

# 日本銀行による追加緩和の行方

## — 金融政策の現状と課題 —

渡邊 将史

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 金融市場調節方針
3. 政策金利のフォワードガイダンス
4. 資産買入れ方針
5. 経済・物価見通し
6. おわりに

### 1. はじめに

最近 20 年間における日本銀行（以下「日銀」という。）の金融政策の変遷を見ると（図表 1 参照）、金融市場調節方針における操作目標が短期市場金利、日銀当座預金残高、マネタリーベース（MB）等と変化するとともに、政策目的である「物価の安定」についての考え方も順次修正されてきた。

2013 年 3 月に就任した黒田総裁の下での金融政策は、量的・質的金融緩和（いわゆる異次元緩和、2013 年 4 月～）、マイナス金利付き量的・質的金融緩和（2016 年 1 月～）、長短金利操作付き量的・質的金融緩和（2016 年 9 月～）という流れをたどっている。2%の物価安定目標が達成されない中、日銀は、操作目標に加え、金融緩和政策の継続に関するコミットメントも修正した。できるだけ早期に実現するとしていた物価安定目標の達成時期の見直しを変更するとともに、政策金利水準の維持期間の見直しを追加するなどしてきた。

2019 年 10 月の金融政策決定会合では、マイナス金利の深掘りなど追加緩和は見送られたものの、新たな政策金利のフォワードガイダンス（先行き指針）が決定され、将来的な利下げの可能性が示された。

本稿では、今後の追加緩和の可能性を踏まえ、導入から 3 年が経過した長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策の現状等について整理し、この間の金融政策決定会合における決定事項等を概観したい。

図表1 我が国金融政策の変遷

年月日	金融市場調節方針		金融緩和政策の継続に関するコミットメント	決定時の総裁	
	操作目標	目標値			
1999/2/12	無担保コールレート(オーバーナイト物)誘導目標	当初0.15%前後・一層の低下を促す	デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまで(4/13総裁記者会見)	第28代 速水 優	
2000/8/11		0.25%前後	—		
2001/2/28		0.15%前後	—		
2001/3/19	日銀当座預金残高目標	5兆円程度	消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで	【任期】 1998.3.20 ～ 2003.3.19	
2001/8/14		6兆円程度			
2001/9/18		6兆円超	【2003/10/10】コミットメントの明確化		
2001/12/19		10～15兆円程度	①単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断でき、かつ、②先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要		
2002/10/30		15～20兆円程度	【2006/3/9】「物価の安定」についての明確化 「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、金融政策運営を行う	第29代 福井俊彦	
2003/3/5		15～20兆円程度 (03/4/1以降17～22兆円程度)			
2003/4/30		22～27兆円程度			
2003/5/20		27～30兆円程度			
2003/10/10		27～32兆円程度			「中長期的な物価安定の理解」 金融政策運営に当たり、各政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率(0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている)
2004/1/20		30～35兆円程度			
2006/3/9	無担保コールレート(オーバーナイト物)誘導目標	概ねゼロ%	【2009/12/18】「中長期的な物価安定の理解」の明確化 消費者物価指数の前年比で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	第30代 白川方明	
2006/7/14		0.25%前後			
2007/2/21		0.5%前後	【2013/5/22】 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで	【任期】 2008.4.9 ～ 2013.3.19	
2008/10/31		0.3%前後			
2008/12/19		0.1%前後			
2010/10/5		0～0.1%程度	「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで(※1) 「中長期的な物価安定の目標(※2)」を示し、それが見通せるようになるまで 物価安定の目標(2%)のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現する	【任期】 2008.4.9 ～ 2013.3.19	
2012/2/14					
2013/1/22					
2013/4/4	マネタリーベース(MB)増加目標	年間約60～70兆円に相当するペース	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	第31代 黒田東彦	
2014/10/31		年間約80兆円に相当するペース			
2016/1/29	マイナス金利の導入 日銀当座預金を3段階の階層構造に分割、基礎残高にプラス金利(0.1%)、マクロ加算残高にゼロ金利、政策金利残高にマイナス金利(▲0.1%)を適用 MB増加目標(年間約80兆円)は維持		【2016/9/21】オーバーシュート型コミットメント 消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、MBの拡大方針を継続する 【2018/7/31】政策金利のフォワードガイダンス 2019年10月の消費税率引上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利水準を維持する	【任期】 2013.3.20 ～	
2016/9/21	長短金利の操作についての方針を示す 【短期金利】 日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 【長期金利】 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買入れ(買入れ額のめどは、国債保有残高の増加額年間約80兆円)		【2019/4/25】フォワードガイダンスの明確化 当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利水準を維持する 【2019/7/30】 「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧(おそ)れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる 【2019/10/31】新たな政策金利のフォワードガイダンス 「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移する		

※1「中長期的な物価安定の理解」に基づき、ゼロ金利政策の時間軸を明確に示した。

※2 日銀が示した「中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率」。2012/2/14時点では、消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断し、金融政策運営において目指す物価上昇率を「当面は1%を目途とする」とした。

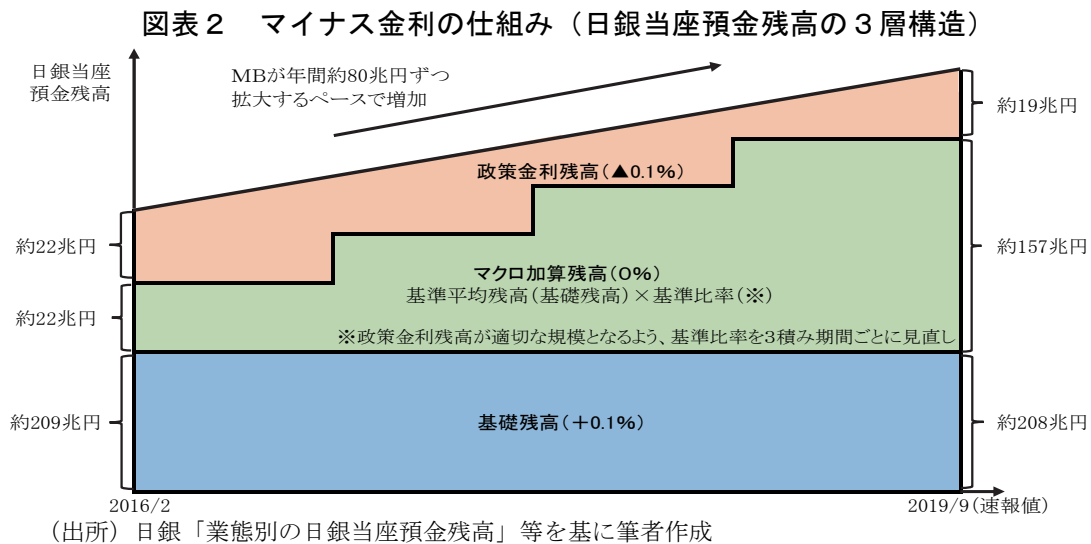
(出所) 日銀「当面の金融政策運営について」等を基に筆者作成

## 2. 金融市場調節方針

日銀は2016年9月、金融市場調節方針をMBから長短金利の操作（イールドカーブ・コントロール、YCC<sup>1</sup>）に変更し、必要に応じて長短金利の誘導目標を引き下げていく「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

### （1）短期金利の操作方針

短期金利の操作方針については、2016年1月に導入した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」と同様、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する」としている。マイナス金利の仕組みについては、日銀当座預金残高を3層に分割した上で、それぞれを付利金利が異なる基礎残高（+0.1%）<sup>2</sup>、マクロ加算残高（0%）<sup>3</sup>、政策金利残高（▲0.1%）<sup>4</sup>としている（図表2参照）。



黒田総裁は、最近になり、今後のマイナス金利深掘りの可能性について、欧州中央銀行（ECB）が▲0.5%まで下げていることに触れるとともに、日本ではマイナス金利が適用される準備預金の額がごく一部であることから、「これ以上深掘りできないということはない」と発言している<sup>5</sup>。また、片岡剛士審議委員は、短期政策金利を引き下げることで金融緩和を強化することが望ましいと、いわゆるマイナス金利深掘りに言及し、現行政策の継続に反対している<sup>6</sup>。

<sup>1</sup> イールドカーブ（YC）とは、債券の利回り（縦軸）、償還までの残存期間（横軸）をプロットした「利回り曲線」のこと。一般的に、残存期間が長いほど将来のインフレ期待やリスクが考慮されて金利が上がるため、形状は右上がりになる。なお、日銀は従来、中央銀行は長期金利をコントロールできないと主張していた。

<sup>2</sup> 2015年1年間の日銀当座預金平均残高から金融機関が日銀に預け入れなければならない最低金額（所要準備額）を差し引いた約209兆円。

<sup>3</sup> 所要準備額、貸出支援基金及び被災地支援オペの合計にマクロ加算額を足したもの。

<sup>4</sup> 当座預金総残高から基礎残高とマクロ加算残高を差し引いた額。政策金利残高が急増し金融機関の収益を過度に圧迫しないよう、3積み期間ごとの見直しによりマクロ加算残高を積み増していく方針。

<sup>5</sup> 日銀「総裁記者会見要旨（2019.10.31）」（2019.11.1）14頁

<sup>6</sup> 日銀「当面の金融政策運営について」（2019.10.31）2頁注2など

マイナス金利の深掘りが行われた場合、金融機関が収益悪化により手数料等を引き上げ、結果として利用者である国民に転嫁されることが懸念されている。鈴木人司審議委員は、貸出金利が一段と低下した場合、収益の下押し圧力に耐え切れなくなった金融機関が預金に手数料等を賦課し、預金金利を実質的にマイナス化させることも考えられると述べている<sup>7</sup>。また、預金口座に対して口座維持手数料が賦課された場合、個人の消費マインドが冷え込み、景気に悪影響を及ぼす可能性があることについても指摘している。金利の低下という金融政策の直接的効果だけでなく、金融機関の経営に与える影響が実体経済に波及しないよう、金融政策の副作用にも注視する必要があるだろう。

## (2) 長期金利の操作方針

長期金利の操作方針については、2016年9月以降、表現に若干の変化は見られるが、①10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行い、②買入額については保有残高の増加額年間約80兆円をめどとする、という大枠に変化はない(図表3参照)。

図表3 長期金利の操作方針の推移

年月日	長期金利の操作方針の表現
2016.9.21～	10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。
2016.11.1～	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。
2018.7.31～	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(出所) 日銀「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」等を基に筆者作成

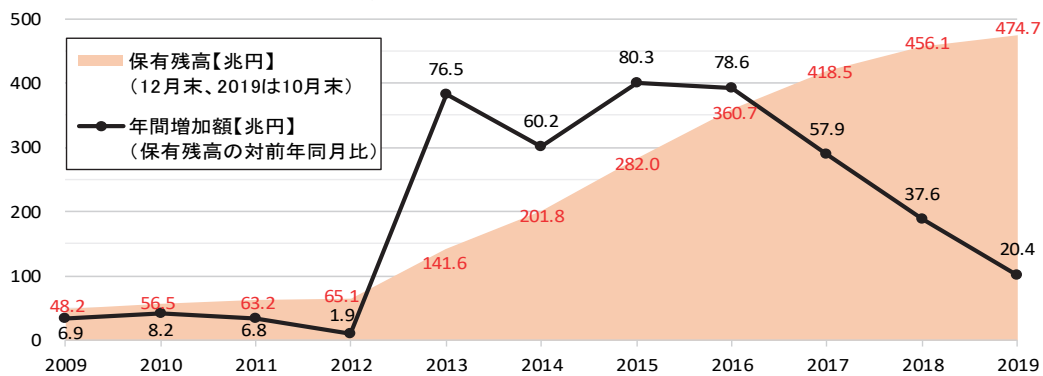
黒田総裁は、超長期の金利を下げる必要性については否定しており、その理由として、年金や生命保険の資産運用に影響が生ずることで、間接的に消費マインド等にも影響が出る可能性がある点を挙げている<sup>8</sup>。イールドカーブは右上がりが見込まれることから、フラット化が進むイールドカーブの起点、すなわち短期金利の引下げが追加緩和の選択肢の1つとなろう。なお、2016年9月に実施された「総括的な検証」においても、短期・中期の金利の低下は経済・物価にプラスの影響をもたらすと分析されている。

日銀の長期国債保有残高は、異次元緩和の導入により急増した後も増加を続け、2019年10月末現在で474.7兆円に達した。しかし、年間増加額のペースはピーク時の4分の1まで失速しており、2019年10月末の対前年同月比は約20兆円と異次元緩和前の水準に戻りつつある(図表4参照)。金融市場調節方針がMBから長短金利に変更され、長期金利の操作目標を実現するに足りるだけの国債買入れを行っていることが理由の1つであろう。

<sup>7</sup> 日本銀行政策委員会審議委員鈴木人司「わが国の経済・物価情勢と金融政策-熊本県金融経済懇談会における挨拶要旨-」(2019.8.29) 10頁

<sup>8</sup> 日銀「総裁記者会見要旨(2019.10.31)」(2019.11.1) 16頁

図表4 日銀の長期国債保有残高及び年間増加額の推移



(出所) 日銀「営業毎旬報告」を基に筆者作成

こうした日銀の対応については、ステルステーパリングに当たるとの指摘がある。これに対し、黒田総裁は、テーパリングはFRBが金融政策の正常化に向けた出口政策の一環として国債買入れ額を意図的、段階的に減額したものであり、日銀の国債買入れ額の変動はテーパリングとは全く性格を異にするものであると答弁している<sup>9</sup>。

日銀による大量の国債買入れについては、実質的な財政ファイナンス（中央銀行による国債の直接引受け）に当たり、財政規律の緩みにつながるとの指摘もある。日銀はこうした指摘に対して、国債の買入れは金融政策によって物価安定目標2%を達成するために実施しており、政府による財政資金の調達を助けることを目的とする財政ファイナンスには当たらないと否定している<sup>10</sup>。

異次元緩和導入以降の大規模な買入れにより、日銀（中央銀行）が保有する国債等の割合は上昇を続け、2019年6月末で43.5%に達している。預金取扱金融機関が保有する割合は、日銀の保有割合の増加と対照的に、異次元緩和導入前の3分の1程度まで減少している（図表5参照）。そのため、国債の売手が不足し、日銀による大規模な国債買入れが持続できなくなると懸念する声がある。また、発行年限が10年を超えるいわゆる超長期国債については、日銀の保有割合はいまだ低い、同国債は金融機関が担保として保有する場合や満期保有目的で売買される場合が多く、今後の買入れ拡大が難しくなるとの見方もある。

黒田総裁は、日銀は国債市場全体の4割程度の国債を保有しているが、金融緩和が市場機能に与える影響を緩和するための措置も同時に講じており、国債市場の機能度は全体として維持されているという認識を示している<sup>11</sup>。一方、日銀の債券市場サーベイ（2019年8月調査）<sup>12</sup>によれば、機能度判断DI<sup>13</sup>は5月調査から2ポイント悪化したマイナス38となっており、多くの市場参加者が債券市場の機能度に対して厳しい見方を維持していることが明らかとなった。

<sup>9</sup> 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号14頁（2019.5.9）

<sup>10</sup> 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号13頁（2019.5.14）

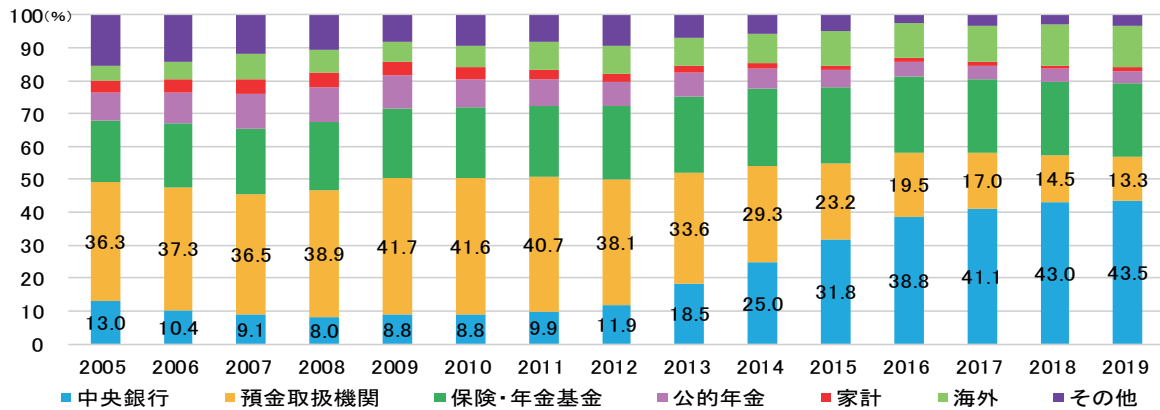
<sup>11</sup> 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第13号18～19頁（2019.6.18）

<sup>12</sup> 日銀「債券市場サーベイ<2019年8月調査>」（2019.9.2）

<sup>13</sup> 機能度が高いと答えた割合（1%）から低いと答えた割合（39%）を差し引いたもの（▲38%）であり、マイナスが大きいほど市場参加者は市場機能が低下していると判断していることを意味する。

国債市場の「機能度」や「流動性」は、金融政策運営だけでなく投資家のニーズや金利動向等の様々な要因で決まるものであり、その意味は多義的なものと考えられる。引き続き、日銀には、債券市場サーベイの実施等を通じ、国債市場の機能度・流動性についての多面的な把握に努めることが求められよう。

図表5 国債等の保有者別内訳の推移（各年12月末、2019年は6月末）



(出所) 日銀「資金循環統計」を基に筆者作成

### 3. 政策金利のフォワードガイダンス

日銀は、2018年7月に政策金利のフォワードガイダンス<sup>14</sup>を導入し、これにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めることとした。当初は、「当分の間」とされていたが、2019年4月には、「少なくとも2020年春頃まで」と期限を区切る記述が追加され、明確化が図られた。その後、10月の金融政策決定会合において新たな政策金利のフォワードガイダンスが決定された（図表6参照）。

図表6 政策金利のフォワードガイダンスの推移

年月日	政策金利のフォワードガイダンスの表現
2018.7.31～	日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、 <b>当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する</b> ことを想定している。
2019.4.25～	日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、 <b>当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する</b> ことを想定している。
2019.10.31～	日本銀行は、政策金利については、「物価安定の目標」に向けた <b>モメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移する</b> ことを想定している。

(出所) 日銀「当面の金融政策運営について」等を基に筆者作成

新たなフォワードガイダンスでは、期間について具体的な時期の目途が削除され、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」という表現に変更された。黒田総裁は、2020年春頃という表現がカレンダーベースとの誤解を招く可能性

<sup>14</sup> 中央銀行が将来にわたる金融政策の継続を約束することで、その効果を生み出すことを目的とする政策であり、かつては「時間軸政策」と呼ばれていた（白川方明『中央銀行』（東洋経済新報社、2018年）146頁）。

や、経済・物価情勢の展望（展望レポート）における政策委員の見通しの下振れを変更の理由に挙げるとともに、「2020年春頃までというくらいでは終わらない」と発言するなど、更なる長期化を示唆している<sup>15</sup>。金利水準については、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と明記され、将来の利下げ含みの表現に修正された（2.（1）参照）。

#### 4. 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、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<sup>16</sup>、②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持するとされている。本稿においては、このうちETFの現状等を整理する。

##### （1）ETFの買入れ

日銀は2010年12月以降、リスクプレミアムの縮小を目的としてETFの買入れを行っている。当初4,500億円だった買入れ額の上限は、異次元緩和を経て、2016年には年間約6兆円規模まで引き上げられた。日銀が保有するETFの残高は、2019年3月末時価額で28.9兆円となっており、東証第一部株式時価総額（598.6兆円）の約4.8%を占めている。

2018年9月末の保有状況を前提とした場合、日経平均株価が1万8,000円程度<sup>17</sup>、TOPIXが1,350ポイント程度<sup>18</sup>を下回ると含み損が発生する（時価額が簿価額を下回る）ことが国会答弁で明らかとなっている。ここで、2018年9月末と2019年3月末時点の比較をしてみると、簿価額が3.2兆円増加している一方で時価額は0.1兆円減少し、評価損益は減少した。この間、株価は約3,000円下落している（図表7参照）。

図表7 日銀保有ETFの簿価額、時価額等の推移

	簿価額 (兆円)	時価額 (兆円)	東証第一部 株式時価総額 に占める割合	評価損益 (兆円)	東証第一部 株式時価総額 (月末、兆円)	日経平均株価 (月末終値、円)
2011.3末	0.2	0.2	0.1%	0.0	296.5	9,755.10
2012.3末	0.9	1.0	0.3%	0.1	293.7	10,083.56
2013.3末	1.6	2.1	0.6%	0.6	359.8	12,397.91
2014.3末	2.9	3.9	0.9%	1.0	427.2	14,827.83
2015.3末	4.6	7.0	1.3%	2.4	556.2	19,206.99
2016.3末	7.6	8.8	1.8%	1.2	500.3	16,758.67
2017.3末	13.2	15.9	2.9%	2.8	558.6	18,909.26
2018.3末	19.3	24.5	3.8%	5.1	638.6	21,454.30
〃 9末	21.8	29.0	4.3%	7.2	675.8	24,120.04
2019.3末	25.0	28.9	4.8%	3.9	598.6	21,205.81

（出所）日銀「業務概況書」等を基に筆者作成

<sup>15</sup> 日銀「総裁記者会見要旨（2019.10.31）」（2019.11.1）6頁

<sup>16</sup> 日銀「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」（2018.7.31）以降、ETF及びJ-REITの買入れ方針には、「その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。」が追記されている。

<sup>17</sup> 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第2号24頁（2019.3.12）

<sup>18</sup> 第198回国会衆議院財務金融委員会会議録第4号2頁（2019.2.27）

OECDの経済審査報告書<sup>19</sup>などでは、ETFの買入れにより日銀が実質的な大口株主になっていると指摘されている。こうしたコーポレートガバナンス（企業統治）上の懸念に対し、黒田総裁は、ETF買入れの枠組みの下で、日銀がETFを構成する株式の株主になっているわけではないと答弁している<sup>20</sup>。また、ETFを構成する株式については、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した投資信託委託会社により、適切に議決権が行使される扱いであるとし、企業統治面の副作用を否定している<sup>21</sup>。

また、日銀が多く保有する銘柄や浮動株が少ない銘柄の流動性低下・価格変動幅拡大の可能性も指摘されている。日銀は、買入れ銘柄の割合を修正する等の対策を講じているが、相場の官製化が株価形成に与える影響や株価が暴落した場合の日銀の財務悪化への懸念などについても引き続き議論の余地がある。

ETFの買入れ継続自体の是非については、金融政策決定会合でも議論されているが、黒田総裁は、ETFの買入れは金融政策全体の中で行われているため個別に出口を議論することにはならないとの考えを示している。しかし、最終的に償還を迎える国債と違い、ETFの保有規模を縮小するには売却しなければならない。OECDは、前述の報告書において、日銀によるETFの大規模買入れについて、売却が困難になることが予想されるとの懸念を示している。ETF売却時の株価下落が懸念されるようであれば、長期にわたって日本株式を保有する投資家が保有を躊躇することになりかねない。日銀によるETF買入れが株式市場を過熱させているとの懸念がある中、出口における購入減額や売却による株価・景気への影響を見極めた慎重な政策運営が求められる。

## （２）ETF貸付制度の導入

日銀は、2019年4月の金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、前述の政策金利のフォワードガイダンスの明確化に加え、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施を決定した。同措置の1つには、「ETF貸付制度の導入」が含まれている<sup>22</sup>。

ETFと同様、日銀による大量買入れが行われている国債については、国債補完供給（SLF）制度が導入されている。この制度は、国債市場で特定銘柄の調達が困難となり受渡しに不便が生じた際、国債市場全体の流動性低下及び市場機能の低下につながることを回避するため、国債相場を安定させることを目的に、日銀が保有する国債を市場参加者に一時的かつ補完的に供給する制度である。

ETF貸付制度は、国債補完供給制度のETF版と言えよう。ETF貸付制度導入の背景としては、証券会社等がETFのマーケットメイクをする際、手持ちの在庫が少ないとうまくマーケットメイクできず、市場の流動性や市場機能が十分に発揮されにくくなって

<sup>19</sup> OECD「OECD経済審査報告書 日本」（2019.4）

<sup>20</sup> 第198回国会衆議院財務金融委員会議録第3号31頁（2019.2.26）

<sup>21</sup> 第198回国会衆議院財務金融委員会議録第11号12頁（2019.4.16）

<sup>22</sup> そのほか、日銀適格担保の拡充、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進、国債補完供給（SLF）の要件緩和が挙げられている。



いる点が挙げられている<sup>23</sup>。日銀が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度を導入することで、ETF市場機能の発揮が期待されている。なお、黒田総裁は、市場関係者等との協議や財務大臣の認可の必要があること等から、制度の導入時期については若干時間が掛かると見込んでいる。

ETF貸付制度については、ETF市場の流動性向上を期待する声がある<sup>24</sup>一方、ETFの買入れ額の減少等の本格的な政策変更を当面実施しないというメッセージを市場に送ったという側面もあるのではないかと意見もある<sup>25</sup>。また、日銀が市場参加者向けに説明した制度案について、貸付けの際に実施する入札頻度が月1回となっている点につき、市場関係者からは「売れるたびに日銀から借りて決済するのが理想的。月に1度は少ない」との指摘も出ている<sup>26</sup>。

## 5. 経済・物価見通し

日銀は、2019年9月の金融政策決定会合において、物価安定の目標に向けたモメンタム（勢い）が損なわれる恐れについて、「より注意が必要な情勢になりつつある」と判断し、次回会合において、経済・物価動向を改めて点検することとしていた。10月の金融政策決定会合では、マクロ的な需給ギャップ、中長期的な予想物価上昇率等に関して点検を行い、モメンタムが損なわれる恐れについて、「一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある」と判断した。

2019年度から2021年度の消費者物価上昇率及び実質GDP成長率の見通しについては、2019年10月の展望レポートにおいて、前回（2019年7月時点）の見通しから引き下げた（図表8参照）。

消費者物価上昇率については、2019年度が前回より0.3ポイント低くなり、変化幅が最大となっている。2020、2021年度も下方修正され、その要因として原油価格の下落などを挙げている。実質GDP成長率は、前回と比べ各年度0.1～0.2ポイント低くなり、その要因として海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れを挙げている。

物価上昇率についての政策委員見通しの中央値は、2018年7月の展望レポート以後、2%を上回っていない<sup>27</sup>。政策委員見通しは、政府やエコノミストの見通しと比べて高いものの、現状、2021年度までの物価安定目標達成は見通せていない。

日銀が2%という物価安定の目標にこだわり続けることの是非について、麻生大臣は、「少し考え方を柔軟にやってもおかしくはないのではないのか」と答弁している<sup>28</sup>。また、

<sup>23</sup> 日銀が保有するETFについて、黒田総裁は、国内ETF市場全体の「7割や8割、ものによってはもっと率が高い」と発言している（日銀「総裁記者会見要旨（2019.4.25）」（2019.4.26）9～10頁）。

<sup>24</sup> 日興アセットマネジメント株式会社ウェブサイト「コラム もっと知りたいETF No.48」〈<https://www.nikkoam.com/products/etf/column/column48>〉（2019.11.14最終アクセス）、『日本経済新聞』（2019.4.26）

<sup>25</sup> 株式会社野村総合研究所ウェブサイト「迷走する日本銀行のフォワードガイダンス」〈[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2019/20190425\\_2.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2019/20190425_2.html)〉（2019.11.14最終アクセス）

<sup>26</sup> 『日本経済新聞』（2019.10.30）

<sup>27</sup> 2018年7月の展望レポートでは、2019年度の政策委員見通しの中央値は2.0、2020年度は2.1となっているが、教育無償化政策の影響が両年度それぞれ▲0.3、▲0.4ポイントあると日銀は試算している。

<sup>28</sup> 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第2号23頁（2019.3.12）

物価安定目標の未達成について国民から批判されていることはなく、2%という目標値にこだわり過ぎるとおかしくなる旨の発言をしている<sup>29</sup>。

安倍総理は、物価安定目標について、「本当の目的は、例えば雇用に働きかけをして完全雇用を目指していく」という意味であり、「金融政策も含め目標については達成をしている」と思っている旨の答弁をしている<sup>30</sup>。

図表8 政策委員見通しの中央値の推移（2019年）

年度 展望レポート(※2)	消費者物価上昇率(※1)			実質GDP成長率		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
2019/1	1.1 (0.9)	1.5 (1.4)	—	0.9	1.0	—
2019/4	1.1 (0.9)	1.4 (1.3)	1.6	0.8	0.9	1.2
2019/7	1.0 (0.8)	1.3 (1.2)	1.6	0.7	0.9	1.1
政府(※3)	0.7 (0.7)	0.8 (0.8)	1.1 (0.7)	0.9 (0.9)	1.2 (1.2)	1.3 (1.0)
エコノミスト(※4)	0.82 (0.38)	0.79 (0.36)	0.77	0.53	0.48	0.58
2019/10	0.7 (0.5)	1.1 (1.0)	1.5	0.6	0.7	1.0

(※1) 展望レポート、エコノミストは生鮮食品除く総合、政府は総合

(※2) 政策委員見通しの中央値、( )内は消費増税等の影響除く

(※3) 中長期の経済財政に関する試算(2019.7内閣府)、成長実現ケース、( )内はベースラインケース

(※4) ESPフォーキャスト調査(2019.7公益財団法人日本経済研究センター)、( )内は消費増税の影響除く

(出所) 各種資料を基に筆者作成

## 6. おわりに

追加緩和の手段として、日銀は、長短金利操作の2つの要素である①短期政策金利の引下げ、②長期金利操作目標の引下げのほか、これまで実施してきた③資産買入れの拡大、状況に応じた④MB拡大ペースの加速を挙げている。黒田総裁はこれらの組合せ、改善、応用にも言及していることから、追加緩和手段は多数想定されると推察される。

金融政策に限らず、政策運営にはメリットとデメリットの比較衡量が必要不可欠である。現行金融政策は長期間継続していることから、その効果と副作用についても慎重な検証を行い、追加緩和を始めとする今後の新たな金融政策運営につなげるべきであろう。

(わたなべ まさふみ)

<sup>29</sup> 麻生副総理兼財務大臣兼内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要（2019.3.15）

<sup>30</sup> 第198回国会参議院決算委員会会議録第10号17頁（2019.6.10）