

# 「量的・質的金融緩和」の発展と課題

——金融政策の役割と限界——

糸井重夫

## A Study on the Development and Effectiveness of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”: Roles and Limitations of Monetary Policy

Shigeo ITOI

This paper summarizes the development and challenges of “quantitative and qualitative monetary easing,” which was introduced in 2013 and has since opened up new areas of policy tools such as negative interest rates and “yield curve control.” It makes clear that in an economy in a “liquidity trap,” monetary policy can only prepare the investment environment by lowering interest rates and cannot revive the economy or create inflation expectations. Monetary policy, on the other hand, is a very effective policy to curb the overheating of the economy. In this paper, I examine the limits and the role of the current monetary policy, which have become apparent during the ten years of “quantitative and qualitative monetary easing.”

Key Words : 「量的・質的金融緩和」、非伝統的金融政策、流動性の罫、通貨供給量、インフレ予想

### I. はじめに

日本銀行が2013年4月3日に導入した「量的・質的金融緩和」は、デフレからの脱却を最優先課題として、2年程度の期間を念頭に、消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定目標として実施された政策である。当時、「量的」的にも「質」的にも従来にはない政策であるとして、「異次元の金融緩和策」と称されたが、この異次元の金融緩和策が実施されると、円安の進行から輸出企業の業績は改善し、これを背景に株価は急上昇した<sup>1)</sup>。ま

---

1) 伊東光晴氏は、株価の上昇や円安は安倍政権発足以前から始まっているとし、株価の上昇は外国人買いが要因で、円安は為替介入があったのではないかと推測している（伊東光晴（2014）第1章参照）。したがって、株価の上昇や円安は「量的・質的金融緩和」によって引き起こされた現象ではないとする。

た、企業の内部留保も増加し、大企業を中心に近年にはない賃金の大幅な引き上げムードが漂った。しかしながら、2年を過ぎても消費者物価の前年比上昇率2%という政策目標は達成されず、黒田日本銀行総裁の2期目の任期が終わる10年後の2023年になっても、想定していた賃金の上昇を伴う物価上昇は起きていない。

「量的・質的金融緩和」は伝統的な金融政策とは異なる異次元の金融緩和策とされ、1999年以降の非伝統的金融政策に位置付けられる。1999年2月、無担保コール・オーバーナイト物の誘導目標をゼロ近傍にすることを旨とする「ゼロ金利政策」が導入されたが、この「ゼロ金利政策」を非伝統的金融政策の第1段階として、第2段階は2001年3月に導入された「量的緩和政策」、第3段階は長期国債に加えてETFやREITなど多様な資産の買入れを始めた2010年10月の「包括金融緩和」と続き、第4段階が現在の黒田総裁下で導入された「量的・質的金融緩和」であった。そして、第5段階と第6段階は、この「量的・質的金融緩和」を強化した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」である。

この非伝統的金融政策は、経済が「流動性の罠」に陥っているときにも金融政策の余地を確保する政策であり、デフレを克服するためにインフレ予想（期待インフレ率）を高めることで実質金利をマイナスにし、物価の下押し圧力を後退させる政策と整理できる<sup>2)</sup>。換言すれば、非伝統的金融政策は、名目金利はゼロを下回ることができないという、ゼロ金利制約を乗り越えるための政策であったといえる。

本稿では、2013年に導入され、その後マイナス金利や長短金利操作など、政策手段の新たな分野を開拓して実施されている「量的・質的金融緩和」の発展と課題を整理し、現状における金融政策の限界と役割について検討する。

## II. 「量的・質的金融緩和」政策の発展

### 1 「量的・質的金融緩和」

2012年12月、第2次安倍晋三内閣が発足し、インフレ目標の設定と無制限の金融緩和を日本銀行に求めると、翌年4月に導入された「量的・質的金融緩和」は「アベノミクス」の「第1の矢」とされた。この政策により円安がさらに進み、導入当時90円以下であった円ドル相場は3年で120円を超える円安となった。この円安により、日本の輸出企業は業績を改善させるとともに、株価についても、「量的・質的金融緩和」が導入された

---

2) この非伝統的金融政策について、両宮正佳氏は次のように述べている。「金融政策の操作目標とその波及ルートという観点から単純化すれば、『短期金利の下げ余地がなくなった段階で、金融政策が働きかける対象を、他の金融変数、つまりより長めの金利やリスク資産のプレミアムに広げた方法である』と整理される」（両宮正佳（2016）21ページ）。

半年後には1万5千円台後半まで回復したのである。

この「量的・質的金融緩和」の特徴とトランスミッション・メカニズム（波及経路）について、ここでは、2013年5月26日に、黒田東彦日本銀行総裁が日本金融学会2013年度春季大会において行った特別講演を参考に整理しよう<sup>3)</sup>。

まず、「量的・質的金融緩和」の第1の特徴は、「強く、明確なコミットメント」であり、日本銀行は消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定の目標として、2年程度を念頭にできるだけ早い時期にこれを実現する、と明確に表明した。第2は、このコミットメントを裏打ちする手段として、量・質ともに次元の違う金融緩和を行うことである。第3は、金融政策のわかりやすさを高めることであり、そのために長期国債の買入れ目標を「国債保有残高の増加分」で示したことである。また、量的緩和の指標として「マネタリーベース」を選択するなど、日本銀行の金融緩和姿勢を対外的にわかりやすくした。そして、第4は、金融緩和の継続期間についての考え方を表明したことである。

次に、「量的・質的金融緩和」の波及経路であるが、1つ目の経路は、「長期国債やETF、J-REITの買入れによって、『イールドカーブ全体の金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果』<sup>4)</sup>である。2つ目の経路は、「日本銀行が長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていく、『ポートフォリオ・リバランス効果』<sup>5)</sup>である。そして、3つ目の経路は、『物価安定の目標』の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産買入れを継続することで、『市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果』<sup>6)</sup>である。

ところで、物価安定目標としてなぜ2%の物価上昇を目指すのかについて、黒田総裁は、「2%」の物価上昇率が「グローバル・スタンダード」になっているからだとする<sup>7)</sup>。特に、金融政策の対応力として、金利引き下げ余地を残しておくことが重要と考えている。景気に対して中立的な金利水準（自然利率）は、単純化するとその経済が持つ潜在成長率と物価上昇率によって決まる。もし、潜在成長率が1%で物価上昇率が0%の場合、中立的な金利水準は1%となり、金利引き下げによる景気刺激の余地は1%しかないことになる。しかしながら、潜在成長率が1%と同じであっても、物価上昇率が2%であ

3) 黒田東彦（2013）を参照。

4) 黒田東彦（2013）3ページ。

5) 黒田東彦（2013）3ページ。

6) 黒田東彦（2013）3ページ。

7) 黒田東彦（2014a）4ページを参照。

れば、中立的な金利水準は3%となり、金利引き下げによる景気刺激の余地は3%の幅を持つことになる。したがって、2%程度の物価上昇率があった方が、金利引き下げ余地を確保でき、金融政策の対応力を維持することになるのである。さらに、日本経済がデフレから抜け出せない理由について、黒田総裁は次のように述べている。

物価が下がっていくという予想が一度国民にビルトインされてしまうと、その分、名目金利から予想インフレ率を差し引いた実質金利は上昇してしまいます。勿論、名目金利を引き下げることが出来ればそれに対応できますが、日本では1995年には既に政策金利が0.5%まで低下しており、名目金利の引き下げ余地は殆どありませんでした。実質金利の上昇は設備投資や家計支出を抑制しますので、日本の経済活動は緩慢なものにとどまりました。また、デフレ下では、実物投資に比べて現預金を保有していることが有利になりますので、リスクを取って新しいビジネスに挑戦しようとするインセンティブを削いでしまいます。その結果、日本経済は活力を失い、成長率も低下していったのです<sup>8)</sup>。

つまり、実質金利は名目金利から予想インフレ率を引いた値で表現できるので、名目金利に変化がないときに予想インフレ率が低下すると実質金利は上昇してしまう。実質金利の上昇は企業の投資意欲を低下させ、投資拡大による総需要拡大効果や産出拡大効果を通じた景気拡大や経済成長は見込めない。そこで、人々の予想インフレ率を引き上げることで実質金利を低下させる必要がある。つまり、人々に定着してしまった「デフレ期待」を「インフレ期待」に転換させることが重要になるのであり、この「期待」の転換をゼロ金利制約下で行わなければならないことから、日本銀行は、デフレ克服に向けた明確なコミットメントの表明と、その裏打ちとなる異次元の非伝統的な政策手段の実施が必要だったのである。すなわち、日本経済は、1990年代後半以降、金利が0%近傍に到達し、金利操作による金融緩和余地がなくなる「ゼロ金利制約」（流動性の罫）に直面したが、この「ゼロ金利制約」をいかに克服するかがその後の日本銀行の課題となり、「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」などの非伝統的金融政策を実施してきたのである。そして、この一連の非伝統的金融政策の1つとして「量的・質的金融緩和」が位置付けられているのである<sup>9)</sup>。

---

8) 黒田東彦(2014b) 1-2 ページ。

9) この「ゼロ金利制約」について黒田総裁は、後述の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」で克服されたとしている。

ところで、日本人の平均賃金は1990年代以降ほぼ横ばいの状態で推移している。名目賃金の上昇率（貨幣賃金上昇率）は、物価上昇率と労働生産性上昇率との合計で表現されるので、物価が上昇しない経済では、労働生産性が上昇しなければ名目賃金も上昇しない。そこで、日本銀行は、金融的側面から「価格の緩やかな上昇を起点として、売上・収益の増加、賃金の上昇、消費の活性化、価格の緩やかな上昇といったかたちでの経済の好循環が実現し、定着する」<sup>10)</sup> という、金融的側面から賃金を引き上げる波及メカニズムを考えている。

他方で、実質賃金は名目賃金（＝物価上昇率＋労働生産性上昇率）から物価（物価上昇率）を差し引いた値となるため、物価が上昇しない場合、実質賃金上昇率は労働生産性上昇率が決めることになる。この点について、黒田総裁は次のように述べている。

名目賃金が物価をどの程度上回って上昇するか、別の言い方をすれば、実質賃金がどの程度上昇するかは、長い目でみれば、労働生産性、つまり一単位の労働を投入することで産出される製品やサービスの量が、どの程度高まるかによって決まります。実質賃金の上昇を実現することは非常に重要な課題ですが、それはあくまで生産性の向上により達成されるものです<sup>11)</sup>。

つまり、物価水準に変化がない場合でも、労働生産性を高めることで実質賃金を高めることができる。このことは、金融政策によって物価水準を引き上げることが難しい場合には、労働生産性を高めることで実質賃金を引き上げ、実質賃金の上昇に伴う消費需要を高めることで、景気を拡大させるメカニズムが働くことを示している。したがって、賃金の上昇を伴う「消費者物価の前年比上昇率2%」という日本銀行の政策目標は、「貨幣賃金上昇率＝物価上昇率＋労働生産性上昇率」を前提にすると、貨幣賃金（名目賃金）上昇率を、政策目標である物価上昇率2%に労働生産性上昇率を加えた値で上昇させることを意味している。この点から判断すると、1990年代以降賃金が増えないのは、物価が増えないことに加えて、労働生産性が増していないことが原因と考えられる。事実、日本人の労働生産性はOECD諸国の平均以下の水準にあり、諸外国に比べて労働生産性は1990年代からほとんど伸びていない。また、労働生産性の上昇に賃金の上昇が追いついていないとの指摘もあり、2023年の春闘では中小企業を含めた多くの企業で賃上げを実施している。

---

10) 黒田東彦（2014a）11 ページ。

11) 黒田東彦（2014a）10 ページ。

## 2 非伝統的金融政策の波及経路

非伝統的金融政策の波及経路について、黒田総裁は、まず第1の経路として、「タームプレミアム（長期金利）」を縮小させ、経済主体の資産選択に与える経路を挙げている。価格変動リスクや流動性リスクにより将来の不確実性が高まる分、残存期間が長い債券の方が上乗せ金利（長期金利）は高くなる。このタームプレミアムは、長期債を大規模に買入れて需給に影響を与えることにより縮小させることができる。この場合、イールドカーブはフラット化することになり、長短金利差は縮小する。そして、このタームプレミアムの低下は、ポートフォリオ・リバランスを通じて他の金融資産の価格に影響を与えることになる。

第2の波及経路は、「フォワード・ガイダンス」である。フォワード・ガイダンスは、将来の金融政策の方針を事前に公表し、経済主体の予測を収斂させることによって市場を誘導することであり、政策効果を高めることが期待される。事前に金融政策の目標値を公表する手法は、1980年代にドイツ連邦銀行が実施しており、一定の効果が認められている<sup>12)</sup>。

第3の波及経路は、「量」的側面である。M. フリードマンが指摘するように、インフレは究極的には貨幣的現象であると考えられているので、「量」と「質」の両面でこれまでにない巨額の通貨供給を行うことによって、中央銀行のデフレ克服への強い決意（コミットメント）を裏打ちすることである。つまり、貨幣数量説的にいえば、物価水準は通貨供給量によって決まるということが広く認識されているため、中央銀行が巨額の通貨供給を行うことにより、物価は上昇するという人々の期待に働きかける波及経路である<sup>13)</sup>。

第4の波及経路は、第3の波及経路にも関係するが、「期待」のチャンネルである。M. フリードマンは、重要な変数として期待インフレ率を貨幣需要関数に組み込んだが、「期待」がどのようなメカニズムで形成されるかについては不明確である。しかしながら、黒田総裁は、「①政策目標に対する強いコミットメント、②明確で一貫した情報発信、そして③

12) ドイツ連邦銀行は、通貨量の目標値公表について次のように述べている。「ドイツ連邦銀行は連邦政府とともに、学識経験者からなる『マクロ経済動向に関する経済専門家委員会』の答申に従い、すべての関係者に対して、定量化された通貨量の目標値の形で、マクロ的な支出の動きに対応する通貨面でのフレームワークを明確な形で事前に知らせることが有効であると考えに至ったのである。これは、通貨量の目標値を定めることにより、金融政策による物価の安定に対する経済界の順応を促進し、金融政策による物価の安定に対する疑問を排除し、個別の経済政策の調整を容易にするとすることを期待してなされたものであった。」(Die Deutsche Bundesbank (1989) p. 98.) [葛見雅之・石川紀共訳 (1992) 113-114 ページ]

13) 黒田東彦 (2015) 4 ページ。この効果を黒田総裁は「『量』が持つシグナル効果」と呼んでいる。

コミットメントを実現するための断固たる行動、この三者が一体となれば、民間の各経済主体のインフレ期待、ひいてはその行動に対して、大きな影響を与えることができる<sup>14)</sup>としている。デフレが深く浸透してしまった日本経済においてはデフレ期待をインフレ期待に転換させることが重要であるため、この波及経路は特に重視されている。

日本経済は、1990年代末の時点でゼロ金利制約に直面したが、この状態は「流動性の罍」と捉えることができる。このゼロ金利制約を克服し、流動性の罍から抜け出するために、日本銀行は、1999年以降、非伝統的金融政策を実施したわけであるが、それでも日本経済が流動性の罍から抜け出せなかった理由について、黒田総裁は次のように述べている。

日本経済はなぜ、「流動性の罍」から抜け出せずにいたのでしょうか。事後的に考えてみると、2000年代の日本経済では、インフレ期待の低下と潜在成長率の低下が同時進行していました。名目金利が低下し、ひとたびゼロ制約に直面すると、インフレ期待の上昇が生じない限り、実質金利は低下しません。一方、いわゆる「ヴィクセル的」観点によれば、潜在成長率の低下は、「自然利子率」の低下を招きます。これら2つの事象が同時に生じたことにより、日本銀行は、実質金利を自然利子率よりも大幅に低い水準に誘導することができませんでした。このことは、日本銀行が、金融政策の最も重要な経路を失ってしまったことを意味します<sup>15)</sup>。

つまり、実質金利は名目金利から予想インフレ率を引いた値であるから、名目金利が0%近傍に張り付くと、予想インフレ率を引き上げない限り実質金利を引き下げることができないのである。ここで、自然利子率は景気に対して中立的な実質利子率であり、中長期的には潜在成長率に類似する<sup>16)</sup>。この時期、潜在成長率の低下に伴って自然利子率も低下しており、実質金利を自然利子率よりも引き下げて金融緩和を進めるためには、予想インフレ率を引き上げる必要があった。しかしながら、デフレ経済の下で予想インフレ率は低く、自然利子率も低くなっていたことから、伝統的な金融政策手段が手詰まりの状態になっていたのである。このような経済状況下で、インフレ期待に直接働きかけるために「量的・質的金融緩和」が導入されたのであり、この非伝統的な政策手段を適切に用いる

---

14) 黒田東彦 (2015) 4 ページ。

15) 黒田東彦 (2016a) 2 ページ。

16) 自然利子率は、中立利子率、均衡実質利子率とも呼ばれる。また、潜在成長率は、生産活動に必要な要素をすべて使った場合に、その経済の供給能力をどれだけ増加させられるかを示す指標であり、潜在 GDP の伸び率で示すことができる。

ことによってゼロ金利制約は克服できると考えられていたのである。

### 3 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」

2016年1月29日、原油価格の下落や、中国をはじめとする新興国・資源国経済の減速など、金融資本市場での先行き不透明感が強まったことにより、日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。このマイナス金利政策は、「ゼロ金利制約」を乗り越えるため、スウェーデンやデンマーク、欧州中央銀行で実施された政策である。日本銀行は、この政策を大規模な長期国債の買入れと同時に行うことにより、イールドカーブに強い下押し圧力を加えて実質金利を低下させることを意図していた。この「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入により、日本銀行は「量」・「質」・「金利」の3つの次元で政策手段を持つことになる。マイナス金利の導入について、黒田総裁は次のように述べている。

主要先進諸国の中央銀行が、グローバル金融危機後に非伝統的な金融政策を開始して以降、様々な形での資金供給を行ってきましたが、最後の壁は、「金利のゼロ制約」ということでした。ところが、欧州諸国では、景気・物価の下押しに対して様々な政策対応が試みられる中で、スウェーデンを皮切りに、デンマーク、スイスの中央銀行や、欧州中央銀行において、マイナス金利が導入されるに至っています。では、これらの中央銀行は、どうやって、今申し上げた「金利のゼロ制約」を乗り越えたのでしょうか。そのメカニズムの出発点となるのが、金融機関の中央銀行が保有する預金の金利をマイナスに設定するという仕組みです。金融機関は、中央銀行にお金を預けていると損失を被りますので、それより少しでも損失の幅が小さければ、マイナスの金利でも資金を放出しようとしめます。もちろん、資金の調達者は、お金を借りれば儲かりますので、お金を調達するニーズはあります。このような形で運用者と調達者のニーズがマッチし、マイナス金利での短期市場取引が成立することになります。短期市場での金利がマイナスになるということは、イールドカーブの起点がゼロ%を超えて下がるということです。金融緩和の目的は、イールドカーブ全体を押し下げることですから、これは大変強力な武器になります。大規模な長期国債買入れを継続することとあわせて、マイナス金利を行えば、イールドカーブ全体に対してより大きな下押し圧力を加えることができるようになります。このことは、実質金利の低下効果を通じて企業や家計の経済活動に好影響をもたらすことが期待できます<sup>17)</sup>。

---

17) 黒田東彦(2016b) 7-8 ページ。



このように述べて、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の目的が、「ゼロ金利制約」の壁を乗り越えるためにマイナス金利を通してイールドカーブ全体を押し下げることであり、実質金利の低下により経済主体の活動に好影響を与えることであったとする。つまり、2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和」では、一方で「2%の物価安定目標」を2年程度の早期に実現するという「強く、明確なコミットメント」と、それを裏打ちする「量」と「質」における異次元の金融緩和により人々の「期待」に働きかけた。しかしながら、「ゼロ金利制約」の壁が課題となったため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」では、短期金利を引き下げのりに合わせて大規模な長期国債の買入れを行い、イールドカーブ全体の下押し圧力を高め、長期金利の引き下げを通して実質金利の低下を図ったのである。

また、マイナス金利政策で実質金利が低下したにもかかわらず、民間投資が増加しない場合も想定できるが、景気に中立的な「自然利子率」が極めて低くなる極端なケースを除けば、実質金利の低下は、金融機関行動や金融資本市場の動きを通じて、長期的には貸出量を増加させるとする<sup>18)</sup>。ここで、「自然利子率」は潜在成長率に近い値になるが、日本の技術水準や労働力の質を考慮すると長期的な潜在成長率、つまり「自然利子率」は極端に低い状況にはないと考えられている。したがって、実質金利を引き下げること、民間投資の増加など企業行動に良い影響を与えることができることになる。

マイナス金利政策の導入に伴って特に配慮されたのは、金融機関収益への悪影響が大きい場合の金融仲介機能の低下である。そこで、日本銀行は、欧州諸国で実施されている「階層構造方式」を採用することにした。これは、金融機関が日本銀行に有している当座預金を、従来の金利0.1%を付ける「基礎残高」とゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」、残りの部分をマイナス金利を適用する「政策金利残高」として3階層に分類することで、金融機関がマイナス金利を支払う部分を最小限度にとどめるものである。つまり、政策効果の波及メカニズムの起点となるイールドカーブの低下をマイナス金利政策で図りつつ、「階層構造方式」により金融機関収益への悪影響をできる限り軽減したのである<sup>19)</sup>。

さらに、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」では、インフレ予想のリアンカリングの重要性が指摘されている。黒田総裁は、人々のインフレ予想を2%の「物価安定の目標」にアンカーすることも、この政策の目的になっているとして次のように述べている。

---

18) わが国の「自然利子率」の状況については、黒田東彦（2016c）6ページを参照。

19) マイナス金利政策の実施により、長期金利の下落幅が短期金利の下落幅を上回り、イールドカーブの傾きが緩やかになる「ブル・フラット化」が観察されている。

長期的なインフレ予想を目標水準近傍にアンカーすることは、頑健な金融政策の枠組みを確立するための前提条件です。こうした考え方を踏まえ、日本銀行は2%の「物価安定の目標」の実現にコミットしたうえで、現在、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進しています。インフレ予想を「物価安定の目標」である2%に向けて押し上げていくこと、そして、そこにアンカーすることが、この政策の眼目のひとつとなっています<sup>20)</sup>。

つまり、長期的なインフレ予想が、例えば2%の物価安定目標にアンカーされている場合には、原油価格の変動などの一時的な経済攪乱要因があっても、長期的にアンカーされているインフレ予想で安定すると考えられる。しかしながら、インフレ予想が物価安定目標にアンカーされていない場合には、実体経済の一時的な変動がインフレ予想を変化させ、インフレ予想が物価安定目標の値で安定しなくなる。例えば、わが国の場合のように、インフレ予想が2%の物価安定目標にアンカーされていない場合には、一度デフレを体験するとインフレ予想を引き上げるのは極めて難しくなるのである。したがって、長期的なインフレ予想を2%の「物価安定の目標」にアンカーすることが、金融政策の枠組みを形成する前提になると考えられているのである。

#### 4 「包括的な検証」

2016年9月、日本銀行は、約3年半実施された「量的・質的金融緩和」の総括的検証を行った。「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向については、第1に、企業部門では中小企業を含めて企業収益が改善し、第2に、家計部門では雇用・所得環境が改善し、第3に、物価についても改善していると理解されている。したがって、日本経済は、すでに「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレ経済からは脱しているとする<sup>21)</sup>。しかしながら、他方で、2%の「物価安定の目標」については実現されておらず、その外的要因は、原油価格の下落、消費税率の引き上げによる消費需要の減退、新興国経済の減速による国際金融市場の不安定化にあるとしている。そして、この外的要因がどのようなメカニズムで物価安定目標を阻害したのか、また企業や家計などの経済主体の「予想インフレ率（予想物価上昇率）」が外的要因によってどのような影響を受けたのか、を明らかにする必要があるとしている。さらには、予想インフレ率の形成メカニズムの分析が重要で、わが国の場合、インフレ予想が物価安定目標にアンカーされていないことが問

---

20) 黒田東彦（2016d）4-5 ページ。

21) 黒田東彦（2016e）を参照。

題であるとしている。インフレ予想の形成について、黒田総裁は次のように述べている。

一般的に、人々の予想物価上昇率は、「フォワード・ルッキングな予想形成」と「適合的な予想形成」の2つの要素によって形成されると考えられます。「フォワード・ルッキングな予想形成」とは、物価上昇率は、その時々で様々な理由によって変化しても、いずれは中央銀行が設定した目標、多くの国では2%ですが、そこに収束していくという見方です。一方、「適合的な予想形成」とは、実際に経験している物価上昇率と同程度の物価上昇率が先行きも続いていくという見方です。

・・・・・・・・・・・・・・・・・・(中略)・・・・・・・・・・・・・・・・・・

「フォワード・ルッキングな予想形成」が十分強く働いている場合には、何らかの要因で実際の物価が目標から上下に外れたとしても、人々はいずれ2%といった目標近くに戻ると考えるため、価格や賃金の設定もそうした考えを前提に行われます。このため、実際の物価についても、目標に向けて戻る力が働きます。このような状態を、予想物価上昇率が「アンカーされている」と表現しますが、物価の安定を目標とする中央銀行にとっては望ましい状態です。米国などでは、予想物価上昇率が2%程度にアンカーされていますが、日本の場合は、長期にわたるデフレのもとで目標となる物価上昇率が実現できていないこともあって、「適合的な予想形成」の影響が大きいことが知られています。「これまで長年にわたって物価が上がってこなかったのだから、今後も物価は上がらないだろう」との見方が人々の間に根付いているということです。日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を推進することによって、「フォワード・ルッキングな予想形成」を強化し、人々の予想物価上昇率を2%の「物価安定の目標」にアンカーさせることを目指して来ました<sup>22)</sup>。

このように述べて、わが国においても「フォワード・ルッキングな予想形成」の定着が求められており、予想インフレ率を物価安定目標である2%にアンカリングすることが重要であるとする。

次に、マイナス金利導入の効果については、この政策と国債の大規模買入れを組み合わせることによって、イールドカーブ全体を低下させることができ、その結果、企業や家計の資金調達コストを低下させたとしている。しかしながら、イールドカーブ全体が低下したりブル・フラット化して長短金利差が縮小すると、金融機関は短期調達・長期運用を基本構造としていることから、預貸金利鞘の縮小により収益にマイナスの影響を及ぼす。わ

---

22) 黒田東彦 (2016e) 5-6 ページ。

が国の預貸金利鞘はすでに低水準にあり、マイナス金利の導入は長期金利や超長期金利の運用利回りの低下を通して、保険や年金の運用利回りの低下を引き起こす。すでに、このような金融機関に対するマイナス金利政策の負の影響は、散見されるようになってきている。したがって、金融政策で考慮すべきことは、政策の「ベネフィット」と「コスト」であるが、現状では、2%の「物価安定目標」達成のベネフィットが、そのコストを上回っていると判断されている。

また、それまでの中央銀行の取り組みについて、黒田総裁は次のように整理している。

金融政策の基本的なメカニズムは、伝統的であれ、非伝統的であれ、「自然利子率」、すなわち景気や物価に中立的な実質金利の水準に比べて、実質金利をそれより高くしたり低くしたりすることです。通常それは、短期金利の操作、つまりその上げ下げによって実現します。しかし、短期金利がゼロになっても十分な緩和効果が得られないとき、様々な形でこの「ゼロ制約」を超える非伝統的な政策が、各国の中央銀行によって考案されてきました。中長期の名目金利を引き下げするための「フォワード・ガイダンス」と「長期金利の買入れ」は、日本銀行を含め日米欧の中央銀行が実施しました。「マイナス金利」は欧州で始まり、日本銀行が続けました。金融政策によって予想物価上昇率に直接働き掛け、これを引き上げることによって実質ベースでみた金利を下げるという手段は、予想物価上昇率が低かった日本で「量的・質的金融緩和」として実施されました<sup>23)</sup>。

このように、2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入以降の金融政策について整理し、この異次元の金融緩和政策によって金融環境が大きく改善してきているのであるから、企業や家計などの経済主体がこの緩和的な金融環境を有効に活用することが求められるとしている。そして、自然利子率に対して実質金利を上げ下げする金融政策の効果をより強力にするためには、自然利子率と実質金利の金利差が大きい方が効果的であるため、その経済が持つ潜在成長率に類似する自然利子率を高めておくことが重要となる。この点について、黒田総裁は次のように述べている。

わが国では内外に例をみないようなきわめて緩和的な金融環境が実現しています。

---

23) 黒田東彦 (2016e) 8-9 ページ。ここで、「フォワード・ガイダンス」とは、日本銀行などの金融政策当局が将来の金融政策運営の方針を事前に表明することである。ドイツ連邦銀行では、1980年代以降事前に通貨供給目標を公表し、その公表値に応じて通貨供給政策を実施している(糸井(2014)参照)。

こうした金融環境を企業や家計が前向きな経済活動に活用してほしいと願っていますが、そのためにも、先程申し述べた「自然利子率」を高めること、すなわち、構造改革の取り組みを通じて潜在成長率を高める必要があることを改めて指摘しておきたいと思います<sup>24)</sup>。

つまり、日本銀行は金融環境を改善することはできるが、これを活用するかしないかを判断するのは企業や家計などの経済主体である。また、潜在成長率は、生産設備などの「資本」、労働力の質を含む「労働力（投入量）」、技術革新等による全生産要素の「生産性」で構成されており、日本銀行が直接的に影響を与えることはできない。このことは、金融政策は景気浮揚の環境整備を行うことはできるが、実際に景気が回復するか否かは、企業や家計の行動に依存することを示している。したがって、「量的・質的金融緩和」によって金融環境が大きく改善してきているわけであるから、積極的な投資や、構造改革を含む成長戦略が重要になるのである。

この点から判断すると、金融政策は実質金利の低下による金融環境を整えるに過ぎず、景気回復や経済成長を実現するのは実体経済の成長であり、日本経済の先行きは、技術革新等によりわが国の生産性を高められるかに依存することになる。確かに「量的・質的金融緩和」導入後、円安の進行に伴って輸出企業を中心に業績が回復し、大企業等は内部留保の増加や賃上げを実施した。しかしながら、輸出企業の収益は需要増により改善したのではなく、円安の進行により帳簿上改善したに過ぎない。それゆえ、低金利にもかかわらず民間投資の増加は限定的であり、成長分野への投資や研究開発投資が顕著に進んでいるわけでもない。したがって、開発された新商品に対する需要増から企業収益が増加するなど、消費需要や投資需要の増加による実態経済の回復が求められるのである。

## 5 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

2016年9月の金融政策決定会合で行われた「総括的な検証」の内容を踏まえて、新しい金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入された。黒田総裁によれば、「総括的な検証」で整理された日本経済における金融政策上の課題については、次のように2つの課題がある。

まず、前例のない大規模な金融緩和を行ったにもかかわらず、日本におけるインフレ予想の形成は依然としてかなりの程度「適合的」であり、2014年夏以降の原油価

---

24) 黒田東彦 (2016e) 9 ページ。

格の大幅下落を受けて物価上昇率が低下し、これにより予想物価上昇率が再び低下傾向をたどっていることです。一度低下したインフレ予想をどのように引き上げ、目標である2%に再びアンカーするか、これが第一の課題です。

次に、金利水準と金融緩和効果の関係です。長短金利が有意にプラス領域にあったときは、経済への影響だけを考えれば、金利が低いほど金融緩和効果が高まると考えることができました。しかし、短期金利がマイナスとなり、長期金利もきわめて低い水準まで低下すると、金融仲介機能ひいては金融緩和効果を低下させる副作用あるいはコストが生じることが認識されました。こうした点を踏まえると、経済・物価に対して最大限の金融緩和効果を引き出すためには、最適と考えられるイールドカーブの水準や形状があるのではないかと、これが第二の課題です<sup>25)</sup>。

このような課題に対応するため、日本銀行は、「オーバーシュート型コミットメント」と「イールドカーブ・コントロール」の2つの要素からなる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した、としている<sup>26)</sup>。

まず、第1の課題に対する「オーバーシュート型コミットメント」は、インフレ予想を2%の「物価安定の目標」にリアンカーさせるために、日本銀行が将来の金融政策運営の方針を事前に表明する「フォワード・ガイダンス」を活用して、マネタリーベースの拡大と、これと表裏一体関係にある国債保有額の増加について、「実績値」に基づくコミットメントを行うことである。そして、消費者物価上昇率の「実績値」が安定的に2%の目標値を超える状態になるまで、マネタリーベースの拡大による金融緩和を継続させることを約束することで、リアンカリングを確かなものにする取り組みである。

次に、第2の課題に対しては、従来のマネタリーベースの増加額や国債買入れ額に代えて、長短金利水準を「金融市場調節方針」<sup>27)</sup>の操作目標とする「イールドカーブ・コントロール」を導入している。日本銀行は、「現実に存在する金融システムや金融市場の構造を踏まえたうえで、マイナス金利政策と資産買入を適切に組み合わせ、イールドカーブ全体をコントロールすることで、一段と効果的な金融緩和を推進していくことができる」<sup>28)</sup>と考えている。ここで、注意を要する点は、マイナス金利政策によってイールドカーブへ

---

25) 黒田東彦(2016f) 2ページ。

26) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の考え方と導入半年後の評価については、黒田東彦(2017)を参照。

27) 2017年3月24日時点での「金融市場調節方針」は、短期政策金利がマイナス0.1%、10年物国債金利の操作目標が0%程度となっている。

28) 黒田東彦(2016f) 6ページ。

の下押し圧力が強まり、イールドカーブ全体のフラット化（ブル・フラット化）が進んだことである。金融機関は「短期調達・長期運用」が収益の基本構造になっているため、イールドカーブのフラット化は預貸金利鞘の縮小を招き、保険や年金の運用を含めて金融機関経営に悪影響を及ぼすことになる。そこで、イールドカーブを、日本銀行が最適と考える水準に誘導することにしたのである。

以上のように、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、2013年の「量的・質的金融緩和」導入以降、金融政策運営上の課題として明らかになってきた「インフレ期待の形成」と「実質金利の引き下げ」に焦点を絞り、前者に対しては「オーバーシュート型コミットメント」で、また後者に対しては「イールドカーブ・コントロール」で対応しようとしていたのである。つまり、金融政策の有効性をより高めるためには、2%の「物価安定の目標」をアンカーとするフォワード・ルッキングなインフレ予想の形成と定着が不可欠であり、そのために日本銀行は、安定的にインフレ予想が実質値で目標水準を超える「オーバーシュート型コミットメント」を採用したのである。また、長短金利操作を通じて日本銀行が最適と考える水準と形状にイールドカーブをコントロールし、自然利子率に対して実質金利を調節することで金融政策の政策手段を確保しようとしていたのである。

## 6 経済環境の激変と「量的・質的金融緩和」——コロナ禍とロシア軍のウクライナ侵攻

2019年の暮れ、中国で新型コロナウイルスが発見され、2020年からの約3年間に亘るコロナ禍で、国家間の人の移動は制限され、ロックダウンを実施する都市や県境をまたぐ人の移動を制限する都市などが増え、世界経済全体が停滞することになった。このような新型コロナ感染症の拡大に伴って、経済の成長力を規定する「労働投入」、「資本投入」、「技術進歩」の停滞も懸念された。すなわち、「労働投入」では、失業等で労働市場を退出する労働者が増加すると、スキルの低下から労働生産性が低下することが懸念された。また、「資本投入」では、企業収益の悪化や先行き不透明感の増加から設備投資等が進まず、資本蓄積が過度に抑制されることで経済停滞が長期化することが懸念された。「技術進歩」では、研究開発投資が抑制されることで最先端の技術の導入が遅れ、技術進歩が停滞することなどが懸念された。このような状況に対して、日本銀行は、「第1に、感染症の影響を受けた企業等の事業継続を、資金繰り面から支援すること、第2に、金融市場の安定を図ることで、金融市場の混乱と实体经济の悪化の悪循環を回避する」<sup>29)</sup>という各国の中央銀行に共通している2つの側面から政策運営を行い、経済の潜在成長力の低下を防止した、としている。

---

29) 黒田東彦(2020)4ページ。

また、2022年2月24日、ロシア軍がウクライナに侵攻したが、これによりエネルギー価格や穀物価格が上昇し、輸入インフレから各国の国内物価は上昇してきている。このような急激な物価高騰に対して欧米諸国は金利を引き上げたが、黒田総裁は、日本では個人消費や国内投資などの国内民間需要の回復が弱めであり、企業収益や雇用・賃金の増加により物価が上昇する好循環を形成するためには金融緩和が必要であるとして、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続した。そして、「イールドカーブ・コントロールのもとで、長期金利が低位で安定的に推移していることは、CP・社債・銀行貸出などの資金調達環境を緩和的な状態に維持し、わが国の経済活動をしっかりとサポートしている」<sup>30)</sup>と認識していた。

さらに、日本経済と欧米経済との違いについては、欧米が、1970年代のスタグフレーション期にみられた、景気下支えか、インフレ抑制か、という物価と失業のトレード・オフに今回も直面しているのに対して、日本経済は、景気回復は鈍いものの物価水準は欧米に比べて低い水準にあるため、現状ではインフレ対策で金利を引き上げる状況にはないとしている。また、輸入物価が上昇しているにもかかわらず消費者物価が相対的に上昇しないのは、人々のインフレ期待がインフレ率0%に「アンカリング」されているからであり、現状では、エネルギー価格や穀物価格、原材料価格などが上昇しても、価格の改定を行わないことが企業の最適な価格設定行動になっていると指摘する<sup>31)</sup>。そして、このような状況に対しては賃金の引き上げが重要な意味を持つとし、賃金が増加することで商品の値上げ許容度を高め、ウクライナ問題で生じたエネルギーや穀物等の価格上昇分や、欧米と日本の金利差から生じた急激な円安による輸入物価の上昇分を、商品価格に転嫁しやすい環境を整備することが重要であると考えている<sup>32)</sup>。

以上のように、COVID-19による需要ショックは、労働力の質の低下と企業の各種投資を停滞させることによって景気後退を長引かせるとともに、経済の潜在的な成長力も低下させたと考えられる。他方で、ロシア軍のウクライナ侵攻に端を発する供給ショックは、エネルギーや穀物などの輸入インフレから国内物価を引き上げるため、名目賃金上昇率が物価上昇率よりも低い場合には不況下のインフレというスタグフレーションを引き起こす可能性がある。そこで、このような不況下のインフレを回避し、資本の蓄積や技術進歩に資する投資を引き出すために、「異次元の金融緩和」を継続しているのである。

---

30) 黒田東彦(2022)4ページ。

31) 黒田東彦(2022)7ページ。

32) 黒田東彦(2022)7-8ページ。



### Ⅲ. 「量的・質的金融緩和」の課題と金融政策の役割

上記のように、短期金利の引き下げ余地がなくなった「ゼロ金利制約」（流動性の罍）の下で実施された非伝統的金融政策は、金融政策で働きかける対象を長期金利やリスク資産にまで広げた政策であった。そして、この10年間の「量的・質的金融緩和」は、このような非伝統的な金融政策を通して、政策目標である消費者物価前年比上昇率2%を確保することにより、長期的にはインフレ期待の形成（「フォワード・ルッキングな予想形成」）を図ることも目指していた。黒田総裁は、長期金利については「イールドカーブ・コントロール」が可能になり一定の効果が認められたものの、他方で、フォワード・ルッキングなインフレ予想の形成や2%の物価安定目標にリアンカーさせることはできなかった、としている。したがって、「量的・質的金融緩和」という非伝統的金融政策は、短期金利に加えて長期金利のコントロールなど、政策手法の開発には寄与したが、主たる政策目標は達成できなかったことになる。

筆者は、2014年の『量的・質的金融緩和』政策の有効性と課題<sup>33)</sup>の中で、この異次元の金融緩和政策の課題として3つの問題点を指摘した。

まず第1の問題点は、通貨供給量重視の金融政策は、1970年代のスタグフレーション期に形成された理論であり、インフレを抑制するために導入された政策である。つまり、金融政策は景気の過熱を抑え込むためには効果的であるが、景気が冷え込んで経済が流動性の罍に陥っているときに景気を浮揚させる政策ではないということである。ケインズ経済学的にいえば、経済が流動性の罍に陥ってしまった場合には、経済を浮揚させるのは財政政策のような実体経済に直接影響を与える政策である。

第2の問題点は、賃金が上昇しない経済で円安が進行した場合には、輸入物価の上昇から不況下のインフレ（スタグフレーション）の懸念が高まる。この点は、ロシア軍のウクライナ侵攻により国内物価も徐々に上昇してきており、先進諸国の金利引き上げによる内外金利差の拡大を通じた円安も進んでいる。この円安の進行は輸入インフレに拍車をかけることで、不況下のインフレを現実の問題として表面化させてきている。この点に関しては、政府、企業、労働者の三者とも懸念している点であり、2023年の春闘では中小企業を含めた賃上げが進められているが、今後も賃上げが継続するのかが不透明である。

そして、第3の問題点として、異次元の金融緩和状態からの出口戦略として、通常状態への円滑な移行のための金利引き上げが難しくなるという点である。特に、国家間の資本移動が巨大化すると、わが国の金利が少し上昇しただけで急激な円高になる可能性があ

---

33) 糸井重夫（2014）参照。

り、政策当局が意図した経済状態に誘導するのがより困難になる。つまり、国家間の経済的な相互依存関係が深化すればするほど、他国の金融政策に影響を受けるようになり、外国為替市場の安定確保のためには各国との政策協調が求められるようになるのである。

このような「量的・質的金融緩和」が実施された10年前の問題点は、現在でも妥当する問題点、課題であろう。そして、より重要な問題点としては、通貨供給量の増加がどのようなメカニズムによりインフレ予想を形成するのか、というトランスミッション・メカニズムの解明がなされていない点である。黒田総裁は、「フォワード・ルッキングな予想形成」と「適格的な予想形成」を取り上げているが、通貨供給量の増加がどのようなメカニズムで物価を引き上げるのかについては依然として説明していない。この点について、黒田総裁の後任である植田和男日銀総裁は、第2段階の非伝統的金融政策である「量的緩和政策」が導入された当時、クルーグマンの量的緩和論を取り上げて、この理論の問題点について次のように述べている。

……クルーグマンの主張には大きな弱点がある。それは持続的なマネー供給の約束が期待物価水準を引き上げるという仮定である。これはマネーを増やしていればいつかは物価が上がるといっているに等しく、流動性の罍に苦しんでいる中央銀行にはあまり説得力がない。流動性の罍が無限に続いたらいつまで経ってもマネーの増大は経済を刺激しないのではないかという疑問が生まれる。

全体の議論の枠組みをあまり変えずにこの点を修正するには次のように考えるのが一つの途である。現在は投資機会の減少に伴って経済は流動性の罍にあるが、未来永劫にそのままという可能性は低いだろう。何年か何十年かのうちには新しい投資機会が生まれるかもしれない。外国から特需が発生するかもしれない。財政から強い刺激策が実施されるかもしれない。すると、将来のどこかで経済は流動性の罍から脱出するだろう（理論上はその確率がゼロでなければ十分である）。その状態でのマネタリーベースの増加は物価を上昇させるはずである。

したがって、未来永劫にマネタリーベースを増やすということを約束すれば、そうでない場合に比べて将来の物価水準の期待値、同時に現在から将来にかけての期待インフレ率は上昇する。この結果、実質金利が今日下がり、今日の総需要が刺激される<sup>34)</sup>。

つまり、未来永劫マネーサプライを持続的に増加させることを中央銀行がコミットメン

---

34) 植田和男(2005)78-79ページ。

トしている状態で、将来のどこかで発生する外的ショックにより流動性の罍を脱した場合に物価は上昇する。このことは、金融緩和だけでは流動性の罍を脱出することができないので、金融政策以外の外的ショックが必要であるということを意味している。また、金融政策単独で流動性の罍を抜け出すことができないということは、期間を区切った目標値の設定はできないことになる。これらの点について、植田氏は次のように述べている。

……流動性の罍にいったん陥ってしまった後では、この政策は完全に自力では（金融政策のみでは）デフレを克服する道具たりえないのである。金融政策とは別の経済へのポジティブなショックが起これば、経済が流動性の罍から脱出するという可能性があってはじめて持続的な金融緩和のコミットメントが意味を持ちうるのである。もちろん、そうしたショックが全く起こらないという可能性は限りなくゼロに近いだろうが、その可能性が低かったり、ポジティブなショックの大きさが小さかったりすれば、それに反比例して流動性の罍脱後の政策は緩和度を高めなければならない。

・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・（中略）・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・

したがって、経済動向（自然利利率の動き）次第では、デフレ克服に何年もの時間がかかってしまうことになる。このことは二年以内にインフレ率を二％に持っていくというような時間を区切って結果を出すタイプの約束がこの政策の下ではできないことを意味する<sup>35)</sup>。

このように述べて、流動性の罍に陥った場合の金融政策について、将来起こるであろう外的ショックにより流動性の罍を脱した後では、金融緩和政策は物価上昇と期待インフレ率の上昇を引き起こすのであり、流動性の罍をいつ脱するのかがわからないため、このような金融政策は期間を区切ってインフレ率の上昇を約束できる政策ではないとする。現在、ロシア軍のウクライナ侵攻によるエネルギー価格や穀物価格の上昇から、輸入物価の上昇に加えて消費者物価も上昇してきているが、このような国内物価の上昇に対応して中小企業においても賃金は上昇傾向にある。植田氏に従えば、ポジティブなショックではないにしろ、このような外的ショックが流動性の罍から抜け出す引き金になる可能性があることになろう。そして、「量的・質的金融緩和」は、クルーグマンやベン・バーナンキの金融政策についての考え方の延長線上にあると考えられるが、このような植田氏の指摘は「量的・質的金融緩和」政策の課題も的確に指摘していたといえよう<sup>36)</sup>。

35) 植田和男（2005）91-92 ページ。

36) 「量的・質的金融緩和」とベン・バーナンキ氏の金融政策論との関係については、糸井重夫

以上のように、この10年間の非伝統的な金融政策である「量的・質的金融政策」を通して、流動性の罍に陥った場合の金融政策は、単独ではインフレを発生させたりインフレ期待を形成したりすることはできず、流動性の罍を抜け出すこともできないことが明らかになったであろう。しかしながら、金融緩和を維持することで金融環境を整えることはできる。また、1970年代のスタグフレーション期のドイツ連銀の通貨政策などからは、通貨供給政策は景気過熱を抑え込むには効果的である。このようなところに、金融政策の役割と限界があると整理できよう。

#### IV. おわりに——求められる労働生産性の向上と「人への投資」

上記のように、10年間の「量的・質的金融緩和」は、一方で、イールドカーブ・コントロールなどの長期金利操作などの政策手段の開発に寄与したが、他方で、消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定目標は達成することはできなかった。そして、経済が流動性の罍に陥ってしまった場合には、金融政策単独でこれを脱出することはできず、外的ショックが必要となる。また、中立的な金利水準（自然利子率）は単純化するとその経済が持つ潜在成長率と物価上昇率によって決まり、名目賃金上昇率は労働生産性上昇率と物価上昇率で決まるとすると、物価上昇率に変化がなくても、潜在成長率を高めることで自然利子率を引き上げることができ、労働生産性を高めることで名目賃金を引き上げることができる。したがって、潜在成長率を高めるために、労働力の質（労働生産性）を含む「労働力（投入量）」の増加と、生産設備などの「資本（投入量）」の増加、技術革新等による全生産要素の「生産性」の向上が求められよう。

日本経済の状況を見ると、大規模な金融緩和に伴う円安の進行により輸出企業を中心に内部留保を積み増したが、これを設備投資や研究開発投資に回す必要がある。特に今日の日本経済にとっては、次の時代を牽引するような商品の開発が不可欠であり、研究開発投資の増加が求められる。また、日本の労働生産性はOECD諸国の平均値以下の水準にとどまっており、この労働生産性を高めることで名目賃金を高め、経済成長率を引き上げることができよう。先進諸国では、戦略的に高等教育改革や高等教育進学率を高め、労働生産性を向上させることで経済成長を図る国も多い。したがって、名目賃金を引き上げ、さらには経済成長にも寄与する労働生産性を高めることが重要であり、そのために「人への投資」を進めることが日本経済再生にとって何よりも求められているといえよう。

また、ロシア軍のウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格の上昇や穀物価格の上昇により、諸外国では物価の高騰が顕著になっているが、わが国では物価の上昇は緩やかであ

る。これは、生産や流通の過程での価格転嫁のしやすさの違いと考えられるが、それが取引慣行によるものなのか構造的な要因によるものなのかを検証する必要がある。さらに、欧米における量的緩和政策やゼロ金利政策の効果を検証する必要もあり、これらの政策が欧米諸国で効果を持ったのであれば、欧米経済とわが国経済との相違や特徴についても解明する必要がある。また、黒田総裁は「フォワード・ルッキングな予想形成」と「適合的な予想形成」の2種類の期待形成を取り上げたが、通貨供給量の増加がどのようなトランスミッション・メカニズムで物価に影響し、人々の「期待」がどのようなメカニズムで形成されるのかについても明らかにする必要がある。これら日本経済と欧米経済の構造的な差異や取引慣行の差異、トランスミッション・メカニズムや期待形成メカニズム等の検討については、今後の課題としたい。

#### 参考文献

- 雨宮正佳（2016）「マイナス金利政策について」日本経済研究センター編『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社、19-38 ページ。
- 糸井重夫（2004）『現代の金融と経済』中央大学出版部。
- 糸井重夫（2014）『「量的・質的金融緩和」政策の有効性と課題』中央大学商学研究会『商学論纂』第55巻第5・6号、1-37 ページ。
- 糸井重夫（2016）『「量的・質的金融緩和」政策の波及メカニズムと日中経済』建部正義・高橋豊治編著『日中の金融制度・金融政策比較』中央大学出版部、15-40 ページ。
- 伊東光晴（2014）『アベノミクス批判 四本の矢を折る』岩波書店。
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター（2016）『マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男（2001）『デフレの経済学』東洋経済新報社。
- 植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞出版社。
- 翁邦雄（2011）『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- 黒田東彦（2013）『「量的・質的金融緩和と金融システム」—活力ある金融システムの実現に向けて—』（日本金融学会 2013 年度春季大会における特別講演）日本銀行。
- 黒田東彦（2014a）「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか—日本商工会議所における講演—」日本銀行。
- 黒田東彦（2014b）「いかにデフレを克服するか」（London School of Economics 主催のコンファレンス（ロンドン）における黒田総裁講演の邦訳）日本銀行。
- 黒田東彦（2015）「非伝統的金融政策の波及経路—理論と実践—」（BIS（国際決済銀行）年次総会のパネルディスカッションにおける冒頭発言の邦訳）日本銀行。
- 黒田東彦（2016a）「ゼロ金利制約の克服—日本の経験」（フランス銀行・BIS 共催「ノワイエ総裁退任記念シンポジウム」における発言の邦訳）日本銀行。
- 黒田東彦（2016b）『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入』（きさらぎ会における講演）日本銀行。
- 黒田東彦（2016c）『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への疑問に答える』（読売国際経済懇話会）日本銀行。
- 黒田東彦（2016d）『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」による予想物価上昇率のリアンカリング』（カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウム（米国ワイオミング州ジャクソンホール）

- における講演の抄訳) 日本銀行。
- 黒田東彦 (2016e) 「金融緩和政策の『総括的な検証』—考え方とアプローチ—」(「きさらぎ会」における講演) 日本銀行。
- 黒田東彦 (2016f) 「『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』—低インフレを克服するための新たな金融政策の枠組み—」(ブルッキングス研究所における講演の邦訳) 日本銀行。
- 黒田東彦 (2017) 「『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』—導入後半年を経て—」(「ロイター・ニューズメーカー」における講演) 日本銀行。
- 黒田東彦 (2020) 「感染症への対応と中長期的な日本経済の課題—ポストコロナも見据えて—」(日本経済団体連合会審議委員会における講演) 日本銀行。
- 黒田東彦 (2022) 「金融政策の考え方—「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて—」(きさらぎ会における講演) 日本銀行。
- Bernanke, Ben S., Laubach, T., Mishkin, Frederic S., Posen, Adam S. (1999) *Inflation Targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press.
- Bernanke, Ben S. (2003) *A Perspective on Inflation Targeting*; At the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D. C., March 25. (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/>, 2013年9月12日閲覧) (高橋洋一監訳・解説 (2013) 『リフレが正しい。FRB 議長ベン・バーナンキの言葉』中経出版。)
- Die Deutsche Bundesbank (1989) *Geldpolitische Aufgaben und Instrument, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr7*, 5. Auflage, Frankfurt. (葛見雅之・石川紀共訳 (1992) 『ドイツ連邦銀行—金融政策上の課題と政策手段—』学陽書房。)