

# 更なる緩和効果は限定的な包括緩和政策

## ～包括緩和の導入と日銀展望レポート(2010年10月)～

企画調整室(調査情報室) 鈴木 克洋

2010年10月5日、日本銀行の政策委員会・金融政策決定会合において、政策金利の変更、時間軸政策、資産買入れ基金の創設の3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」(包括緩和政策)が決定された。政策金利が実質的にゼロとなり、金利の低下余地がほとんどない中で、更なる緩和効果を追求するため、金融政策として新たな領域へ踏み込んでいくことになった。この包括緩和政策の導入は、従来の緩和措置の拡充を予想していた市場にとってはサプライズとなり評価する声が多かったものの、実際の政策効果については限定的であるという意見も多い。

本稿では、この包括緩和政策について、同月28日に公表された『経済・物価情勢の展望』(いわゆる展望レポート)<sup>1</sup>における日銀の経済・物価見通しとともに整理することとする。

### 1. 包括的な金融緩和政策導入の背景

足下の我が国経済を取り巻く環境は、高水準の円高の継続、エコカー補助金の終了に伴う財政政策効果の一部はく落、米国を中心とする海外経済の減速など厳しさを増しており、このため我が国の景気回復テンポは弱くなり、また、先行きの景気について二番底も予想されるなど下振れリスクが増大している。

こうした情勢において、金融政策面から景気を支えるため、日銀に対して更なる金融緩和の実施が求められている。しかし、08年12月19日に政策金利<sup>2</sup>が0.1%程度に引き下げられてからは<sup>3</sup>、金利の引下げ余地はほとんど残されてい

<sup>1</sup> 全文公表は翌10月29日。展望レポートは、日銀の想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオやリスク要因とともに、これを踏まえた今後の金融政策運営の考え方が示され、先行きの金融政策運営を予想する上でのベンチマーク(基準)となっている。なお、展望レポートは、毎年4月末及び10月末に公表されるほか、展望レポートの公表から3か月後に当たる7月と1月には展望レポートの中間評価が行われる。

<sup>2</sup> 基本的な金融政策は、銀行間で取引される超短期金利(無担保コールレート(翌日物))についてあらかじめ定めた金利水準に誘導することを目標とする。なお、この金利は一般的に政策金利と呼ばれる。

<sup>3</sup> 08年秋の米国投資銀行(リーマン・ブラザーズ)破綻を契機とした国際金融危機に対応するため「3つの柱」(政策金利引下げ、金融市場安定化確保、企業金融円滑化支援)と呼ばれる措置が採られた。詳細は、拙稿「経済危機局面における日銀見通しと金融政策運営」本誌第69

ない。こうした状況下で、追加の金融緩和を行うためには、政策金利引下げ以外の政策手段、つまり「非伝統的」な金融政策に踏み込む必要が生じる。非伝統的金融政策としては、これまで政策金利をゼロにする「ゼロ金利政策」（99年2月～2000年8月、06年3月～7月）、日銀当座預金残高を政策目標とする「量的緩和政策」（01年3月～06年3月）、消費者物価指数の伸び率をゼロ以上になるまで緩和政策を続けることをコミット（約束）する「時間軸政策」（99年4月～2000年8月<sup>4</sup>、01年3月～06年7月）が実施されてきた。

09年11月の政府のデフレ宣言以降においても、日銀は、デフレ脱却に向けた取組として、過去の非伝統的金融政策の効果を踏まえて、新たな追加の金融緩和措置を導入してきた。09年12月には「固定金利オペレーション」（3か月0.1%、10兆円規模）を導入して、政策金利よりも長めの金利（3か月物）の形成に直接介入したり（2010年3月にオペの規模を20兆円に拡充）、2010年6月には「特定の」成長分野へ融資する銀行のバックファイナンスとして1年の資金を固定低利（0.1%、3兆円規模、借換えにより最長4年間）で融資する「成長基盤強化支援オペレーション」を導入したり<sup>5</sup>、同年8月には固定金利オペに6か月物のオペ（10兆円規模）を追加するなど新たな金融政策を逐次導入した。

今回の包括緩和政策は、足下の景気に対する不安が増大する中で、金融緩和措置を一段と強力に推進するため、新たな政策手段の導入を含む次の3つの措置をパッケージとして打ち出したものである。

#### 【包括的な金融緩和政策】

##### (1) 金利誘導目標（政策金利）の変更

政策金利を「0.1%程度」から「0～0.1%程度」に変更

##### (2) 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

物価安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していくことを確認

##### (3) 資産買入れ等基金の創設

国債、CP、社債、ETF、REITなど多様な金融資産の買入れと固定金利オペのため、臨時措置として基金を創設

以下では各政策を個別にみていくことにする。

号（平成21年6月）参照。

<sup>4</sup> この期間は「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」と必ずしもコミットメントが明確でなく、また公表文でなく日銀総裁記者会見で示される程度であった。

<sup>5</sup> 3か月物の固定金利オペ及び成長基盤強化支援オペ導入の背景については、拙稿「景気上振れながら緩和維持を強調した金融政策運営」本誌第80号（平成22年6月）参照。

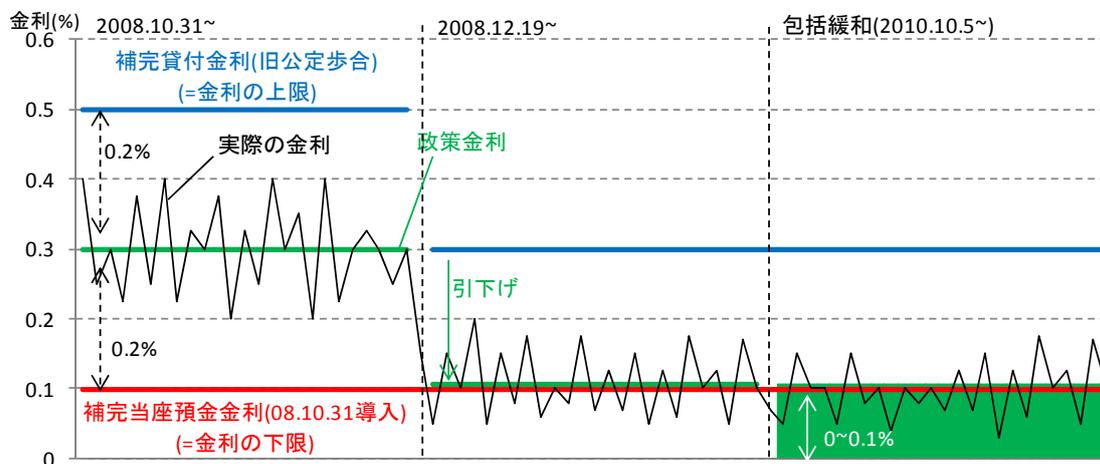
## 2. 包括的な金融緩和政策の概要

### 2-1. 金利誘導目標（政策金利）の変更

包括緩和政策の一つ目の措置は、政策金利の変更である。今回、政策金利が「0.1%程度」から「0～0.1%程度」に変更された<sup>6</sup>。この目的について日銀は、「実質ゼロ金利政策」を採用していることを明確にするためとしている。しかし、過去の「ゼロ金利政策」とは異なり、この措置によって政策金利水準が恒常的に低下してゼロ金利になることは考えにくい。この理由は、日銀の「補完当座預金制度」によって事実上0.1%が下限金利となっているためである。

この補完当座預金制度は、金融機関の日銀当座預金のうち超過準備額に対して利息（現在0.1%）を付す制度である。この制度の下では、金融機関は日銀に資金を預けておくだけでリスクを負うことなく0.1%の利息収入を得ることができるため、市場において0.1%以下の金利で運用するインセンティブ（誘因）は働かない。こうした中で、政策金利を0～0.1%に変更したとしても、一時的に下方に変動することがあっても市場金利は0.1%近傍で推移することになるだろう（図表1）。

図表1 政策金利と補完当座預金金利との関係（イメージ）



(注) 補完当座預金制度は、事実上の上限金利である「補完貸付制度」の金利（旧公定歩合）とあわせて、金利の変動範囲（コリドー：回廊）を形成することによって金利の極端な変動を抑制し円滑な資金供給に資するものとされている。しかし、08年12月以降は、補完当座預金金利水準は維持されたまま、政策金利が引き下げられた。

(出所) 各種資料から筆者作成

<sup>6</sup> 政策金利の誘導目標に幅を持たせる政策は日銀では初めての採用である。なお、米国連邦準備制度（FRB）は、現在、政策金利（FFレート）の誘導目標水準を「0～0.25%」とし、金融機関準備金に対して0.25%の利息を付している。

つまり、実体上も金利を引き下げることが追求するのであれば、本来なら政策金利の引下げと同時に下限金利（補完当座預金金利）も引き下げる（この場合ゼロになるので撤廃）必要があったと考えられる<sup>7</sup>。

日銀は、この補完当座預金金利の 0.1%を維持した理由について、政策金利引下げの追加的効果と市場仲介機能低下という副作用を勘案したものであるとした。つまり、副作用の面では政策金利が低下しすぎると、金融機関等の運用金利や利ざやの低下から、貸出や投資のインセンティブが低下し、信用仲介機能を低下させることになり<sup>8</sup>、その結果、かえって経済にマイナスの影響を与える可能性があるためであるとしている。

今回の措置は、あくまで 2-3 節で後述する資産買入れ基金創設に伴う大量の資金供給によって生じる政策金利の一時的な下方変動を許容する<sup>9</sup>という面が中心であり、追加緩和的な意味や効果を期待したものではないといえよう。

## 2-2. 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

包括緩和政策の二つ目の措置は、時間軸政策に関するものである。時間軸政策は現在の政策金利がほぼゼロとなり、これ以上の引下げ余地がない場合において、更なる緩和効果を図るため、市場の将来予想（期待）に働きかけて、将来の政策金利を引き下げようとするものである。これによって、やや長めの金利を引き下げる効果が期待されている。

時間軸政策は、具体的には、中央銀行が「物価上昇率が\*%になるまで金融緩和を継続する」などの金融緩和政策の解除条件をあらかじめコミットメントしておくことで実施される。過去にもゼロ金利政策や量的緩和政策の際に導入され、その政策効果に関しては実証研究でも確認されているものが多い<sup>10</sup>。

今回の時間軸政策においては、その条件を「『中長期的な物価安定の理解<sup>11</sup>』（物価安定の理解）に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断す

<sup>7</sup> 仮に、ゼロ金利政策をとったとしても、金利引下げ幅は 0.1%ポイント程度しかないため、実体経済に対する追加的な効果はほとんどないだろう。

<sup>8</sup> 過去のゼロ金利政策、量的緩和政策においては、短期金融市場（コール市場）の規模の縮小、人的資本などの基盤的機能の低下等が観察された。

<sup>9</sup> 日銀総裁記者会見要旨（2010年10月6日）

<sup>10</sup> 例えば、鶴飼（2006）では、量的緩和政策の効果の実証研究サーベイにおいて、量的緩和政策の中心的な効果は時間軸効果であったとしている。

<sup>11</sup> 金融政策運営に当たり、日銀の各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率を示したもの。06年3月9日に導入され、毎年1回見直すこととされている。09年12月の政策決定会合において、物価上昇率について①ゼロ%以下のマイナスの値を許容していないこと、②中心は1%程度であることをより明確にするために変更された。従前は「0～2%程度の範囲内にあり、委員ごとの中心値は大勢として1%程度」とされていた。

るまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」とし、この物価安定の理解で示される「消費者物価指数前年比で2%以下のプラス領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心」とする物価安定の状態が見通せる状況になったと日銀が判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続することが約束された。

このコミットメントは「消費者物価指数（除く生鮮食品。以下「C P I」という。）の対前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」<sup>12</sup>と具体的な数値で条件を示していた過去の時間軸政策と比較すれば、必ずしも明確とはなっていない。つまり、今回の時間軸政策では、解除条件とする物価上昇率について「0~2%」と相当な幅が存在することになる<sup>13</sup>。市場では中心値の1%がターゲットとの見方も多いものの、日銀から明確な判断は示されていない。さらに、コミットメントには「ただし書き」が付され、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し問題が生じていないことを継続の条件としており、いわゆる「バブル」懸念が生じた際には解除する場合もあるなど日銀による総合的判断という余地も残されている。

ただし、後述するように2010年10月の展望レポートにおいては、消費者物価指数は引き続き低位で推移することが見通されており、市場においてもしばらくの間は時間軸政策が継続するという予想が定着している。市場の緩和期待の形成という視点から言えば、現時点で本条件の内容について問題は生じていないだろう<sup>14</sup>。

### 2-3. 資産買入等の基金の創設

包括緩和政策の三つ目の措置は、「資産買入等の基金」の創設である。上記2つの措置は、かつて実施された政策の再導入である一方、この基金の創設は、非伝統的金融政策としても「新たな」領域へ踏み込むものである。この点で、当該政策の導入は、市場においてサプライズとなるとともに、更なる緩和政策の導入として評価する声も多い。

---

<sup>12</sup> 01年3月の量的緩和政策の導入の際に当該条件を明示した。なお、03年10月には、本条件について、3つの条件（①C P I 上昇率は基調的な動きとしてゼロ%以上であること、②先行き再びマイナスになると見込まれないこと、③以上は必要条件であり経済・物価情勢によっては量的緩和政策が継続する場合もあること）を示し、コミットメントをより明確にした。

<sup>13</sup> ただし、過去の時間軸政策では「C P I 上昇率がゼロ%以上」という具体的な条件を示したため、携帯電話料金やコメ価格など個別品目の特異な動向に振りまわされることになり日銀と市場との対話に多少の混乱が生じてしまったという面もみられた。

<sup>14</sup> なお、今回のコミットメントに対してのその他の指摘としては、例えば、C P I は実体よりも強めに観察される（上方バイアス）ことから解除条件はもう少し高い数値を設定しなければならないというもの、インフレーション・ターゲティングの視点から数値目標や達成時期を明示する必要があるといった意見がある。

図表 2 資産買入等の基金の概要

資産買入等の基金 (35兆円)	
資産買入 (5兆円)	固定金利オペ (30兆円)
(すでに導入されたものを移行)	
長めの市場金利の低下を促す	
長期国債 (残存期間1~2年) (1.5兆円)	期間3か月、金利0.1% (20兆円) (09年12月導入、2010年3月拡充)
国庫短期証券 (2兆円)	期間6か月、金利0.1% (10兆円) (2010年8月導入)
CP等 (0.5兆円)	
社債等 (残存期間1~2年) (0.5兆円)	
指数連動型上場投資信託(ETF) (0.45兆円)	
不動産投資信託(J-REIT) (0.05兆円)	
各種リスク・プレミアムの縮小	

(出所) 日本銀行資料等から筆者作成

この措置は、臨時の措置として、日銀のバランスシート上に35兆円枠の「資産買入等の基金」を創設して、国債、CP、社債のほか、ETFやJ-REITといったリスク性資産など「多様な金融資産の買入れ」を行うとともに、09年12月に導入している「固定金利オペ」(1節参照)を行おうとするものである(図表2)。いずれの措置も中央銀行の政策としては、異例かつ一時的なものであるとして、基金として一括して整理されることになった<sup>15</sup>。

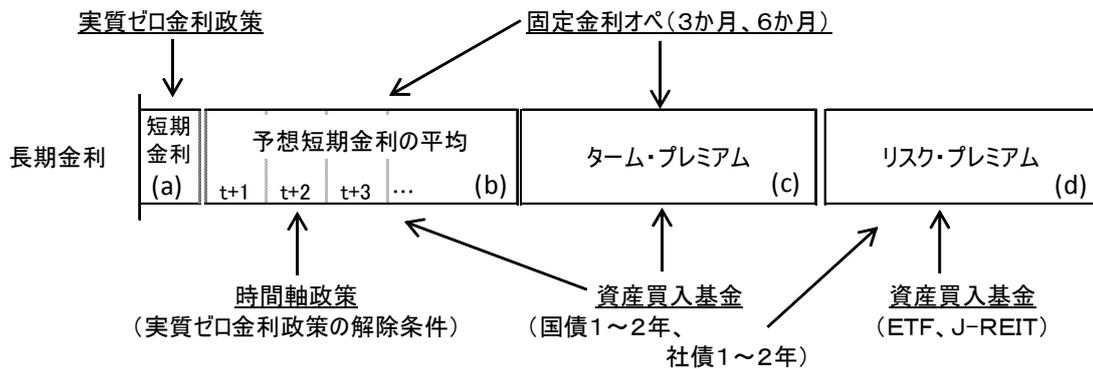
このうち「資産買入」では、リスク・フリー資産である国債や、信用リスクのある社債、さらには実物資産である株式や不動産の投資信託など様々な資産を買い入れることで更なる緩和効果を求めることを目的とするが、各資産購入の意味するところは異なっている。長期国債や社債の買入れに関しては、残存期間1~2年程度を対象としており、この期間の金利の引下げを促すことを目的としている<sup>16</sup>。他方、ETFやJ-REITの買入れに関しては、それらリスク性資産自身のリスク・プレミアムを縮小させることを目的としている<sup>17</sup>(図表3)。

<sup>15</sup> ただし、基金を別勘定で管理するというのではなく、あくまで日銀のバランスシート上での自己ルールに基づく分別管理となる。

<sup>16</sup> 通常の長期国債の買切りオペは、金融機関が希望する利回りから日銀が市場実勢相場等を勘案して国債の銘柄ごとに定める利回り(基準利回り)を差し引いて得た値(売買希望利回較差)を入札に付して行っているが、基金における長期国債の購入は、この基準利回りについて「0.1%」という下限利回りをあらかじめ提示して行われる。これによって「0.1%」という水準が期間1~2年の金利の参照水準になると考えられる。なお、社債は、発行企業の信用リスクも内包していることからリスク・プレミアムの縮小効果もあるだろう。

<sup>17</sup> 時価で購入。2011年末を目途に買入限度額になるよう実施。

図表3 長期金利の決定要素と包括緩和の関係（イメージ図）



(注) 長期金利の決定要素を単純化した場合、まず現在の短期金利(a)と市場が予想する将来の短期金利の平均(b)が水準決定のベースとなる。期間の長い金利は短期資金を每期ロールオーバーしながら運用して得られる収益率と同じになるためである。ただし、将来の予想は不確実性が高いため、それに見合うターム・プレミアム(c)が要求され、さらに信用リスクなど各資産固有のリスク・プレミアム(d)が乗る。これを基にすれば、実質ゼロ金利政策は現在の短期金利(a)の押下げ、時間軸政策は将来の予想短期金利(b)の押下げ、固定金利オペや国債等の資産買入基金は各期間のターム・プレミアム(c)の引下げ、ETF等の買入れはリスク・プレミアム(d)の引下げをターゲットとするものと整理できる。なお、長期金利は短期金利との対比で便宜上使用した概念的なものであり、課税や利子の再投資は省略した。また、リスク性資産の利回りは金利ではないが、リスク・フリーの国債金利と比較して上乗せされた分をリスク・プレミアムと表現している。

(出所) 各種資料から筆者作成

こうした1~2年の長めの市場金利の低下や各種プレミアムの縮小に直接働きかけるといふ政策は、日銀として初めて実施するものである。特に、ETFやJ-REITの買入れは、中央銀行が、それら資産の価格変動（元本割れ）などのリスクを直接負担するものであり、また特定の実物資産の買入れという資源分配に介入する性格を持つことから、「純粋な」金融政策といよりも、むしろ財政政策的な面が強い措置と考えられるだろう<sup>18</sup>。

### 3. 資産買入等基金についての議論整理

2節でみたように、包括緩和政策のうち資産買入等基金の創設は、中央銀行としても「新たな」政策であるが、本節では、この基金について、長期国債の買入れとリスク資産の買入れの2点について整理する。

#### 3-1. 長期国債の買入れ

今回、基金で長期国債を買い入れることとなったが、そもそも従来から日銀

<sup>18</sup> これらリスク性資産の購入は、日銀法第33条に規定される通常業務でないため、同法第43条の規定に基づき財務大臣及び金融担当大臣から認可を取得した（2010年10月28日認可）。

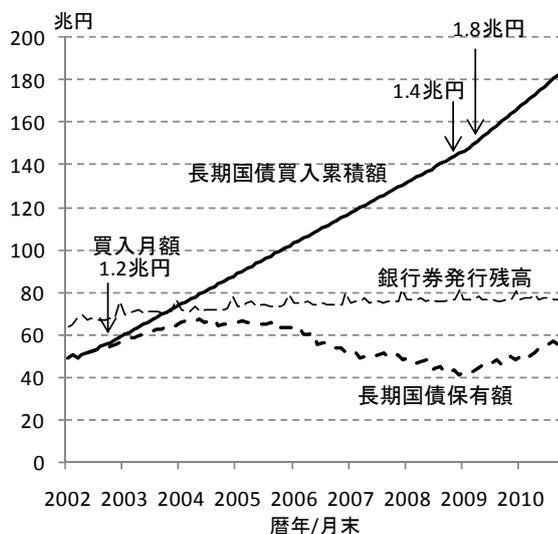
による長期国債の買入れ（買切り）は行われている。現在、そのオペは、毎月 1.8 兆円（年間 21.6 兆円）という大きな規模となっており、これまでの買入累積額も巨額となっている（図表 4）<sup>19</sup>。

しかし、市場からは量的緩和策の拡大策として更なる長期国債買入額の増額を求める声が多い。一方、日銀は量的緩和政策としての増額に難色を示していた。それは、長期国債の買入れの目的は、経済活動の拡大に伴う現金需要の趨勢的な増加にあわせた「長期的」な資金供給（＝成長通貨の供給）であり、「短期的」な資金供給（量的緩和もこの分類）とは性格を異にし、また国債価格の買支えや財政ファイナンスを目的とするものではないからとしている。このため、長期国債買入れに当たっては、銀行券発行残高を長期国債「保有」額の上限にするという自主ルール（銀行券ルール）を設定して、実務上の歯止めをかけて実施してきた。

基金での長期国債買入れは、2-3 節のとおり、長めの金利低下を目的としており（この意味で「純粹な」量的緩和とはしていないが<sup>20</sup>）、従来の長期国債買入オペとは違う目的であることが明示されている。このことから基金での長期国債買入れは、銀行券ルールの適用外とされた。ただし、基金の買入額は全体で 1.5 兆円程度と比較的小規模であり、現時点では従来の長期国債買入オペによる保有額と合算しても銀行券ルールを超過することはない。

しかし、今後、1～2 年金利の更なる低下や 3 年以上の金利の低下を目指し

図表 4 長期国債買入れ累積額(02年3月～)



(注) データ公表の 02 年 3 月から長期国債買入額を 02 年 3 月時点の長期国債保有残高 (49 兆円) を起点に積み上げた。8 年半の間の買入額は累計 135 兆円である。なお、買入累積額と保有額の乖離は、買入れた長期国債が順次償還されていることによる。(出所) 日本銀行「オペレーション」等から筆者作成

<sup>19</sup> 01 年 8 月までは毎月 4,000 億円程度で実施されていたが、量的緩和政策拡充との歩調を合わせる形で逐次買入額が増額されていった (1.2 兆円まで増額)。その後、リーマンショックによる世界的金融危機において、08 年 12 月に 1.4 兆円、09 年 3 月に 1.8 兆円まで増額された。

<sup>20</sup> そもそも量的緩和政策は、厳密に定義すれば、「日銀当座預金残高」を政策目標とするものである。今回の基金における買入れについて、日銀総裁は、潤沢な資金供給を行った結果として「量的な拡大を伴う措置」であるものとしている。

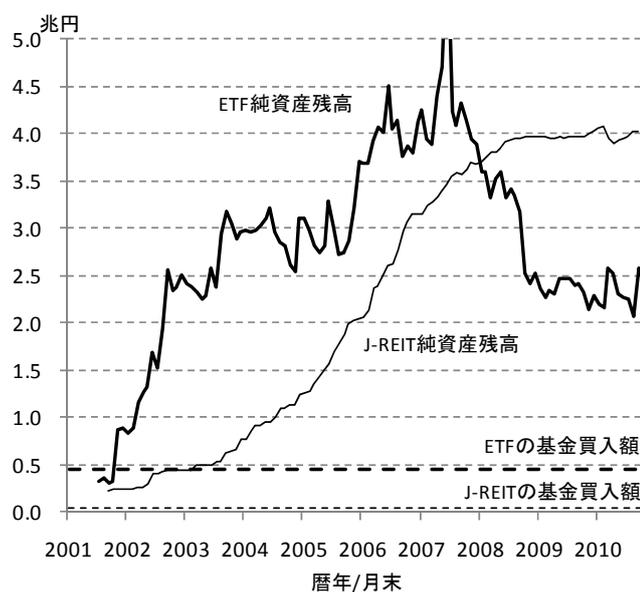
た場合、もしくはこの基金の枠組みで純粋な量的緩和政策を導入する場合には、銀行券ルールの特制がない中で国債買入額が急増することにより、財政ファイナンス目的との懸念が生じるなどして逆に中長期国債のプレミアム増大による金利上昇も危惧される。潤沢な資金供給による金利低下と国債プレミアム上昇による金利上昇の狭間で市場の予想が不安定化する可能性があることも本措置の副作用として認識しておく必要があるだろう。

### 3-2. リスク性資産（ETF、J-REIT）の買入れ

基金のもう一つの注目点は、ETFやJ-REITといったリスク性資産の買入れである。資金供給としてのリスク性資産の買入れは、中央銀行としても初めての導入である<sup>21</sup>。この措置のねらいとするところは、リスク性資産自身のリスク・プレミアムを縮小させることにあるとする。このプレミアムの縮小は、リスク性資産の価格が上昇することを意味するが、日銀はこの基金での買入れ措置が価格上昇のための買入れ（PKO：Price Keeping Operation）であることについては否定的な見解を示している。

これらリスク性資産の現在の純資産残高と比較すれば基金の買入規模は小さいことから（図表5）、基金の買入れ自体がこれら資産の需給に影響を与えてリスク・プレミアムを縮小させる（価格上昇させる）という直接的な効果は薄いだろう。日銀は、日銀が買入れを行うことでさらに幅広い投資家を呼び込むことができ、これによって価格が上昇するという、いわゆる「呼び水効果」を期待しているとしている。

図表5 ETF等の純資産残高(01年7月～)



（出所）投資信託協会「統計資料一覧」から筆者作成

<sup>21</sup> なお、日銀は金融機関からの実物資産（株式）の買入れを実施したことがあるが、この措置は、金融機関の株式保有リスク削減努力を支援することによって「金融システム安定」に資するものとして実施された。なお、株式の買入れは、02年11月～04年9月末（買入枠3兆円、買入累計額約2兆円）、09年2月～2010年4月末（買入枠1兆円、買入累計額約0.4兆円）となっている。

また、基金によるリスク性資産の買入れについて、リスク・プレミアムを縮小させることを目的としている点で「信用緩和」の側面を持っていると説明している。しかし、08年秋以降の国際金融危機に対して採用されてきた各種の「信用緩和政策」と性格は異なるものである。当時は、金融機関同士の間で取引相手の破綻リスク（カウンターパーティーリスク）の警戒感から、短期金融市場では流動性が低下し、社債・CP市場では低格付債権の信用スプレッドが急上昇した。このため、日銀は「最後の貸し手」として、潤沢な資金供給、社債・CPの買入れなどの措置（信用緩和政策）を導入し、自らが市場取引を代替することによって金融市場を安定させるというものであった<sup>22</sup>。これと比較すれば、現在、市場は安定しており、リスク性資産のプレミアムが異常なほど高いわけではない。この中で「特定」資産のリスク・プレミアムを縮小させることは、結果としてその資産の価格を上昇させるということになる。

このように、今回の基金でのリスク性資産の買入れは、「呼び水効果」としての期待に加え、市場が安定している中での「信用緩和」であることから、直接的ではないにせよPKO的な性質を持つことは否定できないだろう。また、この措置の導入にあたって日銀は損失に備えて引当金を積むこととしている。資産の時価変動により損失が生じた場合は、日銀納付金が減少することによって最終的には納税者の負担となる点は認識しておく必要がある。

中央銀行に金融緩和政策として、あらゆる実物資産の買入れを求める声は従来から市場に数多く存在していた<sup>23</sup>。ただし、本節でみたように、実物資産などのリスク性資産の買入れは、資源配分への介入や広義の税を用いるといった点で、「純粋な」金融政策というよりも、むしろ財政政策的な面が強い措置といえる。今回、日銀はそうした政策の導入に一步踏み出したことになる。

#### 4. 包括緩和政策の実体経済への効果

##### 4-1. 金融政策の効果波及経路

以上のように、金融政策としても新たな領域へ踏み出すこととなった包括緩和政策であるが、実体経済に対してどの程度の効果が期待できるのであろうか。

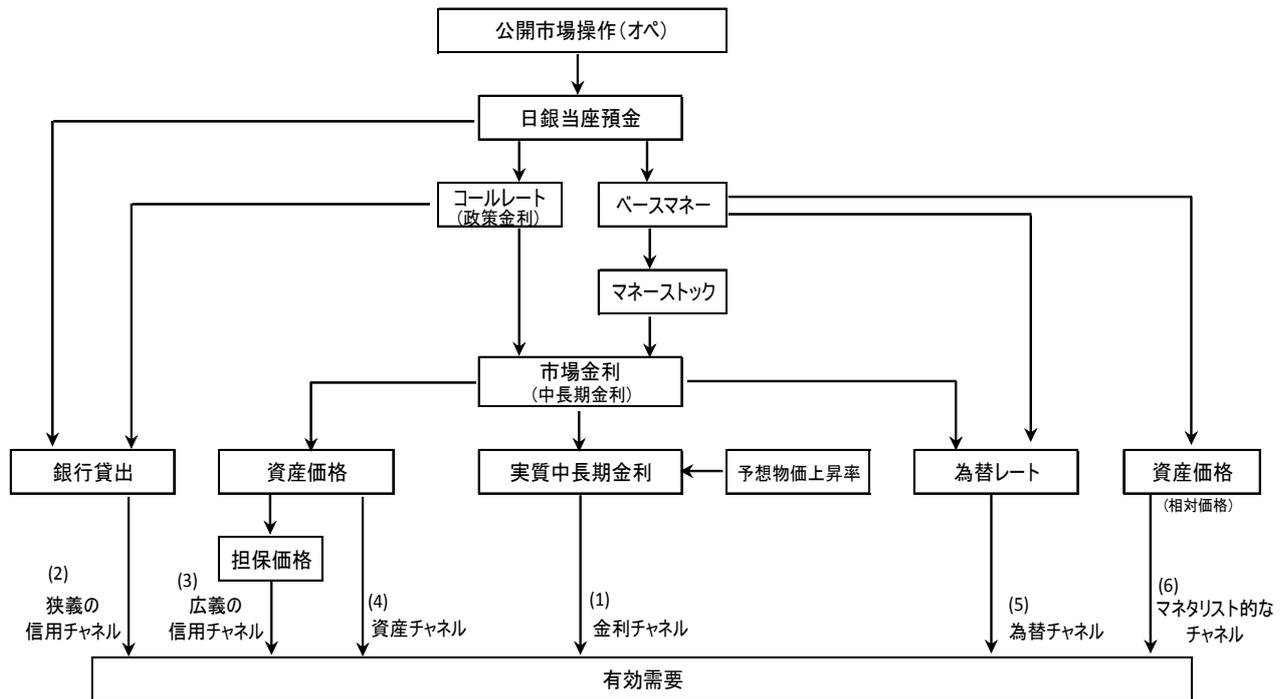
まず、図表6をもとに、標準的に理解される金融政策の効果波及経路につい

---

<sup>22</sup> 08年秋以降の金融危機対応に対する措置については、大部分は期限満了につき完了したが、一部の措置（適格担保の拡大等）は通常の資金供給に支障のない範囲で引き続き実施されている。なお、日銀として今回の金融危機局面の収束についての言明はまだない。

<sup>23</sup> 例えば、「現代経済研究グループによる『日本経済復活への提言』」日本経済新聞『経済教室』（03年3月19日）など。

図表6 金融政策の効果波及経路（イメージ図）



(注) 白川(2008)180頁でも指摘されるように、こうしたイメージ図は、一般均衡理論の考え方に照らして考えるとミスリーディングであるが(程度は別として同時に起こる現象であると考えられるため)、金融政策の波及経路を理解するために便宜的に用いた。

(出所) Kuttner and Mosser(2002)、渡辺(2004)、白川(2008)をもとに筆者作成

を確認しておく<sup>24</sup>。本図表のうち、(1)政策金利の引下げは、中長期金利を引き下げて経済に影響を与える「金利チャンネル」というメインの経路、(2)政策金利引下げによる利ざやの変化や当座預金増加による銀行のバランスシート変化によって銀行の与信行動が積極化する「狭義の信用チャンネル」、(3)政策金利の低下に伴う中長期金利の低下によって株価や地価などの資産価格が上昇して担保価値が上がり貸出量が増加する「広義の信用チャンネル」、(4)同様に株価や地価が上昇して支出行動を積極化させる「資産チャンネル」(いわゆる「資産効果」)、(5)中長期金利の低下が円の為替レートを下落させ純輸出や企業収益を改善させる「為替チャンネル」、(6)ベースマネー拡大による流動性の飽和に伴ってリスク性資産への需要シフトが生じて経済に影響を与える「マネタリスト的なチャンネル」(いわゆる「ポートフォリオ・リバランス効果」)が考えられている。

実際には、これらの経路が複雑に絡み合っ実体経済に影響を与えていくと

<sup>24</sup> 金融政策の波及効果経路については、渡辺(2004)、白川(2008)が詳しい。本稿はこれらの記述を参考にしている。

考えられるが、総括すれば、金融政策は、あくまで「金利」の変化を通じて各経路に影響を与え、それが実体経済に波及していくというのが金融政策の伝播経路の基本的な考え方となっている。本図表をベースとして今回の包括緩和を考えるならば、現在、政策金利は 0.1%程度しかなく、政策金利の引下げによって各経路に影響を与えることはほとんど難しい状況にある。こうした状況下で、各経路を通じて経済に影響を与えようとするためには、それ以外の手段を用いる必要がある。今回導入された包括緩和政策のうち、固定金利オペや 1～2年の長期国債買入れは「市場金利(中長期金利)」形成に直接影響を与えるものであり、リスク性資産の購入は「資産価格」の形成に直接介入するものである。包括緩和の措置は、中央銀行として各経路に直接影響を与えようとするものであるとみることができる。

ただし、これらの政策効果によって各経路における状況がより緩和的環境になったとしても、必ずしも実体経済に影響が及び経済を活性化するものではないことは気をつけなければならない。つまり、実体経済の経済主体はあくまで家計や民間企業であることから、民間の資金需要が高まらなければ、どれだけ緩和政策が行われたとしても、経済への効果は限定的となってしまう。

なお、長期国債の更なる購入などによって量的緩和政策の拡充を求める声も多い。しかし、量的緩和政策において政策目標となる「日銀当座預金」は、あくまで日銀と民間銀行の間の金融システムの内部取引のものである。このため、大量の長期国債の購入を行っても、その対価は各金融機関の日銀当座預金に振り込まれるに過ぎない。その先、各金融機関から実体経済に資金が流れていくか否かは、結局民間の資金需要次第ということになる。つまり、量的緩和政策により日銀当座預金残高を増加させれば、直ちに民間銀行から家計や民間企業へ資金が流れるという性格のものではなく、この点、包括緩和政策と状況は変わらないと考えられよう<sup>25</sup>。

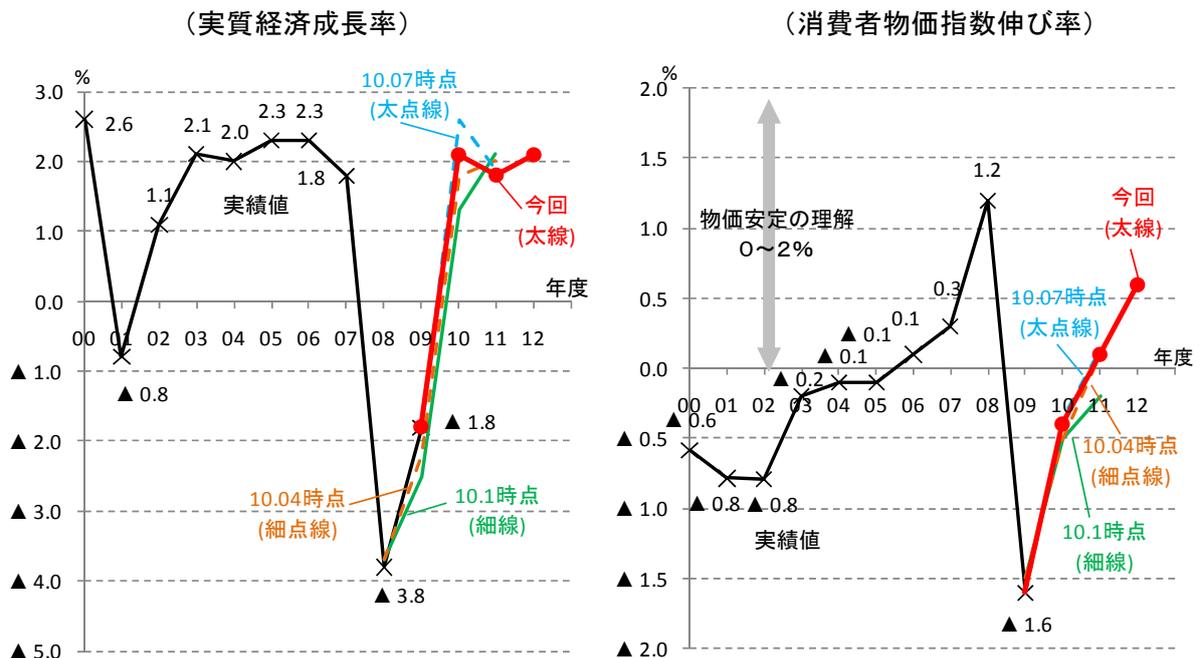
#### 4-2. 日銀展望レポートにみる包括緩和政策の効果

包括緩和政策の効果について、日銀はどのようにみているのか、2010年10月28日公表の展望レポートを基にみることにする。展望レポートでは、日銀の想定する先行き経済のシナリオとともに、それに基づく経済・物価の見通しが示されることとなっている。今回の展望レポートは、包括緩和の導入決定後の展望レポートであることから、ここで示される経済・物価の見通しには包括緩

---

<sup>25</sup> なお、量的緩和政策の効果についての理論的な整理は、池尾(2010)が詳しい。

図表7 政策委員の経済・物価情勢見通しの推移



(注1) 見直しは、政策委員の大勢見通しの中央値。

(注2) 消費者物価指数伸び率の見直しは「生鮮食品を除く」ベースで、高校授業料実質無償化の影響を控除。なお、物価安定の理解は「総合」ベース。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、内閣府『四半期別GDP速報』

和政策の効果が織り込まれていることになる。

まず、今回の展望レポートにおける政策委員の経済と物価の見直しを確認する<sup>26</sup> (図表7、文末参考図表)。先行き見通しの対象は2012年度までに延長された。実質経済成長率は2010年度2.1%、2011年度1.8%、2012年度2.1%とおおむね2%前後の経済の回復基調が続き、消費者物価指数(除く生鮮食品)伸び率は2010年度▲0.4%、2011年度0.1%、2012年度0.6%とデフレ脱却が視野に入っている<sup>27</sup>。従来の見直しと比べても大きな変化はみられないが、足下の下振れリスク懸念がある中、比較的先行き明るめの見直しとなっている。

この見通しの前提となる日銀が想定する経済シナリオを概括すれば次のとおりである。それは、(1)新興国・資源国経済の高成長を背景に、(2)輸出・生産の増加によって企業業績が回復を続け、(3)設備過剰感の解消とともに強力な金融緩和効果の浸透で設備投資が持ち直し、(4)また雇用・所得環境が改善傾向を

<sup>26</sup> 政策委員全員の見直しから最大値と最小値を1個ずつ取り除いた見直し(大勢見直し)の中央値。本稿では、この見直しを日銀の見直しとして扱う。

<sup>27</sup> ただし、物価指数の政策委員全員の見直しにおいては、マイナスもしくは0%程度と慎重な見方も少なからず存在する。

たどり個人消費が復調するというものである。

ところで、包括緩和政策の効果に関して、これらの見通しのうちどの程度が包括緩和政策による経済押し上げ寄与分になるかについて、日銀は正確には算定できないとしている。ただし、包括緩和政策の効果は定性的なメカニズムとしてシナリオに織り込まれており、それを基に見通しの数値が出されているとする。そのシナリオは、包括緩和政策の各措置によって先行き緩和の継続姿勢が明確にされているため、現在は資金需要が弱くても、先行き企業収益の回復に伴って資金需要が生じた際も資金繰りが容易になるなど「景気が改善の方向に向かえば向かうほど(緩和効果が)強くなっていく」ことによって、経済・物価の改善を後押ししていくというものである。つまり、景気が回復軌道に乗れば、包括緩和政策の効果が生じてくるというものである。逆を言えば、景気が回復しなければ、包括緩和政策の効果は限定的である。包括緩和政策自体が景気回復の原動力にはなりえないことを示しているといえよう。

我が国経済の原動力が「輸出」であることは市場においても共通した見方である。しかし、中国など過熱気味とされる新興国・資源国経済の先行き、バランスシート調整による米国経済の回復の遅れ、ギリシャなど欧州諸国の財政問題に伴う金融不安など海外経済・国際金融市場においては不安定な要素が残り、また不確実性も増している<sup>28</sup>。

包括緩和政策が効果を上げるためには、海外経済のリスクが顕在化することなく順調に回復することが一番目の条件となり、それを受けて企業業績が回復し、企業の設備投資姿勢が積極化して民間資金需要が生じることがその次の条件となる。新たな措置を含む包括緩和政策を導入しても万能薬とはならず、金融政策だけで我が国の経済を成長軌道に乗せることは難しい。海外経済の動向を注視するとともに、民間の活動を積極化させるための方策を同時に採っていく必要があるといえよう。

(内線 75043)

#### 【参考文献】

池尾和人 「「量的緩和」という物語」 アゴラ website、2010年10月

<<http://agora-web.jp/archives/1112781.html>>

---

<sup>28</sup> 今回の展望レポートでこうした不確実性として上振れ下振れの両リスクを挙げている。実体経済面においては、(1)新興国・資源国経済の動向、(2)先進国の動向、(3)企業・家計のマイナードの動き、(4)企業の中長期的な成長期待の動向の4つのリスク。物価面においては、(1)家計や企業の中長期的な予想インフレ率、(2)マクロ的な需給バランスを把握する上での不確実性、(3)輸入物価の動向の3つのリスクである。

- 池尾和人「やさしい「財政ファイナンス」の話」アゴラ website、2010年10月  
<<http://agora-web.jp/archives/1113465.html>>
- 植田和男『ゼロ金利との闘い 日銀の金融政策を統括する』日本経済新聞社、2005年12月
- 鵜飼博史「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 日銀批判とその反論』日本経済新聞社、2002年7月
- 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年3月
- 白川方明「最近の金融経済情勢と金融政策運営ーきさらぎ会における講演ー」日本銀行、2010年11月
- 西村・彦「最近の金融経済情勢と金融政策運営（包括緩和と成長基盤強化）ー広島県金融経済懇談会における挨拶ー」日本銀行、2010年10月
- 日本銀行金融研究所編『増補版 新しい日本銀行 その機能と業務』有斐閣、2004年10月
- 渡辺努「金融政策」池尾和人編著『入門 金融論』ダイヤモンド社、2004年7月
- Kenneth N. Kuttner and Patricia C. Mosser, "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", FRBNY Economic Policy Review, May 2002.

参考図表 経済・物価情勢の展望 (2010年10月28日)

対前年度比、%

2010年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年10月	+ 2.0 ~ + 2.3 [ + 2.1 ]	+ 0.7 ~ + 0.9 [ + 0.9 ]	- 0.5 ~ - 0.3 [ - 0.4 ]
時点	( + 2.0 ~ + 2.3 )	( + 0.5 ~ + 0.9 )	( - 0.5 ~ - 0.2 )
2010年7月	+ 2.5 ~ + 2.7 [ + 2.6 ]	+ 1.2 ~ + 1.3 [ + 1.2 ]	- 0.5 ~ - 0.2 [ - 0.4 ]
時点	( + 2.2 ~ + 2.7 )	( + 1.0 ~ + 1.4 )	( - 0.5 ~ - 0.2 )
2010年4月	+ 1.6 ~ + 2.0 [ + 1.8 ]	+ 1.1 ~ + 1.5 [ + 1.3 ]	- 0.5 ~ - 0.2 [ - 0.5 ]
時点	( + 1.5 ~ + 2.0 )	( + 1.0 ~ + 1.6 )	( - 0.6 ~ - 0.2 )
2010年1月	+ 1.2 ~ + 1.4 [ + 1.3 ]	- 0.5 ~ - 0.4 [ - 0.5 ]	- 0.6 ~ - 0.5 [ - 0.5 ]
時点	( + 1.0 ~ + 1.5 )	( - 0.9 ~ - 0.4 )	( - 0.7 ~ - 0.4 )
2009年10月	+ 0.8 ~ + 1.3 [ + 1.2 ]	- 1.5 ~ - 1.0 [ - 1.4 ]	- 0.9 ~ - 0.7 [ - 0.8 ]
時点	( + 0.7 ~ + 1.5 )	( - 1.5 ~ - 0.9 )	( - 1.2 ~ - 0.7 )
2009年7月	+ 0.6 ~ + 1.1 [ + 1.0 ]	- 2.1 ~ - 1.5 [ - 2.1 ]	- 1.2 ~ - 0.7 [ - 1.0 ]
時点	( + 0.5 ~ + 1.5 )	( - 2.1 ~ - 1.4 )	( - 1.2 ~ - 0.6 )
2009年4月	+ 0.8 ~ + 1.5 [ + 1.2 ]	- 2.4 ~ - 1.4 [ - 1.8 ]	- 1.1 ~ - 0.8 [ - 1.0 ]
時点	( + 0.7 ~ + 1.5 )	( - 2.6 ~ - 1.3 )	( - 1.2 ~ - 0.4 )
2009年1月	+ 1.3 ~ + 1.8 [ + 1.5 ]	- 1.5 ~ - 0.8 [ - 0.9 ]	- 0.6 ~ 0.0 [ - 0.4 ]
時点	( + 1.2 ~ + 2.0 )	( - 1.8 ~ - 0.5 )	( - 0.7 ~ 0.0 )
2008年10月	+ 1.5 ~ + 1.9 [ + 1.7 ]	- 0.3 ~ + 0.5 [ + 0.3 ]	+ 0.1 ~ + 0.5 [ + 0.3 ]
時点	( + 1.3 ~ + 2.0 )	( - 0.3 ~ + 0.6 )	( - 0.1 ~ + 0.5 )

2011年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年10月	+ 1.5 ~ + 1.9 [ + 1.8 ]	+ 0.4 ~ + 0.7 [ + 0.5 ]	0.0 ~ + 0.3 [ + 0.1 ]
時点	( + 1.5 ~ + 1.9 )	( + 0.4 ~ + 1.0 )	( - 0.2 ~ + 0.4 )
2010年7月	+ 1.8 ~ + 2.1 [ + 2.1 ]	+ 0.5 ~ + 0.9 [ + 0.8 ]	0.0 ~ + 0.2 [ + 0.1 ]
時点	( + 1.8 ~ + 2.1 )	( + 0.5 ~ + 1.0 )	( - 0.1 ~ + 0.3 )
2010年4月	+ 2.0 ~ + 2.2 [ + 2.0 ]	+ 0.5 ~ + 0.8 [ + 0.7 ]	- 0.1 ~ + 0.2 [ + 0.1 ]
時点	( + 1.9 ~ + 2.4 )	( + 0.4 ~ + 1.0 )	( - 0.1 ~ + 0.3 )
2010年1月	+ 1.7 ~ + 2.4 [ + 2.1 ]	- 0.5 ~ 0.0 [ - 0.4 ]	- 0.3 ~ - 0.1 [ - 0.2 ]
時点	( + 1.6 ~ + 2.5 )	( - 0.5 ~ + 0.2 )	( - 0.3 ~ - 0.0 )
2009年10月	+ 1.6 ~ + 2.4 [ + 2.1 ]	- 1.0 ~ - 0.3 [ - 0.7 ]	- 0.7 ~ - 0.4 [ - 0.4 ]
時点	( + 1.4 ~ + 2.5 )	( - 1.1 ~ + 0.2 )	( - 1.0 ~ - 0.3 )

2012年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年10月	+ 2.0 ~ + 2.4 [ + 2.1 ]	+ 0.3 ~ + 0.8 [ + 0.6 ]	+ 0.2 ~ + 0.8 [ + 0.6 ]
時点	( + 2.0 ~ + 2.4 )	( + 0.3 ~ + 1.0 )	( 0.0 ~ + 0.8 )

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[ ]内は、中央値。( )内は、政策委員全員の見通し。

「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ見通しを作成。

(注3) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げると試算される。

(注5) [ ]は、今回発表の分。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』から作成