

新次元の金融政策のあり方

2017年3月

金融調査研究会

目 次

I. はじめに（研究のねらい）

II. 金融政策

1. 金融政策の目的と本研究の前提…………… 3頁
2. 伝統的金融政策と非伝統的金融政策の変遷
（量的・質的金融緩和政策の導入前）…………… 4頁
3. 量的・質的金融緩和政策以降の金融政策…………… 10頁
4. 量的・質的金融緩和政策以降の金融政策の効果と影響…………… 17頁

III. 日本経済の現状

1. 長期停滞論と潜在成長率…………… 21頁
2. わが国の財政状況…………… 24頁
3. 将来見通しが個人消費に与える影響…………… 25頁

IV. 提 言

1. 金融政策における長期的な視点の重要性…………… 27頁
2. 金融緩和への過度な依存からの脱却と
ポリシーミックスの必要性…………… 30頁
3. 環境変化に対応したビジネスモデルの構築…………… 33頁

金融政策等の変遷（年表）…………… 48頁

I. はじめに（研究のねらい）

金融調査研究会^{*}

2008年の世界的な金融危機後、主要先進国では相次いで金融緩和政策が強化された。これらの政策は、政策金利の操作を行う「伝統的金融政策」に加えて、資産購入等を含む「非伝統的金融政策」も採り入れたものであるが、すでに導入から相応の期間が経過しており、こうした金融政策が一種のスタンダードともいえる状況となっている。

わが国について、その歴史的な経緯を振り返ると、日本銀行はバブル崩壊後、1991年7月より金融緩和を継続し、1999年には「ゼロ金利政策」、2001年には「量的緩和政策」、2010年には「包括的な金融緩和政策」、といった様々な非伝統的金融政策を導入してきた。2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和政策」は、安倍政権の経済政策であるアベノミクス「三本の矢」の「第一の矢」として位置づけられるもので、財政政策等もあわせたポリシーミックスの中での役割も期待されるものとなった。2016年2月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」が導入されるなど、「量」、「質」、「金利」という三次元での金融緩和が推し進められることとなった。2016年9月には「量的・質的金融緩和政策」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」のもとでの経済・物価動向や政策効果について「総括的な検証」が行われるとともに、これまでの枠組みをさらに強化し、長期金利を含めた「金利」をも操作目標とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」が導入された¹。こうした大規模な金融緩和政策を通じて、わが国では、歴史的に類をみない、極めて緩和的な金融環境が続いている。

こうした一連の金融緩和政策の導入は、債券金利や貸出金利の低下に加え、過度な円高の是正、株価の上昇、社債発行の増加などをもたらし、一定の景気浮揚効果はみられた。一方、これらの「量的・質的金融緩和政策」をはじめとする、極めて大規模な金融緩和が導入され3年が経過したものの、日本銀行の目標である「2%」のインフレ率達成時期は依然不透明なものにとどまってい

^{*} 金融調査研究会は、経済・金融・財政等の研究に携わる研究者をメンバーとして、1984年2月に全国銀行協会内に設置された研究機関であり、本研究会の提言は、全国銀行協会の意見を表明するものではない。また、内容については原則として、2016年12月31日現在の金融政策および金融環境等を前提としている。

¹ 金融政策の操作目標がマネタリーベースなどの「量」から、長期金利を含めた「金利」へ実質的に移行したとみられている一方で、日本銀行の岩田副総裁は、日本銀行は2013年の量的・質的金融緩和導入後、一貫して「量」と「金利」の両面から強力な金融緩和を推進してきており、今回の枠組みが「政策の軸足を『量』から『金利』にシフトするものである」とすることは適切でない（岩田規久男（2016））、としている。

る。導入当初に想定されていた所期の効果が十分に得られたとは言い難い中、想定以上のイールドカーブのフラット化などにより、金融機関の円滑な金融仲介機能を阻害する可能性がある点などについて、懸念の声も聞かれている。

2016年2月に開始された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」を受け、新発10年物および20年物国債の金利がわが国史上初めてマイナスを記録した。こうした政策は、金利の低下を通じて、総需要を喚起する目的を持ったものであったが、金融機関の経営に対する影響も大きく、2016年度中間期決算において、預貸金利鞘の縮小等により前年同期比減益を公表している銀行が大宗を占める状況となっている。

国際的な情勢に目を転じると、米連邦準備制度理事会（FRB）は2015年12月および2016年12月に政策金利の引上げに踏み切っており、いわゆる金融政策の正常化に向けて舵を切った。一方、イングランド銀行（BOE）は2016年6月の英国のEU離脱決定等を受けて、追加緩和を実施した。欧州中央銀行（ECB）は月々の資産買入金額の減額と買入期間の延長を組み合わせた政策を2016年12月に公表した。このように、各国のマクロ経済状況の違いもあり、金融政策の方向性に違いが生じている。米国において金融政策の正常化への第一歩が踏み出されたとはいえ、2016年11月の米国大統領選後の株式市場の反転や金利上昇、欧州の大手銀行の不良債権問題や、新興国経済の減速懸念をはじめ、世界経済の不確実性が高まるなど、正常化への道筋は必ずしも明確なものとはなっていない。

このような状況下において、今後、わが国がどのような金融政策を採用すべきかを検討するに当たっては、まず、日本銀行が、世界の中央銀行の中でも先進的な金融政策を採用している点を踏まえ、これまでの金融政策の内容を俯瞰し、検証することが有益となろう。次に、金融政策がこれまでのところ想定された効果を十分に得られていない原因として、日本経済の構造問題や財政の現状について分析する必要がある。

以上を踏まえ、本研究では、日本銀行の金融政策の変遷について整理し、政策効果を検証し、その背景にある日本経済の現状を踏まえたうえで、金融政策のあるべき姿を提示することを通じて、日本銀行・政府そして銀行に対し提言を行う。

II. 金融政策

1. 金融政策の目的と本研究の前提

日本銀行の金融政策の目的は、日本銀行法の以下の条文に示されている。

日本銀行法

(通貨及び金融の調節の理念)

第二条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。

「金融政策」の目的は、物価の安定であることが一般的な理解であり、「2%のインフレ目標」といった場合、その基準は消費者物価指数（CPI）となることが多く、日本銀行の金融政策運営に当たっては、物価の安定を通じて、「国民経済の健全な発展」に資することが求められている²。

一方で、金融システムが不安定になった際に、安定化のために採用される手段（例えば、金融危機時の金融システム維持のための流動性供給オペや金利の引下げ、「最後の貸し手機能」）と物価の安定のためになされる（本来的な意味での）金融政策は密接に関連しており、明確な区別は難しい³。

また、金融危機後は、金融システム全体のリスクに対処するための政策として位置づけられるマクロプルーデンス政策が重視されてきており、例えば、日本でも2016年からバーゼルⅢにおけるカウンターシクリカル資本バッファが導入されている。日本では、カウンターシクリカル資本バッファについて金融庁が法整備を行っているほか、日本銀行と金融庁が定期的な連絡会（2014年6月設置の「金融庁・日本銀行連絡会」）を持つなどして、金融システムの安定のための対応がとられている。

本節では、図表1のとおり、消費者物価指数が下降し始めた1991年以降をインフレ終焉後と定義したうえで、その後の日本銀行における金融政策を概観する。

² 中央銀行研究会（1996）「中央銀行制度の改革——開かれた独立性を求めて」（首相官邸ホームページ）は、「いわゆるバブル経済期には、一般物価水準は安定している中で、地価・株価等の資産価格が高騰し、实体经济に大きな影響を及ぼした。この点に鑑み、一般物価水準だけでなく各種価格の変動にも留意することが望まれる」として、国民経済の健全な発展のために、消費者物価指数だけでなく、幅広い資産価格への配慮の必要性を指摘している。

³ 白川方明（2008）『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社。

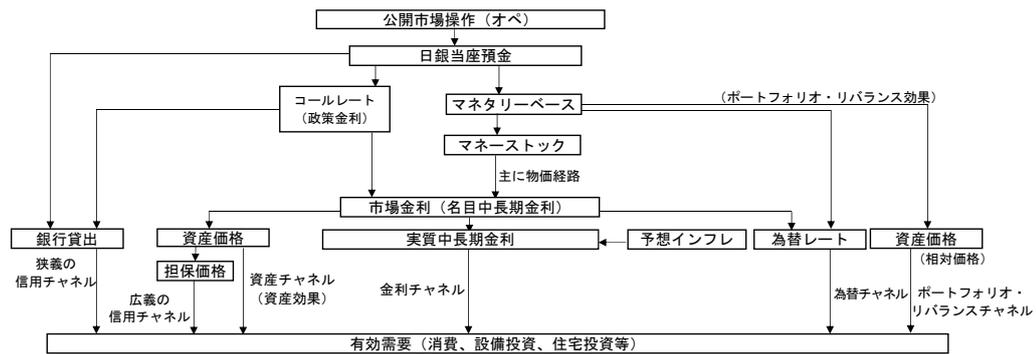
2. 伝統的金融政策と非伝統的金融政策の変遷（量的・質的金融緩和政策の導入前）

(1) 伝統的金融政策・非伝統的金融政策の理論的整理

① 伝統的金融政策

伝統的金融政策とは政策金利を操作して、短期金利に影響を与える手法である。その一般的な波及経路を図示すると、以下のとおりである⁴。

< 伝統的金融政策の波及経路 >



(出所) Kuttener, K. N. and Mosser, P. C. (2002) で用いられた図を拡張して作成。

それぞれを独立するものとして捉えることはできないが、以下では、波及経路を、a.金利チャンネル、b.資産チャンネル、c.為替チャンネル、d.広義の信用チャンネル、e.狭義の信用チャンネル、f.ポートフォリオ・リバランスチャンネル、に分類して、解説する。

まず、日本銀行は、公開市場操作を通じて日銀当座預金への資金供給量を調節し、無担保コールレートオーバーナイト物（以下「オーバーナイト金利」という。）をコントロールしている。オーバーナイト金利を目標水準へ誘導し、金利の期間構造に関する期待理論にもとづき、名目中長期金利および実質中長期金利に働きかけ、最終的に各主体の消費・投資支出へ影響を与えている（金利チャンネル）。

また、名目中長期金利への影響は、国債や株価等の資産価格に波及（資産チャンネル）するほか、国内外の金利差を通じて為替レートにも影響（為替チャンネル）を与えることを通じて、実体経済へ波及する。さらに、資産価格のうち、特に担保価格が変動した場合には、資金の借り手である企業や家計が外部資金を調達するためのプレミアムに影響を与えることなどにより、投資支出が変化し得る（広義の信用チャンネル）。

⁴ 本項において、波及経路の図表および説明は日本銀行を念頭に置き、Kuttener, K. N. and Mosser, P. C. (2002) で用いられた図を拡張した。

このほか、日本銀行は、銀行が貸出を行う際の主要な調達源である日銀当座預金の残高を調節するほか、オーバーナイト金利を操作し、企業や家計による銀行からの資金調達の利用可能性に影響を及ぼしている（狭義の信用チャネル）。

他方、日本銀行は、日銀当座預金の調節によってマネタリーベースに影響を与え、不完全代替財として想定されている貨幣と各種金融資産および実物財・資産の間での相対価格の変化を通じて、各主体のポートフォリオ・リバランスをもたらし、実体経済へ影響を及ぼしている（ポートフォリオ・リバランスチャネル）。

②非伝統的金融政策

非伝統的金融政策の定義は一律ではないが、「短期金利の下げ余地がなくなった段階で、金融政策が働きかける対象を、他の金融変数、つまりより長めの金利や資産プレミアムに広げた方法である⁵」との整理は可能である。すなわち、金利がゼロ近傍に低下した後、金利誘導を代替する目的で行われる金融行動⁶といえる。

したがって、量的緩和、信用（質的）緩和、フォワードガイダンス⁷、マイナス金利等の諸政策が含まれ、日本においては、1999年のゼロ金利政策以降の諸政策が該当すると考えられる。よって、整理すると以下のとおりとなる。

<伝統的金融政策と非伝統的金融政策の類型>

伝統的金融政策	・ 短期金利操作（ゼロ%以上）
非伝統的金融政策	・ 量的緩和 ・ 信用（質的）緩和 ・ フォワードガイダンス ・ マイナス金利

（出所）雨宮（2017）の講演資料を参考に作成。

以下、1991年以降の日本銀行の金融政策を概観する。

⁵ 雨宮正佳（2017）「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論——金融市場パネル40回記念コンファレンスにおける講演」日本銀行ホームページ。

⁶ 翁邦雄（2011）『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。

⁷ 黒田（2016）は、「インフレ予想をリ・アンカーするためには、中央銀行の物価安定に対する信認を高めることが必要であり、そのためには、先行きの金融政策運営に対するコミットメント—いわゆる『フォワード・ガイダンス』—を活用することが有効と考えられる」としている（黒田（2016）『『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』——低インフレを克服するための新たな金融政策の枠組み』（日本銀行ホームページ））。

(2) インフレ終焉後から世界的な金融危機前の金融政策（1991年～2006年）

① 伝統的金融政策

日本銀行は、バブル崩壊後の1991年7月以降、公定歩合の引下げを行い、金融緩和を行った。しかしながら、1995年にはオーバーナイト金利が公定歩合を下回る水準まで誘導され、市場金利の操作手段は公定歩合から実質的にオーバーナイト金利に移行した。

その後、1998年9月、日本銀行は、銀行や証券会社の破綻等による金融システム不安の高まりや、経済情勢の悪化、さらにはロシア危機等による世界的なリスクプレミアムの高まり、急激な円高進行等を踏まえ、政策金利を0.25%まで引き下げた⁸。

② ゼロ金利政策

日本銀行は、1999年1月の金融政策決定会合において、「経済情勢は依然として悪化を続けているが、そのテンポは和らいできている⁹」という景気認識を示していたが、長期金利の上昇や為替の円高進行を背景に、同年2月にいわゆるゼロ金利政策を採用した。その結果、加重平均のオーバーナイト金利は一時0.02%にまで低下した。ここでの政策の枠組みは、a.オーバーナイト金利のゼロ誘導、b.「デフレ懸念の払しょくが展望できるような情勢になるまで（ゼロ金利政策を）継続する」というフォワードガイダンスも含むものとなった¹⁰。

このフォワードガイダンスは、やや長めの金利の低下を促すものであり、また将来の短期金利予想においてプラスの金利が望ましいと判断する場合でもゼロ金利の継続を約束するというコミットメント政策の側面も含まれているため、時間軸効果を狙ったものといえる¹¹。

その後、「デフレ懸念の払しょくが展望できるような情勢」が達成されたとして、2000年8月にゼロ金利政策は解除された。

⁸ 日本銀行（1998）「政策委員会議長記者会見要旨（1998年9月9日）」（日本銀行ホームページ）では「経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にするため（中略）金融緩和措置を採ることが適当と判断した」とされている。

⁹ 日本銀行（1999a）「金融政策決定会合議事要旨（1999年1月19日開催分）」日本銀行ホームページ。

¹⁰ 日本銀行（1999b）「金融政策決定会合議事要旨（1999年2月12日開催分）」（日本銀行ホームページ）では、「先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことがしていくことが適当と判断した」とされている。なお、同日の会合において、ゼロ金利政策の解除条件は議論されておらず、同年4月9日の会合で議論が行われたのち、定例記者会見（同13日）の場で、速水総裁（当時）から公表された。

¹¹ 白川（2008）。

③量的緩和政策

日本銀行が2000年8月にゼロ金利解除を行った後、2000年末の米国のITバブル崩壊などによる海外経済の急激な減速の影響等から、国内経済は、輸出・生産が落ち込むなど景気回復テンポが鈍化し、消費者物価指数は一段と弱含んだ。また、2001年3月、政府は、「持続的な物価下落をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある」との認識を示した¹²。こうした状況下、日本銀行は、同月の金融政策決定会合で「量的緩和政策」を導入した¹³。

「量的緩和政策」では、量の目標とともに、「消費者物価指数（除く生鮮食品：以下、「コアCPI」という。）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」という、具体的な数値目標にもとづくフォワードガイダンスも伴っていた。

そして、2004年1月には、日銀当座預金残高目標を30～35兆円（対名目GDP比で6～7%）程度まで拡大した。その後、景気の回復傾向が持続し、2005年11月以降はコアCPIの前年比上昇率がプラスとなるなど、前述の水準を達成したと判断され、金融政策の操作目標を「日銀当座預金残高」から「オーバーナイト金利」へ変更して、「量的緩和政策」は解除された。そして、2006年7月には、「経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきている。このような状況のもとで、これまでの政策金利水準を維持し続けると、結果として、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある」¹⁴として、ゼロ金利政策を終了し、政策金利を0.25%に引き上げた。

「量的緩和政策」の解除に当たって、新たな金融政策運営の枠組み¹⁵として、a.「物価の安定」についての明確化、b.2つの「柱」にもとづく経済・物価情勢の点検、c.当面の金融政策運営の考え方の整理、の3

¹² 内閣府（2001）「月例経済報告等に関する関係閣僚会議（平成13年3月16日）」内閣府ホームページ。

¹³ 日本銀行（2001）「金融政策決定会合議事要旨（2001年3月19日開催分）」（日本銀行ホームページ）では、「海外経済の急激な減速の影響などから景気回復テンポが鈍化し、このところ足踏み状態となっている。物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念がある。（中略）財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここにきて、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った。こうした状況に鑑み、日本銀行は、通常では行われなような、思いきった金融緩和に踏み切ることが必要と判断」したとされている。

¹⁴ 日本銀行（2006a）「金融政策決定会合議事要旨（2006年7月13、14日開催分）」日本銀行ホームページ。

¹⁵ 日本銀行（2006b）「金融政策決定会合議事要旨（2006年3月8、9日開催分）」（日本銀行ホームページ）では、「中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率（『中長期的な物価安定の理解』）について、（中略）現時点では、海外主要国よりも低めという理解（中略）消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であれば、各委員の『中長期的な物価安定の理解』の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した」とされている。

点が掲げられた。

まず、「物価の安定」については、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と定義し、「概念的には、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態」と示された。

また、上記の2つの「柱」について、第1の柱では、「先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する」とされ、第2の柱では、「より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる」と示された。

そして、2つの「柱」にもとづく点検を踏まえたうえで、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表するという、当面の金融政策運営の考え方が整理された。

なお、「量的緩和政策」に関する分析は多数¹⁶存在しており、白川(2008)は「量的緩和政策」の効果を、a.景気と物価に対する刺激効果、b.金融システムの動揺回避、の2つの視点から解説している。a.については、時間軸効果の存在を挙げており、b.の金融システムの動揺回避については、a) 大量の当座預金への流動性供給による金融機関における流動性不安の減少、b) 日本銀行による資金供給の弾力的増加の方針提示、c) 信用度の低い金融機関や企業の信用スプレッドの低下、d) 当座預金の増加によるドル調達円滑化、等のルートにより、金融市場や金融機関システムの安定に貢献した、とした。

一方で、副作用として、a.短期金融市場の機能低下、b.将来のモラルハザード等が指摘されている。

¹⁶ 鶴飼博史(2005)「量的緩和政策の効果——実証研究のサーベイ」(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.06-J-14)に詳しい。なお、その中で触れられているように、日本銀行は2005年に量的緩和政策について、「潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、経済活動の収縮を回避することに大きな効果を発揮した。金融市場では、潤沢な資金供給により短期金利の水準がゼロとなるとともに、物価の小幅下落が続くもとでは、(中略)『約束』がゼロ金利の継続予想を生み出し、長めの金利が低位安定的に推移してきた」と評価している。

(3) 世界的な金融危機に対応するための金融政策（2008年～2013年3月）

2007年に米国で深刻化したサブプライムローン問題に端を発し、2008年9月15日の米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻や、同月29日にアメリカ合衆国下院が緊急経済安定化法案を一旦否決したことを機に、世界的な金融危機（リーマン・ショック）が発生した。これに対応するため、同年10月以降、日本銀行は、政策金利の段階的な引下げのほか、流動性供給を強化するなど、一連の政策対応を実施した。

金融システムの安定化に焦点を当てた積極的な流動性の供給等により、金融市場の安定や企業金融の円滑化・信用仲介機能の維持が図られた結果、わが国の金融システムは世界的な金融危機の影響を残しつつも、総じて安定性が維持されたと評価されている¹⁷。

この間、物価の安定については、政府は2009年11月の月例経済報告において、消費者物価が「緩やかな下落が続いている」として、基調判断においてデフレ宣言を行った。

こうした物価動向を受けて、2009年12月1日に日本銀行は、臨時金融政策決定会合を開き、政策金利を0.1%に維持しつつ、政策金利と同水準で期間3か月の資金を供給する固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションの実施を決定した¹⁸。

同政策の導入後、コアCPIの対前年比の下落幅は縮小傾向を維持したものの、緩やかな物価下落が継続したため、2010年6月、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長を実現することを企図し、成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取組みを促すため、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みを新たに導入した¹⁹。そして、同年10月、「日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性が強まっている」という認識のもとで、「包括的な金融緩和政策」を実施した。同政策では、①金利誘導目標を変更する（オーバーナイト金利を0%～0.1%程度で推移するように促す）とともに、②資産買入等の基金を創設した。②は、基金を通じて、長期国債を買入れるというもので、その目的や措置の臨時・異例の性格等か

¹⁷ 日本銀行（2009a）「金融システムレポート（2009年9月号）」日本銀行ホームページ。

¹⁸ 本政策について、白川総裁（当時）は臨時金融政策決定会合後の記者会見において、「量が制約となって金融機関行動が制約されることがない状況をしっかり作り出すという意味では、広い意味での量的緩和だと考えている」と述べている（日本銀行（2009b）「総裁記者会見要旨（2009年12月1日）」日本銀行ホームページ）。

¹⁹ 日本銀行（2010a）「金融政策決定会合議事要旨（2010年6月14、15日開催分）」日本銀行ホームページ。なお、以後に措置された貸出支援の枠組みの内容については、末尾の年表を参照のこと。

らみて、通常の「銀行券ルール」²⁰の適用外とすることが適当とされた。また物価の安定について、「中長期的な物価安定の理解（消費者物価指数が2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている）」が提示され、これが展望できる情勢になったと判断されるまで実質ゼロ金利政策を継続することとなった²¹。

この「包括的な金融緩和政策」により、日本銀行のバランスシートはさらに拡大したが、その拡大ペースは、同時期に金融緩和を行った欧米の中央銀行ほど劇的ではなかった。これは、すでに2000年代初頭から「量的緩和政策」を導入し、バランスシートが大きくなっていったこと、日本では金融機関の経営が欧米に比べ悪化していなかったこと、が背景にあると考えられる。量的緩和の効果がストックに依存するものか、フローによるものかの判断は難しいが、結果的に、2011年3月に発生した東日本大震災という特殊事情はあるものの、その効果は物価面から見て、明確なものとはならなかった。

なお、2012年2月に、日本銀行は、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率として、従来の「理解」から「目途」へ変更し、当面は消費者物価指数の前年比上昇率1%を目指し、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置により、強力に金融緩和を推進するとして、フォワードガイダンスを強化した²²。

3. 量的・質的金融緩和政策以降の金融政策

(1) 量的・質的金融緩和政策

2013年1月に、政府と日本銀行は、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現に向け、政策連携を強化し、一体となって取り組む旨の共同声明を公表した。この共同声明において、日本銀行は物価安定の目標（消費者物価指数の前年比上昇率2%）を新たに導入し、金融緩和を推進してできるだけ早期に実現することを目指す旨が明記され、フォワードガイダンスの強化および物価安定目標の明確化が図られた。同時に、政府は日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、これを強力に推進するとともに、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進する方針が示された²³。

²⁰ 「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという考え方。

²¹ 日本銀行（2010b）「総裁記者会見要旨（2010年10月5日）」日本銀行ホームページ。

²² 日本銀行（2012）「金融政策決定会合議事要旨（2012年2月13、14日開催分）」日本銀行ホームページ。

²³ 内閣府・財務省・日本銀行（2013）「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）（平成25年1月22日）」内閣府ホームページ。

そして、2013年4月、日本銀行は前述の共同声明を踏まえ、デフレからの脱却を目指し、「量的・質的金融緩和政策」を導入した。これは、「消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定の目標として、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」とのより強力なコミットメント（約束）のもと、「現時点で必要と考えられる施策をすべて講じる」として、量・質ともに大幅な拡充を行ったものである²⁴。

具体的には、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標をオーバーナイト金利からマネタリーベースに変更し、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金融市場調節を行う、とされた。また、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとともに、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、従来の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された。さらに、資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、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方針も示された²⁵。

上記の「量的・質的金融緩和政策」の波及経路は、日本銀行によると、以下のように説明²⁶されている。

- ①長期国債やETF、J-REITの買入れによって、「イールドカーブ全体の金利低下、資産価格のプレミアムに働きかける効果」が生じ、これが、資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起する。
- ②日本銀行が長期国債を大量に買い入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、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「ポートフォリオ・リバランス効果」が生じる。
- ③「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする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」があり、予想インフレ率が上昇すれば、現実の物価に影響するだけでなく、実質金利の低下を通じて民間需要を刺激することも期

²⁴ 「量的・質的金融緩和政策」の導入に伴い、資産買入等の基金は廃止された。また、政府が、2013年1月の共同声明において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、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」としていることなどを踏まえ、「銀行券ルール」を一時停止した。

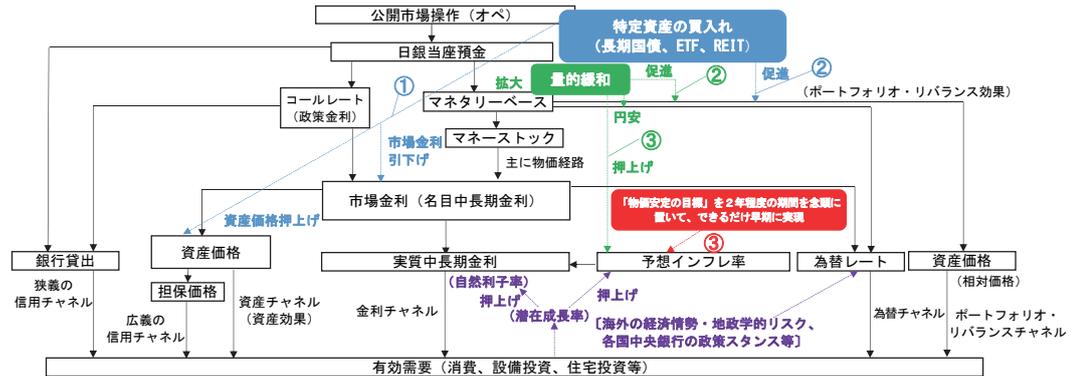
²⁵ 日本銀行（2013）「金融政策決定会合議事要旨（2013年4月3、4日開催分）」日本銀行ホームページ。

²⁶ 黒田東彦（2013）「量的・質的金融緩和と金融システム——活力ある金融システムの実現に向け」日本金融学会2013年度春季大会における特別講演、日本銀行ホームページ。

待できる。

上記の「量的・質的金融緩和政策」の波及経路を図示すると以下のとおりである。

< 「量的・質的金融緩和政策」の波及経路 >



(出所) Kuttener, K. N. and Mosser, P. C. (2002) で用いられた図を拡張し、日本銀行の各種資料等を参考として作成。

その後、2014年10月には、「量的・質的金融緩和政策」をさらに強化した。具体的には、マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う、とされた。また、長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行うほか、買入れの平均残存期間を7～10年程度に延長（最大3年程度延長）する、とされた。さらに、ETFおよびJ-REITについて、保有残高がそれぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う方針が示された²⁷。

「量的・質的金融緩和政策」の効果として、2015年1月に日本銀行がまとめた報告²⁸によれば、導入後の約2年で以下の効果がみられたとしている。

²⁷ 日本銀行（2014）「金融政策決定会合議事要旨（2014年10月31日開催分）」日本銀行ホームページ。

²⁸ 日本銀行企画局（2015）『『量的・質的金融緩和』——2年間の効果の検証』日銀レビュー・シリーズ、J-8。

- ・ 予想インフレ率は各種のサーベイや市場指標で上昇。
- ・ イールドカーブ全体に対する強い下押し圧力により、オーバーナイト金利（図表2）、国債金利（図表3）、実質金利も大きく低下し、マイナスで推移。
- ・ 消費者物価前年比は、2015年1月まで20か月連続でプラス。
- ・ 金融面をみると、日経平均株価は大幅に上昇し、為替市場では円安方向の動きが進行（図表4）。貸出も、同政策の導入前は前年比マイナスから若干のプラス程度の伸びであったが、2015年1月現在では中小企業向けを含めて前年比プラス幅が拡大。
- ・ 2年連続の賃上げなど企業の賃金・価格設定行動も変化したほか、失業率も低下（図表5）、需給ギャップが改善（図表6）。

(2) マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策

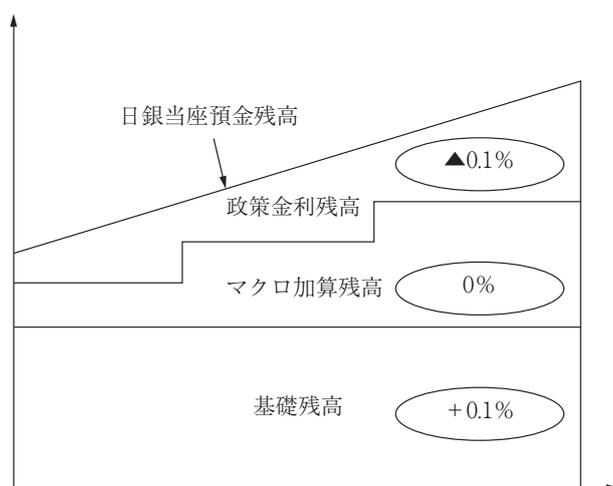
2016年1月の金融政策決定会合において、マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策の導入が決定され、2月16日から適用された。この導入目的について、日本銀行の黒田総裁は、「量的・質的金融緩和により、物価の基調は改善しているものの、原油価格の下落やそのもとでの新興国・資源国経済の動向、さらにはそれを受けた世界的な金融市場の不安定な動きなど、日本経済を取り巻く環境を踏まえると、企業のコンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクは増大している」とし、「できるだけ早期に2%の『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するため」としている。

導入に当たっては、金融機関への配慮から、3層の階層構造で適用するとされた。具体的には、各金融機関の日銀当座預金残高のうち、①「基礎残高」（2015年1月～12月積み期間（基準期間）における平均残高までの部分）には+0.1%、②「マクロ加算残高」（次の合計額。a.所要準備額に相当する残高、b.金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額、c.日銀当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングで、マクロ加算額（①に掛目を掛けて算出）を加算）には0%、③「政策金利残高」（上記①、②を超える部分）に▲0.1%のマイナス金利を適用し、今後必要な場合、さらに金利を引き下げる方針が示された。

また、「量」の観点から、マネタリーベースが年間約80兆円に相当する

ペースで増加するよう金融市場調節を行う方針が維持された。他方、「質」の観点から、長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとされ、買入れの平均残存期間は7～12年程度とする、とされた。さらに、ETFおよびJ-REITについて、保有残高がそれぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う方針が維持された²⁹。

<日本銀行のマイナス金利適用スキーム>



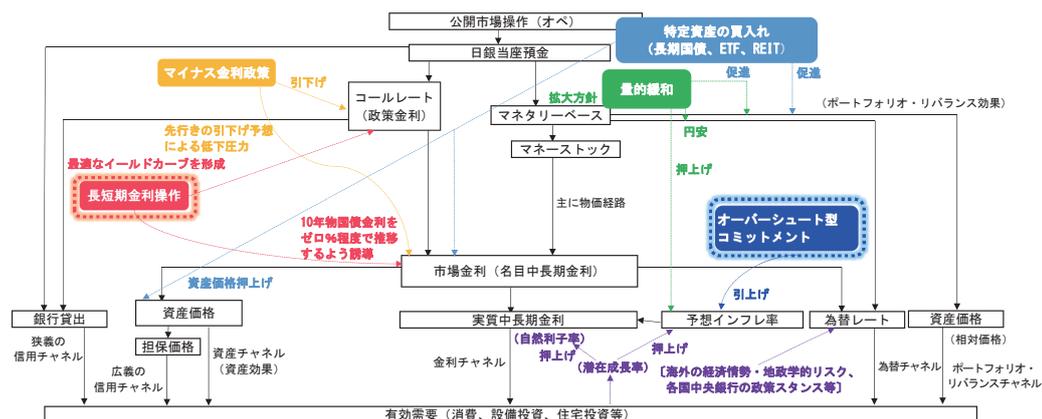
(出所) 日本銀行 (2016b) を参考に作成。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の波及経路は、以下のようによに図示することができる。波及経路は、「量的・質的金融緩和政策」と同様であるが、マイナス金利の導入により、日銀当座預金金利およびオーバーナイト金利の下限とされていたゼロ金利制約が撤廃され、金利全般に対し、一段と強い下押し圧力が働いた。

²⁹ 日本銀行 (2016a) 「金融政策決定会合議事要旨 (2016年1月28、29日会開催分)」日本銀行ホームページ。

上記の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」では、以下に図示されるように、オーバーシュート型コミットメントにより、予想インフレ率を引き上げ、長短金利操作により、適正なイールドカーブを実現し、経済に最も望ましい実質金利の引下げを実現することが、波及経路として想定されている³¹。

＜「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」の波及経路＞



(出所) Kuttner, K. N. and Mosser, P. C. (2002) で用いられた図を拡張し、日本銀行の各種資料等を参考として作成。

「イールドカーブ・コントロール」は、マネタリーベースの拡大を主目標とする従来の金融緩和政策から、長短金利操作を通じてイールドカーブをコントロールする政策への転換を企図するものと考えられる。

長期金利は、市場の需給等の様々な要因により決定されることから、これまでは直接的に操作できないものと考えられていたが、日本銀行によれば、日銀当座預金へのマイナス金利適用と国債買入れを適切に組み合わせることにより、中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えることができる、とされている。ただし、イールドカーブ・コントロール政策により意図する水準に操作可能か否かについては、様々な見解がある³²。現時点における長期金利の動向をみると、指値オペや国債買入額の増額によって、概ね日本銀行が想定する範囲内で金利が推移しているとみられる。

³¹ 日本銀行 (2016d) 「総裁記者会見要旨 (2016年9月21日)」 (日本銀行ホームページ) および黒田東彦 (2016)。

³² 金利操作という観点から、過去の経験としては、米国で実施されたツイスト・オペが挙げられる。小田・小林 (2003) によれば、1960年代に行われたツイスト・オペ (ドル相場防衛と景気回復を図るため、短期資本の流入のための短期金利上昇と、国内設備投資促進のための長期金利低下を同時に促した政策で、中長期国債の買いオペを実施) では長期金利のリスクプレミアムを有意に制御できた形跡は見当たらないとされている。他方、Bauer (2012) によれば、米国が金融危機対応の一環として行った2011年のツイスト・オペは、①ポートフォリオ・リバランス効果、②シグナリング効果、③金融市場の改善効果を通じた金利押下げ効果を示唆しているが、10年物国債の金利を8bp程度押し下げる効果に過ぎず、相次ぐ金融緩和政策は長期の低金利見通しが市場に定着し、シグナリング効果を弱める点が指摘されている。

今次の枠組みのもう一つの特徴である「オーバーシュート型コミットメント」は、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、というものである。

2%の物価上昇を達成するためには、予想インフレ率をさらに引き上げる必要があるが、「総括的な検証」にもとづく基本的見解では、日本の場合は長期にわたるデフレのもとで、目標となる物価上昇率が実現できていないこともあって、適格的な期待形成の影響が諸外国と比べて特に大きいとされた。そこで、「オーバーシュート型コミットメント」は、期待形成のマインド転換にはある程度の時間がかかることも考慮に入れながら、強いコミットを行うことで「物価安定の目標」の実現に対する信認を向上させ、予想インフレ率の引上げを狙ったものと解釈できる。

これまで、2013年4月以降、黒田総裁が記者会見において「出口戦略の議論は時期尚早」と繰り返し発言したこと、また、当初2年程度で達成するとしていた2%の目標が「経済・物価情勢の展望」において、数回（2016年11月公表の「経済・物価情勢の展望」により、達成時期は5度目の延期）にわたり先送りされたことにより、2%の達成時期に疑問が呈されていた。こうした状況下で導入された「オーバーシュート型コミットメント」は、2%をできるだけ早期に達成する目標は維持し、その達成まで緩和的な政策を継続するとコミットしつつ、特定の達成時期については明示していない。これを踏まえれば、金融政策決定会合のたびに、いわゆる「催促相場」になることを避けるといった意味合いも持つもので、これまでの日本銀行のコミュニケーション戦略の修正が図られたもの、とも解釈できる。

4. 量的・質的金融緩和政策以降の金融政策の効果と影響

以上のとおり、2013年から行われた大規模な金融緩和政策等により、総じてみれば、過度な円高が是正され、株価も上昇するなど、わが国の景気浮揚に一定の効果は得られた。その一方で、副作用や将来に対する懸念がそうした効果を減殺している側面も存在していると考えられるため、これらについて、以下で検討する。

まず、量的・質的金融緩和については、市中で購入可能な国債の量的限

界³³や、株式・債券市場における中央銀行の影響力が過度に大きくなることへの懸念が考えられる。2016年9月の金融政策決定会合で示されたETFの購入に関する買入方法の変更（日経225型の割合を減らし、TOPIX型の割合を増やす）は、市場の価格発見機能の回復に一定程度資するものと考えられる一方で、すでに日本銀行の株式市場におけるプレゼンスは大きく、株式市場への影響力が増大していることには留意が必要である。また、これに伴う中央銀行の実質大株主化により、コーポレート・ガバナンスに係る市場規律の低下を招く可能性がある点にも配意すべきである。

また、大規模な資産買入れによって、日本銀行のバランスシートは、2016年10月現在、名目GDP比約80%という水準にまで拡大しており（欧米は約20%）、日本銀行の試算では、2017年に100%を超える見込みである。こうしたバランスシートの拡大を受けて、専門家や市場関係者からは、その削減プロセスが困難になるとの懸念が示されることも多い³⁴。他方、量だけでなく、従来と比して、満期までの期間が長い国債等の保有により、一段と金利リスク等を抱えるようになってしまっている。こうした量、質両面から見ても大規模な政策は、保有国債の取得原価がクーポンと額面価額の合計額より高い場合に、損失の発生³⁵、ひいては日本銀行の自己資本比率の低下³⁶を通じて、日本銀行の健全性に疑念が生じ、信認が低下する可能性に関しても、留意が必要である。

次に、マイナス金利政策に関しては、イールドカーブがフラット化し、貸出金利の低下等をもたらしたが、金融機関における収益の悪化にも留意する必要がある。例えば、2016年第1四半期の銀行全体（大手行・地域銀行（単体ベース））の四半期純利益は前年同期比28%減の7,802億円となっており、資金利益は3,000億円減と銀行収益に大きな影響を与えている³⁷。「長短金利操

³³ IMFは国債購入の限界を2015年8月の時点で2017-2018年と予想している（Arslanalp, S. and Botman, D. (2015)）。また、日本銀行の売買シェアが大きくなり、国債市場が「金融政策の判断を行ううえでの情報源」としての効果を失うことも懸念される。

³⁴ 例えば、翁（2015）や岩田一政ほか（2016）等。

³⁵ 日本銀行は2004年から償却原価法を採用している。これに沿って考えれば、満期まで保有した際に受領するクーポンと額面の合計額より取得原価が上回っている場合、会計上は、国債の評価損としては現れず、満期までの保有を前提として取得原価との差額を償還期限までの間、有価証券利息の減少として均等に計上することになる。なお、日本銀行は、2015年11月の政策委員会で引当金に係る会計規程の変更を行っており（日本銀行（2015））、2015年度決算では4,500億円の債券取引損失引当金を計上している。

³⁶ 収支・財政状況を見ると、2015年度の国庫納付金は円高等の影響により、2014年度の7,567億円から3,905億円に大きく減少した。また、2016年度上半期の当期剰余金（図表7）は、前年同期比で8,291億円減少し、2,002億円の赤字に転落しており、日本銀行の自己資本比率は8.00%に低下した（2015年度末は8.05%）。なお、日本銀行が会計上の健全性の目安としているのは8%~12%）。

³⁷ 日本銀行は「総括的な検証」において、マイナス金利の影響のほか、この間の株安・円高も影響したとしている。

作付き量的・質的金融緩和政策」においては、短期金利の引下げが追加緩和の手段の一つとして考えられている。今後、短期～中期ゾーンの金利がさらに下押しされ、銀行をはじめとする金融機関における利鞘の縮小をより深刻化させ、その収益を一段と圧迫する懸念がある。マイナス金利政策の金融仲介機能への影響は、その継続期間次第では、大きなものとなり得る³⁸ため、政策が長期化すればするほど、累積的な効果が大きくなる点には注意が必要であると考えられる。さらに、銀行の自己資本に悪影響を与え、リスクテイク能力の減退により、円滑な金融仲介機能を阻害する可能性や、金融システムが不安定化するリスクも存在する。

日本に先んじてマイナス金利を導入した欧州では、金融機関の収益圧迫といった話は比較的少ないが、わが国の場合、預金による調達割合が高い中、預金金利もすでに低水準にあり、調達金利の引下げ余地が少ないことから、マイナス金利が利鞘に及ぼす影響が相対的に大きく表れやすい³⁹ことが背景にあると考えられる。

なおマイナス金利政策については、金融機関への影響だけでなく、日銀当座残高を抑制する方向に働くマイナス金利政策と、マネタリーベースの増加目標との整合性にも疑問⁴⁰が呈されている。

金利操作については、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」が導入されてから日が浅く、政策効果を検証可能な段階にはないと考えられるが、長期金利の操作は短期金利よりも難しい点に配慮すべきであり、日本銀行が国債を大量に保有している状況下で機能している点にも留意するべきである。

最後に、コミュニケーション戦略については、サプライズを狙った政策変更は市場のボラティリティを高めるほか、市場関係者が日本銀行のアナウンスメントに疑念を持ち、将来の予見性を低下させる可能性がある点には留意するべきである。例えば、2016年1月21日の黒田総裁による国会答弁では、現時点ではマイナス金利ということ具体的を考えているということはないといった主旨の発言⁴¹があったが、約1週間後の金融政策決定会合後に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の導入が発表され、市場関係者に

³⁸ 日本銀行（2016e）「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】」日本銀行ホームページ。

³⁹ 日本銀行（2016f）「金融システムレポート（2016年10月号）」日本銀行ホームページ。

⁴⁰ 日本銀行（2016a）における一部委員からの意見。

⁴¹ 参議院（2015）「第190回国会参議院決算委員会会議録第2号」（1月21日付）参議院ホームページ。

大きな驚きをもって受け止められることとなった。

ただし、こうしたコミュニケーション戦略は、昨今、修正の方向に向かっていると考えられ、政策の予見性向上が企図されるようになっていくことが窺われる。2016年7月の金融政策決定会合後、「次回会合で総括的な検証を行う」と事前にアナウンスし、対外的にも審議委員による講演等においてその旨言及した。そして、9月に「総括的な検証」を公表し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」の導入に至った一連のプロセスは、市場との対話に配慮した結果と考えられる。

さらに、上述のように、「オーバーシュート型コミットメント」については、2%を超えるまで緩和的な政策を継続することを明示することで「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを企図すると同時に、特定の期間の提示を取りやめたことで「催促相場」になることを避けるといった意味合いも持つもので、これまでの日本銀行のコミュニケーション戦略の修正が図られたもの、と解釈できる。

このように、2013年4月以降、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」に至るまで、様々な政策手段が試みられた結果、政策の枠組みが複雑化している。このため、伝統的な枠組みにもとづく政策効果の計測が難しくなりつつあり、今後とも、政策の効果や影響、ならびに妥当性について、不断の検証を続ける必要がある。

Ⅲ. 日本経済の現状

「Ⅱ.」における分析のとおり、大規模な金融緩和政策を行ったにもかかわらず、その効果は必ずしも十分に得られていないと考えられる。そこで、本節ではその背景にある日本経済の現状を概観し、その原因について分析を行う。

1. 長期停滞論と潜在成長率

現状、日本経済は「デフレではない」状態にあるものの、デフレを完全に脱却したとは言い難い。大規模な金融緩和を進めたにもかかわらず、实体经济への効果が限定的（図表8）であった理由として、「長期停滞論」に原因を求め、「自然利子率が低くなりすぎた結果、緩和効果が得られにくくなっている可能性がある」との論調がある。

自然利子率とは、経済・物価に対して引き締めの的にも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準とされるもので、均衡実質金利とも呼ばれる。自然利子率は、「完全雇用のもとで貯蓄と投資をバランスさせる実質金利」の水準として定義することもできる⁴²。そして、金融緩和を行うためには、自然利子率よりも実質金利を低い状態にする必要があるとされる⁴³。

すなわち、

金融緩和：自然利子率 > 実質金利

⇔ 自然利子率 > (名目金利 - 予想インフレ率)

となる。

例えば、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」では、「オーバーシュート型コミットメント」によって予想インフレ率を引き上げ、マイナス金利政策および国債買入れによって名目金利、ひいては実質金利の引下げの達成を試みている、と解釈することができる。

自然利子率は直接観察できないほか、様々な要素の影響を受けるため、推計手法等によって相当の幅があるが、日本の自然利子率を測定すると、リーマン・ショックの時期と量的・質的金融緩和政策導入後の一時期を除き、ほぼ一貫して、自然利子率は実質金利を下回っており、金融政策は引き締め方

⁴² 日本銀行企画局 (2016) 『『総括的検証』 補足ペーパーシリーズ②わが国における自然利子率の動向』 日銀レビュー・シリーズ, J-18。

⁴³ Krugman, P. (2014) “The Timidity Trap” (New York Times, March 20, 2014) によれば、名目金利の非負制約を所与とし、インフレ目標が十分に高い水準に設定されていない状況下において予想インフレ率が一定程度上昇したとしても、依然として市場実質金利が自然利子率を上回る水準に留まる可能性が指摘されており、この状態を「臆病の罠 (timidity trap)」と呼んでいる。この場合、需要不足によって経済刺激効果が得られないとされる。

向に働いていたことを示唆する研究結果もある⁴⁴。

自然利子率については、完全雇用で実現する金利と捉えることができるため、その近似値として、潜在成長率が参照される場合が多い。日本の潜在成長率は、現状ゼロ%台前半とされており、年々低下傾向にある⁴⁵（図表9）。潜在成長率の決定要因としては、労働投入（就業者数、労働時間）、資本蓄積（資本ストック）、全要素生産性（経済成長の要因のうち、資本や労働の投入量だけでは説明できない部分であり、技術革新、労働の質的な向上、経営の革新などの要因が含まれる⁴⁶：TFP）がある。それらの成長率をみると、まず労働投入については労働力人口減少と非正規労働者比率増加等による労働時間短縮からマイナスとなっている。一方、資本蓄積はプラスの伸び率を示すが、企業の設備投資の抑制によってその増加ペースが低下しているほか、TFPの伸び率も過去に比べて低いものにとどまっている。

(1) 少子高齢化社会と人口減少

日本は、他国に先んじて、少子高齢化が進展している。総人口が減少し始めたのは2008年以降のことであるが、生産年齢人口（15歳～64歳）は、図表10のとおり、1995年以降、平均してみると、年率0.4%程度で減少を続けている⁴⁷。今後、生産年齢人口の減少が継続する見通しであることを踏まえると、現状の労働参加率や労働時間が維持されると仮定しても、労働投入の面から、潜在成長率へのマイナス寄与が継続することを意味している。

(2) 設備投資に関する議論

緩和的な金融環境が続き、外部からの資金調達が容易になっているにもかかわらず、設備投資は伸び悩んでいる。設備投資の中身を見ても、総固定資本形成から減価償却に当たる固定資産減耗を差し引いた純固定資本形成は低水準に留まっており（図表11）、更新投資が主になっていることが

⁴⁴ 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編（2016）『マイナス金利政策——3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社。一方、日本銀行（2016e）の推計によれば、自然利子率は2010年以降概ねゼロ%近傍で推移している中で、実質金利の水準は、自然利子率を十分に下回っている（＝金融緩和の効果はあった）としている。

⁴⁵ 2016年末に、国民経済計算（SNA）の基準改定が行われている。この改定において、研究開発投資の資本化を含む国際基準（2008SNA）に対応したことなどにより、直近のGDP成長率が上方改定されたため、足下のGDPのトレンドの伸びが上向き、全要素生産性の伸びとして潜在成長率の推計に反映されたことから、直近の潜在成長率は0.4%程度から0.8%程度に上方改定されている（内閣府（2017a））。

⁴⁶ 経済財政諮問会議 専門調査会「選択する未来」委員会（2014）「未来への選択——人口急減・超高齢社会を超えて、日本発 成長・発展モデルを構築」内閣府ホームページ。

⁴⁷ 国立社会保障・人口問題研究所（2014）「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」国立社会保障・人口問題研究所ホームページ。

窺われる。純固定資本形成を増やすためには、新規投資を増加させる必要があるが、追加的な資本投入から得られる生産性を示す資本生産性（図表12）は、過剰資本が指摘されていた90年代の水準と比して低下傾向にある。さらに、人口減少社会に直面している日本においては、期待成長率の低下に伴い、投下資本の回収可能性に企業が疑問を持ち、新規投資に後ろ向きになっていることが考えられる。そのほかにも、地政学的リスクも含めた不確実性が高まっており、企業が手元流動性を確保する傾向にあることも、大規模な投資に踏み切れない要因となっている可能性がある。

また、資金循環統計をみると、企業はバブル経済の時期の1980年代後半は資金不足主体であったが、1990年代後半以降、資金余剰主体となっている（図表13）。企業は内部留保（自己資本）を十分有しており、外部からの借入に対する依存度が低下していると考えられる（図表14、15）。したがって、大規模な金融緩和により極めて低金利の状況が長期間続き、借入コスト（調達コスト）が低下したとしても、設備投資を目的とした資金需要には必ずしも繋がらない可能性がある。

(3) 全要素生産性

全要素生産性（TFP）の推移をみると、図表9のとおり、潜在成長率に対し、上述した3つの要素の中で、大きな寄与度を有している一方で、その伸び率は2000年代初頭を除き、年々鈍化していることがわかる。

この原因として、わが国におけるTFPは先進国に比べ低く、また、製造業に比べ非製造業が、大・中堅企業に比べ中小企業で伸び悩みが顕著であったことが指摘されている。その要因として、非製造業においてはICT資本の利活用の遅れが業務効率化の遅れにつながっていたことが挙げられているほか、中小企業では、大企業に比べキャッシュ・フローが逼迫し、過剰債務もより深刻であったこと等から、生産効率の高い新規設備の導入が少なかったこと、研究開発支出（R&D投資）が低かったこと等が挙げられている⁴⁸。

また、日本はR&D投資の規模は大きいものの、他国に比し、TFP上昇に結びついていないという指摘もあり、その要因として、日本企業ではR&D投資がプロダクト・イノベーションにつながる新事業の創出より既存企業の強化に充てられていること、R&D投資に配分される資金が売上高に依存する等、硬直的になっていること、オープンイノベーション（外部等から技術やアイデアを取り込むことで新しい価値を作り出すこと）へ

⁴⁸ 内閣府（2015）「平成27年度年次経済財政報告」内閣府ホームページ。

の企業の取組みが不足していること等が挙げられる⁴⁹。

なお、政府は全要素生産性を世界トップレベルに引き上げていくために、①企業の付加価値創造力の強化、②ビジネスの「新陳代謝・若返り」、③グローバル化への積極的対応、を掲げ、徹底的な改革に取り組んでいく方針を示している⁵⁰。

2. わが国の財政状況

わが国の財政収支（対名目GDP比）をみると、大幅な財政赤字が継続している。債務残高も、急速に増大しており、2016年度末において、2016年の一般会計税収の約15年分に相当する国債残高になる見込みである。主要先進国は1990年代に財政健全化を着実に進めてきたほか、2008年秋以降のリーマン・ショック等の影響により、一時的に財政収支が悪化したものの、2010年代には、財政収支が改善していることに鑑みると、わが国の財政環境は、他の先進国と比べてもかなり深刻なものとなっている。

わが国の財政の現状について、まず歳入面をみると、国債費（債務償還費および利払費等）を含む当初予算歳出全体の3分の2程度しか税収や税外収入で賄えておらず、3分の1を公債金収入に依存している。歳出面をみると、政府の社会保障以外の支出（利払費を除く。対GDP比）は低下する一方で、社会保障支出（対GDP比）の拡大に伴い、総支出（対GDP比）が増加しており、社会保障関係費の趨勢的な増加が、財政収支悪化の大きな要因となっていることがわかる。平成29年度予算政府案でも、社会保障関係費は前年度比4,997億円増の32兆4,735億円となっている。

少子高齢化が急速に進む中、今後も社会保障関係費の増加が予想される一方で、生産年齢人口のさらなる減少に直面しており、将来的にも保険料収入の増加は見込み難い。

(1) 財政赤字・債務残高増大の影響

上記の社会保障関係費の増加と相まって、近年、わが国の政府債務残高対GDP比は200%超と非常に高水準に達しており、国民一人当たりの借金は約669万円（2016年度末）と試算されている。こうした公債発行の増加・債務残高の増大に起因する問題点として、①公的サービスの水準の低下、②世代間の不公平の発生、③民間部門への資金供給の阻害による経済活力の低下、④財政への信認低下による金利上昇、といった悪影響もリスクと

⁴⁹ 内閣府（2017b）「日本経済2016-2017」内閣府ホームページ。

⁵⁰ 経済財政諮問会議 専門調査会「選択する未来」委員会（2014）。

して指摘されている⁵¹。

(2) 財政健全化目標の状況

前述した財政問題に対処するため、政府は国・地方を合わせた基礎的財政収支（以下、「プライマリーバランス」）について、①2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減（達成済）、②2020年度までに黒字化、等の目標を掲げている。ただし、内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2016年7月）」によれば、経済再生ケース（2019年10月の消費税率引上げ、実質GDP成長率2%以上、名目GDP成長率は中長期的に3%以上、名目GDPの水準でみると2020年頃に600兆円を達成）を実現した場合であってもなお、2020年度の債務残高対GDP比率は▲1.0%程度（▲5.5兆円程度）⁵²となり、依然としてプライマリーバランスは赤字が見込まれる。したがって、プライマリーバランスの黒字化やその後の債務残高対GDP比を安定的に引き下げる目標達成は、引き続き不透明な状況にある。

以上のとおり、わが国の財政状況は厳しく、財政健全化への道筋も不透明な点も踏まえると、追加的な財政負担を伴う大規模な財政出動に対しては慎重な検討が必要といえる。

3. 将来見通しが個人消費に与える影響

個人消費については、2014年の消費税率引上げ以降、低迷している。特に勤労者世帯のうち世帯主が39歳以下の世帯については、可処分所得の増加と比べて消費支出が抑制されている状況にある。この要因の一つとして、非正規雇用者の増加と相まって、「継続的に安定的な収入が確保できるのか」、「老後設計は大丈夫なのか」といった将来に対する不安の存在が指摘されている⁵³。

経済成長が見込めず将来の所得の増加が期待できない中、上記のような財政状況を受け、将来の増税、年金の手取り額の減少や支給開始年齢の後ろ倒し等が起こる可能性を危惧する向きも強まっている。このように、将来に対

⁵¹ 財務省（2016）「日本の財政関係資料」財務省ホームページ。

⁵² 内閣府（2017c）「中長期の経済財政に関する試算」（2017年1月25日 経済財政諮問会議提出）では、経済再生ケースにおいて、2020年度の債務残高対GDP比率は▲1.4%程度（▲8.3兆円程度）になるとされている。

⁵³ 内閣府（2016a）「平成28年度年次経済財政報告——リスクを越えて好循環の確立へ」内閣府ホームページ。また、予備的貯蓄（将来所得に不確実性がある場合に、確実な時に比べて多く保有する貯蓄）の実証分析を行った例として村田（2003）が挙げられ、30歳代を中心とした家計のマイクロデータを用いて分析した結果、公的年金制度に対する不安という家計の主観的かつ長期的な将来不安が現在の資産蓄積行動に影響を及ぼしていることが示されている。

する不確実性や不安が高まる環境下では、貯蓄動機がより一層高まり、家計消費は抑制される。

これは、アベノミクスで示された経済の好循環（企業収益の増加が、雇用の拡大・賃金上昇につながり、それが個人消費を拡大し、さらに企業収益を増大させる）を強めるうえでのボトルネックとなっている可能性がある。

IV. 提言

「Ⅱ.」、「Ⅲ.」の分析を踏まえ、以下のとおり、3つの提言を行う。

1. 金融政策における長期的な視点の重要性
 - ◇ 日本銀行は、長期的な視点から、引き続き物価目標を維持しつつ、その金融政策の運営に当たっては、操作目標の妥当性および政策効果を不断に検証するとともに、市場との対話の強化等を通じて予見性の向上に努めるべき。また、今後の金融緩和政策のさらなる拡大については、その長期的影響や持続性、柔軟性、金融システムの安定等にも配慮しつつ、慎重な検討を行うべき。
2. 金融緩和への過度な依存からの脱却とポリシーミックスの必要性
 - ◇ 政府は、日本銀行の金融緩和に過度に依存せず、日本における構造問題を踏まえ、日本銀行と協調しつつ、財政政策および成長戦略を金融政策と適切に組み合わせたポリシーミックス（政策パッケージ）を実行すべき。
3. 環境変化に対応したビジネスモデルの構築
 - ◇ 銀行は、マイナス金利環境下においても、成長資金の供給において期待される役割を一層果たすとともに、環境変化に対応したビジネスモデルを構築すべき。

1. 金融政策における長期的な視点の重要性

金融政策の目的は「Ⅱ.」で述べたように、物価の安定であるが、デフレに比べ、将来が見通せる安定したインフレのほうが、消費や投資を前倒しするインセンティブが働く可能性が高い。経済全体の総需要が増加すれば、企業はそれに見合った水準まで生産活動を拡大するため、中央銀行が設定する物価目標は、プラスの領域で設定され、長期的な観点から達成されるものと理解されるべきである。

2%の目標は引き続き堅持すべきであると考えられる。2%の理論的妥当性については、日本銀行が説明しているように、①消費者物価指数には上方バイアスがある点、②金利引下げ余地——いわゆる「のりしろ」——を確保する点、③グローバルスタンダードという点、が論拠として挙げられている⁵⁴。

①は、統計の上方バイアスを考慮し、デフレへ陥るリスクを抑制するため

⁵⁴ 黒田東彦（2014a）「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか——日本商工会議所における講演」日本銀行ホームページ。

に、ある程度プラスの値にする必要があることを意味している。②については、名目金利が「実質金利+期待インフレ率」で算出され、不況期に、名目金利の引下げによる景気刺激の余地を残す必要があるほか、マイナス金利の深掘りには限界があるとみられることなどから、一定程度の物価上昇率をコミットすべき目標として示すことが必要である。③については、日米欧の主要中央銀行が2%のインフレ目標を堅持していることを踏まえれば、目標を2%から引き下げた場合、為替相場の円高トレンドが定着し、これがデフレ圧力を生みだすリスクがある⁵⁵。

次に、政策目標達成へ向けたコミットメントの一つのあり方として、海外経済・地政学的リスク、ならびに商品市況の悪化等の不確実性等を踏まえ、2%の達成時期を一定程度柔軟化させる方法が考えられる。この意味で、2016年9月に採用された「オーバーシュート型コミットメント」は、フォワードルッキングな期待形成を強化しつつも、期待形成の傾向や外部環境の変化を踏まえ、信認低下を防ぐことに配慮しているものと捉えることができる。加えて、日本銀行は、「デフレではない」と国民が理解できるよう説明を重ね、短期的に過度な政策に頼ることなく、長期的な視点から2%インフレ目標を目指すことを明確に示し、物価上昇へ向かうパスを描く必要がある。この目的のためには、以下の提言「2.」で述べるように政府と歩調を合わせる事が重要となる。

また、政策の先行きについて予見性を向上させる必要がある。市場参加者の意表を突き、一時的なショックを引き起こすような、サプライズ的な政策よりも、市場とのコミュニケーションを重視し、フォワードガイダンスを強化すべきである。サプライズ政策は、仮に短期的に効果を生じたとしても、これを繰り返すと、予見性の低下につながる可能性が大きい。また、金融政策決定会合のたびに過度な期待が集まる状況は、安定的な期待形成といった視点から望ましくない。

一方で、過度に詳細なフォワードガイダンスは金融政策の手段を制限する可能性があるので留意すべきである。各国中央銀行もフォワードガイダンスについては手探りの状況であるが、一例として、FRBは、将来の金利見通し（ドット・チャート）を各種経済見通しと併せて公表しており、市場とのコミュニケーションを図っている。

⁵⁵ 黒田東彦（2014b）『「2%」への招待状——日本経済団体連合会審議委員会における講演——』（日本銀行ホームページ）において、他の主要国がグローバルスタンダードにもとづいて毎年2%程度の物価上昇を実現する一方、わが国でデフレ状況が継続していたため、趨勢的に円高が進行してきたと指摘されている。

以上を踏まえれば、金融政策には長期的な視点が求められ、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」はこうした点にも配慮したものと評価できる。ただし、長期金利は、一般的に、将来の予想短期金利とタームプレミアムの和で構成されるとされており、柔軟かつ適切なコントロールには困難が伴う。さらに、長期金利操作という今回の枠組みは、国債の大量購入下においてはじめて機能するものである点には留意する必要がある。操作目標の妥当性およびその政策効果は不断に検証されなくてはならない。

また、マイナス金利については、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」の導入後にイールドカーブのフラット化が進展したほか、「Ⅱ.」で指摘したように、日本の場合、同様にマイナス金利政策が導入されている欧州と比べ、①預金による銀行の資金調達割合が高いうえ、預金金利もすでに低水準であったため、調達金利の引下げ余地が少ない、②銀行の総資産に占める国債・中銀預金の比率が高い、等の違いがあり、預貸金利鞘が一段と縮小し、銀行収益に与える影響が想定以上に大きくなったことへの留意は必要と考えられる。これに加えて、銀行に与える収益影響が累積的となった場合、健全な金融仲介機能の発揮による経済の活性化を阻害する可能性がある点にも配慮すべきである。

他方、国債購入については、今後、日本銀行による満期までの保有が想定されており、「Ⅱ.」で言及したように、日本銀行の保有国債の取得原価がクーポンと額面価額の合計額より高ければ、将来的に、日本銀行の財務状況を大幅に悪化させる可能性があり、そうしたリスクに十分配慮すべきである。長期の国債を買い入れているため、その影響が長期間にわたることにより、柔軟な政策対応が難しくなる可能性がある点にも留意が必要である。

上記の理由および国債購入の量的限界や株式・債券市場への影響力等に鑑みれば、マイナス金利の深掘りや国債購入をはじめとした資産買入れの拡大も含めた今後の金融緩和政策のさらなる強化については、その影響、および、その持続性、柔軟性、金融システムの安定等にも配慮しなくてはならない。

以上を踏まえ、日本銀行は、長期的な観点から引き続き物価目標を維持しつつ、その金融政策の運営に当たっては、操作目標の妥当性および政策効果を不断に検証するとともに、市場との対話の強化等を通じて予見性の向上に努めるべきと考えられる。また、今後の金融緩和政策のさらなる拡大については、その長期的影響や持続性、柔軟性、金融システムの安定等にも配慮しつつ、慎重な検討が必要となる。

2. 金融緩和への過度な依存からの脱却とポリシーミックスの必要性

「Ⅱ.」、「Ⅲ.」において検討してきたとおり、大規模な金融緩和政策のみでは経済・物価を十分に浮揚させるには至っていない。また、一連の金融緩和は、中長期の金利の引下げにより、企業等による資金調達コストを引き下げる効果があると考えられるが、マネタリーベースの増加に比して、マネーストックの増加が鈍い状況（図表16）が続いている。

財政出動については、ポリシーミックスにより金融政策の効果を高める効果が期待できる一方、①現在は雇用状況が徐々に改善しており、景気拡張期にあることに加え、②「Ⅲ.」でみたように、2020年までの財政健全化目標があり、かつ消費税率引上げを2019年10月まで再延期した状況において、追加的な財政負担力は限られていること、および③将来の負担等、を踏まえれば、財政出動の判断は慎重に行うべきである。昨今では財政・金融政策の併用としてヘリコプターマネー政策が挙げられることもあるが、財政規律が緩むリスクが大きく、その結果として高インフレを招く懸念があり導入すべきではない。

また、「Ⅲ.」で検討を行った日本の構造的な問題である人口動態と潜在成長率の低下、財政問題およびそれらに伴う将来への不安を解消する政策を講じない限り、引き続き企業が前向きな投資を控えたり、家計が消費を抑えたりする傾向は続くと考えられる。

以上から、政府は、日本銀行の金融緩和に過度に依存せず、日本における構造的な問題を踏まえ、日本銀行と協調しつつ、財政政策および成長戦略を日本銀行が行う金融政策と適切に組み合わせ、ポリシーミックス（政策パッケージ）を実行していくとともに、適切な役割を果たすことが喫緊の課題である。

その意味では、まず、国民に政府および日本銀行が適切に連携していることを、これまで以上に分かりやすく示すべきである。例えば、日本経済の現状の認識について、日本銀行は「物価の持続的な下落という意味でのデフレではない⁵⁶」と述べ、政府は「もはやデフレ状況ではない⁵⁷」としているが、日本銀行と政府はこれまで以上に協調して日本経済の状況について発信するとともに、丁寧に国民に説明していくべきである。これにより、先行きへの前向きな期待形成を促すことも可能と考えられる。

さらに、政府は、長期的な政策の方向性に関するビジョンを提示し、将来

⁵⁶ 日本銀行（2016g）「『通貨及び金融の調節に関する報告書』概要説明」2016年11月22日参議院財政金融委員会における概要説明。

⁵⁷ 内閣府（2016b）「経済財政運営と改革の基本方針2016」内閣府ホームページ。

に対する予見性を高めるべきである。これまでも2012年の「フロンティア構想」や2014年の「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」といった数十年を見据えた政策が示され、その後の政策の指針となってきた。こうした根幹となる政策を明示したうえで、それを長期的に維持することは、国民の安心感および期待の醸成に資すると考えられる。

これと併せて、財政面では、財政健全化に向けた道筋を明確に国民に示し、適切な予算配分・歳出削減・歳入増加に関する政策の着実な実行が必要と考えられる。政府は、2015年に策定した「経済・財政再生計画」において、経済・物価動向等を踏まえ、2020年度に向けて「社会保障関係費の伸びを、高齢化による増加分と消費税率引上げと併せて行う充実等に相当する水準におさめることを目指す」としているほか、同年12月に定められた「経済・財政再生アクション・プログラム」においては、「ワイズ・スペンディング」、すなわち、政策効果が高い分野に歳出を重点化させるなど、メリハリの効いた歳出を行うという考え方を取り入れる等、改革効果の着実な発現が重要という認識のもと、単年度主義を超えるコミットメントも掲げている。

また、政府は、社会保障と税の一体改革も推し進めており、税制の抜本改革で安定財源を確保し、社会保障の充実・安定化と財政健全化目標の達成を実現する、としており、消費税については、①景気や人口構成の変化に左右されにくく、税収が安定、②働く世代など特定の人に負担が集中することなく、経済活動に中立的、③高い財源調達力、といった観点から、社会保障の財源を調達する手段としてふさわしい税とし、消費税率引上げによる増収分は全て社会保障の充実・安定化に向けるとしている。

ただし、消費税率引上げ（8%から10%）が2019年10月まで再延期されたことにより、引き続き安定的な財源として機能するかは不透明である。したがって、財政については、中長期的な展望を描いたうえで、政策のルール化とその遵守が重要となろう。

構造改革については、2016年8月2日に公表された「未来への投資を実現する経済対策」においても「成長と分配の好循環を強化するための構造改革等の推進」として言及されているように、「働き方改革」といった金融政策では対処できない面に対する政策をより促進していくべきである。生産年齢人口の減少傾向を踏まえれば、例えば、非正規労働者の正規社員への登用等を促進する一方、労働市場の硬直性の緩和や、高齢者や女性の就労機会の増大に関する検討が必要である。また、労働分配率を高めるための政策や将来への安心を保証する社会保障改革等も十分な手当を行う必要がある。

また、「Ⅲ.」で検討したように、生産年齢人口が減少し、設備投資が伸び悩んでいる状況において、潜在成長率を高めるためには全要素生産性の向上が重要となっており、生産性向上や、イノベーションの創出等に官民を挙げて注力すべきである。安倍政権が目指す「名目GDP600兆円」を達成する前提（経済再生ケース）では、全要素生産性が、足元の水準（2015年度：0.4%程度）で2016年度まで推移した後、2020年代初頭にかけて2.2%程度（1983年2月から1993年10月）の平均）まで上昇するとされている⁵⁸。これに向けて、「日本再興戦略2016」において、(1) 600兆円に向けた「官民戦略プロジェクト10」（①新たな有望成長市場の創出、②ローカルアベノミクスの深化等）、(2) 生産性革命を実現する規制・制度改革、(3) イノベーション・ベンチャー創出力の強化・チャレンジ精神に溢れる人材の創出、(4) 海外の成長市場の取り込み、(5) 改革のモメンタムの活用、といった政策が示されている。

これらの諸政策の結果として政府・日本銀行に対する信認が醸成され、企業や家計の将来期待が高まり、設備投資の促進や恒常所得の増加に伴う家計支出の拡大に資すると考えられる。

⁵⁸ 内閣府（2016c）「中長期の経済財政に関する試算」（2016年7月26日 経済財政諮問会議提出）内閣府ホームページ。なお、内閣府（2017c）では、SNA基準改定を踏まえた試算が示されており、ここでは、全要素生産性の2015年度上昇率は+0.8%程度とされている。

3. 環境変化に対応したビジネスモデルの構築

日銀当座預金の一部にマイナス金利が適用される状況下、金融機関は引き続き利鞘が縮小する厳しい環境の中で事業を行っていく必要がある。加えて、今後、人口減少等により国内における資金需要の減少が予想される中で、従来以上に顧客のニーズを捉えた特徴のあるビジネスモデルの志向が不可欠となる。

日本銀行は、これまでの金融政策や成長基盤強化を支援するための資金供給をはじめとした貸出支援基金等の諸制度の設置を通じて、金融機関の資金供給を後押ししている。こうした中、銀行自身も金融環境、産業構造、人口動態が変化する中で成長資金の供給に対する取組みを一段と積極化していく必要がある。

具体的には、それぞれが独立したものではないが、①産業構造の転換、規制緩和、情報通信技術の発展といった環境変化を受けて、わが国経済を支えていく新たな成長産業、成長企業の誕生が期待されている、②サービス産業化が進行しており、GDPの7割を占める中、従来型の担保を持ちにくい⁵⁹サービス業等の企業が増加している、③中堅・中小・小規模企業に対して、ローカルベンチマークを活用した成長資金の供給促進が求められている⁶⁰、④少子高齢化が進み、金融サービスの在り方が変化している、ことを踏まえた対応等が求められている。

例えば、従来型の担保・保証に過度に依存せず、事業の内容や成長可能性などを適切に評価するという、事業性評価にもとづく融資等、さらなる成長資金供給の促進が必要であり、顧客の経営課題の解決に資する効果的なソリューション提供にも積極的に取り組んでいかねばならない。

これらへの取組みは、顧客本位の良質な金融サービスを提供し、企業の生産性向上や国民の資産形成を助け、結果として、金融機関自身も安定した顧客基盤と収益を確保するという好循環（「共通価値の創造」）を目指す⁶¹という金融行政方針とも合致する。

銀行が環境変化に応じたビジネスモデルの構築を一段と進めることができれば、提言「2.」の着実な実施により、企業や消費者のマインドが回復することとあわせ、マネタリーベースに比してマネーストックが増加していない状況を変化させるなど、金融政策の効果も強化されよう。

以上

⁵⁹ 帝国データバンク（2016）「特別企画 国内企業22万社の融資等の保全状況実態調査」（帝国データバンクホームページ）でも、製造業や不動産業と比べ、サービス業は担保を持ちにくいため有担保借入が少ない点が指摘されている。

⁶⁰ 内閣府（2016d）「日本再興戦略2016」内閣府ホームページ。

⁶¹ 金融庁（2016）「金融行政方針」金融庁ホームページ。

参考文献

(邦語文献)

- 雨宮正佳 (2017) 「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論——金融市場パネル40回記念コンファレンスにおける講演」 日本銀行ホームページ。
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編 (2016) 『マイナス金利政策——3次元金融緩和の効果と限界』 日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男 (2016) 「最近の金融経済情勢と金融政策運営」 日本銀行ホームページ。
- 鶴飼博史 (2005) 「量的緩和政策の効果——実証研究のサーベイ」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.06-J-14。
- 翁邦雄 (2011) 『ポスト・マネタリズムの金融政策』 日本経済新聞出版社。
—— (2015) 『経済の大転換と日本銀行 (シリーズ現代経済の展望)』 岩波書店。
- 小田信之・小林洋史 (2003) 「長期金利の変動をどう理解するか? ——マクロ経済モデルを利用した期待短期金利成分とリスクプレミアム成分への分解」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.03-J-4。
- 金融庁 (2016) 「金融行政方針」 金融庁ホームページ。
- 黒田東彦 (2013) 「量的・質的金融緩和と金融システム——活力ある金融システムの実現に向けて」 日本銀行ホームページ。
—— (2014a) 「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか——日本商工会議所における講演」 日本銀行ホームページ。
—— (2014b) 「『2%』への招待状——日本経済団体連合会審議員会における講演」 日本銀行ホームページ。
—— (2016) 「『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』——低インフレを克服するための新たな金融政策の枠組み」 日本銀行ホームページ。
- 経済財政諮問会議 専門調査会「選択する未来」委員会 (2014) 「未来への選択——人口急減・超高齢社会を超えて、日本発 成長・発展モデルを構築」 内閣府ホームページ。
- 国立社会保障・人口問題研究所 (2014) 「日本の将来推計人口 (平成24年1月推計)」 国立社会保障・人口問題研究所ホームページ。
- 財務省 (2016) 「日本の財政関係資料」 財務省ホームページ。
- 参議院 (2015) 「第190回国会参議院決算委員会会議録第2号」 (1月21日付)

参議院ホームページ。

白川方明（2008）『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社。

中央銀行研究会（1996）「中央銀行制度の改革——開かれた独立性を求めて」
首相官邸ホームページ。

帝国データバンク（2016）「特別企画 国内企業22万社の融資等の保全状況実
態調査」帝国データバンクホームページ。

内閣府（2001）「月例経済報告等に関する関係閣僚会議（平成13年3月16日）」
内閣府ホームページ。

————（2015）「平成27年度年次経済財政報告」内閣府ホームページ。

————（2016a）「平成28年度年次経済財政報告——リスクを越えて好循環の
確立へ」内閣府ホームページ。

————（2016b）「経済財政運営と改革の基本方針2016」内閣府ホームペ
ージ。

————（2016c）「中長期の経済財政に関する試算」（2016年7月26日 経済財
政諮問会議提出）内閣府ホームページ。

————（2016d）「日本再興戦略2016」内閣府ホームページ。

————（2017a）「今週の指標 No.1159 基準改定等を反映した2016年7 - 9
月期四半期別GDP速報（2次速報）を踏まえたGDPギャップ及び
潜在成長率について」内閣府ホームページ。

————（2017b）「日本経済2016 - 2017」内閣府ホームページ。

————（2017c）「中長期の経済財政に関する試算」（2017年1月25日 経済財
政諮問会議提出）内閣府ホームページ。

内閣府・財務省・日本銀行（2013）「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現の
ための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）（平成25年
1月22日）」内閣府ホームページ。

日本銀行（1998）「政策委員会議長記者会見要旨（1998年9月9日）」日本銀行
ホームページ。

————（1999a）「金融政策決定会合議事要旨（1999年1月19日開催分）」日
本銀行ホームページ。

————（1999b）「金融政策決定会合議事要旨（1999年2月12日開催分）」日
本銀行ホームページ。

————（2001）「金融政策決定会合議事要旨（2001年3月19日開催分）」日本
銀行ホームページ。

————（2006a）「金融政策決定会合議事要旨（2006年7月13、14日開催分）」
日本銀行ホームページ。

- (2006b)「金融政策決定会合議事要旨（2006年3月8、9日開催分）」
日本銀行ホームページ。
- (2009a)「金融システムレポート（2009年9月号）」日本銀行ホームページ。
- (2009b)「総裁記者会見要旨（2009年12月1日）」日本銀行ホームページ。
- (2010a)「金融政策決定会合議事要旨（2010年6月14、15日開催分）」
日本銀行ホームページ。
- (2010b)「総裁記者会見要旨（2010年10月5日）」日本銀行ホームページ。
- (2012)「金融政策決定会合議事要旨（2012年2月13、14日開催分）」
日本銀行ホームページ。
- (2013)「金融政策決定会合議事要旨（2013年4月3、4日開催分）」
日本銀行ホームページ。
- (2014)「金融政策決定会合議事要旨（2014年10月31日開催分）」日本
銀行ホームページ。
- (2015)「政策委員会月報（平成27年11月）」第796号。
- (2016a)「金融政策決定会合議事要旨（2016年1月28、29日開催分）」
日本銀行ホームページ。
- (2016b)「本日の決定のポイント」（1月29日付）日本銀行ホームペ
ージ。
- (2016c)「金融政策決定会合議事要旨（2016年9月20、21日会開催
分）」日本銀行ホームページ。
- (2016d)「総裁記者会見要旨（2016年9月21日）」日本銀行ホームペ
ージ。
- (2016e)「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策
効果についての総括的な検証【背景説明】」日本銀行ホームページ。
- (2016f)「金融システムレポート（2016年10月号）」日本銀行ホーム
ページ。
- (2016g)「『通貨及び金融の調節に関する報告書』概要説明」2016年
11月22日参議院財政金融委員会における概要説明。
日本銀行企画局（2015）「『量的・質的金融緩和』——2年間の効果の検証」日
銀レビュー・シリーズ, J-8。
- (2016)「『総括的な検証』補足ペーパーシリーズ②わが国における自然
利子率の動向」日銀レビュー・シリーズ, J-18。

村田啓子 (2003) 「マイクロデータによる家計行動分析——将来不安と予備的貯蓄」 IMES Discussion Paper Series 2003-J-9。

(英語文献)

Arslanalp, S. and Botman, D. (2015) “Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing,” IMF Working Paper, WP/15/186.

Bauer, M. D. (2012) “Fed Asset Buying and Private Borrowing Rates,” *FRBSF Economic Letter*, May 21, 2012.

Krugman, P. (2014) “The Timidity Trap,” *New York Times*, March 20, 2014.

Kuttener, K. N. and Mosser, P. C. (2002) “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions,” *FRBNY Economic Policy Review*, 15-26.