

基礎研 レポート

異次元緩和の意義について考える ～黒田日銀 10 年の振り返り

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

来月 8 日に黒田東彦日銀総裁が任期の期限を迎える。2013 年 3 月に総裁に就任した黒田総裁の下、日銀は同総裁が就任した直後の金融政策決定会合（以下、決定会合）において、いわゆる「異次元緩和」を導入し、およそ 10 年もの長きにわたって継続してきた。

異次元緩和を主導した黒田総裁の任期末という大きな節目を迎えるにあたり、異次元緩和を改めて振り返り、総括したうえでその意義について考えてみたい。

1—黒田総裁就任後の金融政策の歩み

まず、黒田総裁就任後の金融政策の歩みを振り返る。

誤解されがちだが、黒田総裁が達成を目指してきた「2%の物価安定目標（以下、物価目標）」は同総裁ではなく、その前任である白川方明総裁の任期終盤に導入されたものだ（図表 1）。2012 年末にデフレ脱却のための大規模な金融緩和実施を旗印に発足した安倍晋三政権の強い働きかけにより、翌 13 年 1 月の金融政策決定会合において導入された¹。その 2%の物価目標を達成するという大きな使命を負って、安倍政権によって任命されたのがもともと物価目標の導入を提唱し、大規模金融緩和に前向きな主張を行ってきた黒田総裁だ。

（図表 1）

黒田日銀の主な金融政策変更

時期	内容	備考
(2013年1月)	物価安定目標2%を導入	黒田総裁就任前
2013年4月	量的・質的金融緩和を導入	国債年50兆円増/ETF年1兆円増へ
2014年10月	追加金融緩和を実施	国債年80兆円増/ETF年3兆円増へ
2016年1月	マイナス金利政策を導入	水準は▲0.1%
同7月	追加金融緩和を実施	ETF年6兆円増へ
同9月	長短金利操作(ycc)導入・指値オペ導入	10年国債の操作目標を「ゼロ%程度」に
	オーバーシュート型コミットメント導入	安定的に物価目標を超えるまで資金供給量を拡大
2018年7月	長期金利操作目標の変動幅拡大	±0.1%程度→0.2%程度
2020年3-5月	資産買入れ拡大・新資金供給オペ導入	コロナ拡大を受けた対応
2021年3月	長期金利操作目標の変動幅拡大	±0.2%程度→0.25%程度
	連続指し値オペ導入	
	ETF・JREITの買入れ柔軟化	
2022年12月	長期金利操作目標の変動幅拡大	±0.25%程度→0.5%程度

¹ 日銀は 2012 年 2 月に、日銀として中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を示すものとして、「中長期的な物価安定の目途」を導入。水準は消費者物価の前年比上昇率で 2%以下のプラスの領域にあると判断し、当面は 1%を目途とすることとしていた。2013 年 1 月の物価目標の導入は、その位置づけを「目標」へと格上げしたうえで、水準を 2%に引き上げたという位置付けとなる。

前述の通り、黒田体制となった日銀（以下、黒田日銀）は発足直後の決定会合において 2%の物価目標を「2 年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する」と宣言し、その手段として「量的・質的金融緩和」を導入した。その内容は、資産サイドの長期国債残高を年 50 兆円増、ETF 残高を年 1 兆円増へ、その裏側にある負債サイドのマネタリーベースを年 60~70 兆円増とするペースで大幅な資産買入れを行うというものだ。導入後の記者会見において、黒田総裁が「量的にみても質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和を行う」と述べたことから、この枠組みは広く「異次元緩和」と俗称されるようになった（当稿でも、基本的に異次元緩和と表記）。

その後も、黒田日銀は量的緩和を 2 度にわたり拡大、2016 年年初には ECB などに続いてマイナス金利政策を導入と緩和を強化していったが、同年 9 月に長短金利操作（イールドカーブコントロール、以下 YCC）を導入して以降は、副作用の拡大を抑えながら金融環境が緩和した状態を維持する政策へとシフトし、大規模な金融緩和を長期にわたって継続した。

2—異次元緩和の評価

異次元緩和の評価については、評価者の立場や重視するポイントによって様々ではあるが、「一定の効果はあったが、副作用も無視できないレベルで顕在化した」との見方が一般的であるように思われる。そこで、効果、副作用についてそれぞれ考えてみたい。

ちなみに、当事者である黒田総裁は、最後の定例会合を終えた 3 月 10 日の記者会見において、異次元緩和の評価について、「政府の様々な政策とも相まって、経済・物価の押し上げ効果をしっかりと発揮してきている」と総括している。そして、具体的な効果として、「物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなったこと」、「労働需給のタイト化をもたらし、400 万人を超える雇用の増加がみられるようになったこと」、「ベアが復活し雇用者報酬が増加したこと」、「経済が活性化したことで、設備投資がかなり増進したこと」などを列挙している。一方で副作用については、「様々な工夫を凝らし、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じて対処してきた」、「(副作用が) 非常に累積しているとか大きくなっているとか、そういうものはあまりあるとは思わない」と適切な対応によって抑制してきたとの認識を示している。

1 | 異次元緩和の効果

1) 外部環境に大きな差が存在

そこで、まず異次元緩和の効果について、異次元緩和導入直前から直近にかけての経済・物価・市場に関する主な指標の変化を見てみると（図表 2）、確かに実質 GDP や物価上昇率をはじめ、雇用者数や株価など幅広い指標において改善が確認できる。

ただし、それはあくまで「異次元緩和導入後の改善」であり、その全てが「異次元緩和導入による効果」というわけではない。

（図表 2）

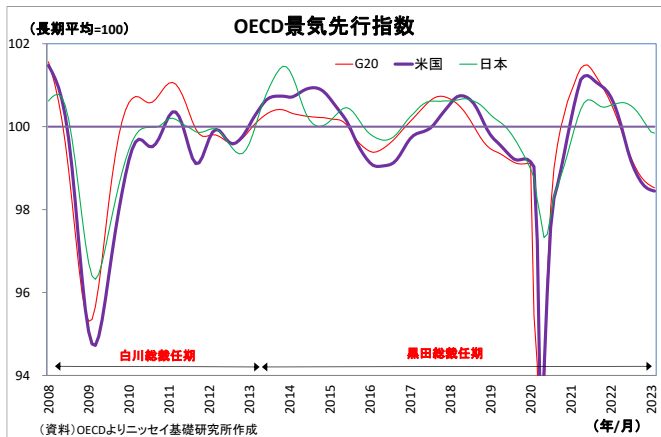
異次元緩和前後 主要経済指標等の変化一覧

異次元緩和直前		項目（+方向性）	直近	
523兆円	2013年 1-3月期	実質GDP ↑	547兆円	2022年 10-12月期
前年比 ▲0.5%	2013年3月	コアCPI ↑	前年比 3.1%	2023年2月
5539万人	2013年3月	雇用者数 ↑	6060万人	2023年1月
4.1%	2013年3月	失業率 ↓	2.4%	2023年1月
前年比 ▲1.1%	2013年 1-3月	賃金上昇率 ↑	前年比 1.3%	2022年 10-12月
12397円	2013年 3月末	日経平均株価 ↑	27445円	2023年 2月末
94.1円	2013年 3月末	ドル円レート ↑	136.3円	2023年 2月末

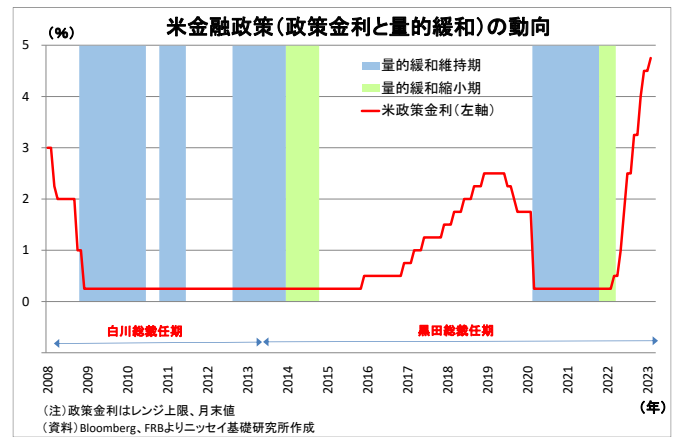
（注）実質GDP、雇用者数、失業率は季節調整値。賃金上昇率は所定内給与（5名以上事業所）。
（資料）内閣府、総務省統計局、厚生労働省、日本経済新聞社、日本銀行のデータよりニッセイ基礎研究所が作成

実際、異次元緩和導入後は白川総裁の時代と比べて外部環境に恵まれていたことが指摘できる。世界的な景気の方角性を示す指標である OECD の景気先行指数について、日本経済にとって極めて重要な国である米国の指数を振り返ってみると（図表 3）、指数の水準が長期平均である 100 を超えていた割合は、白川総裁時代で 20.0%²に留まっていたのに対し、黒田総裁時代（就任月を除く異次元緩和導入後、以下同じ）では 49.6%³に達している。白川総裁時代の大半がリーマンショックと欧州債務危機の時期にあたる一方、黒田総裁時代はその後の回復期からスタートしていることの影響が大きい。米国の景気が回復している時期が長い方が、日本の景気にとっての追い風も長く続くことになる。

（図表 3）



（図表 4）



また、これに関連して、米国の金融政策の状況も大きく異なっている。米景気が芳しくなかった白川総裁時代はスタートした時期がいきなり FRB による利下げ局面にあたり、その後はゼロ金利政策が維持されたばかりか、3 度にわたる量的緩和（QE1～3）も実施されており、任期を通じて米国の金融政策が極めて緩和的であった（図表 4）。これに対し、黒田総裁時代はスタート時こそ米国が量的緩和（QE3）の途中であったものの、ほどなく量的緩和縮小（テーパリング）が開始され、段階的な利上げへと入っていった。その後、新型コロナ拡大を受けて、FRB はゼロ金利政策と量的緩和を再び導入したが、その期間は 2 年で終わり、再び利上げ局面に入っている。任期期間中を通じて見ても、白川総裁時代と比べて、米国の金融政策は明らかに引き締めの時代であった。

2) 外部環境の好転が円安・株高を増幅

こうした米景気動向と金融政策の違いは金融市場の動向にも大きな影響を与えたと考えられる。黒田日銀による異次元緩和の功績として、過度の円高是正と株価上昇を挙げる声は多い（図表 5）。

確かに、異次元緩和の導入が市場参加者にサプライズを与え、白川総裁時代に一時 80 円を割り込むほど進んだ円高が是正された面は大きい。ただし、既述の通り、白川総裁時代は米国の金融政策が緩和的でドル安圧力が強かった反面、黒田総裁の任期中は米金融政策が引き締めで日米金融政策の方角性の差が鮮明化しやすかったこと、さらにその結果として日米金利差が拡大しやすかったことが

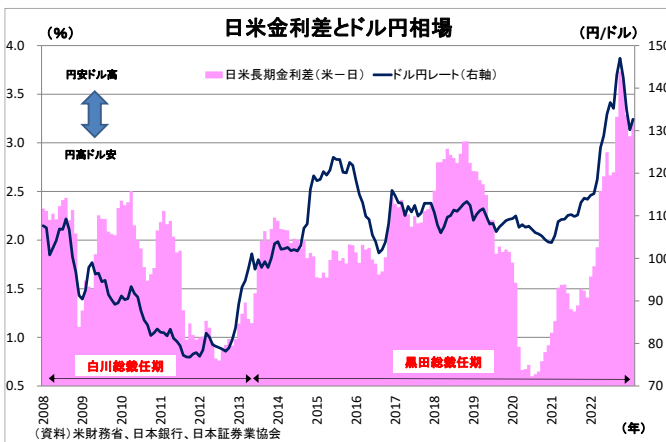
² 60 カ月（2008 年 4 月～2013 年 3 月）のうち 12 カ月。

³ 119 カ月（2013 年 4 月～2023 年 2 月）のうち 59 カ月。

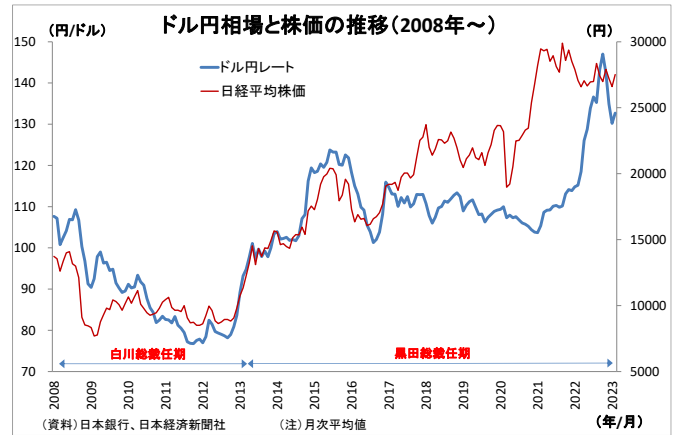
円安ドル高の勢いを増幅していた面もある（図表6）。

株価についても、こうして米国要因で増幅された円安が輸出企業の業績改善に寄与したほか、米国景気の回復を受けた米国株の上昇によって牽引された面がある。現に日経平均株価を米国株の代表的な指数であるダウ平均株価で除した「ND倍率」を見ると、白川総裁時代の平均、黒田総裁時代の平均ともに0.90倍で変わらず、日本株の米国株に対する優位性が高まったわけではない。しかも、黒田総裁時代に日銀はETFという形で35兆円もの日本株を直接買入っていたにもかかわらずだ。

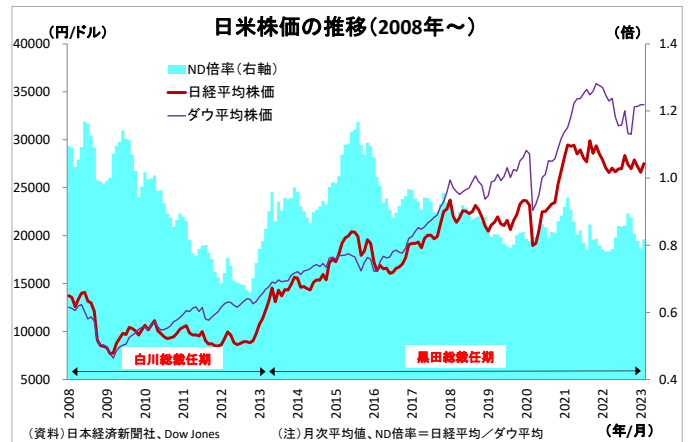
（図表6）



（図表5）



（図表7）

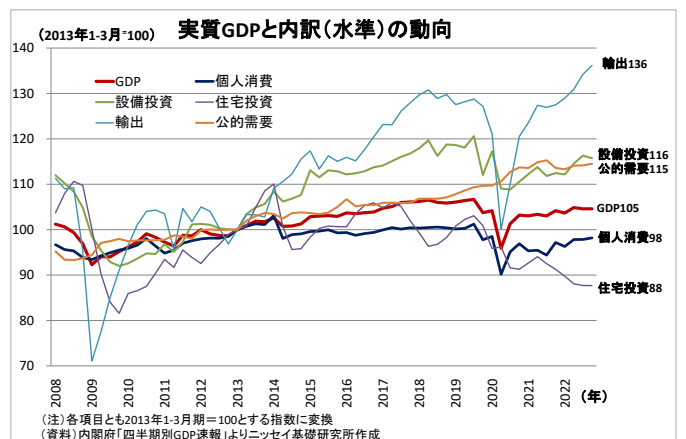


3) 経済の押し上げ効果には物足りなさ

次に実質 GDP の動きに目を転じると、異次元緩和導入直前（2013年1-3月期）と直近（2022年10-12月期）を比較した場合、実質 GDP は額にして24兆円、割合にして約5%増加している（図表8）。ただし、年平均で考えると、コロナ禍という不測の事態があったとはいえ、わずか0.5%程度の成長ペースに過ぎない。

ここで、需要項目ごとの動きを見ると、バラツキは非常に大きい。輸出や設備投資、公的需要⁴はこの間に1割以上増加している一方、個人消費や住宅投資は異次元緩和導入直前の水準を下回っている。こちらもコロナ禍が影響している面は否めないが、この強弱関係はコロナ禍前から長らく続いているものだ。

（図表8）



⁴ 政府最終消費支出、公的固定資本形成、公的在庫品増加の合計

伸びが相対的に大きかった需要項目について個別に見てみると、まず最も伸びが大きかった輸出⁵ (36%増) は、既述の通り、米国要因 (米国経済の回復とそれに伴うドル高圧力) の追い風を多分に受けている。

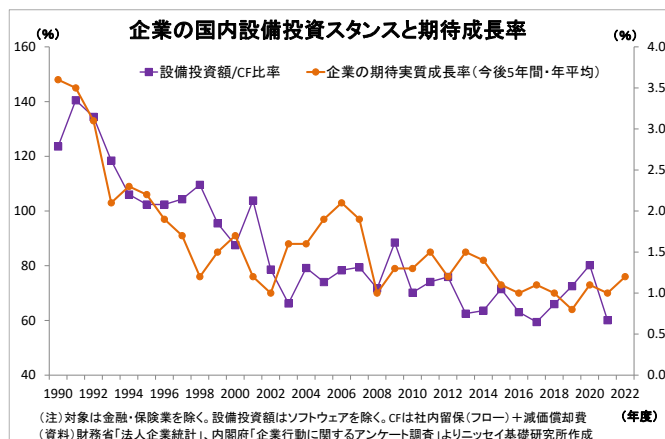
そして、次に伸びが大きかったのは設備投資 (16%増) であり、この間の日本経済の一つの牽引役としての位置付けにはなっているが、その増勢に力強さは感じられない。

法人企業統計をもとに、企業における毎期のキャッシュフロー (社内留保+減価償却費、以下CF) に対する設備投資額の比率を見ると、振れはあるものの異次元緩和後は下振れが目立ち、直近 2021 年度の比率 (60.1%) は異次元緩和前の 2012 年度 (75.9%) を下回っている (図表 9)。

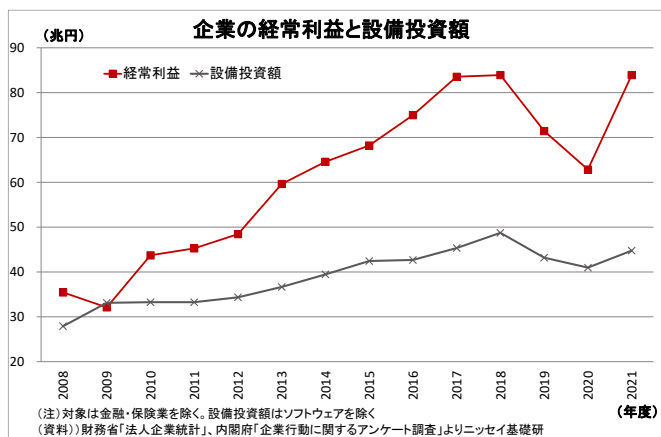
このことが意味しているのは、異次元緩和の間に円安や景気回復によって企業の収益が改善して投資余力がかなり増加したが、その割に設備投資は増えなかったということだ (図表 10)。

実際、業種別に CF 増加率と設備投資額増加率の関係性を見ると、CF の増加率が大きかった製造業を中心に設備投資額が伸び悩んだことが確認できる (図表 11)。

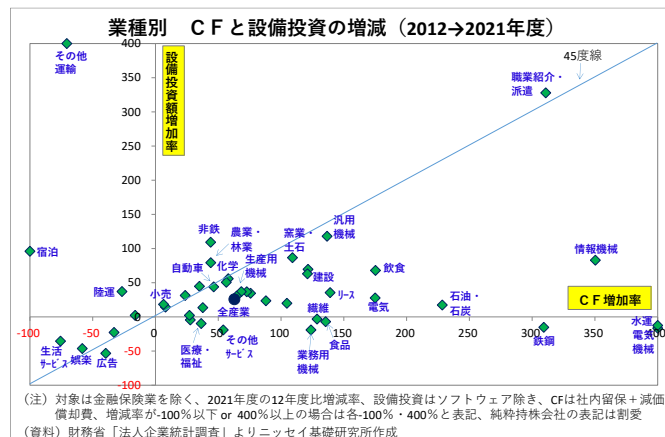
(図表 9)



(図表 10)



(図表 11)



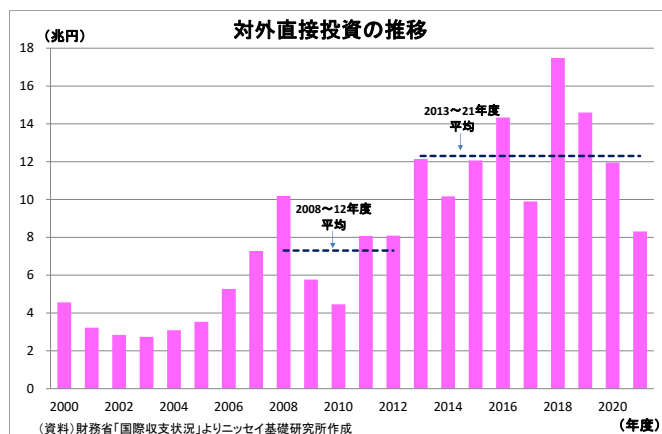
CF に対する設備投資額の比率については、企業の (日本経済に対する) 中期的な期待実質成長率との連動性が見られる (図表 9)。期待成長率は異次元緩和後も低迷が続いていることから、企業が「日本経済が力強く成長していく見通し」を持ってこなかったことが設備投資の慎重姿勢に繋がってきたと考えられる。成長の鈍い市場に過剰に投資を行ってしまうと、設備の稼働率が下がって利益が圧迫されてしまうためだ。

⁵ GDP 上の輸出は付加価値の変動を考慮したもの。一方、「円安でも輸出が伸び悩んだ」との文脈でよく参照される輸出数量指数は付加価値の変動を考慮していない。

実際、伸び悩む（国内への）設備投資とは対称的に、国内企業による対外直接投資（海外現地法人の設立や外国企業への資本参加など）は異次元緩和後に大きく増加している（図表 12）。

為替リスクの低減や地産地消の流れも影響したと考えられるが、国内よりも高い成長が期待できる新興国などの海外に向けた投資が選好された可能性が高い。

(図表 12)



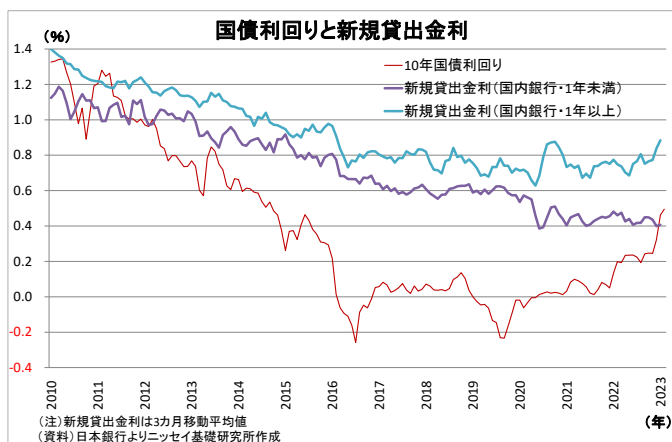
4) 貸出促進効果は不動産に偏重

なお、設備投資に関しては、金融緩和による金利低下が企業の借入意欲を高めることを通じて促進される効果も考えられるため、このルートについて確認すると、まず、異次元緩和後に市場金利が大きく押し下げられたことを受けて、銀行の貸出金利は明確に押し下げられている（図表 13）。

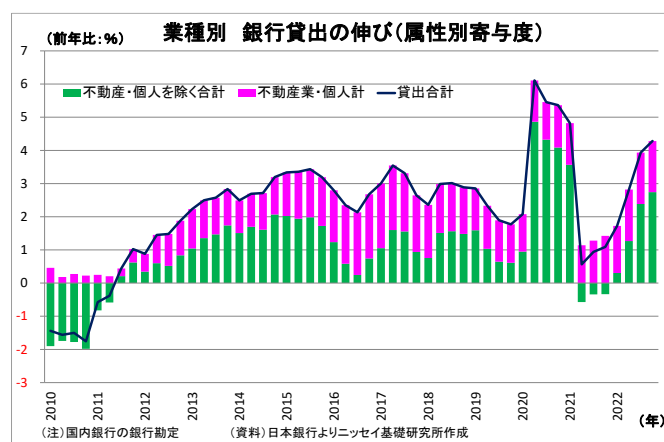
景気回復に加えてこの金利低下の効果もあったとみられ、銀行貸出も異次元緩和後にやや伸び率を高め、期間を通じて見れば、概ね前年比 3%弱とまずまずの水準で推移してきた（図表 14）。しかしながら、伸び率の内訳を見ると、不動産業⁶向けと個人向けの寄与度が高く、両者の伸びが全体の伸びの約半分を占めてきた。個人向けの大半が住宅ローンであることを踏まえると、殆どが広義の不動産領域と言える。不動産業向けも住宅ローンもレバレッジが高いことが多いため、金利感応度が高い。また、貸し手の銀行側からしても、貸出の際に不動産を担保に取れるため手掛けやすいという面もある。

不動産領域向けの貸出が伸びることが必ずしも悪いわけではないが、異次元緩和後の銀行貸出の伸びは不動産領域向けに偏っている。つまり、金利低下の追い風を受けやすい不動産領域以外では、貸出促進効果が限定的であったことがうかがわれる。多くの業種では、期待成長率の低さがネックとなり、金利が低下しても前向きな資金需要が喚起されにくかった可能性が高い。

(図表 13)



(図表 14)



⁶ 個人による貸家業（アパートローンなど）を含む

5) 雇用の増加は人口動態・社会構造の変化による寄与も大

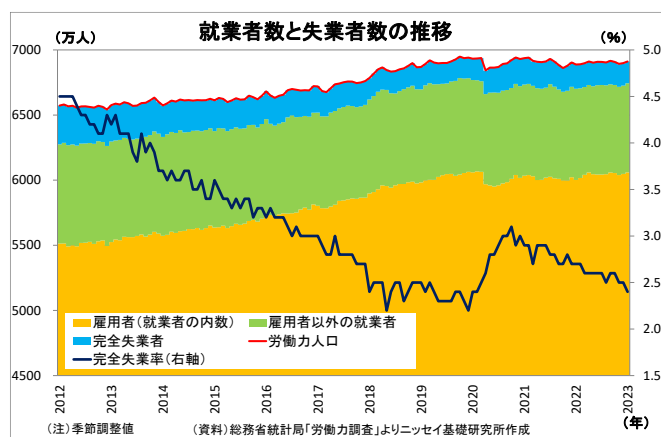
次に、異次元緩和の功績として挙げられることが多い雇用情勢の改善について見てみる。

確かに異次元緩和後に雇用者数が500万人余りも増加する一方、失業者が100万人余り減少したため、失業率は、コロナ過での一時的な上昇はあったものの、低下基調を辿ってきた（図表15）。異次元緩和後の雇用情勢の改善は鮮明と言える。黒田日銀が主張するように、異次元緩和による景気回復や企業収益の改善が雇用の増加に繋がった面もあるだろう。しかし、既述の通り、景気回復・収益改善は海外要因の影響も大きかったはずだ。

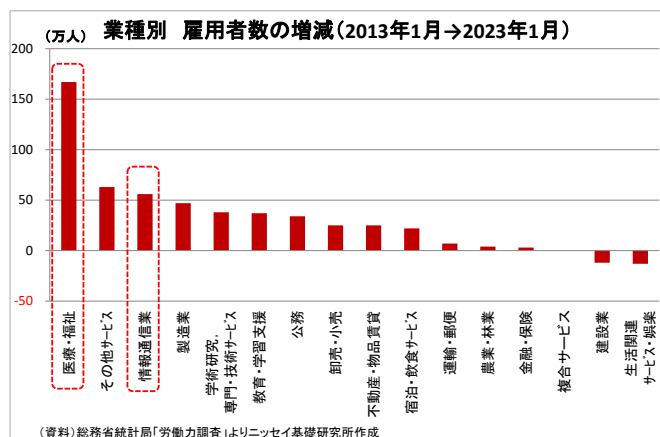
さらに、見逃せないのが、雇用の改善には金融緩和と殆ど無関係な人口動態の変化や社会構造の変化が大きく影響していたとみられる点だ。

異次元緩和前後（2013年1月→23年1月）の雇用者数の増減について業種別に見てみると、医療・福祉業界の雇用者数増加が167万人と際立って大きく、全体の雇用者数増（521万人）の1/3を占める（図表16）。そしてこの背景には、介護をはじめとする高齢化に伴う医療・福祉領域での労働需要の増加がある。また、情報通信業界の雇用者数増加も56万人と全体の1割強を占めているが、こちらは社会の情報化に伴ってIT人材の需要が大きく増加したためと考えられる。

（図表15）



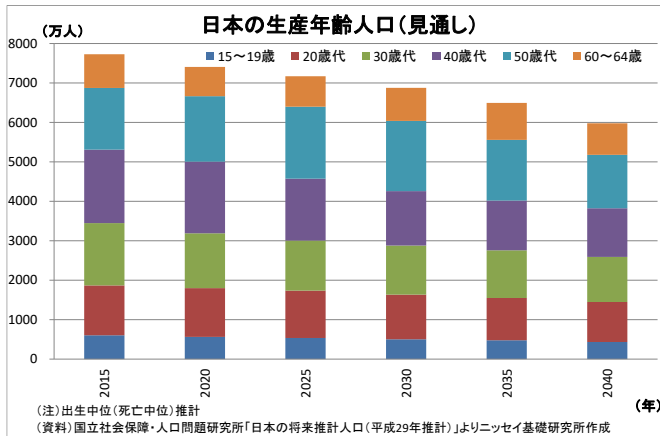
（図表16）



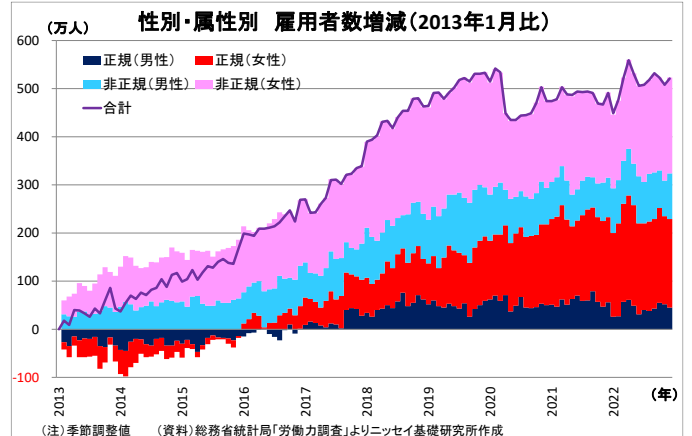
さらに、人口動態の変化が企業の採用意欲を高めた面もあったと推測される。少子化の影響で若手従業員の採用が難しくなり、今後も若手・中核年齢層の人口が確実に先細りし、採用難が強まっていくことが強く懸念されるようになったことで（図表17）、人材を今のうちに確保しておく観点で採用意欲が高まった可能性がある。

また、異次元緩和後の雇用者の伸びの大半は男性正規労働者以外の属性である点も注目される。長時間労働に対する社会の目が厳しくなって労働環境の改善が進んだことや、政府の政策的なサポート（高齢者雇用の促進、女性の活躍推進など）もあって女性や高齢者の労働参加が進み、企業の人材需要を賄う形になった（図表18）。ただし、特に非正規労働者の労働時間は短めであるため、必要な労働量を満たすためには人数が多く必要になり、雇用者数の増加を増幅させたと考えられる。

(図表 17)



(図表 18)



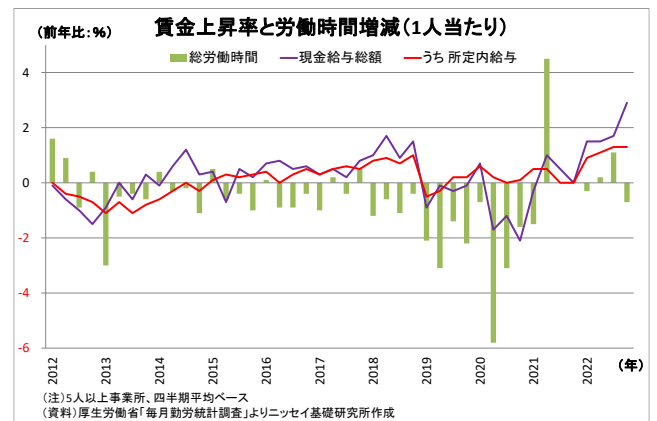
6) 賃金は伸び悩み

このように、労働需要が増加して雇用者数が増加した一方で、賃金の伸びは総じて物足りない状況が続いた。1人当たりの現金給与総額の伸びは最近でこそやや拡大しているものの、異次元緩和後の平均⁷で見ると前年比0.4%増に留まり、さらに、振れの大きい賞与や残業代を除いた所定内給与のみで見ただけでは0.2%増にすぎない(図表19)。

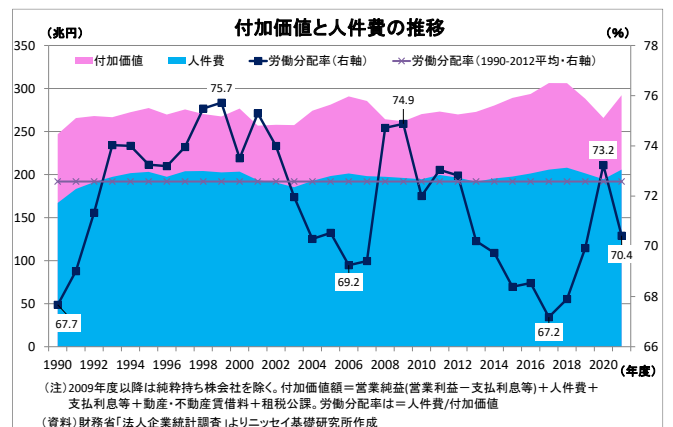
この間に、働き方改革や非正規比率の上昇などから1人当たりの労働時間が減少していることや異次元緩和前に小幅なマイナスであったことからすれば賃金の状況は改善していると言える。ただし、日銀が目標とする2%の物価上昇を持続的・安定的に継続するためには、最低でも2%の伸びが必要(さもないと、実質賃金の伸びがマイナスとなり、需要が減少して物価上昇が続かない)であることを踏まえれば、十分な伸びとは言えない。

賃金があまり伸びなかった直接的な要因は2つ挙げられる。それは、企業の生産活動によって新たに生み出された価値である付加価値の伸び悩みと労働分配率の低下だ。法人企業統計⁸から、まず付加価値の動向を確認すると(図表20)、2012年度(270兆円)から21年度(292兆円)にかけて22兆円増加しているが、これは年率にすると0.89%に過ぎない。賃金の原資となる企業の稼ぎの伸びが年1%に満たなかったということだ。

(図表 19)



(図表 20)



⁷ 四半期ベース。2013年4-6月期～2023年10-12月期の単純平均

⁸ 集計にあたっては、収益の二重計上を防ぐため、純粋持ち株会社分を除いている。

さらに、付加価値に占める人件費の割合を示す労働分配率も異次元緩和後に下振れしている。具体的には異次元緩和前の2012年度に72.8%と長期平均(72.6%)並みであったものが、2017年度にかけて67.2%まで低下。その後、コロナ禍における付加価値の低下を受けて一旦上昇したものの、直近21年度でも70.4%に留まっている。労働分配率は景気回復局面で下がりやすいという傾向は従来からみられるものの、異次元緩和後は下振れが鮮明になっている。

業種別に、付加価値の増加率と人件費の増加率の関係性を見た場合(図表21)、異次元緩和前の2012年度から21年度にかけて、付加価値増加率が高かった業種の大半で人件費の増加率が付加価値の増加率を下回っていることが確認できるが、これは労働分配率の低下を意味している。特に製造業においてこの傾向が強い。

企業の期待成長率の低さが設備投資の伸び悩みを通じて、(1人当たりの)生産性改善の重荷となり、付加価値が伸び悩んだこと、さらに期待成長率の低さが賃上げを抑制したことで労働分配率が下がり、(1人当たり)賃金の伸び悩みに繋がったものと考えられる。日銀が言うように、デフレ期に醸成された「物価も賃金も上がらないもの」というノルム(社会規範)の存在が賃金上昇の抑制に働いた可能性も高い。

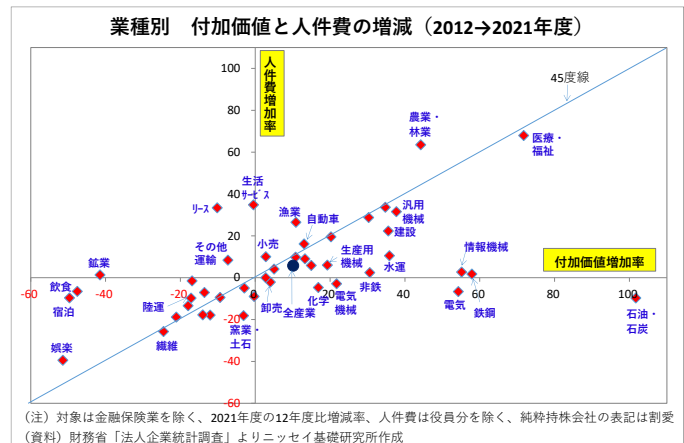
確かにコロナ禍は付加価値を押し下げ、賃上げにとってマイナスに働いたとみられるが、コロナ禍前の時点でも十分な賃金上昇とは言えない状況が続いていた。足元の春闘では、物価の高騰に伴う社会的な要請の強まりもあり、大企業を中心に賃金上昇に向けた前向きな動きが出てきている。このこと自体は望ましい動きだが、それが中小企業まで波及したうえで持続性を伴ったものになるかという点についてはまだ不透明だ。

7) 物価上昇は質に問題あり

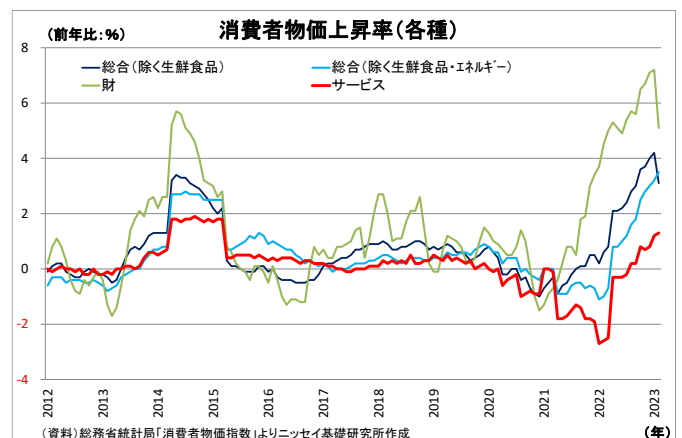
日銀の最大の目標である物価上昇に関しては、その質に問題がある。

消費者物価上昇率(除く生鮮食品)は異次元緩和前には小幅なマイナス圏にあったが、異次元緩和後にはプラス圏で推移することが多くなった(図表22)。とりわけ、2022年以降には物価上昇が急加速し、同年4月以降は物価目標の水準である前年比2%を上回っている。

(図表 21)



(図表 22)

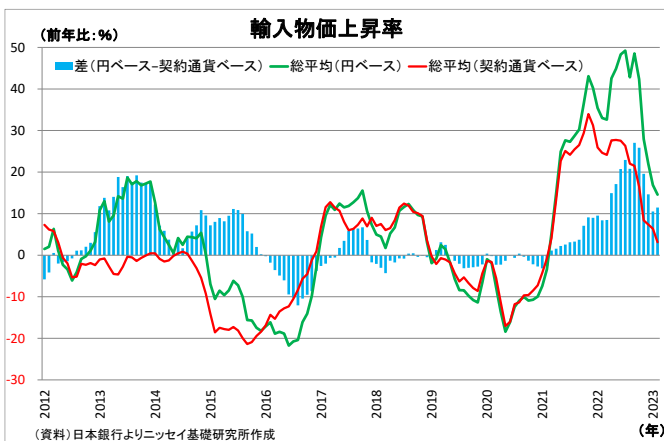


ただし、この物価上昇率加速については、世界的な資源・エネルギー価格高騰と日銀の金融緩和ならびに米国の利上げに伴う大幅な円安進行による輸入物価の上昇が発端であり（図表 23）、仕入れコスト増加に耐えきれなくなった国内企業が販売価格への転嫁を進めたという側面が強い。

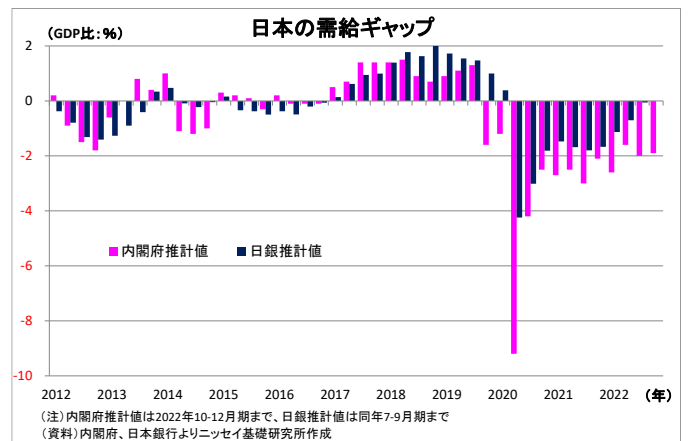
現に、輸入物価の影響を受けにくく、人件費の動向の影響を強く受けるサービスの物価上昇率は、最近やや上昇みではあるとはいえ、未だ2%まで距離を残している。

また、国内における総供給と総需要のバランスを示す需給ギャップは一時プラス圏に浮上したものの、直近ではマイナス圏（日銀推計値はほぼゼロ）に留まっていることから、需要が牽引する形の物価上昇とは言えない（図表 24）。

(図表 23)



(図表 24)



日銀自身も、昨年来の物価上昇については、「コストプッシュ型で目指している物価上昇と異なっている」ことから、エネルギー価格の物価押し上げ寄与が減衰することで、「2%超の上昇率は持続しない」との見通しを基本的に維持している。これまでの物価上昇は、日銀が目指している「経済が力強く成長して企業の収益が拡大し、賃上げ率が上昇することで物価が上がっていくという好循環」とは異なるメカニズムであり、望ましい形ではない。

2 | 異次元緩和の副作用

次に、異次元緩和の副作用に目を転じると、既に多くの指摘がなされて議論されているように、多方面において副作用と言える問題が顕在化してきている。

具体的には、銀行収益の圧迫、債券市場の機能度低下、財政規律の緩み、実質賃金の押し下げ、生産性向上の停滞、日銀の財務リスク増大などが挙げられる（関連する指標は図表 25）。

1) 債券市場の機能度低下

まず、既に喫緊の課題として挙げられるのが債券市場の機能度低下だ。

(図表 25)

異次元緩和前後 副作用関連指標の変化一覧

異次元緩和直前		項目 (+方向性)	直近	
13994億円	2012年度	地銀業務純益 ↓	10785億円	2021年度
(▲25%pt)	2015年の初回調査時点	債券市場機能度判断DI ↓	▲64%pt	2023年2月調査
GDP比 226%	2012年	政府債務残高 ↑	GDP比 264%	2022年
0.7%	2012年	潜在成長率 ↓	0.5%	2022年
▲0.2%	2013年1-3月	実質賃金上昇率 ↓	▲1.7%	2022年10-12月
91兆円	2013年3月末	日銀長期国債保有高 ↑	582兆円	2023年2月末
1.5兆円	2013年3月末	日銀ETF保有高 ↑	37.0兆円	2023年2月末

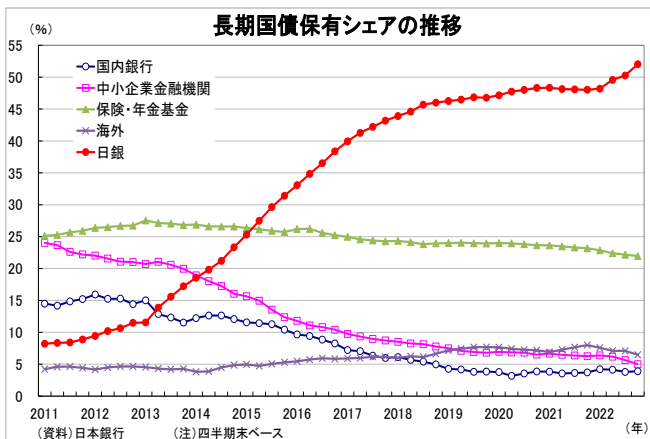
(注)機能度判断DIは「高い」とする構成比から「低い」とする構成比を控除したもの。実質賃金上昇率は現金給与総額ベース(従業員5名以上事業所)。

(資料)日本銀行、全国銀行協会、IMF、内閣府、厚生労働省のデータよりニッセイ基礎研究所が作成

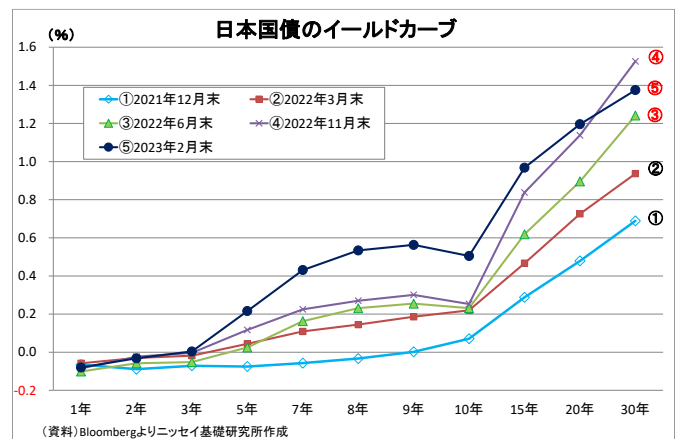
異次元緩和後に市場金利を低位に押し下げるために日銀は大量の国債を市場から吸収し続けた。このため、長期国債発行残高に占める日銀の保有割合は急速に上昇し続け、昨年末時点で52%に達している（図表26）。日銀が債券市場から国債を大量に吸い上げ続けた結果、投資家の保有する国債が減少し、債券市場の流動性が低下した。

さらに、昨年からは本来償還までの期間の長さ按比例して右肩上がりとなるはずのイールドカーブ（以下、YC）が歪んでしまい、10年ゾーンが（償還までの期間がより短い）8～9年ゾーンを下回る事態が発生した（図表27）⁹。きっかけは、①急速な利上げに伴う米国債利回りの急上昇が日本の国債利回りの上昇圧力として波及したことと、②日本の物価上昇率が2%を超え、日銀の緩和縮小（金利上昇許容）観測が海外勢を中心に高まったことだ。

（図表26）

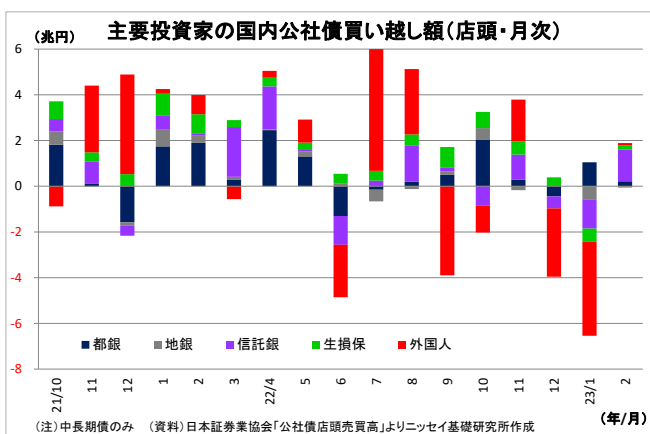


（図表27）

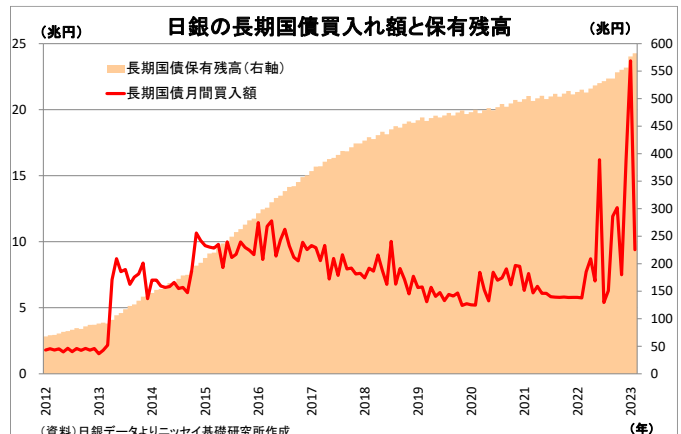


とりわけ、海外投資家が日銀の緩和縮小観測を材料（口実）にして、昨年半ば以降に大量の日本国債売りを行ったことで（図表28）、日本国債全体に金利上昇圧力が加わった。この際、日銀としては、YCCを継続している以上、緩和継続スタンスを示すためにも長期金利の許容レンジ上限（12月会合までは0.25%程度）を超える金利上昇を許容するわけにはいかない。長期金利を許容レンジ内に収める

（図表28）



（図表29）



⁹ また、特に流動性が枯渇した10年物国債において、銘柄間で金利が大きくばらつく事態も発生した。

べく、日銀が過去最大規模となる大量の国債買入れを行った結果（図表 29）、市場の流動性がさらに低下するとともに、YC 上で許容上限の存在する 10 年付近のみが無理やり抑え込まれて YC の歪みに繋がった。

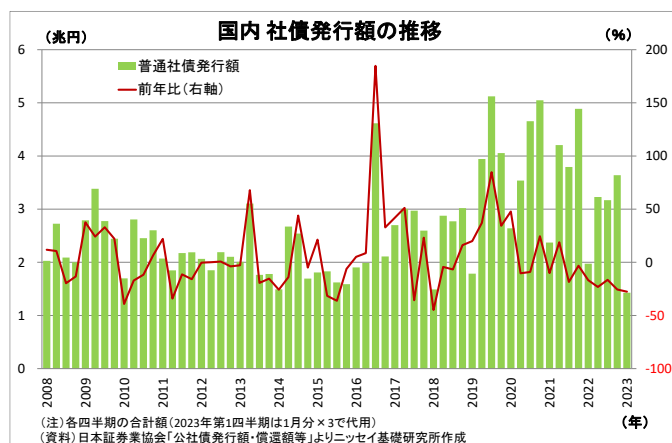
そして、YC の歪みは企業の資金調達に悪影響を及ぼした。国債の利回りは企業が資金調達を行う際の土台となるものであるため、土台が歪んで指標性を失い、適正水準が不透明になったことで、社債の発行に支障が出て、発行を手控える動きが顕在化した（図表 30）。

日銀は、こうした事態を解消するために、昨年 12 月の会合で長期金利の許容上限を 0.25%程度から 0.5%程度へと引き上げたが、その後も YC の歪みは続いた（図表 27）。日銀が市場の圧力に屈する形で金利上昇を許容したことで、さらなる金利上昇許容観測が喚起され、YC 全体にさらなる金利上昇圧力がかかってしまったためだ。このため、日銀は長期金利を 0.5%程度に抑制するために多額の国債買入れを続けざるを得なくなった。また、YC の歪みが継続すること自体が日銀にさらなる緩和縮小を促すとの見方も金利上昇圧力を通じて歪みに持続性を与える形になった。

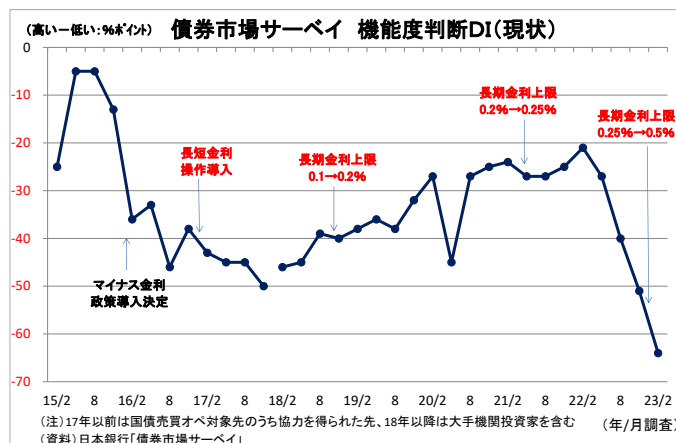
この結果、市場参加者に対するアンケート調査によれば、債券市場の機能度（取引の頻度や円滑さを示す指標）は昨年 11 月に続いて、今年 2 月にも最低を更新することとなった（図表 31）。

なお、3 月に入り、欧米の金融システム不安が台頭し、世界的に国債が買い戻されたことなどから、足元では YC の歪みが改善している。ただし、金融システム不安が緩和すれば、再び歪みが生じる可能性が高く、状況の抜本的な改善には至っていないとみられる。

（図表 30）



（図表 31）



2) 財政規律の緩み

また、日銀の金融緩和が財政規律の緩みに繋がったとの批判も多い。

確かに、IMF によれば、異次元緩和後も多額の財政赤字が続いたことで、2012 年から 22 年にかけて日本の政府債務残高の GDP 比は 226%から 264%へと 40%pt 近く上昇している¹⁰。

そもそも、財政規律の緩みの定義がはっきりしないほか、この間にはコロナ対応の財政出動など必要性の高い財政出動もあり、必ずしもこの比率の上昇を以て財政規律の緩みとは言えない。ただし、

¹⁰ IMF "World Economic Outlook Database, October 2022"

コロナ禍前も多額の補正予算の常態化などを受けて、同比率は緩やかな上昇基調にあった。

財政に関する決定権限と責任は一義的には政府に属するうえ、日銀は国債買入れの主たる目的は物価目標の達成であり、財政資金の調達支援を目的としたものではないことを強調している。ただし、国債の大量買入れ、とりわけ長期金利を直接操作する YCC によって国債利回りが低位に抑えられ、①国債発行のコストにあたる利払い費が抑えられたうえ、②国債利回りが財政リスクに対して全く反応を示さなくなったことが政府の財政拡大を助長し、財政の悪化に繋がった可能性は否定できないだろう。

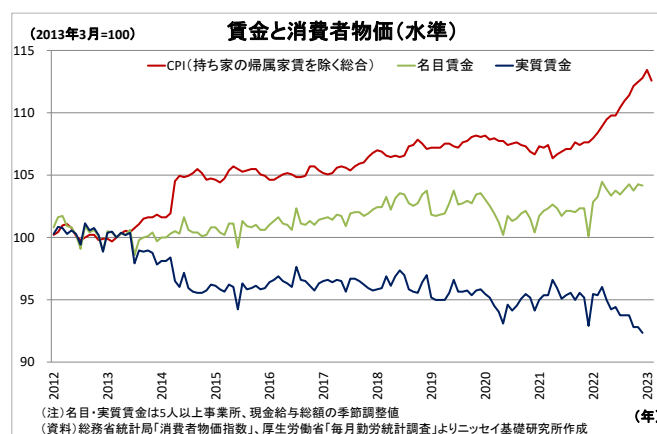
3) 実質賃金の押し下げ

また、家計・国民生活の観点での副作用としては、実質賃金の押し下げが挙げられる。

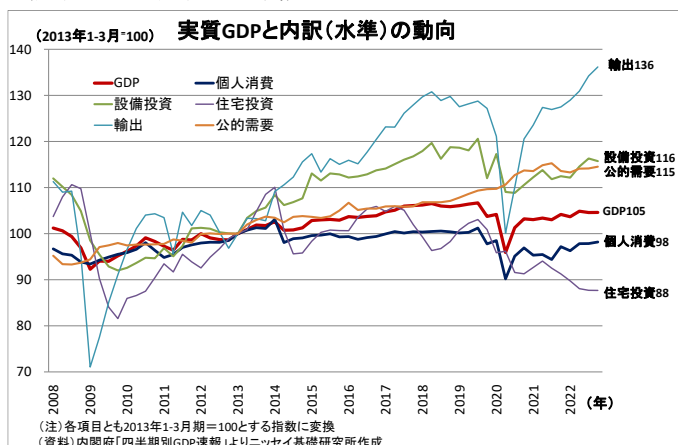
異次元緩和直前の2013年3月を起点とした場合、昨年末にかけて消費者物価の水準が約13%上昇した一方で、名目賃金(1人当たり現金給与総額)の上昇率が約4%に留まった結果、物価変動を加味した実質賃金(同)は8%も低下している(図表32)。

この間、円安による輸入物価上昇や2回の消費税率引き上げもあり、物価が累計としてかなり上昇する一方で、賃金が伸び悩んだためだ。そして、日銀の異次元緩和も円安の促進を通じて物価上昇の一因になってきた。実質賃金の低下は家計の購買力低下を意味するため、消費の重荷になってきた。現に、異次元緩和後の実質GDPについて、需要項目別の動向を確認すると、個人消費や住宅投資といった家計関連の項目の伸び悩みが鮮明になっている(図表33)。

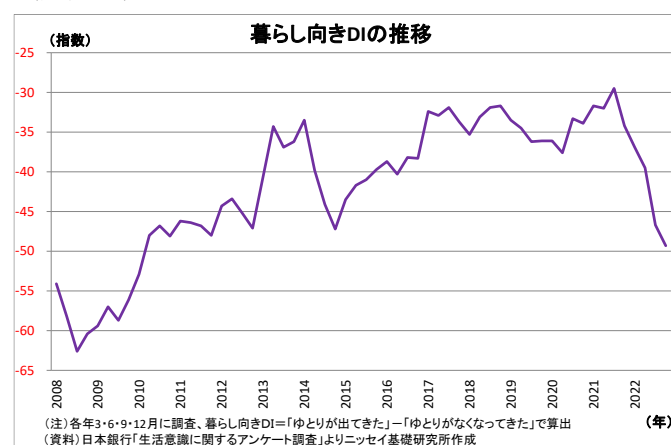
(図表 32)



(図表 33・・・図表 8 再掲)



(図表 34)



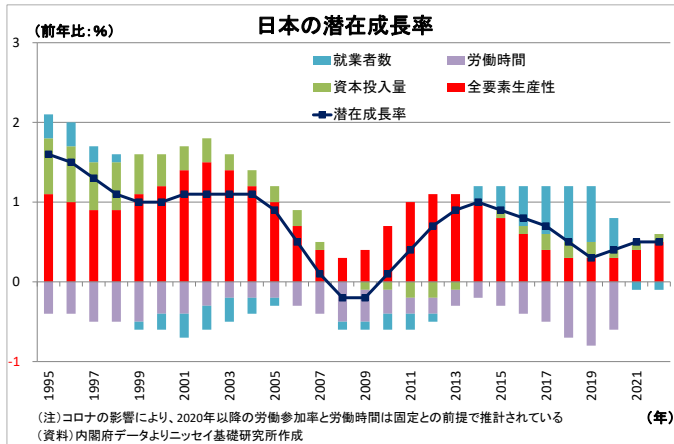
また、こちらも実質賃金の低下を受けたものと見られるが、日銀のアンケート調査によれば、直近(2022年12月調査)の家計における暮らし向きの実感は異次元緩和直前(13年3月調査)よりも悪化している(図表34)。

4) 生産性向上の停滞

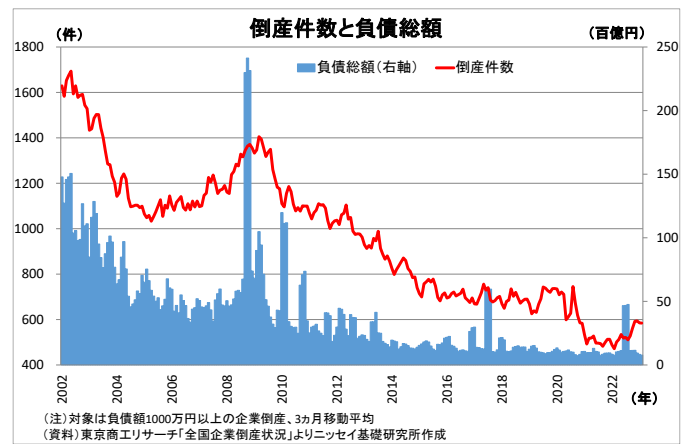
さらに、日銀の異次元緩和が日本の構造改革を停滞させる方向に作用した可能性もある。

内閣府の推計によれば、経済成長の「巡航速度」や「実力」を示す潜在成長率¹¹は異次元緩和後も低迷が続いている（図表 35）。労働時間の減少が押し下げに働いたうえ、設備投資の伸び悩みにより資本投入の伸びも抑制的であった。そして、何よりこの間に生産性（全要素生産性）の伸びが鈍化した影響が大きい。

（図表 35）



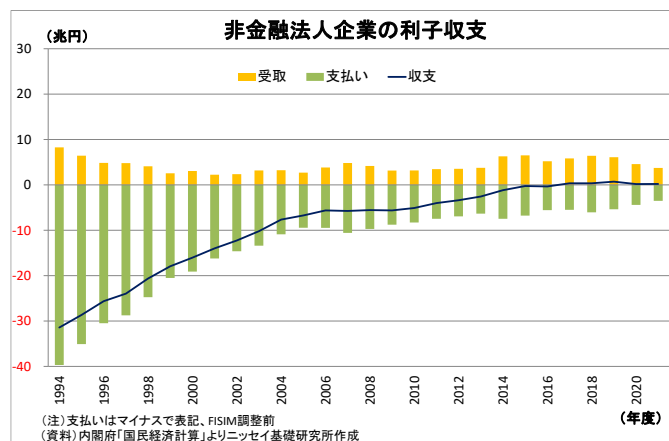
（図表 36）



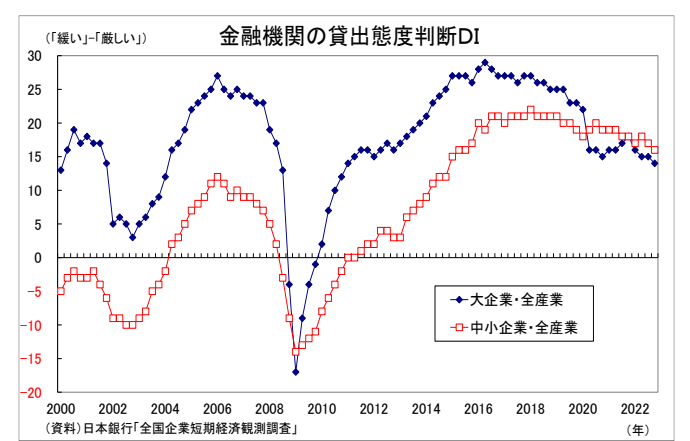
生産性の伸びが鈍化した要因については複合的かつ諸説あり、一概には言えないが、日銀の異次元緩和によって企業の新陳代謝が損なわれたことによる影響も指摘されている。

実際、企業の倒産件数は異次元緩和後、長期にわたって歴史的な低水準が続いている（図表 36）。むしろ、政府による各種補助金なども倒産の抑制に働いているものの、日銀の金融緩和によって金利が極めて低位に抑えられ、企業（金融機関を除く）の利払い負担が抑えられた影響も大きい。企業の利子収支を見ると、異次元緩和前から既に支払い利子は極めて低い水準となっていたが、異次元緩和によってその状態が維持され、利子収支がプラスに転じたことが確認できる（図表 37）。

（図表 37）



（図表 38）



¹¹ 潜在成長率は直接計測ができないため、ある程度幅を以て見る必要がある。

また、国債の利回りがほぼゼロになり、収益機会を失うことになった金融機関が貸出姿勢を積極化したためとみられるが、(企業サイドから見た)金融機関の貸出態度は異次元緩和後に極めて緩和的な状況が維持された(図表 38)。

もちろん、経済危機の際に企業の資金繰りを助け、倒産を通じた失業を防止することの社会的・経済的意義は大きい。しかしながら、危機ではない平時にも資金繰りを支援し続けると、本来市場から退出を迫られていたはずの生産性が低い企業までも存続することになり、労働者が生産性の低い企業に滞留して日本全体の生産性向上が滞るリスクがある。

さらに、異次元緩和によって企業にとって極めて有利な金利環境が維持されたことが、企業の付加価値向上のための創意工夫・改善意欲を削ぐとともに、政府による構造改革推進に向けた機運を損ねた可能性も否定はできない。

5) 日銀自身の財務リスクの増大

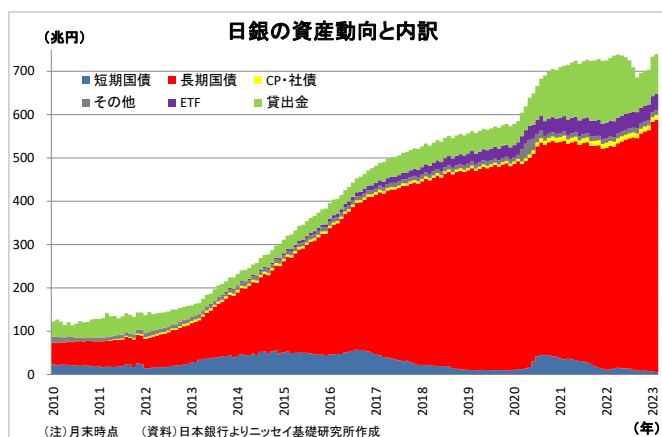
異次元緩和の弊害は日銀自身にも財務リスクの増大という形で及んでいる。

異次元緩和によって大規模な資産買入れを長期にわたって続けた結果、日銀の総資産は約 4.5 倍に膨張し、直近 2 月末時点で 740 兆円に達している(図表 39)。

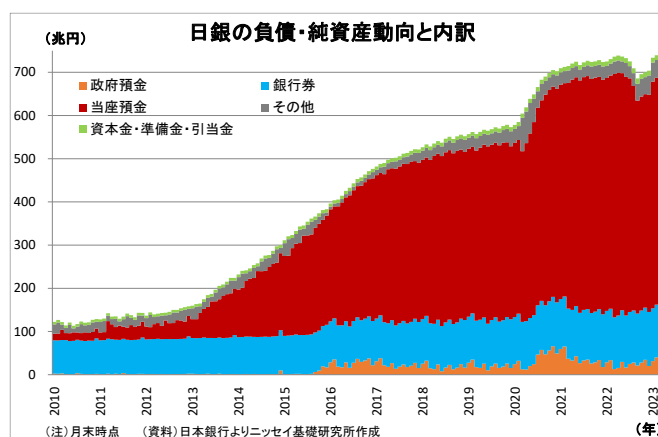
資産サイドの内訳では、簿価ベースで長期国債が 582 兆円、ETF が 37 兆円を占めており、国債利回りの上昇や株価の下落が起きれば、それぞれ時価が下落することになる。日銀のこれら資産に関する会計処理は(償却)原価法であるため、時価下落の影響はバランスシートに反映されにくいものの、引当金を含めた自己資本が 12 兆円(22 年 9 月末)に過ぎないことを鑑みれば、時価下落によって(時価を反映した自己資本がマイナスとなる)実質債務超過に陥る可能性がある。

また、負債サイドでは、直近 2 月末時点で 525 兆円に膨れ上がっている日銀当座預金が損失を発生させるリスクを抱えている(図表 40)。今後、(短期)政策金利を引き上げる際には、市場金利を引き上げるために日銀当座預金の付利も同様に引き上げる必要が出てくる可能性が高い。その際、資産サイドの大半を占める長期国債は固定金利でほぼゼロ金利¹²のままであるため、政策金利の引き上げペ

(図表 39)



(図表 40)



¹² 2022 年度上半期の長期国債の運用利回りは 0.229%。

一歩次第では日銀当座預金の付利との間で逆ザヤが発生し、損益の赤字化を通じて（実質ではなく）債務超過に陥る恐れがある。

通貨発行主体である日銀は、（実質）債務超過に陥ったからといって一般企業のように資金繰りに窮するわけではない。また、これまでも（実質）債務超過に陥る先進国中央銀行は存在したが¹³、それによって通貨の信認が低下して通貨価値が急落したという話は聞いたことがない。

ただし、今後仮に日銀が債務超過に陥った場合、財政状況にもよるが、主に海外勢による投機的な円売り・日本国債売りの口実にされるリスクが無いとは言えない。また、債務超過解消のために政府から資本注入を受ければ、金融政策運営に対する政府からの介入が強まりかねないという懸念から、日銀が債務超過を避けるためにあえて金融引き締めを遅らせ、経済・物価に悪影響が出る恐れもある。

日銀の財務リスクは、特に金融緩和縮小・引き締め局面において顕在化しやすいため、異次元緩和からの円滑な出口のハードルを高める方向に作用している。

3—異次元緩和のまとめと意義

以上の話をまとめると次の通りとなる。

- ・これまで10年に及んだ異次元緩和の期間中に、金融緩和効果もあって日本の経済・物価情勢は確かに改善したほか、過度の円高が是正され、株価も上昇した。
- ・ただし、経済の改善や円高是正・株高については、米国経済の回復という外部要因の影響をかなり受けた「追い風参考記録」であり、異次元緩和の功績としては割り引いて捉える必要がある。
- ・企業による設備投資は、その原資が大きく増加した割に伸びが低く、企業の日本経済に対する期待の低さを異次元緩和によっても変えられなかったことが背景にあると考えられる。
- ・設備投資の伸び悩みもあって賃上げの原資となる企業の付加価値があまり伸びなかったうえ、企業の日本経済に対する期待の低さが影響し、労働分配率が下がったことで賃金上昇率も伸び悩んだ。「物価・賃金は上がらないもの」とするノルムが影響した可能性も高い。
- ・雇用の改善には金融緩和と殆ど無関係な人口動態の変化や社会構造の変化が大きく影響していたとみられる
- ・物価上昇率は昨年以降、日銀の物価目標である2%を超えて推移しているが、日銀が理想とする経済の好循環・賃上げを伴った形ではなく、既往の資源高と急速な円安に伴うコストプッシュ型の色彩が強い。
- ・一方で、副作用については、銀行収益の圧迫、債券市場の機能度低下、財政規律の緩み、実質賃金の押し下げ、生産性向上の停滞、日銀の財務リスク増大など幅広い領域で発生しているとみられる。

つまり、異次元緩和の効果についてはもちろん全面的に否定されるものではないが、限定的で物価目標の達成もかなわなかった一方、物価目標に拘って硬直的な政策運営を続けた結果、副作用は着実に高まってきたと考えられる。

¹³ 最近では、昨年9月にオーストラリア準備銀行が保有債券の評価損によって純資産がマイナスになったことを公表している。また、1970年代にドイツ連邦銀行が債務超過に陥った事実もよく知られている。

実際、日銀は異次元緩和を導入後、物価目標の未達を受けて段階的に緩和を強化していったが、次第に長期化する金融緩和によって増大する副作用への対応が必要になり、2016年9月のYCC導入以降は緩和の強化よりも副作用を抑制しながら緩和状態を維持することに腐心することになった。特に、債券市場への悪影響を緩和すべく、長期金利の操作目標（上限）を当初の0.1%程度から0.2%程度（2018年7月）、0.25%程度（2021年3月）、0.5%程度（2022年12月）へと幾度も引き上げてきたことは、副作用に苦慮してきた日銀の状況を如実に映し出している。

足元では、春闘における大企業の賃上げ拡大など、物価目標達成に向けた前向きな動きも出てきてはいる。しかしながら、既述の通り、物価上昇率が2%で安定的・持続的に推移するためには、少なくとも定期昇給除きで2%の賃金上昇が継続する必要がある、ハードルが高い点は変わらない。債券市場の機能度が芳しくないことから、今後もYCCの修正などは想定されるが、異次元緩和の出口（終了）はまだ見通せない状況にある¹⁴。

振り返ってみると、10年余り前、白川総裁時代の終盤には日本の経済情勢が芳しくない主因として円高とデフレ（この言葉には単に物価の持続的な下落という意味だけでなく、景気低迷という意味合いも含まれていた）が挙げられ、その最大の原因は金融緩和を出し渋る日銀にあるとの論調が広がっていた。そうした社会的背景のもと、「デフレ脱却」を旗印に誕生した安倍政権が物価目標を掲げ、その達成を託された黒田総裁が異次元緩和に踏み切った。

しかし、その結果はこれまで見てきた通り、効果は限定的で物価目標は達成できていない。景気・物価の方向性としては改善したものの、特に賃金上昇を促すことが十分できず、経済の好循環を廻せなかった。一方で、物価目標の達成と金融政策を強力に結びつけたがために硬直的な金融緩和が続き、副作用が顕在化し、円滑な出口を迎えるハードルも高まってしまった。

つまり、異次元緩和は、大規模な金融緩和によって経済の好循環を起こし、物価目標を安定的・持続的に達成するという壮大な社会実験であったわけだが、結果的に難しいことが実証された形になった。その対価は10年もの時間の経過と蓄積・顕在化した副作用だ。結果的に、4月に発足する植田総裁率いる日銀新体制は異次元緩和の副作用に有効に対処しつつ、異次元緩和を円滑な出口に導くという難しい宿題を課せられた形になっている。

一方、異次元緩和の経験から得られたものもある。一つは「教訓」だ。この10年間、日本は世界的に見ても、歴史的に見ても極めて大規模な緩和を経験した。この間にうまく行ったこと、行かなかったことは今後の金融政策運営に生かすことが出来る貴重な知見になる。今後、日銀自身が改めてきちんとした形で総括し、受け継いでいくことが望まれる。

そして、もう一つ得られたものは「賃上げの重要性が改めて認識されたこと」だ。異次元緩和を続けたとしても、結局のところ、賃金が十分上がらないと経済の好循環や物価目標の安定的な達成はま

¹⁴ 日銀新体制における金融政策についての直近の見通しは、拙稿『日銀による「YCC修正の選択肢」とそれぞれの「長所・短所」』（Weeklyエコノミスト・レター 2023-03-03）の8頁をご参照ください。

まならないことが改めて明らかになった。当然、国民の暮らし向きも良くならない。特に昨年は物価上昇が加速し、実質賃金が押し下げられるなかで、如何にして持続的な賃金上昇をもたらすかが幅広く議論され、その財源を確保するための生産性向上の重要性にも焦点が当たった。

日本経済の最大の課題が賃上げであるとの共有化は進んだ。今後は、政府、日銀、企業、労働者が協力し、持続的かつ十分な賃上げができる経済の実現に向けて取り組みを加速することを期待したい。

十分な賃上げのもとで経済の好循環が廻って日本経済の成長力が底上げされれば、いずれ避けて通れない異次元緩和の出口局面における経済の耐久力も高まり、軟着陸できる可能性が高まるだろう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。