

金融政策「出口」への視点

景気の回復基調が鮮明になるにつれて、○一年三月から続く日銀の量的緩和政策の転換を巡る、いわゆる「出口論」が浮上している。当時日銀副総裁としてこの政策決

定に深く関与した山口泰氏に想定される量的緩和解除のプロセスを論じてもらうとともに、識者が「出口」に向けての条件を提起する。

「デフレ」と共存する景気回復への洞察を まったく異なる環境下で採用した政策続行の是非

量的緩和政策の開始から三年数カ月がたち、金融経済環境も大きく変わりつつある。物価下落も需要要因の後退によるものではなくサプライ・サイドの事情、すなわち生産性の上昇、企業収益の改善による面が大きい。したがって何があっても「デフレ克服」を目標に政策を続行すべきかどうか問われるだろう。日本は欧米と同じようにインフレを作り出さないと経済発展ができないわけではない。日本のインフレになりにくい体質を活用すべきである。

(編集部)

山口 泰
(前日本銀行副総裁)



量的緩和政策決定の背景

長期金利に働きかけた時間軸効果

現在、金融政策がおかれてい 一年三月に量的緩和を決定した
る環境を考える前提として、○ 際の背景を私なりに要約してお

きたい。当時はアメリカのITバブルが崩壊した直後で日本の景気も足踏み状態となりつつあり、先行き回復の展望を描けなくなっていた。したがって、物

価面でも需要の弱さに由来するデフレ圧力が強まっていく可能性が高いと考えた。さらに厳しいことに株価の下落と景気の悪化という両面から、金融システ

「出口」でこそ物価水準ターゲットイングが意味をもつ

量的緩和政策解除を急ぐな



早稲田大学

講師 高橋 洋一

ゼロ金利下でも 金融政策は有効

学生時代に経済学を習った者なら、日銀の行う金融政策は、公定歩合の引上げ・引下げ、債券・手形市場での売買（公開市場操作）、預金準備率の引上げ・引下げの三つであると教科書に書かれていたことを覚えているだろう。これらは結局、金利をコントロールし貸出資金量などを通じて、経済活動に影響を与えるものである。ところが、

ゼロ金利でも金融政策は有効だと学者はいう。金利も動かせないのにと思つかもしれないが、人々が将来に対してどのように「予想」するかによって人々の経済活動が変わるといって経路を考えると、金融政策でも効果がある。最新の金融理論は、「予想」の考え方を取り入れている。たとえば、今期の総需要は将来の実質短期金利に依存して決まるので、将来の金融政策に関する予想が重要になっているが、中央銀行がその金融政策の目標達成について、曖昧で信認が得られないと、予想形成に及ぼす効果も不確定になる。この意味で中央銀行の「コミットメント」が重要である。この「コミットメント」という言葉は、具体的な目標を時間を区切って行うことを約束することだ。また、金融政策では歴史依存性（history dependence）と民間主体の将来の短期金利に関する予想を適切に管理することが重要であり、その観点からみると、量的緩和政策の解除を急ぐべきではない。出口戦略には中央銀行の目標がはっきりする物価水準目標（インフレ目標の一種）が望ましい。

現在の金利はゼロであり、しかも動かない。いったいどのような金融政策は経済活動に影響を与えるのだろうか。学生時代に習った金融政策理論はもう通用しないのだろうか。

九〇年代日本経済の停滞は歴史上まれにみる事件で、三〇年代の大恐慌の「流動性の罠」と同じ状況に陥った。多くの日本の識者は次のようにいった。「大恐慌は戦争という究極の積極財政策によってしか脱出できなかった。ニューディール政策

による大規模な公共投資で大恐慌は克服できた」。代表的な日本の経済学の教科書にもこう書かれている。「金利がゼロになるような流動性の罠の状態において金融政策は無力であつて財政政策しか効果がない」。

しかし経済学の最新の研究では、大恐慌脱出は積極財政政策ではなく金融緩和で実現できたことが明らかにされている。その理由は金本位制からの離脱による金融緩和政策に見出せる。

国際経済学では、為替の安

不確実性下の物価水準の設定は非現実的 公的部門の国債保有偏重が金融政策を制約

学習院大学
教授 奥村 洋彦

日本銀行が昨年一〇月に示した三つの解除条件の達成時期を考えた場合、量的緩和政策自体は〇五年中も継続されよう。もともと、量的緩和の度合いには変更の余地があり、市場の反応をみながら少しずつ弱めソフトランディングを目指す手法が常識的に考えられる。金融政策の出口政策で最もむずかしいハードルは、国債価格に悪影響を及ぼす点である。わが国の金融市場がおかれている現在のセッティングを土台にして考える必要があり、インフレーターゲット論についても同様である。また家計部門の供給する資金の約半分が公的部門に流れていたという資金循環のゆがみを放置したまま金融政策議論を行っても、現実的な政策には結びつかない。日本銀行の金融政策は、こうした制約条件のもとでセカンドベストを狙わざるをえない。



量的緩和政策は 〇五年も継続か

実質経済成長率が三%前後の水準を〇三年度、〇四年度と続けている状況下で、日本銀行の政策、とりわけ出口政策の行方が関心を呼ぶ状況となっている。日本銀行は昨年一〇月一〇日に量的緩和政策を解除するた

めの三つの条件を明確にしているが、現在の景気の状態からこれらの三条件が整ってくる時期を予想すると、〇四年中にはなく〇五年においても不十分な形では満たされないと考えられる。その背景について検討しておこう。

まず経済の動きであるが、今年度の「経済財政白書」も分析

しているように、回復の足取りは顕著ではあるが、その土台は堅いとはいきれず消費者や企業経営者のマインドがまだ基盤にはもろい面がある。経済は人々の予想を上回って拡大し企業収益も堅調な動きを示しているにもかかわらず、最近の日本の株価がいま一つ上昇してこないことに象徴されているよ

うに、経済・景気の先行きの軌道を見通すことは依然としてむずかしく、不確実性要因が多い。

日本銀行がこうした経済の状況下で物価をどのようにみるかについて焦点を合わせれば、影響を与える大きな要因として石油価格、需給ギャップ、為替レートの動き、株価や土地の価格