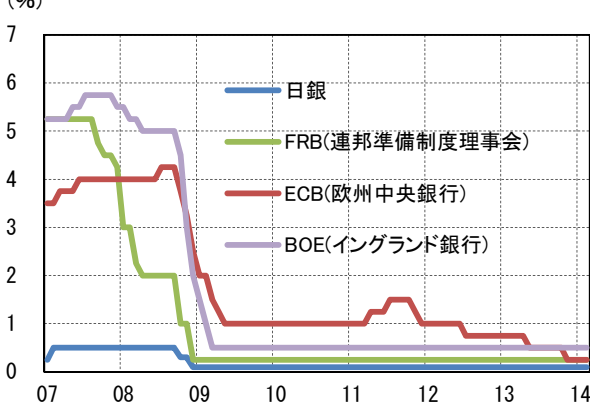


## 1年が経過した異次元緩和の点検と今後の論点

### 1. ゼロ金利制約下での各国の非伝統的な金融政策

- ・日銀は2013年4月に導入した異次元緩和によりマネタリーベースの規模を2年で2倍にする方針を示し、足元の日銀のバランスシートは大きく拡大している。アベノミクスの第一の矢に位置づけられるこの大胆な金融政策の効果もあって、円安株高の進展とともに景気は浮揚した。
- ・08年9月のリーマンショックから5年以上が経過したが、日米欧英の政策金利は異例の低水準に引き下げられた状態が続いており(図表1-1)、日米では09年以降、事実上のゼロ金利の状態が続いている。この間、名目金利の下限がゼロという制約のもと、先進各国の中央銀行は、金利の上下によって金融市場及びその先にある实体经济をコントロールするという従来の伝統的な金融政策手段から、国債等の有価証券を市場より買入れる量的緩和や、一定の条件下で金融緩和の継続を市場にコミットするフォワードガイダンスの導入等、いわゆる「非伝統的な手段」にシフトしており(図表1-3)、各国中央銀行のバランスシートは過去類をみない水準まで膨張(図表1-2)、緩和的な金融環境に支えられ、米欧英では景気の緩やかな回復がみられている。
- ・本稿では、日銀の異次元緩和開始から1年後の効果を点検した上で、先進各国の非伝統的な金融政策の枠組みと先行きの方向性を比較しながら、今後の日銀の金融政策の行方を展望する。

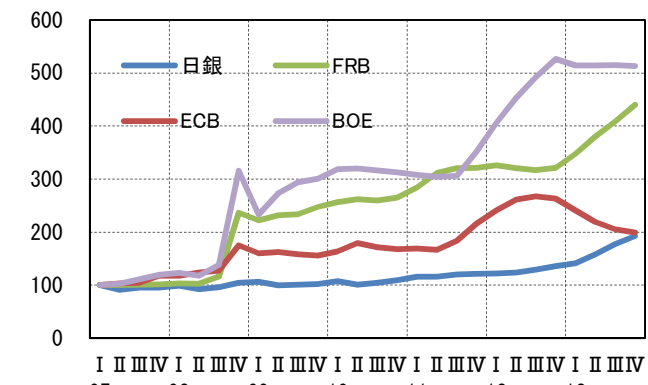
図表1-1 先進各国中央銀行の政策金利 (%)



(備考) 各国中央銀行統計より作成

(月次)

図表1-2 先進各国中央銀行のバランスシート規模(指数) (07年1Q=100)



(備考) 各国中央銀行より作成

(四半期)

図表1-3 先進各国中央銀行の政策一覧

	伝統的金融政策	非伝統的金融政策		
	現行の政策金利	資産買入	資金供給等	現行のフォワードガイダンス
日銀	無担保コール翌日物 0~0.10%(08年12月~) ただし、13年4月以降は政策誘導目標をマネタリーベースに変更	・長期国債買入(随時買入額拡大、13年4月以降は年間50兆円積み増し) ・リスク資産買入(社債、CP、REIT等)	・各種貸出支援策(成長基盤強化等) ・固定利率の共通担保オペ導入等	・2.0%の物価上昇率目標達成に向け、必要と判断される時点まで異次元緩和を継続(13年4月~)
米国 FRB	FF金利翌日物 0~0.25%(08年12月~)	・QE1(08年11月~、MBS、国債等買入) ・QE2(10年11月~、国債6,000億 <sup>ドル</sup> ) ・QE3(12年9月~、MBS400億 <sup>ドル</sup> 、12年12月に国債450億 <sup>ドル</sup> を追加、最大850億 <sup>ドル</sup> )	・個別金融機関支援(08年~、AIG、ヘアスター等) ・各種リスク資産を担保に資金供給	(ゼロ金利政策) ・雇用と物価の現況と先行き見通しの双方を踏まえて継続期間を判断(14年3月~)(QE3) ・労働市場が明確に改善するまで継続(12年9月~)
ユーロ圏 ECB	オペ金利(1週間物が中心) 0.25%(13年11月~)	・カバード債券買入(09年7月~10年6月、11年11月~12年10月) ・SMP(証券市場プログラム)による南欧国債の買入(10年5月~12年9月)	・3年物長期資金供給オペ(11年11月、12年2月)	・政策金利を長期間にわたり現行水準もしくはそれを下回る水準に維持する(13年7月~)
英国 BOE	中銀預金金利 0.50%(09年3月~)	・APF(資産購入ファシリテイ) (09年3月~、現行3,750億 <sup>ポンド</sup> 規模)	・FLS(融資促進プログラム)	・失業率が7.0%を上回る限り、利上げせず、APF規模も維持(13年8月~) ・その後、余剰供給能力の解消に向け、幅広い指標を注視する旨を追加(14年2月~)

(備考) 日本政策投資銀行作成

## 2. 2013年4月に日銀が導入した異次元緩和(量的・質的金融緩和)

- ・黒田日銀総裁が就任して、初の開催となった2013年4月3、4日の日銀金融政策決定会合では、消費者物価の前年比上昇率2%を目指す「物価安定の目標」を2年を念頭に早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」を導入。マネタリーベースを2年で2倍に拡大することや、長期国債買入の平均残存期間を2倍以上に延長することなどが盛り込まれており、日銀は従来に比べ「量・質ともに次元の違う金融緩和」と表現している(図表2-1、2-2)。
- ・異次元緩和は、金利の押し下げや資産価格上昇等を通じて需要を喚起し、需給ギャップを縮小させ、インフレ圧力を高めることを企図している。しかし、需給ギャップとインフレ率の経験則的な関係を示した日本のフィリップスカーブは、2000年以降、傾きが緩やかになっており、インフレ率の需給ギャップへの感応度は低下し、物価が上昇しにくい状況となっている(図表2-3)。従って、「物価安定の目標」の達成においては、需給ギャップの縮小だけでなく、家計や企業のインフレ期待を押し上げ、需給ギャップとインフレ率の関係を変化させること、すなわちフィリップスカーブの上方シフトやスティープ化が不可欠であり、日銀はこれを企図して大胆な金融政策を一度に打ち出したとみられる(図表2-4)。

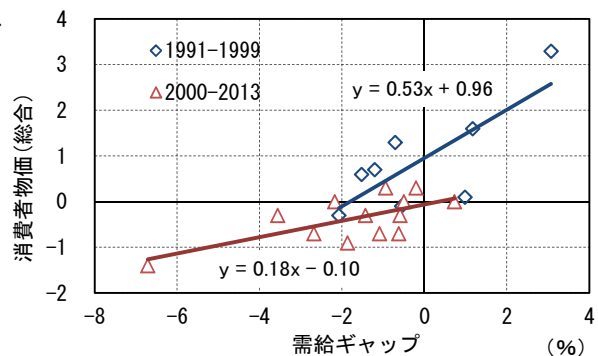
図表2-1 2013年4月の日銀金融政策決定会合で決定された異次元緩和の概要

	4月会合前	4月会合後
金融市場調節 操作目標	無担保コール翌日物金利 0~0.1%	マネタリーベース 年60~70兆円程度積み上げ
長期国債買入	【資産買入等基金による国債買入】 (1)買入対象年限: 1~3年 (2)残高・月額買入規模: 13年末:残高44兆円に積み上げ 14年以降:月額2兆円程度買入  【金融市場調節上の必要から行う国債買入】 (1)買入対象年限: 30年までの全年限(変国、物国含む) (2)残高・月額買入規模: 月額1.8兆円程度買入	(1)対象年限 ・40年債含む全年限(変国、物国含む) ・平均買入残存期間7年程度  (2)残高・月額買入規模 ・年50兆円程度残高積み上げ ・月額7兆円強程度買入
リスク性資産買入	13年末にCP2.2兆、社債等3.2兆、ETF2.1兆、REIT0.13兆まで積み上げ、以降は残高を維持	ETF、REIT残高をそれぞれ年1兆円、300億円ずつ積み増し CP、社債等については現行通りの買入実施

(備考) 日本政策投資銀行作成

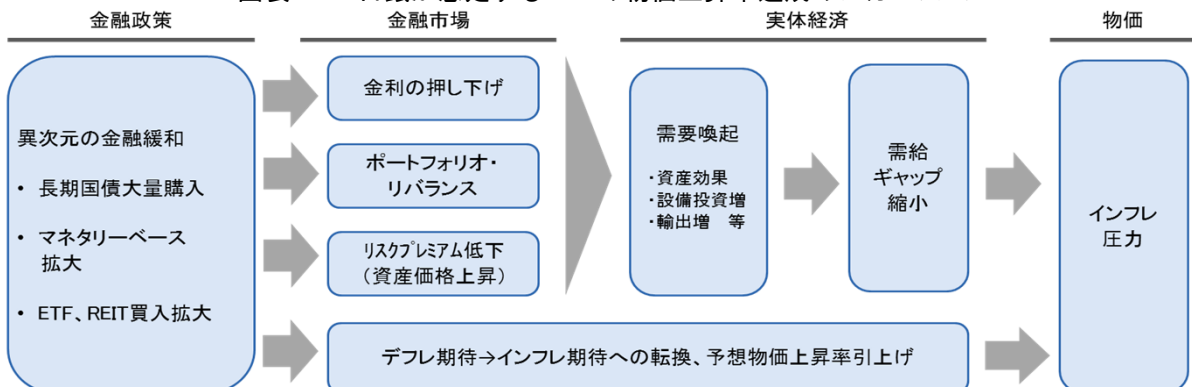


(前年比、%) 図表2-3 フィリップスカーブ



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、IMF “World Economic Outlook”(2013年10月)より作成、  
2. 97年消費増税時、08年原油高騰時を除く

図表2-4 日銀が想定する2%の物価上昇率達成のメカニズム

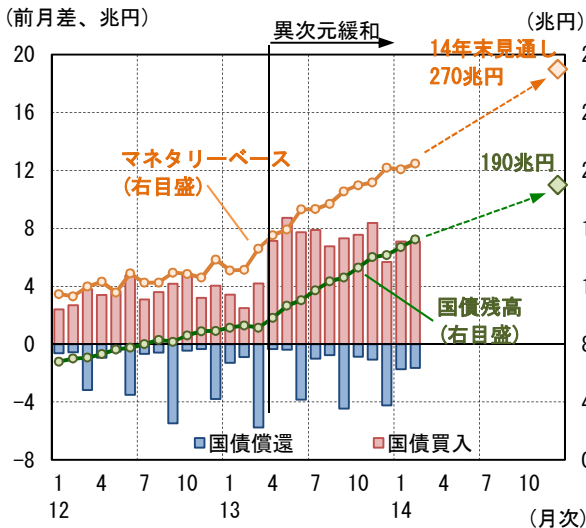


(備考) 日本政策投資銀行作成

### 3. 日銀異次元緩和の効果の点検

- ・異次元緩和導入から1年が経過したが、日銀は計画通り月7兆円程度のペースで国債購入を進めており、日銀のバランスシートの資産側にあたる長期国債残高(2013年末時点で141兆円)、負債側にあたるマネタリーベース(同201兆円)は、ともに当初計画に沿って拡大している(図表3-1)。
- ・こうした取り組みを受け、長期金利は景気回復による金利上昇圧力が加わる中でも低位で抑えられているほか、円安株高が進展し、企業収益が改善する中で、日本経済は浮揚している(図表3-2)。
- ・一方、都銀のバランスシートをみると、国債保有残高が大きく減少し、貸出は緩やかに増加しているが、余剰資金の大半は日銀当座預金に振り替わっており、依然企業の資金需要は鈍い。国債からリスク性資産への資金シフトというポートフォリオ・リバランスの動きは限られている(図表3-3)。
- ・足元の消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比1%程度まで上昇(図表3-4)、その背景には景気回復に伴う需給ギャップの縮小を受けたデフレ圧力緩和もあるが、円安進行による輸入物価上昇の影響が相対的に大きい。日銀が当初想定していた異次元緩和による物価上昇メカニズムは、概ね想定どおり作用しているが、円安による押し上げが一巡した後に、高まりつつあるインフレ期待をいかにつなぎとめ、賃金上昇等を通じて物価上昇率目標を達成、維持していけるかが今後のポイントとなる。

図表3-1 日銀保有長期国債残高とマネタリーベース



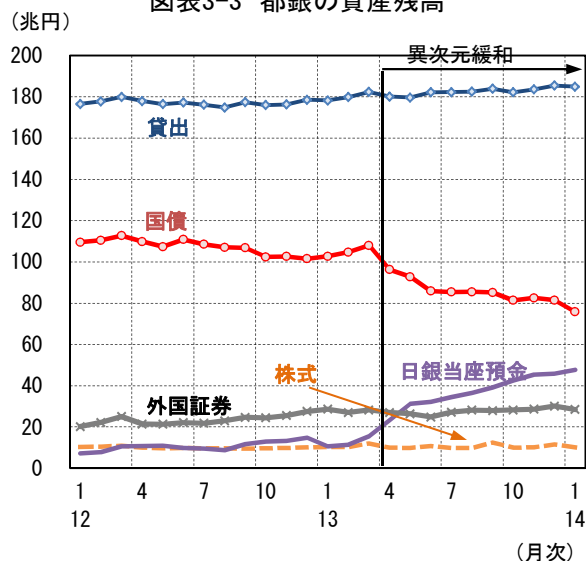
(備考) 日本銀行より作成

図表3-2 長期金利、資産価格



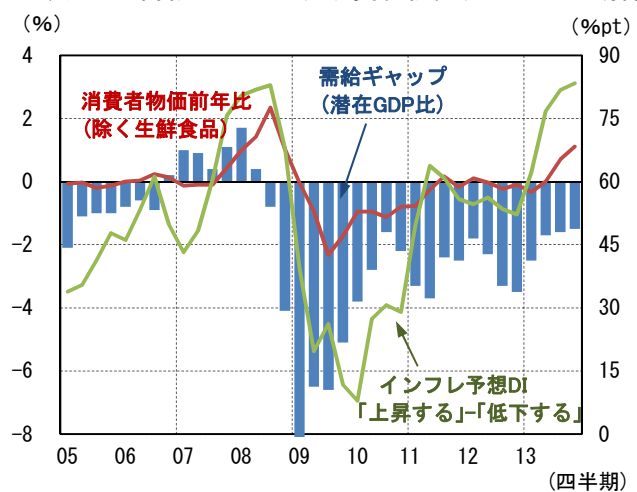
(備考) 1. 財務省等より作成  
2. 株価、REIT指数は緩和決定前(2013/4/3)を100として指数化

図表3-3 都銀の資産残高



(備考) 日本銀行より作成

図表3-4 需給ギャップ、消費者物価、インフレ期待



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」より作成  
2. 需給ギャップは内閣府試算

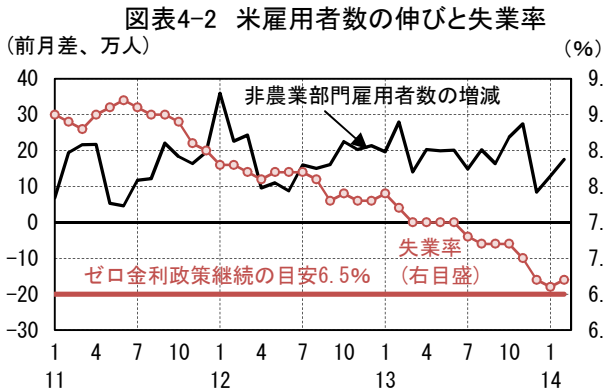
#### 4. 米国の金融政策の動向

- ・リーマンショック直後のFRBの非伝統的金融政策は、市場に大量のマネーを供給し、需要を喚起する「量的緩和」ではなく、リスク性資産の買い取りや金融機関への流動性支援等、金融危機で広がった信用リスクプレミアムを縮小させることを目的とした「信用緩和」であった。
- ・しかし、その後は2010年11月にはインフレ率が大きく低下したことから、時限的な措置として、総額6,000億ドルの米国債買入れ(QE2)を導入。12年9月には雇用情勢の改善を目指し、期限を決めずに月額400億ドルのMBS買入れ(QE3、その後、米国債450億ドルを追加し850億ドルまで規模拡大)を決定する等、大規模な「量的緩和」にシフトしていったとみることができる(図表4-1)。
- ・足元では雇用が緩やかに改善する中(図表4-2)、13年12月のFOMCにて月額850億ドルのQE3規模を100億ドル縮小することを決定、その後も100億ドルずつ縮小を続け、3月FOMCではその規模を550億ドルまで縮小させている。一方、ゼロ金利政策のフォワードガイダンスは6.5%の失業率が一つの目安となっていたが、足元の失業率が6.5%近辺まで低下していることを踏まえ、雇用と物価の現況及び先行き見通しの双方を踏まえて利上げ時期を判断するとして、ガイダンスを修正している(図表4-3)。
- ・今後のFRBの出口戦略について、QE3による資産買入れは14年内に終了するとの見方が多いが、利上げは15年以降になる見込み。11年6月に示された出口戦略の行程表(図表4-4)のとおり、資産売却によるFRBのバランスシートの早期縮小は見込み難く、金融緩和環境が相応期間続くとみられる。FRBの拙速な緩和縮小は過度な金利上昇を招き、住宅市場等、経済に悪影響を及ぼす可能性が考えられるため、今後は出口戦略の舵取りが焦点となる。

図表4-1 リーマンショック以後のFRBの主な非伝統的金融政策

資産買入等	名称	QE1	QE2	オペレーションツイスト (ツイストオペ)	QE3
	期間・内容等	08年9～11月:各種リスク資産を担保に資金供給 08年11月～:エージェンシー債、MBS買入れ 09年3月～:長期国債買入れ	10年11月～11年6月 総額6,000億ドルの米国債買入れ	11年9月～12年12月 QE2で拡大したバランスシート規模維持のため、短期国債を売却し、長期国債を買入れ	12年9月～ MBS月額400億ドル買入れ 12年12月～ ツイストオペ分と同額の月額450億ドルの米国債買入れを追加
	背景	グローバルな信用リスク拡大	デysinフレの懸念	緩和的な金融環境の維持	弱い雇用情勢

(備考) 日本政策投資銀行作成



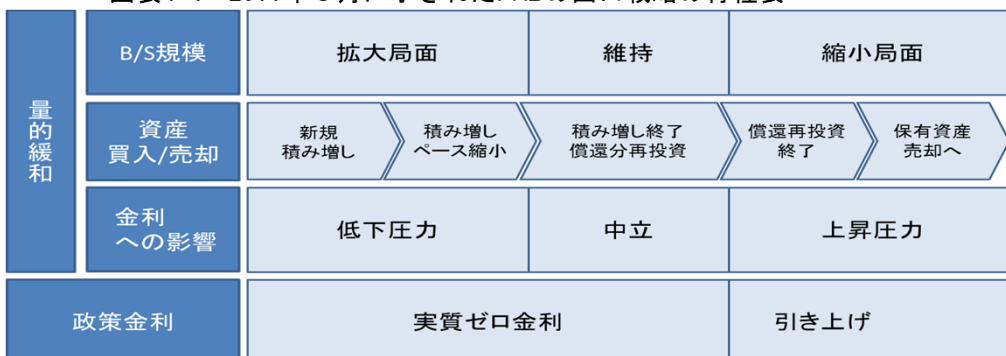
(備考) 米労働省“Employment Situation”より作成

図表4-3 2014年3月FOMCの決定内容

緩和手段	3月FOMC前	3月FOMC後
QE3 (債券買入規模)	月額650億ドル ・米国債 350億ドル ・MBS 300億ドル	4月から月額550億ドル ・米国債 300億ドル ・MBS 250億ドル
ゼロ金利政策 (継続条件)	・失業率6.5%以下 ・1～2年先のインフレ率が2.5%以下 ・長期的な期待インフレ率の安定	雇用の最大化とインフレ率2.0%の目標に向けた現況と先行き見通しの双方を踏まえて継続期間を判断

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表4-4 2011年6月に示されたFRBの出口戦略の行程表



(備考) 11年6月FOMC議事要旨より日本政策投資銀行作成

### 5. ユーロ圏の金融政策の動向

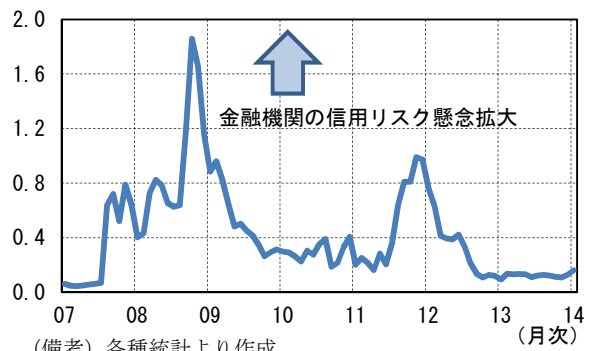
- ・リーマンショック以降、ECBが行ってきた非伝統的金融政策はそのほとんどが信用緩和に分類できる(図表5-1)。金融危機直後に行った2009年3月のカバード債券買入は金融機関の資金調達支援や信用リスク緩和を企図したものであった(図表5-2)。11年と12年に実施した大規模な3年物長期資金供給でECBのバランスシートは大きく肥大したが(図表5-3)、これも過大な政府債務に苦しむ南欧諸国の国債を保有する銀行への流動性支援が主目的であったと言える。
- ・ECBが国債買入等の量的緩和を実施しないのは、金融政策は共通だが、各国の財政がそれぞれ独立しているというユーロ圏固有の事情も影響している。10年に実施したSMP(証券市場プログラム)による南欧国債の買入れは債務危機に苦しむ南欧国債の信用リスクプレミアム縮小を意図したものであったが(図表5-4)、特定国債を買い入れることに対する財政健全国ドイツ等の批判は痛烈であり、供給されたマネーは同額資金吸収オペで不胎化され、量的緩和における過剰流動性の供給を回避してきた。
- ・上記のような信用緩和策を除けば、ECBは政策金利による伝統的な金融緩和によってコントロールしてきた点が特徴である。先行きはユーロ圏のインフレ率低下が進む中(図表5-5)、追加緩和の圧力が高まっているが、既に政策金利は0.25%と次第に下げ余地がなくなる中で、中銀預金金利のマイナス化等も議論されている。量的緩和実施の可能性もあるが、依然ドイツ等の反対が想定され、実施した場合の規模は限定的になるとみられる。

図表5-1 ECBの主な非伝統的金融政策

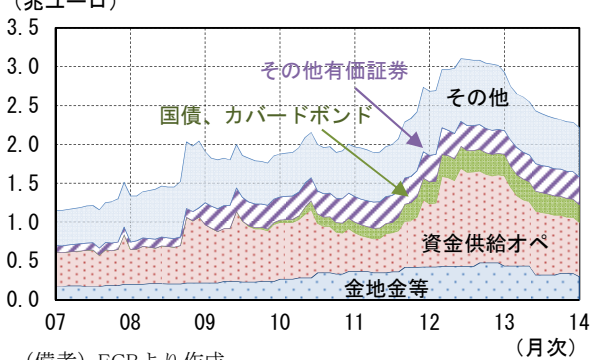
	名称、①時期、②内容、目的等、③規模
資産買入	カバード債券買入プログラム ① (1)09年7月～10年6月、(2)11年11月～12年10月 ② 金融機関の資金調達及び信用リスク緩和 ③ (1)600億ユーロ、(2)400億ユーロ
	SMP(証券市場プログラム) ① 10年5月～12年9月 ② 南欧国債買い支え、過度なリスクプレミアム圧縮 ③ 2,115億ユーロ、購入額は資金吸収オペで不胎化
	OMT(債務危機国債買入プログラム) ① 12年9月～ ② 債務危機国の申請を受けECBが当該国債買い支え ③ 買入れ実績なし
資金供給	3年物長期資金供給オペ(LTRO) ① (1)11年11月、(2)12年2月 ② 金融機関の流動性支援、繰上げ弁済あり ③ (1)当初4,891億ユーロ、(2)当初5,295億ユーロ

(備考) 日本政策投資銀行作成

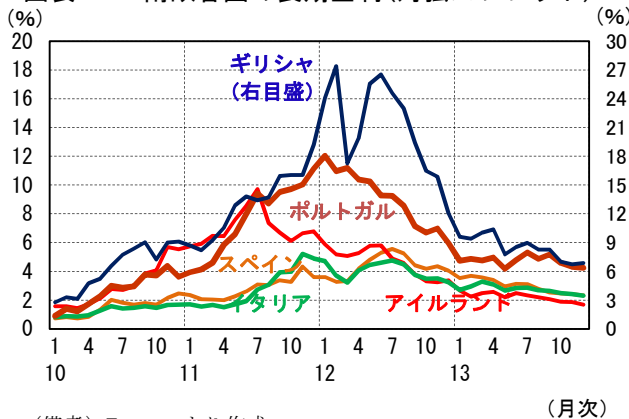
(%) 図表5-2 ユーロ圏Libor-OISスプレッド



図表5-3 ECBのバランスシート内訳



図表5-4 南欧各国の長期金利(対独スプレッド)

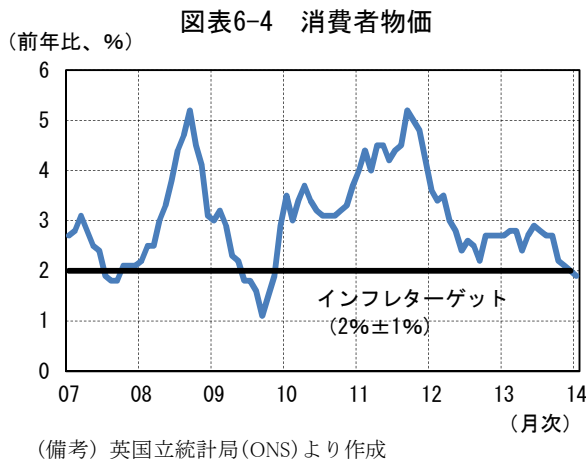
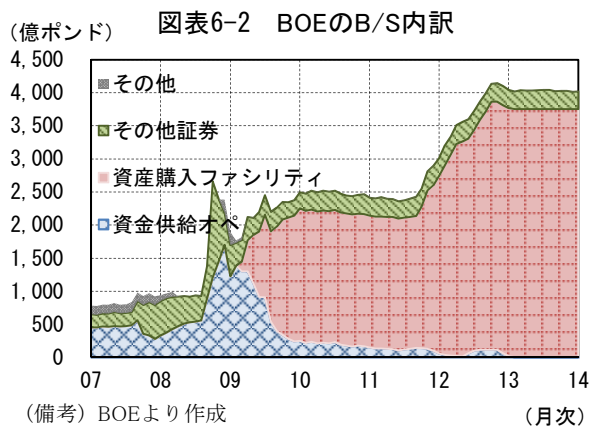
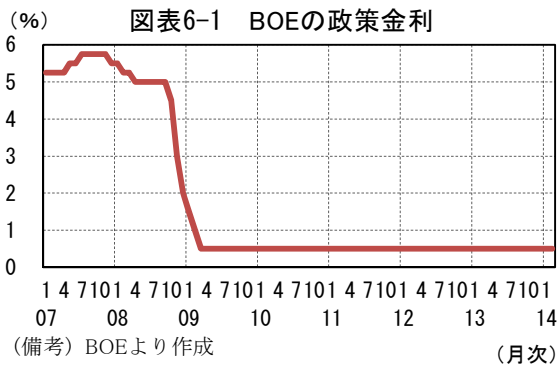


図表5-5 ユーロ圏消費者物価



## 6. 英国の金融政策の動向

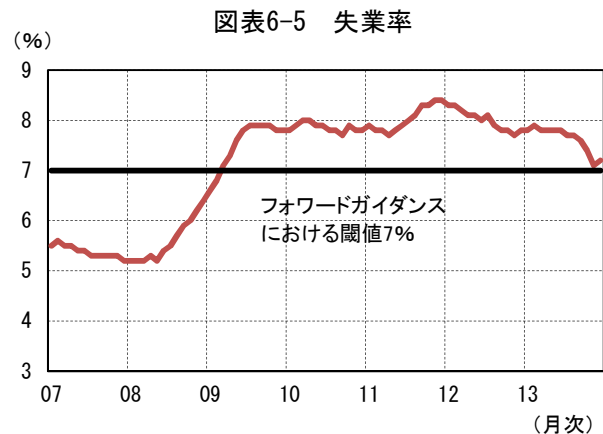
- ・BOEは2009年3月に政策金利を0.5%に引き下げるとともに(図表6-1)、同時期に導入した資産購入ファシリティ(APF)による資産買入れ規模を拡大する形で非伝統的な金融緩和を実施してきた。
- ・APFの規模は当初750億ポンドであったが、12年末までに3,750億ポンドまで規模を拡大。APFの買入対象は一部に社債やCPを含むが、そのほとんどを国債が占めており、BOE自身もAPFは量的緩和政策であると明言している(図表6-2、6-3)。
- ・13年7月に就任したカーニー総裁は現行の金融緩和策について、従来の2.0%のインフレターゲット(図表6-4)に加え、失業率が7.0%を下回らない限りは政策金利を据え置き、また資産買入れについても残高を維持するとのフォワードガイダンスを導入し、金融緩和が長期間続くことを示唆。その後の英経済が堅調に推移する中、足元の失業率は閾値の7.0%近辺まで低下しているが(図表6-5)、14年2月にBOEは余剰供給能力が依然高い状況にあるとし、失業率以外にも労働参加率や労働時間等、18の幅広い指標も注視するとし、フォワードガイダンスを修正して対応している。
- ・先行きは政策金利は当面据え置かれるとみられるが、BOEは2月公表のインフレーションレポートで、英国の成長率見通しを上方修正する等、景気回復への見方を強めており、英国経済が堅調に推移すれば、15年以降にはBOEが金融緩和の出口戦略に向かうとの見方が市場では広がっている。



図表6-3 BOEの主な非伝統的金融政策

	名称(①実施時期、②内容、目的等、③規模)
資産買入	資産購入ファシリティ(Asset Purchase Facility) ① 09年3月～ ② 量的緩和による景気刺激、中期的なディスインフレ対策 ③ 当初750億ポンド(国債、社債、CP合計)、現在3,750億ポンドで残高維持(全額国債)
フォワードガイダンス	政策金利及び資産購入ファシリティに対するガイダンス ① 13年8月～ ② 失業率が7.0%を下回らない限り、政策金利及び資産残高を維持することを表明。14年2月には過剰生産能力解消に向け、労働参加率等、18の経済指標も注視する旨を追記。
その他	融資促進プログラム(Funding for Lending Scheme) ① 12年7月～(15年1月末終了予定) ② 市中銀行保有の適格担保資産と引き替えに市場でのレポ取引の担保となる財務省証券を貸出し、銀行の低利資金調達を支援

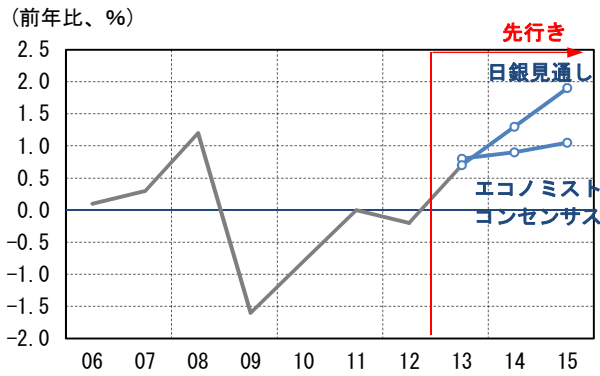
(備考) 日本政策投資銀行作成



## 7. 日銀の追加緩和の可能性

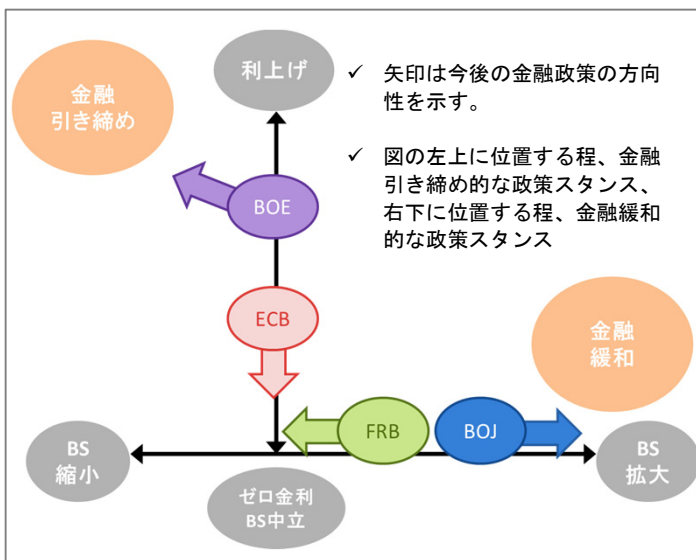
- 先行きの日銀の政策について考える。2014年1月の日銀政策委員の物価見通しは15年度の消費者物価(除く生鮮食品)が前年比1.9%の上昇と異次元緩和によって2年で2%の物価上昇率を達成するとの従来の見方を維持している。一方、エコノミストの間では、物価上昇率は今後緩やかに高まるものの、15年度で前年比1.1%の上昇にとどまり、日銀の見通しとは依然大きな乖離がみられる(図表7-1)。
- こうした物価見通しや14年4月の消費増税前の駆け込み需要の反動による景気落ち込み等を踏まえ、エコノミストの間では、日銀はいずれ長期国債やETF、REITの買い増し等、なんらかの追加緩和を実施するとの見方が大勢となっている。しかし、同時にリスク性資産の買い増しに伴う資産バブル助長や、長期国債の買い入れによる財政ファイナンスの惹起を懸念する声もある(図表7-2)。
- 日銀が現在のマネタリーベース目標をもとに資産規模の拡大を続けた場合、14年末の日銀の資産規模はGDP比約60%に達する。他の先進国では、BOEは資産規模を維持することが見込まれ、FRBも規模を縮小しながら債券買入れを継続すると14年内は想定されるが、14年末のGDP比の資産規模は横ばい圏にとどまるとみられる。ECBは追加緩和の可能性が高いが、量的緩和によるバランスシート規模拡大は限定的とみられる。よって、この先はFRBやBOEが本格的な金融引き締めに向かうと想定される中で、追加緩和及びバランスシートのさらなる拡大の可能性が議論される日銀の金融緩和スタンスはより際立ったものになるだろう(図表7-3、7-4)。

図表7-1 消費者物価(除く生鮮食品)の見通し



- (備考) 1. 日本銀行、総務省「消費者物価指数」より作成  
 2. エコノミストコンセンサスは金融機関、シンクタンク20社の物価見通しより日本政策投資銀行集計(14年2月集計)  
 3. 消費増税による物価への影響(日銀推計14年3%増税時: +2.0%、15年2%増税時: +1.3%)を控除

図表7-3 各中央銀行の金融政策の立ち位置



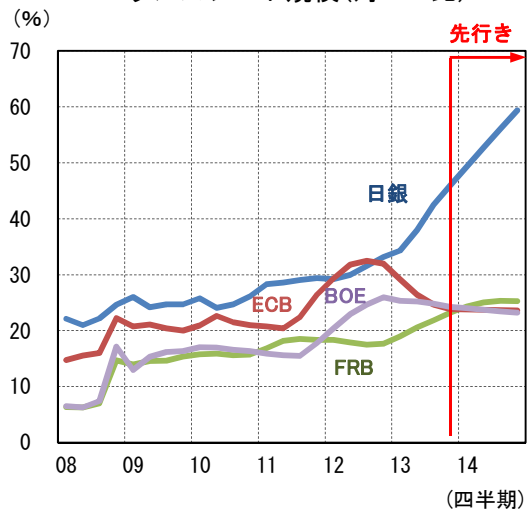
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表7-2 追加緩和の選択肢

緩和手段	リスク
長期国債買い増し	財政ファイナンス懸念から金利が急騰
リスク資産買い増し	資産バブルの助長
日銀当座預金金利引き下げ	短期金融市場の機能低下
異次元緩和	2年で2%の物価安定の目標との整合性に矛盾が生じ、中央銀行への信認が低下

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表7-4 各国中央銀行のバランスシート規模(対GDP比)



- (備考) 1. 各国中央銀行等より作成  
 2. 先行き想定: 日銀見通し、FRBはQE3を各FOMC毎に100億<sup>ドル</sup>縮小、BOEは現状維持、ECBは量的緩和の可能性があるが、各国の反対も想定され、その規模は限定的との見込みから規模横ばい

## 8. 将来の日銀の出口戦略に向けた論点

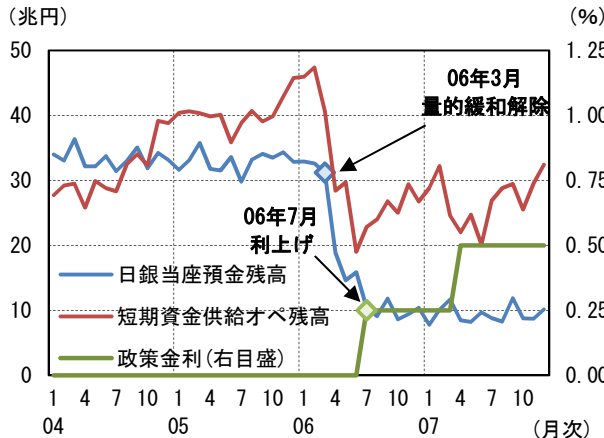
- FRBやBOEが緩和縮小に動きつつある中、日銀の黒田総裁は、足元の物価上昇率が依然目標を大きく下回る状況で金融緩和の出口戦略について議論することは時期尚早との見解を示しているが、物価目標達成後の日銀のバランスシート規模の正常化や、利上げのタイミング、またその過程で想定されるリスクについていずれ議論が必要となる(図表8-1)。
- 2006年3月の量的緩和解除時には、積み上がった短期資金供給オペが償還される形で早期にバランスシート規模を正常化した(図表8-2)。しかし、今回の異次元緩和では残存期間の長い長期国債が積み上がる形で日銀のバランスシートが急拡大しており、自然減による早期縮小は難しくなっている(図表8-3)。また日本の政府債務残高が拡大する中(図表8-4)、仮に長期国債の売却が金利上昇につながると、財政の利払い負担を拡大させることになる。よって、こうした影響を考慮すると、出口戦略の行程はFRBと同様に、長期金利上昇による景気への悪影響を回避すべく、保有資産売却よりも先に緩やかな利上げを実施し、短期金利を上昇させていくプロセスが想定される。
- 一方、このような行程を想定した場合、日銀による長期国債の保有が相当期間続くため、景気に対して長期金利が低く抑制され、インフレの加熱を招く恐れがある。加えて長期金利上昇が日銀保有長期国債の評価損につながる可能性もある。先行き想定される異次元緩和の出口戦略は、こうした影響に配慮しながら進められるとみられる。

図表8-1 出口戦略の選択肢

政策手段	政策効果
資産売却(バランスシート規模縮小)から開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>比較的長めの金利への上昇圧力</li> <li>経済引き締め効果大</li> <li>利払い負担増の財政負担は大きい</li> </ul>
政策金利引き上げから開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期金利中心に上昇</li> <li>経済引き締め効果は相対的に小さい</li> <li>財政負担は相対的に小さい</li> </ul>

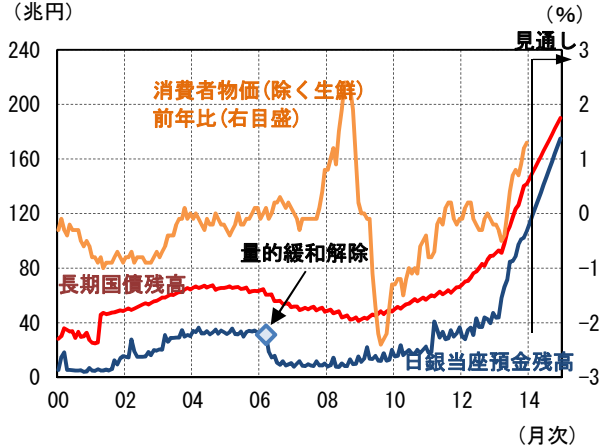
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表8-2 2000年代前半の量的緩和の出口戦略



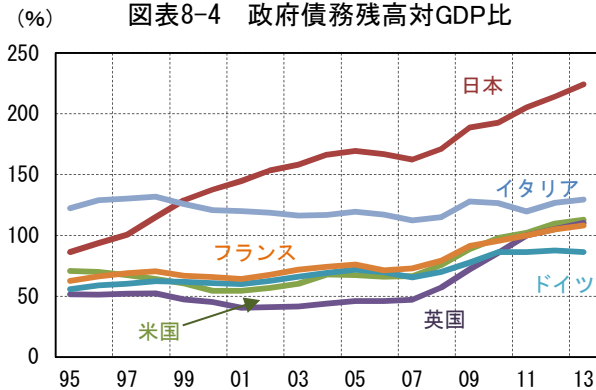
(備考) 1. 日本銀行より作成 2. 短期資金供給オペは国債買現先、短国買現先、手形買入オペ(共通担保資金供給オペ)合計

図表8-3 2000年代前半の量的緩和との比較



(備考) 日本銀行、総務省「消費者物価指数」より作成

図表8-4 政府債務残高対GDP比



(備考) 1. OECDより作成、2. 一般政府ベース (暦年)

図表8-5 出口戦略における論点

論点	詳細
インフレ、資産バブルのリスク	物価目標達成後も長期金利は景気実勢対比低めに推移する可能性
出口戦略に伴うコスト負担の問題	出口戦略に伴う長期金利上昇で日銀BS、PLが毀損した場合のコスト負担が不明瞭

(備考) 日本政策投資銀行作成



- ・本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：日本政策投資銀行と明記して下さい。
- ・本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部  
Tel: 03-3244-1840  
E-mail: report@dbj.jp