



2013年4月12日

日 本 銀 行

## 量的・質的金融緩和

—— 読売国際経済懇話会における講演 ——

日本銀行総裁 黒田 東彦

## 1. はじめに

日本銀行の黒田でございます。読売国際経済懇話会でお話しする機会を賜り、誠に光栄に存じます。本席は、私にとって総裁就任後初めての講演です。本日は、先週決定した「量的・質的金融緩和」についてお話しします。

## 2. 基本的な考え方

日本銀行の総裁を拝命するにあたり、私は、いくつかの基本的な方針を考えていました。

第1は、15年近く日本経済を劣化させてきたデフレから脱却するため、「できることは何でもやる」ということです。日本銀行はこれまでも、ゼロ金利政策、量的緩和政策、さらには包括緩和政策など、様々な金融緩和を行ってきました。しかし、こうした政策の積み重ねによってもなかなか結果が出なかったことを踏まえ、私はここで、戦力の逐次投入、あるいは gradualism は採らずに、日本銀行の持つすべての力を一挙に動員することが必要だと強く思っていました。

第2に、日本銀行が「物価安定の目標を責任を持って実現する」と強く明確にコミットすることの重要性です。この点、日本銀行は、1月の金融政策決定会合において、自らの判断で「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率2%と定め、これをできるだけ早期に実現するという画期的な約束をしました。その達成期限についてですが、諸外国の事例をみると、多くの中央銀行は、金融政策の効果が浸透する期間として2年程度のタイムスパンを考えながら、中期的な物価安定を実現する努力をしています。私は、日本においても、この「2年程度」の期間を念頭に置いて物価安定目標を実現するとコミットすることが適当だと考えました。

第3に、こうした日本銀行の強い姿勢を市場や企業、家計にわかりやすく伝え、「期待」を抜本的に変えるということです。15年のデフレの間に、人々の行動パターンは「物価は下がる」あるいは「上がらない」ことが前提にな

っています。「強いコミットメント」と「わかりやすい説明」を通じて、人々のデフレ期待を払拭していくことが必要です。

そして第4に、こうしたコミットメントを裏打ちする量的にも質的にもこれまでとは次元の違う金融緩和を行うことです。「量」だけでなく、「質」も重視することには理由があります。日本銀行や先進国の中央銀行は、短期金利の低下余地が乏しい中で、非伝統的な政策として、バランスシートを拡大する政策を行っています。こうしたバランスシート政策の効果についての評価は概ね固まってきました。それは、中央銀行が市場から国債やその他の資産を買い上げることで、市場から金利変動などに伴うリスクを吸い上げ、長期金利の低下を促したり、資産価格のプレミアムに働きかける効果だということです。したがって、「量をどれだけ供給するか」ということと同時に、「どのように量を供給するか」が重要になります。同じ金額であっても、短期の国債をかうのと、満期の長い国債やETFなどのリスク資産をかうのでは、効果は全く違います。量と質の両面が大事だということです。

### 3. 「量的・質的金融緩和」の導入

私はこうした基本的な考え方を持って、総裁に就任し、4月3日、4日の政策委員会・金融政策決定会合に臨みました。そして、委員会の他のメンバーの方々との議論や事務方の実務的な検討を踏まえて、成案を得ました。今回導入した「量的・質的金融緩和」は、その名前が示すとおり、量と質の両面においてこれまでとは次元の違う金融緩和政策です。

#### 強く明確なコミットメント

まず、その内容の第1は、さきほどお話しした強く明確なコミットメントです。今回の決定で、日本銀行は、「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」と明確に表明しました。これは委員会における決定、すなわち、組織と

しての日本銀行の意思ということになります。

### **量・質ともに次元の違う金融緩和**

次に、このコミットメントを裏打ちする手段として、量・質両面の金融緩和を行うことを決めました。

具体的には、まず、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、これまでの無担保コールレート・オーバーナイト物という「金利」から、マネタリーベースという「量」に変更し、これを年間約 60～70 兆円のペースで増加させることにしました。マネタリーベースとは、日本銀行が経済全体に供給する通貨（お金）の総量のことであり、具体的には、市中に出回っている銀行券（お札）と貨幣（コイン）の残高に、金融機関が日本銀行に預けている当座預金の残高を加えたものです。昨年末のマネタリーベースは 138 兆円ですが、これが今年の年末には約 200 兆円、来年末には約 270 兆円と、2年間で約 2 倍になります。これは、名目 GDP の 6 割に迫るものであり、先進国の中でも群を抜いて大きな額です。

マネタリーベースを増加させる具体的な手段として、日本銀行は、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円のペースで増加するよう買入れることとしました。この結果、長期国債の保有残高は、昨年末の 89 兆円から、来年末で 190 兆円と 2 倍以上になります。市場からの買入れ額は、これまで買入れた国債の償還に見合う分も買う必要があるため、毎月 7 兆円強に上る見込みです。

質の面では、長期国債の買入れ額を増やすに当たり、買入れ対象を超長期の 40 年債を含めて全てのゾーンの国債に拡大したうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長しました。これまでのような短めの金利だけでなく、イールドカーブ全体の金利低下を促すことにより、経済・物価への働きかけを強めていくためです。さらに、資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF（指数連動型上場

投資信託)とJ-REIT(不動産投資信託)の保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円のペースで増加するよう買入れを行うことも決定しました。

### **わかりやすい金融政策**

「量的・質的金融緩和」の実施に当たっては、先ほど申し上げたように、市場や企業、家計に対する「わかりやすさ」という点も意識しました。

これまで、日本銀行による長期国債の買入れは、2010年10月に導入された「資産買入等の基金による買入れ」と、それ以前からあった「金融調節上の必要から行う国債買入れ」(いわゆる輪番オペ)という2つの方法を通じて行われていました。これは、これまで日本銀行が、経済情勢の変化に対応していろいろと挑戦してきた結果という面があります。実際、両者は、その目的に応じて、買入れ対象となる国債の種類も、買入れの方式も異なっていました。しかし、こうした仕組みはやや複雑でわかりにくく、金融緩和に対する日本銀行の本気度が市場や国民になかなか伝わらないという問題がありました。このため、今回、「資産買入等の基金」を廃止したうえで、長期国債の買入れ方式を一本化しました。また、先行きの買入れ目標を年間約50兆円という国債保有残高の増加分で示すこととしました。こうした工夫によって、私どもの金融緩和の意図が、よりストレートに市場に伝わるようになったと考えています。

先ほど申し上げたように、今回の決定では、量的な緩和を行う場合の指標として「マネタリーベース」を選択しました。これも、日本銀行が経済全体に供給する通貨(お金)の総量であるマネタリーベースが、私どもの積極的な金融緩和姿勢を対外的にわかりやすく伝えるうえで、最も適切であると判断したからです。

## **金融緩和の継続期間**

以上のような内容の「量的・質的金融緩和」は、「2%の物価安定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」継続します。もちろん、今後の経済や物価には上下双方向の様々なリスクが生じるでしょう。それをよく点検し、必要な場合には、躊躇なく必要な調整を行います。

こう申し上げますと、私どもが念頭に置いているとした「2年程度の期間」との関係はどうなっているのか、という疑問がすぐに湧いてくると思います。日本銀行としては、2年程度で2%を達成するために必要なことは、今回の措置にすべて盛り込んだと思っています。しかし、だからといって、金融緩和の継続期間を「2年限定」とすることは適当ではありません。経済には不確実性があり、人々の予想には幅がある以上、「2年では2%に達しない」と考える人は必ずいます。そうした人も含めて金融緩和が十分行われると確信してもらうには、継続期間はあくまで2%の実現との関係で「必要な時点まで」とすることが必要です。そうしたコミットメントを行うことが、結局は、2年での目標達成をより確実なものとすると考えます。

また、やや細かい点ですが、「必要な時点」の意味について若干お話ししておきます。日本銀行は、単にある時点において2%を達成すればよいと考えている訳ではありません。2%の水準は安定的に維持されることが重要です。したがって、ある時点において物価上昇率が2%となっても、それを安定的に持続するために必要と判断すれば、「量的・質的金融緩和」を続けることもありますし、その逆もあり得ます。要するに、物価の基調的な動きを判断しながら、必要な時点まで金融緩和を継続するということです。

## **4. 「量的・質的金融緩和」の効果**

### **金融緩和効果の波及経路**

次に、「量的・質的金融緩和」が、どのようなメカニズムによって2%の目標を達成するのかということをお話しします。日本銀行では、金融緩和の効

果は、主に3つの経路を通じて経済・物価に波及すると想定しています。

第1に、長期国債やETF、J-REITの買入れは、長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果を持ちます。これが、資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起すると考えられます。第2に、日本銀行が長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていくことが期待されます。これは、教科書的にはポートフォリオ・リバランス効果と言われるものです。長期国債の買入れの平均残存期間を思い切って延長したのは、この効果を意識したものです。また、第3に、物価安定目標の早期実現を約束し、次元の違う金融緩和を継続することにより、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果が考えられます。先ほどお話ししたデフレ期待の払拭です。予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響を与えるだけでなく、実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激することも期待できます。

### **経済・物価の状況**

最近の経済・物価動向をみると、今申し上げた3つの波及経路を通じて、「量的・質的金融緩和」の効果がうまく発揮される環境が整ってきているように思います。わが国の景気には、持ち直しに向かう明るい動きがみられています。先行きも、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えています。また、ここ数か月は、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退や国内の政策期待によって、金融市場の状況は大きく好転しています。

消費者物価の前年比をみると、ここ数か月は、概ねゼロ%ないし小幅のマイナスで推移していますが、先行きについては、需給バランスの改善などを反映して前年比上昇に転じ、その後も前年比プラス幅が拡大していくとみています。物価連動国債を用いて計測したブレイク・イーブン・インフレ率や、

エコノミストや家計に対するアンケート結果をみても、このところ予想物価上昇率の上昇を示す指標が増えてきました。それをもたらしたのは金融政策を含む政策に対する期待です。この事実は、政策で期待が動くことを示唆しています。

日本銀行としては、今回の「量的・質的金融緩和」が、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きをタイミングよく後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くと考えています。

## 5. 金融政策運営を巡るいくつかの論点

これだけの金融緩和を行う中、「本当にできるのか」、あるいは「そこまでやって良いのか」といった心配の声も聞かれます。また金融政策と政府の他の政策との関係についてご質問を受けることも少なくありません。最後に、そのいくつかにお答えしたいと思います。

### **量と質の実現**

長期国債残高を年間50兆円積み増すという新たな買入れ計画は、市場参加者の常識を超える巨額なものです。また、2014年末のマネタリーベース270兆円を実現するためには、金融機関が日本銀行に175兆円の当座預金を持つ必要があります、これも極めて大規模なものです。さらに、平均残存期間を現在の3年弱から7年程度（幅をもって見て6～8年程度）に延ばすためには、20年債、30年債を含む長めの期間の国債を買入れる必要がありますが、これら超長期のゾーンは、機関投資家による長期保有目的での購入が中心で売買はそれほど盛んではありません。こうした中、市場の一部には、日本銀行による買入れが実務的に可能なのかという声もあります。

この点、基本的には、幅広いゾーンの国債を入札方式によって買入れる以上、可能です。必ず実現します。ただし、これまでの常識を超える規模の買

入れですので、「整齊と」とはいかない可能性があります。もともと金利低下を促すための措置ですから、市場に対するある程度の影響は不可避ですが、それでも、できるだけ円滑に進めたいと思います。そのためには、金融機関による積極的な応札など、市場参加者の協力が欠かせません。日本銀行では、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設けることにしました。先週以降、様々な市場関係者との間で、こうした取り組みを始めています。

### **財政ファイナンスとの関係**

さて、「量的・質的金融緩和」のもとで、日本銀行が大規模な国債買入れを行うとなると、どうしても、「日本銀行が財政赤字の穴埋めをするのではないか」という心配を呼び起こします。現状、国債市場は安定していますが、日本銀行による多額の国債買入れが、内外の投資家から、ひとたび「財政ファイナンス」と受け取られれば、国債市場は不安定化し、長期金利が実態から乖離して上昇する可能性があります。これは、金融政策の効果を減殺するだけでなく、金融システムや経済全体に悪影響を及ぼしかねません。

もちろん、「量的・質的金融緩和」による長期国債の買入れは、金融政策上の目的で日本銀行自身の判断で行うものであり、財政ファイナンスではありません。また、日本銀行による国債買入れが増加する中、それが、財政ファイナンスではないかといった議論をそもそも惹起しないためにも、政府が、今後の財政健全化に向けた道筋を明確にし、財政構造改革を着実に進めていくことは極めて重要です。この点、政府も、1月に公表した「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、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」と明確に述べており、私どもとしても、そうした取り組みに強く期待しています。

日本銀行は、今回、国債買入れ方式を一本化したことに伴い、いわゆる「銀

行券ルール」を一時停止しました。このルールは、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするというものです。もっとも、2010年に「資産買入等の基金による国債買入れ」が加わったため、日本銀行が保有する長期国債は、全体として、既に銀行券発行残高を上回っています。こうした現状を踏まえ、「量的・質的金融緩和」を行うに際し、一時的な措置として、「銀行券ルール」を適用しないこととしました。もちろん、「量的・質的金融緩和」を行う期間中も、その後も、日本銀行が財政ファイナンスを行わないという方針は明確であり、この点ははっきりさせておきたいと思います。

### **為替相場への影響**

最近の円安方向の動きを受けて、金融政策と為替相場の関係に関する議論も聞かれます。この点、日本銀行が、為替をターゲットとして金融政策を運営することはありません。日本銀行の金融政策は、あくまで国内物価の安定を目的としています。

確かに、金融緩和を行った場合、その国の為替レートは下落する傾向がありますが、これはあくまで、他の事情を一定と仮定したうえでの一般論です。例えば、金融緩和を通じて、さらには、適切な財政政策や成長戦略を通じて経済の成長力が高まれば、当然のことながら、その国の通貨は逆に上昇する可能性もある訳です。

いずれにせよ、日本銀行の金融政策は、あくまで日本経済のデフレからの脱却という国内目的を達成するものです。そして、わが国経済がデフレから脱却することは、世界経済全体にも好影響を与えていくと考えており、こうした点は、既に国際的にも理解を得られていると思います。

### **「三本の矢」**

現在政府は、「三本の矢」、つまり大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民

間投資を喚起する成長戦略という3つの政策の組み合わせにより、デフレからの脱却を始め、日本経済が抱える課題を解決しようとしています。これは極めて適切な政策パッケージだと思います。このうち、第1の矢である金融緩和を通じて2%の物価安定目標を早期に実現することは、日本銀行の役割です。これまで述べてきたとおり、日本銀行は責任を持って実現します。

そのうえで、これと並行して、政府が「実需」を作り出し、消費・投資の拡大を通じて賃金・雇用を増加させることができれば、実体経済が改善する中で、物価上昇率が徐々に高まっていくという好循環が生まれます。その意味では、「三本の矢」の他の2本、すなわち、当面の「機動的な財政政策」や「成長戦略」の実行によって成長見通しを引き上げていくことは、よりスムーズに物価安定目標を達成することに繋がると考えています。その着実な実行を大いに期待しています。

## 6. おわりに

私は日本銀行総裁に就任する前の8年間、アジア開発銀行総裁として、この国を外から見てきました。15年近くもデフレに苦しんでいる国は、他にはありません。日本の金融機関や企業、個人が、アジア各国において大活躍しているだけに、その落差に戸惑うことも少なくありませんでした。

デフレ圧力を跳ね返し、日本経済が再び活力を取り戻すことを、世界中が待ち望んでいます。これを実現していくことが、国際社会における日本の影響力を取り戻すことにも繋がると信じています。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

# 量的・質的金融緩和

— 読売国際経済懇話会における講演 —

2013年4月12日

日本銀行総裁  
黒田東彦

## 構成

1. はじめに

2. 基本的な考え方

3. 「量的・質的金融緩和」の導入

強く明確なコミットメント  
量・質ともに次元の違う金融緩和  
わかりやすい金融政策  
金融緩和の継続期間

4. 「量的・質的金融緩和」の効果

金融緩和効果の波及経路  
経済・物価の状況

5. 金融政策運営を巡るいくつかの論点

量と質の実現  
財政ファイナンスとの関係  
為替相場への影響  
「三本の矢」

6. おわりに

## 基本的な考え方

- ・ デフレから脱却するため、**できることは何でもやる。**
- ・ 「物価安定の目標（2%）を責任を持って実現する」ことを**強く明確にコミットする。**
- ・ 日本銀行の強い姿勢を**わかりやすく伝える。**
- ・ コミットメントを裏打ちするため、**量的にも質的にもこれまでとは次元の違う金融緩和**を行う。

2

## 「量的・質的金融緩和」の導入（1）

### 強く明確なコミットメント

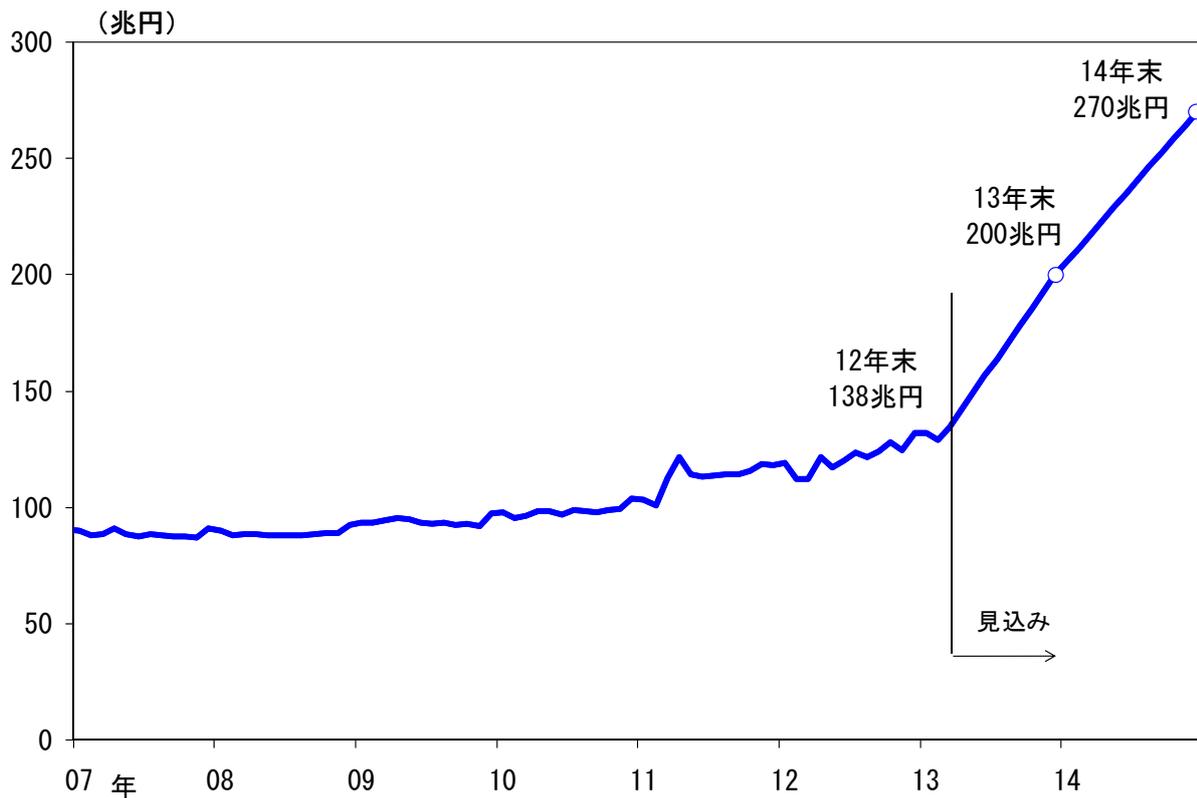
- ・ 2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。

### 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

3

## マネタリーベースの目標



4

## 「量的・質的金融緩和」の導入（2）

### わかりやすい金融政策

- ・ 「資産買入等の基金」を廃止し、長期国債の買入れ方式を一本化。
- ・ 量的な緩和を行う場合の指標として「マネタリーベース」を選択。

### 金融緩和の継続期間

- ・ 2%の物価安定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継続。
- ・ その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

5

## 「量的・質的金融緩和」の効果

長めの金利 や  
資産価格 のプレミアムへの働きかけ

リスク資産運用や貸出を増やす

ポートフォリオリバランス効果

市場・経済主体の

期待 の抜本的転換