

量的質的緩和政策の評価

BNP パリバ証券 河野龍太郎

2013年5月の金融学会で、以下の3点を報告した。①伝統的なトランスミッション・メカニズムが機能しない中で、2年で2%程度のインフレ目標を達成しようとするれば、極端な金融政策となり、急激な資産価格上昇とそれに続く大幅調整などで、マクロ経済を不安定化させる恐れがある。②金融緩和だけで2%のインフレ醸成は難しいが、アベノミクスの本質がマネタイゼーションなら、達成の可能性はゼロではない。ただ、デフレ脱却に成功すると、長期金利上昇を招き、それが危機を誘発する恐れがある。③大量の長期国債の購入を決定した結果、日銀が国債管理政策に組み込まれ、デフレ脱却後も財政や金融システムへの配慮から出口に向かうことは難しく、QQEが金融抑圧の大きな第一歩となった可能性がある。

基本認識は当時と変わらず。①については、QQEにより株高、円安が生じた。問題は、円安が輸出回復にほとんどつながらない中で、家計の実質購買力を悪化させ、消費低迷をもたらした点。消費増税で実質購買力の悪化が予想される中で、家計に追い打ちをかける円安をもたらす金融政策の発動は、フレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱ではないのか。輸出企業は円安の恩恵を受けたが、輸出数量、生産は増えておらず、経済全体のパイが拡大していないため、輸出企業が享受したメリットは、家計や内需部門からの所得移転だったのではないのか。

②について。4月のCPIコア前年比はゼロ%の見込みだが、消費税や原油価格等の影響を除くと0.5%程度と見られ、2013年3月のマイナス0.8%から1.3ポイント改善した。円安の影響が0.6~0.7ポイント、需給ギャップ改善の影響が0.4~0.5ポイントと試算される。ただ、需給ギャップ改善はGDP比2%強に及ぶ2012年度補正予算の効果が大きい。ここでの金融政策の明確な成果は、追加財政による金利上昇を抑えたことである。論点は円安進展で、本来、マネタリーアプローチは、貨幣数量説と購買力平価説の成立が前提。短期金利のみならず長期金利もゼロ制約に直面し、貨幣数量関係が失われているため、バランスシートの拡大自体は効果がないはずだが、サンスポットのな経路によって、市場参加者の期待に影響し円安が進んだ可能性がある。

③について。議会制民主主義の下で、財政膨張の唯一の歯止めとなるのは長期金利上昇だが、日銀がそれ抑え込むことで財政規律が大きく弛緩した可能性がある。消費増税先送りもQQEの発動が遠因ではないのか。将来、QQEのtaperingを開始する際、政府の財政健全化が前提となるが、日銀の大量国債購入政策に頼って財政健全化が進まないと、いつまでもQQEのEXITが開始できない恐れがある。