

異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴

中島 将隆

1 バブル崩壊後の国債金利の低下

(1) 国債無制限発行下の国債金利の低下

バブル崩壊後から今日まで、日本の国債金利は一貫して低下を続けている。この間、国債金利は史上最低水準を更新し続けてきた。だが、低下を続けているだけではない。今日では、ゼロ金利、マイナス金利と未踏の水準になった。ロクイチ国債の大暴落に驚いた世代にとっては、ゼロ金利の世界など未だ信じられない思いだろう。不思議なことは、さらに続く。国債無制限発行下で、国債金利が低下を続けていることである。日本の国債は、一九九八年以降、無制限発行体制に移行した。国債が無制限に発行されると、行きつく先は国債金利の上昇である。ところが、現実には、国債金利は上昇するのではなく、逆に、低下を続けているのである。今日の国債市場は、これまでの常識では理解できない構造となっている。

(2) 国債金利の低下を招いている要因

では、なぜ、国債金利は低下を続けているのだろうか。まず、潜在成長率と自然利子率の低下である。バブル崩壊後、潜在成長率は低下を続けている。これは、高度経済成長期のような力強いリーディングカンパニーを欠いているからであろう。潜在成長率は過去二〇年間、一％から〇・五％の水準で推移し、この数年間はゼロ％の

近傍にあると言われている。自然利子率（中立金利）は、長期的には、潜在成長率と一致する。従って、バブル崩壊後の国債金利の低下は、自然利子率の低下を反映したものと考えることができるだろう。

二つ目の要因は、デフレの影響である。日本の物価は、一九九九年から二〇一二年まで、下落が続いていた。二〇一三年からは持続的な物価下落の状態から脱したものの、消費者物価は低迷し、未だデフレから脱出したとはいえない。長引くデフレの影響で企業の設備投資は低迷し、資金需要が低迷している。法人企業部門は従来の資金不足部門から資金余剰部門に変化した。更に、法人企業の資金調達方式が変化し、外部資金ではなく内部留保に依存することになった。国債金利の低下は、資金不足から資金余剰へ変化したことの現れである。

三つ目の要因は、日銀の非伝統的金融政策である。日本銀行はデフレ脱却のため、金融機関から大量の国債を買入れ、金融機関に潤沢な資金を供給している。日銀が金融を緩和するため国債を買いつけると、国債金利は必然的に低下していく。日銀の国債買入れが継続する限り、日銀買入れを前提とした金利形成が行われることになる。

こうした要因によって国債金利は低下を続けているが、以上にみた自然利子の低下・デフレ・非伝統的金融緩和政策という三つの要因は、何らの関連もないバラバラの要因ではなく、相互に密接に関連している。非伝統的金融緩和政策は、自然利子率低下の条件下で、デフレ脱却を目標とした政策である。このように三つの要因は相互に関連しているので、今日の国債金利低下の諸問題は、非伝統的金融緩和政策が国債金利に如何なる影響をあたえているか、この問題を具体的に検討することによって明らかになるだろう。

(3) 異次元緩和と以前の違い

非伝統的金融緩和政策は一九九九年から始まるが、国債の市場金利形成に与える影響は、二〇一三年の異次元金融緩和以前と以後とで全く異なる。まず、日銀の国債買入れ額の相違である。異次元金融緩和以前の国債買入れ額は、なるほど、成長通貨供給量を上回ってはいた。しかし、異次元金融緩和政策下の国債買入れ額は、けた違いに大きく、発行額のほぼ全額に相当する。こうした日銀の国債買入れは金利形成に決定的な影響を与える。次に、デフレ脱却という政策目標、この政策目標の温度差の違いである。この点は、次に詳しくみていく。

異次元金融緩和政策は、物価目標を実現するため、量的・質的緩和政策からマイナス金利操作付き金融緩和政策へ、さらに、長短金利操作付き金融緩和政策へ、と発展を続けている。以下では、なぜ異次元金融緩和政策が発展していったのか、発展する金融政策が国債金利形成に如何なる影響を与えたか、日銀発表の文書等をみながら、要点のみ整理していきたい。

2 異次元金融緩和とデフレ脱却の目標

(1) なぜ異次元緩和か

非伝統的金融政策は、ゼロ金利政策（一九九九年二月～二〇〇〇年八月）から始まって、量的金融緩和政策（二〇〇一年三月～二〇〇六年三月）、包括的金融緩和政策（二〇一〇年一月～二〇一三年三月）、異次元金融緩和政策（二〇一三年四月～）と継続している。異次元金融緩和政策は、量的・質的金融緩和政策とも言われている。

ゼロ金利政策から異次元金融緩和政策に至るまで、非伝統的金融政策の目標は、いずれもデフレ脱却という共

通の目標を掲げている。しかしながら、異次元金融緩和以前と以後とでは、政策目標の温度差が全く異なる。ゼロ金利政策では「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」とされ、量的金融緩和政策では「消費者物価が安定的にゼロ%以上」、包括的金融緩和政策では「消費者物価の前年比上昇率2%以上のプラス、当面は1%を目標」とされていた。デフレ脱却の目標は控え目であったが、その目標もクリアすることができなかった。

異次元金融緩和は物価目標を2%とし、かつ、目標達成の時点を定めた。そして、デフレ脱却という目標達成のため、できることは何でもする、という政策である。量的規模の拡大に加えて、人々の予想物価上昇率に働かせるという、次元の異なる緩和政策が採用された。デフレマインドの払拭、異次元の世界に働かせること、これが以前の緩和政策と区別される異次元金融緩和政策の最大の特徴である。

(2) 異次元金融緩和政策の発展

金融緩和とは実質金利を引下げ、自然利子率以下の水準に誘導することである。実質金利の引下げは、名目金利の引下げ、予想物価の上昇率、この二つに依存する。異次元金融緩和のメカニズムは、この二つの組み合わせである。

異次元金融緩和政策は、量的・質的金融緩和政策（二〇一三年四月）からマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策（二〇一六年一月）へ、そして、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策（二〇一六年九月）へ発展を続けている。当初は二つの目標に働きかける政策であったが、予想物価の上昇が困難になると名目金利引下げに重点をおいたマイナス金利操作付き政策に発展し、名目金利引下げに問題が生じてくると、長期金利と短期金利

をそれぞれ操作する政策へと発展していく。以下では、異次元金融緩和政策の発展を辿りながら、国債金利形成に如何なる影響を与えたか、概観する。

3 量的・質的金融緩和政策と実質金利の低下

(1) 量的・質的金融緩和政策の導入と拡大、補完

二〇一三年四月四日、量的・質的金融緩和政策が導入された。この政策のメカニズムは、物価上昇二％の実現を明確に約束し、大規模な金融緩和によって人々の予想物価上昇率を引上げ、長期国債を大量に買入れることで名目金利を引下げる、この二つによって実質金利を引下げる、という政策である。

物価目標については、消費者物価の前年比上昇率二％の「物価安定の目標」を、二年度程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベース及び長期国債を二年間で二倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を二倍以上にする。

長期国債の買入れについては、まず、買入れ額の拡大である。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五〇兆円に相当するペースで増加するように買入れを行う。次に、年限の長期化である。長期国債の買入れ対象を四〇年債を含む全ゾーンの国債とした上で、買入れの平均残存期間を、現状の三年弱から国債発行残高の平均なみの七年程度に延長する。

二〇一四年一〇月三十一日、量的・質的金融緩和政策が拡大された。マネタリーベースが平均八〇兆円（約一〇（二〇兆円追加）に相当するペースで増加するように金融市場の調整を行う。長期国債については、保有残高が年間約八〇兆円（約三〇兆円追加）に相当するペースで増加するように買入れを行う。また、買入れ国債の残存

期間については買入れの平均残存期間を七〇年程度に延長する（最大三年程度延長）。

二〇一五年二月一八日、量的・質的金融緩和政策の補完措置がとられた。買入れ国債の平均残存期間が延長され、二〇一五年中は七〇年程度、二〇一六年から七〇一二年程度に延長されることになった。

(2) 長期国債金利の低下

量的・質的金融緩和政策の導入直後は、国債金利は乱高下した。市場では方向感覚が定まらず、金融緩和政策が導入されたにもかかわらず、国債金利は上昇した。

しかし、日銀と市場との対話が進む中で次第に方向感覚が定まり、日銀の国債買入れが進む中で長期国債金利（名目長期金利）は低下していった。低下幅をみると、二〇一四年末にかけて〇・七%程度から〇・四%程度にまで低下し、二〇一五年末には〇・三%程度となった。

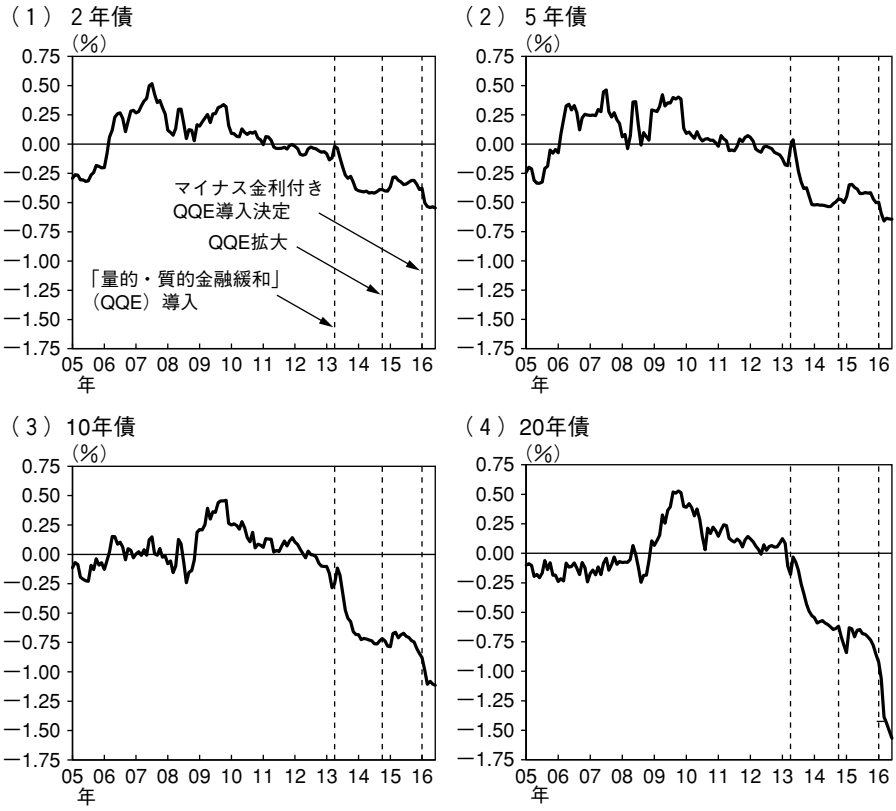
図表1は、国債買入れ等によってどの程度に国債金利が低下したか、推計したものである。量的・質的金融緩和政策が導入された時点、政策強化の時点、この時点から長期金利が一段と低下していることがわかる。国債金利の低下は、二年債や五年債よりも一〇年債、二〇年債の低下が著しい。また、次にみていくマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策が導入されると、こうした特徴がより顕著になっている。

(3) 実質金利の低下

量的・質的金融緩和導入によってデフレ脱却の目標はどの程度達成できたのだろうか。日銀は二〇一六年九月の「総括的な検証」で、次のように述べている。

「量的・質的金融緩和」導入後の金融・経済動向をみると、予想物価上昇率が上昇するとともに、名目金利はイールドカーブ全体にわたって低下したことから、実質金利は低下した。こうしたもとの、実体経済面では、需給ギャップは長期平均水準であるゼロ近傍まで改善し、失業率も三〇程度まで低下したほか、物価面では、基調的な消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は、「量的・質的金融緩和」導入前の▲〇・五％程度からプラスに転じ、二年半以上にわたってプラス圏で推移しており、「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなった（日銀「量的・質的金融緩和」導

図表1 国債買入れ及びマイナス金利政策による長期金利押下げ効果



(出所) 日本銀行「『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) 2016年9月21日

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」二〇一六年九月二一日 一二頁)

実質金利は低下したが、しかし、二%の物価目標は実現できなかった。二〇一五年からの原油価格の下落、新興国経済の減速など外的な要因によって物価上昇率が低下したこと、その結果、予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたからであった。

4 マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策とイールドカーブ起点の引下げ

(1) 導入理由

物価目標値を達成するには実質金利の一段の低下が必要となる。実質金利を引下げするには、一つには予想物価上昇率の引上げが必要となるが、物価上昇率は弱含みに転じている。残る方法は名目金利の引下げによるしかない。そこで、二〇一六年一月二十九日、名目金利であるイールドカーブの起点を押し下げることによって、イールドカーブ全体の低下を促すマイナス金利政策が導入された。国債買入れ額等については従来通りだったので、導入された政策はマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策と言われている。

導入されたマイナス金利政策とは、金融機関が保有する日本銀行の当座預金に▲〇・一%のマイナス金利を適用する、というものである。ただし、金融機関の収益に過度の影響が出ないようにするため、マイナス金利の適用は二月一六日から新たに預ける預金のみに限定して、既存の預金については従来通り〇・一%の付利、そしてゼロ%適用、と当座預金を三分割して異なる扱いにした。

(2) イールドカーブのフラット化と国債マイナス金利の発生

マイナス金利政策の導入によってイールドカーブの起点が押下げられた。その上で従来と同じく日銀が国債を買入れると、イールドカーブ全体が更に押し下げられることになる。前掲表でみるように、マイナス金利政策導入後、国債金利は一段と低下していることがわかる。国債金利の低下幅は日銀の想定以上の大きさであったと伝えられている。

前掲表によって二年物、五年物、一〇年物、二〇年物の動きをみると、長期の国債ほど顕著に低下している。その結果、イールドカーブのフラット化が一段と進むことになった。イールドカーブがフラット化する世界では、金利裁定機能は停止し、価格発見機能が働かなくなる。マイナス金利政策導入以降、国債の市場流動性は著しく低下することになった。

国債マイナス金利は、マイナス金利政策導入以前にも発生していた。二〇一四年一〇月二三日には短期国債の平均落札利回りがマイナス〇・〇〇三七%となり、国債入札で初めてマイナス金利が発生した。また、二〇一四年一月二八日には新発二年物国債はマイナス〇・〇〇五%となり、利付国債としては初めてマイナス金利となった。この時点の国債マイナス金利は金融機関の手元流動性を維持するため、国債に対する需要が高まった結果と言われており、マイナス金利は短期の国債に限定されていた。長期の国債にマイナス金利が発生するのは、マイナス金利政策が導入されてからである。二〇一六年二月九日、一〇年物国債が初めてマイナス金利となった。二〇一六年二月一八日、五年物国債の最高落札利回りが初のマイナスとなった。以後、五年物や一〇年物国債のマイナス金利が継続する。超長期債についてはマイナス金利は発生していないが、限りなくゼロに近い水準にまで低下した。

五年物や一〇年物国債にマイナス金利が発生したのは、イールドカーブの起点が下げられ、日銀が継続的に大量の国債を買い続けているからである。国債市場価格形成は、今日では、日銀の国債買入れを前提して形成されているといえよう。

(3) 副作用

マイナス金利政策の導入と国債買入れの組み合わせによって、名目金利は日銀が想定していた以上に下落した。名目金利の低下によって実質金利を低下誘導することができたのである。

しかしながら、この政策には副作用が伴った。まず、銀行収益の圧迫である。銀行収益は預貸金利鞘に依存するが、貸出金利を引下げても預金金利の引下げには抵抗がある。預金金利をマイナスにすることは、現実には不可能となっている。その結果、預貸金利鞘が縮小することによって銀行収益に大きな打撃を与えることになった。

また、生保や年金は資金運用難に直面することになった。長期の資金を運用する生命保険は、資金運用の基準となる予定利率が国債と連動している。連動しているから、国債が低利であっても予定利率を上回る限り国債投資が可能である。しかし、国債金利がゼロとなり、さらにマイナス金利になると、国債消化は不可能となる。そして、資金運用難に陥る。年金の資金運用についてもマイナス金利の国債を購入することは不可能である。年金積立金の運用や生保の予定利率はマイナス金利となじまない。

さらに、マイナス金利政策によって国債の市場流動性が低下した。市場流動性が低下すると国債に対する市場の信頼が失われ、国債市場価格が下落し金融市場のシステムリスクが拡大する。

このように、マイナス金利政策は副作用が伴った。マイナス金利政策のメリットを生かしながら、デメリットを如何にして軽減するか、これが長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策に他ならない。

5 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策

(1) イールドカーブ・コントロール

二〇一六年九月二日、長短金利操作付き金融緩和政策が導入された。二%物価目標を実現するための新たな金融緩和政策の枠組みである。

新たな枠組みは、これまでの異次元金融緩和政策を総括したうえで、長短金利操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、及び、金融緩和政策の継続性を維持する「オーバershoot型コミットメント」の二つが主な内容である。

これまでの金融市場調節方針はマネタリーベースの増加額が目標で、マネタリーベースを年間八〇兆円に増加させるため国債買入れを年間八〇兆円増加させるというものであった。イールドカーブ・コントロールとは、国債買入れ額に代えて短期政策金利と長期金利の操作によって金融市場調節を行う、というものである。市場調節方針を国債買入れから金利に変更することにより、買入れ国債の量的限界から解放され、また、金融緩和政策の継続性を維持することが可能になった。

短期政策金利は従来のマイナス金利政策を継承し、日銀当座預金のうち政策金利残高に▲〇・一%のマイナス金利を適用する。ここでは、マイナス金利操作付き量的・質的金融緩和政策のメリットが維持されている。

長期金利については、一〇年物国債金利がゼロ%で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額につい

ては現状程度の買入れペースをめどとしつつ、金利操作方針を実現するように運営することにした。また、買入れ国債の平均残存期間の定めは廃止した。長短金利操作のため二つの新型オペレーション、すなわち、日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を一〇年に延長（現在は一年）、の二つで行うことにした。

長期金利をゼロ%近傍に維持することによって、マイナス金利政策のデメリット、すなわち、銀行の収益構造の悪化、生保・年金の資金運用問題、国債流動性の低下、こうした諸問題が解消に向かうことになる。

（2）オーバーシュート型コミットメントと金融緩和の継続性

新しい枠組みの第二は、金融緩和政策の継続性の問題である。二%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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、というものである。

金融緩和の継続性は、一つには、過去の苦い経験による。二〇〇六年、日銀は消費者物価が安定的にゼロ%以上になったとして、量的金融緩和政策を解除し、そのあと何度も金利を上げた。その結果、再びデフレが深刻となった。この愚を繰り返してはならない、という歴史の教訓にもとづいている。

オーバーシュート型コミットメントは、物価目標に到達した時点で市場の混乱を最小限に抑えることができるだろう。反リフレ派の異次元緩和に対する批判の一つは、出口戦略がない、というものであった。物価目標達成時、市場は大混乱する、という批判であった。金融緩和の継続性は、こうした批判に対する一つの回答でもある。

6 長期金利操作は可能か

中央銀行は長期金利の操作が可能か、この点が長短金利操作付き緩和政策の大きな論点であった。日銀は長らくの間、長期金利の操作は困難で難しい、としてきた。世界の中央銀行をみても、長期金利の操作を行っている中央銀行はない。ところが、今回の新しい枠組みでは長期金利の操作が一つの柱となっている。日銀は長期金利の操作が困難だとしつつも、マイナス金利操作付きの金融緩和政策の経験から、長期金利の操作が可能だ、としている。マイナス金利政策と国債買入れの組み合わせによって、日銀が想定する以上に長期金利を引下げることができた。この経験を生かす、というものである。世界に類をみない新しい試み、これが現実には可能か、新しい枠組みが導入された九月二日以降の操作をみていこう。

九月二日から今日まで、長期金利は誘導目標のゼロ%を超える金利上昇が三回あった。アメリカの金利上昇が国内金利の上昇を招くことになったのである。三回の局面を振り返ってみると、まず、十一月一七日の指値オペである。一〇年物の国債利回りが〇・〇二五%上昇した時点で、日銀は指値オペを通知した。指値オペの対象は二年債と五年債で、買入れ価格は利回り表示でマイナス〇・〇九〇%とマイナス〇・〇四〇%、それぞれの利回りは一六日の債券市場でつけた最高水準に近いため、これらの水準以上に利回りが上昇することをけん制した。指値オペの通知後、二年債、五年債はともに利回りが低下し、これに連動して長期国債の金利も前日終値よりも〇・〇〇〇五%低い〇・〇一〇%になった。指値オペの応札はなかったが、これ以上の金利上昇は許さないというメッセージが市場に届いたことになる(日経 二〇一六年十一月一七日)。

二回目は十二月一四日である。アメリカの金利上昇が国内にも波及し、二〇年国債は一週間で〇・一四〇%上昇し、長期金利は一三日には〇・〇八〇%まで上昇した。そこで一四日、まず、国債買入れ額を当初予定の三〇

〇〇億円から三三〇〇億円に増額した。さらに、増額とは別に、一六日に国債買入れを実施するという異例のオペ予告を行った。国債買入れの増額によって、二〇年債、三〇年債、四〇年債の利回りはそろって低下した。長期金利も前日比〇・〇二五%低い〇・〇五〇%まで低下した。国債買入れ額の増額やオペ予告という市場との対話によって長期金利の低下を誘導したのである。(日経 二〇一六年二月一五日)。

三回目は二〇一七年二月三日午後である。午前中に長期金利が〇・一五〇%にまで急上昇した。この水準はマインナス金利政策を導入した二〇一六年一月以来の高水準である。このため、日銀は午後一二時三〇分、指値オペを通告した。通告の結果、長期金利は急低下し、〇・一五〇%から〇・一〇〇%の水準に落ちついた(日経 二〇一七年二月四日)。

以上にみてきたように、国債買入れ、買入れ額の増額、固定金利オペ、指値オペ、市場との対話、こうした手段によって日銀は長期金利を操作している。バブル崩壊後の国債市場、とりわけ異次元金融緩和政策以降、これまでの常識では説明不可能な問題が次々と生じている。長期金利操作についても、こうした問題の一つである。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)