

金融緩和3点セットの行方

ある元日銀マンがその著書の中で次のような述懐をしている。経済学部を卒業して日銀に入行したとき、先輩に、「金融政策では経済学は役に立たない」と言われたぞうだ。景気が悪ければ金利を下げ、景気が強ければ金利を上げればよい。それだけだからと言っ



伊藤元重の

エコノウオッチ

乱暴な議論ではあるが、当時の金融政策の本質をついたものである。ここでいう金利とは日銀が政策手段に用いている超短期金利のことである。

日本経済がデフレに陥る中、この政策金利はゼロ近くまで引き下げられていっ

た。ゼロ金利まできて、「景気が悪ければ金利を下げればよい」と言う旧来の常識が通用しなくなった。これ以上、金利を下げることはできないという、ケインズが「流動性のワナ」と呼んだ状態だ。それでもデフレは続くので、政策的に対応をしないでほならない。

そこで量的緩和が行われた。市場から大量の国債や株式を購入することで金融緩和を狙った。そして政策金利をマイナスにするマイナス金利に踏み込み、さらには長期金利への介入であるイールドカーブ・コントロールを行った。旧来の金

長期金利介入 当面の焦点

融政策運営では行われなかった日銀のこれらの政策を金融緩和の3点セットと呼ぶことにしよう。

インフレに移行しようとする中では、この3点セットを維持することは、インフレの火がついている中に油を注ぐようなものだ。激しいインフレに見舞われた欧米では、金利の引き上げを行い、量的緩和の是正を続けている。

日銀が3点セットを早期に終了させることに慎重なのは、一つには日本のインフレはまだそれほど水準ではないと判断していること、そしてより重要なのは3点セットを終了させるのには大きな痛みが伴うからだ。日銀が公表している物

価予想では、今年と来年の物価上昇率は2%以下であるとしている。

足元で4・2%まで物価上昇率が上がっている現実を見ると、にわかには信じられない気もする。いずれにしても、これから物価がどう動くかを示すか気になる。2%を大きく超えるような物価上昇が続くようなら、3点セットの終了の時期は早まるだろう。

ただ3点セットの終了は簡単ではない。当面注目されるのは長期金利に強く介入しているイールドカーブ・コントロールの存在だ。為替レートを固定化するために介入するのが同じく、市場金利である長期金利に介入することは、市場に大きなゆがみをもたらす。イールドカーブ・コントロールを解除すれば、一時的に長期金利が大きく振れることが懸念される。金融市場への影響は甚大である。

そして、その先にある量的緩和の是正にも大きな困難が伴う。日銀が保有する国債や株式の規模は膨大である。この資産を売らなくては、量的緩和を終わらせることはできない。ただ、株価や国債価格が大暴落することは絶対に避けなくてはならない。日銀の保有する国債や株は「塩漬け」するしかないが、それではいつまでも3点セットから抜け出せない。金融政策の正常化への道は険しい。

(東京大学名誉教授)