

非伝統的金融政策の効果と限界： デフレ脱却と金融政策

内 田 真 人

1. はじめに

1990年のバブル崩壊後、日本経済は異例の長期に亘って低成長が続いている。こうした状況の下、1990年代には需要不足によるデフレギャップを縮小させるため、財政面から大規模な総合経済対策が相次いで実施されたが、いずれも短期的な効果に止まり、期待どおりの成果を挙げ得なかった。むしろ政府債務 GDP 比率が2013年に224%¹⁾まで膨らむなど、財政収支が著しく悪化し、財政面から大規模な追加措置を取る余地がなくなった。一方、金融政策については、日本銀行はバブル崩壊後、政策金利を1990年の6%から10回に亘って引き下げ、1999年からゼロ金利政策を採用した。そして、消費者物価がマイナスに転じたことあって、デフレ脱却、景気刺激の要請が強まり、ゼロ金利制約の下で2001年からは量的緩和政策など、いわゆる非伝統的な政策が導入された。量的緩和政策は2006年に一旦解除されたが、リーマンショックや欧州金融システム不安、円高が進行する中で、再びさらなる積極的な金融政策への要請が強まり、2008年12月に政策金利が0.1%に引き下げられてから現在に至るまで継続されている。また、2010年10月には包括的な金融緩和政策として日銀のバランスシート上に資産買入等の基金を創設、リスク資産の購入を積極化させた。その規模は当初35兆円であったが、段階的に拡大され、2013年1月にはわが国 GDP の2割を超える101兆円まで増額されている。さらに、2012年2月には物価安定の目途が具体的な数値で示され、そして2013年1月には2%のインフレ目標政策が導入されると同時にデフレ克服に向けた政府と

1) OECD Economic Outlook 92 (2012年11月)による。

日銀の共同声明が公表され、日本銀行の物価に対するコミットメントが強化されるに至った。

2000年初の量的緩和政策の効果については、すでに導入後10年以上が経過し、金融専門家の間で様々な分析が行われている。また、リーマンショック後の金融政策の対応も米欧を含めて先進国の経験が広く考察されている。しかし、金融政策の効果について、金融システムの安定には相応の効果が認められる一方、景気対策やデフレ脱却への効果の面では明確な効果が判定しがたく、依然としてコンセンサスが得られていない。

こうした中で懸念されるのは、景気刺激やデフレ脱却策として非伝統的な金融政策の理論的な根拠がまだ不透明な中で、いわゆるアベノミクス²⁾でみるように、一部経済学者や政治家、マスコミなど金融専門家以外から引き続き金融政策に過剰な期待が寄せられている点である。学界における議論と金融政策専門家以外の議論にはギャップが大きい。しかも、2000年以降の金融政策の軌跡を辿ると、長期国債買い入れ、中央銀行のリスク資産の買い入れ拡大、インフレターゲット政策の導入など、非伝統的な金融政策に関する当初の金融緩和措置の要望はかなり採用されているにもかかわらず、日本銀行の対応が依然不十分として、さらなる金融政策の強化策への過激な要請が次々と寄せられ³⁾、非伝統的政策に歯止めが利かなくなっているように見受けられる。金融政策の緩和はどこまで効果が期待でき、併せてどのような限界や副作用があるのかについて、改めて認識する必要性が求められているのではないだろうか。

本稿では、まず、2000年以降日本で行われてきた非伝統的な金融政策について、2000年から2006年の量的緩和政策、2008年リーマンショック後の金融政策の2つの時期に分けて、その政策内容と導入の背景を整理する。次に、非伝統的な金融政策の理論的整理、効果と限界、副作用について検討する。その上で、アベノミクスの下で今後、金融政策をどう考えるべきかについて考察することとしたい。

2) 大胆な金融緩和政策、機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略といういわゆる「3本の矢」の政策を指す。

3) 例えば、2013年2月にはみんなの党渡辺喜美代表をはじめとした超党派連絡会が開かれ、日銀が物価目標を達成するまで責任を負う仕組みを作るなど日銀法改正を目指す動きを強めている。

2. 2000年以降の日本における非伝統的金融政策

日本経済は1990年代初めに資産価格バブルが崩壊した後、かなりの長期に及ぶ経済停滞を経験した。こうした中、日本銀行は1990年8月に公定歩合を6%から5.5%に引き下げたのを皮切りに、1998年9月の0.25%まで10次に亘って政策金利⁴⁾を引き下げた。しかし、景気は一向に好転せず、むしろ1998年以降消費者物価がマイナス⁵⁾に転じるなどデフレとなった。このため、日本銀行は1999年2月に政策金利をゼロ%に引き下げ、過去に例のないいわゆる非伝統的な金融政策を手探りで導入した(図表1)。当時、速水総裁はじめ幹部は記者会見や講演などで、「金利はほとんどゼロとなったため金利面からの一層の緩和の余地はない、また長期国債の引き受けや長期国債の買い切りオペ増額は採りえない選択肢である」との見方を繰り返し主張した⁶⁾。

消費者物価はゼロ金利政策導入後も持続的に下落、デフレが進行した。一方で、名目金利はゼロ以下には下げられないため、デフレが進行すると実質金利の引き上げを通じて金融引き締め効果が生じる。そこで日本銀行は2001年以降、日本経済が直面した当時の厳しい経済的困難に対処するために、金利を変動させる従来型の金融政策ではなく、量的緩和政策に踏み切った⁷⁾。

非伝統的な金融政策の特徴について、白川総裁は2009年に行った講演「非

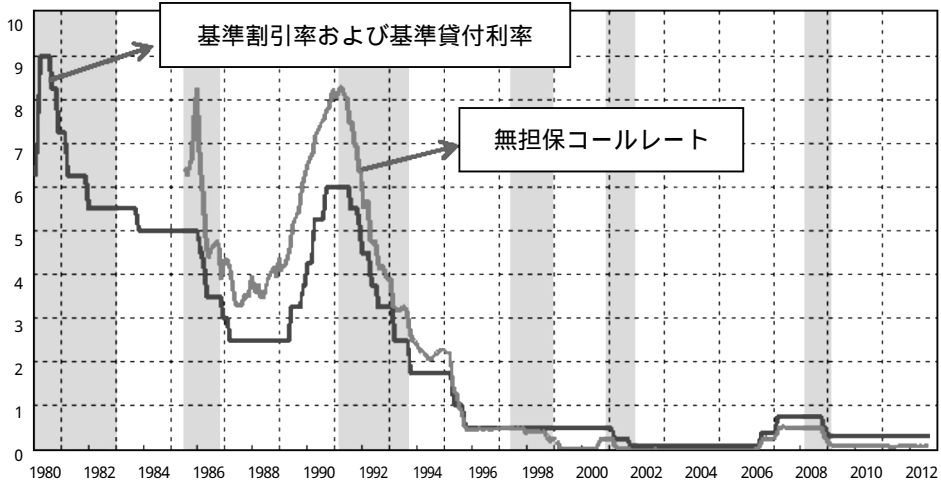
4) 日本銀行は、かつては公定歩合により金融機関に貸出を行うことが金融政策の手段であった。また、公定歩合が変更されると銀行の貸出・預金金利も一斉に変更される仕組みになっていた。しかし、金融自由化の進展に伴い、公定歩合に直接連動しない金利が多くなった。こうした中で、日本銀行は1996年以降、原則としてオペレーションにより金融調節を行うようになった。このため、政策金利は無担保コールレート(オーバーナイト物)となった。なお、2006年にはかつて政策金利として意味合いの強かった公定歩合という名称に代えて、「基準割引率および基準貸付利率」を使用することになると定義の変更を発表した。

5) 消費者物価指数は1998年から2005年まで緩やかな下落を続け、8年間累積で3%下落している。

6) 例えば、内外情勢調査会における日本銀行速水総裁講演要旨(1999年3月)参照。

7) 速水総裁は大阪経済4団体共催懇談会で「(今回の)緩和策の効果は、金利の引き下げといったオーソドックスな政策と比べれば、必ずしも確実とはいえない面があります。しかし、我々としては、厳しい経済情勢の展開を踏まえ、何らかの効果が期待できる以上、こうした政策に踏み切ることが必要な段階に至ったと判断した次第です」と述べ、手探りであることを表明した。

(図表1) 日本銀行の政策金利の推移



注) 政策金利(基準割引率, 無担保コールレート)の定義について詳しくは本文脚注4参照。
 (出典) 日本銀行

伝統的な金融政策 中央銀行の挑戦と学習」(2009)の中で、ゼロ%の政策金利、量的緩和政策、資金供給オペレーション期間の長期化、政策の継続期間に関する中央銀行のコミットメント(時間軸効果)、信用緩和政策、金融機関保有株式の買い入れ、の6つと整理している。この点を念頭に、本章では2001年以降の日本銀行の非伝統的な金融政策を、時期的に2001年3月から2006年までの資金量の拡大を重視した前期の政策(主に量的緩和政策)と、2008年秋のリーマンショック後以降現在まで続いている後期の政策、に分けて軌跡を整理し、2つの政策を比較することとしたい。

(1) 2001年から2006年までの量的緩和政策

2001年3月、日本銀行はITバブルの崩壊に伴う景気後退に対処するため、量的緩和政策を導入した。この期間の具体的な政策は図表2のとおりであるが、前記白川の整理のうち、量的緩和政策、政策の継続期間に関するコミット(時間軸)の二点が特に重要である。

まず、量的緩和政策については、政策金利がほとんどゼロなので、政策の柱を日本銀行の供給する資金量を増やす量的緩和政策に据えた。具体的には、操作目標を金利(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した。また、その目標水準は導入時に所要準備預金額4兆円強を若

(図表2) 量的緩和政策の軌跡1

年/月	政策変更内容	変更の根拠
1999/ 2	ゼロ金利政策の導入(政策金利である無担保コールレートが0%に引き下げ)	景気の悪化に歯止めをかける
1999/ 4	速水総裁記者会見「デフレ懸念が払しょくされるまでゼロ金利を継続する」ことを表明	デフレ継続の懸念
2000/ 8	ゼロ金利政策の解除(無担保コール0.25%へ引き上げ)	(日本経済の改善)
2001/ 2	誘導金利引下げ(無担保コール0.25%→0.125%)	景気回復動き鈍化 物価低下圧力
2001/ 3	量的緩和政策を開始(誘導目標を日本銀行当座預金とし、目標値を5兆円に設定)	経済情勢悪化 物価低下圧力
2001/ 8	当座預金残高目標値の引上げ(5兆円→6兆円) 長期国債買い入れの増額(月4千億円→6千億円)	景気調整の強まり 物価低下圧力
2001/ 9	当座預金残高目標値の引上げ(6兆円→6兆円超)	米同時多発テロ
2001/12	当座預金残高目標値の引上げ(6兆円→10~15兆円) 長期国債買い入れの増額(月6千億円→8千億円)	景気が広範に悪化 リスクプレミアムの拡大
2002/ 2	長期国債買い入れの増額(月8千億円→1兆円)	流動性需要の高まり
2002/10	金融機関保有の株式買入決定(2兆円、実施は11月から)	不良債権問題の早期克服
2002/10	当座預金残高目標値の引上げ(10~15兆円→15~20兆円)、 長期国債買い入れの増額(月1兆円→1.2兆円)	景気先行き不透明 短期金利上昇
2003/ 3	当座預金残高目標値の引上げ(15~20兆円→17~22兆円)、 金融機関保有の株式買入増額(2兆円→3兆円) (福井総裁就任)	(日本郵政公社の発足)
2003/ 4	当座預金残高目標値の引上げ(17~22兆円→22~27兆円)	SARS(新型肺炎) 不安定な株価
2003/ 5	当座預金残高目標値の引上げ(22~27兆円→27~30兆円)	SARS, 不安定な株価, 為替相場
2003/10	当座預金残高目標値の引上げ(27~30兆円→27~32兆円)、 量的緩和政策へのコミットメント条件の明確化	景気回復を確実にさせる
2004/ 1	当座預金残高目標値の引上げ(27~32兆円→30~35兆円)	デフレ克服
2006/ 3	量的緩和政策解除	(景気を持ち直し)

(出典) 日本銀行 HP より筆者作成

千上回る5兆円で開始された後、8次に亘り引き上げられ、最終的には2004年1月の35兆円まで拡大した。また、当座預金残高の目標達成を確実にするための手段として、長期国債の買い入れを月間4,000億円から4回に亘って引き上げ、2002年10月以降は1.2兆円となった。さらに、新たな資金供給手段

としての意味もあって、ABS (Asset Backed Security, 資産担保証券) 市場の発展を支援し、金融政策波及経路の強化を図るため、2003年7月から2006年3月までの時限的な措置として、資産担保証券の買入れも行った。

こうした潤沢な資金供給を受けて、無担保コールレート・オーバーナイト物は1999~2000年のゼロ金利政策期の0.02~0.03%を下回る0.001%まで低下した。また、白川(2008)で示すとおり、量的緩和政策の導入直前の2001年2月と解除直前の2006年2月の金融量を比較すると、当座預金残高の増加は28兆円(当時のGDPの5%に相当)、日本銀行保有の長期国債の増加は40兆円と巨額に及んだ(図表3)。

非伝統的な金融政策の継続期間については、速水総裁が1999年の講演において、その目途として、消費者物価指数(生鮮食品を除く、以下同様)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで継続すると述べ、時間軸政策をはじめて採用した。すなわち、将来に亘ってゼロ金利が継続されるという予想が金融市場の長めの金利や他の金融資産の利回りに影響を及ぼすことによって生み出す効果を引き出した。同時に日本銀行の資金供給オペレーションの平均期間は量的緩和政策末期の2005年には6か月を越え、オペの最長期間は11か月まで延長された。この結果、短期国債の流通利回りはゼロ%近傍に低下し、1年物でさえ入札の落札金利が0.001%まで低下した。

(図表3) 日本銀行のバランスシートの拡大⁸⁾

単位: 億円, %

	マネタリーベース	当座預金	銀行券	長期国債
2001年*(A)	660,798	46,791	572,365	249,198
2002年	837,874	146,277	649,304	503,855
2003年	944,737	202,235	699,391	583,566
2004年	1,088,359	330,731	713,873	665,750
2005年	1,106,457	331,025	730,816	665,841
2006年(B)	1,117,348	326,137	746,617	645,622
((B)-(A))	(456,550)	(279,346)	(174,252)	(396,424)
<(B)/(A)>	<+69.1%>	<7.0倍>	<+30.4%>	<2.6倍>
(参考)2007年	902,284	100,692	756,628	519,198

* 各年の2月末のデータ
(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

8) 白川(2008) p348 参照。

なお、2003年秋に消費者物価上昇率が、医療費自己負担引き上げやたばこ税引き上げといった一時的な特殊要因によってプラスとなる見込みになった。このため、同年10月に解除条件について、消費者物価の前年比上昇率が単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要であるなど、コミットメントの内容をさらに明確化させた。

日本銀行は前述の資産担保証券の買入れに加えて、金融機関による保有株式の価格変動リスクの軽減努力を促すための施策として、2002年11月から2004年9月末までの間、株式等保有額が中核的自己資本(Tier 1)を超えている銀行を対象として、その超える額等の範囲において、格付がBBB以上の企業の上場株式を、銀行からの申込みに応じて買入れた。これは、金融機関が保有する株式の価格変動リスクが金融機関経営の大きな不安定要因となっており、このリスクを軽減することは、金融システムの安定を確保するとともに、金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備するという観点からも喫緊の課題と考えられた。全体としての買入上限額は、当初2兆円であったが、その後3兆円に引き上げられた(実際の累計買入額は、2兆180億円)。

日本銀行は従来、国債などリスクの低い資産を買って資金を供給してきた。しかし、資産担保証券や株式の買入れは、量的に少額とはいえ、個別の信用リスクを負担することになり、将来、損失発生を通じて納税者の負担を生じさせる可能性がある。言い換えれば日本銀行の財務の健全性、ひいては通貨や金融政策への信認を損なう恐れがあることから、異例の措置と位置付けられる。

消費者物価上昇率は2005年にプラスに転じ、2006年1月には前年比0.5%となった。同年3月、日本銀行は、量的緩和政策のコミットメントに関する条件が充足されたと判断し、量的緩和政策を解除するとともに、金融市場調節の主たる操作目標を無担保コールレート・オーバーナイト物に変更し、概ねゼロパーセントで推移するよう促すこととし、5年に及んだ量的緩和政策が終了した。

(2) リーマンショック後の金融政策

2008年9月のリーマンショック後の金融政策は、さらに世界的な金融危機が生じて各国の中央銀行が矢継ぎ早に様々な緊急措置を講じた前期と、デフレ

(図表4-1) リーマンショック後の金融政策の軌跡(2009年まで)

年/月	政策変更内容	変更の根拠
2008/ 9	米ドル資金供給オペレーション	国際協調に参加し、金融市場の安定を図る
2008/10	誘導金利引下げ(無担保コールレート0.5%→0.3%) 国債補完供給制度の拡充	景気の下振れリスク 流動性の改善
2008/12	誘導金利引下げ(無担保コールレート0.3%→0.1%) 長期国債買入れの増額(月1.2兆円→1.4兆円)	景気の悪化懸念 短期オペ負担軽減
2009/ 1	企業金融支援特別オペレーション CP買入の導入	企業金融の円滑化
2009/ 2	金融機関保有株式の買入れ再開 社債買入の導入	金融機関株式保有リスクの削減努力支援
2009/ 3	金融機関向け劣後特約付貸付 長期国債買入れの増額(月1.4兆円→1.8兆円)	自己資本基盤の維持 長期の資金供給
2009/12	共通担保資金供給(固定金利方式)導入	金融緩和の強化

(出典) 日本銀行 HP より筆者作成

の長期化に伴ってさらなる緩和政策が行われている後期に分けられる(日本銀行の対応は図表4-1及び4-2参照)。

まず、緊急期については、日本銀行は無担保コールレートを0.5%から2次に分けて0.2%ずつ0.1%まで引き下げ、金融市場の安定確保を図るため潤沢な流動性を供給した。同時に、日本企業のドル調達不安を取り除くため、各国中央銀行と協調して米ドル資金供給オペレーションを導入し、ドル資金の潤沢な資金供給を行った。また、2009年に入ると、日本銀行では金融機関保有株式の買入れの再開や金融機関への劣後ローンの供与⁹⁾も行った。さらに、企業債務にかかる適格担保を拡大したほか、市場機能の低下が顕著だったCPや社債等、企業金融に係るクレジット商品の買入れにも踏み切った。この間、長期国債の買入れ額も月額1.2兆円から1.8兆円まで引き上げた。

これらの政策は緊急的な措置であった。このため、2009年後半以降、金融危機が鎮静化されるにしたがって徐々に解除された。具体的には社債やCPの買取りは2009年末で打ち切られ、劣後ローン貸付、銀行保有株式の買取りも2010年春までに終了した。

2010年後半に入ると、デフレが継続する中で国内景気の改善の動きが弱ま

9) 金融機関の自己資本比率を引き上げ、自己資本上の制約から貸出が就職することを防ぐことを目的としている。

(図表4-2) リーマンショック後の金融政策の軌跡(2010年以降)

年/月	政策変更内容	変更の根拠
2010/ 4	成長基盤強化のための金融措置	成長力強化の取り組みを金融で支援
2010/10	包括的金融緩和策 ・誘導金利引下げ(無担保コール0.1% 0~0.1%) ・物価の安定が展望できるまで実質ゼロ金利政策を継続(時間軸の明確化) ・日銀のバランスシート上に多様な金融資産を買い入れる基金を創設(以下「基金」,規模は35兆円)	景気改善の動きが弱まる 長めの市場金利低下と各種リスクプレミアム縮小を促す
2011/ 3	基金の増額(35兆円 40兆円) 成長基盤強化のための金融措置を強化	経済悪化の未然防止成長力強化を支援
2011/ 8	基金の増額(40兆円 50兆円)	強力な金融緩和促進
2011/10	基金の増額(50兆円 55兆円)	強力な金融緩和促進
2012/ 2	中長期的な物価安定の目途として当面1%を明示 基金の増額(55兆円 65兆円)	強力な金融緩和促進
2012/ 4	基金の増額(65兆円 70兆円)	強力な金融緩和促進
2012/ 9	基金の増額(70兆円 80兆円)	強力な金融緩和促進
2012/10	基金の増額(80兆円 91兆円), 貸出増加支援のための資金供給の枠組み創設を検討	強力な金融緩和促進
2012/12	基金の増額(91兆円 101兆円) 貸出増加支援のための資金供給の枠組み創設	強力な金融緩和促進
2013/ 1	物価安定の目標導入 期限を定めない資産買入方式の導入 政府との共同声明の公表	デフレの早期脱却 持続的成長への復帰

(出典) 日本銀行 HP より筆者作成

ってきた。また、米国での大規模な金融緩和観測により一段の円高を引き起こす¹⁰⁾という見方が強まった。こうしたこともあって、日本銀行はさらなる緩和措置として、包括的な金融緩和政策に踏み切った。具体的には、金利誘導目標を0~0.1%に引き下げる実質ゼロ金利政策の実施、物価が安定してくるまで実質ゼロ金利政策を継続していくと宣言する時間軸効果の明確化、新たな資産等の買入れ基金の創設の3政策で構成された。

このうち、資産等の買入れ基金については購入対象に国債、CP、社債に加えて、ETF(指数連動型上場投資信託)、REIT(不動産投資信託)が含まれ、間接的にせよ株式、不動産を中央銀行が購入するという極めて異例の政策となった。

10) 2010年9月には約6年半振りに円売り米ドル買い介入も実施された。

基金規模は、導入時には資産買入れ金額5兆円と既存の固定金利オペ30兆円と合わせて35兆円程度とされた。その後、東日本大震災直後の2011年3月に企業マインドの悪化や金融市場の混乱が実体経済に悪影響を与えることを回避するために40兆円に、さらに2013年1月にかけて7度に亘り増額され、2013年1月には101兆円となった。

この間、成長基盤強化に向けた融資・投資の取り組みを促すために、民間銀行を通じて長期かつ低利の資金を供給する「成長基盤強化を支援するための資金供給」、また、東日本大震災後の震災復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため被災地の金融機関を対象に低利で資金を供給する「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」を実施した¹¹⁾。

こうした施策の結果、リーマンショック後の日本銀行のバランスシートをみると(図表5)、まず当座預金残高については2010年までの2年間は20兆円足らずで2006年の解除前(33兆円)に比べて水準が低かった。しかし、2011年から増加ピッチを速め、2012年8月には37兆円と4年間の増加幅が29兆円と拡大した。また、日本銀行保有の長期国債の累積増加も増加しているが、2001年以降の時期に比べると半分程度である。最後に、リーマンショック後の中央銀行のバランスシートの拡大を国際比較でみると2008年8月から2009年末にかけて日本は1.14倍(110兆円→123兆円)であるのに対し、米国2.46

(図表5) 日本銀行のバランスシートの拡大

単位：億円，%

	マネタリーベース	当座預金	銀行券	長期国債
2006年(解除前)	1,117,348	326,137	746,617	645,622
2008年(A)	887,586	83,033	759,271	452,149
2009年	925,892	119,027	761,678	484,565
2010年	989,589	174,297	769,637	571,918
2011年	1,122,445	285,547	791,873	621,300
2012年(B)	1,225,700	369,841	810,682	672,300
((B)-(A))	(338,114)	(286,808)	(51,411)	(220,151)
<(B)/(A)>	<+38.1>	<4.5倍>	<+6.8>	<48.7>

* 各年の8月末のデータ
(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

11) 貸付上限は2013年2月現在4.5兆円、米ドル120億米ドルである。

倍（9,090億ドル 22,373億ドル）、英国 2.55倍（932億ポンド 2,377億ポンド）、欧州 1.28倍（14,491億€ 18,525億€）であり、海外の中央銀行に比べて増加幅は小幅に止まっている（図表6）。しかし中央銀行のバランスシートの水準を名目 GDP 規模の比較でみると、日本は26%と海外（米国 16%、英国 17%）に比べてかなり高い¹²⁾。

（3）2つの時期の政策比較

これまで2つの時期に分けて政策内容を具体的にみてきたが、前半の政策は、効果がありそうであればとりあえずやってみるという試行錯誤的な政策の意味合いが強かった。これに対し、リーマンショック後の政策は、非伝統的な政策対応の評価や効果について研究業績が積み重ねられ、これが政策に活かされた¹³⁾。また、その過程で2000年初の非伝統的政策の効果に対する議論が楽観論で、政策の効果が限定的とやや修正された点も特徴的である。

白川の整理に沿って、2つの時期の政策を6つに分類して整理すると、図表6のようになるが、特徴点としては以下の4点が指摘できる。

まず、第一に、2001年以降に導入した量的緩和政策は初めての経験で試行錯誤であったほか、国民にわかりやすいとの事情もあって、当座預金残高という量的側面が重視された。具体的には当座預金のターゲット金額を定め、これを徐々に拡張させることで、潤沢な流動性がマクロ的な景気の刺激効果を生んでいくことを期待した。当時の1日当たりの法律で定められた準備所要額は約5兆円であり、日本銀行は余分な潤沢な資金を最大で30兆円近く供給した。この目標を達成するために、日本銀行は長期国債買い取りの増額や買い取り対

（図表6）2つの時期の両政策比較

時 期	ゼロ金利	量的緩和	オペ長期化	時間軸	信用緩和	株買入
2001年～2006年						
リーマンショック後						

注) 特徴が強い, 特徴がある

12) 各国中央銀行 HP および総務省統計局 HP より計算。

13) 例えば、バーナンキ議長を含む FRB 幹部は日本を引き合いに理論・実証両面から分析を行い、結論として早い時期から積極的な金利緩和政策を採った。

象資産の範囲拡大など考え得る施策が検討され、一部が導入された。なお、この時期の資金が余剰であったことは、2005年以降、流動性不安の後退を背景に、日本銀行の短期資金供給のオペレーションに対して札割れ¹⁴⁾が多発し、当座預金目標の達成が困難になる事態がたびたび発生していたことから確かめられる。

一方、リーマンショック後は、準備預金所要額を大幅に上回る資金を供給し短期金利を低水準に維持しているが、当座預金残高の目標は設定していない。オーバーナイト金利の誘導目標水準を定め、そのコントロールを起点として各種の主要金利に影響を及ぼすことを通じて、経済・物価に働きかけている。言い換えれば金融市場の安定を維持するとともに、企業金融の円滑化を図るために、流動性を積極的に供給していく結果として当座預金残高が増えている。

第二に、後期は当座預金の目標に代えて、信用緩和政策や長めの市場金利の低下を促すなど、目的を明確化した政策が行われた。

前者については、リーマンショック直後から生じた世界の金融市場の不安定化が大きく影響している。すなわち、当時は株価の下落、急速な業績の悪化によって企業倒産が増加し、欧米の金融機関の経営が不安定化した。こうした中で、中小・零細企業に加えて、大企業でも資本市場取引の停滞から資金繰りがひっ迫し、資金繰りに懸念が生じた。このため、2008年末以降、CP、ABCP、社債、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)など多様な金融資産の買入れを実施し、積極的に流動性を供給した。こうした企業金融に係る金融商品の買入れは個別企業の信用リスクを負担するもので、中央銀行の財務の健全性を確保するための措置が必要になる。このため、「当該金融商品の市場の機能が著しく低下し、これが企業金融全体の逼迫につながっている状況にあると判断され、そうした状況を改善するために中央銀行として異例の措置を実施することが日本銀行の使命に照らし必要と認められる場合に限る」とした基本的な考え方¹⁵⁾を公表した。また、金融機関による今後の株式保有リスク削減努力を支援し、これを通じて金融システムの安定確保を図る観点から、2009年2月から2010年4月まで金融機関からの株式の買入れも再開した。

14) 札割れとは、日本銀行が金融調節のためのオペレーションをオファー(入札の実行通知)したときに、金融機関から申し込まれた金額が入札予定額に達しないことをいう。

15) 2009年初の日本銀行政策委員会月報に買入要領が記されている。

後者については、短期金利の引き下げ余地が限られている中で、追加的な緩和余地がまだ残っているとみられる長めの市場金利の低下とリスク・プレミアムの縮小を促し、全般に金利水準を下げていくことを目的とした政策が採られた。この結果、5年以上の長期の金利も一段と低下した。

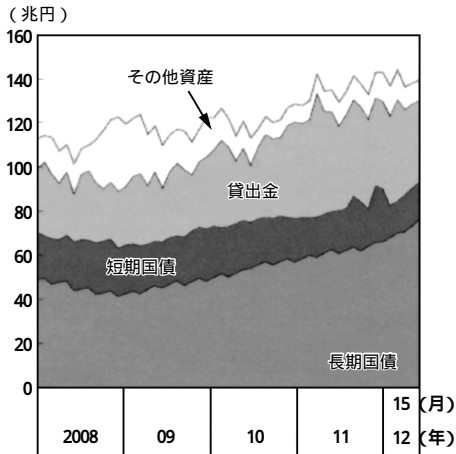
第三に、後期は政策金利がゼロでも短期金融市場の市場機能および信用仲介機能を維持するための対策として、日本銀行は2008年10月に当座預金の付利制度（補完当座預金制度、2013年3月現在0.1%）を導入した¹⁶⁾。短期金利は低下しすぎると、金融機関や投資家の運用金利、ひいては利鞘の低下から、貸出や投資のインセンティブが低下し、銀行間市場が縮小し、必要な時に金融市場から資金調達しにくくなる。しかし、当座預金に付利されると、当座預金の金利を誘導目標金利に合わせつつ、積極的に流動性供給を行うことができるというメリットがある。つまりプラスの金利を維持することにより、金融取引に伴う諸コストや手数料をカバーし、金融取引に伴う諸コストや手数料をカバーできるため、金融活動の基盤や取引のインセンティブはギリギリ残る。この結果、当座預金の付利金利と金利誘導目標（0~0.1%程度）の下で、金融緩和効果が最大限発揮されると考えられる。

第四に、2000年代前半は日本だけが非伝統的な金融政策を導入したのに対し、リーマンショック後は日本だけでなく、米国（連邦準備制度理事会、FRB）、欧州（欧州中央銀行、ECB）、英国（BOE）など、全ての先進国で非伝統的金融政策が行われた。短期金利はゼロ近くに低下し、中央銀行のバランスシートは大幅に拡大するなど各国の採用する政策が類似した。しかし、このことは、中央銀行は自らの政策措置について、自国への直接的な影響だけでなく、海外に与える影響とそれが再び自国に跳ね返る影響の双方についても、適切な注意を払う必要が生じた。実際、2000年以降すでに超金融緩政策が相当程度進んでおり、劇的な追加措置の必要性が少なかった日本と、リーマンショックを契機に非伝統的金融政策を導入した欧米主要国との間で、政策の変化面の視点からはかなり大きな差が生じた（図表7）。その結果、日米の金利差の縮小や金融緩和に対する中央銀行の姿勢の差が円高圧力を強め、日本銀行にさらなる金融緩和の圧力がかかることとなった。

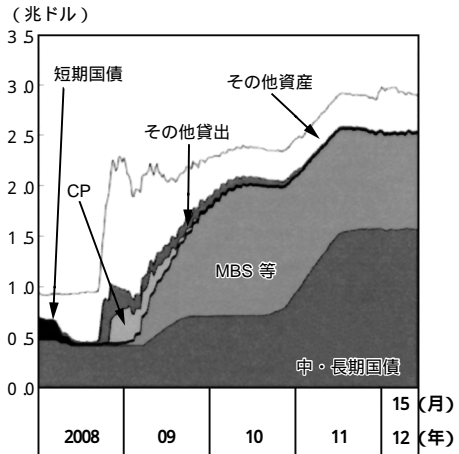
16) 必要準備額を超える準備預金の保有（いわゆる超過準備額）に対して、日銀が利息を支払うことになった。

(図表7) 主要国での中央銀行のバランスシートの規模

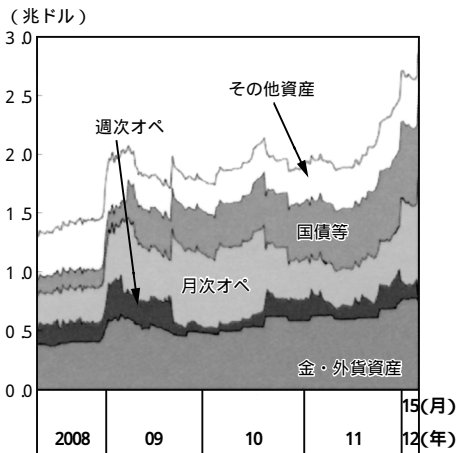
(1) 日本銀行



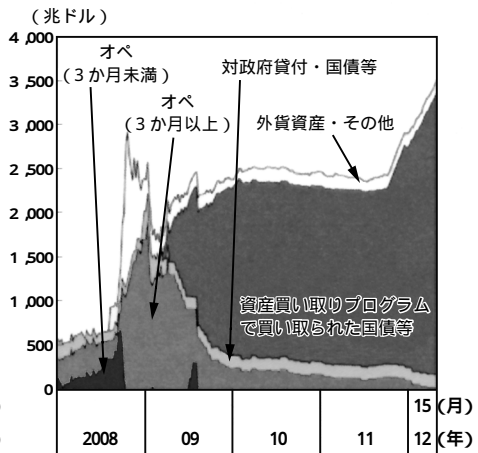
(2) FRB (アメリカ)



(3) ECB (ユーロ圏)



(4) BOE (英国)



(出典) 内閣府「平成24年度 年次経済財政報告」

例えば、2012年9月を例にとると、ギリシャ・スペイン危機が再び強まる中、ECBが6日に財政危機に陥った国債を Outright Monetary Transaction と呼ばれる新たなプログラムで無制限に買い取る方策を公表した。その効果については見方が分かるが、市場の反応は好意的で、危機国の国債利回りが低下するとともに、為替面でも極端なユーロ安が修正された。続いて、米国でもFRBが1週間後の13日、雇用創出を目指した新たな施策として、大規模な資産買入れを柱とする量的緩和第3弾の導入を決めた。将来のインフレを懸念する見

方もあるが、景気浮揚に向けて市場に対し強いメッセージを示したと評価されている。こうした中で、日本でも長引くデフレ経済からの脱却に向けて資産買入基金の増額を柱とする金融緩和を市場予想より早めに決めた。この点について白川総裁は記者会見の場で最適な政策措置は各国経済が直面する問題に即して決められるべきであり、他国の政策に影響されたわけではないと述べ、特定の国の金融政策にリンクして金融政策を運営しているわけではないと主張している。しかし、市場では日本銀行が大胆な金融緩和を実行しなければ円高が進行するとの観測が流れていた。

3. 非伝統的な金融政策の理論的整理

非伝統的な金融政策は2013年現在も続いており依然流動的であるが、本章では伝統的・非伝統的な金融政策について理論的な整理を行う。

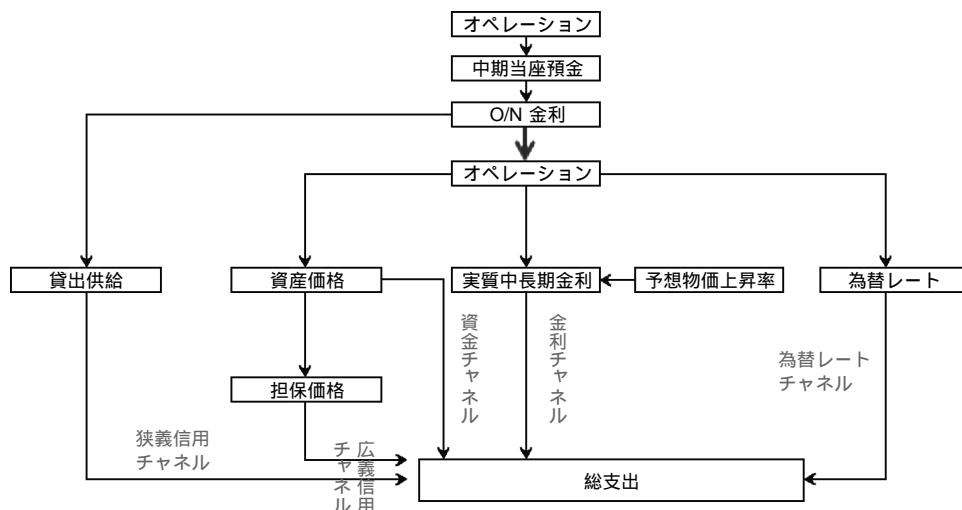
(1) 伝統的な金融政策の理論的整理

金融政策とは、物価安定の下で経済の持続的な成長を拡大させるため、通貨および金融の調節を行うことを指す。伝統的な金融政策を巡る代表的な理論¹⁷⁾には、金利のコントロールを用いるケインズ経済学と資金供給量を重視する政策運営を行うマネタリズムがある。先進国の中央銀行では主に公開市場操作などの手段を用いて金融市場における金利の形成に影響を及ぼし、金利のコントロールは通常、オーバーナイト金利ないしこれと期間的に非常に短い短期金利の誘導を通じて実行されている。

まず、ケインズ経済学（IS-LM分析）では、金利が低下すると貸出の増加を通じて生産量が増加する（狭義信用チャネル）ほか、債券（金利チャネル）、株式・不動産（資金チャネルおよび広義信用チャネル）、外国為替（為替レートチャネル）など、他の資産価格の変化を通じて実体経済を拡大させる（図表8a）。戦後の高度経済成長期のインフレ抑制や不況時の景気刺激に大きな効果を果たしたことが理論的にも実証的にも確かめられている。しかし、日本では2000年以降、政策金利がゼロ近傍まで低下、短期の金融資産が貨幣とほぼ完全代替となり、短期金融資産を貨幣に置き換えても民間主体に影響を与えない、いわゆる「流

17) 本節は白川(2008)第7章、第9章の図表をベースに整理している。

(図表 8a) 金融政策の波及経路 1 (ケインズ的な考え方)

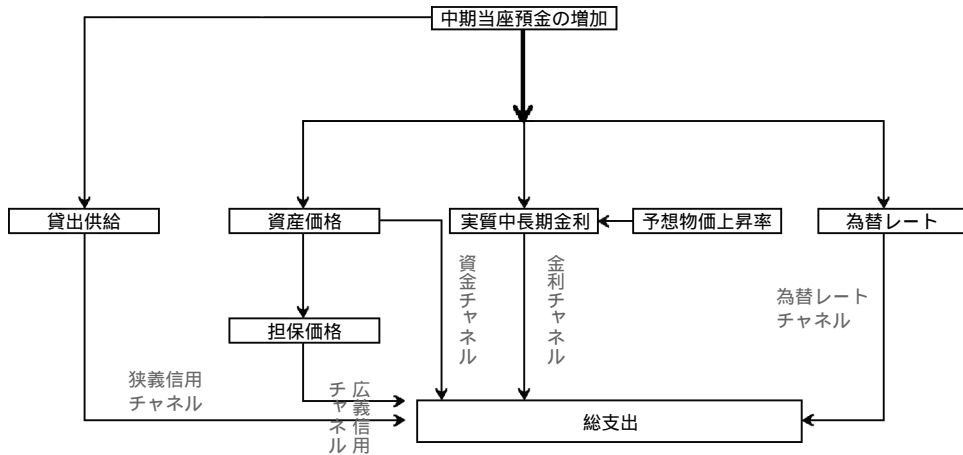


(出典) 白川 (2009) p. 180 を基に著者修正

動性の罫」にはまり、金利の変化を経由するメカニズムが働かなくなった。また、不良債権問題に端を発する金融危機により金融機関の貸出が抑制され、金融仲介機能が低下した。このため、短期金利を起点とする政策効果の波及経路が損なわれた。

一方、マネタリズムでは、マネーストックそれ自体の変化が物価を経由して、あるいは直接的に経済活動全般に影響を及ぼす点を重視する。資金供給量を操作する政策は日本では 2000 年に量的緩和政策が導入されるまで採用されなかったが、米国のボルカー議長が 1980 年代前半に採用したほか、ドイツでも伝統的にマネーサプライ重視の潮流があり、現在の ECB の政策判断基準のひとつにマネーサプライを含めている。もっとも、マネタリー・ベースと名目 GDP の関係が不安定となり、わが国の貨幣乗数は 1980 年代の 12 倍から 2005 年の 6 倍へと大きく低下した。言い換えれば、日本銀行がマネー供給を増やしても、それがマネーサプライの増加に結びつかないため、伝統的な金融政策の有効性が大きく制約されたことになる。その理由としては、銀行等の金融仲介機能が不良債権問題等に起因して低下したほか、非金融部門も債務・設備・在庫の積み上がりを背景にリスクテイク能力が大幅に棄損されたこと、銀行は企業向け貸出よりもリスクの低い国債運用を増やしたこと、グローバル化の流れの中で資金が円キャリー取引¹⁸⁾の活発化などもあって海外に流失したこと、

(図表 8b) 金融政策の波及経路 2 (マネタリスト的な考え方)



(出典) 白川 (2009) p. 180 を基に著者修正

さらには 超低金利下で現金保有自体が拡大した点が指摘できる (図表 8b)。

(2) 非伝統的金融政策の理論的整理

非伝統的な金融政策とは、理論的には短期金利が極めて低くなったとき、あるいはゼロとなったときの金融政策と定義される¹⁹⁾。前章でわが国の政策内容をみてきたが、理論的には、日銀当座預金残高増額の効果 (以下、「マネタリーベース増加効果」と呼ぶ)、時間軸効果、信用緩和効果の3つに整理される。

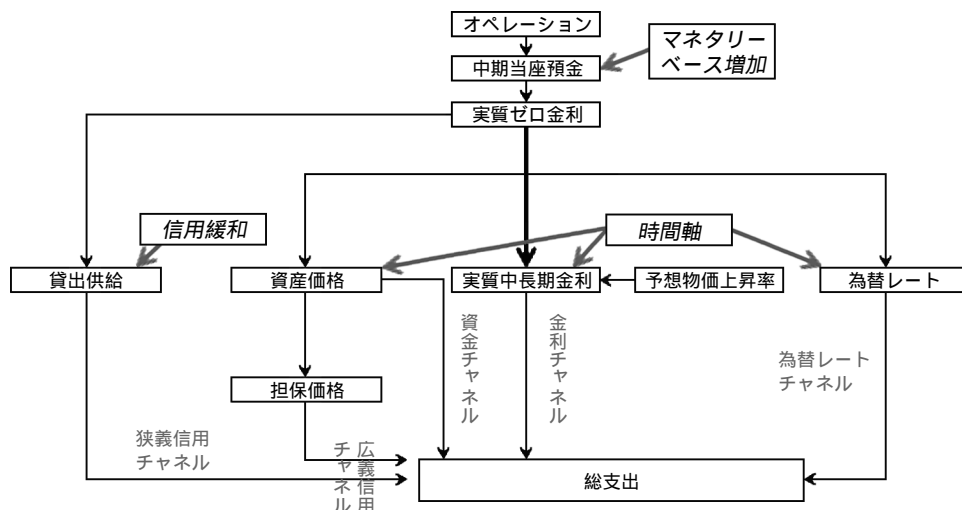
(マネタリーベース増加効果)

マネタリーベース増加効果は、図表9で示すように、日本銀行が資産買い入れて多量に資金を供給すると、企業や家計のインフレ期待を醸成させ、設備投資や消費支出を前倒しさせる (狭義信用チャンネル) 効果がある。また、市中銀行に多量の資金を投入すること民間保有のポートフォリオのリスクが減少するので、リスク総量を一定の限度以下に抑えるという制約条件の下で利益を最大化するよう行動している経済主体が新たなリスクを取る結果、リスク資産買い入

18) 円キャリー取引とは、日本の金利が長期に亘って世界的に低い金利水準にある状態を利用して、投資資金を円で借入れ、より利回りの高いドルなどの資産で運用する投資手法を言う。規模は活発化した2006年9年で46兆円との試算もある (梅本徹参照)。

19) Bernanke and Reinhart (2004) 参照。

(図表9) 非伝統的な金融政策の波及効果(フローチャート)



(出典) 著者作成

れが進む効果が生じ、物価下落や景気後退を抑止することが期待されるポートフォリオ・リバランス効果がある。ただ、ニューケインジアン等のミクロ的基礎の基づいた立場からは、マネタリーベースを拡大させる政策を行っても経済に対して何の効果も与えないとしてマネタリーベース効果に否定的である²⁰⁾。

(時間軸効果)

時間軸効果はインフレ率が将来ある条件を満たすようになるまで短期金利を低めに維持することを対外的に約束することで、経済情勢が好転してもコミットメントの条件が満たされない限り低金利を続けるという予想を民間に織り込ませ、現在の短中期金利を低下させることによって経済を刺激するというものである。また、資産価格を引き上げ、為替を円安化する効果がある。この場合、これらの相場は短期金利の予想経路に依存するため、中央銀行のコミットメント方法の工夫が非常に大事になる。その1つとしてインフレターゲット政策が考えられる。ゼロ金利制約の下でこのように予想した効果を経済理論としてはじめて明示的に提唱したのは Krugman である²¹⁾。

20) Eggertsson and Woodford (2003) 参照。

21) Krugman (1998) 参照。

（信用緩和効果）

最後に、信用緩和策は流動性の低下など、金融市場で機能が損なわれた場合、中央銀行が健全な金融機関へ多量の流動性を供給し、金融危難全般の資金調達を支援する、金融危難への流動性供給だけでは金融市場の安定が図れない場合には主要な信用市場の借り手・投資家へ流動性を直接供給する、あるいは民間信用市場を改善させるため、長期証券を市場から買い取ることで実施される。市場機能が回復すれば経済活動に必要な資金が円滑に融通され、また資産価格も大幅な下落が回避され、景気の回復が期待される。

（具体的な政策提言）

非伝統的な金融政策の理論は、2000年以降の日本の経験を受けて、名目短期金利がゼロ制約を受ける中で、中央銀行がどのような経済政策を行うのが最適かについて研究されてきた。特に、期待インフレの形成で実質金利を引き下げる点に焦点が当てられ、その際、将来の期待インフレに働きかける政策が非常に重要であるとの考え方が強調された。また、大規模な金融緩和を行うことで将来の期待インフレ率に働きかける政策の効果が着目された。これを実現する具体的な政策としては、テーラールール、インフレターゲット政策の2つが提言されている。

テーラールール²²⁾とは、政策金利のルールを分析するもので、a) 現実の望ましいインフレ率からの乖離、b) 現実のGDPの潜在GDPからの乖離（GDPギャップ）に対応して調整されているという考え方である。金融当局の損失関数をインフレ率とGDPギャップそれぞれの目標値からの乖離の二乗の加重平均で定式化した場合、本ルールが近似的な最適解になるとの考え方に基づく。また、ニューケインズモデルであり、必ずしもマネーが登場しないことが特徴的である。近年では、名目金利が現実的な中央銀行の政策ツールとなっており、現実の政策金利への当てはまりが良いことから、分析に広く用いられている。そして、経済が流動性の罅に陥っても、自然利子率がプラスになる将来においても景気を拡大させ、インフレーションを許容するようなコミットメントを行うと、低金利が通常考えられているよりも長い将来に亘って低位にあると予想されることから、総需要を刺激するとともにデフレーション圧力を軽減すると

22) Taylor (1993) が提唱した政策金利のルール。

主張している。

一方、インフレターゲット政策は物価上昇率に対して中央銀行が一定の範囲の目標を定め、それに収まるように金融政策を行うという、インフレ期待形成に直接働きかける政策である。物価下落の長期化で日本の消費者は物価下落を予想し消費を先送りしているため、デフレが深刻化している。日本銀行がインフレ目標を設定し、目標達成まで通貨供給を増やし、リスク性のある金融資産をもっと購入してインフレ高進の予想を抱かせるようにすれば、消費者は消費を増やし、インフレ期待という予言を自ら実現することになると主張される。

このほか、極端な議論として、デフレが悪化する中で、貨幣供給量を確実に増やす政策として、国債の日本銀行引き受けによる財政拡張策(マネタイゼーション)がある。この議論は過去の事例で高インフレを招くとして、ここまで主張する経済学者はいない。もっとも、日本銀行はこれまで長期国債の買い入れに際し、長期国債保有額を日本銀行券発行残高以内に抑えるいわゆる現金ルール²³⁾を堅持してきたが、2010年の包括的緩和政策で例外措置が設けられるなど、事実上破られつつあり、将来的に懸念されるところである。

(3) 日本銀行のコミュニケーション戦略と国民の反応

新しい金融政策は、市場関係者の期待にどう影響を与えるかが政策効果を大きく左右させる。このため、金融政策運営の透明性の向上や金融政策の意図を市場や国民にどう伝えていくかについて、コミュニケーション戦略の改善²⁴⁾が非常に重要となっている。

日本銀行は2000年以降、コミュニケーションに関して幅広い人に伝えるため、様々な努力を行っており、政策運営の透明化という点で、この10年間に大きな拡充が見られる²⁵⁾。

まず、毎月の金融政策決定会合後に出される決定内容(金融市場調節方針やその時々金融経済情勢についての判断など)の公表と議長である総裁による記者会見での説明、議事要旨の公表²⁶⁾、月報による金融経済情勢についての現状分

23) 政府の国債乱発を防ぐため、日銀は国債購入額を日銀券(紙幣)の発行残高以内に収めているルール。但し、こうした厳格な規定は他国の中央銀行にはない。

24) FEDによる米国の金融政策の透明性が1990年代以降大きく変化したが、この点についてはWoodford(2005)が詳しい。

25) 具体的なコミュニケーション策については日本銀行HP参照。

析はかなり詳細である。また、年2回、4月末および10月末には経済物価情勢の展望（いわゆる展望レポート）で、経済の現状と中長期的な先行き見通しを示している。総裁・副総裁や審議委員の講演は日本全国で年間数十回に及んでいる。さらに総裁の国会への出席も年10回を超え、新聞・テレビインタビューの機会も増えている。加えて、今後は経済財政諮問会議において四半期ごとに物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通しや金融政策に関する説明を行うこととなった。

次に、物価の安定については、2006年に量的緩和を解除する際、新たな金融政策の枠組みとして、「中長期的な物価安定の理解」という考え方を導入し、政策委員会幹部の先行き見通しを集計した数値が初めて具体的に公表された。また、2009年12月には中期的な物価安定の内容が消費者物価指数の前年比2%以下のプラスの領域にあり、大勢の意見は1%程度を中心と考えていると具体的な数値を示した。さらに、2012年2月には「中長期的な物価安定の目途」について、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とすると日本銀行として目指していく中長期的な目標値を示した。そして、2013年1月、物価安定についての表現が「物価安定の目標」に変更され、目指す消費者物価の前年比上昇率も1%から2%に引き上げられた。同時に目標達成の時期について、抽象的な表現ながら「中長期」から「できるだけ早期実現を目指す」に短縮された。

一方で、日本銀行に対する認知度・信頼度については、「生活意識に関するアンケート調査」で毎年6月・12月の2回調査が行われており、国民の意識や評価が確認できる。2012年6月の調査結果（第50回）によれば、「日本銀行を信頼している」と回答した人の割合は4割台前半となり、『信頼していない』と回答した人の割合（約1割）を上回った。しかし、日本銀行の外部に対する説明は「わかりやすい」との回答が38%に対し、「わかりにくい」との回答が61.9%となっている。しかも「わかりにくい」との回答は調査開始の2004年（57%）にくらべて僅かとはいえ高まっている。また、わかりにくい理由としては、「日本銀行について基本的知識がない」が最も多く、次いで「日本銀行の説明や言葉が専門的で難しい」、「金融や経済の仕組み自体がわかりにくい」が指摘されている。

26) 10年経過後には議事録を公表し、決定に至る議論の経緯を明らかにしている。

このように日本銀行はコミュニケーション活動を強化しているが、依然として国民からは離れた存在になっている。これは日本銀行の発信相手が主に市場など専門家向けになっているためではないかと考えられる。この意味で、政策が効果を発揮するには金融政策について、より分かりやすい広報や意見聴取の努力が不足していると判断される。

4. 非伝統的金融政策の評価

わが国の非伝統的な金融政策は全体としては大きな効果が得られず、長期化している。本章では、前章でみた非伝統的な金融政策の理論について、期待された効果が実際にどの程度あったのかサーベイを行う。また、大胆な金融政策は長期化すると当然に副作用を伴う。そこで実際にどのような課題があるのかを考察する。その上で、最後に近年の非伝統的金融政策を巡る論争について簡単に整理する。

(1) 政策効果の実証分析サーベイ

非伝統的金融政策については、様々な分析が行われている。そこで、まず鶴飼(2006)、白塚(2009)、中澤・吉川(2011)でのサーベイ等を基に、金融システムの安定、時間軸効果、ポートフォリオ・リバランス効果、実体経済への影響、コミュニケーション政策の5つに分けて、非伝統的金融政策の効果を整理したい。

(金融システムの安定)

日本銀行が2001年～2006年に行った量的緩和政策については、中央銀行が金融機関に流動性を大量に供給することで金融機関の資金繰りにおける不安を軽減させ、流動性リスクを軽減させた点ではおおむねコンセンサスが得られている。例えば白塚・藤木(2001)はゼロ金利政策による流動性効果を実証的に検証し、わが国の金融市場が脆弱であったため極めて強力な流動性効果があったことを示している。また、鶴飼(2006)も量的緩和政策によって不良債権を抱えていた金融機関が市場から調達する資金にかかるプレミアムが格付け格差を殆ど反映しないところまで縮小したことが実証されているとし、金融市場の

安定や緩和的な金融環境を維持し先行きの資金調達に対する企業の不安を通じた景気・物価のさらなる悪化を回避する効果があったと結論付けている。

（時間軸効果）

ゼロ金利継続のコミットメントが短期金利の将来経路に働きかける効果は明確に存在し、どの計測結果をみても短中期を中心にイールドカーブを押し下げる効果が認められ、金利を安定化したとの評価でコンセンサスが得られている。例えば、翁・白塚 (2003) はイールドカーブの変化に観察された政策コミットメントの市場の期待形成への影響を実証的に検証し、短期金利の将来経路に関する市場の期待形成を安定化させるうえで極めて有効であり、より期間の長い金利を低下させ、イールドカーブを平坦化させたことが示されている。しかしながら、併せて金融政策だけでは低成長下のデフレを解消できないとの限界も付している。

（ポートフォリオ・リバランス効果）

中央銀行の資産買い入れで資金を入手した金融機関が、リスク資産の買い入れを増やすポートフォリアリバランス効果については、まず、国債金利に関して竹田・小牧・矢嶋 (2005) が量的緩和政策採用時に国債の流動性プレミアムの低下が有意であったとしている。一方、Oda and Ueda (2006) は有意でないとしており、結果が分かれている。また、銀行のポートフォリオ（資産構成）をみると、量的緩和政策後の国債の保有比率が上昇しており、銀行のリスク資産のウエイトが高まったとは必ずしもいえないとの主張が多い。

国債以外の金融資産への影響は、本多・黒木・立花 (2010) が株価の上昇、為替の減価がみられたと肯定している一方、Kimura and Small (2006) は高格付け社債を除けば有意でないとの意見が分かれている。また、効果があったとする分析でも効果の大きさは通常時に比べて限定的となっている。

（実体経済押し上げ効果）

非伝統的な金融政策が日本経済にマクロ的に及ぼした効果をみると、上述のとおり金融機関の資金繰り不安を回避する効果が検出され、総じて緩和的な金融緩和を作り出したとの結果は得られる。しかし、マネタリーベース増加効果

が企業や家計のインフレ期待を高め設備投資や個人消費に影響があったかどうかについては、検出されないか (Kimura et al.)、ゼロ金利でない時期に比べて小さく統計的に有意でない程度のプラスの影響 (Fujiwara (2006)) との評価が多い。こうした中で、リバランス効果を主張する論者からは株価上昇や円安を通じて生産を増加させる効果があったとしている。また、中澤・吉川 (2011) はリバランス効果が発揮しにくかったのは日本銀行の買い入れ資産が残存1年超3年以下の長期国債が中心であった点を問題視している。また、不良債権問題を抱えた銀行の金融仲介機能の毀損や企業のバランスシート調整によって政策効果の発言が減殺されたとの解釈も示されている。

(コミュニケーション政策)

コミュニケーション戦略については、副総裁であった植田 (2005) は、日本銀行の政策措置に対する誤った理解が広まり、日本銀行が採用している政策と学界からの政策提言の類似性を十分に理解しないままデフレを克服するために極端な政策を採用すべきとの議論につながった、と回顧している。一方で、Ito and Mishkin (2006)、は日本銀行の政策対応は規模が小さく実行も遅過ぎるなどデフレの対処に積極的でなかっただけでなく、非伝統的手段の有効性に対する日本銀行自身の確信の低さがその有効性につながったと主張している。また、星 (2011) も日本銀行はデフレ脱却政策を放棄していると批判している。

(図表10) 非伝統的政策の効果

施策	効果	内 容
金融システムの安定		金融機関の資金繰りにおける不安を軽減させ、流動性リスクを軽減
時間軸効果		短中期を中心にイールドカーブを押し下げ
ポートフォリオバランス効果		効果ありとなしで評価が分かれる。効果の大きさはあっても通常時に比べて限定的
実体経済押し上げ効果	×	総需要への効果は殆どない。ただし、不良債権問題、企業のバランスシート問題が影響した可能性も
コミュニケーション政策		日本銀行の意向が十分に伝わっていない可能性がある。

注) 大きい, 小さい, ×極めて小さい

以上をまとめると、日本銀行の非伝統的金融政策は、金融システムの安定面や時間軸効果では一定の効果がみられるのに対し、マクロ経済の刺激面では明確な結果が得られていないことがわかる（図表 10）。

（2）非伝統的金融政策の副作用

非伝統的な金融政策は短期的には有効でも、実施期間が長期化したり、過度に行うと副作用が生じる可能性がある。副作用としては、具体的には以下の5点が指摘できる。

第一に、中央銀行が過剰に介入してリスク・プレミアムを過度に低く抑え込むと、リスクに応じて価格付けがなされるという市場本来の金利機能を歪めることになる。言い換えれば、金利が極端に低いと、金融機関は短期金融市場で資金を運用しても経費・人件費が金利収入を上回るため、市場取引を控えるようになる。実際、無担保コール市場の取引残高は2001年初の20兆円から2002年12月の3.4兆円まで8割以上減少した。取引量が減少すると価格シグナルという短期金融市場の持つ機能が低下する。また、実務界からは、一旦取引量が減ると実務を担当する人員も少なくなるため、非伝統的な政策が解除された後、経験不足や引継ぎのなさが理由で短期金融取引が滞るといった人材面からの問題点も指摘されている²⁷⁾。さらに、短期資金の調達、長期資金の運用を行う金融機関にとっては、利鞘の縮小で収益を圧迫する可能性がある。加えて、金融システムの安定を重視する余り、本来マーケット・メカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す可能性もある。

こうした弊害を防ぐため、日本銀行は前述のように2008年に当座預金の付利制度を導入した。

第二に、マネタリーベースの増加で潤沢な資金供給を行っても、資金が国内経済の拡大に向かわず、金、食糧、資源などの投資に向かうと、商品市況を高騰させ、1980年代後半のように土地・株価に資金が流れると資産バブルを引き起こす。また、BRICs 諸国をはじめとした新興国に資金が流出すると、これらの国での景気過熱や信用バブルを助長させ、その後の深刻な景気後退を招く可能性がある。為替面でも、2000年代前半にみられたように、円キャリー取引が活発化する場面では円安化し、こうした取引が解消されると急速な円高

27) 加藤出(2010)参照。

となるなど、歪みに伴う為替相場の変動は大きくなる。

第三に、中央銀行のバランスシートが過度に拡大し、しかも金融危機によって社債、CPなどリスクの上昇した資産を購入すると、中央銀行の取得した資産の損失リスクが相対的に大きくなる。そして中央銀行の信認が失われると、予期せぬタイミングで予想インフレ率が上昇したり、金融システム不安が台頭しかねない。また、長期国債の割合を増やすと将来、適切なタイミングでバランスシートを縮小できないリスクも生じる。

第四に、無規律な貨幣拡大もしくは政府債務の貨幣化と市場に認識されて国債利回りが急騰する可能性も考えられる。この場合、国債を多量に保有する銀行等の経済主体は大きな損失を被る。例えば、2010年に実施された包括的緩和策では財政再建への中長期的な道筋が不明確な中、対象となる長期国債を銀行券ルールの対象外とした。このことは市場において財政ファイナンスを目的とするものとの誤解を生みかねず、長めの市場金利に悪影響を及ぼす懸念がある。実際、包括的緩和策は1年の暫定措置、35兆円でスタートしたが、期間が延期され規模も拡大するなど恒常化しつつある。

最後に中央銀行の独立性の問題がある。インフレ・ターゲティングのメリットは、本来、金融政策運営の透明性を高めることにある。しかし、2013年の政策導入の経緯をみると、中核となる目標値の設定が事実上政治の論理で決められ、日本銀行の独立性に疑問符が付いた。今後、日銀法改正を梃子に日銀に要求すれば何でも出てくると政治が認識するようになれば、日銀に国債を買わせる・引き受けさせる等の行為に政治が走りやすくなる。

(3) 非伝統的な金融政策を巡る議論

日本銀行の非伝統的な金融政策の評価については、デフレやインフレは基本的に貨幣的な現象であり、日本銀行のリスク資産の購入規模を拡大し資金を供給し続ければデフレから脱却できるとする「リフレ派」と、ゼロ金利の下では成長期待を伴う構造改革等がないと金融政策だけでは効果が限られると主張するいわゆる「改革派」の2つに分かれる。そして、これまで主にインフレターゲット政策の導入、日本銀行の政策手段として買い入れるリスク資産について議論が交わされてきた。

インフレターゲット政策は、1990年のニュージーランドを皮切りに、多く

の国で導入されている。導入国数は IMF 調査²⁸⁾によれば、リーマンショック前の 2006 年段階で世界 25 か国に及んでいる。わが国でも、国内・海外を問わず、デフレ脱却に向けてインフレターゲット政策の導入を巡って活発な議論が展開された。

インフレターゲット政策は、政府・日銀がターゲットを明確化することで人々のインフレ期待に働きかけることができる、短期的な景気刺激のためにインフレを犠牲にして金融緩和を実施する誘引を抑制できる、物価の安定を意味する内容を数値で表現し日本銀行の説明責任が明確化することで金融政策の透明度の向上や市場等とのコミュニケーションの円滑化につながる、とのメリットを持つ。しかし、国民にとって望ましい物価の安定をだれがどのように決めるか技術的な問題があり、また、インフレを抑制する面では海外例があるものの、デフレ脱却では実績がなく、仮に人々のインフレ期待を高めることができず、目標未達の場合には政府・中央銀行に対する信認が低下するという問題がある。

日本銀行は 2012 年 2 月、物価安定について「中長期的な物価安定の目途」という数値表現を採用、当面の金融政策運営に当たって、「消費者物価の前年比上昇率 1% を目指して、それが見通せるようになるまで強力に金融緩和を推進していく」という方針を明確化させた。そして 2013 年 1 月には 2% のインフレターゲット政策が決定され、同時にデフレ克服に向けた政府と日銀の共同声明が公表された。したがって現在はインフレターゲット政策が導入されたわけであるが、リフレ派は、消費者物価上昇率 2% の物価目標を数値で示し、経済財政諮問会議で四半期ごとに物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通しや金融政策に関する集中審議を行い、日銀に説明責任を求めていくことは評価しているものの、目標達成時期が明示されていない、目標が達成できなかった場合の責任問題の記載がなく説明責任も不十分との批判が聞かれている。

金融政策手段については、リフレ派はリーマンショック後の金融危機に対応して欧米の中央銀行がバランスシートを拡大させつつ、デフレを食い止めた点に注目している。すなわち、イングランド銀行は、2008 年 11 月の予想インフレ率が目標値 (2%) を大幅に下回る 1% に陥ったことに応じて、大規模な量的緩和を実施し、バランスシートを危機前の 3 倍に膨らませた。こうした量的

28) IMF “Inflation Targeting and the IMF” (2006) 参照。

緩和とインフレ目標によって、デフレ予想は払拭され、2009年11月には予想インフレ率は2%まで回復した。また、FRBは民間資産を直接買い入れ、ベア・スターンズやAIGの資産管理会社に融資し、バランスシートを2.5倍に拡大した。しかし日銀は、同じ時期にバランスシートの拡大を全く行わずデフレ脱却を目指さなかったとしている²⁹⁾。

これに対し、日本銀行や改革派からは、資金供給されても経済全体の需要が増加しないと物価が上昇しないとして、金融政策だけでは効果が限定的になり、規制緩和や財政改革、社会制度改革との総合的な対応を行って、設備投資・消費など需要を回復させることが重要と主張している。また、インフレ・ターゲティングのメリットは、本来、金融政策運営の透明性を高めることにある。しかし、今回はその中核となる目標値の設定が事実上政治の論理で決められ、日本銀行の独立性に疑問符が付いた点も問題であると指摘している。今後、日銀法改正を梃子に日銀に要求すれば何でも出てくると政治が認識するようになれば、日銀に国債を買わせる・引き受けさせる等の行為に政治が走りやすくなる点が懸念される。

5. 金融政策の考え方

これまで非伝統的な金融政策について、日本銀行が実際に行った政策、理論的な整理とその効果や副作用の検証を行った。現在、アベノミクスの下で「大胆な金融政策」が求められ、様々な議論が湧き上がっている。本章では最後に金融政策の効果と限界、位置付けを考察して、まとめとしたい。

(1) 金融政策の効果と限界

アベノミクスは大胆な金融緩和政策だけでなく、総額100兆円超の15か月予算の下での機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略といういわゆる「3本の矢」のポリシーミックスで構成されている。言い換えれば、政府は当面は財政支出、その後は成長戦略で競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化することで民間需要を創出し、それに必要な資金は大胆な金融政策で支援するシナリオを描いている。

29) 岩田(2012)参照。

本政策は金融市場からとりあえずは支持されており、円相場は衆議院解散が決まった昨年11月半ばから3か月で14円程度円安に振れ、株価も3割値上がりした。しかも、長期金利は10年物でも1%未満と低位に止まっている。円安は輸出を増やすので、需給ギャップの縮小に繋がるほか、輸入価格の上昇からコストプッシュによる物価押し上げ効果も見込まれ、デフレ脱却の追い風になる。もっとも、円安メリットはかつてほど大きくない点には留意が必要である。すなわち、所得収支が黒字なので海外子会社からの収益、外貨建ての配当・利息収入は増加するが、貿易収支は輸出の伸び悩みと資源輸入の増加で赤字化しているため、輸出企業の収益増加と同時にエネルギー価格等の値上げが見込まれ、日本にとって円安は長期的には必ずしも恩恵とはならない。

金融政策については、非伝統的な政策が導入されてすでに10年以上が経過した。金利は短期金利だけでなく長期金利も下がり、10年物までが1%以下の超低位で推移している。日本銀行の資産の買い入れも、国債年限の長期化だけでなく、リスク性のある社債、CP、REIT等が広く対象となっている。インフレターゲット政策についても2013年1月に正式に導入され、消費者物価上昇率2%の目標が目指されている。しかし、インフレ目標の達成はできるだけ早期にと合意文書に明記されており、安倍首相も繰り返し目標達成は日本銀行の責任と強調している。こうした状況下、消費者物価上昇率は2014年でも1%程度までしか上昇しない³⁰⁾との見通しが大勢で、目標値とは大きな隔りがある。このため、いずれ金融政策へのさらなる要望が過熱化しかねないリスクがある。

金融政策への主な追加的な提言としては、資産買い入れ基金で購入する国債の期限を満期3年までから延長するほか、日本銀行による外債購入、日銀法の改正、超過準備への付利の撤廃などがある。外債購入については、岩田が2011年に50兆円規模の「金融危機予防基金」の創設を掲げ、外債を購入することが有効と主張している³¹⁾。また、北坂も円安はデフレ脱却に効果的であり、日銀が財務省と協力し、海外からの批判には政治家が説明することを提言している³²⁾。もっとも、2013年のG20の共同声明で競争的な切り下げを避けると宣

30) 例えば日本銀行「「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買い入れ方式」の導入について」(2013年1月22日)参照。

31) 日経ビジネスオンライン 2012年10月2日付け参照。

言していることから明らかになったように、為替誘導を宣言する政策は海外から理解を得られ難い。大胆な金融緩和に伴う円安の放置で十分との意見が多くなっている。また、日銀法の改正については、総裁の罷免権や目標が達成されなかった場合の処遇、さらには国債の買い取り等が政治的に取りざたされている。しかし、先進国で中央銀行の独立性が保証されていない国はなく、海外から過度の政治介入を懸念する主張が絶えない。超過準備への付利については撤廃すると貸出金利が下がると言い切れない上に、市場機能の喪失を助長するリスクが大きい。

金融政策については、理論面の整理と正しい報道が必要である。理論については第3章でみたように効果と共に限界や副作用がある。また、政府と日銀の共同声明には、インフレ目標2%達成の前提として、「政府も成長力の強化に向けた幅広い主体の取組を行う」と明記されており、改革派の主張もある程度取り込まれ、一方的なリフレ論ではなく、改革派の意見と多少のバランスがとられているが、マスコミ報道ではその点が曖昧になっている。

(2) 金融政策の位置付け

アベノミクス後の世論調査によると、安倍政権の2%物価目標掲げた政策について「支持する」が53%と「支持しない」の29%を大きく上回った。しかし、前述のように国民の金融政策の理解については、生活意識アンケート調査によれば非常に低く、専門的との認識が強い。こうした理解が浅い中で、非伝統的な金融政策について魔法の杖のような過剰な期待をしている点が問題である。

非伝統的な金融政策の効果については、研究が進んでいるが、前述のように金融システム安定の面では効果が期待される一方、景気面への単独の直接効果は限定的である。金融政策の効果と限界をしっかりと見極め、また学問の成果についてはよりわかり易く国民に伝えていくことが肝要である。

日本銀行はこれまで一方的に専門的な分析結果を説明する傾向が強かった。今後、経済諮問会議でどう説明責任を果たすか、それに伴って、政治家、国民と多面的な中央銀行のコミュニケーションをどう有効に向上させていくかで課題が残されているといえよう。

32) 北坂真一(2013)参照。

(参 考 文 献)

- 伊藤隆俊 (2012) 「経済を見る眼」(週刊東洋経済 2012年9月29日号)
- 岩田一政編 (2011) 『バブル/デフレ期の日本経済と金融政策 我々は何を学んだのか』内閣府経済社会総合研究所
- 岩田規久男 (2012) 「日本銀行デフレの番人」(日経プレミアシリーズ)
- 岩本康志 (2012) 「大転換の金融政策4：金融政策と財政政策」(週刊ダイヤモンド9月1日号)
- 植田和男 (2005) 『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社
- 内田真人 (2003) 「デフレとインフレ」(日経文庫)
- 鶴飼博史 (2006) 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』第25巻第3号
- 梅本徹 (2009) 「日経平均関連キャリートレードと円キャリートレードの定量化」
- 翁邦雄 (2011) 『ポストマネタリズムの金融政策』日本経済新聞社
- 白塚重典 (2003) 「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検討」, 『金融研究』第22巻第4号, 日本銀行金融研究所
- 加藤出 (2010) 「短期金融市場の現場で何が起きたか？」財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー平成22年第1号(通巻第99号)
- 北坂真一 (2013) 「デフレ克服とゼロ金利政策」(日本経済新聞経済教室 2013年2月15日)
- 白川方明 (2008), 『現代の金融政策 - 理論と実際』, 日本経済新聞社
- (2009) 「非伝統的な金融政策 中央銀行の挑戦と学習」中国人民銀行・国際決済銀行共催コンファランス講演
- 白塚重典 (2009) 「わが国の量的緩和政策の経験：中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」 Discussion Paper No. 2009-J-22
- ・藤木裕 (2001) 「ゼロ金利政策下における時間軸効果：1999～2000年の短期金融市場データによる検証」『金融研究』第20巻第4号, 日本銀行金融研究所
- 福田慎一 (2008) 「バブル崩壊後の金融市場の動揺と金融政策」CARF-J-056 東京大学金融教育センター
- 本多祐三・黒木祥弘・立花実 (2010), 「量的緩和政策 - 2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析 - 」『フィナンシャル・レビュー』通巻第99号, 財務省財務総合政策研究所
- 中澤正彦, 吉川浩史 (2011) 「デフレ下の金融政策：量的緩和政策の検証」PRI Discussion Paper Series (No.11A-03)
- 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(毎年)
- 日本銀行企画局 (2009) 「今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について」, 日本銀行調査論文
- 宮尾龍蔵 (2007) 「量的緩和政策と時間軸効果」国民経済雑誌 2007年2月号
- (2011) 「わが国の経済・物価情勢と金融政策」(函館での講演録)
- Ahearne, A, Gagnon, J. Haltmaier, J. and Kamin, S. (2002), "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990's" International Finance Discussion Papers no. 729. FRB.
- Bernanke, B. S. (2000), "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?" in Adam Posen and Ryoichi Mikitani, eds., Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US Experience, Special Report 13, Institute for International Economics, Washington, DC, pp. 149-166.
- and Reinhart, V. R. (2004) "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates," American Economic Review, 94 (2), pp. 85-90.

- Eggertsson, G. and Woodford, M. (2003) "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139-211
- Ito, T. and Mishkin, F. S. (2006) "Two decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem" *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim* The University of Chicago Press
- Krugman, P. (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1998, pp. 137-187.
- OECD "Economic Outlook No. 92" May 2012
- Woodford, M (2005) "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness" Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium