

量的緩和政策の解除リスク（下）

～ 量的緩和政策の解除に伴う影響の整理～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

1. 前号の概要

本稿は、景気の回復に伴って解除が近いとされる量的緩和政策について、その解除に伴う各種方面への影響を整理することを目的としている。量的緩和政策はデフレスパイラルの阻止といったことを目的として導入した異例の政策である。最近の景気回復の高まりで、この異例の政策を解除すること自体は、望むべきものであろう。しかし、既に現在の日本経済は、量的緩和政策によるジャブジャブの資金供給という状態に慣れきってしまっている。このため、この政策を解除することは、各方面へ様々な影響を与えることが予想される。本稿では、そうした影響について、特に次の3つの点に注目し、検証することとした。

過剰に積み上がった日銀当座預金の吸収方法

資金吸収に伴う長期金利の上昇（国債への影響）

過度に日銀に依存した金融機関の資金調達の正常化（コール市場の機能回復）

前号（第15号：平成17年11月発行）では について検証した。要約すれば、量的緩和政策を解除し通常の金融政策に戻ると、日銀当座預金の超過分（単純計算で28兆円程度：05年9月末残高約34兆円 - 法定準備額約6兆円）やタンス預金など日銀券還流分（同33兆円程度：同約73兆円 - 過去のトレンド約40兆円）の合計60兆円程度の過剰な資金吸収が必要となること、資金吸収に際して売却できる資産の不足が懸念されること、市場を不安定化させないための資金供給の同時実施により資金吸収のスピードが鈍る可能性のあること、資金吸収が間に合わない場合には意図しないインフレの発生が懸念されること、

日銀は、以上のことを踏まえながら複雑な金融調節を行わなければならないことなど、量的緩和政策の出口政策は、前例のないものであり、一步間違えれば景気回復の腰を折るものになりかねないというリスクを内包している。

今号では、残りの 、 の視点から量的緩和政策解除の影響について整理することとしたい。

2. 資金吸収に伴う長期金利の上昇（国債への影響）

2-1. 日銀による長期国債買切りオペの現状

2001年3月19日の量的緩和政策の導入の決定に際して、同時に重要な政策の決定があった。それは、日銀の金融調節手段の一つである「国債買入オペ」（いわゆる「長期国債買切りオペ」）について、従来の月額4,000億円（年額約4.8兆円）の買入れの増額を必要に応じて認めるとした。長期国債買切りオペは、日銀が金融機関から中長期の利付国債を買い入れることで、市場に資金供給を行うものである¹。その後、当座預金残高の目標額の引き上げが行われる過程で、中長期国債の買切り額も逐次増額されていき、02年10月からは、毎月1.2兆円、年額では約14.4兆円の中長期国債が日銀によって市中から買い入れられるようになった。わずか1年半の間に当初の水準の3倍になったのである（図表1）。

図表1 量的緩和政策以降の長期国債買切りオペの変遷

決定日		国債買入額	買入対象	(参考) 当座預金目標額
2001年	3月19日	・ 必要な場合は、現行の月4,000億円の国債買入を増額 ・ 日銀保有の長期国債の残高は、銀行券発行高を上限	10年、20年債 (発行後1年以内のものを除く)	5兆円
	5月18日		買入対象国債の追加 (2年、4年、5年、6年債)	"
	8月14日	・ 買入増額 月 4,000億円 6,000億円		6兆円
	12月19日	・ 買入増額 月 6,000億円 8,000億円		10～15兆円
2002年	1月16日		対象銘柄の拡大 (「発行年限別の直近発行の2銘柄を除く」に変更)	"
	2月28日	・ 買入増額 月 8,000億円 1兆円		"
	10月30日	・ 買入増額 月 1兆円 1兆2,000億円		15～20兆円

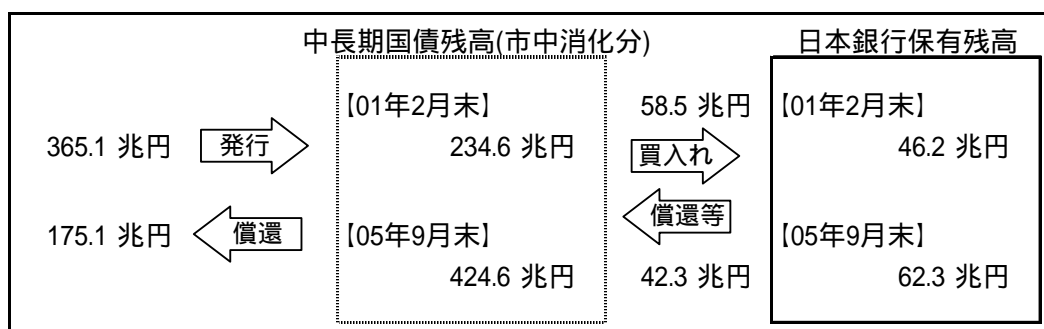
（出所）日本銀行『通貨および金融の調節に関する報告書』などから作成

この長期国債買切りオペの増額で、日銀は市場における国債需給に大きな存在感を示すようになった。図表2は、量的緩和政策を導入した01年3月から05年9月までの中長期国債と日銀買入の関係である。この期間中、累計で約365兆円の中長期国債が市中に発行されたが、日銀は、そのうちの約16%に当たる

¹ そもそも、長期国債買切りオペは、他のオペのように短期の資金供給ではなく、経済活動の拡大に伴う日銀券の増加トレンドに見合うような長期の資金供給（いわゆる「成長通貨の供給」）を行うことを意図しており、量的緩和政策とは一線を画したものとされている。しかし、当座預金残高目標引上げの過程において、国債買入の増額等も行ったことで両者は密接な関係となったといわれている。

約58兆円分の国債を市中から買い上げたことがわかる²。その買切りオペによって取得した中長期国債の残高も、量的緩和導入前の約46兆円から約62兆円へ約16兆円の純増となり、市中発行残高の約15%を占めるに至っている。こうした日銀による中長期国債の買い入れは、結果として市場における国債需給関係を引き締めることになり、国債価格を安定化させている。近年、国債発行残高が累増している状況下において³、日銀による年間約14.4兆円の国債消化チャンネルが国債の買い支えに一役買っているという面は否定できないだろう。

図表2 中長期国債（市中消化分）と日銀買入の関係（01年3月以降）



(注1) 中長期国債の発行・償還額、日銀による買入れ額・日銀保有国債の償還額は、01年3月から05年9月までの累計。なお、四捨五入しているため計数は一致しない。

(注2) 日本銀行保有残高は、国債買入オペによって取得した中長期国債の残高。

(注3) 中長期国債の発行・償還額は、中長期国債（利付債）の市中消化分（個人国債を除く）。

(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』、日本証券業協会『公社債発行額・償還額等』

2-2. 資金吸収局面における長期金利への影響 1（日銀保有国債の取扱い）

2-1.のとおり量的緩和政策などの大量の資金供給で、債券市場における日銀のプレゼンス（存在感）が非常に大きくなった。現在の債券市場は、こうした日銀の影響力を所与とした構造となっている。量的緩和政策の解除は、これまでの債券市場の前提を崩すことから、当然、長期金利に影響を及ぼすことにな

² このほか、日銀は、市中から買い入れた中長期国債のうち、償還期限が到来したものについて借り換えのため短期国債による引受に応じている（日銀乗換）。その額は、国会の議決を得ることとされており（実際の引受額の決定は日銀の政策決定会合）、04年度は約12.8兆円、05年度は約15.6兆円となっている。

³ 近年の国債の発行状況についてみると、新規財源債は98年度以降30兆円台で推移しているが、最近における借換債の増加や01年度からの財投債の導入により、国債発行額全体は増加の一途を辿っている。05年度は約170兆円の国債発行が予定されている。このうち市中発行額は約120兆円である。

る。そこで、日銀のプレゼンスを、日銀が取得した保有国債（ストックの面）と長期国債買切りオペ（フローの面）の2つに分け、資金吸収局面におけるそれぞれの取扱いが債券市場に対して及ぼすと考えられる影響を整理したい。まず、本節では、ストック面の日銀保有国債の取り扱いを取り上げる。

量的緩和政策の解除によって、当座預金残高の引き下げと日銀券の還流で60兆円程度の過剰な資金の吸収が必要になるのは前述のとおりである。これらの過剰な資金を吸収するためには、それに対応する額だけ日銀保有資産を売却する必要が出てくる。このとき、日銀が長期国債買入オペで取得した中長期国債を売却するとどうなるだろうか。このとき、日銀の大量の国債が債券市場に放出され、債券市場における国債の需給バランスを著しく悪化させる。これにより長期金利は急上昇（国債価格は急落）してしまうだろう。つまり、日銀の保有する長期国債の売却は、金利急騰リスクを抱えているのである。この金利の急上昇は、必ずしも景気の回復を直接的に反映したものではないことから、経済を不安定化させるおそれがある。このため、日銀は多額の長期国債を保有したまま、他の短期資産の売却で資金吸収をせざるを得ないことになる⁴。

ただし、資金吸収と保有国債の関係で注意しなければならない点がある。それは日銀が中長期国債の保有額について日銀券発行残高を上限とする自主ルールを設定していることである（図表1）。日銀券の残高は、今後の資金吸収により次第に減少し40兆円程度という過去のトレンドの水準に収斂していくだろう。これに対し、05年9月末現在の中長期国債保有残高は62.3兆円となっている。つまり、約22兆円程度の保有国債を減少させなければ、自主ルールに抵触することになる。この保有残高の引き下げの手段として、日銀が保有する中長期国債を売却することは、前述のとおり、金利を急騰させるため困難であり、保有国債の償還期限を待つしかないことになろう。

図表3は、現時点の日銀保有国債の償還期限と償還額をまとめたものである。この図表からわかることは、今後、長期国債買切りオペを全く行わない（新たに中長期国債を取得しない）ことを仮定しても、約22兆円分の残高が減少するまでに1年以上の時間がかかるということである。これはあくまで単純計算であり、量的緩和政策の解除のタイミング、長期国債買入オペの状況、資金吸収のスピードなどで日銀保有国債の内訳などの状況は変化するものであるが、仮に自主ルールを超えた場合、中長期国債を売却するのか、もしくはルールを変更するのか（この際には、日銀の信認を失わないよう明確な理由付けが必要と

⁴ しかし、この場合でも、資金吸収のための売却可能資産が枯渇する事態が生じ、意図しないインフレが発生するというリスクも存在することを忘れてはいけない（前号参照）。

なろう)という問題があることは認識しておく必要がある。

図表3 日銀が保有する中長期国債の償還期限と償還額

(億円)		
償還日	償還額	累計
2005年 ~ 12月	23,951	23,951
2006年 1月 ~ 3月	39,751	63,702
4月 ~ 6月	69,064	132,766
7月 ~ 9月	37,070	169,836
10月 ~ 12月	33,243	203,079
2007年 1月 ~ 3月	25,408	228,487

(注) 日銀が保有する中長期国債 = 国債買入オペの買入分 + 借換のための引受分
- 国債整理基金等への売却分。05年11月8日現在。額面ベース。

(出所) 日本銀行ホームページ、財務省ホームページ

2-3 資金吸収局面における長期金利への影響 2(長期国債買切りオペ額の変更)

次に、資金吸収局面における長期国債買切りオペの債券市場に対する影響を整理しよう。量的緩和政策の解除後の資金吸収の局面においては、保有国債の売却という手段までいかないまでも、現状のような長期国債買切りオペを継続していくことは難しくなる。つまり、市場から大量の過剰資金の吸収をしなければならぬ中で、市場に対して月額1.2兆円もの資金供給をやり続けることは、政策的な整合性がとれないほか、過剰資金の吸収のタイミングを遅らせることになってしまう。また、日銀は金融調節に活用できない中長期国債を過剰に抱え込んでしまうことになる。このため、中長期国債の買い入れ額は減額されていくことになる。

これに対して、現在の債券市場は、日銀の長期国債の買い切りオペが実施されることを前提として価格が形成されていると言われている。このため、買い切りオペの額の減額は、債券市場における中期国債の流れを変化させ、国債需給関係を緩ませる、もしくは緩むとの思惑を生じさせることになる。これによって長期金利は上昇することになるだろう。

しかし、この金利上昇については、2-2.における金利の急上昇とは違い、過剰な反応による金利の跳ね上がりを除けば、むしろ歓迎されるべきことではなかろうか。国債市場における公的機関による過剰な介入が排され、本来の市場のメカニズムにより金利の適正な水準が決まっていくことになるからである。

こうした長期金利の上昇は、経済の各主体にどのような影響を与えるのだろうか。簡単にみておこう。

まず、金融機関への影響である。長期金利の上昇により、国債価格は下落することになる。国債は時価評価されるため、国債の価格下落は、財務の健全性に影響を与えることになる。特に、総資産に対して国債依存度の高い地方の金融機関は、都市銀行と比較するとその影響度は大きいと言われている。ただし、景気回復に基づく緩やかな金利上昇は、再投資の機会が与えられることにより、貸出という銀行本業での儲けが期待できるほか、貸出先の経営改善により不良債権が減少する、生命保険会社における逆ザヤが解消するなどメリットも多い。

次に、家計においては、住宅ローンの金利上昇の影響がある。特に、超低金利時代に短期変動で借入を行った場合には、返済額が増加する。このとき、景気回復に伴い賃金が上昇しなければ家計に負担がかかることになる。ただし、超低金利のため預金などこれまでほとんど利息が付かなかった資産にも利息が支払われるようになり、これまで失われていた家計の機会損失がようやく解消されることになろう⁵。

最後に、政府への影響である。金利の上昇によって国債費は上昇することになる⁶。既発行分については支払利息が確定しているため大きな問題はないが、今後発行される国債への影響は無視できない。その一方、景気回復により税収の増加が期待されよう。

3．過度に日銀に依存した金融機関の資金調達の正常化(コール市場の機能回復)

3-1．コール市場の現状

コール市場とは、金融機関が最終的な資金繰りの過不足を調整するために利用する短期金融市場のことである。一般的に、このコール市場においては、信託銀行、地方銀行などが資金の出し手として手持ちの余裕資金を運用する一方、主に都市銀行が資金の取り手として不足資金を調達している⁷。中央銀行が金融政策の操作目標とするコールレートとは、このコール市場における金利のことである⁸。

⁵ 福井日銀総裁は、金融緩和の結果として、93年から03年までの過去10年間における家計の得べかりし利息所得（機会損失）について、累積で154兆円との試算を示した（第162回衆院予算委員会議録4～5頁：平成17年1月28日）。

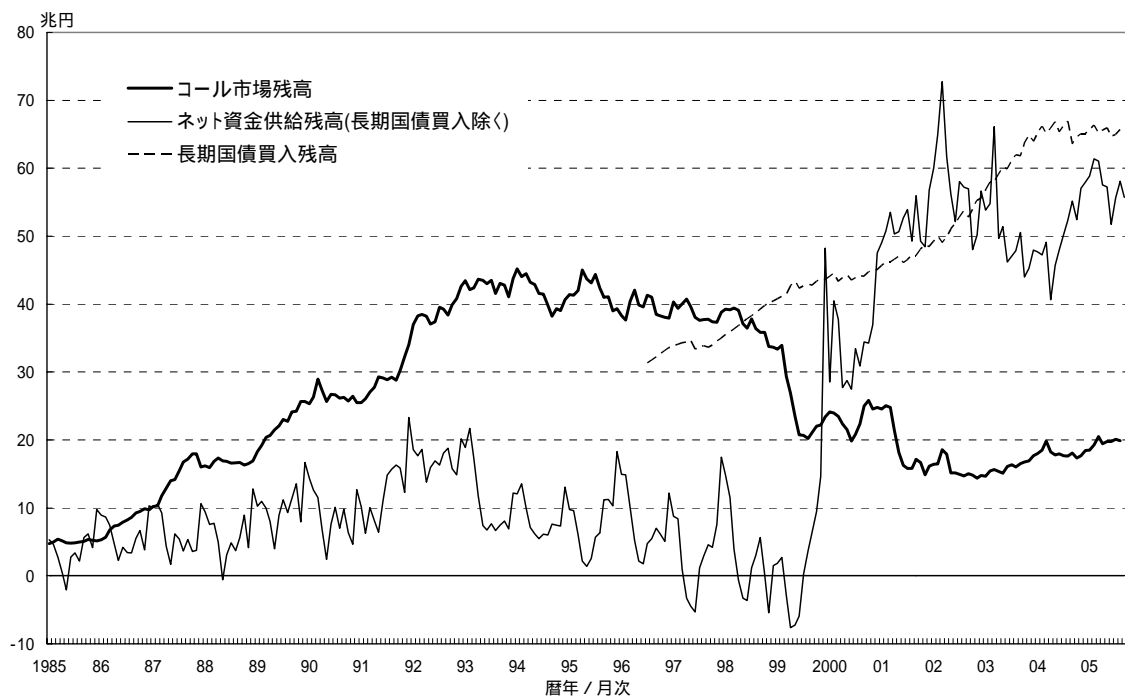
⁶ 金利が1%上昇した場合の国債費への影響について、政府（財務省）は1.2兆円の増加としているが、後藤（2005）では、これに政府短期証券を加えて3.3兆円になると試算している。詳しくは、経済のプリズム第7号（平成17年7月）を参照。

⁷ コール市場における取引は、専門のブローカーとしての短資会社を介して行われる。

⁸ コール市場には、有担保コール取引（半日物、期日物など）と無担保コール取引（オーバー

コール市場の現状をみてみると(図表4) 85年7月に無担保コールが導入されて以降⁹、機動的な資金貸借を実現させるため、様々な市場改革が行われ、次第にコール市場の取引残高は増加してきた。そして、90年代に入ると40兆円前後の市場規模にまで拡大し、94年前半にはピークとなる45兆円まで達した。しかし、99年2月のゼロ金利政策の導入以降、日銀の資金供給額が急増するのと対称的に、コール市場における取引残高は急減し、さらに01年3月の量的緩和政策の導入によって残高は、18兆円まで縮小している。最近になり、量的緩和政策の解除が視野に入り始めてからは、20兆円程度の残高で推移しているが、ピークの半分以下にとどまっている。

図表4 日本銀行の資金供給残高とコール市場残高



(注1)「ネット資金供給残高」=「国債借入+短期国債買入+国債買現先+手形買入+C
P買入+資産担保証券買入+短期国債買現先+貸出」-「短期国債売却+国債売
現先+手形売出+短期国債売現先」(いずれも月中平残)

(注2)長期国債買入残高は月末残(96年7月末分から公表)、コール残高は月中平残。

(出所)日本銀行『金融経済統計月報』

ナイト物、期日物)がある。このうち、日銀が実際に操作目標とするコールレートは、無担保オーバーナイト物金利である。

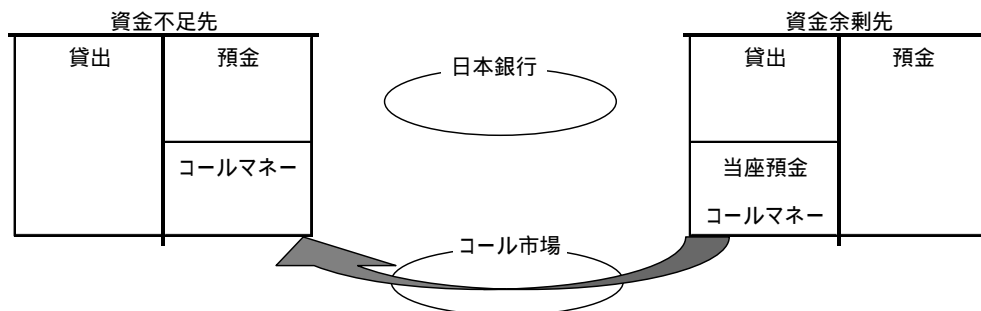
⁹ コール市場は明治30年代に開設され、当初は主に無担保コール資金が取引されていた。しかし、無担保コール資金の返済不能が1927年の金融恐慌を引き起こした原因の一つとされ、以降、コール市場では有担保コールが原則とされてきた。

このようにコール市場残高が急減したのは、97年からの金融不安により邦銀の信用力が低下した（信用スプレッドが上昇）一方、99年からのゼロ金利政策及び01年からの量的緩和政策によってコールレートがほぼゼロ%の状態に張り付いてしまったことが原因とされる。これにより、資金の出し手は、リスクに見合ったリターンが十分に得られなくなり、積極的にコール市場に資金を放出せず、日銀当座預金を積み上げたままにしたのである。また、資金の取り手においても、現状の量的緩和政策の下で資金供給オペが積極的に行われていることから、日銀から資金を調達すればよく、コール市場を介する必要がなくなってしまう。このように量的緩和政策によるジャブジャブの資金供給が短期金融市場における資金の流れを変化させてしまった。つまり、日銀が短期金融市場における仲介者となった一方、本来の仲介者たるコール市場の機能が低下してしまったのである（図表5）。

図表5 市場取引とオペの関係（バランスシートによる概念図）

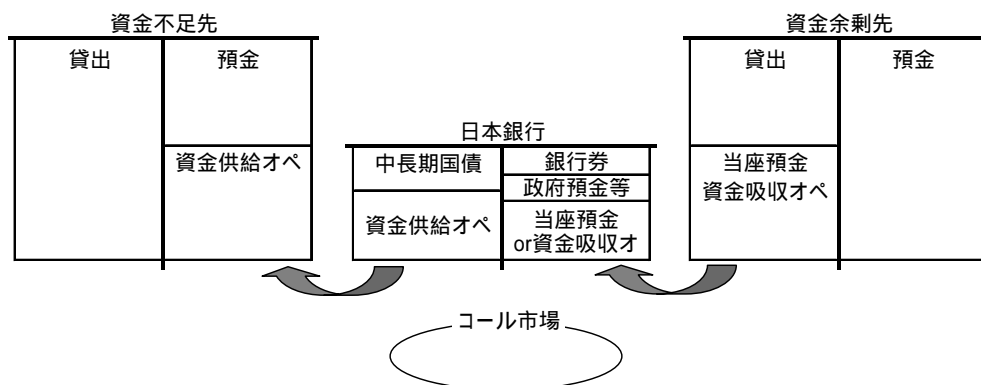
（従来の関係）

- 資金余剰先がコールローンを出し、資金不足先に資金が流れる。



（最近の関係）

- 資金余剰先がコール放出を行わず、日銀当預を積み上げ。
資金不足先の不足資金は、資金供給オペで埋め合わせる割合が高まる。



（出所）日本銀行市場局『2002年度の金融調節』

3-2．量的緩和政策の解除による金融機関の資金調達への影響

量的緩和政策の導入によって、金融機関の資金過不足の調整を本来のコール市場ではなく、日銀のバランスシートを通じて行うという構造ができあがってから、既に4年が経過している。これにより、マーケットの緊迫感が失われ、季節性に伴う資金ディーリングのノウハウも失われているなど、コール市場の機能喪失や人的資本の毀損を指摘する声も多い¹⁰。

こうしたコール市場の機能が低下している状況下において、量的緩和政策が解除されれば、日銀の資金供給が減少するため、コール市場に資金需要が集中して資金需要先が必要な資金を得られないことなどの状況が生じ、コールレート（短期金利）が急上昇するおそれが指摘されている。このため、量的緩和政策解除時においては、コール市場における取引残高を増やすなど機能が回復している必要がある。しかし、現状のように日銀による積極的な資金供給が行われている中においては、コール市場が本格的に機能を回復するには、まだ時間がかかる可能性がある。このため、量的緩和政策の解除時における突発的な短期金利の上昇は、ある程度存在するという認識しておく必要がある¹¹。こうした影響をできるだけ少なくするため、日銀には市場との密接な対話を行っていくことが求められている。

4．まとめ（量的緩和解除後の金融政策の課題）

これまで日本経済は、金融不安、デフレスパイラルへの懸念といった非常事態の下、量的緩和政策という日銀の積極的な市場への介入による長期金利の抑制によって、下支えされてきた。最近の景気回復により、いよいよこの量的緩和政策が解かれることになる（これに伴い長期国債の買切り額も減少するだろう）。さらに、量的緩和政策の解除後には、近くゼロ金利も解除されることとなる。また、景気回復に伴い、人々の将来の物価予測（期待インフレ率）も上昇すると考えられる。

これらゼロ金利解除と期待インフレ率の上昇に伴って長期金利も上昇することとなる。このとき、過度の物価上昇期待による大幅な長期金利の上昇を防ぐことが必要である。景気回復に見合う以上の金利上昇は、景気回復の腰折れとなってしまうからである。このため、中長期的に望ましいインフレ率はどのあ

¹⁰ 例えば、中北・加藤（2005）。

¹¹ コールレートが急上昇した場合には、ロンバート型貸出を活用することが考えられる。コールレートの急上昇などでコール市場から調達できない資金需要先に対して、日銀が公定歩合と同程度の金利で貸出をすることで次第にコールレートもその水準に収敛してくると思われる。つまり、ロンバート型貸出によってコールレートの上限が実質的に抑えられたことになる。

たりなのか明確にしておくことが重要となってくる。さらには、設定したインフレ率にどのように近づけていくのかという政策の透明性も求められよう。

この命題は、量的緩和政策後の新たな金融政策の枠組みを考える際に、日銀にとって避けて通れない重要な課題である。例えば、この回答の一つとして、学識者からは、いわゆる「インフレターゲットイング」論¹²が提案されている。一方、日銀は、現状においてこの政策導入には消極的である。これからの日本経済をどのように支えてゆくの、そのための新たな金融政策はどうあるべきか、今後の議論に注目したい。

【参考文献】

安達誠司「出口政策を展望(下) 再デフレのリスク残る」『経済教室』、日本経済新聞
2005年10月28日

植田和男「出口政策を展望(上) 量的緩和解除は遅めに」『経済教室』、日本経済新聞
2005年10月27日

柿沼重志「拡大傾向を続ける日銀による国債保有」『経済のプリズム第2号』参議院事務局企画調整室、2005年3月

加藤出「金融市場の現場で何が起きているか」『経済セミナー2004.6』日本評論社、2004年6月

黒田晃生『入門金融[第3版]』東洋経済新報社、2002年5月

後藤康雄「量的緩和の解除と財政との摩擦」『経済のプリズム第12号』参議院事務局企画調整室、2005年7月

小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社、2002年7月

中北徹、加藤出「平衡感覚を持って量的緩和から正常化へ踏み出せ」『金融ビジネス2005/4号』東洋経済新報社、2005年4月

日本銀行企画室『日本銀行の政策・業務とバランスシート』日本銀行、2004年6月

日本銀行金融研究所編『新しい日本銀行増補版』有斐閣、2004年10月

日本銀行金融市場局『2002年度の金融調節』日本銀行、2003年6月

日本銀行金融市場局『2004年度の金融調節』日本銀行、2005年5月

¹² インフレターゲットイングは、物価上昇率の目標圏を設定し、そこへ物価上昇率を誘導するようにオペレーションを実行する金融政策のこと。この導入により金融政策の透明性が高まり、的確なタイミングで政策実行が可能となる。さらに、日銀と市場との対話も円滑となり、市場の期待形成が安定化すると考えられている。

樋浩一「視界に入ってきた量的緩和解除というパンドラの箱」『週刊エコノミスト
2004/11/30号』毎日新聞社、2004年11月

深尾光洋、望月均、原大蔵、森田宏則「量的緩和政策の効果と出口政策」『日本金融研
究12 拡大する政界経済の不均衡リスクと政策調整』日本経済研究センター、2005
年3月

毎日新聞社『大増税に勝つ』（週刊エコノミスト臨時増刊10/17号）2005年10月

宮野谷篤『日本銀行の金融調節の枠組み』日本銀行、2000年2月

（内線3295）