

# 国立国会図書館

## 量的・質的金融緩和の効果とその評価

調査と情報—ISSUE BRIEF— NUMBER 809 (2013. 12. 3.)

はじめに	3 期待への働きかけ
I 量的・質的金融緩和の概要と 政策効果の波及経路	4 物価安定の目標
1 概要	III その他の論点
2 政策効果の波及経路	1 財政ファイナンス
II 量的・質的金融緩和の効果と その評価や意見	2 出口戦略
1 長期金利	おわりに
2 ポートフォリオ・リバランス 効果	

- 2013年4月に日本銀行が導入した量的・質的金融緩和は、主に、長めの金利の低下、ポートフォリオ・リバランス効果、期待への働きかけの三つの波及経路を通じて、2%の物価安定の目標の達成を目指すものである。
- 量的・質的金融緩和の導入から半年以上が経過したが、三つの波及経路を通じた効果や消費者物価指数の推移をみると、一部では政策効果が表れつつあると考えられるものの、その評価や今後の見通しについては、日本銀行や識者の間で見解が分かれている。
- その他、金融緩和に伴い今後起こり得る課題として、財政ファイナンスへの危惧や、出口戦略とそのコストへの対応が指摘されている。

国立国会図書館  
調査及び立法考査局財政金融課  
よしづる ゆうすけ  
(吉鶴 祐亮)

第809号

## はじめに

2013年4月4日の金融政策決定会合において日本銀行（以下「日銀」という。）が決定した、量的・質的金融緩和の導入から半年以上が経過した。日銀は同年1月に、消費者物価の前年比上昇率を2%とする物価安定の目標を導入しており、量的・質的金融緩和は、同年3月に就任した黒田東彦日本銀行総裁らによる金融政策運営の新体制の下、物価安定の目標を達成すべく導入されたものである。<sup>1</sup>

量的・質的金融緩和は、過去に日銀が採用した量的金融緩和政策（2001年3月から2006年3月まで）や資産買入等の基金を活用した金融緩和政策（2010年10月から量的・質的金融緩和の導入まで）と同様に、非伝統的な金融政策に位置づけられるが、これらの政策と比較してもより大規模に金融緩和を推し進めるものであり、報道等では「異次元」の金融緩和とも呼ばれている。それゆえ、この政策は実験的な性格が強いとの見方もあり、その効果や課題をめぐって様々な見解が示されている。

本稿では、量的・質的金融緩和の概要を説明した後、現時点でこの政策がもたらしている効果について、政策効果の波及経路や物価安定の目標と結びつけて論じ、関連する意見を紹介する。また、量的・質的金融緩和に関するその他の論点として、財政ファイナンスと金融緩和からの出口戦略を取り上げる。

## I 量的・質的金融緩和の概要と政策効果の波及経路

### 1 概要

量的・質的金融緩和の概要は次の通りである<sup>2</sup>（表1も参照）。

量的・質的金融緩和は、消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定の目標を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現することを目的として導入されたものである。既述のように、物価安定の目標は2013年1月に導入されたものであるが、本政策の導入に伴い、達成までの期間を2年程度とすることが明示された。

金融緩和の具体的手法としては、金融市場調節の操作目標を従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベース<sup>3</sup>に変更し、マネタリーベースを年間約60兆～70兆円に相当するペースで増加させる。マネタリーベースは主に資産の買入れに伴い拡大するが、買入れの対象とする資産は、長期国債に加え、いわゆるリスク性資産である株価指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）である。長期国債については、最長の40年債を含むすべての年限の国債を買入れ対象とし、保有残高が年間約50

---

※本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2013年11月20日である。

<sup>1</sup> 物価安定の目標や量的・質的金融緩和の導入を含む、ここ数年の日銀の金融政策の動向については、湯本善昌「日米中央銀行の金融緩和措置等」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』784号、2013.4.18を参照。<[http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_8198312\\_po\\_0784.pdf?contentNo=1](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8198312_po_0784.pdf?contentNo=1)>

<sup>2</sup> 次の資料を参照した。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](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>; 黒田東彦「量的・質的金融緩和」日本銀行、2013.4.12。<[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130412a1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf)> 等

<sup>3</sup> マネタリーベースとは、日銀が供給する通貨のことであり、市中に出回っているお金である流通現金（日本銀行券発行高+貨幣流通高）と日銀当座預金残高の合計値である。日本銀行「マネタリーベースの解説」2013.5。<<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exbase.htm/>>

兆円に相当するペースで増加するように買入れを行う。買入れの平均残存期間は従来の3年弱から7年程度まで延長する。また、ETF及びJ-REITについては、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するように買入れを行う。すなわち、量的・質的金融緩和を量の観点からみると、金利ではなくマネーの量を示すマネタリーベースを指標とし<sup>4</sup>、より大規模に量的な金融緩和を推進する<sup>5</sup>ものであり、質の観点からみると、より長期の国債やリスク性資産の買入れを拡大することで、買入れる資産の性質の面においてもさらに踏み込んだ金融緩和を実施するものであると整理できる。

さらに、量的・質的金融緩和は、2%の物価安定の目標を安定的に持続するために必要な時点まで継続するとされている。すなわち、2年程度での達成を目指しているが、単にある時点において2%の物価上昇率を達成すればよいというわけではなく、それを安定的に維持するために必要な時点まで緩和を続けるというコミットメントが示されている。

2013年4月の新政策導入から同年10月31日の金融政策決定会合まで、金融市場調節方針は変更されておらず、上述の内容に沿って金融緩和が進められている。現時点では、マネタリーベースは約190兆円<sup>6</sup>、日銀の長期国債の保有残高は約133兆円<sup>7</sup>(いずれも2013年10月31日現在)まで拡大している。

## 2 政策効果の波及経路

量的・質的金融緩和がもたらす政策効果は、主に次のような三つの経路を通じて経済や物価に波及すると想定されている<sup>8</sup>。

第一の効果は、長期国債やETF、J-REITの買入れにより、長めの金利の低下やリスク性資産のプレミアム<sup>9</sup>に働きかける効果である。長期金利やリスク性資産のプレミアムを低

表1 マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	200	270
(バランスシート項目の内訳)			
長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18
その他とも資産計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175
その他とも負債・純資産計	158	220	290

(出典) 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」  
2013.4.4, p.4. <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>

<sup>4</sup> 金融市場調節の操作目標に量的な指標を用いた過去の政策には、上述の量的金融緩和政策がある。この時は、マネタリーベースのうちの日銀当座預金の残高が金融市場調節の操作目標とされていた。

<sup>5</sup> マネタリーベースの平均残高をみると、統計値が確認できる1970年から量的・質的金融緩和導入までの期間では、最大で約135兆円(量的・質的金融緩和導入直前の2013年3月)となっている。量的金融緩和政策の採用時期においても、マネタリーベースの平均残高は最大で約114兆円(2006年1月)である。

<sup>6</sup> 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」 <<http://www3.boj.or.jp/market/jp/menu.htm>>

<sup>7</sup> 日本銀行「営業毎旬報告」 <<http://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/>>

<sup>8</sup> 次の資料を参照した。黒田 前掲注(2), pp.5-6; 白井さゆり「我が国の経済・物価情勢と新しい金融緩和政策：金融政策の過去と現在」日本銀行, 2013.6.13, p.6. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130613a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130613a1.pdf)> 等

<sup>9</sup> 当該資産のリスクに応じたリターンの上乗せ幅のこと。プレミアムの低下によって、一般に物価や資産価格の上昇が期待できる。

下させることで、企業や家計の資金調達コストの低下や、資産効果（資産価格の上昇が消費等を刺激する効果）等を通じ、企業や家計の投資活動、消費活動の活性化を狙う。

第二の効果は、日銀が長期国債を大量に買い入れることで、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関に対し、株式や外国債券、貸出しなど、より高い収益が得られる資産への投資を促す効果である。これはポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれるもので、この効果を通じて、新興・成長企業へのリスクマネーの供給やリスク資産への投資を増やし、経済の成長力を高めることが期待されている。

第三の効果は、物価安定の目標の早期実現を約束し、それを裏打ちする大規模な資産買入れを継続することで、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果である。期待への働きかけを通じて予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響を与えるほか、実質金利の低下が生じる<sup>10</sup>ことで、企業の設備投資や家計の耐久財消費、住宅投資等の民間需要を刺激するとされている。

## II 量的・質的金融緩和の効果とその評価や意見

量的・質的金融緩和の導入から半年以上が経過したが、金融政策の効果はタイムラグを伴って発揮されるものもある。そのため、現時点でその効果を全体として評価することは困難であるが、この間の経済動向等を踏まえ、既に多くの見解が提示されている。

金融政策の効果を見るにあたっては、金融市場の動向や実体経済面への影響といった観点もあるが、ここでは前章で述べた量的・質的金融緩和の政策効果の波及経路、及び物価安定の目標を取り上げ、その評価や関連する論評等を紹介する。

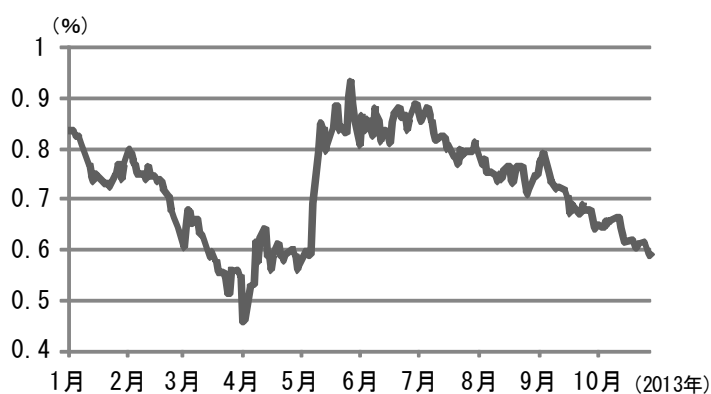
### 1 長期金利

#### (1) 長期金利の動向

量的・質的金融緩和の狙いの一つである長期金利やリスク性資産のプレミアムへの働きかけについて、ここでは長期国債の買入れによる長期金利への働きかけについて取り上げる。

長期金利の代表的な指標である、新発 10 年国債利回りの推移は図 1 の通りである。長期金利は量的・質的金融緩和の導入までは低下傾向にあったものの、導入後の 4 月から 5 月にかけて急激に上昇した。長期金利の上昇を受け、日銀は、6 月から長期国債買入れの運営方針を変更し、月間の買

図 1 長期金利（新発 10 年国債利回り）の推移



(出典) 報道記事を基に筆者作成。

<sup>10</sup> 「実質金利＝名目金利－予想物価上昇率」という関係が成り立つため、予想物価上昇率が上昇すれば実質金利は低下すると説明されている。岩田規久男「量的・質的金融緩和」のトランスミッション・メカニズム」日本銀行, 2013.8.28, pp.8-9. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130828a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130828a1.pdf)> 等

入れ回数の増加や 1 回当たりの買入れ金額の小口化を行った<sup>11</sup>。その後、長期金利は低下に転じ、徐々に今回の金融緩和策導入前の水準に近づいている。

## （２）長期金利の動向に関する評価や意見

4 月から 5 月にかけて生じた長期金利の乱高下は、緩和の狙いに反する動きであるが、この原因について、黒田総裁は、量的・質的金融緩和が市場の予測を超えるものであったことから、国債市場でその内容や影響を消化するまでに時間を要し、不確実性が高まったことや、米国連邦準備制度理事会（FRB）による資産買入れ策（QE3）の縮小観測の強まりを受け、米国の長期金利が上昇し、その影響が日本にも及んだことによるものであると説明を行っている<sup>12</sup>。また、最近では長期金利の低下が続いていることについて、黒田総裁は、長期国債買入れの効果が現れていると述べている<sup>13</sup>。

一方で、日銀の政策手法には課題があるとの見方もある。4 月から 5 月にかけて長期金利の乱高下が生じた原因について、量的・質的金融緩和には長期金利への働きかけについて相反する要素が含まれるためであるとの意見<sup>14</sup>や、量的・質的金融緩和の導入に伴い、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に変更したことなどによって、将来の金利の見通しに働きかける時間軸効果の弱体化を招いたためであるといった意見<sup>15</sup>がある。

## 2 ポートフォリオ・リバランス効果

### （１）ポートフォリオ・リバランスの動向

量的・質的金融緩和によるポートフォリオ・リバランス効果をみるにあたって、国内銀行（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行）が保有する資産のうち、国債や貸出しなどの前年同月比の増減の推移について確認すると、図 2 の通りである。図 2 のうち、預け金（日銀への預け金を含む）や国債については本政策の導入の前後から大きな変化がみられる。その他の項目については、預け金や国債ほど大きな変化はないが、貸出しは増加がみられる。

こうした点については、日銀が 2013 年 10 月に発表した「金融システムレポート」において、量的・質的金融緩和の導入後、日銀による国債買入れが増加する中で、金融機関の国内債券（国債等）の保有が大幅に減少していると分析されている。その一方で、大手行を中心に現預金（日銀当座預金等）が増加しているほか、貸出残高が伸びを高めている<sup>16</sup>こ

<sup>11</sup> 日本銀行「当面の長期国債買入れの運営について」2013.5.30. <[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/rel130530b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/rel130530b.pdf)>

<sup>12</sup> 黒田東彦「最近の金融経済情勢と金融政策運営」日本銀行, 2013.7.29, p.3. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130729a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130729a1.pdf)>

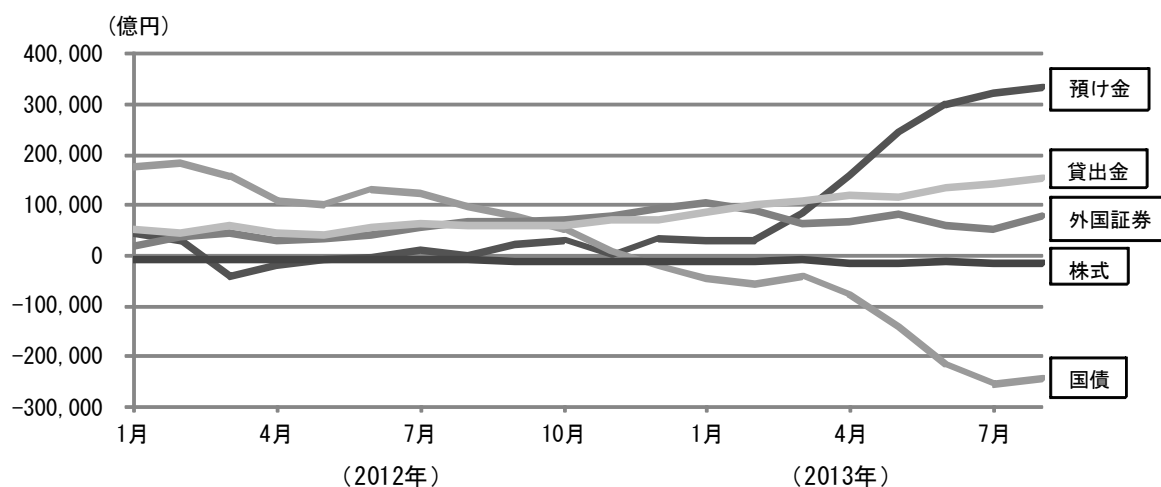
<sup>13</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2013.10.7, p.12. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2013/kk1310a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1310a.pdf)>

<sup>14</sup> 長期国債の買入れ等により金利低下に働きかける一方で、2%の物価安定の目標が実現される場合には物価の上昇に伴い名目金利も上昇することになるとの指摘がある。例えば、中島将隆「長期金利の変動はなぜ生じたか」『証研レポート』1679号, 2013.8, pp.12-14. <[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1679/1679\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1679/1679_01.pdf)>

<sup>15</sup> 植田和男「経済教室 異次元緩和から 3 ヶ月（下）」『日本経済新聞』2013.7.3; 大島一宏「将来見通しを失った市場 日銀は「先行きの指針」を示せ」『エコノミスト』91(29), 2013.7.2, pp.44-45.

<sup>16</sup> ただし、貸出しについては、マネタリーベースの伸びと比べるとその伸びは低く、預貸率（預金残高に対する貸出残高の割合）も低下していることから、金融緩和がその十分な拡大につながっていないとの指摘もある。

図2 国内銀行の保有資産の推移



(注) 国内銀行の銀行勘定における平均残高の前年同月比増減。

(出典) 日本銀行ホームページを基に筆者作成。

とや、外国証券等の投資残高は伸び悩んでいることが指摘されている。<sup>17</sup>

その他、銀行以外の主体に目を向けると、金融システムレポートでは、生命保険会社等の機関投資家の資産運用動向には大きな変化はみられないとしている<sup>18</sup>。

## (2) ポートフォリオ・リバランス効果に関する評価や意見

銀行や生命保険会社の資産運用動向や、対外証券投資や株式投資の動向等を踏まえると、現時点ではポートフォリオ・リバランス効果は十分に表れていないとの分析がある<sup>19</sup>。ただし、黒田総裁は、ポートフォリオ・リバランスは短期的に一気に進むのではなく、徐々に進行するとの見方を示している<sup>20</sup>。

## 3 期待への働きかけ

### (1) 将来の物価予測

期待への働きかけがどのようになされているかを検討するにあたり、ここでは将来の物価予測に関するアンケート調査の結果をみてみたい。日本経済研究センターが民間エコノミスト約40名に対して毎月実施しているESPフォーキャスト調査では、将来の消費者物価指数の予測値についても集計が行われている。2013年度から2015年度の各年度の消費者物価指数について、2013年1月以降に発表された予測値の推移をみると、表2の通り

武井哲也「「大胆な金融政策」の効果と課題」『立法と調査』345号、2013.10、p.29；「ふくらむ日銀当座預金」『読売新聞』2013.9.27。

<sup>17</sup> 日本銀行「金融システムレポート」2013.10、pp.13、20-21。

<sup>18</sup> 同上

<sup>19</sup> 湯元健治「2%インフレは視野に入ってきたか」日本総合研究所、2013.10.23。<<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/yumoto/pdf/7074.pdf>>; 岡田哲郎「「異次元緩和」の中間評価と今後の展望」『JRIレビュー』8(9)、2013.8.26、pp.34-35。<<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7026.pdf>>; 植田前掲注(15)

<sup>20</sup> 前掲注(13)、p.9。

となっている。

また、日銀が個人を対象に行っている生活意識に関するアンケート調査における、1年後の物価の予想に関する調査結果では、「物価が上がる」と予想する回答の割合の推移は表3の通りとなっている。

表2 消費者物価指数の年度予測値の推移

(単位：%)

調査時期 (2013年)	1月 調査	2月 調査	3月 調査	4月 調査	5月 調査	6月 調査	7月 調査	8月 調査	9月 調査	10月 調査
2013年度	0.11	0.17	0.25	0.27	0.32	0.33	0.36	0.43	0.52	0.59
2014年度	2.34	2.45	2.47	2.47	2.61	2.70	2.71	2.73	2.75	2.78 (0.76)
2015年度	—	—	—	—	—	(1.00)	(0.95)	(0.97)	(1.03)	1.60 (0.91)

(注1) 生鮮食品を除く総合の前年度比上昇率。

(注2) 表中の ( ) 内は消費税率引上げの影響を除いた予測値。

(出典) 日本経済研究センターホームページのESPフォーキャスト調査の結果を基に筆者作成。

表3 1年後の物価が上がると予想する回答の割合の推移

(単位：%)

調査時期	2012.3.	2012.6.	2012.9.	2012.12.	2013.3.	2013.6.	2013.9.
割合*	57.9	56.4	61.8	53.0	74.2	(80.2)	(83.0)

\*1年後の物価について、「かなり上がる」と「少し上がる」とする回答の合計が全体に占める割合。

(注) 表中の ( ) 内は消費税率引上げの影響を除いた調査結果。

(出典) 日本銀行ホームページの生活意識に関するアンケート調査の結果を基に筆者作成。

## (2) 期待への働きかけに関する評価や意見

以上のような調査結果や、ブレーク・イーブン・インフレ率<sup>21</sup>が上向きに推移していることなどを踏まえ、岩田規久男日本銀行副総裁は、予想物価上昇率は上昇しているとの見解を示している<sup>22</sup>。ただし、こうした指標をみるにあたっては、今後の消費税率引上げの影響を考慮する必要がある。消費税率引上げを勘案すると、現時点では予想物価上昇率は十分には高まっていないとの指摘もみられる<sup>23</sup>。

また、金融緩和によって期待へ働きかけることの有効性についても見方が分かれている。期待への働きかけを重視する立場からは、量的・質的金融緩和によって予想物価上昇率が高まり、実質金利が低下することなどを通じて、物価上昇や経済情勢の改善につながるとの主張がある<sup>24</sup>。他方では、量的・質的金融緩和が期待に波及するメカニズムが明示されていないとの意見<sup>25</sup>や、量的・質的金融緩和による期待への働きかけは、資産価格への効果はあっても財やサービスなどの価格には作用しにくいとの意見<sup>26</sup>もある。

<sup>21</sup> 物価連動国債と固定利付国債の利回りの格差であり、市場の予想物価上昇率を表す指標であるとされている。

<sup>22</sup> 岩田規久男「量的・質的金融緩和」の目的とその達成のメカニズム」日本銀行、2013.10.18, p.5. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko131018a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko131018a1.pdf)>

<sup>23</sup> 岡田 前掲注(19), pp.35-36; 北坂真一「経済教室 動揺する市場 (下)」『日本経済新聞』2013.6.6.

<sup>24</sup> 片岡剛士「期待」の波及経路 一般消費者のインフレ予想は高まりつつある」『エコノミスト』91(39), 2013.9.10, pp.38-39; 「特別インタビュー 岩田規久男日本銀行副総裁 「家計の予想インフレ率は高まっている」」『エコノミスト』91(40), 2013.9.17, p.83.

<sup>25</sup> 池尾和人「経済教室 動揺する市場 (上)」『日本経済新聞』2013.6.5.

<sup>26</sup> 財やサービスなどの場合、将来の価格についての合意が難しい、転売が利かないといった見方から、その価格形成は資産の場合とは異なることなどが述べられている。吉川洋「金融政策で企業のあり方を変えることはできない」『金融財政事情』64(17), 2013.4.29, p.60; 田中隆之「金融政策における期待の役割 長期金利を引き

## 4 物価安定の目標

### (1) 消費者物価指数の推移

既述の通り、量的・質的金融緩和は消費者物価の前年比上昇率を 2%とする物価安定の目標の達成を目指すものである。2013 年 1 月から 9 月までの消費者物価指数の推移をみると、表 4 の通りとなっている。

表 4 消費者物価指数の推移

(2010 年=100)

時期 (2013 年)		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
総合	指数	99.3	99.2	99.4	99.7	99.8	99.8	100.0	100.3	100.6
	前年同月比(%)	-0.3	-0.7	-0.9	-0.7	-0.3	0.2	0.7	0.9	1.1
生鮮食品を除く総合	指数	99.1	99.2	99.5	99.8	100.0	100.0	100.1	100.4	100.5
	前年同月比(%)	-0.2	-0.3	-0.5	-0.4	0.0	0.4	0.7	0.8	0.7
食品及びエネルギーを除く総合	指数	97.6	97.6	98.0	98.4	98.5	98.3	98.3	98.5	98.5
	前年同月比(%)	-0.7	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.0

(出典) 総務省統計局ホームページを基に筆者作成。

特に消費者物価指数（生鮮食品除く）の前年同月比をみると、量的・質的金融緩和の導入後の 5 月にマイナス圏を脱し、直近の 9 月では 0.7%の上昇となっている。ただし、物価上昇に寄与しているのは主にエネルギー価格など、円安に伴う輸入物価の上昇であるとの指摘もなされている<sup>27</sup>。

### (2) 今後の物価の見通し

今後の物価の見通しについて、日銀は「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の中で政策委員による予測値を公表しており、2013 年 10 月の公表値は表 5 の通りである。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年度比上昇率の見通しの中央値は、消費税率引上げの影響を除くと、2014 年度は 1.3%、2015 年度は 1.9%とされている。

表 5 2013 年度～2015 年度の政策委員の消費者物価指数の見通し

(単位：%)

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
消費者物価指数	+0.6～+1.0 <+0.7>	+2.8～+3.6 <+3.3>	+1.6～+2.9 <+2.6>
消費税率引上げの影響を除くケース	—	+0.8～+1.6 <+1.3>	+0.9～+2.2 <+1.9>

(注 1) 生鮮食品を除く消費者物価指数の前年度比。

(注 2) 表中の<>内は政策委員の見通しの中央値。

(出典) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2013.11.1,p.8. <<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/20131101.pdf>> を基に筆者作成。

次に、民間エコノミストによる物価の見通し（表 2 の 2013 年 10 月調査を参照）をみると、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年度比上昇率は、消費税率引上げの影響を除くと、2014 年度は 0.76%、2015 年度は 0.91%と予測されており、日銀が展望レポートで発表した物価見通しとは乖離がある。

下げるが物価・実需喚起は難しい』『エコノミスト』91(39), 2013.9.10, pp.40-41.

<sup>27</sup> 例えば、野口悠紀雄「日銀が引き金を引く日本崩壊 第 27 回 消費者物価上昇率のプラス転換をどう評価するか?」『ダイヤモンド・オンライン』2013.10.31. <<http://diamond.jp/articles/-/43763>>



### (3) 物価安定の目標の達成の可否に関する評価や意見

日銀は、2013年10月に発表した展望レポートにおいて、「消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い<sup>28</sup>と述べており、物価安定の目標は同レポートの見通し期間（2013年度から2015年度まで）の後半にかけて達成されると想定している。

他方では、ESPフォーキャスト調査において、2%の物価安定の目標の達成の可否についても調査が行われている（表6を参照）。民間エコノミストの見通しでは、2年以内の達成はできないとする見方が多い。

表6 物価安定の目標の達成の可否の推移

（単位：名）

調査時期（2013年）	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
達成できる	2	2	1	2	2	2	1
達成できない	31	32	33	35	35	35	36
どちらとも言えない	7	5	6	4	3	4	4

（注）民間エコノミスト約40名に対し、2年以内（2015年3月から4月頃まで）の2%の物価安定の目標の達成の可否について調査を行った結果。

（出典）日本経済研究センターホームページのESPフォーキャスト調査を基に筆者作成。

その他、物価安定の目標の達成の可否についての議論においては、本章でみた政策効果の波及経路のほか、金融市場や実体経済面への影響など、量的・質的金融緩和がもたらす影響に関する様々な視点から検討がなされている。その一部を取り上げると、マネタリーベースの拡大が予想物価上昇率を高めることなどを通じて実際の物価上昇をもたらすため、物価安定の目標は達成可能であるとの意見がある<sup>29</sup>一方で、マネタリーベースの拡大が予想物価上昇率を高める効果はほとんど期待できない、あるいはマネタリーベースの拡大は日銀当座預金の増加をもたらすだけであるといった観点から、実際の物価上昇にはつながらず、物価安定の目標を達成することは難しいとの見解<sup>30</sup>もある。

## III その他の論点

最後に、今後の課題となり得る論点として、財政ファイナンスと出口戦略の二つを取り上げ、これらをめぐる議論等を紹介する。

### 1 財政ファイナンス

既述の通り、量的・質的金融緩和は従来にも増して日銀の長期国債買入れを進めるものであり、その導入の際には銀行券ルール（長期国債保有額を日本銀行券の発行残高以内に

<sup>28</sup> 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2013年10月）」2013.11.1, p.4. <[http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/go\\_r1310b.pdf](http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/go_r1310b.pdf)>

<sup>29</sup> 「原田泰 円安や株高が起り期待インフレ率は高まっている」『エコノミスト』91(22), 2013.5.21, p.21; 嶋中雄二「アベノミクスと日本経済」『証券アナリストジャーナル』51(7), 2013.7, pp.60-63, 66-67.

<sup>30</sup> 藤田勉「異次元の金融政策は成功するか？」『月刊資本市場』333号, 2013.5, pp.42-45; 上野泰也「物価目標の達成は極めて困難」『金融財政 business』10345号, 2013.7.25, pp.4-7.

抑えるという日銀の内部規定)が一時停止されている。こうしたことから、日銀が大量の長期国債買入れを進めることは、市場に財政ファイナンス(日銀による財政赤字の穴埋め)と受け取られるおそれがあるのではないかとの議論がある。

日銀は、量的・質的金融緩和の導入にあたって、「長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない」<sup>31</sup>ことを明示している。黒田総裁も、物価安定の目標を達成するために行う金融緩和の方策として長期国債の買入れを行うのであり、財政ファイナンスの意図はないと発言している<sup>32</sup>。その他、日銀以外からも、2%の物価安定の目標を設定していることが目標達成後も国債購入を続けることの制限になるとの意見がある<sup>33</sup>。

ただ一方では、長期国債の買入れが財政ファイナンスにつながりかねないとする見解も少なくない。例えば、デフレ脱却の際には長期金利の上昇が予想されるが、金利上昇は国債価格の低下を通じて、国債を保有する金融機関の財務悪化や政府の国債利払いの増加につながる。また、長期国債の大量買入れによって国債市場の流動性が低下することで、日銀が国債購入規模の縮小や国債売却を行う際に長期金利の急騰を招きかねない。こうした事態を回避するために、日銀はデフレや金融緩和からの出口(後述)において国債購入を継続する可能性があるとの見方がある。<sup>34</sup>

## 2 出口戦略

### (1) 出口戦略に関する議論

量的・質的金融緩和は2%の物価安定の目標の達成を目指すものであり、目標達成によってデフレから脱却し、経済情勢が安定した後は、金融緩和を縮小し、金融引締めに向かうことが予想される。日銀は、2%の物価安定の目標を安定的に持続するために必要な時点まで金融緩和を継続するとしているが、その後の金融政策の方向性を現時点では明らかにしていない。そのため、日銀は金融緩和からの「出口」に関する戦略を示すべきであるとの議論がある。

黒田総裁は、物価安定の目標の達成にはまだ時間が必要であり、出口戦略はその時の経済や市場の状況等を踏まえて議論する必要があるといった理由から、具体的な議論を行うのは時期尚早であるとしている<sup>35</sup>。日銀以外からも、目標達成に向かっている時点では出口戦略に関する議論はひとまずおき、金融緩和を継続する姿勢を市場に示すことが望ましいとする指摘がみられる<sup>36</sup>。

しかし、強力な金融緩和を実施すると行き過ぎた緩和効果を生む可能性があり、後々の混乱を回避するためにあらかじめ出口戦略を示しておく必要があるとの主張もある<sup>37</sup>。出

<sup>31</sup> 日本銀行 前掲注(2), p.2.

<sup>32</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2013.4.5, p.6. <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2013/kk1304a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf)>

<sup>33</sup> 嶋中 前掲注(29), pp.62, 65.

<sup>34</sup> 小峰隆夫「アベノミクスの評価と求められる成長戦略」『地銀協月報』636号, 2013.6, p.6; 加藤出「大量発行を吸収してきた国債市場の「安定」を破壊」『金融財政事情』64(17), 2013.4.29・5.6, p.76; 馬場直彦「高橋財政下の金融政策と比べると日銀は既に「出口」を失った」『エコノミスト』91(29), 2013.7.2, pp.42-43.

<sup>35</sup> 例えば、第185回国会参議院予算委員会会議録第1号 平成25年10月23日 p.32.

<sup>36</sup> 伊藤隆敏「黒田総裁はインフレ率2%達成の道筋をわかりやすく伝えた」『金融財政事情』64(17), 2013.4.29・5.6, p.51.

<sup>37</sup> 熊野英生「出口論を封じる黒田総裁への注文」『BOJ Watching』第一生命経済研究所, 2013.5.14, pp.2-3.

口の場合ではコスト（後述）を伴うことが予想されるため、その対応方針などを示さないままでは国債市場が不安定になりかねないといった懸念も示されている<sup>38</sup>。

## （２） 予想される出口戦略の内容とその課題

既述のように、日銀は現時点で量的・質的金融緩和からの出口戦略を明示していないが、予想される出口戦略やそれに伴う課題が識者によって論じられている。ここではその内容を紹介する<sup>39</sup>。

今回の金融緩和によって、日銀の長期国債の保有残高は大きく増加し、またその残存期間も長期化することになる。金融緩和の規模縮小に向かう出口の場面で、日銀が長期国債を売却すれば、長期金利の急騰などの問題を招くおそれがあることが指摘されている。そのため、長期国債の償還を待つことで徐々にバランスシートを圧縮させ、その間に金融引締めが必要となった場合には、補完当座預金制度（日銀当座預金の超過準備へ利息を付するもの）に適用する金利水準の引上げ等によって短期金利の上昇に働きかけ、金利操作を行うという政策手法の採用を有力視する意見が多くみられる。

ただし、こうした手法を採用する場合、バランスシートの圧縮が完了するまでの間は日銀から民間金融機関への利払いが発生する<sup>40</sup>。この間の利払い額は超過準備の規模や金利水準に左右されるが<sup>41</sup>、利払いの負担に伴い、日銀からの国庫納付金<sup>42</sup>が減少し、さらに日銀の財務の健全性が損なわれるおそれもある<sup>43</sup>。出口戦略の検討にあたって、こうした手法を採用した場合に発生するコストへの対応が課題であると指摘されている。

## おわりに

以上、量的・質的金融緩和について、その政策効果の波及経路や物価安定の目標の達成の可否に関する中間的な評価や意見、その他の若干の論点の概観を行った。現時点で生じている政策効果や、物価安定の目標の達成の可否については、日銀や多くの識者の間で見方が分かれている。

日銀による新たな金融緩和策が、長く続いたデフレからの脱却をもたらすものであるか、現時点では断定的な評価を行いがたい。今後も緩和措置が続けられていく中で、その効果がどのように発揮されるか、将来起こり得る課題にも配慮しながら注視していく必要がある。

<[http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/kuma/pdf/k\\_1305c.pdf](http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/kuma/pdf/k_1305c.pdf)>

<sup>38</sup> 翁邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013、pp.261-272。

<sup>39</sup> 次の資料を参照した。同上；岡田 前掲注(19)、pp.40-46；久後翔太郎「量的・質的金融緩和」『経済分析レポート』大和総研、2013.9.11。<[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20130911\\_007673.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20130911_007673.pdf)>

<sup>40</sup> 預金準備率の引上げにより超過準備を縮小させ、日銀から民間金融機関への利払いを減少させることも可能である。しかし、この場合は民間金融機関が得るはずの利子が減少するため、結果として日銀が負担するはずのコストを民間金融機関に転嫁することになると指摘されている。

<sup>41</sup> 前掲注(39)で挙げた資料では、それぞれ利払い額の試算も行われている。

<sup>42</sup> 日銀は、各事業年度に発生した剰余金から準備金と配当金を控除した残額を国庫に納付しており、納付金は一般会計の歳入（税外収入）となる。2012年度の国庫納付金は約5472億円である。日本銀行「第128回事業年度財務諸表等」<<http://www.boj.or.jp/about/account/data/zai1305a.pdf>>

<sup>43</sup> 中央銀行が債務超過に陥った場合、例えば政府が損失補填を行うことで介入を強め、中央銀行の独立性が低下することなどによって、中央銀行が物価の安定（特にインフレの抑制）という責務を果たせなくなるリスクが生じる可能性があることが指摘されている。植田和男「自己資本と中央銀行」日本銀行、2003.10.28。<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2003/ko0310f.htm](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2003/ko0310f.htm)>