

<中央銀行パネル>

量的・質的金融緩和の効果検証とリスク

報告者 三菱東京 UFJ 銀行 内田和人

量的・質的金融緩和の1年目は予想以上の効果を発揮した。過去に前例のない大規模なベースマネーを供給する量的緩和政策はSHOCK&AWE政策として受け止められ、海外投資家の日本株投資スタンスを弱気から強気に一変させた。アベノミクス・トレードといわれる「円売り・日本株買い」の投資リターンは高い運用実績を示した。また、大規模な国債買入れは国債需給の逼迫を通じてイールドカーブ全体を押し下げる金融抑圧（financial repression）的効果を発揮し、実質長期金利のマイナス化と信用リスクプレミアム縮小を同時進行させた。他方、質的金融緩和も成長基盤強化に向けた資金供給や貸出増加支援オペの拡充を通じて、金融機関の貸出・住宅ローン増強へのインセンティブを高めた。こうしたなか、足元の経済・物価動向は、概ね日銀の見通しに沿った形で推移しており、デフレ脱却という所期の目的を果たしつつある。もっとも、設備投資は低調で国内貸出の増加ペースも緩慢であり、実体経済への金融レバレッジという観点では、効果は限定的に止まっている。

今後の量的・質的金融緩和については円安・資産価格上昇やポートフォリオ・リバランス等の効果が期待されるものの、チャレンジな側面も多い。第1に政策目標であるインフレ率上昇がコストプッシュ型の傾向を強め、実質購買力の低下や投入コスト上昇など負の要素が出始めている。第2に本邦産業の構造変化を背景に円安による輸出刺激効果は限定的に止まり、一方で交易条件の悪化が加速している。第3に資本収支統計をみると海外投資ファンドを中心に巨額の対内証券投資が流入しており、アベノミクスや日銀の政策如何によっては失望売りから日本株が急落するリスクがある。第4に中長期国債利回りが債券バブルの臨界点とみられる水準まで低下しており、国債流通市場における売買が細っている。第5に日銀はベースマネー目標達成に向けて調整弁として短期国債買入れを多用しているが、同国債は海外投資家の購入需要が強く、日銀オペに対応する流通玉が減少している。短期国債利回りがゼロ金利水準に近づけば、資金取引の減少とともに短期金利が不安定化する可能性がある。第6に質的・量的金融緩和は民間の資金需要が回復する過程で金融レバレッジ効果が最大限発揮されるが、実際にその状況が実現した場合にベースマネーをコントロールする手段がなく、日銀のバランスシートが急膨張する危険性がある。第7に量的・質的金融緩和の出口において、①非連続的な金利急騰リスク、②日銀の資産負債管理上の逆鞘リスク、③長期金利上昇による財政発散リスク等が顕現化する。

以上、質的・量的金融緩和の効果検証・リスク分析においては、マクロ経済から国際投資フロー、市場流動性、国債管理政策、PCP（Policy Continuity Planning）など広範囲にわたって行う必要がある。一方、当該政策の継続性や出口政策を検討する際には、金融緩和のモラルハザードを排除しつつ、金融政策・国債管理政策の総合的に管理する枠組みを構築することが重要だと思料する。