

## ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議 —日銀は何を行い何を行わなかったか—

専修大学 田中隆之

2006年3月に量的緩和政策が、同7月にゼロ金利政策が解除され、異例の超金融緩和政策は、5年ぶりに終わりを告げた。この5年の間、この政策を超える緩和効果を得るために、さまざまな政策論争が展開された。ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議である。本稿では、その内容を整理し、実際に日銀が行った金融政策はこれらとの関係でいかなるものだったのかを明らかにした上で、その評価を行った。

この間主張された政策は、大きく2つのタイプに分けられる。短期金利が低下しない中でも（名目）長期金利の一層の低下を引き起こすことによって景気刺激をはかる政策（**タイプA**）と、人為的インフレーションを引き起こすことで実質金利を低下させ、景気の刺激を狙う政策（**タイプB**）ある。

**タイプA**の政策は、さらに3つに分類できる。第1は、政策コミットメントによる「時間軸効果」を狙うもので（**A-1**）、市場に「将来の短期金利がゼロ%をキープする期間が長引く」との期待が生じるよう、中央銀行が政策の先行きを約束する（金利の期間構造に関する期待仮説によれば長期金利が低下）。第2は、日銀が買いオペを通常のオペ対象（手形や短期国債）外に広げることで（非伝統的オペ）、中長期金利を低下させる（**A-2**）。第3に、ひたすら買いオペを続けて、ゼロ金利の実現に必要な以上にベースマネーを供給することにより、ポートフォリオ・リバランス効果や「時間軸効果」の補強をはかる（**A-3**）。

**タイプB**の政策も、3つのサブタイプに分けられる。第1は、インフレに関する独立的な期待形成を狙う（**B-1**）。「将来景気が回復し、通常であれば金利を上げるべき時に、金利を上げない」という約束を中央銀行がいま行うことによって、インフレ期待の醸成を狙う。「時間軸効果 パート2」ともいうこともでき、インフレ目標の設定が具体的な手段になる。第2は、日銀によるリスク資産（ETFやREITを含む）の購入により、日銀のバランスシートの悪化を通して、あるいは民間部門の実物資産需要の増大を通して、インフレを引き起こそうとする（**B-2**）。第3に、ヘリコプターマネー（日銀による国債購入、政府による国債発行と財政支出の組合せ）によるインフレ喚起がある（**B-3**）。

日銀は、量的緩和政策の解除に関するコミットメントを行い（**A-1**）、長期国債の買い切りを増額し（**A-2**）、さらに量的緩和そのものによる日銀当座預金残高の大幅な増額で（**A-3**）、**タイプA**の金融政策をすべて行ったが、結局**タイプB**には踏み込まなかった。**タイプB**の政策が実効性を持つには、いずれにしても日銀の信認の徹底的な失墜が必要である。ゆえに、この政策を選択した場合、いったに高率のインフレが起きてしばらく抑制できないリスクが高い。**タイプB**のそうした副作用のリスクの大きさを、当時のデフレの深刻度と比較考量したとき、日銀がこの政策に踏み込まなかったのは「正解」であったといえる。