



限界近い日銀の量的・質的金融緩和

上席研究員 古金 義洋

○日銀の国債保有比率急上昇で市場の流動性低下の懸念

日銀は13年4月に「長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」量的・質的金融緩和政策（以下ではQQE1と書くことにする）を導入し、さらに14年10月には、その買入れペースを約30兆円追加し「保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」

「量的・質的金融緩和」の拡大（同QQE2と書くことにする）を決めた。

今後の財政赤字（＝国債残高の増加額）がどうなるかにもよるが、年間の財政赤字が80兆円を超えることがなければ、国債発行残高のうち、日銀の保有分が徐々に膨らんでいくことになる。反面、民間銀行や生保、年金などの機関投資家の国債保有金額が減っていくことになる。

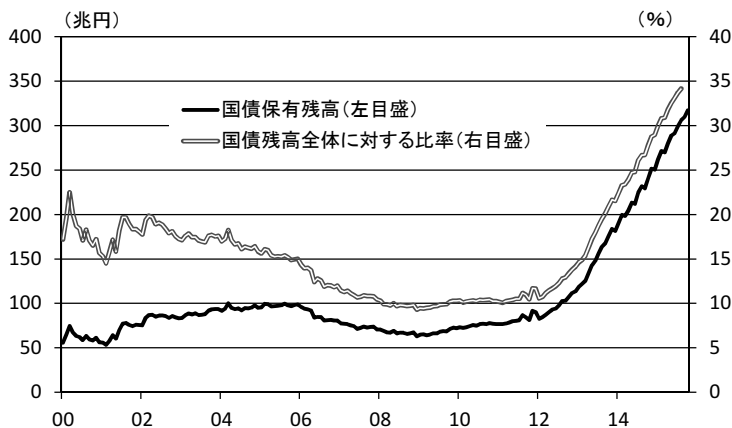
日銀の国債保有残高はQQE1の1年半（13年3月末～14年9月末）の間に104兆円（年率69兆円）増加し、QQE2以降（14年9月末～15年8月末）の11か月間で77兆円（年率84兆円）増加した。国債現存額に占める日銀の保有比率はQQE1下で15.4%→26.7%、QQE2下で26.7%→34.2%とそれぞれ11.3ポイント（年率7.5ポイント）、7.5ポイント（年率8.1ポイント）上昇した（図1参照）。

事実上の日銀の買い占めにより、国債市場の流動性低下を懸念する声が強まっている。15年3月の日銀ワ

ーキングペーパー「国債市場の流動性：取引データによる検証」によれば、「先物市場のビッド・アスク・スプレッドや値幅・出来高比率といった伝統的な指標をみる限りでは、14年10月の量的・質的金融緩和の拡大以降も、国債市場の流動性は目立っては低下していないようにみられる。しかしながら、先物市場におけるいわゆる「板」の厚みや1回の取引が市場価格に及ぼす影響、現物国債市場における証券会社の提示レートのばらつき、SCレポ（special collateralレポ：担保となる証券の銘柄を特定して行うレポ取引）市場における国債の「貸借料」など、本稿が新たに引き上げる諸指標は、14年秋以降、国債市場の流動性が低下していることを示唆している」と述べている。

こうしたことから、現在のQQE2はどこかで限界を迎える可能性がある。限界点としては、14年10月8日、黒田総裁の「インگران

（図1）日銀の国債保有残高



（出所）日銀「日本銀行勘定」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」



ド銀行の英国債保有比率は40%に上っている。我々は国債保有を増加させたが、まだ発行残高の2割程度に過ぎない」との発言を根拠に「国債残高に占める日銀保有国債の比率40%」を上限とする見方がある。一方、スイス中銀が15年1月に事実上の対ユーロペッグをギブアップした時期の中銀バランスシートの対名目GDP比が80%程度であったため、「中銀のバランスシートの名目GDP比80%」が上限との見方もある。

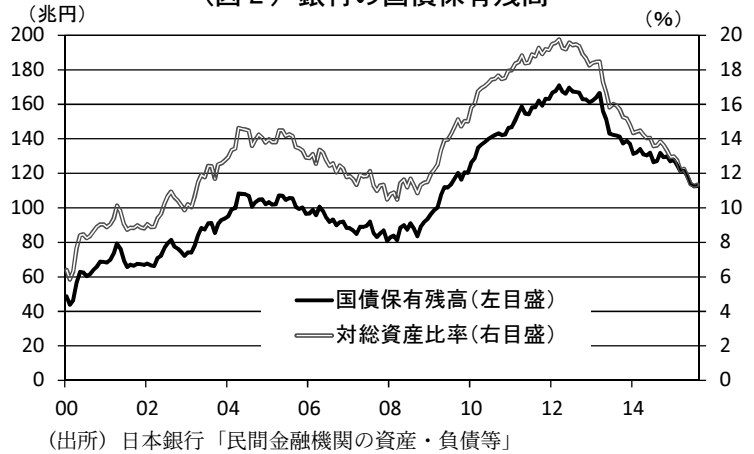
現在のペースでQQE 2が進められれば、日銀の国債保有比率（現在34%）が40%を超えるのは来年半ば、日銀バランスシートの対GDP比（現在75%）が80%を超えるのは来年初めとみられる。ただ、「日銀保有国債の比率40%」「日銀バランスシートの名目GDP比80%」という点で、なぜ限界になるかについてははっきりしない。

○銀行は担保に必要な国債を確保できず、年金は最適運用に必要な国債を持ってなくなるおそれ

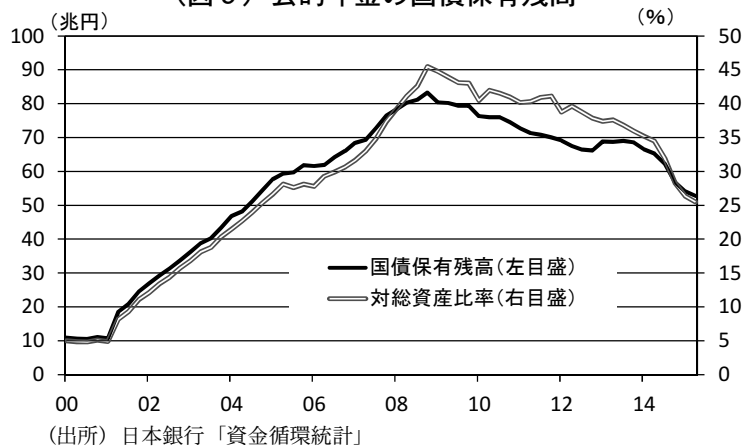
8月のIMFワーキングペーパー（個人名での論文¹）によれば、QQE 2が継続されれば、民間の国債保有高が減少し、①銀行は短期の資金調達のための担保に必要な国債を確保できなくなる、②年金や生保は最適なアセットアロケーションに必要な国債を保有できなくなる、などの問題が生じ、QQE 2は2017～18年に限界を迎えるとしている。

同論文は限界点として、第1に、銀行の国債保有比率の下限5%という数値をあげた。

(図2) 銀行の国債保有残高



(図3) 公的年金の国債保有残高



14年末G7銀行のなかで国債保有比率が最も低いのはフランス、英国で、両国銀行の国債保有比率はいずれも5%だった。また1980年以降、日本の銀行の国債保有比率が最も低かった点も5%だったからだ。

QQE 1導入後、銀行の国債保有残高は年率21～23兆円程度のペースで減少、保有比率（現在11.3%）は年率3%ポイント程度のペースで低下しており、このままのペースでいけば、約2年後に同比率は5%まで低下すると予想される（図2参照）。

1 Serkan Arslanalp and Dennis Botman “Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing”



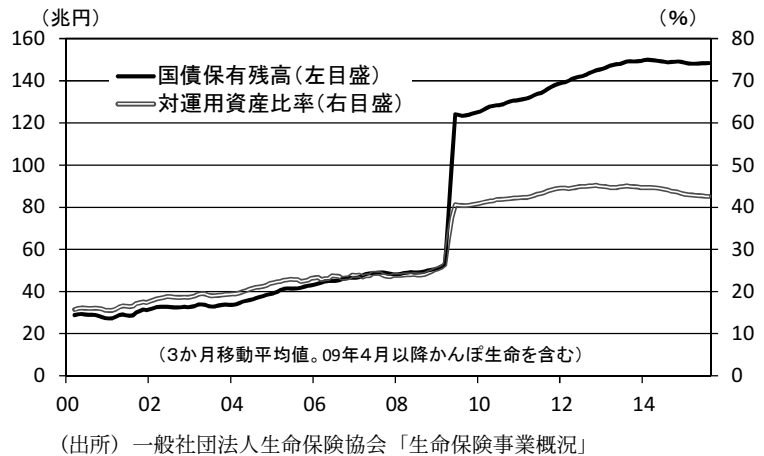
第2の限界点は年金運用に関するものだ。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人。厚生年金、国民年金の財源の強化を目的とした運用機関）など年金の資金運用に必要な債券（GPIFの基本ポートフォリオで債券が占める比率は中心35%±10%、下限25%～上限45%）が確保できるかという点が問題になる。

日銀・資金循環統計により、公的年金（厚生年金、国民年金に国家公務員共済組合連合会、地方公務員等共済組合などの共済年金を加えたもの）の国債保有比率をみると、QQE 1下では年率4兆円のペースで国債保有が減少していたが、QQE 2下では減少ペースが年率13兆円に速まった（図3参照）。国債保有比率はQQE 1下で年率4%ポイント、QQE 2下で9%ポイント低下している。QQE 2の下で日銀は特に公的年金からの買いを増やしていることがわかる。

公的年金のうち、GPIFの債券保有はQQE 2下で64.9兆円（14年9月末）から53.6兆円（15年6月末）にかけて11.3兆円減少（年率14.2兆円減）し、同6月末の債券保有比率は38%に低下した。まだ中心の35%を上回っているが、今のペースで債券保有が減少すれば、保有比率は来年6月に28%、来年12月には23%に低下する計算で、来年後半中にGPIFの債券保有比率は下限の25%を下回る可能性がある。

第3に、生命保険の資金運用に必要な債券が確保できるかという点も同様に問題になる。ただ、QQE 2下でも生保の国債保有残高はほぼ横ばいで推移している。生保の資金運用には国内資産に偏りやすい傾向「ホームバ

（図4）生命保険会社の国債保有残高



ias」があるとされ、国債保有比率も43%と高水準なままだ。海外生保（先進国は平均3割程度）に比べると低下余地は大きく、限界に達することは考えにくい（図4参照）。

○量的金融緩和の期待インフレ率押し上げ効果については疑問の余地

本来、量的金融緩和が経済に及ぼす効果は大きくわけて以下の3つの経路がある。

第1が金利低下を通じた効果。リスクプレミアム低下による金利（実質金利）低下で投資マインドが刺激され、金利低下→株価上昇による資産効果が消費を増やすといった効果だ。実際の設備投資はさほど増加しなかったが、株価は上昇し資産効果はみられた。

第2がポートフォリオリバランス効果。銀行の保有する国債が買われることで資金が増加した銀行は貸出を増やすと見込まれたが、銀行の資産に占める貸出の比率は低下傾向を辿っている（13年3月末49%→15年8月末47%）。

第3が期待を変化させることによる効果。日銀は国債購入でマネタリーベースを2年で



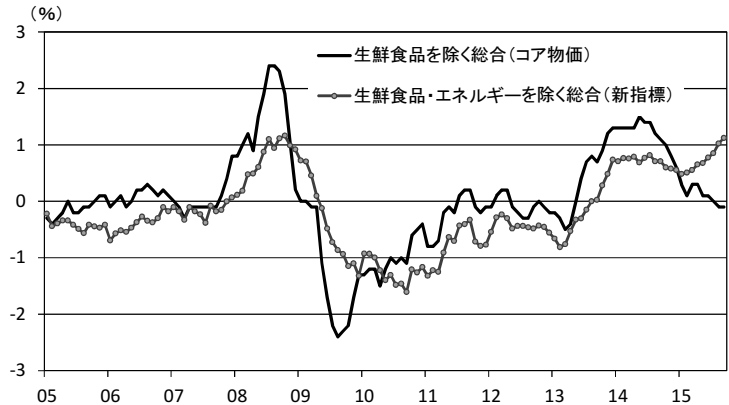
2倍にすれば物価上昇率が2%になるといった理屈でインフレ期待を高めようとし、インフレ期待を高めることが経済にプラスに作用するはずだとしていた。だが、実際にマネタリーベースの増加がインフレ期待を高めたかどうかは疑問で、また最近の日用品の物価上昇は消費をむしろ低迷させているとの見方がある。

日銀がもともと物価目標としている「生鮮食品を除く総合・消費者物価」の前年比は原油安で2015年9月も0.1%下落している。一方、新たな物価指標として重視し始めた「生鮮食品・エネルギーを除く総合（新指標）」は円安の影響による食品の値上げなどで前年比1.1%上昇している（図5参照）。

市場における期待インフレ率の動きを示すブレイクイーブン・レート（10年物国債利回りから10年物物価連動債利回りを差し引いて計算したものは、QQE1導入の当初に一時1.4%近くまで上昇したが、足もとでは0.7%台に低下している（図6参照）。

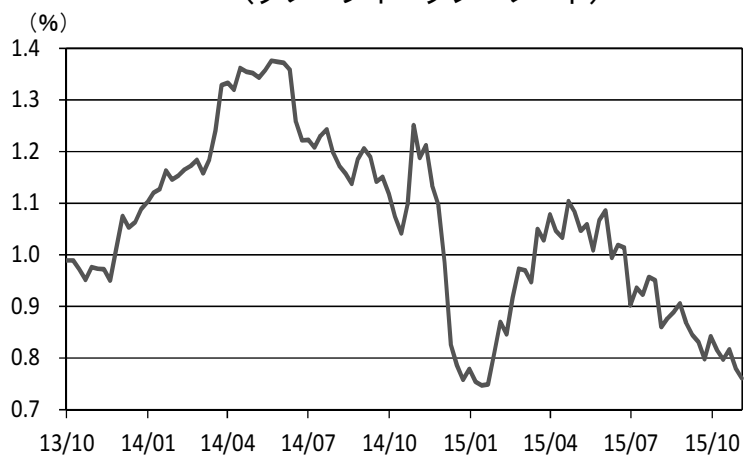
国債を大量購入しマネタリーベースを急増させることが日本経済を上向させるものでなければ、国債市場の流動性枯渇などの副作用を犠牲にしてまで、国債大量購入を続ける必要はないのではないかと。現在のQQE2による年間80兆円の国債買い入れは第3の効果を引き続き追求しようというものと考えられるが、仮に、QQE2がこの先1～2年程度継続され、2%物価目標が達成されないままIMF論文が指摘するような限界に達するようなことがあるとすれば、その購入ペースを落

（図5）消費者物価指標



（出所）総務省「消費者物価指数」、日本銀行「金融経済月報」

（図6）市場における期待インフレ率
（ブレイクイーブン・レート）



（注）10年物国債利回りマイナス10年物物価連動債利回り

としたうえで（いわゆるテーパリング）、①物価目標を変える、あるいは、②金融市場調節の操作目標をマネタリーベースではなく、金利などに切り替える（例えば、2年債など短期債の利回りをペッグする）、といった措置が必要になるかもしれない。