

## 近年の金融政策は分かりにくい？

ぶぎん地域経済研究所 専務取締役／チーフエコノミスト 土田 浩

**金**融政策と言えば、中央銀行が金利を上げ下げすることで、投資や消費を刺激ないし抑制し、景気と物価を安定化させること。ここまではビジネスマンなら誰もが知っていることだろう。

ところが、日銀・黒田総裁就任（2013年3月）以降、金融政策の議論には耳慣れない言葉が飛び交っている。物価や為替相場を巡って金融政策への関心が高まる中、議論の意味がさっぱり分らないと嘆く声も聞かれる。今回は、金融政策の理解の一助として、3点ほど簡潔に説明をしたい。

### 1. 量的・質的金融緩和とは

「量的・質的金融緩和」は、「物価目標2%」の実現に向けて、黒田総裁就任最初の金融政策決定会合（2013年4月）で導入された。異次元の大胆な追加金融緩和策として好感された。

「量的緩和」とは、ゼロ金利下で金利の引下げ余地がない中において、市中金融機関から長期国債などを買い入れることにより、準備預金制度の所要額を超過して資金供給を行い、銀行融資の積極化を促す策である。この策は2001年から実施されていたが、今次決定では長期国債などの保有額を2倍に拡大することとされた。

「質的」には、長期金利への影響力の強化を狙って、買い入れる長期国債の平均残存期間を2倍以上にすることとされた（YCC導入時に平均残存期間の定めは廃止され、代わって「オーバーシュート型コミットメント」〈物価目標2%が安定的に持続するまでこの政策を継続すること〉が導入された）。

### 2. YCC（イールドカーブコントロール）とは

これまで、諸外国を含め、中央銀行の政策金利（操作目標）は、超短期金利（翌日までのオーバーナイト金利）であった。政策金利の変更は、長期金利に影響を及ぼすものの、その水準自体は市場での形成に委ねられていた。ところが、2016年9月、金融緩和強化のための新しい枠組みとして、長期金利についても操作目標（ゼロ%程度）が導入された。短期金利（▲0.1%）と同時に長期金利の水準も操作目標としたのがYCCである。

2021年3月には、「ゼロ%程度」の許容変動幅を±

0.25%程度とした。同時に、必要な場合には強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入し、実際に2022年3月に実行した。世界的にインフレが加速し、市場が中央銀行による金融引き締めを織り込む中で、日銀は、長期金利を0.25%以下に抑え込む姿勢を明確に示した(注)。

(注)2022年12月、許容変動幅は±0.5%程度に変更された。

### 3. 金融政策と為替相場

為替相場の主な決定要因としては、①購買力平価、②内外金利差の2つがある。①は、各国で共通する商品（近年はマクドナルドの「ビッグマック」が指標となっている）の値段から逆算して、為替レートの理論値を算出する方法である。②は、金利の高い通貨に資金は流れることから、相対的に金利が上昇した通貨の為替レートが強くなるという関係である。

2022年入り後、米国の中央銀行（FRB）は、急激なインフレを抑え込むために、連続的に大幅な利上げを実施した。このため、為替相場の動きは専ら②に左右された。為替レートと相関関係が強いのは、長期金利（10年もの）の内外金利差である。前項で触れた通り、日銀は長期金利を低位に抑え込んでいたことから、米国の長期金利が上昇する分、日米間の金利差拡大につながり、今般の為替円安の主因となった。

**欧**米諸国に比べれば穏やかとは言え、日本でも第2次石油ショック以来40年ぶりの物価上昇局面にある。中小事業者の苦肉の策としての値上げと、それを前提にやりくりせざるを得ない家計の苦勞が連日報道されている。

こうした中で、金融政策を巡っては、「物価目標2%は、日本にとって妥当な水準か？中長期見通しに位置づけ経済状況に応じて金利を変動させるべきではないか？」、「YCCの結果として、為替円安が過度に進んだのではないか？弾力的な運用が必要ではないか？」といった議論が専門家間で繰り返されている。

経済環境が激変する渦中であって政策の適否に決着をつけることは難しいが、より多くの国民がこの議論に関心を抱き、理解を深めることを期待したい。