

平成 30 年度 証券ゼミナール大会
第 4 テーマ
「日本銀行の金融政策と証券市場」

宮城学院女子大学 伊藤ゼミ

目次

	はじめに	p.3
	第 1 章 日本銀行の役割	p.4
5	第 1 節 現在に至った経緯	
	第 2 節 アメリカとの比較	
	第 3 節 日本銀行の役割	
	第 2 章 わが国の証券市場の役割	p.10
	第 1 節 証券市場の変化	
10	第 2 節 証券市場の歴史	
	第 3 節 証券市場の役割	
	第 3 章 日本銀行の金融政策の課題	p.16
	第 1 節 金利政策と量的・質的緩和	
	第 2 節 金融政策の現状	
15	第 3 節 金融政策の課題	
	第 4 章 日本銀行の今後の政策	p.24
	第 1 節 現行の政策	
	第 2 節 出口政策のあり方	
	第 3 節 出口政策の提言	
20	おわりに	p.37
	参考文献	p.38

はじめに

わが国の金融システムは、戦後経済の復興から高度成長期は銀行を中核とする間接金融システムであった。この期間の金融政策は公定歩合の操作による金利操作によって景気調整が行われていた。70年代半ごろには政府は大量の赤字国債を発行することで財政政策が経済政策の中心となってきた。こうした変化の中で、わが国の債券市場は発展した。日銀の金融政策も証券市場での買いオペ・売りオペを中心として市場金利操作に変わっていった。

現在、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」を継続するとしている。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定して今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行うつもりであると明言している。

こうした日銀の金融政策の変化を踏まえて本稿では、第1章と第2章では日本銀行そして証券市場の役割は経済発展の過程で変化してきたことを説明している。そして、第3章と第4章では日本銀行の金融政策の現状を分析し、今後のマイナス金利政策からどのように転換していくべきか、その出口戦略について論述している。

25

30

第 1 章 日本銀行の役割

第 1 節 現在に至った経緯

日本の経済と金融の歴史は、明治時代にまで遡る。明治維新以降、明治政府は幕末に混乱した貨幣制度を立て直すため、貨幣制度の近代化を図った。しかし、1877 年に西南戦争が勃発し、政府は莫大な戦費を政府紙幣で賄ったため、膨大な紙幣が流通することになり、その結果、紙幣の価値が下がり信用が揺らいだ。1881 年、現在の財務大臣にあたる大蔵卿に就任した松方正義は、緊縮財政によって政府の不換紙幣の回収を進め、紙幣価値の安定を図るとともに、欧州各国の中央銀行をモデルに「一国金融の心臓」として日本銀行の設立を提議した。1882 年 6 月には「日本銀行条例」を制定し、同年 10 月 10 日から、業務を開始した日本銀行は紙幣発行権を集中して独占権を得た。

1884 年 7 月、兌換銀行券と呼ばれる銀行券の所有者が発行銀行に要求すれば直ちに額面金額の本位貨幣と引き換えされる「兌換銀行券条例」が施行され、翌年 5 月から兌換銀行券の発行を開始して、不換紙幣を整理していった。それから 1898 年に初めて買いオペレーションが行われ、翌年には国立銀行紙幣や政府紙幣の通用を停止し、紙幣の日本銀行券への一元化を完了するに至った。そして、1930 年 5 月には国際決済銀行（BIS）が開業し、日本も加盟国となった。1945 年 8 月に日本の敗戦により第二次世界大戦が終結し、この後約 20 年間で日本は、焼け野原から資本主義国で世界第 2 位の経済大国へと奇跡の高度成長を遂げた。GHQ の占領下にあった政府は、1946 年 2 月 16 日に預金封鎖および新円切替を発表し、戦時国債など戦時中の赤字財政の立て直しを強行な手段で実現した。1949 年 5 月には日経平均株価が算出開始し、1951 年 9 月サンフランシスコ講和条約が調印されたことで日本が独立国家としての主権を回復した。

1952 年には日本が IMF に加盟した。また 1964 年には、OECD に正式加盟し、同年 10 月には東京オリンピックが開催された。これは日本の高度経済成長期の象徴的スポーツ祭典であった。1968 年 1 月には TOPIX（東証株価指数）の算出が開始され、現在の株価指標の基準となっている。1970 年 3 月には大阪万博が開催され東京オリンピックと合わせ、日本が先進国の一員であることを

世界に発信した。1971年12月にはスミソニアン協定により米ドルへの固定レートが変更され、変動相場に移した。事実上のIMF体制崩壊を意味した。円は1ドル360円から308円へ切り上げされた。1973～4年に第一次オイルショックが起き、日本ではインフレ率が2桁に達し、戦後初めて実質GDPがマイナスになった。産業構造の転換によって日本経済は回復し安定成長を続けてきたが、1985年9月にはプラザ合意が行われ、G5がドル高是正対策として、ドル売りの協調為替介入を実施し、円相場は1ドル240円台から150円台に急騰した。

1987年10月にはブラックマンデーが発生し、翌20日の日経平均株価も14.9%（3,836円安）と史上最大の暴落を記録した。1989年4月には消費税が日本で初めて導入されたが、金融緩和政策によってバブル景気を引き起こし、12月の大納会で日経平均株価が史上最高値の38915円を記録した。1992年5月に日本で初めてMMF（マネー・マネージメント・ファンド）が誕生した。1993年8月に、政権交代により細川内閣が発足して自民党は55年体制が崩壊した。これはバブル崩壊や高度経済成長の終焉と共に、日本が新たなステージに突入した象徴的な出来事である。

1996年11月には金融ビッグバンが制定され、98年から3年間で段階的に実施され、証券・外為・デリバティブなどの規制が緩和・撤廃された。1997年3月に日銀法が改正され、日銀の独立性が強化された。同年4月には消費税が5%に増税され、景気悪化が加速し、北海道拓殖銀行や、山一証券、三洋証券などが破綻して金融恐慌が深刻な状態になった。その翌年10月には日本長期信用銀行、日本債権信用銀行が破綻し、一時国有化された。

1999年2月に日本銀行は世界初のゼロ金利政策を導入し、バブル崩壊後の不況と、長銀・山一証券の破綻等で金融システムの安定化を確保する為に財政政策を強化した。日本版金融ビッグバンによって1999年10月に株式売買委託手数料が完全自由化されて、ネット証券の台頭と店頭証券市場の衰退が始まった。政府は、2003年5月史上最大の為替介入を行い、デフレと円高の是正を目的に、翌年3月に掛けて合計32兆円規模の円売り介入が行われた。2005年3月末には、民間銀行の不良債権比率が経営の安全性を示す水準まで改善し、不良債権処理問題は終結の目途をつけた。ところが、2006年1月にライブドアショック

がおき、時の人だったホリエモンが逮捕された。これが契機となって、05年後半からの日本株バブルが弾けた。

2008年9月に米国におけるサブプライムローンが発端となってリーマンショックが勃発した。日本では株価の大暴落に加えて、急激な円高によるダブルパンチで経済が壊滅的打撃を受けた。実質 GDP は震源地米国よりも下げ幅が大きかった。2011年3月11日には東日本大震災が発生し、レパトリエーションにより円高が進行し、3月17日には1ドル=76円25銭の史上最高値を更新した。ゼロ金利政策の下で、個人金融資産の「貯蓄から資産形成へ」を推進する商品として、2014年1月にNISA（少額投資非課税制度）が導入された。元
5
10
本100万円×5年分の投資収益・配当金などが無税になる制度がスタートした。2016年1月には日銀が景気悪化で2%のインフレ目標が厳しいこと等を受けてマイナス金利導入を決定した。2016年2月に、長期金利が史上初めてマイナスになり、悪影響を受ける銀行などの金融株も売られることとなった。

このように、バブル崩壊と共に、日本の金融と経済は、円高傾向と併せて長
15
引く不況に陥り、デフレ経済の状態から脱却できない苦境に直面している。株価的にはバブルが弾けたただけだが、為替の円高や金融システム不安（山一や長銀の破綻など）、そして中国の台頭などで、経済成長もゼロ～マイナスの時代が続く「失われた20年」に突入したのである。ITバブルや小泉バブルなど、一時的に株価や経済が上昇した時期もあるが、長くは続かず、2012年末には、民
20
主党政権と白川日銀総裁から安倍政権と黒田総裁に交替し、アベノミクス政策が実行されている。その結果、円安と株高が起きて景気回復の兆候は見られるが、国民生活での実感が得られない。このデフレ経済を脱却するためには、日銀による継続的な金融緩和と、規制緩和等で経済を活性化させる事が不可欠である。

25

第2節 アメリカとの比較

2008年12月、FRB（Federal Reserve Board）は政策金利（FFレート目標水準）を0～0.25%に引き下げて、事実上のゼロ金利政策を採用した。2011年秋、低金利を2年程度続けることを宣言して、市場金利の低下による景気刺激

を企図した。2008 年 11 月から 2014 年 10 月にかけて、断続的に 3 度の*1QE を実施。現在は非伝統的金融緩和からの正常化の途中である。2014 年 1 月にテーパリングを開始し、同年 10 月に QE を終了。15 年 12 月に利上げを開始し、16 年 12 月、17 年 3 月、6 月と追加利上げを実施して、政策金利は 1.00-1.25% (6 月 26 日時点) とした。

日銀は政策金利(無担保翌日物コールレート)を、それまでの 0.5% から 2008 年 10 月に 0.3% へ、同 12 月に 0.1% へ引き下げ、さらに社債や CP の買入れなどで潤沢な資金供給を行った。ただ、他の主要中央銀行に比べて利下げ幅が極めて小さかったこともあり、円高が進行して日本経済への大きな下向きの圧力となって、デフレが長期化する一因となった。2012 年 12 月に第二次安倍政権が誕生して、アベノミクスを推進した。2013 年 4 月には、就任したばかりの黒田総裁が量的緩和を開始し、「(黒田総裁の) バズーカ」や「異次元の金融緩和」と呼ばれた。2014 年 10 月には量的緩和を拡大し、さらに、2016 年 1 月に(当座預金の一部に) マイナス金利の導入、そして、同年 9 月には長期金利の誘導を加えた「長短金利操作付き質的・量的金融緩和」を導入した。現在日銀は「長短金利操作付き質的・量的金融緩和」を続けており、年間 80 兆円を「めど」に国債を購入している。ただし、マイナス金利の導入が金融機関の収益悪化につながり、また国債購入により日銀の保有国債が発行残高の 4 割に達するなど、現行政策の持続可能性に疑問が生じ始めている。

日銀は政策目標をマネタリーベースに置いたが、FRB はあくまで月々の国債と MBS の買入額を目標値にしていた。そして、日銀がその目的を物価目標達成としていたのに対し、FRB は基本的に住宅ローン等も意識して国債や MBS など長期金利の低下を促すことを目的としている。ここが根本的に異なる点となる。

第 3 節 日本銀行の役割

日本銀行の 3 つの役割とは、まず第一に紙幣が発行できる「発券銀行」としての役目があげられる。日本や世界の経済を見通し、政府と意見のすり合わせを行いながら、金融政策にともなう紙幣の発行業務を決める。そして日本銀行

*1 QE : 量的緩和

の3つの役割の第二が、「銀行の銀行」とよばれているのは、日本銀行の中に、みずほ銀行などのメガバンクや地方銀行など、市中銀行の金融機関の口座が作られているためである。その口座は日銀ネットで、日銀と金融機関間の決済オンラインシステムが組まれている。さらに、金融機関の経営を把握するために、

5 直接各銀行に出向いて立ち入り調査（考査）をしたり、聞き取りのヒアリングで経営分析を行っている。調査の結果は、分析をまとめた書類を月報や短観といった形で発表している。

最後に、3つの役割の第三である。「政府の銀行」として、日本銀行では国の事務を行っている。国から国民に請求される国税や社会保険料などのお金の受け払い先は、日本銀行になっている。その際に使われる納付書類は、日銀の本店で機械に読み込まれた後、該当の省庁へ納付金額をまとめた書類として送られる。ほかに、国際金融にかかわる事務として、外国為替相場の安定を図るために為替介入も行う。なお、日本銀行の金融政策の目的は、日本銀行法の第二条に示されているので確認する。

15

日本銀行法の第二条には、

「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。」と規定されている。すなわち、「金融政策」の目的は、物価の安定であ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(CPI)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、「国民経済の健全な発展」に資することが求められている。一方で、金融システムが不安定になった際に、安定化のために採用される手段(例：金融危機時の金融システム維持のための流動性供給オペ、金利の引下げ、「最後の貸し手機能」と物価の安定のためになされる(本来的な意味での)金融政策は

20

25 密接に関連しており、明確な区別は難しい。

金利が上昇すると、金融機関は以前より高い金利で資金調達しなければならず、企業や個人への貸出金利を引き上げるようになる。そうすると、企業や個人は資金を借りにくくなり、経済活動が抑制され景気の過熱が抑えられることになる。また、これに伴い物価に押し下げ圧力が働く。金利が下がると、金融機関

30

- は低い金利で資金を調達できるため、企業や個人への貸出金利を引き下げることができるようになる。また、金融市場は互いに連動しているため、企業が社債発行など市場から直接資金調達をする際の金利も低下する。そうなれば、企業は運転資金や設備資金を調達しやすくなり個人も住宅購入資金などを借りやすくなる。経済活動が活発となれば景気が良くなり、物価に押し上げ圧力が働く。このように日銀の金利操作は、景気調整のために重要な役割を担っている。
- 5

第2章 わが国の証券市場の役割

第1節 証券市場の変化

5 金融市場は、貸手から借手へと資金が融通される場であり、仲介手段の観点から間接金融と直接金融に分類される。間接金融は、金融機関が貸手に対して間接証券を発行することによって調達した資金をもとに、借手の金融機関が発行した預金証書、保険証書等を取得するという形で資金仲介機能を果たしている。これに対して、直接金融は、借手が貸手に対して直接に株式、債券等（有価証券）を発行することによって、直接資金の調達を行うことをいう。この直接金融が行われる場が証券市場である。

10 証券市場とは、有価証券の発行が行われる発券市場と既発証券の売買が行われる流通市場がある。企業が資金調達のために新たに有価証券を発行し、直接あるいは銀行や証券会社等を通して投資家がそれを取得する市場を発行市場と呼び、発行済有価証券の取引が投資家どうしの間で行われる場所を流通市場と呼んでいる。一般に有価証券とは、無形の権利の譲渡を容易にするため該当権利を表した証券を言い、権利と証券とが結びついている点に特徴がある。具体的には、会社が発行する株券や社債券、手形、小切手や船荷証券、国が発行する国債証券や地方自治体が発行する地方債証券など様々な種類がある。

20 第2節 証券市場の歴史

1, 戦前戦後の証券市場

わが国では、江戸時代の幕藩体制を倒して成立した明治新政府が最初の証券発行者であった。1870年にロンドンで発行された鉄道敷設目的で発行された国債が、最初の証券であり、債券、国債、外貨債であった。

戦後の日本は、GHQ (General Head Quarters)の占領下に置かれ、米国政府の日本占領政策に従うことになった。GHQは、取引所の早期再開を認めず、戦後経済の改革と政治、社会改革を進めた。戦時中は軍事費用を調達する金融機関とされた日本証券取引所は再開されることなく、1947年に解散し証券市場
30 唯一の「取引所空白時代」が現出した。証券取引所の再開に先立って、証券取

引法が 48 年に全面改正されて、49 年に施行された。証券業者は、免許制から登録制となった。取引所再開直前になって、GHQ から「先物取引は禁止」「取引の時間順位の記録」「上場証券取引の市場集中主義」の証券取引再開 3 原則が出され、これらを厳守して、49 年 5 月に取引が再開された。

5

2, 高度成長期と石油ショック後の証券市場

1956 年の経済白書で、「もはや戦後ではない」と記述されたことからわかるように、戦後復興を終え、「神武景気」、「岩戸景気」に代表される第 1 次高度成長期を迎えた。好調な企業業績を背景に、株価は 1955 年後半以降ほぼ一貫して上昇を続けた。

10

証券市場の恐慌状態が東京オリンピックの翌年に戦後最大の不況に陥り、政府は証券不況から脱却するために、64 年度予算に 2590 億円の赤字国債を計上して、戦後初めての国際発行に踏み切った。一方、増資調整や日銀の援助による都市銀行からの公社債担保金融が行われるなど、企業の設備投資熱は依然として強く、金繰増資、駆け込み増資が盛行し、株価を一層引き下げた。こうした現状は、日本経済が高度成長を持続し、技術革新と設備投資、日本人の高い貯蓄率や豊富な労働力、国際経済情勢、国内市場の拡大が背景にあった。

15

1970 年代には、日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それは、ニクソンショック（1971 年）や外国為替市場に変動相場制の導入（1973 年）、第 1 次石油ショック（1973 年）である。石油ショックは 1979 年にも再び起きた。2 度にわたる石油ショックを受けて、企業は「減量政策」で政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが赤字国債の大量発行であった。これまでは株式市場が中心であったが、証券市場が債券市場の拡大を促し、債券市場が発展していった。その後も大量の国債発行が継続されると、従来の流動化政策では限界に達し、国債の消化が不可避となった。そこで政府は、1977 年に制限付きではあるが市中売却を認めた。それ以降、売却制限は段階的に緩和され、国債流通市場の自由化が実現した。

20

25

3, バブル崩壊前後の証券市場

1984 年に出された「日米円ドル委員会報告書」で、米国は日本に金融、資本

30

市場の自由化、円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は、預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化、外国証券会社への東証会員権の開放など、外国金融機関による対日アクセスの改善、ユーロ円市場の自由化を実施に移した。

5 そして、金利の自由化は、1985 年に大口預金金利の自由化が行われ、これ以後預金金利の自由化が進展し、1994 年に完全自由化となった。その結果、全国銀行の自由金利調達比率は急増し、銀行の資金調達コストを上昇させた。他方、大企業の資金調達は、銀行融資から証券発行へと変化していった。このため銀行は融資対象の拡大、国際業務への進出とともに、証券業務への参入を企
10 図し、証券界との業際問題が本格化した。

 また、1985 年には「プラザ合意」が行われた。プラザ合意後、円ドル相場では円が急上昇した。85 年に 240 円台であった円相場は 1 年で 100 円も円高となった。輸出依存度の高い日本経済は円高不況が懸念された。そのため日銀が、1986 年 1 月以降、相次いで公定歩合を引き下げ、日本経済は景気回復から
15 バブル経済への過程に移った。

 90 年代に入って、バブル崩壊による株価下落は、証券不祥事を多出させ、地価の下落は銀行の不良債権処理問題として現出した。特に、不良債権処理問題は抜本的な解決策を打ち出せないままに時間が経過し、その後、金融界は 10 年近い歳月を不良債権処理に追われ続けた。他方、その間に日本金融市場から
20 外国企業や投資家、金融取引が撤退するいわゆる「金融の空洞化」が現実的問題となっていた。

 そこで 1996 年、当時の橋本首相が打ち出したのが「日本版金融ビッグバン構想」であった。この議論は、証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替審議会、企業会計審議会の各審議会で行われ、従来の銀行を介した資源分配である間接金融体制から、市場機能を活用した資源分配を可能とする金融システムである直接金融体制への転換が打ち出された。金融ビッグバンは、
25 1998 年 12 月施行の金融システム改革法で現実化した。市場取引の対象となる商品は原則すべて自由になり、唯一法に規定されなかった不動産投資信託（REIT）も 2000 年の投信法改正で実現した。

4, ビッグバン以降の証券市場

2000 年代になると金融機関の不良債権処理 問題は転機を迎えた。構造改革を訴えた小泉政権は、不良債権処理を最優先課題に位置づけ、「金融再生プログラム」(2002 年 10 月)に基づく不良債権の最終処理を進めた。その際、銀行財務に著しい資本不足の発生や企業倒産、失業者増加の恐れもあるため、前者には金融システムの安定維持に向けた公的資金が、後者には企業再建の仕組み(産業再生機構)が準備された。

2001 年 6 月の「骨太の方針」や同年 8 月の「証券市場の構造改革プログラム」、翌年 8 月の「証券市場の改革促進プログラム」では「貯蓄から投資へ」のスローガンの下、証券市場をわが国金融システムの中心にして、市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換を推進した。これらでは、販売チャネルの拡充や金融商品・金融サービスの多様化、公正性、透明性確保などが提起され、これらにより幅広い投資家が参入し信頼される市場作りが目指された。こうした改革プログラムの実施に伴い、株式、債券、投資信託などのリスク性資産への家計金融資産の配分は、2006 年まで増加傾向にあった。また改革に伴い複雑な金融商品、金融取引も増え、利用者保護ルールの徹底、多様化した投資商品に対する包括的な規制も求められた。そこで、2007 年に証券取引法が改正され「金融商品取引法」が施行された。

米国では、2007 年夏ごろから、住宅価格が下落し、サブプライムローンの焦げ付きをきっかけにした欧米金融機関の流動性危機が起きた。この危機は、2008 年 9 月 15 日にリーマン・ブラザーズ・ホールディングスの経営破綻によって、世界的な金融危機に発展し、世界経済は同時不況に陥った。また、EU 諸国では 2009 年にはギリシャ債務問題が発生した。これは経常収支赤字や財政赤字が大きい諸国にも波及し、欧州債務危機へと発展した。

こうした危機に対し、各国は 巨額の財政出動と金融緩和で危機を回避した。日本の金融機関は、2005 年度に不良債権比率を改善した直後であったことでサブプライムローン問題や欧州債務危機に絡む損失は、欧米金融機関に比べて少ないとされたが、欧米発の金融危機は日本経済にも多大な影響を与えた。

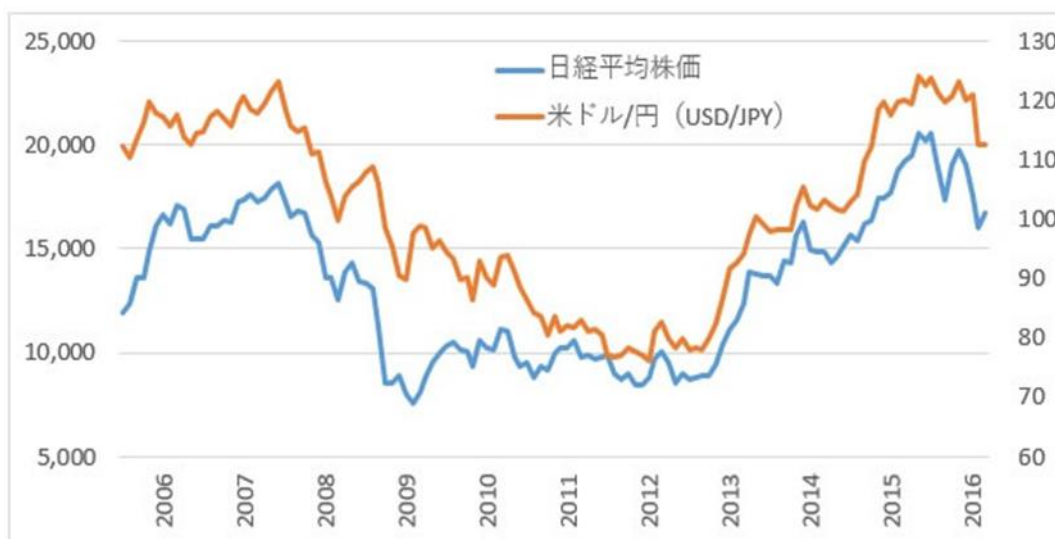
2010 年代の証券市場の変化として、東証の売買システム更新をきっかけに市場間での流動性獲得競争が始まったことが挙げられる。アジア証券市場におい

て資金調達を行う事例が増加している。HFT（high frequency trading）が本格的に参入し、PTS（proprietary trading system）の利用も増加した。しかし、市場間競争が証券取引所のシステムコストを増大させ、世界的にも国境を越えた取引所再編を促し、国内でも日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。2014年には、個人金融資産の投資促進のために少額投資非課税口座(NISA)制度が導入された。

第3節 証券市場の役割

- 10 アベノミクスとは、2012年12月に誕生した安倍晋三内閣の経済政策である。「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「成長戦略」という3本の矢で、長期のデフレを脱却し、名目経済成長率3%を目指していた。このうち日銀の協力を得た金融緩和は、円安・株高を誘導してアベノミクスの基盤を築いた。

15 図2-1 日経平均株価と米ドルの比較



(株式投資ウィナーズ「<http://kabu-securities.com>」より引用)

- 20 株価と為替をみると、2012年以前は、株価も為替も下降していた。2013年以降の株価と為替は、上昇している。株価は、2013年ごろから上昇し、2万円の水準を前後している。為替は、2012年は、1ドル90円台の円高であったが

その後円安になる。2013 年は、1 ドル 90 円台から 100 円近くあったが、2014 年からは、120 円台になった。そして最近は 112 円台で推移している。

これらの要因として、「貿易輸出入収支」「金利の安定物価上昇」「雇用」がある。まず「貿易輸出入収支」については、輸出より輸入が多い貿易赤字の場合には、自国通貨を売って相手国通貨を買う量が多くなるため円安になる。次に「金利の安定物価上昇」については、黒田総裁は就任直後から通貨供給量規模を 2 年間で 2 倍に増やし、期待インフレ率を 2% に目標を設定する新金融緩和策を打ち出したことが円安を加速させた。また「雇用」については、国内の雇用機会を増やし完全失業率を 5 % 以下になっている。

金利が上がると、物価が下がり国債の利回りが下がってしまう。物価が下がるということは黒田総裁が掲げる物価上昇率目標である 2% を達成しづらくなってしまう。そのため金利を上げることができないという現状になっている。下の図 2-2 は日経平均と 10 年債利回りの 2000 年からの推移である。ここ数年日経平均は上がっているが利回りが下がっていることがグラフからも読み取れる。

図 2-2 日経平均と 10 年債利回りの関係性



(せみりた日記 2018 年 8 月 7 日)

「http://skyrocket777.com/interest_rate_stock_market/」より引用)

第 3 章 日本銀行の金融政策の課題

第 1 節 金利政策と量的・質的緩和政策

日本銀行の金融政策は、アベノミクスに基づいて、デフレ脱却のための経済成長と物価上昇を目的に決定された。その具体的政策は現在も継続中であるが、当初の目標は達成できていない。ここでは政策と量的・質的緩和政策の現状を述べる。2013 年 4 月に「量的・質的金融緩和」を導入してから 3 年半が経過した頃から、わが国の経済・物価は大きく好転し、「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなった。一方で、大規模な緩和によっても「物価安定の目標」である消費者物価前年比 2 % は実現できていない。こうした認識を踏まえ、「量的・質的金融緩和」のメカニズムがどのように機能し、一方でどのような要因が 2 % の実現を阻害したのかについて検証する。また、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入して 2 半年が経過した。この政策は、国債金利や貸出・社債・CP の金利の低下に大きな効果を発揮しているが、同時に金融市場・金融機関への影響も大きい。これらの効果と影響についても検証する。

「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた。自然利子率は趨勢的に低下しているが、実質金利はその水準を十分下回っており、金融環境は改善した。その結果、経済・物価の好転をもたらし、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。ところが物価安定の目標である 2 % は実現できていない。この点については、主な要因として以下の二点があげられる。まず、第一点は、原油価格の下落・消費税率引き上げ後の需要の弱さ・新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、第二の点は、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことである。

物価安定の目標である 2 % を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中にあって、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要がある。それだけに、フォワード・ルッキングな期待形成の役割

が重要である。マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えられる。一方、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、
5 長期的な関係を持つものと考えられる。したがって、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である。

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。国債金利の低下は、貸出・社債・CP 金利の低下にしっかりとつながっている。金融機関の貸出態度は引き続き積極的である。これまでのところ、マイナス金利のもとで、金融環境は一段と緩和的になっている。もっとも、貸出金利の低下は金融機関の利鞘を縮小させることで実現しているため、さらなる金利低下に伴う貸出金利への波及については、金融機関の貸出運営方針にも依存する。イールドカーブの形状に応じた経済・物価への効果や金融面への影響については、以下の点に留意する必要がある。
10
15

- ① 経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、
- ② ただし、マイナス金利を含む現在の金融緩和のもとで、超長期社債の発行など企業金融面の新しい動きが生じており、こうした関係は変化する可能性がある、
20
- ③ イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

こうした検証からは、以下のような政策の方向性が示唆される。

- (1) 2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要がある。その際、適合的期待による予想物価上昇率の引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性があることを踏まえ、フォワード・ルッキングな期待形成を強める手段を導入する必要がある。また、より持続性があり、状況に応じて柔軟に対応できるスキームとする必要がある。
25
30
- (2) マネタリーベースについては、長期的な増加にコミットすることが重

要である。

(3) マイナス金利と国債買入れを適切に組み合わせることにより、イールドカーブ全般に影響を与えることができる。

- 5 (4) イールドカーブの適切な形成を促すにあたっては、①貸出・社債金利への波及、②経済への影響、③金融機能への影響など、経済・物価・金融情勢を踏まえて判断することが適当である。

第2節 金融政策の現状

- 10 現行の金融政策は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と「2%の物価安定の目標」である。この目標達成へのコミットメントとしては、消費者物価指数の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、*2マネタリーベースの拡大方針を継続することが挙げられている。

また、具体的な行動としては、以下のようなことがある。

① 長短金利操作

- 15 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。

長期金利：10年国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買入れ(年間約80兆円)。

新型オペレーション(数値オペなど)。

- 20 ② 資産買入れ：ETF、J-REIT、CP・社債などを購入

③フォアードガイダンスの導入：2019年の10月の消費者税引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定

- 25 ③政策金利残高の見直し：日銀当座預金のうちマイナス金利が適用される残高を減少させる。

日本銀行は今年7月31日の金融政策決定会合で長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みによる金融調節方針の維持を8対1の賛成多数と賛否両論ありながらも決定した。

*2 マネタリーベース：中央銀行から金融システムに直接供給するお金

反対意見は、この現行政策の維持に³イールドカーブにおける、より長期の金利を引き下げるという観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当だと片岡剛史審議委員が指摘した。また、消費者物価の前年比が2%に向けて上昇率を高めていくとの見通しに対し

5 ても、来年以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点ではないとも指摘した。他にもソシエテ・ジェネラル証券の会田卓司チーフエコノミストは、19年度ごろの2%を目指すのであれば追加緩和が必要であり、そうでなければ2%の到着を先送りすべきだとの指摘もあった。

一方、賛成意見は、景気が緩やかに拡大しているとの判断をし、2019年度ごろに2%目標を達成する可能性が高いとした。しかし、ダウンサイドリスクがあるため、十分慎重に金融政策を運営していくと発表している。

10

これらの意見は、今後の世界経済および日本経済の変化によって変動する可能性がある。日本銀行は、両方の意見を取り入れながら先行きの経済動向に対応した証券市場を意識した出口戦略が求められる。

日本経済の現状を見ると、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。日本銀行は、グローバルなIT関連分野の調整や構造改革の影響を含め、今後とも経済情勢全般を注意深く点検し、適切な金融政策の運営をしていくべきである。と同時に、その過程において、金融政策全体への「信任」を確保していくことが最も重要である。

15

20

第3節 金融政策の課題

成功を収めたFRBの金融緩和政策だが、問題は「ゼロ金利政策」と「量的金融緩和」をいつ方針転換し、市場から資金を引き上げるかで考慮している。FRBはまず「ゼロ金利政策」を維持した上で、「量的金融緩和」を縮小していった。この「量的金融緩和の縮小」を「テーパリング（緩和通減）」と言う。このテーパリングがいつから行われるのかは市場の関心を集めていたが、結果的に2014年の1月から12月までに段階的に量的緩和を縮小していった。「量的緩和の終了」は方向性が決まっていたので、次は「ゼロ金利政策」をどうするかで苦慮している。

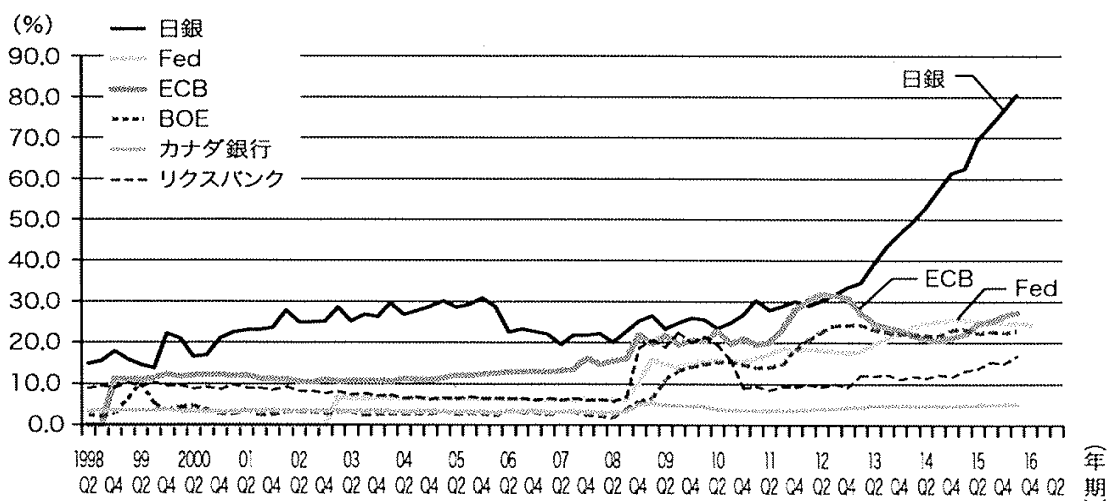
25

³ イールドカーブ：利回り曲線

2014年10月29日、FRBはQE3を10月で終了することを発表したが、テーパリングの途中から、ゼロ金利政策は「相当な期間維持する」と発表し続けた。その後、米国経済指標を確認し、景気の回復を確信したことにより2015年12月に0.25ポイントの利上げを決定した。その後、2016年12月にも同様に0.25ポイントの利上げを発表した。市場も経済が上向いていることを認めており、この2回の「利上げ＝金融引き締め」は市場にもネガティブに受け止められなかった。現在も、米国金融引き締めが第二のリーマン・ショックを起こさないように、利上げのタイミングを慎重に見極めている。

黒田東彦総裁の下、2013年4月に「量的・質的金融緩和」（以下「QQE」という）に踏み切った日銀はその後、海外の主要中央銀行を大きく凌駕するペースで資産規模を拡大させる金融政策運営を行ってきた（図3-1）。他方、この間のわが国の経済・金融情勢の推移を見ると、図3-2のようにQQEの導入当初は、13兆円規模の補正予算や大幅な円安の影響もあって、消費者物価指数（CPI）

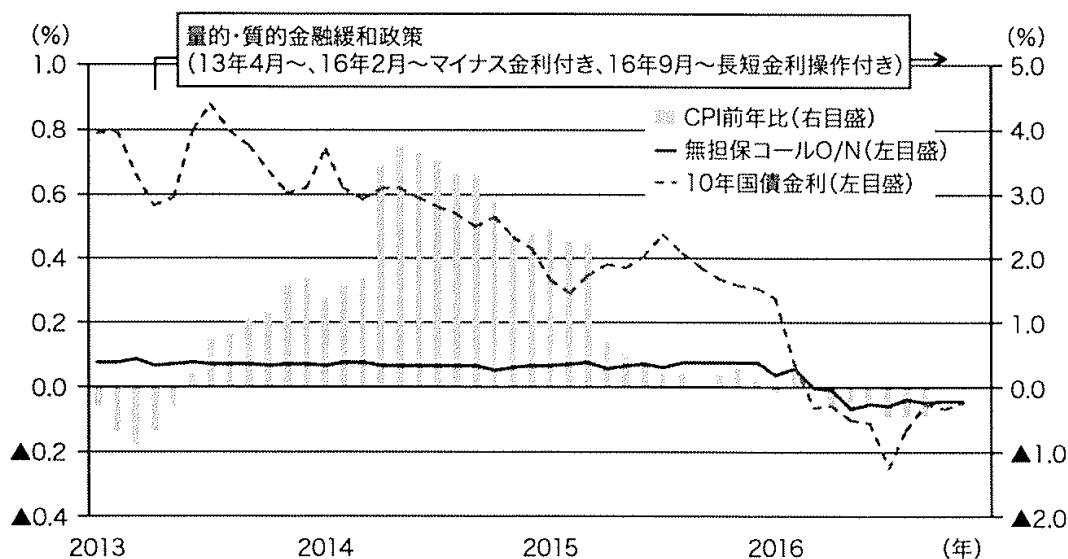
図3-1 主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（原資料）日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden.

（日本総研作成データより引用）

図 3-2 量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



(注) 無担保コールO/Nと10年国債金利は月初値。CPI前年比には消費税率引き上げの影響を含む。
(原資料) 日本銀行、総務省統計局。

(日本総研作成データより引用)

- 5 は目に見えて伸びを高め、また、大企業中心ながら景況感も好転するなど、成果が得られた。しかし、そのような状況は長続きせず、14年4月の消費税率引き上げ要因が一巡した15年半ば以降、物価上昇率は顕著に低下し、足元では6
- 10 カ月連続の前年同月比マイナスを記録している。雇用情勢はタイトな状態が継続するなど、景気全体としては決して悪くはないものの、個人消費中心に力強
- 15 さに欠ける状況にある。こうした経済情勢を受け、日銀が金融緩和姿勢を強化する中、長短金利はさらなる低下傾向をたどり、マイナス金利政策がとられた
- 20 16年春以降は、おおむねマイナス圏内で推移している。

このような情勢の下で、日銀は2016年9月に行った検証において、「QQEは実質金利の低下を通じて経済・物価を好転させた」と評価している。さらに

- 15 「2%という物価目標が未達成であるのは、原油価格の下落や新興国経済の減速などが要因」とした上で、足元の物価は前述のような推移をたどっているにもかかわらず、「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」とした。そしてこの総括において日銀は「2%の物価目標」の達成時期をやや柔軟化させた上で、「オーバーシュート型コミットメント」を採用することにより、
- 20 「2%の物価目標」を引き続き掲げ、物価上昇率の面で「2%」以上の成果が得

られるまで金融緩和政策を継続するとの姿勢を明らかにした。

ちなみに、2016年10月31日の金融政策決定会合を受けて11月1日に公表された「経済・物価情勢の展望」においては、QQEの導入当初は2年を目途に達成するとしていた2%の物価目標について、ついに、17年度中の達成が難し

5 いことを認めるに至った。

金融政策運営に関しては「マイナス金利政策と国債買い入れの組み合わせは、長短金利押し下げに有効である」と評価する一方、「金利水準の過度な低下や長短金利差の縮小が金融機関の収益圧迫につながる」点を認め、「金融機能の持続性に不安感をもたらし、マインド面を通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」と述べて、QQEの導入以降初めて、その副作用を自ら認めた。他方で、QQEおよびマイナス金利が付加された金融政策運営の枠組みが、日銀自身の財務運営において、足元および将来的にいかなる影響が及び得るのか、ひいてはわが国の財政にいかなるマイナス影響が及ぶ可能性があるのかに関しては、16年度の総括においては一切、言及することはなかった。

15 麻生太郎財務相が、16年3月の国会答弁でも明らかにしているように、旧日銀法とは異なり、現行の日銀法には、政府による損失補填を許容する規定は存在しない。日銀の債務超過転落が、近い将来に起こり得ると受け止められるようになれば、国会でも日銀法改正を真剣に議論せざるを得なくなろう。そのような事態に陥るとなれば、その影響は中央銀行自身の問題にとどまらず、間違いなく政府の財政運営にも及ぶ。こうした事態については、会計検査院も15年度の決算検査報告において、特定検査対象として日銀を取り上げ、国庫金納付に影響を与える問題であることを明確に指摘している。

日銀は2016年度上半期の中間決算で2,002億円の当期損失を計上した。外為評価損をかつてのように金利収入でカバーし切れず、マイナス金利での国債
25 買い入れによる償却負担で財務面がじわじわとむしばまれていることが分かる。半期で2,418億円の引当金を積んだところで、年当たり80兆円規模の国債買い入れをなお続けている以上、将来、正常化局面に入れば、今年度の買い入れ分だけで、逆ざや1%当たり8,000億円の損失が毎年度吹き飛ぶことになる。日銀の今後の金融政策運営について、9月の総括で「よし」としていられる場合
30 合ではなかろう。わが国全体として、今後の金融・財政政策運営の在り方を、

タブーを取り払って考えることは、喫緊の課題である。

第 4 章 日本銀行の今後の政策

第 1 節 現行の政策

日銀が ETF の買い入れを開始したのは、2010 年の白川方明総裁時代である。

- 5 この時期、日銀は株式市場のリスクプレミアム縮小を ETF 買い入れの理由とした。つまり、リスクの大きい株式投資を日銀が ETF を買い入れることでリスクを小さくし、投資を活発化させようとしたのである。当初は、年間 4,500 億円の買い入れ額でスタートしたが、その後 2013 年 3 月に黒田氏が総裁に就任すると、同年 4 月から始まった異次元緩和でその買い入れ額は年間 1 兆円に増額
- 10 された。さらに、2014 年 10 月の追加金融緩和で年間 3 兆円、2016 年 7 月には現在の年間 6 兆円にまで引き上げられた。ETF の買い入れについて日銀は、「株価の上昇は、資産効果などを通じて個人消費を押し上げるほか、企業の資金調達環境やマインドの改善によって設備投資を促すことが期待できる」と説明した。
- 15 しかし、日銀が金融緩和政策の目標に掲げた個人消費を表す CPI（消費者物価指数）上昇率 2% の達成には程遠い状況にありながら、すでに日銀の ETF 保有額は 18 兆円を上回っている。これは実に、日本株全体の約 4% にあたる。日銀が日本株全体の大株主となったことに対する弊害は数えきれないものがある。例えば、本来株価は株主による経営のチェックや業績のチェック、株式の発行
- 20 数という需給により変動するものだが、日銀が ETF 買い入れを行っていることで、株価変動の機能が損なわれている。これで、最も重要な問題は、日銀の ETF 買い入れが"日本経済を崩壊させる爆弾"になり得るという意見である。日銀の金融緩和策の中心施策は、国債の買い入れにある。現状では、年間に新規で 80 兆円の国債を購入することになっている。買い入れの中心は 10 年物国債で、
- 25 日銀ではその平均残存期間（償還までの期間）が 7 年程度になるように買い入れを行っている。つまり、現在どれだけ大量・巨額な国債を保有していても、7 年間買い入れをストップすれば、すべて償還を迎えて残高はゼロになるわけである。

- しかし、ETF には償還がない。日銀が一旦買い入れてしまった ETF は、金
- 30 融緩和政策の終焉とともに、その出口戦略として"売る"しかないのである。日

銀は、「TOPIX が前場に下落すると ETF を買い入れる」（株式市場関係者）と見られている。事実、このケースでの買い入れは多い。つまり、「株価が下がったら日銀の買いが入る」という*4株価維持政策と考えられる。ここに大きな錯覚がある。日銀は株価が下がったら ETF 買いを行っているので、常に利益が出ていると思われがちである。だが、例えば、日経平均が 1 万 1,000 円から 1 万 500 円に下がった時に買うのと、1 万 2,000 円から 1 万 1,500 円に下がった時に買うのとでは、買いを入れている水準は 1 万 1,500 円の方が 1,000 円も高い。つまり、下がっているとはいえ、高い価格で買い入れているということである。その点、日銀の ETF 買いは、日々、株価が下がった時に行われてはいるが、必ずしも株価の絶対水準が安いところで買っているわけではない。まして、今の株式市場では、日銀の ETF 買いを"クジラ"と呼び、株価が下がると"クジラの買い"を期待するようになっており、完全に日銀の ETF 買いが株価の下支えとして機能しているからである。

このような状況の中で、もし日銀が金融緩和策の出口戦略として保有する ETF の売りに動けばどうなるのかは想像に難くない。実際に ETF 売りを行わなくても、売りを行うというアナウンスだけでも、株価が暴落する可能性があると見られている。アベノミクスの唯一の成果である株高・円安の株高維持政策は崩壊する。そうなれば株価暴落は間違いなく、実体経済に悪影響を及ぼすだろう。では、日銀は保有する ETF をどのような方法で処理できるのか第 3 節で述べることにする。

*4 株価維持政策（PKO）：政府が公的資金を利用して行われる株価を下支えする政策のこと。利用される公的資金は、年金・郵便貯金・簡易保険などの運用資金。1992 年から数年の間、バブル崩壊による株価下落に対応するため、総合経済対策のひとつとして年金福祉事業団や郵便貯金などを通じて株価を下支えしたことがある。ここで公的資金を株式に運用する規制が緩和され、公的資金は信託銀行に委託して株式購入できるようになった。この時の株式の購入額は、年 2 兆円程度。また、1998 年にも当時の株価下落に対応するため、1 兆円規模の PKO が実施された。

近年では、日本銀行は追加緩和の一環として ETF（上場投資信託）を大量購入。2014 年度の公的資金による購入額は 5 兆円以上とされる。

第2節 出口政策のあり方

まず、出口政策とは金融危機に際して、各国の中央銀行等の取った異例の金融緩和政策をいつ、どのような手順で終わらせるかについての対策の事である。例えば、2008年9月のリーマンショック以降、各国の中央銀行は不安定化した

5 金融市場を支えるため、多額の資金供給を行った。こうした政策は金融危機を克服するための緊急措置として正当化されたが、必要以上に継続すればバブルを生むなどの副作用が懸念されるため、景気の状態などに配慮しながら、時期を見きわめて通常の状態に戻す出口政策が重要とされる。

そして今回の議論の中心である日銀の「出口政策」とは、今の大規模な金融

10 緩和策を転換し、金融政策を正常化させることである。日銀は2%の物価上昇率を実現するため、黒田総裁が2013年4月に就任して以降、銀行などから国債を大量に買い入れて、市場に巨額のお金を供給する異例の金融緩和を続けていた。その効果もあって日本経済は回復を続けている。反面、日銀の保有資産は急激に膨らみ、史上初めて520兆円を超えた。これは国家の経済規模に匹

15 敵する額で、今後、日銀が金融政策の正常化に向け大規模緩和の縮小に踏み出す場合、株価や円相場、金利などに及ぶ影響が懸念される。このため、金融市場の混乱を抑えつつ「出口政策」を円滑に進められるかが課題となっている。

また、金融危機後は、金融システム全体のリスクに対処するための政策として位置づけられるマクロプルーデンス政策が重視されてきており、例えば、日

20 本でも2016年からバーゼルIIIにおけるカウンターシクリカル資本バッファが導入されている。日本では、*5カウンターシクリカル資本バッファについて金融庁が法整備を行っているほか、日本銀行と金融庁が定期的な連絡会(2014年6月設置の「金融庁・日本銀行連絡会」)を持つなどして、金融システムの安定のための対応がとられている。

25 ところで、FRBの出口戦略として、米国では3回にわたって量的緩和(QE)が実施された。QE1は2008年11月～2010年6月、QE2は2010年11月～2011

*5 カウンターシクリカル資本バッファ：国内の信用供与が過剰と認められる場合に将来生ずるおそれのある損失をカバーするため、各国の裁量により水準が設定され、原則として、資本保全バッファと同様に普通株式等のTier1（国際決済銀行の金融機関に対する自己資本比率規制の中で使われる自己資本の概念の1つ）で充当する必要があること。

年 6 月、QE3 は 2012 年 9 月～2013 年 12 月までである。2014 年に入ると、FRB は緩やかな景気回復を理由に資産の買い入れ額を徐々に減らした(*6「テーパリング (Tapering)」)。QE3 の収束、その後の利上げ準備などに関する米金融政策の出口戦略は、世界経済を危機的な状況に陥れることなく、全体としてスムーズに進んだと言えるだろう。出口戦略を進める上でのポイントは、市場を混乱させることなく資産買い入れなどを収束し、先行きの政策に関する予見性を高めて市場を安心させることであり、FRB が進めた一連の金融政策は、そのほかの国が金融政策の正常化を進める上でのモデルケースになると考えられる。

10 2014 年に入ると FRB は連邦公開市場委員会 (FOMC) の開催のつど、債券の買い入れ額を 100 億ドルずつ減額して、この正常化へのプロセスは概ね市場参加者の考えに沿ったものと言え、減額が発表されても金利が急上昇するなど、市場が大きく混乱することはなく、最終的に QE3 は 2014 年 10 月末で完全に終了した。また、FRB が注力したのが「市場とのコミュニケーション」、つまり、中央銀行が先行きの金融政策の運営方針を市場に示すことである。FRB は、量的緩和の終了が利上げに直結するのではなく、景気の回復を支えるためには低金利環境が必要だとの考えを FOMC の声明文や関係者の講演などの機会を使って公表した。テーパリングを進める中、FRB は資産買い入れ終了後も、相当の期間、低金利を維持すると表明している。これは将来の金融政策の方針を
15 事前に表明する「フォワードガイダンス」である。2014 年 12 月から FRB は利上げに対して「辛抱強くなれる」とし、利上げはデータを見つつ慎重に進めるべきとの考えを表明した。このようにして FRB は利上げへの環境整備を急
20 念に進め、その結果、2015 年 12 月、約 9 年半ぶりに米国の利上げが実現した。

2018 年 3 月、続投が決まった黒田東彦・日本銀行総裁だが、その行く手には
25 難題が山積している。特に、自らが「異次元の金融緩和」と命名した未曾有の政策からの正常化（いわゆる出口戦略）が大きな課題だが、そこで最大の難点となるのが、これまで買い入れた ETF（株価指数連動型上場投資信託）をどの

*6 テーパリング：徐々に先細りすること。テーパリングが実施された理由は、すぐに買い入れをストップすると市場にショックを与え、金利の急上昇など混乱が生じる恐れがあったからである。

ように処理するのかという問題である。

第3節 出口政策の提言

5 私たちは黒田総裁率いる日本銀行の現状の政策に対して基本的には賛成である。そこで、この節では黒田総裁が掲げる物価上昇率目標 2%の達成においての新たな政策などを提言していく。

(1) なぜ日銀は ETF を積極的に買ってきたのか

10 日銀は世の中に出回る資金の量が増えることを目的として ETF を買い進めてきた。ETF の各銘柄が直接に投資している株式の株価の上昇だけでなく、「日銀が日経平均株価を買っている」といった心理的な影響を投資家に与える効果もあると考えられる。

15 日銀の黒田総裁は、デフレのもとで日本経済には『物価が上がらない』あるいは『物価が緩やかに低下する』ことを前提とした体質が定着し、そのことが景気低迷の長期化につながったと述べている。このデフレの状況下では景気を回復することが難しいため金融政策の実行に踏み切りインフレ状態を作り出して景気を回復させようとしている。

20 2%の物価上昇で日銀が重要視するのが円高の是正と財政再建だと ETF 買い入れには課題もあり、金融緩和策の成果が出ていないこと、日銀は 2%の物価目標を掲げているが実際の消費者物価はむしろ下がっている。

25 世の中に資金が出回り、企業向け融資や住宅ローン金利が過去最低水準に低下している。資金を借りやすい環境にはなっているが、伸びているのは不動産投資などの一部で、設備投資や個人消費が活発になっているとはいいがたい状況である。

30 日銀の ETF 買いはヘリコプター・マネーであると考えられる。米国では FRB が民間銀行の資金量を増やせば民間経済に還元されるが、日本では日銀が民間銀行の資金量を増やしても、銀行で滞留して民間経済に還元されない。株価を支えるというのは大義名分であり、日銀の ETF 買いの本質とはインフレ誘導のためのヘリマネである。銀行の資金量を増やしてもそれほど効果は現れないた

め、資金を民間経済に費やすのが日銀のETFを買う目的である。ETFを買えば、間違いなくその資金は実態経済を回る。インフレを起こし経済を活性化させたいなら経済に流れるマネーの量を増やしていけばいいと考えられている。

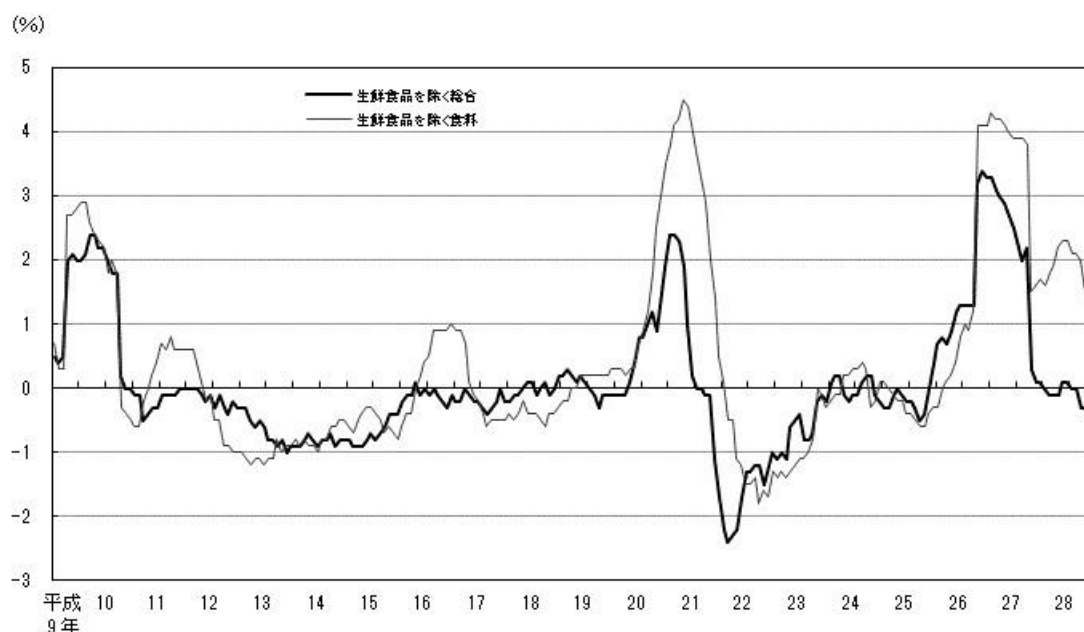
日本の株式市場を下支えする、という名目で円の資金量を増やすことが日銀の

- 5 ETF 買いの真意である。ETF 買いをして、証券市場を通じて、直接民間経済に資金を注入する方法をとっている。ETF は政治的に可能でかつ国民の理解を得やすいヘリマネである。

(2) 金融機関への悪影響

- 10 大量の国債買い入れ継続に量的な限界も見えてきた中で日銀は16年1月には短期金利のマイナス化、長期金利の操作目標化と、量ではなく金利のコントロールに軸足を移した。しかし続く低金利や地域経済の地盤沈下により利ざやの薄くなった銀行の経営は圧迫されている。8月、スルガ銀行での不適切融資が発覚した。第三者委員会が9月7日に公表した調査結果によると、書類改ざ
- 15 んなどの偽装はシェアハウス以外の収益不動産ローンにも蔓延していて融資額

図 4-1 消費者物価指数（全国）の前年付同月日の推移



(総務省統計局「消費者物価指数」より作成)

や担保評価額を釣り上げる行為があった。不適切な融資手続きが続いてきた背景には内部体制の問題や創業家出身のトップの存在が大きくなりすぎていたことも関係していると考えられる。そして、スルガ銀行の問題発覚によりわが国の金融政策の副作用や今後の金融監督行政の在り方を考えることにもつながる。

- 5 日銀は7月末の政策修正で長期金利の上昇を一定程度認めるなど副作用対策を施したが、収益環境の改善には直結せず不満は解消されていない。いまの低金利環境下で金融機関が収益を確保することが難しいというのも金融政策の副作用とも言える一つの問題点であるし、過剰なノルマが不適切な融資を誘発する懸念はどの金融機関もある。
- 10 2000年代初頭、わが国金融機関の平均的な利ザヤの水準は0.6%程度だった。現在のところ、その水準は0.2%程度に低下している。地方では大企業の展開も少なく、金融機関が貸出先を発掘することは困難な状況にある。民間企業は資金余剰主体であり、大幅な資金需要の増加も見込めない。経済全体で見て、金融機関が収益を確保することは難しい。日銀が異次元の金融緩和を続け、国債の流通利回りがきわめて低い水準で推移しているため、金融機関が国債など、
- 15 有価証券の運用（ディーリング）によって収益確保を目指しているが容易ではない。経営体力のある都市銀行など大手金融機関であれば、経済成長率が比較的高いアジア新興国などでの金融仲介ビジネスを強化することで収益の確保を目指すことは可能だろう。しかし、相対的に自己資本が少なく、リスク許容度が低い地方の金融機関が国際業務に取り組むことは容易ではない。2018年3
- 20 月期決算では、上場する地方銀行の6割が最終減益だった。収益性を維持するために多くの金融機関が人件費などを中心にコストカットを重視しているのが実情である。

- 取り巻く環境が大きく変わらないだけに収益環境の厳しさは続き、金融機関
- 25 の資金運用力の格差は一段と拡大する可能性は高い。したがって利ざやの縮小が、これまで以上に金融機関の統合・合併を加速させる可能性が高まっている。
- 「長期金利0.2%までの容認」の発表以降、わが国の10年債の利回りは0.1%から0.12%の間を不安定に動いている。フォワード・ガイダンスで金融緩和を強化する方向を示したから金利上昇は考えにくいという見方や、金融緩和の副
- 30 作用を和らげることが今回の政策変更の狙いの一つだから金利が少し上がるこ

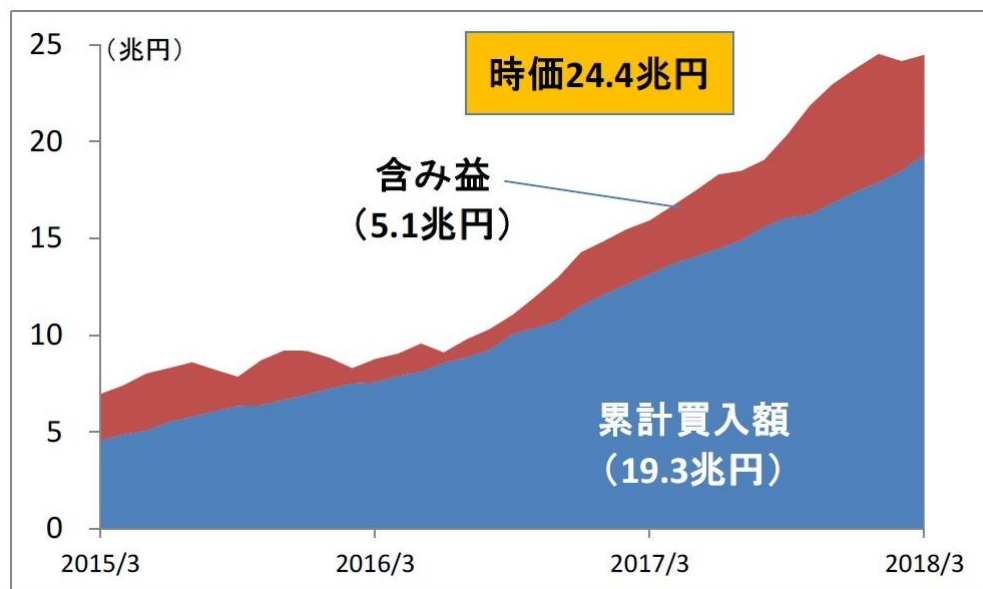
とは容認されるとする見方もある。

(3) ETF の買い入れ推移と意向

日銀が ETF を買い入れ始めたのは 2010 年リーマン・ショック後のギリシャ
5 危機の頃からである。日経平均株価は歴史的な安値に突入しておりどこまで下
げ進んでしまうかわからない状況であったため日本の代表的な指数に連動する
ETF を買い入れることで株価を買い支えようとした。日経平均株価が 8,000～
9,000 円代の頃から購入を始めているので、含み益もかなり出ている(図 4-2)。

10

図 4-2 ETF 含み益の推移



(ニッセイ基礎研究所「<https://www.nli-research.co.jp/?site=nli>」より引用)

日銀による年間の買い入れ目標は年間 6 兆円。このうち、3,000 億円は「設
15 備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するための ETF」の購入に
充当し、残りの 5 兆 7,000 億円を東証株価指数 (TOPIX)、日経平均株価、JPX
日経 400 の 3 指数にそれぞれ連動する ETF の購入へ振り向けている。しかし
設備・人材投資関連を除いた 8 月の ETF 買いの額が 1,406 億円にとどまり市
場には一時日銀がステルスステーピングへ動き出したかという観測もあった。
20 日銀が 2016 年 7 月の金融政策決定会合で ETF の購入額を従来のほぼ 2 倍の 6

兆円へ引き上げて以降、月間ベースで最も低い水準になったのである。

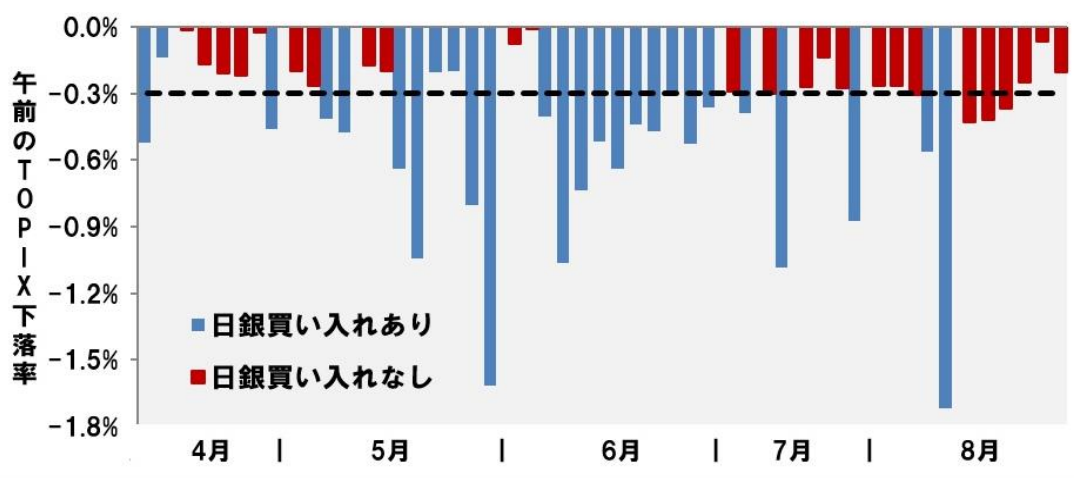
最近取りざたされていたのは午前中の **TOPIX** 終値が前営業日比でマイナス 0.3% 超値下がりすると日銀の **ETF** 買いが入るという「基準」である。グラフから 8 月後半には、下落率が 0.3% を超えても日銀が **ETF** 購入を行わなかったことが読み取れる。

しかし 9 月に入って、日銀の **ETF** 買いは再び増加した。今年 1~6 月累計で 3 兆 3,000 億円あまりに到達（設備・人材投資関連の **ETF** を除く）。3 月の買い越し額は 8,000 億円を上回り、月間ベースで過去最高を記録した。年間 5 兆 7,000 億円の買い入れ目標を掲げているので毎月、同じ金額の購入を前提にすれば、半年では 2 兆 8,500 億円が目標になる計算。「買い入れ額は上下に変動する」という 7 月の金融政策決定会合で決まったことで、減らしていく意向ではあるが現段階で緩和縮小ではなく、あくまで無駄には買わないようにしようという考えが伺える（図 4-3）。

今後 **ETF** を売る際には間接的に現物の株を売る事になってしまうため、9 兆円分の売りが発生してしまうということになる。日銀が売りを始めたときに株価が大暴落する恐れがある。

ETF は金融商品で、価格が買い入れ時よりも上がることもあれば下がることもある。価格は日経平均株価によって変動する。日経平均株価が上がるように **ETF** の価格が上がる場合もあり、この価格の動きを逆にメリットにすることは可能である。

図 4-3 午前の TOPIX 下落率と日銀買い入れの有無



(注) 午前のTOPIXが下落した日のみ表示

(ニッセイ基礎研究所「<https://www.nli-research.co.jp/?site=nli>」より引用)

5 日経平均株価連動型 ETF の買い入れにより、日経平均株価の構成比率が高い銘柄を多く保有することになる。日銀の日本株市場への影響力は強まるばかりである。17 年末には日経平均 4 分の 1 で日銀が筆頭となった。株価次第で買い入れ額が変動する仕組みに修正された後 8 月の通常 E T F 購入額は 1,406 億円と、買い入れ額増額を受けた 2016 年 8 月以降で最も少なくなった。日銀は E T F 市場の 75% のシェアを占めている。買い入れ予定や理由を詳細に説明している長期国債と異なり、日銀は E T F の買い入れ基準を明らかにしていない。

日銀は 13 年 4 月、異次元緩和の開始とともに ETF 買い入れ額を 2 年で 2 倍となる年間約 1 兆円に拡大した。14 年 10 月には約 3 兆円、16 年 7 月に約 6 兆円まで増えた。日本の株価は異次元緩和の開始以来、価格は 6 割上昇した。

15 構成比率が高い銘柄は、いわゆる価格水準の高い「値がさ株」である。日経平均株価は価格平均で算出されるため、値がさ株の影響を受けやすい傾向がある。したがって、日銀の日経平均株価連動型 ETF 買い入れは値がさ株を押し上げ、TOPIX との乖離を拡大させる要因になり得る。日経平均株価を TOPIX で割って算出する「NT 倍率」は拡大が続いており、このような副作用を軽減するため、日銀が日経平均株価連動型 ETF の割合を減らしたと考えられる。

資産購入の一環として ETF を大量に買い続けており、今回の政策決定会合に

において ETF 買い入れ額は据え置いたが、TOPIX 連動型 ETF の買い入れを拡大すると発表した。対象銘柄が少ない日経平均株価連動型 ETF を減らす一方、幅広い銘柄を対象とする TOPIX 連動型を増やすことで、個別株式の価格形成に対する過度な影響を抑えることが狙いだと考える。

5

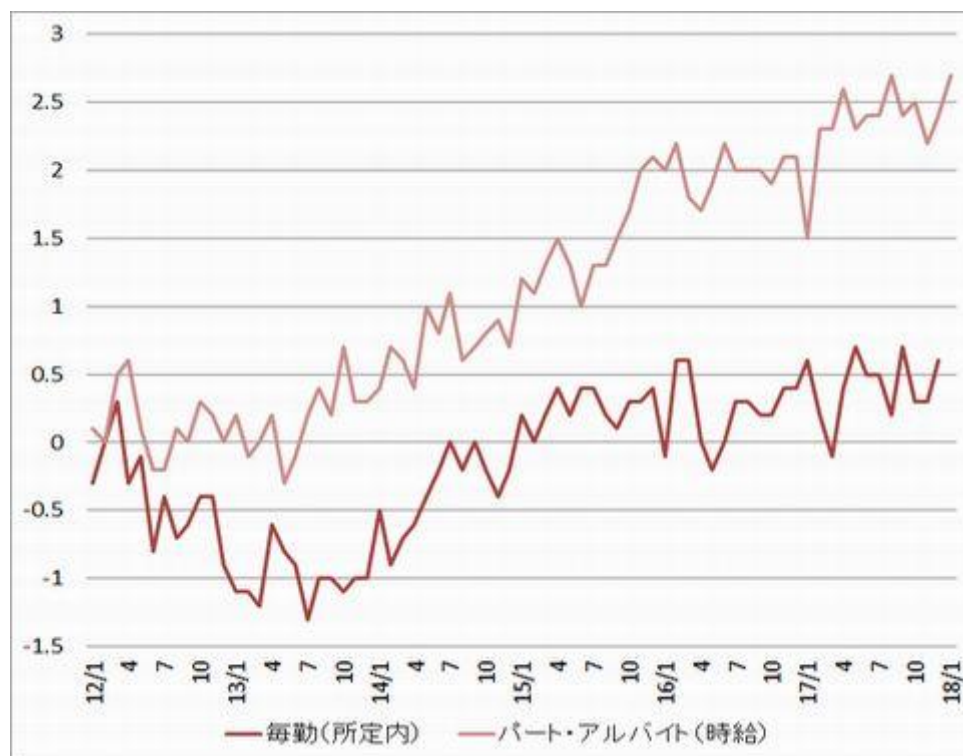
(4) 労働者の実質賃金問題

日銀が出口へと近づけない問題点として労働者の実質賃金の伸び悩み問題が挙げられる。CPI の上昇には、主に非正規雇用の時給上昇を背景としたものと考えられるが、2%の持続的な物価上昇には正規雇用のベース・アップがある
10 程度の幅で定着していく必要がある。だが、安倍総理の 3%賃上げの掛け声にもかかわらず、その実現はまだ遠い。図 4-4 は名目賃金の上昇についてのグラフである。近い将来に大規模なバブル崩壊は起こらないことを前提にした場合、日本経済は緩やかな拡大傾向が続くと考えるのが自然である。個人消費も設備投資も目覚しい伸びは期待できないが、緩やかな回復基調は続くと思われる。
15 0%台後半の潜在成長率を上回る成長が続くため、生産年齢の人口減少で人手不足は一段と深刻になっていくはずである。

しかし、図 4-4 から読み取れる通りなかなか労働者の賃金が上がらないため、物価はなかなか上がらないのが現状である。この点、最近グローバル化やデジタル技術の進化を背景に、労働需給がタイト化しても賃金・物価が上が
20 らないのは世界的な現象だとしばしば指摘されている。確かにそういう側面はあると思うが、日本で賃金が上がり難い理由は、賃金の動きを細かく見ると、パートやアルバイトの時給は人手不足を背景にはっきりと上昇しており、賃金が上がっていないのは主に正社員だからである。残業でも転勤でも会社が命ず
25 るままに働き、その代わりに生涯の雇用を保証してもらうという「日本的雇用」はすでに限界に来ているのに、その働き方を変えられないために正社員の賃金は上がらないのである。

30

図 4-4 名目賃金の推移（前年比、％）



注）所定内給与は厚生労働省「毎月勤労統計」

パート・アルバイト時給はリクルートジョブズ調べ

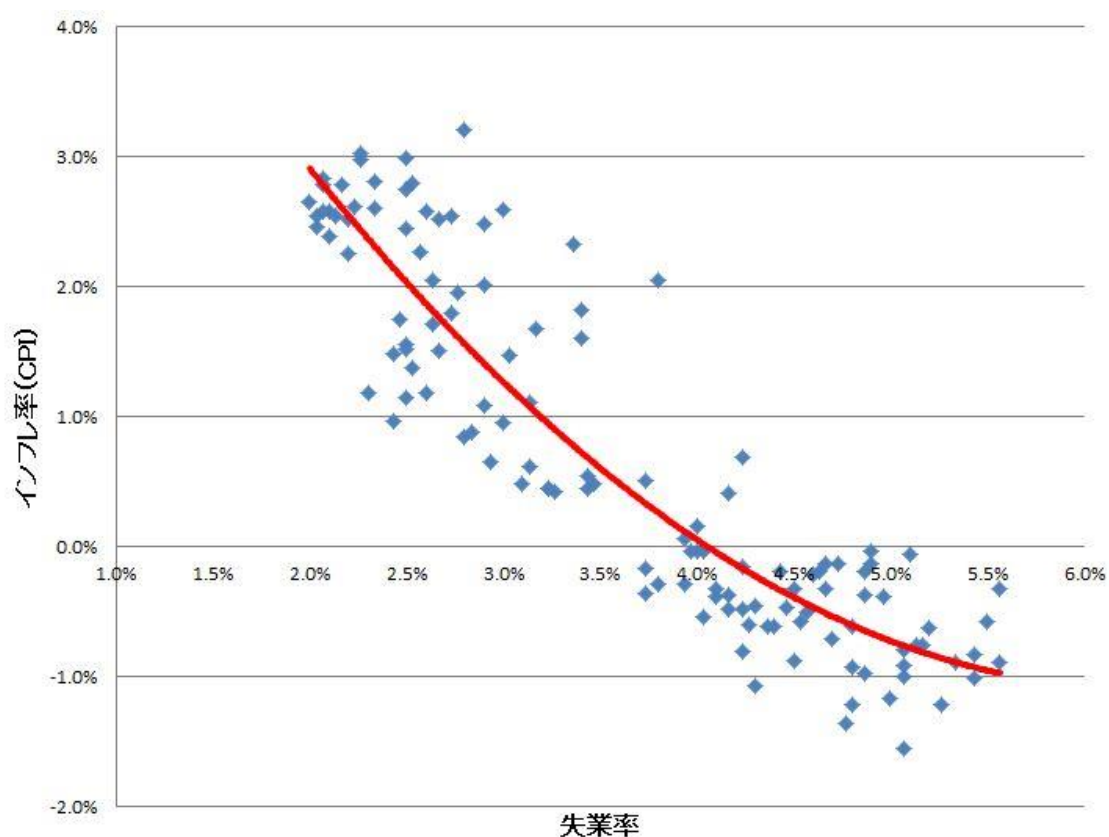
- 5 （富士通総研 2018 年 1 月 12 日「<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/>」より引用）

これを国が解消、または正社員の賃金の引き上げに貢献することで物価上昇にもつながるのではないかと考える。

- 10 また、インフレと景気の間には“フィリップス曲線”という関係性があるといわれている。フィリップス曲線とは、賃金上昇率が高いほど失業率が低くなるという傾向から、賃金上昇率の代わりに物価上昇率をとってグラフ化すると両者の関係が右上がりの曲線となるというものである。図 4-5 は 1982 年以降の日本のフィリップス曲線である。つまり、賃金が上がれば失業率も減り、さらに物価上昇も起きるということは一目瞭然である。そこで私たちは出口戦略
- 15 の案の一つとして日本銀行が「ETF 売却と同時に同額の株式を信託銀行経由で買い上げ、賃金を引き上げるよう株主に促す」ことを提言する。つまり日本銀行が“買い替え”をするということである。このままのペースで行くと日銀が

持ち分法対象とせざるを得ないような会社も出てくるようだが、それでもまだ
ETF ならオブラートにくるまれていたものが、信託経由の直接保有となると事
 実上の政府関係企業という取り扱いになる。目先の利益となる配当ではなく、
 賃金をまずあげさせてインフレに寄与させることで、長期的に経済的利益を上
 げさせるような*7スチュワードシップを行使するということであると提言する。

図 4-5 1982 年以降の日本のフィリップス曲線



(日経ビジネス ONLINE 2017 年 3 月 3 日

「<https://business.nikkeibp.co.jp/>」より引用)

10

*7 スチュワードシップ：他人から預かった資産を、責任をもって管理運用すること。受託責任。

おわりに

本稿では第 1 章では、諸外国との比較をしながら日本銀行の歴史を振り返り日本銀行の役割を説明した。第 2 章では、証券市場がどのように変化してきたのかを振り返り、証券市場の役割を明示した。第 3 章では、金融政策の現状を確認した上で今後何が課題となってくるかを述べた。第 4 章では、今後の出口政策のあり方について述べ、物価安定の目標である 2% 達成のための新たな政策を提言した。日本銀行の金融政策である「量的・質的金融緩和」を導入してから 5 年余りが経過したが、物価上昇率目標の 2% は未だに達成できていない。それを達成するためにも学生である私たちが今から勉学に励み、日本経済に新たな風を吹かせることができるような人材になれるようにこれからも研究に励んでいきたい。

また、世界の金融システムは、米国ドルを軌軸通貨とする管理通貨制度に基づいて運営されている。したがって、FRB の金融政策や米国経済の動向は世界の経済に大きな影響を与えている。今回の大会は日本銀行の金融政策が論点ではあるが、米国の金融政策との対応については分析が不十分であり論述できなかった。今後の研究に生かしていきたい。

最後に今回の研究に協力してくださった日本銀行仙台支店様と仙台銀行市場金融部様には貴重なデータや銀行側からの視点やアドバイスをいただいたことにここで感謝の弁を述べさせていただく。

25

30

参考文献

- ・岩村 充（2018 年）『金融政策に未来はあるか』岩波新書
- ・日本経済新聞
- ・日銀と政治 暗闘の 20 年史 鯨岡仁氏 2017 年 10 月 30 日発行
- 5 ・金融機関・銀行 114 行「2017 年 3 月期決算 総資金利ざや」調査 東京商
工リサーチ
- ・公益財団法人（2014 年）『図解 日本の証券市場 2014 年版』日本証券研究
所編
- ・岩田一政（2014 年）『量的質的金融緩和』日本経済新聞出版社
- 10 ・投信資料館 金利の上昇の債権への影響
(<https://www.toushin.com/>)
- ・政策全体・楽天証券 日銀の金融政策がマーケットに与える影響今後の投資
戦略
(<https://media.rakuten-sec.net/articles/-/8863>)
- 15 ・るいネット 日本の長期金利上昇後の世界金融
- ・日本相互証券株式会社マーケットデータより 長期金利推移グラフ
(<http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>)
- ・改めて考える日銀の ETF 買い入れ政策
([http://www.smam-jp.com/documents/www/market/ichikawa/irepo180806.
pdf](http://www.smam-jp.com/documents/www/market/ichikawa/irepo180806.pdf))
- 20
- ・金利・革新的で優良だったスルガ銀行に重大な不正が発覚した理由
(<https://www.msn.com/ja-jp/money/news/ar-BBMPAkE#page=2>)
- ・日銀の ETF 買い入れの基本
(<https://www.simplexasset.com/etf/column/029.html>)
- 25 ・日銀が TOPIX 連動型 ETF の買い入れを拡大、国内中小型株カテゴリーに注目
(<https://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2018/3q/MFA120180802.html>)
- ・株予報コラム 市川レポート 日銀の副作用軽減策としての ETF 配分見直し
(<https://column.ifis.co.jp/toshicolumn/smam-01/90793>)
- ・大株主「日銀」、17 年末に日経平均 4 分の 1 で筆頭－E T F 増功罪
- 30 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2016-08-14/OBMQHN6KLVRU0>)

1)

- ・日銀のフォワードガイダンスはなぜ、どう変質したか 金融経済イニシアティブコラム・オピニオン

(https://www.kyinitiative.jp/column_opinion/2018/09/01/post836/)

5 ・ETFGateWay

(<https://www.etf-gateway.jp/>)

- ・日銀がETFを購入することが金融緩和になるのは何故？その仕組みと買い入れ規模

- ・LIMO 日銀はなぜ年間6兆円ものETF買い入れを行うのか

10 (<https://limo.media/articles/-/1992>)

- ・Grow Rich Slowly シーゲル流米国株投資で億万長者になる！

- ・マネースクエア

(https://www.m2j.co.jp/market/monthly_column.php?id=36)

- ・マネーの達人より日銀とFRBの金融緩和の違い

15 (<https://manetatsu.com/2012/10/6735/>)

- ・現代の理論よりFRBの金融政策はどこへ向かう？

(<http://www.gendainoriron.jp/vol.03/feature/f07.php>)

- ・Bloombergより日銀：金融政策は8対1で現状維持、緩和不十分と片岡氏が反対

20 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-09-21/OWICNA6JTSE801>)

- ・日本銀行HP

(<http://www.boj.or.jp>)

- ・時事通信社「金融財政ビジネス」

25 ・みんなのおかねドットコムより金融緩和とは。メリット・デメリットや日本の現在の金融政策についてわかりやすく解説

(<https://minnkane.com/news/518>)

- ・ニッセイ基礎研究所

(<https://www.nli-research.co.jp/?site=nli>)

30 ・HUFFPOSTより日銀「出口戦略」に立ちはだかる「18兆円爆弾」の処理方

法

(https://www.google.co.jp/amp/s/m.huffingtonpost.jp/amp/foresight/kuroda-20180423_a_23415111/)

・ 政治マガジン

5 (<https://www.nhk.or.jp/politics/kotoba/3020.html>)

・ キャリタス FINANCE より第 20 回金融緩和からの出口戦略

(<https://job.career-tasu.jp/finance/columns/pro002/020/>)

・ 富士通総研

(<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/>)

10 ・ 日経ビジネス

(<https://business.nikkeibp.co.jp/>)