

# 日銀の「新しい枠組み」を考える

伊豆 久

はじめに

日本銀行は、先月二一日、新しい政策枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を発表した。「新しい枠組み」では、主な操作対象が、従来の△マネタリーベース▽と△国債買入れ額▽という「量」から、○年物国債利回りという「長期金利」に変更された。日銀は、これまでの「政策枠組みを強化する」ものとしているが、果たしてそう言えるだろうか。「新しい枠組み」が必要となったのはなぜか、これまでの「量的質的金融緩和」と何が異なっているのか、簡単に整理してみたい。

## 1 「量的緩和」からの撤退⇨テーパリングの開始

「新しい枠組み」の最大のポイントは、国債買入れ額の減額を、(事実上)宣言した点にあると思われる。今回、新たに長期金利が操作目標に加えられたが、その際、国債の「買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約八〇兆円)をめぐり<sup>(1)</sup>としつつ、金利操作方針を実現するよう運営する」とされている(カッコ内は原文、傍線は引用者)。長期金利の誘導が△主▽であって、これまで政策の中心であった長期国債の買入れ額は「めぐ」に格下げになったのである。

同様に、マネタリーベースについても、「マネタリーベースの残高は、・・・拡大方針を継続する<sup>(2)</sup>」こととなっ

た。増加額は明示されず、継続されるのは「拡大」だけである。

マネタリーベース残高の増加「幅」は、これまで、「量的緩和」の要に位置付けられてきた。導入当初（二〇一三年四月）は年間約六〇〇七〇兆円に設定され、さらに一四年一〇月の「緩和の拡大」では年間約八〇兆円の増加へと引き上げられた。つまり、残高が単に増えるだけでなく、その増加のペースを加速すること、それが緩和の「拡大」だったのである。ところが今回は「拡大方針を継続」であるから、文言通りに解釈すれば、残高がわずかでも増加すればよく、その増加幅は当然、現在の年間八〇兆円から減少していくものと思われる。

「新しい枠組み」における今後の追加手段としても、短期金利の引下げ、長期金利の引下げが優先され、資産買入れの拡大は三番目、最後に挙げられたマネタリーベースの拡大に至っては「状況に応じて」という限定がつけられた。<sup>(3)</sup>

国債を大量に買い入れることでマネタリーベースを急増させ、それによってインフレ期待を引き上げるといふ「異次元緩和」の基本哲学が変更されたことになる。

「新しい枠組み」決定直後の記者会見において「これはテーパリングに向けた動きなのでしょうか」と尋ねられた黒田総裁は、「テーパリングでは全くありません<sup>(4)</sup>」と述べているものの、国債の買入れ額が「増減すること」、「上下に変動すること」は認めている。<sup>(5)</sup> 国債残高とマネタリーベースの純増額が減少することは間違いなく、その点で米国FRBのテーパリング（Tapering）と同じである。大きく異なるのは、FRBが目標の達成が見通せたことから純増額の引下げを開始したのに対して、日銀の場合そうではない点である。

では、こうした政策転換が必要となったのはなぜだろうか。

## 2 方針転換の背景

「量的緩和」拡大からの撤退の理由は、債券市場関係者が口をそろえて指摘してきたように、国債の大量買入が物理的な限界に近づいているからであろう。日銀はすでに国債発行残高の三分の一以上を保有しており、現在のペースで買い進めばあと一二年程度で現状ペースでの買入は困難になると見られている。黒田総裁からは、今年に入ってから、「国債買入れなどの量的拡大が限界に達したということでは全くありません」<sup>(6)</sup>（一月）、「まだ三分の二が市場にあるということにして、今、何か量的な限界にきているとは全く思っていないせん」<sup>(7)</sup>（七月）といった発言が続いていたが、市場からは疑問視されていた。

もう一つ、「量的緩和」（とりわけマネタリーベースの拡大）による円安効果に見えてきたことも大きいであろう。確かに、「大胆な金融緩和」を政権公約とした安倍内閣の成立（二二年二月）が確実となつてから、一三年四月の異次元緩和の開始をはさんで、急速な円安が進み、それは株価の上昇と（期待）インフレ率の押し上げをもたらしたが、そもそもマネタリーベースの拡大と為替レートの間に論理的な因果関係はない。円安進行の多くは、いわゆる「ソロス・チャート」信仰にもとづく一種の「偽薬効果」<sup>(8)</sup>の現れにすぎず、「効果」への信頼が一旦崩れば、その回復は極めて難しい。

F R BもE C Bも、日銀と同じく、国債等の大量買入を行っているが、マネタリーベースを操作目標としているのは日銀だけである。F R B等が債券の買入れによる長期金利（住宅ローンを含む）の引下げを目指しているのに対して、すでに長期金利の低下余地の乏しい日本では、マネタリーベースの拡大による（期待）インフレ率の押し上げが期待されたのである。しかしその効果は、円安を介することがなければ限界的なものにとどまつた。

### 3 「量的緩和」における△期間▽の問題

こうした「量的緩和」の持続性への懸念については、実は、政策委員会においても異次元緩和導入の当初より指摘されていた。二〇一三年四月の「量的質的緩和」の決定に際し、一人の政策委員（木内登英審議委員）が反対票を投じているが、木内委員が異議を唱えたのは、「量的質的緩和」の実施そのものではなくそこにおける△期間▽の扱いに対してであった。

すなわち、決定された「量的質的緩和」では、①二％の目標達成に「二年程度」という期限を設ける一方で、②「量的質的緩和」という政策そのものについては、（二％が）「安定的に持続するために必要な時点まで」として期間の制約を設けなかった。それに対して木内委員は全く逆に、①二％の目標達成については中長期的な課題として期限は明示せず、②「量的質的緩和」については二年という期限を設けて実施することを提案したのである。<sup>9)</sup>

こうした木内委員の提案は、政策委員会の多数派からは「事前に二年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われない」、「フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高い」と批判された。<sup>10)</sup>この批判からも、政策委員会多数派の考え方、すなわち異次元緩和の性格を見て取ることができる。それは、△政策の持続性を訴えることで短期決戦に勝利する▽というアクロバティックな構成をとっているのである。

結果的にどちらが賢明であったかは明らかであろう。そしてそれは結果論ではない。海外の例を見ても、FRBもECBも資産買入れについて額や期間を設定する一方で、目標達成には期限を設けていない。△不確実性の高い目標への達成期限の設定▽や△目標達成までの、すなわち無期限の政策実施の約束▽は、確かに短期的には

政策効果を高めるであろうが、中長期的には政策への信認を損なう可能性が大きいからである。

#### 4 長期金利操作の導入

「新しい枠組み」において、「量的緩和」と交代する形で導入されたのが長期金利のコントロールである。この政策の目的はどこにあるのだろうか。

「量的質的緩和」と今年一月に決定された「マイナス金利」によって、一〇年物国債金利はすでにマイナス圏にある。にもかかわらず、今回の「新しい枠組み」では、「一〇年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ％程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う<sup>(11)</sup>」とされた（カッコ内は原文）。マイナスになっていく金利をゼロ％程度にコントロールするというのは、どう考えても「金融緩和強化」ではなく「金融引締め」である。

結局、この政策の目的は、マイナス金利導入以降のイーールドカーブの急速な低位フラット化に対する金融機関（年金、生命保険を含む）からの厳しい批判を受け、その修正を図ることであろう。フラット化が進み始めた頃は、黒田総裁からの「金融政策は、金融機関のためにやっているものではなく、日本経済全体のためにやっているわけです<sup>(12)</sup>」との発言にも示されたように、金融機関（金融仲介機能）の負担するコストよりも長期金利の押下げによる借入れ需要の開拓のメリットが大きいとみなされていたわけであるが、そのウエイトバランスが変更されたことになる。

長期金利を誘導する以上、「量」については自由度を確保する必要がある、この点からも、操作目標としての「量」の解除は必然となる。

## 5 オーバーシュート型コミットメント

「新しい枠組み」におけるもう一つの政策変更として、マネタリーベース拡大策に関する政策継続期間の修正がある。

「新しい枠組み」における長短金利操作等については、その実施期間が、従来同様「二%の『物価安定の目標』」を「安定的に持続するために必要な時点まで」とされているのに対して、マネタリーベース残高の拡大については、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に二%を超えるまで」とされたのである。

一読しただけでは違いを理解しにくいのが、二%の物価安定は、二・〇%を一度だけ達成してもその後上方あるいは下方に発散したのでは意味がなく、また前年同月比が毎月二・〇%であり続けることは統制経済でも不可能である。したがって、当然にその意味は景気循環等による変動をならして二%程度となることであり、一三年四月からの「量的質的緩和」も、今回の「新しい枠組み」もその実現までを政策継続期間としている。それゆえ、目標達成の時点をどこにするかの解釈には幅があり、しかも金融政策の効果の発現には一定のタイムラグがあることから、「出口」開始時点は、二・〇%に到達したあとのこともあれば、その前のこと(13)もありうる。

それに対して、今回、マネタリーベースについては、インフレ率の「実績値が安定的に二%を超えるまで」拡大させると約束したわけである。その意味はどこにあるのだろうか。

まず、実績値ベースの約束がなされたのは、あくまでマネタリーベースのみで、長期金利のコントロールや国債などの資産買入れは含まれていない。インフレ率が二%に近づき、さらには二%を超えた場合、長期金利をゼロ%近辺に維持することは不可能であり、それ以前に政策変更が必要となるはずである。そうした状況でもマネ

タリーベースについては増加を続けるということである。

しかしその前に、実績値での二%を超えるまでのコミットメントに、現在、どの程度の政策効果があるのだろうか。日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は、昨年七月から直近まで一三カ月連続でゼロ%以下で推移している（直近の八月はマイナス〇・五%）。しかも、今回の「総括的検証」においても、日本における期待インフレ率は、過去の実績値から形成される『「適合理的な期待形成」の影響が大きい』ことが確認されている。<sup>14</sup> 言い換えれば、日本銀行による物価目標や時間軸政策の期待インフレ率引上げ効果は大きくないのである。そのような状況で、二・〇%超までのマネタリーベースの増加（前述のようにその増加幅は引下げが見込まれる）を約束することに実質的な意味があるとは思われない。

にもかかわらずこうした政策が採用され、また総裁がそれを「極めて強いコミットメント」<sup>15</sup>とことさらに強調する理由は、マネタリーベース重視という政策の一貫性を印象付けることのみにあるのではないだろうか。

### おわりに

つまり、「新たな枠組み」は、期待インフレ率の引上げを目指した「量的緩和」が行き詰まり、「マイナス金利」を付け足すことによる名目長期金利の引下げも頓挫したことから導入された、いわば「敗戦処理型」の政策と言えるように思われる。

政策に一定の持続性は確保されたため、その間に、日銀の政策とは関係のないところで、原油高や円安が起きる可能性もないわけではない。

しかしながら、少なくとも今後数年は続くことになった、中央銀行による長期金利の低位釘付けや（小稿では

触れなかったが) 株式(ETF)の大量買入れがもたらす資本市場の機能低下のインパクトは極めて大きい。そのコストと比べても、2%での物価の安定を目指すメリットはそれほど大きいのか、本当に「総括」されるべきはその点だったのではないだろうか。

注

- (1) 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み」『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』二〇一六年九月二二日(2)―(1)―①。
- (2) 同上(2)―(3)。
- (3) 同上(3)―(3)。
- (4) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年九月二二日「一八頁」。
- (5) 同上、一五頁、一八頁。
- (6) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年一月二九日「四頁」。
- (7) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年七月二九日「四頁」。
- (8) ジョージ・ソロス氏が、為替レートの決定要因としてマネタリーベースの相対比を重視していたという「伝説」。
- (9) 日本銀行「金融政策決定会合議事要旨」二〇一三年四月三、四日開催分。実際、二年後の二〇一五年四月三〇日の政策委員会から、木内委員は、マネタリーベースと国債残高の増加幅を年間八〇兆円から四五兆円に減額する提案を行っている。
- (10) 同上、一四頁。

(11) 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み」『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』二〇一六年九月二二日

(2) (1) ①。

(12) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年四月二八日」一四頁。

(13) この点は、異次元緩和導入時に黒田総裁からも確認されている。「ある場合には、物価上昇率が一時的に二％になっても、まだ安定的に物価安定目標が持続するという状況になれば緩和を続けるわけです。一方、物価上昇率が二％になつていなくても、既に二％の物価安定目標が持続的に維持できる状況になつていれば、それ以上の緩和は必要ないかもしれません」日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一三年四月四日」一五頁。

(14) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】」二〇一六年九月二二日、四頁。このことは、政策委員会においても異次元緩和導入当初より、例えば佐藤健裕審議委員によつて、指摘・懸念されていた点である（佐藤健裕「挨拶要旨」二〇一三年七月三日」一〇―一二頁）。

(15) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年九月二二日」三頁。

(い) はず ひさし・客員研究員)