

「大胆な金融政策」の効果と課題

— デフレ脱却に向け日銀が果たすべき役割 —

財政金融委員会調査室 武井 哲也

1. アベノミクスへの期待と課題

平成24年12月16日に行われた第46回衆議院議員総選挙を経て、第182回国会において、国会は内閣総理大臣に安倍晋三自由民主党総裁を指名した。安倍総理は年が明けた第183回国会での所信表明演説において、「我が国にとって最大かつ喫緊の課題は経済の再生」と位置付けた上で、「大胆な金融政策、機動的な財政政策、そして民間投資を喚起する成長戦略という3本の矢で経済再生を推し進める」と述べ¹、デフレから脱却し、我が国経済を再生するための取組を進める姿勢を強調した。こうした考えの下に、第2次安倍内閣が進めている経済政策は「アベノミクス」と呼ばれている²。

衆院選前から、安倍氏が主張する大胆な金融政策への期待感等から、それまで円高傾向が続いていた為替は円安の方向に進み、日経平均株価も大きく上昇した(図表1)。また、平成25年7月23日に公表された「平成25年度年次経済財政報告」(経済財政白書)では「長引くデフレから反転する兆しが現れている」との表現が盛り込まれるなど、アベノミクスへの期待とその効果により、我が国経済はデフレ脱却や経済再生に向けて順調に進んでいるようにも見受けられる。その一方で、強力な経済政策がもたらす影響は非常に大きいため、その課題や懸念点について国会等で広く議論されてきている。

また、諸外国からもアベノミクスは注目を集めている。国際会議の場においても安倍政権が進める経済政策が度々議題となり、その効果について期待する声が上がっている。しかしその一方で、新興国等からは懸念が示されることも少なくない。国際通貨基金(IMF)は、「3本の矢はデフレに終止符を打ち成長を活性化させる、類を見ない機会を提供する」と評価しながらも、失敗すれば「円の下落を通じて他の国や地域にマイナスの影響を及ぼすかもしれない」と指摘しており³、国際的にも大きな影響を与える我が国の経済政策の進捗状況は、慎重に見ていく必要がある。

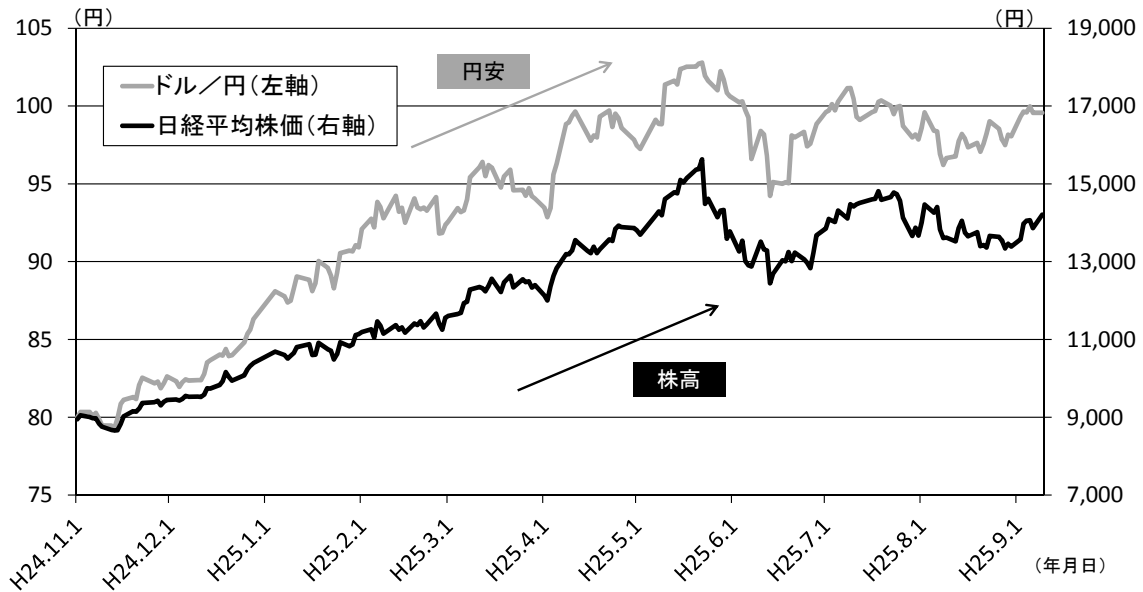
本稿においては、アベノミクスにおける3本の矢、すなわち「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の中で、最初に放たれた「大胆な金融政策」に照準を合わせる。以下では、第2次安倍内閣発足以降、白川方明、黒田東彦両日銀総裁により大きな政策変更が行われた日銀の金融政策について、最近の動向を振り返った上で、その効果や課題を整理することとする。

¹ 第183回国会参議院本会議録第1号3頁(平25.1.28)

² 『アベノミクス』という表現は、第1次安倍内閣期にも使用されており、中川秀直衆議院議員(当時)が衆議院本会議において使用している例等が見られる(第165回国会衆議院本会議録第4号6頁(平18.10.2))。

³ IMF サーベイ<<http://www.imf.org/external/japanese/pubs/ft/survey/so/2013/car080513aj.pdf>>

図表1 ドル円相場と日経平均株価の推移



(出所) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」(各種マーケット関連統計)、
日経平均プロフィールホームページより作成

2. 白川前総裁の下での日銀の動向

(1) 衆議院解散後の議論

衆議院が解散されて以降、総選挙に向けて各党が政権公約を打ち出す中で、日銀の果たすべき役割等についても様々な議論が繰り広げられた。例えば、自民党は明確な物価目標（2%）の設定や日本銀行法改正も視野に大胆な金融緩和を行う姿勢を打ち出し、民主党はデフレ脱却に向けて政府・日銀が一体となり最大限の努力を行うことを主張した。ほかにも、みんなの党は日銀総裁等の解任権を内閣に付与することなどを含む日銀法の改正等を掲げるなど、複数の政党が日銀の金融政策についての考えを打ち出した。

このように金融政策が争点の一つとなる異例の選挙を経て、日銀は、平成24年12月20日の金融政策決定会合において、追加の金融緩和を行うことに加えて、翌月の会合で中長期的な物価の安定について検討を行うことを決定した⁴。日銀がどのような政策変更を行っていくのか、その後の金融政策決定会合の内容に注目が集まった。

(2) 金融緩和の思い切った前進

こうした状況の下、日銀は平成25年1月22日の金融政策決定会合において、金融緩和を思い切って前進させることを目的として、「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買

⁴ 白川総裁はこの約1か月前の講演において、『物価も賃金も上がらない』という状況が長く続いた経済においては、いきなり人々のインフレ予想だけが先行して高まる、あるいは高められると考えるのは現実的ではない」とし、日銀がインフレ予想を高めることが必要だとの議論に対して否定的な考えを示していた（白川総裁講演『物価安定のもとでの持続的成長に向けて』（平24.11.12））。

入れ方式」の導入を決定するとともに、政府との共同声明を公表した。その詳細は以下のとおりである。

ア 日銀の物価安定の見方と「物価安定の目標」の導入について

日銀の目的は日本銀行法において、「物価の安定⁵」と「金融システムの安定⁶」とされている。そのうち、物価の安定については、平成24年2月14日の金融政策決定会合において「中長期的な物価安定の目途」が示されており⁷、日銀として中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率は、「消費者物価⁸の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」とされていた。

こうした従来の方針を、日銀は平成25年1月22日の金融政策決定会合において大きく変更した。具体的には、これまで使用していた「目途」という表現を「目標」と改めた上で、「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率で2%とし、これをできるだけ早期に実現することを目指すとした。「目途」を「目標」と改めた理由について、白川日銀総裁は国会での答弁において、「物価安定の目途も目標も金融政策の目的である物価安定について数値的なイメージを伝える点では同じ」とした上で、「昨年2月の時点では、目標という言葉が一定の物価上昇率を関係付けて金融政策を機械的に運営していくという誤解されるおそれがあった」が、「この1年の間に海外の金融政策の運営実態は柔軟な物価安定目標政策であるという理解が着実に広がってきたため⁹、そうした誤解を心配する必要はなく、目標と表現することが日本銀行の考え方を伝える上で分かりやすく適当であると判断した」と説明している¹⁰。また、数値を1%から2%に引き上げた点については、「今回、政府は日本経済の競争力、成長力強化に向けた取組にもしっかり取り組んでいくと明らかにしており、日本銀行はそうした認識に立ち、2%の物価安定目標を定めた」と判断の根拠を述べている¹¹。

⁵ 日本銀行法第2条において、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と規定されている。

⁶ 日本銀行法第1条第2項において、日本銀行は、「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」と規定されている。

⁷ これ以前の日銀の物価安定の考え方として、平成18年3月に「中長期的な物価安定の理解」が示されている。それは、各政策委員が中長期的に見て物価が安定していると理解する物価上昇率を指し、当初、0～2%程度、委員の中心値はおおむね1%の前後で分散、となっていた。この「理解」は、平成21年12月には2%以下のプラスの領域、委員の大勢は1%程度を中心と考えている、と変更されており、マイナスの値を許容しないことが明確化された。

なお、「理解」と「目途」の違いについて、「理解」は飽くまで各政策委員が物価が安定していると理解する数値を集めたものであるのに対し、「目途」は日銀としての判断であるということが大きく異なる点である。

⁸ 消費者物価指数には、全ての品目を対象とした「総合」指数、天候による変動が大きい生鮮食品を除く「コア」指数、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く「コアコア」指数があるが、白川日銀総裁は採用する指数について「総合で見ても、あるいは何らかのコアとなる消費者物価指数で見ても、両者は中長期的には一致するため区別する必要はない」との考えから、「中長期的な物価安定の目途は、消費者物価指数の総合で表現している」と説明している（第180回国会衆議院財務金融委員会議録第3号4頁（平24.2.29））。

⁹ 例えば、米国FRBは平成24年1月に、物価上昇率2%を目標（ゴール）とすることを決めていた。

¹⁰ 参議院予算委員会議録第3号6頁（平25.2.19）

¹¹ 参議院予算委員会議録第3号6頁（平25.2.19）

イ 資産買入等の基金の経緯と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について

日銀は平成 22 年に、国債、コマーシャル・ペーパー（C P）、社債、指数連動型上場投資信託（E T F）等の買入れを行うためのものとして、資産買入等の基金を導入した¹²。その買入れ残高を累次にわたり増額してきており、平成 24 年 12 月 20 日の金融政策決定会合においては、平成 25 年末までに 101 兆円程度に積み上げることとされていた。

一方、「期限を定めない資産買入れ方式」においては、平成 26 年から期限を定めず毎月一定額の金融資産（当面の間、13 兆円程度）を買い入れていくこととした。これにより買入れ基金の残高は平成 26 年中に 111 兆円程度へと 10 兆円程度増加するが、その後は横ばいで推移すると見込まれた。

白川日銀総裁は、無期限に金融資産を買い入れる姿勢を示した狙いについて、「物価安定の目標の早期実現に向けて、あらかじめ期限を定めるよりも、期限を定めない形で買入れを行っていくことを発表した方が効果的であると判断した」と説明しており¹³、いわゆる「オープンエンド方式」の採用により金融緩和の長期化を市場が予想することの効果を期待する考えを示した。

ウ 政府・日本銀行の共同声明

さらに、日銀は、「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）」を政府と共同して公表した。その中で、日銀は物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率 2% とし、その達成のために金融緩和を推進し、できるだけ早期に目標を実現することを目指すこととされた。また、政府は、機動的なマクロ経済政策運営に努め、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進するとされ、更に持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進することとされた¹⁴。政府と日銀の共同声明の公表を受けて、安倍総理は政策連携の重要性について、「政府と日本銀行がそれぞれの責任において共同声明の内容をきちんと実行していくことが重要であり、政府と日本銀行の一層の緊密な連携を図っていく」と所信表明演説において述べた¹⁵。一方で、2% の物価安定目標については、「日本銀行が責任を持って、できるだけ早期に実現することを期待している」旨述べ¹⁶、達成の責任は日銀にあることを強調した。

¹² 資産買入等の基金の創設は、「包括的な金融緩和政策」の柱の一つ。なお、この政策は、①金利誘導目標を 0.1%前後から 0~0.1%程度へと変更（実質的なゼロ金利政策採用の明確化）、②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化（物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続）、③資産買入等の基金の創設の 3 つの措置からなる。

¹³ 総裁記者会見要旨（平 25. 1. 22）（日本銀行）

¹⁴ なお、民主党政権期の平成 24 年 10 月 30 日には、政府と日銀が「デフレ脱却に向けた取組について」との共同文書を公表している。そこでは、デフレからの早期脱却や持続的成長のため、日銀が「中長期的な物価安定の目途」の下で消費者物価上昇率 1% を目指し強力に金融緩和を推進することや、政府が経済対策を速やかに取りまとめることなどが盛り込まれている。

¹⁵ 第 183 回国会参議院本会議録第 1 号 3 頁（平 25. 1. 28）

¹⁶ 第 183 回国会参議院本会議録第 5 号 4 頁（平 25. 2. 6）

3. 黒田新総裁の下での日銀の動向

(1) 新総裁選出の経緯

白川日銀総裁の退任時期が迫る中、アベノミクスの第1の矢である「大胆な金融緩和」を担っていくことになる次の日銀総裁人事について注目が集まった。安倍総理は、次期日銀総裁、副総裁人事については「出身母体は問わず、デフレ脱却に向け金融政策に関する私の考え方に理解をし、確固たる決意と能力でこの課題に取り組む方、そして国際社会への発信力もある方」¹⁷が望ましいとの考えを示し、総裁にアジア開発銀行総裁の黒田東彦氏を、副総裁に学習院大学経済学部教授の岩田規久男氏及び日銀理事の中曾宏氏を、それぞれ候補者として国会に提示した。黒田候補者は参議院議院運営委員会における所信聴取において、「デフレからの早期脱却は、日本経済が抱える最大の課題」との認識を表明し、また、「日本銀行が2%の物価安定目標を設定し、これをできるだけ早期に実現することははっきり宣言したことは極めて画期的なこと」と評価し、自身が総裁に選任された際には、「この物価安定目標を一日も早く実現することが何よりも重要な使命となる」との考えを示した¹⁸。こうした所信聴取とそれに対する質疑等を踏まえ、平成25年3月、いずれの候補者もその任命について国会の同意を得た¹⁹。

(2) 「量的・質的金融緩和」の導入

白川前日銀総裁から黒田新日銀総裁へと「大胆な金融政策」の担い手が移り、どのような金融政策が打ち出されるのか、大きな注目を集めながら、新体制発足後初の金融政策決定会合は4月に行われた。そこでは、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に物価安定の目標である消費者物価前年比上昇率2%を達成するべく、「量的・質的金融緩和」と名付ける新たな金融緩和策が導入された。黒田総裁は記者会見において「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」と述べ、「量的にみても、質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和を行う」との強い意向を示した²⁰。これは従前の金融緩和策を単に拡大させるものにとどまらない「異次元の金融緩和」であり、安倍総理も「まさに次元の違う大胆な金融緩和を行って、市場に対して明確なメッセージを出していただいた。まさに期待どおりの対応をしていただいている」と評価した²¹。その詳細は以下のとおりである。

¹⁷ 第183回国会衆議院本会議録第10号11頁(平25.3.5)

¹⁸ 第183回国会参議院議院運営委員会会議録第12号1頁(平25.3.11)

¹⁹ 白川総裁の任期は4月までであったが、共に金融政策に携わってきた2人の副総裁の任期が3月までであったため、そのタイミングに合わせて総裁も辞任した。

正副総裁の任期にずれが生じていた理由は、5年前の日銀総裁の任命が2度にわたり参議院で同意を得られず、4月にずれ込んだことによる。このときは、3月に副総裁に任命され、その後空白となった総裁職を代行していた白川氏が4月に入って総裁候補者として国会に提示され、同意を得ることで新たな体制が作られた。なお、日銀法の規定により平成25年3月に黒田新日銀総裁が同意された任期は白川前総裁の残りの任期となるため、4月にも改めて黒田総裁は両院の同意を得ている。そのため、正副総裁の任期のずれは今回は解消されない。

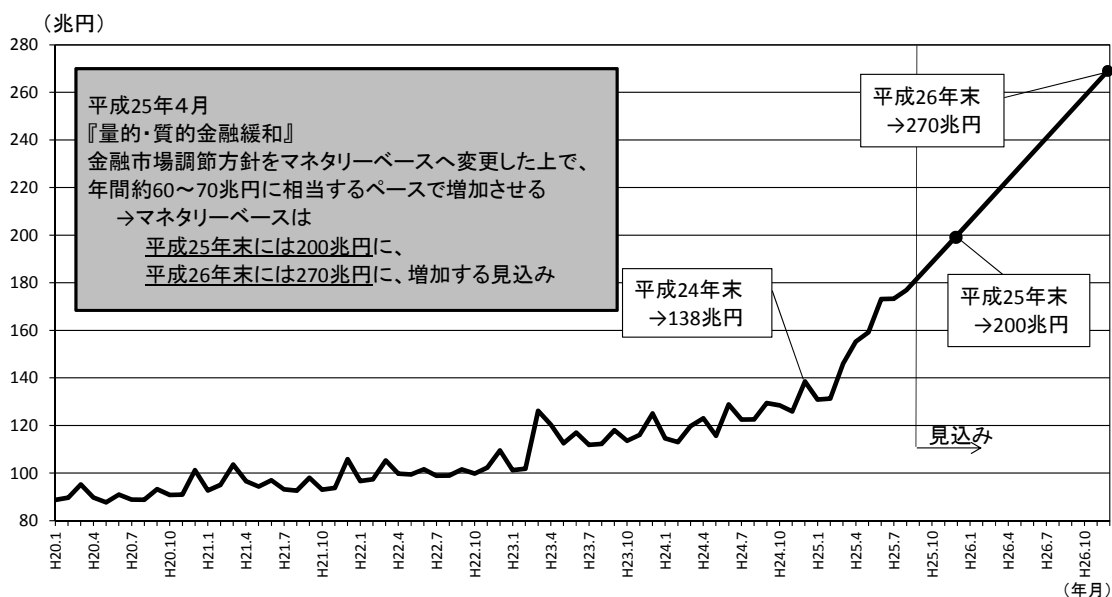
²⁰ 総裁記者会見要旨(平25.4.4)(日本銀行)

²¹ 第183回国会衆議院予算委員会会議録第19号7頁(平25.4.5)

ア 新たな金融市場調節操作目標の採用

まず、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベース（日本銀行券発行残高、貨幣流通残高及び日銀当座預金の合計）に変更し、その上で、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うこととした。これにより平成24年末に138兆円であったマネタリーベースは、平成25年末には200兆円に、平成26年末には270兆円となり、2年間で2倍以上となるよう買入れを進めることとなった（図表2）。

図表2 マネタリーベースの推移



（出所）日本銀行資料より作成

金融市場調節の操作目標を変更した理由について、黒田日銀総裁は「(実質ゼロ金利の) 無担保コールレート・オーバーナイト物を操作目標にする意味がもうあまりなくなってきているため、量的な目標をきちっと導入した方がよい」との見方を示した上で、新たな目標については、「経済学的な観点から言えば、マネタリーベースがわかりやすく、かつ金融市場調節の操作目標として適切な指標であろう」と考えたと説明した²²。

イ 長期国債買入れの拡大と年限長期化、リスク資産買入れの拡大

次に、長期も含めた金利の低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するように買入れを進め、また、購入対象となる国債も40年債を含む全てのゾーンの国債とし、現状は3年弱である買入れの平均残存期間を7年程度に延長することとした。これにより毎月の長期国債買入れは7兆円強となる見込みとされ、これは月間国債発行額の7割に達する規模となる。

²² 総裁記者会見要旨（平25.4.4）（日本銀行）

さらに、ETFの保有残高が年間約1兆円、不動産投資信託（J-REIT）の保有残高が年間約300億円それぞれ増加するよう買入れを行い、株式市場や不動産価格といった資産価格への働きかけも行うなど、「量」だけでなく「質」の面でも金融緩和の効果をもたらすことを狙っていく姿勢を示した。

また、こうした巨額の国債買入れや大規模なマネタリーベースの増加を円滑に行うためには市場参加者の協力が欠かせないため、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設けるとした。

ウ 資産買入等の基金の廃止と銀行券ルールの一時的適用停止

さらに、上記の量的・質的金融緩和に伴い、日銀における長期国債の購入に関する方針の変更も行った。これまで日銀は、長期国債買入額の増額が国債価格の買支えや財政ファイナンスを目的とするものではないということを示す観点から、銀行券発行残高を長期国債保有額の上限とする「銀行券ルール」の下で国債の購入を行ってきた。その一方で、「資産買入等の基金」で購入する長期国債は通常の国債買入れオペとは異なる扱いであるとし、同ルールの別枠としてきた。

こうした取扱いについて、平成25年3月の時点で黒田日銀総裁は「一見するとわかりにくい」と述べており²³、今回「資産買入等の基金」を廃止することとし、それに伴い、「銀行券ルール」についても、一時的適用を停止することとした。財政ファイナンス懸念を払拭するためのルールの運用を停止することに対する懸念も指摘されたが、黒田総裁は、「今回の金融政策の決定に当たり、物価安定の目標を達成するというためにこの政策を行っているわけであり、その物価の安定も達成され、徐々に国債の保有残高が減っていくという中でこの銀行券ルールというのは復活してくる」としており、飽くま

図表3 黒田新総裁体制下で金融政策の主な変更点

	金融市場調節方針	物価安定目標(2%)の達成	主な資産買入方針
白川方明総裁 ～25.3.19	無担保コールレート(オーバーナイト物)が0～0.1%前後で推移	できるだけ早期	資産買入等の基金について、平成25年末までに101兆円に増額。その後期限を定めず一定額の金融資産(当面毎月13兆円程度)購入。 →基金の残高は、平成26年中に111兆円となり、その後は横ばい
黒田東彦総裁 25.3.20～	マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加	2年程度の期間を念頭	○マネタリーベース 平成24年末138兆円 → 26年末に270兆円(約2倍) ○長期国債保有残高 平成24年末89兆円 → 26年末に190兆円(2倍以上) ○ETF保有残高 平成24年末1.5兆円 → 26年末に3.5兆円(2倍以上) ※資産買入等の基金は廃止

(出所) 日本銀行資料等より作成

²³ 第183回国会衆議院財務金融委員会議録第5号15頁(平25.3.26)

でも銀行券ルール of 停止は一時的な取扱いであることを強調している²⁴（なお、財政ファイナンス懸念については、4.（3）を参照）。

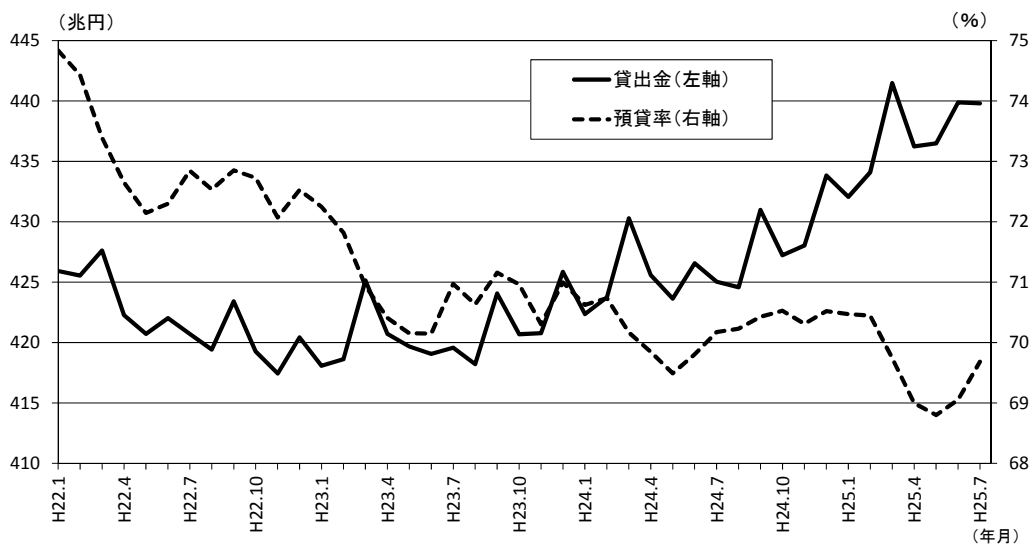
4. 大胆な金融政策の効果と課題

（1）貸出しは微増にとどまるも景況感に明るい兆し

「大胆な金融緩和」により大量の流動性が供給されることとなり、マネタリーベースは平成25年末には200兆円、26年末には270兆円にまで伸びていく見通しであることは既に述べた（図表2）。

こうした日銀による巨額の流動性供給により、大量の資金を持つこととなった銀行から企業や個人への融資が増え、それが設備投資や個人消費の増加へとつながり、世の中にお金が出回っていく流れができることが期待される。しかし、図表4を見ると、銀行の貸出金は、足下において増加してきている一方で、預貸率（預金に対する貸出金の比率）は低下傾向にあり、貸出金の増加幅が、預金の増加幅と比べて低くとどまっていることがわかる。また、マネタリーベースの拡大幅と比べてみても、貸出金の増加幅はそれほど大きくないことが見て取れる。こうしたことから、現状では日銀により供給された流動性は銀行にとどまっており、融資増に十分つながっていないと言えよう。

図表4 国内銀行の貸出金の推移と増加率



	平成24年7月	平成25年7月	1年間での伸び率
国内銀行の貸出金	425.0兆円	439.8兆円	103.5%
マネタリーベース	122.5兆円	173.3兆円	141.5%

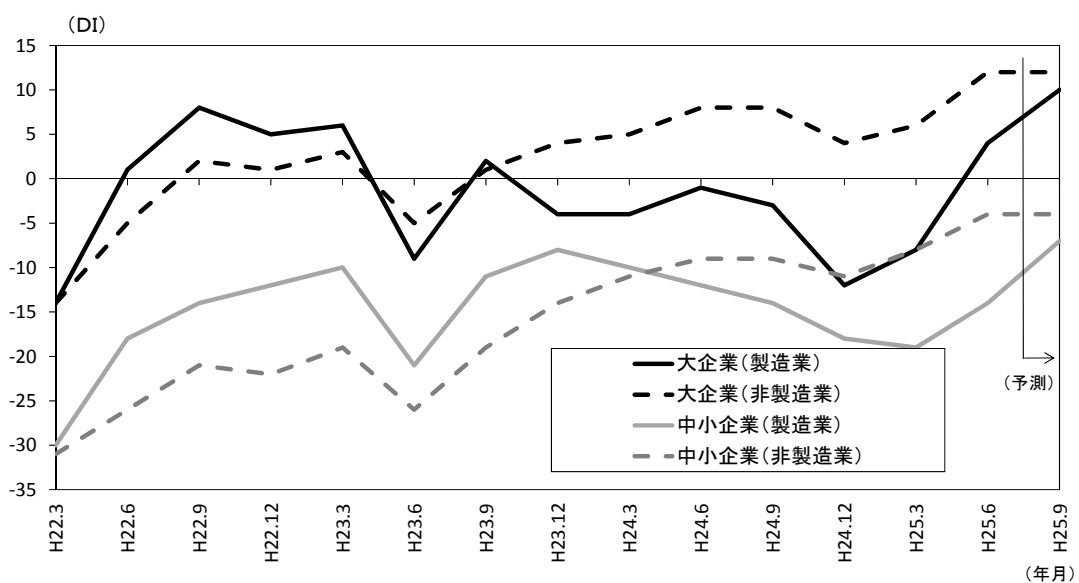
(注) 預貸率＝貸出金／預金×100 (%)

(出所) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」(民間金融機関の資産・負債)等より作成

²⁴ 第183回国会参議院予算委員会会議録第12号37頁(平25.4.25)

次に、企業の景況感について知るために、日銀が平成 25 年 7 月 1 日に公表した「全国企業短期経済観測調査」（短観）を見てみる。これによれば、平成 25 年 6 月の大企業製造業の業況判断指数（調査対象企業中「良い」と答えた企業割合と「悪い」と答えた企業割合の差）がプラス 4（前回調査である 3 月の時点から 12 ポイントの上昇）となるなど大きく改善した²⁵。さらに、3 か月後の先行きについてはプラス 10 となっており、今後も明るい見通しを持っていることがわかる。一方、中小企業については改善傾向にはあるものの、特に製造業を中心にいまだ苦しい状況が続いており、6 月の景況感はマイナス 14 にとどまっている（図表 5）。

図表 5 短観の推移



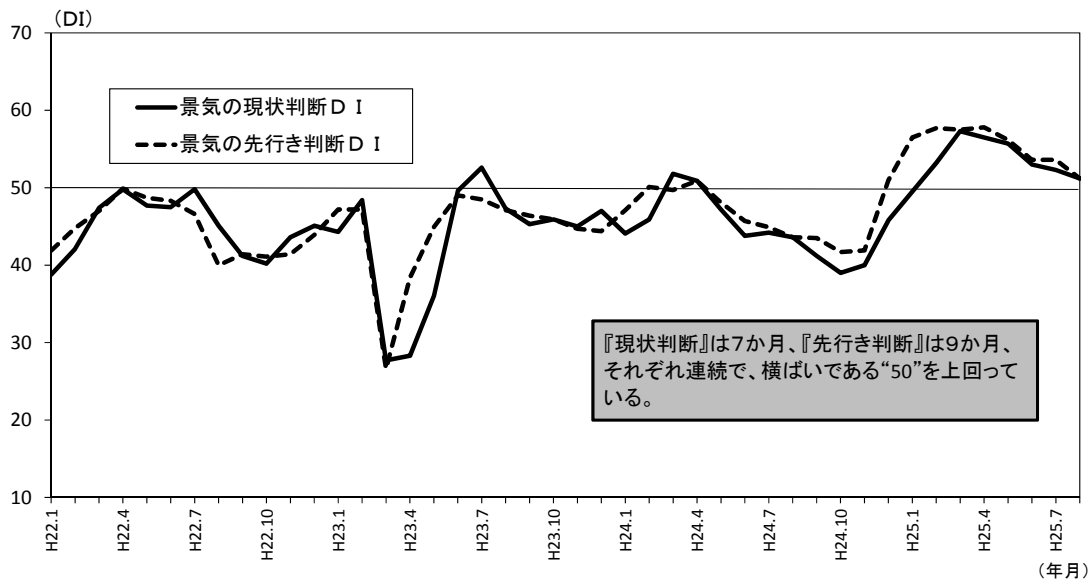
(出所) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」(短観)より作成

また、タクシー運転手や小売業者など景気の動向に敏感な業種の景況感を調査する、内閣府の「景気ウォッチャー調査」（8月調査）によれば、3 か月前と比較した景気の現状についての判断は、横ばいを示す 50 を 7 か月連続で上回っており、さらに、2～3 か月先の景気の先行きについても、50 を 9 か月連続で上回っている（図表 6）。

このように景況感には明るい兆しが見えてきている。一方で大企業に比べると中小企業の改善の足取りはいまだ十分とは言えず、今後はこうした中小企業にも景気回復の効果が本格的にもたらされていくことが期待される。

²⁵ 大企業製造業の業況判断指数がプラスになるのは、平成 23 年 9 月の調査以来 7 四半期ぶりのこと。

図表6 景気ウォッチャー調査の推移



(出所) 内閣府資料より作成

(2) 株高・円安が進むも賃金増はいまだ限定的

次に、株価や物価、雇用状況の動向を見る。

図表1でも見たとおり、株価や為替の数値は、政権交代を経て大きく動いている。日経平均株価は、野田前総理が衆議院解散を表明した平成24年11月14日の終値が8,664円であったが、今年8月30日の終値が13,388円となっており、9か月半の間に54.5%上昇した²⁶。また、ドル/円相場を見ても、解散表明日に79.91円だったレートが、8月30日には98.06円となっており、円安が進んでいる。

物価動向について見ると、平成25年7月に日銀は金融政策決定会合において、生鮮食品を除いた消費者物価指数は平成27年度にプラス1.9%²⁷に達するとの見通しを示しており(消費税率引上げの影響を除くケース)、デフレ脱却に向け順調に進んでいくとの見方を維持している。また、現状の数値を見ると、政府が示した全国消費者物価指数(生鮮食品を除く)は6月の時点で前年同月比プラス0.4%となり(プラスとなったのは1年2か月ぶり)、続く7月にはプラス0.7%と更に上昇している。消費者物価に関して、デフレ脱却に向けて具体的な数字が表れてきていることは一定の評価ができる。しかし、こうした動きは、円安の影響等により原油や液化天然ガス(LNG)等の輸入価格が上昇し、それを受けてガソリン等のエネルギー価格が上がったことなどが大きな要因となっている。望ましい物価上昇は、景気回復に伴う需要の拡大によるものであり、それは企業収益の改善や雇用の拡大等へとつながることが期待できる。しかし、現状の物価上昇はそうした「良い物価上昇」と言えない面があることについては注意が必要である。

²⁶ ただし、日経平均株価は緩やかに上昇を続けていたわけではなく、5月23日には前日比で1,143円下落(歴代11位の下落幅)するなど調整局面となる場面もあった。

²⁷ 9人から成る政策委員の見通しの中央値。

また、物価だけが上昇して雇用や賃金が良くならなければ国民の生活は苦しくなる。そこで雇用を見ると、6月の完全失業率は3.9%となり、4年8か月ぶりに4%を下回るところまで改善し、7月は3.8%まで低下した。一方、厚生労働省が発表した7月の毎月勤労統計調査（速報）によると、ボーナス等を含む「現金給与総額」（事業所規模5人以上）は、362,141円となり、前年同月比プラス0.4%（2か月連続の増加）となったが、これは飽くまでボーナス等の一時金が増えたことによるもので、基本給である「所定内給与」は242,205円で前年同月比マイナス0.4%とむしろ下がっている。

こうしてみると、アベノミクスの影響は株高、円安をもたらし、物価の上昇に向けた第一歩を踏み出していると見る事ができるが、一方で、その物価上昇は望ましい形で表れているものではなく、また、賃金の面を見ても良い効果ははっきりと出てきているとは言えない（図表7）。黒田日銀総裁も、「量的・質的金融緩和を推進することを通じて、実体経済がバランスよく改善し、物価上昇率も徐々に上昇していくというような好循環をつくり出していきたい。こうした好循環の中で、企業収益あるいは雇用、賃金といったものも改善していくことで、幅広い国民にプラスの効果が生じ得る」との考えを示している²⁸。雇用状況の改善や、賃金の上昇については日銀の金融緩和策だけではなく、政府としての働きかけや企業の取組についても重要となるが、(1)で見た景況感の改善傾向をいかして、黒田総裁が期待する好循環とプラスの効果を生むことができるかどうかについては引き続き注視する必要がある。

図表7 各種統計の推移

		平成24年		平成25年						
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
全国消費者物価指数 （生鮮食品を除く）	前年同月比 （%）	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.4	0.0	0.4	0.7
完全失業率	（%）	4.2	4.3	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	3.9	3.8
所定内給与	前年同月比 （%）	-0.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.9	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4

（注）「所定内給与」は6月分までが確報、7月分は速報、「完全失業率」は季節調整値

（出所）総務省統計局「平成22年基準 消費者物価指数」、「労働力調査」、

厚生労働省「毎月勤労統計調査」より作成

（3）国債大量購入の影響（長期金利の変動と財政ファイナンス懸念）

日銀は4月に量的・質的金融緩和を導入し、長期も含めた金利の低下を狙い幅広い国債の購入を行ってきているが、思わく反して4月から5月にかけては長期金利が乱高下する場面があった。長期金利が上昇（国債価格が下落）すれば、貸出金利や住宅ローン金利の上昇による企業や家計の負担増や、国債の利払費の増加に伴う国の財政悪化など、経済に大きな影響を及ぼすこととなる。

²⁸ 第183回国会参議院予算委員会会議録第10号7頁（平25.4.23）

また、国債を多く保有する銀行の業績悪化にもつながる。日銀は4月に発表した「金融システムレポート」において金利の上昇に伴う債券評価額の変動について試算を行っており、それによると、全ての年限で金利が1%ポイント上昇した場合、国際統一基準行で3.2兆円、国内基準行で3.4兆円の損失が出ることになり、合計で6.6兆円の評価損を計上することになるとされた²⁹。

こうした様々な影響を引き起こす長期金利の不安定化を防ぐ観点から、日銀は市場との対話を強化することや、月々の国債購入頻度を増やすことで機動的な対応を取れるようにするなどの対応策を採った。こうした対策の効果もあり、現在長期金利は落ち着きを取り戻しており、黒田日銀総裁は足下において「極めて安定」³⁰しているとの見方を示した。長期金利の混乱を再び起こすことがないように、引き続き日銀においては金利の動向に注目しながら、市場との対話を密接に行っていくことが求められる。

さらに、日銀による国債購入に関する論点としては、国が発行した国債を日銀が買い入れることにより政府の借金を日銀が引き受ける「財政ファイナンス」の状態にあると見られてしまわないか、という懸念もある。日銀の国債購入に上限を設ける「銀行券ルール」は適用を停止しており、それは飽くまで一時的な措置と日銀が説明していることは3.(2)ウで既に触れた。しかし、このルールの停止はそれが一時的であろうと、財政ファイナンスと市場からみなされる懸念を生じさせる。これに対して黒田総裁は、「量的・質的金融緩和の下では、日本銀行は長期国債の買入れを大量に行うわけだが、これはあくまでも金融政策目的のため日本銀行自身の判断で行うものであり、財政ファイナンスとは明確に一線を画するものである」と説明しており³¹、財政ファイナンスではないと明言しているが、今後とも財政ファイナンスと受け取られないための市場への説明とその動向を注視することなどが求められる。それと同時に、政府においても財政ファイナンス懸念を払拭し国債の信用を維持していくためにも、財政再建に向けた取組をきちんと行っていくことが必要であろう。

(4) 日銀の独立性と日銀法改正の動き

日本銀行法は金融政策の独立性について、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」と定めており³²、また、業務運営の自主性については「日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」としている³³。こうした金融政策の独立性について、日銀は、「過去の各国の歴史を見ても、中央銀行の金融政策にはインフレ的な経済運営を求める圧力がかかりやすいことが示されている。物価の安定が確保されなければ、経済全体が機能不全に陥ることにも繋がりがかねない。こうした事態を避けるためには、金融政策運営を、政府から独立した中央銀行という組織の中立

²⁹ なお、2%ポイントの金利上昇では12.5兆円、3%ポイントの金利上昇では16.6兆円の損失が出ると、それぞれ試算している。

³⁰ 総裁記者会見要旨(平25.7.11)(日本銀行)

³¹ 第183回国会参議院予算委員会会議録第15号6頁(平25.5.8)

³² 日本銀行法第3条第1項。

³³ 日本銀行法第5条第2項。

的・専門的な判断に任せることが適当であるとの考えが、グローバルにみても支配的になってきた」と説明している³⁴。

一方、かねてから「大胆な金融政策」の推進に関連し、物価安定目標を導入することや、日銀がより積極的な金融緩和を行うことを担保するために日銀法を改正することの必要性についての議論が重ねられていた。その後、平成 25 年 1 月に物価安定目標については実際に導入されたが、日銀法改正の必要性に関する議論は引き続き行われている。安倍総理は国会において、金融政策の運営について、「政府と日本銀行の間で緊密な連携を確保しつつ、具体的な金融政策の手法については日銀に委ねることが適当」との考えを示し、それと同時に「日銀法改正については、将来の選択肢として常に視野に入れているが、まずは 2% の物価安定目標をできるだけ早期に実現することが重要であり、日本銀行が責任を持って大胆な金融緩和を行っていくことを期待している」と述べ³⁵、法改正の必要性についての認識を示しつつも、今すぐに改正が必要な状況ではないとの考えを示した。

中央銀行の独立性に関する議論は我が国のみの問題ではない。例えば、平成 23 年にハンガリーは、中央銀行に対する政府の影響力を強化する法改正を行ったが、IMF や EU は中央銀行の独立性を損なうものだと批判し、同国が求めていた金融支援の事前協議が中断されるなどしたため、その後同国は中央銀行の独立性を回復させる形で法律の再改正を行うこととなるなど混乱が生じた。

「量的・質的金融緩和」の導入をもって、日銀の独立性や日銀法改正をめぐる議論が収まったわけではない。中央銀行の独立性を目標設定の独立性とその達成手段の独立性に分けた上で、日銀はその手段についてのみ独立性を有している、との議論もあり、例えば安倍総理はこの点について、「目標においては有権者によって選ばれた政府が設定し、中央銀行がその政策手段においては独立性を守っていくということが大切ではないか」との考えを示している³⁶。また、日銀は既に政府と共同声明を公表しているところであり、デフレ脱却と持続的な経済成長を実現させるために政府と政策連携を図っていくことが求められる。第 183 回国会においても野党から日銀法改正案が提出されており³⁷、引き続き日銀の金融政策に対する責任の持ち方や独立性の範囲等については議論が続くであろう。一方で、財政ファイナンス懸念等を避ける観点からも中央銀行は政府から独立して金融政策を行うべきという考えは、ハンガリーの例を見るまでもなく、国際的な共通認識となっている。日銀が必要な金融政策を適切に行っていくために、どのような制度設計が必要となるのか、今後とも丁寧な議論が求められよう。

³⁴ 日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/about/outline/expdokuritsu.htm/>>

³⁵ 第 183 回国会衆議院本会議録第 9 号 19 頁 (平 25. 3. 4)

³⁶ 第 183 回国会衆議院予算委員会議録第 18 号 21 頁 (平 25. 4. 2)

³⁷ 平成 25 年 4 月 25 日、衆議院において、日銀の役員解任権を内閣又は財務大臣に付与することなどを内容とする、日本銀行法の一部を改正する法律案 (衆第 9 号) が日本維新の会とみんなの党から共同で提出されている。

(5) 日本の政策に対する国際的な理解

平成 24 年 11 月以降の円安傾向は輸出企業を中心に大幅な収益改善をもたらし、我が国経済の立て直しに向けた大きな追い風となっている。一方、国際会議の場等においては新興国を中心に、日本の過度の円安が自国の輸出企業に与える悪影響に対する懸念が表明されている。また、積極的な金融緩和を行っているのは日本だけでない。平成 24 年 9 月、欧州においては欧州中央銀行（ECB）が償還期限 1～3 年の国債を無制限購入する国債買入プログラム（OMT）の導入を決めており、また、同月、米国では米国連邦準備制度理事会（FRB）により量的緩和策の第 3 弾（QE3）が打ち出され、現在は国債等の金融資産を毎月 850 億ドル購入している。このように、先進国が足並みをそろえて積極的な金融緩和策を行っている状況となっており³⁸、こうした動きを踏まえ、一部の新興国は、急激な資金の流入が起これば資産バブルが発生することについての懸念も表明している。

平成 25 年 2 月にモスクワで開催された、安倍政権発足後初となる 20 か国財務大臣・中央銀行総裁会議においては、アベノミクスに対する関心が多く集まった。また、4 月にワシントンで同会議が行われた際には、異次元緩和導入後であったこともあり、特に我が国の金融緩和策に対する注目が集まった。黒田日銀総裁は国会において、4 月に出席した会議に際し、「量的・質的金融緩和はあくまでもデフレからの脱却という国内目的を達成するためのものであって、円安誘導を目的とするものではないということを明確に説明した」と述べ、その上で、「日本経済がデフレから脱却することが実は日本にとって好ましいだけでなく、周辺国を含めて世界経済にとっても好影響を与えていく、ということについて一般的な理解が得られたのではないか」との認識を示した³⁹。また、6 月に北アイルランドのロック・アーンで開催された G 8 首脳会合について、安倍総理は、「金融緩和の持つ課題についての話は出たが、我が国の政策について特段の懸念が示されたということはなく、各国からは、私の経済政策について、強い期待と高い評価をいただいた」と振り返っている⁴⁰。

モスクワで開かれた 7 月の 20 か国財務大臣・中央銀行総裁会議における共同声明においても、「非伝統的金融政策を含む緩和的な金融政策が、近年、世界経済を支援してきていることを認識している」と明記されており、金融政策が経済回復のために果たすべき役割の重要性についての認識は共有されている。しかし、我が国による「金融緩和策はデフレ脱却が目的であり、円安誘導ではない」、「我が国経済の再生は世界経済にも恩恵を与える」といった説明は一定の説得力を持って受けとめられているものの、新興国の懸念がきれいに払拭されたとは言えないだろう。経済の立て直しに向け必要な金融政策を進めていくことは当然であるが、国際会議の場等においては新興国を中心に国際的な理解を得るべく、今後とも丁寧な説明を行っていくことが求められる。

³⁸ ECB と FRB の金融緩和策導入の経緯等については、拙稿「世界経済が直面する課題と克服に向けた対策」『立法と調査』第 335 号（2012.12）参照。

³⁹ 第 183 回国会参議院予算委員会会議録第 9 号 5 頁（平 25.4.22）

⁴⁰ 第 183 回国会衆議院本会議録第 35 号 14 頁（平 25.6.24）

（６）出口戦略に向けた議論の必要性

米国が行っている量的緩和策（ＱＥ３）を縮小すると観測が出て以降、世界の株式市場や為替は大きな変動を見せている。特に新興国においては、積極的な金融緩和により大量に流入していた資金が急激に引き上げられることにより、株価の下落など自国の金融市場が悪影響を被ることを警戒する声も聞かれる。

我が国においても、３．（２）イにおいて触れたとおり、４月の異次元緩和により日銀は月々の国債発行額の約７割に当たる国債を購入し、ＥＴＦを年間約１兆円、ＲＥＩＴを年間約３００億円それぞれ保有残高を増加させる方針を示しており、既に積極的に市場に対する働きかけを行っている。一方で、こうした大量に保有した資産を手放していく際には、市場に与える影響も大きい。黒田日銀総裁は今年の６月の時点で、日銀の出口戦略について、「４月４日に、２％の物価安定目標をできるだけ早期に実現するように量的・質的金融緩和を決定して導入したばかりなので、今の時点で出口戦略を議論するのは時期尚早」との認識を示した上で、「物価安定目標が達成されて、量的・質的金融緩和をどのように修正するかというような議論が行われるような状況になれば、現在の米国の対応その他も十分参考にしながら、適切な対応をとっていきたい」と述べた⁴¹。

飽くまで現在行われている金融緩和策は景気回復のために一時的に行われているものであり、経済が安定を取り戻せば通常の対応に戻していく必要があるが、２０か国財務大臣・中央銀行総裁会議の共同声明においても「我々は、長期間の金融緩和から生じるリスクと意図せざる負の副作用に留意する」旨の文言が、今年４月と７月の２度にわたり明記されており、リスクや副作用については常に注意を向けていかななくてはならない。我が国においても、物価安定目標の達成が近づいたとき、どのように異次元の金融緩和策を縮小させていくのか検討する際には、米国の例も参考にしながら、市場に与える副作用や国際的な影響についても勘案し、相当に注意深く行われる必要があろう。

５．おわりに

アベノミクスにおける３本の矢のうち、第１の矢である「大胆な金融政策」は順調な滑り出しを見せている。日銀が行う「生活意識に関するアンケート調査」（平成２５年６月調査）においても、１年後の物価が今よりも上がると回答した人が８０．２％を占めており（「かなり上がる」と「少し上がる」の回答の合計）、物価の上昇を予想する人も増えてきている。しかし、現状はデフレ脱却に向けてようやくその一步を踏み出したところであり、今後はその歩みを確実なものにしていく必要がある。そのために日銀が果たすべき役割は大きい。４月の「量的・質的金融緩和」を導入した際に、黒田日銀総裁は「現時点で必要な政策を全て講じた」と述べていたが、経済回復の足取りが弱まるような事態になれば、追加の金融緩和策についてもためらわず検討するべきであろう。

一方で、これまで見てきたとおり、積極的な金融緩和策の実行に伴うリスクや注意を払うべき点は数多く存在している。「大胆な金融政策」という矢が、デフレ脱却・消費者物価

⁴¹ 第 183 回国会衆議院財務金融委員会議録第 12 号 20 頁（平 25. 6. 19）

指数2%上昇という「的」を射貫くまで、日銀においては引き続き丁寧な政策運営が求められよう。

(たけい てつや)