

非伝統的金融政策のマクロ経済効果*

宮 尾 龍 蔵

1. はじめに

世界金融危機後の先進国（米国、英国、欧州、日本）の中央銀行は、非伝統的な金融政策を模索し、未踏の領域をさらに奥深く進んでいる。大規模な資産買入れやバランスシート政策、政策金利のフォワードガイダンスなど、各国ではそれぞれの政策ツールを通じて積極的な緩和措置が講じられてきた。共通するのは、政府債務が積み上がり財政政策の対応余地が限られてくるなかで、金融政策は「唯一の対策（the only game in town）」と呼ばれるまでに、その役割が増してきたという事実である。

一方で、非伝統的な政策は、いくつかの課題を抱えている。なかでも重要な課題は、非伝統的政策の効果あるいはコストやリスクをめぐる、専門家など間で評価が大きく分かれている点である。政策の是非は、基本的には、期待される効果と懸念されるコスト・リスクとの比較考量によって論じられる。その見方に立てば、まずは前者の政策効果に関して、定量的な分析や実証研究の蓄積を増やし、その実態をより正確に把握しなければならない。

その際、金融環境へのインパクトのみならず、最終的な経済、物価への影響—マクロ経済効果—を定量的に検証することが重要である。実際、日米を中心に、

* 本稿は、筆者による講演「未踏の領域にさらに踏み込む中央銀行」（日本外国特派員協会、2013年5月28日）の実証分析パートを中心に、加筆修正したものである。

非伝統的金融政策のマクロ経済効果

定量的な研究が進展しつつあり、日本については、世界に先駆けて実施された量的緩和政策（2001年-2006年）に関する実証研究が徐々に進められてきている。しかし、全体として、最終的なマクロ経済効果まで検証する研究はまだ限られており、なお一層の蓄積が必要である。

本稿は、以上の問題意識に基づき、日本の量的緩和政策のマクロ経済効果について、最近の研究の進展も踏まえつつ、検証を行う。分析に先立ち、非伝統的金融政策のこれまでの進展と課題について整理し（2節）、日本の量的緩和政策の経験を振り返る（3節）。その上で、量的緩和政策の景気・物価への効果について、時系列アプローチに基づく検証を行う（4節）。

本稿から得られた実証結果を要約すると以下の通りである。全体として量的緩和政策は、景気（ここでは生産）に対して相応の効果があり、その際、資産価格（株価および為替レート）を通じた波及ルートが機能していたことがみと取れる。一方で、物価に対する効果は、景気への効果ほど明確ではなく、政策による景気の改善に対して、物価の反応はそれほど大きくはなかった。主要結果の頑健性は、いくつかの追加検証からも確認された。

以上の分析結果を踏まえて、本年4月に導入した「量的・質的金融緩和」への意味合いについても論じる（5節）。

なお、本稿の分析結果は最終的な結論を与えるものではなく、あくまでも現段階での暫定的な結果である。また、推定結果には相応の不確実性が伴っていることにも十分留意する必要がある。

2. 非伝統的金融政策のこれまでの進展と課題

本節では、非伝統的金融政策のこれまでの進展を概観し、その課題について論じてみたい。

非伝統的金融政策とは、政策金利がゼロ近くまで低下したあとに追求される金融緩和措置である。中央銀行が、バランスシートの規模（量）やその資産構成（質）を変更する（バランスシート政策）、ゼロ金利や異例の低金利の将来

にわたる継続を期間や条件を明示するなどして約束する（時間軸政策あるいはフォワードガイダンス）、あるいは両者を組み合わせる、といった形態が主流とみられる。⁽¹⁾

その先駆けは、周知のとおり、日本のゼロ金利政策（ゼロ金利継続のフォワードガイダンス）および量的緩和政策である。その後、先進国の中央銀行は、世界金融危機後の政策対応として相次いで非伝統的政策を採用し、それぞれの国の実情に応じた進化を模索してきた。代表的な取組みを列記すると、米国では一連の大規模資産買い入れ（Large Scale Asset Purchases: LSAP）やフォワードガイダンス、英国では量的緩和政策や停止条項付きフォワードガイダンス、欧州では国債買い入れプログラム（Securities Market Programs: SMP、および Outright Monetary Transactions: OMT）やソフトなフォワードガイダンス、日本では「包括緩和」そして本年4月に導入された「量的・質的金融緩和」、などである。

以上述べた先進各国の非伝統的政策は、総じて、大規模かつドラスティックな措置であり、それらは短期的な対応策を超えて、より長期にわたり継続してきている。一体、なぜこのような異例の非伝統的措置が継続し、その役割が強まってきたのか。

その大きな背景は、言うまでも無く、グローバルな金融危機・信用バブル崩壊とその後の景気低迷である。当初の積極的な危機対応は、金融市場の機能不全を和らげ、金融システムの崩壊を防いだ。また財政面からも、大規模な景気対策や金融安定化策が実施され、金融危機からの回復が下支えされてきた。しかし問題は、その後も信用バブル崩壊の後遺症による慢性的な景気低迷が続き、一方で政府債務は一段と累積して、財政政策の対応余地が限られてきたことである。欧州では、金融システム不安・銀行問題が財政不安・ソブリン危機との

(1) 非伝統的政策の波及メカニズムとしては、いずれも長めの金利に低下圧力をかける、資産価格や銀行信用などへ働きかけるなど、金融環境の改善を狙いとしている。その意味では、伝統的な金融緩和政策と基本的には違いはない。

非伝統的金融政策のマクロ経済効果

悪循環に発展した。米国でも債務上限問題が浮上して財政健全化が大きな課題となり、「財政の崖 (fiscal cliff)」と呼ばれる景気下押し圧力に直面した。日本では、政府債務が巨額に累積するなかで、世界経済の低迷とリスク回避／円高圧力の影響を受け、大震災にも見舞われた。その中で、各国の非伝統的金融政策は、所定のマンデートのもとで、さらにドラスティックな措置へと模索を続け、未踏の領域を奥深く進んでいる。まさに、金融政策が「唯一の対策 (the only game in town)」と呼ばれる状況が続いてきた。

こうした状況のもと、非伝統的金融政策が抱える課題が浮かび上がる。第1の課題は、非伝統的政策の効果あるいはコストやリスクについて、定量的な評価が不足しているという点である。非伝統的政策の是非をめぐる、専門家などの間で見方が大きく分かれている。政策の是非は、期待される効果と懸念されるコスト・リスクとの比較考量によって論じられるとすれば、まずは前者の政策効果に関して、定量的な分析や実証研究の蓄積を増やし、その実態をより正確に把握しなければならない。しかし、先進各国の異例の政策は経験が浅く、研究蓄積も十分とは言い難い。その分析の多くは、金融市場への効果に限定されており、最終的な経済、物価へ及ぼす効果まで検証した研究は散見される程度である⁽²⁾。また、コストやリスクに関しては、定性的にはさまざまな批判や懸念が提示されるが、定量的な分析や評価はなされていない。政策への信認を高めるためにも、定量的な分析の進展が必要である。

第2は、金融市場との関係における課題である。大規模な資産買入れなどにより大量の流動性が供給されており、マーケットでは思惑などにより資金移動

(2) ただし日本に関しては、後述するとおり、かつての「量的緩和政策」の定量的な効果を分析した研究が、徐々にではあるが進んできている。

(3) コスト・リスクに関する定性的な議論としては、一般に、拡大したバランスシートを将来適切に縮小できずに高インフレが発生する、金融市場の過度なリスクテイクやバブルを引き起こし、バブル崩壊後にデフレーションをもたらす、政府の財政規律が緩み財政ファイナンスのリスクを高める、などがある。

や価格変動が大きくなりやすい地合にある。そのもとで、将来の政策運営に関するガイダンスやコミュニケーションは、市場の変動を大きくするリスクを内包しており、情報発信には細心の注意を払わなければならない。

第3に、金融システムとの関係における課題である。非伝統的政策では、異例の資産買入れなど中央銀行が積極的にリスクを取ることで呼び水の役割を果たし、民間部門の生産的なリスクテイクや「企業家精神（アニマルスピリット）」を促すことも狙いとされている。しかし、そのリスクテイクが行き過ぎとなり、金融的な不均衡や金融システムの不安定化をもたらしかねないとの懸念も一方である。緩和政策の面から積極的なリスクテイクを促しながら、他方でブルーデンス面からは金融機関に対して適切なリスク管理への目配りを求めなければならない。両者のバランスに配慮した舵取りが求められる。

以上指摘した課題は、それぞれに密接に関わっている。各国当局は、このような課題を認識しつつ、それぞれの置かれた情勢のなかで、最適な舵取りを追求していかななくてはならない。

3. わが国の「量的緩和政策」の経験

（1）量的緩和政策をどう評価するか

わが国の量的緩和政策は、2001年から2006年にかけて実施された、非伝統的な金融緩和政策の先駆けとも言える政策枠組みである。量的指標として、バランスシートの負債側にある日銀当座預金残高が対象となり、その規模は、開始時の5兆円程度から35兆円程度まで順次拡大された。一方、資産側では、当初長期国債買入れの増額が実施され、その後は資金供給オペ手段を多様化することで日銀当座預金の積み上げが図られた。なお、ブルーデンス政策との位置付けではあるが、金融システム不安への対応措置として、リスク性資産の買入れ（銀行保有株の買入れ）も実施された。そして、量的緩和政策の枠組みは、消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けることも約束された（コミットメント）。

非伝統的金融政策のマクロ経済効果

この量的緩和政策の効果としては、2006年時点の実証研究のサーベイ (Ugai 2006) によれば、政策継続へのコミットメントが予想短期金利の経路を通じて短中期ゾーンの金利低下に寄与した効果があったと要約されている。一方で、量的なバランスシート拡大、ならびに長期国債買入れなどの資産サイドの変化 (質の面) については、それぞれについて、ポートフォリオ・リバランスを通じた効果、予想短期金利を通じた効果 (シグナル効果) とも、結果はまちまちであったと報告されている。ただし、これらはいずれも、金融環境をどれだけ緩和的な方向に変化させたかという金融市場での評価に止まっており、より重要な、最終的な景気・物価への効果については、当時の実証研究ではまだ明確に確認されていなかった。⁽⁴⁾

その後、量的緩和政策の実証研究は、金融環境への効果、そして景気・物価へのマクロ経済効果に関する検証へと徐々に進められてきた。⁽⁵⁾ 最終的な景気・物価まで分析した研究はまだ数多くはないが、これまでの実証結果を要約すると、実体経済に対して特に株価のルートを中心に正の効果をもたらすという結果が示されてきている (Honda et. al (2007), Shibamoto and Tachibana (2013))。

なお、量的緩和政策の効果を議論する場合に、量の面 (日銀当座預金を通じたマネタリーベース/バランスシートの拡大)、質の面 (長期国債買入れなど資産サイドの変化)、さらには緩和継続へのコミットメントを通じて長めの金

(4) もっとも、金融機関の資金繰り不安を回避し、金融システムの安定化を図ることを通じて、景気・物価のさらなる悪化を防いだ効果は大きかったと見られている。

(5) 金融環境への効果を分析した最近の研究として、たとえば Ueda (2013) は、イベントスタディを実施して、政策変化がもたらす2カ月ウインドウの効果を検証している。その結果、量的緩和政策の導入当初に実施された長期国債買入れ増額を伴う量の拡大は、株価や為替レートなどに有意な効果がみられるが、国債買入れ増額を伴わない量の拡大には有意な効果は検出されない、という結果を報告している。一方、最終的な景気・物価への効果の検証としては、Honda-Kuroki-Tachibana (2007) による時系列アプローチに基づく検証がよく知られており、より最近の研究としては Kimura-Nakajima (2013), Shibamoto-Tachibana (2013), Hayashi-Koeda (2013) などがある。

利に働きかける面（時間軸効果）、それぞれを厳密に区別して効果を検証することは、本来難しいものと考えられる。なぜなら、量全体の拡大は、当然資産サイドの変化を伴う。また、たとえば長期国債買入れが長めの金利に働きかける場合、タームプレミアム部分の低下と予想短期金利の低下（シグナル効果）の両方の可能性があり、後者はコミットメントによる時間軸効果と重なってくる。量・質・コミットメント、それらを個別に分解して議論するよりも、すべてを含んだ政策パッケージとして捉えて、全体の効果を検証する視点が重要であり、それは特に最終的なマクロ経済効果の分析において必要である。

4. 量的緩和政策のマクロ経済効果：時系列アプローチに基づく検証

（1）時系列アプローチに基づく政策効果の検証

ここでは、最近の実証研究の進展なども踏まえて、量的緩和政策のマクロ経済効果について、時系列アプローチに基づく分析結果を紹介する。なお、以下で示すものは、あくまでも1つの暫定的な実証結果であることを強調しておきたい。

分析に先立ち、時系列アプローチの背景について、手短かに振り返る。経済変数間の多様な相互依存関係は、一般に連立方程式体系で表現される。そこで、モデル内部で決定される主要な経済変数（たとえば景気、物価、マネー、資産価格など）が、外部要因の変化（たとえば金融政策の変化＝金融政策ショック）によってどのような影響を受けるかを分析する。時系列アプローチは、伝統的な大規模計量モデルとともに、政策効果の検証に用いられる主要な分析アプローチの1つであり、比較的小規模のモデルのもとで、より少ない識別制約によって検証できるという特徴がある。わが国の量的緩和政策に関するマクロ実証分析においても、この時系列モデルが中心ツールとして使われてきた（Honda et. al (2007)⁽⁶⁾ など）。

（6）マクロ経済効果を検証する手法としては、時系列アプローチに加えて、既存の計量モデルに金融変数の動きを挿入する「プラグイン」アプローチ、動学的確率

(2) 分析の概要

基本モデルは、鉱工業生産 (y)、マネタリーベース (MB)、名目実効為替レート (e)、日経平均株価 (pk) の 4 変数、および消費者物価インフレ率 (π) を加えた 5 変数から成るベクトル自己回帰 (Vector autoregression: VAR) モデルに基づく。各変数は、インフレ率を除き、いずれも対数値を取り、月次データを利用する。⁽⁷⁾

分析期間としては、①2001年3月—2006年3月 (量的緩和政策の実施期間)、②2001年3月—2007年3月 (①のサンプル終期を1年延長)、③2002年3月—2007年3月 (②のサンプル始期を1年短縮) を用いる。②の狙いは、出口が近づくにつれて緩和効果が高まる可能性を念頭においたもので、サンプルを延長して①と比較することで、量的緩和政策の終盤期における政策効果について調べることができる。③では、開始から1年程度の期間、量的拡大には長期国債買入れ増額が伴っていたことから、②と比べることで、長期国債買入れに代表される資産サイドの変化 (つまり質の面) が政策効果に違いをもたらすかどうか分析できる。⁽⁸⁾

モデルのラグ次数は4期を想定する。そしてマネタリーベースの外生的な変化を、標準的なリカーシブ制約に基づき、金融政策ショックとして識別する。

分析の手続きは、上記の4変数もしくは5変数の誘導形モデルの推計を行い、

一般均衡モデルによる検証なども試みられている (Chung et. al (2012), Chen et. al. (2012) など)。

(7) 各データの詳細は以下のとおり。鉱工業生産指数 (季節調整済, 出所: 経済産業省)。マネタリーベース (準備率調整後, 平均残高, 季節調整済, 出所: 日本銀行ホームページ)。名目実効為替レート (出所: 日本銀行ホームページ), 日経平均株価 (月中平均, 出所: Bloomberg), 消費者物価インフレ率 (前年比上昇率, 食料・エネルギー除く総合, 出所: 総務省)。

(8) ここで、③の期間の終期を2006年3月として、①の結果と比べることも可能である。もっともその場合には、サンプル数が減少し、実証結果の標準誤差がより大きくなるという問題が生じる。ここでは、できるだけサンプル数を確保して、より正確な推定に基づき比較を行う観点から、②と③の推計結果を比較することにした。

構造モデル識別のための制約条件を課して、構造モデルを推定する。そして、識別されるマネタリーベース・ショックの1単位の増加（1%変化）が、モデル内の変数に対して、時間を通じてどのような効果を及ぼすか—動学的な効果—を推定する。それは、マネタリーベース・ショックの各変数に及ぼすインパルス反応関数として求められる。

（3）実証結果

図表1、2には、マネタリーベース・ショックが各変数に及ぼす動学的効果、すなわちインパルス反応の推定値が報告されている。図の実線は、インパルス反応の点推定値、点線は1標準誤差バンド（68%信頼区間）を表す。

推計されたインパルス反応をみると、マネタリーベースの外生的な増加により、生産は増加、株価は上昇、為替は減価するとの結果が得られた。ただし、標準誤差バンドの幅は相応に広く、信頼区間に0が含まれているものも見られる。従って、推定された効果には相応に不確実性が伴うことに留意する必要がある。

またインフレ率に対しては、②のサンプル期間について、ある程度有意なプラス効果が検出された（図表2の中央列・最下段）。もっとも、それ以外のサンプルでは、効果は限定的であった。

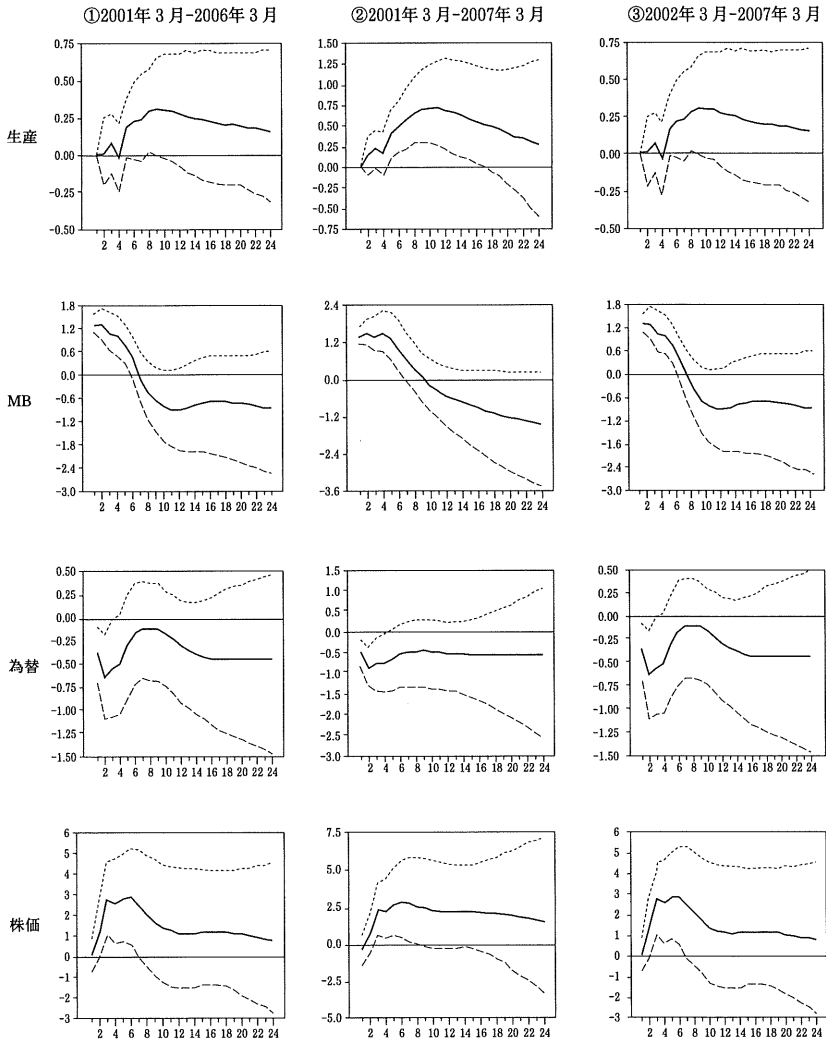
3つのサンプル期間を比較すると、全体として、②の期間に基づく効果（点推定値）が最も大きくかつ持続的であり、とりわけ生産に対して、統計的に有意な結果が得られた。

（4）追加的な検証

上記の基本モデルに加えて、いくつか異なる特定化に基づいた追加分析（異なる変数、サンプル期間、ラグ次数、識別制約など）を行い、実証結果の頑健性について検証を行った。

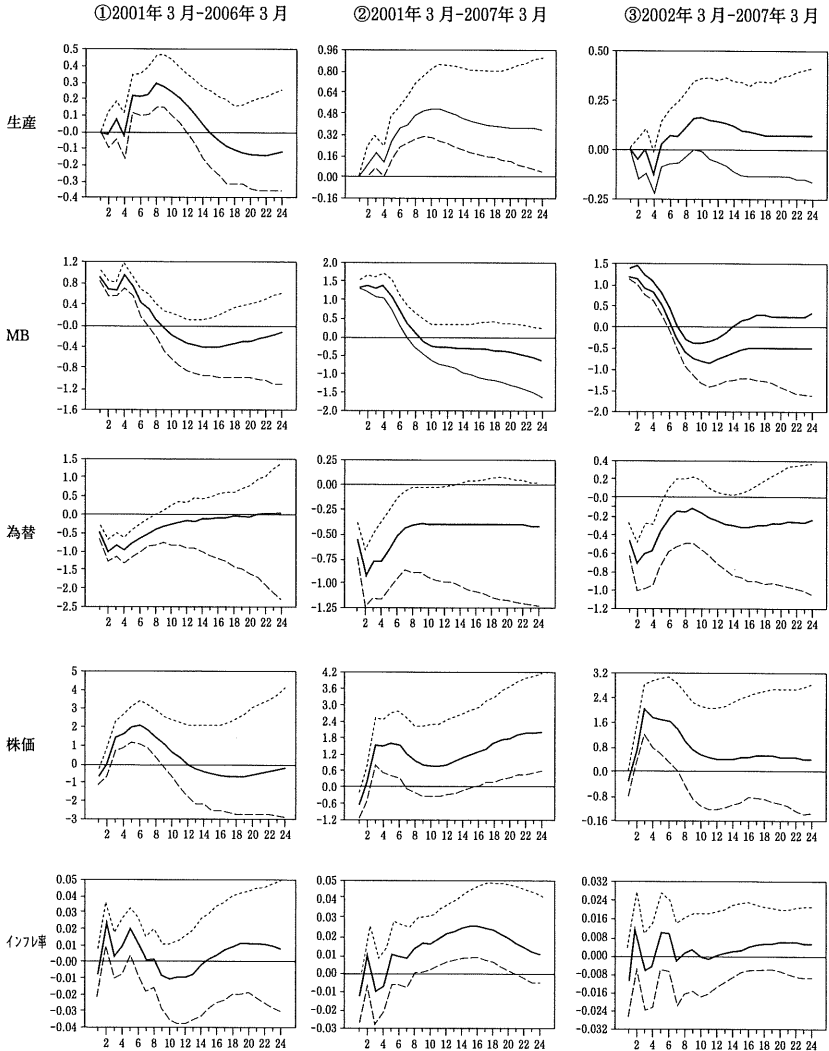
すなわち、(i)マネタリーベースに代えて、日銀当座預金を用いる。(ii)当

図表 1. 量的緩和期のマネタリーベース増加が及ぼすマクロ経済効果
 - 4変数（生産、MB、為替レート、株価）モデル -



注：実線はマネタリーベース・ショックが各変数に及ぼすインパルス反応の推定値，点線は1標準誤差バンド（68%信頼区間）。縦軸は各変数の対数値，横軸は期間（24期まで）。

図表 2. 量的緩和期のマネタリーベース増加が及ぼすマクロ経済効果
 — 5変数（生産、MB、為替レート、株価、インフレ率）モデル—



注：実線はマネタリーベース・ショックが各変数に及ぼすインパルス反応の推定値，点線は1標準誤差バンド（68%信頼区間）。縦軸は各変数の対数値（インフレ率のみ），横軸は期間（24期まで）

非伝統的金融政策のマクロ経済効果

時の金融経済情勢にとって重要と思われる他の変数を追加する（4変数モデルにそれぞれを追加）：米国株価，日米金利差（2年債，10年債），長期金利，純輸出，実質設備投資，潜在産出量など。⁽⁹⁾ (iii)別のサンプル期間を用いる：2001年3月—2008年3月，2002年3月—2008年3月。(iv)別のラグ次数を用いる（6期あるいは8期）。⁽¹⁰⁾ (v)別の識別制約を想定する，といった追加検証である。

以上の追加検証の結果，総じて同様の分析結果が得られ，上記の実証結果が相応に頑健であることが確認された。

(5) 実証結果の要約

主要な実証結果は，以下のように要約できる。

(i) マネタリーベースの外生的な増加ショックは，生産，株価に対してプラス，為替レートにマイナス（円安）の効果を及ぼす。ただし，それらの効果は相応の不確実性が伴う。

(ii) 物価上昇率に対しては，②の延長されたサンプル期間について，プラスの効果が得られた（ただし，それ以外のサンプルでは，効果は明確ではなかつ

(9) 各変数を4変数モデルの最後に追加して5変数モデルとし，リカーシブ制約に基づき推計した。データの概要は以下の通り。米国株価はダウ平均指数（月中平均）。日米金利差は米国国債金利－日本国債金利（2年債利回り，10年債利回り，それぞれについて日米の金利差を導出）。長期金利は10年債金利。純輸出，設備投資支出は実質四半期データ（内閣府GDP統計）を線形補完した月次データ。潜在産出量は生産関数アプローチに基づき筆者推計（四半期データを線形補完により月次データに変換）。金利変数以外はすべて対数値。

(10) ここでは，リカーシブ制約を維持したもとでモデルの変数の順序を変更する，あるいはモデルに別の非リカーシブ制約を想定したもとで，追加検証を行った。前者では，変数順序を変更して次の5変数モデルを推計した：(y, e, pk, MB, π)，(MB, e, pk, y, π)，(e, pk, MB, y, π)。後者では，基本の5変数モデルのもと，株価ショックあるいはインフレ率ショックがMBに対して同時点に影響を及ぼすことを容認し（つまりMBの政策反応に同時点制約を課さない），そのうえでMBショックあるいは為替ショックはインフレ率に対して同時点に影響を及ぼさない（同時点制約を追加）と想定し，推計を行った。

た)。

(iii) ①と②のサンプルを比較すると、生産に対して、②の方が効果は大きくかつ持続的で、統計的にも有意な結果が得られた。量的緩和の終盤にかけて、より大きな効果を発揮した可能性を示唆している。

(iv) ②と③のサンプルを比較すると、③の方が生産に対する効果が小さい。量的緩和当初の時期では、長期国債の買入れ増額を伴っており、金融システム不安も高まっていたことから、導入当初における質の面の効果がより顕著であった可能性を示唆している。

以上のように、全体として量的緩和政策は、景気（ここでは生産）に対して相応の効果があり、その際、資産価格（株価および為替レート）を通じた波及ルートが機能していたことがみて取れる。一方で、物価に対する効果は、景気への効果ほど明確ではなく、政策による景気の改善に対して、物価の反応はそれほど大きくはなかった。これは、この間のフィリップス曲線の傾きは緩やかであると解釈することが可能である。

ここに示されたのは、推計期間における外生的なマネタリーベースの増加がもたらす効果であるが、それは純粹な量だけの効果というよりは、その間に起こった資産サイドの変化（長期国債の買入れ増加、銀行保有株買取など）やそれを通じた金融システム安定化の効果、出口が意識される終盤期にかけて強まるコミットメント効果など、政策パッケージ全体の効果であると理解されるべきである。

なお、繰り返しになるが、以上の結果ならびに解釈は、あくまでも暫定的なものであり、また推定結果には相応の不確実性が伴っていることに十分留意する必要がある。

5. 量的・質的金融緩和への意味合い

以上の暫定的な分析結果を踏まえ、わが国の量的緩和政策の経験は、今般実

非伝統的金融政策のマクロ経済効果

施した量的・質的金融緩和のパフォーマンスに対して、どのような意味合いを持つのか、考えてみたい。

本年4月、日本銀行は量的・質的金融緩和を導入した。これは、2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に実現するために必要な措置であり、日本銀行の極めて強い緩和姿勢を示す政策である。

全体のバランスシート規模（すなわち量）の面では、金融市場調節の操作目標を、従来の無担保コールレート・オーバーナイト物物からマネタリーベースに変更し、年間60-70兆円に相当するペースで拡大していく。一方、バランスシートの資産側に計上される買入れ資産（つまり質）の面では、長期国債の買入れを拡大し、買入れ国債の年限も長期化した。すなわち、長期国債の保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加する大規模な買入れを行うとともに、買入れの平均残存期間を7年程度へと長期化した。またETF、J-REITといったリスク性資産の買入れも思い切って増額した。

今回の新たな枠組みには大きな特徴がある。第1に、バランスシートの量と質の両面から、相当に踏み込んだということである。第2に、戦力の逐次投入はせず、デフレ脱却に必要な施策をすべて講じた。そして、第3に、量的・質的金融緩和の継続について、2%の物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで継続することとし、政策目標と関連づける形で強力な量的・質的緩和の継続を約束している。

さて、わが国の量的緩和政策の経験は、現在の量的・質的金融緩和のパフォーマンスに対して、どのような意味合いを持つだろうか。

量的緩和政策当時の経済情勢を振り返ると、後半期にかけて（2003年以降）、次のような好循環が実現していた。すなわち、この時期、銀行の不良債権問題、金融システム不安に概ね目途がつく中、海外経済の力強い回復という追い風を受け、企業の「3つの過剰（雇用、設備、債務）」の解消へ向けた調整、構造変革や新規の投資支出などの取組みが進んだ。その動きを、当時の量的緩和政

策や為替政策が金融面から強力にサポートして、景気は息長く回復し、需給ギャップもプラスへと浮上した。物価上昇率は徐々にマイナス幅を縮小し、中長期的なトレンド・インフレ率も明確に上昇した。すなわち、海外経済の回復、強力な金融緩和、構造改革の進展と潜在成長率の高まり、持続的な景気回復、中長期的なインフレ見通しの上昇などの好循環メカニズムを2003年-2006年の時期に経験した。

量的・質的金融緩和は、量的緩和政策と比べても、量・質の両面において、はるかに大規模かつドラスティックな緩和措置である。また、回復に向かう内外の経済情勢とその好循環メカニズムの展望について、当時と重なる部分も少なくないとみられる。したがって、現在の量的・質的緩和には、包括緩和期からの累積的な効果とともに、今後の経済・物価見通しで想定されている中心シナリオ——すなわち、2003-2006年の時期にみられたのと同様の好循環メカニズムのもとで物価安定目標を達成していく道筋——を金融面から一層強力にサポートすると考えられる。

また当時とは異なり、現在は物価安定目標を2%として明確に掲げ、その早期実現に必要なと考えられる施策をすべて講じることで、目標実現へ向けた極めて強い姿勢を示している。そのうえで、この措置を、2%目標を安定的に持続するために必要な時点まで継続することにコミットしている。したがって、人々のインフレ予想が立ち上がるメカニズムについても、当時より強く作用すると期待される。

6. お わ り に

本稿は、最近の非伝統的金融政策の課題について整理したうえで、日本の量的緩和政策のマクロ経済効果について、時系列アプローチに基づく検証を行った。全体として量的緩和政策は、景気（ここでは生産）に対して相応の効果があり、その際、資産価格（株価および為替レート）を通じた波及ルートが機能していたことが示された。一方で、物価に対する効果は、景気への効果ほど明

確ではなかった。この暫定的な結果が持つ「量的・質的金融緩和」への意味合いについても論じた。

先進各国の中央銀行は、非伝統的な金融政策を模索し、未踏の領域をさらに奥深く進んでいる。財政政策の対応余地が限られてくるなかで、金融政策は「唯一の対策 (the only game in town)」となり、大きな役割が課せられてきた。各国政策当局は、非伝統的政策が抱える課題を認識しつつ、今後も最適な舵取りを追求していかなくてはならない。そのなかで、非伝統的金融政策の効果に関する実証研究の蓄積をさらに積み上げていくことは、その実態により近づき、政策全般の信認を向上させるという意味で、重要なのである。

参 考 文 献

- Chen, Han, Vasaco Curda and Andrea Ferrero (2012), "The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs," *Economic Journal*, 122 (November), F289-315.
- Chung, H., J.P. Laforte, D. Reifschneider, and J.C. Williams (2012), "Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?" *Journal of Money, Credit and Banking*, 44 (s1), pp47-82.
- Hayashi, Fumio and Junko Koeda, "A Regime Switching SVAR Analysis of Quantitative Easing," CARF Working Paper, No. F-322, University of Tokyo, July 2013.
- Honda, Yuzo, Yoshihiro Kuroki and Minoru Tachibana (2007), "An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001-2006," Discussion Paper No. 07-08, OSIPP, Osaka University, March 2007.
- Kimura, Takeshi and Jouchi Nakajima (2013), "Identifying Conventional and Unconventional Monetary Policy Shocks: A Latent Threshold Approach," Bank of Japan Working Paper, No. 13-E-7, May 2013.
- Shibamoto, Masahiko and Minoru Tachibana (2013), "The Effect of Unconventional Monetary Policy on the Macro Economy: Evidence from Japan's Quantitative Easing Period," RIEB Discussion Paper, Kobe University, April 2013.
- Ueda, Kazuo (2013), "Abenomics and Asset Prices: Is It Case of Self-Fulfilling Expectations?" CARF Working Paper, No. F-310, University of Tokyo, March 2013.
- Ugai, Hiroshi (2006), "Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses," Bank of Japan Working Paper, No. 06-E-10, July 2006.