

量的・質的金融緩和政策の軌跡

～正統と異端の狭間で～



資本市場研究会 理事

湯本 雅士

はじめに

周知のように、日本銀行は、3月19日の政策委員会においてこれまでの金融政策の総点検を行い、それに基づいて新たな政策運営方針を打ち出した^(注)。2か月前の予告付きで発表されたこの措置については、事前に様々な憶測が飛び交い、発表後も多くの論評がなされているのでここでは立ち入ることを避け、代わりにやや長期的な視点に立って、改めて、いわゆる「量的・質的金融緩和政策」の足取りを辿ってみることとする。世上、黒

田総裁の登場によってそれまでの金融政策の運営に大転換がもたらされたかのような受け取り方がなされているが、事はそれほど単純ではない。

(注) 3月19日政策委員会決定「より効果的で持続的な金融緩和について」の内容

- ① 政策金利（現在マイナス0.1%）に連動する貸出促進付利制度の創設
- ② 長期金利の変動幅が±0.25%であることを明確化。金利上限を画すため、必要に応じ連続指値オペを実施
- ③ 感染症対応の特別措置であるETF、J-REITの増額買入を収束後も継続

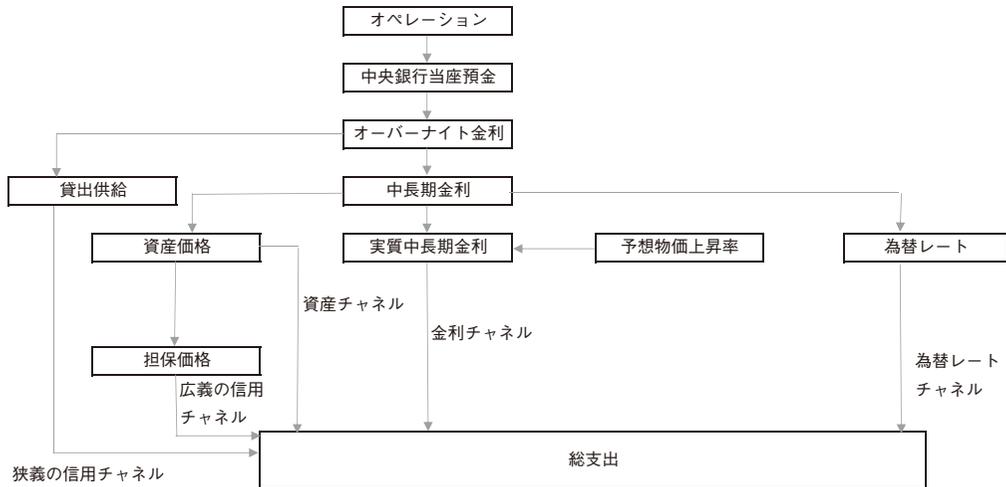
目次

はじめに

1. 量的緩和政策の始まり
2. 白川総裁時代の量的緩和政策
3. 黒田総裁の量的・質的金融緩和政策
4. 量的・質的金融緩和政策の暫定的評価

それにしても、「量的・質的金融緩和政策」が打ち出された当時、いわゆる「伝統的金融政策」の枠組みの中で育ってきた金融関係者の反応は極めて厳しいものがあつた。長年にわたって正統とされてきた金融政策の波及過程が否定され、それに代わる全く新たなアプ

(図表 1) 金融政策の効果波及経路



(出所) 白川方明「現代の金融政策」(2008)

ローチがその正統性を主張したからである。やや大袈裟に言えば、プロテスタントからの挑戦を受けたカトリックの反応にも譬えることができよう。

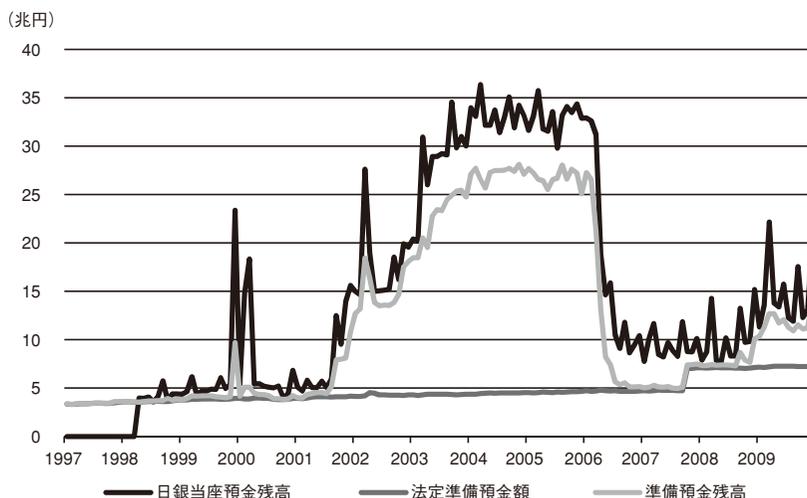
しかしながら、正統と異端との関係はそれほど単純なものではない。いまさら言うまでもないことながら、今日の異端は明日の正統という事例は歴史上枚挙に暇がない。金融面に限って言えば、すべての金利が狭い四畳半に閉じ込められ、各種の金融商品の金利や利回りがベース刻みで規制されて、それが正統とされていた時代に、金利の自由化を唱えた論者はそれこそ火刑を覚悟せざるを得なかったはずである。金利が自由化された後、中央銀行による金利操作が实体经济に波及する過程 (transmission mechanism) は上のような図に従って説明されるのが常であり、そ

れが正統的な考え方とされた。しかし現在、こうした説明は昔の金融論の教科書でしか見ることができない。正統と異端との関係はかくも移ろい易い。

■ 1. 量的緩和政策の始まり

一般にはあまり知られていないが、日本銀行がいわゆる「量的緩和政策」を初めて採用したのは今から丁度20年前、2001年3月のことである。その内容は、①金融政策の操作目標をコールレートから日銀当座預金に変更し、これを積み増して潤沢な資金供給を行う、②そうした政策の枠組みを、CPI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、というものであった。現在に引き直して言うならば、①金利ゼロという制約 (effective

(図表 2) ゼロ金利政策及び量的緩和政策実施前後の日銀当座預金等推移



lower bound (ELB) の下で金利機能の活用に期待できない状況下において、金融機関保有の証券等を買入れてベースマネーの積み増しを図り、それによって物価の引き上げと経済の活性化を図る、②緩和政策を維持する期間がどれほど続くかについてのフォワードガイダンスを行う、ということになる。望ましい物価上昇率を数値で明示するインフレターゲットこそ設定されていないが、実質的にはこのガイダンスにそうした役割（ゼロ近辺で安定しているのが望ましいという考え方を暗に示す）が期待されていたと言える。

実は、日本銀行は1999年2月から8月にかけて似たような政策を採用している。いわゆる「ゼロ金利政策」がそれである。しかしながら、この時には金融政策の操作目標は依然としてコールレートであった。日銀当座預金の積み増しは行われたが、その規模は小さく

(5兆円程度)、金融機関からの買入対象も短期の手形中心であったため、償還期の到来によって短期間で残高は元の水準（法定準備残高一当時約4兆円）に戻った。これに対し、量的緩和政策時代には、操作目標は日銀当座預金残高とされ、その目標が漸次引き上げられて、最大30～35兆円に達した。買入資産には期間の長い国債が含まれ、したがって当座預金残高は相当期間にわたって高水準に維持された（図表2）。

ただ、量的緩和政策の効果については、マネタリーベースの拡大が金融機関の与信活動を刺激し、マネーストックが増加して経済活動の活発化と物価の上昇につながるという主張がある一方で、それに懐疑的な見方をする人々も少なくなかった。当時はこの問題に関する学界の議論もまだ揺籃期にあり、ELB下の金融政策の波及過程についてはまさに甲論

乙駁の状態にあった。

上記のゼロ金利時代と量的緩和時代との大きな違いは、緩和政策を何時まで維持するかについてのフォワードガイダンスの表現の仕方にある。ゼロ金利時代のそれは「デフレ懸念の払拭が展望されるまで」となっていたが、その曖昧さ（恣意性）は当時から批判の対象になっていた。量的緩和時代には、上記のように、「CPIの前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」となってより明確になったが、インフレターゲット論者からは、望ましい物価上昇率の数値が明示されていない点が批判された。数値目標の明示について日本銀行は強く抵抗したが、その理由は、一度数値を掲げるとそれが独り歩きしてその後の政策運営の自由度を妨げる恐れがある、ということであった。周知のとおり、この問題はその後にも政策担当者を悩ませることとなる。

ゼロ金利政策にせよ量的緩和政策にせよ、それを運営する上で最大の争点となったのは、それを何時、どのような形で終わらせるかということ、いわゆる「出口」問題であった。この点はフォワードガイダンスの表現にも深くかかわることであるが、日本銀行はそのタイミングを誤り（正常化を急ぐあまり性急に引き締めへ転じ）、それがその後の長引くデフレの原因になったという批判はなお根強く残る。量的緩和政策に内在するこの問題の難しさは、その後十数年を経てFRBが身をもって体験することになる^(注)。

(注) 2013年央にバーナンキFRB議長の発言をきっかけに生じた長期金利の急騰、いわゆる“tapering tantrum”を指す。将来の可能性としての様々な選択肢について触れた議長の発言が、緩和の終了間近というメッセージと受け止められ、市場は激しく反応した。

■ 2. 白川総裁時代の量的緩和政策

世上、日本銀行は、2013年4月の黒田総裁の登場によって、それまでの正統的金融政策から非伝統的政策、いわゆる量的緩和政策へと一挙に大転換を遂げた、というような理解がなされている。しかし、実態は全く異なる。ゼロ金利制約の下で手探り状態であった往時とは異なり、この頃になると学界の議論も格段に深まっており、文献の蓄積も進んでいた。欧米では既に量的緩和政策が進行中であった。上述のように、日本銀行にはELB下の量的緩和政策について過去に実績があり、白川総裁時代にはそうした経験を生かした政策運営が行われていた。

白川時代の量的緩和政策の始まりは、2010年10月の「包括的金融緩和政策」である。その内容は、政策金利であるコールレートを0~0.1%程度で推移するように促すとともに、金融資産買入等基金を設けて、長期国債を含む多様な金融資産を市場から買い入れるというものであった。そして、それまで日銀を縛っていた「銀行券ルール」^(注)は、この基金が買い入れる長期国債については適用されな

(図表3) 白川総裁時代における金融資産買入等基金の対象資産とその目標値推移

	2010年 10月5日	2012年 12月20日	2013年 1月22日
総額	35兆円程度	101兆円程度	2014年以降あらかじめ期限を 定めず以下の内容で行う
資産の買入	5.0	76.0	2014年中に基金残高は10兆円 程度増加し、その後残高を維持
長期国債	1.5	44.0	毎月2兆円程度増加
国庫短期証券	2.0	24.5	毎月10兆円程度増加
CP等	0.5	2.2	
社債等	0.5	3.2	
ETF	0.45	2.1	2013年末の残高を維持
J-REIT	0.05	0.13	
固定金利オペ	30.0	25.0	25兆円程度の残高を維持
増額完了の目途	2011年12月末	2013年12月末	期限を定めず

(出所) 日本銀行

いこととなった。買入額はその後漸次引き上げられ、最終的には上表のような規模となった。

(注) 日本銀行保有の長期国債の残高を銀行券発行残高の範囲内に収めるという「銀行券ルール」を理論的に正当化することは難しいが、国債を野放図に買入れることはしないという、日銀の強い姿勢を示すものとして永らく守られてきた自主規制であった。

白川時代の量的緩和政策は、多様な金融資産を買い入れるという点で黒田時代と基本的に大きな違いはない。買入枠も漸次引き上げられて、最終的には相当程度の規模に達している。ただ、いわゆる「副作用」（とりわけインフレ・バブルの発生懸念、金融システムの不安定化）を恐れてのことであろうが、その足取りは極めて慎重であった。そうした姿勢は、小刻みに繰り返される買入枠の引き上げや、量的緩和政策を日本銀行の通常の業務

とは切り離して別個の「基金」の任務として
いるところにも表れている^(注)。基金は「銀行券ルール」の適用外とされたが、ルールそのものは依然として維持された。こうした慎重な姿勢が、インフレターゲットの数値を示さなかったことと相まって、日本銀行はデフレ脱却に熱心でないという非難を招く原因になったことは疑いない。この間、量的緩和を推し進める欧米中央銀行のバランスシートは急テンポで拡大しており、そのことも日銀の対応が批判される原因となった。

(注) 実は、英蘭銀行(BOE)も、本体とは別に子会社(subsidiary)を設けて量的緩和業務を担わせており、その点で日本銀行だけが特別であったわけではない。BOE本体はこの子会社に信用を供与し、子会社はそれによって国債等を買入れるという間接的な形になっている。

白川時代の日本銀行にとって不幸だったの

は、金融政策の運営が激しい政争の具となったことである。当時の日本経済は、リーマンショックや東日本大震災の後遺症から立ち直ったとはいえ、低成長・低賃金・高い失業率・円相場の高騰といった問題が山積していた。政権党は内部でトラブルが絶えず、国民の間には閉塞感が増していた。こうした時期に、経済面の諸問題のすべてをひっくるめて「デフレ」と断じ、その原因を日本銀行の政策運営態度に帰して、政策のレジームチェンジを呼びかけるといった戦術—「デフレは銀行券をどんどん刷れば克服できるのに、それをしない日本銀行は何をしているのだ…」は、今で言えばトランプ大統領のフェイクニュースを利用した大衆煽動に似ているが、それだけに国民感情に訴えるところがあったことは否めない。落ち着いた議論が求められる学界の一部からも理論的に見て疑問符のつく発言が相次いだ（その端的な例が、マネタリーベースを増やしさえすればマネーストックが増加し、物価が上昇してデフレから脱却できるという主張である）。こうした時流に乗じて一旗揚げようという、いわゆる経済評論家達の「乱入」も事態をさらに悪化させた。

白川時代から黒田時代への橋渡しとして重要な役割を果たしたのは、2013年1月の「政府日銀共同声明」（いわゆる「アコード」）である^(注)。共同声明発表に至る両者間の複雑・微妙な駆け引きについては既に多くの記録があるためここでは省略し、そのポイントを列挙するに止める。

(注) 実は、これに先立つ10月には政府（民主党野田政権）と日銀の共同文書「デフレ脱却に向けた取り組みについて」が公表されている。そこでは、物価安定の「目途」として、消費者物価指数の前年比2%以下のプラスの領域で中心が1%程度」という数値が示され、日銀は、その実現が見通せるようになるまで「実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置により、強力に金融緩和を促進していく」とされている。その意味で、安倍政権下の「アコード」が全くの新機軸であったわけではないが、その打ち出し方に大きな違いがある。なお、「アコード」とは、1951年に米国財務省とFRBとの間で交わされた、長短金利ベッグ政策（1942年〈第二次大戦中〉開始）を終了することについての合意を指す。

- ① 政府日銀の政策連携強化
- ② 日銀は物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする
- ③ 日銀は上記の物価安定の目標の下、金融緩和を促進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。
- ④ 政府は機動的なマクロ経済政策運営に努め、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを推進する。

上記のうちで若干補足を要するのは、物価安定の目標として2%という数値目標（インフレーターゲット）が明確に示されたことである。数値目標が設定された以上、それを達成するまでは緩和政策を続けるという意味で、フォワードガイダンスの一種とみられることもできる。独り歩きをして政策運営の自由度が失われることを危惧する日本銀行の慎重な姿勢

については前述したが、紆余曲折^(注)を経てついにこれを受け入れた、ということになる。一般に単なる“inflation target”ではなく、“flexible inflation target”であるということにはなっているが、やはり一旦数値が設定されると自縄自縛になるということはその後の経験が示すところである。FRBはこのことを念頭に置いて“target”という言葉避け、代わりに“goal”という言葉を採用しているが、それによってこの問題が完全に克服できたとは言い難い。

(注) 日銀は当初、物価の安定を、「インフレでもデフレでもない状態」と言っていたが、それでは何も言っていないに等しいという批判を受け、2006年に、中長期的に見て実現すべき物価の安定についての政策委員会審議委員の「理解」を示すという形をとった。「理解」は当初、「消費者物価指数でみた場合の前年比0～2%程度。中心値1%程度」とされたが、2009年には「2%以下のプラスの領域にあって、大勢は1%程度が中心」とされた。そして、2012年2月にはこれを、個々の審議委員の「理解」ではなく、政策委員会が組織として有する物価安定の「目途」という扱いにした。民主党政権（野田首相）時代の政府日銀共同文書に掲げられたのはこの「目途」である。

■ 3. 黒田総裁の量的・質的金融緩和政策

2013年4月にスタートした黒田総裁の「量的・質的金融緩和政策」、いわゆるクロダノミクスについては既に語り尽された感がある

ので、ここでは第一回の政策委員会における決定事項と、2016年1月の「マイナス金利導入」、同年9月の「総括検証」とそれを受けた「イールドカーブ・コントロール」についてのみ触れ、それ以外の措置については年表の形で掲げておくに止める。

① 2013年4月「量的・質的金融緩和措置」の導入

黒田総裁の下で開かれた第一回の政策委員会で決定された措置は以下のとおりである。

- a. 消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定の目標とし、これを2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する。
- b. 金融市場調節の操作目標をコールレートからマネタリーベースに変更し、これを年間60～70兆円のペースで増加させる（2年間で2倍に拡大）。
- c. 長期国債（40年債を含むすべての年限）の保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加するよう買入を行い（保有残高は2年で2倍）、平均残存期間を現状の3年弱から7年程度（国債発行残高の平均並み）に延長する。
- d. ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、約300億円に相当するペースで増加するよう買入を行う（保有残高は2年で2倍）。

これに伴って白川時代の「金融資産買入等基金」は廃止され、「銀行券ルール」も適用が停止された。「量的」緩和はともかく、「質

的」緩和とは何を指すのかは必ずしも明らかではなく、当時から様々な解釈が行われたが、いずれもピンと来るものではない。黒田総裁としては、この表現によって、これまでのレジームから一気に脱却する決意を表明したということだったのであろう。確かに、「2年で2倍」というスローガンの連呼は国民の耳に入り易く、強いフォワードガイダンス効果が期待されたが、問題はそれによってどのような成果が得られたかであって、それ次第では政策当局の能力に対する信認に傷がつくことは必定である。物価上昇率の目標達成に、しかも期限を切ってコミットしたことは、日本銀行がきわめて大きなリスクを抱えこんだことを意味している。このことを意識してか、その次の政策委員会決定声明文（5月22日）では、この「2年程度の期間において」という文言は早くも姿を消しているが、一般には約束は生きていると見なされ、その未達を責められて約束期限を延長し続けるという羽目に陥った。なお、同日の決定では、白川時代のCP／社債の買入が改めて復活している。

白川時代の政策決定に永らく携わってきた政策委員会の審議委員が、それぞれどのように黒田レジームのスタートを受け止めたか、その転向（回心）の過程については2023年（委員会終了後10年経過）に予定されている議事録の発表を待たねばならないが、その中であって、一人の委員が、2年で2%程度という物価上昇目標を、過去の実績から見ておよそ

非現実として反対票を投じ続けていたことは記憶されてよい（注）。

（注） 政府・日銀共同声明の採決に際しては、同様の理由で2人の委員が反対票を投じている。

② 2016年1月「マイナス金利の導入」

金融機関の保有する日本銀行当座預金を3段階に分け、それぞれの階層に応じてプラス（当面プラス0.1%）、ゼロ、マイナスの金利（当面マイナス0.1%）を適用する、という措置（注1）。マイナス金利は既に欧州で実施されており、金利の一段低下を狙うものである（注2）が、その効果については疑問の声が強く、かつ金融機関収益への悪影響等副作用も懸念されることから、政策委員会でも議論があり、結局5対4という僅差で採択されたという経緯がある。

（注1） 基礎残高（2015年基準期間）における平均残高（当時約210兆円）に対し+0.1%
マクロ加算残高（所要準備額+基礎残高×掛け目+その他項目-当時約40兆円）に対しゼロ%
政策金利残高（当座預金残高から上記を除いた額-当時約10兆円）に対しマイナス0.1%

（注2） マイナス金利政策の採用には為替相場の上昇を防ぐという隠れた目的もある（むしろそれが本意ではないかという見方もある。このことは、特に欧州諸国の例に当てはまる）。

日本銀行が、マイナス金利という金融機関にとってはいわば「禁じ手」と言ってもよい措置に踏みこんだ背景には、量的質的金融緩和措置が鳴り物入りでスタートして3年近く

が経過したにもかかわらず、物価安定目標には遥かに届かず、このままでは政策当局に対する不信感が醸成されかねないという焦りがあった。とりわけ、あれだけの規模でマネタリーベースを増やせば、当然それに併せてマネーストックも増加し、それが経済活動に好影響を与えて、物価目標の達成に近づくはずだという期待…一部の学者がかねて当然の理として強調していた効果が実現せず、量的緩和政策の効果が疑問符が投げかけられたということが大きい。かくして日本銀行の政策運営は、量的緩和の姿勢自体は維持しつつ、部分的ながら金利操作によってこれを補完するという「ハイブリッド」体制となった。

マイナス金利の導入に伴って改めて浮上したのが、それが日本銀行の収益に及ぼす影響である。この問題は以前から議論されてきたが、マイナス金利で国債を買い入れる（償還期まで保有すれば償還損が発生する）ことが例外ではなくなって改めて意識されることとなった^(注1)。これを巡っては様々な試算が行われ、中には日銀の負債超過、その結果としての政策に対する信認の喪失、円相場の暴落といったホラーストーリーも見られたが、政策的見地からはともかく、理論的には支持し難い^(注2)。事実、その後マイナス金利が定着するに伴って、こうした議論を耳にすることは殆どなくなった。

(注1) 日本銀行は、2015年度決算から債券取引損失引当金制度を改訂し、超過準備に対する付利の支

払いと保有国債からの金利収入との差の50%を目途に引受金への繰り入れを可能とした。

(注2) 中央銀行制度成立の歴史的経緯はさておき、現代においてその健全性を担保するために資本金・資本準備金が必要かといえば答えは否である（現在、日本銀行の総資産残高700兆円に対して、資本金は1億円、資本準備金残高は3兆円強に過ぎない）。日本銀行には銀行券発行残高に対する自己資本の比率に関する規定がある（10%程度を目途とし、おおむね上下2%となるよう運営する）が、銀行券ルール同様、それを理論的に根拠付けることは難しい。しかし、中央銀行が債務超過になったり、制度上政府資金による資本注入を必要としたりする事態が引き起こすであろう様々な反応（政治的な問題に発展する可能性を含む。なお、現日銀法には、旧法にあった損失補償に関する規定はない）を考慮すれば、やはりそうした状況に陥ることは極力避けるべきだというのが現実的な結論となる。ちなみに、日本銀行は、保有国債について償却原価法をとっており、国債価格が下落（金利が上昇）しても、毎期末に評価損を計上する必要はない（償還期に至るまでの間、利息収支項目として每期処理される）。

③ 2016年9月「総括検証」と、「イールドカーブ・コントロール」の導入

マイナス金利の導入から8か月を経た2016年9月、日本銀行は、これまでの量的・質的金融緩和政策の「総括検証」を行い、その結果を発表した。そのポイントは、量的・質的緩和措置導入以来、金融環境は改善し、物価の持続的下落という意味での「デフレ」ではなくなったが、2%の物価安定の目標は依然として未達である。その原因は、予想物価上昇率が依然として低位にあることであり、その背景には、過去の物価・賃金動向によって

影響を受けて、いわば身体に染み込んでしまった物価観（「適合的〈adaptive〉物価期待」）がある。これを打破するためには、将来を見据えた「フォワード・ルッキング」な期待形成が必要であり、そのためには引き続きマネタリーベースの拡大に努めることが肝要であるが、同時に（短期金利は引き続きゼロないしは若干のマイナスに維持しつつ）長期金利水準を若干引き上げ、イールドカーブの過度のフラット化を防ぐことによって、金融機能の持続性・健全性に対する信認を維持しなければならない、とするものである。検証結果と同時に発表された新しい政策運営の枠組みは「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と名付けられたが、政策運営のハイブリッド性を如実に示す表現である。

精緻な理論的分析にもかかわらず、この総括検証の結論についてはかなりの疑問符が付く。その一つは、言うまでもなく、マネタリーベースの増加が物価上昇につながるという因果関係になお固執している点であって、先述したように、量的・質的緩和政策実施後の実績は、明らかにこの理論の妥当性に疑問符を投げかける。二つ目に、イールドカーブのフラット化が金融機関経営に対する不安感を醸成し、それが物価上昇を妨げているという見方についてである。確かに収益環境が悪化した結果、経営体力が低下している金融機関の数は増えているとは思われるが、そのことからくる経済面の不安感が物価の上昇を阻む

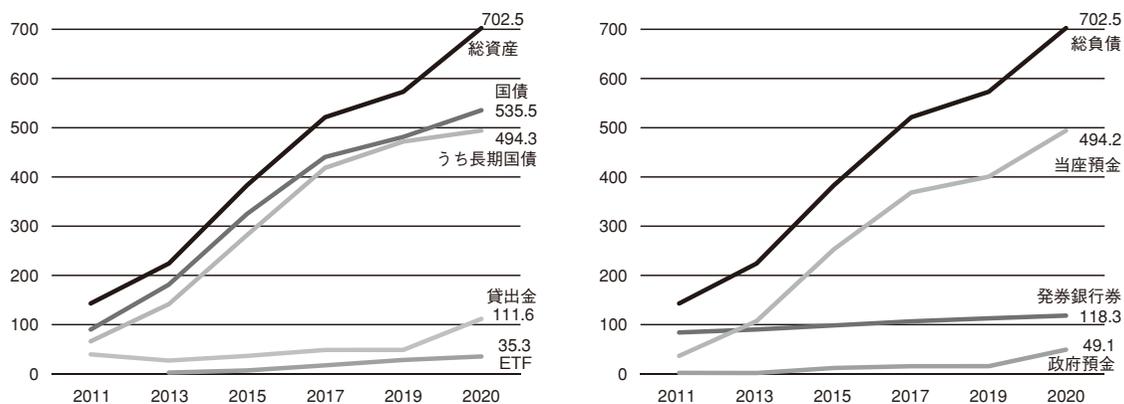
原因となっているという見方には疑問を呈せざるを得ない。

■ 4. 量的・質的金融緩和政策の暫定的評価

「量的・質的金融緩和政策」、いわゆる「クログノミクス」の功罪については既に語り尽された感があるので詳細は省略するが、これまでの経験から様々な問題点が浮かび上がってきた。紙数の関係でそのすべてをカバーすることはできないが、とりわけ強調しておきたい点は以下のとおりである。

① 伝統的な金融政策論において主役の地位にあった金利機能の活用の背景には、多くの学者によって支持されたK.Wichsellの自然利子率仮説^(注1)があり、それをベースに一定のルール（例えばTaylor rule^(注2)）に従って最適の効果をを得る（optimization）ことが最も望ましい政策運営であるという点で大方のコンセンサスがあった。それに対して、量的・質的金融緩和政策においては、政策の波及過程について納得のゆく説明を見出すことは難しい。前述のとおり、一頃勢いのあった主張、すなわち、マネタリーベースの拡大によって実現するマネーストックの増加が物価の上昇をもたらすという理論は、この8年間の経験でほぼ完全に否定された。確かに往時と比較すれば、労働市場の需給関係の顕著な改善に見るように、実体経済の体温は確実

(図表4) 日本銀行のバランスシートの変化(主要項目、年末残高、単位兆円)



(出所) 日本銀行

に上昇しており、その背後に潤沢な資金の供給があったことは否定できない。しかし、それが物価に反映されず、むしろ株式市場、あるいは一部住宅市場における投機的な動きの原因になっており、それが所得・資産格差の拡大につながっているという事実は、金融当局の政策運営の妥当性に対して疑問符を投げかける。

(注1) 完全雇用の下で投資と貯蓄の均衡を成立させる利子率(均衡実質利子率とも称する。定常状態における潜在成長率に近似する)。

(注2) Taylor ruleは様々な形で表現されるが、基本形は次のようなものである(係数は安定期の実績に基づく。Taylorの原型では $a = 1.5$ 、 $\beta = 0.5$ とされた)

政策金利 = 目標物価上昇率 + 均衡実質金利 + a (現実の物価上昇率の目標上昇率からの乖離) + β (潜在成長率と現実の成長率との間の乖離、すなわち需給ギャップ)

② 量的・質的金融緩和政策においては、「フォワードガイダンス」を通ずる期待形成に大きな役割が割り振られている。クロダノミクスのスタート時における「2年で2倍」はその典型である。人間の経済行動に及ぼす「期待」の役割は、最近流行の行動経済学のお好みのテーマであるが、金融政策の波及過程に限って言えば、その解明はなお発展途上にある。金融の世界において、「気合いだ！」が果たす役割はなおきわめて限定的、というのが実状ではなかろうか。過去8年間の量的・質的金融緩和政策の経験はそのことを証明している。

③ 伝統的な思考方法が支配的であった時代には、金融政策の役割を極力マクロ(総量)の調整に限定し、政治的配慮を伴うミクロ(質的)な調整はこれを財政政策の手に委ねるといった役割分担が常に意識されていた。しかし

ながら、今や金融政策の運営にあたっては、生産性の向上や労働条件の改善、所得の再分配から環境問題に至るまでの諸課題を強く意識せざるを得ない時代になりつつある。そうした分野においては、金融政策の力の限界が強く意識されることになり、中央銀行の方から財政政策の積極的な活動を要請するという光景も珍しいことではなくなった。このような変化を踏まえて改めて考えてみた時、他の中央銀行に先駆けて財政と金融の協調を前面に押し出した「クロダノミクス」の先見性を評価するという見方もあり得よう。

④ 財政との協調を念頭に運営される量的緩和政策の最大の問題は、(為政者は強く否定するが)それが事実上財政赤字のファイナンスにつながるという点である。その好例が、「2年で2倍」をスローガンとして打ち出された長期国債の大量買入れであるが、年表が示すように、過去数年の間に二転三転する買入方針の変更は、一旦始めたこのオペレーションをスローダウンして何らかの「出口」を見出そうとする努力がいかに難しいかを示している。このことは国債に限らず、他の買入資産—ETFやJ-REIT等—にも当てはまる。政策当局の僅かな身振りに市場が激しく反応し、当局が慌ててその手当に乗り出すというのがこれまでの経験であった。物価上昇率が2%という目標に達しない限り経済はデフレ状態にあり、それを克服するために、国債を中心とする量的緩和を続けなければならない

というスタンスを取り続ける限り、MMT(現代貨幣理論)派からの批判—主流派はMMTを非難しつつ、実は自らMMTの主張するところ(中央銀行を政府に取り込んだ統合政府論)を実行しているのではないか—を否定することは難しい。かつての異端は今や正統と化し、新たな異端からの挑戦を受けている。

そもそも、現在のように、高度に発達したグローバル化とITを主軸とした技術革新の時代に、よほどの大災害や大きな事象でもない限り、供給面のボトルネックから物価が上昇する可能性は限りなく小さい。それにもかかわらず、2%という目標値を掲げ、その達成のために大規模な量的緩和政策を続けることにどのような意味があるのか。中央銀行は、今や自ら仕掛けた罠に陥っているのではないか。長期にわたる大規模な量的緩和が生み出した所得・資産の格差拡大は国民の間に深い亀裂を生じつつある。今こそ、「デフレ」とは何か、そこからの「脱却」とは一体何を意味するかをもう一度考え直してみる必要があるように思われる。

[参考文献]

・湯本雅士「金融政策入門」(岩波新書、2013)

(年表) 量的・質的金融緩和政策の軌跡 (2021年3月末現在)

政策委員会 決定日	金融資産の買入等	マネタリーベース・ コントロール	金利操作	フォワードガイダンス	参考
2013.3.7	「金融資産買入等基金」による買入を継続		無担保コールレート (O/N) を 0～0.1%程度で推移するよう促す		白川総裁最後の政策委員会
2013.4.4	イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、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を行う(2年間で2倍)。買入対象は40年債を含む全領域とする。買入の平均残存期間を現状の3年から7年程度(国債発行残高の平均並み)に延長する。ETF及びJ-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、約300億円に相当するペースで増加するよう買入を行う(2年間で2倍)	マネタリーベースを金融市場調節の操作目標とし、年間約60～70兆円に相当するペースで増加させる(2年間で2倍)	無担保コールレート (O/N) を金融市場調節の操作目標としていたそれまでの方針を変更する	消費者物価の前年比上年率2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「量的・質的金融緩和政策」を継続する。その際、経済・物価情勢についての上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。長期国債の買入は金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。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「量的・質的金融緩和」を継続する	黒田総裁最初の政策委員会決定。政策決定会合公表文タイトル「量的・質的金融緩和の導入について」 白川総裁時代の「金融資産買入等基金」は廃止。「銀行券ルール」は一時停止
2013.5.22	CP/社債等を、年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れた後、その残高を維持する			物価安定目標の達成について「2年程度の期間をにおいて」の文言を削除	
2014.10.31	長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入を行う(従来比30兆円増加)平均残存期間を7～10年に延長する。ETF及び、J-REIT保有残高については、年間それぞれ約3兆円、約900億円に相当するペースで増加するよう買入を行う(従来比3倍)				公表文タイトル「量的・質的金融緩和の拡大」
2015.1.21		マネタリーベースを年間約80兆円に相当するペースで増加させるよう金融調節を行う			「成長基盤強化支援」「貸出増加支援基金」の拡充
2015.12.18	明年以降、買入れる長期国債の平均残存期間を7～12年程度とする。ETFについては新たに年間3,000億円の特別枠を設ける(積極的に人的・物的投資を行う企業を支援)。J-REITの銘柄別買入れ限度を引き上げる。				「量的・質的金融緩和」を補完する諸措置の導入—資産買入プログラムの強化の他、成長基盤強化支援資金供給の拡充、貸出支援基金等の受付期間延長、日銀適格担保の拡充等
2016.1.29			金融機関保有の日銀当座預金を3階層に分け、それぞれにプラス、ゼロ、マイナス金利を適用する。政策金利残高に付されるマイナス金利は当面▲0.1%とし、必要な場合はさらに引き下げる	「物価安定の目標」実現のため必要な場合には、「量」「質」「金利」の三つの次元で追加的な金融緩和措置を講ずる	公表文タイトル「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入
2016.3.15	ETFについて、保有残高を3月末までは年間約3兆円、4月からは3.3兆円に相当するペースで増加するように買入れを行う				
2016.7.29	ETFについて、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するように買入れ				公表文タイトル「金融緩和の強化について」。次回の会合において、政策運営の総括的な検証を行う旨予告
2016.9.21	買入れる国債の平均期間についての定めを廃止。固定金利資金供給オペの実施期間を10年に延長する(従来1年)	「年間80兆円」の文言を削除し、「状況に応じて拡大ペースを加速する」とする(フォワードガイダンス欄参照)	「長短金利付き量的・質的金融緩和措置(イールドカーブ・コントロール)」の開始(フォワードガイダンス欄参照)。短期金利はマイナス0.1%(政策金利残高に適用)、長期金利については、10年物国債金利がおおむね現状(ゼロ%程度)で推移するよう長期国債を買入れ(指値オペの導入)	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に維持するために必要な時点まで「イールドカーブ・コントロール」を継続する。マネタリーベースの残高は、消費者物価指数の前年比上年率の実績値が安定的に2%を超えるまで拡大方針を維持する「オーバーシュート型コミットメント」。「今後とも物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するため必要な政策の調整を行う」旨の文言を追加。	

政策委員会 決定日	金融資産の買入等	マネタリーベース・ コントロール	金利操作	フォワードガイダンス	参考
2017.9.21	10年物国債金利がおおむね現状程度（ゼロ％程度）で推移するよう長期国債の買入を行う。買入額についてはおおむね現状程度（保有残高の年間増加額80兆円）を目途としつつ、金利操作方針を実現するよう運用する。買入れる国債の平均残存期間についての定めを廃止する				「量的・質的金融緩和」導入後の経済・物価動向と政策効果についての総括的検証」を発表。政策決定会合公表文タイトル「金融緩和強化のための新しい枠組み—金利操作付き量的・質的金融緩和」
2018.7.31	買入れる長期国債の金利は情勢に応じて上下に変動することがある。変動幅はそれまで上下0.1％で推移していたが、これを上下0.2％程度に拡大する（総裁記者会見）。ETF等についても市場の状況に応じて買入額は上下に変動する。各種のETFの買入額についてウエイトを変更		（長期金利の水準と変動幅については、金融資産買入欄およびフォワードガイダンス欄を参照）	当分の間現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定している	公表文タイトル「強力な金融緩和と継続のための枠組み強化」
2019.4.25			（長短金利水準についてのフォワードガイダンス欄を参照）	当分の間、少なくとも2020年春頃までは、現在の極めて低い長短金利の関係を維持することを想定している旨を強調するとともに、上記オーバーシュート型コミットメントを再確認	
2020.1.21			（政策金利についてのフォワードガイダンス欄を参照）	政策金利については、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定している	
2020.3.2				新型コロナウイルス感染症の拡大により経済の先行きに対する不透明感が強まっていることを踏まえ、「今後の動向を注視しつつ、適切な金融市場調節や資産買入の実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく」旨の総裁談話を発表	
2020.3.16	「新型コロナウイルスにかかる企業金融支援特別オペ」（最長1年、金利ゼロ％）の導入（残高の2倍の金額をマクロ加算残高に加算）。CP等約3.2兆円、社債等約4.2兆円の残高を上限に買入を実施。当面、ETF年間約12兆円、J-REIT約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に積極的に買入される				公表文タイトル「新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」
2020.4.27	国債のさらに積極的な買入。CP/社債等の追加買入枠拡大（合計20兆円の残高を上限に買入）。新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの拡充			それまでの声明文にあった「物価安定目標に向けたモメンタム」という表現を削除	公表文タイトル「金融緩和の強化について」
2020.5.22	10年物国債金利がゼロ％で推移するよう、上限を設けず必要額の長期国債の買入を行う。ETF/J-REITについては、それぞれ年間12兆円、1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に積極的に買入を行う。CP/社債等については、それぞれ2兆円、3兆円の残高を維持することに加えて、それぞれ7.5兆円の残高を限度に追加買入を行う（市場の状況に応じて配分—残高上限20兆円）		（長期金利水準についての金融資産買入欄参照）		
2020.12.18	CP/社債等の増額買入の期限を2021年9月末まで延長。追加買入枠はCP/社債等合計で15兆円（それまではそれぞれ7.5兆円）。新型コロナウイルス対応特別金融支援オペの期間延長（2021年9月末まで）			新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な緩和措置を講ずる。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを維持しつつ、より効果的・持続的な緩和と政策を実施していくための点検を行う旨を公表	長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みの下で各種の施策を点検し、2021年3月にその結果を公表する旨予告
2021.3.18	長期金利の変動幅が±0.25％程度であることを明確化。必要な場合に強力に金利の上限を画するため連続指値オペ制度を導入。ETF/J-REITの買入特別枠については感染症収束後も継続するが、ETFの年間残高上限6兆円は撤廃、かつ買入れ対象をTOPIX連動型に統一		政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設（長短金利の水準及び変動幅については金融資産買入欄及びフォワードガイダンス欄を参照）	必要に応じて躊躇なく追加的な金融緩和措置を講ずる。政策金利については、現在の長短金利の水準またはそれを下回る水準で推移することを想定	これまでの政策を総点検した結果に基づき、「より効果的で持続的な金融緩和について」を発表