

## 非伝統的金融政策に関する考察

込 江 雅 彦

90年代以降の日本の長期不況は経済論壇においても激しい論争を巻き起こしてきた。その中でも、金融政策に関する議論は、多くの論争が起こり、今も続いている。本論文では、いわゆる非伝統的金融政策、特に量的緩和政策についてその効果を標準的なマクロ経済学のロジックで検討することを目的とする。量的緩和論の論者の多くは、これを理解できないのはマクロ経済学を理解していないからであるという、主張を展開する。しかし、私が見るところでは、標準的なマクロ経済学の考え方からも景気回復につながるとは簡単に言えないのではないだろうか。理論的な議論とは別に量的緩和に現実的な効果が無いという主張が多くの実務家によって行われている。しかし本稿では、実務現場の立場からではなく、理論的に量的緩和論を検討しようと試みたものである。そこで、本論文ではできるだけ標準的なマクロ経済学と言える理論を用いて量的緩和論を検討してみることを試みた。

### 1. はじめに

90年代以降の日本の長期不況は経済論壇においても激しい論争を巻き起こしてきた。その中でも、金融政策に関する議論は、多くの論争が起こり、今も続いている。本論文では、いわゆる量的緩和政策についてその効果を標準的なマクロ経済学のロジックで検討することを目的とする。量的緩和論の論者の多くは、これを理解できないのはマクロ経済学を理解していないからであるという、主張を展開する。しかし、私が見るところでは、標準的なマクロ経済学の考え方からも景気回復につながるとは簡単に言えないのではないだろうか<sup>1)</sup>。

理論的な議論とは別に量的緩和に現実的な効果が無いという主張が多くの実務家によって行われている<sup>2)</sup>。しかし本稿では、実務の立場からではなく、理論的に量的緩和論を検討し

---

1) 同様な趣旨の論文として清野一治(2002)「拡張的金融政策の有効性について問う」(『エコノミクス』第7号)73-88ページ。また、一般均衡論の立場から批判を加えているのが、小宮隆太郎氏である。小宮隆太郎(2002)「日銀批判の論点の検討」小宮隆太郎他編『金融政策論議の争点』日本経済新聞社。

2) 代表的な文献に加藤出(2001)『日銀は死んだのか?』日本経済新聞社。

ようと試みたものである。そこで、本論文ではできるだけ標準的なマクロ経済学といえる理論を用いて量的緩和論を検討してみることを試みた。

はじめに、デフレとは何か、またデフレの悪影響などについて述べ、その後、量的緩和政策について分析する。そして、マクロ経済理論をもとに拡張的金融政策を検証していく。

## 2. デフレとは何か

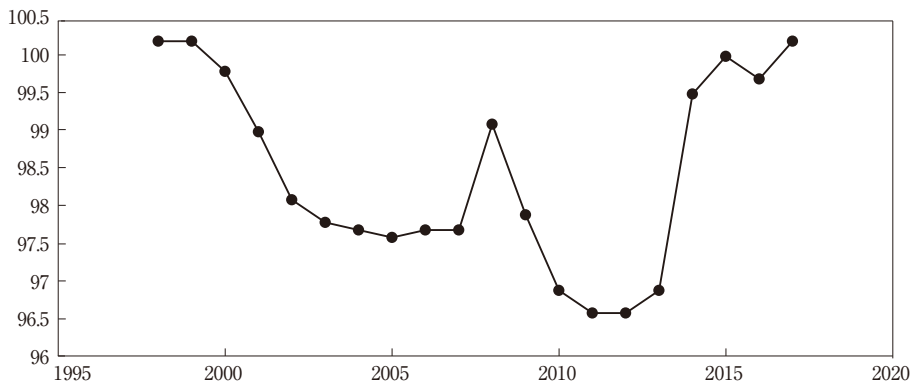
### 2-1 デフレとは

デフレとは「持続的な物価下落」を指す。内閣府は「消費者物価が2年連続で下落している日本経済の現状は、物価の継続的下落という、国際的に通用するデフレの本来の定義に照らせば、明らかに『緩やかなデフレ』と呼ぶべきものである<sup>3)</sup>」としている。ここでいう国際的に通用するデフレの定義とは、IMFが定義しているもので、通常2年間に渡り消費者物価が下落するとデフレであるとみなされる。

図2-1は消費者物価指数のデータを表している。2015年基準で多くの年がマイナスであることがわかる。もちろん、他にも物価を因る指標には、企業物価指数やGDPデフレーターもある。それぞれの指標で見ても物価が下落していることが見て取れる。図2-2の企業物価指数は諸費税の影響を除いた数値であるが、98年以降低下傾向にある。2008年と2014年、2015年だけが上昇している。

このような定義のほかに、景気後退と物価下落を結びつけて、デフレスパイラルとする議論もある。2001年度経済白書では、日本経済をデフレスパイラルの手前と位置づけている。

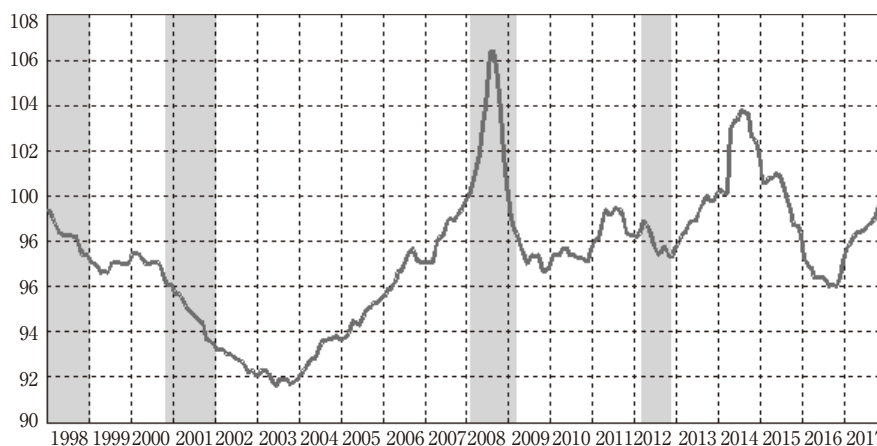
図2-1 消費者物価指数



(出所) 総務省消費者物価指数 (<http://www.e-stat.go.jp>)。

3) 内閣府『2001年3月月例経済報告』。

図 2-2 企業物価指数



(出所) 日銀長期統計データ (<http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/>)。

ここで問題となるのは、デフレが起こるから不況が悪化するのか、不況が悪化するからデフレになるのかという問題である。通常、量的緩和論者はデフレが不況を悪化させていると考え、だからこそデフレをまず阻止し、あるいはマイルドなインフレにすることを最も大切な経済政策であると考え。では、なぜデフレが悪いのか、デフレは実態経済にどのような悪影響を与えているのかを次に見ることにする。

## 2-2 デフレがもたらす悪影響

デフレがもたらす問題は次の2点あると思われる。第1に、実質金利を上昇させることである。実質金利 = 名目金利 - 期待インフレ率が成り立つから、仮に名目金利が0であっても、期待インフレ率がマイナスであるから実質金利は数%程度あることが予測できる。日本の名目金利は90年代後半からゼロに近い。しかし、デフレが進んできた98年以降は、実質金利は極めて高いところにある。従って、企業の設備投資などは名目金利が低くてもデフレによりマイナスの影響を受ける。

第2に、デフレは債務者から債権者への実質資産の再分配を行う。債務額は通常、名目で固定されているため、デフレにより債務者の実質的な負担は増大する。そして企業のバランスシートを悪化させることになる。そこで、バランスシートの悪化した企業は設備投資を抑制し、債務返済を優先させることになる<sup>4)</sup>。

4) このようにデフレは設備投資を減少させる要因になるが、消費に対しても悪影響を与える。ここでは消費については触れない。

## 2-3 デフレの原因

このようにデフレは実態経済に問題を起こすわけであるが、ではなぜデフレが起こるのであろうか。

これについては各種の論争がある。量的緩和論者は基本的にデフレは貨幣的現象であり、デフレが起こるのはマネーサプライが少ないからであると見る。すなわち、マクロ経済において、貨幣供給量の持続的な減少が、デフレと実質国内総生産の減少を引き起こしていると思なしている。

そこで、白川前日銀総裁までの政策と思考方法そのものに批判を加えている。日銀がマクロ経済政策上の、金融政策の責任を回避しているとの見方である。マネーサプライは民間部門の動向により決まるので、日銀がコントロールできる対象ではない、との考え方に対する批判である。拡張的金融政策により日本の不況を脱出することを提案する人々にとって、日銀がマネーサプライをコントロールできないということを主張しながら量的緩和に踏み込むからデフレを脱却できない。特に、後で詳しく述べるが、民間部門に対してインフレ期待を起こさせるためには、日銀が強力にリーダーシップをとって、デフレ脱出を宣言しなければ意味がないことになる。ゆえに、日銀が量的緩和に否定的な言動を繰り返して、量的緩和に実質踏み切っていることが、自分たちの主張している政策が効果を持たない原因であるように考えるのである。このような思考のもと黒田日銀総裁は5年間金融政策をすすめてきた。

では具体的に次の章では、デフレ脱出策としての非伝統的金融政策について検証していくことにする。

## 3. 非伝統的金融政策

### 3-1 インフレ・ターゲット

前章で考察したように、デフレが貨幣的要因で起こるものであるとすれば、デフレを解消するために、貨幣量を増加させる政策を取る必要がある。そこで、拡張的金融政策の主張へとつながるのだが、最初から多くの経済学者が賛成したわけではない<sup>5)</sup>。ポール・クルーグマンがインフレ・ターゲット政策を主張してから多くの日本の経済学者たちもインフレ・ターゲット論を主張するようになった<sup>6)</sup>。そこで、はじめにインフレ・ターゲットとは何であるかの分析し、その後、理論的基礎をモデル分析したクルーグマンのインフレ・ターゲット

---

5) 岩田規久男氏は従来から日銀の金融政策、特に、金利をターゲットとする政策に批判的であり、マネーサプライをターゲットとする政策を主張してきた。岩田規久男(1993)『金融政策の経済学—「日銀理論」の検証』日本経済新聞社。

6) Krugman, Paul (1998), "It's Baaack; Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brooking Papers on Economic Activity* No. 2.

論を検討する。そして、インフレ・ターゲットの具体的手段としての量的緩和論について考察していく。

インフレ・ターゲット論とは、「年間の物価上昇率を「1%から3%の範囲内」といった数値目標として定め、中央銀行は、その目標を達成するように金融政策を行うと宣言すること」<sup>7)</sup>である<sup>8)</sup>。

具体的に問題となるのは、物価上昇率にどの統計データを使うのか、また、数値目標をいくつに設定するのか、そしてどのような手段を使って目標を達成するのかという点である。通常、統計データとしては、生鮮食料品を除く、全国消費者物価指数を用い、2%程度というのが、多くのインフレターゲット論者が主張していることである<sup>9)</sup>。また、この目標を2年～3年程度で達成すべきであるという期限も設定している。

伊藤氏によればインフレターゲットの利点は4点挙げられている<sup>10)</sup>。

- (1) 数値目標で示すことで、物価安定を目標とする中央銀行の透明性、説明責任（アカウントビリティ）が明らかになる。
- (2) 名目的な安定性（ノミナル・アンカー）を与えることになる。
- (3) インフレ目標政策の枠組みにより、金融政策の手段の独立性が強化されるので、金融政策に機動的・弾力的になる。
- (4) 期待インフレ率が、目標値の周りで安定化する。

この中で、(1)と(3)は日銀の独立性や責任に関する議論であり、具体的な金融政策のメリットは(4)の期待インフレ率ということになる。特に、現在の日本のデフレを脱却するために期待インフレ率をプラスにすることが最も重要な目標となる。

このようなインフレ目標策は諸外国でも採用されているし、それ自体を悪い政策として批判することはないであろう。しかし、問題は日本の不況克服のためにインフレ・ターゲットが有効であるかどうかという点である。インフレ目標政策を採用している多くの国では、インフレ抑制のために用いられている。果たして不況克服のために役立つかどうかは十分検討する必要がある。そこで、この議論をスタートさせ、理論モデルを展開しているポール・クルーグマンのモデルを次に検討していく。

---

7) 伊藤隆敏(2001)『インフレ・ターゲティング』日本経済新聞社、10ページ。

8) 伊藤隆敏氏は「インフレ・ターゲティング」という名前がマイナスのイメージがあるので、「物価安定数値目標政策」という表現を主張している。伊藤前掲書、10-11ページ。

9) クルーグマンは日本が不況から脱出するためには4%以上の高い物価上昇率が必要であることを主張している。

10) 伊藤隆敏(2000)「日本におけるインフレ目標政策」深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社。

### 3-2 インフレ期待とインフレ・ターゲット

クルーグマンの主張は次のようにまとめることができる<sup>11)</sup>。「日本経済の問題の本質は、ゼロ金利下の需要不足である」<sup>12)</sup>。また、「流動性のわな」と言われる状況に陥っている。

そこで、流動性のわなから抜け出すために、日銀がインフレ期待を作り出すことを主張している。インフレ期待が高まれば、実質金利は低下し、流動性のわなから抜け出せることになる。そこで、インフレ期待を作り出すために、日銀はインフレ・ターゲットとして、15年間にわたって4%のインフレを作り出すことを提言している。

モデルのポイントは次の点にある。異時点間の効用最大化を図る家計が想定されている。

資産としては、貨幣と債権を所有するが、貨幣は財・サービスを購入する手段としてのみ保有されるため、利率が正のときは、マネーサプライと物価水準は単純な比例関係すなわち「貨幣数量説」が成り立つことになる。

しかし、日本の現状は、利率がゼロであるため貨幣と債券の区別がなくなる。むしろ、価値の保蔵手段として債券よりも貨幣を選好するようになる。すると、金利をそれ以上上げられないだけでなく、マネーサプライを増加させても名目物価水準には変化を与えないことになる。ゆえに、流動性のわなの状態のときは、金融政策は機能しなくなる。しかし、今期のマネーサプライ増加に効果がなくとも、来期以降、マネーサプライが増大するという期待が起これば、期待インフレが起これば、流動性のわなから脱出することができる。

理論モデルとしてくはよくできている。しかし、クルーグマンのモデルはいくつかの前提を基にして成り立っている。特に大きな問題は、日本経済は労働力人口の減少などによって、完全雇用を達成する均衡実質金利がマイナスであると考えられている。果たして本当に日本の均衡実質金利はマイナスであろうか。この点について十分に論証してはいない。

クルーグマンのモデルを受け入れるとしても、次の問題は、インフレ期待をどのように起こすのかという点である。マネタリーベースの増大がどのようにインフレ期待の高まりを達成するのか、そのプロセスは明らかではない。そこで、次に考えるべきことは、どのようにしてインフレ目標を達成できるかという手段の問題である。

### 3-3 拡張的金融政策

インフレ期待を高めれば実質金利が下がり景気が回復する、というプロセスは多くの経済学者が同意するかもしれない。では、どのようにインフレ期待を高めるのであろうか。そこ

11) クルーグマンの議論を巡る論争は、吉川洋他編（2000）『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社と深尾光洋・吉川洋編（2000）『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社を参照。

12) ポール・クルーグマン（2000）「流動性のわなと日本のマクロ経済政策」吉川洋他編『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社、6ページ。

で、具体的な拡張的金融政策を検証してみる。量的緩和論者も人により主張が異なる。しかも論争の結果、論点をいくつか変更しつつある。ここでは代表的論考を検証してみる<sup>13)</sup>。

日銀は不況期に金融緩和を行う。伝統的な金融政策は、公定歩合操作であった。不況期に公定歩合を下げることによって、銀行の貸し出し金利を低下させ、企業の設備投資を拡大させることを目的としてきた。そして、金融政策によって景気を回復させるために、直接コントロールする対象として、現実には短期市場金利を低い値に誘導しようとした。実際の目標がコールレートである。このコールレートの低下が他の銀行貸出金利にも波及して、民間企業設備投資を増大させる。そして不況を脱出するのが、伝統的な金融政策である。

公定歩合はバブル崩壊以後の度重なる引き下げにより現在は、0.1%まで低下した。また現在日銀はロンバート型貸し出しのためにほぼ金融機関の求めに対して十分な貸し出しをできる状況にある。ところが、日本経済は99年から始まったいわゆる「ゼロ金利政策」によりこのコールレートがゼロ近くにまで下がってしまった。それにも関わらず日本経済は景気回復していない。すると、これ以上金利を下げられないため、次の金融政策として量的緩和政策が登場してきた。

具体的な手段としては、日銀が短期の国債を現先買いオペで買い入れるよりも、長期国債などの買い切りオペなどを行うことで、マネーサプライを増加させることである。従来の手段は、現先買いオペなどの手段であった。なぜ、買い切りオペのほうが望ましいかというと、現先買いオペだと一定期間の後には、短期国債を買い戻さなければならない。しかし、買い切りオペであれば、民間の銀行は返済不要のマネタリーベースを各種の金融資産購入に向けることができるからである<sup>14)</sup>。

また、名目金利がゼロの世界では、短期の債権とマネーに区別が発生しない。するといくらオペレーションを行っても効果がなくなってしまう。そこで、完全には代替的ではない長期の債権を購入することになる。そして、長期国債だけでは効果がなければ、日銀が購入する債券をさらにCB、CPや上場株式投資、不動産投資信託への購入へと進めてデフレ脱却を目指すことになる。

それでは量的緩和によりどのようなプロセスを経て、景気回復していくことになるのだろうか。まとめると次の3点に集約することができる。

第1に、実質利子率を低下させ、民間設備投資を拡大させることである。名目利子率がゼロであっても期待インフレ率を下げられれば、実質利子率は低下する。すると民間設備投資などの増加が期待できる。

---

13) ここで対象として考えているのは、浜田宏一氏、岩田規久男氏、そして、黒田日銀総裁である。

14) この点については、小宮隆太郎他編前掲書の小宮氏と岩田氏の論争を参照。

第2に、ポートフォリオ調整効果である。「貨幣という最も流動性の高い資産を、より流動性の低い資産と交換することによって生じる」ものである。すなわち、日銀が長期国債などを購入してマネタリーベースを増加させれば、民間部門のポートフォリオに変化が生じることになる。銀行などが余剰資金を国債購入や株などへ資金を振り向ければ、景気回復につながるようになる。

第3に、為替レートを円安に動かしそれによって景気回復を図ることである。この第3については、量的緩和論者に批判的な経済学者からも同意されている。

### 3-4 黒田総裁以前の日銀による量的緩和策

では、現実に日銀は量的緩和策を行ってきたかということ、日銀は自ら反対してきた政策を苦渋の決断として行ってきた。2001年3月、事実上の量的緩和策への転換といわれた、金融調節の目標をコールレートから当座預金残高へと転換した。そして、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続けるという、インフレ目標も導入している。そして、量的緩和論者が主張する長期国債買入額を増額した。その後、この金額はいずれも急上昇した。

日銀当座預金残高は、当初5兆円程度の目標であったのが35兆円近くまで引き上げてきた。また、長期国債の買入だけでなく、他の金融資産も購入していた。しかし、景気回復にはどこまで効果を持ったのか判断することは難しい。

もちろん、量的緩和策を支持する人々はこのような政策が効果を持たないのは、日銀の消極的姿勢に責任を求める。「効果があるかどうか分からないがやってみる」という日銀総裁の発言は、量的緩和策の効果を著しく弱めていると批判している。「中央銀行がデフレ阻止のために断固とした手段を講じるべき」などの強いコミットメントを求められていた<sup>15)</sup>。

### 3-5 量的・質的金融緩和策

黒田総裁は就任以後いくつかの金融緩和策を実施してきた。質的・量的金融緩和策、マイナス金利付き質的・量的金融緩和策、長短操作付き質的・量的金融緩和策などである。いずれも従来の日銀のスタンスと大きく異なる政策である。黒田総裁は、従来の日銀の金融緩和策とは次元の異なる緩和策を主張し実施してきた。

日銀によると次の通りである。「主たる経路は、実質金利の低下を通じたものである。具体的には、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

---

15) 野口旭 (2003)『経済論戦』日本評論社、参照。



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。そこでは、日銀が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。「中央銀行の目標である2%に向かっていこう」という予想の要素（フォワードルッキングな期待形成）を作り出すことによって、実質金利を引き下げる政策である。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現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」<sup>16)</sup>。

このように市場参加者の期待に働きかけて、実質金利の低下を目指すことがポイントとなっている。しかし、これにも関わらず、実際には予想物価上昇率を引き上げることはできなかった。日銀の総括によれば、原油高などの外的要因と日本固有の強固なデフレマインドが、目標達成を妨げたことになっている。しかし、これらが事実だとすれば、そもそもデフレ克服は不可能である。日本経済が当初想定したよりも、外的要因の影響が大きいことを認めている。次の章では、この議論をマクロ経済理論から考えてみる。

## 4. マクロ経済理論

### 4-1 貨幣数量説

3章では、インフレ・ターゲット論とその手段である拡張的金融政策について簡単に紹介した。また、日銀の非伝統的金融政策について、簡単に振り返った。では、上記のような内容を標準的なマクロ経済学をもとに、考察するとどのように考えることができるだろうか。本章では、標準的なマクロ経済学の教科書的な知識を元に、考察してみる。最初に、貨幣数量説に検討し、次に貨幣乗数そしてマンデル・フレミングモデルについて考察する。

貨幣数量説によれば、貨幣量×貨幣の所得速度＝物価×生産量という「交換の数量方程式」が成り立つという。ここで、貨幣の所得速度を一定と仮定すると、貨幣量と物価は比例関係にあるといえる。ゆえに、貨幣量を増加させれば物価は上昇するという、「貨幣ヴェール観」が主張されている。

しかし問題は貨幣の所得速度を一定とする仮定は正しいのであろうか。もし貨幣の所得速度が一定でないならば、結論は大きく変わる。貨幣の所得速度が著しく低下していれば、貨

---

16) 日本銀行(2016)。

幣量を増加させても物価を上昇させる，すなわちインフレにすることは難しいのではないだろうか。

クルーグマンをはじめ貨幣数量説を通常認める多くの経済学者も貨幣と債権に代替性があるゼロ金利の下では，貨幣数量説が成り立たない，と考えている。

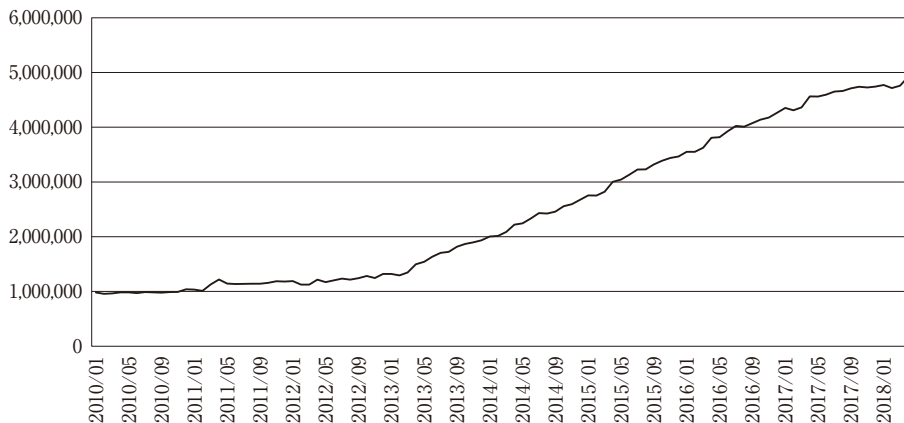
#### 4-2 貨幣乗数

マネーストック = 貨幣乗数 × マネタリーベースの関係式がマクロ経済学の標準的な教科書には必ず出ている。ここでは，マネタリーベースを増加させてマネーサプライをコントロールできることが示されている。しかし，問題は貨幣乗数である。マネタリーベースをいくら増加させても，貨幣乗数がそれ以上に低下していけばマネーストックの増加は非常に少ないものになってしまうのである。

この貨幣乗数はどのように決まるのであろうか。貨幣乗数は， $(\text{現金預金保有比率} + 1) / (\text{現金預金保有比率} + \text{準備金預金保有比率})$  で表される。ここで問題なのは，準備金預金保有比率である。従来，この準備金預金保有比率は，法定準備率により決定され安定しているとされてきた。ところが，現在法定準備金をはるかに超えて，増え続けている。すると，比率はどんどん上昇している。結果，マネタリーベースを増やしても貨幣乗数は低下し続けるという状態になっている。

図4-1はマネタリーベースの推移を表したグラフである。これを見ると，2013年以降は，黒田総裁の異次元緩和によりマネタリーベースは急拡大している。しかし，この急拡大が超過準備を増加させて，マネタリーベースにつながらなかった。では，なぜ，超過準備が増え

図4-1 マネタリーベースの推移



(出所) 日銀：日銀長期統計データ (<http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/>)。

ているのであろうか。一つは、金融システム不安から預金引き出しなどに備えるために、日銀当座預金残高に資金を滞留させておくことである。また、コールレートがゼロ金利まで低下したように、短期金融市場において資金を運用するメリットがなくなり、資金調達が難しくなった<sup>17)</sup>。また、国内企業の海外進出が定着し、円安になっても国内投資が増えないことも大きな要因である。

このことは、量的緩和論者が考えるマネーサプライ増加によるポートフォリオのリバランス効果が挙がっていないことを示している。

### 4-3 マンデル・フレミングモデル

マクロ経済学の標準的な理論にマンデル・フレミングモデルがある。このモデルによれば、貨幣供給量の増加は、変動相場制のもとでは、海外への資本流出による為替レートの減価が、実質 GDP を増加させることになる。

また、通常のマンデル・フレミングモデルは小国の仮定をしている。しかし、これを大国に仮定した場合でも、同様な結論は導かれている<sup>18)</sup>。マンキューによれば、大国の開放経済は、IS-LM モデルの閉鎖経済とマンデル・フレミングモデルの小国開放経済の平均にある。すなわち、マネーサプライの増大は、利子率の低下による投資の増大と、対外純投資の増大による為替レートの減価により純輸出を増大させる。

このようにマンデル・フレミングモデルによれば、伝統的な金融政策を採用しても為替レートの減価を通じて、景気回復効果を図ることは可能である。もちろん、現実の為替レートが金融緩和期を通じて常に、円安に動いていたわけではない。そこで、円安誘導政策を日銀が積極的に行うべきという主張も多い。そうした政策は近隣窮乏化政策であり外国の支持を受けることはあまりないであろう。

結局、マクロ経済理論から見ると、量的緩和政策はポートフォリオのリバランス効果などはもたらさないし、ゼロ金利下ではマネーサプライの増加につながらないために、景気回復にはつながらない。しかし、為替レートの減価を通じて純輸出の増加が景気回復をもたらすことはある。また、日銀がデフレ阻止へ強力にコミットメントすることが期待インフレを高めていく、という議論は、どのようなメカニズムによるものかわからない。理論的根拠が弱いように思われる。日銀券を発行し続けなければいずれはインフレになるという議論になるのだからインフレになるまで何かやるべきだという議論は理論的とは言えないのではないだろうか。

---

17) 加藤前掲書、加藤出「インフレ目標政策の問題点」、白川「「量的緩和」採用後一年間の経験」小宮龍太郎他編（2002）『金融政策論議の争点』日本経済新聞社。

18) 『マンキューマクロ経済学 I』372-373ページ参照。

## 5. おわりに

以上、本論文では、量的・質的金融緩和論を代表とする非伝統的金融政策について簡単に紹介し、それを標準的なマクロ経済学のロジックで分析することを試みた。そこでは、必ずしもマクロ経済学のロジックの上で、自明とできるような理論であるとは言えないように思われる。可能性もあるが、量的緩和を行えばそれだけで、デフレ解消になるものでもない<sup>19)</sup>。もちろん、すべての議論を本論文の中で詳細に検討できていないわけではない。フィリップス曲線の議論、最近の動学的マクロ経済学の議論など今回取り上げることができなかったものも多い。これらの点についてはこれからの著者の課題である。

### 参考文献

- 伊藤隆敏 (2001) 『インフレターゲットイング』 日本経済新聞社。  
井上謙吾 (2000) 『何が正しい経済政策か』 日本経済新聞社。  
岩田規久男 (1993) 『金融政策の経済学—「日銀理論」の検証』 日本経済新聞社。  
岩田規久男 (2001) 『デフレの経済学』 東洋経済新報社。  
岩田規久男編 (2000) 『金融政策の論点』 東洋経済新報社。  
岩田規久男・宮川努編 (2003) 『失われた10年の真因とは何か』 東洋経済新報社。  
岩田規久男責任編集 (2001) 『エコノミックス』 第5号。  
岩田規久男・柳川範之・八田達夫責任編集 (2002) 『エコノミックス』 第7号。  
岩本康志・大竹文雄・齊藤誠・二神孝一 (1999) 『経済政策とマクロ経済学』 日本経済新聞社。  
翁邦雄 (1993) 『金融政策—中央銀行の視点と選択』 東洋経済新報社。  
翁邦雄 (2017) 『金利と経済』 ダイアモンド社。  
加藤出 (2001) 『日銀は死んだのか?』 日本経済新聞社。  
加藤出 (2003) 「インフレ目標政策の問題点」第12回 ESRI—経済政策フォーラム『インフレ目標政策を巡って』 経済社会総合研究所。  
込江雅彦 (2004) 「デフレーションと金融政策」(『企業研究』 第4号)。  
小宮隆太郎・日本経済研究センター編 (2002) 『金融政策論議の争点』。  
白川方明 (2008) 『現代の金融政策』 日本経済新聞社。  
杉原茂・三平剛・高橋吾行・武田光滋 (2000) 「金融政策の波及経路と政策手段」(『経済分析』 第162号)。  
中谷巖 (2000) 『入門マクロ経済学第4版』 日本評論社。  
日本銀行 (2016) 「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」。  
野口旭 (2003) 『経済論戦』 日本評論社。  
深尾光洋・吉川洋編 (2000) 『ゼロ金利と日本経済』 日本経済新聞社。  
宮尾龍蔵 (2015) 『非伝統的金融政策』 有斐閣。

---

19) 量的緩和論者も政策パッケージについて批判しているわけではない。

- 吉川洋・通商産業研究所編集委員会(2000)『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社。
- Bernanke, B. S., Mishkin, F. S., Laubach, T., and Posen, A. S. (1999), *Inflation Targeting; Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
- Blanchard, Olivier (1997), *Macroeconomics*, Prentice — Hall Inc. (鶴田忠彦・知野哲郎・中泉真樹・中山徳良・渡辺慎一訳(1999)『ブランチャールマクロ経済学上・下』東洋経済新報社)。
- Krugman, Paul (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brooking Papers on Economic Activity* No. 2.
- Gregory Mankiw (2003), *Macroeconomics, fourth edition* Worth Publishers (足立英之・地主敏樹・中谷武・柳川隆訳『マンキューマクロ経済学 I 入門編』東洋経済新報社)。
- Solow, R. M and Taylor, J. B. (1988), *Inflation, Unemployment, and Monetarist Policy*. The MIT Press (秋葉弘哉・大野裕之訳(1999)『インフレ, 雇用, そして金融政策—現代経済学の中心的課題』ピアソン)。