

特集 マイナス金利下における金融・不動産市場

日銀の超金融緩和政策を巡る最新事情と課題

ファイナンシャル・プランナー 経済アナリスト 小松 英二
こまつ えいじ

2013年4月に日銀は、物価安定の目標を消費者物価上昇率（インフレ率）で2%と定め、2年以内に達成することを念頭に「量的・質的金融緩和」を導入した。だが一時的な上昇期はあったものの3年半が経過してもインフレ率はマイナスにとどまる。2016年2月にはマイナス金利政策を導入し、7月には上場投資信託（ETF）の買い入れ増額などの追加緩和策を決めたが、インフレ率は思ったように上がらず、目標達成の見通しは立たない。

こうしたなかで日銀は、2016年9月の金融政策決定会合でこれまでの金融緩和政策の効果について「総括的な検証」を行い、それを踏まえて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と称する新たな枠組みを導入し、軸足の転換を図った。マイナスにとどまるインフレ率の目標を「2%超」に引き上げるなど、物価上昇期待を刺激すべく踏み込んだ内容であるが、専門家や金融関係者などからその効果に懐疑的な見解も聞かれる。本稿では、新たな枠組みを巡る最新事情を概観し、今後の展開における課題を見ていく。

2%の「物価安定の目標」が実現できない要因

2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入時の政策ターゲットは実質金利の引き下げであった。従来の金融緩和は名目金利の引き下げであったが、名目金利はゼロまで低下し、これ以上引き下げることが困難となった。そこで浮上した政策ターゲットが、実質金利（＝名目金利－期待インフレ率）

である。期待インフレ率を高めることで実質金利（物価見通しを勘案した金利）を下げ、金融緩和効果をねらう。つまり、名目金利がゼロであっても期待インフレ率が2%になれば実質金利はマイナス2%となるため、経済活動を刺激できるといった考え方が根底にある。

日銀が「量的・質的金融緩和」において想定したメカニズムは、

- ①インフレ率2%の実現を明確に約束し、大規模な金融緩和を行うことで「予想物価上昇率」（企業や家計の物価の先行きに対する予想）を引き上げること、
 - ②日銀が国債を大量に購入することで名目金利を引き下げること（マイナスにすること）、
- といった両面から実質金利を引き下げ、経済を刺激することにより物価押し上げ効果をねらっている。

しかしながらインフレ率はマイナスにとどまっている。実現できていない要因について日銀は、総括的な検証の中で「予想物価上昇率」が想定通りには上昇しなかったこと指摘し、その背景を説明している。

【日銀の説明（要旨）】

- 2013年4月からの1年は順調に消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比も1.5%まで上昇している。人々のデフレマインドの転換が始まり、「予想物価上昇率」は上昇した。しかし

ながら2014年夏以降、2016年の年初にかけて、原油価格が7割以上も下落したことから、「予想物価上昇率」の低下とともに実績値である消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比も低下し、直近で▲0.5%（2016年8月）となった。

- 大規模な金融緩和にもかかわらず、インフレ率2%が実現できない外的要因が3つある。第1に原油価格が2014年夏以降大幅かつ数度にわたって下落したこと（いわゆる「逆オイルショック」）、第2に2014年4月の消費税率の引き上げ後の個人消費を中心とする需要の弱さ、第3に2015年夏以降の新興国経済の減速や、たび重なるチャイナショックなどの不安定な動きが逆風となったことである。
- 日本の抱える固有事情も起因している。長くデフレが続いた日本では、欧米に比べて過去の物価動向の実績に引きずられやすく、人々の物価の先行きに対する予想（見方）を弱含ませる。こうした特殊事情も日本の「予想物価上昇率」を低下させていると思われる。

日銀はインフレ率2%が実現できないのは、逆オイルショックなど金融政策の外にある要因であることを強調している。これら外的要因は、従来から専門家も取り上げており、真新しさはない。むしろ注目されるのは、日本経済が持つ「過去の物価動向の実績に引きずられやすい」といった特性を指摘している点だ（日銀はこうした特性を経済学の用語を使い「適合的な期待形成」と呼ぶ）。長年のデフレのもとで目標となるインフレ率が実現できなかったことや、春闘などの賃金交渉において「前年度の物価上昇率」が勘案（強く影響を受ける）されるなど、思い当たる節があるのではないだろうか。

過去に引きずられやすい日本人の気質が、3つの逆風（外的要因）が吹いたことで弱気となり、インフレ率2%が実現できなかったとする分析は説得力がある。俗に言う「デフレマインドが染みついている」ことを理論的に解きほぐしている。

ただ、「総括的な検証」では、外部要因や過去に引きずられやすいといった日本の固有事情をインフレ率2%が実現できない理由に挙げるにとどまる。裏返せば「量的・質的金融緩和」を根本的に見直す必要はなく、マイナーチェンジをして走り続けると言っているに等しい。「量的・質的金融緩和」が日本経済・社会の構造変化（人口減少に伴う住宅投資の趨勢的減少、社会保障と税の一体改革の遅れで将来不安が広がり消費行動が委縮するなど）に対して正しい処方箋であるか否か、副作用まで考慮した費用対効果で見合っているのか、といった根本的な問題に対して「総括的な検証」は十分には応えていない。

また、日銀は「総括的な検証」に関する公表文の締めくくりとして「政府の財政運営、成長力強化の取組みとの相乗的な効果により、日本経済をデフレからの脱却と持続的な成長に導くものと考えている」としている。これは金融政策だけでは限界があり、政府の潜在成長率を引き上げるための施策が不十分であることを暗に批判しているように思える。もう少し踏み込んで、政府に対して注文を出しても良かったのではないだろうか。

この後、マイナス金利を巡る論点を整理し、「総括的な検証」を踏まえて登場した新しい枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について見ていく。

マイナス金利の効果と副作用

「予想物価上昇率」が弱まるなかで実質金利低下の効果を求めようとすれば、名目金利の引き下げといった手段が切り札となる。日銀は2016年1月に金融機関から預かっている日銀当座預金の一部に付けている金利をマイナス0.1%に引き下げることを決めた。改めてマイナス金利の効果と副作用を見ていく。

まず効果であるが、導入により国債金利は大きく低下し、金融機関の貸し出し金利や社債金利も低下した。これにより日銀は金融機関の融資の活発化を期待した。しかしながら、不動産向け融資や不動産投資信託（J-REIT）投資など一部

に活発な動きはみられたものの、全般的な広がりに至っていない。融資は“企業や家計が元気よく借りる”ことが大前提。資金需要が高まらない中で、金融緩和だけでは融資の伸びに限界がある。

一方副作用であるが、短期から長期までの金利をつないで描かれるイールドカーブ(利回り曲線)はスティープ(右上がりの傾きが急傾斜)な状態からフラット(平坦)な状態へシフトした。一般的に金融機関は、短期調達・長期運用を基本構造としているため、イールドカーブが低い水準でフラット化すると預貸金利ザヤの縮小をもたらし、金融機関の収益を悪化させる。このフラット化が、日銀の描いていたイメージよりも進んでしまったようだ。日本の金融機関の利ザヤは以前から小さいことは日銀も十分認識していたと思われるが、想定以上に利ザヤが縮小した。金融機関の反発も報道などから伝わってくる。

国債を中心とする国内債券の利回り低下から、家計の金融資産選択にも影響が出ている。MMF(マネー・マネージメント・ファンド)の新規購入申込み停止や繰り上げ償還、一時払い終身保険や学資保険など貯蓄性の高い保険商品の募集停止や保険料引き上げなど、概して中リスク(中リターン)金融商品の選択肢が狭まっている。

こうした状況の中で日銀は「総括的な検証」において副作用の存在を部分的に認めた。金融機関収益の悪化や保険・年金などの運用利回りの低下が、マインド面から経済に悪影響を与える可能性があることを明らかにした。こうした反省点が、イールドカーブの傾き(スティープ度合い)を意識した金利のコントロールとして、新たな枠組みの導入につながっていく。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入

日銀は2016年9月、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。主な内容は、第1に長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベース(日銀が供給する通貨の量)

の拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント(約束)」である。

まず、「イールドカーブ・コントロール」を見ていく。日銀が日々の金融調節において、短期金利と長期金利の要となる金利に一定の水準を示すことが骨子となる。短期金利としては、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(2016年1月に決定したマイナス幅を維持)。長期金利としては、10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう長期国債の買い入れを行う。今後、追加緩和観測が高まればその手段として、マイナス金利の深掘りと長期金利操作目標の引き下げが中心的な手段となる。

これまで金融政策の中心的な手段をマネタリーベースの「量」の拡大(日銀の長期国債保有残高・増加額を年間約80兆円とする買い入れ規模)としてきたが、その旗を降ろして短期と長期の「金利」に転換した。持続性に疑問が持たれていた「量」の拡大による緩和が、柔軟に運用できるようになる。柔軟化は、日銀がいずれ迎えることとなるテーパリング(量的金融緩和の規模縮小)への道筋を付けたとする視点からも注目される。

教科書的には日銀は短期金利の操作はできるが、長期金利は多様な市場参加者の思惑などかく乱要因が多く、操作が困難とされてきた。しかし長期債市場で圧倒的な買い入れ主体となった日銀には、長期金利の操作も難しくないことを宣言したことになる。

続いて「オーバーシュート型コミットメント」であるが、「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定の目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」ことを約束した。2013年4月の「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」といった約束に対して2点変更された。

まず、「2年間」といった達成目標時期の目途を取り下げている。今回は期間を定めず長期を展望した約束としている。さらに、これまでの「2%」といった物価安定目標に対して、「安定的に2%を

超える（オーバーシュート）」状態になるまで金融緩和を継続することも表明した。日銀は、日本人が「過去の物価動向の実績に引きずられやすい」といった特性を絶ちきるように、「2%を超える」といった強気な目標に達成時期を定めず取り組もうとしている。見方を変えれば、当面の出口議論を封印し、「前進あるのみ」といったスタンスを示したことになる。

以上が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入の骨子であるが、上場投資信託（ETF）を巡る動きも確認しておく。2016年7月に金融緩和の強化策（追加金融緩和策）として打ち出されたETFの購入額の増額方針は、今回の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」においても維持することが決まった。ETFの保有残高が年間約6兆円（従来は約3.3兆円）増加するよう購入を継続することになる。

日銀の超金融緩和政策における注目点・課題

黒田日銀総裁は、「量」・「質」・「金利」の各次元での金融緩和拡大は、まだ十分可能との姿勢を貫き、講演では「目的達成のために必要と判断すれば、日銀はあらゆる政策手段を活用する」との発言を繰り返している。しかしながら、専門家や金融関係者などからは新しい枠組みや更なる金融緩和拡大には否定的な見解も少なくない。「量」・「質」・「金利」といった3次元から今後の注目点や課題を見ていく。

（マイナス金利の「需要先取り」を巡る論点）

まず「金利」であるが、マイナス金利の効果と副作用が引き続き厳しく問われることになろう。追加緩和観測が高まれば、手段としてマイナス金利の深掘りと長期金利操作目標の引き下げが中心的な手段となる。ただ、このままマイナス金利の深掘りなどが進むことは、当面の2%のインフレ目標が達成できたとしても、中長期的な視点で日本経済の成長や安定にふさわしい施策であるかは十分な検討が必要であろう。

その際に将来の消費などの需要減少につながる

人口減少問題と、日銀のマイナス金利の深掘りとの関係がポイントとなろう。現在（2016年10月）日本の総人口は約1億2690万人であり、2008年の1億2,808万人をピークに減少が進んでいる。国立社会保障・人口問題研究所によれば、2048年には1億人を割ると予測（出生中位・死亡中位の場合）される。これは消費や投資といった需要が細っていくことを意味する。

日銀がマイナス金利の効果が出ているとする住宅投資の例で考える。確かにマイナス幅の拡大で住宅ローン金利が下がれば、早目に家を建てようとする人が増え、現時点の景気を浮揚させる。しかしながら、今家を建てると将来建つ家はその分減ることになる。金融緩和による需要喚起は、将来の需要を先取りすることであり、研究開発などで付加価値が創造されればともかく、新たに需要を創り出しているわけではない。

人口減少に伴う需要の先細りを抑えることは「少子化対策」の強化を掲げている政府の仕事である。保育所の待機児童の解消や企業の育児休業制度の導入促進などに取り組んでも、人口減少に歯止めがかかるまでには時間を要する。人口減少が抑えられなければ、マイナス金利による需要喚起も空回りする可能性もあり、このことは十分に検討する必要があるのではないだろうか。

（ETF購入拡大で危惧される株式市場の機能低下）

続いて「質」的金融緩和であるが、ETFの購入拡大による株式市場への影響や、日銀の財務への影響がポイントとなる。そもそもETF購入拡大の背景には、政府・日銀において2016年の年初から進んだ円高・株安（日経平均株価とドル円相場の連動性は高い）といった悪い流れを断ち切りたいといった意図があるように思われる。仮にさらに円高が進むと、概して景気や企業業績に下押し圧力となり、アベノミクスに大きなダメージとなる。ETF購入拡大で未然に手を打ったとの評論も見受けられる。「官製相場」とも揶揄され、見直すべきとする意見も少なくない。

反論の主な論拠は、日銀のETF購入拡大が市

場取引を歪める懸念があるというものだ。バリューストック（割安株）投資法を例に考える。通常、株価と企業業績などから評価して、割安で放置されている株を探し、それを購入することで適正な株価に戻るところをねらう。投資家は、株の割安度合いを示す PER（株価収益率）などを見ながら割安株を探すことが多い。かねてより注目していた企業（銘柄）の PER が、購入のタイミングと考えている株価（割安圏内）まで下がらず、購入に踏み切れないとしよう。その銘柄が、日銀の購入した「株価指数に連動する ETF」に含まれている可能性がある。「もう少し安ければ購入したのに」といった投資行動に歪みをもたらす。日本の個人投資家には、上がったなら売り、下がったなら買うというように相場の流れに逆らう「逆張り」投資家が多く、この存在が株式市場の取引ボリューム（売買高）を支える。日銀の ETF 購入拡大が取引ボリュームを減らし、株価の上昇する勢いを弱める方向に働くことは、株式市場にとって残念な結果を残すだろう。そもそも、市場は多様な投資家が存在することで「株式価値を見つける役割」を果たす。そこに日銀が一方的に大量購入を続ければ、市場が果たす機能を奪うことにもなりかねない。

次に日銀の財務に対する影響を見ていく。現在日銀は約 10 兆円（2016 年 10 月）の ETF を保有している。そこに 1 年当たり 6 兆円が加わると、2 年後には単純計算で約 22 兆円にもなる。日銀の自己資本（約 7.6 兆円＜2016 年 10 月＞）の 3 倍にもなるリスク性資産を保有することになる。仮に日経平均株価が 6 割下落すると（1990 年以降でも数度発生）、含み損が自己資本を上回ることとなり、通貨の信任を揺るがすなど深刻な問題を引き起こしかねない。

また、日銀が大量に抱えた ETF をどうやって市場に戻すか、といった出口戦略も待ち構える。出口の前提としてインフレ率 2% が実現し、良好な景気、（ある程度）強い経済の構築などが出来上がっていることも必要であろう。その時点で 20 兆円、30 兆円といった ETF 残高を抱えていれば、市場に戻すための売却は相当な大仕事となる。売

却すれば市場には下げ圧力が生じ日銀の売却は煙たがられる存在、景気を冷え込ませる存在となる恐れもある。ETF の購入拡大は、その出口戦略においても大きな課題を抱え込む。年間 6 兆円にも及ぶ ETF の購入拡大は、今後波紋が広がるものと思われる。

（日銀の大量国債保有で財政健全化が遠のくリスク）

最後に「量」的金融緩和であるが、日銀の大量国債保有により、財政健全化が後退する恐れはないかといった点がポイントとなる。2016 年 10 月に日銀の国債保有額が 400 兆円を超えた。黒田日銀総裁の就任時に 130 兆円強であった同保有額は、この 3 年半あまりでおよそ 3 倍に膨れ上がり、国債発行残高に占める割合も 3 分の 1 以上となる。日銀の金融政策と政府の財政運営が国債を介して密接化することで、悪影響も懸念される。

まず、財政規律の後退により、将来の社会保障制度が不安定化する心配だ。通常、民間金融機関が政府から国債を引き受ける（購入する）場合、プラスの利回りを求めるが、マイナスの利回りでも引き受けることが平然と進む。日銀が大量購入によって国債価格を高値（利回りはマイナス）にキープしているためだ。民間金融機関が政府から高値で引き受けても、日銀がさらに高値で買うことから転売しても損しない。日本の財政は先進国の中でも突出して悪い状態であるが、量的・質的金融緩和やマイナス金利の導入により、財政ファイナンスは支障なく進む。

だが、問題はここ先だ。1000 兆円を超える国債などの政府債務残高は増え続け、財政健全化が進んでいないことに人々は不安を感じないであろうか。感じ方は様々であろうが、将来につけが回り、増税や社会保障の給付削減などを予感する人は少なくないであろう。このことが将来に備えるために、現在の消費を抑えることは十分に検討しておく必要がある。

また、仮に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によってもインフレ率 2% といった結果を出せない状況が長く続いた場合、金融政策に限界

があることが露呈することになる。そうなると財政政策への期待が高まり、金融政策に向けられる関心は、財政ファイナンス（財政赤字の穴埋め）へと移っていく可能性もある。憶測にすぎないヘリコプターマネー（日銀が保有国債を政府に償還せず、恒久的に保有するなど）も、窮余の策として本格的に検討される懸念もある。

本来、財政の信任が低下すると、債券市場で国債の利回りは上昇（価格は低下）し、アラームとなる。しかし、日銀は新しい枠組みにより、10年物国債金利をゼロ％程度に抑え込もうとしているので、債券市場は財政危機のアラームを発しなくなる。財政健全化に向けた政府の取り組みと、それに対する国民の意識や厳しい目が、これまで以上に重要になるものと思われる。