

# 昭和に囚われ続けた平成の金融政策



経済調査部 首席エコノミスト 熊野 英生(くまの ひでお)

平成を振り返る～日本の金融政策～

金融マーケット・金融政策		
1989	現先方式のコマーシャル・ペーパーのオペレーション開始 事前手形受入制度実施	澄田
1990	短期金融市場運営の見直し	
1991	窓口指導(市中銀行の貸出増加額規制)の廃止	三重野②
1992	日経平均株価が5年ぶりに2万円割れ	
1993	定期性預金金利の完全自由化	
1994	流動性預金金利の自由化	松下③
1995	短期市場金利の誘導を重要な金融政策手段と明確に位置づけ	
1996	預金保険法の一部改正法施行(ペイオフ凍結)	
1997	アジア通貨危機 日銀法改正(独立性と透明性の向上)	速水④
1998	日本版金融ビッグバン 金融監督庁発足	
1999	日銀がゼロ金利政策の実施 東証マザーズスタート	
2000	日銀がゼロ金利解除 展望レポートの公表開始	福井⑤
2001	日銀が量的緩和政策の導入 補完貸付制度の導入	
2002	日銀が追加緩和政策の決定 株空売り規制強化	
2003	日経平均が20年ぶりに8,000円割れ 国債振替決済制度の運営開始	白川⑥
2004		
2005	中国が人民元の切り上げと通貨バスケット制の導入を発表	
2006	日銀が量的金融緩和を解除 日銀がゼロ金利解除	黒田⑦
2007		
2008	米ドル資金供給オペの導入 WTI原油先物が市場最高値を記録1バレル=145.29 <sup>ドル</sup>	
2009	投機マネーの収縮による世界同時株安	黒田⑦
2010	日銀が包括緩和策を決定 日銀が6年半ぶりとなる市場介入	
2011	円が一時1ドル=75.32円と史上最高値を更新	
2012	日銀、「中長期的な物価安定の目処」を導入	黒田⑦
2013	政府・日銀の共同声明(アコード) 2%のインフレターゲットを導入	
2014	日銀が追加金融緩和、資産買入れ額を拡大	
2015	日経平均株価が15年ぶりに2万円台に回復 米国のFRBがゼロ金利政策を解除し、利上げを発表	黒田⑦
2016	日銀がマイナス金利政策を実施 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入	
2017	ダウ平均株価が史上初の2万ドル突破	
2018	日銀が緩和政策を修正し、一定の長期金利上昇を容認	黒田⑦
2019		

※右端は日本銀行総裁(敬称略)とその在任期間

①1984年12月～1989年12月、②1989年12月～1994年12月、③1994年12月～1998年3月  
④1998年3月～2003年3月、⑤2003年3月～2008年3月、⑥2008年4月～2013年3月  
⑦2013年3月～

## 弾を撃ち尽くした悲劇

平成時代は、バブルが崩壊して長期不況に苦しんだ時代であった。政策面では、金融・財政政策を打ち尽くしてもまだ長期不況から脱することができなかったという見方ができる。そこで登場したのが、様々な改革パッケージである。90年代は「金融システムの正常化」と「不良債権処理」、2000年代は「構造改革」、2010年代は「アベノミクス」という改革パッケージを思い出す。しかし、翻ってそれらが果たしてどれだけ有効だったのかについては疑問が残る。金融・財政政策を打ち尽くした後、それに代わる有効な経済政策のツールはまだ見つかっていない。「失われた10年・20年」とは、成長率を政策が思い通りには引き上げることが叶わなかった結果として起こっているのだろう。

経済学の枠組みでは、需要によって決まる成長率と、供給能力によって決まる潜在成長率がある。金融・財政政策では一時的に需要を持ち上げることはできるが、潜在成長率は上げられないとされる。つまり、構造改革のような改革パッケージは、金融・財政政策に代わって潜在成長率を引き上げることが、同時代に生きている人々が信じているほどにはできていないということなのだろう。

## 翻弄された金融政策

平成の日本銀行は、まさしく時代に翻弄された政策当局の代表である。バブルが崩壊して、1999年にはゼロ金利政策に追い込まれた。専門家も実務家も、短期金利をゼロ%にした後は、日銀ができる政策はほとんどないというのがほぼ一致した見方だった。その認識を前提にして、当局者はその先にある追加的緩和余地を探るという課題に取り組んだ。これが黒田東彦総裁が登場する以前のパラダイムだったように思える。

ところが、黒田総裁は、非主流な見解であったリフレの政策思想を利用して、追い詰められた日銀がさらに大規模な緩和効果を演出した。筆者などは、リフレのオピニオンリーダーたちが政策に失敗しても責任を取らないので、責任を求められる当局がそれに便乗するのは危険だと判断していた。経済学者の中にも、実験的な政策を実務で試してみることへ警戒感を示す人は少なくなかったように思える。



その結果、国債を民間金融機関から買い尽くすことになり、株式市場でも日銀保有株は存在感が大きくなり、売りに売れなくなっている。2013年4月に黒田総裁が異次元緩和をスタートさせて、2019年初まで約6年間で約6年が過ぎ、気が付くと何を目的に行っているのかわからなくなっている。当初は、エネルギー価格の変動を含めて、通貨供給量をコントロールすれば物価は操作できるとしていたのに、それはうやむやにされた。物価予想を誘導できるという姿勢はもっと失敗したことが明らかである。日銀は、2016年9月に枠組みをイールドカーブ・コントロールに見直して、量的拡大の効果を前面に出さなくなったが、巨大な資産買入れを停止するには至っていない。

日銀の30年間の歴史を振り返ると、いかに日本の経済政策が迷走し続けているかが鮮明にわかる。平成の次の時代までその不幸を引きずってははいけないと感じる。

### 不幸を次の時代に引き継がないために

経済成長が右肩上がりだと信じられていたのが「昭和」だとすると、「平成」は成長率がアップダウンして、伸びるときでも人口制約の影響を受けてそこそこの高成長しか得られないことに気付いた時代であったと言える。

しかし、金融・財政政策においては、必ずしも「平成」の時代感覚が共有されていないと考えられる。日銀は、インフレ率2%を目標に置いて巨大緩和を続けている。政府の方も、いずれ成長率が2～3%に高まって基礎的財政収支が黒字化するという指針を定めて歳出拡大を続ける。当初予算から上積みされた増収増は、ほぼ補正予算で使い切っ

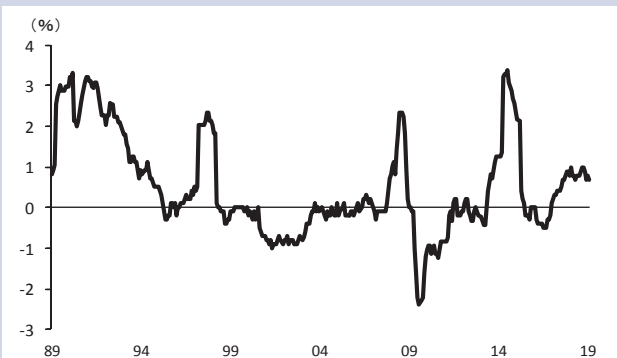
しまうという暗黙のルールが支配している。

政府も日銀も、中長期の物価・成長率は右肩上がり想定する点で、筆者は強く昭和の感覚に囚われていると感じる。それが、歯止めのかからない財政拡張と、それを影で支える財政ファイナンスの常態化を生んでいる。

人々は、そのことを止める決定について出口と呼び、出口は難しいと口々に語っている。しかし、出口はコロブスの卵のように簡単だ。昭和の感覚を捨て、2%の物価と過大な自然増収の増収見込みを修正すればよい。従来のコミットメントを破るという簡単な手続きを実行できないのは、巨大緩和と財政拡張によって利益を得ている人が多くなり、未だに昭和をいつまでも続けられるという錯覚を放棄しないからだ。日銀を独立させて、財政との中立性を回復させることで、いくらか泥沼化を脱することはできる。それを可能にできるのは、日銀と政府のトップの決断次第である。

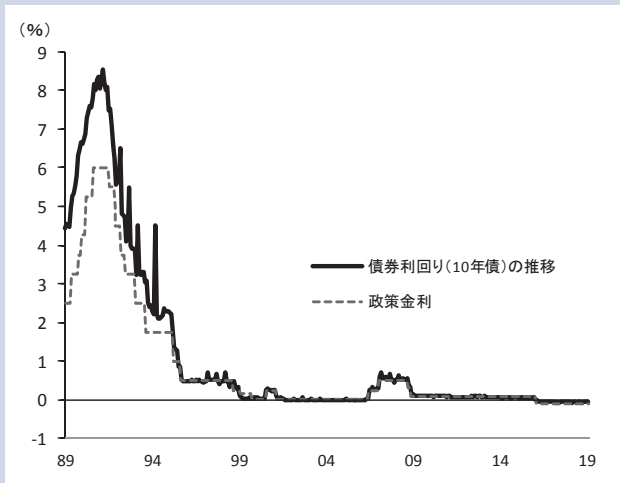
おそらく、政治的には、即効性が見込めそうな需要刺激の方に関心は集中するが、少し長い目でみると、テクノロジーや新しいビジネスモデルの普及の方が圧倒的に経済を引っ張る力量は大きい。より高い成長を望むのであれば、近視眼的な政策から、中長期的な政策に重点を置くことが有益である。そのためには、政策決定における“政経分離”を進め、中央省庁の役割も中長期的な成長を視座に置き、政治の介入を低下させていくことが求められる。こうした結論は平成における強い反省に基づく認識である。

#### 資料1 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)



(出所)総務省「消費者物価指数」

#### 資料2 債券利回り及び政策金利の推移



(出所)Bloomberg, Thomson Reuters