

一般社団法人 J A 共済総合研究所
調査研究部 専門研究員

ふるかねよしひろ
古金義洋

アブストラクト

日銀は2013年以降、大規模金融緩和、いわゆる異次元緩和を続けている。2013年から16年にかけての金融緩和は国債の大量購入によりマネタリーベースを増やし、それによってインフレ期待を高めて経済を回復させようとするものだった。しかし、マネタリーベースは増え、金利は低下したが、期待通りのインフレ率上昇は実現せず、一方で、日銀による事実上の国債買い占めによって国債市場の流動性低下という副作用が強まった。

そうした副作用に対応して2016年以降実施されたのがイールドカーブ・コントロール（YCC）政策だった。だが、金融市場に大きなショックを与えた13～16年のマネタリーベース増加策とは違い、YCC政策は名目長短金利を低く維持するだけの消極的な政策であり、追加的な効果は薄れていった。一方、世界的なインフレ圧力が強まるなかで、国債市場の流動性低下のほか、中央銀行としての日銀の独立性低下と財政規律低下といった問題も浮き彫りになった。

異次元緩和下で実体経済がどう推移したかを振り返ってみると、2013年の異次元緩和実施当初は、円安効果や財政面での景気刺激策の効果もあって、東日本大震災の影響などで落ち込んでいた景気は急浮上した。だが、14年以降は消費税率引き上げなどの影響もあって景気は長く中だるみの状態が続いた。企業は人口減少で日本経済のパイが長期的に縮小していくという予想のもと、国内での設備投資に消極的で、金利低下にもかかわらず設備投資は伸び悩んだ。潜在成長率の低迷も続き、日本経済が長期停滞から脱出できなかったことを示す。

異次元緩和の経済押し上げ効果が限定的だったのは、日銀がインフレ率押し上げにこだわりすぎた点、潜在成長率を押し上げるための供給面での対策が不十分だった点などの問題点が挙げられる。なお日銀による大規模金融緩和政策という形で日銀による事実上の財政ファイナンスは続けられているが、これは財政破綻につながるリスクを高めている。

（キーワード） 日銀金融緩和政策 イールドカーブ・コントロール 財政ファイナンス

目次

- | | |
|--------------------------|--------------------|
| 1. はじめに | 3. 異次元緩和下の経済動向について |
| 2. デフレ脱却を目指した日銀の金融緩和について | 4. むすびに代えて |
-

1. はじめに

日銀は2013年以降、大規模金融緩和、いわゆる異次元緩和を続けている。13年4月に、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う「量的・質的金融緩和政策」、14年10月には、その買入れペースを約30兆円追加し、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う「『量的・質的金融緩和』の拡大」を行い、16年1月には金融機関が保有する日本銀行当座預金に0.1%のマイナス金利を適用する「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決めた。

そして、2016年9月には、金融市場調節によって長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」と、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%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」の2つの要素からなる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の政策枠組みを決めた。その後、18年7月に政策金利のフォワードガイダンス導入、21年3月に貸出促進付利制度創設など追加的な対応をしつつも、現在まで基本的に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が続けられている。

このように、さまざまな手法を用いて大規模金融緩和政策が続けられているが、日本経済はこの大規模金融緩和によって長期停滞状況から脱することができたのか。本稿では異次元緩和下で日本経済がどのように推移した

かを振り返り、異次元緩和の効果を検証してみることにする。

2. デフレ脱却を目指した日銀の金融緩和について

以下では、2013年以降の日銀の金融緩和政策について、2013～16年のマネタリーベース増加による物価押し上げ政策、16年以降のイールドカーブ・コントロール政策の2つに分類する。そして、この2つがどのようなものであったかを考える。

(1) マネタリーベース増加による物価押し上げ政策について（2013～16年）

日銀が2013年4月に異次元緩和を開始した当時は、リーマンショック後、世界各国の中央銀行が低金利政策を行っているにもかかわらず各国経済は慢性的な長期停滞状況に陥っていた。そして、その原因は潜在成長率低下、経済の貯蓄過剰による自然利子率¹の低下であるとする見方があった。景気を刺激するためには実質金利を自然利子率以下の水準に押し下げる必要があったが、名目金利はマイナスにすることが難しく、実質金利を大幅に下げるためには物価上昇率を高める必要があった。そのため、景気刺激には物価を押し上げる必要があるとの見方が強まった。

日本では1990年代後半以降、物価上昇率は低水準で推移し、デスインフレあるいはデフレがしばしば問題視された。デスインフレの原因としては、グローバル経済化に伴って、世界の企業が生産・流通の拠点を世界各

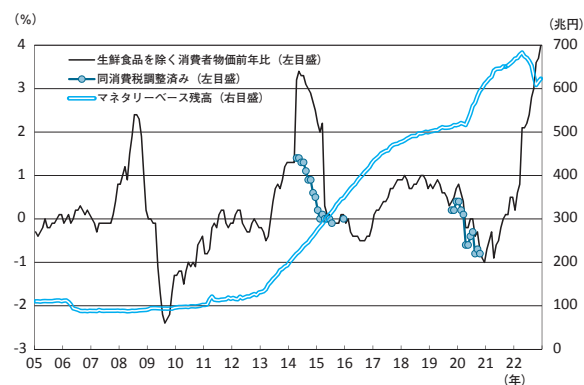
1 19世紀末にスウェーデンの経済学者クヌート・ヴィクセルが提唱した概念で、経済の需給を均衡させ（貯蓄と投資をバランスさせ）、インフレにもデフレにもならない実質金利の理論的な均衡水準。均衡実質金利とも呼ばれる。

地に効率的に配置できるようになり、生産性が高まり、コストが低下したことなどもあったが、世界的な自然利子率低下についての考え方に加え、2011年の東日本大震災後、経済の低迷が一段と深刻になり、デフレ脱却のために日銀がより一層の役割を果たすべきとの見方が強まった。それが、2013年4月の「量的・質的金融緩和政策」につながったものと思われる。

この時の日銀には、経済低迷によって物価下落が起こるというよりも、むしろ、物価下落が経済低迷の原因であるという考え方が強くあったように思われる。黒田日銀総裁は2013年12月の講演（「デフレ脱却の目指すもの」）で、①デフレ下では、企業は製品価格を引き上げることができないため、売上高や収益が伸びず、人件費や設備投資が抑制される、②家計は賃金低迷で消費抑制を余儀なくされ、また、物価下落期待から消費をできるだけ先送りしようとする傾向が強まる、③この結果、価格の下落、売上・収益の減少、賃金の抑制、消費の低迷、価格の下落といった悪循環が続く、と述べ、物価下落が経済の悪循環を招いているとし、物価を押し上げることで、経済を停滞状況から脱却させる必要性を強調した。

2013年4月の量的・質的金融緩和政策はインフレ期待に働きかけ、インフレ率を高める効果を期待するものだった。日銀は市中から国債を大量購入し、自らのバランスシートを無制限に拡大、日銀のバランスシートの負債側に相当するマネタリーベースも無制限に拡大することが可能だが、この時、日銀はそうした方法でマネタリーベースを急増させた。

（図1）コア消費者物価前年比とマネタリーベース



（出所）総務省、日銀

「異次元緩和」など大仰なキャッチフレーズや「マネタリーベースを2年で2倍にすれば物価上昇率が2%になる」といった語呂合わせの標語も使って、金融市場にショックを与えることで、インフレ期待を高めようとした。また、インフレ期待を高めることが消費などの支出を促す効果があり、経済にプラスに作用するはずと考えたようだ。

国債の大量購入によって日銀は計算通り、2年でマネタリーベースを2倍にすることができたが、物価上昇率は2%にならなかった（図1参照）。日銀が目標とする生鮮食品を除くコア消費者物価の前年比は2013年3月のマイナス0.5%を底に上向き、2014年4月に実施された消費税率引き上げの影響を除くと、14年4、5月に1.4%まで上昇したが、2%には届かず、その後、15～16年にはマイナスに転じた。インフレ率の加速は一時的で、マネタリーベースの増加が想定通りインフレを高めたとは考えにくい。

マネタリーベースは確かに増えたが、信用乗数や通貨流通速度は経済学の教科書²で仮

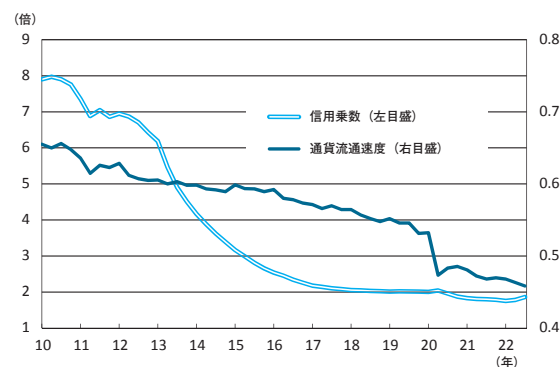
2 マネタリーベース×信用乗数=M（通貨供給量）
M（通貨供給量）×V（通貨流通速度）=P（物価）×Y（所得、GDP）

定されているように一定ではない（図2参照）。特に、マネタリーベースが急増したものの、通貨供給量はさほど増加せず信用乗数が大幅に低下した。これは銀行が日銀への国債売却で得た余剰資金を貸出に振り向けず、通貨供給量がさほど増えなかったためだ。そして貸出が増加しなかったのは設備投資などの民間資金需要が盛り上がらなかったためだ。通貨流通速度も低下傾向を辿った。結局、マネタリーベースの増加は物価上昇につながらなかった。

金融市場の予想インフレ率（5年物・5年先インフレスワップレート）は、2015年半ばにかけて上昇した。しかし、15年6月頃を境に下落に転じ、再びゼロ近辺に低下した。こうした予想インフレ率の短期的な動きは、マネタリーベースの動きというより、原油価格や円相場の動きに影響されていたものと考えられる。15年前半まで予想インフレ率が高まったのは、日銀の金融緩和姿勢などを反映した円安によるもので、反対に15年後半以降の予想インフレ率の低下は、14年後半から原油価格が低下し、15年後半から円高が進んだことによると言っている。実際、この時の予想インフレ率の動きは円相場と原油価格の動きでかなりの部分が説明できる（図3参照）。

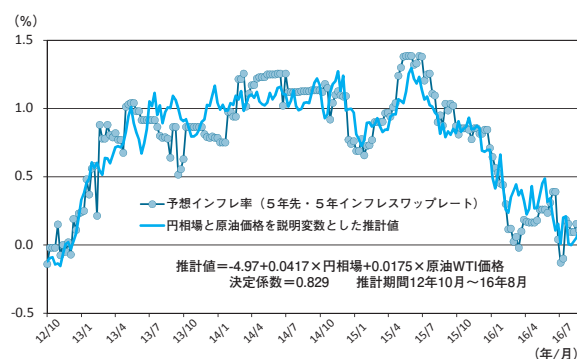
では、そもそも、インフレ率を高めることが、日本経済を長期停滞から脱却させる効果があるのか。黒田日銀総裁は、デフレ下では「物価下落期待から消費をできるだけ先送りしようとする傾向が強まる」ことを問題視した。だが、インフレが消費に及ぼす影響は、基本的に、今お金を使うか、将来お金を使うか、という点に影響するだけとも言えなくな

（図2）信用乗数と通貨流通速度



（注）信用乗数＝マネースtock M2÷マネタリーベース
通貨流通速度＝名目GDP÷マネースtock M2
（出所）内閣府、日銀

（図3）2012年末～16年の予想インフレ率の動き



（出所）ブルームバーグデータより筆者作成

い。つまり、インフレ期待の高まりは家計消費の前倒し傾向を強める可能性があるが、家計の収入が伸びなければ当期の消費支出が前倒しで行われた分、翌期の消費支出が逆に減少するおそれがある。インフレによって消費が継続的に増加するわけではない。

そうした点で言えば、インフレ率を高めようとする政策は、利下げなどによる金融緩和政策と同様、一時的な需要増加によって短期的に景気を押し上げる効果はあっても、それと同時に、需要増加が生産増加、そして所得増加へとつながるよう、供給面で経済が上向くよう政策的な配慮がなされなければ、経済

は必ずしも持続的な成長につながるわけではないだろう。インフレ率を高めようとする政策だけでは、長期にわたる経済停滞から脱却する方策として、どの程度の効果があるかは疑問だ。

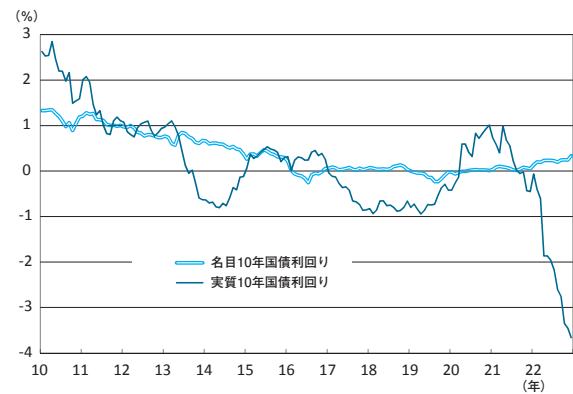
量的質的金融緩和によって日銀が期待したのは、以上で述べた、①インフレ期待の押し上げ効果のほか、②金利低下による設備投資押し上げ効果、③日銀への国債売却で余裕資金が増加した銀行が貸出を増やす「ポートフォリオ・リバランス効果」、などもあった。

金利低下による設備投資押し上げ効果については、確かに、日銀の大量国債購入により、需給面での安心感によるリスクプレミアム低下から長期金利は低下した（図4参照）。名目10年国債利回りは異次元緩和前の2013年3月時点では0.6%程度だったが、16年にはほぼゼロ程度まで低下した。コア消費者物価前年比を差し引いた実質長期金利は14年半ばに一時マイナス0.8%程度まで低下した。

だが、次節で示す通り、金利低下の設備投資押し上げ効果はさほど大きくない。企業は人口減少による国内市場のパイ縮小を予想して、低金利のもとでも国内での増産投資には慎重な姿勢を維持している。この間の金利低下によって国内でどの程度、設備投資が盛り上がったかどうかは疑問だ。

一方、ポートフォリオ・リバランス効果については、銀行の資産に占める貸出の比率は低下傾向を辿った（2013年3月末49.0%→16年8月末45.9%）。銀行は量的金融緩和政策によって余剰資金が増加し、しかも16年1月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」実施により、増加する余剰資金に対してマイ

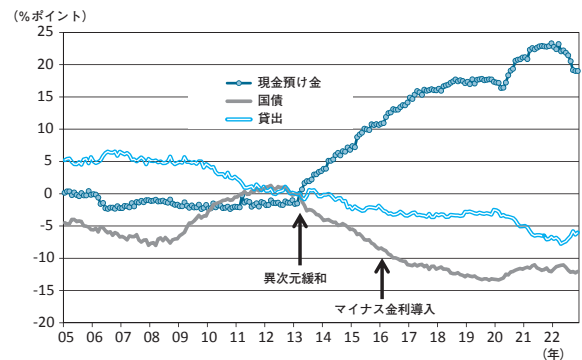
（図4）名目・実質10年国債利回り



（注）実質10年国債利回り＝名目10年国債利回り－消費税調整済みコア消費者物価前年比

（出所）日銀、日本相互証券株式会社

（図5）異次元緩和による銀行の資産構成の変化



（注）2013年3月末時点の各資産の対総資産比率を基準（ゼロ）に前後の変化幅をみたもの

（出所）日銀

ナス金利が課せられたが、余剰資金を貸出に回そうとしていなかった（図5参照）。

結局、2013年4月からの金融緩和は、①インフレ率押し上げ、②金利低下による設備投資押し上げ、③銀行の貸出増加、など複合的な効果を狙ったが、そのうち、はっきりした効果があった点は、金利低下だけだったとも言えなくない。

2015年頃になると、国債大量購入によってマネタリーベースを急激に増加させる量的金融緩和の副作用が徐々に強まっていった。前

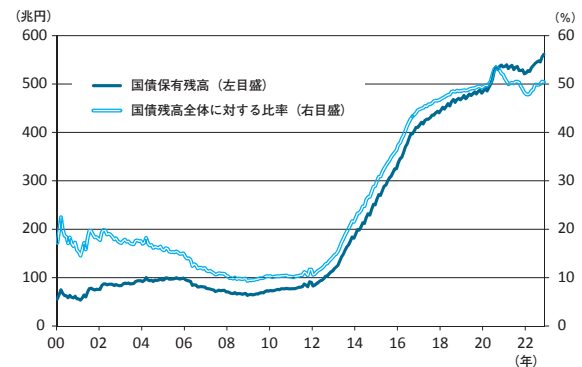
述したように、日銀は2013年4月に長期国債の保有を年50兆円増やす「量的・質的金融緩和政策」を導入し、さらに14年10月には、その買入れペースを約30兆円追加し同保有額を年80兆円増やす「『量的・質的金融緩和』の拡大」を決めたが、日銀が自らの国債保有を年80兆円増やすとすると、年間の財政赤字が80兆円を超えることがなければ、国債発行残高のうち、日銀の保有分が徐々に膨らみ、半面、民間銀行や生保、年金などの機関投資家の国債保有金額が減っていくことになる。日銀による事実上の国債買い占めによって、国債市場の流動性が低下するというのが、量的金融緩和の副作用だった。

日銀の国債保有残高は「量的・質的金融緩和政策」の1年半（2013年3月末～14年9月末）の間に104兆円（年率69兆円）増加し、「『量的・質的金融緩和』の拡大」以降（14年9月末～16年8月末）の1年11か月間で167兆円（年率87兆円）増加した。国債現存額に占める日銀の保有比率は「量的・質的金融緩和政策」の下で15.4%→26.7%、「『量的・質的金融緩和』の拡大」の下で26.7%→43.3%とそれぞれ11.3%ポイント（年率7.5%ポイント）、16.6%ポイント（年率8.7%ポイント）上昇した（図6参照）。

日本銀行金融市場局（2015）は、先物市場におけるいわゆる「板」の厚みや1回の取引が市場価格に及ぼす影響、現物国債市場における証券会社の提示レートの上り下りなどの諸指標が、14年秋以降、国債市場の流動性低下を示唆している、と指摘した。

また、Serkan Arslanalp and Dennis Botman（2015）によれば、量的金融緩和が継続され

（図6）日銀の国債保有残高



（出所）日銀「日本銀行勘定」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」

れば、民間の国債保有高が減少し、①銀行は短期の資金調達のための担保に必要な国債を確保できなくなる、②年金や生保は最適なアセットアロケーションに必要な国債を保有できなくなる、などの問題が生じ、量的金融緩和政策は2017～18年に限界を迎えると指摘した。

（2）イールドカーブ・コントロール政策について（2016年～現在）

このように国債大量購入による異次元緩和は、その効果が限定的だった一方で、副作用として日銀の事実上の国債買い占めによって国債市場の流動性が低下し、先行きについては、銀行の資金調達難、機関投資家の資金運用難などの懸念が強まった。そうしたなかで2016年9月に打ち出されたのが「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」だ。同政策はイールドカーブ・コントロール（YCC）政策とオーバーシュート型コミットメントの2つが柱だった。

YCC政策は、短期金利である日銀当座預金金利をマイナス0.1%とし、長期金利である10年物国債金利が概ねゼロ%程度で推移す

るよう、長期国債の買入れを行う、という政策だ。オーバーシュート型コミットメントというのは、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、この「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を約束するというものだ。

日銀が2013年以降の金融政策の効果について検証した、2016年9月の「『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の総括的な検証」は、「『量的・質的金融緩和』は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた。自然利子率は趨勢的に低下しているが、実質金利はその水準を十分下回っており、金融環境は改善した。その結果、経済・物価の好転をもたらし、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」と述べた。

しかし、同検証によれば、デフレではなくなったが、「2%の物価安定目標を達成することはできなかった」とも述べた。そして、その目標実現には時間がかかる可能性があるため、物価上昇率が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続することを約束（オーバーシュート型コミットメント）したうえで、柔軟な対応が可能であり、政策の持続性があるYCCを枠組みの中心にすると述べた。

国債の大量購入でマネタリーベースを増やす政策は、期待されたインフレ押し上げ効果が得られず、はっきりした効果は金利低下だけだった。だとすれば、国債購入額を減らすだけでも良かったように思われるが、それだ

けでは金融緩和策の後退あるいは金融引き締めと受け止められる可能性があり、そのためにYCC政策という追加策が導入された可能性があるのではないかとと思われる。

ただ、マネタリーベース急増によって積極的に金融市場に大きなショックを与えることを期待した、それまでの政策と異なり、YCC政策は基本的には名目長短金利を維持する政策であり、いわば、低金利を維持して、その効果が表れてくるのを待つ消極的な政策だとも言える。低金利が維持されているだけであるため、追加的な効果は望めず、金融緩和効果は徐々に薄れていったとしても不思議ではない。実際、次節でみる通り、2016年からコロナショック前までの期間においては、雇用が増加したものの、景気や成長率を大きく押し上げる効果はなかった。

2020年の新型コロナウイルスの感染拡大に対応して、日銀は2020年3月に新型コロナ対応金融支援特別オペレーション（いわゆるコロナオペ）を導入、同年4月から、CP・社債等の買入れ増加策と銀行への資金供給オペからなる新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムを導入するなど、追加緩和策を実施した。ただ、基本的に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続されている。

当初、名目金利を維持するだけの政策にさほど大きな副作用はないとみられたが、コロナショック後の世界的なインフレ圧力の高まりがYCC政策の問題点を浮き彫りにした。YCC政策の問題は、以下の通り、①市場の軽視、②インフレ下で名目金利を固定化するYCC政策は必要以上に実質金利を低下させる（円安に拍車をかける）、③金利上昇圧力

が強まるなかで日銀が金利上昇を抑えようとすれば日銀が市場の国債を買い占めることになる、④日銀が中央銀行としての独立性を保てなくなり、財政規律も低下する、といった点だ。

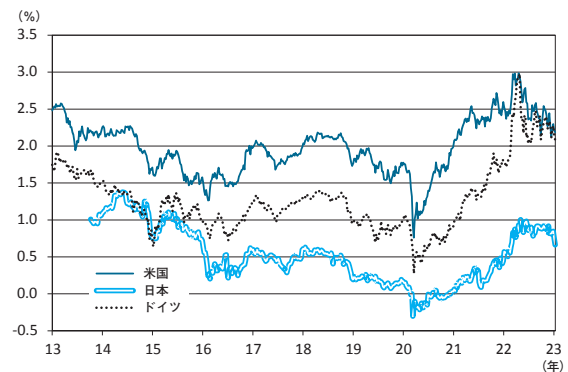
YCC政策の第1の問題は、それが市場動向を軽視する点だ。現在のように世界中でインフレが問題視されるような状況では、インフレ懸念の高まりによって自然に長期金利が上昇する。そして、その長期金利上昇は設備投資などの需要を抑制することにより、物価上昇をいくらか和らげる効果がある。中央銀行も長期金利の動きをモニターして、インフレ懸念の高まりがどの程度かを測ることができ、それを政策に反映させることができる。

しかし、YCC政策は長期金利の適正水準を日銀が決め、長期金利上昇を人為的に低めに抑制しようという政策であるため、そうした市場の自動調節機能が働かない。インフレ懸念の高まりを反映して、日銀が上限と判断する利回りを超えて10年国債利回りが上昇しようとする場合、日銀はその動きを無理やり抑えようとする。そうした日銀の姿勢は、市場の動きが「間違い」とであると決めつけ、市場の動きを軽視していることになる。

第2の問題は、YCC政策が名目金利を固定化する政策であるため、インフレ率の高まりによって実質金利が低下し、金融緩和を「維持」しているつもりが、金融緩和を「強化」していることになる。実際、YCC政策によって日本の金融緩和が実質的に強化されたことが円安を加速させた。

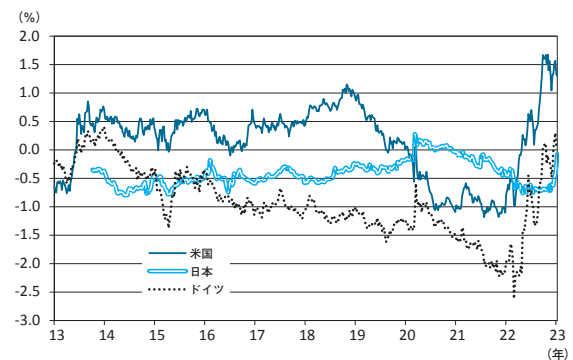
図7、図8は、債券市場の動きから名目長期金利を実質長期金利（10年もの物価連動債

(図7) 日米独の予想インフレ率（10年もの国債利回りマイナス同物価連動債利回り）



(出所) ブルームバーグ

(図8) 日米独の実質金利（10年もの物価連動債利回り）



(出所) ブルームバーグ

利回り）と予想インフレ率に分けたものだが、日本の予想インフレ率は欧米の動きに沿って上昇しており、半面、実質長期金利については、2022年以降、欧米の実質金利が急上昇したのに対して、日本の実質金利は低下傾向を続けた。

また、YCC政策の下では、インフレ局面では量的な面でも金融緩和が「強化」される。すなわち、10年国債利回りが定められた上限を超えて上昇しようとする場面において日銀は国債を無制限に購入して、それ以上の利回り上昇を抑えこもうとする。つまり、本来ならインフレ懸念で長期金利が上昇するような

局面で、日銀は逆に金融市場に無制限な資金供給を行なう。

以前は世界的なデフレ下で世界の長期金利も低下気味であったため、こうした問題は起こらなかったが、今や物価を巡る環境は変化している。インフレ率の高まりが実質金利を低下させ、それが想定以上の金融緩和効果をもたらし、それがインフレを一段と加速させることになる。

YCC政策の第3の問題は、日銀が市場の国債を買い占め、国債市場が機能不全に陥るおそれがある点だ。前述した通り、YCC政策が導入されたのは、2013年以降の量的金融緩和で日銀が大量に国債を購入し、日銀による事実上の買い占めによって国債市場の流動性が低下したことが一つの理由だった。そして、日銀が大量に国債購入を行うことなく、金利を低位安定させるための方策として、YCC政策が採用された。

確かに、金利が低下しやすいデフレ局面ではYCC政策によって国債購入を減らすことができたが、現在のインフレ状況では長期金利に上昇圧力が強まり、金利上昇を抑えるため、日銀は国債を大量に購入しなければいけなくなる。そのため、日銀の事実上の買い占めにより国債市場が再び機能不全に陥った。

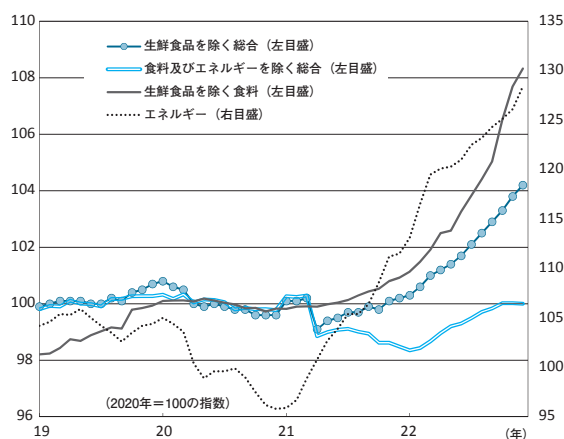
YCC政策の第4の問題は、日銀が中央銀行としての独立性を保てなくなるという点だ。国債大量購入が引き起こす副作用から日銀は2016年に量的金融緩和政策をYCC政策に切り替えたが、国債を大量に購入しマネタリーベースを増やそうという政策とYCC政策とは、単に国債購入額の違いというだけではない、別の意味での違いがある。

つまり、YCC政策は人為的な低金利政策によって国債利払い費の負担を軽減するものであり、その政策を見直そうとする場合、直接、政府の財政負担を増やすことになる。この結果、YCC政策を実施したことによって日銀は自ら中央銀行としての独立性を失いかねない状況に陥っている。

例えば、インフレに対応して金融引き締めが必要になったとしよう。当初のように、マネタリーベースを増やすために国債を大量に購入する量的金融緩和政策であれば、日銀は自らの判断で、機動的に量的引き締めへ転ずれば良い。量的金融引き締めは短期的に国債利回りを押し上げる可能性もあるが、引き締めによってインフレが抑制されれば長期的にみるとそれは国債利回りを低下させる効果も期待できる。ところが、YCC政策の場合、日銀は購入する国債の利回りを引き上げなければならない。これは政府が発行する国債の利回りを引き上げることになり、直接的に財政負担を大きくする。国債管理政策を担うのは財務省であるため、政府は場合によってはこれを容認しない可能性もある。本当に引き締めが必要な局面になっても、日銀自身の判断で機動的な引き締めができなくなったというのが、YCC政策の大きな問題点だ。

10年国債利回りの変動範囲を幾分拡大するといった小幅修正を交えながら、YCC政策は維持されている。コロナショック後の世界のインフレは一時的な供給制約によるもので、そのなかでも日本はデフレ心理の根深さなどから物価上昇は海外に比べて小幅にとどまっており、インフレは一過性にとどまるという見方はなお根深い。そうした見方が

(図9) 日本のコア消費者物価の内訳



(注)「生鮮食品を除く総合」「食料及びエネルギーを除く総合」「生鮮食品を除く食料」は季節調整値
(出所) 総務省データにより作成

YCC政策継続の背景にあるのかもしれない。

だが、世界的にインフレ圧力が強まるなか、日本だけがインフレから隔離されるというのは考えにくい。図9は日本の最近の生鮮食品を除くコア消費者物価の動きをみたものだ。日本では根強いデフレ心理によりインフレにはならないという見方もあったが、物価上昇率は明らかに高まりつつある。生鮮食品を除く消費者物価は2022年12月に前年比4.0%上昇した。日銀の目標である2%を超えたのは22年4月で、9か月間、目標を上回る状態が続いているが、日銀は「安定的な物価上昇ではない」との理由で、インフレを容認している。

物価上昇は確かに食料やエネルギーが中心だが、食料・エネルギーを除く物価も2022年入り後、上向きに転じている。足もとの伸び鈍化は全国旅行支援による宿泊料の値下がりが影響している。エネルギー価格は22年に入ってから上昇テンポは幾分鈍化したようにも

みえるが、22年12月の前年比上昇率は15.5%と高い。しかも、日本のエネルギー価格については、補助金によりガソリンや灯油の価格が抑えられ、燃料費調整制度による上限規制で電気料金も低く抑えられ、こうした価格統制措置によって、人為的に上昇が抑制されている点を忘れてはいけない。また、食料品の価格高騰も続いている。12月の生鮮食品を除く食料の前年比上昇率は7.2%だが、直近3か月間の年率上昇率は13%を超える。結果として、日銀が目標とする生鮮食品を除く消費者物価は前年比4.0%上昇したが、直近3か月間では年率5%超のペースで上昇しており、鈍化の兆しはみえない。

さらに日本でも今春闘での賃上げが期待されているが、人手不足を背景に、もともと生産性が低いサービス業中心に賃上げがなされれば、米国同様、賃金コスト上昇分が価格に転嫁され、基調的なインフレ率を加速させる可能性がある。

3. 異次元緩和下の経済動向について

前節では、インフレ率の押し上げを目指した異次元緩和政策がどういうものであったか、結果として、異次元緩和が物価動向にどのような影響を及ぼしたか、をみたが、本節では異次元緩和下において、物価以外の実体経済指標がどのように推移したかをみてみることにする。

(1) 景気動向

「景気の基準日付」³によれば、異次元緩

3 過去の景気の転換点（景気の山と谷）を定めた日付のこと。景気動向指数研究会が景気動向指数の中期的な動きなどを考慮し定める。谷から山までが景気拡大（景気拡張）、山から谷までが景気後退になる。

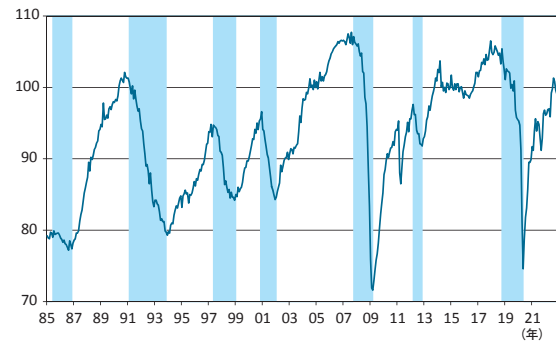
和開始当時の景気は2012年11月に底入れし回復に向かっていた。その後の景気拡大は長く18年10月まで続いた。そして景気は18年10月から20年5月にかけて景気後退局面となった。12年11月を底とする景気拡大期間は71か月と、バブル期の1986年11月から91年2月にかけての景気拡大（51か月）を上回り、02年1月から08年2月にかけての景気拡大（73か月）にほとんど並ぶ長期の景気拡大だった。

2012年11月の景気底入れの直接的なきっかけになったのが円安だったと考えられる。第2次安倍内閣が発足したのは12年12月だったが、それ以前から大規模な金融緩和が必要だと主張していた安倍氏の方針を為替市場が織り込み、民主党の野田佳彦前首相が解散を示唆した同年11月14日から円安が急速に進行した。

そして2018年10月以降の景気後退の大きな原因は米中経済摩擦だったとみられる。米トランプ政権の対中関税引き上げなどで、日本でも輸出環境の悪化が景気を停滞させ、18年から19年にかけての景気は低迷したが、20年に入るとコロナショックによる世界的かつ急激な経済収縮が起こり、結果として、18年10月をピークに20年5月までの景気後退となった。

景気の量感を示す指標である、景気動向指数C I一致指数の動きをみてみよう（図10参照）。C I一致指数は2012年12月（91.8）から14年3月（103.8）にかけて短期的に急上昇した。急上昇の背景には、金融緩和や円安の効果のほか、14年4月からの消費税率引き上げを前にした駆け込み需要もあったと考えられる。しかし、消費税率引き上げ後は、

（図10）景気動向指数C I一致指数



（注）シャドー部分は景気後退期、2015年=100の指数

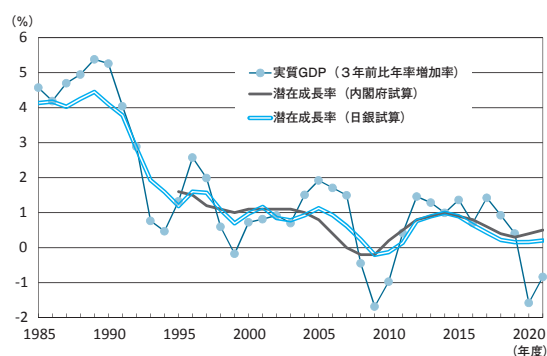
（出所）内閣府

その悪影響が強まったほか、その後の中国人民元ショックなど中国景気悪化により、同指数は16年半ばにかけ約2年間と長く低下傾向を辿った。景気は拡大局面のなかで、比較的長期にわたり、中だるみあるいは足踏み状態だったことを示す。

2016年半ばから17年末にかけ世界経済の回復を背景に同指数は再び上昇したが、18年以降は米中経済摩擦などを背景に同指数は17年12月（106.4）をピークに下向きに転じ、リーマンショック前のピーク水準であった07年8月（107.3）を越えないまま、18年10月に景気後退入りとなった。

2012～18年の景気拡大期と1986～1991年の景気拡大期、02年～08年の景気拡大期における同指数の動きを比べてみよう。1986～1991年、02年～08年の景気拡大期における同指数は、それぞれ一本調子で急角度の上昇がみられた。C I指数が景気の量感を表わすものであることから、力強い景気拡大だったことが窺われる。これに対して、12～18年の景気拡大期は、確かに14年3月にかけての景気回復期当初の1年間余りの同指数の上昇は確かに急だったが、その後の反落場面を含

(図11) 実質GDP成長率と潜在成長率



(出所) 内閣府、日銀

めると景気拡大期全体の同指数の上昇テンポは比較的緩やかだった。同指数の水準がリーマンショック前を越えなかったことも考えると、この時の景気拡大は長期間続いたが、力強さに欠けるものだったと言える。

(2) 潜在成長率の動向

労働力、資本、生産性を加味して供給面からどの程度の成長が可能かをみた指標である潜在成長率が金融緩和によって上向いたかどうかをみてみよう。潜在成長率は1980年代の4%台からリーマンショック後にゼロ%程度まで低下したあと、2014年度にかけ1%近くまで上昇した。しかし、上昇はそこまでで足元では再び低下している。内閣府と日銀による2019～21年の潜在成長率の推計値は、それぞれ0.5%、0.1%という低い水準での推移となっている(図11参照)。2013年からの異次元緩和の効果があつてか、潜在成長率は一時的に上昇する兆しもみられたが、現時点では、日本経済はゼロ成長軌道を脱せないでいることを示している。

これは、異次元緩和を含めた安倍政権下の政策が需要拡大面に偏り、供給面を改善する

ための政策が後回しになったことが一因と考えられる。2012年12月に安倍元首相が掲げたアベノミクスは、3本の矢、つまり①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、によって日本経済をデフレから脱却させることだった。3本の矢のうち第1、第2の矢である財政金融面での強力な景気刺激策は、当時、大きく落ち込んでいた景気を回復させたが、景気回復後の成長を持続させるための民間投資を喚起する成長戦略が機能しなかったように思われる。

日本では労働市場の流動化や産業構造の改革など供給面を改善する政策が必要と考えられるが、政府、日銀はデフレが景気停滞の原因だとみて、経済成長のため物価を押し上げることにだけ注力し、供給面の対策を怠ったのではないかとと思われる。

もちろん、需要拡大策を続けることが潜在成長率を押し上げるという考え方がないわけでもない。米財務長官のイエレン氏は、FRB議長在任中(2014～18年)の2016年の講演(Yellen (2016))で、経済を不況から正常に戻すだけでなく、労働需給が引き締まる「高圧経済(high-pressure economy)」まで意図的に過熱させれば、労働参加率の上昇や生産性引き上げ努力など供給サイドの望ましい変化を誘い、成長力が強化されていく可能性があると述べた。

だが、イエレン氏は自らが主張した理論とは裏腹に、現実の世界ではFRB議長として、2016年末以降、段階的な利上げを進め、16年11月まで0.5～0.75%だった政策金利のFF(フェデラルファンド)金利を18年12月までに2.5～2.75%と累計2%ポイント引き上げ

た。FRB議長としてのイエレン氏は自らの唱える理論に固執して政策を運営していたわけではない。

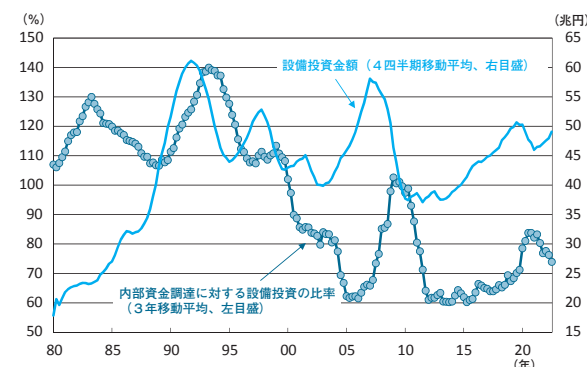
日本では後述するように高年齢者雇用安定法改正の影響もあって非労働力人口が減少、労働力人口が増加し、異次元緩和のもとでイエレン氏が期待した通りの高圧経済下での労働参加率上昇傾向が続いた。だが、労働力人口増加でも結果的に潜在成長率は伸び悩んだ。これは、労働力人口が増加する半面で、労働生産性が落ち込んだことを意味する。日本でも結果的に高圧経済が供給サイドの成長力を押し上げることはなかったと考えられる。

(3) 設備投資動向

労働投入量の増加にもかかわらず潜在成長率が伸びなかったのは、資本装備率の低下による労働生産性の低下による部分が大きかったのではないと思われる。設備投資は異次元緩和による金利低下のなかでも伸び悩んだ。法人企業統計ベースの設備投資の動きをみると（図12参照）、1980年代から1991年頃にかけて大きく増加したが、その後は一進一退で、1991年ピーク時に比べ2007年ピーク、19年ピークと徐々に水準を切り下げている点を見ると、緩やかな減少傾向にもみえる。

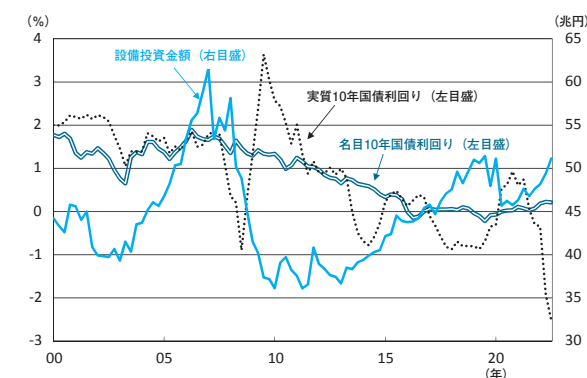
異次元緩和のなかで確かに2013年から19年にかけて設備投資は緩やかに増加したが、キャッシュフロー（＝内部資金調達＝当期純利益－配当金＋減価償却）に対する設備投資の比率（3年移動平均値）をみると、2013～19年は60～70%程度にとどまっている。バブル期の設備投資ピーク時における同比率は

（図12）企業のキャッシュフローに対する設備投資の比率



（出所）財務省

（図13）設備投資と金利の関係



（注）実質10年国債利回りは10年国債利回りからコア消費者物価前年比を差し引いた数値

（出所）財務省、総務省、ブルームバーグ

100%を大きく上回る水準で、企業は外部資金に依存しながら設備投資を行っていたことを示す。しかし、バブル崩壊後、多くの企業は無借金経営にこだわり、さらに08～09年のリーマンショック時に流動性危機に陥ったこともあって企業の内部留保の確保を重視する傾向が強まり、キャッシュフローの範囲内でしか設備投資を行っていない。

一方、金利との関係をみると、確かに2010年以降の実質10年国債利回り（左目盛）と設備投資金額（右目盛）は逆相関の関係がみとれ、実質金利が設備

投資に影響を及ぼしたようにもみえる。しかし、2010年代後半の実質10年国債利回りがマイナス水準で推移したにもかかわらず、設備投資金額の水準は、実質10年国債利回りがプラス1～2%で推移していた2000年代後半の設備投資金額の水準を下回っていた。金利低下が設備投資に及ぼす影響度は小さくなっているように思われる（図13参照）。

こうした設備投資の伸び悩みの背景には、人口減少で日本経済のパイが長期的に縮小していくという予想のもとで、企業が国内での増産投資の必要性を感じなかったことがあるとみられる。日本企業の設備資本ストックの増加率と日本の実質GDP成長率とを対比させてみると（図14参照）、異次元緩和下の設備投資増加局面でも、設備資本ストックの伸び率は低水準のままで、2018年のピーク時でも1.0%だった。資本ストックの伸び低迷は、設備投資の中身が増産投資ではなく、更新投資が中心だったことを示す。そして資本ストックの伸び低迷は低水準の潜在成長率の動きと符合する。

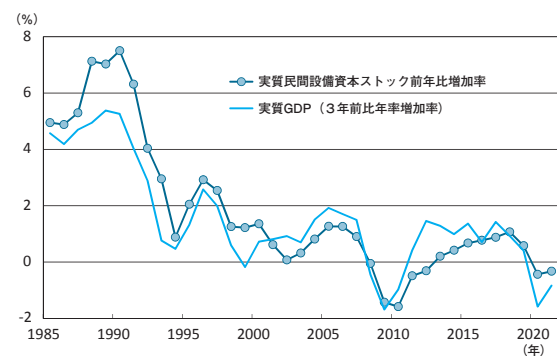
（4）雇用動向

雇用の大幅増加は異次元緩和の大きな成果とされる。2013～19年の7年間の累計雇用増加は447万人となった。10年代前半の雇用

増加テンポは比較的緩やかだったが、16年から19年にかけて雇用は大幅に増加した（図15参照）。

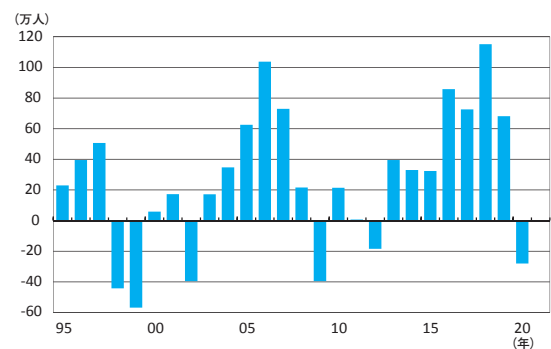
リーマンショック前の2004～07年、10年代前半（13～15年）と10年代後半（16～19年）の産業別の雇用増加の特徴を比べてみると（表1参照）、リーマンショック前の04～07年の雇用増加は介護など保健衛生・社会事業

（図14）設備資本ストックと実質GDP成長率



（出所）内閣府

（図15）雇用動向（前年比増減幅）



（出所）内閣府

（表1）雇用増加局面における産業別雇用増加（年平均増加幅）

（万人）

	製造業	建設業	卸小売	運輸郵便	宿泊・飲食サービス	情報通信	専門・科学技術、業務支援サービス	教育	保健衛生・社会事業	その他サービス	合計
2004～2007年	1.2	-6.3	9.0	6.3	5.6	6.2	24.0	1.1	21.3	-0.3	68.5
2013～2015年	9.3	-4.8	-10.8	-0.1	2.4	5.3	10.8	0.6	23.4	-1.3	35.0
2016～2019年	8.6	-0.1	4.9	2.9	10.3	3.7	18.5	2.4	16.4	11.8	85.5

（出所）内閣府

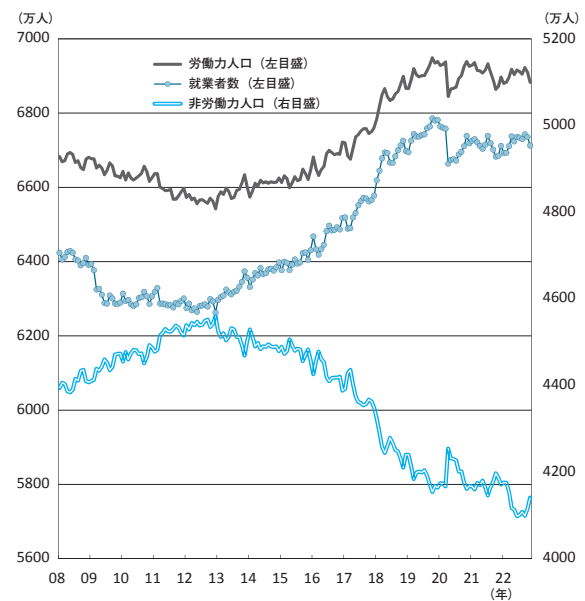
産業や人材派遣など専門・科学技術、業務支援サービス業が中心だった。しかし、10年代前半は、卸小売業や運輸郵便の雇用が減少したものの、円安の影響により製造業の雇用が増加した。その後、10年代後半になると、製造業の雇用増加が続く一方、卸小売や運輸郵便の雇用が回復し、さらに、宿泊・飲食サービスの雇用が急増し、幅広い業種で雇用が増加するようになった。

2012年に改正された高年齢者雇用安定法で、13年4月以降は、原則として希望者全員を65歳まで継続して雇用しなければならなくなり、労働力人口が増加したことも供給面から雇用増加を支えていたことになる（図16参照）。高齢者などが労働市場に再参入した結果、非労働力人口は13～19年の7年間で343万人減と大幅に減少した。逆に、労働力人口は同期間で332万人増と大幅に増加し、就業者も同455万人増と大幅に増加した。

幅広い業種で雇用が増加するようになった2010年代後半には実質賃金（一人・時間当たり実質賃金）も増加した。半面、労働生産性（一人・時間当たり実質GDP）は横ばいで推移した（図17参照）。標準的な経済理論によれば、企業は実質賃金を労働の限界生産性に一致するように雇用量を決めることで利潤を最大化することができ、実質賃金は労働生産性に等しくなると考えられる。労働生産性の向上によって実質賃金が増加するのが本来の姿だろうが、この間の実質賃金増加は労働生産性の向上を伴わず、労働需給逼迫によるものだったと考えられる。

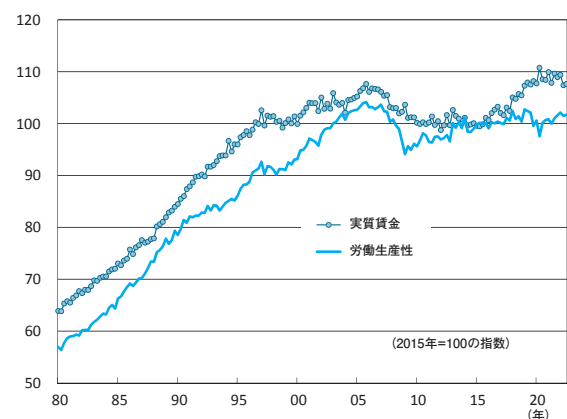
結局のところ、2013年以降、雇用が増加、実質賃金も増加したが、労働生産性は高まら

（図16）日本の労働力・非労働力人口と就業者数



（出所）総務省

（図17）労働生産性と実質賃金



（注）労働生産性は一人・時間当たり実質GDP、実質賃金は一人・時間当たり実質雇用者報酬

（出所）内閣府、厚生労働省

ず、前述した通り、日本の潜在成長力を高めることはなかった。確かに、2010年代後半の雇用は業種の広がりをみせたが、介護、宿泊・飲食など労働集約型の産業の雇用増加が牽引役だったというのも事実だ。こうした労働集約型産業は、人口が減少する日本では比較劣位産業に当たる。雇用増加、実質賃金増加にもかかわらず、日本経済の停滞状況が続

いたのは、雇用増加の多くが労働集約型産業だったことが一因ではないかと考えられる。成長産業にヒトを移動させるため、解雇規制緩和など労働市場の流動化のための改革が必要になるだろう。

4. むすびに代えて

2013年以降の日銀の異次元緩和は、円安などから短期的に物価を押し上げ、2010年代後半には雇用も増加したが、日本経済の成長力を押し上げ、長期停滞状況から脱却させることはできなかった。このように異次元緩和の効果が限定的だった原因はいくつか考えられる。

まず、物価押し上げに注力しすぎた点が問題だったように思われる。日銀は物価下落が日本経済低迷の原因であると考え、物価押し上げに固執した。デフレ下では売上高や収益が伸びず、人件費や設備投資が抑制され、家計も賃金低迷で消費抑制を余儀なくされ、物価下落期待から消費をできるだけ先送りしようとするとし、物価を押し上げることで、経済を停滞状況から脱却させる必要性を強調した。物価が上昇すれば、企業の売上や収益が増加し、賃金や消費も増加し、景気は良くなり成長率も高まるといった「好循環」を想定したように思われるが、物価上昇だけで経済が良くなるという考えが短絡的だったことは、物価高が景気の悪化要因になっている現在の状況を考えれば明らかだ。

生鮮食品を除くコア消費者物価の前年比が4%に達し、日銀の目標である2%を大幅に上回っている状況になって、日銀は「安定的な物価上昇のためには賃上げが必要」といっ

た新たな理屈を持ち出し、賃金増加による経済の好循環を唱えている。しかし、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は企業経営を圧迫するだけだろう。賃金増加で日本経済が良くなるのであれば、雇用増加に伴って実質賃金が上向いた2010年代後半に日本経済は停滞状況から脱していたはずだ。物価上昇や賃金増加は、確かに短期的に経済を上向かせる可能性があるが、それだけでは持続的な成長は望めない。物価上昇や賃金増加が必ずしも経済の好循環に結びつくわけではない。

次に、需要不足を補う景気刺激策に依存し供給面を軽視した点も問題だった。確かに、労働需給が引き締まる「高圧経済（high-pressure economy）」まで意図的に過熱させれば、労働参加率の上昇や生産性引き上げ努力など供給サイドの望ましい変化を誘い、成長力が強化されていく可能性があるとの考え方はないわけではない。しかし、少なくとも日本では労働生産性は向上することはなかった。

アベノミクスの3本の矢(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)のうち、3番目の「民間投資を喚起する成長戦略」は主に日銀ではなく政府主体で行うべき政策だったが、安倍政権は痛みを伴う構造改革を避け、短期的に国民の支持を得やすい積極財政政策を続けた。

このほか、金融市場関係者の間では、金融緩和が成功することだけを考え、日銀が短期決戦で一挙に挽回しようとする「異次元緩和」について、第二次大戦時の旧日本軍の「インパール作戦」になぞらえる見方も聞かれた。戸部良一、鎌田伸一らの著書『失敗の本

質』によると、旧日本軍の戦略は長期見通しを欠いた「短期決戦志向」で、当初の快進撃の間は良かったが、事態が変化するなかでも「特定のパラダイムに固執し、環境変化への適応力を失った」と述べている。また、原(2016)によれば、「当時、大本営は国威発揚のため楽観的な見通しばかり発表し、作戦の失敗を国民に明らかにしなかった。今の日銀もまた目標実現や緩和効果について根拠に乏しい楽観的な大本営発表を続けている」と述べた。

効果が薄れた大規模金融緩和については早めに見直すに越したことはないと思われる。そうしたなかであって、しばしば言われる問題は、今金融を引き締めれば、金利上昇によって国債利払い費などが増加し、財政が悪化するのではないかと懸念だ。だが、筆者がむしろ懸念するのは、事実上の日銀による財政ファイナンスによって、財政資金の調達面での政府の日銀に対する依存度が高まり、財政規律が損なわれている点、財政のばらまき体質が慢性化し、国民もばらまきに慣れ、政府に対して無償のサービスを求める傾向が強まっている点だ。

過去、日銀の財政ファイナンスが成功したとされるのが、いわゆる「高橋財政」だ。昭和恐慌のさなか1932年12月に犬養内閣の蔵相となった高橋是清は軍事費等で膨れる財政支出を日銀引き受けでファイナンスした。世界恐慌のなかでこれが日本経済をいち早く立ち直らせたケインズ政策として評価する向きも多い。

しかし、当時、高橋蔵相は、日銀引き受けについて、経済にマクロ的需給ギャップがあ

る間の「一時の便法」と述べており、短期的な景気押し上げ手段と考えていた。島(1983)によれば「日銀引き受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り替えたりすることは極めて困難になる」と述べている。「一時の便法」のつもりでも、財政節度が喪失し、財政赤字が膨張するなかで、政府は財政資金の調達を日銀に依存せざるをえなくなり、国債引き受けは一種の制度として永続してしまうことになった。

高橋蔵相は、景気回復を確認して1934～35年頃から財政を引き締めようとしていたようだが、軍事費拡大を唱える軍部と対立し、1936年の2.26事件の犠牲になった。そして、その後、日銀引き受けは結果として軍事費の拡大を容認してしまったことになる。

国債発行は基本的に次世代に借金のツケを回すものである。いわゆる現代貨幣理論(MMT, Modern Monetary Theory)によれば、「自国通貨建てで借金ができる国の政府は、債務返済に充てる貨幣を無限に発行できるため、物価の急上昇が起こらない限り、財政赤字が大きくなっても問題ない」「中央銀行に国債を引き受けさせる形であれば国債も無限に発行できるため、財政赤字を心配する必要はない」とするが、あくまでも「物価の急上昇が起こらない限り」というのがその前提で、物価上昇が起きつつある現状をみると、財政ファイナンスを容認するMMT理論の前提も崩れてきていると言える。

日銀を政府の子会社として捉え、政府と日銀の連結でバランスシートをみようとする

「統合政府」の考え方から、政府は日銀に対する借金を借り換えて構わないとの見方もあるが、今後の金利上昇局面では、日銀の国債購入に見合って増加した日銀当座預金（日銀の民間銀行に対する負債）の利払いが増加し、親会社である政府は当座預金への利払い急増による子会社の「赤字」を補填する必要に迫られることになるだろう。

今のところ日本では財政危機が表面化していない。だが、昨年末、イギリスのトラス前首相が歳入面での手当がないまま、減税や歳出増などの拡張政策をとったことで金融市場が混乱し、トラス氏は辞任に追い込まれた。市場が政策をみる目は厳しくなっている。財政規律が損なわれ、ばらまき体質が慢性化するなかで、このまま大幅な財政赤字を放置すれば、日本もいずれ財政危機の事態に発展する可能性は高いように思われる。

（1月30日 記）

参考文献

- ・Serkan Arslanalp and Dennis Botman (2015) “Portfolio Rebalancing in Japan : Constraints and Implications for Quantitative Easing,” IMF Working Paper WP/15/186
- ・Yellen (2016) “Macroeconomic Research After the Crisis” October 14, 2016
- ・島謹三 (1983) 「いわゆる『高橋財政』について」、日本銀行、金融研究第2巻第2号
- ・戸部良一、寺本義也、鎌田伸一、杉之尾孝生、村井友秀、野中郁次郎 (1984) 『失敗の本質』ダイヤモンド社
- ・日本銀行金融市場局 (2015) 「国債市場の流動性：取引データによる検証」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.15-J-2、2015年3月
- ・日本銀行 (2016) 「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の総括的な検証検証」2016年9月
- ・原真人 (2016) 「異次元緩和、黒田日銀がはまった罠」波聞風聞、朝日新聞、2016年7月5日朝刊
- ・古金義洋 (2016) 「長期経済停滞論と最近の金融情勢」J A 共済総合研究所、『共済総合研究』第73号
- ・古金義洋 (2019) 「2000年代以降のわが国の賃金低迷に

- ついて」J A 共済総合研究所、『共済総合研究』第78号
- ・古金義洋 (2019) 「MMT (現代通貨理論) をどうみるか？」J A 共済総合研究所、『共済総研フラッシュ』2019年6月4日
- ・古金義洋 (2022) 「イールドカーブ・コントロールの問題点が浮き彫りに」J A 共済総合研究所、『共済総研フラッシュ』2022年6月24日
- ・古金義洋 (2022) 「近年の国内設備投資の低迷について」J A 共済総合研究所、『共済総研レポート』第183号
- ・古金義洋 (2022) 「賃上げよりも生産性を高める努力を」J A 共済総合研究所、『共済総研レポート』第185号