

日本総研記者勉強会

# 「“異次元緩和”からの“出口”局面に向けての 政策運営の課題」

2015年2月26日

株式会社日本総合研究所

調査部 上席主任研究員

河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

本レポートは、JRIレビュー 論文として、近日中に弊社ホームページにアップする予定です。

お問い合わせ先 : 調査部 上席主任研究員 河村 小百合

TEL : 03-6833-1577 E-MAIL : kawamura.sayuri@jri.co.jp

## 問題意識

- 物価上昇率2%の目標達成がなかなか見通せないなか、日銀は2014年10月末、追加緩和を実施
- 他方、大規模な資産買い入れ(LSAP: Large Scale Assets Purchases)を実施してきた、他の主要中銀の政策運営をみると、
  - Fedは2014年10月をもって、
  - BOEは2012年末をもって、  
それぞれ資産買い入れをすでに停止し、金融政策運営の「正常化(normalization)」に向けて、機を窺いつつあるところ
- LSAPからのいわゆる「出口」局面においては、いかなる状況が想定されるのか？
  - ①中央銀行は、どのような政策運営を迫られるのか
  - ②金融調節の実務面で、その実現可能性はいかほどか
  - ③中央銀行の財務運営面、ひいては当該国の財政運営にいかなる影響が及び得るのか
    - 他の主要中銀は、これらの点に関して、いかに検討し考えているのか
    - わが国のケースで想定される状況とはいかなるものか

# 構成

- 1. 大規模な資産買い入れ(LSAP)を実施してきた主要中央銀行の政策運営 ……5**
  - (1) 各中央銀行のこれまでの政策運営
  - (2) 問題の所在
  - (参考) 平時における中央銀行は、市場金利をどのようにして誘導してきたのか
  
- 2. 各中央銀行の資産ポートフォリオの現状 ……23**
  - (1) 各中央銀行の買い入れ資産の内容
  - (2) 「満期落ち」方式で可能な、資産規模の縮小ペース
  - (参考) ECBが2015年1月に打ち出した「資産買い入れの拡大」の設計
  
- 3. 「正常化」に向けての政策運営の考え方 ……36**
  - (1) 日銀の「量的緩和」終了時(2006年)の経験
  - (2) Fedにおける、今次緩和局面からの「正常化」に向けての検討内容

#### 4. 金利引き上げ誘導を先行させる場合の副作用とは(中央銀行の財務運営上、何が起こるか?) …42

- (1) 中央銀行は、巨額の準備預金を抱えながら、市場金利を引き上げ誘導できるのか?
- (2) 金利引き上げ誘導は、中央銀行の財務運営、ひいては政府の財政運営にどのような影響を及ぼすのか

#### 5. 今後、望まれる政策運営 …48

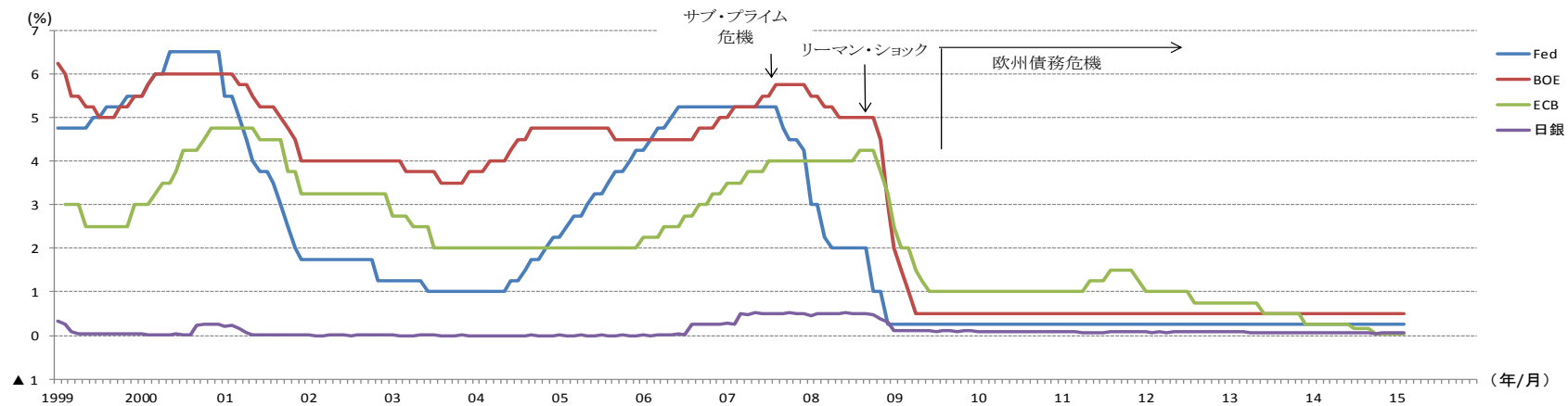
- (1) わが国に求められる政策運営
- (2) 中央銀行のマンデートとしての「物価安定」をいかにとらえるべきか

# 1. 大規模な資産買い入れ (LSAP) を実施してきた 主要中央銀行の政策運営

## (1) 各中央銀行のこれまでの政策運営

- 欧米の主要中央銀行は、2007年以降の世界的な金融危機発生後、政策金利を軒並み、ゼロ%近傍まで引き下げ
- 従来の伝統的な手段による金融政策運営の限界に直面するなか、当初は危機の収束のため、その後は経済の低迷状態からの脱却のため、連邦準備制度(Fed)とイングランド銀行(BOE)は、大規模な資産買い入れ(LSAP: Large Scale Asset Purchases)を実施。欧州中央銀行は独自のアプローチで銀行部門向けの資金供給を大幅に拡大する政策運営を行い、2015年入り後、「資産買い入れの拡大」(Expanded Asset Purchase Programme)を発表。

(図表1) 日米欧の主要中央銀行の政策金利の推移

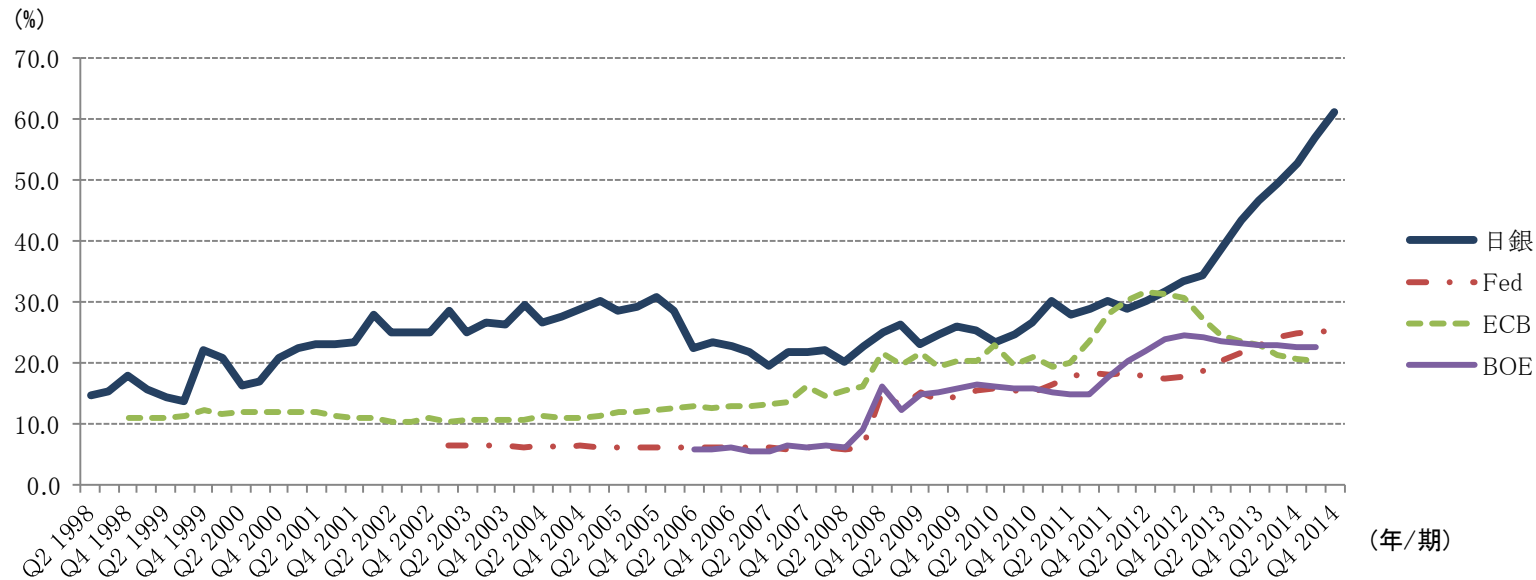


(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成。

(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank、日本銀行

- 2001年以降、量的緩和を実施し、2006年3月にこれを終了していた日銀は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」(QQE: Quantitative and Qualitative Monetary Easing)を実施
- これに伴い、各中央銀行の資産規模(名目GDP比)は大幅に拡大。とりわけ、日銀の規模は、2014年第4四半期に実に60%を超過し、突出。
  - ECBのみ、欧州債務危機が一服したことを受け、規模は危機前に近い水準にいったん縮小

(図表2) 日米欧の主要中央銀行の資産規模の推移



(資料) Datastream.

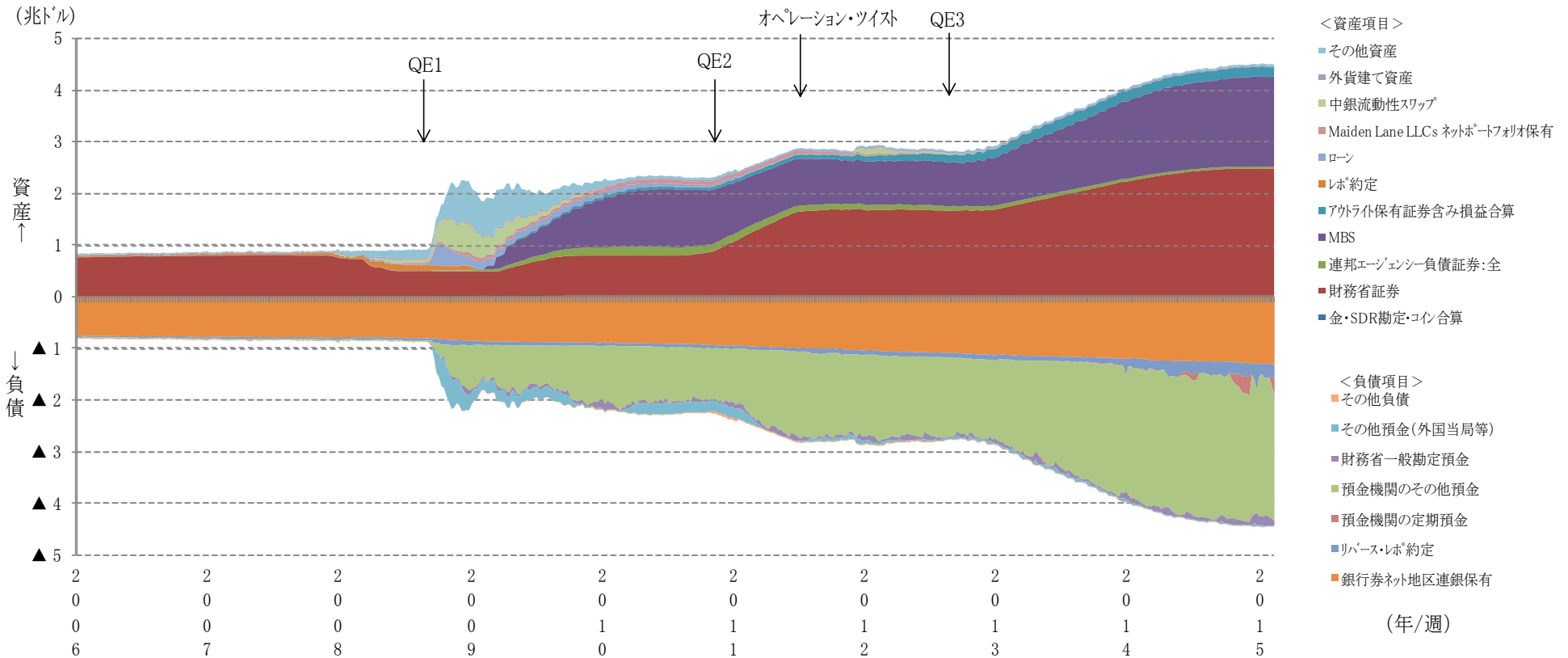
(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS.



## (Fedの政策運営)

- リーマン・ショック以降、Fedは①通称「QE1」、②「QE2」、③オペレーション・ツイスト、④「QE3」という4つの局面で、大規模な資産買い入れ(LSAP)を実施
- 「QE(量的緩和)」は通称。Fed自身は「LSAP」と呼称  
— 2000年代の日銀の量的緩和の経験を踏まえ、ベース・マネー(\*)の拡大それ自体を目標とはしない、旧来のマネタリストとは一線を画した政策運営  
(\* )中央銀行が供給する「銀行券 + 準備預金」
- フォワード・ガイダンスを併用
- 資産の新規買い入れは、2014年10月をもって停止

(図表3) 連邦準備制度のバランスシートの推移

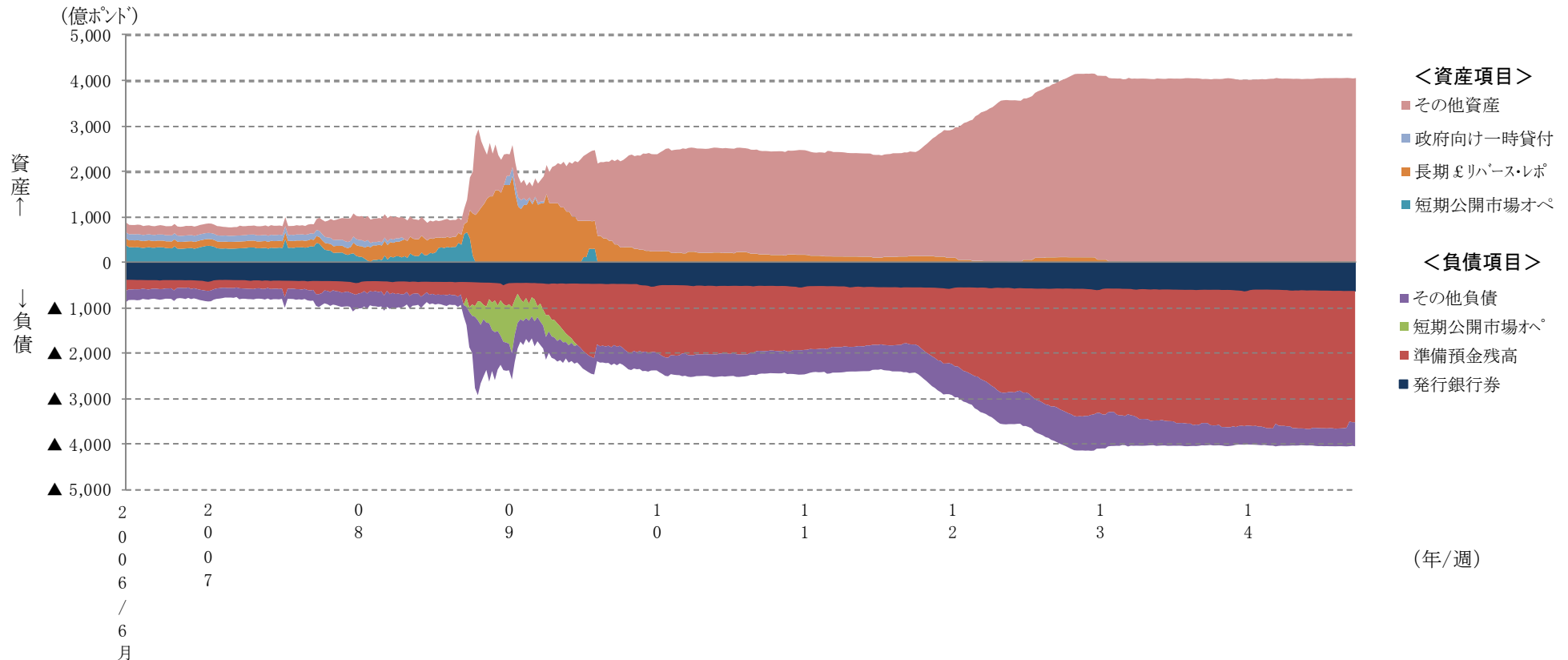


(資料) Federal Reserve Statistical Release, “Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)”のデータを基に日本総合研究所作成。

## (BOEの政策運営)

- 2009年1月、BOEの子会社として、資産買い取りファシリティ(APF: Asset Purchase Facility)を設立
- 同年2月より、英政府(Debt Management Office)が調達した資金でCP買い入れを開始
- 同年3月より、BOEからの貸出(原資は準備預金増)を財源に、国債買い入れを開始
- 2012年末をもって、資産の新規買い入れを停止
- カーニー新総裁就任後の2013年7月から、フォワード・ガイダンスも併用

(図表4) イングランド銀行のバランスシートの推移  
 (2006年6月～2014年9月)



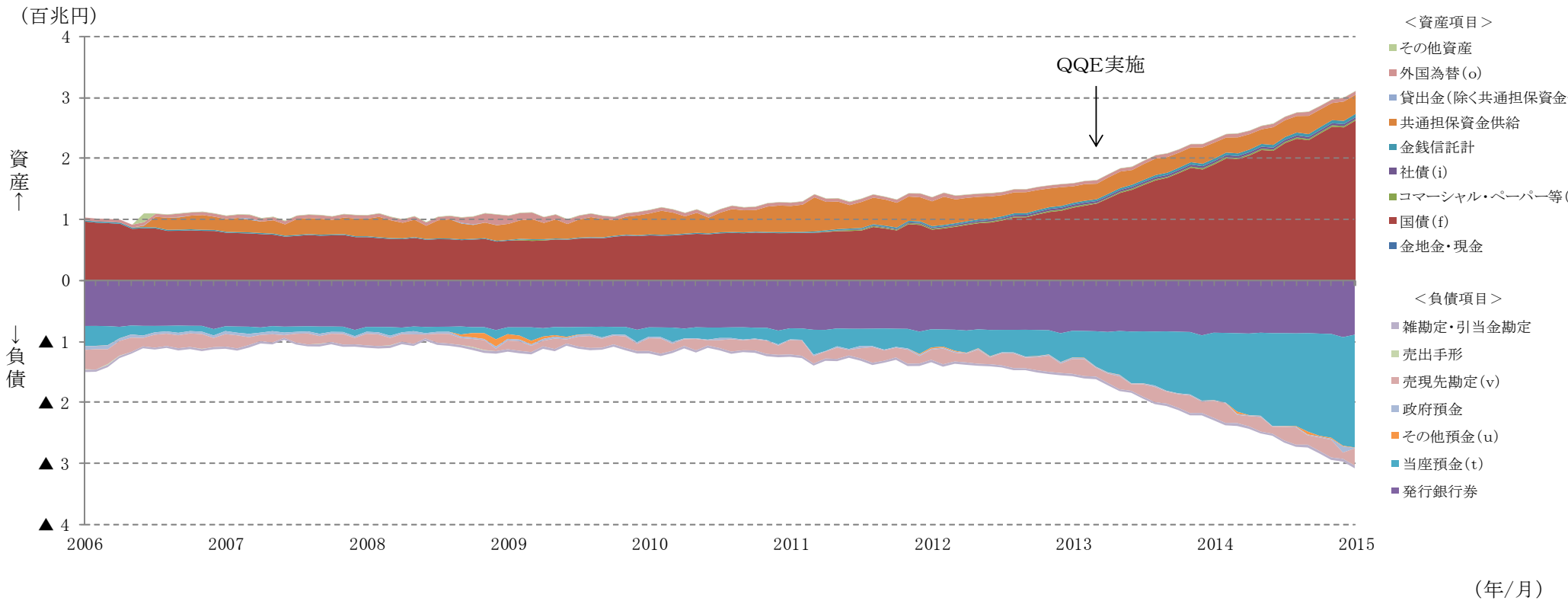
(資料) Bank of England Interactive Database, B Monetary financial institutions' balance sheets, income and expenditureのデータを基に日本総合研究所作成

(注) 2006年5月までと2014年10月以降の期間のデータは、統計計上方法の変更のため、本図の期間の計数とは接続しない。

## (日銀の政策運営)

- 2013年4月より、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を政府と共有したうえで、「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」ため、「量的・質的金融緩和(QQE)」を導入
  - 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更【Fed、BOE、ECBとの相違点】
  - マネタリーベース年間60～70兆円増に相当するペースで金融市場調節を実施
  - 長期国債は、保有残高年間50兆円増のペースで買い入れを実施
- ↓
- 2014年10月、追加緩和(「量的・質的金融緩和」の拡大)を実施
  - マネタリーベース増加額を拡大し、年間80兆円増のペースに
  - 国債保有残高増加額のペースも拡大し、年間80兆円増のペースに

(図表5) 日本銀行のバランスシートの推移



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』のデータを基に日本総合研究所作成。

## (2)問題の所在

- LSAPによる政策運営の終了後、各中央銀行は、かつての伝統的な手段(政策金利の上げ下げ=市場金利の政策目標水準への誘導)による金融政策運営の姿に、首尾よく戻ることができるのか？
- 戻ることが可能な場合、
  - それはどのような方法によるのか？
  - どの程度の期間を要するのか？
  - 何らかのコストが発生することはないのか？
- 戻ることが困難となった場合、
  - どのような事態に至る可能性があるのか？

## (参考) 平時における中央銀行は、市場金利をどのようにして誘導してきたのか

- 短期市場金利は、インターバンク(銀行間)市場において形成
  - インターバンク市場の参加者は限定
  - 中央銀行は、公開市場操作(オペ)等によって、インターバンク市場の資金需給をコントロール可能。短期金利が政策金利の水準に落ち着くように誘導可能
- インターバンク市場の資金需給を変化させる2つの要因：①銀行券、②財政資金
  - 中央銀行は、この2つの要因による資金需給の変化の見通しを立てながら、金融調節を実施し、市場金利を誘導
  - 中央銀行の3つの機能：①発券銀行、②銀行の銀行、③政府の銀行

(図表6) 中央銀行のバランスシート(概念図)

国債 その他資産 (貸出金等) 外貨資産	銀行券 民間銀行の保有する当座預金 政府の保有する当座預金
-------------------------------	-------------------------------------

(資料) 白川方明『現代の金融政策』日本経済出版社、2008年(p135)に日本総研が一部加筆して作成。



- 準備預金制度の意義

「準備預金制度」：民間銀行に対し、受け入れている預金の一定割合を、中央銀行当座預金の形で保有することを義務付ける制度  
当座預金残高は、「積み期間」中の平残として達成すればよい  
各営業日ごとの残高の振れは許容される

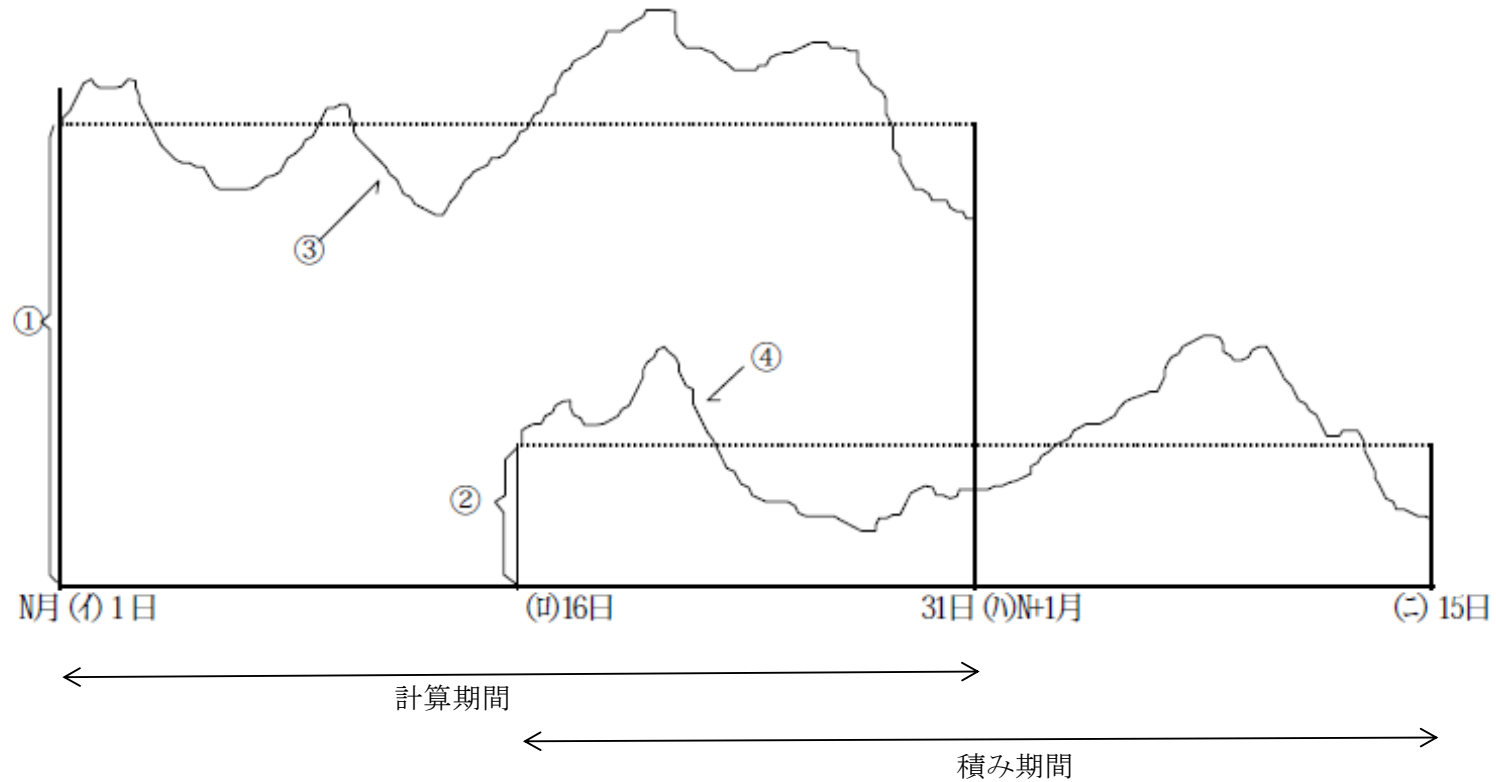
①インターバンク市場の参加者である銀行に、銀行券需要や財政資金需要以外でも、取引に参加するインセンティブを持たせる

②特定日に、各行に、予期せざる手許の資金繰りの急変や、資金需給全体の急変があった場合、当該日中に解決し切らなくてもすむメカニズムとする  
(積み最終日を除く)  
⇒市場金利の日々の変化が円滑に推移可能に

- 金融自由化以前の状況

政策金利を、市場金利の誘導方式に切り替えたのは1990年前後  
それまでは、短期金利も規制金利方式(日銀が日々設定)

(図表7) 日本の準備預金制度(概念図)



- (イ) 月初日
- (ロ) 16日
- (ハ) 月末日
- (ニ) 次の月の15日

- ① 計算期間の準備率適用対象債務の平均値
- ② 積み期間に保有する準備の平均 ( $\geq ① \times \text{準備率}$ )
- ③ 準備率適用対象債務の実際の残高
- ④ 準備の実際の残高

(資料) 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008年(p134)に日本総研が一部加筆して作成。

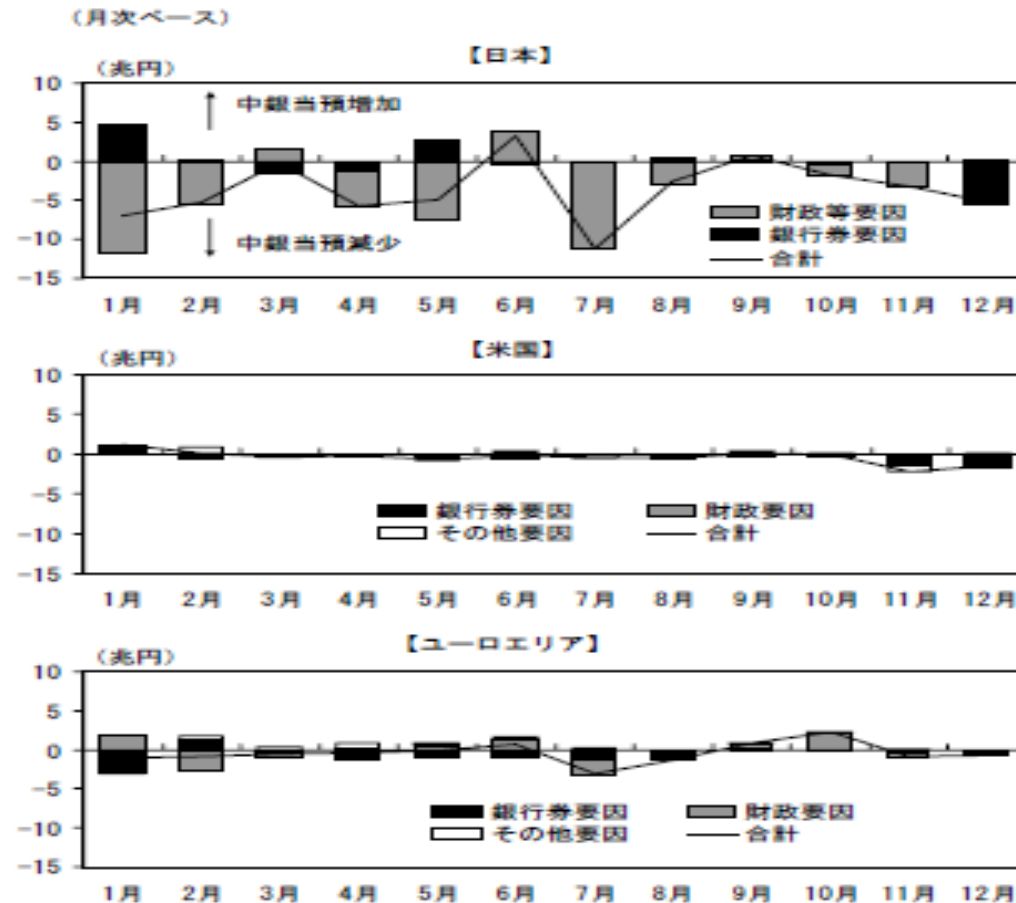
(原資料) 宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-3』日本銀行金融市場局、2000年2月14日

(図表8) 現行の準備預金制度における準備率  
 (1991年10月16日以降)

預金(*1)についての準備率 (%)									
銀行・長期信用銀行・信用金庫(*2) 指定勘定区分額(*3)								農林中央金庫 残高	
定期性預金(譲渡性預金を含む)				その他の預金				定期性預金(譲渡性預金を含む)	その他の預金
2兆5,000億円超	1兆2,000億円超 2兆5,000億円以下	5,000億円超 1兆2,000億円以下	500億円超 5,000億円以下	2兆5,000億円超	1兆2,000億円超 2兆5,000億円以下	5,000億円超 1兆2,000億円以下	500億円超 5,000億円以下		
1.2	0.9	0.05	0.05	1.3	1.3	0.8	0.1	0.05	0.1
債券の残高についての準備率		金銭信託(貸付信託を含む)元本の残高についての準備率	非居住者外貨債務の残高についての準備率(特別国際金融取引勘定にかかるものを除く)	居住者外貨預金の残高についての準備率(特別国際金融取引勘定にかかるものを除く)		非居住者円勘定にかかる債務の残高についての準備率(特別国際金融取引勘定にかかるものを除く)	特別国際金融取引勘定からその他の勘定への資金の振替にかかる金額の残高についての準備率		
銀行・長期信用銀行				定期性預金	その他の預金				
0.1		0.1	0.15	0.2	0.25	0.15	0.15		

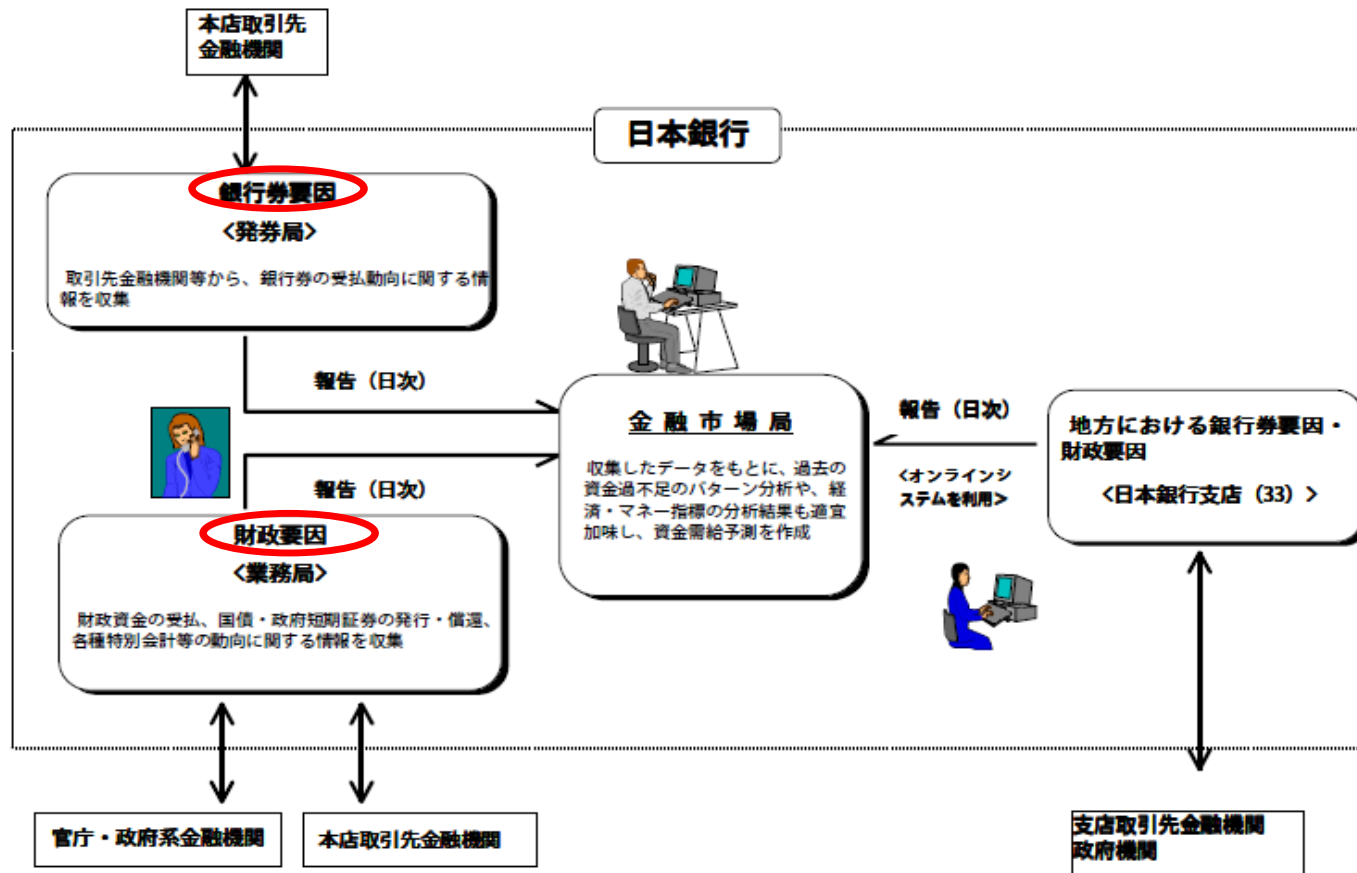
(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。  
 (原資料注\*1) 定期積金を含み、外貨預金および非居住者円預金ならびに特別国際金融取引勘定にかかる預金を除く。  
 (原資料注\*2) 信用金庫の適用先は年度末残高1,600億円超。  
 (原資料注\*3) 指定勘定区分額500億円以下の金額に対しては、準備率を設定していない。

(図表9) 銀行券や財政資金等が中央銀行の当座預金残高に与える影響  
(2005年中 = 各中銀のLSAP採用前)



(資料) 日本銀行企画局『主要国の中央銀行における金融調節の枠組み』、2006年6月、p4  
(原資料注1) 米国については、前月最終水曜日の残高と当月最終水曜日の残高との差額、ユーロエリアについては、前月中に終了する積み期間の最終日の残高と当月中に終了する積み期間の最終日の残高との差額。  
(原資料注2) 為替レートは2005年中の平均レート(\$1=¥110.20=€0.8037)で換算。

(図表10) 資金需給変動要因の予測プロセス



(資料) 宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-3』日本銀行  
金融市場局、2000年2月14日に日本総研が一部加筆して作成。

- 現在のインターバンク市場の状況  
多額のマネタリーベースの供給を放置すれば、短期金融市場の機能が潰滅  
⇒日銀は2008年10月から「補完当座預金制度」を導入し、超過準備に付利(0.1%)  
することにより、インターバンク市場の巨額の資金余剰を吸収して、ごくわずかな  
プラス幅の短期金利水準となるように市場を誘導

(\*)補完当座預金制度の適用金利：市場金利の下限を画することを想定  
「金融機関には、短期の市場金利が補完当座預金制度の適用利率より高い限り、  
極力市場取引を通じて資金を運用しようとする誘因が働きます。同時に、何らか  
の理由により短期の市場金利がこの範囲を超えて低下する場合には、いつでも  
補完当座預金制度を利用できることが予め明確になっているため、結果として、  
補完当座預金制度の適用利率が短期の市場金利の下限を画することが期待  
されます。」

(日本銀行「Q 補完当座預金制度とは何ですか？」  
日本銀行ホームページ掲載資料)

⇒実際には、無担保コール0/Nのレートは、同金利を下回る状態が継続

(図表11)わが国の無担コールオーバーナイト金利の推移

(%)

年末		2014年中の 月末	
1995	0.46	1	0.071
96	0.44	2	0.072
97	0.47	3	0.044
98	0.32	4	0.065
99	0.05	5	0.069
2000	0.20	6	0.058
2001	0.002	7	0.065
2002	0.002	8	0.070
2003	0.001	9	0.029
2004	0.002	10	0.060
2005	0.004	11	0.067
2006	0.275	12	0.066
2007	0.459		
2008	0.103		
2009	0.094		
2010	0.079		
2011	0.075		
2012	0.076		
2013	0.068		
2014	0.066		

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』。

(注) 日本銀行は、超過準備に付利(0.1%)する「補完当座預金制度」を2008年10月に時限措置として導入。2009年10月に当分の間延長することを決定。

## 2. 各中央銀行の資産ポートフォリオの現状



# (1)各中央銀行の買入れ資産の内容

## (Fed)

- 当初は金融危機への対応のため、LSAPを開始したため、米国債(財務省証券)以外にも、同国の住宅金融市場を下支えするため、多額のMBS(モーゲージ担保証券)や米連邦エージェンシー債(ファニーメイ債やフレディマック債など)を保有

(図表12)連邦準備制度の資産の内訳

(百万ドル)

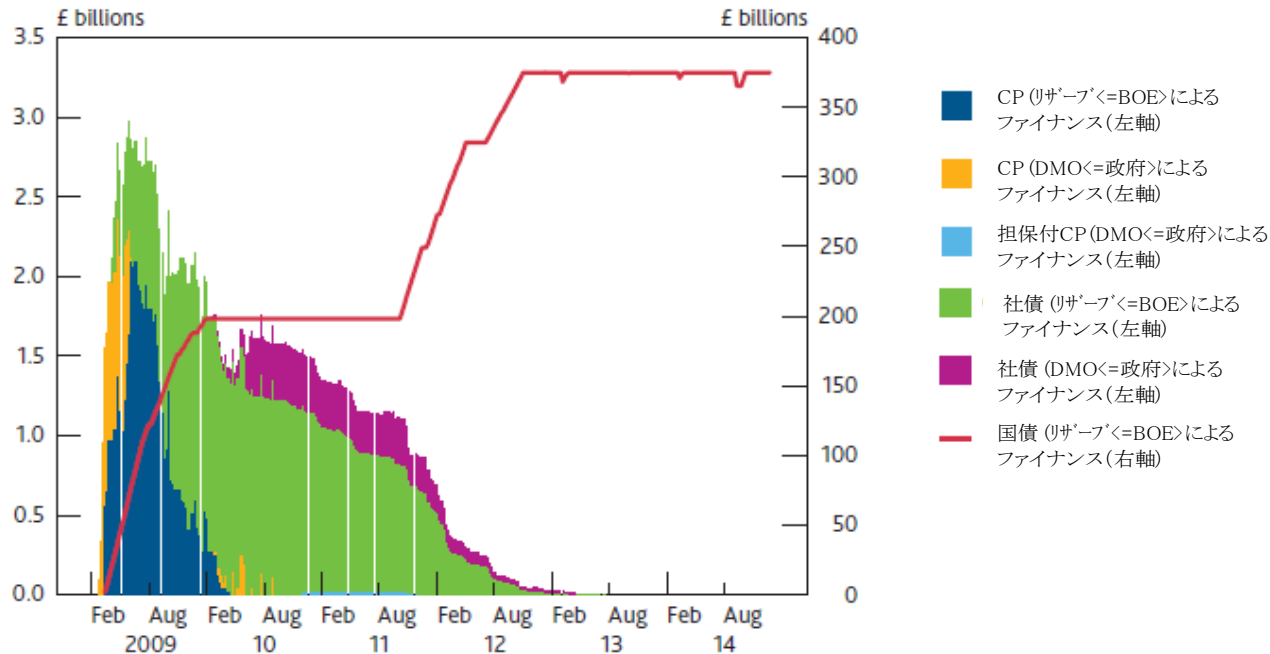
金	11,037
SDR	5,200
硬貨	1,928
証券および貸出	4,437,383
買入れ(アウトライト保有)証券	4,249,065
米財務省証券	2,460,944
短期証券	0
名目利付中期債・長期債	2,346,712
インフレ連動中期債・長期債	98,469
インフレ補償	15,764
連邦エージェンシー負債証券	37,588
モーゲージ担保証券	1,750,532
アウトライト保有証券の含み益	206,458
アウトライト保有証券の含み損	▲ 18,295
レボ約定	0
貸出	155
Maiden Lane LLCのネット・ポートフォリオ保有	1,680
Maiden Lane LLC IIのネット・ポートフォリオ保有	0
Maiden Lane LLC IIIのネット・ポートフォリオ保有	0
TALF LLCのネット・ポートフォリオ保有	0
回収中の債権	243
銀行施設	2,262
中央銀行流動性スワップ	10
外貨建て資産	20,557
その他資産	32,636
合計	4,512,936

(資料)FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, January 22, 2015.

## (BOE)

- 金融危機当初は、CPや社債等の民間資産を買い入れるも、その後は期落ちに任せる形で残高は減少し、2013年頃からはAPFの殆どを英国債(ギルト債)が占める形

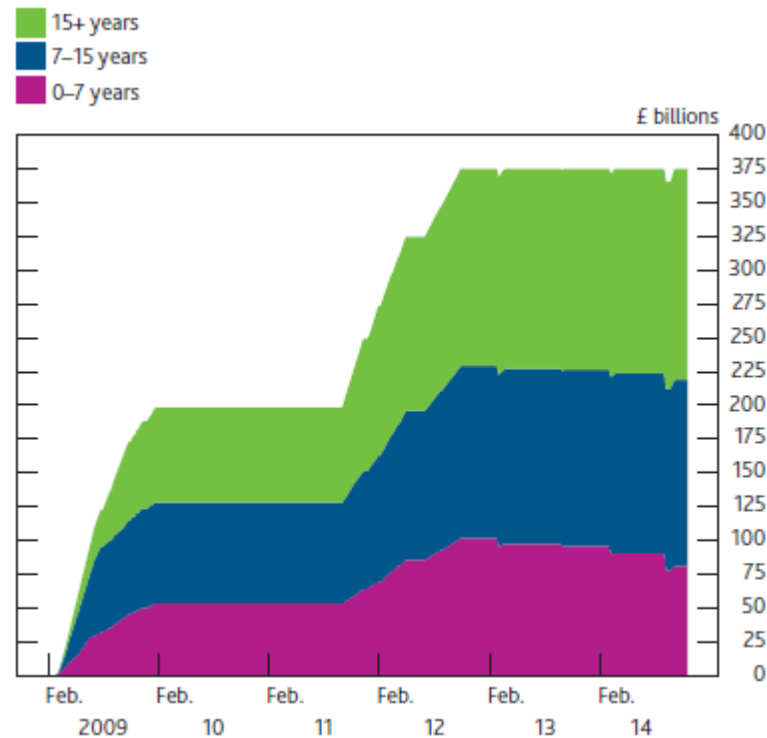
(図表13) イングランド銀行のAPFにおける買い入れ資産の内訳別推移



(資料) Bank of England, *Asset Purchase Facility Quarterly Report 2014 Q4*, January 26, 2015.

- 買い入れた英国債(ギルト債)の満期別内訳をみると、「短～中期ゾーン」、「長期ゾーン」、「超長期ゾーン」におおむね均等に配分。うち、「超長期ゾーン」がやや厚め

(図表14) イングランド銀行がAPFにおいて買い入れた英国債の満期別残高の推移



(資料) Bank of England, *Quarterly Bulletin 2014 Q4*, December 8, 2014, p442.

(原資料注1) カウンターパーティに支払われる収益は決済ベース。

(原資料注2) 残存満期は買い入れ日時点のもの。

## (日銀)

- 日銀は、保有する国債の銘柄別残高のデータを開示
  - もっとも、それらから試算する限り、日銀が保有する国債が発行残高全体に占めるシェア(対落札・割当額)は3割程度に到達(後掲図表15)
    - これを銘柄別にみれば、日銀の保有シェアが相当に高いものも少なくない
- 【参考資料1】
- ECBが2015年3月から開始する「資産買い入れの拡大」のプログラム設計(後述)とは大きな相違

## (2)「満期落ち」方式で可能な、資産規模の縮小ペース

- 各中央銀行とも、いったん買い入れた国債等の資産を、売りオペで売却することは現実的には困難
  - 市場の長期金利への影響
  - 市場金利の上昇局面で売却する場合、中銀にキャピタル・ロスが発生
- すでに、LSAPによる資産の新規買い入れを停止しているFed、BOEとも、買い入れ資産ポートフォリオの残高を横ばいで維持するため、満期到来分の再投資を実施中
  - 今後、この再投資の停止によって、満期落ちによる、緩やかなペースでの資産規模の縮小を図ることが現実的か
- 各中央銀行が保有するポートフォリオ内の、各資産の加重平均での平均残存期間(≡デュレーション)を算出できれば、「満期落ち」方式による資産規模半減までの所要期間を把握することが可能に
  - 各中銀の保有する国債の、平均残存期間を、各中銀の公表データを基に試算すれば
    - 日銀 : 5.6年
    - BOE : 12.07年
    - Fed : 9.4年(詳細なデータの開示がないため、米財務省の満期別国債残高データから大まかに試算)

(図表15) 日本銀行による利付国債の保有内訳と残存年数概算

種類	保有残高 (億円)	シェア (対落札・割当額、%)	残存年数概算 (加重平均、年)
2年債	236,042	39.7	0.5
5年債	570,838	42.3	2.0
10年債	766,052	33.4	5.6
20年債	318,417	23.1	11.2
30年債	58,613	13.7	25.0
40年債	16,698	18.6	37.7
変動利付債	46,584	11.1	3.8
物価連動債	12,842	12.5	1.9
合計	2,026,086	30.4	5.6

(資料) 日本銀行金融市場局『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』2015年1月22日、財務省『国債の入札結果』2014年3月31日現在、財務省『入札カレンダー』を基に日本総合研究所作成。

(注) 国債の発行規模は発行時点ベースで算出。その後の買い入れ償却入札や流動性供給入札による変動分を含まない。

(図表16) イングランド銀行がAPFで保有する名目利付国債の内訳と残存年数概算

ISINコード	銘柄	残存期間概算 (年)	総買い入れ額 (百万 円)	ISINコード	銘柄	残存期間概算 (年)	総買い入れ額 (百万 円)
GB0033280339	UKT_4.75_070915	0	15,093	GB00BHBFBH458	UKT_2.75_070924	9	2,005
GB0008881541	UKT_8_071215	0	4,716	GB0030880693	UKT_5_070325	10	17,066
GB00B3QCG246	UKT_2_220116	1	7,981	GB00B16NNR78	UKT_4.25_071227	12	17,259
GB00B0V3WX43	UKT_4_070916	1	11,042	GB0002404191	UKT_6_071228	13	8,152
GB00B3Z3K594	UKT_1.75_220117	2	11,156	GB00B24FF097	UKT_4.75_071230	15	12,925
GB0008931148	UKT_8.75_250817	2	4,576	GB0004893086	UKT_4.25_070632	17	14,487
GB00B7F9S958	UKT_1_070917	2	3,586	GB00B52WS153	UKT_4.5_070934	19	8,475
GB00B1VWPC84	UKT_5_070318	3	15,766	GB0032452392	UKT_4.25_070336	21	5,942
GB00B8KP6M44	UKT_1.25_220718	3	2,871	GB00B00NY175	UKT_4.75_071238	23	8,157
GB00B39R3F84	UKT_4.5_070319	4	17,387	GB00B3KJDS62	UKT_4.25_070939	24	6,547
GB00BDV0F150	UKT_1.75_220719	4	2,755	GB00B6460505	UKT_4.25_071240	25	7,520
GB00B4YRFP41	UKT_3.75_070919	4	11,510	GB00B1VWPJ53	UKT_4.5_071242	27	7,302
GB00B058DQ55	UKT_4.75_070320	5	14,125	GB00B84Z9V04	UKT_3.25_220144	29	1,959
GB00BN65R198	UKT_2_220720	5	0	GB00BN65R313	UKT_3.5_220145	30	180
GB00B582JV65	UKT_3.75_070920	5	4,699	GB00B128DP45	UKT_4.25_071246	31	4,983
GB0009997999	UKT_8_070621	6	11,285	GB00B39R3707	UKT_4.25_071249	34	5,208
GB00B4RMG977	UKT_3.75_070921	6	7,099	GB00B6RNH572	UKT_3.75_220752	37	6,693
GB00B3KJDQ49	UKT_4_070322	7	23,291	GB00B06YGN05	UKT_4.25_071255	40	8,150
GB00B7L9SL19	UKT_1.75_070922	7	3,292	GB00B54QLM75	UKT_4_220160	45	7,455
GB00B7Z53659	UKT_2.25_070923	8	2,758	GB00BBJNQY21	UKT_3.5_220768	53	381
					合計		325,831
					加重平均残存期間	12.07	

(資料) Bank of England, “APF Gilt Purchases in Nominal Terms”の計数を基に日本総合研究所作成。

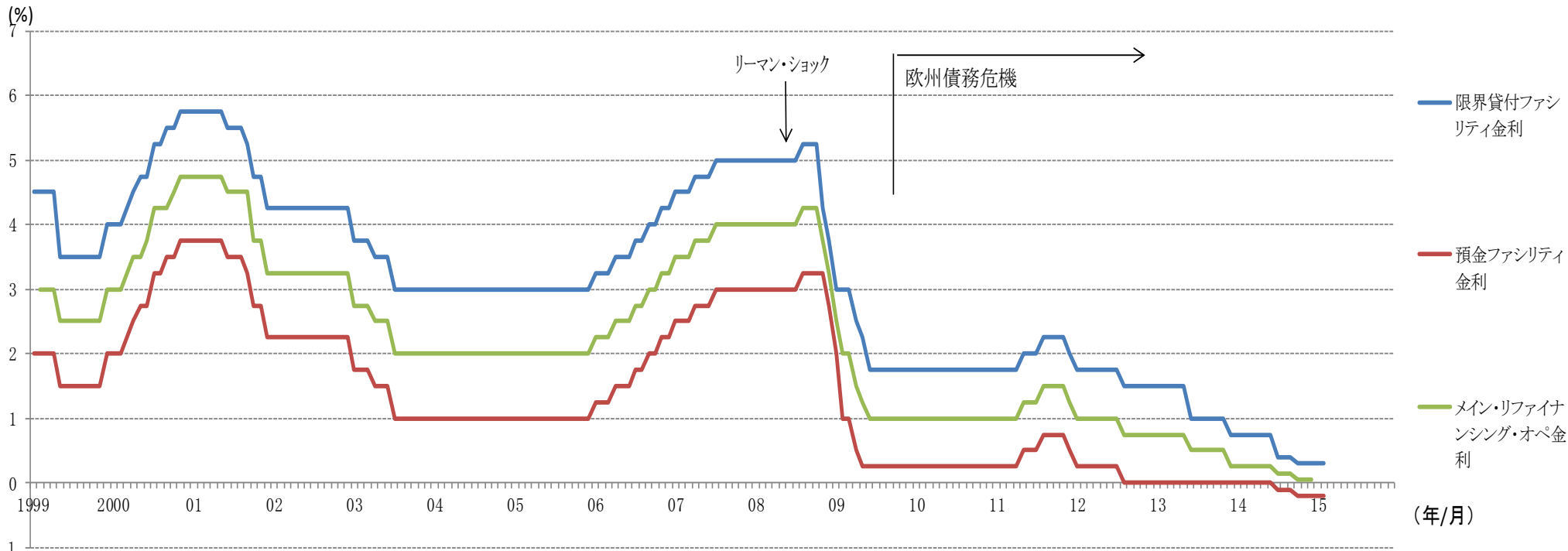
## (参考) ECBが2015年1月に打ち出した「資産買い入れの拡大」の設計

- 2015年3月から、国債の買い入れオペを開始
- 月600億ユーロのペースで、少なくとも2016年9月まで実施。ただし、この規模は、すでに実施している他の資産買い入れプログラム分 (ABSPP、CBPP) との合算ベース
- 資産買い入れのうち20%相当は損失負担を各国中銀で分担
  - 12%は各国中銀による、欧州機関発行証券の買い入れ分
  - 8%はECBが保有する、追加の資産買い入れ分
  - これ以外の80%相当は損失分担なし = ユーロシステム全体として負担
- マネタリー・ファイナンス排除のため、買い入れ債券の上限額について、
  - ①発行体ごとに33%
  - ②各銘柄ごとに25%、  
という厳格なシーリングを設定
  - すでにSMPによる買い入れ残高が①発行者上限の33%を超過しているギリシャに関しては、ユーロシステム保有債券の満期が到来する2015年7月まで、適格要件の充足いかんにかかわらず、国債の買い入れは不可能



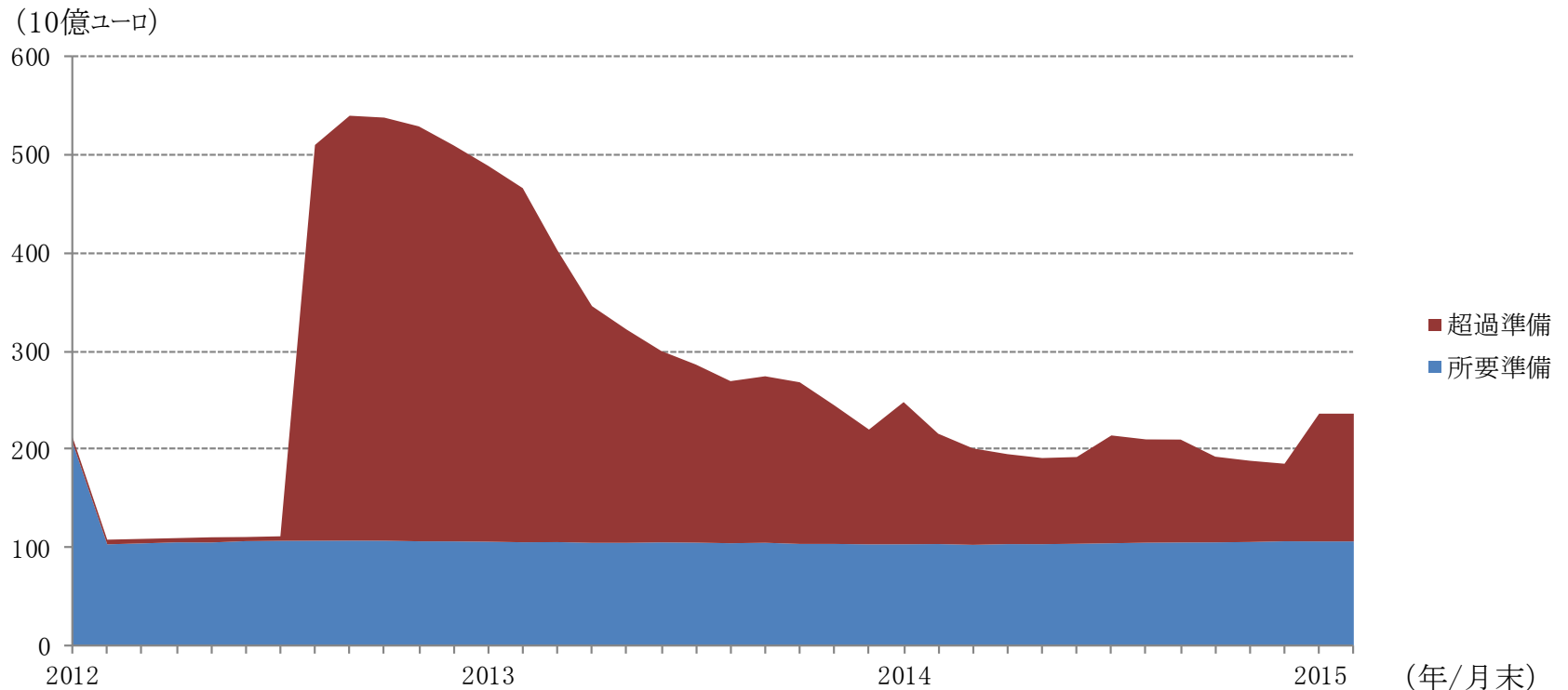
- ECBの場合、3本の政策金利のうち、預金ファシリティ金利はすでにマイナスに設定(図表17)
  - ＝LSAPを実施しても、超過準備の発生を極力回避しようとするプログラム設計
  - － 足許の超過準備は、実際に2012年当時よりも減少(図表18)
- 効果の経路 : 引き続き、欧州の銀行システム中心のメカニズムが前提。  
ドラギ総裁の説明では、「長期金利の低下」や「インフレ期待への働きかけ」には言及せず  
ECBが民間銀行から国債を買い入れ  
⇒ 民間銀行は応分の流動性を獲得  
⇒ 当該流動性を、超過準備としてユーロシステムに預ける場合には、ペナルティが賦課される設計。民間銀行側が貸し出しに回す強いインセンティブが作用
  - － 欧州大陸諸国では、国債買い入れオペにどの程度の応札があるかを懸念する声も
- 日銀のLSAP(「量的・質的金融緩和<=QQE>」)とはかなり異なる政策運営のスキームとみることが可能

(図表17) ECBの3本の政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成。  
(原資料) European Central Bank.

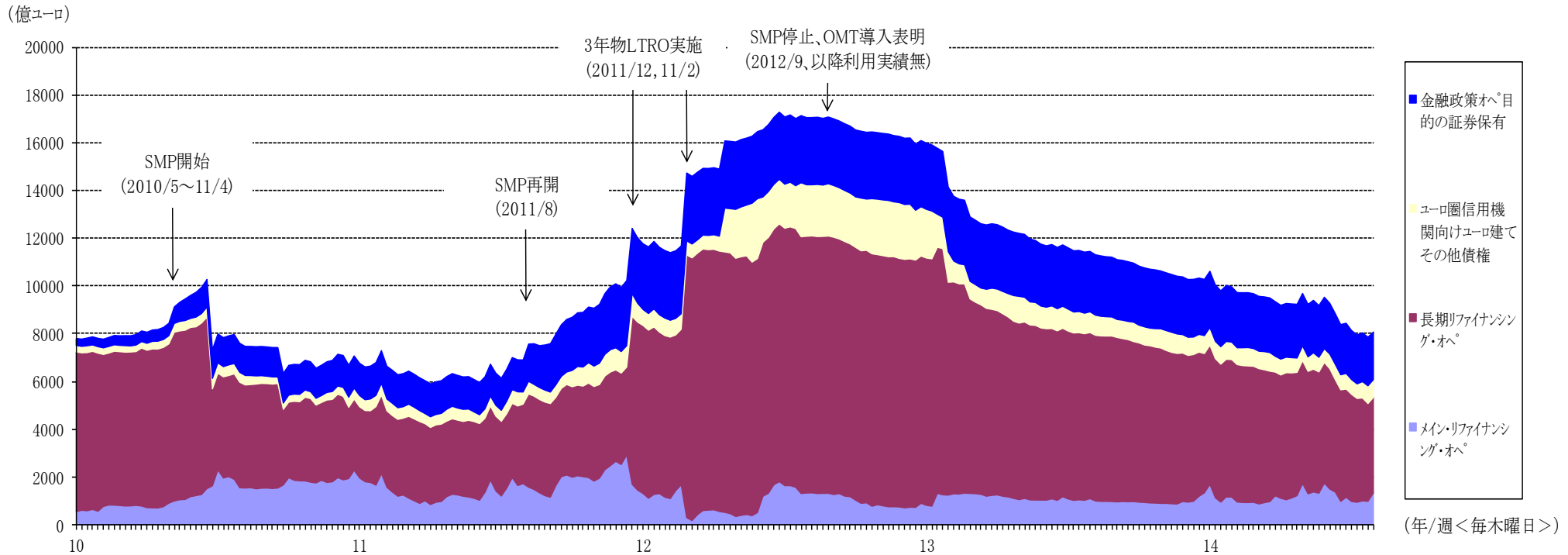
(図表18) ECBの準備預金の推移



(資料) ECB, *Statistical Bulletin* データを基に日本総合研究所作成。

(注) 2012年夏には、超過準備残高の急増(7月46億ユーロ→8月4,032億ユーロ)が認められるが、これは欧州債務危機の深刻化を映じたものとみられる。ちなみに同年6月にはギリシャの再度の総選挙が実施され、7月にはドラギECB総裁が「われわれのマンダートのなかで、ECBはユーロを守るために、やれることは何でもする」と発言し、9月にはOMTのスキームが発表された。

(図表19) ユーロシステムの主な資金供給手段による供給残高の推移



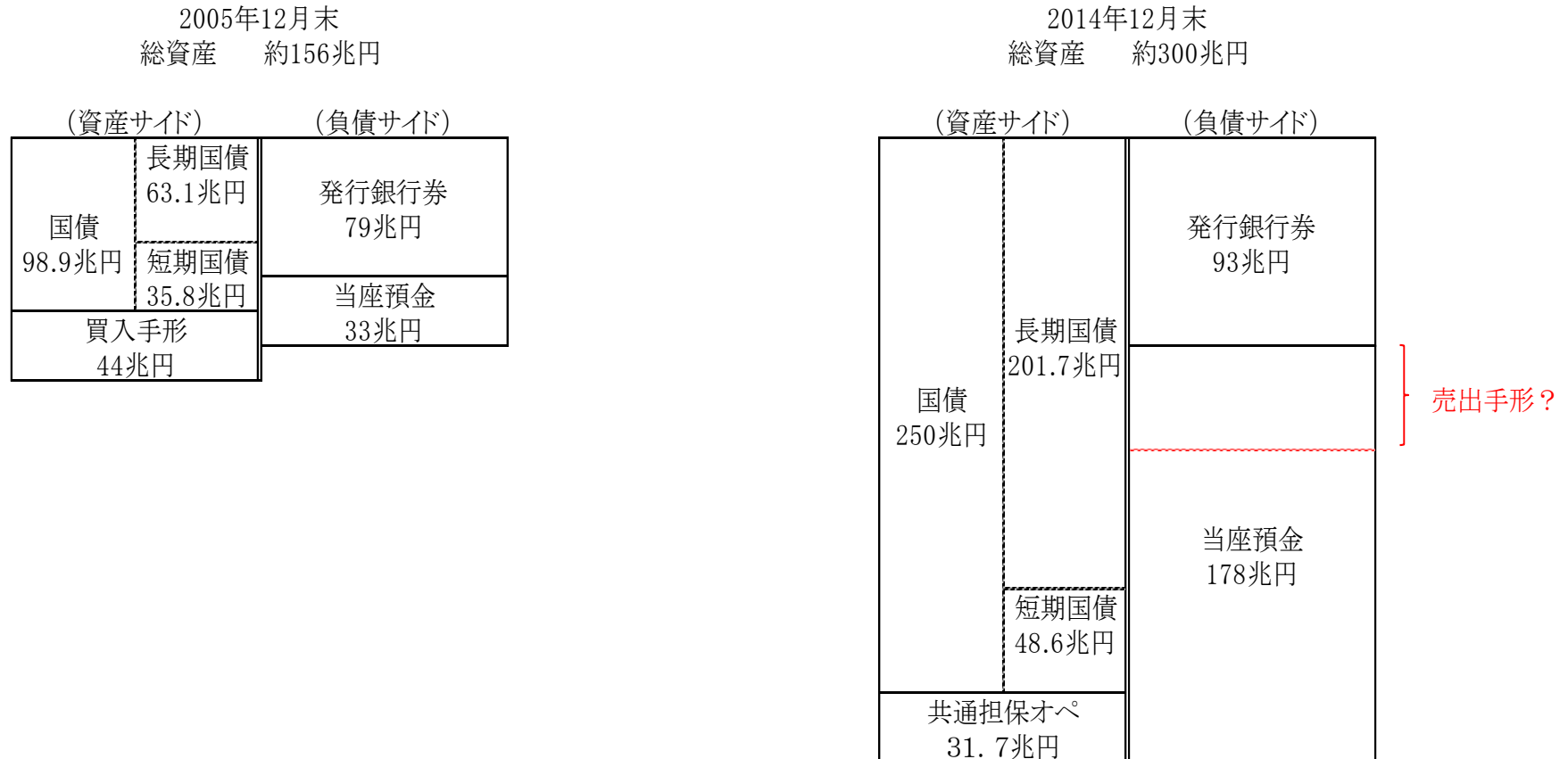
(資料) ECB, Monthly Bulletin 各号の計数を基に日本総合研究所作成.

### 3. 「正常化」に向けての政策運営の考え方

## (1) 日銀の「量的緩和」終了時(2006年)の経験

- 「量的緩和」時には、日銀は「**銀行券ルール**」を遵守  
「長期国債保有残高」<「銀行券発行残高」
- 2006年3月の量的緩和「終了」後は、買い入れ手形オペのロール・オーバー停止によってインターバンク市場の余剰資金を約4カ月で吸収。
- 2006年7月には、無担コールO/Nのレートを0.25%への引き上げが可能に

(図表20) 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較  
 (2005年末、および2014年末)



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に日本総合研究所作成。

(注) 大まかな見取り図のため、資産・負債各項目の和は、必ずしも総資産規模に一致しない。

## (2) Fedにおける、今次緩和局面からの「正常化」に向けての検討内容

- 「QE3」実施前の2011年6月のFOMCから「正常化戦略」の原則に関する検討を開始
  - －一般的な原則と手段を定める
- 「QE3」実施中の2012年12月のFOMCでは、事務方から、「正常化」局面(=金利上昇局面)において、Fedが低金利時に買い入れた証券を売却していくことに伴う収益悪化の見通しを呈示
- このFOMCにおいては、LSAP継続によるベネフィットとともに、潜在的なコストやリスクも議論
  - －ベネフィット : 長期金利の下押しによる景気回復の下支え
  - －潜在的なコスト・リスク : インフレ期待の高まりを招来しかねず  
将来的な金融政策の遂行に支障  
→金融緩和からの脱却を複雑なものに  
正常化の過程では、Fedの純利益や財務省への納付金に相当な影響  
さらなる買い入れ継続は、市場の機能や金融の安定にマイナスの影響



- 2013年5月、バーナンキ前議長議会証言  
「LSAP」による債券買い入れ幅の段階的な縮小を近々開始すると予告  
→市場は動揺、長期金利は跳ね上がり
- 2013年6月のFOMC、「正常化戦略」の原則を再度、検討  
－前回の検討時(2011年6月)とは、FedのB/Sの規模や内容が大きく変化  
→計画を改定
- 2013年9月～、FRBNYは、FOMCの指示を受け、「リバースレポ・オペ」の試行を開始  
－LSAPで買い入れた債券を売却することなく、市場金利の引き上げ誘導ができるかどうか  
－リバースレポ・オペ：Fedが保有する証券を、買い戻し条件付きで一時的に市場に売却し、資金を吸収
- 2014年1月～、毎月ではないが、1回当たり100億ドルずつの、債券買い入れ金額の減額を開始
- 2014年4月、6月、7月のFOMCにおいて、「正常化戦略」の検討を重ねる
- 2014年9月のFOMC終了後、「正常化戦略」の基本方針を公表(図表21)
- 2014年10月のFOMC、QE3による債券買い入れを、10月をもって停止することを決定

## (図表21) Fedの「正常化戦略」の内容

- FOMCは、最大雇用の達成と物価安定という規程上のマニフェストが促進されるようにするため、政策正常化-FFレートと他の短期金利を、よりノーマルな水準に引き上げ、Fedの証券保有を減らすという意味のあるステップ-のタイミングとペースを決定する。
  - 経済状況と見通しによって、金融緩和の度合いを弱めることが正当化されるようになれば、FOMCはFFレートのターゲット・レンジを引き上げる。
  - 正常化の過程において、FOMCが設定するターゲット・レンジにFFレートを誘導するための主な手段として、Fedは超過準備に対する付利水準の調整を用いる。また、FOMCは、必要な限りにおいて、オーバーナイト・リバースレポ・ファシリティや他の補完的な手段を用いるが、FFレートのコントロールにもはや必要でなくなれば、フェーズ・アウトすることになる。
- FOMCは、Fedが保有する証券を、段階的かつ予見可能な方法で減らしていくことを企図しているが、それは主として、SOMA(システム公開市場勘定)のなかで保有する証券の元本の再投資を停止することによって達成する。
  - FOMCは、再投資の停止ないしフェージング・アウトの開始を、FFレートのターゲット・レンジの引き上げを行った後に開始する。そのタイミングは、今後、経済・金融条件や経済見通しが今後どのようになるのか次第である。
  - FOMCは現在、正常化プロセスの一部として、エージェンシーのMBSを売却することは想定していないが、長い目で考えれば、残高を減少させたり皆無とするために、限定的に売却を行うことはあり得る。そのような何らかの売却を行う場合、そのタイミングとペースは、事前に公表される。
- FOMCとしては、Fedは長期的には、金融政策を効率的かつ効果的に運営するうえで必要なだけきっちりの証券を保有するつもりである。主として財務省証券を保有することとなり、そうすることによって、経済の各セクターへの信用の割り当てに対するFedの保有の影響を最小化することができる。
- FOMCは、この政策正常化のアプローチの詳細について、経済・金融情勢の観点から調整するつもりである。

(資料) Federal Reserve press release, “Policy Normalization Principles and Plans”, September 17, 2014を基に日本総合研究所作成。

## 4. 金利引き上げ誘導を先行させる場合の副作用とは (中央銀行の財務運営上、何が起こるか?)

## (1)中央銀行は、巨額の準備預金を抱えながら、市場金利を引き上げ誘導できるのか？

(Fedの戦略－2014年6月のFOMCで詳細に検討、【参考資料2、3】)

- IOER (超過準備への付与金利)の引き上げ誘導にまず着手
  - －そのための手段は
    - ①ONRRP (オーバーナイト・リバース・レポ・ファシリティ)  
⇒日銀の「売出手形」に相当
    - ②TD (ターム預金ファシリティ)など  
⇒日銀の「補完当座預金制度」に相当
- ただし、政策運営の順番として、「資産の再投資 (=ロール・オーバー) 停止」が先か、「IOERの引き上げ誘導」が先か、は、この時点ではFOMC内でも見解が二分
  - －同年9月に公表した「正常化戦略」の段階では、「IOERの引き上げ誘導」を先に実施した後、「資産の再投資 (=ロール・オーバー) 停止」を行う旨を表明
- FOMCとして、IOERの引き上げ誘導がうまくできない局面も想定。とりわけ、金融市場にストレスがかかる局面。インターバンクの資金が準備預金に集中してしまう可能性あり。その際、「管理(規制)金利 (administered rate)」を導入の必要も含め、FOMCで議論の対象に

## (2) 金利引き上げ誘導は、中央銀行の財務運営、ひいては政府の財政運営にいかなる影響を及ぼすのか

- 「準備預金金利への付利水準の引き上げ」もしくは、これと同水準の金利がついた「売出手形」を振り出せば、金融引き締めは可能となっても、中央銀行としての収益の源泉である、「資産金利」マイナス「負債金利」の「利ざや」が縮小せざるを得ないことに
- 各中央銀行が資産サイドで保有する国債の加重平均利回りを試算すれば、  
日銀：0.91%  
BOE：4.36%
- Fedに関しては、公表データがないため試算困難ながら、過去の同国の長期金利の推移に鑑みれば、BOEのケースとほぼ同程度の利回りを確保している可能性
- わが国の場合、日銀による短期金利の引き上げ誘導の余地はかなり乏しく、場合によっては日銀自身が「逆ざや」となり、政府の財政運営に大きな財政負担をかける事態に至る可能性も否定できず

(図表22) 日本銀行が保有する利付国債の加重平均利回り(2015年1月20日現在)  
 (図表15に加筆し再掲)

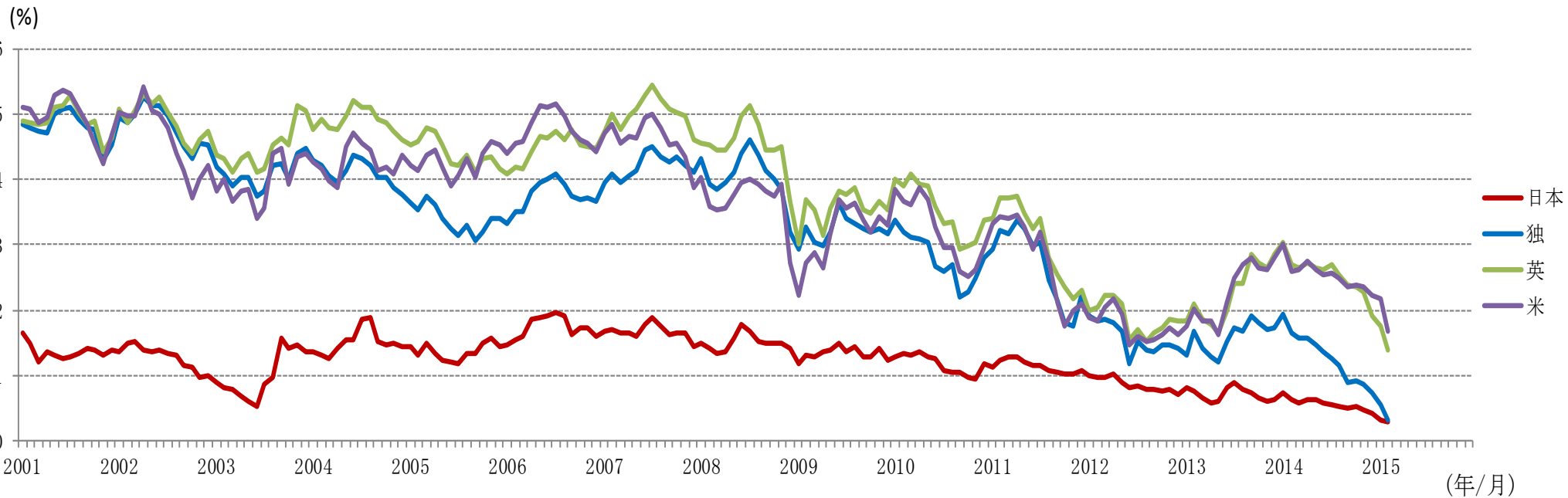
種類	保有残高 (億円)	シェア (対落札・割当額、%)	残存年数概算 (加重平均、年)	表面利率 (加重平均、%)
2年債	236,042	39.7	0.5	0.10
5年債	570,838	42.3	2.0	0.29
10年債	766,052	33.4	5.6	1.05
20年債	318,417	23.1	11.2	2.05
30年債	58,613	13.7	25.0	1.98
40年債	16,698	18.6	37.7	1.91
変動利付債	46,584	11.1	3.8	-
物価連動債	12,842	12.5	1.9	-
合計	2,026,086	30.4	5.6	0.91

(資料) 日本銀行金融市場局『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』2015年1月22日、財務省『国債の入札結果』2014年3月31日現在、財務省『入札カレンダー』を基に日本総合研究所作成。

(注1) 国債の規模は発行時点ベースで算出。その後の買い入れ償却入札や流動性供給入札による変動分を含まない。

(注2) 表面利率は、変動利付債と物価連動債を除くベースでの加重平均。

(図表23) 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Datastream.

(図表24) イングランド銀行がAPFで保有する名目利付国債の内訳  
 (図表16に加筆し、再掲)

ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買入れ額(百万 円)	ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買入れ額(百万 円)	
GB0033280339	UKT_4.75_070915	4.75	2015	0	15,093	GB00BHBFBH458	UKT_2.75_070924	2.75	2024	9	2,005	
GB0008881541	UKT_8_071215	8.00	2015	0	4,716	GB0030880693	UKT_5_070325	5.00	2025	10	17,066	
GB00B3QCG246	UKT_2_220116	2.00	2016	1	7,981	GB00B16NNR78	UKT_4.25_071227	4.25	2027	12	17,259	
GB00B0V3WX43	UKT_4_070916	4.00	2016	1	11,042	GB0002404191	UKT_6_071228	6.00	2028	13	8,152	
GB00B3Z3K594	UKT_1.75_220117	1.75	2017	2	11,156	GB00B24FF097	UKT_4.75_071230	4.75	2030	15	12,925	
GB0008931148	UKT_8.75_250817	8.75	2017	2	4,576	GB0004893086	UKT_4.25_070632	4.25	2032	17	14,487	
GB00B7F9S958	UKT_1_070917	1.00	2017	2	3,586	GB00B52WS153	UKT_4.5_070934	4.50	2034	19	8,475	
GB00B1VWPC84	UKT_5_070318	5.00	2018	3	15,766	GB0032452392	UKT_4.25_070336	4.25	2036	21	5,942	
GB00B8KP6M44	UKT_1.25_220718	1.25	2018	3	2,871	GB00B00NY175	UKT_4.75_071238	4.75	2038	23	8,157	
GB00B39R3F84	UKT_4.5_070319	4.50	2019	4	17,387	GB00B3KJDS62	UKT_4.25_070939	4.25	2039	24	6,547	
GB00BDV0F150	UKT_1.75_220719	1.75	2019	4	2,755	GB00B6460505	UKT_4.25_071240	4.25	2040	25	7,520	
GB00B4YRFP41	UKT_3.75_070919	3.75	2019	4	11,510	GB00B1VWPJ53	UKT_4.5_071242	4.50	2042	27	7,302	
GB00B058DQ55	UKT_4.75_070320	4.75	2020	5	14,125	GB00B84Z9V04	UKT_3.25_220144	3.25	2044	29	1,959	
GB00BN65R198	UKT_2_220720	2.00	2020	5	0	GB00BN65R313	UKT_3.5_220145	3.50	2045	30	180	
GB00B582JV65	UKT_3.75_070920	3.75	2020	5	4,699	GB00B128DP45	UKT_4.25_071246	4.25	2046	31	4,983	
GB0009997999	UKT_8_070621	8.00	2021	6	11,285	GB00B39R3707	UKT_4.25_071249	4.25	2049	34	5,208	
GB00B4RMG977	UKT_3.75_070921	3.75	2021	6	7,099	GB00B6RHN572	UKT_3.75_220752	3.75	2052	37	6,693	
GB00B3KJDQ49	UKT_4_070322	4.00	2022	7	23,291	GB00B06YGN05	UKT_4.25_071255	4.25	2055	40	8,150	
GB00B7L9SL19	UKT_1.75_070922	1.75	2022	7	3,292	GB00B54QLM75	UKT_4_220160	4.00	2060	45	7,455	
GB00B7Z53659	UKT_2.25_070923	2.25	2023	8	2,758	GB00BBJNQY21	UKT_3.5_220768	3.50	2068	53	381	
							合計				325,831	
							加重平均クーポン	4.36				
							加重平均残存期間			12.07		

(資料) Bank of England, “APF Gilt Purchases in Nominal Terms”の計数を基に日本総合研究所作成。



## 5. 今後、望まれる政策運営

## (1) わが国に求められる政策運営

- 日銀の場合、短期金利を引き上げ誘導できる幅に制約
  - －「物価上昇率2%」の達成を目標としているにもかかわらず、現状はすでにその物価上昇率と同程度の水準に短期金利を引き上げ誘導すれば、財政負担が避けられない状況
- 先行きの物価動向や、海外の金融環境の変化によっては、機動的な金融政策運営が困難となる事態も予想されるところ
- そのような状況変化は、政府の安定的な財政運営の継続を困難にする可能性が高い
- 現在のQQEによる政策運営は、将来的にこのような深刻な事態に至るリスクをはらむ。こうした点に鑑み、今後の金融政策運営のあり方を真剣に検討し直すべきではないか
- 合わせて、財政再建に向けた歩みを着実に進めることが不可欠
- そもそも、「市場メカニズムの尊重」とは何のためだったのか？
  - －「経済の実力」に見合った「持続可能な政策運営」を行うためではなかったのか？
  - －人為的な低金利を維持し続ければ、最終的に大きな代償を払わざるを得なくなる可能性も

## (2) 中央銀行のマンデートとしての「物価安定」をいかにとらえるべきか

- 「直接的なインフレーション・ターゲティング」にとられるあまり、中長期的な物価安定が達成されなくなるリスクをより真剣に考慮すべきではないか
- 日銀は今後、「物価安定」の目標を見直していくことが望ましい
  - －いかなる物価指標を目安とすべきか
  - －いかなるタイムスパンでの「物価安定」の達成をめざすべきなのか

以上

### (参考文献)

- 拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」  
『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2014年11月25日
- 拙論「『出口』局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」(仮題)  
近日中にHPに掲載予定
- 拙著『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月刊

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp

<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>