

## 量的緩和政策と時間軸効果

神戸大学 宮尾 龍 蔵

量的緩和政策には、実際どのような意義・効果があったのだろうか。現在、多くの研究者がこの問題に取り組んでいる。量的緩和政策は、①金融政策の操作目標を従来のコールレートから日銀当座預金残高に変更し、必要準備を上回る資金を供給する、②その政策運営を消費者物価指数のインフレ率（前年比上昇率）が安定的にゼロ%以上となるまで続ける、という2つの基本的柱から成る。特に②は、将来の金融政策運営の方向性を現時点で公表し約束するという意味で、「コミットメント（公約）」と呼ばれる。また、その将来方向への時間軸に沿ってしばしば議論されることから「時間軸政策」とも呼ばれる。時間軸政策は、量的緩和以前のゼロ金利政策の採用時に、初めて導入された。

本報告では、この「将来の金融政策を現在約束する」というコミットメント・時間軸政策が意図する効果（＝「時間軸効果」）に焦点を当てて、量的緩和政策の意義と効果について振り返る。本報告の主な論点は、以下の3つに要約される。

第1に、時間軸効果の定義について整理する。時間軸政策は、一般に「政策金利（短期金利）がほぼゼロ%にまで低下した場合でも、中央銀行がゼロ金利を将来にわたり継続すると公約（コミット）することで民間部門の将来の短期金利予想を低下させ、より長期の金利を低下させて、さらなる緩和効果を生み出す政策」と定義できる。この定義に従えば、時間軸効果は、(i)ゼロ金利継続の公約による金利予想の変化（長期金利の低下、利回り曲線のフラット化）、そして(ii)その緩和効果（最終的な景気・物価への影響）、の2つの部分に分けることができる。

第2に、これら2つの効果の区別が重要であることを指摘する。たとえ(i)の効果が観察されても、それが即(ii)の効果を発現させるとは限らない。長期金利の低下や利回り曲線の下方シフトが仮に見られても、同時に均衡金利の水準（＝自然利子率）が低下していれば、景気や物価への刺激効果は発揮されない。実際、経済実勢の見通しが悪化して自然利子率の低下が予想される状況では、それに内生的に呼応して将来の短期金利予想が低下し、利回り曲線は下方にシフトする。そのメカニズムからゼロ金利予想が長期化し、長期金利が低下しているのであれば、景気は拡大せず、むしろ将来の景気悪化が予想される。(i)が観察されても、(ii)については正反対の含意を持つ可能性すら考えられる。

第3に、これまでの実証研究では(i)の効果が中心で、(ii)についての明示的な検証はまだなされていない。したがって、最終的な景気・物価への効果については議論の余地が残されている。

（参考文献：拙著「量的緩和政策と時間軸効果」『国民経済雑誌』2007年2月）