



金融政策の「進化」について

—日銀政策委員会審議委員10年間の経験をもとに

キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問

須田 美矢子

はじめに

本日のテーマは“金融政策の「進化」について”です。進化と申しましても、私の評価によりますので、括弧付きといたしました。

—〈目次〉—

はじめに

1. 日銀での成績表
—量的緩和政策移行後の経済物価の推移
2. 金融政策の進化に向けての基本課題
3. コミュニケーション面での課題
4. 対話手段としてのインフレ目標
5. 金融政策枠組みの具体化を巡って
6. 物価安定の数値化
7. 政策運営の透明性向上の具体例
8. 金融政策の考え方の収斂：日銀とFRB
9. 時間軸の明確化
10. 金融政策手段の拡充
11. 中央銀行の財務の自立性

さらにサブタイトルとして“日銀政策委員会審議委員10年間の経験をもとに”としたのは、この10年間のことを中心にお話するという意味です。

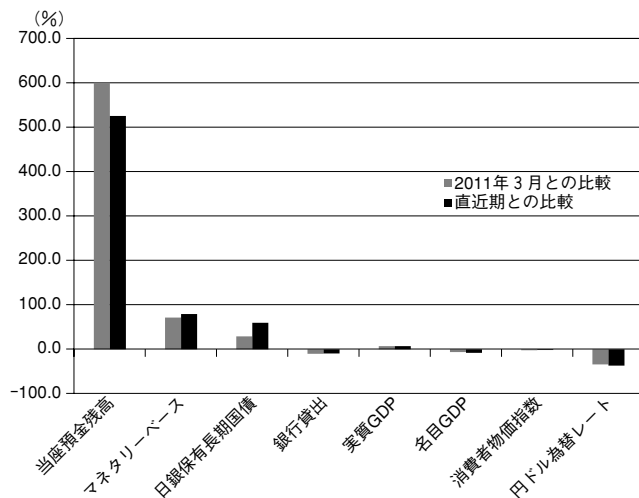
10年間と一言で申しましても、様々なことがございました。ポイントを絞ってお伝えします。

1. 日銀での成績表

—量的緩和政策移行後の経済物価の推移

最初にこの10年間の私の成績表という意味で、2001年3月の量的緩和政策移行後の経済物価の推移をご覧ください（図表1）。2006年3月に量的緩和政策を終え、2010年10月に包括的な金融緩和政策を実施しましたが、当座預金残高は2001年3月から10年で6倍に増えました。他方、マネタリーベースは倍までは行っていません。また、長期国債の保有量は、私の退任後の増加ペースが顕著です。な

(図表 1) 量的緩和採用時〈2011年 3月〉との比較



おこの間のオーバーナイト金利は一時期（2年半程度）を除いてほぼゼロ金利です。

このような金融緩和政策にもかかわらず、銀行貸出や実質および名目GDPはほとんど上昇していません。結局、实体经济にはあまり影響が及んでなかったということです。

金融政策の目標は物価の安定なので、消費者物価に注目しますと、それにもほとんど変化がみられません。わずかにマイナスとなっているくらいです。また、為替レートは円高となっています。これらが私に突きつけられた成績表です。

一生懸命仕事をしたつもりでも、この間、9.11からリーマンショック、3.11と大きなショックに見舞われ、デフレから脱却し物価が安定するところまで任務を全うすることができなかったということです。

一方で、私が日銀に入る前後には、アグレ

ッシブな金融緩和政策を採らなければ日本はデフレスパイラルに陥ると批判する人が多かったことも事実です。しかし消費者物価の変化は原油価格による変動はありますが、この10年間でマイナス2%程度です。年平均でみればほんのわずかなマイナスです。つまり日銀の政策を批判する多くの方が指摘したデフレスパイラルは生じませんでした。次に述べるようなアグレッシブな金融緩和政策は採られませんでした。なぜデフレスパイラルが生じなかったのかは、批判者にとって1つの追求テーマであるようです。

日銀批判の1つは中銀マネー（ベースマネー）の供給が足りないということ。これは、マネーの多寡と物価動向とを直接結びつける考え方によるものです。中央銀行は結果で評価されることが多く、実際に物価が上がらなかったことがそのような批判につながりまし

た。また、リーマンショック後、米欧が中銀マネーをどんどん増やしていくと、円高が進む中、日銀のマネー供給が消極的すぎるという批判が高まりました。

日銀批判には、クルーグマンの主張にあるように、高いインフレ目標を設定し、あらゆる手段を使ってそれを実現させようとする調整インフレ論もありました。

バーナンキFRB（米連邦準備制度理事会）議長は議長になる前に、大量に国債を購入し同時に減税政策をするといった、俗に「ヘリコプター・ベン」といわれる政策を推奨しました。あるいは学者時代には大規模介入による円安誘導論も展開していました。

彼らを含め多くが求めたのが、インフレーション・ターゲティングの採用です。物価は人々のインフレ予想によって大きく影響を受けるので、インフレ目標を具体的に設定して、インフレ予想に働きかけることをすべきであると。また日銀の追加緩和に対して消極的にみえる姿勢もかなり問題視されました。

イグジットについての批判も受けました。その代表例は私が就任する前のゼロ金利解除ですが、私が関与した量的緩和政策の解除についても後から批判を受けました。量的緩和の解除はスムーズにできたと思っていますし、当時の評価もそうでした。しかし消費者物価の下方改定が思ったよりも大きく、再び物価が下落するようになると、早くイグジットしすぎたと批判が出ました。

このように様々な批判を受けましたが、リ

ーマンショック後は、諸外国の中央銀行や学者は日本の経験や欧米で起きたことを目の当たりにして、完全ではないにしても、ようやく日銀に理解を示すようになりました。金融政策は万能薬ではないこと、金融政策のガイドとしてマネーを重視しすぎるのは賢明ではない（unwise）こと、リザーブの増加は単に積み上がっているだけで大した影響はないことなど、バーナンキ議長から発信されています。クルーグマンも日米の金融政策について、予想インフレをコントロールすることの難しさを認めています。

他方、厳しくなったのは、日本の政治あるいは政府からのプレッシャーです。経済が悪化すると、どこの国も同じで、リーマンショック後は米欧でも政府あるいは政治からの中央銀行批判が強まりました。

■ 2. 金融政策の進化に向けての基本課題

こうした批判に耳を傾けつつ、金融政策の改善努力は常に行っていました。ただそれについて述べる前に、指摘しておきたいことは、経済をしっかりと見通せれば、多少政策が遅れたり早すぎたりしても、それほど問題ではなく、要はどれだけ経済や物価の見通しをしっかりと持てるかが重要だということです。

自分なりの経済物価見通しを持ち、リスクバランス判断ができるようになるには、大量の日銀資料や外部のレポート、日々発表され

るデータやマーケットのチェック、マスコミ報道など、内外を問わず目を通す必要のあるものが山ほどありました。外部ヒアリングも大切でした。10年間を振り返ってみて一番時間を要したのは、この点でした。

金融政策の改善努力は各国中銀で行われていましたが、各国の長い経験を経て、金融政策の考え方はグローバルにかなり収斂してきました。

1つは金融政策の主たる目的は物価の安定であるということです。日本では日銀法第2条にあるように、「物価の安定を図ることを通じて、国民経済の健全な発展に資すること」です。これを前提とした課題は、物価安定の具体的な姿の追求でした。

目的達成に向けた金融政策の望ましいやり方は、インフレーション・ターゲティングを採用しているか否かで実質的な違いはなくなりました。インフレーション・ターゲティングも柔軟なものとなり、目標達成期限についても全く定めていないか定めていても中長期というのが多くなっています。また目標達成違反の罰則については説明責任が課されるという程度です。罰則の例としてよく言及されるBOE（英中央銀行）の公開書簡について、キングBOE総裁は理事時代に、それを出さなくて済むようにすること自体が目的ではなく、目標からの乖離にどう対応していくか説明することに意味があると述べています。

要するに、望ましいやり方は、ルールどおり、つまり機械的なものも、完全に裁量的な

ものもだめで、「制限された裁量政策」であることが、中央銀行のグローバルスタンダードになってきました。それを日本の特徴を踏まえてどのように具体化していくかが重要な課題でしたが、それは日本銀行だけでできることではありません。重要なのは、市場や国民との対話を図り、透明性を強化しながら議論を重ね、具体的な形を作り上げていくことでした。

■ 3. コミュニケーション面での課題

透明性の強化は、中央銀行の説明責任という意味でも重要ですが、同時に、金融政策のやり方を国民やマーケットの方々に理解してもらうことで政策の不確実性を減らし、政策効果を高めることができます。

しかし透明性向上につながるコミュニケーションは容易ではありません。金融政策に関する人々の関心の程度は知識や仕事などに応じてかなり幅があり、情報発信に対する反応は様々です。おそらく今、中央銀行に携わるだれもが、コミュニケーションは難しい課題であると受け止めていると思います。

実際、日銀はデフレ克服への熱心さが足りないといった誤解を受けましたが、対話が十分でなかった面は否めません。量的緩和政策にあまり効果がないといいながら追加緩和することに、「政策をやる前からあまり効果がないというのはけしからん」、「もっとマーケットの期待に働きかける意図を持ち、効果が

あるというべきではないか」といった批判を受けました。かといって、信認にかかわりますので過大な期待を生じさせてはいけません。日銀は2月の決定会合で、物価安定への姿勢が消極的であるという誤解を解消させるために、物価安定に向けての発信を強めましたが、政策運営の在り方についても変更を示唆したと受け取られ、マーケットとの間に認識のギャップが生じました。どうやれば自分たちの政策を過不足なく発信できるかは、依然として大きな課題の1つだと思います。

各会合での政策決定については、当然、既に示されている政策のやり方にそった、納得のいく説明が求められます。そうでなければ先行きの政策を見通せないからです。先行きの金融政策についての道しるべの出し方についても、各中銀で異なりますが、かなり複雑なことをわかりやすく発信するとともに、前提条件があることを認識しておいてもらう必要がありますが、これはなかなか困難です。

ゼロ金利になった後、量的緩和や、非伝統的政策がどのように实体经济や物価に影響を与えていくかよく見通せない中で、コミュニケーションの向上を図ることはさらに難しい。その意味では、政策対話が楽であったのは、ほんのわずかですが金利があった時期です。金利の上げ下げが、そのまま金融の引き締めと緩和につながるということは日本全国の方にわかっただけにいます。金利の話となると「もっと上がるのか」とか、「それは引き締めですね」という質問や意見が出て、

対話を深めることができました。

今後、まだまだ非伝統的な金融政策が続きますし、不確実性が高い経済状況ですので、対話力を強める努力は欠かせません。

情報発信には、わかりやすさとスピードも大事です。正直、最近の展望レポートは量が増して、これでいいのかと感じています。なるべく基本部分は要点を絞って書いた方がよいと思うからです。ただそうしようとすると、展望レポートを作る作業は大変になります。載せる・載せないといった調整コストが大きくなるからです。

また米国の議事要旨の発表が早いので、日本も早く出してほしいとの声がありますが、日銀の場合、議事要旨は決定会合での決定事項だと日銀法で決まっていますので、次回会合前に議事要旨を出すことはできません。それでもできるだけ早く情報を公表することは意識していて、今後も様々な面で一層努力する必要があると思っています。

■ 4. 対話手段としてのインフレ目標

コミュニケーションの手段として、インフレーション・ターゲティングも検討課題の1つでした。インフレーション・ターゲティングを採用したら、物価の推移に焦点を当てることで先行きの金融政策についての対話がわかりやすくなるのではないかと。対話手段としてのその採用の是非は、私が日銀に入る前の

2000年に政策委員会で既に話し合われていました。その後も折に触れて考察の対象となりました。

諸外国ではサブプライム問題が起こる前、つまり「グレート・モデレーション」といわれるインフレ率が低く安定的な成長が持続できていた頃は、インフレーション・ターゲティングの全盛期のようなものでした。採用国の中央銀行は自信たっぷり、物価を安定させておけば、経済も安定するという主張が強かったのです。

しかし、リーマンショック以降は、物価が安定しているだけでは経済は安定しないということがわかりました。

この点は、日本では過去の経験から周知のことです。日本では、0.5%に届かない低いインフレ率のもとでバブルが起こっているわけです。当時は物価上昇を懸念しつつも実際の物価が上がっていかないため、金融引き締め政策ができませんでした。そして結果的には経済や物価の変動は大きくなりました。バブルの経験から見通しの範囲内での物価安定が予想されたとしても、中長期的な物価安定が実現できるとは限らないという考えを持っている日銀と、物価さえ安定していればうまくいくというインフレーション・ターゲティング派とはなかなか議論がかみ合いませんでした。

しかし、金融危機を経た後は、キングBOE総裁も「物価安定は経済全体の安定を保証しない」と発言していますし、BOEはインフレ目標値よりもかなり高いインフレ率がずっと続いていたにもかかわらず追加緩和策を採っ

てきました。物価だけで金融政策をわかりやすく説明することは困難となっています。

■ 5. 金融政策枠組みの具体化を巡って

それでは、具体的な政策経験をもとに、日銀ではどのように「制限された裁量政策」を具体的な形にしていったか—進化させていったか—についてお話しします。

まず、金融政策の考え方については、政策目標と現状・先行きの経済物価情勢判断をもとに、示すことが大事です。例えば、後に参照しますが、イエレンFRB副議長が言及しているテイラールールのようなものを用いるなら、目標インフレ率や潜在成長率と現状のインフレ率や経済成長率とのギャップ、つまり目標からの乖離度合いに応じて、採るべき政策が求まります。

このような考え方を示しておけば、政策の先行きについても経済物価情勢の先行き判断が示されていれば市場はそれを想定できます。ただ先行きについては完全予見というわけにはいきませんので、経済物価の見通しの蓋然性、それが下振れ・上振れする可能性がどの程度か、それをどう評価しているか（リスクバランス）も示しておく必要があります。そして政策効果を評価しておくことも必要です。

そうすれば、政策の先行きについて具体的にいわなくても、これらを材料にこれからどういう政策を採るのかを、自ずと市場が織り

(図表 2) 中長期的な物価安定の理解から目途へ

2006年 3月 9日 0～2％程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1％の前後で分散していた。
2007年 4月27日 「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2％程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1％の前後で分散している。
2008年 4月30日 「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2％程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1％程度となっている。
2009年12月18日 消費者物価指数の前年比で2％以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1％程度を中心と考えている。
2010年 4月30日 同上
2011年 4月28日 消費者物価指数の前年比で2％以下のプラスの領域にあり、中心は1％程度である。
2012年 2月14日 「中長期的な物価安定の目途」は、日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を示したものである。この「中長期的な物価安定の目途」について、日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率で2％以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1％を目途とすることとした。

込んでくれます。その上で政策を実行するというのが望ましい姿です。

もっとも、不確実性が強い状況下ではそれだけでは金融政策の先行きを十分に見通せません。それについてより明確な情報発信を市場が求め、それに答えるためには、見通しと金融政策の関係についてより明確化することも課題になります。

6. 物価安定の数値化

さて、金融政策目標の具体化については、物価安定の数値化を巡る「進化」を(図表2)で示しておきます。2006年3月9日に初めて

数値を出したときから、今年の2月14日の「中長期的な物価安定の目途」の発表までです。

2000年の物価安定を巡る議論では、数値を出すことが念頭にありましたが、結果として出せませんでした。大きな理由は、短期と長期で金融政策の目標と整合的なインフレ率は異なるからということでした。

その頃、中国の台頭もあって、外国から安い物の輸入が増えていました。それに加えて技術革新による生産性の向上といった物価を押し下げる要因が働いていましたから、短期的に望ましいインフレ率は長い目でみた場合に比べて低いだらうと。でも公表する数値は

1つだから、結果的に出せないということになったようです。

その後も数値の公表は何度も議論の対象になりました。しかし望ましいインフレ率はわからないというのが私の実感でした。量的緩和政策を解除するとき（2006年3月）、その後の金融政策を巡る対話を明確化するためには、数値の公表が必要だということになりました。「望ましいインフレ率」はよくわからないので、委員それぞれが何らかの意味で頭に描いている数値を出しました。私は国民の物価観を主に念頭に置いて、私が物価安定だと理解する数値を出しました。委員全員の数値を集めると、0～2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きく異ならないと。そして「中心値は、大勢として、概ね1%前後で分散」ということで、クリアな形ではありませんでしたが数値を出せました。そうであるがゆえ、数値を公表しても期限を区切って目標達成を促すようなインフレーション・ターゲティングの採用とは受け止められませんでした。これは「中長期的な物価安定の理解」としての数値公表とともに、後で述べる金融政策運営の新しい枠組みをうまく作り上げることができたからだと思います。

ここで数値を出せたのは、個々人の数値を持ち寄ることにしたことで、出しやすくなったということがあります。FRBもこれを参考にしたようです。

なお、(図表2) から「1%」の強調度合

いが時とともに微妙に変化していることがわかります。また、私が退任した直後の2011年4月28日、発表文からは「委員」が消えており、2012年2月の数値の組織決定へ向けての準備が始まったとみています。

物価安定の数値の公表を2000年3月に検討し始めて、数値として出せるまで6年、組織決定するまでにさらに6年かかりました。なぜそんなに時間がかかったのか。インフレーション・ターゲティング採用国にいろいろ聞きに行きましたが、目標数値の決定は、足元までの平均値をほぼそのまま持ってきたり、それまで高すぎる場合暫定的な目標値をとりあえず決めたりしていて、数値の選択に大きく悩んだということは窺えませんでした。日銀はインフレ率がマイナス圏内にあるときにそれについて考えたので、そもそも最適なインフレ率は何%かと、理論的・実証的に様々な方向から検討することになり、考えれば考えるほど難しくなったということがあります。

公表に当たっては、実際に数値を出すことで、その数値を何が何でも実現しろと調整インフレ論的な議論が強まったり、目標と足元や見通しの物価とを比較して、機械的な政策運営を行うことを求められることになったりしては困ります。政策のスタイルが変わらない中でうまく具合に数値が出せるタイミングはないだろうか、その方が世の中に混乱を与えないので望ましいと考えていました。

そう考えると、この2月に日銀が数値を組織決定し発表したのは、本来見直し時期であ

る4月の展望レポート時にすればより冷静に受け止められたと思いますが、そうする環境が整いつつあったのではないのでしょうか。ボードメンバーの物価安定の見方が収斂していること、1%はマーケットの中長期的なインフレ予想と乖離がないこと、インフレーション・ターゲティング採用国でも政策運営は機械的でなくなっていることなどからです。実際、「1%」という数値がサプライズを呼ぶことはありませんでした。

唯一懸念しているのは、足元がまだデフレから十分に脱却していないものの政策手段に限られている中で、物価1%上昇のハードルはやはり高いのではないかということです。コストプッシュでインフレになることは、今後の資源価格の上昇、ないしは海外がインフレ気味になりその波及ということであるかもしれません。しかし内需が増えて物価が上がっていく姿は期待成長率が高まっていかないとなかなか想定できないので、「1%を目指す」ことが政策運営上変なプレッシャーにならないければよいが、と思っています。

■ 7. 政策運営の透明性向上の具体例

数値の公表以外の透明性強化については、ここでは(図表3)あるように、特に印象に残っている、量的緩和政策解除に向けた、2つのケースについてお話することにします。

最初のケースですが、日銀は物価上昇率が「安定的に0%以上」になるまでは量的緩和を続けるといってきました。日本はデフレからなかなか脱却できないという見方が変化した2003年春以降—これがいわゆるパーショックとなって長期金利の大幅変動につながりましたが—、インフレ率0%が頭をよぎるようになると、「安定的に0%以上」をよりクリアにするために、説明が求められることはわかっていました。そこで、実際に解除が行われた2006年からみれば相当早い2003年10月に、(図表3)にあるように「安定的に0%以上」の明確化を行いました。

もう1つの重要なケースは、量的緩和を実際に解除したときの透明性強化です。量的緩和政策の解除条件の1つは、直近公表の物価上昇率が数カ月均してみて0%以上、と明確化されていたので、非常にわかりやすいコミットメントだったわけです。量的緩和の解除後はそれがなくなります。ならば今後、金融政策の道標をどうするか、どうやって市場と対話していったらいいかと、いろいろ考えて作り上げたのが「新たな金融政策運営の枠組み」です。これは(図表3)にあるように、「中長期での物価安定の理解」として数値公表し、2つの柱による経済物価情勢の点検を踏まえ、当面の金融政策運営の考え方を発表していくというものです。

展望レポートで蓋然性の高いシナリオを出していますが、そのシナリオが金融政策目標である「物価安定のもとでの持続的な成長」

(図表3) 透明性強化

2003年10月

(消費者物価除く生鮮食品の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで、量的緩和政策を継続することを約束)。

①直近公表の消費者物価指数前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要(具体的には数カ月均して確認)②CPIの前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要。この点は、展望レポートにおける記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていく。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、CPIの前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要。

—こうした条件は必要条件であって、経済物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる。

2006年3月

1. 新たな金融政策運営の枠組み

①物価の安定についての明確化

②二つの柱に基づく経済物価情勢の点検

—第一の柱では、先行き1~2年の経済物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかどうかという観点から点検する。

—第二の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検。具体的には、例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる。

③当面の金融政策運営の考え方の整理

以上の二つの柱に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には経済物価情勢の展望において発表していく。

2. 物価の安定について

消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。

パスに乗っているのか、乗りそうか、外れているのかを評価するのが第1の柱です。なお、重要なのは中長期的な物価安定なので、金融政策運営上、1~2年のスパンだけで物価安定を考えるのは問題です。そのためには、バブルの芽が生じていないか、金融不均衡が蓄積されていないかを検討することが重要になります。第2の柱では、展望レポートよりも長い期間を想定し、そのリスクがないかということも考えます。もちろん見通し期間内のリスクもしっかり評価して、それを金融政策に織り込んでいきます。

サブプライムローン問題が顕現化する前の2006年3月の時点で、バブルへの対応を明示

的に考慮に入れた政策の枠組みを作り上げたことは、先進的だと評価しています。

■ 8. 金融政策の考え方の収斂： 日銀とFRB

FRBがゴールとして数値を組織決定したのは今年1月ですが、「FRBが現在日本が行っている政策に近づいてきた」といった趣旨の白川日銀総裁の発言が報じられていました。確かにゴールはFRBの方が先に出しましたが、ステートメントでは、政策決定は、長期的なゴール、中期的な見通し、そしてリスクバランスの評価を反映するが、リスク評価には

ールの達成を阻害しうる金融システムに対するリスクを含むと明文化しています。

従来、金融システムの問題と金融政策は分けるのがFRBの基本的考え方でしたから(いわゆるFedビュー)、このステートメントをみたときに「あっ、近づいてきた」と私も思いました。その後、日銀も組織決定としてのゴールの数値を出しましたが、日米ともに持続的な成長や雇用の最大化など实体经济への目配りもしっかりしており、政策の運営方法は非常に似てきていると感じています。

金融政策の枠組みを進化させるべく、日米共に今後も、金融政策のガイダンスや経済物価見通しの公表を巡って、様々な改善努力が行われるだろうと思います。日本の場合、先行きの政策金利パスをどう示すかということも将来的には検討課題になるでしょう。

かつて日銀の見通しでは、政策金利一定が前提でしたが、2006年4月の展望レポートから政策金利を内生化することにしています。マーケットが織り込んでいる政策金利パスを参考にして委員が個別に考え、それを前提に、各々見通しを出しています。そこに金利上昇が織り込まれていれば、見通しどおりであっても金利引き上げが示唆されることとなります。

見通しに織り込まれている以上の政策変更は、政策の考え方は変わらないとして、メインシナリオの変更ないしは下振れ・上振れリスクに関する評価の変更によって促されます。シナリオの下振れや下振れリスクの高ま

りがないとき、あるいは上振れ気味のときに追加緩和が行われると、先行きの政策を巡る市場との対話がスムーズでなくなります。

少なくとも下振れ方向での判断の修正がない中で、「ゆるやかな回復経路への復帰をより確実なものとするため」に追加緩和を行った2月以降、そういった面がなくはありません。金融政策の考え方について市場との間にギャップが出てしまうと、政策の織り込み方に混乱が生じ、市場の不安定化につながりかねません。FRBも見通しの下振れや下振れリスクの増大のありなしで追加緩和について市場と対話をしています。日銀にも早くそのような立て直しを期待したいと思います。

9. 時間軸の明確化

日銀が金融政策の透明化向上に向けて積極的に取り組んだことの1つに、時間軸の明確化・強化があります。これは、金融政策の先行きについて明確化することで、政策運営の不確実性を減らし、リスク・プレミアムの縮小を通じて長めの金利を低く保つことを可能にします。その結果緩和効果を高めることにつながります(時間軸効果)。

ここ数年間の展望レポートにおける書きぶりを(図表4)で示していますが、最近だんだんこの時間軸が強められていることがわかります。今は「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買

(図表4) 時間軸の明確化・強化

09年10月30日

金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである。

10年4月30日

金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央技能としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

10年10月28日

日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、…中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。…「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続する。

11年4月28日

「中長期的な物価安定の理解」に基づき、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

11年10月27日

金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

12年4月27日

日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないことを条件としている。

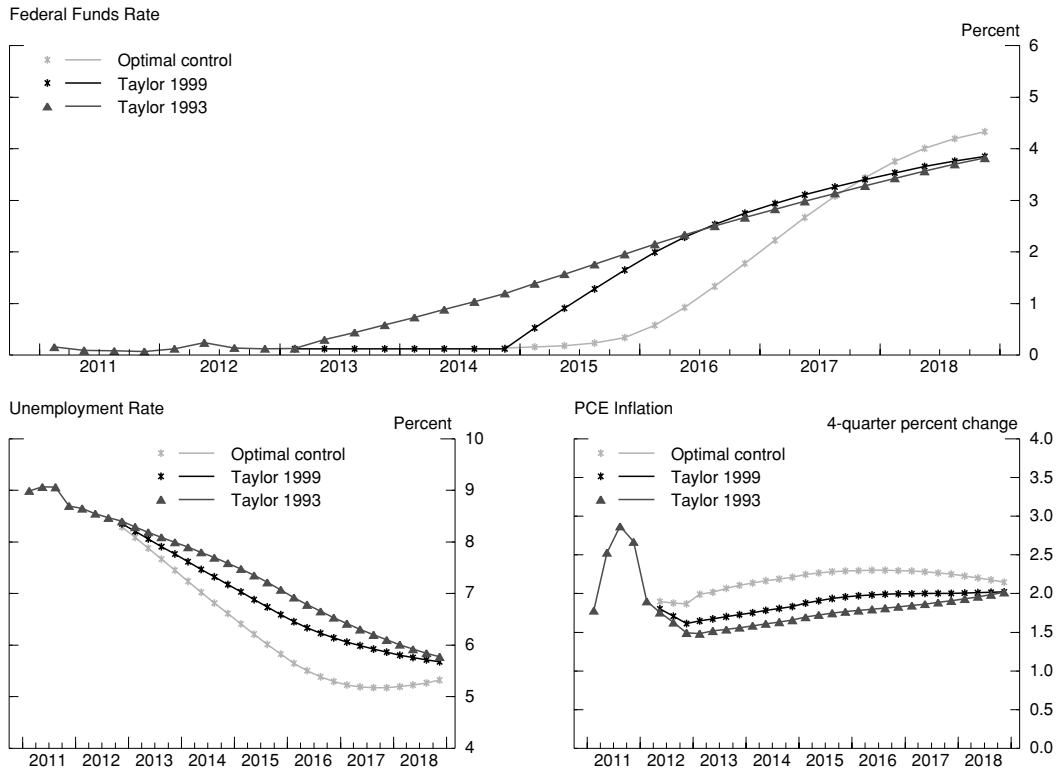
入れ等の措置により強力な金融緩和を推進していく」いう方針を出しています。

FRBは時期を明示して、「少なくとも2014年の遅くまで、政策金利（FFレート）の異例な低水準が正当化される可能性が高い」としています。ただ異例に低い金利水準が現行の政策金利を意味するかどうかは明確ではありません。したがって出る指標の評価に応じて、最初の利上げ時期を巡る市場の思惑はかなり振れています。期限を示すとともにそれが現行の金利水準の維持を意味すると明確化

してしまうと、数字だけが独り歩きしてしまう可能性がありますので、あえてその点を曖昧にしているのかもしれませんが、いずれにしても、時間軸効果を狙ってどのような発信をするかは中央銀行の信認にもかかわることなので、かなり注意深い考察を要します。

イエレン副議長は、4月の講演で、先行きの政策について、ベンチマークとして、ある種の最適政策やテイラールールを用いて政策パスを描き、FOMC（連邦公開市場委員会）の時間軸のステートメントを正当化していま

(図表5) 米政策金利見通しのベンチマーク



(出所) Janet L Yellen 「The Economic Outlook and Monetary Policy」 April 11, 2012

す。(図表5)にあるように、それは、2014年までずっとゼロ金利が続いても、あるいは2015年まで続いても、おかしくない可能性を示しています。そのもとで失業率をみると、テイラールールのもとでは、均衡失業率（現在大勢は5.2～6%と想定）へは2016年になっても到達しない見通しとなっています。

今FRBに対しては、緩和しすぎという意見と消極的すぎるといふ意見の両方があります。後者については、バーナンキは議長就任前に日本に対してあれだけアグレッシブな金

融政策をやれといていたのに、FRBの目標の1つである失業率がこれだけ高いのに、米国ではそのような積極的な政策を採らないのは問題だと。しかし、最適な政策であっても失業率の低下には非常に時間がかかり、さらに無理して下げようとしたら、どこかで歪が出るとイエレン副議長はいいたいのだろうと思っています。

こうしたことは、日銀が今行っている政策にもいえます。物価はなかなか上がらない。これを無理して上げるためにアグレッシブな

政策を採ると、結果的には経済物価の変動を大きくさせる可能性が高いと思います。バブル崩壊後、最適政策を採ってもゴールに到達するにはかなり時間がかかることを理解する必要がありますのではないかと考えています。

■10. 金融政策手段の拡充

金融政策の枠組みが整ったとしても、それを運営する手段がなければ意味がありません。日米でゴール達成まで時間がかかると想定されるのは、政策金利が実質ゼロとなり、長めの金利にも低下余地が小さくなっている中で、コストを勘案した上での有効な政策手段が見出せないということが背後にあります。

日本ではいち早くゼロ金利を経験していますので、その他の手段について副作用も考慮に入れた上で、効果的な方法は何かを具体的に考えていました。非伝統的政策は、实体经济への波及効果を見出しにくいということがありますので、諸外国の過去の経験も参考にしながら常に勉強し議論してきました。

10年間の長きにわたって金融政策に携わったことにメリットがあると私が感じた点に、非伝統的な政策手段について時間をかけていろいろ考えることができたということがあります。例えば量的緩和政策採用時にも、その効果があまり期待できない中、様々な資産の中から何を購入することが有効かについての検討を幅広く行っていました。それらの検

討が、金利の変更、時間軸の明確化、資産買入等の基金の創設からなる包括的な金融緩和政策を実施するときに非常に役立ちました。

ただ、金融政策独自でできることには限りがあります。長期国債の大量購入やリスク性資産の購入、あるいは外債購入は、禁じられている財政ファイナンスや財政政策の分野に踏み込むこととなりますので、通常、中央銀行がやるべきことではありません。非伝統的政策手段を用いた金融政策を独自の判断で、ぎりぎりのところ、どこまでできるのか気になるところです。

また非伝統的政策手段の全体評価はイグジットして初めて可能になります。当然のことながらそれらに踏み込むほど、イグジットは難しくなり、コストも大きくなります。

■11. 中央銀行の財務の自立性

最後になりますが、今後の政策運営を考える際にも重要となりますので、財政政策と金融政策の関係についてみておきます。

まず、英国のケースを用いてお話しさせていただくと、英国の2008年の「政府財政の枠組み」という報告書には、金融政策という言葉が何十回も出てきます。しかも「金融政策をサポートする」という言い方に限っても20回以上です。英国では目標インフレ率は政府が決定しますが、そのもとで財政政策の目標は、第一に、中期的にみて、健全な財政政策を確保することであり、第二に短期的には、

可能な範囲において、金融政策をサポートすることとなっています。このように、金融政策が物価安定の目標を達成できるには、財政節度が維持されている必要があります。その意味でも金融政策が目標達成に有効であるためには財政政策のスタンスも重要であることをしっかりと認識しておくことが大切です。

それでは財政が節度を守り中央銀行の目的達成のサポートに回るとして、中央銀行は何でもできるのでしょうか。学者はしばしば政府と中央銀行の予算を合算した統合政府で考えますので、例えばリスク資産の購入を中央銀行がやろうが政府がやろうが実質的には同じという結論を出してしまいます。日銀が日銀のバランスシートの健全性が保たれないと信認の問題が生じるということでリスク資産の大量の購入に躊躇すると、「庭先きれい論」だと批判されてきました。政府からサポートも得られ、通貨はいくらでも出せるのだから、そんなことを問題にする必要はないと。

しかし、最近、スイスが大量の外貨を買ってその結果巨額の為替差損を生じさせ、さらに、日銀を含め多くの中央銀行がリスク資産を保有し、財務が弱体化してきており、中央銀行の財務状況への関心が高まっています。

財務の健全性に関して、新日銀法では2つの制度廃止が決まりました。それは政府による「損失補てん制度」と、もう1つは日銀券の発行の裏側にしっかりとした安全な資産を持っておくべきという「発行保証制度」です。後者の代わりに、日銀券の価値は金融政策に

よる物価安定によって維持されることが求められ、他方、前者については、日銀が自主判断で行うのだから、損失は当然自己負担すべきだと。つまり、物価安定のために日銀が独立してしっかり金融政策をしなさい、しかしリスク資産をどんどん買うようなことは認められないということになります。

他方、損失補てん制度があって政府が損失を自動的に埋めることになっていたら、政府が保証するのだからリスク資産をどんどん買えということになり、政策の独立性は保てないでしょう。

結局は中央銀行のバランスシートの健全性の度合いを与件として、その範囲内でどの程度のリスクをとれるのか、ということで政策を考えていくことが、金融政策そして財務の自主性を確保するために必要だということです。金融政策がどのように進化しようとも、物価安定目標達成のための魔法の杖にはなりえないということだと思います。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の) 要旨である。構成：桜木 康雄