

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

5

第 4 テーマ 「日銀の金融政策と証券市場への影響」

10

愛知教育大学 西尾ゼミ

目次

	はじめに	3
	第 1 章 リーマンショック以前の日銀の金融政策	4
	第 1 節 日銀の目的と伝統的金融政策	4
5	第 2 節 バブル崩壊後からリーマンショック前までの金融政策	7
	第 3 節 日銀の金融政策が与える証券市場への影響	12
	第 2 章 現在の日銀の金融政策	18
	第 1 節 2013 年から現在に至る金融政策の概要	18
	第 1 項 量的・質的金融緩和政策	18
10	第 2 項 マイナス金利付き量的・質的金融緩和	21
	第 3 項 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策	23
	第 2 節 金融政策の効果や課題、総括	26
	第 3 節 2013 年以降の日銀の政策が証券市場へ与える影響	33
	第 3 章 諸外国の出口政策	35
15	第 1 節 米国 FRB の金融政策	35
	第 2 節 欧州 ECB の金融政策	38
	第 4 章 日本の出口政策のあり方	42
	第 1 節 現行の金融政策に対する評価	43
	第 2 節 出口政策と新しい金融政策について	46
20	おわりに	49
	参考文献	51

はじめに

日本銀行の目的は、物価の安定を図り、金融システムの安定に貢献することである。これを実現させるために、日銀は様々な政策を行っている。

1989年にバブルが崩壊し、金融機関は保有証券の損失、不良債権問題を抱えるようになった。日本経済の悪化を防ぐため、日銀は金利を引き下げていき、金利が実質ゼロにまで達したところで、それを当面維持していくと決めた。その後、2001年に量的緩和政策を導入し、日銀は操作目標を日銀当座預金へ変更した。2006年に景気は回復に向かったが、2008年のリーマンショックに端を発した世界金融危機によって、日銀は再び金融緩和政策をせざるを得なくなった。

2013年には「量的・質的金融緩和」が実施され、ETFやJ-REITなどのリスク性資産の買入れも行われるようになった。2016年には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」と「長短期金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入された。また追加緩和として資産の買入れ拡大を行うとした。

日本経済を安定させるために緩和政策は必要かもしれない。しかしそれには副作用が伴う。国債の買入れが長引けば、国債の流動性低下による価格・金利の振れ幅拡大、長期金利の更なる低下による特定資産の価格高騰リスクなどが発生するだろう。マイナス金利の導入で銀行の収益が悪化し、金融仲介機能を十分に果たせない可能性もある。そして、緩和状態のままでいると、次に大きな金融危機が起きたときに日銀が新たな政策が打ち出せなくなる。

上記のようなリスクがあるため、日本は早急に金融緩和政策の出口に向かう必要がある。米国のFRBはいち早く非伝統政策の出口政策を開始し、欧州のECBも米国からは後れを取るものの2018年7月のECB政策理事会の決定で、資産買入れを徐々に減らし、12月末に量的緩和政策を終了させることを決めた。

本稿では、日本における出口政策について検討し、提言を行う。そのため、第1章で日銀の伝統的な金融政策とリーマンショック前までの金融政策について、証券市場も視野に入れて整理する。第2章では、現在の日銀の金融政策が証券市場も含めた日本経済に与えた影響を明らかにする。第3章で日本の出口政策の参考例となる諸外国の出口政策を調べ、続く第4章で日本の出口政策と金融政策のあり方について考える。

第 1 章 リーマンショック以前の日銀の金融政策

1989 年、バブルが崩壊し、日本は「失われた 10 年」と呼ばれる長期的な不景気へと突入する。こうした危機的状況に対応するために、日銀はゼロ金利政策という、それまでに行ったことのなかった緩和策を実施する。このゼロ金利政策は一時解除されるものの、半年後には非伝統的政策のはしりとなる量的緩和政策が行われるようになる。

本章では、日銀の伝統的政策と機能、伝統的政策から非伝統的政策への転換について考えることで、従来日銀がどのような金融政策を行っていたのか整理する。

第 1 節 日銀の目的と伝統的金融政策

日銀の目的は日本銀行法の冒頭第 1 条、第 2 条において、法律上で明確にされている。1 つは金融システムの安定である。日銀は金融システムの安定を図るために不可欠な機能を有している¹。まずは、「銀行の銀行」として金融機関の間の資金決済サービスを提供し、日本の資金決済の中核に位置している。また、「唯一の発券銀行」であるため、強制通用力のある通貨の発行者として銀行券や日本銀行当座預金という支払完了性のある決済手段を有している。さらに、一時的な資金不足に陥った金融機関に対して、他に資金供給を行う主体がない場合に、中央銀行が一時的な資金の貸付け等を行う「最後の貸し手機能」がある²。金融市場での取引が著しく困難となった場合や、健全な金融機関が流動性不足に陥った場合に、中央銀行は必要な流動性を供給する。これは、システムック・リスクの顕在化を防止し、金融システムが資金やリスクを適切に分配・移転する役割を維持するためである³。

もう 1 つは物価の安定である。物価の安定は経済が安定的かつ持続的成長を遂げていくうえで不可欠なものであり、これを通して日銀は国民経済の健全な発展に貢献する役割を担っている。日銀は金融政策を通して物価の安定を目指

¹ 日本銀行 HP「教えて！にちぎん」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/outline/a01.htm/>〉。

² 日本銀行 HP「教えて！にちぎん」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/pfsys/e01.htm/>〉。

³ 日本銀行金融研究所(2004)、p. 119。

している⁴。「金融政策には、厳密な定義が確立されているわけではない。しかし一般的には『中央銀行が金利やマネタリーベースを調節することで物価の安定を図る政策』と位置付けることができる」⁵。物価が上昇しインフレが懸念される場合は、このマネタリーベースの吸収や金利の引き上げを通して、日銀は金融引き締めを行う。一方、物価上昇率が鈍化、あるいは物価が低下し、デフレが懸念される場合は、金融緩和を行う。金融緩和とは日銀が金利の引き下げやマネタリーベースの供給を通じて、物価の押し上げを図ることである⁶。

では日銀はどのように金利やマネタリーベースを調節するのだろうか。伝統的には①公開市場操作②公定歩合操作③預金準備率操作という3つの手段をあげることができる。

①公開市場操作

公開市場操作とは、日銀が市中銀行など取引先金融機関を相手に、国債などの有価証券を売買することである。公開市場操作には、日銀が金融機関から有価証券を買う「買いオペレーション」と金融機関に対して有価証券を売る「売りオペレーション」の2つがある。国債の買いオペレーションを例にすると、日銀は金融機関から国債を買い、その代金を金融機関に支払う。この支払いが日銀当座預金となるため、日銀による資金供給となる。資金供給によって資金の需給が緩むため、金利が下がり、設備投資や住宅投資などの経済活動が活発化する可能性が高まる。同時に、金利の低下により、円安、さらには外需の増加も期待される。その結果、物価が上昇しやすい環境が形成される。つまり買いオペレーションは金融緩和策となる。国債の売りオペレーションの場合は逆である。日銀は自身が保有する国債を金融機関に売却し、金融機関から代金を受け取る。この代金の受け取りにより、日銀は金融機関から資産吸収を行う。資産吸収によって資金の需給が逼迫するため、金利が上がり、経済活動、そし

⁴ 日本銀行 HP「教えて！にちぎん」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/outline/a01.htm/>〉

⁵ 川波・上川(2016)、p.62。なお、「マネタリーベースとは『中央銀行が供給する通貨』であり、『銀行券発行高+貨幣流通高+中央銀行当座預金』と定義される。厳密には、このうち貨幣の発行主体は中央銀行ではなく政府であるが、貨幣の流通量が少ないため、マネタリーベースは中央銀行が供給する通貨と解釈できる」(p.62)とされている。

⁶ 川波・上川(2016)、p.162。

て物価が抑制されやすくなる。したがって売りオペレーションは金融引き締め策となる。このような市場を介した金融緩和・引き締め政策が公開市場操作である⁷。

② 公定歩合操作

- 5 公定歩合とは、日銀が取引先金融機関に資金を貸し出す際の金利のことであり、公定歩合操作は公定歩合の調節を通して行われる金融政策の手段である。日銀が公定歩合を下げると、金融機関はより低い金利で日銀から資金を借りることができる。そのため、金融機関自身の貸出金利も下がりやすくなる。同時に、日銀から金融機関への貸出の増加によって、日銀当座預金すなわちマネタ
- 10 リーベースも増える。したがって公定歩合の引き下げは金融緩和策であり、逆に公定歩合の引き上げは金融引き締め策である。日銀から金融機関への貸出金利を公定歩合と呼ぶと前述したが、2006年8月からは、基準割引率または基準貸付率と呼ばれるようになった⁸。

③ 預金準備率操作

- 15 銀行などの金融機関は、預金残高の一定割合を中央銀行に準備金として積むことが義務付けられている。そのような準備金を「法定準備」あるいは「所要準備」と呼ぶ。金融機関が受け入れている預金残高に対する法定準備の比率が預金準備率であり、日銀がその水準を調節する。準備金は伝統的には無利子であるため、金融機関は法定準備を超える準備金を日銀に預ける誘因を持たない。
- 20 そのため、中央銀行が預金準備率を下げると、それに応じて金融機関は準備金の残高を減らす、あるいは貸付を増やそうとする。すなわち、預金準備率が下がると、金融機関にとって自由に使える資金が増える。その結果、実体経済や市場に出回る資金が増え、金利も下がる。つまり預金準備率の引き下げは金融緩和策となる。逆に預金準備率が引き上げられると、金融機関は日銀により多
- 25 くの準備金を積まなくてはならないので、経済に供給される資金量が抑制され、金利は上昇する。これは金融引き締め策となる。預金準備率操作はこのようにして行われる⁹。

⁷ 川波・上川(2016)、p. 163。

⁸ 川波・上川(2016)、pp. 163-164。

⁹ 川波・上川(2016)、pp. 163-164。

以上 3 つの伝統的な手段について述べたが、日銀はこれらの手段を同じような頻度で用いるわけではない。今日の金融政策においては公開市場操作が最も頻繁に使われる手段である。一方、公定歩合や預金準備率が政策の一環として操作されることはほとんどない。日銀は、公定歩合については 2008 年 12 月 19 日の引き下げ、法定準備率については 1991 年 10 月 16 日の引き下げを最後に調節は行っていない¹⁰。したがって、理論的には買いオペレーション、公定歩合の引き下げ、預金準備率の引き下げはいずれも金融緩和策といえるが、今日、日銀が金融緩和を図る際、現実的にとる手段は基本的に買いオペレーションである。金融引き締め策についても同様のことが言える。

そして、1970 年代半ばから 1980 年代初頭、日銀はマネーストックを経済・物価環境を判断する時の参照値として重視していたが、1980 年代初頭を過ぎると、状況は変化する。経済情勢を反映するマネーストックの機能が揺らぎはじめたためである。背景としては、①金融の自由化や国際化により、通貨需要が不安定化しはじめたこと、②金融技術の発展や金融商品の多様化・複雑化により金融資産の「通貨らしさ」があいまいとなり、経済・物価情勢を適切に反映する通貨を定義することが難しくなったこと、③1985 年 9 月のプラザ合意などを背景に円高が進むなか、マネーストックの伸びにもかかわらず物価が落ち着いていたことの 3 点があげられる。これらの結果、日本銀行はマネーストックという量的指標への関心を弱めた。そして、政策金利を操作したうえで各種経済指標から最終目標である物価の安定への道のりを総合的に判断するアプローチに移行した。つまり、「公開市場操作(政策手段)⇒総合判断を踏まえた政策金利の誘導(操作目標)⇒物価の安定(最終目標)」という誘導型アプローチへと移行した。このように、政策金利の誘導を操作目標とする金利政策を今日「伝統的金融政策」と呼ぶ¹¹。

第 2 節 バブル崩壊後からリーマンショック前までの金融政策

本節では、1989 年に起こったバブル崩壊から 2008 年に起こったリーマンショック前までの日銀による金融政策に触れていく。この期間に主に行われた政

¹⁰ 川波・上川(2016)、p. 164。

¹¹ 川波・上川(2016)、p. 169。

策は、公定歩合の引き下げ、無担保コールレートの引き下げ、ゼロ金利政策、日銀当座預金残高の引き上げ、量的緩和政策である。

5 バブル崩壊までの経緯は以下の通りである。バブルによって上昇し続ける地
価を抑えるために、大蔵省は金融機関に対して不動産融資の「総量規制」を実
施した。これは銀行に対して、不動産向けに貸し出す金額の伸び率を、銀行が
貸し出す資金全体の伸び率以下に抑えるように求めたものである。不動産業者
は銀行から資金が借りられなくなったため、土地を新たに買う動きが止まった。
そして買い手がいなくなったことで地価は急落した。同時に日銀も市中銀行に
貸出を行うときの金利である公定歩合の引き上げでバブルに対応した。図表 1
10 のように 1989 年 5 月からわずか 1 年 3 か月の間に、公定歩合は 2.5%から 6%
へ急上昇した。この結果バブルははじけ、土地を担保に資金を融資していた金
融機関は不良債権を抱えることとなり、経営破綻するところも相次いだ¹²。

この状況を打開するために、日銀は一転して金利の引き下げを始めた。1991
年 7 月の第一次公定歩合引き下げにより 6%から 5.5%になり、その後順次引
15 き下げが行われ、1995 年 9 月の第九次で公定歩合は 0.5%まで引き下げられた。
1995 年以降は銀行間における貸出金利である無担保コールレート翌日物のみ
を操作目標とし、1998 年 9 月にはコールレートを 0.25%まで引き下げた。しか
し、ここまでも景気の落ち込みは止められず、1999 年 2 月に日銀はゼロ金
利政策を採用した。ゼロ金利政策の要点は、①無担保コールレートをゼロ%で
20 推移させ、②「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になるまで継続す
ることである¹³。

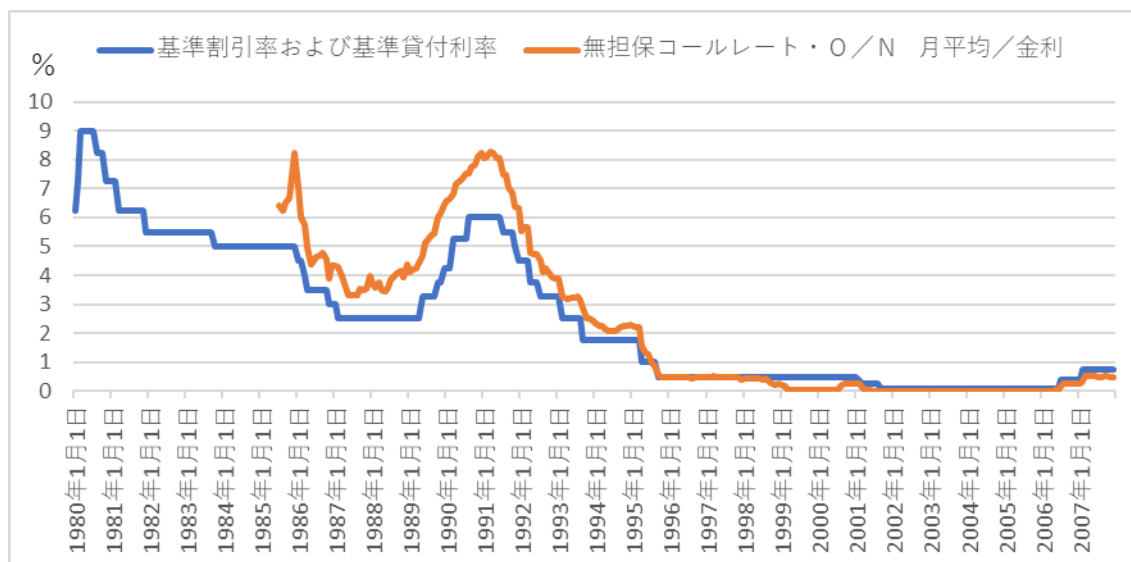
2000 年に入ると 3 月の国内卸売物価指数が前年同月比で 0.1%の上昇を見せ
た。2 年 1 か月ぶりの前年比プラスで、緩やかながら景気回復の動きが見えた。
当時の速水日銀総裁は金利をいつでも下げることができるという余地を残すた
25 めに、ある程度の金利があった方がいいと考えていた。そのため卸売物価の上
昇を見てゼロ金利政策の解除に乗り出した。一方政府は、景気が回復傾向にあ
るとはいえ状況は厳しくゼロ金利政策の解除は景気回復に悪影響だとして、決
議の延期を求めた。政策委員会は政府代表の延期要求を反対多数で否決し、ゼ

¹² 池上(2017)、pp. 143-144。

¹³ 田中(2008)、pp. 18-19。

口金利政策解除が決定され 2000 年 8 月コールレートを 0.25% に引き上げた¹⁴。

図表 1 基準貸付利率と無担保コールレートの推移



5 出所：日本銀行「時系列統計データ検索サイト」〈<https://www.stat-search.boj.or.jp/>〉より作成。

しかしこの頃に世界的な IT バブル崩壊が起こり、いったん回復傾向に向かった日本経済が、再び悪化し始めてしまった。そこで日銀は新たな金融緩和措置として日本版ロンバート型貸し出しを導入した。これは取引先に融資をする資金が必要となった金融機関が、日銀に資金の貸し出しを申し込むと、日銀はその金融機関から差し入れられた担保の範囲内で基準金利を適用して資金を貸し出す、というものである。これによって、金融機関は他の金融機関から資金を借りることができなくても、担保を差し出せばいつでも日銀から資金を借りられるという安心感が生まれる。そのためここでの金利が調達金利の上限となる。また、金融機関は日銀からいつでも資金を借りることができるので、これより高い金利の金融機関からは借りなくなる。この制度の導入で、金利が基準金利以上に上がるのを防ぐ効果があった¹⁵。

10

15

景気の悪化に対して日銀は、図表 1 のように公定歩合を 0.25% まで下げ、コ

¹⁴ 池上(2017)、pp. 147-148。

¹⁵ 池上(2017)、pp. 150-151。

ールレートを 0.15%まで引き下げた。しかし、金利を下げたものの物価の持続的な下落は止まらず、金融機関の経営破綻にも歯止めがかからず、金融システムの安定性についても依然として危機感が抱かれていた。このような状況から脱却するためには、ゼロ金利政策を超える思い切った政策を取る必要があるであ
5 った。そこで 2001 年 3 月に実施されたのが、量的緩和政策である。量的緩和
政策の要点は、①金融政策の操作目標を無担保コールレートから日銀当座預金
残高に変更し、②日銀当座預金を増額する手段として、長期国債の借入額を増
額する(ただし銀行券発行残高を上限とする)、③その残高を、直近の 4 兆円か
10 ら 5 兆円程度に増額する(この結果、コールレートは通常ゼロ%付近で推移す
ると想定される)、④この金融調節を消費者物価指数(生鮮食品を除く)の前年
比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続けることである¹⁶。

②による日銀が公開市場操作を行って長期国債を購入した代金は、金融機関
が保有している日銀の当座預金口座に振り込まれる。当座預金には金利がつか
ないため、金融機関はそのまま預金しておくより、貸出や債券・株式市場に資
15 金をまわした方がいいと考える。これをポートフォリオ・リバランス効果と呼
ぶ。③の残高の増額により、日銀がマネタリーベースを大量に供給すると、市
中に流通するマネーサプライが増加する。そして量的緩和政策の実施期間を明
確にした④は、時間軸効果を生み出す。その結果、図表 2 から分かるように、
量的緩和政策開始の 2001 年 3 月以降、日銀当座預金残高は年々増加し、2004
20 年には 30 兆～35 兆円にまで増額された。

小川(2004)によれば、量的緩和政策の効果は 3 つある¹⁷。1 つ目は金融機関の
流動性制約の緩和効果である。金融機関の預金口座に必要以上に潤沢な流動性
を供給することで、短期金融市場において流動性を確保できないという不安は
解消される。これは金融システムの安定化に貢献する。2 つ目は長期金利の引
25 き下げ効果である。これは 2 つの経路がある。1 つは長期国債の買い切りオペ
を実施することで、国債価格は上昇し、長期金利は低下するという経路である。
もう 1 つは上記で示した時間軸効果である。将来にわたるデフレ懸念が人々の
間で共有されているならば、引き続き量的緩和政策は維持されるという予想が

¹⁶ 田中(2008)、pp. 20-21。

¹⁷ 小川(2004)、p. 13。

形成され、それが将来の短期金利の低下をもたらし、将来的に長期金利の低下につながる。3 つ目はインフレ期待の醸成である。マネタリーベースの伸びがマネーサプライを増加させ、それを通じて予想インフレ率を高める。予想インフレ率の上昇は、実質金利の下落を通じて企業や家計の支出行動を活発化させる。

図表 2 量的緩和以降の金融政策の変更

発表日	変更内容
2001.3.19	操作目標を日銀当座預金残高へ（4兆円→5兆円） （「量的緩和政策」開始）/長期国債買切り額確定（月額約4000億円で実施→月額4000億円と決定）
2001.8.14	日銀当座預金残高増額（5兆円→6兆円） /長期国債買切り額増額（月額4000億円→6000億円）
2001.9.18	第12次公定歩合引き下げ（0.25→0.10%） /日銀当座預金残高増額（6兆円→6兆円を上回る）
2001.12.19	日銀当座預金残高増額（6兆円を上回る→10～15兆円程度） /長期国債買切り額増額（月額6000億円→8000億円）
(2001.2.18)	長期国債買切り額増額（月額8000億円→1兆円）
2002.10.30	日銀当座預金残高増額（10～15兆円程度→15～20兆円） /長期国債買切り額増額（月額1兆円→1兆2000億円）
(2003.3.5)	日本郵政公社発足に伴う技術的調整・日銀当座預金残高（→17～22兆円）
2003.4.30	日銀当座預金残高増額（17～22兆円→22～27兆円）
2003.5.20	日銀当座預金残高増額（22～27兆円→27～30兆円）
2003.10.10	日銀当座預金残高増額（27～30兆円→27～32兆円）
2004.1.20	日銀当座預金残高増額（27～32兆円→30～35兆円）
2006.3.9	操作目標を無担保コールレート翌日物金利へ（0%） （「量的緩和政策」解除、「ゼロ金利政策」に移行）
2006.7.14	公定歩合引き上げ（0.1→0.4%） /無担保コールレート翌日物金利の上昇を促す（0→0.25%）（「ゼロ金利政策」解除）
2007.2.21	基準貸付利率（公定歩合）引き上げ（0.4→0.75%） /無担保コールレート翌日物金利の低下を促す（0.25→0.5%）

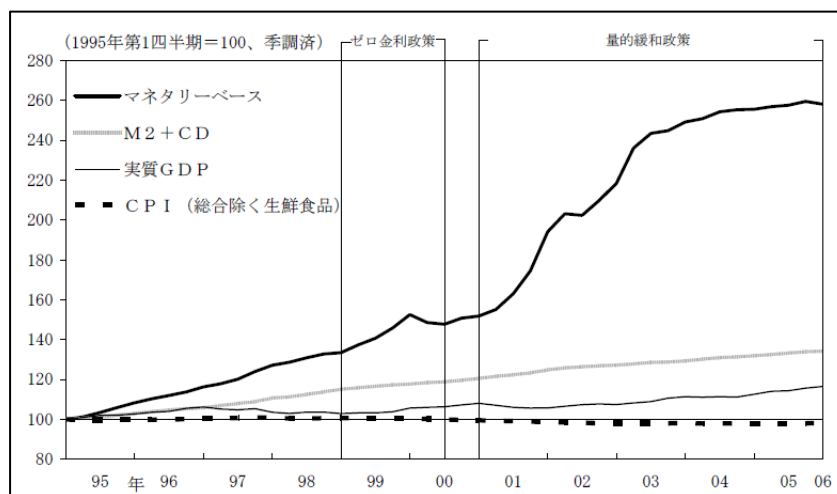
出所：田中（2008）、pp. 4-5 より作成。

- 10 では、量的緩和政策に効果はあったのだろうか。小川（2004）によれば、この政策によって日銀当座預金に大量の準備金が供給される過程で、コール市場における取引は大幅に減少した。本来コール市場は流動性の過不足を調節するための場であるが、日銀がその機能を代替した。そのため流動性制約の緩和は成功し、金融システムの安定に貢献したといえよう。これによって金融機関は流

動性不足を気にすることなく資金供給を行えるはずである。しかしポートフォリオ・リバランス効果が働いているとはいいいがたい。その理由は日銀当座預金に必要準備を超える過剰準備が滞留していたからである。本来ならば利息のつかない日銀当座預金をコール市場で運用した方が利益は出る。しかしコールレートがゼロであるため、運用してもしなくても同じなので市中銀行はリスクの低い日銀当座預金のままにしておいた。その結果図表 3 のように、ベースマネーは増加しても、マネーサプライが増えないという状況が作りだされた。そのような要因から長期金利については短期金利の低下に伴って低下傾向が観察されたが、実物経済の回復にはつながらなかった¹⁸。

10

図表 3 マネタリーベースの拡大等の推移



出所：鵜飼(2006)、p. 33 より引用。

第 3 節 日銀の金融政策が与える証券市場への影響

- 15 資金などを一定期間貸し付ける際、貸し付ける資金を元本といい、返却量と元本の差を利子という。利子の元本に対する比率を利子率、すなわち金利という¹⁹。利子率が高くなると、資金を借り入れることが不利になる。そのため、経済主体の活動は抑制される。金利が下がった際はその逆であり、活動が促進される。つまり、金利は経済活動の水準に影響を与えるのである²⁰。中央銀行が貸

¹⁸ 小川(2004)、p. 14。

¹⁹ 佐和(2006)、p. 203。

²⁰ 家森(2016)、p. 39。

幣量や金利を調整し、金融仲介機関を通じて景気や物価状況に影響を与えるのが前節で述べた金融政策である²¹。しかし、金融仲介を行っているのは銀行だけではない。金融政策の影響を正しく把握するためには他の金融仲介ルートについても見ておく必要がある。そこで本節では、金融政策が、銀行とは異なる金融仲介機能を果たしている証券市場にどのような影響、効果をもたらしているか分析する。

証券市場を含む金融市場は家計、企業、政府などの経済主体間が資金需給を調整する場である。それぞれの経済主体は、経済活動のための資金が足りない際、金融市場から資金調達を行う。反対に余剰資金を保有している場合は、さらに利益を得るために金融市場において資金運用を行う。金融市場は、資金が不足している赤字主体と、余剰資金を保有している黒字主体とのニーズをマッチングさせることで、社会全体の資金配分を効率化し、経済的な厚生を高める機能を持っている。しかし実際には、情報の非対称性や市場の歪みなど、社会全体の経済厚生を高めるような資金配分をうまく実現できていない場合もある。また、前節で詳述したバブル期のように、将来の収益に対する過剰な期待から一時的に特定の資産に資金が集中したりすることがある。何らかのショックが原因でバブルがはじけると、その資産価格の暴落が生じて、社会全体の経済厚生を著しく低下させてしまうこととなる²²。このように金融市場は、多くの人々の生活や企業の経営行動、さらには政府の活動にも影響を与えており、金融市場が機能しないと、赤字主体と黒字主体のマッチングができず、社会全体の経済活動の水準が低下することとなる。

一般に金融市場は、1年未満の資金の貸借等を行う短期金融市場と1年以上の資金の調達・運用等を行う長期金融市場とに分類される。証券市場は長期金融市場に分類され、株式市場と債券市場から構成される。証券市場では株式・債券の新規発行や増資など、新たに発行される有価証券の募集に関わる発行市場と、すでに発行されている有価証券の売買が行われる流通市場とに分かれる。企業や政府など各経済主体は証券市場を通じて、大規模な設備投資のための資金や、政府の財政赤字を賄う資金を調達していく。

²¹ 家森(2016)、p. 19。

²² 川波・川上(2016)、p. 56。

金融市場は全く別々に存在しているわけではなく、それぞれの金融市場は相互に影響し合っている。ある市場で借り入れるのが有利ならば、借り手はその市場に集中し、反対に不利ならばその市場から撤退する²³。このように、同種の商品の価格が市場間で異なるならば、安い方で買って高い方で売るという裁定取引を行う投資家が出てくる。こうした裁定行動により、市場価格は一定の関係を持って変化する。

証券市場への影響を考えるにあたり、まず債券価格と利回りの関係を整理する。利回りとは、利子も含め、投資した元本に対してある一定の期間内に受け取ることができる収益の比率を意味する。債券の場合、一般には、発行した時点で償還時の価格(額面)と金利(表面利率)が決まっている。償還時まで債券を保有すると、その額面金額と毎年の利子を受け取ることができる。ただし、債券を満期まで保有せず、流通市場で売却する場合には、市場の需要動向や、債券を発行した政府や企業の信用力等の要因によって、債券価格や流通利回りは変化する。例えば、債券の表面利率を1%、額面を100円とすると、毎年1円
15 の利子を受け取ることができる。債券価格と利回りの関係を見るためにまず、流通市場の取引において債券価格が100円から95円に下落した場合を考える。本例では単純化するために償還差益や残存期間等は考えない。100円の債券を95円で購入した場合、毎年受け取る利子は変わらないので、そこでの債券の利回りは、1%(利子1円/額面100円)から1.05%(利子1円/投資元本95円)に上
20 昇することになる。逆に債券価格が上昇し、額面100円の債券を105円で購入した場合は、債券の利回りは、0.95%(利子1円/投資元本105円)に下落する。このように債券価格と利回りは、一方が上昇すると他方が下落するという関係にある²⁴。

続いて株式価格について考える。株式は債券のように満期時に償還される元
25 本はなく、流通市場での取引を通して価格が設定される。株価は、企業の将来の収益や、景気、金利、為替などに反応して変動していく。株式はそれ自体に実体的な価値はない。企業が順調に利潤を生みだして、配当を投資家に定期的にもたらすようになると、一定の収益を継続的にもたらす資本として考えられ

²³ 家森(2016)、p. 52。

²⁴ 川波・川上(2016)、p. 72。

ようになる。株価の計算は、株式を発行した企業が生み出す配当等のキャッシュフローのパターンを、利子率で割引くことによって行われる。例えば、市場利子率が5%の環境下で、1000万円の預金があれば、1年後には50万円の利子が生み出される。資本還元の考え方は、配当を利子と同じようなものとして考え、もし50万円の配当をもたらす株式があればいくらになるのかというように考え、配当等のキャッシュフローを基に株価を計算するものである。この場合、配当(50万)を利子率(5%)で割り引くことによって得られる金額($50 \text{ 万} \div 0.05 = 1000 \text{ 万}$)が株式の価格として計算できる²⁵。

前述したように、金融市場はお互いに影響し合っている。証券市場においても、債券市場と株式市場、どちらか一方の投資機会が有利ならば投資家はそちらに貸付または投資する。つまり、債券価格が上昇し債券の利回りが低くなれば、株価は上昇する。反対に、債券価格が下落し債券の利回りが高くなると株価は下がるというのが基本の関係である。

以上のことを金融政策と合わせて考える。日銀が金融引き締め策を通して金利を上げると、利子の高い債券が新規発行される。そのため流通市場において債券を売ろうとすると、利回りの悪い債券は需要が少ないので債券価格は下がる。またこの場合、投資家たちは利回りのよい債券市場に流れることが考えられるので、株価は下落する。反対に、日銀が金融緩和策を行うために金利を下げると、国債価格は上昇し、投資家は利回りの悪い債券市場から株式市場に移動する。結果的に株価は上昇すると考えられる。もちろん、このように債券価格や株価が決定していくときもあるが、実際にはそれらが実体経済や政治的背景、諸外国との関係など様々な要素からの影響を受ける。したがって、必ずしも金利の影響のみで債券価格と株式価格の推移を説明できるとは言えない。そこで日銀の金融政策が与えた証券市場への影響を、その他の要因も考えつつ考察してみよう。

日銀はゼロ金利政策を通して、公定歩合をゼロ付近まで引き下げた。基本的な金利と債券の利回りの関係を考えると、債券の利回りは下がると予想される。また、債券の利回り低下により債券の需要が減り、投資家は株式に投資するた

²⁵ 川波・川上(2016)、p. 73。

め株価が上昇すると予想される。

図表 4 各国 10 年国債利回り推移



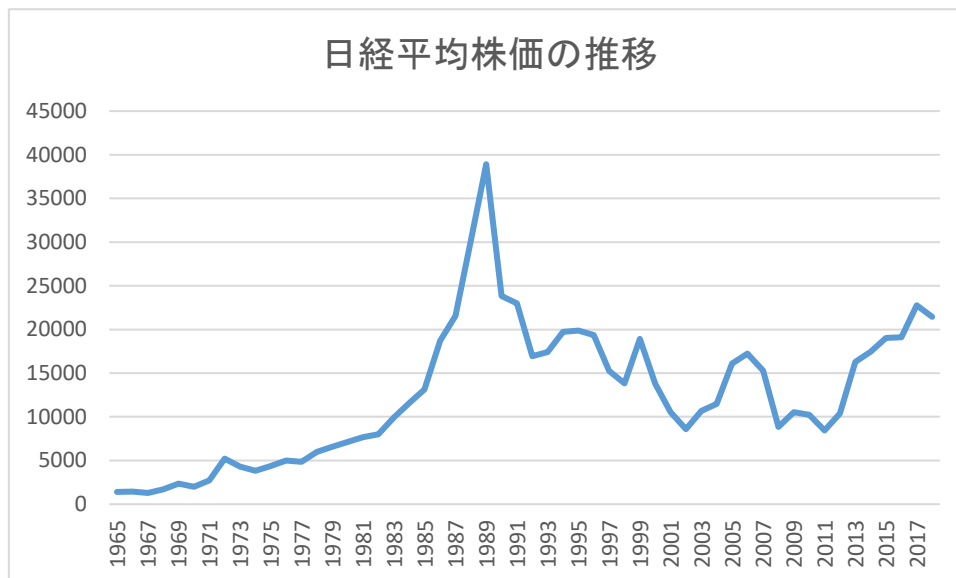
- 5 出所：SMBC 日興証券 各国 10 年国債利回り推移 〈https://www.smbcnikko.co.jp/products/bond/market/pdf_bond/rate.pdf〉より引用。

しかし、図表 4 を見てみると 10 年物国債の利回りは、あまり変化していない。また、株式価格は図表 5 によると 1999 年から 2003 年ごろまで下落している。この原因として考えられることは、まず日本の不良債権問題である。不良債権とは、6 カ月以上にわたって返済が遅延している貸出債権を示す。1999 年には「金融検査マニュアル」が制定され、不良債権の厳格な検査基準が定められた。しかし、不良債権の発生から厳密な検査手法の導入に至るまでに長い年月を要し、その間不良債権の処理は進まなかった。そのため、1990 年代末から 2000 年代初めにかけて日本の金融システムは幾度となく金融機関の破綻を経験し、それが実体経済に波及して深刻なデフレーションを引き起こした²⁶。また、プラザ合意以降一貫して続く円高の下、日本企業は海外移転という形で戦略展開をしていたため、国内での投資や消費は停滞し国内市場の収縮が起こった²⁷。こうした原因が株式の下落につながったと考察する。

²⁶ 川波・上川(2016)、p. 115。

²⁷ 川波・上川(2016)、p. 118。

図表 5 日経平均株価の推移



出所：「日経平均プロフィール ヒストリカルデータ」〈<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=annually>〉より作成。

5

その一方で、2000 年代前後を境に日本経済に変化があらわれた。ゼロ金利政策は 1999 年から 2000 年にかけて行われ、2001 年 3 月に量的金融緩和政策として再導入され、その後 5 年間継続された。また、2004 年ごろから実質実効為替レートや、新興国市場、北米市場の好調による輸出の拡大によって輸出関連企業の業績も回復した。さらには、小泉内閣によって低効率企業の淘汰を目指す構造改革路線や国債発行 30 兆円枠といった緊縮路線の修正などが行われた。

10

こうした日銀の政策や政府の政策、市場の状況などにより、投資と雇用、消費が回復し不良債権の処理にめどがつけられた。そして景気が上向き、2002 年からリーマンショック以前まで「いざなぎ景気」が続く²⁸。これらを踏まえて図表

15

5 をみると、2001 年から 2006 年ごろまで日経平均株価は上昇している。ここから、日銀の量的緩和政策はマネタリーベースの増加を図ることで金融機関の企業への貸出を促進し株式市場の活性化に貢献したのではないかと考える。また、冒頭で債券の利回りはあまり変化していないと述べた。これは日銀がバブル崩壊後の景気対策のためゼロ金利政策及び量的緩和政策を導入することで、国債

²⁸ 川波・上川(2016)、p. 118。

市場における国債の利回りを低下させ国債価格の維持に努めたためであると考え²⁹。

第 2 章 現在の日銀の金融政策

5 前章で述べたようにバブル崩壊後の落ち込んだ日本経済を建て直すべく、ゼロ金利政策や量的緩和が導入されてきた。しかし、様々な金融政策で日本経済の回復を図ったものの、実体経済には十分還元されないまま 2008 年にリーマンショックが発生する。リーマンショックを契機とした世界的金融危機は日本にも及び、日銀は景気回復や金融システムの安定化のため新たな政策を掲げざるを得なくなった。そこで 2013 年に導入されたのが、「量的・質的金融緩和政

10 策」である。この金融政策の登場は日本が異次元金融緩和政策に転換したことを示す。その後 2014 年の拡大政策を経たのち、2016 年 1 月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」が導入された。直近では 2016 年 9 月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」が導入されている。金融危機後から現在

15 に至る主な金融政策は以上の通りである。本論文で日本の出口政策について論じるためには前提として、入口となった現在の異次元金融緩和政策について触れておかねばならない。

そこで本章では、2013 年頃から現在に至るまでの金融政策の概要や特徴を第 1 節で論じる。第 2 節では金融政策の総括や効果、課題について述べ、金融政策が証券市場にどのような影響を及ぼしたかについては第 3 節で述べる。

20

第 1 節 2013 年から現在に至る金融政策の概要

第 1 項 量的・質的金融緩和政策

本項では、量的・質的金融緩和の概要について整理する。2012 年末に内閣総

25 理大臣に再び就任した安倍晋三首相は低迷する日本経済の再生に向けてアベノミクスを掲げた。同時期の 2013 年 1 月、それに呼応するように日銀は 2% の物価安定目標を立てた。3 か月後の 2013 年 4 月には、新たに就任した黒田東彦日銀総裁のもと量的・質的金融緩和の導入を発表した。この導入に関して黒田総

²⁹ 川波・上川(2016)、p. 153。

裁は、記者会見で「これまでと次元の異なる金融緩和だ」と強調した³⁰。黒田総裁が「異次元」と称する量的・質的金融緩和の具体的な内容は以下のとおりである³¹。

①政策目標を実現させる時期を明確化する。量的・質的金融緩和では、消費者物価の前年比上昇率 2%の「物価安定の目標」を 2 年程度の期間と明示した。先述の通り物価安定の目標は 2013 年 1 月に示されていたが、目標達成時期は早期実現という曖昧なものであった。また、2 年程度とされているがこの 2 年はあくまで念頭に置くものとされ、可能な限りの早期実現を目指した。

②金融市場操作目標にマネタリーベースを採用する。マネタリーベースは年間 60～70 兆円に相当するペースで増加させることを目標とした。

③長期国債買入れの拡大と年限の長期化をする。長期国債を最長の 40 年債も含めすべてを対象とし、保有残高を年間およそ 50 兆円相当のペースで増加するよう買入れを行うとした。また、買入れ平均残存 3 年弱であった期間を国債発行残高の平均である 7 年程度に延長することとした。

④株価指数連動型上場投資信託 (ETF) および不動産投資信託 (J-REIT) の買入れを拡大する。これらは、購入した金額よりも価値が下がる危険性を含んだいわゆるリスク性資産である。保有残高の目安として ETF は年間約 1 兆円、J-REIT は年間約 300 億円のペースで買入れを行うとしていた。

以上の目標をまとめたものが次の図表 6 である。図表 6 を見ても明らかなように、日銀の購入した長期国債は 2012 年の 89 兆円から 2013 年は 140 兆円、2014 年は 190 兆円と増加している。

すなわち、量的・質的金融緩和とは金利ではなくマネタリーベースという「量」に指標の焦点を当てただけでなく、すでに書いたように、リスク性資産や過去最大年数の長期国債の買入れを推進することで「質」の側面においてもより踏み込んだ金融政策であることがわかる。また、2%の物価安定目標に関

³⁰ 日本経済新聞 2013 年 4 月 5 日「日銀、緩和策を総動員」。

³¹ 以降の記述については、次の資料を参照した。

日本銀行 (2013) 「『量的・質的金融緩和』の導入について」 <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf> および、黒田 (2013a) 「量的・質的金融緩和」 <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf>。

しては達成を目指しているものの、達成するだけでなくそれを安定的に維持できるまで量的・質的金融緩和を継続していくとしている。

図表 6 マネタリーベースの目標とバランスシートの見直し

(単位：兆円)

	12年末 (実数)	13年末 (見直し)	14年末 (見直し)
マネタリーベース	138	200	270

(バランスシート項目の内訳)

	長期国債	89	140	190
	CP等	2.1	2.2	2.2
	社債等	2.9	3.2	3.2
	ETF	1.5	2.5	3.5
	J-REIT	0.11	0.14	0.17
	貸出支援基金	3.3	13	18
資産計		158	220	290
	銀行券	87	88	90
	当座預金	47	107	175
負債・純資産計		158	220	290

出所：日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」〈http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf〉より作成。

すでに日銀は超低金利政策を行っており、政策金利の引き下げ余地がないという状況下であったため、量的・質的金融緩和政策として②で市場に供給する資金量を目標とした。そのため、日銀は国債の大量買入れによるマネタリーベースの拡大という形で市場への資金提供を可能にさせた。マネタリーベースの増加は、金利の変化を通じて貨幣価値を下げて物価を上昇させることを目的の1つとする。また、日銀はETFやJ-REITといったリスク性資産を積極的に買入れることで、長期金利の低下を促した。長期金利の低下は資産価格のプレミアムに働きかける効果につながる。これが、資金調達のコスト低下を通じて企業

などの資金調達を喚起すると黒田総裁は考えた³²。金融市場にて活発に株式投資が行われることはポートフォリオ・リバランス効果が発揮されることを指し、積極的な資金運用がなされ、景気を刺激することにつながるとも考えられた。

2013 年の量的・質的金融緩和政策導入からおよそ 1 年後の 2014 年 4 月、消費税率が引き上げられた。増税による物価の落ち込みがみられたが、それだけでなく原油価格も大幅に下落の様相をみせた。それでも日銀は 1 年前からの金融政策により、自国経済は緩やかな回復を見せ、潜在成長率を上回る成長を続けるであろうという認識をしていた³³。しかし、増税後の物価落ち込みからの持ち直しが鈍く、デフレマインドからの脱却に遅れが生じないよう市場に働きかける必要があったことから、追加緩和策の導入となった³⁴。

2014 年 10 月 31 日、日銀は金融政策決定会合において、マネタリーベースが年間約 80 兆円(これまでと比べて約 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ことを決定した³⁵。長期国債については、保有残高が年間約 80 兆円(これまでと比べて約 30 兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れし、平均残存期間を 7~10 年程度に延長した(最大 3 年程度の延長)。また、ETF は年間約 3 兆円、J-REIT は年間約 900 億円とそれぞれ 3 倍程度の増加の買入れを行うとした。

第 2 項 マイナス金利付き量的・質的金融緩和

物価の安定を目標とする日銀は、物価が持続的に下落するデフレ状態を問題視している。そこでその状況を脱却するために、日銀は金利を下げ、企業や個人が借入しやすい状態を作る策を講じ、市場に資金が多く出回ることを期待している。日銀は市場を活性化させデフレ脱却を目指すのである。しかし、金利

³² 黒田(2013b)『『量的・質的金融緩和と金融システム』—活力ある金融システムの実現に向けて』〈https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130527a1.pdf〉、p. 3。

³³ 日本銀行『『量的・質的金融緩和』の拡大』〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf〉、p. 1。

³⁴ 日本銀行『『量的・質的金融緩和』の拡大』〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf〉、p. 1。

³⁵ 日本銀行『『量的・質的金融緩和』の拡大』〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf〉、p. 1。

を下げれば必ずしも景気がよくなるわけではない。なぜなら、名目金利と実質金利の違いを考えなければならないからである。デフレ下では名目金利から期待インフレ率を引いた実質金利は下がりにくくなる。そこには名目金利のゼロ下限制約が関係する。ゼロ下限制約とは、仮に金利がマイナスになると家計や

5 企業は預金から現金に資産選択をシフトさせてしまうので、金利はゼロ以下には低下しえないということである。

そこで日銀は、名目金利のゼロ下限制約を取り払って、日銀当座預金の一部の利息を -0.1% とするマイナス金利政策の導入を決定した。マイナス金利政策とは、準備預金に付与される金利、付与金利をマイナスにする政策である。付

10 与金利は、日銀当座預金のすべてに適用されるのではなく、法定準備預金を上回る部分である超過準備に適用される。ただ、すべての超過準備預金の付与金利をマイナスにしたのではない。具体的には、日銀当座預金を3つの階層に分類し、その1つの階層にマイナス金利は適用される。3つの階層とは、①法定準備預金とそれ以外に日銀が支援目的で救急した資金で付与金利が 0% の部分、

15 ②基礎的な超過準備預金として今後も維持される付与金利が $+0.1\%$ の部分、そして③マイナス金利が適用された付与金利が -0.1% の部分である³⁶。日銀はマイナス金利の適用される部分が適切な規模となるように、原則として3積み期間ごとにゼロ金利が適用される部分を増加させることを決めており、マイナス金利が適用される部分は限定的であったことがわかる³⁷。

20 マイナス金利が適用される部分がごく一部分であり日銀当座預金全体でみた平均的な付与金利はプラスのままであったとしても、政策金利はマイナスに下がる。その理由は、個々の金融機関によって3つの階層の比率が異なっているからである。金融機関の準備預金の状況にばらつきがあるとき、政策金利をマイナスにしても、 -0.1% 以下でない限り貸し手と借り手双方に利益が出てくる。

25 つまりマイナス金利政策は、一部の付与金利を -0.1% にすることで政策金利の事実上の下限を -0.1% とし、実質金利を下げることを可能にしたのである。

³⁶ 宮尾(2016)、p. 180。

³⁷ 日本銀行(2016)「本日の決定のポイント」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/2016/k160129b.pdf>〉。

第3項 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策

さらにその後、2016年9月に政策決定された長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策において、日銀はフォワードルッキングな期待形成(日銀の目標である予想物価上昇率が2%に向かっていくであろうという予想)を強める方針を採用した。「オーバーシュート型コミットメント」の採用である。オーバーシュート型コミットメントの採用は、消費者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拡大し続けることを意味する。マネタリーベースの拡大を日銀が保証することで、人々による「物価上昇率の2%が実現する」というフォワードルッキングな期待形成を狙っていくことが日銀は適当とした。

オーバーシュート型コミットメントの方針に伴い、マネタリーベースの対名目GDP比率は2016年から今後1年を目安に100%(約500億円)を超える見込みとなった。なお、日本の対名目GDP比率を欧米諸国と比較したグラフが図表7である。日本の通貨供給量の対GDP比は約80%とアメリカやユーロエリアの約20%のおよそ4倍となっている。

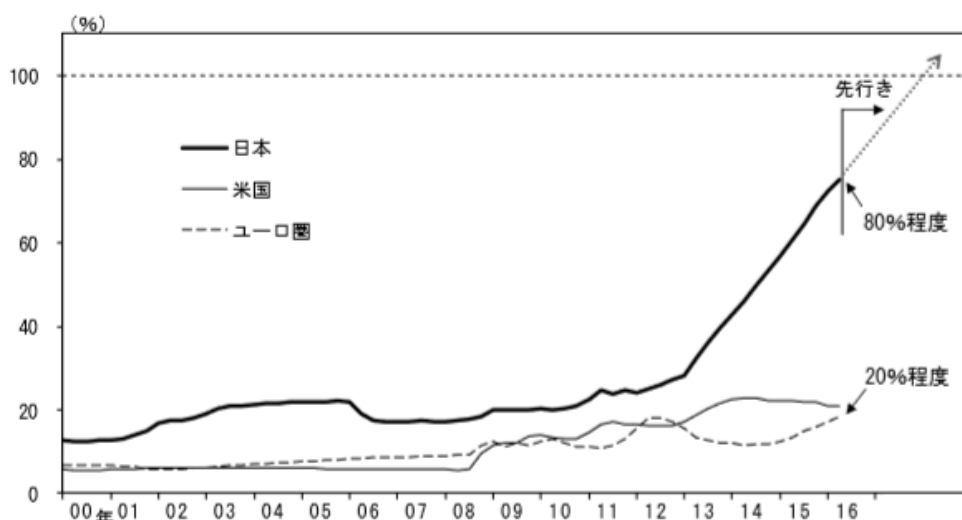
長短金利操作付き量的・質的金融緩和の重要な方針はオーバーシュート型コミットメントだけではない。それが金融市場調節によって長短金利操作を行う「イールドカーブ・コントロール」である。イールドカーブ・コントロールは金融市場調節方針と長短金利操作のための新型オペレーションの導入という、2つの要素から成り立っている。前者はその名の通り、長短金利操作についての方針を示す。日銀の発表による長短金利操作方針³⁸は以下の通りである。

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)をめどとして、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。

³⁸ 日本銀行「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』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf〉、p.1。

図表 7 日米欧のマネタリーベース(対名目 GDP 比)



出所：日本銀行「目で見える金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf〉、p. 2 より引用。

とりわけ、マイナス金利政策までの日銀による金融緩和の影響により長期国債の利回りが下がっていた。そのため、イールドカーブを立たせる目的で日銀は長期金利の操作に介入した。日銀が短期金利の操作だけではなく、長期金利の操作にも介入するのはこれまでの日銀の歴史上初めてのこととなった。

長期金利は現在の①短期金利と②リスクプレミアム、③将来の短期金利の予測の3点で決定される³⁹。この3点のうち注目すべきポイントが③である。③には時間軸効果の働きが大きく影響する。今回の金融政策によって、日銀による将来の短期金利予測を信じさせることができれば、イールドカーブの操作が可能となる。しかし、人々の期待や予測を日銀の狙い通り正確に操作することは難しい。長期金利のピンポイントでの操作はほぼ不可能といえる。また、金利の年限が長期になればなるほど③の比重が高まり、長期金利の操作はより難しいものとなる。日銀もこれまでの見解において、長期金利は将来のインフレ率に対する市場参加者の予想や将来の不確実性に左右されるため、その操作が容易でないとしていた⁴⁰。であるにもかかわらず、この決定はこれまでの見解

³⁹ 野口(2017)、pp. 71-72。

⁴⁰ 野口(2017)、pp. 72-74。

を覆すものとなった。そして、日銀はマイナス金利と大規模な国債買入れの組み合わせが、長短金利全体に影響を与えるうえで有効であるとの理由で、従来の見解から長期金利が操作しやすいように見解を修正させた⁴¹。

長期金利の操作には、将来の短期金利予測がポイントであると述べた。野口
5 (2017)によると、これには人々の日銀への信頼が絶対条件となるという⁴²。しかし、2013年に示した2%の消費者物価上昇率の2年以内の達成目標は果たせていない上、その要因を消費税の上昇や原油価格の下落によるものとして目標時期の延期に踏み切っていることから、人々の日銀に対する信頼は疑わしいものとなりつつある。長期金利操作にとって日銀への信頼喪失は致命的である。
10 日銀への不信感の増大は、②のリスクプレミアムの上昇へも繋がり、結果として長期金利の上昇につながってしまう。

では、長期金利が日銀の狙いから大きく逸脱した動きをした際にはどうなるのか。長期金利の想定以上の変動を防止するために導入されたのが、2つ目の要素「長短金利操作のための新型オペレーションの導入」である。これは、日
15 銀が望む(指定する)利回りで国債を買入れる「指値オペ」というオペレーション手段である。もしも、金利が上昇した場合には10年金利や20年金利を対象として指値オペを行っていく。その際の国債買入れ量は、日銀がターゲットとする金利まで下げる必要があるため購入量はあらかじめ定められているわけではない。また、固定金利の資金供給オペレーションの実行可能期間を従来の1
20 年から10年に延長することとした。

さらに、追加緩和策の手段についてはイールドカーブ・コントロールの短期政策金利や長期金利目標の引き下げをはじめ、以前から実施してきている資産買入れの拡大を行うとした。具体的には、各保有残高がETFは年間約6兆円、J-REITは年間約900億円に相当するペースで増加するようにするという。

25 ただし、イールドカーブを操作するにあたり、いくつかの留意点が挙げられている。それが、社債・貸出金利への波及、住宅ローンといった実体経済への影響、融資・投資で利潤を生みだしている金融機関への影響である。日銀はイ

⁴¹ 日本銀行 HP「教えて！にちぎん」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/seisaku/b41.htm/>〉。

⁴² 野口(2017)、p.74。

ールドカーブがもたらす経済・物価・金融といった各方面への影響・情勢を適切に鑑みる必要があるといえよう。

第 2 節 金融政策の効果や課題、総括

5 本節では前節でまとめた金融政策の概要を踏まえ、量的・質的金融緩和政策やマイナス金利政策がいかなる効果や課題をもたらしたのかを分析する。

2013 年当時、日銀は消費者物価上昇率の目標値を 2% と定め、その達成目標を 2 年程度としていた。しかし、2 年後の 2015 年には目標を達成できていなかった。日銀の想定としては、2 つの波及経路によって実質金利を引き下げ、経済を刺激することで物価上昇のメカニズムが成り立つとしていた。2 つの波及経路とは、①大規模な金融緩和の実施による物価に対する人々の見方を変えること、②国債大量購入による金利の引き下げである。当初はこのメカニズムが上手く機能し、実施 1 年で消費者物価は 1.5% まで上昇していた。しかし、2014 年夏以降の原油価格下落と消費税率引き上げ後の需要の鈍り、2015 年夏以降の新興国経済の減速に伴う世界経済の不安定化によって予想物価上昇率の上昇も滞ってしまった。これが 2% の達成目標が果たせなかった原因であると日銀は分析している⁴³。予想物価上昇率は、フォワードルッキングな期待形成と適合的な期待形成(過去の物価状況が続くだろうという予想)の 2 つのバランスで決まる。日銀によると日本は後者の期待形成が他国に比べて強いという⁴⁴。適合的な期待形成と 2014 年の消費税率の引き上げや 2015 年の世界経済の不安定化が合わさって、2014 年以降図表 8 のように芳しくない予想物価上昇率の動きとなっている。2013 年の量的・質的金融緩和導入から 1 年ほどで 0.6% 上昇したが、2014 年の消費税率の引き上げ後は 1.4% で横ばいとなった。

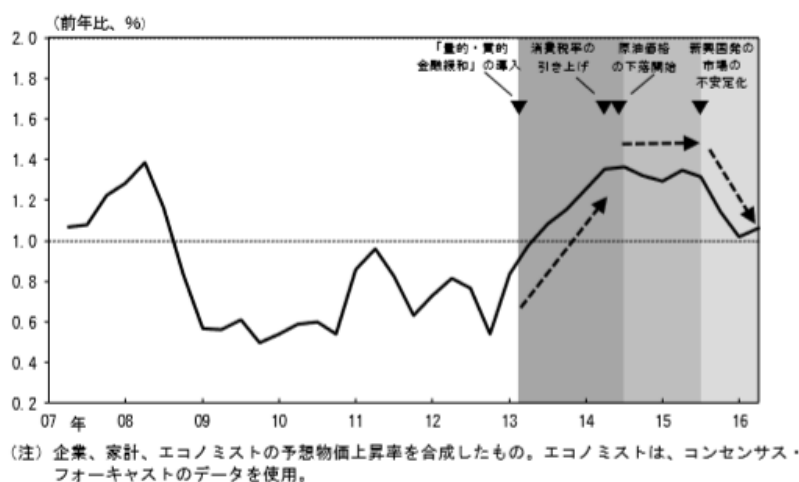
25 その一方で、2% の消費者物価上昇率を達成できていないものの、量的・質的金融緩和は効果があったとの見解もある。野口(2018)は、異次元金融緩和政策

⁴³ 日本銀行「目で見える金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf>、p. 2。

⁴⁴ 日本銀行「目で見える金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf>、p. 3。

の本来的な目的は望ましい雇用と所得の達成及び維持であると主張している。野口氏は雇用の側面から政策を評価した上で、「黒田日銀の異次元金融緩和政策は、あの 2014 年 4 月の消費増税ショックによる厳しい消費減少や、中国バブル崩壊後の円高さえも乗り越えて、リーマンショック前どころか、バブル期以来の雇用改善を成し遂げたのである。これを成功と呼ばないのなら、いったい何が成功なのだろうか」⁴⁵と述べている。

図表 8 予想物価上昇率の動向



出所：日本銀行「目で見える金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf〉、p. 2 より引用。

確かに野口氏の言うように、完全失業率は異次元金融緩和前となる 2012 年の 4.3%に対して、2017 年は 2.8%にまで低下している⁴⁶。また、有効求人倍率は 2012 年の 0.80 倍から 2017 年は 1.50 倍と改善している⁴⁷。これらのデータか

⁴⁵ 野口 (2018)、p. 122。

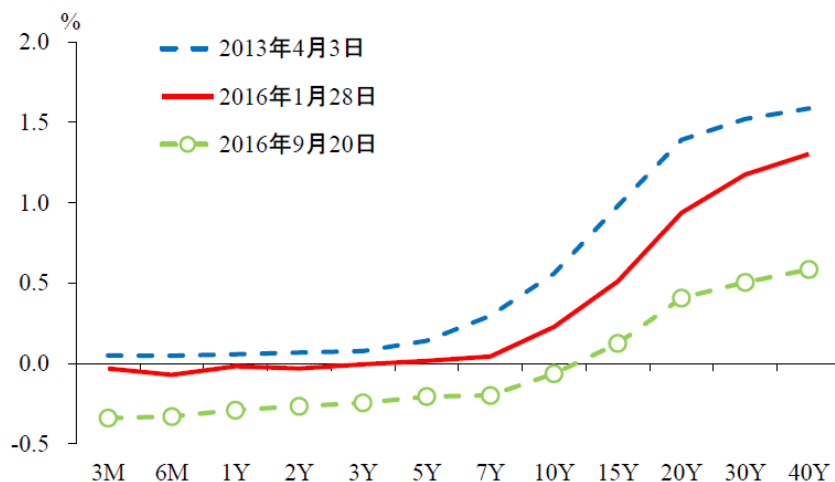
⁴⁶ 総務省統計局「労働力調査(基本集計)平成 24 年平均(速報)結果の要約」〈<http://www.stat.go.jp/data/roudou/rireki/nen/ft/pdf/2012.pdf>〉および、総務省統計局「労働力調査(基本集計)平成 29 年(2017 年)平均(速報)結果の要約」〈<http://www.stat.go.jp/data/roudou/rireki/nen/ft/pdf/2017.pdf>〉。

⁴⁷ 厚生労働省 HP「一般職業紹介状況(平成 24 年 12 月分及び平成 24 年分)について」〈<https://www.mhlw.go.jp/stf/houdou/2r9852000002tyli.html>〉および、厚生労働省 HP「一般職業紹介状況(平成 29 年 12 月分及び平成 29 年分)について」〈<https://www.mhlw.go.jp/stf/houdou/0000192005.html>〉。

ら、異次元金融緩和政策が日本の雇用状況の好転に繋がっているといえる。

では、マイナス金利導入に伴う効果や金融機関への影響はどうだろうか。図表 9 は、量的・質的金融緩和導入決定直前の 2013 年 4 月 3 日、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定直前の 2016 年 1 月 28 日、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入直前の 2016 年 9 月 20 日の 3 時点の日本の国債イールドカーブを描いたものである。これを見ると、マイナス金利導入時からイールドカーブが全体的に押し下げられていることが見て取れる。これは、市場参加者の利回り追求活動が活発化したことによるものであり、実質金利を引き下げるといふ当初に期待された効果は発揮されているといえる。

図表 9 マイナス金利のイールドカーブへの影響

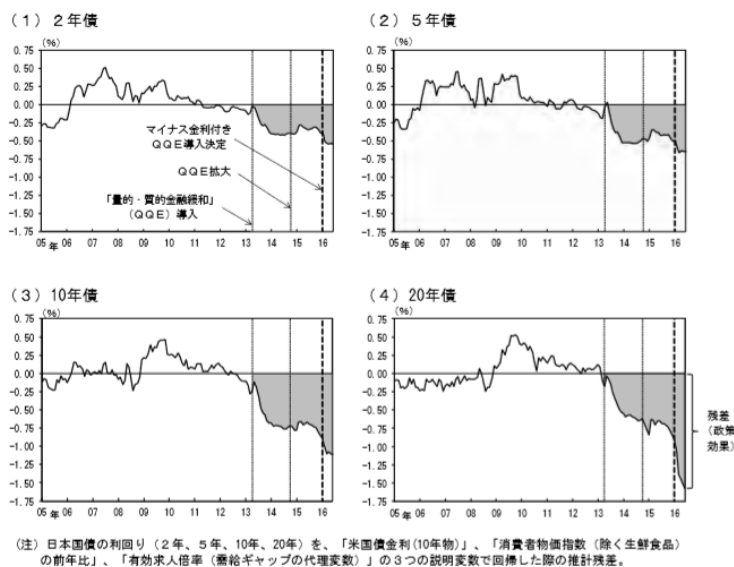


備考：Bloomberg で公表されているジェネリック金利（単利）をプロットしたもの。

出所：日本銀行「マイナス金利環境におけるファイナンス：課題と研究の潮流」
<<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/18-J-03.pdf>>より引用。

また、日銀の総括によると、マイナス金利と長期国債買い入れの組み合わせによって、特に長期の金利引き下げに成功している。事実、図表 10 のように短期の年限だけでなく、長い年限の国債であればあるほど効果が大きく反映されている。このことからマイナス金利と長期国債買い入れの組み合わせが、金利の引き下げに有効であることが明らかとなった。

図表 10 マイナス金利と国債買い入れによる金利引き下げ効果



出所：日本銀行「目で見える金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf〉、p.4より引用。

マイナス金利導入による効果が見られた反面、課題も明らかになってきた。それは金融機関の収益性に関する課題である。前節で述べたように、マイナス金利が適用された部分のごく一部である。今後、長期国債の買い入れが進むにつれてマネタリーベースが拡大し、それに伴いマイナス金利が適用される部分も拡大していくこととなる。そこで日銀は、マイナス金利政策が適用される部分が適切な額となるように、原則として3か月ごとに金利が0%の部分の額を増加させることを表明した⁴⁸。マイナス金利政策による金融機関の収益性に及ぼす影響を抑えるためである。しかしながらマイナス金利の導入は、貸出金利の低下を促しただけで貸出を増やす結果には至らなかったため、銀行の利鞘は縮小し収益性も悪化した。銀行にとって短期・中期の国債利回りが低下すれば貸出金利も連動して低下する。一方で預金金利の下限は基本的にはゼロであるので、預貸利鞘は縮小し収益は悪化してしまうのである。こうした状態の中でマイナス金利政策を進めていくと、銀行は金融仲介機能を十分に果たすことが困

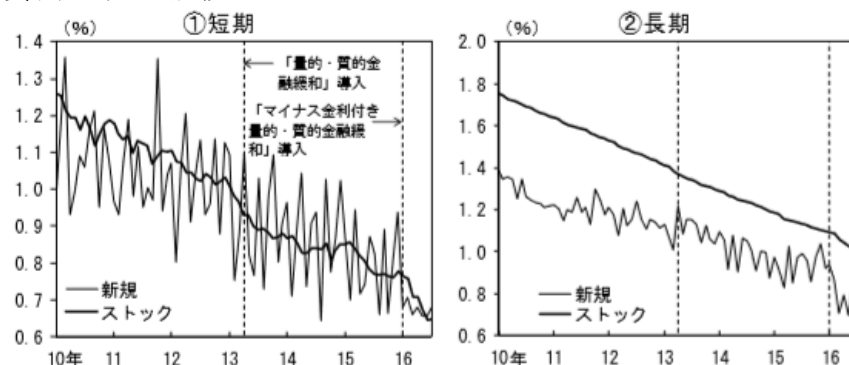
⁴⁸ 日本銀行(2016)「本日の決定のポイント」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129b.pdf〉。

難になるという問題がおきてしまう。マイナス金利でとくに銀行の利鞘縮小が加速したとはいえないとの見解もあるが⁴⁹、金融機関の収益性に及ぼす問題は軽視してはならないと考えられる。

預金金利の低下幅に対して貸出金利の低下幅の方が大きいため、金融機関の収益性が小さくなっていることについては日銀の総括にも触れられており、次の図表 11 のようにマイナス金利導入後の貸出金利はこれまで以上の急な角度で低下している。2012 年～2013 年の平均貸出金利は 1.05%、2014 年～2015 年は 0.90%、それに対してマイナス金利導入後の 2016 年～2017 年の平均貸出金利は 0.72%である。それに対して預金金利は低下しているものの、その低下幅は図表 12 の通り 0.05%程度であり貸出金利に及んでいないことがわかる。

マイナス金利の導入に関しては、翁(2017)も銀行側が利鞘の圧縮による経営悪化に直面していると指摘する。翁(2017)は「日銀当座預金への付利の性格も一変し、中央銀行の政策に協力して得た運用利益だったものが、突然補助金による不労所得と位置付けられる、という構図で突然、梯子を外された形になった」⁵⁰と述べている。翁氏はこの金融政策導入に金融界が強く反発したのは、当然の流れであるとの見解を示した。今後マイナス金利政策を継続する場合には、マイナス金利政策によって引き起こされる副作用について考慮する必要がある。その上、黒田総裁はマイナス金利政策を強化する考えを示している。今後の金融政策をどう修正していくか、いつデフレは脱却できるのか、考えていかなければならない問題である。

図表 11 貸出金利の推移

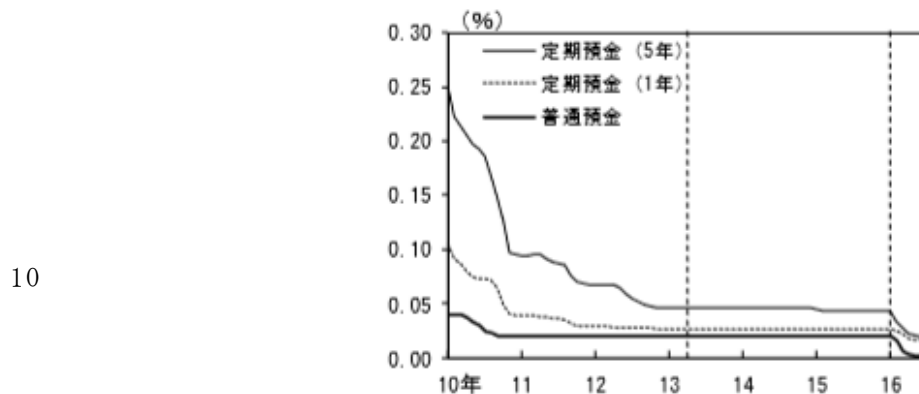


⁴⁹ 野口(2017)、p. 80。

⁵⁰ 翁(2017)、p. 139。

出所：日本銀行「目で見る金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf〉、p. 6 より引用。

5 図表 12 預金金利の推移



出所：日本銀行「目で見る金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf〉、p. 6 より引用。

15

また、2013 年から日銀が一貫して掲げている 2% の物価安定目標であるが、その目標を掲げてから 5 年半以上がすでに経過している。現在に至るまで未だに 2% の物価安定目標は実現できていない。上記で述べた通り、予想物価上昇率は 2013 年の異次元金融緩和導入後、1 年ほど順調な動きを見せたが、その後停滯が続いたままである。2% の目標達成時期がずれ込んでいることに関して、谷口 (2018) は「日銀は何度も実現時期を先延ばししてきた。2017 年 7 月に公表された実現時期は、黒田総裁の現在の任期終了後である」⁵¹と指摘する。確かに下の図表 13 のように日銀はこれまで幾度となく達成時期を先延ばしにしてきた。そして図表 13 にもあるが、最新の経済・物価情勢の展望ではこれまで実現時期を年度単位で表していたのに対して具体的な達成時期は明記されなかった。これは、2020 年度までに 2% の実現が見込めないと日銀が判断したことを示している。早期の 2% 達成を目標に始まった異次元金融緩和はますます長期化を

20

25

⁵¹ 谷口 (2018)、pp. 272-273。

進る一方である。いずれは達成できると日銀は見通しているが、異次元金融緩和を行って5年半以上の時間が経過していることは事実である。そのため、2%の物価安定目標の達成時期は不透明かつ、現行政策での実現は困難を極めてい
ると言わざるを得ない。

5

図表 13 2%のインフレ目標実現時期の延期

公表		実現時期（公表媒体）
2013年	4月4日	2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現（「量的・質的金融緩和」の導入について）
	11月11日	2013年度後半から2015年度の後半にかけて（経済・物価情勢の展望）
2014年	11月1日	2015年度を中心とする期間に（経済・物価情勢の展望）
2015年	5月1日	2016年度前半頃に（経済・物価情勢の展望）
	10月31日	2016年度後半頃に（経済・物価情勢の展望）
2016年	1月30日	2017年度前半頃に（経済・物価情勢の展望）
	4月29日	2017年度中に（経済・物価情勢の展望）
	11月2日	2018年度頃に（経済・物価情勢の展望）
2017年	7月21日	2019年度頃に（経済・物価情勢の展望）
2018年	8月1日	これまでの想定よりは時間がかかる（経済・物価情勢の展望）

10

15

出所：谷口（2018）「アベノミクスの金融政策」p. 272 および、日本銀行（2018）「経済・物価情勢の展望」（2018年8月1日公表）〈<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/201807b.pdf>〉より作成。

ここからは、長短金利操作付き量的・質的金融緩和において日銀が導入した新たな枠組みが実際にどのような問題・影響が出たのかを分析するため、イー
ルドカーブ・コントロールについて取り上げる。2016年9月のイー
ルドカーブ・コントロールの導入後、新たな問題が表面化した。2017年3月末、短期の
国債需給が大幅に逼迫し、日銀は国債売現先オペによる国債供給という異例の
対応を強いられた。国債現先オペとは、国債を売戻し（買戻し）条件を付して入
札によって買入れる（売却する）資金供給（吸収）オペレーションのことである⁵²。
これは、それまで推し進めてきた国債購入とは真逆の動きである。日銀の異例
の対応に木内（2017）は底流にあった2つの構造的な問題が顕在化したと理解す

25

⁵² 日本銀行 HP「国債現先オペ」〈https://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/ope_c/index.htm/〉。

べきだと述べる⁵³。その 2 つの構造的な問題は①国債の品不足感が過度に強まっている②銀行が政策協力よりも株主の目などを重視して、当座預金の積み上げに一段と慎重になっている、というものである。問題の顕在化に木内(2017)は、日銀のマネタリーベースを増加させ続ける政策の枠組みの持続性に大きな疑問を投げかけていると主張する。

2017 年 4 月にはイールドカーブ・コントロールが長期金利の下振れという問題に直面した。これに関して木内(2017)は「通常であれば、国債買入れ増額ペースを縮小することが可能な局面であるが、市場がリスク回避傾向を強め不安定な局面では、流動性供給を後退させる対応は、市場の不安定性を増幅させる可能性があることから、ややジレンマの状況に陥ってしまったように思われた」⁵⁴と分析した。このように、長期金利の下振れはイールドカーブ・コントロールの困難性をより明らかにした。

さらに長期金利が上昇する際には長期金利目標を維持するため、国債買入れ増加ペースの拡大を迫られる問題や、長期金利が低下する場合は国債買入れ増加ペースの縮小で長期金利目標を維持できるか否かという技術的な問題に加えそれらが引き締めの効果を生じさせる問題があるという⁵⁵。この主張から、イールドカーブ・コントロールという枠組みの維持は非常に難しいものであると考えられる。

20 第 3 節 2013 年以降の日銀の政策が証券市場へ与える影響

2013 年から量的・質的緩和が行われ、長期国債の月別買入れが段階的に引き上げられた。その結果、日銀の国債保有量が増加した。2013 年から 2015 年にかけて行われた量的・質的緩和政策においては、長期国債の買入れに加え、ETF や J-REIT などのリスク性資産の買入れも行われた。これにより、新規発行や流通する国債を金融機関が国債市場で購入した後、買いオペレーションによって国債を日銀が大量に吸い上げていくこととなる。このような状況について、事実上、日銀引き受けにより国債発行をしているという見方もできる。仮にデフ

⁵³ 木内(2017)、p. 311。

⁵⁴ 木内(2017)、p. 311。

⁵⁵ 木内(2017)、p. 312。

レを完全に克服して消費者物価が上昇していけば、長期金利が上昇する。そう
なれば日銀が保有する国債価格が下落し、日銀の資産の劣化や損失が生じる可
能性もある。また、国債の買いオペレーションを無制限に行えば、国債に対す
る信認の低下を招き、国債金利の上昇を招く恐れもある。さらに、インフレが
5 生じた際に日銀が保有する国債の売りオペレーションを行えば、国債価格が下
落して利回りが上昇するかもしれない。このような状況の中、国債の安定消化
や国債市場の流動性維持・向上、国債の管理といった課題に立ち向かう国債管
理政策が求められている⁵⁶。

2013 年から 2014 年にかけて図表 14 を見ると、国債価格は緩やかに上昇して
10 いることがわかる。また、図表 4 を見ると利回りが緩やかに低下している。こ
の理由の一つとして、日銀が国債を大量に買入れたため市場における国債の供
給量が減ったことが考えられる。そして、図表 5 を見ると、株価は上昇してい
ることがわかる。これは、利回りが低くなった国債市場から投資者が撤退し、
株式市場での投資を重視しているからではないかと考えられる。

図表 14 国債価格(上段)と国債出来量(下段)の変化(2009 年から)



出所：SBI 証券 「長期国債先物」〈[https://www.sbisec.co.jp/ETGate](https://www.sbisec.co.jp/ETGate/?_ControlID=WPLETmgR001Control&_PageID=WPLETmgR001Mdt120&_DataStoreID)
/?_ControlID=WPLETmgR001Control&_PageID=WPLETmgR001Mdt120&_DataStoreID

⁵⁶ 川波・上川(2016)、p. 154。

=DSWPLETmgR001Control&_ActionID=DefaultAID&burl=iris_indexDetail&cat1=market&cat2=index&dir=t11-idxdt1%7Ctl2-JGBc1%7Ctl5-jpn&file=index.html&getFlg=on) より引用。

- 5 また、図表 4 を見ると 2016 年の国債利回りが 0% 以下となっている。これは日銀のマイナス金利付き量的・質的緩和政策の影響を受けたものと思われる。この政策によって利回りが低下し、投資者たちは株式市場に移動したと考えられる。2016 年 9 月には長短金利操作付き量的・質的緩和政策が行われ、利回りは 0% 以上になったものの、依然として低いままである。そのため株価は 2016
- 10 年以降継続して上がり続けている。このように日銀の金融政策は証券市場に大きな影響を与えている。

第 3 章 諸外国の出口政策

- 15 これまで述べてきたとおり、日本は異次元の金融政策を実施している。しかし、2% の物価安定の目標を達成したのちには、金融の正常化を図らなければならない。そこで日本同様、非伝統的な金融政策を用いている諸外国に目を向けてみると、諸外国は早くも政策の出口を模索し始めている。日銀が将来どのように出口政策を行っていくか考えるうえで、先行事例として日本より早く出口政策を開始した欧米の政策を見ておくことは有用であろう。本章では、実例と
- 20 して欧米の出口政策について述べていく。

第 1 節 米国 FRB の金融政策

- 25 米連邦準備制度理事会 (FRB) の金融調節は、2007 年のパリバ・ショックを受け変化し始めた。そして 2008 年のリーマンショック後、FRB は金融緩和政策を開始した。FRB は 2008 年 11 月に量的緩和政策である QE1 を導入し、銀行、証券会社、MMF、事業法人に短期の資金を大量に供給した。同時に住宅ローン金利等の高騰を抑えるために、MBS (住宅ローン担保証券) や長期国債の買い入れも進めた。その後も FRB は、QE2、QE3 を導入し、断続的に MBS や長期国債の買い入れを増加させていった。また FRB は、短期金利と長期金利の差を縮めるため
- 30 に、オペレーション・ツイストを導入し、短期国債の償還金を長期国債に再投

資した。政策金利についても、2008 年初めには 3%だったが、その後引き下げられ、2008 年 12 月には実質的なゼロ金利政策が導入された。このため、短期金利が低下し投機資金は供給され続けた。2011 年には、FRB は「時間軸政策」も導入し、その後もゼロ金利政策が適用される期間を延長する等してきた。

5 FRB の金融緩和政策には以下のような効果がみられた。2008 年の 8000～9000 億ドル程度だったマネタリーベースは、2014 年 8 月には 4 兆ドルをこえるほど増加した。その結果名目 GDP、実質 GDP はともにリーマンショック前の水準を回復し、失業率はピーク時には 10%を超えていたが 2013 年には 7.6%にまで低下している。米国の金融緩和政策は効果がみられた反面、QE2 や QE3 の必要性
10 についての懸念がある。確かに QE1 は MBS の価格崩壊を防ぐため必要であった。しかし、QE2 は南欧国債のバブルをもたらしただけの結果に、QE3 は世界的なバブルを煽るだけの結果に終わった可能性がある⁵⁷。また QE は、経済活動を活発化させたというより、投機資金の供給を増加させたという影響が大きい。

15 このように米国は金融緩和政策を進めてきた。しかし米国は、主要先進国の中で最も早く、非伝統的金融政策からの出口政策を開始したのである。2014 年には、米国が出口戦略を開始したことに対し日本とユーロは金融緩和を強化した。それにより世界の金融・為替情勢は大きく変化した。FRB は、2013 年 5 月の時点で金融緩和の縮小(テーパリング)に言及し資産購入額を縮小させた。2014 年 10 月、ついには QE3 の終了を決定した。米国は資産価格のバブルがさ
20 らに広がることへの危惧から、異次元緩和の出口を模索、金融政策の正常化を進めたのである。

25 正常化の主な政策のひとつは、政策金利を上げることである。FRB は、2015 年 12 月の利上げ開始から 2017 年 10 月までに合計 4 回の利上げを実施した。ただそれは約 2 年で 1%の政策金利の引き上げにとどまっており、過去に類を見ない緩やかな利上げペースとなっている。また FRB はバランスシートの縮小を FOMC(連邦公開市場委員会)にて決定づけた。米国債や住宅ローン担保証券である MBS の償還資金の再投資額の段階的に縮小することを決めたのである。FRB は、2008 年のリーマンショックを契機に実施された QE により、拡大したバラ

⁵⁷ 野口(2017)、p. 34。

ンスシートを縮小し元の状態に戻すことで金融政策の正常化を目指している。

FRB は金融市場に具体策や方針について丁寧な説明を行いながら、非伝統的金融政策を縮小している。それは 2013 年にバーナンキ議長がテーパリングを示唆したところ、米国内での長期金利の大幅な上昇を招き、国際金融市場を動揺させてしまったからである。その結果、慎重になったその後の FRB の政策は、市場が想像していたより緩やかな政策であったので、金融市場は好感し安定を維持した⁵⁸。

また、FRB は積極的な保有資産の売却ではなく満期を迎えた償還資金の再投資の減額を行っている。それについても慎重なペースとなっているため、長期金利に与える影響は限定的であり、実体経済への悪影響も抑えられると考えられる⁵⁹。金融政策の正常化は、計画通りのペースで縮小を進めると、バランスシートがリーマンショック後の水準である 2 兆ドルに減少するのは、2022 年 5 月になる。非常に慎重なペースで進められることがわかる。ただそれでも日本や新興国の経済には、正常化による投機資金の縮小は大きく影響した。

日本では金融正常化に伴う経済成長の失速について懸念されるが、米国では GDP 成長率の長期的な低下はみられない。2015 年から 2017 年までの GDP 成長率を平均すると 2.3%になる。これは 2010 年から 2014 年までの平均値 2.1%とほぼ変わりがない。株価については、QE3 の終了が宣言された 2014 年 10 月以降、ダウ平均株価はむしろ上昇を続けた。このようになった理由としては、米国の実体経済の強さがあげられる。この点から金融正常化は必ずしも経済成長を失速させるとは言い切れない。

2018 年現在の米国経済は、景気に過熱感がなくバブルの状況になってない。そのうえ景気拡大の持続性はある。非常に緩やかに利上げが行われているほか、政策金利が低位で推移すると予想されること、世界的な景気拡大が続く中での株価は上昇を続けると考えられるからである。しかしながら、新段階に進んだ米国は様々な課題もある。政策金利の利上げにより長期金利も上昇してはいるが、長期的にみるとまだ低い点や景気は拡大しながらも物価が伸びていない点

⁵⁸ 桂畑 (2018)、pp. 8-9。

⁵⁹ 桂畑 (2018)、pp. 8-9。

などがあげられる。これらの点を踏まえて、FRB はどこまで利上げを続けていくのかは検討すべき課題である。しかし市場の混乱を防ぎながら正常化を進めている FRB の戦略は、市場にデフレ心理を持たせてしまった日銀にとって教訓になりえる部分が多いと考えられる。

5

第2節 欧州 ECB の金融政策

2008 年のリーマンショック以降 FRB と同様に ECB も金融緩和へと動いていった。ECB の非伝統的金融政策は時期によって性質が異なり、リーマンショックからソブリン危機までの期間と、ソブリン危機以降の 2014 年 6 月から現在までの二つに分けられる⁶⁰。前者の目的は危機によって機能しにくくなった従来の金融政策の伝達メカニズムの修復である。後者の期間は弱いインフレ期待、成長の停滞、金融の低迷という閉塞状況の打開に、銀行の貸し出しを活発化させることが必要とされた。そのため銀行貸出行動の活発化に重点をおいた「貸出促進政策」により、停滞を脱出する目的へ変化した。

15

図表 15 ECB の金融政策一覧

20

25

時期	DF金利	公開市場操作	債券・証券購入
2008年		固定金利・全額割合方式。 LTROの期間を拡大。 担保の適格要件緩和。	
2009年			CBPP
2010年			SMP
2011年		VLTRO（満期3年のオペ）	CBPP2
2012年			OMT
2014年6月	▲0.1%	TLTRO	
2014年9月	▲0.2% MRO：0.05%		ABSPP CBPP3
2015年1月			QEの導入 月額600億ユーロ 16年9月まで（延期可）
2015年12月	▲0.3%		期限17年3月に延期 満期債券再投資 地方債購入可
2016年3月	▲0.4% MOR：0%へ	TLTRO2	月額800億ユーロ 社債購入追加
2016年12月			月額600億ユーロ 期限17年12月に延期

⁶⁰ 岩見(2016)、p. 89。

出所：田中(2017)、p. 86、川野(2014)、pp. 66-69 より作成。

以上より、まずリーマンショックからソブリン危機までの ECB が行った金融政策について整理すると、ECB の金融政策は図表 15 のようにまとめられる。

- 5 ECB は当初、危機に対応するため、公開市場操作改革を行った。通常時はオークション方式だったものを固定金利に変え、金融機関は適格担保があれば無制限に流動性の供給が受けられるようになった。適格担保の条件を緩和することで、さらなる流動性不足の解消を行った。そして通常 3 か月の LTRO(長期資金供給オペレーション)を最長 12 ヶ月に拡大した。これらは短期金利の低下を促す。

- 続いて債券・証券購入に関する政策だが、CBPP(カバードボンド購入プログラム)は銀行が発行する担保付社債を ECB が購入するもので、ユーロ圏の大部分の銀行にとって主要資金調達手段となっている。これはカバードボンド市場の機能回復によって、銀行の資金調達状況を改善することを目的とした。次に
- 15 2010 年に行われた SMP(証券購入プログラム)とは、ユーロシステム(ユーロ加盟国の中央銀行と ECB)が国債と民間債を購入するものである。これはギリシャに端を発するソブリン危機による国債市場と民間市場の危機に対応するために導入された。その後 SMP に替わるものとして、短・中期国債の買い切りオペである OMT(国債買取プログラム)の導入が決定された。ECB は対象国の満期 1~3
- 20 年の国債を無制限で購入するとしたが、SMP と異なり、対象国には厳しい条件が課される。対象国の支援要請に基づき、欧州安定メカニズムが国債購入の支援をすることを前提としており、その結果、対象国は厳しい緊縮財政や構造改革などの条件を課されることになる。OMT は最終的に ECB による救済的金融支援が保証されるという、アナウンスメント効果を狙ったものである⁶¹。

- 25 次に、デフレ対応を目的とした 2014 年 6 月以降の政策内容とその目的について述べる。まず ECB は預金ファシリティ金利をマイナスに引き下げる、マイナス金利を導入した。これは銀行の中央銀行預金に対して事実上の預金手数料を科すことにより、市中銀行に貸付の増加を喚起した。

⁶¹ 岩見(2016)、pp. 86-88。

公開市場操作には TLTRO (的を絞った長期リファイナンスオペ) を新たに導入した。TLTRO とは低い金利で満期 4 年の融資を銀行に行うことを意図したものである。的を絞ったとあるように、企業や家計への貸出を目指していて、その条件を満たすと優遇金利を保証される。

- 5 債券・証券購入の ABSPP (債券保証付き証券購入プログラム) は、銀行の資金源を多様化し、新規債券の発行に刺激を与えることを目的として導入された。そして、2015 年 1 月に ECB は量的緩和 (QE) の導入を決めた。ECB の量的緩和政策は、既存の ABSPP、CBPP3 に新たに PSPP を加えた APP (拡大債券購入プログラム) と表記される (なお、本節では ECB の量的緩和を QE と表記する)。QE の柱は
- 10 公債の大規模購入を意味する PSPP (公的部門買取計画) であり、ABSPP、CBPP3 と合わせて月額 600 億ユーロを買入れるとした。買入期間は少なくとも 16 年 9 月までの 1 年半とするが、インフレ率の軌道が HICP2% に整合する水準へ安定するまで継続する (必要に応じて期間を延長する) ことができるとした⁶²。

- こうした経緯により、2016 年 12 月、ユーロ圏のインフレ率は 2% に迫り、
- 15 年 1 月 2% となった。この情勢転換を受けて、17 年 3 月の ECB 政策理事会では金融政策は据え置きとしたが、その後の記者会見においてドラギ総裁はデフレの脅威に対して勝利宣言をした⁶³。

- そして 2018 年 7 月の ECB 政策理事会の決定で、政策金利の据え置きと、政策金利は少なくとも 2019 年の夏終わりまで、インフレ回復のために必要ならそ
- 20 の後も、現行水準を維持するとした。そして長期間にわたり保有債券の償還金の再投資を続けつつ、資産買入れについては 2018 年 9 月末まで毎月 300 億ユーロを予定、9 月末以降は 150 億ユーロに減額の上 2018 年 12 月まで延長し 12 月末に終了するとした。これで量的緩和政策が終了されることが決まった⁶⁴。

- ECB が量的緩和政策を終了すると決めた背景はどのようなものだったの
- 25 うか。山本 (2018) によると、これはユーロ圏の景気回復が大きいといえよう⁶⁵。16 年半ばごろから域内の需要の回復が鮮明になり、17 年は 2.4% と 07 年以来

⁶² 田中 (2017)、pp. 82-85。

⁶³ 田中 (2017)、pp. 85-86。

⁶⁴ 外務省欧州連合経済室「欧州中央銀行 (ECB) による金融政策の現状」
(<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000165877.pdf>)。

⁶⁵ 山本 (2018)、pp. 32-33。

10 年ぶりの高成長を記録した。それまでの回復は、金融緩和やそれに伴うユーロ安に支えられていた面が強かったが、金融危機後では初めて自律回復と呼べる状況になった。また、1月から3月期の一人当たり雇用者報酬の伸びが前年比1.9%増となった(17年の年間上昇率は1.6%増)。その一方でHICPは16年5月時点で前年比1.1%増と目標値には遠い。その背景には米国や日本と同様に賃金上昇の低さがあったが、最近のドイツにおける労使交渉の動向などから、今後賃金上昇率が徐々に高まるとECBは判断したのだろう。つまり、ユーロ圏経済が自律回復局面に入るとともに、物価動向に影響を及ぼす名目賃金に上昇の兆候が見られ、デフレのリスクがなくなったと判断したことが基本的な背景である。

しかしながら量的緩和政策の終了には、資産買入れをこれ以上続けられないという技術的な理由もあった。資産買入れのシェアは、ユーロ圏加盟国中央銀行のECBへの出資比率に基づいて決められていた。その結果経済規模が大きく出資比率の高いドイツ国債を最も多く買入れることになる。しかしドイツの財政は健全であり新規国債の発行額が限られるため、購入国債が早晩枯渇すると予想されていた。資産買入れを維持するために、財政状況の悪い国の国債を多く買入れようとする、事実上の財政ファイナンスとなり、これはマーストリヒト条約で禁止されている。

量的緩和終了決定には為替動向に対する判断もあったと推測される。テーパリングの過程で中央銀行が恐れるのは、長期金利の急上昇や為替レートの変動である。実際に17年はECBのテーパリング観測を背景に、ユーロは米ドルに対して上昇傾向で推移した。18年に入ってから、米国の利上げペースが加速するとの見方が強まり、為替はユーロ安に転じた。さらに6月13日、米連邦公開市場委員会は2018年2度目の利上げを決定し、年末までにさらに2回利上げする可能性が高いことを示唆していたため、量的緩和終了を発表してもユーロ高になりにくいタイミングだったといえる。

では、ECBの量的緩和が実体経済に与えた影響はどのようなものなのだろうか。松浦(2018)から実体経済に及ぼした影響を確認する⁶⁶。まず政府債利回り

⁶⁶ 松浦(2018)、pp. 62-67。

は 2012 年 1 月から 2015 年 7 月までにギリシャを除いて収斂した。2015 年 7 月の第三次ギリシャ金融危機を背景に一時的な利回りの高騰が生じた後、2015 年 7 月以降、ほとんどのユーロ圏国の政府債利回りは低下していった。

次にマネーストックについて見ていく。M1 (現金通貨＋預金通貨) の成長率は 2015 年 4 月の 5.2% から 2015 年 7 月の 11.4% まで増加し続け、2015 年 8 月以降は 8% と 11% の間で推移した。M3 (現金通貨＋預金通貨＋準通貨＋CD) の成長率は 2014 年 4 月から 2015 年 4 月まで増加し、2015 年 4 月から 2017 年 2 月まで 5% を維持した。

加えて、2015 年からの信用創造による銀行融資の増加について言及する。MFIs (貨幣金融機関) によるユーロ圏居住者への信用成長率は 2014 年にマイナス 0.4%、2015 年 0.6%、2016 年に 2.2% であった。貨幣需要は MFIs の貸借対照表における資金の借り手の項目から知ることができる。それによれば、ユーロ圏居住者への貸付項目において、MFIs と保険会社及び年金基金を除く金融会社への貸付と債券投資の伸びが目立つ。

最後に GDP 成長率と消費者物価はどのように推移しているのか見てみたい。外務省の欧州委員会の中間見通し (2018 年夏) 概要によるとユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2014 年 1.3%、2015 年 2.1%、2016 年 1.8%、2017 年 2.4%、2018 年 2.1% である⁶⁷。消費者物価上昇率は 2016 年 5 月までマイナスか、ゼロに近いレベルで推移した。HICP は 2016 年夏から次第に上昇し始めて、2017 年 2 月には 2% へ増加した。しかしながら、この期間の増加は主にエネルギー価格の上昇と、少ない程度であるが食料品価格の上昇によって引き起こされた。

確かに GDP 成長率や消費者物価などは上昇しているが、それは微々たるものである。松浦 (2018) は、「QE の実施以降の GDP 成長率の上昇および設備投資の増加は、QE の効果によるものではなく、不況から景気が調整される側面にあることによるものと考えられる」⁶⁸と述べている。

第 4 章 日本の出口政策のあり方

第 2 章で述べたように、日銀はデフレの脅威に対して、マイナス金利付き量

⁶⁷ 外務省「欧州委員会の中間経済見通し (2018 年夏) の概要」。

⁶⁸ 松浦 (2018)、p. 67。

的・質的緩和、長短金利操作付き量的・質的緩和を行っている。しかし、2013年4月に掲げた、消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定目標は未だ達成しておらず、2018年8月には目標達成には想定よりは時間がかかる、と明確な時期の表記がなくなった。その一方で、FRBは2015年から利上げを開始しており、
5 2018年内には合計4度の利上げを行う可能性が高い。またECBも量的緩和政策の2018年12月末終了を発表した。諸外国が金融緩和からの出口に向かう中、日銀はどのような方向へ向かえばいいのだろうか。

そこで本章では、日銀の現行の政策に対しての賛否を含む評価を行い、その理由を第1節で述べる。第2節では日銀が目指すべき出口と新しい金融政策に
10 ついて提案する。

第1節 現行の金融政策に対する評価

異次元緩和の状態には様々な問題点が生じるため、現行政策を続けていくことは極めて難しいと言える。その根拠は3つある。1つ目は非伝統政策が長引
15 けば長引くほど、副作用が大きくなることである。現在、日銀は物価2%の目標を目指して緩和の姿勢を取り続けている。しかしながら目標期限を先延ばしにするなど、いつ終わりが見えるのか分からない状態である。このまま緩和政策が続くとどうなるのだろうか。マイナス金利の導入やイールドカーブのコントロールによって、貸出金利や債券利回りなど、運用利回りが低下する一方で、
20 資金調達(負債)に占める預金の割合がかなり高い。2018年8月末で、国内銀行のバランスシートに占める預金の比率は69.4%である。預金金利の引き下げ余地がほとんどないに等しかった国内銀行にとっては、利鞘縮小による収益への影響は極めて深刻である⁶⁹。

保険や年金に関しても同じ問題を抱えている。2016年度の生命保険会社の決
25 済を見ると、主要15社のうち保険料等収入は11グループ、基礎利益は7グループで減少しており、マイナス金利政策が多くの生命保険会社の経営に影響を与えたことがうかがえる。保険も年金も、長期負債を持つ業態であり、長期金利の低迷は財政活動の制約となる⁷⁰。

⁶⁹ 木内(2017)、p. 135。

⁷⁰ 高田(2017)、pp. 219-220。

さらに、異次元政策が株価や地価などを過度に押し上げる、いわゆる資産インフレーションのきっかけになる懸念がある⁷¹。長期金利の水準が名目 GDP 成長率を下回った状態では、株価は合理的に決まらず、株価形成が不安定になりやすいと考えられる。2013 年の量的・質的緩和の導入後は、10 年債利回りは名目 GDP 成長率のトレンドを大きく下回っている。これは、量的・質的緩和が長期金利の押し下げを通じて景気浮揚効果を発揮した可能性を示唆したものであるとともに、この政策の下では株価形成が不安定になりやすいことも同時に示唆している。

また、国債を多く保有している状態は日銀が債務超過になる危険をはらんでいる⁷²。日銀は大量の国債を買入れることで、利子収入を得ている。日銀当座預金には国債よりも低い利子を払うので、日銀の国債利子は黒字である。2016 年度は約 1.3 兆円の利子収入があり、2016 年度上半期には縮小に転じたものの、いまだに黒字は続いている。しかし、金融政策の正常化に向かう過程では、付利の水準が引き上げられ、日銀の利払いは増加する。付利の引き上げは、その金利が巨額に膨れ上がった超過準備全体に適應される場合には、一気に日銀の利払い費を拡大させることになる。その結果、日銀の利子所得収支は短期間で急速に悪化することになる。これがマイナスに転じるまではなお時間的猶予があるとはいえ、日銀の収益悪化は政府の歳入となる国庫納付金を減らすこととなり、国民の税負担を増やすことになってしまう。

加えて、この異常な緩和状態を続けていると、日銀に追加緩和の余地がほとんどない⁷³。日銀の 2018 年 4 月 3 日時点のイールドカーブは、金融機関、保険会社、年金基金などへの悪影響を考慮すると、事実上これ以上上げられない水準にいる。経済政策については、金融政策以外にも税制政策や財政政策などがある。そのため、財政政策などを実施し金融危機に対応することは可能である。しかし、日本から見れば様々な政策発動余地がはるかに潤沢そうな米国でさえ十分な対応が可能なわけではない。事実、ボストン連銀のエリック・ローゼングレン総裁は 3 月下旬に、次のショックに対応するための米国の金融政策、税

⁷¹ 木内(2017)、pp. 169-170。

⁷² 木内(2017)、pp. 219-220。

⁷³ 加藤(2018)、p. 13。

制政策、マクロブルーデンス政策の発動余地は不十分だとの危機意識を表明した⁷⁴。自然利子率の低下によって、好況期においても FRB は政策金利をかつてのように引き上げられなくなっている。それは不況期に使える「利下げカード」をあまり貯められないことを意味している。出口に向かいつつあり、金融政策
5 以外の政策発動余地があると思われる米国がこの意識なら、日本に次の危機に対する政策発動余地はあるのか甚だ疑問である。したがって、金融政策は自由に行えるようにしておくべきであると考え。

2 つ目は、海外と国内の状況を踏まえたタイミングの問題である。第 3 章で述べたように、FRB は 2015 年から 2017 年の間に 4 度の利上げを実施している。

10 また ECB も政策金利は当面据え置くが 2018 年 12 月で量的緩和を終了すると発表した。時期が後になればなるほど、米国の利上げサイクルの終焉が来る可能性が高くなり、日本で利上げを行うタイミングがなくなるかもしれない。国内では 19 年度 4 月に統一地方選、7 月に参議院選挙、10 月には消費税率引上げが控えている。消費税引上げ後は、東京五輪関連需要の減速も相まって、景気
15 は良くて減速、場合によっては後退局面入りの可能性もある⁷⁵。

3 つ目は国債購入に限界があることである。国債の購入にはフローとストックの 2 つの側面で限界がある⁷⁶。政府によると 2016 年には、日銀の長期国債買入れ額が長期国債発行額にかなり接近した。両者の額が一致すると、民間が保有する長期国債を償還前に手放さないと、日銀の 80 兆円の買入追加ペースの
20 目標は達成できない状況に至ったことになる。しかし一方で、マイナス金利導入後の長期金利の低下で、金融機関が償還前に国債を売却するインセンティブは一層低下するはずだ。さらに 2017 年度では、政府の長期国債発行額は前年度と比べて 5 兆円弱程度も削減され、国債市場需給逼迫の潜在的なリスクは一層高まった。2018 年になると日銀が大量に買入れた 5 年債の償還が始まること等
25 から、日銀が持つ長期国債の償還額が増え、国債買入れのペースが変わらなければ、その分国債買入れ額をさらに増加させなければなり、困難の度合いはより強まる。

⁷⁴ 加藤(2018)、p. 13。

⁷⁵ 加藤(2018)、p. 14。

⁷⁶ 木内(2017)、p. 59-66。

日銀が買入れ価格(利回り水準)に拘らなければ、民間が保有する国債をすべて吸収するまで政策を続けることができるという意見があるが、それは到底考えられない⁷⁷。実際には、金融機関が国債を保有するのは、単純な利益獲得だけではなく、運用資産の適切なポートフォリオ管理、ALM、金融危機対応、担保需要の4つの目的があるため、民間がすべての国債を手放すことはないだろう。

つまり、マイナス金利や低金利、国債の大量購入が長引くことによって、銀行、保険会社、年金基金は収益が悪化する。株価は国債の大量購入によって上昇し、バブルを起こす可能性がある。それに大量の国債購入を続けていれば、構造改革や財政再建をかえって遅らせ、日銀の債務超過問題、国民への負担の増加が懸念される。もちろん次の金融危機に対する緩和措置も十分に発動できなくなるだろう。このままでは、金融システムの安定や、物価安定の先に見据えた、国民経済の健全な発展から逆行する効果を生み出すことになる。また、国債の買入れについては限度があり、永遠に量的緩和を続けることはできない。米国の利上げに終わりがきてしまえば、日銀は金利を上げる余地がなくなってしまう。

第2節 出口政策と新しい金融政策について

先ほど述べたように、現行の金融緩和政策には金融機関の収益性をはじめ様々な問題が浮上しており金融政策の継続には限界があろう。現行の金融政策に代わる新たな金融政策を提案せねばいけないが、その前に現行政策を出口に向かわせるため出口政策を行う必要がある。本節では、具体的な出口政策と新たな政策について述べる。

日銀の出口政策については有識者がそれぞれ意見を述べている。野口(2017)は、出口政策とは①国債購入額の圧縮②金利抑圧をやめることの2つの手段を行うことであると述べる⁷⁸。また木内(2017)は、出口政策について以下の3点に注意を払う必要があるという⁷⁹。①大幅な金融緩和状態を解消していく正常化策の「手続き」②その正常化に着手する際の経済的条件③正常化に伴うリス

⁷⁷ 木内(2017)、p. 59-66。

⁷⁸ 野口(2017)、p. 190。

⁷⁹ 野口(2017)、p. 190。

クコントロール。木内氏の言う 3 点に「正常化」という言葉が共通して使用されているが、そもそも正常化とはどのような状態のことを指すのであろうか。

木内(2017)は、「日本銀行が保有する国債が相応に削減されることで、超過準備が解消された時点」⁸⁰が正常化と考えることができるという。つまり、正常化と

5 は量的・質的金融緩和導入前の状態に戻すということである。出口政策として国債大量購入自体を廃止することが相応しいが、それに伴う金利の変動といった反動が大きいと考えられる。そのため、本論文では出口へ向かう第一歩として出口を量的・質的金融緩和の導入前に戻すことと定める。

量的・質的金融緩和の導入前、日銀は政策金利として短期金利の操作は行っていたが長期金利は操作していなかった。だからこそ、出口に向かうための第一歩として長期金利操作の廃止を行うべきであろう。そのために 10 年物や 20 年物といった長期国債買入れの縮小を行う。長期国債の縮小は様子を見ながらストックの縮小へもいずれ繋げるが、衝撃を小さく抑えるためまずはフローの縮小から徐々に行っていく。長期国債買入れの縮小に伴い、国債価値の低下や
15 長期金利の上昇を引き起こし国債償還額が増加してしまうと考えられる。しかし、先ほど述べてきた通り、国債の買入れには限度がありこのまま国債大量購入を継続し、余裕がないまましていると、いざという時の新たな金融危機に対応しきれなくなる恐れがある。そのため、長期金利上昇など懸念点が挙げられるものの、長期国債買入れの縮小は行うべきであると考え。また、長期金利上
20 昇の影響を最小限に抑えるために短期金利は低金利を維持するよう調整し、金利のバランスを取りながら国債買入れの縮小を行っていくリスクコントロールが求められる。

上記で長期金利操作の廃止を述べたが、これだけでは出口政策として十分であるとはいえないであろう。そのため、現行のマイナス金利政策を廃止し短期
25 金利を 0% 付近に設定することが必要である。現行のマイナス金利を採用する金融緩和策において金融機関は収益性が芳しくない状況にある。金融システムの安定性を保つためにも、金融機関の収益性を高めることは必須事項である。短期金利がマイナスから脱し、0% 付近に上昇すれば金融機関はリスクのある

⁸⁰ 木内(2017)、p. 316。

融資先に対して、適当な金利を付けた融資の実行が可能となるであろう。ただし、リスクコントロールの観点からマイナス金利の廃止は長期国債買入れの縮小と同時に行うのではなく、長期国債買入れの縮小の進捗状況や長期金利の動向を鑑みて実行する必要がある。

- 5 なお現行の金融政策を維持し続けた場合、マネタリーベースの拡大継続という目指す出口に逆行の政策であることから、出口政策は可能な限り早期に踏み切るべきと考える。しかし、実行のタイミングや買入れ縮小の程度はそのタイミングに差し掛かった際の金利や物価といった経済状況を慎重に検討する必要があるだろう。北村(2014)も日本の経済や政治状況を考えると長時間の調整が必要であると述べている⁸¹。金利や物価などへの影響を最小限に抑えるためにも出口政策はゆるやか且つ慎重に行う必要があり、北村氏が主張するように出口政策は完了までに相当な時間がかかると考えられる。
- 10

では、出口到達後の日銀の金融政策はどうあるべきだろうか。本来、日銀が金融政策を行う目的は物価の安定である。物価の安定を通して、国民経済の健全な発展に貢献している。日銀は2013年1月に、「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率2%と定め、これをできるだけ早期に実現すると約束している⁸²。

15

日本経済の健全な発展のためにこの目標が必要であると考えますが、前述したようにこの目標はいまだに達成されておらず、目標達成のためには日本経済における様々な問題を解決しなければならない。しかし、日銀の現行の金融政策のみをもってこの目標を達成することは不可能であろう。2013年春まで日銀総裁を務めた白川方明前総裁は2018年10月22日、都内の日本記者クラブで、退任後初めて記者会見を行った。白川氏は「中央銀行は千里眼をもったスーパーマンではない」と述べ、日銀だけで経済の全ての問題を解決するのは難しいとの認識を示した。「直接的な言及は控えるが、過去5年の経験が示すように、日本経済が直面する問題の答えが金融政策にないことは明らかだ」と現在の金融政策を指摘し、日本経済の構造的な課題として、人口減少などに取り組む必

20

25

⁸¹ 北村(2014)、p. 55。

⁸² 日本銀行HP「2%の『物価安定の目標』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」〈<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/>〉。

要性を訴えた⁸³。

確かに人口減少や少子高齢化などは日本の経済発展に密接にかかわってくる課題である。そして、日銀の金融政策だけでこれらの課題を解決することでは
5 できないが、日銀はその責任の範囲内においてこれらの課題解決に貢献できるの
ではないだろうか。例えば、わが国が目指すべき未来社会の姿として、政府は
「Society5.0」を提唱している。「Society5.0」とは「サイバー空間(仮想空間)
とフィジカル空間(現実空間)を高度に融合させたシステムにより、経済発展と
社会的課題の解決を両立する、人間中心の社会(Society)」である⁸⁴。つまり、
AI やロボットなど新しい技術を導入することで、少子高齢化、地方の過疎化、
10 貧富の格差等の日本の課題を克服することを目指した社会である。この政府の
方針に沿って、日銀は、新技術を開発する企業への融資を目的とした金融機関
に特別な条件付きで資金を供給することなどができると考える。ただし、日銀
の独立性は失われてはならない。それを前提に具体的な政策としては、環境債
のように特定の部門の開発を助ける債券を適格担保に認可することがあげられ
15 る。これは市場の活性化にも効果的であり、ひいては本来の目標達成にもつな
がるだろう。

おわりに

世界的な金融危機後、日銀はその目的である貨幣価値の安定と金融システム
20 の安定に努めてきた。さらには異次元金融緩和策を導入し、以来、5 年半以上
が経過している。しかし日銀の政策目標はいまだ達成されておらず、現行政策
の継続性に効果があるのか世間は懐疑的になりつつある。拡大し続けるマネタ
リーベースは刻一刻と限界に近付いており、第3章の通り国際的にもFRBやECB
が金融緩和策に対して出口を模索しこのままでは日本が国際市場から取り残さ
25 れてしまう可能性も考えられる。第2章や第3章で論じてきた状況を鑑みて、
第4章では日銀が向かうべき出口について考察してきた。日銀は一刻も早く出

⁸³ 時事ドットコム『日銀「スーパーマンでない」＝白川前総裁が初会見』
<<https://www.jiji.com/jc/article?k=2018102200832&g=eco>>。

⁸⁴ 内閣府 HP「Society 5.0」
<http://www8.cao.go.jp/cstp/society5_0/index.html>。

口に到達しなくてはならないだろう。そして新たな政策を考えるにあたって日銀は広い視野を持つことが必要であるが、その独立性を失ってはならない。

拙稿ではあるが本論文の提言により、金融政策が証券市場を含めた日本経済への更なる発展に貢献するとともに、前述した日銀の目的が果たされることを願ってやまない。

10

15

20

25

参考文献

- ・家森信善(2016)『金融論』中央経済社。
- ・池上彰(2017)『改訂新版 日銀を知れば経済がわかる』平凡社。
- ・岩見昭三(2016)「ECBの「非伝統的金融政策」(1)」『社会科学雑誌』第14
5 巻。
- ・大橋和彦(2018)『マイナス金利環境におけるファイナンス：課題と研究の潮流』
<<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/Japanese/18-J-03.pdf>> 2018年11月5日アクセス。
- ・小川一夫(2004)「量的緩和政策をめぐる議論を検証する」『経済セミナー』
10 No.593、pp.13-14。
- ・翁邦雄(2017)『金利と経済一高まるリスクと残された処方箋』ダイヤモンド社。
- ・外務省欧州連合経済室「欧州中央銀行(ECB)による金融政策の現状」
<<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000165877.pdf>> 2018年11月5日ア
15 クセス。
- ・桂畑誠治(2018)「労働市場のひっ迫を背景に利上げを継続」『Journal of
financial planning』2018年1月号、pp.8-9。
- ・加藤出(2014)『日銀、「出口」なし!』朝日新書。
- ・加藤出(2018)「日銀新体制が直面する超緩和策の副作用」『金融財政事情』
20 第69巻第15号、pp.13-14。
- ・川波洋一・上川孝夫(2016)『現代金融論新版』有斐閣ブックス。
- ・川野裕司(2014)「2008年以降のECB(欧州中央銀行)の危機対策」
<<http://www.iti.or.jp/kikan97/97kawano.pdf>> 2018年11月5日アクセ
ス、pp.66-69。
- ・木内登英(2017)『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社。
- ・北村行伸(2014)「第3章 財政問題下での量的・質的金融緩和とその出口戦
略」『わが国の財政問題と金融システムへの影響』金融調査研究会事務局、
p.55。
- ・黒田東彦(2013a)「量的・質的金融緩和」日本銀行<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf>2018年11月5日アク
30

セス、pp.1-3。

・黒田東彦(2013b)『『量的・質的金融緩和と金融システム』—活力ある金融システムの実現に向けて』(日本金融学会 2013 年度春季大会における特別講演)<[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130527a](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130527a1.pdf)

5 1.pdf>2018 年 11 月 5 日アクセス、pp.1-4。

・熊倉修一(2013)『中央銀行と金融政策』晃洋書房。

・小林正宏(2013)『FRB の QE3 と日銀の異次元緩和』<<https://ir.c.chuo-u.ac.jp/repository/search/binary/p/2267/s/2229/>>2018 年 11 月 5 日アクセス、pp.4-8。

10 ・坂下晃・外島健嗣・田村香月子(2010)『証券市場の基礎知識』晃洋書房。

・佐和隆光(2006)『経済学用語辞典』日経文庫。

・高田創(2017)『シナリオ分析 異次元緩和脱出』日本経済新聞出版社。

・田中隆之(2008)『「失われた十五年」と金融政策』日本経済新聞出版社。

15 ・田中素香(2017)「ECB の非標準的金融政策の評価をめぐって」『証券経済研究』第 98 号、pp.82-86。

・谷口洋志(2018)「アベノミクスの金融政策」『経済学論纂(中央大学)第 58 巻第 5・6 合併号』<<http://ir.c.chuo-u.ac.jp/repository/search/binary/p/10998/s/9938/>>2018 年 11 月 5 日アクセス。

20 ・日本銀行「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と 政策効果についての総括的な検証」<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/rel160930d.pdf>2018 年 11 月 5 日アクセス、pp.1-9。

・日本銀行金融研究所編(2004)『新しい日本銀行その機能と業務』有斐閣。

・日本経済新聞朝刊 2013 年 4 月 5 日「日銀、緩和策を総動員」。

・野口旭(2018)『アベノミクスが変えた日本経済』筑摩書房。

25 ・野口悠紀雄(2017)『異次元緩和の終焉—金融緩和政策からの出口はあるのか』日本経済新聞出版社。

・松浦一悦(2018)『危機の中の EU 経済統合』文眞堂。

・三井住友信託銀行 調査月報「『量的・質的金融緩和』の効果とリスク」調査月報 2013 年 5 月

30 <https://www.smtb.jp/others/report/economy/13_1.pdf> 2018 年 11 月 5 日

アクセス。

- ・宮尾竜蔵(2016)『非伝統的金融政策 政策当事者としての視点』有斐閣。
- ・山本康雄(2018)「量的緩和終了を決めた ECB 金融政策の行方」『金融財政事情』第 69 巻第 26 号、pp. 32-33。