

## ポスト量的緩和政策の展望

### 【ポイント】

1. 量的緩和解除後の金融政策には透明度を高める新たな枠組みが必要であり、インフレ参照値あるいはそれに類似した政策の導入も一考に値する。
2. 機能が麻痺してしまった短期市場にはリハビリ期間が必要であり、量の削減もマーケットへの影響に対する配慮が必要である。

日本銀行（以下、日銀）が2001年3月に量的緩和政策を導入してから丸5年が経過しようとしている。折しも国内景気は好調を継続し、10年来続いたデフレからの脱却も視野に入りつつある。金利ではなく日銀当座預金（以下、日銀当預）残高を操作目標とした世界的にも例のない金融政策をいつ、どのように伝統的な金利政策に転換するのか。日銀の動向から目が離せない。本稿では、日銀の量的緩和政策に焦点を当て、デフレ脱却後の金融政策を展望することにしたい。

### 1. 量的緩和政策の総括

日銀は1999年2月に無担保コールO/N（オーバーナイト）金利の誘導目標を実質ゼロ%とする、いわゆるゼロ金利政策を導入。その後、金利ゼロという異常な状態からの脱却を目指した日銀は2000年8月にO/N金利の0.25%への引上げを決定、ゼロ金利を解除した。しかしながら、景気は失速、デフレ・スパイラルの懸念が強まったことから、2001年3月にいわゆる量的緩和政策に踏み切った。量的緩和政策とは、金融政策の操作目標を従来のコールレートではなく日銀当預残高とした政策であり、日銀当預残高を増加させることでマネタリーベースの増加を図り、金融機関による信用創造とマネーサプライの増加を通じ経済浮揚効果を期待したものである。日銀は金融緩和措置を補完するためにコアCPI（消費者物価指数、除く生鮮食品）インフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで継続するという時間軸のアナウンスも行った。当初の日銀当預の目標額は5兆円程度であったが、目標額は順次引き上げられ、2004年1月の決定会合で30兆~35兆円に増額され現在に至っている。景気の低迷や継続的なデフレ圧力、金融システム不安等を背景に、量の効果を検証することなく次々と目標額を引き上げてきたのが実際のところである。

それでは、「実験的」とまでいわれるこの量的緩和政策は日本経済そしてデフレ克服に対してどのような効果をもたらしたのであろうか。ここで量的緩和政策を「量の効果」と「時間軸の効果」という2つの側面に分解してみる。前者は日銀当預残高が準備預金所要額（約6兆円）を上回ることにより発現する効果のことで、正にこの政策のシンボリックな部分である。現時点での一般的な評価は、金融パニックなどの防圧には一定の効果があつたものの、デフレ克服に対しては特段の影響力を認めがたいといったものである。また、「量の効果」として当初期待されたポートフォリオリバランス（無利子の日銀当預の増加が他の資産への投資を促すこと）効果や総需要刺激効果に関しては、当の日

銀からもその効果に関して懐疑的な発言が相次いでいる。後者はコア CPI インフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和政策を続ける、つまり CPI 条件が満たされるまでは確実にゼロ金利が継続するというコミットメント効果である。ゼロ金利が一定期間継続するとの期待が金利の低位安定化に貢献し、景気の下支え要因になったという点からは一定の評価を与えることができよう。

一方で、量的緩和政策には副作用も存在した。その最たるものは短期金融市場の機能および規律の低下である。高水準の流動性とゼロ近辺に張り付いた金利が、資金の出し手、取り手双方から市場取引のインセンティブを喪失させてしまった。市場機能が低下した中で日銀がいざ流動性を吸収し始めると如何なるストレスが発生するだろうか。おそらく人的資本の欠落が一番厄介であろう。金利の動く世界を知らない運用担当者が多いのである。ブタ積み（法定準備を上回る当預）に抵抗感を覚えなくなった参加者、クレジットラインの縮小問題など様々な歪みも生じている。量的緩和導入前のマーケット環境を完全に取り戻せるのか、あるいは別の新たなステージが待っているのか。いずれにしても相当のリハビリ期間が必要であり、解除には市場への配慮が求められる。

## 2. 近づく出口

5年近く続いている日銀の量的緩和政策の解除が視野に入ってきた。日銀は量的緩和解除の必要条件として「コア CPI が前年比で基調的にゼロ%以上になり、先行きマイナスにならない」を掲げてきたが今春にかけて満たされる見通しだ。残るは経済・物価情勢の総合判断という十分条件の見極めである。2006年の完全デフレ脱却を目指す政府サイドは、GDP デフレーター等他の物価指標が未だ緩やかなデフレ傾向にあることを指摘し、政府・日銀が一体となってデフレ克服に取り組む必要性を訴えている。解除を急ぎすぎて再びデフレに舞い戻るリスクを避けなければならない日銀にとっては重い牽制である。ただし、日銀の独立性と信任の観点からコミットメント基準の途中変更はあってはならない。したがって従来どおり CPI 基準を満たした後は外部環境も含めた正に総合判断がなされればよいと考える。

ここで再び「量の効果」について考えてみよう。前述のように金融パニック回避としての役割しか果たさずデフレ克服に対しては特段の貢献をしていなかったとすれば、量を削減しても実体上は「引締め」とはならない。次に「時間軸の効果」はどうだろうか。解除条件が満たされると同時に量的緩和の枠組みが崩壊し、ゼロ金利が一定期間継続するという時間軸は無くなってしまう。量を削減すると同時にゼロ金利政策に戻ったとしても中長期の金利が動揺することは避けられないのである。解除は引締めへの第一歩となるからだ。

量的緩和解除と共に時間軸が無くなるとすれば、金融政策の透明度を高める新たな枠組みが必要になってくるだろう。諸外国を見てみると、そうした透明度を高める手段としてインフレ目標を採用している国が多い（図表参照）。実際 G7 でインフレ目標を採用していないのは日本と米国だけである。ここでインフレ目標とは、中央銀行が中期の目標インフレ率を公表し、その達成を最優先として金融政策を運営し、達成状況についての説明責任を負うというものである。インフレ率の目標値が公表され、実施された手段、事後的な金融政策の評価が対外的に広く公表されるため、国民にとっても分かりやすい。一方、「義務」として捉えられるインフレ目標に対し「努力目標」的な位置づけにあるのがインフレ参照値である。例えば、ターゲット指標がインフレ参照値を超えて上昇して

も機械的に金融引締めをするわけではなく、反対にターゲット指標が下落してインフレ参照値を下回ったとしても機械的に金融緩和に動くわけではないという裁量権の大きな政策である。

図表. 主なインフレ目標採用国

|          | 採用時期  | ターゲット指標 | 目標インフレ率 | 目標設定主体  |
|----------|-------|---------|---------|---------|
| 英国       | 1992年 | HICP    | 2.0%    | 政府      |
| カナダ      | 1991年 | CPIコア   | 2±1%    | 中銀と大蔵大臣 |
| ポーランド    | 1998年 | CPI総合   | 2.5±1%  | 中銀      |
| スウェーデン   | 1993年 | CPI総合   | 2±1%    | 中銀      |
| ニュージーランド | 1988年 | CPI総合   | 1~3%    | 中銀と大蔵大臣 |
| イスラエル    | 1991年 | CPI総合   | 1~3%    | 政府      |
| ユーロ圏     | 1999年 | HICP    | 2%以下    | ECB理事会  |

(資料) 各国資料より富国生命作成

### 3. 現実的なシナリオ

翻って日本の状況はどうであろうか。日銀は法的には独立性を付与されているが、実際のところは英国式の「手段は独立、目標は政府」といった方が妥当な現実がある。したがって、出口論においても政府と日銀双方が歩み寄り妥協点を見出す形での決着がなされる可能性が高い。日銀の立場としては、条件を満たした後はできるだけ速やかに解除して金利をターゲットとした世界に戻りたいという強い思いがある。一定の裁量権確保についても譲れないだろう。一方、政府にとっては早めの引締めがリスクであり、長期金利の大幅な上昇は避けなければならない。結果として、量的緩和は解除するがゼロ金利は長期化するというのが1つの回答になる。それなら量的緩和の解除そのものを先送りにすべきだということもな意見が聞こえてきそうであるが、日銀の面子を考慮した上での結論である。

この思考で出口をイメージすると、インフレ参照値に近い政策が採用されるのが自然だと思われる。量的緩和解除の宣言と共にターゲットを金利（ゼロ金利）に変更し、同時に新たな時間軸とでもいうべき日本版インフレ参照値政策の導入を表明するのである。物価が参照値近辺に上昇するまで引締めを行わないことで実質金利はマイナスとなり経済へのサポート力は強まる。当預目標については目標自体を削除し、期限を設けず自然体で量を削減していくのがよい。目標から外れることで日銀はマーケットへの影響を最小化することに集中できるからだ。もっとも、一言で参照値といっても運営手法は様々であるので、市場が金融政策の方向性を予想するのを手助けするような日銀の考え方としてのメッセージが発信されなければならない。課題は多い。望ましいインフレ率の水準はどの程度かを理論的に説明するのは難しいし、インフレ目標は歴史が浅いだけにその効果を疑問視する論者もいる。また、インフレを抑制する目的での導入はあってもデフレから脱却する過程での導入は世界的にも例がない。しかし、重要なのは金融政策における透明性確保であり、望ましいインフレ率水準の提示が市場の期待形成に果たす役割は大きいと考える。量的緩和が実験であったのと同様、日本版インフレ参照値も試行錯誤が必要だろう。解除と同時に導入されるかどうかは依然不透明だが、解除のチャンスは目前に迫っている。日銀の動向を注視することにしたい。

(有価証券部 成江 新吾)