

異次元の金融緩和政策と物価上昇

田 中 信 孝

1. はじめに

異次元の金融緩和政策（以下、「異次元金融緩和」）が採られるなか日銀の保有国債の膨張の経緯と諸課題を見たのち、その目標とされた消費者物価の動向を確かめる。

2022年度の見込みによれば、目標の「物価上昇率2%」に達しつつあり、また、予想物価上昇率も高まっている。しかし、そうした現象は日銀・金融政策が意図した「波及経路」を通じて生じているわけではない。

物価水準を決める実体経済の諸要因と「デフレ脱却」に関連する諸指標の動向も見ながら、「異次元金融緩和」が抱える諸問題について検証する。

2. 日銀の保有国債の膨張

（1）「異次元金融緩和」と「財政ファイナンス」

「異次元金融緩和」が政府・財政に与える最大の効果は「財政ファイナンス」の機能であろう。

伝統的な金融政策は銀行間の貸借金利である短期市場金利（日本のコールレート）を中央銀行が誘導するのに対し、「異次元金融緩和」はマネタリーベース（以下、MB）の供給量を増やす「量的緩和」の手法を採る。MBの量を増加させることで、金融機関がポートフォリオを組み替え、資金を貸出に振り向けることを期待している。同時に、予想物価上昇率の高まりを介して実質金利の引き下げをも狙う。

その際、MBの供給量拡大が市中からの大量の国債購入を介するため、日銀による「財政ファイナンス」に陥りやすい構図となっているのである。

財政膨張に対する金融市場からの規律機能を麻痺させ、さらに、財政支出の優先順

位やそれに伴う費用調達のある方、など当然配慮されるべき問題を先送りするような政治状況が醸し出されている。

日銀はこれまで予想物価上昇率の引上げに関しては成功してこなかったが、日銀による「財政ファイナンス」は具体的な「成果」となって進行している。財政が経済の長期停滞の調節弁の役割を果たすべく期待されながら政府債務は膨張し続け「異次元金融緩和」はそのコストの顕在化を回避してきた。財政膨張への市場からの歯止めとなる長期金利の上昇が抑え込まれ財政規律は弛緩する。そのうえ政府は低迷する潜在成長率の実態から見ても極めて楽観的な高い成長を前提にして財政健全化を先送りしているのである。

また、「質的緩和」はリスク性資産を買い入れてリスクプレミアムを圧縮し、資産価格等に影響を与えようとするものである。

なお、金融危機時の決済資金不足への対応として、日銀は2008年10月に超過準備に「補完当座預金制度」を導入し、一定の金利（マクロ的経済情勢を踏まえた金利水準を金融政策の必要性に基づいて設定可能に）を払うことで資金貸借できるようにしている。「補完当座預金制度」は銀行の超過準備の保有にプラスの付利でインセンティブを与え、MBを増やしやす環境をつくった。ただ、「出口戦略」の過程で「補完当座預金制度」の当座預金に政策金利を付利することで利息費用がかさみ、日銀の財務状況が悪化することが危惧される。

(2) 「1年ルール」と「銀行券ルール」の廃止

「異次元金融緩和」の経緯については図表1に掲げた。

政府の資金調達コストが引き下げられ財政出動（「機動的な財政政策」）を容易にした。

金融機関に対しては、日銀による国債の高値買い＝「日銀トレード」で当面の収益悪化を補てんする。

つまり、政府は長期金利の低下と国債発行年限の長期化による国債費の抑制をテコにしながら財政規模の拡大を行い、その結果、国債残高を膨らませているのである。政府の国債発行年限の長期化には、日銀が買入れ国債の平均残存期間の長期化で対応した。

日銀による国債の大量買入れは、財政と金融との境界を一層不明確にし、国債膨張に対する市場からの歯止め機能を麻痺させている。

図表 1 異次元の金融緩和政策の推移

政策決定・名称	時期	目的	金融政策の概要			「銀行券ルール」・ 「国債買入れルール」
			量的緩和	質的緩和	金利操作	
1999/2/12	1999.2～ 2000.8	政策金利をゼロ%に誘導	・ゼロ金利政策 無担保コールレートをできるだけ低めに推移するよう促す。			
2001/3/19 量的金融緩和政策 (非伝統的金融 政策)	2001.3～ 2006.3	金融緩和 (CPIがゼロ%を安定的に 上回るまで)	・金融市場調節の誘導目標 を無担保コールレート (オーバーナイトもの) から当座預金の残高の量 に。 (当座預金残高の目標を 当初の5兆円程度から順 次2004年11月までに30～ 35兆円程度に拡大) ・毎月の国債購入額を順次 拡大。			2001年3月19日 ・日本銀行が保有する長期 国債の残高について銀行 券発行残高を上限とする 「銀行券ルール」を導入 2002年1月17日 ・買いオペ対象を拡大 (1967年1月に設置した 「1年ルール」=発行1 年経過の国債→直近発行 2銘柄を除く国債)
2002/10/9	2002.10～ 2004.9	金融機関保有株式の価格変動 リスクの軽減		・金融機関から2兆円を上 限に株式を買い取り。		
2003/7/25	2003.7～	信用リスクを全体として削減 し、企業金融の円滑化を図 る。		・資産担保証券を1兆円を 上限に買い取り。		
2006/3/9			・量的金融緩和を解除し、目標を無担保コールレートに変更。			
2008/10/31	2008.10～	金融調節の円滑化を通じて金 融市場の安定化と資金供給の 円滑化を図る。	・補完当座預金制度の導入			
2008/12/19	2008.12～ 2010.3			・企業金融支援特別オペ		
2009/12/18		・「中長期的な物価安定の理解」の明確化。 2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心に。				
2010/6/17	2010.6～			・成長基盤強化を支援する ための資金供給		
2010/10/5 包括的な金融緩和 政策	2010.10～ 2013.3	世界金融危機に対処	・「資産買入れ等の基金」の創設。 国債やCP以外にも、指数連動型上場投資信託(ETF) や不動産投資信託(J-REIT)を買入れ。基金 の規模は、買入資産(5兆円程度)を合わせ、35兆 円程度。この後、基金における資産買入れ額を逐次拡 大。 ・買入対象国債の残存期間は1～3年程度に。		・無担保コールレートの翌 日もの金利誘導目標を 0.1%から0～0.1%に変 更。	2010年10月5日 ・「銀行券ルール」を「輪 番オペ」(成長通貨に相 当する供給量)に限定 し、「資産買入れ等の 基金」による長期国債の 買入れには適用せず。
2012/2/14 金融緩和強化措 置		中長期的な物価安定の目標を 1%に。	・資産買入れ等の基金規模を55兆円程度から65兆円程 度に拡大。			
2013/1/11			安倍内閣・緊急経済対策「三本の矢」			
2013/1/22 日銀・政府の共 同声明 日銀政策委員 会・金融政策決 定会合		物価上昇率の目標達成 (物価安定の目標2%を導入)	・「資産買入れ等の基金」で「期限を定めない資産買 入れ方式」を導入 2014年初から、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円 程度の金融資産を買入れ。			
2013/4/4 量的・質的金融 緩和政策 (異次元の金融 緩和政策)	2013.4～	デフレ脱却(物価上昇の目標 達成) (CPIの前年比上昇率2% (「物価安定の目標」を2年 程度の期間を念頭に置いてで きるだけ早期に実現。それま で、量的・質的金融緩和政策 を継続)	・資金供給量(マネタリー ベース)を年間約60～70 兆円に拡大。 ・国債買入れの拡大(年間 50兆円、2年間で2 倍)。	・買入れ国債の年限を長期 化(平均残存年数をフ ロベースで3年弱から 7年程度に延長) ・株価指数に連動する上場 投資信託(ETF)の買 入れ枠を年1兆円、J- REITを300億円に相 当するペースで増加する よう買入れ。		2013年4月4日 ・「銀行券ルール」を停 止。 (「資産買入れ等の基 金」を廃止→「輪番オ ペ」と「基金オペ」の統 合) ・「1年ルール」を撤廃 (買いオペ対象を拡大 し、「直近発行2銘柄を 除く国債」を撤廃)
2014/10/30 追加的金融緩和 政策	2014.10～	デフレ脱却の懸念払拭 (消費税の10%への増税を 行っても景気悪化の防止を。 一方、政府は税率引上げの1 年半延期を決定・ 2014.11.18)	・資金供給量の増加目標を 年10～20兆円拡大。 ・国債買入れの拡大(年間 30兆円増やし80兆円 に)。	・すべてのゾーンの国債購 入、平均残存年数7～10 年程度に(最大3年程度 延長)。 ・ETFの買入れを従来の 3倍に拡大(年約3兆 円)、J-REITを3 倍の900億円に。		
2015/12/18 量的・質的金融 緩和政策 の補完措置	2015.12～	資産買入れの円滑化 金融緩和政策の実体経済への 浸透	・金融機関が日銀に差し入 れる担保の種類を住宅 ローン債権などに拡大。	・買入れ国債の平均残存年 数を「7～10年」から 「7～12年」に。 ・成長基盤強化支援資金供 給の拡充。 ・ETFの買入れ枠を年 3.3兆円に拡大(2016年 4月以降)。 ・J-REITの銘柄別の 買入限度額の引上げ(当 該銘柄の発行済み投資口 の総数の5%以内から 10%以内に引上げ)。		

政策決定・名称	時期	目的	金融政策の概要			「銀行券ルール」・ 「国債買入れルール」
			量的緩和	質的緩和	金利操作	
2016/1/29 マイナス金利付き 量的・質的金融 緩和政策	2016. 1～	中国・新興国・資源国の先行 き不透明感でデフレマインド からの脱却に影響が出るリス クを圧縮	・国債買入れを年間80兆円 のペースで増加。		・金利面での緩和策を追 加。日銀当座預金にマイ ナス0.1%金利を適用 (2016. 2. 16からの準備預 金期間から)。 ・日銀当座預金を3段階の 階層構造に分割 (それぞ れの階層に応じて、基礎 残高・プラス金利、マク ロ加算残高・ゼロ金利、 政策金利残高・マイナス 金利を適用する)。 ・イールドカーブ全体の金 利低下を促す。	
2016/7/29 金融緩和の強化	2016. 7～	英国のEU離脱問題、新興国 経済の減速を背景に、海外経 済の不透明感が高まり、企 業・家計のコンフィデンスの 悪化を防止		・ETFの買入れ枠を年 3. 3兆円から年約6兆円 に拡大。 ・企業・金融機関の外貨資 金調達環境の安定のため の措置 (成長支援資金供 給・米ドル特約の拡大、 米ドル資金供給オペの担 保となる国債の貸付制度 の新設)。		
2016/9/21 長短金利操作付 き量的・質的金融 緩和政策 (イールドカー ブ・コントロール : YCC)	2016. 9～	「総括的な検証」を踏まえ、 新たな枠組みを導入	・物価上昇率の実績値が安 定的に「2%」を超える まで資金供給量拡大 (年 間80兆円を「めど」) を 継続 (オーバーシュート 型コミットメントを採 用)。	・ETFとJ-REITの 買入れをそれぞれ年6兆 円、年900億円は従来通 り。	・長期金利が年ゼロ程度 (0%～±0.1%) で推 移するよう国債を買入れ (買入れ額は概ね現状程 度のペース・年間80兆 円)、平均残存年数の定 めを廃止。 ・短期のマイナス金利は据 え置き。 ・国債の「指し値オペ」を 実施。 ・固定金利の資金供給オペ を1年から10年に延長。	
2018/7/31 強力な金融緩和 と継続のための枠 組み強化	2018. 7～	「長短金利操作付き量的・質 的金融緩和」の持続性を強化 するための枠組み強化	・国債買入れを年間80兆円 を「めど」に弾力的に実 施。	・ETFの買入れ配分比 率の変更 (日経平均株価連 動型の比率を減らし、よ り幅広い銘柄からなる東 証株価指数 (TOPIX) 連動型を増やす)。 ・ETFの買入れ額を柔軟 化。	・長期金利の変動幅を拡大 (±0. 2%程度に拡 大)。 ・当分の間、現在の極めて 低い長短金利を維持する とする「フォワード・ガ イダンス」を導入。	
2020/4/27	2020. 4～	新型コロナウイルスへの対応	・コロナ対応で「上限を設 けず」国債買入れ。		・国債増発を踏まえ、債券 市場の安定を維持し、 イールドカーブ全体を低 位に安定させるため長期 国債・短期国債ともに積 極的に買入れ。 ・10年国債金利がゼロ%程 度で推移するよう上限を 設けず必要な金額の長期 国債を買入れ。	
2021/3/19 より効果的で持 続的な金融緩和	2021. 3～	「より効果的で持続的な金融 緩和を実施していくための 『点検』」を踏まえて政策で 対応	・連続指し値オペ制度を創 設 (日銀が指定した利回 りで市中から長期国債を 無制限に購入する措置)	・ETFとJ-REITの 買入れを感染症の影響へ の対応のための臨時措置 (それぞれ約12兆円、 1, 800億円の年間増加 ペースの上限) として感 染症収束後も継続。 ・C P等・社債等を、2021 年9月末までに20兆円の 残高を上限に買入れ。感 染症の影響への対応とし てのC P等・社債等の買 入れ終了後も一定の買入 れは継続。	・短期政策金利に連動する 貸出促進付利制度を創 設。 ・長期金利の変動幅を拡大 (上下±0. 25%程度 に)。	
2022/4/28	2022. 4～	YCCの継続			・長期金利の上限を0. 25% に維持するための「指し 値オペ」を、原則、応札 がないとき以外は毎営業 日実施する。	

出所) 日本銀行「金融政策決定会合」後の公表資料、その他により作成。

日銀は買入れ対象の国債について、当初の「発行後1年以内のものを除く」(日銀「国債売買基本要領」1999年3月25日)としていた制約を「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」(2002年1月17日)に拡大した後、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和政策」以降そのルール自体も撤廃している。新発債

の大量買入れは実質的な「財政ファイナンス」になることはいうまでもない。

日銀は2001年3月に日銀が保有する長期国債の残高について銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」を明文化していた。それは、日銀による長期国債の買入れを経済成長に伴うMBへの需要増の範囲内にとどめる「成長通貨オペ」の考え方に基づくものであった。

2010年10月5日の「包括的金融緩和政策」で「銀行券ルール」の適用を「輪番オペ」に限定し、「資産買入れ等の基金」による長期国債の買入れを当該ルールから除外することとし、2013年4月4日には同基金を廃止し「銀行券ルール」そのものを停止している。

「1年ルール」と「銀行券ルール」はいうまでもなく国債のマネタイゼーションに対する防波堤としての役割をもつものであった。そして、それらの撤廃や停止は「異次元金融緩和」による「財政ファイナンス」を制度的に担保するものにほかならない。

(3) 国債のマネタイゼーション

日銀が保有する長期国債が2012年度末の約91.3兆円から2021年度末の約511兆円に膨らみ、それに対応して負債の日銀当座預金が同時期に約58.1兆円から約563.2兆円に増加している（**図表2(1)(2)**）。これは、日銀のバランスシートに表現された国債のマネタイゼーション即ち「政府債務の貨幣化」の姿を示すものである。なお、負債の日銀当座預金がとくに2020年に入ってから著増したが、新型コロナウイルス対策関連で融資を手掛ける金融機関向けの「コロナ特別オペ」が同年3月に導入され、それに伴う資金供給の増加も反映されている（「コロナ特別オペ」の利用残高のピークは2022年3月で約86兆円に達したが、その後コロナ対応の資金供給は減らされ、同年8月に32兆円まで減少した）。

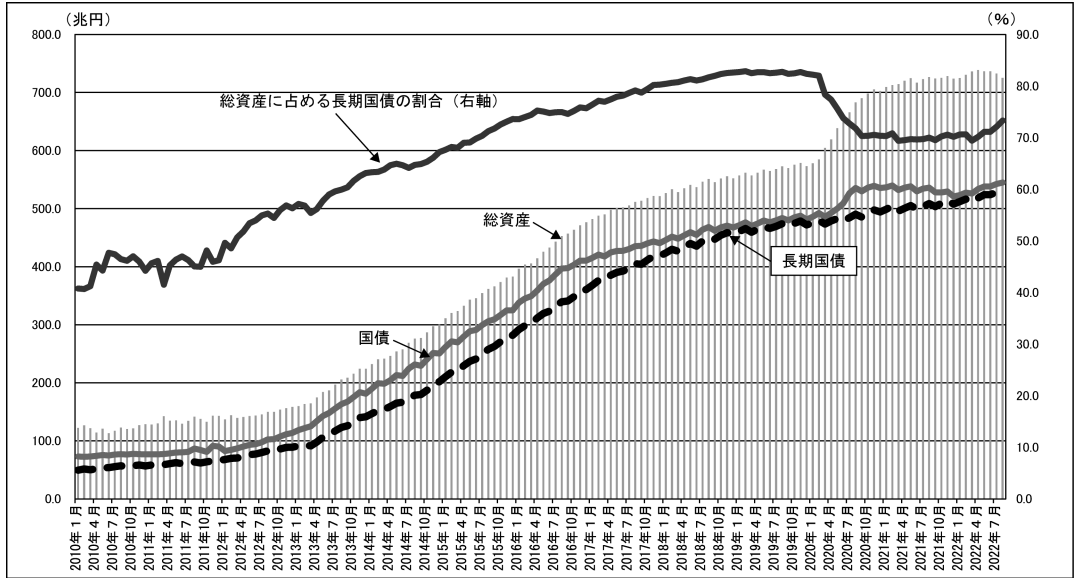
発行国債に占める日銀の保有額の割合は2009年度末の9.1%を底にしてピークの2020年度末には54.3%に達している（**図表3**）。日銀が全体の国債の発行残高の増加額を上回る規模で国債購入を行い、その保有額の割合を急速に高めることとなったのである。

図表4に示したように、日銀による国債（財投債を含む）の保有増加額は2013年度の37.6兆円から2016年度の75.2兆円まで増加したが、その後、2021年度の15.5兆円まで減少している。

2021年度について見ると、72.9兆円の長期国債を新規に買入れ、うち長期国債の

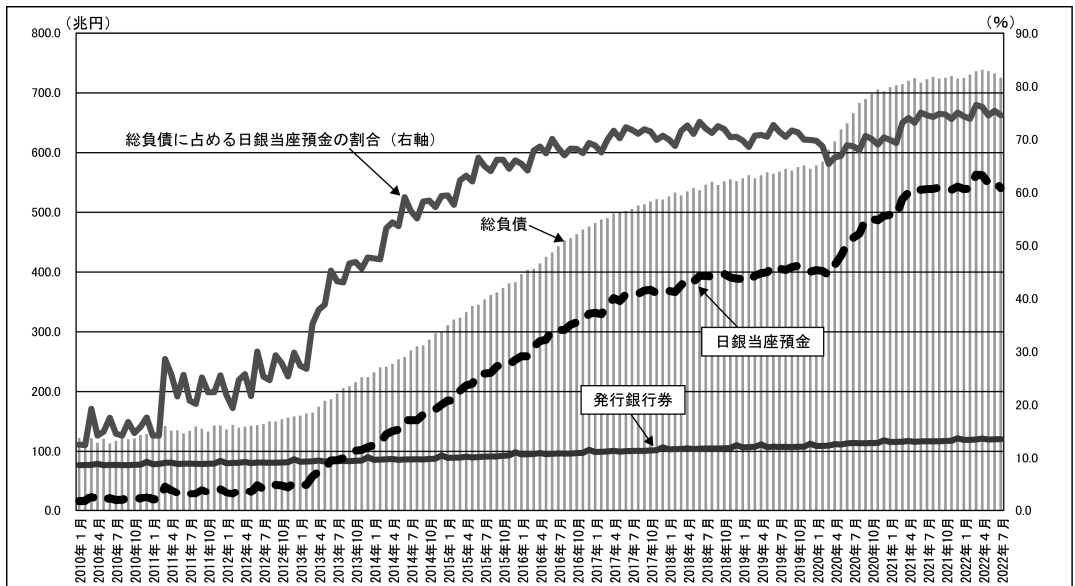
図表2 日本銀行の資産と負債

(1) 日本銀行の総資産と保有国債の推移



出所) 日本銀行の統計により作成。

(2) 日本銀行の総負債と日銀当座預金の推移

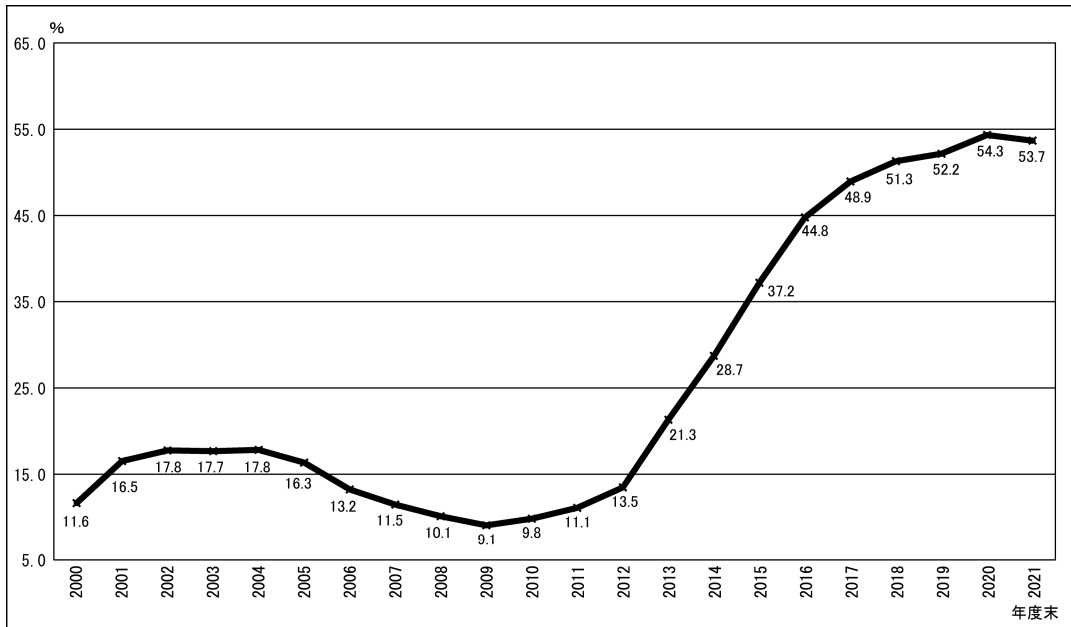


出所) 日本銀行の統計により作成。

償還相当額57.4兆円があるので、保有残高は15.5兆円の増加となっているのである。

なお、これとは別に同図表の「参考」に示したように、当該年度中に償還期限が到来する日銀保有国債のうち割引短期国債の借換え引受けがある。この日銀による国債借換え（乗換え）は日銀法第5条で原則禁止されているものであるが、同条但し書き

図表3 発行国債に占める日本銀行の保有割合の推移



(注) 国債は財投債を含む。

出所) 日本銀行「資金循環統計」により作成。

図表4 日本銀行の長期国債の買入れ額の状況

	(億円)									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
買 入 れ 額	206,626	628,044	659,801	817,649	1,158,001	962,303	875,170	706,748	849,577	728,669
償 還 相 当 分	241,988	252,212	306,414	331,185	405,545	468,071	544,981	567,197	627,221	574,127
保有残高増加分	-35,362	375,832	353,387	486,464	752,456	494,232	330,189	139,551	222,356	154,542
(参考) 日銀保有国債の借換え引受け(兆円)	16.7	11.7	11.1	10.4	8.0	3.0	2.5	2.2	2.2	2.2

(注)1. 償還相当分には償却原価法に基づく評価替えに伴う簿価の変動額が含まれる。

2. 「参考」の数値は、当該年度に償還期限の到来する日銀保有国債の借換えのための引受限度額である。

出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引（フロー表）」、同「対政府取引に関する業務」、同「日銀当座預金増減要因と金融実績」により作成。

で国会の議決を経ることを条件に例外措置として認められているものである。

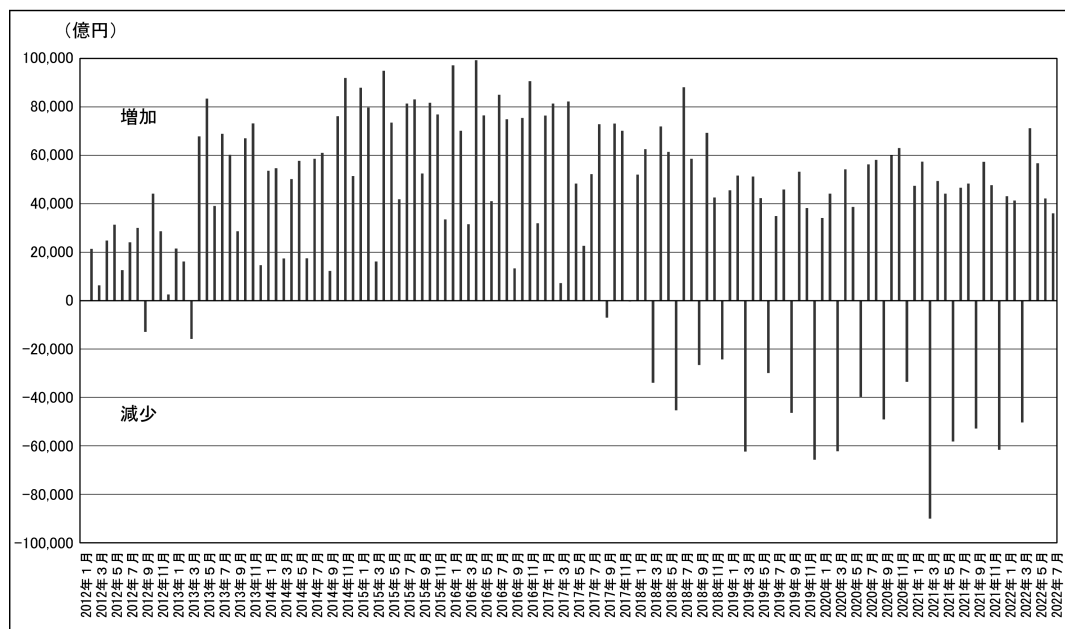
「資金循環統計」で見ると、2015年度末の時点で「銀行等」「保険・年金基金」等を上回って日銀が最大の国債保有者となっているが、それは同時に市場における国債の枯渇から流動性の問題を深刻にした。

そして、「イールドカーブ・コントロール（YCC）」の導入を決めた2016年9月からの買入れペースは減速し（いわゆる「ステルス・テーパリング」）、国債保有増加額は減少傾向となっている。それは、長期金利の過度の低下で金融機関の経営が圧迫されることが問題となり、長期金利をプラスの領域でコントロールすることを意図した結果でもあった。

新規国債の年発行額が約30兆円であるなか、「年間80兆円」をめどとした日銀の国債保有の増額はいずれ限界に達する。**図表5**は日銀による長期国債の保有残高について月別の増減状況を示したものであるが、2018年以降、減額となる月も多くなっている。

ただ、2022年4月以降、YCCのもと長期金利の上限金利（0.25%）を維持するた

図表5 日銀の長期国債保有残高の月次増減額



出所) 日本銀行の統計により作成。

め（いわゆる「指し値オペ」）、大量の国債を購入している。

「出口政策」では、大規模緩和で膨張した日銀のバランスシートを縮小し、日銀当座預金を回収する必要がある。そのさい、日銀がこれまで資金供給のため買い入れた長期国債について償還までの期間が長期化しているため、償還期限を待つだけでは資金の吸収が不可能である。そこで、日銀のバランスシートを縮小するため日銀が保有する国債を市中に売却することになれば、国債の市場価格の大幅下落（金利上昇）が避けられない。また、日銀が国債を償還時まで保有し続けても金利が上昇すれば日銀の損失増加・債務超過に陥るリスクも否定できない。

このように種々想定しうる「出口政策」のプロセスにかかわる基本的な問題について、国民への十分な情報開示が求められる。これは、日銀の任務に限定されるわけではない。国債価格の下落（国債金利の上昇）に伴って政府の財政運営の逼迫が避けられず、政府は「出口政策」と整合性のとれた財政運営の姿を提示することが求められる。

3. 日銀の「物価上昇率2%」目標

(1) 繰り返された「目標」の先送り

2013年4月に「異次元金融緩和」が導入されてから2021年度までは、「物価上昇率2%（生鮮食品を除く消費者物価指数〈CPI〉の前年同期比）」が実現せず、物価見通しの下方修正が繰り返されてきた（図表6参照）。

なお、「2%」の水準を設定した理由として、

①CPIの上方バイアス（名目価格が不変でも品質が向上すれば価格はその分低下したものと処理されるが、品質調整が不足すると物価指数が真の物価動向に比べて高めになる「計測誤差」）、②景気悪化の際、金利を引き下げる金融政策の「のり代」を確保（名目金利がゼロを下回ることができないゼロ金利制約に直面しないための保険）、③「2%」がグローバルスタンダード（日本だけが低い目標を掲げると円高が進行するおそれ）、があげられた。

当初「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とされた「物価上昇率2%」目標の達成時期は金融政策決定会合ごとに先送りされ、2017年4月の「経済・物価情勢の展望」では達成の目途は「2019年度ごろ」としたが、2018年4月

のそれでは「達成される時期の『見通し』」の記述そのものを削除している。

いずれにしても、名目賃金が2%以上上昇しないかぎり、実質賃金は落ち込む。日銀の「目標達成」は実質賃金の持続的な上昇や内需主導型の経済を担保するものではない。政府は、実質賃金の伸び悩みの背景に、①長期化するデフレ下で投資に慎重な企業行動、②「人への投資」を怠った人件費削減、③非正規雇用者比率の高まり、④

図表6 日本銀行の物価見通しの推移

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
2012年7月	0.2	0.7											
10月	-0.1	0.4	0.8										
2013年1月	-0.2	0.4	0.9										
4月	-0.2	0.7	1.4	1.9									
7月		0.6	1.3	1.9									
10月		0.7	1.3	1.9									
2014年1月		0.7	1.3	1.9									
4月		0.8	1.3	1.9	2.1								
7月			1.3	1.9	2.1								
10月			1.2	1.7	2.1								
2015年1月			0.9	1.0	2.2								
4月			0.8	0.8	2.0	1.9							
7月				0.7	1.9	1.8							
10月				0.1	1.4	1.8							
2016年1月				0.1	0.8	1.8							
4月				0.0	0.5	1.7	1.9						
7月					0.1	1.7	1.9						
10月					-0.1	1.6	1.7						
2017年1月					-0.2	1.5	1.7						
4月					-0.3	1.4	1.7	1.9					
7月						1.1	1.5	1.8					
10月						0.8	1.4	1.8					
2018年1月						0.8	1.4	1.8					
4月						0.7	1.3	1.8	1.8				
7月							1.1	1.5	1.6				
10月							0.9	1.4	1.5				
2019年1月							0.8	0.9	1.4				
4月							0.8	0.9	1.3	1.6			
7月								0.8	1.2	1.6			
10月								0.5	1.0	1.5			
2020年1月								0.4	0.9	1.4			
4月								0.4	-0.8~-0.4	0.0~0.7	0.4~1.0		
7月									-0.6	0.3	0.7		
10月									-0.7	0.4	0.7		
2021年1月									-0.6	0.5	0.7		
4月									-0.4	0.1	0.8	1.0	
7月										0.6	0.9	1.0	
10月										0.0	0.9	1.0	
2022年1月										0.0	1.1	1.1	
4月										0.1	1.9	1.1	1.1
7月											2.3	1.4	1.3
10月													
実績	-0.2	0.8	0.8	0.0	-0.3	0.7	0.8	0.4	-0.4	0.1			

(注)1. 生鮮食品を除くCPIの前年度比上昇率(%)。消費税率上げと教育無償化の影響分を除く。

2. 日本銀行政策委員見通しの中央値。

出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」により作成。

定年延長等による賃金カーブのフラット化、などをあげている（内閣府「年次経済財政報告」2022年7月、107頁）。とくに、③にかかわる政府自らが推し進めてきた労働規制改革による「雇用破壊」を軽視できない。

（2） 日銀の「検証」と2022年度の物価上昇

「2%目標」の先送りについて、日銀はつぎのように説明した。

2016年9月21日に、日銀は「『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』」（「総括的な検証」）で、「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」とする一方で、「2%目標」が実現しない理由として、①原油価格の下落、②消費税増税の反動減、③新興国経済の減速、など金融政策にとっては外生的な要因をあげた。

また、それらの外生的要因から生じる物価上昇率の低下自体が過去の履歴効果による「適合的期待形成」（adaptive expectation）を介して予想物価上昇率の「横ばい（弱含み）」をもたらしたとしている。実際の物価上昇率の影響を強く受ける「適合的期待」から予想物価上昇率の「弱含み」が説明されている。やや循環論法に基づくトートロジーに陥っている印象を受ける。

次いで、2021年3月19日に、日銀が公表した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」で、物価上昇率が高まりにくい状況が続いている理由に、①予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な「適合的期待形成」のメカニズム、②弾力的な労働供給による賃金上昇の抑制、③企業の労働生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収、があげられ、さらに、物価下押し圧力として新型コロナウイルス感染症の影響が加わったとしている。

いずれの「検証」（「点検」）でも、外生的要因抜きで「異次元金融緩和」による物価上昇効果の有無や程度について十分説明がなされているようには思えない。

2022年度に入ってから、原油・穀物などの市況高止まりと円安進行により物価が上昇傾向に転じている。

そうしたなか、日銀は2022年度の物価上昇率の見込みを2.3%としたあと2023年度には1.4%に下げている。2022年度の物価上昇を「一時的な現象」と見立て、「実績値が安定的に2%を超えるまで」金融緩和方針を継続するとしている。また、後述するように、2022年度の物価上昇は日銀・金融政策が意図している波及経路（MBの増額→物価の上昇）とは食い違っている。

4. 「信用乗数」と経済構造

(1) 落ち込む「信用乗数」

経済拡大・物価上昇の効果を狙った金融政策が実施されてきたが、想定されたような効果が実現していない。

図表7に示したように、「信用乗数」が落ち込んだままの状況が続いている。なお、日銀が市場に供給する資金量のMBは「銀行券発行高」と「貨幣流通高」および「日銀当座預金」の合計であるが、そのうち日銀が直接コントロールするのは量的緩和政策の目標とされる「日銀当座預金」である。日銀が市中から大量に国債を買い入れることで現実化した「日銀当座預金」の著増は「異次元金融緩和」の発動時からの現象であるが、意図されていたような経済全体の通貨供給量であるマネーストックは増加せず、物価の上昇も生じていない。信用（貨幣）乗数が落ち込んでいるためである。

MBとマネーストックの関係は事後的恒等式である「 $MB \times \text{信用乗数} = \text{マネーストック}$ 」で表すことができるが、MBが増えても信用乗数が落ちればマネーストックは低迷する。

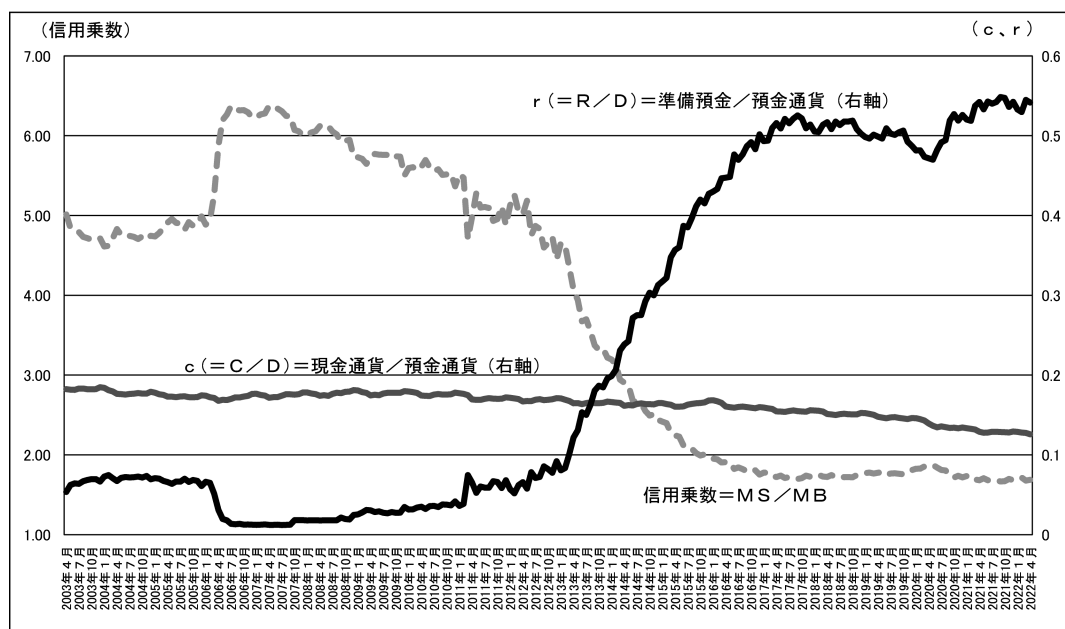
その信用乗数は、基本的には金融機関の貸出行動の姿勢や企業・家計の資金需要の強さなどによって規定されるので、実体経済の停滞を背景にしてその数値も落ち込んでいるのである。

同図には、信用乗数のほかに、現金通貨・預金通貨比率（ $c = C/D$ ）と準備預金・預金通貨比率（ $r = R/D$ ）も掲載した。準備預金・預金通貨比率（ r ）が2017年夏頃をピークにして下がる傾向にあったが、コロナ禍の2020年後半から再び増加に転じ、これまでのピークを更新している。

同図で明らかのように、金融政策の量的緩和（MBの増額）に見合ったマネーストック（MS）の増加は生じていない。すなわち、日銀の国債購入で民間金融機関の日銀当座預金（MB）が膨らんでも企業向け貸出等による預金創造（マネーストックの増加）につながっていないのである。

既述したように、マネーストックは金融機関の与信行動（自己資本や金融規制なども）と企業・家計の信用条件の相互作用の結果として決まるが、現実には「MB増額→MS増加」を条件とした「信用乗数論」とはかけ離れた状況にある。2016年1月に、日銀はMBにマイナス金利政策を導入し銀行の貸出を促そうとしたが、むしろ金融機

図表7 信用乗数の推移



(注) 信用乗数 $=MS/MB = (C+D) / (C+R)$

ただし、MS：マネースtock、MB：マネタリーベース、C：現金通貨、D：預金通貨、R：準備預金

この両辺を「D」で除すことで、信用乗数 $= (c+1) / (c+r)$ となる。ただし、 $c = C/D$ 、 $r = R/D$

出所) 日本銀行の統計資料により作成。

関の収益悪化と貸出抑制を引き起こしている。

2020年前半における信用乗数の微増やその後の下げ止まりの傾向が見られるが、主に財政支出の増加を背景としたマネースtockの増加が要因となっている。なお、日本はこれまで現金決済の比率が高かったが、コロナ禍を機にスマホなどによるキャッシュレス決済が普及し、現金通貨・預金通貨比率がやや低下する傾向にある。

(2) 潜在成長率の落込み

企業の「期待成長率」は低迷したまま企業部門が「貯蓄超過」状況にあり、投資の金利弾力性も低く金融機関の与信行動は消極的にならざるをえない。そして、企業の主な販路である国内需要に対する低い成長見通しが国内における慎重な設備投資スタンスにつながっている。

また、企業による債務返済という財務行動も銀行の対企業与信を減らす。銀行の貸出金が増えた領域でも偏りがあり、不動産向けやM&A向け、海外融資などが多くを占め、経済の潜在成長率を引き上げるような企業の投資に十分繋がっていないのである。そして、超低金利政策が金融機関の経営に及ぼす副作用も軽視できない。

コロナ禍による経済活動の制約から、中小零細事業者からの資金繰り需要が増えたとしても大企業の資金需要が停滞したままである。都市銀行等の預貸率は下がる傾向にあり、また、金融機関が保有する外国債等の有価証券の評価益の減少（含み損の拡大）も生じ、銀行行動を制約する要因となっている。

図表8に示したように、日本経済の潜在成長率は労働投入・資本投入の減少を要因とした供給制約から約30年にわたって落ち込んでいる。

内閣府の分析によれば、日本経済の潜在成長率が落ち込む背景について、①バブル期に積み上がった資本のストックの過剰による資本投入寄与の大きな低下、②労働時間の短縮や生産年齢人口（15～64歳）の伸び低下による労働投入の落込み、③ICT（情報通信技術）資本の利活用の遅れや設備老朽化等による全要素生産性（TFP）の伸び低下、があげられている（例えば、内閣府「年次経済財政報告」第2章・2022年7月を参照）。

近年は、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとで、感染症の影響を受けた既往の設備投資減少による資本ストック蓄積の減速の影響も加わっている。さらに、生産年齢人口の減少は、需要サイドからも住宅建設を低迷させ潜在成長率を下押しする要因となる。

資本投入と労働投入の寄与度を所与とすれば、TFPで相当の上昇がない限り潜在成長率は1%未満の水準に止まる。飛躍的な企業の技術革新などがあれば様相は変わる可能性があるとしても、生産性の向上に必要な人材育成のための日本企業の投資は

図表8 日本の潜在成長率の推移

(年平均成長率、%)

	1981～1990年	1991～2000年	2001～2010年	2011～2020年
資本投入寄与度	1.5	0.8	0.1	0.1
労働投入寄与度	0.6	-0.3	-0.3	-0.1
TFP 寄与度	2.1	1.1	0.9	0.7
潜在成長率	4.2	1.6	0.6	0.7

出所) 内閣府の推計により作成。

とくにバブル崩壊後で減少傾向にある。

日本の「潜在成長率」や期待成長率の落込みに伴って、「自然利子率」（景気に対して緩和的でも引き締めのでもない「中立的な金利」）自体が低下しており、日銀の実施する低金利政策では緩和効果も出にくい。

「異次元金融緩和」自体が非効率的な資本の配分で「低収益企業」も存続させ、生産性の上昇を阻んでいる。そのうえ、過度な金融緩和政策による金融機関の収益悪化と金融仲介機能の低下が潜在成長率を引き下げている、といった指摘もある。

また、医療・介護・福祉等の労働集約的な社会サービスに比重を置く社会保障費や維持補修費・災害復旧費等にかかる公共投資支出が増加する傾向を考慮すれば、今後、財政支出全体の効率性も低下することが避けられない。そもそも、生産性の高い部門への人のシフトが国民の生活保障を確実にするとはいえないのである。そうしたなか、典型的な不生産的消費というべき防衛費の増強圧力が高まっていることにも注視しなければならない。

財政再建の手法も「過大な名目成長率」や「低い政府の資金調達コスト」を前提としたものではなく、潜在成長率との整合性を持たせつつ日銀の「出口政策」をも条件に入れたより実態に即した財政再建計画を策定することが求められる。

5. 予想物価上昇率の動向と物価上昇の決定要因

(1) ゼロ金利制約と予想物価上昇率

「異次元金融緩和」では経済主体に心理的ショックを与え「期待」を抜本的に変えることがその波及経路におけるいわば「起点」となるものであった。

そして、予想物価上昇率（予想インフレ率）の上昇は実質金利を引き下げ設備投資や住宅投資など民間需要を誘発することが想定されているのである（I・フィッシャーの関係式「実質金利＝名目金利－予想物価上昇率」を参照）。そして低い「中立的な金利」とゼロ金利制約を背景として、予想物価上昇率を高める量的緩和政策が採られたのである。したがって、予想物価上昇率の動向は「異次元金融緩和」において見逃せない重要な指標ということになる。そうした「異次元金融緩和」のアプローチを理由に、日銀は「出口政策」のプロセスに関して、事前に情報開示すること自体も慎重に回避する行動をとってきた。「期待」（市場心理）に影響を与えることを懸

念したからにはほかならない。

予想物価上昇率の動向を物価連動国債（元金の受け取り額が物価に連動して増減するように工夫が施された国債）と通常の長期国債の利回りの差である「ブレイク・オープン・インフレ率（BEI）」で確かめる。

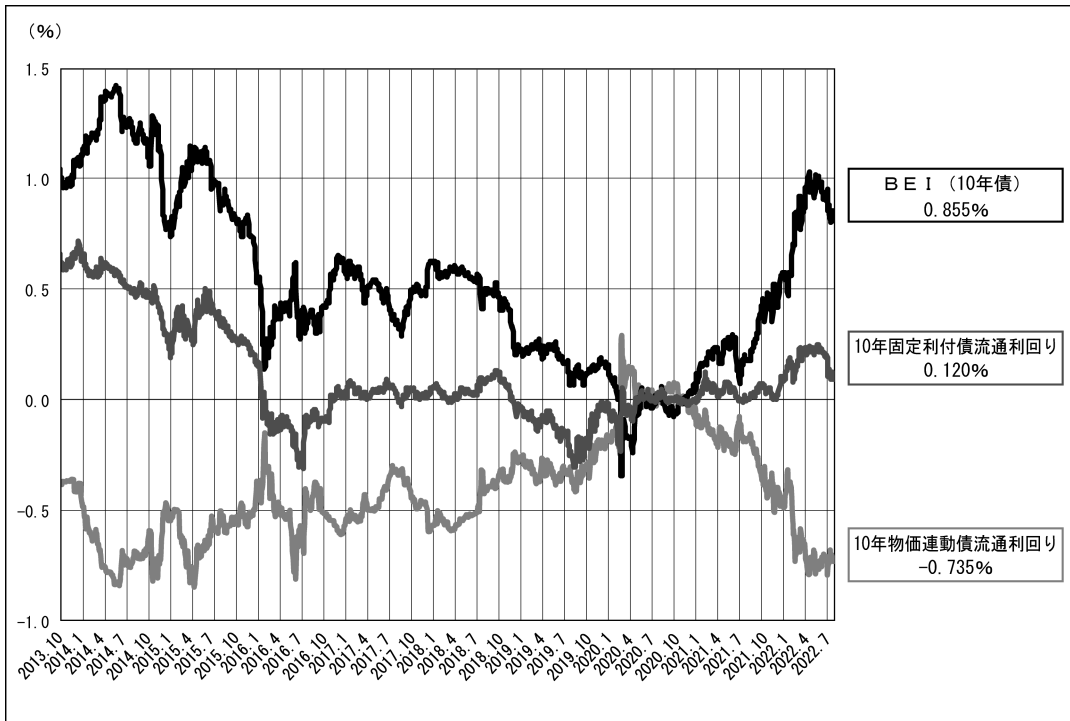
なお、このBEIは物価連動国債の市場価格から算出される複利利回りと同じ残存期間の10年利付国債の複利利回りとを対比することで、予想物価上昇率として算出されるものである。実際の物価連動国債の市場価格は限られた市場の需給関係（国債市場に参加している金融機関や投資家等の予想）や流動性などのリスクプレミアムの影響を受ける側面があるので、BEIも予想物価上昇率を推計する一つの手懸かりに過ぎないが、その経年的な動向（過去との比較）は予想物価上昇率を手短に確かめる手法になる。

（2） BEIの推移

図表9に示したように、BEIは日銀の期待とは裏腹に、「異次元金融緩和」が導入されて間もない2014年春にはピークアウトし、その後低下傾向をたどっている。これは市場参加者が日銀に十分な手段がないことを見限っていたことの証左を示し、「異次元金融緩和」が重視する心理的な予想チャンネルの効果自体に孕む問題を鮮明にしたものであった。

同図表に示したように、BEIは2020年4月をボトムにして上昇に転じ、2021年後半から急速に高まっている。このBEIの上昇は原油や穀物の価格など輸入コストの上昇といった外生的要因を背景としているので、この間実施されてきた「異次元金融緩和」との因果関係は乏しい。ただ、「異次元金融緩和」による円安進行が輸入物価の上昇を後押しする要素となっていることに注意を要する。

図表9 ブレーク・イーブン・インフレ率（BEI）の推移



(注)1. 「物価連動国債」は、元本が物価に連動して増減する国債。2022年7月末の発行残高は約11.8兆円。
 2. 「BEI (10年)」は、「物価連動国債」の複利利回りと同じ残存期間の「10年利付国債」の複利利回りをもとに計算。
 3. 日本相互証券提供の金利情報をもとに財務省が計算（2022/8/19現在）。
 出所) 財務省の資料により作成。

(3) 実体経済で物価水準を決定する諸要因

既述したように、「異次元金融緩和」が実体経済に影響を及ぼす経路のなかで、「予想物価上昇率」が重要な要素とされている。「予想物価上昇率」は個々の経済主体が多様な情報に基づき主観的に判断するなかで形成され、また「期待」が株価や為替など資産市場の投資家の心理に大きな影響を与える。ただ、物価水準を決定するものとして、実体経済そのものの動向を軽視するわけにいかない。

国内経済における需給ギャップ（過剰生産による在庫の増大など）や流動性選好の状況さらには有効需要の大きさにかかわる財政政策の乗数効果などが重要となろう。また、生産年齢人口の減少は需要の動向に影響を与え、中長期的には総供給能力の減

少（物価上昇の方向に働く）なども考慮する必要がある。

賃金と物価の関係も複雑である。雇用形態の変貌を背景とした労働者側の賃上げ要請のパワー低下で失業率が下がり雇用市場が逼迫しても賃金が上昇しづらい。また、単位労働コスト（物やサービスを1単位生み出すのに必要な労働費用）が上昇したとしても、販売価格等への転嫁が困難な状況であれば物価水準は上昇しない。実質所得の低迷を背景とした消費者の低価格・節約志向やネット販売との競合も企業の価格設定スタンスに影響を与える。また、労働節約的な技術や設備への投資を拡大可能な企業は価格転嫁をしないで収益が確保できるが、事業承継の見通しが立たない中小企業などは省力化投資に慎重になり価格転嫁も容易でない。

さらに、物価状況に影響を及ぼすグローバルな貿易・産業構造にも注目しなければならない。1990年代に入って世界のインフレ率は低下傾向をたどったが、その背景には、新興国の台頭・生産力向上による価格競争の激化や先進国企業による生産拠点の海外移転など構造的な要因があった。経済グローバル化による国際貿易財の拡大で企業間の競争圧力が強まり、国内の貿易財とサービス等の「相対価格」の変化や非熟練労働の賃金低下圧力（＝労働集約的財貨の価格低下）が生じる。それに、外国為替相場や原油等のエネルギー価格の変動等の影響が加わることはいうまでもない。

6. 物価関連の諸指標

（1） 輸入物価・国内企業物価・消費者物価（図表10）

— 急騰する輸入物価を「川下」に転嫁か —

このように、実際の物価水準を決定する複合的な要因に留意すれば「物価上昇率2%」に果たす日本銀行の役割は限定的である。そこで、物価動向にかかわる諸指標を概観しながらそれを確認したい。

コロナ禍・ウクライナ戦争で、サプライチェーンが寸断され、世界的な1次産品や素材の不足が深刻になり、また、中国のゼロ・コロナ政策（都市・港湾の閉鎖）が部品などの世界的な品薄をもたらした。原油・穀物などの市況が高止まりをするなか、2021年以降の米国景気回復と労働需要の高まり（人手不足・賃金上昇）を受けたFRBの金利上げと日米金利差の拡大見通しから円安傾向が顕著になった。この円安の進行は、FRBに限らず各国中央銀行がインフレ対策に軸足を移すことで生ずる金利

差拡大を背景としている。

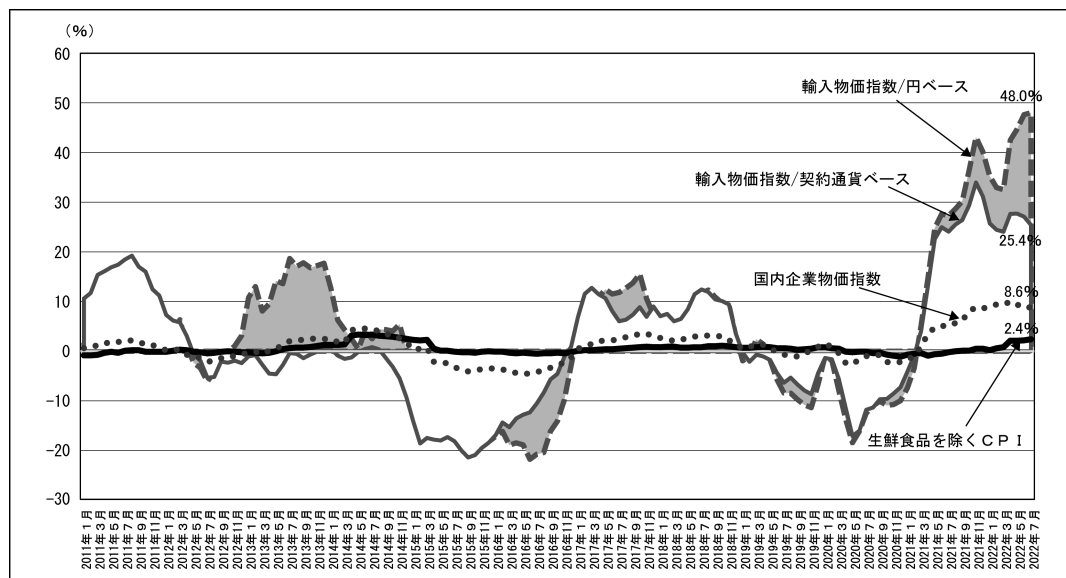
それらが原因となって、輸入物価（円ベース）が2022年4月に前年同月比42.5%（同年5月44.7%、6月47.6%、7月48.0%）の上昇で、資源価格自体を反映する契約通貨建てでは2022年4月に前年同月比27.6%（同年5月27.7%、6月27.1%、7月25.4%）の上昇で、両者の乖離分が円安によるものである。

国内企業物価指数も2022年4月に前年同月比10.0%の上昇で（同年5月9.3%、6月9.4%、7月8.6%）、生鮮食品を除いたコアC P Iも2022年4月に前年同月比2.1%（同年5月2.1%、6月2.2%、7月2.4%）の上昇と2015年3月の2.2%以来の高い上昇率となっている。

総合C P Iの上昇率は2022年4月2.5%（同年5月2.5%、6月2.4%、7月2.6%）、生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアC P Iの上昇率は2022年4月0.8%（同年5月0.8%、6月1.0%、7月1.2%）である。

エネルギー高が原因で、電気代・ガソリン、輸送費等の上昇が顕著であり、具体的な品目のなかでは食料などの生活必需品の上昇幅が際立っている。輸入価格の国内価

図表10 輸入物価・国内企業物価・コアC P Iの推移（総合、対前年比伸び率）



(注) 塗りつぶしは、円安の効果等により輸入物価指数の「円ベース」が「契約ベース」から乖離して上昇する状況を示す。

出所) 総務省、日本銀行の資料により作成。

格への転嫁度合いばかりでなく、家計の消費行動（一部商品の価格高騰で他の商品への支出を抑制）に伴う相対価格の変化もあるため、総合CPIは輸入物価や企業物価ほどの上昇にはなっていない。

そして、このCPIの上昇は、あくまで資源価格の上昇を要因とするもので、原油価格等の上昇寄与が剥落すれば、CPIの上昇率も低下する可能性がある。一方で、日銀の金融緩和継続それ自体が金利差拡大をもたらし、それを背景とした円安と輸入物価の上昇を引き起こしているの、その物価上昇の状況を見てもわかるように、円安の輸入物価上昇に対する寄与度は3～4割に達する。

ところで、CPI以外の「デフレ」にかかわる指標の動きも確かめることとする。

安倍政権が発足した2012年に、政府は「デフレ脱却」の目安として①「物価上昇率2%」のほかに、②GDPデフレーターの前年同期比プラス、③単位労働コスト（国内付加価値あたりの労働コスト）の前年同期比プラス、④GDPギャップの需要超過、の4指標を掲げている。以下、②～④の3指標の動向を確かめることとする。

（2） GDPデフレーター（図表11） — マイナス圏内で僅かに上向き —

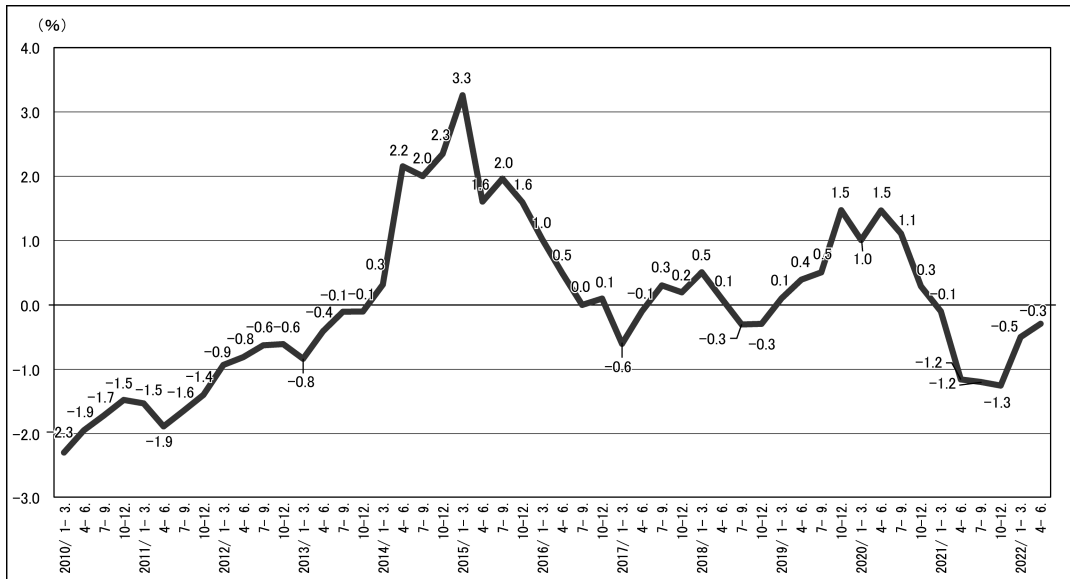
輸入物価の上昇は海外への所得流出（交易損失）をもたらすが、そのコスト増が販売価格に十分転嫁されなければ企業収益を圧迫し（GDPデフレーターの下落）、値上げが実施されれば家計の負担が増える（CPIの上昇）。政府による「ガソリン補助金」はCPI上昇分の一部を税に付け替えるかたちで家計の負担を軽減するものである。これには、省エネの取り組みを遅らせ脱炭素社会への歩みを妨げるとの批判もある。

なお、GDPデフレーターは、「名目GDP÷実質GDP」で算出され、消費や設備投資などを含めた国内経済全体の物価動向を表す指標となる。輸入はGDPの控除項目であるから、輸入物価が上昇しその分だけ国内物価も上昇すれば付加価値の合計のデフレーターであるGDPデフレーターは変化しない。したがって、GDPデフレーターが「マイナス」であれば国内に原因があつて物価が下落していることを、「プラス」であれば「ホームメイド・インフレ」の程度を示すことになる。

同図表でも明らかなように、GDPデフレーターは2014年と2019年に消費税率が引き上げられた時期を除いて、前年同期比がゼロ近傍もしくはマイナスの時期が続き、日本経済はデフレ基調にあったことを示している。

2021年以降もGDPデフレーターは前年同期比マイナスで、輸入価格上昇の国内価

図表11 GDPデフレーターの変動（前年同期比）



出所) 内閣府「国民経済計算（四半期デフレーター原系列）」により作成。

格への転嫁が遅れている。とくに、内需型中小企業はコロナ禍の影響や原材料高による収益圧迫を受ける状況下にある。

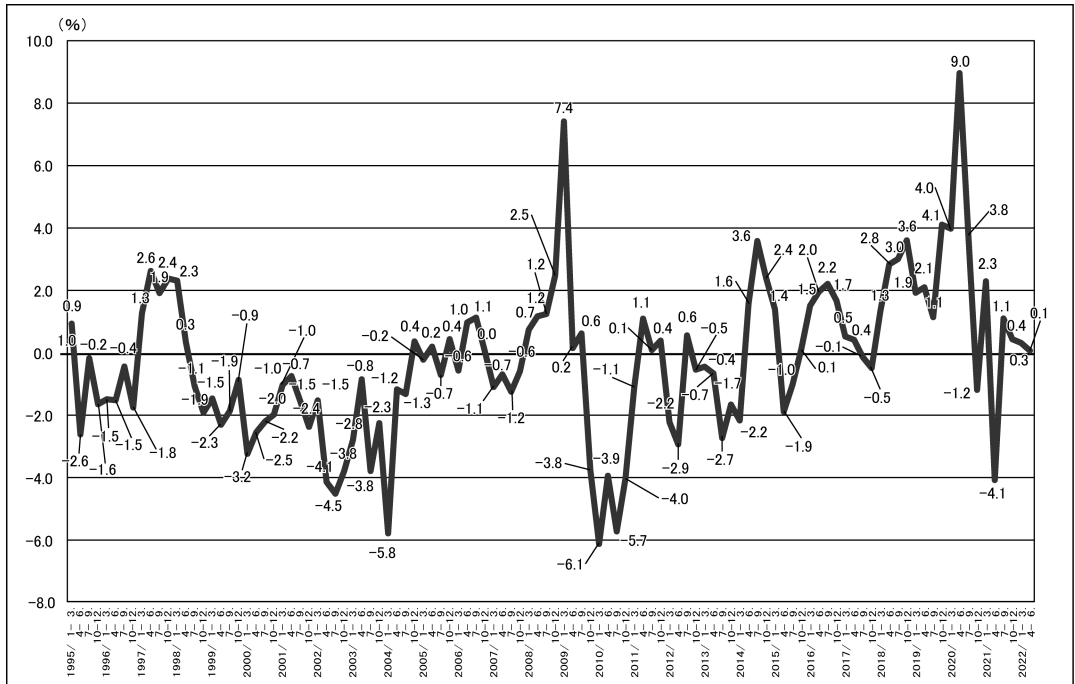
(3) 単位労働コスト (図表12) — 僅かにプラスに —

「単位労働コスト」は生産物（実質付加価値）1単位あたりの名目賃金として表され、「名目雇用者報酬」（賃金×雇用者数）を「実質GDP」で除して求められる。これが上昇すると企業の収益性悪化をもたらし、（労働生産性が一定とすれば）製品やサービスの価格引上げにつながりインフレ圧力が高まる。

なお、労働生産性の変化を考慮に入れた単位労働コストは時間当たりの労働費用と労働生産性（投入1単位当たりの産出額）の比率で算出されるので、時間当たりの賃金が増してもそれ以上のペースで労働生産性が上昇すれば単位労働コストの上昇は抑制される。

単位労働コストの変動をみると、2010年1～3月期を底に2020年4～6月期まで上昇基調をたどった。その後コロナ禍の影響で低い伸びとなったが、2021年7～9月期以降、若干のプラスに転じている。好業績の製造業の大企業を中心に賃上げの水準が4年振りに高くなっているが、物価上昇にはまだ追いついていない。

図表12 単位労働コストの推移（前年同期比）



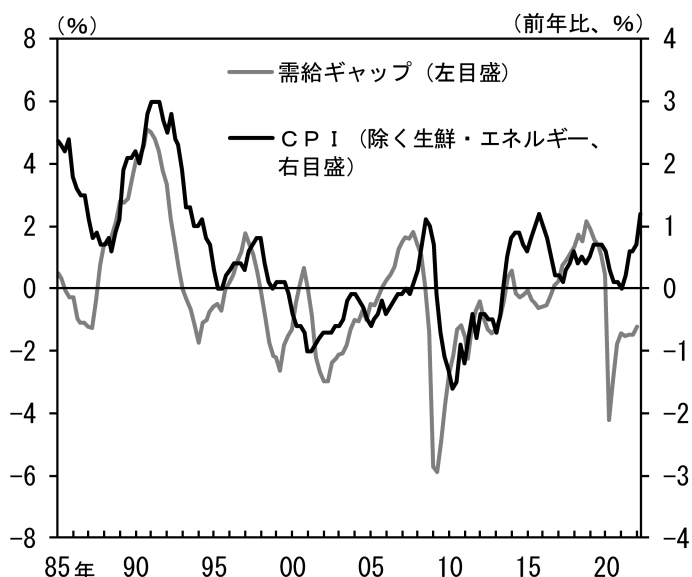
出所) 内閣府「国民経済計算（名目雇用者報酬／実質GDP）原系列」により作成。

(4) 需給ギャップ（図表13） — 大幅なマイナスに —

経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどれば、マクロ的な需給ギャップはプラスとなる。日銀の試算によれば、2020年以降の交易条件の悪化等による景気下押しの影響を受け需給ギャップは大きくマイナスに転じている。また、内閣府の推計でも、2022年4～6月期の需給ギャップはマイナス3.1%（年換算19兆円）で、11四半期連続のマイナスとなっている。

CPIが上昇するなか実質所得の目減りを原因として国内需要が落ち込んでいることは明らかである。また、需給ギャップはマクロ的に見た総需要と総供給の差を捉えたものだから、財・サービスの部門間の不均衡や国際商品市況を反映する川上から川下への価格転嫁などの構造的な問題を直接把握するものではないことにも注意する必要がある。

図表13 需給ギャップとCPI



- (注)1. CPIは、消費税率引上げ・教育無償化政策、G o T o トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行による試算値。
 2. 需給ギャップは、日本銀行による推計値。
 出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2022年7月)により作成。

7. 小 括

これまで、「異次元金融緩和」をめぐって、物価にかかわる諸指標を含めて概観したが、いくつかの論点をまとめて記すこととする。

- (1) 「デフレ脱却の目安」の諸指標を見る限り、当面、スパイラル的な物価高騰が起きる可能性は低い。そして、「物価上昇率2%」目標は形式上達成しているが、その持続性への疑念や「デフレ状態が払拭されていないこと」を理由に、日銀は「異次元金融緩和」を続けている。一方で、MBの膨張を背景としながら、「予想物価上昇率」の高まりがエネルギー高・円安の進行によるコストプッシュ型の物価上昇をより一層後押しすれば、スパイラル的な物価高騰すなわち「膨張するMB+コストプッシュ型物価上昇+予想物価上昇率の上昇加速→(経済停滞と物価上昇が共存する)スタグフレーション」というシナリオが現実化することもあながち否定できない。

(2) 日銀は利上げによる需要抑制と景気の下押し効果を懸念する立場で「異次元金融緩和」を維持するとしているが、「異次元金融緩和」の継続は日銀の「財政ファイナンス」（日銀による大量の国債保有と国債費の抑制）を容易にしたばかりでなく、それから抜け出られない状況をつくっている。財務省は長期金利が1%上昇で2025年度の元利払いが3.7兆円増加、2%上昇で同7.5兆円増加に膨らむと試算している（財務省「2022年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」2022年1月）。巨額の補正予算・予備費の計上、防衛費の増額、蔑ろにされる基礎的財政収支の均衡化目標など、政府が財政規律を一層緩ませる一方で、日銀の「財政ファイナンス」に支えられた政府債務を膨らませている。

そうしたなか、採られるべき「出口政策（金融政策の正常化）」のみならず当座の金利引き上げもままならない深刻な状況に陥っている。

(3) 「アベノミクス」の象徴でもある「異次元金融緩和」について、その失敗を受け入れられないまま継続すべきだとの政治圧力の存在も無視できない。そして、内外の金利差拡大を背景とした円安進行による輸入物価の上昇をもたらし、「異次元金融緩和」自体の行き詰まりを露わにした。「異次元金融緩和」をめぐるいわば矛盾した状態は、①円安を追い風に輸出や海外生産関連の大規模製造業は利益を増やす一方で、②価格転嫁が容易でない中小・零細企業の経営困難と③生活必需品等のCPIの上昇が生活基盤の脆い家計に追い打ちをかけている。これらは、格差や貧困の深刻さを増すとともに、国民は閉塞感を募らせることになる。

(たなか のぶたか 元岩手県立大学総合政策学部教授)

キーワード：異次元金融緩和政策／財政ファイナンス／
国債のマネタイゼーション／物価上昇／信用乗数