

## 日本の量的・質的金融緩和 (QQE) の効果について\*

Study on the Effect of Quantitative and Qualitative Easing(QQE) in Japan

Dongho Yeom\*\*

Korea Manifesto Institute

### Abstract

This paper focuses on the policy framework about “Quantitative and Qualitative Easing (QQE)” of Japan, and analyzes reasons why the policy goal was not reached. The QQE was introduced by the Bank of Japan in 2013 with the purpose of meeting the price stability target of 2% and getting out of deflation that prevents sustained price decline. However, despite the implementation of the bold monetary easing policy unprecedented in the world, the policy goal was not achieved as of June 2018.

As a result of analyzing the causes, the following three structural factors were confirmed.

1) The rise in prices by QQE was limited because Japan’s consumer price is strongly depending on import price. 2) The effect is high degree of uncertainty and limited because theoretical framework of reflationist which adopted QQE depends on “expectation formation” by “self-fulfilling expectation” and “multiple equilibria”. 3) It was confirmed that the expansion of the monetary base did not lead to money stock due to the existence of Japanese liquidity trap, long-term low interest rate policy.

### Keywords

Abenomics, Reflationist, QQE, Price stability target, Self-fulfilling expectation, Multiple equilibria, Monetary base

---

\* 本論文の作成においては、3人の匿名レフェリーから貴重なコメントを頂いた。記して感謝の意を表したい。なお、本論文中の在り得べき誤りは全て筆者に属するものである。

\*\* Chairman of board, Korea Manifesto Institute, email: dhyeom@manifesto21.org

## 1. はじめに

日本銀行は、2013年にアベノミクスの「3本の矢」のうち、一本の矢として量的・質的金融緩和(Quantitative and Qualitative Easing、以下QQE)政策を導入した。導入してから5年余りが経過したが、政策目標である消費者物価(除く生鮮食品、以下コア指数)の「物価安定の目標、2%程度」には達していない。

こうしたなか、リフレ派の代表格であり、アベノミクスの理論的柱である浜田(2016)は、QQEに対して「私がかつて『デフレはマネタリーな現象だ』と主張していたのは事実で、学者として以前いっていたことと考えが変わったところは認めなければならない」と、アベノミクスの理論的根幹を揺るがす転向ともいえる発言をし、波紋が広がっている<sup>1)</sup>。

さらに、日本銀行が2018年7月の政策決定会合で、「物価が上がらない理由を改めて検証する」と発表し、2016年に次ぎ再び「包括的検証」を行う意図に注目が集まっている。2016年4月以後物価の動きが鈍く、現行のQQEを続けても「2%の『物価安定の目標』実現」によるデフレ脱却が厳しいという判断によるものとされる。

日銀は2013年4月に「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する<sup>2)</sup>」という強く明確なコミットメントを掲げ、QQEを導入した。その後、2014年10月に年間買入れ額を増額するなどの追加的な措置を経て、2016年1月には「マイナス

---

1) 詳しくは日本経済新聞11月15日付朝刊のインタビュー記事を参照せよ。以後の浜田(2017)などからして、同氏がリフレ派の考え方を全面的に否定したとは思えないが、QQEの代表的な推進役であっただけに、一定の誤りと補完を認めたものとして意味は大きい。

2) 日本銀行(2013b)「4月展望レポート」によると、QQE導入当初中長期的な予想物価上昇率の先行きについて、「『量的・質的金融緩和』のもとで2%程度に向けて次第に収斂していく」と想定していた。

金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。しかし、実現時期は何度も先送りされ、QQEの中核手法である年間80兆円だった国債買い入れ規模をその半分程度に抑えるなど、QQEの効果に対して日銀の中でも懐疑的な気流が拡大しつつある<sup>3)</sup>。

日銀のQQEから脱却する動きは、既に2016年9月に発表された金融緩和手法を「短期金利操作」に転換したことから始まったといえよう。短期金利操作への転換は国債を大量に購入し、日銀当座預金を増やしてマネタリーベースを拡大することによる量的緩和から、金利のイールドカーブを低く抑える金利操作に手法を転換したことを意味する。これはQQEの失敗を認めずに、リフレ派と決別して日銀の伝統的な金融政策へ回帰していく段階ともいえる。リフレ派の「理論」通りに物価が上がらず、QQEの副作用までもが指摘され<sup>4)</sup>、アベノミクスの目玉であったQQEの事実上の後退といえる。

本稿はリフレ派の提案によって、世界に類例のない大胆な金融緩和を実施していたにもかかわらず、「2%の物価安定の目標」を実現できなかった原因に焦点を当てる。とりわけQQEの政策枠組の根幹をなす、リフレ派の想定する政策の波及経路と経済環境を中心に、物価が上がらない原因を分析する。本稿の構成は以下のとおりである。2節ではQQEの政策的枠組みと波及経路を整理し、3節ではリフレ派が想定した政策的枠組の限界を考察する。最後の4節は、結論に充てられる。

- 3) 日銀は当初、リフレ派が提案するQQE導入に反対の立場であった。リフレ派の物価に対する考え方と日銀の物価に対する伝統的な考え方が相反するからである。日銀の物価に対する「考え方」は、2000年10月に発表された、『物価の安定』についての考え方に示されている。この中で日銀は、1990年代の日本の物価上昇率の「落ち着き」は、バブル崩壊後の需要の弱さを反映した面が大きかったとしながら、技術革新や規制緩和、グローバル化による競争激化に加え、流通革命など供給サイドの要因が物価低下圧力として作用していると分析し、金融政策だけで物価を上げるのは難しいと主張している。
- 4) QQEの「副作用」としては低金利による銀行の収益悪化や年金の運用難、日銀の大量の国債購入などによる資本市場の機能マヒや財政規律の弛緩が指摘される。

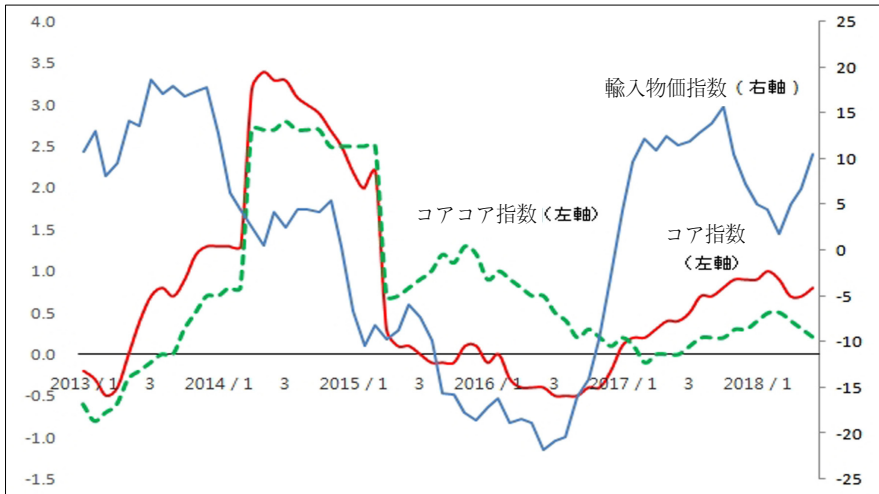
## II. QQEの政策枠組み

### 1. 物価の推移

実際のコア指数の動きをみる(図表 1)と、2013年度は前年比+0.8%を記録したが、原油価格の急落と消費増税のあった2014年度以降は、下方修正が続いた。結局、2014年度は前年比+0.8%、2015年度は同0.0%、2016年度にはマイナスに転落し、QQE導入当初の見通しから大幅に下振れを見せた。2017年になってから対前年伸び率がプラスになって増加したが、2018年になってからはその動きが鈍化している。

この変化は、輸入物価上昇率の変化で説明できる。「図表 2」によると、輸入物価指数が2016年秋から増加したことの影響で、コア指数も2016年暮れ頃から増加していることがわかる。コアコア指数の推移を見ると、円高の進行で2015年秋から物価上昇率が低下し、2017年3月にはマイナスになった。その後2017年4月から上昇率が高まったのは、2016年秋からの円安の影響である。2018年の2、3月には0.5%になったが、そこがピークで、その後、低下した。これは、2017年12月からの円高のためである。このようにコアコア指数の動きは、為替レートの変動でほぼ説明できる。こうした傾向を踏まえると、日本の消費者物価は輸入物価による影響が強く、特に2017年以後の動きで著しく表れていることが分かる。

図表 1. 消費者物価指数と輸入物価指数の推移(対前年伸び率)



注：1) コア指数は生鮮食品を除く総合指数、2) コアコア指数は食料（酒類を除く）及びエネルギー（石油・石炭・天然ガスなど）を除く総合指数である。

資料：1) コア指数とコアコア指数は、総務省「e-state」より筆者作成

(<http://www.stat.go.jp/data/cpi/historic.html#zenkoku>、検索日：2018.8.1)。

2) 輸入物価指数は日本銀行DBより筆者作成

([http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme\\_a000&lstSelection=PR01](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=PR01)、検索日：2018.8.1)。

## 2. QQEの理論的枠組み

日本のQQEは1990年代後半、景気停滞と物価下落が続く中で台頭したリフレ派の主張を安倍2次政権が採択することから始まる。リフレ派はデフレの原因を「貨幣的な現象」とし、通貨供給量を大量に増やす金融緩和策によって政策的にインフレを誘導する積極的な金融緩和策を提唱した。リフレ派はインフレ目標や長期国債の買いオペなど、政策の枠組みを大胆に変更して予想インフレ率を引き上げることで、ゼロ金利でも実質金利は下げられるし、投資や消費も増えるとした。

こうした論拠に、ヨム(2014)は1999年に採用した、低金利政策(事実上

のゼロ金利政策)などにより「流動性の罠」状態に陥っており、金融緩和による景気刺激効果はないに等しく、あったとしても極めて低いと指摘した<sup>5)</sup>。

日本の場合、1999年2月より無担保コール翌日物金利を、市場最低の0.15%に誘導するなどの「低金利政策」をとり、2000年8月に一旦解除するものの、2008年12月に事実上の「ゼロ金利政策」に戻って、事実ゼロ金利状態が続いている。

こうしたゼロ金利制約のもとでQQEを可能にしたのは、ゼロ金利制約のもとでも金融政策が効果を発揮できるとした、Bernanke(2004)FRB議長の提案と、この提案を支えるリフレ派の論拠である<sup>6)</sup>。Bernanke(2004)は金融政策の運営手段として、① 将来の短期金利予想、② 中央銀行の資産構成変化、③ 中央銀行のBS規模拡大を提示した。こうした論理は、ゼロ金利の元でも金融政策は為替、資産価格、銀行貸出などのチャンネルによって機能するというものである。

こうした論拠をIS-LMの枠組みから捉えなおすと、長期国債からその他の金融資産に運用をシフトさせることによるポートフォリオ・リバランス効果は資産価格(とりわけ株価)の上昇とそれによる支出の拡大、期待インフレ率の上昇による実質金利低下と支出の前倒し、為替レートの原因による輸出刺激、などになる。つまりIS曲線を右にシフトさせるこ

5) ヨム(2014)はケインジアン流動性トラップを指摘しているが、その内容は日本型流動性トラップに等しい。日本型流動性トラップについては本稿3-2を参照せよ。

6) 量的緩和と期待形成によってデフレ脱皮が可能だとする岩田(2012)、日本銀行当座預金残高が生産指数に有意義な影響を及ぼしたとするHonda et al.(2007)、VARモデルを用いて量的緩和の波及経路(資産価格、銀行のBSを通じる波及経路)を示した原田・増島(2008)、量的緩和政策は一定の景気刺激効果が働くとした井上智夫・沖本竜義(2007)が量的緩和の有効性を主張した代表的なリフレ派である。なかでも岩田(2012)は米国のデータをベースとした回帰分析からマネタリーベース残高が増えると予想インフレ率が上昇する、という統計的な関係が観察できるとして、これを根拠にマネタリーベース増大の有効性を強調し、その後日銀の副総裁となってQQEを推進してきた。

とを目標とした政策といえる。

これには幾つかの限界と矛盾を露呈している。まず、根本的な限界は、その効果を自己実現期待に依存し、インフレ期待を上昇させ、実質金利を低下させることに期待を寄せていることである。自己実現期待に依存することは、極めて不確実性が高く、効果があるにしても限定的である。また景気拡大時期にも実質賃金が上がらないという、労働厚生を犠牲にするという矛盾が生じうる。

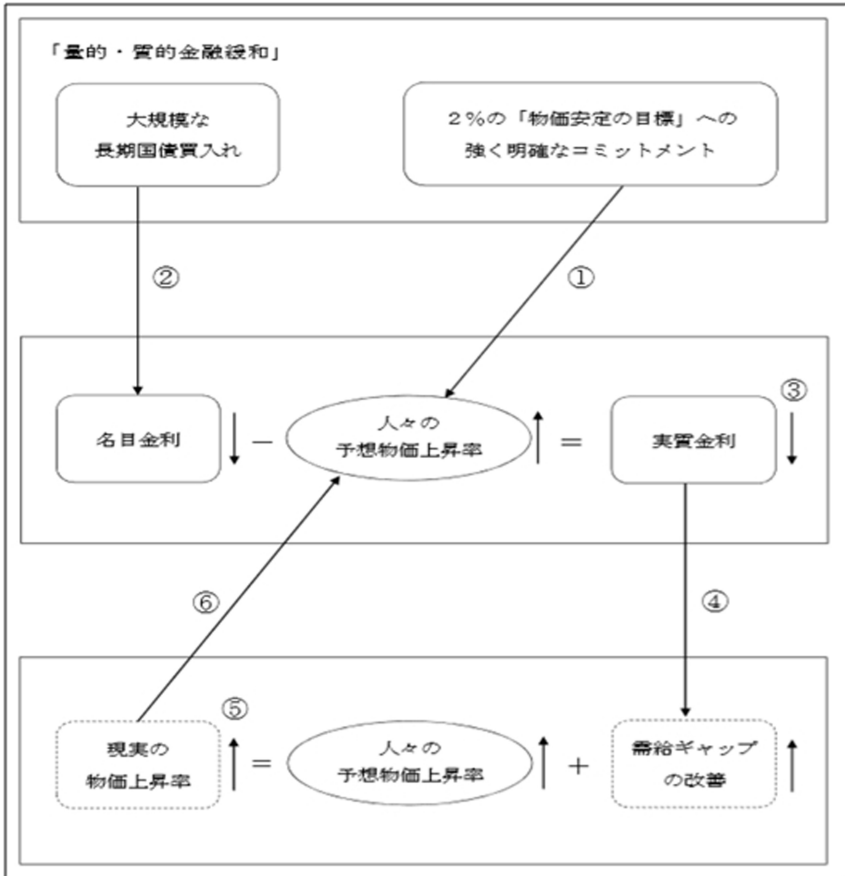
### 3. QQEの波及経路

リフレ派の想定される波及経路は「図表 2」の通りである。まず一段階では日銀が「2%の物価安定目標」を強く明確にコミットし、大量の国債を買い入れる。それが人々の予想物価上昇率を上昇させ、実質金利を下げることによって需給ギャップを改善し、それがさらに予想物価を引き上げる。その結果、現実の物価を引き上げるというメカニズムである<sup>7)</sup>。このようにQQE波及経路の前提は「人々の予想物価上昇率」、つまり「期待形成」に依存していることである。

---

7) 想定されたより具体的なプロセスは、①日本銀行が、2%の「物価安定の目標」に対する強く明確なコミットメントのもとで大規模な金融緩和を実施することによって、デフレマインドを転換し、人々の予想物価上昇率を引き上げる。同時に、②日本銀行による長期国債の買入れによって、イールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加える。③これらによって実質金利を押し下げる。④こうして実質金利が低下すれば、需給ギャップが改善する。⑤需給ギャップの改善は、予想物価上昇率の上昇とあいまって、現実の物価上昇率を押し上げる。⑥実の物価上昇率が上昇すれば、適切的な期待形成メカニズムを通じて、予想物価上昇率がさらに上昇し、上記のプロセスが一段と強まることになる。

図表 2. 「量的・質的金融緩和」で想定したメカニズム



資料：日本銀行(2016b)『「量的・質的金融緩和」導入以降の政策効果』より引用。

しかし、「期待形成」にはQQEによって「心理的ショック」を与えたとしても、「複数均衡」が並行されなければならないというハドルが存在する。つまり、マネタリーベースの増加が直接インフレ率を引き上げることはないので、Blanchard(2013)がいうようにマネタリーベースの劇的な拡大が人々に心理的なショックを与えれば、期待インフレ率が上がる

かもしれないが、人々が行動に至るには「複数均衡」が起こる必要がある。このようにリフレ派が想定する「期待形成」が実現するには、「自己実現期待」と「複数均衡」という二つの課題をクリアしなければならないのである。

人々にとって、「複数均衡」自体が自分にとって良いこと(善)なのか、悪いこと(悪)なのかは明確ではない。全ての人々にとって「善」であるならば、「期待形成」は働く可能性があるが、それが一致する可能性は極めて低い。こうした点を考慮すると、QQE政策の効果は確実性と安定性が非常に低い。もう一つの課題は中央銀行のコミットメントの持続性である。中央銀行が経済環境の変化(為替、実質賃金、輸入物価指数、金利、財政規律など)を考慮せず、設定した「物価ターゲット」に対するコミットを無制限に続けられるかである。つまり、日本銀行が7月の「政策決定会合」で再び「包括的検証」を決定したのも、需給ギャップと実質物価のズレや輸入物価変動など経済環境変化が影響していることは言うまでもない。

### III. リフレ派の政策枠組みの限界

#### 1. 日本銀行とリフレ派のQQEに対する評価

想定した物価目標「2%」に達しなかったことについて、日銀は政策転換を図ることでQQEの限界を間接的に認めている。またリフレ派も、物価が上がらない原因を探し、その原因として看過した経済環境を挙げるなど、政策的修正及び補完を提示することで政策目標に達しえなかったことを認めている。浜田(2017)は、物価下振れの原因として、1) 財政規律のために行った消費増税(2014年)による消費抑制効果<sup>8)</sup>、2) 流動性

の罫の存在、3) マイナス金利政策(2016年1月導入)の効果が出ていないこと<sup>9)</sup>を挙げた。

しかし、QQE導入後の政治的な判断で行われた、1) 消費増税を除けば、2) 流動性の罫の存在と、3) マイナス金利政策導入による効果は、既に十分指摘されており、その影響は予想されているはずである。

また日本銀行(2016a)は、2016年以後の物価下振れの原因として、原油価格の下落や消費増税後の需要の弱さといった「外的要因」と、インフレ予測による物価目標より現実の物価の上昇具合の影響を大きく受けるという「特殊要因」を挙げた。これはリフレ派が想定した「自己実現性」に依存する予測インフレによる将来物価目標より、「適合的な期待形成」が現実的であることを示唆する分析といえよう。

浜田(2017)と日本銀行(2016b)が指摘した政策的な要因のうち、共通しているのが財政規律ために行った消費増税の影響による消費減少である。消費増税後の2015年の物価下振れの要因を分析した、日本銀行(2016a)は、約5割が原油価格、1割強が需給ギャップ、3割強がインフレ固有の要因で説明できるとしている。ここで消費増税以降の消費の弱さを表している可能性のあるのが、主に2014年後半以降に生じている需給ギャップ要因である。しかし、需給ギャップは1割強であることを考えると、その影響はそれほど大きくなかったことがわかる。これは、浜田(2017)のいう消費増税による影響は限定的であったことを意味する。

- 
- 8) 浜田(2017)は財政赤字の状態においても、意図的に財政を拡大する必要があるとする Christopher(2016)を引用し、中央銀行が量的緩和で貨幣量を増やしても、同時に政府が財政赤字を減らそうとして増税を行うと、インフレにはならず、デフレになってしまうとし、財政規律のために行った消費税引き上げを原因として指摘した。
- 9) マイナス金利政策とは、意図的に金利を押し下げることで、景気を刺激しようとするもので、欧州銀行(ECB)などで導入されている。日本では日銀の当座預金の一部をマイナス0.1%の金利を課し、物価目標2%の達成を目標としている。

## 2. ケインズの流動性トラップと日本型の流動性トラップ

上述したように、浜田(2017)は金利下振れの原因の一つとして、「マイナス金利政策の効果が全く出ていない」ことを挙げている。日本銀行は2016年1月より、一部の日銀当座預金に対し、マイナス金利を適用した。マイナス金利を適用することで、金融機関に対し貸出圧力を強化し、投資を誘導する効果を図ったのだった。

マイナス金利の効果は資金需給均衡や流動性トラップと密接な関係をもつ。日本は1990年代末より事実上の「ゼロ金利」で流動性トラップに陥いているうえに、1970年代より続く需要不足と生産性低下により、資金超過状態が続いていることはよく知られていることである<sup>10)</sup>。結果的にいうと、マイナス金利の圧力が資金超過需要を解消するほどの強い誘因には至らなかったことだが、リフレ派は資金超過状態の深さをそこまで認識されなかったことを意味する。

次に一般的にいう「流動性トラップ」と「日本型の流動性トラップ」に対する認識である。Christopber(2016)は、中央銀行が自国通貨安水準での無制限な介入(自国通貨売り・外貨買い)により名目為替レートを減価させることにコミットすると同時に、物価水準ターゲティングを宣言することで、「流動性のトラップ」から確実に脱出することが可能になるとした。理論的には不確実性が極めて大きいポートフォリオ・リバランス効果などに依存しない確実な方法といえる。日本銀行はこうした手段があることを念頭に、柔軟に金融政策を運用すべき、とした。つまり、日銀は金融政策の範囲内に無制限の外貨資産売買が含まれ、円の押し下げ介入が国際的に認められるとすれば、ゼロ金利制約の下でもインフレ率ないしインフレ期待の押上は確かに可能であると判断したのである。

---

10) ヨム(2014)は日本の場合は長期に渡り企業の資金超過現象が持続し、さらにEUと米国は資金不足に陥いた2000年台に入ってからでも超過現象が続いていると指摘している。

しかし、Christopher(2016)は、「日本型の流動性トラップ」を認識しきれていない可能性が高い。一般的にケインズのいう流動性トラップは、マネーに対する需要が無限大に大きくなっているため、マネーストックをいくら増やしてもすべて呑み込まれてしまうので金融政策が効かないことをいう。ここで、前提となるのが、マネーストックが増加することである。すなわち、マネタリーベースを増やすとマネーストックが増えるが、金利が下がらない状態をいう。より具体的にいうと、人々は資産選択として、マネー(流動性の高い資産)と国債(利子所得を生む資産)の間で選択を行い、金利が非常に低い状態(国債が非常に高い)にあると今後金利が上昇(国債価格の下落)すると考えられる。したがって国債を保有せず、マネーを保有することになる。こうしてマネーに対する需要が無限大になるというロジックである。

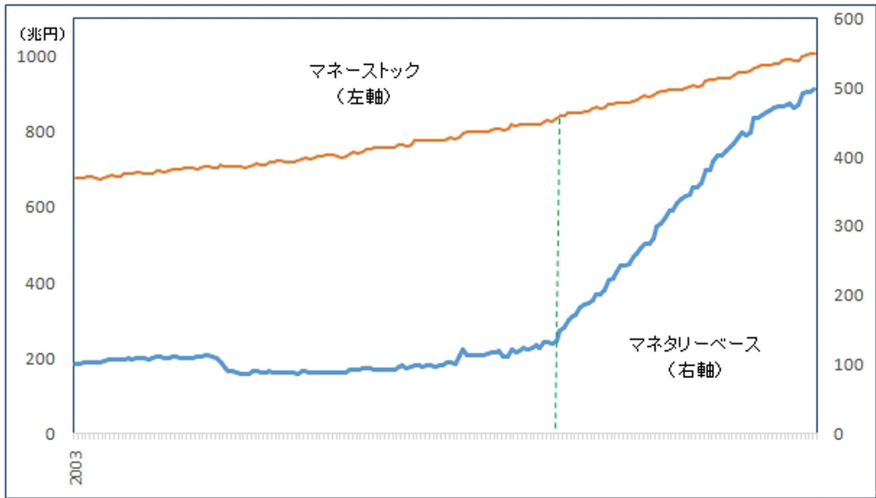
しかし、日本の場合は、金利が非常に低くなっている点は一般的な流動性トラップと同じだが、資産選択を行っている主体が個人ではなく、金融機関である。こうしたことを考慮すると、マネー(日銀当座預金)に対する需要は、一般的な流動性トラップ状態にある市場より強くない。つまり、日本の場合は、貨幣に対する需要ではなく、国債に対する需要が大きいのである。ここで国債への需要が強いの、これからも国債価格が上がる可能性があると考えからで、人々は将来において金利がまだ下がると予測されているのである。これはケインズの想定とは全く逆の現象である。

### 3. マネタリーベースとマネーストック

リフレ派が看過しているもう一つの要因が、日本におけるマネタリーベースとマネーストックの構造的関係である。金融緩和政策が効果を発揮するには、1) 国債買入によってマネタリーベースを増やし、2) それ

が「信用乗数」課程を通じてマネーストックを増やすと期待され、その結果、3) 金利が下がるという期待が形成される必要がある。それによって企業による資金需要が生じ、需給ギャップが改善され、物価が上がることとなる。

図表 3. マネタリーベースとマネーストックの推移(平残)



注：マネーストックはM2、マネタリーベースは平均残高を用いた。  
 資料：日本銀行統計DBより筆者作成  
 (<http://www.boj.or.jp/statistics/money/index.htm/>、検索日：2018.8.1)。

フィリップスカーブが効いていると、企業はパークアップ式価格決定行動をとる。利益率を一定に保つため、賃金上昇に直面した企業は製品価格を同率だけ引き上げ、賃金と物価が比例する関係となる。インフレ率が高ければ、算出量が拡大することになる(総供給拡大)。こうしたメカニズムを想定した場合、金融緩和政策はマネタリーベースを増やし、その結果マネーストックが増えることによって利子率が低下し、総需要が増える。名目貨幣供給量が一定の場合、インフレ率が高まると実質貨

幣供給量が減る。ここで金融緩和によって名目貨幣供給量を増やすとインフレ率が高まり、産出量も増える。マネーストックが増加すると金利が低下し、企業の設備投資などの投資活動による利益率が上昇する。したがって、総支出が増えると考えられている。また、物価にも影響する。このトランスミッション・メカニズムがベースとなっている。

しかし、仮に 1) マネタリーベースが増えても、2) マネーストックが増えないとすれば、量的緩和政策は効果がない。「図表 3」を見る限り、QQEが始まった2013年以後、マネタリーベースは急速に増えたが、マネーストックはそれに応じて増えることはなかった。つまり、1) マネタリーベースは増えても、それ相応に、2) マネーストックが増えず、結果的に、期待したほどに、3) 需給ギャップの改善に繋がらなかったことになる。

#### 4. 心理的ショックと信任

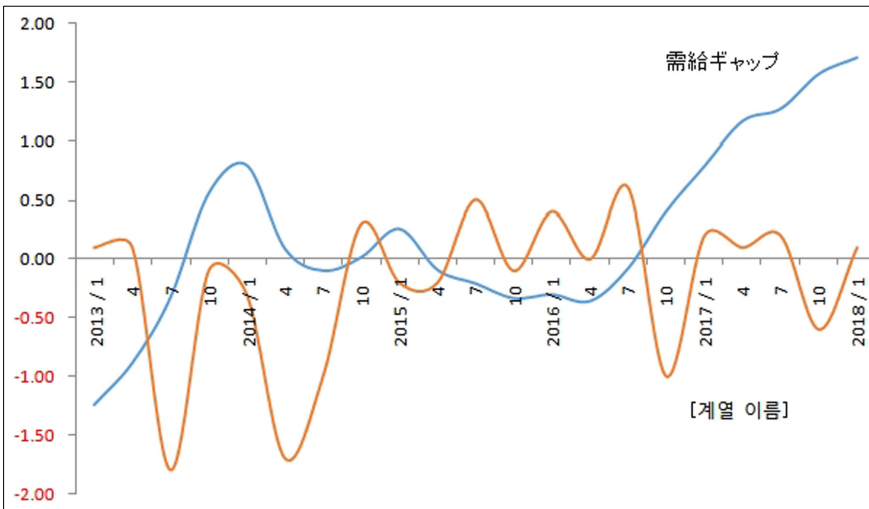
標準的なニューケインジアン型の粘着価格モデルでは、インフレ目標が2%に引き上げられ、それが人々に完全に「信認」されれば、予想インフレ率は順次に2%に上昇し、実際のインフレ率も素早く2%に収束する。

しかし、日本では実際にそのようにならなかった。その理由はなんであろうか？ 上述したように、Blanchard(2013)は日本の量的・質的緩和でマネタリーベースを2倍にすることが直接期待インフレ率を引き上げることはないが、マネタリーベースの劇的な拡大が心理的ショックを与えれば、期待インフレ率が上がるかもしれないとした。この際、「信任」が「心理的ショック」に大きく影響される。

一方、Hausman and Wieland(2015)は、アベノミクスによって大規模な金融緩和にも拘わらず、予想物価上昇率が2%まで上昇しない理由として、インフレ目標に対する人々の「信認」の問題を挙げている。こう

した指摘に対し、日本銀行(2016b)は、ベースアップ賃金の上昇ペースが想定以上に鈍かったことが大きく影響している可能性を指摘している。すなわち、20年弱に及ぶ長期デフレの中で定着してしまった、「物価は上がらない」という社会通念(ゼロインフレ・ノルム)が根強く、金融政策のレジーム変化が実際の労使間の賃金交渉に及ぼしたプラスの影響も想定よりも小幅なものにとどまったと考えられる。QQE導入以降も、インフレ目標によって規定されるフォワードルッキングな期待が実際の賃金・物価形成に与えた影響は、限定的なものにとどまった可能性が高い。

図表 4. 需給ギャップと実質賃金の推移



注：実質賃金指数は対前年上昇率で、調査産業計、従業員5人以上の統計である。  
 資料：1) 実質賃金指数は「e-Stat」毎月勤労統計調査より筆者作成  
 (<https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00450071&tstat=0001011791&cycle=1&tclass1=000001035519&second2=1>、検索日：2018.8.1)。  
 2) 需給ギャップは、日本銀行DBより筆者作成  
 ([https://www.boj.or.jp/research/research\\_data/gap/index.htm/](https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/index.htm/)、検索日：2018.8.1)。

「図表 4」は需給ギャップと実質賃金の推移を示している。経済全体の需要と供給の状態を示す「需給ギャップ」が、2016年秋以後プラスに推移している<sup>11)</sup>。このように需給ギャップが改善しているのに実質賃金の上昇率は0.5%未満に止まり、低迷を続けている。2017年の名目賃金の対前年上昇率は0.4%であり、2016年の0.5%より下がった。実質賃金で見ると、2016年にはプラスだったが、2017年になってからは一時期を除き、ゼロあるいはマイナスに推移している。2018年4月の実質賃金指数は87.3だが、これは、異次元金融緩和政策が導入された2013年4月の90.7に比べて、3.89%ほど低い水準である。

賃金と物価の関係について、先進国と日本を比較検討した吉川(2013)は、名目賃金はデフレ期待によって下がっているのではなく、大企業における雇用システムが名目賃金を抑える方向に変貌を遂げたからだとしている。つまり、先進国に比べ日本のみでデフレが続いているのは、名目賃金が上がらないことによるもので、これは「期待形成」の問題ではなく、実物経済における経営環境による結果であることを指摘したものである。

## IV. 結論

本稿はQQEと物価との関係を、リフレ派の政策枠組みと波及経路に焦点をあて、物価が上がらない原因を批判的な立場から考察した。結論的にいうと、QQE導入後の政策は「物価の持続的な下落」という意味での

11) 需給ギャップの改善は、2017年の世界全体で貿易が増大し、それまで続いていた「スロートレード」といわれる状態(貿易量の伸びが経済成長率より低い状況)から脱却し、日本の輸出もそうした世界経済の環境の中で増加し、それによって設備投資が誘発されたことによる部分が大きい。

デフレを脱するうえで、一定の効果があつたと評価できるが、2018年6月現在、世界の類例のない大胆な金融緩和を実施しながらも政策目標には達していない。

その原因は大きく三つである。リフレ派の理論的な枠組みが極めて不確実性の高い「期待形成」に依存しすぎていること、物価構造が輸入物価指数に強く影響されていること、日本における構造的な経済環境(日本型の流動性トラップなど)を看過したことである。

具体的にみると、1) QQEの政策的な枠組みにおいて、政策枠組におけるQQEの波及経路が人々の予想物価上昇率、つまり「自己実現期待」と「複数均衡」という「期待形成」に依存していることである。2) 経済環境の側面においては、①日本型の流動性トラップの存在を看過したことである。ケインズの流動性トラップより貨幣に対する需要が低く、QQEの効果が極めて期待できない状況を看過している側面があり、②マネタリーベースが増えても、それ相応のマネーストック増加に繋がらない構造にあり、③こうした環境のもとで行われた、QQEによる「心理的ショック」は、インパクトが強くなく、長年の資金超過を解消するほどのものではなかったのである。日本銀行(2016b)も「自己実現期待」より「適合的な期待形成」が現実性があると示唆しているように、長年にわたり続いた賃金上昇の鈍化によって、物価上昇に対する「信任」が弱く、期待形成に依存する劇的なマネタリーベースの拡大が人々に与えた「心理的なショック」はそれほど大きくなかった可能性が高い。

こうした点から得られた政策的インプリケーションを整理すると以下のとおりである。

1) 金融政策を安定性と確実性が極めて低い「期待形成」に依存場合は、構造的な経済環境と経済環境の変化を多面的かつ慎重を極めるべきである。Krugman(2010)も「期待」に依存する「動的な流動性トラッ

プ」を提案しているが、中央銀行が引き続き金融緩和を続けると人々に信じ込ませる必要があることを前提としている。日本のように需給ギャップと実質賃金との乖離が生じるなど、経済環境が変化する中で実行されることから、持続的にコミット出来る限界を見極める必要がある。

2) 当該市場における構造的環境を見極める必要がある。本論では日本型の流動性トラップの存在により、マネタリーベースの拡大がマネーストックの増加に必ずしも繋がらないことが分かった。したがって、当該市場の特有の構造的な要因を過少評価しないよう、一般化の誤りに注意を払うべきである。リフレ派が想定したように、マネーストックと物価、または経済活動水準の間に相関関係が観測されても、必ずしもマネーストックが動けば物価や経済活動水準に影響が及ぶことを意味するものではなく、物価や経済活動水準が何らかの要因で変動し、マネーストックがそれに手動的に反応している場合が多いことを看過してはならない<sup>12)</sup>。

最後に本稿の残された課題を述べておく。本研究では、政策的インプリケーションを念頭に、QQEの効果を考察したため、理論的な枠組みに偏ったという指摘を否めない。今後の研究では軽量的手法などを用いた実証研究が望まれる。

Manuscript received: Aug 19, 2018; Review completed: Aug 22, 2018; Accepted: Sep 03, 2018

12) この点は日銀(2016b)からも示唆される。日銀(2016b)は「予想物価上昇率や名目長期金利、為替レート、株価の変化が、金融政策によってもたらされたものと想定したが、実際には、他の外的な要因も影響を与えていたと考えられる。この間に行われた大規模な公共投資などの政府支出、2014年における消費税率の引き上げ、海外経済の動向、原油価格の動向、その他金融資本市場固有の要因等、といったものが挙げられる」としている。

## 参考文献

- Bernanke, Ben S and R. Reinhart (2004). “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)”, American Economic Review, The American Economic Association, May 2004.
- Blanchard, Oliver (2013). “Rethinking Macroeconomic Policy,” iMFDirect, [http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/29/rethinking-macroeconomic-policy/April 29](http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/29/rethinking-macroeconomic-policy/April%2029).
- Christopher A. Sims (2016). “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence” August 26. in Jackson Hole.
- Hausman and Wieland (2015). “Overcoming the Lost Decades? Abenomics after Three Years.” Brookings Papers on Economic Activity: 385-431.
- Honda et al. (2007). “An Injection of Base Money at Zero Interest Rates,” Osaka University Discussion Papers in Economics and Business, no. 07-08.
- Paul Krugman (2010). Inflation, Deflation, Japan, NYT, May 25, (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/05/25/inflation-deflation-japan/>).
- 井上智夫・沖本竜義 (2007). 「日本における金融政策の効果」(林文夫編著『経済停滞の原因と制度』 頸草書房、第7章)。
- 岩田規久男 (2012). 「なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか」 『成城大学研究所年報』 25号、2012年4月。
- 浜田紘一 (2016). 『日本経済新聞』 11月15日付朝刊のインタビュー記事。
- 浜田紘一 (2017). 「アベノミクス」 私は考え直した 『文芸春秋』、2017.1、pp.124~131。
- 原田・増島 (2008). 「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」 (ESRI Discussion Paper Series No.204)。
- 日本銀行 (2013a). 「政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」に

ついて」、

(<http://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/>)。

日本銀行 (2013b). 「4 月展望レポート」。

日本銀行 (2016a). 「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」。

日本銀行 (2016b). 「量的・質的金融緩和」導入以降の政策効果 — マクロ経済モデルQ-JEMによる検証 — No.16-J-11 2016 年 11 月 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。

吉川洋 (2013). 『デフレーション』 日本経済新聞出版社。

ヨム・ドンホ (2014). 「アベノミクスと日本経済—非伝統的金融政策の成果と課題を中心に—」、国会政策セミナー発表資料(韓国語)。