

無断複写・転載を
禁じます。

ポイント

- 一番重要なのは期待インフレ率の引き上げ
- 日銀はまだ「出口」を心配する時期ではない
- 景気指標に改善見られ政策は正しい方向へ

伊藤 隆敏 東京大学教授

日本銀行による「量的・質的」緩和の発表(4月4日)から約3カ月が経過した。発表直後は円安・株高が進行し、5月22日には1ドル103円を超え、日経平均株価は1万6000円近くまで上昇した。ところがその後一転、円高・株安が進み、円相場と日経平均株価は4月4日以前の水準近くに戻ってしまっ

た。このことから、最近は、量的・質的緩和が経済に与えている影響について、懐疑的



を日銀と政府の合意文書でまとめ、3月には、安倍首相の主張に賛同する黒田東彦氏が日銀総裁に就任した。黒田総裁になって初めての金融政策

は「しない」としているが、それは2年間、緩急をつけず決まった路線をただ走るだけ、という意味ではないだろう。量的・質的緩和政策でデフレ脱却に成功すると、インフレ率が上がる。そのなかで、名目賃金が上がらなければ、庶民の生活が苦しくなる、というの、わかりやすい批判である。しかし、これまで15年のデフレと景気低迷のなかで、賃金やボーナスが物価下落よりも下がった業種も多くあった。物価が1%下落のもとで賃金が3%下がる場合と、インフレ率が2%になった名目賃金が全く上がらない場合は、実質賃金で考えると同じである。

経済教室

な評価が増えているようだ。

まず、量的・質的緩和が景気に働きかける経路は主に円安・株高であるが、そこが失速した以上、量的・質的緩和は効果がないことになる、という意見がある。さうだろうか。

今回の円安・株高の傾向が始まったのは、昨年11月16日の衆院解散である。安倍晋三自民党総裁が、デフレ脱却を最優先させる、日銀は2%のインフレ目標政策を採用して強力な金融緩和をする必要がある、と主張し続けたことで、市場がしだいに、金融緩和、デフレ脱却を織り込むなかで、円安・株高が進行した。安倍氏は首相就任後も、ぶれることなく大胆な金融緩和を日銀に求め続けた。1月22日には、安倍首相かねての主

「異次元緩和」から3ヵ月① 株安・円高、外的要因の影響

決定会合が4月4日である。4月4日の「量的・質的緩和」までに、既に円安・株高はかなり進行していた。つまり同日の発表内容の相当部分が実は織り込まれていた可能性が高い。市場が期待していた以上の部分もあったので、さらなる円安・株高が進行したわけだが、その部分がたとえ剥け落ちたとしても、金融政策の大転換の効果は十分発揮されたことになる。

昨年11月以降の株価と円相場 (東京市場終値、カッコ内は11月15日比の株価上昇率と円相場下落率)			
		日経平均(円)	円相場(1ドル=円)
2012年11月15日	衆院解散前日	8829.72	81.15
2013年1月25日	日銀が2%のインフレ目標採用	10926.65(24%)	90.92(11%)
4月4日	量的・質的緩和の発表	12634.54(43%)	96.36(16%)
5月22日	QE3修正発言報道の直前	15627.26(77%)	103.10(21%)
6月末		13677.32(55%)	98.82(18%)

と交換点は5月23日である。これは、日本時間のこの日未明に

苦悩しているように、景気回復後の量的緩和からの「出口」を危うくする危険な道であり、採用すべきではなかった、という意見もある。

いとう・たかとし 50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融

金融政策の効果持続

米の出口策、日銀へ教訓に

米連邦準備理事会(FRB)のバーナンキ議長による量的緩和第3弾(QE3)修正への言及によるところが大きい。

たどる名目金利が上昇しても、期待インフレ率の上昇が金利上昇を上回る限り、名目金利から期待インフレ率を引いた実質金利は低下するので、景気刺激の効果が持続する。インフレ目標政策の一番重要なことは、期待を目標の2%に引き上げ定着させることである。もちろん、名目金利の乱高下は望ましくない。買入れ国債の残存期間構成や買入れ目標額を明確にすることで、債券トレーダーの不確実性を減らすことができれば、

量的・質的緩和は、インフレ目標政策の手段だということを考えれば、中期的な評価は、期待インフレ率の上昇、消費・投資・輸出の上昇による景気全般の上昇、物価の上昇という、好循環が生まれるかどうかということである。したがって、量的・質的緩和政策の効果を3カ月で正当に評価するのは困難を伴う。

和縮小や中国の金融システム不安のスピルオーバー(波及効果)に押された、と説明するの。日次の動きを丁寧に見ると、米国の金利上昇の予想、中国の経済減速や金利上昇の予想の波及など、外的要因によるところが大きいことがわかる。4月4日以降の上昇・下落をもって、量的・質的緩和が失敗したというのは、評価として拙速である。

2年間で2%のインフレ率という目標の達成は、景気がかなり向上したとしても無理だ、という意見もある。将来、インフレ率を2%近傍に維持する、という政策自体が信頼されるのが重要で、それが実現すれば、期待インフレ率は上昇する。ぴったり2年後に、インフレ率がぴったり2%になるかどうか、が重要なのではない。「2%の目標を安定的に達成するまで続ける」という姿勢を市場がどのように織り込むかが重要だ。

現在のところ、株高による資産効果から消費を中心とする景気指標には明らかに改善の傾向が見られる。4〜6月期の国内総生産(GDP)も従来予想より高くなるの見通しが相次いでいることなどからみて、金融政策および経済政策一般は、正しい方向へ向いていると言える。