

門間 一夫の
経済深読み

異次元緩和の総括は終わらない

～副作用の歴史的評価はずっと先～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2024年11月27日

12月に出る日銀の多角的レビュー

日銀は12月19日に「金融政策の多角的レビュー」（以下レビューと略す）の結果を公表する。これは、過去25年の日本経済について賃金・物価形成に焦点をあてつつ分析し、その間に実施された金融政策の効果や副作用を評価するプロジェクトとして、2023年春に開始されたものである。日銀の特設サイトにはレビュー関連の論文等が既に掲載されており、日本経済を考えるうえで有益なものが多い¹。

2013年に導入された異次元緩和については、今も経済論壇で賛否が分かれる。市場関係者やメディアの関心は、日銀自身が異次元緩和をどう総括するかに向くだろう。異次元緩和に対象を絞った総括があるかどうかはわからないが、事実上それに相当する内容がレビューに含まれるとみられる。大づかみに言えば、①異次元緩和は経済や物価を押し上げる効果があった、②しかし様々な逆風もあり2%物価目標の達成には至らなかった、③国債市場の機能低下などの副作用はあったが効果の方が大きかった、といった評価が盛り込まれるのではないかと。ただ、これで異次元緩和を巡る賛否両論に「決着がつく」ことはなく、今後も議論が続くと予想される。

異次元緩和の効果を何で測るのか

難しさのひとつは、「何を以て効果と言うか」「何を以てその効果が検証されたことにするか」という評価軸が定まらない点にある。白黒がはっきりする評価軸は、異次元緩和で実現しようとした結果が得られたか否かである。この点、異次元緩和は「2年程度で2%物価目標を達成する」ために導入されたのであり、そのミッションに失敗した事実は導入2年後の2015年4月に確定している。この明快な評価軸に照らせば異次元緩和の効果はなかったものであり、それ以上の議論は時間の無駄である。

しかし、「異次元緩和をやらなかった場合より経済・物価はましだったか」という別の評価軸も意味がないわけではない。日銀がレビューで語るであろう「効果」はこの評価軸での効果である。問題は、この意味での効果は検証が難しいことである。あるのは異次元緩和を「やった」という事実だけで、「やらなかった」という事実はない。だから両者を観察して比較するのは不可能だ。そこで通常とられるのが、カウンターファクチュアル・シミュレーションという手法である。異次元緩和をやらなければこうなっ

¹ <https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/index.htm>

ていたであろうという経済・物価の仮想値をモデルで計算し、実際の経済・物価と比べる手法である²。しかし、容易に想像がつくように結果はモデル次第という面があり、効果が「あったらしい」ぐらいのことは言えても、効果はかなりあったかわずかしかなかったかの定量評価は当てにならない。

副作用の5大候補

そこでさらにバーを下げ、異次元緩和で大きな問題が起きたわけではないのだから、わずかでも効果があったのならやって良かったではないか、という評価軸もありうる。ただ、この場合は本当に「大きな問題が起きなかった」のかが論点になる。

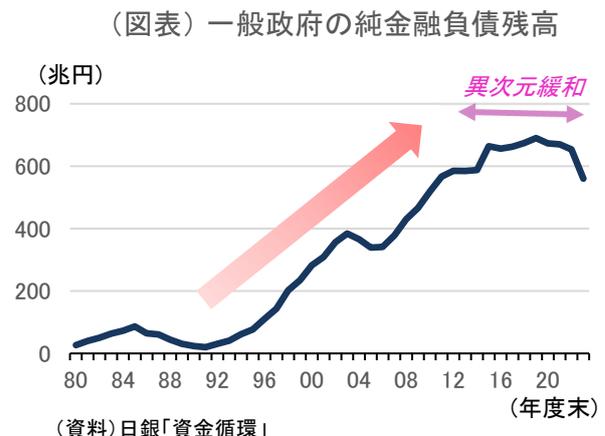
日銀もそれをわかっているので、前述のとおり今回のレビューでは、国債市場の機能を弱めたなどの副作用を認めたとうえで、それより効果の方が大きかったという論理構成がとられると予想される。しかし、経済論壇でよく批判されるのは、国債市場の機能低下どころではないもっと深刻な副作用に対してである。日銀が今回のレビューでそれに正面から答えることはおそらくない。

そこでというわけではないが、以下では筆者の暫定的な評価を述べる。まず、よく指摘される異次元緩和の副作用は主に5つある。第一に財政規律への悪影響、第二に生産性への悪影響、第三に国債市場機能への悪影響、第四に金融機関収益の圧迫、第五に円安である。このうち第一と第二は、日本経済をかえって悪化させた（あるいはこれから悪化させるリスクが高い）という「大きな副作用」なので、もしそれらが本当にあったのなら、異次元緩和はやらない方が良かった、少なくともあそこまでやるべきではなかった、という主張の妥当性が増す。

財政規律問題は議論の土台があやふや

その大問題のひとつである「財政規律への悪影響」については、これを指摘する人が非常に多い。それだけ市場や国民の関心が高く、それが本当なら将来に禍根を残しかねない重大論点であるにもかかわらず、当の日銀は「財政は政府の話」「自分たちは関係ない」という姿勢に徹している。おそらく今回のレビューでもスルーされるだろう。

日銀はもう少し丁寧にこの論点を取り上げた方がよいと思うが、異次元緩和が財政規律を損ねたと主張する側の論拠も必ずしも強いものではない。一般政府ベースでネット金融負債残高をみると、急速に増えたのは1990年代後半から2010年代初頭までであり、2013年に異次元緩和が始まった頃からむしろ頭打ちになった（図表）。消費税率も2回引き上げられた。政府債務がどんどん増えることを「財政規律が損なわれた」と言うのだとす



² 日銀がこれまで行った2016年9月の「総括的な検証」や2021年3月の「点検」にも、この手法による金融緩和効果の試算が含まれている。

ると、そもそも異次元緩和の時期にそういう事実があったのかどうかすら疑わしい。

「財政規律が損なわれた」という言葉の意味を、「経済情勢に照らして過剰な赤字を平気で垂れ流すようになったこと」と広く解釈するとしても、景気の過熱時に景気をさらに過熱させるような財政政策が、少なくとも異次元緩和の期間にとられた事実はない。デフレ脱却のため総需要を下支えすべきという判断で異次元緩和が続けられていたのだから、同じ時期に政府も同じ問題意識で財政を運営したという程度のことなら、それを放漫財政と決めつける方が言い過ぎのようにも思える。

「金融緩和で非効率な企業が温存された」は理屈として成り立たない

第二の「生産性に対する悪影響」という批判は、淘汰されるべき生産性の低い企業が低金利のせいで生き延び、日本経済全体の成長率がかえって低下したという批判である。これが本当なら、異次元緩和は「失われた30年」の最後の10年をさらに悪化させた「トンデモ政策」だったことになる。幸い、そのようなことは理屈としてないと思う。それは、日銀が行う低金利政策は元気な企業、資金調達を増やしたい成長企業にこそメリットが大きく、強い競争力を持つ企業が財市場や労働市場でプレゼンスを高めていけば、相対的に弱い企業への淘汰圧力はむしろ強まるはずだからである。

一方、そもそも元気な企業が不足していれば、生ぬるい競争しか起きずに生産性の低い企業が温存され、経済全体が強くならないので金融緩和が続く、という逆の因果関係はありうる。また、中小・零細企業だけを優遇する政策金融など各種の支援制度が、生産性の低い企業を相対的に有利にすることを通じて新陳代謝を阻む、ということもありうる。このように、長期にわたる低金利と低生産性企業の存続が同時に観察されるとしても、異次元緩和から低生産性への因果関係というより、ほかの理由の方が説得的である。

レビュー関連で書かれた日銀論文の中にも、低金利環境と低生産性企業の間に関係が認められるとする分析がある³。ただしこの論文も、政府の各種支援策が影響している可能性や、低金利が低成長の結果である可能性などを丁寧に解説している。

円安をどう考えるかは重要な論点

以上の第一、第二とは異なり、第三の「国債市場機能への悪影響」や、第四の「金融機関収益の圧迫」は、疑いの余地なく本当であった副作用である。とくに異次元緩和の末期には、日銀による国債の「爆買い」により、国債市場機能への悪影響が極度に深刻化した。それ以降も日銀は大量の国債保有をほとんど減らしていないため、市場には今なおその後遺症が残る。ただ、これらの問題は、一部の関係者には「とんだ災難」だったが、日本経済に影響を与えるものではなかった。日銀もそう割り切ったからこそ異次元緩和をやめなかったのであろう。

一方、第五の「円安」は、日本経済に様々な影響をもたらしており、これを異次元緩和の副作用としてどう考えるかは議論が必要である。異次元緩和の初期に起きた円安は、過度な円高の修正であったの

³ 眞壁祥史・八木智之「低金利環境と企業の利払い負担・生産性の関係」2024年9月、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-15.

でむしろ歓迎された。論点になるのは2022年から現在に至る歴史的な円安である。もちろんこれも、米欧の利上げが主たる原因であるし、そもそも変動為替相場制なのだから、日銀がこの円安を食い止められたのか、あるいは食い止めるべきだったのかは、必ずしも明確ではない。

しかし、2年で40円以上も円安が進行すれば、海外事業を営む企業の利益は一気に膨らむ一方、中小企業や家計はコスト高で苦しむ。同じ国民の間に大きな明暗をもたらすことは、いかなる経済政策であれできるだけ避けた方がよい。日銀がこの円安の主犯ではなかったとは言え、2%物価目標ばかりを機械的かつ圧倒的に優先する姿勢が、「日銀は為替に無関心」との印象を市場に与え、円安の増幅につながった可能性は否定できない。所詮は程度問題かもしれないが、金融政策が2%物価目標と為替安定のバランスをもう少し取る努力をすべきかどうかは、掘り下げた議論があっても良い論点である。

世の評価は定まらない

異次元緩和の副作用についてここまで述べたことをまとめると、①財政規律や生産性への悪影響といった重大な副作用はなかった、②国債市場や金融機関への悪影響はあったが日本経済にとって問題ではなかった、③為替の大きな変動はなるべく避けた方がよく、そのためなら2%物価目標を一時的に諦めるぐらいの柔軟性があってよい、というのが筆者の暫定的な評価である。

一方、効果についてはよくわからないが、2%物価目標が10年以上達成できず、日本経済の成長率もむしろ低下したのだから、あったとしてもわずかとしか言いようがない。しかし、そういう経済・物価への影響とは別に、「金融政策には限界があり成長戦略の代替にはならない」と人々がはっきり認識できるようになったことの意義は大きい。金融政策に限界があるなどというのは本当は最初から当たり前のことなのだが、実際に異次元緩和が行われるまではメディアも政財界も金融緩和に大きな期待を寄せていた。金融緩和への幻想が消えて経済政策を巡る議論がより現実的になったという変化は、異次元緩和なしには起きなかった貴重な「効果」であり、それに比べれば起きた副作用は小さかったと筆者は考える。差し引き、異次元緩和を徹底的にやって「良かった」と思う。

もちろんこの評価は、異次元緩和には財政や生産性に悪影響を与えるような大きな問題はなかった、という筆者の見立てに依存する。残念ながらこれは「見立て」であって証明は難しい。とりわけ財政への影響については、今後も多くの論者が強い批判を続けるだろう。今から数十年経って「やっぱり問題は起きなかった」という事実が確認されるまで、異次元緩和への世の中の評価はおそらく定まらない。いや、その数十年も「異次元緩和がなければ日本経済はもっとまじだったはずだ」というカウンターフアクチュアルを唱える人が出てきて、結局永遠に評価は定まらないのかもしれない。

●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。