

2016.12.9@日本証券経済研究所

変容する 量的・質的金融緩和

池尾 和人

慶應義塾大学経済学部

1

1. 量的・質的金融緩和

- 2013年4月：向こう2年間でマネタリーベースの量を2倍にし（量的）、日銀が購入する国債の満期までの平均残存期間も約7年に延長する（質的）。
- 2014年10月：追加緩和。年間50兆円ペースを80兆円にし、満期7～10年に延長（15年12月の補完措置で7～12年に再延長）。
- 2016年1月：超過準備預金の一部にマイナス金利（-0.1%）を適用。

2

2. 予想の非連続的变化を狙う

- ショック療法によって、人々の予想の非連続的な変化（レジーム・チェンジ）を引き起こそうとした。
- しかし、それに必要なショックのマグニチュードに達していなかった。
- 2年程度で決着をつけて手仕舞うという公算が外れる。短期決戦型から持久戦型への転換が避けられなくなった。

3

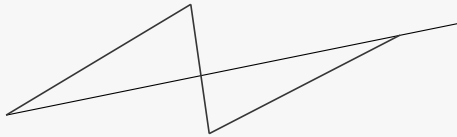
3. 初期の成果（1）

- アベノミクスの提唱が、円高是正の触媒（Catalyst）効果を果たしたことは確か。
1ドル80円→100円
- 2011年以降、日本の経常収支構造が変化していたにもかかわらず、為替レートはそのことを反映していなかった。
- 欧州の信用不安が沈静化し、海外の投資家のスタンスがリスク・オフからリスク・オンに転じるタイミングにあった。

4

4. 初期の成果（2）

- 2013年度の上振れは、消費税の引き上げをアナウンスしていたことによる駆け込み需要・異時点間の消費代替による。



消費税の引き上げ

- 潜在成長率強で成長している。

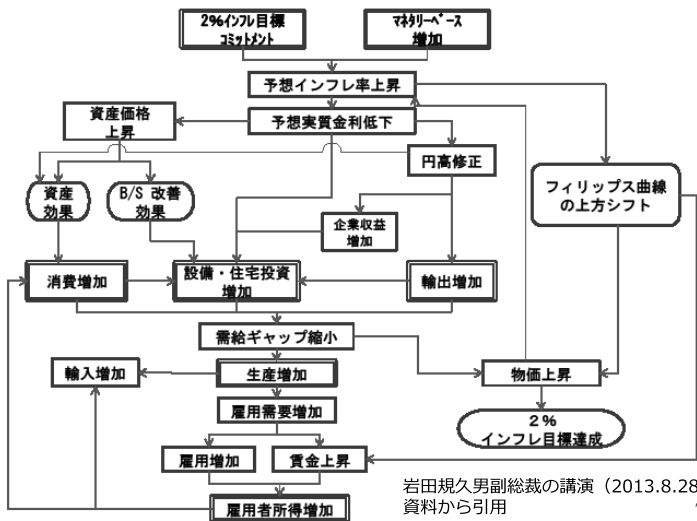
5

5. 「総括的な検証」

- 2016年9月：「総括的な検証」を公表し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを導入。
 - 「イールドカーブ・コントロール」：長期金利ターゲティング
 - 「オーバーシュート型コミットメント」：物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースを増やし続けると宣言
- 当初の政策からは、ずいぶん変容してきた。

6

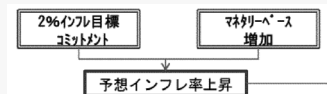
「量的・質的金融緩和」の波及経路



7

6. 量的・質的金融緩和の「論理」（1）

- 中央銀行が「責任を持って約束」を行い、それを裏付ける行動としてマネタリーベースを増加させれば、予想インフレ率が上昇する。



- 「市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる」2013.4.4

8

7. 量的・質的金融緩和の「論理」(2)

- 「総括的な検証」では、適合的な期待形成の要素が強いので、うまく行かなかったと説明。
- では、人々がフォワードルッキングであれば、うまく行ったのか？
- コミットメントと称しても、その内容を達成する手立てを持っていなければ、単なる「決意表明」に過ぎない。

9

8. 量的・質的金融緩和の「論理」(3)

- マネタリーベースが増加したときに、インフレ予想を引き上げるのは合理的か？
 - 金利に低下余地のあるときには、YES。
 - しかし、ゼロ金利制約（ZLB）下では、NO。
- ゼロ金利制約下では、マネタリーベースの増加は裏付けとならない。
- 中央銀行の単なる決意表明を信じるのが、フォワードルッキングではない。

10

9. 金利操作への転進（1）

- 「戦略の失敗は戦術では補えない。」
（『失敗の本質』）
- マイナス金利政策は、戦術としてはよく
考えられたものだとも言える。しかし、
量的緩和とはそもそも相性が悪い。
- 実質金利の低下を目指している点では一
貫していると主張されているが、インフ
レ期待の操作から名目金利の操作に転進
した格好になっている。

11

10. 金利操作への転進（2）

- 「総括的検証」でも、金融政策運営の立
て付けの見直しはまだ道半ば。
 - 長期金利ターゲティングにもかかわらず、量へのこだわりを残している（面子？ Or 買入れ量を減らすというと、市場に緩和後退と受け取られるのを恐れている？）。しかし、量の限界は迫っている。
 - 長期金利ターゲティングは、いまの局面ではワークすると思うが、インフレ期待が大きく動いた局面では困難に陥る可能性が高い。

12

11. マイナス金利政策

- 名目収益率ゼロの現金が存在する限り、名目金利をゼロ未満に下げることとはできないというのが、ゼロ金利制約（ZLB、Zero Lower Bound）。
- ただし、大量の現金を安全に保管するにはコストがかかる。この保管コストの分は、名目金利をマイナスにできる。換言すると、どこまでもマイナス幅を深掘りできるわけではない（ELB）。

13

12. 銀行はなぜ買いオペに応じるのか

- 量的・質的緩和は、長期国債と準備預金の交換。交換条件がよくなければ、民間銀行は交換には応じない。
- 準備預金への付利は、買いオペを容易にし、ベースマネーの積み上げを可能にしてきた。
- 準備預金にマイナスの金利が課されることになると、日銀はより割高な価格で国債を買い上げるしかない。

14

〔補〕 非伝統的金融政策の手段

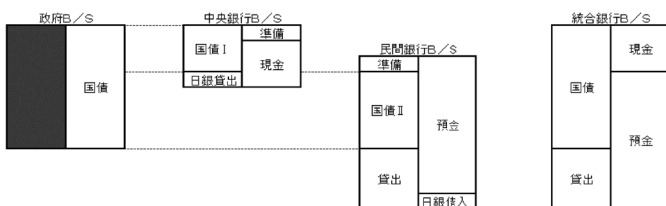
● かつてB. Bernankeは、6つの非伝統的な金融政策を提案。

1. Announcements about Future Short-Term Interest Rates
(Forward Guidanceとして実現)
2. Large Open Market Purchases of Government Securities
(LSAPとして実現)
3. Depreciation (自国通貨の減価)
4. Targets for Long-Term Interest Rates
5. Money-Financed Tax Cuts
6. Higher Inflation (インフレ目標の引き上げ)

15

14. 日本銀行は何をしてきたのか

- 金融政策の実際は、金融資産の売買。
- 長期国債と準備預金を交換してきた。

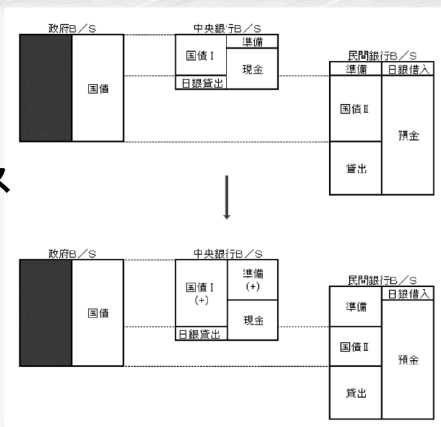


- 中央銀行の負債が、ベースマネー。
- 統合銀行の負債が、マネーストック。

16

15. 量的緩和（金融緩和）

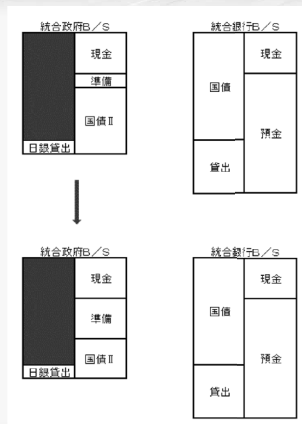
財政スタンス
は一定



17

16. 量的緩和による効果

政府と中央銀行を合わせた
統合政府のレベルで考えると、ベースマ
ネーによる資金調達比率が
高まることになる。

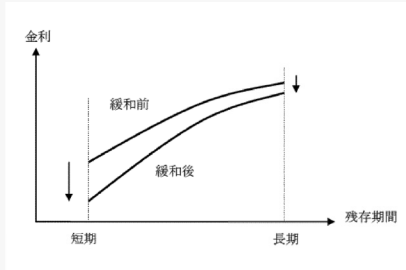


民間銀行が貸
出を増やさない限り、マ
ネーストック
には変化は生
じない。

18

17. 金融緩和の効果（伝統的な場合）

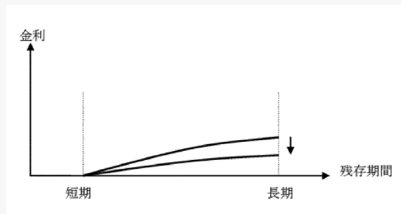
- 短期金利の低下幅ほど、長期金利は低下しない。→ 利ざやの拡大。



19

18. 金融緩和の効果（非伝統的な場合）

- 短期金利がゼロの下限にある中で、長期金利の一層の低下を図る。→ 利ざやは一層圧縮される。



➤ 非伝統的金融政策は、利ざやを圧迫するもの。

20

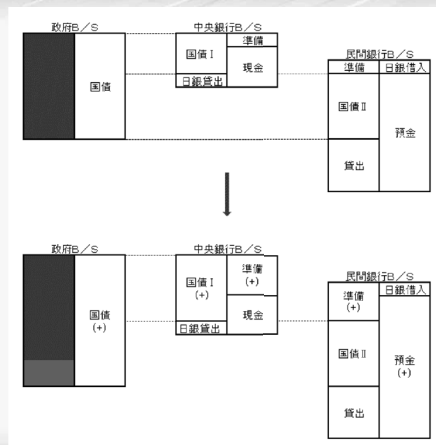
19. 国債管理政策と中央銀行

- 結局、起こったことは国債管理政策への中央銀行の組み込み。
- しかし、財政活動に変化を及ぼさないのであれば、実は大した問題ではない。
- 問うべきは、「マネタリーベースでのファイナンスに依存する度合いが高まると財政赤字が拡大する（財政規律が弛緩する）」という命題の妥当性。

21

20. 財政ファイナンスか金融仲介か

財政赤字が
拡大



22

21. 信用創造と貯蓄

- 名目レベル（nominal）の話と実質レベル（real）の話を区別する必要。
- 銀行部門が国債を購入するとマネーストックが増える（信用創造）。
- 信用創造は「貯蓄形成の先取り」であり、創造されたマネーストック（現預金）を裏付ける貯蓄が存在しているかどうかの問題。→「貨幣の過剰、資金（貯蓄）の不足」という事態もあり得る。

23

22. 国債の間々接的保有構造

- 国債←（銀行）←預金、という間接的保有構造が、異次元緩和の結果、国債←（日銀）←準備←（銀行）←預金、という間々接的保有構造に変化。
- 財政赤字を賄っているのは、依然として民間部門の貯蓄超過（と海外からの資本純流入）。そのために現時点では、財政ファイナンスになっているとは断言できない。

24

23. まだ貯蓄不足には至っていない

- 現在、将来不安の高まりから、現役世代（60歳未満の勤労者）の貯蓄動機が強まっている。企業の内部留保も高水準が続いている。
- 他方、安倍政権の財政運営が、全く野放図なたがの外れたものとなっているわけではないとみられる。
- しかし、今後は「貯蓄の裏付けのない」日銀信用に頼らざるを得なくなる懸念。

25

24. 貯蓄不足に転じる懸念

- 民間部門の貯蓄超過はいつまで続くのか。
 - バランスシート調整の完了、高齢化の進展等は、貯蓄超過の減少要因。
 - 2020年代中のいずれかの時期に、銀行預金が増減し出すと予想されている。
- 対外純資産を取り崩していくとしても、2020~30年代に日本経済は胸突き八丁を迎える。
 - 残された時間的余裕は、存外に短い。

26

25. 貨幣発行益でまかなえる？（1）

- 財源として貨幣発行益（seigniorage）というのが存在するのではないか？
- ベースマネーは無償還（irredeemable）である。すなわち、それ以上は換金できない。準備預金は日銀券のかたちでしか引き出すことができず、現在の日銀券は不換紙幣である。



償還しなくてよい。（??）

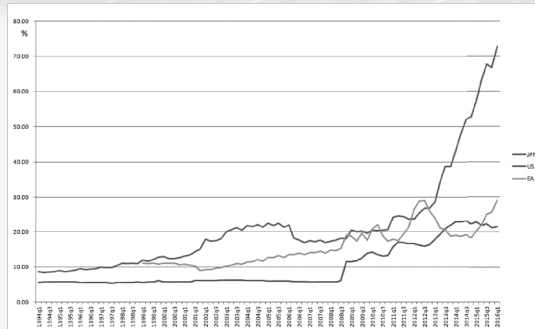
27

26. 貨幣発行益でまかなえる？（2）

- 「日銀は原理的には国債を永久に保有できるので、政府はその償還に頭を悩ます必要はない。」（ワインシュタイン、2014/12/29付日経新聞「経済教室」）
- 「さらに日本銀行が購入した国債は事実上償還義務がないと考えると、それを引き算してもいい。」（本田悦朗・内閣官房参与、週刊東洋経済2015/6/6、p.37）
- ヘリコプターマネー政策の主張。

28

27. ベースマネーの供給量（対GDP比）



- 既に供給済みのベースマネーの量は、物価水準が何倍にもなることを許容するのでない限り、恒久的に維持できる大きさではない。

29

28. 財源としての貨幣発行益

- 貯蓄が枯渇し始めた後、貨幣発行益でどれだけ財政赤字を賄えるか。
- 民間部門がその貯蓄の一部を使わないで、貨幣のかたちで保有したままであれば、中央銀行・政府がその貯蓄分を代わりに使えるというのが、貨幣発行益。
- 貨幣需要がインフレ率の減少関数になることから、実質貨幣発行益は有限（たぶん、現在の貨幣価値で100兆円未満）。

30

〔補〕景気刺激策の類型

それぞれへの影響

	財政赤字	国債残高	ベースマネー
財政ファイナンス (Money Finance)	増加	なし	恒久的増加
国債発行による 財政出動	増加	増加	なし
量的緩和 (QE)	なし	なし	一時的増加
国債発行による財 政出動＋量的緩和	増加	増加	一時的増加

Adair Turner, “The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue,”
IMF Jacques Polak Research Conference, Nov. 2015から引用。

31

29. 財政政策と金融政策の関連

- 金融政策で物価が決まると言い切れるのは、節度ある財政運営が行われるとの大前提が満たされる場合のみ。
- それ以外の場合には、財政政策と金融政策の相互連関の結果として、物価は決定される。
 - 金融支配（monetary dominance）体制
 - 財政支配（fiscal dominance）体制

32

30. 財政支配に伴う懸念

- 国内貯蓄の枯渇とともに、財政支配体制下では高インフレが生じる懸念がある。
- 中央銀行は、政府をデフォルトに追い込むことはできない。独立した中央銀行であっても、野放図な財政運営が続いた場合には、物価安定を放棄して、財政ファイナンスを行わざるを得ない。
- インフレ（とくに大インフレ）は、歴史的には常に財政的現象である。

33

31. アベノミクスの陥穽

- 「今日」をよくすることに全力を挙げている→「明日」への備えが手薄になっている→「明日」への不安が「今日」の経済活動を萎縮させる、という悪循環に陥っている。
- 将来不安の解消につながるような社会保障制度等の改革に注力する必要がある。
- ただし、「言うは易しで行うは難し」のタフな課題。

34

32. 「国家25年の計」の必要性

- 少なくとも2016年から2040年までの25年間のプランをもって、経済財政運営をしていかなければならない。
- しかるに、現状は財政政策・国債管理政策としては、短期志向で、持続可能性を欠いたままの状況が続いている（あるいは、悪化している）。
- このままだと、中期的には非常な困難に直面せざるを得ない。

35

ご静聴、有り難うございました。

Thank You for Your Attention!



36