



## 今後の日本銀行の金融政策の課題：人々からの支持を得ることができるか

神戸大学 経済経営研究所  
教授 柴本 昌彦

- ・ようやく物価安定目標達成の見通しが立ち始めた
- ・持続的に物価安定目標を達成するため政策対応のあり方を変える必要がある
- ・金融市場安定のため多様な政策手段を活用し続けることも念頭に置く必要がある

日本銀行(日銀)は、4月に経済学者の植田和男先生を総裁とする新体制をスタートさせた。本コラムでは、日本のマクロ経済の現状と新執行部の課題に関して、私見を述べたいと思う。

これまで日銀は、デフレ・低インフレを伴う長期的な経済停滞の環境からの脱却を目指し、金利操作・量的・質的緩和という複数の政策手段を総動員し、政策のフォワードガイダンスを活用することで、異次元の金融緩和を行ってきた。日銀は、コールレート操作(金利操作)に加え、マネタリーベースを民間銀行に供給することでバランスシート規模を拡大し(量的緩和)、銀行が保有する長期国債・ETF・J-RIETといった非伝統的資産を購入する(質的緩和)ことで、金融市場に緩和環境を作り出した。2016年には、長期金利に操作目標水準を設定する政策を導入した。加えて、コロナ禍においては金融緩和の枠組みを維持しつつ新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペや貸出促進付利制度を導入し、中小企業の資金繰りを支えてきた。更に、「2%物価安定目標を超える水準まで緩和スタンスを継続する」といった先行きの政策スタンスに関する指針を事前に公表する(政策のフォワードガイダンス)ことで、人々のインフレ期待に働きかけようとしてきた。

現状、異次元金融緩和による需要拡大やコロナ危機からの回復が鮮明になるにつれて、経済活動に活気が戻ってきた。それに伴い、インフレのトレンドが持続的に高まっている。近い将来、中長期的なインフレ率が物価安定目標水準である2%程度になることも想定される経済環境にあると言えるだろう。過去10年以上もの間のデフレ・低インフレ環境から、今後は安定的なインフレ環境に移行することも予想される。

今後、日銀新執行部は主に二つの課題に直面すると考えている。

1. これまでの政策対応のあり方から変更をする必要がある。これまで日銀は、デフレ・低インフレ環境からの脱却をはかるため、インフレが物価安定目標である2%を超えるような水準であったとしても政策スタンスを変えることなく金融緩和を維持し続けることを表明してきた。ただし、安定的なインフレ環境に移行した後は、2%の物価安定目標を持続的か

つ安定的に達成するために、インフレ圧力に対して政策スタンスを変える必要が出てくるだろう。インフレトレンドの上昇にはタイムラグが伴うので、中央銀行は、実体経済や金融市場を隈なくモニターすることで事前にインフレ圧力を把握しておく必要がある。そして、インフレ圧力によって物価安定目標からの逸脱が懸念される場合には、躊躇なく政策スタンスを変更することが求められる。(現在、欧米諸国はコロナ危機が過ぎた後の高インフレに悩まされているが、理由の一つとして、インフレ圧力に対する中央銀行の政策スタンスの変更が遅れてしまい、中長期的なインフレトレンドを政策目標水準周りに維持することに失敗したことが挙げられる。) 一方で、政策スタンスの変更を急ぎ過ぎると、元の低インフレ環境に逆戻りする可能性も考えられる。今後の政策運営において、中長期的なインフレトレンドの変化を把握し、安定的なインフレ環境に移行した後は、政策スタンスの変更を行うタイミングを見極めた上でインフレ圧力に対して積極的に政策対応をすることが求められるだろう。

2. 物価安定と金融市場安定の両立のために、今後も多様な政策手段を駆使して政策運営を行うことも念頭に置く必要がある。これまで低インフレ環境下における金融市場の不安定に対し、非伝統的資産購入などを通じて積極的に市場介入を行うことで、物価安定と金融市場安定の両立を果たしてきた。ただし、その結果として、日銀は現在多くの長期国債やリスク性資産を保有し続けている。その背後で、政府部門や民間部門は、現在、多くの債務を抱えている。そのため、物価安定のために金利を急に引き上げると、政府部門や民間部門は債務の返済をより困難にするため、金融市場安定に懸念が生じる可能性が考えられ、物価安定との両立が難しい状況になるかもしれない。また、短期金利操作を通じた伝統的な政策運営に戻るために非伝統的資産の売却やバランスシート規模の縮小を急ぎすぎると、やはり債務を抱えた部門の負担が計り知れず、金融市場安定に懸念が生じる。そこで、政策運営においては、今後も、金利操作のみならず、非伝統的資産の売買等による量的・質的政策をバランス良く併用し続けることで、物価安定と金融市場安定の両立をはかるものと予想される。そのため、今後も、複数の政策手段を駆使した複雑な政策運営に迫られることが予想される。

日銀がこれらの課題に取り組む際に重要なことは、世論を味方につけなければならないということである。なぜなら、世論は金融政策運営の前提となっている中央銀行の権力と政府や金融市場からの独立性の源泉になっているためである。加えて、近年の政策運営は、人々の期待に依存しながら金融市場環境への働きかけを行っている。政策運営においては、必ずしも金融市場参加者の考えに従ったものであるわけではなく、市場をリードする役割を果たすことが求められるため、時には政策決定が市場に対してサプライズを引き起こすこともありうる。その際、国民の支持を得ることが不可欠である。国民の支持を得るために、日銀は、政策スタンス変更のタイミングや複雑な政策運営を行う際、その行動の根拠を国民に対して論理的かつ効果的に伝える必要があるだろう。

2023年4月14日 執筆