

【論文】

## 最近の日本の金融政策：量的・質的緩和の効果と問題点\*

岡 部 光 明

### 【概要】

日本経済は、2012年秋以降急速に進んだ円高是正（円安化）に支えられて長年のデフレと不況からようやく脱出している。本稿では、その展開に深い関連をもつ金融緩和の強化措置（量的・質的金融緩和）の役割、限界、今後の課題、を明らかにした。主な主張は末尾の「結論」に記載したとおりである。

### はじめに

2年半前（2013年12月）、安倍内閣が成立した時に導入された経済政策「アベノミクス」は、いわゆる三本の矢で構成されている。第一は大胆な金融政策、第二は機動的な財政政策、そして第三は各種の成長戦略である。第一の矢および第二の矢は、政権発足後、間もなく発射された。その後、多様な項目を含む三本目の矢の発射はやや手間取っている、というのが現状といえる。これら三つ矢のうち、本稿は第一の矢に限定してその基本的な部分の内容を整理するとともに、それに対する評価を加えたものである。

基本的な問いは2つある。一つは、この2年間の金融政策とその効果をどう評価すべきか、つまりこれまでの評価である。もう一つは、現在の金融政策の理念と対応を今後とも維持すべきか、つまり今後のあり方である。この2つをより具体的な問いとして言い直せば、次の6つになろう。

すなわち(1)金融政策は景気の転換と回復にどの程度貢献したか。一部論者が言うように百点満点なのか。(2)金利がゼロとなった以上、まず金利をマイナスにして景気を刺激する道があるのではないか。(3)量的緩和政策は、なぜ（どのようなメカニズムで）効果があると日本銀行（以下、日銀）は考えているのか。日銀は物価「安定」目

標2%を掲げているが、目標達成にどのような意味があるのか。最近はそれが自己目的化しているのではないか。(4)量的緩和政策は、効果よりもむしろ隠れた大きなコスト（副作用）を伴う政策でないのか。(5)円高是正（円安化）が明らかに景気転換をもたらしたが、今後は金融政策以外の方法で景気上昇を達成すべきではないのか。(6)景気回復のためとして、将来も円安方向に向かわせるのが望ましいのか。

本稿では、これらの点につき、ある程度体系的に整理するとともに、できるだけ平易に記述することとしたい。ただ、2つの点に予め留意していただきたい。一つは、事柄の性格上、どうしても必要最小限の専門用語（言及時に説明するが例えばマネタリーベース、実質金利など）が出てざるを得ないことである。もう一つは、議論を説得的にするには、どうしてもエビデンス、つまり統計データないしやや込み入った事実の提示が必要になることである。これらの点は、その都度、説明することにした。

以下、1節では、安倍政権下での景気回復と金融政策の関連を評価する。2節では、マイナス金利による景気刺激は可能かどうかを検討する。3節では、金融政策の効果を通常時とゼロ金利時とで対比する。4節では、量的・質的緩和ないし異次元緩和の内容と効果を論じる。5節では、量的・質的緩和の課題と今後を展望する。6節では、本

図表 1 安倍政権成立後の円相場と株価の推移

	円相場	日経平均株価
2012年 12(A)	86 (-11.6)	10,395 (17.1)
2013年 3	94 (-9.3)	12,397 (19.2)
6	98 (-4.2)	13,677 (10.3)
9	97 (0.1)	14,455 (5.6)
12	105 (-8.2)	16,291 (12.7)
2014年 3	102 (2.9)	14,827 (-8.9)
6	101 (0.9)	15,162 (2.2)
9	109 (-7.9)	16,173 (6.7)
12	119 (-9.1)	17,450 (7.8)
2015年 3(B)	120 (-0.1)	19,206 (10.1)
(A)→(B)	-34 (-38.3)	8,811 (84.7)

(注) 各月末。円相場は円/ドル、日経平均は円。カッコ内は前期比騰落率(%)。  
 (資料) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」各月号および日経平均株価。

稿の主要な結論をまとめる。

## 1. 政策効果の評価

まず指摘しておきたいことは、日本経済の再生を謳った政策パッケージ「アベノミクス」は、景気回復という視点からみると当初の2年余で大きな成果を挙げている、という事実である。こうした日本経済の動向は、政策パッケージの評価がどうであれ、疑いのない事実として認識する必要がある。

### 景気の回復とデフレからの脱却

日本の景気は、長年のデフレから反転、ようやく回復してきた。それにとっての最大の要因は、金融の緩和強化を標榜する自民党の政権復帰が確実になるにつれて、2012年秋ごろから円高の修正（円安化）が急速に進みはじめたことにある。

ここでのポイントは、金融の強い緩和措置が安倍政権下で現実に採られたというよりも、そうした措置が採られるであろうという「予想」が選挙前から強まり、そして広がったことが大きな要因であったことである。つまり、市場が政策効果を「先食い」して反応した、といえる状況になったわけである。

金融の緩和強化とは、円資金を従来以上に市場に供給することを意味するので、円の価値がドルに対して下落すること、つまり円安化をもたらす。このため、国際市場において日本品は割安になるので日本の輸出を増大させ、輸出業種の業績を改善させるとともにまず輸出業種の株価を急速に上昇させることとなった。

それが株式市場において各種株式の裁定取引を通じて株価全般の上昇をもたらし、その結果、富裕層を中心に個人消費を増加させることになった。なぜなら、保有株式が値上がりすれば、毎月受け取る給料は一定であっても、以前よりもリッチな気分になるので、消費支出を増やすことになるからである（資産効果）。また、株高になれば、企業は増資しやすくなるので設備投資を回復させる（「トービンのq」上昇の効果）。また先行きが明るくなって雇用を増やす傾向がでてくる面も加わることも景気に貢献した。

以上がここ2年間の展開である。これを統計的に確認しておこう（図表1）。まず円相場は、安倍政権成立時には1ドル86円であったが、最近では120円と約30円強（約4割）も円安化している。これに伴い、日経平均株価も当初1万円程度だったものが最近では19,000円と8割以上の大幅上昇となっている。このような劇的な条件変化の影響

図表 2 安倍政権成立後の日本経済の推移

	実質 GDP	全国消費者物価 (除生鮮食品)	有効求人 倍率	現金給与総額 (名目)	同 (実質)
2013年 1～3月	1.4	-0.3	0.86	-0.6	0.1
4～6月	0.7	0.0	0.90	0.3	0.4
7～9月	0.5	0.7	0.95	-0.4	-1.5
10～12月	-0.3	1.1	1.01	0.0	-1.7
2014年 1～3月	1.2	1.3	1.05	-0.2	-2.1
4～6月	-1.8	3.3 [1.4]	1.09	0.4	-3.7
7～9月	-0.5	3.2 [1.2]	1.10	1.1	-2.9
10～12月	0.3	2.7 [0.7]	1.12	0.4	-2.6
2015年 1～3月	0.6	2.1 [0.1]	1.15	0.2	-2.4

(注) 1. 実質 GDP は前期比増減率 (%)。求人倍率は倍。全国消費者物価、現金給与総額 (名目、実質) は前年比増減率 (%)。

2. [ ] 内は消費税律引き上げ (2014年4月) の影響を除去した実勢上昇率。

(資料) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」各月号、日本銀行「金融経済月報」参考計表により筆者作成。

は、経済全体に着実に現れている (図表 2)。

まず、景気動向を総合的に示す実質 GDP をみると、消費税増税 (2014年4月、5%→8%) に伴い一時は2四半期連続して落ち込んだものの、達観すれば経済成長率は緩やかな拡大基調を示している。そして、これと裏腹の関係にある企業の業況判断も様変わりして改善しており<sup>(1)</sup>、その結果、労働市場では求人倍率が1を上回るまでに回復しているほか、現金給与総額 (名目値) も緩やかに上昇している (ただし実質値では消費税増税によって2015年3月までは依然マイナスを継続)。

このようにして、総需要とそれを支える要因が回復傾向にあることを反映して、消費者物価 (生鮮食品を除く) の前年比上昇率も2013年後半以降プラスに転じており、最近1年余は実体的に1%前後の上昇率が定着している。つまり、景気は回復から緩やかな上昇局面に転じており、長年続いたデフレからようやく脱却した、といえる状況になっている。

### 評価における留意点

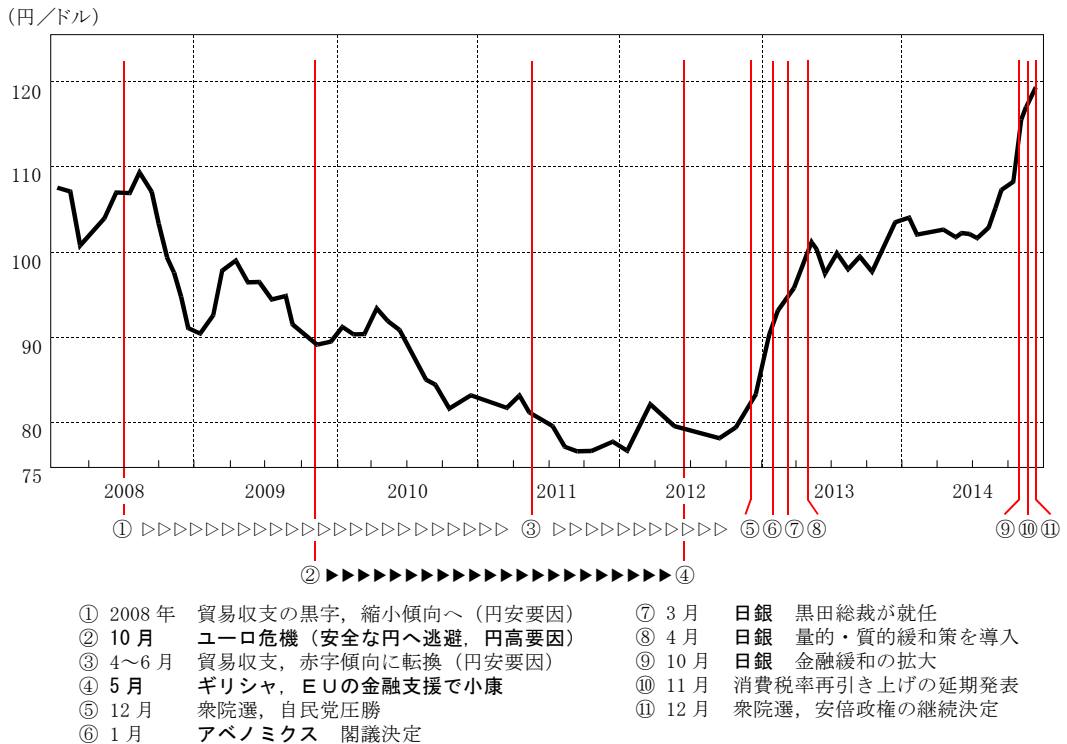
以上見てきたような景気の反転そして回復にとって、金融政策が果たした役割を評価する場合、次の3つの点に留意する必要がある。

第一は、円高の是正 (急速な円安化進展) は、緩和政策が実際に導入されることによってもたされたのではなく、そうした措置が強く「予想」されたことによって生じたことである。

円相場と金融政策の関係を時系列的にみると (図表 3)、2012年11月に衆議院が解散され、自民党が圧勝する見通しが強まり、そして現に12月にそのような結果となったこと (図の⑤) を受けて市場では円安化が大きく進展した。さらに翌2013年1月にアベノミクスが閣議決定され (⑥)、3月に緩和推進派の黒田氏が日銀総裁に就任 (⑦) する過程において円安化が一段と進んだわけである。

つまり日銀は、すでにそれ以前から量的緩和 (Quantitative Easing: QE) 政策を採ってきており、黒田総裁は就任後ひと月経過した4月に、それをさらに強化する「量的・質的緩和政策」 (Quantitative and Qualitative Easing: QQE。いわゆる異次元緩和政策) というかたちで新しい政策を打ち出した (⑧)。しかし、それがさらに円安を進めることにはならなかった、ということである。QQE政策は、確かに、それまで進んできた円安水準を支える役割を果たした。しかし、円相場は、それ以降1年半以上にわたって100～105円の範囲

図表 3 円相場の推移（月中平均）



（資料）筆者作成。

にとどまり、異次元緩和が追加的な円安をもたらすことはなかったのである。政策の実施自体よりも、市場は政策の効果を先取りして早い段階から円安が進んだわけである。

なお、2014年後半に円は再度急速に120円前後にまで円安化し、その後も概ねその水準で推移している。これは、米国経済が好調となり、そう遠くない将来に米国連邦準備制度が量的緩和措置を終える（それに伴い米国金利が上昇する）との観測が広まったこと（ドル買い・円売りの活発化）が主な原因である。

第二の留意点は、それまでの円高は、経済の基本的諸要因に照らせば明らかに行き過ぎた水準（1ドル70円台後半）にまで上昇しており、何らかの要因によってそれが早晩是正される状況にすでであったことである。例えていえば、秋が深くなって柿の実が熟し、ほんのわずかの風が吹けば柿の実が落下するという状況、つまり何らかの要因で

容易に円安化する状況にあった、と表現できるかもしれない。

円相場を決める要因は多様であるが、そのうち最も重要な要因の一つは日本の貿易収支（あるいはそれを含めた経常収支）である。いま日本の貿易収支の動向を円相場と重ねあわせると（図表4）、貿易収支（＝輸出額－輸入額）の黒字拡大は円高をもたらし、その縮小は円安化をもたらしていることが明瞭に見て取れる（ただし両者のタイミングは時期によって多少ずれる場合がある）。

これが2007年頃までの経験則である。そしてそれは、理論的にも妥当する法則といえる。なぜなら「貿易収支が黒字である、あるいは黒字幅が拡大する」とは、日本の輸出額が輸入額よりも相対的に大きいこと（あるいはその差額が拡大すること）を意味しており、外国では、日本製品を輸入するためにドルを売って円を調達する必要性が大

図表4 貿易収支と円相場

(黒字縮小あるいは赤字化は円安をもたらすというのが従来の経験則。  
しかし、ここ3~4年はそれに反して円高化していた)



(注) 貿易収支は、2009年までは3か月移動平均値(月額)、それ以降は年間平均値(同)。  
(資料) 筆者作成。

きいことを意味するからである。つまり、その場合には、円買いの圧力が強まるので円高になる。ところが、2008年以降は、これと全く異なった動きが発生している。すなわち、貿易収支の黒字幅が急速に縮小し、ついに赤字化する傾向がでてきた<sup>(2)</sup>にもかかわらず、円安化するのではなく逆に円高が急速に進んでいる(前掲図表4)。

なぜ、そのような事態が生じたのか。それは、ギリシャの財政危機(2009年10月)とそれを発端とする南欧諸国における同様の財政問題により、共通通貨ユーロの信頼性が揺らぎ(ユーロ危機あるいは欧州債務危機)、その結果、比較的安定だとみられた円に対してどっと資金が流入(円買いが発生)したためである。こうした要因が2年半続くことによって円は、異常な円高水準(最高値は2011年10月31日の75.54円)にまでオーバーシュートすることとなった(前掲図表3)。

日本経済の基礎的要因(貿易収支黒字の縮小・赤字化という円安要因)に逆らって、このように生じていた円高は2012年の段階で既に転機を迎えており、それが金融緩和「予想」を引き金として急速に円高の是正(円安化)が進むこととなっ

たのである。つまり、自民党政権下では緩和が強化されるだろうとする「予想」が円安をもたらしたのであり、これは緩和政策の実施自体が円安をもたらしたものと区別して捉える必要がある。

第三の留意点は、今回の景気反転は金融緩和が直接国内経済に効くことによってもたらされたものではなく、基本的には円安化が発生し、それが国内経済に影響することによってもたらされた現象(為替相場を介した効果波及)といえることである。

金融政策の効果がどのようなメカニズムで発現するかについては、理論的に大きく2つの経路を区別することができる。一つは、緩和効果が国内の企業や家計に直接影響する経路(国内的経路)である。もう一つは、緩和効果がまず自国通貨安つまり円安化というカタチで為替相場に現れ、それが国内経済主体の行動を変えることによって効果が現れるという経路(為替相場経路)<sup>(3)</sup>である。今回は明らかに後者の経路が大きな役割を果たすことになった。これは、後述するように今後の政策効果を考える上でも重要なポイントになる。

以上、最近の金融政策は一見大きな効果を持つ

たように見えるものの、上記三つの留意点を考慮する必要があることを指摘した。すなわち(1)緩和強化策の「実施」にあったというよりもその「予想」(そしてその後に予想どおり緩和強化をみたこと)が大きな役割を果たしたこと、(2)緩和強化が迅速かつ強力に効果を発揮する条件が幸いにも整っていたこと、そして(3)従来の緩和策の場合とはかなり異なり円安化という経路が大きな役割を果たしたこと、である。一部論者は、景気回復だけに着目し「今回の金融政策は百点満点」という表現をしているが、上記3つの点を考慮すると、そのような表現はやはり言い過ぎであろう。アベノミクスにとって、一面では幸運が作用したが「運も実力のうち」という面があるのかもしれない。

## 2. マイナス金利による景気刺激は可能か

日本では、バブル崩壊後に政策金利を逐次引き下げた結果、1999年にはついに事実上ゼロとなり世界に先駆けてゼロ金利政策を導入することとなった。しかし、そうした対応をしても景気は回復しなかったため、「マイナス金利にせよ」という主張が当時台頭した。それは素朴な発想であり、その気持はわからないでもない。しかし、そうしたことによって景気回復を図ることが果たして可能なのか。まずこの問題を考えてみたい<sup>(4)</sup>。

### マイナス金利の意味とその実現可能性

まず、通常の場合を考える。例えば「今日100円借りて1年後に102円返済する」というケースである。この場合、借りた額(100円)に金利分(2円)を加えて102円返済するので金利は当然2%である。これに対して、マイナス金利とは、100円借りて1年後に98円返済することである。つまり返済額は、借りた額(100円)よりも2円少ない98円で済むわけであり、この場合の金利は-2%となり、マイナス金利になる。

このような状況が実現すれば、企業や家計は銀行から借りるほうが得策となるので、明らかに景気刺激的な効果を期待できる。例えば、ある人が家のリフォームを考えている場合、いま銀行から

必要資金100万円を借りてリフォーム工事を実行すれば、1年後の銀行への返済は98万円で済むので、2万円得したことになる。このため、経済全体としてみると家屋リフォーム需要(より一般的に言えば総需要)が増えるので、需要面から景気押し効果をもつことになるからである。

しかし、実はこのような状況を作り出すことは事実上、不可能である。それを理解するには、より根本に遡り金融政策がどのような仕組みで機能するかを振り返っておくが必要になる。その要点を示したのが図表5である。以下、多少制度的ないし技術的な説明になるが、最近の金融政策を理解するうえでも非常に重要な点なので、以下ややていねいに議論を進めることとしたい。

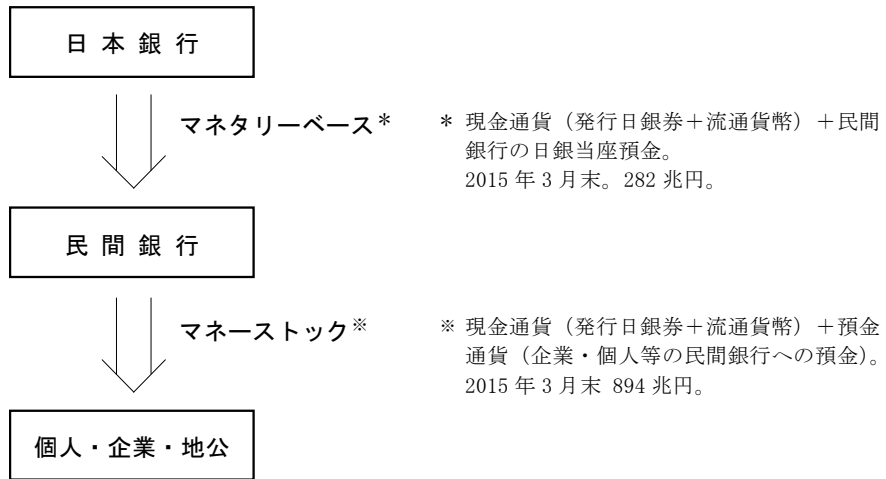
### 金融政策を理解するうえで必須の二階建てモデル

中央銀行(日本の場合は日銀)が行う金融政策の効果を考えるには、金融システムを「二階建てモデル」で捉える必要がある。

まず個人・企業・地方公共団体などは民間銀行と取引をしており、ほとんどの場合、民間銀行において預貯金の残高を保有している。これが、金融システムのいわば「一階部分」である。一方、民間銀行は日銀と取引をしており、日銀に当座預金口座を開設し、そこに預金残高を保有している。これがいわば「二階部分」である。日銀は「銀行の銀行」といわれる場合があるのは、このように日銀は基本的に民間銀行だけを相手に各種取引をしていること(企業や個人を取引相手とはしないこと)によるものである。

このような仕組みを前提にして、日銀は民間銀行に資金を供給している。ここで日銀が民間銀行に提供する資金をマネタリーベース(monetary base)<sup>(5)</sup>といい、具体的には、現金通貨(発行日銀券+流通貨幣)と、民間銀行の日銀当座預金残高、の2つを合計した金額によって構成される。後者は、民間銀行が望めばいつでも現金通貨として引き出せるから現金通貨と同じだとみなして両者の合計で捉えるわけである。そして、最近時点(2015年3月末)におけるマネタリーベースの残高は282兆円に達している。

図表 5 金融政策（資金供給）を理解するための「二階建てモデル」



（資料）筆者作成。

一方、民間銀行は、日銀から供給されたマネタリーベースをもとにして企業や個人に対して融資活動を行う。このようにして、民間銀行が行う融資によって経済全体に資金が供給されることになる。こうして作り出された資金の合計をマネーストック（money stock）という。これは、現金通貨（発行日銀券＋流通貨幣）と預金通貨（企業・個人等の民間銀行への預金）の合計額として把握される。預金については、普通預金と定期預金とでは「現金らしさ」の点で程度に差異があるが、いずれも容易に現金化することができるので両者を合わせて「通貨」と見なすわけである。そして最近時点（2015年3月末）におけるマネーストック残高（正確には M2と定義される通貨の残高）は894兆円に達している。

このマネーストックの金額は、マネタリーベースの3.2倍にも達している。このように前者は後者の数倍にもなる。その理由は、銀行部門全体として信用創造（credit creation ないし deposit creation）というプロセスが作用しているからである<sup>(6)</sup>。

#### 金利体系をマイナスにできない理由

さて、以上で金融政策を理解する枠組みができ

たので、本論であるマイナス金利の可能性を考えてみよう。結論を先取りしていえば、「名目金利をマイナスにすることは、金融市場におけるごく一部の取引を除き不可能だ」ということである。主な理由は三つある。

第一に、日銀がその貸出金利（公定歩合、つまり二階部分の金利）をマイナスにしても、民間銀行の貸出金利（一階部分の金利）をマイナスにすることはできないからである。なぜなら、民間銀行は日銀からマイナス金利で借り入れることができるので日銀借入れを増やす可能性があるが、そうして借りた資金を企業等への貸出に回すことはしないからである。というのは、銀行は、企業等へ（マイナス金利で）貸出すよりも銀行自身が現金（紙幣＝金利ゼロ）を保有し、期限がくれば借入額より少ない金額を日銀に返済することによって利益を稼ぐことができるからである。だから、民間銀行が民間企業等に対してマイナス金利で貸出すことは期待できない<sup>(7)</sup>。

こうした事情は、現金（紙幣）の金利がゼロであることに起因している。もしそうでないシステムを作れば、民間銀行の貸出金利をマイナスにすることも、理論上は不可能でない。やや空想的な話になるが、仮に1万円札に（表面の左下にある

ホログラムに代えて）電子時計機能を持った IC チップを埋め込み、時間とともにお札の価値が確実に低下していくような制度にするとしよう。

この場合、今年の 1 万円は 1 年後には 9800 円の価値しか持たない状況になるので、現金はできるだけ早く手放してモノに代えておくという動機が働き、このため経済全体の需要増大と景気上昇に貢献することになる。またこの場合には、銀行も貸出に際してマイナス金利を付けることになるであろう。しかし、現金の価値を人為的に減少させるこのようなシステムは、経済取引と社会全体を不安定化するので、検討に値するものでない。「現金（紙幣）の利息はゼロ%」という取り決めは、社会の安定にとってアンカー（錨）の役割を果たしている、と理解する必要がある。

マイナス金利が不可能である第二の理由は、仮に日銀がその貸出金利（公定歩合）をマイナスにしても、民間銀行が上述したように貸出金利をマイナスにしないならば「日銀は民間銀行に補助金を与えて儲けさせている」という批判、つまり政治問題が生じるからである。この面からも、日銀の基準金利である公定歩合をマイナスにすることは現実的な選択肢にならない。

そして第三の理由は、日銀には、貸出金利をマイナスにして損失を自ら被るという政策をするほど財務的余裕がないことである。

以上のように、銀行貸出の「マイナス金利」は有効な政策にはならないことが次第に認識されるようになり、その後、マイナス金利論は影を潜めていった。そして「金利の非負制約」（zero lower bound; zero nominal lower bound）が認識され、金融のさらなる緩和は量的緩和にほぼ限定したうえで議論されるようになったわけである。

### 3. 金融政策の効果はどの程度期待できるのか：通常時からゼロ金利そして量的緩和へ

現在の量的・質的緩和政策は、その効果がどの程度期待できるのだろうか。これを的確に理解するには、まず従来の（いわば通常時の）金融政策の効果はどのように現れるものであったのかを理

解し、次いで政策金利がゼロとなった段階（名目金利面からの効果はもはや期待できなくなった段階）で導入された量的緩和政策の効果を理解し、その上で現在の量的・質的緩和政策に進むのが分かりやすい。以下、この順序で考えてみよう。

#### 通常時の政策手段とその効果

従来の金融政策とその効果は、図表 6 のように整理することができる。この図は、筆者が日銀で研究第一課長を務めていた時、金融学会から「金融政策の効果について国内外の諸研究をまとめるとどう理解できるか」という展望論文の執筆依頼を受けて書いた論文（岡部 1991）に掲載したものである。

この図によって理解すると、日銀は従来、民間大手銀行に対する「窓口指導」という貸出規制（正確に言えば四半期毎の貸出増加額規制）を行っており、これが金融政策の効果（とくに引き締め効果）を発揮する一つの重要な手段であった。それと同時に日銀は、短期金融市場の金利に対しても各種政策手段<sup>(8)</sup>で影響をあたえることによって日本経済の動向を大きく左右してきた。

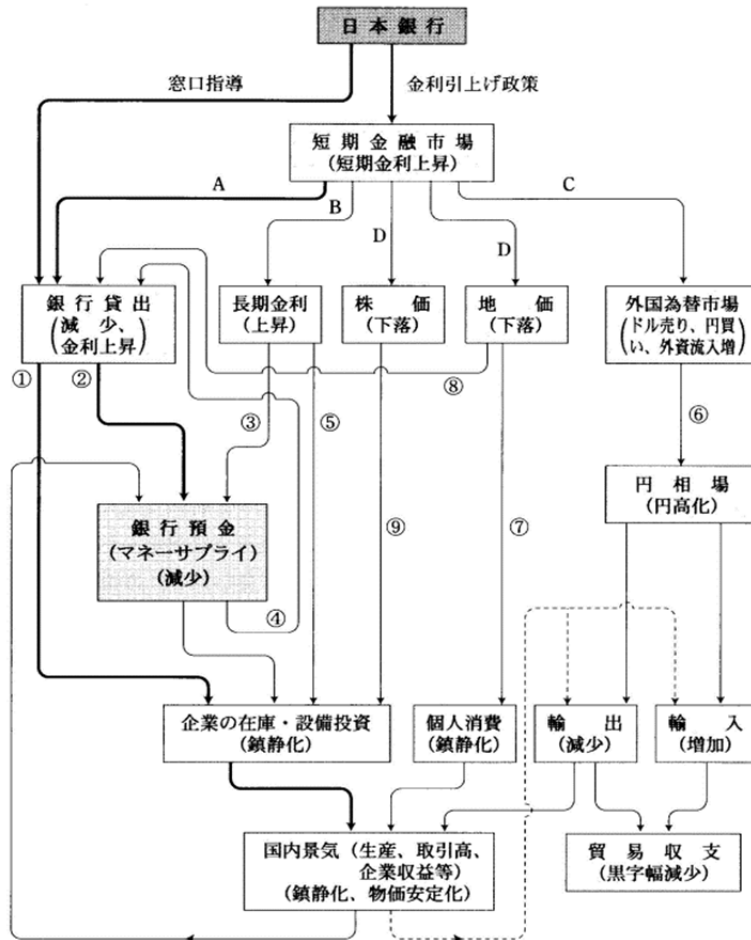
短期金融市場の金利を操作すれば、図にあるとおり、それは民間銀行貸出（チャンネル A）、長期金利水準（チャンネル B）、株価や地価（チャンネル D）といった国内経済に対する直接的な影響を通じて、景気や物価の動向を左右した。そして、そうした金利操作は、円相場への影響（チャンネル C）を介しても国内経済動向への影響を増幅する役割を果たしたのである。換言すると、金融政策は、金利、資金量の両面から実施され、その効果が景気動向に（当時はほぼ確実に）あらわれたわけである。これを別の面からみると、政策効果が波及する経路は、国内的経路、為替相場経路（マンデル＝フレミング効果と称される）の両面があった、と理解できる<sup>(9)</sup>。

#### 金利ゼロ時の政策効果と量的緩和政策

日銀は、バブル崩壊後の長期不況に対応するため、短期金融市場の金利水準を次第に引き下げた。しかし、前述したとおり名目金利（市場金利・約



図表 6 金融政策の効果波及経路（岡部 1991）



(出所) 岡部 (1991 ; 1999b 図表 14-5), Okabe (1995)。

定金利) はマイナスにできないので、金利がゼロに近づくにつれて金利面からの政策効果は次第に喪失せざるをえなかった。このため日銀は、資金の供給量を増やす以外に手段がなくなり、2001年3月ついに「量的金融緩和策」を導入した。これは世界の中央銀行として初めてのことであり、この面で日銀は世界のパイオニアであった<sup>(10)</sup>。

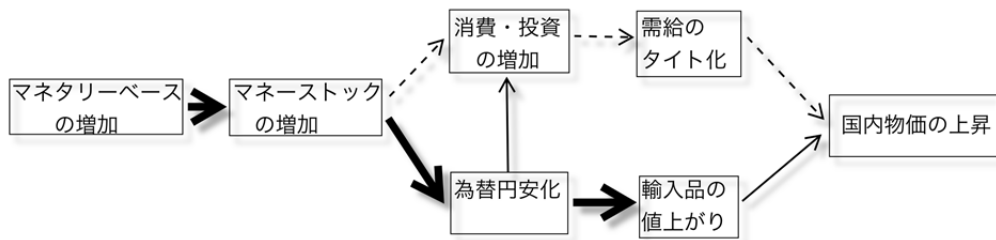
しかし、量的緩和が効果を持つ可能性は、当初から限られていたといわざるをえない。なぜなら、**図表 7**で示した通り、量的緩和は「マネタリーベースの増加 → マネーストックの増加」を期待しており、それが (1) 国内的経路で作用するか、ある

いは (2) 円資金の供給増大によって為替円安化を介して作用するか、のいずれか (ないし両方) の仕方でも効果を持つはずだったものの、経路 (1) は当初からほとんど期待できない状況にあったからである。

というのは、金融市場の金利がゼロに達した場合、金融機関の企業等に対する貸出金利が低下する余地は非常に限られるため、ベースマネーの増加が貸出増加ひいてはマネーストックの増加につながる可能性は、理論的に極めて小さいからである。現にそれが日本の経験でもあった<sup>(11)</sup>。

さらに、企業の金繰り状況を見ても、当初採用

図表 7 金融の量的緩和によって期待される効果：二つの経路  
(国内的な経路，為替相場経由の経路の二つがある)



(注) 市場金利はゼロなので金利低下の効果はない。  
(資料) 筆者作成。

された量的緩和策が効く条件を欠いていたことを認識する必要がある。いま、経済の部門別資金過不足という観点から民間事業会社（民間非金融法人企業）を全体としてみると（図表 8），1990 年代半ばごろまでは恒常的にカネ不足の状況にあったが、それ以降はカネ余りに転じている。このため、企業向けの資金を潤沢化しても、その効果には明らかに限界があったわけである。

企業部門がカネ余り状況にあるという構図は、その後も変わっていない。だから、その後の量的金融緩和も、後述するとおり、もっぱら為替相場を介する経路によって効果を発揮する、と考える必要がある。現にアベノミクスが登場する前後の金融緩和策（あるいはその予想）は、すでにみたとおり、それが国内経路を介して効果を発揮したのではなく、急速な為替円安化をもたらすことによって効果を現したことを想起してほしい。また、ごく最近、欧州諸国でみられる超緩和政策（中央銀行当座預金に対するマイナス金利の適用，量的緩和政策）も、民間銀行の貸出金利低下という面ではほとんど効果がなく、もっぱら当該国の通貨価値下落を通して効果を発現する<sup>(12)</sup>とみられている。このように量的緩和は、その効果波及経路が従来の金融政策と大きく異なるとともに、その効果にも大きな限界がある、と理解する必要がある。

### 日銀による従来の量的緩和政策

ところで、日銀が 2001 年以降採用してきた量的金融緩和策の効果は、いま見たとおり明らかに限

定的であった。では、その緩和政策自体、どの程度のものであったのだろうか。現在実施中の量的・質的緩和策を取り上げる前に、従来の量的緩和政策（主として 2008 年 4 月～2013 年 3 月の白川総裁時代）を簡単に振り返っておくことにしたい<sup>(13)</sup>。

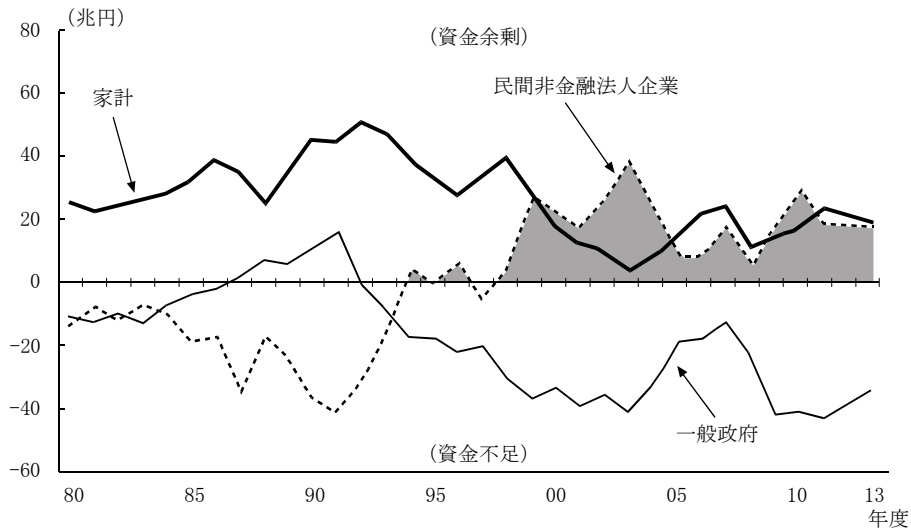
まずいえるのは、日銀による従来の量的金融緩和政策は当時、先進国の中央銀行（米国連邦準備制度，欧州中央銀行，イングランド銀行）に比べて例を見ないほど圧倒的かつ強力な緩和措置だったことである。すなわち、政策金利の水準の低さをみても、またマネタリーベース（およびマネーストック）の供給量の多さをみても、ともに他国をはるかに上回る強力な量的緩和政策を実施したことが明らかである（図表 9）。これが現実であった。

それにもかかわらず、長期不況とデフレからの脱却に結びつかなかった。それは、すでに述べたとおり、ギリシャの財政問題を発端とするユーロ危機の影響から円高へのオーバーシュートが発生したため、結果的には期待した政策効果が出なかったことが大きな要因である。これはある意味で不幸なことであったが、金融政策の責任者としての日銀総裁には、むろん結果責任は免れまい。

また今ひとつ反省の余地があるのは、強力に実施した量的緩和政策の実体を国内外の関係者に的確に理解してもらう余地もあつたことではなからうか。日銀総裁という職責にとっては、政策の核心とメッセージを分かりやすく（必要に応じて単

図表 8 部門別資金過不足の推移

(企業部門は従来カネ不足、しかし 1990 年代後半以降は継続的にカネ余り)



(資料) 日本銀行「資金循環統計 (2014 年第 2 四半期速報) : 参考図表」。

純化して、あるいはパネルを効果的に用いるなどして) 的確に伝えるプレゼンテーション力も要請される一つの条件になると筆者は考えている (図表 10)。

#### 4. 量的・質的緩和の効果はどの程度期待できるのか：現在 (黒田総裁) の政策

現在の金融政策の枠組みは「量的・質的金融緩和政策」(異次元緩和策) と称されるものであり、黒田総裁就任の翌月 2013 年 4 月に導入された (日本銀行 2013b)。日銀は、それまですでに量的緩和策をとっていたが、この措置は、その程度をさらに強化するとともに質的にみても緩和を強化することを内容としている。

##### 量的・質的緩和政策の概要

異次元緩和策は、従来の量的緩和策 (Quantitative Easing: 略称 QE) において、量的側面を強化しただけでなく、質的な側面も追加することによって量的・質的緩和政策 (Quantitative and Qualitative Easing: 略称 QQE) としたものである。だから「QE 政策から QQE 政策に変更した」ということがで

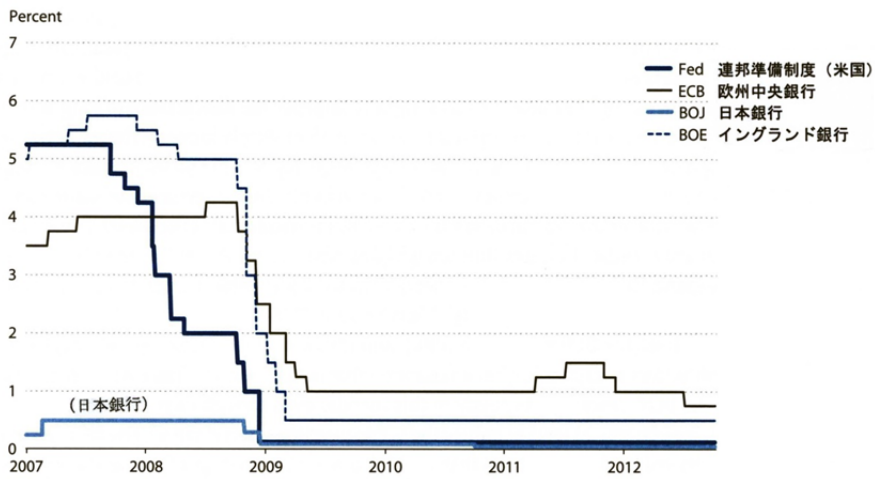
きる。

その要点を日銀は図表 11 の左図のように単純化したパネルで説明している<sup>(14)</sup>。すなわち (1) 物価安定の目標を「2%」とする (消費者物価前年比上昇率)、(2) 目標達成期間は「2 年」を念頭にできるだけ早期とする、(3) その手段としてマネタリーベースを 2 年間で「2 倍」に増やす、(4) それに対応するため日銀の国債保有額とその平均残存期間を 2 年間で「2 倍以上」に増加する、などが主な内容である。なお、この措置が「質的」にも緩和強化だとされるのは、従来よりも残存期間の長い国債を買い入れることや、ETF (Exchange Traded Fund, 上場投資信託) などリスク資産も積極的に買い入れること (ただしこのパネルには表示されていない) による。

この政策には幾つかの特徴がある。第一に、物価目標「2%」をはじめ「2 年」で「2 倍」に「2 倍以上」と述べ、「2」という分かりやすかつ印象的なスローガンとして打ち出したことである。第二に、目標に関する数値が「2」であるにとどまらずその達成手段についても「2」で提示する点で政策内容が具体的なものとなっていることである。従来の日銀は、このようにメッセージ性を重

図表 9 4つの中央銀行の金融緩和推進の対比

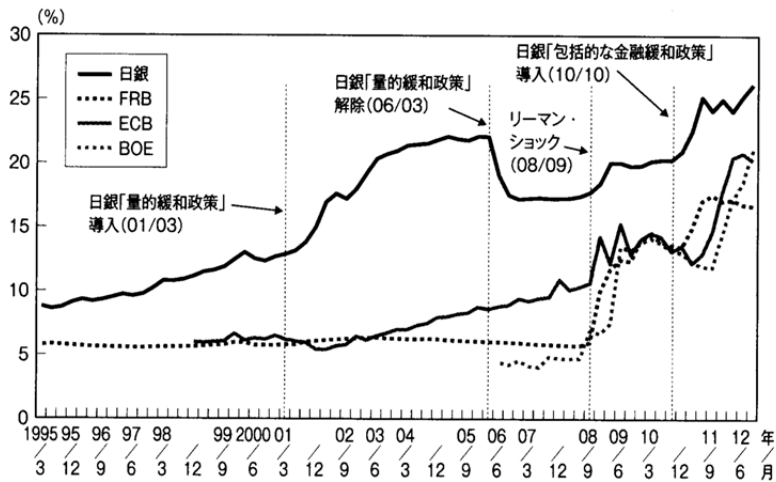
(1) 政策金利の推移



(資料) Fawley and Neely (2013) の第1図。

(2) マネタリーベースの対GDP比率

(日本が最高)



(注) FRBは米国連邦準備制度, ECBは欧州中央銀行, BOEはイングランド銀行。

(資料) 梅田 (2013) 図表 1-11。

視した政策発表をすることがあまりなかったもので、その新鮮さとわかり易さは評価できよう。

ちなみに、この政策以降はじめて日銀がスタンスを変更することになった緩和拡大措置 (2014年10月) においても、このようにメッセージ性を重視する方針が貫かれている。それについての公表

資料をみると (図表 11 の右図)、日銀による長期国債保有残高の年間増加額を「+30兆円」上乘せする、長期国債買い入れの平均残存期間を「+3年」長期化する、リスク性資産の買い入れペースを「3倍」にする、など「3」で統一しているのが特徴的である。

図表 10 日銀総裁にはプレゼンテーション力も必要



白川方明 前総裁



黒田東彦 現総裁

### その狙いと政策効果の波及メカニズム

異次元の緩和策は、何を狙っているのか。そしてその効果はどのような波及経路 (transmission mechanism) によって経済全体に広がってゆくと考えられているのか。これは、量的・質的金融緩和策の核心にかかわる論点である。

まず、この政策の主たる狙いは、市場や経済主体の「期待を抜本的に転換させる」(QQE 導入時の公表文) こと、あるいは「デフレマインド転換の遅延を防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持する」(QQE 拡大時の公表文。図表 11 の右下方参照) こと、など「期待」を変えることに最大の重点を置いている点にある。つまり、これは市場や経済主体の「予想ないし期待」(expectation) を変えようとする金融政策、と性格づけることができる。

その意義や効果波及のメカニズムにつき日銀自身が詳細に説明した資料は多くないが、副総裁の岩田規久男氏による説明(図表 12) が最も詳細かつ具体的なものといえる。その説明(同図)によれば、日銀による2つの対応、すなわち「インフレ目標 2%を達成する約束」ならびに「その手段としてのマネタリーベースの増加」が政策の出発点である、と位置づけられている。そして、その措置が何よりも先に、市場や経済主体の「予想インフレ率を上昇させること」を期待している点が非常に重要な点である。期待の変化を通じて政策効果が現れる、という主張といえる。

従来の金融政策では、名目金利や資金量の変化

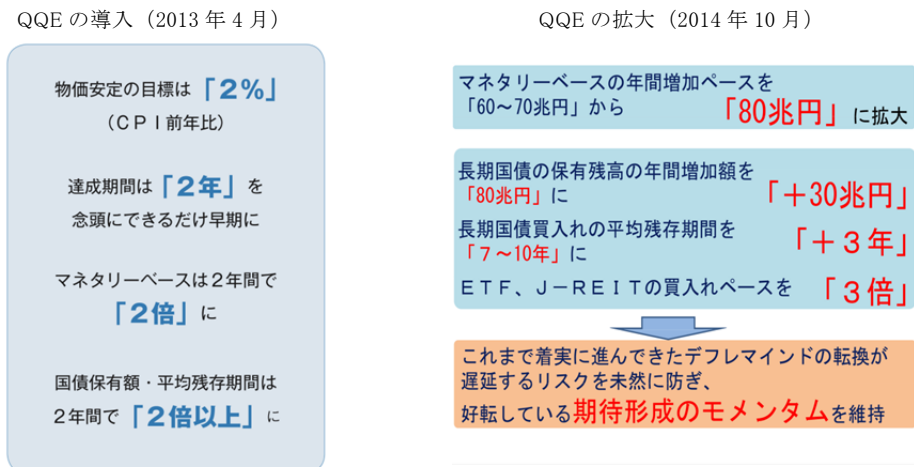
を通じて効果が波及していくが、そうした理解(筆者による前掲図表 6 を参照)とは異なり、この図では明らかなようにそうしたチャンネルは全く想定していないことが示されている。そもそも、従来見られたような金融政策の効果はほとんど期待していないわけである。金利水準がほぼゼロ%であり、資金量増加に伴う効果も限定的といわざるをえない状況にある(前掲図表 8) 以上、従来のような効果は原理的に期待できないので、それは当然のことかもしれない<sup>(15)</sup>。

つまり日銀は、従来とは全く異なる論理で政策効果を考えている。その発想の中心になっているのが、フィッシャーの関係式と称される下記の方程式である。この式では「実質金利は、名目金利から予想インフレ率を引いたものに等しい」という関係が示されている。

$$\begin{array}{rcl} \text{実質金利} & = & \text{名目金利} - \text{予想インフレ率} \\ (5\%) & & (5\%) \quad (0\%) \\ (3\%) & & (5\%) \quad (2\%) \end{array}$$

いま、予想インフレ率がゼロ% (つまりインフレもデフレも生じていない状況) とする。この時には、名目金利 (市場金利、約定金利) である年 5% がそのまま実際に借り手が負担する金利 (実質金利) であり、それが年 5% である。ところが今、予想インフレ率 (1年後に予想されるインフレ率) が 2% になったとしよう。この場合、名目金利である年 5% 相当額の利子 (約定金利) を返済しなければならないことは同じである。しかし、そこ

図表 11 量的・質的金融緩和（QQE）政策



(資料) 左図は、日本銀行『にちぎん』36号(2013年冬号)25ページ。

右図は、日本銀行総裁講演資料「最近の金融経済情勢と金融政策運営」2014年11月25日。

で支払うことになる5%相当額は、インフレが2%進行していることから、支払側にとっての実質的な負担は物価安定時に比べて少なく済む(実質的な負担は3%である)、と考えることができる。これがこの式の意味するところである。

すなわち「名目金利が不変でも、期待インフレ率が上昇すれば実質金利は低下する」という主張である。これは、約100年前に多くの業績を挙げた米国の経済学者アービング・フィッシャーが主張した伝統的な論理であり、現在でも標準的な金融論の教科書に掲載されている考え方である。このようにして実質金利が低下すれば、企業投資や住宅投資が増えることになる、と日銀は考えるわけである。予想の変化によってこうした効果が出てくるので、それは資産需要の増大、円安圧力の強まりなどを通じて経済活動が活発化するという理屈である。図表12はそれを詳細に示そうとしたものに他ならない。

こうした効果波及メカニズムを期待していることについて、岩田氏(2013)は図表12を提示しつつ次のように説明している。すなわち(1)日銀がインフレ目標の設定とそれに向けた大胆な金融緩和を行うことにより人々が予想する将来のインフレ率が上昇する、その結果(2)予想される実質金

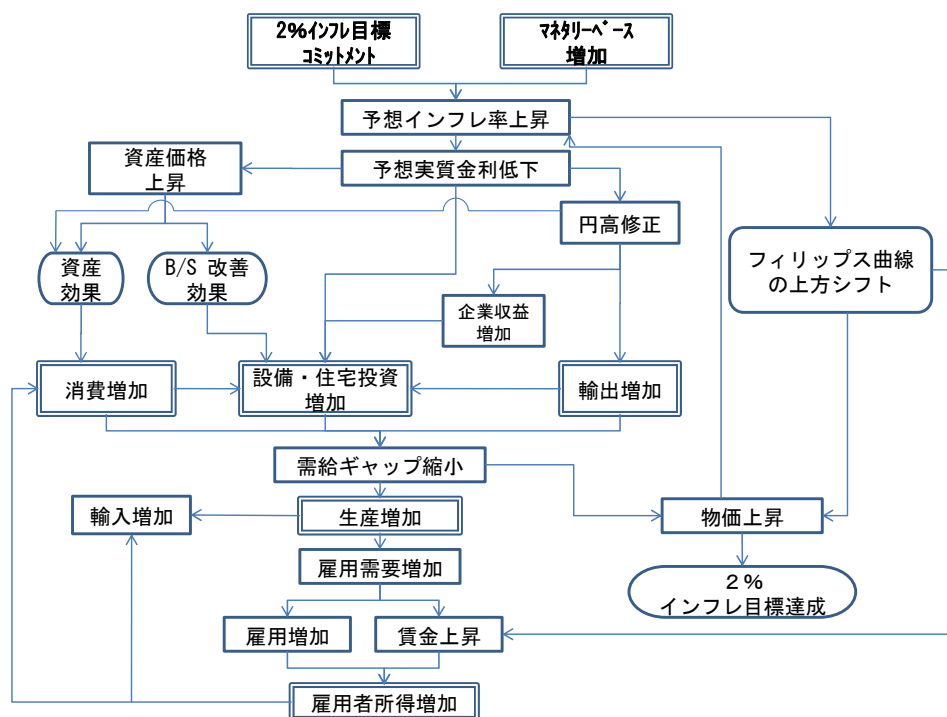
利(名目金利から予想インフレ率を引いた値)が低下するので様々な経路を通じて3つの需要(消費、投資、輸出)の増加につながっていく、としている。そして結論として『人々の期待に働きかける』という私の説明を聞いて、おまじないのような話だと思われた方もいらっしゃるかも知れません。しかし、金融政策というのは本来『人々の期待に働きかけること』を通じてその効果を発揮するものなのです。[これが]現在取り組んでいる金融緩和政策の最も重要なポイントだというのが私の考えです」と述べている。

### 評価と問題点

以上述べた政策は、どのように評価できるだろうか。またどんな問題が含まれているだろうか。

確かに、異次元緩和政策が打ち出されてから2年弱を経過した現在(2015年3月の本稿執筆時点)景気は緩やかな回復軌道に乗っており、賃金の基調を左右する2015年度春闘においても久々に明るい見通しが伝えられている。しかし、これらはもっぱら為替円安化による景気押し上げ効果が次第に広がっている面が強いというのが実体である<sup>(16)</sup>。確かに、予想インフレ率が幾分上昇した形跡はある<sup>(17)</sup>ものの、日銀が説明する上記メカニ

図表 12 「量的・質的金融緩和」の波及経路（日本銀行岩田副総裁 2013）



（出所）岩田（2013：表6）。

ズムによってそれが経済全体に作用して景気を押し上げたことを示す具体的な証拠は未だほとんどみられない。このため、異次元緩和の最終的な評価が出来る段階にはまだ至っていないというべきであろう。

一方、この緩和策には幾つかの重要な問題がある、というのが筆者の意見である。以下、それを4点指摘したい。

第一に、金融政策で「予想インフレ率上昇」を図るということには危うさと不確実性があり、またそれを起点として政策効果が実際に発現するかどうか不確実性が大きいことである。

異次元緩和策は、伝統的なマナリズム（物価水準はマネーの供給量でコントロールできるとする考え方）とは全く異質のメカニズムを前提とする政策であるにもかかわらず、その特徴とリスクが十分説明されているとは思えない<sup>(18)</sup>。例えば、マナリーベースをどの程度増やせば、予想イン

フレ率がどの程度上昇するのか（つまり方向の議論でなく程度問題）は、理論的にも経験的にも何も知られておらず、このため日銀は手探りで進むという大きなリスクを背負っている。リスクを伴う政策を日銀が行うこと自体を責めることはできないかもしれないが、問題はそうしたリスクを国民に分かりやすく説明する責任を果たしているかどうかである。

また、確かに「予想インフレ率の上昇 → 実質金利低下 → 各種経済活動の積極化」というチャネルだけを見れば、理屈としては格別の異論を挟めない（金融論の標準的な教科書にも記載されている）が、それが実証的に十分検証されているとはいえない。また、仮に予想インフレ率が上昇したとしても、理論的には、実はこの経路以外にも幾つか相反する効果もあるので、全体として前述した図式が妥当するかどうかは、学会でも未決着の問題である。



ちなみに、ごく最近刊行された「アメリカ経済学会論集」(American Economic Review)の経済政策編では、巻頭論文としてこの問題に直接関連する研究の一つ(Bachmann, Berg, and Sims 2015)が掲載されている。その論文では「予想インフレ率の上昇 → 実質金利低下 → 耐久消費財支出の増加」という経路が米国について作用していたかどうかについての実証分析(統計的な分析)が報告されており「その効果波及経路は強く否定される」との結論になっている。さらに(1)予想インフレ率が上昇すれば、それは将来に備えた貯蓄の目減りを意味するので、その分を補填するため貯蓄を増やす(消費はむしろ切り詰める)ことになる、とか(2)家計や企業が果たして名目金利と実質金利を区別して行動しているかどうかは不明である、といった議論(フィッシャー効果に対する反論)もありうることをその論文は述べている。

一方、日本については、類似の研究として日銀スタッフによる唯一の研究例(Ichiue and Nishiguchi 2013)がある。そこでは「予想インフレ率の上昇が支出を前倒しさせる効果は統計的に検出される。但しその程度は不明である」とされているので、日銀の図式をある程度支持する結論になっている。なお、予想インフレ率が上昇した場合、それが家計ではなく企業の投資行動についてどう影響するのかについては、国内外とも十分な研究が見当たらない。

第二に、日銀は「物価安定の目標は『2%』」としているが、なぜ2%が目標になるのか(2%達成がどんな意味を持つのか)、また物価の「安定」とは物価上昇率が0%のことだと理解するのが通常感覚であるのになぜ2%(上昇)なのか、について明確な説明がなされているように見えないことである。

もし「物価目標(inflation targeting)が2%」というならば容易に理解できる。しかし、物価が2%上昇することがなぜ物価「安定」であり、それを目標とする必要があるのか。日銀の従来用語法からみて、また通常日本語としてみても、理解に苦しむところである。ちなみに、海外中央銀行では、物価については目標(target)というケース

が多い(英国、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン)ほか、長期目標(longer-run goal: 米国)、定量的な定義(quantitative definition: ユーロ圏)、定義(definition: スイス)などと表現されており、物価「安定」の目標(price stability target)という表現をしているのは日銀だけである(黒田 2014b: 図表7)。

なお、黒田総裁は最近「消費者物価指数には、物価上昇率を高めに表示すといった上方バイアスがあるため、消費者物価指数の前年比がゼロ%程度というのは、実感としては、かなりデフレ的な状況なのです」(黒田 2014b)と説明しているが、その場合でも2%という数字によって「安定」というのはやはり不自然ではなからうか<sup>(19)</sup>。

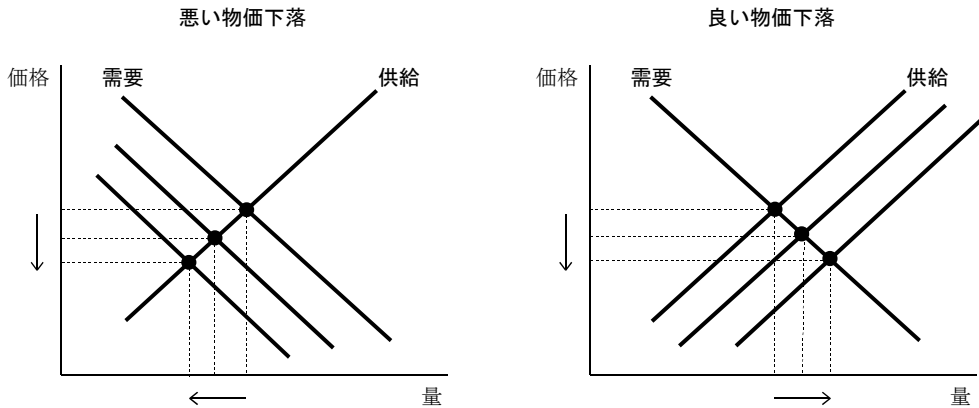
第三に、物価には「悪い物価下落」と「良い物価下落」があるが、両者を区別することなく一括して「物価目標」とするのは論理的に問題があることである。

この2つを区別し、それぞれの場合を説明したのが図表13である。まず悪い物価下落とは(左図参照)、需要がどんどん縮小すること(図で言えば需要曲線が左下方にシフトすること)によって物価が下がるケースであり、この場合には生産量(需要曲線と供給曲線の交点で与えられる)も明らかに縮小してゆく。このような事態になれば、企業や家計は将来の不況を予想して自己防衛的になり、より慎重な行動をとるので支出や生産はさらに減少し、価格はさらに下落する。つまり不況が次第に深刻化し、螺旋(スパイラル)的な景気後退に陥ってしまう。だから、悪い物価下落と称されるわけである。このような場合、政府は当然、景気刺激策を採る必要が出てくる。

一方、良い物価下落とは(右図参照)、需要水準は一定でありながら供給が拡大すること(供給曲線が右下方にシフトすること)によって物価が下がるケースである。この場合には、物価が下落する一方、供給量は全体として拡大してゆく。このような状況が生じる場合とは(1)企業が生産性上昇によって商品をより安く提供できるようになる場合、(2)安値輸入品(例えば中国産)が国内に



図表 13 物価下落における 2 つのケース



(資料) 筆者作成。

出回る場合、(3) 原油輸入価格が下がる、あるいは円高の場合にみられるように海外への支払い額が同一でもより多くの量を輸入可能となる場合、などのケースが含まれる。こうした場合には、物価が下落しても不況に陥ることはなく、したがって不況対策を講じる必要はない。それどころか、国民は、所得が一定でもより多くの商品を手に入れられるので、これは歓迎すべきことであり、政府はこのような状況が生じることを奨励すべきである。

最近、原油の国際価格が大幅に下落していることから、国内消費者物価も騰勢が鈍化し、そのため、日銀が当初表明していた目標 2% の達成困難化ないし達成遅延の可能性が高まっている。日銀はそれを「想定外」の事態としているが、現在生じつつあるのは「良い物価下落」（主因は原油値下がり）に他ならない。このような状況下、最近では総裁・副総裁は物価下落の性格と対応策の可否を明確に説明するよりも、物価目標達成の可否についての言い訳が増えつつある<sup>(20)(21)</sup>。そして「目標 2%」を宣言した以上、とにかく目標達成を最優先し、必要ならば追加的緩和策を採るという方針を繰り返して述べている（目標 2% 達成の自己目的化）。しかし、目標達成はその意義だけでなく、そのために必要となる施策のコスト（副作用）の大きさとの比較衡量が欠かせないと筆者は考えて

いる。

第四に、異次元の金融緩和、すなわち日銀による巨額のベースマネー供給（前掲図表 5 参照）は、基本的に日銀による国債の巨額買い入れによって対応されているので、それが幾つかの大きな問題を引き起こしつつある可能性が大きいことである。

ベースマネーの供給が、日銀による国債買い入れによってなされていることは、日銀の貸借対照表をみれば歴然としている。それをみると（図表 14）、日銀における民間銀行の当座預金残高（ベースマネー主要構成要素の一つ）は、量的緩和前の 2012 年末時点で 47 兆円であったが、2 年後（2014 年末）には 178 兆円へと 131 兆円も増加していること、そしてそれがもたらした日銀の国債保有残高の増大（113 兆円→250 兆円）で可能になったこと、が明瞭に読み取れる。

これに伴う一つ目の問題は、本来多数の買い手と売り手の存在によって機能する主要金融市場である国債市場において、日銀が圧倒的に巨大な買い手になっているため、市場としての機能（円滑かつ適正な金利水準を形成する機能）が劣化していることである。ちなみに、政府（財務省）による国債の毎月発行額は約 15 兆円であるが、そのうち日銀が買い入れる額は毎月 8～12 兆円<sup>(22)</sup>（発行額の 50～80%）にも達しており、このため

図表 14 日本銀行の貸借対照表（金融緩和に関連する主要項目、単位兆円）

	資 産				負 債		[参考1] ベースマネー	[参考2] マネーストック
	国債	社債	CP*	金銭の 信託**	発行銀行券	当座預金		
2010年末	76	0	0	0	82	22	109	764
2011	90	1	1	0	83	36	125	782
2012	113	2	2	1	86	47	138	806
2013	181	3	2	2	90	107	201	827
2014	250	3	2	3	93	178	278	893

\*コマーシャルペーパー。 \*\*信託財産指数連動型上場投資信託。

（資料）日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」2015年1月号をもとに筆者作成。

国債市場の姿がいびつになり、利回りも乱高下せざるをえない状況になっている。

二つ目の問題は、日銀が巨額の国債買い入れを実施しているため、結果的に政府財政の大幅赤字が容易にファイナンス（穴埋め）され、財政規律が弛緩して財政の健全化が遅延していることである。財政赤字が日本経済にとっていかに大きな問題か、そしてその圧縮が日本経済運営最大の課題の一つであることは、再論するまでもない<sup>(23)</sup>。しかし、日銀が国債の巨額買い入れを継続しているため、政府財政再建という課題の達成（その青写真の明確化）を大きく遅延させている。

三つ目の問題は、株価が大幅に上昇するとともに、地価も都市部では反転上昇するなど資産インフレが芽生えており、その結果、所得階層別あるいは地域別にみた資産の不平等を拡大していることである。

これら各種の副作用は、日銀内部でも次第に認識されており、現に昨年（2014年）10月の緩和拡大（日本銀行2014）は薄氷を踏むような決定（審議委員5名が賛成したが4名が反対投票）<sup>(24)</sup>であったことにそれが表れている。

## 5. 今後の政策あり方と課題

今後の金融政策はどう考えるべきだろうか。ここでは3点指摘したい。

### 円相場の位置づけ

第一に、政策運営において円相場を短期および長期の両方の視点から適切に位置づける必要があることである。

円安は、短期的には明らかに国内景気を刺激する効果（生産の拡大あるいはGDP増加）をもたらす。しかし、それは「実質国民所得」（実質 Gross National Income：実質 GNI）にとってはむしろマイナスに作用する面も持ち合わせていることを理解する必要がある。なぜなら、円安化は交易条件（輸出物価対輸入物価の比率）を悪化させるため、例え国内労働者が受け取る給料の額が一定であっても、所得を海外に流出させることを意味するからである<sup>(25)</sup>。現に、2013年度の実質 GNI の前年度比増加率（2.2%）は、次のように要因分解できる（内閣府 2014）<sup>(26)</sup>。

$$\begin{aligned}
 \text{実質 GNI} &= \text{実質 GDP} + \text{海外からの実質純所得} \\
 (2.2) & \quad (2.2) \quad (0.5) \\
 & \quad + \text{交易利得} \\
 & \quad \quad (-0.6)
 \end{aligned}$$

ここで「実質 GDP（Gross Domestic Product）」（前年比 2.2%増）は「日本国内での総生産」すなわち「日本の領土上において生産された価値の合計」の増加率を表している。この実質 GDP は、国内景気の状態を的確に示すとして、現在最も広く用いられている指標である。ところが、日本居住者にとっては、そのほか海外から得る所得（外

図表 15 日本は二度の石油危機を円高化によって対応

	輸出価格	輸入価格	交易条件	[参考] 円相場
1972年	65	57	113	308
1982	120	194	62	249
1992	95	94	101	126

(注) 1. 交易条件＝輸出価格／輸入価格。

2. 輸出価格，輸入価格はともに2010年＝100とした指数。

(資料) 公益財団法人日本関税協会「外国貿易概況」をもとに作成。

国金融資産からの利息ないし配当の受取り，特許料収入など）もある。それが「海外からの実質純所得」（前年比 0.5%増）である。そして，この2つを合計したものが「実質 GNP（Gross National Product）」（前年比 2.7%増）になり，以前は代表的な指標としてこれが用いられていた。さらに，日本居住者の実質的な所得を測るには，上述したとおり，輸出価格と輸入価格（交易条件）の変化も加味する必要がある。その部分が「交易利得」（前年比-0.6%）（「交易損失」0.6%といっても同じ）である。

つまり2013年度は，円安が急速に進んだ結果，交易損失が0.6%も発生した<sup>(27)</sup>が，逆にいえば，交易損失という要因がなければ実質GNIは前年比2.8%（＝2.2%＋0.6%＋0.0%）の増加となるはずだった。

そもそも為替相場は非常に特殊な経済変数である。その決定に際しては，国内経済と海外経済の両方から影響を受けるだけでなく，実物取引と金融取引という区分からみてもその両方が影響する。逆に，為替相場の変動は，国内経済と海外経済の両方に対して影響を及ぼすだけでなく，実物取引と金融取引のいずれにも影響する。つまり為替相場は「十字路口に位置するユニークな変数」というのが筆者の位置づけ方である。

また，為替相場は景気など短期的に大きな影響を与えるだけでなく，長期的にみても，例えば1980年代後半の急速な円高化が日本国内の生産拠点を海外に移転させたように，経済構造を大きく変える力も持っている。さらに，各国の規制撤廃によって国内外の資本移動が活発化した現在では，為替相場を固定する（固定為替相場制度に復

帰する）とか，政策当局が直接操作することは不可能になっていることも認識する必要がある<sup>(28)</sup>。

円相場は，このように国内経済と海外経済，実物取引と金融取引，そして短期的影響と長期的影響など，多様な側面を持っており，このためそれを政策的にどう位置づけるかは複雑な面を持つ。しかし長期的には，円安ではなく，ゆるやかな円高化を念頭においた政策（その基礎は日本の生産性の上昇にある）を推進するのが望ましいと筆者は考える。例えば，わが国は，かつて経験した二度の石油危機に際する輸入価格の大幅上昇を結局円高化で乗り切ったわけである（図表15）。また，一国の通貨が強いことが，その国の国力や発言力に直接，間接に影響をもつという大きな視点も忘れてはならない<sup>(29)</sup>。

### 緩和政策からの「出口戦略」

第二に，異次元緩和策は，日銀の貸借対照表を異常に膨張させる対応と表裏一体化したものであり，従ってその政策の幕引きをする場合にも従来にない対応が必要となるので，その場合の対応（いわゆる出口戦略）を周到に前もって検討する必要があることである。

日銀総裁は，出口戦略の検討は時期尚早であることを記者会見等で繰り返し表明しており<sup>(30)</sup>，また政策委員会の議事要旨をみてもその議論が行われたとの記録は見当たらない。このため，現在の量的緩和策は，外部から見ると，例えていえば「行き」だけを考慮し「帰り」が事前に十分考慮されていない点で，第二次大戦における日本の特攻隊の進撃と同じような印象を禁じえない。

量的緩和政策の収束（つまり出口）においては，

当然のことながら、これまでの対応の大きな巻き戻し、すなわち日銀がこれまで吸い上げた大量の国債を基本的には売却することによってベースマネーを吸収することが必要になる。すなわち、物価目標 2%が達成された時、日銀が量的緩和策から脱却するに際しては、国債買い入れの減額、買い入れ停止、そして保有国債の直接売却、あるいは（債券市場へのショックが大きい）直接売却をしないにしてもそれに準じる手段（例えば売り出し手形による資金吸収など）を採ることが必要となる。

いずれの手段を採る場合でも、国債の値崩れ懸念、すなわち金融市場における金利上昇圧力が生じることになる。とくに、従来みられた国債の大口需要に関して減る要因が発生した状況<sup>(31)</sup>では、国債市場における値崩れが発生する可能性が従来以上に高くなっている。そして、もし国債の大幅値崩れが生じれば、民間金融機関では巨額の評価損が発生するため、金融システムの不安が発生するリスクが高まる<sup>(32)</sup>。また、国債の値崩れは長期国債の市場利回り（長期金利）上昇を意味するので、例えば住宅ローン金利が上昇し、景気に思わぬブレーキをかける可能性もある。

このように、出口戦略は日銀にとって容易なものではないので、その対応を事前に周到に検討することが欠かせない。なお、筆者は、日本の景気上昇が定着した段階で（たとえ物価 2%を達成していなくても）量的緩和は漸次縮小すべきだと考えているので、その場合、出口戦略の検討はさらに急がれることになる。

### 緩和策がもたらす政府にとっての課題

第三に、異次元緩和策は、政府に幾つかの課題を負わせる結果となっていることである。一つは、既に述べた株高を通じる資産保有の不平等拡大に対応する必要があることである。もう一つは、日銀による財政赤字の実質的ファイナンス（穴埋め）によって財政健全化が遅延してきたため、政府は今後その対応を抜本的かつ迅速に行う必要があることである<sup>(33)</sup>。財政健全化は、非常に重い課題であるため、これは新たに「第4の矢」として位置

づけるべき課題だと考える。

## 6. 結論

以上の議論を踏まえると、冒頭で掲げた問いについては、次のように結論づけることができる。

- (1) 日本の景気は、2012年末頃以降、約2年間急速に回復した。その主因は、当時行き過ぎた円高水準にあり円安化（自立反転）圧力が蓄積していたところへ、安倍政権下で金融緩和が強化されるとの予想が強まり、急速に円安化したこと（いわば政策効果の先取り）にある。その後に採られた量的・質的金融緩和と政策（異次元の金融緩和）は概ね予想の線に沿ったものであり、追加的に大きな円安化ないし景気上昇効果を持ったとは言いがたい。
- (2) 名目金利をマイナスにはできない（金利には非負制約がある）ので、金利がほぼゼロの状況では、従来のような利下げ政策の効果は期待できない。また、企業部門は全体としてカネ余り状況にあることもあって、従来のような資金供給増加に伴う景気押し上げ効果もほとんど期待できない。
- (3) このような状況下で日銀は量的・質的緩和と政策を導入した。それは (a) 物価目標 2%を掲げてその達成に努める、(b) それによって「期待インフレ率」が上昇すれば実質金利が低下するので景気拡大が図れるなど、従来と全く異なるメカニズムを想定した政策である。ただ、この政策効果波及チャネルが一般に十分理解されているとは言いがたい。
- (4) この政策は (a) 予想インフレ率の上昇を図ることを基礎としている点で危うさと不確実さがある、(b) 日銀がどの程度ベースマネーを供給すればどの程度国民の予想インフレ率を上げることができるのか（程度問題）は理論的にも実証的にも十分な根拠がない、(c) 「悪い物価下落」と「良い物価下落」を区別せずに物価目標 2%を掲げている点で論理的に問題がある（目標達成が自己目的化せざるを得ない）、(d) ベースマネーの供給累増が資産イ

ンフレとそれによる地域別・所得階層別の資産不平等をもたらしつつある、(e) ベースマネー供給増は、日銀による国債大量買い上げによってなされているため、財政運営が弛緩し財政健全化の圧力を減じている、などの問題がある。

- (5) 日本の景気上昇が定着した段階で（物価目標2%を達成していなくとも）、海外動向も考慮に入れつつ量的緩和を漸次縮小するのが望ましい。これまでの経験からみると、円安化は、短期的には明らかに景気引き上げ効果を持つ。しかし、長期的には日本の国力や発言力を支える円高方向での相場安定を志向すべきである。このため、それを念頭においた経済政策の運営をすべきである。幸いアベノミクスの第3の矢はそれに資する項目が少なくないので、それを着実に実施することが期待される。

注

\* 本稿は「ビジョン研究会」（座長 久水宏之氏）の第42期第5回会合（2015年2月18日。於日本プレスセンタービル、東京都中央区）で発表した内容に加筆したものである。発表時の討論において、座長のほか、渡辺一雄、坂本吉弘、土居征夫、梅津興三、永田鎮也、加来至誠の各氏から有益なコメントをいただいた。本稿は、2つの前稿（岡部 2015a, 2015b）を基礎とし、その後の研究を追加することによって、表題テーマの体系的提示を意図したものである。本誌掲載に際しては、複数の匿名査読者から貴重なご意見をいただいた。

- (1) 企業の業況判断指数（日銀短観、全規模全産業）は次のとおり改善している：2012年12月＝－9 → 2015年3月＝7。
- (2) 貿易収支の黒字縮小ないし赤字化の大きな要因の一つは、東日本大震災（2011年3月）による原発停止にともなって火力発電のための燃料（液化天然ガス、原油等）の輸入が増大したことである。
- (3) 国際的資本移動が活発化すれば、国内的経路よりも為替相場経路のほうが重要性を増すことが理論的にも実証的にも知られている（岡部 1999b: 14章4節）。
- (4) 以下、本節の説明は、岡部（2006）に基づく。
- (5) ベースマネー（base money）あるいはハイパワードマネー（high-powered money）とも称される。
- (6) そのメカニズムの詳細は、岡部（1999a: 161-166

ページ）を参照。

- (7) 欧州の幾つかの中央銀行は、金融市場での金利（上記の二階部分の取引金利）にマイナス金利を導入している。すなわち、欧州中央銀行は2014年6月に受入れ当座預金の金利を-0.1%に設定（9月には-0.2%に引下げ）、またデンマーク、スウェーデン、スイスの各中央銀行も同様にマイナス金利を導入している。これは、民間銀行が中央銀行の預金口座に残高を持つよりも民間企業等への貸出を増やすインセンティブを与える意味を持つ。しかし、この措置によって民間銀行の貸出金利がマイナスになる効果はほとんど現れていない（*The Economist* 2015: 68ページ）。なお、日銀当座預金の金利は従来から0%であるが、いわゆる「超過準備」に対しては現在年0.1%の金利が付けられている。将来、日銀が緩和策をさらに強化する必要があると判断した場合には、超過準備の金利をゼロにする（あるいは日銀当座預金金利をマイナスにする）可能性は残されている。
- (8) どのような手段に重点を置くかはその時々状況に依存していたが、市場メカニズムになじむ手段である公開市場操作へと重点が次第にシフトしていった。
- (9) これらの詳細は、岡部（1999b: 第14章）を参照。
- (10) 日本銀行の福井俊彦総裁（当時）は、日本金融学会の特別講演において量的緩和政策という新しい政策枠組みを説明、その結びとして「デフレ脱却のために闘っている日本銀行の経験は、いずれ、21世紀の金融論の教科書に重要な何章かを加えることになるものと信じております」（福井 2003）と述べている。
- (11) これは岡部（2006）の図表12に明瞭に示されている。また、後述するように、金融緩和策が強化された最近3年間に於いて、ベースマネーは101.4%増加したが、マネーストックの増加はわずか10.7%にとどまっており（図表14）、伝統的なマネタリズムの理解（民間部門の通貨残高マネーストックは、信用創造過程を経てベースマネー供給増加額の数倍増加し、最終的には物価上昇を導くという考え方）は破綻している。
- (12) *The Economist* (2015)。
- (13) 日銀が採った量的緩和政策の効果に関する国内外の研究のサーベイは、鶴飼（2006）を参照。
- (14) このパネルは、最初に黒田総裁が記者会見で提示したものである（図表10を参照）。
- (15) 正確に言えば、民間銀行の貸出金利の中にはごくわずかに低下しているものもある。2014年12月末の金利は下記のとおり（かつこ内は2012年12月末比騰落幅。日本銀行「金融経済統計月報」）。なお、企業から見た金融機関の貸出態度の判断（「緩い」－「厳しい」）では「緩い」とみる割合が増えている。
- |                 |              |
|-----------------|--------------|
| 住宅ローン金利（都市銀行）   | 2.475% (±0%) |
| 短期プライムレート（主要銀行） | 1.475% (±0%) |

長期プライムレート（主要銀行）  
1.20 % (−0.1%)  
企業から見た銀行の貸出態度 DI  
2014 年 12 月 = 17 (2012 年 12 月 = 9)

- (16) 最近 2 年間における円相場と株価の関係をみると（前掲図表 1）、円安化すれば株価も上昇するという関係にあることがどの時期にもほぼ例外なく明瞭にみてとれるだけでなく、両者が関連する度合いも概ね一致している。
- (17) 国債市場で観察される予想インフレ率（物価連動国債の利回りと普通国債の利回りの差）は、2013 年秋ごろ +1.0% 程度だったが、2014 年半ばに +1.4% 程度に上昇、その後 2014 年秋には +1.1% 程度となっている（白井 2014：図表 4-2）。
- (18) 緩和策拡大を決定した日銀政策委員会（2014 年 10 月 31 日）において総裁や副総裁に賛同して賛成投票をした白井審議委員は、量的緩和策の効果波及経路は（1）シグナリング・チャンネル、（2）ポートフォリオリバランス・チャンネル、（3）インフレ期待チャンネル、の 3 つあると説明している（白井 2014）。この説明自体かなり分かりにくいことを別としても、そこでは、為替相場経由の効果に全く言及がなく、また前述した岩田副総裁の理解とも相当異なっている。緩和拡大を主張する審議委員の間においても、その効果波及経路についての理解には大きな齟齬がみられる。
- (19) 「物価安定の目標」という表現を導入したのは白川総裁（その在任末期）である。これにつき日銀は当時次のように説明、黒田総裁はそれを継承しているが、筆者はその説明の意味を十分理解できない。「今回新たに導入した『物価安定の目標』は、日本銀行として、持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。（中略）日本銀行は「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で 2% とすることとした」（日本銀行 2013a）。
- (20) 日銀は、量的・質的緩和策を発表した 2013 年 4 月時点において「目標達成は 2 年を念頭にできるだけ早期に」と表明していた（図表 11 の左図）。しかし最近、総裁は「2015 年度を中心とする期間に『物価安定の目標』である 2% 程度に達する可能性が高い」と表現を微妙に変えている（黒田 2014a）。少なくとも半年は後ずれすることを示唆しているといえる。
- (21) 岩田副総裁は当初の所信表明において「就任から最初の 2 年で達成できない責任は自分たちにある。責任の取り方はどれが一番良いのか分からないが、最高の責任の取り方は辞職することだと認識している」と述べたが、2015 年 2 月 4 日の記者会見においては「辞職する前の段階においてまずは説明責任を果たさなければならない（岩田 2015；日本銀行 2015）と語っている。
- (22) 日銀は 2015 年 3 月 2 日以降について「毎月 8~12 兆円程度を基本とする」と公表している（日本銀行「当面の長期国債買入れの運営について」2 月 27 日）。
- (23) 岡部（2015a：第 3 節）を参照。
- (24) 日本銀行「政策委員会金融政策決定会合議事要旨—2014 年 10 月 31 日開催分—」2014 年 11 月 25 日公表。
- (25) 日本居住者が受け取る給料で購入するのは、国内品ならびに輸入品である。一方、円安になる場合、円ベースでみた輸出品（約半分がドル建て）の価格上昇よりも、円ベースでみた輸入品（原油など約 7 割がドル建て）の価格上昇の方が大きくなるので、両価格の比率は低下する（これを交易条件の悪化という）。この結果、所得が国外へ流出する（実質国民総所得が低下することになる。比喩的にいえば、円安になれば、国内での生産活動は活発化するが、そこで生じる所得増は輸入品に対する支払い増加に消えてしまうので、日本居住者は豊かにならない、という状況である）。
- (26) この式では、四捨五入の関係で 0.1 ポイントの誤差が生じている。
- (27) 2013 年の交易条件悪化によって円安が最大の要因であったことは、岡部（2015a）の図表 5 を参照。
- (28) このことは、国際金融の理論および歴史的経験から導かれた「三目標同時達成の不可能性」をもとに理解できる。トリレンマとも称されるこの命題は（1）為替レートの固定、（2）国際資本移動の自由、（3）独自の金融政策発動、という三つの望ましい事態のうち二つだけが矛盾なく成立すること（三つ全部を同時に成立させることはできずどれか一つは断念せざるをえないこと）を指す（岡部 2003）。
- (29) 国際金融の専門家であった元日銀総裁の速水優（2005）は次のように述べている。  
「日本円の購買力は [かつての] 1 ドル = 360 円から [ニクソン・ショック後 33 年を経て] 110~100 円と 3 倍以上強くなっている。このような国は他にみられないし、これほど長期にわたって自国通貨が強くなり、3 倍にもなった国は他にない。内外での円の保有者、使用者、第三者が円の価値をどれだけ高く評価しているかは計り知れない」（159 ページ）。  
「通貨は強く安定し、使い勝手のよいことによって信認を得るのであって、先進諸国の中央銀行では、皆このような通貨の強さを目指している。そして、その国の通貨の強いことがその国の国力や発言力に直接、間接に影響を持つのである。このことを、私は半世紀を超える国際金融の現場での経験から特に強調しておきたい」（154 ページ）。
- (30) 例えば、2014 年 11 月 19 日の記者会見。
- (31) 約 130 兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、運用資産構成割合を見直し、国内株式を引き上げる（12% から 25% へ）一方、国内債券は大幅に減らす（60% から 35% へ）などの方針を発表した（日本経済新聞 2014 年 10 月 31 日）。
- (32) 日本銀行にとっては、保有国債の評価損発生という問題が会計上発生することはない（岩田・日本経済研

究センター 2014：39 ページ) が、金利純益が減少するので収益悪化をもたらす。このため、試算結果によれば、日銀の国庫納付金(最近 10 年間をみるとおよそ毎年 2000~7000 億円)が 3~5 年間停止する可能性があり(同：41~42 ページ)、これは最終的に国民の負担となる。

- (33) これは、金融政策と財政政策の境界不明確化を意味する。このほか、金融政策と金融システム安定化政策の一体化など、金融政策の新しい問題は翁(2013)に詳しい。

[引用文献]

- 岩田一政・日本経済研究センター(編)(2014)『量的・質的金融緩和—政策の効果とリスクを検証する—』日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男(2013)『『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズム —『第一の矢』の考え方—』京都商工会議所における講演、8月28日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/ko130828a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130828a.htm/)>
- 岩田規久男(2015)「最近の金融経済情勢と金融政策運営—宮城県金融経済懇談会における挨拶」2月4日。
- 鶴飼博史(2006)「量的緩和と政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』25巻3号、10月。  
 <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2006/data/wp06j14.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06j14.pdf)>
- 梅田雅信(2013)『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社。
- 岡部光明(1991)「日本の金融政策：1975-89年における政策運営とその効果波及過程」, 金融学会編『金融学会報告』第71号、3-23ページ。
- 岡部光明(1999a)『現代金融の基礎理論—資金仲介・決済・市場情報—』日本評論社。
- 岡部光明(1999b)『環境変化と日本の金融—バブル崩壊・情報技術革新・公共政策—』日本評論社。
- 岡部光明(2003)「金融市場の世界的統合と政策運営—総合政策学の視点から—」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム, 総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第9号。  
 <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/WP09.pdf>>
- 岡部光明(2006)「金利と日本経済—金融の量的緩和と政策の評価と展望—」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム, 総合政策学ワーキングペーパーシリーズ第91号。  
 <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/WP91.pdf>>
- 岡部光明(2015a)「第2次安倍内閣の経済政策『アベノミクス』の中間的評価」, 明治学院大学『国際学研究』第47号、2015年3月。  
 <<http://repository.meiji.ac.jp/dspace/handle/10723/2343>>
- 岡部光明(2015b)「経済政策『アベノミクス』の評価における2つの盲点—期待依存と円安依存の限界—」慶應義塾大学 SFC-DP 2014-005。  
 <[http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/dp\\_pdf/14-05.pdf](http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/dp_pdf/14-05.pdf)>
- 翁 邦雄(2013)『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策—』日本評論社。
- 黒田東彦(2014a)「2%の『物価安定の目標』の実現を確かなものに—きさらぎ会における講演」11月5日。  
 <[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/data/ko141105a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/data/ko141105a1.pdf)>
- 黒田東彦(2014b)「『2%』への招待状—日本経済団体連合会審議委員会における講演」12月25日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/ko141225a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko141225a.htm/)>
- 白井さゆり(2014)「わが国経済・物価情勢と金融政策：中期見通しと金融緩和の拡大について」(広島県金融経済懇談会における挨拶要旨)、11月26日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2014/ko141126a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/ko141126a.htm/)>
- 内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部(2014)「2014(平成26)年7~9月期四半期別 GDP 速報(1次速報値)」参考 [1] GNI(国民総所得)の動向、11月17日。
- 日本銀行(2013a)「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」1月22日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122b.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122b.pdf)>
- 日本銀行(2013b)『『量的・質的金融緩和』の導入について』4月4日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>
- 日本銀行(2014)『『量的・質的金融緩和』の拡大』10月31日。  
 <[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2014/k141031a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf)>
- 日本銀行(2015)「岩田副総裁記者会見要旨—2015年2月4日、於仙台市」。
- 速水優(2005)『強い円 強い経済』東洋経済新報社。
- 福井俊彦(2003)「金融政策運営の課題」日本金融学会『金融経済研究』20号、10月。
- Bachmann, Rudiger, Tim O. Berg, and Eric R. Sims (2015) “Inflation expectations and readiness to spend: cross-sectional evidence,” *American Economic Journal: Economic Policy* 7(1), pp.1-35.
- The Economist* (2015) “Worse than nothing,” February 21.
- Fawley, Brett W., and Christopher J. Neely (2013) “Four stories of quantitative easing,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February, pp.51-88.
- Ichieue, Hibiki, and Shusaku Nishiguchi (2013) “Inflation expectations and consumer spending at the zero bound: micro evidence,” *Bank of Japan Working Paper Series* 13-E-11.  
 <[https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2013/](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2013/)>

最近の日本の金融政策：量的・質的緩和の効果と問題点

[data/wp13e11.pdf](#)

Okabe, Mitsuaki (1995) “Monetary policy in Japan: A perspective on tools, transmission channels and outcomes,” in Mitsuaki Okabe ed., *The Structure of the Japanese Economy: Changes on the Domestic and International Fronts*, Macmillan Press.