

# 景気改善を見込む中での金融緩和の強化

～ 2012 年 4 月日銀展望レポートと金融緩和政策の整理 ～

調査情報担当室 鈴木 克洋

平成 24 年 4 月 27 日、日本銀行政策委員会・金融政策決定会合において「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)が決定された。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ており、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)となる。今回の展望レポートでは、最大の懸念だった欧州債務問題等に伴う大きな混乱リスクが低下した中で、先行きの我が国の経済・物価情勢についての見方が上方修正された。また同時に、こうした動きをより確実なものにするため、「資産買入等の基金」の増額という追加の金融緩和策が決定され、先行きの景気の改善を見込む中で、金融緩和策が強化されることになった。本稿では、今回公表された展望レポートでの日銀見通しを見るとともに、現在実施されている日銀の金融緩和政策について波及効果の観点から整理することとする。

## 1. 展望レポートにおける日銀の経済・物価の見通し

### 1-1. 上方修正された経済・物価見通し

まず、今回の展望レポートにおいて示された日銀政策委員の経済と物価の見通しを確認する<sup>1</sup>(図表1)。先行き見通しの対象は、2011～2013年度までの3年間である。

実質経済成長率の日銀の見通しは、2011年度 0.2%<sup>2</sup>、2012年度 +2.3%、2013年度 +1.7%とされた。今年1月に公表された前回の見通し<sup>3</sup>と比較すると順に +0.2%ポイント、+0.3%ポイント、+0.1%ポイントの上方修正となった。この見通しによれば、先行き2年間で +4%程度の成長を果たすことになる。我が

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

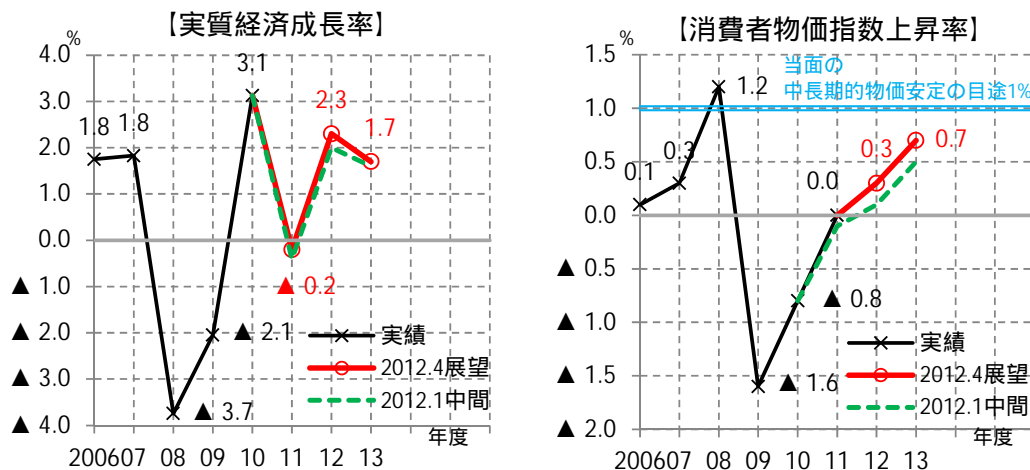
<sup>2</sup> 2012年5月17日公表のGDP1次速報において、2011年度の実績は 0.0%となり、見通しよりも実績が+0.2%ポイント上振れた。

<sup>3</sup> 日本銀行「当面の金融政策運営について」(2012.1.24)。展望レポートは、毎年4月末及び10月末に公表されるが、展望レポートの公表から3か月後に当たる7月と1月の金融政策決定会合においては、展望レポートの中間評価が行われることになっており、この際に、展望レポートと同様に政策委員の見通しが公表されている。

国の潜在成長力が2年間で+1%程度の成長になるとすると<sup>4</sup>、その差は+3%ポイント程度となり、現在の3%程度とされるマクロ需給ギャップを埋めることができる。見通し期間内の需給ギャップのプラス転化も視野に入っていると読むことができる。また、こうした需給バランスの改善の見通しを反映して、物価（消費者物価指数(除く生鮮食品)上昇率)の見通しは、2011年度の実績値が0.0%となった後、2012年度は+0.3%、2013年度は+0.7%とされ、前回と比較して、2011年度実績は+0.1%ポイント上回ったほか、2012年度は+0.2%ポイント、2013年度は+0.2%ポイントの上方修正となった。

このように日銀見通しは、景気・物価情勢について、足下の前向きな経済活動の広がりから持ち直しに向かうという、先行き明るいものとなった。

図表1 日本銀行政策委員の経済・物価情勢の見通し



(注) 数値は大勢見通し(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)の中央値。実質経済成長率実績は、2011年10-12月期2次速報(2012年3月8日公表)時点のもの。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」等から作成

### 1-2. 先行き経済・物価についての日銀のシナリオ

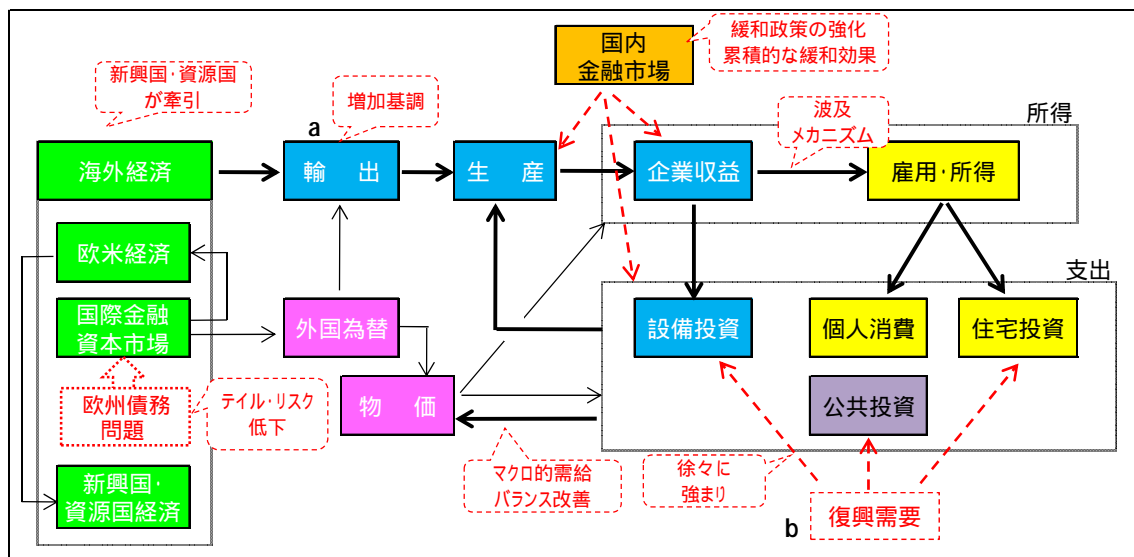
こうした日銀の見通しの背景となる日銀の経済・物価のシナリオ<sup>5</sup>は次のとおりである(図表2)。昨年(2011年)末にかけて緊張が高まった欧州債務問題

<sup>4</sup> 日銀の推計では足下の潜在成長率は、0%台半ばとしている。

<sup>5</sup> 展望レポートは、日銀の先行き経済・物価のシナリオについて、蓋然性が高いと考えられる中心的なシナリオとともに、そのシナリオに係る上振れ・下振れのリスク要因が説明されることになっている。具体的には、前回の展望レポートで示されたシナリオ及びリスク要因について、足下の経済状況等に照らして点検し、修正すべき場合は修正等を行って、新たなシナリオ等を公表している。

やそれに伴う国際金融市場の動きが、各国政府や中央銀行の取組により、全体として落ち着きを取り戻して、国際金融資本市場が動揺し世界経済が大きく下振れする可能性 いわゆる「テイル・リスク」が低下しており、海外経済は減速状態から脱していないものの、米国経済など改善の動きも見られており、いずれ新興国・資源国に牽引される形で徐々に成長が高まってくる。我が国経済は、(a)これら海外経済動向のもとで輸出が増加するとともに、(b)復興需要の強まりによって、横ばい圏内の動きから持ち直しに向かう動きが明確となり、2012 年度前半には緩やかな回復経路に復していく。また、物価は、1-1 節のとおり需給バランスの改善を反映して、2013 年度までの見通し期間には 0% 台後半となり、日銀の政策の目標とする、当面の「中長期的な物価安定の目途」(以下「目途」という。)である「1%」には<sup>6</sup>、2013 年度までに到達できないものの、「遠からず」達する可能性がある、というシナリオである。つまり、日銀の描くシナリオは、海外経済の回復に伴う輸出増に牽引されて我が国の経済が回復していくというものであるが、海外経済の動向次第で我が国の先行きは大きく異なる可能性もあるということになる。今回の日銀の見通しに対して、欧州債務問題が再燃している中、楽観的であるとの見方も多い。先行きの海外経済をどのように見るかによって、日銀シナリオについて評価が分かれるところである。

図表 2 我が国経済の波及経路 (イメージ図)



(注) 一般に理解される経済の波及経路をもとに、日銀のシナリオを図示した。

(出所) 筆者作成

<sup>6</sup> 日銀は、この「中長期的な物価安定の目途」で示した数値に基づいて、時間軸政策を行っている。詳しくは 2-3 節。

### 1-3. 日銀のシナリオに対するリスク

以上のシナリオは中心的な見通しであり、当然、これに対するリスクも存在する。日銀は、展望レポートにおいて、このリスクに関して、図表3のとおり、実体経済面では4つ、物価面では2つを挙げている。

図表3 日銀シナリオに対するリスク要因

<p><b>【実体経済面】</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>(1)国際金融資本市場等の影響を含めた海外経済の動向</li><li>(2)復興関連需要を巡る不確実性</li><li>(3)企業・家計の中長期的な成長期待の動向</li><li>(4)我が国の財政の持続可能性を巡る様々な問題</li></ul> <p><b>【物価面】</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>(1)企業・家計の中長期的な予想物価上昇率の動向</li><li>(2)輸入物価の動向</li></ul>
---

(出所) 日銀展望レポートから作成

いずれも日銀のメインシナリオの核となる重要な前提に対するリスクであるが、このうち実体経済面の(4)財政の持続可能性リスクについては、日銀の展望レポートでリスク要因として取り上げられるのは初めてのことである。具体的には、(a)政府債務残高の累積に対し、将来の税負担などへの不安から、人々が支出行動を慎重化させることによって経済が下振れする可能性、(b)我が国の財政運営に対し、財政再建の取組が不十分であるという市場の評価によって長期金利が上昇するなど金融システムが不安定化し、経済に悪影響を及ぼす可能性などが指摘されている<sup>7</sup>。財政の持続可能性は、経済・物価安定の前提条件であるが、中央銀行にとっては、外部性が高いものであるため、リスク要因という形で示すことで注意喚起したものといえよう。

## 2. 金融緩和強化策と金融政策の波及経路

### 2-1. 先行き経済の改善を見通した中での金融緩和の強化

冒頭でも述べたように、日銀は、展望レポートにおいて、1節のとおり国際金融資本市場の大混乱リスク(テイル・リスク)が低下し、先行きの景気・物価の見方を上方修正しながらも、金融緩和を一段と強化する政策を決定した。一般的に、中央銀行は、先行き経済の改善が見込める場合、金融緩和を追加的に実施することはあまりない<sup>8</sup>。その中で、金融緩和を強化した理由について、

<sup>7</sup> 財政リスクについては、白川(2012年)において経済的な視点で議論整理がされている。

<sup>8</sup> 一般的に中央銀行は、金融政策が実体経済に波及するまでのラグを念頭におき、先行きの経済情勢を見据えて政策判断が行われることが多い(フォワード・ルッキング政策)。

日銀は、景気回復シナリオの蓋然性は高いものの、その蓋然性を更に確実なものにするためであるとしている。つまり、金融政策の効果が経済に波及するまでには長いラグ（1年半～2年程度）があるため、これまで逐次採用してきた金融緩和の効果が十分に観察できない中で、念押し的な意味合いが強いものと捉えられよう。

今回、金融緩和の強化策として行われたのは、2010年10月に導入された「包括的な金融緩和政策<sup>9</sup>」の一手段である「資産買入等の基金」の買入限度額の増額等である（図表4）。この基金は創設当初は総額35兆円の規模であったが、東日本大震災の発生、欧州債務問題に係る国際金融市場の動揺等に対処するため、2011年3月（総額40兆円）、8月（同50兆円）、10月（同55兆円）、2012年2月（同65兆円）と逐次増額された。今回、総額70兆円まで増額されたことにより、創設から1年半で当初の2倍の規模となった。また、基金増額に当

図表4 日銀の金融緩和政策（包括的な金融緩和）の推移

包括的な金融緩和政策	2010年10月 包括的緩和導入	2011年3月 東日本大震災	2011年8月 米国債務上限問題	2011年10月 欧州債務問題	2012年2月 欧州債務問題	2012年4月	2012年3月末 残高		
政策金利	「0～0.1%程度」（実質ゼロ金利）								
時間軸の明確化	「理解」（0～2%）に基づくコミットメント				「目途」（当面1%）に基づくコミットメント				
資産買入れ等の基金 総額	兆円程度 35	兆円程度 40	兆円程度 50	兆円程度 55	兆円程度 65	兆円程度 65	兆円程度 70	兆円 48.88	
内訳	固定金利オペ	30.0	30.0	35.0	35.0	35.0	30.0	30.0	34.60
	3か月物	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	-
	6か月物	10.0	10.0	15.0	15.0	15.0	10.0	10.0	-
	資産買入れ	5.0	10.0	15.0	20.0	30.0	35.0	40.0	14.27
	長期国債 (残存期間)	1.5 (1～2年)	2.0 (1～2年)	4.0 (1～2年)	9.0 (1～2年)	19.0 (1～2年)	24.0 (1～3年)	29.0	6.31
	国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	3.45
	CP等	0.5	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	1.59
	社債等	0.5	2.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	1.99
	ETF	0.45	0.90	1.40	1.40	1.40	1.60	1.60	0.85
J-REIT	0.05	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.07	
買入完了の目途	11/12月末	12/6月末	12/12月末	12/12月末	12/12月末	12/12月末	13/6月末		

<参考> 成長通貨供給のための国債買入オペ

	年間 兆円	年間 兆円	年間 兆円	年間 兆円	年間 兆円	年間 兆円	年間 兆円	兆円
	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	21.60	64.40
残存期間 ～1年以下	7.44	7.44	7.44	7.44	7.44	7.44	7.44	-
同 1年超～10年以下	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	-
同 10年超～30年以下	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	-
変動利付債	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	-
物価連動債	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	-

国債買入オペは、従来の年額14.4兆円から、08/12月に年額16.8兆円に、09/3月に年額21.6兆円に増額された。

（注1）赤色は買入が増額された資産、青色は減額された資産、緑色はその他変更箇所である。  
（注2）「理解」は「中長期的な物価安定の理解」（2006年10月導入）、「目途」は「中長期的な物価安定の目途」（2012年2月導入）を指す。

（出所）各種資料から作成

<sup>9</sup> 包括的な金融緩和政策は、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ことを目的として導入された。その内容は、政策金利の「0～0.1%」への引下げ、時間軸の明確化、資産買入れ等の基金の創設である。

たっては、主に長期国債の買入額の増加で対応するほか、買入れ対象の長期国債について、これまで残存期間「1年以上2年以下」のものを1年延長して「1年以上3年以下」のものに変更した。

こうした金融緩和強化策によって、どのような効果が期待されるのだろうか。現在の日銀の緩和政策は、伝統的な政策金利の上げ下げという単純なものではなくっており、具体的なオペの方法や各政策の目的など技術的な面からもみなければ理解することが難しい。そこで、次節以降では、標準的に理解される金融政策の波及経路を整理した上で、これに沿って最近の日銀の金融緩和政策についてみる。

## 2-2. 金融政策の効果波及経路の整理

まず、標準的に理解される金融政策の効果波及経路について整理する<sup>10</sup>。金融政策は、中央銀行の当座預金を介して、中央銀行が市中の金融機関に対し資金の供給・吸収を行うオペレーションによって実施されることになる。

例えば、金融政策決定会合において政策金利<sup>11</sup>の引下げが決まると、この政策金利が目標水準まで低下するように中央銀行は市中銀行に資金を供給する。政策金利が低下すると、市場メカニズムの働きによって、他の市場の金利にも伝播し長めの金利が低下していく。金利が低下すると企業の資金調達コストが低下するなど経済にプラスの影響が出るというものである。具体的には、図表5のような経路が考えられている。つまり、政策金利の引下げによって、

- (1) 中長期金利が低下して、これが直接経済に影響を与えるというメインの経路（金利チャンネル）
- (2) 利ざやが変化し、また当座預金増加による銀行のバランスシートが変化することで、銀行の与信行動を積極化させる経路（狭義の信用チャンネル）
- (3) 中長期金利が低下して、株価や地価などの資産価格が上昇することで、担保価値が上がり貸出量を増加させる経路（広義の信用チャンネル）
- (4) 中長期金利が低下して、株価や地価などの資産価格が上昇することで、支出行動を積極化させる経路（いわゆる「資産効果」、資産チャンネル）
- (5) 中長期金利が低下して、円の為替レートが下落することで、純輸出や企業収益を改善させる経路（為替チャンネル）

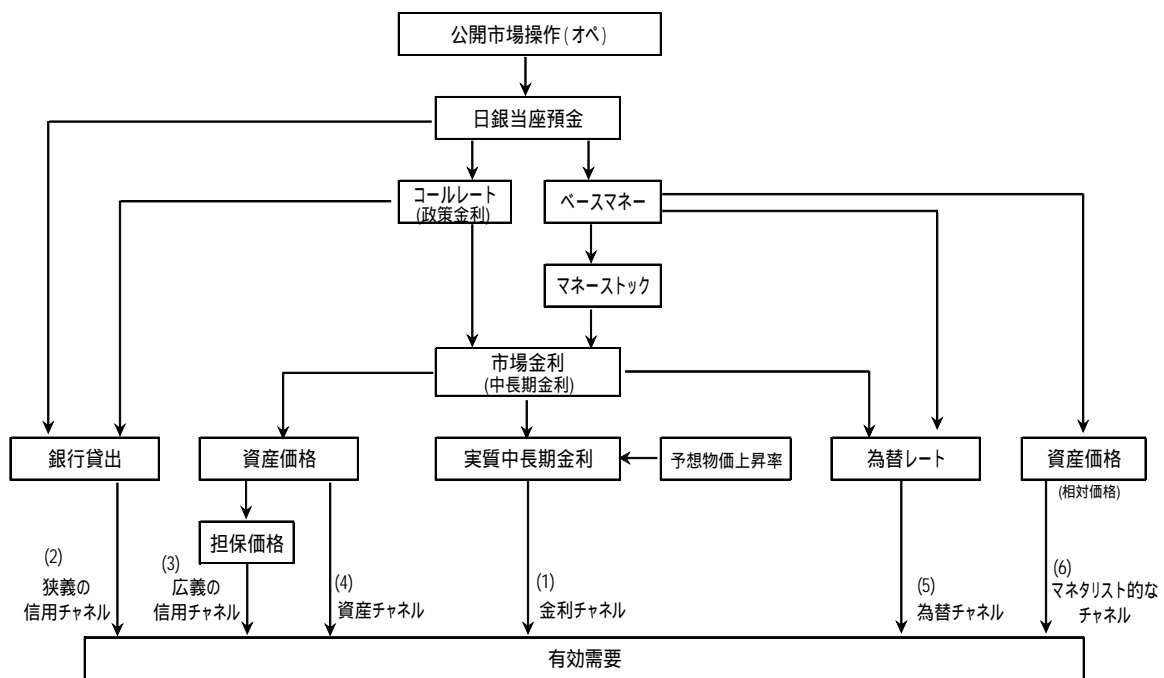
<sup>10</sup> 金融政策の波及効果経路については、渡辺(2004)、白川(2008)が詳しい。本稿はこれらの記述を参考にしている。

<sup>11</sup> 政策金利は「無担保コールレート(オーバーナイト物)」となっており、銀行間の取引市場であるコール市場で取引される金利の一つで、約定した翌日に返済を行う超短期の金利である。

(6) ベースマネーが拡大して、流動性（現金）が飽和し、これに伴いリスク性資産へ需要シフトが生じて経済に影響を与える経路（いわゆる「ポートフォリオ・リバランス効果」、マネタリスト的なチャンネル）

実際には、これらの経路が複雑に絡み合って実体経済に影響を与えていくと考えられるが、概括すれば、金融政策は、基本的には「政策金利の変化 中長期金利の変化」という経路を通じて実体経済に波及するものである<sup>12</sup>。

図表5 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)をもとに作成

ただし、以上の伝播メカニズムは、ある程度のプラスの金利がある場合に効果があるものであり、問題は、現在の我が国の政策金利が0.1%しかなく、更

<sup>12</sup> (5)為替チャンネルも、通貨供給量よりも金利の変化との関係が高いとされ、円ドル相場は2年国債の日米利回り格差と連動しているといわれている。なお、(6)マネタリスト的なチャンネルは、通貨供給量そのものが経済に影響を与えるという考え方であるが、2001年3月から2006年3月まで実施された我が国の量的緩和政策においては、こうした効果については観察されなかった。これは、実質的に金利ゼロの国債を購入する形でマネタリーベースを増やしても、金利がゼロの状況下では、金利がゼロの資産(マネタリーベース)を金利がゼロの資産(国債)と交換するだけなので、実体的効果は生じないからと理解されている。量的緩和政策の効果は、専ら時間軸効果が中心であったとみられている。

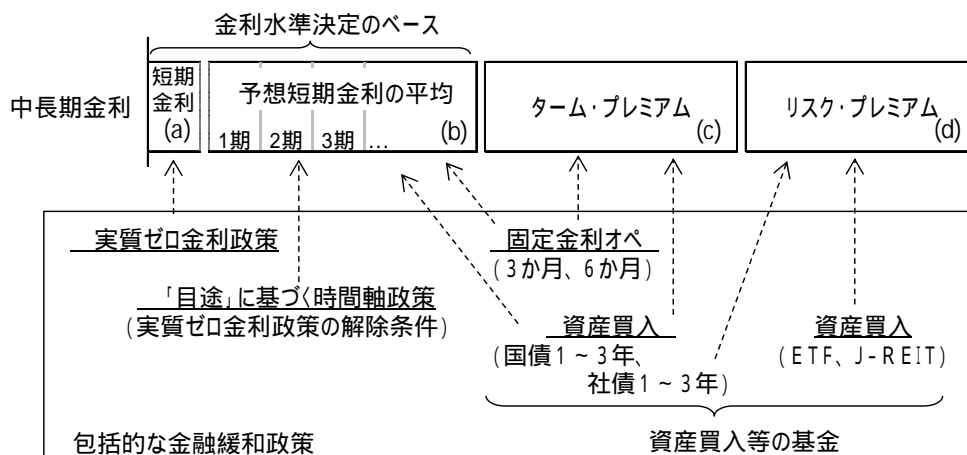
なる政策金利の引下げによって、市場メカニズムを通じて経済に影響を与えることが難しい状況にあることである。この状況下で、金融政策によって経済に影響を与えようとするためには、政策金利引下げという伝統的な政策手段以外の方法を採用することが必要となる。

現在、日銀が実施している包括的な金融緩和政策は、ゼロ金利状況下で、市場メカニズムに代わって中央銀行が直接的に金利形成に影響を与えようとするものである。具体的には、基金での長期国債買入れは、やや長めの国債等を買入れることによって「中長期金利」形成に中央銀行が直接的な形で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」の形成に中央銀行が直接的な形で介入しようとするものである。こうした手段は、市場に政策当局が介入するという点で異例的な措置であり、非伝統的な政策手段として整理されている。

### 2-3 . 中長期金利の決定要素の整理

このことをもう少し詳しくみる。図表6は、中長期金利の決定要素をイメージしたものである。図表6のように中長期金利の決定要素を単純化した場合、金利水準決定のベースとなるのは、(a)現在の短期金利と(b)市場が予想する将来の短期金利の平均である。なぜならば、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

図表6 中長期金利の決定要素（イメージ図）



(注) 中長期金利の決定要素を一般化したものである。ここで言う中長期金利は、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) 各種資料から作成



し、将来の予想は不確実性が高いため、それに見合うだけの(c)ターム・プレミアムが要求される。さらには、信用リスクなど各資産固有の(d)リスク・プレミアムが乗ることになる。これらを合わせたものが、現時点での中長期金利になると考えられる。

通常の金融政策は、(a)の短期金利を直接コントロールすることであり、加えて市場との対話を通じて、市場参加者の期待形成に働きかけ、(b)の予想短期金利を安定的にすることで政策の実現を図る。それ以外の市場には、市場メカニズムの働きによって、中長期や債券の市場へと伝播していき、(c)や(d)のプレミアムが決まっていくことになる。

#### 2-4 . 中長期金利形成における包括的緩和の影響

これを基にして包括的な金融緩和政策を考えるならば(前掲図表4) まず、実質ゼロ金利政策は、(a)短期金利をゼロまで押し下げるといふものであり(手段としては通常の金融政策) 「目途」に基づく時間軸政策は、(b)将来の予想短期金利を押し下げると整理できる。

このうち、時間軸政策は、「目途」に基づいて、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するという日銀のコミットメント(約束)政策である<sup>13</sup>。現在、その判断基準となる消費者物価指数(除く生鮮食品)伸び率については当面「1%」を目途とするが、1-1節のとおり今回の日銀見通しで2013年度でも+0.7%しかなく、目標まで達していない。これが、少なくともこの先2年程度は実質ゼロ金利政策が継続するだろうという市場の予想に影響を与えて、数期先の予想短期金利を安定的に低位に押しとどめておく効果を生むことになるだろう。

また、包括的緩和政策のうち、資産買入等の基金における、固定金利オペと国債等の資産買入れは、(b)将来の予想短期金利に影響を与えつつ、各期間の(c)ターム・プレミアムを直接引き下げることが意図するものであり、ETF等

<sup>13</sup> 包括的緩和の導入当初は、「中長期的な物価安定の理解」(2006年3月9日導入)に基づく時間軸政策であった。「理解」は、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(消費者物価指数(除く生鮮食品)伸び率)を数値で示し、それを束ねたものを範囲として表すものであったが、時間軸政策としての基準としては幅があったため(0~2%)、政策決定の基準としては分かりにくいなどの指摘があった。そこで、2012年2月14日に、この「理解」に代えて「中長期的な物価安定の目途」が導入された。「目途」(GOAL)では、政策の拠り所となる物価の目標となる数値を組織として合意しピンポイントで示すことになり、従来よりも政策姿勢が明確に伝わるようになるとの期待がある。なお、「目途」では、長い目でみた場合の「目途」を示した上で(今回は「2%以下のプラス領域」)、当面の目途として「1%」を示すという2段構えとなっている。

のリスク性資産の買入れは、(d)リスク・プレミアムの引下げを直接ターゲットとするものと整理できる<sup>14</sup>。

固定金利オペは、3か月、6か月の資金を政策金利と同じ「0.1%」の固定金利で市中の金融機関に供給するものであり<sup>15</sup>、中長期国債の買入れは、残存期間1～3年程度の国債を買入れ対象とし、「0.1%」を下限利回りとして入札を行うものである<sup>16</sup>。これにより3か月から3年までの期間の金利は、政策金利0.1%をベンチマークとして、金利が形成されることになる。2-1節のとおり、今回の金融緩和の強化において、基金が買い入れる国債の残存期間が延長されて3年となり、より長い期間の金利形成に対して中央銀行が直接的な形で介入することになった<sup>17</sup>。また、ETFやJ-REITの買入れは、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>18</sup>。

## 2-5. 国債の市中発行状況と日銀による買入れ

なお、日銀は、基金による長期国債買入れ以外にも、通常の公開市場操作(オペレーション)として、成長通貨供給のための「国債買入オペ」<sup>19</sup>を実施しており、市場から年間21.6兆円の国債を買い入れ続けている。このオペは、経済の成長に伴う銀行券需要の増加トレンドに対応して市場に安定的に資金供給をすることを目的とした伝統的なオペレーションであり、市場における銘柄間の価格形成に中立的になるよう実施されている<sup>20</sup>。同じ国債買入れでも、基金にお

<sup>14</sup> こうした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う政策は、中央銀行の政策としては非伝統的政策に分類される。このため、日銀では、これら基金については、バランスシート上で分別管理を行っている。

<sup>15</sup> 共通担保オペのうち、固定金利方式に基づく貸付け。金融機関は、担保を差し出して3か月、6か月の資金を固定金利0.1%で借りることができる。

<sup>16</sup> 基金における長期国債の買入れは、残存期間1～3年の長期国債を対象とし、あらかじめ提示した下限利回り(0.1%)を基準として、この基準と各金融機関が希望する利回りとの較差を入札に付すことで行われる。

<sup>17</sup> 我が国の資金調達構造は、期間3年以下の貸し出し等の割合が高いとされている。これと比較して、米国は相対的に長期の社債やモーゲージローンなどの割合が高い。

<sup>18</sup> 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配分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である。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の認可取得が必要である。

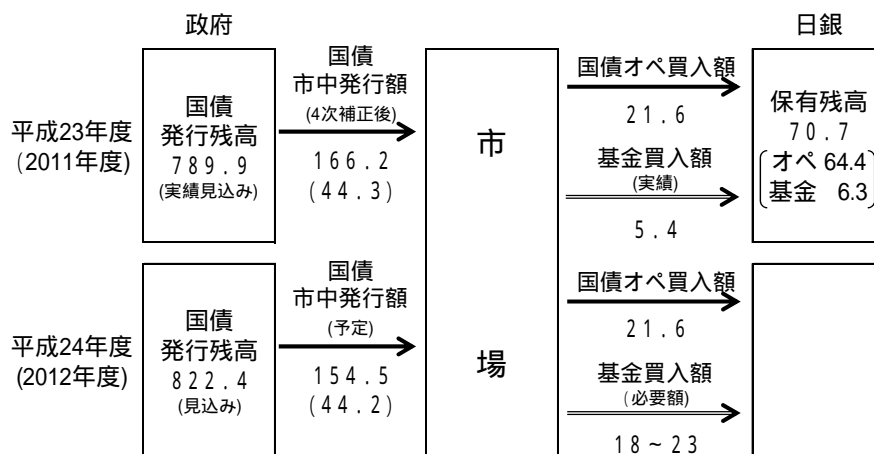
<sup>19</sup> 国債買入オペ(国債買切りオペ、輪番オペ)は、市場から長期国債を買い入れて資金供給する伝統的なオペレーションである。経済の成長に伴う銀行券需要の増加トレンドに対応して市場に安定的に資金供給をすることを目的としている。

<sup>20</sup> 国債買入オペ(国債買切りオペ、輪番オペとも呼ばれる。)は、残存期間等区分別に、発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く長期国債を対象として、市中の金融機関から入札により買い入れるものである。具体的には、金融機関が希望する利回りから日銀が市

けるものと政策の目的は直接的には異なっている。

ただし、いずれの政策も、中央銀行が長期国債を購入するという点では変わりがない。例えば、平成 24 年度においては、国債買入れオペと基金買入れで、40 兆円程度の国債が市場から購入されることになる（図表 7）。これは、新発債の発行額に匹敵する規模である。こうした日銀による大量の購入は、国債の安定的な消化となって、長期金利の低下にも寄与するという実体的な効果があることも事実である。一方で、このことが日銀による財政ファイナンスとして取られかねないという点で紙一重でもあると言えよう<sup>21</sup>。

図表 7 長期国債発行額と日銀の買入れ額



(注 1) 単位は兆円。フローはいずれも年額。残高は年度末時点。

(注 2) 国債発行残高は、普通国債と財投債の合計。市中発行額はカレンダーベースで括弧内は新発債の発行額。平成 23 年度は 4 次補正後ベース、平成 24 年度は当初予算ベース。

(注 2) 基金買入れ額については、平成 23 年度は日銀買入れ実績額、平成 24 年度は基金の買入れ限度額(2012 年 12 月末までに 24 兆円、2013 年 6 月までに 29 兆円)から前年度末残高(6.3 兆円)を差し引いた額。買入れ完了期限が年度と一致しないため幅をもって表示した。

(出所) 各種資料から作成

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(売買希望利回り較差)を入札に付している。

<sup>21</sup> 国債買入れオペにおいては、年間の買入れ額が定められ(現在年額 21.6 兆円)、銀行券発行残高を買入れ残高の上限とする運営が行われている(いわゆる銀行券ルール)。この運用は、当該オペが財政ファイナンスを目的とするものでない旨を明確にするためとしている。基金における国債は銀行券ルールの対象外であるが、2012 年末には両政策の国債残高を合計すると銀行券発行残高を超過するとの試算がある。国債買入れオペと基金における買入れ国債は、あくまで内部ルールで区分されているだけであり日銀が保有していることには変わらない。基金の導入によって、日銀券ルールは、財政ファイナンス防止のルールとしてはやや曖昧なものとなってしまったといえるだろう。

### 3. 市場機能において存在が大きくなる日銀

以上のように現在実施されている日銀の金融緩和政策を概括すると、短期金利がゼロの状態に陥り、金利引下げによる緩和効果を生み出せない状況下で(非負制約)、通常の政策金利の誘導という伝統的な政策に代わって、本来市場メカニズムを通じて形成される中長期金利等に日銀が直接的に影響を与えるという、かなり踏み込んだ政策であると整理できる。基金による長期国債の買入れは期間3年までの中長期金利を超短期の政策金利と同じ0.1%程度まで押し下げようとするものであり、ETF等のリスク性資産の買入れはリスク・プレミアムを低下させようとするものである(2-4節)。また、これら政策の実施に伴って日銀は大量の国債を買入れることになり国債の消化機関としても無視できない規模になっている(2-5節)。このように緩和政策の強化は、市場メカニズムにおいて本来中立的であるべき日銀の存在を大きくし、もしくは機能を一部代替することで実施しているものと捉えることもできるだろう<sup>22</sup>。

この中、欧州債務問題が再燃する兆しが見られており、仮にこれが海外景気の減退につながり、我が国の景気回復の腰折れ懸念として高まった場合、さらなる金融緩和効果を生み出すためにはどのような手段があるだろうか。最後に、本稿で整理した金融伝播経路を基に私見を述べたい。

一つ目に、異例措置として導入された基金の活用である。国債買入れでは「3年」よりもさらに長期の金利の引き下げを目指すことが考えられる。このとき、現在の買入れ額でターゲットとなる長期金利の低下を促すことができるのであれば<sup>23</sup>、国債買入れ増額は必ずしも必要はない。国債買入れ増額という量拡大だけを目指したものの経済的な効果は必ずしも自明ではない。むしろ日銀による財政ファイナンスの懸念を強めることになり、基金においてリスク性資産の買入れによりリスク・プレミアムの低下を図っているにもかかわらず、逆にリスク・プレミアムを上昇させるという結果をもたらす危険性もある点は注意する必要がある。

二つ目に、時間軸政策の目標の見直しである。現在、金融緩和政策継続のコミットメントは、当面、消費者物価指数上昇率が「1%」を目途としているが、

---

<sup>22</sup> 逆を言えば、自由な取引が行われるべき市場の資源配分をゆがめることというコストを払っているのであり、現在の日銀の緩和政策もフリーランチではない点は注意すべきである。

<sup>23</sup> 足下では、中長期金利の低下という緩和効果が行き渡り、基金の国債買入れの入札では、残存期間が短い国債で、市場の応札(売却希望)額が日銀の募集(買入れ希望)額に達しない「札割れ」の状態が生じており、買入れ額を満たすためには手法の見直しなどが必要になる可能性もある。こうした状況を勘案するならば、中長期金利の低下という実体的な効果を実現するだけならば、買入れ額の増額は必ずしも必要条件ではないだろう。

展望レポートの見通しでは2013年度でも+0.7%であり、しばらくは緩和政策が継続するとの予想から安定して推移している。時間軸政策は市場の先行きの短期金利予想に影響を与えるための効果を狙ったものであることに基づけば、目標値の数値が現状の「1%」かそれ以上かという数値の違いで、現時点では、実体的な影響はないだろう。今後、経済が順調に回復し、当面の1%という目標に近くなってきたとき、引き続き緩和的な環境が必要である場合には、市場の予想を安定的に低下させるため、積極的に目標の引上げを行っていく必要があるだろう。

ただし、以上のような異例の措置を講じ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。日銀の資金供給先はあくまで市中の金融機関でしかなく、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、民間の資金需要次第だからである。日銀の緩和の取組とともに、民間の資金需要を高めるための取組も同時に進める必要がある。

(内線 75043)

#### 【参考文献】

- 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「財政の持続可能性 金融システムと物価安定の前提条件」(フランス銀行「Financial Stability Review」(2012年4月号)掲載論文)日本銀行、2012年4月  
日本銀行「2011年度の金融市場調節」、2012年5月  
日本銀行金融機構局「A B Lの現状と一層の活用に向けて」『日銀レビュー』、2011年6月  
日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣、2011年3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.