



異次元緩和とは何だったのか ～歴史的意義と残る課題～

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫

2020年10月12日

ストーリーが市場を動かす

2013年4月4日、日銀が始めた大規模な金融緩和政策は、しばしば「異次元緩和」と呼ばれる。それはアベノミクス「三本の矢」のうちの「第一の矢」であり、デフレ脱却への先兵であった。

異次元緩和の中身を作ったのは日銀だが、大胆な金融緩和でデフレから脱却するという大方針は、安倍前首相が2012年末の総選挙に向けて掲げたものである。安倍政権の誕生が意識され始めた頃から、市場は大きく動いた。2012年秋に80円を切る円高水準にあったドル円相場は、2013年春には100円台まで円安となり、2015年夏には125円近辺に達した。日経平均株価は同じ時期に、8千円台から2万円前後へと大幅に上昇した。

もちろん、これらすべてが異次元緩和の効果というわけではない。とくに2013年は、海外経済も好調で世界中で株価が上がるなど、外部環境にも恵まれた。大幅黒字が当たり前だった日本の貿易収支が、少し前から赤字基調に転じていたことも、円安の後押しとなった。安倍政権が生まれる直前の2012年11月を底に景気が回復し始めたのは、単なる幸運でしかない。不況期のペントアップ・ディマンドが解放され、2014年4月の消費税率引き上げを控えた駆け込み需要が高額消費を押し上げた。

やや冷めた言い方をすれば、アベノミクスがスタートダッシュに成功したのは、世の中全体が良くなるタイミングでそれがスタートしたからであった。それでも市場はストーリーで動く。大胆な金融緩和で局面転換を図るといふわかりやすいストーリーは、過大評価されていた円、過小評価されていた株価に、強い巻き戻しのエネルギーを与えたと言ってよいだろう。

異次元緩和には長い「前史」がある。日銀の独立性を明確に謳った現在の日銀法は1998年に施行された。折悪しくちょうどその頃から、「デフレ期」と呼ばれる15年に入る。その期間を通じて日銀は「物価の安定」に努めたが、物価目標政策については問題が多いと考え採用しなかった。しかしそのことは、政府が望むだけの、そして世界的に主流の考え方が要求するだけの金融緩和を、日銀は独立性を盾に拒み続けているという印象を与えることになった。いわゆる「失われた20年」は日銀がデフレを放置してきたせいだという認識が、専門家やメディアの間で強くなっていったのである。

そうした印象や認識が正しかったのかどうかはここでは論じない。そういう印象や認識が世を支配していたという事実が、ある意味すべてである。この「前史」を踏まえれば、日銀が「政府と一体」でデフレ脱却に取り組む姿勢を鮮明にしたことや、「2%物価目標」の導入のみならず「2年程度で実現する」という野心的な運用方針にまで踏み込んだことは、それまでの日銀像を根底から覆すレジ

ーム・チェンジであった。

日銀が日本経済をダメにしてきたという認識が前提なら、「日銀が変わる」ことは「日本が変わる」ことにほぼ等しい。「15年のデフレから日本がついに目覚める」というストーリーは、リーマンショックや欧州危機の傷が癒えた世界の投資家に、見逃すわけにはいかない機会と映ったはずだ。日銀が実際にとった政策手段、例えば国債買入れやマネタリーベースを「2倍」に増やすなどということに、科学的根拠があるのかないのかはどうでもよかった。規模感のある「量」の強調と、「2%」「2年」「2倍」とそろえて見せる広報センスは、新生日銀を市場に印象づけるのに十分であった。

2%物価目標がもたらした本当の成果

「日銀が変わる」というストーリーは、そのタイミングにも助けられて、局面転換を勢いづけることに成功した。しかしそこには、最初から矛盾が含まれていた。2%物価目標のことである。2%物価目標に強くコミットしない限り、日銀が変わったことにはならない。他方、日本で2%インフレを実現することの難しさを考えれば、「できない約束をした」という結果に終わる可能性があった。

実際のその後はよく知られている通りである。異次元緩和から7年半が経過した今も、2%インフレは達成されていない。年度ベースで見れば、1%のインフレが達成されたことさえ、消費税率引き上げの影響を除けば一度もない。さらに日銀自身の見通しによれば、経済の緩やかな改善基調が2022年度まで続いても、やはりインフレは1%に達しない。目標の半分すら未達のまま、異次元緩和は10年続くのである。

それでも筆者は、日銀が2%物価目標を掲げて異次元緩和を進めたことには、ストーリーとしての当初の成功以外にも、大きな歴史的意義があったと思う。それは「戦後最長並みの景気拡大や雇用の大幅改善を金融面から支えたこと」ではない。アベノミクス景気は2%物価目標がなくてもおそらく実現したであろうし、だいいち戦後最も低成長の景気拡大でしかなかったのだから、それに貢献したところで「歴史的」な意義までではない。

2%物価目標に向けて日銀が全力投球したことの歴史的な意義は、①日本では2%インフレは難しい、②景気や雇用の改善のためであればそもそも2%インフレは必要ない、③低成長などなお残る日本経済の諸問題は金融緩和が足りないせいではない、といういくつかの重要な、そして正しい認識を、専門家、政財界、メディアの間に浸透させたことにある。

安倍前首相は、9月30日の日本経済新聞に掲載されたインタビューにおいて、2%物価目標が達成できていないことを問われたのに対し、雇用が大幅に増加したのだから本当の目的は「十分達成することができた」と答えている。「雇用が増えれば物価は上がらなくてもよい」と、安倍前首相が最初から考えていたのかどうかはわからない。しかし、少なくとも今そう考えていることは確かなようだ。

そして、物価目標を7年半達成できなかった日銀を、安倍前首相は高く評価し続け、菅首相もその評価を継承している。もっと緩和せよと政府が日銀に圧力をかける場面もすっかり無くなった。「日銀はその責務を十分果たしており、2%物価目標にはこだわらなくてよい」というのが、政府からの暗黙のメッセージだ。それに国民が違和感を持つこともない。

アベノミクスの「第三の矢」すなわち成長戦略こそが重要なのだという認識は、時間の経過とともに

に強くなっていったし、実際に安倍政権は次々と改革メニューを繰り出した。これに対しては、「やってる感」を見せただけでたいした成果はなかった、という批判が多い。ただ、それは政治の怠慢によって成果が限られたということではなく、成長戦略の根源的な難しさの表れなのではないか。成熟した先進国でどうすれば潜在成長率を高められるのか、経済専門家の間でも十分なコンセンサスはない。生産性を高めるべきだと当たり前のことを言ったところで答えにはならない。改革はある程度、試行錯誤的に進めざるをえないのである。

いずれにせよ、「金融緩和でデフレから脱却すれば日本経済は成長する」というストーリーは、夢に過ぎなかった。しかしそれは、いったんは追わねばならぬ夢であった。日銀が2%物価目標に向けて極限まで挑んだからこそ、金融緩和が足りないとかつて批判していた内外の論者はことごとく沈黙し、経済政策の焦点は正しく「第三の矢」に当たるようになった。

「金融緩和の不足が日本経済の根本問題」という認識が世の中に残存する限り、それは政府と日銀の不協和音の温床となり、市場や人々のマインドに悪影響を与え続ける可能性があった。その可能性を、日銀があそこまでやらずに排除できれば一番良かったが、事実上そういう選択肢は無かったように思う。2%物価目標は非現実的な約束であったが、非生産的な日銀批判を根絶し、より生産的な経済政策論の展開を促すうえで、おそらく不可欠のピースだったのである。

残された課題

それでもやはり、非現実的な約束をした以上、それには一定の代償が伴う。残る課題が二つある。第一に、金融緩和の副作用のリスクであり、第二に、2%物価目標自体を今後どうするかである。

第一の点、金融緩和の副作用については、日銀も意識して対応してきた。異次元緩和の最大の転機は、2016年9月のイールドカーブ・コントロールの導入である。これは、長期金利の過度の低下がもたらしうる副作用を抑える手段であった。それを境に日銀は、緩和強化の一辺倒ではなく、効果と副作用のバランスに配慮する現実路線へと転換した。マイナス金利の深掘りも事実上封印した。その結果、異次元緩和の決定的な副作用は、これまでのところ回避されているとみてよいように思われる。

ただ、異次元緩和はこのままでは出口なく続く。通常、金融緩和の長期化に伴う副作用と言えば、いずれ過度なインフレを招く可能性や、バブルの助長などである。しかし今の日本経済では、インフレはもちろん、大きなバブルも、良くも悪くも起こらないだろう。

むしろ心配なのは、超低金利の長期化が、ただでさえ縮みがちな日本経済をさらに縮小均衡へと押しやるリスクである。金融緩和が逆効果になってしまうリスクと言い換えてもよい。超低金利が金融機関の体力を徐々に奪っていけば、金融政策の波及経路である金融仲介機能が弱まってしまう。また、ネット金融資産の保有主体である家計にとって、低リスク資産に金利がつかない状態の慢性化は、将来不安の一因となっている可能性がある。金利がずっとゼロなら人々のインフレ期待もゼロになるという学説もある。「ネオ・フィッシャー効果」と呼ばれるものだ。

これらは仮説に過ぎないとも言え、説得的な検証まではされていない。これほどの超低金利の長期化は人類未踏の領域であり、知見の蓄積が乏しいのである。ただ、そうであればこそ、ありうる副作用に対して謙虚な姿勢で臨むことは重要である。

なお、ETFの買入れは、副作用があるかないか以前の問題として、中央銀行が用いるべき政策手段ではないし、他の中央銀行は行っていない。緊急措置として最小限に行う程度なら、ぎりぎり許容範囲かもしれない。しかし中央銀行には、金融市場の健全な発展を促すという役割もある。資本主義の根幹である株式市場に、日銀が今の規模や頻度で介入を続けることには、そうした役割への誠実さが感じられない。

第二の点、物価目標自体を今後どうするかも難題である。前述の通り、政府も国民も2%インフレを望んでいるわけではないのだから、本当はやめてしまうのが一番良い。しかし、2%程度のインフレがあった方が良いという考え方は、世界の経済学者の間ではなお主流であり、アカデミズムの影響を強く受ける米欧の中央銀行では、基礎中の基礎と言ってもよいぐらいの常識なのである。

他の中央銀行が2%物価目標を堅持し、強化する動きすらみられる中で、日銀だけがそれをやめることは難しい。やめれば「世界標準の金融緩和に日銀だけが背を向ける」というメッセージになり、今度はそのストーリーで市場が動いてしまう。政府もそれをよく理解しているからか、日銀に2%物価目標の達成を期待するという姿勢を、表向きは取り続けている。2%物価目標を降ろせばアベノミクスの否定につながる、ということも気にしているのであろう。

これらを考えると、2%物価目標にはしばらく指一本触れられそうもない。しかし、2%物価目標を形だけでも維持し続ければ、緩和の度合いを小さくする方向での政策修正は簡単ではなくなる。前述した副作用のリスクに謙虚でありたいと思っても、そういうスタンスはなかなかとりにくいのである。大きなジレンマだ。

「異次元緩和とは何だったのか」という過去形のタイトルは、本当は正しくない。2%物価目標の歴史的な意義までは過去形で語れるとしても、その代償への対応も含めた全体像は、ずっと将来になってからでないと見えてこないだろう。長い道のりに横たわる課題は、日銀だけで悩むには大きすぎるものであるかもしれない。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。