

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年間を振り返って—
他言語論題 Title in other language	Major Issues in Monetary Policy at the Bank of Japan: Looking Back on the Five Years under Kuroda's Leadership
著者 / 所属 Author(s)	大森 健吾 (Omori, Kengo) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融課
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	808
刊行日 Issue Date	2018-05-20
ページ Pages	25-45
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	「量的・質的金融緩和」(QQE)導入以降の日本銀行の金融政策については、効果や副作用をめぐる様々な議論が見られる。金融緩和の出口においては、金融市場や財政への影響も懸念される。

* 掲載論文等は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰(めいせき)性等の観点からの審査を経たものです。

* 意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることをお断りしておきます。

異次元金融緩和をめぐる論点

—黒田総裁下の5年間を振り返って—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
財政金融課 大森 健吾

目 次

はじめに

I 黒田総裁下の5年間における金融政策

- 1 金融政策の枠組みの変遷
- 2 日本銀行による「総括的な検証」

II 金融政策の枠組みをめぐる各論点

- 1 非伝統的金融政策の効果
- 2 物価目標の妥当性

III 異次元金融緩和の副作用をめぐる各論点

- 1 財政規律を緩める作用
- 2 資源配分をゆがめる作用
- 3 金融仲介機能を弱める作用

IV 異次元金融緩和の出口をめぐる各論点

- 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

おわりに

要 旨

- ① 日本銀行は、平成 25 (2013) 年 1 月に 2% の物価目標を導入し、同年 4 月から「量的・質的金融緩和」(QQE) を開始した。本稿では、QQE 導入以降の金融政策をめぐる各論点について、効果や副作用、今後の課題を整理する。
- ② QQE は、マネタリーベースを操作目標とし、長期国債や ETF を大量に買い入れるなどの非伝統的金融政策を駆使して、実質金利の引下げや資産価格の上昇を通じた实体经济への働きかけを行うとした。
- ③ その後、平成 28 (2016) 年 1 月にはマイナス金利政策の導入が、また、同年 9 月には長短金利操作 (YCC) の導入が決定されたが、物価目標は達成されるに至っていない。一方で、景気回復は長期間に及んでおり、金融緩和の継続によりバブルが生じる懸念も示されている。
- ④ QQE については、円安や株高を通じて景気を刺激し、デフレ脱却に向けて効果を発揮したとの評価がある一方で、a. 日本銀行の国債保有により財政規律が緩む、b. 金融資産の大量買入れにより市場機能がゆがむ、c. 過度の金利低下により金融機関の経営が悪化するなどの副作用も指摘されてきた。
- ⑤ 今後迎える金融緩和の出口の局面では、a. 日本銀行の財務が悪化し適切な金融政策を行えなくなる、b. 長期金利の上昇により金融市場が動揺する、c. 国債の利払負担の増大により財政危機が生じるなどのリスクが予想される。

はじめに

日本銀行は、平成 25 (2013) 年 1 月 21・22 日の金融政策決定会合において、「消費者物価の前年比上昇率が 2%」の「物価安定の目標」(Price Stability Target) を新たに導入し、この目標の下で金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指すことを決定した⁽¹⁾。また、政府と日本銀行は、デフレからの早期脱却⁽²⁾と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、政策連携を強化し、一体となって取り組むとする「共同声明」(joint statement) を公表した。⁽³⁾

その後、同年 3 月 20 日には、黒田東彦氏(前アジア開発銀行総裁)が新たに日本銀行総裁に任命され、4 月 3・4 日の金融政策決定会合において、2 年程度の期間を念頭に、物価安定の目標をできるだけ早期に実現するため、新たな金融政策の枠組みとして「量的・質的金融緩和」(Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE) の導入が決定された⁽⁴⁾。会合後の記者会見で、黒田総裁は、「量的にみても、質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和を行う」と述べ⁽⁵⁾、新たな枠組みは、「異次元金融緩和」の呼称と共に、金融市場に衝撃をもって迎えられた⁽⁶⁾。しかしながら、その後のマイナス金利や長短金利操作(Yield Curve Control: YCC)といった政策手段の追加投入を経ても、現在に至るまで物価安定の目標は実現されていない。

本稿においては、QQE 導入以降の 5 年間にわたる我が国の金融政策について、議論の整理を試みる。

* 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 3 月 30 日である。

- (1) 一般に物価目標(inflation targeting)の導入として理解される。物価目標は、元来、物価上昇率が高い国において、中央銀行によるインフレーション抑制へのコミットメントを示すものとして採用されてきた経緯があり、我が国のようにデフレーションが課題となる局面における有効性に疑問を呈する見方もある(翁邦雄『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社, 2011, pp.222-230.)。しかしながら、これを強力に推奨する意見もあり(伊藤隆敏『インフレ目標政策』日本経済新聞出版社, 2013, pp.108-162.)、導入に向けた政治からの圧力も強かったとされる(鯨岡仁『日銀と政治—暗闘の 20 年史—』朝日新聞出版, 2017, pp.205-267.)。
- (2) 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、物価水準の継続的な下落(デフレ)が問題となった。政府の月例経済報告は、2 度にわたりデフレを宣言している(平成 13 (2001) 年 3 月~18 年(2006) 8 月及び同 21 (2009) 年 11 月~)。デフレの進行は、実質金利(=名目金利-予想物価上昇率)の上昇を通じて設備投資や雇用を減退させ、景気の一層の低迷(デフレ・スパイラル)を招くおそれがある。深刻な不良債権問題に起因する金融不安や企業が新たな商品・サービスを生み出す活動(イノベーション)の欠如が、日本経済の長期停滞をもたらし、その結果、デフレに陥ったと指摘されている(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.195-221.)。
- (3) 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> 中央銀行の独立性には、一般に「目的の独立性」と「手段の独立性」とがあるとされ、前者について、具体的な政策目標を設定する権能を政府と中央銀行のいずれが(あるいは共同で)有するかという点で、各国の対応が異なっている(白川方明『現代の金融政策—理論と実際—』日本経済新聞出版社, 2008, pp.86-110.)。黒田東彦総裁は、共同声明の下でも日本銀行が目的の独立性(自主性)を保持しているとの見解を示している(「デフレ心理 再び挑む 5 年 黒田日銀総裁「目標に独立性を維持」 若田部氏と相違」『日本経済新聞』2018.3.10.)。
- (4) 日本銀行「量的・質的金融緩和」の導入について」2013.4.4. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf>
- (5) 日本銀行「総裁定例記者会見(2013年4月4日)要旨」2013.4.5, p.2. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf>
- (6) 「噴き上がる日銀バブル」『エコノミスト』91 巻 17 号, 2013.4.9, pp.18-36; 「次元の異なる金融緩和」の受けとめ方『金融財政事情』64 巻 17 号, 2013.4.29・5.6, pp.48-77.

I 黒田総裁下の5年間における金融政策

1 金融政策の枠組みの変遷

日本銀行は、QQE 導入に際して、①金融市場調節の操作目標を短期金利からマネタリーベース⁽⁷⁾へ変更し、②これを増加させるために、長期国債、指数連動型上場投資信託 (ETF)⁽⁸⁾及び不動産投資信託 (J-REIT)⁽⁹⁾の買入額を増やし、買い入れる国債の平均残存期間を長年限化させることとした。また、③物価安定の目標が安定的に持続するようになるまで、QQE を継続すると宣言した。⁽¹⁰⁾

平成 26 (2014) 年 10 月 31 日の金融政策決定会合においては、同年 4 月の消費税率引上げ後の需要の弱さや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いているとして、マネタリーベースの増加ペース及び資産の買入れペースを上げ、国債の平均残存期間も延長することを決定した (追加緩和)⁽¹¹⁾。平成 27 (2015) 年 12 月 17・18 日の金融政策決定会合においては、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート及び QQE の円滑な遂行のための措置 (QQE を補完するための諸措置) として、新たな ETF 買入枠の設定や国債の平均残存期間の延長を決定した⁽¹²⁾。

平成 28 (2016) 年 1 月 28・29 日の金融政策決定会合においては、中国を始めとする新興国経済に対する先行き不透明感が金融市場を不安定化させ、デフレ心理の改善が進んでいないとし、さらなる金融緩和措置として、④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。) の一部に▲0.1% のマイナス金利を適用することを決定した⁽¹³⁾。

同年 7 月 28・29 日の金融政策決定会合においては、海外経済・国際金融市場をめぐる不透明感などを背景に物価見通しに関する不確実性が高まっているとして、ETF 買入額の増額を決定するとともに、物価目標を早期に実現する観点から、QQE 導入以降の経済・物価動向や政策効果について「総括的な検証」を行うことを予告した⁽¹⁴⁾。9 月 20・21 日の金融政策決定会合にお

(7) マネタリーベースは、日本銀行当座預金 (以下「日銀当預」という。) と流通現金 (日本銀行券発行高及び貨幣流通高) からなる。通常時においては、民間部門の信用創造の基礎となり、経済全体に供給される通貨量 (マネーストック) を大きく規定すると考えられている。「準備預金制度に関する法律」(昭和 32 年法律第 135 号) は、受け入れた預金等の一定割合に相当する資金を、日本銀行に対する預け金として保有することを金融機関に義務付けている。日本銀行は資金需給を踏まえて、金融資産を担保とする貸付や債券の売買等の形式によるオペレーション等の手段によって、日銀当預の需給を調整している (東短リサーチ株式会社編『東京マネー・マーケット 第 7 版第 8 刷』有斐閣, 2016, pp.1-60; 日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣, 2011, pp.98-127.)。

(8) ETF とは、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る。運用会社が指定する現物株バスケットを指定参加者 (証券会社、機関投資家等) が拠出することで ETF が設定され、持分を示す受益証券が発行される。日本銀行が ETF 流通市場で受益証券の買入れを行うと、受益証券と比べて割安となった現物株を指定参加者が買入れて、新たに ETF を設定する動きが生じるため、株式流通市場においても株価が上昇することとなる (井出真吾・南正太郎「日銀の ETF 買入が市場を歪めている」は本当か—現物株市場に及ぼす影響の一考察—『資本市場』335 号, 2013.7, pp.18-25.)。

(9) J-REIT とは、投資家から集めた資金で不動産を購入し、その賃貸収入や売買益を分配する投資信託である。

(10) 日本銀行 前掲注(4)

(11) 日本銀行「量的・質的金融緩和」の拡大」2014.10.31. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf>

(12) 日本銀行「当面の金融政策運営について」2015.12.18. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/k151218a.pdf>

(13) 日本銀行「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」2016.1.29. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf>

(14) 日本銀行「金融緩和の強化について」2016.7.29. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160729a.pdf>

いては、「総括的な検証」を決定・公表するとともに、新しい政策枠組みとして、⑤マネタリーベース目標を廃止して長短金利の操作について方針を示し（YCC）⁽¹⁵⁾、⑥消費者物価指数（生鮮食品を除く。）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と追加で宣言した（オーバーシュート型コミットメント）⁽¹⁶⁾。

QQE 導入以降の金融政策の変遷を、表1に示す。

表1 量的・質的金融緩和（QQE）導入以降の金融市場調節方針の変遷

		平成25年4月4日	平成26年10月31日	平成28年1月29日	平成28年9月21日
		QQE 導入	追加緩和	マイナス金利導入	長短金利操作（YCC）導入
物 価 目 標		消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現	—	2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現	同左
操 作 目 標		マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加	マネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加	【金利】日銀当預のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 【量】同左 【質】下欄の資産買入れ方針を参照	【短期金利】日銀当預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年物国債金利がおおむね0%程度で推移
資 産 買 入 れ	長 期 国 債 (保有残高)	保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加	保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加	同左	保有残高の増加額年間約80兆円をめど
	(平均残存期間)	買入れの平均残存期間を、国債発行残高の平均並みの7年程度に延長	買入れの平均残存期間を7～10年程度に延長	買入れの平均残存期間は7～12年程度 ^(注1)	買入対象は引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止
	E T F	保有残高が年間約1兆円に相当するペースで増加	保有残高が年間約3兆円に相当するペースで増加	同左 ^(注2)	保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加 ^(注3)
	J-R E I T	保有残高が年間約300億円に相当するペースで増加	保有残高が年間約900億円に相当するペースで増加	同左	同左
フ ォ ワ ー ド ガ イ ダ ン ス (将来の政策の指針)		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QQEを継続	同左	同左（マイナス金利付きQQEを継続）	【オーバーシュート型コミットメント】 ①同左（YCC付きQQEを継続） 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

(注1) 平成27(2015)年12月17・18日の金融政策決定会合において、QQEを補完するための諸措置の導入が決定され、平成28(2016)年1月から平均残存期間を7～12年程度とすることとされた。

(注2) 注1の措置により、「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3000億円買入れの枠が設けられ、平成28(2016)年4月から買入れを開始することとされた。

(注3) 平成28(2016)年7月28・29日の金融政策決定会合において、保有残高が年間約6兆円（注2の3000億円枠を含む。）に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととされた。

(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。

(15) 具体的には、日銀当預のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する（短期金利）とともに、10年物国債金利がおおむね0%程度で推移する（長期金利）よう長期国債の買入れを行うとした。長期国債の買入れペースは、年間約80兆円の保有残高増加を「めど」とするとした。また、長短金利操作を実施するための手段として、新たに日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）等が導入された。

(16) 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>

2 日本銀行による「総括的な検証」

日本銀行は、平成 28 (2016) 年 9 月 20・21 日の金融政策決定会合において、「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」を行った⁽¹⁷⁾。「総括的な検証」は、QQE の想定した政策効果の波及経路について次のように説明している⁽¹⁸⁾。

まず、主たる波及経路として想定されたのは、実質金利の低下を通じた働きかけである⁽¹⁹⁾。
①日本銀行が 2% の物価目標に対する強力なコミットメントの下で大規模な金融緩和を実施し、人々のデフレマインドを転換して、予想物価上昇率を引き上げる⁽²⁰⁾。②日本銀行による長期国債の買入れによって、イールドカーブ (利回り曲線) 全体にわたって名目金利に下押し圧力を加える⁽²¹⁾。③これらによって、実質金利を押し下げる。実質金利が低下すれば、④需給ギャップが改善し⁽²²⁾、⑤予想物価上昇率の上昇と相まって現実の物価上昇率を押し上げ、⑥「適合的な期待形成」⁽²³⁾を通じて予想物価上昇率がさらに上昇して、一連のプロセスを一段と強める。

さらに、株価や為替レートなどの資産価格を通じた波及経路も想定されている。⑦緩和的な金融環境の下における経済動向を反映し、又は先取りする形で株高・円安が進むと、経済・物価面に好影響が及ぶほか、⑧投資家がリスク性資産への選好を高めることで、このプロセスがより強まり、金融機関による貸出の増加なども期待される。

現実の経済における以上のメカニズムの実現について、「総括的な検証」は、QQE が経済・物価の好転をもたらす、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の認識を示している。その上で、物価目標が未達となっている理由を、a. 原油価格の下落、b. 消費税率引上げ後の需要の弱さ、c. 新興国経済の減速や国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因の発生、d. その影響による予想物価上昇率の弱含み⁽²⁴⁾に求めている⁽²⁵⁾。しかしながら、このような政策効果に対する評価の可否や金融緩和の副作用をめぐっては、多くの議論が見られる。

(17) 日本銀行 同上

(18) 「総括的な検証」本体は簡素なペーパーであるが、併せて公表された説明資料 (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】2016.9.21. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf>) に詳細な解説があり、以下の記述はこれも踏まえたものである。なお、「総括的な検証」については、兩宮卓史「日銀の総括的検証と新たな枠組み」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.928, 2016.11.15. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10213571_po_0928.pdf?contentNo=1> も参照。

(19) 物価の変動は経済主体の行動に影響を及ぼすため、金融政策においては、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利に働きかけることが重要となる。

(20) 均衡状態が複数あるようなモデルを想定して、心理的なショックを与えることで、経済を悪い均衡 (デフレ) から良い均衡 (適度のインフレ) へとジャンプアップさせる荒療治として、QQE を理解する見方も示されている (翁邦雄『日本銀行』筑摩書房, 2013, pp.243-254.)。岩田規久男前副総裁らは、従来、政策当局がルール変更を大胆に打ち出すことで、人々の期待を変化させるという「レジーム転換」を重視する主張を行ってきた (岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社, 2004, pp.277-302.)。

(21) イールドカーブとは、ある金融資産の残存期間ごとの利回りを示したグラフを指す。

(22) 需給ギャップ (GDP ギャップ) は、一国の総需要 (現実の GDP) が、現存する経済構造を前提とした供給力 (潜在 GDP) からどの程度かい離しているかを示す。これが正方向に拡大すると物価上昇率が高まる (湯本雅士『デフレ下の金融・財政・為替政策—中央銀行に出来ることは何か—』岩波書店, 2011, pp.120-132.)。

(23) 日本銀行は、予想物価上昇率について、中央銀行の物価目標への信認による「フォワード・ルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の 2 つの要素で形成されるとしている。

(24) 「フォワード・ルッキングな期待形成」が十分に強く働いていれば、現実の物価が中央銀行の目標を外れていても、物価が目標へ向けて戻る力が働く (予想物価上昇率が「アンカーされている」状態) が、「総括的な検証」は、長期にわたるデフレの下で我が国では「適合的な期待形成」の影響が強く、それが物価目標の達成を妨げていると分析している (日本銀行 前掲注(18))。この分析に対しては、そもそも中央銀行がインフレ予想をアンカーし得るという主張に懐疑的な見方も根強くある (吉川 前掲注(2), pp.140-148.)。

(25) 日本銀行 前掲注(16)

次章以降において、その主な論点を紹介する。

II 金融政策の枠組みをめぐる各論点

1 非伝統的金融政策の効果

日本銀行は、従来、金融機関が短期の資金貸借を行う市場であるコール市場における金利に誘導目標水準（政策金利）を定めて、資金の供給や吸収を行ってきた（金融市場調節）⁽²⁶⁾。我が国では、バブル経済の崩壊以降、不良債権処理の遅れ等から大きな金融危機にも見舞われ、政策金利は、1990年代半ば以降、非常に低い水準で推移してきた⁽²⁷⁾。一般に、名目金利をゼロ以下に下げることができないと考えられており（「ゼロ金利制約」(zero lower bound)）、政策金利がゼロ近傍まで下がってしまうと、通常の政策手段による金融緩和は困難となる。しかしながら、名目金利に引下げ余地がない場合においても、何らかの方法で予想物価上昇率を引き上げることができれば、実質金利を引き下げ、金融緩和を行うことが可能と考えられる。⁽²⁸⁾

近年、我が国を始めとする主要国においては、ゼロ金利制約に直面した中央銀行が様々な政策手段を動員して、大規模な金融緩和を実施した⁽²⁹⁾。新たに試みられたこれらの政策手段については、名目短期金利を操作する「伝統的金融政策」(conventional monetary policy)との対比で、「非伝統的金融政策」(unconventional monetary policy)と総称されている。両者の主な政策手段を、表2に示す。

QQE 導入以降の金融政策においても、非伝統的金融政策が採用されているが、その効果をめ

⁽²⁶⁾ 金融市場調節の政策変数としては、金利と通貨供給量とが考えられる。このうち、金利を重視する立場（Keynesian）は、短期金融市場における金利が長期を含めた市場金利全般に影響を与え、实体经济における消費や投資、資産価格や為替レート、さらには物価へと波及していくと考える。一方で、通貨量を重視する立場（Monetarist）は、中央銀行が供給するマネタリーベース（準備）と通貨量との間に一定の比例関係（信用乗数）があるとし、また通貨量と实体经济との間には、「通貨量×通貨回転率＝物価×取引高（ $MV=PT$ ）」（フィッシャーの交換方程式）又は「通貨量＝ k （「マーシャルの k ）」×一般物価水準×生産量（ $M=kPY$ ）」（ケンブリッジ交換方程式）という関係があるとする（貨幣数量説）。現実の経済では、通貨量を操作して金利が内生的に決まることとすると、金利の乱高下が設備投資等の動向を通じて景気変動を大きくしかねない。このため、中央銀行は通常の場合、金利操作を選択すると考えられる（湯本雅士『金融政策入門』岩波書店、2013、pp.48-60；小林照義『金融政策』中央経済社、2015、pp.64-72、134-137.）。かつては、日本銀行が金融機関に資金を貸し出す際の基準金利（公定歩合）が政策金利の役割を果たしてきた。その後、金利の自由化に伴って公定歩合と各種金利の連動性が薄れ、日本銀行の金融調節も公開市場操作（オペレーション）によることが多くなったことから、無担保コールレート（オーバーナイト物）が政策金利として重視されるようになった（日本銀行金融研究所編 前掲注(7)、pp.97-132.）。

⁽²⁷⁾ 鈴木淑夫『試練と挑戦の戦後金融経済史』岩波書店、2016、pp.107-135。平成11（1999）年2月12日の金融政策決定会合では、政策金利が「できるだけ低めに推移するよう」、「当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」とされ、速水優総裁（当時）は、16日の記者会見で「ゼロになっても良いという位の気持ち」と述べた（ゼロ金利政策）。また、4月13日の記者会見では、「デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは」ゼロ金利政策を続けていくと述べた。これは、将来の短期金利の水準を約束することによって、予想短期金利に規定される長期金利の引下げを狙ったものであると考えられ、「時間軸政策」と呼ばれている（小林 同上、pp.139-150；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.59-95.）

⁽²⁸⁾ 池尾和人『連続講義・デフレと経済政策—アベノミクスの経済分析—』日経BP社、2013、pp.45-50；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、pp.1-39.

⁽²⁹⁾ 我が国の「失われた20年」において、日本銀行は、ゼロ金利政策（平成11（1999）年2月～12（2000）年8月）、量的緩和政策（平成13（2001）年3月～18（2006）年3月）、各種のリスク性資産の買入れ、これらを組み合わせた包括的な金融緩和政策（平成22（2010）年10月～25（2013）年4月）等を順次導入した。また、2007年のサブプライム危機に端を発し、2008年のリーマンショック、2010年以降の欧州債務危機へと続いた一連の金融システム危機に対応するため、米・欧・英の各中央銀行は、国債等の大規模買入れや「信用緩和」(Credit Easing)と呼ばれる非伝統的資産（リスク性資産）の買入れを実施した。

表2 伝統的金融政策と非伝統的金融政策

伝統的金融政策	名目短期金利操作（0%以上） 中央銀行の金融調節による金利の変化により、①企業の設備投資や家計の消費に影響を与える（金利チャンネル）、②企業のバランスシートにおける自己資本比率を変化させ、外部資金調達プレミアムに働きかける（バランスシート・チャンネル）、③為替レートを変動させ、輸出や物価に影響を与える（為替レート・チャンネル）、④金融機関のリスク選好度を変化させる（リスクテイキング・チャンネル）などの経路で政策効果が波及する。
非伝統的金融政策	マネタリーベースの増加（量的緩和） 中央銀行が必要以上の準備を供給することで、①金融機関による貸出の増加等（ポートフォリオ・リバランス効果）、②金融システムの安定化、③インフレ期待の形成等を促す。 長期国債の買入れ 中央銀行が特定の年限の長期国債の需給に働きかけることで、長期金利の低下を促す。 非伝統的資産（リスク性資産）の買入れ（信用緩和） 中央銀行がリスクの高い資産を買い取ることで、①金融機関の資産保有に伴うリスクの軽減、②資産価格の下支え、③リスクプレミアムの低下等を促す。 政策金利のフォワードガイダンス（時間軸政策） 中央銀行がゼロ金利を将来にわたって継続することを宣言することで、将来の政策金利への予想に働きかけ、長期金利の低下を促す。 資産買入れのフォワードガイダンス 中央銀行による大規模な資産買入れを、政策目標の達成とリンクさせて期限を示さずに実施することで、緩和的な金融環境の持続を予想させ、長期金利の低下を促す。 マイナス金利 金融機関が保有する中央銀行当座預金にマイナスの付利を行うことで、①名目金利の引下げ、②金融機関が保有する過剰準備のリスク性資産への振り替わり等を促す。

（出典）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；両宮正佳「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論—「金融市場パネル40回記念コンファレンス」における講演—」2017.1.11. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko170111a1.pdf>; 小林照義『金融政策』中央経済社、2015、pp.107-121を基に筆者作成。

ぐっては、次のような議論が見られる。

(1) マネタリーベース拡大の「量的」効果

ゼロ金利制約に直面した場合の緩和手段として、マネタリーベースを増やすこと（量的緩和）が考えられる。名目金利が0%近傍まで下がってしまうと、追加的に通貨供給量を増やしても金利は低下せず、したがって何ら経済的な効果が生じない「流動性の罠」(liquidity trap)と呼ばれる状態に陥るとされる⁽³⁰⁾。しかしながら、この状態においても、さらに資金供給量を増やすことで、何らかの経路から将来のインフレ予想に働きかけ、緩和効果を得ることができるとする見方がある⁽³¹⁾、量的緩和はこのような見方に立脚している。

⁽³⁰⁾ 池尾 前掲注⁽²⁸⁾、pp.45-67。ゼロ金利制約に直面すると、通貨需要が名目金利の変化に対して極めて弾力的となるため、信用乗数は不安定化し、貨幣数量説も成り立たなくなる（前掲注⁽²⁶⁾参照）。また、名目金利が0%では、短期債券と現金・当座預金との間の性質の違いが失われ、オペレーションでこれらの財を交換し合っても、経済的な効果を生まなくなる。

⁽³¹⁾ ポール・クルーグマン（Paul R. Krugman）教授（ニューヨーク市立大学）は、流動性の罠に陥った日本経済に対する処方箋として、持続的なマネタリーベースの引上げを提案した。現在と将来の2期間のモデルにおいて、一時的に流動性の罠に陥ってしまった現在に対して、その状態を脱した（貨幣数量説の成り立っている）将来を仮定すると、将来の通貨供給量が増えていれば将来の物価は上昇していると考えられる。現在から将来に向けて、持続的に通貨供給量が増えていくと人々に確信させることができれば、将来のインフレ予想を引き上げることを通じて期待実質金利が低下し、現在の経済にも影響を及ぼすことができるというわけである（Paul R. Krugman, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998 No.2, pp.137-205. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogooff.pdf>）。平成10（1998）年4月～17（2005）年4月に日本銀行審議委員を務めた植田和男教授（共立女子大学、東京大学名誉教授）は、時間軸政策の導入（前掲注⁽²⁷⁾参照）について、クルーグマン提案を「金利の言葉で」表現したものであったと述べている（植田 前掲注⁽²⁷⁾、pp.73-95.）。

日本銀行は、平成 13 (2001) 年 3 月から同 18 (2006) 年 3 月までの間、日銀当預残高に法定準備の総額を大幅に上回る目標を設定し、意図的にマネタリーベースの超過供給状態を生み出す政策 (量的緩和政策) を実施したが、その効果については評価が定まっていない⁽³²⁾。QQE 導入時には、マネタリーベースの増加ペースが操作目標とされ、物価目標へのコミットメントを通じた予想物価上昇率への働きかけが重視された⁽³³⁾。しかしながら、このような期待への働きかけについては、固有の難点が指摘されており⁽³⁴⁾、量的緩和には理論上の効果はないとする見方が多い⁽³⁵⁾。その一方で、QQE の導入当初、予想を上回るペースで円安・株高が進行したことから、一定の成果があったとする見解もある⁽³⁶⁾。また、マネタリーベースの増加は、主として長期国債の買入れによって行われているが、買入れ可能な国債の量には限度があり、緩和政策の持続性の点で問題があるとの指摘もある⁽³⁷⁾。

(2) 資産買入れの「質的」効果

QQE においては、マネタリーベースの増加目標に対応して、長期国債や ETF・J-REIT 等の資産が買入れられてきた⁽³⁸⁾。また、買入れる長期国債の平均残存期間を延長することも方針とされた。超長期国債やリスク性資産は、従来のオペレーションで主たる買入対象とされてお

⁽³²⁾ 量的緩和の効果に関しては、金融機関の保有資産が、国債や日銀当預などの安全資産からリスク性資産に振り替わること (ポートフォリオ・リバランス) が期待できるとする説、金融システムを安定させることが期待できるとする説などが唱えられている。前者については、実証研究の結果が分かれているが、効果ありとするものも総じて小さく評価している。一方で、後者については、金融機関の資金繰り不安を回避する効果が見られ、金融市場の安定や緩やかな金融環境の維持を通じて、景気悪化を防いだと評価されている (鶴飼博史「量的緩和政策の効果—実証研究のサーベイ—」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.06-J-14, 2006.7. <http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06j14.pdf>; 白川 前掲注(3), pp.351-365.)。

⁽³³⁾ 日本銀行 前掲注(4)

⁽³⁴⁾ クルーグマン提案では、何らかの変化 (外生的なショック) により将来はデフレではなくなっていることが前提とされており、金融政策が自力でデフレを克服できるわけではない。また、流動性の罫を脱した後に、中央銀行が通常取るべき政策スタンス以上に緩和的なスタンスを継続する (「中央銀行が無責任になる」) と市場に信じ込ませることで期待に働きかけるとしているが、実際に物価が上昇する局面においては、過度のインフレを防ぐために引締めのスタンスを取ることが最適解となる。このように中央銀行の側に約束を破る誘因が存在するため、市場の信頼を得られず、効果が生じないという問題 (「時間的非整合性」(dynamic inconsistency)) も指摘されている (植田 前掲注(27), pp.91-95.)。

⁽³⁵⁾ ただし、現実の金融市場では、参加者の理論的には正しくない行動が価格を動かすこともある。例えば、外国為替市場では、円・ドルレートがしばしば日米間のマネタリーベースの比率と相関的に動くことが知られている。この背景には、著名な投資家のジョージ・ソロス (George Soros) 氏が用いているとされる、2 国間のマネタリーベース比率のグラフ (「ソロス・チャート」) を参考に取引する者が多いことが挙げられる (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.125-161.)。QQE のマネタリーベース目標は、市場参加者のある種の「誤解」に働きかけることで、現実に効果が生じる可能性に賭けた実験的な政策であるとの指摘もある (早川英男『金融政策の「誤解」—“壮大な実験”の成果と限界—』慶應義塾大学出版会, 2016, pp.15-55.)。

⁽³⁶⁾ 本多佑三「アベノミクス 5 年 (下) 大胆な金融政策 高く評価 (経済教室)」『日本経済新聞』2017.12.4; 北坂真一「日銀新体制の課題 (上) 脱デフレほぼ達成、微調整を (経済教室)」同, 2018.3.13. 早川 同上, pp.1-14 は、QQE 緒戦の成果を肯定的に評価する一方で、実験的政策の成功が見込めるのは短期決戦のケースに限られるとして、効果の持続性や実体経済への波及を疑問視している。

⁽³⁷⁾ 国債には、民間部門が担保として保有する需要等もあるため、日本銀行が買入れ可能な量は限られ、いずれ限界に達するとの指摘がある。日本銀行が購入価格を吊り上げることで、買入れ続けることが可能とする反論もあるが、そうした買いは最終的に日本銀行に損失を生じさせることになる (岩田一政ほか編著『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.85-108.)。

⁽³⁸⁾ 日本銀行が平成 22 (2010) 年 10 月から実施した「包括的な金融緩和政策」においては、日本銀行のバランスシート上に臨時の措置として「資産買入等の基金」が設けられ、長期国債、ETF、J-REIT 等の買入れが行われた (日本銀行「「包括的な金融緩和政策」の実施について」2010.10.5. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/k101005.pdf>)。QQE 導入に際して、資産買入等の基金は廃止された。

らず⁽³⁹⁾、いわば買入資産の「質」の面からの働きかけを目指したものと言える。

日本銀行は、長期国債の買入れにより想定される効果として、イールドカーブ全体の金利低下を促すことを挙げている⁽⁴⁰⁾。QQE 導入以降、実際に長年限を中心に国債利回りの低下が見られた⁽⁴¹⁾。長期の名目金利の低下は、予想物価上昇率の上昇と相まって長期の実質金利を低下させ、企業の設備投資や家計の消費を刺激して総需要を拡大させることが期待される⁽⁴²⁾。また、総需要の拡大は、需給ギャップ（GDP ギャップ）を改善（拡大）し、予想物価上昇率の上昇と相まって現実の物価上昇率を引き上げることも期待される。しかしながら、現実には、実質金利の低下が総需要を刺激する効果は限定的にしか認められず⁽⁴³⁾、実質 GDP の成長率は低くとどまっている⁽⁴⁴⁾。

リスク性資産の買入れについては、資産価格のプレミアム（リスクプレミアム）⁽⁴⁵⁾に働きかける効果が想定されている。買入対象とされたETFとJ-REITは、それぞれ株式と不動産を裏付けにもつ投資信託であり、これらの資産を買い入れることにより、株式市場や不動産市場の価格形成に働きかけることができると考えられる⁽⁴⁶⁾。リスクプレミアムは、資産価格の引上げ又

⁽³⁹⁾ 日本銀行は、従来、経済成長に伴う銀行券需要に対応する長期オペとして国債買入オペを、日々の資金過不足に対応する短期オペとして共通担保資金供給オペ（取引約定に基づき差し入れた担保の範囲内で、金融機関が与信を受ける仕組み）を、主たる政策手段としてきた。また、資産買入等の基金は、長めの市場金利の低下を促すために長期国債を買い入れてきた。国債買入オペと基金分を合わせた長期国債の平均残存期間は、QQE 導入時点で3年弱であった（日本銀行 前掲注(4)）。

⁽⁴⁰⁾ 長短金利の関係（金利の期間構造）は、長期金利が満期までの予想短期金利の平均値と同水準に決まるとする純粋期待理論に、期間が長くなるほど不確実性が高まることから割増料（タームプレミアム）の上乗せが必要となるとする流動性プレミアム仮説を組み合わせた形（長期金利＝予想短期金利の平均＋タームプレミアム）で説明されることが多いが、これを前提とすると、長期国債の買入れが直ちに長期金利の低下を促すことはないはずである。しかしながら、長短金融市場の参加者が異なることから、長短金利はそれぞれ独立に決まるとする市場分断仮説も知られており、現実の金融市場においては、長期運用を望む保険会社等のように、特定年限の国債を選好する主体が存在するとされる。この場合、中央銀行が長期国債の需給に働きかけることで、長期金利に影響を与えることが可能になると考えられる。

⁽⁴¹⁾ 日本銀行 前掲注(18) ただし、もともと長期金利は低下しており、引下げ余地が少なかったことから、効果はあったとしても限定的との指摘もある（早川 前掲注(35), pp.29-35.）。

⁽⁴²⁾ このほか、実質金利の低下が円安をもたらし、輸出数量増の面から総需要の拡大につながる可能性もある。しかしながら、近年の円安の下では、輸出企業が輸出先での販売価格を据え置いて為替差益を享受する戦略を取っているため、輸出数量は伸びていないとの分析もある（伊藤隆敏・清水順子「国際マクロから考える日本経済の課題」『RIETI Policy Discussion Paper Series』15-P-019, 2015.11. <<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/15110002.html>>）。

⁽⁴³⁾ 総需要を刺激する効果が限定的である理由としては、近年、支出の金利弾力性（金利の変動が経済主体の行動に及ぼす影響の度合い）が低下していることも指摘される。その背景としては、いわゆる地政学的リスクや消費増税に伴う経済の落ち込み等、金利以外の要因の影響が強まっていることが挙げられている（鈴木 前掲注(27), pp.175-190.）。また、不確実性の高まりがマクロ経済における金利弾力性や政策への反応を小さくしており、日本経済がそのような「不確実性の罠」（uncertainty trap）に陥ったことを、その長期停滞の原因とする指摘もある（吉川 前掲注(2), pp.140-148.）。

⁽⁴⁴⁾ アベノミクス期の景気回復については、賃金・所得の低迷や将来不安から家計消費が伸びず、その期間の長さにもかかわらず実感の乏しいものとなっているとの指摘がある（吉川洋・山口広秀「アベノミクス5年（中）消費回復へ将来不安払拭を（経済教室）」『日本経済新聞』2017.12.1.）。

⁽⁴⁵⁾ 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なる。例えば株式の場合、「1株当たり当期純利益」（EPS）を株価で除した「株式益利回り」（EPR）から国債金利を引いたものがリスクプレミアムとなる。EPS／株価＝EPRであり、EPR＝国債金利＋リスクプレミアムであることから、EPSが一定ならば、株価を引き上げることでリスクプレミアムを縮小できる。

⁽⁴⁶⁾ 前掲注(8)参照。

は価格変動性 (volatility) の引下げにより縮小させることができると考えられ、これによって企業の資金調達環境を好転させるなどの効果が期待されている⁽⁴⁷⁾。日本銀行による買入れは、資産価格を押し上げるほどの規模ではなく⁽⁴⁸⁾、リスクプレミアム縮小の主たる波及経路は価格下落を抑制することであると見られる。ただし、QQE 導入後の効果については、価格変動がある程度抑制された面はあるが、リスクプレミアムの縮小は見られなかったとの評価がある⁽⁴⁹⁾。また、リスク性資産の買入れが大きな効果をもつのは、金融市場が機能不全に陥る局面であり、現在の日本経済はそのような状態にないとの指摘も見られる⁽⁵⁰⁾。

(3) 市場との対話

中央銀行が将来の政策に関する情報を発信すると、そのアナウンス内容が人々の期待を変化させ、現時点の政策効果に影響が生じると考えられる (アナウンスメント効果)。金融政策運営の透明性が向上すると、この効果は強まると見られるが、ゼロ金利制約に直面する状況では、期待への働きかけが特に重要となるため、主要中央銀行は情報発信に意を用いている⁽⁵¹⁾。中央銀行が先行きの政策に関する指針を示すことで期待形成に働きかける政策は、「フォワードガイダンス」(forward guidance) と呼ばれ、非伝統的金融政策の中でも、その有効性が高く評価されている⁽⁵²⁾。

日本銀行の現行の政策枠組みでは、①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する、②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緩和を継続する、③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、という 3 通りのフォワード

(47) 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.

(48) 平成 29 (2017) 年における東京証券取引所の株式売買代金が 1 日平均で 3 兆 17 億円であったのに対して、オペレーション 1 回当たりの日本銀行の ETF 買入額は 700 億円台にとどまった。

(49) 大村 前掲注(47); 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.

(50) 早川 前掲注(35), pp.28-40. 金融危機の際には、信用不安の発生をきっかけに証券等が投げ売りされ、価格が暴落してパニック状態が生じるため、中央銀行がリスク性資産を買い支えることが危機の鎮静化に向けた有効な手段となり得る。かつて日本銀行は、金融システムの安定確保のための施策として、平成 14 (2002) 年 11 月~16 (2004) 年 9 月及び同 21 (2009) 年 2 月~22 (2010) 年 4 月の 2 度にわたり、銀行等の保有株式の買取りを実施した (大森健吾「銀行等の保有株式の買取りと処分の動向一買取り期限の延長を受けて一」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.934, 2017.1.19. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10263378_po_0934.pdf?contentNo=1>).

(51) 白川 前掲注(3), pp.239-257. なお、金融政策の有効性を高めるという観点とは別に、民主主義社会における独立した中央銀行として説明責任を果たすことも重要である。早川 同上, pp.40-47 は、QQE を実験的政策と捉えた上で、中央銀行が政策効果を狙って「嘘をつく (つき続ける)」ことは許されるかという、非伝統的金融政策の「倫理的側面」に関する問いを提起している。後述のとおり、緩和の出口においては多大な国民負担が生じることも予想されるが、その際に、この問題は深刻な意味をもつと言える。

(52) 田中隆之「長短金利操作やめ資産購入減額を」『エコノミスト』95 巻 45 号, 2017.11.21, pp.68-69. 平成 11 (1999) 年の日本銀行による「時間軸政策」導入 (前掲注(27)参照) が、フォワードガイダンスの嚆矢とされる。コミットメントの内容としては、政策金利に関するものと資産買入れ (量) に関するものがある。前者は、将来の短期金利に関する期待形成を通じて長期金利に働きかけるもので (前掲注(40)参照)、コミットメントの期限や条件を示すか否か、時間的非整合性の問題 (前掲注(34)参照) をクリアできるか否かでその効果は変わり得る。後者は、通常の場合、期限を区切って慎重に実施される資産買入れを、政策目標にリンクした条件を明示し、期限を付さず (オープンエンド) に実施する異例の政策であり、市場参加者の予想に強力に働きかける効果が期待される (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.)。QQE においては、「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」緩和を継続することが明示されている。

ガイダンスが導入されている⁽⁵³⁾。従来の情報発信と比較して分かりやすいと評価する声がある一方で⁽⁵⁴⁾、サプライズを多用した政策決定や達成困難な物価目標への固執が、日本銀行に対する信頼を失わせているとの批判も見られる⁽⁵⁵⁾。また、金融政策の正常化に向けた「出口戦略」に関して、日本銀行が情報発信を行わないため、先行きの不透明感が高まっているとして、市場との対話の再建を求める声も強い⁽⁵⁶⁾。

(4) マイナス金利

中央銀行当座預金の適用金利⁽⁵⁷⁾をマイナスとすることで、ゼロ金利制約を乗り越えることも考えられる。近年、欧州諸国が相次いでマイナス金利を採用しており⁽⁵⁸⁾、また、想定される波及経路は、金利を通じた伝統的なものであるため、政策効果も見通しやすい⁽⁵⁹⁾。日本銀行は、平成 28 (2016) 年 2 月の積み期間⁽⁶⁰⁾から日銀当預残高に 3 段階の階層構造を導入し、その一部に▲ 0.1% のマイナス金利を適用した⁽⁶¹⁾。マイナス金利政策の導入は、QQE の量的緩和について指摘されてきた国債買入れの量的限界を回避し、金融緩和の持続可能性を高めるとの評価が見られる⁽⁶²⁾。一方で、プラスの利子率を前提としている法・会計制度との整合性や現金通貨が存在することによる限界⁽⁶³⁾、過度の金利低下がもたらす負の影響等も指摘される⁽⁶⁴⁾。

平成 28 (2016) 年 9 月に導入された YCC は、短期の政策金利を▲ 0.1% に維持し、長期金利の操作目標として、10 年物国債金利がおおむね 0% 程度で推移することを掲げており⁽⁶⁵⁾、金利

53 平成 28 (2016) 年 9 月に新たに導入された③は、特に物価目標への縛りが強い表現と考えられ、②と合わせて「オーバーシュート型コミットメント」と位置付けられている。

54 QQE 導入時の総裁記者会見では、「2 年」、「2%」、「2 倍」と数字の 2 を強調したコミュニケーション戦略上の工夫が見られた。平成 26 (2014) 年 10 月の追加緩和では、「3 年程度」、「3 倍」とより一層の緩和を印象付けた。

55 追加緩和やマイナス金利の導入は、日本銀行の事前の説明と合致しないものであり、市場に大きな驚きを与えた。特に後者については、唐突な導入が国民の将来不安を増幅させたとの批判も見られる(白井さゆり『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社、2016、pp.132-141, 161-186.)。

56 平田英明「衰えた市場に金利急騰リスク」『エコノミスト』96 巻 8 号、2018.2.27、pp.72-73。

57 日本銀行は、平成 20 (2008) 年 11 月から「補完当座預金制度」を導入し、日銀当預の法定準備を超える部分(超過準備)に対して付利を行っている。これにより、マネタリーベースの信用創造の基礎としての意味(前掲注(7)参照)は変容していると考えられる。

58 2018 年 3 月までに、デンマーク国民銀行、スウェーデンリクスバンク、スイス国民銀行、欧州中央銀行(ECB)、ノルウェー銀行、ハンガリー中央銀行が採用している。

59 直接的には、マイナス金利適用によるコスト増を嫌う金融機関が中央銀行当座預金の保有を減らし、貸出等を増やす効果が想定される。このほか、予想短期金利の低下がイールドカーブ全体を引き下げること(前掲注(40)参照)も想定されている(雨宮正佳「マイナス金利政策について」日本経済研究センター編『激論マイナス金利政策』日本経済新聞出版社、2016、pp.19-35.)。

60 準備預金制度(前掲注(7)参照)においては、毎月 16 日から翌月 15 日までの 1 か月間(積み期間)の各日終業時の日銀当預残高の平均が、法定準備預金額以上となることが求められ、各金融機関は、決済等に必要となる資金量や短期金利の動向を見極めながら、積立ての進捗と短期金融市場における余資運用を行っている(東短リサーチ株式会社編 前掲注(7))。

61 階層構造は、マイナス金利が金融機関の経営を過度に圧迫することで、金融仲介機能の低下を招くことがないよう配慮するための措置と考えられ、デンマーク、スウェーデン、スイス等でも導入されている。日銀当預の階層構造では、①「量的・質的金融緩和」の下での所要準備額を除く既往残高(基礎残高)、②所要準備等の額及び(基礎残高に一定の掛目を掛けて算出される)マクロ加算額(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マイナス金利が適用されている。

62 岩田一政「日銀の量的・質的金融緩和 継続可能はあと 2 年 マイナス金利採用を(経済教室)」『日本経済新聞』2015.11.18。もっとも、マイナス金利付き QQE は、量の目標を維持したため、依然として量的限界の問題は残った。名目金利がマイナスに低下した状況で国債買入れを行うと、額面を上回る価格(over par)で買入れることとなるため、満期保有すると償還時に日本銀行に損失が発生する。

操作を軸とした政策に回帰したものと見る事ができる⁽⁶⁶⁾。また、マイナス金利付き QQE で懸念された長期金利の過度の低下を防ぎ、量の目標を廃止することで金融緩和の出口に向かいやすい枠組みを整えたと評価されている⁽⁶⁷⁾。

2 物価目標の妥当性

日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2% と定めている⁽⁶⁸⁾。その根拠としては、①消費者物価指数に上方バイアスがあること⁽⁶⁹⁾、②普段から 2% 程度のインフレがあれば、景気後退時に金利の引下げ余地を確保できること⁽⁷⁰⁾、③主要中央銀行が 2% 周辺を目指しており、日本銀行だけが低い目標水準を掲げると、実質金利の高止まりを予想して円高を招きかねないこと⁽⁷¹⁾が挙げられる。QQE 導入以降の物価の動きについては、海外経済の動向

(63) 岩田ほか編著 前掲注(37), pp.15-54. 例えば、マイナス金利の唐突な導入により、金融機関はシステム改修等に迫られた(「新聞の盲点 常識を覆したマイナス金利政策に四苦八苦の金融機関」『金融財政事情』67 巻 7 号, 2016.2.15, pp.6-7.)。また、現金通貨は無利子(ゼロ金利)であるため、現金保有コストがマイナスの預金金利のコストを下回ると、預金が引き出されて現金で保有されることとなり、マイナス金利には下限がある。高額紙幣の段階的廃止 (less-cash) とマイナス金利の拡大により、ゼロ金利制約を乗り越えよとの提案も見られる(ケネス・S・ロゴフ(村井章子訳)『現金の呪い—紙幣をいつ廃止するか?—』日経 BP 社, 2017, pp.19-36. (原書名: Kenneth S. Rogoff, *The Curse of Cash*, 2016.))。

(64) 平成 29 (2017) 年 11 月には、黒田総裁が講演において、過度の金利低下が金融仲介機能を阻害し、かえって金融緩和の効果が反転するという「リバーサル・レート」(reversal interest rate) 論に言及したことが注目を集めた(黒田東彦「量的・質的金融緩和」と経済理論—スイス・チューリッヒ大学における講演の邦訳—」2017.11.13. 日本銀行ウェブサイト <http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko171114a1.pdf>。

(65) 従来、日本銀行は、長期金利は将来金利の予想で形成されるため、操作困難と説明していた(「長期金利の操作可能」日銀、HP 改訂し紹介)『日本経済新聞』2016.11.8.)。長期金利を固定する政策としては、第 2 次世界大戦時の米国の例が知られる(雨宮正佳「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論—金融市場パネル 40 回記念コンファレンス」における講演—」2017.1.11. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko170111a1.pdf>)。この種の政策では、中央銀行が国債消化を助ける側面が強く意識されることとなるため、中央銀行による財政資金のファイナンスとの線引きが一層困難となる。また、国債の価格変動による損益 (capital loss/gain) を、中央銀行が関係者に割り当てる形となる点でも、短期金利の場合と事情が異なる(早川英男「政府の財政健全化なくして日銀の「出口」に成功はない—出口局面で金利急騰と財政悪化のスパイラルに陥るおそれ—」『金融財政事情』69 巻 1 号, 2018.1.8, pp.24-27.)。

(66) マネタリーベース目標が廃止され、長期国債の保有残高の増加ペース目標は「めど」に格下げされた。

(67) ただし、YCC の効果については、海外との金利差が拡大する局面では、円安・株高・物価上昇の好循環につながるが、縮小する局面では無力化すると指摘がある(高田創編著『シナリオ分析 異次元緩和と脱出—出口戦略のシミュレーション—』日本経済新聞出版社, 2017, pp.43-62.)。なお、長期国債買入れペースは、年間約 80 兆円をめどを大きく下回っており、足元では 60 兆円を割るペースまで減っている。市場では、「見えざる緩和縮小」(stealth tapering) との見方も広がっている(「日銀人事それぞれの戦い (3) 市場「額面通り受け取れぬ」(迫真)」『日本経済新聞』2018.2.22.)。

(68) 日本銀行 前掲注(3) なお、日本銀行が四半期ごと(平成 27 (2015) 年以前は半期ごと)に公表する「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)は、政策委員による生鮮食品を除く消費者物価の見通しを示している。また、「総合的な検証」は、物価目標未達の理由に原油価格の変動を挙げ、「基調的な消費者物価」として生鮮食品及びエネルギーを除く指数(日銀版コア)を重視している。

(69) 消費者物価指数は、ある消費財バスケットの価格変動を指数化したものであるが、各品目の価格比は、基準時の支出金額(価格×数量)をウェイトとして加重平均して算出される(ラスパイレズ方式)。相対価格が変動すると、需要がシフト(数量変化)するが、ウェイトを基準時に固定しているため、基準時から遠ざかるほど、実態からの乖離(上振れ)が大きくなる。このため、消費者物価指数が若干上振れした状態が真の物価安定である(上方バイアス)とする見方が有力である。日本銀行は従来、適切な上振れ幅を 1% 程度としてきた(鈴木淑夫「日銀は今すぐ出口に向かえ」『エコノミスト』95 巻 39 号, 2017.10.10, pp.42-43.)。

(70) 金利水準は物価上昇率を織り込んで形成されるため、インフレ基調であればその分高金利となり、景気後退時に政策金利の引下げによる対応が可能となる。ただし、金利の引下げ余地をどの程度確保することが望ましいかについては、定量的な結論はないとされる(門間一夫「低インフレ率のもとで中央銀行が直面する難題—今こそ問われるべき 2% 物価目標の意義—」『金融財政事情』69 巻 1 号, 2018.1.8, pp.12-15.)。

等を受けて低迷する局面も見られたが、生鮮食品とエネルギーを除いた基調的な消費者物価のベースでおおむね前年同月比プラスを維持しており、デフレ脱却は実現しているとの指摘もある⁽⁷²⁾。足元では、すでに完全雇用の域に達したと考えられ、物価目標の達成を目指して金融緩和を継続することに対して反対意見も見られる⁽⁷³⁾。意図的に過熱状態を作り出すことで、強い経済を実現できるとする「高圧経済」(high-pressure economy)という考え方も提唱されているが⁽⁷⁴⁾、引締めが遅きに失すると、行き過ぎたインフレやバブルの発生が危惧される⁽⁷⁵⁾。また、我が国が陥ったデフレの主因を、名目賃金の下落に求める見方もあり、その立場からは、賃上げがデフレ脱却の鍵と考えられる⁽⁷⁶⁾。

(71) 黒田総裁は、2%が「グローバル・スタンダード」であり、各国がこれを目指すことは為替レートの安定に資するとしている(日本銀行「総裁定例記者会見(2017年7月20日)要旨」2017.7.21. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2017/kk1707a.pdf>)。

(72) 早川 前掲注(35), pp.57-66. 内閣府は、デフレ脱却を各種の経済指標から総合的に判断するとし、具体的には、価格状況を把握する消費者物価指数及びGDPデフレーター、マクロ経済全体の需給状況を示すGDPギャップ、費用面からの物価上昇圧力を示す単位労働コストを重視している(内閣府『年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告)―成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済―平成18年度』2006.7, pp.58-73. <<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je06/pdf/06-00103.pdf>>)。足元では、4指標ともおおむねプラス圏で推移しており、デフレ脱却を宣言する環境が整いつつあるが、これは現行の金融・財政政策の組替えにつながり得るため、宣言を行うタイミングについては慎重な判断がなされると見られる(「安倍政権 脱デフレ宣言にジレンマ 「最優先」位置づけ消費増税判断縛る」『日本経済新聞』2017.11.17.)。

(73) 完全雇用状態を超えて需要が拡大すると、市場経済の最適な資源配分をゆがめる危惧がある。日本銀行法(平成9年法律第89号)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」を金融調節の理念に掲げ(第2条)、米国の連邦準備制度(Fed)のように雇用を金融政策の直接の目的とはしていないが、「国民経済の健全な発展」には、持続的な経済成長と完全雇用の維持により国民の経済的厚生を高めることが含意されていると考えられる。「物価の安定」(中間目標又は手段)の実現を優先し、「国民経済の健全な発展」(最終目標)を損なうようでは本末転倒であり、そもそも2%の目標が高過ぎるとの批判が見られる(鈴木 前掲注(69))。

(74) 高圧経済論は、2016年にFedのジャネット・イエレン(Janet L. Yellen)議長(当時)が講演で言及し、注目された(Janet L. Yellen, “Macroeconomic Research After the Crisis,” 2016.10.14. Board of Governors of the Federal Reserve System website <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/yellen20161014a.pdf>>)。リーマンショック以降、主要国が大規模な金融緩和を実施してきたにもかかわらず、低インフレ状態が継続してきた。また、企業部門まで過剰貯蓄が広がった結果、長期金利も低水準で推移している。こうした変化を経済の新常態と捉え、「長期停滞」(secular stagnation)論が説かれている。金融危機による需要面へのショックが、生産性向上につながる投資を停滞させるなど、供給面に長期的な悪影響を及ぼし(「履歴効果」(hysteresis effect))、一過性でない自然利子率(投資と貯蓄を均衡させる実質金利の水準)の低下が生じているとされるが、高圧経済論は、人為的にこれを反転させる(正の履歴効果を生み出す)試みと考えられる(福田慎一『21世紀の長期停滞論―日本の「実感なき景気回復」を探る―』平凡社, 2018, pp.15-37; 中野章洋・加藤涼「長期停滞」論を巡る最近の議論―「履歴効果」を中心に―』『日銀レビュー』2017-J-2, 2017.3. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2017/data/rev17j02.pdf>)。

(75) インフレの加速が予想されると、先行きの物価上昇や金融政策の引締めを織り込んで長期金利が急騰し、金融システムに動揺を与える可能性がある。また、資産価格が、その資産から得られると予想される将来収益の割引現在価値(fundamentals)からかい離していく現象を「バブル」(bubble)という。金融緩和による低金利環境の下で、何らかの理由で物価上昇が起きないと、資産価格が物価とかい離して上昇し、そこに将来への強気期待が加わってバブルに至るとする説がある。かつての我が国のバブル経済においても、物価の顕著な上昇が見られず、金融引締めが遅れたことが指摘されており、物価のみを目標として経済政策を運営するとバブルを予防できないと考えられる(西香泰ほか「バブル期の金融政策とその反省」同ほか編『バブルと金融政策―日本の経験と教訓―』日本経済新聞社, 2001, pp.130-150.)

(76) 吉川 前掲注(2), pp.171-193. 国際通貨基金(IMF)は、平成28(2016)年以降、対日4条協議終了に当たってのスタッフ声明において、労働市場改革と組み合わせられた「所得政策」(income policy)の重要性を指摘している(“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>>)。所得政策とは、政府がマクロ経済政策によらずに、労使協調の呼びかけ等で賃金・物価に直接影響を及ぼそうとするもので、賃金上昇を抑制してインフレの高進を防ぐ目的で行われてきた。IMFスタッフの提案は、これを賃上げ目的で行うものであり、「逆所得政策」とも呼ばれる(早川 前掲注(35), pp.170-185.)。第2次安倍政権発足以降、政府は毎年、経済界に対する事実上の賃上げ要請を行っており、特に平成30(2018)年春闘をめぐるっては、具体的に「3%」という数値に言及する異例の要請内容となった(早川英男「デフレ脱却どこまで進んだ(下) ほぼ達成も経済再生半ば(経済教室)」『日本経済新聞』2017.12.21.)。

Ⅲ 異次元金融緩和の副作用をめぐる各論点

1 財政規律を緩める作用

財政に関する制度及び政策は、物価を含めた一国の経済動向に大きな影響を与えることが知られており、金融政策が目的とする物価の安定は、中央銀行が単独で実現できるものではない。一般に財政赤字が巨額となり、将来にわたって均衡の回復が難しいと見られると、中央銀行による財政資金のファイナンスを求める圧力が生じやすくなる⁽⁷⁷⁾。歴史上、公的債務残高の膨張が高インフレをもたらした例が数多く知られており⁽⁷⁸⁾、政府が財政規律を維持する意思と能力を有するか否かは、物価の安定を支える根本的な要因と考えられる⁽⁷⁹⁾。

日本銀行は、QQEの下で大量の国債を流通市場から買い入れている⁽⁸⁰⁾。買入れペースは国債の新規発行ペースを大きく上回り、市場では国債が不足し、金利が不自然に低下している⁽⁸¹⁾。金融機関等は、国債の低利回り化や将来の金利上昇リスクを嫌って、国債保有を減らしていると見られ、市場取引が著しく低調となっているという指摘もある⁽⁸²⁾。国債発行市場の取引の大半は、日本銀行への転売を前提としたものとなり、直接引受けとの区別が不明確となっている⁽⁸³⁾。

(77) 「財政ファイナンス」とも呼ばれ、中央銀行が無制限に国債を引き受ける、(永久国債への転換や永続的な借換え等により)中央銀行保有国債への利払いや償還を停止するなどの類型が考えられる。

(78) 第1次世界大戦後のドイツのハイパーインフレや第2次世界大戦後の我が国の高インフレは、戦費調達等による公的国内債務の積み上がり、最終的にインフレで調整されたものである。インフレには実質的な債務負担を軽減させる効果があるため、政府は、インフレによって国内債務を解消する(インフレ税)誘因をもつ。なお、月率50%を超える物価上昇は、「ハイパーインフレ」と定義される(カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ(村井章子訳)『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社、2011、pp.193-218。(原書名: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different*, 2008.))。

(79) 白川 前掲注(3)、pp.321-329。健全財政を約束する政府(Ricardian)を民間経済主体が信頼する場合、減税は将来の増税を予想させることから、民間経済主体の恒常所得は変化しない。この時、財政政策は景気に中立的となり、金融政策によって物価を管理することができると考えられる。一方で、政府がこうした財政政策ルールをもたない(non-Ricardian)場合、中央銀行は財源確保に協力を強いられて、金融政策が裁量的な財政政策に従属する状況(fiscal dominance)が生じ、物価の安定が犠牲となり得る。物価水準に関する政府の役割を重視するこのような考え方は、「物価水準の財政理論」(Fiscal Theory of the Price Level: FTPL)と呼ばれる(渡辺努・岩村充『新しい物価理論—物価水準の財政理論と金融政策の役割—』岩波書店、2004、pp.1-38.)。

(80) 財政法(昭和22年法律第34号)は、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内で」行う場合を除き、日本銀行による公債引受けを禁じている(第5条)。流通市場を通じた国債買いオペの場合、発行市場における金利形成に市場機能が働くため、財政規律に対する問題は少ないと考えられてきた。

(81) 平成29(2017)年度における普通国債(復興債含む。)の新規発行額(実績ベース)は35兆8843億円であり、日本銀行のオペレーションによる長期国債買入れの純額は49兆4232億円であった。また、日本銀行の買入れペースがQQE導入以降のピークであった平成27(2015)年度には、新規発行額が36兆2383億円、オペによる買入純額は81兆7649億円に上った。オペによる買入純額が新規発行額を上回ると、中央銀行以外の民間部門の国債保有が減少していくこととなり、国債に対する超過需要を発生させて長期金利を押し下げることができると考えられる(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.)。

(82) 金利の上昇は、保有債券の時価の低下をもたらす、金融機関のバランスシートに負の影響を与えるためである。金融庁は、低金利環境が金融機関の収益を圧迫するリスクに加えて、国債市場の流動性が低下し、タームプレミアムが不自然に抑え込まれた状況で金利が突然変動するリスクにも警戒を促している(金融庁「平成27事務年度金融レポート」2016.9、pp.10-12。<<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>>)。

(83) オペ応札を前提とした引受けは、「日銀トレード」などと呼ばれている。最近では、日本銀行の買入れにより発行から1~2か月で新発国債の大半が流通市場から消えているとされる(加藤出『日銀、「出口」なし!』朝日新聞出版、2014、pp.197-227; 左三川郁子ほか、岩田一政監修「日銀が直面する金融政策運営のジレンマ—出口を目指しても緩和を継続しても、国民負担につながる恐れ—」日本経済研究センター、2018.3.13.)。

金融緩和による低金利環境は、国の利払負担を軽減し、財政状況を一時的に好転させる⁽⁸⁴⁾。しかしながら、金融緩和の出口では、金利の上昇によって財政状況が悪化し得る。このため、財政規律をいかに維持していくかが重要となるが、足元では、低金利を生かして財政拡大すべきとの主張も出てきている⁽⁸⁵⁾。また、金融政策のみでは物価目標の達成が困難との立場から、あえて財政規律を緩めることによって、マイルドなインフレを生み出そうとの提案も見られる⁽⁸⁶⁾。ただし、仮に財政拡大により政府に対する信認が失われると、財政危機に至りかねないため、そのリスクを慎重に検討する必要がある。

2 資源配分をゆがめる作用

日本銀行は、従来、オペレーション等による資産保有が当該資産市場における価格形成に影響を与えないよう努めるとしてきた⁽⁸⁷⁾。非伝統的金融政策における資産買入れは、ミクロの資源配分に介入する性格を有し、「準財政活動」(quasi-fiscal activities)の領域に踏み込んでいとも考えられる⁽⁸⁸⁾。財政民主主義の下で、中央銀行に独立性が与えられてきたこと背景には、金融政策が財政政策の領域に立ち入らないとの了解があり⁽⁸⁹⁾、日本銀行の金融調節の手段も、次第に市場取引を重視する在り方へと転換されてきた⁽⁹⁰⁾。しかしながら、QQEのような政策が採用され、市場における日本銀行の存在感が強まり過ぎると、市場機能の低下につながる懸念がある⁽⁹¹⁾。

84) 財政再建の指標の1つとされる債務残高対名目GDP比は、名目金利が名目GDP成長率を下回っていれば、基礎的財政収支(Primary Balance)が赤字であっても減少し得る。

85) 藤井聡『プライマリー・バランス亡国論—日本を減らす「国の借金」を巡るウソ—』育鵬社, 2017, pp.107-144.

86) 将来の増税によって回収されることのない通貨を人々に配ることで、支出を増やし、物価上昇を促す政策を「ヘリコプターマネー」(helicopter money)と呼ぶ。具体的な実施方法としては、財政ファイナンス(前掲注77参照)や政府紙幣の発行が手段となり得る(C・ポリオ, P・デイスヤタット「ヘリコプターマネー機能するか 効果は一時的、大きい弊害(経済教室)」『日本経済新聞』2016.9.5.)。また、FTPL(前掲注79参照)の見地から金融緩和と財政拡大を組み合わせて実施すべきとの提案も見られる(Christopher A. Sims, "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence," 2016.8.26. Federal Reserve Bank of Kansas City website <<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf?la=en>>; 浜田宏一「「アベノミクス」私は考え直した」『文芸春秋』95巻1号, 2017.1, pp.124-131.)。これらの政策がインフレをもたらすとして、それがマイルドなものにとどまる保証はない。

87) 日本銀行は、金融政策を遂行する上でのバランスシート運営の基本的な考え方として、保有資産や受入担保の①健全性、②流動性及び③中立性の確保を、自己資本の充実と並んで重視してきた。このうち③については、資源配分の中立性を害することを避けるため、市場の厚みがあり流動性の高い金融資産をオペレーションの対象とすることが原則とされてきた(日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」2004.6.28. <http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2004/data/ron0406b.pdf>.)。

88) 伝統的な中央銀行の機能(①発券銀行、②銀行の銀行及び③政府の銀行)は、いずれも金融市場における活動を通じて実現されるものであり、中央銀行は市場を通じた資源配分の効率性確保を重視してきた。準財政活動は、これらと様相を異にする活動であり、信用供与の形をとった実質的な補助金など、事実上、財政機能の肩代わりに当たるものを指す(鎮目雅人「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制—国債の日銀引受実施へ—中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」『金融研究』20巻3号, 2001.9, pp.213-257.)。

89) 白川方明「社会、経済、中央銀行—Foreign Policy Associationにおける講演(ニューヨーク)の邦訳—」2012.4.18. 日本銀行ウェブサイト <http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120419a.pdf>

90) かつて日本銀行貸出が主たる金融調節手段とされていた時代には、日本銀行営業局(当時)による貸出先銀行に対する資金繰指導を通じて、コール市場の資金需給が調節されていた(信用割当型の金融調節)。1970年代半ば以降、長期国債の発行増と変動為替相場制への移行(「2つのコクサイ化」)を背景として、自由金利の長短金融市場が徐々に形成され、市場取引型の金融調節が志向されてきた(鈴木 前掲注27, pp.27-135.)。

91) 日本銀行は、国債市場やETF市場において、圧倒的な買越し主体となっており、しばしば「池の中のくじら」などと評されている。価格形成の面でも、「官製相場」と呼ばれるような状況が生じているとされ、市場の価格発見機能を阻害するとの指摘が見られる(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—日本経済研究センター2016年度金融研究報告—』2017, pp.19-31.)。

一例としてETFの買入れについて見ると、まず株価形成等にゆがみが出る可能性が指摘される。日本銀行の買入対象となるETF⁽⁹²⁾は、原資産（現物株バスケット）への個別銘柄の組入比率に偏りがあるため、オペの実施に伴って特定の個別銘柄に買いが集中することとなると見られる⁽⁹³⁾。また、個別企業の業績や将来への期待から買い判断が行われるのではなく、組入銘柄全体が買いの対象となるため、適正な株価水準からのかい離も生じると考えられる⁽⁹⁴⁾。日本銀行のETF保有額は、すでに19兆円弱（平成29（2017）年度末簿価ベース）に上り、個別銘柄単位で見ると、日本銀行による実質保有比率が20%に迫る企業もあるとされる⁽⁹⁵⁾。原資産の現物株は、信託銀行名義で保有されており、日本銀行が個別企業に対して議決権を行使することはないが、議決権の空洞化により企業統治の面から悪影響を及ぼすことも懸念される。国債と異なり償還期限がないETFについては、いずれ処分を行う必要があるが、株価への影響を考えると市場売却は難しいと見られる⁽⁹⁶⁾。

3 金融仲介機能を弱める作用

QQE導入以前から続く長期にわたる金融緩和が、金融機関の経営の負担となっているとの指摘も見られる。実質金利の引下げにより金融機関が信用創造を拡大させることが、伝統的に金融緩和の主たる波及経路と考えられてきた。しかしながら、金利が過度に低下すると、金融機関の運用利回りと調達コストの差（利ざや）が縮小して、資金利益が圧迫され、かえって金融仲介機能の発揮を妨げるとの議論（リバーサル・レート論）も見られる⁽⁹⁷⁾。特にマイナス金利の導入後は、長年限の金利までマイナス圏で推移したため、金融機関からの反発も強く、長期金

92) 日本銀行は、東証株価指数（TOPIX）、日経平均株価（日経225）及びJPX日経インデックス400（JPX日経400）の3指数に連動するETFを買入対象としている（「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」2013.4.4、2017.1.31最終改正。日本銀行ウェブサイト〈http://www.boj.or.jp/mopo/measures/term_cond/yoryo85.htm〉）。

93) 特に日経225については、東証一部上場企業全てを対象とするTOPIXと比べ構成銘柄数が少ないこと、指数算出が時価総額を加重しない単純平均型となっており、高株価の銘柄（値がさ株）ほどウェイトが大きくなることなどの問題が指摘されている。このため、日本銀行の保有ETFの原資産は、特定銘柄の組入れが多くなっている。また、構成銘柄の入替え時には、除外銘柄の株価に負の影響をもたらすことも懸念される（原田喜美枝「日本銀行のETF買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えのイベント・スタディ」『証券経済研究』100号、2017.12、pp.75-90。〈http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/100/100_05.pdf〉）。

94) そもそもETFのような「パッシブ型」運用（株価指数等の一定のベンチマークを基準に、これを上回る運用成績を目指す「アクティブ型」に対して、ベンチマークに連動した成績を目指す機械的な運用方法を指す。）が拡大することで、市場による選別が働かなくなり、企業の経営規律が弱まるとの議論も見られる（「東証1部企業の4社に1社 公的マネーが筆頭株主に」『日本経済新聞』2016.8.29.）。

95) 「日銀が「大株主」になる企業100社ランキング! 3位太陽誘電、2位ファストリ、1位は?」『ダイヤモンド・オンライン』2017.9.21。〈<http://diamond.jp/articles/-/142941>〉

96) 保有し続けた場合は、日本銀行が価格変動リスクを抱え込むこととなる。市場売却によらない処分方法として、銀行等の保有株式の買取りと処分を行う銀行等保有株式取得機構や企業の自社株買いの活用も提案されている（左三川 前掲注49）。

97) 前掲注64参照。金融機関は、短期（預金等）で調達した資金を長期（貸出等）で運用している。金融緩和を背景に短期金利がマイナス圏で推移する中でも、預金調達コストをゼロ以下とすることは困難であること、先行き長期にわたって緩和が続くと予想される場合、長期金利は低位で推移することなどから、金融機関の利ざやが圧迫される。これにより、金融機関が貸出姿勢を消極化したり、貸出金利を引き上げたりすると、資金供給の面から経済に悪影響が及ぶ可能性がある。ただし、金融機関の現状は、過剰競争（overbanking）を背景に、むしろ金利引下げ・貸出増量競争に陥っており、金融機関の収益力の低下が金融システム不安につながる可能性も指摘されている（日本銀行「金融システムレポート（2017年10月号）」2017.10.23。〈<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr171023a.pdf>〉）。

利の過度の低下を防ぐ枠組みとして、YCCの導入につながったと考えられる⁽⁹⁸⁾。

IV 異次元金融緩和の出口をめぐる各論点

QQE導入から、すでに5年が経過しており、いずれ異次元金融緩和が終了し、金融引締めに転じる局面（金融緩和の出口）を迎えると見られる。出口が到来する状況は、物価目標が実現する場合やもはやデフレではないと判断される場合、あるいは、国債の流動性の枯渇により緩和の継続が困難となる場合や海外金利の上昇により資本流出が懸念される場合等、多岐にわたる。大規模な金融緩和の出口においては、様々なリスクが予想される⁽⁹⁹⁾。出口のタイミングに関するフォワードガイダンスは、有力な政策手段となり得る反面、出口が意識されることで金利の急騰を招く懸念もあり、日本銀行も対応に苦慮していることがうかがえる⁽¹⁰⁰⁾。

1 日本銀行の財務問題

大規模な金融緩和によって、中央銀行がバランスシートを拡大させた場合、その出口において中央銀行に損失が生じる可能性がある⁽¹⁰¹⁾。出口において金利が上昇すると、中央銀行の保有する債券に含み損が生じる。日本銀行の会計規程は、債券の評価方法として償却原価法⁽¹⁰²⁾を採用しており、時価低下による含み損が実現することは想定していない⁽¹⁰³⁾。しかしながら、政策金利の引上げのため、国債売出し（売りオペ）や補完当座預金制度の付利の引上げが行われると⁽¹⁰⁴⁾、日本銀行は、高値で買入れた国債の安値売却や国債利息が低迷する下での利払により損失を被る可能性がある⁽¹⁰⁵⁾。この損失の規模をめぐっては、多くの試算が公表されている⁽¹⁰⁶⁾。損失の規模が非常に大きくなり、日本銀行が自己資本で補える範囲を超えて、債務超過

⁽⁹⁸⁾ 日本銀行 前掲注(18)

⁽⁹⁹⁾ 金融緩和の出口のリスク等については、深澤映司「異次元金融緩和の出口戦略—日銀と政府の財政コスト分担の観点から—」『レファレンス』764号, 2014.9, pp.69-83. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8752137_po_076404.pdf?contentNo=1> を参照。なお、出口戦略の進め方については、出口で先行する米国のFedが、①資産買入れの縮小・停止（tapering）、②政策金利の引上げ、③保有資産の縮小（再投資の縮小・停止）の順に段階を追って進めていることが参考になる。出口戦略の具体的な手順については、YCCの枠組みを前提に長期金利誘導目標の金利の期間（現在は10年）を徐々に短縮していく方法（早川 前掲注(65)）や、マイナス金利及びYCCの廃止と合わせて資産買入目標（量的縮小）を導入する方法（木内登英『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社, 2017, pp.312-330.）なども提案されている。

⁽¹⁰⁰⁾ 岩村充「混乱からの出口はあるか」日本経済研究センター編『激論マイナス金利政策』日本経済新聞出版社, 2016, pp.329-353. 日本銀行は、従来、出口の想定について語ることを拒んできた。しかし、黒田総裁は、平成30（2018）年3月2日の衆議院議院運営委員会における所信聴取の際の質疑で、物価目標の達成時期と見通す平成31（2019）年度頃には、出口戦略を議論するとの趣旨を述べた（「黒田総裁所信表明の要旨 質疑応答 主なやりとり」『日本経済新聞』2018.3.3.）。

⁽¹⁰¹⁾ 大森健吾「日本銀行の財務の健全性をめぐる議論」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.971, 2017.7.27. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10382125_po_0971.pdf?contentNo=1> を参照。

⁽¹⁰²⁾ 企業会計において満期保有目的債券に適用される評価方法で、取得原価と額面の差額を償還期限までの間、毎月均等に償却する。償却に伴う損益は、損益計算書に国債利息に含める形で計上される。

⁽¹⁰³⁾ ただし、マイナス金利の下で券面を上回る価格で買入れた国債については、満期保有すると損失を生じる。

⁽¹⁰⁴⁾ 無リスクの日銀当預への付利（前掲注(57)参照）は、市場金利の下限を成すと考えられる（フロア効果）ため、これを引き上げることで金融引締めを行うことができる。売りオペと比べて、金融市場へのショックが少ないと考えられ、出口で先行するFedが採用していることもあって、出口における有力な引締め手段と考えられる。

⁽¹⁰⁵⁾ その他、日本銀行が保有するETF等のリスク性資産の価格変動によっても損失が生じ得る。日本銀行の会計規程は、これらの資産の時価が著しく低下した場合に減損処理を行うことを定めている。

に陥ることも危惧される。

中央銀行は通貨発行益 (seigniorage) を享受するため、債務超過に陥ってもいずれ自己資本は回復し、問題ないとする議論も見られるが⁽¹⁰⁷⁾、一方で、財務を毀損した中央銀行は、適切な金融政策を遂行し得なくなり、通貨の信認が失われるとの議論も見られる⁽¹⁰⁸⁾。後者の立場に立つならば、金融緩和の出口において生じる多額の損失が、日本銀行の適切な金融政策運営を妨げないようにする仕組みを設ける必要がある。具体的には、何らかの形で不健全な資産をバランスシートから隔離し、日本銀行が金融引締めをためらわないような環境を確保することが重要となる⁽¹⁰⁹⁾。

2 金融市場に対するショック

金融市場における各種の金利は、様々な経済主体の行動や予想を織り込んで形成されると考えられる。長期の市場金利は、将来の短期金利に関する予想によって決まるため⁽¹¹⁰⁾、例えば、先行きの景気回復や金融引締めが予想されると、長期金利が上昇し、長短金利差が大きくなる。日本銀行は、YCCの枠組みにおいて、イールドカーブ全体をコントロールしているが、金利上昇局面において、長期金利を目標水準に抑え込めるか疑問視する見解もある⁽¹¹¹⁾。

金融緩和の出口における長期金利の上昇は、国債価格を下落させ、国債保有主体に含み損を生じさせる。この結果、長期国債を大量に保有する金融機関には、大きな損失が生じると見られる⁽¹¹²⁾。有望な運用先の乏しい地域金融機関ほど、長期国債での運用に依存していると見ら

⁽¹⁰⁶⁾ 最近の主な試算として、Hiroshi Fujiki and Hajime Tomura, "Fiscal cost to exit quantitative easing: the case of Japan," *Japan and the World Economy*, Vol.42, June 2017, pp.1-11; 吉松崇「出口のリスク」は存在しない『エコノミスト』95巻43号, 2017.11.7, pp.70-71; 深尾光洋「異次元緩和の長期化で肥大し続ける財政コスト—日銀の巨額損失は国民負担に直結—」『金融財政事情』69巻1号, 2018.1.8, pp.28-33; 左三川ほか, 岩田監修 前掲注(83)などがある。出口をめぐる想定置き方によって損失額の規模等は異なるが、これらの試算は、いずれも日本銀行が数年以上にわたり数兆円規模の損失を計上することを予想している。

⁽¹⁰⁷⁾ 吉松 同上 なお、現代の中央銀行における通貨発行益は、中央銀行がオペレーション等を通じて無利子の負債を負う形で通貨を発行し、その見合いに有利子の金融資産を取得することによって獲得する利益を指す。通貨発行益については、これを最終的に政府に帰属させる制度が採られている。

⁽¹⁰⁸⁾ 「植田審議委員講演要旨 自己資本と中央銀行」『日本銀行調査月報』2003年12月号, pp.51-64。債務超過を放置しても、通貨発行益によりいずれ財務状態は回復するとの見方もあり得るが、債務超過を放置しても構わないと考えるような中央銀行を、人々が信認しなくなる可能性がある。中央銀行が今後も同様のことを繰り返す(債務超過がいつまでも解消しない)との見方が支配的となると、中央銀行はインフレを抑制できなくなり、通貨の信認が失われる可能性がある(山本謙三「日銀の財務悪化への対処法—誰が損失を負担するか—」2017.5.8. NTTデータ経営研究所ウェブサイト <http://www.keieiken.co.jp/pub/yamamoto/column/column_170508.html>)。

⁽¹⁰⁹⁾ 岩村充教授(早稲田大学)は、日本銀行の保有国債を変動利付永久債に転換するというアイデアを提案している。日本銀行のバランスシートを守りながら、金融政策の適切な遂行を確保する方策として注目される(岩村充「ヘリコプターマネーは既に現実 予期せぬ“出口”への備えが必要」『エコノミスト』94巻32号, 2016.8.2, pp.30-33.)。

⁽¹¹⁰⁾ 前掲注(40)参照。

⁽¹¹¹⁾ 日本銀行は、YCCの枠組みの下で長期金利が目標水準からかい離する場合の介入手段として、無制限に国債買入れを行う指値オペを導入している。長期金利の操作は、日本銀行に対する信認が強ければ、目標水準のアナウンスのみを通じて達成できるが、市場の信認が得られない下では買入量の増大を強いられ、金利コントロールに失敗する可能性もある(木内 前掲注(99), pp.270-285; 高田編著 前掲注(67))。

⁽¹¹²⁾ 企業会計においては、売買目的有価証券及びその他有価証券に時価評価が導入されており、金融機関等の保有国債は多額の評価損をもたらす得る。残存期間が長い債券ほど、損失額は大きくなる。なお、出口における金融機関の収支予想については、高田編著 同上, pp.194-220を参照。

れ、金融システム不安を招かないように出口対応を慎重に進める必要がある⁽¹¹³⁾。出口のタイミングに関するフォワードガイダンスによって、金融市場に見通しを示していくことが重要であるが、現状では、日本銀行と市場のコミュニケーションは必ずしも円滑に行われていないと見られる⁽¹¹⁴⁾。そもそも出口の厳密な定義について一致した見解がなく、日本銀行による情報発信が市場に様々な思惑を生んでいることも指摘されている⁽¹¹⁵⁾。YCC 導入以降の状況を、すでに「見えざる緩和縮小」と捉える向きもあるなど⁽¹¹⁶⁾、出口戦略が示されないことが状況認識の混乱を招いている感もある。主要中央銀行が出口戦略を進め⁽¹¹⁷⁾、海外金利が上昇しつつある中で、日本銀行だけが金融緩和を続けることは困難と見られ、早急に出口の見通しを示す必要があると考えられる⁽¹¹⁸⁾。

3 財政に対するショック

出口における長期金利の上昇は、財政にも深刻な影響を及ぼし得る。金融緩和の下で抑え込まれていた国債金利が上昇すると、国の利払負担が増加する。国債の償還年限の長期化が進んでいることから、利払費はそれほど急激に増えないとの見方もあり得るが、いずれにせよ、着実に財政再建が進まない限り、我が国の財政は持続不能となるおそれがあると見られる⁽¹¹⁹⁾。

政府が財政破綻の危機に陥ると、中央銀行は独立性を放棄してその救済に動かざるを得なくなり、その結果、物価の安定が失われる可能性があるとの指摘もある⁽¹²⁰⁾。具体的には、中央銀

⁽¹¹³⁾ QQE の実施により、金融機関の国債投資に係る金利リスクが日本銀行に移転された面もあると考えられるが、一方で運用難から金融機関が保有証券のデュレーション（債券に投資された資金の平均回収期間）を長期化させる動きも生じており、依然としてリスク量は高い水準にあるとされる。また、金利上昇のショックは、イールドカーブの変化の形状（全年限の利回りが同程度の幅で上昇する（パラレルシフト）か、長短金利差が拡大する（スティープ化）か）によっても影響の度合いが変わり得る（日本銀行 前掲注97）。

⁽¹¹⁴⁾ 「オペ減額後の円買い日銀困惑 「市場との対話」 難しく（今週の市場）」『日本経済新聞』2018.3.11。

⁽¹¹⁵⁾ 現行の枠組みにおける出口の定義としては、①オーバーシュート型コミットメントの2条件（前掲注53参照）のそれぞれの達成時点に加え、② YCC の金利誘導目標を変更する時点が考えられる。黒田総裁は、出口戦略の検討について言及し始めているが（前掲注90参照）、人々の予想物価上昇率が上がる局面における金利調整（実質金利の水準に中立的な名目金利の引上げ）は、出口に該当しないとの考え方も否定していない。このため、金融市場は、物価目標の達成前に金利調整が行われる可能性も意識せざるを得なくなっている（「金利調整は「出口」か 日銀総裁の説明曖昧に」『日本経済新聞』2018.3.15.）。

⁽¹¹⁶⁾ 前掲注67参照。

⁽¹¹⁷⁾ Fed は、2014 年 1 月から資産買入れを段階的に縮小し、同年 9 月に「金融政策正常化に関する原則と計画」を公表、2015 年 12 月以降は段階的に政策金利の引上げを進めつつ、2017 年 10 月から再投資の停止による保有資産の縮小（バランスシート正常化プログラム）に着手している。ECB は、2017 年 4 月から資産買入れの縮小を開始し、同年 6 月には政策金利に関するフォワードガイダンスを変更した。イングランド銀行は、2017 年 11 月に政策金利を引き上げた。これらの中央銀行は、いずれも 2% の物価目標を掲げているが、これを達成しない時点から出口対応に着手している。海外主要中央銀行の出口戦略については、良永晃子「米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.996, 2018.2.1. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11037889_po_0996.pdf?contentNo=1> も参照。

⁽¹¹⁸⁾ 達成困難な物価目標への拘泥が出口対応を遅らせているとして、これを廃止して、より現実的な名目 GDP 成長率 2% を目標とすべきとの提案も見られる。これは、名目 GDP は消費者物価と比べて速報性に欠けるが、物価と経済成長の両方の動向を反映する指標という点で優れているとの見方によるものである（福田慎一「物価目標から GDP 目標に移行を」『エコノミスト』95 巻 46 号, 2017.11.28, pp.74-75.）。

⁽¹¹⁹⁾ 国の債務償還能力の把握には、債務残高と将来の政府支出の現在価値の合計が、徴税額の現在価値を下回るか否かの検証が必要となる。しかしながら、将来の歳出削減や増税の可能性については、主観的な判断とならざるを得ない面がある（富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社, 2001, pp.191-209.）。

⁽¹²⁰⁾ 中央銀行が自国通貨建ての政府債務をデフォルトさせることはないとする、「マネタリストの不快な算術」と呼ばれる議論が知られている（翁 前掲注35, pp.199-239.）。

行による財政資金のファイナンスなどが想定されるが、こうした措置は激しいインフレを招く可能性がある。このほか、出口において中央銀行が適切な金融引締めを行わず、金利を低い水準に維持し続けることも考えられる⁽¹²¹⁾。これらは、いずれもインフレにより政府債務を解消しようとするものであり、国会の議決に基づかない事実上の課税（インフレ税）に当たるとも言える⁽¹²²⁾。こうした事態を避けるには、金融緩和の下で緩みが指摘される財政規律について、これを堅持する立場を明確にし、出口に備えることが必要と考えられる⁽¹²³⁾。

おわりに

平成 30（2018）年 4 月 9 日に、黒田総裁は再任され、新たな 5 年間の任期を開始した⁽¹²⁴⁾。本稿で述べたとおり現行の金融政策には多くの課題があり、とりわけ金融緩和の出口をめぐる対応は困難を極めると見られる。異次元緩和の処理に当たっては、国会を始めとして、政府・日本銀行、学界、市場関係者等の衆知を集めた議論が望まれる。⁽¹²⁵⁾

（おおもり けんご）

(121) 実質金利を低位に抑えることで、債権者から債務者への所得移転を行う施策を「金融抑圧」(financial repression) という。第 2 次世界大戦後の英国の事例などが知られているが、高度経済成長期の我が国の金利規制等も、金融抑圧であったと解することができる。今日のように資本移動が自由な開放経済においては、金融抑圧の実施は難しいと考えられ、仮に資本規制が導入されることとなると、企業活動等に対する影響は甚大なものとなると見込まれる（内閣府『年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）—日本経済の復興から発展的創造へ—平成 24 年度』2012.7, pp.276-277. <http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je12/pdf/all_04.pdf>; 河野龍太郎「金融抑圧政策が始まったのか—「異次元緩和」のもう一つの意味—」『資本市場』334 号, 2013.6, pp.12-20; 同「コラム:「失われた 20 年」の次は「英国病」か」『REUTERS』2013.12.16. <<https://jp.reuters.com/article/13n0jv0kf-forexforum-ryutarokono-idJPTYE9BF05Q20131216>>）。

(122) インフレ税は租税の場合と異なり、担税力に即した公平性への配慮を欠いた負担となる。また、インフレには格差を拡大させる効果があるとの指摘（深澤映司「アベノミクスと格差の関係についてどのように考えるか—インフレが格差に及ぼす影響を中心に—」『レファレンス』780 号, 2016.1, pp.129-154. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_9616696_po_078007.pdf?contentNo=1>) や、インフレによる債務削減効果は大きくないとの見方もある（翁 前掲注(35), pp.199-239; 小黒 前掲注(81)）。

(123) 早川 前掲注(65)

(124) 副総裁には、金融緩和に積極的とされる経済学者の若田部昌澄氏（前早稲田大学教授）、日本銀行内部から雨宮正佳氏（前日本銀行理事）が 3 月 20 日付けで新たに任命された。

(125) 平成 25（2013）年 1 月の政府と日本銀行の共同声明は、「日本銀行は、（中略）金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」とし、物価目標至上主義とは一線を画していた。また、「政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信託を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」とし、政府に財政再建への取組を求めている（日本銀行 前掲注(3), p.9.）。再任後の黒田執行部の政策運営の座標軸として、改めて共同声明に立ち返ることを求める声もある（翁邦雄「日銀新体制の課題（中）物価目標の独り歩き危険 「共同声明」の全体 再確認を（経済教室）」『日本経済新聞』2018.3.14.）。