

金融の量的緩和政策は効果があったのか

大和総研 原田 泰**

内閣府 増島 稔***

2001年3月19日から金融政策の操作目標が、それまでのコールレートから日銀当座預金残高に変更された。量的緩和政策の開始である。日銀当座預金残高の目標は、8回にわたって増額されたが、2006年3月には、景気は着実に回復し、消費者物価も前年比でプラス幅が拡大したとして、操作目標がコールレートに変更された。量的緩和政策の終了である。

このような政策が採用された背景としては、短期金利がゼロとなっても景気は回復せず、デフレが続いていたことがある。さらには、銀行不良債権は解決できず、金融システム不安が囁かれていたからである。

本稿の目的は、量的緩和政策の効果を明らかにすることである。量的緩和政策については、多くの論文があるが、その多くが、量的緩和が実体経済に与える影響の経路について議論し、全体としての効果を分析したものは少ない。そこで本稿は、2001年以降、量的緩和政策を採用したことによって、実体経済が刺激されたのかをまず分析し、次に、その波及の経路を分析することにした。

すなわち、まず、第1に、マネタリーベースと経済活動との間に統計的關係があるか否かを検討した。結果は、明白に關係があるとなった。

第2に、その経路として、資産価格を通じる経路、銀行のバランスシートを通じる経路、銀行の情報生産機能を通じる経路、為替レートを通じる経路、時間軸効果を通じる経路をVARモデルによって分析した。結果は暫定的なものであるが、資産価格を通じる経路が重要で、他の経路はそうではないという結果になった。

第3に、上記の分析を量的緩和政策が行われた期間ではなく、金融政策が伝統的な金利政策が行われていた期間に適応した。その結果は、極めて暫定的であるが、金利政策が行われていた期間においても、マネタリーベースは金利、資産価格の経路を通じて実体経済に影響を与えていたとなった。すなわち、金利によって金融政策を行っていた期間においても、マネタリーベースの変化が、様々な経路を通じて実体経済に影響を与えてきたことが示された。2001年以降（それ以前についても同じだが）の量的緩和政策が生産にプラスの影響を与えている以上、1990年代の早期に量的緩和を行えば、当然にそれは生産にプラスの影響を与えていただろう。すなわち、長期にわたる景気低迷を緩和する手段として金融政策は有効であったと考えられる。

** 原田泰（株式会社大和総研チーフエコノミスト yutaka.harada@rc.dir.co.jp）

*** 増島稔（内閣府参事官 minoru.masujima@cao.go.jp）