

## 黒田体制下の金融政策—その効果と評価

### 1. 伝統的金融政策と非伝統的金融政策

#### \* 伝統的金融政策—金利プラスの時代

金利水準の変化が実体経済活動にもたらす効果に期待

金利水準の変化は、短期金融市場における中央銀行の金融調節によって実現  
(操作目標—政策金利<コールレート翌日物>水準)

#### \* 非伝統的金融政策—金利ゼロの時代

金利操作の余地がない状況における金融政策の模索

具体的措置

- 中長期債券を含む多様な証券の購入 (信用緩和—QE)

ポートフォリオ・リバランス効果によるイールド・カーブの引下げ

- マネタリーベースの拡大 (量的緩和—QE)

マネタリーベース=金融機関の中央銀行預金+現金通貨

- 銀行貸出支援資金供給

中央銀行による長期低利のリファイナンス

- フォワード・ガイダンス (コミュニケーション戦略)

インフレターゲットの設定 (水準・期間)

物価・雇用等の指数についての閾値の設定 (threshold)

金融緩和の継続期間に関するメッセージの伝達 (時間軸効果)

- その他

中央銀行預金金利の引下げ

### 2. 白川体制下の金融政策 (2008.4~2013.3)

#### \* 政策措置の概要

就任後の政策運営—リーマンショック後の危機対応 (国際的な中央銀行協調行動)

デフレ対応措置

政策金利目標—0.1%前後 (実質ゼロ金利政策)。中銀預金金利も0.1%に設定

包括的金融緩和措置の採用 (2010.10)

金融資産買入等基金の設置

長期国債を含む多様な金融資産の買入 (円高進行に伴い目標値を適宜拡大)

国債保有に関する日銀券ルールの撤廃

成長基盤支援資金供給 (2010. 4)

貸出増加支援資金供給 (2012. 12)

インフレターゲットの採用 (2013. 1 - 政府日銀共同声明—上昇率目標 2%)

\*実体経済の変化

経済成長・雇用状況

企業活動 (収益・投資)

物価・賃金動向

為替相場・対外収支の変化

\*外部環境の変化

国内

民主党政権下の政治状況

東日本大震災

海外

米国の経済動向 (とりわけ高失業率)

欧州の経済動向 (とりわけユーロ問題)

アジア諸国の経済動向 (とりわけ中国)

3. 黒田体制下の金融政策 (2013. 3~)

\*政策措置の概要

・量的・質的金融緩和策 (QQE)

インフレターゲットの設定—水準と達成期間についてのコミットメント

—消費者物価指数 (コア) 前年比上昇率 2%を、2年間程度の期間でできるだけ

早期に達成

金融調節目標の変更

—政策金利水準からマネタリーベース増加額へ (年間 60~70 兆円)

中長期国債の保有残高増加につき目標設定 (年間 50 兆円)

—買入債券の残存期間制限撤廃 (超長期債の購入可能)・平均残存期間延長 (7年)

ETF・J-REIT 買い入れ増額

\*実体経済の変化

経済成長・雇用状況

企業活動 (収益・投資)

物価・賃金動向

為替相場・対外収支の変化

\* 外部環境の変化

国内

自民党安倍政権下の政治状況

海外

欧米景気動向

中国問題

#### 4. 評価と展望

\* 評価

・プラスの評価

成長力回復・雇用情勢改善

企業収益顕著に改善

為替円安化実現

物価・賃金上昇

・プラス評価への疑問

景況改善は事実としても、それは本当に黒田体制の金融政策の結果か？

むしろ、内外環境の変化、財政支出（公共事業等）の増加、あるいは期待の変化がもたらした資産効果（株高・地価・円安）によると考えるべきではないか？

景気の自律的回復は白川時代に既に始まっていたのではないか？

マネタリーベースの拡大が实体经济に及ぼす影響についての理論的裏付け、とりわけ「期待」がもたらす効果が不明確かつ不安定（予測困難）

\* 問題点・副作用等

財政赤字ファイナンスの恒常化・構造化がもたらす財政規律の弛緩

金融資本市場の変質（中央銀行による民間資本市場支配）

中央銀行バランスシートの脆弱化（リスク増大—収益への影響—納付金を通じて国民に負担）

超金融緩和の長期化がもたらす金融機関の与信節度喪失（資産価格バブルの誘因）

インフレターゲット達成前後の出口問題

国債購入額の減額（期待を含め）が資本市場にもたらす影響（長期金利の上昇）

長期金利上昇が為替・企業活動に及ぼす影響

金利水準引上げ策としての中央銀行預金金利引上げは納付金に影響

\* 結論・展望

アベノミクスの三本の矢のうち、第一、第二の矢である金融緩和・財政出動はあくまでも時間稼ぎに過ぎない。この政策の根幹は、第三の矢、すなわち日本経済全体を、急激に変化する外部環境と確実に進行する人口動態の変化に応じて根本から立て直す構造改革である。

黒田東彦日銀総裁が就任してからおよそ1年たつ。着任してすぐ

に決めた大胆な金融緩和は市場のムードを変え、デフレ脱却への道筋をつけた点は評価できる。

ただ、今後は2%という物価目標をどんな形で実現させるのかなど試験も待ち構えている。政府との間合いをどう取るかも含めて難しいカギ取りを迫られるだろう。

### 金融市場の空気変える

黒田総裁は就任直後の昨年4月に、日銀の資金供給量を2年間で2倍に増やすことや、2年程度を念頭にできるだけ早く2%という消費者物価上昇率の目標を実現するという緩和策を打ち出した。

市場。安倍晋三首相が「異次元の金融緩和」をアベノミクスの「第1の矢」として掲げたことで円高修正や株価上昇が進んでいたが、これを加速させる結果となった。

## 試験迎える日銀の「異次元」金融緩和

14/3/17

業の収益改善に貢献した。物価も徐々に上昇し、マイナス物価転落の恐れも遠のいた。

ただ、金融緩和の効果が实体经济にどこまで浸透したかという点では、まだ適半ばと言えよう。

大企業を中心に賃上げやM&A（合併・買収）などの投資増加に

動くところも出てきたが、手元資金や収益が拡大している割には企業はおカネを使うことに慎重な姿勢を崩していない。金融機関の貸し出しはプラスに転じているとはいえ、全体として借り入れ需要が高まっているとは言えない。

ただこれまでの物価上昇はエネルギー価格の上昇や円安による面が大きい。パソコンなど耐久消費財も上昇し始めたが、増税前の駆け込みや輸入品の値上がりなどの影響もある。エコノミストの間では、円安が一段と加速しないと目標達成は難しいとの見方が多い。

「黒田日銀」はどんな構えで臨むのか。日銀は大胆な金融緩和の継続で、消費者物価上昇率が「2014年度終わりから15年度にかけて目標の2%程度に達する可能性が高い」とする。物価上昇は、その分を差し引いた実質金利の低下を通じて経済を刺激すると見る。

円安の加速によって、原材料など代替のきかない製品が値上がりすることで物価が上昇するのは望ましい姿ではない。賃上げや雇用の改善が内需の増加につながる好循環を実現していかないと、安定的な物価上昇にはつながらない。日銀はデフレ心理が染み込んだ

※

人々の見方を変え、「物価は毎年2%上がるのが当たり前」と感じる姿に転換することを狙うが、思惑通りに進むかはまだ見えない。

問題は、2年をメドにした2%の物価目標の実現が難しくなってきた際にどうするかである。目標の早期達成という約束を守るため追加緩和を積極的に進めていくのか、それとも時期には厳密に「だわらず、緩和効果の浸透を待つ姿勢を取るのか。

黒田総裁は「必要に応じてちゅちゅよなく政策を調整する」と言う。市場では夏までに追加緩和があるとの見方が多いが、1回の追加緩和で物価への効果ははっきりしなければ「黒田日銀」が回避している「戦力の逐次投入」に追い

込まれる恐れもある。

### 求められる柔軟な対応

重要なのは物価だけでなく経済全体の姿や金融市場の動向などに幅広く目配りすることだ。総合的な視点にたつて政策対応を検討していく柔軟な姿勢が求められる。

もつひとつ目を配らざるを得ないのは先進国で最悪水準にある財政の状況だ。大胆な金融緩和の主要な手段は長期国債の大量の購入である。それが金融政策の手段としてより財政の穴埋めだと受けとめられれば、日本国債への信頼は低下し、長期金利が意図しない形で上昇する恐れがある。

和は出口を失ってしまふ。大胆な金融緩和を継続する中、このリスクを強く認識していく必要がある。

もちろんこうしたリスクの顕在化を防ぐ責任は政府にある。安倍政権は信頼できる財政再建の道筋を早急に示さなければならぬ。

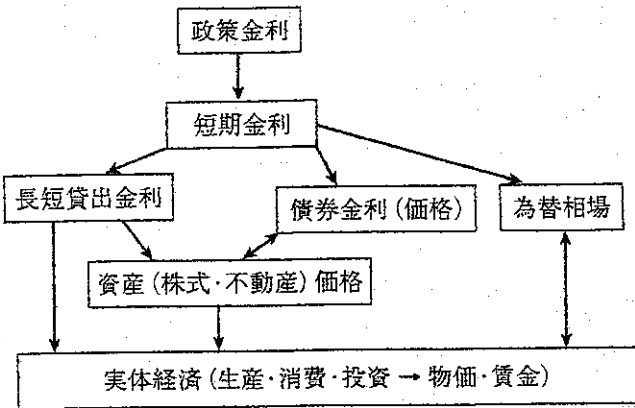
経済の持続的な成長の基盤をつくるのも政府の役割だ。いつまでも日銀の異次元の金融緩和や公共事業などの財政拡張策に頼ることはできない。

政府は金融緩和の効果が浸透する間に、民間の活力を引き出す規制改革を柱とした成長戦略を実行に移すべきだ。黒田総裁には政府がそつした責任を果たすよう促していく役割も期待される。

※

図1 金融政策—実体経済への波及過程

ケインジアン・アプローチ



マネタリスト・アプローチ

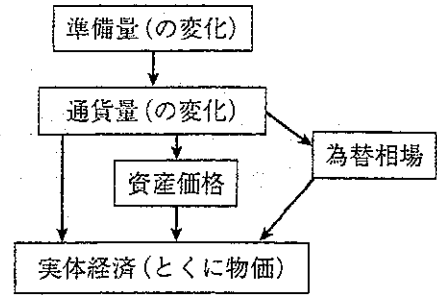


図2 主要中央銀行の政策金利の推移

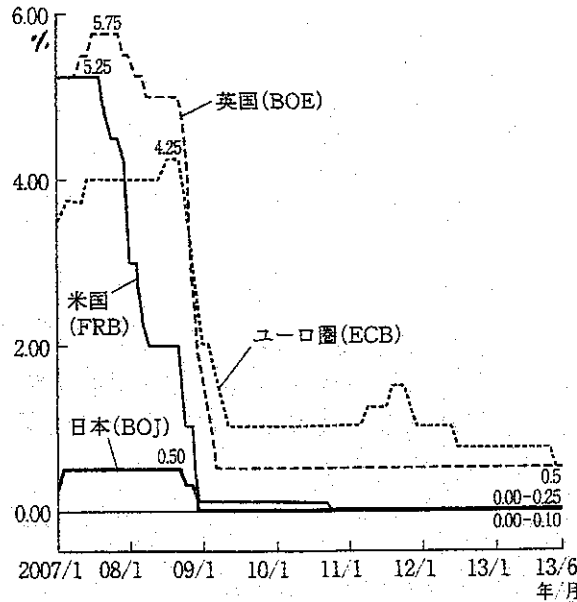


図3 白川体制—金融資産買入等基金

	2010年 10月5日	2012年 12月20日	2012年12月末 買入残高	2013年1月22日 決定方針
総額	35兆円程度	101兆円程度	67.1	2014年以降あらかじめ期限を定めず以下の内容で資産買入を行う
資産の買入	5.0	76.0	40.2	2014年中に基金残高は10兆円程度増加し、その後残高を維持
長期国債	1.5	44.0	24.1	毎月2兆円程度
国庫短期証券注	2.0	24.5	9.6	毎月10兆円程度
CP等	0.5	2.2	2.1	
社債等	0.5	3.2	2.9	
ETF	0.45	2.1	1.5	
J-REIT	0.05	0.13	0.11	2013年末の残高を維持
固定金利オペ	30.0	25.0	26.9	25兆円程度の残高を維持
増額完了の目途	2011年12月末	2013年12月末		期限を定めず

図4 黒田体制—量的・質的金融緩和

目標

- ・ 2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現

手段

- ・ マネタリーベース：年間約60～70兆円の増加（2年間で2倍）
- ・ 長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）
- ・ 長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2倍以上）
- ・ E T Fの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）

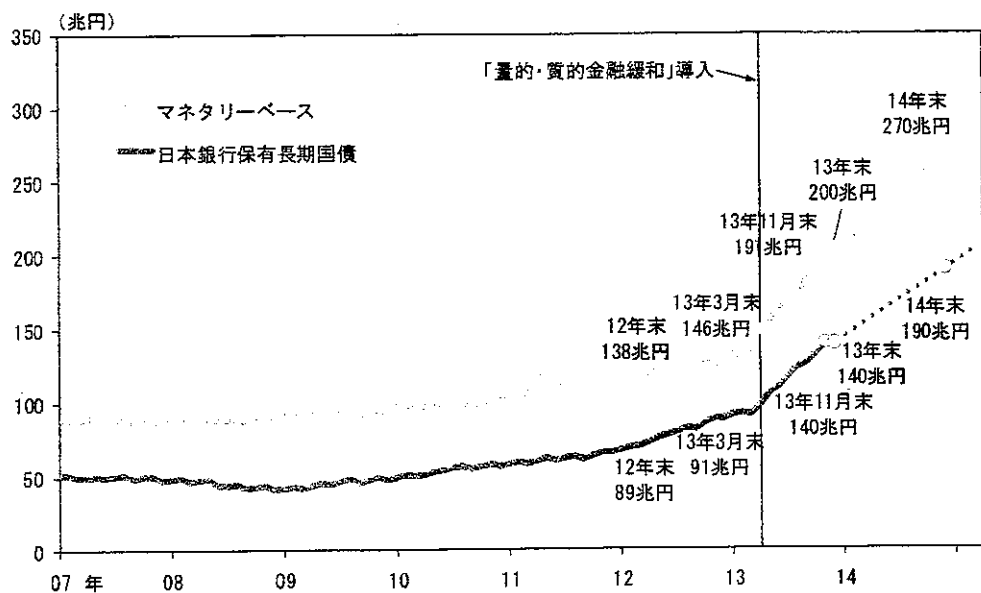


図5 実質 GDP の推移

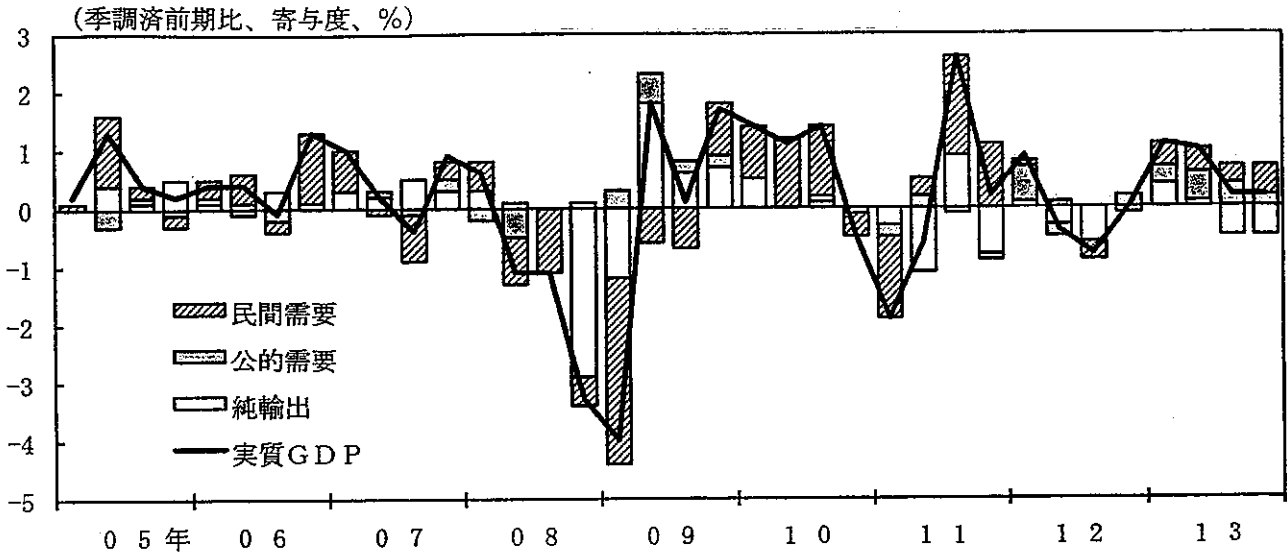


図6 景気動向指数(CI)

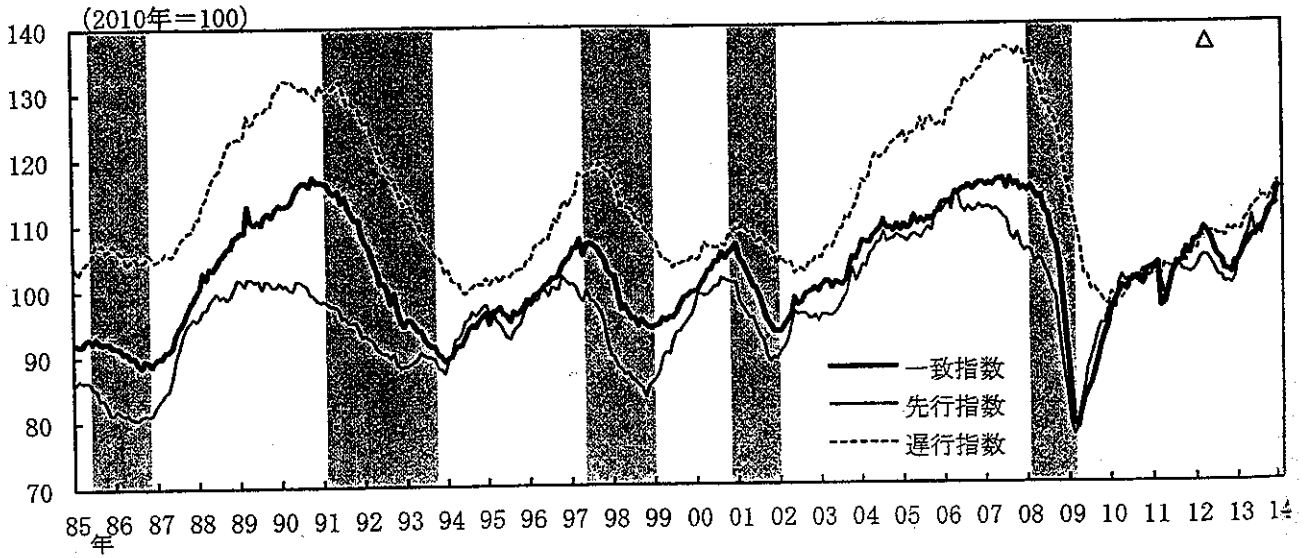


図7 企業の景況判断

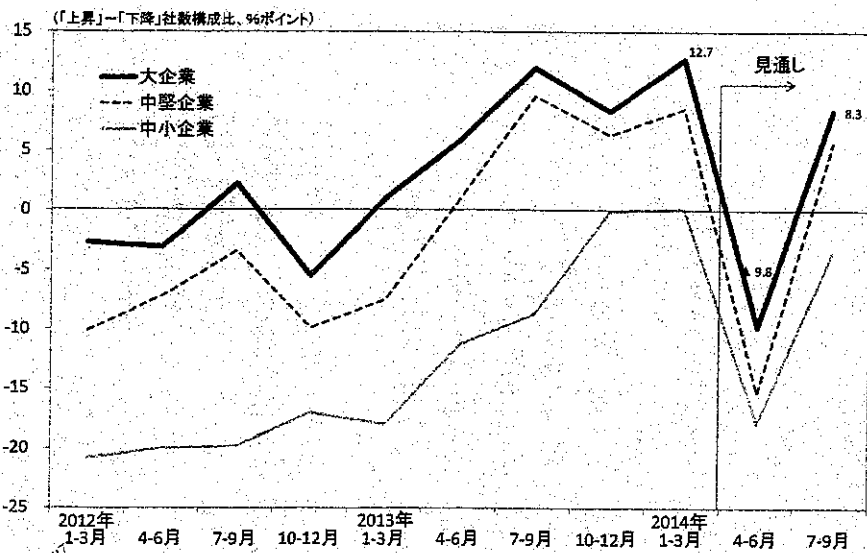


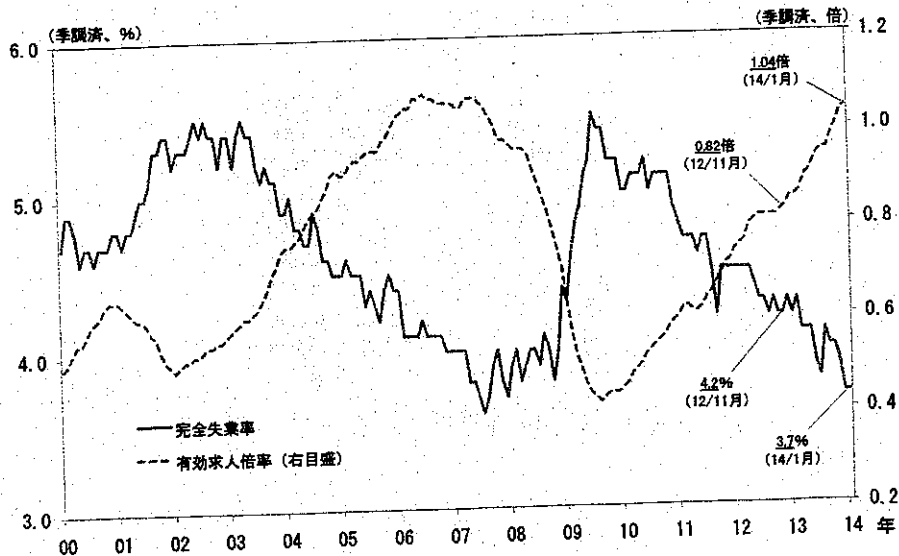
図8 企業利益(経常利益)

(前年比増加率%)					
	全体	製造業		非製造業	
		大企業	中小企業	大企業	中小企業
2011年度	-3.2	-11.7	1.7	-7.2	17.5
2012	7.2	12.4	5.9	2.3	10.7
2013	17.3	34.7	10.5	14.9	6.0

図9 株価と円相場



図10 雇用情勢





前年比 (%) 図11 各種国内物価上昇率

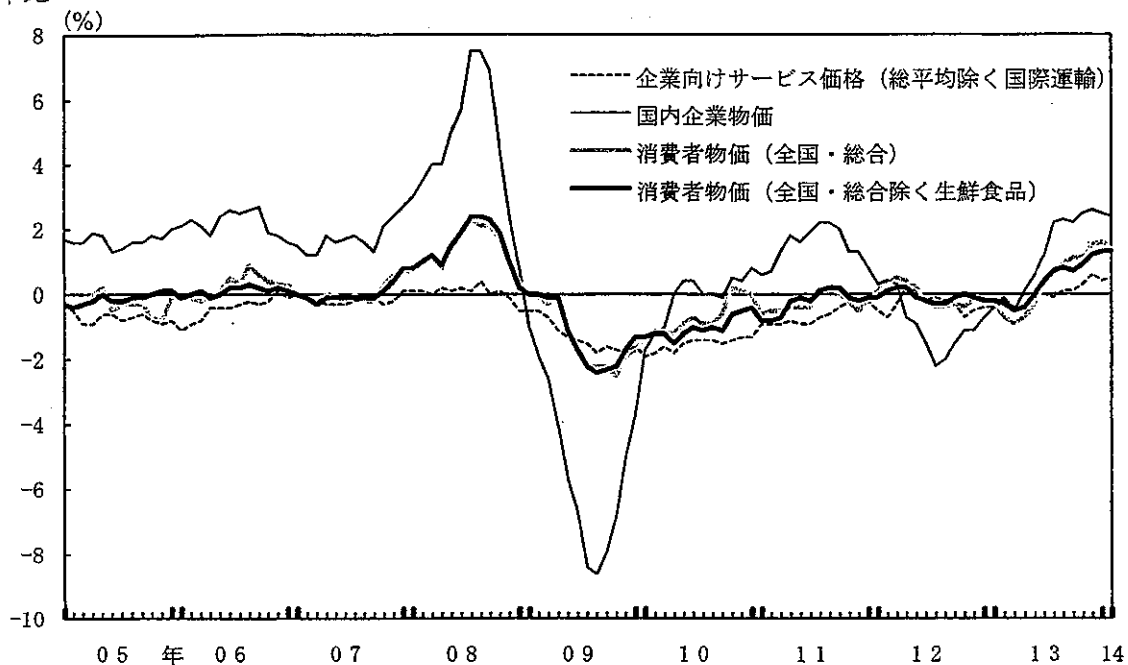


図12 輸入物価上昇率

ベース：前期比、3か月前比)

<四半期>

<月次>  
(3か月前比、寄与度、%)

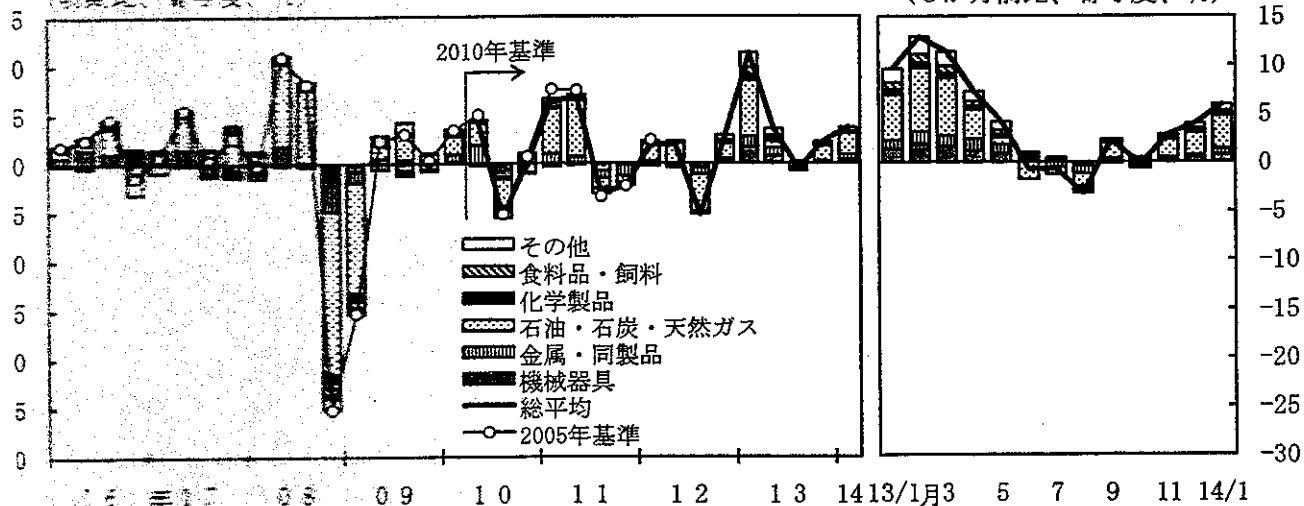


図13 賃金の推移

(前年比、%)

(前年比、%)

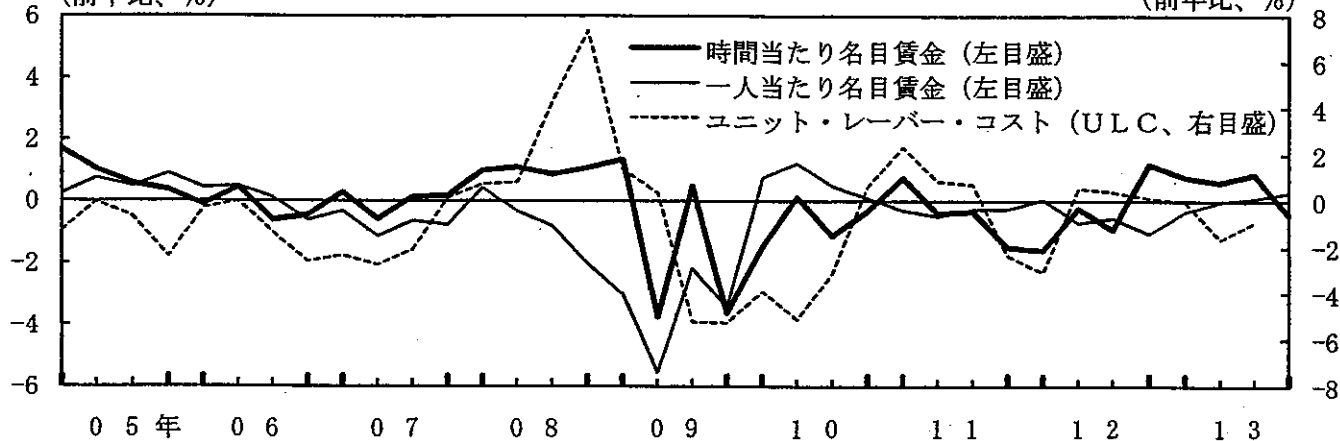


図 14 マネーストックの変化

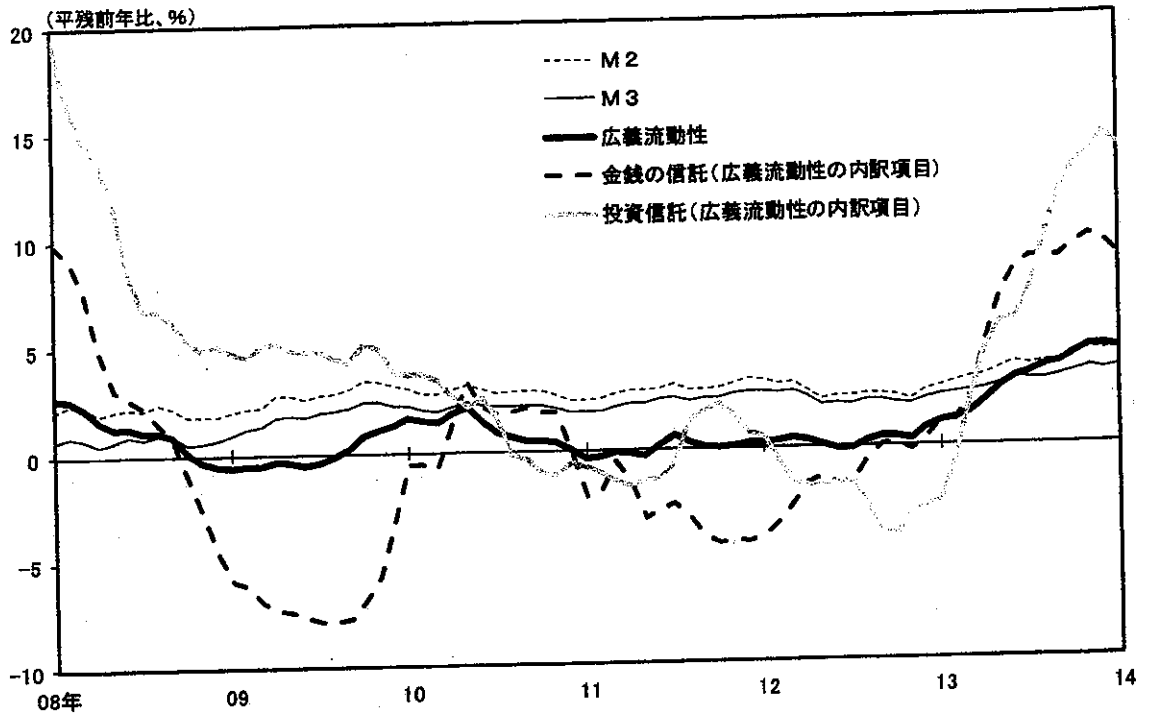


図 15 金利の推移

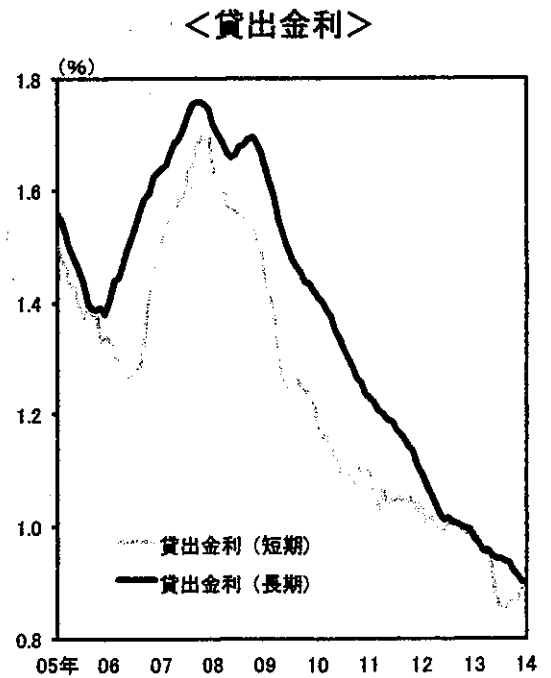
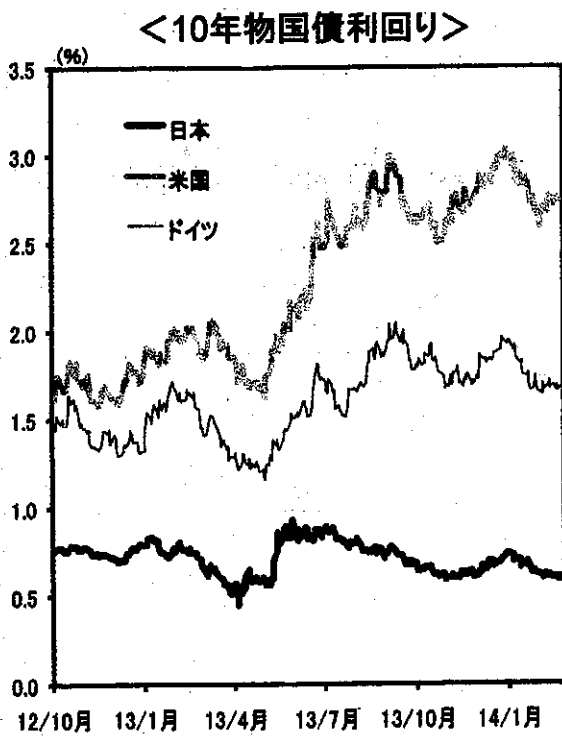


図 16 経常収支の推移

