

非伝統的金融政策と国債金利の低下について

中 島 将 隆

要 旨

バブル崩壊後から今日まで、日本の国債金利は一貫して低下を続けている。この間、国債金利は史上最低水準を更新し続けてきた。だが、低下を続けているだけではない。今日では、ゼロ金利、マイナス金利と未踏の領域に足を踏み入れることになった。日本の国債は、1998年以降、無制限発行体制に移行した。国債の大量発行が継続すれば、国債金利は上昇するはずのものである。ところが、現実の展開をみると、国債金利は上昇するのではなく、逆に低下している。なぜ、国債無制限発行下で国債金利は低下しているのだろうか。また、国債金利の低下は国債市場に如何なる影響を与えているのだろうか。

国債金利の低下が続くと、国債を発行する政府、国債を購入する投資家、国債発行市場や流通市場に大きな影響を与える。まず、政府は国債金利の低下によって利払費を軽減すること可能になる。利払費の軽減は単に新規債にだけ適用されるのではない。国債は60年で償還され、この間、満期が到来すると借り換えられる。国債金利の低下が続くと、過去に発行された高金利の国債は低利で借換られる。ここでは、政府は低利借換のボーナスを受け取ることになる。

国債無制限発行が続いているにもかかわらず、今日では、国債発行に対する危機感が失われている。危機感が失われた最大の理由は、国債金利の低下によって利払費が軽減されたからである。国債金利の低下が財政規律の希薄化を招いているのである。

国債金利の低下は、国債市場にも影響を与える。まず、国債評価益の発生である。国債は確定利付きで発行されているから、市場金利が低下すると保有国債に評価益が発生する。金融機関はバブル崩壊度、銀行貸付の減少と預貸率の低下によって銀行経営が困難になった。にもかかわらず銀行が空前の好決算を計上できた大きな要因は、保有国債の評価益を獲得することできたからである。国債が有利な投資対象になった結果、国債発行市場は活況を呈し、国債応札額は発行予定額

を大幅に上回っている。流通市場をみると、国債金利の持続的低下によって、国債市場価格は安定している。日本の国債はインフラ整備によって流動性が高い。国債の市場流動性が高く、かつ、国債金利の低下が続けば、国債市場が活況を呈するのは当然のことであろう。

では、なぜ、国債金利は低下を続けているのだろうか。まず、潜在成長率と自然利子率の低下である。バブル崩壊後、潜在成長率は低下を続けている。これは、高度経済成長期のような力強いリーディングカンパニーを欠いているからであろう。潜在成長率は過去20年間、1%から0.5%の水準で推移し、この数年間はゼロ%の近傍にあると言われている。自然利子率（中立金利）は、長期的には、潜在成長率と一致する。従って、バブル崩壊後の国債金利の低下は、自然利子率の低下を反映したもの、と考えることができるだろう。

二つ目の要因は、デフレの影響である。日本の物価は、1999年から2012年まで、下落が続いていた。2013年からは持続的な物価下落の状態から脱したもの、消費者物価は低迷し、未だデフレから脱出したとはいえない。長引くデフレの影響で企業の設備投資は低迷し、資金需要が低迷している。法人企業部門は従来の資金不足部門から資金余剰部門に変化した。更に、法人企業の資金調達方式が変化し、外部資金ではなく内部留保に依存することになった。国債金利の低下は、資金不足から資金余剰へ変化したことの現れである。

三つ目の要因は、日銀の非伝統的金融政策である。日本銀行はデフレ脱却のため、金融機関から大量の国債を買入れ、金融機関に潤沢な資金を供給している。日銀が金融を緩和するため国債を買い続けると、国債金利は必然的に低下していく。日銀の国債買入れが継続する限り、日銀買入を前提とした金利形成が行われることになる。

こうした要因によって国債金利は低下を続けているが、以上に見た自然利子率の低下・デフレ・非伝統的金融緩和政策という3つの要因は、何らの関連もないバラバラの要因ではなく、相互に密接に関連している。非伝統的金融緩和政策は、自然利子率低下の条件下で、デフレ脱却を目標とした政策である。このように3つの要因は相互に関連しているので、今日の国債金利低下の諸問題は、非伝統的金融緩和政策が国債金利に如何なる影響をあたえているか、この問題を具体的に検討することによって明らかになるだろう。

目 次

I. なぜ国債金利の低下が続いているのか	完
1. 国債無制限発行下の国債金利の低下	(2) 長期国債金利の低下
2. 国債金利の低下が与える影響	(3) 実質金利の低下
3. 国債金利の低下を招いている要因	3. マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策と イールドカーブ起点の引下げ
II. 非伝統的金融政策と日銀国債買入れ	(1) 導入理由
1. 非伝統的金融政策の推移	(2) イールドカーブのフラット化と国債マイナ ス金利の発生
2. 非伝統的金融政策の目標	(3) 副作用
3. なぜ国債買入れなのか	4. 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策
III. 量的金融緩和政策・包括的金融緩和政策と日銀 の国債買入れ	(1) イールドカーブ・コントロールと長期金利 の操作
1. 量的緩和と新たな金融運営政策の導入	(2) オーバーシュート型コミットメントと金融 緩和の継続性
2. 包括的金融緩和政策と「資産買入等の基金」 創設	V. 中央銀行は長期金利の操作が可能か
3. 国債買入とイールドカーブの低下	1. 人為的低金利政策と長期金利の決定構造
IV. 異次元金融緩和政策の発展と国債市場	2. ツイスト・オペレーション政策の再評価
1. 異次元緩和金融緩和とデフレ脱却の目標	3. 2016年9月以降の経験
(1) なぜ異次元緩和か	むすびに代えて
(2) 異次元金融緩和政策の発展	
2. 量的・質的金融緩和政策と実質金利の低下	
(1) 量的・質的金融緩和政策の導入と拡大、補	

I. なぜ国債金利の低下が続いているのか

1. 国債無制限発行下の国債金利の低下

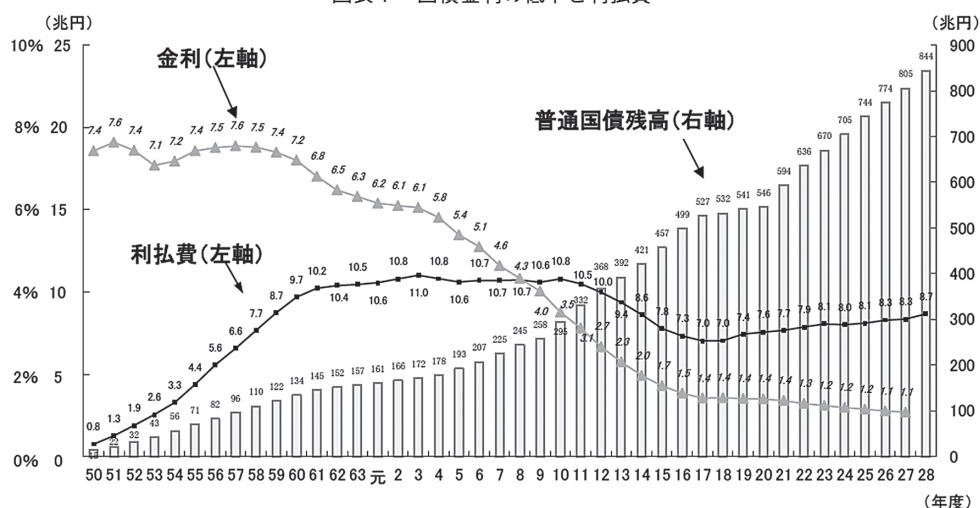
バブル崩壊後から今日まで、日本の国債金利は一貫して低下を続けている。この間、国債金利は史上最低水準を更新し続けてきた。だが、低下を続けているだけではない。今日では、ゼロ金利、マイナス金利と未踏の領域に足を踏み入れることになった。

国債金利の低下は、遡ってみると、1990年頃から始まる。しかし、バブル崩壊後の国債金利の低下は、国債無制限発行下で国債金利が低下

していること、この点に格段の注意を払わねばならない。日本の国債は、1998年以降、無制限発行体制に移行した。この時点から国債発行額は激増し、国債依存度は40%を超え、2009年には51.5%に達した。この数年間は税収入の増加で40%を下回っているものの、今年度第二次補正予算では37.2%と危機ラインを突破している。

国債の大量発行が継続すれば、国債金利は上昇するはずのものである。これは歴史の示すところであった。ところが、現実の展開をみると、図表1でみるように、国債金利は上昇するのではなく、逆に低下している。そして、国債無制限発行が始まる1998年以降、国債金利は急激に低下を続けているのである。なぜ、国債無

図表 1 国債金利の低下と利払費



〔出所〕 財務省「日本の財政関係資料」平成28年 1月

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201610_03.pdf

制限発行下で国債金利は低下しているのだろうか。また、国債金利の低下は国債市場に如何なる影響を与えているのだろうか。

2. 国債金利の低下が与える影響

国債金利の低下が続くと、国債を発行する政府、国債を購入する投資家、国債発行市場や流通市場に大きな影響を与える。まず、政府は国債金利の低下によって利払費を軽減すること可能になる。利払費の軽減は単に新規債にだけ適用されるのではない。国債は60年で償還され、この間、満期が到来すると借り換えられる。国債金利の低下が続くと、過去に発行された高金利の国債は低利で借換られる。ここでは、政府は低利借換のボーナスを受け取ることになる。

具体的に、数字で確認してみよう。国債無制限発行が始まった1998年度の国債発行残高は295.2兆円、利払費は11.5兆円、利払費の一般会計歳出に占める割合は14.9%であった。2016年度（当初）の発行残高は837.6兆円、利払費は9.8兆円、利払費の一般会計に占める割合は

10.2%である。この間、国債発行残高は2.84倍と増加したのに対して、逆に利払費は11.5兆円から9.8兆円へと0.85倍減少し、一般会計に占める利払費の割合も14.9%から10.2%と低下しているのだ。図表1をみると、1998年から国債残高は急増しているにもかかわらず、国債金利の低下によって利払費が減少していることがわかる。

国債無制限発行が続いているにもかかわらず、今日では、国債発行に対する危機感が失われている。危機感が失われた最大の理由は、国債金利の低下によって利払費が軽減されたからである。国債金利の低下が財政規律の希薄化を招いているのである。

国債金利の低下は、国債市場にも影響を与える。まず、国債評価益の発生である。国債は確定利付きで発行されているから、市場金利が低下すると保有国債に評価益が発生する。金融機関はバブル崩壊後、銀行貸付の減少と預貸率の低下によって銀行経営が困難になった。にもかかわらず銀行が空前の好決算を計上できた大きな

要因は、保有国債の評価益を獲得することできたからである。金融機関にとって国債は「飯のタネ」となり、市場では国債品不足とさえいわれるようになった。国債が有利な投資対象になった結果、国債発行市場は活況を呈し、国債応札額は発行予定額を大幅に上回っている。流通市場をみると、国債金利の持続的低下によって、国債市場価格は安定している。バブル崩壊後、運用部ショックや VaR ショックなど、何度か国債相場は下落した。しかし、この下落は何れも一時的変動で、すぐに相場は回復した。日本の国債はインフラ整備によって流動性が高い。国債の市場流動性が高く、かつ、国債金利の低下が続けば、国債相場は安定し、流通市場が活況を呈するのは当然のことであろう。

以上にみるように、バブル崩壊後の国債金利の低下によって財政規律が低下し、国債市場は活況が続き、国債の無制限発行が可能であるかのような外観を呈することになった。

3. 国債金利の低下を招いている要因

では、なぜ、国債金利は低下を続けているのだろうか。まず、潜在成長率と自然利子率の低下である。図表2でみるように、バブル崩壊後、潜在成長率は低下を続けている。これは、高度経済成長期のような力強いリーディングカンパニーを欠いているからであろう。潜在成長率は過去20年間、1%から0.5%の水準で推移し、この数年間はゼロ%の近傍にあると言われている。自然利子率（中立金利）は、長期的には、潜在成長率と一致する。従って、バブル崩壊後の国債金利の低下は、自然利子率の低下を反映したもの、と考えることができるだろう。

二つ目の要因は、デフレの影響である。日本の物価は、1999年から2012年まで、下落が続い

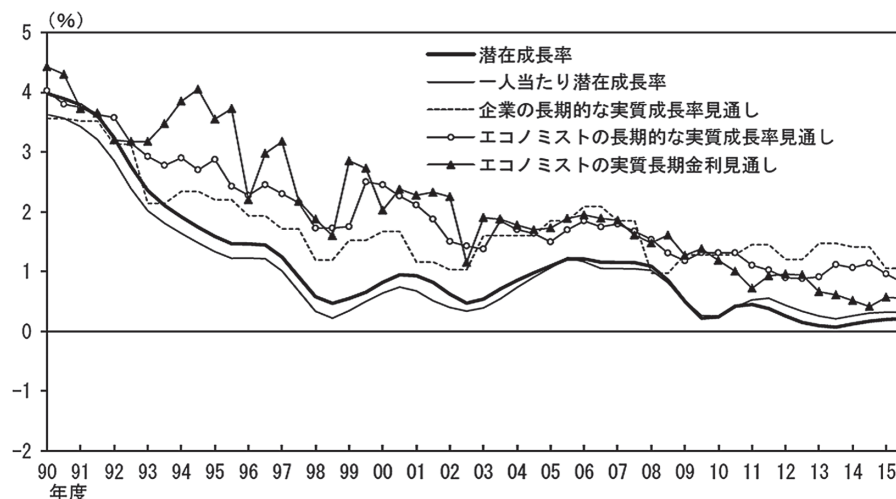
ていた。2013年からは持続的な物価下落の状態から脱したもの、消費者物価は低迷し、未だデフレから脱出したとはいえない。長引くデフレの影響で企業の設備投資は低迷し、資金需要が低迷している。法人企業部門は従来の資金不足部門から資金余剰部門に変化した。更に、法人企業の資金調達方式が変化し、外部資金ではなく内部留保に依存することになった。国債金利の低下は、資金不足から資金余剰へ変化したことの現れである。

三つ目の要因は、日銀の非伝統的金融政策である。日本銀行はデフレ脱却のため、金融機関から大量の国債を買入れ、金融機関に潤沢な資金を供給している。日銀が金融を緩和するため国債を買い続けると、国債金利は必然的に低下していく。日銀の国債買入れが継続する限り、日銀買入を前提とした金利形成が行われることになる。

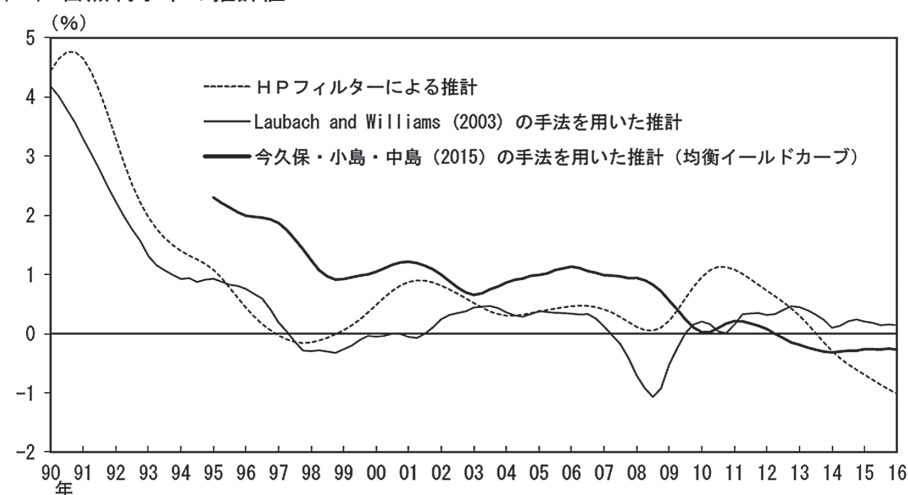
こうした要因によって国債金利は低下を続けているが、以上に見た自然利子率の低下・デフレ・非伝統的金融緩和政策という3つの要因は、何らの関連もないバラバラの要因ではなく、相互に密接に関連している。非伝統的金融緩和政策は、自然利子率低下の条件下で、デフレ脱却を目標とした政策である。このように3つの要因は相互に関連しているので、今日の国債金利低下の諸問題は、非伝統的金融緩和政策が国債金利に如何なる影響をあたえているか、この問題を具体的に検討することによって明らかになるだろう。

図表2 潜在成長率と自然利子率の推移

(1) 自然利子率の長期的な近似値



(2) 自然利子率の推計値



〔出所〕 日銀「量的・質的金融緩和導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」 2016年9月21日
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf

Ⅱ. 非伝統的金融政策と日銀国債買入れ

1. 非伝統的金融政策の推移

非伝統的金融政策とは、「伝統的な政策手段

である政策金利がゼロ%近くまで到達した後、更なる緩和効果を追求する政策の総称¹⁾と定義できる。非伝統的金融政策の主な政策手段は政策金利のフォワードガイダンス、長期国債や担保証券など多様な資産の買入、資産買入のフォワードガイダンス等をあげることができる。非伝統的金融政策の大きな特徴は、国債を

図表3 日本銀行の非伝統的金融緩和政策の展開

1. ゼロ金利政策 (1999年2月12日～2000年8月)
 - ・デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまで継続
 - ・不担保コール・オーバーナイト物の誘導目標を引下げ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、一層の低下を促す
2. 量的緩和政策 (2001年3月～2006年3月)
 - ・消費者物価インフレ率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する
 - ・金融市場調節目標を金利から日銀当座預金残高操作へ
 - ・目標残高を当初の5兆円から35兆円まで順次拡大し、長期国債買入を増額する
3. 包括的金融緩和政策 (2010年10月～2013年3月)
 - ・消費者物価の前年比上年率2%以上のプラス、当面は1%を目指す
 - ・「資産買入等の基金」の創設と基金の増額 (35兆円から101兆円へ)
 - ・長期国債のほか、ETF や REIT も購入
 - ・買入国債の残存期間を「1年以上2年以下」から「1年以上3年以下へ」(2012年12月)
4. 異次元金融緩和の発展 (2013年4月4日～現在)
 - (1) 量的・質的金融緩和 (2013年4月4日～)
 - ①導入 (2013年4月4日)
 - ・物価安定目標を2%、2年程度を念頭に、できるだけ早期に実現する
 - ・操作目標をマネタリーベースとし、年間60兆から70兆円ペースで増加
 - ・長期国債は年間50兆円ペースで増加し、平均残存期間も7年程度へ長期化
 - ・ETF、J-REIT の買入拡大
 - ・「資産買入等の基金」の廃止
 - ②拡大 (2014年10月31日)
 - ・マネタリーベース、資産買入額ともに拡大 (年間80兆円)
 - ・買入国債の平均残存期間の延長 (7～10年程度)
 - ③補強 (2015年12月18日)
 - ・買入国債の平均残存期間の長期化、J-REIT の買入限度額の引上げ
 - (2) マイナス金利付き量的・質的金融緩和 (2016年1月29日～)
 - ・金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用
 - (3) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策 (2016年9月21日～)
 - ・長期金利が年ゼロ%程度で推移するように国債を買入れ
 - ・マイナス金利は年0.1%で据置
 - ・物価上昇率が安定的に2%を超えるまで緩和継続

中心とする大量の資産買入、及び、将来の政策行動を事前に公表し約束するフォワードガイダンス (時間軸政策) によって人々や市場の予想にダイレクトの働きかける点にある²⁾。

非伝統的金融政策は、日本銀行が世界に先駆けて導入した。非伝統的金融政策の推移と展開、政策内容の概要は図表3で示されている。まず、政策金利をゼロとする「ゼロ金利政策」が1999年に導入された。国債の大量買入れが始まるのは、2001年の「量的緩和政策」からである。金融市場調節目標が金利から当座預金残高に移行し、目標残高を増加させるため長期国債

の買入増額が開始される。時間軸政策も明確になった。2010年の「包括的金融緩和政策」では、国債に加えてETFやJ-REITなど多様な資産が買入対象となる。また、「資産買入等の基金」を設けて国債買入れ増額を容易にし、買入国債の残存期間を延長している。時間軸政策もさらに明確になった。

2013年4月から「異次元金融緩和政策」が導入された。この政策は量的・質的金融緩和政策とも言われ、国債を中心とする資産買入の飛躍的増額 (量的)、人々に期待に働きかける政策 (質的) という二つの点に大きな特徴がある。

非伝統的金融政策と国債金利の低下について

量的・質的緩和政策は2013年4月の導入以後、2016年1月からマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策へ、2016年9月には長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策へ発展している。

2. 非伝統的金融政策の目標

リーマンショック後、アメリカやイギリス等でも非伝統的金融政策が導入されたが、導入目的は金融危機対策であり、デフレ回避であった。これに対して日本の導入目標はデフレ脱却という点にある。バブル崩壊後、長らくデフレが継続しているが、デフレ脱却が日本の非伝統的金融政策の最大の課題となった。

まず、ゼロ金利政策では「「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレートをゼロベース近辺で推移するように促す」とされた。この時、はじめて時間軸政策が採用された。

量的金融緩和政策では、時間軸政策はより明確となり「消費者物価が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」とされた。

包括的金融緩和政策では物価目標が設定され「消費者物価の前年比上昇率2%以下のプラス、当面は1%を目途」となった。

異次元金融緩和政策では、デフレ脱却をより鮮明かつ大胆に前面に出し、2%という物価目標を設定し、目標達成の期限を決め、デフレ脱却のためあらゆる政策を動員することにした。デフレ脱却のためマネタリーベースが年間80兆円増加するように国債を市場から買入れる政策である。量的・質的金融緩和政策はマイナス金利付き政策に、更に長短金利操作付き政策へと新たな展開を遂げていくが、この展開は何れもデフレ脱却を実現するための新たな工夫であ

る。

3. なぜ国債買入れなのか

非伝統的金融政策の手段の一つは、金融資産の大量買入れである。上場投資信託や不動産担保付き債券など広範な金融資産が対象となるが、圧倒的部分は国債大量買入れである。国債大量買入れによる量的緩和は、2001年の量的金融緩和から始まり、包括的金融緩和では「資産買入等の基金」で国債購入額が増加し、異次元金融緩和ではマネタリーベースの増加に対応して国債を買い入れている。2016年9月から始まる長短金利操作付き量的・質的緩和では、国債買入額は目標ではなく目途に変わったが、国債買入れの継続に変化はない。

なぜ、国債買入れなのだろうか。まず、国債は発行残高が大きな金融資産だという点である。今日では、諸外国も含めて、残高が国債を上回る金融資産はない。

次に、国債の市場流動性が高いことである。国債は信用度が高く、ロットも大きく、継続的に発行されているから満期構成も多様で、国内債であれば為替リスクもない。国債は、もともと、流動性の高い債券であるが、日銀は流動性を向上させるためインフラ整備に努めてきた。レポレートは今日では証券業協会が発表しているが、それまでは、日銀が取りまとめるなどレポ市場の整備を行ってきた。また、日銀は決済リスクを軽減するため、様々に対応してきた。国債決済に伴う資金と国債の受渡しは日銀ネットで行われるが、取りばつくれのリスクを回避するため国債と資金の同時受渡しを可能にする制度改革が行われた。また、日銀ネット内の決済リスクを軽減するため即時決済方式が導入され、即時決済を容易にするため日中当座貸越に

よって流動性を供給している。レポ市場の整備や決済リスクの軽減によって国債の流動性は向上する。日銀が国債の市場流動性向上に取り組むのは、流動性の高い国債市場の存在を前提として金融市場調節が行われているからである。

日銀の国債買入れは、従来、成長通貨供給量の範囲内に限定されていた。買入額が限定されていただけでなく、買入対象の国債や残存期間も制限されていた。また、会計処理法も低価法であり、巨額の国債を長期に亘って保有することを前提にした会計処理法ではなかった。こうした様々の制約は、非伝統的金融緩和政策の展開と照応して、緩和され撤廃されていく。以下では、国債買入れに伴う制約が如何にして緩和され撤廃されていったか、この制度変化が国債金利低下にどのような影響を与えることになったか、検討していきたい。

Ⅲ. 量的金融緩和政策・包括的金融緩和政策と日銀の国債買入れ

1. 量的緩和と新たな金融運営政策の導入

1999年2月、「デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまで、豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレートをゼロベース近辺で推移するように促す」として、ゼロ金利政策が導入された。その後、デフレ懸念が払拭されたとして2000年8月、ゼロ金利政策を解除した。しかし、解除後も景気低迷が続いた。

2001年3月、新たな金融運営政策である量的緩和政策が導入された。新たな枠組みは、①金融市場調節の主たる操作目標を無担保コールレートから日銀当座預金残高に変更すること、②この新しい金融市場調節方式は消費者物価指

数の対前年度比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続すること（時間軸政策）、③日銀当座預金残高目標を達成するため長期国債の買入を増額する、というものである。

図表4は、当座預金残高目標と国債買入額の推移をみたものである。誘導目標は、当初、5兆円であったが、年月を追って増額され、2004年1月には30～35兆円となっている。誘導目標を達成するため、国債買入が増額されていった。当初は月額が4,000億円ペースであったが、6,000億円から8,000億円、更に1兆円ペースとなり、2002年10月には月額が1兆2,000億円になった。

国債の日銀買入は、従来、様々の制約があり、買入国債は発行後1年を経過した国債に限定されていた。こうした制約があれば、国債買入の増額が困難になる。そこで、国債買いオペ対象銘柄の見直しが行われ、「発行後1年以内のものうち、発行年限別の直近発行2銘柄を除いた分」に変更された。また、この時点から国債買入額は成長通貨供給量を上回るようになるが、新たに買入れ限度額を設ける必要がある。そこで、国債買入額は銀行券発行残高の範囲内という「銀行券ルール」を設けることにした。

日銀の買入資産は国債中心だが、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）や住宅ローン債権、不動産を裏付けとする資産担保証券（ABS）も含まれている。金額は数千億円と僅かであったが、次の包括的金融緩和や異次元緩和では、この部分が増加していくことになる。

量的金融緩和政策は、2006年3月、消費者物価の前年比上昇率がプラスに転じ、かつ、先行きプラス基調が定着したと判断して、解除された。解除後、日銀は政策金利を引上げ、その

図表 4 量的金融緩和政策と長期国債買入れ（2001年 3 月～2006 年 3 月）

金融市場調節決定日 (年・月・日)	誘導目標（日銀当座預金残高）	長期国債買入れ（月額）
2001・3・19	5 兆円程度	4,000億円
8・14	6 兆円程度	6,000億円
9・18	6 兆円程度を上回る	－
12・19	10～15兆円程度	8,000億円
2002・2・28	－	1 兆円
10・30	15～20兆円程度	1 兆2,000億円
2003・3・5	17～22兆円	
4・30	22～27兆円	
5・20	27～30兆円	
10・10	27～32兆円	
2004・1・20	30～35兆円	

後、再びデフレに陥ったが、解除を巡る評価は鋭く対立している。

2. 包括的金融緩和政策と「資産買入等の基金」創設

2010年10月、包括的な金融緩和政策が導入された。枠組みは、①実質的なゼロ金利政策の実施（政策金利を 0～0.1%程度に）、②時間軸政策の明確化（消費者物価の目標を 2%以下のプラス、当面は 1%を目途）、③「資産買入等の

基金」による資産買入である。

「資産買入等の基金」は、「長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、臨時的措置としてバランス・シート上に創設」された。基金の目標残高を定め、この目標に向かって国債をはじめ多様な金融資産を買入れ、また、基金オペ（固定金利方式・共通担保資金供給オペ）という形式を通じて貸付を増額させていく、というストーリーである。

図表 5 は、基金の目標額と目標達成の時期、

図表 5 資産買入等基金の目標残高

		(兆円)							
決定日		2010年 10月28日	2011年 3月14日	2011年 8月4日	2011年 10月27日	2012年 2月14日	2012年 4月27日	2012年 7月12日	2012年 9月19日
買入	貸付	30.0	30.0	35.0	35.0	35.0	30.0	25.0	25.0
	長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0	19.0	29.0	29.0	34.0
	国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	4.5	4.5	4.5	9.5	14.5
	CP等	0.5	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	社債等	0.5	2.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
	上場投信	0.45	0.90	1.40	1.40	1.40	1.60	1.60	1.60
	不動産投信	0.05	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12
	小計	5.0	10.0	15.0	20.0	30.0	40.0	45.0	55.0
合計		35.0	40.0	50.0	55.0	65.0	70.0	70.0	80.0
達成目標時期		2011年末	2012年 6月末	2012年末	2012年末	2012年末	2013年 6月末	2013年 6月末	2013年 12月

〔出所〕 日本銀行発表資料

引用：伊豆久「日銀の危機対策と最後の貸し手機能」証研レポート1674号 2012年10月

基金オペ（貸付）、買入資産の内訳等の推移を見たものである。基金が創設された2010年10月時点の目標額は35兆円であったが、以後拡大を続け、最終的には101兆円（2012年12月）まで拡大している。基金発足当初は基金オペ（貸付）の比重が圧倒的であったが、その後、資産買入が増加し、中でも長期国債が急増して基金オペ（貸付）を逆転するに至った。

国債買入額が増加する過程で、買入国債の残存期間が延長された。2012年4月、買入対象の長期国債の残存期間を従来の「1年以上2年以下」から「1年以上3年以下」に延長された。

国債の買入額が急増していくと、国債買入限度額である銀行券ルールと抵触することになる。そこで、国債の基金買入れについては銀行券ルールの対象外とされた。

包括的金融緩和では基金の創設によって資産の買入や貸付が行われる。しかし、基金といっても独立した基金が存在するわけではない。この点に関して、伊豆論文では次のように指摘している。『『基金』という言葉から一般にイメージされるバランスシートからの独立や金額の限定は、買入基金には存在しない。基金における資産も、日銀のバランスシートにそのまま計上され、基金以外の資産と何の区別もない。また、基金の金額は設立後2年で7回も引上げられている。にもかかわらず、『基金』と称することが選ばれたのは、日銀の買入国債の残高が日本銀行券の発行を超えること（いわゆる「日銀券ルール」の破綻）を含め、取得資産の種類や金額の拡大はあくまで一時的なものであるべきだとの趣旨からであろう³⁾。

3. 国債買入とイールドカーブの低下

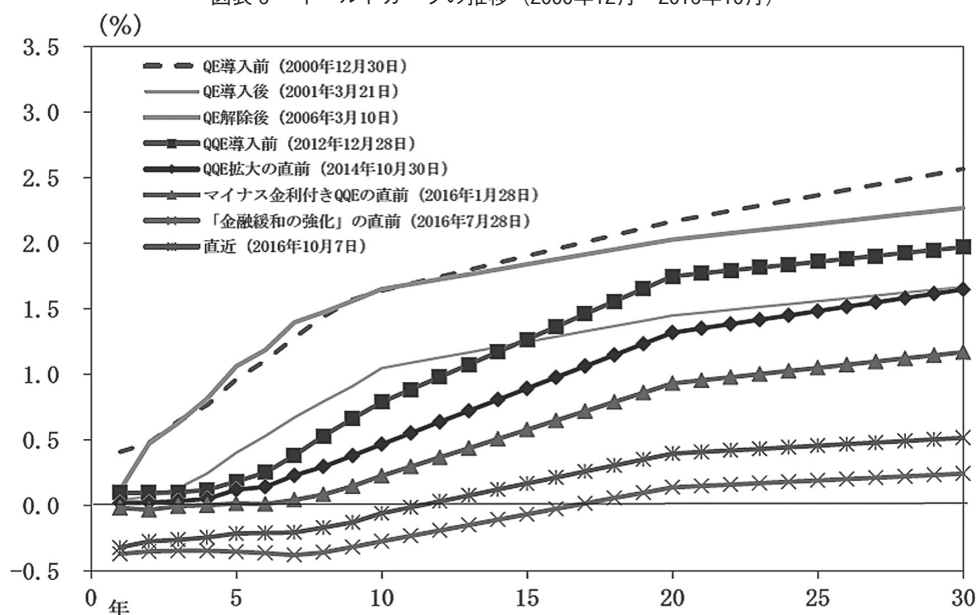
量的緩和と包括的緩和の下で、日銀の国債買

入れ体制が整備されていった。日銀の国債買入れは、従来、様々の制約があった。まず、この制約が緩和されていく。オペ対象の国債は発行後、1年を経過した国債に限定されていたが、直近発行2銘柄の除く国債、と緩和された。また、オペ対象国債の残存期間は、当初、1年以内の国債とされていたが、この制約も緩和され、残存期間が3年以内、と延長された。買入限度額については、従来、成長通貨供給量の範囲内に限定されていた。量的緩和を推進するため、買入限度額は当座預金残高目標まで拡大可能となったが、買入国債の限度を画するため、新たに銀行券ルールが設けられた。

国債の会計処理法についても変更された。従来、会計処理法は低価法であり、保有国債の時価が変動すれば、その変動が簿価に反映されていた。この会計処理法が償却原価法に変更された。償却原価法によれば、保有国債の時価が変動しても簿価に反映されない。従って、保有国債の市場価格が下落しても、簿価の上では評価損が発生しない。日銀は保有国債に巨額の評価損が発生しても、国債を売却しない限り、自己資本が棄損することはない。

国債買入れ体制を整備した上で、2001年以降、日銀の国債買入れが始まった。量的緩和政策、次いで包括的緩和政策が採用されると、国債のイールドカーブは低下していく。図表6よって、この間の推移を確認してみよう。まず、量的緩和政策導入後、イールドカーブは低下している。ところが、量的緩和政策が解除されるとイールドカーブは上昇し、ほぼ元の水準に戻っている。量的緩和によって国債の金利が低下したことが示されている。同様に、量的・質的緩和以前と以後についても、同様の変化が生じている。量的・質的緩和が導入され、更に

図表6 イールドカーブの推移（2000年12月～2016年10月）



〔出所〕 ブルームバーグ

引用：日銀審議委員（原田）「わが国の経済・物価情勢と金融政策」『総裁，副総裁，審議委員の講演録』（2016年10月～2016年12月）第49号

強化されると、イールドカーブは一段と低下を続けている。異次元緩和が強化されるに従って、イールドカーブは更なる低下を続けていることがわかる。

非伝統的金融緩和によって国債金利は低下を続けてきた。だが、図表6でみるように、量的・質的緩和以前と以後とでは、イールドカーブの低下度合いが全く異なる。量的・質的緩和以前の金融緩和は穏やかな緩和政策、といえるだろう。この間、穏やかではあったが物価下落は続き、デフレから脱出することができなかった。だが、デフレスパイラルに陥ることなかった。

IV. 異次元金融緩和政策の発展と国債市場

1. 異次元緩和金融緩和とデフレ脱却の目標

（1）なぜ異次元緩和か

非伝統的金融政策は、ゼロ金利政策（1999年2月～2000年8月）から始まって、量的金融緩和政策（2001年3月～2006年3月）、包括的金融緩和政策（2010年10月～2013年3月）、異次元金融緩和政策（2013年4月～）と継続している。異次元金融緩和政策は、量的・質的金融緩和政策とも言われている。

ゼロ金利政から異次元金融緩和政策に至るまで、非伝統的金融政策の目標は、いずれもデフレ脱却という共通の目標を掲げている。しかし

ながら、異次元金融緩和以前と以後とでは、政策目標の温度差が全く異なる。ゼロ金利政策では「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」とされ、量的金融緩和政策では「消費者物価が安定的にゼロ%以上」、包括的金融緩和制作では「消費者物価の前年比上昇率2%以上のプラス、当面は1%を目途」とされていた。デフレ脱却の目標は控え目であったが、その目標もクリアすることができなかった。

異次元金融緩和は物価目標を2%とし、かつ、目標達成の時点を定めた。そして、デフレ脱却という目標達成のため、できることは何でもする、という政策である。量的規模の拡大に加えて、人々の予想物価上昇率に働きかけるといふ、次元の異なる緩和政策が採用された。デフレマインドの払拭、異次元の世界に働きかけること、これが以前の緩和政策と区別される異次元金融緩和の最大の特徴である。

(2) 異次元金融緩和政策の発展

金融緩和とは実質金利を引き下げ、自然利子率以下の水準に誘導することである。実質金利の引下げは、名目金利の引下げ、予想物価の上昇率、この二つに依存する。異次元金融緩和のメカニズムは、この二つの組み合わせである。

異次元金融緩和政策は、量的・質的金融緩和政策(2013年4月)からマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策(2016年1月)へ、そして、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策(2016年9月)へ発展を続けている。当初は二つの目標に働きかける政策であったが、予想物価の上昇が困難になると名目金利引下に重点をおいたマイナス金利操作付き政策に発展し、名目金利引下に問題が生じると、長期金利と

短期金利をそれぞれ操作する政策へと発展していく。以下では、異次元金融緩和政策の発展を辿りながら、国債金利形成に如何なる影響を与えたか、概観する。

2. 量的・質的金融緩和政策と実質金利の低下

(1) 量的・質的金融緩和政策の導入と拡大、補完

2013年4月4日、量的・質的金融緩和政策が導入された。この政策のメカニズムは、物価上昇2%の実現を明確に約束し、大規模な金融緩和によって人々の予想物価上昇率を引き上げ、長期国債を大量に買入れることで名目金利を引下げる、この二つによって実質金利を引下げる、という政策である。

物価目標については、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」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。このため、マネタリーベース及び長期国債を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの返金残存期間を2倍以上にする。

長期国債の買入については、まず、買入額の拡大である。イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するように買入を行う。次に、年限の長期化である。長期国債の買入対象を40年債を含む全ゾーンの国債とした上で、買入の平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均なみの7年程度に延長する。

2014年10月31日、量的・質的金融緩和政策が拡大された。マネタリーベースが平均80兆円(約10~20兆円追加)に相当するペースで増加するように金融市場の調整を行う。長期国債に

については、保有残高が保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するように買入を行う。また、買入国債の残存期間については買入の平均残存期間を7～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

2015年12月18日、量的・質的金融緩和政策の補完措置がとられた。買入国債の平均残存期間延長され、2015年中は7～10年程度、2016年から7～12年程度となった。

（2）長期国債金利の低下

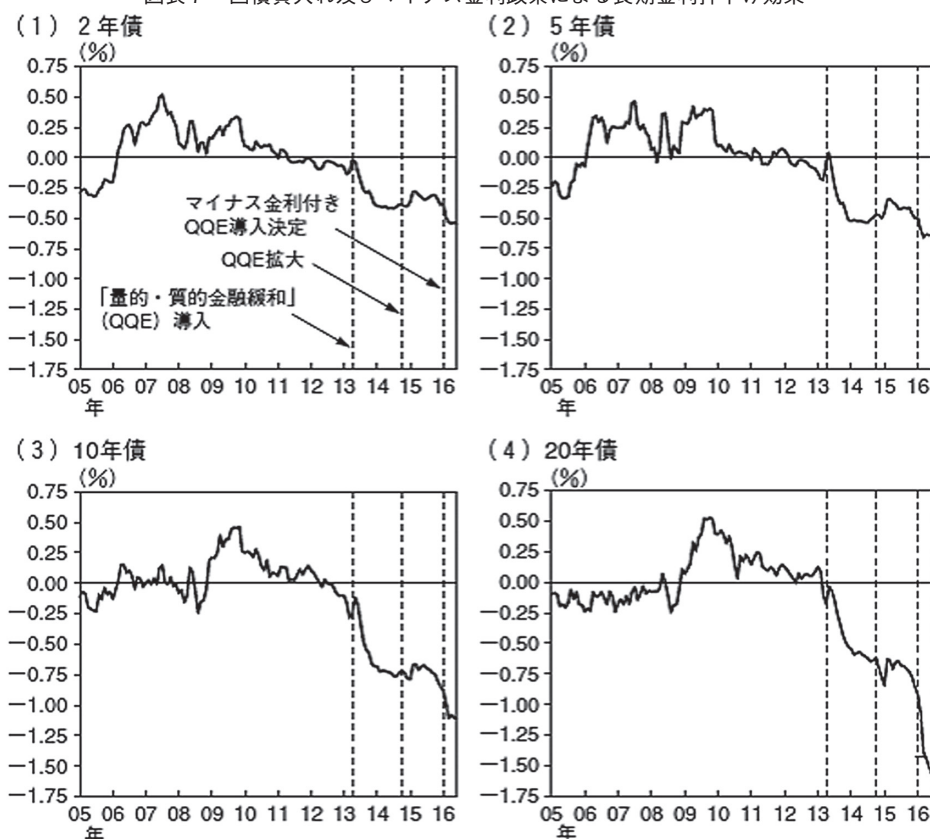
量的・質的金融緩和政策の導入直後は、国債金利は乱高下した。市場では方向感覚が定まら

ず、金融緩和政策が導入されたにもかかわらず、国債金利は上昇した。

しかし、日銀と市場との対話が進む中で次第に方向感覚が定まり、日銀の国債買入が進む中で長期国債金利（名目長期金利）は低下していった。低下幅をみると、2014年末にかけて0.7%程度から0.4%程度にまで低下し、2015年末には0.3%程度となった。

図表7は、国債買入等によってどの程度に国債金利が低下したか、推計したものである。量的・質的金融緩和政策が導入された時点、政策強化の時点、この時点から長期金利が一段と低下してということがわかる。国債金利の低下は、

図表7 国債買入れ及びマイナス金利政策による長期金利押下げ効果



〔出所〕 日本銀行「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（背景説明）2016年9月21日

2年債や5年債よりも10年債、20年債の低下が著しい。また、次にみていくマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策が導入されると、こうした特徴がより顕著になっている。

(3) 実質金利の低下

量的・質的金融緩和導入によってデフレ脱却の目標はどの程度達成できたのだろうか。日銀は2016年9月の「総括的な検証」で、次のように述べている。

「量的・質的金融緩和」導入後の金融・経済動向をみると、予想物価上昇率が上昇するとともに、名目金利はイールドカーブ全体にわたって低下したことから、実質金利は低下した。こうしたもとで、実体経済面では、需給ギャップは平均水準であるゼロ近傍まで改善し、失業率も3%程度まで低下したほか、物価面では、基調的な消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は、「量的・質的金融緩和」導入前の▲0.5%程度からプラスに転じ、2年半以上にわたってプラス圏で推移しており、「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなった⁴⁾。

実質金利は低下したが、しかし、2%の物価目標は実現できなかった。2015年からの原油価格の下落、新興国経済の減速など外的な要因によって物価上昇率が低下したこと、その結果、予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたからであった。

3. マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策とイールドカーブ起点の引下げ

(1) 導入理由

物価目標値を達成するには実質金利の一段の低下が必要となる。実質金利を引下げするには、一つには予想物価上昇率の引上げが必要となる

が、物価上昇率は弱含みに転じている。残る方法は名目金利の引下げによるしかない。そこで、2016年1月29日、名目金利であるイールドカーブの起点を押し下げることによって、イールドカーブ全体の低下を促すマイナス金利政策が導入された。国債買入額等については従来通りだったので、導入された政策はマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策と言われている。

導入されたマイナス金利政策とは、金融機関が保有する日本銀行の当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する、というものである。ただし、金融機関の収益に過度の影響が出ないようにするため、マイナス金利の適用は2月16日から新たに預ける預金のみに限定して、既存の預金については従来通り0.1%の付利、そしてゼロ%適用、と当座預金を三分割して異なる扱いにした。

(2) イールドカーブのフラット化と国債マイナス金利の発生

マイナス金利政策の導入によってイールドカーブの起点が押下げられた。その上で従来と同じく日銀が国債を買い入れると、イールドカーブ全体が更に押し下げられることになる。前掲図表6でみるように、マイナス金利政策導入後、国債金利は一段と低下していることがわかる。国債金利の低下幅は日銀の想定以上の大きさであったと伝えられている。

前掲図表7でみると、2年物、5年物、10年物、20年物の動きをみると、長期の国債ほど顕著に低下している。その結果、イールドカーブのフラット化が一段と進むことになった。イールドカーブがフラット化する世界では、金利裁定機能は停止し、価格発見機能が働かなくなる。マイナス金利政策導入以降、国債の市場流

動性は著しく低下することになった。

国債マイナス金利は、マイナス金利政策導入以前にも発生していた。2014年10月23日には短期国債の平均落札利回りがマイナス0.0037%となり、国債入札で初めてマイナス金利が発生した。また、2014年11月28日には新発2年物国債はマイナス0.005%となり、利付国債としては初めてマイナス金利となった。この時点の国債マイナス金利は金融機関の手元流動性を維持するため、国債に対する需要が高まった結果と言われており、マイナス金利は短期の国債に限定されていた。長期の国債にマイナス金利が発生するのは、マイナス金利政策が導入されてからである。2016年2月9日、10年物国債が初めてマイナス金利となった。2016年2月18日、5年物国債の最高落札利回りが初のマイナスとなった。以後、5年物10年物国債のマイナス金利が継続する。超長期債についてはマイナス金利は発生していないが、限りなくゼロに近い水準にまで低下した。

5年物や10年物国債にマイナス金利が発生したのは、イールドカーブの起点が下げられ、日銀が継続的に大量の国債を買い続けているからである。国債市場価格形成は、今日では、日銀の国債買入れを前提して形成されているといえよう。

(3) 副作用

マイナス金利政策の導入と国債買入の組み合わせによって、名目金利は日銀が想定していた以上に下落した。名目金利の低下によって実質金利を低下誘導することができたのである。

しかしながら、この政策には副作用が伴った。まず、銀行収益の圧迫である。銀行収益は預貸金利鞘に依存するが、貸出金利を引下げて

も預金金利の引下げには抵抗がある。預金金利をマイナスにすることは、現実には不可能となっている。その結果、預貸金利鞘が縮小することによって銀行収益に大きな打撃を与えることになった。

また、生保や年金は資金運用難に直面することになった。長期の資金を運用する生命保険は、資金運用の基準となる予定利率が国債と連動している。連動しているから、国債が低利であっても予定利率を上回る限り国債投資が可能である。しかし、国債金利がゼロとなり、さらにマイナス金利になると、国債消化は不可能となる。そして、資金運用難に陥る。年金の資金運用についてもマイナス金利の国債を購入することは不可能である。年金積立金の運用や生保の予定利率はマイナス金利となじまない。

さらに、マイナス金利政策によって国債の市場流動性が低下した。市場流動性が低下すると国債に対する市場の信頼が失われ、国債市場価格が下落し金融市場のシステミックリスクが拡大する。

このように、マイナス金利政策は副作用が伴った。マイナス金利政策のメリットを生かしながら、デメリットを如何にして軽減するか、これが長短金利付き量的・質的金融緩和政策に他ならない。

4. 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策

(1) イールドカーブ・コントロールと長期金利の操作

2016年9月21日、長短金利操作付き金融緩和政策が導入された。2%物価目標を実現するための新たな金融緩和政策の枠組みである。

新たな枠組みは、これまでの異次元金融緩和

政策を総括したうえで、長短金利操作を行う「イールドカーブコン・トロール」、及び、金融緩和政策の継続性を維持する「オーバーシュート型コミットメント」の二つが主な内容である。

これまでの金融市場調節方針はマネタリーベースの増加額が目標で、マネタリーベースを年間80兆円に増加させるため国債買入れを年間80兆円増加させるというものであった。イールドカーブコントロールとは、国債買入額に代えて短期政策金利と長期金利の操作によって金融市場調節を行う、というものである。市場調節方針を国債買入れから金利に変更することにより、買入国債の量的限界から解放され、また、金融緩和政策の継続性を維持することが可能になった。

短期政策金利は従来のマイナス金利政策を継承し、日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。ここでは、マイナス金利操作付き量的・質的金融緩和政策のメリットが維持されている。

長期金利については、10年物国債金利がゼロ%で推移するよう、長期国債の買入を行う。買入額については現状程度の買入ペースを目途としつつ、金利操作方針を実現するように運営することにした。また、買入国債の平均残存期間の定めは廃止した。長短金利操作のため二つの新型オペレーション、日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ「指値オペ」、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長（現在は1年）、の二つで行うことにした。

長期金利をゼロ%近傍に維持することによって、マイナス金利政策のデメリット、すなわち、銀行の収益構造の悪化、生保・年金の資金

運用問題、国債流動性の低下、こうした諸問題が解消に向かうことになる。

(2) オーバーシュート型コミットメントと金融緩和の継続性

新しい枠組みの第二は、金融緩和政策の継続性の問題である。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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、というものである。

金融緩和の継続性は、一つには、過去の苦い経験による。2006年、日銀は消費者物価が安定的にゼロ%以上になったとして、量的金融緩和政策を解除し、そのあと何度も金利を引き上げた。その結果、再びデフレが深刻となった。この愚を繰り返してはならない、という歴史の教訓にもとづいている。

オーバーシュート型コミットメントは、物価目標に到達した時点で市場の混乱を最小限に抑えることができるだろう。反りフレ派の異次元緩和に対する批判の一つは、出口戦略がない、というものであった。物価目標達成時、市場は大混乱する、という批判であった。金融緩和の継続性は、こうした批判に対する一つの回答でもあろう。

V. 中央銀行は長期金利の操作が可能か

1. 人為的低金利政策と長期金利の決定構造

中央銀行は長期金利の操作が可能か、この点が長短金利操作付き緩和政策の大きな論点であった。日銀は長らくの間、長期金利の操作は

困難で難しい、としてきた。世界の中央銀行をみても、長期金利の操作を行っている中央銀行はない、とされてきた。更に、スミス以来の経済学の正統(?)派によれば、長期金利に介入すべきではない、長期的な均衡利子率である自然利子率の形成を妨げ、その結果、資金配分を歪めるから、といわれている。ところが、今回の新しい枠組みでは長期金利の操作が一つの柱となっている。日銀は長期金利の操作が困難だとしつつも、マイナス金利操作付きの金融緩和政策の経験から、長期金利の操作が可能だ、としている。マイナス金利政策と国債買入の組み合わせによって、日銀が想定する以上に長期金利を引下げることができた。この経験を生かす、というものである。

この問題を検討する場合、歴史的事実はどうであったか、まず、この点を明らかにしたい。日本の歴史を振り返ってみると、長期金利の操作は戦時金融統制の時代から始まる。国債を低利に発行するため、様々の金融統制が行われた。戦時金融統制の経験は戦後に継承され、1980年代中頃まで長期金利は政府と日銀が完全にコントロールしていたのである。人為的低金利政策が金融政策の基調となり、そこでは、国債金利を基準金利として、厳格な規制金利体系が維持されてきた。

この仕組みを簡単に振り返ってみよう。人為的低金利政策の下では、長期金利と短期金利は、次のように決定されていた。まず、国債金利が自然利子率以下の水準で決定される。これを可能にしたものはシ団金融機関に対する国債の強制割当発行である。強制割当発行が可能な限り、国債金利は政府と日銀の思惑通りに決定することが可能である。自然利子率以下で国債金利を決定しても、他の金利が国債とバランス

をとっていなければ国債に対する信用が失われる。このため、国債を基準金利として他の長期金利は信用リスクを上乗せして人為的に決定された。国債金利が決定されると、政府保証債→地方債→事業債とそれぞれにリスクプレミアムが上乗せされ、厳格な序列関係と連動関係が維持されていた。

短期金利の決定は、長期金利の決定と連動していた。国債金利は自然利子率ではなく、財政負担を軽減するため国債を引き受ける金融機関の資金コストで決定される。金融機関の資金コストは預金と公定歩合(日銀借入金利)である。国債の低利発行を容易にするため預金金利と公定歩合は低利に固定された。銀行預金と郵便貯金は競合するので、この競合を回避するため、2年物銀行預金は定額郵便貯金3年物金利と同じ水準に決定された。更に、郵便貯金は資金運用部に全額預託され、預託された郵便貯金は財政投融资の原資となり、ここでの貸付金利は長期プライムレートや社債金利と同一水準に規制されていたのであった。日本の長期金利と短期金利は同一方向に動く、これは金融七不思議のひとつ、と言われてきた。不思議でも何でもない。長期金利が自然利子率ではなく、人為的に決定され、短期金利の決定は長期金利と連動していたからである⁵⁾。

2. ツイスト・オペレーション政策の再評価

中央銀行は長期金利を操作できない、また、操作すべきではない、こうした神話は一体、何時ごろから登場してきたのだろうか。日銀理事の雨宮正佳氏の論文「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論」⁶⁾では、欧米の歴史を振り返って、1961年から始まったオペレーション

ン・ツイスト以降のことと指摘している。アメリカは1951年のアコード成立後、長短金利とも金利体系の決定は市場の委ねるというビルズオンリー政策を採用した。1961年からは短期金利を引上げて資本流出を抑制すると同時に、長期金利を引下げて国内景気を刺激することを狙ったオペレーション・ツイストを採用した。この政策は多くの論争を呼び、オペレーションツイストの政策効果はない、との実証分析が支配的となった。当時においては期待仮説が支配的であり、期待仮説に従うと、短期債と長期債は高い代替性を持つとされるから、オペレーション・ツイストは効果がない、という結論になってくる。雨宮氏は、この論争が後代に大きな影響を与え、中央銀行は短期金利の操作はできるが、長期金利の操作はできない、という見方が定着したと指摘している。ところが、流動性の高い国債市場が形成され、金融機関が国債を担保として保有するようになり、また、保険会社や年金が長期国債を選好するようになると、従来の神話が再検討されるようになる。そして、市場分断仮説や特定期間選考仮説によってオペレーション・ツイスト効果の再検討がはじまり、再検証の結果、統計的に有意であった、との実証結果が報告されるようになった、と雨宮論文は指摘している。

3. 2016年9月以降の経験

では、長短金利操作付き緩和政策が導入された2016年9月21日以降、日銀は長期金利の操作に成功しているのだろうか。9月21日から今日まで、長期金利は誘導目標のゼロ%を超える金利上昇3回あった。アメリカの金利上昇が国内金利の上昇を招くことになったのである。3回の局面を振り返ってみると、まず、11月17日の

指値オペである。10年物の国債利回りが0.025%上昇した時点で、日銀は指値オペを通知した。指値オペの対象は2年債と5年債で、買入価格は利回り表示でマイナス0.090%とマイナス0.040%、それぞれの利回りは16日の債券市場でつけた最高水準に近いと、これらの水準以上に利回りが上昇することをけん制した。指値オペの通知後、2年債、5年債はともに利回りが低下し、これに連動して長期国債の金利も前日終値よりも0.0005%低い0.010%になった。指値オペの応札はなかったが、これ以上の金利上昇は許さないというメッセージが市場に届いたことになる（日経 2016年11月17日）。

2回目は12月14日である。アメリカの金利上昇が国内にも波及し、20年国債は一週間で0.140%上昇し、長期金利は13日には0.080%まで上昇した。そこで14日、まず、国債買入額を当初予定の3,000億円から3,300円に増額した。さらに、増額とは別に、16日に国債買入れを実施するという異例のオペ予告を行った。国債買入の増額によって、20年債、30年債、40年債の利回りはそろって低下した。長期金利も前日比0.025%低い0.050%まで低下した。国債買入額の増額やオペ予告という市場との対話によって長期金利の低下を誘導したのである。（日経 2016年12月15日）。

三回目は2017年2月3日午後である。午前中に長期金利が0.150%にまで急上昇した。この水準はマイナス金利政策を導入した2016年1月以来の高水準である。このため、日銀は午後12時30分、指値オペを通告した。通告の結果、長期金利は急低下し、0.150%から0.100%の水準に落ちついた（日経 2017年2月4日）。

以上に見てきたように、国債買入、買入額の増額、固定金利オペ、指値オペ、市場との対

話、こうした手段によって日銀は長期金を操作している。バブル崩壊後の国債市場、とりわけ異次元金融緩和政策以降、これまでの常識では説明不可能な問題が次々と生じている。長期金利操作についても、こうした問題の一つである。

むすびに代えて

ゼロ金利政策から始まって量的緩和、包括的緩和、異次元緩和と非伝統的金融政策の展開によって国債金利は低下していった。前掲図表6でみたように、イールドカーブは新たな政策展開によって一段と低下していった。国債金利の低下と長期金利の低下、そして、実質金利の低下によって、まず、デフレスパイラルを回避できたと言えるだろう。非伝統的金融緩和政策はデフレ脱却が目標であったが、異次元緩和まではデフレから脱却できなかった。

異次元緩和以降、大きな変化が生じた。失業率は劇的に回復して完全雇用状態となり、円高是正が進む中で株式市場は活況を呈し、企業収益も空前の好決算が続いている。持続的な物価下落という意味でのデフレから脱出することができた。しかし、物価目標2%の道程は未だ遠く、目標未達成のゆえに異次元緩和の評価を巡って鋭く意見が対立している。非伝統的金融政策、また、異次元金融緩和政策の評価は今後の研究に委ねられている。

異次元緩和以降、国債市場価格形成にも大きな変化が生じた。日銀が金融機関から国債を継続的に、かつ、大量に購入するようになった結果、国債の市場価格は日銀の国債買取を前提とした価格形成が行われるようになった点である。前掲図表6でみたように、異次元緩和以

降、イールドカーブのフラット化が一段と進んでいることがわかる。イールドカーブがフラット化している世界では金利機能はマヒし、価格発見機能が喪失する。国債の流動性も低下している。10年国債の金利がマイナスになると、生保など長期性資金を運用する金融機関にとっては、資金を国債で運用することが困難になる。長短金利操作付き緩和政策は、この難点を回避する対応であった。こうした副作用をどのように解決していくか、これからの課題である。

国債金利の低下によって国債利払費が軽減され、その結果、国債増発に対する危機感が希薄になった。危機の希薄化や財政規律の喪失は、デフレ脱却を目標とする金融政策の遂行を困難にする。何故なら、非伝統的金融政策は金融機関からの国債買入れが前提であり、金融機関の国債消化が前提となっているからである。国債増発に対する危機感が消滅し財政規律が失われると、国債の償還可能性に対する市場の信頼が失われる。市場の信頼が失われた国債など、後日に日銀が購入してくれるにしても、そのような国債を金融機関は購入するはずがない。異次元金融緩和は、国債に対する市場の信頼があってこそ、と言えるだろう。

注

- 1) 宮尾龍蔵『非伝統的金融政策』有斐閣 2016年 1頁
- 2) 同上 12頁、27頁
- 3) 伊豆久「日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能」証研レポート1674号 2012年10月
- 4) 「日銀「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016年9月21日 2頁
- 5) 戦後日本の長期金利決定構造については、拙稿「金利体系の論理と構造」（『経済評論』1979年3月）、「国債の累増と変貌する金利体系」（『証券経済』72号 1984年5月）等を参照されたい。
- 6) 雨宮正佳「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論」（金融市場パネル40回記念コンファランスにおける講演）2017年1月11日

参 考 文 献

雨宮正佳「量的・質的金融緩和の成果と課題」日本証券経済研究所『証券レビュー』55巻10号 2015年10月

雨宮正佳「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論」日銀「金融市場パネル40回記念コンファランスにおける講演」2017年1月

伊豆久「日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能」日本証券経済研究所大阪研究所『証研レポート』1674号 2012年10月

岩田一政・日本経済研究センター『量的・質的金融緩和』日本経済新聞社 2014

岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター『マイナス金利政策』日本経済新聞社 2016

岩田規久男・浜田宏一・原田泰『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社 2013

植田和男『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社

2005

小田信行・村永淳「自然利子率について」日本銀行ワーキングペーパー No.03—j-5 2003年10月

中島将隆「金利体系の論理と構造」『経済評論』1973年9月号

日銀決定会合議事録公開 (2006年7～12月)

日銀総裁記者会見

日銀の政策決定会合・金融政策決定会合で決定された公表資料

日銀「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」(背景説明) 2016年9月21日

日経センター編『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞社 2016

浜田宏一・堀内昭義『論争 日本の経済危機』日本経済新聞社 2004

宮尾龍蔵『非伝統的金融政策』有斐閣 2016
(甲南大学名誉教授)