

ポイント

。日銀に金利への配慮が不十分な可能性あり
 。インフレ実現には中長期金利の抑制が必要
 。国内資金の株式へのシフトも起きていない

植田 和男 東京大学教授

4月4日の日本銀行による「量的・質的金融緩和」発表は、安倍晋三首相の経済政策「アベノミクス」に期待した昨年来の株高・円安の動きを5月にかけて一段と強めることになった。しかし、それまで落ち蓄いでいた国内金利の変動幅と水準が上昇すると、5月半ば過ぎから株価と為替レートは調整局面入りし、6月中旬にはほぼ緩和策発表前の水準に戻ってしまった。



レ期待が上昇すれば、金利には上昇圧力がかかる。しかし、そのまま金利がインフレ期待と同じだけか、それ以上に上昇してしまうと、金融緩和効果は消滅し、それ以上のイン

向は、量的・質的緩和の実施と密接な関係がある。量的・質的緩和の骨子では、国債の新規発行額の7割前後を購入してベースマネー(資金供給量)を2年間で2倍にし、人々のポートフォリオ・リバランス(国債を売却した資金で株や外貨などのリスク資産を購入する)意欲、インフレ期待などに影響を与えようというものである。これらの結果、2年間で2%のインフレ目標が達成されるとする。しかしながら、この政策パッケージはその波及経路の中核をなす金利の動きに対する配慮が不十分だった可能性がある。

経済教室

「異次元緩和」から3ヵ月① 市場の金利予想 不安定に

形式的なものとはいえ、政策の操作目標を短期金利からベースマネーに替えたことが当局の金利動向への関心を低下させた可能性がある。貨幣の量を操作目標にするレジーム(体制)では、金利は市場の動きに任せるという考え方が基本にあるからである。もちろん、大量の流動性マネー供給がそれ自体、経済



みられるたびに発生する金利上昇圧力を抑える努力が必要となる。しかも、抑えるべきは、市場で決まる中長期金利である。米連邦準備理事会(FRB)がそつしたように、債券買い入れと、将来の金利に対する市場の予想に働きかける「時間軸政策」を駆使して対応するしかないが、インフレ期待を引き上げる必要のない米国と比べて日本での対応は格段に難度が高い。こうした観点からすると、

追加策の余地に限り

米金融政策の影響も大

信じている債券市場参加者は依然として少ないと思われるが、日銀が2年後には2%のインフレと宣言している以上、そこから先も短期金利はゼロであるという(それまで市場が前提としていた暗黙の約束はいったん反故(ほご)になったと受け取られた)と思われる。不安定になった市場の金利観は長期金利のゾ

と、昨年11月以来ほぼ恒常的に日本株を買い越している主体は外国人である。反対に国内投資家は、5月末の暴落局面での個人を除いて目立った買いはない。また、国際収支統計によれば、国内投資家は外国株式、外国中長期債券の売り越しを継続中である。リバランス効果が発現しないといすれば、昨年11月以降の資産価格の反応全体が幻想だったということになりかねない。ただし、日銀による大量の国債購入が金融機関のバランスシートを大きく変化させているのはこれからであり、もう少し事態の推移を見守る必要があろう。

5月以降、日本の資産価格にあって日銀の金融政策と同程度か、それ以上に重要だったのは、米国の金融政策をめぐる動きである。これが日本

その一つのポイントである時間軸効果を現行の政策枠組みは弱体化させ、金利の変動幅や水準の上昇を招いたとされる。なかでも2年で2%インフレという目標が市場を動揺させた。この目標達成を

金利を通じた金融緩和の波及経路を重視していた投資家は、日銀の緩和戦略に不信をいだき、5月末の株式売却、6月の円高方向でのトレードへとつながった面があるとみられる。図にあるように、4月から上昇した金利の変動幅は、しばらくして金利水準の上昇、株価、為替の変動幅拡大につながっている。結果的には、上昇した金利が、株高・円安を修正することによって、自らが低くなる圧力を作り出したという格好である。

ただでなく、グローバルに強い影響を与えた。今春以降、米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーやその周辺から近い将来の資産購入削減の是非をめぐる発言が相次ぎ、6月19日にはバーナンキFRB議長が年内に削減開始の可能性が高い旨、明言した。より長い期間にわたる資産購入を期待していた市場は一転、近い将来の金利引き上げをも織り込むような反応を見せ、米国債に加えて、グローバルに債券・株式が大幅に売られた。その一環で日本の債券・株も売られるとともに、本来なら円安を加速するはずの米金利上昇も、グローバルなリスク資産売りの流れの中でいったん円安修正の動きでいったん安堵した動きも、米金利は他の変数に先行して動いたように見える。こうした動きは日銀の金融政策にとって、先に論じた点とは別の重大な問題を提起している。それは、今回のように資産価格が大幅に調整したときに(あるいはより深刻にはインフレ率の大幅な上昇が実現しない場合に)追加的な刺激策の余地がどの程度あるかという点である。

うえだ・かずお 51年生まれ。MIT博士。元日銀政策委員会審議委員