

第 190 回国会における金融政策をめぐる議論

— マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入 —

前財政金融委員会調査室 佐久間 譲

1. はじめに

平成 25 年 1 月、日本銀行は、消費者物価（総合指数）の前年比上昇率を 2% と定め、これをできるだけ早期に実現するとして「物価安定の目標」を導入した。同年 4 月には、新たに就任した黒田東彦総裁の下、2 年程度の期間を念頭に物価安定目標を達成すべく「量的・質的金融緩和」¹の導入を決定した。

当初、円安・株高等好調な金融市場を背景に追い風を得ることに成功し順調な滑り出しを見せていたが、想定していた 2 年程度の期間での物価安定目標の達成にはいまだに至っていない。

これまで物価安定目標の達成時期の見通しは複数回にわたり変更され、本稿執筆時点（7 月 14 日）においては、辛うじて黒田総裁の任期（平成 30 年 4 月 8 日まで）内の「平成 29 年度中」との見通しが示されている。

そのような状況下、平成 28 年 1 月 28 日・29 日に行われた金融政策決定会合において、追加緩和策として新たに「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。

本稿においては、第 190 回国会で行われた金融政策に関する議論のうち、「マイナス金利政策の導入」、「物価安定目標の達成への道筋」、「出口戦略」の 3 つのテーマに焦点を当て、以下概観したい。

2. マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入

(1) マイナス金利政策の目的と仕組み

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」では、従来の量的・質的金融緩和によりマネタリーベース²を年間約 80 兆円に相当するペースで増加させる中で、日本銀行当座預金を

¹ 平成 25 年 4 月 4 日の金融政策決定会合では、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更するとともに、①マネタリーベース：年間約 60～70 兆円増加、②長期国債保有残高：年間約 50 兆円増加、③長期国債買入れの平均残存期間：従来の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度への延長、④ETF 保有残高：年間 1 兆円増加、⑤J-R E I T 保有残高：年間約 300 億円増加等が決定された。これらにより、(1)長期金利を低位に安定させること、(2)金融機関において増加した資金を貸出しや外債購入等に充てるポートフォリオバランスを促すこと、(3)物価安定目標の実現に向けた日銀の強い姿勢を見せることでインフレ期待を誘発し経済・物価に影響を与えることといった目標を達成するとして。

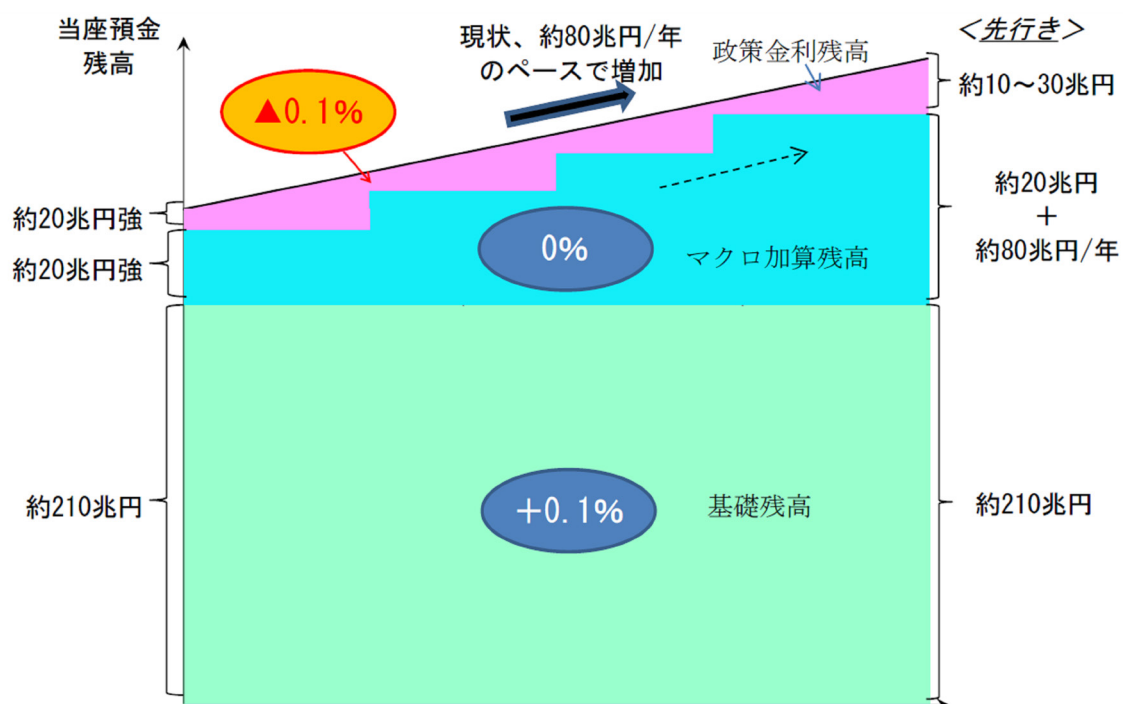
平成 26 年 10 月 30 日に追加緩和策が決定され、①マネタリーベース：年間約 80 兆円増加、②長期国債保有残高：年間 80 兆円増加、③長期国債買入れの平均残存期間 7～10 年程度への最大 3 年間延長、④ETF 保有残高：年間約 3 兆円増加、⑤J-R E I T 保有残高：年間約 900 億円増加等とされた。これによって、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するとされた。

² 日本銀行券発行高＋貨幣流通高＋日本銀行当座預金の合計値。

3層構造(図表1)に分割し、それぞれの階層に応じ、プラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用することとされた³。そのうち新たに増える部分に-0.1%のマイナス金利を適用することでイールドカーブ⁴の起点が下がるとともに、従来どおり大量の資金供給を継続することで、短期から長期まで金利全体により強い下押し圧力を加えていく。これによって、民間の経済活動を促すとともに、銀行が貸出しを増加させやすい緩和的な金融環境をつくり出すことを意図している。

日銀当座預金における3段階の階層構造は、金融機関の収益への悪影響を抑制する観点から採用されており、平成28年5月現在、基礎残高が208兆9,860億円、マクロ加算残高が46兆8,510億円、政策金利残高(マイナス金利部分)が20兆4,550億円となっている。なお、いわゆるマイナス金利部分の残高については、都市銀行が10億円程度と少ない一方、信託銀行が7兆4,490億円、ゆうちょ銀行を含むその他準備預金制度適用先が10兆9,710億円と業態によりその差が大きい状況にある。

図表1 マイナス金利の仕組み：3段階の構造



(出所) 日本銀行資料 原田泰審議委員「わが国の経済・物価情勢と金融政策」(平成28年4月13日)

³ 金融緩和により実体経済への働きかけを行う際に、金融仲介を担う金融機関の収益に悪影響を及ぼす面がある。そのため、マイナス金利の導入に当たり、金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能がかえって低下しないよう3段階の階層構造を採用することとしたとされる。具体的な階層構造は以下のとおりである。

- ①基礎残高(0.1% (平成20年11月に導入された補完当座預金適用利率)を適用)
 - 量的・質的金融緩和の下で各金融機関が積み上げた既往の残高(約210兆円)までの部分
- ②マクロ加算残高(ゼロ%を適用)
 - 所要準備額(法定準備預金額)、貸出支援基金及び被災地金融機関支援オペによる資金供給残高の部分
- ③政策金利残高(-0.1%を適用)
 - 各金融機関の当座預金残高のうち、①、②を上回る部分

⁴ 縦軸に利回りを取り、横軸に残存期間を取った利回り曲線。「イールドカーブ」の起点とは短期金利を指す。

(2) 導入時のサプライズ的手法への評価

黒田総裁は、マイナス金利導入について、平成28年1月21日の参議院決算委員会で「現時点ではマイナス金利を具体的に考えてはいない」⁵と答弁していたが、その8日後、1月29日の金融政策決定会合においてマイナス金利の導入が決定された。

かつて平成26年10月31日に量的・質的緩和を拡大した際、3日前の10月28日の参議院財政金融委員会において「量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮しており、日本経済は2%の物価安定目標の実現に向けた道筋を順調にたどっている」⁶と発言した直後に追加緩和策が発表されるなどいわゆるサプライズ的手法を利用していると批判されていた。

また、第189回国会においては、市場との対話や国会における発言の在り方について見解を問われ、黒田総裁は「基本的に金融政策の透明性が、金融政策の有効性を高める上でも重要で、サプライズによって効果を出そうとは考えていない」⁷と答弁していた。

そのため、マイナス金利導入時には、サプライズ効果狙いだとの指摘を受けることとなり、導入をめぐる経緯に対する質疑の中には「国会審議そのものが黒田政策に利用されている」⁸との指摘もあった。

黒田総裁は、マイナス金利導入の検討経緯の説明⁹を行いつつも「国会、市場、国民に対して考えを正直に伝えてはいるが、金融政策は飽くまで決定会合での議論で決定されるので、事前に自分から政策変更を示唆することは適切でない」と自身の考えを述べたが、質疑者からは「世界の中央銀行も決定に際して同様に議論して決定するが、事前の発言と全然違う方向性を打ち出すことのないよう気を付けている」¹⁰との批判を受けている。

サプライズ的手法はインパクトを与える効果はあったとしても、繰り返せば日本銀行の金融政策に対する国民・市場の信頼感まで失いかねず、黒田総裁自身が語るように「金融政策の透明性が、金融政策の有効性を高める上でも重要」であり、その実践が求められる。

(3) マイナス金利政策導入による金融システムへの影響

マイナス金利政策導入前にその問題点を問われた際、黒田総裁は「理論的には量的・質的金融緩和を通じてイールドカーブ全体を引き下げた際と同様、貸出し利ざやの縮小を通じて金融機関の収益にマイナスの影響を及ぼし得る」旨の答弁を行っていた¹¹。

実際にマイナス金利政策が導入された後も「マイナス金利に限らず、一般的に企業や家計にとっての金融環境を緩和させようとするれば、仲介者である金融機関の収益に影響することは避けられない」¹²とし、その上で金融機関の収益の過度な圧迫により金融仲介機能

⁵ 第190回国会参議院決算委員会会議録第2号22頁(平28.1.21)

⁶ 第187回国会参議院財政金融委員会会議録第3号2頁(平26.10.28)

⁷ 第189回国会参議院財政金融委員会会議録第8号18頁(平27.4.23)

⁸ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第12号12頁～14頁(平28.5.12)

⁹ 経緯について、参議院決算委員会後、ダボス会議出発直前に追加緩和策のオプションを検討するよう事務方に指示し、帰国後に提出された具体案にマイナス金利策があり、これをもとに金融政策決定会合において情勢判断と政策についての討議を行って決定したと説明している。(第190回国会参議院予算委員会会議録第9号7頁(平28.3.4))

¹⁰ 前掲注8

¹¹ 第189回国会参議院財政金融委員会会議録第17号4頁(平27.9.10)

¹² 第190回国会参議院予算委員会会議録第9号6頁(平28.3.4)

を弱めないように、階層構造（図表 1 参照）を採用し、一部にのみマイナス金利を適用したと説明している。

また、逆に、日銀当座預金の一定の残高まではプラス又はゼロ金利を適用するなら効果は少ないのではないかと懸念に対して、日銀は「マイナス金利適用部分が当座預金の一部であるとしても、市場の価格や金利は新しい取引を追加的に行うことにより損益の発生が決まってくる」と説明し、実際の金融取引にはマイナス金利の設定部分がそのまま反映されることになるため、想定通りの金利引下げ効果が得られるとしている¹³。

その他、実際の金融機関が行う様々なサービスの内容に影響を与えるのではないかと危惧する声に黒田総裁は以下のような答弁を行っている。

まず、預金金利もマイナス金利となり、目減りしてしまうのではないかとこの点について、「日本銀行の場合より更に大幅なマイナス金利にしている欧州においても、個人預金についてマイナス金利が付いたとの情報はなく、マイナスになる可能性はない」との認識を示し¹⁴、また、銀行の収益が悪化した場合、住宅ローンなどの貸出金利を逆に上げる可能性については、「現在の状況を見るとマイナス金利導入決定以降、金融機関は住宅ローンの金利を下げており、観念的にはその可能性の議論もあり得るが、實際上、競争的な金融システムの中で住宅ローン金利を引き上げることは起こり得ないと思われる」との見解を示している¹⁵。

さらに、収益の悪化からATMの手数料を値上げする金融機関が出てくる可能性については「金融機関の経営において金融サービスの対価をどのように設定するかとの問題であって、預金金利の問題とは別の問題である」との認識を示し、現下の日本の金融機関については「欧州と異なり資本基盤が充実している上に、収益についても、景気回復を背景に貸倒れなどに伴う信用コストが大幅に低下していることから、低金利環境にもかかわらず高い水準を確保しており、平成 27 年度の大手行、地域銀行の当期純利益は過去最高に迫る水準となっている」と説明しており、その上で「金融機関への収益の影響については引き続き十分見ていきたい」としている¹⁶。

（４）マイナス金利の効果

黒田総裁は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降の状況について「イールドカーブは全体として低下している。また、住宅ローンの金利が明確に低下しているほか、

¹³ 第 190 回国会参議院財政金融委員会会議録第 1 号 3 頁（平 28. 2. 18）

¹⁴ 第 190 回国会参議院財政金融委員会会議録第 1 号 9 頁（平 28. 2. 18）

なお、2月 19 日に金融法委員会（弁護士や学者から構成され日銀に事務局を置く委員会）は「マイナス金利の導入に伴って生ずる契約解釈上の問題に対する考え方の整理」を発表し、その中で、「寄託の対価又は預金口座を通じたサービスの対価を預金約款に従って徴収する余地はあるにしても、市中金利がマイナスとなった場合に、普通預金・変動金利定期預金等に適用される店頭表示利率としてマイナスの値を定め、その絶対値を用いて計算した金額を利息支払日に預金残高から差し引くことは、預金当事者の合理的な意志解釈によれば、出来ないと考えられる」とし、銀行が預金金利をマイナスにして預金者から利息をとることはできないとの見解を示している。

¹⁵ 第 190 回国会参議院財政金融委員会会議録第 1 号 10 頁（平 28. 2. 18）

¹⁶ 第 190 回国会参議院予算委員会会議録第 7 号 31 頁（平 28. 3. 2）

コマーシャルペーパー（CP）¹⁷、社債の発行利回りも極めて低い水準まで低下するなど、金融環境は一段と緩和度合いを増している」としており、今後、実体経済にもプラスの影響が着実に及んでいくとの考えを述べている¹⁸。その一方で、国民にとってマイナス金利政策のメリットが感じにくいとの批判もあるが、中曽宏副総裁は外部の講演で「特に住宅ローンなど借入れのない世帯にとっては、具体的なメリットが感じにくいことは否めない」、「特に、年金生活者、高齢者などの貯蓄世帯には、利息収入が一段と減少することが、強いデメリットとして受け止められている」と述べている¹⁹。今後、日本銀行がマイナス金利を推進する上で、国民の批判や痛みを耳を傾けるとともに、金融政策に対する説明責任を果たすことが不可欠であろう。

導入以来、各マスコミ機関によるアンケートの結果でも必ずしも良いイメージを持たれていないマイナス金利について、原因は「名称そのものにあるのではないか」との指摘に対し、黒田総裁は「欧米でも Negative interest rate との用語が使用されており、「マイナス金利」はこの直訳なので、特別に違う用語を使うことは困難だ」とした上で、マイナス金利付き量的・質的金融緩和は我が国で初めてのことなので、今後、趣旨、効果について十分に説明し、理解を得るよう努力したいとしている²⁰。

なお、日銀のHPには「5分で読めるマイナス金利」とのQ&A方式の文書がアップされており、その最後に下のようなやりとりがあるが、この文書の公表に対しては批判的な声もある²¹。

「話を聞くとわかったような気もするけれど、『マイナス金利』と聞いて不安になってしまったんだよね。」

「『マイナス』という言葉の響きも悪かったかもしれません。それと、今、世界中で金融市場が不安定になっていて、『ニューヨークで株価が下がった』とか『中国から資金が逃げてる』とか、心配なニュースが多い。このイメージと重なったのもあるでしょう。」

「でも、日本の会社は、全体で見ると、史上最高の収益になっていて、経済は良い方向に向かっています。それに、この政策はとても強力です。いずれ『プラス』の効果ははっきり出てきて、明るくなってくると思います。」

（出所）「5分で読めるマイナス金利 平成28年3月」（日本銀行ホームページ・平28.7.14最終アクセス）

〈<http://www.boj.or.jp/announcements/education/exp/data/exp01.pdf>〉より抜粋

（5）今後のさらなる非伝統的手法の採用の可能性

黒田総裁が追加緩和の手段に限界はないとしている点に関して、具体的にまだ採用していない非伝統的な手法（無利子国債活用や政府紙幣等）を想定しているかとの問いに対し、黒田総裁は、マイナス金利の導入により、量、質、金利の三つの次元で緩和手段を駆使す

¹⁷ 企業が短期で資金調達するために発行する無担保の約束手形

¹⁸ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第6号16頁（平28.3.23）

¹⁹ 中曽副総裁 講演「日本経済と日本銀行：昨日、今日、明日」（慶應義塾大学・ボッコロニ大学共催 日伊国交150周年記念カンファレンス）（平28.5.23）

²⁰ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第7号4頁（平28.3.24）

²¹ 例えば、「日銀動かない？動けない？」『日本経済新聞』（平28.4.7）等

ることで金融経済情勢を踏まえた必要かつ適切な組合せの金融調節を行えるようになったとし、政府紙幣の発行等の非伝統的な手法の採用について否定している²²。

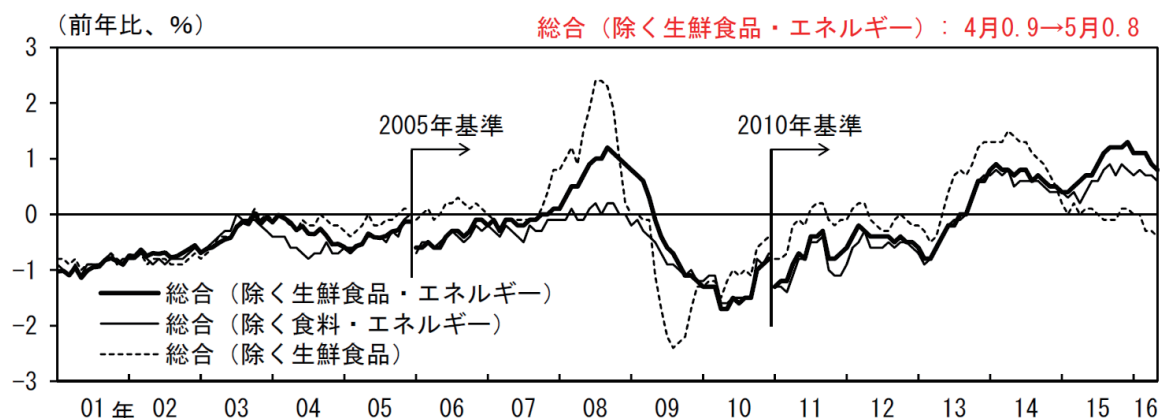
3. 物価安定目標の達成への道筋

(1) 物価安定目標が達成できない理由

第190回国会の参議院における最初の黒田総裁への質疑は「日銀の物価安定目標2%をなぜ達成できていないのか、なぜ失敗したのか」²³との問いかけから始まっている。

これに対して黒田総裁は、「物価情勢は、生鮮食品を除く消費者物価前年比がこのところ0%程度で推移しているが、これは平成26年夏以降の原油価格大幅下落の影響によるところが大きい。ただし、生鮮食品、エネルギーを除く消費者物価の前年比では、26か月連続でプラスを続け、最近では+1.2%まで上昇する等、物価の基調は着実に改善している。先行きも、物価の基調が着実に高まり、消費者物価の前年比2%に向けて上昇率を高めていくと考えている」旨答弁している²⁴。

図表2 消費者物価の基調的変動



(注) 1. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値、下のいずれの図表も同じ）。

(出所) 日本銀行資料(平成28年7月6日)

(2) 物価の基調判断に使用する指数

物価安定目標2%の対象となる消費者物価は総合指数であることが示されている。その一方で、日銀は、欧米で一般的なコアコア指数（除く食品、エネルギー）とも異なるいわゆる日銀版のコアコア指数（除く生鮮食品、エネルギー）など、消費者物価の基調的な変動を見るための指標を公表している。これらの指標を公表する理由を問われた黒田総裁は、物価安定目標を総合指数で見るのは主要国と同様とした上で、「物価の基調を見るためには、各国とも経済動向に合わせて、一時的要因の影響を除いた様々な指標を活用している。我

²² 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第3号6頁～7頁、29頁（平28.3.10）

²³ 第190回国会参議院予算委員会会議録第2号19頁～20頁（平28.1.15）

²⁴ 前掲注23

が国の場合は、生鮮食品の値動きが激しいことから、生鮮食品を除く指数を物価の基調を見る1つの有力な指標として使ってきた。その一方で、エネルギー価格が大幅に下落している下で物価の基調を判断するためには、エネルギーを除いた指数を見ることも必要との理由から、生鮮食品、エネルギーを除く消費者物価指数を含めて様々な物価指標を使っている。いわゆるコアコア指数（除く食品、エネルギー）も注視はしているが、食料とエネルギー品目を除くと対象範囲がかなり小さくなってしまいう面がある」と述べている²⁵。

指標が増えることで様々な視点から現下の状況を分析できることは利点であろうが、物価の状況を説明する度に、使用する消費者物価指数が使い分けられることは、国民の理解に混乱をもたらす原因ともなるため、使用する指数の内容と使用する理由をしっかりと整理した上でわかりやすく説明し続けることが求められよう。

（3）物価安定目標の達成見通し

第190回国会会期中、最初の金融政策決定会合（平成28年1月28、29日）では、「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という。）における物価安定目標の達成時期の見通し（以下「見通し」という。）をそれまでの「平成28年度後半」から「平成29年度前半」へと変更することを決定し、更にこれを4月28日の決定会合では「平成29年度中」へと変更することを決定した。

量的・質的金融緩和導入から3年強の間に見通し内容は図表3のように変化しているが、日銀の認識として見通しを変更した回数は平成27年4月以降の4回だとしている²⁶。よって、平成27年4月以降、日銀は公表した全ての展望レポートで見通しを変更していることになる²⁷。

1月の「平成29年度前半」への変更後の段階で、日銀をオオカミ少年に例えた厳しい指摘が両院においてあり²⁸、黒田総裁は、参議院における答弁で原油価格の想定を超えた下振れを理由としつつ、「全世界で同様の影響が物価に出ており各国の中央銀行も日本同様、先物市場の価格動向を踏まえて物価の見通しを出している」旨、説明している²⁹。

4月の「平成29年度中」への変更の際は、背後に原油価格の問題もあるが、新興国の減速や市場の混乱の影響があり成長率が下振れしたことが主たる理由と説明した³⁰。

4月の展望レポートでは、平成29年度までの見通しを従来と比べると、成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、平成28年度について下振れているとしている。成長率や賃金上昇率の下振れによる物価見通しの影響については、展望レポートでは触れられて

²⁵ 第190回国会衆議院財務金融委員会議録第11号15頁（平28.3.16）

²⁶ 第190回国会参議院財政金融委員会議録第12号17頁（平28.5.12）

²⁷ 平成28年から展望レポートが年間4回公表されているが、平成27年までは、4月、10月の年2回の公表であった。平成28年より金融政策決定会合の開催が従来の年14回程度から年8回に見直されているが、展望レポートを議論・公表する会合を年4回開催し、その間に経済・物価情勢の変化などを議論する会合を開催することで計8回との形になっている。ちなみに、米国連邦準備制度、欧州中央銀行においても、決定会合の開催頻度は年8回となっている。

²⁸ 第190回国会衆議院予算委員会議録第7号24頁（平28.2.4）等

²⁹ 第190回国会参議院財政金融委員会議録第1号6頁（平28.2.18）

³⁰ 第190回国会参議院財政金融委員会議録第12号18頁（平28.5.12）

いるが、国会での説明等では触れられていない。

これまで展望レポートや国会答弁における物価安定目標の達成時期の変更理由は、全て原油価格の下落としてきたところであるが、4月の展望レポートにおいて、平成28年度のこととはいえ、成長率や賃金上昇率の下振れといった国内的要因を理由としてあげていることの意味は、アベノミクスの成否にも関わる問題でもあり、決して小さくないと思われる。

変更理由の変化については4月の決定会合後の記者会見でも焦点となっていたが³¹、国会においては、答弁を求めるまで、委員会冒頭に黒田総裁が行った我が国の経済金融情勢の説明でも触れられなかった。国会への説明義務（日銀法第54条第3項）の重要性に鑑みて、見直しを変更した理由について誠実な説明が求められるところである。

図表3 「物価安定の目標」達成時期見通しの記述の変遷

展望レポート公表日	「物価安定の目標」の達成時期の見通し
H25.4.26	見通し期間(平成25～27年度)の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。
H26.4.30	見通し期間(平成26～28年度)の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。
H26.10.31	2015年度(平成27年度)を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い。
H27.4.30	2016年度(平成28年度)前半頃になると予想される。
H27.10.30	2016年度(平成28年度)後半頃になると予想される。
H28.1.29	2017年度(平成29年度)前半頃になると予想される。
H28.4.28	2017年度(平成29年度)中になると予想される。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」から筆者作成

(4) 政策委員会の見通しと政策委員大勢見通し中央値のずれ

展望レポートには、参考資料として、見通し期間(3年)の各政策委員の物価に関する大勢見通しの一覧(以下「大勢見通し」という。)が掲載されており、平成28年1月の展望レポートの大勢見通しにおける平成29年度は、中央値を+1.8%とする+1.0%～+2.1%の幅となっている。この点、同レポートでの2%の見通しを平成29年度前半頃としている点と整合がとれないとの旨の指摘があった³²。合議制の政策委員会が、中央値以外の見通しを意思決定することの妥当性を問う内容である。

ちなみにこの後の4月の展望レポートでは、2%の見通しを平成29年度中に変更しつつ、大勢見通しの平成29年度については中央値を+1.8%とする+0.8%～+2.0%の幅

³¹ 例えば、「日銀、政策手詰まり」『日本経済新聞』(平28.4.29)等

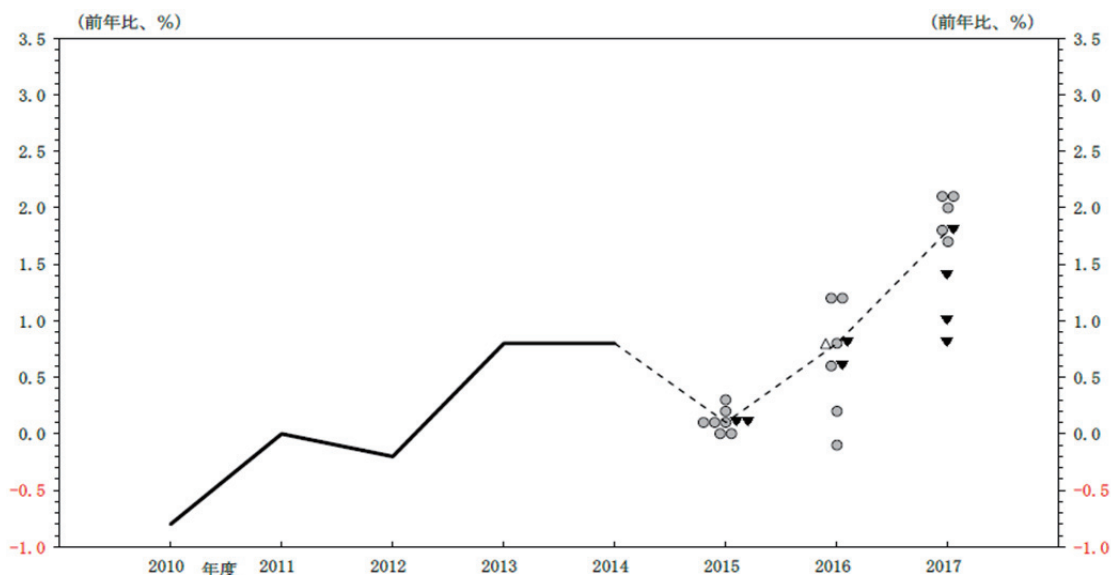
³² 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第3号5頁～6頁(平28.3.10)

としている。

これに対し、黒田総裁は、展望レポートの見通しは政策委員の多数の賛同を得て決定しており、大勢見通しの分布グラフ(図表4)を見ても、両者は整合的である旨答弁している。

その趣旨は、個々の委員が示した大勢見通しを前提として、金融政策決定会合における多数決によって組織としての意思決定が行われているので問題はないということであろうか。また、答弁では触れていないが、幅からは最大値、最小値は除かれていることや見通しが総合ベースであるのに対して大勢見通しが生鮮食品を除くベースであることの違い等を勘案して解釈する必要もある。

図表4 政策委員物価大勢見通し(消費者物価指数(除く生鮮食品))



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(注3) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

(出所)「経済・物価情勢の展望」(平成28年1月)日本銀行

(5) 目標達成時の対応

日銀が「物価安定の目標」である2%の達成時期としているタイミングは、瞬間的な到達であり、安定的な2%の意味ではないとの理解でよいかとの問いに対して、黒田総裁は、これは目標に達し始める時期であり、また物価が更に上下すると思われるが、物価安定目標2%の実現を目指して安定的に持続できるようになるまで現在の金融緩和を続けると説明している³³。

この説明から、2%達成後に安定するまでどのぐらいかかるのか、またその間も緩和措

³³ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第6号15頁(平28.3.23)

置を続行することは妥当なのかといった、物価安定目標の達成についての判断基準も課題となろう。

(6) 物価安定目標の達成への課題

物価安定目標の達成時期の見通しが再三変更されてきたことで、2年程度の期間で達成するとした当初の日銀によるコミットメントへの信頼が揺らぎ、政策の効果が減じられる悪循環を招いてしまう事態を避けるために、日銀としてはこれ以上の見通しの変更は避けたいところであろう。もっとも、これ以上の変更を行えば、黒田総裁の任期内では達成できなくなることになる。

4月の展望レポートの後の状況として、見通しの前提となっている消費税率10%への引上げの延期が決定されたことや、本稿執筆時点での原油価格は45ドル程度まで上昇しており、1バレル当たり35ドルを出発点に平成30年度にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくとの見通しにおける想定よりも幾分早い動きを見せていることなどは、次の数字の算出にはプラスの影響をもたらす可能性がある。

一方、新興国のみならず英国のEU離脱等主要国の不安定な状況も日本の経済への逆風として加わり、円高株安傾向に拍車がかかっている状況になっていることから、様々な要素が加味されるであろう次の展望レポートが注目される。

4. 出口戦略

(1) これまでの説明

物価安定目標の達成後に現在の金融緩和手法を終了させていく、いわゆる出口戦略については、黒田総裁等の任命について国会同意を得るための議院運営委員会における意見陳述・質疑³⁴の段階から再三問われてきた問題であるが、「時期尚早」として具体的な内容について答弁されてこなかった経緯がある。

第190回国会においても基本的にこの姿勢は変わらないものの、第189回国会閉会後のタイミングで、米国が量的金融緩和終了後初の利上げを行っていることもあり、米国(FRB)の例を参考に出口戦略に対する考え方の一端が示される場面も見られた。以下、出口戦略に関わる黒田総裁の発言内容を整理したい。

(2) 出口戦略の在り方

黒田総裁は、出口の議論を時期尚早とする理由について「出口の際の収益状況は、手段や順序に関する進行方法に加え、その時々金利情勢などによって大きく変わり得るため、現時点で具体的に話すことは適当でないと考える」³⁵と説明し、背景に、FRBが事前に

³⁴ 一定の独立性、中立性が求められる機関の構成員の任命については、内閣が両議院の事前又は事後の承認を求める国会同意人事の制度がある。通常、議院運営委員会で内閣から説明を聴取し、同委員会の決定があった後、議院の会議において議決される先例となっているが、日本銀行総裁・副総裁、人事官、検査官、公正取引委員会委員長、原子力規制委員会委員長については、各院の議院運営委員会で所信聴取・質疑を行う。

³⁵ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第3号19頁(平28.3.10)

出口戦略の順序・方法について行っていた様々な議論も参考にしている旨も述べている³⁶。

国債の買入れは政策を推進していく過程では収益を押し上げる一方、いわゆる出口の局面では収益を押し下げる性質を一般的には持っているとした上で、具体的な手段としては、例えば保有国債の償還や各種の資金吸収オペレーションのほか、付利金利（補完当座預金適用利率）の引上げなどが考えられるとし、そうした手段の中で実際にどれを用い、いかなる順序で出口を進めるかは、時々の経済・物価情勢、市場の状況などによって変わり得るとしている³⁷。

米国の例にも言及し、現時点では拡大したバランスシートをまだそのままにしており、償還された部分については再投資をしているが、バランスシートの扱いにどのような対応をするか関心を持っていると述べている³⁸。

（３）日本銀行の財務状況

ア 日銀における財務上の国債価格の評価方法

平成 27 年 9 月末時点の日銀の長期国債の保有残高は 262 兆円であり³⁹、仮に 10 年物国債金利と同じ割合で各期間の金利が 2 % 上昇したときの時価の減少額を試算すると、27 兆円になるとしている⁴⁰。

平成 27 年度上半期末の中間決算では、資本勘定は 3.1 兆円、引当金勘定は 4.0 兆円、保有有価証券の含み益は 8.3 兆円、これらを合計した広義の自己資本相当額は 15.5 兆円となる。機械的な計算を行うと、長期金利が約 0.8% 上昇した場合、同時点における広義の自己資本相当額の時価が減少するとの計算になるとしている⁴¹。

ただし、国債の評価方法には償却原価法を採用⁴²しており、仮に長期金利が上昇したとしても、決算上の期間損益について評価損失が計上されることはないため、日本銀行の経理上も問題はないとしている⁴³。

イ 債券取引損失引当金の拡充

日本銀行では、日本銀行法第 53 条に基づく法定準備金に加え、収益の振れを平準化し、財務の健全化を確保するという観点から、別途、債券取引損失引当金の積立てがなされてきている。平成 27 年度に、将来、収益が下振れる局面で取り崩すことができるように、

³⁶ 第 190 回国会衆議院財務金融委員会議録第 19 号 9 頁～10 頁（平 28. 5. 25）

³⁷ 第 190 回国会参議院財政金融委員会議録第 3 号 19 頁（平 28. 3. 10）

³⁸ 第 190 回国会参議院財政金融委員会議録第 12 号 14 頁（平 28. 5. 12）

³⁹ 国債全体の保有残高は 310 兆円、国債運用利回りは 0.436% としている。（第 190 回国会参議院財政金融委員会議録第 9 号 14 頁（平 28. 3. 31））

⁴⁰ 第 190 回国会参議院予算委員会議録第 9 号 20 頁（平 28. 3. 4）

⁴¹ 第 190 回国会参議院財政金融委員会議録第 7 号 11 頁（平 28. 3. 24）

⁴² 日本銀行が保有する長期国債の評価方法は、企業会計基準において償還期限まで保有することを目的とする債券に適用される償却減価法が採用されている。この償却減価法は、取得原価と額面の差額を、償還期限までの間、每期均等に償却する方法をいう。これに伴う損益は、損益計算書上、国債利息に含める形で計上することとされている。なお、償却原価法の下では、金利上昇により保有長期国債の時価が低下しても、それに伴う会計上の評価損失は発生しない。（日本銀行「日本銀行の政策・業務とバランスシート」（平成 16 年 6 月 28 日））

⁴³ 前掲注 41

債券取引損失引当金が拡充⁴⁴された⁴⁵。

現在の引当金の仕組みは、当分の間、保有する長期国債の利息収入と超過準備に付している付利など有利子負債の利払い費の差額の50%を目途として、利益超過の場合は積み立て、損失超過の場合は取り崩すこととしている。

これにより、日本銀行の収益の変動がならされ国庫納付金の額も平準化される効果があるとしている⁴⁶。

また、将来の具体的な試算について、実際の出口における経済金融情勢が確定的に予測できないため、あくまでも一種の保険としての予備的な準備だとしている⁴⁷。

(4) 出口戦略に関する説明責任

マイナス金利政策の影響を受け、国債において利回りがマイナスとなるものが拡大していく中、日本銀行が国債の買入れを進めていくに従い、次第に収益が圧迫されていくことが懸念される。

黒田総裁が具体的な出口戦略について明確にしないことが「日銀は具体的な出口戦略を持っていないのではないか」あるいは「出口に際しての金利上昇局面においては日銀のみならず民間金融機関に多大な損失を発生させるのではないか」等、余り明るくない先行きを予想する声を招いているとの指摘もある⁴⁸。

日銀として、こういった将来展望に関するネガティブなイメージを放置することは、金融政策の遂行上も好ましくはないはずであり、今後、出口戦略も含めて金融政策の在り方について日銀内にとどまるのではなく、広く国民とともに透明性の高い議論がなされることを期待したい。

5. おわりに

様々な議論を概観してきて、現状、マイナス金利の効果が十分に発揮されているとは評価し難い状況にもあり、現下の金融政策には様々な逆風が吹いているように感じられる。

そもそも2年程度の期間を念頭に物価安定目標を達成するため、量的・質的金融緩和が実施されたはずであるが、今や黒田総裁の任期中に出口に向かうことができるのかどうかも危ぶまれる状況にある。

政府に目を転じれば、安倍晋三内閣総理大臣は、現下の状況を「デフレ⁴⁹ではないとい

⁴⁴ 平成27年11月13日に、「引当金制度に関する検討のお願い」として、「量的・質的金融緩和」の実施に伴って生じ得る収益の振幅を平準化する観点から、引当金制度による対応検討を麻生太郎財務大臣に要請した。これを受けて、同11月20日、閣議において日銀の引当金積み増しを可能にする政令改正が決定されている。

⁴⁵ 金融政策決定会合後の総裁記者会見（平28.11.20）。記者会見では「これは別に出口戦略と関係しているわけでは全くありません」とも説明している。

⁴⁶ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第3号19頁（平28.3.10）

⁴⁷ 第190回国会衆議院財務金融委員会会議録第19号9頁（平28.5.25）

⁴⁸ 例えば、加藤出「日銀が最大の不確実性に」『日経ヴェリタス』（平28.5.8）等

⁴⁹ 政府は、デフレの定義を「物価の持続的な下落」とし、デフレ脱却は「物価が持続的に下落する状況を脱し再びそうした状況に戻る見込みがないこと」としている。

なお、平成18年当時の与謝野財務大臣が、デフレ脱却について、「実際の判断に当たっては、例えば需給ギャップや、ユニット・レーバー・コスト(単位労働コスト)等のマクロ的な物価変動要因を踏まえる必要が

う状況をつくり出すことができた」が、「デフレ脱却には道半ば」であるとしている⁵⁰。まさに現時点は、アベノミクスにとっても成功と失敗を決する微妙な、そして重要な岐路にあると思われる。

今後のマイナス金利付き量的・質的金融緩和が、日本経済に想定どおりの効果を及ぼすことができるかがアベノミクスの成否に重大な影響をもたらすことは間違いないところであろう。

ただ、平成 28 年 4 月に行われた G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の声明では「金融政策のみでは、均衡ある成長に繋がらないだろう」ともされており、アベノミクスの「三本の矢」⁵¹における金融政策以外の 2 本の矢の役割に期待がかかる⁵²。

財政政策は主に短期的な効果を担うと見られがちだが、現下の日本の財政状況に鑑みても無駄遣いをする余裕はなく、財政政策に臨む際は、持続可能な発展を促すような長期的な視点からも国民にアピールできる内容を期待したい。

また、成長戦略は長期的取組だと見られがちだが、政治的ハードルの高さから突破できていない規制の改革等は短期的にもインパクトをもたらすと思われる。成長戦略は潜在成長率を引き上げるために欠かせない方策であり最重要課題として取り組む必要がある。

この政府が担う他の 2 本の矢による期待への働きかけは、マイナス金利付き量的・質的金融緩和にとって何よりの助力となり、新たな推進力を得ることになるかも知れない。

三本の矢の本領が発揮されることを期待したい。

(さくま ゆずる)

あり、消費者物価や GDP デフレーター等の物価の基調や背景を総合的に考慮して慎重に判断する」(第 164 回国会参議院予算委員会会議録第 5 号 7 頁(平 18.3.6))と述べており、政府は、デフレ脱却の判断は日銀が物価達成目標の指標としている消費者物価以外にも種々の指標を総合的に勘案して判断するとしている。

⁵⁰ 第 190 回国会参議院予算委員会会議録第 7 号 33 頁(平 28.3.2)

⁵¹ 黒田総裁は「アベノミクスの三本の矢は、金融の緩和、短期的には財政刺激、長期的には財政の再建、そして、各種の構造政策を含む成長戦略による供給力の引き上げといった三つの組合せとなっている。」とした上で「金融政策は需要面の政策である」と述べている。(第 190 回国会衆議院財務金融委員会会議録第 12 号 8 頁～9 頁(平 28.4.5))

⁵² 黒田総裁は「政府は財政と成長戦略についてのコミットメントをしている」とし、役割分担として、「政府は、財政再建、財政の持続可能性、健全性を確保するとともに、潜在成長率を引き上げていく構造改革をしっかりと実現していただきたい」とも述べている。(第 189 回国会参議院財政金融委員会会議録第 15 号 7 頁(平 27.6.16))