

門間 一夫の  
経済深読み

## 日銀レビューからわかる「全体最適論」の不在

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2025 年 2 月 25 日

## 知見の蓄積に大きく貢献

日銀は昨年 12 月、「金融政策の多角的レビュー」（以下「レビュー」）を公表した。1990 年代後半からデフレに陥ったと言われる日本経済と、そのもとでの金融政策について、日銀内部の分析に外部の知見を加え、完了まで 1 年半程度をかけたレビューである。報告書は 200 ページを超え、関連論文は 46 本にのぼる。過去 25 年程度の日本経済や金融政策を巡る貴重な知見の蓄積であり、きわめて高い資料的価値がある。

一方で、2013 年から昨年まで続けられていた異次元緩和の評価については、多少バイアスがあるように感じられる。まず、レビューの基本メッセージを確認しておこう。第一に、国債市場の機能への影響など一定の副作用はあったが、全体として経済にプラスの効果があった。第二に、非伝統的な政策手段（国債の大量買い入れなど）は、通常の短期金利の引き下げより効果が不確実である。したがって第三に、非伝統的な政策手段に頼らなくてもよいよう、短期金利の引き下げ余地（いわゆる「のりしろ」）を確保しておくことが望ましい。第四に、そのためにも 2%物価目標の達成が重要である。

この結論に感じられるバイアスとは、①自分たちのミッションを意識することに伴うバイアス、②立場上議論にくいことは議論しないバイアス、である。具体的には、異次元緩和の効果を過大評価している可能性が前者であり、財政や為替に与えたかもしれない副作用を論じていないことが後者である。

「副作用をきちんと論じられないから効果を大きく見せておきたい」という動機が無意識のうちに働いた可能性もあるので、二つのバイアスは無関係でない。重要なのは、こうしたバイアスが 2%物価目標の過度な正当化につながる点である。その意味でこれは「過去の評価に偏りがある」で済む話ではなく、現在そして今後の金融政策にも影響を与える重い話である。

それでも、本稿の目的はレビュー自体への批判ではない。レビューは前述のとおりきわめて充実したものであり、基本メッセージのバイアスも、突き詰めれば単純に日銀のせいとは言えない。このバイアスは、政府・日銀の現行の役割分担では必然的に生じる性格のものである。逆に言えば、日銀レビューにそうしたバイアスが観察される事実こそ、政府・日銀の現行の役割分担に、ある種の不都合が存在することの証明とも言える。本稿で述べたいのはその点である。

## 過大評価の可能性が高い異次元緩和の効果

レビューは異次元緩和の効果について、「複数の異なるモデルによる分析からは、経済・物価を一定程度押し上げ、わが国経済がデフレではない状態となることに貢献したと評価できる」(p4)としている<sup>1</sup>。ここでモデル分析というのは「カウンターファクチュアル・シミュレーション」である (pp121-128)。

この分析ではまず、異次元緩和がなければ金利、為替、株価などがどうだったと考えられるかの「仮想パス」を作成する。それらの仮想パスをモデルに入力すれば、異次元緩和がなかった場合の経済や物価の推計値が出力される。それらと実際の経済・物価との差を異次元緩和の効果とみなす。そうした計算により、異次元緩和は 10 年間で実質 GDP の水準を 1.3~1.8%程度 (年当たりの経済成長率を 0.1~0.2%) 押し上げ、10 年目のインフレ率を 0.5~0.7%程度押し上げた、とされる。別のモデルでも、似たような結果になるとされている。

今回のレビューの良い点のひとつとして、事前にレビューを読んだ経済学者 8 名の講評が掲載されている。「2%物価目標は達成できなかったが経済・物価をそれなりに押し上げた」という上述の評価について、経済学者達は概ね「そんなものだろう」という趣旨の感想を述べている。トップクラスの学者達からお墨付きを得たと言える。しかし、ちょうど異次元緩和が始まったころから、為替、株価、予想インフレ率などに、異次元緩和とは別の外的要因も影響し始めたと筆者は認識している。学者が「それด้วยい」という手法をもってしても、たまたま起きたほかの変化と「異次元緩和の効果」が識別できているのか、筆者は気になった。

もっと気になったのは、最近のインフレ局面の評価である。この 3 年ほど物価上昇が続いている理由について、レビューでは、①長期にわたる金融緩和等から人手不足が強まった、②輸入価格が大幅に上昇した、という順番で書かれている (p2)。「異次元緩和を粘り強く続けたことが物価上昇の素地を作り、そこへ輸入価格からのアシストがあった」という感じに読める。

しかし実際には、輸入物価の上昇こそ過去 3 年のインフレの主役である。人手不足についても、経済成長率が低下しているのに人手不足になったのだから、原因は人口の高齢化であり、異次元緩和による需要拡大効果ではない。異次元緩和との関連が明らかなのは過去 3 年の大幅な円安だが、その円安も海外金利の上昇、さらにその理由となった突然の世界インフレがなければ、おそらく起きなかった。このように、今の物価上昇は外部要因による面が圧倒的に大きく、日銀にとってはほぼ偶然に起きた現象である。レビューの記述には「異次元緩和の効果を大きく見せたい」という気持ちが感じられる。

なお、講評を寄せた渡辺努東京大学教授からは、「2000 年代初頭に異次元緩和を行っていれば、そもそもデフレの定着は避けられたのではないか」という興味深いコメントが寄せられている (p182)。実際に行われた異次元緩和の効果だけではなく、異次元緩和が遅れたために失われた効果も分析すべき、という主張である。一理あると思う。経済論壇には、1990 年代のバブル崩壊直後にもっと金融緩和を強化していれば良かった、という議論もある。過去 10 年ではなく 25 年のレビューなのだから、異次元緩和よりも前の局面になぜモデル分析を適用しなかったのか、一貫性の欠如は否めない。

---

<sup>1</sup> ページの記述は、断りがない限り「金融政策の多角的レビュー」(日本銀行, 2024 年 12 月)の該当ページである。

日銀はその分析を意図的に避けたわけではないと思う。しかし、ややうがった見方をすれば、「もっと早く異次元緩和をやっていた場合」の分析は不都合だったのかもしれない。カウンターファクチュアル・シミュレーションのような手法を使えば、早期に異次元緩和をやっていればその時点でかなりの効果があり、長期デフレには陥らなかったという結果になる可能性が高いからである。

その場合、そもそもデフレが長期化したのは日銀のせいだったということになる。実際にはそういうことではないと筆者は考えるが、モデル上はそうなる可能性が高い。過去の金融政策に致命的な誤りがあったという（おそらく誤った）結果をもたらす手法以外に、異次元緩和の効果を立証できる手法も存在しないのだとしたら、そうした手法に基づく異次元緩和の効果は慎重に解釈すべきだと思う。

## 副作用の分析も肝心の論点は避けられている

一方、副作用についてレビューで分析されているのは、①国債の大量購入が国債市場の機能に与えた悪影響、②低金利の長期化が金融仲介機能に与えたかもしれない悪影響、③同じく低金利の長期化が低生産性企業の温存など資源配分に与えたかもしれない悪影響、の三つである。それはそれでよいし、分析内容も概ね説得力があった。

しかし、異次元緩和について多くの批判を集めているのは、①財政規律を緩めた、②過度な円安をもたらした、の二点である。これらについてレビューはほぼ何も語っていない。例えば、経済学者 47 人を対象としたアンケート調査によれば、6 割超の回答者が「財政規律の弛緩」を異次元緩和の副作用と見ている<sup>2</sup>。レビューでは「金融政策の目的は物価の安定であり財政ファイナンスではない」と説明しているが（p7）、問われているのは日銀の意図ではなく、意図せざる悪影響があったかどうかなので、批判に対する答えにはなっていない。

筆者は、財政規律の定義そのものに共通理解がなく、ゆえに異次元緩和の期間に「財政規律の弛緩」という事実があったのかどうか自体がはっきりしないと考えている<sup>3</sup>。まずその議論を整理しない限り、異次元緩和が政府の財政運営に悪影響を与えたのかどうかは論じようがない。ただ、日銀が筆者と同じ理由でこの論点をスルーしたのかどうかはわからない。

おそらく日銀は、財政はその規律維持も含めて政府の権限に属することであり、「物価の安定」に責務が限られている自分たちは余計な口出しをすべきでない、という立場なのだと思う。しかし、そういう役割分担がよく理解されていないから、あるいは役割分担はそうでも日銀の政策が政府の意思決定を結果的に歪める場合もあるのではないかと疑問があるから、前述のとおり多くの識者が「日銀」に批判の目を向けているのである。日銀はもう少し丁寧に議論すべきではないか、という論点は残る。

為替についても事情は似ている。為替政策は政府の権限に属するのだから、過度な円安が困るのなら政府が為替介入すればよい、というのが日銀の立場なのだろう。もちろん、物価への影響という観点では日銀も為替を重視しているが、あくまでその観点だけに限られる。筆者の考えは日銀と異なる。2022 年以降の急激な円安は、海外事業が主力の企業には大きな増益要因になった一方、家計や国内中心の中

---

<sup>2</sup> 日本経済研究センター「エコノミクスパネル 第2回」（2025 年 1 月 6 日）。

<sup>3</sup> 例えば、門間一夫の経済深読み「低金利で財政規律は緩むのか」2022 年 8 月 29 日。

小企業は物価上昇で打撃を受けた。同じ国民を受益者と被害者にはっきり分けてしまう大きな為替変動は、物価への影響を語る以前に、それ自体として望ましくないと思う。

かつ、為替は財政の場合以上に「政府の所管」と割り切りにくい。金利と財政規律の関係は不明確だが、金利が為替に影響するのはほぼ明らかだからである。金融政策は、為替介入以上に為替に影響を与える場合もある。その実態を踏まえれば、形式上は日銀の所管でなくても、日銀も為替の安定に相応の配慮をした方がよいと思う。日銀は2022年からある時点まで、「2%物価目標のためなら急速な円安もやむをえない」と考えているように見えた。それが最善だったのかどうかは疑問の余地がある。

## マクロ経済政策の全体最適は誰が考えるのか

日銀レビューの主な結論のひとつは、2%物価目標の重要性を再確認した点である。必要な時に「利下げ」という伝統的な金融緩和手段を使うには、普段は2%程度のインフレを実現しておき、金利もそれに見合う水準まで上げておくことが望ましい、という考え方である。

論点は、低インフレを2%程度まで引き上げようとする過程で、無理な緩和策が別の問題を引き起こさないかであり、だからこそ異次元緩和の副作用のチェックが重要になる。その点において今回のレビューは、財政や為替の問題と向き合っておらず不完全である。ただし、それは前述のとおり、財政も為替も政府の権限に属するという制度要因からくる限界であり、ある意味しかたがないことである。

もちろん、日銀は立場上「しかたがない」で済むとしても、マクロ経済政策の全体最適をどう考えるかという論点は消えない。日銀は「物価」、政府は「財政と為替」と人為的に切り分けても、現実のマクロ経済問題はその両者にまたがることが多い。したがって、それぞれに責務を持つ両者の建設的な対話や協調なくして、最適なマクロ経済政策には到達できない。これはただでさえ難しい課題だが、異次元緩和のもとで2%物価目標が硬直的に運用されるようになって以降、「日銀は物価だけに集中していればよい」という縦割り傾向が強まったように感じる。その不都合を認識する方向での議論はレビューではなく、むしろ何の不都合もなかったかのようにより2%物価目標の重要性が強調されている。

金利の「のりしろ」のため2%程度のインフレが要するという議論は、そもそも金融政策という個別領域における部分最適論である。部分最適だから、その達成に向けて日銀が強い使命感を持てば持つほど、所管外のことへの柔軟性が失われて全体最適から遠ざかるリスクがある。一方、金融政策だけで対応困難なデフレには財政が出るという協調体制があれば、そもそも金利の「のりしろ」など無理に作らなくてもよく、とんがった部分最適論は最初から不要になる。

金融、財政、為替というマクロ経済政策の組み合わせについて、全体最適に近づける議論や努力はどこで行われるべきなのだろう。そもそも何が全体最適なのかを考える理論的な枠組みも確立されていない。日銀のレビューが分析対象とした範囲においては、冒頭に述べたとおり非常に有益な知見が蓄積された。しかし、その外側に大事な領域があり、そこは知見の空白地帯であることも、今回のレビューが図らずも明らかにしたと思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。