

## 非伝統的金融緩和政策が 2021年末までに日本経済に 与えた影響

吉田桂

Katsura Yoshida

滋賀大学 経済学部 / 特別招聘准教授

## I はじめに

本稿では、非伝統的金融緩和政策が、2021年末までに日本経済に対してどのような影響を与えたか、その特徴を分析する。

非伝統的金融政策の推移について、直近まで、日本銀行の公表資料から振り返ってみると、2001年3月19日に、日本銀行が「金融市場調節方式と一段の金融緩和措置について」を公表し、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。」（日本銀行（2001））としたことから始まった。「その後、ゼロ金利が解除された時期もあるが、コールレートはゼロ近傍の水準を維持し」（山本（2019））た。そして、2010年10月5日に、日本銀行が「『包括的な金融緩和政策』の実施について」を公表し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す（公表後直ちに実施）。」（日本銀行（2010），p1）とした。さらに、2013年4月4日に、日本銀行が「『量的・質的金融緩和』の導入について」を公表し、「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。」とした。

さらに、2016年1月29日に、日本銀行が「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」を公表し、「金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。」（日本銀行（2016a），p1）とした。そして、2016年9月21日に、日本銀行が「金融緩和強化のための新しい枠組み：『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』

を公表し、「その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。」(日本銀行(2016b), p1)とした。その後、2018年7月31日に、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を公表し、「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。」(日本銀行(2018))とした。

そして、2020年3月16日に、日本銀行が「新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」を公表し、「日本銀行は、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、(1)国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、(2)新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、(3)ETF・J-REITの積極的な買入れ、により金融緩和を強化することが適当と判断した。」「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ(全員一致)」とは、「民間企業債務を担保(約8兆円〈2020年2月末〉)に最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーション(残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算)を導入する。同措置は2020年9月末まで実施する。」(日本銀行(2020a))とした。さらに、2020年4月27日に、日本銀行が「金融緩和の強化について」を公表し、「日本銀行は、金融機関や企業等の資金調達の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定

を維持する観点から、(1)CP・社債等買入れの増額、(2)新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、(3)国債のさらなる積極的な買入れ、により金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。」(日本銀行(2020b))とした。そして、2020年5月22日に、日本銀行が「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」を公表し、「企業等の資金繰り支援のための日本銀行の措置として、①CP・社債等の買入れ(残高上限:約20兆円)、②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ(資金供給の対象〈担保として差入れられている民間債務〉:約25兆円〈4月末現在〉)に、③新たな資金供給手段(資金供給の対象〈緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資〉:約30兆円)、が加わることとなった。日本銀行は、この3つの措置をあわせて「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム(特別プログラム)」(総枠75兆円)とし、期限を半年間延長して、2021年3月末までとすることとした。」(日本銀行(2020c))とした。

さらに、2021年1月21日に、日本銀行が「当面の金融政策運営について」を公表し、「引き続き、(1)新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、(2)国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、(3)ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。」(日本銀行(2021a))とした。そして、2021年3月19日に、日本銀行が「より効果的で持続可能な金融緩和について」を公表し、「(1)金融仲介機能への影響を配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設する。(2)イールドカーブ・コントロールについて、平素は柔軟な運営を行うため、長期金利の変動幅は±0.25%程度であることを明

確化する。同時に、必要な場合に強力で金利の上下を画するため、「連続指値オペ制度」を導入する。(3)ETFおよびJ-REITについて、新型コロナウイルス感染症への影響への対応のための臨時措置として決定したそれぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限を、感染症終息後も継続することとし、必要に応じて、買入れを行う。」(日本銀行(2021b))とした。さらに、2021年12月17日に、日本銀行が「当面の金融政策運営について」を公表し、「日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、中小企業等の資金繰りを引き続き支援していく観点から、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの一部について、(筆者略)期限を2022年9月末まで半年間延長することを決定した。」「新型コロナ対応金融支援特別オペ(全員一致)」で、「大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分」を除き延長し、「CP・社債等の買入れ増額措置は、期限通り、2022年3月末をもって終了する。」(日本銀行(2021c))とした。

このように、非伝統的金融政策は、2016年9月21日に、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という段階に入り、5年4か月が経過している。さらに、2020年3月16日に、「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」において、「日本銀行は、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、(1)国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施」(日本銀行(2020a))を宣言している。

非伝統的金融政策が、日本経済に与えた影響について分析した先行研究が多数ある。

宮本(2016)は、2001年からの量的緩和政策が日本経済に対してどのような影響を与えるのかを、労働市場に着目しつつ、構造VARモデルと動学確

率一般均衡モデルの2つを用いて分析し、構造VARモデルを用いた分析では、量的緩和政策は生産を増加、雇用を拡大、失業を低下させる効果があることが明らかとなった。また、量的緩和政策は物価水準を有意に上昇させる一方、名目賃金を引き上げる効果は限定的であることが分かったとしている。

得田(2016)は、構造VARモデルによる分析から、非伝統的金融政策の一種である、2013年からのQQE(量的・質的金融緩和)により、資産価格上昇、円安、長期金利の一層の低下を通じインフレ率に一定の上昇効果を確認した。一方で、实体经济に関して、失業率の低下が確認できたものの、鉱工業生産指数や実質GDPの明確な上昇は確認できなかったとしている。

宮尾(2016)は、2001年から2015年初めまでの日本のマクロ経済データを用いて、ブロックリカーシブ制約の構造VARモデルを用いて検証した結果、マネタリーベースの増加は、長期金利の低下と株価の上昇、ドル高・円安を通じて、日本のGDPを持続的に引上げ、また消費者物価上昇率にも持続的なプラスの効果をもたらすことが確認された。また、QQE以前の期間と全期間の結果を比較したところ、QQE以降の期間を分析に加えることで、より明確なマクロ経済効果が得られたとしている。

Miyao and Okimoto(2017)は、2001年から2015年末までのデータを用いて、ブロックリカーシブVARを用いて分析したところ、非伝統的金融政策は、実質GDP、消費者物価指数上昇率の増加をもたらす、QQEの導入の後、マクロ経済効果は、より大きく普遍的になった。平滑推移VARモデルでも、同様の結果が得られたとしている。

山本(2019)は、非伝統的金融政策が、北海道経済への効果を分析したもののだが、日本経済に絞って言えば、2001年から2017年までの鉱工業生産指数、消費者物価指数、マネタリーベースの

3変数を用いて分析したところ、生産のインパルス反応は、有意な反応を示していないこと、物価に関しては、統計的に弱い意味でのプラスの反応を示しているとしている。

北村(2020)は、ニューケインジアンモデルを参照し、主な指標を時系列で観察することによって、QQEの発動により金利全般が低下したこと、日本銀行が意図するQQEの効果発現の重要な要素である「将来の期待インフレの上昇」を明確に観察することができず、ニューケインジアンフィリップス曲線の現実への妥当性が失われている可能性があること、期待される効果の一つである「ポートフォリオリバランス効果」の発現には、部門間ではばらつきがあり、意図される効果は見られないこと、QQEによる金利の低下によって、企業の内部留保が増大し、銀行の当座預金残高が増加したことが観測されたとしている。

中園(2021)は、利子率の期間構造から金融政策ショックの大きさを推計して、1999年から2011年までのデータにより、構造VARを推計した結果、金利の効果的下限の下でも、金融引き締めが生産やインフレ率を強く抑える効果があること、しかし、短期及び長期の名目利子率がほぼゼロに近づいているときには、マクロ変数に与える金融政策の大きさは、穏やかになるとしている。

工藤(2021)は、操作変数を利用した構造VARにより、2001年3月19日から2016年1月29日のデータで、推計した結果、日本銀行による拡張的な非伝統的金融政策は、有意ではないものの物価と生産を上昇させているとしている。

非伝統的金融政策がユーロ圏、日本及びアメリカ経済に与えた影響について、特殊なVAR等を使って分析した最近の研究を紹介する。

Elbourne, Ji and Duijndam (2018)は、構造VARモデルを使い、非伝統的金融政策がユーロ

圏の生産やインフレに小さい効果があったことを検証した。国レベルでは、金融緩和が金融市場のストレスをより大きく削減する国、ユーロ圏以外との貿易が大きい国、銀行がより健全である国の場合は、金融緩和はより大きな影響を持ったとしている。

Otsubo(2018)は、時変パラメータ構造VARを使い、2001年3月から2017年8月までのデータで、日本の財政政策と金融政策の効果の違いを比較分析した。まず、拡張的財政政策は、拡張的金融政策よりも早くGDPに効果を与えること、次に、拡張的財政政策は物価を押し下げること、さらに、非伝統的金融政策の期間の間は、拡張的金融政策は、拡張的財政政策よりも永続的にGDPを増加させること、最後に、拡張的金融政策は、物価を上昇させたとしている。

Ambler and Rumler (2019)は、事前の実質金利のアナウンスメントが、市場でのインフレ期待(インフレリンクスワップ)を増加させ、5年物、10年物ユーロ圏国債の実質金利に強い効果を持つ。非伝統的金融政策のアナウンスメントが市場の期待を超えていた場合は、名目、実質金利を強く低下させ、インフレ期待を増加させる、一方で市場の期待を下回った場合は、逆の効果があったとしている。

Shibata and Kosaka (2018)は、中央銀行のバランスシートを反映したマクロ計量モデルにより、日本及びアメリカで、賃金率が上昇したとき、GDPデフレーターに正の効果を導くことを検証した。そこで、賃金率の上昇が、デフレ問題に取り組む金融政策のもう一つの解決方法となり得るとしている。

Evgenidis nad Papadamou (2021)は、中規模ベイジアンVARを使い、非伝統的金融政策のショックがユーロ圏の経済活動やインフレにプラスの効果をもたらしたと、さらに、為替レート、イ



ンフレ期待や銀行貸出チャネルを含むいくつかのチャネルが効果をもたらしたと、長期的に定常的なペースのバランスシートの拡張と永続的なマイナス金利政策のポリシーミックスがインフレ率をターゲットに近づけることができたこと、さらに、政策シナリオにより、あまり早く資産購入を止めてしまうことなどが、インフレ率をターゲットに合わせることを維持することに失敗するということが分かったとしている。

Inoue and Okimoto (2021) は、2002年から2015年のデータで、スムーズ・トランジション・グローバルVARを、10か国とユーロ圏に適用し、日本銀行の拡張的非伝統的金融政策が株価を増加させ、為替レートを減価したこと、近年では、国債や企業債価格の上昇に対してより効果的になったこと、FEDの拡張的非伝統的金融政策が国内の金融市場にプラスの効果を顕著にもたらしたこと、日銀の非伝統的金融政策は世界の金融市場には限定的な効果しか持たなかったこと、FEDの非伝統的金融政策はかなりより大きな効果を持ったことを示した。このように、外国文献では、非伝統的金融政策を様々な側面から分析しているが、

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という段階に入り、5年4か月が経過しているが、この間を含んだ構造VARの分析がない。そこで本稿では、コロナ禍の期間も含めて、構造VARを用いて、検証する。

ここで、非伝統的金融緩和政策が、日本経済に対してどのような影響を与えたか、を分析するに当たって、2021年末までのデータを用いる。そのことによって、コロナ禍が非伝統的金融政策の効果に与えた影響を含んだ推計を試みる。特に、第一次緊急事態宣言（2020年4月7日～5月25日）により名目季節調整系列の国内総生産の四半期GDP速報（二次）が▲27.2%（年率）の伸びとなった2020年4-6月期を含む（内閣府（2020）による）。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という段階に入って以降を長く含む推計結果を検証することにも意味があると思われる。

## II データと推計方法

2021年末まで推計するに当たってリカーシブ制約の構造VARを使用する。その先行研究には山本

表1：時系列データ

変数名	使用するデータ	説明	出所
Y：全国の生産高	鉱工業生産指数	2015年=100、季節調整済み	経済産業省
U：全国の完全失業率	完全失業率	季節調整済み	総務省統計局
P：全国の物価水準	消費者物価指数	生鮮食料品除く総合、2015年=100、X-12-ARIMAにて季節調整	内閣府
MB：金融政策変数	マネタリーベース	季節調整済み	日本銀行
STOCK：株価	日経平均	終値。X-12-ARIMAにて季節調整	日本経済新聞社
R10：長期金利	日本国債10年物利回り	流通市場における固定利付国債の実勢価格に基づいて算出した10年物国債の半年複利金利(半年複利ベースの最終利回り)の日次データを各月で平均した値。X-12-ARIMAにて季節調整	財務省
RFX：実質実効為替相場	実質実効為替相場	X-12-ARIMAにて季節調整	日本銀行
NFX：名目実効為替相場	名目実効為替相場	X-12-ARIMAにて季節調整	日本銀行

(2019) 等がある。しかし、山本(2019)は2017年12月を推計期間の終わりにしているため、コロナ禍等を含んでいない。ただし、データを採用するに当たって山本(2019)を参考とする。全て月次データであり、量的緩和政策が導入された2001年3月

を開始時点とする。推定期間の終わりは、2018年から始まった世界経済の減速の影響も反映し、新型コロナウイルスが蔓延した期間を含めるため、2021年12月までとする。使用する時系列データは表1のとおりである。

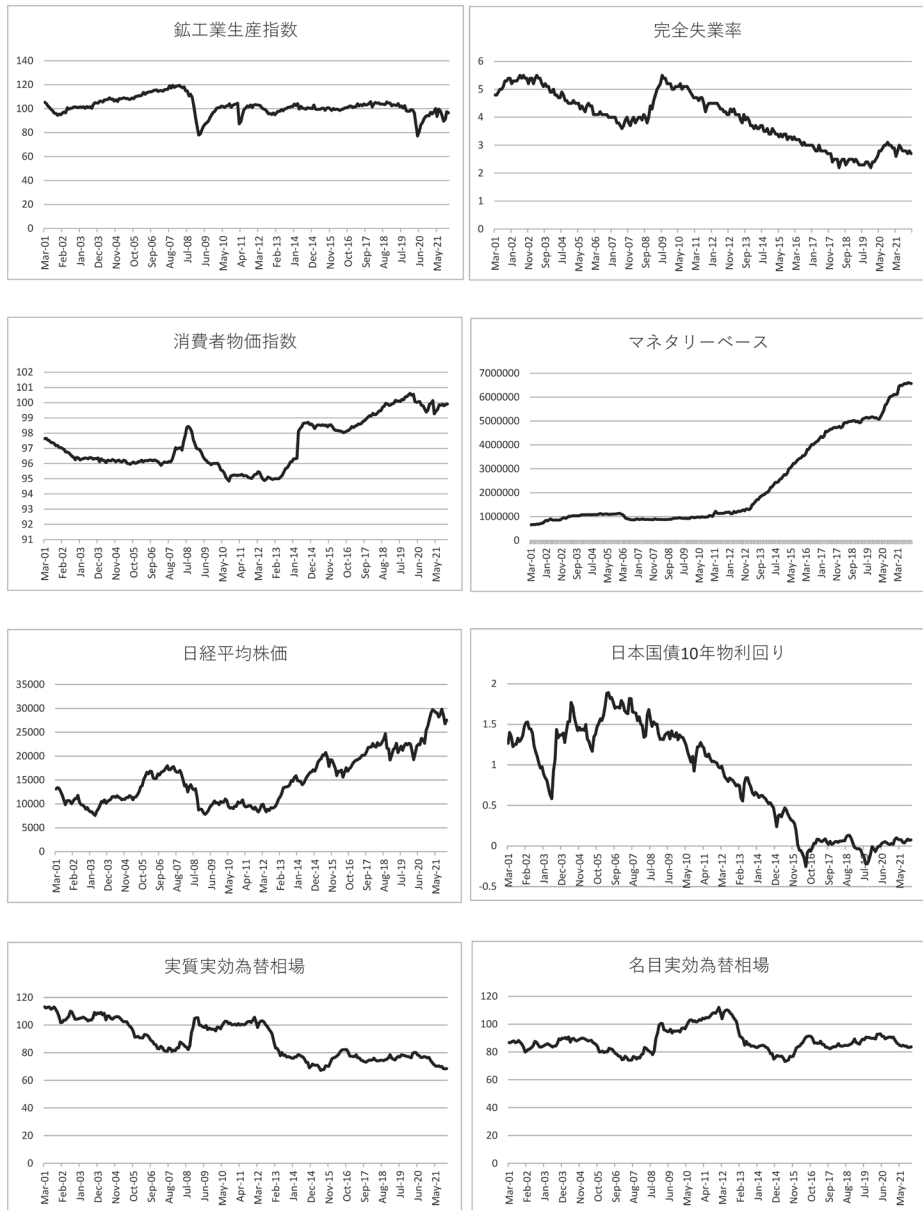


図1

これらを、率である完全失業率と長期金利を除いて、対数変換し、100を掛けることとする。同様の分析をしている得田(1996)等に倣って、推計ではレベル変数を用い、そして、本稿で分析に用いるVARのラグ次数は、赤池の情報量規準での最適次数とする。

データ(季節調整済み)をグラフで表すと図1のようになる。

2020年に、鉱工業生産指数は低下し、2021年にかけて少し戻しており、完全失業率は上昇し、少し戻している。消費者物価指数は低下している。日経平均株価は上昇した後、最近変化しない状態を保っており、日本国債10年物利回りは近年上昇傾向にある。一方で、2020年に、マネタリーベースは上昇率を高めた後、最近変化しない状態を保っており、マネタリーベースのマクロ経済変数へのプラスの効果は減殺されているが、日経平均株価については、正の因果関係が見られる可能性があると考えられる。

### III 鉱工業生産指数を含んだ 実質実効為替相場を使った推計

得田(2016)に倣って、実質実効為替相場RFXを含む6変数構造VARモデル(P、Y、R10、MB、STOCK、RFX(変数の順番は左記のとおりとする))を推計する。マネタリーベースとその他の変数との間のインパルス応答関数は図2のグラフとなる。ラグ次数は2である。

実質実効為替相場の場合、マネタリーベースの増加があつて、消費者物価指数が増加しているが、プラスに有意になったのは18か月後程度であり、弱い反応と言える。鉱工業生産指数も増加しているが、全く有意でない。国債金利や実質実効為替相場は低下しているが、これらも有意でない。日経

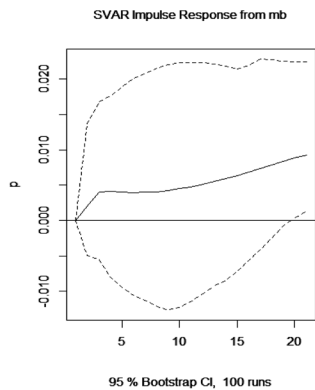
平均株価は3か月後程度から増加しているが、有意になったのは15か月後である。日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は明確に有意である。これらから、各マクロ変数の反応の方向性はおかしくなく、株価へのプラスの資産効果から物価などに影響を与えた可能性がある。ただし、2021年末まで推計期間を延ばしたことで、各変数の反応は弱くなっていると考えられる。

### IV 鉱工業生産指数を含む 名目実効為替相場を使った推計

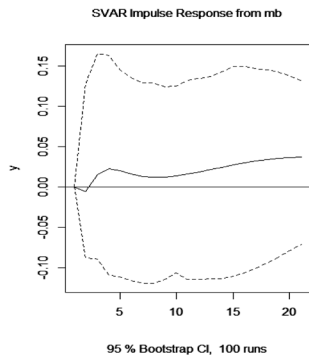
次に、得田(2016)に倣って、名目実効為替相場NFXを含む6変数構造VARモデル(P、Y、R10、MB、STOCK、NFX(変数の順番は左記のとおりとする))を推計する。マネタリーベースとその他の変数との間のインパルス応答関数は図3のグラフとなる。ラグ次数は2である。

名目実効為替相場の場合、マネタリーベースの増加があつて、消費者物価指数が増加しているが、有意になっていない。鉱工業生産指数も一端低下した後増加しているが、全く有意でない。国債金利は低下し、実質実効為替相場は一端低下しているが、有意になっていない。日経平均株価は4か月後程度から増加しているが、有意になったのは、18か月後程度である。日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は明確に有意である。これらから、各マクロ変数の反応の方向性はおかしくなく、株価へのプラスの資産効果から物価などに影響を与えた可能性がある。ただし、2021年末まで推計期間を延ばしたことで、各変数の反応は弱くなっていると考えられる。

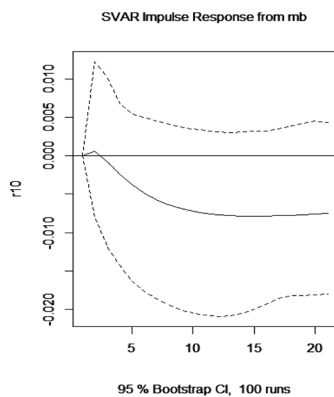
### Response of P from MB



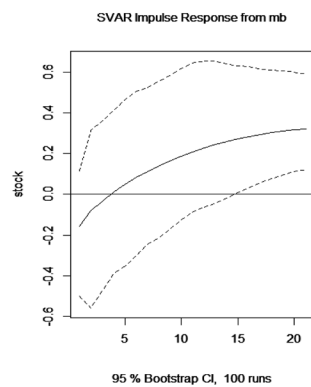
### Response of Y from MB



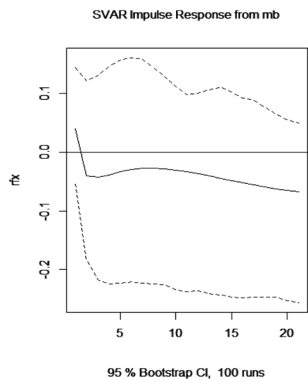
### Response of R10 from MB



### Response of STOCK from MB



### Response of RFX from MB



### Response of P from STOCK

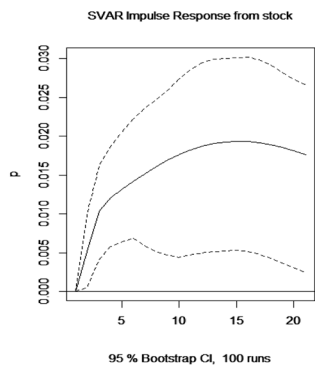
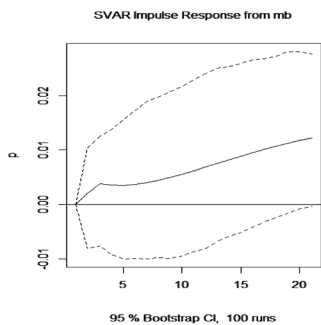


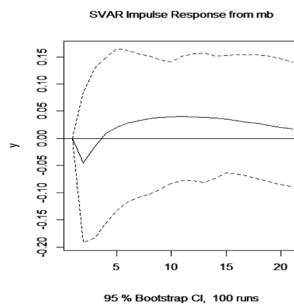
図2



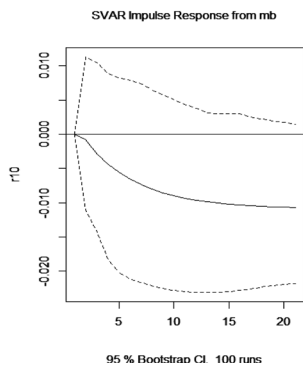
### Response of P from MB



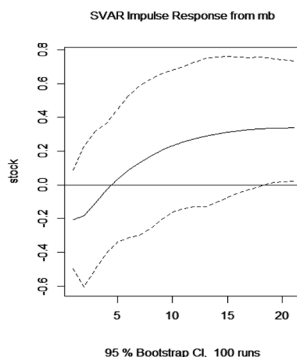
### Response of Y from MB



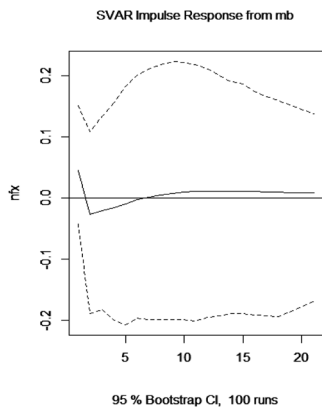
### Response of R10 from MB



### Response of STOCK from MB



### Response of NFX from MB



### Response of P from STOCK

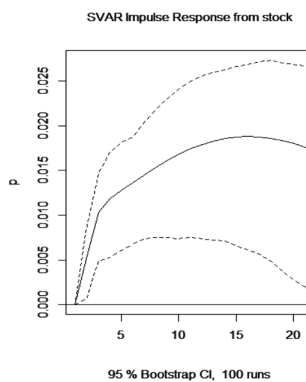


図3

## V 完全失業率を含む 実質実効為替相場を使った推計

次に、得田(2016)に倣って、完全失業率U、実質実効為替相場RFXを含む6変数構造VARモデル(P、U、R10、MB、STOCK、RFX(変数の順番は左記のとおりとする))を推計する。マネタリーベースとその他の変数との間のインパルス応答関数は図4のグラフとなる。ラグ次数は2である。

実質実効為替相場の場合、マネタリーベースの増加があって、消費者物価指数が増加しているが、有意になっていない。完全失業率は、12か月後程度から確実に有意に低下している。国債金利は低下しているが、有意になっていない。実質実効為替相場は低下しており、10か月後程度から有意になっている。日経平均株価は3か月後程度から増加しているが、11か月後程度から確実に有意になっている。日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は明確に有意である。これらから、各マクロ変数の反応の方向性はおかしくなく、株価へのプラスの資産効果から、完全失業率に影響を与えた可能性がある。ただし、2021年末まで推計期間を延ばしたことで、各変数の反応は弱くなっていると考えられる。

## VI 完全失業率を含む 名目実効為替相場を使った推計

次に、得田(2016)に倣って、完全失業率U、名目実効為替相場NFXを含む6変数構造VARモデル(P、U、R10、MB、STOCK、NFX(変数の順番は左記のとおりとする))を推計する。マネタリーベースとその他の変数との間のインパルス応答関数は図5のグラフとなる。ラグ次数は4である。

名目実効為替相場の場合、マネタリーベースの増加があって、消費者物価指数が増加しているが、20か月間で有意になっていない。完全失業率は、12か月後程度から確実に有意に低下している。国債金利、名目実効為替相場は低下しているが、有意になっていない。日経平均株価は2か月後程度から増加しているが、15か月後程度から確実に有意になっている。日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は有意である。これらから、各マクロ変数の反応の方向性はおかしくなく、株価へのプラスの資産効果から消費者物価指数に影響を与えた可能性がある。ただし、2021年末まで推計期間を延ばしたことで、各変数の反応は弱くなっていると考えられる。

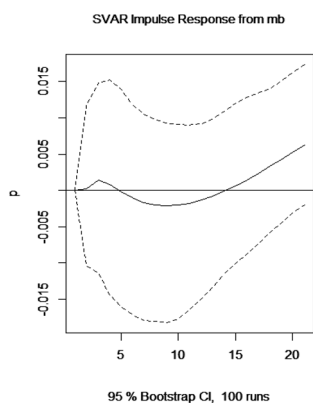
## VII おわりに

本稿では、非伝統的金融政策が2021年末までに日本経済に与えた影響について見てきた。先行研究と異なる点は、2021年末までのコロナ禍による影響を含んでいることである。特に、第一次緊急事態宣言(2020年4月7日~5月25日)により名目季節調整系列の国内総生産の四半期GDP速報(二次)が▲27.2%(年率)の伸びとなった2020年4-6月期を含んでいる(内閣府(2020)による)。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という段階に入って以降を長く含む推計結果を検証した。

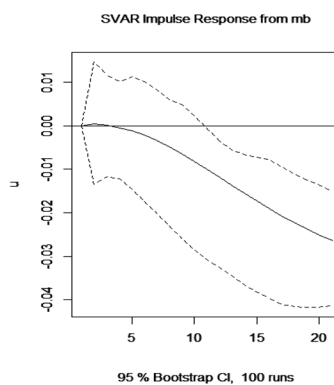
実質実効為替相場と名目実効為替相場を使って、鉱工業生産指数を含んだ6変数構造VAR推定をした結果、上記の通りの結果となった。

次に、実質実効為替相場と名目実効為替相場を使って、完全失業率を含んだ6変数構造VAR推定をした結果、上記の通りの結果となった。

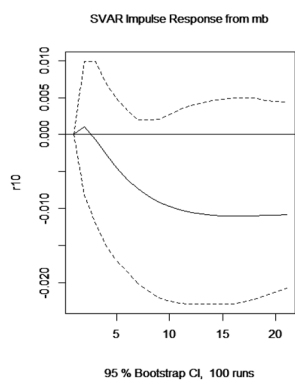
### Response of P from MB



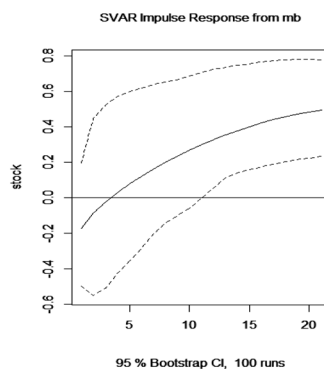
### Response of U from MB



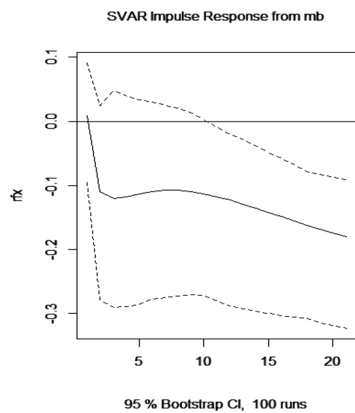
### Response of R10 from MB



### Response of STOCK from MB



### Response of RFX from MB



### Response of P from STOCK

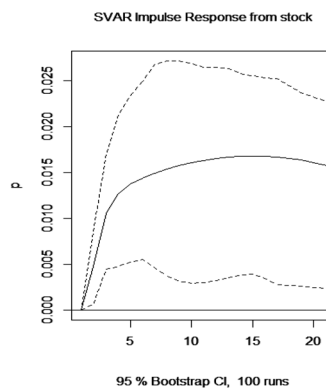
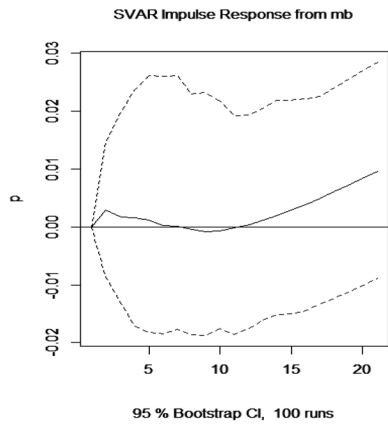
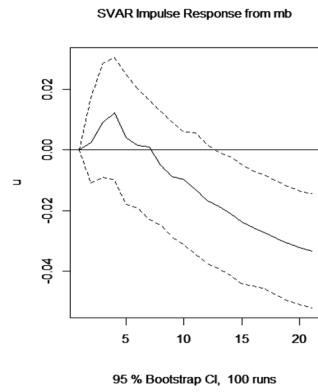


図4

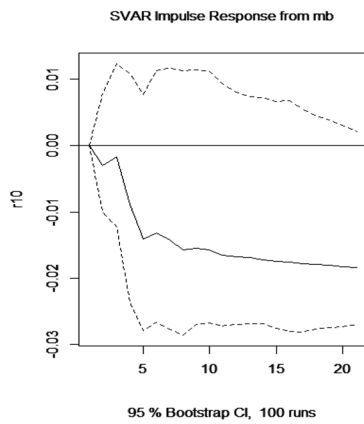
### Response of P from MB



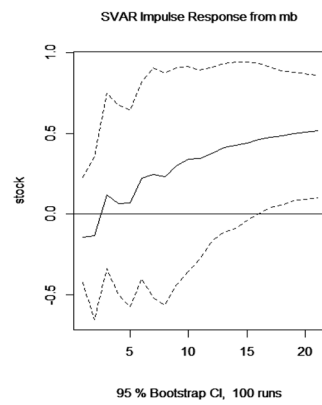
### Response of U from MB



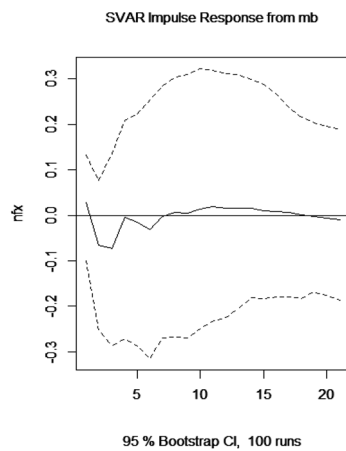
### Response of R10 from MB



### Response of STOCK from MB



### Response of NFX from MB



### Response of P from STOCK

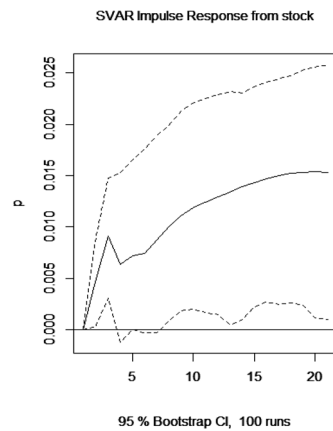


図5

上記のように、非伝統的金融政策の2021年末までに日本経済に与える効果を見ると、マネタリーベースの増加は、消費者物価指数に対しては弱いプラスの反応を示しており、完全失業率に対しては12か月後程度から明確なマイナスの反応を示している。その中間の要因として、全ての推計から日経平均株価に対してプラスの反応が見て取れ、日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は有意であることから、日経平均株価の資産効果の可能性もある。

鉱工業生産指数の明確な上昇が確認できなかったこと、完全失業率に明確な低下が確認できたことは、得田(2016)、山本(2019)と同様であるが、消費者物価指数の上昇に弱い反応しか見られなかったことは、宮本(2016)、得田(2016)、宮尾(2016)、Miyao and Okimoto(2017)と異なり、山本(2019)に近い。株価の上昇に一定の効果が見られたことは、他の論文と同様だが、国債金利、実効為替相場に有意に低下の効果が見られなかったことは、他の論文とは異なる。2021年末まで推計期間を延ばしたことで、各変数の反応は弱くなっていると考えられる。また、マネタリーベースから日経平均株価へのプラスの効果と日経平均株価から消費者物価指数へのプラスの効果は、どの推計でも有意であり、これらから、マネタリーベースによる株価へのプラスの資産効果から消費者物価指数に影響を与えた可能性があることを捕えた点は、他の論文との違いである。

非伝統的金融政策の日本経済に与える影響を、2021年末までの推計期間で見えてきた。ただし、コロナ禍は未だ続いており、その途中までの推計を行ってみたが、その先の推計期間を含んだ推計も必要だろう。今後の課題としたい。

## 参考文献

- ◎北村仁代(2020)「日本銀行による非伝統的金融政策の効果に関する考察」『企業研究』中央大学企業研究所 第38号 p175-196
- ◎工藤健太(2021)「SVAR-IVモデルによる日本の金融政策の実証分析」『大阪大学経済学』71(2-3) p1-21
- ◎得田雅章(2016)「QQE(量的・質的金融緩和)と実体経済に関する時系列分析」『滋賀大学経済学部附属リスク研究センター-Discussion Paper』No.J-59 p1-17
- ◎内閣府(2020)「四半期GDP速報>統計表>2020年>統計表一覧(2020年4-6月期2次速報値)>年率換算の名目季節調整系列(前期比)」([https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/sokuhou/files/2020/qe202\\_2/gdemenuja.html](https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2020/qe202_2/gdemenuja.html)) (最終閲覧日2022年5月11日)
- ◎中園善行(2021)「非伝統的金融政策がマクロ経済変数に与えた影響」『ゆうちょ資産研究:研究助成論文集』28 p89-114
- ◎日本銀行(2001)「金融市場調節方式と一段の金融緩和措置について」
- ◎日本銀行((2010), p1)「『包括的な金融緩和政策』の実施について」
- ◎日本銀行((2013), p1)「『量的・質的金融緩和』の導入について」
- ◎日本銀行((2016a), p1)「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」
- ◎日本銀行((2016b), p1)「金融緩和のための新しい枠組み:『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の導入」
- ◎日本銀行(2018)「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」
- ◎日本銀行(2020a)「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」
- ◎日本銀行(2020b)「金融緩和の強化について」
- ◎日本銀行(2020c)「中小企業等の資金繰り支援のための『新たな資金供給手段』の導入」
- ◎日本銀行(2021a)「当面の金融政策運営について」(2021年1月21日公表)
- ◎日本銀行(2021b)「より効果的で持続的な金融緩和について」



- ◎日本銀行(2021c)「当面の金融政策運営について」(2021年12月17日公表)  
(日本銀行の公表資料は、日本銀行ホームページ「金融市場調節方針に関する公表文 年別一覧」([https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_all/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_all/index.htm/))より抜粋(最終閲覧日2022年5月11日))
- ◎宮尾龍蔵(2016)「第3章 非伝統的金融緩和政策に効果はあるのか(Ⅱ) 実証的な証拠」『非伝統的金融政策—政策当事者としての視点』有斐閣 p89-120
- ◎宮本弘暁(2016)「量的緩和政策と労働市場」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.16-J-3 p1-44
- ◎山本康裕(2019)「北海道マクロ経済と非伝統的金融政策」『人文社会科学論叢』弘前大学人文社会学部 Vol.7 p153-177
- ◎A, Elbourne, K, Ji and S, Duijndam (2018) “The effects of unconventional monetary policy in the euro area” EUROFRAME Conference p1-33
- ◎A, Evgenidis and S, Papadamou (2021) “The impact of unconventional monetary policy in the euro area. Structural and scenario analysis from Bayesian VAR” *International Journal of Finance and Economics* 26 p5684-5703
- ◎Inoue, T. and Okimoto, T. (2021) “How does unconventional monetary policy affect the global financial markets?” *Empirical Economics* Published online: 18 May 2021
- ◎Miyao, R. and Okimoto, T. (2017) “The Macroeconomic Effects of Japan’s Unconventional Monetary Policy” *RIETI Discussion Paper Series* 17-E-065 p1-26
- ◎Otsubo K. (2018) “The Effects of Fiscal and Monetary Policies in Japan: What Combination of Policies Should Be Used?” *Journal of International Commerce, Economics and Policy* Vol.9, Nos.1 & 2 p185004-1 – 185004-25
- ◎S, Ambler and F, Rumler (2019) “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study” *Journal of International Money and Finance* Vol. 94 p48-61
- ◎Shibata, T and Kosaka, H (2018) “An econometric analysis of unconventional monetary policy : the case of Japan and United States” *IDE Discussion Paper* 日本貿易振興機構アジア研究所 Vol. 704 p1-36

# The Effect of the Unconventional Monetary Policy on Japanese Economy until 2021 Year-End

Katsura Yoshida

This article estimated the effect of the unconventional monetary policy on Japanese economy until 2021 year-end, including the era of corona Evil and Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control by using recursive-restriction structural VAR. It estimated four patterns using six parameters, No.1 used Consumer Price index excluding fresh food (P), industrial Production Index (Y), 10-year JGB yields (R10), monetary base (MB), nikkei 225 Stock Average (STOCK) and real effective exchange rate (REF), No.2 used P, Y, R10, MB, STOCK and nominal effective exchange rate (NFX), No.3 used P, unemployment rate (U), R10, MB, STOCK and REF, No.4 used P, U, R10, MB, STOCK and NFX. The results were that it could confirm the plus impulse from monetary base to industrial Production Index, but not intentionally, it could confirm the minus impulse from monetary base to 10-year JGB yields and exchange rate, but many cases not intentionally, it could confirm the minus impulse from monetary base to unemployment rate intentionally and the weak plus impulse from monetary base to Consumer Price index intentionally. In addition it confirmed the possibility the rising effect from monetary base to Consumer Price index through the effect of rising the property value of nikkei 225 Stock Average.

