

## 量的緩和政策の有効性

－なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか－

The Effectiveness of the Central Bank's Quantitative Easing Policy : Why Has It  
Achieved Sufficient Results in the U.S. but Not yet in Japan?

内田 昌廣

UCHIDA Masahiro

キーワード：金融政策 量的緩和政策

### 要 旨

2013年春からの日銀の量的緩和政策は、想定された政策効果波及メカニズムが機能せず、物価安定目標を達成できていない。実質金利低下の効果が家計消費・企業投資に結びつき量的緩和政策から脱却できた米国とそうでない日本との差異の主因は、日米両国の雇用者報酬のパフォーマンスの違いである。金融機関のポートフォリオ・リバランス効果も日本ではほとんど起きず、緩和マネーは金融システムの中に滞留している。雇用者報酬を増加させる政府の政策がない限り量的緩和政策の効果は今後も望めず、空前の規模に達した日銀保有国債残高が将来引き起こす悪影響を回避するためにも、日銀は現在の量的緩和政策を転換するべきである。

### はじめに

日米の金融当局は、導入時期は異なるものの、ゼロ金利政策による金融緩和効果の限界を受けて量的緩和政策を実施してきた。しかし、量的緩和政策の効果は日米で対照的な相違をみせている。米国連邦準備制度理事会（以下、FRB）は、2014年10月に量的緩和政策を終了、さらには2015年12月には政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.25ポイント引き上げ0.25～0.5%とし、異例ともいえる量的緩和政策からの脱却に成功した。一方、日本銀行（以下、日銀）は、対名目GDP比でみたマネタリーベースの規模がFRBの3.5倍にも達する資産買い入れを行って金利低下を誘導してきたにもかかわらず、依然として2%の物価安定目標は実現できず、量的緩和政策を継続せざるを得ない状況から脱することができていない。本稿の目的は、なぜ米国が量的緩和政策から脱却でき、日本は未だ脱却できていないのか、その原因を考察することである。

（注）本稿では、日本におけるそれぞれの量的緩和政策を以下のように略記する。

QE I：量的緩和 2001年3月～2006年3月（速水総裁、福井総裁）

QEⅡ：包括的な金融緩和 2010年10月～2013年3月（白川総裁）

QQEⅠ：量的・質的金融緩和 2013年4月～2016年1月（黒田総裁）

QQEⅡ：マイナス金利付き量的・質的金融緩和 2016年2月～2016年9月（黒田総裁）

QQEⅢ：長期金利操作付き量的・質的金融緩和 2016年9月～（黒田総裁）

## 1. 異次元緩和政策の政策効果波及メカニズム

日銀は2013年4月にQQEⅠに踏み込んだ。黒田総裁は、白川前総裁時代のQEⅡを不十分なものと批判し、マネタリーベースを2年間で2倍とかつてない規模に膨らませる量的緩和の拡大によって、消費者物価指数の上昇率2%の物価安定目標を2年で達成することを表明した。

量的緩和政策の有効性について、白川前総裁がそれまでの同政策の効果を「総需要が脆弱な状況においては、金融政策（ゼロ金利政策＋量的緩和政策）は有効に機能しない」と総括し、さらなる量的緩和の拡大に消極的であったことに対するアンチテーゼであった。量的緩和政策の有効性に関しては、これを肯定するいわゆるリフレ派と否定するいわゆる構造改革派との対立が見られてきたが、かつてないスケールでの同政策をアベノミクスの第1の矢に組み込んだ安倍政権、そして黒田総裁・岩田副総裁をはじめとする新しい日銀政策委員という枠組みは、リフレ派の立場に基づく大きな「政策転換」であった。

QQEⅠの導入時に金融政策決定会合が想定した政策効果は、第1に長めの金利や資産価格のプレミアムを低下させる効果、第2にこれまで長期国債の運用を行っていた金融機関や投資家が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりするといった、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果、第3に市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換する効果であった。そして、「これらの効果を通じて、実体経済や金融市場に現れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させることによって、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものである」とした（2013年4月3、4日開催の金融政策決定会合議事要旨）。

こうした認識の下、2013年4月以降日銀は、マネタリーベースを年間60～70兆円というかつてないほどの規模で増加させることを目標に、①年間50兆円ペースの長期国債買い入れによって金融機関の日銀当座預金残高を2012年末の47兆円から175兆円に増加させる（量的緩和）、②イールドカーブをフラット化させるために、長期国債買い入れ対象を超長期債へも広げ、買い入れの平均残存期間を3年から7年程度にする（質的緩和）、③上場投資信託(ETF)など非伝統的資産の買い入れも拡大する（質的緩和）オペレーションを行ってきた。また、2014年10月には、当初の量的目標を追加拡大（マネタリーベースの増加目標を年間80兆円、長期国債買い入れを年間80兆円、買い入れ残存期間を7～10年程度、ETFなどの買い入れ額拡大）を行った。

日銀が、QQEⅠによって2%の物価安定目標を達成できるとした政策波及メカニズムは、次のようなものであった（日本銀行（2015））。

① 「2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現

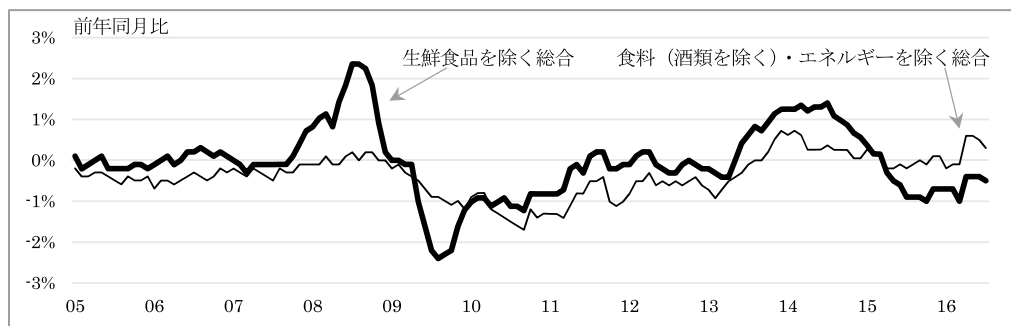
量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

する」、また「これを安定的に持続するために必要な時点まで（同政策を）継続する」という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、デフレイマインドを転換し、人々の予想物価上昇率を引き上げる。

- ② 巨額の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 上記①と②によって実質金利を押し下げる。
- ④ 実質金利の低下効果が民間需要を刺激することで、景気が好転し、需給ギャップが改善する。
- ⑤ 需給ギャップの改善は、①の人々の予想インフレ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 現実の物価上昇率の上昇が、人々の予想インフレ率をさらに押し上げる。
- ⑦ この間、金融面では、株価や為替相場などの資産価格が、上記のような経済・物価の動きを反映し、あるいはその動きを先取りする形で形成される。
- ⑧ さらに、投資家がリスク性資産への選好を高める（ポートフォリオ・リバランス効果）結果、リスク性資産の価格に対するプラスの影響のほか、金融の量的側面でも、貸出の増加などが期待される。

すなわち、ゼロ金利制約の下で日銀が着目しQQE I の理論的根拠としたのは、第1に、経済活動に影響を与えるのは名目金利ではなく実質金利（名目金利－予想インフレ率）である。第2に、日本では予想インフレ率が2%の物価安定目標に比べて低すぎる状態にある。第3に、予想インフレ率を引き上げることができれば、実質金利を低下させ、企業や家計の経済活動を刺激することができ、経済活動が活発化して現実の物価上昇率が高まる—というものであり、この波及メカニズムの実現のために、④大規模な長期国債買入れによって名目長期金利を引き下げ、同時に⑥物価安定目標を実現するまで日銀が大規模な量的緩和を継続することを公約することで、人々の予想インフレを高める—という2つのチャンネルによって実質金利を高めることを狙いとした。

（図表1）消費者物価指数上昇率の推移



（注）2015年基準。消費税率引上げの影響（日銀試算）を除くベース。（出所）総務省統計より作成

しかし、QQE I が実施されて 3 年半経っても 2 % の物価安定目標は実現できず (図表 1)、2016 年 1 月から QQE II の導入に追い込まれる中で、日銀の量的緩和政策の効果に対する限界および副作用を指摘する声が高まっている。一方で、現行政策の継続あるいはその強化を支持する主張もある。

量的緩和政策の継続を主張する論者は、同政策の効果として、極端な円高が修正されたこと、企業収益が過去最高水準になったこと、3 年連続でベースアップが実現し失業率が 3 % まで低下したこと、エネルギーを除く消費者物価上昇率は 2 年 10 か月連続でプラスであることなどを挙げ、量的緩和政策による金利低下がデフレ脱却に寄与したとする。そして、2 % の物価安定目標が実現できていない原因は予想インフレ率が想定通りには上昇しなかったことだとし、予想インフレ率をさらに高めるためには量的緩和政策を継続することが必要であると主張する。

## 2. 予想インフレ率は、量的緩和によって高められたのか

日銀は 2 % 上昇の実現が 2017 年度中にずれ込むとの見通しを示しているが、黒田総裁は「最近の予想インフレ率の低下は、2015 年夏以降原油価格の大幅な下落や円高、中国経済の減速の影響を反映したもので、人々の予想インフレ率が高まっているという基調は変化していない」旨の説明を繰り返してきた。今年 (2016 年 9 月) の金融政策決定会合後に公表された「政策効果についての総括的な検証」においても、同様の説明がなされた。

しかし、この説明に対しては疑問があると言わざるを得ない。

第 1 の疑問は、最近の物価上昇率の低下の原因を黒田総裁が説明するような外部要因の影響とするならば、2013 年～2014 年にかけての物価上昇率の高まりは、経済主体の予想インフレ率の高まりが主因ではなく、同時期の原油高と円安の進行、およびこれらに起因する輸入物価の上昇が主因であったという反論が可能である。あるいは、日銀が予想インフレ率の観測で根拠としている各種アンケート調査やブレイクイーブンインフレ率 (BEI) で同時期に予想インフレ率が高まったことを論拠にするならば、その高まりは原油高や円安による輸入物価を反映したもので、QQE I によってもたらされたものではないという反論が可能であろう。

量的緩和の推進論者は、2013 年以降の円安は明らかに QQE I の効果であると主張する。しかし、同時期の円安への転換の主因は、2013 年 5 月の FRB バーナンキ議長が量的金融緩和第 3 弾 (QE3) の縮小可能性を示唆したことを契機に米ドルの流動性逼迫懸念が高まり、世界的にドル高トレンドに転換したことが主因であり、このトレンド転換に QQE I の開始が重なったとみるのが妥当であろう。

第 2 の疑問は、「予想インフレ率が高まっているという基調は変化していない」のであれば、なぜ現実の物価上昇率は未だ低迷しているのか。日銀の理論が正しければ、将来の予想インフレ率は (現在の消費・投資を喚起して) 現在の消費者物価上昇率を高めるはずである。しかし、現実にはそうになっていない。(名目金利はすでに十分すぎるほどに低下しているため) 実質金利は大幅に低下しているにもかかわらず現在の消費・投資を喚起できていないことの証左であり、

量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

日銀がいう外部要因がたとえ将来変化したとしても消費・投資が喚起される保証はない。

### 3. 実質金利の低下は、消費や投資を喚起できるのか

さらにいえば、そもそも日銀が量的緩和政策の理論的根拠として「経済活動（消費・投資）に影響を与えるのは実質金利である」という考え方を強調すること自体にもかなり直截的な強引さを感じる。この考え方はニューケインジアン的な理論に依拠しているが、家計や企業が実質金利の低下によって消費や投資を現実を増やすと期待できるためには、この考え方が暗黙裡に想定している金利以外の前提条件が整っていることが必要であることを忘れてはならない。

暗黙裡の前提条件とは、将来の期待所得や期待収益の増加率が現在のそれを上回っているか少なくとも現在と同水準であることである。この前提条件が成立していない時には、実質金利が低下したとしても、家計や企業にとって負債残高を増やして現在の消費や投資を増加させようとするインセンティブは働きにくいと考えるのが妥当であろう。例えば、現在の名目長期金利が0.5%、予想インフレ率が2%の時、実質金利は-1.5%となる。この状況で家計や企業が借入を増やして住宅ローンや設備投資を増加させるかどうかは、将来の借入返済負担（借入時点で確定）と将来の所得・収益の見通し（増加期待値）との比較に依存するはずだからである。

もし将来の期待・収益見通しの予想増加率が小さい場合には、いかに現在の名目金利（借入金利）が低い水準にあっても、消費・投資需要は喚起されにくいであろう。さらに、借入を行わない家計や企業にとっては、日銀の大規模な量的緩和と物価安定目標の強いコミットメントだけで、「将来物価が上がりそうだから、今のうちに手許資金を使ってモノを購入しておこう」と行動することはあまり期待できないであろう。こうした経済主体にとっても、たとえ予想インフレ率が高まったとしても、将来の所得・収益が現在よりも改善するという見込みがない限り、現在の消費・投資を増やすインセンティブは期待できないと考えるのが自然である。

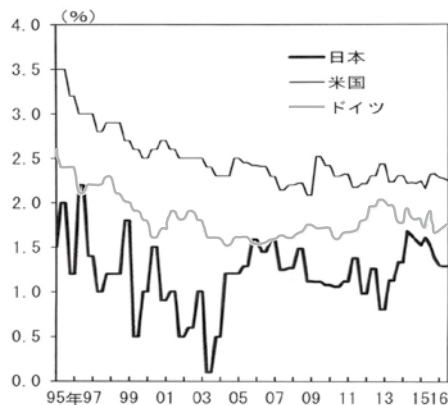
この点についての日銀の説明はこれまでほとんどなかったが、日銀は最近になって間接的ながらもようやく日銀の認識が推察できる説明を行った（日本銀行（2016a））。日銀はこの中で2015年夏以降の予想インフレ率の低下の原因について、次のような分析結果を示している。「日本では、予想インフレ率の形成において現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の度合いが欧米と比べて高い」、「適合的な期待形成の度合いが高い理由は、春闘など日本の賃金交渉が欧米と比較して（過去の）インフレ実績の影響を受けやすいためである」、「米独では交渉対象となる賃金の適用期間が日本より長く、労使交渉において中長期的な物価動向が考慮されやすく、その際に中央銀行のインフレ目標が重要な要素となっているため、（過去の）インフレ実績の影響を受けにくい」ことが考えられるというものである（図表2、図表3）。

これまで政策効果について強気の姿勢を貫いてきた日銀が、予想インフレ率の低下に直面してようやく「言い訳」を公表した形であるが、この分析結果はいみじくも実質金利の低下が消費・投資を喚起するとの理論の暗黙裡の前提条件である「将来の所得・収益見通し」の重要性を間接的ながら認めたものと解釈できる。なお、日銀はこう分析したうえで、「適合的な期待形成」

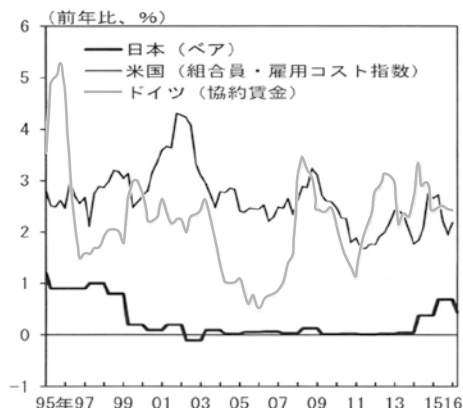
以外の「フォワードルッキングな期待形成」を高める努力を引き続き行うとしているが、後者の要因が小さい日本において、量的緩和政策によってこれを高めることは難しいと考えざるを得ない。

なぜなら、前述の通り、2015年夏までの予想インフレ率の上昇は、日銀の量的緩和政策と物価安定目標のコミットメントが人々の心理に働きかけたというよりも、原油価格の高止まりやリーマン・ショック以降のドル安トレンドの転換による円安の進行、消費税率の引上げといった要因が強く働いたと考えられるからであり、これらの要因は日銀の金融政策によって影響を与えられないものだからである。金融緩和によって円安誘導はできるとの考え方があがるが、為替レート水準は他国の経済金融情勢との相対的關係で決まるのであり、短期的には誘導が可能であっても中長期的には難しいと考えるのが妥当であろう。

(図表 2) 日米独の中長期の予想インフレ率



(図表 3) 日米独のベースアップ率



(出所) 日本銀行 (2016a)

#### 4. 実質金利の低下は、実際に消費・投資を刺激できたのか

前節での考察を踏まえ、本節では、日銀が期待するような「実質金利が下がれば、(現在の)消費や投資が増加する」という状況が日本でこれまで実際に起こってきたか、起こってこなかったとすればその原因は何か一について、日米両国の家計消費・設備投資の実績から検証する。

##### (1) 家計消費の動向

家計最終消費支出(実質)の推移をみると、米国ではリーマン・ショック後の落ち込みからいち早く脱し、2010年後半には同ショック以前の水準に持ち直した。その後は増加ペースを緩めたものの、2014年以降はリーマン・ショック前とほぼ同じ増加テンポで拡大した。これに対して日本では、QE II, QQE I の時期を通じて家計最終消費支出(持ち家の帰属家賃を除くベース)は緩慢な推移に終始し、消費税率引き上げ前には一時的に増加したものの、その後は反動減に

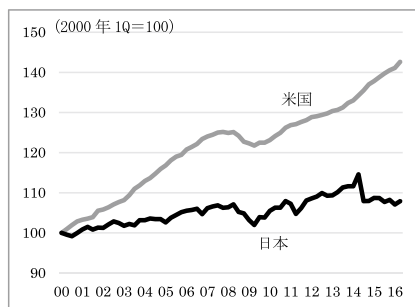
量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

転じている（図表4）。2001年以降のデフレ傾向による実質金額の押し上げ効果を除く名目金額でみると、消費税要因を除けば家計最終消費支出はほぼ横ばいで推移してきた（図表10）。

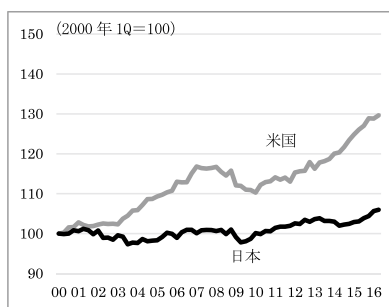
量的緩和期における日米の家計最終消費支出の拡大テンポの大きな違いは、何から生じているのか。結論を先取りすれば、家計消費動向における両国の差異の最大要因は、雇用者報酬動向の違いにあると断じてよいであろう。リーマン・ショック後の米国の家計最終消費支出は、緩やかながらも拡大トレンドを回復してきたが、その大きな要因は雇用者報酬の増加テンポが日本より堅調で、2013年以降は同ショック以前の水準を凌ぐほどに推移したことである。リーマン・ショック後には失業率が10%まで上昇する中で雇用者報酬は減少したものの、2年程度で同ショック前の水準に回復し、その後も日本と比べて力強く推移した（図表5、図表6）。

加えて、日本と比較して消費者信用の普及率が高いことが金融緩和による消費者信用金利の低下によって消費喚起効果を発現したこと、また家計の保有金融資産残高に占める株式・債券・投資信託の比率が日本と比べて大幅に高いため家計の利子・配当所得が雇用者報酬の20%以上の規模があり（図表8）、配当所得の回復（図表7）や株価回復によって家計の株式・投資信託の含み益が回復したこと（図表9）が家計消費の早期回復の下支え（金融緩和による資産効果）として大きく寄与したことがわかる。

（図表4）家計最終消費支出（実質）の推移

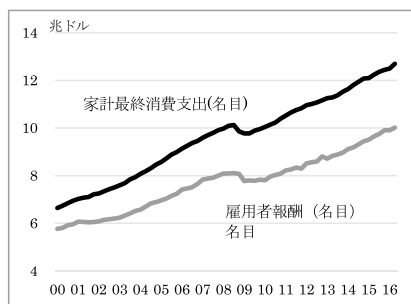


（図表5）雇用者報酬（実質）の推移

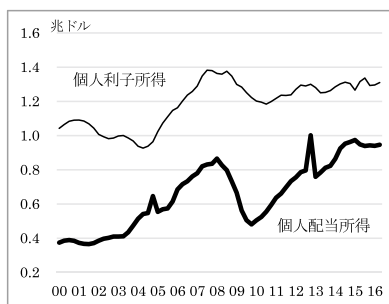


（注）季節調整済・年率換算値。日本の実質家計最終消費支出は、持ち家の帰属家賃を除くベース。（出所）内閣府、米国商務省統計より作成

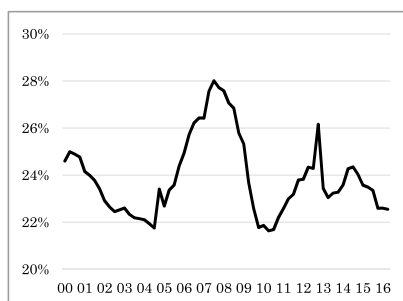
（図表6）家計最終消費支出（名目）と雇用者報酬（名目）〔米国〕



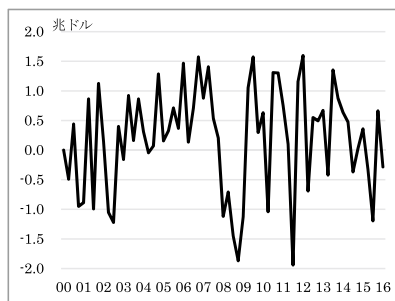
（図表7）個人利子・配当所得〔米国〕



(図表 8) 個人利子・配当所得の対雇用者報酬比率〔米国〕



(図表 9) 個人保有株式・投資信託の含み損益〔米国〕



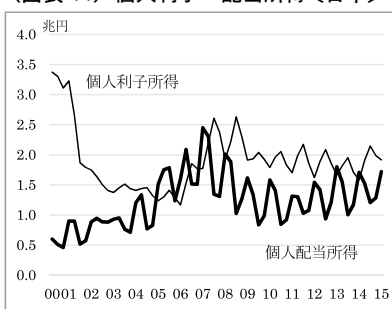
(注) 季節調整値。含み損益＝当期末残高－(当期増減額＋前期末残高)による試算値。  
(出所) 米国商務省・FRB統計より作成

一方、日本の雇用者報酬（名目）は、2001 年以降、非正規雇用の大幅な増加や大企業の海外生産移転の活発化などを背景に減少傾向をたどってきた。リーマン・ショックを契機にさらに減少した後も低迷が続き、2014 年から安倍内閣が「官製春闘」と言われる形で大企業に対して賃上げを要請したことで持ち直し傾向となっているが、ようやくリーマン・ショック前の水準まで戻ったに過ぎず、デフレが始まる前の 2000 年水準（270 兆円）を未だ 10 兆円程度下回っている状況である（図表 10）。

(図表 10) 名目家計最終消費支出と名目雇用者報酬〔日本〕



(図表 11) 個人利子・配当所得〔日本〕



(注) 個人の利子・配当所得は後方 2 四半期移動平均値。  
(出所) 内閣府・日銀統計より作成

このような所得推移の下で、家計最終消費支出（名目）は、QEII（2010 年 10 月～2013 年 3 月）の時期には失業率が 5% 近くから 4% 台前半に低下したにも拘わらずほぼ横ばいで推移した。雇用者報酬が減少し続け、その後低位安定し、ゼロ金利政策の継続・量的緩和政策によっても本格的に回復しなかった。2013 年 4 月以降のQQE I 導入後には、消費税率引き上げ前の駆け



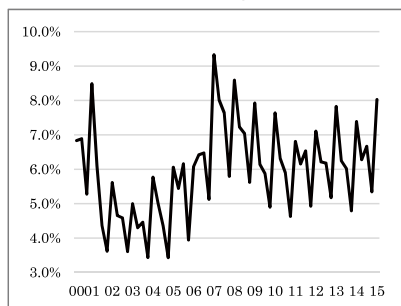
量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

込み需要から一時的に増加したもののその後は反動減となり、2000年代前半の水準に戻っている。特に、2014年以降、雇用者報酬が増加している中でも家計最終消費支出は低迷し、両者の乖離幅は2000年代前半の水準まで拡大傾向を示している。これは、家計が所得の緩やかな増加の中でも消費を抑え、現役世代が雇用不安・将来不安などから儉約志向と貯蓄率をともに高めていることを示唆している。

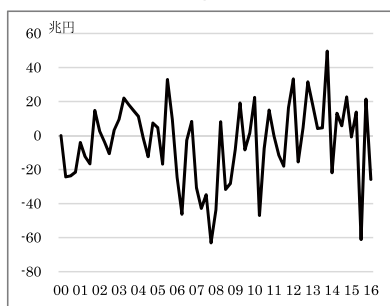
こうした家計の所得・消費状況を見ると、日銀が量的緩和政策の効果波及メカニズムとして想定した「実質金利の低下が個人消費を刺激する」といった状況は現実には生じていないと断じざるを得ない。時間軸政策と量的緩和政策によって実質金利の低下に成功したとしても、現在の所得環境（および将来の期待所得）の好転がなければ、家計は実質金利の低下だけでは現在の消費を増加させないということをこのデータは示している。

米国の場合と同様に、日本の家計利子・配当所得の推移についても確認しておく。米国QE3の縮小に素早く反応した海外投資家が主導する形で2015年秋まで円安・株高が進んだが、米国と異なり家計が保有する金融資産残高に占める株式・投資信託の比率が低い日本では、家計の利子・配当所得は雇用者報酬の規模の6～8%と小さく、米国のような資産効果は限定的であったと考えられる（図表11、図表12）。但し、株式・投資信託の含み損益はQQE I導入後にプラスを計上した四半期が増加した（図表13）。高額商品の購買が伸びていると報道された時期であり、株式・投資信託の含み益が家計最終消費支出をある程度下支えしたと考えられる。

（図表12）個人利子・配当所得の対雇用者報酬比率〔日本〕



（図表13）個人保有株式・投資信託の含み損益〔日本〕



（注）家計の利子・配当所得は後方2四半期移動平均値。含み損益は（図表9）に同じ。

（出所）内閣府・日銀統計より作成

## （2）設備投資の動向

次に、日米の量的緩和政策が企業の設備投資にプラスの影響を与えたのかどうかを検証する。

民間企業の設備投資（実質）の動向をみると、米国ではリーマン・ショック後に大きく減少した後、2010年のボトムから約3年を経て同ショック前の水準に回復し、その後も増加を続けた（なお、2015年以降は足踏み状態からやや減少に転じており、足取りは重たい）。

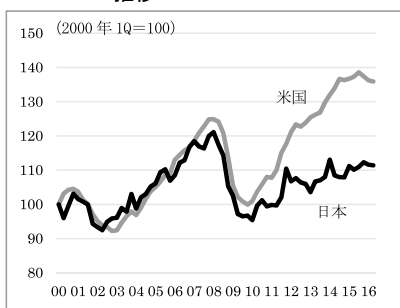
一方、日本では、リーマン・ショック後の落ち込みは米国と同程度であったものの、その後の回復は鈍く同ショック前の水準を大きく下回ったままである(図表 14)。

両国の設備投資の回復の違いの主因は、営業利益の回復テンポの差に求められよう。米国企業の営業利益は、(1)でみた個人消費の堅調さとドル安に支えられて 2013 年まで順調に回復した。しかし、設備投資の回復は営業利益の回復ペースほどにはなっておらず、設備投資の対営業利益率はITバブル崩壊後と同水準の 50%前後にとどまっている(図表 15, 図表 17)。リーマン・ショック後の米国政府の財政出動とFRBの量的緩和の下でも、民間企業は収益の回復ほどには設備投資を積極化させてこなかったことが窺える。

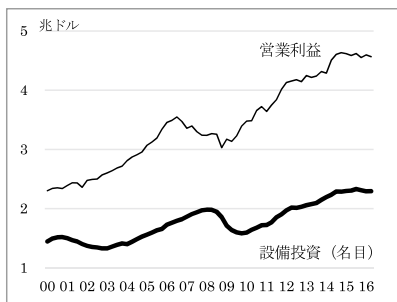
一方、日本では、QQE I の前半における円安を受けて輸出企業を中心に営業利益が急回復したものの、設備投資の回復の足取りは米国以上に鈍い状況が続いており、設備投資の対営業利益比率は低迷したままである(図表 16, 図表 18)。民間企業(金融を除く全産業)の利子・配当の純受取(受取利子・配当-支払利子・配当)の推移をみると、QQE I による借入金利の一段の低下による支払利子の減少によって、それまでのマイナスからプラスに転じており、これを反映して利子・配当の純受取の対営業利益比率も 15%近くまで上昇している(図表 19)。

このように、日米両国とも、量的緩和政策がもたらした借入金利の一段の低下(これによる実質金利の低下)が民間企業の設備投資を刺激する効果は限定的であったと考えられる。

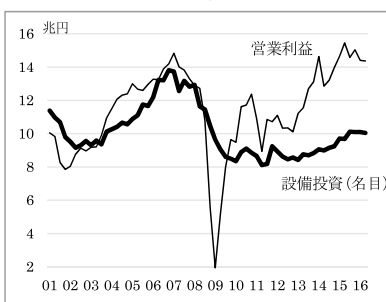
(図表 14) 民間企業設備投資(実質)の推移



(図表 15) 民間企業の営業利益・設備投資【米国】



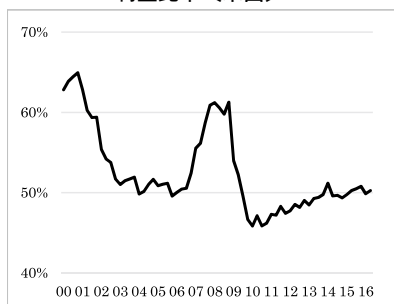
(図表 16) 民間企業の営業利益・設備投資【日本】



(出所) 内閣府, 財務省, 米国商務省統計より作成

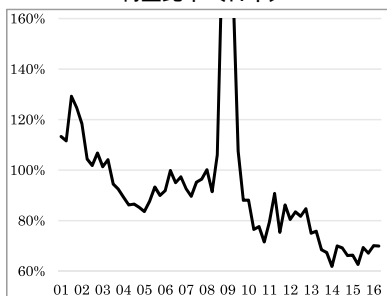
量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

(図表 17) 民間企業設備投資の対営業利益比率〔米国〕

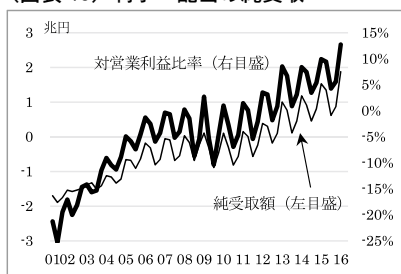


(出所) 財務省、米国商務省統計より作成

(図表 18) 民間企業設備投資の対営業利益比率〔日本〕



(図表 19) 利子・配当の純受取



(注) 金融・保険を除く全産業。後方2四半期移動平均値 (出所) 財務省統計より作成

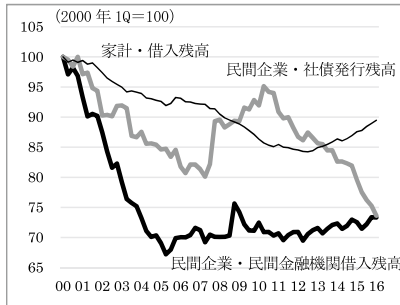
### (3) 企業や家計の資金調達が増加したか

上記(1)(2)で分析した消費・投資の動向を、企業や家計の負債残高や現預金の動きから確認しておこう。

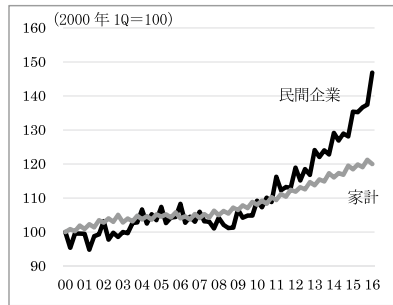
日本の民間企業の借入残高・社債発行残高の推移をみると、借入残高は2005年にかけて大幅に減少した後、(リーマン・ショック直後の緊急避難的な借入増加の時期を除いて) ほぼ横ばいで推移し、2013年以降もごく僅かな増加にとどまっている。社債残高も、2000年以降減少を続け、リーマン・ショック後に回復したものの以降は再び減少に転じ、QQE Iの期間においても一段と減少している。一方、家計の借入残高(住宅ローン・消費者ローンを含む)は2013年まで一貫して減少傾向をたどった後、QQE I導入以降は長期国債金利の低下を反映した住宅ローン金利の低下によってやや持ち直している(図表20)。

これに対して、民間企業・家計の預金残高はリーマン・ショック以降増加基調をたどっている。特に民間企業の預金残高の増勢テンポが著しい(図表21)。民間企業は、輸出企業を中心にQQE I下の円安進行期に収益を大幅に回復したが、設備投資を減価償却の範囲内に抑えつつ、借入を増やさず余剰資金を預金に滞留させる傾向を強めてきた。ここからも、実質金利の低下が民間企業の設備投資や家計の住宅投資を刺激する効果は現在まで小さかったことが裏付けられる。

(図表 20) 民間企業・家計の負債残高  
〔日本〕



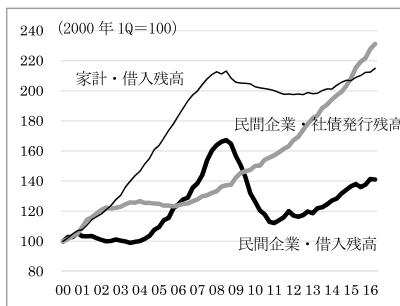
(図表 21) 民間企業・家計の現預金残高  
〔日本〕



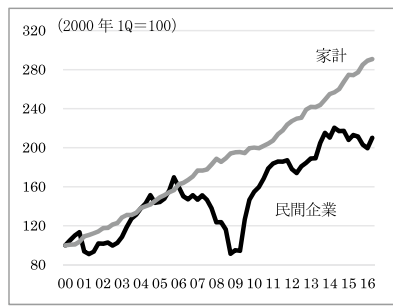
(注) 金融・保険を除く全産業。後方 2 四半期移動平均値  
(出所) 日銀統計より作成

一方、米国では、家計の借入残高は、借入金利の低下や住宅価格の持ち直しとともに 2013 年以降増加に転じている。民間企業の借入残高はリーマン・ショック後に大きく落ち込んだ後、企業収益の堅調な回復を反映して回復基調をたどった。社債発行残高は量的緩和による発行条件の好転により増勢を強めている。社債の発行増加は、住宅価格の持ち直しによる住宅ローンの回復を受けた住宅債権担保証券 (MBS) などの発行増加が中心である (図表 22)。民間企業の預金残高は、リーマン・ショック後に大きく減少した後に 2 年ほどで持ち直し、同ショック前の水準を大きく上回って推移した (図表 23)。余裕資金を設備投資に回さず、手元流動性に対する選好が強まってきたことが窺える。

(図表 22) 民間企業・家計の負債残高  
〔米国〕



(図表 23) 民間企業・家計の預金残高  
〔米国〕



(注) 金融・保険を除く全産業。後方 2 四半期移動平均値  
(出所) F R B 統計より作成

### 5. 金融機関のポートフォリオ・リバランスはどの程度起こったのか

2%の物価安定目標についてのコミットメント自体が直接的に人々のインフレ期待に働きか

ける効果が限定的であるとするならば、量的緩和政策の波及効果メカニズムとして想定されたもう1つのチャンネル、すなわち日銀がマネタリーベースを大規模に増加させることによって貸出金利や社債発行金利を一段と低下させ、また投資家の投資姿勢をリスクオンに転換させて株価を上昇されることで、金融機関や投資家のポートフォリオ・リバランスを起し、これらを通じて实体经济へ働きかけるというチャンネルは効果を上げたのであろうか。

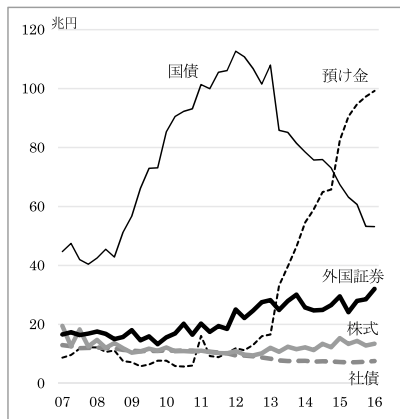
QQE I によって、金融機関や投資家の投資判断の基準となる長期国債金利は、確かに一段と低下した。これを反映して、金融機関の貸出金利や社債金利も一段の低下をたどり、株価も大幅に上昇した。問題は、ポートフォリオ・リバランスがどの程度進展したのか、換言すれば緩和マネーはどこにどれだけ流れたのかということである。

QQE I でかつてない大規模な長期国債の買い入れを行う際の日銀の「標的」は、QE I やQE II と同様、銀行を中心とする金融機関であった。銀行は、米国と異なり政府の新規国債発行の中心的な引き受け元として長年機能する仕組みから国債の最大投資家であるが、リーマン・ショック後は国債の購入姿勢を強めてきた。この背景には、国内の貸出需要の低迷が続いたこと、バーゼル規制の強化によって同規制上の信用リスク量を増やさずに安全確実に資金運用できる投資対象であったことがある。量的緩和政策の狙いは、この積みあがった銀行保有国債を大規模に買い入れることによって、金利面では国債利回りを一段と低下させることによって民間金融機関のそれまでの国債投資へのインセンティブを削ぐこと、量的な面では銀行の超過準備を過剰にすることによって超過準備が国債以外の投資に回るように強力的に背中を押すことであった。そこで、以下では、最大の国債保有者である銀行のポートフォリオ・リバランスがどの程度起こったのかを検証する。

まず、貸出以外の主要資産である国債、社債、株式、外国証券の保有残高が量的緩和政策によってどのように変化したのかをみる(図表 24, 図表 25)。リーマン・ショック時には 50 兆円弱であった都市銀行の国債保有残高は 2012 年には 100 兆円を上回るまでに増加した後、日銀の国債買い入れによって 2016 年 3 月末には 50 兆円台にまで減少した。国債保有残高の減少の一部は外国証券投資や株式に向かったことが確認できるが、その増加額は国債残高の減少額に比べて僅かである。一方、預け金(大半は日銀当座預金)残高は、QQE I 導入後に急激に増加したのがわかる。このことは、都市銀行が日銀の国債買い入れに応じた売却代金の大半を日銀当座預金に温存していることを意味する。

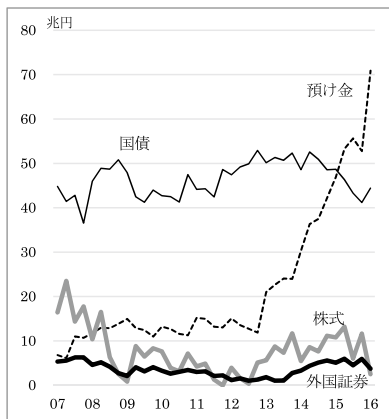
銀行が、既存の保有国債を日銀に高値で売却して得た売却代金を日銀当座預金に温存する理由の1つは、準備預金を上回る残高(超過準備)には日銀が 0.1%の付利を行っている(補完当座預金制度)ことがある。同制度は、リーマン・ショック直後に生じた突発的な資金需要に金融機関が対応できず短期金融市場が機能停止したことを教訓に設けられたものであるが、時限措置であったにもかかわらず現在まで継続されている<sup>1)</sup>。

(図表 24) 資産残高 (貸出を除く) : 都銀



(出所) 日銀統計より作成

(図表 25) 資産残高 (貸出を除く) : 地銀+信託銀



国内銀行にとっては、日銀当座預金を貸出などに振り向けるとバーゼル規制上の信用リスク増加につながる。国内銀行は 1990 年代後半の金融危機以降、信用リスク増加を回避するため国債への投資を積極化してきたが、QQE I 導入後はこれもままならない。加えて、バーゼル委員会での銀行の国債保有を制限しようとの国際的な動きが本格化する中で、運用資産の振り向け先として信用リスク負担も金利リスク負担もなく、かつ薄利ながら確実に利益が得られる日銀当座預金残高は格好の運用手段となってきたのである。一方、地方銀行と信託銀行の資産残高も、国債残高の減少額は都市銀行ほどではないものの、株式や外国証券の増加は限定的であり、預け金の増加額が際立っていることは都市銀行の場合と同様である。

次に、銀行の最大の資産である貸出残高がどの程度増加したのかを検証する。日銀は、金融危機以降減少し続けてきた金融機関(大手行 10 行, 地方銀行, 信用金庫の合計)による貸出(平残)が、QQE I の導入以降、金融機関の貸出姿勢が積極化したことによって前年同月比伸び率が 2 % 程度の増加となっていることをもって、国内金融機関のポートフォリオ・リバランス効果が発現しているとしている。

しかし、この貸出平残の伸び率は、額面通りに受け取ることはできない。なぜなら、日銀が量的緩和政策と同時に実施してきた「支援資金供給」(日銀貸出)を見合いにした市中貸出が 2016 年 6 月時点で 31.4 兆円に達しており、この市中貸出を除いたベースで金融機関の貸出平残を試算すると、日銀統計でみるような前年比 2 % 超の伸び率とはなっていないからである。

日銀の「支援資金供給」(成長基盤強化支援資金供給 (2010 年 4 月開始), 貸出増加支援資金供給 (2014 年 1 月開始))とは、量的緩和と並行して行われている日銀貸出である。金融機関の立場からみると、超過準備の残高に対して日銀から 0.1% の利子を受け取れるうえに、日銀からの資金供給は金利ゼロ%で貸出されるため、日銀が定める適格案件を発掘して日銀から「支援

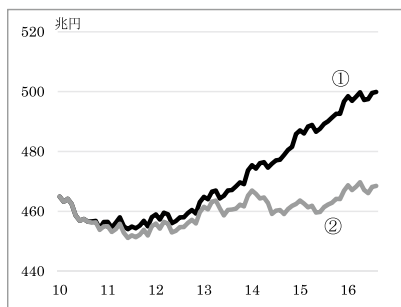
資金供給」を受ければ、実質的にマイナス0.1%の資金調達コストで貸し出すことが可能となる制度である。

この「支援資金供給」を利用した貸出を除いたベースで金融機関の貸出平残をみると、2014年以降は漸減傾向となっており（図表26）、前年同月比伸び率では2014年半ばから2015年半ばまでマイナスの伸び率となった（図表27）。つまり、金融機関は、日銀によるインセンティブ付の貸出以外の貸出を減らしてきたのである。2015年半ば以降はプラスの伸び率に転じているものの1%台半ばにとどまっている。

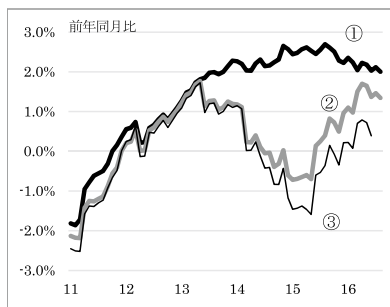
さらに、2016年2月からのQQE IIによって10年物国債利回りがマイナスになるなど長期国債利回りが一段と低下する中で、金融機関の不動産向け貸出が顕著に増加している（国内銀行・信用金庫合計で、2015年12月末の80.2兆円から2016年6月末の83.1兆円）。これは、大都市圏におけるサブリース方式の賃貸住宅の建設や販売を目的とした不動産関連貸出が中心であり、地方銀行などの都内店でもこうした貸出が増加している。

日銀の「支援資金供給」見合い貸出と不動産向け貸出を除くと、金融機関の貸出平残はQQE I導入前の2013年3月の389.6兆円から2016年6月の383.4兆円へと微減している。企業の借入需要はQQE Iによって回復しているとは言えず、日銀が期待する「実質金利の低下が企業の投資を増加させる」効果が未だ発現していないことを裏付けるものである<sup>2</sup>。

（図表26）金融機関の貸出平残



（図表27）金融機関貸出平残の伸び率



（注）①は「貸出・預金動向」、②は①から「支援資金供給」見合いの貸出平残を除くベース（試算）、③は②から不動産向け貸出を除く平残（試算）。

（出所）日銀統計より作成

このように、金融機関のポートフォリオ・リバランスは、内需の増加につながる資産（企業や家計の負債）が増加するという形ではほとんど進まなかった。結局、QQE Iで起こった金融機関のポートフォリオ・リバランスは、保有国債残高の減少と日銀当座預金残高の著しい増加というシンプルな変化をもたらしただけであり、巨額の緩和マネーの大半は金融システムの中に滞留し続けているのである。QQE Iが目指した金融機関のポートフォリオ・リバランスは、マネタリーベースの空前的増加と対比すると、極めて限定的にしか起こらなかったと結論付けられよう。

なお、2016 年初めまでのこうした状況を打開しようとしたのが、2016 年 1 月に導入された QQE II である。金融機関の超過準備残高の一部 (30 ~ 40 兆円程度) にマイナス 0.1% の金利を適用することで、これまで日銀当座預金に大量に滞留してきた超過準備の一部を力づくで追い出そうとするのが狙いである<sup>3</sup>。マイナス金利の対象となる超過準備額自体は大きなものではなかったが、将来のマイナス金利幅拡大の思惑から市場は QQE II の発表後から敏感に反応し、10 年物国債金利はさらに低下してマイナス利回りとなり、短期市場金利、金融機関の貸出金利や預金金利も一段と低下した。さらに、生命保険会社の予定利率の引下げや企業年金基金などによる運用環境もいっそう悪化する事態を招いた。こうした金融機関の収益圧迫、資金運用主体の運用環境の悪化から、QQE II に対する金融界・産業界からの批判が相次いだため、日銀は 2016 年 9 月にこれまでの金融緩和の枠組みの軸足を「量」から「金利」(イールドカーブ・コントロール) に転換する QQE III の導入 (イールドカーブの修正を目指したもので、QQE I, QQE II の戦略の大幅修正) に追い込まれることとなった。

#### 6. 量的緩和政策は、なぜ米国で有効であったのか、なぜ日本では有効でないのか

量的緩和政策は、なぜ米国では効果を発揮し、日本ではこれまでの 3 年半で効果を発揮していないのであろうか。日米の量的緩和政策の効果の差異の原因について、ここまでの分析を整理すると、以下の通りとなる。

第 1 に、米国では実質金利の低下が家計消費支出を刺激する効果が現れたが、日本では未だ現れていない。両国の違いの主因は、雇用者報酬の増加テンポの違いと考えられる。

第 2 に、米国では量的緩和政策による株価上昇による消費喚起効果 (いわゆる資産効果) が相当程度認められたが、日本では限定的である。この背景には、日米両国の個人保有金融資産に占める株式・投資信託の保有割合の違いが指摘できる。

第 3 に、米国では家計消費支出の堅調な増加テンポの持続やドル安を反映して、企業の設備投資はリーマン・ショックによる落ち込みから比較的短期間に回復し、その後も堅調な増加を続けた。一方、日本では家計消費支出の低迷が継続したことを反映して、未だに同ショック前の水準を大きく下回ったままである。

第 4 に、民間企業の資金調達面では、米国では企業借入はリーマン・ショック前の水準には回復できていないが、社債発行が大幅に増加している。この背景には、住宅価格の持ち直しを受けたでモーゲージ証券を中心とする資産担保証券の発行回復も大きく寄与している。一方、日本では企業の借入・社債発行とも低迷したままである (但し、QQE II により歴史的水準にまで低下した社債利回りから、最近では超長期債の発行が活発化している)。家計の借入は、日米とも同じような回復テンポであり、量的緩和政策の効果がみられる。

第 5 に、金融機関などのポートフォリオ・リバランスは、米国では明らかに見られたものの日本では限定的な程度にとどまっており、緩和マネーの大半は日銀当座預金に滞留したままになっている。



## 量的緩和政策の有効性 ―なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか―

これら5点のうち最も重要なのは第1点であろう。ここから導き出せる結論は、雇用者報酬が増加基調を継続している経済では量的緩和政策は有効であり、(日本のように)雇用者報酬が長期にわたって低迷している経済では量的緩和政策は有効ではないか、効果は限定的である―ということである。すなわち、第2節で指摘した「実質金利の低下は、消費や投資を刺激する」ということが実際に起こるための前提条件が米国では満たされ、日本では満たされていないことが日米で量的緩和政策の成否を分けているということになる。

この結論を今後の日本に当てはめると、次のような政策インプリケーションが得られる。

第1に、今後、雇用者報酬を継続的な増加基調に導くことがない限り、日銀が量的緩和政策をこれから先何年間続けても2%の物価安定目標が実現する可能性は極めて低い。

第2に、従って、政府・日銀がデフレ脱却・2%のインフレ率を実現するためには、金融緩和政策以外の政策、端的には雇用者報酬が継続的に増加していくための政策を強力に推進する必要がある。

第1の点については、QEⅡを指揮した白川総裁(当時)が示した判断と軌を一にしている。同総裁は、2009年11月20日の記者会見で次のように述べ、量的緩和政策の効果と限界をすでに明らかにしていた。「流動性制約が原因となって投資が実施されないといった経済状況ではない場合、つまり、需要自体が不足している場合には、中央銀行が流動性を供給するだけでは物価は上昇しない。このことは、リーマン・ショック後の米国の経験をもても分かる。FRBはかつての日銀の量的緩和と同じように超過準備という形で流動性を供給しているが、それ自体によって物価を押し上げていく効果は乏しく、流動性制約が経済活動を縛る状況ではない局面では、流動性供給には物価を上昇させる力はないことを示している。」

これに対して、黒田総裁と同時に就任した岩田副総裁は白川前総裁の見方を痛烈に批判し(岩田(2012))、考え方を同じくする黒田総裁とともに「異次元の金融緩和」を推進してきた。しかし、日銀の金融政策は、QQEⅠから最近のQQEⅢに至るまで成果が挙がらないまま迷走を繰り返してきたと言わざるを得ない。黒田総裁は、9月21日のQQEⅢ発表においても、「最終目標」(2%の物価安定目標の実現)の未実現の理由を挙げたうえで、量的緩和政策の継続について引き続き意欲を示したが、所得環境の中長期的な改善なしには実質金利が低下しても実体経済面で経済主体の需要増加を高められないという現実を直視し、現在の量的緩和政策の限界を謙虚に認め、大胆な政策転換を図るべきであろう。

今や日銀のマネタリーベースの規模は対名目GDP比で70%を超え、20%前後のFRBや欧州中央銀行と比べて異常なまでの高水準に達している。将来日銀が出口戦略に転換する時、国債利回りの著しい上昇(国債価格の下落)を招き金融機関の収益や実体経済に深刻な悪影響をもたらす危険性が高まっていることも考慮すれば、量的緩和政策のこれ以上の継続は百害あって一利なしと言わざるを得ない。

第2の点については、「いかに企業が稼げるようにするか」という供給側に焦点を当てたこれまでの政府の成長戦略からの転換を意味している。企業収益が増えれば雇用者報酬も増え、消費・

投資が増えるというシナリオにもかかわらず、大企業の収益が過去最高となってもそれが雇用者報酬の増加よりも現預金の積み上がりと株主配当に回ってきたのがこの3年半の現実である。2%の物価安定目標が実現できていないここまでの日銀の量的緩和政策の失敗は、政府の経済政策の大胆な転換をも促しているのである。

量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

(付表 1) 日銀の量的緩和政策の変遷

	量的緩和 (QE I)	包括緩和 (QE II)	量的・質的 金融緩和 (QQE I)	マイナス金利 付き量的・質 的緩和 (QQE II)	長短金利操作 付き量的・質 的緩和 (QQE III)
実施時期	2011年3月 ↓ 2006年3月	2010年10月 ↓ 2013年3月つ	2013年4月 ↓ 2016年1月	2016年2月 ↓ 2016年9月	2016年9月 ↓
政策目標	消費者物価上 昇率を安定的 にゼロ%以上 とする	中長期的な消 費者物価上昇 率の安定	消費者物価の 2%上昇 (2年以内)	消費者物価の 2%上昇	消費者物価の 2%上昇 (安 定的に2%を 超えるまで)
買入資産	長期国債	長期国債・社 債・CP・ETF・ REIT	長期国債・社 債・CP・ETF・ REIT	長期国債・社 債・CP・ETF・ REIT	長期国債・社 債・CP・ETF・ REIT
資産買入目標	4000億円/月 →1.2兆円/月	(基金残高) 35兆円 →101兆円	(年間) 60~70兆円 →80兆円	(年間) 80兆円	(年間) 80兆円±α
金融調節操作 目標	政策金利	政策金利	マネタリー ベース	マネタリーベース (超過準備の 一部にマイナス 0.1%適用)	長短金利操作 (イールドカーブ・ コントロール) + マネタリーベース

(出所) 日銀公表資料等を基に作成

(付表 2) FRBの量的緩和政策の変遷

	QE 1	QE 2	QE 3
実施時期	2009年3月 ↓ 2009年10月	2010年11月 ↓ 2011年6月	2012年9月 ↓ 2014年10月
政策目標			個人消費支出 <sup>F</sup> フルター年率2% 最大限の雇用(長期的失業率5.2 ~6.0%)
買入資産	長期国債・MBS・ その他	長期国債	長期国債・MBS
資産買入目標	国債 3000億 <sup>F</sup> MBS 1.25兆 <sup>F</sup> 他 1750億 <sup>F</sup>	国債 6000億 <sup>F</sup>	国債 450億 <sup>F</sup> /月 MBS 400億 <sup>F</sup> /月 ※2014年1月以降、月間買入額 を順次縮小。2014年10月追加買 入終了(既存残高は当面維持)
金融調節目標	FF金利	FF金利	FF金利

(出所) FRB公表資料等を基に作成

## 脚注

- 1 短期市場金利がほぼゼロ%の状態では、短期金融市場で資金の貸し手が現れず、短期金融市場の機能が停止してしまう状態となる。こうした状態が長期化すると金融機関に資金調達・運用の経験者がいなくなり、将来金融政策を正常化しようとする時にうまくいかなくなる怖れがある。超過準備に 0.1%の付利を行うことによって、短期金融市場では 0%超 0.1%未満の範囲で資金の貸し借りをを行うインセンティブが残ることとなり、短期金融市場の機能停止は回避できる（この場合、超過準備に対する 0.1%の付利が政策金利の事実上の上限となる）。FRB やイングランド銀行も日銀に倣って超過準備に付利を行っている。また、日銀政策委員は、超過準備にプラスの付利を維持することによって、日銀による国債買入れに対して日銀への国債売却インセンティブが高まる効果があると説明している。
- 2 日銀は民間金融機関にポートフォリオ・リバランス効果が現れていると評価しているが、国内銀行（特にメガバンク）による本支店勘定への資金放出を経由した海外貸出の増加などを含めており、デフレ脱却という最終目標に照らせば妥当な評価とは言い難い。
- 3 岩村（2016）は、「今回の日銀の政策が、現にある巨額の日銀預け金の大部分を信用創造のプロセスから切り離されたマネーに変える側面を持つことを意味するものである。すなわち、これまでの量的緩和の「効果」の大きな部分の「不胎化」に他ならないのだ。」と評価している。

## 主要参考文献

- 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」成城大学経済研究所年報（第 25 号）2012 年 4 月  
([http://www.seijo.ac.jp/research/economics/publications/annual-report/jtmo420000000mtr-att/keiken\\_nenpo25\\_iwata.pdf](http://www.seijo.ac.jp/research/economics/publications/annual-report/jtmo420000000mtr-att/keiken_nenpo25_iwata.pdf))
- 岩村 充（2016）『中央銀行が終わる日 ビットコインと通貨の未来』新潮社、2016 年 3 月
- 内田真人（2013）「非伝統的金融政策の効果と限界：デフレ脱却と金融政策」成城大学経済研究所年報（第 26 号）2013 年 4 月  
([http://www.seijo.ac.jp/research/economics/publications/annual-report/jtmo420000000mtr-att/keiken\\_nenpo26\\_uchida.pdf](http://www.seijo.ac.jp/research/economics/publications/annual-report/jtmo420000000mtr-att/keiken_nenpo26_uchida.pdf))
- 白川方明（2008）『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008 年 3 月
- 日本銀行（2014）「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：資金循環統計を用いた事実整理」日銀レビュー（2014-J-4）2014 年 6 月  
([http://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2014/data/rev14j04.pdf](http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2014/data/rev14j04.pdf))
- 日本銀行（2015）「「量的・質的金融緩和」：2 年間の効果の検証」日銀レビュー（2015-J-8）2015 年 5 月  
([http://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2015/data/rev15j08.pdf](http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2015/data/rev15j08.pdf))
- 日本銀行（2016a）「経済・物価情勢の展望（2016 年 7 月）」2016 年 7 月 30 日

量的緩和政策の有効性 —なぜ米国では成功し、日本では成功していないのか—

(<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1607b.pdf>)

日本銀行（2016b）「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合的な検証」2016年9月21日

([http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160921b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf))