



# 黒田総裁による新たな金融政策： その特徴と展望

野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也

## 1. 異次元緩和のポイント

新たな正副総裁を迎えた日銀が4月4日の金融政策決定会合で決定した新たな政策は、それ以前とは大きく異なる内容を含んでいる。1週間経過した本稿の執筆時点でも、金融市場では、単なるサプライズの効果に止まらない動きが続いている。そこで、本稿では、「異次元緩和」という名前と呼ばれる政策のポイントや考え方と今後の展望を検討したい。

最初にやるべきことはその内容をレビューすることであろうが、本誌が刊行される頃にも、なお読者の記憶に新しいと思われるので、

### 〈目次〉

1. 異次元緩和のポイント
2. 背後にある考え方
3. 今後の展望
4. 実践的な政策論

今更細かく説明するのは非効率である。そこで、(図表1)を掲げるに止め、議論の中で必要に応じて具体的な内容に言及したい。

その上で、新たな政策を全体的にみた場合のポイントを検討する。

第一に注目されるのは、日銀が金融政策を大きく見直した理由が、インフレ目標の達成のためであるという点である。日銀は白川前総裁の下で既にインフレ目標を掲げ、黒田総裁もインフレ目標の早期達成を強調してきただけに、そんなことは自明という見方もあろう。しかし、インフレ目標の達成のために政策手段を総動員することは、「量的・質的金融緩和」そのものを支える考え方として、改めて確認するに値するポイントである。

その重要な含意の一つは、日銀がインフレ目標の達成が安定的に持続するまで「量的・質的金融緩和」を継続すると約束しているように、目標の達成までは、この枠組みの下で様々な政策手段が次々に繰り出されることで

(図表1) 「量的・質的金融緩和」の概要 (4月4日公表)

マネタリーベース・コントロールの採用	金融調節の操作目標を無担保コール（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更する →マネタリーベースが、年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行う
長期国債買入れの拡大と年限長期化	長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う →買入れ対象を40年債を含む全ゾーンとした上で、買入れの平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長する
ETF、J-REITの買入れ拡大	ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
「量的・質的金融緩和」の継続	「量的・質的金融緩和」を、2%の「物価安定の目標」の実現を安定的に持続するために必要な時点まで継続する
「量的・質的金融緩和」に伴う対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産買入れ基金の廃止</li> <li>・銀行券ルールの一時適用停止</li> <li>・市場参加者との対話の強化</li> </ul>

ある。この点は、「時間軸政策」として短期金利の抑制という効果を持つに止まらず、新たな日銀の「量的・質的金融緩和」に対するコミットメントを強く印象付け、いわば金融市場に行動の変化を迫るものである。

第二に注目されるのは、操作目標を金利(無担保コールレートのオーバーナイト物)から、マネタリーベースという資金量へと変えた点である。これについても、既に「包括緩和」で金利目標は機能しなくなっていた一方、金融緩和の強化の際に実質的に機能していたのは「資産買入れ基金」の残高であったことを考えると、何を今更という意見もあろう。しかし、この操作目標の変更も黒田総裁の政策運営の考え方を示すポイントとなっている。

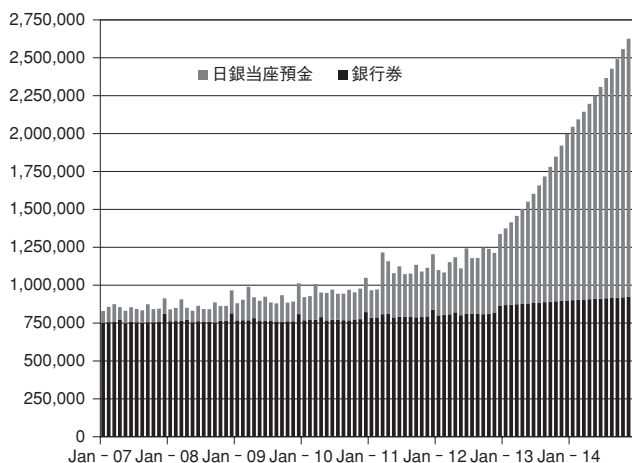
まず、資金量を操作目標とすることで、インフレ目標の達成と政策手段の操作との関係をアピールできるようになることが期待される。もちろん、今回選択されたマネタリーベースとインフレ率との相関についてはコンセンサスが存在しない。その意味では、新たな

日銀が「リフレ派」に近い発想にあることが推測され、その適否は結果責任に委ねられることになろうが、少なくとも、新たな政策の枠組みを導入する現時点では、透明性の面で所期の効果を発揮している(図表2)。

黒田総裁が政策メッセージの明確化を重要視している点は、操作目標の変更以外の点からも窺われる。例えば、4月4日の定例記者会見で、黒田総裁は、「マネタリーベースを2倍にすることで、2年以内に2%というインフレ目標を達成する」という内容について、フリップを指さしながら強調した。「2」の語呂合わせはかつての有名なCMを彷彿させるし、これらにロバストな相関関係があると主張するのは難しい。それでも、「新聞の見出しになる」メッセージを発信することで、多くの人々に対して日銀がこれから何に取り組むのか印象付けたことは事実であろう。

第三に注目されるのは、マネタリーベースを増加させる主たる手段として、国債を選択したことである。この点に関しては、政策決

(図表 2) マネタリーベースの推移 (近年の実績と今後の予想・億円)



定に先立ち、金融市場と黒田総裁で考え方に若干のずれがあったように見える。つまり、黒田総裁は、かねて日銀がより広範な資産—特にクレジット市場の資産—を買うべきと主張してきただけに、市場ではこの面で「大胆な」対応がなされるとの見方があった。実現した内容は、ETFやREITの市場規模やこれまでの買入れ実績からすれば十分大きかったが、マネタリーベース増加の主役は国債に与えられた訳である。

日銀による政策手段の選択は、各市場の特性を反映しているだけでなく、「量的・質的金融緩和」の考え方を象徴する面もある。つまり、ここでの「質的」という語は、一般的な語感が意味するように資産クラスごとの性質の違いを指すというより、日銀が買入れる資産は日銀当座預金と「質的」に異なるものでなければ政策効果が発揮されないという、常識的な考え方を反映するものである。

中長期の国債もクレジット資産も、ともに「質的」な金融緩和に適した資産として同じスペクトルの上に並んでいるのであり、日銀が中長期国債の買入れを増やすことは、「量的」な意味だけでなく「質的」な意味でも貢献するものと位置付けられる(図表3)。

このような考え方は、「量的緩和」を巡る議論の展開に照らして興味深い。つまり、日銀が資金量を操作目標とした政策を運営した「量的緩和」の時期(特にその後半)に主たる政策手段であったのは、資金供給オペやTBの買入れなど、日銀当座預金と「質的」に類似した—経済学でいえば代替性の高い—ものであった。これに対し、米国のFRBが実施したLSAPでは(特にQE2以降は)、資金供給の結果として取得する資産の内容が重視されている。実際、Bernanke議長は、国債の買入れベースより国債の保有自体を重視する考え方(“Stock view”)を強調している。

(図表3) 各政策手段の運営方針

	2012年末	2013年末	2014年末
資産合計	158	220	290
長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-Reit	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18

このように、日銀による「量的・質的金融緩和」には「量的緩和」よりもLSAPに近い性格が窺われる。

## ■ 2. 背後にある考え方

次に、異次元緩和のポイントをもとに、その背後にある考え方を検討したい。

前節の議論の直接的な含意は、異次元緩和が、デフレ期待をインフレ期待に変えることを最も重視している点である。新たな政策の全てがインフレ目標の達成に向けられていることは、第一義的には、インフレ期待の醸成を狙ったものと理解できる。しかも、単に「インフレを実現する」という“cheap talk”を行うだけでなく、インフレを実現する具体的な手段として一上のみたように相関関係には議論が残るとしても一国債を中心とする資産買入れによってマネタリーベースを増やす計画をアピールすることで、いわば「意味のある脅し」としてのメッセージを発信している訳である。

インフレ期待の醸成を重視する理由を示す

ことは比較的容易である。まず、新たな日銀に「リフレ派」に近い政策思想が感じられるからである。日本経済に強く根付いたデフレ期待を払拭してインフレ期待に転換することで、総需要を刺激し、結果的にデフレから脱却するのが、「リフレ派」が想定する処方箋であることは言うまでもない。また、インフレ期待によって中長期金利が実質でみてマイナスになることが景気を刺激する効果は、「リフレ派」でなくても支持されるであろう。

やや異なる視点から考えても、インフレ期待の醸成は重要である。つまり、この間に多くのエコノミストや研究者が示したように、総需要の成長や為替相場の減価といった通常想定される波及メカニズムを通じて2%のインフレ目標に達することは黒田総裁が標榜する2年程度では控えめに言っても相当に難しい。こうした懐疑的な見方に対抗するために残された数少ない可能性は、ファンダメンタルな分析がよって立つ構造パラメーターを変えるほどのショックを与えることである。その意味では一実際の効果にはなお議論があるが一少なくとも戦略としては、インフレ期

---

待というリアルなパラメーターを変えようとすることに一定の合理性がある。

この点に関するもうひとつの疑問は、それでも黒田総裁は2%のインフレ目標を2年程度で達成することを本当に信じているのかということであろう。もちろん、この点は黒田総裁自身にしかわからないし、上にみたように構造パラメーターが変化していく可能性まで考慮に入れれば、むしろ、ファンダメンタルな分析に裏打ちされた自信であることもあり得ない訳ではない。

ただ、本稿では、このように水掛け論になりやすい視点を離れ、違った角度からこの点を考えたい。黒田総裁は、日本経済が長年脱却できなかつたデフレ—ないしデフレ期待—を変える、という難しいマニフェストとともに内閣によって任命された。これは、企業で言えば、長年困難な状況に陥った部門を立て直すことを期待され、新たに任命された担当役員と似ている。その場合、新たな担当役員が「期待に応えることはとても難しい」と最初から言うてしまうことに、何か良い効果が期待できるだろうか。逆に、悪い効果はいくらでも思いつくことができる。このように考えれば、黒田総裁にとって、目標の達成を本当に信じているか否かに拘わらず、最初から「インフレ目標の達成は難しい」と言うことにメリットはなく、そうしないことが合理的なのだと推測することができる。

さて、インフレ期待の醸成を最も重視することは、政策の運営にも重要な含意を持つこ

とになる。それは、政策の総動員を「前倒し(front-loading)」にすべきということである。もちろん、デフレ期待が日本経済に深く根付いているだけに、2年程度の期間でのインフレ目標の達成に間に合わせるには、とにかく早く着手すべきという常識的な判断が働いている面もあろう。また、「大胆な金融緩和」が、「アベノミクス」における「第一の矢」として、その他の経済政策に先んじた位置づけを与えられているだけに、日銀が早々に目立った効果を挙げる必要があるという面もあろう。

しかし、これらに劣らず大切なことは、デフレ期待の払拭が最初に上手くいかないと、後になるほど難しくなると懸念される点である。つまり、新たな日銀が、インフレ目標の達成に向けて様々な政策手段を活用しても効果がみられないようであれば、市場関係者や企業、家計の間に、「日銀がこれだけやっても変わらなかった」ので「もう何をやってもダメ」という意味でデフレ期待が一段と強まるであろう。そうなれば、いかに新たな日銀が「大胆な金融緩和」を繰り出しても、インフレ期待の醸成は益々遠いところへ行ってしまうことになりかねない。

本節の最後に、市場関係者の方々にとって重要と思われる考え方を加えておきたい。それは、日銀が、政策手段の具体的な実行に関して、従来よりも多くを執行部の裁量に委ねた点である。つまり、「包括緩和」の下では、各々の政策手段の実行の細部に至るまで、金融政策決定会合で直接的に決定されていた。

(図表 4) 国債買入れ方針 (4月4日時点)

買入れ金額	毎月7.5兆円程度
買入れ対象国債	利付国債 (2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債、変動利付債、物価連動債)
種類別・残存期間買入れ金額	(利付国債) 別残存期間1年以下：月間0.22兆円 残存期間1年超5年以下：月間3.0兆円 残存期間5年超10年以下：月間3.4兆円 残存期間10年超：月間0.8兆円 ----- (変動利付債)：隔月0.14兆円 ----- (物価連動債)：隔月0.02兆円
買入れ頻度	原則として月6回程度
買入れ方式	コンベンショナル方式による入札

これに対し、新たな枠組みでは、国債買入れの運営に象徴されるように、金融政策決定会合では総額や年限等に関する大枠が決められたのみで、具体的な運営は金融市場局の決定に委ねられた訳である (図表 4)。

この方針変更については、新たな正副総裁が任命されてから4月4日の金融政策決定会合までの期間が短く、細部まで検討する時間が不足していたことを主因とする、いわば「見切り発車」によるものという見方もある。しかし、そのような事情があったとしても、「包括緩和」の下で多用されたように、執行部に対する「検討指示」を出した上で、次回以降の金融政策決定会合で細部を決定するアプローチをとることも可能であった。その意味で、金融市場局に対する細部の委譲は、新たな日銀における政策運営の考え方を反映していることが考えられる。

このような変更により市場関係者から不満や不安が示されていることは理解できる。大まかに言えば、日銀は「量的緩和」の採用以降、それ以前は金融市場局の裁量で行われていた

ことを操作目標に「格上げ」し、金融政策決定会合で決定してきた。デフレの継続と同じくらい長年に亘って、市場はこうした運営に慣れていたので戸惑いもあろう。しかし、日銀にとっては、市場の反応も政策意図としての「ポートフォリオ・リバランス」に伴う調整という面もある。また、新たな政策は質量両面で異次元の内容を持つだけに、その実行面では市場の反応をみながら「やってみる」面もあろう。だからこそ、4月4日の政策決定に関する公表文には「市場との対話の重視」という、異例な内容が含まれていた訳である。それだけに、逆に言えば、市場関係者の側から政策手段の実行に関して様々な働きかけを行う余地は多いし、それが実を結んでより良い方向へ修正されれば、市場関係者と日銀の双方にメリットをもたらすことになる。異次元緩和の下では、市場関係者と日銀との対話に関しても、新たなプラクティスがかたち作られることが期待される。

### ■ 3. 今後の展望

日銀が、異次元緩和によって2年程度の期間にインフレ目標を達成するかどうかは、本誌の別稿で専門家が詳細に議論されるであろうと期待し、本稿は日銀による政策論に焦点を絞ることとしたい。

仮に世の中の懐疑的な見方の通りインフレ目標の達成が難しい見通しになっても、日銀はコミットメントに沿って「量的・質的金融緩和」を強化することになる。

そこでまずは、国債買入れを再び大幅に拡大できるかという課題に直面するであろう。もちろん、日銀と市場との対話が進み、年限ゾーン別の買入れ等で修正が加えられ、市場機能面の副作用が少ない買入れが可能になっているかもしれない。あるいは、財務省も含めた検討を行い、国債発行計画の修正を図ることも理屈の上では考え得る。ただ、後者は国債管理政策の目的との調整が必要であるだけでなく、金融機関が「ポートフォリオ・リバランス」の結果として再び国債を買うという意味合いも持つだけに、日銀としても政策目的に照らして微妙な問題をもたらす。

こうした問題を抑制するため、クレジット資産の買入れ増加にウエイトを置くことも考えられるし、実際、市場関係者の間ではそうした期待が強い。ただ、その場合には市場規模の制約をどのようにクリアするかという課題がある。技術的には、日銀が買入れ適格の

プログラムを公表することで、いわば新規の組成を促すというやり方も考えられるが、最終的には、インフレ目標の達成に2年という時限を自ら設けている点が制約となることも考えられる。

インフレ目標の達成が難しくても、日銀が課題に直面しない事態があるとすれば、それは企業や家計が2%のインフレ率を身近なものとして捉えた結果、その実現にネガティブな意見が支配的となった場合であろう。そうなれば、世論がその代弁者である政治を通じて、インフレ目標の「より柔軟な」運用という流れを生み出すことはありうる。今後の世論がどう展開するかは、企業や家計が長年に亘って物価上昇を経験していないだけに予見しがたい。ただ、このような事態になった場合も、日銀が2%というインフレ目標を掲げたことの妥当性が逆に問われるという皮肉な展開になることも考えられる。

その上で、日銀にとって厄介なのは長期金利の安定が失われた場合であろう。実際、この問題はいくつか異なる理由から生ずる可能性がある。第一に、上にみた市場機能に起因する不安定性である。ただし、この場合は、多少の時間を要しても日銀と市場関係者の協力が身を結ぶことが考えられる。第二に、インフレ目標が達成される場合の金利上昇に伴うボラティリティである。この場合、金利上昇自体を完全に避けることは難しいが、日銀としてはFRBがLSAPで実現したように、長期金利の均衡値自体を押し下げる効果一つま

---

り、潜在成長率や期待インフレ率、リスクプレミアムをもとに「平時」に予想される水準と異なる状況に置くこと一に期待する面もある。これは一種の、「金融抑圧 (financial repression)」である。もちろん、金利上昇が景気回復を伴うのであれば、金融機関では、実物資産の価値上昇や預貸業務の収益改善も、コスト負担を軽減する面もある。

それらよりも対応が難しいのは、市場で財政ファイナンスが意識された結果としての長期金利の不安定化である。厄介なのは、日銀も市場も、財政ファイナンスが意識される条件をアプリアリに特定できないことである。国債発行額や発行残高に対して日銀が高いシェアを有する点や、国債の直接引受の有無は「必要条件」の一角をなすであろうが「十分条件」ではない。加えて、日銀自身にはコントロールしえない条件が関係する面もある。例えば、「必要条件」が揃っても、政府が信認のおける財政健全化計画を示していれば、財政ファイナンスが意識されない可能性もある。また、金融機関を含む民間投資家による国債消化構造の推移も大きく影響を与えるであろう。

いずれにせよ、財政ファイナンスへの意識によって金利がいったん不安定化すると、採りうる対応は限られる。例えば、日銀が国債買入れをさらに増加させると、市場の不安を煽るかもしれない。根本的には財政健全化が求められるが、不安に駆られた市場が求める時間的視野に合わせるのが難しいことは、欧

州債務危機の経験から明らかである。

実は、上にみたように異次元緩和を「前倒し」で行おうとしていることには、この問題も関係している可能性がある。つまり、政府が努力し国民の幅広い支持が得られたとしても、財政健全化が目に見える実績を挙げるには相応の時間を有する。加えて、経常収支の構造や国内貯蓄の動向を展望すると、国債の消化構造も徐々に変化がみられるであろう。これらを考慮すれば、大規模な国債買入れという政策手段を活用するのは早い方が良いと考えることに一定の合理性がある。つまり、先送りすれば、財政ファイナンスへの意識を含め、市場の受け止め方が不安定になるリスクがそれだけ増えるという判断である。

いずれにせよ、日銀にとっては、財政ファイナンスへの意識によって金利が不安定になる前に、予防策に徹することが不可欠となる。そのためには、上の議論から明らかなように、少なくとも二つのことが求められる。

第一に、政府に対して中長期的な財政健全化の努力を求め続けることである。事実、この点は「共同声明」に盛り込まれているが、今後、経済財政諮問会議等の場でインフレ目標のパフォーマンスについて説明を行う際にも、繰り返し訴えることが大切である。また、この点で市場や企業、家計の支持を得るよう努めることも大切である。

第二に、インフレ目標についても同じように、政府だけでなく、市場関係者や企業、家計を含む幅広い支持を維持するよう努めるこ



---

とである。インフレ目標は、現時点の視点に立つと、インフレ期待を醸成するためのものとみえる。しかし、長い目でみれば、金利が不安定化した場合も含め、不適切な政策運営に対してブレーキをかける役割も果たしうることを忘れてはならない。

日銀にとっては、いずれも「他人に対するお願いごと」に属する話であって、その立場は残念ながら強くない。しかも、本稿では紙幅の関係で触れることができなかったが、日銀が物価安定だけでなく、金融システム安定という政策目標も有していることを考えれば、結局のところ金利が不安定化した場合の全責任が日銀に戻って来る可能性もあり、上記のような「お願いごと」も交渉上は一段と厳しい面がある。

#### ■ 4. 実践的な政策論

黒田総裁が「異次元緩和」を公表して以来の多くの議論が、強力な支持と根強い懐疑論に分かれていることは、「インフレ目標」の適否などを巡る長年の論争の延長上にあるようにみえる。もちろん、金融政策に関する知見は理論と実践の繰返しにより発展していくのであろうし、「非伝統的金融政策」がそうであったように、日本の経験が海外に有益な示唆を与えることを考えれば、ここで活発な議論が戦わされることの意義は小さくない。

一方で、既にみてきたように、現在行われている「異次元緩和」は広範な金融ビジネス

や企業や家計の経済活動に変更を迫るほどの意味合いを持つ。それだけに、上記のような論争も重要だが、「様々に現実的な制約の下で、より効率的で副作用の少ない形で望ましい目標を達成するには、どうしたらよいか」という、実践的な視点での政策論も同じように重要であるし、現在の日本で行うことが求められているように思われる。

つまり、黒田総裁が「異次元緩和」を実行に移したことは、経済政策の中で物価安定の役割を委ねられた中央銀行の判断として尊重すべきである一方、それによって影響を受ける市場関係者や企業、家計からみてコストがメリットを上回るというので単に批判するのではなく、建設的な形で修正を求めていくべきである。なぜなら、異次元緩和が問いかけているのは、望ましいインフレ率や経済成長率がどのようなものか、という日本経済の大枠そのものであり、しかも我々は「アベノミクス」が図らずも明らかにした「有権者—議会—中央銀行」というガバナンスの構造を活用しうる立場にあるからである。

