

2013年3月27日 全13頁

日銀新体制に期待される金融政策の中身

債務デフレ要因を払拭していくことがポイント

常務執行役員
岡野進

[要約]

- 2013年3月20日、日銀新体制が始動、金融緩和の追加策が注目される。
- 実質金利を欧米並みのマイナスにするまで金融緩和を続けることが必要。
- 金融政策決定のうえで、資産市場動向を勘案していくことの重要性が増していく。

日本銀行新執行部が発足

自民党安倍政権は積極的な経済政策を標榜し、「アベノミクス」という言葉を普及させるまでになった。「アベノミクス」のコア部分は金融緩和政策の積極化である。安倍首相やその周辺はデフレが長期化している原因として金融緩和が不十分であったのではないかとの問題意識を表明してきた。内閣府参与となった浜田宏一エール大学名誉教授は、さらなる金融緩和が必要との観点から、従来の日本銀行の金融政策運営姿勢を強く批判してきた。安倍首相も、これまでの白川日銀総裁を中心とする体制を大きく変更する必要があるとして、任期満了を期に総裁、副総裁を考え方の違う緩和積極派の人物に入れ替えることを表明してきた。首相の意向を受け、白川総裁は任期満了を待たずに副総裁の任期に合わせて20日間前倒しで辞任することとなった。

安倍政権が国会に提示した総裁、副総裁候補は3月16日に国会の同意が得られ、20日付で新体制が発足した。新総裁には黒田東彦氏、副総裁には岩田規久男、中曾宏の両氏が就任した。

黒田新総裁は財務省で財務官をつとめ、アジア開発銀行総裁の現職にあった。黒田氏は財務省時代から日銀の金融緩和姿勢が不足しているとの批判を行ってきた経過があり、より積極的な金融緩和論者とみられている。これまでの経歴から国際金融の事情に詳しいと評価されている。黒田新総裁は3月4日に衆議院で同意を得るための所信表明を行ったが、「日本がデフレを脱却して持続的な経済成長に復するという事はアジアにとっても世界経済にとっても重要であり期待されている」とデフレ脱却の国際的意義を強調した。これは、海外に一部ある円安

への批判的見方への反論でもある。「日銀としてなすべきことは、大胆な金融緩和でデフレから脱却し、2%の物価目標をできるだけ早期に実現することだ。」「いつ達成できるかわからないのでは、物価目標にならない。グローバルスタンダードは2年程度で、当然それを目指すことになる。2年というのは適切なめどだと思うが、政府・日銀の共同声明、日銀政策委員会の決定を踏まえ、できるだけ早期に達成するよう、全力を挙げていきたい。」「あらゆる手法を講じ、何としても、できるだけ早期に目標を達成する必要がある。デフレ脱却、物価安定の責務は中央銀行にある。」などと2年をめどにインフレ率を2%に持っていくべく積極的に緩和政策を行うことを表明した。

一方で、黒田新総裁は、「財政ファイナンス（国債を買い続けることによる財政の穴埋め）は、中央銀行として考えるべきではない。また、為替介入を行うのは現行法の下では財務省であり、日銀の役割でない。」とし、「政府・日銀の共同声明で2%の物価目標にコミット（誓約）し、決定したことは日銀の独立性に矛盾するものではない。」と、政府と日銀の役割の違いを指摘し、日銀の独立性を重視する姿勢もみせている。

これに対し、副総裁に就任した岩田規久男氏は、経済学者として金融論を専門とし、これまで日銀の緩和姿勢が不十分と批判を行ってきた学者の中でも急先鋒であったといえる。岩田副総裁は衆議院での所信表明で「需要を供給能力まで押し上げてやるのが金融政策の基本的な役割」とし企業が金余りで設備投資に消極的な現状を変えなければならないとの認識を示した。企業部門で経済バランスが崩れているという認識を強調した日銀総裁、副総裁はこれまでいなかったと思う。3人の執行部の中で、岩田副総裁がもっとも金融緩和に積極的であるとみられている。

もうひとりの副総裁に就任した中曾宏前日銀理事は、日銀内の国際畑出身であるが、筆者が聴講した講演内容などからして、リーマンショック、欧州ソブリン危機の分析など欧米での資産デフレ状況への理解は深いと思われる。衆議院での所信表明では「デフレ脱却に向けた好機を逃さないように強力に金融緩和を進める。金融政策にはなお工夫の余地があったと思う」と述べた。

このように日銀の執行部はさらなる金融緩和を志向する体制に大きくシフトした。問題は実際に緩和を進められる手段に大胆に取り組むかどうかであり、それはこれからの実行力にかかっている。すでに為替市場は円安に振れたり、株価上昇が起きたりと期待が先行しており、実際に何ができるのかが問われる時期がすぐに来るだろう。次回の金融政策決定会合は4月3日、4日である。

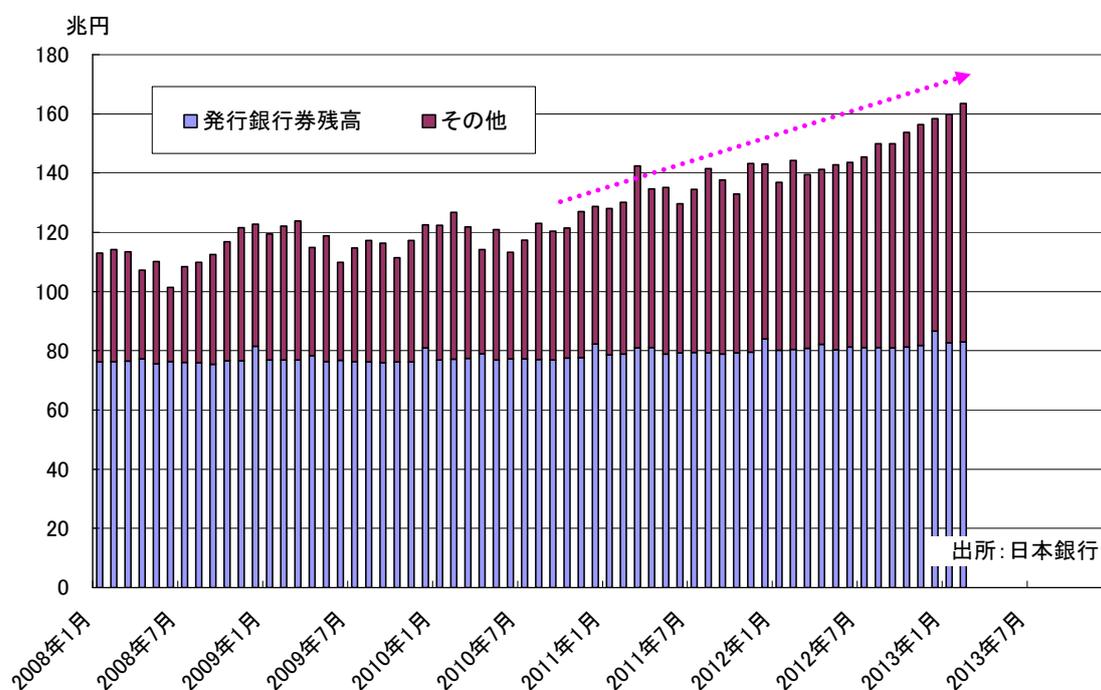
これまでの日銀の量的緩和政策

リーマンショック（2008年9月）を機に、日銀は2006年以来、再び金融緩和方向に政策を切り替え、まず2008年10月31日に、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を0.3%へ0.2%引き下げることを選んだ。さらに2008年12月19日の金融政策決定会合で同金利の誘

導水準を 0.1%に引き下げ、事実上のゼロ金利政策に相当程度近づいた。また、その後も緩和政策としてさらに様々な策が講じられてきた。「金融市場の安定確保のための措置」ということで、ドル供給オペの実施、拡充や国債現先オペの対象に変動利付債、物価連動債、30 年債を追加したり、国債補完供給の最低品貸料を引き下げたりする（1%→0.5%）などの措置がとられた。国債買い入れペースを、2008 年 12 月 19 日に年間 16.8 兆円ペースに増額、さらに 2009 年 3 月 18 日に年間 21.6 兆円ペースに増額した。

こうした対策にもかかわらず円高が止まらなかったため、2010 年 10 月 5 日には以下の「包括的な金融緩和政策」がとられた。（1）金利誘導目標の変更 無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す、（2）「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、（3）資産買入等の基金の創設 国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時的措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する。実際に 35 兆円程度を枠とする基金は同月 28 日に「資産買入等の基金運営基本要領」が制定され、即日実施された。ここにおいて、ゼロ金利政策の完全な復活と量的緩和の本格化が始まったとみなすことができる。量的緩和は日銀のバランスシートの拡大に直結するが、2010 年 9 月末 120 兆 3,317 億円だった資産総額は、それ以降急速に伸び、2013 年 2 月末 163 兆 5,325 億円となっている。

図表 1 日本銀行のバランスシート規模

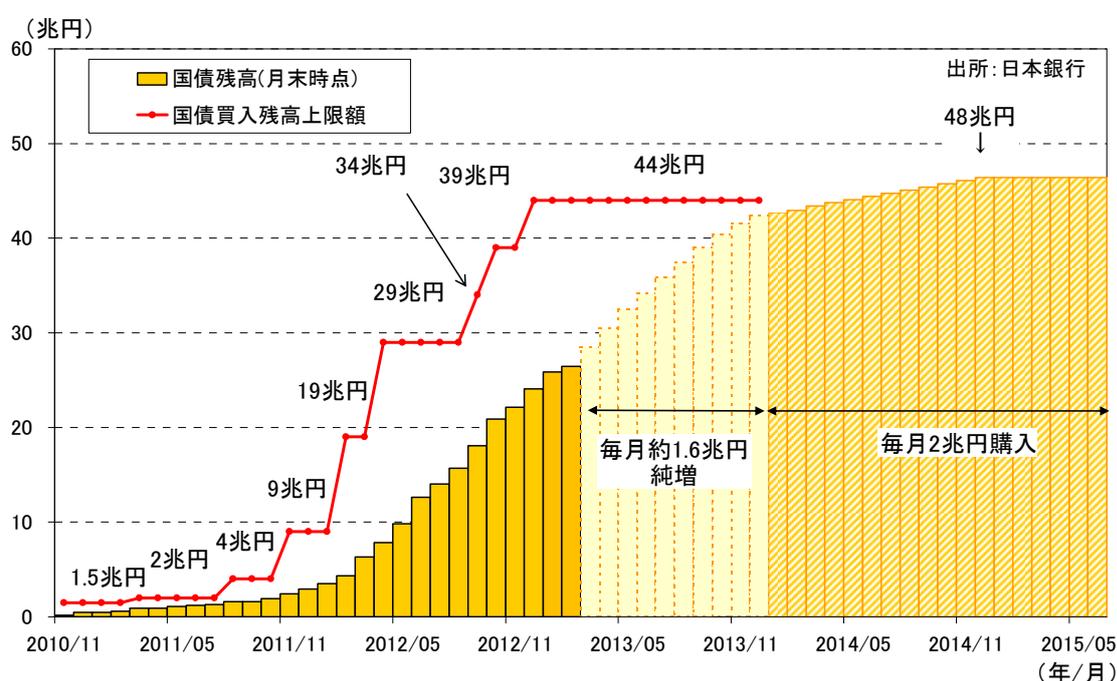


2011 年 3 月 11 日に東日本大震災が起こると、その経済的な悪影響に対応して、3 月 14 日に

ただちに「金融緩和の強化」として資産買入基金の枠を 35 兆円程度から 40 兆円程度に増額した。その後も数回にわたる基金の増額によって実質的な量的緩和を進めるという方法を取り、2012 年 12 月 20 日には 101 兆円程度まで枠の増額を行った。もっとも、増額は枠の話であり購入ペースは別途コントロールされてきている点は銘記しておくべきだろう。

例えば実際の国債購入ペースは、図表 2 にみるように上限額の引き上げに比べれば、緩慢なものであった。それでも 2011 年以降は加速がかかっていると評価することはでき、残された 2013 年中の買入れペースも大きなものになると見込まれよう。

図表 2 国債買入残高上限と実際の国債買入残高



このように、日銀はこれまでも量的緩和政策を実施してきた。しかし、それが不十分として批判されてきた背景には、日銀執行部の日銀のバランスシート健全性を維持しなければならないとの姿勢が強かったことがあげられるのではないだろうか。不換紙幣体制の下で通貨の価値を維持する重要な要素のひとつが発券銀行である中央銀行の財務的な健全性である。日銀はこの健全性の維持にこだわり、したがって円という通貨の価値の維持することに軸足を置いて政策を採り続けた。

円高を克服する＝円を安くするとか、デフレを脱却する＝プラスインフレにするということは、端的に円の価値を下げることである。したがって日銀のバランスシートが健全すぎたは実現できない。リーマンショックや欧州ソブリン危機が起きて、欧米でいっせいに大幅な金融緩和が行われ、ドルやユーロの通貨価値の維持に疑念が抱かれた一方、日本の金融緩和は不十分で日本銀行が通貨価値の維持にこだわっていたからこそ、円が選好され円高になったという要

因も大きかったのではなからうか。

もちろん流通する通貨としての信認を失うほどにバランスシートの健全性を損なっては元も子もない。日銀は量的緩和という点では、確かに国債を中心にした証券購入を基金をという別枠を作る工夫をしながら行ってきた。そのことで日銀のバランスシートを拡大させるという実績はあった。しかしながら、これまでの日本銀行の「量的緩和」はバランスシートの健全性を損なわずになるべく大きな量であるとの印象を持たせるように策定されてきたといえる。もっとも、まったくリスクをとらなかつたわけではなく、株価指数連動型上場投資信託や不動産投資信託といったリスク性資産を購入してきた。ただしこれも総額としてみると、1兆6,313億円（営業毎旬報告3月20日現在）でしかなく、かつて直接に株式の購入を行った残額が1兆4,098億円残っており、あわせてもリスク資産額は3兆円強である。日銀のバランスシートの規模、発行銀行券残高の規模からみればわずかな規模でしかない。

もうひとつの批判はインフレに対する容認姿勢の問題である。日銀は伝統的に「インフレ目標」を持って政策運営することに批判的であった。デフレ脱却のためになんらかのインフレ目標を持つべきと一部の学者等の意見に対しても、政策運営の柔軟性や総合的政策判断が損なわれるとして否定的であった。しかし、円高もあって慢性的な物価下落基調が強まり日銀への批判も強まる中で、2012年2月14日、物価安定のめどを消費者物価上昇率の前年比で2%以下のプラス領域としつつ、当面は1%をめどとするいわゆる「中長期的な物価安定の目途（ゴール）」を公表した。一時、市場には日銀の緩和姿勢が大きく前進したとの認識が広まり、円安、株高が起きた。しかし、その後の具体的な緩和の方策が不十分との印象を市場にもたらし、短期的に終わってしまった。

再び日銀の緩和姿勢が不十分との批判が強まる中、日銀は2012年12月に次回金融政策決定会合において、金融政策運営に当たり目指すべき中長期的な物価の安定について検討を行うことを宣言し、2013年1月には2%の「物価安定の目標（ターゲット）」の導入に至った。これは2012年12月の衆議院選挙で金融緩和を強く主張し、インフレ目標の設定を求めた自民党が勝利したことに対応したものであった。日銀は、結果として高めの実質金利が維持される政策を採ってきたが、これは日銀のバランスシートの健全性と円の信認を守ることを是としてきたからである。日銀の新執行部はこうした従来の理念をどのように変えていくのかという点を明らかにしていくことが求められている。

実質金利をマイナスにする政策が必要

現在の日本の長期的なデフレ的経済状況は1990年代のバブル崩壊に端を発する。これに対して、十分な金融緩和がされなかったことが不況を早期に克服できなかった要因であるとみるのが、リフレ賛成派の見解だろう。しかし、1990年代のバブル崩壊は1980年代のバブルの反動であるから、それ自体を防ぐことは不可能であり、パニックを防ぎ不況の進行速度を緩くするくらいが政策による対応が可能なことだったのでないかと筆者は考える。1990年代の不況の本

質は、バブル時代に形成された持続可能でない規模の過剰な実物投資のストック調整過程であった。このストック調整が進まないことには本格的な投資循環のプロセスの反転回復は難しい。しかし、不況は同時に不動産価格と株価の大幅な下落、あるいはバブル的上昇の反動という資産デフレを伴うものであった。これが生産能力の調整以上に日本経済の長期停滞をもたらした要素だった。これに対しては、資産価格下落によって生じた銀行部門の不良債権の問題や債務者の支出抑制につながる債務デフレに対処することが必要だった。不良債権を抱えた銀行は、金融緩和で金利が低下してもリスクを増加させることになる貸し出しを増やす行動はとりづらかった。利益は過去に生じた不良債権の穴埋めに使わざるを得ないからである。1980年代のバブル期に不動産を購入した個人や企業もバランスシートの悪化に直面し、特に個人の場合はおうおうにして実質債務超過の場合もあったので、債務削減が優先され、支出の抑制＝消費や投資の停滞が起きた。こうした事情が債務デフレにおける景気停滞の構図を形作った。

資産価格の大幅な下落が一巡した1995年以降についていえば、銀行部門の不良債権処理を迅速に行っていれば、日本経済が債務デフレ的な状況から早期に脱却できた可能性は高い。もちろん、実物の設備投資の循環、とくに建設投資の循環という要素を考慮すれば、設備廃棄などによるストック調整も同時に行わなければ本格的な景気拡大は困難だったと思われる。しかし、不良債権処理を進めればデフレ的な経済状況を長期化させることにはならなかったかもしれない。当時の日本でも実質金利をマイナスにするくらいの大胆な金融緩和を行っていれば債務デフレ状況をかなり緩和することは可能だったといえるだろう。

リーマンショックはそのショックへの対処として米国政府の財政赤字を一挙に膨らませた。欧州諸国は周縁国を中心に財政赤字問題が金融危機を起こす事態となり、財政の緊縮と赤字拡大の悪循環による経済危機を経験してきた。そのため米国も欧州も実質金利を大きくマイナスにするような金融緩和を行い、さらに量的緩和に踏み込んでいる。それ以外に経済危機を緩和する手段がないのである。

実質金利をマイナスにしておくことは、政府債務のスパイラルな増大とデフレ危機に至ることを阻止するための方策でもある。こうした金融の超緩和は市場心理の悪化による流動性の問題で金融機関が連鎖的に破たんすることを防止するだけでなく、マイナス実質金利によって債務デフレを緩和することになる。また傾向的なインフレよりも低く金利、特に長めの期間の金利を抑えておくことができれば、実質金利の期待値にも影響を及ぼしていくことができる。

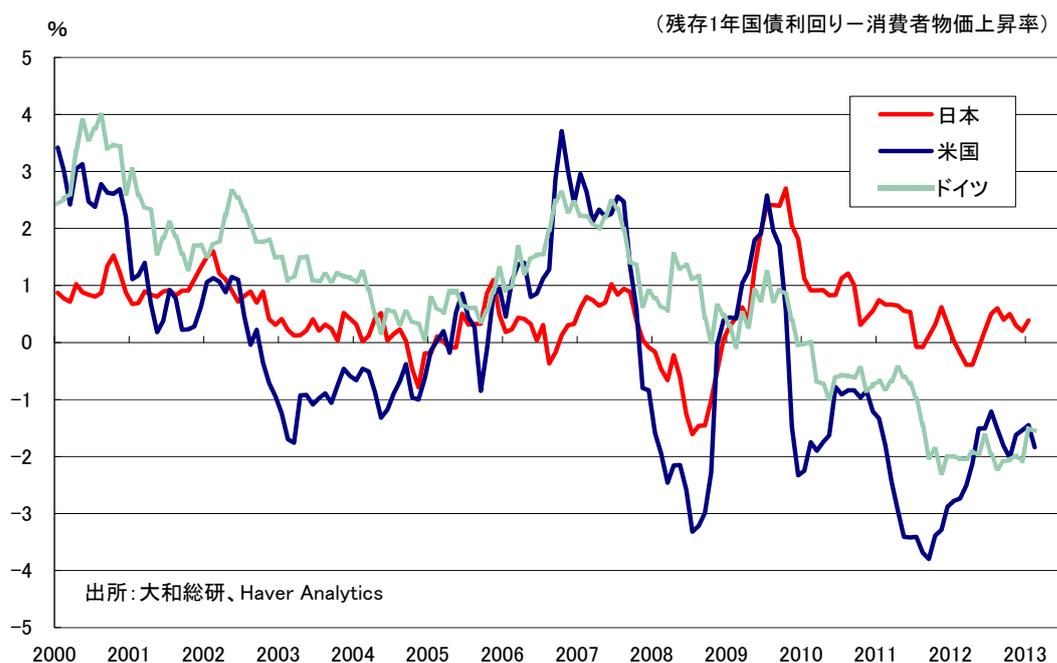
政府債務を増税や歳出削減なしに実質的に軽減するためには、実質金利をマイナスにすることが効果をもたらす。例えば、国債の金利が1%で物価が2%上昇すれば、1%の実質マイナス金利であり、実質的には1%国債残高が減少したことになる。実際、現在、米国や欧州の先進国で超金融緩和を行っている結果、現在はほとんどの期間の金利がインフレ率より低くなって実質マイナスになっており、これは意識的に行われている政策であるといってもよい。その直接的な目的は流動性の供給による金融システムの安定化であるが、副産物として政府債務残高の実質減少が起き、結果として財政赤字の棒引き効果がでてくることになる。債務危機で国債金利が上昇し実質金利が高騰してしまった場合には、預貯金などの金融資産に課税するというこ

とで同様の効果を狙う場合もでてくる。キプロスにおける預金への課税というアイデアはそうした性格と狙いをもったものである。

それでは、この借金棒引き効果は誰の負担になるのか？というまでもなく、預金や債券の保有者（債権者）がその分だけ損失を受けるということになる。つまり、実質ベースでみたとき、預金や債券の保有者から債務者に資産の移転が行われる。仮に債務者が国家だけであれば、金融資産の残高に税をかけることと、実質ベースでは同じことになる。しかし、実際には債務者は国家に留まらず、一般的に民間の債務者全体にメリットを与えることになり、景気刺激策として有効である。また名目的にはプラスの金利が維持されているものの、実質金利のマイナスは一通貨圏のみでは持続できない。金融市場は世界的につながっており、資本移動が自由な先進国間では実質金利は収斂していく力が働くはずだからである。実質金利がプラスの国には資金が流れ、通貨高になってその国の金利低下を市場から要求されることになる。

リーマンショック以降、欧米はマイナスの実質金利が長期化している。残存1年の国債利回り（前年比）と消費者物価上昇率（前年比）の差で実質金利をみると、米国では2009年11月からマイナスとなっており、2013年2月現在▲1.84%である。ドイツでは2009年12月からマイナスになっており、2013年2月現在▲1.56%である。米国のインフレ連動国債の金利（3月22日現在、米国FRB）をみると、5年物▲1.43%、7年物▲0.98%、10年物▲0.60%となっており、実質金利のマイナスが長期化することが市場の期待として醸成されており、これが金融情勢への安心感にもつながっている。また名目ベースでの将来の収益期待と金利を主な構成要素とする割引率から決定される株式や不動産などの資産価格の上昇をもたらす環境を形成しているのである。

図表3 実質金利の比較



日本は、わずかなマイナス局面があったものの基本的には物価がマイナスであるため、国債利回りが相当低いにもかかわらずマイナスの実質金利が常態的にはなれず、現在（2013年1月）もプラス0.39%となっている。欧米並みに1%台後半のマイナスにするためには2%の消費者物価上昇が必要なのである。実際に実質金利がある程度のマイナスにし、それをしばらく続けることで実質金利の期待値も欧米並みにそろえたマイナスにすることが可能になる。それを実現するためにはまず2%程度のインフレを実現しなければならないわけである。

日本では物価上昇率のマイナスが常態化して実質金利をマイナスにするのが困難になってしまったため、欧米諸国がマイナス実質金利となり期待値もマイナスとなったことによって、円高もたらされた。円高はいっそうの物価低下につながって実質金利を上昇させてしまうというスパイラルが発生した。このことが日本の輸出産業を中心に経済全体にとっても悪循環につながったのであり、この悪循環を止めなければならなかった。

円安の効果

円高の悪循環から抜け出すことが、とにもかくにも日本経済の最大の課題であったことは疑いない。通貨高そのものをすべて経済にとってネガティブ要因だと見るのは誤りであるが、デフレ的な状況でその固定化の一環となってしまった円高傾向の構図に問題があったのである。

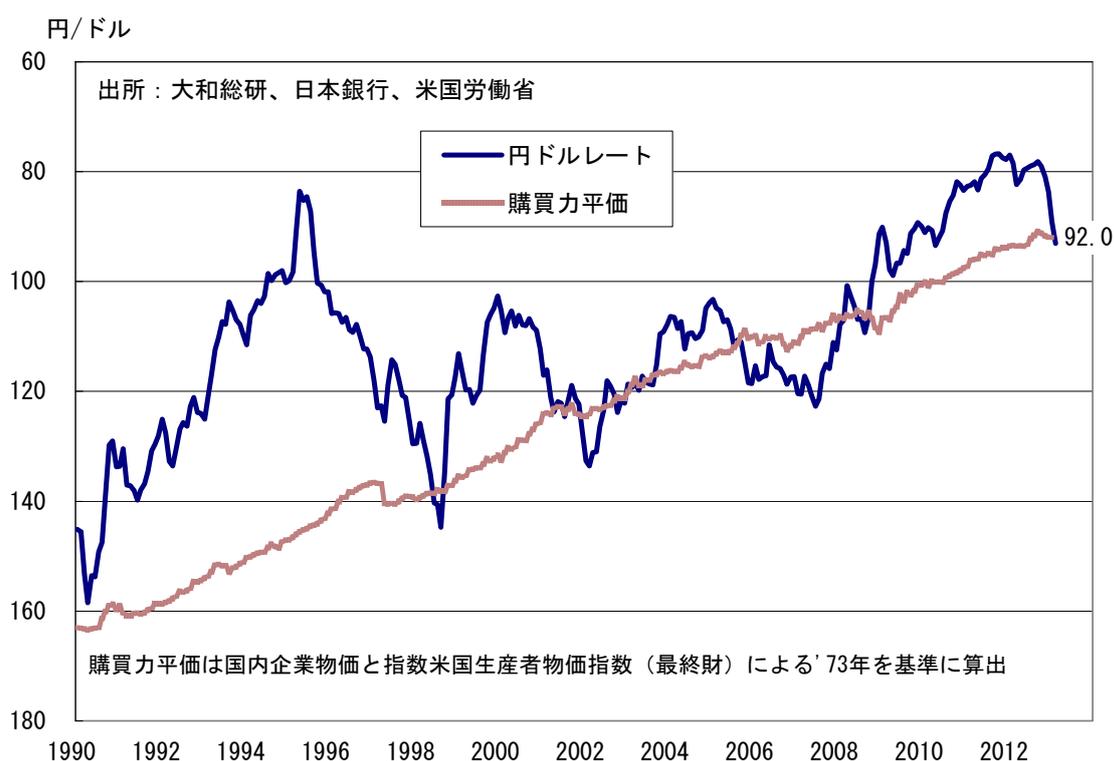
まず通貨の水準の問題として円高なのか円安なのかを、どのように判断すればいいのであろうか？その第一の基準は物価であろう。為替レートをはさんで二国の物価水準が一致するようなレートは高くも安くもないレートだと認識できるだろう。こうしたレートを購買力平価と呼ぶ。ただし、各国の財・サービスの相対的な価格差は個々に違う。つまり、異なった物価体系であるから平均的に一致するレートというのも実は厳密に推定できるわけではない。例えば過去に経常収支が均衡した時点を基準にして物価指数の比をとっておおよそのメドをつけることは可能である。日米で見た場合、変動相場になって以降、経常収支の均衡していた1973年を基準に企業物価指数と米国生産者物価指数の比をとってみると、購買力平価は約92円/ドル程度となる。したがって、80円割れではかなりの円高だったといえる。もっとも、92円からみて10%以上円高だったとはいえ、過去をみると、例えば1995年ころは同様の計算をすると40%円高方向に乖離していた時期もあり、今回の円高が今までにないような極端な円高であるともいえない。

この間、日本は貿易赤字傾向に陥った。貿易という観点からは、円高のために輸出数量が減ったというより、欧州危機の影響のほうが深刻であった。またウォンが安かったことは多少日本の電気製品の競争力を殺したが、これが貿易赤字定着の理由ではない。むしろ、輸入面でエネルギー価格の上昇と原発事故のために原油やLNGの輸入額が増加したことの影響がもっとも大きい。

為替市場では、2%のインフレ目標設定に至る日銀の姿勢に変化がではじめた2012年暮れから円安へシフトした。3月半ば現在は円ドル相場が90円台半ばになっている。日本の国内企業

物価と米国の生産者物価で測った1973年を基準とする相対的な購買力平価からみて、現在はやや円安と評価できるだろう。しかしながら、貿易赤字の主要因は円高ではないので、多少円安に修正されてもそれで貿易収支が改善するというにはならないだろう。輸出は米国など海外景気に左右される要因のほうが大きく、円安が輸出数量にまで影響を及ぼすには時間がかかる。

図表4 円の水準と購買力平価



同時に忘れてならないもうひとつの円安の効果は資産効果である。資金循環表（2012年12月末）によると、日本の家計は外貨預金5兆8,857億円や対外証券投資10兆2,902億円、かなりの外貨建て資産を含むと思われる投資信託61兆4,882億円を保有しており、円安による家計へのプラスの資産効果もあると思われる。また金融機関は217兆9,676億円の対外証券投資、60兆3,059億円のその他対外債権を保有しており、すでに為替ヘッジされている部分もあると推定されるが、円安によってこの評価が回復することによる金融機関のバランスシート改善効果もあるだろう。

株式市場の変化

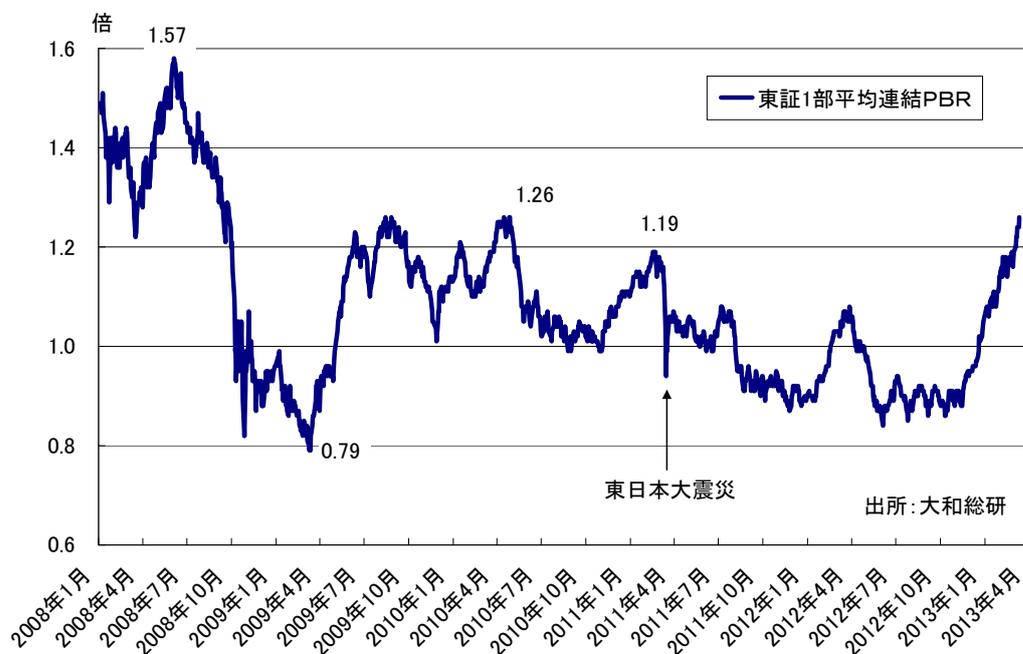
これまでの経済のデフレ状況は、実質成長率や物価上昇（下落）率だけでなく、株価にも大

大きく象徴的に表れていたと言ってよい。ただ単に株価が安いという状況だったということだけではなく、株価が平均的に簿価を下回っており、株主の利害からすると日本企業の多くは解散したほうがましだという状態に陥っていたのである。株価を1株当たり簿価で割った比率を株価・純資産倍率（PBR）というが、東証一部平均でみてPBRが一時は0.8をも下回っていた。つまり、経済システムとして市場経済が危機に陥っていたと言えるのである。

2012年末頃からの政権交代→日銀新体制→積極金融緩和という期待は株式市場にも端的に現れ、株価が大きく上昇した。株価は本質的に企業収益と金融環境の将来を織り込んでいこうとする性格を持っているため、期待が果たす作用は決定的だからである。3月21日時点では東証一部平均PBRは1.27に回復しており、日本企業の存在意義の否定は取り消された形になっている。市場経済が機能し、企業が前向きな設備投資を行うための最低限のハードルがクリアされた。

日本の株式市場が本格的に機能を回復するかどうかは、まだこれからの課題である。設備投資の増加とそれをファイナンスすること、新しい成長産業を代表する企業の新規公開とそのファイナンスを行う役割を株式市場が果たしていかなければ現在の活況は単なるミニバブルに終わるであろう。政府は今回の経済対策で設備投資減税を掲げている。企業部門の貯蓄過剰を解消し、設備投資の増加を実現しなければ経済バランスが回復しないのである。

図表5 日本株式のPBR



実際の政策オプション

新体制の日銀執行部はさらなる金融緩和のために実際にはどのような手を打ってくるだろうか？次のようなオプションがあると思われる。

- (1) 国債買入れペースを速める
- (2) 買入れ対象の国債の満期までの残存期間を長期化する
- (3) いわゆる「銀行券ルール」を棚上げないし放棄する
- (4) 超過準備への付利をゼロにする
- (5) リスク資産の買入れを増額する

すでに市場に相当程度織り込まれているのが、国債買入れペースを速めることと、買入れ対象の国債の満期までの残存期間をこれまでの3年以下から長期化していくことである。これは長めの国債金利を買入れによって直接に低く抑制することを狙う。4月初めの金融政策決定会で検討されることになるだろう。

長期国債の保有額を銀行券発行残高以内に抑えてきた「銀行券ルール」を棚上げないし放棄するというのも、市場に対するアナウンスメント効果を持つかもしれない。これによって大胆な量の国債買入れが可能になるからである。ただし、買入れ残高目標ないし枠が明確に示されることは必要であろう。緩和効果はネットでどのようなペースで日銀のバランスシートの拡大が起きてくるのか、それを市場が期待するのかで決まってくるからである。また仮に目標を買入れ額にするのであれば、買入れ純増分を目標とすべきである。

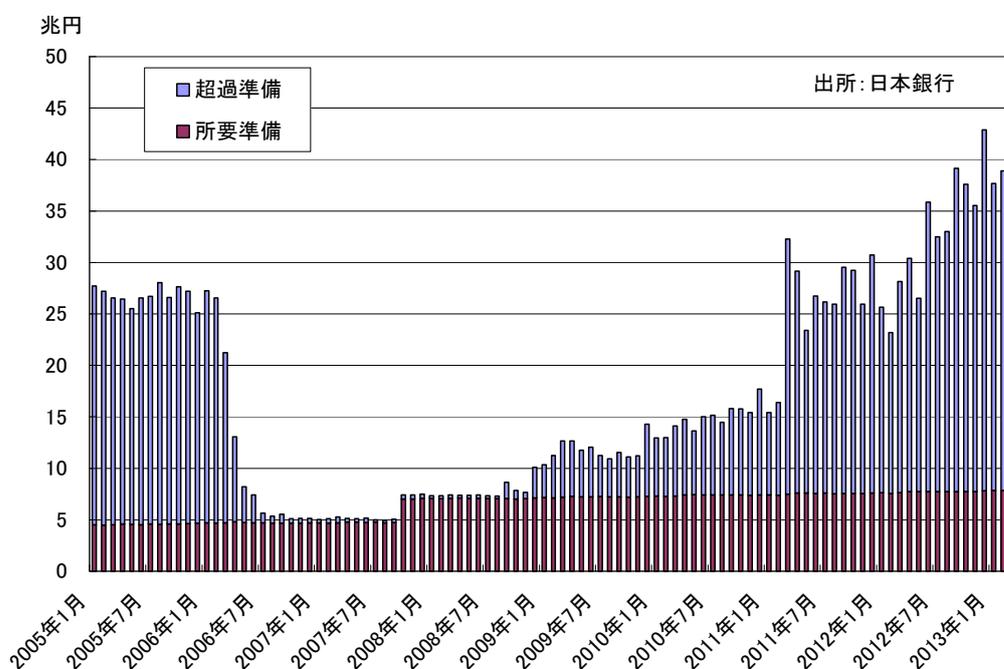
日銀当座預金は、かつての量的緩和政策の際には超過準備部分も無利子であったが、2008年11月から補完当座預金制度が導入されたことによって必要準備額を超える準備預金（超過準備額）に対しては、利息を支払うことになった。市中銀行は日銀に超過準備として資金を預けることでリスクなしに0.1%の金利を得ることができる。一方で、預金金利は大手銀行では1年物で0.025%、10年物でやっと0.1%である。銀行は預金を受け入れて日銀に超過準備預金を積み上げることで利ザヤを得ることができている。仮にこれが市中銀行に超過準備にインセンティブを与えて日銀のバランスシート拡大になっているとしたら、量的緩和の意味は薄い。量的緩和に期待されたのは、流動性懸念を沈静するためであると同時に、銀行にとって超過準備預金が積み上がってしまうことを回避しようとする圧力を高めるためである。大きくはないかもしれないが、一定の染み出し（ポートフォリオリバランス）効果を表すことができるようにするためには付利があることはそれを減殺してしまう。流動性枯渇が最大リスクであるときはたしかに超過準備に付利を行うことに意味があるが、現在の日本はそうした金融情勢ではないと思われる。

現在、超過準備額は31兆300億円（2月平均）の規模に増加している。約30兆円の残高にたいしては、0.1%の付利といっても、年間にすれば約300億円になる。けっして大きい額であるとは言いえないが、これがあたかも銀行への補助金のような存在になってしまっている。こ

の付利をいったんゼロとする、あるいはマイナス金利＝預かり手数料を徴収すると、超過準備に対しては、銀行に減らすように圧力をかけることになるが、そのことによって、銀行行動の変化を促すことに寄与できると思われる。銀行資金が長めの残存期間の国債購入に向かうなどして、長期金利の低下を促す影響がでてくることが期待でき、円高要因を抑制することはできるはずである。もちろん、付利をやめる程度では銀行貸し出しが大きく増加するとは期待できない。そのためには投資減税などの資金需要を刺激する政策との併せ技が必要だろう。

中央銀行の当座預金（一定額以上の部分）へのマイナス金利適用はすでに2012年7月からデノンマークで行われている。その効果のほどを評価するのはまだ早い、それが政策としてまったく非現実的なものではないといえよう。

図表 6 日銀準備預金の内訳



リスク資産の買入れを増額するというオプションも当然あり、黒田新総裁は就任記者会見においてもこれに言及していた。リスク資産としてはクレジットリスクを緩和するためにCPや社債の購入があり、買入れ残高（2013年2月末）は前者が2兆351億円、後者が3兆80億円となっている。このほかリスク資産ということになると、エクイティリスクをとる、つまり株式の購入が考えられる。かつて銀行の保有する株式の購入を行い、この残高はまだ1兆4,098億円ある。2010年以降は、株価指数連動型投資信託（ETF）と不動産投資信託（J-REIT）を買い入れ対象とした。J-ETFの買入れ残高は（2013年3月20日、営業毎旬報告）は1兆5,153億円、J-REITの買入れ残高（2013年3月20日、同）は1,160億円である。REITの市場規模は4兆3,644億円にすぎない。この規模を拡大するためには新規に投資家から資金を集めて不動産を購入する投資法人を増やす必要があり、日銀によるJ-REIT購入拡大に

はおのずと規模の制約があろう。これに対してETFは純資産規模が2兆7,868億円ではあるが、流動性の大きい株式の組み入れによって設定を拡大できるため、日銀の買入れにも柔軟に対応して規模の拡大が可能であると思われる。

ただし、ETFやJ-REITの買入れを積極化しようとする場合、その価格の判断が重要になる。PBRが1倍を割れているような状態やそれに近い状態であれば株式の買入れは経済システムの安定を図る意味から必要との位置づけができる。しかし、それ以上になってきた場合、どの程度がバブル的ではないといえるのか、今後、金融政策当局が資産市場の状況に関する認識を市場に示していく必要性が一段と高まりそうである。金融政策決定のうえでインフレ、実物経済動向に加え、資産市場動向を勘案していくことの重要性が増していくのではないかと。

図表7 日銀の保有するリスク資産

