量的・質的金融緩和とその行方

主席研究員　南　武志

1　黒田総裁就任とレジーム・チェンジ

1990年代後半以降、わが国はデフレ経済が進行し続けたが、対処法などを巡って永らく論争が繰り広げられてきた。一方はインフレ・好況期にはともかく、デフレ・不況期においては金融政策でできることには限界があり、構造改革などを推進することが重要であるとする意見である。新日銀法施行以来３代の日銀総裁を筆頭に、政策委員の多くはこうした意見に与（くみ）していたと見られる。

もう片方は日本銀行による大胆な金融緩和への転換やデフレ脱却に向けた強い意思表示は必ずや日本経済をデフレ脱却に導く、といった、いわゆる「リフレ派」と呼ばれる人々の意見である。３月に就任した黒田日銀総裁、岩田副総裁はその代表的な人物であり、そうした人事が４月に導入された「量的・質的金融緩和」につながったといえる。

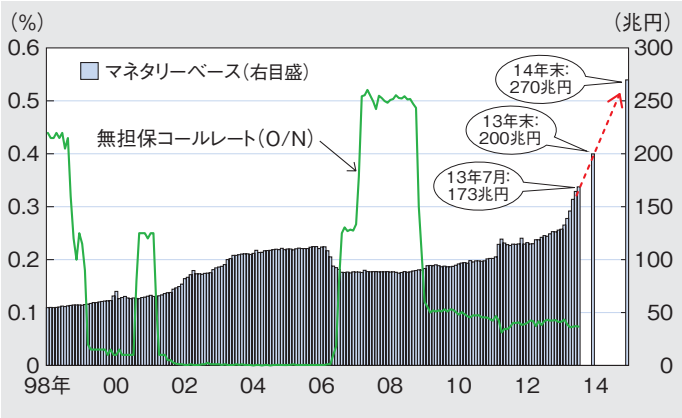
もちろん、過去15年間の日銀は決して緩和措置を取らなかったわけではなく、むしろ世界に先駆けて非伝統的領域とされる金融資産の大量購入や、ある目標を達成するまで現状の政策金利を継続することを通じて一定期間の金利水準を押し下げる時間軸政策など、異例の緩和措置を講じてきたのも確かである。半面、その緩和措置を長期間継続することの弊害も同時に説くなど緩和効果を減殺するような行動も取ってきたほか、デフレからの完全脱却という目標を達成していない段階で緩和措置を解除するなど、中途半端な政策運営であったことは否めない。こうした行動によって、日本国内ではデフレ継続予想が定着してしまった可能性は高い。

2　「期待の変化」への働き掛け

現在の「量的・質的金融緩和」は、マネタリーベースを２年で倍増させることなどを柱としており、その手段として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に購入するほか、ETFやJ-REITなどといったリスク資産も購入することになっている（第１図）。こうした決定内容は、市場参加者の事前の想定を大きく上回るものであり、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢をアピールするのに大いに貢献したものと思われる。

それに加えて、日本銀行の経済・物価見通しである「展望レポート」では、緩和効果に

第１図　無担保コールレートとマネタリーベース



資料　日本銀行公表資料から作成

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

よって2015年度には物価上昇率(消費税要因を除く)は２％程度に達するとの見通しを提示するなど、デフレ脱却や物価安定目標の達成を短期間で目指す姿勢を内外に強く印象づけている。このような日銀の真剣さを示すことによって、これまで軽視、もしくはリスクが高いとして距離を置いてきた「期待の変化」への働き掛けを実践しているといえるだろう。

実際、今回の緩和措置前後から、円安・株高を通じて企業・家計の景況感が好転しているほか、期待インフレ率なども上昇しているとされている。

3　ボラティリティが高まった長期金利

一方、長期金利に関しては緩和措置の導入直後からボラタイルな動きを繰り返した。こうした動きの背景には、日銀が大量の国債購入を行うことに伴う流動性リスクが意識されたこと、期初の益出し後に様子見をしている投資家行動、さらには期待インフレの高まりや日銀の政策運営手法の変化に対する戸惑いなどもあるだろう。

このうち、日銀の運営方法の変化から見ると、白川前総裁体制下では、短期ゾーンへの集中的な資金投入とデフレ期待を残したままでの時間軸設定により、短期ゾーンの金利水準が政策金利程度に抑えこまれ、結果的にそれが長期金利の安定をもたらした、といえる。これに対し、黒田総裁体制下の日銀は大胆な緩和策を提示し、これまでの日銀とは根本的に手法が変わったことを印象づけた。購入国債の平均残存を７年程度としたことで短期ゾーンへの配慮が相対的に弱まった上に、２年で２％のインフレ率達成という強いコミットメント、アベノミクスなどによる景気拡大期待やデフレ脱却予想の強まりもあり、長期金利は水準を切り上げるとともに、変動幅が拡大した。

「イールドカーブ全体の低下を促す」という当初の目論(もくろ)みはなかなか実現できなかったが、国債買入れオペの弾力運用(１回の購入額を減らし、頻度を高めるなど)や投資家の運用難等も手伝って、７月以降は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。今後も必要に応じて何らかの対策を講じることで金利の跳ね上がりに対処していくだろう。

4　今後の金融政策運営と課題

今回の緩和措置を導入するに当たり、黒田総裁は目標達成に向けて必要な対策はすべて導入できたとし、「政策の逐次投入」はやらないと述べたこともあり、今後の金融政策はよほど特別な事情でもない限り、政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。とはいえ、14年４月に予定される消費税増税は「早期のデフレ脱却」にとって大きな障害であることは間違いない。予定通り、14年４月に消費税率３％分の引上げが実施されれば、国内景気は足踏みし始め、物価上昇圧力も一服する可能性がある。それゆえ、14年半ばにも追加緩和措置が検討されるものと思われる。

最後に課題としては、日銀による大量の国債買入れが財政赤字のファイナンスと認識され「悪い金利上昇」を引き起こす、といったことがないよう、政府は実現可能な財政健全化策を明示化すべきことを指摘しておきたい。

（みなみ　たけし）