

「量的・質的金融緩和の効果とこれからの課題」

調査情報担当室

2014年10月27日、「量的・質的金融緩和の効果とこれからの課題」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する¹。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点の情報に基づくものであり、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。



基調講演

左三川 郁子 氏（日本経済研究センター主任研究員）

コーディネーター 兼 コメントーター

後藤 康雄 氏（三菱総合研究所主席研究員、企画調整室客員調査員）

○後藤氏（以下、敬称略） 三菱総合研究所の後藤でございます。本日のテーマである量的・質的金融緩和（以下「QQE」という。）は、導入当初から大変

¹ なお、日本銀行は本講演から4日後の2014年10月31日、量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和）を決定した。

重要なテーマでした。特に、アベノミクスが導入されて2年が経過しつつあり、そろそろ三本目の矢の効果も含めて総合的に評価がされつつある局面の中で、一本目の矢と言われておりました金融緩和の現状と今後の動向につきましては、マーケット関係者のみならず多くの人が固唾を呑んで見守っているところだと思います。アベノミクス全体もさることながら、まずは一本目の矢であるQQEが当初、黒田日銀が宣言したような効果を果たして発揮しているのかという点について、総括評価を行うということは、大変時宜にかなったテーマであると思っております。

それでは、左三川先生、よろしくお願いいたします。

○左三川 日本経済研究センターの左三川と申します。本日は貴重なお時間を頂戴しまして、ありがとうございます。

本日の話は、2013年夏頃から2014年6月までに、日本銀行の量的・質的金融緩和政策について分析した内容が中心になりますが、その後の状況を踏まえたときにシミュレーション結果がどのように変わるかという点についても再計算してきましたので、その結果とそこから得られるインプリケーションなどもお話したいと思います。



左三川 郁子 日本経済研究センター主任研究員

1. QQEの概要

(1) QQEの概要

まずは、QQEの概要につきまして、簡単に御説明申し上げます。QQEは、CPIインフレ率を2年で2%に、マネタリーベースを2年間で2倍に、そして長期国債保有額と平均残存期間を2年間で2倍以上にするというもので、数字の2が並んでいました。QQEの波及経路としましては三点あり、長めの金利や資産価格のプレミアムへの働き掛け、リスク資産運用や貸出しを増やすポートフォリオ・リバランス効果、期待の抜本的転換というものでした。

ここでQQEの政策効果について少し先取りしてお話をさせていただきますと、波及経路のうち最初の二点につきましては、一定の効果が見られ始めているという印象ですが、三つ目の期待につきましては、期待インフレ率の推移に

示されるように、抜本的転換はまだ起きてはいないのではないかという結論です。

（２）量・質ともに次元の違う金融緩和

ここで、実際のＱＱＥの実施状況を確認していきたいと思います。また、そもそもこの量的・質的金融緩和（ＱＱＥ）というネーミングはどこから来ているのかという点についても確認したいと思います。

まず、「量的」の部分のネーミングにつきましては、一つは金融調節の操作目標を無担保コールレートからベースマネーに変更し、ベースマネーが年間約 60 ～70 兆円増えるように金融調節を実施するという金額の意味で量的です。もう一つは、ベースマネーと長期国債とＥＴＦの保有額をそれぞれ２年間で２倍に増やすという２倍というところで量的です。

他方、「質的」な部分のネーミングにつきましては、長期国債の平均残存年数を従来の３年弱から７年程度まで２倍以上に拡張するということです。ここでも２という数字が出ていますが、この平均残存期間を２倍以上にするという点で、質的な量的金融緩和と言われております。

なお、この質的な部分である平均残存期間を２倍以上にする点ですが、ストックベースなのかフローベースなのかという点が分かりませんでした。日銀に確認したところ、フローベースであるということでした。

言い替えますと、量的・質的金融緩和の「量的」な部分はストックベース、つまりベースマネーや長期国債などの残高が２年間で２倍にすると打ち出しているのですが、「質的」な部分はフローベース、つまり毎月購入する長期国債の平均残存年数を２倍にすることであるようです。

このＱＱＥが導入されたことにより、日銀の長期国債とベースマネーの残高は、急激に増えています。ＱＱＥが実施される前の 2012 年末と現在を比較してみますと、ベースマネーは、2012 年末の 138 兆円から 2014 年 9 月末で 253 兆円になっており、急激に増えているのがわかります。長期国債の残高についても、2012 年末～2014 年 9 月末の 1 年 9 か月の間に、89 兆円から 180 兆円にまで増えていまして、このままのペースで日銀が長期国債を買い入れてベースマネーを供給していけば、目標額であるベースマネー 270 兆円と長期国債 190 兆円に到達すると見ております。したがって、日銀のバランスシートも年末までには２倍に拡大するだろうと思っています。日銀のバランスシートの内訳で 2014 年 9 月末時点の数字を見る限りは、このまま行けば 2014 年末には目標値に到達するであろうという印象を持っております。

（３）ＱＱＥ導入から１年半

次に、日銀がどの程度のペースで長期国債を買っているかという点を見ますと、2013年4月にＱＱＥを導入して以降、償還等を調整して計算したグロスベースでは、平均で毎月6.9兆円程度の長期国債を市場から買い入れています。この金額は、ＱＱＥ導入前と比べると、倍以上になっているようです。また、ＱＱＥの下で日銀は、残存期間が20年超、30年超といった超長期の国債も買い入れています。

買い入れた長期国債の平均残存年数につきましては、ＱＱＥ実施前の2013年3月末時点で3年程度でしたが、ＱＱＥ導入後は平均で7.2年程度まで伸びており、量的・質的金融緩和の「質的」な部分についても、確かに満たして実施されていることが確認できます。

したがって、長期国債の買入れについては質・量ともに2倍となっていることが分かります。ただ、日銀では、2013年は9か月間で50兆円の長期国債を買い入れる必要があったのですが、2014年は12か月間で50兆円を増やせば良いことになりますので、2014年に入ってから毎月の買入れ額が少し減ってきていることも確認できています。

より詳しく見ますと、ＱＱＥが実施された2013年の春頃から秋頃にかけて、——夏は少し落ちていますが——毎月7兆円を上回るペースで買入れが進んでいましたが、2014年に入り、少し金額が少なくなっており、直近の2014年9月では6兆円を下回っています。2013年の暮れ頃には、こうした状況を「日銀版のテーパリングではないのか」と指摘する声も聞かれましたが、この点につきましては、50兆円増やすことが目標ですので、そこに到達するまでの弾力的な運用の範囲と見ております。

（４）長期国債買い入れの運営方針

日銀が公表している長期国債の買入れの運営方針を見ますと、確かにこの中では少し買入れ額が落ちています。

つまり、日銀は、ＱＱＥに基づいて2013年5月30日に長期国債買い入れの運営方針を発表しましたが、1年経った2014年5月29日と6月18日に順次新たな運営方針を発表しています。このうち、残存期間1年以下の長期国債につきましては、2013年5月の当初の運営方針では買入れ金額の下限は2,200億円程度としていたのですが、2014年5月に下限は変わらずに2,200～4,000億円程度と上限の幅を広げています。さらに、2014年6月にも上限の金額を広げて、毎月2,200～5,000億円程度の幅で買い入れることになってきています。つまり、

2013 年 5 月と比べますと、残存期間が短い長期国債の買入れ額は増えていると想像されます。

もう一点、残存期間が 10 年超の長期国債につきましては、2013 年 5 月の当初の運営方針では毎月 1 兆～1 兆 5,000 億円程度買い入れるとしていましたが、2014 年 5 月には、下限を 2,500 億円引き下げるとともに、上限も 2,500 億円引き上げています。2014 年 6 月には、下限をさらに 1,000 億円引き下げており、毎月 6,500 億円～1 兆 7,500 億円程度の幅で買い入れるようにと変わっています。範囲が広いことから、実際の買入れ額は下振れ・上振れのいずれの場合もありますが、毎月最低でもこのくらいは買いますという最低買入額を見ると、下の方にシフトしています（7 兆円→6.7 兆円）。もっと分かりやすいのは、残存期間が 1 年以下の長期国債は、買入れ額の幅がかなり上方に拡大されており、大幅な買い増しが可能になったと考えられます。

これらの点からの市場へのインプリケーションとしましては、先週も短期国債の入札でマイナス金利が付いたというニュースがありましたが、日銀は、2014 年の年末にかけて、恐らく残存期間の長い長期国債よりは短いものを中心に買うのではないかという観測が広がっており、残存期間の短い長期国債へのニーズが強まってきているのではないかという印象を持っております。

このことを理解した上で、もう一度毎月の購入額を見ますと、確かに新しい運営方針が出された 2014 年 6 月、7 月頃につきましては、残存期間の長い国債の買入れが少しずつ減ってきています。特に、残存期間の 7 年超 10 年以下の国債の購入額が少し落ちてきた感じがします。これに対し、恐らく今後は短期のゾーンの購入が増えていくと考えられます。

このように、長期国債の買入れの運営方針では、中期ゾーンの長期国債や、変動利付債、物価連動国債につきましては変更がありませんでしたが、残存期間が 1 年以下の短期の部分と、10 年超の長期の部分で少し変化が起きています。

この運営方針の変化の理由は、一つは、日銀の保有国債、つまりストックベースの残存年数が長期化していることです。日銀が当初の買入れ方針のとおりに残存期間の長い国債を買っていきまると、恐らく見通しよりも早い時期に長期国債の保有残高が目標に到達し、フローベースの購入額が減ると考えられますので、日銀は買い入れる対象の長期国債を残存期間の短いものへシフトしてきているのではないかと見ています。

もう一つは、過去との比較ですが、かつて量的緩和が実施されていた時期や包括的金融緩和政策が実施されていた時期を見ますと、当時の日銀は残存期間の短い国債を中心に買い入れていたことが分かっています。過去の 2 回の量的

緩和政策の下では、残存期間の長い国債を買ってしまうとバランスシートから落とすことが厳しくなるため、恐らく出口を意識して、短いものを中心に買っていたのではないかと考えられます。今回は、正に残存期間の長いものを買っているという意味で「異次元」の緩和ではあるのですが、足下につきましては、まずは年末までに目標値を達成させるために残存期間の短いもので調整することであり、黒田総裁の発言などを聞く限りでは、まだ出口について特段何も言っていないので、買入れの運営方針の変更が出口を意識したものであるかどうかという点は分かりかねるところです。

（５）ゼロ金利制約下での金融緩和策

フォワード・ガイダンスについて、少しだけご紹介したいと思います。QEとかQQEについて理解するときには、量的緩和（国債の買入れ）とフォワード・ガイダンスのペアワイズで考えるのが一般的です。実際、アメリカ、イギリス、欧州でもこのフォワード・ガイダンスは採られています。簡単に整理しますと、量的緩和は大規模な資産購入、日本で言えば長期国債の買入れであるのに対して、フォワード・ガイダンスは政策金利の将来パスについて中央銀行が示唆するものです。「口先介入」などという分かりやすい表現を使われる方もいますが、以前は「時間軸政策」と呼ばれていた政策です。名目長期金利を予想短期金利の平均とターム・プレミアムに分解すると、量的緩和はターム・プレミアム——金利リスクや流動性リスクなど——を潰す方向で働くのに対し、フォワード・ガイダンス、つまり将来の政策金利について中央銀行がコミットメントしたときには、予想短期金利に働きかけることがいくつかの実証研究で示されています。

この結果、何が起こるかという点、量的緩和が進むとまず資産価格が上昇するのに対して、フォワード・ガイダンスの場合には予想短期金利を通じて実体経済に波及していきます。この意味で、量的緩和とフォワード・ガイダンスは同じ時期に実施されることが多いのですが、その波及経路や効果は異なるということをつけ加えておきたいと思います。

現在は、QQEの下で、長期国債が大規模に購入されているのですが、これが少しずつ資産価格に波及してきたように思います。しかし、一方のフォワード・ガイダンスが予想短期金利を通じて実体経済に波及しているかというと、ここは期待の転換という点がネックになっており、効果が現れるまでにはもう少し時間がかかるのではないかと考えております。

フォワード・ガイダンスは、1999年の「時間軸政策」と呼ばれるものが始ま

りでした。当時、時間軸政策は英語でフォワード・ガイダンスと訳されていませんでした。黒田総裁は3月にLSEが主催したコンファレンスで、「もし、1999年に導入したゼロ金利政策の継続期間のコミットメントに、『フォワード・ガイダンス』という人目を引くような名前を付けていれば、日本銀行は発明者の榮譽を得られていたかも知れない」と語ったそうです。日銀が世界で最初にフォワード・ガイダンスを導入した中央銀行であることに違いはないのですが、フォワード・ガイダンスとして広く知られるようになったのはもう少し後、欧米の中央銀行がリーマン・ショック後にその名前を使うようになってからでした。最近では日銀も、他国の中央銀行に倣ってフォワード・ガイダンスという言葉で議論しているようです。

2. QQEの効果

(1) 異次元緩和で何が起きたか

QQEの効果につきまして、まず異次元緩和が実施された後、どのような変化が見られたかという点を確認したいと思います。

第一に、実質実効為替レートにつきましては、アベノミクスの全容が明らかになってきた2012年の秋頃から円安傾向が進み、2014年9月時点では74.8と、1982年11月以来の水準まで下がっています。これだけ実質実効為替レートが下がっているのに、なぜ輸出が伸びてこないのかという点につきましては、交易条件の悪化を指摘する専門家が多いようですが、ここでは円安が進んで実効レートで見ても30年ぶりの円安水準まで落ちてきていることを確認したいと思います。

第二に、長期金利（10年物新発国債の流通利回り）を見ますと、株価や為替レートと同様に、野田前総理が衆議院解散を表明した頃から大きく動き始めています。長期金利はアベノミクスの概要が明らかになってきた頃に大きく下げ、ボトムはQQEが導入された直後の2013年春でしたが、その後FRBのバーナンキ前議長がテーパリングを示唆する発言をしたこともあり、長期金利が大きく振れました。一つはアメリカの影響もありましたし、もう一つはマーケットがQQEの影響をどのように消化してよいのか、まだよく分からなかったためではないかと言われています。このようなことから長期金利は一時的に1%まで跳ねてしまったのですが、その後はなだらかに低下しており、最近では0.470%と再び0.5%を割り込む水準にまで下がってきています。なお、短期国債についても、先週の入札で平均落札金利がマイナスになるという現象も確認されており、かなり金利が下がってきていることが分かっております。

第三に、イールドカーブについて確認すると、日銀が購入している1年物から40年物までのレンジのイールドカーブは、QQEを実施した直後の2013年4月とその前月である3月とを比べますと、QQE実施直後のイールドカーブは特に20年から40年といった長い期間ところでかなり低下していました。その後、先ほどのバーナンキ発言等々もあり、5月は一旦イールドカーブ全体が上がってしまうという状況に陥り、7月には一番上に振れました。現在は、30年、40年のゾーンでまだ少し下げ渋っていますが、QQE実施前や実施直後に比べて、イールドカーブ全体が下がってきたと見ています。

なお、これに関連して少し黒田総裁の面白い発言がありました。2014年7月15日の記者会見で、「日銀が年間50兆円に相当する国債を短期から長期まで含めて買い入れるという形で、ターム・プレミアムを潰している」という発言をしています。一方、フォワード・ガイダンスを通じて予想短期金利に働き掛けているという内容の発言は、これまでのところありません。

第四に、QQEが株価と私たちが普段目にする名目の為替レートに与えた影響を見たいと思います。日経平均株価は、野田前総理が解散を表明した頃から急激に上昇を始めており、2013年5月頃までじりじりと上昇を続けていました。その後は一進一退だったのですが、またここに来て10月24日時点で15,291円と、2012年の9,000円台から比べて随分水準が切り上がったという印象を持っています。

名目為替レートも同様で、2012年11月には80円を切るような円高水準にあったのですが、108円まで円安が進んでいます。こちらも円安が大幅に進んだのは2012年の終わり頃でしたが、その後もじりじりと水準を切り下げて、108円台まで円安が進んだことが確認できます。

第五に、国債市場で日銀が最大のプレーヤーになるという現象が確認できます。資金循環統計で長期国債の売買額の推移を見ますと、QQEが導入された2013年4～6月期には、日銀の購入額が大きく伸びる一方、国内銀行の売却額が20兆円程度まで増えており、このときに国内銀行から日銀への売却が進んだことが分かっています。ちなみに、日銀が量的緩和政策を実施した2001年4～6月期にもこのパターンが確認されており、日銀が国内銀行から国債を買う様子が目立っていました。なお、日銀は、2013年春以降も継続して長期国債を購入していますが、資金循環統計を見る限り、売り手は国内銀行でなくなっているようで、色々な業態の機関が日銀に売却していることが想像できます。

また、長期国債の保有残高につきましても、日銀は急速に伸ばしており、ストックの面でも日銀が最大のプレーヤーになっています。毎月7兆円前後の国

債を買い続けている結果、全体の残高が急激に増えているのは当然ですが、日銀が保有する長期国債残高の構成比を残存年数別に見ますと、今回の異次元緩和は、残存期間の短い長期国債ではなく長いものを買うのが一つの特徴とされています。短期で回しているなら、償還を迎えて残高の伸びはそれほど大きくない場合があるのですが、今回の異次元緩和導入以降は残存期間が長めの国債がバランスシートに載ってきていますので、償還がそれほど多くない結果、ここまで残高が積み上がったことが分かっています。

また、日銀が保有する長期国債の平均残存年数については、QQEが実施される前には3.7年程度でしたが、2014年9月末では5.9年と、6年弱にまで伸びています。過去の量的緩和や包括的緩和政策のときには、緩和と言いながら、長期国債の買入れ対象は実は残存期間の短いものが中心だったために、量的緩和の解除後に平均残存年数が伸びるという逆転の現象が観察されました。過去2回の量的緩和局面とは対照的に、QQEの下では長期国債の平均残存年数が急激に伸びています。ストックベースでの残存年数がQQEの実施前と比べて2倍以上になることは難しそうですが、今回のQQEが「異次元緩和」と呼ばれる理由はこうした点にもあると思っています。

（２）期待のマネジメント

QQEのもう一つの効果として、先ほど少し今一つではないかとお伝えした期待のマネジメントがあります。実質金利を下げるためには、QQEで名目金利の長いところを中心に下げたおいて、他方で予想インフレ率を引き上げなければいけないわけですが、この予想インフレ率の引上げがまだ十分にできていないという感じがしています。

と言いますのは、当センターの短期経済予測班が2014年8月に公表した予測では、消費税率の影響を排除したCPIコア・インフレ率の見通しは、2014年度が1.0%、2015年度は0.9%となっています。日銀の見通しでは、2014年7月の展望レポートの中間評価では、消費税率の影響を除くと2014年度は1.3%、2015年度は1.9%とほぼ2%となっており、また2016年度については2%超えを予想しています。また、当センターが集計している「ESPフォーキャスト」の民間エコノミスト約40名の平均的な予測値を見ますと、2014年度は1.2%、2015年度は1.2%、2016年度は1.3%となっていて、消費税率引き上げの影響を除きますと、CPIコア上昇率が2%に到達するというのは中々厳しいと見えています。

また、マーケットで取引されている物価連動国債から計算されるブレイク・

イーブン・インフレ率（B E I）から期待インフレ率を抽出することができるのですが、これをC P Iベースに読み替えて、市場が織り込んでいるC P Iのコア・インフレ率を計算すると、2017年度の期待インフレ率は、Q Q E導入直後よりも現在の方が低くなっています。このような点からも、期待のマネジメントというのは中々難しい状況にあると思います。

3. Q Q Eの課題

（1）財政ファイナンスと国債の流動性

Q Q Eの課題に話を移していきたいと思うのですが、まず財政ファイナンスと国債の流動性という二つの点をお話します。

かつて日銀は、長期国債の保有額の上限を日銀券発行残高までとするルールを設けていましたが、Q Q E導入によってこの銀行券ルールは一時的に停止している状況にあります。したがって、日銀は銀行券の多寡に関係なく長期国債の保有額を増やすことができるようになっているのですが、だからこそ日銀の国債買入れが国債価格の維持や政府債務のマネタイゼーションを目的にしたものではないということを明確にして、金融政策の信認を確保し続けなければいけないのではないかと思います。

また、国債市場で日銀が最大のプレーヤーであるとお伝えしましたが、これはよく「池の中の鯨」と例えられます。国債市場という小さな池で大きな鯨が飛び跳ねているような状況に陥っており、その結果、例えば日銀が将来国債を売ることを少しでも示唆しようものならば、金利が高騰してしまうリスクがあることが指摘されています。

また、そもそも流通市場での国債の売買高が減ってきているという問題もあります。2013年度の国債の売買高は、前年比で2割ほど落ち込んでしまいました。この背景には、金利が低い水準にあるため、積極的に売買を行ってもあまり利益が得られないという銀行の判断もあると思うのですが、日銀が市場からかなりの長期国債を買っていますので、流通市場で売買するよりも、日銀に売ってしまうことから商いが減っているのではないかという見方もあります。このような状態が続きますと、民間の銀行の利益を圧迫することになるのではないかと見ています。そもそも超低金利の時代が長くなり、銀行の預貸利鞘が縮小して本業が苦しい状況にある中で、国債の売買益も得られなくなってしまうと、銀行が今後利益を上げていくのは厳しいと見ています。

（2）国債購入ルールの撤廃と流動性

日銀が掲げているもう一つのルールとして国債の購入ルールと呼ばれているものがあります。かつては、新発国債は発行後1年が経っていなければ国債マーケットから買うことはできないというルールが設けられていたのですが、QEの実施によってこの国債の購入ルールが全て撤廃され、どのような国債でも買って良いとルールが変更されているのです。その結果、新たに発行されたばかりの国債が日銀によって買われており、発行間もない国債の中には5割超を日銀が保有するケースもあります。このような状況においては、財政ファイナンスではないという説明をするのは少々難しいかも知れません。

（３）中央銀行のバランスシート

また、課題の一つとして、日銀のバランスシートが拡大し続けている点があります。日銀と各国の中央銀行のバランスシートを比較しますと、日銀のバランスシート規模は現在、GDP比で50%近くまで拡大しています。これに対して、FRBやイングランド銀行やECBのバランスシートを見ますと、そこまでの規模には拡大していません。日銀のバランスシートは、このまま行きますと2014年末には恐らくGDP比60%程度まで膨らむわけですが、将来的にこれを正常な状況に、伝統的な金融政策の時代の状態に戻すことは非常に難しくなってくるのではないかと考えています。

（４）「出口」で生じるリスク

以上のような問題意識の下で、少しシミュレーションを行いました。なお、日銀の会計は民間の銀行と少し異なる点がありますので、前提条件としてあらかじめお伝えしておきます。

第一に、日銀は買った長期国債を満期まで保有する前提で会計評価をしています。時価評価をしていません。満期まで持つことが前提ですので、仮に額面100円の国債を105円で買っていたならば、その差額分の5円を残存期間で均等に割って償却しています。これを償却原価法と呼ぶのですが、仮に金利が上昇して保有している国債の時価が下落したとしても、日銀の会計上は評価損にはならないことが会計基準上決まっています。

第二に、日銀は、超過準備（準備預金の所要準備を超える部分）については年間0.1%の金利を支払っているのですが、出口の局面では恐らくこの0.1%の金利水準を引き上げると見えていますので、将来的にこの利払い負担が日銀に重くのしかかってくる恐れがあると考えられます。

以上の点を整理しますと、日銀が保有する国債を売却することがマーケット

への影響を考えるとあまり現実的でない場合には、日銀は、バランスシートの毀損リスクを金利上昇に伴う超過準備に対する利払い負担という形で抱えていくことになります。

なお、よく誤解されがちな点として、保有長期国債が償還を迎えれば日銀のバランスシートは縮小するのかについて確認します。まず、民間の銀行から長期国債を買い入れると、日銀のバランスシート上では、左側の資産サイドでは長期国債が増え、負債サイドでは民間銀行が持っている当座預金が増えます。次に、この長期国債が満期を迎えて償還されたときには、日銀が保有する長期国債は満期を迎えるので当然バランスシートから落ちるのですが、準備預金落ちるかということそうではありません。償還自体は、政府と日銀とのやり取りになりますので、日銀のバランスシート上、右側の負債サイドの政府預金が減るだけで、当座預金は変わらないという点がポイントです。このため、出口でバランスシートをどのように小さくしていくかという点が問題になります。

(5) シミュレーション3つのシナリオ

シミュレーションにつきましては、FRBのエコノミストたちが2013年初に公表した分析手法に基づき、三つのシナリオを作成し実施しました。

第一のベースライン・シナリオは、予定どおり日銀が2015年の3月まで毎月7兆円程度の長期国債を買い入れることを前提に、4月以降はテーパリングを開始したならばどうなるかということを見ようとするものです。テーパリングの期間は、アメリカなどに倣って1年半程度という想定を置きました。また、2017年の4月からは出口に向かうという想定を置き、政策金利（超過準備に対する金利）を2.5%になるまで段階的に引き上げるとしています。

第二の金利上振れシナリオは、これは政策金利が3%まで上がったときにどうなるかということを見ています。

第三の買い入れ延長シナリオは、毎月7兆円程度の長期国債の買い入れをもう少し延長した場合、これは非常に現実的だと思いますが、緩和が少し長引いた場合に何が起きるかということを考えてみました。

(6) 出口では国庫納付金が3年間ゼロに

以上の前提で行ったシミュレーションの結果は次のとおりです。まず、長短金利の想定値を2017年4月から段階的に引き上げ、2019年度に2.5%（金利上振れシナリオは3%）と置きました。問題になるのは日銀の経常利益で、シミュレーションのいずれのケースでも3年程度は赤字になってしまうということ

が分かりました。日銀の経常利益がマイナスになるということは、日銀は、国庫への納付を3年程度停止することを余儀なくされるということです。なお、これはCPIインフレ率が日銀の見通し通り早めに2年で2%に達し、テーパリングに移行できるというかなり楽観的な見通しに基づいて計算をしております。

(7) 2年で2%に達しなかったら・・・

そこで、2年で2%のインフレ率が達成できなかった場合のシミュレーションを行うと、日銀の経常利益は更に失われてしまうという点を紹介します。なお、このシミュレーション結果は、本日の講演のために、新しく想定を見直して計算した結果です。

このシミュレーションでは、インフレ率が2年間で2%に達しないため、長期金利の想定を低めに置いています。また、将来の金利の上昇もそれ程急激にはならないとして、2%を上限としました。この場合でも、日銀の経常利益はやはり3年程度赤字になってしまうことが分かりました。問題はインフレ率が2%に達せず追加緩和として毎月7兆円国債の買入れをしばらく続けなければならない場合です。当面は長期国債を買い入れるので保有する長期国債からの利回り収入によって、利益が出ることになります。例えば、新しい金利見通しの下で買入れを半年延長すると、ピーク時の利益は1.4兆円程度、1年延長した場合には2.5兆円程度まで増えるのです。買入れを延長した方が目先の日銀の利益は膨らむのですが、その代わりに、当然のことですが、利益の落ち込みが後々深刻になってしまいます。もっとも、金利が急に上がらなければ、利益の落ち込みはある程度抑えることができます。逆に、短期金利の上がり方が急な場合には、利益が大きく削られますので、一番注意をしなければいけない点です。

(8) 日銀は財務の健全性をどう担保するのか

日銀に赤字が発生したときには、旧日銀法では国が補填するという損失補填規定があったのですが、1997年に制定された新日銀法ではこの規定が無くなりました。つまり、新法は日銀の独立性を明確にする一方で、たとえ赤字になっても国は面倒を見ませんよということに変わったのです。

これは何を意味するのでしょうか。中央銀行が出口で赤字に陥ることは、アメリカでも日銀でも分かっています。ただ、QQEは異例の金融政策ですので、万が一、日銀が赤字になったときには、国から何かしらの補填をしてもらう取

決めをしておかないと、日銀が将来、インフレを抑制するために金融引き締めに転じる必要が生じたときに難しくなってしまうかもしれないことが予想されます。

（９）量的・質的金融緩和の効果と課題

シミュレーションの結果、楽観的に見ても国庫納付は３年程度停止する可能性があることを申し上げました。また、日銀が財務の健全性の維持に縛られていると、金融引き締めが遅れる恐れがあります。つまり、日銀は超過準備に対して金利を支払っていますので、金利を引き上げようと思うと自分たちの利払い負担が増えてしまいます。その結果、利益が削られて国庫が納付できない、赤字が続いてしまうと自分たちで何とかしなければいけないとなった場合に、このような恐れが現実のものとなりかねません。日銀の信用維持のためにも、あるいは金融政策の信用維持のためにも、損失補填条項等で日銀の財務の健全性を担保し続ける必要があると考えております。

最後は少し駆け足になってしまいましたが、私からは以上です。ありがとうございました。

○後藤 ありがとうございます。多岐に亘る論点を非常にクリアにまとめていただき、私自身、大変勉強させていただきました。それでは、感想的なコメントをさせていただき、その後、若干質問させていただければと思います。

まず、感想的なことを二点ほど申し上げたいと思います。冒頭で申しましたとおり、この量的・質的緩和という用語やそれに関連する情報につきましては、我々は誰しもが断片的には必ず耳にしたことがあると思うのですが、実は、その全貌は恐らく十分には理解されているものではないと思っています。そのような中で、本日のお話は、ＱＱＥの全体を整然とクリアに整理していただきまして、とても意義深いものだったと思います。



後藤 康雄 三菱総合研究所主席研究員

例えば、私も勉強させていただいたのは、日銀の長期国債買入れにより残存期間を２倍にするというときの残存期間について、それがストック

ベースなのかフローベースなのかという点は一般に曖昧なまま議論されていましたが、どちらかによって実は大きな違いがあるわけです。この点について有益なお話をいただきました。また、新発債につきましては、現状では5割近くを日銀が持つ結果になってしまっており、これを財政ファイナンスと呼ばないで良いのかという問題提起につきましても、説得力のある御講義内容だったと思います。

もう一点は、日銀は政策を遂行する立場として仕方がない面があるとは思いますが、今から出口のことを語るのは時期尚早だという日銀サイドの主張は、日本に暮らす経済主体の立場としては心配なところがあります。あまりその点ばかりを語り、揚げ足を取るような話になるのはもちろん良くないですが、かといって将来どのようなことが起こるのかをあまり考えずに、闇雲に進むことはやはり怖いわけです。その点に関して、本日は最新の情報まで含めたシミュレーションといった大変重要な情報を提示していただけたと思います。これを見て、やはり日銀のQQEというのは、財政問題に密接な関係を持っていることを改めて確認させていただきました。

それでは、私から二つ質問させていただきたいと思います。第一に、短期金利のマイナスという現象がときに見られつつあるとのことですが、この点については、日本に限らず、最近では結構海外でもそういった事例がちらちらと聞かれているところです。一般の人は、マイナス金利と聞くと結構驚いてしまうと思うのですが、果たしてこれは良くないことなのか、短期金利のマイナスということにつきまして、価値判断も含めてコメントをいただければと思います。

第二に、インフレ率の推移と見通しにつきまして、日経センターの情報なども交えて御紹介いただきましたが、今後QQEが我々やメディア等の議論の俎上に載ってくる際の主な関心は、インフレ率が果たして当初黒田日銀が言っていたように、2年経って消費税率引上げの影響を除いて2%に達するかどうかという点だと思います。私は当初は2%に達するかどうかは半々程度と思っていたのですが、現在のように輸入インフレの追い風もかなり限定的になってきている一方で、景気の足取りがもたつき需給ギャップを通じた国内サイドからの押上げ圧力も中々期待できないような状況の下では、言葉は厳しいですが風前の灯火になってきているのではないかと考えております。2年で2%という目標の実現が相当程度厳しくなったように見られる中で、取り敢えず駄目だったということになった場合には、先生はどのようにすればよいとお考えでいらっしゃるのでしょうか。例えば、大まかに言えば追加緩和もあり得るでしょうし、あるいは経済情勢が変化したことにより目標自体を変えることも、私は勇

気ある撤退という一つの選択肢になり得るのではないかと思いますので、その辺りを先生にお伺いできればと思います。

○左三川 御質問に関しまして、順を追ってお答えしたいと思います。

一点目の短期金利のマイナスをどう評価するかという点ですが、かつては短期国債と銀行券は無差別と言いますか、同等に近い状況にあったのではないかと思います。だからこそ、量的緩和で短期国債を買ってもあまり効果はないと思っていましたし、逆にQQEで長いものを買っていく点では効果があるだろうと評価をしておりました。では、なぜここに来て短期金利が下がってしまったのかという点ですが、日本においては、日銀が買っているという点が効いていると思います。短期国債の金利がマイナスになっているのは、現金よりも短期国債の方が選好されている状況ですので、少なくとも日本国内では銀行の担保需要や海外投資家の購入など、何らかの特別な需要があると見ています。ただし、そうした需要は背後に大きな買い手がいることを前提としており、第一には日銀の買入れが影響していると思っています。先ほど御紹介した、日銀の「長期国債買入れの運営方針」でも、日銀は今後短いゾーンを買い増すことが示されていました。

名目金利がマイナスになっていくこと、短期・長期ともに金利が下がるということは、実体経済への波及という意味では一定の効果があると思いますので、長期も含めて更に下がっていくという状況は、実体経済にとっては悪くない状況・現象であると評価しています。

二点目のインフレ率につきましては、私自身も、消費税率の影響を除いて2%を達成するのは当面は難しいという判断に変わってきております。後藤先生もおっしゃっていましたが、QQE導入直後は半々でいけるかなと見ていたのですが、ここに来てかなり厳しい見方に変わっています。大きな理由は、円安がもう一段進む気配がないことと、足下の原油安です。物価連動国債のBEIから算出されたCPIの見通しを見ましても、期待インフレ率を高めることはかなり厳しくなっていると思います。

では、そのような状況で、日銀はどのようにすれば良いのかという点ですが、一つの例として、インフレ目標のターゲットを変えてはどうかという点ですが、2%という水準は各国で共通している水準ですので、日銀だけが2%ではなく1.5%や1%で良いということになってしまいますと、国際金融の観点から、購買力平価を通じて恐らく為替レートを円高方向に動かしてしまう可能性があると考えられます。このため、国内外に目標自体は2%のままであるというアピ

ールをしていた方が安全という気はいたします。

2%に達することができないときに、どのような選択肢を取り得るかという点につきましては、黒田総裁が言っているように、2%達成はあくまでもアウトカムベースということであるなら、とにかく達成するまで緩和を続けるという選択肢が、極論ですが一つあります。もう一つは、インフレ・ターゲットの水準を変えてしまうやり方の一つとして、表向きには2%と言っておいて、1.5%程度に達したときに止めてしまうということも、事実上ターゲットを変えていることなのですが、選択肢としてあり得ると思っています。先ほどバランスシートが拡大することのリスクをお伝えしましたが、いつまでも量的緩和を続けてバランスシートを無制限に拡大してしまうよりは、ある程度、例えば1.5%程度の水準になったときに、もう達しましたよねというように、日銀が敗北宣言と取られない形で出口に向けて何らかのコメントを出すということは、一つの選択肢になると考えています。

繰り返しになりますが、2%という目標値自体を変化させるのは、FRB、BOE、ECBのインフレーション・ターゲティングとの関連から見ても、リスクが大きいと思いますので、別な形で、実際には変わっているような形を選択すると見ております。

○後藤 どうもありがとうございました。それでは、せっかくの貴重なお時間で、ぜひ皆様からも御質問、御意見をいただければと思います。

○質問者1 私から二つ質問させていただきます。

後藤先生からお話がありましたし、左三川先生からお話があったのですが、マイナス金利が付いているという状況は、元々市場としては短期国債は非常に買いたい商品であるのを日銀が無理やり奪ってしまっているからこそ、マイナス金利でも買うという行動があると思います。また、それ以上に、日銀がマイナス金利で買ってくれるからという面もあると思います。買い手があるからマイナス金利が付いてしまっているということは、逆に言えばプラスの金利であっても買う人はいるわけでして、そこまでして量的緩和を維持する意味というのは一体何なののでしょうか。量的緩和をすることが目的になってしまっていると感じるのですが、そこまでしてもなお量的緩和を続ける効果は、どこにあるのかお聞かせいただきたいと思います。

もう一点は、シミュレーションですが、今回はあくまで日銀の国債購入額が減っていくことにより、どの程度日銀の経常利益に影響するかを見ていると思

うのですが、例えば今までこれだけ日銀が大量に国債を買っている状況下で国債市場の需給バランスが決まっていた中で、日銀が突然国債を買わなくなり——徐々に買わなくなっていくのかもしれませんが——、それに伴って供給過多になるような形で金利が上がってくる可能性があると思うのですが、その点につきましてはシミュレーションの中で何か考慮しているのかお伺いします。

○左三川 第二の点からお答えさせていただきますと、本シミュレーションにおいては、金利の想定にはなるべく私たちの恣意性を持たせないよう、当センターの他の研究チームである予測班が出している予測値を使っておりますので、国債の需給バランスが崩れて長期金利がさらに跳ねてしまうというような状況は、実は考えておりません。仮に長期金利が跳ねた場合、新規に発行される国債の表面金利は、市場金利と連動して上がっていきますので、日銀が保有国債から得られる金利収入は増えるでしょう。ただし、他方で超過準備に対する支払い金利も——こちらは短期金利ですが——大幅に引き上げられるかもしれませんので、そのような場合には支払いの方が重くなる可能性も考えられます。

短期金利がマイナスになってまでQQEを実施する意味についての御質問に関しましては、黒田総裁の発言にもありましたとおり、日銀が長いところを買うことによって、ターム・プレミアムの方は潰れてきているのですが、期待マネジメントを使った予想インフレ率の引上げ、つまりデフレから脱却して実体経済にうまく繋がるような形に持っていけないと、QQEが本当の意味での効果を表さないと思います。このため、確かに目先では、達成目標の数字がありますので、そこに持って行くために長期ではなく短期の方を中心に買っていくのだと思いますが、もう少し長い目でみればQQEで長いところのターム・プレミアムを潰すとともに、期待のマネジメントを図り、デフレから本当に脱却して実体経済を押し上げるという点がポイントであると思います。それができて初めて本当の意味での第一の矢が的に当たったということになるのではないかと考えております。

○質問者2 今の質問と関連するのですが、政府が行おうとしていたのはそもそもデフレからの脱却が目的であり、そのための手段が2年で2%ということだと思うのですが、どうも最近はその2%という目標の方が先行してしまい、何のために金融緩和をやっているのかという点が少しないがしろにされているのではないかというのが一点目の質問です。

また、インフレ率2%が達成した場合に、確かに一時的には達成することは

できるかもしれませんが、経済を安定的に発展させるためには、安定的に2%の成長を続けることが大切だと思います。これから金融緩和を続けていって、ジャンプ台のようにピョンと2%達成したとき金融緩和をやめる、あるいはその手前で金融緩和をやめた場合に、本来の目的である安定的な2%の物価上昇が持続できるものなのかというのが二点目の質問です。

加えて、最初にお話しいただいた質的緩和に関しまして、平均残存年数を2倍というときの対象がフローかストックかについて確認されたと同いいましたが、フローとストックで日銀が目指す残存年数がどのように違うのかを教えてください。

○左三川 まずは二点目のQQEを途中でやめてしまったときに、2%のインフレ率が安定的に達成できなくなるのではないかと御指摘につきましては、おっしゃるとおりだと思います。だからこそ、緩和政策を長く続けたときに中央銀行や政府に発生するコストの問題と、他方でインフレ率2%を達成できずに、デフレから中々抜け出せない経済状況で国民が負わなければいけないリスクやコストの両方を天秤にかけた議論になってくると思います。

一点目の量的緩和を2%が安定的に達成されるまで続けた場合にどのようなことになっていくかと言いますと、繰り返しになりますが、やはり中央銀行や政府に対してコストという形で将来的には跳ね返ってきますし、またそのコストの中には将来、日銀が本当に引き締めなければならなくなったときに、引き締められなくなってしまうリスクも含まれると思います。他方で、インフレ率がいつまでも2%に達しない状況を日本がこのまま10年、20年と続けても良いのかと言いますと、そんなことはありません。やはり先ほども申し上げましたように、全体のコストと効果について議論する必要があると思っています。

本日の分析結果は試算の対象範囲が日銀とその周辺の民間の銀行の部分程度にとどまっておりますが、今後は拡張して財政のコストや国全体のコストについても検討する予定です。このところ長期停滞論が注目されていますが、デフレや長期低迷から中々脱することができないときに何が起きるかというところまで踏み込んだ議論ができればと考えております。

インフレ目標を掲げる日銀にとって、金融政策上の最優先課題はデフレからの脱却です。だからこそ、私たちのような民間のエコノミストは、日銀だけでなく、国全体のコストとメリットについて考えていかなければなりません。

また、フローとストックの年限の点につきましては、フローの年限を2倍にしようということなのですが、かなり残存期間が長い長期国債を買っておりま

すので、平均的に見て、2014 年末までに 2 倍にすることは十分可能であると思います。問題はストックの方であり、ストックを 2 倍にするとはいっていないのは、残存期間が長い長期国債を抱えてしまうと償還まで持ち切らなければならない前提である以上、バランスシートを小さくすることが非常に難しくなってくるからです。残存期間の短い長期国債がどんどん償還を迎えていくなら、ロールオーバーしないことによってバランスシートを縮めることができるのですが、残存期間の長い長期国債は残ってしまうということが、日銀にとってリスクの一つになると思っています。

F R B は一時、保有している M B S を売却して出口政策を行うことを宣言し、その過程で売却損が発生することも致し方がないというところまで踏み込んだ発言をしていましたが、日銀は今のところほぼ長期国債を中心に買っているので、これは売却しないと言っている限りにおいては、残存期間の長い長期国債が恐らくはいつまでも残ってくると考えております。

○質問者 3 日銀の場合、F R B とか E C B とは異なり、国債を買い続けているわけですが、市場から買い上げる形を取っているので法的には問題はないかも知れませんが、先ほど後藤先生もおっしゃられたように実際には発行してすぐ買い上げるような形になっており、財政をファイナンスしているような形になっていると思います。これは、日本の株式市場の現状やアメリカの M B S のような金融商品が発達していないなどという点もありますが、日銀のバランスシートの見通しを見ても保有資産のほとんどが長期国債になっているのは、少し異様な感じがしています。こうした実態を考えると、日本政府が今これだけ財政赤字を出しているような状態の中で、それを支えているというか助長させているようなところがあり、日銀が長期国債を今後も買い続けていこうというスタンスを取ることで、日本の財政再建に歯止めがかからなくなるのではないかなという心配があるのですが、この点につきましては先生はいかがお考えでしょうか。

○左三川 私も財政赤字と政府債務の増大に歯止めがかからなくなるリスクを感じています。どの程度財政再建を急いだ方が良いのかという点や、財政コストがどの程度発生するかという点につきましては、分析をしておりませんので、あくまで印象ですが、財政再建はおっしゃるとおり本当に急がなければいけないと思います。日銀が銀行券ルールを一時凍結してしまったことから、ルール上は一応上限なく国債を買ってしまう状況になっていますので、政府・日銀が

お互いに規律をもっておかないと、マーケットが「これは財政ファイナンスである」といった形に評価を変えてしまったときには、金利が高騰するというような事態に陥りかねないという点を危惧しています。

○質問者 4 アメリカはインフレ経済ですので、そのまま日本の参考になるかどうかは分かりませんが、F R Bは、フォワード・ガイダンスの与え方として、従来は「いつまでに」というカレンダーベースであったものが、Q E 3では制限なく購入するというオープンエンドという形になったかと思います。日本の場合は、一応は2倍以上ということになっておりますので、オープンエンドという分類で良いのかなとも思うのですが、どのような区分けが適切かという点と、どのようなフォワード・ガイダンスの与え方が有効かという点に関しまして、F R Bの量的緩和政策におけるフォワード・ガイダンスの目的の変遷について、日本の参考になるような点があれば教えて頂きたいと思います。

○左三川 まずは、日本のフォワード・ガイダンスにつきましては、黒田総裁が言うように当初は「2年で2倍に」ということで始まったのですが、今はインフレ率2%ということを書いていまして、総裁の記者会見の発言などでは「アウトカムベース」という言い方に変わってきています。つまり、インフレ率が2%に達するまでということ、期限は特段設けないという意味合いかと思います。

このため、カレンダーベースかオープンエンドかまたはステイトコンティンジェントベースかという分類がありますが、黒田総裁は3番目のステイトコンティンジェント、「アウトカムベース」という言い方をしています。

有効なフォワード・ガイダンスにつきましては、アメリカでは2012年の暮れに、イギリスでは2013年の夏に導入したフォワード・ガイダンスを2014年に変更しなければならないという事態に陥りました。例えば、アメリカではF R Bが考えていた以上に失業率が改善し、フォワード・ガイダンスで示した利上げ開始の閾値である「6.5%」の見直しに迫られました。ここから得られた教訓としましては、一度フォワード・ガイダンスの形でコミットメントをしてしまうならば、マーケットはそれに向けて動くので、途中で目標を変えてしまうと、中央銀行やその金融政策に対する人々の信認を薄れさせてしまうリスクを抱えると思います。このため、フォワード・ガイダンスをアウトカムベースで実施する以上は、かなり慎重にその水準を設定しないと、やがてそれを変更する状況に追い込まれたときに中央銀行は厳しい立場に置かれてしまいます。

導入から見直しまでの期間が短いほど、信認の問題に発展しかねないと思います。しかし、これはあくまでも外部者からの意見であって、失業率や成長率などの経済指標が予想以上に大きく動いたということは、私も経済予測を担当していた頃にはたびたび経験しました。

○質問者 5 QQEの結果、ベースマネーが足下で3～4割程度増えている一方で、マネーストックの増加は3%程度に止まっており、要するに信用乗数が低下しているということだと思います。マネーストックにつきましては、景気を見る上で非常に重視されていたと思うのですが、最近はあまり注目されてないような気がします。日銀あるいはマーケットは、最近ではマネーストックや信用創造機能についてはあまり重視してないのでしょうか。

○左三川 信用乗数につきましては、1997～1998年の金融危機の頃に注目されましたが、当時を振り返りますと、信用乗数の低下は供給側即ち銀行サイドの要因によって発生していたように思います。具体的には、銀行が不良債権を抱えて貸出しを制約しなければならなかった——当時、貸し渋りや貸し剥がしと言われておりましたが——ということです。

これに対し、現在の信用乗数の低下は、むしろ需要サイドの問題と理解しています。つまり、企業や個人に十分な資金需要が発生しておらず、民間の銀行は、本当は貸したいけれど需要がないために貸出しに繋ぐことができず、仕方なく国債で運用している、あるいは日銀オペに対応して超過準備を持っているような状況が発生しています。このため、信用乗数が低下していることには変わりはないのですが、その裏にあるものは、1990年代後半は供給側の問題で、現在は需要側の問題であると理解しております。

○後藤 皆様、大変活発な御意見ありがとうございました。私自身、先生のお話の部分はもちろんのこと、後半の皆様の御質問でも大いに勉強させていただきました。

例えば、短期金利のマイナスや、その流れでのQQEの効果という質問を受けて、左三川先生がトータルコストの軽減化という言葉をおっしゃっていたのが印象に残ります。政策の出口に当たって日銀の財務内容がどう痛んでいくのかという点を考えますと、実はQQEの出口政策と国債管理政策とは相当密接な関係が出て来ることはほぼ疑いようのないことを改めて思いました。

質問でもありました通り、短期国債に対して超過需要が発生しているという

状況に近いと思うのですが、すると恐らく日銀だけでは解決できず、財務省理財局側の対応も必要になってくるはずです。ただし、もはや事態は非常に先鋭化していて、国は国で低い金利で発行できるうちに長期国債を発行し将来の財政コストを軽減させたいという思惑があり得ますので、言ってみれば国家の財政破綻リスクと通貨の信認喪失リスクという究極の選択の中で、我々国民がどれを解として最適化していくべきかを考えていかなければいけないという、大変重要な問題提起をいただいたと思っております。

最後はぜひ左三川先生に拍手で終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

【参考文献】

岩田一政・日本経済研究センター編『量的・質的金融緩和』日本経済新聞出版社、2014年6月

量的・質的金融緩和の効果と これからの課題

日本経済研究センター
主任研究員 左三川郁子



QQEの概要 量的・質的金融緩和政策の概要

2%の物価安定目標達成へのコミットメント

3つの波及経路

量的・質的金融緩和

物価安定の目標は「**2%**」
(CPI前年比)

達成期間は「**2年**」
を念頭にできるだけ早期に

マネタリーベースは2年間で
「**2倍**」に

国債保有額・平均残存期間は2年間で
「**2倍以上**」に

長めの金利や
資産価格のプレミアムへの
働き掛け

リスク資産運用や貸出を増やす
ポートフォリオ
リバランス効果

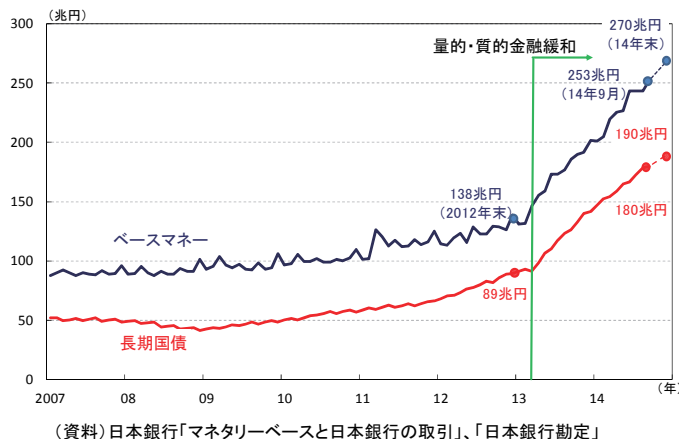
市場・経済主体の
期待
の抜本的転換

(資料)報道各社の映像等から再現

QQEの概要 量・質ともに次元の違う金融緩和

- **量的** ⇒ 金融調節の操作目標を無担保コールレートからベースマネーに変更。
ベースマネーが年間60～70兆円で増えるよう金融調節を実施する。
ベースマネーと長期国債、ETFの保有額を2年で2倍に増やす。
- **質的** ⇒ 長期国債の平均残存年限を3年弱から7年程度まで2倍以上に拡張。

ベースマネーと長期国債の残高



バランスシートの実績と見通し

	12年末 (実績)	13年末 (実績)	13年9月末 (実績)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	202	253	270

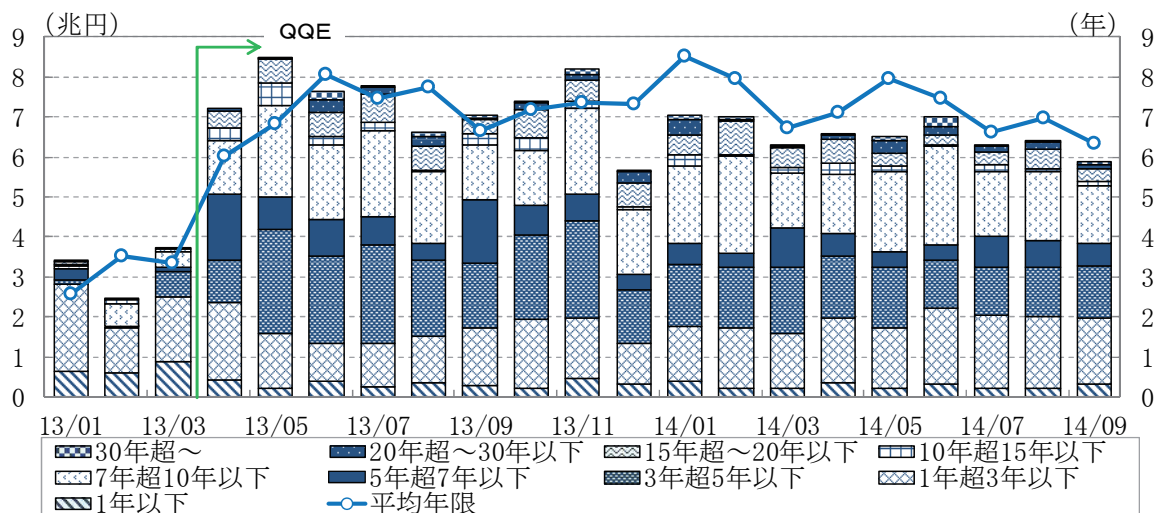
(バランスシート項目の内訳)				
	12年末 (実績)	13年末 (実績)	13年9月末 (実績)	14年末 (見通し)
長期国債	89	142	180	190
OP等	2.1	2.2	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.2	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.16	0.17
貸出支援基金	3.3	8.4	19.8	18
その他とも資産計	158	224	276	290
銀行券	87	90	86	90
当座預金	47	107	162	175
その他とも負債・純資産計	158	224	277	290

(資料) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」13年4月4日資料に加筆

QQEの概要 量的・質的緩和 導入から1年半

毎月平均6.9兆円(グロスベース)の長期国債を買い入れ

- 買い入れ額は量的・質的金融緩和前の「2倍以上」
- 平均残存期間も「2倍以上」に長期化⇒13年4月以降は平均で7.2年



QQEの概要 長期国債買い入れの運営方針

QQE導入から1年で方針を見直し

- 6月から毎月の買入額を減額(最低買入額は7兆円⇒6.7兆円程度)
- 長期債の購入額を減らして、短期債を増やしている

(単位:億円)

		オファー回数	公表時期	1回あたりオファー金額	合計
利付国債 (変動利付債、物価連動債を除く)	残存期間：1年以下	2回程度	2013年5月	1,100程度	2,200程度
			14年5月	1,100～2,000程度	2,200～4,000程度
			14年6月	1,100～2,500程度	2,200～5,000程度
	残存期間：1年超5年以下	6回程度	2013年5月	5,000～7,000程度	30,000～42,000程度
			14年5月		
			14年6月		
	残存期間：5年超10年以下	6回程度	2013年5月	4,500～6,000程度	27,000～36,000程度
			14年5月		
			14年6月		
	残存期間：10年超	5回程度	2013年5月	2,000～3,000程度	10,000～15,000程度
			14年5月	1,500～3,500程度	7,500～17,500程度
			14年6月	1,300～3,500程度	6,500～17,500程度
変動利付債＜偶数月＞		隔月1回	2013年5月	1,400	1,400
物価連動債＜奇数月＞		隔月1回	2013年5月	200	200
参考：毎月の買入額合計(最低買入額の合計)					70,000(13年6月分より適用)
					67,500(14年6月2日より適用)
					66,500(14年6月23日より適用)

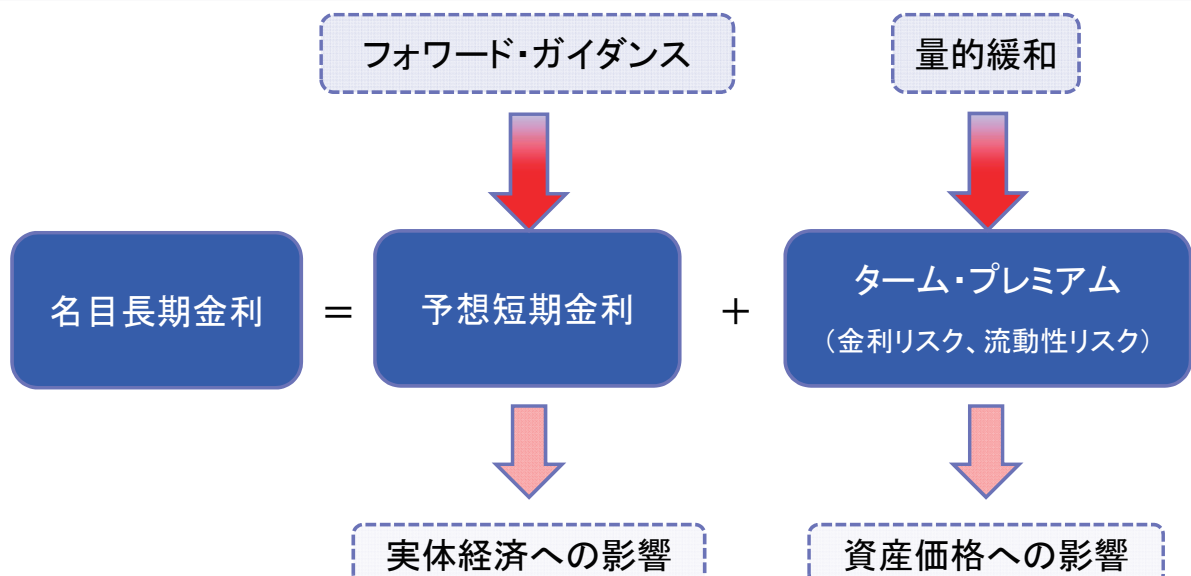
(注)合計額の計算では、日本銀行が変動利付債を毎月700億円、物価連動債を同100億円買い入れると仮定した

(資料)日本銀行金融市場局「当面の長期国債買い入れの運営について」2013年5月30日公表資料、14年5月29日公表資料、14年6月18日公表資料に加筆

QQEの概要 ゼロ金利制約下での金融緩和策

量的緩和とフォワード・ガイダンス

- 量的緩和:大規模な資産購入
- フォワード・ガイダンス:政策金利の将来パスについての示唆



QQEの概要 日本のフォワード・ガイダンス

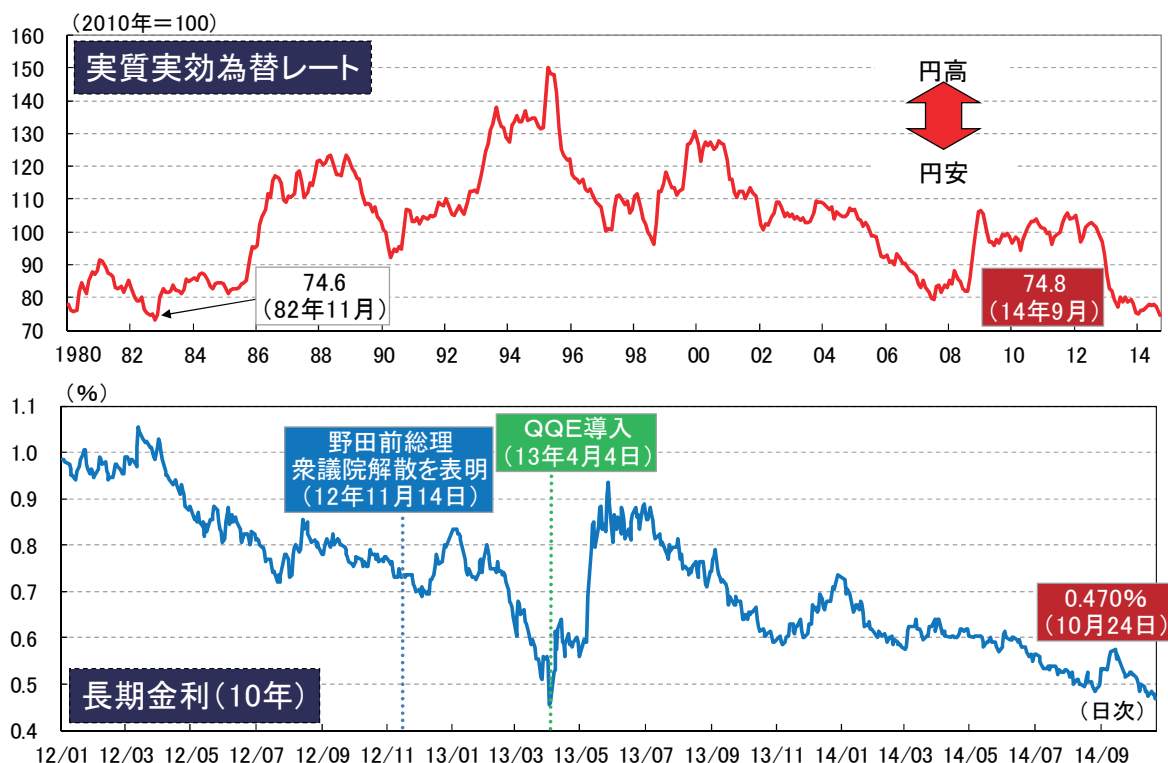
日本は世界に先駆けてフォワード・ガイダンスを導入

- 日本銀行は世界で最初にゼロ金利制約(ZLB)に直面⇒時間軸政策を導入
- FRBの資産買い入れはフォワード・ガイダンスを補完(イエレン議長)
- 日銀のフォワード・ガイダンスはQQE全体に適用

金融政策の局面	実施機関	フォワード・ガイダンスの概要
ゼロ金利政策	1999年2月～2000年8月	デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは(99年4月) コアCPIの前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する(01年3月)
量的緩和	2001年3月～2006年3月	基調的な動きとしてゼロ%以上となると判断できることが必要。先行き再びマイナスとなる ことが見込まれないことが必要(03年10月)
包括緩和	2010年10月～2013年3月	「中長期的な物価安定の理解」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る まで(10年10月) 「中長期的な物価安定の目的」は、CPIの前年比上昇率で2%以下のプラス領域にあると 判断しており、当面は1%を目途とする。当面、CPIの前年比上昇率1%を目指して、それ が見通せるようになるまで(12年2月)
量的・質的緩和	2013年4月～	物価安定の目標をCPIの前年比上昇率で2%とする。2%の物価安定の目標の実現を目 指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断され る時点まで継続する(13年1月) 2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。量 的・質的緩和を、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために 必要な時点まで継続する(その際、経済・物価情勢について上下双方方向のリスク要因を点 検する)(13年4月)

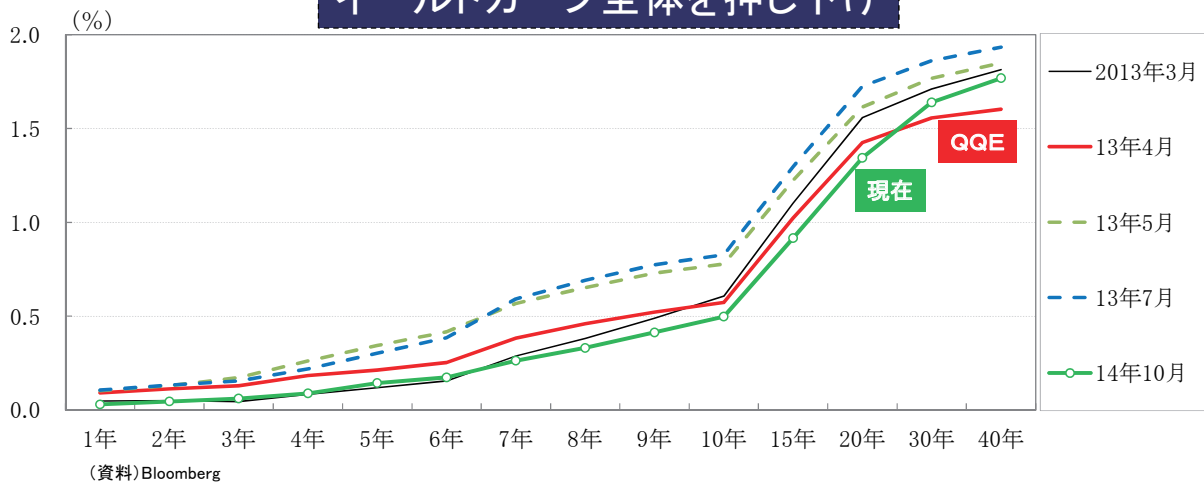
(資料) 岩田一政・日本経済研究センター編『量的・質的金融緩和 政策の効果とリスクを検証する』

QQEの効果 異次元緩和で何が起きたか①



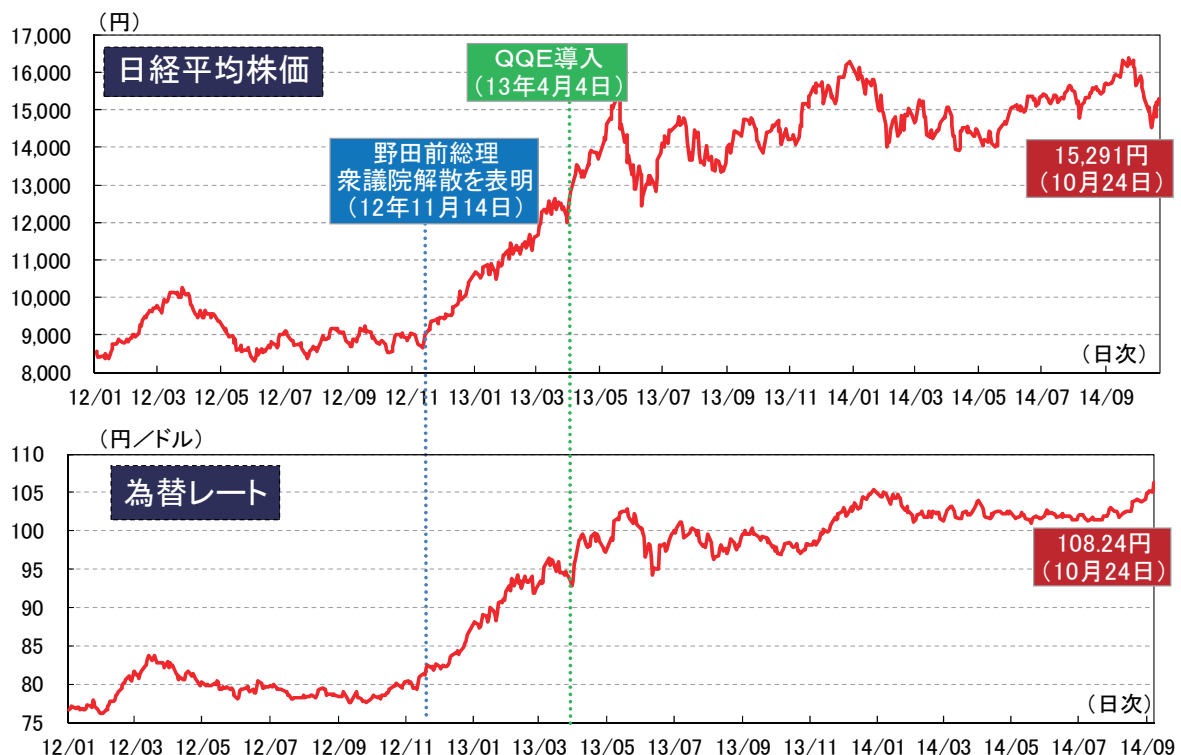
QQEの効果 異次元緩和で何が起きたか②

イールドカーブ全体を押し下げ



- 現在はイールドカーブ全体がQQE導入前の水準を下回っている
- 「日本銀行が年間50兆円に相当する国債を短期から長期まで含めて買い入れるという形で、ターム・プレミアムを潰している」——7月15日の記者会見での黒田総理の発言

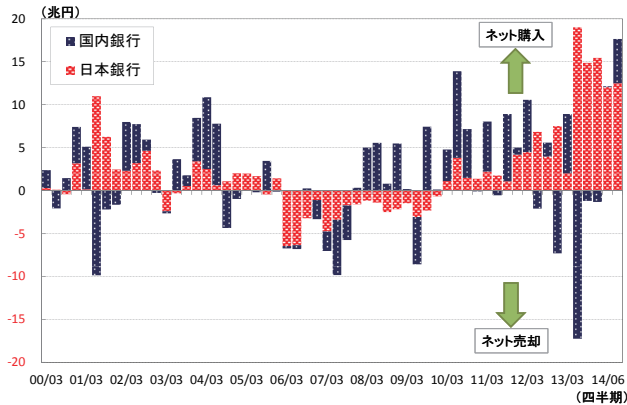
QQEの効果 異次元緩和で何が起きたか③



QQEの効果 異次元緩和で何が起きたか④

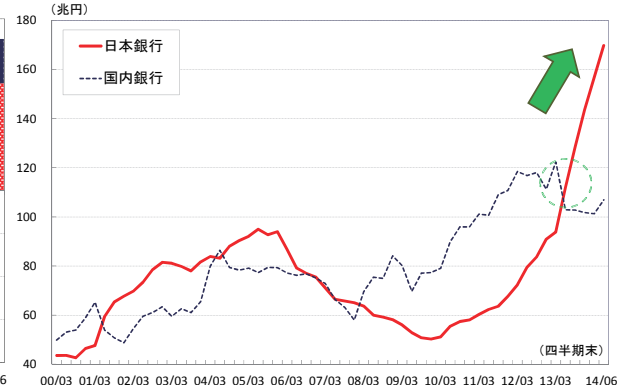
国債市場では日銀が最大のプレーヤーに

＜国内銀行が日銀に長期国債を売却か＞



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

＜長期国債残高、日銀が5年ぶりに国内銀行を抜いた＞

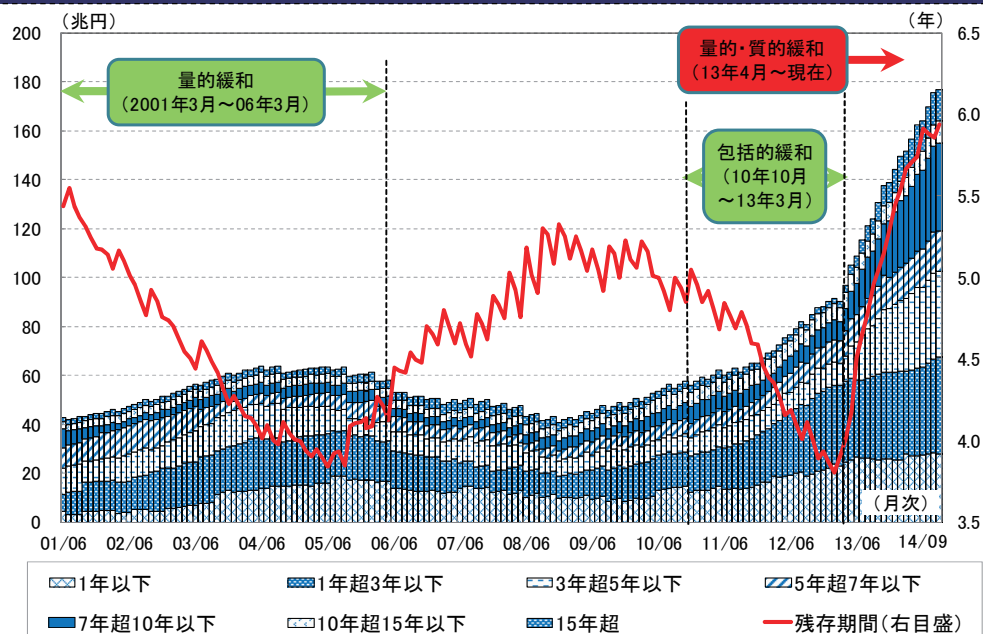


(資料) 日本銀行「資金循環統計」

- 量的緩和政策導入時にも、国内銀行が日銀に長期国債を売却
- 「銀行貸出残高は、中小企業向けも含め緩やかに増加している」——10月7日に開かれた記者会見での黒田総裁の発言⇒ポートフォリオ・リバランス

QQEの効果 異次元緩和で何が起きたか⑤

ストックで見た平均残存期間も長期化(9月末で5.9年に)



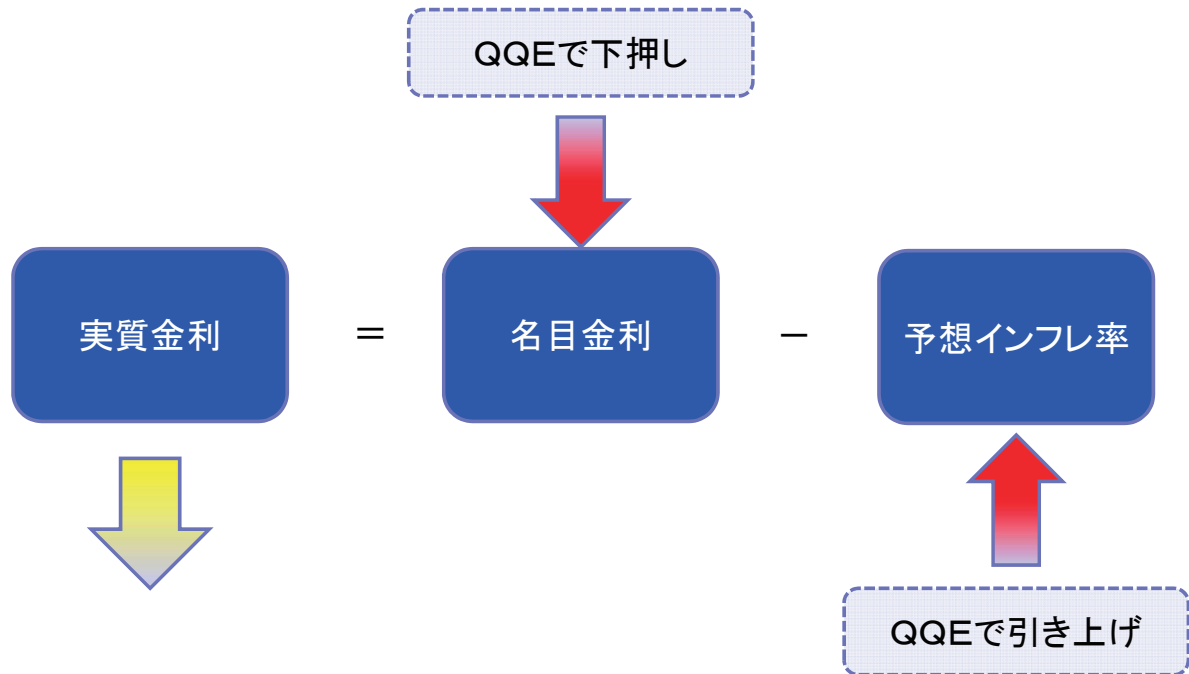
(注1) 額面金額ベース。「資産買入等の基金」を通じて買い入れた国債を含む。

(注2) 長期国債とは国庫短期証券を除く国債で、償還までの期間(残存期間)についての区分はない。

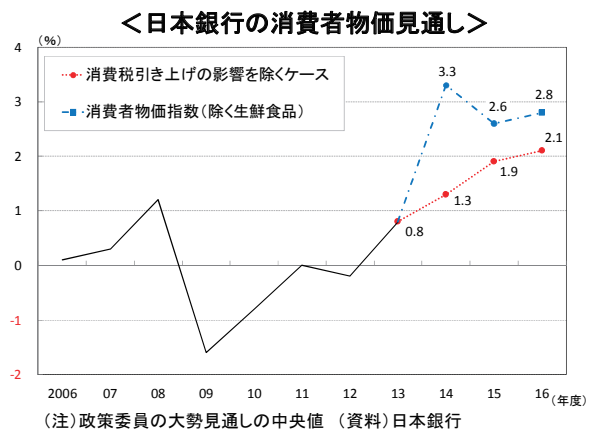
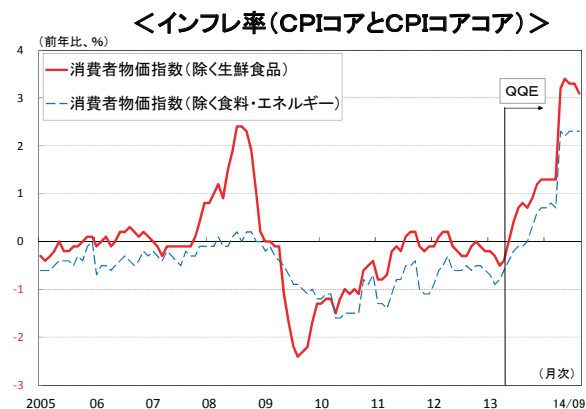
(資料) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「国債の入札結果」、「買入消却入札の結果」から試算

QQEの効果 期待のマネジメント？

期待インフレ率が高まらないと、実質金利は十分に下がらない



QQEの効果 インフレ率の推移と見通し



＜インフレ率の見通し(CPIコア)＞

CPIコア=消費者物価指数(除く生鮮食品)の見通し

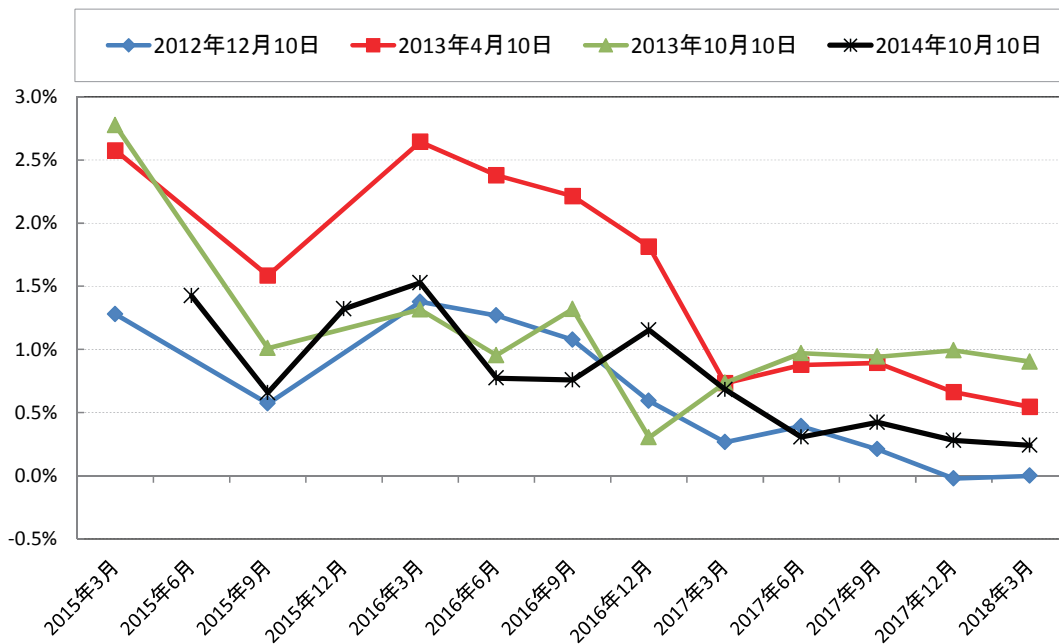
	日経センター 159回経済予測 (14年8月)	日本銀行		ESPフォーキャスト
		14/7月	14/4月	14/10月
13年度	0.8	0.8	0.8	0.8
14年度 (消費税含む)	1.0	1.3	1.3	1.2
15年度 (消費税含む)	3.0	3.3	3.3	3.2
16年度 (消費税含む)	0.9	1.9	1.9	1.2
17年度 (消費税含む)	1.3	2.6	2.6	1.8
18年度 (消費税含む)		2.1	2.1	1.3
19年度 (消費税含む)		2.8	2.8	1.9

(注) 日銀は政策委員見通しの中央値、<>内は大勢見通し。ESPは平均値
(資料) 日本銀行、ESPフォーキャスト調査

＜非伝統的金融政策の狙い＞

ゼロ金利政策⇒政策金利の引き下げ	1999年2月～2000年8月
量的緩和政策⇒量的拡大	2001年3月～06年3月
包括的緩和政策⇒多様な資産の買い入れ	2010年10月～13年3月
量的・質的金融緩和政策(QQE)⇒期待の転換	2013年4月～現在

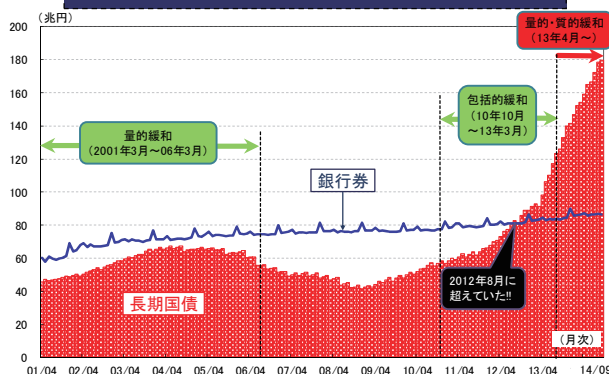
QQEの効果 BEIから算出したCPIインフレ率



(注) CPIコア・インフレ率
(資料) 総務省、財務省、QUICKなど

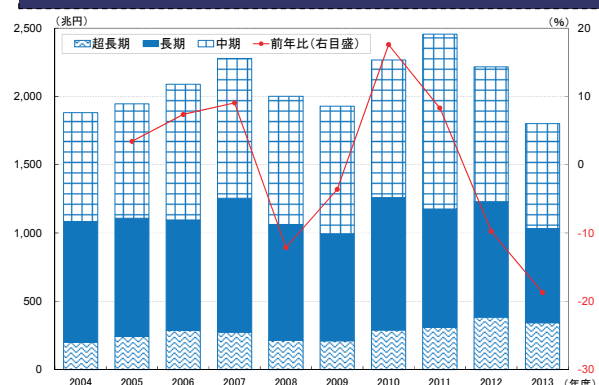
QQEの課題 財政ファイナンスと国債の流動性

銀行券ルールは一時停止



(注) 日銀が「資産買入等の基金」を通じて買い入れた国債を含む
(資料) 日本銀行「日本銀行勘定」

13年度の国債売買高は2割減



(注1) 国庫短期証券を除く
(注2) 売買高は、売付額と買付額の合計
(資料) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」

- 日銀は国債買い入れが価格支持や政府債務のマネタイゼーションを目的としたものでないことを明確にし、金融政策の信認を確保し続ける必要
- 「池の中の鯨」問題——日銀が売却を示唆しただけで、金利高騰の恐れも
- 長引く低金利で銀行の利ざやは縮小、国債売買益も13年度はほぼ半減。銀行のコスト削減も限界に近付いている

QQEの課題 国債購入ルール of 撤廃と流動性

国債購入ルールはQQEの導入時に撤廃

1967年1月	発行後1年が経過した国債を買入対象に(1年ルール)
—	10年債と20年債の20銘柄を買入対象に
1999年3月25日	原則10年債および20年債の全銘柄に拡大
2001年5月18日	中期債(2年債、4年債、5年債および6年債)を買入対象に追加
2002年1月16日	「1年ルール」を廃止 。直近2銘柄を除くすべての利付国債を買入対象に
2008年12月19日	30年債、変動利付債、物価連動債を買入対象に追加
2013年4月4日	国債購入ルールを撤廃 。40年債、新発債(直近2銘柄)を含むすべての長期国債を買入対象に

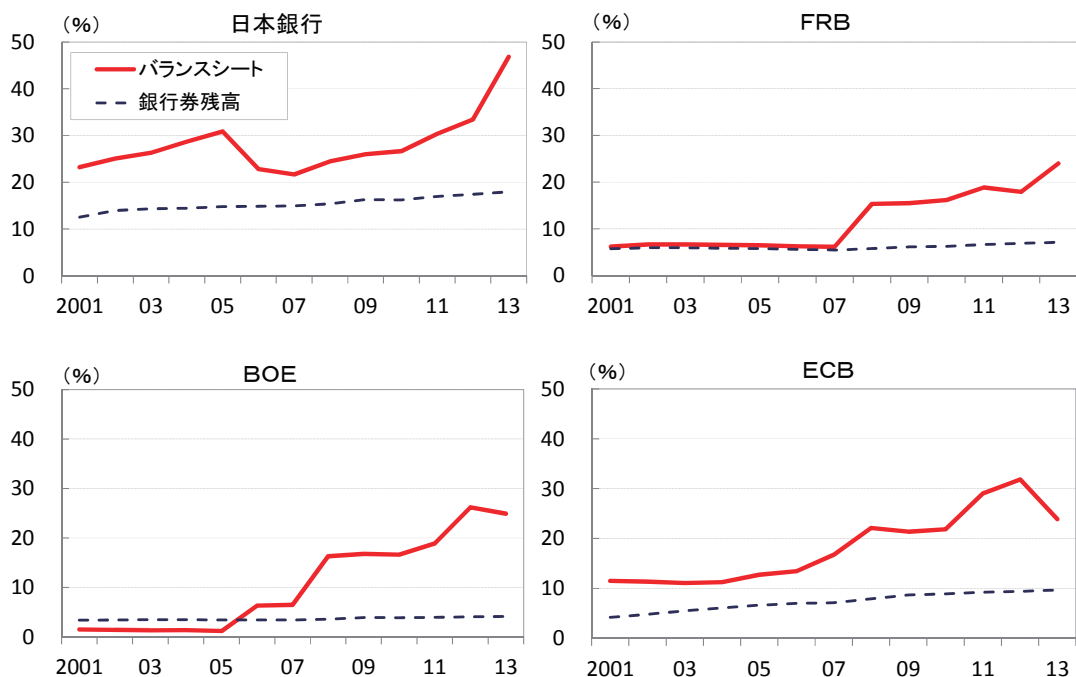
新発国債の日銀保有割合(2014年3月末時点)

	5年物国債	10年物国債				20年物国債
	第115回債 2013年9,10月債	第329回債 13年6,7,8月債	第330回債 13年9,10月債	第331回債 13年11月債	第332回債 13年12,14年1月債	第147回債 13年12,14年1月債
発行額	58,013	77,973	54,819	26,016	78,418	25,272
日銀保有	33,745	34,962	30,048	14,258	32,924	13,623
割合	58%	45%	55%	55%	42%	54%
市中残高	24,268	43,011	24,771	11,758	45,494	11,649
割合	42%	55%	45%	45%	58%	46%

- 日銀トレード⇒発行後間もない国債の5割超を日銀が保有するケースも
- 財政ファイナンスが目的でないとの明確なメッセージを発する必要

QQEの課題 中央銀行のバランスシート(GDP比)

拡大し続ける日銀のバランスシート



QQEの課題 「出口」で生じるリスク

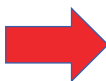
- 金利が上昇して保有国債の時価が下落しても、**日銀の会計上、評価損失は発生しない**
⇒日銀の長期国債は**満期保有が前提で、時価評価していない**
- 2004年度に長期国債の評価方法を低価法から「**償却原価法**」に変更
⇒取得原価と額面の差額を満期まで每期均等に償却
⇒償却に伴う損益は損益計算書に「国債利息」として計上
- 補完準備制度の下で、日銀は**超過準備に年0.1%の金利を支払っている**
⇒出口局面では超過準備に対する金利を引き上げ？
- 保有国債の売却が現実的な選択肢とならない場合、日銀は金利上昇に伴うバランスシートの毀損リスクを負債側に抱える
⇒将来の金利上昇局面では利払い負担が増大？

QQEの課題 「出口」で生じるリスク

保有長期国債が償還を迎えても日銀当座預金は減らない

長期国債の買い入れ

資産	負債
長期国債 (+)	当座預金 (+)



償還を迎えると政府預金が落ちる

資産	負債
長期国債 (-)	政府預金 (-)

当座預金は
変わらない

- 長期国債の償還に伴い、日銀のバランスシートの資産側で長期国債が落ち、負債側で政府預金が減る。当座預金残高(超過準備)は変わらないため、国債からの金利収入が減る一方で、**超過準備への金利支払いは残る可能性**
- 新日銀法では**損失補填条項**を削除⇒将来、剰余金が赤字(国庫納付金がゼロ)になった場合に備えて、**あらかじめ政府・日銀の間で取り決めが必要**

QQEの課題 シミュレーション 3つのシナリオ

＜先行研究＞Carpenter, Ihrig, Klee, Quinn, and Boote (2013)

“The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections” Finance and Economics Discussion Series, FRB

＜ベースライン・シナリオ＞

- ①2015年3月まで、毎月約7兆円の長期国債買い入れを継続
- ②翌4月にテーパリング開始。毎月3,800億円ずつ、1年半で減額
- ③17年4月より、政策金利を2.5%になるまで段階的に引き上げ
※政策金利は超過準備に対する金利と仮定

＜金利上振れシナリオ＞

- ①と②は同じ。17年4月より、政策金利を3.0%になるまで引き上げ

＜買い入れ延長シナリオ＞

長期国債の買い入れを15年9月まで延長。②と③は同じ

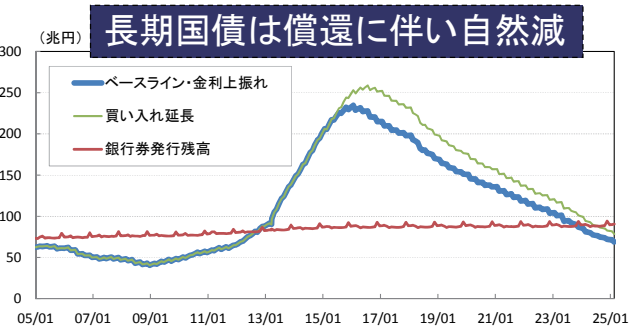
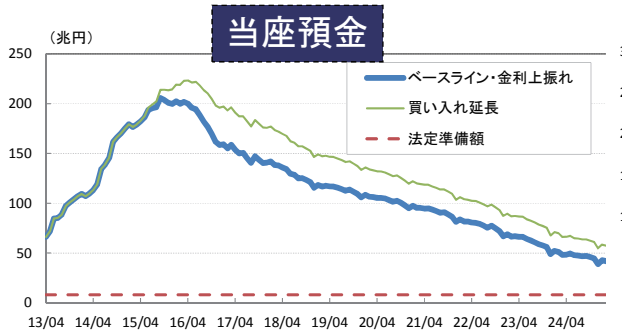
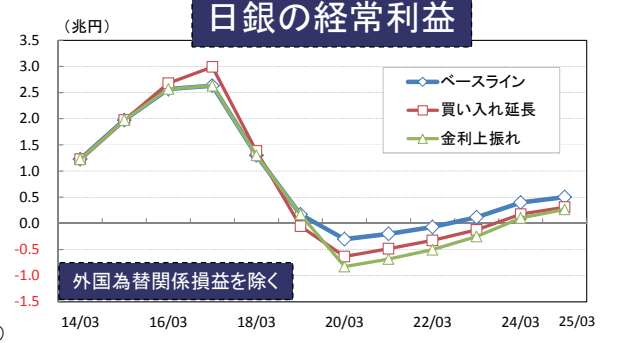
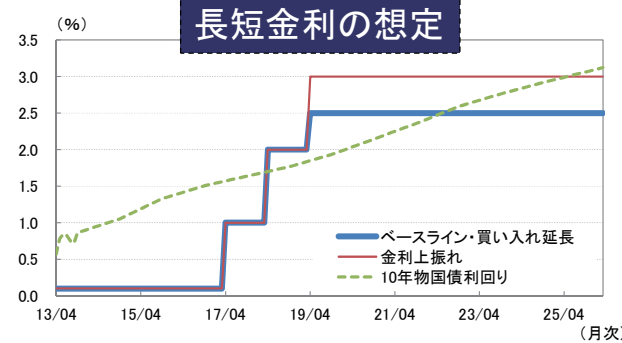
※どのゾーンをどれだけ買うかは日銀発表に基づく（レンジで示されているものは最少額とする）。償還を迎えた長期国債はいったん短期国債に乗り換え。将来は輪番オペを再開し、銀行券ルールを復活させる

QQEの課題 シミュレーションの前提値

利付国債 (利回較差入札方式)	残存1年以下	毎月2,200億円	長期国債の買入額
	残存1年超5年以下	毎月30,000億円	
	残存5年超10年以下	毎月27,000億円	
	残存10年超	毎月10,000億円	
変動利付債(価格較差入札方式)		偶数月1,400億円	その他資産の買入額
物価連動債(価格較差入札方式)		奇数月200億円	
※2013年5月22日の日銀公表文「当面の金融政策運営について」のとおり。ただし、レンジで示されているものは最少額。 期間中、物価連動債・変動利付債の新規発行はないと仮定			
ETF、J-REIT	ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う		その他マクロ変数
CP等、社債等	CP等、社債等について、13年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する		
無担保コールレート、10年物債利回り、CPI(コア)インフレ率	無担保コールレートは政策金利、超過準備に対する金利に一致すると仮定		
	10年物債利回り、CPI(コア)インフレ率について、2014年度末までは日経センターの短期予測値、2015年度以降は同中期予測値を用いる		
	四半期、または年度データは月次データに変換する(線型補間)		
イールドカーブ (2,4,5,10,20,30,40年の国債流通利回り)	Carpenter et al. (2013) に倣い、2000年1月以降の残存期間別国債利回りから推計 $y_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(O/N)_t + \beta_{2i}(10year)_t + \varepsilon_{it}$		
国債の発行額	将来の国債発行額は、日本経済研究センター2013年度長期予測の国債残高と整合的になるよう設定		
	国債発行額は価格競争入札分とする		
※経常利益は 為替レート変動の影響を受ける外国為替関係損益を除外した。			

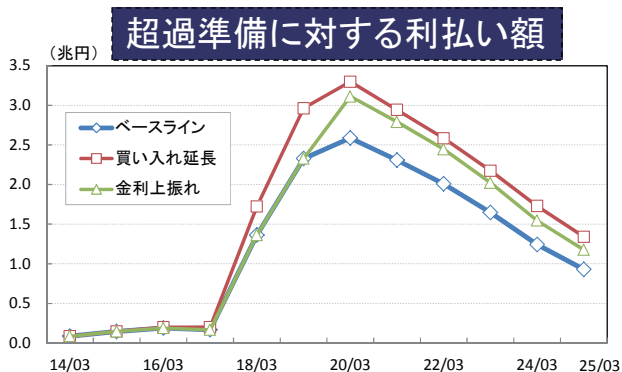
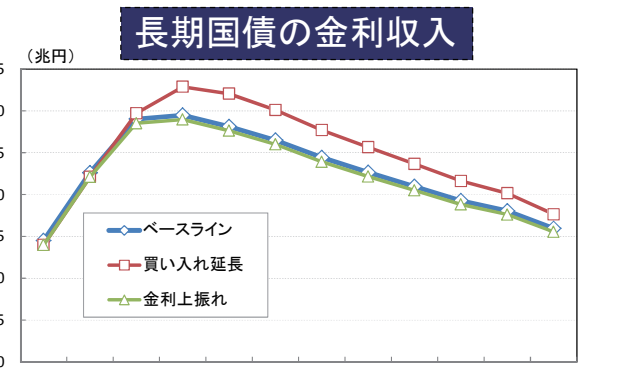
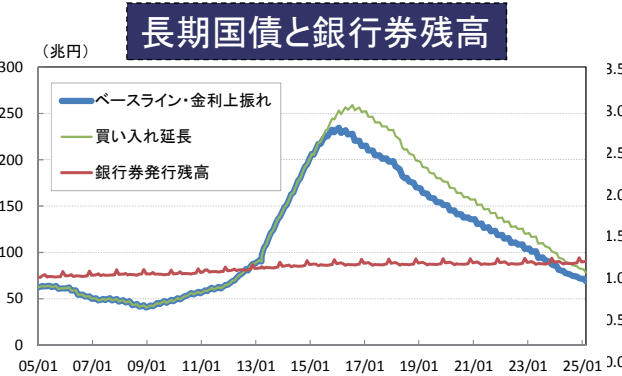
※経常利益は、為替レート変動の影響を受ける外国為替関係損益を除外した。

QQEの課題 出口では経常利益が3年間マイナスに



- **ベースライン・シナリオ**では、日銀が2015年3月まで毎月約7兆円の長期国債を買い続けた後、16年9月までの1年半で買入額を減額。17年4月から超過準備に対する金利を段階的に2.5%まで引き上げると想定
- **金利上振れシナリオ**では金利が3%まで上昇する場合を、**買い入れ延長シナリオ**では毎月7兆円の買い入れが15年9月まで続くと仮定

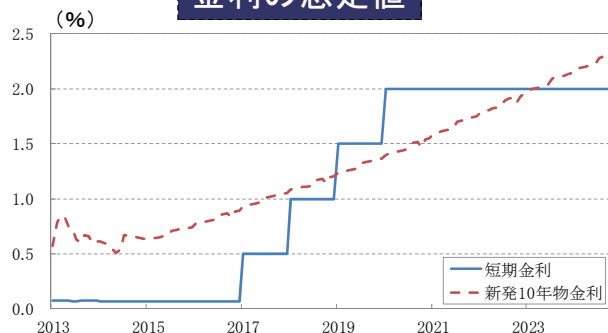
QQEの課題 利払い額はピークで3兆円を超える



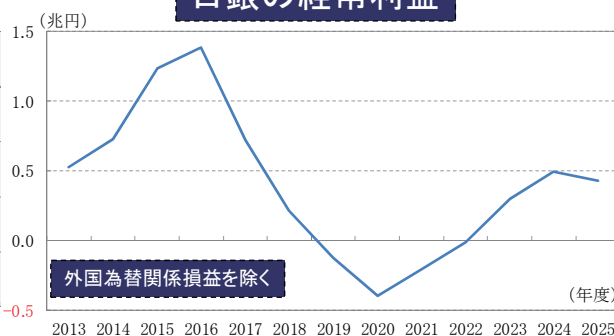
- 2024年には銀行券ルール復活が視野に
- 長期国債は高金利なものが多く、償還に伴い金利収入は減少
- 超過準備に対する利払い額は金利引き上げに伴い上昇。ただし、残高の減少に伴い2020年度をピークに減少へ

QQEの課題 2年で2%に達しなかったら・・・

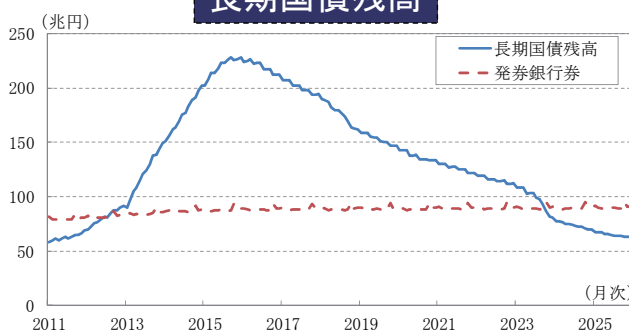
金利の想定値



日銀の経常利益



長期国債残高



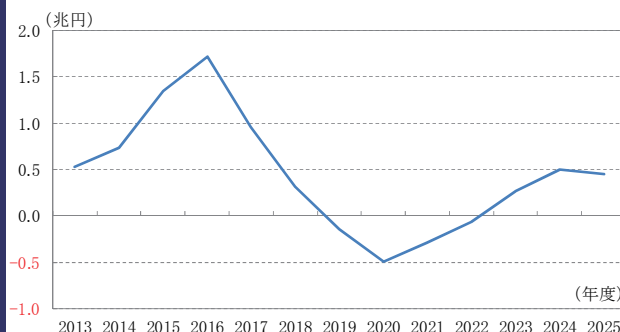
日銀当座預金



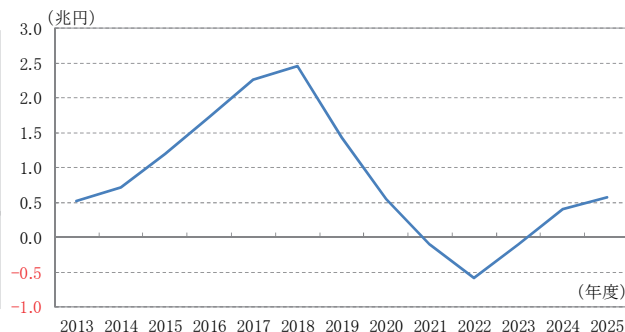
QQEの課題 2年で2%に達しなかったら・・・

国債買い入れを延長した場合、日銀の経常利益はどうなる？

経常利益(買い入れを半年延長)



経常利益(買い入れを1年延長)



- 長期国債残高が増えると、当面は受け取り利息が膨らむ
- 低金利下で、額面を大幅に上回る金額で国債を買い入れると、償却負担が増えるため、将来的には利益を圧迫
- 短期金利の上がり方が急な場合にも利益を圧迫

QQEの課題 日銀は財務の健全性をどう担保するのか

日銀法改正時に削除された損失補填規定

■ 1942(昭和17)年 旧日銀法制定

日銀が出資者に年4%の配当金を支払うことができない場合は不足額を政府が補給する、と規定

■ 1947(昭和22)年 損失補填規定

(旧日銀法附則<昭和22年法第46号附則第9項>)

当分の間、日銀法第39条第1項および第2項の準備金(同条第2項の準備金については、損失の補填又は配当に充てることのできるものに限る。)並びに特別準備金の金額を使用しても、なお毎事業年度に生じた損失を補填するに不足する場合には、政府は、その不足額に相当する金額を補給しなければならない

■ 1997(平成10)年 新日銀法制定

損失補填規定を削除

まとめ 量的・質的金融緩和の効果と課題

- QQEの下で、日銀保有の長期国債の残存期間は長期化
- 出口局面で日銀が超過準備への金利を引き上げる時に、リスクが顕在化。ネットの金利収入が減少⇒日銀の利益(剰余金)が圧迫され、国庫納付金の減少も
- シミュレーションの結果、楽観的に見ても国庫納付は3年程度停止する可能性。金利上昇で日銀の利益が減るのは、超過準備に対する付利のため(国債の評価損は会計上は生じない)
- 日銀が財務の健全性維持に縛られると、金融引き締めが遅れる恐れ(望ましくない形でインフレが進行)。日銀の信用維持のためにも、損失補填条項等で財務健全性を担保する必要
- 財務の健全性が担保されないと、日銀(日銀券)の信用が損なわれる恐れ。異例の金融政策の末に生じる利益と損失の配分について、政府・日銀は事前の取り決めを結び、国民の理解を求める必要