

## 分析レポート

### 国内経済金融

## 黒田新総裁就任後の金融政策運営のポイント

南 武志

3月20日に日本銀行の新体制がスタートした。金融資本市場では2012年11月の衆院解散前後から、次期政権の経済政策への期待感から円安・株高が続いてきた。一方で、債券市場では日銀がさらに国債購入を進めるとの思惑から、長期金利は低下傾向を辿っている。

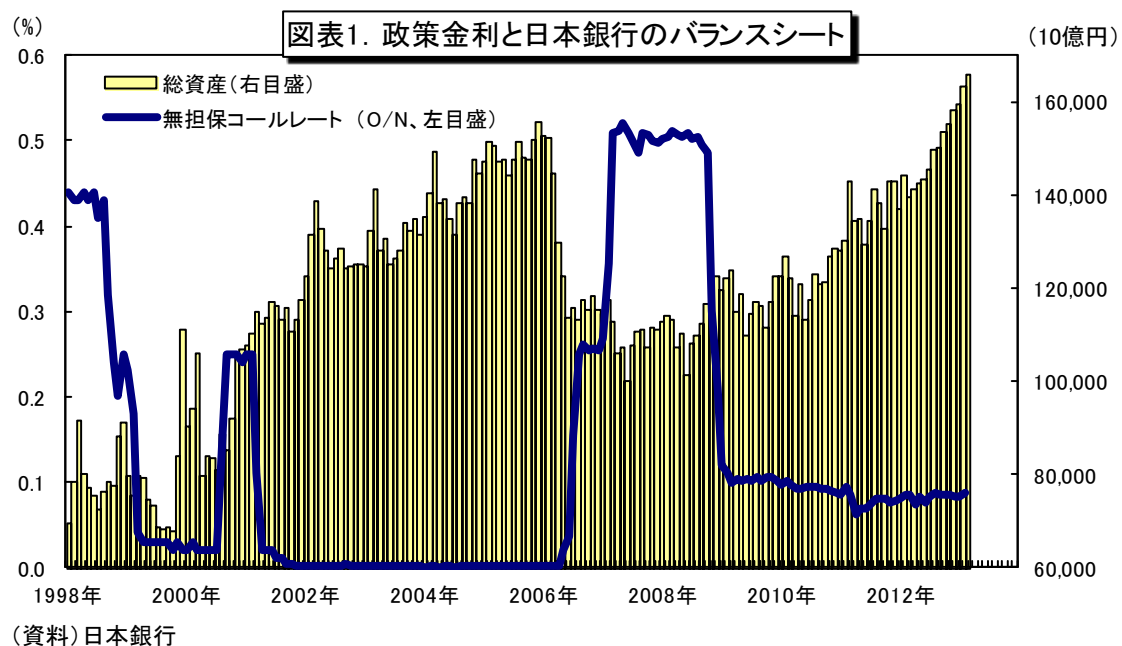
### これまでの政策運営の反省

1998年4月に新しい日本銀行法が施行されてから15年が経過した。戦時統制色が強く、政府（特に旧大蔵省）に従属する存在としていた旧法と比較すると、中央銀行としての独立性は格段に高まった。それに付随して説明責任や透明性の向上などが課せられたが、この15年間の日銀の行動を振り返ると、最大の使命の一つである「物価の安定」は達成できず、それに対する説明責任も十分に果たしてこなかった。さらに、独立性を強く意識す

るあまり、政府の経済政策との整合性について距離を置くような場面も見られた。

政策運営面に関しては、政策金利の引下げの余地が乏しい中、時間軸政策や量的緩和を導入するなど、未踏の領域（いわゆる非伝統的手法）に踏み込まざるを得なかった。その意味では、金融緩和について「世界の中央銀行のフロントランナー」だったことは確かだ。しかし、そうした先進的な政策の実施にあたって想定される副作用を強調するがあまり、政策効果を弱めてしまったり、僅かでも物価が上昇した際に緩和策を中止してしまったりと、根雪のようなデフレ予想が定着する一因となったことは否めない。

また、リーマン・ショック後の金融緩和が欧米中銀と比べて消極的だったため、歴史的な円高状態を長期化させ、輸出製造業に打撃を与える要因にもなった点は見逃せない。



## 現在の政策運営の枠組みと評価

3月22日現在、日銀の金融政策は、

- ① 政策金利(無担保コールレート翌日物)を0~0.1%に誘導、
- ② 「物価安定の目標」として、消費者物価の前年比2%を設定し、それを早期に実現する、
- ③ 13年末までに資産買入等基金を101兆円程度まで積み上げた後、14年初からは当分の間、期限を定めずに毎月13兆円程度購入していく、

という基本的な枠組みでの運営となっている。

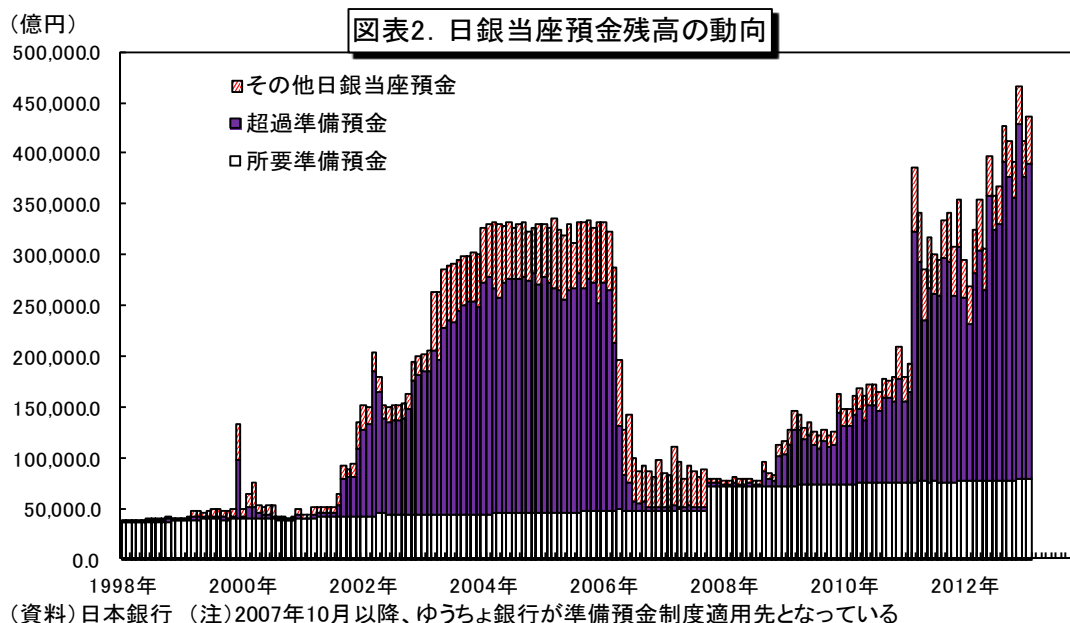
この枠組みは、13年1月の金融政策決定会合で決定されたものであるが、同時に公表された展望レポートの中間評価では、14年度の消費者物価について前年度比0.9%（大勢見通し、生鮮食品、消費税引上げ要因を除く）とするなど、②について積極的に取り組もうとしているのかの疑念が残る内容でもある。

実際、新しく就任した総裁・副総裁か

らも「不十分」、「工夫の余地がある」との指摘がある。

## 最近の金融政策決定会合での論点

なお、数名の政策委員からは、これまでいくつかの提案があったのも確かである。12年12月には石田審議委員より、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%にする（いわゆる超過準備への付利撤廃）との提案がなされた。前節での①に関して日銀は「実質ゼロ金利」と称しているが、現行の適用利率が0.1%であることもあり、実際に政策金利は0.08%前後で推移している（図表1）。日銀としては、量的緩和政策とその後のゼロ金利政策当時（2001年3月~06年7月）の反省を踏まえ、短期金融市場を機能不全にしないために実施しているようである。一方、ゼロ金利の効用としては、金利水準を僅かであっても引き下げることができる。また、デフレ下では、付利撤廃によって、超過準備として積み上がっていたマネーがポートフォリオ・リバランス効果を通じて、経済全体に行き渡りやす



くさせる面もあるだろう（図表2）。

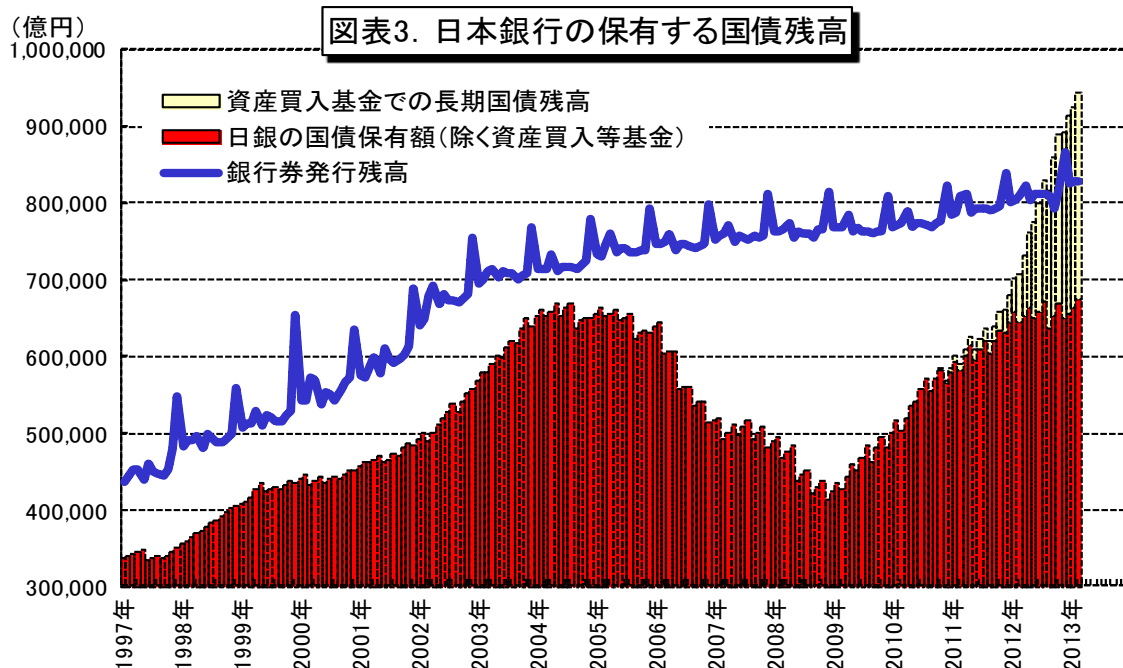
次に、日銀の金融政策のわかりにくさの象徴として、かつて成長通貨の供給という建前で実施されてきた既存の国債買入れオペとは別に、資産買入等基金の長期国債買入れが存在し、前者は銀行券ルールに縛られ、後者はその対象外、としている点がある（図表3）。これについては、3月の決定会合で白井委員が、無期限緩和の前倒しとともに、両者を統合する提案が提出された。

なお、年間21.6兆円（月1.8兆円前後）のペースで国債買入れオペが実施されているが、その対象として利付国債を年間20.64兆円（内訳は、残存期間1年以下：7.44兆円、同1～10年：12兆円、同10～30年：1.2兆円）、変動利付債を年間8,400億円、物価連動債を年間1,200億円、それぞれ購入している。一方、資産買入基金の枠内で購入する長期国債の対象年限は残存期間1～3年である。

この両者の統合を考える上で、銀行券

ルールの取扱いが問題となる。この銀行券ルールは、日本銀行による大量の国債購入が財政赤字のファイナンス（いわゆるマネタイゼーション）として受け取られないための自主規制ルールであるが、理論的な根拠はそもそもない。最近では他の中央銀行でも大量の国債購入を実施しているが、その種のルールはみかけない。それでも、マネタイゼーションと受け取られていないのは、「市場との対話」によって市場からの信認を得られているためである。

また、時間軸の明確化に関する提案もなされている。前節の①、③に関しては、それぞれ必要と判断される時点まで継続することとなっているが、やや裁量性の強いコミットメントとなっている。これに対して、1月以降、宮尾審議委員からは、現行の政策金利を物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで継続すると、出口の時期をより明確化した議案を提出し続けている。現時点では、2%の物



(資料)日本銀行資料より作成

価上昇が見通せる状況にはないため、特段意識されることはないが、現状のままでは、2%の物価目標達成が現実味を帯びた際に不規則な金利変動を引き起こすこともありうるだろう。

## 今後の焦点

円安・株高の流れを定着させるうえでも、今後の金融政策が果たすべき役割は大きい。そのためには、大胆な緩和策を迅速に打ち出す必要があるだろう。その際には、補完当座預金制度の見直し（超過準備への付利撤廃など）、量的緩和の強化（購入資産の拡充や無期限緩和の前倒し実施）と既に形骸化している銀行券ルールの見直し、などが検討課題となるだろう。

今回、黒田総裁が誕生した背景として、財務官時代（1999～2003年）に発揮された卓越したコミュニケーション能力が買われたと指摘されることが多い。これまで日銀は「市場との対話」に難があると指摘される面が多かったが、「国際金融マ

フィア」として通貨外交を担ってきた黒田総裁への期待は強い。

実際、今後の金融政策は「人々の期待形成に働きかける」ことも柱の一つとなるものと思われる。この手法に関しては、一種の「賭け」ともいえるが、黒田総裁らは「2%の物価上昇は2年程度で達成するのが望ましい」、「2%の物価目標達成まであらゆる手段を講じる」、「デフレ克服の責任は中央銀行にある」との発言を繰り返し、レジーム・チェンジを引き起こそうという試みをしている。加えて、「量的・質的の両面から大胆な金融緩和」をサプライズ的に打ち出すことで、根雪のようなデフレ予想を溶かそうとするものと思われる。

最後に、主要な緩和手法である国債購入については、あくまでデフレ脱却のためであり、決してマネタイゼーションではないということを主張していく必要があるが、それを援護する上でも政府は経済成長とのバランスをとりつつ、財政健全化に向けた努力を続けるべきであろう。

