

No. 1007 (2018. 5.24)

目で見える異次元金融緩和の成果と課題

はじめに

I 異次元金融緩和の成果の検証

- 1 マネタリーベースの拡大
- 2 実質金利の引下げ
- 3 資産価格や為替レートへの働きかけ
- 4 実体経済への波及効果

II 異次元金融緩和の課題

- 1 長引く金融緩和の副作用
- 2 金融政策運営上の問題点

おわりに

- 本稿では、近年の日本銀行の金融政策を各種の経済指標等の動きから振り返る。異次元金融緩和の下では、長期国債やETFが大規模に買い入れられ、マネタリーベースが大幅に拡大したが、2%の物価目標は実現されていない。
- アベノミクスの下での長期にわたる景気回復については、株価の上昇等は見られるものの、好景気の実感に乏しいとの声があり、賃金の引上げ等を通じた消費の拡大や生産性の向上などが必要であると指摘される。
- 異次元金融緩和は、我が国の財政や金融市場に様々な副作用をもたらしていることが指摘される。今後、金融緩和の出口に向けて、日本銀行の政策運営に対する市場からの信頼を高めていく必要があると考えられる。

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

平成 25 (2013) 年 4 月に日本銀行が「量的・質的金融緩和」(Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE) を導入してから 5 年が経過した(表 1)。本稿においては、各種の経済指標等の動きから、「異次元金融緩和」¹の成果と課題を確認する。

表 1 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 次安倍政権発足
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"> ・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 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
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 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)
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

(出典) 筆者作成。

* 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 5 月 1 日である。

¹ 黒田東彦日本銀行総裁は、QQE 導入に際して「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いうことです」と述べた(日本銀行「総裁定例記者会見(4月4日)要旨」2013.4.5, p.2. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf>)。本稿においては、QQE 導入以降の日本銀行の金融政策を「異次元金融緩和」と総称する。

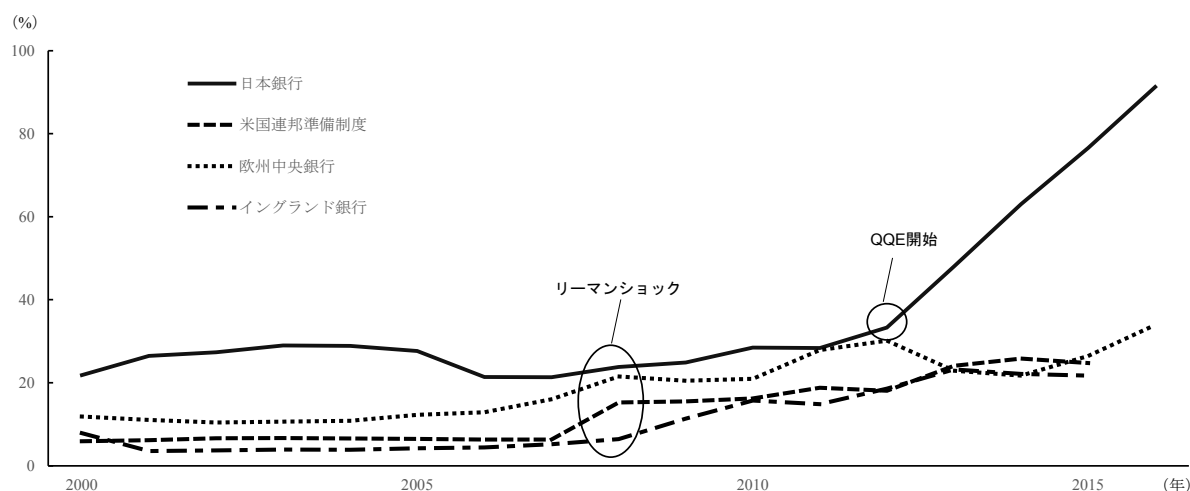
I 異次元金融緩和の成果の検証

1 マネタリーベースの拡大

2008年のリーマンショック以降、主要国・地域の中央銀行は、軒並み大規模な金融緩和を実施した。日本銀行も、バランスシート上に「資産買入れ等の基金」を設けて大規模な資産買入れを実施するなど、金融緩和に取り組んだが、海外の中央銀行と比較してバランスシートの拡大ペースが遅いとして、日本銀行が金融緩和に消極的であるとの批判も見られた²。

平成25(2013)年4月にQQEが導入されると、日本銀行は急激にバランスシートを拡大させ、直近では日本の名目GDPに迫る規模まで膨らんでいる(図1)。その内訳を見ると(表2)、資産側では長期国債、ETF³、J-REIT⁴等の残高が大きく伸び、負債側では金融機関が日本銀行に保有する当座預金(日銀当預)の残高が大きく伸びている。マネタリーベース(準備)とマネーストック(通貨供給量)の推移を見ると(図2)、QQE導入以降の急激なマネタリーベース拡大にもかかわらず、マネーストックの伸びは緩やかなものにとどまり、量的緩和の効果は、必ずしも明確でない⁵。

図1 主要中央銀行のバランスシート規模の対GDP比



(出典) International Monetary Fund, *International Financial Statistics (IFS)*及び各中央銀行の財務報告を基に筆者作成。

² 浜田宏一「デフレの即効薬は金融政策」岩田規久男ほか編著『リフレが日本経済を復活させる—経済を動かす貨幣の力—』中央経済社, 2013, pp.17-48.

³ 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。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。

⁴ 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。

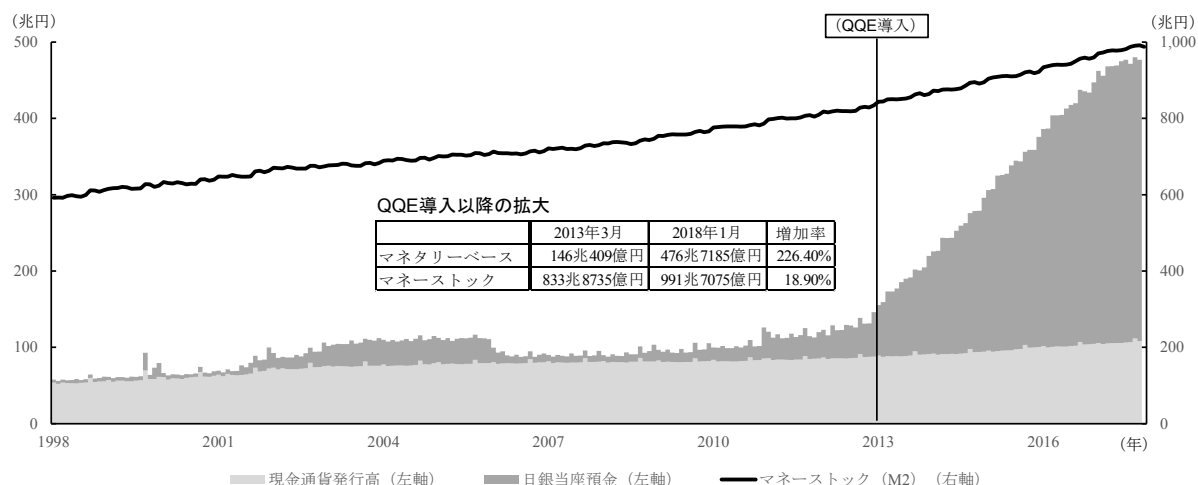
⁵ マネタリーベースは、日銀当預と流通現金の合計を指す。金融政策において通貨供給量を重視する立場からは、中央銀行がマネタリーベースを増やすと、金融機関による信用創造を通じて、金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量であるマネーストックが増え、物価の上昇につながると説明される。しかしながら、名目金利が過度に低下すると、こうした作用が働かなくなるとの指摘もあり、平成13(2001)年3月~18(2006)年3月に日本銀行が実施した量的緩和政策においても、マネタリーベースは拡大したが、マネーストックの顕著な伸びは見られなかった。なお、日本銀行は、QQEにおけるマネタリーベース拡大の効果について、「金融政策レジーム」を変化させることで、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率を押し上げるという波及経路を想定している(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>)。

表2 量的・質的金融緩和 (QQE) 導入の前後における日本銀行のバランスシートの比較 (単位: 億円)

	2012年度末	2016年度末		2012年度末	2016年度末
(資産の部)			(負債の部)		
金地金	4,412	4,412	発行銀行券	833,782	998,001
現金	3,235	2,031	預金	583,200	3,563,788
国債	1,253,556	4,177,114	(うち当座預金)	581,289	3,427,555
(うち長期国債)	913,492	3,771,441	政府預金	14,941	217,507
コマーシャル・ペーパー	12,457	20,357	売現先勘定	145,054	34,252
社債	28,872	32,144	その他負債	2,867	2,074
金銭の信託(株式)	13,780	11,884	退職給付引当金	1,996	1,980
金銭の信託(ETF)	15,440	129,353	債券取引損失引当金	22,433	31,550
金銭の信託(J-REIT)	1,189	3,822	外国為替等取引損失引当金	10,963	15,078
貸出	254,870	446,645	負債の部合計	1,615,239	4,864,234
外国為替	55,264	66,081	(純資産の部)		
諸勘定	5,046	7,044	資本金	1	1
			法定準備金	27,126	31,590
			当期剰余金	5,760	5,066
			純資産の部合計	32,887	36,658
資産の部合計	1,648,127	4,900,893	負債及び純資産の部合計	1,648,127	4,900,893

(出典) 日本銀行の各年度決算を基に筆者作成。

図2 マネタリーベース及びマネーストックの推移



(注) マネーストック (M2) は、2003年3月まではマネーサプライ (M2+CD) の値を示した。

(出典) 「マネタリーサーベイ」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/statistics/money/msa/index.htm/>>; 「マネーストック」同 <<http://www.boj.or.jp/statistics/money/ms/index.htm/>> を基に筆者作成。

2 実質金利の引下げ

QQEにおいては、まず実質金利(実質金利=名目金利-予想物価上昇率)の引下げを通じた実体経済への働きかけが目指された。実質金利の引下げには、①名目金利の引下げか、②予想物価上昇率の引上げが必要となる。低金利の下で名目金利の引下げ余地は少ないと考えられ、緩和効果を得るには、予想物価上昇率の引上げが重要となる。

QQE導入以降の名目金利の動向を見ると、各年限の国債の流通利回りをつないだイールドカーブ(図3)は、長年限の金利がより大きく低下している⁶。特に、平成28(2016)年1月のマイナス金利の導入決定は影響が大きく、10年を超える年限の金利までマイナス圏に沈めた(イ

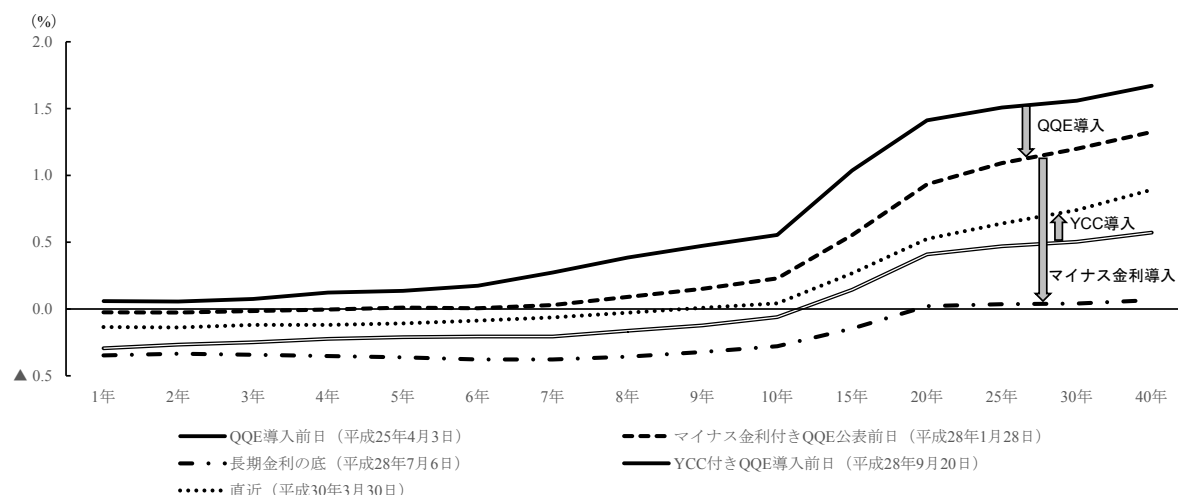
⁶ 長短金利の関係(金利の期間構造)については、将来の予想短期金利の平均値に、期間が長くなることに伴う不確実性に対するプレミアムを上乗せした水準に長期金利が定まるとする説が有力である。イールドカーブは、通常、右上がり(順イールド)に形成されることが多いとされ、先行きの金利上昇予想が強まると傾きが急になり(ステイプ化)、反対に金利上昇予想が弱まると傾きが緩やかになる(フラット化)と考えられる。

ールドカーブはフラット化)。同年9月に導入された長短金利操作 (Yield Curve Control: YCC) は、10年物国債金利をおおむね0%程度に固定することで長期金利の過度の低下を避けることを目指すものであり、短年限の金利を低位に保ちつつ、長年限の金利を引き上げた (イールドカーブはスティープ化)。

家計及びエコノミストによる物価予測に関する指標を見ると (図4)⁷、家計がやや高め of インフレ率を予想するなど、予測には固有の傾向が見られるものの、「大胆な金融緩和」 (アベノミクスの「第1の矢」) を掲げた第2次安倍政権の誕生前後に、予想物価上昇率はいずれも若干高まっている (フォワード・ルッキングな期待形成)⁸。しかしながら、その後の経済動向の影響等により⁹、予想物価上昇率が低下する局面も見られた (適合的な期待形成)。また、エコノミストの予測は、2%の物価目標に届いておらず、日本銀行のコミットメントが信認されて、予想物価上昇率が「アンカーされた」状態には程遠いと言えよう。

日本銀行は、QQE導入以降の金融政策による実質金利の低下が、経済・物価に対して相応の押し上げ効果をもったとしている。その一方で、長期間にわたってデフレが継続した我が国においては、適合的な期待形成の影響が大きく、現実の物価が低迷したことによる予想物価上昇率の下振れが、物価目標の達成を妨げているとしている。¹⁰

図3 量的・質的金融緩和 (QQE) 導入以降の国債イールドカーブの推移



(出典) 「国債金利情報」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm> を基に筆者作成。

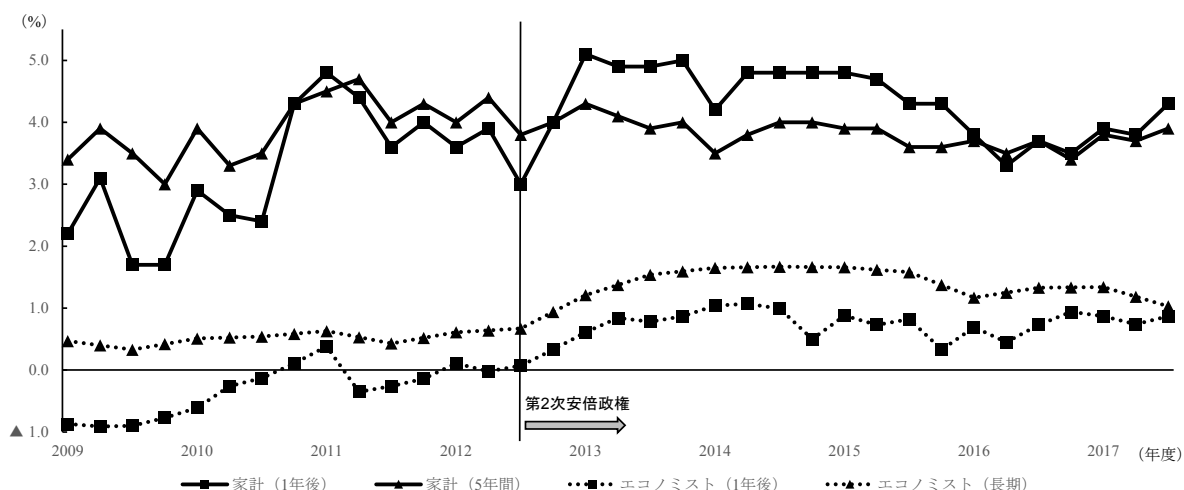
⁷ 予想物価上昇率を示す指標としては、アンケート調査に基づく指標のほか、ブレイク・イーブン・インフレ率 (固定利付国債と物価連動国債の流通利回り差から算出される指標) や、インフレ・スワップ (固定金利と消費者物価指数に連動する変動金利を交換するスワップ取引) の交換レートなどのマーケット関連指標も用いられる。

⁸ 日本銀行は、中央銀行の物価目標が信認されることによる「フォワード・ルッキングな期待形成」と、現実の物価の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素から予想物価上昇率が形成されるとしている (日本銀行 前掲注(5))。前者が十分に強ければ、現実の物価が目標を外れても、予想物価上昇率は目標水準に固定 (アンカー) されると考えられる。

⁹ 日本銀行は、予想物価上昇率が高まらなかった原因として、原油価格の下落や消費税率引上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速や国際金融市場の不安定な動きなどの影響を挙げている (同上)。

¹⁰ 同上

図4 家計及びエコノミストによる物価予測の推移



(注) 家計は「生活意識に関するアンケート調査」から1年後までの物価上昇率及び今後5年間の物価上昇率(年平均)に関する見通しを、エコノミストは「ESPフォーキャスト調査」から1年後及び2～6年度後の物価上昇率の予測値を、いずれも総平均値で示した。

(出典) 「生活意識に関するアンケート調査」日本銀行ウェブサイト <http://www.boj.or.jp/research/o_survey/index.htm>; 「ESPフォーキャスト調査」日本経済研究センターウェブサイト <<https://www.jcer.or.jp/esp/result.html>> を基に筆者作成。

3 資産価格や為替レートへの働きかけ

QQEにおいては、株価等の資産価格や為替レートの変動を通じた効果も想定されている¹¹。資産価格の上昇により家計の保有資産の実質残高が増えると、家計が消費支出を増加させる可能性がある(資産効果)。また、株価の上昇は、企業の資金調達コストを低下させ、設備投資の増加につながる可能性がある。第2次安倍政権発足前後から株価は大きく上昇した(図5)。その後、2015年の中国経済の不調等を受けて、やや停滞が見られた時期もあったものの、平成28(2016)年後半からは再び上昇基調となり、直近では、1990年代前半以来の高値圏にある¹²。

円安は、輸出数量の増加や外国人観光客増加によるインバウンド需要の拡大、企業収益の改善による賃金上昇等をもたらす可能性がある。また、必ずしも好ましい効果とは言えないが、輸入物価の上昇により、国内物価の引上げにつながる面もあると考えられる。為替レートの動向を見ると(図6)、平成24(2012)年12月の第2次安倍政権発足前後に、ドル円レートは円安方向に大きく動いた¹³。また、平成25(2013)年4月のQQE導入や平成26(2014)年10月の追加緩和の直後にも、円安が進んだ。相対的な通貨の実力を測る指標とされる実効為替レート¹⁴を見ると、QQE導入以降は、ドル円レートが200円台であった1980年代とほぼ同水準で推移しており、過去40年間で最も円安(円の実力は低下)と言える状況であることが分かる。

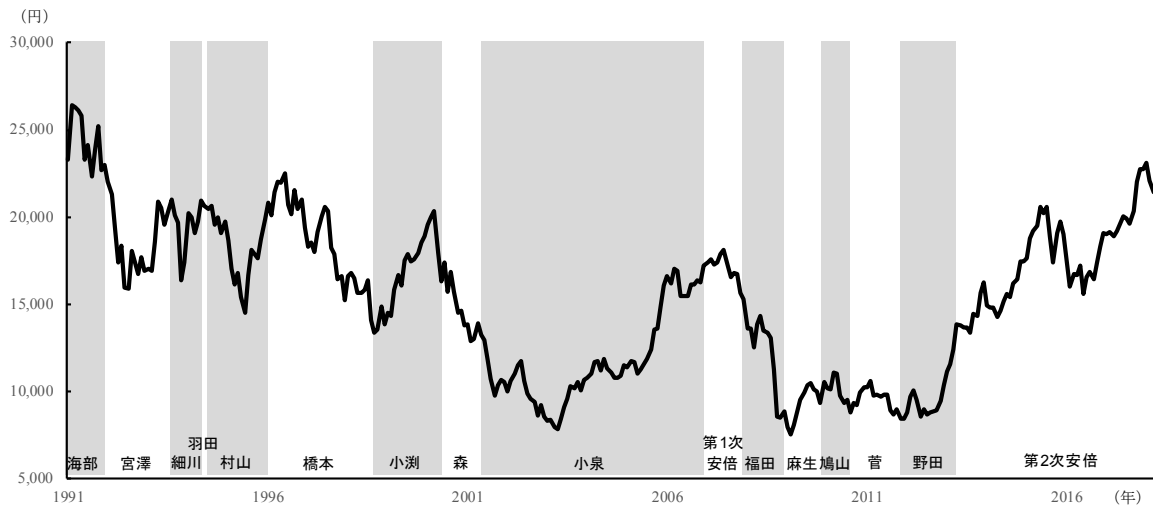
¹¹ 金融緩和による経済の好転を反映(予想)して株価や為替相場が形成されると、金融環境が改善して経済・物価面に好影響を与えるほか、投資家がリスク性資産への選好を高め(ポートフォリオ・リバランス効果)、リスク性資産の価格上昇や金融機関による貸出しの増加などが期待できるとする説がある(同上; 本多佑三「非伝統的金融政策の効果と波及経路」『経済セミナー』675号, 2013.12・2014.1, pp.42-49)。

¹² 平成30(2018)年2月には、米国における雇用状況の改善や財政拡大を見越して米国の長期金利が上昇し、世界的に株価が大幅に下落する調整局面が見られた。

¹³ 日本銀行に大幅な金融緩和を迫る安倍晋三自由民主党総裁の発言に反応して、総選挙期間中から円安が進行した(「安倍発言で円高修正 近視眼のワナに陥らない(伊藤元重のニュースな見方)」『日経流通新聞』2012.12.5)。

¹⁴ 対象となる全ての通貨との間の2通貨間為替レートを、貿易額等で計った相対的な重要度でウェイト付けして集計・算出する指標であり、名目レートとこれにインフレ率の格差を反映した実質レートがある。

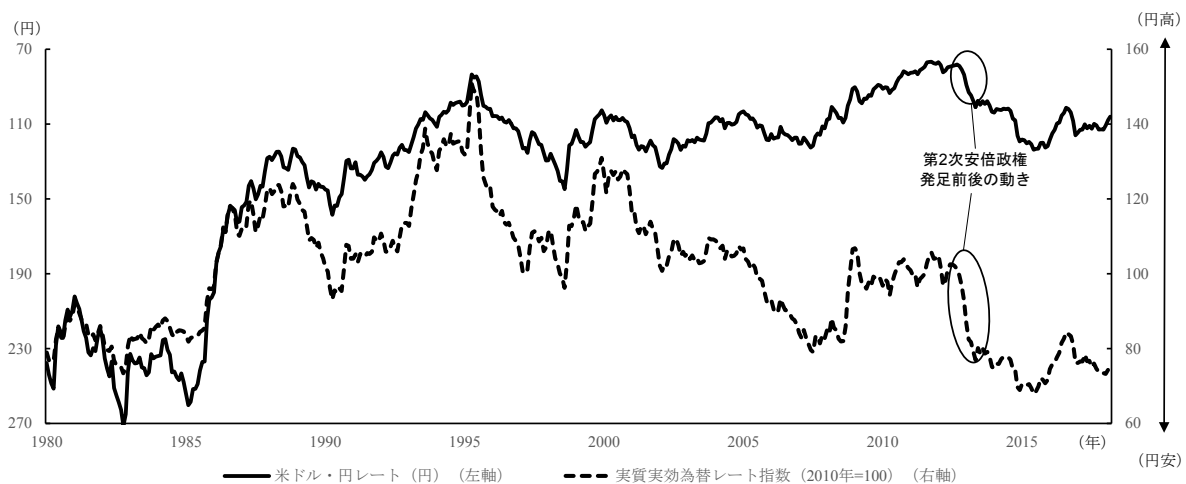
図5 日経平均株価（月次・終値）の推移



(注) 背景の明暗は、各政権の期間を示す。

(出典) 「ヒストリカルデータ」日経平均プロフィールウェブサイト <<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=monthly>> を基に筆者作成。

図6 ドル円レート及び実質実効為替レートの推移



(出典) 「外国為替市況（日次）」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/statistics/market/forex/fxdaily/index.htm/>>; 「実効為替レート」同 <<http://www.boj.or.jp/statistics/market/forex/jikko/index.htm/>> を基に筆者作成。

4 実体経済への波及効果

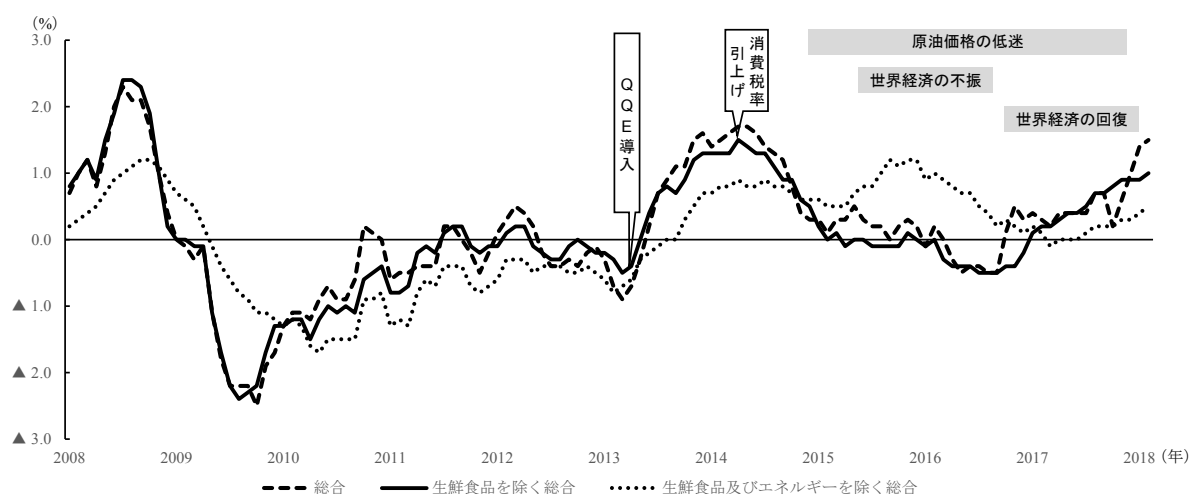
金利と並び「経済の体温」とも呼ばれる物価の動きを見ると、消費者物価指数の上昇率（前年同月比）¹⁵は、QQE導入後、日本銀行が物価目標とする2%へ向けて順調に高まった（図7）。しかしながら、消費税率が5%から8%に引き上げられた平成26（2014）年4月にピークに達し（生鮮食品を除く総合指数で前年同月比1.5%）、その後は低迷した。この背景としては原油価格の下落が指摘されており、実際に生鮮食品及びエネルギーを除く同指数の前年同月比はプラスを保った。その後、平成27（2015）年半ばからは、世界経済の不振を受けて、基調的な指数

¹⁵ 日本銀行が四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、日本銀行「前掲注(5)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。

を含めて物価は低迷し、平成 29（2017）年以降は、世界経済の回復を受けて、総合、生鮮食品を除く総合、生鮮食品及びエネルギーを除く総合のいずれの指数もおおむねプラス圏で推移している。政府は、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て、消費者物価指数のほかに、価格状況を示す「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」を重視しているが¹⁶、これらの指標も好転している（図 8）ことから、「デフレ脱却宣言」が近いとの見方もある¹⁷。

景気動向について見ると、平成 24（2012）年 12 月に始まった現在の景気回復は、「戦後最長の景気回復」（平成 14（2002）年 2 月～20（2008）年 2 月の 73 か月間）に次ぐ長さとなっている¹⁸。実質 GDP 成長率の推移を見ると（図 9）、回復の実感に乏しいと言われた戦後最長の景気回復と比べても、さらに緩やかなペースでの成長となっている。実質 GDP 全体の約 6 割を占める消費の寄与度が小さく、輸出の寄与度が大きい、外需主導型の成長となっている。近年の日本経済が低成長に陥っている背景として、バブル期以前や他の主要先進国と比べても、消費の寄与度が低下していることを挙げる声は多い。その原因としては、名目賃金の上昇が勢いに欠ける（実質賃金の伸びが低迷している）ことや将来不安による貯蓄性向の高まり（消費性向の低下）があるとされる¹⁹。現在の景気回復においても、実質賃金の上昇はほとんど生じていないことが確認できる（図 10）。

図 7 消費者物価指数（前年同月比）の推移



(注) 総務省統計局から参考値として公表されている「消費税調整済み指数」により消費税率改定の影響を補正。
 (出典) 「2015 年基準消費者物価指数」政府統計の総合窓口ウェブサイト <<https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&toukei=00200573&tstat=000001084976>> を基に筆者作成。

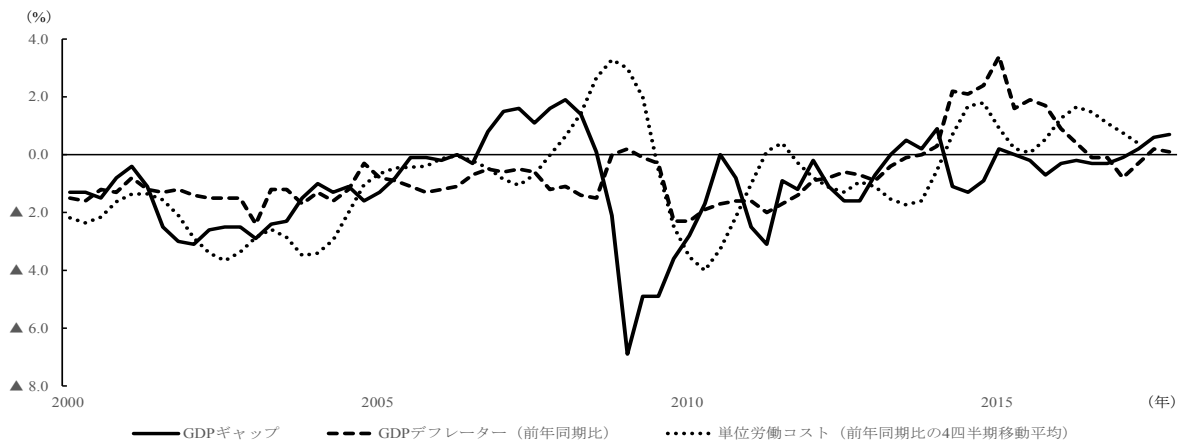
¹⁶ 内閣府『年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）—成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済—平成 18 年度』2006.7, pp.58-73. GDP ギャップは、一国の総需要（現実の GDP）が、現存する経済構造を前提とした供給力（潜在 GDP）からかい離している程度を示す。リーマンショック後に大きく落ち込んだが、直近ではプラスに高まり、建設・運輸関係を中心に人手不足が問題となるなど、需給のひっ迫が見られる。日本経済の持続的な成長のためには、成長戦略の実施により潜在 GDP の成長率（潜在成長率）を引き上げることが必要であると指摘される（翁邦雄『金利と経済—高まるリスクと残された処方箋—』ダイヤモンド社、2017, pp.168-177.）。

¹⁷ 「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.

¹⁸ 平成 29（2017）年 6 月 15 日に開催された内閣府の景気動向指数研究会は、平成 26（2014）年の消費税率引上げ前後について、景気の山はつかなかった（ピークアウトしなかった）と結論付けた（内閣府経済社会総合研究所「第 15 循環の景気の谷以降の状況について（概要）」2017.6.15. <<http://www.esri.cao.go.jp/stat/di/170615date.pdf>>）。その結果、現在の景気回復は、戦後 2 番目の長さに及んでいる（平成 30（2018）年 4 月時点で 64 か月間）。

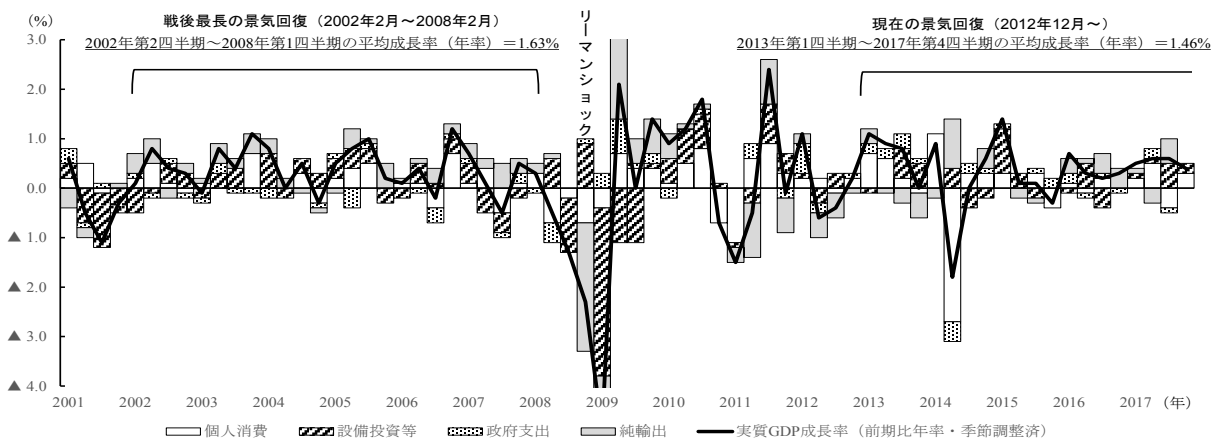
¹⁹ 吉川洋・山口広秀「アベノミクス 5 年（中） 消費回復へ将来不安払拭を（経済教室）」『日本経済新聞』2017.12.1.

図8 GDP（需給）ギャップ、GDP デフレーター及び単位労働コストの推移



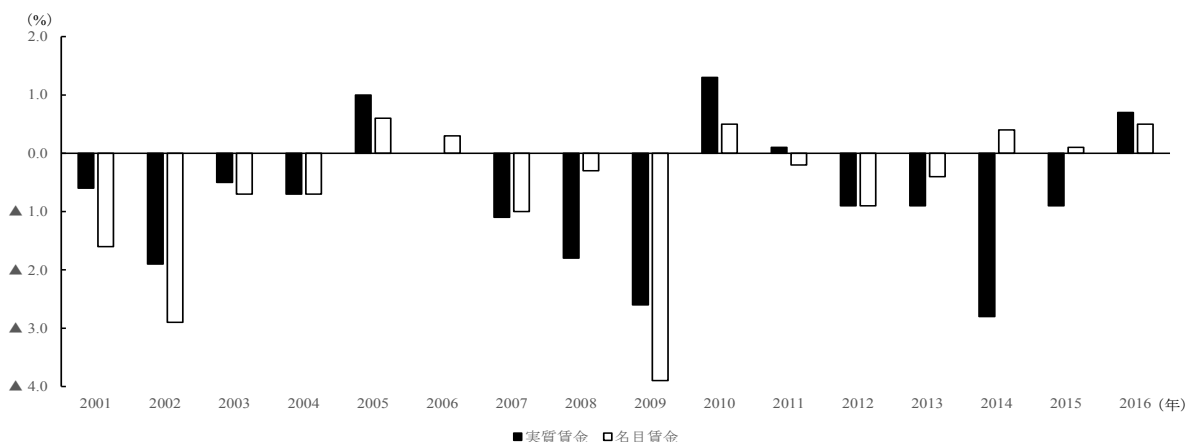
(出典) 「月例経済報告」内閣府ウェブサイト <<http://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/getsurei-index.html>>; 「四半期別GDP速報(2017年10-12月期2次速報値)」同 <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2017/qe174_2/gdemenuja.html> を基に筆者作成。

図9 実質GDP成長率(前期比年率・季節調整済)と支出項目別の寄与度



(出典) 「四半期別GDP速報(2017年10-12月期2次速報値)」内閣府ウェブサイト <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2017/qe174_2/gdemenuja.html> を基に筆者作成。

図10 実質賃金及び名目賃金の年平均増減率の推移



(出典) 「毎月勤労統計調査」政府統計の総合窓口ウェブサイト <<https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&toukui=00450071&second=1&second2=1>> を基に筆者作成。

II 異次元金融緩和の課題

1 長引く金融緩和の副作用

日本銀行が国債を大量に買い入れる現状は、日本銀行による事実上の国債引受けに近づいているとの指摘も見られる²⁰。QQE 導入の前後における国債保有主体の変化を見ると（図 11）、日本銀行の保有比率が 4 割前後まで高まっていることが分かる。主に銀行等の保有分が、日本銀行の保有分へと振り替わっているが、銀行等からの担保需要など、各保有主体には一定程度の国債を保有する必然性があるため、日本銀行が買い入れることのできる国債の量には限度があると考えられる。日本銀行の買入可能量が先行き減少すると、緩和の限界が予想されて金融市場が動揺する可能性もある。日本銀行の長期国債保有残高の増加ペースを見ると（図 12）、おおむね目標値（当初は年 60～70 兆円ペース、追加緩和以降は年 80 兆円ペース）に沿って推移してきたが、YCC 導入後は、目標が「めど」（年 80 兆円ペース）へと格下げされ、直近では年 60 兆円を割るペースまで落ちている。これを「見えざる緩和縮小」（stealth tapering）と捉える見方もあるが²¹、依然として大規模な買入れは継続している。低金利状態の継続は、国の利払負担を軽減し、財政規律を緩ませているとの指摘もある²²。実際、近年の状況を見ると（図 13）、公債残高が累増しているにもかかわらず、金利が低下しているために、国の利払費は横ばいで推移している。

低金利状態の継続は、金融機関の収益力を低下させる。銀行の収益性を示す指標の 1 つである預貸金利鞘（預貸金利鞘＝貸出金利回り－預金債券等原価）の動向を見ると（図 14）、1990 年代後半からの長期にわたる金融緩和の下で、貸出金利回り及び預金債券等原価（預金債券等原価＝預金債券等利回り＋経費率）が共に低下してきたことが分かる。しかしながら、預金金利や経費率（経費率＝営業経費／預金債券等残高）には引下げの限度があるため、近年、利鞘の縮小が見られる。特にマイナス金利政策導入後には、貸出金利の決定の基準となる市場金利が大きく低下したことから、金融機関の収益が圧迫されたと考えられる。金融緩和の効果は、主として銀行による信用創造を通じて波及すると想定されるが、過度の金利低下は、金融仲介機能を弱め、かえって経済にマイナスとなるという考え方（リバーサルレート論）も見られる²³。

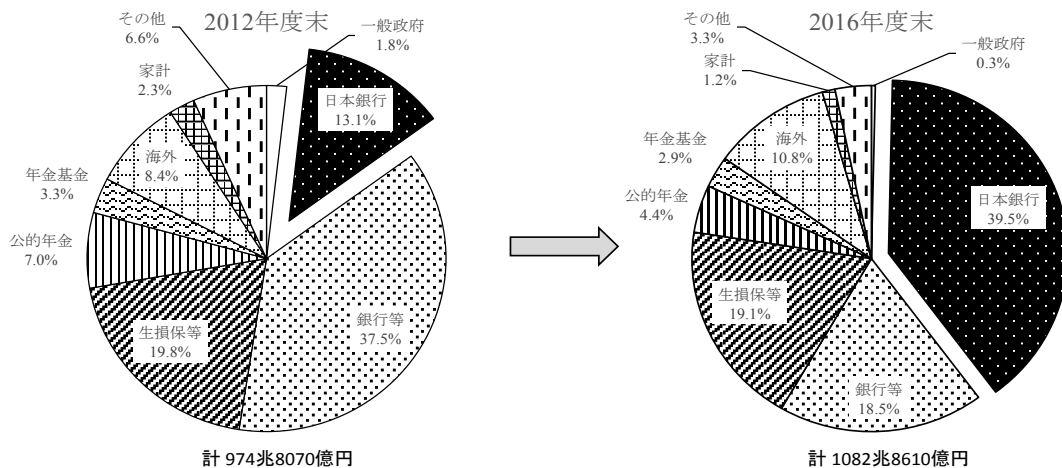
²⁰ 加藤出「日銀新体制が直面する超緩和策の副作用—一次の経済ショックに対する日本の政策発動余地は極めて限定的—」『金融財政事情』69 巻 15 号, 2018.4.16, pp.12-15. 公的債務を中央銀行が支えること（財政ファイナンス）によって高インフレを招いた事例は、歴史上多く知られている。このため、中央銀行による国債引受けは、財政運営上の禁手とされてきた。財政法（昭和 22 年法律第 34 号）第 5 条は、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内で」行う場合を除き、これを禁じている。

²¹ 「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.

²² 井堀利宏「遠のく財政健全化（上） 非常時対応の正常化急げ 将来世代への先送り限界（経済教室）」『日本経済新聞』2018.2.8.

²³ Markus K. Brunnermeier and Yann Koby, “The Reversal Interest Rate,” 2018.3.22. Princeton University website <https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/20p_reversalrate.pdf> 黒田総裁も講演でリバーサルレート論に言及し、注目された（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>）。なお、貸出金利低下の背景には、金融機関間の過当競争を指摘する声もある（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>）。

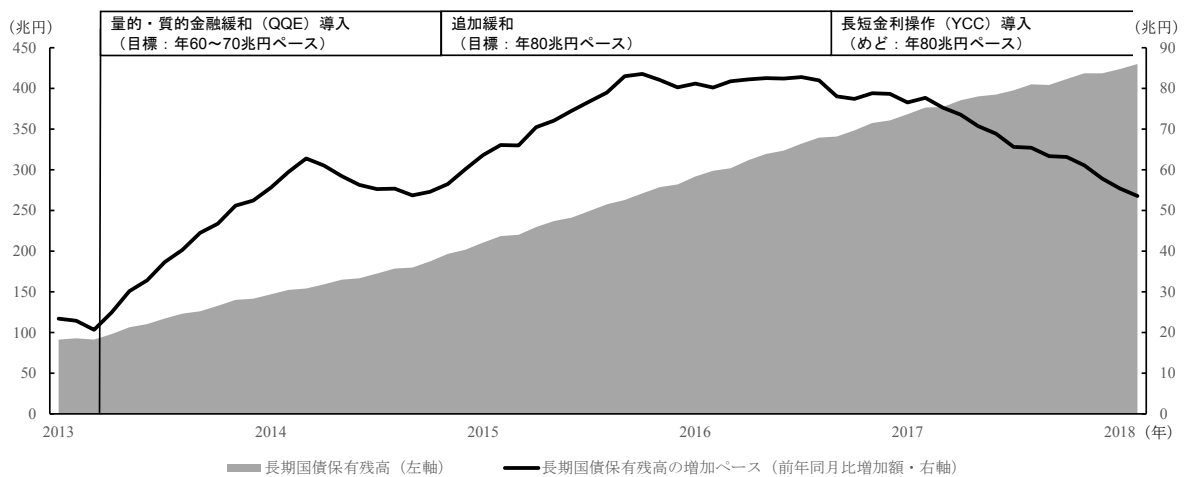
図 1 1 量的・質的金融緩和 (QQE) 導入の前後における国債保有主体の変化



(注) 国庫短期証券及び国債・財投債を合算したベース。

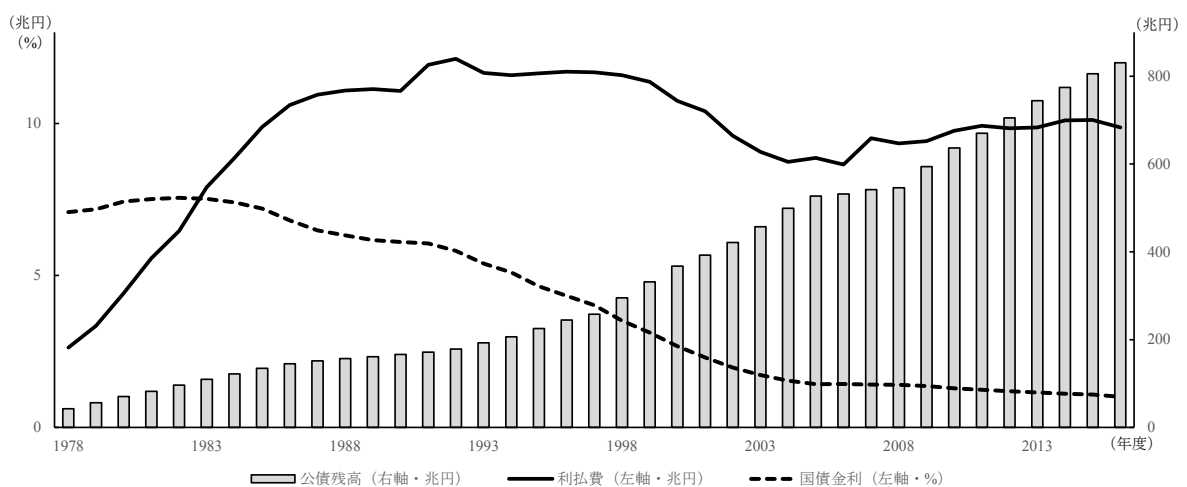
(出典) 「資金循環」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm>> を基に筆者作成。

図 1 2 日本銀行の長期国債保有残高及び増加ペースの推移



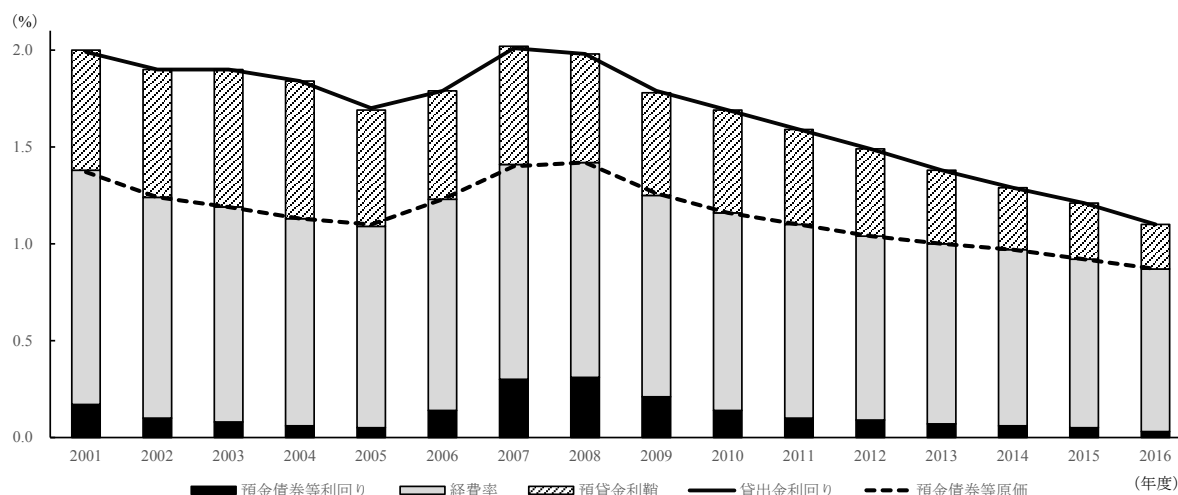
(出典) 「日本銀行勘定」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/ac/index.htm>> を基に筆者作成。

図 1 3 公債残高、利払費及び金利の推移



(出典) 『財政金融統計月報』781号, 2017.5, pp.30-31; 「普通国債の利率加重平均の各年ごとの推移 (昭和50年度末以降)」財務省ウェブサイト <<https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/zandaka05.htm>> を基に筆者作成。

図 1 4 全国銀行の貸出金利回り及び預金債券等原価の推移



(出典) 『全国銀行財務諸表分析』(各年度決算)を基に筆者作成。

2 金融政策運営上の問題点

QQE という異例の政策については、専門家の中で賛否が大きく分かれており、日本銀行内部でも慎重な議論がなされてきたと見られる。金融政策決定会合における賛否の状況を見ると(表 3)、QQE 導入(平成 25(2013)年 4 月)の際こそ全会一致であったが、その後の追加緩和(平成 26(2014)年 10 月)、マイナス金利政策導入(平成 28(2016)年 1 月)、YCC 導入(同年 9 月)の際には、いずれも賛否が割れている。特に追加緩和とマイナス金利導入は、5 対 4 の僅差での可決となった。執行部案に反対した委員の後任には、緩和積極派と目される委員が任命されている。金融政策を正常化する局面(金融緩和の出口)では、日本銀行からの国庫納付金

表 3 黒田総裁下の金融政策決定会合における賛否の状況

【氏名】	【就任日】	【前職】	金融市場調節方針に関する賛否				
			融量的緩和・質的導的入金	追加緩和	のマイナス金利	の長短金利操作	
総裁 黒田 東彦	平成 25 年 3 月 20 日	アジア開発銀行総裁	○	○	○	○	
副総裁 岩田 規久男	平成 25 年 3 月 20 日	学習院大学教授	○	○	○	○	
副総裁 中 曾 宏	平成 25 年 3 月 20 日	日本銀行理事(国際関係統括)	○	○	○	○	
審議委員	宮 尾 龍 蔵	平成 22 年 3 月 26 日	神戸大学経済経営研究所所長	○	○		
	森 本 宜 久	平成 22 年 7 月 1 日	東京電力取締役	○	×		
	白 井 さ ゆ り	平成 23 年 4 月 1 日	慶應義塾大学教授	○	○	×	
	石 田 浩 二	平成 23 年 6 月 30 日	三井住友ファイナンス&リース社長	○	×	×	
	佐 藤 健 裕	平成 24 年 7 月 24 日	モルガン・スタンレーMUFJ証券マネージング・ディレクター	○	×	×	×
	木 内 登 英	平成 24 年 7 月 24 日	野村証券金融経済研究所経済調査部長	○	×	×	×
	原 田 泰	平成 27 年 3 月 26 日	早稲田大学教授			○	○
	布 野 幸 利	平成 27 年 7 月 1 日	トヨタ自動車相談役			○	○
	櫻 井 眞	平成 28 年 4 月 1 日	サクライ・アソシエイト国際金融研究センター代表				○
	政 井 貴 子	平成 28 年 6 月 30 日	新生銀行執行役員金融調査部長				○
鈴 木 人 司	平成 29 年 7 月 24 日	三菱東京UFJ銀行顧問					
片 岡 剛 士	平成 29 年 7 月 24 日	三菱UFJリサーチ&コンサルティング 席主任研究員					

(注) 木内登英審議委員は、QQE 導入時にも達成期限等の項目について反対した。片岡剛士審議委員は、就任以降の金融政策決定会合において、より一層の緩和が必要との立場から反対を続けている。

(出典) 『日本銀行政策委員会月報』(各号)を基に筆者作成。

が減少するなどの形で国民負担が生じる可能性もあり²⁴、中立性を失った政策委員会が「政府の別動隊」として、国会の議決を経ずに事実上の財政支出を行う形となると、財政民主主義の理念に反するとの批判も見られる²⁵。

おわりに

以上で見てきたように異次元金融緩和の成果としては、近年の円安・株高に寄与し、長期にわたる景気回復を支えて、「デフレではない状況」をもたらしたことが挙げられる²⁶。その一方で、实体经济への波及効果は大きいとは言えず、金融市場や財政運営に生じる様々な副作用を受忍してでも実施すべき政策であったかという点については評価が分かれている²⁷。デフレ脱却が必ずしも経済成長につながっていないことが課題と言えよう²⁸。今後、金融緩和の出口に向かう局面では、より一層慎重な政策運営が求められる²⁹。

²⁴ 日本銀行は、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で、収益（通貨発行益）を得ている。ここから費用や税を差し引いた当期剰余金は、最終的に国庫に納付され（国庫納付金）、当該年度の国の一般会計の歳入金となる。

²⁵ 翁邦雄「政府との約束は物価だけではない」『エコノミスト』95巻41号、2017.10.24、pp.82-83。一般に中央銀行の独立性は、金融緩和を求める政治的圧力が金融引締めを遅らせ、高インフレを招いてきたという歴史的な反省に立って、短期的な利害に左右されず、専門的知識に基づいて金融政策が決定されるべきであるとの考え方を背景としてしているとされる（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.1-9.）。

²⁶ 安倍晋三首相は、「もはやデフレではない」との状況認識を示している（第192回国会衆議院会議録第2号平成28年9月27日 p.5.）が、政府によるデフレ脱却宣言は、現行の金融・財政政策の大幅な見直しにつながるため、正式な判断時期等について慎重に検討しているものと見られる（『日本経済新聞』前掲注(17)）。

²⁷ 異次元金融緩和の副作用等については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年間を振り返って—」『レファレンス』No.808、2018.5、pp.25-45を参照。円安・株高が急速に進み、消費者物価の上昇率が高まるなど、当初のポジティブな効果が明確であった段階で、金融緩和の縮小を開始し、出口に向かうべきであったとの見方もある（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.1-14.）。

²⁸ そもそもデフレは、日本経済の長期低迷の原因ではなく結果であるとの指摘もある。また、持続的な経済成長は、金融政策のみでは実現できず、成長戦略の実施等による潜在成長率（前掲注(16)参照）の引上げが必要であるとの指摘が広く見られる（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；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.279-345など）。

²⁹ 金融緩和の出口では、金融市場と財政の両面でショックが起きる可能性があるため、出口の見通しを早期に公表し、市場との対話の再建を図るべきとの声も多い。しかし、日本銀行は、出口のシミュレーションの公表等には消極的である（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.261-280.）。