

一橋大学経済学部 商工中金寄附講義

「中小企業の経済学」

第8回 中小企業金融Ⅰ（金融のしくみ）

—日本銀行の「量的・質的金融緩和」
（第1の矢）の実態とその暫定的評価—

2015年6月3日

株式会社 商工組合中央金庫 常務執行役員

清水 紀男

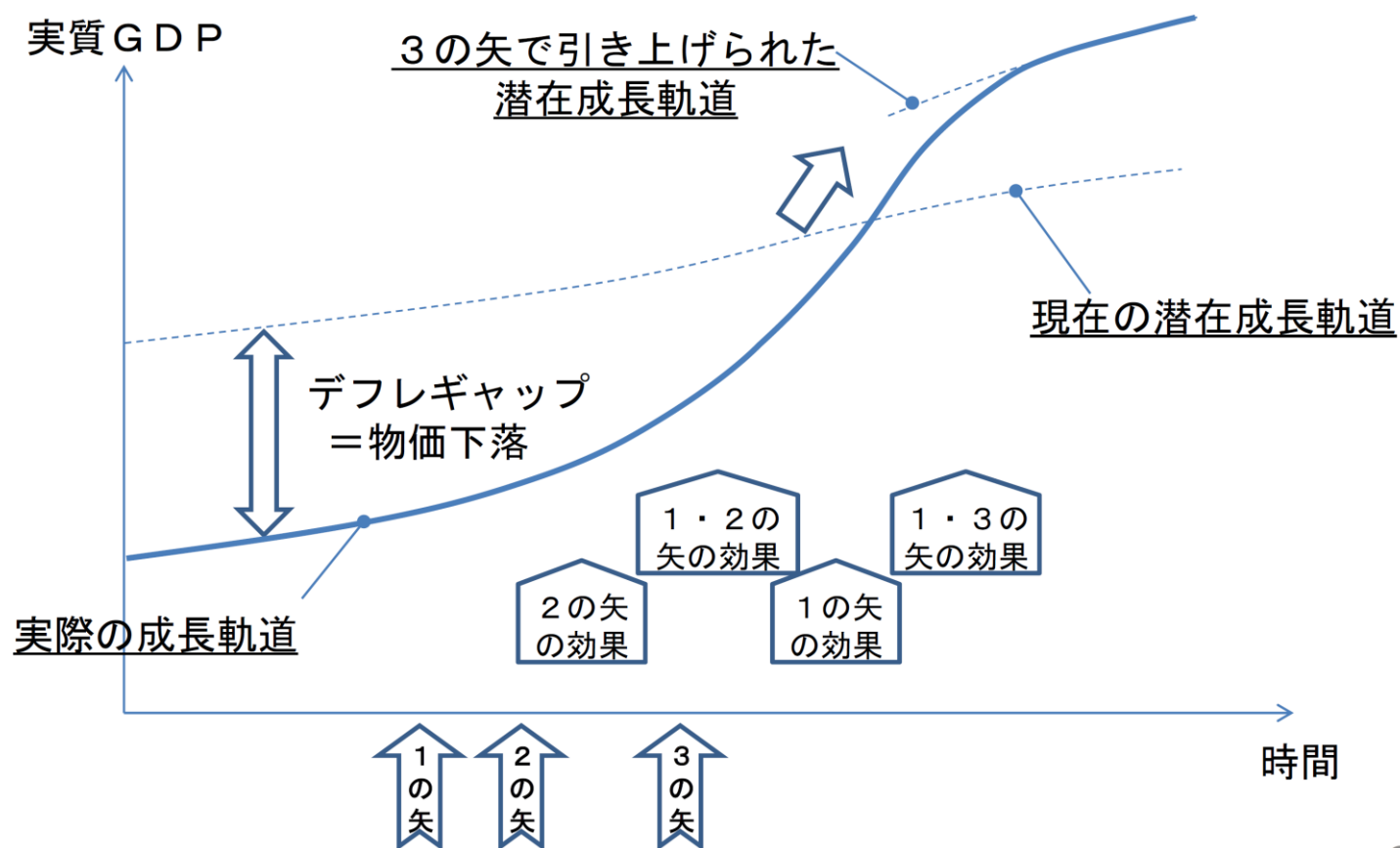
第8回 中小企業金融Ⅰの講義の内容

- 「量的・質的金融緩和」とは
- 「量的・質的金融緩和」の狙い
- 「量的・質的金融緩和」以降の展開
- 「量的・質的金融緩和」のメカニズム
- B/Sからみた「量的・質的金融緩和」
- 「量的・質的金融緩和」は目標を達成できるか
- 「量的・質的金融緩和」の出口の展望

「量的・質的金融緩和」とは①

一 「量的・質的金融緩和」の役割

▽ 「三本の矢」の相互関係



「量的・質的金融緩和」=QQE: Quantitative & Qualitative Easing

「量的・質的金融緩和」とは②

一 政府と日銀の「共同声明」（2013.1.22）

- 白川前日銀総裁のもとで公表された「共同声明」
- ✓ 日本銀行は、日本経済の競争力と成長力強化に向けた幅広い主体の取組が進展するとの認識に立って、物価安定の目標を消費者物価上昇率で2%とし、これをできるだけ早期に実現することを目指す。
- ✓ 政府は、機動的なマクロ経済政策運営とともに、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、日本経済の競争力と成長力強化に向けた取組を強力に推進する。また、日本銀行との連携強化にあたり、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。

「量的・質的金融緩和」とは③

— 「量的・質的金融緩和の導入（2013.4.4）」

【強く明確なコミットメント】

- 2%の物価安定目標を、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。

【量・質ともに次元の違う金融緩和】

- マネタリーベース：年間約60～70兆円の増加（2年間で2倍）
- 長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）
- 長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2年間で2倍以上）
- ETFの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）
- J-REITの保有残高：年間約300億円の増加

「量的・質的金融緩和」とは④

— 「量的・質的金融緩和」の拡大（2014.10.31）

マネタリーベースの年間増加ペースを
「60～70兆円」から **「80兆円」** に拡大

長期国債の保有残高の年間増加額を
「80兆円」 に **「+30兆円」**

長期国債買入れの平均残存期間を
「7～10年」 に **「+3年」**

ETF、J-REITの買入れペースを **「3倍」**



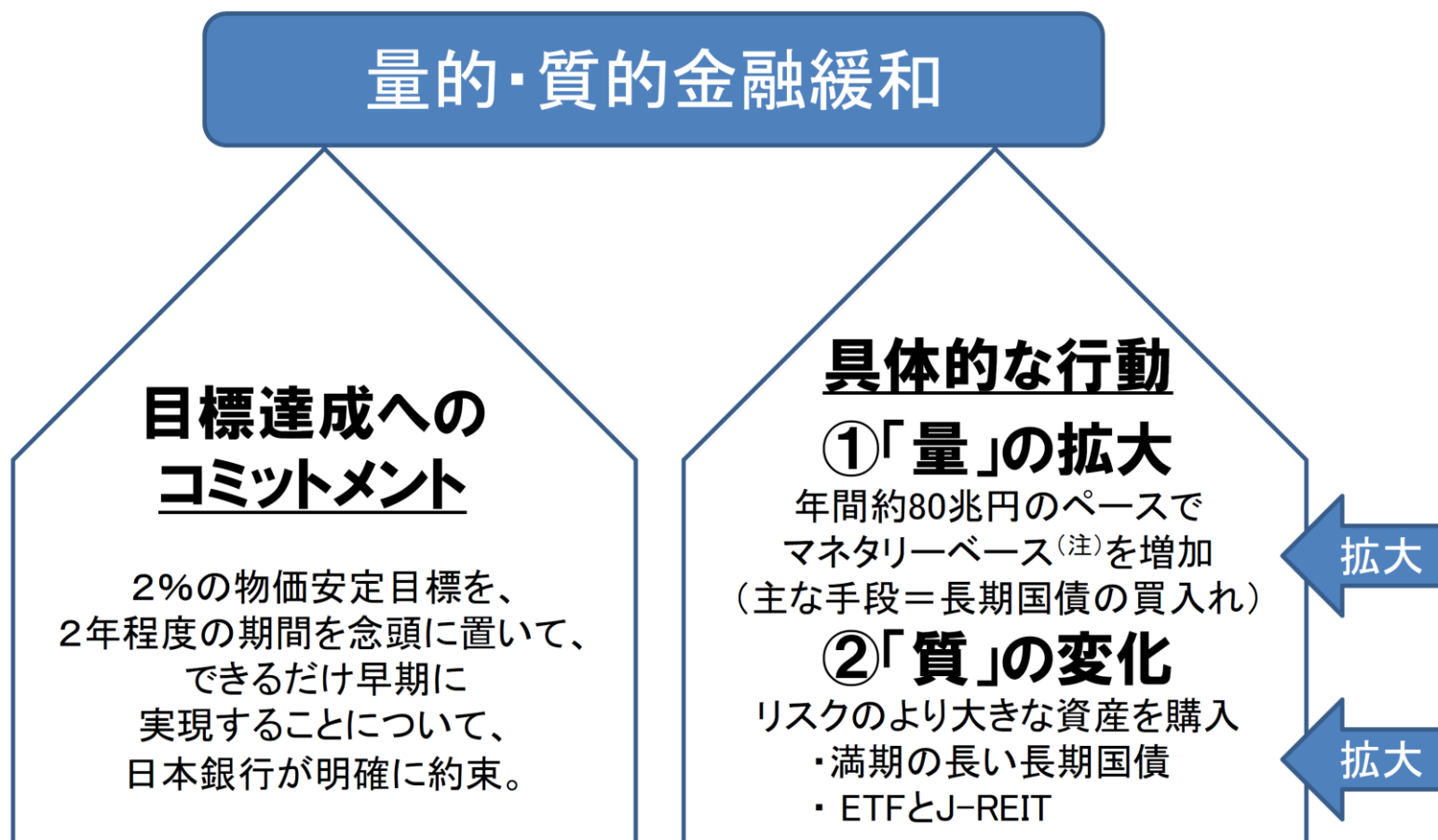
これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が
遅延するリスクを未然に防ぎ、
好転している**期待形成のモメンタム**を維持

「量的・質的金融緩和」の狙い①

- 「政策レジームの転換」により、長年のデフレの中で人々の意識に定着してしまっただ「デフレマインド」を転換し「物価の緩やかな上昇が継続することを前提に人々が行動するような状況」を作り出すことを企図
- 金融政策としては、①「消費者物価の前年比上昇率2%」という物価安定の達成へ強くコミット、②具体的な行動として「量的・質的金融緩和」を強力に推進することで「レジーム・チェンジ」を目指す

「量的・質的金融緩和」の狙い②

「レジーム・チェンジ」の具体化



(注)中央銀行から金融システムに直接供給するお金

(注)2014年5月26日 岩田規久男・日銀副総裁講演資料

「量的・質的金融緩和」の狙い③

- 物価予想を大転換させた歴史上の前例
 - 高橋財政（1931年、高橋是清蔵相）
大幅金融緩和と金本位制離脱によりデフレ期待を転換
 - ニューディール（1933年、ルーズベルト大統領）
金融緩和と金本位制離脱により物価水準を引き上げ
 - ニクソン・ショック（1971年、ニクソン大統領）
金・ドル交換停止により予想インフレ率が急激に上昇
 - ボルカー・ショック（1979年、ボルカーFRB議長）
強力な引締めによりインフレ予想を収束

「量的・質的金融緩和」の狙い④

- 「量的緩和」により、マネタリーベース（現金＋準備預金）の増加を通じて予想インフレ率を引き上げ（予想実質金利を引き下げ）、
「質的緩和」により、資産価格に働きかける、
こと等を通じて实体经济を改善し、物価上昇（デフレ脱却）を目指す
- 資産効果を通じた消費増加、過度な円高修正による輸出の増加、予想実質金利の低下、所得やB/Sの改善による住宅投資や設備投資の拡大に期待

「量的・質的金融緩和」の狙い⑤

インフレ予想形成への働きかけ による予想実質金利の引き下げ

物価の変化を考慮すると、
実質的な借入れコストはいくらになるか？
(借り手の主観的な予想)

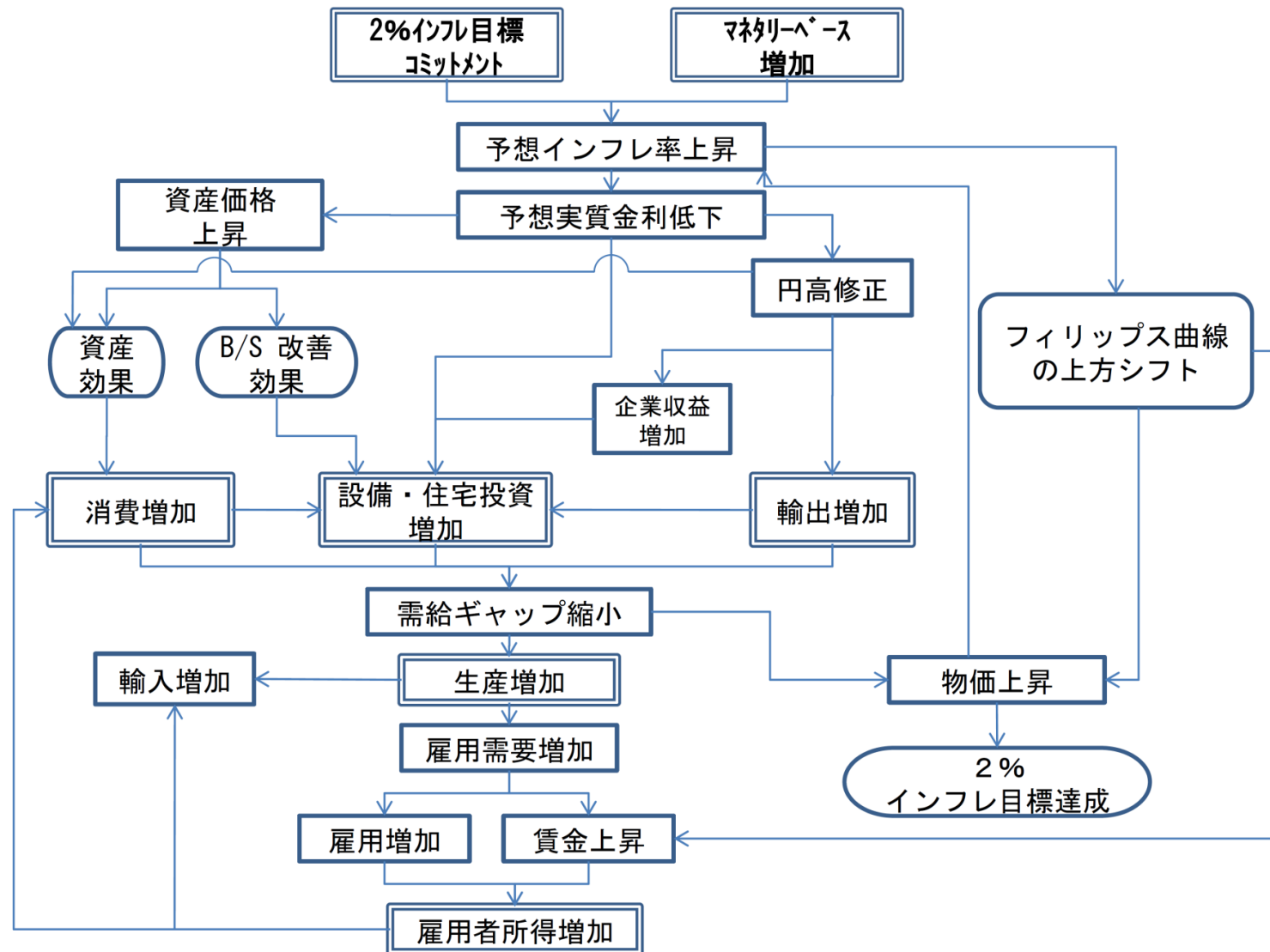
人々がそれぞれの
物価見通しに基づいて
主観的に予想する金利

金融市場や
銀行の店頭などで
実際に目にする金利

$$\text{予想実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想インフレ率}$$

(注)2014年5月26日 岩田規久男・日銀副総裁講演資料

「量的・質的金融緩和」の狙い⑥

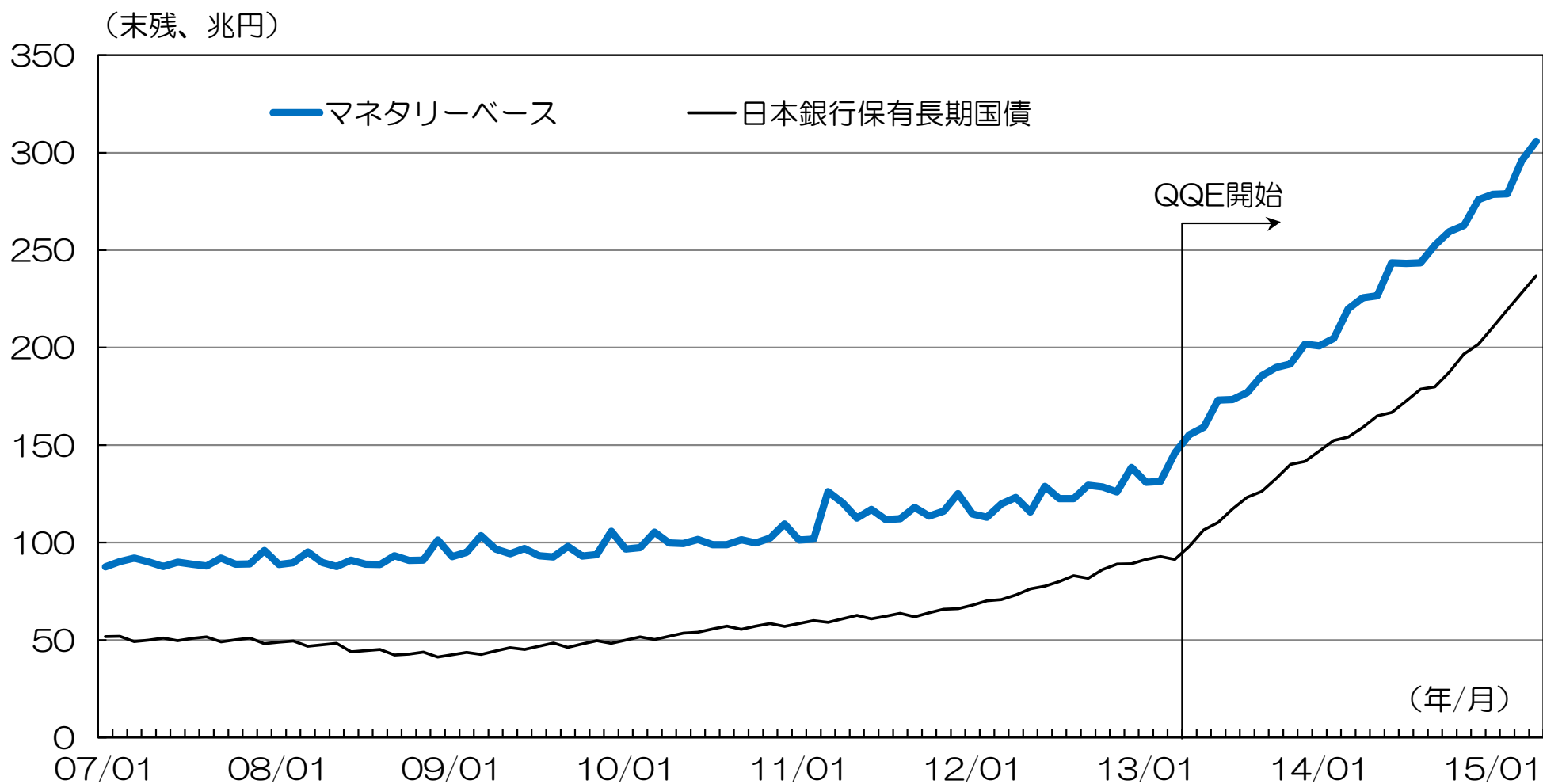


6

(注)2014年5月26日 岩田規久男・日銀副総裁講演資料

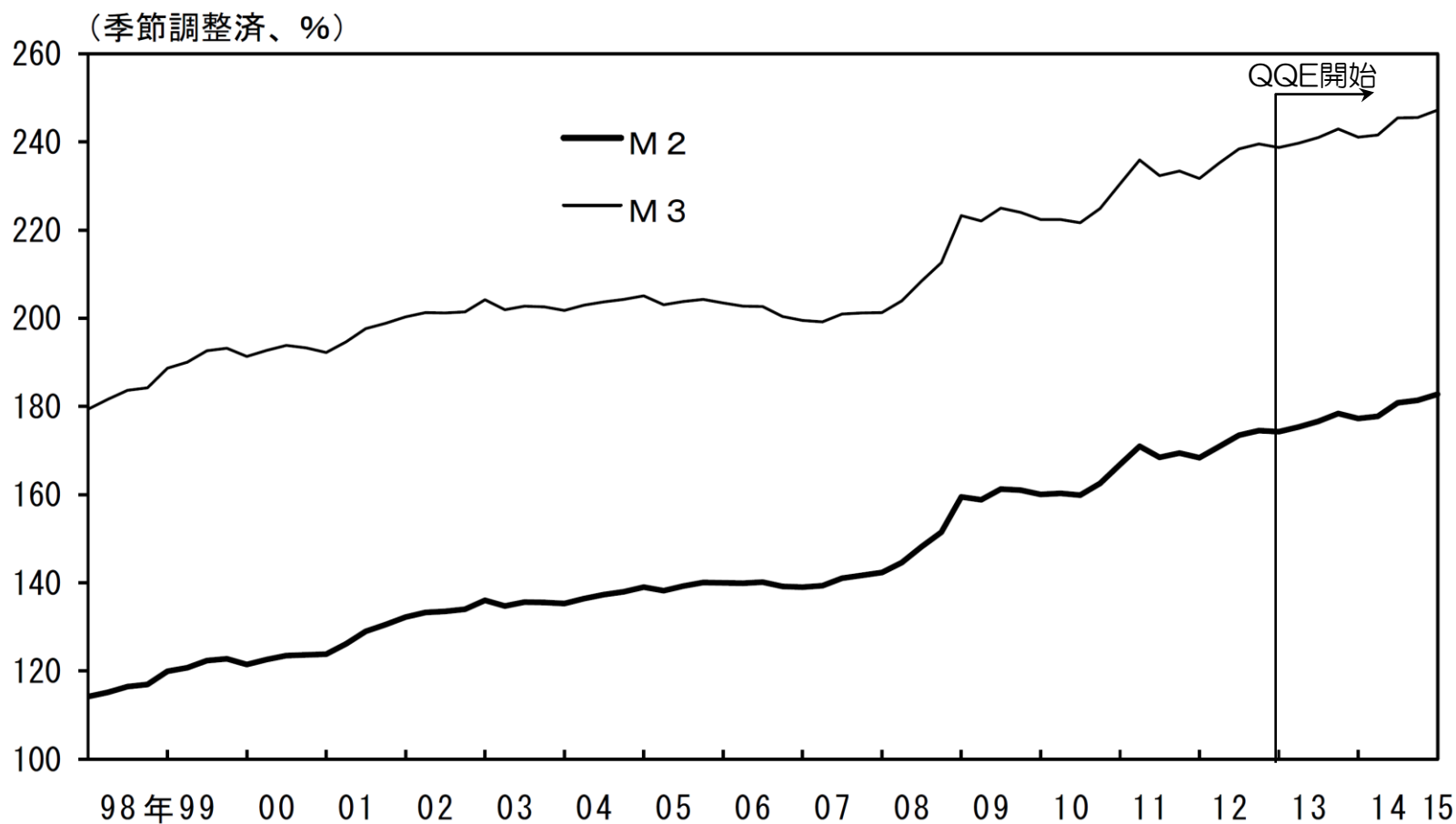
「量的・質的金融緩和」以降の展開①

➤ マネタリーベースは、大幅に拡大



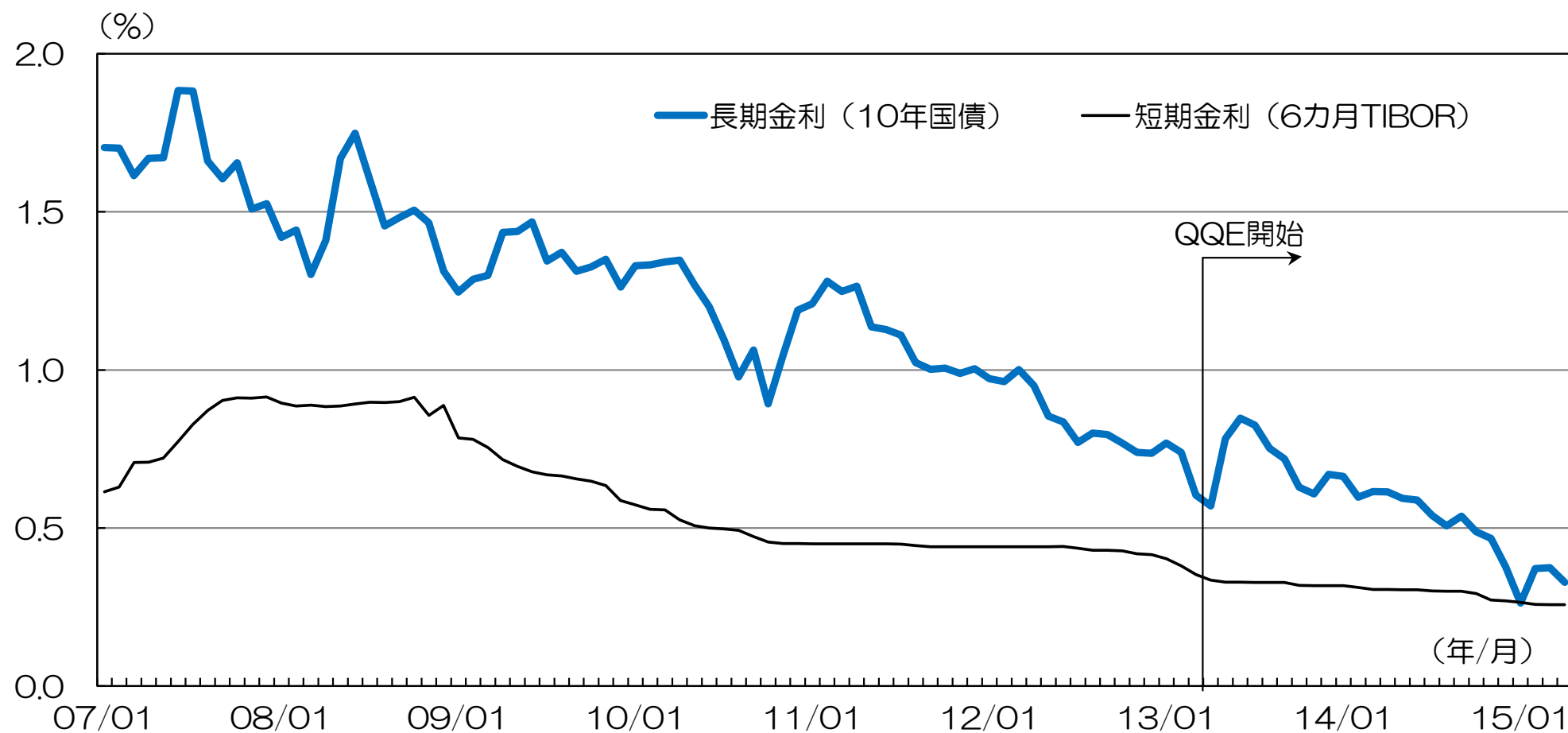
「量的・質的金融緩和」以降の展開②

- ▶ マネタリーベースの拡大に比して、マネーストックの増加テンポは緩やか



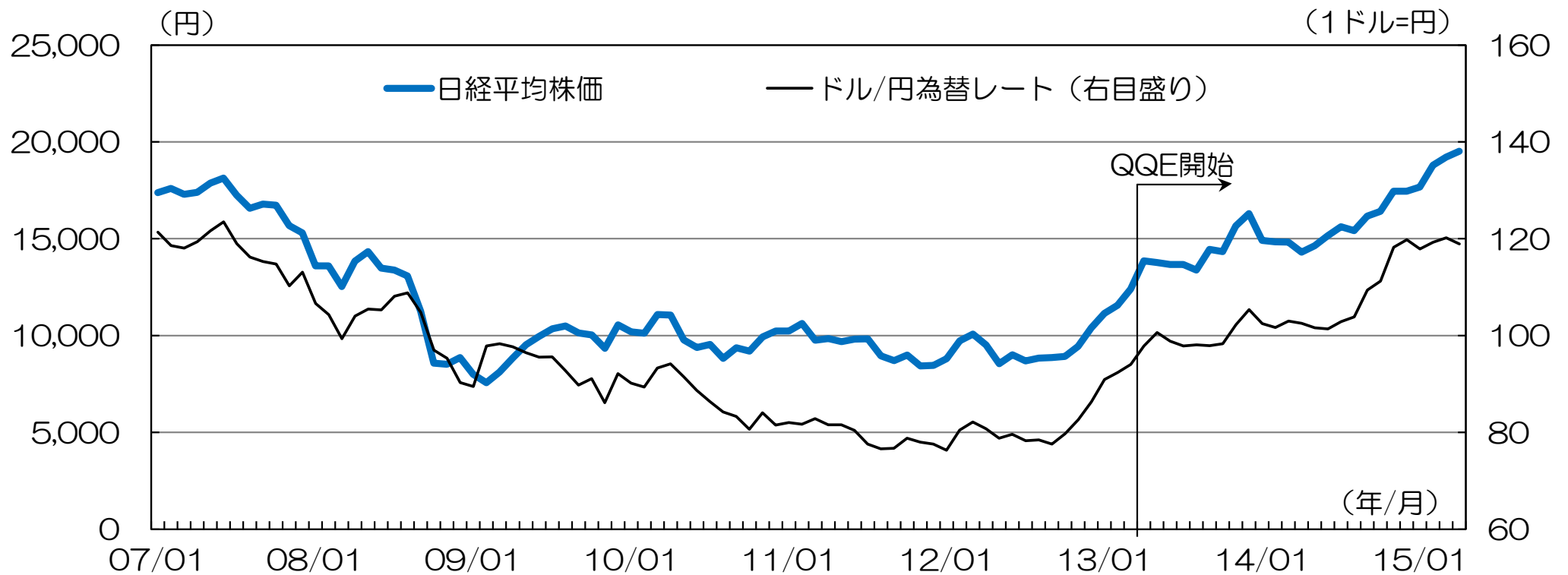
「量的・質的金融緩和」以降の展開③

- 日本銀行の大量国債購入により長期金利は低下したが、需給バランスが崩れる中で、市場はボラティルな状況



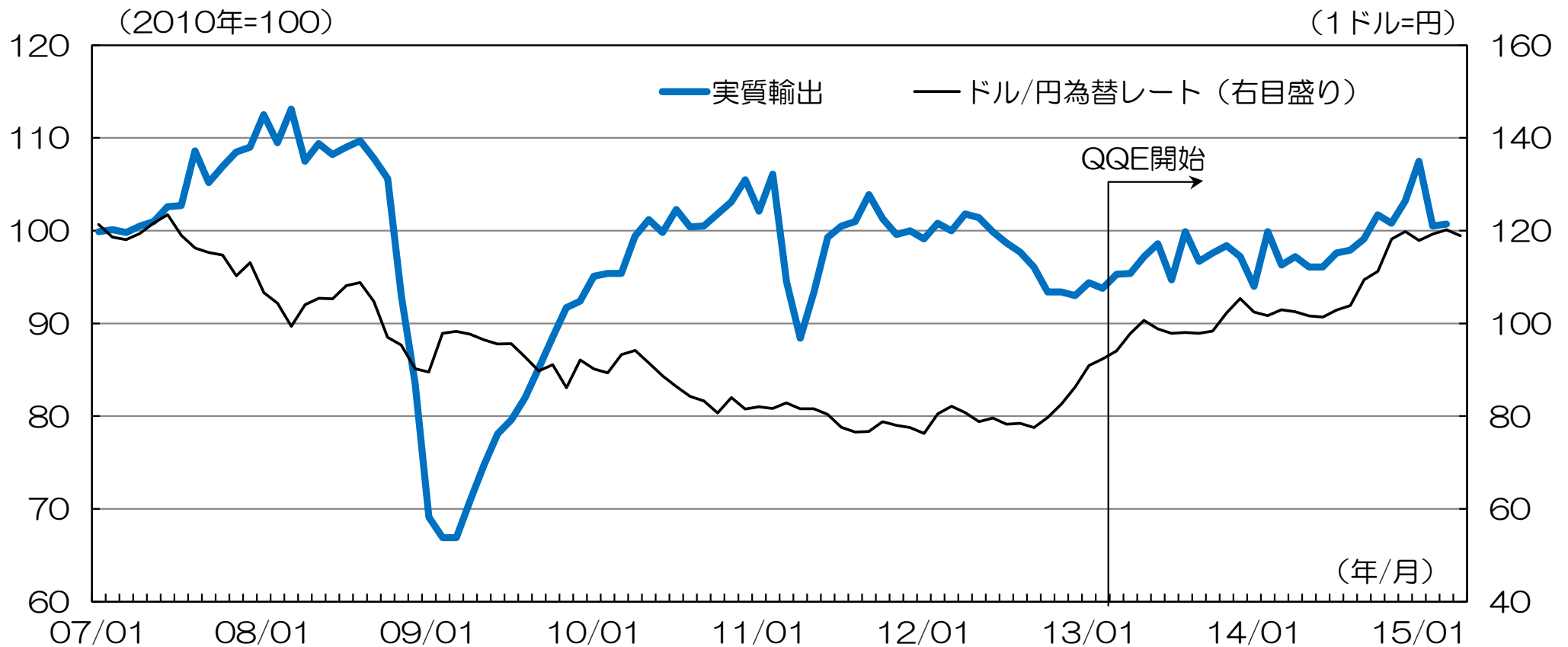
「量的・質的金融緩和」以降の展開④

- 2012年の衆院選挙で勝利した事実上の次期首相が円安誘導にコミットしたことから円高修正・株価上昇が進展。もっとも、政策効果より、欧州債務問題への不安心理後退を主因とする見解も



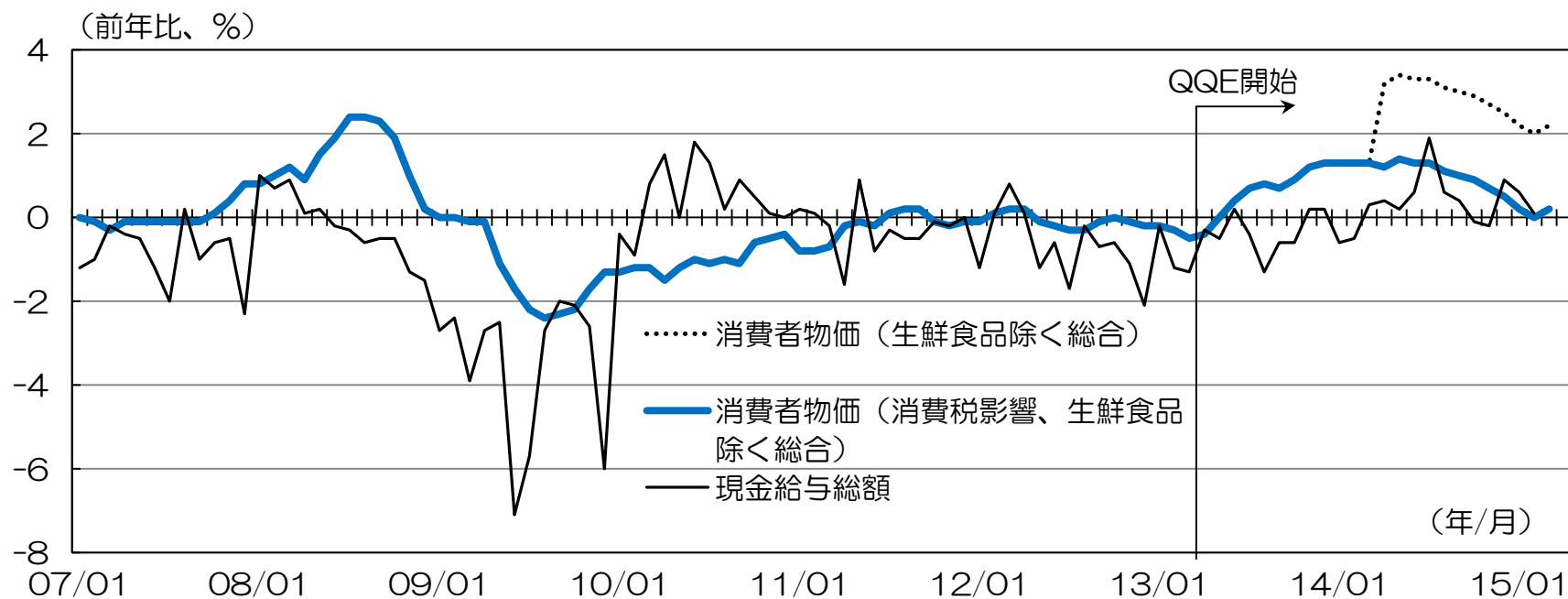
「量的・質的金融緩和」以降の展開⑤

- 円高修正にも拘らず、①生産拠点の海外展開、②価格競争を回避する企業行動、③日本企業の競争力低下等から、輸出は停滞し期待を裏切る展開



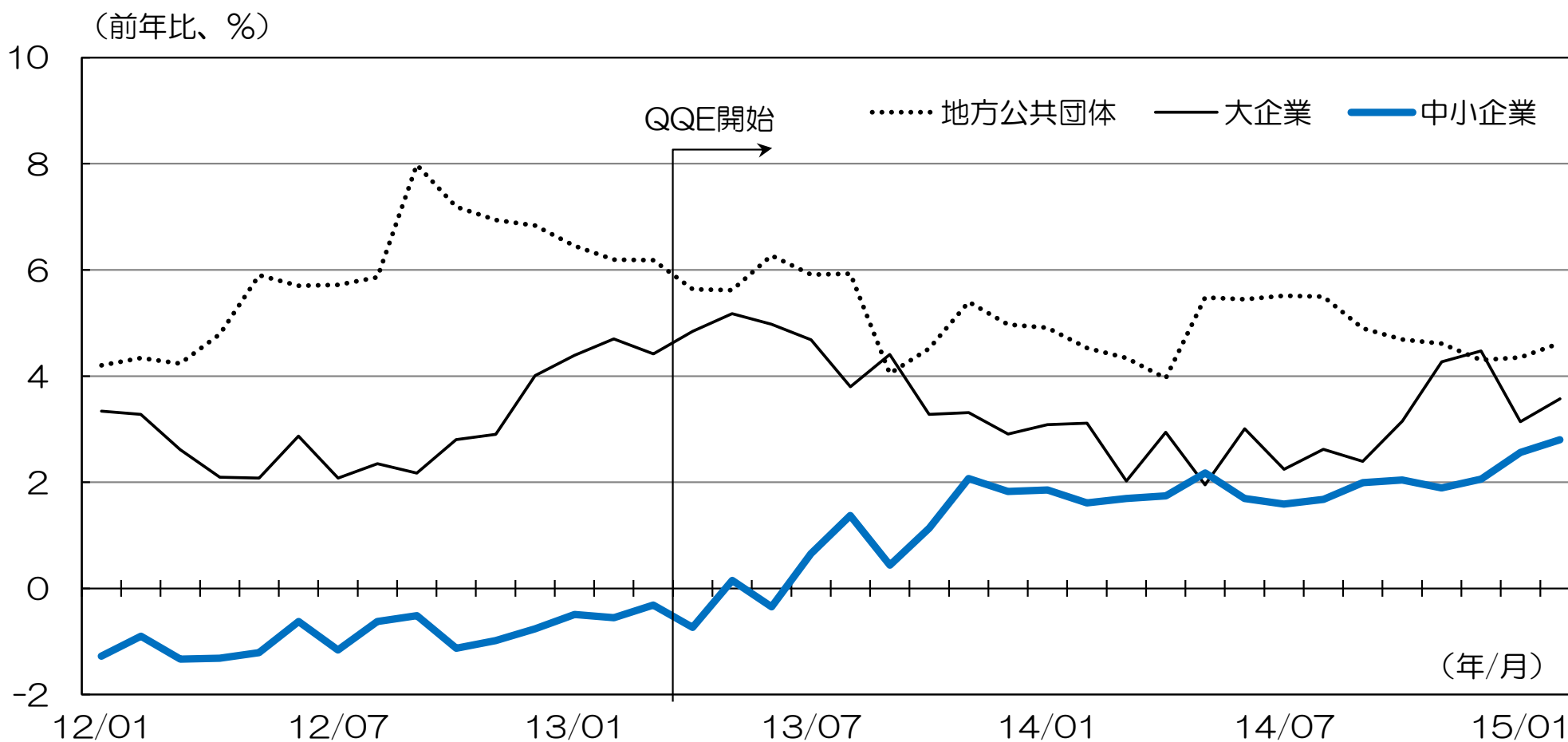
「量的・質的金融緩和」以降の展開⑥

- 消費増税分を除いた消費者物価は、円安進展から2014年4月には1%台半ばまで上昇したが、足元では原油安を受けて0%前後に低下
- 今後マイナスが続いていた実質賃金がベア等によりプラスに転化していくことを期待



「量的・質的金融緩和」以降の展開⑦

- 大企業向け貸出が伸び悩む一方、中小企業向け貸出は増加に転じている



「量的・質的金融緩和」以降の展開⑧

- 日本銀行では、「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証（日銀レビュー：2015年5月）において、分析に用いる指標により差異がありデータ推計上の誤差があるため、限界を十分意識する必要があるとしつつも、その政策効果に関し、下記の定量的分析を呈示

1.実質金利（＝名目金利－予想インフレ率）を△1%ポイント弱押し下げた

2.需給ギャップの改善（+2.0%ポイント）、CPI前年比の上昇（+1.0%ポイント）に寄与し、実際の経済、物価に対して想定したメカニズムを発揮した

「量的・質的金融緩和」以降の展開⑨

- 「量的・質的金融緩和」の効果に関し、現時点で客観的評価を行うことは難しい。もっとも、日本経済の底流を流れる下記のような「前向きな力」の発現と相俟って、その大きさはともかく、何らかの効果はあったか
 - ・リーマンショック後の投資・雇用調整の進捗と繰り越された（ペントアップ）需要の顕現化
 - ・バブル崩壊後の長期にわたるバランスシート調整の完了
 - ・消費分野におけるイノベーション
 - ・女性や高齢者を中心とした労働参加意欲の高まり
 - ・企業の価格設定行動の変化

「量的・質的金融緩和」のメカニズム①

- マネタリーベース＝「現金」＋「準備預金」の拡大は、金利がある世界では、インターバンク市場金利の低下を通じて資金調達コストを引下げ、貸出（⇒マネーストック＝「現金」＋「預金」）を増加させるが、ゼロ金利のもとではこのメカニズムは働かない
- 「量的・質的金融緩和」はゼロ金利制約のもとでも、マネタリーベースの増加が人々の期待に働きかけ予想インフレ率を上昇させるとするが、客観的なメカニズムは明らかではない

「量的・質的金融緩和」のメカニズム②

- 2012年12月米国はマネタリーベースの拡張を決定したが、バーナンキFRB議長は「誤解がないことを確実にしておきたいが、連邦準備制度のバランスシートの規模は、予想インフレ率には全く影響しない」と断言
- 2014年1月退任を2週間後に控えたバーナンキ議長は「量的金融緩和」に関する見解を求められ「量的緩和の問題点は、それは現実には効果を発揮したが、理論的には効果がないことだ」とコメント

「量的・質的金融緩和」のメカニズム③

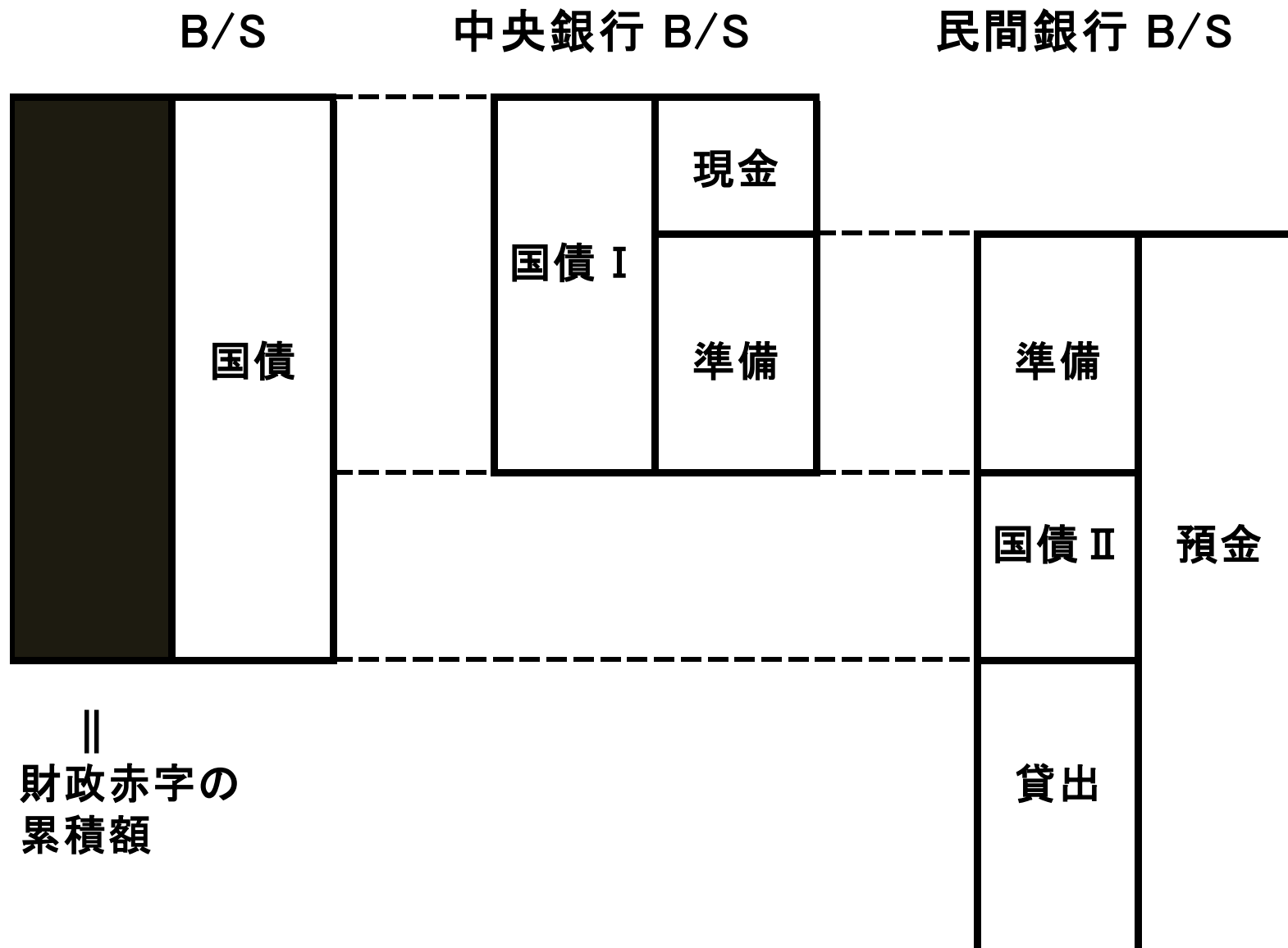
- 日本銀行が「量的・質的金融緩和」により、予想インフレ率が高まる可能性あることを非常に強く主張したのは、「政策レジームの転換効果」を信じさせ自己実現的予言を成就させるため
- 「中央銀行のシャーマン化」と批判されるが、結果として予言が成就できれば良いとの判断か
- このため黒田日銀総裁のメッセージは「量的・質的金融緩和政策は所期の効果を発揮しており、日本経済はデフレの制圧に向けた道筋を順調に辿っている」と常に強気

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①ー1

以下は、⑥池尾和人「連続講義・デフレと経済政策」の骨子を簡略化して作成

- 日本の金融構造をできるだけ単純化
- 政府が発行した国債は、中央銀行（国債Ⅰ）と民間銀行（国債Ⅱ）によって保有されている
- 既述のとおり中央銀行の負債である「現金＋準備預金」はマネタリーベースと呼ばれる
- 民間銀行は預金で集めたお金を一部は日銀に準備預金として預け、残りは国債購入や企業や家計に対する貸出で運用している

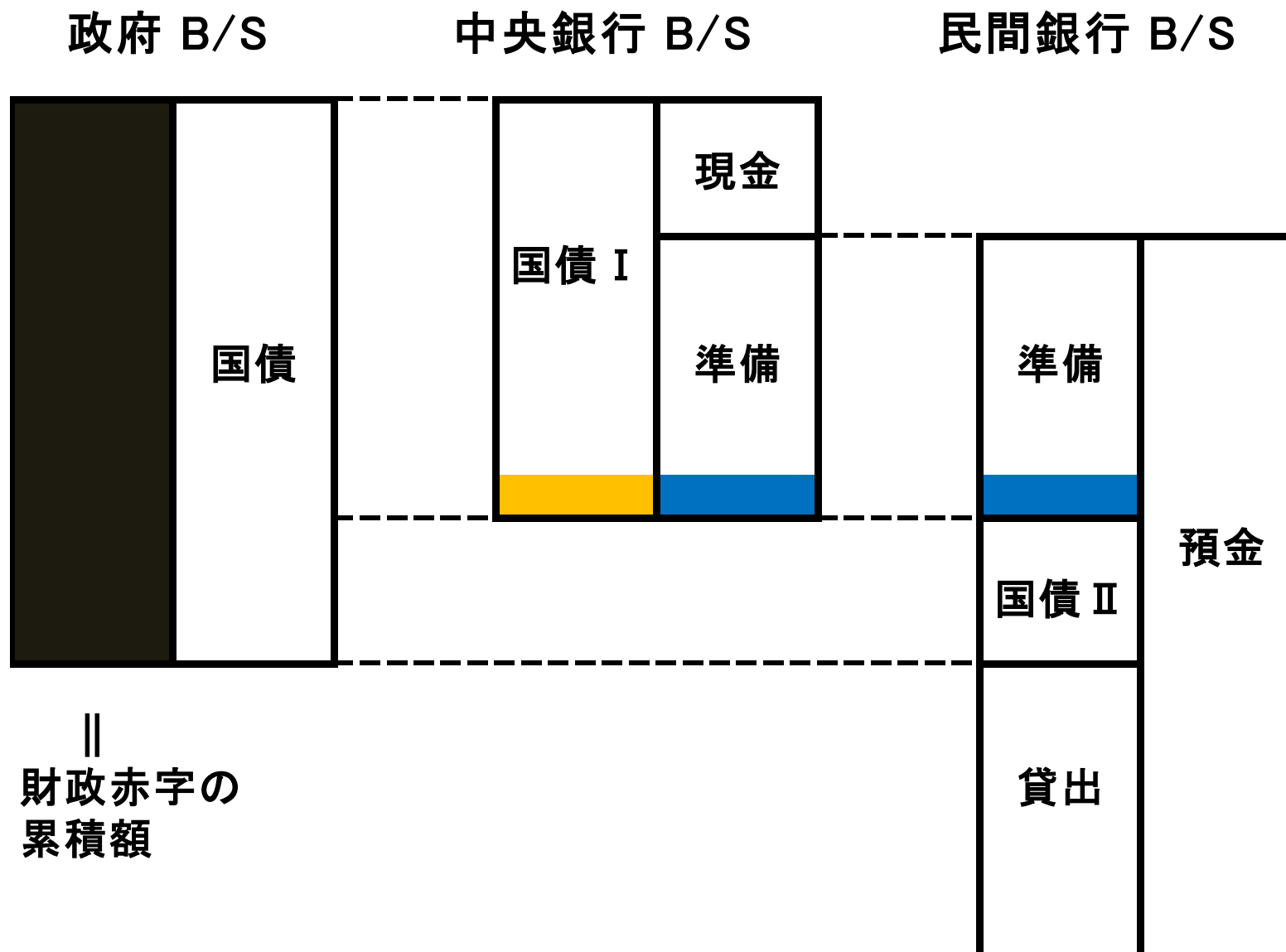
B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①-2



B/Sからみた「量的・質的金融緩和」②-1

- 金融緩和を行う場合、中央銀行は民間銀行から購入する国債の金額を増やす（引締めはその反対）
- 中央銀行は国債の購入代金を民間銀行の準備預金口座に振り込む
- 中央銀行の国債保有金額が増加し、民間銀行の国債保有額が同額減少する
- 中央銀行の準備預金が増加し、民間銀行では国債の保有額減少分と同額、準備預金が増加する
- 準備預金が増えても「民間銀行全体」としては金額は固定されており、貸出に回すことはできない

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」②-2



B/Sからみた「量的・質的金融緩和」③ー1

- 中央銀行と民間銀行のB/Sを連結した統合銀行B/Sを考えると、負債サイドは「現金＋預金」となりマネーストックと等しい
- マネーストックの残高は銀行部門が全体として、政府に対しては国債購入で、企業と家計に対しては貸出で信用供与をした総額と等しくなる
- 銀行部門が信用供与を拡大すればマネーストックは増大。日銀の主張のとおり、ゼロ金利下でも、マネタリーベースの拡大が予想インフレ率を上昇させ、ひいては貸出を増加させるかがポイント

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」③-2

中央銀行 B/S

国債 I	現金
	準備

+

民間銀行 B/S

準備	預金
国債 II	
貸出	

=

統合銀行 B/S

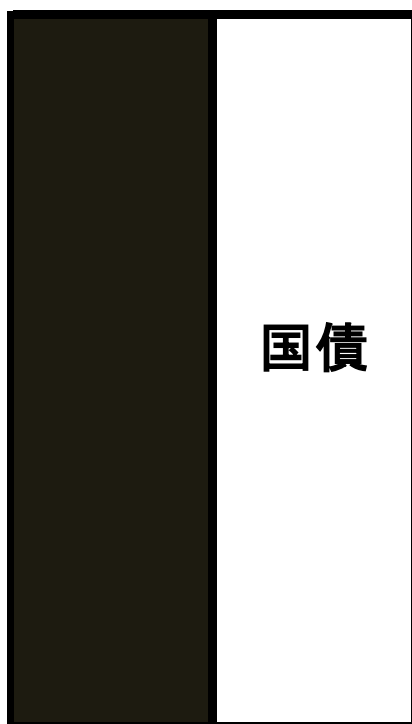
国債	現金
	預金
貸出	

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」④－1

- 政府と中央銀行のB/Sを連結した統合政府B/Sを考えると、財政赤字の累積額は、市中消化された国債（国債Ⅱ）とマネタリーベース（現金＋準備預金）によってファイナンスされている
- 中央銀行が保有国債を売却してマネタリーベースを減らす場合（＝金融引締め）には、その分だけ市中で消化される国債が増加する必要がある
- 国債の市中消化が困難な状況では、政府は債務不履行に陥りかねず、中央銀行はベースマネーを減らせない（財政支配 fiscal dominance）。

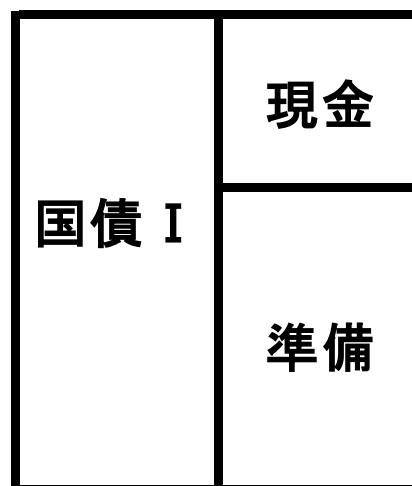
B/Sからみた「量的・質的金融緩和」④-2

政府 B/S



+

中央銀行 B/S



=

統合政府 B/S



||
財政赤字の
累積額

「量的・質的金融緩和」は目標を達成できるか①

➤ 日本銀行展望レポートの経済・物価見通し (2015年4月)

—政策委員見通しの中央値、対前年度比、%

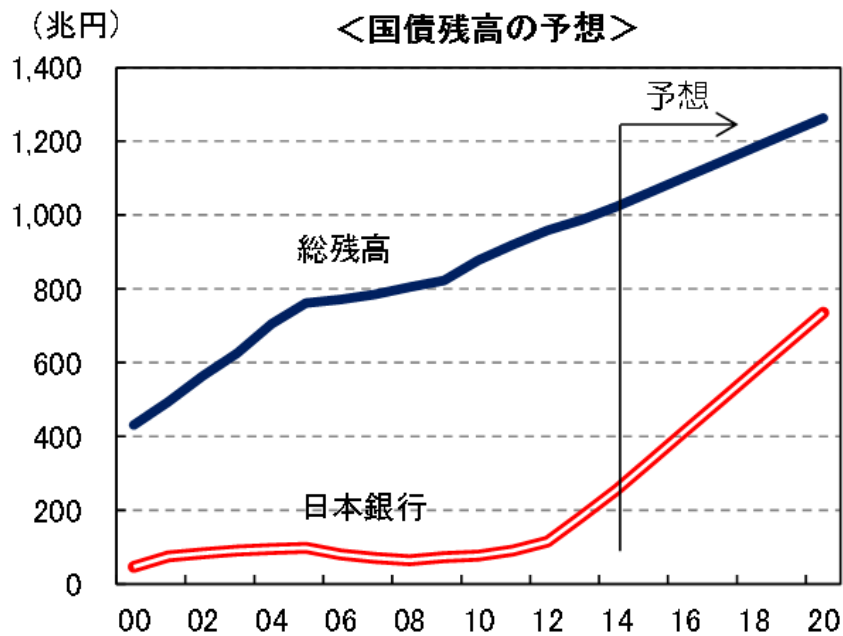
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	-0.9	+2.8	+0.8
1月時点	-0.5	+2.9	+0.9
2015年度	+2.0	+0.8	
1月時点	+2.1	+1.0	
2016年度	+1.5	+2.0	
1月時点	+1.6	+2.2	
2017年度	+0.2	+3.2	+1.9

「量的・質的金融緩和」は目標を達成できるか②

- 「2%の物価安定目標を2年程度の期間で実現する」というコミットメントの達成は、2016年度前半頃を射程においても微妙な情勢。インフレ予想への働きかけは十分浸透しているのだろうか
- もっとも、主要企業のベアが約15年振りに実施される等、デフレマインドを人々の物価感の面から払拭した成果は評価すべき
- 一方、企業や個人が消極的・防衛的な行動をとるといふ広義のデフレマインドは依然として残存。ただこれは金融政策の射程外の問題ではないか

「量的・質的金融緩和」は目標を達成できるか③

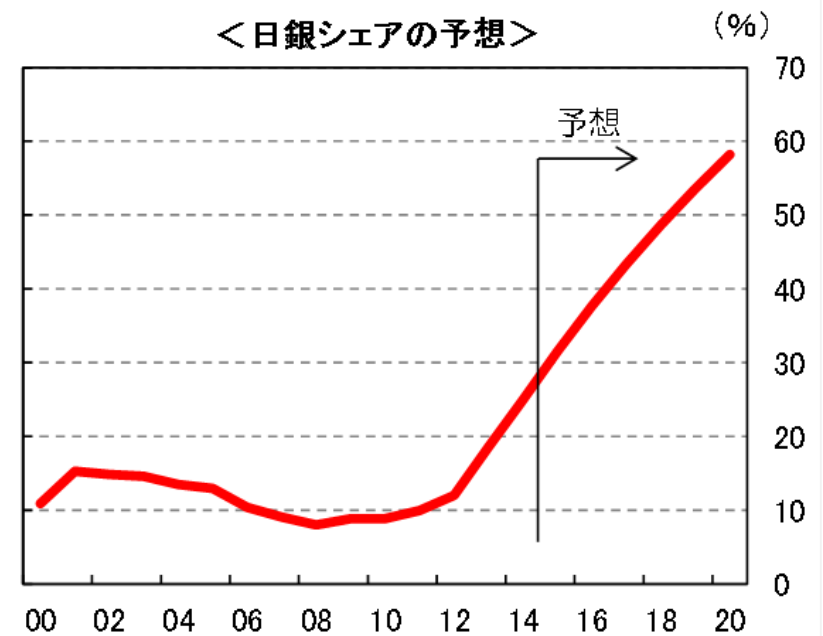
- 「2%の物価安定目標」が実現できない場合、「量的・質的金融緩和」は持続可能か。国債残高は直近5年間の平均増加ペース（年間+40兆円）が続くと仮定し、日本銀行の国債保有残高が毎年80兆円増加するという姿は現実的か



（資料）日本銀行より商工中金調査部作成



日銀シェア
を計算



「量的・質的金融緩和」は目標を達成できるか④

- 一方、「中長期経済財政試算」（2015年2月：内閣府公表）によれば、政府が公約している「2020年度プライマリーバランス黒字化」は
 1. ベースラインケース（成長率は実質1%弱、名目2%近傍）では、**△16.4兆円の赤字**
 2. 経済再生ケース（同実質2%以上、名目3%以上）というバブル期並みの成長を想定しても**△9.4兆円の赤字**
- 厳しい財政状況にもかかわらず「量的・質的金融緩和」が財政規律を後退させてはいないだろうか

「量的・質的金融緩和」の出口の展望①

- 2%の物価安定目標が達成されれば、「量的・質的金融緩和」は金融引締めの方角（いわゆる「出口」）に向かうこととなる
- 日本銀行は「出口政策はその時の経済物価情勢に依存し現段階で予断をもって語ることは不適當」としているが、その場合には、日本銀行は長短金利が現在より2%程度上昇するように金利を誘導しなければならない可能性が高い
- 逆に言えば、2%の物価上昇のもとでゼロ金利を据え置いておくと、景気が過熱しインフレを招くおそれがある

「量的・質的金融緩和」の出口の展望②

(以下は、⑤翁邦雄「経済の大転換と日本銀行」による)

- 日本銀行が金融引締める（金利を引き上げる）方法には、大きく分けて次の3つの方法がある
 1. 日銀が市中に保有国債を売却し準備預金を減少させる（量的緩和の反対方向の操作）
 2. 「準備率操作」により、金利がつかない準備預金に置かなければならない金額を引き上げる
 3. 日銀が準備預金に対して払う金利を引き上げ、政策金利を高めに誘導する

「量的・質的金融緩和」の出口の展望③

- 前記3つの方法にはそれぞれ大きな問題がある
 1. 日銀が市中に保有国債を売却し準備預金を減少させる（量的緩和の反対方向の操作）
 - 日銀に巨額の損失が直ちに表面化する
 - 2015年度末に日銀の長期国債保有残高は270兆円、平均残存期間が7年とすれば、最終的に $270兆円 \times 7年 \times 2\% = \Delta 38兆円$ の損失が発生
 - 日銀が大量の国債を売却すると国債市場が崩壊し、長期金利が異常に上昇するおそれがある

「量的・質的金融緩和」の出口の展望④

2. 「準備率操作」により、金利がつかない準備預金に置かなければならない金額を引き上げる

- 日銀は金融機関へ損失を転嫁することにより、日銀の国庫納付金を維持することができる
- 一方、金融機関は金利が上昇する中で、付利されない準備預金に資金を固定化させられるため、巨額の逸失利益が発生。法律によらず金融機関に大規模な課税を行うことは財政民主主義の観点から問題ではないか

「量的・質的金融緩和」の出口の展望⑤

3.日銀が準備預金に対して払う金利を引き上げ、政策金利を高めに誘導する

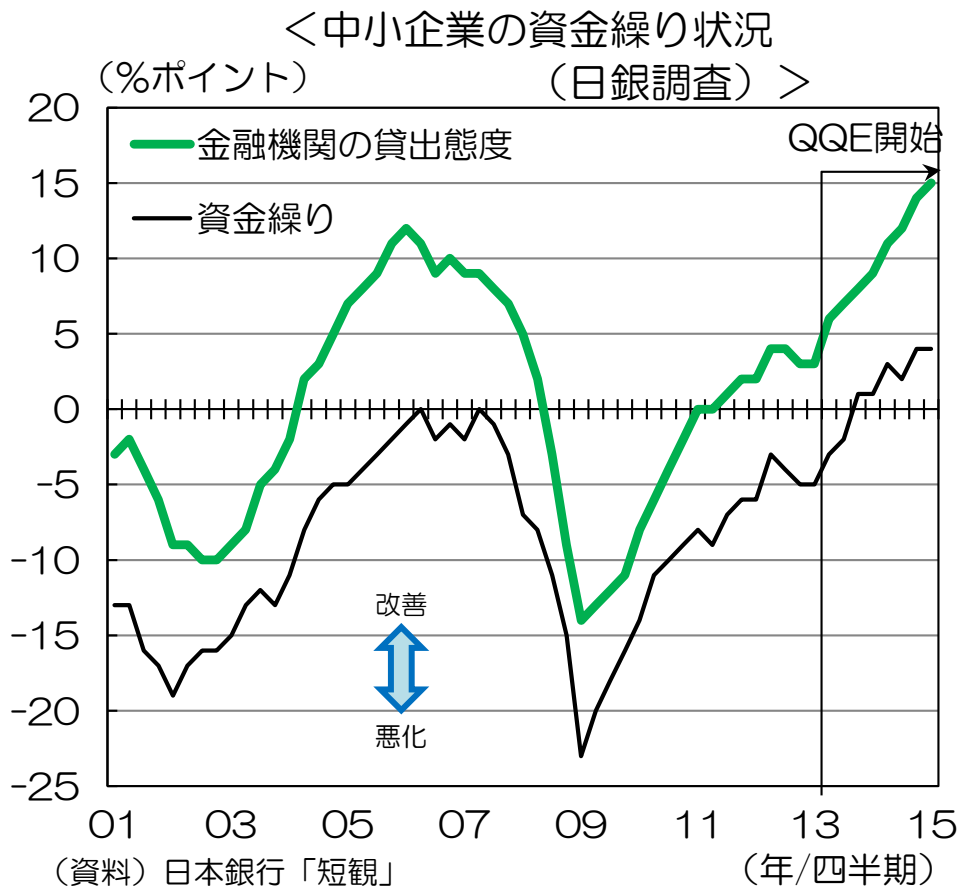
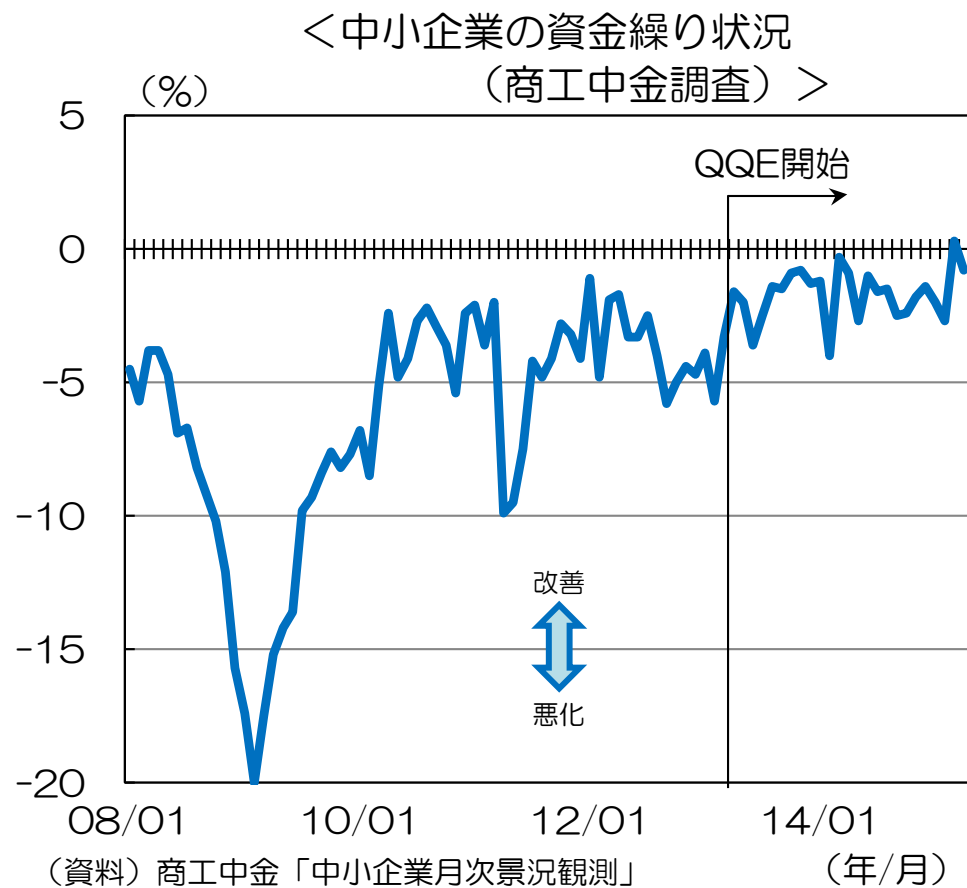
- 日銀は準備預金に対し、資産である国債から得られる利息収入を大幅に上回る利払いを行う必要。すなわち、長期間にわたって国庫納付金を納めることができず、その代わりに金融機関に利子を支払うこととなる
- 金融市場の混乱が避けられ、理不尽な課税は行われませんが、国民にとり公正な方法だろうか

「量的・質的金融緩和」の出口の展望⑥

- 日銀が金融引締め（＝出口）に向かう時に、日本経済が十分成長し、税収増やそれに伴う財政健全化が達成されているか否かがポイント
- 具体的には、大胆な規制緩和等により成長力強化が図られ、社会保障制度・医療保険改革により財政健全化が図られるか否かが重要
- 本日も説明した以上の議論を意識しながら、皆さん方には、今後の金融政策の展開に興味を持ってみてほしい

「量的・質的金融緩和」の中小企業金融への影響

- QQE開始後、中小企業の資金繰りは改善
- 金融機関の貸出態度も軟化している



増加する企業の内部留保

- 経済環境の急変を恐れ、企業は内部留保を積み増し、設備投資には慎重姿勢



第8回 中小企業金融Ⅰの講義 まとめ

- わが国では現在、デフレからの脱却をめざし「量的・質的金融緩和」(QQE)という、これまでに例のない大胆な金融政策が実施されている
- QQEのポイントはマネタリーベースの増加により予想インフレ率を引き上げることにあるが、その効果・メカニズムについては議論がある
- QQEが目標を達成できるか、また達成後の出口の展望についても問題点が少なくないため、今後の展開を注意深く見極める必要がある

参考文献

- 「量的・質的金融緩和」に関する、日本銀行および政策委員の考え方については、日本銀行HPの「講演・記者会見」を参照
- 「量的・質的金融緩和」の政策効果を評価する、いわゆる「リフレ派」論者による代表的文献
 - ① 浜田宏一・安達誠司(2015)「世界が日本経済をうらやむ日」(幻冬舎)
 - ② 岩田規久男(2013)「リフレは正しい」(PHP研究所)
 - ③ 若田部昌澄(2015)「ネオアベノミクスの論点」(PHP新書)
 - ④ 原田泰(2014)「日本を救ったリフレ派経済学」(日経プレミアシリーズ)
- 「量的・質的金融緩和」の政策効果に懐疑的な論者による代表的文献
 - ⑤ 翁邦雄(2015)「経済の大転換と日本銀行」(岩波書店)
 - ⑥ 池尾和人(2013)「連続講義・デフレと経済政策」(日経BP社)
 - ⑦ 野口悠紀雄(2014)「金融政策の死」(日本経済新聞出版社)
 - ⑧ 加藤出(2014)「日銀『出口』なし！」(朝日新書)
 - ⑨ 小幡績(2015)「円高・デフレが日本を救う」(ディスカヴァー携書)