

量的・質的金融緩和の先行きと出口戦略について

—量的緩和時代の経験を参考に—



キャノングローバル戦略研究所 特別顧問

須田 美矢子

1. 量的・質的金融緩和の効果と副作用

黒田日銀総裁が「2%の物価安定目標を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と力強く宣言し、量的・質的金融緩和が2013年4月に採用されて2年が経過した。その暫定的な評価が求められるが、政策効果の波及ルートが把握しにくい上に、量的・質的金融緩和はアベノミクス三本の矢の一部であり、経済・物価の動きからその効果だけを切り取ることは難しい。

〈目次〉

1. 量的・質的金融緩和の効果と副作用
2. 予想インフレの把握と操縦の難しさ
3. 追加緩和の難しさ
4. 出口の難しさ
5. おわりに

そうした中、日銀企画局は「量的・質的金融緩和：2年間の効果の検証」（日銀レビュー2015年5月）で、「実際の経済・物価は概ね『量的・質的金融緩和』が想定したメカニズムに沿った動き」と評価した。ただ、この政策の採用前後の成長率や物価の見通し・実績は図表1のとおりであり、13年度のコア消費者物価（生鮮食品を除く総合消費者物価）を除いて、13年4月の展望レポートの2年間の見通しは、その直前の見通しや民間見通し以上に大きく下振れた。足許のコア消費者物価対前年比はゼロ近傍であり、結果論からいえば2年程度で2%からほど遠く、所期の効果が発揮されたとは言いづらい。今年4月の展望レポートの15年度のコア消費者物価上昇率見通しは0.8%で、原油価格急落の影響（日銀の推計では0.7~0.8%）を加味しても、黒田総裁が日銀の見通しがずっと変わっていない根拠としていた1.9%に届いていない。

物価への波及ルートの主役は、日銀が主張

(図表1) 日銀展望レポートと民間エコノミストの経済・物価見通し

	日銀見通し13年1月	日銀見通し13年4月	ESP予測13年5月	実績値
実質成長率				
13年度	2.3	2.9	2.42	2.1
14年度	0.8	1.4	0.42	-0.9
15年度		1.6	1.28	
コアCPI				
13年度	0.4	0.7	0.32	0.8
14年度	0.9	1.4	0.61	0.8
15年度		1.9	1	

(資料) 日銀、日本経済研究センター。なお15年度のESP予測は13年6月。

する実質金利低下を通じる効果よりは円安の直接効果だ。主としてアベノミクス効果で量的・質的金融緩和を採用する前に大幅に円安となり、1年目はそのコストプッシュ効果が発揮されて数字の上では展望レポートどおりに物価が上昇した。その後原油価格の急落が物価の下押し圧力となったほか、実体経済は消費増税の影響だけでなく、円安による継続的な生活関連財の価格上昇(交易条件の悪化)で消費が落ち込み、円安による輸出効果が発揮されず、また投資は実質金利以外の要因で力強さに欠けた。実体経済の動きは物価の押し上げ力としては十分ではなかった。

資金供給量・資産買入残高を大量に増やし続けるこの大胆な金融緩和には副作用がある。昨年10月の追加緩和で5対4と賛否が拮抗したのは、効果よりもコストや副作用の方が大きいとみる委員が増えたということだ。そのときの決定会合議事要旨によると、追加緩和に反対の理由として、市場機能の低下、金融機関の収益や金融仲介機能の低下、国債市場流動性の低下、財政ファイナンスとみら

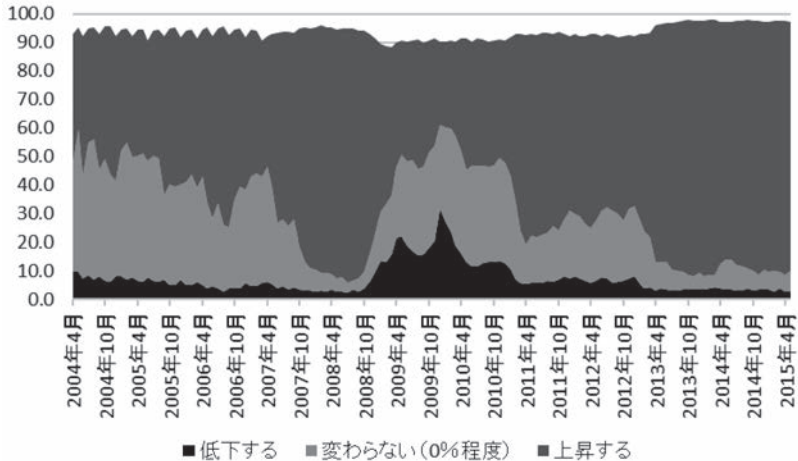
れるリスク、円安の悪影響が挙げられている。それに加えてバブルに加担するリスクや出口をより困難にすることなどが指摘できる。

以下では、量的・質的金融緩和による実質金利低下の鍵であるインフレ予想のコントロールの難しさと、今年の秋以降消費者物価が日銀の想定ほど急速に上昇していかないとした場合の追加緩和の可能性をとりあげる。また、日銀は、16年度前半頃にはそれが2%程度に達し、その後安定的に推移するとの見通しを持っているので、出口論を時期尚早とは言いづらい。この政策からの出口は非常に難しいが、量的緩和から円滑に出た経験をもとに、出口論議を早く公開の場で始める重要性を指摘しておきたい。

■ 2. 予想インフレの把握と操縦の難しさ

黒田総裁が就任直後に非連続的な金融緩和を行った背景には、頑固なデフレ期待があり、それを転換させる必要があるとの認識があ

(図表 2) 国民の物価観—1年後の物価の見通し—



(資料) 内閣府「消費動向調査」

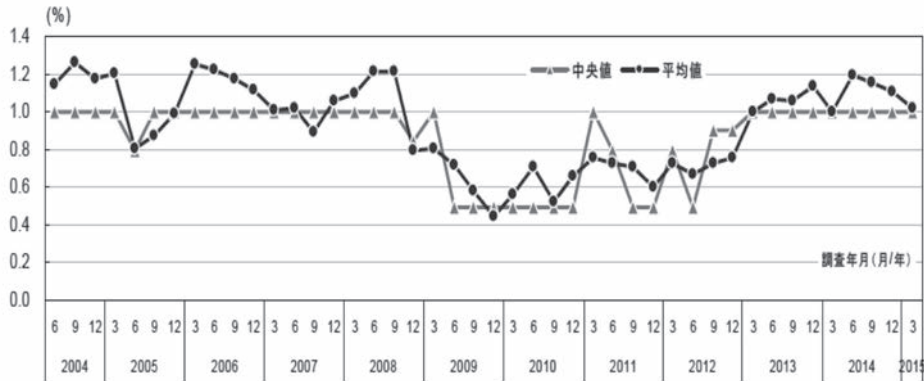
る。予想インフレとマネタリーベースに明確な関係があると主張している岩田副総裁の就任もあり、金融政策の誘導目標は短期金利からマネタリーベースに変更された。しかし、先に引用した日銀レビューではマネタリーベースではなく、「物価目標への強く、明確なコミットメント」による人々の予想インフレ率変化を強調し、予想インフレ率の0.5%上昇を出発点として分析を進めている。いずれにしてもこの政策が予想インフレにどのように影響を与えたかは定かではない。

予想インフレは物価目標とインフレ実績値の影響を受けるが、問題はどちらの影響が強いのか。これは、筆者の政策委員時代でも重要な論点であった。当時は1%を目標とみなしていたが、その影響があまり強くないとみていた筆者の物価見通しは展望レポートの中央値よりも低かった。

物価目標は白川総裁時代に2%に設定されたが、期限を区切った、速度と勢いのある金融緩和で国民に2%目標を知らしめ、物価目標2%が予想インフレに強く反映されるよう試みたのが黒田日銀である。その効果を織り込んでいるため日銀の物価見通しは市場に比べて高いということであろう。

しかし、日銀のアンケート調査によると、日銀の2%の物価目標を知っていると答えは3割に満たず、国民の予想インフレは変化していない。またデフレ期待というが、図表2にあるように物価が下がるとみている国民は非常に少ない。投資家の長期予想インフレ率は、金融危機と東日本大震災時に落ち込んだがその時期を除くと1%で安定的だ(図表3参照)。イエレンFRB議長は、3月の記者会見で「日本では長い間、家計や企業は物価上昇を予想していた」と述べている。その上

(図表3) 向こう10年間の予想インフレ率の推移 (年平均)



(注) 平均インフレ率は、消費税率引き上げの影響を考慮しない基礎的なインフレ率の見通し
 (資料) みずほ証券四半期シナリオ—投資家動向調査 (2015年3月)

で彼女の日本への言及が意味することは、予想インフレが安定的でもそれが物価を釘づける力は強くない可能性があるということだ。

また予想インフレに働きかける政策は市場との対話を難しくする。下振れリスクを意識していても強気をつらぬき、政策変更はできるだけ後ろにひきつけて突然行うことになる。昨年10月の追加緩和は「デフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持」のためであったが、今年1月、そして4月と物価見通しは下げられた。前述の日銀レビューでは足許の物価上昇率の下落が予想インフレに与える影響を注視していく必要があるとし、予想インフレの下振れリスクを指摘しているが、政策は現状維持が貫かれている。とらえどころのない予想インフレを中心に置いた政策判断は非常にむずかしく、整合性がある納得のいく説明は困難だ。

3. 追加緩和の難しさ

6月のEPSフォーキャストによると、15年度、16年度のコア消費者物価上昇率見通しは0.33%、1.21%である。慎重な見方である日銀の政策委員2人も同程度の見通しだ。国際機関の物価見通しも日銀より弱い。このような弱い物価見通しの蓋然性が高くなると、追加緩和は必至だろうか。

黒田総裁は「買える資産はいくらでもある」と言うが、昨年10月に追加緩和した時に、「リスク量や副作用も勘案のうえ、可能な限り大きな規模を目指すべき」(14年10月31日決定会合議事要旨)とあるように、コストや副作用を考慮に入れると追加緩和余力はあまりないというのが多くの政策委員の見方であろう。期限を区切ったコミットメントで期待に働きかける現在の金融政策の延長で追加緩和

を考えることに限界を感じるが、ESPフォーキャストでも、日銀と同様の見通しを持っているものは1割に満たないものの、4割程度は今後追加緩和を予想していない。

追加緩和が難しいとの判断のもと、現在の枠組みに関して、物価目標2%の修正や目標達成期限を緩和する案がでている。しかし2%については日銀が自ら定め、13年1月の政府との共同声明にも記されていることから、下げることはむずかしい。他方、共同声明では目標達成は「できるだけ早期に」ということでしかなく、物価目標至上主義に陥らないためにも、それに戻ることは可能だ。現時点でも2年を強調しつつ目標達成に3年以上かかる見通しであり、実態は「できるだけ早期に」ということなのかもしれない。前に述べた現在の金融緩和政策の副作用は時間とともに大きくなるので、たとえ年度後半に物価上昇圧力があまり強くなくても、現状維持でも生じる買入資産残高増の影響を見守ることが望ましい。

ただ、新規国債発行のほとんどすべてを買い取る現在の政策は、今年度中にも限界に至るとの見方があり、現状維持が継続できるかが懸念材料だ。オペに応じる者への補助金を多くすれば買入目標は達成できると思うが、市場の歪みが大きくなることなどもあってそれにも限度があろう。実際、日銀自身も年間の買入額についてはコミットしているが、15年末以降の残高については示すのをやめている。

民間に国債保有動機があるので日銀が買い入れようにもできなくなる場合の対応については、01年3月から5年間続いた量的緩和時代の札割れを巡る議論が参考になる(注1)。単なる技術論による資金供給下振れ容認についてさえそうは受け取られず、出口論と混同されてしまった経験だ。

05年4月にペイオフ完全解禁で資金需要が減少すると想定される中、04年の終わりごろから札割れが頻発した。執行部はオペの工夫を重ねたものの、05年春に、日銀当座預金残高目標30~35兆円程度への誘導ができないかもしれないという状況に陥った。「程度」がついているものの執行部としては30兆円を下回らないようにするのが使命であり、30兆円割れを自らの判断にまかされることを望まなかった。その主因が財政資金の一時的な大幅不足・大幅変動によるとの判断のもと、まさに技術的な対応で下振れを認めるとして、程度で読める範囲か、なおがきで対応すべきなのか、などが議論された。実際には、3月は異例のオペで30兆円割れを防いだが、5月にはなおがきを書き換えて下振れを容認した。ただペイオフ解禁で資金需要が減ったら量を減らすべきとの議論が04年12月に始まっていたこともあって、一時的な技術的対応を純粹に議論しているつもりであっても、そのとおりには受け止められなかった。

そもそもの問題は、量的緩和を開始する際に出口とは関係なしに当座預金残高目標を減らすこともありうることを前もって議論して

いなかったことにあるとみている。それがない中での量削減への言及に対する反応は、単なる技術論との冷静な見方よりは政策転換・引き締めへの第一歩との見方が強かった。05年2月の記者会見で福井総裁は、経済情勢との相対関係で緩和の度合いを判断すべきと述べたが、そのような理解は広がらなかった。

現在の枠組みでは、量的・質的金融緩和を「必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」とある。また共同声明では、物価目標達成を「できるだけ早期に実現することを目指す」が、その際、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」とある。問題があると判断すれば目標達成を遅らせることもありうるし、リスクの評価によっては量的・質的金融緩和の中でコミットしている量の減少はありうる事が示されている。この点、量的緩和政策のときより一歩進んでいるといえるが、量削減の可能性について市場には理解が広がってはいない。どういう場合に量を減らすことがありうるのかを議論しておくことで、出口と混同されることなく量を減らす道を確保しておくことが必要だと思う。

ただ、黒田総裁の「我々は2%の『物価安定の目標』実現という結果にコミットしていますので、それを実現するように『量的・質

的金融緩和』を継続しますし、必要であれば調整を行って、実現するようにします」（「日本経済：慎重論に答える」14年10月8日。下線は筆者）という姿勢は変わらないだろう。現状では、実際に資金供給が困難になったときに、出口論を断ち切るためにも、コストを無視して無理に資金供給が行われることになりかねない。

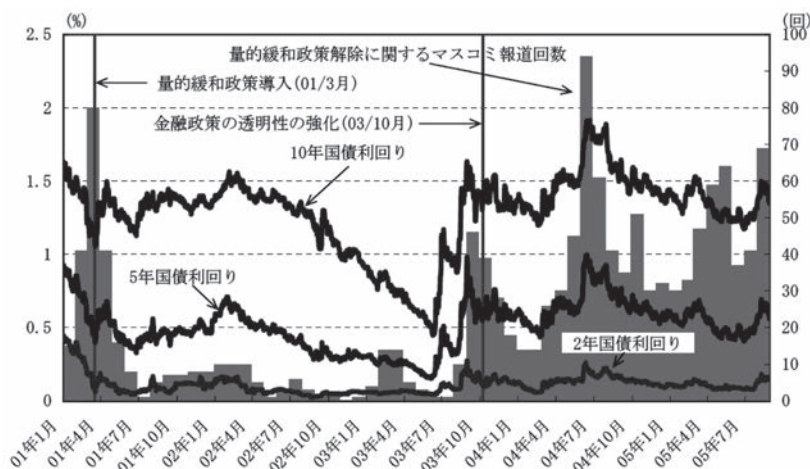
このような状況下で、現在の方向で大胆な追加緩和がむずかしいとなると、他の選択肢も考えておく必要がある。金融緩和の鍵は実質金利という判断なので、金利が海外につられて上昇するような場合に、金融調節手段を金利に戻すのも一案だと思う。そうすれば付利金利の引き下げも議論の対象になりうるし、より長い金利を誘導目標にすることも考えられる。

もちろんこのような政策にもコスト・副作用が大きく、しかも量を通じる期待への効果は明確ではないことを認める必要があるので、ハードルは高い。しかし現在コミットしている量の供給が困難になり、他方で物価目標に到達しにくいとなったら、一度立ち止まってこのままの政策をやり続けるかどうかしっかりと議論する必要があるだろう。

■ 4. 出口の難しさ

もちろん、労働市場がタイトな中、16年度前半以降は2%程度が続くという日銀の物価見通しを実現する可能性がないとはいえない

(図表4) 量的緩和政策解除に関するマスコミ報道と金利の推移



(資料) 須田美矢子「リスクとの闘い」日本経済新聞社2014年5月

い。このように日銀には物価目標の達成が見えているのに、黒田総裁は出口の議論は時期尚早といい続けている。黒田総裁は昨年10月、目標に到達するとみている15年度には出口戦略について議論が行われると国会で述べていたが、量的緩和時代の経験からいうと、目標到達の実現可能性が高い時期になってから議論を始めるのでは遅すぎる(注2)。

(1) バーショックと量的緩和の継続条件の明確化

量的緩和からの解除を最初に意識させられたのは03年6月から8月のバーショックであった。超長期債の増発懸念もあって国債入札不調を契機に長期金利の行き過ぎ感が台頭し、長期金利、ボラティリティが上昇すると、金融機関の金利リスク量が増え、損切やポジション調整で長期金利が急騰した。その背景

には日本経済についての過度の悲観論の修正があった。また長期金利の動きに対して日銀からは金利上昇を抑制しようとする姿勢が確認できず、またコア消費者物価対前年比のマイナス幅の減少もあって、市場は量的緩和の解除を頭の片隅に意識するようになった。量的緩和の継続条件の明確化を含め、透明性・コミュニケーションの改善努力がそのときから本格化し、03年10月初旬に公表された。

コア消費者物価前年比が「安定的にゼロ%以上になるまで」という量的緩和継続条件については、足許のコア消費者物価対前年比が基調的にゼロ%以上、かつ政策委員の多くがゼロ%超の物価見通しであることと明確化した。その際、遅行指数である実績値を用いたこの条件が制約となって適切な時に量的緩和を解除できず、物価安定のもとでの持続的成長の実現が難しくなることがないように数値

を考えた。また条件を満たしたら、それで解除できるように、十分条件に近いものをだすことを心がけた。物価上昇はコストプッシュの場合もありうるので、この条件が十分条件とはいきれないが、経済が上向きであればこの2条件で十分だとみていた。

その後10月末に公表された展望レポートから解除のための条件が当分達成されないことがわかったので、出口前倒しの市場の懸念は払しょくされ、図表4にあるように市場はとりあえず落ち着きを取り戻した。この継続条件の明確化で市場参加者は、日銀や自らの経済見通しに基づき、量的緩和の解除時期を予想しやすくなった。

(2) 出口についての内部での検討

出口についての勉強は頭の体操として02年に開始したが、解除のための条件を検討する際など機会をとらえて毎年検討を重ね、理解を深めていった。課題は、出口の技術論から解除後の金融政策運営の透明性の強化まで様々であった。出口の技術論では、たとえば、短期・長期金融市場の安定性維持と資金の吸収手段の関係、所要準備まで当座預金残高が削減する期間の試算などだ。量の削減期間を試算する際には日銀券の還流スピード、当座預金残高、オペ残高の残存期間、買入長期国債の取り扱いなどについて前提を置いた。当座預金に付利をして量はゆっくり減らす方がいいのかといった検討も行った。マネタリーベースの急激な減少は日銀批判に繋がりがやす

いからだ。出口での日銀の損失についてもラフな試算を行った。

(3) 対外コミュニケーション

以上のような勉強会での検討、明確化した解除のための条件などをベースに、解除条件厳格化の要否、物価見通し、解除条件成立時期について筆者を含め政策委員はそれぞれの考え方を発信した。また出口論については、ゼロ金利時期をはさむ三段階論や出口は早めよりは遅めに、など筆者とは異なる意見も多く出され、それが市場や政府との対話を活発化させ、政府とも十分時間をかけて意思疎通を図ることを可能にした。

他方、政策委員全員で合意した展望レポートを通じる情報発信では、経済物価の改善に合わせて、出口までの距離が次第に短くなっていることを示唆した。05年10月の展望レポートでは、「現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まってくるとみられる」、政策については、「量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロであることによる効果を中心になってきていることを踏まえると、政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではない」とし、同時に枠組み変更後のプロセスを概念的に整理した。これで出口が現実のものとしてより意識されるようになった。その後、長期金利の上昇もあり、政府・与党のけん制発言が多く聞かれたが、とりわけ小泉首相の量的緩和の解除は「まだ早い」との発

言は注目を浴びた。

民間の解除見通しのメインは06年4月であったが、06年に入り、「1月分以降の消費者物価指数は比較的是っきりとしたプラスになる」、「判断に至れば直ちに解除したい」との福井総裁の発言が2月にあり、その後政府から解除容認発言がでるようになると、3月解除説が広がった。3月初に1月コア消費者物価が公表され対前年比0.5%となったので、3月解除がほぼ大勢となった。

06年3月9日、量的緩和政策が解除され、円滑な出口のためにいろいろと検討し準備した当座預金残高の削減計画が示されるとともに、その後の金融政策の透明性を高めるべく、「新たな金融政策運営の枠組み」と「当面の金融政策に関する考え方」が発表された。政策委員の持ち寄りであるが、物価の安定について日銀が数値を公表したのはこのときが初めてであった。

条件を満たしたとはいえ、3月の解除については、期末を迎えていることもあって、なぜ一か月待てないのかとの声もあったが、解除後株価は上昇し円ドルの変動は限定的であった。小泉首相は記者団の質問に「十分議論した上の結論だから尊重する」と答えた。人々が出口を懸念するのは、市場や経済への悪影響を心配してのことだ。量的緩和の解除が市場にショックを与えないように事前に十分準備をし、その上で解除が非連続的な変化とならないと説明してきたが、そのとおりであったことが次のゼロ金利解除も容易にした。

当初はゼロ金利解除にはある程度時間がかかるとの見方が多かったが、新たな政策の枠組みのもと、实体经济・物価の動きが解除予想を手前に引き寄せた。6月末から7月初にかけて公表された消費者物価、短観、そして政府サイドからの容認発言報道を受けて、ゼロ金利の7月解除が織り込まれ、ゼロ金利もスムーズに解除できた。

5年続いた量的金融緩和の解除は、どこに歪みが潜んでいるか分からず、問題が起これば解除批判に繋がりがねなかった。しかし出口に関して内部だけでなく、外部とも早くから議論を始めたため、政策委員会では新たな金融政策の枠組みなど重要事項について合意形成ができるまで議論を重ねる時間的余裕があったし、執行部サイドも様々なレベルで実務的な議論や政府との対話などを行うことができた。

ゼロ金利解除までスムーズに行けた要因として、追加緩和のときから出口のコストという形で出口を意識していたことも大きいと思う。持続的な成長を実現させるためには出口にかかるコストのことも常に意識していないと、円滑な出口の実現は難しい。

量的緩和政策の解除自体は成功だったとしても、後に再度デフレに陥ったのだから解除は失敗との見方もあろう。しかし、もしそのまま続けていたら、日本でも不動産価格や為替レートなど金融不均衡がもっとすすみ、金融危機による調整の幅はもっと大きかったというのが筆者の評価だ。日本ではあまり金融

不均衡が蓄積しなかったのは、出口の議論を早くから始めたため、いつまでもゼロ金利が続くという予想を市場が持ちえなかったことが影響を与えたと考えている。

■ 5. おわりに

以上、出口を早めに議論する様々なメリットを指摘した。現在の日銀にはまずは、量的・質的金融緩和の継続条件である「2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで」を明確化してほしい。出口の議論の開始を遅らせているのは、市場が出口の前倒しの可能性をまだ意識していないからか、出口の議論は期待へ働きかける効果を削ぐとみているからか、あるいは米国の利上げ後の状況を見てからと考えているからか、確実なものを出したいからか、理由は定かではない。

出口については量的緩和時代や現在の米国に比べてはるかに難しいだろう。バランスシート大きさは対GDP比ですでに米国の2倍以上だ。しかも金融政策誘導目標はマネタリーベースである。財政問題も非常に深刻だ。保有国債の平均残存期間もかつてより長い。マネタリーベースであれ、資産購入であれ、それに意味を見出しているほど、出口は非連続となる。中央銀行の損失も大きく、それが金融政策批判を高め政策運営の制約要因にもなりうる。いざ出口となると、財政問題や国債管理政策への影響が大きく、政府の財政再

建へのコミットを考えると政府からの反対がより一層強まると想定される。資産購入の幅も広いので、出口を冷静に受け止めない市場関係者も多いだろう。フォワードルッキングに出口を模索する場合はなおさらだ。

また技術論についても、引締めに対して政府・国会からの批判が強い日本で、米国と同様に出口の第一歩を利上げからできるのだろうか。量的緩和からの出口の際にもゼロ金利が続くのなら容認との声があり、ゼロ金利解除への抵抗の方が大きかったことを考えると、付利による利上げによる出口開始が適切といえるかどうかについて検討課題は多い。それ自身財政への直接負担も大きいし（超過準備200兆円に対して0.5%の付利で1兆円）、付利による金利の操作は思い通りにできるのか、市場機能や市場流動性に与える影響はどうかなどもクリアすべき課題だ。日銀は「その時々々の経済、物価情勢に依存するものであって経済状況で出口方法は異なる」というが、そのときになって急に議論を開始して万全の準備を整えて出口に向かうことができるか疑問だ。米国のように試行実験から学べることも多いと思う。

中央銀行に求められるのは、経済物価情勢の的確な判断であり、それができれば平時であれば政策運営を大きく間違えることはない。しかし今日、あまりにも極端な政策運営に踏み込んでおり、今後は長期的に最適な政策運営を行うという視点をより重視してほしい。出口論を時期尚早と言い続けることが出口の

難しさを示唆することになると、先行き経済物価に対する懸念や金融市場の不安が高まることになり、インフレに対する日銀のコントロール力への疑念を生むだろう。

(注1) 札割れや量的緩和政策からの出口について、詳しくは拙著「リスクとの闘い」(日本経済新聞社2014年)を参考にしてほしい。

(注2) 「2014年度から2017年度にかけて、2015年度を中心とした時期に2%に達する可能性が高いといっていますので、当然そういった時期には出口戦略についていろいろな議論が行われることは間違いない。」(2014年10月28日参議院財政金融委員会)。

