

ゼロ金利制約下における金融政策の考察

千代盛 翔平

はじめに

2001年3月、日本銀行は物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備することを目的として、世界の中央銀行の中で初めて非伝統的金融政策とされる量的緩和政策を採用した。量的緩和政策が日本経済に与えた政策効果に関する分析はこれまで数多く行われてきたが、専門家の間でも統一した見解が得られているとは言い難い。

本稿では量的緩和政策に関する論点を包括的に整理することを試みている。まず第1節では量的緩和政策導入時の日本銀行の見解を確認し、マクロ経済指標と日本銀行・官公庁が実施したアンケート調査から量的緩和政策期前後の経済環境を概観する。第2節では政策導入に至る背景と量的緩和政策に関する先行研究を3つ紹介し、対立している点を比較・検討する。第3節では量的緩和政策が為替レートや金融市場に対して働きかけたメカニズムを示し、その結果経済にどのような影響がみられたのかを考察する。最後に第4節では量的緩和政策をより強化した無制限な金融緩和政策がもたらし得る効果とリスクを示し、今後の金融政策の課題を提起する。

第1節 量的緩和政策期前後の経済環境

1.1 日本銀行の見解と量的緩和政策の目的

世界的なITバブルが崩壊した2001年当時の日本経済は、厳しい景気後退に直面していた。当時の経済情勢に関して日本銀行（以下、日銀）は以下のように述べている。

日本経済の状況をみると、昨年末以降、海外経済の急激な減速の影響などから景気回復テンポが鈍化し、このところ足踏み状態となっている。物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念がある。

顧みると、わが国では、過去10年間にわたり、金融・財政の両面から大規模な政策対応が採られてきた。財政面からは、度重なる景気支援策が講じられた一方、日本銀行は、内外の中央銀行の歴史に例のない低金利政策を継続し、潤沢な資金供給を行ってきた。それにもかかわらず、日本経済は持続的な成長軌道に復するに至らず、ここきて、再び経済情勢の悪化に見舞われるという困難な局面に立ち至った¹。

こうした認識の下、日銀は「物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のため

¹ 日本銀行（2001）「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」。

の基盤を整備する」ことを目的として、非伝統的金融政策とされる量的緩和政策を世界の中央銀行の中で初めて採用したが、2001年から2006年にかけて行われた量的緩和政策が経済に与えた影響については専門家の間でも統一した見解が得られているとは言い難い。本稿では先行研究等から、量的緩和政策がマクロ経済に与えた影響を幅広い視野から考察した上で、量的緩和政策をより強めた「無制限な金融緩和政策」のもたらし得る効果とその副作用について検討する。第1節では政策効果を論じる前提として、まず量的緩和政策期前後の日本経済の状況をマクロ経済指標と日銀・官公庁が実施したアンケート調査から確認する。

1.2 マクロ経済指標の推移からみる日本経済

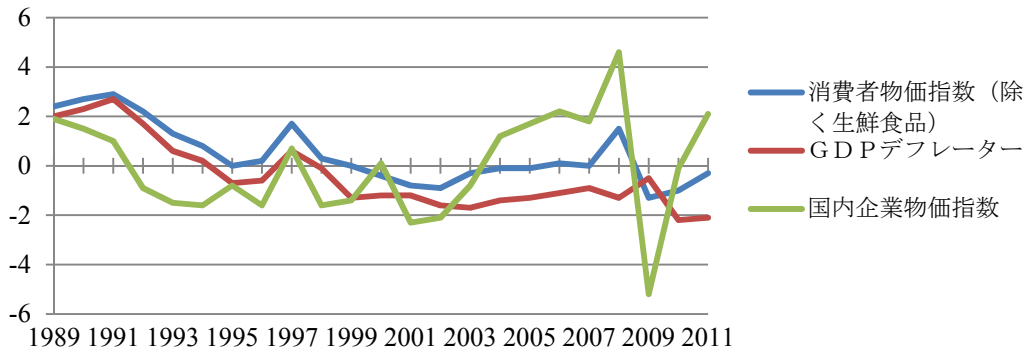
物価水準は、消費者物価指数（CPI）では物価の下落率が1997年から2006年まで-2.6%、2011年では前年比-0.2%下落している²。物価指数はCPIの他にGDPデフレーター、企業物価指数³が挙げられるが、図1によるとCPI、GDPデフレーターは、ともに1990年代後半から2007年まで緩やかながら持続的に下落している。一方、生産面に目を向けると、図2、図3から実質GDP、鉱工業生産指数は2000年代初頭には減少・停滞していることがわかるが、ともに2002年から2006年にかけては改善・拡大している。図4で同時期における賃金指数の推移についてみると、製造業については増加傾向がみられるものの、企業全体の傾向としてはほぼ一定に推移している。さらに図5によると、株式会社を資本金階級別に分類した企業規模別の平均給与は、資本金規模が2千万円以上5千万円未満の企業や2千万円未満の中小企業では若干の上下の変動がみられるが、5千万円以上の規模の平均給与はほぼ一定である。

以上から、経済指標でみた日本経済は、生産面では2000年から2001年は停滞していたが、量的緩和政策中盤期には拡大傾向がみられた。一方、物価水準はCPI・GDPデフレーターでは安定的ないし緩やかながら下落し、賃金水準はほぼ一定であったといえるだろう。

² 総務省統計局「消費者物価指数年報」。

³ 価格指数は基準とする年次の価格指数を1として、基準年よりも価格が上昇すれば価格指数は1を上回り、基準年よりも価格が低下すれば価格指数は1を下回することを示す。日本国内でのマクロ的な経済活動に関する統計情報をまとめている国民経済計算（SNA）で求められる価格指数がGDPデフレーター、消費財の価格指数が消費者物価指数、生産段階の価格動向を反映した物価指数が国内企業物価指数とよばれる。国内企業物価指数は原材料や為替レートの影響を大きく受けるため、他の2指数よりも変動が大きい。2008年の物価の上昇は、原油価格の異常な高騰や鉄・石炭などの原料価格の上昇による。2009年の物価の下落は、リーマンショックによる景気の落込みによるものでCPI、企業物価は戦後最悪のデフレを記録した。吉川(2013) p.68.

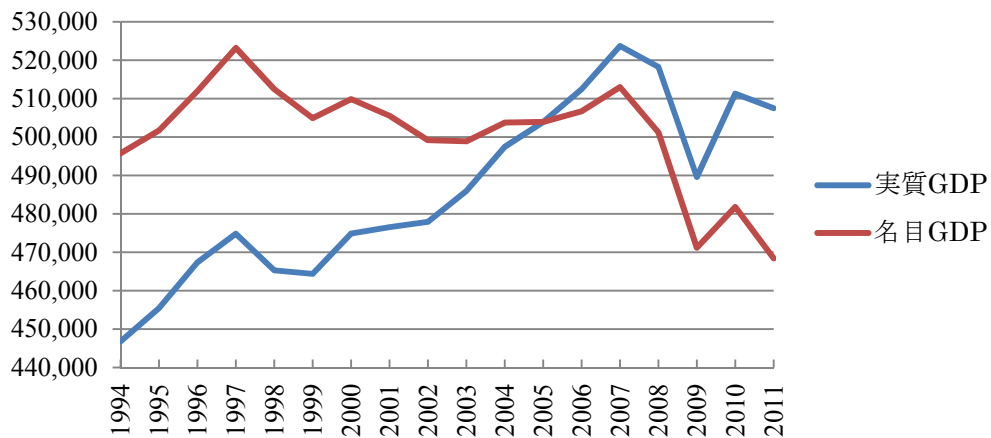
図1 日本国内の物価上昇率（前年比、1989-2011）



（注）消費者物価指数は2010年基準、GDPデフレーターは1994年までは90年基準、95年より2005年基準、国内企業物価指数は2005年基準。

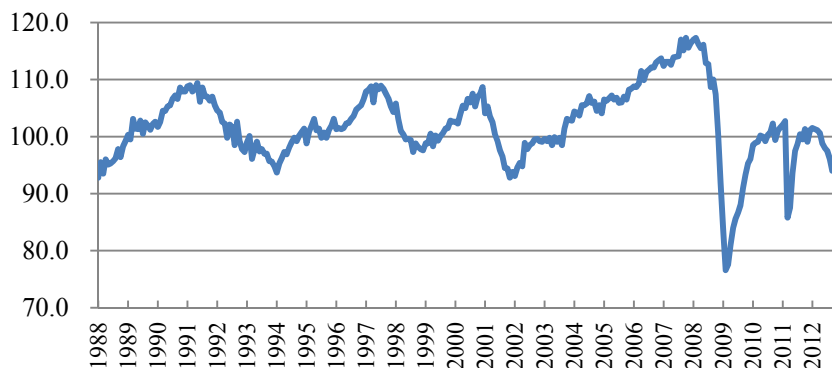
（出所）吉川（2013）pp.222-225.

図2 名目GDP、実質GDP（2005年基準）の推移



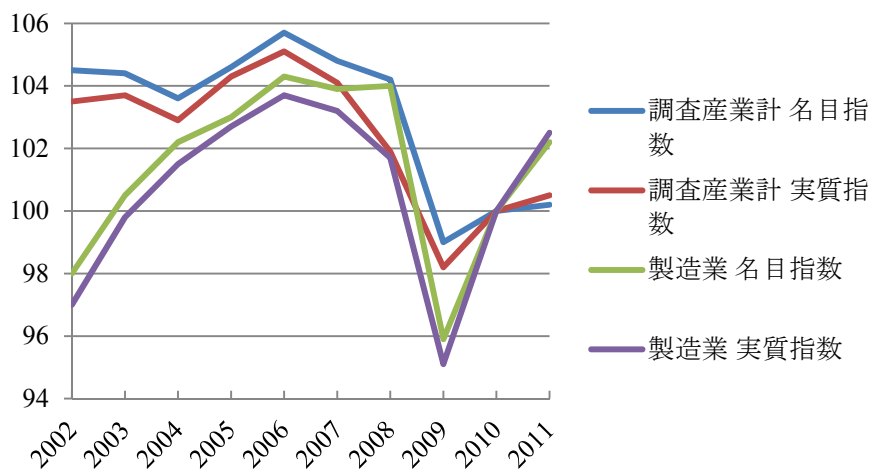
（出所）内閣府「国民経済計算」.

図3 鉱工業生産指数（2010年基準）の推移



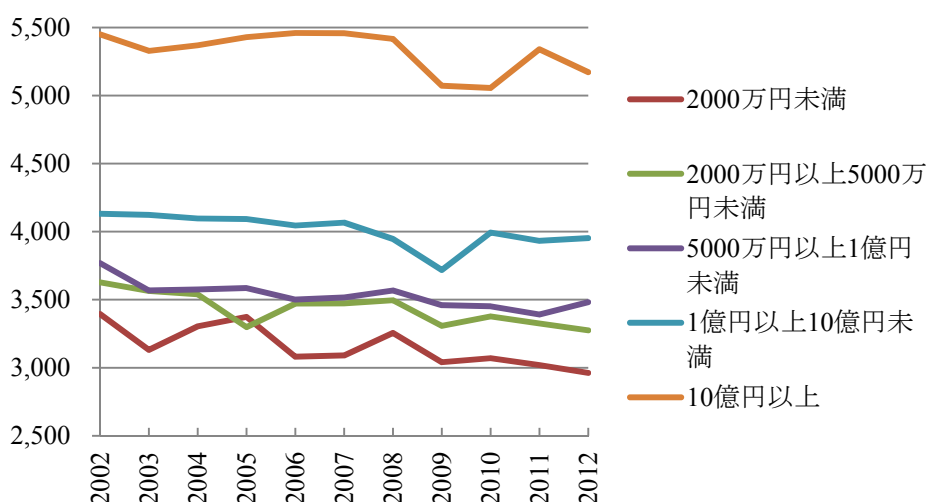
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」.

図4 賃金（現金給与総額）指数の推移（2010=100）



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」.

図5 企業規模別平均給与（単位：千円）



（注）企業規模は株式会社を資本金階級別に分類している。

（出所）国税庁「民間給与実態統計調査」。

1.3 企業・家計の景況感の推移

日銀は、全国の企業動向を的確に把握し、金融政策の適切な運営に資することを目的として短観（全国企業短期経済観測調査⁴）を行っている。以下の図6、図7は短観の「判断項目」のうち、国内での製商品・サービス需給（国内需給DI）と業況（業況判断DI）を示したものである⁵。図からわかるように、2002年頃から2006年にかけて国内需給・業況は製造業において拡大・改善が顕著で、全企業でみてもほぼ一貫して拡大・改善されており、先にみた生産を示すマクロ経済指標とも整合的である。

一方で、内閣府が一般世帯に対して実施した「消費動向調査」によると、図8に示されているように量的緩和政策が開始された2001年から2004年にかけて雇用環境は大きく改善され、暮らし向き・収入の増加についても若干改善されている。その後量的緩和政策が進んだ2004年から2006年においては、家計は雇用環境の改善は感じていたが、暮らし向きや収入の増加についてはほとんど実感を持てなかったということがわかる。こうした結果は、企業の収益改善が労働者の賃金の増加につながらず、賃金水準が停滞したために景気回復の実感が得られなかったことが

⁴ 母集団企業は全国の資本金2千万円以上の民間企業（金融機関を除く。約21万社）であり、その中から調査対象企業（標本企業）を選定している。業種区分は製造業を17業種、非製造業を14業種としている。

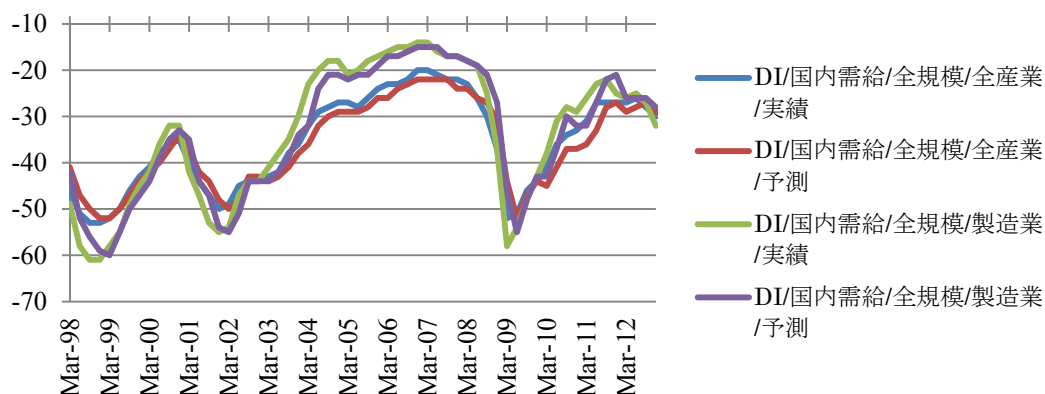
⁵ 国内での製商品・サービス需給は、回答企業の主要商品・サービスの属する業界の、国内における需給についての判断（ただし国内需給のみの判断が困難な場合には、国内外全般における判断でも可）であり、「1. 需要超過」、「2. ほぼ均衡」、「3. 供給超過」の選択肢がある。業況は、回答企業の収益を中心とした業況についての全般的な判断で「1. 良い」、「2. さほど良くない」、「3. 悪い」の選択肢がある。対象企業から得た回答は、以下の通り算出される「DI」（ディフュージョン・インデックス）という指標に加工・集計される。DI（%ポイント）＝「第1選択肢の回答社数構成比（%）」－「第3選択肢の回答社数構成比（%）」例えば「業況判断DI」は、「1. 良い」の社数構成比から「3. 悪い」の社数構成比を引いて算出している。

原因と推測される。

以上、日本のマクロ経済指標の推移と企業・家計の景況感の推移をみてきたが、日銀が2001年3月の対外公表文で懸念していたように、2000年代初頭の日本経済は緩やかなデフレ基調にあり、生産面でも落ち込みがみられた。2002年以降の政策中盤期に入ると、物価上昇率・賃金水準は依然、上昇傾向はみられなかったものの、生産面は拡大した。

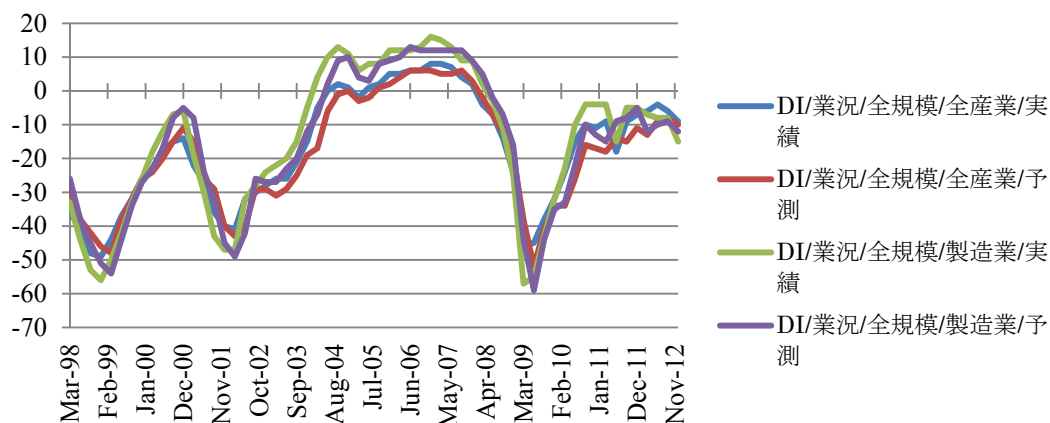
次節では量的緩和政策が導入されるに至る経緯と政策の概要を確認した後、先行研究から量的緩和政策をめぐる論点を整理する。

図6 全企業・製造業の国内需給推移



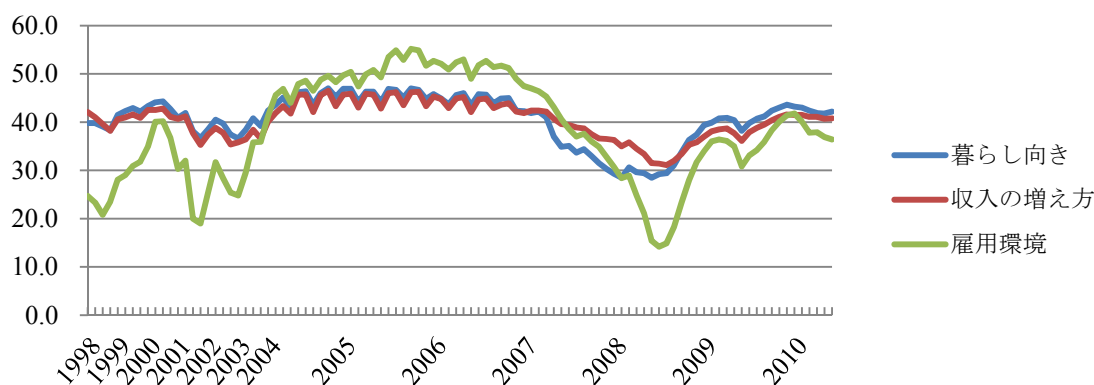
(出所) 日本銀行「短観」.

図7 全企業・製造業の業況推移



(出所) 日本銀行「短観」.

図8 消費者態度指数・消費者意識指標の推移（一般世帯、原数値）



(出所) 内閣府「消費動向調査」.

第2節 量的緩和政策に関する先行研究

2.1 量的緩和政策の概要

通常、金融緩和政策は政策金利を引き下げることから始まり、そこから銀行の貸出を通じて企業の投資活動を促し、総需要を拡大させることを目的とする。具体的なその波及経路は次のように考えられる⁶。

- 1：日銀が債券・手形の買いオペレーション（いわゆる公開市場操作の買いオペレーション⁷）や貸出を行うことで、民間銀行の準備預金（日本銀行当座預金）が増加する。銀行間で準備預金の貸借をする市場をコール市場、そこで支払われる金利を無担保コールレートと呼ぶ。コール市場の供給量にあたる準備預金が増大することで、その対価にあたるコールレートは低下する。
- 2：保有している資産を金利が低下したコール市場で運用するよりも、より高い金利である国債や社債を運用して利益を上げようとする銀行が増える。その結果、債券の需要量が増え、債券価格が上昇すると同時に中長期金利も低下する。企業などの経済主体が行う投資のコストとなる中長期金利の低下によって投資量は増大し、全体としての総需要が増加する。

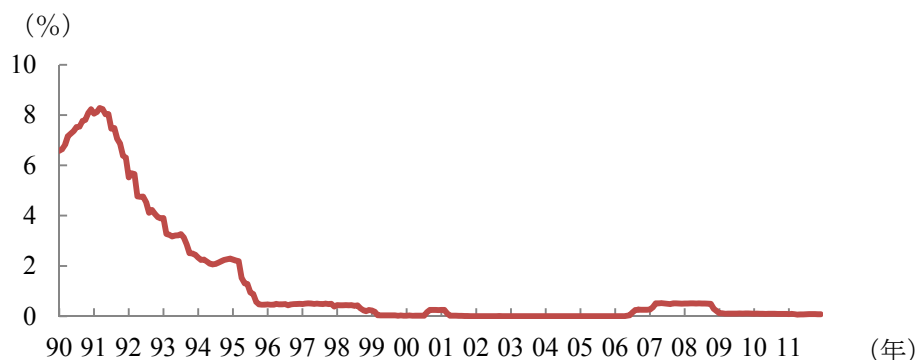
金融政策手段の発動から目的の達成という終点までの期間が長いので、政策が正しい方向に向

⁶ 田中（2008）pp.104-105.

⁷ 公開市場操作は、各銀行が預金残高に応じて日本銀行の当座預金に所要額を一定期間積み立てることを義務付ける「準備預金制度」という制度的な基盤の上であり、買いオペレーションによって供給される資金は日本銀行の当座預金に送金される。日本銀行の当座預金は日本銀行券とあわせて貨幣供給のベースという意味でマネタリーベースと呼ばれる。齊藤（2006）p.95.

かっているかどうかを測る指標（＝操作目標）が必要とされる。日本では歴史的に操作目標を現在の基準貸付利率にあたる公定歩合とコールレートとしていたが、95年から00年にかけてはコールレートのみを、01年から06年にかけては日銀当座預金を操作目標とした⁸。バブルが崩壊した90年代以降、日銀は物価の安定と景気回復を理由に、ほぼ一貫して金融緩和政策を採用しており、図9が示すように、90年代の操作目標であったコールレートは低下し続け、徐々にゼロ%へと近づいていった。

図9 無担保翌日物金利（コールレート）推移



(出所) 日本銀行「時系列統計データ」。

こうした状況の下で日銀が採用したのが1999年2月から開始された、ゼロ金利政策であった。その骨子は、以下の通りである。

- (1) 無担保翌日物金利（コールレート）をゼロ%で推移させる。
- (2) 以上を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になるまで継続する。

ゼロ金利政策は2000年8月に解除されるまで継続した。コールレートがゼロに張りついて低下する余地がなくなったということは、先にみた伝統的な金融政策の最初の波及経路が遮断されていることを意味する。日本経済が2000年の世界的なITバブルの崩壊の影響を受け、日本経済のデフレ懸念が強まったことで日銀はさらなる金融緩和政策として、2001年3月から非伝統的な金融政策である量的緩和政策を世界の中央銀行の中で初めて開始することになった。政策内容は以下のとおりである。

- (1) 金融市場調節の操作目標の変更

金融政策の操作目標をこれまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の

⁸ 田中（2008）p.17.

変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度⁹による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。

(2) 実施期間の目処として消費者物価を採用

新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする。

(3) 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下

当面、日本銀行当座預金残高を、5兆円程度に増額する（最近の残高4兆円強から1兆円程度積み増し）。この結果、無担保コールレートは、これまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく低下し、通常はゼロ%近辺で推移するものと予想される。

(4) 長期国債の買い入れ増額

日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。

量的緩和によって準備預金を増やす行為が金融緩和の効果を持つと考えられたのは、第1に政策コミットメントと呼ばれるものである。短期金利はゼロに達したが、長期金利はゼロに達してはいないため、近い将来に短期金利が上昇するという期待を投資家が持っている可能性が高い。そこで、デフレが終息するまで続けるとアナウンスすることで、将来の短期金利もゼロであると市場に予測させ、長期金利を低下させる¹⁰。第2にオペレーション期間の長期化であり、長期国債の買い入れによって長期金利の低下を促し、投資を刺激すると考えられる。第3にポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれるもので、日銀当座預金の増加は民間銀行にとって資産の増加であるのだから、合理的な銀行経営者であれば資産の増加分の一部を用いて貸出行動をする、というものである。

日銀は、2005年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」の中で、量的緩和政策の効果を以下のように評価している。

日本銀行は、量的緩和政策のもとで、極めて潤沢な資金供給を続けてきている。量的緩和政策の枠組みは、日本銀行が、金融機関が準備預金制度等により預け入れを求められている額を大幅に上回る日本銀行当座預金を供給することと、そうした潤沢な資金供給を消費者物

⁹ 量的緩和政策に先立ち2001年2月に導入された制度で、これにより民間金融機関はあらかじめ日本銀行に差し入れた担保の範囲内で貸し出しを受けることができる。

¹⁰ 例えば3年物債券（長期）と1年物債券（短期）の場合を考えると、3年物債券の3年間の利率と1年物債券の1年間の利率は確定しているが、1年物債券の1年後と2年後の利率は確定していない。資産運用の最大化を考える投資家はこうした将来の利率に対し予想を形成するが、日本銀行が将来のコールレートを低めに誘導するとアナウンスすることで、将来の1年物債券に対する投資家の予想利率が下がる。結果、投資家はより高い利子が得られる3年物債券を購入し、3年物の利率は低下する。田中（2008）p.60。

価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続することを約束することから成り立っている。

潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、経済活動の収縮を回避することに大きな効果を発揮した。金融市場では、潤沢な資金供給により短期金利の水準がゼロとなるとともに、物価の小幅下落が続くもとでは、上記の「約束」がゼロ金利の継続予想を生み出し、長めの金利が低位安定的に推移してきた。しかし、現在では、金融システム不安は大きく後退している。また、物価が下落から上昇に転じるとの見方が増加し、市場参加者が予想する量的緩和政策の継続期間も短縮しており、その結果、やや長めの金利形成において「約束」の果たす役割は徐々に後退する方向にある。そうしたもとの、量的緩和政策の経済・物価に対する刺激効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果を中心になってきている。

こうした日銀の評価に至る背後では量的緩和政策に関する様々な実証分析が行われ、多くの議論が展開されてきた。残念ながら理論的にも実証的にも統一した見解は得られていないが、報告された内容を比較検討し再考することは、次節で紹介する無制限の金融緩和の是非を議論する上でも意義あることと考えられる。そこで、以下では量的緩和政策の効果に関する論文を広くサーベイした鶴飼(2006)、量的緩和政策が生産量・実体経済に与える効果とその波及経路を中心に分析した本多・立花(2011)、原田・増島(2009)の研究内容を紹介する。

2.2 量的緩和政策に関する包括的なサーベイ

鶴飼(2006)では、量的緩和政策の効果を三種類の操作手段別に分類し、それぞれの具体的な波及チャネル別にみた効果に即して質問をたてている¹¹。

第一は、量的緩和政策のうち、「量的緩和政策継続のコミットメントが将来の短期金利の予想経路に働きかける効果」はどの程度見られたのか、である。その分析結果は、量的緩和政策の継続に関するコミットメントが、将来にわたりゼロ金利が継続されるとの予想を醸成し、短中期を中心にイールド・カーブを押し下げる効果は明確に確認されたと述べている。通常、市場参加者は中央銀行のコミットメントがない場合でも、経済・物価情勢に応じて先行きの短期金利を予想しているはずであり、時間軸効果の存在を主張するには中央銀行のコミットメントがない場合でも生じる金利低下を推定し、現実に観察された金利低下が推定値以上であることを検証しなけれ

¹¹ 量的緩和政策の効果を3つの操作手段別に分けて考えることができるのは、どの操作手段も他の操作手段が効果を持つために必要な前提条件には必ずしもなっておらず、独立して効果を捉えることができるためであるとしている。しかし、p.5の脚注において「なお、日銀当座預金供給量の増加については、長期国債オペの増額を伴わないと達成できないケースがあるかもしれない」と述べており、白川(2008)でも短期金利がゼロの下では民間金融機関は中央銀行の短期国債の買いオペに応じるインセンティブが失われるため、日銀当座預金供給量の増加による日銀のバランスシートの拡大は、長期国債の買い入れ等、資産構成の変化との組み合わせでない限り実行できないとしている。白川(2008) p.351.

ばならない。さらに、景気回復期ないし回復の初期局面ではコミットメントの有無にかかわらず市場の予想金利は低いので、時間軸効果は存在したとしても大きいとは考えにくい。したがって、時間軸効果は景気回復が本格化し、ゼロ金利継続期間に関する不確実性が生まれてくる時期にはじめてその存在が試されることになる¹²。鶴飼 (2006) の中で引用されている Baba, Nishioka, Oda, Shirakawa, Ueda and Ugai (2005) は、中央銀行のコミットメントがない場合でも生じる金利低下の推定をし、その推定値と現実に観察された金利低下の差が 2002 年後半以降拡大し、景気回復が軌道に乗り始めた 2003 年に入っては、両者の差が 3 年債と 5 年債で最大 0.4-0.5% 程度となったと報告している。この結論は、上記で展開した論理的推論とも整合的である。

第二は、「日銀当座預金の増加による日銀のバランスシート拡大の効果」は具体的にどのような波及チャネルを通じてどの程度みられたのか、である。この波及チャネルについては具体的なメカニズムについて経済学的にコンセンサスが得られていないと断った上で、日銀当座預金の増加によるポートフォリオ・リバランス効果は、国債金利に及ぼした影響の有無については結果が分かれており、国債以外の金融資産への影響は、高格付社債で有意となっているとしている。

第三は、「長期国債オペ増額による日銀の資産構成変化の効果」は、同様にどのような波及チャネルを通じてどの程度みられたのか、というものである。保有額・積み増し額が最も大きかった長期国債とマネタリーベースの交換がもたらすポートフォリオ・リバランス効果は、国債金利に対しては検出されなかったとし、日銀による長期国債の購入増加が金融政策の緩和期待を強める方向に働きかけたことを示す実証結果は報告されていないと述べている。

量的緩和政策による総需要・物価への押し上げ効果の有無に関しては、1. イールド・カーブ低下の効果から捉えた検証結果 2. マネタリーベースの増加から捉えた検証結果の二つに絞って紹介している。1. イールド・カーブ低下の効果から捉えた検証結果は、既述したとおり時間軸効果によってイールド・カーブをフラット化させる効果は確かに検出され、企業金融の程度の面で緩和的な環境を作り出したとの認識はみられるが、総じて金融仲介機能が十分に働かなかったことや企業のバランスシート調整によって総需要の喚起や物価の押し上げにはいたらなかったという見方が多いと述べている。2. マネタリーベースの増加から捉えた検証結果は、金利がゼロ水準の環境の下では、現金・預金比率および日銀当座預金・銀行預金比率が大きく変動し、貨幣乗数（信用乗数）も不安定かつ予測困難な形で変化していることや、マネタリーベースとマネーサプライ・名目 GDP の関係が少なくともゼロ金利の下では非常に不安定化していることから、マネタリーベースの増加が総需要や物価に及ぼす効果は不確実であり、あったとしても小さいと結論付けている実証結果が多いとしている。

2.3 量的緩和政策が実体経済に与える効果とその波及経路

本多・立花 (2011) は、量的緩和政策が実体経済に与える効果とその波及経路を中心に分析した論文であるが、量的緩和政策が生産に与える効果はきわめて大きいと主張している。この点は

¹² 白川 (2008) pp.351-354.

鶴飼 (2006) の報告内容とは対照的である。

量的緩和政策においては大きく分けて2つの異なる考え方、すなわちゼロ金利のもとで経済に注入された貨幣が「ポートフォリオ・リバランス効果」や「シグナリング効果¹³」を通じて経済に波及するという貨幣の量のものに注目する考え方と、量的緩和政策に付随する中央銀行のコミットメントによって期待される「時間軸効果」を重視する考え方がある。本多・立花 (2011) では前者の視点に立ち、計量経済学的手法である VAR (ベクトル自己回帰) モデル¹⁴を用いて、政策効果を検証している。その結果は、日銀当座預金の増額はまず株価を引き上げ、その後生産を増加させた一方、消費者物価指数 (除く生鮮食品) に対しては、引き上げ効果がほとんど見られなかったとしている。株価の上昇が生産をどのような経路で増加させるかについては、同論文の著者の一人である本多佑三が、2011年10月に開かれた日本経済学会のパネル討論において四つの経路を挙げて補足説明している。一つ目はいわゆる「トービンの q 」に基づいた経路¹⁵、二つ目は株価・不動産の担保価値が上昇した結果、貸出が増加し投資が拡大するという経路、三つ目は、株価上昇が金融機関の保有する株式の含み益を増加させ、銀行貸出・民間投資を促進するという経路、四つ目は家計の支出を増加させる、富み効果という経路である。

さらに本多は同上のパネル討論において、生産が増加したにもかかわらず日本経済がデフレーションから回復するに至らなかった理由について、「景気の回復過程が緩やかであったことと同時に、量的緩和を解除した時期が早すぎた可能性がある」と指摘しており、その根拠の一つとして物価連動債利回りのデータを利用して得られた日本の期待インフレ率 (ブレイク・イーブン・インフレ率¹⁶) の推移を挙げている。すなわち、量的緩和期間中は1%に近い状態がほぼ継続しているが、2006年3月に量的緩和政策が解除されると期待インフレ率は0.5%以下に低下したことを示し、この期待インフレ率の低下は、量的緩和政策の解除がもたらした金融引き締めショックによる可能性が高いと述べている。

¹³ 日銀準備預金を増額させることがシグナルとなり、市場の抱えている短期金利の将来経路に対する期待を低下させ、それが中長期金利に波及し、実体経済に影響が及ぶ効果。本多・立花 (2011) p.59.

¹⁴ 現実では経済理論とは一見矛盾するような時系列データは少なくない。例えば設備投資と政策金利がともに上昇しているといった現象が見受けられる。金利から投資への因果なのか、投資から金利への因果なのか、あるいは別の要因が金利や投資へ働きかけているのかを判断することは困難である。同論文ではこうした因果関係に関する問題に答えを与えることができる VAR の特性を活かし、日銀当座預金が経済指標にどのような影響を与えたかを推定している。

¹⁵ 量的緩和政策期間の前半では日経平均株価は一貫して下がっているが、2003年3月を底として反転していること、2003年3月以前の新株発行額が月平均で約2100億円に対し、それ以降は約3600億円であることから、株価上昇に合わせて企業が新株を発行し、資金を調達していたことが示されている。こうした資金調達が企業の支出につながり、実体経済に波及していった可能性が高く、「トービンの q 」を通ずる経路は働いているのではないかと本多は述べている。

¹⁶ 物価連動国債はインフレ率の変化に応じて利子の受け取りを調整し、実質利回りを保証する商品であり、2004年3月より発行され、消費者物価指数 (全国、除く生鮮食品) を連動対象としている。したがって、物価連動国債の利回りと固定利付国債の利回りとの格差から、満期までの期間中の平均的な物価上昇率の予想値が得られるはずである。翁 (2013) は、「日本の物価連動国債は発行額・市場におけるプレゼンスがいずれもきわめて小さく (国債発行残高に占めるシェアが2009年9月の段階で米国が約8%、英国が約15%であるのに対し、日本は約1%)、ブレイク・イーブン・インフレ率の変動をそのまま期待インフレ率の変動とみなすことは危険であると考えられる。」と指摘する。本多はパネル討論において「物価連動国債残高の規模は、東証一部上場企業の中でも最も大きい企業群の株式時価総額に匹敵しており、十分に金利裁定が働いていたと考えられる」と述べ、上記のような主張に反論している。

原田・増島（2009）でも、マネタリーベースと経済活動の間には、明白な統計的關係があると指摘している。考えられるその経路として、資産価格を通じる経路、銀行のバランスシートを通じる経路¹⁷、為替レートを通じる経路、時間軸効果を通じる経路等を挙げている。このうち資産価格を通じる経路と銀行のバランスシートを通じる経路が重要であり、この経路を通じてマネタリーベースの増加が生産を増加させる効果があるということを、先行研究と統計的な実証方法に基づいて報告している。

さらに、量的緩和政策が長期的には金利を引き上げる効果があるとし、実際に量的緩和の目標値を引き上げたあと、金利が上昇している場合が5回、下降した場合が5回観察されたことを指摘して、時間軸効果の可能性を疑問視している。

2.4 量的緩和政策に関する先行研究の再考

2-3で説明してきた先行研究の報告内容は既述した通り対立している点がある。一点目は、「マネタリーベースの構成要因である日銀当座預金を増額させることが、生産量を増やして景気を刺激したのか」についてである。確かに2001年から2006年にかけて日銀当座預金は大幅に増加しているが、鶴飼（2006）が指摘しているようにマネタリーベースの増額幅に比べると、貨幣供給残高（マネースtock、 M ）の伸びは相対的に低く、国内の物価上昇率の反応も鈍かった¹⁸。同時期の生産面については、実質GDPや鉱工業生産指数、日銀短観等を見る限りでは改善ないし拡大していることが確認できるが、政策自体が総需要の押し上げ効果にどの程度寄与したのか、あるいは量的緩和政策によるマネタリーベースの拡大自体が生産を押し上げる要因であったのかについては統一した見解は得られていない。マネタリーベースの増額に比べてマネースtockの伸びが低かった要因としては信用乗数の不安定性が挙げられる。中央銀行が供給するマネタリーベース（ B ）が民間銀行の預金の形となって貨幣として創り出されていくメカニズムは、

$$M = \alpha B$$

という式で標準的な教科書等において説明されている。 α は信用乗数と呼ばれ、マネタリーベースの1単位の増加がマネースtockを何単位増やすかを意味している。

ところが信用乗数は一定ではなく、図10が示すように、90年代の初頭から長期にわたって低下し続けていた。つまり、日銀は積極的にマネタリーベースの増加を進めてきたが、そのたびに信用乗数は低下していったということになる¹⁹。信用乗数が低下してきた原因としては、1. 短期金利がゼロ水準に向かって低下するとともに、家計が預金よりも現金の保有率を高めた。2. 量的

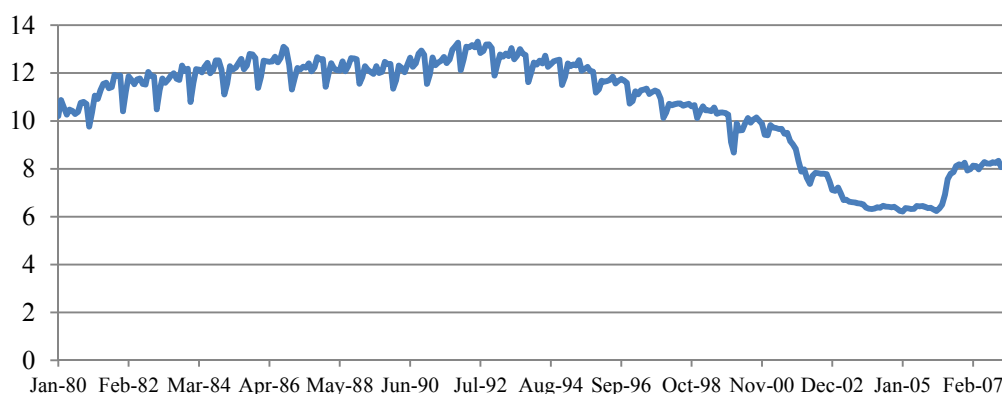
¹⁷ 銀行のバランスシートを通じた経路とは、銀行の準備預金が増大すれば、超過準備となった銀行は積極的に借入を勧誘するか債券を購入し、銀行の保有する資産価格が上昇すれば、銀行が積極的になることを通じて貸出しが増加するという、ポートフォリオ・リバランスをもたらす可能性のある経路である。

¹⁸ 他に田中（2009）や白川（2002）でも同様の指摘をしている。

¹⁹ 齊藤（2010）p.459.

緩和政策によって民間銀行の準備預金が増加し、貸出として使える資金が減少した。3. 有望な投資先が見つからず、銀行の保有する資金が貸出ではなく国債などの安全資産へとシフトした、等が考えられる。したがって、ここで注意すべきこととしては、上記の式はマネタリーベースが上がればマネーストックも上がるといった因果関係を示すものではないということだろう。

図10 信用乗数の推移



(出所) 日本銀行「時系列統計データ」。

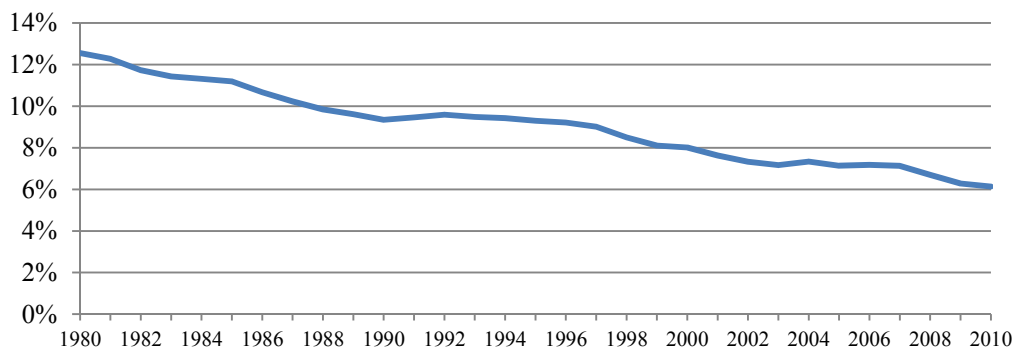
量的緩和政策の効果が物価を上昇させるという点で低かった別の理由としては、貨幣の流通速度の低下が挙げられ、それは経済全体に貨幣が滞留されている現象と解釈することができる。図11が示すように、貨幣の流通速度は30年間ほぼ一貫して低下してきていることがわかる。金利がゼロ水準に向かうにつれて、人々の貨幣保有率が急激に高まっていく「流動性の罅」の状態に日本経済が陥っている可能性がある²⁰。

次に、二点目の「日銀のコミットメントはイールド・カーブを押し下げる効果をもたらしたのか」について考察する。鶴飼(2006)が、短中期を中心にイールド・カーブを押し下げる効果は明確に確認されたと述べているのに対し、原田・増島(2009)は、量的緩和政策が長期的には金利を引き上げた可能性が高いと報告している。

このような両者の主張の違いが生じる理由として考えられるのは、第1に時間軸効果の厳密な検証が困難であるということである。先述したように、時間軸効果についてはコミットメントの無い場合について推定する必要があり、推定結果はモデル自体に依存する。そのため時間軸効果の大きさは選択したモデルによって異なることになる。

²⁰ ただし、短期金利がゼロ水準に到達したことのみで「流動性の罅」に陥ったと判断することはできない。白川(2008)は「金融政策が有効性を失うという議論は、ケインズが『流動性の罅』と表現して展開しているが、ケインズの『流動性の罅』は『永久期限国債(コンソル)の金利がゼロに近い正の水準で通貨需要が無限に大きくなる現象』を議論しており、日本経済が直面した短期金利のゼロ制約に関する議論ではない。」と述べている。

図 11 貨幣の流通速度（名目 GDP/M2）



（出所）日本銀行「時系列統計データ」、内閣府「国民経済計算」。

第 2 に金利の推移期間の捉え方である。利率の決定についての見方を提示する流動性選好理論によれば、貨幣供給量が増加し、実質貨幣残高の供給が増加すると、利率は短期的には低下する。一方で物価が伸縮的になると考えられている長期においてはフィッシャー効果が示すように、実質貨幣残高の成長率を上昇させる拡張的な金融緩和政策は、インフレ率を上昇させ、名目利率の上昇をもたらすことを示唆している。したがって、金融政策が名目利率に与える影響は対象とする期間の長さ依存するため、時間軸効果の有無を断定することは困難になる。

第 3 節 量的緩和政策と為替、コール市場、金融システムの関係

前節では、主に量的緩和政策が金利や生産、物価等に対して与えた効果を中心に考察したが、本節では量的緩和政策が為替や金融システムへ与えた効果を中心に検討する。

3.1 純輸出の拡大と交易損失の発生

量的緩和政策が開始された 2001 年以降の実質実効為替レート²¹の動きを見ると、図 12 の示すように円安が進行している。この時期の超低金利を持続させていた拡張的な金融政策と為替レートの減価が関連していることを説明する例としては、「円キャリー・トレード²²」が挙げられる。

²¹ 円高が進行することで懸念されることは、輸出企業が商品価格の上昇によって価格競争力を失う点である。したがって、価格競争力への為替レートの影響を測るには、自国と貿易相手国との物価変動の影響を除去し、貿易額で加重平均した実質実効為替レートが望ましい。例えば名目の円・ドルレートが 5%円高になったとしても、日本国内で物価が 1%下がり、米国の物価が 9%上がれば、物価変動の影響を除去したあとでは米国製品は 5%割高になるため、日本の製品の価格競争力は対ドルではその分改善されることになる。さらに複数の貿易相手国が存在することを考慮し、対ユーロ、人民元等の複数の実質為替レートを加重平均すれば全体としての対外競争力の影響を測ることが可能になる。翁（2013）p.152.

²² キャリートレード（キャリー取引）とは、国際的に見て低金利である通貨建てで資金を借入れて、より高い利回りとなる他国の通貨建ての株式、債券などを運用して「利ざや」を稼ぐ行為を指す。円資金を調達して、これを他通貨で運用することを円キャリー・トレードという。翁（2013）p.144.

低金利で調達した円建ての資金を外貨で運用する際に円売りが行われるため、為替レートは一時的に円安になる。この時期に円安化が進んだ他の原因としては、政府がドル安・円高の回避を目的に外国為替市場に介入し、ドル建て資産を積極的に購入したことが考えられる。それは2003年と2004年の国際収支統計の外貨準備増減が大幅に拡大していることから確認できる。

図12 実質実効為替レートの推移（2010年=100）



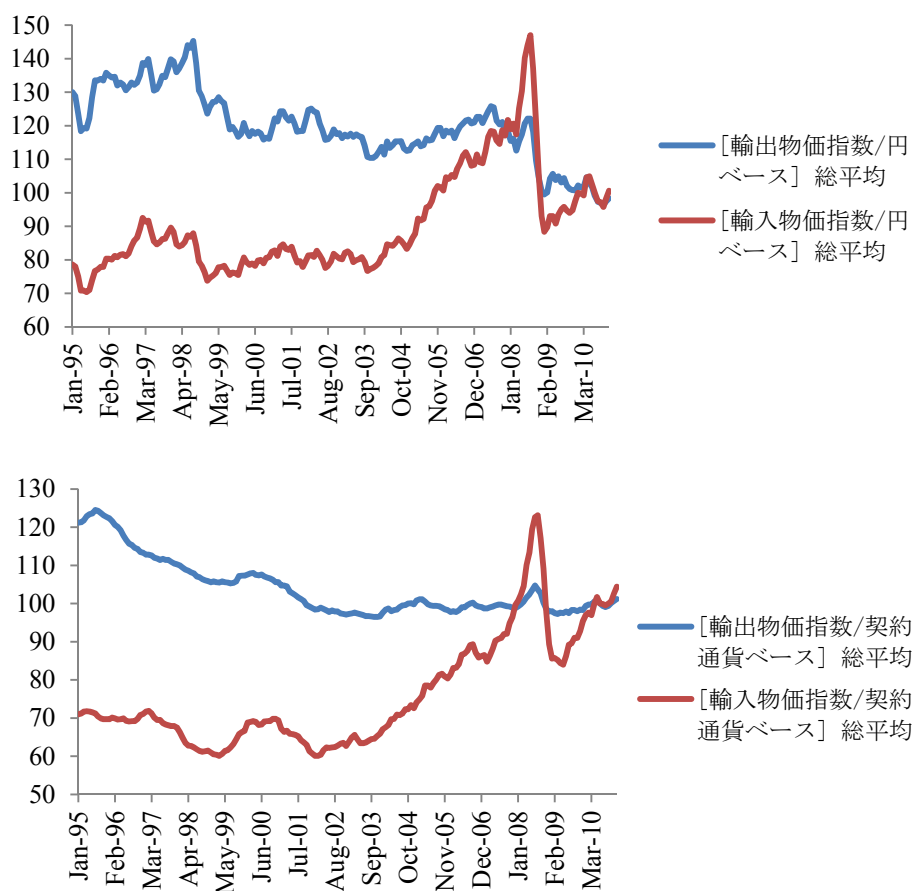
（出所）日本銀行「時系列統計データ」。

純輸出の拡大による経済への影響は、田中（2008）によると、2002年から2005年までの経済成長に対する外需の寄与率が32.9%であり、1992年から2001年の1.1%と比してきわめて大きい。白川（2009）でも、1965-70年のいざなぎ景気と1986-91年のバブル景気の景気拡大局面における需要項目の動きと比べて、景気回復のリードをした主役は純輸出であると述べており、輸出比率の高い企業の設備投資の増加率の高さも指摘している。さらに、デフレスパイラルの危険を高める国内物価の下落が同時に価格競争力の上昇要因ともなり、純輸出の増加をもたらすことを通じてデフレスパイラルの発生を防止する効果を有したと述べている。

このように、純輸出がこの時期の日本経済を牽引したことは明白であり、輸出企業の占める高い割合を考慮すると、実質実効為替レートの減価は日本経済にとってプラスの効果をもたらしたとも考えられる。一方で為替レートの減価は自国通貨の購買力の低下も同時に意味しており、多くの経済主体が日々輸入品にも依存しているという実情を踏まえると、自国通貨の減価による輸入品価格の変化も輸出品価格と同様にみるべきである。図13では輸出入物価指数²³の推移を示しているが、輸入物価指数は量的緩和期半ばには上昇傾向がみられる。

²³ 円ベースとは、外貨建て契約価格を為替相場により円換算した指数であり、契約通貨ベースとは各契約通貨建て価格自体を合成した指数（円建て契約のものは円建て価格）である。両指数を比較することにより為替変動の直接的影響を把握することができる。

図 13 輸出入物価指数円ベース（上）／契約通貨ベース（下）



（出所）日本銀行「時系列統計データ」.

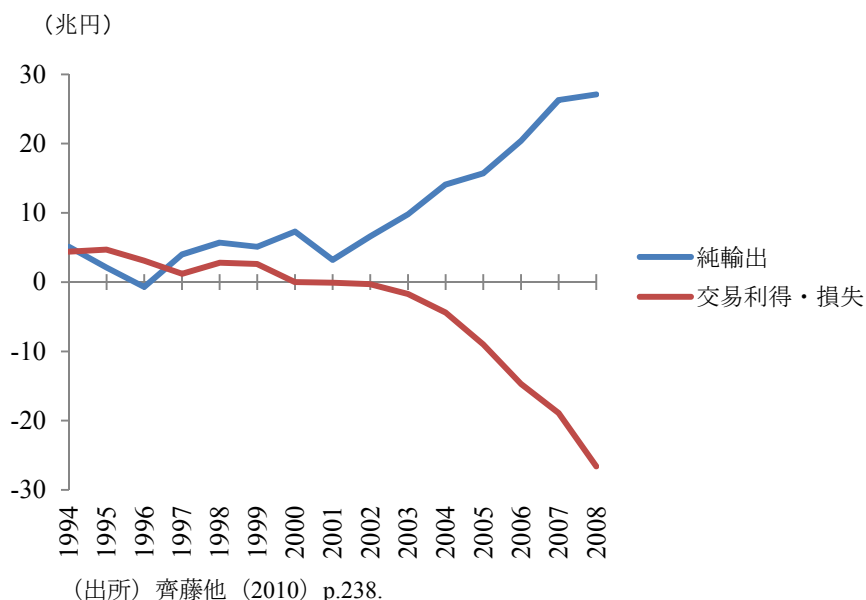
さらに、輸出入物価指数を用いることで、実質 GDP が示す日本経済の所得規模を評価し直すことができる。実質 GDP は基準年を設定し、物価を基準年に固定することで求まる。したがって実質 GDP の構成要素である実質純輸出も物価水準が基準年のままということであり、それは輸出財と輸入財の価格比も一定であることを意味する。

自国通貨が減価して円の購買力が低下すると、外国製品を海外から高く購入して、自国製品を海外に安く販売することになり、逆に自国通貨が増価して円の購買力が上昇すると、外国製品を安く購入して、自国製品を高く販売することになる。前者は交易損失、後者は交易利得と呼ばれる。交易利得は実質的な所得の改善を、交易損失は実質的な所得が海外に漏出していることとなるため、円の購買力を考慮した実質 GDP は、交易利得分を加えるか、あるいは交易損失分を差し引くことで求められることになる²⁴。図 14 をみると、2002 年以降、確かに純輸出は拡大しているが、実質実効為替レートの減価に伴って、交易損失の規模が大きくなっている。2008 年の 1

²⁴ 齊藤他（2010）pp.236-238.

年間では交易損失分がほぼ純輸出分に匹敵していることから、純輸出で稼いだ額に見合う規模の所得が海外に漏出していることになる。

図14 純輸出と交易利得・損失の規模

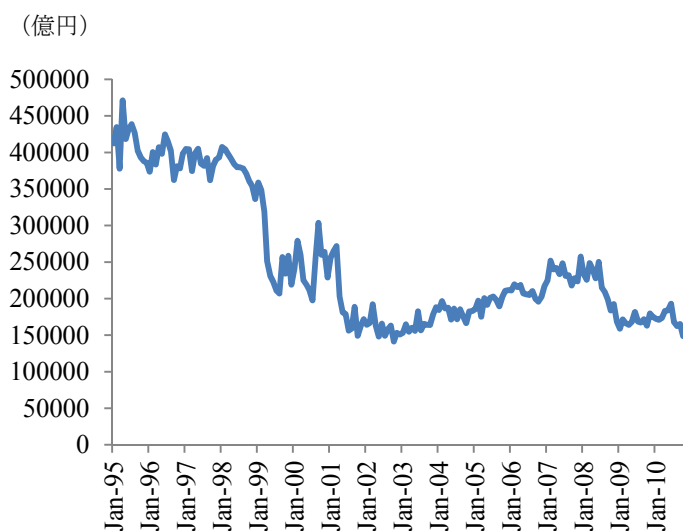


3.2 コール市場の縮小

量的緩和政策の下で日銀当座預金が増加し、無担保コールレートは0.001%までに低下したが、この低金利水準ではインターバンク市場における資金運用主体にとっての収入はきわめて低いものとなる。100億円の放出に対してもわずかに273円であり、さらにコール市場での取引にかかる手数料等の取引コストも勘案するとさらに低くなる²⁵。図15からコール市場の取引がゼロ金利・量的緩和政策の時期に大きく減少しているのがわかるが、市場規模の縮小は、資金調達不安を生み出す面もあった。コール市場は、本来、民間金融機関の所持する日本銀行当座預金の資金過不足を調整する場であるが、市場規模が縮小すると市場参加者は必要なときに資金を調達できるか不安を感じることになる。その結果、流動性に対する予備的な需要が発生し、日銀のオペレーションに応募することによる資金調達が広がった。こうした動きは日銀が市場における圧倒的な資金の出し手になり、資金調達を行う際、金融機関の日銀に対する依存度が高まったことを反映しているといえるだろう。

²⁵ 白川 (2008) p.364.

図 15 コール市場の残高の推移



(出所) 日本銀行「時系列統計データ」。

3.3 量的緩和政策による金融システム安定化効果

経済活動は安定的な金融システムによって支えられており、消費者は預金口座を決済²⁶や貯蓄に利用し、企業も取引を行う際に当座預金を用いる。そのためシステムック・リスク²⁷が現実のものとなれば、多くの決済が混乱に陥り、企業や個人の経済活動に悪影響が及ぶ。こうした事態を防止するために市場に通貨を供給するのは、一般に信用秩序維持政策²⁸の役割であるとされる。しかし、「物価の持続的な下落を防止」することを目的とした量的緩和政策が金融システムの安定化に大きく寄与したと考えられている。

その理由は、白川（2008）によれば以下のように説明できる。第1に、金融機関は大量の日銀当座預金を保有することになったので、その面で流動性不安が軽減した。第2に、日銀が資金供

²⁶ 財・サービスの取引にはお金や品物などを支払ったり引き渡したりする債権・債務と呼ばれる義務が生じる。「決済」とは、これら債権・債務のうちお金に関するものについて、実際にお金の受け渡しを行うことで債権・債務の関係を解消することをいう。福田（2013）p.168.

²⁷ システムック・リスクとは個別の金融機関の支払い不能や、特定の市場または決済システム等の機能不全が他の金融機関・他の市場・または金融システム全般に波及するリスクである。例えば、金融機関 A が資金を調達できなくなり、金融機関 B との取引の決済代金を支払えなくなると取引決済が不履行になる。金融機関 B は受け取る予定であった資金を金融機関 C への支払いに充てる予定であったが、金融機関 A との取引決済が不履行となったため金融機関 C への支払いが行えなくなる。これが他の金融機関も巻き込んで延々と続いていき、システムック・リスクが顕在化することになる。日本銀行「教えて！にちぎん—決済と日本銀行の役割」

²⁸ 伝統的な手段としては、1つは「最後の貸し手（Lender of Last Resort）」としての日銀特融であり、もう1つはロンバート型貸出制度（補完貸付制度）である。ただし、補完貸付制度が機能しなかった事例もある。例えば、2007年以降の金融危機局面の米国・英国では、短期市場金利が補完貸付制度で定めた適用金利を上回っても銀行の利用が進まず、短期市場金利の跳ね上がりがまったく収まらなかった。翁（2013）p.62.

給を弾力的に増加させる方針をあらかじめ示したことも流動性不安の軽減に寄与した。第3に、信用リスク²⁹が高まり、市場における流動性配分機能³⁰が低下している状況においては、量的緩和政策の採用期間中に実施した長期の手形オペレーションは資金繰りの安定化に貢献した。第4に、日銀当座預金の増加は日本の金融機関のドル資金調達の日滑化に貢献した³¹。

さらに福田（2009）は日銀特融による融資が2003年以降に実施されなくなったのは、量的緩和政策の影響が大きいと述べている。りそな銀行と足利銀行に関しては、2003年に日銀特融が決定されながら実行に至らなかったのは、量的緩和後に流動性資産が急増したことが背景にあると指摘している。ロンバート型貸出については、量的緩和政策の前半期にあたる2001年、2002年、2003年のいずれの年も3月末には大きな額の貸出が行われ、2002年9月には1000億円を超える貸出が実施されている。一方で、2003年から2006年5月まではまったく利用されなくなった。こうした動きは量的緩和前半の時期には信用不安を抱える金融機関は必ずしも十分な資金調達ができなかったが、2002年の10月に当座預金残高目標を大幅に引き上げて緩和政策を強化して以降、オペレーションによる資金の大量供給が幅広く浸透し、信用力の低い金融機関でさえ市場で十分な資金調達が可能になっていたことを示唆するものであるという。

以上、量的緩和政策が為替や金融システムに与えた可能性を検討してきたが、次のようにまとめられる。第1に、量的緩和政策によって生じた低金利は、通貨安を通じて純輸出を拡大させ、日本経済を好転させたが、通貨安に伴う輸入価格の上昇は交易損失を生み、所得漏出をもたらした。第2に金融システムの安定性が揺らいでいた時期において、デフレの払拭を目的とした量的緩和政策は経済活動を安定化させるという点で大きな役割を果たした。それと同時にコール市場の規模は縮小し、資金調達に際して民間金融機関の日銀に対する依存度が高まった。

第4節 無制限な金融緩和政策の是非

4.1 無制限な金融緩和政策の概要

量的緩和政策のもたらした効果の解釈については依然として統一した見解は得られていないが、量的緩和政策の効果を支持する専門家によって、政策をより強化してインフレを人為的に引き起こすことでデフレから脱却することを目指すリフレーション政策が強く主張されている。その内容は、インフレ目標を掲げ、さらなる量的緩和（無制限の長期国債買いオペ等）、アクセルを踏み込むべきだというものである。インフレ目標は「物価上昇の原因には、原材料コスト上昇、需要超過などの実物要因に加え、貨幣供給過多という貨幣的要因があるが、物価が上昇するであ

²⁹ 貸出先の債務不履行によって資金を回収することができなくなるリスク。

³⁰ 市場で成立している価格で金融商品（資産）を直ちに売買できる機能。市場の流動性が低下した金融市場では価格が不明であったり、名目的に価格が成立している場合でも直ちに売買することが難しくなる等の状況が発生する。白川（2008）pp.299-300。

³¹ 白川（2008）pp.360-361。

ろうという“期待”の影響も大きく受ける³²。」という考えに基づく。つまり、名目長期金利の低下を目標とした量的緩和とは違い、インフレ期待を引き起こすことで、実質長期金利の低下を目標としている。実質金利は次のフィッシャー方程式によって定義される。

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率}$$

インフレ目標を提唱した米国の経済学者クルーグマンは、1998年の論文において「景気がよくなったとき、日銀は金利の引き上げを行わないというコミットメント³³を行い、それを市場に信じさせることでインフレ期待を今発生させる。通貨の番人としての市場の信託をわざと放棄すればよい。」と主張している。

さらに、東京大学教授の伊藤隆敏は、景気回復を実現するための金融政策の方法として、年率2%のインフレ目標の実現を公約にした無制限な金融緩和政策が有効である理由を、次のように説明している。過去15年の大半は、デフレが続いたことで、将来にわたっても物価は下がり続けるのではないかというデフレの予測（期待）が定着している。数年後の製品価格や不動産価格が現在よりも下落すると予測すれば、借入金利がゼロ%でも、企業は工場建設をためらい、家計は住宅投資をためらう。その結果、投資や消費が停滞し、経済成長率は低くなる。そうすると物価が下がり、株価も不動産価格も下落する。こうして最初の物価下落の予測が自己実現してしまう。15年間にわたる物価、不動産価格、株価の下落は自己実現的なデフレスパイラルの結果とも考えられる。この自己実現的なデフレスパイラルから脱却するためには、スパイラルをつなぐ鎖のいくつかを同時に切断することが必要であり、日銀のインフレ目標政策に基づく強力な金融緩和は、円高に歯止めをかけて、緩やかな円安をもたらす可能性が高い。そして、それは輸出産業の採算を改善して、株高につながるのである³⁴。

4.2 修正版 IS-LM モデルによる分析

浅田（2007）では無制限な金融緩和政策を、伝統的な IS-LM を修正したモデルによって説明することを試みている。1937年にヒックスによって定式化された IS-LM モデルの枠組みにおいては、名目利子率が下限に張り付いてこれ以上下落しえず、貨幣需要の金利弾力性が高まった状態（いわゆる流動性の罨）に経済が陥ると、貨幣供給量を増大させる拡張的な金融政策は国民所得を増大させることができないという点で無効という結論に至る。したがって、中央銀行の政策金利であるコールレートがゼロ近傍に位置した日本経済では、伝統的な IS-LM モデルによって無制限な金融緩和政策の効果を分析することは困難だと考えられてきた。

ところが、浅田（2007）は、伝統的な IS-LM モデルが過去や未来から切り離して「現在」の

³² 田中（2009）p.147.

³³ このコミットメントと量的緩和政策でみた政策コミットメントとは、前者がインフレを引き起こすことを主眼とし、後者が長期金利の低下を主眼としている点で異なっている。

³⁴ 日本経済新聞 12月6日.

みを取りあげている静学的な均衡モデルであることを述べた上で、将来に関する「期待」(予想)が経済主体の現在の行動に影響を及ぼす動学的な側面を組込んだ修正された IS-LM モデルであれば、1990年代以降の日本経済の理論的解釈にとって決定的に重要な役割を果たすことが可能になり、伝統的な IS-LM モデルから得られる「流動性の罍のもとでは金融緩和政策は無効」という結論も覆ることになると指摘している。浅田(2007)の修正された IS-LM モデルでは以下のような経済を想定している。

$$Y = C + I + G \quad (1)$$

$$\frac{M}{P} = L \quad (2)$$

$$C = C(Y, \tau, Y^e, \pi^e); 0 < C_Y < 1, C_\tau < 0, C_{Y^e} > 0, C_{\pi^e} > 0 \quad (3)$$

$$I = I(Y^e, r^e); I_{Y^e} > 0, I_{r^e} < 0 \quad (4)$$

$$L = L(Y, i); L_Y > 0, L_i < 0 \quad (5)$$

$$\pi^e = \frac{P^e - P}{P} \quad (6)$$

$$r^e = i - \pi^e \quad (7)$$

ただし、記号の意味は以下の通りである。Y=実質国民所得、C=実質民間消費支出、I=実質民間投資支出、G=実質政府支出、M=名目貨幣供給、P=物価水準、 $\frac{M}{P}$ =実質貨幣供給、L=実質貨幣需要、 τ =限界税率、i=名目利子率、 Y^e =期待実質国民所得、 P^e =期待物価水準、 π^e =期待物価上昇率、 r^e =期待実質利子率。上付き添字eが付されているものは「現在」時点で経済主体によって予想されている「将来」の諸変数の「期待値」であり、伝統的な IS-LM モデルでは事実上定数扱いされている。

このモデルにおいて重要なことは、1. 現在の消費支出Cや投資支出Iが現在の所得Yのみならず、将来の所得の期待値 Y^e によっても影響を受けること 2. 現在行われる実質投資は期待実質利子率 r^e の減少関数なること 3. 期待物価上昇率 π^e の上昇は現在の消費支出を増やす効果を持っていることの3点である。1990年代半ば以降の日本は、将来の所得に関して経済主体が悲観的な予想を抱き(Y^e が低い)、かつ経済主体の間にデフレ予想が定着していた(π^e が低く、マイナスにさえなっている)可能性が高い。デフレ予想と低成長期待は、相互に補強し合って有効需要の停滞を定着させ、結果的に悲観的な予想を自己実現させる「悪い均衡」の罍に経済を陥れる傾向にある。そこで、もし政府や中央銀行が政策によって人々の将来所得の期待値または物価上昇率の期待値(あるいはその両方)を引き上げることに成功したならば、IS曲線は右シフトし、経済は流動性の罍から抜け出し、現在の実質国民所得は上昇し、現在の失業率は低下するであろう、と述べている。この部分は、拡張的な金融緩和政策をするとLM曲線がシフトする伝統的なIS-LMモデルと異なる点である。

無制限な金融緩和政策の手段としては、浅田(2007)でもやはり、日銀がインフレーション・

ターゲティングを採用した上で長期国債の無制限な購入を提案している。

4.3 修正版 IS-LM モデルの検討

浅田（2007）で提示された修正版 IS-LM モデルの枠組みは、家計や企業などの経済主体が将来の動向を念頭に意思決定をする、フォワード・ルッキングな行動を考慮しているといえるだろう³⁵。量的緩和政策のコミットメントによる時間軸効果等は、フォワード・ルッキングな行動をする経済主体を想定しているため、修正版 IS-LM モデルは非伝統的な金融政策の分析に重要な役割を果たす可能性がある。

ただし、ゼロ金利の下でマネタリーベースを拡大すればマネーストックも拡大するという関係性は薄まってしまうことには留意する必要がある。伝統的な IS-LM モデルではマネタリーベースの増加が信用乗数倍のマネーストックの変動を引き起こすと仮定しているが、第 2 節で確認したように、信用乗数は不安定なものであって機械的な信用乗数論は現実には妥当しない³⁶。修正版 IS-LM モデルにおいてもこのような問題点は依然として残ってしまっている。

4.4 無制限な金融緩和政策の効果とリスク

無制限な金融緩和政策がもつリスクについては、齊藤（2012）によると以下のように要約できる。まず日銀が国債の買いオペによって金融緩和政策を行う場合、日銀のバランスシート（BS）の負債に相当するベースマネー、すなわち日本銀行券（日銀券）残高と準備預金残高の増加に見合う額しか国債の購入はできない。図 16 からわかるように、2011 年には日銀券の発行規模が約 80 兆円に達しているが、支払手段として必要とされる日銀券の規模は過去の実績から見て、名目 GDP のせいぜい 8% と考えられており、2011 年ではその倍に当たる 16% である。したがって、日本の名目 GDP が約 500 兆円弱であることを考慮すると日銀券の残高増による資金調達は限界に達していると考えられ、無制限の金融緩和を行うには準備預金残高を増大させる以外に方法はない。2001 年 3 月から開始された量的緩和政策は 2006 年 3 月には解除されたが、2008 年 10 月に準備預金付利の導入が決定したこともあり、法定準備預金を超える超過準備が増え続けている。日銀は 2010 年 10 月に金融緩和手段として「資産買入等の基金」を設けたが、超過準備で得られる資金はこの基金を通じて運用され、基金規模の上限は当初の 35 兆円から 2012 年 10 月に 91 兆円まで引き上げられている。

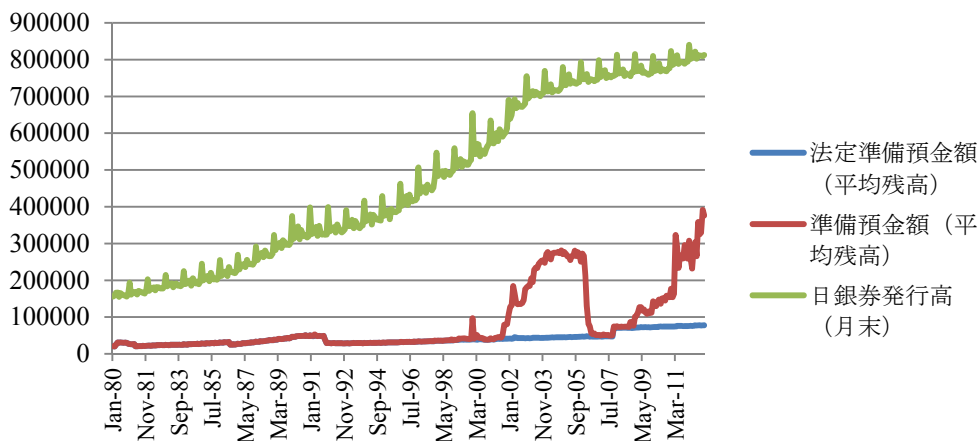
拡張的な金融緩和政策は経済全体の資金循環を活性化して、経済活動を刺激し、物価上昇をも

³⁵ 例えば現在の所得のみに基づいて消費行動をするケインズ型消費関数の弱点を将来の所得の期待値を導入することで対応している。

³⁶ 機械的な信用乗数論が妥当するための条件は二つある。第 1 に、銀行は豊富な借り入れ需要に直面しており、常に積極的に与信を増やしたいという意欲を有している。第 2 に、（それにもかかわらず）銀行は流動性の不足に直面している。この条件が満たされた経済では、銀行に供給される流動性の量が与信の量（したがって預金の量）になるため、銀行行動を描写する理論として信用乗数論を使うことが可能になる。白川（2008）p.263。

たらずことが期待されている。しかし、上に示したような金融政策では民間銀行の資産部門の国債が日銀の資産部門に移動し、民間銀行の国債が準備預金へと振り替えられて日銀の負債部門の準備預金が増大している。こうした資金の動きだけをみれば、かつての量的緩和政策と同じく銀行から家計へと資金が循環していくのは困難である。

図16 法定準備預金残高、準備預金残高、日本銀行券残高（単位：億円）



(出所) 日本銀行「時系列統計データ」。

次に、金利がゼロ近傍から上昇し始めたときに起こり得る事態を考える。金利が上昇すると、日銀は拡大したBS維持のため、準備預金に対する金利を引き上げて資金をつなぎとめる必要がでてくるだろう。さらに、金利の上昇は現金保有コストの上昇でもあるので、民間の持つ日銀券は銀行に預金として持ち込まれると、日銀は準備預金を通じて還流する日銀券の分も金利を支払わなければならない。もし日銀が拡大したBSを維持するのが困難になれば、保有する国債を中心に売却せざるを得なくなり、国債価格を下落させて金利上昇に拍車をかけ、経済に深刻な状況を招く可能性もある。

黒田東彦新総裁の下、日銀は2013年4月4日、物価水準が2%に達するまで今まで以上に強力で持続的な量的緩和政策を遂行する方針を表明した。人々の「予測」に働きかける政策が、实体经济に対して与える影響や、今後どのような結果を日本経済にもたらすのは未知数であるが、2013年の一年間では景気は上向き、大きな成果があげられた。しかし、量的緩和政策と同様に、無制限な金融緩和政策にも効果だけでなく副作用も懸念されている。マクロ経済指標を注意深く観察し、景気や物価、金利が今後上昇し始めた際に、大量に保有した長期国債等をどう処理するのか、金融政策の出口戦略について考えていく必要があるが、これらに関する議論は少なく今後の研究課題である。

結びにかえて

本稿では量的緩和政策に関する論点を整理し、広い観点からその政策効果を考察してきた。マクロ経済指標、日銀・官公庁の実施したアンケート調査からは、量的緩和政策導入期にあたる2000年代初頭の日本経済はデフレ・生産面の後退に直面していたが、量的緩和政策中盤期以降には生産面の改善・拡大が確認された。次に先行研究において量的緩和政策が「総需要を拡大させる効果を有していたか」、「コミットメントはイールド・カーブを押し下げる効果を有していたか」という対立点について再考し、信用乗数の不安定性について留意する必要があること、時間軸効果は選択したモデルや対象期間の長さ依存するため効果の有無を断定するのは困難であることを指摘した。更に、量的緩和政策は実質実効為替レートを円安方向に導いた可能性があることを示し、純輸出が拡大した一方でそれと同程度の交易損失も生じていたことを明らかにした。そして、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤整備を目的とした量的緩和政策が結果的には金融システム安定化の役割も果たしたこと、それに伴いコール市場の規模が縮小し、資金調達に際して民間金融機関の日銀に対する依存度が高まったことについても述べた。以上のことを踏まえると、量的緩和政策をより強化した無制限の金融緩和政策についても、経済指標を注意深く観察し、政策の効果と副作用の両面を考慮しなければならない。さらに景気や物価が上昇し始めたとき、どのような方向をとるべきなのか、金融政策の出口戦略に関する議論も進めていく必要があるだろう。

参考文献

- ・ 浅田統一郎（2007）「デフレ不況と経済政策—実践的マクロ経済学としてのケインズ経済学の立場から」野口旭編『経済政策形成の研究—既得観念と経済学の相克』ナカニシヤ出版。
- ・ 伊藤隆敏（2012）「大胆な金融緩和の是非（上）」『日本経済新聞』「経済教室」2012年12月6日。
- ・ 池尾和人（2012）「大胆な金融緩和の是非（下）」『日本経済新聞』「経済教室」2012年12月7日。
- ・ 鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。
- ・ 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。
- ・ 齊藤誠（2006）『成長信仰の桎梏—消費重視のマクロ経済学』勁草書房。
- ・ 齊藤誠・岩本康志・大田聡一・柴田章久（2010）『マクロ経済学』有斐閣。
- ・ 齊藤誠（2012）「なぜ、無制限の金融緩和が私たちの社会にとって有害なのか」
http://www.econ.hit-u.ac.jp/~makoto/essays/monetary_uselessness_20121118.pdf
- ・ 塩路悦朗・雨宮正佳・岩本康志・植田和男・本多佑三（2012）「非伝統的金融政策の評価—パネル討論Ⅱ」大垣昌夫・小川一夫・小西秀樹・田淵隆俊編『現代経済学の潮流 2012』東洋経済新報社。

- ・白川方明（2002）「量的緩和」採用後一年間の経験」小宮隆太郎編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社.
- ・白川方明（2008）『現代の金融政策—理論と実際』日本経済新聞社.
- ・田中隆之（2008）『「失われた十五年」と金融政策』日本経済新聞社.
- ・原田泰・増島稔（2009）「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」吉川洋編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策—第2巻デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会.
- ・福田慎一（2013）『金融論—市場と経済政策の有効性』有斐閣.
- ・福田慎一（2009）「バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策」吉川洋編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策—第2巻デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会.
- ・本田佑三・立花実（2011）「金融危機と日本の量的緩和政策」岩井克人・瀬古美喜・翁百合編『金融危機とマクロ経済—資産市場の変動と金融政策・規制』東京大学出版会.
- ・吉川洋（2009）「デフレーションと金融政策」吉川洋編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策—第2巻デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会.
- ・吉川洋（2013）『デフレーション—“日本の慢性病”の全貌を解明する』日本経済新聞出版社.
- ・経済産業省『鉱工業指数』http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/iip/b2010_result-2.html
- ・国税庁『民間給与実態統計調査』<http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/minkan/top.html>
- ・厚生労働省『毎月勤労統計調査』<http://www.mhlw.go.jp/toukei/list/30-1.html>
- ・総務省統計局『労働力調査』<http://www.stat.go.jp/data/roudou/index.html>
- ・内閣府『国民経済計算』<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>
- ・内閣府『消費動向調査』<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/shouhi/shouhi.html>
- ・日本銀行『時系列統計データ』<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>
- ・日本銀行「教えて！にちぎん—決済と日本銀行の役割」.
<http://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/kess/index.htm/>
- ・日本銀行（2001）「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」.
- ・日本銀行（2005）「経済・物価情勢の展望」.