

## 量的緩和政策の効果

京都大学 白川 方明

世界的な IT バブルが崩壊する下で、日本経済も他の主要国と同様、2001 年以降、景気が急速に落ち込んだ。そのような状況の下で、2001 年 3 月、「量的緩和政策」が採用された。それ以来、量的緩和政策の効果や副作用を巡って様々な議論が行われてきたが、量的緩和政策が解除されて 1 年が経過し、景気も緩やかに拡大している今日、金融政策の効果についてファクトに基づく冷静な議論が可能な経済状態になっている。本報告では、量的緩和政策の下で経験した様々なファクトをレビューし、量的緩和政策の効果について暫定的な評価を行う。

量的緩和政策の効果を、ゼロ金利継続の約束による効果（時間軸効果）と日銀当座預金という量の増加自体の効果に分けて考察すると、景気・物価への刺激という点では、主要な効果は時間軸効果であった。量の増加については、金融市場・金融システムの安定を確保するという点で経済の安定に寄与したが、景気・物価への刺激効果は観察されなかった。

時間軸効果は一定の効果は発揮したが、その効果を過大視することは適当でない。また、低金利の継続を約束する場合、どの程度低い金利水準が適切かという論点も意識する必要がある。金融システム不安が後退した後も、量を拡大していくと、短期金融市場での取引インセンティブが低下し、却って市場での資金調達に不安が生じるという状況が生じる。

量的緩和政策を離れ広く金融政策、マクロ経済政策の効果を考える際には、以上のようなレベルでの考察に加え、近年の経済の大きな流れの中で、この問題を考えてみる必要がある。第 1 に、1990 年代以降の日本経済の低迷をどのように理解するかという論点が挙げられる。例えば、この間の低迷は需要の不足によるものか、それとも、(バブルで一旦覆い隠されたが)、趨勢的な生産性の低下によるものか、資産バブルの崩壊は生産性の低下にどのような形で影響したかといった論点は重要である。

第 2 に、日本経済は物価が緩やかではあるが下落する中で、2002 年以降回復に転じ、デフレ・スパイラルが生じなかったが、こうした事実をどのように理解するかも、今後のマクロ経済政策を考える上で非常に重要である。