

黒田日銀総裁再任の経緯と今後の金融政策の課題

— 日銀国会同意人事（2018 年）の概要 —

笠井 彰吾

（財政金融委員会調査室）

《要旨》

日銀では、2018 年 3 月の雨宮、若田部両副総裁就任、4 月の黒田総裁再任を受け、新体制がスタートした。日銀法では、「総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する」（第 23 条第 1 項）とされており、日銀正副総裁の任命に係る国会同意に際しては、候補者の所信聴取と所信に対する質疑が行われている。2018 年の質疑では、各候補者に対し、経済の状況や金融政策に対する見解、これまでの金融政策運営に対する評価などを問う議論が行われた。

我が国経済にとっては、バブル経済崩壊以降続くデフレからの脱却が大きな課題となっている。日銀は、ゼロ金利制約の下、量的緩和政策などのいわゆる非伝統的金融政策を導入し、長期にわたるデフレからの脱却を図ってきた。2013 年 1 月には政府との共同声明を出し、消費者物価について前年比 2 % の上昇を目指す物価安定の目標を打ち立てたが、その目標はいまだ達成されていない。今後の金融政策においては、物価安定目標の早期達成を目指すとともに、これまでの政策運営による副作用等を検証しつつ、出口戦略において直面する課題に慎重に取り組む必要がある。

1. 日本銀行総裁及び副総裁の任命に係る国会同意

（1）日本銀行法の改正

我が国では、1990 年代のバブル経済の崩壊以降、景気の低迷や金融機関が抱える不良債権問題が深刻化したことで、金融制度や金融システムを見直す機運が高まっていた。また、直接金融市場が拡大する一方、経済のグローバル化が進展し、市場原理の徹底と透明性の確保が重要になりつつあった。さらに、1998 年の E C B（欧州中央銀行）の設立に先立って、欧州各国で中央銀行の独立性を強化するための制度改革が行われるなど、中央銀行制度をめぐる議論が国際的に活発化していた。

こうした背景から、日本銀行の独立性の確保と政策運営の透明化を図るため、1997 年に

旧日本銀行法（昭和 17 年法律第 67 号、以下「旧日銀法」という。）が全部改正され、1998 年に現行の日本銀行法（平成 9 年法律第 89 号、以下「日銀法」という。）が施行された。

ア 政策委員会

政策委員会は、金融政策の決定等を行うために日銀に置かれた最高意思決定機関である。旧日銀法下では、総裁、政府代表委員 2 名¹、任命委員 4 名²の計 7 名で構成されたのに対し、日銀法下では、政策決定と業務執行を有機的に結び付けつつ透明性の向上を図る等の観点から、執行部門の一部である総裁及び副総裁 2 名³に加えて、外部の有識者から任命される審議委員 6 名の計 9 名から成っている（日銀法第 16 条第 1 項及び第 2 項）。

政府代表委員は廃止されたものの、審議過程の透明性や日銀と政府の連携を確保するため、政府が指定する者について政策委員会への出席が認められている（同法第 19 条第 1 項）⁴。また、任命委員に対し、それぞれが代表する業界に有利な政策決定に傾きかねないとの指摘があること等も踏まえ、審議委員には、個別業界ではなく、経済又は金融に関する高い識見その他の学識経験者を充てることとしている（同法第 23 条第 2 項）。

イ 委員の任命に係る両議院の同意の要否

旧日銀法では、政策委員会の委員のうち、国会の同意が必要とされていたのは任命委員 4 名の任命に関してのみであり、総裁及び政府代表委員 2 名について同意は不要とされていた。これに対し、日銀法では、人事権を通じた政府によるコントロールを機能させる一方で、国民の代表である国会の信任に基づく独立性を確保する観点から、総裁、副総裁 2 名、審議委員 6 名の全ての委員について両議院の同意を求めている（日銀法第 23 条第 1 項及び第 2 項）。

（２）総裁及び副総裁に係る人事の変遷（図表 1）

正副総裁の任期はそれぞれ 5 年であり、欠員が出た場合の後任者の任期は前任者の残任期間とされる（日銀法第 24 条第 1 項）。また、政府との意見の相違を理由とする解任が行われないよう、解任事由は心身の故障等に限定されている（同法第 25 条第 1 及び 2 項）。

1998 年 4 月に施行された日銀法により副総裁が 1 名増員となったため、同年 4 月の山口副総裁の任命が初めて国会同意人事案件として扱われた。なお、同年 3 月の速水総裁及び藤原副総裁の任命については、日銀法施行を待たずして行われたため国会の同意はなされていない⁵。また、正副総裁の任期を統一する観点⁶から山口副総裁の任期を 2003 年 3 月 19

¹ それぞれ大蔵省、経済企画庁を代表する者と規定されていた。

² それぞれ地方銀行、大都市銀行、商業及び工業、農業に関して優れた経験と識見を持つ者と規定されていた。

³ 旧日銀法下では副総裁は 1 名であったが、日銀法下では、副総裁は 2 名となっている。

⁴ 政府からの出席者には議決権は付与されない。ただし、政府からの出席者は、意見を述べる（日銀法第 19 条第 1 項）、議案を提出すること、次回会合までの議決の延期を求める（議決延期請求権）ができる（日銀法第 19 条第 2 項）。

⁵ 日銀法附則第 1 条では、「総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。」とする同法第 23 条第 1 項のうち、「両議院の同意を得」る部分に限り公布の日（1997 年 6 月 18 日）から施行するとされている。これにより、施行後に任命する正副総裁についての国会の同意を、施行以前に得られるようになっている。また、施行日（1998 年 4 月 1 日）より前に任命される正副総裁については、両議院の同意は不要と解されている。（第 142 回国会衆議院決算行政監視委員会議録第 5 号 36 頁（平 10.3.25））

⁶ 旧日銀法には、欠員の補欠である正副総裁の任期について規定はなかった。そのため、大蔵省接待汚職事件

日までとするとともに、1998年4月に任命される審議委員について、それぞれ2～4年の間で1年ごとに異なる任期満了期日を設けた⁷。

2008年の正副総裁の任命においては、財務省（旧大蔵省）と日銀それぞれの出身者が交互に日銀総裁を務める、いわゆる「たすきがけ人事」などをめぐって議論が紛糾した。内閣が提示する人事案に対し、両議院の多数会派が異なるいわゆる「ねじれ」が生じた結果、参議院の同意が得られず、日銀総裁が任期満了を迎えて空席となる事態に陥った。その後、総裁不在の間にその職務を代行していた白川副総裁が、同年4月に両議院の同意を得て総裁に就任したが、正副総裁の任期の始期がずれることとなった。

2013年3月、新たな正副総裁3名による新体制が、任期開始日の違いによって機動的に始動できない事態を避けるため、白川総裁は任期満了を待たずに辞任した。ただし、正副総裁の任期開始日のずれ自体が解消されたわけではなく、後任の黒田総裁は、白川総裁の残任期間と次の5年間の任期について、それぞれ両議院の同意を得て任命されている。

2018年2月、内閣から両議院に対し、総裁として黒田日本銀行総裁を再任、副総裁として若田部早稲田大学政治経済学術院教授及び雨宮日本銀行理事を任命したい旨の人事案の内示があった。その後、各候補者は後述のような審議を経て、それぞれ両議院の同意を得て内閣から任命され、同年4月から日銀の新体制が始動している。

図表1 総裁及び副総裁をめぐる国会での同意の概況

就任年月日	総裁	副総裁①	副総裁②	参議院本会議				衆議院本会議		
				開会日	候補者	賛成	反対	開会日	候補者	賛成
1998	3/20 ↓ 4/1 ↓	速水優	藤原作彌 山口泰	日銀法施行前につき、国会の同意が不要であった						
				3/31	山口泰	204	14	3/30	山口泰	起立多数
2003	3/20 ↓	福井俊彦	武藤敏郎	3/14	福井俊彦	132	88	3/13	福井俊彦	起立多数
					岩田一政(副) 武藤敏郎(副)	125	93		岩田一政(副) 武藤敏郎(副)	起立多数
2008	3/20 ↓	欠員	白川方明	3/12	武藤敏郎	106	129	3/13	武藤敏郎	起立多数
					白川方明(副)	230	7		伊藤隆敏(副)	起立多数
					伊藤隆敏(副)	105	132		白川方明(副)	起立多数
		白川方明	西村清彦	3/19	田波耕治	112	125	3/19	田波耕治	起立多数
					西村清彦(副)	232	7		西村清彦(副)	起立多数
	4/9 ↓			4/9	白川方明	231	7	4/9	白川方明	起立多数
	10/27 ↓				渡辺博史(副)	115	121		渡辺博史(副)	起立多数
2013	3/20 ↓	黒田東彦	中曾宏	3/15	黒田東彦	186	34	3/14	黒田東彦	起立多数
					岩田規久男(副) 中曾宏(副)	124 199	96 22		岩田規久男(副) 中曾宏(副)	起立多数
	4/9 ↓	黒田東彦	岩田規久男	4/5	黒田東彦	186	20	4/5	黒田東彦	起立多数
2018	3/20 ↓	雨宮正佳	若田部昌澄	3/16	黒田東彦	161	73	3/16	黒田東彦	起立多数
					若田部昌澄(副)	165	68		若田部昌澄(副)	起立多数
	4/9 ↓	黒田東彦			雨宮正佳(副)	171	64		雨宮正佳(副)	起立多数

(注) 副総裁に付した丸数字は、総裁が職務を行えない、または、欠員の場合にその職務を代行する順位

(注) 赤字は不同意とそれに伴う欠員

(出所) 参議院本会議録、衆議院本会議録、日本銀行ウェブサイト等を基に筆者作成

の影響による前任者の辞任を受けた速水総裁及び藤原副総裁の任期は、就任日を起点に5年間とされた。

⁷ 日銀法附則第7条第5項では、改正後の規定によって最初に任命される副総裁及び審議委員について、政策委員会委員としての任期の満了期日が特定の年に偏らないよう、2年以上5年以内で任期を定めることができるとされている。

(3) 国会同意人事に係る課題

ア 政策委員会における議論の活性化

金融政策の決定に関して、我が国を始め多くの中央銀行が委員会制度を採用している。金融政策に委員会制度を採用する利点として、多様な考え方が持ち寄られる点や極端な決定が行われにくい点などを指摘する研究がある⁸。また、日銀法が審議委員について業界代表的な側面を求めている背景には、政策委員会の活性化という目的がある。

2018年5月現在、正副総裁の任期開始日のずれは約3週間に収まっており、正副総裁に空席ができるといった事態がなければ、それぞれの任期開始日が変わることはない。正副総裁が去就を共にすることにより、新たな体制で機動的な政策運営が可能となる一方で、ほぼ同じ時期に入れ替わる正副総裁3名の人選が、9名から成る政策委員会での議論のバランスや多様性に影響する可能性も指摘できよう。

イ 事前報道

国会同意人事については、政府の情報管理の在り方との関係から、議院運営委員会理事会における候補者の内示に先立って当該人事案が報道される、いわゆる「事前報道」が従来から問題となっている。

2007年には、衆参議運委員長申合せにより、政府による内示前に人事が報道された場合、原則として当該者の提示を受け付けないとする「事前報道ルール」が定められた。同ルールは、手続が滞る等の理由から2013年に見直しが行われ、その際、①内示までのあらゆる過程における情報管理の徹底を政府に求める、②事前報道があった場合、内示後、政府に対し情報漏えいの有無を調査させ、衆参の議運理事会に報告させる、という新たな申合せが衆参議運委員長により行われた。同年の日銀国会同意人事に際して事前報道があったが、政府は、情報漏えいの有無を調査したものの、原因となる事実を確認できなかった旨報告している。また、黒田総裁再任をめぐる2018年の国会同意人事においても事前報道が見られたが、政府からは、原因となる事実は確認できなかった旨の調査報告が行われている。

事前報道については、報道された人事が既定路線のように取り扱われることによって国会審議が形骸化する懸念がある。また、日銀の人事に関しては、事前報道が市場の動向に影響を及ぼす可能性がある。政府の情報管理の在り方や事前報道を受けた原因調査の手法については、改善の余地があると指摘されており、とりわけ日銀国会同意人事に関する情報管理については、市場への影響を踏まえた適切な対応が求められるものと考えられる。

2. 日銀総裁及び副総裁候補者の所信聴取と所信に対する質疑

(1) 所信聴取

日銀正副総裁候補者に対しては、2008年以降、両院の議院運営委員会等において、所信を聴取するとともに質疑を行っている。所信聴取は、各候補者が経済の見通しや政策運営

⁸ Alan S. Blinder, "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", CEPS Working Paper No. 129, July 2006, p. 21

に対する考え方などを発言する場であるとともに、当該人事案件に対する同意の可否を判断するための機会となっている。

（２）総裁及び副総裁候補者の所信に対する質疑の概要（2018 年）

ア 黒田日本銀行総裁候補者（日本銀行総裁）（図表 2）

黒田総裁候補者は、総裁候補者であると同時に現職の日銀総裁でもあったことから、自身が行ってきたこれまでの金融政策やその出口戦略などに関する質疑が相次いだ。その中で、総裁への再任要請を受諾した理由については、物価安定目標⁹を達成し日本経済が持続的な成長経路に乗るための一助となりたい旨答弁した¹⁰。

過去 5 年間の金融政策について、同候補者は、経済・物価を大きく改善させる一定の効果があつたと評価したものの、2%の物価安定目標はまだ達成できていない状況と認めている¹¹。金融緩和の副作用については、預貸利ざやの縮小など金融機関の収益に影響が及んでいるが、足下の収益はそれほど悪化しておらず貸出しも増加していることから、金融仲介機能に影響は出ていないとの認識を示した¹²。さらに、地域金融機関については、大手都市銀行等と比べて預貸利ざやによる収益への依存度は高いものの、貸出残高の増加や資産運用による売買益による高い収益を得ており、足下での収益力の大幅な縮小は見られないと分析した¹³。また、日銀の財務の健全性については、深刻な状況にはないものの、出口戦略でバランスシートを縮小する際に財務への影響が生じ得るため、日銀として強い関心を持って考えているとの見解を示した¹⁴。

物価安定目標の達成時期については、具体的な年月には触れず「早期に実現する」としたが、2019 年度頃に物価上昇率が 2%程度に達するという政策委員の見通しに基づき、2%の物価安定目標が達成されていれば、その頃に出口戦略についての検討、議論が行われているとの見通しを述べた¹⁵。短期的な物価の動向については、完全にコントロールすることはできないとしながらも、中央銀行には、金融政策によって物価の安定を図る責務があるとの認識を示した¹⁶。

賃金については、雇用情勢の改善や企業収益の増加に比べて伸びが鈍いとの現状認識を示すとともに、賃金の上昇を通じて物価が緩やかに上昇することが理想的であるとの考えを述べた¹⁷。

⁹ 2013 年 1 月 22 日、日銀は、「物価安定の目標」として 2%の前年比消費者物価上昇率を目指すこととし、政府との政策連携に係る共同声明を発した。

¹⁰ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 4 頁（平 30.3.2）

¹¹ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 13 頁（平 30.3.2）

¹² 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 16 頁（平 30.3.2）

¹³ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 10 頁（平 30.3.2）

¹⁴ 第 196 回国会参議院議院運営委員会議録第 8 号 4 頁（平 30.3.6）

¹⁵ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 11 頁（平 30.3.2）

¹⁶ 第 196 回国会参議院議院運営委員会議録第 8 号 15 頁（平 30.3.6）

¹⁷ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 13 頁（平 30.3.2）

図表 2 黒田日銀総裁候補者の答弁の比較（要旨）

2013 年	2018 年
物価安定目標の達成時期について	
いつ達成できるか分からないということでは目標にならないので、適切なタイムスパンはある。 グローバルスタンダードである 2 年というのは一つの適切なめどであるが、飽くまでも、政府と日銀との共同声明、日銀の政策委員会での決定を踏まえて、できるだけ早期に達成するように全力を挙げてまいりたい。	一貫して日本銀行がコミットし、かつ政府との共同声明でうたっているのは、2 % の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するということである。現在もそのことに変わりはないが、今の時点で私が 2 年とか 3 年とか申し上げるのは適切でないと思う。早期に実現するというこのコミットメントは、2013 年 1 月以来維持している。
金融政策のみによる物価安定目標の達成可能性について	
デフレギャップや為替の動向など、物価に影響するファクターは多い。こうしたファクターが物価下落に働く状況になれば、物価下落を押しとどめ、あるいは安定するように、より思い切った大胆な金融緩和を図って物価上昇率を適切な水準（日本の場合は 2 %）に近づけるように全力で努力していく。これは、長い金融政策の歴史を見ても可能であり、中央銀行の責務である。	金融政策だけでなく、様々な経済要因、要素が物価に影響を与えている。よって、物価の動向を短期的に完全に金融政策だけでコントロールできるとは思わないが、金融政策を総動員して物価の安定を図っていく必要がある。
物価上昇と賃金上昇の関係について	
デフレ期待が縮小すると、企業は価格を上げようとし、また、労働者は賃金を上げる要求をする。過去の例を見ると、先に物価が上がって、その後に賃金が上がってくることが多い。 金融緩和を進めていく中で物価と賃金がどのような動きをするかは一概に言えないが、物価上昇と賃金上昇の関係を十分念頭に置いて金融政策をやっていかなければならない。	賃金の上昇を通じて、物価が緩やかに上昇していくのが好ましい姿である。 その上で、金融政策においては、基本的に、名目金利の引下げと予想物価上昇率の引上げによって、その両者の差である実質金利を引き下げる。これにより消費や投資を刺激し、経済を拡大し、需給ギャップを改善することで賃金や物価が上昇していくことを企図している。
総裁としての職務におけるこれまでの経験のいかし方について	
決まった政策を実施していくという点において、組織のマネジメントは非常に重要である。財務省に 30 年以上勤める中で、政策決定過程への関与という非常に有意義な経験を積んだ。アジア開発銀行においても、3,000 人のスタッフが開発支援を効率的に行うため、マネジメントの必要性が非常に大きかったが、8 年間、総裁を務めることができた。 市場との対話や海外への情報発信という点については、財務省及びアジア開発銀行での経験に基づき、職責を果たせると考える。	各国の政策担当者や中央銀行総裁などとのやり取りや、G 7 や G 20 等の国際会議に出席する中での意見交換などの経験が大変役に立った。 現在、経済や金融は非常に国際化が進み、中央銀行同士で様々な形で意見交換や議論を行うことが重要になっているが、その面でも得るところが大きかった。F R B の歴代議長と国際経済情勢や金融政策についての意見交換等を行ったことは、日本銀行における金融政策を進める上でも参考になった。 今後とも、国際的な知見や人脈というものを活用し、国際化した世界における日本銀行の役割をしっかり果たしてまいりたい。

（出所）参議院議院運営委員会会議録、衆議院議院運営委員会会議録を基に筆者作成

イ 雨宮正佳日本銀行副総裁候補者（日本銀行理事）

日銀正副総裁には日銀における実務経験者が任命を受ける例が多く、雨宮副総裁もその一人である。同じく実務経験者である前任の中曽副総裁は、金融市場や国際金融に関わる業務に携わった経験が豊富である¹⁸のに対し、雨宮副総裁は、企画局など金融政策の企画・立案に関わる業務経験が長い。

議院運営委員会において、雨宮副総裁候補者は、こうした経験を踏まえ、「日本銀行におけるキャリアの約半分、20 年近くにわたってデフレとの戦いの最前線に身を置いて」

¹⁸ 第 183 回国会衆議院議院運営委員会会議録第 12 号 2 頁（平 25.3.5）

きた者として、「積年の課題である物価の安定という使命達成の総仕上げのため、全力を尽くす覚悟」と所信を述べている¹⁹。同委員会では、金融政策についての見識にとどまらず、日銀の組織運営や金融システムに対する考え方などについても質疑が行われた。

出口戦略の課題について、同候補者は、拡大したバランスシートの正常化と政策金利の引上げを挙げた。その上で、国債の満期保有や短期の資金吸収オペ、日銀当座預金金利の引上げといった採り得る手段を示し、その選択や使い方は出口戦略時の経済・物価情勢によるため、具体的な手法を提示するのは時期尚早であると説明した²⁰。そうした手法や日銀の収益への影響については検討を行っており、欧米の出口戦略も参考にしたいとの見解を示した²¹。また、支払決済手段を発行する日銀には、出口戦略において収益が減少し赤字になっても債務不履行は発生せず、金融政策の遂行能力や金融システムを安定させることに影響はないとの見通しを示した²²。

組織運営については、IT技術やフィンテック²³の発展による日銀業務の在り方の変化を大きな課題の一つとして挙げた。こうした発展に対してキャッチアップ、あるいは、先取りできるような組織運営や人材育成が必要であるとも述べている²⁴。

ウ 若田部昌澄日本銀行副総裁候補者（早稲田大学政治経済学術院教授）

近年の日銀副総裁人事では、学者など民間有識者から任命される例が続いている。こうした任命の一例である若田部副総裁は、経済学史、特に過去と現在の経済危機とそのマクロ経済政策対応について研究してきた経歴を持つ²⁵。

両院における質疑においては、若田部副総裁候補者が学者として主張してきた金融政策、財政政策、消費税率の引上げに対する見解などについて、副総裁の職務にどのように反映していくのかを確認する質疑が多くなされた。

金融緩和の持続性について、同候補者は、その時々の方体系や制度的条件の下で制約を受けるものの、理論的には限界はないとの考えを明らかにし、金融緩和の手法についても、日銀は既に多様な資産を購入しており、長期国債を買うことだけが選択肢ではないと述べている²⁶。現行の金融政策については、国債の買入れに起因する金利の高騰や過度なインフレといった問題は生じておらず、マイナス金利の適用残高は非常に小さい部分であることから、金融緩和のメリットを上回るような副作用は顕在化していないと分析した²⁷。また、副作用の定義は難しいものの、日銀が考えるべきことは物価安定目標の達成と金融システムの安定であり、後者については金融庁とも連携していきたいとの認

¹⁹ 第196回国会衆議院議院運営委員会議録第10号2頁（平30.3.5）、第196回国会参議院議院運営委員会議録第9号2頁（平30.3.7）

²⁰ 第196回国会衆議院議院運営委員会議録第10号12頁（平30.3.5）

²¹ 第196回国会衆議院議院運営委員会議録第10号12頁（平30.3.5）

²² 第196回国会参議院議院運営委員会議録第9号19頁（平30.3.7）

²³ フィンテック（FinTech）とは、金融（Finance）と技術（Technology）を掛け合わせた造語であり、金融とITの融合を指す。近年、特に海外を中心に、ITベンチャー企業が、伝統的な金融機関が提供していない金融サービスを提供する動きが活発化している。

²⁴ 第196回国会参議院議院運営委員会議録第9号20頁（平30.3.7）

²⁵ 第196回国会衆議院議院運営委員会議録第10号1頁（平30.3.5）

²⁶ 第196回国会参議院議院運営委員会議録第9号9頁（平30.3.7）

²⁷ 第196回国会衆議院議院運営委員会議録第10号3頁（平30.3.5）

識を示した²⁸。

金融政策の目標に雇用を加えることに対しては、2%の物価安定目標が達成されたときには、完全雇用の状態に近くなるとした上で、失業率など雇用に関する目標値にはぶれが生じる可能性もあるため、飽くまで物価を目標にしながら雇用にも注意を払うという現行の手法を支持する考えを示した²⁹。また、中央銀行の独立性³⁰については、物価安定目標は政府、あるいは、政府と中央銀行が共同で決定し、その手段については中央銀行が自主性を持つべきとする考えが、諸外国で合意されている知見であると説明した³¹。

そのほか、日銀法の改正や財政政策、消費税率の引上げといった国会や政府が受け持つ事項や、日銀と政府による共同声明の見直し等について、副総裁候補者としての具体的な言及はなかった。

3. 新体制での金融政策決定会合結果

2018年4月26、27日に、新体制となってから初めての金融政策決定会合³²が行われ、現行政策の維持が、追加緩和の必要性³³を主張する審議委員を除く全員の賛成により決定された。また、同じく金融政策決定会合で決定される「経済・物価情勢の展望³⁴」（展望レポート）では、物価安定目標の達成時期に関する文言が削除された。黒田総裁は達成時期の見通しに関する記述について、「市場の一部では、こうした見通しを2%の達成期限ととらえたうえで、その変化を政策変更に結びつけるといった見方も根強く残って」おり、また、「物価の先行きに様々な不確実性がある中であって、計数のみに過度な注目が集まることは、市場とのコミュニケーションの面からも必ずしも適当とはいえないため、「物価の先行き展望について、これが達成期限ではなく見通しであることを明確にするため、記述の仕方を見直すこととした」と述べている³⁵。

そのほか、同レポートでは、経済のリスク要因として2019年10月に予定される2%の消費税率引上げの影響について新たに言及があった。具体的には、消費税率引上げによる家計のネット負担額の増加幅は、負担軽減措置や教育無償化などによって約2.2兆円にとどまり、過去の消費税率引上げ時と比べて小幅になると試算している。ただし、消費税率引上げのインパクトは、引上げ時の経済状況によって消費者マインドに与える影響が異なり得るなど、不確実性が大きいとの見方も示した。

²⁸ 第196回国会参議院議院運営委員会会議録第9号12頁（平30.3.7）

²⁹ 第196回国会参議院議院運営委員会会議録第9号8頁（平30.3.7）

³⁰ 黒田総裁は、中央銀行の独立性について、法に書かれているような基本的な使命は議会で決められるが、その下での具体的な政策目標やそのための手段については、中央銀行に任されているというのが通常の姿であると述べている。（日本銀行「総裁記者会見要旨（2018.3.9）」）

³¹ 第196回国会衆議院議院運営委員会会議録第10号5頁（平30.3.5）

³² 政策委員会には、金融政策を審議する会合である「金融政策決定会合」と、それ以外の事項を審議する会合である「通常会合」がある。

³³ 「消費税増税や米国景気後退などの2020年度までのリスク要因を考慮すると、金融緩和を一段と強化することが望ましく、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当である」（片岡審議委員）との意見が出された。

³⁴ 日銀が先行きの経済・物価見通しなどを点検し、その下での金融政策の考え方を整理したものである。2016年以降は公表頻度を年4回に増やし、情報発信の充実を図っている。

³⁵ 日本銀行「総裁記者会見要旨」（2018.5.1）

4. 黒田日銀総裁下での金融政策の変遷

(1) 「量的・質的金融緩和」

2013 年 4 月、日銀は「量的・質的金融緩和」を導入した³⁶。2 年程度で 2 % の物価安定目標を達成するというコミットメントを打ち出し、これまでとは量・質ともに次元の違う金融緩和を行うことで、長めの金利や資産価格への働きかけ、市場・経済主体の期待の抜本的な転換などを通じた政策効果の波及を図った。

政策の量的側面としては、金融市場調節方針を従来の金利（無担保コールレート（翌日物））からマネタリーベース（MB）に変更した上で、年間約 60～70 兆円（後に約 80 兆円まで拡大）のペースで増加させることとした。そのため、いわゆる「銀行券ルール³⁷」の適用を一時的に停止するとともに、資産買入等の基金³⁸を廃止し買入れ額を一本化した³⁹。

質的側面としては、イールドカーブ⁴⁰全体の低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円（後に約 80 兆円まで拡大）増加するペースで買い入れるとともに、40 年債を含めた全ゾーンの国債をその買入れ対象とした上で、買入れの平均残存期間⁴¹を当初の 3 年弱から 7 年程度に延長した（後に 7～12 年程度まで延長）。また、資産価格のプレミアム⁴²に働きかける観点から、E T F（上場投資信託）、J－R E I T（不動産投資信託）の残高がそれぞれ年間約 1 兆円、約 300 億円増加するよう買い入れるとした（後にそれぞれ約 3 兆円、約 900 億円に拡大）。

(2) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」

2016 年 1 月、日銀は、従来の量的・質的金融緩和によって金利全般に下押し圧力をかけつつ、イールドカーブの起点を押し下げる観点から、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた⁴³。この緩和政策は、「量」・「質」に加えてマイナス金利という「金利」を合わせた三つの次元で金融緩和を進めて、2 % の物価安定目標の早期実現を図るものであった。

³⁶ 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」（2013. 4. 4）

³⁷ 銀行券発行残高を超える長期国債の買入れを行わないとする日銀の自主的ルールを指す。本ルールは、国債買入れ政策が、我が国の財政規律を損なう無制限なものとして受け取られないよう、国債購入に係る上限額の設定を意図して設けられた。（日本銀行「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」（2001. 3. 19））

³⁸ 2010 年に導入された包括的な金融緩和政策では、長めの市場金利の低下やリスクプレミアムの縮小を目的とした金融資産の買入れを決定した。この買入れは臨時的なものであることから、その残高は銀行券ルール（注 37）の対象とは別の区分とし、バランスシート上で資産買入れ等の基金として計上することとした。

³⁹ 黒田総裁は、銀行券ルールを廃止ではなく一時的に停止することについて、物価の安定が達成され国債の保有残高が減少するにつれて、ルールを復活させるためであると説明している。（第 183 回国会参議院予算委員会会議録第 12 号 37 頁（平 25. 4. 25））

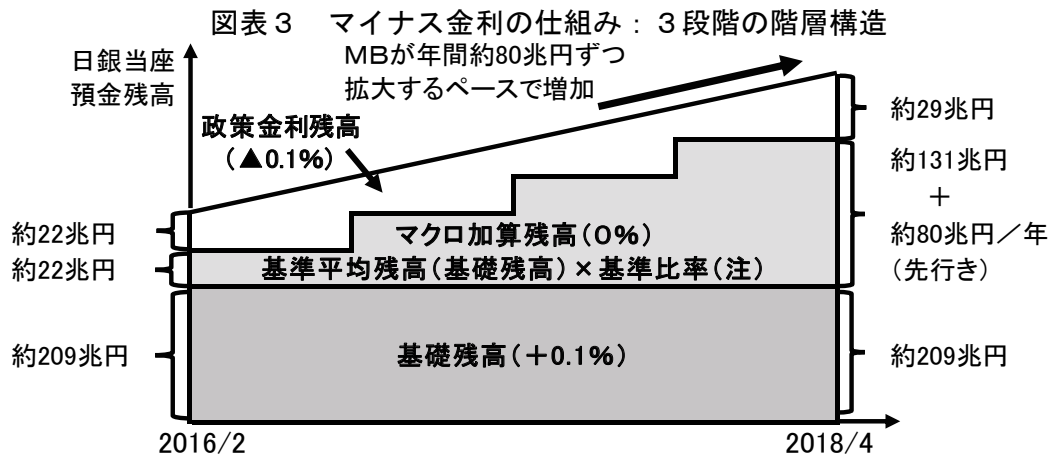
⁴⁰ 縦軸に債券の利回り、横軸に償還までの残存期間をプロットした、いわゆる「利回り曲線」を指す。残存期間が長いほど将来のインフレ期待やリスクが考慮されて金利が上がるため、一般的には右上がりになる。

⁴¹ 保有する債券について、満期を迎え償還されるまでの期間の平均値。

⁴² プレミアムとは、債券価格や株式価格の額面を超過した部分を指すが、量的・質的金融緩和では、E T F や J－R E I T といったリスク資産の買入れを通じて、リスクプレミアムに働きかけることが想定されている。リスクプレミアムとは、国債を始めとした無リスク資産に比べ、資本損失などのリスクのある資産に上乗せされている報酬や補償部分を指す。

⁴³ 日本銀行「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」（2016. 1. 29）

日銀は、マイナス金利政策の導入により、日銀当座預金残高をそれぞれ付利金利が異なる基礎残高⁴⁴（+0.1%）、マクロ加算残高⁴⁵（0%）、政策金利残高⁴⁶（▲0.1%）の3層に分割した（図表3）。また、2016年7月には、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、ETFの買入れ額を年間約6兆円に拡大した⁴⁷。



(注) 政策金利残高が適切な規模となるよう、基準比率は3か月の積み期間ごとに見直す。
(出所) 日本銀行資料を基に筆者作成

(3) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

ア 政策目標

2016年9月、日銀は、総括的な検証⁴⁸を踏まえて「長短金利操作付き量的・質的緩和」を導入した。これにより、金融市場調節方針をMBから長短金利に変更し、必要に応じて長短金利の誘導目標を引き下げていく考えを示した⁴⁹。長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）では、短期金利は引き続き政策金利残高に▲0.1%の金利を適用することによって操作し、長期金利の操作には、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように長期国債の買入れ（保有残高の年間増加額約80兆円をめど）を行うこととした。

⁴⁴ 2015年1年間の日銀当座預金平均残高から、金融機関が日銀に預け入れなければならない最低金額（所要準備額）を差し引いた残高を指す。

⁴⁵ 所要準備額、貸出支援基金及び被災地支援オベの合計にマクロ加算額を足したものである。量的緩和によって政策金利残高（注46）が急増し、金融機関の収益を過度に圧迫しないよう、3か月の積み期間ごとの基準比率の見直しによって残高を積み増していく方針である。

⁴⁶ 日銀当座預金総残高から基礎残高とマクロ加算残高を差し引いた額を指す。

⁴⁷ 日本銀行「金融緩和の強化について」（2016.7.29）

⁴⁸ 2016年9月、日銀は、物価見通しに関する不確実性が高まっているとして、量的・質的金融緩和以降の経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行った。同検証では、2%の物価安定目標を達成できなかった主要因として、原油価格の下落などによる現実の物価上昇率の動きに大きく影響され、予想物価上昇率が低下したことを挙げた。政策効果としては、大規模な国債買入れとマイナス金利を組み合わせることによって短期だけでなく長期金利も大きく押し下げたこと等を挙げた。また、イールドカーブの過度な低下やフラット化が金融機能の持続性に対する不安感をもたらす可能性など、政策の副作用にも言及した。（日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（2016.9.21）」）

⁴⁹ 日銀は従来、金利操作について、中央銀行は長期金利をコントロールできないと主張していた。しかし、量的・質的金融緩和以降の大規模な国債の買入れと2016年1月に導入したマイナス金利政策の組合せが、長期金利に影響を与える上で有効であることが明らかになったとしており、これまでとは考え方に变化が見られる。（日本銀行ウェブサイト「教えて！にちぎん」〈<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oishiete/seisaku/b41.htm>〉（2018.5.17最終アクセス））

また、日銀は、2%の物価安定目標の実現に対する信認を高めるため、消費者物価上昇率（生鮮食品除く）の実績値が安定的に2%を超えるまでMBの拡大方針を継続するというオーバーシュート型コミットメントを発表した⁵⁰。

イ 政策手段

日銀は、長短金利操作のため、従来の利回り入札方式の国債買入に加えて、日銀が指定する利回りによって国債買入を行う「指値オペ」等の新型オペレーションを導入した。金利上昇への対応のため、指値オペは2018年4月までに4度実施されている。そのほか、柔軟な長期国債買入によって長期金利操作を行うため、7～12年程度としていた長期国債の平均残存期間の定めを廃止した。

5. 今後の金融政策をめぐる論点

（1）物価安定目標の達成時期の見通し（図表4）

日銀は、2013年に2%の物価安定目標を掲げてから、その達成時期の見通しについて展望レポートで言及してきた。しかし、2018年3月までにその見通しは6度後ずれし、2018年4月には、見通しに関する記述が削除された（3. 参照）。また、2019年度、2020年度の物価上昇率に関する政策委員の大勢見通しはいずれも1.5%～1.8%（消費税率引き上げの影響除く）となっており、2020年度までに物価安定目標を達成することは容易ではないことがうかがえる。

日銀が量的・質的金融緩和導入時に掲げた、2%の物価安定目標を2年程度で実現するとのコミットメントには、市場や経済主体の期待に働きかけて予想物価上昇率を高める目的があった。日銀は、物価安定目標をできるだけ早期に実現するというコミットメントを一貫して維持しているが、具体的な時期に一切触れることなく「できるだけ早期に」と説明するにとどまれば、コミットメントの効果は弱まり得る。見通しへの言及の有無が、今後の日銀の金融政策に対する信認にどのような影響を与えるかにも注視する必要がある。

図表4 展望レポートにおける物価安定目標の達成時期の変化

年月日	物価安定目標の達成時期に関する表現
2014/4/30	見通し期間(2014～2016年度)の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。
2014/10/31	2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い。
2015/4/30	2016年度前半頃になると予想される。
2015/10/30	2016年度後半頃になると予想される。
2016/1/29	2017年度前半頃になると予想される。
2016/4/28	2017年度中になると予想される。
2016/7/29	2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい。
2016/11/1	見通し期間(2016～2018年度)の終盤(2018年度頃)になる可能性が高い。
2017/7/20	2019年度頃になる可能性が高い。
2018/4/27	(達成時期の見通しに関する記述を削除)

(注) 下線部は筆者による

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」を基に筆者作成

⁵⁰ 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入から1年強が経過すれば、MBの残高は約500兆円を超え、対名目GDP比で100%を超える見込みであったが、約1年半が経過した2018年4月末時点の残高は約498兆円である。

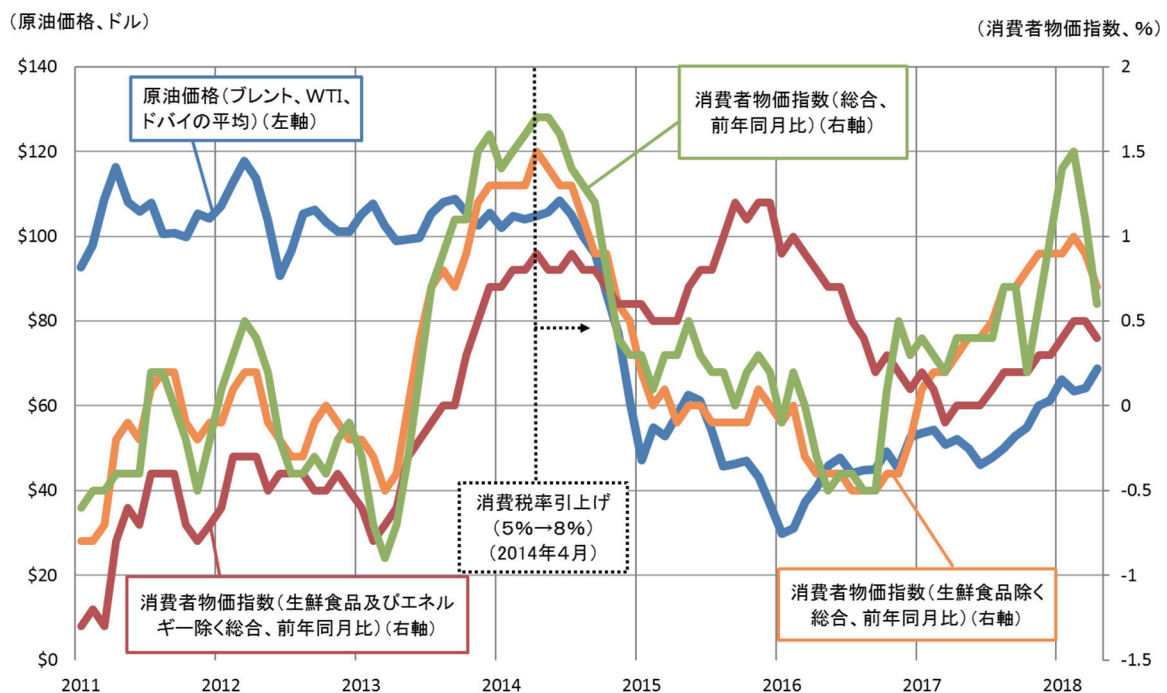
（２）物価変動要因の分析（図表５）

総括的な検証（注 48）では、２％の実現を阻害した要因として、①原油価格の下落、②消費税率引上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とその下での国際金融市場の不安定な動きが挙げられている。

足下、原油価格は 2016 年と比べて高水準で推移しているが、金融市場では、米国を中心とした長期金利の上昇により新興国から資金が流出するなど、金利上昇に伴う負の影響が指摘されている。また、2019 年 10 月に消費税率 10％への引上げが予定どおり実施されれば、目標の達成時期への影響も不可避と考えられる。

黒田総裁は、デフレインドの転換に時間がかかっていることや、企業の賃上げに対する姿勢がなお慎重となっていることも物価上昇ペースが鈍い理由としている⁵¹。国内のデフレインドや諸外国との価格競争の激化などが国内市場における商品価格を押し下げるほか、IT 技術の進展による省力化投資の促進など、賃金の上昇を抑制する要因は少なくない。安定的な物価上昇を目指すため、原油価格の変動や消費税率の引上げといった要因だけでなく、労働市場や賃金の動向を始めとした様々な経済要因について検証を重ね、政策運営に反映していくことが求められる。

図表５ 消費者物価指数及び原油価格の推移



(注) 2015年12月までの消費者物価指数は、「消費税調整済み指数」を用いている。

(出所) 総務省「消費者物価指数」及び世界銀行「Commodity Markets」を基に筆者作成

⁵¹ 第 196 回国会衆議院議院運営委員会議録第 9 号 2 頁（平 30.3.2）

（３）金融緩和の副作用

日銀が総括的な検証で言及したとおり、「量的・質的金融緩和」導入以降の国債金利の低下により、貸出しや社債などの金利の低下といった実体経済への波及効果が見られた。他方で、預金金利と比べて貸出金利の下げ幅が大きくなる、いわゆる利ざやの縮小により、特にマイナス金利政策の導入以降において、預金取扱金融機関の収益が低下している。金利の低下により貸出残高は増加傾向にあるものの、預貸金利回りの悪化等の影響が上回ったことで資金利益は減少し、2017年3月期決算では地域銀行を中心に銀行全体の収益は減少している⁵²。さらに、預金取扱金融機関では金利の低下による運用難も生じており、運用先の競合が激化している。

日銀は、2018年度の考査の実施方針の中で、こうした国内預貸業務の低収益性が「慢性的なストレス」になっていると指摘し、中長期的な経営戦略を踏まえた収益力の把握・評価を行うとしている⁵³。銀行等に限らず証券会社や保険会社も厳しい運用環境にあり、信用面と市場面のどちらにおいても、金融機関のリスクテーク姿勢が強まれば、金融システムの不安定化を始め、様々な副作用が生じる可能性がある。また、低金利環境の長期化による未知のリスクなど、将来的な懸念についても注意が必要であろう。

貸出残高の増加は一定の政策効果であるともいえるが、アパートローンやカードローンを通じた個人への融資などの残高増加に対しては、利用者保護や貸倒れ等を懸念する声がある。また、金利低下は、金融機関による手数料の値上げや有料化といったビジネスモデルの転換等を通じて、利用者への負担の転嫁を招く可能性もある。金利の低下といった金融政策の直接的な効果だけでなく、金融機関の経営に与える悪影響が実体経済に波及しないよう、副作用にも注視する必要がある。

（４）出口戦略における課題

ア 財務の健全性

現行の金融緩和政策を終了する場合、日銀当座預金への付利金利の引上げ、量的緩和によって買い入れた資産の償還や売却による縮小といった出口戦略が課題となる。日銀は、出口戦略について「幾つかの仮定を置きながらシミュレーションはして」いるが、「まだ二%にかなり遠い段階で、それを公表するということはかえって市場に混乱を招く」ため、公表を控えている旨答弁している⁵⁴。例えば、F R B（米国連邦準備制度理事会）が2013年にテーパリング⁵⁵を示唆したことで、市場に混乱が生じた事例などを踏まえると、日銀には市場に対する適時適切な説明が求められる。

仮に、日銀が出口戦略において当座預金への付利金利を引き上げた場合には、日銀当座預金に対する利息が日銀保有国債の利子を上回るいわゆる逆ざやとなり、大きな損失が出る可能性が指摘されている。一時的な債務超過では中央銀行としての業務に支障は

⁵² 金融庁「主要行等の平成29年3月期決算の概要」（平成29年6月2日）

⁵³ 日本銀行「2018年度の考査の実施方針等について」（2018.3.13）

⁵⁴ 第193回国会参議院財政金融委員会会議録第12号12頁（平29.4.25）

⁵⁵ 金融政策において、量的金融緩和時に資産の買入れ額を段階的に減らしていくことを意味する。

ないとされるが、例えば、長期的に逆ざやの状態が続いた場合、市場に混乱が生じるなど影響が生じかねない。日銀が保有する国債の平均残存期間は2018年3月時点で約7.5年⁵⁶と、F R BやE C Bと比して長期間になっており、金融緩和によって買い入れた国債を全て償還するにはより時間を要する。また、2016年度の日銀当座預金平均残高が約312兆円であるのに対し、同年度の全運用資産の平均残高が約442兆円、利回りが0.288%（うち長期国債は約343兆円、0.381%）である。日銀当座預金に対する付利金利引上げのペースやその適用範囲によっては、早期に逆ざやに陥ることもあり得る。他方、償還を待たずして国債を市中に売却したとしても、金利上昇局面では売却損が予想される。

こうした財務の健全性への懸念がある中で、日銀は、長期国債の売買や保有に伴う損失への対応として、金融緩和開始時と終了時との収益の振幅を平準化し財務の健全性を確保する観点から、債券取引損失引当金を積み増している。また、一時的に債務超過に陥ったとしても、いずれ物価上昇に伴う保有国債金利の上昇により利益が得られ、長期的には損失を負うことはないとの見方もある。

しかし、仮に債務超過に対する懸念が杞憂であるとしても、日銀には債務超過に陥らない政策運営を行うだけでなく、市場や海外との十分なコミュニケーションを通じて、財務の状況や見通しなどについて説明し、金融市場や金融システムの安定に努めることが求められる。

イ E T Fの買入れ

日銀は2010年12月以降、リスクプレミアムの縮小を目的としてE T Fの買入れを行っているが、この政策についても課題が指摘されている。例えば、日銀が多く保有する銘柄や浮動株が少ない銘柄については、流動性の低下や価格変動幅の拡大につながる可能性がある。また、相場の官製化が株価形成に与える影響、日銀が大株主になることによるコーポレートガバナンス（企業統治）上の問題、株価が暴落した場合の日銀の財務悪化への懸念なども指摘されている。

E T Fの買入れ継続の是非については、金融政策決定会合でも議論されているが、黒田総裁は、E T Fの買入れは金融政策全体の中で行われているため個別に出口を議論することにはならない旨答弁している⁵⁷。しかし、最終的には償還を迎える国債と違い、E T Fの規模を縮小するにはいずれ売却しなければならない。日銀による買入れが市場を過熱させているとの懸念もある中、出口戦略での購入減額や売却による株価や景気への影響を見極めつつ、慎重な政策運営が必要である。

（５）金融政策の持続可能性

量的・質的金融緩和導入以降の大規模な国債買入れにより、2017年末時点で日銀が保有する国債残高は全体の約41%を占めており、次いで、保険・年金基金による保有が約22%、預金取扱金融機関が約17%を占める⁵⁸。預金取扱金融機関が保有する国債等の残高は、量

⁵⁶ 第196回国会参議院予算委員会会議録第8号19頁（平30.3.14）

⁵⁷ 第196回国会衆議院議院運営委員会会議録第9号11頁（平30.3.2）

⁵⁸ 日本銀行「資金循環統計」

量的・質的金融緩和導入前の約5割と減少傾向にあり、国債の売手が不足することで大規模な国債買入れの持続可能性を懸念する声がある。売手不足により流動性が低下すれば、金利が乱高下するなど国債市場の安定性が損なわれかねない。

日銀は、長短金利操作の導入とともに買い入れる国債の平均残存期間の定めを撤廃しており（4.（3）イ参照）、保有国債の残存期間について、出口戦略を見据えた短縮や追加緩和のための延長が可能となっている。しかし、平成29年度末時点で、超長期国債を除く国債について、日銀保有残高は発行残高（補正予算ベース）の半分以上を占めている⁵⁹。また、発行年限が10年を超えるいわゆる超長期国債については、日銀の保有割合はいまだ低いものの、金融機関が担保として、あるいは、満期保有目的で売買することも多く、今後の買入れ拡大が難しくなるとの見方もある。

今後、物価安定目標の達成を前に世界経済が後退する可能性も指摘されている中で、日銀には、目標の早期達成を目指すとともに、景気後退局面を見据えた金融緩和の持続性の維持に向けた取組が求められる。

（6）金利上昇局面における政策運営

米国では、2016年の大統領選挙以降、トランプ大統領の下で積極的な財政政策が実施され、景気が押し上げられるといった期待などから株価や長期金利が上昇した。そうした中で、F R Bは2016年末以降5回の利上げを行い、2017年からは保有資産の縮小を開始している。また、E C Bも、2018年1月からは毎月の資産購入量を半減させ、同年9月末を期限に量的緩和を終了する可能性があるなど、金融引締めによる国際的な金利上昇圧力が高まっている。

量的・質的金融緩和の導入以降、日銀が保有する国債残高が2017年9月に前月末比で初めて減少するなど、国債買入れペースは年間80兆円の残高増加めどを下回り鈍化している⁶⁰。また、指値オペは、これまでおおよそ長期金利が0.1%前後となる水準で行う中で、応札がなく国債を買い入れなかった例もある。しかし、他の先進国の利上げの動きに伴って我が国の金利が上昇するなど、国債買入れ額が増加する可能性も考えられるため、政策運営の余地の確保にも注意を払う必要がある。

日銀には、政府との政策連携の強化を図りつつ、国内外の金融市場の動向を見極めながら慎重な政策運営を行うことが望まれる。

（かさい しょうご）

⁵⁹ 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「平成30年度国債発行計画について」（国の債務管理の在り方に関する懇談会資料（2018.2.28））

⁶⁰ 2017年4月末と2018年4月末の日銀保有国債残高を比較すると、約48兆円の増加幅となっている。（日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」）