

量的・質的金融緩和の波及経路の整理

～異次元緩和の効果とリスク～

調査情報担当室 鈴木 克洋

1. はじめに

2013年4月4日、日本銀行は、黒田総裁の新体制の下、これまで実施されていた金融政策を大きく転換し、量的にも質的にも従来とは全く次元の違う、新たな金融緩和政策（量的・質的金融緩和。以下「異次元緩和政策」という。）を導入した。導入直後には、市場において本政策の内容を咀嚼したり新たな均衡点を探したりする中で、一時的に長期金利が乱高下する状況もみられたが、現在では落ち着きを取り戻している。

そこで、本稿では、本政策が導入されて6か月が経過し、改めて「壮大な社会実験¹」ともいわれる異次元緩和政策の効果と影響について整理する。

2. 異次元緩和政策導入の背景と概要

我が国においては、いわゆる「デフレ」からの脱却が経済政策の最重要課題となっている。これに対して金融政策の面では、政策金利²が事実上ゼロになり、さらなる低下余地がなくなった状況（＝非負制約³）下で、直接政策金利の誘導を用いない新たな政策手法、例えば、資金供給量を目標とする量的な緩和政策や、長期国債とリスク資産といった特定資産を買い入れる政策など、が創出され、大幅な金融緩和が実施されてきた。しかし、2008年のリーマンショック等の国際金融危機や2011年の東日本大震災といった相次ぐマイナスショックも重なったこともあり、現在までに本格的なデフレ脱却には至っていない。

こうした状況下で、4月に日銀が新たに導入した「量的・質的緩和政策」（異次元緩和政策）は、従来のような政策の逐次投入といった方法ではなく、現時点で必要と考えられる政策を総動員し、その内容も分かりやすくなるよう政策

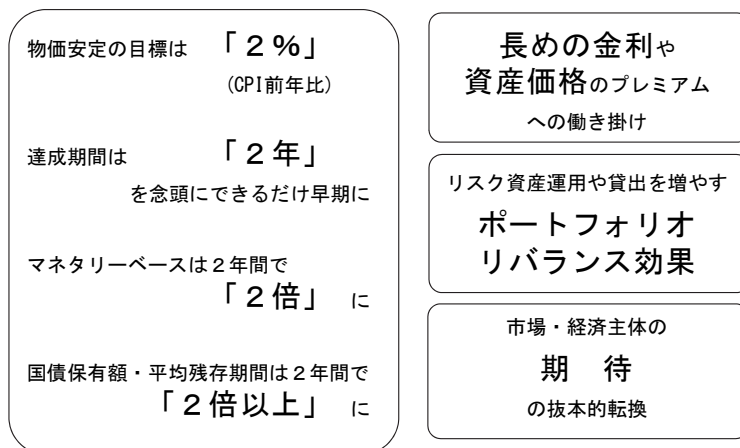
¹ 「焦点：日銀の「壮大な社会実験」、宴の陰で進行する財政不安定化」『ロイター』（2013.4.16）

² 政策金利は、中央銀行が金融政策において、誘導目標にする（操作する）金利のことで、我が国では短期金融市場（銀行間の取引市場であるインターバンク市場）で取引される金利で無担保により期間1日（オーバーナイト物）のもの（無担保コールレート）を指す。本来の金融政策とは、基本的にこの政策金利を操作して実体経済に影響を与えようとするものである。

³ 金利は名目表示であり一般的な取引でマイナスになることはない。資金の貸し手が借り手に対して金利を支払って資金を貸す状況は考えにくいことから明らかであろう。

の枠組みを見直すとしたものである（図表1）。具体的には、

図表1 異次元緩和政策の概要



(出所) 日銀資料

- (ア) インフレ目標の達成を目指す：「2年」程度の期間を念頭にインフレ目標の消費者物価指数(CPI)前年比上昇率「2%」を達成することを目指し⁴、
- (イ) 「金利」から「量」へ：金融政策の操作目標を、ゼロ%となり引下げ余地がない「政策金利」から、日銀オペ⁵で積み上げ可能な「資金供給量」(マネタリーベース)に変え、
- (ウ) 「量」は2倍の水準に：目標水準を「2年後」(2014年末)に「2倍」(138兆円→270兆円程度)の規模に設定し(量的な緩和の面)、
- (エ) 長期国債の買入れを中心に：「長期国債の買入れオペ」を資金供給手段の中心に置き、市場から毎月7兆円強(毎年90兆円程度)のペースで長期国債を買い入れ⁶、保有残高を「2年後」(2014年末)に「2倍以上」(89兆円→190兆円程度)にするとともに、残存期間の長い国債を買い入れ、保有する長期国債の平均残存年数を「2倍」(3年弱→7年程度⁷)に延長する(質的な緩和の面)

⁴ あわせてこの政策を安定的に持続するために必要な点まで継続するという「時間軸政策」も導入している。

⁵ オペ(公開市場操作：Open Market Operation)とは、中央銀行がインターバンク市場で金融機関を相手に国債等を売買もしくは国債等を担保に取って貸出しを行うなどによって資金供給の量(マネタリーベース)を変動させて政策金利を調整する金融調節の実行手段のことである。

⁶ 異次元緩和政策の目標は、年間50兆円程度のペースで保有国債の残高を増加させるとしているが、日銀が保有した国債の償還も加味すると、グロスで毎月7兆円強の国債が市場から買入れられることになる。

⁷ 実際には、民間銀行の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と幅をもってみる必要があるとしている。

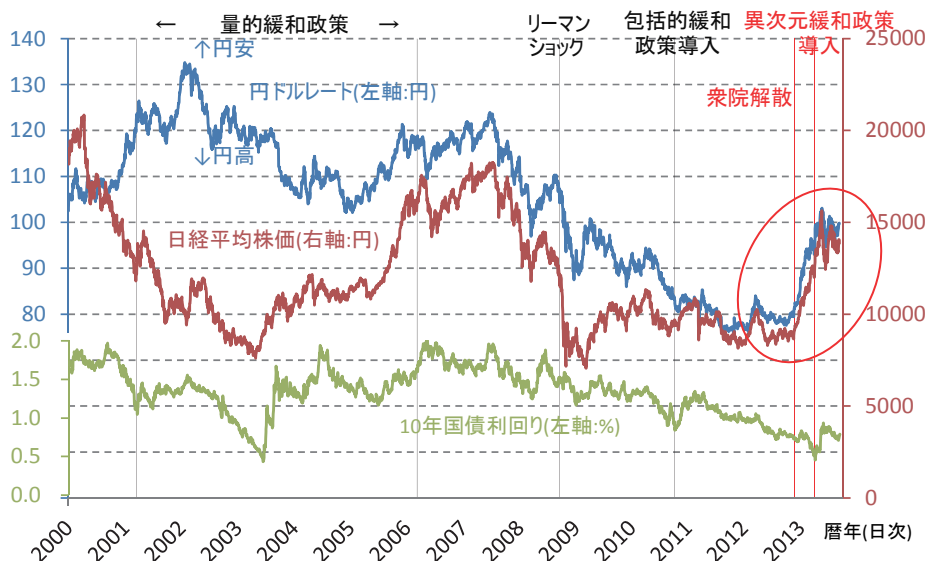
というものである。

これにより、次の三つの効果が期待できるとする。

- (1) 長めの金利の低下と資産価格のプレミアムの低下：貸出金利が低下することで企業・家計の調達コストが低下し、また資産価格が下支えされる。
- (2) ポートフォリオ・リバランス効果：より高い収益を得られるリスク資産への投資が促進され、また銀行の運用が国債保有から貸出等へシフトする。
- (3) 市場・経済主体の「期待」が変化する：デフレ予想が払拭されてインフレ予想に基づいた前向きの行動に変化する。

このように異次元緩和政策は、衆議院解散とその後の安倍政権の経済政策（いわゆるアベノミクス）の公表とともに、リーマンショック以後落ち込んでいた人々のマインド（期待）を前向きに転換させたという点で、まずは一定の効果をおさめたとみることができる。この動きは、特に株価上昇や円高修正の形として現れている（図表2）。

図表2 株価、為替レート、長期金利の推移（2000年～）



(出所) NEEDS-Financial QUEST 『為替金利日次』データベースから作成

一方で、こうした人々のマインドは、何かしらのショックで簡単に転換するものであるため、次の段階として、上向いた人々のマインドの持続性ととも、意図したとおり前述の三つの効果（1）～（3）が発現し着実に実体経済に波及していくかが焦点となる。これを検証するために、標準的に考えられている金融政策の波及経路（トランスミッション・メカニズム）の枠組みを用いながら、異次元緩和政策の背景となっているロジックを点検することが有用となる

う。以下では、この観点から異次元緩和政策の効果を整理していく。

3. ゼロ金利下で可能な金融緩和政策（非伝統的な金融緩和）

異次元緩和政策は、前節のとおり新たな枠組みを見直すとして導入されたものであるが、実際に用いられる政策手段をみる限りでは、操作目標を「量」にする手段は2001年3月導入の「量的金融緩和政策⁸」（以下「量的緩和政策」という。）で実施されたことがあり、長期の国債買入れや指数連動型上場投資信託（ETF）等のリスク資産の購入という特定資産の買入れの手段は、「包括的金融緩和政策⁹」（以下「包括的緩和政策」という。）で実施されたことがある。異次元緩和政策といえども、基本的には、従来の政策枠組みの範囲は出ていないと言えるだろう。本節では、この点を整理する。

まず、そもそも通常の金融政策（伝統的な金融政策）は、プラス金利という金融環境の中で、政策金利の水準の上げ下げを通じて実体経済に対して直接影響を与えようとするものである。しかし、政策金利がゼロ%近傍まで低下して「非負制約」に行き当たるとこれ以上の利下げができなくなるため、政策金利操作を用いない別の形で金融緩和を求めざるを得ない。直接政策金利を用いない金融政策は「非伝統的な金融政策」と呼ばれるが、ゼロ金利下においては金融政策として実行できる政策手段は限られてしまう。これら政策手段は、基本的には次の三つの類型に整理されることになり¹⁰（図表3）、各国中央銀行の政策はこれらの手段の組合せかいずれかの手段の拡張という形で実施されている。

そこで、図表3の分類に従って、今回の異次元緩和政策を整理すると、①の時間軸政策を採用し、②の特定資産の購入として中長期国債等を買入れ、③の量的な緩和としてマネタリーベースという量的な目標を設定する¹¹というゼロ金利政策下で考えられる三つの政策手段を組み合わせる実施しようとしているものになっている。この点で従来の政策の延長線上でもあるが、「総動員」した政策でもあるということができよう。

この中で、今回の異次元緩和政策の特徴を挙げるならば、②や③の規模と拡

⁸ 詳細は補論1参照。

⁹ 詳細は補論2参照。

¹⁰ 植田(2005)、植田(2012)等。図表のベースはBernanke&Reinhart(2004)による分類。分析者によって分類の方法・区分・効果など異なる場合があるが、本稿ではこの分類に倣って各政策の特徴を整理した。各政策の解説は補論3。

¹¹ ただし、③の量的目標達成手段として、短期の資金供給でなく②の特定資産（中長期国債）購入を用いる点で、狭義の③の政策ではないところは注意が必要である。両者の違いは補論4参照。

大ペースを従来の政策にはないほど巨額かつ早いものにしたという点である¹²。つまり、ゼロ金利下で金融緩和手段が限られている中において、この先、更なる金融緩和が求められたとしても、中央銀行が操作可能な方法としては(その効果は別として)、この種類の範囲内で、③の「量」の目標水準の引上げや②の買入れ資産の対象範囲の拡大という方向で対応せざるを得ないということだろう。

図表3 ゼロ金利下での金融緩和手段の類型

政策手段	① 将来の政策金利予想 のコントロール (時間軸政策) forward guidance	② 特定資産の大量購入 (信用緩和、質的緩和) credit easing		③ 中央銀行の バランスシート規模 の拡張 (量的な緩和) quantitative easing
		システミック ・リスク対応	経済対策	
概要	中央銀行が将来にわたって金融緩和を継続することを約束(コミットメント)する	金融ショックで一時的に機能が麻痺した市場から、中央銀行が特定の資産を買い入れる	中央銀行が市場から特定の資産を大量に購入する	短期の資金供給により中央銀行の負債(準備預金)を増加させ、ベースマネーを供給する
	将来の金融緩和政策の前借り	「最後の貸し手」の拡張的政策	注) ②の結果として③の負債も増加するが分類上、政策を明確に区別するためにオベ別に整理する	
期待される効果	人々の将来の短期金利予想を引き下げて現在の中長期金利を引き下げる	機能低下した市場における資産のリスク・プレミアムを引き下げ、市場の安定化を図る	特定の資産のプレミアムを低下させ、民間銀行の資産の構成比率を変化させ(ポートフォリオ・リバランス効果)、経済を刺激する	1. 他の緩和手段の補強 2. ポートフォリオ・リバランス効果で経済を刺激する 3. 人々の予想インフレ率を引き上げ、実質金利を低下させる
導入例	日本BOJ (ゼロ金利政策、量的緩和政策、包括的緩和政策) 米国FRB (2011年8月～)	2008年秋のリーマンショック後の国際金融危機における各国中央銀行の政策	英国BOE (資産買入れプログラム) 日本BOJ (資産買入等基金) 米国FRB (大規模資産購入プログラム)	日本BOJ (量的緩和政策)

(出所) 植田(2005)の記述を基に各種文献から筆者作成

4. 異次元緩和政策の波及経路と効果

このように異次元緩和政策は非伝統的な金融政策の三つの手段を総動員したものであるが、いずれの手段も操作余地のなくなった政策金利ではない、それ以外の様々な「金利」を引き下げることで経済に影響を与えようとしたものであり、本質的には金利を中心としている点は注目に値するであろう。

例えば、①の時間軸政策は、現在の政策金利ではなく「将来の政策金利」に着目し、人々の予想に働き掛けて将来の政策金利予想を引き下げようとし¹³、②

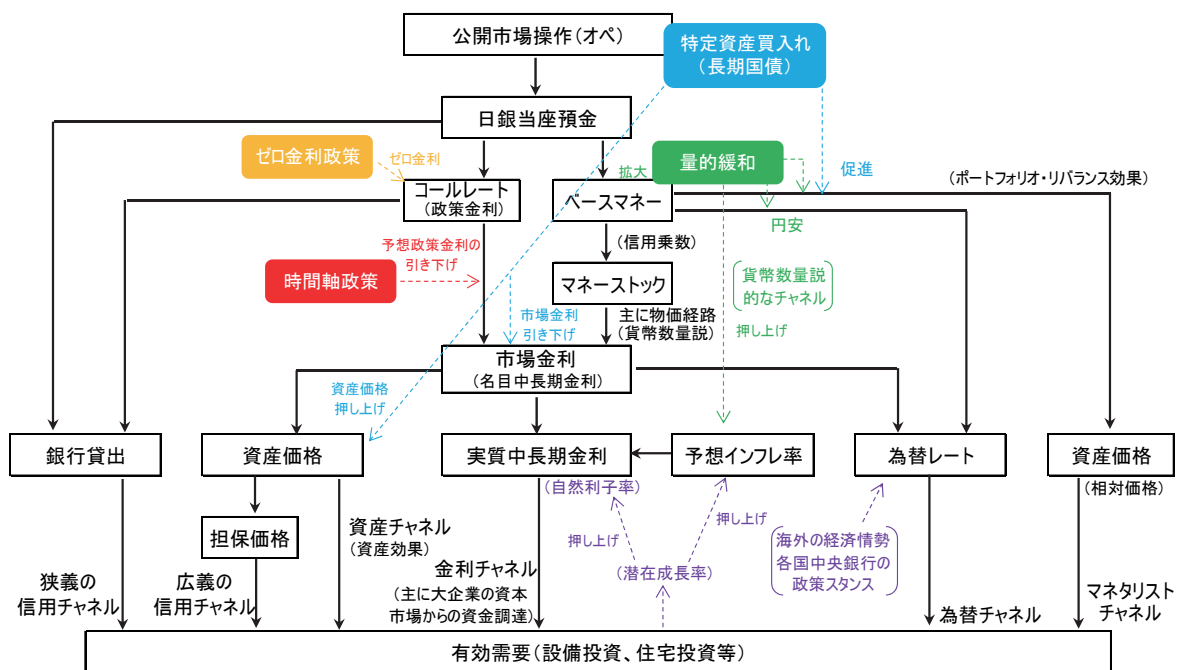
¹² 過去の量的緩和政策との規模の比較は補論5を参照。

¹³ この結果、いわゆる金利の「期間構造理論」に基づき中長期金利の引下げに寄与することになる。このような名目長期金利の決定要因については補論6を参照。

の特定資産の買入れは、利下げ余地の残る「中長期金利」に着目し、中央銀行の強大な購買力で直接市場から中長期国債を買い上げて資産価格を引き上げ（＝中長期金利を引き下げ）ようとするものである。また、③の量的な緩和は、企業が設備投資を行う際に判断材料の一つとする「実質金利」（＝名目金利－予想インフレ率¹⁴）に着目し、引下げ余地の少ない名目金利というよりも（もちろん量的緩和は名目金利の引下げにも寄与する）、人々の予想に働き掛けて予想インフレ率を上昇させることで、実質金利の引下げを狙ったものと整理できる。

前述のとおり金融政策は、基本的に名目金利（中央銀行が操作可能な政策金利）を操作・誘導することによって、他市場における金利（＝投資コスト）に

図表4 異次元緩和政策の効果波及経路（イメージ図）



(注1) Kuttner & Mosser (2002) 及び渡辺 (2004) の金融政策の波及経路図に、異次元緩和で想定される効果等を加筆(着色箇所)。なお、実際は政策効果が分離であったり同時に起こったりするものであるが、金融政策の波及経路を理解するために便宜的に用いた。

(注2) 本図表において、伝統的な金融政策の波及経路を確認すると、プラス金利という前提で、政策金利が引き下げられると、民間銀行の貸出増という信用チャネルのほか、市場金利へ波及して金利を低下させて、資産上昇に伴う資産チャネル(資産効果)、企業の調達コスト低下による金利チャネル、為替チャネル、マネタリストチャネル(ポートフォリオ・リバランス効果)など様々な波及経路を通じて実体経済に効果が波及していくと考えられている。

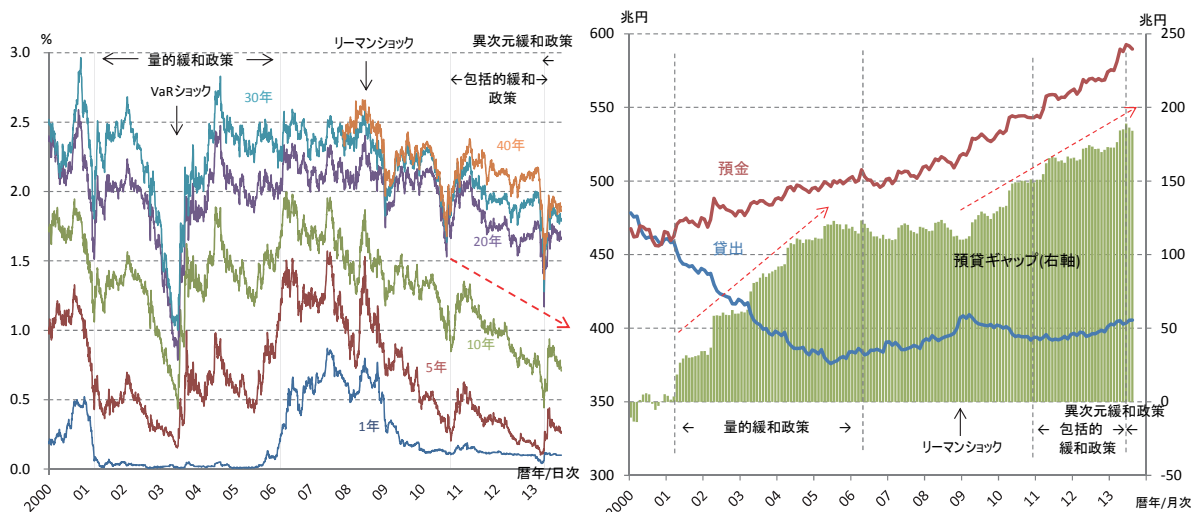
(出所) Kuttner & Mosser (2002)、渡辺 (2004) 等を基に筆者作成

¹⁴ 家計や企業がそれぞれに予想する先行きのインフレ率のこと。ただし、これを正確に計測することは困難であり、様々な推定方法の中から分析目的に応じて使われている。

波及させて人々の支出行動を変化させるなど、様々なチャネルを通じて直接経済に影響を与えようとする政策である。この波及経路を示せば図表4となる。

この金融政策の波及経路の枠組みに沿えば、中長期金利の引下げのように直接的に名目金利をターゲットにする①や②のような政策の波及経路は比較的明確である。ただし、我が国では長期金利は既に相当程度低下しているため、特定資産の買入れを増額することによる長期金利低下幅にも限界がある。また、ゼロ金利に近づけば準備預金と他の資産運用収益に大きな差がなくなってしまうことから（いわゆる流動性の罠¹⁵）、これら手段による波及効果は限定的なものにすぎないことが理論的に推論されるだろう（図表5）。

図表5 長期金利の推移と民間銀行の預貸ギャップ
(長期金利) (預貸ギャップ)



(注1) 長期金利は、流通市場における実勢価格（半年複利）。金融緩和政策時の金利低下傾向が観察される。特にリーマンショック以降は各金利とも低下トレンドにあり、10年物は1%を切っているほか、20年以降の超長期物も2%を切るなど超低金利状態にある。

(注2) 貸出は国内銀行・信用金庫の国内居住者向け貸出の平均残高。預金は国内銀行の「実質預金(表面預金から未決済の手形・小切手を引いたもの)＋譲渡性預金」の平均残高。預貸ギャップはその差額。金融緩和政策時に預貸ギャップが拡大していることが観察されており、民間銀行のポートフォリオ・リバランスの効果は薄い可能性が推察される。

(出所) 財務省「国債金利情報」、日本銀行「貸出・預金動向」から作成

¹⁵ 流動性の罠は、ゼロ金利下で現金を保有することと金利の付かない金融商品を保有することが全く同じになり、民間部門がこれ以上現金通貨を保有したくないという飽和状態のこと。この状態で中央銀行が現金通貨を強制的に増やしても、民間は他の資産からの収益も期待できないので供給された資金を準備預金に退蔵しておくことになる。

他方、③の量的な緩和を大幅に引き上げることで、予想インフレ率を上昇させて実質金利を引き下げるという効果は、人々の予想に働き掛けて「間接的」に経済に影響を与えようとするものである。人々の予想インフレ率を高めることが可能ならば、実質金利は（概念的なものであるため）非負制約がないので、実質金利を低下もしくはマイナスにすることができる。しかし、この政策は、①や②の政策効果と比べると、波及経路は必ずしも明確にはなっていない¹⁶。

もちろん図表4のような波及経路が明確でなくても金融政策が何かしらの形で経済主体の行動に影響を与える可能性は否定されていない。こうした金融環境のことは、「ファイナンシャル・コンディション」（またはマネタリー・コンディション）と呼ばれている。例えば、実際に金融緩和が実施されなくても、市場参加者が中央銀行の政策スタンスなどから将来の金融緩和を予想して長期金利が低下するならば、政策金利は不変でも、ファイナンシャル・コンディションの緩和度は高まることになるだろう¹⁷。ただし、これらは重要な視点でありながら、その波及経路を厳密な形で定式化することは相当に難しいとされる。ここで想定される波及経路は、その本源的な性格として、非連続的であったり、外部環境との相対的なものであったり、企業や家計の主観に依存したものであったりする可能性が高いからである。

以上のように、ゼロ金利下での量的な緩和の効果や有効性については、現時点では理論的にも実証的にも決着が付いていない¹⁸。この中で、異次元緩和政策は更なる「量」の規模拡大が追求されることとなり、どれだけの効果があるのかが注目されている。「壮大な社会実験」と言われるゆえんである。

¹⁶ この理論では次のように説明される。デフレは貨幣的な要因が大きいことから、もっと大規模な緩和を実施して、現在でなく「将来」時点の貨幣供給量（マネタリーベース）の増加を約束すれば、人々の予想インフレ率を高めることができるというものである。この考え方は、通貨供給量が増加すると物価が上昇するという「貨幣数量説」（通貨数量(M)×通貨流通速度(V)＝物価水準(P)×取引量(Q)）的な理論が背景であることが窺われる。代表的なものはKrugman(1998)。

その一方で、この理論は、現時点で考える将来に必要な大量の資金供給量は、その将来時点では不必要である（将来時点はデフレ脱却して貨幣数量説が成立しインフレ昂進を抑制するため資金吸収が求められる）という「時間的非整合性」があることから、必要のないことを将来やると約束しても人々に信用してもらえないか(credible irresponsibility)という実践的な面で疑問も投げかけられている（例えば吉川(2013)など）。なお、物価の決定要因については拙稿「我が国における物価の現状と物価の変動要因の整理」本誌第114号（平成25年6月）で整理した。

¹⁷ 白川(2008) 185頁。

¹⁸ 例えば、岩田ほか(2013)では効果があるとする一方、Woodford(2012)では特段の効果はみられないとしている。

5. 異次元緩和政策における国債購入のリスク

このように異次元緩和政策では、追加的な金利引き下げの効果は限定的で、かつ量的な緩和の効果について議論がある中で、量的規模を拡張し目標達成の手段として市場から大量の国債を買い入れるという方向に舵が切られた。その一方で、この政策実施に伴って、大きなコストとリスク（以下「リスク等」という。）を内包することになったことに対して懸念する声は引き続き大きい。これらリスク等は、異次元緩和政策が継続されている間は、特段の問題が生じない限り露出するものではないが¹⁹、本政策の解除時（出口政策）において顕著になると考えられている。リスク等の主なものは、(a)資金吸収コスト、(b)金利上昇リスク、(c)信認リスクである。

まず、(a)の資金吸収コストは、インフレ目標2%を達成もしくは経済情勢が改善するなどの成果を挙げた後に、日銀が大量に供給した資金（2014年末目標額マネタリーベース270兆円²⁰）を市場から吸収するために必要となるコストである。

本政策の目標が達成できた後の経済環境は、かなりの好循環となっていることが想定され、このような状況下で名目金利がインフレ率を大きく下回る水準（実質金利がマイナスの状態）を維持したままだとインフレの加速を招きかねず、政策金利の引上げの必要に迫られることになる。このときの金融引締め的手段として主に二つ想定されている。一つ目として、一般的な資金吸収手段である「長期国債の売りオペ²¹」を用いた場合、目標達成時には巨額（2014年末190兆円目標）に上っている日銀保有の長期国債を市場に売却することになるため金利急騰（国債価格急落）リスクを高めることになる（②の金利上昇リスク）。二つ目は、中央銀行のバランスシートを維持したまま（国債を売却しないで）金融引締めの効果を狙ったもので、超過準備預金に対する付利を引き上げるという手段である²²。これは付利水準（現状は0.1%）を市場金利まで引き上げる

¹⁹ 政策実施中における過剰な資金供給による直接的なインフレ急騰リスクも当初は懸念されていたが、流動性の罫に陥っている状態では大きな影響はないという見方が中心になっている（これは量的緩和の効果が限定的であるということの裏返しでもある）。また、過剰資金が土地や株に向かうというバブル形成の懸念は残っているが、預貸ギャップの拡大にみられるように民間銀行の消極的な融資姿勢などから現時点では国内でのバブルのリスクは表面上現れてはいない。

²⁰ 過去の推移を基に計算すると、日銀券発行高40兆円前後（対名目GDP比7～8%）、貨幣流通高4兆円弱、日銀当座預金の必要準備額8兆円前後の合計50兆円強が通常期のマネタリーベースとなる。その差200兆円強が過剰供給となっている計算である。

²¹ 資金供給の長期国債買入れオペの反対に当たるオペレーションで、中央銀行が資金供給のために買入れて保有している長期国債を今度は民間銀行に売却することで準備預金残高を減らして資金吸収をするオペのこと（これにより中央銀行のバランスシートも縮小する）。

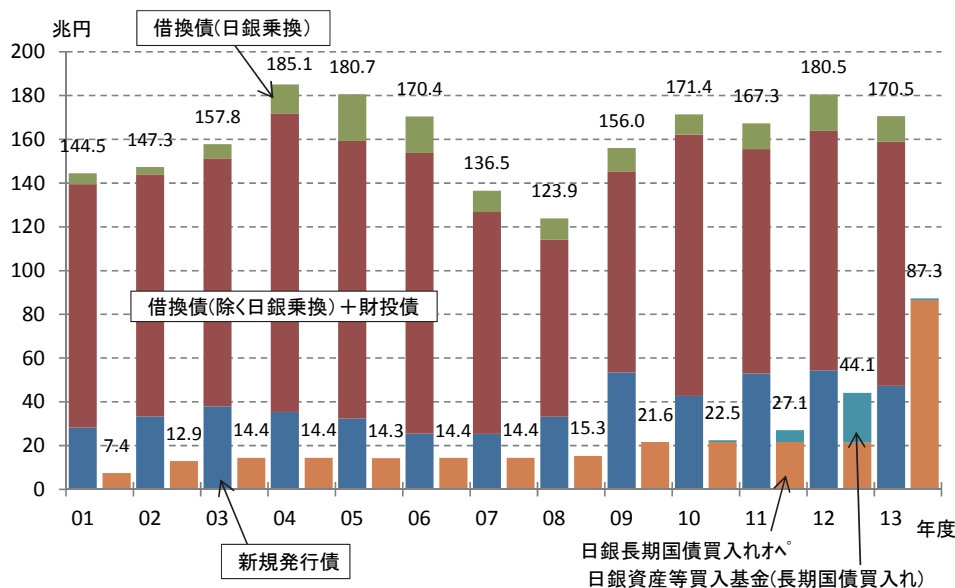
²² 深尾(2013)。

ことで過剰な資金を準備預金のまま留め置こうとするものである。ただし、この手段を用いた場合、日銀から民間銀行に支払う金利として数兆円単位の追加費用（損失）が生じることになる。日銀が受け取る利益は国債保有に伴う長期固定で低利回りの運用収益であるため、両者の差により逆ざやが発生する可能性がある²³。日銀の収支悪化は、日銀からの国庫納付金の減少や日銀に対する国庫補給金という形で国民負担として転嫁されることになるだろう。

次に、(b)の金利上昇リスクについてみるが、(c)の信認リスクはこの延長線上にあるため同時にみることにする。

まず、日銀による長期国債の買入れ規模を確認すると、日銀は少なくとも今後2年間、毎年90兆円程度の国債を市場から買い入れることになる。2013年度の国債発行計画（当初）²⁴に照らしてみれば、新発債の年間発行額（45.5兆円）の約2倍の国債を買い入れることに相当し、借入債（除く日銀乗換）等も含めた年間の発行額（158.8兆円）の半分強の国債を買い入れることに相当する。過去の推移からみてもかつてない規模であることが確認できる（図表6）。

図表6 国債発行計画と日銀国債買入れの推移



(注) 国債発行計画は2011年度まで実績、2012年は補正後計画、2013年は当初計画。日銀のオペは2012年度まで実績、2013年度は8月までの実績値+毎月7兆円の買入れとして計算。
 (出所) 財務省「国債統計年報」「平成25年度国債発行計画」、日本銀行「オペレーション」等から筆者作成

²³ 金利上昇は国債価格下落を意味することから、時価評価によって日銀が保有する国債価格も下落しバランスシートは悪化することになる。

²⁴ 財務省<http://www.mof.go.jp/jgbs/issuance_plan/fy2013/yoteigaku130129.pdf>

異次元緩和政策では、少なくとも目標達成まで2年間は大量の国債を買い入れることになるため、国債需給バランスにこれまで以上に影響を与えるようになる。国債市場において国債消化の実質的な日銀依存度は高まり、日銀の存在はますます無視できないものになっていくだろう。当然市場では日銀の巨額の買入に適応するように需給関係や形態をシフトさせていくことになる。本政策が継続する限りにおいて国債消化に問題は生じないものの、異次元緩和政策の出口においては日銀の買入れ額が減少するため状況は一変するだろう。

つまり、日銀が国債買入れの減額を決めれば、日銀の行動を織り込んでいる市場での均衡状態は崩れることになり、国債需給バランスに基づく国債価格の下落(=金利の上昇)を誘引する可能性がある(加えて(a)の資金吸収オペで国債が売却されるとなった場合には国債の需給バランスはさらに弛緩するだろう)。この時点では好転した経済環境に見合ったプラス金利(いわゆる「よい金利上昇」)が形成されていることが予想され、この金利に上乘せされてしまうことも考え得るだろう。また、国債市場における日銀依存度の上昇は、市場機能の低下をもたらすことも予想されており、価格変動(ボラティリティ)を高め、金利上昇を加速させる可能性がある点も懸念されている。

ただし、出口政策時のこうした状況は、異次元緩和政策導入時には想定できるものであり、リスクというよりもコストとして捉えることもできよう。

問題は、この金利上昇をある程度許容した上で、出口政策において国債買入れ額を縮小できるかという点である。そもそも今回の日銀による大量の国債購入は、中央銀行による実質的な国債引受け(財政ファイナンス)になりかねないとの懸念がある中で、デフレ脱却のため資源再配分の分野に踏み込んで実施するという特例的かつ一時的なものである。これを前提とすれば、目的達成時には解除されるべきものと考えるのが一般的であろう。

しかし、仮に金利上昇を避けようと金融緩和の解除が必要であるにもかかわらず国債買入れの縮小ができないとなった場合には、まさに実質的な財政ファイナンスや「財政従属」(fiscal dominance)として意識されることになる可能性がある。これは日銀に対する信認低下や財政規律の緩みとして認識されることになり、リスク・プレミアム上昇として国債金利を急騰させるおそれがある((c)の信認リスク)。

6. おわりに

本稿は、導入後6か月を経過した量的・質的緩和政策(異次元緩和政策)について整理を行った。かつてない量のマネタリーベース供給と長期国債の購入

という大胆な緩和によって、企業や家計のマインドを好転させた点で当面の効果はあったとみることができる。しかし、本政策の本格的な効果について、標準的な金融政策の波及経路に則してみると、「流動性の罨」に陥った状態では長期金利を引き下げて貸出を増加させるといった効果は限定的であり、人々の予想に働き掛けるという効果も実際にはよく分からないというのが現状である。

その一方で、異次元緩和政策のリスクやコストは比較的明らかであり、それは政策の出口において顕著になるということである。日銀の収支悪化を通じた財政負担、国債消化の実質的な日銀依存を解消することに伴う金利上昇が想定される。こうした金利上昇等の事態を避けようと、本来異次元緩和政策を手仕舞いしなければならぬ状況にもかかわらず、仮に日銀による国債買入れが維持された場合、この行動が「財政ファイナンス」と市場に受け止められるならば、日銀に対する信認低下や財政規律の緩みとして、金利急騰リスクが発生することも危惧される。

今回の異次元緩和政策によって、従来の緩和政策に追加する形でさらに金融緩和の状態が生み出されている。これを民間部門にいかに関活用してもらうか、出口政策の円滑化を視野に国債需給をどう保つか、今後の課題になってくるだろう。本稿でみたように、この2点に対しては金融政策だけで解決することはできない可能性がある。金融緩和の効果を最大化していくためには、金融政策に加え、民間の需要を創出するための「成長戦略」と財政リスクを意識させないための「財政規律」を着実に実行していくことが求められよう。

補論 1 量的緩和政策の概要

量的緩和政策は、政策金利がゼロになって金利引き下げ余地がなくなった中で更なる緩和効果を求めた金融緩和政策の一つで、日銀が金融機関に潤沢な資金を供給することで「ゼロ金利政策²⁵」と同等以上の緩和効果を期待したものである。福井日銀総裁の体制下において 2001 年 3 月 19 日に導入され、2006 年 3 月 9 日に解除された。日銀として「政策金利」でなく日銀当座預金残高という「量」的指標を操作目標とした初めての政策である²⁶。

本政策が導入された背景には、バブル経済の崩壊や 1997 年秋の山一証券・北海道拓殖銀行の破綻を契機とした金融危機等で落ち込んだ経済状況に対して、金融政策面から実施された「ゼロ金利政策」（1999 年 2 月）が景気の本格的な回復が確認される前に解除され（2000 年 8 月）、その後物価低下圧力の高まりや再び経済情勢の悪化がみられ、更なる金融緩和が求められたことにある。

本政策の主な内容は 3 点で、①日銀当座預金の残高を金融調節の目標とすること（当初法定準備預金²⁷相当の 4 兆円程度だった当座預金を「5 兆円程度」まで引き上げる）、②緩和政策の解除条件を明確にすること²⁸（時間軸政策）、③金融調節の手段として必要な場合、長期国債買入れオペを増額すること（当初月額 4,000 億円）である。その後、①の目標残高は漸次拡大され、2004 年 1 月の最大時には「30～35 兆円程度」まで膨らんだほか、③の長期国債買入れ額は月 1.2 兆円まで増額された（その後更に増額）。なお、本目標達成のために主要となったオペは、手形や国債等を担保として金融機関に資金を貸し出す「短期資金供給オペ」だった点（国債買入れオペは補助的）は特筆すべき点である。

なお、本政策は、2006 年 3 月に②の約束の条件が満たされたとして解除された²⁹。その際、金融政策の先行きのベンチマークとして「新たな金融政策運営の枠組み」が導入され、(1)物価安定の理解、(2)2つの柱（現状・先行き）による点検、(3)当面の金融政策の考え方を年 2 回公表の「展望レポート」で示すこととされた。この枠組みは現在の金融政策の運営においても踏襲されている。

²⁵ 政策金利を実質的に「ゼロ%」に誘導する政策。1999 年 2 月に速水総裁体制下で初めて導入された。2000 年 8 月に解除。

²⁶ 詳細は拙稿「量的緩和政策の解除リスク（上）～量的緩和政策の解除に伴う影響の整理～」本誌第 15 号（平成 17 年 11 月）参照。

²⁷ 日銀の取引先の金融機関に対し各行が保有する預金の一定割合以上を一定期間の間に日銀当座預金に預けることを義務づけることとしている預金のこと。

²⁸ 消費者物価指数（除く生鮮食品）が安定的にゼロ%以上になるまで継続すると約束した。

²⁹ 詳細は拙稿「海図なき航海に乗り出した金融政策—量的緩和政策解除後の金融政策運営—」本誌第 21 号（平成 18 年 4 月）参照。

補論 2 包括的金融緩和政策の概要

包括的緩和政策は、2009年11月の政府によるデフレ再認識³⁰の後、日銀は固定金利オペ³¹を新たに導入及び拡充をしてきたが、2010年夏以降の米国を中心とする海外経済の減速を踏まえ、金融緩和を一段に強力に推進するために実施されたものである。白川日銀総裁の体制下において、2010年10月5日に導入され、量的・質的緩和政策が導入された2013年4月4日に廃止された。

本政策の主な内容は3点で、①政策金利を実質的にゼロ（0～0.1%）にすること、②本緩和政策継続の約束（時間軸）を明確にすること、③日銀のバランスシート上に別途管理する臨時の「資産買入等基金」を創設して、固定金利オペの集約とともに、中央銀行が市場から資産（国債、リスク資産等）を買い入れること（創設時は基金総額35兆円。長期国債1.5兆円、固定金利オペ30兆円等）である³²。特に、③は各国の中央銀行が資産買入れ政策を導入する中であって、ETF（指数連動型上場投資信託）やJ-REIT（不動産投資信託）といったリスク資産までも対象に含めた点で画期的である。その後、③の基金は累次拡大され2013年末の基金総額は101兆円（うち長期国債44兆円）に、2014年以降は毎月2.0兆円の長期国債買入れが決められた。なお、日銀は、この基金と平行して通常の資金供給オペである「国債買入れオペ³³」を実施し月額1.8兆円（年間21.6兆円）の国債を市場から買い入れていた。

また、②の時間軸についても内容の明確化を図るべく改変されており、当初の「中長期的な物価安定の理解³⁴」が2012年2月に「同 目途³⁵」に変更された後、2013年1月に「物価安定の目標³⁶」（いわゆるインフレ目標）が導入された。

³⁰ 2009年11月20日、政府（鳩山政権）の月例経済報告において「物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある」と判断した。

³¹ 固定金利オペは、市中銀行等に対し担保の範囲内で3～6か月の期間、超低利の固定金利（0.1%）で貸し出すオペである。2009年12年に導入され、期間・総額ともに順次拡大された。

³² 詳細は拙稿「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）～」本誌第86号（平成22年12月）参照。

³³ このオペは、経済成長によって拡大した経済規模に見合った通貨（これは「成長通貨」と呼ばれる）を供給することを主な目的としている。かつては買入れ先の市中銀行等が毎回輪番方式で変更されていたことから「輪番オペ」と呼ばれていた。現在は、輪番方式を取っていないが、過去の呼称のまま「輪番オペ」と称されることが多い。

³⁴ 「理解」は、各政策委員が物価安定と判断する物価上昇率を範囲で示したもので、消費者物価指数前年比上昇率で「0～2%、中心値は1%」とした。

³⁵ 「目途」は、日銀として持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したもので、消費者物価指数前年比上昇率で「2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」とした。

³⁶ 「目標」は、日銀として持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したもので、消費者物価指数前年比上昇率で「2%」とした。

補論3 ゼロ金利下での金融緩和政策の概要

ここでは本論図表3に掲載したゼロ金利下の三つの金融緩和手段について解説をする。

(1) 将来の政策金利予想のコントロール(時間軸政策)

①の時間軸政策は、既に現在の短期金利の引下げはできないので、人々の将来の短期金利の予想(期待)を引き下げようとする政策である。仮に「現在」の政策金利がゼロ%になっても、中央銀行がゼロ金利を将来にわたり継続すると約束(コミット)するならば、民間が現時点で予想する「将来」の短期金利を低下させ、現時点の中長期の金利を引き下げることができると考えられている。これは「将来の金融緩和を前借りする政策³⁷⁾」とも表現される。日銀が1999年2月にゼロ金利政策に伴って導入して以降、量的緩和、包括的緩和で実施され、米国FRBも2011年8月に導入した。

(2) 特定資産の大量購入(信用緩和、質的緩和)

②の特定資産の購入は、中央銀行が市場から大量の長期国債やリスク資産を買い入れるものであるが、その目的や効果は経済情勢によって異なる。

(システミック・リスクへの対応)

一つ目は、2008年秋のリーマンショックを契機とした国際金融危機のような一時的に金融市場の機能が麻痺した場合(システミック・リスク時)における買入れである。これは伝統的な中央銀行の機能の一つである「最後の貸し手」(LLR:Lender of Last Resort)の拡張的な政策であると解釈されることが多い³⁸⁾。ある金融ショックが生じて、投げ売りによる資産価格の暴落(リスク・プレミアム急騰)や買い手がなく売買が成立しないという流動性の低下など市場が価格形成機能を失った場合に、中央銀行がリスク資産を積極的に買い入れる(もしくはリスク資産を担保に金融機関に資金を貸し出す)ならば、その資産の市場流動性が回復し、市場は安定を取り戻すことができるというものである。これは「信用緩和」や「質的緩和」と呼ばれる。前述の国際金融危機の時に日米英

³⁷⁾ 植田(2005) 32頁

³⁸⁾ 「最後のマーケットメーカー」(MMLR:Market Maker of Last Resort)とも呼ばれる。金融危機はゼロ金利下でなくても起こり得るため、常に発動する可能性が残されており、非伝統的政策として単純に整理できない点もある。なお、一般的に理解される「最後の貸し手」機能とは、破綻に瀕して他者から資金を借りることができない“個別”の金融機関に対して中央銀行が預金者保護等のために融資をするという機能である。

欧の各中央銀行が初期に実施した政策は、この信用緩和の考え方が基礎にある³⁹。

(経済対策としての効果)

二つ目は、市場が一時的な機能不全に陥っていない状況下での特定資産の買入れである。中央銀行が特定資産を大量に購入することで、市場に存在する資産の構成比率を変化させて資産価格を上昇させ(=中長期金利を低下させ)、経済を刺激するという効果を期待したものである⁴⁰。これはポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれる。

この景気対策としての特定資産の買入れは、実施の是非や費用対効果に関して長い間議論されてきたテーマである。ただし、中央銀行が過大なリスクを負うには限界があること(中央銀行の損失=国庫納付金減少、国庫からの損失補填)、中央銀行が市場に介入すると市場の資源配分を歪めること(資源配分=財政政策の領域)などの懸念から「禁じ手」として採用されてこなかった。しかし、2008年秋の金融危機が落ち着いた後も、各国経済の回復の足取りが遅いことなどを受けて、英国BOEが「資産買入プログラム⁴¹」、日本銀行が「資産買入等の基金⁴²」、米国FRBが「大規模資産購入プログラム2⁴³」(いわゆるQE2)をそれぞれ導入していった。これらは金融危機対策の延長線上にあるため明確に区分できない面もあるが、中長期国債等を購入することによる各種プレミアムの引下げ(=資産価格の上昇)を狙ったものであり、景気対策を念頭においた金融緩和策と分類することができる。

(3) 中央銀行のバランスシート規模の拡張(量的な緩和)

③の量的な緩和は、中央銀行のバランスシートの規模を拡張する政策を指す

³⁹ なお、英国の中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、この政策について、導入時から「信用緩和」ではなく「量的緩和」と称していた。

⁴⁰ 中央銀行が保有する長期国債の平均残存年数を延長する政策も、より長めの国債をターゲットとして買い入れることから、この政策として整理することができる。

⁴¹ Quantitative Easing Asset Purchase Programme。2009年3月～。同年1月に創設された社債、CP等買入れのための資産買取ファシリティ(APF:Asset Purchase Facility)の対象範囲を広げて中長期国債を買い入れることを決めた。決定当初、買入総枠は2,000億ポンドに設定されたが、その後逐次拡大され、2012年7月からは3,750億ポンドになっている。

⁴² 包括的緩和中の政策として実施。英名 Asset Purchase Program。2010年10月～2013年4月。

⁴³ Large-Scale Asset Purchase Program II(LSAP II)。2010年11月～2011年6月。①金融危機時にFRBが買入れたAgency債及びMBSの償還額分を長期国債の買入れで補填することでFRBの資産規模を維持するほか、②2011年6月までに新たに長期国債を6,000億ドル買入れるというもの。MBS等の償還補填の購入分を含めると国債の購入総額は8,500～9,000億ドル(月1,000億ドル超)となる。その後実施されたいわゆるQE3(2012年9月～)も景気対策の色彩が強い。QE3は毎月400億ドルの住宅ローン担保証券を、労働市場の持続的改善と失業の減少を促すほど経済が強い事が確認できるまで(無制限で)続けるというものである。

が、バランスシートには資産と負債の両面があるため、いずれ側に政策の主眼が置かれているかを区別する必要がある。このうち資産側の拡張に主眼を置いたものは、前述の②の政策（特に二つ目）に他ならないため、分類上「負債」の規模を目標にした政策が（狭義の）量的な緩和として整理される。また、量的な緩和では量的目標実現のための手段を「短期」の資金供給オペ（短期国債買入れ、共通担保オペ）に限定して、②の特定資産購入と区別する⁴⁴。

中央銀行の負債は、基本的に「(現金)紙幣」(＝銀行券発行高)と民間銀行が中央銀行に保有する「準備預金」(＝当座預金残高)から成る。これは、中央銀行が民間銀行等に対して供給する「通貨量」を意味する。なお、この二つに政府発行の「(現金)硬貨」(＝貨幣流通高)を加えたものが「マネタリーベース」である。つまり、量的な緩和という中央銀行の負債規模拡大政策は、中央銀行が供給する通貨量を増加させることを意味する⁴⁵。これらの資金(中央銀行の準備預金等)には、基本的に金利はゼロ%か市場より低利でしかないので、民間銀行はより収益が得られる資産や貸出しに運用をシフトさせるだろうという前述のポートフォリオ・リバランス効果を期待する。このほか、巨額の資金供給量は早急に規模を縮小できないため、早期の緩和解除はないという予想を市場や人々に与えることで他の緩和策を補強する効果⁴⁶や人々の予想インフレ率を引き下げる効果(これにより実質金利が引き下がり経済が刺激される⁴⁷)も期待されている。2001年に導入した日銀の量的緩和政策は、ここで整理した狭義の量的な緩和であり、中央銀行としては初めて負債側の準備預金(日銀当預)残高をターゲットとした政策である⁴⁸。

⁴⁴ ②の政策において中央銀行が民間銀行から特定資産を購入すれば、付随的な効果として準備預金を増加させて中央銀行の負債を膨らませることになる。このため、純粋に量的な緩和の効果を考える場合には、②による効果と区別するため、通常金融政策で用いられる短期的な資金供給オペという伝統的な手段を用いるものと整理することが望ましい。

⁴⁵ なお、マネタリーベースのうち、現金通貨(＝紙幣＋硬貨)の流通高は民間部門の現金需要に依存するため、金融政策によって直接的に操作できるのは基本的に中央銀行の準備預金である。

⁴⁶ 2013年5月に米国FRBのバーナンキ議長が議会証言においてQE3の出口戦略に関連して、金融緩和政策の転換ではなく、単にQE3の規模逡減(テーパリング:tapering)に言及しただけで市場に引締め予想が生じるなどの混乱がみられたが、この効果の裏返しとみることができる。

⁴⁷ 金利には「名目金利＝実質金利＋予想インフレ率」が成立しており、名目金利がゼロでも予想インフレ率を引き上げれば、実質金利を引き下げることができると考えているものである。一方、実質金利は自然利子率とも言われ経済成長力(＝潜在成長率)から決まってくる考え方もあり議論が分かれている。

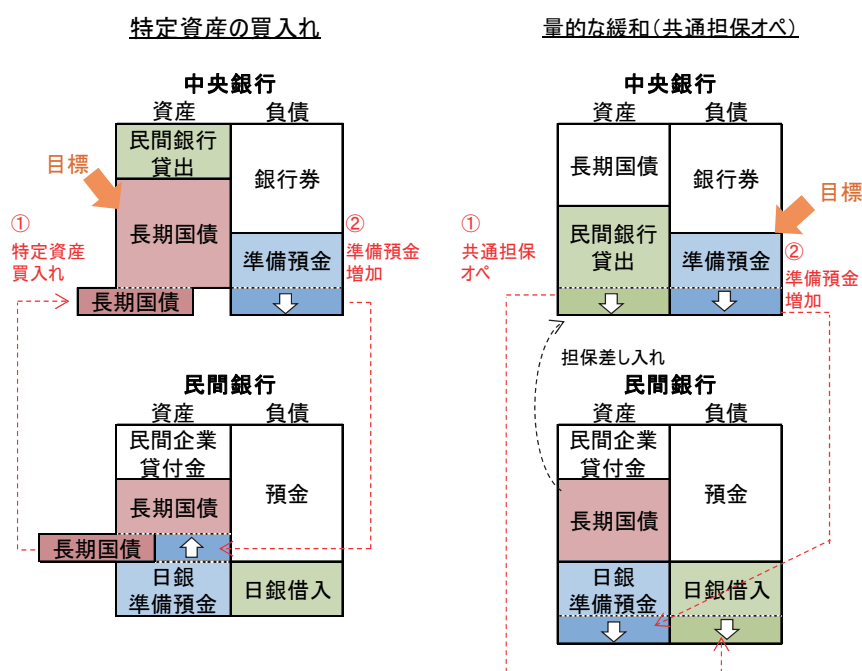
⁴⁸ 本目標達成のために実施したオペは、基本的には手形や国債等を担保として金融機関に資金を貸し出す短期の資金供給オペである。ただし、オペの札割れ(応札の不足)から、徐々にオペを長めの期間に設定するほか、成長通貨供給目的の長期国債買入れオペ(②の特定資産買入れとは形式上区別されるが、金額が大きくなると実質上の効果は同じ)の金額を増加させたことから、その性格は②に近いものとなっていったことは否定できない。

補論4 ゼロ金利下の金融緩和による中央・民間銀行のバランスシートの変化

ゼロ金利下の金融緩和政策のうち、②の特定資産の買入れと③の量的な緩和は、ともに中央銀行のバランスシートを拡大する形で実施される。ここでは中央銀行と民間銀行のバランスシートを基に両者の異同を整理する。

補論4図表は、中央銀行オペによる中央銀行と民間銀行のバランスシートの変化をイメージしたものである。中央銀行のバランスシートの負債にある「銀行券」と「準備預金⁴⁹」に、「硬貨（コイン）」を加えたものがマネタリーベースと呼ばれるものになる。これらは保有していても基本的には金利は付かないものである（ただし、準備預金のうち必要超過部分に対して市場より低い金利が付されるのが最近の傾向である）。

補論4図表 特定資産の買入れと量的な緩和（イメージ）



(注) 単純化のため、表示以外の資産・負債と資本は省略した。

(出所) 筆者作成

⁴⁹ 準備預金は、日銀が民間銀行に対して提供する当座預金口座であり、金融政策で日銀が民間銀行に資金供給を行うときの振り込み先であるほか、市中銀行間の資金決済や市中銀行が民間企業に支払う現金通貨の支払準備や、準備預金制度が適用される市中銀行の法定準備預金として利用される。通常、準備預金は金利が付かない（超過準備部分は低利）ため民間銀行はできるだけ残高を必要最小限に抑制しようとする行動するが、ゼロ金利政策で市場金利が著しく低下すると準備預金と他の金融資産との区別がなくなるので、法定準備金を超過する必要以上の預金（超過準備額）を残置するようになる（いわゆる「ブタ積み」）。量的な緩和は、この超過額をさらに増加させることを目標とする。

まず、「特定資産の買入れ」は、長期国債の買入れ目標水準が設定されると、この目標達成のために、中央銀行は民間銀行から長期国債を買い入れ、その対価は民間銀行の準備預金に振り込まれることで資金決済される。これにより中央銀行の保有する長期国債残高は増加して目標水準を達成するが、付随的な効果として中央銀行の負債である準備預金も増加する。民間銀行側から見ると、自身の資産に計上される長期国債と日銀準備預金が振り替わっただけになる。

次に、「量的な緩和」（短期の資金供給－共通担保オペによる狭義の量的緩和）は、準備預金の残高目標水準が設定されると、この目標達成のために、中央銀行は共通担保オペで民間銀行に短期資金を貸し出し、その金額は民間銀行の準備預金に振り込まれる。これにより中央銀行の負債側の準備預金が増加するが、同時に資産側の民間銀行貸出しも増加する。民間銀行側から見ると、自身の日銀準備預金と日銀借入金が増加することになる。

特定資産の買入れは、中央銀行が長期国債を買い入れることで国債の価格上昇（＝中長期金利低下）というマクロ的な効果を目指したものである点において量的緩和と違いがあるものの、バランスシートの観点から見ると、いずれの政策も中央銀行のバランスシートが両建てで拡大し、民間銀行は資産である中央銀行の準備預金が増加する点では同じである（特定資産買入れでは民間銀行のバランスシートは拡大しない）。なお、以上が金融政策による資金供給の仕組みである。このように金融政策の実際は、中央銀行が民間銀行に資金を供給するという狭い範囲での政策でしかない。大量に供給された資金をどのように活用するのかが結局民間サイド次第ということになる。これを具体的にみよう。

大量に供給された準備預金は、民間銀行の資産なので、その活用は民間銀行の判断に委ねられることになる。金利がプラスの環境であれば、金融緩和で拡大した準備預金をそのまま置いておくこと逆ざやが発生するので（準備預金金利＜市場運用金利）、民間銀行は貸出などの運用を増やす行動に出るだろう。これがポートフォリオ・リバランス効果である。一方、ゼロ金利下では、準備預金のままで置いておいても他の運用にまわしても基本的に運用利回りに変わりがないので（準備預金金利＝市場運用金利）、特段の投融資の機会がなければ、そのまま存置したものとなりやすい。

このようにゼロ金利下で量的に積み上がった準備預金は、自動的に実体経済に回ることはないことから、いかに他の資産運用に振り向かせるかの仕掛けや環境作りが求められることになろう。

補論5 量的な緩和政策の規模の比較

今回の異次元緩和政策の規模を過去の政策と確認する。今回の政策では、マネタリーベースを年間60～70兆円相当ペースで増加させ、2年間で2倍に拡大(130兆円の拡大)することを目標としている。かつての緩和政策と比較するならば(補論5図表1)、量的緩和政策では日銀当座預金残高を導入時の「5兆円」から「30～35兆円」まで3年かけて30兆円拡大させたことと比べるとマネタリーベース供給の拡大ペースは非常に早くかつ大きい。仮に名目GDPが3%成長と仮定して計算しても、2年後にはマネタリーベース(対名目GDP比)は50%を超えるかつてない規模になる(補論5図表2)。

補論5図表1 量的・質的緩和と過去の緩和策との目標水準の比較

		従前	量的緩和政策期	包括的緩和政策期		量的・質的緩和政策期
			(2001年3月～2006年3月)	(2010年10月～2013年4月)		(2013年4月～)
量的緩和	目標水準	—	日銀当座預金 30～35兆円	—	—	マネタリーベース 270兆円 (うち日銀当預175兆円) (2014年12月末)
	拡大ペース	—	3年間で 約30兆円	—	—	2年間で 130兆円 (うち日銀当預128兆円) 年間60～70兆円
長期国債 買入れ	目標水準	—	実績額(最大) 67.2兆円 (2004年8月末)	実績額(除く基金) 63.2兆円 (2013年3月末)	44兆円 (2013年12月末まで)	190兆円 (2014年12月末)
	買入れ額	月額 0.4兆円 年額 4.8兆円	月額 1.2兆円 年額 14.4兆円	月額 1.8兆円 年額 21.6兆円	月額 2.0兆円 年額 24.0兆円 (2014年1月以降)	月額 7.0兆円 年額 90.0兆円

(注1) 長期国債買入のうち、従前、量的緩和政策と包括的緩和政策のうち国債買入れオペは、成長通貨供給を目的とする伝統的な長期国債買入れオペである。

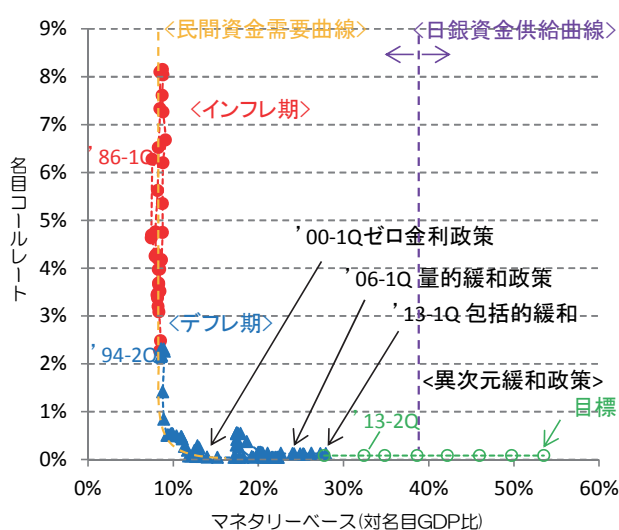
(注2) 量的・質的緩和政策の長期国債買入れの目標水準を、2012年末時点の89兆円から2年後の2014年末に「2倍」(190兆円程度)にまで拡大し差し引き100兆円程度(毎年50兆円程度)増加させるものであるが、日銀が買入れ後に保有する国債の償還による減少も踏まえるとグロスでは月額7兆円強(毎年90兆円程度)のペースで国債を買い入れる必要がある。

(注3) 包括的緩和政策の買入れ基金における長期国債買入れ目標は、2013年末までは長期国債買入れ目標水準(44兆円)であったが、2014年初からは長期国債を毎月2兆円買入れるものに変更された(「期限を定めない資産買入れ方式」2013年1月22日)。なお、2013年末までの長期国債買入れ額はその都度通知されたことから月によって0.1～2.9兆円の幅がある(2012年中は平均で月額約1.9兆円の買入れ)。

(出所) 各種資料を基に筆者作成

また、長期国債買入れの規模をみると、2012年12月末時点では89兆円⁵⁰であったものを2年後の2014年末には190兆円程度にまで拡大し、差し引き100兆円程度（毎年50兆円程度）増加させるとしている。これはあくまでネットの数字であり、買入れた国債の償還も踏まえるとグロスでは月額7兆円強（毎年90兆円程度）のペースで国債を買入れることになる。直前の包括緩和でのグロスの買入れは、月額3.8兆円程度（=1.8兆円+2.0兆円。年間45.6兆円程度）であったことと比べると、このときの約2倍に相当する規模ということになる。

補論5 図表2 政策金利とマネタリーベースの推移



(注1) 政策金利(名目コールレート)とマネタリーベース(対GDP比。以下同じ。)をプロットした。数値は四半期。本図表は民間銀行の資金需要曲線と日銀の資金供給曲線の関係を意味する。なお、日銀はマネタリーベースの独占的な供給主体であるため、基本的には自由にその量を調整できるため垂直の曲線になる。

(注2) 先行きのマネタリーベースの想定(緑部分)は、足元から日銀の目標値まで線形補完、名目GDPは年率平均3%成長と仮定して計算した。

(注3) マネタリーベースの水準をみると、過去のインフレ期における通常の金融政策が実施されていた時には8%前後であったが、ゼロ金利政策時に約13%、量的緩和時に約22%、包括的緩和時に約28%まで拡大しており、すでに大量の資金供給がされていることが分かる。また、政策金利がゼロ%となったのは、マネタリーベースが12%を超過したところであり、ここから右方向は「流動性の罠」の存在を示唆していると考えられる。

(出所) 日本銀行「マネタリーベース」から作成

⁵⁰ 量的・質的緩和の実施直前の2013年3月末では91.3兆円。

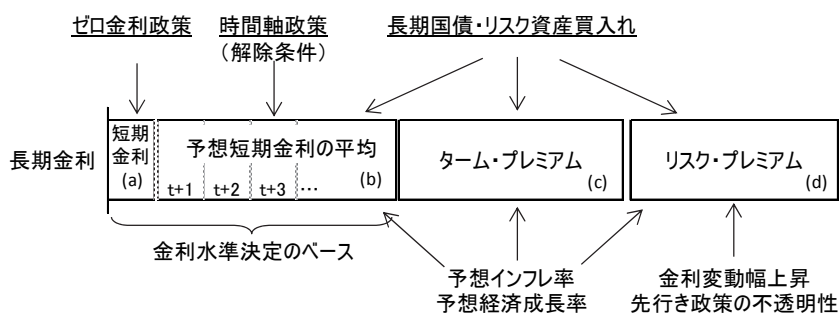
補論6 名目長期金利の決定要因分解

名目長期金利は実際には多くの要因が絡んで決まるものであるが、これを簡単な枠組みで示すと次のとおりとなると考えられている。

補論6図表のように名目長期金利の決定要素を単純化した場合、まず、金利水準決定のベースとなるのは、(a)現在の短期金利（政策金利）と、(b)市場が予想する将来の短期金利（政策金利）の平均の合計である。これは長い期間の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理論上同じになるためである。ここで(b)の予想する将来の短期金利とは、市場参加者が将来の経済情勢を予測し、中央銀行から発信される情報を基にその行動を予想しながら、先行きの短期金利水準を予想しているものを指す。仮に、現在の政策金利が変化すると、市場参加者は将来の政策金利の予想水準を変化させることになり、上述の理由から、長い期間の金利水準が変化することになる。

そして、この金利水準決定のベースの上に、期間が長くなればそれだけ予想した将来の動向の不確実性が高くなることの見合いとして(c)ターム・プレミアムが乗せられるとともに、信用リスクなど各資産固有の(d)リスク・プレミアムが上乘せられて、最終的に長期金利が形成されると考えられている。

補論6図表 名目長期金利の決定要素（イメージ図）



(注) ここでは長期金利は短期金利との対比で便宜上用いた概念的なものとし、課税や利子の再投資は省略した。リスク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の比較で上乘せ分をリスク・プレミアムと表現した。

(出所) 各種資料から筆者作成

この枠組みを基にして非伝統的な金融政策の効果を考えるならば、ゼロ金利政策は(a)の現在の政策金利を引き下げるとともに、時間軸政策は(b)将来の政策金利を引き下げて金利水準決定のベースを低下させるものと整理できる。また、特定資産の買入れは、当該資産の需給環境を逼迫させて資産価格を上昇さ

せ、(c)や(d)のプレミアムを低下させるものと整理することができるだろう。

また、この枠組みを用いて、人々の予想インフレ率上昇、予想経済成長率(実質金利)上昇の影響を整理するならば、ゼロ金利と時間軸政策を前提とすると、主にターム・プレミアムの上昇として現れることになると考えられる。これは経済成長に伴ういわゆる「よい金利上昇」に該当する。金融緩和をしても長期金利が上昇する一つの理由である。この金利上昇に対しては、金融政策によって上昇を抑えることは相応しくないだろう(これを抑制することは「金融抑圧」と呼ばれる)。一方、金融政策などの政策の先行きが不透明になったり、各資産の変動幅(ボラティリティ)が高まったりした場合は、主にリスク・プレミアムの上昇として現れると考えられる。

なお、以上はあくまで理論的な整理であり、実際に観察される金利の要因分解はほとんど不可能である。このため様々な経済指標を参照しつつ、金利水準の決定要因を丁寧に分析していくことが必要となってくる。

【参考文献】

- Ben S. Bernanke & Vincent R. Reinhart, “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, May 2004.
- Kenneth N. Kuttner and Patricia C. Mosser, “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions”, *FRBNY Economic Policy Review*, May 2002.
- Michael Woodford, “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound,” Presented at “The Changing Policy Landscape,” 2012 FRB Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, WY, September 2012.
- Paul Krugman, “It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1998:2, 137-187 (ポール・クルーグマン「復活だあつ！日本の不況と流動性トラップの逆襲」山形浩生訳)
- 池尾和人『現在の金融入門【新版】』ちくま新書、2010年2月
- 岩田規久夫・浜田宏一・原田泰編著『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社、2013年3月
- 植田和男『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社、2005年12月
———「非伝統的金融政策の有効性：日本銀行の経験」(CARF ワーキングペーパー CARF-J-079)、東京大学金融教育研究センター、2012年1月
- 梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社、2013年3月
- 翁邦雄『日本銀行』ちくま新書、2013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
- 西田安範編著「第18章 金融政策」『図説 日本の財政 平成24年版』東洋経済新報社、2012年9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
- 日本銀行金融市場局「2012年度の金融市場調節」2013年5月
- 根本雅士『デフレ下の金融・財政・為替政策』岩波書店、2011年12月
- 林伴子「第7章 世界金融・経済危機における各国の政策とその効果」植田和男編著『世界金融・経済危機の全貌』慶應義塾大学出版会、2010年11月
- 深尾光洋「中央銀行のリスク負担力」(深尾光洋の金融経済を読み解く)日本経済研究センター、2013年5月 <<http://www.jcer.or.jp/column/fukao/index490.html>>
- 福田慎一・照山博司『マクロ経済学・入門[第4版]』有斐閣、2011年4月
- 吉川洋『デフレーション』日本経済新聞出版社、2013年1月
- 渡辺努「金融政策」池尾和人編『入門 金融論』ダイヤモンド社、2004年7月

(内線 75043)