

# 量的緩和政策が物価も景気も押し上げなかった「現実」

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 中央銀行の危険な賭け～前代未聞の金融政策は何をもたらすのか

2021.2.26 4:55  会員限定



日銀をはじめ主要中央銀行が行う大規模な超金融緩和によって、「金融相場」が起きている Photo:PIXTA

わが国を含む世界各国がコロナ禍に陥って早1年が過ぎた。各国は感染拡大抑制のため、自国内および国際的な行動規制を導入せざるを得ず、社会・経済活動は総じて深刻な影響を受ける状態が続いている。

他方では絶好調のセクターもある。株式市場だ。日経平均株価は2021年2月15日、実に30年ぶりに終値ベースで3万円台を突破した。米国をはじめとする世界の他の主要株式市場も似たような状況にある。

国内外の市場関係者からは、「これはコロナ危機下で主要中央銀行が実施している大規模な超金融緩和による“金融相場”ではないか」との声も少なくない。实体经济と株式市況の乖離が著しいのは、誰にも明らかな状況にあるゆえ、「現状の株価はすでに“バブル”ではないか」との見方も説得力を増してきた。

それではコロナ禍が世界を覆う危機下で、中央銀行が現在、実施している金融政策運営とは一体、どのようなものなのだろうか。

## かつて金融政策運営の中心は 金利の上げ下げだった

かつて、中央銀行の金融政策運営といえば、景気が悪くなれば金利を下げて経済活動を刺激して、物価が上がるように促し、逆に景気が過熱してインフレが進むことになれば、金利を上げて活発過ぎる経済活動や上がり過ぎた物価を抑えにかかる、というのが普通だった。わが国でも少なくとも1990年代の初め頃までは、“金利”はときによって6%や7%、それ以上といった、結構高い水準になることもあった。

ところが今では、金利水準はほぼゼロ%かその近辺の状態が長期化し、近年はマイナス金利まで導入されている。日銀が経済情勢をみて政策金利を上げ下げする、といった話は聞かれなくなって久しい。代わりに、日銀の近年の金融政策といえば、国債を年間何十兆円、ETF（指数連動型上場投資信託）を年間何兆円買い入れるの、入れないの、といった話ばかりになってしまっている。

他の主要中央銀行の近年の政策金利の推移をみても（図表1）、総じて日銀と似たような状況にあるのは明らかだ。そうしたなかで各国は今回のコロナ危機に見舞われ、欧米の主要中央銀行も国債などの大規模な買い入れを実施している。



一体、日銀や他の主要中央銀行の金融政策運営は、いつから金利から量へと様変わりしてしまったのか。それは、わが国を含む各国経済の今後のありように、どのような影響を及ぼすことがあり得るのかを、我々はまず問わなくてはならない。

さらに、他の主要中央銀行がこれまで行ってきた金融政策運営は、日銀と同じなのか、違うのか。違うとすれば、どこがどう違うのか。日銀は、黒田総裁のもとで2013年に着手した「量的・質的金融緩和」（いわゆる“異次元緩和”）について、現在に至るまで“出口”に関する説明を公に一切行ったことがないが、このまま続けていったとき、わが国経済にどのようなリスクが待ち受けているのか。本連載では、こうした点を順に考えていくこととしたい。

## 世界で初めて「ゼロ金利制約」 に直面した日銀

話は1990年代後半のわが国に遡る。1980年代末のバブル崩壊によって不良債権問題が深刻化し、大手金融機関が相次ぎ経営破たんするなど、わが国は深刻な金融危機状態に陥っていた。

この頃、日銀は政策金利である無担保コールオーバーナイト（翌日）物<sup>(※)</sup>の金利を引き下げ、危機の収束を図った（図表2）。速水優総裁時代の99年2月からは、当時としては前代未聞の「ゼロ金利政策」を採用した。



(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成。  
(原資料) 日本銀行、総務省統計局、内閣府。  
(注) CPI前年比には消費税率引上げの影響を含む。

2000年8月にはこれを一旦解除したが、景気はその後再び落ち込む結果となったため、2001年3月からは政策金利を再度ゼロ%に誘導するとともに、「量的緩和政策」と呼ばれる国債の大量買い入れを開始したのである。

日銀はそれまで、他の中央銀行と同様、短期金融市場で資金を供給したり吸収したりして、市場参加者同士の取引で成立する短期金利が下がるように、ないしは上がるように誘導して金融政策運営を行っていた。当時、短期金利の下限はゼロ%と考えられており、実際にゼロ%に達したところどころでいくら中央銀行が資金供給オペを行っても金利はそれ以上、下がりようがなかった。こうした「ゼロ金利制約」に世界で初めて直面した日銀は、もはや打つ手なしと諦めてしまうことなく、まだ金融政策運営上やれることがあるのではないかと考えた。

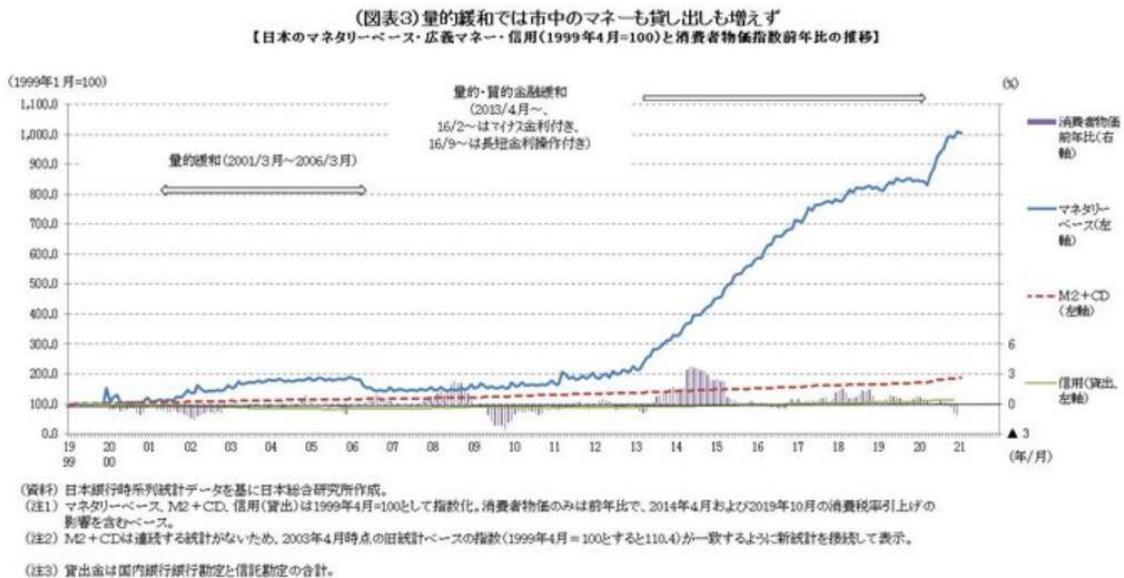
金利がゼロ%以下に下がりようがなくても、日銀が金融市場に資金をこれでもか、これでもか、と大量に供給すれば、何とか実体経済の押し上げにつなげることができるかもしれないと考え、量的緩和に踏み切ったのである。これは、世界初の実験的な金融政策だった。

(※)「無担保コールオーバーナイト（翌日）物」とは、通常、短期金融市場でもっとも活発に行われる取引。民間銀行同士が、お互いに相手が取引の最中に破綻することはないだろうと信用したうえで、万が一の場合に備える意味での担保を差し入れずに行う、最も短い期間（「夕刻から翌朝まで」＝「オーバーナイト」）での資金の貸し借りの取引のこと。

## 量的緩和の効果は どれだけあったのか

では、2001年3月から2006年3月までの5年間、福井俊彦総裁時代に行われた量的緩和の効果の現実  
はどのようなものだったのか。

図表3は、1990年代末からのわが国のマネー関係指標を指数化した推移を示したものだ。このうち  
「マネタリーベース」（細線）とは、日銀が直接、市中に供給した資金量のこと、日銀が短期金融市  
場でオペを通じて民間銀行に直接供給した資金の残高に、銀行券の発券残高を加えたものを表す。「信  
用」（緑色の細い実線）は、民間銀行から企業や家計向けに貸し出されたお金の残高のことだ。



「M2+CD」は「マネーストック」とも呼ばれ、民間銀行が顧客から受け入れる預金などの残高を示す。企業や家計向けの貸出は、ひとたび実行され、設備投資などの資金として使われることになれば、回り回っていずれかの民間銀行の預金として戻ってくることになるため、民間銀行全体として大きく捉えれば、貸出が増えれば預金も同じように増える筋合いのものである。

金利がプラスの状態にあったかつての時代には、中央銀行が短期金融市場にオペで資金（マネタリーベース）を供給して短期金利を引き下げ誘導すれば、マネタリーベースの伸びを大きく上回る形で民間銀行による貸出（図中の「信用」）やマネーストック（同じく「M2+CD」）が伸び、経済活動を刺激することができていた。これはわが国に限らず、各国で共有されていた経験であり、金融政策運営の基本を支えるメカニズムとなっていた。

## 金利ゼロ%のもとでは もはや銀行の貸出や預金は伸びない

ところが前掲の図表3が示すように、金利がゼロ%にまで低下したもとの、日銀が量的緩和によってマネタリーベースを大幅に増加させても、民間銀行の貸出や預金（マネーストック）は、金利がプラスであった時代のように伸びることはなかった。金利がプラスの時代と同じ動きをするのであれば、指数化したマネーストックや民間銀行の貸出は、同じく指数化したマネタリーベースを大きく上回って推移するはずであったのに、上回るどころか大きく下回る結果になってしまったのである。

貸出が伸びない以上、経済活動は活発化せず物価も上がらず、その後はデフレ状態が長期化した。2001～06年の日銀の量的緩和は、金融危機の収束には効果があったものの、实体经济や物価の押し上げにはほとんど効果はなかったということは、その後の国内外の専門的な実証分析からも確認されている。

この点は、この国で当時暮らしていた私たち国民の感覚にも合致するものだろう。白川方明総裁時代までの日銀も、量的緩和の効果の限界に関するこうした理解を受け入れつつ、当時の金融政策運営を組み立てていた。

社会科学である経済学や金融論は、自然科学の世界とは異なり、研究室内の机上で構築した理論が現実にも通用するのかどうかを、予め実験して確認することはできないものだ。「金利が“ゼロ金利制約”にあるもとの、中央銀行が民間銀行向けに供給するマネタリーベースをいくら増やしても、金利がプラスの時代のように、民間銀行から市中の企業や家計向けの貸出が伸びることはない」というのは、日銀が世界で初めて、ゼロ金利制約下で量的緩和政策を試みてわかったことだったのである。

## 黒田総裁は当初、デフレの原因を 「日銀の金融緩和不足」と見ていた

2012年末の第2次安倍晋三政権の発足を受け、新たに日銀総裁に就任した黒田東彦氏は、13年3月の国会での所信聴取の時点で「それまでの日銀の金融緩和の度合いが足りなかったから、日本はデフレから長年、脱却できなかった」「自らが日銀総裁に就任すれば、2%の物価目標を、2年程度で達成することを目指し、大胆な金融緩和を実施する」と述べており、2000年代の日銀の経験から得られた量的緩和の効果に関する専門家の評価を、素直に受け止めてはいなかったことがわかる。

日銀は同年4月から「量的・質的金融緩和」を開始した。これは、黒田総裁のかねてからの上述のような持論に基づくものだった。黒田総裁は、13年4月の記者会見で、“量的”緩和の意味として、「マネタリーベースや長期国債などの保有額を2年間で2倍に拡大し、2年間で2%の物価目標を達成する」と述べた。

さらに日銀は“質的”緩和として、株式市場などの資産価格に働きかけるために、白川総裁時代から細々行っていたETFやJ-REIT（不動産投資信託）の買い入れを、それぞれ大幅にペースを引き上げて実施することにした。

ところが、その後のわが国経済の実際の推移は図表3が示すとおりで、貸出やマネーストック（預金）の伸びが高まることもなく、物価が伸びたのも最初の1年間のみで、それ以降は低迷状態が今日に至るまで続いている。要するに、2000年代の量的緩和時と景気や物価に与える効果はあまり大きくは変わらないということ、確認できたのにとどまった。デフレの原因は「日銀の金融緩和不足」ではないことが、誰の眼にも明白になったのである。

## リーマンショック以降 海外主要中銀もゼロ金利制約に直面

海外に目を転じれば、日銀が2006年に量的緩和を解除した2年後の2008年にはリーマンショックが発生し、今度は世界全体が金融危機に直面することになった。そして欧米の主要な中央銀行も、たちまち「ゼロ金利制約」に相次いで直面することになった（前掲図表1参照）。

では彼らは、それに先立つ2000年代の日銀の量的緩和の経験をどのように受け止めつつ、新たな領域の金融政策を自分たちの手で組み立てていったのか。実際には、彼らが採った考え方や未踏の領域に踏み込む際の政策運営のアプローチは、黒田総裁率いる日銀が「量的・質的金融緩和」のもとで採ってきたものとは、極めて対照的なものだったのである。

次回以降は、まず米国の中央銀行である連邦準備制度から順に、金融危機以降の主要中央銀行の金融政策運営を順にみていくこととしたい。

（日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合）

DIAMOND online 2021年2月26日 4:55 公開から抽出し作成