

2013年4月2日 全24頁

「異次元の金融政策」を検証する

“量”よりも“期待”を通じた緩和を

経済調査部
久後 翔太郎

[要約]

- 本稿では、ゼロ金利制約下で中央銀行が取りうる金融政策のオプションを整理したうえで、黒田新総裁の下で検討されるであろう、「異次元の金融政策」の政策オプションのメリットおよびデメリットについて考察した。
- ゼロ金利制約下での金融政策のオプションについて整理すると、1) 時間軸政策、2) 中央銀行のバランスシートの拡大、3) 中央銀行のバランスシートの構成内容の変更、という3つの政策に分類できる。
- 今後考えられる金融政策の選択肢としては、買い入れ対象とする長期国債の年限を拡大することが考えられる。ただし、日本銀行の長期国債の購入は、バランスシート硬直化のリスクがあることも考慮する必要がある。そのため、残存期間の長い長期国債を購入するのであれば、出口戦略に支障が出ないように、慎重に行う必要があるだろう。加えて、出口戦略に関する説明も求められるであろう。
- 今後の金融政策運営で求められる観点は、時間軸政策により将来の景気拡大期待に働きかけることで、実体経済に効果を与えていくことであると考えられる。

1. 初めに

現在、金融政策に対する世の中の関心が高まっている。これまで採用していた 1%のインフレ目標を、1月に2%のインフレ目標に変更し、現在、その目標を達成するための具体的な手段について、議論が盛り上がっている。白川前総裁から職務を引き継ぐ黒田新総裁は質・量ともに大胆な緩和を行うことを主張し、このような「異次元の金融政策」への期待から、市場では円安・株高が進行している。しかし、市場の金融緩和に対する期待とは裏腹に、政策金利は実質的にゼロであり、長期金利も極めて低位を推移する現状では、追加的な金融緩和の余地が限られるとの意見もある。そこで本稿では、ゼロ金利制約下での金融政策を分類したうえで、黒田新総裁が選択しうるいくつかの政策について、そのメリットおよびデメリットを考察する。結論として、筆者は、単純な量の拡大ではなく、時間軸政策の明確化という観点からの金融政策運営を期待する。

2. 金融政策の波及経路

初めに、金融政策の波及経路を確認する。中央銀行は政策金利を変動させることで様々は経路を通じて実体経済に影響を与えることができる。これらの経路は、大きく分けて以下の5つに集約される。

① 金利チャネル

政策金利の変動が金利の期間構造により中長期金利に影響を与え、中長期金利の変動が設備投資や住宅投資などを通じて実体経済へ波及する経路。

② 資産チャネル

政策金利変動による資産価格の変化が企業の設備投資行動や家計の消費行動を通じて実体経済へ波及する経路。

③ 為替レートチャネル

政策金利変動による為替レートの変化が輸出入の動向や企業収益を通じて実体経済へ影響を与える経路。

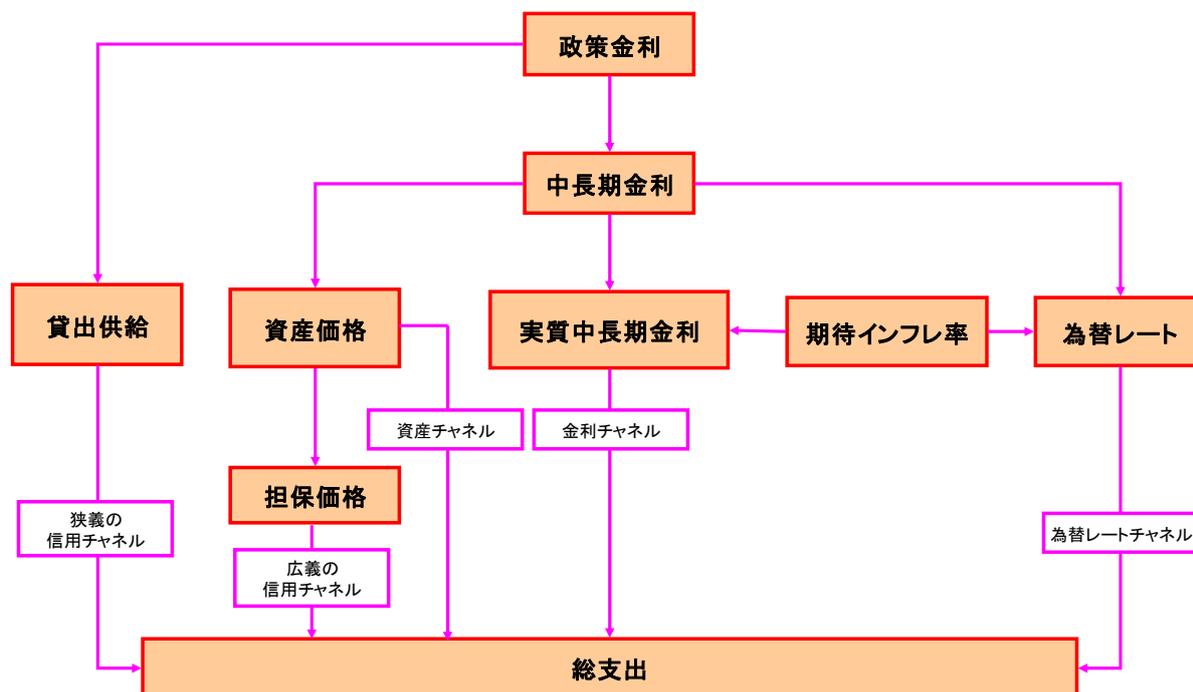
④ 狭義の信用チャネル

政策金利の変動が民間金融機関の貸出金利にも影響を与え、民間部門への資金供給という経路を通じて実体経済へ影響を与える経路。

⑤ 広義の信用チャネル

資産価格上昇によって担保価格が上昇する結果、企業や家計が借入を行いやすくなり、これらの部門への資金供給を通じて実体経済へ影響を与える経路。

図表 1：通常の金融政策の波及経路



(出所)白川(2008)を参考に大和総研作成

伝統的金融政策は、政策金利を目標水準に誘導することで、上記のような波及経路を通じて实体经济へ影響を与える。

しかし、過去の経済危機への対応や長期化するデフレへの対応で金融緩和を続けたため、政策金利は既に 0.1%と、ほぼゼロ金利まで低下している(実質ゼロ金利)。そのため、政策金利をこれ以上引き下げることができず、通常の金融緩和手段を行使できない状況となっている。そこで、金利の引き下げ以外の方法による金融政策(いわゆる、非伝統的金融政策)が現状および今後の金融緩和政策の主要な政策手段となっている。

3. ゼロ金利制約下での金融政策の整理

ゼロ金利制約下での金融政策のオプションについて整理すると、1)時間軸政策、2)中央銀行のバランスシートの拡大、3)中央銀行のバランスシートの構成内容の変更、という 3 つの政策に分類できる¹。

¹ Bernanke and Reinhart(2004)による分類。

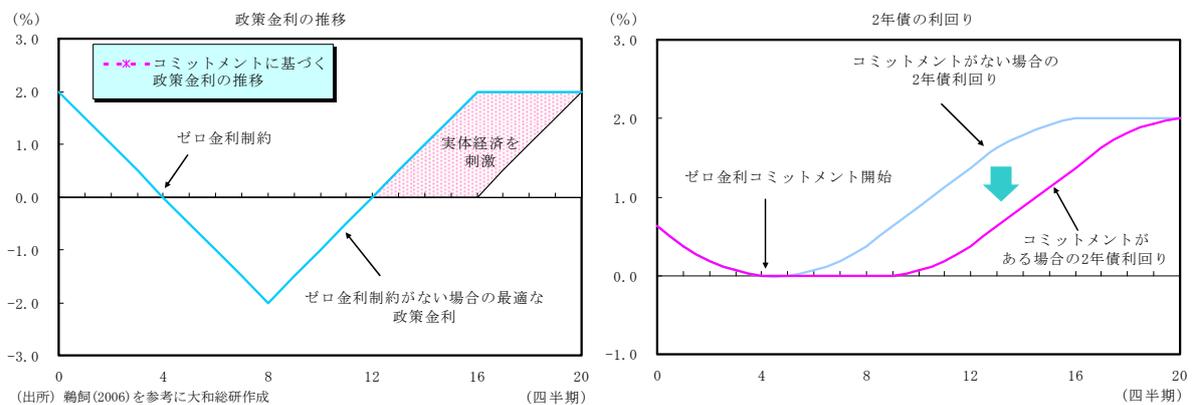
3.1 時間軸政策(フォワード・ガイダンス)²

第1のオプションとして時間軸政策(フォワード・ガイダンス)³が挙げられる。将来において経済状況が好転し、政策金利の引き上げが予測される時点以降も、政策金利を引き上げず、低金利を維持すると中央銀行が公約(コミット)するような政策である。より厳密には、時間軸政策とは、「政策金利がほぼゼロ%にまで低下した場合でも、中央銀行がゼロ金利政策を将来にわたり継続すると公約することで、民間部門が予想する将来の短期金利を低下させ、より長期の金利を低下させて、さらなる緩和効果を生み出す政策」と定義される。

このように定義される時間軸政策には、1)イールドカーブへの効果、2)現時点の実体経済を刺激する効果、という2つの効果が期待される。

初めに、イールドカーブへの効果について説明する。長期金利は将来の短期金利の予測値の平均にプレミアムを加えることで算出される。そのため、中央銀行が低金利を約束し、民間部門が予測する将来の短期金利を引き下げることができれば、長期金利を引き下げることが可能となる。図表2は、イールドカーブへの効果の概念図である。政策金利は第4期にゼロ金利制約に直面し、民間部門は第12期(すなわち、第4期から数えて2年後)以降に、政策金利が段階的に引き上げられると想定していたとする。この時、中央銀行によるコミットメントがなければ、第5期以降に2年国債利回りは上昇する。しかし、中央銀行が第12期以降も、政策金利を引き上げないというコミットメントを行えば、第5期以降の2年国債利回りはコミットメントがない場合よりも、低い水準で維持できる。

図表2：時間軸政策による長期金利の低下



² 本節の説明は主に、宮尾(2007)を参考にした。

³ 時間軸政策とフォワード・ガイダンスとは厳密には別の政策であるため、区別して議論する必要がある。すなわち、時間軸政策には明確なコミットが伴うものの、フォワード・ガイダンスは単に政策の見通しを述べただけにすぎないという点である。この意味において、フォワード・ガイダンスでコミットするという表現は厳密には不適切であろう。しかし、本稿では議論の複雑化を避けるため、断りのない限り同一のものとして扱う。

次に、時間軸政策に期待される2つ目の効果として、現時点の実体経済を刺激する効果について説明する。

図表2に示したように、経済の回復に伴って政策金利が引き上げられる時点においても、政策金利を低い水準で維持することで、民間部門が将来の景気拡大を見通すことができる。民間部門がフォワード・ルッキング(将来の経済見通しを織り込んで、現在の行動が決定する性格)であることを想定すると、将来の景気拡大の見通し(図表2左図のシャド一部分)が、民間部門の現時点での支出行動に影響を与える。よって、このような場合には、時間軸政策が現時点の実体経済を刺激する効果を有することとなる。

次に、時間軸政策の具体的な手段について整理する。時間軸政策には、1)期間基準、2)指標基準、という2つの種類による働きかけの方法が存在する。

期間基準とは、低金利政策を維持する期間の見通しを中央銀行がコミットすることである。具体的には、Fedが2015年半ばまでFFレートを低水準で維持するとの見通しを公表した政策が挙げられる。期間基準の時間軸政策は具体的な期間を示すため、イールドカーブへの効果に働きかけやすいと考える。

指標基準とは、特定の指標がある一定の条件を満たすまで低金利政策を維持することをコミットすることである。実体経済と関連する指標を基準とすることで、現時点の実体経済を刺激する効果に働きかけやすいと考える。

3.2 中央銀行のバランスシートの拡大(量的緩和政策)⁴

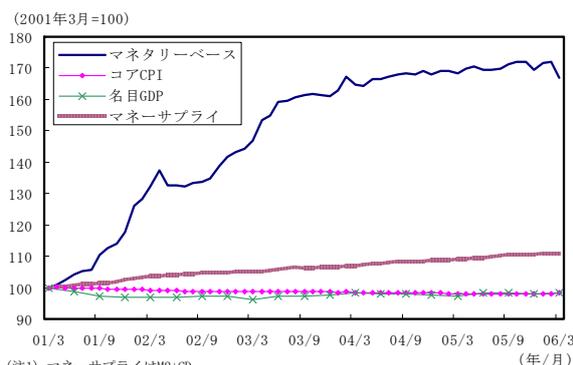
ゼロ金利制約下での第2のオプションとして、中央銀行のバランスシートを拡大させる政策が考えられる。中央銀行がバランスシートを拡大させるということは、すなわち、中央銀行が金融機関から国債を中心に様々な資産の購入を通じて、金融機関に資金を供給するということである。

ゼロ金利制約に直面した状況でも、中央銀行が当座預金を積み増し、バランスシートを拡大させることで、理論的には実体経済に刺激を与えることができる。バランスシートの拡大により期待される効果としては、①マネタリスト的な効果、②ポートフォリオ・リバランス効果、③時間軸政策の補完、などが挙げられる。

マネタリスト的な効果とは、信用乗数が安定的という極めて強い仮定のもと、マネタリーベースの増加がマネーストックの増加を生むことで、物価や実体経済へ影響を与える効果である。

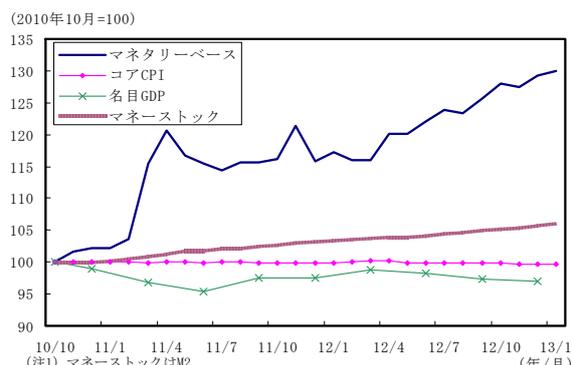
⁴ 本節の説明は、主に白川(2008)を参考にした。

図表 3-1 : 量的緩和政策時の各指標の推移



(注1) マネースタックはM2+CD。
(注2) すべて季節調整値を使用。
(出所) 日本銀行、総務省、内閣府統計より大和総研作成

図表 3-2 : 包括緩和政策時の各指標の推移



(注1) マネースタックはM2。
(注2) すべて季節調整値を使用。なお、名目GDPは2010年7-9月期を100とした値。
(出所) 日本銀行、総務省、内閣府統計より大和総研作成

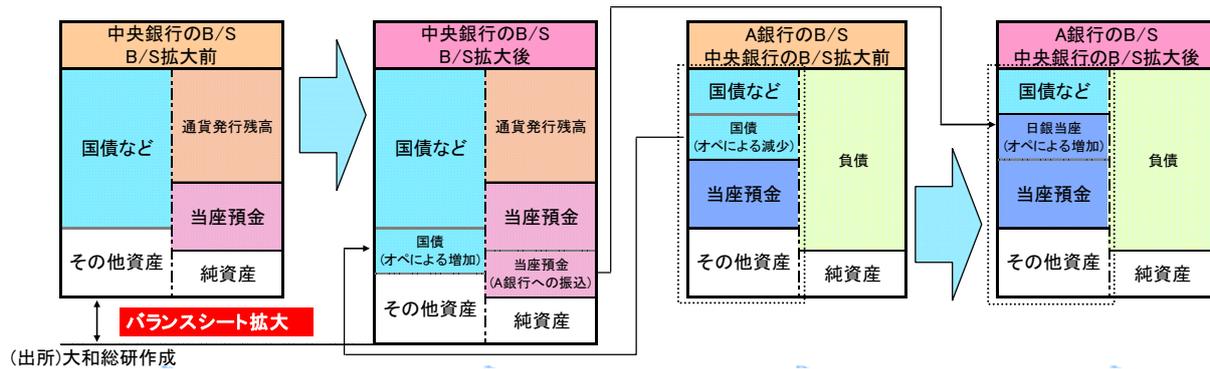
しかし、少なくとも日本においてはマネタリスト的な効果は観察されなかった。図表 3-1 および 3-2 はそれぞれ 2001 年以降の量的緩和政策時と 2010 年以降の包括的な金融緩和政策(以下、包括緩和政策)時のマネタリーベース、コア CPI、名目 GDP、マネースタック(マネースタック)の推移を示したものである。双方とも共通して、マネタリーベースは急激に増加しているが、名目 GDP やコア CPI には大きな変動は見られない。また、マネースタックを見ても、緩やかに増加しているものの、マネタリーベース程の激しい増加は見られない。これは、信用乗数が安定的という仮定が成り立っていないためであり、マネタリスト的な効果はほとんど観察されていないと言えるだろう。

次に、中央銀行のバランスシートの拡大に期待される 2 つ目の効果として、ポートフォリオ・リバランス効果を説明する。ポートフォリオ・リバランス効果とは、「民間保有のポートフォリオのリスクを中央銀行のオペレーションによって減少させると、リスクの総量を一定の限度額以下に抑えるという制約条件の下で目的を最大化するように行動している経済主体が、新たにリスクをとる結果、マネタリーベースの一部がリスク資産に交換される効果⁵⁾」と定義される。より簡潔に述べると、民間金融機関が中央銀行に国債を売却した分、貸出やリスク資産の購入が増えることを期待する効果である。

図表 4 はポートフォリオ・リバランス効果のイメージ図を示した。中央銀行が民間の金融機関から、国債を購入した場合を考える。中央銀行は民間金融機関から購入した国債の代金を当該金融機関の当座預金に振り込む。すると、中央銀行に国債を売却した民間金融機関のポートフォリオには無リスク資産である現金(当座預金に預けられた代金)が増えることで、資産全体のリスク量が減少する。民間金融機関は資産のリスクとリターンをもとにポートフォリオの構成を決定するので、リスクが減少すると、新たにリスクを取ってリターンを求める。この際、日本銀行が民間金融機関から購入した資産のリスク量が大きい程、民間金融機関は超過準備を運用するインセンティブが生まれる。

⁵⁾ 鶴飼(2006)。

図表 4：ポートフォリオ・リバランス効果のイメージ図



通常、超過準備の運用方法としては、貸出の増加、国債の購入、リスク資産の購入が考えられるが、超過準備に対する付利が行われている現状では、これらの選択肢に加え、超過準備を当座預金に預けておくことも民間金融機関の資産運用の選択肢となりうる。

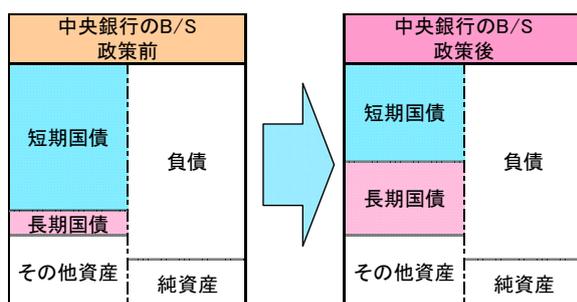
これらの選択肢の実体経済への波及経路を、図表1を用いて説明すると、貸出の増加は狭義の信用チャンネルを通じた実体経済への影響を意図している。国債の購入は中長期国債の金利を低下させることで金利チャンネルを、リスク資産の購入は資産チャンネルや広義の信用チャンネルを通じた実体経済への働きかけを意図している。

中央銀行のバランスシートを拡大させる効果の3つ目として、時間軸政策を補完する効果について考察する。時間軸政策を補完する効果とは、金融緩和が続くという民間部門の期待形成に影響を与える効果である。単に将来の短期金利のパスについてコミットするよりも、バランスシートの拡大によって超過準備が発生している場合には政策金利の変更を行いにくくなるため、時間軸政策に対する信任を高めることができる。この意味において、バランスシートの拡大は時間軸政策を補完する効果を有する。ただし、一度このような効果が発生すると、追加的にバランスシートを拡大させることで、時間軸政策を補完する効果がより強化されるわけではない。

3.3 バランスシートの構成内容の変更

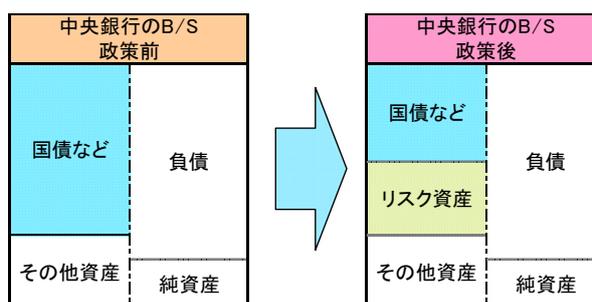
ゼロ金利制約下で中央銀行が取りうる3つ目の政策オプションは、中央銀行のバランスシートの構成内容を変更することである。金融市場の主たるプレイヤーである中央銀行が各種金融商品の買入や売却を行うことでバランスシートの構成内容を変更することにより、金融商品の需給構造に変化を生じさせることができる。これにより、金融商品の価格を変化させることができる。伝統的金融政策では、金利の変動が資産価格へ影響を与える「資産チャンネル」が想定されているが、直接金融商品を購入することにより、ゼロ金利制約下においても、金融市場へ働きかけることができる。

図表 5-1：国債の残存期間構成の変更



(出所)大和総研作成

図表 5-2：非伝統的資産の購入



バランスシートの構成内容の変更方法は、主に2種類存在する。1つは、すでに保有する国債の残存期間の構成を変更させること、もう1つは中央銀行が通常は保有しない資産を購入することである。

国債の残存期間を変更する例としては、中央銀行の保有する短期国債を売却し、長期国債を購入する、いわゆるツイストオペが挙げられる。長期国債の購入により、リスクプレミアムを低下させることで、中長期金利を低下させることができる。このような政策の具体例としては、Fed(連邦準備制度)の採用したMEP(Maturity Extension Program)が挙げられる。MEPは2011年9月から2012年12月まで採用されていたプログラムであり、長期金利の低下を通じて経済を刺激することが意図された。

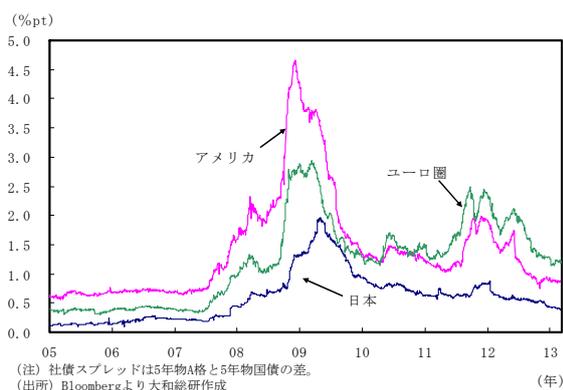
中央銀行が通常保有しない資産を購入する例として、社債、株式、外債などの購入が挙げられる。実際、リーマン・ショックの発生以降、各国中央銀行がリスク資産を購入する政策が採られた⁶。ただし、これらの政策は、金融緩和政策という側面よりも、金融システムの安定化政策という側面が大きい。

例えば、リスク資産の例として社債金利を用いて説明すると、社債金利はリーマン・ショックの前後で大幅に上昇した。これは、社債にかかる各種リスクプレミアムが大幅に増加したためである(図表 6-1)。また、金融機関同士の資金調達のリスクに対するプレミアムである、LIBOR-OIS スプレッドを見ても、リーマン・ショックの前後に急激に拡大していることがわかる(図表 6-2)。

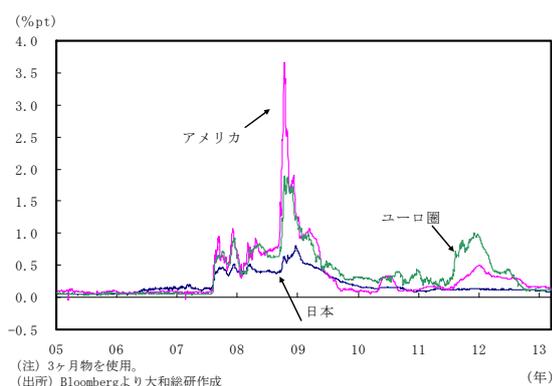
このような事態を放置しておく、金融機関や企業の資金調達に不安が生じ、システムリスクが顕在化することとなる。このような事態を避けるため、中央銀行がリスクを取ることで、各種リスクプレミアムの低下を図った。

⁶ リーマン・ショック以降の各国中央銀行による非伝統的資産の購入はバランスシートの拡大を伴っているため、厳密には、1)中央銀行のバランスシートの拡大、2)中央銀行のバランスシートの構成内容の変更、という2つの要素を持つ。

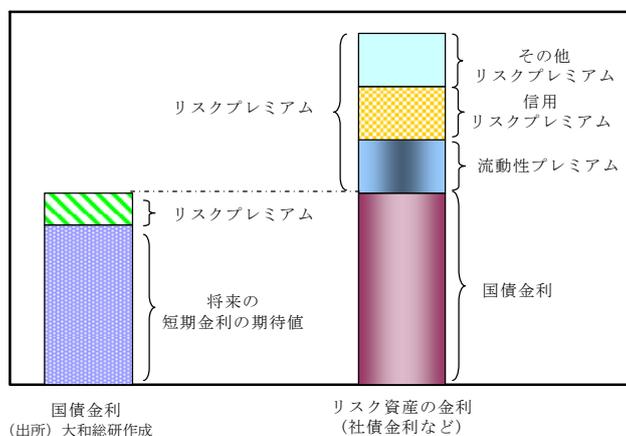
図表 6-1 : 社債スプレッドの推移



図表 6-2 : LIBOR-OIS スプレッド



図表 6-3 : 金利の概念図



3.4 これまでの金融政策～包括緩和政策の整理

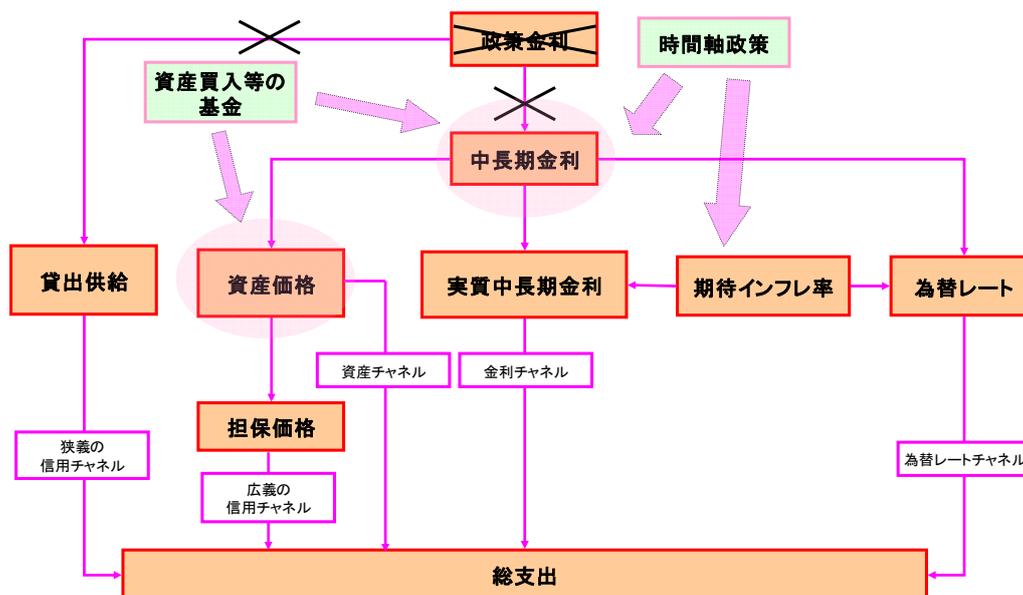
ゼロ金利制約下での金融政策オプションを踏まえたうえで、白川前総裁のもとで2010年10月から実施された包括緩和政策の枠組みについて説明し、「異次元の金融政策」へのインプリケーションを探る。包括緩和政策は、1%のインフレ目途のもと、①実質的なゼロ金利政策、②時間軸政策、③資産買入等の基金(量的緩和政策)、という枠組みで金融政策を運営している。前述の枠組みに照らし合わせて説明すると、資産買入等の基金が、中央銀行のバランスシートの拡大および中央銀行のバランスシートの構成内容の変更に対応している。

図表 7 : 現在の日本銀行の金融政策運営

政策	内容	
実質ゼロ金利政策	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	
時間軸政策	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	
資産買入等の基金 (量的緩和政策)	2013年末まで	101兆円程度の資産買入
	2014年初め以降	長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買入れを行う

(出所)日本銀行ウェブサイトより大和総研作成

図表 8 : 包括緩和政策の波及経路



(出所)白川(2008)を参考に大和総研作成

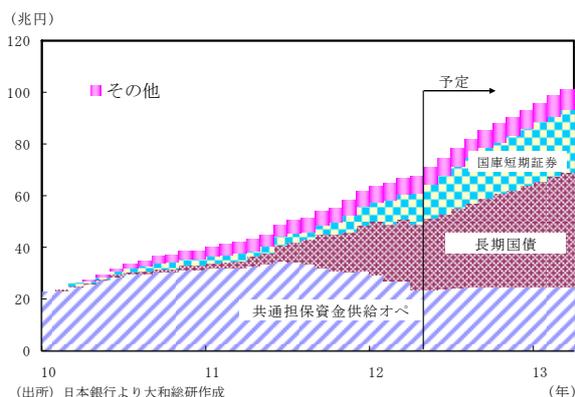
資産買入等の基金については、国債を購入することで中長期の金利を低下させるという側面と、リスク資産を購入することで、リスクプレミアムを縮小させるという側面を有する。よって、前述の経路の概念で説明すると、中長期金利と資産価格という点に働きかけていることになる。(図表 8)。

基金の内容としては、共通担保資金供給オペを除くと、長期国債と国庫短期証券を中心に積み上げていることがわかる(図表 9-1)。また、長期国債については、残存期間が 3 年以下のものを対象とするなど、残存期間が比較的短め(1~3 年程度)の長期国債の買入を進めている(図表 9-2)。白川前総裁によると、日本では企業の金融機関からの借入を期間別に見ると、3 年以下が多い。そのため、3 年以下のゾーンの金利を重点的に低下させることで、効果的に实体经济に影響を与えることができるとしている⁷。加えて、一般的にドル円レートを説明するのに、日米の 2 年物国債金利差が有効であることから(図表 10-1)、比較的短め(1~3 年程度)の金利を引き下げることで、為替レートへの影響が大きいことも理由として考えられる。

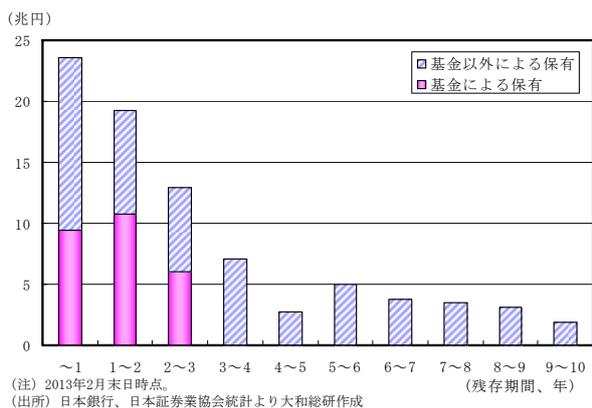
⁷ 総裁記者会見要旨(2010 年 10 月 6 日), p. 13-14.

http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2010/kk1010a.pdf

図表 9-1：資産買入等の基金の残高の推移



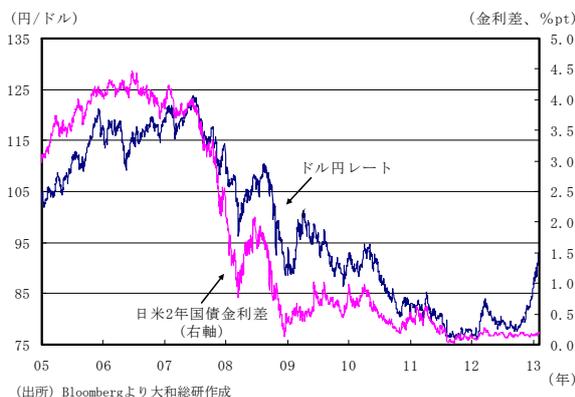
図表 9-2：日本銀行の残存期間別国債保有残高



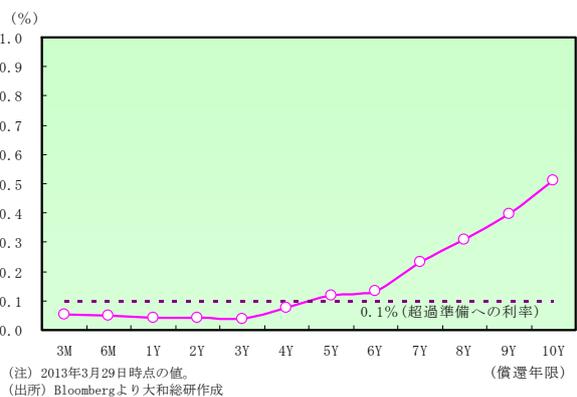
さらに、長い残存期間の国債を大量に購入してしまうと中央銀行のバランスシートが硬直化してしまうため、出口戦略の観点からも、比較的短め(1～3年程度)の国債を購入することが望ましいと考えられる。通常、中央銀行はオペで長期国債を大量に売却することはほとんどなく、この期待が長期国債の金利に織り込まれているとすると、中央銀行がオペのため大量の長期国債を売却することは長期金利に大きな影響を与える要素となる。このように、長期国債は中央銀行にとっては非常に流動性の低い資産であるため、長期国債の購入は中央銀行のバランスシートを硬直化させることとなる。

金融緩和局面では、バランスシートの硬直化はさほど問題とならないかもしれないが、出口戦略という観点からは非常に重要な問題となる。

図表 10-1：為替レートと日米2年債金利差



図表 10-2：金利の期間構造



経済が回復軌道に乗ったのち、金融引き締めが必要となった場合に、中央銀行は金融引き締めを行う必要がある。この際、通常の引締め手段である公開市場操作による政策金利の引き上げと、超過準備に対する付利の引き上げという2つの手段が存在する。

公開市場操作によって引き締めを行うのであれば、初めに超過準備を圧縮する必要が生じる。その際、長期国債を大量に売却すれば、市場に混乱を与え、長期金利の急騰といった事態を招く恐れがある。一方、そのような事態を恐れ、国債の償還を待っていると、引き締めが遅れてしま

うという事態が想定される。

では、超過準備に対する付利の引き上げによる場合では、どのような事態が想定されるか。超過準備に対する付利は金利の下限として機能することから、理論的には超過準備に対する利率を変更することで、短期金利を誘導することが可能となる。しかし、超過準備に対する利率を引き上げると、民間金融機関への利払いを通じて、日本銀行の財務的な負担が発生する。この場合、日本銀行が国に納める国庫納付金が減少することから、実質的には政府部門の減収となるという問題点が生じる。

このように、年限の長い国債を大量に購入する場合に、日本銀行のバランスシートの硬直化が出口戦略といった観点から問題となってくる。そのため、長期国債の買入対象の拡大や買入金額の増加という政策がとられる場合には、これらの問題点に対して、日本銀行による丁寧な説明が求められる。

包括緩和政策では、このような出口戦略での問題点と長期国債購入による効果を比較した結果、残存期間が3年以下の比較的短い長期国債を多く購入しているものと考えられる。

次に、時間軸政策について、波及経路上の位置づけを確認する。前述のように、現在の時間軸政策は、「物価安定の目標の実現を目指し、(中略)、それぞれ必要と判断される時点まで」という、実質的なゼロ金利と資産買入措置を継続することをコミットしている。実質的なゼロ金利についてコミットすることで、将来の短期金利が極めて低位で推移するとの期待を生み、結果として中長期金利を低下させている。加えて、指標基準の時間軸政策を用いることで、時間軸政策の効果のうち、特に現時点での実体経済を刺激する効果を高める意図があると考えられる。しかし、「それぞれ必要と判断される時点まで」という曖昧なコミットメントであるため、時間軸政策の効果を効果的に発揮できていない可能性が残る。

4. 「異次元の金融政策」～考えうる選択肢の検討

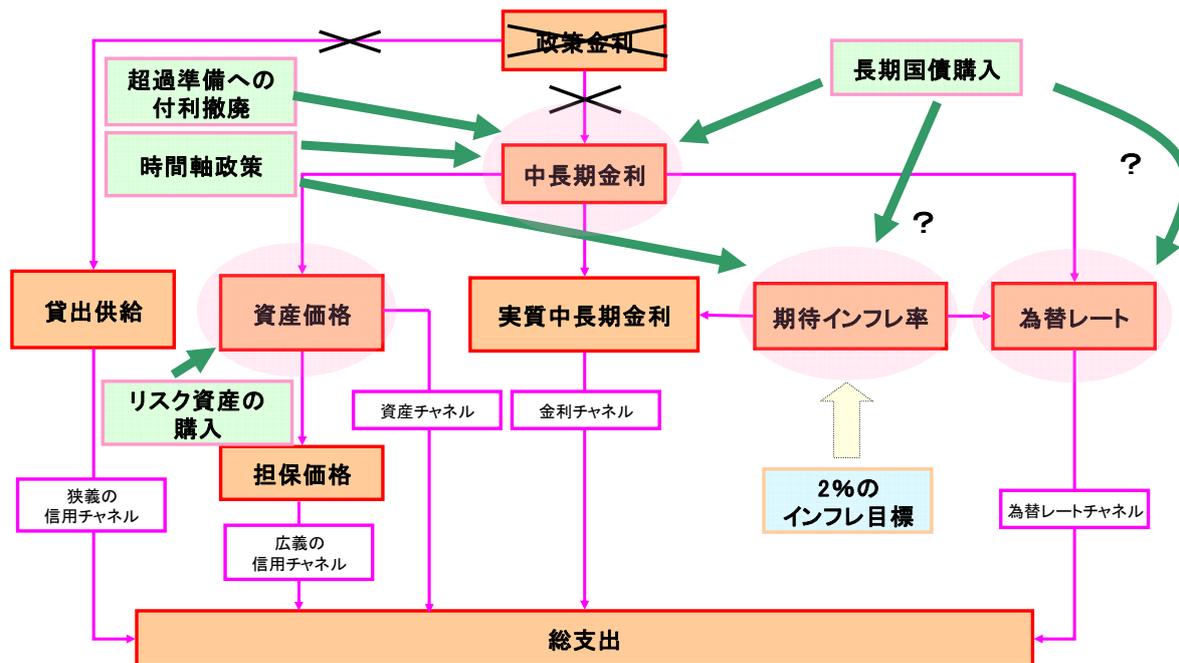
これまでは、ゼロ金利制約を想定したうえで、ゼロ金利制約下における金融政策を整理し、その整理に基づいて、現在の日本銀行の採用する包括緩和政策について説明した。次に、2%のインフレ目標の実現に向けて、新執行部のもと今後採用が検討されるであろう「異次元の金融政策」における選択肢を取り上げ、それらのメリットおよびデメリットについてまとめ、今後どのような金融政策を行うべきか考察する。今後検討されるであろう政策を大きく分けると、①金利操作、②資産購入、③時間軸政策、という3つに分類できる。以下、これらの政策について検証する。

図表 11：考える金融政策の手段とそのメリットおよびデメリット

分類	手段	対象	メリット	デメリット
金利操作	超過準備への付利引き下げ(撤廃)	-	短期の金利が低下?	短期金融市場の縮小
資産購入	国債の購入	残存3年以上の国債	長期金利の低下	バランスシートの硬直化
	リスク資産の購入	REIT、ETF	リスクプレミアムの減少	市場の価格形成機能を阻害
時間軸政策	期間基準	失業率	過去の政策では効果	景気縮小効果を有する?
	指標基準	名目GDP	時間へのコミットよりも	不確実性が大きい
		消費者物価指数	景気刺激効果が大きい	

(出所)大和総研作成

図表 12：考える選択枝の波及経路

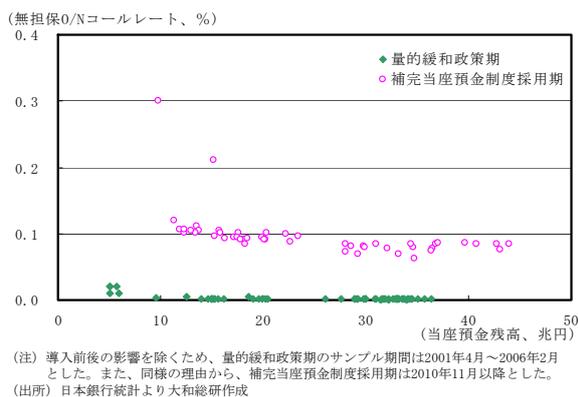


(出所)白川(2008)を参考に大和総研作成

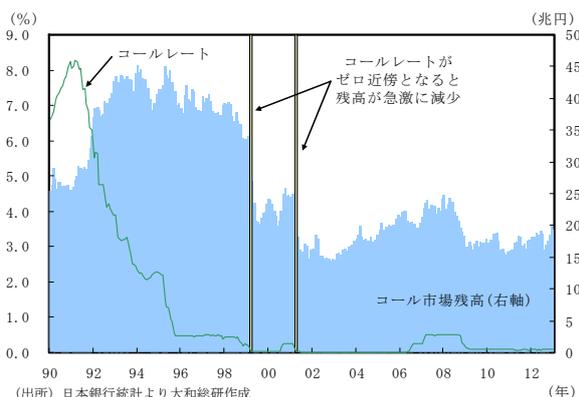
4.1 金利操作～超過準備に対する付利の撤廃

初めに、超過準備に対する付利撤廃について、そのメリットおよびデメリットを考察したい。メリットとしては、さらなる金利低下余地を生むことが挙げられる。超過準備に対する付利は、通常、金利の下限として機能する。実際、現在と同様に、当座預金が拡大した 2001 年以降の量的緩和政策期と比較しても、金利が 0.1% 近傍を下限としていることがわかる(図表 13-1)。この下限を撤廃することにより、理論的にはコールレートをさらに低い水準に誘導することが可能となる。その結果、中長期の金利も若干低下させることができる。加えて、当座預金に対する付利がなくなることから、民間金融機関は超過準備を積み立てておくインセンティブがなくなる。そのため、当座預金と代替性の高い資産である国債を購入することが期待される。この結果、前述のように 3 年程度のゾーンの金利が低下することで、効果的に実体経済に影響を与えることができると考えられる。ただし、すでに金利の低下余地は小さいことから、付利の撤廃および引き下げのメリットは小さいと考える。

図表 13-1 : 当座預金とコールレート



図表 13-2 : コール市場残高とコールレート



むしろ、超過準備に対する付利の撤廃にはデメリットが大きいと考える。例えば、短期金融市場の金融仲介機能に対する影響、日本銀行のオペに対する影響が挙げられる。

すでに述べたように、付利撤廃によりコールレートの下限がなくなることで、コールレートはほぼゼロまで低下するとみられる。このとき、民間金融機関はコール市場での運用により利益を上げることが困難となるため、コール市場から多くの資金を引き揚げるだろう。実際、過去2回、金利がゼロ近傍となった時期には、コール市場の残高が急激に減っていることが確認できる(図表 13-2)。このような状況では、金融機関の資金調達に困難となり、金融システムに不安が生じる恐れがあるため、短期金融市場での資金調達に不安をもつ民間金融機関は予備的需要としてある程度の資金を当座預金に積み上げておくことが想定される。ただし、このような場合には、超過準備を運用するインセンティブは全くないことになるため、量的緩和政策によるポートフォリオ・リバランス効果は全く期待できないであろう。また、この場合、本来市場が担うべき金融仲介の役割を中央銀行が担うこととなる結果、市場における適切な価格形成機能が喪失してしまうという事態も想定される。

また、超過準備に対する付利を撤廃することにより、日本銀行がオペを円滑に行うことができなくなる懸念が生じる。現在、日本銀行は2013年12月末時点までに、基金の残高を101兆円程度まで積み上げることにコミットしている。この残高目標を達成するために、中央銀行はオペを通じて国債などの資産を購入する必要がある。今、超過準備に対する付利が撤廃された状況を想定する。付利撤廃のメリットの部分で触れたように、このような状況では、民間金融機関は超過準備を当座預金以外で運用するインセンティブを有する。すると、中央銀行がオペにより資産を購入しようとしても、超過準備が積み上がることを嫌う民間金融機関はオペに応じず、札割れが発生する可能性がある。その場合、現在コミットしている水準へ基金を積み上げることが困難となることが予想される。

このように考えると、超過準備に対する付利撤廃と包括緩和政策に基づく基金の積み上げという2つの政策は同時にはなしえないものと考えられる。金利の低下余地が小さいことを考慮すると、付利撤廃だけでなく引き下げについても、得られるメリットよりも、短期金融市場での価格

形成機能への影響や円滑なオペを担保できないというデメリットの方が大きいと考える。

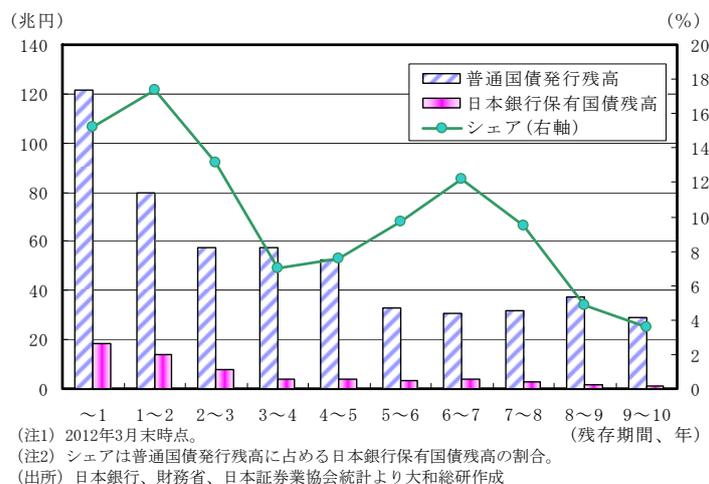
4.2 資産購入

「異次元の金融緩和」で取りうる政策の2つ目として、資産購入が挙げられる。対象として考えられる資産は、国債とリスク資産に大きく分けることができる。以下に述べるように、資産購入自体が、経済を押し上げる余地は小さいと考える。そのため、主として資産購入に期待される効果は時間軸政策の補完になると考える。

4.2.1 国債の購入

2013年2月末時点の日本銀行の国債の保有構造を確認すると、残存期間が3年までの国債が大部分を占めていることがわかる(図表9-2)。しかし現在、より長めの国債の購入が議論となっている。これは、足下で低下余地のあるのが、5年以降の国債金利であることや、発行残高に占める日本銀行の保有割合が比較的小さく、市中からの買入を比較的行いやすいことなどが考えられる(図表14)。

図表14：日本銀行保有国債の残存期間別残高



しかし、すでに5年物国債金利までは下限である0.1%程度を推移しており、それより長い年限のものについても、金利の低下余地は極めて小さいことから、長期国債買い入れによる効果は非常に限定的であると考えられる。また、日本銀行の長期国債の購入は前述のように、バランスシート硬直化のリスクがあることも考慮する必要がある。そのため、長期国債の購入オペを行うのであれば、出口戦略に支障が出ないように、日本銀行が保有する国債の残存期間を考慮したうえで、慎重に行う必要があるだろう。

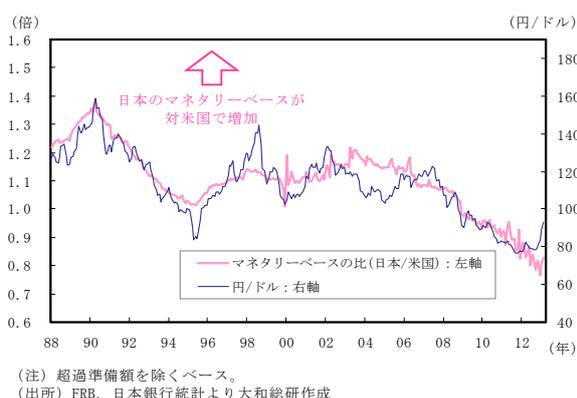
包括緩和政策下では、国債の購入の効果としては、上記のようにメリットとデメリットを整理することができるが、足下の金融緩和議論において注目される「異次元の金融政策」では、期待

インフレ率の押し上げ、為替レートの減価という効果をより大胆に狙っているようだ。

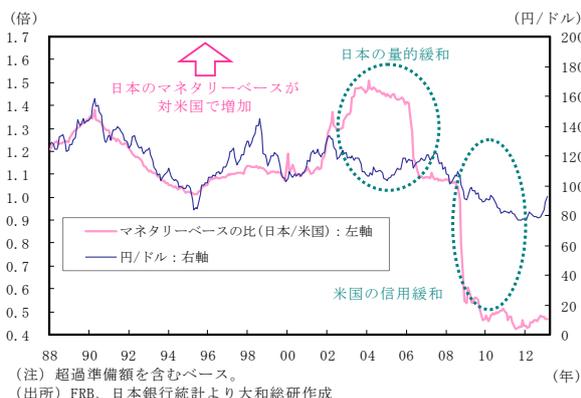
期待インフレ率の押し上げについて、岩田副総裁は、半年前のマネタリーベースの残高と期待インフレ率の間に正の相関があることから、マネタリーベースの増加が期待インフレ率を押し上げると主張している⁸。

また、為替レートへの影響については、日本銀行が直接介入することができない領域ではあるが、強く意識されているであろう。マネタリーベースと為替レートとの関係を表す経験則としては、修正ソロスチャートがしばしば用いられる。修正ソロスチャートとは、超過準備を除いた日米のマネタリーベースの比率であり、それがドル円レートと極めて近い動きをすることが知られている(図表 15-1)。一方、超過準備を含むベースでのソロスチャートでは、量的緩和政策が行われている時期に、ドル円レートから大きく乖離していることが分かる(図表 15-2)。そのため、現在のように超過準備を積み増している状況では、経験則的にはマネタリーベースによってドル円レートを動かすことはできない。

図表 15-1：修正ソロスチャートの推移



図表 15-2：ソロスチャートの推移



足下で為替レートが円安基調で推移している要因は、欧州ソブリン危機の沈静化と米国での財政問題という市場の不安が後退したことが最大の要因であると考えられる。ただし、仮に為替市場参加者の多くが何らかの理由で「マネタリーベースが増加すれば、(期待インフレ率が上昇すること?)、円安になる」という期待を有していたとすると、12月以降の円安基調の一部は、マネタリーベースの増加“期待”が寄与した可能性がある。

4.2.2 リスク資産の購入

次に考えられる手段としては、リスク資産(REIT、ETF など)の購入がある。リスク資産の購入について、日本銀行はその目的を「各種リスクプレミアムの低下」を促すものとしている。すでに見たように、足下でのリスク指標は安定しており、これ以上のリスクプレミアムの低下の余地は小さいと考える。そのため、日本銀行がリスク資産の購入により、一層リスクを取っても低下

⁸ 岩田(2012), p. 256.

させることのできるリスクプレミアムは極めて小さい。加えて、さらなるリスク資産の購入は、金融市場が適切にリスクを判断する能力を奪うことにつながる恐れがある。このように考えると、さらなるリスク資産の購入には、慎重な判断が求められよう。

4.3 時間軸政策

次に、「異次元の金融緩和」で取りうる政策の3つ目に挙げられる時間軸政策として、考えうる選択肢を議論する。これらの政策は中長期金利に影響を与えるだけでなく、民間部門の経済見通しへの影響という観点からも、重要な位置づけとなる。

4.3.1 期間基準の時間軸政策

初めに、期間基準の時間軸政策について説明する。これは、将来経路について、具体的な時期または時間の長さを伴った表現でアナウンスすることである。具体的には、Fed が採用していた時間軸政策がこれに当てはまる。図表 16 に、リーマン・ショック以降の Fed の時間軸政策をまとめた。リーマン・ショック以降の 12 月まで、Fed は FF レートの推移の見通しについてその期間を示すかたちで、時間軸政策を行ってきた。当初は、Fed は FOMC の声明で、「しばらくの期間」、「長期間」という抽象的な表現を用いてきたが、その後は、「2013 年半ばまで」、「2014 年終盤まで」、「2015 年半ばまで」というある程度具体的な期間を示す形で、期待に働きかけた。具体的な時期を示すことで、短期金利の将来の経路についてより明確な期待が生まれることから、期間基準の時間軸政策は、金利を引き下げる効果が高いと考えられる。すなわち、時間軸政策の 1 つ目の効果として挙げたイールドカーブへの効果は大きいと考える。

図表 16 : Fed による時間軸政策(フォワード・ガイダンス)

フォワード・ガイダンスの種類	発表日	政策手段	訳	原文
期間基準	2008/12/16	FFレート	しばらくの期間	for some time
	2009/3/18	FFレート	長期間	for an extended period
	2011/8/9	FFレート	早くとも2013年半ばまで	at least through mid-2013
	2012/1/24	FFレート	早くとも2014年終盤まで	at least through late 2014
	2012/9/13	FFレート	早くとも2015年半ばまで	at least through mid-2015
指標基準	2012/12/12	FFレート	1~2年先のインフレ率が2.5%を上回ることなく、長期の期待インフレ率が安定する範囲で、失業率が6.5%を下回るまで	at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal

(出所)Fedより大和総研作成

しかし、期間基準の時間軸政策には欠点があるとの指摘がある⁹。すなわち、対象とする期間が延長されるということは、中央銀行が景気回復の遅れを示唆していると捉えられる可能性がある。このような場合、時間軸政策の2つ目の効果として挙げた現時点の実体経済を刺激する効果が極めて小さくなると考えられる。このような欠点を回避するために、期間ではなく、経済指標に基づいた時間軸政策が適切であると考えられる。以下、経済指標に基づく時間軸政策について考察する。

⁹ たとえば、Woodford(2012)など。

4.3.2 指標基準の時間軸政策～総論

期間基準との比較から、指標基準の時間軸政策に共通するメリットおよびデメリットを考察する。すでに述べたように、メリットとしては、景気刺激効果が大きいことが挙げられる。一方、デメリットとしては、不確実性が大きいことが挙げられる。例えば、ある指標に基づく条件が満たされるまで、金融緩和政策を継続することにコミットしたとする。この場合に、不測の事態により、条件が満たされていないにもかかわらず、金融引き締めを行う必要が生じたとする。短期的な視点に基づけば、コミットメントを破棄すること望ましい。しかし、長期的な視点に基づけば、条件が満たされていないにもかかわらず、コミットメントを破棄することは、中央銀行の信任を傷つけ、将来にわたり中央銀行の政策に対する信任を得られない可能性が生じる。この場合、それ以降、時間軸政策を行っても、効果を上げることができなくなる、という事態が発生することが考えられる。そのため、時間軸政策には「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」といったような文言を加えることで、条件が満たされない場合の金融引き締めの余地を残している。ただし、時間軸政策を破棄し、中央銀行の信任が傷ついた場合に、それが将来にわたりどの程度金融政策運営に影響するかは判断が難しい。そのため、時間軸政策のデメリットをどの程度評価するかは、現時点では時の中央銀行総裁や世論によって異なるであろう。

また、民間部門は時間とともに経済の先行きに関する不確実性が増し、コミットメントを満たすと想定される時点が遠くなるほど、中央銀行がコミットメントを破棄する蓋然性が高まることは理解しているとすると、一般的には、期間基準および指標基準を問わず、コミットメントを満たすとされる時点が遠くなるほど、時間軸政策への信任は低下する。

以上をまとめると、指標基準に基づく時間軸政策を行うには、1) 条件が満たされない場合のデメリットの検証と、2) 長期になる程時間軸の効果が低下する点、という2つの観点から判断することが必要となる。

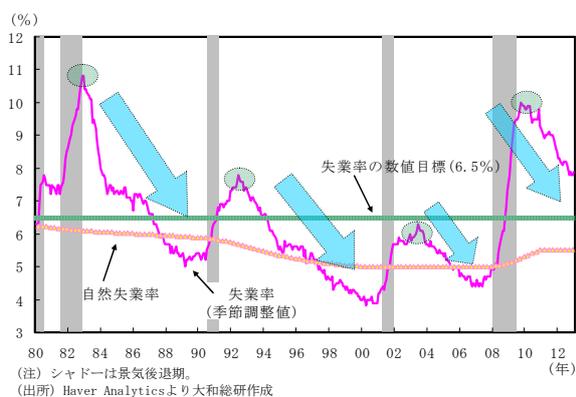
4.3.3 指標基準の時間軸政策～失業率

経済指標に基づく時間軸政策の具体例としては、現在 Fed が採用している失業率目標や、名目 GDP 目標が挙げられる。

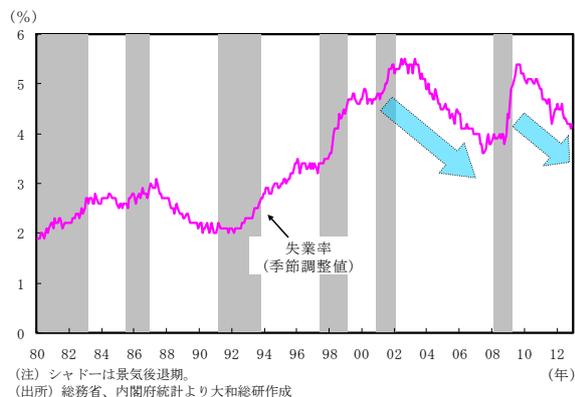
初めに、失業率目標について説明する。前述のように、Fed は、1～2年先のインフレ率が2.5%を上回ることなく、長期の期待インフレ率が安定する範囲で失業率が6.5%を下回るまで、FFレートを低水準で推移させることを発表している。このような形でのアナウンスであれば、期間基準の時間軸政策の欠点は回避される。Fed が失業率をフォワード・ガイダンスに使用した理由には、アメリカにおいて失業率と景気の関係性が強いことが挙げられる。アメリカの失業率は景気後退期に入ると急激に上昇し、景気後退期を過ぎた後ある程度のラグを伴って、低下することがわかる(図表 17-1)。よって失業率を時間軸政策に用いることで、景気回復後も金融緩和政策が継

続するとの期待に働きかけることができる。

図表 17-1：失業率の推移(アメリカ)



図表 17-2：失業率の推移(日本)



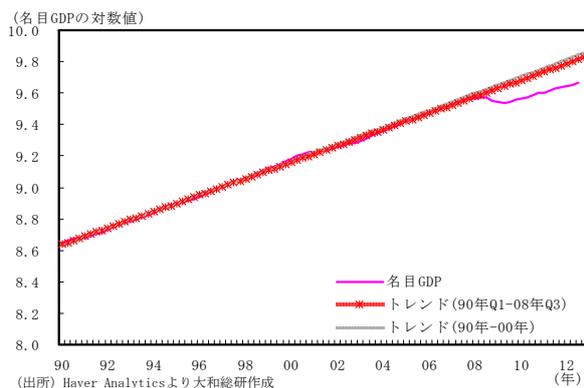
では、日本において米国のように失業率をアンカーとした金融政策により、期待に働きかけることは可能であろうか。図表 17-2 を見ると、2002 年以降については、米国と同様に、景気拡大期には失業率が低下するという傾向が見られることから、景気とはある程度関係性を有することが分かる。しかし、現時点で日本銀行は雇用最大化や安定をその使命と位置付けておらず、仮に失業率を用いた時間軸政策を行った場合には、インフレ目標との整合性が問題となる。また、非正規労働者の増加に伴う失業率の低下をどのように考慮するかといった問題点もあるだろう。仮に採用するのであれば、日本銀行の使命に雇用の雇用最大化または安定を加えたうえで、物価安定と失業率との金融政策上の位置づけについてきちんと説明責任を果たすということが必要となるだろう。

4.3.4 指標基準の時間軸政策～名目 GDP

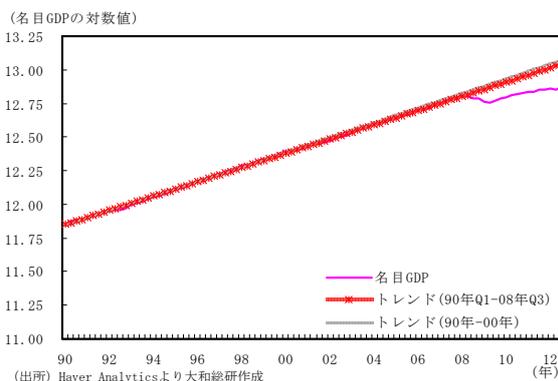
名目 GDP を時間軸政策に用いる案も、現在注目されている。例えば、名目 GDP がリーマン・ショック以前のトレンドに達するまで、金融緩和を続けるようコミットするという政策が挙げられる¹⁰。これは、CPI を基準とする時間軸政策との比較でいうと、より実体経済を反映した指標であることから、時間軸政策に用いる指標としてより適切であると考えられる。

¹⁰ Woodford (2012)

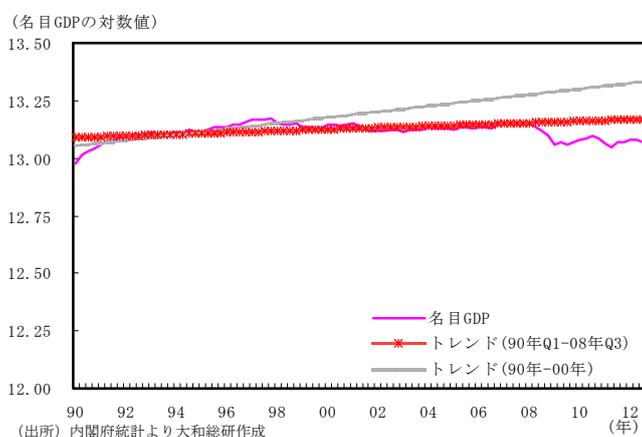
図表 18-1 : アメリカの名目 GDP の推移



図表 18-2 : イギリスの名目 GDP の推移



図表 18-3 : 日本の名目 GDP の推移



ここで、実際の各国の名目 GDP の推移を比較すると、アメリカやイギリスはリーマン・ショック以前までは、トレンドに沿って推移している。よって、このトレンドに従って成長することを目指すことは、恐らく持続可能な成長を大きく超えたものではないであろう。しかし、日本の名目 GDP の推移をみると、アメリカやイギリスのようなトレンドラインに沿った成長は見られない。また、期間の取り方によって、トレンドラインの傾きが大きく変わってしまうこともわかる。このように考えると、日本においてはどの程度の名目 GDP を目標とすべきか、判断が非常に難しい。この判断を誤った状態で、名目 GDP に基づく時間軸政策を行うと、過剰または過小な金融緩和となりかねないという問題点が存在する。

加えて、GDP の統計上の性格も名目 GDP を時間軸政策の基準とする金融政策のネックとなろう。具体的には、1) 公表系列の大幅な改定が行われる可能性、2) 公表時期が遅いという点である。1) については、名目 GDP は 1 次速報が公表されたのち、1 ヶ月程度してから 2 次速報が公表される。その後、確報が公表され、最終的には確々報の公表を待って最終的に決定される。そのため、1 次速報や 2 次速報での名目 GDP に従って行った政策が事後的には誤っていたという可能性を排除できない。また、公表時期が遅いということも名目 GDP 目標の欠点となろう。通常、1 次速報が

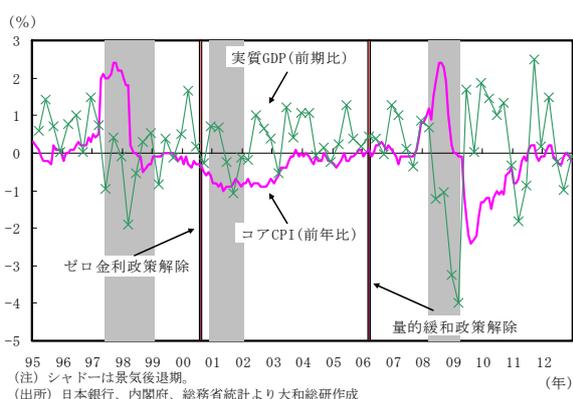
公表されるのは、対象となる四半期の最終月が終了してから1ヶ月半程度経ってからである。そのため、月次統計よりもデータの取得に時間がかかり、機動的な金融政策運営が行えないという欠点が存在する。

このように、理論的には名目 GDP を基準とする時間軸政策は効果的なものであろうが、日本の名目 GDP が安定的なトレンドを持たないことや、現時点での統計の作成方法に基づく問題点から、実際の政策運営の指標として用いることは困難であろうと考える。

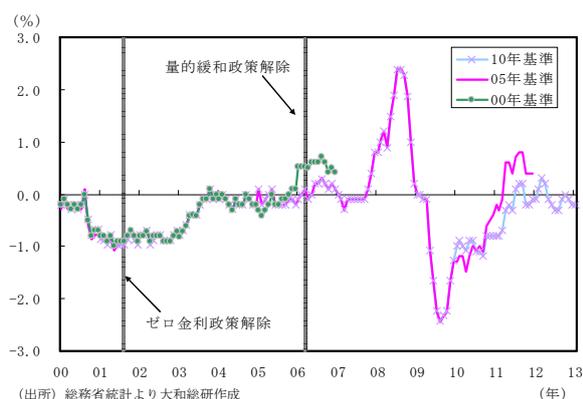
4.3.5 指標基準の時間軸政策～インフレ率

指標基準の時間軸政策として、最後に、インフレ率にコミットした時間軸政策について検討する。この政策は、過去に2度日本銀行が採用している。1度目は、1999年2月に採用したゼロ金利政策を「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¹¹」解除しないというコミットメント、2度目は2001年3月に採用した量的緩和政策による潤沢な資金供給を「消費者物価指数（除く生鮮食品）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」というコミットメントである。

図表 19-1：コア CPI と実質 GDP の推移



図表 19-2：基準年ごとのコア CPI 上昇率の推移



しかし、CPI の推移をみると、コミットした状況を満たしたとは判断し難い時点でのゼロ金利政策および量的緩和政策の解除を行っている。特に、2000年8月にゼロ金利政策を解除したときは、解除したのちすぐに景気後退が鮮明となり、再びゼロ金利に戻す結果となった。

また、量的緩和政策の解除については、事後的に消費者物価指数の基準改定に伴う問題が大きな論点となった。図表 19-2 は、基準年ごとのコア CPI 上昇率の推移を示したものである。2006年3月の量的緩和政策解除時には、2000年基準の消費者物価指数が用いられていた。2000年基準に基づくコア CPI 上昇率は2005年末頃からプラス圏を推移していたことから、日本銀行は、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」という解除条件を満たしたと判断した。しかし、基準変更後の2005年基準で見ると、量的緩和政策

¹¹ 1999年4月13日の速水総裁の発言による。

解除前のコア CPI 上昇率は概ねゼロ近傍で推移しており、事後的には、2006年3月での量的緩和政策の解除は上記の解除条件を満たしていなかったと判断される。

このような過去の日本銀行の行動は、現在の金融政策の見通しについても織り込まれている可能性がある。すると、曖昧な表現では、景気が回復した後も中央銀行が金融緩和的な環境を維持するという予想を民間部門に持たせることができない。その結果、指標基準の時間軸政策の効果として期待される現時点の実体経済を刺激する効果が極めて小さくなってしまふ恐れがある。そのため、時間軸政策の効果を発揮するという観点からは、明確な表現による時間軸への働きかけが重要となる。

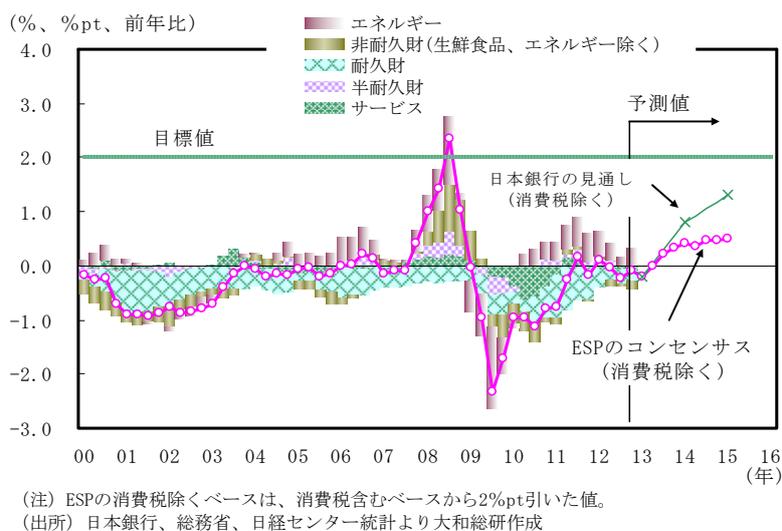
2010年に導入された包括緩和政策における時間軸政策を確認すると、「物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続する」というコミットメントにより、時間軸へ働きかけている。しかし、「必要と判断される時点まで」という曖昧な表現となっていることから、時間軸への働きかけという点では、改善の余地があると考えられる。

実際、金融政策決定会合の議事録を見ると、このような観点からの提案がなされている。例えば、2013年2月13日、14日の金融政策決定会合の議事録によると、宮尾議員から実質的なゼロ金利政策について、以下のような提案がなされている。

「日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、①実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、②金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく」

現在の時間軸政策である「必要と判断される時点まで」という表現に比べ、「それが見通せるようになるまで」という表現はさらに踏み込んだ表現である。議事録を見る限りこの提案の否決理由は述べられていないが、恐らく指標基準の時間軸政策の総論部分で述べたデメリットを考慮したものと考えられる。すなわち、その時点の日本銀行の物価見通しでは、2%を見通せておらず、上記のようなコミットメントを万が一破棄した場合のデメリットをメリットよりも高く評価した可能性がある。または、コミットメントを満たすと期待される時期が極めて遠く、将来の金融政策運営に対する不確実性が高まることから、時間軸政策の効果があまり期待できないとみなされたのかもしれない。いずれにせよ、ボードメンバーのCPI上昇率の先行きに対する弱気な姿勢が感じられる。

図表 20 : コア CPI 上昇率の実績および見通し



宮尾議員によるこの提案は結果として否決されてしまったが、本稿の問題意識である期待に働きかける政策であり、今後もこのような観点から、うまく時間軸へ働きかける金融政策運営を期待したい。

5. 終わりに

本稿では、ゼロ金利制約下での金融政策について整理したうえで、「異次元の金融政策」において選択しうるオプションについて、そのメリットおよびデメリットを考察した。現在、今後考えられる選択肢としては、無期限の長期国債購入オペといった措置が挙げられる。しかし、長期金利が極めて低位で推移している現状では、単純な量の拡大では量的緩和政策の効果は見込めないであろう。そのため、今後の金融政策運営で求められる観点は、時間軸政策により将来の景気拡大期待に働きかけることで、实体经济に効果を与えていくことであると考えます。

デフレ脱却に向けた機運が高まるなか、日本銀行の新執行部には政策のメリットとデメリットを適切に判断したうえで、効果的な金融政策運営を期待したい。

参考文献

- Bernanke, Ben S. and Vincent R. Reinhart (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *American Economic Review*, 94(2), 2004.
- Woodford, Michael (2012), “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”
- 岩田規久男 (2012) 『インフレとデフレ』 講談社
- 鶴飼博史 (2006) 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 06-J-14
- 小田信之、永幡崇 (2005) 「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」 日銀レビュー、2005-J-13
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策—理論と実際』 日本経済新聞社
- 宮尾龍蔵 (2007) 「量的緩和政策と時間軸効果」 国民経済雑誌、2007年2月号