

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9回 中小企業金融Ⅰ（金融のしくみ） ——日本銀行の金融政策運営について——

2017年6月14日

株式会社 商工組合中央金庫 取締役常務執行役員

清水 紀男

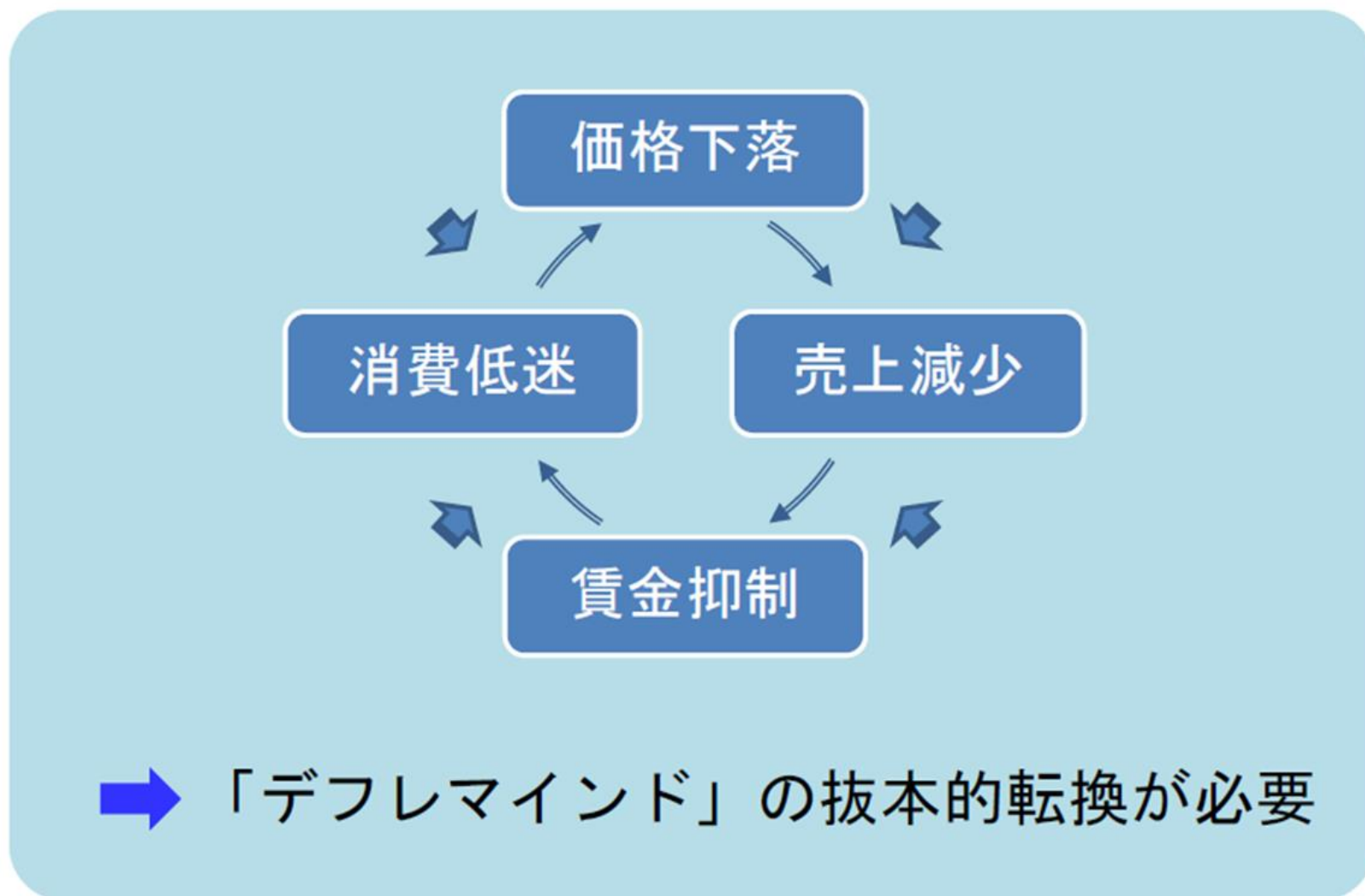
第9回 中小企業金融Ⅰ (金融のしくみ)の講義内容

- 日本銀行が「デフレ脱却」のために導入した「量的・質的金融緩和政策」(所謂「非伝統的金融政策」)が企図している理論的なメカニズムを説明し、評価する
- さらに昨年1月に追加された「マイナス金利政策」や、9月に導入された金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の理論的なメカニズムを説明・評価し、その効果や課題に関する議論を紹介する
- ヘリコプターマネー、出口(金融政策正常化時)の課題といった、最近の話題や今後表面化する問題を紹介する

1-1. 量的・質的金融緩和の導入

デフレ脱却がなぜ必要なのか

デフレの悪循環



デフレ脱却へ向けた日本銀行のここ数年の取組み

	総裁	総理	物価に関する考え方	政策運営等
2012.2.14	白川	野田	「中期的な物価安定の目途」は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラス領域にあると判断し、当面は1%を目途とする	
2013.1.22	白川	安倍	「物価安定の目標」を新たに導入し、中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とする	「包括緩和」(多様な資産の買入)を拡大「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)を公表
4.4	黒田	安倍	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	「量的・質的金融緩和」の導入
2014.10.31	黒田	安倍	デフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぐ	「量的・質的金融緩和」の拡大
2015.4.30	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2016年度前半頃になると予想	
10.30	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2016年度後半頃になると予想	
11月	黒田	安倍	「消費者物価の基調的な変動」の公表を開始	
12.18	黒田	安倍		「量的・質的金融緩和を補完するための措置」を導入
2016.1.29	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2017年度前半頃になると予想	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入
4.28	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は2017年度中になると予想	
7.29	黒田	安倍	「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、中心的な見通しとしては2017年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい	ETF買入れ額の増額(年間約3.3兆円→6兆円) 成長支援資金供給・米ドル特則の拡大、米ドル資金供給オペの担保となる国債貸付制度新設
9.21	黒田	安倍	消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく	総括的検証を実施し、①イールドカーブ・コントロール、②オーバーシュート型コミットメントを主たる内容とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入
11.1	黒田	安倍	中長期的な予想物価上昇率の弱含みの局面が続いていることなどから、やや下振れており、2%程度に達する時期は2018年度頃になる可能性が高い。	

政府と日本銀行の「共同声明」の内容（2013.1.22）

- 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」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）
- E T Fの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）
- J-R E I Tの保有残高：年間約300億円の増加

「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

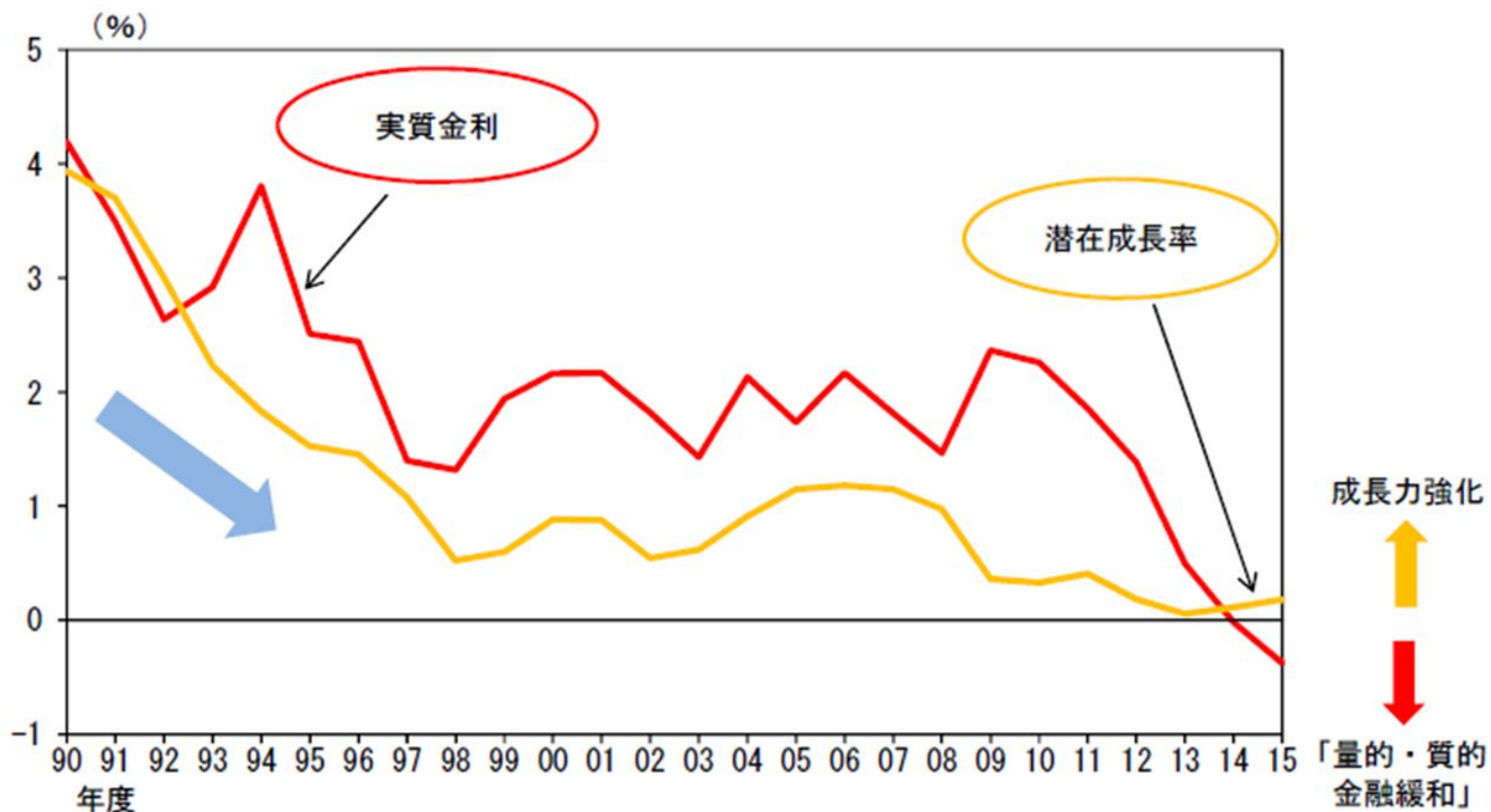
- 長年のデフレの中で人々の意識に定着してしまっ
た「デフレマインド」を転換し「物価の緩やかな
上昇が継続することを前提に人々が行動するよう
な状況」を作り出すことを企図
- 金融政策の運営としては、
 - ① 「消費者物価の前年比上昇率2%」という物価
安定目標の達成に強くコミット
 - ② 具体的な行動としては、「量的・質的金融緩和」
を強力に推進することで「レジーム・チェンジ」
を目指す

「量的・質的金融緩和」の理論的メカニズム

- 「量的緩和」により、マネタリーベース（現金＋日銀当座預金）の増加を通じて予想インフレ率を引き上げる（＝予想実質金利を引き下げる）、「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
- 予想実質金利が自然利子率（投資と貯蓄を均衡させ完全雇用をもたらす実質金利＝潜在成長率）を下回る状況を作り出し、景気を刺激する

実質金利と潜在成長率の推移

- 実質金利が潜在成長率より高い→景気抑制的
- 実質金利が潜在成長率より低い→景気刺激的



(注) 1. 実質金利は、10年国債利回りから消費者物価指数（除く食料・エネルギー）の前年比を差し引いて算出。
2015年度は、2015/4～2016/2月の値。
2. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。2015年度は、4～12月の値。
(資料) 総務省、Bloomberg、内閣府、日本銀行、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

「量的・質的金融緩和」による 予想実質金利の引き下げ

- 岩田副総裁は「ゼロ金利のもとでも、量的緩和を行い、マネタリーベース（現金＋日銀当座預金）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ることは可能と説明

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

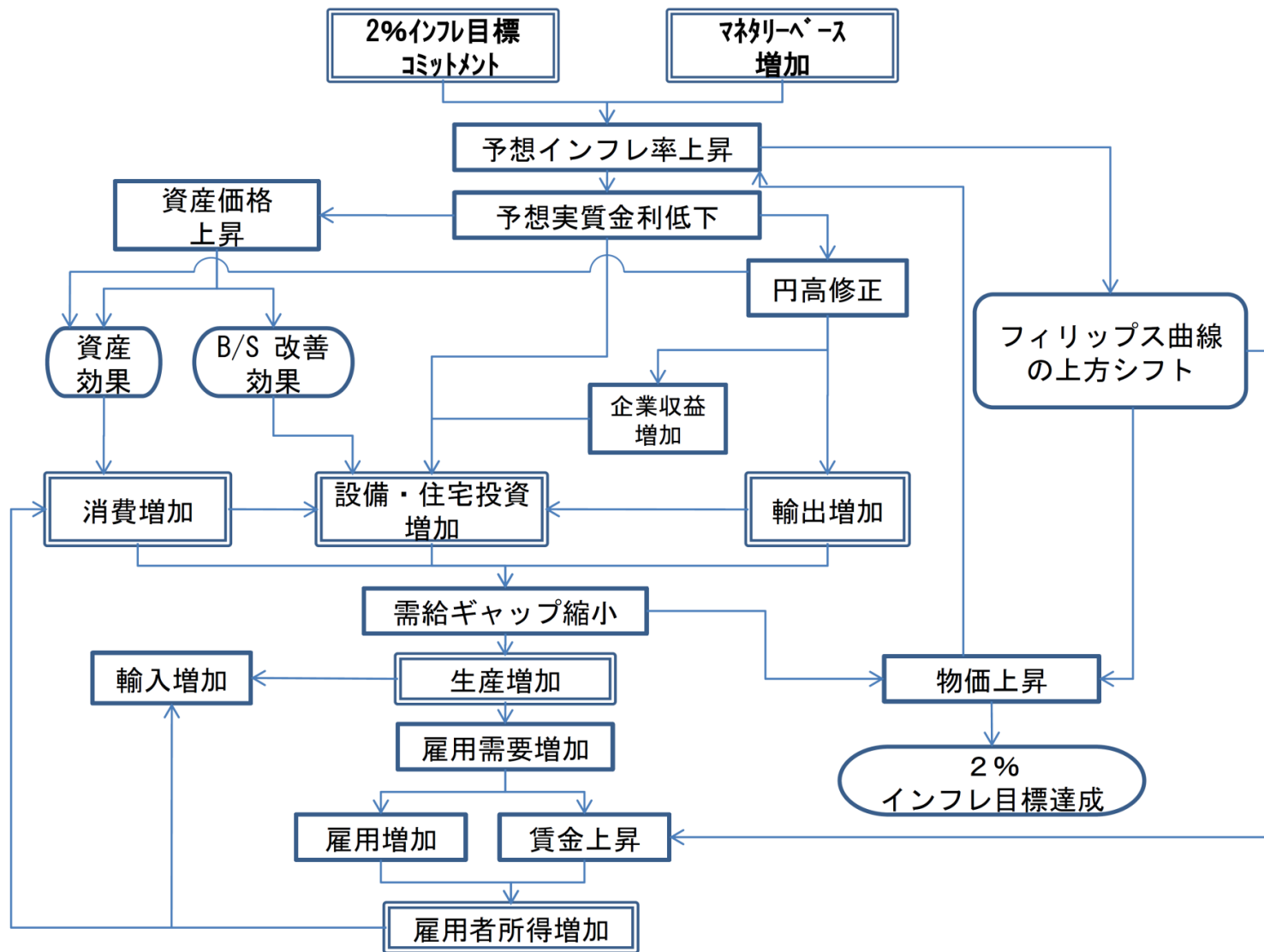
物価の変化を考慮すると、
実質的な借入れコストはいくらになるか？
（借り手の主観的な予想）

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

予想実質金利 = 名目金利 - 予想インフレ率 ← フィッシャー方程式

「量的・質的金融緩和」の実体経済への波及経路



6

(注)2014年5月26日 岩田規久男・日銀副総裁講演資料

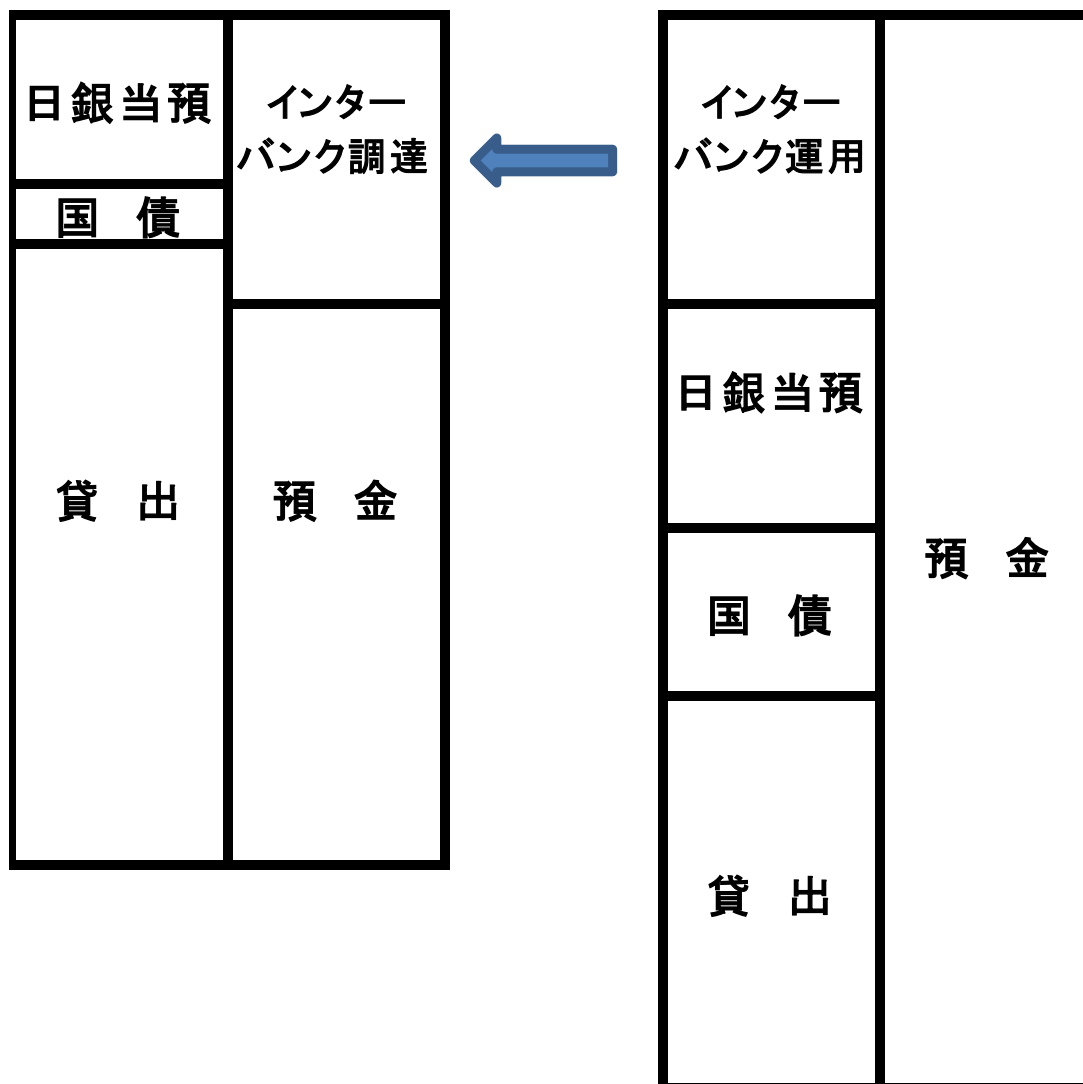
「量的・質的金融緩和」の経済理論からの評価

- マネタリーベース＝「現金」＋「日銀当座預金」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を増加（マネーストック＝「現金」＋「預金」も増加）させるが、ゼロ金利制約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

金利がある世界ではマネタリーベースの増加は 資金調達コストを引下げ貸出を増加させる

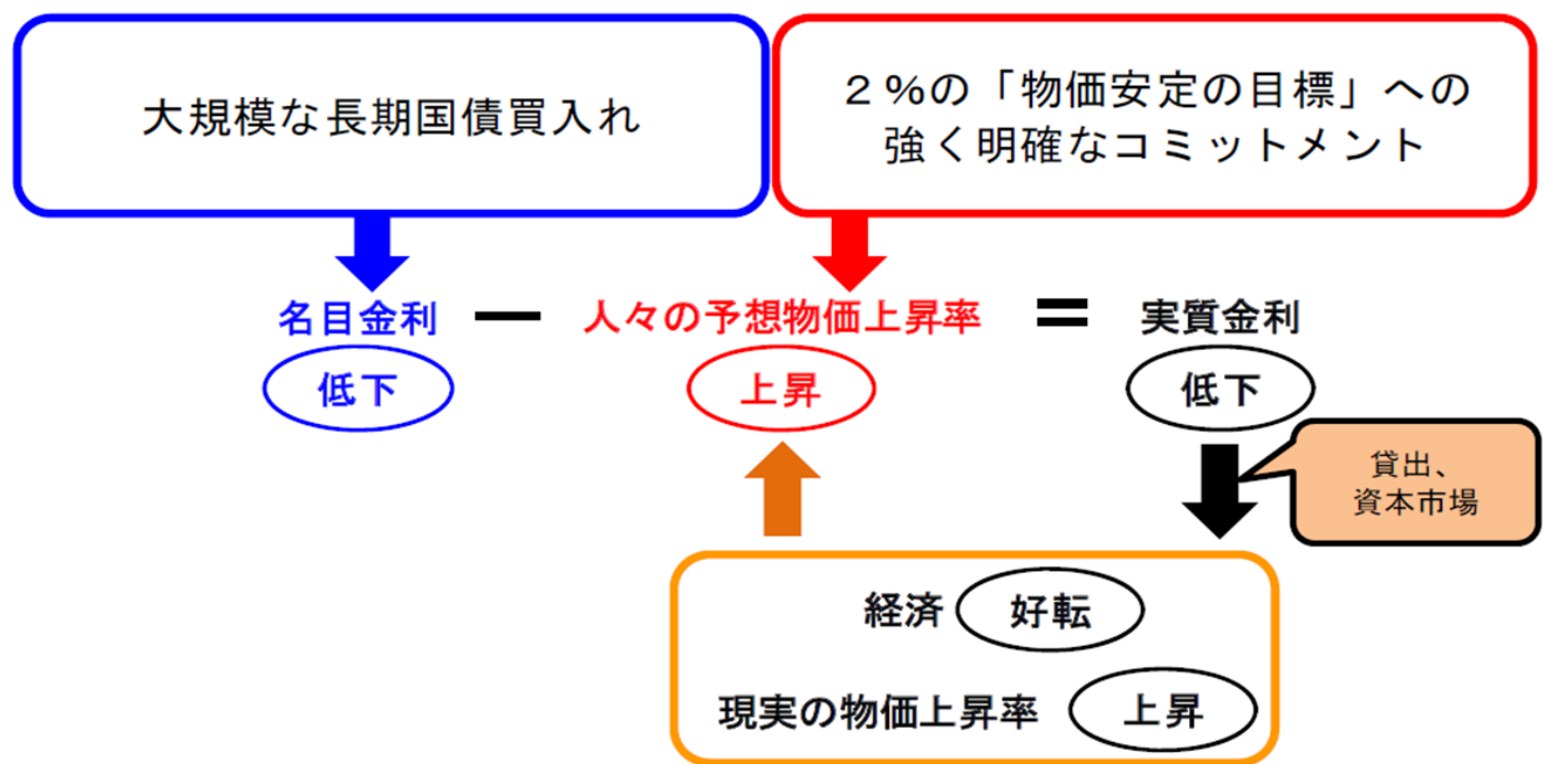
A 行

B 行



「量的・質的金融緩和」の説明振りの変化

- 黒田総裁は当初言及していた「マネタリーベース」という言葉を最近の講演では使っておらず、「日本銀行の強く明確なコミットメントが予想物価上昇率を上昇させる」としているが、そのための手段は示されていない

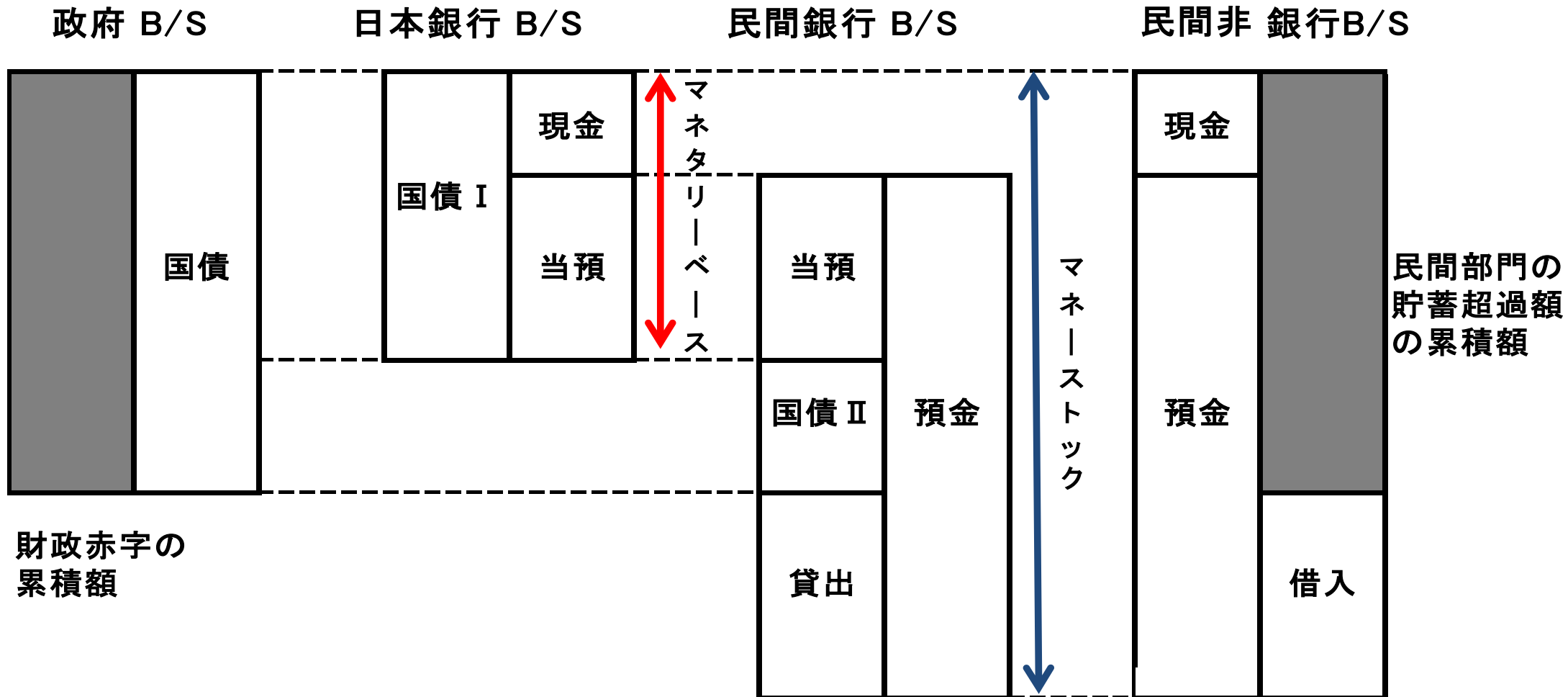


B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①－1

以下は、池尾和人：連続講義・デフレと経済政策(2013)の骨子を簡略化して作成

- 政府が発行した国債は、日本銀行（国債Ⅰ）と民間銀行（国債Ⅱ）によって保有されている
- 日本銀行の負債である「現金＋日銀当座預金」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本銀行に 当座預金として預け、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
- 世の中に流通している現金と預金の合計は「マネーストック」と呼ばれる。金利のある世界では「マネタリーベースを増やすと、銀行がそれをもとに信用創造（貸出・預金の増加）を行うため、その何倍かマネーストックが増える」という安定的な関係が成立している

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」①-2



金利のある通常の金融経済状況では
 マネーストック = 貨幣乗数 × マネタリーベース という安定的関係が成立

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、日本銀行は民間銀行から購入する国債の金額を増やす（引き締めはその反対）
- 日本銀行は国債の購入代金を民間銀行の当座預金口座に振り込む。これにより、①日本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一方、②日本銀行の当座預金が増加し、民間銀行では国債の保有額減少分と同額、当座預金が増加する
- 「マネタリーベースを増やすとマネーストックの増加を通じ、物価が上昇し、自国通貨が安くなる事象」（ソロスチャート）を信じる市場参加者は多いが、ゼロ金利のもとでは、「マネタリーベースを増やすとマネーストックが増える」という関係は成立せず結果として、2%の物価目標達成は先延ばしされ、景気刺激効果も期待を下回った

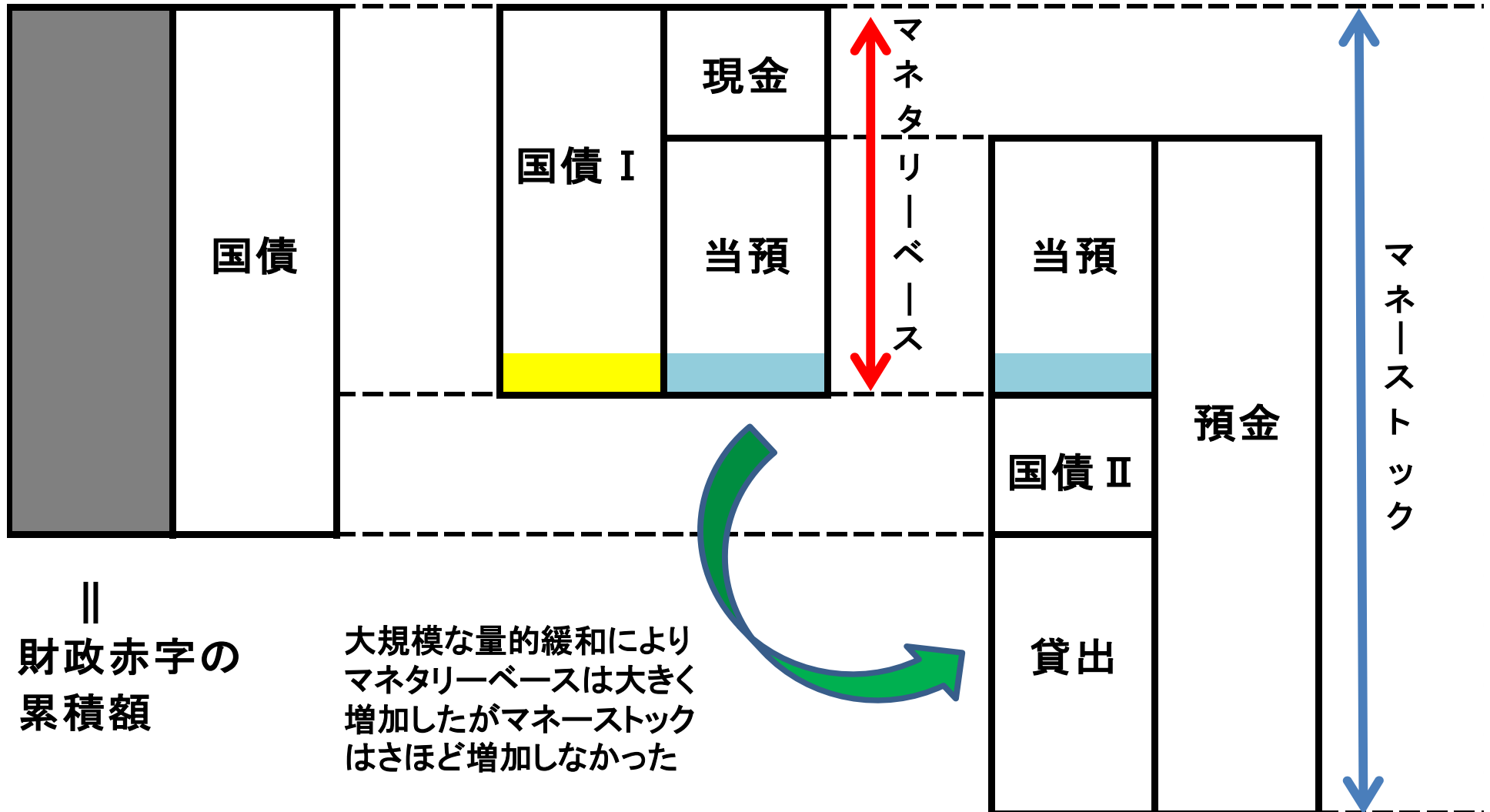
—— この点に関し、2012年12月FRBがマネタリーベースの拡張を決定した際、バーナンキ議長は「連邦準備制度のバランスシートの規模は予想インフレ率には全く影響しない」と断言

B/Sからみた「量的・質的金融緩和」②-2

政府 B/S

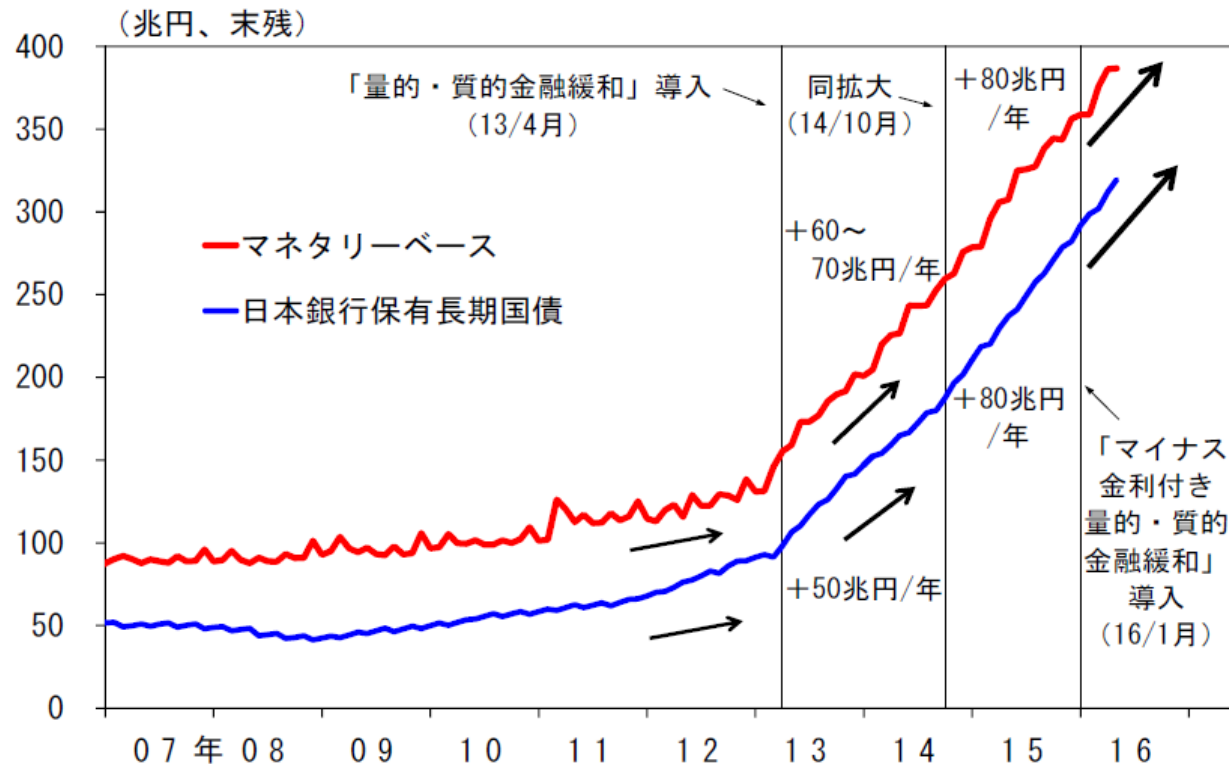
日本銀行 B/S

民間銀行 B/S



「量的・質的金融緩和」に対する評価の変遷

- 導入直後はサプライズを前向きに捉え、円安・株高が進展、高い評価
- その後、原油価格の低下等により、2%の物価安定目標の達成が先送りされる中、「大量の国債購入はいずれ限界に逢着する」との見方が拡大（IMFは昨夏のレポートで2017~18年と予測）
- 2016年は年初から国際金融市場の不安定な動きを契機に円高・株安が進行、国債買入の限界など金融政策の手詰まり感も見越して市場は不安定化

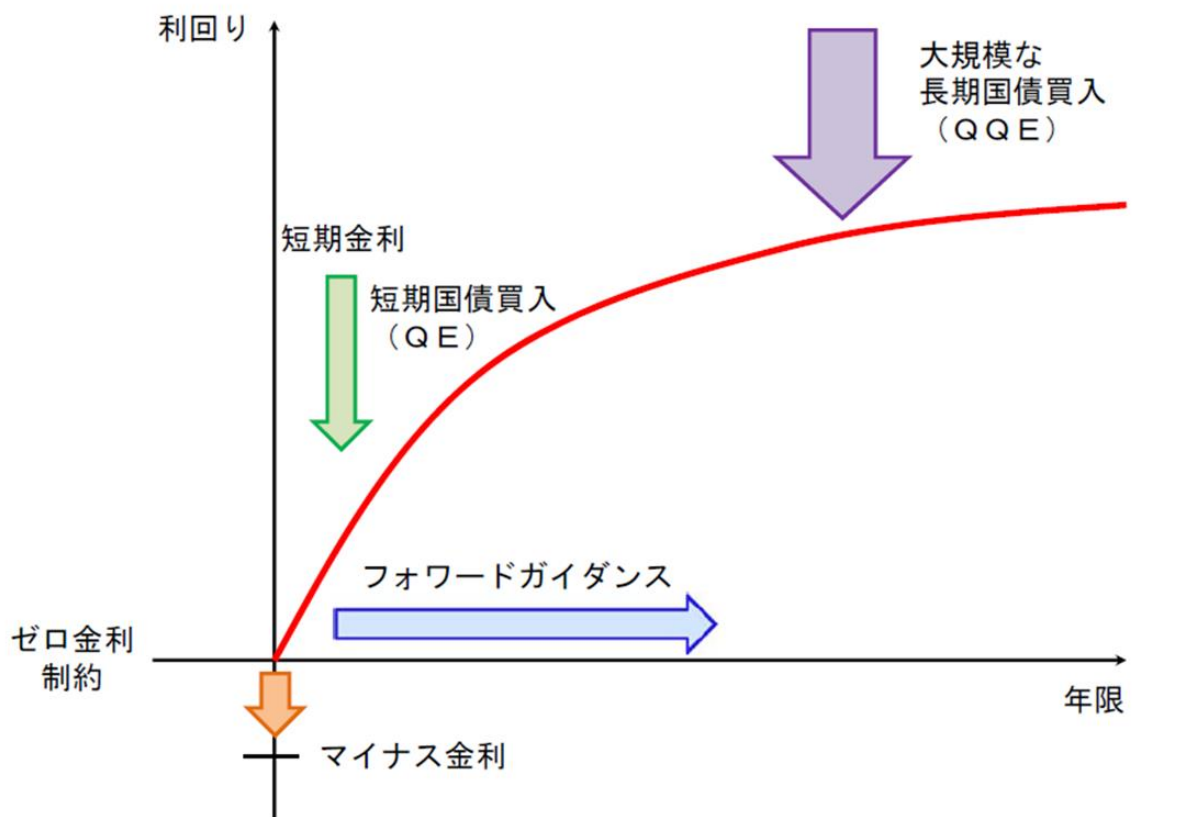


1-2. マイナス金利政策の導入

マイナス金利政策の導入（2017.1.29）

- 起点となる短期金利を引き下げることにより、長期金利を含めイールドカーブ全体を引き下げる

金融政策の発展

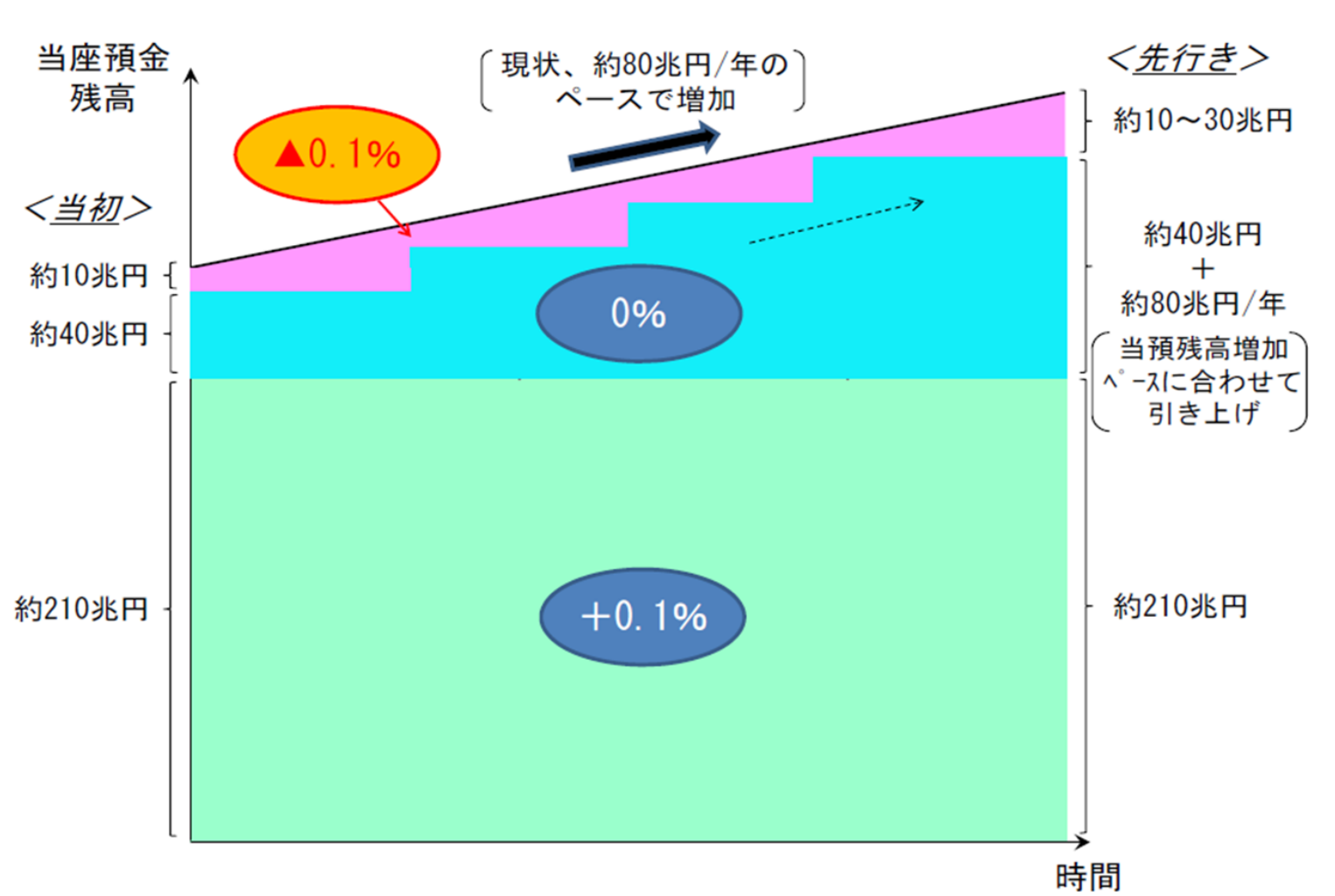


「マイナス金利」適用に当たっての日本銀行の工夫

- 量的・質的金融緩和の継続により、金融機関の行動如何にかかわらず、今後ともマクロの日銀当座預金残高（ババ）は増加するため、日本銀行は金融機関の収益悪化に配慮し、マイナス金利の適用に当たり3段階の階層構造を採用
- 一方、マクロの日銀当座預金を減らす唯一の手段は金利0%の現金への振り替えだが、今回の政策は現金保有を大きく増加させた金融機関を個別に規制しその抜け道を封印

マイナス金利適用の仕組み

➤ 基礎・マクロ加算・政策金利部分の3階層構造



「マイナス金利」適用スキーム

①基礎残高（0.1%を適用）

- 「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の日銀当預残高については従来の扱いを維持

②マクロ加算残高（0%を適用）

- 所要準備等に適用するほか、日銀当預がマクロで増加することを勘案し適宜のタイミングで増額

③政策金利残高（ $\Delta 0.1\%$ を適用）

- 各金融機関の日銀当預残高のうち①②を上回る部分に適用

マイナス金利政策の導入に期待される経済効果

- ① 企業や個人の設備投資・住宅投資等経済活動の活発化・借入需要増加
- ② 「量的・質的金融緩和」の成果である円安・株高の維持・進行
- ③ 金融機関の融資姿勢積極化（下記には要注意）

— マスコミ等の「量的・質的金融緩和を行っても金融機関は日銀当預を積み上げるだけで、貸出を増加させなかった。日銀当預にマイナス金利を適用すれば金融機関は日銀当預を取り崩し貸出を増加させる」との説明は正確性を欠く

マイナス金利政策と金融機関の融資姿勢の変化

- 日銀当座預金を取り崩し、貸出を増加させようとする動きは個別の金融機関では起こりうる
- 金融機関全体でみた日銀当座預金残高は日銀の市場調節により決定されるため、マクロで見れば日銀当座預金残高が減少し貸出に振り替わることは起こりえない
- ある金融機関が日銀当座預金を減らして貸出を増やしたとしても、その分他の金融機関の日銀当座預金が増えるだけ（いわば「ババ抜き」詳しくは、3.補論を参照）

「マイナス金利政策」の評価①（理論面）

- マイナス金利政策が導入されても、金融機関全体の日銀当座預金の総額に変化はない
- 金融機関全体で見れば「日銀当預に資金をおいてマイナス金利を適用されることを嫌い貸出を増加させる」といった強力な効果がある訳ではない
- もっとも、金利低下により資金需要が増加するのであれば、金融機関の貸出増加により信用創造が行われ、「マネーストック」は増加する
- 結局、「マイナス金利」は金利低下による資金需要増加に期待する「量的・質的金融緩和」の延長線上にある政策手段と評価できる

「マイナス金利政策」の評価②（政策当局内部）

➤ 本政策の評価は日銀内部でも分かれていた

【賛成派・・・黒田総裁・中曾副総裁】

- 金利面では既に効果を発揮し、企業からみた金融機関の貸出態度は一段と緩和された。政策効果は、今後、実体経済や物価面にも着実に波及していく
- 従来では採算に合わなかった事業やプロジェクトも行われるようになり、企業の設備投資が拡大し、雇用の増加や賃金の上昇にもつながる
- 国債市場の流動性や機能度については、引き続き注意深く点検していく

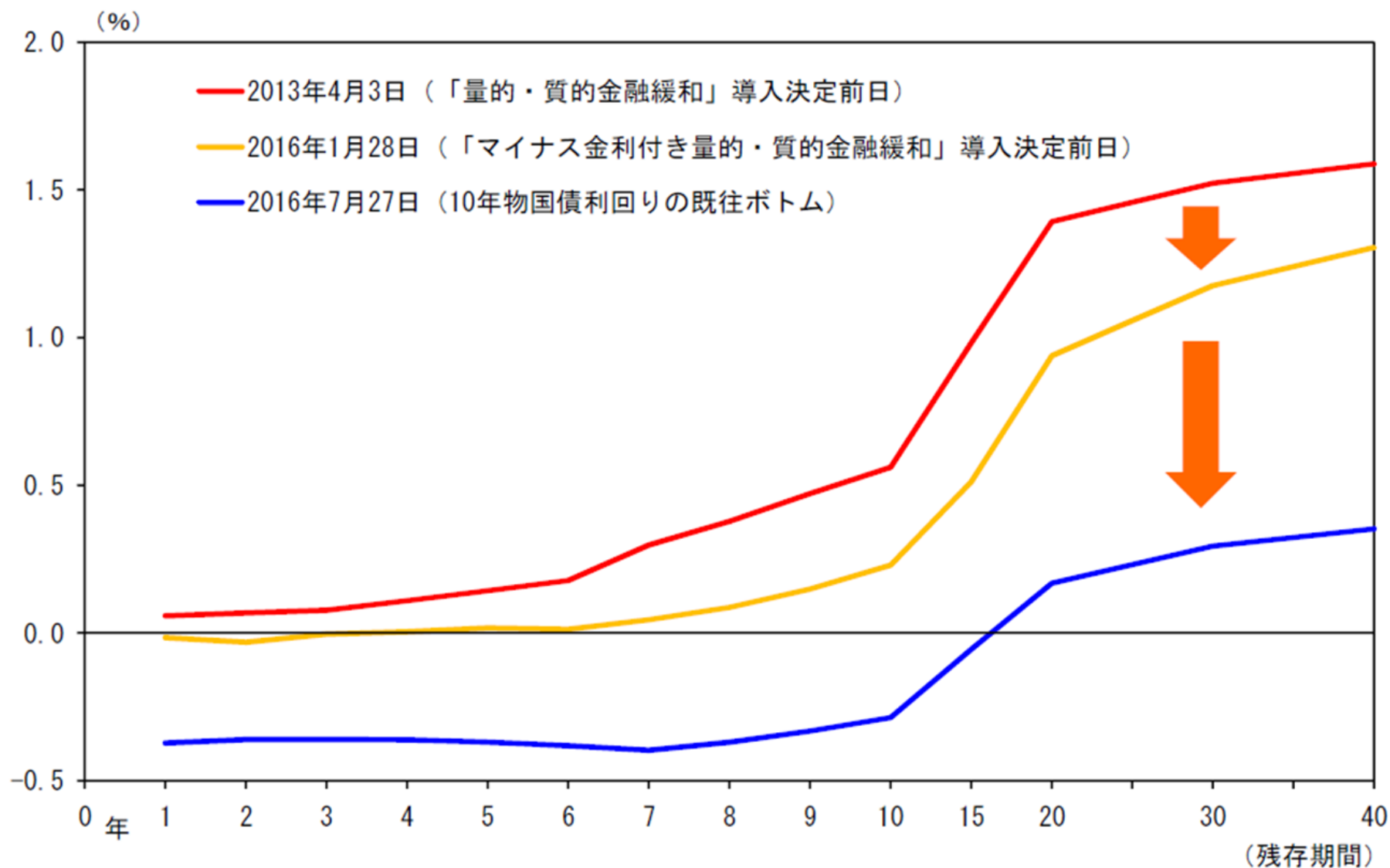
【反対派・・・佐藤・木内・政策委員会審議委員】

- 金融機関は、潜在的な信用コストの高い貸出先への融資抑制等に動く可能性がある。収益・体力面に課題を抱える金融機関がリスク検証をおざなりにした投融資を行う危険性もある
- このような極度の低金利の継続を前提に、ようやく採算の見込める投資案件が出てくるとすれば、それ自体が問題
- 国債市場の価格発見機能が低下、ボラティリティー上昇等副作用が増加

「マイナス金利政策」の評価③（副作用）

- マイナス金利と大量の国債買入の組み合わせは、国債金利、貸出・社債金利を長短金利とともに大きく押し下げ、イールドカーブをフラット化させた
- 金融機関収益が圧迫され金融機関から強い不満が聞かれたほか、金融仲介機能の低下も懸念された
- 保険や年金の運用利回りの低下が国民の不安心理を煽ったほか、マイナスという文字通りネガティブな語感からマインド面を通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性が無視できなくなった
- 今回も含め、黒田総裁就任後の数次にわたる突然の政策変更が中央銀行と市場との円滑なコミュニケーションを毀損した

マイナス金利導入決定後の国債イールドカーブの変化

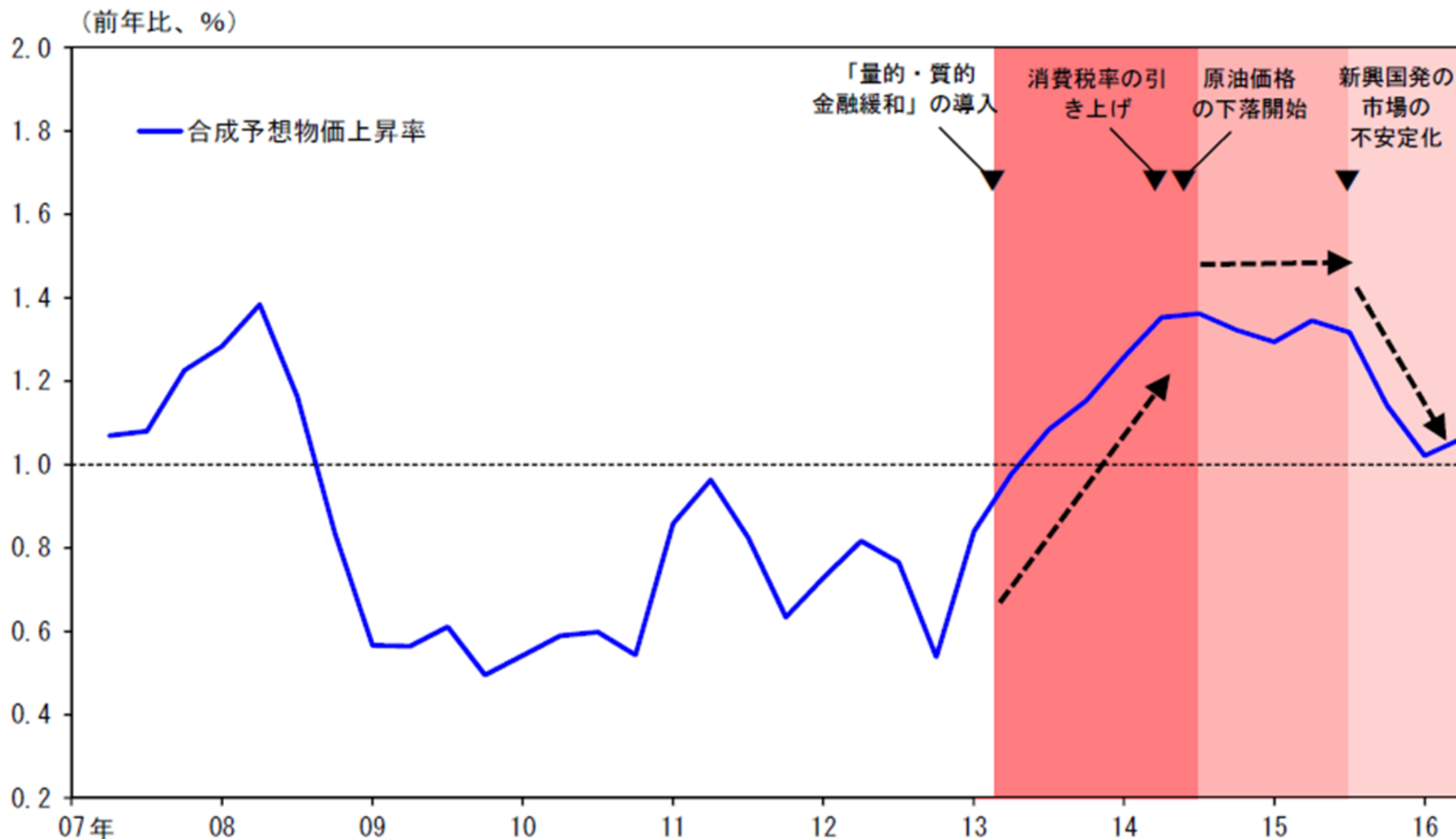


1-3. 総括的な検証と長短金利操作付き 量的・質的金融緩和の導入

日本銀行による総括的な検証の結果

- 2017年9月に日本銀行はこれまでの金融政策の総括的な検証を実施、その骨子は下記のとおり
 1. 「量的・質的金融緩和」は経済・物価の好転をもたらし物価の持続的下落という意味でのデフレではなくなった
 2. 「2%の物価安定目標」の達成は、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の要素が強いわが国において①原油価格の下落、②消費増税後の景気減速、③世界経済の停滞、による国際金融市場の不安定な動きの中で阻害された
 3. マイナス金利政策は、国債買入との組み合わせにより長短金利を大きく引下げ貸出金利等を低下させたが、金融機関の利鞘縮小など金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面等を通じて経済活動に悪影響を及ぼした可能性

「量的・質的金融緩和」導入後の予想物価上昇率



- (注) 1. 合成予想物価上昇率は、企業、家計、エコノミストの予想物価上昇率を合成したもの。各主体のインフレ予想として、企業は短観、家計は生活意識アンケート、エコノミストはコンセンサス・フォーキャストを使用。
2. コンセンサス・フォーキャストは、2014/2Q以前は半期調査を線形補間。生活意識アンケートは、+5%以上および-5%以下の回答を除く。短観（販売価格D1）は、3か月前比の実績。

総括的な検証の評価

- 長短金利の過度の低下による、金融仲介機能やマインド面を通じた実態経済へのマイナス影響を素直に認めた
- 物価目標の未達成を外生的要因で説明しているが、ゼロ金利制約に直面している中、金融政策だけで物価目標を達成できるのか納得的説明はない
 - ⇒ 外生要因が剥落しても本当に物価が上がるか不透明
- マネタリーベースの拡大は、「物価安定目標」に対するコミットメントや国債買入とあわせて、人々の物価感に働きかけ（とくに長期的な）予想物価上昇率の押し上げに寄与した、と結論つけているが、その根拠は示されていない
 - ⇒ 政策委員会内部の見解が分かれている中で、政策評価を行ったためやむを得ない面も

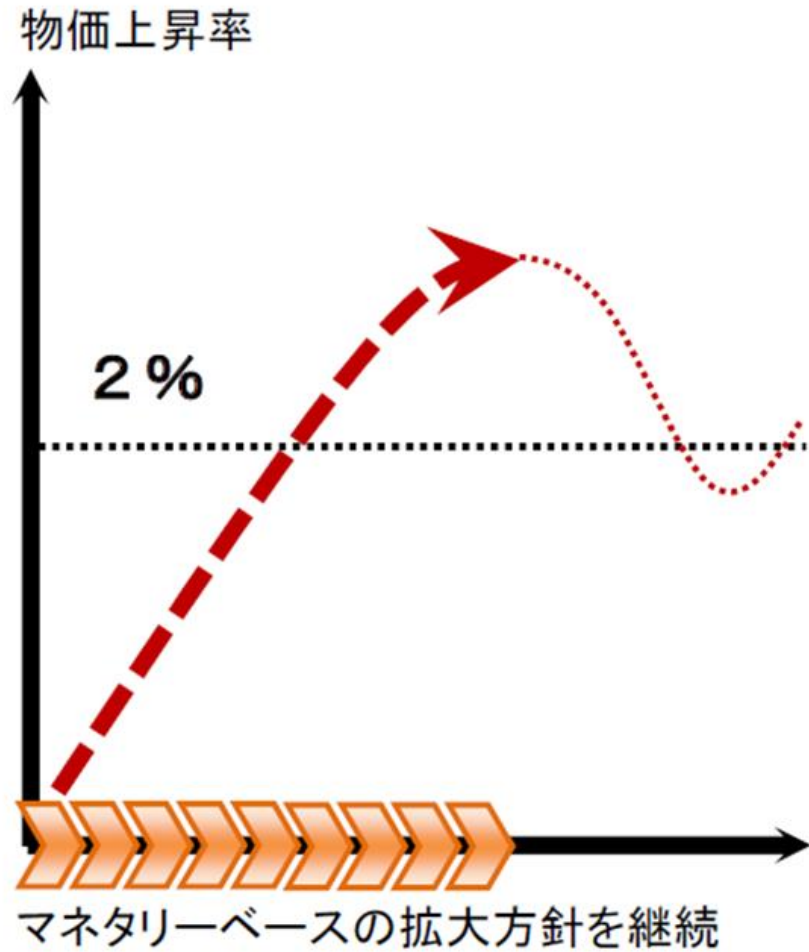
長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入①

(2016.9.21)

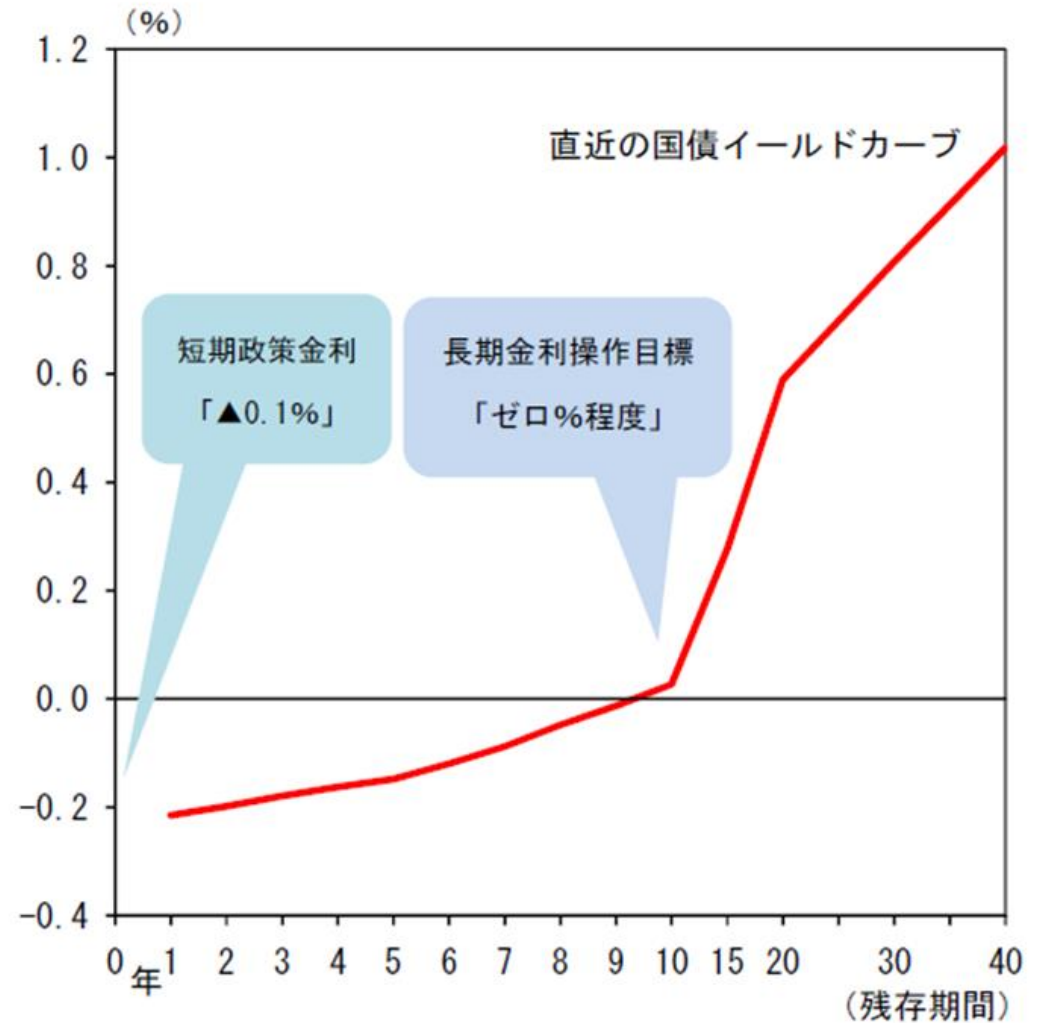
- 総括的な検証によれば、予想物価上昇率の引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性があるため、経済・物価・金融情勢に応じたより柔軟な対応を可能とし、政策の持続性を高めるため金融緩和強化のための新しい枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入
- その主たる内容は下記のとおり
 - 1.長短金利の操作を行うイールドカーブ・コントロール
 - ・当面は短期金利 $\Delta 0.1\%$ ・長期金利 0% 程度とし、必要な場合には金利を引き下げる
 - 2.オーバーシュート型コミットメント
 - ・物価上昇率の実績値が安定的に 2% の物価安定の目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するという金融緩和についてのより強力なメッセージを発出

長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入②

オーバーシュート型コミットメント



イールドカーブ・コントロール



長短金利操作付き量的・質的金融緩和の評価

- 政策の一貫性など様々な制約があるもとの、金融緩和に対する前向き感を出すと同時に、短期決戦型から持久戦型（政策の持続可能性を確保）へと政策を上手く修正
 - 金融仲介機能の持続性に関する不安感、マインド面を通じた経済活動への悪影響に配慮し、過度に低下しフラット化したイールドカーブの是正を図るため、長短金利操作を導入
 - 「2%の物価上昇を安定的に達成する」、「インフレ予想を2%にリアンカリングする」という言い振りに「オーバーシュート型コミットメントの導入」へと金融緩和感が高まる形に言い換え
 - サプライズ型演出を封印し、市場・国民との丁寧な対話を志向
 - しかし、長期金利のコントロールは、①金融調節技術面の難しさ、②長期金利のシグナル効果を滅失させる、との観点からこれまでの金融政策理論では、タブー視されてきたことには留意の要
- ⇒財政規律をさらに緩和させかねない点は大きな懸念材料(後述)

2-1. ヘリコプターマネー・財政規律の問題

「ヘリコプターマネー」の議論はどう考えるべきか

- ヘリコプターマネーとは、ミルトン・フリードマンが1969年の論文で提起した「中央銀行に直接国債を引き受けさせて行う財政出動」。国債の民間引き受けは、将来の増税や歳出削減を予想させ支出を抑制する人が出てくることから景気刺激効果が抑制されるが（リカード効果）、ヘリコプターマネーは返済・利払いの必要がなく、同効果が発生しないため、絶大な成果が期待できると言われる
- しかし、ヘリコプターマネーは一度実施してしまえば財政コストがかからないため、常習化してしまう政治的リスク（太平洋戦争の戦費調達等）が大きいほか、民間貯蓄の裏付けなしに政府と中央銀行の間だけで創出された資金を市中に供給することから、通貨価値の下落（＝物価の上昇）を確実に起し、規模が大きくなると猛烈なインフレーションを惹起する危険性があると言われている
 - ・黒田日銀総裁：必要もないし可能性もない。中央銀行は政府から独立している
 - ・イエレンFRB議長：とても異常で極端な議論
 - ・ドラギECB総裁：実現は難しく議論したこともない

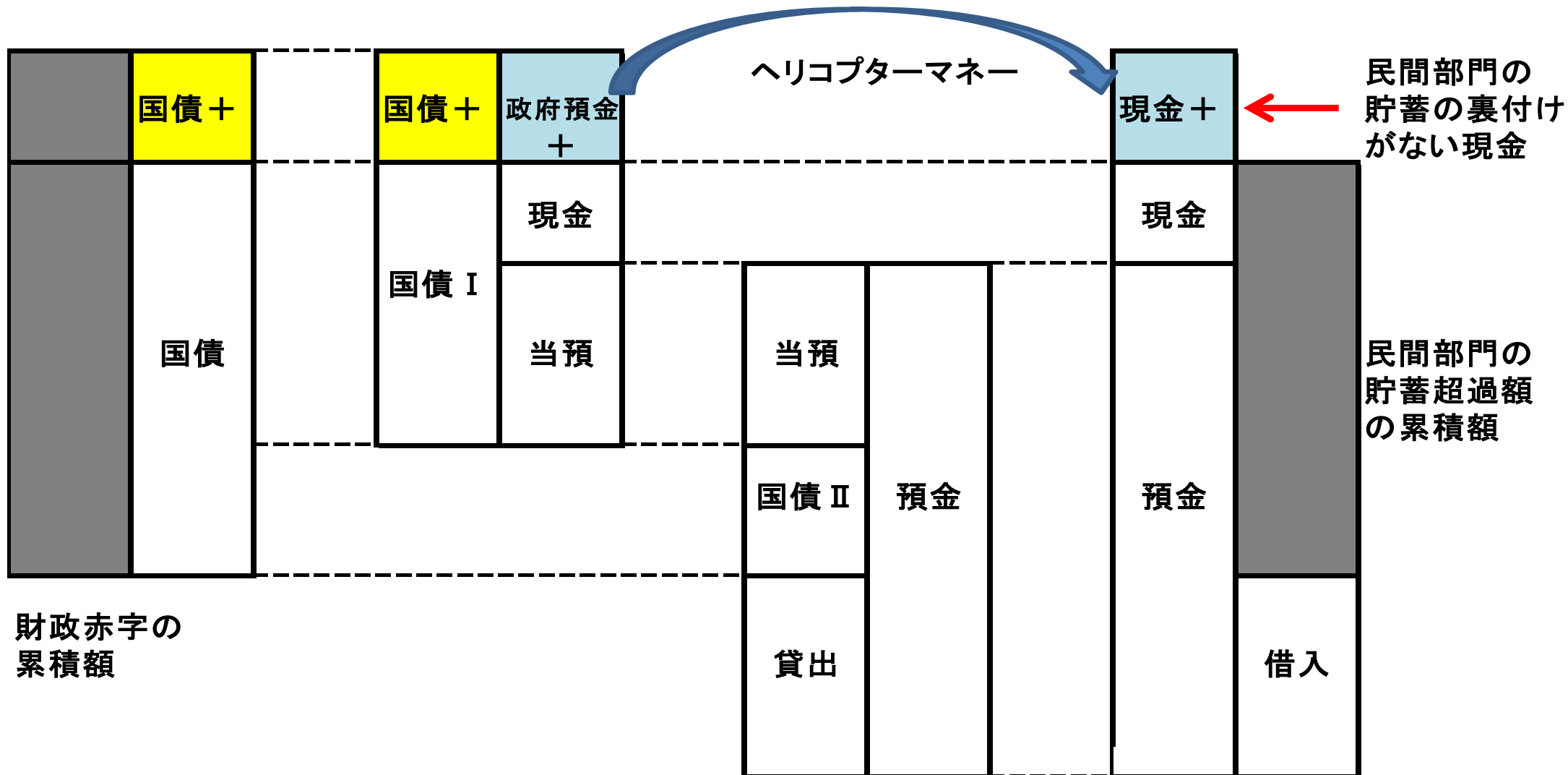
B/Sからみた「ヘリコプターマネー」

政府 B/S

日本銀行 B/S

民間銀行 B/S

民間非 銀行B/S



財政健全化・財政規律の問題

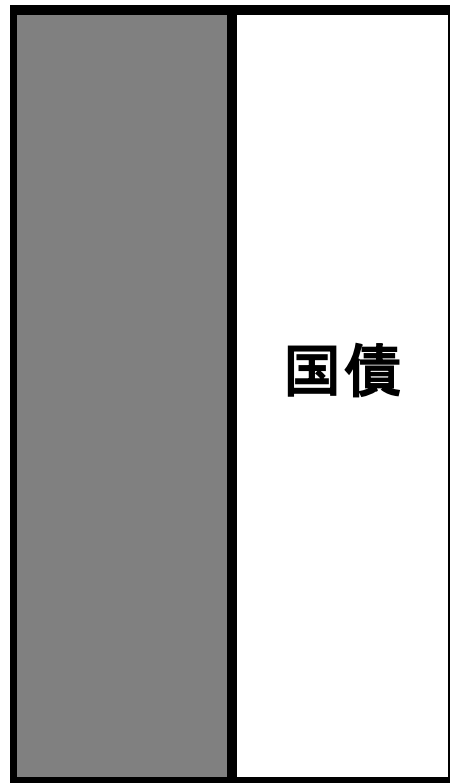
- 政府は2020年のプライマリー・バランス黒字化を目標としているが、内閣府の試算（2017.1.25経済財政諮問会議に提出）では、経済再生ケース（名目3%・実質2%台の高い成長を前提）においても、△8.3兆円の赤字が残る形
- 巨額の財政赤字は民間部門の貯蓄超過により支えられているが、高齢化に伴い貯蓄の取り崩しが始まるため、10%の消費税率を前提としても2020年代には国債を国内貯蓄だけで吸収できなくなるとの試算も存在（伊藤隆敏：日本財政「最後の選択」2015）。
- 「出口」（金利正常化）を円滑に進むためには、市場が財政の持続可能性に信認をおいているかどうかポイント。国債の格付低下は日本企業の資金調達コスト上昇に直結する問題であり、实体经济への悪影響は軽視すべきではない
- 日本銀行の大量国債買入により、現状、金融政策と財政政策は事実上表裏一体の運営となっており、両者への注視が必要

「財政ファイナンス」の懸念

- 政府と日本銀行の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＋日銀当座預金）によってファイナンスされている
- 2%の物価安定目標が達成された時、日本銀行がマネタリーベースを減らすこと（＝金融引き締め）ができなければ、事実上の財政ファイナンスとなり、定義にもよるがヘリコプターマネーを実施しているのと同じ状況になる
- この点、日本銀行が大量に保有する国債の市中売却（国債Ⅰの減少＝国債Ⅱの増加）は国債市場を崩壊させかねず、困難。また財政再建の目途が立っていない場合には、国債の市中消化に支障が生じ、この状況を放置すると政府は債務不履行に陥りかねないため、日本銀行は国債を買い続けざるをえなくなる。こうした状況は「財政支配（fiscal dominance）」と呼ばれている

B/Sからみた「財政ファイナンス」

政府 B/S



||
財政赤字の
累積額

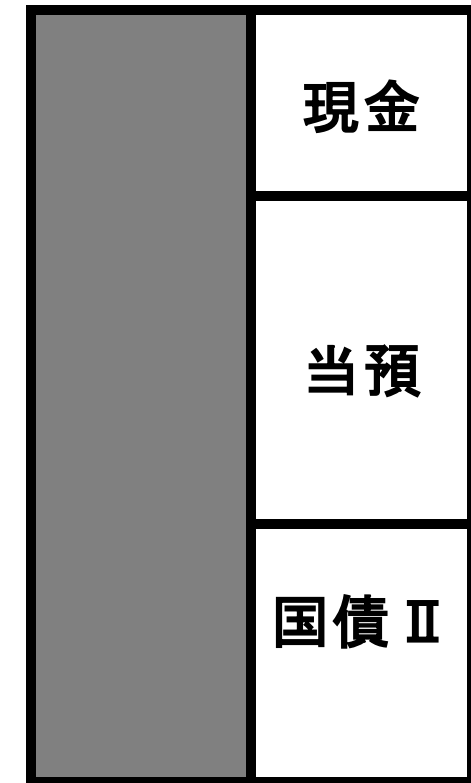
日本銀行 B/S



+

=

統合政府 B/S



マネタリーベース

↑
日本銀行が必要と考
える時に、国債保有
残高を減らすことがで
きるか

↑
国債の民間消化が
困難化しないか

2-2. 出口（金融政策正常化時）の課題

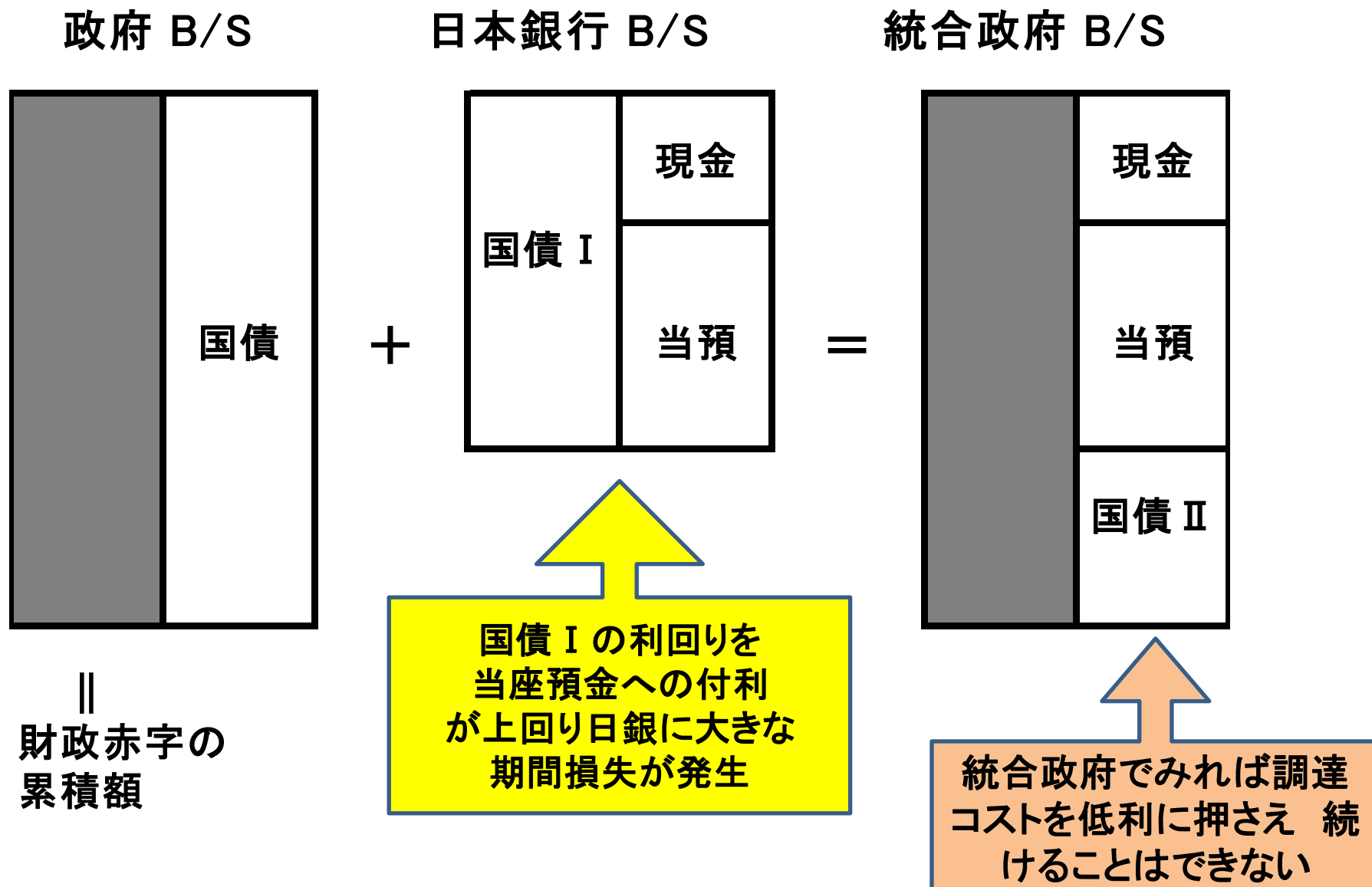
出口へはどのような形で進むのか

- 2%の物価安定目標の達成は、暫く先のことになる可能性が高く日本銀行も時期尚早として「出口」の議論を具体的に展開していない。このため、エコノミスト間では議論が開始されているが切迫感は感じられない
- 日本銀行もFRBのように、下記の通り極めて長い時間をかけて出口を進む蓋然性が高いと考えられる
 - ①国債買入純増額の縮小（テーパリング着手）
 - ②新規の国債買入額をゼロとする一方、満期到来分を再投資して残高を一定に維持
 - ③金融機関の当座預金の付利引き上げにより引き締めを開始（FRBはこの段階にあるが年内に④に踏み切ることを示唆）
 - ④満期到来分を再投資せず残高を縮小
- 出口には次頁のとおり大きな課題が待ち受けている

出口で日本銀行に発生する巨額の損失

- 日本銀行の運用資産利回りは、高値での国債買入により低下を続けており（2014年度0.415%→15年度0.389%→16年度0.288%）、今後さらに低下する可能性。これを上回って超過準備の付利を上げる過程では、長期にわたり日本銀行に大きな期間損失が発生
- 金融緩和の過程で生じる利益に関しては、これまで日本銀行は日銀納付金を政府に納めてきたが、損失発生に備え2016年3月期に初めて4501億円、17年には4615億円の引当を実施
- しかし、日本銀行に生じる損失額は、単純な試算でも国債保有残高：約300兆円、超過準備への付利：2%程度とすれば、
▲60兆円（ $=300\text{兆円} \times 2\% \times 10\text{年}$ ）に迫る巨額なものとなる
- 日本銀行の損失は国民の損失だが、議論が抽象的で実感を持たないため、国民に殆ど理解されていない点は極めて大きな問題

低利での国債発行も結局は政府の負担に



出口で配慮すべき金融システムの安定確保

- 出口では、長期金利は「短期金利（2%）+ α 」程度まで上昇する可能性が高く、円建ての長期債を多く保有している主体は、キャピタル・ロスを蒙ることになる
- 日本銀行は半期に1回公表する「金融システムレポート」において、長期金利が上昇した場合に銀行などが蒙る評価損の額を推計。2017年4月号によれば、長期金利と短期金利が平行して2%上昇した場合の評価損を金融機関全体で約14兆円と試算。内訳をみると、大手行が約4兆円、地域銀行が約5兆円、信用金庫が約4兆円となっており、収益力・自己資本等の体力面で劣る地域銀行、信用金庫の損失額が相対的に大きくなっている
- 地域銀行、信用金庫は足もと外債投資も積極化させ、この面のリスクも大きいことから、金融システムを不安定化させないためにも、出口における金利正常化は慎重に進める必要

第9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「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」というこれまでに前例のない大胆な金融政策が実施に移されている
- ここ数年の金融政策の効果、理論的なメカニズムの評価については様々な議論がある
- 上記政策が目標を達成できるか、また達成後の出口がどのような展開になるか、注意深くみていく必要がある

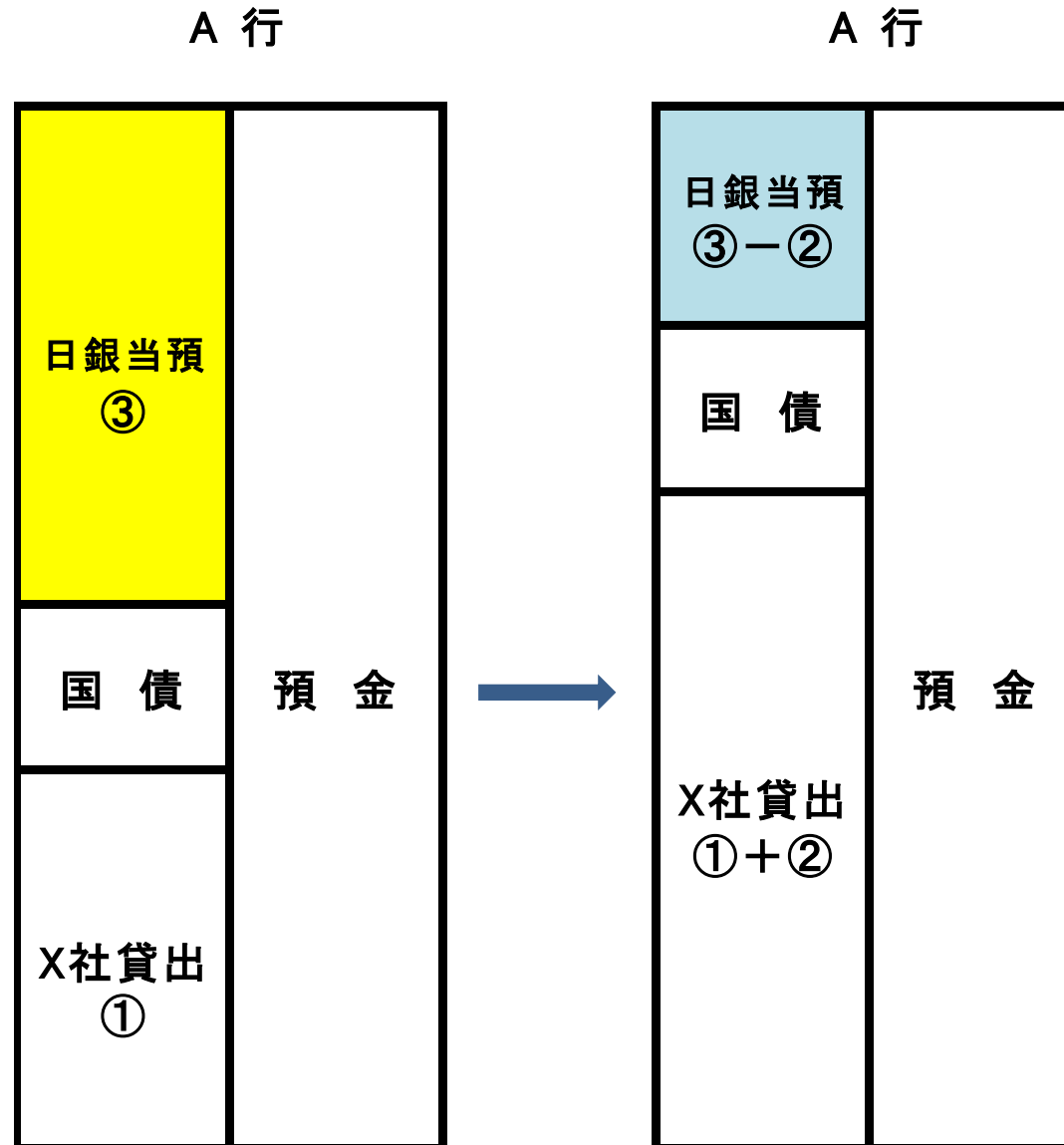
3. 補論—金融機関と企業のB/Sからみた 「マイナス金利政策」の効果

- 以下では単純化したモデルを使って、ある金融機関が日銀当座預金を減らして貸出を増やしたとしても、その分他の金融機関の日銀当座預金が増えるだけで、金融機関全体の日銀当座預金の総額に変化はないことを示す

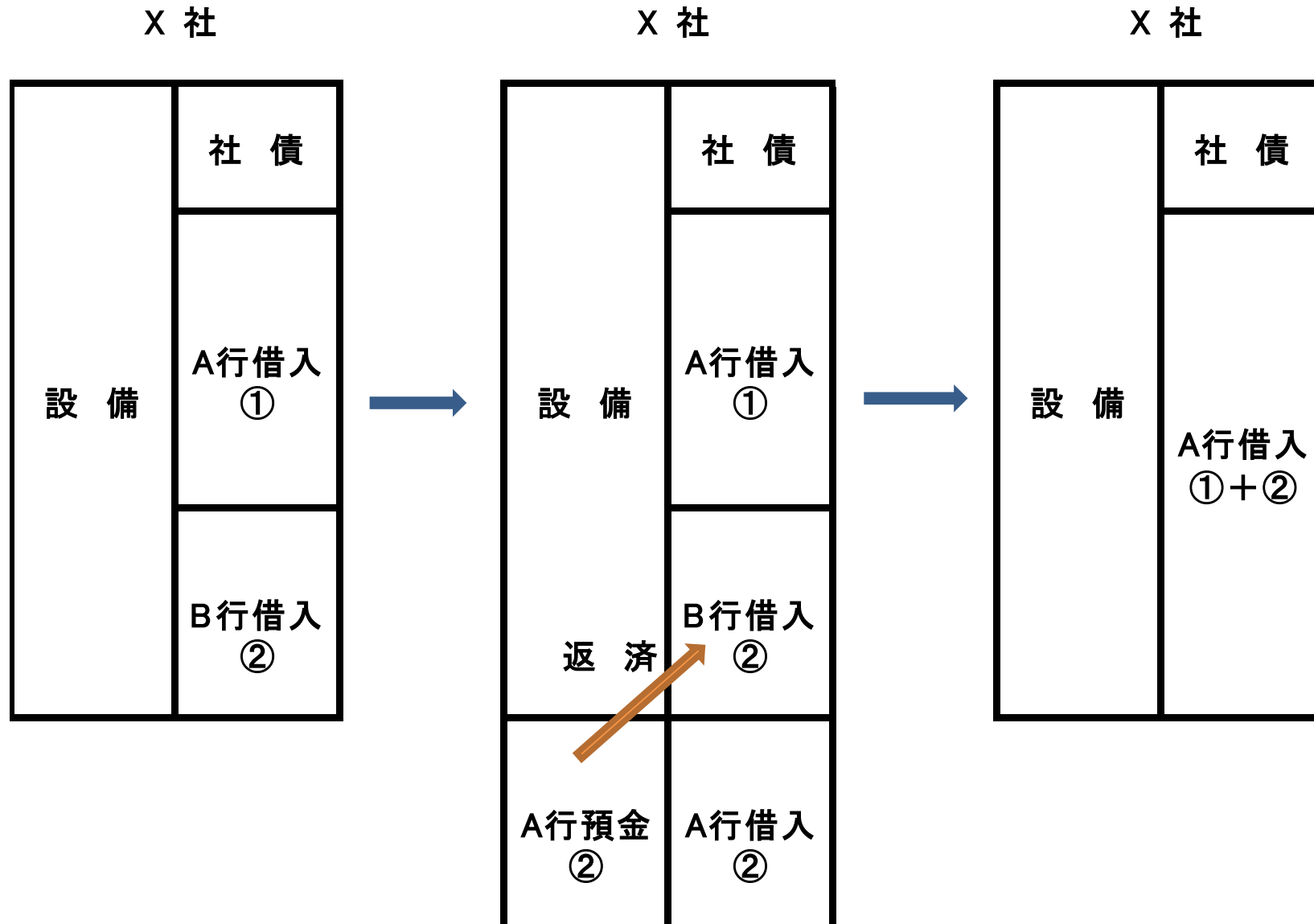
【前提】

- 金融機関はA行とB行の2行だけが、事業会社もX社とY社の2社だけが存在すると仮定。
- X社はA行およびB行と取引しており、それぞれから貸出を受けそれぞれに預金をしている。Y社はB行と取引しており、貸出を受け預金をしている
- X社はY社から設備を購入している

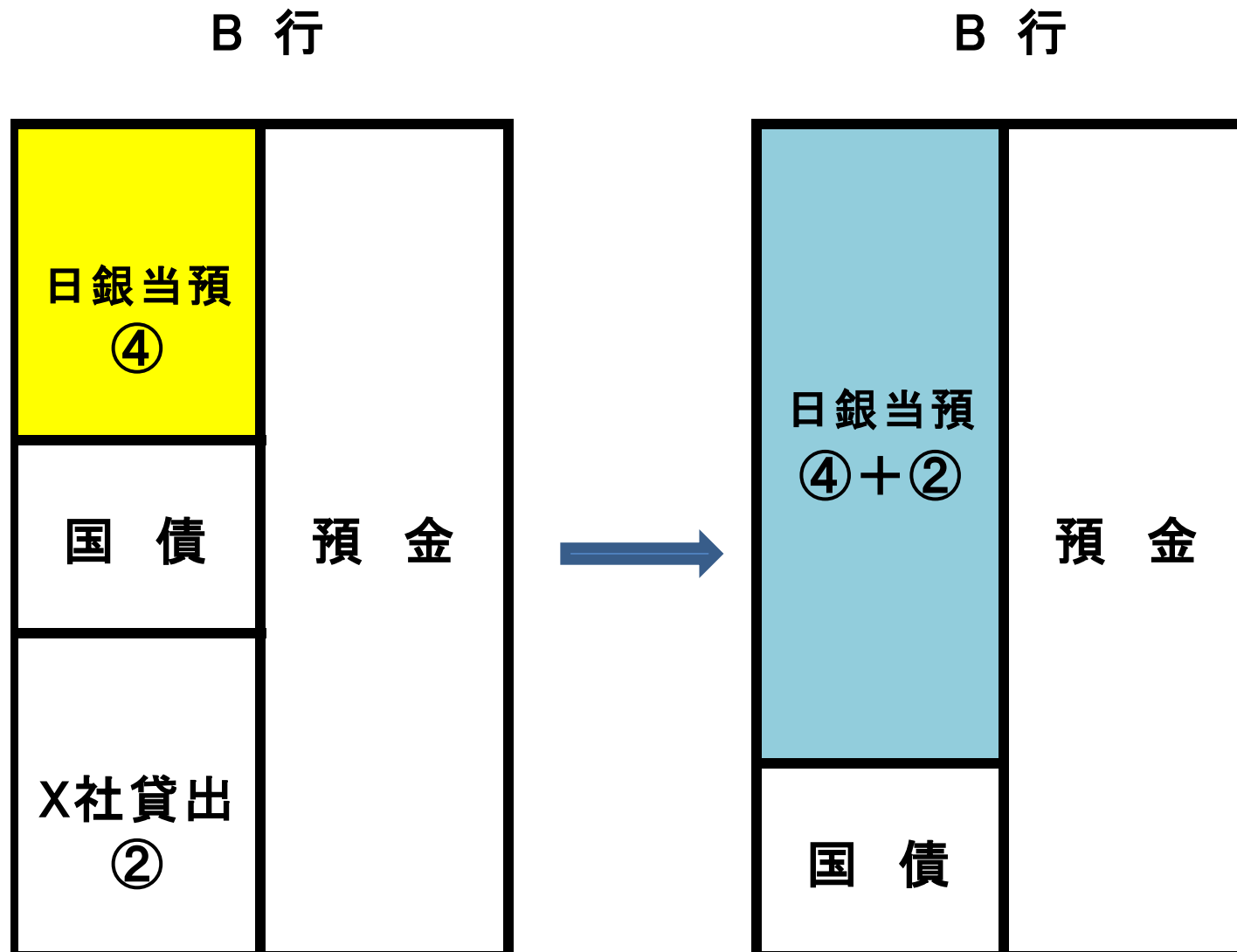
- A行は日銀当預のマイナス金利適用を免れるため日銀当預を取り崩し、X社への低利の貸出に振り替える



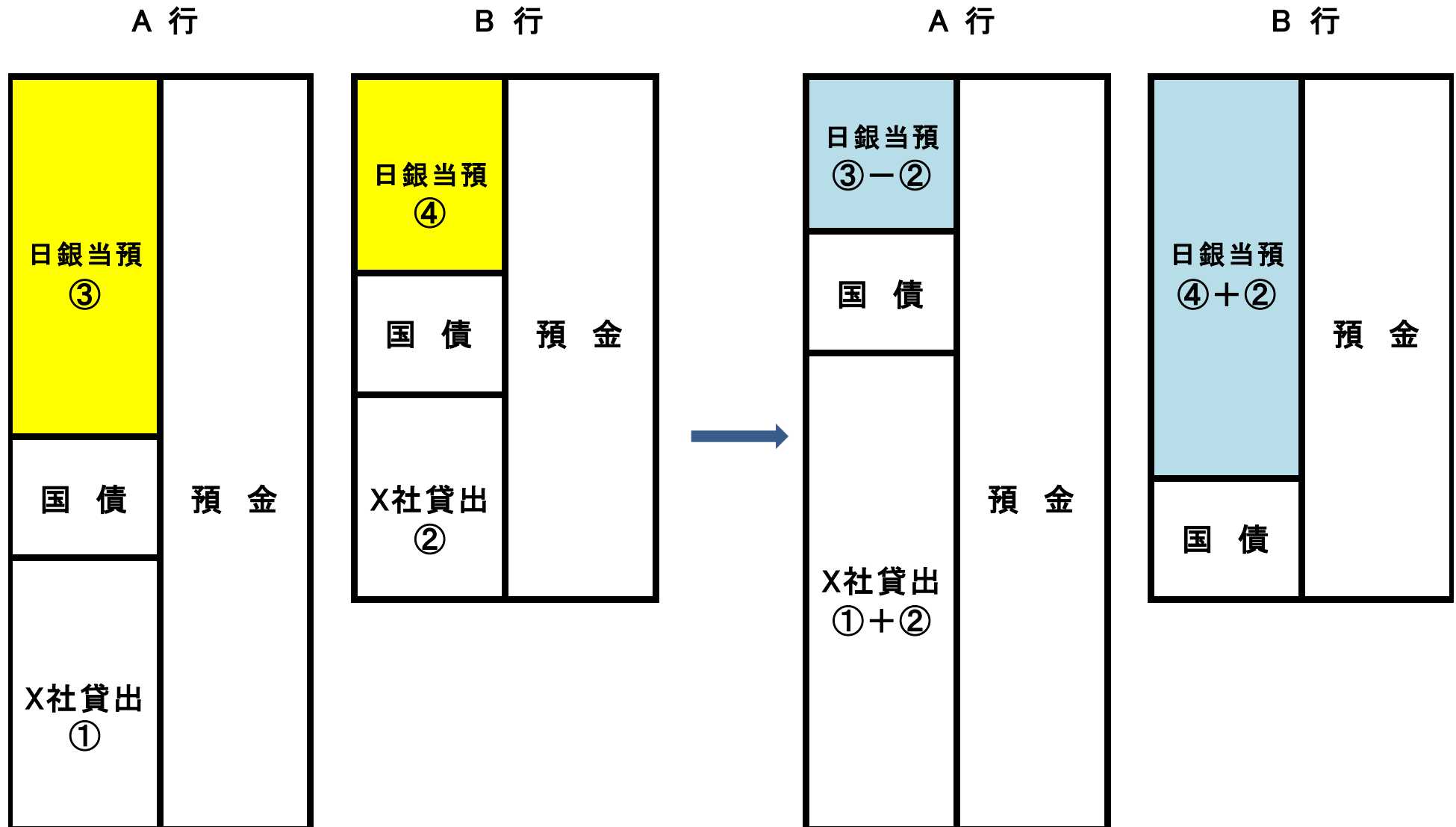
- X社に資金需要がない場合、X社はA行からの借入をB行からの借入の返済に充当しようとする



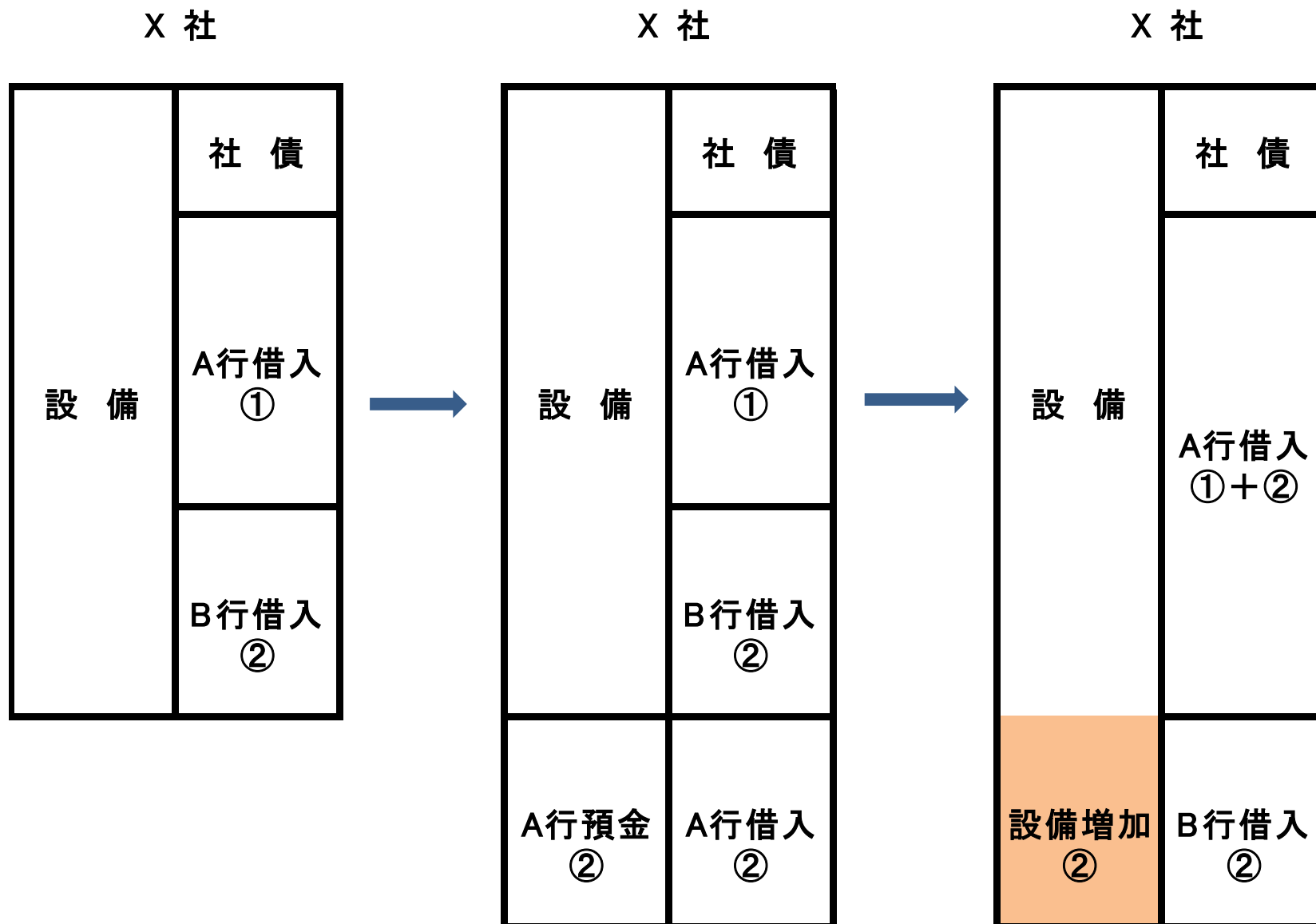
- B行はX社から貸出を返済されてしまう結果、その分日銀当預が増加する



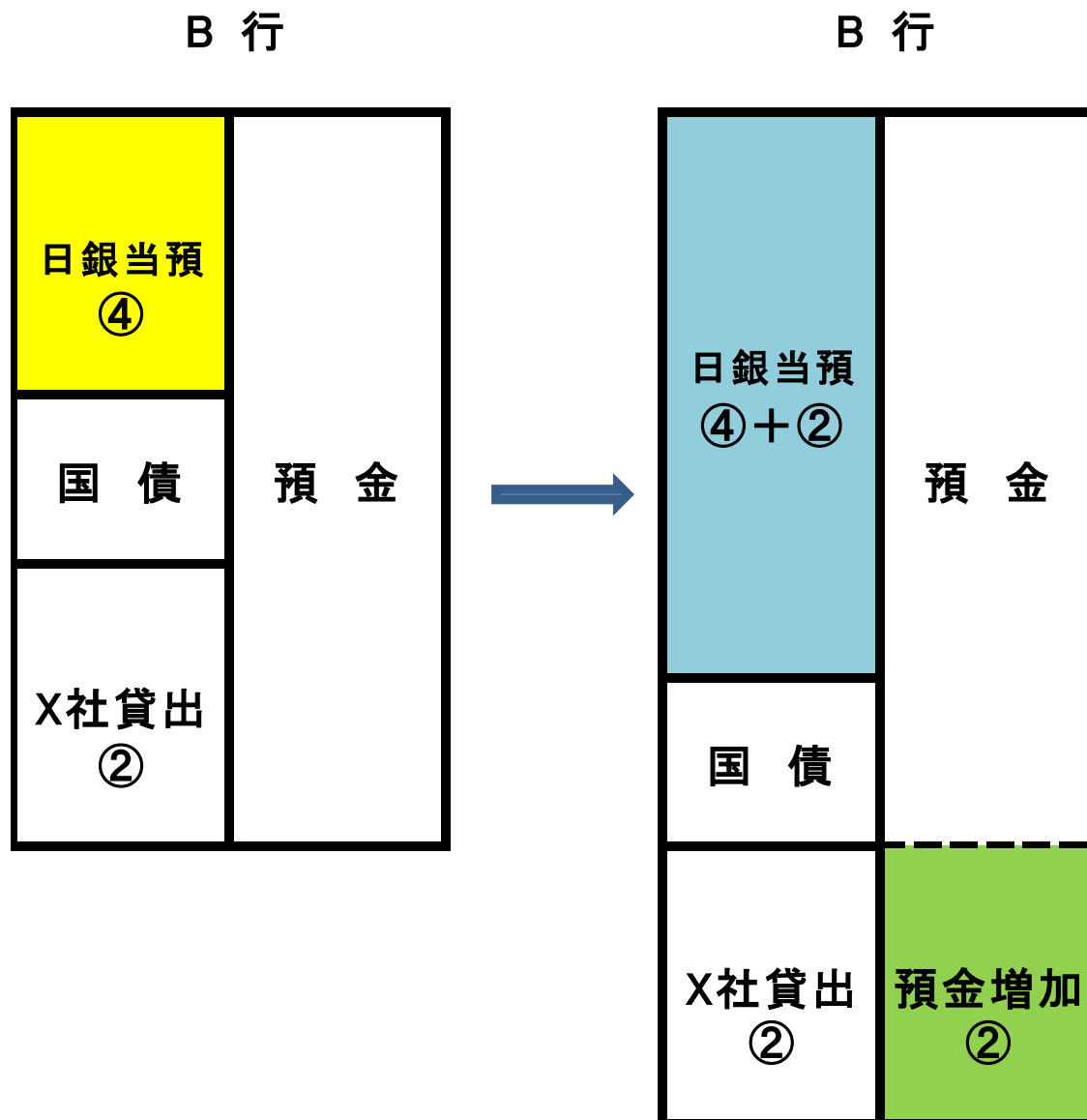
➤ 上記によりA行とB行の日銀当預は変化するが総額は
 $\textcircled{3} + \textcircled{4} \rightarrow (\textcircled{3} - \textcircled{2}) + (\textcircled{4} + \textcircled{2})$ で不変



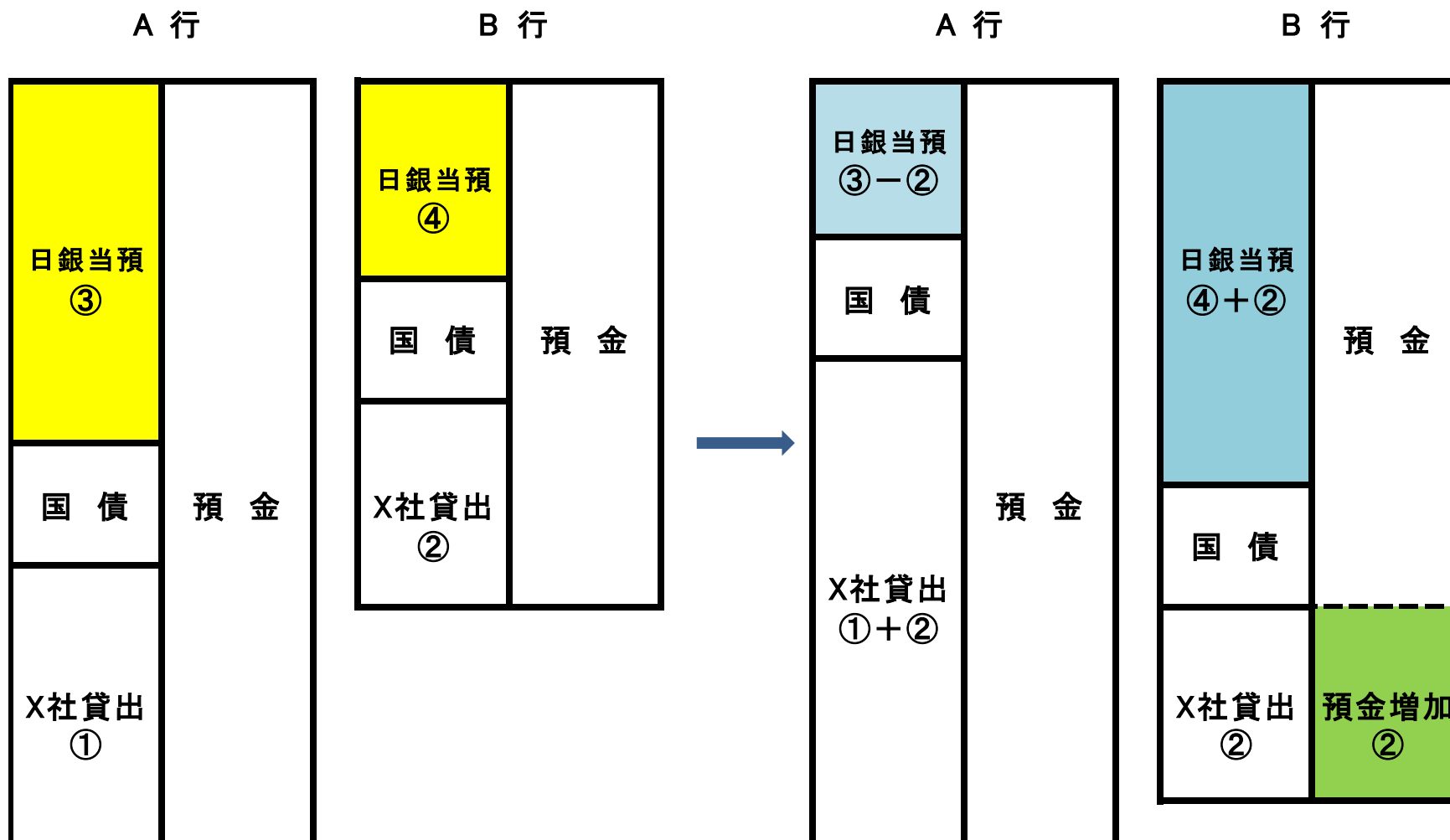
- X社に資金需要がある場合、X社はA行からの借入をY社からの設備購入代金に充当しようとする



- B行にはX社がY社に支払った設備購入代金がY社からの預金として還流する



- この場合もA行とB行の日銀当預は変化するが総額は③+④→(③-②)+(④+②)で不変
- ただ、マネーストックはX社への貸出増分だけ増加する



参考文献①

- わが国の金融政策に関する、日本銀行および各政策委員の考え方については、日本銀行HPの「金融政策」を参照。政策委員会の議決は多数決で行われるが、「講演・記者会見」では賛成、反対の背景が各委員の言葉で説明されている。
- 「量的・質的金融緩和」の効果を高く評価する、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）
 - ⑤ 原田泰・片岡剛士・吉松崇編著（2017）「アベノミクスは進化する」（中央経済社）

参考文献②

- 現在の金融政策の効果に懐疑的な論者による代表的文献
 - ①翁邦雄（2015）「経済の大転換と日本銀行」（岩波書店）
 - ②翁邦雄（2017）「金利と経済」（ダイヤモンド社）
 - ③池尾和人（2013）「連続講義・デフレと経済政策」（日経BP社）
 - ④野口悠紀雄（2014）「金融政策の死」（日本経済新聞出版社）
 - ⑤加藤出（2014）「日銀『出口』なし！」（朝日新書）
 - ⑥小峰隆夫（2015）「日本経済に明日はあるのか」（日本評論社）
 - ⑦小峰隆夫（2017）「日本経済論講義」（日経BP社）
 - ⑧早川英男（2016）「金融政策の『誤解』」（慶応義塾大学出版会）
- 日本銀行の「マイナス金利政策」導入以降の政策評価をマスメディアあるいは学術的立場から、中立的に取り上げている文献
 - ①清水功哉（2016）「デフレ最終戦争」（日本経済新聞出版社）
 - ②岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編著（2016）「マイナス金利政策」（日本経済新聞出版社）
 - ③日本経済研究センター編著（2016）「激論マイナス金利政策」（日本経済新聞出版）