

アベノミクスの「第一の柱」を振り返る

アベノミクスの下での「大胆な金融緩和」は、インフレ目標の達成を最優先課題としたことで、結果として低インフレの構造的な側面を明らかにし、金融政策の自主的運営を維持した。また、大規模な国債買入れや中長期金利のコントロールも構造的な低インフレの下で可能な政策であった。

アベノミクスの第一の柱

安倍首相による退陣表明を受けて、アベノミクスの評価に関する議論が活発化している。第一の柱である「大胆な金融緩和」に当面は大きな変更は生じないとの見方も強いが、様々にイノベーティブな面を有するだけに、改めてその意味合いをレビューする意義は大きい。

インフレ目標の意義

黒田総裁は当初からインフレ目標の達成を最優先課題と位置付けたが、現在に至るまでインフレ率が安定的に2%を超える状況は実現していない。このため、インフレ目標に関しては、かねてから様々な議論がなされており、筆者も修正の可能性を提起したことがある。

しかし、結果的にはいくつか重要な意義を有したことも否定できない。

第一に、日本の低インフレが総需要の不足のみに起因する訳ではなく、金融緩和だけによって状況を顕著に改善するのは難しい点を明らかにした。

確かに、この間の金融緩和は—海外経済の好転などに恵まれた点もあったと言え—総需要の押し上げに貢献したという意味で効果を発揮した。その結果、新型コロナウイルスの流行前には、GDPギャップがプラスを維持するなどマクロ的に総需要の不足は解消された。それでもインフレ率の緩やかな加速に止まったことは、日銀も認めているように、経済のグローバル化や情報技術革新、公共料金や家賃の粘着性、高齢化や人口減少の下での期待成長率の低下といった構造要因による圧力が大き

いからであると理解せざるを得ない。この点に関して、日銀を含む政策当局と金融市場とが相応の共通理解を得ることができたことは、将来の金融政策を適切に方向付ける上で有用な財産となる。

第二に、インフレ目標を堅持したことで、日銀による金融政策の自立性に一定の防衛線を維持した点である。

「大胆な金融緩和」はアベノミクスの「第一の柱」として位置づけられてきただけに、金融政策の自立性には違和感もあろう。しかし、物価安定に加えて最大雇用の達成を目標として背負う米連邦準備制度理事会（FRB）や、域内国の財政赤字に伴うリスクの抑制を委ねられている欧州中央銀行（ECB）が、新型コロナウイルスに伴う金融経済へのストレスに直面する中で受けている大きな政治的圧力とはレベル感が大きく異なる。

日銀が、日本銀行法に明記されている物価安定という使命の達成に専念し、そのために金融政策を運営することは、当然にその成果に関する説明責任を負うことにつながる。それでも、雇用や経済格差のように政治問題化しやすく、しかも金融政策では直接の対応が難しい問題に深入りする事態を避ける効果を持つことにもなる。

政策手段の意義

日銀がインフレ目標の達成に拘ったことは、政策手段の面でもいくつかの意味合いを有している。

まず、2016年の「総括検証」以前を中心に実施された空前の規模の国債買入れが、かねて懸念された副作用の顕在化を伴わなかったことを指摘する必要があるだろう。

先に見たように低インフレには構造要因が深く関与している以上、加速的なインフレが生じなかったのは当然

としても、資産価格のバブルや円に対する信認の低下といった問題も、監督当局や財政当局による各々の領域での適切な対応がなされたこともあって、顕在化することはなかった。

もちろん、新型コロナウイルスに対する大規模な経済対策の影響も含めて、将来に向けての財政状況如何では、大規模な国債買入れが財政への信認を毀損するリスクも皆無ではない。しかし、むしろその意味でも、財政状況が相応に安定した時期に大規模な国債買入れという実験を行い、政策効果と副作用を確認できたことは、結果的にタイミングに恵まれたと言えるかもしれない。

実際、その後の日銀は「イールドカーブ・コントロール」の下で、国債買入れの規模を抑えつつ、買入れ対象国債の残存年限等の面で工夫を加えることで、緩和的な金融環境を維持している。

しかし、中長期金利のコントロールという、一般的には技術的に困難な政策運営が可能であったことにも、インフレ目標が深く関係していることを忘れてはならない。つまり、日銀がインフレ目標を堅持する下で、市場関係者が低インフレは構造的と考えれば、金融緩和が長期にわたって維持されるという強い期待が形成される。その結果、将来に向けての政策金利の予想パスが低下するので、イールドカーブ全体の位置も低位に抑制される。つまり、日銀の政策運営は自動的なフォワードガイダンスの効果を有してきた訳である。

この点を逆にみれば、大規模な国債買入れも中長期金利のコントロールも、インフレが低位であったからこそ比較的円滑に実施しえた面があるとも言える。いわゆる非伝統的政策には多分に共通する問題ではあるが、これらの政策が仮に強力な効果を発揮し、インフレが実際に

加速するようであれば、資産価格や円の信認の安定を維持することがこれまでのように比較的容易である保証はなく、長期金利の不安定化に伴う財政への影響といった難しい問題を抱える恐れもある。

日銀の一連の政策に対して、ECBとFRBとの間で自国における応用可能性を巡る温度差が感じられることには、将来に向けたインフレの上方リスクに関する意識の違いが関係しているように見える。

■ 今後に向けて

本稿で見たように日本では金融緩和が常態化しても、直ちに深刻な副作用は発生しそうもない。それでも、財政支出の肥大化と相まって、効率の低い事業や企業にとって低利の資金を得て活動を拡大する道を開く可能性は残る。それは、長い目で見れば生産性の上昇を妨げ、過剰競争による低インフレの定着にもつながることになる。

金融緩和の維持に伴う副作用を少しでも抑制するには、危機対応として強化された金融緩和が次の危機の際には起点となって、更なる強化につながるという拡大均衡のサイクルを止めることが重要である。その意味では逆説的であるが、危機対策はむしろ政府と一体で行い、政府による対策の終了とともに撤退するといった対応も必要となろう。

Writer's Profile



井上 哲也 Tetsuya Inoue

金融イノベーション研究部
主席研究員
専門は中央銀行、金融市場
focus@nri.co.jp