

# 異次元緩和とは何だったのか

## — 導入後の9年半を俯瞰する

オフィス金融経済イニシアティブ代表(元日本銀行理事) 山本 謙三

日本銀行による異次元緩和の開始から、9年半が過ぎた。当初「2年以内の物価目標2%の達成を目指す」としていたが、実現しないまま「2年以内」の旗を下ろし、「粘り強く緩和を続ける」とだけ述べるようになった。今年4月、海外の資源価格や穀物価格の高騰を受け、物価はようやく前年比2%台に達した。しかし、日銀は「物価目標の持続的、安定的な実現には至っていない」として、緩和継続の姿勢を維持している。

日銀は「異次元緩和はデフレ脱却の実現に向け、大きな成果があった」と評価する。一方、市場機能の低下や財政規律の緩み、金融システムの弱体化などの副作用は、深刻さを増している。どう理解すればいいのだろうか。

2013年4月、日本銀行が異次元緩和を開始した。日本経済は、08年のリーマンショックや10～11年の欧州債務危機、11年の東

日本大震災を経て、ようやく回復軌道に乗ったところだった。しかし、消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、小幅の前年比マイナスが続いていた。

前年12月の衆議院選挙では、当時野党の自由民主党が「日本経済の停滞は、物価を引き上げられない日銀に責任がある」との批判を展開していた。背後には、米国の経済学者らが主張する「金利がゼロに張り付いたとしても、高い物価目標の設定と巨額の資金供給を行えば、人々のインフレ心理が高まり、物価の上昇と高い成長を実現できる」との議論があった。歴史的に実証された議論ではなかったが、選挙の争点とすることで自民党は大勝した。その後誕生した安倍晋三政権は、早速、日銀との間で「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日

本銀行の政策連携について」と題する共同声明を結んだ。

### 変容する異次元緩和

2013年3月、安倍政権のもとで元財務官の黒田東彦氏が日銀総裁に任命された。黒田総裁は就任直後の4月、「資金供給量を2倍にし、2年以内に物価目標2%の安定的な達成を目指す」とした異次元緩和を開始した。理屈立ては、①物価目標の達成に期限を設け、資金供給量を劇的に増やすことを国民に約束すれば、②人々も物価上昇を信じるようになり、③消費や投資が増えて、現実の物価も上昇する——というものだった。黒田総裁は記者会見の席上、「政策の逐次投入はせず、必要な施策をすべて講じた」と言い切った。

政策の急転換は、市場に驚きをもって迎えられた。為替市場では円安が進み、14年初めには物価も前年同月比1%台まで上がった。株価は大幅に上昇し、景気も回復した。一時は、すべてがうまくいくかのように見えた。

しかし、長続きはしなかった。14年4月の消費増税実施のころから景気は減速に向かい、物価上昇率も低下に転じた。同年秋には、「2年以内」の目標達成が絶望視

されるようになり、「政策の小出しはしない」との前言を翻し、日銀は、資金供給量の拡大とETF(上場投資信託)の買い増しを柱とする追加緩和を実施した。

それでも、物価は上がらなかった。16年、日銀はマイナス金利政策の導入に踏み切り、さらに長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を開始した。短期金利だけでなく、長期金利も日銀が望む水準に誘導しようとする施策である。日銀は、量、金利、質のすべてに配慮した政策としたが、実態は量重視から金利重視への転換とみられた。

それまでの3年半の経験は、①「資金供給量を増やせば、人々のインフレ心理が掻き立てられる」との議論は、根拠に乏しいこと、②国債の大量購入は市場流通量を減らし、日銀による市中買い入れの継続を難しくすること、③大量の国債購入を続ければ、長期金利のマイナス幅が拡大し、金融機関などの経営が難しくなること——を明らかにした。

実際、日銀の国債購入は凄まじいものだった。異次元緩和開始の13年度から昨年度までの9年間の買い入れ総額(満期償還分を差し引いたネット)は400兆円を超

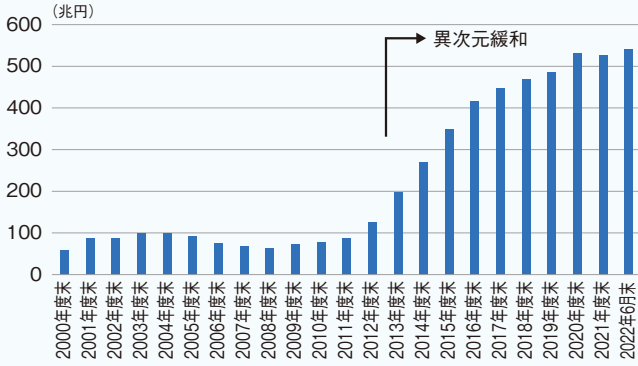
え、同期間中の新規国債発行額に

匹敵する規模となった(図1)。20

年度、21年度は、新型コロナウイルス対策のために巨額の新規国債を発行した年である。これら2年を含む9年間にわたり、日銀は国の資金繰りを丸ごと面倒をみた計算となる。

また日銀は、株価が不安定化する都度、ETFを買って増してきた(図2)。ETFの購入は事実上の株式買い入れであり、他の先進国ではほとんど類例をみない。今年3月には日銀のETF保有額は東証1部時価総額(東証1部は4月からプライム市場に移行)の約7%に達し、今や日本最大の投資家

図1 日銀の国債保有残高推移



出所：日本銀行「日本銀行勘定」を基に筆者作成。

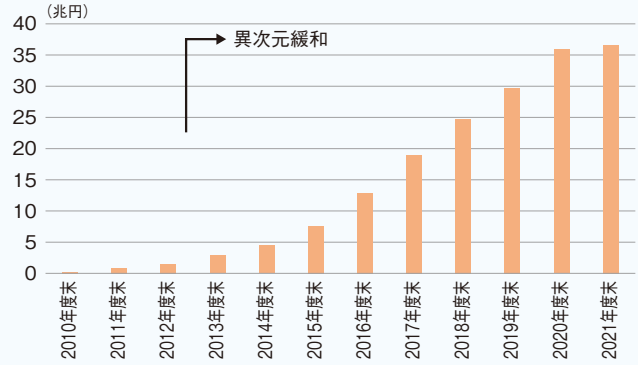
となつている。

### 物価2%到達後の金融政策

2018年、日銀は物価目標の達成時期として掲げてきた「2年以内」の旗を下ろし、「粘り強く金融緩和を続ける」とだけ述べるようになった。金融政策は本来、経済の短期的な変動を均すための政策である。5年続けたうえに、目標達成時期の見通しを示すことなく「粘り強く続ける」とする政策は、名実ともに金融政策の性格を変えるものだったはずだが、詳しい説明はなかった。

物価上昇率はその後も0%近傍

図2 日銀のETF保有残高推移



出所：日本銀行「営業毎旬報告」を基に筆者作成。

が続いた。しかし、導入後10年目に入る今年4月、ついに2%を超えた。ロシアのウクライナ侵攻に伴う海外の資源価格や穀物価格の高騰が、国内に波及したものだ。多くの中央銀行がインフレ抑止に舵を切り、金利の引き上げと保有資産の圧縮を急ぐなかで、日銀だけは「今回の物価上昇は本来期待している賃金と物価の好循環を伴うものではない」として、異次元緩和を継続している。

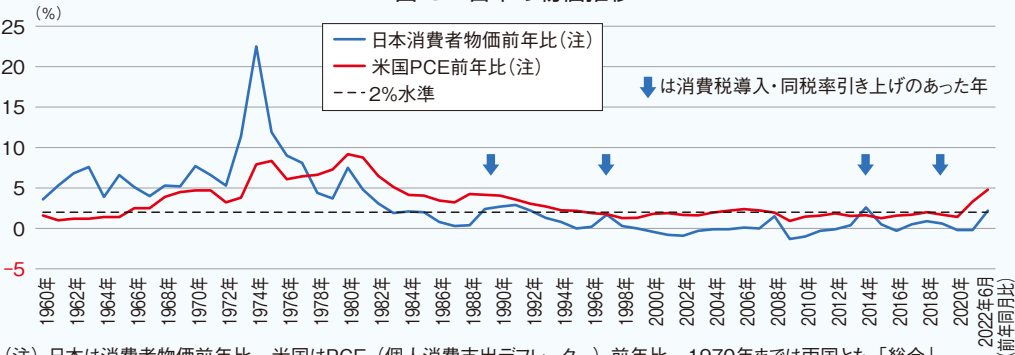
### 物価の実実

改めて、異次元緩和前後の日本経済の動向を確認しておこう。すでに述べたように、当初「2年以内」としていた物価2%目標の達成は、10年目の今年4月ようやく実現した。しかし、これも「持続的、安定的な目標達成とはいえない」というのが日銀の判断である。日本の物価は、なぜこも上がりにくいのか。そもそも2%は物価目標として適切なのか。

歴史を振り返れば、日本の物価が前年比2%を超えたことは、消費税増税の年を除けば、昨年までの29年間一度もなかった(暦年ベース)。日米を比べても、日本の物価上昇率は、78年以來恒常的に米国を下回ってきた(消費増税の年

を除く、米国は食品、エネルギーを除く個人消費支出デフレーター、図3)。この間の日米格差は、約2%である。その米国の中央銀行が2%台の物価を目標に金融政策を運営し、90年代以降成功を収めてきた。対照的に、日本は目標を

図3 日米の物価推移



(注) 日本は消費者物価前年比。米国はPCE(個人消費支出デフレーター)前年比。1970年までは両国とも「総合」。

71年以降は、日本は「生鮮食品を除く総合」、米国は「食品、エネルギーを除く総合」。

出所：総務省統計局「消費者物価指数」、セントルイス連邦準備銀行「FRED(経済データ集)」を基に筆者作成。

実現できなかった。

この経験則に従えば、日本の物価が2%台に達するのは、米国の目標の達成に失敗し、上振れたとみただけということになる。実際、今年春の日本の2%台達成は、米国の物価が目標を外し、前年比4〜5%に達したのと軌を一にしている。そうであれば、日銀が言うように、海外物価がいずれ落ち着けば、日本の物価上昇率は低下する可能性が高い。

### なぜ物価は上がりにくいのか

日銀は、物価が上がらない理由として、国民のインフレ心理が高まらないことをあげてきた。しかし、そう言い続けて9年半が過ぎた。「巨額の資金供給を行えば、インフレ心理が掻き立てられ、物価が上がる」との議論は、根拠がなかった。「インフレ心理が高まらないため」との説明が仮に正しいとしても、それだけでは表面的すぎる。重要なのは、日米の物価格差や人々の物価観の背後に、どのような経済的な構造要因があるかだろう。

答えは難しい。分かっているのは、賃金が上がらないうちは、国民の物価に対する目は厳しいということだ。賃金は、企業が生み出す付加価値で決まる。金融政策は、賃金を直接的にはコントロールできない。付加価値は、企業の売上げから原材料費や減価償却費などを差し引いたものをいい、この中から従業員に給与が支払われ、残りが企業の利益となる。従業員の数で割った「従業員一人あたりの付加価値額」が、いわゆる労働生産性である。

つまるところ、日本企業の労働生産性の伸びの低さが、賃金と物価の上昇を抑え込んでいるように見える。異次元緩和は、極端な金融緩和で物価を押し上げられると信じて始めた政策だったが、結果的に、日本経済の真の課題が労働生産性の伸びの低さにあることを浮き彫りにした。

物価は各国の経済構造に強く影響される。現在の物価目標は「2%がグローバル・スタンダード(世界標準)」との観念から採用されたものだが、成長率や失業率など数ある経済指標のなかで、物価指標にだけ世界標準と呼べる単一の数値が存在するのか、あるいはこの数値をどれだけ絶対視すべきなのか、議論の余地がある。

### 景気の現実

景気はどうか。異次元緩和は、

アベノミクスと一体となって景気を急回復させた印象が強い。ただし、導入当初の13年度は東日本大震災からの復興過程にあり、景気の回復自体は自然な流れだった。公平に評価するのならば、異次元緩和の開始前後各10年の実質GDP(国内総生産)の伸び率を見るのが妥当だろう。

図4 異次元緩和開始前後10年の実質GDP成長率推移

異次元緩和開始前の10年										
	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度	08年度	09年度	10年度	11年度	12年度
実質経済成長率	1.9	1.7	2.2	1.3	1.1	-3.6	-2.4	3.3	0.5	0.6
同上(5年単位)の年平均	1.6					-0.4				
10年間の年平均	0.63									

異次元緩和開始後の10年										
	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度 (日銀見直し、7月)
実質経済成長率	2.7	-0.4	1.7	0.8	1.8	0.2	-0.7	-4.5	2.1	2.4
同上(5年単位)の年平均	1.3					-0.1				
10年間の年平均	0.61									

出所：内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成。

図4が、そのまとめである。22年度は、7月の日銀見直しである+2・4%の高めの伸びを仮定している。結果は、異次元緩和開始の前後で伸び率はほとんど変わらない。開始前10年の年平均伸び率+0・63%に対し、開始後10年は同+0・61%だった。異次元緩和は、たしかに新型コロナショックを和らげるうえで大きな効果をもった。ただし、その効果はリーマンショックや東日本大震災の影響を当時の金融政策が

和らげたのと同程度である。「デフレ脱却に大きな効果があった」との自己評価は、過大だろう。なお、異次元緩和やアベノミクスの功績として、株価の大幅上昇がとりあげられることが多い。た



しかし、株価は大きく反発した。実質GDP伸び率と株価が異なる動きを示したのは、上場企業が海外現地法人の利益を膨らませたことが大きい。2000年代の円高期に実行した海外直接投資が、好調な海外経済と円安の追い風を受けて、成果をあげるようになった。ただし、多くの企業は、利益のかなりの部分を海外での再投資に回した。内外の生産性格差をふまえれば、企業にとっては自然な選択だった。日本経済の課題は、やはり国内の生産性の伸びの低さにある。

### 軽視できない副作用

こうしてみると、異次元緩和後の経済パフォーマンスがとりたてて良好だったようにはみえない。特筆に値するものがあるとすれば、いわゆる「デフレスパイラル」——物価がマイナスに陥り、景気の後退と連動する状態に陥らなかつたことかもしれない。しかし、異次元緩和以前の経済も、デフレスパイラルにあったわけではない。論者によって評価が分かれるところだ。

厄介なのは、異次元緩和が長引くほど、副作用が深刻さを増していることである。

「0±0・25%」の範囲に抑え込まれている。本来市場が機能していれば、長期金利は名目成長率を若干上回る程度の水準に落ち着くはずだ。22～24年度の日銀の経済見通しは、物価上昇率、実質GDP伸び率ともに年率1～2%台の伸びとする。これを前提とすれば、10年もの長期金利は1%近い水準であっておかしくない。

市場機能が働かなければ、経済には必ずゆがみが生じる。とくに懸念されるのが、成長力の乏しい企業が温存され、企業の新陳代謝が進まないことだ。日本経済全体の生産性が伸び悩む一つの理由でもある。過去、社会主義国が経済の活力を失ったのも、市場機能を軽視したために、新陳代謝が進まなかつたことにある。

第2に、財政規律の緩みがある。東日本大震災後の復興支援では、国会は復興特別税の導入を決め、財源手当てを明確にした。一方、今回の新型コロナウイルス対策では、財源手当ての議論は先送りされたままである。

財政規律の緩みは、非効率な財政支出につながりやすい。近年、あれほど多額の財政資金を投下したにもかかわらず、経済の生産性が上がらないのは、財政の効率性

にも問題があることを示唆している。日銀による国債の大量購入と超低金利が財政規律を後退させていることは、間違いない。

第3に、金融システムへの過度の負担がある。預金金利がゼロに張り付く一方で、貸出金利が超低水準に抑えられた結果、銀行の利ざやが過去に例のない水準まで縮小している。銀行をはじめとする金融機関は、収益を補うために外国の有価証券や不動産関連への投資を拡大させてきた。この結果、金融機関は金利・為替リスクをはじめとする多額の市場リスクをかかえ込むようになった。

将来インフレが加速するときには、金融を引き締めなければならぬ。しかし、急速な利上げは金融機関に多額の含み損をもたらす。金融システムを揺るがしかねない。そればかりか、日銀自身も実質債務超過に陥る可能性がある。長引く異次元緩和は、将来の日銀の政策運営も難しくしている。

### 「劇薬」としての異次元緩和

異次元緩和は、過去の金融政策に対するアンチテーゼ（対立軸）



山本 謙三（やまもと けんぞう）

1976年日本銀行入行、金融市場局長、米州統括役、決済機構局長、金融機構局長などを経て、2008年理事。2012年NTTデータ経営研究所取締役会長。2018年現職。専門分野は、日本経済、世界経済、金融機関・金融システム、金融政策、決済。

として、①物価2%目標に厳格にこだわることと、②極端な量的緩和や超低金利を提示すること、人々の心理に働きかけようとするものだった。それだけに政策の柔軟性には乏しかった。議論も当面の景気、物価に偏りがちで、大局的な見地に立った議論は少なかつた。市場メカニズムからかけ離れた長期金利が続けば、経済に深刻な影響が及ぶのは必至だ。日本経済の真の課題が、生産性の伸びの低さにあることも明らかだ。しかし、日銀からこれらへの言及はほとんどない。

異次元緩和は「劇薬」に似ている。当初は効いたように見えても、次第に効果が薄れ、副作用の累積が悪影響を及ぼすようになる。市場経済の修復を急がなければならぬ。

（9月29日記）