

No. 1150 (2021. 6.15)

# ポストコロナを見据えた金融政策の修正

## — 日本銀行の「点検」とその背景 —

はじめに

- I 非伝統的金融政策の副作用と日本銀行による「点検」
  - 1 バブル崩壊後の経済の長期停滞
  - 2 ゼロ金利制約と非伝統的金融政策
  - 3 非伝統的金融政策の副作用
  - 4 日本銀行による「点検」の射程と政策修正の内容

II 自然利子率の低下と金融政策の「新領域」をめぐる議論

- 1 自然利子率の低下をめぐる議論
  - 2 経済格差、気候変動等への対応
- おわりに

キーワード：異次元金融緩和、非伝統的金融政策、長期停滞論、ゼロ金利制約、イールドカーブ・コントロール、ETF 買入れ、自然利子率、気候変動

- 近年、経済の長期停滞に見舞われた主要先進国では、中央銀行が非伝統的な政策手段を駆使して大規模な金融緩和を実施してきた。一方で、非伝統的金融政策には、様々な副作用も指摘されてきた。
- 日本銀行は、2021年3月の金融政策決定会合において、ポストコロナを見据えて、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための「点検」を行った。これを受けて、現行の政策枠組みを維持した上で、副作用に対応すべく政策を修正した。
- 先進国経済の長期停滞の背景には、自然利子率の低下が指摘されている。ポストコロナにおける金融政策の課題として、経済格差の拡大や気候変動等のグローバルな長期課題への対応を求める議論も高まっている。

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、2013年4月に「量的・質的金融緩和（Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE）」を導入し、その後の大小の政策修正を経ながら、約8年間にわたって異次元の金融緩和を継続してきた<sup>1</sup>。2020年に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の世界的な感染拡大が経済・物価の大きな下押し要因となると、日本銀行は、コロナ禍に直面する企業の資金繰り支援や金融市場の安定化に重点を置いた政策対応に取り組んだ<sup>2</sup>。また、ポストコロナを見据えて中長期的に2%物価目標<sup>3</sup>を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための「点検」を実施し、2021年3月の金融政策決定会合後にその結果を公表した<sup>4</sup>。

本稿では、近年の金融政策の経緯を振り返り、日本銀行による「点検」が、非伝統的金融政策の効果と副作用をめぐる議論に対してどのように応答したかを検討する。あわせて、コロナ禍を背景として関心が高まりつつある、金融政策の「新領域」<sup>5</sup>をめぐる議論について整理する。

## I 非伝統的金融政策の副作用と日本銀行による「点検」

### 1 バブル崩壊後の経済の長期停滞

一般に資産価格が適正水準から乖離（かいり）して推移する現象を「バブル（bubble）」といい、歴史上、数多くのバブル現象が知られている<sup>6</sup>。バブルが信用の膨張を伴って形成される場合、その崩壊は、深刻な金融危機と長期の経済停滞をもたらすことが多い。具体的には、通常の景気後退による総需要の減少に加えて、企業と金融機関の双方のバランスシート毀損による過剰債務問題・不良債権問題が新規投資の阻害や貸し渋り（貸し剥がし・追い貸し）を招き、経済の回復を遅らせると考えられる<sup>7</sup>。

\* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2021年4月30日である。

<sup>1</sup> 2013年4月3・4日の金融政策決定会合後の記者会見において、黒田東彦日本銀行総裁は、「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」と述べた。異次元金融緩和については、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』808号、2018.5、pp.25-45。<[http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11095236\\_po\\_080802.pdf?contentNo=1](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095236_po_080802.pdf?contentNo=1)>; 同「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1108、2020.7.30。<[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11517930\\_po\\_1108.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11517930_po_1108.pdf?contentNo=1)>等を参照。政策内容の変遷等については、本稿巻末表2を参照。

<sup>2</sup> コロナ禍への政策対応については、大森健吾「コロナショックと財政・金融政策」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1105、2020.7.14。<[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11511177\\_po\\_1105.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11511177_po_1105.pdf?contentNo=1)>等を参照。

<sup>3</sup> 日本銀行は、2013年1月22日、「消費者物価の前年比上昇率が2%」と定義される「物価安定の目標（Price Stability Target）」を公表し、金融緩和の推進により、これをできるだけ早期に実現することを目指すとした。

<sup>4</sup> 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和について」2021.3.19、pp.3-6。<[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2021/k210319a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2021/k210319a.pdf)>

<sup>5</sup> 早川英男「コロナ・ショック下の金融と経済（第9回）金融政策に新領域はあるか」2020.12.24。東京財団政策研究所ウェブサイト <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3643>> 一般に政府部門の経済活動の役割は、①市場の失敗を是正する資源配分機能、②所得分配の不平等を是正する所得再配分機能及び③景気変動の影響を平準化する経済安定化機能に分類される。従来のマクロ経済学においては、①及び②を政府による税財政や規制行政に、③を中央銀行による金融政策に割り当てる考え方が主流であったが、近年、中央銀行に①又は②の役割を求める新たな議論が登場している。本稿では、こうした議論の対象領域を金融政策の「新領域」と呼ぶこととする。

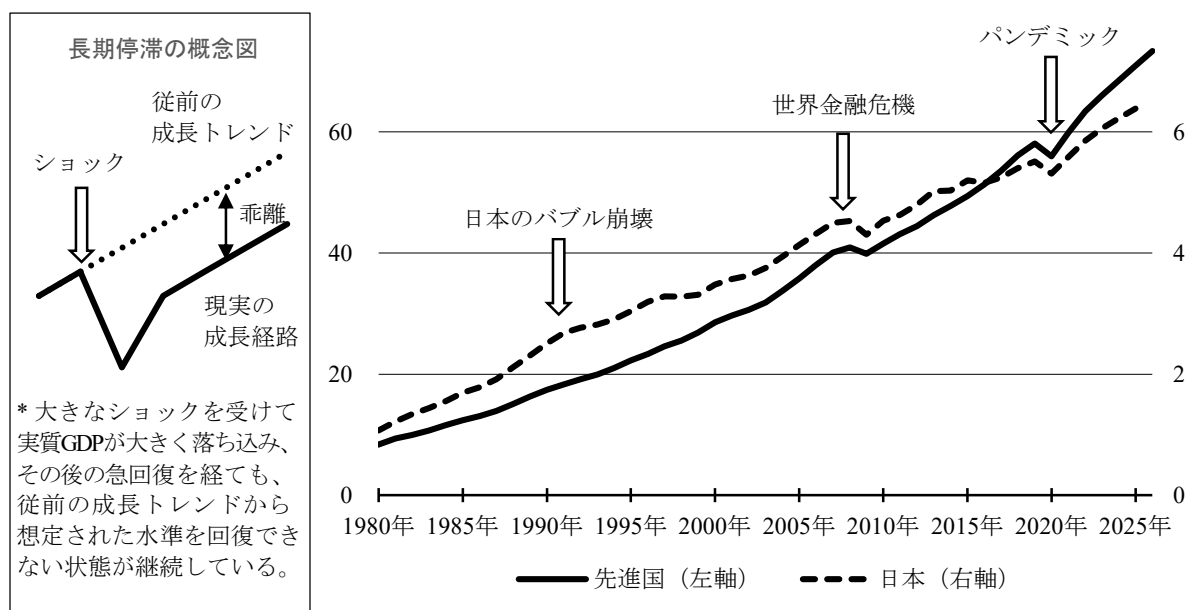
<sup>6</sup> C・P・キンドルバーガー、R・Z・アリバー（高遠裕子訳）『熱狂、恐慌、崩壊—金融危機の歴史— 原著第6版』日本経済新聞出版社、2014、pp.1-28。（原書名：Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Palgrave Macmillan, 6th edition, 2011.）

<sup>7</sup> Richard C. Koo, “Balance sheet recession is the reason for secular stagnation,” Coen Teulings and Richard Baldwin, eds.,

我が国では、バブル経済崩壊後の1990年代以降、「失われた10(20)年」ともいわれる長期の経済停滞を経験した。また、米欧諸国においても、不動産バブルの崩壊を背景とする2008年の世界金融危機、その後の欧州債務危機を経て、「長期停滞(secular stagnation)」あるいは「日本化(japanification)」ともいわれる低迷に苦しんできた<sup>8</sup>。

この間の先進国経済の特徴は、低成長、低インフレ、低金利傾向の定着であった。例えば、過去40年間の購買力平価換算GDPの推移をみると(図1)、大きな経済危機の都度、経済成長のスピードが鈍化し、その後の回復を経ても、従前の成長トレンドから想定された成長経路に復していないことがうかがえる。このことが景気回復の実感の乏しさをもたらしていると考えられる<sup>9</sup>。インフレ率をみると(図2)、1970~80年代には、原油価格の高騰等を背景に前年比10%を超えるインフレーションがみられたが、おおむね1980年代半ばまでには収束した。我が国では、1990年代後半以降、2度にわたりデフレーションに見舞われ、他の先進国においても、2010年代にはインフレ率が中央銀行の目標とする前年比2%を下回って推移する状況が生じている。各国の国債金利をみると(図3)、近年の経済停滞を背景に財政赤字の計上が続き、公的債務残高は歴史的な水準まで高まってきたにもかかわらず、むしろ金利は低下傾向にある<sup>10</sup>。

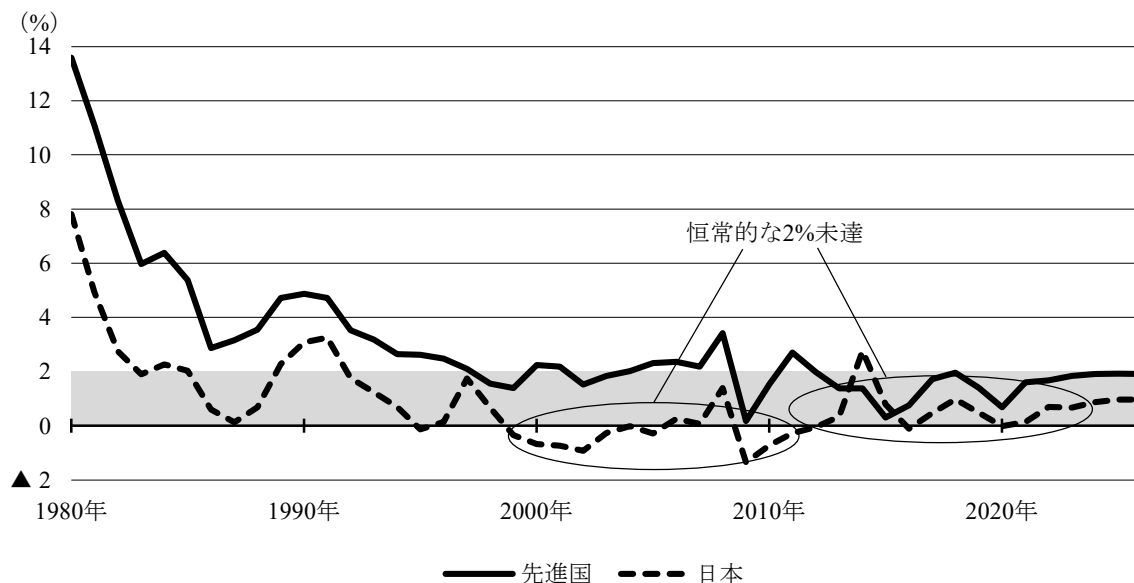
図1 先進国の購買力平価換算GDPの推移 (単位: 兆米ドル)



(注) 2019年以降は推計値であり、今後の変動の可能性がある。先進国の定義はIMFによるもので、日本も含まれる。(出典) International Monetary Fund, “World Economic Outlook Database, April 2021” を基に筆者作成。

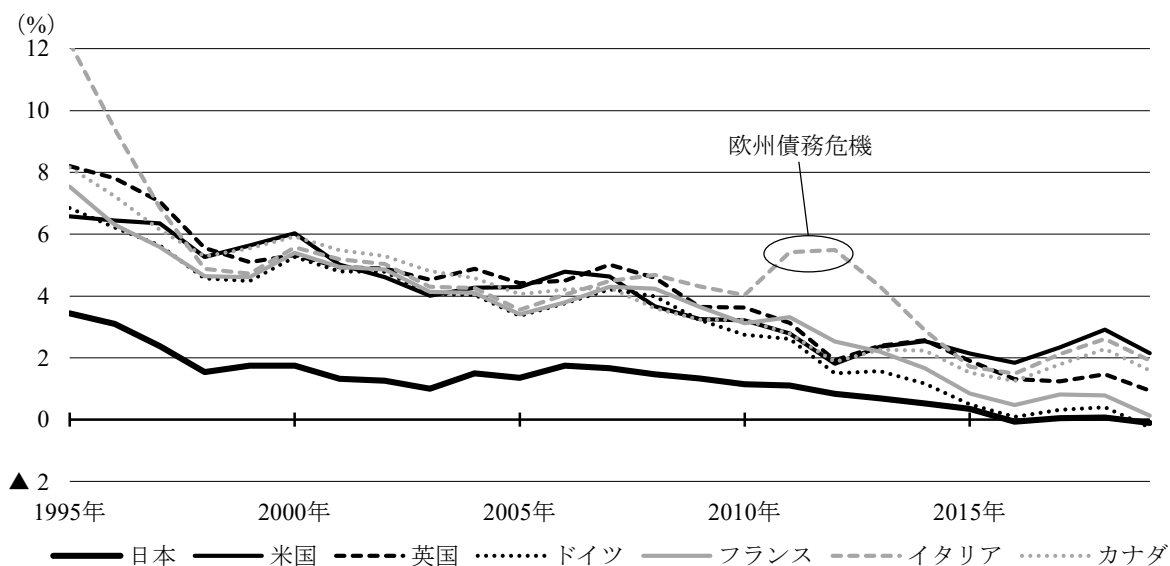
*Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp.131-142;  
 小川一夫「バランスシートの毀損と実物経済—1990年代以降の日本経済の実証分析—」内閣府経済社会総合研究所監修、池尾和人編『不良債権と金融危機』(バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 4) 慶應義塾大学出版会, 2009, pp.348-352.  
<sup>8</sup> Lawrence H. Summers, “Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis,’” Teulings and Baldwin, eds., *ibid.*, pp.27-38; Adam Posen, “Japan has lessons for dealing with common problems,” *Financial Times*, 2020.11.24.  
<sup>9</sup> Summers, *ibid.*  
<sup>10</sup> 現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory: MMT) の立場からは、財政赤字はその見合いで民間貯蓄を増やすことから、むしろ長期金利を低下させるとの主張が聞かれる (ステファニー・ケルトン (土方奈美訳) 『財政赤字の神話—MMT と国民のための経済の誕生—』早川書房, 2020, pp.137-167. (原書名: Stephanie Kelton, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy*, New York: PublicAffairs, 2020.)). MMTについては、大森健吾「財政政策と金融政策の協調をめぐる議論—MMT その他の提案の論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No. 1062, 2019.6.26. <[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11298315\\_po\\_1062.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11298315_po_1062.pdf?contentNo=1)> を参照。

図2 先進国の消費者物価上昇率の推移



(注) 期中平均の対前年比。ただし、2019年以降は推計値。先進国の定義はIMFによるもので、日本も含まれる。陰影は、主要中央銀行が物価目標に定める2%水準を示す。  
 (出典) International Monetary Fund, “World Economic Outlook Database, April 2021” を基に筆者作成。

図3 G7諸国における10年物国債利回りの推移



(注) イタリアでは、欧州債務危機時に国債金利が急上昇する局面がみられた。  
 (出典) OECD Data を基に筆者作成。

## 2 ゼロ金利制約と非伝統的金融政策

一般に物価動向は、実体経済における需給関係を何らかの形で反映していると考えられる。中央銀行の予測・政策判断には、一国経済の活動水準を示す需給ギャップ（GDPギャップ）<sup>11</sup>

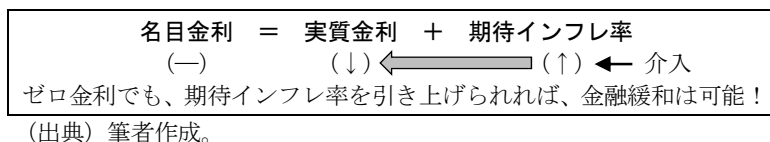
<sup>11</sup> 総需要（現実のGDP）が、景気変動を均した経済の平均的な供給能力（潜在GDP）から乖離する程度を示す。

とインフレ率との間に正の相関関係を想定する「フィリップス曲線（Phillips curve）」が活用されてきた<sup>12</sup>。物価が低迷するデフレ期には、需要不足が生じている可能性があり、金融緩和によって実質金利を引き下げて、民間投資等の需要を喚起することが望ましい経済政策となる<sup>13</sup>。

中央銀行は、伝統的に名目短期金利に誘導目標水準（政策金利）を定め、金融市場調節（オペレーション）を通じてこれを実現することで、実質市場金利に働きかけてきた。しかし、一般に名目金利には、0%以下には下がらないという下限が存在する<sup>14</sup>ことから、政策金利がこの下限に達すると、金利操作による金融政策運営は困難に陥る（ゼロ金利制約（zero lower bound: ZLB））。近年の先進国経済の長期停滞においては、ゼロ金利状態が現出したことから、日本銀行を始めとする主要中央銀行は、非伝統的金融政策と総称される新たな政策手段を試みてきた<sup>15</sup>。

通貨と実物的な財・サービス、両者の交換価格である物価水準の間には、「名目金利＝実質金利＋期待インフレ率」という関係がある<sup>16</sup>。これを前提とすると、名目短期金利がゼロ下限に達した下で金融緩和を行う（実質市場金利を押し下げる<sup>17</sup>）ためには、何らかの方法で期待インフレ率を引き上げることが有効と考えられる（図4）<sup>18</sup>。また、長期金利や各種資産の収益率等、各種の名目金利の多くは、依然としてプラスの領域にとどまっていることから、これを押し下げることで何らかの緩和効果が得られる可能性がある。非伝統的金融政策は、名目短期金利を起点に金融機関の信用創造、資産価格、各種の金利、為替レート等を通じて効果が波及していく伝統的金融政策を下敷きに、フォワードガイダンス<sup>19</sup>や非伝統的な資産の買入れ<sup>20</sup>といった新たな手法を用いて、各種の名目金利や期待インフレ率に働きかけるものである（表1・図5）。

図4 フィッシャー方程式と期待に働きかける金融政策



<sup>12</sup> 原尚子ほか「フィリップス曲線と日本銀行」『日銀レビュー』2020-J-3, 2020.4. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2020/data/rev20j03.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/data/rev20j03.pdf)> なお、人々のインフレ期待も物価動向に影響を与える要因と考えられる。現代の中央銀行では、過去の経験から適合的（adaptive）に形成されるインフレ期待に加え、将来の見通しを含んだ前向き（forward looking）のインフレ期待も取り込んだ「ニューケインジアン型（New Keynesian）」のフィリップス曲線が標準的に用いられている。

<sup>13</sup> 有効需要が不足する局面におけるマクロ経済政策としては、公共投資や減税等の財政政策による対応も考えられる。しかし、拡張的な財政政策は、金利の上昇を招き、民間投資を減少させてしまう（crowding out）危険がある。

<sup>14</sup> 一般に金利が過度に低下してしまうと、金融緩和によって追加的な通貨供給を図っても、人々が通貨を退蔵するばかりで景気刺激効果が生じないという「流動性の罠（liquidity trap）」に陥ると考えられる。

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> 名目金利は現在と将来の通貨の交換価格、実質金利（自然利子率）は現在と将来の財・サービスの交換価格であり、期待インフレ率が両者を均衡させるという関係である（岩村充『金融政策に未来はあるか』岩波書店, 2018, pp.11-20.）。

<sup>17</sup> 市場金利から期待インフレ率を控除して得られる実質市場金利を、価格調整の完了した長期均衡における実質金利水準である自然利子率（均衡実質金利）以下に誘導すれば、景気緩和的な効果が得られる。自然利子率とは、景気中立的な実質金利水準（中立金利）を指し、長期においては、潜在GDPの伸び率である潜在成長率で近似される。長期の自然利子率は、人口動態や技術水準等の経済の基礎的条件によって外生的に決定されると考えられる。

<sup>18</sup> ポール・クルーグマン（Paul 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、マネタリーベースの持続的な拡大によるインフレ期待の引上げを提案し、大きな影響を与えた（Paul R. Krugman, “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998 No.2, 1998, pp.137-205. <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b\\_bpea\\_krugman\\_dominquez\\_rogoff.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogoff.pdf)>）。

<sup>19</sup> 中央銀行が、先行きの政策に関する指針を公表することで、人々の期待に働きかけ、政策効果を高める手法。

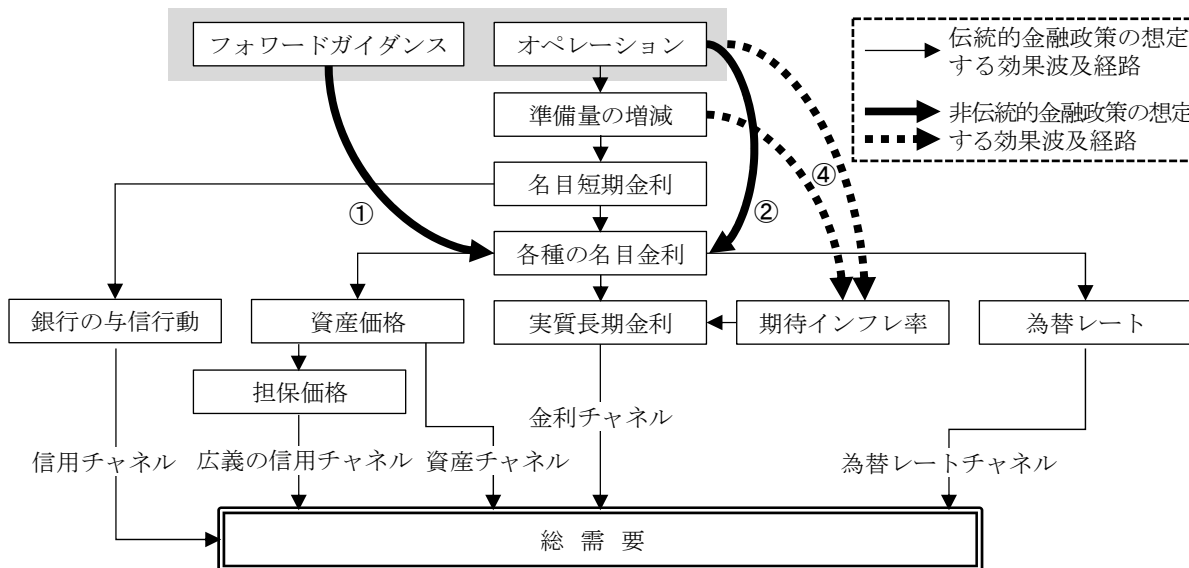
<sup>20</sup> 中央銀行が、伝統的にオペレーションの対象としてきた短期国債等以外の資産を買い入れる手法。

表1 非伝統的金融政策手段の整理

<p>主要中央銀行で採用例のある政策手段</p>	<p>① 政策金利のフォワードガイダンス 先行きの政策金利に関する指針を公表することで、短期金利の期待値を押し下げ、長期金利の低下を促す。</p> <p>② 非伝統的な資産の買入れ、資産買入れのフォワードガイダンス 長期国債やリスク性資産を大規模に買入れる、又は、先行きの買入れに関する指針を公表することで、資産価格のプレミアムに働きかける。</p> <p>③ マイナス金利 中央銀行当座預金に適用される金利を、若干のマイナス領域まで引き下げる。</p> <p>④ 量的緩和 マネタリーベースの拡大により人々のインフレ期待を高める、あるいは、強力な金融緩和のショックにより人々のデフレマインドを転換する。</p>	<p>各種の名目金利を押し下げ</p> <p>期待インフレ率を上げ</p>
<p>主要中央銀行で採用例のない政策手段<sup>(注)</sup></p>	<p>⑤ 無制限の外国為替市場介入 リスクオフ局面で通貨高となりやすい「安全通貨」国における自国通貨高の抑制、通貨安を通じた輸出の促進等が見込める。</p> <p>⑥ 現金通貨の廃止と中央銀行デジタル通貨の導入 現金通貨に代えて中央銀行がデジタル通貨を発行し、これにマイナスの付利を適用することで、マネーの循環を促す。</p> <p>⑦ 財政政策との明示的な協調（ヘリコプター・マネー） 財政支出を中央銀行が国債引受け等により賄うことで、将来の負担増なく総需要を刺激できる。</p>	

(注) 無制限の為替介入については、2011年9月6日～2015年1月15日の間、スイス国民銀行が採用した例がある。あくまで開放経済の小国における例であり、主要先進国が採用することは困難な政策手段と考えられる。  
(出典) 筆者作成。

図5 伝統的・非伝統的金融政策の効果波及経路



(出典) 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、p.180を基に筆者作成。

現在までに主要中央銀行で採用された非伝統的金融政策手段としては、①政策金利のフォワードガイダンス、②非伝統的な資産の買入れ及び資産買入れのフォワードガイダンス、③マイナス金利、④量的緩和がある<sup>21</sup>。これらのうち、①～③は各種の名目金利を押し下げる政

<sup>21</sup> 中曾宏「進化する金融政策—日本銀行の経験—（米国ニューヨーク連邦準備銀行主催セントラルバンキングセミ

策<sup>22</sup>、④は期待インフレ率を引き上げる政策<sup>23</sup>と整理できる<sup>24</sup>。

### 3 非伝統的金融政策の副作用

主要先進国で採用された非伝統的金融政策については、近年、効果の定量的な把握が難しいこと、国際波及効果（international spillovers）による外部性<sup>25</sup>が生じ得ること、長期的には効果が通減する可能性があること、安全な退出（exit）が難しいことなどの問題に加えて、様々な副作用も懸念されている<sup>26</sup>。

主な副作用としては、①過度な低金利が金融機関の利鞘を縮小し、かえって金融仲介機能を阻害しかねない<sup>27</sup>、②国債市場における価格の変動性（volatility）の低下により債券ディーラーの収益機会が乏しくなり、取引高の減少を通じて市場流動性・機能度を低下させかねない<sup>28</sup>、③長期にわたる低金利の継続は、資産価格（担保価値）の上昇を通じた信用拡大や過度なリスクテイクなど金融上の不均衡（バブル）を生じさせ、金融システムを不安定化させかねない<sup>29</sup>、④金融緩和には構造改革に伴う痛みを和らげる効果があるが、かえって構造問題への取組を遅らせる可能性もある<sup>30</sup>、⑤国債買入れによる国債金利の低位維持が財政規律を緩める<sup>31</sup>、⑥保有資

ナーにおける講演の邦訳」2017.10.19. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2017/data/ko171019a1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko171019a1.pdf)> なお、日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を始め、主要中央銀行の現行の政策枠組みは、これらの政策手段を複数組み合わせる形となっている。

<sup>22</sup> 一般に長短金利の関係は、「長期金利＝将来の短期金利の期待値の平均＋タームプレミアム」と表現される。右辺第1項は、長短金融市場において裁定が働くこと、第2項は、期間に応じたリスクの対価の上乗せが必要なことを示している。また、リスク性資産の利回りは、「リスク性資産の利回り＝安全資産の利回り＋リスクプレミアム」と表現される。右辺第1項は国債金利等を、第2項はリスクの程度に応じて上乗せされる対価を示している。①政策金利のフォワードガイダンスは、将来の短期金利を低位に保つことを約束することで短期金利の期待値を押し下げる政策、②非伝統的な資産の買入れ及び資産買入れのフォワードガイダンスは、金融市場の需給を通じて資産価格のプレミアムに働きかける政策として、それぞれ理解することができる。

<sup>23</sup> ④量的緩和が期待インフレ率を高める理論的な経路は必ずしも定かでないが、a. 仮に人々が長期的には通貨供給量が物価水準を決定するという「貨幣数量説」的な理解を有するならば、インフレ期待が高まる可能性がある、b. 強力な金融緩和のショックにより人々のデフレマインドが好転する可能性等に期待できる、などの見方がある（宮尾 前掲注(15), p.25.）。

<sup>24</sup> 表1には、現在、主要中央銀行で採用されていない⑤無制限の外国為替市場介入、⑥現金通貨の廃止と中央銀行デジタル通貨の導入、⑦財政政策との明示的な協調（ヘリコプター・マネー）も併せて掲げた。これらの政策手段の有効性を説く議論が一部でみられるが、⑤は近隣弱体化政策となり得ることから国際的な摩擦を招く、⑥は既存の法制度・商慣行の大幅な変更が避けられず、経済・社会に混乱を招く、⑦は財政規律の喪失が物価の安定を損なう、といった副作用が強く懸念されるため、現時点で採用されるに至っていないものと考えられる。

<sup>25</sup> 経済規模の大きい主要先進国（特に米国）の金融政策は、新興国等の資金流出入に多大な影響を与え得るが、通常の金融政策運営において周辺国の経済状況は考慮されていないという事情を指す。

<sup>26</sup> Jose Viñals et al., “Unconventional monetary policies: recent experience and prospects,” 2013.4.18. International Monetary Fund website <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>>

<sup>27</sup> 一般に金融緩和には、金利低下を通じて企業の資金需要を高め、金融機関貸出を増やす効果がある。しかし、既に預金金利がゼロ下限に達した状況で貸出金利が一層低下するような場合には、預貸金利鞘の縮小が金融機関の経営を圧迫し、かえって金融仲介機能を損なうおそれがある。緩和効果が反転する閾値となる金利水準は「リバーサル・レート（reversal interest rate）」と呼ばれている（Markus K. Brunnermeier and Yann Koby, “The Reversal Interest Rate,” *IMES Discussion Paper Series*, No.2019-E-6, 2019.6. <<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/19-E-06.pdf>>）。

<sup>28</sup> 小林悟ほか「現物国債市場におけるボラティリティと取引高の関係」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.19-J-7, 2019.8. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2019/data/wp19j07.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2019/data/wp19j07.pdf)>

<sup>29</sup> 茨木秀行「世界における資産バブルに対する政策対応の議論と日本への含意」『土地総合研究』22巻2号, 2014.春, pp.1-7. 一般に理論上の資産価格は、将来にわたる収益の割引現在価値の総額に一致するよう決まることから、金利（割引率）の低下は資産価格を上昇させる要因となる。また、緩和マネーの資産市場への流入も上昇要因となる。

<sup>30</sup> 日本銀行「金融政策と構造政策—日本の経験—（フランス銀行で開催されたコンファレンス（10月8、9日）における山口副総裁発言原稿）」1999.11.2. <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_1999/ko9911b.htm](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_1999/ko9911b.htm)>

<sup>31</sup> 山本謙三「日銀と独立性 新法で中央銀行の制度整うも大量の国債購入で財政規律緩む」『エコノミスト』97巻

産のリスク量増大によって中央銀行財務が市場変動の影響を受けやすくなり、金融政策を制約しかねない<sup>32</sup>、⑦不確実性が極めて高い状況では、名目金利を低位に固定すると「デフレ均衡」に陥る可能性がある<sup>33</sup>、⑧日本銀行が採用している上場投資信託（ETF）の買入れは、間接的な株式保有を通じて企業統治に悪影響を及ぼし得る<sup>34</sup>、⑨資産価格の上昇等を通じて経済格差が拡大する<sup>35</sup>、などが挙げられる。

#### 4 日本銀行による「点検」の射程と政策修正の内容

日本銀行は、2021年3月18・19日の金融政策決定会合において、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」<sup>36</sup>（以下「点検」という。）を行い、これを踏まえて金融政策を修正した（巻末表1）。

「点検」は、金利低下を通じた経済・物価の押し上げ効果について、短中期ゾーンの効果が相対的に大きく、超長期金利の過度の低下は、むしろ人々の将来不安を高めて経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるという従来の立場を確認した<sup>37</sup>。その上で、低金利の長期化と人口減少等の構造要因を背景とする金融機関の基礎的収益力の低下が、金融仲介機能の停滞や利回り追求行動（過度なリスクテイク）による金融システムの脆弱化につながるリスクに懸念を示した。これを受けた政策面での対応として、金融機関の貸出を促進する観点から実施されている各種資金供給について、その残高に応じてインセンティブ（金利）を付与する「貸出促進付利制度」を創設した。これにより、追加緩和が必要となる局面では、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的に長短金利の引下げが可能になるとしている<sup>38</sup>。一方で、短期政策金利をマイナスに維持しつつ、プラス金利を付与する制度が並存することで、マイナス金利政策の効果は曖昧になるとみられる<sup>39</sup>。

2号, 2019.1.15, pp.28-29.

<sup>32</sup> 中央銀行の財務問題については、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](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10382125_po_0971.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>33</sup> 民間部門の不確実性が高く、国債と民間資産が完全に代替的ではないような不完備市場モデルにおいては、実質金利が実質成長率を下回るという関係が定常状態で成立し得る。この場合に、フィッシャー方程式（図4）の左辺で名目金利をゼロに固定すると、右辺の実質金利がプラスの値であるならば、長期デフレが実現することとなる。低金利がデフレ期待を強めるとの見方は「新フィッシャー主義（Neo-Fisherian）」と呼ばれている（小林慶一郎「今後のマクロ経済政策の全体像—閉塞感をどう打ち破る？長期停滞論の処方箋—」『統計』71巻1号, 2020.1, pp.2-8.）。

<sup>34</sup> 日本銀行によるETF買入れについては、大森「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」前掲注(1)を参照。

<sup>35</sup> 才木あや子「金融緩和が日本で生んだ「好ましくない」格差」『エコノミスト』97巻41号, 2019.10.22, pp.68-70.

<sup>36</sup> 日本銀行 前掲注(4) なお、本稿執筆に当たっては、同時に公表された背景説明のペーパーも参照した（日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」2021.3.19. <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2021/k210319c.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2021/k210319c.pdf)>）。

<sup>37</sup> 日本銀行は、2016年9月に公表した「総括的な検証」において、超長期金利の低下が保険や年金、企業の退職給付債務等を通じてマインド面に悪影響を及ぼす可能性に言及した。これを受けて、新たな政策枠組みとして長期金利にも操作目標を設け、イールドカーブを適切な水準に維持することを目指す「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）」を導入した（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. <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160921b.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf)>）。なお、イールドカーブ（利回り曲線）とは、債券の残存期間と金利の関係を表すグラフをいう。

<sup>38</sup> 日本銀行 前掲注(4); 同「総裁記者会見要旨（2021年3月19日）」2021.3.22, p.1. <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2021/kk210322a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2021/kk210322a.pdf)>

<sup>39</sup> 木内登英「金融機関の収益への配慮を強めた日銀『金融緩和の点検』」2021.3.19. 野村総合研究所ウェブサイト <[https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2021/fis/kiuchi/0319\\_2](https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2021/fis/kiuchi/0319_2)> 日本銀行が地域金融機関の経営基盤強化を目的に、2020年12月に導入を決定した「地域金融強化のための特別当座預金制度」についても、同様の問題がある。



イールドカーブ・コントロールの運営については、ある程度の金利変動は緩和効果を損なわず、国債市場の機能度にプラスに作用するとして、2018年7月の政策修正による長期金利操作目標の柔軟化<sup>40</sup>の効果を評価し、新たに「上下に±0.25%程度」の変動幅を明確化することとした。また、金利上昇局面において上限を画するため、日本銀行が指定する利回りで長期国債を無制限に買い入れる指値オペを、一定期間、連続して行う「連続指値オペ制度」を導入した<sup>41</sup>。

ETF 買入れについては、そもそも異例の政策であり、株価への影響等を考えると出口戦略が難しいこと、日本銀行による株式の間接保有比率が東京証券取引所市場第1部の時価総額の5%を上回るなど、既にプレゼンスが過大となっていること、コロナ禍を受けた当面の措置として買入上限が引き上げられたが、足元では株高が進行していることなどから、今回の政策修正において何らかの対応が行われることが広く予想されていた<sup>42</sup>。「点検」は、ETF 買入れによる株式市場のリスクプレミアムの縮小効果<sup>43</sup>について、日本銀行として初めて検証を行い、市場が不安定化する局面で大規模な買入れを行うことが効果的との結果を得ている<sup>44</sup>。その上で、現行の臨時措置の上限を継続するとともに、「必要に応じて」買入れを行うこととし、原則的な買入方針として示してきた残高増加ペースの目安は廃止した。また、指数の構成銘柄が少なく、間接保有比率に偏りが生じやすい日経平均株価等に連動するETFの買入れを停止し、東証株価指数（TOPIX）に連動するもののみを買い入れることとした<sup>45</sup>。

その他、金融政策決定会合において、信用秩序維持政策を担う金融機構局からの報告を定例化することとされた。これは、金融緩和による金融システムへの影響を注視する姿勢を示したものと見える<sup>46</sup>。

以上、「点検」及びこれを踏まえた政策修正において、日本銀行は、長期化した異次元金融緩和の副作用への対応を一定程度行った（表2）。一方で、事前に予告したとおり<sup>47</sup>現行の政策枠組み自体は変更せず、その持続性を高める方向での修正にとどまった<sup>48</sup>。

<sup>40</sup> 長期金利（10年物国債金利）が「0%程度」の操作目標から上下に変動し得ることを明示し、それまでのおおむね±0.1%の幅から「上下にその倍程度」変動することを許容した。2018年7月の政策修正の内容については、大森健吾「上らない物価の謎と金融政策の修正」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1023, 2018.11.8. <[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11179023\\_po\\_IB1023.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11179023_po_IB1023.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>41</sup> このほか、マイナス金利政策の効果を高めるための技術的な調整として、補完当座預金制度のマクロ加算残高の算出方法を変更した。現行のマイナス金利政策は、日本銀行当座預金を3階層に分け、それぞれ適用金利を▲0.1%、0%、0.1%として運営されている。マイナス金利が適用される「政策金利残高」を有する金融機関が、ゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」枠の未利用分（政策金利残高は、一定の方式で算出される「基礎残高」（プラス金利適用部分）及びマクロ加算残高を当座預金の総残高から控除した金額となる。）を有する金融機関との間で裁定取引を行うことにより、短期市場金利をマイナスに引き下げる効果が想定されていた。現実には、各種の取引コストの存在から完全裁定が実現せず、政策金利残高が想定を上回る一方で、マクロ加算残高枠の未利用が生じていた。

<sup>42</sup> 加藤出「（金融市場異論百出）日銀の点検に驚きなしとみる理由」『週刊ダイヤモンド』109巻12号, 2021.3.20, p.23.

<sup>43</sup> 日本銀行のETF買入れは、表1・図5の②に該当する政策手段と位置付けられる。一般に株式市場におけるリスクプレミアムの縮小は、株式発行による資金調達のコストを低下させ、企業部門の設備投資を促すことなどを通じて総需要を拡大する効果が期待される。日本銀行のオペレーションがリスクプレミアムに働きかけるメカニズムに関しては、大森「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」前掲注(1)補論を参照。

<sup>44</sup> 安達孔ほか「日本銀行のETF買入れが株式市場のリスク・プレミアムに及ぼす影響（「点検」補足ペーパーシリーズ1）」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.21-J-6, 2021.4. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2021/data/wp21j06.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/data/wp21j06.pdf)>

<sup>45</sup> TOPIXが東京証券取引所市場第1部に上場する国内株式全銘柄を対象に、各銘柄の株価を時価総額で加重平均して算出されているのに対して、日経平均は225の構成銘柄の単純平均で算出されており、高株価銘柄（値がさ株）ほど組入れ比率が高くなるというゆがみが生じやすいとされる。日本銀行は、2018年7月以降、日経平均連動型を減らし、TOPIX連動型を増やす方向でETF買入方針の変更を進めてきた。

<sup>46</sup> 木内 前掲注(39); 「日銀、政策修正は十分か（複眼）」『日本経済新聞』2021.4.1.

<sup>47</sup> 日本銀行「当面の金融政策運営について」2020.12.18. <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2020/k201218a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/k201218a.pdf)>

<sup>48</sup> 「ETF購入見直し、市場注目 日銀、TOPIX連動に限定」『朝日新聞』2021.3.20.

表2 非伝統的金融政策の主な副作用と日本銀行の対応

主な副作用	日本銀行の対応
○ 金融仲介機能への影響（リバーサル・レート）	地域金融強化のための特別当座預金制度、 <u>貸出促進付利制度</u>
○ 国債市場の流動性・機能度の低下	長期金利操作目標の柔軟化、 <u>変動幅の拡大・明確化</u>
○ 金融不均衡による金融システムの不安定化	<u>金融政策の決定における信用秩序維持への配慮</u>
○ 構造改革を遅らせる効果	} 政府との「共同声明 <sup>(注2)</sup> 」に構造改革、財政再建の推進を明記
○ 財政規律の弛緩	
○ 中央銀行の財務問題	引当金の計上等で対応
○ デフレ均衡（新フィッシャー主義）	<u>(オーバーシュート型コミットメント<sup>(注3)</sup>の適切性を再確認)</u>
○ 民間部門の資源配分をゆがめる効果	<u>ETF・J-REITの買入方針の柔軟化、買入対象銘柄の限定</u>
○ 経済格差への影響	—

(注1) 2021年3月の金融政策決定会合における政策修正に下線を付した。

(注2) 内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」2013.1.22. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122c.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf)>

(注3) 物価目標への信認に基づくフォワード・ルッキングなインフレ期待形成を強めるため、2016年9月に導入された「消費者物価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」という約束。

(出典) 筆者作成。

## II 自然利子率の低下と金融政策の「新領域」をめぐる議論

日本銀行の異次元金融緩和が今日まで継続されてきた最大の理由は、当初、2年程度で実現するとした2%物価目標がなかなか達成されないことにある<sup>49</sup>。金融緩和の効果が疑問視され、その副作用への懸念も高まる中、自然利子率の低下という現象に着目した議論が増えている。また、金融政策で経済格差の拡大や気候変動等の課題に対応する、注目すべき動きも生じている。

### 1 自然利子率の低下をめぐる議論

近年の先進国経済の長期停滞をめぐっては、長期均衡における実質金利水準である自然利子率の急速な低下の進行に注目する立場がある<sup>50</sup>。日本銀行も、2016年9月に公表した異次元金融緩和の開始以降の政策効果等に関する「総括的な検証」において複数の手法を用いた推計を行い、我が国の自然利子率がおおむね0%程度の水準に低迷しているとみられることを確認している<sup>51</sup>。金融緩和の仕組みは、実質市場金利を自然利子率以下に誘導することであるため、自然利子率が趨勢（すうせい）的に低下してしまうと、ゼロ金利制約の存在から金融政策の運営が困難に陥りやすくなると考えられる<sup>52</sup>。

一般に自然利子率は、いくつかの仮定の下で長期的には潜在成長率に一致することが知られている。このため、長期的に潜在成長率の引上げにつながる政策を実行することは、自然利子率の低迷による長期停滞から脱け出すための望ましい処方箋となり得る<sup>53</sup>。この観点からは、政府による構造問題への取組（構造改革）が重要となるが、近年、アベノミクスの下で政府が

<sup>49</sup> 日本銀行は、消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年度比が2023年度に至っても2%に達しないとの政策委員大勢見通しを公表している（日本銀行「経済・物価情勢の展望（2021年4月）」2021.4.28, pp.8-9. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2104b.pdf>>）。

<sup>50</sup> Lukasz Rachel and Thomas D. Smith, “Secular drivers of the global real interest rate,” *Staff Working Paper*, No.571, 2015.12. Bank of England website <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate.pdf>> なお、自然利子率の概念等については、前掲注(17)を参照。

<sup>51</sup> 日本銀行 前掲注(37), pp.7, 8, 11, 12.

<sup>52</sup> 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.55-60.

<sup>53</sup> 同上, pp.235-236; 白川方明『中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年—』東洋経済新報社, 2018, pp.331-339.

打ち出してきた成長戦略については、力不足であったとの評価もみられる<sup>54</sup>。

一方で、短期的には、利子率は資金需給を均衡させる水準に定まることから、マクロ経済における貯蓄・投資のバランスが自然利子率を決定することとなる。自然利子率低下の背景には、貯蓄性向の高まりと投資意欲の減退があると考えられる。前者の要因として、経済格差の拡大による消費性向の低下<sup>55</sup>、少子高齢化等の人口動態の変化<sup>56</sup>、経常黒字国による予備的な外貨準備の保有<sup>57</sup>等が挙げられる。また、後者の要因として、一部の論者からは技術進歩の停滞が指摘されており<sup>58</sup>、金融危機以降に顕著となった企業部門の貯蓄超過<sup>59</sup>や一部の先進国における公共投資の減少傾向<sup>60</sup>も挙げられる<sup>61</sup>。加えて、新型コロナウイルス感染症の影響が、消費・投資活動を停滞させていることにも注意が必要である<sup>62</sup>。

金融政策との関係では、長期停滞下における金融緩和の実施が自然利子率の一層の低下を招きかねないとの見方がある。金融政策の効果は本質的に「現在と将来の交換」にすぎず、金融緩和により将来予定された消費・投資を前倒しで実現すれば、現在の総需要を増やすことはできるものの、これが成長率の「底上げ」につながらなければ、将来の需要の「先食い」に終わるとの考え方が背景にある<sup>63</sup>。さらに、非伝統的金融政策の副作用として経済格差が拡大するならば、自然利子率の低下をもたらす要因となり得る<sup>64</sup>。

<sup>54</sup> 村田啓子「アベノミクスの総括（下）「成長と分配の好循環」、力不足（経済教室）」『日本経済新聞』2020.9.30. アベノミクスの評価等については、大森健吾「目で見えるアベノミクスの成果と課題」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1123, 2020.11.10. <[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11569148\\_po\\_1123.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11569148_po_1123.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>55</sup> 一般に高所得層ほど貯蓄性向が高いことから、富の集中は、マクロの消費性向を引き下げると考えられる。

<sup>56</sup> 少子高齢化が自然利子率に与える影響については、理論的には、引下げ・引上げの両様があり得る。労働供給の減少や長寿化に備えた家計貯蓄の増加が自然利子率の引下げ要因となるのに対して、高齢者による貯蓄の取崩しは引上げ要因となる（須藤直ほか「わが国の自然利子率の決定要因—DSGEモデルとOGモデルによる接近—」『日銀リサーチラボ・シリーズ』No.18-J-2, 2018.6.13. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/lab/lab18j02.htm](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/lab/lab18j02.htm)>）。

<sup>57</sup> 近年の世界経済においては、日本、ドイツ、中国、新興アジア諸国、産油国等の恒常的な黒字と米国等の恒常的な赤字で特徴付けられる経常収支不均衡（global imbalances）の拡大がみられる。これは、新興国等の過剰貯蓄（saving glut）が米国等へ流入する構図と解釈できる。新興国の黒字については、1997～98年のアジア通貨危機等の反省から予備的に外貨準備の保有を増やしているとの見方がある（国宗浩三「グローバル金融危機と開発途上国—経済への影響と政策対応—」同編『グローバル金融危機と途上国経済の政策対応』アジア経済研究所, 2013, pp.5-10.）。

<sup>58</sup> 例えば、電気と内燃機関をコア技術とする第2次産業革命がもたらした生産性の大躍進（great leap）に比べて、コンピュータやデジタル化に関連する第3次産業革命の成果は大きくないとの見方がある（ロバート・J・ゴードン（高遠裕子・山岡由美訳）『アメリカ経済—成長の終焉— 下』日経BP社, 2018, pp.377-436.（原書名: Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*, Princeton: Princeton University Press, 2016.））。

<sup>59</sup> 企業部門の貯蓄超過は、いわゆる「内部留保」と減価償却費に表れる。近年の内部留保をめぐる議論については、青山寿敏「内部留保とコロナ禍」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1145, 2021.3.29. <[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11652273\\_po\\_1145.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11652273_po_1145.pdf?contentNo=1)>; 鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」『同』No.836, 2014.11.11. <[https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_8795835\\_po\\_0836.pdf?contentNo=1](https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>60</sup> Lawrence H. Summers, “The big crumble: Rebuilding the nation's airports, highways, and bridges will boost the economy and jobs,” *Boston Globe*, 2014.4.13.

<sup>61</sup> 翁 前掲注(52), pp.51-71; 諸富徹『資本主義の新しい形』岩波書店, 2020, pp.7-27.

<sup>62</sup> 若田部昌澄「最近の金融経済情勢と金融政策運営—佐賀県金融経済懇談会における挨拶—」2020.9.2. 日本銀行ウェブページ <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2020/data/ko200902a1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2020/data/ko200902a1.pdf)>

<sup>63</sup> 翁 前掲注(52), pp.168-177; 岩村充『中央銀行が終わる日—ビットコインと通貨の未来—』新潮社, 2016, pp.190-195. 例えば、日本銀行のマイナス金利政策の効果として住宅ローンの伸びが挙げられることがあるが、長期的な住宅需要は人口動態や耐用年数等の技術的要因で決定されるため、住宅投資の「前倒し」は可能でも「底上げ」は難しいと考えられる。一方で、金融緩和を粘り強く続けること（「高圧経済（high-pressure economy）」の実現）によって、設備投資や研究開発投資の増加が潜在成長率の引上げにつながる可能性も議論されている（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/yellen20161014a.htm>>）。

<sup>64</sup> 不平等が拡大した経済では、富裕層の過剰貯蓄が政府部門や家計部門の債務をファイナンスする構図がみられる。

## 2 経済格差、気候変動等への対応

近年、経済格差の拡大や気候変動等のグローバルな長期課題に対する関心の高まりとともに、主要中央銀行の間では、金融政策によってこれらの課題に対応しようとする動きが生じている。一般に、中央銀行の活動が特定の政策目的の実現を目指す「政策金融」の領域に踏み込むことは、財政民主主義との関係で問題となり得る<sup>65</sup>。また、政府による取組が課題の深刻さに比して不十分であるとしても、中央銀行が政府の不作为を穴埋めする形となると、かえって金融政策の本来の目的である「物価の安定」を損なうおそれがある<sup>66</sup>。一方で、中央銀行の新たな取組は、低下した自然利子率を金融政策によって押し上げ、金融政策の有効性を回復させる試みとして肯定的に解釈できるとの見方もみられる。ただし、これらの課題への対応として金融政策が有効なのか、金融政策による自然利子率の押し上げは可能なのか、といった点に疑問は残る<sup>67</sup>。

### (1) 経済格差への対応

米国連邦準備制度 (Fed) は、近年、金融政策戦略の見直し作業を進めてきたが、2020年8月に新たな金融政策運営の指針を公表した<sup>68</sup>。作業過程において、金融政策による格差問題への影響を分析し、金融緩和が雇用の改善等を通じて格差是正に資するとの結論を得ている<sup>69</sup>。一般に金融危機等の大きな負の総需要ショックは、研究開発や人的資本投資の停滞等を通じて総供給面にも長期的な悪影響を及ぼすことが知られている。Fedの新指針は、物価が上昇するまでは雇用改善を優先する姿勢を打ち出しており、金融緩和を粘り強く続けることで負の履歴効果 (hysteresis effect) の打ち消しを目指す高圧経済論として理解する見方がある<sup>70</sup>。ただし、高圧経済が生産性や潜在成長率の上昇をもたらすメカニズムについては疑問視する見方も多い<sup>71</sup>。

このような経済の「金融化」によりマクロの債務水準が高まると、経済が危機に対して脆弱になるとともに、吸収しきれない過剰貯蓄が自然利子率の低下をもたらすと考えられる。パンデミックの影響の大きさや回復速度の格差 (K字経済)、政策対応に伴う資産価格の高騰等が格差を一層拡大させかねないとの懸念もみられる (アティブ・ミアン「コロナ禍で拡大する格差(上) 富裕層の過剰貯蓄は正急げ (経済教室)」『日本経済新聞』2020.10.14.)。

<sup>65</sup> 中里実『財政と金融の法的構造』有斐閣, 2018, pp.155-158. 一般に公平性については経済学的最適基準がなく、人々の価値判断によらざるを得ないため、中央銀行のような「選挙で選ばれていない権力」による所得分配への介入は好ましくないとされてきた。非伝統的金融政策の下では、金融政策と「準財政活動 (quasi-fiscal activities)」の境界が曖昧化しつつあり、中央銀行がアカウントビリティーを果たすことの重要性が高まっているとの指摘がある (白川方明「中央銀行は漂流しているのか?」『世界』943号, 2021.4, pp.70-82.)。

<sup>66</sup> Jens Weidmann, "What role should central banks play in combating climate change?" 2021.1.25. Deutsche Bundesbank website <<https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/what-role-should-central-banks-play-in-combating-climate-change-856904>>

<sup>67</sup> 早川 前掲注(5)は、政策効果は定かでないとしつつ、従来試みられてきた非伝統的金融政策手段と比べて副作用は大きくないとの見方を示し、自然利子率を押し上げる金融政策という新領域に挑戦する価値はあると述べている。金融政策によって政府の重要な経済政策に貢献する姿勢、あるいは、市民に寄り添おうとする姿勢を示すことが、独立した中央銀行に対する人々の信認を確保し、ひいては物価の安定を通じた国民経済の健全な発展に資するとの意見もみられる (門間一夫「気候変動と金融政策—「信認」の視点からの考察—」2020.12.8. みずほリサーチ&テクノロジーウェブサイト <[https://www.mizuho-ir.co.jp/publication/mhri/research/column/executive/pdf/km\\_c201208.pdf](https://www.mizuho-ir.co.jp/publication/mhri/research/column/executive/pdf/km_c201208.pdf)> )。

<sup>68</sup> "2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy," 2020.8.27. Board of Governors of the Federal Reserve System website <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>> 一定の時間軸の中で、物価上昇率を平均的に目標付近で安定させる「柔軟な平均物価目標 (flexible average inflation targeting: FAIT)」が新たに導入された。

<sup>69</sup> Laura Feiveson et al., "Distributional Considerations for Monetary Policy Strategy," *Finance and Economics Discussion Series (FEDS)*, 2020-073, 2020.8.27. <<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020073pap.pdf>> その後、欧州中央銀行 (ECB) も同趣旨の分析を公表している (Maarten Dossche et al., "Monetary policy and inequality," *ECB Economic Bulletin*, 2/2021, 2021.3.25, pp.84-103.)。

<sup>70</sup> 早川 前掲注(5); 下田知行「「最大雇用」の実現に軸足を置いたFRBの金融政策指針—フォワードガイダンスの強化により期待インフレをつなぎ留め—」『金融財政事情』71巻37号, 2020.10.5, pp.26-31. 高圧経済については前掲注(63)を参照。

<sup>71</sup> 日本銀行調査統計局「東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第7回共催コンファレンス「マクロ経済分析

## (2) 気候変動への対応

2020年以降の温室効果ガス排出削減等のための新たな国際枠組みとして、2016年に「パリ協定 (Paris Agreement)」が発効したことなどを受けて、日本銀行を含む主要中央銀行は、金融システムの安定確保の面から気候変動問題を監督活動等に組み入れてきた<sup>72</sup>。一般に気候変動は、①気象災害等がもたらす「物理的リスク」と②低炭素社会への移行に対応する政策・技術・社会の変化等がもたらす「移行リスク」<sup>73</sup>を通じて、金融システムを不安定化させるおそれがある。各国の金融監督当局・中央銀行は、気候関連金融リスクの計測、ストレステストの実施による影響評価、それらに基づく金融機関との対話などに取り組んでいる<sup>74</sup>。

金融政策運営において、より積極的な措置 (proactive measures) を視野に入れる中央銀行も登場している<sup>75</sup>。2021年に入って、英国がイングランド銀行 (BoE) の使命に脱炭素社会への移行等に加え、欧州中央銀行 (ECB) も環境改善に用途を限定した債券 (green bonds) の積極的な買入れを検討するなど、金融政策面での対応に踏み出しつつある<sup>76</sup>。地球温暖化という「市場の失敗」の是正策として、金融市場を通じた介入が有効かという点に疑問は残るが<sup>77</sup>、グリーン関連投資が促されることで、自然利子率の引上げにつながる事が期待できるとの見方もある<sup>78</sup>。

## おわりに

日本銀行は、異次元金融緩和の開始から8年が経過するのを目前に、金融政策の「点検」を行った。これを受けた政策修正の内容は、現行の政策枠組みの持続性を強化するにとどまり、本格的な「出口」の議論は今後に積み残された<sup>79</sup>。コロナ禍において世界的な株高が進行するなど、金融不均衡の蓄積の徴候がうかがわれ、異例の政策対応がもたらす脆弱性への警戒が高まっている<sup>80</sup>。また、経済格差の拡大や気候変動等のグローバルな長期課題への対応の必要性も差し迫っている。「新領域」における金融政策の有効性は未知数であるが、ポストコロナにおける中央銀行の使命は、従来とは大きく異なったものとなる可能性がある。

の新展開—景気循環と経済成長の連関—の模様」2018.3.30。<[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2018/data/ron180330a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2018/data/ron180330a.pdf)>

<sup>72</sup> 日本銀行を含む多くの中央銀行が、物価の安定とともに、金融システムの安定にも責任を負っている。

<sup>73</sup> 例えば、消費者・投資家の環境意識の高まり等を受けて企業価値の評価が修正され、資産価格が調整するリスクなど。

<sup>74</sup> Network for Greening the Financial System, “A call for action: Climate change as a source of financial risk,” 2019.4.17。<[https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf)>; 芝川正ほか「気候関連金融リスクに関する国際的な動向—金融システム面での新たな議論—」『日銀レビュー』2020-J-16, 2020.12.24。<[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2020/data/rev20j16.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/data/rev20j16.pdf)> 国際的な連携の枠組みとして、2017年12月に「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク (Network for Greening the Financial System: NGFS)」が設立され、我が国からは金融庁 (2018年6月～) 及び日本銀行 (2019年11月～) が参加している。

<sup>75</sup> Network for Greening the Financial System, “Survey on monetary policy operations and climate change: key lessons for further analyses,” 2020.12.15。<[https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/survey\\_on\\_monetary\\_policy\\_operations\\_and\\_climate\\_change.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/survey_on_monetary_policy_operations_and_climate_change.pdf)>

<sup>76</sup> “MPC Remit statement and letter and FPC Remit letter,” 2021.3.3. Bank of England website <<https://www.bankofengland.co.uk/news/2021/march/mpc-remit-statement-and-letter-and-fpc-remit-letter>>; Christine Lagarde, “Climate change and central banking,” 2021.1.25. European Central Bank website <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125-f87e826ca5.en.html>>

<sup>77</sup> 経済学的には、温暖化ガスの排出に対する課税 (ピグー税) や排出権取引といった手法が正統的とされており、金融市場を通じた是正策の評価は確立していない (植田和男「ESG 礼賛論は根拠薄弱」『日経ヴェリタス』2021.1.10.)。

<sup>78</sup> 早川 前掲注(5)

<sup>79</sup> 黒田東彦総裁の現在の任期内 (2023年4月まで) に、出口政策を開始できる可能性はなくなったとの観測もみられる (加藤出「(緊急解説) 日銀金融政策の「点検」に透けて見える諦めの境地—構造改革が停滞すれば、超緩和策は単なる「痛み止め」に—」『金融財政事情』72巻12号, 2021.3.29, pp.32-35.)。

<sup>80</sup> International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Preempting a Legacy of Vulnerabilities*, 2021.4, pp.1-33。<<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2021/April/English/text.ashx>>

巻末表1 「点検」の前後における金融政策の概要

	政策修正前	政策修正後
長短金利操作 (イールドカーブ・コントロール)	<p>短期金利：政策金利残高に▲0.1%付利</p> <p>長期金利：10年物国債金利が0%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。金利は、<u>経済・物価情勢等に応じて「上下にある程度」変動し得るものとする(おおむね±0.2%程度の変動幅であることを示唆)</u></p>	<p>短期金利：政策金利残高に▲0.1%付利。実際の政策金利残高と完全裁定後の政策金利残高の乖離を縮小させるため、<u>マクロ加算残高の算出方法を調整</u></p> <p>長期金利：10年物国債金利が0%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。<u>長期金利の変動幅は「±0.25%程度」であることを明確化。必要な場合に強力に金利の上限を画すため、固定金利で無制限の国債買入れを行う指値オペを連続して行う「連続指値オペ制度」を導入</u></p> <p><u>貸出促進付利制度の創設：金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的な長期金利の引下げを行うため、コロナオペ等、金融機関の貸出促進の観点から行っている資金供給にインセンティブとして付利。インセンティブは短期政策金利と連動<sup>(注2)</sup></u></p>
資産買入方針 (長期国債以外の資産)	<p>ETF・J-REIT：当面、それぞれ年間約12兆円、約1800億円に相当する残高増加ペースを上限に、<u>積極的な買入れを行う。原則的な買入方針として、年間約6兆円、約900億円に相当するペースを維持し、市場の状況に応じて買入額は上下に変動しうるものとする</u></p> <p>CP等・社債等：それぞれ約2兆円、約3兆円の残高維持。2021年9月末までの間、合計約15兆円を残高上限に追加買入れ</p>	<p>ETF・J-REIT：それぞれ年間約12兆円、約1800億円に相当する残高増加ペースを上限に、<u>必要に応じて買入れを行う。ETFの買入対象銘柄を、一部構成銘柄への間接保有比率の偏りが生じにくいTOPIX連動型に限定</u></p> <p>CP等・社債等：2021年9月末までの間、合計約20兆円を残高上限に買入れ</p>
先行きの金融政策運営方針	<p>政策継続に関するフォワードガイダンス 2%物価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現行政策を継続</p> <p>オーバーシュート型コミットメント 消費者物価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</p> <p>政策金利のフォワードガイダンス 政策金利は、現在の長短金利の水準又はそれを下回る水準で推移することを想定</p>	<p>政策継続に関するフォワードガイダンス 2%物価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現行政策を継続</p> <p>オーバーシュート型コミットメント 消費者物価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(「<u>点検</u>」において「<u>埋め合わせ戦略<sup>(注3)</sup></u>」の適切性を再確認)</p> <p>政策金利のフォワードガイダンス 政策金利は、現在の長短金利の水準又はそれを下回る水準で推移することを想定</p>
その他	—	「 <u>経済・物価情勢の展望</u> 」を決定する金融政策決定会合(年4回)で、 <u>金融システムの動向に関する金融機構局からの報告を定例化</u>

(注1) 政策修正の前後における主な変更内容に下線を付した。

(注2) 新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション(コロナオペ)のうち、緊急経済対策における無利子・無担保融資等に準じた条件で金融機関が中小企業等を行うプロパー融資(カテゴリーI)についてはカテゴリーIIより高い金利、コロナオペのうちプロパー分以外(カテゴリーII)については短期政策金利の絶対値、貸出支援基金等、コロナオペ以外の資金供給(カテゴリーIII)についてはカテゴリーIIより低い金利が適用される。現在、▲0.1%の短期政策金利の下で、カテゴリーIに0.2%、カテゴリーIIに0.1%、カテゴリーIIIに0%の付利が適用されている。

(注3) 埋め合わせ戦略(makeup strategy)とは、物価上昇率の実績値が目標を下回る期間が続いた場合には、それを勘案して金融緩和を行うという考え方をいう。「点検」は、物価上昇率が景気変動の影響等を均して平均的に2%となることを目指すという従来の方針を、(FedのFAITと同様の)埋め合わせ戦略と位置付けた。

(出典) 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和について」2021.3.19を基に筆者作成。

巻末表2 日本銀行の異次元金融緩和をめぐる動き

2012年12月26日	第2次安倍晋三政権発足。同月から第16循環の景気回復局面が開始
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	黒田東彦総裁就任
2013年4月4日	<b>量的・質的金融緩和（QQE）の導入</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・マネタリーベースの拡大ペースを年間約60～70兆円に</li> <li>・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</li> <li>・ETF・J-REITの残高増加ペースを年間約1兆円・約300億円に</li> </ul>
2014年4月1日	消費税率引上げ（5%→8%）の実施
2014年10月31日	<b>量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・マネタリーベースの拡大ペースを年間約80兆円に</li> <li>・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</li> <li>・ETF・J-REITの残高増加ペースを年間約3兆円・約900億円に</li> </ul>
2015年12月18日	QQEを補完するための諸措置の実施
2016年1月29日	<b>マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利</li> </ul>
2016年7月29日	<b>金融緩和の強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ETFの残高増加ペースを年間約6兆円に</li> </ul>
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
	<b>長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和の導入</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・短期政策金利：日本銀行当座預金の一部に▲0.1%の付利</li> <li>・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、指値オペの導入</li> <li>・物価目標を超える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）</li> <li>・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</li> </ul>
2018年4月9日	黒田総裁再任
2018年7月31日	「賃金・物価に関する分析資料」を公表
	<b>強力な金融緩和継続のための枠組み強化（政策修正）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・政策金利のフォワードガイダンスを導入</li> <li>・長期金利操作目標の柔軟化（経済・物価情勢に応じた変動を許容、±0.2%程度の変動幅を示唆）</li> <li>・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）</li> </ul>
2018年11月	第16循環の景気後退局面が開始
2019年4月25日	政策金利のフォワードガイダンスを明確化、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施
2019年10月1日	消費税率引上げ（8%→10%）の実施
2019年10月31日	政策金利のフォワードガイダンスを変更、「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価」を公表
2020年3月11日	WHO事務局長がCOVID-19について、パンデミックとの認識を表明
2020年3月16日	<b>新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・国債買入れや米ドル資金供給オペを含む一層潤沢な資金供給の実施</li> <li>・コロナオペの導入、CP・社債等の買入枠を合計2兆円追加</li> <li>・ETF・J-REITの残高増加ペースを、当面、年間約12兆円・約1800億円に</li> </ul>
2020年4月7日	新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言（～5月25日）
2020年4月27日	<b>金融緩和の強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・CP・社債等買入れの増額（合計約20兆円の残高を上限）</li> <li>・コロナオペの拡充、「新たな資金供給手段」の検討</li> <li>・国債のさらなる積極的な買入れ、長期国債の残高増加ペースの「めど」を廃止</li> </ul>
2020年5月22日	臨時の金融政策決定会合を開催し、「新たな資金供給手段」の導入を決定
2020年9月16日	菅義偉政権発足
2020年11月10日	「地域金融強化のための特別当座預金制度」導入方針を決定
2020年12月18日	「新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム」の期限を2021年9月末まで延長。運用面の見直し
2021年1月7日	再度の緊急事態宣言（1月8日～3月21日、一部都府県対象）
2021年3月19日	「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を公表
	<b>より効果的で持続的な金融緩和について</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・貸出促進付利制度を創設</li> <li>・長期金利の変動幅が±0.25%程度であることを明確化、連続指値オペ制度を導入</li> <li>・ETF・J-REITの年間増加ペースの上限を維持、必要に応じた買入れの実施、対象銘柄をTOPIX連動型に限定</li> </ul>

（出典）筆者作成。