

異次元金融緩和政策は
どうしてうまく働かないのか

石 垣 健 一

神戸学院経済学論集

第49巻 第3号 抜刷

平成29年12月発行

異次元金融緩和政策は どうしてうまく働かないのか

石 垣 健 一

1. はじめに

この小論は2013年に開始された『量的・質的金緩和』政策（2016年9月以降は長短金利操作付き金融緩和政策）について分析・評価を目指すものである。

筆者の尊敬する研究者の愛唱歌の一つは、河島英五『時代遅れ』であるが、この小論も昔風の手法と理論で分析するので、新しい資料やすぐれた計量経済学方法を駆使して検討するわけではなく、大部分の資料は日銀自身の資料やその他関係省庁の公表資料である。筆者が付け加えたものは少数の図や表で加減乗除によって作ったもので、何も目新しいものはない。大学院時代、貨幣と物価・実体経済の関係について矢尾次郎教授の『貨幣的経済理論の基本問題』を手引きにして研究を始めた。貨幣数量説、ヴィクセル、ハイエク、ケインズの『貨幣論』そして『一般理論』へと流れる貨幣経済観、貨幣作用分析を学んだ。そのことの一つは、貨幣をストックで把握するよりも「貨幣の流れ（フロー）」に注目するということであった。また最近よく議論される「自然利子率」に注目して累積過程を分析したヴィクセルの限界とケインズによるその克服、そしてケインズが一般理論の中で強調した「期待」や「予想」の役割、資本の限界効率、流動性選好、などの分析などが筆者のバックボーンである。これを「昔風」な経済理論と呼ぶことにする。⁽¹⁾

なお日銀自身の用語でないかもしれないが世間では「量的・質的金融緩和」

異次元金融緩和政策はどうしてもうまく働かないのか

のことを「異次元金融緩和」と呼ぶことも多いので、この用語も使用させてもらう。これには理由がある。異次元金融緩和を公表した文書の中に「次元の異なる」という文言がある。この意図するところは以前の日銀政策とは全く異なった金融緩和を行うという日銀新執行部の意気込みをアナウンスし、市場関係者の「期待」や「予想」に働きかけたかったに違いない。またこの用語は黒田総裁以前の日銀の政策との区別を明確に区切るために便利でもある。

総裁・副総裁の意気込みや決意は、その総裁・副総裁就任記者会見（2013.3.22）で明らかである。例えば黒田総裁は日銀の役割は「物価安定目標を出来るだけ早期に実現することに尽きると思います。……量的ならびに質的な両面から大胆な金融緩和を進めていくことで、2%の物価安定目標を達成すべきであるし、達成できると確信している」と強調している。また岩田副総裁は「2年くらいで責任をもって達成するとコミットしているわけですが、達成できなかった時に、『自分のせいではない。他の要因によるものだ』とあまり言い訳をしないということです。……市場が金融政策を信用しないということになってしまいます。市場が金融政策を信用しない状況で、いくら金利を下げたり、量的緩和をしてもあまり効き目がないというのが私の立場です。」と述べている。

総裁・副総裁の意気込みや政策説明は明解でわかりやすい。問題はこの政策の成果である。消費者物価上昇率がマイナスからプラスになったことをもって成果があったと評価することもできるかもしれない。しかし「2年間程度で2%の消費者物価上昇」を高く掲げて出発したのであるから、これより低い基準でもって評価するのは日本銀行に対して失礼であり、金融政策の信頼性を損なうものである。もし思うような成果が挙げられていないとすれば、その原因を探ることこそが研究者の務めであろう。この小論はこのような意図で書かれたものであってそれ以上でもそれ以下でもない。なおここでは「アベノミクス」自体を論じるのではなく、その第1の矢である「異次元金融緩和」政策に絞っ

(1) 矢尾次郎 参考文献⑦

て検討する。なお2%基準が適切であるか否かはこの小論では問わないこととする。

2. インフレ目標政策への道筋——NZ, AUS と日本の金融政策

2013年4月に開始されたいわゆる「異次元金融緩和」正式には「量的・質的金融緩和」政策はこの論文の作成時点（2017年10月）ですでに4年半を経過している。当初の計画ではほぼ2年後にはインフレ率2%を達成できているはずであった。しかし残念ながら目論見は大きく外れ、達成の目は6回もの後ずれることになり、今年の7月の時点ではそれは2019年度にみこまれること⁽²⁾になっている。

・NZ・AUSの経験

なぜこのような事態に至ったのであろうか。筆者は当初日銀が異次元金融緩和政策を始めた時、金融緩和への方向性としては納得できたが、ただ後述するように、いわゆる「インフレ目標政策」が先進諸国において歴史的にみて成功したのは高インフレの時代においてであり、高インフレ（10%程度）を低インフレ（1～3%程度）に引き下げ安定化させることに成功したのは事実である。筆者は長年オーストラリア（以後AUS）・ニュージーランド（以後NZ）経済の⁽³⁾マクロ・金融政策を研究してきた。戦後の両国経済は60年代後半から不安定になり、70年代～80年代はインフレ・低成長（高失業率）に悩まされてきた。1980年代末にNZは法律改正によって中央銀行の独立性を高め、金融政策の抜本的改革を世界に先駆けて開始した。いわゆる「インフレ目標」政策の採用である。同時にNZはいわゆる規制改革・構造改革を実施し、重規制経済体制から自由競争経済体制へと大きく舵を切った。

AUS経済はこれほど急速な変化ではなかったが、70年後中頃から80年前半

(2) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2017年7月

(3) 石垣健一 ①, ②, ③, ④, ⑤参照

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

にかけていわゆる「スタグフレーション」の状態にあった。硬直的な労働市場のもとで、この事態からの脱出策が試みられた。80年代初めのフレーザー政権（保守連立）はスタグフレーションからの脱出策として「インフレーション・ファースト」政策を採用した。その中心にあった金融政策は目標貨幣供給量（商業銀行・貯蓄銀行預金いわゆる M3）を設定し、その目標値を漸次的に低減させる政策であった。しかし労働組合が強力で、しかも労働者の権利に有利な労働法体系の下では賃金上昇圧力が強く、貨幣数量説に基礎を置く貨幣量管理政策は有効に機能しなかった。代わって政権を担った労働党政府は当初「所得政策」によってインフレを抑え込もうとしたが、次第に自らの政権基盤である労働者サイドに過酷と思われた労働市場改革に乗り出し、金融市場や貿易分野など多くの市場の自由化を目指す方針を採用した。NZ とは違って中央銀行法改正は行われなかったが、金融政策では80年代後半から次第に事実上のインフレ目標政策を採用していた。1993年ハワード保守連立政権が誕生し、AUS 連邦準備銀行と政府との協約に基づいて「インフレ目標政策」が名実ともに採用され、いわゆる短期の政策金利を誘導目標としてインフレ率の安定化を目指す金融政策によってインフレ率はおおむね2～3%の水準に落ち着き、他の経済政策との協調によって安定的な経済成長を達成してきている。AUS 経済はこれ以後の20数年不況知らずの安定的経済状況を維持してきている。日本がこの⁽⁴⁾20数年間デフレ状態にあるといわれているのと極めて対照的である。

・日本の経験

日本経済は90年代の初めのバブル崩壊以後、長い間デフレ的状况に置かれてきた。勿論この期間すべてデフレであったわけではないが、しかし大づかみに見れば成長率1%前後、インフレ率は0%前後を浮動する状態であった。

日本の政策当局も勿論これを傍観していたわけではない。1997、98年の金融

(4) 石垣健一 ①, ②, ③, ④, ⑤参照

恐慌からの回復のためのゼロ金利政策を含む超金融緩和政策、国債増発による積極的な財政政策、あるいは小泉内閣による構造改革政策の遂行など各種の政策努力にもかかわらず日本経済の再浮上はならなかった。民主党への政権交代もはかばかしい成果をあげることができなかった。

このような手詰まり状況の中で登場した安倍内閣はデフレ脱却を目指して新しい経済政策の枠組みをアベノミクスの名のもとに明らかにした。いわゆる「3本の矢」、異次元金融緩和政策、積極的な財政政策、新しい成長戦略である。このうち財政政策は大量の国債残高を抱えており、財政健全化のための消費税引き上げ問題があり、すぐにデフレ問題に取り組むことには困難があった。成長戦略はいわゆる日本経済の構造改革政策がその中核であるため、早急に取り組み、実施するのは簡単ではなかった。まず頼るべき政策手段は金融政策であった。

白川総裁に代わって、黒田東彦総裁、加えて有名なりフレ派の研究者である岩田規久男副総裁、日銀生え抜きの中曾宏副総裁が脇を固める3人の最高幹部の下で「異次元金融緩和政策」の名のもとにこれまでの日本銀行の金融政策とまったく異なる次元の金融緩和政策が展開されることに世の多くの人々が期待した。勿論このような政策的枠組みであるアベノミクスに批判的な人々もいたし、異次元金融緩和政策の有効性に疑問を持つ人もいた。⁽⁵⁾

筆者は、これは社会科学上なかなか見ることができない実験であると興味を持ち、事の推移を見守ってきた。デフレ（あるいはインフレ）は貨幣的事象であると考え人はこの政策はうまく成果をあげると考えるし、そうでなくて総供給と総需要の問題であると考えたものはその成果に懐疑的であろう。これは換言すれば貨幣数量説を信じるかどうかの問題であるともいえる。筆者は長期的にも完全雇用は保証されず、デフレ下での金融緩和政策は昔風の「紐の理論」が妥当すると考えるので、その有効性に疑問を抱いていた。その結末がどのよ

(5) 伊東光晴^⑧、吉川洋^⑭、野口悠紀夫^⑮、翁邦夫^{⑨⑩}、藻谷・河野・小野・菅野^⑬、岩田・浜田・原田^⑪、北岡孝義^⑰を参照

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

うになるかを知ることは筆者にとっては、これまで行ってきた経済学や金融論の研究が間違った方向に進んでしまったかどうかを決めることでもあったからである。

3. インフレ目標政策の枠組み

ここで異次元金融緩和政策の基本になっている『インフレ目標』政策についてその枠組みを明らかにしておこう。この政策は1990年のNZ準備銀行の採用以来様々な、先進諸国、発展途上国で採用されてきた。従ってそれぞれの国の経済状況や時代的狀況に応じて変化・発展を遂げてきており、具体的形態は必ずしも同一ではないが、ここではその異同を論じることは本意ではない。また本論は日本で採用されているインフレ目標政策について論じるのであるから、日銀の金融緩和政策の理論的支柱で副総裁でもある岩田規久男論文に依拠して説明を行いたい。⁽⁶⁾

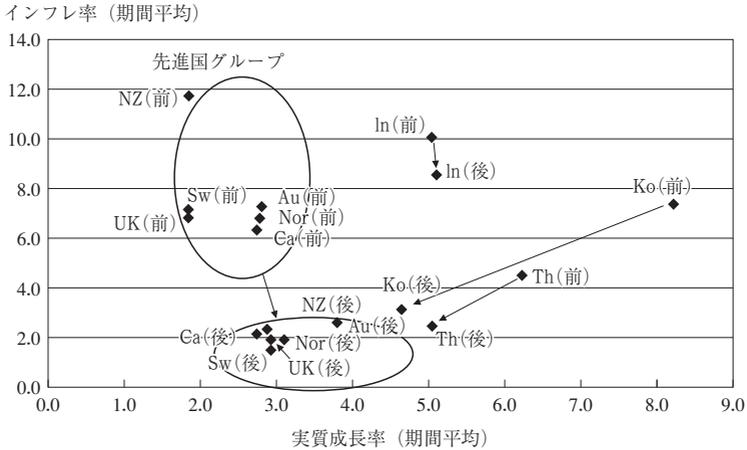
その論文によれば、インフレ目標政策は前出の第1図にみられるように、各国が同政策を採用した以前と以後のインフレ率のパフォーマンスを比較して、後者のそれが上昇していることを示している。ちなみにAUS, NZを含めて先進諸国のパフォーマンスは好転し、インフレ率は2%前後になっている。もちろんこの結果はこれ以外の政策の効果にも依存していたのであるが、しかしここで強調しておかななくてはならないのはこれらの例証はすべて高インフレを低位安定化することに成功したという例だけである。日本の問題はデフレをインフレに転換させて、例えば消費者物価上昇率を2%水準に引き上げるということである。もし金融政策がインフレ下でもデフレ下でも有効であれば問題はないのであるが、デフレ下では金融政策の効果は極めて弱いという『金融政策の紐』理論に近い考えからすれば、なかなか容易なことではないと思われる。⁽⁷⁾

岩田論文は『インフレ目標』政策の特徴を次の5つの項目にまとめている。

(6) 岩田規久男^⑫

(7) J. K. ガルブレイス^⑭ 邦訳 p. 291, 伊東光晴^⑧ p. 31-32

第1図 インフレ目標政策の成果



(注) (前) = インフレ目標採用前, (後) = インフレ目標採用後。カッコ内の前は1980年～インフレ目標採用前, 後はインフレ目標採用後から2007年までのそれぞれ平均値。Au = オーストラリア, Ca = カナダ, Nz = ニュージーランド, Nor = ノルウェー, Sw = スウェーデン, Uk = イギリス, In = インドネシア, Ko = 韓国, Th = タイ

(資料) IMF

出所] 岩田・他『リフレが日本経済を復活させる』第7章

この論文自体は副総裁就任直前にかかれたものであるが、後述する『異次元金融緩和政策』の理解を深めるのに有益である。

- ① 数値目標の設定
- ② 目標達成期間の明確化
- ③ 透明性と説明責任
- ④ 中央銀行の独立性
- ⑤ 動学的整合性

・日本における非伝統的金融政策の歴史的展開

日本の金融政策は、バブル崩壊後 不況脱却と金融システムの安定化を目指して様々な試行錯誤を試みてきたが、1999年2月、コールレートを0%付近に

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

誘導するゼロ金利政策，を採用し，さらに日銀総裁はデフレ懸念の払拭が展望できるまで，ゼロ金利をつづけるとするフォワードガイダンスを発表した（同年4月）。2000年8月にはいったんこれを解除したものの，翌年3月には再びゼロ金利政策を導入している。さらにその際，日銀は量的緩和政策を導入し，コールレートに替えて日銀当座預金を操作目標として採用し，5兆円を目標として，金融政策を展開することになった。この日銀当座預金残高の目標値は順次引き上げられ，後に30～35兆円に拡大された。2006年7月にはコールレートは0.25%に引き上げられゼロ金利政策は一旦解除された。

しかしこの解除は成功したとは言い難く，またその後のグローバル金融危機（リーマンショック）の発生もあり，結局2010年10月の包括的緩和政策の導入によってゼロ金利政策（0～0.1%）が再導入された。同時に資産買い入れ基金が創設され，長期国債，短期国債，CP，社債，ETF，J-RIETといったリスク資産を含む各種資産の買い入れの拡大が図られた。

金融政策の数値的目標も明らかにされるようになった。しかし抽象的な「物価安定」がやや不透明ではあり，2006年3月に「中長期的な物価安定の理解」として消費者物価インフレ率0～2%，その中心値としては1%であることが公表された。さらに2012年2月「中長期的な物価安定の目途」として消費者物価インフレ率2%以下のプラス，1%を目途として，その実現が見通せるまで，ゼロ金利政策と資産買い入れ等を継続することを決定した。

2012年12月の総選挙で政権を握った安倍政権と日銀の共同声明（2013年1月）によって物価安定の目標が2%であることが明確化され，2013年4月黒田東彦総裁のもと『量的・質的金融緩和政策』，異次元金融緩和政策が開始された。具体的にこれを検討する前に異次元金融緩和政策以前の金融政策の展開の意味をまとめておくことにする。⁽⁸⁾

(8) 日本銀行¹⁹参照

- ・金融政策の目標が消費者物価の安定にあり、その具体的目標値が2%であることを明確にした。
- ・日銀は政策操作変数を、コールレートから量的変数（日銀当座預金額）に変更した。
- ・日銀の保有資産を短期から長期に拡張した。
- ・将来の金利や量的目標値を公表するいわゆる「フォワードガイダンス」を利用して市場を誘導する政策ツールを使用するようになった。

4. 異次元金融緩和政策と日本経済の現実

・枠組み

2013年4月日銀金融政策委員会は、アベノミックスの第1の矢である「異次元金融緩和政策」の導入を決定した。異次元金融政策の枠組みは以下のようなものである。⁽⁹⁾

- ① 消費者物価の前年度比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間（中期）を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。
- ② マネタリーベース（MB）・コントロールの採用。（操作目標を無担保コールレートからMBに変更）年間60～70兆円増加するように金融市場調節を行う。
- ③ 長期国債買い入れの拡大（年50兆増）と年限長期化（平均残存期間3年から7年に）
- ④ ETF、J-RIETの買い入れの拡大（それぞれ年1兆円、300億円増加）
- ⑤ この量的・質的金融緩和はインフレ目標2%を目指し、これを安定的に持続するに必要な時点まで継続する。

異次元緩和を行うためにこれ以前に採用されていた様々な金融措置（例えば

(9) 日本銀行¹⁹参照

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

資金買い入れ基金、銀行券ルールなど)が廃止、あるいは一時停止された。この結果政策の枠組みが明確化されることになった。

「異次元金融緩和」はこのような枠組みの下で開始されたが、日本経済の動向や世界経済の変化に応じて修正・強化が図られた。消費税率の引き上げや原油価格の大幅下落のために物価上昇率の下落が生じた。これを押しとどめ期待形成のモメンタムを維持するために2014年10月、マネタリーベースを年間80兆円に相当するペースで増加させる「量的・質的金融緩和」の拡大を実施した⁽¹⁰⁾。次に原油価格の一段の下落と新興国経済の先行き不透明感を回避するために、2016年1月「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入し、「量・質・金利」の3つの次元で金融緩和を推し進めようとした⁽¹¹⁾。

さらに「金利」への働きかけを強めるため、2016年9月、「長短金利付操作付き量的・質的金融緩和」を行った。その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である⁽¹²⁾。

日銀は「量的・質的金融緩和」をこのように修正・強化を行ってきたのであるが、一つの問題は、日銀が「量 (MB)」と「価格 (長短金利)」の両者のコントロールを目指しているように思われることである。教科書的理解では、自由市場において中央銀行といえどもこの両者を同時にコントロールできず、二者択一的であることを余儀なくされる。事実、この政策が採用されてからの一年間 (2016年10月～2017年9月) のMBの増加額は60兆円に満たず、明らかに目標額80兆円に達していない。これは「金融政策のレジーム・チェンジ」ではないのか。もしそうであれば、日銀は説明責任を果たしてないことになる。しかしここではこのことは論ずる余裕はない。

(10) 日本銀行^⑩参照

(11) 日本銀行^⑪参照

(12) 日本銀行^⑫参照

・政策効果の波及経路

「量的・質的金融緩和」の枠組みの下で、日銀はどのような波及経路を考えていたのだろうか。伝統的な金融政策で考えられている経路は利子率経路であり、以下のようなルートであろう。

日銀⇒政策金利（コールレート）

⇒長期金利⇒資産価格の変化（為替、株価）と銀行貸出額

⇒企業・家計部門の行動変化（投資・貯蓄の変化）

⇒最終目標（物価の安定）

勿論この経路の他に「アナウンスメント効果」も認識されていた。しかしこの効果はあくまで副次的で、利子率経路を補強するものであったと考えられる。

これに対して「ゼロ金利政策を含めその後続く量的緩和政策」、非伝統的金融政策について、当時の政策委員会のメンバー（任期2010年－2015年）であった宮尾龍蔵前委員は「短期金利をゼロに保つという制約のもとで、長期金利を動かすという点を除けば非伝統的金融政策は効果波及メカニズムにおいては伝統的金融政策と変わらない」と指摘する。そして非伝統的金融政策が革新的である点は、「フォワードガイダンス」の部分にあると考える。「すなわち将来の政策行動を事前に公表し約束する」部分にあり、この「フォワードガイダンス」が金利予想、企業収益予想、インフレ予想などを市場参加者の予想に、そして資産価格に強力な影響を与えることになると主張する。⁽¹³⁾

岩田副総裁も、就任直前の論文で、政策効果の波及経路における「予想」の重要性を強調している。少し長くなるが直接的に引用をしてみよう。「インフレ目標を設定したうえで、日銀が粘り強くマネタリーベースを増やし続ければ、予想インフレ率が上昇します。まず株価が上昇する。これは家計や企業や金融⁽¹⁴⁾

(13) 宮尾龍蔵⑥ 第1章

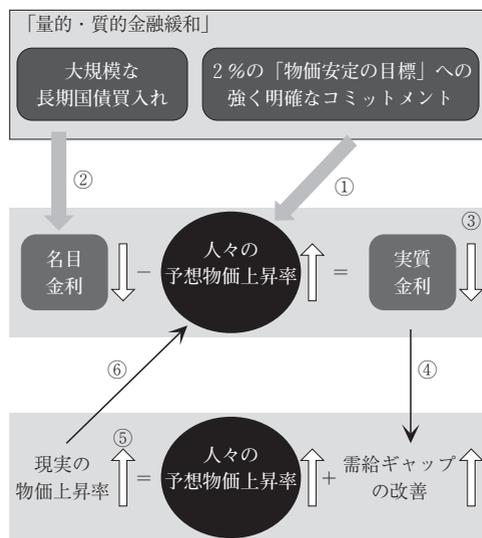
(14) 岩田規久男⑫ p. 240

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

機関のバランスシートを改善することになり、消費と投資を刺激する。予想インフレ率が上昇すると、予想実質金利が低下する一方で、トービンのqが上昇する。予想実質金利の低下は円安による純輸出の増加をもたらす、トービンのqの上昇は投資の増加をもたらす。」この論文での波及経路の中心の変数は「予想インフレ率」である。

日銀総裁・副総裁就任記者会見でも、「量的・質的金融緩和」が日銀バランスシートの負債面、マネタリーベースの（量的）拡大（ポートフォリオ・リバランス効果）とともに資産側の満期構成の長期化による（イールド・カーブ効果）を持つことを示しながらも、この政策が人々の「予想」に働きかけることを強調する。予想の働きについては「検証」⁽¹⁵⁾の中で示されているので、これを利用しよう。

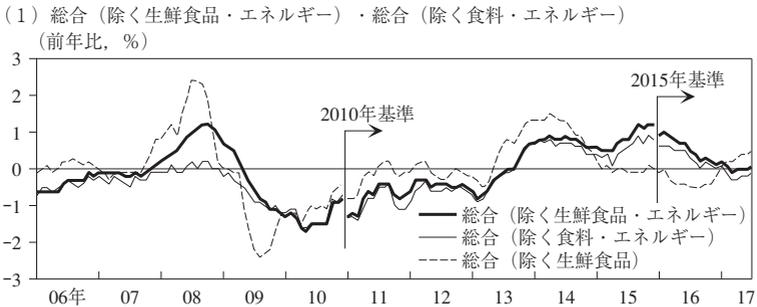
第2図 「量的・質的金融緩和」で想定したメカニズム



出所] 日銀「検証」

(15) 日本銀行^⑱

第3図 消費者物価の基調的な変動



(注) 消費者物価指数は、消費税調整済み（下の図表も同じ）。
出所] 総務省

第2図は日銀が「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果について「総括的な検証」（2016年9月）の中に示されたもので、この政策の波及メカニズムのエッセンスをしめしている⁽¹⁶⁾。大規模な国債買い入れと2%「物価安定の目標」への強く明確なコミットメントは一方では②名目金利の低下を、他方では①人々の予想物価上昇率を引き上げる結果③実質金利の低下をもたらし、④需給ギャップを改善し人々の予想物価の上昇と合わせて⑤現実の物価上昇率を上昇させ、これはさらに⑥人々の予想物価上昇率を上昇させることになる。物価上昇率へ向けての好循環の達成である。このシナリオ通りにゆくかどうかは「予想物価上昇率」が期待されたように働くかどうかにかかっている。

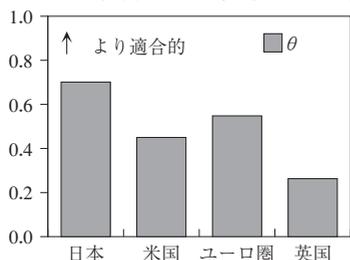
量的・質的金融緩和の目的は2%の物価上昇率を2年程度で達成するということであった。しかし現実には目標達成はできなかった。現実の物価上昇率の動きは第3図に示されている。三つの指標は総合物価指数、生鮮食品抜き物価指数（コア指数）、生鮮食品・エネルギー抜き指数（コア・コア指数）であるが、いずれの指数でみても2%水準には達しておらず、最近ではプラスではあ

(16) 日本銀行²³⁾

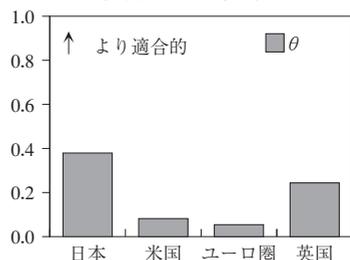
異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

第4図 実績インフレ率にコア指標を用いた推計

推計式①：1年先インフレ予想のうち、
実績インフレ率で説明される割合



推計式②：6～10年先インフレ予想のうち、
実績インフレ率で説明される割合



- (注) 1. 推計期間は、日本・米国が2000/1Q～2016/3Q、ユーロ圏が2003/2Q～2016/3Q、英国が2005/1Q～2016/3Q。
2. 日本のインフレ予想および実績インフレ率は、消費税調整済み（試算値）。
3. コア指標として、日本は「総合除く生鮮食品」、米国は「総合除く食料・エネルギー」、ユーロ圏は「総合除く非加工食品・エネルギー」、英国は「総合除く食料・エネルギー・アルコール飲料・たばこ」を使用。
(出所) Consensus Economics 「コンセンサス・フォーキャスト」、総務省、BLS、Eurostat, ONS
引用] 日銀「検証」

るが0%台で推移しており、現段階（緩和政策以来4年半経過）は需給ギャップの改善にその成果を示すのみである。

目標達成できなかった原因は、日銀自身の説明によれば、以下の諸点にある。すなわち①原油価格の下落、②消費税引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速と国際金融市場の不安定化などによる外的要因による現実の物価上昇率が低下したこと、および④予想物価上昇率が横這い状況から弱含みに転じたこと、である。確かに①～③の要因はいつの時代にも中央銀行当局にとっては不確実なファクターであり、それ自体をコントロールすることはできない。さらに重要なのは④の点である。

日銀の調査自体が示すように（第4図）日本の構造的特徴ともいべき適合的期待の強さが明確である。過去の低インフレに引っ張られ、賃金決定の春闘システムなどの結果、人々は「フォワード・ルッキング」な予想よりも「適合的」予想に基づいて行動した結果であるとする。

第5図 ブレーク・イーブン・インフレ率（BEI）の推移



※1 物価連動国債は、元本が物価に連動して増減する国債。8月末時点の発行残高は約8.3兆円。

※2 BEI（10年）は、物価連動国債の複利利回りと同じ残存期間の10年利付国債の複利利回りを基に計算。

【出所】日経 QUICK 提供の金利情報を基に財務省にて計算。

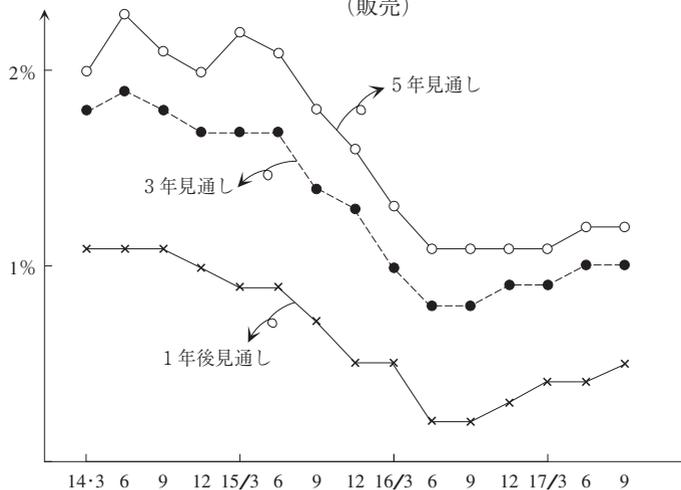
この点について後に詳論することにしてここでは経済の各部門が予想物価上昇率についてどのような予測しているか、すなわち金融市場関係者、家計、企業の見通しなどについて主に日銀発表の資料等に基づいて検討しよう。

金融市場関係者のそれはいわゆる BEI（ブレーク・イーブン・インフレ率）で一般的に示されている。（これ自体の妥当性については議論のあるところではあるが、金融機関の国債保有構成は17年末で全体の85%以上を占めていて、物価連動債自体のそれは不明であるが、これが金融機関のインフレ期待を示すものと考えて大きな間違いはないであろう）第5図の示すように、2014年当時1.5%付近まで上昇したが、その後傾向的に低下し、9月末現在では0.41%まで低下している。政策の変更や強化に最も敏感に反応すると思われる金融市場関係者は時間の経過とともに日銀の金融緩和に対する反応の度を弱めているのが読みとれる。

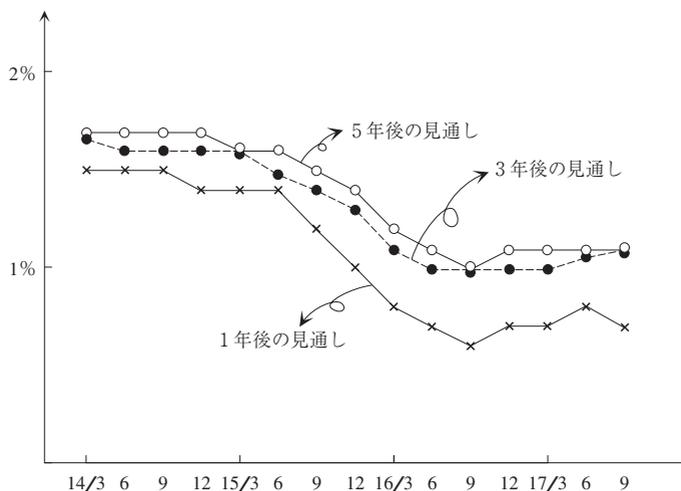
次に企業部門の消費者物価の見通しを検討してみよう。企業が生産する商品

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

第6A図 企業部門の企業物価見通し（年率）
（販売）



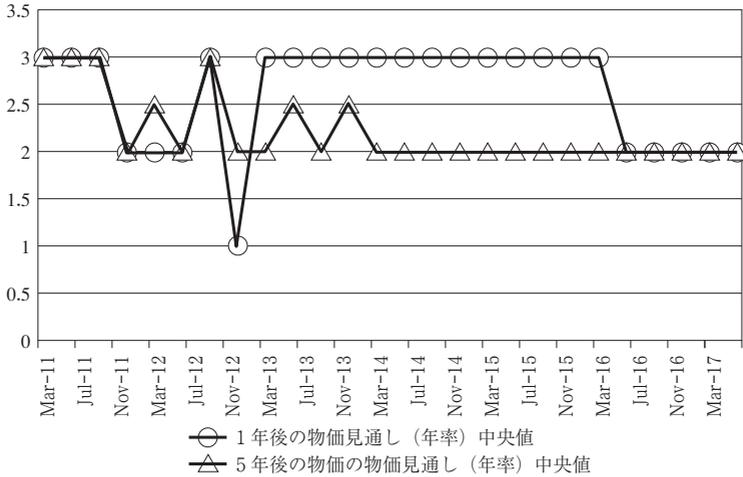
第6B図 企業部門の消費者物価見通し（年率）



出所] 日銀：短観

の販売価格（消費税除く）第6A図に示されている。ここから2つの特徴が読み取れる。第1に企業部門の物価見通しは先の将来の方が近くの将来よりも

第7A図 家計部門の物価見通し（1年後，5年後，各年率）中央値



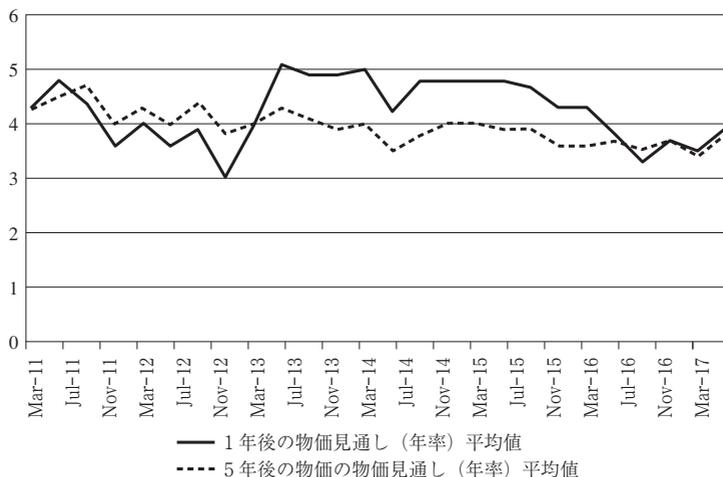
出所] 日銀「生活意識アンケート調査」

予想物価上昇率が高いこと，第2はそれにもかかわらず当該年の予想上昇率はいずれの場合も右下がり傾向にある。従って将来的には低下あるいは1%程度に落ちつくであろうという見通しになっている。第6B図は企業部門の消費者物価見通しを示しているが，結論はほぼ同じである。日銀の見解を支持するような結果にはなっていない。予想インフレ率の2%への上昇へのモメンタムは極めて弱い。ここでも日銀の予想インフレ率に影響を与えるという政策は成功しているとはとてもいえない。

家計部門の消費者物価見通しはどのようになっているのであろうか。家計部門の予想消費者物価上昇率を日銀発表の「生活意識アンケート」調査を利用して検討してみる。第7A図によれば1年後，5年後の物価の見通しを年平均値（中心値）であらわしたものである。1年後，5年後の見通しとも2013年（異次元金融緩和開始年）を除いては驚くほど安定している。政策の緩和の増強（2014年10月）やマイナス金利の導入（2016年1月），長短金利操作付き金融緩和（2016年9月）の影響は明示的にあらわれていない。第7B図は平均値

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

第7B図 家計部門の物価見通し（1年後，5年後，各年率）平均値



出所] 日銀「生活意識アンケート調査」

でみた家計部門の物価の見通しを示すものであるが、これは中央値の場合と比較して数値が高い、3%～5%の間を変動している。異次元金融緩和が行われた時点では予想物価上昇率は確かに上昇しているが、その他のケースでは効果は明示的ではない。異次元緩和開始時を除いては日銀の行動が家計部門に有効に働いたとはいえない。

このことは同調査による別の項目によっても確かめることができる。同調査によると第8図は「日本銀行の活動に日頃から関心がある」かどうかを調べた結果である。「関心がある」は平均的に25%前後であるにすぎない。「まったく関心がない」が45%前後で、「どちらともいえない」が30%程度である。この表からは常識的には7割の国民が日銀の行動に対して無反応であると考えても間違いがない。さらに別項目で「長短金利操作付き金融緩和」についての質問に対しては、25%以下の人が「よく知っている」と答え「まったく知らない」は40%以上である。もちろん例えば高インフレの時にはこの傾向は変わりうるであろうが、日銀の行動に国民大衆がするどく反応するという「期待」効果や

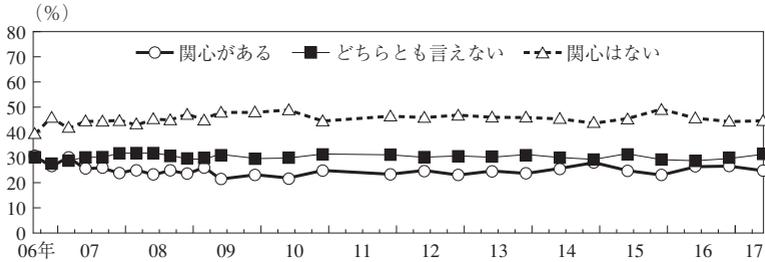
第8図 日本銀行に対する関心や認知度、評価

(1) 日本銀行の活動に日頃から関心がある〔Q23(1)〕

	『関心がある』	「どちらとも言えない」	『関心はない』
2016/6月	26.0	28.1	45.2
2016/12月	26.2	29.5	43.9
2017/6月	24.5	30.9	44.3

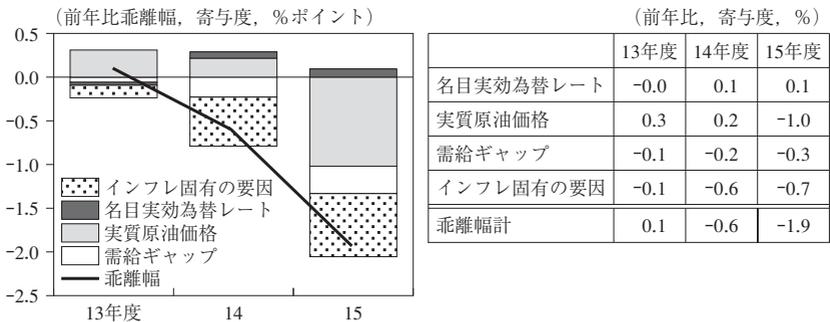
(%)

- (注) 1. 『関心がある』は「関心がある」と「どちらかと言えば、関心がある」の合計。
 2. 『関心はない』は「関心はない」と「どちらかと言えば、関心はない」の合計。



- (注) 1. 郵送調査となった2006/9月以降を掲載。
 2. 2009/6月までは年4回、それ以降は年2回実施。2016/6月は実施せず。

第9図 政策委員見通し（中央値）と実績の乖離



(注) 実質原油価格、名目実効為替レート、需給ギャップ、CPI 総合除く生鮮食品の4変数VARを推計。推計期間は、1984/1Q～2016/1Q。実質原油価格は、実質WTIを使用。

(出所) 総務省、内閣府、BIS、Bloomberg等/日銀【検証】

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

「予想」効果は過大評価していると言えるのでなかろうか。特にデフレ状態の時にはその効果は弱まるであろう。国民の多くはインフレを日銀当局が想定するほど歓迎していない（同調査他項目参照）。

今ひとつ興味深い日銀調査結果がある。第9図は「政策委員見通し（中央値）と実積値の乖離」、いわば政策委員の予想についての通信簿みたいなものであろう。この図に示されているように年々予想力の成績が低下しているように見える。さらにいえば直近の『経済・物価情勢の展望』（2017年7月）によれば、審議委員は従来の見通しと比べると、見通し期間の終盤にかけては賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まると予想しているが、2%程度に達する時期は2019年度頃になると予測している。これまでの成績を考慮すればこれが本当に実現できるのかどうかはなほだ疑わしい。達成時期の後ずれは6回目である。「コミットメント」を重視してきた日銀としては残念であろう。

以上各部門の予想物価上昇率および日銀自身の予想上昇率の検討を通じて、各経済部門の「予想」形成に重要な影響を与えることを通じて現実の消費者物価上昇率を上昇させるという日銀の目論見は十分な成功を収めているとは言えない。黒田総裁はオックスフォード大学での講演（2017年6月8日）『期待に働きかける金融政策：理論の発展と日本銀行の経験』のなかで、日本の期待に働きかける「量的・質的金融緩和」の基礎になる考え方のルーツが英国経済学の碩学、ケインズ、ホートレー、ヒックスなどによってもたらされたことを指摘した後、「低インフレ環境下において、ゼロ金利制約の下で、インフレ期待をどのように適切に管理（manage）（太字筆者）していくのか」が日銀の新しい課題になったと説明している⁽¹⁷⁾。

しかし前述のように日銀の期待に働きかける政策はこれまでのところ有効に作用してきているとはいいがたい。その一つの理由は前出の第4図にしめされているように、日本においては過去の経験に引きずられる「適合的予想」形成

(17) 日本銀行^④

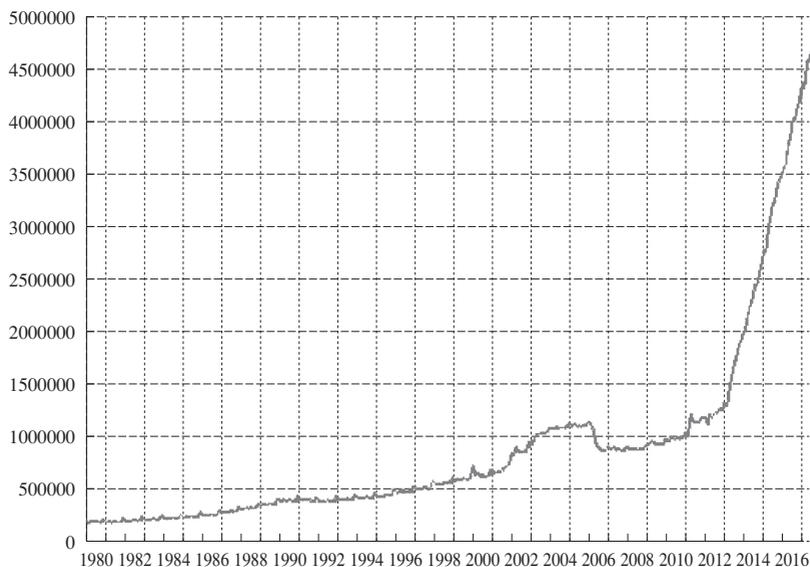
の方が「フォワード・ルッキング」期待形成よりも有力であるということである。これはフォワード・ルッキング期待が現実値に影響を与えるよりも、現実値そのものと過去の実積値（マイナスのインフレ率や0%台のインフレ率）との誤差が人々の期待形成に影響を与えていることを示唆する。日銀政策当局にとっては不都合な真実である。予想インフレ率を引き上げるのには現実値そのものと過去のインフレ率を引き上げることが必要となるがこれは無理な相談である。山本五十六連合艦隊長官は次のような言葉を残している。「やってみせ、言って聞かせて、させてみて、誉めてやらねば、人は動かじ」もしこの言葉が的を射ているとすれば、日銀が人々の期待や予想を管理し、人を動かすことは極めて難しいことになる。

「期待」や「予想」を不完全にしか管理できないとすれば、一旦予想を超える、オーバーシュートしたインフレ率も不十分にしか管理にできないことを意味し、たとえそれが最終的に目標を達成したとしても、その間に生ずるであろう社会の損害は大きなものであろう。安定を目指す政策が、不安定化をもたらすことになる。もう一つの危惧は日銀の政策手段であるMB（あるいはイールドカーブ）のコントロールについてである。MBのコントロールと予想インフレ率あるいは現実のインフレ率の間の波及経路・時間・関連性の程度など不確実性が大きすぎて信頼性が薄いことである。

短期的、あるいは中期的（当初は2年程度、しかし最近では5年程度を頭に置いているのではないかと推察する）には目標達成はできなかったが、しかし長期的には日銀は貨幣量と物価との相関関係が強いことを理由に目標を達成できることを強調する（経済・物価情勢の展望2017年7月）。MBの管理が長期的には物価水準を決めるという理論的根拠は「貨幣数量説」にあるとおもわれる。この理論は、完全雇用下で、流通速度の変化なし、しかも貨幣乗数変化なしの仮定の下ではMBの変化が貨幣量の変化をもたらす物価の比例的变化をうみだすと考える。短期的にはこの理論は正しいと考える研究者は少ないと思われるが、長期的にはこの理論を信じている研究者は意外と多い。ただ「長期」と

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

第10A 図 マネタリーベース平均残高（月次、億円）

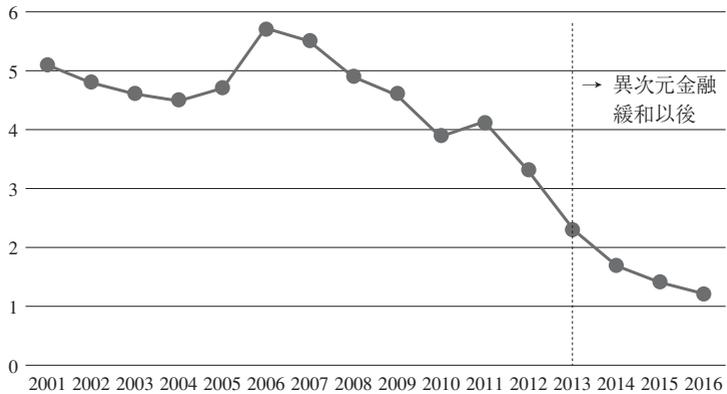


出所] 日銀

は何かということを経済学にはともかく現実的に定義して話を進める人は少ない。現実のMBと流通速度（あるいはマーシャルの k ）の動きは第10A図、10B図で示されている。明らかにMBの増加は急速であるが、流通速度の減少も急速である。期間を2001年以降にとれば15年ほどになる。これは長期であるのか中期であるのか各人に任されていて確定できないが、それはともかく、2016年の流通速度はほぼ1に近い。このことは名目GDPにほぼ等しいMBが供給されていることを意味する。

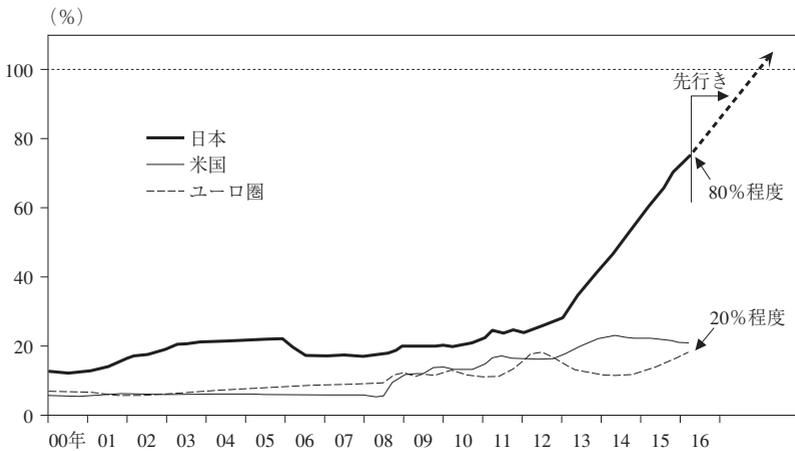
さらに第10C図は、日本、米国、ユーロ圏のマネタリーベース対名目GDP比率を示している。明らかに日本は異常である。FRBはこの縮小に向けて動き出したし、ECBもその方向に歩みだそうとしている。リーマンショック後の日本経済の不況の深化と日銀の対応をめぐる行われたリフレ派と反リフレ派の論争はこの図または中央銀行資産規模の国際比較図を参照しながら行われ

第10B図 流通速度（マネタリベース）の動き



出所] 日銀，内閣府発表の数値から計算

第10C図 マネタリーベース対名目GDP比



出所] 日銀

た記憶があるが、今にしてみればこれほどの金融緩和が行われたことおよび物価に与えた効果の小ささに改めて驚かされる。

異次元金融緩和政策がもたらした帰結は次のようにまとめられる。

- ① 異次元金融緩和はフォワードガイダンス，MBの急速な増加，長短金利操作

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

の増強にもかかわらず、『期待』や『予想』に、2013年のその開始時期を除いて、明白な効果を発揮することが出来ていない。

- ② MBの増加は流通速度の低下をもたらすだけで、名目GDPの増加、したがって消費者物価上昇率の上昇に結び付いていない。MBを中央銀行が管理できたとしても流通速度は管理できないということである。経済の総需要はMBあるいは貨幣量の管理だけではコントロールできないということである。長期では可能であるというのは、そこでいう長期とは、多分、経済学者の頭脳の中に潜む『融通無碍』の期間なのであろう。人生の出口がもうすぐそばにある筆者にとって「長期」とは出口までのわずかな時間でしかない。文脈は異なるが、ケインズの言葉を借りれば、「長期的には我々はみな死んでいる」のである。
- ③ 異次元金融緩和は、貨幣量の原資であるMBの対GDP比率を歴史的・国際比較的に見ても異常なほど高くしてしまった。日本銀行は物価安定を目指す中で、自らが生み出したこの異常事態をどのように解決するのであろうか。

4. むすびにかえて

2013年に開始された『量的・質的金融緩和』政策のおよそ4年半について検討してきた。主要な政策手段は『フォワードガイダンス』、MBの管理、そしてその後半に追加された長短金利操作（イールドカーブ管理）の3つであった。この政策手段を使って物価安定目標達成を目指そうとしたのであるが、日銀自身は日本の価格の一部が自らの影響下でないことを十分認識していた。日銀は物価予想値と現実値の齟齬の原因を『リスク』として理解し、このリスクが2%の物価安定の邪魔をしたことを認識していた。それ自体は時代や情勢の変化によって異なるが、日銀が自らの影響下でない価格、事柄をいくつか挙げてみよう。

- ① 石油価格のような国際商品の価格

- ② 世界経済の動向，例えば開発途上国の工業化から生じた輸入品あるいは経常収支関連商品
- ③ 他国（FRB や ECB など）の金融政策
- ④ 国内の労働市場の構造・慣行・制度
- ⑤ その他国内市場の構造的・規制問題
- ⑥ 消費税を含む財政問題

以上のうち④，⑤，⑥の問題は「アベノミクス」の成長戦略・財政政策などに係わるもので，日銀の管理外にある。しかし④の問題は「期待」形成に重要な関係を持つので，その持つ意味は重い。

以上のことは，「インフレ，デフレは貨幣的現象である」という主張を時々聞くことがあるが，「貨幣は重要ではあるが，貨幣だけが重要ではなく，需要と供給および両者を結ぶ市場のあり方がインフレ・デフレ，好況・不況を決める」という普通の理（コトワリ）を示しているとおもわれる。

これらの結果2%の物価上昇は実現せず，それは0%台の後半を動いている。2017年10月現在非正規雇用の賃金は上昇状態にあり，それが正規労働者の賃金に波及するかもしれないという観測がある。これが物価上昇に結び付くのではという期待である。しかし筆者の考えでは，「予想」や「期待」を「ガイダンス」やMBで管理することのあやふやさを強調しておきたい。

貨幣から財貨・サービスへの流れは複雑な経路をたどり，時間もかかるが，貨幣から貨幣的資産（例えば株，外貨資産，仮想通貨など）への飛躍は，時機が至れば，あっという間であり，巨額に膨れ上がったMBすなわち貨幣の原資は素早く流れゆく先に資産バブルの発生と破裂をもたらすかもしれない。それは実体経済の不安定化を余儀なくさせるであろう。流れが出口に向かって静かに行くのが望ましいが，MBが巨額に積み上がり，日本銀行の「期待」や「予想」管理が不十分にしか機能しないのが心配である。長期で安心立命できるかどうか問われている。

（2017. 10. 25脱稿）

異次元金融緩和政策はどうしてうまく働かないのか

参 考 文 献

- ① 石垣健一『オーストラリアの金融システムと金融政策』研究叢書 No.28. 神戸大学経済経営研究所 1985年
- ② 石垣健一「ニュージーランド準備銀行」三木谷・石垣編著『中央銀行の独立性』（第15章）東洋経済新報社 1998年.
- ③ 石垣健一「オーストラリア連邦準備銀行」三木谷・石垣編著『中央銀行の独立性』（第16章）東洋経済新報社 1998年
- ④ 石垣健一「オーストラリア・ニュージーランドの経済パフォーマンスと経済政策」『国際問題』第447号 1997年
- ⑤ 三木谷良一・石垣健一編著『中央銀行の独立性』東洋経済新報社, 1998年
- ⑥ 宮尾龍蔵『非伝統的金融政策』有斐閣 2016年
- ⑦ 矢尾次郎『貨幣的経済理論の基本問題』千倉書房 1961年.
- ⑧ 伊東光晴『アベノミクス批判』, 岩波書店, 2014年 (p. 31~32),
- ⑨ 翁 邦雄『経済の大転換と日本銀行』岩波書店 2015年
- ⑩ 翁 邦男『金利と経済』ダイヤモンド社 2017年
- ⑪ 岩田規久男・浜田宏一・原田泰編著『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社 2013年
- ⑫ 岩田規久男「金融政策運営の望ましい枠組みとは何か」岩田・浜田・原田編著『リフレが日本経済を復活させる』（第7章）中央経済社 2013年
- ⑬ 藻谷浩介・河野龍太郎・小野善磨・菅野稔人『金融緩和の罠』集英社新書 2013年
- ⑭ J. K. ガルブレイス（鈴木哲太郎・都留重人訳）『経済学の歴史』ダイヤモンド社 1988年 (*ECONOMICS in PERSPECTIVE, Houghton Mifflin Co.*)
- ⑮ 吉川 洋『デフレーション』日本経済新聞 2013年
- ⑯ 野口悠紀夫『金融緩和で日本は沈没する』ダイヤモンド社 2013年
- ⑰ 北岡孝義『アベノミクスの危険な罠』PHP 2013
- ⑱ 日本銀行「総裁・副総裁就任記者会見要旨」2013年2月22日
- ⑲ 日本銀行「量的・質的金融緩和」の導入について」2013年4月4日
- ⑳ ————「量的・質的金融緩和」の拡大」2014年10月31日
- ㉑ ————「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入2016年1月29日
- ㉒ ————「金融緩和強化のための新しい枠組み：“長短金利付き量的・質的金融緩和”」2016年9月21日
- ㉓ ————「“量的・質的金融緩和”導入以降の経済・物価動向と政策効果について総括的な検証—背景説明」2016年9月21日
- ㉔ ————黒田東彦講演「“期待”に働きかける金融政策：理論の発展と日本銀行の経験」（オックスフォード大学における講演の翻訳）2017年6月8日
- ㉕ ————岩田規久男「最近の金融経済情勢と金融政策運営」（青森県講演）2017

年6月22日

- ⑳ ————その他「経済・物価情勢の展望」「短観」「生活意識に関するアンケート調査」各号など参照。