

「日本の金融政策：過去、現在、そして今後」

本 多 佑 三

大阪大学名誉教授、関西大学名誉教授
アジア太平洋研究所研究統括

2023年4月、日本銀行総裁であった黒田東彦氏が任期を満了し、退任された。黒田総裁就任前の日本経済は、長期間にわたり、ひどく低迷していた。この不景気の元凶が極端な円高であった。2008年9月の世界同時不況に対し、欧米諸国の中央銀行は、こぞって大胆に金融を緩和したが、日銀の緩和は遅く、小規模であった。これが円高の重要な原因となった。外国為替レートは、国内、海外のすべての市場において、日本製品（・サービス、以下省略）の外国製品（・サービス、以下省略）に対する、最も重要な競争条件の一つであり、日本経済に極めて大きな影響を与える。単に外需に影響を与えるだけでなく、国内市場でも日本製品は外国製品と競争しており、円高は、内外を問わずすべての市場で、日本製品を売れにくくする。

円高とデフレから脱却するために、政府・日本銀行は、共同声明（2013年1月）を公表した。この中で、日銀による2%インフレ目標政策が導入された。2013年3月に黒田東彦氏が日銀総裁に就任すると、この目標を達成すべく、黒田新総裁はすぐに「異次元緩和」と呼ばれる大胆な金融緩和を実施した。しかしその後も、日本経済は、円高、米中貿易摩擦、2度にわたる消費税増税、コロナ感染症による消費の落ち込み、ロックダウン、サプライチェーンの分断、資源・食料品価格の高騰などの負のショックに次々に見舞われた。こうした逆境に直面するたびに黒田執行部率いる日銀は、適切に金融緩和を工夫し実施した。その結果、失業率はトレンド的に低下した。インフレ率は、ほとんどの期間で公表した2%の目標にこそ届かなかったものの、コロナ拡大初期の短期間を除けば、ほぼ0%～2%に収まったのである。2013年以前にはデフレで苦しんでいた日本経済をインフレ基調に変えたのである。黒田総裁が務めた約10年間は、日本経済にとっても画期的な10年間となった。

現在の日本経済の状況を踏まえて、日銀はどのような金融政策をとるべきか？基調的なインフレ率が2%のインフレ目標から大きく乖離しないように監視しつつ、現在の金融緩和をしっかりと継続することにより、景気を本格的に回復させ、それを持続させることが、現在の日銀

の課題と考えられる。どうやって、これを実現するのか。クルーグマンのモデルを利用するとわかりやすい。

日本経済はゼロ下限に直面しており、イールドカーブコントロール（YCC）により、短期金利および長期金利を低い水準に誘導している。こうした状況下でGDPを増加させる方法は、ゼロ下限を下げるか、もしくはIS曲線を右方向にシフトさせるか、のいずれか、あるいはその両方である。ゼロ下限を下げる方法（あるいは金融緩和の余地を広げる方法）は、二つある。一つは名目金利を下げる方法であり、日銀のマイナス金利政策およびYCCやドイツのマイナス金利の民間銀行預金金利への転嫁がその例である。いま一つは、人々の持つ予想インフレ率を上げる方法である。例えば目標インフレ率を2%より高い水準に設定することも考えられる（現在の日本では現実的ではないが、インフレ率の高い国々ではより現実味がある）。

IS曲線を右方向にシフトさせる方法としては、技術革新あるいは円安などが現在の日本経済にとり重要である。技術進歩を体化した新規設備投資の導入などで生産性を上げることにより、IS曲線を右方向にシフトさせることが望ましい。また、円安には、純輸出および第一次所得収支を増加させるなど、日本経済の需要不足を改善する効果があるので、ゼロ下限制約を回避する金融緩和政策手段として有効である。2022年初めからの米国の金融引き締めによる円安は、総需要を喚起し、日本経済を成長軌道に乗せるチャンスでもある。

日本の金融政策： 過去、現在そして今後

本多佑三

関西大学経済・政治研究所 公開講座
2023年6月21日

1

1. はじめに

リーマン・ショック以降の現在に至るまでの日本の金融政策を解説したい。そのうえで、今後の政策についても展望したい。特に、

- a. 金融政策がどのように実体経済に波及するのか
- b. どのように私達の生活に影響を与えているのか
- c. 財市場と資産市場がどのように相互に影響を与え合っているのか
- d. 日本銀行は、実体経済の動向に対し、どのように対応してきたのか、現在どう対応しようとしているのか、そして今後どう対応すべきなのかなどについて、一つの視点を提供したい。

2

1. はじめに

- 本日の公開講座の構成
- 1. はじめに
- 2. 為替レートの重要性:リーマン・ショック
- 3. 黒田総裁体制下の約10年間
- 4. 日本経済の現状
- 5. 現在の金融政策
- 6. 今後の金融政策

3

2. 為替レートの重要性:リーマン・ショック

- 日本経済にとって、為替レートは極めて重要

純輸出

 + +
=輸出(為替レート, 貿易相手国の景気)

 - +
-輸入(為替レート, 国内の景気)

4

2. 為替レートの重要性：リーマン・ショック

- 純輸出および第一次所得収支は、為替レートに大きく依存している。
- (1) 外国為替レート
- (2) 世界(貿易相手国)の経済動向
- (3) 資源・食料品価格の動向
- などが日本経済に大きな影響を与えている。
- 為替レートは、国内、海外のすべての市場で、最も重要な競争条件の一つ(外需だけではない)

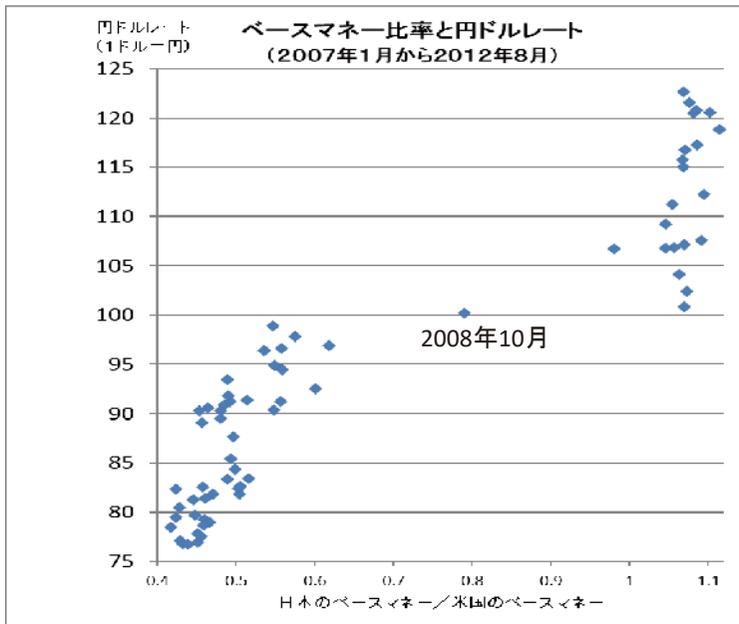
5

2. 為替レートの重要性：リーマン・ショック

- 1990年バブル崩壊以降、日本経済は、資産デフレ、円高、一般物価のデフレ、金融機関の不良債権問題により、総需要が不足。
- 2008年9月にリーマン・ブラザーズの破綻により、米国そして世界は同時不況に陥った。
- 欧米諸国の中央銀行は、こぞって大胆に金融を緩和したが、日銀の緩和は遅く、小規模であった。これが円高を加速させ、日本経済は深刻な景気後退にみまわれた。

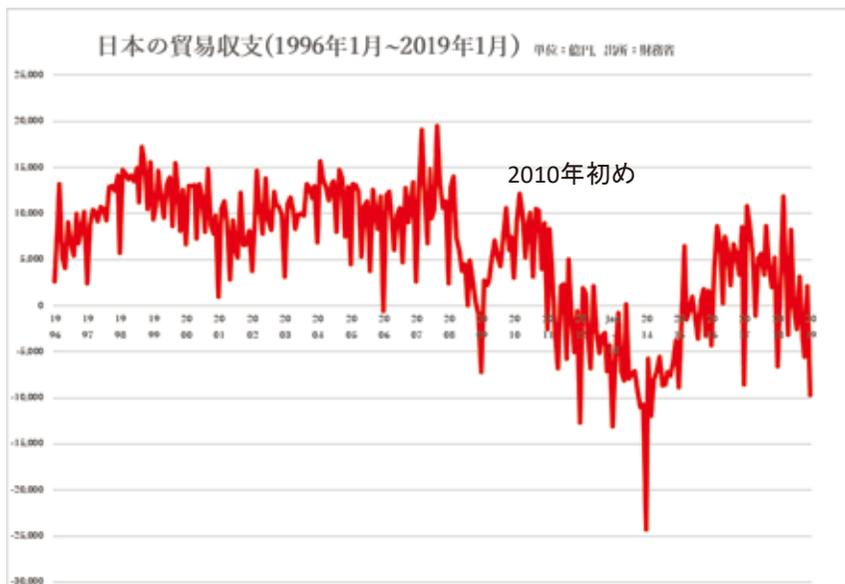
6

2. 為替レートの重要性:リーマン・ショック



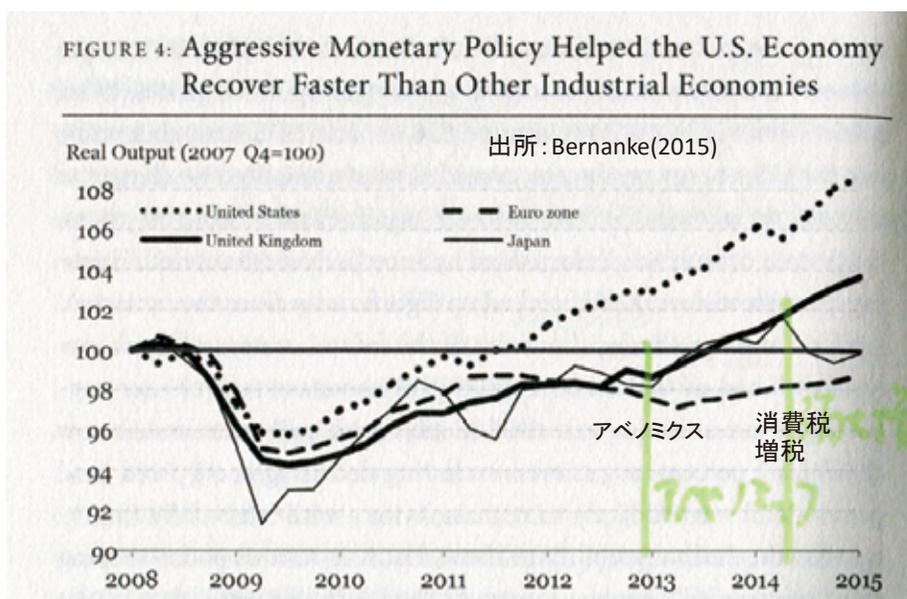
7

2. 為替レートの重要性:リーマン・ショック



8

2. 為替レートの重要性：リーマン・ショック



9

3. 黒田総裁体制下の約10年間

2013年3月 黒田氏、日銀総裁に就任

4月 2%のインフレ目標政策を公表
金融政策の

目的: 物価を安定させることにより、
人々が安心して消費活動や生
産活動に専念できる経済環境
を提供

目標: インフレ率に目標を設定

手段: 最適な手段を中央銀行が選ぶ

10

3. 黒田総裁体制下の約10年間



11

3. 黒田総裁体制下の約10年間

- 失業率の低下は、日銀がデフレおよびコロナとの闘いで勝ち取った成果を反映
- 黒田体制前からの極端な円高、
- 14年4月消費税増税: 5%から8%
- 16年前半から秋にかけての円高
- 18年頃からの米中貿易摩擦
- 19年10月消費税増税: 8%から10%

12

3. 黒田総裁体制下の約10年間

- コロナ感染症拡大後
- 20年3月以降:コロナによる、消費の落ち込み、ロックダウン、サプライチェーンの分断、
- 22年2月ロシアのウクライナ侵攻:資源・食料価格の高騰

13

3. 黒田総裁体制下の約10年間

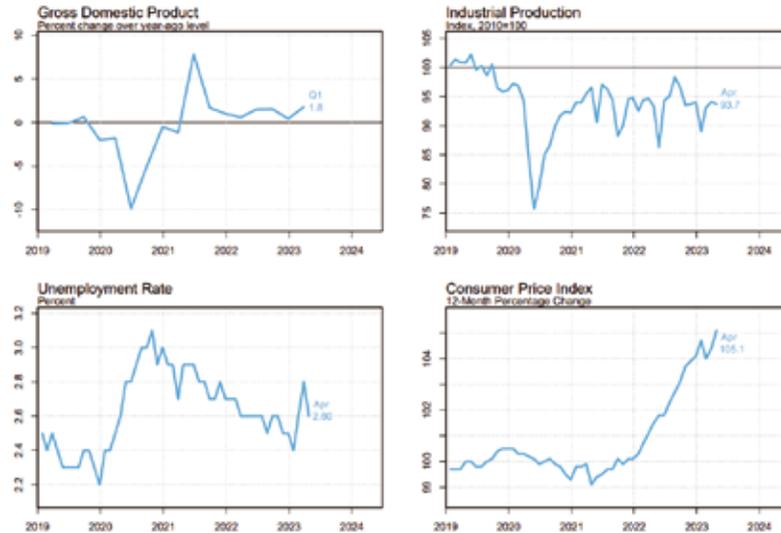
- インフレ率
- 生鮮食品・エネルギーを除く総合CPIインフレ率は、それまでのデフレ基調から、コロナ禍当初を除けば、インフレ基調に:一段上方にシフト
- 2つのインフレ率は、おおむね0%~2%の間に収まっているので、人々の消費や生産活動に支障はない

14

4. 日本経済の現状

Japan

Summary Indicators



出所: ニューヨーク連邦準備銀行

June 09, 2023

15

4. 日本経済の現状

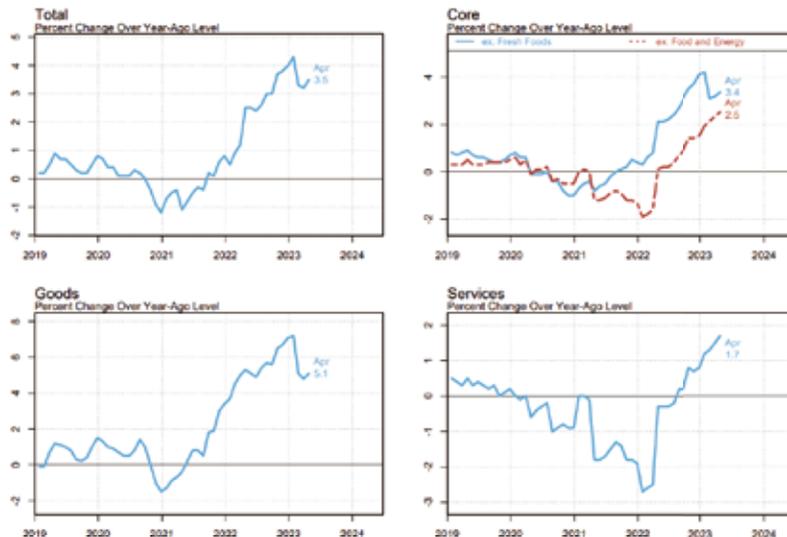
- 生産水準は、コロナ禍前に達していない。
- 直近の生産水準は、ほぼ横ばい。景気はやや低い水準で踊り場にある。
- 失業率は、今年に入り、やや上昇。
- 物価の騰勢は続いている。

16

4. 日本経済の現状

Japan

Consumer Price Index



NOTE: CPI ex. Food and Energy excludes food, beverages, and energy but includes alcoholic beverages

Source: Ministry of Internal Affairs and Communications.

出所: ニューヨーク連邦準備銀行

June 09, 2023¹⁷

4. 日本経済の現状

- 総合CPIおよび生鮮食料品を除いたCPIのインフレ率は、2023年初にやや下がっているが、これには世界のエネルギー価格が落ちついてきていることも寄与しているとみられる。
- 世界のエネルギー価格の水準は高いが、伸び率は落ちついてきている。
- 食料品およびエネルギーを除いたコアCPIのインフレ率の上昇は、2023年に入っても続いている。2023年4月のコアインフレ率は、2.5%と高い。ここが問題。

4. 日本経済の現状

- 2023年5月の企業物価の上昇率は5.1%。2年3カ月連続して上昇。しかし、2022年12月時点で10%以上であった上昇率は、5カ月連続して鈍化し、5.1%まで低下。
- 以上要約すると、
- 生産は、コロナ拡大前より低い水準で踊り場、
- 失業率の水準は低いが、2023年に入ってやや悪化、
- 物価の騰勢は続いているが、伸び率は低下傾向。

19

5. 現在の金融政策

- 現在の日本経済の状況を踏まえて、日銀はどのような金融政策をとるべきか？
- 基調的なインフレ率が2%のインフレ目標から大きく乖離しないように監視しつつ、現在の金融緩和をしっかりと継続することにより、景気を本格的に回復させ、それを持続させることが、現在の日銀の課題。
- クルーグマンのモデルを利用すると分かりやすい

20

5. 現在の金融政策



(出所) Krugman [2021] をもとに筆者作成。

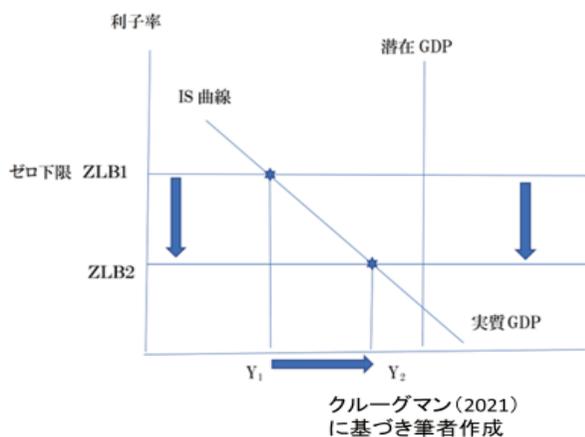
21

5. 現在の金融政策

- 日本経済はゼロ下限に直面している。
- イールドカーブコントロール(YCC)により、短期金利および長期金利を低い水準に誘導している。
- こうした状況でGDPを増加させる方法は3種類ある。
- 5-1. ゼロ下限を下げる2つの方法
- 5-2. IS曲線を右にシフトさせる

22

5. 現在の金融政策



31

23

5. 現在の金融政策

- 5-1. ゼロ金利下限を下げる
- (あるいは金融緩和の余地を広げる2つの方法)
- 実質金利 = 名目金利 - 予想インフレ率
- (1) 名目金利を下げる
 - YCC、マイナス金利政策
 - ドイツの例
- (2) 予想インフレ率を上げる
 - 目標インフレ率を上げる
 - Bernanke(2016), Blanchard

24

5. 現在の金融政策

- 5-2. 技術革新あるいは円安などでIS曲線の右へシフトさせる
- 本来あるべき実質利子率は、IS曲線が潜在GDPと交差する利子率である。
- ゼロ金利制約により、日本経済の実質利子率は本来あるべき水準より高い水準でとどまっている。
- 技術革新などで生産性を上げることにより、IS曲線を右にシフト

25

5. 現在の金融政策

- 円安は、ゼロ金利制約を回避する金融緩和策手段として有効である。
- 円安には、需要不足を改善する効果がある。
- 米国の金融引き締めによる円安は、日本経済を成長軌道に乗せる絶好のチャンスでもある。

26

6. 今後の金融政策

- 6-1. 緩和手段
- 総需要を喚起するには、ゼロ下限を下げるか、IS曲線を右にシフトさせる

- 好景気を持続させることの重要性：

長期間の景気低迷により、賃金、教育、研究体制など経済の生産側の仕組みが壊滅的打撃を受けた。黒田体制は、こうしたどん底から日本経済を復活させた可能性がある。これを継続していくことが、人々の生活を改善する上で重要。

27

6. 今後の金融政策

好景気を持続させることにより、経済の供給側を変えていく必要がある。

技術進歩を体化した新規設備投資を導入したり、研究、開発、教育などを通じて人的資本を強化することにより、生産性を上げる体制を整備する必要がある。

バブル崩壊以降、それまで培ってきた生産側のインフラが、コスト節減の名のもとに、壊されてしまった。

「黒田体制下の約10年間は、日本経済が本格的に復活するための準備期間だった」と回顧できるようにしたい。

28

6. 今後の金融政策

- 6-2. 引き締める場合
- 他の条件が同じであれば、不都合の大きい手段から縮小する。
- 例えば、REITやETF
- ただし、中央銀行通貨の量や利子率といった金融政策手段が、経済全体に対し影響を与えるのに対し、特定の政策手段（例えば、上記のREITやETF）は特定の市場に対しても影響を与えるので、この点にも留意する必要がある。

第222回
公開講座

2023年度 関西大学 経済・政治研究所 公開講座

日本の金融政策 過去、現在、そして今後

2023年4月、黒田東彦氏が約10年間の任期を満了し、日銀総裁を退任された。総裁が務めた約10年間は日本経済にとっても一つの区切りであったように思われる。この公開講座では、この10年間を含むリーマン・ショック以降今日に至るまでの日本の金融政策を振り返り、解説したい。そのうえで、現在の植田新執行部の金融政策はどうあるべきか、今後の政策で注目すべき点は何か、などについても展望したい。特に、ゼロ金利下限に直面している日銀は、実体経済の動向に対し、これまで、そして現在どう対応しようとしているのか、こうした日銀の金融政策がどのように実体経済に波及し、私達の生活にどのような影響を与えているのか、などを中心に考えてみたい。

日時

2023年 **6**月**21**日 **水**
13:00～14:30

会場

関西大学 梅田キャンパス
8階大ホール



大阪市北区鶴野町1番5号

ハイブリッド開催 Zoom有

聴講無料

オンライン同時開催

事前申込制

対面参加:先着100名

ほんだ ゆうぞう

本多 佑三

大阪大学名誉教授
関西大学名誉教授
アジア太平洋研究所研究統括



プロフィール

プリンストン大学Ph.D.(経済学)。

神戸大学経営学部、大阪大学大学院経済学研究科・経済学部、関西大学総合情報学部などを経て、2018年から現職。

日経・経済図書文化賞受賞。

大阪大学大学院経済学研究科長・経済学部長、日本経済学会会長、日本金融学会機関誌編集委員長、日本銀行金融研究所顧問などを務めた。

経済学分野の学術専門雑誌に論文多数。

申込方法

事前申込制

対面参加:先着100名

右記QRコードより申込フォームにアクセスの上、お申込み下さい。

<https://forms.gle/CtV3q5UxEA5hpCNj7> 申込締切:5月31日(水) 12:00

申し込みフォームを利用されない方は、氏名・ふりがな・所属・連絡先(電話番号・メールアドレス)・参加人数・参加方法(来場orオンライン)、件名に「6/21公開講座申込」を明記の上、下記のお申込み先(関西大学 研究所事務グループ)までハガキ、FAX、E-mail (keiseiken★mL.kandai.jp)でお申込みください。 ※アドレスの記号「★」を「@」に置き換えて下さい。



関西大学

関西大学研究所事務グループ

〒564-8680 吹田市山手町3丁目3番35号 E-mail: keiseiken★mL.kandai.jp

TEL(06)6368-0653 / FAX(06)6339-7721 ※アドレスの記号「★」を「@」に置き換えて下さい。

最新情報発信中!

ぜひフォローをお願いします。



@touzaiken.keiseiken.hogakuken
[東西研・経政研・法研] 関西大学3研究所合同



@KU_kenkyusho 関西大学文系3研究所

