



2 0 1 5 年 3 月 4 日

日 本 銀 行

金融政策運営の課題

大和インベストメント・コンファレンス東京2015における特別講演

日本銀行政策委員会審議委員

宮尾 龍蔵

1. はじめに

間もなく、日本銀行審議委員としての5年間の任期を終了することになる。この間、内外の金融経済情勢、金融政策運営の両面で、大変多くの出来事があり、まさに激動の5年間であった。この間の出来事や経験を踏まえ、本日は、金融政策運営における課題について、いくつかの論点に絞って述べたい。

具体的には、次の3つのことを申し上げたい。①長期国債など大規模な資産買入れ政策の効果、②金融政策のコミュニケーション、③2%の物価安定目標へ向けた今後の道筋についてである。こうした議論を踏まえ、最後に、中央銀行による説明責任のあり方に関して若干の私見を述べ、終わりとする。

2. 大規模資産買入れの効果

長期国債など大規模な資産買入れの影響をどう評価するかは、近年の非伝統的な金融政策に関する最も中心的な論点の1つである。理論面、実証面の研究が相応に進展してきているが、政策の効果やコスト、そもそもの是非をめぐって、論争が絶えない。

一方、現実の実践においては、大規模な資産買入れ政策は、いまや米国、日本、欧州など主要先進国がいずれも採用する「一般的な」政策措置となった感がある。日本が「量的緩和政策」を先駆的に導入したのは2001-2006年であるが、それ以降、世界金融危機後の政策対応のなかで、各国が採用する量的緩和・資産買入れ策は大きな進展を遂げ、買入の規模、資産の幅ともに拡張された。

米国、日本、欧州の資産買入れ措置は、それぞれの詳細は異なるが、共通する特徴は、大規模な買入を実施し、かつ買入の継続期間について「オープンエンド性」を持たせている点である。米国は「物価安定が維持されるもと、労働市場の見通しが十分に改善するまで」、欧州は「2%以下でかつ2%に近いインフレ率を中期的に達成する経路へと継続的に調整されるまで」、日本は「2%の物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで」、それぞれの政策目標に

リンクさせる形で買入措置を継続することにコミットしている。これは、あらかじめ期限を区切った資産買入れと比べて、非常に強い緩和措置であり、次の3つの点から、より強力な効果を発揮しうるとみられる。

第1に、資産買入を継続する期間について、あらかじめ限定せず、政策目標にリンクすることで、目標達成に対する強い意志と決意を示している。日本の「量的・質的金融緩和」の場合には、2%目標の実現に強く明確なコミットメントを示すことで、予想インフレ率に働きかけ、同時に大規模な国債買入れによってイールドカーブ全体に低下圧力を加えることで実質金利を低下させ、民間需要を刺激する。一般に、オープンエンド性を付与することで、非伝統的かつ大規模な政策措置を相当な期間継続する姿勢を明確にし、その結果、長期金利や資産価格への働きかけを強めて金融環境を一段と緩和的として、企業収益や雇用・賃金の改善をもたらし、より強力な効果を発揮しうる。

第2に、緩和政策へ強力かつより長期にコミットすることで、民間部門の生産的なリスクテイクや「企業家精神」を促して、経済の供給面に好影響を及ぼす可能性がある。たとえば、①事業構造の転換や新たな需要の掘り起こしなどを後押しする、②新技术を体化した設備投資や研究開発投資などを促す、といった取組みにつながれば、資本ストックを増加させ、全要素生産性を高めることができる。経済の供給サイドが改善し、国全体の恒常所得見通しが改善することで、需要の持続的な増加へとつながることが期待できる。¹

第3に、オープンエンドである結果、市場が予想する買入期間は、経済見通しの変化に応じて、変化しうる。仮に経済見通しが下振れても、予想される緩和期間が長期化するため、緩和効果が強まり、その結果、目標達成時期が近づくという安定化メカニズムを内包している。

¹ 積極的な金融緩和政策が、企業設備投資や研究開発投資、長期失業などを改善して、経済の総供給や中長期のトレンド成長へ影響を及ぼしうる——したがって金融危機後の総供給やトレンド成長の悪化を阻止すべき——という議論は、米国の政策当局でも注目されている。たとえば、FRBエコノミストによる分析：Reifschneider, Dave, William L. Wascher and David Wilcox, "Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy," Paper presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, November 2013 を参照。

では、大規模な資産買入れとそのオープンエンド・アプローチは、別の非伝統的手段である「政策金利のフォワードガイダンス」、すなわちゼロ金利あるいは超低金利をより長期に継続するとの約束と比較して、どう評価できるだろうか。

ここでは、2つの観点から議論してみたい。

第1は、金融環境（長期金利や資産価格など）への影響という観点である。大規模な長期国債買入れは、タームプレミアム部分に低下圧力をかけるだけでなく、将来の短期金利の予想経路にも影響を及ぼしうる。長期国債を大規模かつより長期に保有することで、異例の緩和措置をより長期に継続する——したがって、結果的にゼロ金利や超低金利政策もより長期間続ける——というシグナルと市場が受け止めると、予想短期金利の部分にも下押し圧力がかかる可能性がある（「シグナル効果」）。他方、ゼロ金利のフォワードガイダンスでは、将来、政策金利の引上げが望ましい局面になってもゼロ金利を続けると事前に約束することで、短期金利の予想経路を引き下げ、長めの金利に低下圧力を及ぼす。ただし、その約束は、実際に利上げが望ましい局面になると破られるという誘因を持つ（事後的には反故にすることが望ましい）ことから、「時間非整合（time inconsistency）」の問題を含んでいる。大規模かつオープンエンドの長期国債買入れがもたらす「シグナル効果」は、時間非整合性の誘因を抑えるコミットメント・デバイスとしても機能する可能性がある。以上から、大規模な国債買入れは、緩和的な金融環境を実現する上で、より大きな効果を発揮しうるとみられる。

第2の観点は、マネタリーベース拡大の含意についてである。長期国債買入れのオープンエンド・アプローチには、負債サイドでマネタリーベース、とりわけ準備預金が大規模かつより長期に拡大するという含意がある。一方、金利のフォワードガイダンスには、このような量的な側面は存在しない。

流通市場から長期国債を買入れて、マネタリーベースとりわけ準備預金が増加することは、どのような経済効果がありうるだろうか。最近の学界

の研究では、この問題に対して理論的な分析が試みられており、定性的なメカニズムとしては、以下のような効果が考えられる。政府の長期負債（長期国債）が中央銀行の短期負債（準備預金）に置き換わる結果、政府と中央銀行から成る政策部門全体でみると利払い費用が減少し、少なくともその意味でシニョリッジ（通貨発行益）が発生する。ここで、政府の将来にわたる財政支出計画を一定とすると、シニョリッジが発生した分、政府の予算制約式において追加的な財政余地（fiscal space）が生み出される。その生み出された財政余地が、先々の財政支出の増加もしくは減税にまわれば（あるいは、そのように民間が予想すれば）、景気を刺激することができる。²

このような長期国債と準備預金の交換に基づく潜在的な景気刺激効果は、ゼロ金利政策のフォワードガイダンスには起こりえず、大規模かつ長期のバランスシート政策に固有のものである。もちろん、現実の政策実践においては、生み出された財政余地の利用をきっかけに、政府の財政健全化努力が後退したと市場に疑念をもたれるリスクがあり、注意が必要である。実際、理論分析では、時間を通じた政府の予算制約式が成立しており、財政収支は最終的に均衡することが前提となっている。日本の場合、政府は中長期の財政再建にコミットする姿勢を明確に示しているが、それはこの理論分析においても重要な前提となっている点は強調しておきたい。

以上議論してきたように、大規模な資産買入れ政策とそのオープンエンド・アプローチには、実質金利などを通じた伝統的な波及経路に基づく効果や、経済の供給サイドを通じた効果をより強めるという側面に加え、政策金利のフォワードガイダンスに伴う「時間非整合性」を抑制する効果も期待される。さら

² このような潜在的な景気刺激効果は、最近の理論研究で一般的に議論されてきている。たとえば、Buiter, Willem H.(2014), “The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always,” *Economics* 8, 1-53、Gali, Jordi (2014), “The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus,” *CEPR Discussion Paper* 10165, September.などを参照。後述する通り、これらの理論分析は、時間を通じた政府の予算制約式が前提となっており、「物価の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level）」や「財政ドミナンス」を論じるものではない。

には、シニョリッジを通じた潜在的な景気刺激効果も、理論的なメカニズムとして示唆される。

その政策アプローチが全体としてどの程度の緩和効果を発揮しうるのかという問題は、将来の正常化あるいは引締めの際、それをどのタイミングでどの程度調整すべきかという論点とも密接に関わってくる。マネタリーベース拡大政策に、ここで論じたような多面的な景気浮揚効果が内包されているのであれば、その政策アプローチの調整ならびに転換、あるいはそのガイダンスには、逆の引締め効果が働くことになる。目標達成が十分近づいて正常化プロセスを検討する際には、政策金利に関する調整やガイダンスとの組み合わせなども含めて、適切な調整が図られることになろう。

3. 金融政策運営のコミュニケーション

非伝統的な政策運営を実施するなかで、コミュニケーションの重要性は、近年一段と高まっている。各国の中央銀行は、数値を伴う政策目標の導入、自らの政策アプローチの明確化、先行き経済の見通しの公表など、透明性と説明責任を高める努力を続けてきている。独立性を付与された現代の中央銀行にとって、透明性と説明責任を高めることは、信認を確保するうえで極めて重要である。

一方で、コミュニケーションのあり方について、課題も少なくない。

第1の課題は、経済に基本的な構造変化の可能性がある場合のコミュニケーションの困難さである。たとえば世界金融危機後のグローバル経済は、債務の削減・バランスシート調整という重荷があり、回復ペースが予想を下回り、各機関が公表する成長見通しも下方修正が繰り返されてきた。IMFの世界経済見通しでは、新興国を中心にグローバルな設備投資を過大に見積もってきたことが下方修正の要因とされている。³ 日本に関しては、近年の景気回復は、輸

³ IMF World Economic Outlook (2014年10月、第1章)を参照。グローバル経済の回復ペースの鈍化は、生産性低迷や持続的な需要不足——いわゆる「長期停滞論 (secular stagnation)」——にも通じるものであり、活発な論争となっている。

出主導ではなく内需・消費主導でもたらされており、一段のグローバル化を背景に、経済構造の転換が進行している可能性がある。いずれも経済の持続的もしくは構造的な変化の可能性を示唆しており、先行きの経済見通しに関する不確実性は決して小さくない。さらには、地政学リスクや欧州の政治情勢、原油価格動向など、予見しにくいリスク要因も数多く存在する。構造変化や様々なリスク要因があるなかで、先行き見通しのコミュニケーションの際には、具体的な数値に関するよりも、期待されるメカニズムが順調に機能しているかがより重要である。

第2に、政策アプローチに関する透明性と柔軟性のバランスの問題である。将来の政策アプローチを明確に示すことは透明性を高め、政策の予見可能性を高めることになる。ゼロ金利政策のフォワードガイダンスのように、それ自体に政策効果を高める側面も期待される。一方で、その際に提供される情報が具体的過ぎると（たとえば、参照する特定の経済指標やその数値の公表、具体的な期間の言及など）、意図に反してその部分だけが独り歩きをして市場の変動が大きくなり、政策対応の柔軟性や信認がかえって損なわれるリスクがある。

将来の政策反応に関する情報発信は、とりわけ、前述のとおり、基本的な経済構造や先行き見通しに不確実性があるもとでは、特定の経済指標や具体的な数値に依拠するよりは、多面的な指標や基本メカニズムに関する総合判断をベースとしたものにならざるを得ない。実際、日本では量的・質的金融緩和政策の先行きに関するガイダンスについて、「2%の物価安定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量的・質的金融緩和を継続する。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」という、ブロードなアプローチを採用している。政策目標という「制約」のもとで総合判断するという政策アプローチは、「制約付の裁量 (constrained discretion)」という柔軟なインフレ目標政策のエッセンスそのものである。日本を含む各国は、柔軟なインフレ目標政策の枠組みに依拠した実践をまさに行っており、総合判断のウエイトは今後も高いものになると予想される。

第3に、政策目標に関する日本に固有の課題であるが、我が国では、2%の物価安定目標の達成を目指すとともに、その新しい政策目標の浸透（国民の物価観を2%水準でリアンカリングする）という課題も同時に進めなければならない。この点は、他の先進国にはないチャレンジであり、その実現可能性について、さらに丁寧な説明を心掛けなければならない。

2013年1月、日本銀行は2%の物価安定目標を採用し、それは政府との共同声明に明記され共有されている。それ以前の政策目標は、「2%以下のプラスで当面は1%を目途」という表現であったが、従来よりも高い目標の値——正確には従来の表現の上限の値——を目指すのは、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組みが進展するとの認識に立脚している。この点、後述するように、この間の日本経済のファンダメンタルズは着実に改善してきており、認識どおりに推移している。2%目標の達成も、それを安定的に持続して国民の物価観を2%程度にリアンカリングすることも、十分に実現可能である。本年1月時点の経済物価見通しに基づけば、消費者物価指数の前年比伸び率は、2015年度を中心とした時期に2%に到達するとしている。私としては、その時期に多少の前後はあるとしても、原油価格下落による前年比でみた下押し部分が減衰してくるとともに、2%に基調的に近づいていく可能性が高いとみている。

4. 2%の物価安定目標へ向けた道筋

では、その2%の物価安定目標の実現へ向けて、今後どのような道筋を想定しているか、改めて説明しよう。重要なのは、景気の持続的な回復を伴う形で、物価上昇率が基調的に2%に向けて近づいていくかどうかである。

景気回復の持続性を、いくつかの観点から確認してみたい。

まず、過去2年ほど、すなわち金融緩和が一段と強化されるなかでの、経済のファンダメンタルズの改善は、企業収益率の高まり、雇用者所得の改善、雇用の質の改善、労働参加率の改善といった指標から確認できる（図表1～3）。また、対外純資産の蓄積は着実に進み、企業のグローバル展開の一段の進展によ

り海外からの純所得も基調的に高まってきている（図表 4）。さらに最近の原油価格の大幅な下落により、交易利得は大幅に改善していく。以上の動きは、いずれも、日本経済の所得形成力が持続的に高まってきていることを示している。

所得稼得能力の持続的な改善は、国内支出の回復を支える源泉である。好調な企業収益を背景に、企業設備投資は増加基調が明確になってきている（図表 5）。消費増税を契機に落ち込んだ家計マインドも下げ止まり、消費支出は底堅く推移している（図表 6）。経済全体の所得形成力がしっかりしており、消費の地合いは決して悪くないと判断される。

内需の改善基調は、需給バランスの持続的な改善をもたらし、労働需給タイト化の基調も継続する。これらの結果、物価上昇率および賃金上昇率の基調的な上昇圧力も高まるとみられる。今春の賃金交渉に物価の基調的な上昇が勘案されれば、昨年につき、賃金と物価が循環的に上昇するメカニズムも継続する。すなわち「所得→支出→物価→賃金→所得→…」という「好循環メカニズム」の2巡目が回ることになる。

その際、新技術を体化した企業設備の更新投資や研究開発投資、新たな高付加価値サービスや需要の掘り起こしといった前向きな取組みがさらに進展すれば、全要素生産性が高まり、所得と支出の増加基調やその持続性がより強まるだろう。そして、拡大された「量的・質的金融緩和」のもと、極めて緩和的な金融環境が、好循環メカニズムを金融面からも強力にサポートし続ける。経済のファンダメンタルズが改善するなかでの金融緩和措置は、より大きな効果が期待できるだろう。

経済の好循環メカニズムが持続していけば、「企業収益や雇用・賃金の改善を伴いながら、2%程度の物価上昇が持続していく」とする見方が幅広く浸透し、新しい国民の物価観が定着していく。昨年後半は、実体経済の回復がもたつくなかで、消費増税分を含む物価の上昇が「コストの上昇」、「インフレ懸念」とだけ意識され、マインド悪化につながった可能性がある。しかし、日本が目指しているのは、上記のような好循環のなかで実現し、持続するマイルドな物価

上昇である。長く続いたデフレ心理から転換し、人々の中長期的なインフレ予想が2%程度へと高まり定着していくためには、好循環メカニズムの継続が必要不可欠である。

この好循環メカニズムを継続し、デフレ心理からの転換を完成するには、ケインズの言う「合成の誤謬 (fallacy of composition)」が広がるリスクを最小限に抑えていかなければならない。「合成の誤謬」とは、個々の企業や家計にとっては理にかなうことでも、全員が同じ行動をとれば逆に望ましくない状況に陥ってしまうという問題である。個々の企業にとって、固定費の増加につながる賃金引上げ・基本給の増加は、競合企業との競争や先々の蓄えという観点から考えると、実施を見送ることが望ましいかもしれない。しかし、もし多数の企業がそう考えて賃上げを実施しなければ、家計の所得は増えず、家計マインドは慎重化して支出は低迷し、結果的に全体の売上は停滞する。多数の家計が将来に備えて消費を控えれば、ある人の支出は別の人の所得になるため、経済全体の所得は低迷する。多数の企業が、不確実性などへの備えから、必要な設備投資の先送りや取引価格の引き下げを続けると、やはり同じ問題が起こる。全体が低迷すれば、個々の企業の売上や家計の所得は低迷し、経済が浮揚しない。

このような「合成の誤謬」が広がるリスクを最小限に抑えるため、これまでも積極的な政策対応が図られてきた。機動的な財政運営、金融緩和措置の拡大、そして政府・経済界・労働界が主導する賃金引上げへの取組みなどは、いずれも、そのリスクを抑制するものと考えられる。経済のファンダメンタルズは着実に改善しており、そのなかで「備え・蓄え」から「支出・投資・分配」へとお金が回り続けることが極めて重要である。「合成の誤謬」の抑制が望ましいとの国民的な理解が広がり、各企業、各家計の意識の転換がさらに進んでいかなければならないと考える。

5. おわりに

現代の金融政策運営には、経済の基本的な構造変化の可能性を抱えるもとの、新たな政策に挑戦するという大きな使命が課せられている。国民や市場との対話に難度が増すことは避けられない。しかし、今日議論したような論点も含めて、より丁寧な説明を継続し、課題を共有することで、前向きな対話を進めていかなければならない。

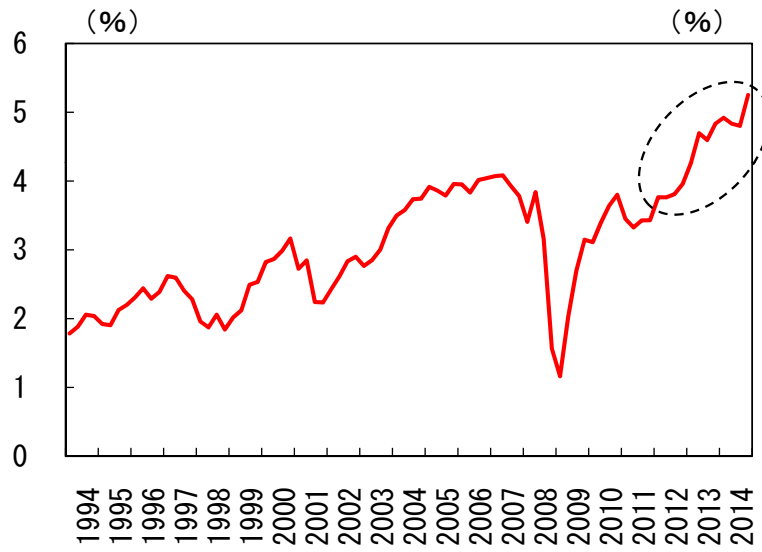
金融市場は、中央銀行が発する一言一句に神経を集中する。とりわけ、数値など具体的な情報発信に強く反応する傾向がある。どのマーケットにおいても、ファンダメンタルズよりも周囲がどう反応するかという予想を重視する「美人投票」的な側面がある。それだけに、時として、市場における過剰反応は避けられない。また、従来なら本格的に介入することがなかった資産市場にも直接かつ相当の規模で介入しているため、常に先を読み、周りよりも一歩先んじようとする市場の行動様式が余計に増幅されるのかもしれない。

そのような中での中央銀行による市場や国民との対話は、今後一層、メカニズムや総合的な判断に依拠したものにならざるを得ないだろう。「もっと明確に、もっと具体的に」という市場の要求に際限はないが、システムティックな政策反応関数を定義することが実際上困難ななかで、そうした要求に応え続けることは、経済厚生を高めることには必ずしもつながらない。基本的な透明性は確保しつつ、裁量的な総合判断のウエイトを高めることが、これからの中央銀行に望まれる説明責任だと考える。そうした認識が、国民そして市場に、幅広く共有されることを願ってやまない。

以 上

(図表1)

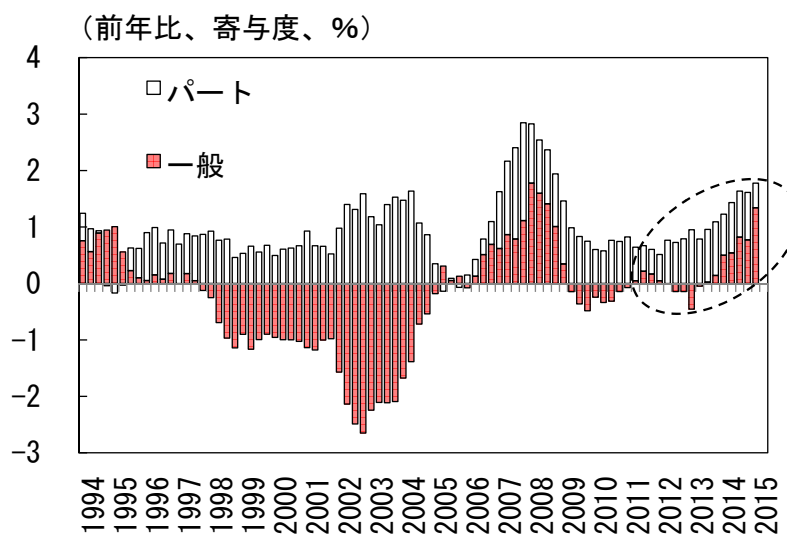
売上高経常利益率



(出所) 財務省「法人企業統計」

(図表2)

パート・一般別労働者数

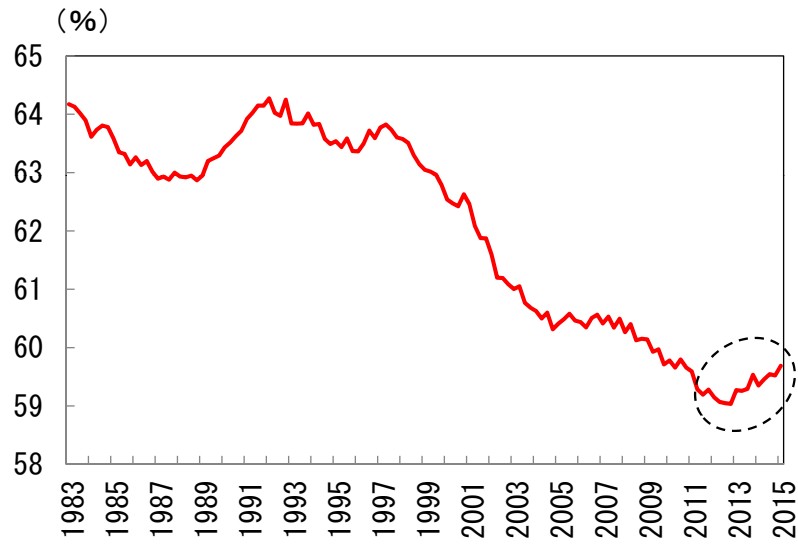


(注) 2015/1Qは1月のデータ。

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

(図表3)

労働参加率

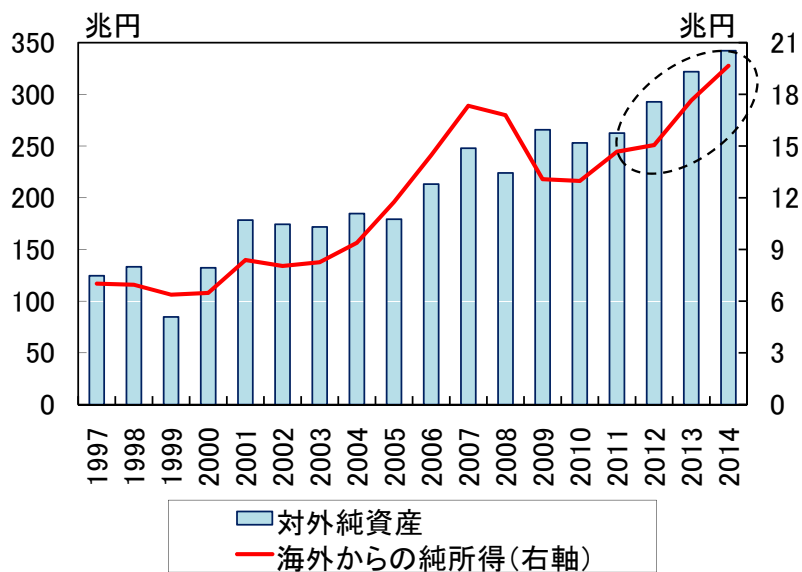


(注) 2015/1Qは1月のデータ。

(出所) 総務省「労働力調査」

(図表4)

対外純資産と海外からの純所得

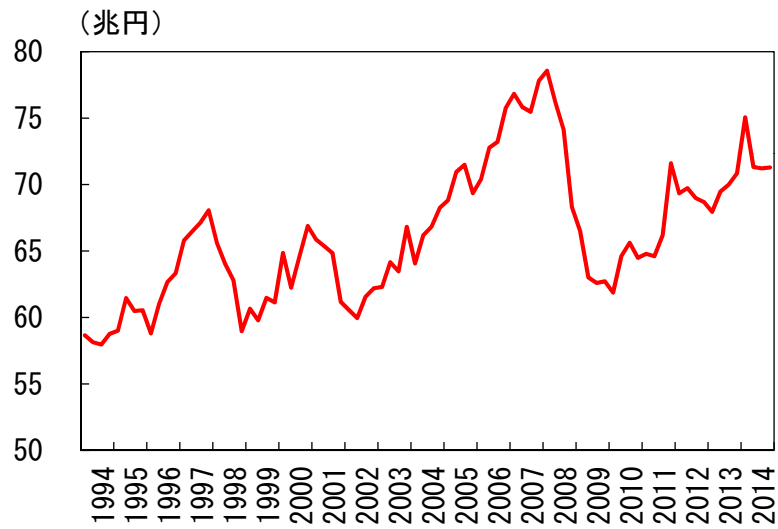


(注) 対外純資産の2014年の計数は、9月末の値

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環勘定」

(図表5)

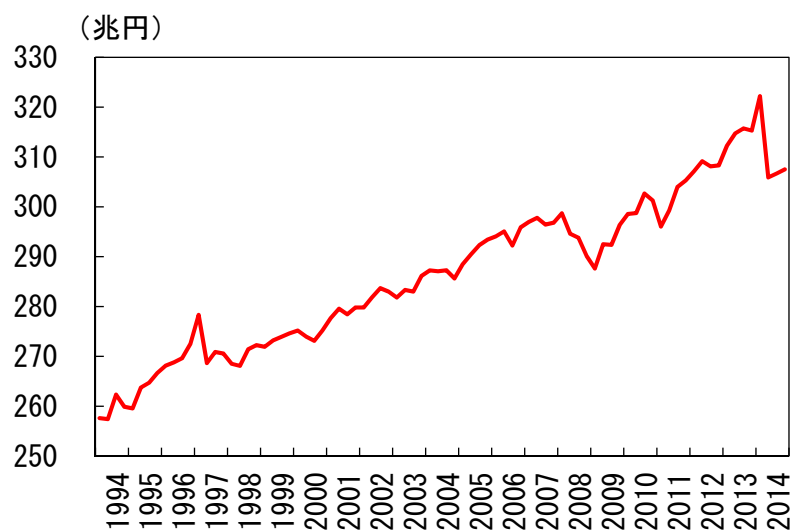
企業設備投資



(出所) 内閣府「国民経済計算」

(図表6)

民間消費支出



(出所) 内閣府「国民経済計算」