

日本銀行の非伝統的金融政策 フォワードガイダンスと量的・質的緩和

山田 知明

明治大学 商学部

本日の内容

1. **背景**：なぜ日本は「非伝統的」政策を必要としたのか
2. **フォワードガイダンス**：「約束」で期待を動かす
3. **量的緩和 (QE)** 2001～2006 年：世界初の実験
4. **量的・質的緩和 (QQE)** 2013 年～：「異次元緩和」
5. **マイナス金利とイールドカーブ・コントロール (YCC)**：さらなる一手
6. **効果の評価とまとめ**

これまでの講義で学んだ IS-MP モデルを土台に、日本銀行が ZLB 下でどのような政策を実施し、それが理論的にどう正当化されるかを考える。

背景①：バブル崩壊と「失われた10年」

- **1980年代後半：資産価格バブルの膨張**

- 金融緩和・規制緩和 → 地価・株価が実態を超えて急騰
- 1989年末、日経平均は当時の史上最高値（約38,900円）を記録

- **1990年代：バブル崩壊と深刻な停滞**

- 地価・株価の急落 → 銀行が巨額の不良債権を抱える
- 企業・家計は「バランスシート不況」：借金返済を優先し、支出を大幅に削減
- IS曲線が大幅に左シフト：需要が恒常的に不足する経済に

- **デフレの始まり（1998年頃～）**

- 需要不足が続くなか、物価が持続的に下落
- デフレ期待が根付くと、消費・投資の先送りが合理的になる
- 「デフレ→支出抑制→さらなる需要不足→デフレ」という悪循環

背景②：ゼロ金利制約（ZLB）への到達

- 日銀の対応：金利引き下げを続ける

- 景気後退・デフレに対し、政策金利（短期金利）を段階的に引き下げ
- 1999年2月、政策金利は事実上ゼロに到達

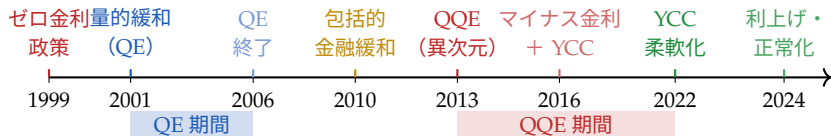
- ゼロ金利制約（Zero Lower Bound, ZLB）とは

- 名目金利には $i \geq 0$ という制約がある
- 理由：現金（利回りゼロ）が常に代替手段として存在するため、名目金利がマイナスになると誰も銀行に預けない
- IS-MP の含意：MP 曲線を下方シフトさせる通常の緩和ができない

- 「非伝統的金融政策」の必要性

- 通常の金利操作チャンネルが封じられた状態で、いかに需要を刺激するか
- 日銀は世界で初めてこの問題に本格的に直面し、試行錯誤を重ねた
- その経験は後に FRB・ECB などが参考にすることになる

日銀の非伝統的金融政策：25年のタイムライン



- 日本は 1999 年以降、25 年超にわたり非伝統的政策の最前線に立つ
- 各段階で世界初の試みを実施し、その経験が世界の中央銀行の参考に

フォワードガイダンス①：定義と IS-MP の論理

- **定義**：中央銀行が将来の政策金利パスを事前に示すこと
- **なぜ有効か：ZLB 下での IS-MP の論理**
 - ZLB 下では今日の名目金利はゼロから下げられない
 - しかし実質金利は $r = i - \pi^e$ で決まる
 - **将来も低金利を続けるという「約束」**が信じられれば、長期金利・期待インフレ率 π^e が変化し、実質金利 r が下がる
 - r が下がれば → 投資・消費が刺激され IS 曲線が右シフト
 - つまり今日の行動ではなく「約束」だけで需要を喚起できる
- **有効性の鍵：信憑性 (Credibility)**
 - 市場参加者が「本当に将来もゼロ金利を続ける」と信じなければ長期金利は下がらない
 - 約束を破るコストが高い状況ほど、コミットメントは信頼される
 - **Woodford (2003)**：ZLB 下での最適政策は「将来の低金利約束」

フォワードガイダンス②：2つのタイプ

日付ベース (Calendar-based)：

「〇〇年まで現行の政策を維持する」

- **例**：FRB (2011 年)
「少なくとも 2013 年半ばまで」
低金利を維持
- **長所**：明確、市場に具体的な期待を与えやすい
- **短所**：経済状況が変わっても縛られる。解除時に「約束破り」と受け取られるリスク

状態依存型 (State-contingent)：

「ある経済指標が達成されるまで維持する」

- **例**：日銀 (1999 年)
「デフレ懸念が払拭されるまで」
ゼロ金利を継続
- **例**：FRB (2012 年)
「失業率が 6.5%を下回るまで」
- **長所**：経済状況に応じて自然に解除できる
- **短所**：条件が曖昧だと信頼性が下がる

日銀のフォワードガイダンス①：1999～2006年

● 1999年2月：ゼロ金利政策のコミットメント

- 「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利を維持する」
- 世界初の**状態依存型**フォワードガイダンス
- 日銀はこの効果を「**時間軸効果 (Time-axis Effect)**」と命名
- 長期金利が低下し、期待ルート経由での実質金利低下を狙った
- 2000年8月に条件未達のまま解除 → 「誤った引き締め」との批判を受ける

● 2001～06年：量的緩和期のコミットメント

- 「CPI前年比上昇率が安定的にゼロ以上となるまで量的緩和を継続する」
- 操作目標を「金利」から「**日銀当座預金残高**」に変更
- フォワードガイダンスが「金利政策の代替」として機能
- 将来の低金利期待を形成することで、実質金利 r の低下を目指した
- 2006年3月にCPIがゼロ以上で安定的になったと判断し終了

日銀のフォワードガイダンス②：2013年～（QQE とのセット）

- 2013年4月：QQE と強いコミットメントの組み合わせ

- 「2%の物価安定目標をできるだけ早期に達成する（2年程度を念頭に）」
- 目標達成まで金融緩和を継続 → **より強いコミットメント**
- QQE の「量的・質的拡大」と組み合わせることで信憑性を高めた
- 「黒田バズーカ」と称され、為替・株価・長期金利に即座に影響

- 2016年以降：「オーバーシュート型コミットメント」

- 「物価安定目標の達成だけでなく、安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」
- 単に目標達成ではなく「**超え続ける**」まで緩和するというより強い約束
- これにより期待インフレ率のさらなる引き上げを狙った
- YCC(イールドカーブ・コントロール) との組み合わせにより、長期金利を直接コントロールしながらコミットメントを維持：詳細はのちのスライド

量的緩和 (QE) 2001～2006：世界初の実験

- **背景**：2000年8月のゼロ金利解除後、景気後退・デフレが再燃
- **政策の内容**：操作目標を「金利」から「**日銀当座預金残高**」に変更
 - 日銀が市中銀行から国債を大量購入し、その代金として当座預金を積み増す
 - 銀行は「必要以上の現金」を日銀口座に保有する状態（超過準備）になる
 - 残高目標：5兆円（2001年3月、導入時）→最大35兆円（2004年）
- **なぜ「量」を目標にするのか**
 - 金利がゼロに張り付いた状態では、金利目標の操作に意味がない
 - 「とにかく大量の資金を市場に供給する」という姿勢を示すことで、将来の低金利期待を形成し、民間の資金需要を喚起しようとした
 - 「量」の拡大 = 非常時においても緩和を継続するというコミットメントのシグナル

量的・質的緩和（QQE）2013年～：「量的」側面

- **QQEの出発点**：黒田総裁（2013年就任）は「次元の違う」緩和が必要と宣言
- **「量的」変化：マネタリーベースの抜本的拡大**
 - マネタリーベース（現金＋日銀当座預金）を**2年間で2倍**にする目標
 - 年間60～70兆円の拡大ペース（QE期の2～3倍規模）
 - 長期国債の保有残高を年間**50兆円ペース**で増加
 - 国債の平均残存期間を従来の3年弱 → **7年超**に大幅延長
 - より長期の国債を買うことで、より長いゾーンの金利も押し下げる
- **なぜ「量」の規模が重要か**
 - QQE以前の緩和では「いずれ引き上げる」という期待が残っていた
 - 「これほどの規模で買い続ける」という姿勢が、目標達成への**コミットメントの強さ**を市場に印象付けた

量的・質的緩和 (QQE) 2013 年～：「質的」側面と狙い

「質的」変化：購入資産の多様化

- ETF (株式投資信託) の購入
→ 株価を直接支持・リスクプレミアムを圧縮
(購入自体は 2010 年の包括的緩和で開始、QQE で規模を大幅拡大)
- J-REIT (不動産投資信託) の購入
- リスク性資産の購入を通じ、
民間のポートフォリオを**リスク資産**に誘導

円安チャンネル：

- 緩和規模の大きさ → 円安が進行
- 円安 → 輸出増・輸入物価上昇

QQE の核心的な狙い：

1. 期待インフレ率 π^e の引き上げ
「2% を本気で目指す」という強いコミットメントで人々の期待そのものを変える

$$r = i - \pi^e$$

$\pi^e \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow$ ZLB 制約を実質的に緩和

2. 長期金利の抑制

長期国債を大量購入 → 長期金利を低位に誘導 → 投資・消費を刺激

イールドカーブとは何か

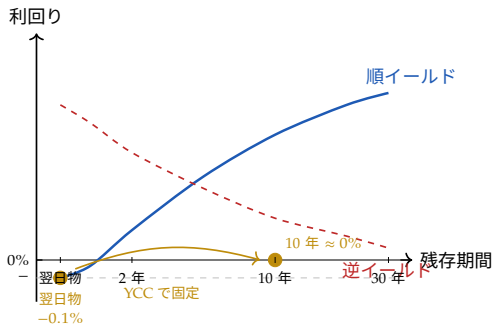
定義：様々な残存期間の債券利回りをつないだ曲線（横軸＝残存期間、縦軸＝利回り）

通常は右上がり（順イールド）：

- 長期ほど不確実性・流動性リスクが高い
- 投資家は**期間プレミアム**を要求
⇒ 長期 > 短期

逆イールドとは：

- 短期金利 > 長期金利（右下がり）
- 「将来の景気悪化・利下げ」期待が原因
- 景気後退の先行指標として知られる



● YCC（2016年～）の目標金利水準

マイナス金利政策 (2016年1月)

- **背景**：QQE 導入後も物価上昇は鈍く、2% 目標の達成が遠のく
 - 2014 年の消費増税 (5%→8%) や原油価格下落も逆風に
- **政策の内容**：マイナス金利の導入
 - 日銀当座預金の「政策金利残高」に対し、 -0.1% の金利を適用
 - つまり、銀行が日銀に預ける超過分には「手数料を取る」
 - ZLB の壁を突破：欧州各国 (ECB 2014 年 6 月・デンマーク・スイス・スウェーデン) に続く導入で、主要中銀の中では**最後発**の部類
- **経済的含意**：
 - $i = -0.1\%$ でも $\pi^e \approx 0\%$ のままなら $r = i - \pi^e \approx -0.1\%$
 - ゼロ金利のときより実質金利が少し下がる → 追加的な刺激効果
 - ただし効果は限定的。理由：銀行は超過準備を「現金」として保有できるため、大幅なマイナス金利は機能しにくい
- **副作用**：銀行収益の圧迫、金融機関・国民からの批判が強まる

イールドカーブ・コントロール (YCC)：2016年9月～

- 2016年9月の政策枠組みの転換：「長短金利操作」

- マイナス金利のみでは不十分と判断 → イールドカーブ全体を制御へ
- 2つの政策金利を同時に設定するという世界初の枠組み
 - 短期：日銀当座預金（政策金利残高） = -0.1% （マイナス継続）
 - 長期：10年物国債利回り $\approx 0\%$ （ゼロ程度を目標）

- なぜ「長期金利」も直接コントロールするのか

- 設備投資や住宅ローンの金利は短期金利より長期金利に連動する
- 10年金利を低位に固定 → 民間の実質借入コストを長期にわたって抑制
- これは「将来もゼロ程度を維持する」という強力なフォワードガイダンスでもある

- 実施方法：日銀は10年国債を「指値オペ（無制限買い入れ）」

- 金利が目標を超えそうになれば、無制限に国債を購入して金利を押し下げる
- 「量」ではなく「金利水準」に焦点を移した政策転換

YCC の柔軟化と正常化 (2022~2024 年)

● 2022 年：環境の激変

- ロシアのウクライナ侵攻・サプライチェーン混乱・エネルギー価格高騰
- グローバルにインフレが急加速。FRB は 2022 年 3 月から急速に利上げ
- 日本でも CPI が上昇：2% を超え始め、2023 年には 4% 超に

● 2022~23 年：YCC の段階的な柔軟化

- 10 年金利の許容変動幅を順次拡大
 - 2022 年 12 月： $\pm 0.25\%$ → $\pm 0.5\%$ に拡大
 - 2023 年 7 月： $\pm 0.5\%$ → $\pm 1.0\%$ に拡大（「上限の目途」）
- 事実上の YCC 形骸化。市場からは「YCC 廃止の布石」と受け取られた

● 2024 年 3 月：歴史的な政策転換

- マイナス金利政策を解除（ -0.1% → $0 \sim 0.1\%$ ）
- YCC を廃止
- 約 17 年ぶりの利上げ：日本の金融政策の「正常化」への転換点
- 市場が注目：「日本は本当にデフレから脱却したのか」

QQE・フォワードガイダンスの評価①：成功した面

● 円安・株高（最も即効性があった効果）

- QQE 導入後、円は急速に下落（1 ドル 80 円台 → 120 円台）
- 日経平均は 2013～15 年に大幅上昇（1 万円台 → 2 万円台）
- ポートフォリオ・リバランス効果と期待効果が速やかに作用

● 雇用の改善

- 完全失業率：2013 年の約 4% → 2018～19 年には約 2.5%（25 年ぶりの低水準）
- 有効求人倍率：1 倍台半ば → バブル期以来の高水準
- ただし賃金上昇は限定的（実質賃金はほぼ横ばい）

● デフレ脱却

- CPI：2013 年頃のマイナス圏 → プラス 1～2% 程度に転換
- 「デフレ慣れ」の社会的期待を一部変容させることに成功

● 金融システムの安定

- 国債市場・信用市場を安定させ、金融危機の再燃を防いだ

QQE・フォワードガイダンスの評価②：課題と未達

● 2% 目標の未達 (約 10 年間)

- 2013～2022 年の約 10 年間、2% インフレを安定的に達成できなかった
- 2013 年に「2 年で達成」と宣言したが、実際には 10 年以上かかった
- 結果的に目標を達成したのは、日銀の政策ではなく**外的なショック** (2022 年のグローバルインフレ) が契機

● 期待インフレ率の変化が限定的

- Woodford (2003) の理論では「コミットメントで期待を変える」はずだったが、人々・企業の「デフレ慣れ」は根強く、容易には変わらなかった
- 理論 (フォワードガイダンスの有効性) と現実 (期待形成の慣性) のギャップ

● 副作用の蓄積

- 銀行収益の圧迫 (マイナス金利・イールドカーブのフラット化)
- 日銀による国債市場の「機能低下」
- ETF 購入により、日銀が日本企業の主要株主になるという異例の事態

まとめ：理論と現実から学べること

- **日本は ZLB 下の政策を 25 年にわたって先駆的に実験した**
 - ゼロ金利 (1999) → QE (2001) → QQE (2013) → マイナス金利 + YCC (2016) → 正常化 (2024)
- **フォワードガイダンスの論理 (IS-MP の視点)**
 - ZLB 下で今日の金利を動かさなくても、**将来の金利に関する期待**を変えれば $r = i - \pi^e$ を通じて実質金利を下げられる
 - ただしコミットメントの信憑性 (Credibility) が不可欠
- **QQE・YCC の理論的意義**
 - ポートフォリオ・リバランス効果：IS 曲線を右シフトさせる
 - 期待インフレ上昇：MP 曲線の実効的な下方シフトに相当
 - YCC：長期金利のピン留めは「永久フォワードガイダンス」に近い
- **理論と現実のギャップ**
 - 期待形成の慣性 (inertia)：デフレ慣れした経済で期待を変えることがいかに難しいかを示した
 - 2024 年の正常化は「成功」か「外的要因の幸運」か、学術的に議論が続いている