

[共同研究：金融諸問題に関する研究]

安倍政権下の「量的・質的金融緩和」政策 に関する一考察

木 村 二 郎

はじめに

2012年12月の第46回衆議院総選挙において自民党が勝利し、安倍内閣が成立した。安倍首相は「デフレからの脱却」を目指して、大胆な金融緩和と機動的な財政出動そして成長戦略という「三本の矢」を推進することを就任演説で宣言した。2013年1月には、政府の圧力のもとで、日銀（白川総裁）は、政府との共同声明（「日本版アコード」）を受けて、「2%の物価安定目標」を掲げることになった¹⁾。3月に日銀総裁に就任した黒田東彦氏は、4月4日に「量的・質的金融緩和」（以下、QQE1）を導入した。

1995年からの超低金利時代において、「ゼロ金利政策」、「量的緩和政策」、「包括緩和政策」などの新しい政策（「非伝統的金融政策」）が日銀によって試みられてきた。また、2008年の「リーマンショック」以降、欧米でも類似の「非伝統的金融政策」が採用された。黒田日銀のQQE1も、それまでの政策の延長線上にあるといえるが、規模と程度において、従来のレベルをはるかに超えているため、「異次元緩和」とも呼ばれている。政府の圧力により事実上強制されたインフレターゲット政策の「2%の物価安定目標」を実現するための道具立てとして導入されたのがQQE1である。

本稿では、QQE1導入後3年数か月を過ぎた時点に立って、2年期限の「2%の物価安定目標」を達成していない日銀の金融緩和政策の評価を試みたい。以下、第1節では、QQE政策²⁾のベースにある一つの考え方「リフレ派ドグマ」＝「経済停滞デフレ原因」説を批判的に検討する。第2節では、QQE政策が、為替相場や証券（株式・債券）市場など金融経済に影響を与えたこと、および、実物経済には効果が十分に確認されなかったという事実を明らかにする。第3節では、金融政策と財政政策との関係を「財政ファイナンス」問題を中心に検討し、QQE政策の副作用として将来のリスク（金利急騰＝国債価格暴落あるいはハイパーインフレーション等の経済的困難）を高めていることを明らかにする。第4節では、

1) この結果、日本銀行の独立性が揺らぐことになるが、相沢幸悦（2016）は、日銀の政府への従属を明確に指摘して批判している。

2) 以下、QQE1、QQE2、QQE3、QQE4全体を指してこのように表記する。
キーワード：金融緩和、デフレーション、日本銀行、国債、物価安定目標

QQE 評価問題に関する従来の代表的な所説を検討する。第5節では、2016年9月の日銀政策決定会合における「政策転換」と「総括的検証」を批判的に検討する³⁾。

1. 「リフレ派ドグマ」＝「経済停滞デフレ原因」説批判

現在日本の「経済停滞」の原因把握に関する根本的に間違った認識が、アベノミクスの第1の矢であるQQE政策の失敗の根底に横たわっているのである。過去の金融政策の失敗により「デフレ状態」に陥っていることが、日本の「経済停滞」の基本的原因であるというのが、いわゆるリフレ派ドグマである。このドグマによれば、名目金利を仮にゼロまで引き下げても、デフレ予想＝物価下落予想があれば、実質金利はプラスであり、「均衡利子率（自然利子率）」がプラスでない場合には、設備投資や消費の拡大を妨げることを通じて、経済を「停滞状態」に留めることになるというのである。

このような基本認識にたてば、「デフレ予想」を「インフレ予想」に転換することが、極めて重要な政策課題になる。中長期も含めて名目金利を低位に引き下げつつ、インフレ予想（2%のインフレ予想）を形成することが、金融政策の第1の課題に据えられることになるのである。「実質金利＝名目金利－インフレ予想」（フィッシャー方程式）であるから、実質金利を引き下げて均衡利子率（自然利子率）以下にして、「経済停滞」の根本原因を払拭すれば、当然に、経済は回復軌道に乗るはずであるということになる。

大幅な金融緩和は、2013年4月のQQE1導入と2014年10月の追加緩和（QQE2）、そして、2016年1月末の「マイナス金利政策」（QQE3）導入の三回である。この三回に一貫しているのは、実質金利引き下げを通じて、「デフレ均衡」から「正常均衡」へのジャンプを促すという目的である⁴⁾。

しかし、現在の日本経済の「デフレ予想」なるものが、本当に「経済停滞」の根本原因であるのかということがそもそも大いに疑問である。大恐慌期に二ケタのデフレを経験した米国の「デフレスパイラル」（アーヴィング・フィッシャー）と同じ現象が、今日の日本で発生したのだろうか。せいぜいマイナス1パーセント程度の消費者物価下落であり、とても大恐慌期のような「デフレスパイラル」が発生したとは考えられない。既に、「量的緩和政策」（2001年3月～2006年3月）において、緩やかなデフレ基調の下で、輸出主導の景気回復が進行して、戦後最長の拡大過程につながったことから、「デフレ」が経済停滞の根本原因であるというドグマは完全に否定されていると考えられるのである。

この「リフレ派ドグマ」が、2012年11-12月の解散・総選挙の選挙公約（「大胆な金融緩和」、「円安誘導」等）として蘇ることで、為替相場を含む金融経済に影響を与えて、今日に至っているのであるが、出発点が間違っているが故に、初期の目標を実現できていないばかりで

3) 本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト「金融諸問題に関する研究」（13共228）の研究成果の一部である。

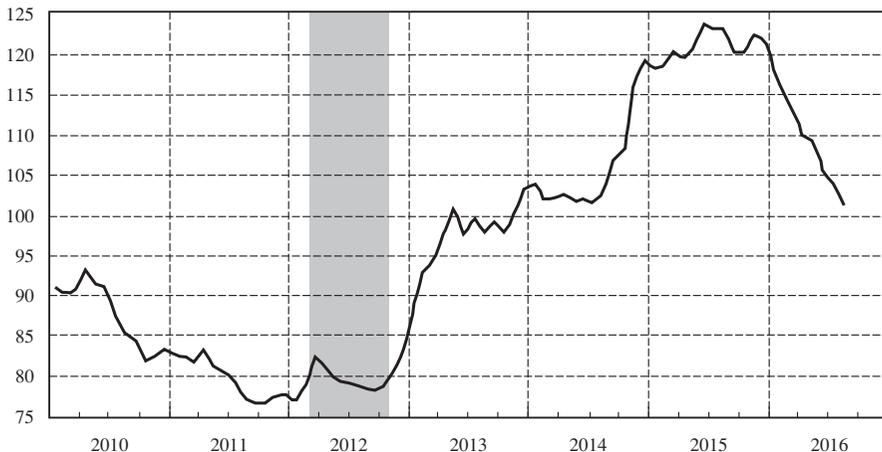
4) 伊藤隆敏「経済教室」『日本経済新聞』2013年12月2日。

はなく、様々な副作用を通じて、大きなリスクを累積させているのが現状である。

2. アベノミクスと「量的・質的金融緩和」

先にも述べたように、アベノミクスのいわゆる3本の矢は、①量的・質的金融緩和、②機動的な財政出動、③成長戦略（経済構造改革）である。このうち①と②が中心で、③は実質的に進展していないといえる。②は、2012年度補正予算と13年度予算において、大規模な公共事業などを実施して、2012年11月に谷を終えた後の景気拡大を支えた⁵⁾。次に見るQQE1の展開の前に、欧州債務危機の落ち着きや日本の貿易赤字の定着などにより、超円高水準の修正過程が2011年9月から始まった。下図に見られるように、東京市場のドル・円スポット為替相場（中心相場/月中平均）⁶⁾において、2011年9月の1ドル=76.84円から2012年1月の1ドル=76.97円の最高値圏であったものが、一旦3月まで円安に振れた後、9月の1ドル=78.17円まで円高傾向が続いた。そして、10月から翌年5月にかけて、毎月2～5円の急激な円安が続いた。月順（2012年10月～2013年5月）に、1ドル=78.97円、80.87円、83.68円、89.18円、93.21円、94.75円、97.71円、101.08円を記録した。2012年11-12月の解散・総選挙の公約「デフレからの脱却」（「大胆な金融緩和」と「円安誘導」など）と選挙結果を受けて、既に進行していた円安が加速されることになった。2013年5月下旬のFRBバーナンキ議長の「テーパリング発言」ショックによる金融不安定化をきっかけに、円高への揺り戻しがあり、6月の1ドル=97.43円、2014年1月の103.94円、8月の102.96円まで1ドル=100円程度を中心に上下動を繰り返した。9月の107.09円、QQE2を導入した10月の108.06円

図 円ドル為替相場2010年1月～2016年8月
（東京市場、スポット、中心相場/月中平均）



出所：日銀ホームページ、時系列データから作成。
<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>

5) 図のシャドウ部分が景気後退期である。

6) 日銀ホームページ、時系列データ。<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>

から、一気に11月の116.22円に円安のレベルを上げ、2015年6月には123.75円という超円安水準にまで達した。ところが、マイナス金利のQQE3を導入した直後の2016年1月には1ドル=118.25、2月には115.02円に急騰し、8月には101.27円にまで達した。このように円相場の動向は、内外の経済政治情勢など多様な要因によって影響を受けるので、金融緩和と政策がどの程度円相場に影響したのかは慎重に分析される必要がある。

QQE1は、次の4つの柱を持っている。①「物価安定の目標」を消費者物価上昇率2%に置き(2013年1月の決定会合)、2年程度を念頭にできるだけ早期に実現する。②操作目標を無担保コールレートからベースマネーに変え、年間60~70兆円積み増し、2年で2倍にする。③購入国債の残存期間3年の枠を撤廃し、平均7年程度まで拡大する。長期国債保有残高を年間50兆円程度増加させる。銀行券ルールの一時的停止。④リスク資産である株価指数投資信託(ETF: Exchange Traded Fund)および不動産投資信託(J-REIT: Real Estate Investment Trust)の購入をそれぞれ年間1兆円と300億円拡大して、2年で2倍にする。

先にみたように、景気循環の回復過程とたまたま重なるという幸運な状況の下で、2012年11-12月の解散・総選挙における「金融政策の政治化」による円安・株高の「加速」と、「機動的な」財政出動に支えられて、いわゆるアベノミクスは世の注目を浴びることになる。先にみたように、黒田日銀総裁が就任した段階では、既に、かなりの円安・株高が進行していた⁷⁾。

先に見たように、欧州の金融危機の一段落や日本の貿易赤字の定着などにより、2011年9月から超円高是正の動きが始まり、2012年11月中旬の衆議院解散以後、「金融政策の政治化」により円安の方向に加速した。むしろ、国際金融の不安定化などの影響を受けて、「異次元の金融緩和」導入後は横ばい傾向であった。2014年4月以降は、米国の金融緩和終了の影響で中長期金利が上昇した。米金利の先高観を背景に、2014年9月中旬に1ドル=109円、10月1日に1ドル=110円台への円安が進行した。同年10月31日の追加緩和策後に、一層の円安(1ドル=120円前後)が進行した。2015年5月8日、1ドル=124円台(6月には125円台)の円安。その後、8月25日、1ドル=116円台に急騰。2015年秋以降、円安傾向の頭打ち、円高傾向への転換が始まった。

2012年11-12月の「金融政策の政治化」と財政出動そして2011年9月以来の円安の動きを受けて、日経平均が8000円台から反転上昇し、2013年5月には1万5000円台に達した。このように金融経済は、「異次元緩和」に反応したのであるが、実物経済への影響は一部に限ら

7) 「政府は2012年5月に始まった日本の景気後退局面が同年11月に終わったと暫定的に認定する方針だ。近く有識者の会議で判断する。景気が底打ちした時期を示す『谷』を12年11月と認定すれば、景気後退局面は7カ月間となり戦後では2番目に短い。同年12月に安倍晋三政権が発足した時には景気回復が始まっていたことになる」。「14年4月に消費税率を8%に上げる判断を13年夏に控えていた政府は、12年度に10兆円規模、13年度に5兆円規模の経済対策をまとめ、補正予算に盛り込んでいる。景気が回復基調に入った時期に財政支出を増やして景気を底上げた形になった。内閣府が毎月の景気動向指数をもとに機械的に判断する景気判断は2月に『改善を示している』となった。消費税率を引き上げるまで景気は回復が続いたことがほぼ確実だ」(『日本経済新聞』2014年5月2日朝刊)。

れていた。株式を保有する富裕層はキャピタルゲインを高額消費財への支出に振り向けて、消費拡大に貢献した。

景気は緩やかに回復したが、輸出・設備投資・消費という景気拡大の主役の勢いはまだ弱かった。円高是正にもかかわらず輸出数量の伸びが鈍いのは、円高対応（海外現地生産の拡大等）が進んだことが裏目に出たことと、輸出競争力の低下（家電等）、および、海外の景気回復が遅れていたことによる。円安により輸入物価が上昇し、消費者物価も緩やかに上昇しているが、賃金はほとんど上昇していない。一部ベア引き上げなどが見られるが、これは一部の企業に限られる。株価上昇に伴う資産効果と消費税率引き上げ前の駆け込み需要（2014年3月まで）とともに、財政出動（公共投資の増加）が景気回復に貢献していたが、これには「財政ファイナンス」による政府債務の拡大につながるという副作用がある。

2014年4月の消費税引き上げによる景気落ち込みからの回復期待は、2014年第3四半期のGDP成長率がマイナスにとどまったことにより、大きく後退することになった。これに対して、10月31日の日銀政策決定会合において、QQE2が打ち出された。QQE2は、QQE1の4つの柱をさらに拡大したものである。①ベースマネー供給量を年80兆円に拡大する。②国債保有残高を年間80兆円増加させる。③国債保有期間を平均7-10年へ拡大する。④ETFとREITの購入量を3倍（それぞれ、3兆円と900億円）にする。

記者会見した黒田東彦総裁は「デフレ脱却へ揺るぎない決意だ」と強調した。この「バズーカ砲」第2弾により、再び、円安・株高が進行し、1ドル=120円前後まで円安が進行し、日経平均株価も2万円台を射程に入れることになった。米国の金融政策が引き締めめ方向に向かうことが明らかになった直後という絶妙のタイミングで、市場のサプライズを引き起こしたので、強いインパクトを持った。

しかし、この強力な追加緩和策の効果も、金融経済には影響するが、実物経済にはあまり影響をもたらすことはできず、長続きはしなかった。海外経済の停滞が続く中で、日本企業の設備投資はあまり伸びず、賃上げも一部企業にとどまっていた。そして、2015年10月に予定されていた消費増税（8→10%）を延期したにもかかわらず、物価目標の2%は当初の目標期限の2015年4月には実現できなかった。

2016年1月29日に決定されたQQE3は、追加緩和策として日銀当座預金の一部にマイナス金利を導入した。当面は、残高280兆円（当時）の内10兆円程度がマイナス金利の対象になる。従来の超過準備に対するプラスの金利0.1%はそのまま存続する。これにより、長期金利を歴史的な水準まで引き下げて、イールドカーブをさらにフラット化したが、結果的には、円高・株安が進行することになった。マイナス金利導入決定直後、円安・株高が進行したが、内外の不安定要因によってまもなく円高・株安に転じることになった。2016年2月12日、1ドル=110円台に急騰した。6月24日、英国のEU離脱決定後、1ドル=99円台を記録した。また、金融機関の長短利ザヤを圧迫することにより、金融機関の経営悪化が懸念され、金融庁や金融機関からの批判が出ることになった。

目標期限は何度も先延ばしされ、2016年8月現在では、2018年3月までとなっていたが、大方の意見では、これも達成は困難と考えられていた。当初から、目標期限の設定には批判が多かったのであるが、短期決戦型の「気合」を示すことを重視したようである。「デフレ均衡」から「正常均衡」へのジャンプを目指す、短期決戦型の政策として出発したのであるが、既に、3年が過ぎ、副作用が目立つようになってきた。実質金利の引き下げ＝イールドカーブのフラット化は進んでいるが、実物経済自体の構造改革が不十分なままでは、金融政策の限界が露呈することになっているといえよう。

第5節で見るように、2016年9月の決定会合において、これまでの政策の見直しが行われて、操作目標と目標期限の見直しを含めた大幅な政策転換が行われることになった。

3. 金融政策と財政ファイナンス

長期金利の動向に関しては、2013年4月4日の政策発表直後に0.8%程度から0.3%近くまで急落、その後、混乱が続き、一時1.0%を超えるまで急騰後、徐々に低下して落ち着いてきた。2014年4月末で0.6～0.8%程度、細かく変動しながら0.5%を下回る水準を中心にしてきた。日銀による大量の国債購入（月7兆円）により、市場の国債が枯渇して民間の市場取引が困難になるなど、混乱が発生した。国債購入手法の改善と市場の適応により安定を回復した。2016年1月末のQQE3でマイナス金利が導入され、長期金利低下がさらに進んだ。長期金利＝10年物国債利回りはマイナス金利まで低下して現在（2016年9月）に至っている。

日銀の国債保有量は、QQE1では年間50～60兆円、QQE2では年間80兆円の規模で拡大を続けていた。民間金融機関からの国債購入が、ベースマネー供給拡大の主要手段であり、長期金利の引き下げ＝イールドカーブのフラット化の主要手段でもあった。2012年末から2015年末までのベースマネーと長期国債の残高は、それぞれ、138兆円と89兆円、202兆円と142兆円、270兆円と190兆円、351兆円と282兆円へ増加した。2016年8月末では、それぞれ、400兆円と340兆円となった。バランスシートは、2012年末の158兆円から2015年末の383兆円まで膨張した。2016年8月末では453兆円となった。これは、対GDP比で約90%であり、米国とユーロエリアの約20%強と比べて異常に高い数字である。長期国債は市場から買いオペで調達されたのであるが、売り手は主に国内金融機関であった。

また、日銀保有の国債の残存期間の長期化が行われた。「現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する」⁸⁾という方針に従って、4月以降、残存期間3年超15年未満の国債を大量に買い入れ、以前殆ど買っていなかった30年債や40年債を買い始めたことで、実施後フローの平均で7.3年と一気に長期化が進んだ。ストックでは、2013年3月末3.9年、2014年1月末5.4年、4月末5.7年となった。QQE1で新たに導入された「質的緩和」の中心部分がこの「残存期間長期化」であり、目的は、中長期金利の抑制＝イールドカーブの

8) 2013年4月4日日銀政策決定会合声明文。

http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf

フラット化である。副作用として考えられるのは、出口において、日銀保有の国債残高と日銀当座預金（ベースマネー）の削減とに長い時間がかかるということである。このため、長期金利上昇＝国債価格下落による資産毀損リスクを回避することが極めて困難になることが予想される。

この残存期間の長期化は、2001年～2006年実施の量的緩和政策と対比すると、その違いが顕著である。当時、日銀は、当座預金残高目標を5兆円から30～35兆円まで引き上げ、長期国債の購入額も月額4000億円から1兆2000億円（2002年10月）まで増額した。「この間、日銀が市場から買い入れたのは主に残存3年以下の国債であったため、日銀の保有国債の平均残存期間は公表データが存在する2001年6月の5.4年から05年9月には一時3.8年まで短期化が進んだ」⁹⁾。この結果、量的緩和政策からの「出口政策」はほとんど問題なく遂行された。2005年半ばから丁寧に実施された市場との対話戦略とともに保有国債の残存期間が短期であることにより、償還期が来れば自動的に資産と日銀当座預金が減少していき、市場での保有国債売却による混乱は生じる可能性が極めて低かったといえよう。これに対して、「異次元の量的・質的緩和」は、「出口」を極めてリスクの高いものにしており、将来の「正常化」の見通しを極めて困難化しているのである。

2013年1月の政府と日銀の共同声明「日本版アコード」によって協力関係の強化がうたわれたが、その時に約束されたはずの政府の「財政規律」は全く守られておらず、日銀の政府への協力だけが強制されているのが現状である。財政支出の拡大と消費増税の2度の先送りの中で、2020年度に基礎的財政収支を均衡させるという政府の公約は、「死に体」になっている。

「物価安定目標＝2%」が日本経済にとっては過大であり、既に「完全雇用」状態であることを踏まえば、景気刺激のための財政金融政策は不要であると考えられる。非常に困難な課題ではあるが、QQEからの出口戦略を実行に移す必要があるだろう。そもそも、QQE政策は、結果的に事実上の「財政ファイナンス」であるといえよう。今の景気回復を基本的に支えている財政出動は、日銀の大量国債購入により支えられている。政府紙幣発行により「財政ファイナンス」すること、あるいは、「永久国債」の中央銀行引き受けで「財政ファイナンス」することなどは、「ヘリコプターマネー」と呼ばれているが、QQEは最初から「ヘリコプターマネー」の要素を持っていたのである。また、マイナス金利政策においても、限界的な日銀預け金に-0.1%を付利する枠組みのもとで、長期金利の一層の切り下げ＝イーロドカーブの一層のフラット化を推し進め、財政規律を一層緩める結果になっている。長期金利がマイナス金利化する中で、財政支出が拡大されようとしている。現政権の成立以来、金融政策の政治への従属状態が「財政ファイナンス」という本来許されない事態を招いたのであるから、悪い流れを断ち切り、中央銀行の独立性が再び回復されなければならない。

9) 岩田一政・日本経済研究センター編（2015）、26頁。

政府債務の累積は一層拡大する懸念が高まっており、この日銀による「財政ファイナンス」の今後のコストは膨大になることが懸念される。たとえば、「出口政策」が問題になるときに、金利急騰＝国債価格下落による日銀資産価値の毀損による国庫納付金の減額や損失そして債務超過の発生の可能性が高まる。あるいは、金利急騰＝国債費増額により、財政破綻のリスクも高まる。そして、政府・日銀に対する信認が崩壊すれば、ハイパーインフレーション＝「インフレ税」発生による経済社会の大混乱のリスクが高まる可能性がある。

4. 「量的・質的金融緩和」をめぐる論議

QQEの政策波及ルートは、次の三通りである。①イールドカーブの引き下げ（中長期金利の引き下げ）による景気刺激。②ポートフォリオ・リバランス効果。③インフレ期待を高めることによる実質金利の引き下げ。岩田規久男（2013）によるインフレ2%の実現方法は、大胆な金融緩和によるベースマネー増→期待マネーストック増→期待インフレ率上昇というもので、上の政策波及ルートの②③に相当するが、効果が期待できない。

池尾和人氏は、「経済教室」『日本経済新聞』（2013年12月4日）で次のように上の政策波及ルートの実効性に疑問があると批判している。①既に短期だけではなく、中長期金利も低い水準になっているので、追加的な効果は小さい。②国債を大量に買い上げることで民間金融機関の資産運用の見直しを促そうとしたが、貸出資産を増加させるようなポートフォリオ・リバランスは生じておらず、日銀当座預金が積み上がっているだけである。長期金利の低下は銀行の利ザヤを縮小させ、貸出意欲をさらに低下させている。③ベースマネーの増加がインフレ期待を高めるとするのは、ゼロ金利制約下では根拠がない。精神論にとどまっている。

この批判は、当時のQQEの実効性に対する的確で鋭い指摘であり、2016年夏においても、ほぼそのまま当てはまるといえる。円安株高を通じた金融経済への一定の効果があるとしても、実物経済に対してはほとんど無効であり、結局、財政支出依存の従来の景気刺激策の枠にとどまっている。しかも、その財政支出の財源をQQEによる大量の国債購入により賄っているのである。また、QQEによる超低金利（ゼロ、マイナスを含む）の恩恵を最大限受けているのが、政府財政なのである。

したがって、QQEは事実上の「財政ファイナンス」であることに最大の「存在意義」があるということができる。今の景気回復を基本的に支えている財政出動は、日銀の大量国債購入により支えられている。この「財政ファイナンス」の期間が長期化するほど、今後のコストはますます膨大になることが懸念される。たとえば、「出口政策」が問題になるときに、金利急騰あるいはインフレーション高進のリスクが発生する可能性が高い。

翁邦夫氏も、批判的な立場から、「経済教室」『日本経済新聞』（2014年4月2日）において、QQEの最大の影響力は「円安」を通じるものであることを強調する。ただし、今回の円安は「量的・質的緩和」の効果ではなく、20「12年11月、総選挙後の首相就任が確実視されていた安倍氏は断固たる円安誘導を表明した」ことから始まったという。同氏によれば、

過去の実践例に2011年のスイスがある。「国内総生産（GDP）の40%に及ぶ驚異的な量的緩和を1カ月で行いながらスイスフラン高を阻止できなかったスイスは、無制限のフラン売り介入にコミットし、実際にはさほど介入せずにフラン高を見事に止めた」。今回の円安は、2011年のスイスの例と同じく、量的緩和ではなく、為替介入へのコミットによって発生したというのである。

また、翁邦夫（2013）では、FRBのバーナンキ議長（当時）が、「量の拡大＝バランスシート膨張」が「インフレ期待」に与える効果について、黒田日銀総裁と全く異なる見解であることを強調している。「米国では、連邦準備制度のバーナンキ議長が、2012年12月12日の公開市場委員会後の記者会見で、誤解があってはいけないので、とわざわざ断ったうえで『連邦準備制度のバランスシートの規模がインフレ期待に与える影響は皆無である』とインフレ期待への影響を全面的に否定しているのに対し、日本銀行は、これにより『インフレ期待』が高まることへの強い期待を表明している」¹⁰⁾。翁氏によれば、「量の効果」は存在しないという、前回の量的緩和政策（2001-2006年）で確認されたことが、今回も再確認できる。また、黒田日銀総裁は、FRB議長（当時）が確認した「量の効果」の不在を認める立場と異なる見解であることが指摘された¹¹⁾。

次に、肯定的評価を検討する。伊藤隆敏氏は、「経済教室」『日本経済新聞』（2013年12月2日）において、次のように指摘している。「第一の矢である大胆な金融緩和とインフレ目標採用は、それが具体策として実現する前に、それを期待する市場が反応した。衆院解散が示唆された昨年11月14日から、円安・株高が同時進行を始めた。今年の4月4日に黒田東彦日銀総裁が『量的・質的緩和（QQE）』を発表する前日までの間に、円ドルレートは1ドル＝78円から93円まで約20%の円安、日経平均株価は9000円から1万2400円へと約38%の株高になった」。なお、第2節で見たように、円安は、ここで書かれている11月14日よりも2か月前から既に始まっていたので、不正確である。浜田宏一氏も、「経済教室」『日本経済新聞』（2014年4月1日）において、QQEが「金融政策限界説を打破した」と高く評価している。

早川英男（2016）は、QQE政策の問題点（「量の効果」批判等）を指摘しつつ、「デフレからの脱却は果たせた」と「成果」を認めて評価している。提言としては、「2%の物価安定目標」を長期目標に変えて、2年の期限を撤廃すべきであることを強調している。

「物価安定目標2%」未達成について、QQE肯定派は、原油価格の下落によりコアCPIが低迷しているのもあって、原油価格を除いたコアコアCPIでは1%強上昇していると主張する。また、実物経済の不調は、2014年4月の消費増税後の消費低迷によるのもあって、QQE政策は間違っていないとする見解もある。そして、2015年夏以降の新興国の成長鈍化と国際金融市場の不安定化が政策効果に悪い影響を与えたと指摘している。

10) 245-246頁。

11) 加藤出（2013）、須田美矢子（2014）、野口悠紀雄（2014）、服部茂幸（2014）等も、類似の観点からQQEを批判的に論じている。

インフレ期待は低迷しているが、QQE3によって名目（中長期を含む）金利が強く押し下げられていることから、実質金利の引き下げは生じている。問題は、この実質金利の引き下げが実物経済に対しどの程度の限界的効果を持っているかである。現状のGDPの低迷が、少なくとも現段階においては、限界的効果がほとんどないことを示しているのではないだろうか。

「財政ファイナンス」問題について、厳しい意見が多い。イールドカーブのフラット化により、実物経済ではなく、財政支出増に歯止めがかからない状態になっている。QQEは、結局、赤字国債の発行を後押すことを通じて、将来のリスクを一層拡大しているのである。

2016年9月8日『日本経済新聞』朝刊で、岩田一政、須田美矢子、白井さゆり、早川英雄の4氏が、インタビューで批判的見解を述べたことが報じられた。この中で、重要な論点は、次の三点である。①ベースマネー量を大量国債購入で拡大する「量的目標」は無意味であり、金利目標に転換すべきである。②「サプライズ重視」から「対話重視」へ転換すべきである。③物価安定目標の達成期限を2年に限定しているが、既に3年以上経過しており、撤廃すべきである。そして、須田氏は、マイナス金利は、効果が少ないうえに、副作用が大きいと指摘し、さらに、日銀の経済見通しの誤りを認め、持続可能な金融政策へ転換すべきであると厳しく批判している。

同日の「経済教室」で、岩本康氏は、財政金融政策は、「急激な経済収縮」に対しては必要であるが、現在は景気拡大期であり、不要である。現在必要であるのは、小泉政権時と同じく、経済構造改革であって、景気安定化のための財政金融政策ではない。すなわち、アベノミクスの第一と第二の矢に重点をおくのはやめて、第三の矢を中心に政策を運営すべきであるとの見解である。

経済の現状を踏まえるならば、批判的な見解が説得的であるといえよう。「量的・質的金融緩和」で「財政ファイナンス」を行い、公共投資など財政支出を拡大させるというアベノミクスは、政府債務の累積をさらに進め、将来のリスクを高め続けている。アベノミクスがこのような悪循環に陥った原因は、第1節で明らかにしたように、低成長の原因を「デフレ」におき、「まず、デフレを止めよ」という「リフレ派ドグマ」＝「経済停滞デフレ原因」説を政策の出発点においたことである。政府主導で「大胆な金融政策」を遂行して、異常円高の修正には一定の影響を与えたとしても、大きな政策の成果はなく、日銀のバランスシートを異常に膨張させ、将来の国民負担リスクを大きくするという副作用が拡大再生産されている。批判的な見解のいうとおり、「出口戦略」の困難さを認識しつつ、現行金融政策の根本的な転換が行われなければならないのである。

2016年7月28・29日の政策決定会合議事要旨によると、QQE3の副作用が効果を上回っていることと、国債市場の抱える困難を指摘して、政策の転換を主張する委員が発言している。「一人の委員は、『量的・質的金融緩和』の効果は限界的に逡減しているほか、既に副作用が効果を上回っているとしたうえで、①長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視

野に入れて『量的・質的金融緩和』導入時を下回る水準まで減額すること、②『物価安定の目標』の達成期間を中長期へと見直し、金融不均衡などのリスクに十分配慮した政策運営を行うことを主張した。また、この委員は、生保の資産・負債のマッチング行動等を背景に、超長期国債は需給が逼迫するもとの流動性が大きく低下しており、先行きボラティリティが高まるリスクがあると指摘したうえで、これは国債買入れの困難度の高まりを象徴しており、国債市場全体の将来の姿を先取りしていると述べた¹²⁾。このような発言を踏まえて審議した結果、次節で見る「政策転換」と「総括的検証」が、次の決定会合で審議されることになった。

5. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(QQE4) の導入

2016年9月21日に、QQE4が導入された。その主要な内容は次の通りである¹³⁾。

- 1, 2年の期限の撤廃し、2%の物価安定目標を「できるだけ早期に実現する」に変更した。
- 2, 「イールドカーブコントロール」(長短金利の操作)を導入した。短期金利については、日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス金利(-0.1%)を適用する。長期金利については、10年物国債金利がゼロ程度で推移するように国債を買入れする。買入れ額については、保有残高増加額年間約80兆円をめどとする。買入れ対象について、平均残高期間の定めは廃止する。これは、イールドカーブの過度なフラット化を修正する意味がある。また、新しいオペ手法を導入する。日銀が指定する利回りによる国債買入れ(指値オペ)導入と、固定金利の資金供給オペ期間を10年に延長(現状1年)した。
- 3, 長期国債以外の資産買入れ方針は、現状を継続して、ETF年間約6兆円、REIT年間約900億円、CP等約2.2兆円、社債等約3.2兆円とした。
- 4, 消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定目標を超えるまで、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」を採用した。この方針により、あと1年強で、マネタリーベースの対名目GDP比率は100%(約500兆円)を超える見込みである。現在、日本は約80%、米国・ユーロエリアは約20%である。

また、これまでのQQEをこの時点で「総括的検証」をした結果、QQEの実質金利低下の効果により、「日本経済は持続的な物価下落という意味でのデフレではなくなった」¹⁴⁾。日銀当座預金へのマイナス金利適用と長期国債買入れの組み合わせが有効であることが分かった。そして、予想物価上昇率2%未実現の理由としては、原油価格下落と消費増税後の消費の低迷および新興国経済の減速と国際金融市場の不安定化をあげた。

以上のQQE4と「総括的検証」の問題点として、次のように指摘できる。2年という期

12) 2016年7月28・29日付日本銀行政策決定会合議事録13-14頁。
http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minus_2016/g160729.pdf

13) 以下、2016年9月21日政策決定会合公表文からの要約である。
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf

14) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf

限付きの短期決戦型の政策から長期戦型の政策に転換したのであるが、量拡大の効果が無かったことを認めていないことは問題である。操作目標を量から金利に移したにもかかわらず、量の拡大（毎年約80兆円増）を残したことは、市場に混乱を引き起こす可能性がある¹⁵⁾。また、「オーバーシュート型コミットメント」は、そもそも「2%の物価安定目標」に現実性が薄い時には、時間軸効果を発揮することが困難である¹⁶⁾。賃金上昇を含む実物経済の回復を支えるために、金融緩和状態を維持するという政策姿勢に転換すべきである。金融政策主導で「2%の物価安定目標」を実現しようとするのは、将来リスクという副作用を累積するだけである。

イールドカーブのフラット化の行き過ぎを修正するための長短金利操作は、金融機関の収益環境を過度に圧迫しないための工夫であるが、このこと自体が、これ以上の緩和が困難であるという金融政策の限界を示しているといえよう。さらに、これまでも多くの論者が指摘しているように、「出口戦略」が重要であるが、QQE4と「総括的検証」において、これまでと同様に、全く触れられていない。

お わ り に

2016年9月時点において、QQEの批判的検討を試みた。QQE4については、市場への影響を含めて、今後さらに論議が展開されると思われるが¹⁷⁾、量と金利を始めとして、様々な要素が必ずしも整合的な形で提示されていないので、「出口戦略」に向けて、どのような政策の修正が行われるのかを注視していきたい。

【参考文献】

- 相沢幸悦（2016）『日本銀行の敗北：インフレが日本を潰す』日本経済評論社。
- 池尾和人（2013）『連続講義・デフレと金融政策：アベノミクスの経済分析』日経BP社。
- 岩田一政・日本経済研究センター編（2015）『量的・質的金融緩和：政策の効果とリスクを検証する』日本経済新聞社。
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編著（2016）『マイナス金利政策』日本経済新聞社。
- 岩田規久男（2013）『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズム：「第一の矢」の考え方（京都商工会議所における講演）。
- https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130828a.htm/
- 植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社。
- 鶴飼博史（2006）「量的緩和の効果：実証研究のサーヴェイ」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』06-J-14。

15) 須田美矢子氏（『朝日新聞』2016年9月24日朝刊）が、同様の指摘をしている。

16) 植田和男氏（『日本経済新聞』2016年9月25日朝刊）が、同様の指摘をしている。

17) 高橋亘氏は、QQE4において、目標を量から金利に転換したことの意味を、「日銀はデフレ脱却のためにかたくなに量的拡大を追及する『リフレ派』と呼ばれる考え方に支配されてきた。量的拡大の効果が薄いことを認識してようやく決別へと動いたようだ」（高橋（2016）、88頁）と注目すべき指摘をしている。

- https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2006/wp06j14.htm/
- 翁邦雄（2013）『日本銀行』ちくま新書。
- 加藤出（2014）『日銀,「出口」なし!』朝日新書。
- 清水功哉（2016）『デフレ最終戦争：黒田日銀異次元緩和の光と影』日本経済新聞社。
- 須田美矢子（2014）『リスクとの闘い：日銀政策委員会の10年を振り返る』日本経済新聞社。
- 高橋亘（2016）「金融政策の『総括的な検証』：成長力の強化を伴わない“片翼飛行”,『リフレ派』と決別に乗り出した日銀」『エコノミスト』2016年10月11日号。
- 中野瑞彦（2014）「デフレ下の金融政策とその限界」『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第3号。
- 日本銀行企画局（2015）「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」『日銀レビュー・シリーズ』J-7。
- https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2015/rev15j08.htm/
- 野口悠紀雄（2014）『期待バブル崩壊：かりそめの経済効果が剥落するとき』ダイヤモンド社。
- 野口悠紀雄（2016）『円安待望論の罨』日本経済新聞社。
- 服部茂幸（2014）『アベノミクスの終焉』岩波新書。
- 早川英男（2016）『金融政策の「誤解」：“壮大な実験”の成果と限界』慶応義塾大学出版会。
- 福永一郎・加藤直也（2015）「量的・質的金融緩和と長期金利：国債の『純供給』残高と満期構成を通じた効果」日銀リサーチラボ。
- https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/lab/lab15j07.htm/
- 吉川洋（2013）『デフレーション』日本経済新聞社。

(2016年10月12日受理)

A Study on the Abe Administration's Quantitative and Qualitative Monetary Easing Policy

KIMURA Jiro

In the 46th general election of members of the House of Representatives held on December 16, 2012, the Liberal Democratic Party of Japan (LDP) gained a substantial victory, and the Abe administration was established. In his inaugural address, Prime Minister Shinzo Abe expressed his firm intention to promote a set of economic policies named the “three arrows”: aggressive monetary easing, flexible fiscal stimulus, and a new growth strategy, with the aim of rescuing the Japanese economy from prolonged deflation. Pushed by the government, and based on a joint announcement (policy accord) issued with the government, Masaaki Shirakawa, the then Governor of the Bank of Japan (BOJ) agreed to set a 2% inflation target in January 2013. To achieve this target, Haruhiko Kuroda, who succeeded Mr. Shirakawa in March 2013, introduced the quantitative and qualitative monetary easing (QQE) policy on April 4, 2013.

During the period of rock-bottom rates that started in 1995, the BOJ introduced a new monetary measure called “unconventional monetary policies,” including zero interest rates, quantitative monetary easing (QE) and comprehensive monetary easing policies. Similar unconventional monetary policies have also been employed in the United States and European countries since the Lehman Brothers went bankrupt in 2008. Generally, the QQE policy adopted by the Kuroda-led BOJ can be categorized as an extension of these unconventional monetary policies. However, because the implementation level and impact of QQE are more extensive than existing policies in terms of scale and extent, the QQE policy by Mr. Kuroda is also called “ijigenkanwa” (different dimension easing policy). It can be said that QQE was actually introduced under compulsion of the government as a measure to attain the 2% inflation target.

Although three years and several months have passed since the introduction of the QQE policy, the BOJ has not yet achieved its initial goal of “realizing a 2% inflation target within two years.” The purpose of this study is to assess the monetary easing policies implemented by the BOJ. In Chapter 1, I examine the dogma of pro-reflation economists (a doctrine that considers deflation as the cause of the economic stagnation), which is an underlying idea of the QQE policy, from a critical viewpoint. Chapter 2 clarifies that although the QQE policy has had a favorable impact on the monetary economy such as foreign exchange rates, the stock market and the bond market, their effectiveness in the real economy has not yet been adequately confirmed. Chapter 3 examines the relationship between monetary policy and fiscal policy, particularly focusing on “monetary financing” issues, in an attempt to point out that the increase in the future risk of economic difficulties such as sudden rise of interest rate (sudden drop of government bond price), hyper-

inflation and so on is an adverse effect of the QQE policy. Chapter 4 introduces existing principal statements/opinions on QQE policy assessment issues. Chapter 5 provides a critical examination of the details of “a shift in monetary easing policy” and “comprehensive assessment,” which were discussed at the BOJ Monetary Policy Meeting held in September 2016.

桃山学院大学

総合研究所紀要

Vol. 42 No. 3 2017. 3

〔特定個人研究〕

論 文

地域福祉推進における2つの支援機能

——個別支援と地域支援に着目して——……………松 端 克 文 (1)

〔共同研究〕

論 文

安倍政権下の「量的・質的金融緩和」政策に関する一考察……………木 村 二 郎 (29)

再考 株式非上場化の決定要因……………野 瀬 義 明 (45)

大学教育改革と「建学の精神」に基礎づけられた個性化

——桃山学院大学の課題と可能性——……………谷 口 照 三 (61)

論 文

Does Gaussian Elimination Teach About

Uninterpretable Feature Elimination in CHL?……………ARIKAWA Koji (83)

日韓学術・教育・文化交流史(Ⅱ)

——桃山学院大学・啓明大学校民際交流(1981-2016)の歩み——……………徐 龍 達
伊代田 光 彦 (129)



桃山学院大学総合研究所