

国立国会図書館

日銀の総括的検証と新たな枠組み

調査と情報—ISSUE BRIEF— NUMBER 928 (2016. 11. 15.)

- | | | |
|---------------------|----|---------------------------------|
| はじめに | 2 | 新たな枠組みに対する肯定的な見方 |
| I 総括的検証に至るまでの経緯 | 3 | 総括的検証に対する批判的な見方 |
| II 総括的検証及び新たな枠組みの概要 | 4 | 新たな枠組みの課題等 |
| 1 総括的検証の主な内容 | IV | 構造改革の重要性—金融緩和の効果をより一層顕在化させるために— |
| 2 新たな枠組み | | |
| III 賛否 | | |
| 1 総括的検証に対する肯定的な見方 | | おわりに |

- 日銀は、これまでの金融緩和策の効果と副作用、物価安定目標の達成を阻んでいる要因等を総括的に検証した。検証を踏まえて導入された新たな枠組みでは、物価安定目標達成に向けた日銀の強いコミットメントが示されるとともに、金融政策の操作目標が、マネーの「量」から「長短金利」に変更された。
- 新たな枠組みに対しては、マイナス金利政策による副作用が軽減されるとの見方や、金融政策の柔軟性と持続性の向上につながると評価する見方がある。一方で、日銀の財務への悪影響や財政規律が低下しかねないことへの懸念が聞かれるほか、長期金利を操作することの困難性に関する指摘も見られる。
- 今後は、金融緩和の効果を顕在化させるためにも実効性ある構造改革が重要であるとの指摘がある。

国立国会図書館
調査及び立法考査局財政金融課
あめみや たくし
(雨宮 卓史)

第928号

はじめに

平成 28 (2016) 年 9 月 20、21 日、日本銀行 (以下「日銀」) は平成 25 (2013) 年 4 月以降続けてきた金融緩和策の総括的検証を行い、それを踏まえて、新たな枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」¹の導入を決定した。総括的検証では、これまで 3 年半にわたる金融緩和策の効果や、物価安定の目標 (消費者物価の前年比上昇率で 2%) の達成を阻んでいる要因等が示された。新たな枠組みにおいては、消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) の前年比上昇率の実績値が 2%を安定的に超えるまで金融緩和を継続するという従来と比べて強力なコミットメントが示されるとともに、金融政策の操作目標が、マネタリーベース (現金と準備預金を合わせたもの) の「量」から「長短金利」²に変更された。

本稿では、今回の日銀の決定に至るまでの経緯を簡単に振り返った後、総括的検証及び新たな枠組みの内容を概観し、それらに対する肯定的な見方及び課題等を整理する。その上で、「自然利子率」という概念を切り口として、経済の構造改革を進めることの重要性を述べる。

I 総括的検証に至るまでの経緯

平成 25 (2013) 年 4 月、日銀はデフレからの脱却に向けて、「量的・質的金融緩和」を開始した。消費者物価の前年比上昇率で 2%という「物価安定の目標」の早期実現に向けた日銀の強いコミットメントが示されるとともに、量的にも質的にもそれまでの金融政策とは大きく異なる方針が打ち出された (異次元緩和と称される所以である)。例えば、量の面では、金融政策の操作目標を「金利」からマネタリーベースの「量」に変更し、マネタリーベースを年間約 60～70 兆円増加のペースで拡大する方針を打ち出した。質の面では、長期国債の買入れの平均残存期間を伸ばし、長めの金利を引き下げるほか、ETF (上場投資信託) 等の保有残高を拡大することで資産価格のプレミアムへの働きかけを強化することが図られた。その後、原油安を背景に物価の伸びが鈍化してきたことから、平成 26 (2014) 年 10 月に、マネタリーベース増加額の拡大 (年間約 80 兆円増)、資産買入れ額の拡大及び買入れ国債の平均残存年限の長期化 (日銀の長期国債保有残高を年間約 80 兆円増加させる、買入れの平均残存期間を 7～10 年程度に延長する、ETF や J-REIT (不動産投資信託) の買入れを拡大する) を内容とする追加緩和策の導入を決定した。平成 27 (2015) 年 12 月には、買入れ国債の平均残存期間の一層の延長 (7～12 年程度へ) 等を決定し、平成 28 (2016) 年 1 月には、予想物価上昇率が弱含む中、名目金利をより引き下げるために、マイナス金利政策 (金融機関が日銀に預けている当座預金の一部にマイナス金利を適用する政策) を導入した。同年 7 月には、ETF の保有残高をさらに拡大する緩和強化策が決定されている。また、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現する観点から、これまでの経済・物価動向や政策効果についての総括的な検証を同年 9 月の金融政策決定会合

* 本稿のインターネット情報の最終アクセス日は 2016 年 11 月 2 日である。

¹ 「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」日本銀行 HP <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/>>

² 日本銀行当座預金の「政策金利残高」に適用する金利を短期の政策金利とし、同金利は、これまでと同様マイナス 0.1%とする。長期金利については、日銀は 10 年物国債の金利がゼロ程度で推移するよう操作する。詳しくは第 II 章第 2 節 (1) を参照。

において行うこととなった。このような流れの背景には、大規模な金融緩和を行っても、2%の物価安定目標を達成できていないとの指摘が少なくない中で、この3年半の間に金融政策がどのように機能し、何が2%の目標の達成を阻害したのか、そして、マイナス金利政策の導入後に顕在化しつつある同政策の効果と副作用について、日銀自身が掘り下げた分析を行い、その結果を公表することが求められたという事情があった。

II 総括的検証及び新たな枠組みの概要

1 総括的検証の主な内容

(1) 想定した金融緩和の波及経路とその効果

今回の総括的検証によれば、量的・質的金融緩和がデフレからの脱却をもたらすメカニズムとしては、次のことが想定されていた。日銀が、①2%の物価上昇率を実現すると強く約束し、国債の大量購入等を通じてマネタリーベースを増やすことで人々の物価に関する予想（予想物価上昇率）を押し上げる、②大量の国債を買い入れることで名目金利を引き下げる、③これら2つによって実質金利（名目金利から予想物価上昇率を差し引いたもの）を引き下げる。実質金利の低下は、④マクロ経済の需給ギャップ³を改善させ、⑤需給ギャップの改善は、予想物価上昇率の上昇とあいまって現実の物価上昇率を押し上げる。⑥現実の物価上昇率の拡大は、「適切的な期待形成」（本節（2）を参照）を通じて、予想物価上昇率をさらに押し上げ、これら一連のプロセス（①～⑥）が一段と強化される⁴。

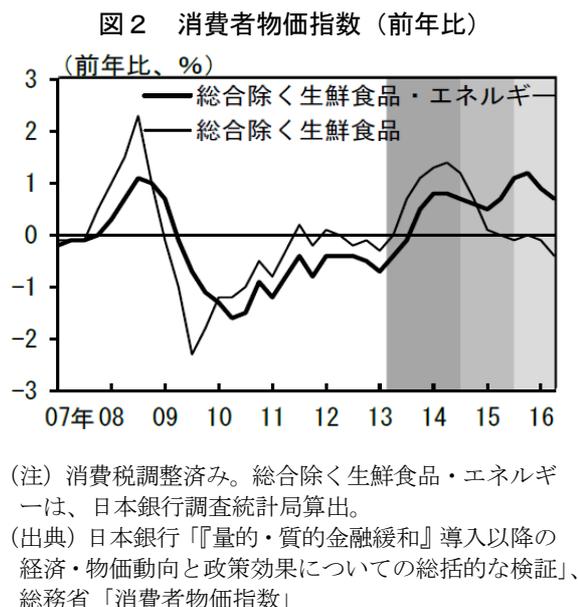
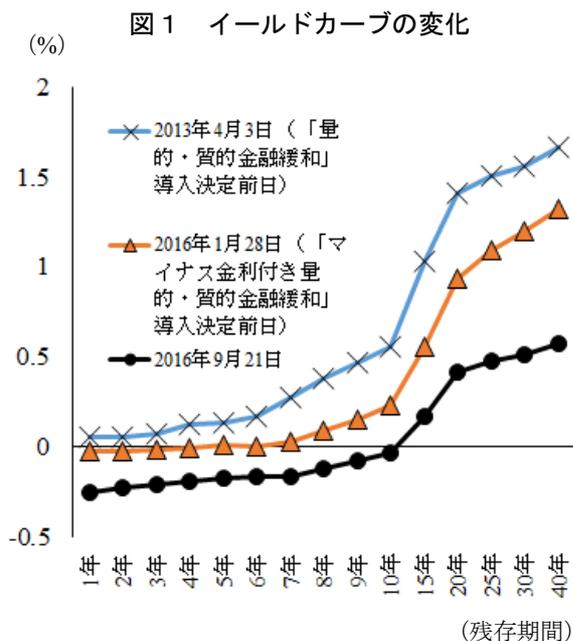
事実、異次元緩和が開始された平成25（2013）年4月以降、名目金利がイールドカーブ⁵全体にわたって低下する（参考までに図1で示した）ことで実質金利も低下した。マイナスであった需給ギャップも、ゼロ%近傍まで改善した。物価面では、消費者物価指数（総合除く生鮮食品・エネルギー）⁶の前年比が平成25（2013）年にプラスに転じ、以降はプラスの伸びを保っている（図2）。日銀も、仮に量的・質的金融緩和を行わなかった場合には、実質金利が低下せず、デフレの状態が続いていたとの見解を、独自のシミュレーションに基づき示している。

³ 実際のGDP（総需要）と潜在GDP（総供給）との乖離を表したものが需給ギャップである。潜在GDPとは、中期的に持続可能な経済の成長軌道であり、長い目で見たとときの物価の安定と整合的な経済の姿を表したものである。潜在GDPの伸びが「潜在成長率」に相当する。マイナスの需給ギャップは経済全体として見た場合に、総供給が総需要を上回った状況にあることを意味している。

⁴ 本稿第II章の内容は、主に以下の文献を参照している。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」2016.9.21。<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921c.pdf>; 同「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【背景説明】2016.9.21。<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf>; 黒田東彦「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」—大阪経済4団体共催懇談会における挨拶—」2016.9.26。日本銀行HP <http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/ko160926a.htm/>

⁵ 利回り曲線。債券の残存期間と利回りの関係を表す。

⁶ 日銀は、「物価安定の目標」における2%の目標水準を、家計が消費する財・サービスを包括的にカバーする消費者物価指数総合を使って定義している。中長期的な物価の安定を考える場合は、最もカバレッジの広い総合指数を使うことが適当であると考えられているためである。しかし、消費者物価は、短期的には一時的な攪乱要因の影響を受ける。そこで、金融政策の運営に当たっては、基調的な物価変動を見極めるために、総合指数から一時的な攪乱要因を除いた様々なコア指標が活用されている。中でも、「除く生鮮食品」は、足許の基調的な変動の捕捉や先行きの基調的な変動の予測において優れているとされ、活用されている。例えば、政策委員会の物価の見通しは「除く生鮮食品」を対象としている。一方で、原油価格が大幅に低下するという事態が生じ、物価の基調を判断するためには、エネルギーを除いた指標を見ることの必要性も出てきた。そこで、日銀は「除く生鮮食品・エネルギー」の算出を開始した。



(2) 2%の物価安定目標が達成できていないことの分析

目標未達成の原因をめぐる分析において、日銀が注目しているのは、予想物価上昇率である。日銀によれば、予想物価上昇率は、a) 現実の物価上昇率が中央銀行の目標に向かっていくだろうという予想の要素（「フォワードルッキングな期待形成」）と、b) 過去の物価状況が続くだろうという予想の要素（「適合的な期待形成」）の2つで決まる。日銀は、我が国の場合、デフレが長く続いたことにより、この先も物価が上がらないとする物価感が染みついていることや、春闘等の賃金交渉において前年度の物価上昇率が勘案されること等の理由から、諸外国と比べて「適合的な期待形成」の要素が強いと見ている。こうした状況の下、我が国の予想物価上昇率は、平成25（2013）年春先から平成26（2014）年中頃まではプラス幅を拡大したものの、平成27（2015）年半ば以降はプラス幅を縮小させている。日銀は、予想物価上昇率の鈍化について、①原油価格の下落、②消費税率引上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそれを受けた世界的な金融市場の不安定化による実際の物価上昇率の低下が、予想物価上昇率の上昇を抑制する要因になったと分析している。なお、日銀は、予想物価上昇率とマネタリーベースの間には長期的にプラスの相関関係があるとの認識から、マネタリーベースの長期的な増加についてコミットすることの重要性に言及している。

(3) マイナス金利政策の効果と影響

日銀は、量的・質的金融緩和にマイナス金利政策が加わったことで、金利引下げ効果が大きくなったとしている。特に長い年限の金利ほど効果が顕著であった（図1）⁷。しかし、それが

⁷ 短期金利が下がったことで金利先安観が生じて長期金利に押し下げ圧力が働いた。また、長期国債買入れに伴い長期国債の金利が低下した。さらに、プラスの利回りを求める資金が、高めの利回りが付いていた超長期国債に向かっ

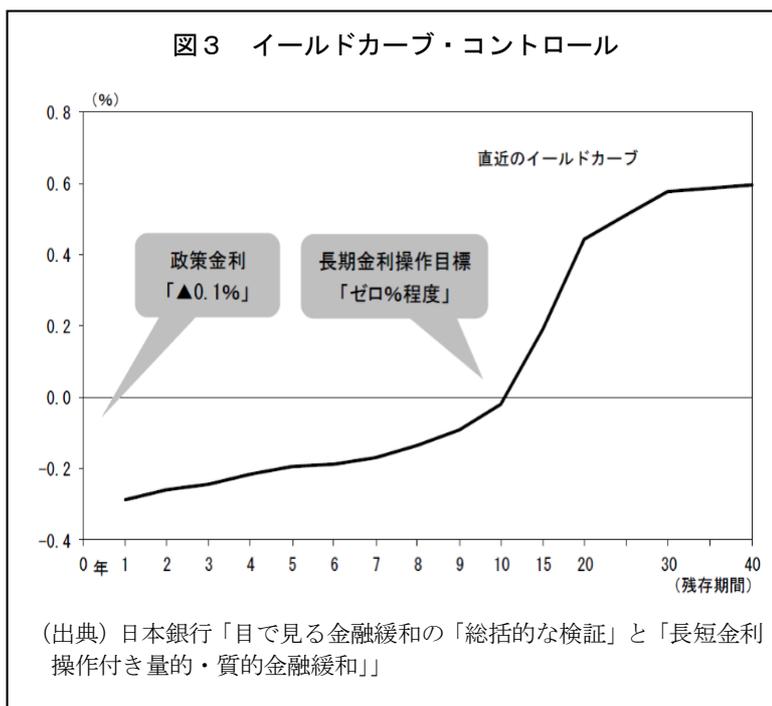
金融機関のうち銀行等の預金取扱金融機関に及ぼした影響を見ると、貸出金利の低下幅に比べて預金金利の低下幅が小さく⁸、主な収益源である利鞘（りざや）が縮小する事態が発生した。また、年金基金や保険会社については、資産を長期で運用していることから、運用利回りの低下が生じていた。日銀は、マイナス金利が銀行等の収益を過度に圧迫する場合、金融仲介機能に悪影響を及ぼす可能性があるとし、また、年金・保険等の運用利回りの低下が、個人のマインド面を通じて実体経済に悪影響を生じさせる可能性についても言及している。

2 新たな枠組み

総括的検証を踏まえ、日銀は、新たな枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。その主な内容は、(1) 長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」と(2) 消費者物価指数（総合除く生鮮食品）の前年比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「オーバーシュート型コミットメント」である。

(1) イールドカーブ・コントロール

イールドカーブ・コントロールでは、長短金利を日銀がコントロールする。短期金利は、従来と同様に、日銀当座預金の一部にマイナス金利を適用することによって操作する。一方、長期金利については、国債の購入額の調節や、指値オペ（日銀が指定する利回りによる国債買入れを行う新しいオペレーション手段）⁹等を通じて、10年物国債の金利をゼロ%程度の水準でコントロールする（図3）。それ以外の年限の利回りは、こうした金利操作方針と整合的な形でマーケットにおいて形成されていくことになる。適正なイールドカーブの形成を通じて経済・物価に刺激を与える一方で、イール



たために超長期国債の利回りも低下した。

⁸ 預金金利を大きく引き下げれば利鞘を確保できるが、預金金利をマイナスにすることは預金者からの反発も大きく、実施することが困難なため。

⁹ 指値オペは、実際の長期の市場金利が目標水準よりも高い場合に、日銀がそれよりも低い利回りを指定することで目標値に収束させることに寄与すると考えられている。国債を日銀に売却する金融機関の側から見れば、日銀が市場金利よりも低い利回り（市場価格よりも高い価格）で国債を買い取ってくれるため、日銀に対して国債を積極的に売却するインセンティブが働くのである。なお、長期の市場金利が目標水準よりも低い場合に、指値オペを通じて長期金利を引き上げるのは困難であると考えられる。市場金利よりも高い利回り（市場価格よりも低い価格）を日銀が指定しても、金融機関は国債を日銀に売ろうとはしないからである。このように考えると、長期金利を引き上げるためには、日銀が購入する国債の額を減額する方法が中心になると考えられる。場合によっては、日銀による国債の売却（売りオペ）が避けられない可能性もあろう。

ドカーブがフラット化し過ぎて副作用が生じるのを防ぐ。

日銀は、平成 25 (2013) 年 4 月以降、「量」を重視した金融政策を実施してきた。具体的には、長期国債の買入れ方針を日銀の国債保有残高の増加額で示すとともに、供給するマネタリーベースの額を明示してきた。日銀によれば、こうした方法には、運営方法が明確であるというメリットがある反面、金利の引下げに必要な国債買入れの量はその時々々の経済・物価情勢や金融市場の動向によっても変化するため、同じ額の国債の買入れであっても、金利の引下げが不十分になったり、逆に過度な引下げをもたらしたりする可能性があったという。しかし、日銀は、今回導入された長短金利操作においては、情勢に応じてより柔軟かつ効果的に国債買入れを行うことができ、政策の持続性も高まるとしている。

(2) オーバーシュート型コミットメント

2%の物価安定目標を実現するためには、弱含んでしまった予想物価上昇率を引き上げる必要がある。そこで、日銀は、予想物価上昇率を形成する2つの要素のうち「フォワードルッキングな期待形成」を促す方策を採ることとした。つまり、「適合的な期待形成」に依存していると外的要因によって予想物価上昇率が左右されるという不確実性が避けられないため、もう1つの要素である「フォワードルッキングな期待形成」の影響を強めようとしている。

具体的には、消費者物価指数(総合除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースを拡大する方針を維持することとした。消費者物価上昇率の「見通し」ではなく、その「実績値」に基づいて金融緩和の継続を約束している点について、日銀は非常に強いコミットメントであるとの見方を示している¹⁰。一般に、金融政策が实体经济や物価に影響を及ぼすまでには相応の時間がかかるため、金融政策の運営は先を見越してフォワードルッキングに行う必要があり、通常は2%超を「予想できるまで」といった形でコミットメントがなされる。しかし、今回は、あえて実績値ベースのコミットメントを行っており、中央銀行としては異例の対応だと言える¹¹。

また、「安定的に2%を超える」としている部分も、コミットメントの強さを示す部分として挙げられる。たとえ消費者物価上昇率が一時的に2%を上回っても金融引締めには転じず、相応の期間(その間には、景気循環等の要因で一時的に2%割れとなることもあり得る)にわたる平均値が2%を超えるまで金融緩和を継続することを意味しているためである。

III 賛否

1 総括的検証に対する肯定的な見方

総括的検証については、大規模な金融緩和に関する懸念を払拭し、政策の信頼を保つ上で、検証を行った意義が大きいとする見方がある¹²。また、大規模金融緩和策の効果に関する日銀の評価を妥当とする立場からは¹³、仮に効果はなかったとの評価を下すのであれば、日銀のマ

¹⁰ 黒田 前掲注(4), pp.7-8.

¹¹ 内田真一「経済教室 「金融政策の総括検証」の評価 (1) 2%超えるまで緩和継続 長短金利操作を導入」『日本経済新聞』2016.9.29.

¹² 「主張 日銀の総括検証 脱デフレへの転換点に 政府と一体で改革加速せよ」『産経新聞』2016.9.22.

¹³ 片岡剛士「金融緩和の総括的な検証と新たな枠組みをどうみるか?」2016.9.26. 三菱UFJリサーチ&コンサルティング

クロ経済モデルによるシミュレーション結果を実証的に否定する必要があるとの声も聞かれる。

量的・質的金融緩和は期待への働きかけを試みた点が1つの特徴であったため、日銀の総括的検証が期待の重要性に焦点を当てていることを妥当とする見解が見られる¹⁴。また、総括的検証全体には、批判的な見解を示しながらも、自然利子率（第IV章参照）の低下トレンドを指摘している部分については評価する見方がある¹⁵。

2 新たな枠組みに対する肯定的な見方

新たな枠組みに対しては、金融政策の操作目標を「量」から「長短金利」に変更したことで、金融緩和策の柔軟性と持続性が高まったと評価する声が聞かれる¹⁶。これまで大量の国債購入を続けてきた結果、日銀は国債発行残高の約3分の1を保有するに至っている。従来のように日銀の保有残高が年間80兆円増加するようなペースで国債を購入し続けた場合、民間金融機関から国債に対する一定の担保需要¹⁷がある点を勘案すると、平成30（2018）年には国債の買入れが困難になるとの試算もなされていた¹⁸。しかし、今回の決定で、長短金利を操作することが主眼となり、それに応じて国債の購入額が決まるようになったことや、これまで7～12年程度とされてきた国債買入れの平均残存期間をめぐる定めが廃止されたことから、国債の買入れ額や買入れ銘柄に柔軟性を持たせることが可能となり、金融緩和策の持続可能性も高まったというのである。これまで量的・質的金融緩和に批判的だった識者からも、現実的な対応であるとの声が聞かれる¹⁹。

また、先述のとおり、マイナス金利政策は、銀行等の利鞘縮小のほか、年金・生保の運用難やそれに伴う一部商品の販売停止等を引き起こしていた。今回導入された長短の金利を適切にコントロールする措置は、そうした弊害を和げると考えられている。保険や年金の運用改善が国民の不安感払拭に寄与すれば、個人消費への悪影響が解消される可能性も考えられよう。販売が中止されていた保険商品等が再び提供されるようになることで、消費者の選択余地が広がるというメリットを指摘する向きも見られる。²⁰

そのほか、日銀が長期金利を低水準に抑えることで、より拡張的な財政政策が可能となる点を評価する声がある²¹。

ング HP <http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka_column/kataoka160926.pdf>

¹⁴ 星岳雄「経済教室 「金融政策の総括検証」の評価（2）アベノミクスの総点検を 成長戦略・金融緩和両論で」『日本経済新聞』2016.9.30。ただし、期待に関する検証を踏まえた新たな枠組みの有効性には、疑問を投げかけている（本章第4節参照）。

¹⁵ 翁邦雄「経済教室 「金融政策の総括検証」の評価（3）新枠組みの正当化に終始 情報発信への反省が不足」『日本経済新聞』2016.10.3。

¹⁶ 野口雄裕「緩和長期化に踏み込む日銀—物価目標達成への道筋は依然不透明—」2016.9.23。みずほ総合研究所 HP <<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk160923.pdf>> 等を参照。

¹⁷ 金融取引の際に国債が担保として用いられる関係上、金融機関は一定の量の国債を保有する必要がある。

¹⁸ みずほ総合研究所「日銀総括的検証は事実上、金融政策の枠組み転換に—2020年を視野に緩和長期戦に向けた「5つの提言」—」2016.9.8, pp.17-19. <<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report160908.pdf>>

¹⁹ 「枠組み見直し評価 東短リサーチの加藤出チーフエコノミストの話」『毎日新聞』2016.9.22. <<http://mainichi.jp/articles/20160922/ddm/008/020/155000c>>

²⁰ 「金融界、深掘り回避に安堵 日銀、マイナス金利の悪影響言及 運用難和らぐ可能性」『日本経済新聞』2016.9.22.

²¹ 例えば、ローレンス・サマーズ（Lawrence Summers）元米財務長官は、拡張的な財政政策への支援という観点から今回の日銀の決定を評価している。野沢茂樹、Kevin Buckland「日銀長期金利操作でヘリマネに現実味、政府に「白紙委任状」との声」『Bloomberg』2016.10.11. <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2016-10-10/OEPWAK6JTSE801>>

3 総括的検証に対する批判的な見方

一方で、今回の総括的検証には批判的な見方もある。日銀は総括的検証の中で、金融緩和の効果として実質金利の低下を挙げているが、設備投資は伸び悩んでいるとの指摘が見られる²²。期待成長率が低下し、持続的な事業拡大が見通せないことや、企業部門の貯蓄・投資バランスが貯蓄超過であり資金需要が乏しいこと等が、その背景にあるというのである。

物価に関する日銀の検証については、日銀が強調する外的要因のほかにも、金融緩和効果（円安の進展、実質金利低下等）の実体経済への波及メカニズム自体が日本経済の成長力低下等を背景として有効に機能しなかったことが、物価伸び悩みの一因となっているとの見方がある²³。また、日銀が、「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、長期的な関係を持つものと考えられる」と述べている点については、日銀から根拠や分析が示されていない上、3年半の間にマネタリーベースが大幅に増加する中でインフレ期待が伸び悩んでいることは、長期的な関係がないことを示しているとの批判が見られる²⁴。

本来であれば検証の対象とされるべき重要な論点が欠如しているとの指摘も見られる。例えば、日銀の財務に関する問題である。日銀は、これまで国債を大量に購入してきたが、保有国債の利回り水準は低い。一方で、そうした資産購入の見合いとして、日銀のバランスシートの負債の部には、超過準備が積み上がっている。超過準備に対しては、日銀は利息を付す制度を有しており、仮に金融緩和からの出口戦略として超過準備に対する付利が引き上げられた場合に、日銀の金融機関に対する利払い費が膨らむことが懸念されている。また、出口に至るまでの間にも、保有している国債の償却負担によって日銀の収益に悪影響が生じるおそれがある。日銀は、取得した国債の価格が額面を上回る場合に、その差額を償還まで均等に償却するという経理の方法（償却原価法）を平成16（2004）年度から採用しており、マイナス金利政策の導入後、額面を上回る価格で国債を購入するケースが多くなっていたためである。日銀の利益の減少は、国庫納付金の減少を通じて、国民負担につながる可能性がある。このため、今回の総括的検証についても、金融緩和の実施が日銀の財務に与える影響を検証すべきであったとの指摘がなされている。²⁵

日銀の新たな枠組み導入決定後、ベン・バーナンキ（Ben Bernanke）前米連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）議長が、長期金利をゼロ%程度に維持する政策と「ヘリコプターマネー政策」との類似点を指摘し、話題となった。ヘリコプターマネー政策という名称は、経済学者ミルトン・フリードマン（Milton Friedman）の「ヘリコプターが銀行券を空からばらまいたらどうなるか」という思考実験に由来する。現代版のヘリコプターマネー政策は、政府と中央銀行が一体となって運営する政策である。通常の財政政策では、税収が足りない分を有利子国債の発行によって補い財政支出を拡大するが、ヘリコプターマネー政策は、中央銀行の負債としてのマネタリーベース（現金と準備預金）の恒久的な増加によって財政出動（公共投資や減税、現金給付）がファイナンスされる。ヘリコプターでばらまいたように家計や企業に資金が行き渡るので景気刺激効果が大きいと考えられている。通常の国債発行に基づく財政出動の場合、将来的には利払いや償還のための増税や歳入削減が必要になるため、それを意識した個人が消費を控え、財政出動の景気刺激効果が抑制されてしまうおそれがある（「リカーディアン効果」または「非ケインズ効果」）。しかし、ヘリコプターマネー政策の場合は、統合政府（政府と中央銀行を合わせた広義の政府）に利払いや償還の必要性が生じないので、景気刺激効果が大きいと同政策の推進派は述べている。しかし、ハイパーインフレ等を引き起こすおそれがあることから、これまで同政策は「禁じ手」とされてきた。バーナンキ氏は、政府の借入れコストをゼロ%に抑える今回の日銀の政策には財政ファイナンスの要素があり、日銀が年限がさらに長い国債に誘導目標を設け始めれば、ヘリコプターマネー政策との類似性はさらに明らかになると指摘した。

²² 「Q マイナス金利 効果は」『読売新聞』2016.9.22.

²³ 徳田秀信「「総括的検証」で積み残された課題」2016.10.3, pp.1-4. みずほ総合研究所 HP <<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp161003.pdf>>

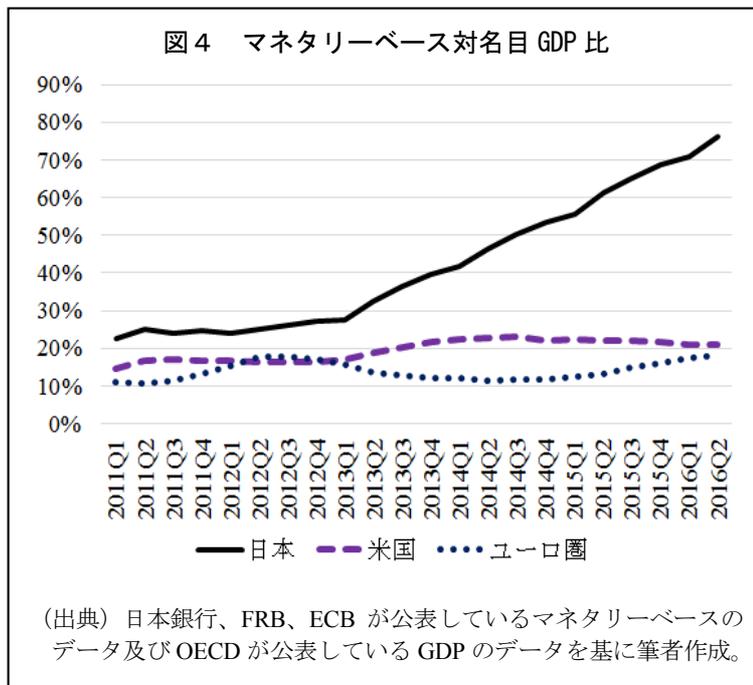
²⁴ 早川英男「日銀の「総括的検証」を読み解く」2016.10.5. 富士通総研 HP <<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/201610/2016-10-2.html>>

²⁵ 同上

4 新たな枠組みの課題等

新たな枠組みに対しては、主に以下のような課題が指摘されている。

第1は、今後も日銀のバランスシートが拡大し続けることで金融緩和政策の出口戦略が困難になりかねない点である²⁶（参考までにマネタリーベースの規模の国際比較を図4で示した）。今回の決定で金利重視の金融政策への転換がなされたため、今後の日銀による国債の買入れ額は、これまでよりも柔軟に変動する²⁷と考えられる。その一方で、今回打ち出された枠組みが、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで継続されることになったため、金融緩和が長期化することが予想される。大きく膨らんだバランスシートを正常な状態に戻すことは容易ではない。前述のように、仮に日銀が超過準備への付利を引き上げた場合、日銀の金融機関に対する利払い費が膨らむおそれがある。金融緩和からの出口では、預金準備率の引上げという選択肢も採り得るが、その場合には、金融機関の機会費用²⁸が増加し、そのコストが預金者に転嫁されかねないといったデメリットがある。また、出口における長期国債の売却は、長期金利の急騰を招くおそれがあり、簡単には行えないであろう。



その場合には、金融機関の機会費用²⁸が増加し、そのコストが預金者に転嫁されかねないといったデメリットがある。また、出口における長期国債の売却は、長期金利の急騰を招くおそれがあり、簡単には行えないであろう。

第2は、長期金利が引き続き低位に維持されることで、財政規律が一段と緩みかねないとの懸念である²⁹。政府にとっては国債の利払い費が低く抑えられるため、より一層の国債発行等を招く可能性があるからである。通常であれば、財政赤字が拡大すると長期金利が上昇しやすく、そのことが、財政規律の低下に歯止めがかかる要因になると考えられるが、日銀の長期金利操作によって、市場からの警鐘が見えにくくなる。

第3は、日銀が、長期金利をゼロ%に誘導することが可能であるかという点である³⁰。金利の

²⁶ 山田久「日銀金融緩和の新しい枠組みの評価と課題—政策の主役は日銀から政府へ—」『Research Focus』No.2016-024, 2016.9.27, p.5. 日本総研 HP <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/9151.pdf>> 等を参照。

²⁷ 実際、平成28(2016)年10月の国債の買入れ額を減額する方針が示された。日本銀行金融市場局「当面の長期国債等の買入れの運営について」2016.9.30. <https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/re1160930c.pdf>

²⁸ 預金準備率が大きく引き上げられることで、本来であれば、より高い利回りを得られる資産で運用していたはずの資金を、日銀当座預金として積む必要があるため。

²⁹ 「社説 日銀金融政策 説明なき方針転換だ」『朝日新聞』2016.9.22 等を参照。

³⁰ 報道では、長期金利を結果的にコントロールできた事例として1942年からの米国の事例が紹介されることがある（「金利ご付け、米国の経験 日本国債 見えざる手を冒す (1)」『日本経済新聞』（電子版）2016.10.6 等）。実際には、FRBは長期金利を一定水準に釘付けていたわけではなく、米財務省短期証券（TB）3か月物の金利が8分の3%（0.375%）を超えることを防ぐことに同意しただけであった。しかし、これらの政策によって、結果的に、暗黙の金利の天井が付いたイールドカーブが形成された。Barry Eichengreen and Peter M. Garber, “Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51,” R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press, 1991, pp.175-205.

決まり方に関する主な理論には、「市場分断仮説」と「期待仮説」と呼ばれる理論がある³¹。市場分断仮説では、短期債券市場と長期債券市場は分断されているため、短期金利と長期金利は、それぞれの市場における需給によって、独立した形で決まると考える。一方、期待仮説では、長期金利は、対応する期間における予想短期金利の平均（期待短期金利成分）に、金利変動全般にかかる不確実性への対価であるターム・プレミアムを加えたものに等しいと考える。例えば、短期金利が将来に向けて上昇するとの予想が支配的であれば期待短期金利成分は上昇する。また、短期金利が将来に向けてどのような経路で推移していくかを予測しづらい場合は、金利変動にかかる不確実性が大きいので、プラスのターム・プレミアムが付く可能性がある。

我が国の国債市場では、日銀がそのプレゼンスを高めている。このため、市場分断仮説が当てはまるのであれば、日銀が長短金利操作を同時に行うことは可能なようにも見える³²。しかし、期待仮説が妥当な場合は、操作が困難になる可能性がある。誘導目標とするのは10年物の金利であり、向こう10年間の予想短期金利の経路は様々な情報によって変動し、市場が期待する金利と日銀の長期金利の誘導目標との間に乖離が生じることもあるためである。

市場が期待する金利と日銀の誘導目標との乖離は、日銀に過度な国債購入を迫るおそれもある。米連邦準備制度理事会（FRB）は、2010年に金利ターゲットの導入を検討したことがあるが採用には至らなかった。同案を分析した資料³³には、金利は上昇するとの見方が大勢を占めた時に、中央銀行が低金利の誘導目標を維持したまましていると、金利が上昇する前に国債を売却する投資家が増え、結果として、中央銀行の国債保有残高が大幅に拡大することが懸念事項の1つとして挙げられていた。我が国の場合、物価目標達成が近づき金利も上昇に向かうとの見方が大半になった時点において、長期金利をゼロ%程度に維持することは困難を伴うとの指摘がなされている³⁴。

第4は、日銀が従来よりも強力なコミットメントを行い、物価をめぐる「フォワードルッキングな期待形成」を促すことが、予想物価上昇率を高めていく上で有効かどうかである。この点については、今回のようなコミットメントの変更を行ったとしても、もう1つの期待形成の経路である「適合的な期待形成」が支配的な状況には変わりがないとの見方がある³⁵。また、総括的検証からは、インフレ期待から賃金上昇を通じて実際のインフレ率の上昇に至るチャンネルが必ずしも有効に機能していないことがうかがえるが³⁶、新たな枠組みにはこの問題への解決

³¹ 翁邦雄『金利の知識 第4版』日本経済新聞社、1996、pp.124-130；白塚重典「金利の期間構造と金融政策」『日銀レビュー』2006-J-5、2006.4.14。<https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2006/data/rev06j05.pdf>等を参照。

³² 「金利操作は可能でも市場機能損なう」『朝日新聞』2016.9.22。

³³ “Strategies for Targeting Interest Rates Out the Yield Curve,” 2010.10.13. Board of Governors of the Federal Reserve System HP <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20101013memo08.pdf>> また、FRBの金利ターゲットに関する検討については、Ben S. Bernanke, “What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates,” 2016.3.24. Brookings Institution HP <<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/24/what-tools-does-the-fed-have-left-part-2-targeting-longer-term-interest-rates/>>も併せて参照。

³⁴ 加藤出「新たな政策枠組みでもみえない2%目標の伝達経路—インフレ予想が高まると、長期金利を制御できなくなるおそれ—」『金融財政事情』67(40)、2016.10.17、pp.16-20。ただし、物価安定目標の達成が近づいた場合には、長期金利の誘導目標が引き上げられる可能性がある。なお、金融機関が、担保需要等で必要最小限しか国債を保有していない場合は、仮に債券価格が下落することが分かっても積極的に売りに動かない可能性も大きく、中央銀行が売りを浴びせられる可能性は低いとの考えも成り立つ。

³⁵ 熊野英生「金利コントロールへの回帰—9月会合における「長短金利操作付き量的・質的緩和」の導入—」2016.9.21. 第一生命経済研究所 HP <<http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/pdf/macro/2016/kuma20160921BOJ.pdf>>

³⁶ 第II章第1節(2)を参照。

策が見られないとの指摘も見られる³⁷。

そうした主張をする論者の中には、期待インフレ率の上昇が賃金の上昇につながらないのであれば、政府が賃金の上昇を直接的に促す方法を使った方がインフレ目標の達成に有効であるとの主張も見受けられる³⁸。そもそも、賃上げが経済政策上の問題になるのは、賃金と現実の物価の間に強いプラスの相関があるためである。政府等が賃金の上昇を直接的に促す手法としては、複数の提案がなされている。例えば、1990年代にスウェーデンで構築された枠組みを参考にすべきであるとの提案が見られる³⁹。すなわち、我が国でも専門有識者からなる第三者機関が経済・雇用情勢の客観的分析に基づく望ましい賃上げ率を示し、政労使会議の場でマクロ的な賃上げをオーソライズするべきであるというのである。また、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）は、黒字企業による基本給の引上げを担保するため、政府等がコンプライ・オア・エクスプレイン（実施するか、実施しない場合にはその理由を説明せよ）の手法を導入し、これを租税インセンティブの強化あるいは罰金によって後押しすることを、我が国に提案している⁴⁰。政府等が民間による賃上げを促そうとする場合、実効性の確保と経営者の理解が得られるかという点が論点となる。強制力を伴わない場合は、実効性の確保が課題となり、強制力を伴う場合は、経営者からの反発が予想される。賃上げに向けたインセンティブを経営者に対していかに与えられるかが鍵となる。

IV 構造改革の重要性—金融緩和の効果をより一層顕在化させるために—

金融政策が緩和的であるか引締めの的であるかを考える上で重要な概念の1つに、自然利子率（均衡実質金利）がある。自然利子率とは、マクロの貯蓄と投資をバランスさせる、経済・物価に対して中立的な実質金利の水準である。理論上は、実質金利が自然利子率よりも低い場合、金融政策が景気や物価上昇率に対して緩和的に働き、逆に実質金利が自然利子率を上回っている場合には、金融政策は引締めの的になると考えられる。⁴¹

自然利子率をめぐるのは、その水準が長期的には国全体の供給力を表す潜在成長率とおおむね等しくなるとの見方⁴²が、現時点における大方のコンセンサスとなっている⁴³。1国の経済の

³⁷ 星 前掲注(14)

³⁸ 同上

³⁹ 山田 前掲注(26); 山田久「2015年春闘の展望と課題② 持続的賃上げの仕組みをどう再構築するか」『Research Focus』No.2014-055, 2015.3.3. 日本総研 HP <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/8042.pdf>> 等を参照。

⁴⁰ IMF「日本：2016年対日4条協議終了にあたっての声明」2016.6.20. <<https://www.imf.org/external/japanese/np/ms/2016/062016j.pdf>>

⁴¹ 自然利子率については、岩田一正ほか編著『マイナス金利政策—3次元金融緩和の効果と限界—』日本経済新聞出版社, 2016, pp.231-283; 中曾宏「金融政策と構造改革—ジャパン・ソサエティ NYにおける講演の邦訳(2月12日、於ニューヨーク)—」2016.2.13. 日本銀行 HP <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/data/ko160213a1.pdf>; 岩崎雄斗ほか「わが国における自然利子率の動向」(「総括的検証」補足ペーパーシリーズ2)『日銀レビュー』2016-J-18, 2016.10.14. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2016/data/rev16j18.pdf> 等を参照。

⁴² 小田信之・村永淳「自然利子率について—理論整理と計測—」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.03-J-5 2003.10, p.3. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2003/data/wp03j05.pdf>

⁴³ 岩崎ほか 前掲注(41) 一方、近年では、自然利子率の水準が、供給サイドの要因に加えて需要サイドの要因からも影響を受けているとの指摘が一部の経済学者からなされ、注目を集めている。例えば、サマーズ元米財務長官が2014年に示した仮説はその1つである。サマーズ氏は、先進国において自然利子率の低下をもたらしている需要側の要因として、①生産活動の質的变化に伴う借入需要の減少、②所得格差の拡大、③資本財の価格下落に伴う投資需

供給力を規定する要因は、労働の投入量、資本の投入量、そして技術進歩率（全要素生産性の成長率）であるから、これら3つの要因のいずれかの寄与が低下することで自然利子率も低下すると考えられる。

近年、我が国を含んだ先進各国の自然利子率が低下傾向をたどっているとの指摘が見られる。我が国の場合は、少子高齢化の進展に伴う生産年齢人口の減少や、技術進歩の停滞等を背景として、潜在成長率が低下する中で、そのことを主な背景として自然利子率もまた低下を余儀なくされているとの見方が少なくない。⁴⁴

今日の我が国における自然利子率と実質金利の関係を考えると、平成25（2013）年4月以降の大胆な金融緩和策を背景として、実質金利が自然利子率を下回って推移していると考えられている⁴⁵。しかし、自然利子率の水準がかつてと比べて低くなっている公算が大きい状況の下で、それをさらに下回る実質金利の水準を維持することは容易ではない。こうした中、金融緩和の効果を確実に顕在化させるためにも、自然利子率の水準そのものを高めていくような施策がこれまでも増して重要性を増しつつあるとの指摘がなされている。⁴⁶

我が国の潜在成長率を引き上げる上で政府による構造改革への取組がポイントとなってくることは、論をまたないであろう。構造改革政策の具体的な内容としては、例えば、女性や高齢者の労働市場への参加を促す政策（労働投入量の増加に寄与）や、企業による研究開発や先進的な技術の利活用を後押しするような政策（技術進歩率の押し上げに寄与）等が求められるとの指摘が多い⁴⁷。

おわりに

以上で見てきたように、今回の日銀による総括的検証と金融政策の枠組み転換については、賛否両論が見られ、賛否それぞれの内容も、多様である。こうした中で、今後の我が国の金融政策をめぐる大きな論点を考えるとすれば、次の3つが挙げられよう。

第1は、新たな枠組みへの移行が金融緩和からの出口戦略に及ぼす影響である。日銀は、出口戦略について議論を行うことは時期尚早との見解を基本的には崩していない。今回の総括的検証でも、金融緩和策が日銀の財務に与える影響については検証が行われていない。新たな枠組みの下で出口戦略が容易になったのか否かについては、両論があり得よう。操作目標の「量」から「金利」への移行、買入れ国債の平均残存期間に関する定め廃止で、これまでの「量」

要の減退などを挙げている（Lawrence H. Summers, “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, 49(2), April 2014, pp.65-73.）。この仮説の妥当性をめぐっては、その後、世界の経済学者の間で議論が行われている。

⁴⁴ 前掲注(41)に掲げた文献等を参照。

⁴⁵ 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【背景説明】」前掲注(4), pp.1,7-8, 補論 pp.11-12; 岩崎ほか 前掲注(41)等を参照。

⁴⁶ 「金融緩和 なぜ効かぬ? 成長力低下 刺激伝わりにくく 進まぬ構造改革 長期停滞の懸念」『日本経済新聞』2016.10.2; 左三川郁子「新聞に載らない経済&投資 長期停滞 超低金利なのになぜ需要は回復しない?」『エコノミスト』94(19), 2016.5.10, pp.40-41; 植田和男「創論 日銀の枠組み転換どう読み解く 経済政策の主役降りる 緩和の弾さほど増えない」『日本経済新聞』2016.9.25 等を参照。

⁴⁷ 「社説 反グローバリズムと日本 人材力高める改革で成長底上げを」『日本経済新聞』2016.8.29; 矢嶋康次「日銀「現実路線への政策転換」—金融に頼ったアベノミクス運営のターニングポイント—」（研究員の眼）2016.9.27. ニッセイ基礎研究所 HP <http://www.nli-research.co.jp/files/topics/53930_ext_18_0.pdf?site=nli> 等を参照。

の拡大を前提にした場合よりは出口戦略が容易になった可能性がある。一方、金融緩和の長期化が超過準備を拡大させることで出口戦略がより困難になったり、長期金利を低位で維持する政策が財政規律の低下に拍車をかけ、財政当局への配慮から金融緩和策の正常化に踏み切れなくなったりするおそれがある。いずれにせよ、日銀が出口に関する議論の封印を解くべきであるとの指摘は、少なくない。

第2は、物価を上昇させる経路についてである。日銀は、フォワードルッキングな期待形成を促す方法に力点を置く方針であるが、一方で、政府等が民間の賃上げを促すことで物価安定目標の達成⁴⁸を確実なものにすべきであるとの提案が散見される。それらの提案には、名目賃金と物価の間のプラスの相関関係、我が国における適合的期待形成の影響度を踏まえると、確かに傾聴すべき面があろう。しかし、経営者の協力をどのように得るか等、実効性の確保という点では課題も多い。

第3は、金融緩和の効果を確実に顕在化させるためにも必要な自然利子率の引上げに向けた構造改革の重要性である。これまでも、いわゆる「成長戦略」は、アベノミクスの「第3の矢」と位置付けられ、数々の施策が実施されてきたところである。しかし、目に見える成果が乏しいとの指摘も少なくない⁴⁹。金融政策の枠組みの転換を契機に、実効性のある構造改革の推進をめぐる掘り下げた議論を行うことが強く求められている。

⁴⁸ 日銀は、本年10月の経済・物価情勢に関する展望レポートにおいて、物価目標の達成時期は、平成30（2018）年度頃になる可能性が高いとしている。日本銀行「経済・物価情勢の展望（2016年10月）」2016.11.2. 日本銀行HP <<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1610b.pdf>>

⁴⁹ 矢嶋 前掲注(47); 熊谷亮丸「世界経済の潮流とアベノミクスの行方」『証券レビュー』56(8), 2016.8, pp.1-59等を参照。