



2017年3月8日

日 本 銀 行

日本経済と金融政策

(第9回日本証券サミット<ロンドン>における冒頭発言の邦訳)

日本銀行政策委員会審議委員

政井 貴子

本日は、第9回日本証券サミットにパネリストとしてお招き頂き、誠に光栄に存じます。

日本では1990年代の後半から15年以上にわたり消費者物価の前年比がゼロないし僅かなマイナスが続くデフレの状態が続いてきました。こうした中、日本銀行は過去20年近くもの間、様々な形で非伝統的な金融政策を続けています（図表1）。

振り返ると、今から約20年前、1998年の時点で、政策金利（オーバーナイト物の無担保コールレート）は既に0.25%とゼロ近傍に達していました。それでも経済・物価が改善しない状況を踏まえ、日本銀行は、1999年2月に「ゼロ金利政策」を導入します。その後も、操作目標を日本銀行の当座預金残高とする「量的緩和政策」や、CP、社債、ETF、J-REITも買い入れる「包括緩和政策」などを行ってきました（これらの資産買入れは現在も続けています。また、ETF及びJ-REITについては、2013年以降、買入れを大幅に拡大しています）。この間、成長基盤強化を支援するための資金供給や貸出増加を支援するための資金供給の枠組みも導入し、現在も続けています。このように、日本銀行は様々な方法を駆使して、金融緩和を進めていました。このような金融環境の実現は、経済の下支えとなってきましたし、また、局面によっては、日本銀行の大規模の資金供給が金融システムの安定維持や、デフレスパイラルに陥ることの防止に貢献したと思われます。もっとも、この間、マイルドなデフレの状態が続いていたことは事実です。そこで、日本銀行は15年近く続いていたデフレから脱却するという強く明確なコミットメントとそれを裏付ける大規模な金融緩和を開始しました。これが今に続く「量的・質的金融緩和」です。

日本銀行は2013年1月、「物価安定の目標」を導入し、その目標を消費者物価上昇率で2%としました。さらに、このとき、政府と日本銀行は政策連携を強化し、共同で声明を公表していますが、これは、両者が一体となってデフレ

脱却と持続的な経済成長の実現に取り組む決意を示したもので、きわめて重要なものであると思います。その後、日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入しました。翌年には買入れをさらに拡大した後、2016年1月にはマイナス金利政策を採用し、同年9月には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入しました。

「量的・質的金融緩和」の導入以降、金融緩和の基本的なメカニズム自体は変わっていません。すなわち、①日本銀行の大規模な国債買入れによって、イールドカーブ全体を押し下げること、そして②日本銀行が2%の「物価安定の目標」に強くコミットし、予想物価上昇率を押し上げることです。これらによって、実質金利を引き下げること、経済・物価に好影響を及ぼすというメカニズムを想定しています（図表2）。「量的・質的金融緩和」のもと、基調的な消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は、プラスに転じ、2年半以上にわたってプラス圏で推移してきました。「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではない状態まで来たと判断されます（図表3）。

昨年、日本銀行が従来 of 枠組みを強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入したのには2つ理由があったと理解しています。第1に、期待された効果をあげているとはいえ、2%の「物価安定の目標」は実現されておらず、より効果的な枠組みとする必要があったことです。

第2に、大規模な国債買入れとマイナス金利政策の組み合わせは、イールドカーブ全般に影響を及ぼすうえでの有効性が確認された一方、場合によっては、必要以上にイールドカーブを押し下げ得ることとなり、却って金融機能に悪影響を及ぼす可能性もあることが懸念されたことです。

新しい枠組みの中心的な要素である「イールドカーブ・コントロール」では、直接長期金利を目標とすることにより、金融仲介機能への影響も含め、経済・物価・金融情勢に応じて効果的かつ柔軟な金融政策運営が可能になったと考えられます。

新しい枠組みのもう1つの要素は、「オーバーシュート型コミットメント」です。これは、日本銀行の強い決意を示すことにより、予想物価上昇率を高め、ていくことが狙いです。

日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を通じてフォワード・ルッキングな期待形成への転換を図ってきましたが、これが十分に強まる前に、原油価格の下落などから、現実の物価上昇率が低下した結果、人々の予想物価上昇率は適合的な期待形成を通じて、低下しました。このため、日本において、2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率を高め、フォワード・ルッキングな期待形成への転換を促していくことが何としても必要だと考えています。このコミットメントはそのための1つの手段です。

予想物価上昇率は、いわば個人や企業の物価観ですから、それを変えていくのはそう簡単なことではありません。長期にわたるデフレを経験してきたわが国ではなおさらです。もともと、「量的・質的金融緩和」では、必ずデフレから脱却するという日本銀行の強く明確なコミットメントを示すために、目標達成までの期限の目途が2年程度とされました。このため、目標の達成に長い時間を要しているようにみえますが、見方を変えますと、まだ4年しか経過していないとも言えます。もちろん、気長にやっていけばよいというものではありません。まず、日本銀行が「物価安定の目標」に向けた強いコミットメントを様々な形で示していくことが引き続き重要です。そして、日本銀行がきわめて緩和的な金融環境を維持し、そのうえで、政府が大規模な経済対策への取組みを進めるなか、成長力の強化に向けた取組みを官民でこれまで以上に加速させ、民需を高めていく努力が必要だと思います。

実際、いままさに官民でこうした取組みが進められています。政府は、昨年6月、「日本再興戦略2016」の中で、官民で認識と戦略を共有し、新たな有望市場を創出するべく、「官民戦略プロジェクト10」を立ち上げています（図表4）。これをみると、日本経済の課題が総花的に列挙されている印象を持たれ

るかもしれませんが、現在、日本経済に必要なのは、こうした数多くの課題に同時に取り組んでいくことではないかと思います。一見すると “a little bit of everything”（少しずつ全てをやること）のようにみえても、このような取組みを全方位でしっかりと推進し、日本経済の活力を高めていくことが必要です。そうしていくことで、成長期待ひいてはインフレ期待も高まってくると考えています。

世界で3番目の規模である日本経済が、デフレから完全に脱却し、持続的な成長軌道に復することは、世界経済にとっても重要だと思います。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、きわめて緩和的な金融環境を維持し、デフレからの脱却を確実に進めていきます。きわめて緩和的な金融環境は、官民のこうした取組みとも相俟って、企業の積極的な投資や生産性向上に向けた取組みを後押しし、また、デフレからの確実な脱却は、日本経済の活力を高めていくと考えています。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

日本経済と金融政策

第9回日本証券サミット（於ロンドン）

2017年3月8日

日本銀行

政井 貴子

(図表1)

日本銀行の金融政策運営の変遷

1999年2月	「ゼロ金利政策」の開始(～2000年8月)
2001年3月	「量的緩和政策」の開始(～2006年3月)
2006年3月	「『物価の安定』についての考え方」の公表
2009年12月	「中長期的な物価安定の理解」の明確化
2010年10月	「包括的な金融緩和政策」の導入
2012年2月	「中長期的な物価安定の目途」の導入
2013年1月	2%の「物価安定の目標」の導入
//	「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」の公表
2013年4月	「量的・質的金融緩和」の導入
2014年10月	「量的・質的金融緩和」の拡大
2016年1月	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入
2016年9月	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入

「量的・質的金融緩和」で想定したメカニズム

「量的・質的金融緩和」

大規模な長期国債買入

2%の「物価安定目標」への
強く明確なコミットメント

引下げ
効果

引上げ
効果

名目金利 $-$ 人々の予想物価上昇率 $=$ 実質金利



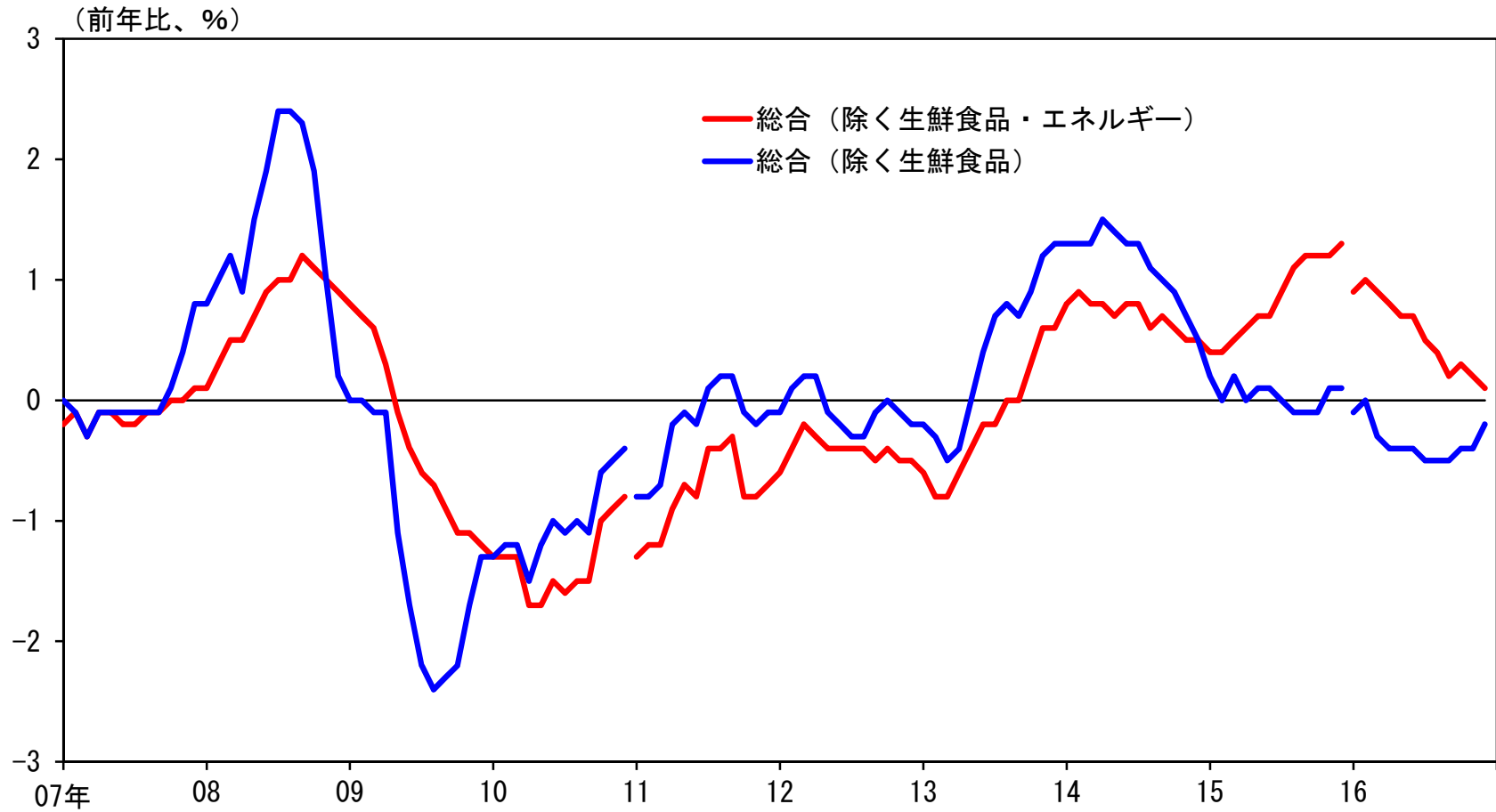
引下げ
効果



経済の好転、物価の上昇

(図表3)

消費者物価



(注)総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み(試算値)。

(資料)総務省

(図表4)

600兆円に向けた「官民戦略プロジェクト10」

1. 第4次産業革命
2. 世界最先端の健康立国へ
3. 環境・エネルギー制約の克服と投資拡大
4. スポーツの成長産業化
5. 既存住宅流通・リフォーム市場の活性化
6. サービス産業の生産性向上
7. 中堅・中小企業・小規模企業の革新
8. 攻めの農林水産業の展開と輸出力の強化
9. 観光立国
10. 官民連携による消費マインド喚起策

(平成28年6月2日閣議決定、日本再興戦略2016―第4次産業革命に向けて―)