

5

平成 30 年度 証券ゼミナール大会
第 4 テーマ

10

「日本銀行の金融政策と証券市場」

15

20

和歌山大学 築田ゼミナール
近澤班

25

近澤凌也
和田昂大
神羽玲奈
坪内浩平
林 律貴
小林遊斗

30

——目次——

	はじめに	3
5	第1章 日本銀行における異次元緩和	4
	第1節 量的・質的金融緩和	4
	第2節 マイナス金利付き量的・質的金融緩和	7
	第3節 長短金利操作付き量的・質的金融緩和	10
10	第2章 証券市場と金融政策の影響	14
	第1節 国債市場	14
	第2節 株式市場	16
	第3章 金融政策のあり方	20
15	第1節 日本銀行の異次元緩和における議論	20
	第1項 日本銀行の金融政策に対する疑問点	20
	第2項 日本銀行のリフレ政策への批判的検討	21
	第2節 出口政策についての意見	24
	第1項 ETF に関しての出口戦略の提案	24
20	第2項 J-REIT に関する出口戦略の提案	25
	第3項 国債に関しての出口戦略の提案	26
	第3節 金融政策のあるべき姿	26
	終わりに	28
25	参考文献	29

はじめに

2008年に起きたリーマンショックをきっかけに、世界各国で未だ例を見ないほどの大規模な非伝統的金融政策が行われてきた。日本でも、2013年以降、日本銀行の黒田東彦総裁によって量的・質的金融緩和政策、マイナス金利政策、そして長短期金利操作付きQQE政策といった大胆な金融政策が展開されてきた。これらの金融政策により日本銀行は、物価上昇率2%の安定的な達成を目標としている。しかし、5年が経過した現在もデフレーション(以下デフレ)を脱却できず、物価2%の目標も同様に達成しておらず、依然として非伝統的かつ大規模な金融政策が行われ続けている。

現在、日本以外のアメリカの連邦準備制度理事会やユーロ圏の欧州中央銀行などでは、目標が達成されつつあり、大胆な金融政策に対する出口戦略が明確に示されている。一方で未だ目標達成していない日本銀行は、政策手段の在り方や目標の適当性を見直すべきなのではないだろうか。

本論文の以下の構成は次のようになっている。

第1章では、2013年以降に日本銀行によって行われてきた異次元緩和を分析する。次に第2章では、現在の株式市場と国債市場の状況について考察と、日本銀行が行っている金融政策による日本経済への影響を分析する。最後に第3章では、現行の金融政策について評価し、今後の出口政策と金融政策の在り方について検討していく。

20

25

30 第1章 日本銀行における異次元緩和

第1節 量的・質的金融緩和

2013年以降から日本銀行の黒田東彦総裁によって行われてきた大胆な金融政策を見ていく。まず、2013年4月4日に行われた量的・質的金融緩和(Quantitative-Qualitative Easing、以下QQE)政策の導入について日本銀行が公表した決定内容は以下のとおりである。

5

図1 「QQE」の導入

10	<p>① マネタリーベース・コントロールの採用</p> <p>量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」</p>
15	<p>② 長期国債買入れの拡大と年限長期化</p> <p>イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を、40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。</p>
20	<p>③ ETF、J-REITの買入れの拡大</p> <p>資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p>
25	<p>④ 「量的・質的金融緩和」の継続</p> <p>「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。</p>

出所) 日本銀行(2013)『「量的・質的金融緩和」の導入について』より著者作成

上記内容の「QQE」の導入を行う理由として、日本銀行は次のような効果が期待できると述べている。『今回決定した「量的・質的金融緩和」は、これを裏打ちする施策として、長

30 めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転

換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。』¹。これらの適当性については後に議論する。

5 ところで、このQQEでは、いわゆる“リフレ理論”に基づいた緩和政策と捉えることができる。リフレ派の理論の論点を湯本(2013)²からまとめると以下のようになる。

①潤沢な準備を供給して政策金利を極限まで引き下げ、それを維持するというコミットメントを行う。これにより持続的な金融緩和政策への信頼が確保され、将来の資金調達についての不安が払拭される。

10 ②そうしたコミットメントが信頼を得るためには、そのメッセージが明確かつ断固たるものでなければならない。インフレターゲットの設定である。

③準備を供給する際には、従来の短期の証券以外の資産を購入する。それによって、それらの資産の需要と供給のバランス、したがって利回りを変化させることができる。こうして相互に影響与えあい、その一環として円安も進むはずだ。

15 さらに、2014年10月31日に行われた日本銀行による「QQE」の拡大を見ていく。決定された措置内容は以下のとおりである。

20

25

図2 「QQE」の拡大

¹ 日本銀行(2013) 『「量的・質的金融緩和」の導入について』より引用

² 湯本雅士(2013) 『金融政策入門』 岩波新書

(1) マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約 80 兆円（約 10～20 兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

5 (2) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円（約 30 兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を 7 年～10 年程度に延長する（最大 3 年程度延長）。

10 ② ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円（3 倍増）、年間約 900 億円（3 倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たに J-PX 日経 400 に連動する ETF を買入れの対象に加える。

出所) 日本銀行 (2014) 『「量的・質的金融緩和」の拡大』より著者作成

15

上記内容の「QQE」の拡大を行う理由として、以下の日本の経済状況が要因であると述べている。

『わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面
20 での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎは始めているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはい
25 えず、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。』³。

上記についてであるが、日本はバブル崩壊以降、デフレが長く続いていた。デフレが続き、

³ 日本銀行 (2014) 『「量的・質的金融緩和」の拡大』より引用

物価はこれから先上がらないだろうと思えば支出を抑えるようになると、デフレの悪循環が延々と繰り返されることになってしまう(デフレスパイラル)。そこで、デフレスパイラルを断ち切るべく、2013年に日本銀行の黒田総裁は大規模な金融緩和を開始した。具体的に見ていこう。2013年4月4日に政策施行が発表された「QQE」は、図1・図2で述べたように

5 金融緩和政策の内容が今までよりも量・質共に規模が大きくなっている。この非伝統的な金融政策の目標は、当初は消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定目標」を、2年程で実現させるというものであった。

金融市場調節の操作目標は、金利から資金供給量(マネタリーベース)に変更された。また、図2に表記してある②長期国債買入れの拡大と年限長期化、③ETF、J-REITの買入れの

10 拡大も行うとしたが、これは非伝統的な金融政策の波及経路を多様化させる効果があり、早期に物価安定が達成できると想定されていた。

加えて、市場に円が大規模に供給されれば(調達が容易になれば)、円は相対価値が目減りすることによって円安になることも暗に期待された。また、市場にお金が出回ることによって株式市場への投資も増加し、円安や株高などの政策効果が表れることも期待されていた。

15 そして、これらの効果によって期待インフレ率が高まり実質金利が低下し、緩和効果が一層高まって緩やかな景気回復と物価安定目標が達成されると想定されていた。

第2節 マイナス金利付き量的・質的金融緩和

2013年からのQQEは、一定の効果は見られたという評価はあったものの、(日本銀行の説明によれば)消費増税や原油価格の下落、そしてアメリカの利上げなどから想定していた効果が見られなかった。そこで、2016年1月29日に日本銀行は「マイナス金利付きQQE」の導入を公表した。公表された「マイナス金利付きQQE」の内容は以下のとおりである。

20

25

30 図3 「マイナス金利付きQQE」の導入

5	<p>(1)「金利」：マイナス金利の導入</p> <p>金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。貸出支援基金、被災地金融機関支援オペおよび共通担保資金供給は、ゼロ金利で実施する。</p>
10	<p>(2)「量」：金融市場調節方針</p> <p>次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。</p> <p>マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。</p>
15	<p>(3)「質」：資産買入れ方針</p> <p>資産の買入れについては、以下のとおりとする。</p> <p>① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。</p>
20	<p>② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p> <p>③ CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。</p>

出所) 日本銀行 (2016) 『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』より著者作成

25

そして、QQEの導入時と同様に「マイナス金利付きQQE」の継続も掲げ、物価上昇率が2%を達成する為の政府による強いコミットメントも明確にしている。が。上記内容の「マイナス金利付きQQE」を導入した理由としては、以下のようなリスクを未然に防ぐためと述べている。

30

『原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリス

クが増大している。』⁴今回 2016 年 1 月 29 日に公表された「マイナス金利付き QQE」の導入によって、今まで行われてきた金融緩和政策の量・質に並んでマイナス金利が足された。このマイナス金利の政策は会合で 5 対 4 のという異例の僅差で決定されたものだった。反対意見としては、「実体経済に大きな効果をもたらすとは判断されない」、「資産買い入れの限界と誤解されるおそれがあり、混乱を招く」といった内容があげられた。日銀の黒田総裁は、

5 マイナス金利導入の理由については「世界市場混乱が国内に波及するリスクを防ぐため」と会合後に開かれた記者会見で語った。また、今後必要ならば、さらに金利を引き下げるとも言及した。

10 マイナス金利の導入によって、金融機関の日銀当座預金残高が、政策金利残高・マクロ加算残高・基礎残高の 3 つの層に分解された。この中の政策金利残高に限りマイナス金利が課された(図 4)。

図 4 3 段階の階層構造における金利の区分

- 15 ①基礎残高 (+0.1%を適用)
- QQE において各金融機関がこれまでに積み上げた残高については
今まで通りの+0.1%の金利を適用する。
- 20 ②マクロ加算残高 (0%を適用)
- 所要準備額に相当する残高+貸出支援基金+被災地金融機関支援オペに相当する残高
はゼロ金利を適用する。ただし、適宜のタイミングでマクロ加算額を加算していく。
- ③政策金利残高 (▲0.1%を適用)
- 各金融機関の当座預金残高のうち、①と②を上回る部分に、▲0.1%のマイナス金利を適用する。

25 出所) 日本銀行 (2016) 『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』より著者作成

このマイナス金利は、国債金利に強く影響し、日銀がこれまで行ってきた大規模な国債買い入れと共に、金利全般を強く押し下げることが期待された。そして、金利低下によって

⁴ 日本銀行 (2016) 『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』より引用

人々の支出や企業の投資を促す効果も意図された。また、国内の金利が下がることで海外との金利差が生じることで、円安の影響が期待された。

第3節 長短金利操作付き量的・質的金融緩和

- 5 2016年9月21日には、日本銀行は金融緩和強化のための新しい枠組みとして「長短金利操作付きQQE」の導入を公表した。「長短金利操作付きQQE」の導入内容は以下のとおりである。

10

15

20

25

30 図5 「長短金利操作付きQQE」の導入

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 金融市場調節方針

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

② 長短金利操作のための新型オペレーションの導入

長短金利操作を円滑に行うため、以下の新しいオペレーション手段を導入する。

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）

(ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年）

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(3) オーバーシュート型コミットメント

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。

出所) 日本銀行(2016)『金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』より著者作成

上記内容の「長短金利操作付きQQE」の導入の理由は以下のとおりである。『「量的・質的金融緩和」は、主として実質金利低下の効果により経済・物価の好転をもたらし、日本経済

は、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。この実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求する「イールドカーブ・コントロール」を、新たな枠組みの中心に据えることとした。その手段としては、マイナス金利導入以降の経験により、日本銀行当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買入れの組み合わせが有効であることが明らかになった。これに加えて、長短金利操作を円滑に行うための新しいオペレーション手段を導入することとした。』⁵

また、オーバーシュート型コミットメントの採用理由としては、日本銀行が2%の「物価安定」を実現できていないことから、以下の内容をあげている。『現在の実績および予想の物価上昇率が2%よりも低いことを考えれば、「物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」と約束することで、「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることが適当であると判断した。』⁴ この「長短金利操作付きQQE」の導入によって、日本銀行は操作目標を、量（マネタリーベース）から金利に変更した。長短金利操作付きQQEでは、図4の（1）②の内容である、新たに日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長が導入されている。

このような金融緩和政策の内容変更が行われたのは、今後に関しては同様の手法により資金供給を続けることが困難となる可能性などが考えられる。すなわち、発行済み国債にも限界があることや、マイナス金利政策導入により過度に下落した国債利回りのもとでは主に機関投資家への悪影響が強く懸念されることなどである。また、そもそも国債買入れそのものが物価安定目標の達成にどれだけプラスの影響を与えるのかについて懐疑的な見方が広がっていたことも背景にあるのかもしれない。いずれにしても、金融市場調節の操作目標を量から金利に変更したことによって、金融緩和政策をこれからも持続していくことを可能としたと考えて良いかもしれない。

また、長短金利操作付きQQEでも、物価安定目標を達成するまで金融緩和政策を続けていくことを宣言している。これは先に述べた通りリフレ理論において重要なことでもあった。しかし、物価安定目標は未だ達成されておらず、また達成するまでの期限を延ばし続けていることは、黒田総裁下での金融政策には当初の狙い通りの効果が有用なのかどうかとい

⁵ 日本銀行（2016）『金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」より引用

う疑問を呼び起こすものである。

この疑問に対して、2018年の日本銀行の経済・物価情勢の展望より事実を検討したい。2018年1月24日のレポートでは、物価安定目標の達成時期について次のように述べている。『今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。2%程度に達する時期2019年度頃になる可能性が高い。』⁶と述べている。次に2018年4月28日のレポートでは『2019年度までの物価見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。』⁷と述べている。さらに2018年11月1日のレポートでは『消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、2018年度を中心に幾分下振れている。』⁸と述べられている。このことから、日銀が従来目標としてきた安定物価目標の2%の達成を徐々に曖昧にしてきたことがわかる。日銀がこのように表現を曖昧にすることは、現行の金融政策の根幹を成しているリフレ理論である“日銀による明確なコミットメント”を拒否したことを意味する。日銀としては過去の金融政策を否定することになるため明確に言うことは出来ないが、このように達成時期への言及をやめたことは、すなわち物価安定目標の達成に対して確信がなくなってきたこと、リフレ理論による大規模緩和は効果が限定的であったということを事実上意味する。そして、穿った見方になるかもしれないが、物価安定目標の期限を拒否したことは日銀の金融政策の転換を意味するとも考えられよう。

20

25

第2章 証券市場と金融政策の影響

⁶ 日本銀行(2018)『展望レポート:2018年1月(背景説明含む全文)』より引用

⁷ 日本銀行(2018)『展望レポート:2018年4月(背景説明含む全文)』より引用

⁸ 日本銀行(2018)『展望レポート:2018年10月(背景説明含む全文)』より引用

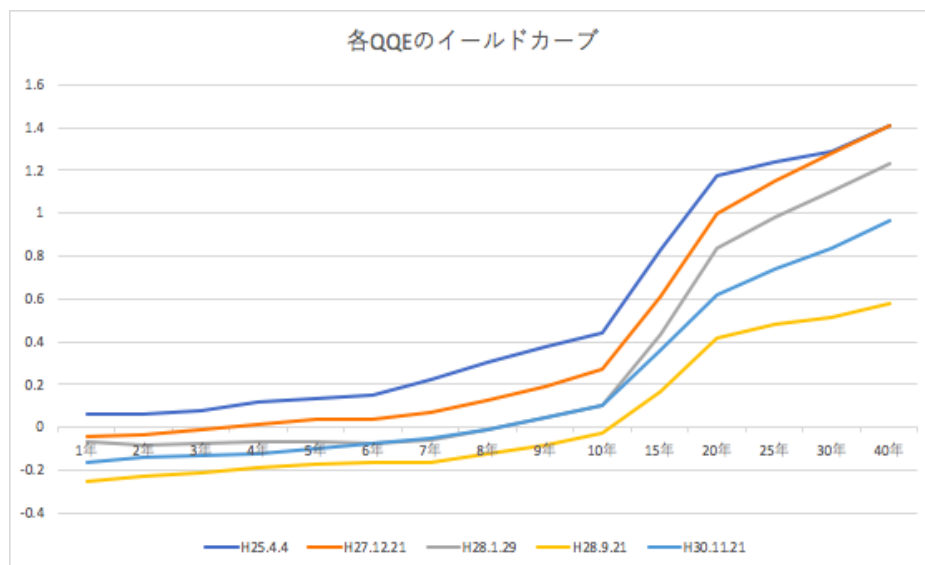
基本的な証券市場の役割としては、大きくは価格調整機能と資金調達・運用機能が挙げられる。ここでは日銀の大幅な資産買い入れによって市場にどのような影響を及ぼしたのかをみていく。

第1節 国債市場

- 5 現在、日銀はQQE政策のもとで、国債を買い入れ続けている。そして、買い入れ国債の平均残存期間が7年～10年程度となるように買い入れを行なっている。2018年には国債の平均残存期間は、8年程度である。また、日銀が2018年10月31日に公表した「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」によると、現在の保有国債残高は444兆円と公表されている。日本銀行が国債を大量に購入し続けることは、需給のバランスに変化を与える。
- 10 QQE導入後、国債の利回りは大きく低下し、2016年にマイナス金利政策を導入してからは一層大きく低下した。また、2018年7月31日の日本銀行「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」によると、強力な金融緩和を続けていくことが決定していて、これからも長期金利は0.1%を上回る可能性は少ないと考えられる。本来、イールドカーブのグラフは短期金利が低く、長期金利は高いので右肩上がりとなるが、図5のように現在は、短期金利と長期金利がフラット化している。
- 15

図6 各QQEのイールドカーブ

20



25

(注) H25. 4. 4 は QQE の導入日、H27. 12. 21 は QQE を補完するための措置の導入日、
H28. 1. 29 はマイナス金利付き QQE の導入日、H. 28. 9. 21 は長短金利付き QQE の導入日、
H30. 11. 21 は現在

出所) 財務省「金利情報」より著者作成

5

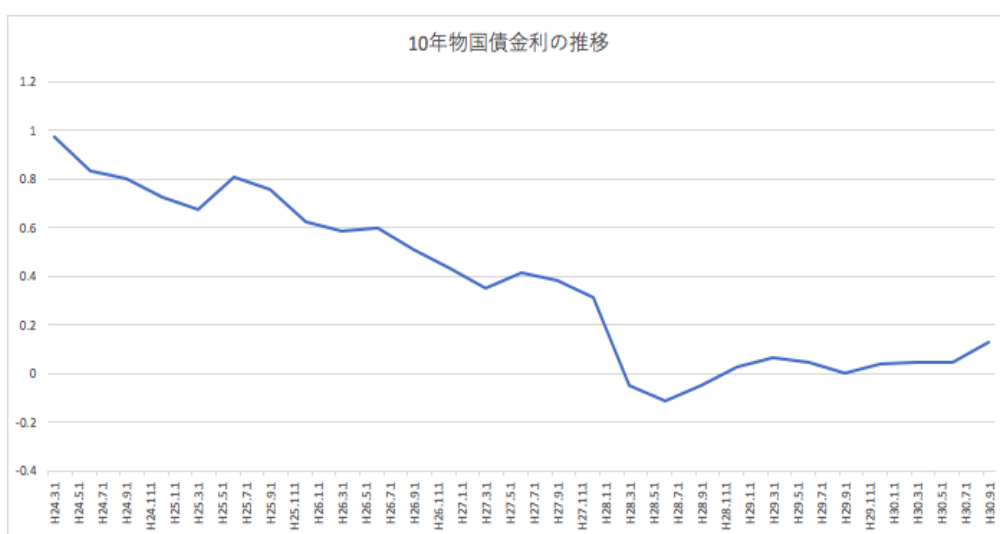
図 6 を見てみると長期金利が低下しており、その影響で図 7 のように金融機関の売却益の縮小が発生し、国債の流動性低下によって第 3 章で述べる年金基金や、銀行や生命保険の資金運用が困難になってしまったといった副作用が発生している。ここで初めて流動性低下という言葉が出てきたが、いつ頃からこれについての議論がなされるようになったの

10

か。それは、日本銀行による大規模な金融緩和導入以降、国債の買入が継続して行われ、同行が保有する国債は発行残高の約 40% となった。そういった状況の中で、市場関係者から国債市場の流動性低下を指摘する声が聞かれるなど、国債市場の流動性に対する関心が高まっているのである。国債の市場流動性低下の一因としては、大規模な金融緩和導入により、日銀が市中銀行から国債を買い取ったため市中銀行に出回る国債の流通量が減少したことが考えられる。このまま中央銀行が量的緩和政策を続けるのであれば、国債の流動性低下に歯止めはかからないであろう。

15

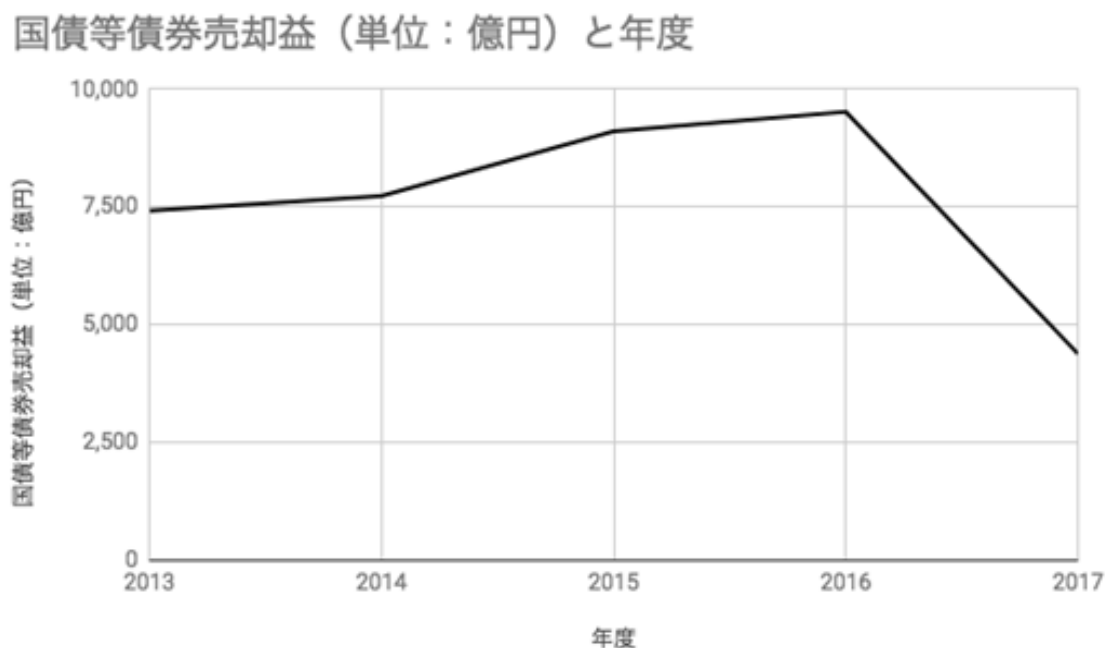
図 7 10 年物国債金利の推移



20

出所) 財務省「金利情報」より著者作成

図8 国債等債券売却益の推移



出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析 平成 29 年度」より著者作成

5 第2節 株式市場

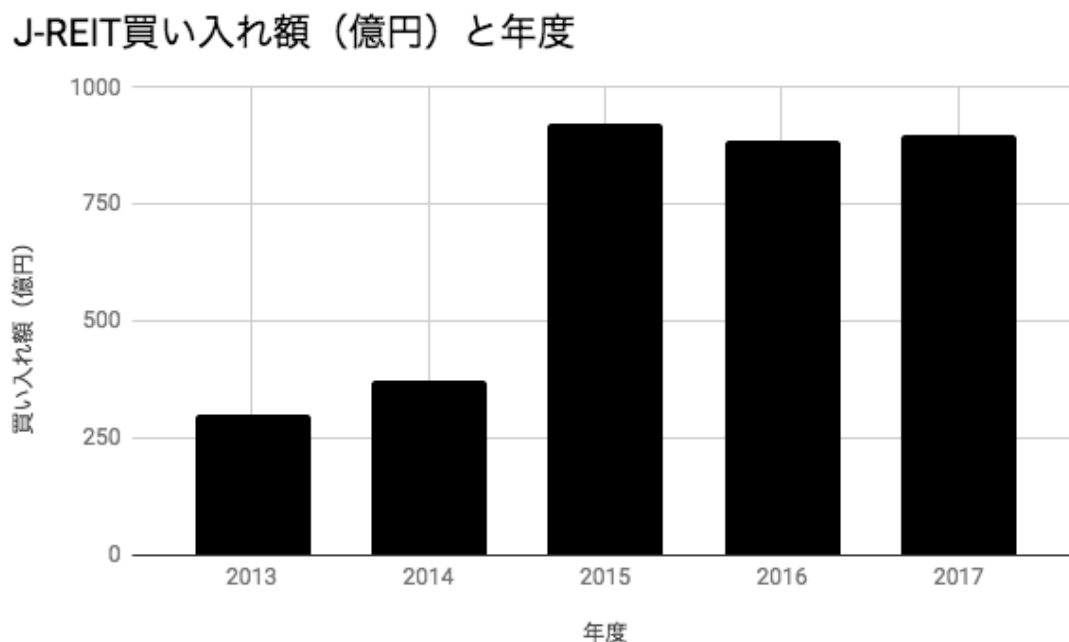
日本銀行は量的緩和の1つの策としてETF（指数連動型上場投資信託受益権）、J-REIT（不動産投資法人投資口）の購入を行っているが、この結果日本銀行が大規模な保有者になることにより市場で適正な価格が形成しづらくなった。しかしこの日本銀行によって形成された価格は、日本銀行がそれを売却するときに崩れる可能性がある。実際の市場価格は未知数であるが、その保有額を考えれば多くの影響を与えかねない。

それでは、QQE開始後の、日経平均株価、ETF、J-REITの買い入れ額の推移を検討する。

出所) 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果」より著者作成

- J-REIT の買い入れ額は、2013 年から次第に増加し、2014 年から 2015 年にかけては
- 5 2014 年 10 月の年間買入予定額を 900 億円に拡大したことにより約 3 倍に年間買入額が膨れ上がる。そして 2015 年からほとんど横ばい状態であり、現在も日本銀行による J-REIT の年間買入予定額は 900 億円である。日本銀行の J-REIT 買いによる効果には J-REIT の需給改善、市場拡大・活性化が挙げられ、不動産市場への安定した資金供給による不動産の流動化、不動産開発、都市機能の発展が期待される。しかし副作用としては ETF 同様価格
- 10 形成が歪められていることが挙げられる。現在は超低金利なこともあり、株式投資に比べて利回りの大きい J-REIT へ資金が流れていくというのが自然な動きとして考えられる。しかしそこへ日本銀行の J-REIT の大量購入があることによつて価格形成に歪みが生じる。

15 図 11 J-REIT 買い入れ額の推移



出所) 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果」より著者作成

第3章 金融政策のあり方

第1節 日本銀行の異次元緩和における議論

私たちの意見として初めに述べておく。私たちは、現行の金融政策に反対である。以下にその理由を述べていく。

5 第1項 日本銀行の金融政策に対する誤り

まず物価上昇2%の目標を達成していないこの異次元緩和の結果として現在もなお日本銀行に保有されている資産をこれからどうしていくのかという点である。すでに述べた通り、2013年から行われている非伝統的金融政策をはじめた当初は達成期限を明記していたが、2018年4月に行われた金融政策決定会合後に公表されるレポートでは、インフレ率
10 2%の達成見通し時期を初めて明記しなかった。会合後の総裁記者会見で黒田総裁⁹は、「物価の先行きに様々な不確実性がある中であって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面から も必ずしも適当とはいえません」としたうえで、「物価の先行き展望について、これが達成期限ではなく見通しであることを明確にするため、記述の仕方を見直す」と説明した。しかしこれは事実上2%を達成できないと捉え
15 ることができ、現在まで積みあがった大規模な資産をこれからどうしていくのかは批判すべき点である。

2つ目は、副作用が大きい点である。日本銀行の大量の国債購入により、市場に流通する国債が減り、国債の取引が成立しづらくなるなどの国債市場の機能低下や、金利操作によるイールドカーブのフラット化から金融機関の長短金利差の利鞘による収入の減少など
20 が生じている。また、ETF、J-REITの結果、日本銀行が大規模な株式保有者になることにより市場で適正な価格が形成しづらくなっていることはすでに指摘した通りである。しかしこの日本銀行によって形成された価格が正常な価格に戻ろうとするとき（日本銀行が資産を売却するとき）、その時の影響は未知数であり、通常であれば市場への株式供給が増えれば株価は下落するため、投資家や企業には多くの影響を与えかねない。しかも、デフ
25 レを脱却し物価を安定することが目標であるとしたうえでの異次元緩和であったが、実際には思った通りの効果が明確に現れなかった。また次に詳しく示すが、異次元緩和の根幹をなすリフレ理論は事実上経済を刺激する効果は限定的であった。

⁹日本銀行 『総裁記者会見要旨』 2018年5月発表。

https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2018/kk180501a.pdf

- マイナス金利や長短金利の操作についても問題点が残る。マイナス金利導入で銀行は融資を増やすと考えていたが、これが誤りだった。デフレを脱却していない状況において企業の設備投資が増えるはずもなく、銀行は融資を増やそうにも出来ないのである。これが好況の場合であって銀行が貸し渋りをしているのであれば、マイナス金利はある程度の効果はあっただろう。また融資が増えない銀行や国債が主な資産運用先の保険会社は、日本国債を購入することによって国債利回りで収益を上げようとしたが、イールドカーブがフラット化している状態では利鞘が限りなく少なく、銀行においては家計への預金者の金利もほぼ下限であり、収益が悪化している。長短金利操作に関しても長期金利の操作は、日銀による国債の大量買い入れの元で行われることが前提であり、結果として流動性の低下を招くことにもつながるであろう。

第2項 日本銀行のリフレ政策への批判的検討

現行の日本銀行が行っている金融政策はリフレ理論¹⁰に基づいているといえる。ここではリフレ理論と対をなす反リフレ派の主張の一例を紹介する。湯本(2013)¹¹からまとめると以下となる。

- 15 ①中央銀行による長期国債の買い増しは、基本的には民間が保有する国債の満期に至るまでの期間別構成を変える事であり、これは財政当局の仕事であり、中央銀行がする事には実務上の問題がある。
- 20 ②インフレターゲットには金融政策の透明性や説明責任の向上手段としてのそれと、インフレ率引き上げ手段としてのそれを明確に区別する必要がある。前者には問題が無いが、後者については目標設定だけでデフレが止まるわけがないからである。
- 25 ③経済主体の予想や行動は、政策当局者の発言で簡単に誘導できるものではない。
- ④実体経済面においてデフレを維持させる要因がある中で、金融政策だけで事態を改善することは難しい。
- ⑤「期待」は漠然と生まれるものではなく、金融政策がどのように経済主体のインセンティブを変化させるかという点について慎重に検討する必要がある。

¹⁰ 第1章第1節参照。

¹¹ 湯本雅士(2013) 『金融政策入門』 岩波新書

また反リフレ派の池尾(2008)¹²も「実質金利を負にして無理矢理に投資を惹起し、当面の需要不足を緩和することになったとしても、効率性の低い資本設備を増大させ、過剰設備の問題を深刻化させることになる」と否定的に述べている。また池田(2009)¹³でも「金融政策は短期の安定化政策であり、長期の潜在成長率を変えることはできない」としている。5 築田(2015)¹⁴では「現実として金融市場や実体経済はリフレ理論の想定と整合的に推移して来なかった」と述べている。

つまり、反リフレ派では期待を抱かせても、経済はどう転ぶか分からない。そもそも金融政策だけで危機を解決できないというのが論点である。一方、リフレ派は長期国債などで長期金利の引き下げにも寄与し、極限にまで金利を押し下げ、明確なインフレターゲットを組み合わせることによって、積極的な金融緩和が維持されるという信用を与え、期待10 インフレ率を高めようとするというのが論点である。

現在の日銀はどうであろう。リフレ派の主張に基づきマネタリーベースを拡大させ、2%の物価上昇率目標というインフレターゲットを設定した。長期国債やETF、J-REITの買入れも行った。しかしデフレから脱却できていない。つまりリフレ理論では目標が達成できなかつたのである(そもそも目標の背一定自体がリフレ派的なのであるが)。このことは15 イングランド銀行の『Money creation in the modern economy』(2014)¹⁵ではっきりと示されている。もちろん、イングランド銀行の金融政策と日本銀行のそれとでは、そもそも経済環境や国家情勢の関係で大きく異なっている。したがって、同論文が日銀の金融政策への批判に直接適用できるかどうかは紛れが有るだろう。しかしながら、信用創造¹⁶の実

¹² 池尾和人(2008) 『白川総裁と波長が合いそう? 日銀審議委員候補の池尾教授』ダイヤモンド・オンライン

¹³ 池田信夫(2009) 『希望を捨てる勇気ー停滞と成長の経済学』ダイヤモンド社

¹⁴ 築田優(2015) 『日銀のマイナス金利政策とヨーロッパ諸国の先行事例』和歌山大学経済学会研究年俵

¹⁵ イングランド銀行四季報 『Money creation in the modern economy』(2014)

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf?la=en&hash=9A8788FD44A62D8BB927123544205CE476E01654>

¹⁶ 同論文では Money creation と記載しているため、伝統的な“信用創造”と言う用語とは必ずしも一致しない

際について述べた同論文は、資金供給および金融緩和政策の根幹にかかわることを述べているため重要な参考文献となろう。

この論文では、現代経済における貨幣創造についての誤解を解いたうえでQEの効果に対する2つの誤解を解決している。

- 5 ①QEによって作り出された準備預金は銀行にとってのフリーマネーではないということ
論文の中では中央銀行と年金基金、銀行の例が挙げられている。QEによる中央銀行の資産購入は銀行のバランスシートに作用するが、銀行の一番の役割は、年金基金と中央銀行との資産取引を仲介することである。しかしQEでは銀行に中央銀行からの新たな負債を抱えるだけでなく、同額の年金基金への負債がまた生じる。つまりQEで資産を買い取って、準備を増やそうとしても銀行にとっては負債であり、自由に使えるお金、つまりフリーマネーではないのである。日本のQEでは日銀が市中銀行から直接国債を買い取る形をとっているが、バランスシートにおいて市中銀行の資産側の国債は準備預金に置き換わるが、負債側では市中銀行が国債を購入したときのままであり、準備預金は市中銀行にとって決してフリーマネーではないことが考えられる。つまり日銀と市中銀行間の取引であって、実体経済とは関係がないから、日銀のQEもうまく機能しなかったとわかる。

- 15 ②QEの重要な目的は、貨幣乗数理論により説明されるように、銀行システムにより多くの準備預金を提供することによって、銀行貸出を増加させるものではないということ
論文のなかでは資産買い入れの間で生み出される銀行の準備預金は中心的役割を果たさないとしている。なぜなら銀行は実体経済の消費者の資金需要があってはじめて預金を創造でき、マネーを市場に多く供給したとしても、資金需要がないと貸出できず、預金が創造できず、マネーが増えていかないからである。QEは、民間企業の支出を直接的に増加させるのが目的であって、銀行を介することなしに働いている。

- 25 以上この論文から分かる通り、貨幣量は中央銀行が供給したベースマネーによって決まるのではなく、企業の資金需要に応じて行われる銀行融資によって貨幣の大半が生み出されるので、貨幣量も企業の資金需要によって内生的に決まることになるという、内生的貨幣供給説に基づき、預金が貸借関係から作りだされることを確認し、QEによって銀行貸出はあまり増えることはないし、効果は限定的なものであると分かる。そして金利操作では経済に影響を与えることができるとしている。

- 30 BOEはマネタリスト的な政策を展開してきた時期もあったが、この論文において事実上その政策理論は批判され破綻したと考えられる。結果的に新たな信用創造とマネタリーベ

一スの増加は直接的に関係していない。日銀の量的緩和、リフレ的な政策は効果がないと間接的ではあるが意味していると考えられよう。

第2節 出口政策についての意見

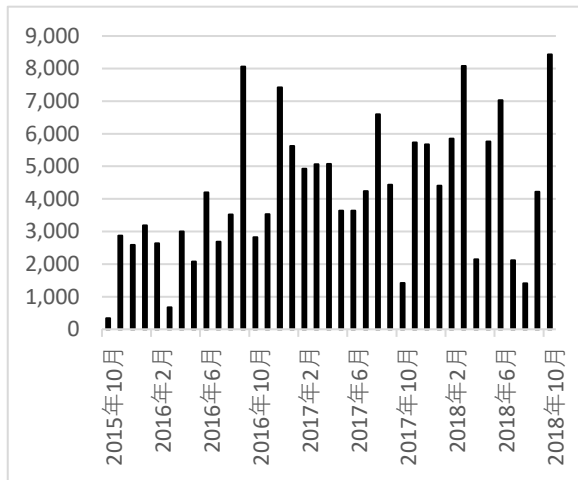
- 5 2018年9月19日の記者会見で黒田日本銀行総裁は、物価目標の達成に全力を尽くす姿勢を強調し出口戦略は「あくまで2%を達成してから」との考えを示した。この理由から短期的に出口政策を進めていくことについては、未だに見通しが立たないであろう。そして、今後の出口政策については、ETFやJ-REITにおける株式分野や不動産分野と国債における債券分野について考えることが必要である。これらは現在、日本銀行による多額の買い入れ¹⁷が行われており、出口戦略を考えるうえでこれらの動向がとても重要な課題だからである。異次元緩和前の状態を出口として設定するならば、これらの投資信託や国債購入した分をすべて売却することが必要になってくる。その点においてこれらをどのようにして裁いていくかが大切なポイントになってくるためである。

第1項 ETF に関する出口戦略の提案

- 15 ①ETFの買入れを減らしていく。実際、現段階において日銀はETF買入れ目標額よりも減らしており、ステルス・テーパリングは開始されたとの見方が出来る。2018年7月の金融政策決定会合において、資産の買入れについては「ETFの保有残高が、それぞれ年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。」としている。図11、12から2018年8月の日銀によるETF買入額は少額になっている。しかし同年10月には買入額が増大しており、株価の変動で買入額を上下している。このことからフォワードガイダンスを活用して、資産買い入れ額を段階的に縮小できる状態にはあり、テーパリングによって出口を進められるという可能性も伺える。

¹⁷ 第1章参照。

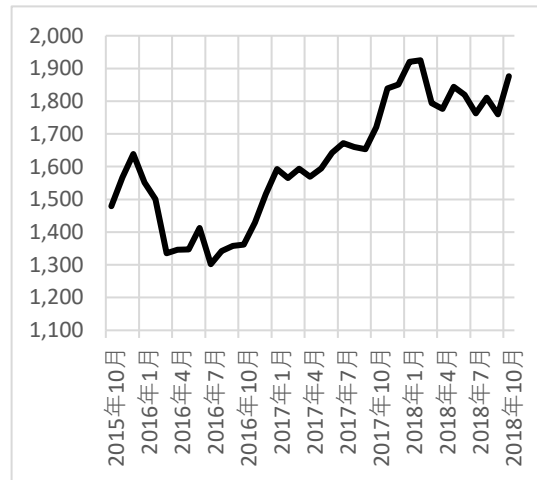
図 12 日銀の ETF 買入額(月間)



注)データは 2015 年 10 月から 2018 年 10 月まで

出所)日本銀行より筆者作成

図 13 TOPIX 連動型上場投資信



注)データは 2015 年 10 月から 2018 年 10 月まで

出所) Yahoo! JAPAN ファイナンスより筆者作成

- 5 ②企業による自社株買いを進めていくという提案である。ETF を現物株に交換して、自分の企業の株を買い取ってもらう。しかし、自社株買いは本来企業が自主的に行うものであり、買い取り要請に応じない企業がいるという問題点がある。しかし、日本銀行が市場内でETFに組み込まれている株式を売却すれば株価は下落すると予想されるので、それを阻止するために企業は自らの株を購入し、株価を下支えするだろう。また自社株買いを行われずとも、投資家にとっては投資対象になりうる場合もあるので、市場に影響を与えないよう、少額ずつ売却していくことが最善な策であろう。

第2項 J-REITに関する出口戦略の提案

- 日本銀行はJ-REITについての出口戦略にも細心の注意を払わなければいけない。2018年3月末の時点でJ-REITは現在の金融緩和で日銀が保有する時価総額は5142億円であった。この買い入れにより、低金利の影響をうけ投資対象が不動産に、とりわけ安定した収入による高い分配金利回りが魅力のJ-REITが堅調に成長している。また2020年の東京オリンピック等の都心部の建設ラッシュや賃貸物件の賃料も上昇し、J-REITが保有している物件の収益性の上昇につながっている。このように成長しているJ-REIT分野で出口政策を行うには不動産業界、さらには投資を行っている個人や企業にとって大きな問題となる恐れがあり、様々な市場にも影響が波及していく可能性もある。日本銀行がJ-REITを売るアクションに入れば、不動産価格の下落が予想され、投資家の中でも売りに走る可能性

がある。さらに金利上昇も視野にはいれば、不動産価格が下落する恐れもあり、市場に悪影響も与えかねない。ここで以下に J-REIT の出口戦略を提案する。

- J-REIT においても ETF と同様にステルス・テーパリングを行うことが出口になるだろう。ETF に対して J-REIT は年間買入れ目標額が少ないので、早期に買入れ額をゼロに出来ることを見込まれる。また国債のテーパリングと同時に J-REIT を少しずつ売却すれば、
- 5 国債の長期金利利回りは 0%に近い水準だが、J-REIT とのスプレッドにはあまり変化が少なく、安定的に売却することが可能だろう。

第 3 項 国債に関する出口戦略の提案

- 国債についてもシンプルな方法として、償還期限まで日本銀行が持ち続けると提案する。もち続けるといっても、日本銀行は市中銀行とのオペレーションなどでいくらかは国債を持つべき主体なのですべてを償還することはない。短期国債は公開市場操作で多く用いられるので、ここで償還期限まで持ち続けるのは主に 10 年を超える長期国債である。
- 10 また現在、日本銀行は設定した目標国債買入額よりも少ない額を購入しており、これは事実上出口を見据えたテーパリングと考えられる。徐々にテーパリングをしていき、国債の
- 15 買入額を緩和前の状態に戻し、保有している国債を償還するまで持ち続けることが市場やほかの日本国債を保有している経済主体に対してとれる安全策である。また日銀がテーパリングをしても、国債の長期金利は上がらないので、金融緩和と同時進行でテーパリングできる利点もある。

20 第 3 節 金融政策のあるべき姿

まず金融政策の目的は、日本銀行法の以下の条文に示されている。

日本銀行法

(通貨及び金融の調節の理念)

- 25 第二条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。

- このように、日本銀行法では 『「金融政策」の目的は、物価の安定を図ることが一般的な理解であり、「2%のインフレ目標」といった場合、その基準は消費者物価指数となることが多く、日本銀行の金融政策運営に当たっては、物価の安定を通じて「国民経済の
- 30

健全な発展」に資することが求められている』¹⁸。そのためには、現行の金融政策を行って
ただけでは、インフレ率2%達成、デフレから脱却することも不可能であろう。

- そこで、金融政策のみで物価安定を図るのではなく、政府主導の構造改革や規制緩和等
の財政政策と同時に金融政策を行っていくべきだと考える。ここまで2013年から始まっ
5 た非伝統的な金融政策の是非について論じてきた。第2章でも示したとおり、日本経済に
おいてよい効果を表した事例もあるが、最終目標のインフレ率2%の達成はまだまだ遠
い。「長短金利操作付きQQE」において、オーバーシュート型コミットメントで2%の物
価安定の目標を達成するまで金融緩和を継続するとしており、達成できるか分からない目
10 標に対して、継続的に大規模な資産買い入れや金利の低下が長引くことで、本来経済の安
定化をはかるための緩和策であるにも関わらず、金融機関の利ざやが縮小し金融仲介機能
に悪影響を及ぼし、経済にとってむしろマイナスになるというリバーサル・レートの問題
も露呈しかねない。実際、2017年11月13日のスイス・チューリッヒ大学の講演におい
て、黒田総裁はリバーサル・レートの内容について触れた。その後同年12月の金融政策
15 決定会合後の記者会見において「現時点で金融仲介機能に問題は生じていない」とし、あ
くまでもこれまで通り長短金利操作付きQQEを続けていくとの方針を示したが、日銀も緩
和策の長期化における副作用に関心があるように考えられ、今後さらに大規模緩和が続
くとさらにリバーサル・レートの発生の割合が高くなるだろう。金融政策は物価の安定を
目標とするのは適切であるが、政策が長期化することで政策の効果がなくなってしまえば
意味がない。
- 20 高齢者や女性の雇用機会均等や労働環境の整備、企業が新規事業参入や設備投資に影響
を促す規制緩和等の政府主導の政策を併用すれば、現行の金融政策主導の割合が大きい場
合に比べ、より物価の安定を図れるのではないだろうか。

25

¹⁸ 中央銀行研究会（1996）「中央銀行制度の改革—開かれた独立性を求めて」

終わりに

これまでに、2013年から行われている日本銀行の非伝統的金融政策を論考し、現在の株式市場と国際市場の状況について考察した。また日本銀行が行っている金融政策による日本経済への影響を分析し、現行の金融政策について評価し、今後の出口政策と金融政策の在り方について述べてきた。

5 本論文でも述べてきたが、日本銀行の行ってきたリフレ的政策は、『Money creation in the modern economy』において効果が否定されている。日本でも実際デフレからの脱却はできていないとの見方が多い。そのような中で日本銀行の最優先課題として早期の物価上昇2%の達成とし、そのあとに異次元緩和の副産物である国債やETF等の資産をいかに市場に影響なく日銀が手放すことができるかである。2018年8月株価下落局面にはETFを購入していなかったが、9月26日に700億円も追加で購入した。黒田総裁は「早期に物価目標を達成して正常化プロセスに入りたいのは、どこの中央銀行も同じで当然のことだ」との見解を示しているように、出口政策に関して検討している中での苦渋の選択だったのではないかと受け取れる。第3章にも示したとおり、国債やETFに関しては出口に向かっている動きがみられたが、依然として遠いだろう。特にETFやJ-REITは特に市場に影響を与えず異次元緩和をする以前の状態に戻れるかが重要だ。

10 2019年に迫る消費税の増税や2020年の東京オリンピックの開催など日本経済は重要な局面に立っている。日本銀行の金融政策、証券市場が正常に機能し、ひいては日本経済の更なる発展に繋がることを切に願い本論文の結びとする。

20

25

参考文献

- ・一般社団法人投資信託協会 「ETF の仕組み」
<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/ETF/scheme/> (閲覧日：2018年9月17日)
- 5 ・一般社団法人全国地方銀行業界 「地方銀行の決算の状況」
http://www.chiginkyo.or.jp/app/contents.php?category_id=7#link47 (閲覧日：2018年9月18日)
- ・井上哲也(2013) 「異次元緩和」 (閲覧日：2018年9月1日)
- ・唐鎌大輔「ECB 欧州中央銀行 組織、戦略から銀行監督まで」 (閲覧日：2018年10月6日)
- 10 ・斉藤美彦(2014) 「イングランド銀行の金融政策」 (閲覧日：2018年10月5日)
- ・斉藤美彦(2013) 「量的緩和策の日英比較」
http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/82/82_01.pdf (閲覧日：2018年10月6日)
- 15 ・斉藤美彦(2015) 「カーニー体制下のイングランド銀行金融政策」 証券経済研究 第90号
- ・財務省「平成29年度 年次別法人企業統計調査 概要」
<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/index.htm#01>
- ・財務省(2018) 「国債管理政策の現状」
- 20 https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d20181022-2.pdf (閲覧日：2018年11月2日)
- ・酒井良清、榊原健一、鹿野嘉昭(2011) 「金融政策」 (閲覧日：2018年9月8日)
- ・総務省統計局「労働力調査 平成30年9月分/主要項目の季節調整値/完全失業率」
<https://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/tsuki/zuhyou/05423.xls> (閲覧日：2018年9月12日)
- 25

- ・スイス国立銀行 「金融政策」 <https://www.snb.ch/en/iabout/monpol> (閲覧日 : 2018年10月5日)
 - ・スウェーデン国立銀行 「金融政策」 <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/> (閲覧日 : 2018年10月5日)
- 5
- ・高屋定美(2017) 「マイナス金利政策の経験-ユーロ圏と欧州小国の経験から学ぶ」
<http://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/takaya28.pdf>
 - ・田中秀臣(2010) 「デフレ不況：日本銀行の大罪」 (閲覧日 : 2018年10月2日)
 - ・デンマーク国立銀行 「金融政策」
<http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/default.aspx> (閲覧日 : 2018
- 10 年10月2日)
- ・内閣府「平成30年10月度 景気動向指数 結果 長期系列」
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/1024ci.xls>
(閲覧日 : 2018年11月2日)
 - ・内閣府「2018年4-6月期 四半期実質 GDP 実額」
- 15 http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2018/qe182_2/table_s/gaku-jk1822.csv (閲覧日 : 2018年10月10日)
- ・内閣府「平成30年10月度 景気動向指数 結果 長期系列」
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/1024ci.xls>
(閲覧日 : 2018年11月2日)
- 20
- ・日経平均プロフィール「ヒストリカルデータ (月次データ)」
<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=monthly>
(閲覧日 : 2018年9月5日)
 - ・日本銀行 (2013) 『「量的・質的金融緩和」の導入について』
https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf (閲覧日 : 2018年10
- 25 月10日)
- ・日本銀行 (2014) 『「量的・質的金融緩和」の拡大』

http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf (閲覧日：2018年9月20日)

・日本銀行(2015) 「日本銀行と欧州中央銀行 (ECB) の非伝統的金融政策」

https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/data/ko150909a2.pdf (閲覧日：2018年10月1日)

・日本銀行 (2016) 『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf (閲覧日：2018年9月15日)

・日本銀行 (2016) 『金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質

10 的金融緩和」』 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf (閲覧日：2018年10月5日)

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/90/90_01.pdf

・日本銀行「マネタリーベース-時系列データ・注釈等」

<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mb/index.htm/>

15 ・日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果」 <https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu ETF.htm> (閲覧日：2018年10月13日)

・日本銀行時系列統計データ検索サイト「日銀短観 (売上高/実額・半期/全規模/全産業/実績)」 [https://www.stat-](https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R031.5277.20181105114417.01.csv)

20 [search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R031.5277.20181105114417.01.csv](https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R031.5277.20181105114417.01.csv)

(閲覧日：2018年10月29日)

・日本銀行時系列統計データ検索サイト「日銀短観 (業況/全規模/全産業/実績)」

https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R031.1879.20181105113233.01.csv

(閲覧日：2018年10月29日)

- ・日本銀行 「日本銀行の金融調節の枠組み」
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2000/kwp0003a.htm/ (閲覧日：2018年9月2日)
- ・日本経済新聞社「日経平均プロフィール」<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>
5 (閲覧日：2018年9月23日)
- ・日本経済新聞電子版 「日銀、日本株の4%弱を保有 ETF残高 24兆円に」 2018年4月2日 <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ028903020S8A400C1EE8000/> (閲覧日：2018年10月12日)
- ・ニッセイ基礎研究所 「日銀ETF大量購入の問題点ーマッチポンプの日本的手法と企業
10 経営に悪影響の懸念」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53584&pno=2?site=nli> (閲覧日：2018年9月8日)
- ・ニッセイ基礎研究所 「日銀の出口戦略に関する考察ーETFの含み益で個人の資産形成を」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58303?site=nli>
(閲覧日：2018年9月5日)
- 15 ・三田証券 「欧州中央銀行 (ECB) による資産購入プログラムとその効果および今後の施策」 <https://mitasec.com/pdf/products/mr/2017032301.pdf> (閲覧日：2018年10月20日)
- ・三菱UFJ銀行 (2018) 「国債市場の現状と国債への投資環境」
20 https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d20180615-1.pdf
(閲覧日：2018年10月18日)
- ・村上佳子 (2006) 「取引銀行の破綻が企業経営に及ぼす影響について ー 阪和銀行破綻の事例分析」 (閲覧日：2018年10月12日)
- 25 ・森田 長太郎 (2014) 「国債リスクー金利が上昇するときー」 (閲覧日：2018年10月23日)

- ・米倉 茂 (2013) 「Q&A とことんわかるアベノミクスと日本銀行」 (閲覧日 2018 年 9 月 4 日)
 - ・ Board of Governors of the Federal Reserve System
 - ・ BOE(2014) 「Money creation in the modern economy」
- 5 <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf> (閲覧日 : 2018 年 10 月 19 日)
- ・ Bureau of Labor Statistics 「Labor Force Statistics from the Current Population Survey」
- <https://www.bls.gov/CPs/CPsatabs.htm>
- 10 ・ ECB 「金融政策」 <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
- ・ e-Stat 「2015 年基準消費者物価指数/品目別価格指数/全国/月次/中分類指数/総合」
- <https://www.stat.go.jp/data/CPI> (閲覧日 : 2018 年 9 月 5 日)
- ・ e-Stat 「一般職業紹介状況/一般職業紹介状況/9 月分/有効求人倍率/季節調整値」
- [https://www.e-stat.go.jp/stat-search/file-](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/file-download?statInfId=000031764433&fileKind=0)
- 15 [download?statInfId=000031764433&fileKind=0](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/file-download?statInfId=000031764433&fileKind=0)
- (閲覧日 : 2018 年 9 月 8 日)
- ・ Eurostat 「HICP - all items」
- [https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teiCP000&language=en)
- [=teiCP000&language=en](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teiCP000&language=en) (閲覧日 : 2018 年 10 月 11 日)
- 20 ・ Factors Affecting Reserve Balances」 <https://www.federalreserve.gov/> (閲覧日 : 2018 年 10 月 22 日)
- ・ Federal Reserve Board 「Selected Interest Rates」
- [https://www.federalreserve.gov/datadownload/Chart.aspx?rel=H15&series=bf17364827](https://www.federalreserve.gov/datadownload/Chart.aspx?rel=H15&series=bf17364827e38702b42a58cf8eaa3f78&lastobs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package&pp=Download)
- [e38702b42a58cf8eaa3f78&lastobs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seri](https://www.federalreserve.gov/datadownload/Chart.aspx?rel=H15&series=bf17364827e38702b42a58cf8eaa3f78&lastobs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package&pp=Download)
- 25 [escolumn&type=package&pp=Download](https://www.federalreserve.gov/datadownload/Chart.aspx?rel=H15&series=bf17364827e38702b42a58cf8eaa3f78&lastobs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package&pp=Download) (閲覧日 : 2018 年 10 月 22 日)

・NHK NEWS WEB 「サクサク経済 Q&A」 _

<https://www3.nhk.or.jp/news/special/sakusakukeizai/articles/20180124.html>

・NRI (2018) 「日本銀行は保有国債の平均残存期間短期化を進める見通し」

<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2018/20180903.html>

5 (閲覧日 : 2018 年 10 月 23 日)