

〈論文〉

日本銀行の「量的・質的緩和」の暫定的評価

— その世界的枠組みを踏まえて —

久保田 勇夫

1. はじめに

- (1) 日本銀行は、2013年4月、「量的・質的緩和」政策を導入した。この政策にはその後、幾つかの変更が行なわれたが、その基本的性格はこの小論の作成時点(2018年12月31日)現在、変わっていない。
- (2) この小論は、今後のわが国の金融政策に資することを念頭に、世界的な類似の政策との比較に留意しつつ、わが国のこの「量的・質的緩和」政策について評価するものである。
- (3) この政策は、わが国が考え出したというよりは、米国において2008年9月のわが国で「リーマン・ショック」と呼ばれる事象を契機として発生した「金融危機」対策として2008年12月に同国の中央銀行である連邦準備制度（以下、原則としてFRBと表記する）が導入した「量的緩和」(Quantitative Easing: 以下、QEと略する)に範をとったものである。類似の政策は、ユーロ圏の中央銀行である欧州中央銀行（以下、原則としてECBと表記する）も2015年3月に導入した。その結果、日、米、欧の中央銀行は多少時期は異なるもののいずれもこの政策を導入することとなった。
- (4) このいずれの国においても、このQE政策は超低金利政策と併行して実施されている。金融の流動性の調節と金利の操作とは、金融政策の二つの主要な手段であることから、量的な面での極端な金融緩和政策を意味するQE政策が、超低金利政策と併せて採用されるのは自然である。このことは、QE政策の評価は、この金利政策を含めたその時点での金融政策全体の中で行うことが必要であることをも意味している。
- (5) わが国のQE政策は、後述の通り他の国のそれに比して幾つかの特色がある。各国のQEの特色は、その国における中央銀行の法律的位置づけ、国庫制度の違い、中央銀行に期待される役割、更にはその国の政治、社会及び経済構造、そして何よりもその置かれた経済の現況及びその目指す政策目標の違い等を反映したものである。これらの違いは、各国のQE政策の違いに影響を与えてくる。この小論の中で、特に各国の中央銀行に関する制度、期待されている役割、それらの背景となった歴史等にも言及したのはその為である。

- (6) 私は、東京大学で法律を学び、その後大蔵省に入省し、英国のオックスフォード大学に留学して経済学修士（Bachelor of Philosophy in Economics）を取得、その後長年にわたり財政金融政策を幅広く経験した。30年以上にわたる公務員時代のうち、その後年の大半は国際金融に関する業務に従事した。この間の主要国との国際金融政策をめぐる交渉等を通じて、このQE政策実施時期の金融政策の責任者となった多くの知人を得た。具体的には、黒田東彦（日銀総裁。1967年以降）、マーヴィン・キング（Mervyn King, 前イングランド総裁。多分1984年以降）、ジャンクロード・トリシェ（Jean-Claude Trichet, 前ECB総裁。1986年以降）、ティモシー・ガイトナー（Timothy Geithner, 元米国財務長官、ニューヨーク連邦銀行総裁。1994年以降）といった人々である。こういう私の経歴は、私のこの評価にユニークな側面を与えているものと思う。
- (7) わが国のQE政策とその背景となったわが国経済の動向との私の個人的関係について述べれば、私は2006年6月から2014年6月まで地方銀行の頭取を務め、以降今日までその会長の任にある。そういうこともあり、2013年4月のわが国のQEの推移については、市場関係者としてかなり詳細に観察してきた。それ以前においても、大蔵省において当局者として長期にわたりわが国及び世界の金融政策に係わった。
- (8) なお、この小論は、わが国のQE政策を論ずる前に、米国及びユーロ圏のそれについて記述している。それは、上記(3)の通り、この政策の起源が米国であったこと、及びわが国の政策を世界的枠組みの中で捉えることが適切であると思ったことからである。

2. QEの定義

- (1) この小論において、QEを、大量の長期国債等を、中央銀行が、定期的かつ計画的に、あらかじめ公表したところに従い、購入することにより、流動性を量的に大幅に拡大させる政策、と定義する。
- (2) その政策の要因を具体的に説明すると次の通りである。
- 第一に、常識を超える大量の長期の債券を中央銀行が取得することである。対象債券は、その質的制約及び量的制約から必然的に国債が中心となる。この政策により中央銀行は異常な量の国債を抱えることになり、そのもたらす中央銀行の財務の健全性、中央銀行の信頼性、場合により国庫収入等が評価を議論する際の対象となる。併せて、その政策の終了後には、この政策の結果として中央銀行が購入した膨大な量の国債残高をどう減らすか（「出口政策」）が大きな課題となる。
- (3) 第二に、これは国債を中央銀行が買い入れるということである。国が租税収入に拠らずして借入金によってその歳出を賄うということは、安易な財政支出の拡大となる

恐れがあり、過去にも大きなインフレの要因となったことから、極めて慎重であるべしというのが世界共通の認識である。わが国においても、「財政法」によって、国は基本的には、経常支出を賄う為の国債（いわゆる赤字国債）は発行してはならず、いわゆる建設国債しか発行してはならないことにされており、中央銀行による新規国債の購入は禁じられている。この観点からQE政策は国の財政の健全性と深く関わるものである。

- (4) 第三に、この政策はあらかじめ公表された実施計画に従って進められる。例えば、毎月の購入額の設定、その変更、この政策の導入、縮小、停止、は前もって公表される。あらかじめ世間に知られるということは関係者、特に市場関係者に今後の予測を与えるということであり、金融、経済の無用の混乱を防ぐ機能がある。
- (5) 第四に、この政策は、毎月膨大な量の国債を購入し、また償還期限が到来した国債については同額を追加購入するという操作を行うので、年と共に中央銀行の保有する国債の量を膨大なものとする。日本の場合は、既にその保有額はGDPに近いものとなっている。米国も35%程度になったが、現在はこれを減らしつつある。これをどう安定的に削減していくのかという課題がある。加えて、この大量の国債を保有すること自体及びそれを減少させるプロセスにおいて、政策当局はこれまで直面してこなかった様々な問題に直面する可能性がある。

3. 米国のQ.E.（その制度的背景等を含む）

(1) 金融制度及び機能の特性

A 法律的枠組み（国には一定の権限しかない）

イ 米国は、わが国やヨーロッパの様に自然発生的に生れた国ではなく、そこに居住する人々が人為的に創設した国である。全ての権限は本来的に個人に帰属し、個々人がこの自己の有する権限の一部を契約によって州に移譲し、その州が更にその権限の一部を契約によって国（連邦）に移譲して、それに従って国の政策が決定され実施されるということになっている。

ロ この為、国（米国の中央政府）もそれが他の国では常識的に国の権限とされていることであっても、その権限が明示的に法律によって示されていなければ、その権限を有しないということになる。

ハ このことは、①政策当局者は、その授権された目的や権限に従って政策を実行していることを国民に明示する必要がある、②議会は政策当局が法律に従って適切に政策を実施しているかをチェックすることが制度上も及び実務上も厳しく求められていることとなっている、等の形をとって現れる。

ニ これらは金融政策との関係では、当局（FRB）は常にその政策が法律により委託された政策目的（具体的には①物価の安定と②雇用の確保）に従って行っていることを示す必要があること、上院での承認が必要とされるFRBの議長の審査の際にも、

(その指名者は大統領であるが、上院の承認がないと議長にはなれない) その議長の具体的な金融政策、その信奉する理論が厳しく問い質されること、又、年に2回行なわれる上下両院の関係委員会での議長の説明が正確かつ詳細であることを求められること、等となって現われている。

B 「民間」の役割の重要性(社会的ヒールヒーの存在)

イ 米国の各種政策を検討する場合、国の機関或いは広く公的機関には一定の権限しか与えられていないので、政治、経済、社会の現実の動きの分析にあたっては、それ以外の部門、いわゆる「民間」、が社会の上でどういう機能を果たしているかが重要となる。

ロ 長年米国を観察し、又、各種の次元で自らかかわってきた者として、同国にはそれぞれの分野において官の位置付けとは関係なく、それぞれの分野の中で専門家としてのある種の常識的なヒールヒーがあるように思われる。法律について、一般の lawyer が法律の解釈や考え方に迷った時にその意見を求めるより上級の lawyers' lawyer があり、後者が困った時に意見を求めに行くその上の lawyers' lawyers' lawyer が存在すると言われている。このことは、日頃から法律家は法律家として、経済学者は経済学者としての激しい論争があること、そしてその結果として、彼らの間でそれぞれの peer としての格付が暗黙のうちに確立していることを意味していると考ええる。

ハ このことは、例えば、F R B の議長や国の金融政策決定に係わる委員、更には金融政策を F R B と一体的に決める FOMC のメンバーでもある連邦準備銀行の総裁の選任について、例えその任命権限や承認権限が行政の権限であったり、上院の権限であっても、その候補者が、その専門領域において、どういう位置付けにあるかを考慮しなければならないことを意味する。任命権者といえども「自由に」任命出来ないようになっているという印象がある。

ニ 言い換えれば、例えばその時期にジャーナリズムで活躍しているとか、時の政権に近い政策を提言しているから、とかいうだけの理由で金融政策の責任者になることは考えにくいようである。

ホ なお、このような「社会的ヒールヒー」が健全に存在しているとすれば、その背後に、学、政、官、財等その所属する部門の違いに関わらない関係者によるオープンで自由な意見の交換と切磋琢磨があると考えられるべきであろう。

C 国庫制度(政府の勘定は中央銀行にない)

イ 日本を含め多くの国の勘定は、その国の中央銀行に置かれている。このため、税の徴収、公共事業の支出、公務員給与の支給といった政府の活動は常に第一次通貨の増減をもたらす。この為、中央銀行によるこの国庫収支の中和の為のオペレーションが日常的に行なわれている。

ロ 他方、米国の政府の勘定は F R B、厳密にはそれを構成する個々の連邦準備銀行、ではなく、通常のいわゆる商業銀行にある。この為、日々生ずる上記のような国の活

動は、第一次通貨の増減をもたらさないし、その中和の為の措置も不用である。結果として、中央銀行による通貨の供給（QEはその典型である）は、極めて異例である。

ハ 従って、米国においては、第一次通貨の増加を必然的に伴う中央銀行による国債の購入は、格別注目を集めることになる。

D 経済政策の特性

イ 同国の特殊な政治、経済の仕組みも反映してか、現実に実施される米国の政策は、経済政策を含め諸外国に比して際立った幾つかの特色がある。

ロ これらを列挙すると次の通り。

(i) 必要とあらば、過去の政策とは関係なく、大胆に政策の変更が行われること。金融政策に関しては、例えば 1979 年の金利のコントロールからマネー・サプライのコントロールへの変更（この為、1 日に 10% の金利の上下の変動があった）、1980 年初頭のユーロ市場の管理政策から自由放任主義への変更、2008 年の「金融危機」に対応した大胆な金融機関の救済やこの QE 政策である。

(ii) 政策内容及びその基礎となった考え方、根拠となった資料が積極的に公開され、外部に対して丁寧な説明が行なわれること。

(iii) 政策が長期的な視野や戦略の下に策定されること。

(2) 米国の QE の内容及び推移

A 導入の背景

イ 基本的には、2007 年に発生した「サブ・プライムローン」問題により深刻化し、2008 年に更に進んだ「金融危機」対応の一環策として導入された。この米国市場の不安定化は、世界金融市場の溶解（メルト・ダウン）を生じさせかねないものであった。

ロ これに対応して、米国当局は既存の法制下で許される限界的な手段、時として当局による恣意的介入、更には必要とされる法律改正を行うことにより対処し、「大き過ぎて倒せない」（too big too fail）金融機関には公的資金を注入する等して、その存続を図った。

ハ 金融政策としては、各種の異例な手段による市場への流動性の一時的介入も含めた金融緩和政策及びゼロ金利政策がその手段であった。

ニ QE 政策の導入は、先ずはこの金融市場の溶解を防ぐ為の臨時異例の措置としてのマーケットに対する大量の資金供給を嚆矢とする。その後の経済の正常化、健全化（米国の場合、何よりもその健全性は成長率で測られる傾向があるため、ここでもその意味は望ましい経済成長率を取り戻すこと）に伴い、FRB の本来の目的である雇用の達成と物価の安定の手段の観点を重視しつつ、その QE 政策の内容が修正され、継続されてきた。

B 内容

イ FRB が毎月、一定額の国債及び住宅債券（agency mortgage backed securities）をあらかじめ公表された計画に従い購入する。

ロ これらの債券の満期が到来した場合には、その種債券の同額を購入し、FRB の保有残高が維持されるようにする。

C 目的

イ QEの具体的内容を含め経済政策の決定は、FRBの理事会で行なわれるが、その発表文書は、雇用及び物価の現状並びにそれらの見通しから始まっている。これは、経済政策としてFRBに法律に基づき求められている役割（当初から明定されていたわけではなく、後年の別々の法律でそういうことになっている）が、「雇用の確保」と「物価の安定」だからである。

ロ 金融政策において求めるべき物価の目標については、現在は中期的に年率2%としている。発表文ではその際、「一般消費者物価指数」及び「食料とエネルギーを除いた消費者物価指数（いわゆるコアインフレ率）」の現状の計数ならびに将来の見通し（expectation）を基準に判断するとしている。

D 推移

イ 金融危機対策として導入された「QE」は、その後「QEⅡ」として標準化され（この小論で米国の“QE”と言う場合、その全体を指すものとするが、詳細は「QEⅡ」に拠る）、以後その存続は「雇用の確保」と「物価の安定」の観点から吟味され、継続された。

ロ 2014年10月、米国はQE政策を終了し、次いで2015年12月、ゼロ金利政策（市場レートを0~0.25%とする）を取り止め、金利正常化政策に入った。

ハ 金利については、短期金利をあるべき水準（一般的には、3%と言われている）に引き上げる政策（金利の正常化）が現在採られつつある。

ニ QEの結果生じたFRB保有の国債等をそのあるべき姿に減少させること（「出口政策」）については、2017年10月から、満期到来に見合う新規国債等の新規購入額を減らすことにより、徐々に実施されている（例えば、2018年9月26日の理事会決定では、国債については10月までは毎月240億ドルずつ、11月以降は300億ドルずつ減らすとしている）。

ホ その是正には相当の年月がかかるとされているが、その目標額（何をもって「出口政策」の終了とするか）及び達成時期についての深い議論は今のところFRBでは行われていないようである。

E 説明責任とメッセージの明確性

イ 米国の金融政策の大きな特色は、説明責任の高さとその裏腹にあるメッセージの明確性、合理性である。

ロ これらの具体的担保としては、上述の通りFRBの議長、副議長等要職の任命に議会（上院）の承認が条件づけられていること及び、冬、夏の2回、FRBの議長が上下両院の関係委員会での議会証言が義務づけられていることが考えられる。

ハ 特に、議会証言の際にFRBの議長が読み上げる声明文は、詳細、明快、合理的であり、予想される経済学界からの各種の批判にも充分耐えうるものである。

ニ また、FRBの各政策決定会合後に発表される声明文、付属文書、更には後日発表される議論の詳細を示す議事録も極めて論理的であり、数式、或いは記号論理で書き換えられる程厳密である。

4. ユーロ圏のQ.E.（その制度的背景等を含む）

（1）ユーロ圏の金融政策をめぐる環境の特性

A 国とEU

イ EU（欧州連合）は、28 か国からなっており、この圏内の政治、経済の一体化を目指している。EUはその形成途上にある。通常国家が有する権限もその一部はEUに与えられているが、大部分はメンバー国に残されている。EUの各種政策の決定は、制度上も又実面的にもその構成員であるメンバー国の意思に大きく左右される。

ロ 金融政策については、EUのうち共通通貨ユーロの構成国（19 か国）は、その国内の金融政策の決定権限はその中央銀行である欧州中央銀行（ECB）にある。他方、財政政策については、各国はEU共通の財政規律に従うことが求められているが、それに従う限り各国は予算、税制を含めその財政政策につき基本的にフリーハンドを有する。

B 財政政策と金融政策

イ EUの全加盟国については、共通の財政規律（毎年の財政赤字はGDP比 3%以内であるべし、累積の公的債務はGDP比 60%以内を目指すべし）が求められている。財政赤字 3%が守られない場合にはペナルティ（課徴金の支払い）が課される。

ロ 金融政策については、ユーロ構成国の金融政策（金利の決定、流動性政策）はECBが唯一の権限者である。他方、英国などユーロを構成していない一部の国についてはそうではない。とは言え、銀行の健全性のルール、資産査定基準、預金保険制度などEU全体の金融制度全般については、ユーロ構成国のみならず、全てのEU加盟国についてそれらの一体化が目指されている。

ハ このような複雑な仕組みのため、ユーロ圏については、経済政策全体、財政政策、金融政策、金融制度政策等について、さまざまな複雑な問題が生じている。

C 金融制度及び金融政策

イ ユーロ圏の各メンバー国には、ユーロ圏の中央銀行であるECBとは別に、それぞれその国の「中央銀行」がある。後者には固有の業務があり、又、それはECBの役員の候補者の供給源であること等、重要な役割があるが、金融政策の決定の権限はない。他方、英国などユーロ構成国ではない国の中央銀行は、その国の金融政策について決定の権限等、わが国など他国の中央銀行と同様の権限を持つ。

ロ ECBの総裁を含め、理事の選出は一定のルールで行なわれるが、そのトップである総裁は構成国の政府の意思で定められる。

ハ ユーロ構成国の中央銀行であるECBは新しい組織であるが、その政策はその構成国のかつての中央銀行の伝統的傾向を色濃く反映している。

ニ 印象としては、かつてのドイツの中央銀行（いわゆるドイツ連邦銀行 “Buba”）の思想の影響が強い。それらは具体的には、①金融政策の政府からの強い独立性、②物価安定への執着（インフレへの極度の警戒）、③財政規律の重視、等である。

D 共通通貨ユーロの特異性

イ ユーロ構成国の共通通貨であるユーロは、1999年にEU加盟国のうち11か国に導入された人工的に作られた通貨である。その後、参加国は増加し、現在は19か国の

通貨となっている。

ロ 本来、通貨はその国の主権に依存し、その価値はその国の経済の状況、それを支える財政政策や経済政策に左右されるものである。通貨ユーロに関して言えば、金融政策はECBがユーロ構成国全てをその対象範囲とする、財政政策は個々の構成国が独立して行う、という構造により、基本的にその通貨であるユーロの価値の経済的価値がいかなるものであるかがわかりにくくなっている。このため、通貨ユーロのあるべき価値が定まり難いという特性がある。

ハ このような特性を持つ通貨であるユーロを掌握する中央銀行としてのECBは、種々複雑な問題を抱えており、QE政策を含め具体的な金融政策についてもこの特殊な仕組みのもたらす影響は少なくない。

（2）ユーロ圏のQEの内容及び推移

A 導入の背景

イ ユーロ圏におけるQEの導入は、ユーロ危機の進展と深い関係がある。

ロ EU加盟国は、伝統的にその経済力、経済成長力、財務の健全性に相当の格差がある。そこで、国際金融市場が不安定になると、その中での財政力の弱い国について債務弁済能力が議論となり、当該国の国債の下落や当該国の破綻が課題となり、その結果として通貨ユーロの脆弱性が認識され、時には通貨ユーロそのものの存続の危機が発生することもあった。

ハ こういう事態に対しては、EU当局、EU加盟国及びその中央銀行であるECBは、当該国に対して財政の健全化策や経済再建計画の策定を求めると共に、問題国に対してIMF、ECB、EU当局一体となった支援を行ってきた。

ニ 特に、わが国で「リーマン・ショック」と呼ばれている「金融危機」が発生した際には、スペイン、ポルトガル、イタリア等いわゆる「小国」の債務問題が発生し、これの沈静化手段として、既に米国で実施されていたQEに類似したその国の国債のECBによる大量購入が提唱されたこともあった。しかしながら、現実のQE政策の導入は米国や日本より大分後の2015年3月であった。

B 内容

イ ECBが毎月、一定額のユーロ建ての国債及び少額ではあるがそれ以外の債券をあらかじめ公表された計画に従い購入する。

ロ 購入対象は、ユーロ建ての各ユーロ構成国の国債等である。わが国のようなREIT、ETF等の民間金融資産は対象とされていない。

ハ 同じユーロ表示の国債であっても、発行国によって財政力に差があり、債務弁済の信用性も異なる（従って、その市場での利回りは国毎に異なる）ことから、どの国の国債を購入するか、それをどの国の「中央銀行」が保有するかが問題とされ、結局原則としてその発行国の中央銀行（イタリア国債の購入であればイタリア中央銀行）が保有することになったようである。

ニ ECBの非伝統的政策としては、このQE政策に先行して、ECB各種の特別貸出枠、超低金利（マイナス金利）政策が実施されており、QE政策の評価もこの幅広い

枠組みの中で行う必要がある。

C 目的

イ ECBの政策目的は、「物価の安定」である。

ロ ECBは、金融政策目的の手段として金利の操作を、そして金融危機以降はその他の「非伝統的措置」をも使うとしている。

ハ 「非伝統的措置」とは、「金融危機」の第一期は銀行に流動性を供給することによって、金融市場の機能を確保することであり（一定の金利によるECBからの無制限の貸付等）、第二期はユーロ国の「債務危機」に対応して国による金融状況の差異を縮小させる為であると説明している。

ニ ECBのQE政策は、この第二期に対応した「非伝統的措置」と説明されている。

D 推移

イ 2015年3月に導入された。この時期、米国は既にQE政策を終了しており、日本の導入後約2年を経過していた。

ロ 物価の上昇等を踏まえて、2016年12月からQE政策の縮小が開始され、2018年末終了した。

ハ 中央銀行の国債保有額の減少という「出口政策」については、QE終了後も「相当の期間」、いずれにしろ金融の流動性及び一定の金融支援の必要性がある間は、これを行わないとしている。

E 金融政策の合理性・明確性

イ ユーロ圏の、QEを含めた金融政策の特色は、その説明の明確性（目的、具体的政策措置の内容、その考え方）である。恐らく、その理由の一つは、ECBの政策を決定する為には、そのメンバー国の政策の支持が必要であり、その為には、その目的、手段、考え方を関係者に明確に示す必要があるからであろう。

ロ ECBは、金利については超低金利政策を実施しており、各銀行のECBに対する預金にはマイナス金利（マイナス0.4%）が付されている。この政策は現時点でも継続中である。

ハ マイナス金利を付す理由は、これにより銀行に対して中央銀行に預金するよりは貸付に廻した方がよいとして、民間部門への貸出しを増やさせ、その結果として経済を活性化させ、ECBの所期の目的（物価の安定、現時点では物価の上昇）を達成するためと説明されている。

F 多くの論点

イ 上記「(1) ユーロ圏の金融危機をめぐる環境の特性」に述べたユーロ圏の特性もあり、QE政策については多くの点が議論された。

ロ 主な論点は以下の通り。

a 物価の安定とは何か、物価はそもそも低い方が好ましいのではないか、また、そういうことにより将来インフレをもたらさないのか。

b 債務危機対応としての中央銀行による国債購入が、結果として問題国の財政規律

を緩め、その国の信用力を低下させ、共通通貨であるユーロ不安やユーロの崩壊につながらないか。

c 金融機関の収益が過度に低下し、金融システムの弱体化を招かないか。

d 金融資産の利回りが低下することが好ましいことなのか、又、その結果として年金制度が弱体化しないか。

5. 日本のQE導入の背景

(1) 長期の物価停滞と低成長

イ わが国では、物価は1990年央以降、2006年度～2008年度の3年間を除いて、少しずつ、かつ継続的に低下した。

ロ 上記のような長期にわたり物価が少しずつ下落することは、歴史的にも事例がほとんどみられない。経済学の教科書も、家計や企業の行動様式も、物価は毎年少しずつ上昇するものという、暗黙の前提に立っていると言えよう。そこでそういう事態のもたらす結果や対策について何らの指針となるものが存在しなかったし、現在も存在しない。

ハ この間わが国の経済成長率は、他の先進国に比して異常に低かったが、この物価の停滞と低成長との因果関係について、広く議論されることは少なかった。その中で、日本銀行は、その使命は物価上昇の防止であるとの伝統的な見解の下に、低迷する物価と停滞する経済成長との関係に着目して物価の上昇をその政策目的にする、などというのは論外との立場であった。

(2) 少なかった「金融危機」の認識

イ わが国では、「リーマン・ショック」と呼ばれているように、2007年に始まる世界の金融市場の大混乱は、2008年に発生した実体経済の大停滞との認識が一般的であり、「金融危機」であったという認識は浅い。

ロ また、わが国では、米国における金融制度崩壊防止の対応、欧州における通貨ユーロの危機、債務国問題への対応といった深刻な問題もなく、これらに比してQEという異例の措置を検討するきっかけが存在しなかったと言ってよい。

ハ ところが、2012年12月末の政権交代に伴い、物価の停滞と経済の低成長との関係により注目が集まると共に、経済の活発化の必要性がより強く議論されるようになり、財政政策発動の余地が少なかったこともあってか、既に実施されていた米国におけるQE政策に注目が集まり、わが国も類似の異常な資金の供給による物価上昇を目指すべきであるとの論が強まった。

ニ この論はいわゆる「リフレ派」という人々によって主張されたが、それを支持する金融政策及び財政政策の理論的な説明は、伝統的な経済政策ほど理論的であったとは言い難い。この点は、現在も変わらない。

ホ この主張は、端的に言えば財政政策については、わが国の公的債務は世界的に異常な高さにはあるが、当面必要なのはとにかく財政支出の拡大であるというものであり、金融政策については、①物価を上昇させることを金融政策の目的にせよ、②その為の

手段として日本銀行は大量に国債を計画的に購入せよ、というものであった。

ヘ 他方、何故、わが国では欧州や米国と異なり財政の健全化に高い優先度を与えなくてよいのかという点については、未だ説得力のある理論が示されているとは言い難い。

6. 日本のQE政策の推移

(1) 「物価安定目標」の設定 (2013.1.22)

イ 法律によれば、日本銀行は、「物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資すること」とされている。

ロ 上述5の背景の下で、日銀は長い間、物価の望ましい水準について言及することを避けてきたが、2012年2月、「中長期的な物価安定の目処」として、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域、当面は1%という見解を示した。

ハ 日銀は、2013年1月22日、その内容を「物価安定の目標を（中略）消費者物価上昇率で2%とする」こととし、その好ましい物価上昇についての位置付けを「目処」から「目標」に切り換え、物価上昇を目指すことを明確にした。

ニ 当日併せて、政府と日本銀行の「共同声明」（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）が発表された。

ホ この「共同声明」の骨子は、以下の通りである。

a 日本銀行は物価安定の目標を消費者物価指数の前年比上昇率で2%とする。

b 政府は、

(i) 経済構造の変革等により、日本経済の競争力と成長力の強化に向けて取り組む（構造改革）

(ii) 財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する（財政の健全化）

(2) 「量的・質的金融緩和」の導入 (2013.4.4)

イ 消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定の目標を、2年間程度を念頭に置いて、出来るだけ早期に実現する。

ロ このため、マネタリー・ベース及び長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、質・量ともに次元の違う金融緩和を行う。

ハ 具体的には、

a 量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）から、マネタリー・ベースに変更し、マネタリー・ベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加させる。

b 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を年間約50兆円に相当するペースで増加させる。その買入れ対象を40年国債を含む全ゾーンの国債とし、平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長する。

c 資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF及びJ-REITの保有残高

をそれぞれ年間 1 兆円、年間 300 億円に相当するペースで増加させる。

(注) 買入れ対象資産は、後に (2013.5.22) C P 等及び社債等について、2013 年末までにそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円まで買入れた後、その残高を維持することとされた。

(3) 「量的・質的金融緩和」の拡大 (2014.10.31)

イ マネタリー・ベースを年間 80 兆円 (約 10~20 兆円追加) に相当するペースで増加させる。

ロ 具体的には、

a 長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円 (30 兆円追加) に相当するペースで増加させる。ただし、イールド・カーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を 7~10 年程度に延長する (最大 3 年程度延長)。

b E T F 及び J - R E I T について、保有残高がそれぞれ年間約 3 兆円 (3 倍増)、年間約 900 億円 (3 倍増) のペースで増加するよう、買い入れる。

c 新たに、J P X 日経 400 に連動する E T F を買入れ対象に加える。

(注) 長期国債の平均残存期間は、イールドカーブ全体の金利低下を促すため、2016 年からはそれまでの 7~10 年程度から、7~12 年程度に延長された (2015.12.18)

(4) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 (2016.1.29)

イ 2% の「物価安定の目標」を出来るだけ早期に実現するため、今後は「量」「質」「金利」の三つの次元の緩和手段によることとする。

ロ 金融機関が日銀に預ける当座預金に $\Delta 0.1\%$ のマイナス金利を適用する。具体的には、日銀への当座預金を 3 階層構造に分割し、それぞれの階層に対して、 $+0.1\%$ (基礎残高)、ゼロ金利 (マクロ加算残高)、 $\Delta 0.1\%$ (政策金利残高) を適用する。

(注) 各金融機関について、基礎残高及びマクロ加算残高を超える部分が政策金利残高とされる。

(5) 金融緩和の強化 (2016.7.29)

イ 英国の E U 離脱問題や新興国経済の減速を背景とした不安定な国際金融市場の不安定な動き等によるコンフィデンスの悪化を防止し、外貨資金調達環境安定のため前向きな経済活動をサポートする。

ロ 具体的には、

a E T F の買い入れ保有残高を、年間約 6 兆円に相当するペースで増加させる (現行の約 3.3 兆円からほぼ倍増)。

b 外貨資金調達環境の安定のため、①成長支援供給・米ドル特則の拡大、②米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付制度を新設する。

(6) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 (2016.9.21)

イ 2% の「物価安定目標」をできるだけ早期に実現するため、「長短金利付き量的・質的金融緩和」を導入する。

ロ 具体的には、

a 長短金利操作（イールドカーブコントロール）

- ・長短金利の操作について、方針を示すこととする。
- ・短期金利は、引き続き政策金利残高に△0.1%のマイナス金利を付する。
- ・長期金利は、10年物国債が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう買入れを行う。
- ・買入れ額としては、概ね現状程度のペース（保有残高の増加額が年間約80兆円）を目処としつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。
- ・買入れ対象については、引き続き幅広い年限とし、平均残存期間の定めは廃止する。
- ・長短金利操作のため、新型オペレーションを導入する。
- ・日銀が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）を行ない、また固定金利の資金供給オペレーションを行うことの出来る期間を10年に延長（現在は1年）する。

b 資産買入れ方針

- ・ETF及びJ-REITについて、保有残高がそれぞれ年間約6兆円、年間900億円に相当するペースで増加させる。
- ・CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

c オーバーシュート型コミットメント

- ・2%の「物価安定目標」の実現を目指し、これを安定的に持続させる為に必要な時点まで、この「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する（消費者物価指数〈除く生鮮食品〉の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで）。
- ・この方針により、あと1年超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%）。

ハ その考え方は、

- a 「イールドカーブコントロール」導入の背景は、マイナス金利導入以降の経験により、日銀当座預金へのマイナス金利適用と長期国債の買入れの組み合わせが有効であることが明らかになったからであり、
- b 「オーバーシュート型コミットメント」は、「予想物価上昇率をより強力な方法で高めていく」ためとされている。

7. 日本のQEの特性とその評価

A 評価領域

- (1) 日本銀行のQEは、いわゆる「アベノミクス」の三本の矢の一つと広く認識されている。言い換えれば、その導入のさきがけとなった「政府・日銀の共同声明」(2013.1.21)に「デフレからの早期脱却を物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現のため」とされているように、わが国の総合的経済政策の一環ととらえられている。

- (2) その為、日銀のQE政策もわが国の経済運営全体の一部として評価される傾向がある。
- (3) 本稿では、この経済政策全体及びその中での金融政策としての評価は差し控えることとし、厳密な意味での金融政策としての評価を試みる。

B 政策目的

- (1) 経済政策を評価する為には、政策目的 (policy aims)、それを実現する為の手段としての政策措置 (policy measures)、そしてその背後にある理論 (theory) を検証する必要がある。併せて、そのベースとなった事実認識 (recognition) についての評価 (evaluation) も必要であろう。
- (2) 政策目的
 - イ 日銀のQEの政策目的は、「物価の安定」であり、現在の目標は「2%の物価目標」を達成することである。
 - ロ 2%は、世界的に共通の目標となっている (FRBは「2%」、ECBは「2%、それより少し下」とし、英国中央銀行 (BOE) も「2%」としているようである)。
 - ハ わが国の場合、「デフレからの脱却」、経済の活性化、或いは定義はとにかく経済状態が良くなること等が日銀のQEの政策目的ととらえられることがある。この場合、これらの言葉が具体的に何を意味しているのか (物価の上昇なのか、成長率の上昇なのか等) が不明瞭である。この為、経済状況が順調な場合には日銀のQE政策の効果、不調な場合も日銀のQE政策の効果ととられる傾向があり、この傾向は金融政策としての日銀のQEの評価を不明確なものとしている。
- (3) 政策措置
 - イ 日銀が購入する債券の大部分は長期国債であり、その点はFRB、ECBと同じである。但し、後2者の場合、国債以外の対象債は公共債に限られるが、日銀の場合には、J-REIT、ETF等民間金融資産を含む。この為、日銀のQEは、必然的に株価、更にはマーケットメカニズムを通ずる市場の資金配分に影響を及ぼすことになる。
 - ロ 途中で導入された「イールド・カーブコントロール」及び「オーバーシュート型コミットメント」は、日銀特有の措置である。
 - ハ 「イールド・カーブコントロール」の内容は、このQEの運用状況によって特定の期間のものについて、その金利をある一定の水準に保とうとするものであり、本来的に量的政策であるQE政策と共に金利政策を活用しようとするものである。
 - ニ この措置は、本来、マーケットが決めるべき「イールド・カーブ」について、そもそもいかなる判断の下に、いかなる基準で当局が「好ましいイールド・カーブ」を決めるのかという問題を提起する。また、金融のマーケット機能、特に金利の自警団機能 (vigilante) を減殺せしめるという副作用がある。
 - ホ 「オーバーシュート型コミットメント」は、措置というよりはいつまでこの措置を継続するかという実施の期間についての方針である。その趣旨は、日銀がその為の強い決意を示すことにより、国民の「物価に対する期待」を高め、それによって 2%の

物価目標を達成しようとするものである。

- ヘ この考え方については、下記Ｃ．デフレ（インフレ）理論のロ〜チに述べる通り、様々な疑問がある。
- ト 日銀のマイナス金利の導入は、説明によれば、イールド・カーブの超短期の金利を更に下げる為であるとされている。理論上はそうであろうが、実際に所期の効果が得られるかどうかはその時点での状況次第でもあるように思われる。
- チ ＥＣＢもマイナス金利政策を導入しているが、これは銀行に対して、中央銀行に預けることにペナルティーを課し、結果として銀行の貸出しを増加させることにより民間の経済活動を活性化すると説明しており、このことにより金利水準の変更を目指しているという説明はしていない。
- リ わが国の場合、この政策の結果、個々の銀行についてその日銀に対する預金に関し、その残高に応じてマイナス 0.1%、0%、プラス 0.1%の三種の異なった種類の預金が出来ることになる。
- ヌ この３種類の預金金利措置は、全体として何をもたらそうとしているのかわかりにくい。また、いかなる考え方でこの区分が定められているのか必ずしも明瞭ではない。種々の論点がある措置である。

（４）メカニズム

- イ ＦＲＢは、ＱＥ政策や金利政策がどういうメカニズムで所期の目的を達成しようとしているかについて、説明していない。
- ロ その代わり、法律に定められた政策目的（「物価の安定」と「雇用の確保」）を掲げ、また、その達成或いは達成に向けての進捗を何によって測定するかを明確にしている。「物価」については、現実の物価指数の動き及び物価の「見通し」（expectation）を示し、それとの関連において現実の金融政策を評価し、それに基づき政策の今後の方向を国民に説明している。
- ハ ＥＣＢは、金融政策を物価の安定と定め、これ（現時点では 2% 近辺への物価の上昇）を低金利政策とＱＥ政策で推進しているとしている。
- ニ 金融政策により物価上昇をもたらすプロセスについて、ＥＣＢはＱＥ政策とマイナス金利政策により銀行の民間への融資を促進し、これにより経済を活性化させ、その結果として物価の上昇を招くと説明している。
- ホ マイナス金利政策については、これにより銀行が余分に預金を保有することにペナルティーを課し、間接的に銀行の貸出しを増加させる為であるとしている。
- ヘ 日銀のＱＥ政策については、端的に言って、総体的にいかなるメカニズムでこれを実現しようとしているのかわかりにくい。具体的に示せば、次の通りである。
 - ａ 「量的・質的金融緩和」を導入した際（2013.4.4）の説明では、物価安定の目標の早期実現の為、「長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる」からとしている。
 - ｂ 「マイナス金利付き」ＱＥの導入（2016.1.29）は、その実現のため、「「量」・「質」・「金利」の三つの次元で金融緩和を進めていく」としている。

c 「長短金利操作付き」QEの導入(2016.9.21)に際して示された「メカニズム」等は難解である。その趣旨は発表文の「別紙」によれば、以下の通りである。

i 2%の「物価安定の目標」の実現には、予想物価上昇率の更なる引き上げが必要である。

ii QEによるマネタリー・ベースの拡大は、予想物価上昇率の引き上げに有効であり、その継続のコミットメントを示すことが物価上昇に有効である。

iii マイナス金利と「イールドカーブ・コントロール」を適切に組み合わせることで、イールドカーブ全般に影響を与えることが出来る。

iv イールドカーブをコントロールする際には、幅広い事柄を考慮する必要がある。

ト 終始一貫している思想は、①物価は「期待」で決まる、②マネタリー・ベースの異常な拡大は、物価上昇の期待に働きかける、③「オーバーシュート型コミットメント」にみられるような当局の固い決意は、物価上昇をもたらすというものである。

チ 他方、金利政策については、低金利が物価上昇に有効であることは説明不要であろうが、どういうメカニズムを通じて「イールド・カーブ・コントロール」が有効なのか、また、本来マーケットが定めるべき「イールド・カーブ」のその時々を経済状況の下における最適の形を日銀がどういう判断の下に決めるのか、は示されていない。

C デフレ(インフレ)理論

イ 日銀のQE政策の特色の1つは、その拠って立つ経済理論を示していることである。

ロ その趣旨は、端的に①物価は期待物価率の動向によって定まる、②2%の物価達成が出来ていないのは、期待物価上昇率が上昇しないためである、③期待物価上昇率を引き上げる為には、マネタリー・ベースの量的な拡大とその上昇の為の政策の長期的なコミットメントが必要である、というものである(日銀2016.9.21付総括的な検証)。

ハ 他方、FRBもECBも、その拠って立つ経済理論は明示していない。ただ、その達成の為のプロセス及びその達成状況をチェックする為の計数並びに、その時々への達成に向けての進捗状況の評価方法及びその評価結果については、説明している。

ニ 上記の日銀の見解は、様々な疑問を提起する。第一に、凡そ物価は常に期待(expectation)で決まるものであろうかということである。

ホ 第二は、現実にこの時期の日本の物価は、「期待」の不足の故に上昇しないのかということである。例えば、わが国の社会保障制度に不安がある為に人々が消費をしないということがその原因かもしれない。だとすれば、物価上昇の鍵は社会保障制度の充実であるということになる。いずれにしろ、現実に物価上昇が生じない理由の解明は、経済学固有の領域の仕事ではなく、社会学の領域の仕事でもあると思われる。

ヘ 第三は、マネー・サプライの異常な増大で物価が上昇することになるかということである。伝統的なマネタリストの立場に立てば、そういうこともかもしれない。日銀がマネー・サプライと物価との因果関係についていかなる見解を持つのか不明である。

ト 第四に、コミットメントが強いことを示す為、「オーバーシュート型コミットメント」をするということは、日銀がこの政策によって物価上昇を達成出来ると考えている人については説得力があるが、そう考えていない人にとっては説得力がないであろう。

- チ より根本的には、開かれた経済では海外要因も物価を大きく左右する。この日銀の政策を文字通りに解釈すれば、極端な話として例えば原油価格の急落により物価が上昇しない場合にも、マネーサプライの異常な増大によって物価上昇を図ることになるが、そういうことも意味するのであろうか。
- リ 振り返って、これまでのところ伝統的なインフレ理論はあるが、伝統的なデフレ理論はない。
- ヌ 伝統的な“demand-pull”理論によれば、物価上昇の抑制の為には内需の抑制が必要であり、この論から推論すれば物価上昇策は内需拡大策の実施ということになる。
- ル 同じく伝統的な、“cost-push”理論によれば、物価上昇の抑制策は、法令による物価及び賃金の抑制（price and income policy）であり、この論から推論すれば、物価上昇策は法令による物価や賃金の上昇となる。
- テ 同じく伝統的なマネタリストの理論によれば、物価上昇の抑制はマネー・サプライの抑制であり、この論から推論すれば、物価上昇策はマネー・サプライの増大である。日銀は全体的に見ると、この理論に従っているようにみえるが、上述の通りその詳細をみれば、そうではない。
- ワ 日銀は、上記口に述べたように「合理的期待形成論」に従っているようであるが、もしそうであれば、この実務の面で世界的に受け入れられているとは言い難い論が、何故、現時点でわが国に妥当するののかということを示すべきであろう。
- カ なお、FRBは「物価の期待」を金融政策の運営に組み込んでいるが、それは物価の将来の動向を推測する為の手段として使用しているのであり、日銀のように「物価の期待」を動かすことをその（中間的な）政策目的としているわけではない。
- ヨ いずれにしろ、日銀の個々の政策は、インフレに関する理論の種々の道具を使って説明されているように見えるが、全体として確たる理論に支えられているとは言い難いようである。
- D メッセージの明確性及び説得性
- イ 日銀とFRB、ECB等他の中央銀行との顕著な差は、そのメッセージの明確性及び説得性である。
- ロ これをQE導入時の発表文（2013.4.4）及び直近の枠組み強化の発表文（2018.7.31）についてみれば、例えば次の通りである。
- a 2%の物価目標達成の為に、金融市場調節の目標を金利からマネタリー・ベースに変更するとしているが、何故その変更が必要かつ有効かの説明はない。その理由の一つは、これまでの政策が何故不十分だったのかの説明がないからであろう。
- b イールド・カーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有高を大幅に増加させるとしているが、何故イールド・カーブ全体の金利の低下が必要或いは有効なのかについての説明はない。
- c ETF、J-REITの購入は、株式市場或いは特定の金融資産の価格の引き上げを伴い、市場機能に介入するものであるが、何故そういう効率的な資源配分を損なう効果を持つ政策を敢えて導入する必要があるかは示されていない。
- d 「政策金利のフォワードガイダンス」として、2019年10月の消費税率引き上げの

影響を含めた経済と物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準で推移することを想定しているという。「当分の間」がどの程度のものなのか、仮にそれを明示することが不適切であるにしても、どういう考え方で、何に注目してそれを判断するのかは、部外者には理解困難である。この結果、日銀はただ単に自己の政策の裁量の領域を広げようとしているだけであるということになりかねず、もしそうであれば「フォワードガイダンス」の意味がないことになる。

e 引き続き、長期国債の金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行うが、その後「金利は上下にある程度変動しうるもの」とするとしている。それが何故かは示されていない。また、記者会見でこれをこれまで上下 0.1%だったのを上下 0.2%までとする意味だとしているようであるが、そういう重大なことは文書で積極的に示すべきであろう。

ハ FRB及びECBの場合、そのメッセージは極めて明確である。その理由はFRBの場合には、米国の成り立ちに起因する各種の制度的要因によるものであろう。また、ECBの場合には、そのコンセプト、意義、論理を明確なものにしないと、メンバー国の同意を得るための議論が進展しないからではないかと推測する。

ニ FRBの発表文は、何故そこにそういうことを書くのかを含めて、数式で書き表せる程明確である。これは同国において、FRBを含め政策当局に対して高い説明責任が求められているからではないかと思われる。

E 副作用

イ QE政策は基本的に異例の政策であり、そのこと自体、現時点で予測し難いものを含めて、種々の副作用があることを示唆していると考えるべきである。「出口政策」はこの国においても完了していない状況である。

ロ 日本のQE政策の場合、それが他国に比して異例の要因を含むものであること、及び今後も相当の期間続くと思われること等から、副作用には特に注目する必要がある。

ハ これを列挙すれば次の通りである。

a 銀行の収益悪化

i 銀行が経済的に成立する基盤は、それが金利リスク及び流動性リスクをとりつつ金利の低い短期の預金を集め、金利の高い長期の貸付けを行うことであると説かれている。

ii QE政策は、人為的に金利全体を低水準に抑え、長短金利差を少なくするものであり、このことは銀行の収益を人為的に抑えているということになる。

iii このような状況をマクロ経済政策の負担を金融政策が負っていると説明する見方が多いが、このことは銀行がその負担を負っていると言うことも出来る。

b 金融制度の脆弱化

i 長期にわたる人為的な低金利政策による全体的な銀行の収益の低下は、金融制度全体の脆弱化という結果をもたらす恐れがある。

c 年金制度の不安定化

i 年金制度は金融資産、特に長期の金融資産に一定の利回りがあることを前提に、組み立てられている。

- ii 従って、例えば 10 年ものの長期国債の金利を 0.1 パーセントという低位に維持することは、年金資産の運用対象である長期金融資産の利回りを異常に低くすることを意味する。
- iii 従って、こういう超低金利の状態が長期にわたって続けば、国の年金制度全体が成り立たなくなる恐れがある。
- iv 欧州大陸諸国で超低金利政策に対して強い批判がある理由の一つはこの為である。

d 財政規律の弛緩

- i わが国の QE 政策は、①中央銀行が大量の国債を長期的、計画的に購入すること、及び②超低金利政策を実行すること、の二点において、財政規律の弛緩をもたらしている恐れがある。
- ii 前者は、大量の国債を中央銀行が購入するという量的側面であり、後者は超低金利で国債を発行し得るため国債費（これは利子及び償還財源からなる）をマーケットレートによる場合に比して、低く抑えられるという質的側面である。
- iii わが国の場合、年間の国債発行額 30 数兆円の下での年間 80 兆円の日銀の国債購入という状況では、この質的側面の影響は無視出来ないものであろう。
- iv わが国は政府の債務が GDP 比約 240%と先進国の中で圧倒的に高く、その削減は喫緊の課題である。
- v その下での財政規律の弛緩は、大きな課題と考えるべきである。

F 市場機能への介入

イ わが国の QE 政策は他国に比して、市場機能に介入する側面が多い。

ロ 具体的には次の通りである。

- a 中央銀行が購入する資産に、J-REIT、ETF といった民間の個別企業につながる資産が含まれている。このことは、これら資産の属するセクター（不動産部門、株式市場）、これらの資産を構成する企業（株式）の価格を高いものとしているはずである。
 - b 本来市場の状況を反映するはずのイールド・カーブを当局が自らコントロールしている。
 - c 国債発行のコストを低いものとしている。
- ハ これらがどういうメカニズムで経済全体に現実にどの程度影響しているかは今後の検討課題であるが、放置すれば市場機能を損なうこととなる側面を有していることの認識が重要である。

G 日銀のバランスシートへの影響

- イ QE 政策の結果、中央銀行である日銀は、この小論作成時点で既にわが国の GDP に近い残高の長期国債を保有している。この政策が当分継続されることから、この数字は更に拡大することになる。
- ロ この状況については、日銀の財務上の不健全化、収益状況の悪化、それに伴う国庫納付金の減少等の観点から、好ましくないという議論が一般的であるが、何故好まし

くないのかについての議論は未だ収束しているとは言い難い。

ハ 中央銀行の資産内容や規模はいかなるものであるべきかについて、定まった見解があるわけではないが、これが異常なものであり、本来の姿に戻されるべきであることについては、異論がない。

ニ 中央銀行のバランスシートを本来の姿に戻す為の「出口政策」について、例えばFRBはその理由を示すことなく、現時点の膨大な量の国債の保有は好ましくないという前提の下で、既にその保有額を減少させる政策を開始している。

ホ 将来の日銀のバランスシート縮小策の過程（いわゆる「出口政策」）は、次のような課題をはらむ。

- a 減少させる過程が、その時点で必要とされる金融政策の自由度を狭めないか。
- b 長期国債の消化や、財政健全化政策にどのような影響を与えるか。

8. 日本のQE政策の評価

A 世界のQE政策の評価

- (1) これまでみたように、世界のQE政策は、いずれも十分検討の上採用されたものとは言い難く、それぞれの国の当局の緊急課題（FRBは「金融危機」からの脱却、ECBはユーロ危機対策、日銀はデフレ脱却）に対処する為に導入された措置である。
- (2) 種々の副作用があることをも前提の上で導入されたものであり、その性質上、その目的が達成されたり、そうでなくともその副作用がその本来のメリットを上回ることが明確になれば、早急に停止又は廃止されるべきものであろう。
- (3) 言い換えれば、QE政策は基本的に、時限的、短期的措置であるべきではなかろうか。
- (4) その最終的な評価は、そのもたらした政策の効果と、その政策が実施された期間及び「出口政策」が終了するまでに生じる種々の副作用との比較考量の上、判断されるべきものであろう。
- (5) かたがた、物価目標については、各国の目標が2%に収斂しているが、そもそも成長率、人口状態、生産性、景気のサイクル等が異なる各国にとって、何故、現時点で同一の、かつ2%という水準が望ましいのかは検討の余地がある。

B 日銀のQE政策の評価

- (1) 他の国のQE政策は、その幅広い中央銀行の政策目的を達成する為と位置付けられているのに対し、日銀のそれは、少なくともその発表文から判断する限り、「2%の物価目標」達成を目的として導入されている。
- (2) 従って、その成否は先ずは「2%の物価目標」を達成したか、或いは達成しつつあるかといった、その目的達成に対する評価(assessment)とその副作用について評価(assessment)を比較考量してなされる必要があろう。
- (3) 物価目標の達成については、この小論作成の時点（2018年末時点）では、その目標とされる「生鮮食品を除く消費者物価」は、前年比1%程度で推移しており、その目

標は未だ達成されていない。

(4) 他方、日銀のQE政策には次の様な多くの副作用があり、それも今後発生すると予測されるものもある。

- a 銀行の収益の悪化
- b 金融制度の脆弱化
- c 年金制度の不安定化
- d 財政規律の弛緩

(5) 併せて、その経済的含意は必ずしも明瞭ではないが、次のような好ましからざる要因を含んでいる。

- a 市場機能の阻害
- b 日銀のバランスシートの異常な拡大

(6) 日銀のQE政策の全体的かつ最終的な評価は、上記(2)の政策目的達成についての効果及び下記(7)ニ及びホのいわば副次的プラスの効果と、上記(4)及び(5)のいわばマイナスの副次的効果との比較考量の結果、QE政策終了後、おそらく「出口政策」の完了後になされるべきものであろう。

(7) とは言え、この小論において、2018年末時点における暫定的な評価は、次のようなものであると考える。

イ 第一に「2%の物価」の達成の手段としては、相対的に高いコストを伴うようである。〔高コスト〕

- a 政策措置の具体的内容は、上記(4)及び(5)にみられるように、副作用が多い。
- b 本来、QE政策は上記A(3)に述べたように、その性質の上からも短期であることが望ましいが、当初2年程度と想定されていたその期間も小論作成の時点で既に5年超となっている。現下の物価上昇の状況及び日銀による「オーバーシュート型コミットメント」を考えれば、今後かなりの期間続くことが想定される。これは、QE政策の性格上(上記A(3))、好ましいことではない。
- c その規模が、国の経済や中央銀行の規模等に比較して、相対的に巨額である。

ロ 第二に、その発表文等公式文書から判断する限り、他国のそれに比して何の為に、どういう判断の下に、何を実施し、何によってその進捗を図ろうとしているのかが部外者にはわかりにくい。〔説明責任〕

- a 例えば、「物価安定目標」については、何故、その位置付けが「目処」から「目標」に代わったのか、その説得力のある説明は未だ行なわれていない。QE政策導入後の個々の微調整に関しても、それが好ましいという趣旨の説明はあるが、経済的にどうという脈絡の下にそれが好ましいかということについてのわかり易い説明を見出すのは容易ではない。
- b また、このQE政策と中央銀行の政策全体との関係についての説明が不十分であり、その為に日銀がそれぞれの時点で全体として何を目指そうとしているのかわかりにくい。

ハ 第三に、この政策が政府を含めたわが国全体の経済政策の一環として捉えられてい

る。〔経済政策の一環〕

- a このことは、具体的には上記5に述べた通り、この政策の導入の経緯が政府関係者の要請に応える形で導入されたことにも見られる。
- b QE政策は、その導入後も関係者によって、政府の「三本の矢」のうちの第一の矢として説明され（第二の矢は財政政策、第三の矢は「経済活性化策」とされる構造改革である）ている。
- c この三本の矢の目的、分業体制、相互の関連性は十分に整理されているとはいえず、日銀のQE政策の目指すものが、「2%の物価上昇」なのか、それともそれ以外の例えば「デフレからの脱却」なのか必ずしも明確ではない。
- d その為、日銀のQE政策がその目的を達成しつつあるのか、そうではないのかについての判断が行ない難いことがある。

ニ 第四に、この日銀のQE政策は望ましい為替相場の実現に貢献した。〔円高是正〕

- a わが国の場合、為替相場の動向は、現実問題として、人々の景況感、ひいては経済活動に不当な程度に影響を与えている。
- b 例えば、円高が進めば、それは直ちに株価引下げ要因、景気停滞要因と理解されている。
- c 他方、日銀のQE政策導入の結果として、為替相場が80円台という円高から110円前後に是正されたことは間違いない。これ自体は、わが国の上記の体質からみて好ましいことである。
- d 何故、日銀のQE政策が円安をもたらしたかについては、①為替相場は内外価格差で定まるので、国内物価が上昇すれば円安は当然、②国内のマネー・サプライが増えれば、当然円安になるはず、③対外不均衡はいずれ為替相場又は内外価格差で調整されるものだから、QE政策の結果その調整が為替相場に移った、等の説明があり得よう。

ホ 第五に、QE政策はわが国の景気の拡大をもたらした。〔景気の拡大〕

- a QE政策の結果、国内に大量の流動性が供給されたが、これはマクロ経済政策の観点からは、金融面からの内需拡大策である。
- b 景気低迷期の短期的な観点からの内需拡大策としては、財政政策及び金融政策があるが、財政拡大策としての余地が少ないわが国において、金融面からの内需拡大策は貴重なものであった。
- c 世に、日銀の「第一の矢」がわが国経済に大きく貢献したとの評価が高いが、これはQE政策が目標とした「物価の上昇」を評価したものではなく、内需拡大を通じた経済成長への貢献を評価したものとみるべきであろう。
- d このことは、このQE政策が物価対策の観点からではなく景気対策の観点から継続すべきであるとする論に結びつく可能性があることを示唆している。もし、そうなれば、その是非はわが国の経済政策全体のあり方の観点から再検討されるべきであろう。

Tentative Evaluation of Quantitative Easing Policy of the Bank of Japan as of the end of 2018.

(In comparison with those of FRB and ECB)

ISAO KUBOTA

1. The Bank of Japan(hereafter referred to as BOJ) introduced its Quantitative Easing Policy in April 2013.

At the end of 2018, the policy is basically still on. Though some revisions were made since then, the basic nature of the policy, including the policy aim, remains the same. As BOJ expressed in its public statement, the aim of the policy is to attain the target of 2% increase in CPI.

2. The so-called Quantitative Easing Policy, to increase the liquidity enormously through purchase of assets by the central bank, was first introduced by FRB in December 2008 to deal with the “Financial Crisis“. ECB followed FRB and BOJ by introducing the policy in March 2015.

FRB ended the policy in October 2014 and ECB terminated the policy at the end of 2018.

3. In this paper, the Quantitative Easing Policy(hereafter referred to as QEP) is defined as an injection of an extraordinary amount of liquidity through periodic purchase of huge amount of long-term bonds (mostly government bonds) by the central bank following a pre-determined and pre-announced program to meet urgent specific needs of the country.

The publicly announced aim of the policy in these countries is not exactly the same, while BOJ announced its objective is to attain the target of 2% increase in CPI.

4. Main Features of QEP by BOJ.

(1)QEP is generally described in Japan as the first arrow of the three arrows of Abenomics, or the first measure of the package of three measures to revitalize the economy. This kind of perception makes the evaluation of the QEP as monetary policy a bit complicated.

(2)BOJ announced that the policy aim of QEP is to attain 2% increase in CPI, while the role of BOJ is to attain price stability according to the Law of Bank of Japan.

(3)Followings are conspicuous elements of policy measures under QEP of BOJ.

a. Though by far the greatest amount that BOJ purchases under the program is

government bonds, BOJ purchases ETF and J-REIT as well, while other central banks do not. Thus, the QEP by BOJ interferes in stock and realties markets. Their market prices may well be affected upward because of the policy.

- b. "Yield curve control" and "Inflation-overshooting" introduced in September, 2016, are unique. The former tries to change the yield curve, as the name expresses, while the general understanding among economists is that the shape of the yield curve should be left for market forces. By the latter, the central bank expressed its intention to continue the policy until the time when the policy target of 2% CPI increase is steadfastly attained.
- c. BOJ seems to adhere to a specific price theory while other central banks don't. The latter only explain why they are adopting specific policy measures without touching on the price theory. BOJ says, the price is determined by its expectations and so BOJ adopts measures to change "expectations" so that the price may rise.
- d. BOJ statements explaining policy measures are generally so sophisticated that sometimes it is not easy to get their clear message.
- e. As QEP of other central banks, it has many side-effects. The impression is that negative side effects are more conspicuous in the case of BOJ. Followings are some.
 - i)The BOJ policy to flatten the yield curve hurts the financial base of banks as it narrows the margin between long-term and short-term interest rates, and hence might weaken financial structure of the country, if continued many years.
 - ii)It might harm the national pension system if continued long as it means lower returns of long-term financial assets.
 - iii)A huge amount of purchase of government bonds by the central bank at low interest rates certainly weakens the market discipline on the budget. For a country where the need for sound fiscal structure is so high like Japan, this is a serious side-effect.

5. Evaluation

(1)QE in general

- a. QEP is an emergency policy to meet emergency needs of the countries. The policy and policy measures are not well-thought of, not well-examined, and with many possible negative side effects, by nature.

As such, QEP should be ended as soon as the policy goals are attained.

- b. Final overall assessment of the policy could only be made when the whole process of normalization is over (i.e. when the "exit" is over).

(2)QEP of BOJ

- a. The aim of QEP is to increase CPI by 2%. As the policy target is not yet attained, BOJ is to continue the current policy. As such, the overall assessment of QEP of BOJ is all the more premature.

- b. However, the followings are my tentative evaluation of QEP by BOJ at the end of 2018.
- i)The policy goal of 2% CPI is not attained, so the policy has not been succeeded yet.
 - ii)Specific measures of QEP of BOJ seems to have more(negative) side-effects than their counterparts as mentioned above(4.(3)e) .
 - iii)However, QEP by BOJ supported growth by increasing domestic demand, though the promotion of growth is not a declared policy aim of QEP.
 - iv)QEP loosens financial discipline in a country where an improvement of fiscal structure is in urgent need. The public debt is nearly 240 percent of GDP, by far the biggest figure among the developed countries.
 - v)As mentioned a and b above, QEP by BOJ seemingly distorts market mechanism more than their counterparts.
 - vi)QEP increases the size of assets of central banks. As the size of QEP in relation to the economy is relatively huge in Japan, its side-effects, which range from possible deterioration of quality of the assets of the central bank, to a possible cost incurred during the process of normalization(i.e. “exit policy”), would be greater in the case of BOJ.
 - vii)QEP has weakened the Yen substantially(from around 85 yen per US dollar to around 110 yen). This is an important contribution of QEP, because a yen rate plays an important role, too much perhaps, in the business decision in Japan. A weaker yen is more less synonym of higher stock prices and a kin to higher growth in this country.

(The END)