

# 「異次元緩和」の中間評価と今後の展望

調査部 上席主任研究員 岡田 哲郎

## 目 次

1. はじめに
2. 「異次元緩和」の効果と副作用に関する暫定的評価
  - (1) 導入前後の各分野における状況変化
  - (2) 政策効果の波及経路の点検
3. 「異次元緩和」を巡る問題点
  - (1) 政策の「手法」に関する問題点
  - (2) 政策の「目標」に関する問題点
4. 「出口政策」の展望
  - (1) 「出口」を巡る議論の整理
  - (2) 「出口コスト」の試算
5. 政策修正に向けた提言
  - (1) 説明の追加とフォワード・ガイダンスの適正化
  - (2) 適切なタイミングでの物価目標修正
  - (3) 「財政ファイナンス」・「市場混乱」回避に向けた対政府協定の締結

## 要 約

1. 日銀が4月に導入した「異次元緩和」は、事前期待の盛り上がりの影響も含めると、円安・株高といった市場の反応を通じて、マインド面や経済主体の行動に相当程度のプラス効果を及ぼしているように見受けられる。一方、政策効果の波及経路について点検すると、日銀の想定通りでなかったり不透明さを残している部分も多々あるなど、完成された政策体系のもとに実効をあげているわけではなく、実験的な側面が強い。
2. さらに、政策に内在する問題として、①「国債市場への過大な関与」、「量に偏った情報発信」、「出口政策論議の封印」といった政策の手法、②経済構造の変革を前提とした新たな均衡点としての「物価安定目標2%」を「2年程度」という短期間で成し遂げるといった目標の設定、いずれも再考の余地ありと考えられる。
3. 市場の混乱を未然に防ぐために、異次元緩和からの「出口」に関する積極的な議論を通じて、コンセンサスを作っておくことは重要である。「出口からの退出」の方法論としては、「国債売りオペは行わず、金融調節の操作対象を再び金利に戻し、バランスシート規模の変動とは切り離して、金利（補完当座預金制度の適用利率）操作を行う」方法が有力。ただし、これには相当の期間とコストがかかるうえ、緩和の継続期間やその後に必要とされる利上げ幅などの条件次第で、それらが大幅に上振れするリスクがある。
4. 一定の前提のもとにケース分けしてそのコストを試算してみると、①「2015年から出口プロセス開始・2016年から利上げ1%」のケースでは、6年間でトータル4.6兆円、②「2017年から出口プロセス開始・2018年から最終的に3%まで利上げ」のケースでは、8年間で同27.6兆円まで膨張する、との結果を得た。これは、財政負担を基本として、経済主体の誰かが負わなければならないコストである。こうしたリスクに目を瞑って出口論議を封印し続けることは、将来に禍根を残す。
5. 上記のような異次元緩和に関する中間評価と将来展望を踏まえ、望まれる政策修正は、①異次元緩和のスキームに関する説明の追加とフォワード・ガイダンスの適正化、②適切なタイミングを捉えた物価目標の修正、③「財政ファイナンス」・「市場混乱」の回避に向けた日銀と政府間での協定締結、の三つである。

## 1. はじめに

日銀が2013年4月に導入した「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」は、内容においてまさに従来の金融政策とは「次元の異なる」ものであり、多分に実験的要素を含むものである（図表1、2）。異次元緩和の導入前後で観測される状況は、大幅な円安・株高の進行とマインドの好転、それに伴う輸出企業の業績改善や高額品消費の盛り上がり、消費者物価の下げ止まり傾向などがあり、政策効果で着実に「デフレ脱却」に近づいているように見える。

（図表1）異次元緩和（量的・質的金融緩和）の骨子  
（2013年4月4日 日銀発表＜抜粋＞）

<p>・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、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。</p> <p>①マネタリーベース・コントロールの採用 ・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。 ・マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう市場調節を行う。</p> <p>②長期国債買入れ拡大と年限長期化 ・長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するよう買入れを行う。 ・買入れ対象を全ゾーンの国債とし、買入れの平均残存期間を7年程度に延長（現状3年弱）。</p> <p>③ETF・J-REITの買入れ拡大 ・それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</p>
---

（資料）日銀「『量的・質的金融緩和』の導入について」

（図表2）異次元緩和におけるマネタリーベース目標と主要バランスシート項目の見通し

（兆円）			
	2012年末 （実績）	2013年末 （見通し）	2014年末 （見通し）
マネタリーベース	138	200	270
（バランスシート項目の内訳）			
	89	140	190
長期国債	2.1	2.2	2.2
CP等	2.9	3.2	3.2
社債等	1.5	2.5	3.5
ETF	0.11	0.14	0.17
J-REIT	3.3	13	18
貸出支援基金			
その他とも資産計	158	220	290
	87	88	90
日銀券	47	107	175
当座預金	158	220	290
その他とも負債・純資産計			

（資料）日銀「『量的・質的金融緩和』の導入について」

一方、実験的政策であるだけに、副作用についても細心の注意を払う必要がある。導入直後からの国債市場の混乱はその一つと言えるが、足元までに見えているものだけが副作用であるとは限らない。量的緩和（QE3）の縮小という「出口」に近づきつつある米FRBが、市場との対話など政策の舵取りに苦労している状況を見ても、異次元緩和の本当の正念場も「出口」に近づく局面で訪れる公算が大きい。わが国の悲願である「デフレ脱却」に近づくことは喜ばしいものの、そこに導く政策の有効性は「後始末」の過程をも含めて評価されるべきである。

本稿では、導入後4カ月あまりが経過した異次元緩和について、足元で観察される効果と副作用はもとより、将来的に惹起され得る状況についても蓋然性が高いと思われるシナリオを示すことにより、同政策をトータルに評価することを試みる。構成としては、まず次章で足元までに観測される状況を踏まえて、効果と副作用に関する暫定的な評価を行い、第3章では政策そのものに内在する問題点を「手法」と「目標」それぞれについて指摘する。第4章では想定される「出口」政策の在り方とそこで生じる問題について考察し、最後にすべての議論を総括して望まれる政策修正を提言する。

## 2. 「異次元緩和」の効果と副作用に関する暫定的評価

### (1) 導入前後の各分野における状況変化

#### ①市場動向

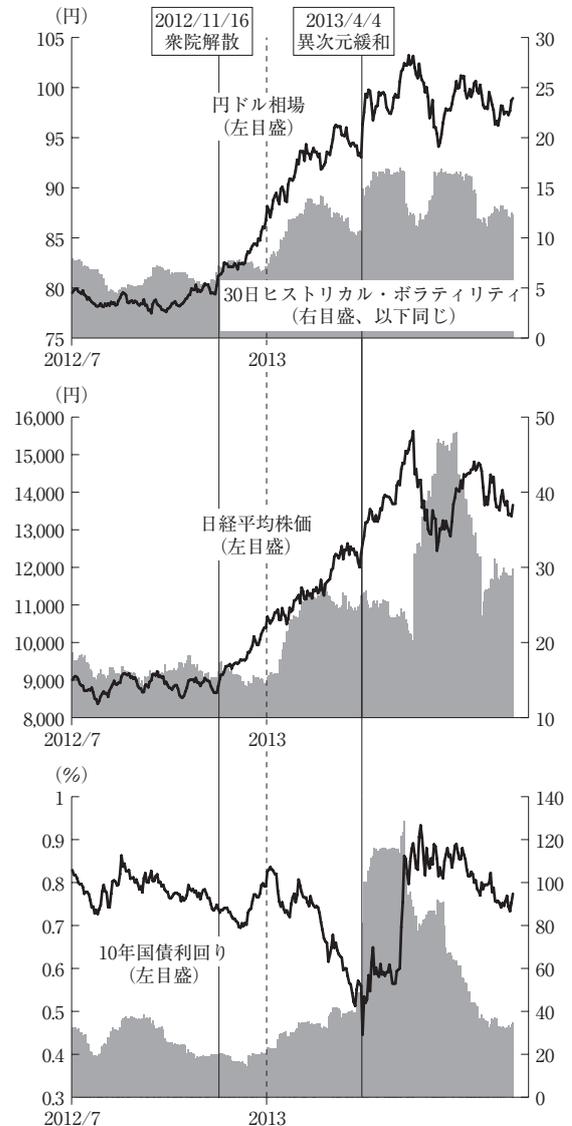
異次元緩和前後の市場の動きを見ると、4月の導入に先立ち、市場は早くから日銀による「大胆な金融緩和」を織り込む形で動意づいていた（図表3）。具体的には、2012年11月の衆院解散後、選挙戦優位と目された自民党・安倍総裁が「デフレ脱却」を最優先課題と位置づけて日銀に追加金融緩和を強く要請し、政権就任後もそうした動きに拍車をかけたことから、円安・株高が大きく進行した。一方、長期金利は当初一進一退であったが、2013年入り以降、日銀による大幅な国債買い増し観測に伴う需給好転期待の強まりから、急速に下げ足を速める展開となった。

こうしたなか、1月には消費者物価上昇率2%を目指す「物価安定の目標」導入、3月には積極緩和の提唱者である黒田新総裁の就任など日銀執行部の交代と、舞台装置が急転回するなかで、4月4日、異次元緩和が導入された。日銀が「量的・質的金融緩和」と称したその内容は、長期国債の買い入れ金額（量）と年限長期化（質）がともに市場予想を大きく上回るものとなり、これを受けて円安・株高の流れが加速した一方、長期金利は乱高下が目立つ展開となった。

その後、国債市場の流動性低下が指摘されるなかで長期金利は5月前半に急騰し、日銀は鎮静化を図るべく国債買いオペの金額・頻度の調整等の対応策を講じた。一方、為替と株価は5月下旬、アメリカの量的緩和（QE3）縮小観測の台頭をきっかけに、昨秋来の順張り投資をいったん手仕舞う動きが強まり、円高・株安方向へ急反転、その後は両市場とも5月のピークと6月につけたボトムの間で一進一退となっている。

総じて、円（ドル）相場と株式相場は、事前に緩和期待が先行していた時期も含めてみれば、2012年央頃に比べて大幅な水準訂正が実現した。無論、市場変動には金融政策以外の要因も作用しているものの、両市場でデフレ脱却に好適な市場環境を創出することに成功した、と評価できる。もっとも、足元の相場水準は異次元緩和の導入前をわずかに上回る程度であり、事前の「大胆な金融緩和」期待を裏切っていないものの、政策内容に対するサプライズは持続的な効果を持ち得なかったと見ることもでき

（図表3）2012年後半以降のわが国主要市場動向



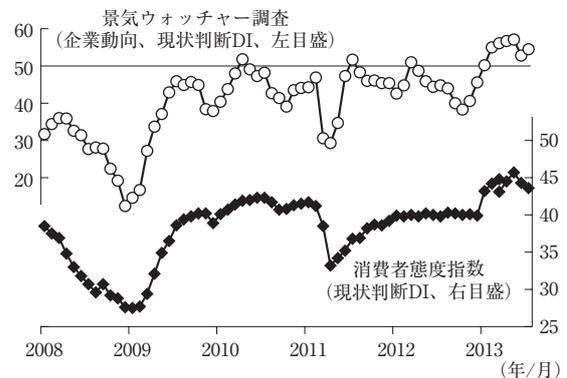
（資料）Bloomberg L.P.、日本経済新聞社

る。一方、長期金利は異次元緩和の導入を挟んで乱高下した後、足元の水準は2012年後半の変動レンジ内に戻っている。この動きについての評価は、後段で検討する。

## ②マインド指標

経済主体のマインドに関する調査結果は、異次元緩和導入の前後から総じて好転している。月次で発表される「景気ウォッチャー調査」の企業動向、および「消費者態度指数」の現状判断DIは、ともに5月までにリーマンショック（2008年9月）以降のピークを更新した（図表4）。この背景として、i）円安進行を受けた輸出企業を中心とする業績見通しの上方修正、ii）株高を受けた高額品消費の活性化、等の前向きな動きの広がりが指摘される。すなわち、政策期待を反映した市場変動を通じて企業・家計マインドに好影響を及ぼすことに成功したものとと言える。ただし、円安・株高がピークアウトした6月以降はマインド改善も頭打ちの様相を示しており、まさに「改善も悪化も相場次第」という側面が大きくなっている可能性が示唆される。

(図表4) 景気ウォッチャー調査と消費者態度指数の推移 (季調値)

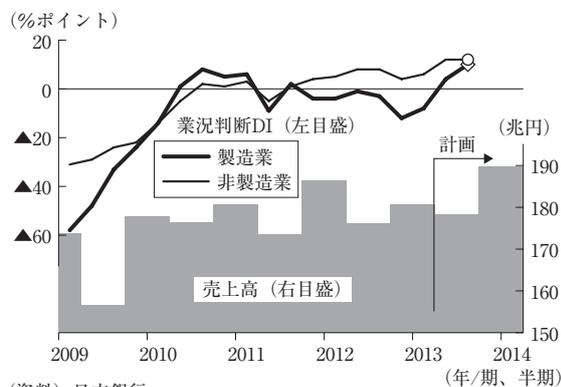


(資料) 内閣府  
(注) 消費者態度指数は、2013年3月分より調査方法を「訪問調査」から「郵送調査」に変更。

## ③実体経済指標

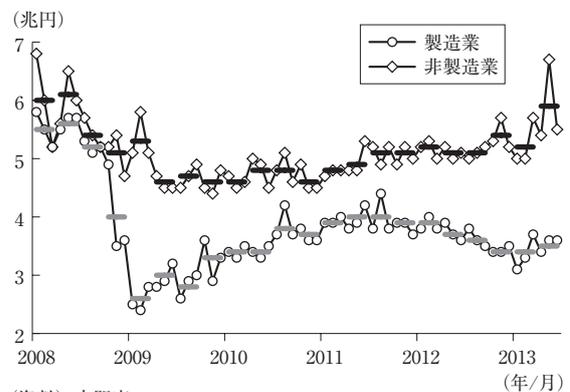
実体経済面でも、円安・株高をテコにした改善の動きがみられる。企業部門では、景気ウォッチャーよりカバレッジの広い日銀短観（6月調査）で足元の業況が製造業・非製造業ともに3月対比大幅に改善し、先行きも売上げの改善見通しを背景に業況判断の改善ないし維持が見込まれている（図表5）。こうした状況を受けて、停滞感の強かった設備投資関連指標にも徐々に動意が見られ始めている。先行指標である機械受注は、月次ベースでは攪乱的な動きがあるものの、均してみると製造業・非製造業と

(図表5) 日銀短観業況判断DIと売上計画の推移



(資料) 日本銀行  
(注) 業況判断DIの白抜きは、6月調査における9月見通し。

(図表6) 機械受注の推移 (年率、季調値)

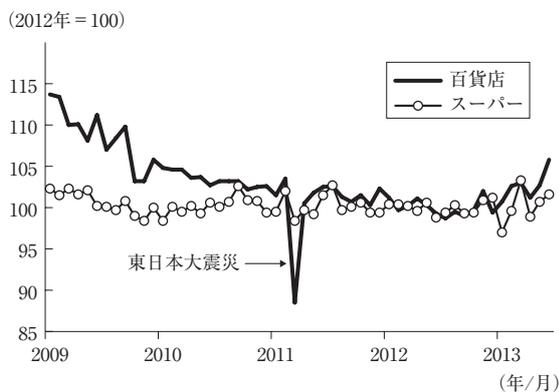


(資料) 内閣府  
(注) 横線は四半期平均。

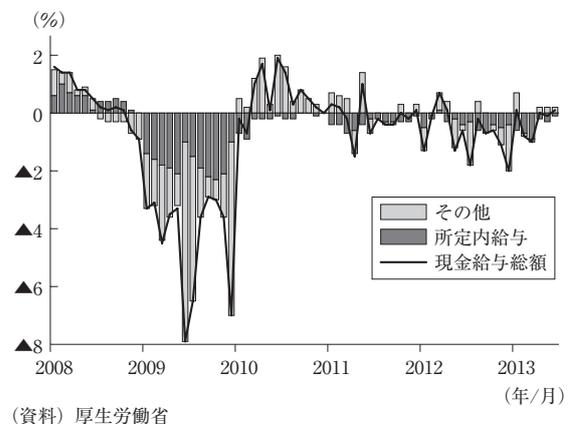
もに増勢が強まる兆しが窺える（図表6）。もっとも、マインド指標とは異なり、「リーマン前」の水準は回復できておらず、実体面には依然として厳しさが残っていることが示唆される。

家計部門においては、個人消費の堅調ぶりが目を引く。ただし、これは先に指摘した株高を背景とする百貨店販売の好調など高額品消費が牽引役となっており、必ずしも全般にわたって良好なわけではない（図表7）。持続的な消費拡大のカギを握る所得環境を現金給与総額の動きでみると、ボーナスの改善等を背景に長らく続いたマイナス基調から脱する兆しが出ているものの、基調を左右する所定内給与は依然として勢いに欠ける状況である（図表8）。

（図表7）業態別販売額指数の推移（季調値）



（図表8）現金給与総額（前年比）の推移



以上の状況をまとめると、異次元緩和は事前の期待も含めて為替相場における円高修正、それと連動した株高を強く後押しし、両市場の動きを通じて経済主体のマインド面にも好影響を及ぼしたとみられる。一方、肝心の実体経済面は、市場変動に敏感に呼応する部分は顕著に好転しているものの、経済活動の基調的な部分はおろそかに緩やかな改善が確認される程度であり、全体としては力強さに欠ける状況にある。

異次元緩和は実験的政策であるがゆえに、途中経過として観察される上記のような状況が、所期の成果をあげていると言えるのか難しい部分がある。次節では、判断材料の一つとして、日銀が挙げた異次元緩和の三つの政策効果の波及プロセスが、どの程度想定通りに稼働しているのかを点検する。

## （2）政策効果の波及経路の点検

### ① イールドカーブ全体の押し下げ

日銀は、異次元緩和のディレクティブのなかで、長期国債買入れ金額の拡大と年限長期化は「イールドカーブ全体の金利低下を促す」観点から行う旨を言明している。国債イールドカーブ形状の変化をみると、確かに導入前の期待が先行する段階では全年限にわたって金利水準が低下し、「名実ともに」イールドカーブ押し下げの効果があったと言える（図表9）。

しかし、導入後は一転、中長期ゾーンを中心に乱高下する展開のなかで、イールドカーブの水準自体は全体として上昇してしまった。これには、異次元緩和が国債市場に与えたインパクトの大きさゆえの

市場流動性低下が影響したとされる。日銀は急遽買いオペの実施方法を調整して、金利上昇には歯止めをかけたものの、イールドカーブの全般的な水準は昨年秋頃をも上回り、少なくとも「名目ベース」での押し下げは意図した通りに進んでいない。

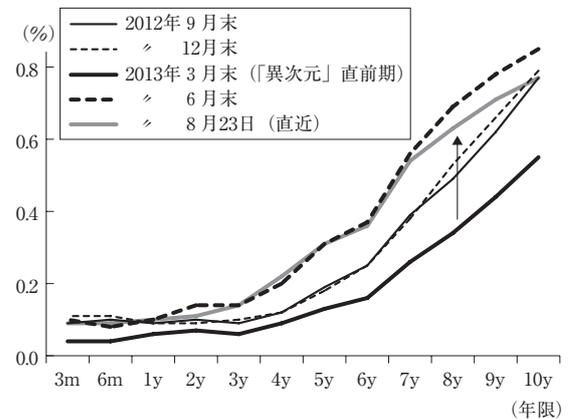
一方、後段③に見る期待インフレの上昇を勧告した「実質ベース」では低下しているとの見方がある。政策の実効は「実質金利」に左右されるとの見方に立てば、それも一理はある。しかし、日本においては期待インフレの大きな方向性は把握できても、年限ごとに精緻な期待インフレ率の計測するのは難しく、結果として実質ベースのイールドカーブ形状も検証困難な雑駁な議論とならざるを得ない。

## ②ポートフォリオ・リバランス

日銀が挙げる第2の波及経路は、ポートフォリオ・リバランスである。日銀が長期国債を大量に買い入れる結果として、従来長期国債を保有していた投資家や金融機関等が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりすることを指す。

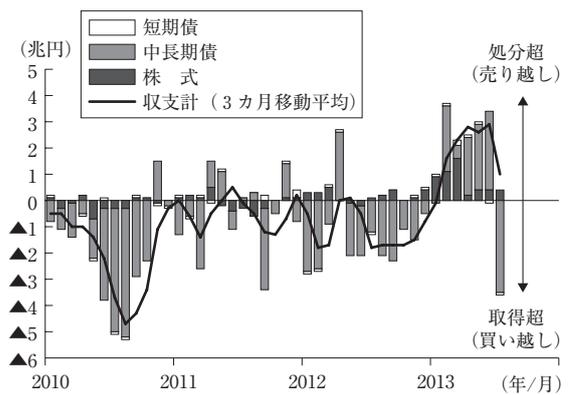
まず、対外証券投資統計から、わが国投資家の外モノ投資を巡る動きについてみると、本年6月までは、海外債券・株式とも近年にない幅での売り越し（処分超）であり、異次元緩和導入の前後で「外」に向けたリバランスの動きは見られなかった（図表10）。足元7月は一転、約3年ぶりの大幅な買い越し（取得超）に転じたが、一連の動きはアメリカの量的緩和縮小観測による米国債市場の軟化（長期金利上昇）の影響が大きいとみられる。すなわち、歴史的な高値圏からの相場下落のなかで外債投資が敬遠された後、夏場に来て値頃感から買い戻す動きが出た

（図表9）わが国の国債イールドカーブの推移



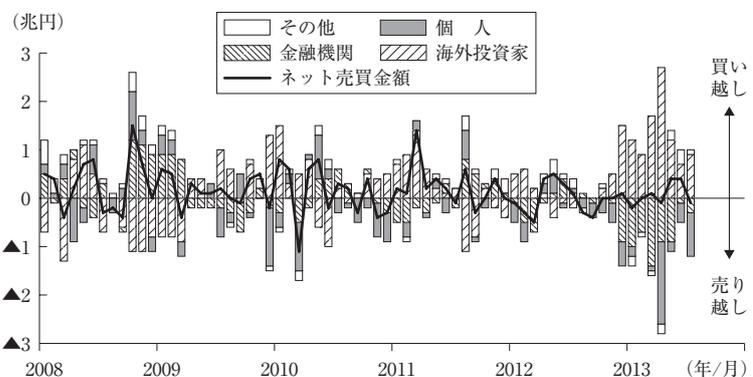
（資料）Bloomberg L.P.

（図表10）わが国の対外証券投資の推移



（資料）財務省

（図表11）投資部門別株式委託売買（ネット）金額の推移（東名阪3市場合計）



（資料）東京証券取引所

（注）「金融機関」は「生保損保」「都銀地銀等」「信託銀行」「その他金融」の合計。「その他」は「証券会社」「投資信託」「事業法人」「その他法人」の合計。

模様である。なお、投資家別でみると、足元の外債投資は専ら銀行によるものであり、長期投資家の代表格である生保は一貫して外モノ投資に慎重な姿勢を維持している。

次に、国内のリスク資産投資の代表格として、株式投資について見ると、株価は昨秋から本年央近くにかけて大幅な上昇を演じたが、買いの主役は一貫して外国人投資家であった（図表11）。この間、保険を含む国内の「金融機関」は逆にほぼ一貫して売り手となっており、ここでも予期されたリバランスの動きは見られなかった。

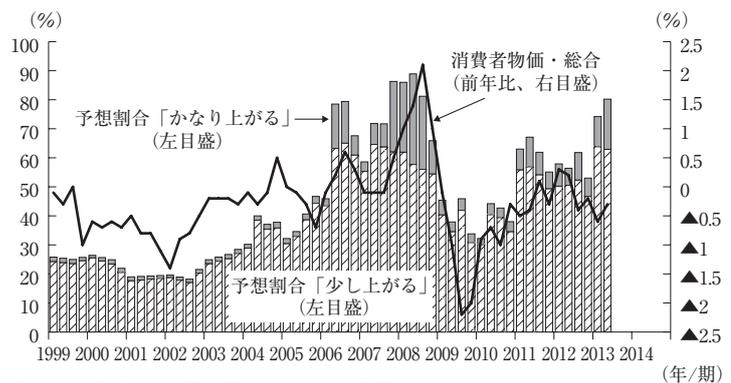
他には、銀行貸出増の動きなどが一部見られるものの、総じてみれば、異次元緩和前後で国内投資家の資金がリスク資産に向かう動きは鈍く、少なくとも夏場にかけてポートフォリオ・リバランス効果は期待外れであったと言える。

### ③市場・経済主体の期待の抜本的転換

第3の波及経路は、日銀が「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、大規模な資産買入れを継続することで「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」である。先にみた通り、為替相場や株式相場等では海外勢主導の面が強いものの、明らかに「期待」が大きく変化の様子が観測される。ここでは、より直接的な政策目的であるインフレに関する経済主体の期待の変化を見る。

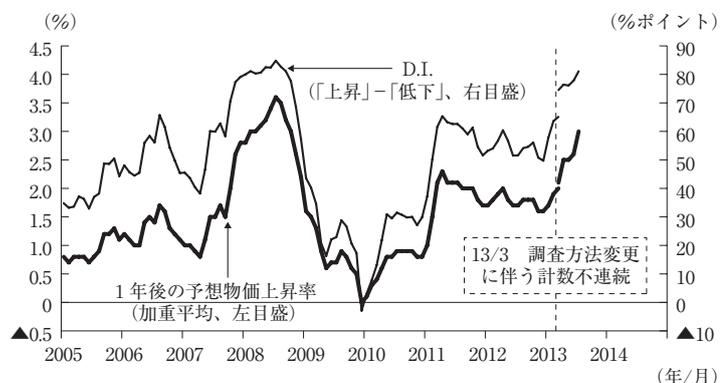
期待インフレの動きを示す指標は種々あるが、例えば、日銀が集計する「生活意識に関するアンケート調査」の「消費者の1年後の物価見通し」は、上昇を見込む回答が本年入り以降大幅に増えている（図表12）。また、内閣府の「消費動向調査」でも同様の傾向が見られ、アンケート・データを加工して独自に算出した計算上の期待インフレ率は直近7月に3.0%と、2008年9月以来の水準まで上昇している（図表13）。こうした動きを見る限り、インフレ期待に働きかける試みは、滑り出しから成功裡に進んでいるように見える。もっとも、いずれの調査も、i) 2014年3月に予定される消費税率引

(図表12) 消費者の物価予想（1年後の物価）



(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」  
(注) 2006年以降、四半期調査。それ以前の欠落値は線形補完。

(図表13) 家計の予想物価上昇率

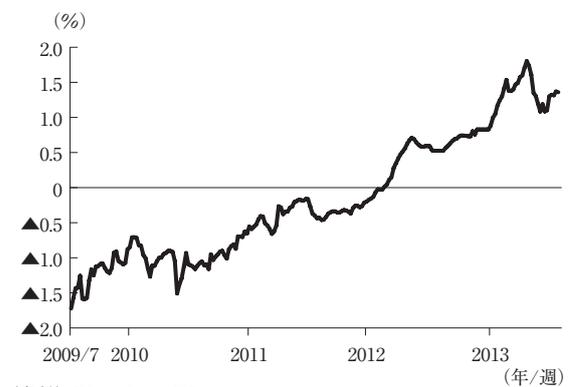


(資料) 内閣府「消費動向調査」  
(注) 予想物価上昇率(加重平均)は、「▲5%以上低下」を▲5%、「▲5～▲2%低下」を▲3.5%、「▲2%未満低下」を▲1%のインフレ率予想(プラス符号も同様)と仮定して計算。

き上げ（+3%ポイント）に伴う物価上振れ分も織り込まれている公算が大きいこと、ii）前回の期待インフレの「山」だった2008年頃は、資源価格高騰による猛烈なコストプッシュ圧力に晒された時期であり、实体经济面ではそのマイナス影響（資源国への所得流出等）が問題となっていたこと、等に注意が必要である。目指すべきは、堅調な景気拡大と足並みを揃えた「ダイヤモンド・プル型」の持続的な物価上昇であり、制度要因や川上のコスト上昇による物価上昇はむしろ景気の悪材料となる恐れがある。

一方、市場で観測される物価連動国債のブレイクイーブン・インフレ率（5年物）をみると、ここ数年はおおむね右肩上がりで推移するなか、本年5月にかけて2%に迫る動きとなった（図表14、注1）。本年入り以降に騰勢が加速した局面は、「大胆な金融緩和」の効果への期待を反映した動きと見ることもできるが、その後の反落と小反発は円相場や株価の推移と似通っており、今後も市場動向次第で振れる可能性がある。また、消費税率引き上げは織り込まれているはずであるが、その割に期待インフレ率の値はかなり低い印象であり、政策効果が十分に浸透しているとは必ずしも評価できない面がある。

（図表14）物価連動国債（5年物）のブレイクイーブン・インフレ率



（資料）Bloomberg L.P.

（注1）わが国の物価連動国債の市場は規模が小さく、そこで形成されるブレイクイーブン・インフレ率は、「市場の期待インフレ率」を計る指標としての信頼性が、アメリカ等のものに比べて著しく劣るとの指摘もある。

### 3. 「異次元緩和」を巡る問題点

前章に見たように、異次元緩和は、事前期待の盛り上げの影響も含めると、市場の反応を通じてマインド面や経済主体の行動に相当程度のプラス効果を及ぼしているように見受けられる。一方、政策効果の波及経路については想定通りでなかったり、不透明さを残している面も多く、政策としての有効性について評価を下すのは、当然ながら時期尚早である。

しかし、現時点で観測可能なプラス効果・マイナス効果ばかりでなく、政策そのものに矛盾が内在していたり、事後的に大きな問題が現れるリスクがあれば、修正あるいは撤回することが適当な場合もあり得よう。本章では、主に異次元緩和が市場に与える影響という観点から、政策のスキームに内在する問題点や、日銀の政策運営に関する課題を指摘する。

#### (1) 政策の「手法」に関する問題点

##### ①日銀の「池の中のクジラ」化

日銀が主要な買い入れ対象としている国債の市場では、市場流動性の低下が指摘されている。それは、日銀の買い手としての存在感がかつてない大きさとなっているためである。日銀が国債買い入れの目安としている「保有長期国債の年間純増50兆円」という規模は、2013年度当初予算ベースの新規財源債発

行額43兆円を上回る。すなわち、市場における年間でのネット供給増に相当する額の国債を日銀がすべて買い入れても予定額に満たず、民間部門ですでに保有されている国債までもが買い入れ対象となる（民間保有国債が純減となる）ことを意味する。これは、投資家サイドからみれば、日銀から資金を受け取るのと引き換えに、保有している国債を半強制的に徴収されるのに等しい。このため、市場は「玉（ぎょく）不足」となり、流動性の低下が円滑な価格形成を阻害した結果、一時は波乱含みの展開となった。その後、日銀が買い入れの金額・頻度を調整したことで、市場は落ち着きを取り戻したが、基本的な構図は変わっていない。

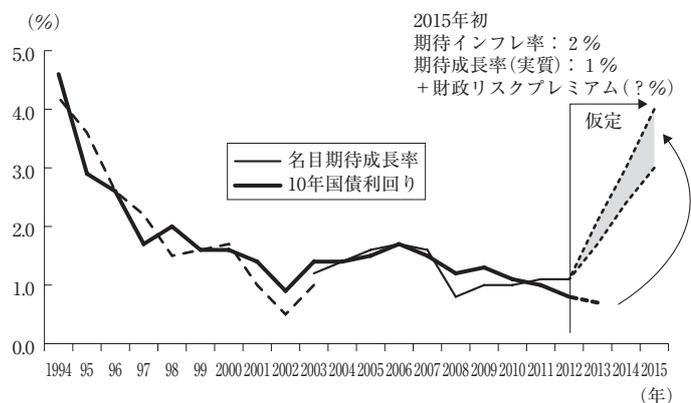
こうした日銀の市場への関与を政策目的に沿って解釈すれば、「ポートフォリオ・リバランスを投資家に促す」施策ということになる。しかし、前章で見たように、主要なリスク資産の市場需給をみる限り、その試みは現在までのところ明確な成果を上げていない。一方で、操作目標であるマネタリーベースの大幅増を達成するためには、日銀当座預金の残高増加が不可欠であり、投資家のリスク志向を促す一方で、供給した資金が低利の日銀当座預金に滞留することを期待せざるを得ない面もある。このように、日銀が「池の中のクジラ」とも言えるほどに国債市場で圧倒的存在となっているものの、当初の想定とは異なる展開や弊害も少なからず見受けられる。

より深刻な問題は、日銀が超大口の買い手として国債市場に当分居座り、需給や価格形成に強く関与することが「当たり前」になってしまうことである。本来は、異次元緩和が所期の目的を果たせば、日銀による国債大量購入の必然性もなくなる。しかし、日銀の存在を前提とした相場形成が常態化していれば、売り転換はもとより、買いを止めるだけでも相当の市場インパクトとなり、純粋な金融政策上の判断に基づく異次元緩和の幕引きを難しくする。

## ②説明不足による市場期待の不安定化

政策手法に関する問題点の二つ目は、異次元緩和のスキームに内在する矛盾と、それに関する日銀の説明不足である。日銀は、物価安定目標の達成に向けて、長期国債の買い入れ拡大と年限長期化によって「イールドカーブ全体の金利低下を促す」としている。しかし、その政策効果を市場が確信すれば、長期金利はインフレ期待と成長期待の上昇を映じて短期間のうちに3%近い水準へ上昇しても不思議ではない。実際、過去の長期金利と名目期待成長率の推移には密接な連動性が看取され、異次元緩和が成功を収めれば、結果として市場金利の近年にない水準への上昇が見られるはずである（図表15）。このように、「目標達成

（図表15）名目期待成長率と長期金利の推移



（資料）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、Bloomberg L.P.  
 （注）名目期待成長率は「今後5年間の見通し」。グラフの実線部分（2003～2012年）はアンケート回答による実績値、破線部（1994～2003年。名目値の調査なし）は同アンケートの実質期待成長率に疑似期待インフレ率としてCPI総合前年比の後方5年平均を加えた試算値、点線部（2013～2015年）は、2015年（1月）時点で「期待インフレ率2%+(実質)期待成長率1%+財政プレミアム0～a%」とした仮定値。

のために目指すイールド形状」と「目標達成時に実現するイールド形状」が断絶してしまっており、この間をつなぐプロセスについて日銀の説明はなお十分でないため、金利形成が不安定化しやすくなる素地は残されたままである。

このほか、異次元緩和では「金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（翌日物）からマネタリーベースに変更」と明確に打ち出したことが、イールドカーブのアンカーたる翌日物金利に「ゼロ金利」保証がなくなったと受け止められ、混乱を招いた可能性がある。そうした受け止めは、日銀の本意ではないと見られるものの、政策の内容に関して「(金額ベースで示される)量」ばかりが強調され、投資家にとって重要な判断材料である「金利」や「時間」の概念に絡む情報発信が十分でない印象は否めない。

### ③「出口論議」の封印

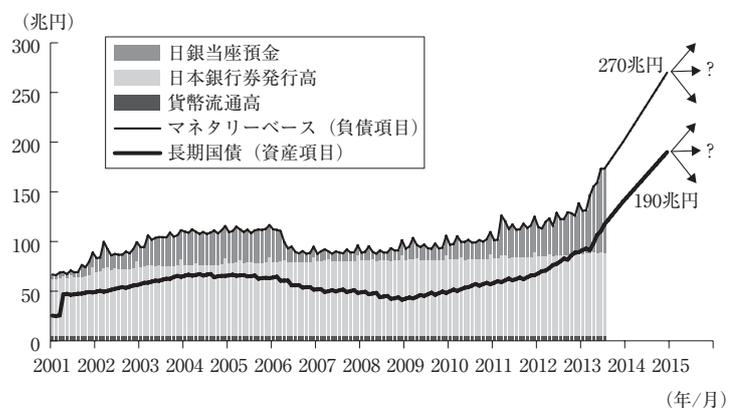
政策手法に関する問題点の三つ目は、異次元緩和からの出口政策論議を封印しようとする日銀の姿勢である。異次元緩和が目指すところは、導入に際して「2年でマネタリーベースを2倍にして物価目標2%を目指す」という根幹部分のほか、付随的に動く日銀バランスシート項目の2014年末までの数値見通しが詳細に示された。しかし、2年程度の期間で目標の達成を見込む日銀は、「目標を達成した後、どうするか」あるいは「目標未達の場合、どうするか」ということについて、ほとんど情報発信をしていない。

仮に、想定通り2014年末頃に目標達成がほぼ確信される状況となっていれば、当然、緩和の解除ひいては引き締めへの転換が次なる政策課題となる。その時、長期国債をはじめとする各種金融資産の買い入れはどうなるのか。逆に、目標達成に程遠い場合、買い入れペースを維持するのか、加速するのか。これらについて、現状は何らの手掛かりもない状況である（図表16）。

出口や目標未達を想定した情報提供の少なさは、一部の論者の「緩和推進する最中に、効果の乏しさや引き締めに言及することが、日銀の本気度を疑わせ、政策効果を削ぐ」という主張を汲んだ結果かもしれない。しかし、仮にそれが正

しくとも、1年半後までは詳細な工程表を示して金融の量的拡大や国債市場への関与を未踏の領域まで高めていくのに、その先の方向性や対応方針が全くの白紙とあっては、遠からず市場の期待形成が再び不安定化する局面を迎える可能性が大きい。加えて、後述するように、出口局面で発生し得るコストにどう対処するかという問題について、早めにステークホルダーのコンセンサス形成を図ってお

（図表16）日銀の主要バランスシート項目の推移



（資料）日本銀行資料を基に日本総合研究所作成

（注）2013年8月以降のマネタリーベースと長期国債は、「質的・量的金融緩和」の導入について」（2013/4/4公表）で示された2014年末の日銀見通しの値に向けて、毎月均等額で増加すると仮定して算出。

く必要もある。少なくとも、主だったケースごとに採り得る政策の方向性や選択肢ぐらひは早急に示す必要がある。

## (2) 政策の「目標」に関する問題点

### ① 「2年で物価2%目標」の妥当性

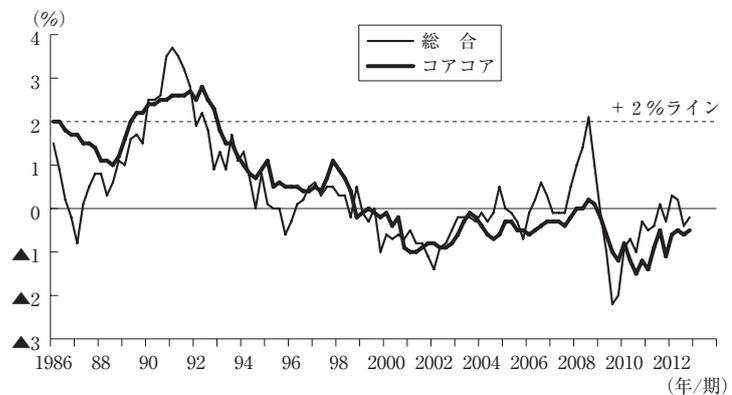
そもそも、異次元緩和に先立つ1月に日銀が掲げた、「物価安定目標2%」は妥当なのか。この点に関して疑問を呈する向きもある。実際、その導入を決めた決定会合の採決においては、2名の審議委員が、3つの理由を示して反対票を投じた。それらを要すると、i) 過去の物価推移に照らして「持続可能な物価安定」と整合的な上昇率を大きく上回ると考えられること、ii) 単に目標として掲げるだけでは期待形成への訴求力が弱いこと、iii) 実現にかかる不確実性の高さ、である。このうちii)とiii)については、4月に異次元緩和という新しい道具立てが整えられたことで、その効果が見極められるまでの間、反対の論拠としては弱くなった。しかし、バブル崩壊以降のわが国が2%という物価上昇をほとんど経験していないという事実は変わらない。実際、消費者物価（総合ベース）前年比の足取りをみると、過去四半世紀のうち2%の上昇率となったのは、バブル経済の余熱が残っていた90年代初頭と、資源価格高騰という川上からの大幅なコスト高に見舞われた2008年の一時期にしか達成されていない（図表17）。

日銀は、物価目標を2%とする説明として、「……今後、成長力強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していく。……2%という目標を明確にすることは、予想物価上昇率の過度な上昇・下落を回避し、ひいては持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当と考えられる」（注2）としている。

これは、今後の経済構造変化を通じた経済主体の物価観の変化までを見込んだうえで、数値目標設定によるアンカー効果を期待したものと言え、「経験的な落ち着き処」ではなく、デフレ克服後のわが国の「新たな均衡点」として2%を目指す意向が読み取れる。

しかし、10余年にわたって続いてきた「デフレ均衡」の強固さを踏まえると、経済構造の変革とそれに伴う新たな均衡点としての物価2%を安定的に実現するプロセスを「2年程度」で成し遂げるのは、極めて困難な作業であると思われる。仮に、短期間で物価2%を実現することに拘泥すれば、時間軸の短期化を通じて、先に指摘した「イールド形状」を巡る混乱が増幅されることをはじめとして、経済に意図せざるストレスを及ぼすことが懸念される。そのため、物価目標の目標値と実現期間の関係には、再考の余地があると判断される。

（図表17）消費者物価（前年比、消費税率影響調整済）の推移



（資料）総務省（税率影響除去は日本総合研究所による）

（注）「コアコア」は「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」ベース。

## ②財政再建との兼ね合い

「2%」の妥当性を考えるにあたっては、異次元緩和の導入とともに緊急の度を増した「財政再建」との兼ね合いも考慮に入れる必要がある。デフレからの脱却、すなわち期待インフレ率の引き上げは、必然的な帰結として引き上げ幅と同等かそれ以上の中長期金利の上昇圧力となる。わが国は、極めて巨額の債務残高を抱えているもと、3%を超えるような中長期金利の大幅な上昇は利払い費の増大を通じて、ただでさえ難しい財政再建の取り組みを一段と困難なものにするため、極力避けなければならない。

しかしながら、金利上振れが懸念されるからと言って、デフレ脱却に向けた取り組みを先送りするのは本末転倒であるし、逆に過度な財政の緊縮に傾けば、デフレ脱却を遠ざけてしまう。

では、どうするか。最優先すべき課題がデフレ脱却であることを踏まえると、デフレに逆戻りするリスクさえ排除できるのであれば、あえて2%の物価目標にこだわる必要性は乏しいと判断される。加えて、当面は消費税率引き上げという税制変更による物価上振れ要因を控えており、それによる変動を加味して「経済主体の意思決定を煩わすことのない物価変動」が追求されるべきであろう。このため、財政再建に道筋をつけるまでの向こう数年に関しては、目標物価上昇率2%に拘泥することなく、柔軟な政策運営スタンスで、「デフレに逆戻りしない」条件のもとで「より低めの」物価上昇率の実現と定着を目指すことが適当と考えられる。

(注2) 日本銀行「物価安定についての考え方に関する付属資料」2013年1月23日。

## 4. 「出口政策」の展望

### (1) 「出口」を巡る議論の整理

#### ① 「出口」に向けたプロセス

前章で述べたように、現状、日銀は異次元緩和の「出口」に関する議論を封印するスタンスであり、これは先行きの市場を不安定化させかねないリスクファクターである。アメリカのQE3からの出口を巡る論議が、少なからず市場波乱の起点となっている昨今の状況を見ても、将来起こりうることについて早い段階から当局と市場がビジョンの共有を進めておくことは極めて重要と考えられる。「目標の達成に近づくまで、出口の詳細を語らない」というスタンスのままでは、何らかのきっかけで市場の無秩序な混乱を招いてしまう恐れがある。

では、「異次元緩和からの出口」はいかなるプロセスが想定されるだろうか。

原則論で言えば、異次元緩和ではマネタリーベース・コントロールを採用し、その増額によって緩和を拡大するのであるから、出口局面においては逆に「減額」していくことになる。そして、本来それは緩和拡大の際に日銀が資産サイドで積み増した長期国債残高の削減と表裏一体のプロセスである。しかし、緩和解除に際して日銀によるアウトライートの国債売りオペは現実には実施困難、との見方が有力である。出口論議の真っ只中にある米FRBにおいても、保有資産のうち国債の売却については、当初からとり得る選択肢として議論されていない。公的部門による大量の国債売りは、市場で著しい需給バランスの失調を招き、中長期金利の急上昇につながる恐れが強いためである。実際、1998年暮れのわが国における「資金運用部ショック」の局面では、売りオペの通知をきっかけに長期金利が数週間にわたっ

て暴騰を演じ、結果的に国債売却方針の撤回とゼロ金利政策の導入を余儀なくされた経緯がある。

国債売りオペを行わずに金融緩和を終息させる、あるいは引き締めへ転じるには、金融調節の操作対象を再び金利に戻し、バランスシート規模の変動とは切り離して、金利操作を行う方法が有力視されている。その一つは、短期金融市場のフロア金利を形成する「補完当座預金制度の適用利率」（超過準備への付利に適用される利率〈以下「付利金利」〉。現在0.1%。）を操作対象として「利上げ」を行うもの。もう一つは、日銀が自身の債務となる「売出手形」を市場で売却して超過準備を吸収し（結果、日銀の負債サイドで「当座預金」が「売出手形」に振り替わる。バランスシート規模に対しては中立）、そのオファー金利を操作対象とするもの、である。

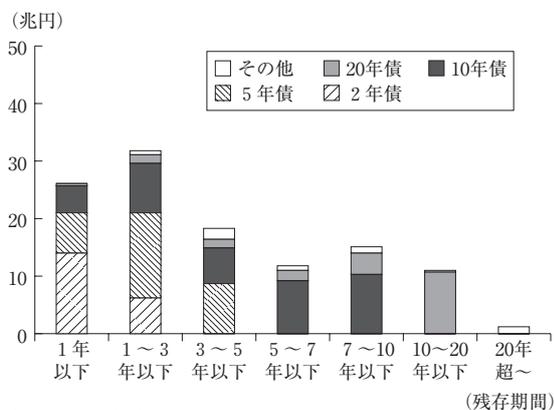
いずれの手法も、保有国債の売りオペは行わない前提ではあるが、償還期の到来に際しては、ロールオーバーを行わない「落とし切り」で、日銀はバランスシートの縮小を図っていかざるを得ないであろう。それは、金融緩和の必要性が無くなった状況において、中央銀行が多額の国債を保有し続けることは「財政ファイナンスへの加担」（注3）を決定付けることとなり、日銀の「物価の番人」としての信認、政府の財政規律に対する信認がともに損なわれる結果、著しいリスク・プレミアムの拡大を招き、漸進的な政策変更の努力を無に帰する恐れがあるためである。

## ②「出口プロセス」にかかる期間とコスト

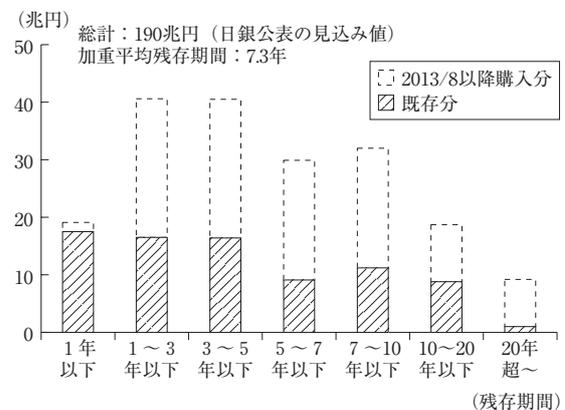
国債売りオペを行わない場合、適正規模にまでバランスシートを縮小するのに要する期間は、保有国債の残存期間に左右される。日銀は、異次元緩和導入時のディレクティブにおいて、「(国債) 買い入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する」としている。直近のデータを見ると、導入から約4カ月が経過した7月末時点で、残高加重平均ベースでみた残存期間は4.6年まで伸びており、年限ごとの内訳では「3年以下」の残高合計が全体の約半分を占めている（図表18）。これは、今後の買い入れを考慮せず、仮に足元から「落とし切り」を始めた場合は、3年後にようやく残高が半減することを意味する。

今後、日銀は引き続き長めの国債を中心に残高を積み増し、政策目標が達成されるまでに保有国債の

(図表18) 2013年7月末時点の日銀保有「長期国債」の年限構成



(図表19) 2014年末時点の日銀保有「長期国債」の年限構成 (シミュレーション)



残高と年限構成は足元から大きく変貌していく見込みである。一つの目安として、日銀が5月30日に公表した長期国債買い入れの運営方針を基に、一定の前提条件を加え、今後それが継続されると仮定して、2014年末時点の日銀保有国債（総残高は日銀見通しで190兆円）の年限構成が現状からどのように変化しているかを推定してみた（図表19）。それによると、年限が総じて短い既保有分で進む急速な期落ちや年限短期化に逆らって、残高積み増しと年限長期化を図る結果、「1～3年以下」・「3～5年以下」のゾーンの保有残高は各々40兆円強、「5～7年以下」・「7～10年以下」のゾーンは各々30兆円強へと積み上がる。これら年限の合計が総残高の4分の3を占め、加重平均で見た残存期間は7.3年まで長期化する格好となる。

これをさらに進めて、2016年末まで現行の買い入れ方針が継続された場合、すなわち他の条件は変えず上記のケースより異次元緩和が2年長引く場合を推定してみた（図表20）。その場合は、「1～3年以下」ゾーンの69兆円を筆頭に上記4つの年限ゾーンの残高はいずれも50兆円を超え、総残高（290兆円）に占める割合は8割強へと高まる（平均残存年限は7.3年で変わらず）。

問題は、バランスシートの肥大化がピークを迎えた後、時間をかけた縮小プロセスを辿る過程で、必要に迫られて金利操作による引き締めを進める場合、大きなコストが生じることである。超過準備への付利金利を引き上げる場合、日銀から超過準備を保有している金融機関に向けて「残高×付利金利」相当の利息支払いが生じる。これは、日銀の収益減少要因となり、最終的には国庫納付金の減少という形で国の財政コストとなる。すなわち、異次元緩和は「出口からの退出」が完了するまでのタームで捉えれば、高いコストが事後請求されるリスクをはらんだ政策であると言える。

では、そのコストは如何ほどになるのか。結論的には、バランスシート拡大の規模や緩和の継続期間、日銀が買い入れる国債の年限構成等によって大きく変わり得るため、一概に定量化することは困難である。ただし、前提条件を場合分けした幾つかのケースで試算してみることは、異次元緩和を往路と復路のトータルな費用対効果で評価する一助となり、今後の政策のあり方を考えていくうえで有用と思われる。

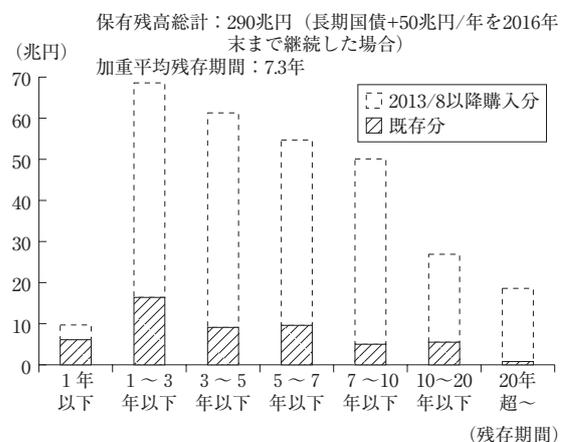
次節では、「出口のコスト」について、三つのケースを想定してラフな試算を行った。

## (2) 「出口コスト」の試算

試算に当たっては、三つのケースに共通して、次のような想定をおいた。

・異次元緩和は、2014年末にかけて、導入時に示された日銀バランスシート項目の先行き見通しに沿

(図表20) 2016年末時点の日銀保有「長期国債」の年限構成（シミュレーション）



って拡大。

- ・ 今後の長期国債買い入れは、5/30付日銀公表の「当面の長期国債買い入れの運営について」に示された年限構成と金額のガイドラインに沿った買い入れ（一部推定）が続くと仮定。
- ・ 物価安定目標の達成後は、バランスシート拡大を停止し、長期国債の期落ち見合いのバランスシート縮小局面に移行する（出口プロセスの開始）。
- ・ 出口プロセス開始の1年後には、超過準備への付利金利引き上げを開始（利上げ開始）。
- ・ 出口プロセスは、長期国債の保有残高が、試算上の根雪（成長通貨供給）分を下回る水準まで低下した段階で完了、とする。
- ・ 一定の前提のもとに算出した「超過準備」額に、ケースごとに設定した「付利金利」を乗じて日銀の年当たりの支払い利息を算出。これを、出口プロセスの期間について、累計したものを「出口コスト」とする。

#### ①ケース1【2015年から出口着手・2016年に利上げ1%】

第1のケースで想定する状況は、2014年末にかけて日銀が公表した見通しに沿ってバランスシートの拡大を図るなかで、物価安定の目標達成の見通しも強まるという「早期デフレ脱却」のシナリオである。バランスシートの主要項目は、2014年度末がピークとなり、2015年からは（図表19）で推定した保有国債の年限構成を前提として、自然償還に任せたバランスシート縮小局面に入る。その1年後までには、小幅な金融引き締めへの転換が求められる状況となり、2016年に1%の利上げ（付利金利の引き上げ。期中平均ベース）が実施される。同金利水準は、長期国債の残高が平時の適正水準と目される試算上の

（図表21）「出口コスト」のシミュレーション ケース1  
【2015年から出口着手、2016年に利上げ（当座付利）1%】

西暦 年末	「出口」着手 からの 経過年数	日銀資産		日銀負債				超過準備 付利率 付利率 (%)	支払利息	
		長期国債 (兆円)	うち根雪分 (兆円)	マネタリーベース (兆円)			超過準備 (兆円)		年当たり (兆円)	「出口」着手 以降累計 (兆円)
				日銀券 (兆円)	当座預金 (兆円)	超過準備 (兆円)				
2012	0	89	65	138	87	47	39	0.1	0.0	-
2013	0	140	66	200	88	107	99	0.1	0.1	-
2014	0	190	68	270	90	175	167	0.1	0.1	-
2015	1	171	70	251	92	154	145	0.1	0.2	0.2
2016	2	151	72	231	94	132	123	1.0	1.3	1.5
2017	3	130	74	210	96	109	100	1.0	1.1	2.6
2018	4	110	76	190	99	86	76	1.0	0.9	3.5
2019	5	90	78	170	102	62	53	1.0	0.6	4.1
2020	6	75	81	155	105	44	34	1.0	0.4	4.6

φ (0.8)

（資料）日銀資料を基に日本総合研究所作成

【想定する状況】

- ①2014年末にかけて、「異次元緩和」導入時に公表した見通しに沿ってB/S拡大。物価安定目標を達成。
- ②2015年から、「出口」プロセスに着手。保有長期国債の満期償還に任せたB/S縮小を開始（国債売りオペは実施せず）。
- ③2016年から、超過準備への付利金利を年平均1%へ引き上げ。以降据え置き。

【前提】（ケース2も共通）

- ①各年の満期償還額は、（図表19）の日銀の国債保有構造分析をもとに、筆者試算。
- ②「出口」プロセスの完了は、保有する「長期国債」残高が「根雪（成長通貨供給）分」相当額まで縮小した時点、とする。
- ③根雪分は、2012年末の保有「長期国債」から「資産買入等の基金」分を除く65兆円を起点に、名目成長率見合いで増加。
- ④日銀券は名目成長率見合いのベースで増加。
- ⑤名目経済成長率は、2014年まで+2%、2015年以降+3%。
- ⑥支払利息は、超過準備の（当年末残+前年末残）/2を当年平残と見做し、各年で想定する付利利率を乗じて算出。

根雪（成長通貨供給見合い）分まで減少する「出口プロセスの完了」まで維持される。

以上の前提のもとでは、出口プロセス入りから完了までに約6年を要する計算となり、利上げを見込む2年目以降からは超過準備に対する利息支払いが年間1兆円超の規模で生じる。利息の規模は、バランスシートの縮小に伴ってその後漸減していくものの、出口プロセス期間中の累計では4.6兆円、年平均で0.8兆円、と試算される（図表21）。

### ②ケース2【2015年から出口着手・2016年から段階的に3%まで利上げ】

第2のケースは、途中までケース1と同じ展開を想定するものの、利上げを各年1%のペースで実施し、最終的な到達水準が3%になるとした。仮に、異次元緩和が所期の目的を果たして、名目成長率3%（物価上昇率2%、実質成長率1%）が実現し、さらに先行きのインフレ抑制が課題となるような局面において、実質金利を明示的にプラスとする必要性が生じると見れば、3%への金利引き上げも決して突飛な想定とは言えないであろう。本ケースの出口プロセスの期間は、ケース1と同じ約6年であるが、金利が高くなる分、累計コストは高くなり、15.2兆円（年平均2.0兆円）となる（図表22）。

（図表22）「出口コスト」のシミュレーション ケース2  
【2015年から出口着手、2016年から段階的に3%まで利上げ】

西暦 年末	「出口」着手 からの 経過年数	日銀資産		日銀負債				超過準備 付利率 (%)	支払利息	
		長期国債 (兆円)	うち根雪分 (兆円)	マネタリーベース (兆円)			超過準備 (兆円)		年当たり (兆円)	「出口」着手 以降累計 (兆円)
				日銀券 (兆円)	当座預金 (兆円)	超過準備 (兆円)				
2012	0	89	65	138	87	47	39	0.1	0.0	-
2013	0	140	66	200	88	107	99	0.1	0.1	-
2014	0	190	68	270	90	175	167	0.1	0.1	-
2015	1	171	70	251	92	154	145	0.1	0.2	0.2
2016	2	151	72	231	94	132	123	1.0	1.3	7.1
2017	3	130	74	210	96	109	100	2.0	2.2	9.3
2018	4	110	76	190	99	86	76	3.0	2.6	11.9
2019	5	90	78	170	102	62	53	3.0	1.9	13.8
2020	6	75	81	155	105	44	34	3.0	1.3	15.2

φ (2.0)

#### 【想定する状況】

①、②はケース1に同じ。

③2016年から利上げ開始。2018年にかけて段階的に3%へ引き上げ、その後は据え置き。

### ③ケース3【2017年から出口着手・2018年から段階的に3%まで利上げ】

第3のケースは、物価安定目標が日銀の想定する「2年程度」では達成できず、2016年末まで年50兆円ペースの長期国債残高積み増し（年70兆円ペースのマネタリーベース拡大）を続けるケースである。日銀は現状、2014年末より先のバランスシート見通しを示していないが、それまでの間に物価安定目標の達成に目途が立たない可能性も十分あり得るとみられ、その際の対応は日銀から新たな情報発信がない限り、現行の緩和拡大ペースを継続すると見ても不自然ではなかろう。このように、ケース1・2対比で異次元緩和の拡大局面を2年延長した場合、資産サイドの長期国債残高はピークで290兆円、負債サイドのマネタリーベースは410兆円に達する。その局面における保有国債の年限構成として（図表20）で推定したものを採用すると、残高が大きくなる分、自然償還による残高縮小には時間がかかり、出口

プロセスの完了までには約8年を要する見込みである。この間、ケース2に準じて、出口プロセス入り2年目から利上げを各年1%のペース、最終的な到達水準が3%になるよう実施した場合、累計コストは27.6兆円（年平均3.5兆円）に達する。年当たりの支払い利息は、ピークとなる2020年前後に5兆円前後と、消費税率を+2%超引き上げた際の税収に相当する膨大な財政コストが生じることになる（図表23）。

（図表23）「出口コスト」のシミュレーション ケース3  
【2016年まで緩和拡大継続。2017年～出口、当座付利3%へ段階的引き上げ】ケース

西暦 年末	「出口」着手 からの 経過年数	日銀資産		日銀負債				超過準備 付利率	支払利息	
		長期国債	うち根雪分	マネタリーベース			超過準備		年当たり	「出口」着手 以降累計
				日銀券	当座預金	超過準備				
(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(%)	(兆円)	(兆円)	
2012	0	89	65	138	87	47	39	0.1	0.0	-
2013	0	140	66	200	88	107	99	0.1	0.1	-
2014	0	190	68	270	90	175	167	0.1	0.1	-
2015	0	240	69	340	92	243	234	0.1	0.2	-
2016	0	290	70	410	94	311	302	0.1	0.3	-
2017	1	280	72	400	96	299	290	0.1	0.3	0.3
2018	2	246	75	366	99	262	252	1.0	2.7	3.0
2019	3	212	77	332	102	224	215	2.0	4.7	7.7
2020	4	181	79	301	105	191	180	3.0	5.9	13.6
2021	5	150	82	270	109	157	146	3.0	4.9	18.5
2022	6	123	84	243	112	126	115	3.0	3.9	22.4
2023	7	96	87	216	115	95	84	3.0	3.0	25.4
2024	8	79	89	199	119	75	64	3.0	2.2	27.6

φ (3.5)

【想定する状況】

- ①2014年末にかけて、「見直し」に沿ったB/S拡大が図られるも、物価安定目標未達。
- ②2016年末にかけて、長期国債+50兆円/年、マネタリーベース+70兆円/年の「異次元緩和」を継続。
- ③2017年から、「出口」プロセスに着手。保有長期国債の満期償還に任せたB/S縮小を開始（国債売りオペは実施せず）。
- ④2018年から利上げ開始。2020年にかけて3%まで段階的に引き上げ。その後は据え置き。

【前提】

- ①各年の満期償還額は、（図表20）の日銀の保有国債構造分析を基に、筆者試算。
- ②名目経済成長率は、2016年まで+2%、2017年から+3%。
- ③～④、⑥はケース1と同じ。

以上のように、日銀がバランスシートの急激な縮小を回避しつつ金融引き締めに移行するという「蓋然性の高い出口」の期間とコストは、堅めに見ても相当なものであり、かつそれは今後の経済動向と政策運営次第で容易に上振れする可能性を秘めている。そうした潜在的なリスクについて、どう考え、いかに対応していくかを、国民や市場と対話しつつ示していくことは中央銀行としての責務であろう（注4、5）。

なお、ここまでの議論では専ら出口にかかるコストの大きさを問題にしてきたが、試算のケースで想定したような展開が現実味を帯びてくる場合には、「誰が最終的なコストを負担するか」が大きな問題になると予想される。基本的に、超過準備は預金取扱金融機関が日銀当座預金に保有するものであるため、日銀が支払う利息の受け取り手は金融機関となる。しかし、最終的に財政（ひいては国民）負担となる年間数兆円規模に上る利息支払いを、「超過準備を持つ」という事実のみに依って金融機関が享受することに対し、批判が高まることは容易に想像できる。この問題への対応として、法定準備率を大幅に引き上げて「超過準備」を制度上消失させ、日銀から金融機関への利息支払いを無くしてしまうこと

---

も、一つの解決策として挙げられている（注6）。しかしそれは、日銀が資産サイドで保有する国債残高を維持するために、金融機関の運用資金を強制的に無利息で日銀の負債サイドに縛り付けるものであり、金融機関（ひいてはその顧客）の膨大な機会損失のもとに、日銀が国債市場の需給調整役を担う構図であると言える。

このように、仮に異次元緩和によってデフレ脱却が果たされても、それで万事がうまくいく訳ではなく、政策の方向転換によって顕在化するリスクとどう向き合うのか、早急に議論を深めていく必要がある。異次元緩和の推進と表裏一体で膨らんでいく後始末のコストを、どこまで許容し、誰が負担（あるいはシェア）するのか、簡単な問題ではないものの、議論は早急に始められるし、慎重を期して異次元緩和の「往路」を進むことによって、「復路」の険しさを変えられる面もあろう。

（注3）「国債の買い入れは空前の規模で行い、将来の市場売却は行わない前提に立つこと自体、純粋な金融政策目的に基づく対称的なオペレーションとは言えず、すでに財政ファイナンスである」との見方もある。

（注4）本稿における分析は、異次元緩和の出口プロセスにおける日銀負債サイドでのコスト発生シミュレーションに焦点を当てた。資産サイドでは、保有国債が積み上がる分、日銀の受取利息収入が増え、上記コストの減殺に作用するが、各年限の市場金利の想定次第でケース分けが無限に広がるため、今回の分析では勘案していない。しかし、デフレ脱却に成功して異次元緩和から退出する局面では、緩和過程に比べて市場金利は大きく上昇しているはずであり、国債価格下落に伴う評価損により、資産サイドでも巨額の財政コストが発生する公算が大きい。

（注5）日銀が最終的に被る損失額について、資産サイドの国債評価損から試算したものとして、IMF [2013.4] がある。それによれば、「異次元緩和」で掲げたシナリオ通りのバランスシート拡大が進んだ段階において、テールリスクが顕現化する最も厳しい金利シナリオのケースで、名目GDP比7.5%（約35.7兆円）の損失が発生する、との試算が示されている。

（注6）翁邦雄 [2013]。

## 5. 政策修正に向けた提言

前章までの議論を踏まえ最後に、今後の異次元緩和の在り方、および政府と日銀の政策協力の在り方について、若干の提言を行う。

### (1) 説明の追加とフォワード・ガイダンスの適正化

現状、異次元緩和のスキームそのものに分かりにくい部分があるほか、所謂「出口」に関する情報が圧倒的に不足している。

スキームに内在する問題とは、典型的には「デフレ脱却のためにイールドカーブを押し下げる」という政策の過程と、「デフレ脱却が市場で確信されればイールドカーブが大きく上昇する」という政策の結果で異なる方向性が、如何なるプロセスで結ばれるのか不明な点である。金利からマネタリーベースへ政策の操作対象したため、金利水準への言及はあえて控えられた面があるのかもしれない。しかし、市場参加者の立場で見れば、中長期ゾーンでは現在の1%以下から目標達成時には3%超もあり得べき金利水準として想定されるなかで、足元から近未来への中長期金利のパスが描きづらくなっている。そうした状況が、市場におけるランダムな金利観の形成につながり、ボラティリティ上昇に作用する可能性がある。この点に関して、日銀による十分な説明の追加が期待される。

また、市場が先行きに起こり得る政策の変化を予期しつつ円滑な期待形成を行うための情報発信、いわゆるフォワード・ガイダンスの充実も求められる。具体的には、2014年末までは詳細に示されている

工程の「その先」に関する情報発信である。2014年末時点で、「政策目標に未達の場合」、「政策目標の達成が明確に見えている場合」、それぞれのケースでどのような政策アクションがとられるのか、何の示唆もない現状は不測の混乱に陥るリスクが危惧される。とりわけ、重要なのは「出口政策」であり、異次元緩和の出口を巡っては日銀が率先して議論をリードするなかで、コンセンサスを今後形成していくことが望まれる。

ポイントは大きく二つあり、一つは「解除条件の具体化」、もう一つは「出口からの退出プロセスの明確化」である。前者に関し、現在ディレクティブで示されている解除条件（継続条件）は、「2%の物価安定の目標……（中略）を安定的に持続するために必要と判断される時点まで（継続）」となっている。これは、情勢に関する幅広い解釈と政策決定会合の裁量の余地を大きく残すものであり、先々無用な混乱を避けるためには、より具体的で客観性の高い解除条件を提示することが望まれる。また後者は、出口としてどのようなプロセスを想定し、いかなるオペレーションを行うかについて、早い段階で可能な限りアウトラインを明確にしておくべきである。それは、あくまで「出口の確認」に過ぎず、「出口へ急ぐ」ことを意味しない。逆に、実際の出口が間近に迫る局面で、いきなり具体的な出口プロセスについて生煮えの議論を持ち出せば市場の思惑を煽りやすくなり、その周知や準備、遂行に支障を来す可能性が懸念される。

## (2) 適切なタイミングでの物価目標修正

上記に見た解除条件（継続条件）を字面通りに捉えると、異次元緩和の解除は、現実の消費者物価上昇率が2%に達しない局面でもありうるし、2%を優に超過してからというケースもあり得る。しかし、日銀が想定する「デフレ脱却後の新たな経済構造のもとでの物価安定目標2%の達成」に「2年程度」の短期間で至るのは困難とみられ、それに拘泥すれば市場や経済の各所に意図せざるストレスをかけることが懸念される。第3章の(2)の議論で示したように、物価安定目標の本質は「バランスのとれた経済改善」と「デフレに逆戻りしないこと」の両立であり、「2%」の物価上昇率の実現にこだわることではない。加えて、財政再建を遂行するために金利上振れのリスクを極力排除する必要があること、目先は消費税率引き上げという制度面からの物価上振れ圧力も予定されること、等も踏まえると、当面の物価目標は低めに設定するのが得策と思われる。具体的には「当面の物価目標」として、かつて「中長期的な物価安定の目途」としていた「1%」の安定的な実現へ、適切なタイミングを捉えて現行目標を下方修正するのが妥当と判断される。

## (3) 「財政ファイナンス」・「市場混乱」回避に向けた対政府協定の締結

異次元緩和の柱である日銀による国債の大量購入は、純粋にデフレ脱却を目指す名目ながら、資金の流れは「日銀が政府の借金の手助けをする財政ファイナンス」の構図と事実上差はない。それゆえ、本来であれば、大規模緩和の必要性が無くなる局面で、日銀は保有国債の売却に転じなければならない筋合いである。しかし、現実には市場需給への配慮からそれも困難であるとすれば、日本国債に対する信認が保たれるかどうかは、政府の財政規律に一義的に左右されることになる。本年1月の物価安定目標の導入に際して公表された政府・日銀の共同声明では、「(政府は) 持続可能な財政構造を確立するため

---

の取組を着実に推進する」と謳われている。4月に日銀が異次元緩和に踏み切った時点で、その声明が持つ意味は格段に重くなり、もはや政府・日銀は一蓮托生の存在として、「物価安定」、「成長追求」、「財政再建」、「金融政策の適時適切な正常化」という困難な課題について、優先順位とバランスを配慮しながら、密接に連携して当たる以外に道はない状況である。そのためには、既存の「共同声明」を超えて、お互いの役割についてより強く規定する「協定」の締結も考慮されるべきであろう。

具体的な問題として、第4章で見たように異次元緩和の出口局面では巨額のコストが発生するリスクがあり、それは日銀の損失となる公算が大きい。現行日銀法では政府の日銀に対する損失補填義務は担保されていない。これを放置すれば、日銀が損失計上を避けるために適切な出口政策を行わず、結果として物価安定目標の実現が蔑ろにされる恐れもある。その際には、政府がいくら財政健全化に注力しようとも、日銀の自己防衛的な行動がそれを台無しにするという皮肉な結果となる。こうした事態を避けるためにも、政府・日銀は、局面に応じて果たすべき役割の遂行状況を互いに厳しい目でチェックし合い、時には政策対応に関するオープンな議論や注文も辞さない一方で、常に連携・協力しながら課題解決に当たる、という新たな関係の構築が求められる。

(2013. 8. 26)

#### 参考文献

- ・伊藤隆敏 [2013]. 『インフレ目標政策』 日本経済新聞出版社
- ・岩田規久男、浜田宏一、原田泰編著 [2013]. 『リフレが日本経済を復活させる 経済を動かす貨幣の力』 中央経済社
- ・翁邦雄 [2013]. 『日本銀行』 筑摩書房
- ・吉川洋 [2013]. 『デフレーション』 日本経済新聞出版社

#### 参考資料

- ・日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/index.htm/> の各種統計・資料
- ・IMF “UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES RECENT EXPERIENCE AND PROSPECTS BACKGROUND PAPER”, April 18, 2013.
- ・FRB “Chairman Ben S. Bernanke Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, July 17, 2012.”
- ・FRB “Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 26, 2013 (on July 17, on February 29, 2012), pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act.”