



日本銀行のレポートから

日本銀行は、2024年12月、「金融政策の多角的レビュー」を公表しました。これは、わが国経済がデフレに陥り、「物価の安定」の実現が課題となってきた1990年代後半以降の金融政策運営について理解を深め、将来の政策運営にとって有益な知見を得るために、2023年4月以降、1年半程度の期間をかけて実施してきたレビューの結果を取りまとめたものです。本稿では、「金融政策の多角的レビュー」のポイントを解説します。

*全文は、日本銀行ホームページに掲載されています。 <https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/index.htm>



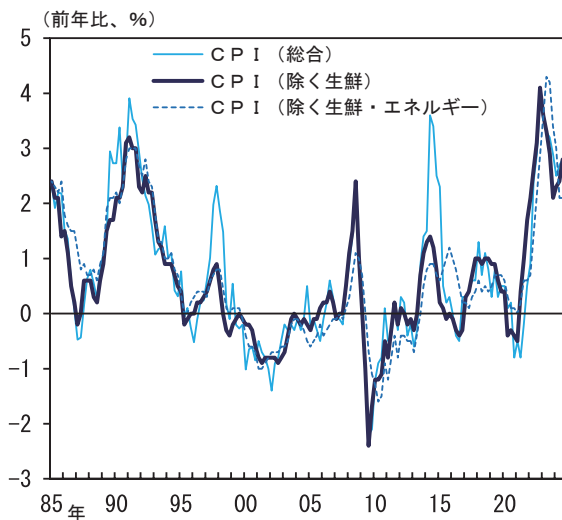
「金融政策の多角的レビュー」

—— 2024年12月 ——

過去二五年間のわが国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営

一九九〇年代後半以降、二〇一〇年代初頭にかけて、わが国では、緩やかなデフレが長期にわたって継続した(図表1: 図表2)。この背景としては、①名目短期金利の実効下限制約から伝統的な金融政策手段では十分に経済を刺激できなくなり、慢性的な需要不足に陥ったこと、②グローバル化の進展やITの技術革新による物価下押し圧力がみられたこと、

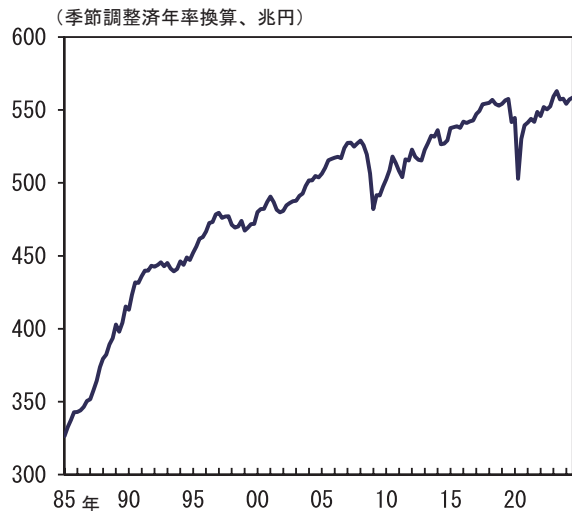
図表2 消費者物価 (CPI)



(出所) 総務省

(注) CPI除く生鮮および除く生鮮・エネルギーは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表1 実質GDP



(出所) 内閣府

③こうしたもとで、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が定着したことが挙げられる。

日本銀行は、二〇一三年に、二%の「物価安定の目標」を設定し、「量的・質的金融緩和」という大規模な金融緩和を導入した。政府も、大規模な財政刺激策など、様々な施策を実施した。こうしたもと、慢性的な需要不足は解消に向かい、予想物価上昇率も幾分高まるもとで、わが国は物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。もともと、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方の転換に時間を要したことなどから、二〇一〇年代の物価上昇率は、二%を下回る状況が続いた。

こうした状況は、二〇二〇年代に入り、変化してきている。労働市場では、追加的な労働供給余地が縮小するもと、人手不足感が一段と強まっている。また、輸入物価が大幅に上昇するもとで、企業

の賃金・価格設定行動に従来よりも積極的な動きがみられ、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方にも変化が窺われる。これらの変化を受けて、中長期の予想物価上昇率も二%に向けて高まっている。

「二〇一〇年代初頭までの金融政策運営」

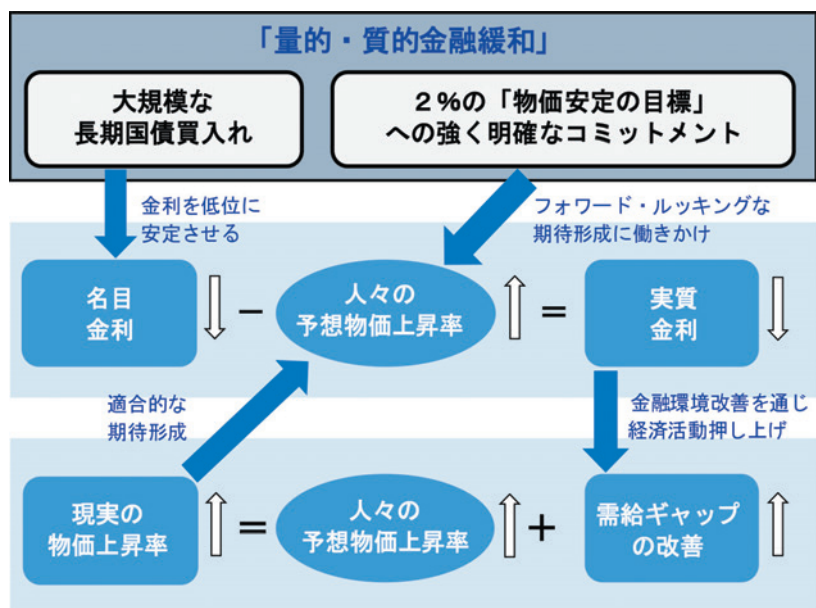
バブル崩壊以降の経済・物価の展開を受けて、日本銀行は、一九九〇年代後半にかけて利下げを行い、一九九九年には、世界で初めて「ゼロ金利政策」とフォワード・ガイダンス——当時、日本銀行では「時間軸政策」と呼称——を導入した。その後も、二〇〇〇年代の「量的緩和政策」、二〇〇八年のグローバル金融危機後の一連の金融緩和策、二〇一〇年代初頭の「包括的な金融緩和政策」と、非伝統的な金融政策手段を相次いで導入した。

「二〇一三年以降の大規模な金融緩和の経済・物価への影響」

大規模な金融緩和が経済・物価

に波及するメカニズムとして、日本銀行では、①期待への働きかけを通じた予想物価上昇率の引き上げと②大規模な国債買入れ等を通じた名目金利の押し下げによる実質金利の低下が起点となることを想定していた（図表3）。

図表3 量的・質的金融緩和



や考え方の転換は容易ではなく、期待への働きかけだけで物価上昇率を二%にアンカーするほどの有効性はなかった。第二に、名目金利については、長期・超長期国債を含めた大規模な国債買入れによ

り、イールドカーブ全体に下押し圧力を加えた。

以上の政策運営のもとで、実質金利はマイナス圏内まで低下し、緩和的な金融環境が実現した。為替円高傾向の反転といった外部環境の変化とも相まって、大規模な金融緩和は、経済・物価を押し上げる方向に作用したと考えられる。ただし、期待への働きかけの難しさなどから、導入当初に想定したほどの効果——二%の「物価安定の目標」を、二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こととしていた——は発揮しなかった。

【大規模な金融緩和の効果と副作用の評価】

大規模な金融緩和の効果と副作用を評価すると、金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらしたと考えられる。ただし、今後、なお低下した状態にある国債市場

の機能度の回復が進まない、あるいは大規模な金融緩和の副作用が遅れて顕在化するなど、マイナスの影響が大きくなる可能性には留意が必要である。

先行きの

金融政策運営への含意

【非伝統的な金融政策運営の考え方】

日本銀行が採用してきた様々な非伝統的な金融政策手段は、経済・物価を押し上げる効果を発揮してきたと考えられる。ただし、その定量的な効果は、短期金利の操作による伝統的な金融政策手段に比べて、不確実である。また、これらの手段を大規模かつ長期間にわたって継続する場合には、金融市場の機能度や金融機関の収益に副作用をもたらさう。

非伝統的な金融政策手段は短期金利を操作対象とする伝統的な金融政策手段の完全な代替手段とはなりえず、今後、非伝統的な金融

政策手段を用いる必要が生じた場合には、その時点の経済・物価・金融情勢のもとで、非伝統的な手段がもたらすベネフィットとコストを比較衡量していくことが重要である。

【二%の「物価安定の目標」】

非伝統的な金融政策手段が短期金利操作の完全な代替手段にはないことを踏まえると、可能な限りゼロ金利制約に直面しないように金融政策を運営することが望ましい。こうした観点からは、景気悪化時に実質金利を引き下げることができるよう、小幅のプラスの物価上昇率を安定して実現していくことが重要である。消費者物価指数のバイアスを巡る論点も、中央銀行が、プラスの物価上昇率を目指すべきとする論拠として、引き続き妥当性を有していると考えられる。こうした理解は、主要先進国の中央銀行間で共有されており、その多くは物価目標を二%に設定している。そのうえで、金融政策運営にあたっては、その

時々の物価上昇率の実績だけでなく、物価変動を規定する諸要因を見極め、物価の基調を捉えていくことが重要であるとの認識も広く共有されている。

以上を踏まえると、わが国でも、引き続き、二%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、金融政策を運営していくことが適切である。

【財政政策と金融政策】

財政政策と金融政策は、双方とも、総需要に大きな影響を及ぼす重要なマクロ経済政策手段であり、その波及経路や効果は相互に依存する。

【個々の政策手段を巡る論点】

今回のレビューを踏まえると、現時点においては、将来の政策運営を考えるうえで、特定の手段を除外するべきではない。今後、非伝統的な金融政策手段の採用を検討する際には、留意点等も勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度を設計していく必要がある。