

名目短期金利ゼロの下限と金融政策 - 金融緩和消極論への批判的検討 -

ドイツ証券 松岡幹裕

1. 趣旨および背景

名目短期金利がゼロに達した中で、追加的な金融緩和の効果に対する疑問、副作用に対する懸念(いわゆる金融緩和消極論)が提示される場合が見られる。そこで本研究では、金融緩和消極論の根拠の頑健さについて、さまざまな側面から実証的な反証を提示することで、批判を試みた。

2. 分析結果の主なポイント

名目短期金利がゼロの下でも、金融政策はさまざまな波及経路を維持している。銀行貸出を経由しなくても金融政策は、実体経済に影響を及ぼすことが可能である。デフレの下で流動性のわなに陥っているという議論だけでは、現下の消費の底堅い推移を説明することはできない。デフレ(及びデフレ期待)は消費を先送りさせるが、一方で、名目金利ゼロの下では、実物資産による価値の保存と金融資産による価値の保存との境界線が曖昧になり、特定の耐久財や高額品の消費が刺激されている。流動性金融資産から消費への資産効果が消費を支えていると考えられる。貨幣の保有そのものから効用は生じず、貨幣需要には臨界点(飽和点)があって、そこまで金融緩和を実施すれば、徐々に実物資産を含めたポートフォリオ・リバランスが実現するであろう。金融政策が無効であるという議論と、金融緩和を続けていけばハイパーインフレになるという議論を、同時に展開することは自己矛盾である。中央銀行による国債の直接引受と、現行の国債買切りオペに、本質的な相違は見出されず、「直接引受け=ハイパーインフレ」というのは矮小化された議論である。

3. おわりに

金融政策が、前人未到の領域に入っていく中では、手探りながらも何らかの新たなガイドラインの下で金融政策を運営することが必要となる。マネタリーベースの「伸び率」目標の導入によって、インフレ期待にも影響を与えつつ、名目 GDP 成長率の回復を目指すことが必要であろう。一定の前提の下で、(GDP デフレーターで測った)インフレ率を年率 1~2%に維持するために必要なマネーサプライ(M2+CD)の伸びは、年率 5~6%となる。それに必要なマネタリーベースの伸びは年率 12~22%であり、必要な買切りオペの額は月間 1.3~2.1 兆円である。デフレによる民間部門の資産選択への歪みを排除するために、民間部門が保有する各種証券の残高にほぼ比例する形で買切りオペを実施することが望ましい。国債 2:外債 1:株式 1 という配分が、資産選択に対して中立的であろう。年間の買切りオペ額は 15~25 兆円となるが、一般政府構造的プライマリー財政赤字(約 30 兆円)以下に収まっており、急激なインフレを生じさせるリスクは低いであろう。