

入口から見た量的緩和政策の出口論

< 要 旨 >

1. 景気回復に力強さが増し、物価が下げ止まるにつれて量的緩和政策の解除が近いとの見方が高まり、いわゆる「出口論」が盛んになっている。しかし、量的緩和政策の目的は何だったのかという入口の評価も実は十分になされていない。そこで、錯綜する出口の議論を整理するため、入口に遡って量的緩和の目的を再検討した。
2. 量的緩和政策には、デフレの解消、金融システムの安定、長期金利低下という3つの期待があった。このうち金融システム安定化への貢献はかなり大きかったと考えられるが、金利低下は銀行貸出増加にはつながっておらず、デフレの解消に役立ったとはいえない。また、国債買い切りの増額は長期金利を低下させ、国債費を抑制する効果があったが、これはそもそも金融政策が目指すものではない。
3. 量的緩和政策はデフレ脱却を目指す政策とされているが、実はデフレだから可能になった政策である。景気が回復し、物価が上昇に転じ、さらに資金需要が出てきたときに、量的緩和を続けていては再びバブル経済に戻ってしまう。日本経済がデフレからインフレに戻れば、金融政策も金融市場調節における操作目標を再び金利に戻すべきである。
4. 量的緩和政策の解除とは、操作目標を日銀当座預金残高から金利に戻すことであり、それ自体は引き締めではない。量的緩和解除後は、景気動向も見ながら、短期金利の水準はゼロ金利から徐々に引き上げられることになり、日銀当座預金残高は短期金利誘導のオペの結果として受動的に減少していく。また、国債買い切りオペは現金需要の増加に見合った額まで減額される。
5. 量的緩和政策は、消費者物価、資金需要を含めた景気動向、金融システム不安の後退などを確認しながら解除される。足元の景気回復の勢いが続けば2005年度に解除の可能性が出てくるが、2004年度後半に景気が調整局面に入る可能性があり、解除は2006年度以降になろう。財政政策との関係が最後まで残る問題となるが、国債費の抑制のために量的緩和政策を継続するという選択はすべきではない。
6. 量的緩和政策解除のために物価基準を厳しくすることは、金融政策の透明性を高めるかもしれないが、機動性は著しく損なわれる。量的緩和政策をいつ解除したらよいか、最終的には中央銀行の賢明な総合判断にゆだねる勇気も必要であろう。

はじめに

2001年3月19日の金融政策決定会合において金融の量的緩和政策が採用され、金融市場調節の操作目標が金利からお金の量（日銀当座預金残高）に変更された。その後、2002年1月をボトムに景気は回復を続け、物価の下落幅も縮小している。すでに国内企業物価は上昇に転じており、消費者物価もほぼ横ばいとなっている。

このため、量的緩和政策の解除が近づいているとの見方から、いわゆる「出口論」が盛んになっているのだが、議論は錯綜気味でかみ合っていない。そもそも量的緩和政策の解除とは何かといった点からしてさまざまな解釈がある。さらに問題なのは、量的緩和政策の目的とは何だったのかといったそもそもの出発点の理解が論者によってばらばらであることだ。

そこで、本レポートでは入口に遡って量的緩和政策の目的を再検討してみた。入口から見直してみることが錯綜する出口論の整理に役立つと考えたからである。

1. 同床異夢の量的緩和政策

(1) 量的緩和政策への3つの期待

量的緩和政策とは、世の中にお金を大量に供給することによってデフレを脱却しようとする政策と理解されている。しかし、実際には、さまざまな目的や思惑が錯綜して生まれてきた政策である。具体的には次の3つの期待が量的緩和政策を現実のものにしたと言える。

建前上の期待

歴史的な低金利政策や潤沢な資金供給にもかかわらず、景気が後退して物価も低下傾向が続く。量的緩和政策は、こうした閉塞状態を何とか打開しようという思い切った金融緩和策として導入された。具体的には、金利の低下余地がないので、お金の量を増やすことで金融緩和を図ろうというものである。また、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）が安定的にゼロ%以上となるまで、この量的緩和策を続けると宣言することによって、デフレ脱却のための政策という位置づけを明確にしようとした。

量的緩和策を採用するとなぜ景気が回復して、デフレが解消するのか。実にさまざまな回復ルートが期待されていた。世の中に出回るお金の量が増えて景気がよくなるというまさしく量的緩和の効果に期待するものもあれば、金利収入を生まない日銀当座預金に銀行のお金がたまれば、銀行はたまらず有利な運用先を求めて貸出に資金を回すであろうという銀行頼みの期待（ポートフォリオ・リバランス効果）もあった。中には、デフレ脱却に対する中央銀行の強い姿勢を金融市場が評価して株価が上昇したり、円安が進んだりする結果として景気がよくなるという、市場参加者頼みのような期待もあった。

こうしたさまざまなルートの中で最も効果が期待されたのは時間軸効果であった。

時間軸効果とは、日銀が量的緩和政策を解除する条件（消費者物価指数が安定的にゼロ%以上）をあらかじめ約束することによって、量的緩和による短期金利のゼロ金利状態が当分続くと市場が予想し、その結果、長期金利を含めたイールドカーブ全体が低下するというものである。短期金利にはもう下げ余地がないが、時間軸効果で長期金利を下げれば、金融緩和の効果が出てくるということになる。

密かな期待

量的緩和政策を実現する手段として日銀による国債買い切りオペが増額された。国債買い切りオペは、長期金利の水準を低下させるために行われた政策ではなく、あくまで資金供給のひとつの手段に過ぎないのだが、結果として長期金利を低水準に抑える効果がある。国債買い切りオペを際限なく増やしていくことは、国債市場を政策的に逼迫させることであり、市場メカニズムを重んじる中央銀行がこうした効果を期待していたとは考えにくい。しかし、長期金利上昇による国債利払いの増加を恐れる財政当局は、量的緩和による長期金利の低下に期待するところが大きかったであろう。

真の期待

量的緩和政策を導入したときに、日銀は景気や物価といった実体経済だけではなく、金融システムの安定にも重大な関心を持っていた。このため、日銀はインターバンク市場で資金不足が生じて金融システム不安に陥ることがないように、量的緩和政策を導入する前から市場が必要とする資金を上回る「潤沢な資金供給」を行っていた。量的緩和政策は、この潤沢な資金供給の延長上に位置すると考えられる。こうした政策は、ブルーデンス政策（信用秩序維持政策）と呼ばれるものである。日銀はこの他にも、銀行が保有する持ち合い株式の買い取りや、ロンバート型貸出制度の導入といったブルーデンス政策を行っていた。日銀は量的緩和政策にブルーデンス政策の役割を期待していたと推測できる¹。

（2）量的緩和政策の効果

量的緩和政策はこれら3つの期待に応えるスキームを備えていた。

まず、すでに述べたように、消費者物価が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続けると約束することで、デフレ脱却を目指す政策という評価を得ることが可能になった。また、日銀当座預金残高を金融市場調節の操作目標とし、その目標を引き上げていくことによって常に金融市場に潤沢な資金が供給されるようになった。これはブルーデンス政策の期待に応えるものであった。さらに、当座預金残高の引き上

¹ ブルーデンス政策には、事前規制として金融機関の経営の健全性を確保するための自己資本比率規制、金融機関検査など、事後措置として預金保険などのセーフティーネット、金融機関破綻時の救済措置、中央銀行の最後の貸し手機能などが挙げられる。量的緩和は、流動性供給によって金融システムの混乱を未然に防ぐという意味ではブルーデンス政策的な側面を有していると考えられる。

げに合わせて国債買い切りオペを増額していくことは長期金利の低位安定という期待と合致するものであった。

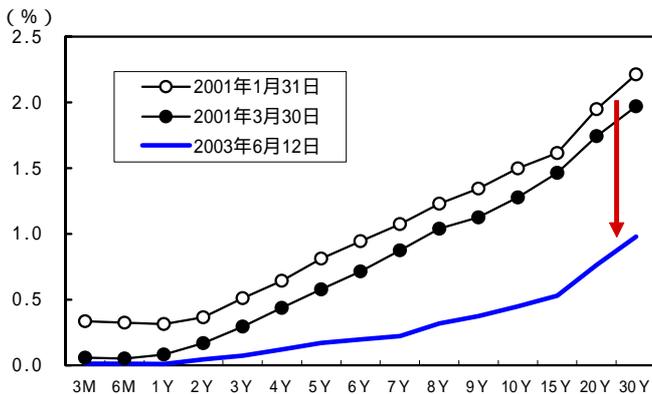
それでは、量的緩和政策は実際にそれぞれの期待にどの程度応えていたのだろうか。

デフレ脱却期待に応える効果

2001年3月に量的緩和政策がスタートした後、2002年1月を底に景気は回復を始めている。物価指標を見ると国内企業物価は2001年末を底にマイナス幅が縮小し、ここ数ヶ月は前年比上昇に転じている。また、消費者物価は2002年4～6月期を底にマイナス幅が縮小し、足元では前年比ほぼ横ばいとなっている。一見したところ、量的緩和政策が功を奏して、景気が回復し、物価も下げ止ってきたようにも見える。しかし、時間軸効果は作用したのであるだろうか。

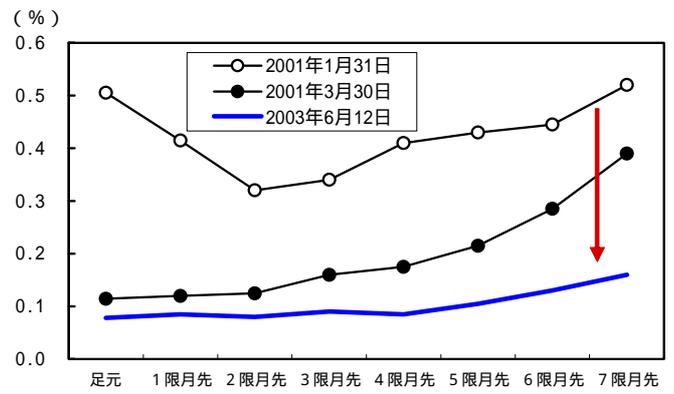
量的緩和政策がスタートすると無担保コールレート（翌日物）は再びゼロ％に低下した。また、量的緩和がしばらく続くとの予想が強まって長期金利も含めて金利は低下し、イールドカーブはフラット化した（図表1、2）。

図表1．イールドカーブ推移（3ヶ月～30年）



(注1) 2001年1月は量的緩和導入前、2001年3月は量的緩和導入後
 (注2) 2003年6月12日は10年債利回りが最低水準を付けた日
 (出所) Bloomberg

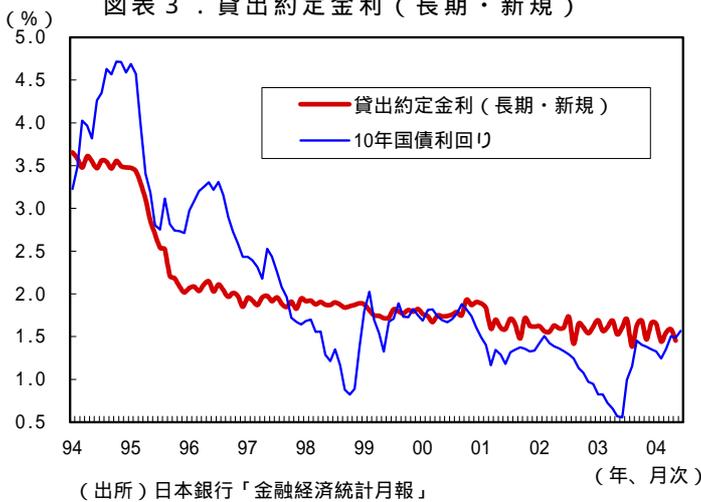
図表2．短期のイールドカーブ推移（金利先物）



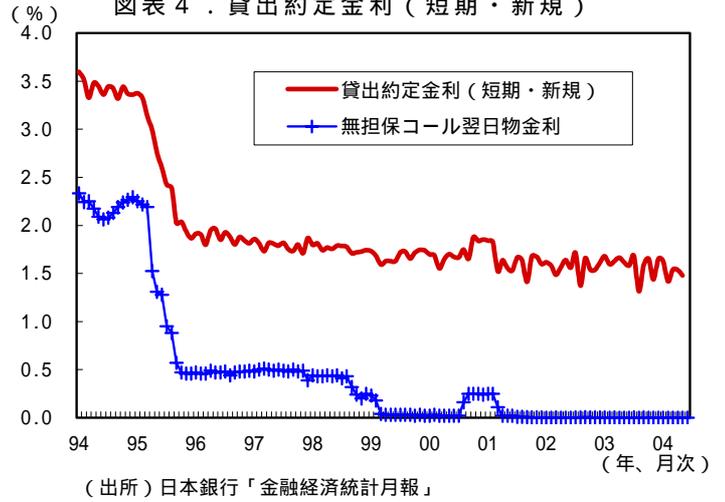
(注1) 将来時点で取引できるTIBOR3ヶ月物金利の水準を示す
 (注2) 2001年1月は量的緩和導入前、2001年3月は量的緩和導入後
 (注3) 2003年6月12日は10年債利回りが最低水準を付けた日
 (出所) 日本経済新聞

このように、金融市場では時間軸効果が現れてきたのだが、企業の実際の借入金利の水準をみると低下幅はさほど大きくなかった。つまり、金利の低下が銀行貸出を増加させる効果は小さかったと思われる（図表3、4）。

図表3. 貸出約定金利（長期・新規）

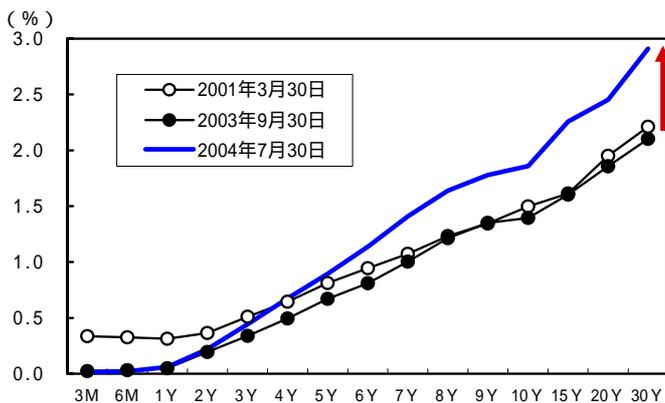


図表4. 貸出約定金利（短期・新規）



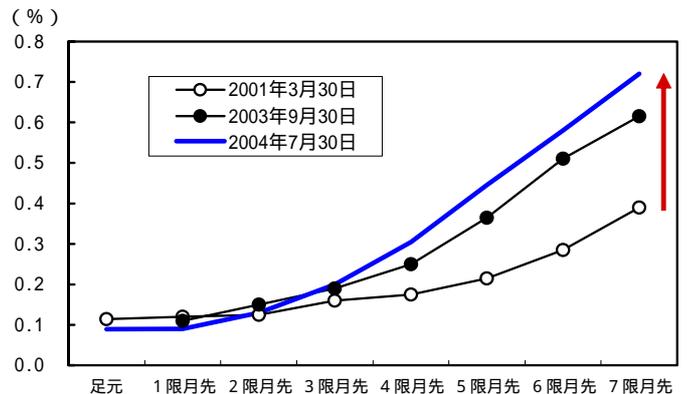
また、足元では金融市場における時間軸効果が剥落している。長期金利の水準をみると、量的緩和導入前の水準や2003年8～9月に量的緩和解除の思惑が高まった局面よりも高くなっている（図表5、6）。

図表5. イールドカーブ推移（3ヶ月～30年）



（注1）2001年3月は量的緩和導入後
 （注2）2003年9月は最初に解除の思惑が高まった頃
 （出所）Bloomberg

図表6. 短期のイールドカーブ推移（金利先物）



（注1）将来時点で取引できるTIBOR3ヶ月物金利の水準を示す
 （注2）2001年3月は量的緩和導入後
 （注3）2003年9月は最初に解除の思惑が高まった頃
 （出所）日本経済新聞

長期金利低下期待に応える効果

日銀による国債の買い切りは国債需給に直接働きかけることによって長期金利を低下させる効果を持った。また、買い切り額が増えることによって、その効果は強まったはずである。国債買い切りオペがもっと少なければ長期金利がより高水準で推移し、国債の利払い費、すなわち国債費は今以上に拡大していた可能性がある。量的緩和政策は、財政赤字の拡大に悩む財政当局にとってありがたい政策であったと言える。しかし、日銀にとって、国債の買い切りオペは市場への円滑な資金供給を目的とするものであり、長期金利の水準に直接働きかけることを意図したものではない。量的緩和政策は時間軸効果を通じて長期金利を低下させる効果を持つが、これは、量的緩和

政策が市場の期待に働きかける結果である。国債市場に直接介入して長期金利を低下させることは日銀が意図している政策ではなかったはずである。

金融システムの安定化という期待に応える効果

量的緩和政策による金融システム安定化に対する貢献はかなり大きかったのではないか。インターバンク市場に十二分に資金が供給され、必要なときにほぼゼロコストで資金が調達できる状態であれば、有事に際して金融市場の混乱を回避することができる。仮にある金融機関の経営に不安が生じても、他の健全な金融機関に資金繰り面で不安が広がらないので、金融システム面の安定を維持することができるためである。

たとえば、2001年9月11日の米国における同時多発テロ事件発生後に、日銀は日銀当座預金残高を8兆円超の水準にまで拡大させる措置を講じて、金融市場の混乱を回避しようとした（当時の日銀当座預金残高の目標額：6兆円）。また、2002年2月28日の金融政策決定会合後には²、定期性預金のペイオフが解禁される年度末に向けて、潤沢な資金供給を行うことを発表し、年度末には日銀当座預金残高を27兆円まで引き上げている（当時の日銀当座預金残高の目標額：10～15兆円）。

日銀は、量的緩和導入時には金融システムの安定化を目指すことを表明していなかったが、徐々に金融システム不安の払拭を量的緩和の目的の1つとして取り上げるようになっていった。また、こうした周到な対応があったため、りそな銀行の特別支援行化、足利銀行の破綻時にも、金融市場で大きな混乱は発生しなかった³。

² 2002年2月28日の金融政策決定会合後の発表文では、「日本銀行としては、今後とも、潤沢な資金供給を行うこと、および最後の貸し手としてシステムミック・リスクの顕現化を回避することの両面において、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である」と、初めてシステムミック・リスクという表現を用いた。

³ 具体的には、2003年5月にりそな銀行の特別支援行化に際しては、週明けに即日の手形買入オペを実施し1兆円の追加的な資金供給を行い、その後の金融政策決定会合において、金融市場の安定確保に万全を期す趣旨を明確にするため、日銀当座預金残高の目標値を22～27兆円程度から27～30兆円程度に引き上げた。また、2003年11月に足利銀行が破綻した際にも、週明けに即日の手形買入オペを通じて1兆円の追加的な資金供給を行った。

2. デフレだから可能であった量的緩和政策

日銀、政府、金融市場などさまざまな関係者の期待を受けて同床異夢の状態ですタートした量的緩和政策であったが、それなりの効果を発揮すると同時に、さしたる副作用を持つこともなく今日まで続いてきた。ここまでくれば、量的緩和を解除せずにこのまま続けていけば良いという考え方も出てくる。実際、市場の思惑とは裏腹に、今のところすぐに量的緩和を解除すべきという意見は日銀も含めてあまり耳にしない。しかし、恒久的に続ける政策かと問われると、やはりいつかは金利メカニズムを働かせた金融政策に戻るのが自然だと思っている人がほとんどであろう。

なぜなら、量的緩和政策はデフレ脱却を目的にした政策と位置づけられているが、見方を変えれば、デフレであるが故に可能になった政策だからである。デフレであったから、消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続けるという思い切った約束ができた。その結果、日銀当座預金残高をほとんど青天井のように増やす政策が可能になり、残高目標を達成するために日銀による国債買い切りオペを大幅に増加することも当然のこととされた。

しかし、デフレがインフレになってくると話は変わってくる。仮に消費者物価でみたインフレ率が2%となったときに、それが3%になるまで量的緩和政策を続けるなどという約束をすることは非常に危険である。景気が回復して、物価が小幅ながらも上昇に転じ、さらに資金需要が出てくる可能性が高まってきたときに、日銀がジャブジャブにお金を供給するのでは再びバブル経済に戻ることにになりかねない。

日本経済がデフレからインフレに戻ってくれば、金融政策も金融市場調節における操作目標を再び金利に戻すべきであろう。物価が下落するのに名目金利はゼロまでしか下がらない。このため、実質金利はプラスになって景気にマイナスとなる。こうした袋小路を打開するための緊急対策として量的緩和政策を導入したのであれば、インフレとともに操作目標を金利に戻すのは自然である。この結果、プルーデンス政策や長期金利の水準についても量的緩和政策に頼っている状況は終わりを告げる。

デフレ脱却を目標にスタートした量的緩和政策はデフレ脱却とともに続けることが難しくなる。ただ、その終了するタイミングがはっきり決められないので出口論が盛り上がる。

3. 現実のものとなってきた量的緩和政策の解除

(1) 量的緩和政策とは何か

量的緩和政策の解除をめぐる出口論は盛んであるが、そもそも量的緩和政策とは何かという点においてすらさまざまな意見がある。量的緩和の解除とは何かと改めて問われると、次のようなことを思いつくのではないか。

日銀当座預金残高を減少させること

国債買い切りオペを減額すること

短期金利を引き上げること

しかし、これらはいずれも量的緩和の解除そのものではない。強いて言えば量的緩和を解除すると起こりうるかもしれない状況を示しているに過ぎない。量的緩和政策を解除するということは、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から金利（量的緩和政策導入前においては無担保コールレート（翌日物））に戻すだけであり、それ自体は引き締めも緩和も意味しない中立的なものである。

(2) 量的緩和政策を解除する方法

量的緩和政策の解除が単なる操作目標の変更と考えるならば、量的緩和政策を解除する方法は以下になるだろう。

金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（翌日物）に戻す

日銀当座預金残高は操作目標でなくなり、無担保コールレートを目標水準に安定させるオペの結果として受動的に決まってくる

国債買い切りオペの金額を金融政策決定会合の決定事項からはずす。買い切りオペの金額は現金需要の増加の長期的トレンドに見合ったものとする

金融市場調節の操作目標の変更

繰り返しになるが、金融市場調節の操作目標を変更すること自体は、金融緩和でなければ引き締めでもない。つまり、量的緩和政策の解除によって金融政策に段差ができるということは避けなければいけない。このため、量的緩和政策解除当初の無担保コールレート（翌日物）の操作目標はゼロ％、多少幅を持たせるとすれば0.0％～0.1％というレンジが考えられる。

表面上の金利で見ると、短期金利はゼロ近辺に張り付いているが、物価の下落幅が縮小してきているため、実質金利は低下してきている。仮に、量的緩和政策が解除されるときにインフレ率が1％とすると、実質の無担保コールレートは-1％となる。物価が上昇するほど実質金利のマイナス幅が拡大することになる。

量的緩和解除後は、景気動向も見ながら名目ベースでのゼロ金利目標を、実質ベースでのゼロ金利目標に変更していくことになる。緩やかなインフレ状態が続くとすると、無担保コールレートの誘導目標は徐々に引き上げられることになる。

操作目標でなくなる日銀当座預金残高

日々のオペレーションについては、金利上昇圧力が増せば資金供給を行い、資金が余剰であるようなら吸収するという自然体で対応していくべきであろう。当座預金残高はこうしたオペの結果として増減することになる。結果として、日銀当座預金残高は減るかもしれないが、意図的に法定準備金の水準まで減額していく必要もない。

操作目標である無担保コールレート（翌日物）を上述のように0.0%～0.1%のレンジにとどめようとするならば、日銀当座預金残高が急速に減少することはないであろう。量的緩和政策が解除されても、日銀による潤沢な資金供給はしばらく続くと考えられる。

その後、無担保コールレートの誘導目標が徐々に引き上げられるのにつれて日銀当座預金残高も減少が予想される。

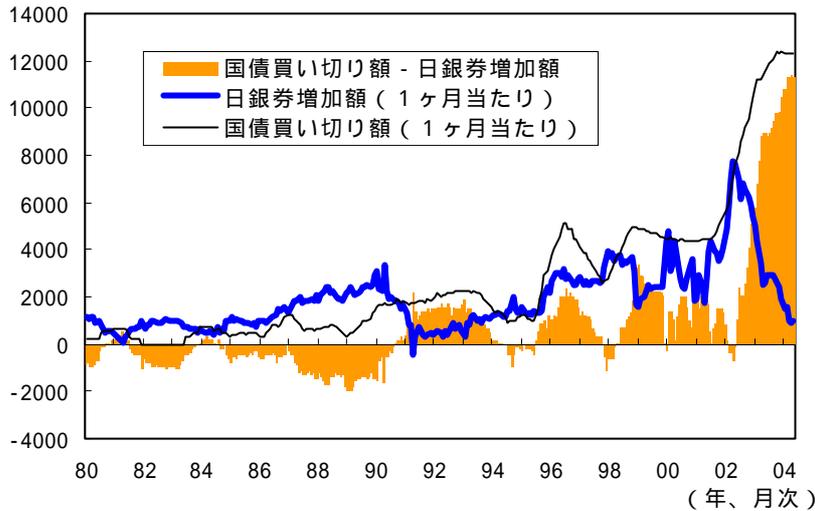
金融政策決定会合の決議事項からはずれる国債買い切りオペの金額

国債買い切りオペは量的緩和政策導入前から行われていたオペレーションであるが、国債買い切りオペによる毎月の購入ペースが金融政策決定会合の決議事項となったのは量的緩和政策がスタートしてからである。もともと、国債の買い切りオペは長期的な日銀券の増加トレンドにほぼ見合うように行われてきた。経済活動の拡大に伴う現金需要の増加に合わせて、これに見合う資金を供給することが本来の目的だからである。

量的緩和政策に移行してから、日銀当座預金残高を高い水準に維持するための円滑な資金供給手段という役割が国債買い切りオペに与えられ、毎月の買い入れ額が日銀当座預金残高目標と同様に決議されることになった。このため、量的緩和政策が終了するときには、国債買い切りオペも本来の目的に戻して、決議事項からはずすのが自然である。国債買い入れ額が日銀券の増加トレンドに見合うようになるためには、現行の毎月1兆2千億円という買い入れペースはスローダウンしてくることになる。過去の日銀券と国債買い入れ額の推移から判断すると、日銀券の増加トレンドに見合う国債買い入れ規模は毎月4千億円程度でも十分であるという結果が得られる（図表7）。一気にそのペースまで落とすことは国債市場に与える影響が大きい、ある程度時間をかけて本来のレベルにソフトランディングしていくことになる。

図表 7 . 日銀券増加額と国債買い切額の推移

(12ヶ月移動平均、億円)



(注) 日銀券増加額は前月差の12ヶ月移動平均
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

(3) 量的緩和政策解除後の金融政策

量的緩和政策を解除した後の金融政策は、量的緩和導入前の政策とまったく同じというわけではない。解除後の金融政策では以下の点が導入前の政策と変わってくる。

ロンバート型貸出の役割が拡大

すでに述べたように、量的緩和政策はブルーデンス政策としての効果を期待されていた。ブルーデンス政策としては、金融機関の経営の健全性を確保するための自己資本比率規制、金融機関検査、預金保険などのセーフティーネット、中央銀行の最後の貸し手機能などがある。日銀は、2001年3月からロンバート型貸出制度を導入している。この制度は、金融機関が希望するときに、担保の範囲内で希望する金額を日本銀行から借り入れることができる制度である。金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に資することを目的に導入された。

量的緩和政策によって金融機関は必要な資金をゼロコストで調達できるため、ロンバート型貸出制度が利用されることはこれまでほとんどなかった。量的緩和政策が解除されるときは、金融システム全体に波及するような金融不安が回避されるようになっていると考えられるが、資金繰りが滞らないように個別の金融機関がロンバート型貸出制度を利用するケースが予想される。量的緩和解除によって重要性が増すこの貸出制度を拡充することは意味があるだろう。具体的には、現在一営業日の貸付が基本でそれ以上はロールオーバーでの対応となっているが、期末越え資金の調達に使えるような期間貸出制度を加えることが考えられる。また、2003年3月25日の金融政策決定会合において、臨時措置としてすべての営業日を通じて公定歩合による利用が可能になっているが(本来は6営業日目から上乘せ金利を適用)、この措置を量的緩和政策解除後も続けておくことも検討に値する。

上限金利としての公定歩合の役割

ロンバート型貸出制度の役割が拡大することと関係するが、この貸出制度の適用金利である公定歩合が上限金利の役割を帯びてくる。無担保コールレート（翌日物）の誘導目標は公定歩合より低い水準で決められるが、信用力の低下などを理由に高いレートでしか資金を取れない金融機関が出てくる。その場合でも、ロンバート借入れを使えば、公定歩合で資金が調達できるので、公定歩合が上限金利となってくる。量的緩和解除後は公定歩合が短期金利の跳ね上がりを防ぐ役割を果たす。

（４）量的緩和政策解除までにクリアすべき条件

それでは、量的緩和政策はいつ解除されるのであろうか。金融市場では早い時期に量的緩和政策が解除されるのではないかという思惑が出ている。量的緩和政策解除の基準となっている消費者物価は前年比ほぼ横ばいとなっており、量的緩和政策が解除されるという思惑は当然のごとく盛り上がる。しかし、消費者物価が安定的にゼロ%以上になれば量的緩和政策が解除されるという単純なものではない。以下、量的緩和解除までにクリアすべき条件についてみていくことにする。

消費者物価が安定的にゼロ%以上となっていること

量的緩和政策は、「消費者物価が安定的にゼロ%以上となるまで」続けることになっている。この基準は明確なものだが、その解釈には注意が必要である。つまり、消費者物価が安定的にゼロ%以上になったら量的緩和を解除する可能性が出てくるが、解除しなければいけないということではない。実際に解除するかどうかは金融政策決定会合で、経済・物価情勢も見ながら総合的に判断される。市場参加者が誤解することがないように量的緩和解除の条件を改めて確認したのが、2003年10月10日の金融政策決定会合で示された量的緩和解除の3条件である⁴。

量的緩和政策を解除したとたんに、消費者物価がまたマイナスになってしまいましたでは、日銀は極めて厳しい立場に追い込まれる。このため、日銀は量的緩和政策の解除には慎重であろう。おそらく、消費者物価の前年比が1%に近づくまでは、解除に踏み切れないのではないかと。

それならば、1~2%というインフレーターゲットを導入してそのレンジに入るまでは量的緩和政策を解除しないと宣言すべきだという意見もある。しかし、今ここで1~2%というインフレーターゲットを導入することは日銀としては受け入れがたい。機動性が身上の金融政策にとって、そもそも量的緩和政策の解除条件をあらかじめ宣言

⁴ 具体的には、消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要である（数か月均してみても確認する）。

消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である（政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要）、こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる、の3点である。

するという現行のスキームは異例のことである。日銀としては、それだけのリスクをとっているのだから、せめてターゲットとなる物価水準はゼロ%という低い水準に置かせてほしいということになる。

では、インフレーターゲットではなく、インフレ参照値ならばよいであろうという意見もある。あくまで参照値だから拘束力が弱いということだが、参照値と言葉を変えても特定の数字が設定されれば、それが政策を拘束することは容易に想像できる。インフレーターゲットや参照値という形でより高いハードルの解除基準を約束することは金融政策の機動性を阻害してしまうので、日銀としては避けたいところである。たとえば、量的緩和を解除するときの消費者物価のレベルを、前年比ゼロ%台後半から1%程度と日銀が想定していたとしても、日銀は次に挙げるその他の条件を考慮しながら総合的に判断するための自由度を必要とするだろう。

景気が安定的に回復していること

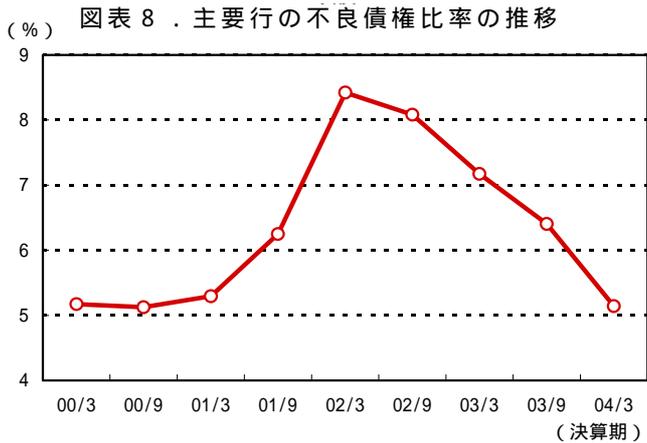
前出の量的緩和解除の3条件において日銀が挙げているように、量的緩和を解除する際には経済情勢の判断が重要である。デフレは貨幣的現象であるという主張もあるが、実際には景気動向が物価情勢に影響する、つまり景気の回復がデフレ圧力を後退させると考えられる。景気が安定的に回復していないとデフレ圧力は再び高まってくる。おそらく、実質2%程度の安定的な経済成長を続けるような状況にならないと、量的緩和政策の解除は難しいであろう。

また、景気が回復して資金需要が増加してきていることも量的緩和の解除に際して考慮すべき要因である。たとえば、銀行貸出残高が増加に転じてくる、あるいは信用乗数(「M2 + CD」÷マネタリーベース)が上昇に転じてくるといった動きが資金需要回復のサインとなる。

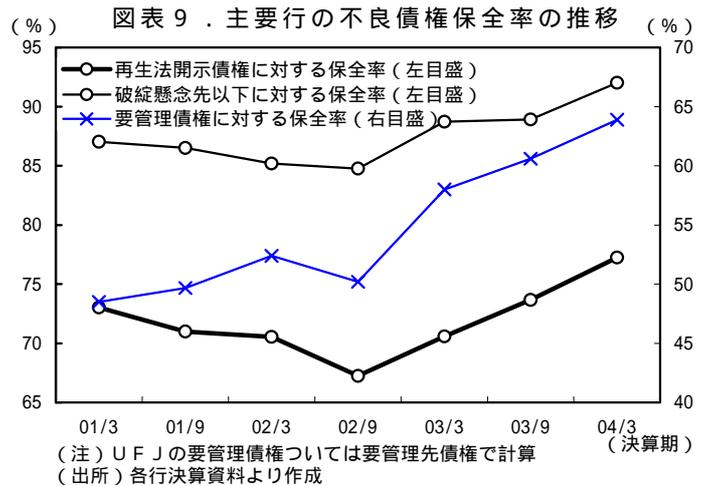
金融システム不安が後退していること

量的緩和政策は金融システム不安の回避に効果があったと考えられる。できることならば、このまま続けて欲しいという考え方もあるだろう。しかし、大手行の不良債権比率は低下が続き、個別行ではすでに金融再生プログラムの目標を達成したところもある(図表8)。また、不良債権のオフバランス化、引当強化が進められており、不良債権処理に伴う銀行の追加損失のリスクは次第に薄らいでいる(図表9)。

こうして、金融システムの安定化が、銀行全体の問題から個別行の問題に移り、金融機関の破綻などがシステムミック・リスクに至らず、個別行の問題として処理できるようになれば、量的緩和政策を解除する条件が整ってくる。具体的にはまず、大手行の不良債権比率の半減という金融再生プログラムの目標(2005年3月期限)が達成され、ペイオフの全面解禁(2005年4月予定)が実施されていることが必要である。また、その後もしばらくは各銀行の預金動向などをモニタリングしていくことが必要であろう。



(注) 不良債権比率 = 金融再生法開示債権 ÷ 総与信額 × 100
 (出所) 金融庁「不良債権の状況等」、各行決算資料



(注) UFJの要管理債権については要管理先債権で計算
 (出所) 各行決算資料より作成

以上見てきた ~ までの条件が整ってくるのはいつごろであろうか。仮に足元の景気回復の勢いがこのまま続けば 2005 年度になると量的緩和政策が解除される可能性が出てくる。しかし、2004 年度後半に景気が調整局面に入り、いったん後退していたデフレ圧力がやや強まってくる可能性が高い。この場合、量的緩和政策の解除は 2006 年度以降になってくる。

4 . 最後に残る問題

前節の「量的緩和解除までにクリアすべき条件」では、長期金利の動向には触れなかった。国債費の増加を防ぐという観点から、量的緩和政策、なかでも国債買い切りオペによる長期金利抑制に対する密かな期待があるのはすでに述べたとおりである。財政当局は国債買い切りオペを高水準に維持することを密かに望むであろう。財政政策との関係は量的緩和政策の解除を考える上で最後まで残る問題となる。

量的緩和政策の解除を検討するという事は、デフレからインフレ状態に移行し、景気も回復しているときなので、長期金利が上昇するのは自然である。それでも、長期金利の上昇を理由に量的緩和の解除は好ましくないというのであれば、永久に量的緩和政策は解除できなくなる。量的緩和政策を解除する妥当性は前節で挙げた ~ の条件で考えるべきであろう。

長期金利の上昇が問題となるのは、実体経済、具体的には名目成長率の動きと大きく乖離して上昇してしまうケースであろう。量的緩和解除後も短期金利は低水準で推移するとするならば、乖離をもたらす要因は財政構造の悪化であろう。巨額の新規国債の発行により国債残高が増加している状況が続けば、財政構造の悪化を懸念した長期金利上昇のリスクは高まる。しかし、金利上昇圧力を国債買い切りオペで抑えようというのは緊急避難としての意味しかない。国債の大量発行の問題は、歳出の削減や増税といった財政サイドの問題として対処するのが筋である。

もっとも、すでに述べたように、量的緩和政策を解除すると同時に国債買い切りオ

へのペースを現行の毎月1兆2千億円からもとの毎月4千億円の水準にすぐに戻すというわけではない。時間をかけて成長に必要な現金需要の伸びに見合うペースに落としていくことになる。一方、経済成長率が高まってくると、それに見合う現金需要の伸びも高まってくるので、国債買い切りオペを増額する要因となってくる。

おわりに

量的緩和政策とは、デフレ脱却という建前上の期待、長期金利低下により国債利払い負担を軽減しようという密かな期待、金融システム不安を回避するという真の期待という3つの期待の上に生まれた政策である。同床異夢でスタートした政策だけに、出口が近づくにつれて意見が分かれてくる。

量的緩和政策はデフレ脱却を目的にしているとされるが、見方を変えると量的緩和政策を続けることが可能なのはデフレだからである。つまり、デフレを脱却するにつれて量的緩和政策を続けることの危険性が増してくる。インフレ率がゼロ%のときに量的緩和政策を続けてもおそらく問題はないだろうが、インフレ率が2%のときに量的緩和政策を続けることは危険であろう。ゼロから2%の間にその分岐点があるのだろうが、それがどの水準なのか誰も分からない。

また、量的緩和政策に対してはデフレ脱却以外の期待もあるので、デフレ終了を理由に量的緩和政策を解除しようとしても異論が出てくる。さらに、景気動向は物価の先行きにも影響してくる。足元の物価が上昇していても、景気動向によっては将来デフレ圧力が高まってくることも考えられる。量的緩和政策を解除するときには景気動向も重要な判断材料となる。

このように量的緩和政策を解除するときには、さまざまな要因を検討していかないといけない。いつ解除したらよいかという問いに対して明確な答えはない。したがって、ある特定の物価水準を想定して、そこに達するまでは量的緩和政策を続ければ良いと決めてしまうことはできないはずである。量的緩和政策解除の基準がはっきりしていれば金融政策の透明性は高まる。しかし、100%透明な状況にしようと思えば、金融政策の機動性は0%になる。量的緩和政策をいつ解除したらよいか、最終的には中央銀行の賢明な総合判断にゆだねる勇気も必要なようである。

調査部（東京） 小林 真一郎
（お問合せ先）UFJ総合研究所 e-mail: skoba@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。