

No. 1023 (2018.11. 8)

上がらない物価の謎と金融政策の修正

- はじめに
- I 物価はなぜ上がらないのか?
- 1 賃金・物価に関する日本銀行の分析
- 2 政策修正に対する含意
- II 異次元金融緩和の副作用にどう対応するか?
- 1 長期金利操作目標の柔軟化
- 2 資産買入方針の柔軟化
- 3 政策金利のフォワードガイダンスの導入
- おわりに

キーワード：異次元金融緩和、アベノミクス、2%の物価目標、デフレ、長期国債、ETF、フォワードガイダンス、金融緩和の出口戦略

- 平成30年7月31日、日本銀行は従来の金融緩和政策の枠組みを修正した。同時に、賃金・物価の伸び悩みの背景を考察するため、労働市場における需給動向や家計・企業によるミクロの経済行動の観点から分析を行い、その内容を公表した。
- 今回の政策修正の内容は、①長期金利操作目標の柔軟化、②資産買入方針の柔軟化及び③政策金利のフォワードガイダンスの導入である。これらの措置は、従来指摘されてきた異次元金融緩和の副作用に対応するものであるが、その効果については不十分との指摘も多い。
- 異次元金融緩和からの出口戦略への関心が高まりつつあるが、世界経済の動向等により困難も予想される。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 おおもり けんご 大森 健吾

はじめに

日本銀行は、平成 30 (2018) 年 7 月 30・31 日の金融政策決定会合において、従来の金融緩和と政策の枠組みを修正した¹。また、同時に公表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、賃金・物価情勢を考察するために行った分析の内容を明らかにした²。

平成 25 (2013) 年 4 月に日本銀行が開始した「量的・質的金融緩和 (QQE: Quantitative and Qualitative Monetary Easing)」は、アベノミクス「第一の矢」に位置付けられ、「異次元金融緩和」とも称される大規模かつ非伝統的な金融調節手段を駆使して、2%の物価目標の早期実現を目指してきた³。しかしながら、当初 2 年程度で実現するとした物価目標は、その後の政策手段の追加投入等を経ても、現在まで達成されていない⁴。その一方で、大規模な金融緩和が長期にわたって継続する状況が、①財政規律を緩める、②市場機能をゆがめる、③金融仲介機能を弱めるといった副作用を生じさせているとの声も強まっており、日本銀行による政策修正や金融緩和からの出口戦略の動向に注目が集まっていた⁵。

本稿においては、上がらない物価の原因をめぐる議論を整理し、政策修正後の新たな枠組みの意義及び効果について検討する。

I 物価はなぜ上がらないのか?

本章では、大規模な金融緩和政策の実施にもかかわらず、物価上昇のテンポが上向かない⁶背景に関する日本銀行の分析を整理した上で、今回の政策修正との関係について考察する。

1 賃金・物価に関する日本銀行の分析

(1) 人手不足と賃金動向

我が国が陥ったデフレーション⁷の主因を名目賃金の下落に求める立場からは、賃上げの重要

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、平成 30 (2018) 年 10 月 23 日である。

¹ 日本銀行「強力な金融緩和と継続のための枠組み強化」2018.7.31. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/k180731a.pdf>

² 日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2018 年 7 月) —賃金・物価に関する分析資料—」2018.7.31. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/rel180731f.pdf>

³ 平成 25 (2013) 年 1 月 22 日、日本銀行は「消費者物価の前年比上昇率が 2%」を「物価安定の目標」と定めた。同日の政府・日本銀行の共同声明は、日本銀行が金融緩和を推進し、物価目標の早期実現を目指すとした (日本銀行「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について」2013.1.22. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122a.pdf>)。第 2 次安倍政権発足以降の金融政策の動きについては、巻末表を参照。

⁴ 異次元金融緩和の下における各種経済指標の推移等については、大森健吾「目で見える異次元金融緩和の成果と課題」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1007, 2018.5.24. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095291_po_IB1007.pdf?contentNo=1> を参照。

⁵ 異次元金融緩和の副作用や出口戦略をめぐる議論については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の 5 年を振り返って—」『レファレンス』808 号, 2018.5, pp.25-45. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095236_po_080802.pdf?contentNo=1> を参照。

⁶ QQE は、物価目標の達成時期を「2 年程度の期間を念頭に置いて」と明示する形で開始された。消費税率が 5%から 8%へ引き上げられた平成 26 (2014) 年 4 月までは、物価上昇率の高まりが見られたが、その後は低迷している。日本銀行は、達成時期の見通しを 6 度にわたって延期し、平成 30 (2018) 年 4 月以降は見通しを示していない。

⁷ 我が国では、バブル経済崩壊以降のいわゆる「失われた 20 年」において、物価の低迷が見られた。政府の月例経済報告は、2 度にわたって「デフレ」を宣言している (平成 13 (2001) 年 3 月~18 (2006) 年 8 月及び同 21 (2009)

性が指摘されてきた⁸。名目賃金の上昇率と失業率の間には、負の相関があることが経験的に知られており（フィリップス曲線）、一般に失業率が低下すると名目賃金の伸びは高まると考えられている。我が国では、少子高齢化に伴う生産年齢人口の減少に加え、現在まで長期にわたり景気回復局面が続いていることから⁹、人手不足が深刻化しつつある¹⁰。しかしながら、労働需給が引き締まっている割には、名目賃金が上昇していないことが「謎」とされてきた¹¹。

日本銀行は名目賃金の伸び悩みの背景について、①基本的には、正規雇用者と非正規雇用者との賃金決定メカニズムが異なるという、我が国特有の労働市場構造に起因するとしつつ、②女性と高齢者の労働供給が増加していることも要因として挙げている¹²。①については、労働需給の引締めを受けてパートの名目賃金が上昇しているのに対して、正規雇用者の名目賃金は、労働組合が長期安定雇用を重視して高い賃上げ率を要求しないこと、企業が年功賃金を約束することで転職を抑制していること、インフレ予想や労働生産性が低迷していることなどから、伸び悩んでいるとされている¹³。②については、近年顕著な労働参加が見られる女性や高齢者は、現役世代の男性と比べてパートにおける労働供給の名目賃金弾力性が大きく¹⁴、名目賃金がさほど上昇しなくても労働供給を大きく増やすことから、結果的に労働者全体の名目賃金の上昇が勢いを欠いたものとなっているとされている¹⁵。

(2) 家計・企業によるミクロの経済行動

一般に物価水準は、個別の財やサービスの価格動向を反映して変動すると考えられる。需給の影響を強く受ける一次産品などを除き、大多数の財・サービスの価格は、供給者と需要者の間の（明示的なあるいは暗黙の）「交渉」によって決定される面が強いとされ¹⁶、消費行動や企業行動を規定する、①家計の値上げに対する許容度や②企業の価格設定スタンスが注目されることとなる¹⁷。

年11月～)。しかしながら、そもそもこの物価状況を、継続的な物価の下落（デフレ）と見るか、インフレ率の低下（ディスインフレ）と見るかという点は、議論を呼んできた（大瀧雅之「デフレは起きていない—現代日本の作られた悪夢—」『世界』810号、2010.11、pp.37-45）。

⁸ 吉川洋『デフレーション—日本の慢性病—の全貌を解明する—』日本経済新聞出版社、2013、pp.171-193；“Japan: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission,” 2016.6.20. IMF website <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs062016>> なお、実際の受取額（貨幣単位）でみた賃金を「名目賃金」、購買力（購入可能な財・サービスの量）でみた賃金を「実質賃金」という。

⁹ 平成24（2012）年12月から始まった現在の景気回復は、このまま平成30（2018）年12月まで継続すると、戦後最長記録（平成14（2002）年2月～20（2008）年2月の73か月間）に並ぶこととなる。

¹⁰ 早川英男「人手不足時代の到来（上）—その背景とマクロ的帰結—」2014.8.18. 富士通総研ウェブサイト <<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/201408/2014-8-1.html>> 平成30（2018）年8月の完全失業率は2.4%、有効求人倍率は1.63倍であり、1980年代後半のバブル期以来の水準となっている。

¹¹ 河野龍太郎「コラム：人手不足でも賃金停滞、日本最大の謎」『REUTERS』2017.6.6. <<https://jp.reuters.com/article/column-ryutaro-kono-idJPKBN18W0IT>> 近年の労働市場と賃金をめぐる議論については、小池拓自「労働者賃金の伸び悩みの背景—雇用形態と人口構成の変化を踏まえて—」『レファレンス』807号、2018.4、pp.31-49. <http://dl.n dl.go.jp/view/download/digidepo_11069232_po_080702.pdf?contentNo=1> を参照。

¹² 日本銀行 前掲注(2)、pp.1-2.

¹³ 日本銀行「経済・物価情勢の展望 2017年7月」2017.7.21、pp.34-39. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1707b.pdf>>

¹⁴ 労働供給の名目賃金弾力性とは、名目賃金が1%増加した場合に労働供給が何%増えるかを示す指標である。

¹⁵ 日本銀行 前掲注(2)、pp.1-2. 加えて、女性や高齢者の賃金水準が現役世代の男性よりも低いため、労働参加が増えることで全体の平均賃金が押し下げられる効果も指摘されている。

¹⁶ 吉川 前掲注(8)、pp.149-170.

¹⁷ 日本銀行 前掲注(2)、pp.3-6.

日本銀行は①について、物価やその見通しの大幅な上昇は家計の値上げ許容度を押し下げる一方、雇用や賃金、景気の現状や先行きに対する見方の改善は許容度を押し上げると分析している。また、実質賃金の伸びが低い局面では、値上げ許容度が低下しやすいという効果も確認されるという。これらの分析からは、家計の値上げ許容度を高めるためには、急激な物価上昇を避けつつ、雇用・所得環境の改善や成長期待の高まりを促していくことが重要であるという、常識的な結論が導かれることとなる¹⁸。

②については、家計の値上げ許容度が高まらない中で、消費関連業種を中心とする企業が顧客離れを警戒して値上げに慎重となっていると分析されている¹⁹。1990年代末以降、デフレ状況の下で定着した「価格据置慣行」が、我が国のデフレ脱却を阻む最大の原因となっているとの指摘も見られ²⁰、日本銀行の分析はこうした状況を打開する方向性を示していないが、企業がコスト増を価格転嫁できる環境を整えることが重要と考えられる²¹。

(3) 消費者物価指数の変動特性

金融政策の運営において重視されている消費者物価指数の動向は、実体経済におけるマクロ的要因の影響のみならず²²、統計作成時の価格調査方法や品質調整法、採用品目等による測定バイアスの影響をも受け得ることが指摘されている²³。日本銀行は、公共料金や家賃の伸びの低さを物価上昇率の低迷の要因に挙げている。特に総合指数の約15%のウェイトを占め、指数全体の動向に大きな影響を与えている持家の帰属家賃²⁴については、民営借家の家賃を基に推計されていることから、実態が適切に反映されていない可能性を指摘している²⁵。

2 政策修正に対する含意

日本経済が陥った「デフレ」の原因については、以前から幅広く議論されてきたところであり、日本銀行が今回公表した分析は、これらを踏まえると新味に乏しいものと言わざるを得ない²⁶。それでも、あえてこの時期に、日本銀行が物価に関する見解を明らかにしたことの背景には、短期間で物価目標の達成を困難と認めた上で、様々に指摘される副作用への対応を進め

¹⁸ 同上, pp.3-4.

¹⁹ 同上, pp.5-6.

²⁰ 値上げによる顧客減を恐れる企業は、表面価格の変更を避け、商品の容量等の小型化などで対応してきたとの指摘もある(渡辺努「物価と企業行動(上) 価格転嫁しやすい環境カギ(経済教室)」『日本経済新聞』2018.7.19.)。

²¹ 値上げが許容されるためには、「公正さ(fairness)」が認められることが重要とされる(吉川 前掲注(8), pp.150-154.)。例えば、運送業における人手不足を背景とした配送料金の値上げ等は、受け入れられやすいと考えられる。また、消費税率の引上げも、価格転嫁の環境整備として有効である可能性がある(同上)。

²² 需給ギャップや予想物価上昇率といったマクロ要因以外にも、特定部門における固有のショックが影響することも考えられる。日本銀行 前掲注(2), pp.8-9は、こうした部門ショックの例として、格安スマートフォン普及による携帯電話関連の値下げやインターネット通販の拡大にさらされた既存小売業の値下げ戦略を挙げている。

²³ 梅田雅信「日本の消費者物価指数の諸特性と金融政策運営」吉川洋編・内閣府経済社会総合研究所監修『デフレ経済と金融政策』(バブル/デフレ期の日本経済と経済政策2)慶應義塾大学出版会, 2009, pp.295-344.

²⁴ 家計の消費を捉える経済統計においては、持家に住むということ自体を持家サービスの消費とみなし、その価格として、実際には支払のない価格(帰属家賃)を想定するということが行われている。

²⁵ 日本銀行 前掲注(2), pp.10-11. 節税効果や金融機関による不動産融資の積極化を受けて、近年、民営借家の着工が増えており(家賃は低下傾向)、持家の帰属家賃をも低下させる要因となっていると見られる。

²⁶ 吉川 前掲注(8)のほか、翁邦雄『金利と経済—高まるリスクと残された処方箋—』ダイヤモンド社, 2017などが、デフレを金融政策によって解消可能な「貨幣的現象」と捉えるのではなく、実体経済にその原因を求める立場を示している。また、渡辺努編『慢性デフレ真因の解明』日本経済新聞出版社, 2016は、経済主体のミクロの経済行動の面からデフレの原因を論じており、今回の日本銀行の分析と重複する指摘も多く見られる。

つつ、金融緩和政策の持続性を高める狙いがあるものと考えられる²⁷。また、物価目標を長期的に達成すべきものと位置付け直し、金融緩和政策の転換（出口戦略）、特に副作用の強い大規模な資産買入れからの脱却を進めるための布石と見ることもできよう²⁸。

II 異次元金融緩和の副作用にどう対応するか？

本章では、日本銀行が、物価目標の実現に対するコミットメントを強め、金融緩和の持続性を強化する措置と説明する²⁹今回の政策修正について、その意義や効果を考察する。

1 長期金利操作目標の柔軟化

(1) 長短金利操作の概要

日本銀行が平成 28（2016）年 9 月に開始した現行の政策枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、長短金利の操作により適切なイールドカーブの形成を促し、金融緩和の効果を追求するとしている（長短金利操作（YCC: Yield Curve Control））³⁰。

このうち短期金利の調節については、金融機関が保有する日本銀行当座預金（以下「日銀当預」という。）の残高の一部（政策金利残高）に▲0.1%のマイナス金利が適用されている³¹。政策金利残高を保有する金融機関には、少しでも適用金利を上回る金利で他の金融機関へ貸出を行うインセンティブが生じるため、短期金融市場における金利も日銀当預への適用金利の近辺に定まるものと考えられる³²。なお、マイナス金利の適用は金融機関からの手数料徴収に相当するため、政策金利残高が積み上がるほど金融機関の負担が増し、短期金融市場への資金供給を増やす動きが生じて、金利に低下圧力がかかることとなる³³。

²⁷ 植田和男「日銀出口への難路（上）緩和効果・副作用の相反焦点（経済教室）」『日本経済新聞』2018.8.20。

²⁸ 「黒田緩和修正私の診断 実態は金融正常化策（木内登英氏）」『日本経済新聞』2018.8.8; 田中隆之「日銀出口への難路（中）市場味方に金利急騰回避（経済教室）」『同』2018.8.21。

²⁹ 日本銀行「総裁記者会見要旨（2018年7月31日）」2018.8.1, p.1. <https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2018/kk180801a.pdf>

³⁰ 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」」2016.9.21. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf> なお、イールドカーブ（利回り曲線）とは、債券の残存期間（横軸）と金利（縦軸）の関係を表すグラフである。長短金利の関係（金利の期間構造）に関する代表的な説明では、長期金利は将来の短期金利の水準に関する期待（予想）によって定まるとされる（期待理論）。また、期間が長くなるほど不確実性が高まることから、これに対する割増料（タームプレミアム）が必要となり、通常の場合、イールドカーブの形状は右上がり（順イールド）になる。例えば、市場参加者が景気拡大や金融引締めによる先行きの金利上昇を予想すると、イールドカーブの傾きは急になる（スティープ化）。反対に、先行きの金利低下が予想されると、イールドカーブの傾きは緩やかになり（フラット化）、当面の大きなリスクが認識されている場合などには、長短金利の水準が逆転して、イールドカーブが右下がり（逆イールド）となることもある。

³¹ 「準備預金制度に関する法律」（昭和 32 年法律第 135 号）は、預金取扱金融機関等が受け入れた預金等の一定割合に相当する金額を、日本銀行に対する預け金として保有することを義務付けている。平成 20（2008）年 11 月から開始された補完当座預金制度の下では、日銀当預残高のうち所要準備額を超える金額（超過準備）に対して利息を付すこととされている。平成 28（2016）年 1 月に導入されたマイナス金利政策においては、日銀当預を 3 階層に分割し、①QQE の下で金融機関が積み上げた既往残高（基礎残高）、②所要準備額等にマクロ加算額（基礎残高に一定の掛目を掛けて算出）を加えた残高（マクロ加算残高）、③①及び②を上回る部分（政策金利残高）のそれぞれに①プラス金利、②ゼロ金利、③マイナス金利を適用することとされた。

³² 金融機関は、資金決済や金融商品の売買に伴う日々の資金過不足を、金融機関同士が短期資金を融通し合うコール市場の取引で調整している。金融機関間の資金の受払は日銀当預の振替によって行われるため、コール取引は、取り手と出し手の間における日銀当預の過不足調整とみなすことができる。

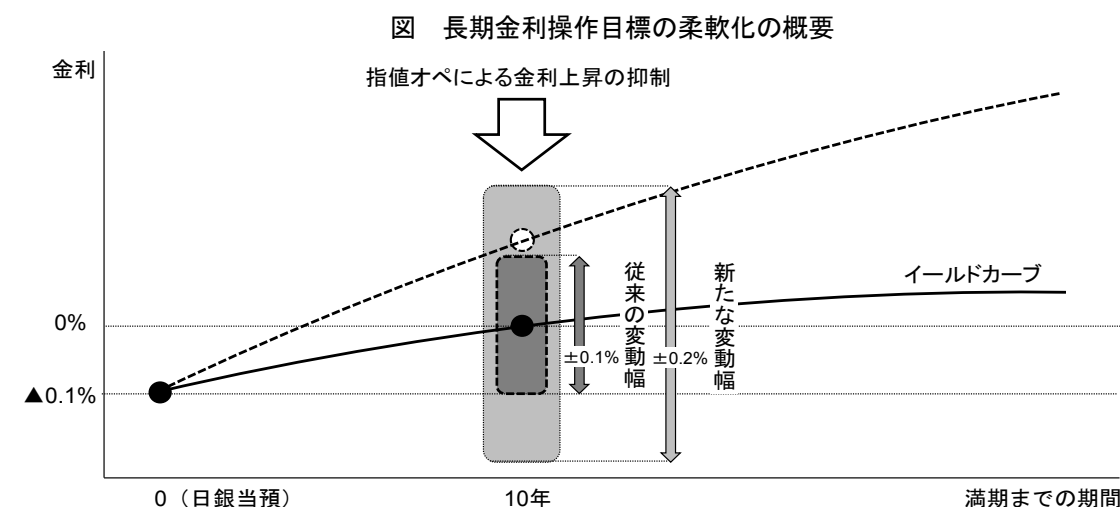
³³ 量的緩和によりマネタリーベースが大規模に供給される局面では、マイナス金利の適用対象となる超過準備が一方向的に増加していくと予想される。日本銀行はマイナス金利政策の導入に当たり、金融機関収益の過度な圧迫を防

他方、長期金利の調節については、10年物国債金利が0%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行うこととされている。日銀当預への付利という直接的な操作手段がある短期政策金利と異なり、長期金利の操作目標は、日本銀行がオペレーションを通じて長期国債を買入れることで、目標水準への市場金利の誘導を目指すこととなる³⁴。このため、誘導対象である10年物国債金利は、操作目標の周辺である程度の幅をもって変動することが許容されている。

日本銀行は、YCC導入に伴う新たなオペレーション手段として、日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）を導入した。これは、長期金利が上昇する局面等において、日本銀行が買取価格（利回り）を指定して長期国債を無制限に買入れるものであり、オファー時の市場金利、あるいは日本銀行の指定する利回りは、事実上、日本銀行が許容する操作目標からのかい離の上限を画するものと考えられる。日本銀行は、従来、10年物国債金利がおおむね0.100~0.110%超えをうかがうタイミングで指値オペを発動しており、その近辺を「防衛ライン」とみなしているものと理解されてきた³⁵。

(2) 政策修正の内容

今回の政策修正においては、経済・物価情勢等に応じて、長期金利が上下にある程度変動し得るものとすることが明示され³⁶、その変動幅についても、従来±0.1%程度であったところ、上下にその倍くらいの幅を念頭に置くこととされた（図）³⁷。



ぐための仕組みとして日銀当預の階層構造を導入した。今回の政策修正に際して、実務的な対応として政策金利残高の水準を減少させることとされたが、これは金融機関収益への配慮を示した措置と考えられる。

³⁴ 期待理論（前掲注(30)参照）では、「長期金利＝満期までの予想短期金利の平均＋タームプレミアム」となり、長期国債の買入れが長期金利の低下を促すことは説明できない。しかし、現実には長短金融市場の参加者は異なることから、長短金利はそれぞれの市場の需給に応じて、ある程度独立に決まるとの見方（市場分断仮説）もあり、これを前提とすると、中央銀行が長期国債の需給に働きかけることで、長期金利に影響を及ぼし得ることとなる。

³⁵ 指値オペは、今回の政策修正までに7回実施されている（巻末表）。オファー時の指定利回りが市場金利を上回る（債券価格が市場価格を下回る）水準に設定され、応札がなかった回もあった。政策転換への期待から、長期金利の上昇圧力が高まった平成30（2018）年7月下旬には3回実施されている。特に30日には、市場において10年物国債金利が0.110%まで上昇する中、0.100%の指定利回りがオファーされ、応札額は1兆6403億円に上った。

³⁶ 日本銀行 前掲注(1)

³⁷ 日本銀行 前掲注(29), p.2; 同「金融政策決定会合における主な意見（2018年7月30、31日開催分）」2018.8.8. <http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2018/opi180731.pdf>

(3) 意義及び効果

今回の政策修正において長期金利操作目標が柔軟化された背景には、異次元金融緩和が長期にわたって継続する中で、金融市場に副作用が蓄積されてきたとの指摘がある³⁸。主な副作用として挙げられるのは、①国債市場の機能低下と②金融機関収益の悪化の2点である。

①については、QQEの開始以降、日本銀行が国債を大量に買い入れたことから、市場の国債流通量は減少し、利回りの低下も相まって、金融機関が国債投資を手控える動きが生じているとされる。本来、市場金利（債券の価格）は経済動向に対する市場参加者の見方を反映して決まるはずである（価格発見機能）が、政策的に金利変動が抑えられており、投資家が投資戦略を持ちにくくなっている。また、金利変動幅の低下は、自己資金で売買（ディーリング）を行う証券会社等の収益機会を失わせている³⁹。一般に、国債を利用した各種の市場取引⁴⁰が円滑に行われるためには、債券市場の流動性が確保されていることが重要となるが⁴¹、現状では、債券市場の取引は細り、売買が成立しにくくなっていることが指摘される⁴²。取引が細ることで運用ノウハウが失われ、金融機関が債券運用部門を縮小するなどの動きも生じかねない。長期金利操作目標の柔軟化は、こうした国債市場の機能低下を改善するための措置と見られる⁴³。

②については、一般に短期で資金調達（預金等）を行い、長期で資金運用（貸出等）を行っている民間金融機関にとって、長短金利差の縮小（イールドカーブのフラット化）は、収益を悪化させる要因となり得る。長期にわたる低金利環境の継続が、金融仲介機能を弱めるとの指摘もあり⁴⁴、長期金利の上昇を許容する今回の措置は、そうした懸念に対する応答と見ることもできよう⁴⁵。もっとも、今回変動幅が拡大されたとは言え、10年物国債金利の上限はわずかに0.2%程度にとどまっており、金融機関の収益悪化への対応としては力不足とも考えられる⁴⁶。

³⁸ 大森 前掲注(5)

³⁹ 日本銀行金融市場局「「債券市場参加者会合」第7回議事要旨」2018.6.21。<<https://www.boj.or.jp/paym/bond/mbond1806.pdf>>

⁴⁰ 代表的な債券である国債は、多様な経済主体の資金運用手段となっているほか、金融機関が債券レポ取引等により資金調達の際の担保としても利用されている。国債利回りは、各種金融取引の基準金利として機能している。

⁴¹ 市場流動性について定まった定義はないが、大口取引を小さな価格変動で速やかに執行できる市場を流動性の高い市場とすることが多い。流動性を評価する指標としては、市場の取引量（volume）、買手と売手の提示価格の差（tightness）、市場の弾力性（resiliency）、市場の厚み（depth）などが考えられるが、債券流通市場は大部分が店頭取引によるため、データの取得に制約がある（崎山登志之・小林俊「現物国債市場の流動性—高粒度データによる検証—」2018.3。日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2018/data/ron180319a.pdf>）。

⁴² 「深層リポート 死に向かう国債市場 値幅取れず取引は細る」『週刊東洋経済』6803号、2018.7.21、pp.58-59。市場参加者を対象とした調査からも、異次元金融緩和の下で市場機能が顕著に低下したことがうかがえる（日本銀行金融市場局「債券市場サーベイ（2018年5月調査）」2018.6.1。<<http://www.boj.or.jp/paym/bond/bond1805.pdf>>）。

⁴³ 国債流通市場の育成・整備は、国債の安定消化につなげる観点から、発行当局（財務省）の関与の下で進められてきた。日本銀行は「政府の銀行」として、明治39年法律第34号（いわゆる「国債ニ関スル法律」。）第1条第2項に基づき、国債の発行、振替決済、元利金の支払等に関する事務を取り扱っている。

⁴⁴ 「藤原会長記者会見（みずほ銀行頭取）」2018.5.17。全国銀行協会ウェブサイト <<https://www.zenginkyo.or.jp/news/conference/detail/nid/9576/>>

⁴⁵ ただし、近年、民間銀行の貸出金利については、短期市場金利連動型の金利の比率が高まるなど、長期金利との連動性が薄れているとされる。その場合は、仮に長期金利が上昇したとしても、銀行経営への影響は限定的であると考えられる。

⁴⁶ 黒田東彦日本銀行総裁も、「金融機関の収益を改善するために金融政策を行うことは考えておりませんし、今回の措置も、（中略）国債市場の機能をより十全なものにするために、若干ですが変動幅を拡大するというだけです」と述べている（日本銀行 前掲注(29)、pp.13-14.）。

2 資産買入方針の柔軟化

(1) 資産買入れの概要

日本銀行は、QQE 導入以降、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、保有残高の増加ペースや平均残存期間について目標を定めた上で、長期国債の買入れを実施してきた。また、資産価格のリスクプレミアム⁴⁷に働きかける観点から、保有残高増加ペースの目標を定めて、上場投資信託（ETF）⁴⁸及び不動産投資信託（J-REIT）⁴⁹の買入れを実施してきた⁵⁰。平成 28（2016）年 9 月の長短金利操作付き量的・質的金融緩和導入に伴い、長期国債については、平均残存期間の目標が廃止され、保有残高増加ペースの目標も「めど」に格下げ（柔軟化）された。一方で、ETF 及び J-REIT については、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円ペースで買入れられるという量的な目標が維持されてきた。（表 1）

表 1 量的・質的金融緩和（QQE）導入以降の資産買入方針の変遷

	長期国債		ETF	J-REIT
	保有残高増加ペース	平均残存期間	保有残高増加ペース	保有残高増加ペース
平成 25（2013）年 4 月 4 日	年間約 50 兆円	7 年程度	年間約 1 兆円	年間約 300 億円
平成 26（2014）年 10 月 31 日	年間約 80 兆円	7～10 年程度	年間約 3 兆円	年間約 900 億円
平成 27（2015）年 12 月 18 日	↓	7～12 年程度	↓（注）	↓
平成 28（2016）年 7 月 29 日	↓	↓	年間約 6 兆円	↓
平成 28（2016）年 9 月 21 日	柔軟化（めど）	廃止	↓	↓
平成 30（2018）年 7 月 31 日	↓	-	柔軟化	柔軟化

（注）平成 27（2015）年 12 月 18 日には、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする ETF を、新たに年間約 3000 億円買入れる枠が設けられ、平成 28（2016）年 4 月から買入れを開始することとされた。この買入枠については、同年 7 月 29 日以降、年間約 6 兆円の目標に含まれている。

（出典）日本銀行の「金融市場調節方針に関する公表文」を基に筆者作成。

(2) 政策修正の内容

今回の政策修正において、日本銀行は、市場の状況に応じて ETF 及び J-REIT の買入額を調整することとした。また、実務的な対応として、ETF の銘柄別の買入額を見直し、東証株価指数（TOPIX）に連動する ETF の買入額を拡大することとした⁵¹。

(3) 意義及び効果

一般に中央銀行のオペレーションは、買入対象資産の価格形成への中立性が保たれるような形で実施することが原則とされており、日本銀行による大規模な資産買入れは、市場の資源配分機能をゆがめかねない、極めて異例な政策であると言える⁵²。特に長期国債の買入れについ

⁴⁷ リスクプレミアムとは、当該資産の取引に伴う不確実性に対して要求される割増料をいう。リスク性資産の利回りから安全資産の利回り（国債金利等）を引いたものが、その資産のリスクプレミアムと考えられる。

⁴⁸ 証券取引所に上場し、株価指数等の指標への連動を目指す投資信託であり、株式等を裏付け資産とする。

⁴⁹ 投資家から集めた資金で不動産を購入し、その賃貸収入や売却益を分配する投資信託。

⁵⁰ コマーシャル・ペーパー（CP）、社債等についても、保有残高の維持（償還分の再投資）が方針とされている。

⁵¹ 日本銀行 前掲注(1) 見直し前には、①TOPIX、日経平均株価（日経 225）、JPX 日経インデックス 400（JPX 日経 400）の 3 指数に連動する ETF の銘柄ごとの時価総額に比例した買入分が 3 兆円、②TOPIX 連動 ETF の銘柄ごとの時価総額に比例した買入分が 2.7 兆円、③「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする ETF の買入分が 3000 億円であったところ、見直しにより、①1.5 兆円、②4.2 兆円、③3000 億円の配分となった。

⁵² ただし、金融危機により信用収縮が生じるおそれがある局面などでは、信用秩序維持のためにこうした政策が有効となり得ると考えられる。

ては、国債の新規発行ペースを大きく上回る規模で実施され⁵³、政策の持続可能性や市場機能の低下を危惧する声が根強かった⁵⁴。平成 28（2016）年 9 月の保有残高増加ペース目標の柔軟化や前節で述べた長期金利操作目標の柔軟化は、こうした懸念に対応したものと考えられる⁵⁵。

ETF 及び J-REIT の買入れについても、日本銀行が圧倒的な買越し主体となることで、市場における価格形成をゆがめているとの指摘が見られる⁵⁶。特に、ETF については、参照する株価指数によって個別銘柄の組入れ比率に偏りがあることから、日本銀行の買入れを通じて特定企業の株式に買いが集中するという問題がある⁵⁷。また、これらの金融資産の買入れが物価上昇に波及する経路が明確でないこと、実際にリスクプレミアムの縮小につながっていることが検証できないこと、国債と異なり償還期限がない金融資産であるため処分時に困難が予想されることなども問題とされてきた⁵⁸。

今回の政策修正において、ETF 及び J-REIT の買入れ目標が柔軟化されたことについては、長期国債の場合と同様、これらの副作用に対応しつつ、事実上の買入規模の縮小を図るものと織り込む向きが多い⁵⁹。一方で、日本銀行の決定文自体は、市場の状況に応じて買入額の上下変動を許容すると述べているに過ぎず⁶⁰、増減の方向性は不確定であるため、景気悪化時には、買入増額を追加緩和手段として利用することも見越した措置であるとの指摘も見られる⁶¹。

3 政策金利のフォワードガイダンスの導入

(1) フォワードガイダンスの概要

日本銀行は、現行の金融政策の枠組みにおいて、先行きの政策に関する指針を公表している（フォワードガイダンス）。一般に政策金利がゼロまで下がると、伝統的な金融政策手段（金利操作）によって、金融緩和を行うことが難しくなる（ゼロ金利制約）。フォワードガイダンスによって人々の期待（予想）に働きかけることは、中央銀行がゼロ金利制約と格闘する中で生み出された、金融政策手段の重要なイノベーションとして高く評価されている⁶²。

⁵³ 新規発行を上回るペースでの買入れは、民間部門の国債保有量を減少させ、長期国債をめぐる超過需要の発生から長期金利を低下させることとなる（小黒一正「出口のためにも財政再建すべきだ」『エコノミスト』95 巻 40 号、2017.10.17, pp.68-69.）。

⁵⁴ 日本経済研究センター研究本部金融研究班『狭まる金融政策の選択肢—2016 年度金融研究報告—』2017, pp.7-18.

⁵⁵ 柔軟化された目標の下、国債保有残高の増加ペースは年間 50 兆円を下回り、事実上の出口戦略（stealth tapering）が進んでいるとの見方がある。もっとも、中央銀行による長期国債の大量買入れ・保有の最大の問題は、国の財政規律を緩め、財政への信認を失わせかねないことであると考えられるが、この点への対応はなされていない。

⁵⁶ 岩田一政ほか編著『金融正常化へのジレンマ』日本経済新聞出版社、2018, pp.147-195.

⁵⁷ 日経 225 の場合、東証一部上場企業全体を対象とする TOPIX と比べて構成銘柄数が少なく、指数算出方式の問題もあって偏りが生じやすい。市場に流通する浮動株が減少すると、株式市場の流動性低下につながりかねない。

⁵⁸ 井出真吾「日銀の出口戦略に関する考察—ETF の含み益で個人の資産形成を—」『ニッセイ基礎研 report』255 号、2018.6, pp.4-5; 大村敬一「日銀の ETF 買入れの功罪—企業経営に緩み、終了急げ— 株価形成ゆがませる恐れ（経済教室）」『日本経済新聞』2018.2.16; 左三川郁子「満期なき株 ETF の売却は難しい」『エコノミスト』96 巻 4 号、2018.1.30, pp.74-75.

⁵⁹ 「ETF「購入減」に困惑—見えない日銀の真意（スクランブル）」『日本経済新聞』2018.8.21; 「日銀の真意探る—市場—金利は様子見・ETF 購入減の見方」『読売新聞』2018.8.23.

⁶⁰ 日本銀行 前掲注(1)

⁶¹ 「日銀「軌道修正」の隠れた論点、不況に備え ETF 購入拡大に布石か」『ダイヤモンド・オンライン』2018.8.6. <<https://diamond.jp/articles/-/176561>> が、河野龍太郎氏（BNP パリバ証券チーフエコノミスト）の説として紹介。

⁶² 宮尾龍蔵『非伝統的金融政策—政策当事者としての視点—』有斐閣、2016, pp.1-39. フォワードガイダンスやリスク資産の買入れ、マネタリーベースを需要を上回る水準に増やす量的緩和、マイナス金利等は、いずれもゼロ金利制約を乗り越えるために案出された政策手段であり、非伝統的金融政策と総称されている。

フォワードガイダンスは、日本銀行が平成 11（1999）年 2 月に開始した「ゼロ金利政策」で導入されたのが嚆矢とされる。この際には、将来の政策金利の水準を低位に保つことを約束することで、長期金利の引下げを狙ったものと理解されており、「時間軸政策」とも呼ばれている⁶³。QQE 導入時には、マネタリーベースの無制限の増加を約束することで、期待インフレ率を引き上げようとするフォワードガイダンスが導入された。その後、長短金利操作付き量的・質的金融緩和導入時には、物価上昇率が目標値を行き過ぎるまで緩和の継続を約束する「オーバーシュート型コミットメント」が追加された。先行きの経済環境の変化を見越して、臨機応変に対応していくべき金融政策の自由度を低下させることとなるため、フォワードガイダンスには固有の難点も指摘されているが⁶⁴、強力な効果を有する政策手段であるとの理解が一般的である⁶⁵。

(2) 政策修正の内容

今回の政策修正において、日本銀行は従来の 2 本のフォワードガイダンスに加えて、新たに政策金利のフォワードガイダンスを加えた（表 2）⁶⁶。

表 2 現行の金融政策の枠組みにおける 3 本のフォワードガイダンス

<p>[平成 25（2013）年 4 月導入]</p> <p>① 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。</p> <p>[平成 28（2016）年 9 月導入]</p> <p>② 消費者物価指数（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】</p> <p>[平成 30（2018）年 7 月導入]</p> <p>③ 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いる。【政策金利のフォワードガイダンス】</p>
--

(注) ①の文言のうち「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の部分は、政策名称の変遷に伴って変更されてきた。(出典) 筆者作成。

(3) 意義及び効果

フォワードガイダンスについては、形式・内容の面から各種の分類が知られている⁶⁷。例えば、経済情勢と政策の見通しを予言的に述べる「デルフィ型 (Delphic)」か、将来の政策を確

⁶³ 期待理論（前掲注(30)参照）では、長期金利は現在から将来に向けた短期金利の水準に規定されると考えるため、中央銀行が一定期間、政策金利を低位に据え置くと約束することで、長期金利を引き下げられる可能性がある。

⁶⁴ 景気回復局面で緩和的なスタンスを維持すると、インフレが進みかねないため、中央銀行には金融引締めを行う（約束を破る）誘因が存在する。人々がこのような可能性を認識していると、中央銀行のコミットメントが信認されず、フォワードガイダンスの効果が減殺されると考えられる（植田和男『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する—』日本経済新聞社、2005、pp.73-95.）。

⁶⁵ マーク・ガートラー（日本銀行金融研究所）「フォワード・ガイダンスの有効性の再検討—日本からの教訓—」『金融研究』36 巻 4 号、2017.10、pp.47-70。ただし、現実において人々の期待が、政策の帰結を的確に織り込む（合理的期待形成）のではなく、過去の履歴の強い影響下にある（適合的期待形成）場合、フォワードガイダンスの効果は必ずしも強くないと考えられる。

⁶⁶ 日本銀行 前掲注(1)

⁶⁷ 木内登英『金融政策の全論点—日銀審議委員 5 年間の記録—』東洋経済新報社、2018、pp.223-240；翁邦雄『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策—』日本評論社、2013、pp.31-37。

言して裁量の余地を縛る「オデッセイ型 (Odyssean)」かなどの違いにより、信頼性や効果に差が生じ得ると考えられる⁶⁸。

QQE 開始時に導入されたコミットメント (表 2 の①) については、大規模な資産買入れをオープンエンドに (期限を明示しない形で) 実施する約束であり、当初は 2 年程度で実現するとの見通しも付されていたため、非常に強力な内容との見方があった⁶⁹。その一方で、YCC 導入以降は、長期国債買入れの量的な目標が廃止されており、2%の物価上昇が安定的に続くという「見通し」さえ立てば容易に政策修正に動ける内容との見方もある⁷⁰。

オーバーシュート型コミットメント (表 2 の②) についても、物価目標の実績値とリンクさせた縛りの強い内容との見方がある一方で⁷¹、字義どおりには、マネタリーベースがわずかでも拡大していれば良いとも解し得るため、物価目標達成前に出口対応に動くことを排除するものではないとの見方もある⁷²。

今回新たに導入された政策金利のフォワードガイダンス (表 2 の③) について、日本銀行は、早期に出口に向かうとの観測を完全否定するものと説明する⁷³。しかしながら、デルフィ型の曖昧な見通しを、不明瞭な時間軸で示すにとどまっており、効果を疑問視する見方も多い⁷⁴。

おわりに

平成 30 (2018) 年 9 月 20 日、自由民主党総選挙で安倍晋三内閣総理大臣が 3 選され、「デフレからの脱却」を最優先課題に掲げるアベノミクスの継続が固まった。選挙期間中には、安倍総理から「[金融緩和政策の出口の道筋を付けることを] 私の任期のうちにやり遂げたい」との発言もあり⁷⁵、今後、異次元金融緩和の出口に向けた議論が進む可能性がある。脱デフレを宣言することは、政権の経済政策の成果を示すことにつながる一方⁷⁶、金融緩和の出口における、①日本銀行の財務問題、②金融市場に対するショック、③財政に対するショックも懸念され、慎重な対応が求められる⁷⁷。政府の財政健全化の取組と金融政策の協調が重要となる⁷⁸。

米欧の中央銀行が世界金融危機後に実施した大規模金融緩和からの出口対応を進める中、新興国の通貨不安や米国の貿易政策をめぐる不確実性が高まり、世界経済の先行きには不透明感が漂っている⁷⁹。日本経済についても、消費税率の引上げや五輪需要の反動減などが、景気のり

⁶⁸ 古代ギリシャの都市国家デルフォイにはアポロン神殿が置かれ、神憑りとなった巫女が神託を宣べ、神官がそれを難解多義な韻文形式で伝えたとされる。また、ギリシャ叙事詩『オデュッセイア』で、英雄オデュッセウスは水夫の耳を蠟で封じ、自らをマストに縛り付けて、美しい歌声で船乗りを惑わせる怪物セイレーンの難を逃れた。

⁶⁹ 宮尾 前掲注(62)

⁷⁰ 「黒田総裁続投の日銀 緩和修正の思惑けん制へ」『日本経済新聞』2018.2.15.

⁷¹ 同上

⁷² 「「物価 2%」響かない批判 (日銀ウオッチ)」『日本経済新聞』2017.9.14, 夕刊.

⁷³ 日本銀行 前掲注(29), p.8.

⁷⁴ 「黒田緩和修正私の診断 拙速な玉虫色の決定 (早川英男氏)」『日本経済新聞』2018.8.8. QQE 導入以降の日本銀行の政策決定が、サプライズ戦略を多用してきたことから、市場の不信を招き、フォワードガイダンスの効果が低下しているとの指摘も見られる (木内 前掲注(67))。

⁷⁵ 「自民党総裁選立候補者討論会」2018.9.14, pp.19-20. 日本記者クラブウェブサイト <<https://www.jnpc.or.jp/files/2018/10/e1d7170d-dd3c-4176-b900-e5783f01a384.pdf>> [] 内は筆者補記。

⁷⁶ 「「デフレ脱却宣言」めざす 官房長官」『日本経済新聞』2018.7.25.

⁷⁷ 大森 前掲注(5)

⁷⁸ 「白川前総裁、退任後初会見 出口政策、財政と協調を」『日本経済新聞』2018.10.23.

⁷⁹ International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*, 2018.10, pp.xiii-xv. <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weo1801.pdf>>

スク要因に挙げられている⁸⁰。これらのリスクの高まりが懸念される中、日本銀行が十分な出口対応を進められるか否か、今後の展開が注目される⁸¹。

www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2018/October/English/main-report/Text.ashx?la=en

⁸⁰ 「日本経済の4つの壁（大機小機）」『日本経済新聞』2018.10.12.

⁸¹ 「日銀利上げ阻む「法則」 政権が望む本格的出口に壁」『日本経済新聞』2018.10.7. 景気拡大期に利上げや中央銀行保有資産の縮小、公的債務の削減等を進めておくことは、次の景気後退期に金融緩和・財政出動の余地を確保する上で重要と考えられる（「金融政策の余地乏しく トリシェ欧州中銀前総裁」『日本経済新聞』2018.9.11.）。

巻末表 第2次安倍政権発足以降の日本銀行の金融政策をめぐる動き

2012年12月26日	第2次安倍晋三政権発足 同月から現在の景気回復局面（第16循環）が開始
2013年1月22日	日本銀行が物価安定の目標を導入、政府・日本銀行が共同声明を公表
2013年3月20日	黒田東彦総裁、岩田規久男・中曽宏副総裁就任
2013年4月4日	量的・質的金融緩和（QQE）の導入 <ul style="list-style-type: none"> ・物価安定の目標を「2年程度の期間を念頭に置いて」できるだけ早期に実現 ・操作目標を短期金利（コールレート）からマネタリーベースに変更 ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約60～70兆円に ・長期国債の残高増加ペースを年間約50兆円、平均残存期間を7年程度に ・ETFの買入額を年間約1兆円、J-REITの買入額を年間約300億円に
2013年4月9日	黒田総裁再任
2014年4月1日	消費税率引上げ（5%→8%）の実施
2014年10月31日	量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和） <ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約80兆円に ・長期国債の残高増加ペースを年間約80兆円、平均残存期間を7～10年程度に ・ETFの買入額を年間約3兆円、J-REITの買入額を年間約900億円に
2014年11月18日	安倍総理が消費税率引上げ（8%→10%）の延期を表明
2015年4月30日	物価目標の達成時期を延期（1回目：2015年度を中心とする期間→2016年度前半頃）
2015年10月30日	物価目標の達成時期を延期（2回目：2016年度前半頃→2016年度後半頃）
2015年12月18日	QQEを補完するための諸措置（長期国債の平均残存期間を7～12年程度に、年間約3000億円のETF買入枠の新設等）
2016年1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入 <ul style="list-style-type: none"> ・日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利
2016年4月28日	物価目標の達成時期を延期（3回目：2016年度後半頃→2017年度前半頃） 物価目標の達成時期を延期（4回目：2017年度前半頃→2017年度中） 熊本地震被災地金融機関支援オペを導入
2016年6月1日	安倍総理が消費税率引上げ（8%→10%）の再延期を表明
2016年7月29日	金融緩和の強化（ETFの買入額を年間約6兆円に）
2016年9月21日	QQE導入以降の政策効果等について「総括的な検証」を公表
	長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和の導入 <ul style="list-style-type: none"> ・短期政策金利：日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利 ・長期金利操作目標：10年物国債金利がおおむね0%程度で推移 ・物価目標達成までマネタリーベース拡大方針を継続（オーバーシュート型コミットメント） ・長期国債の残高増加ペース目標を「めど」に格下げ、平均残存期間の定めを廃止
2016年11月1日	物価目標の達成時期を延期（5回目：2017年度中→2018年度頃）
2016年11月17日	長期金利操作目標を維持するための指値オペを初実施（その後、2017年2月3日、7月7日、2018年2月2日、7月23日、27日、30日にも実施）
2017年7月20日	物価目標の達成時期を延期（6回目：2018年度頃→2019年度頃）
2017年11月13日	黒田総裁が講演で、金融仲介機能を損なう過度の金利低下（リバーサル・レート）に言及
2018年3月20日	雨宮正佳・若田部昌澄副総裁就任
2018年4月9日	黒田総裁再任
2018年4月27日	物価目標の達成時期に関する記述を廃止
2018年7月31日	「貸金・物価に関する分析資料」を公表
	強力な金融緩和継続のための枠組み強化（政策修正） <ul style="list-style-type: none"> ・政策金利のフォワードガイダンスを導入 ・長期金利操作目標の柔軟化（経済・物価情勢等に応じた変動を許容） ・ETF・J-REITの残高増加ペース目標を柔軟化（市場の状況に応じた買入額の変動を許容） ・マイナス金利が適用される政策金利残高の見直し、ETFの銘柄別買入額の見直し
2018年9月14日	安倍総理が金融緩和の出口に言及（「私の任期のうちにやり遂げたい」）
2019年10月1日	消費税率引上げ（8%→10%）の実施（予定）

（出典）筆者作成。