

## 市川レポート (No.499)

## 日銀の非伝統的金融政策を振り返る

- 1999年のゼロ金利政策を経て、2001年には量的金融緩和が開始、操作目標は金利から量へ。
- 2010年の包括的金融緩和後、2013年に量的・質的金融緩和が登場し、現行政策のベースに。
- 物価目標は未達もこれまでの政策に評価すべき点はある、ただ出口戦略の示唆はまだ先になろう。

### 1999年のゼロ金利政策を経て、2001年には量的金融緩和が開始、操作目標は金利から量へ

今回のレポートでは、日銀の非伝統的金融政策について、これまでの歩みを簡単に振り返ってみます。各政策を実施された順に整理すると、①「ゼロ金利政策」、②「量的金融緩和」、③「包括的金融緩和」、④「量的・質的金融緩和」、⑤「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、⑥「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」となります（図表1）。以下、各政策の特徴を簡単にまとめます。

①「ゼロ金利政策」は、速水総裁のもと1999年2月に導入されました。無担保コール翌日物金利の誘導目標について、当初0.15%前後を目指し、徐々に一層の低下を促すというものです。その後、2001年3月に②「量的金融緩和」が始まり、操作目標は無担保コール翌日物金利から日銀当座預金残高に変わりました。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで政策を継続することが表明されました。

【図表1：日銀の非伝統的金融政策の変遷】

期間	名称	操作目標	マイナス金利の適用	長めの金利への働きかけ	リスクプレミアムへの働きかけ	インフレ期待への働きかけ
1999年2月～ 2000年8月	ゼロ金利政策	無担保コール 翌日物金利		時間軸効果（フォワード・ガイダンス）		
2001年3月～ 2006年3月	量的金融緩和	日銀当座預金		時間軸効果（フォワード・ガイダンス）		
2010年10月～ 2013年4月	包括的金融緩和	無担保コール 翌日物金利		長期国債の買い入れ、固定金利オペ、 時間軸効果（フォワード・ガイダンス）	リスク資産買い入れ （CP、社債、ETF、J-REIT）	
2013年4月～ 2016年1月	量的・質的金融緩和	マネーベース		大規模な長期国債買い入れ	リスク資産買い入れ （CP、社債、ETF、J-REIT）	
2016年1月～ 9月	マイナス金利付き 量的・質的金融緩和	マネーベース	日銀当座預金に マイナス金利付利	大規模な長期国債買い入れ	リスク資産買い入れ （CP、社債、ETF、J-REIT）	強く明確なコミットメント
2016年9月～	長短金利操作付き 量的・質的金融緩和	長短金利	日銀当座預金に マイナス金利付利	イールドカーブ・コントロール （10年国債利回り操作）	リスク資産買い入れ （CP、社債、ETF、J-REIT）	オーバー・シュート型コミットメント

（出所）日銀の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## 2010年の包括的金融緩和後、2013年に量的・質的金融緩和が登場し、現行政策のベースに

2010年10月には、白川総裁のもと、③「包括的金融緩和」が導入されました。操作目標は再び無担保コール翌日物金利となり、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針が示されました。同時に、国債、CP、社債、ETF、J-REITなどを購入するため、「資産買入等の基金」が創設されています。そして、2013年4月に黒田総裁のもとで④「量的・質的金融緩和」が始まりました。

この政策は、2%の物価安定目標について、2年程度の期間を念頭に、早期実現を目指すものです。操作目標はマネタリーベースに変更され、長期国債やETF、J-REITの買い入れが拡大されました。なお、「資産買入等の基金」は、この時に廃止されています。④「量的・質的金融緩和」を強化・発展させたものが、2016年1月の⑤「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、同年9月の⑥「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」です。

## 物価目標は未達もこれまでの政策に評価すべき点はある、ただ出口戦略の示唆はまだ先になろう

このように、非伝統的金融政策の歩みを振り返ってみると、日銀がデフレ脱却の最善策を模索し、懸命に政策を打ち出してきたことが分かります。確かに、現時点では2%の物価安定の目標は達成されていません。しかしながら、少なくとも日本経済は物価が持続的に下落し、過度な円高が進行するような状況からは脱しており、この点は政策効果として、十分評価して良いと思います。

一方、積極緩和の結果、4月30日時点で日銀の国債保有残高は約454兆円、ETF保有残高は約19兆円に達しており、市場ではそろそろ出口に向けた動きがみられるのではないかとの声も聞かれます。こうしたなか、4月の金融政策決定会合では、物価目標の達成時期が明示されなくなりました。弊社は、これにより出口に向けた政策の修正時期は遠のいたとみています。おそらく日銀内では出口戦略について様々な議論が行われていると思われませんが、市場に示唆されるのはまだ先と考えます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員