

# 実験的金融政策の効果と限界

— Q Q E から Y C C へ —

早川英男

御紹介いただきました富士通総研の早川です。

今日は、「実験的金融政策の効果と限界— Q Q E から Y C C へ—」というテーマで一時間余りお話しし、その後、御質問にお答えしたいと思っております。

## 一、量的・質的金融緩和

(1) 量的・質的金融緩和の実験的性格  
(標準的経済理論の想定)

二〇一三年四月、今から四年半余り前ですが、

日本銀行の量的・質的金融緩和（以下「Q Q E」と呼びます）がスタートしました。Q Q Eの内容については、資料1ページに整理したとおりですが、ここでは詳しい説明は控えさせていただきます。

金利がゼロになった後の非伝統的金融政策の効果については、経済学界でも明確なコンセンサスがあるわけではありません。したがって、Q Q Eは実験的な政策ということになり、この点を御理解いただくことが重要であると考えています。

資料2ページにおいて、標準的な経済理論で想定されるQQEの効果を挙げています。これは、二〇一四年の日本金融学会会長講演で植田東大教授（当時）が説明されたもので、QQEの効果が三つに分けて整理されています。

一つ目はQEOで、単にマネタリー・ベースを増やすことです。理論的には効果はありません。バーナンキ前FRB議長も、「QEに効果はない」と明言しています。

二つ目はQE1で、金融市場の混乱時に中央銀行がリスク資産を購入することです。二〇〇八年のリーマン・ショックの直後に、Fedはcredit easingと称して、アグレッシブにMBS（モーゲージ担保証券）を購入しました。さかのぼりますと、一九九八年に日銀が行ったCP・社債オペが先駆けをなすものでした。このような措置は効果があると考えられます。リーマン・ショック

後、Fedが行った金融緩和、特に大量のリスク資産の購入は、バーナンキ前FRB議長の大恐慌研究の教訓を活かした措置であったと言えます。

三つ目はQE2で、中央銀行が長期国債を大量に購入することです。二〇一〇年以降、Fedが行ったいわゆるQE2、QE3に対応するものです。市場参加者が極めて合理的であると仮定しますと、これも効果がないことになってしまいます。しかし、植田教授も、さすがにそれは言い過ぎだとおっしゃっており、市場に何らかのセグメンテーションがある場合には、中央銀行が大量に国債を購入すると、長期金利が下がるというのが一般的な理解であると思います。

日銀のQQEは、QEOとQE2を合わせたもので、QE1の要素はほとんどありません。日本の場合、QQEを開始した時点で既に長期金利が低い水準にありましたので、「QQEの効果は

あってもわずか」というのが理論の教えるところ  
です。

(実際の効果)

しかし、実際の効果がどうであったかと言いま  
すと、事はそれほど簡単ではありません。資料3  
ページをご覧ください。

実際の為替市場では、ソロス・チャートを使っ  
て為替取引を行う人が多いため、マネタリー・  
ベースを増やすだけのQE0にも効果はあるとい  
う議論があり得ます。ソロス・チャートは、理論  
的には間違いであり、少なくともゼロ金利の下で  
は間違っていると思います。ケインズの美人投  
票の論理に従えば、本当は間違っている、「皆  
が信じているなら、自分も信じるのが合理的」と  
いうことがあり得るわけです。実際、アメリカで  
行われたQE2やQE3は、ドル安と米株高をも

たらしめました。

バーナンキ前FRB議長は、議長を退任する直  
前の二〇一四年一月に、*The problem with QE is  
it works in practice, but it doesn't work in theo-  
ry*と発言しました。これをジョークだと言った  
人もいましたが、むしろ彼の本音ではなかったか  
と思います。

(非伝統的金融緩和の倫理的側面)

資料3ページの下段に、「非伝統的金融緩和の  
倫理的側面」と書きました。財政政策は、資源配  
分や所得分配に影響しますので、価値判断と切り  
離すことができません。社会保障政策や原発政策  
は、価値判断そのものと言えましょう。他方、金  
融政策はテクノクラティックな性格が濃く、価値  
判断から最も遠いと考えられています。しかし、  
非伝統的金融緩和の領域に入りますと、金融政策

は価値判断から遠いとは言えないところが出てきます。

マネタリー・ベースを増やすと為替レートが動くというのは、理屈としては間違いです。したがって、為替レートを動かすためにマネタリー・ベースを増やすような政策は、市場参加者の誤解に働きかける政策ということになります。

医師は、時々、プラセボ（偽薬）を使うことがあります、実際に効果を持ちます。それと同様に、金融政策において、プラセボを使ってもよいのかという問題があるわけです。個人的には、一回限りといった制限を付けて、このような政策を行うことはありうるように思います。しかし、反対の意見も当然あり得ます。

より深刻なのは、Q QEの出口で日銀が巨額の損失をこうむる可能性がある時、そうした国民負担につながるような政策を行ってもよいのかとい

う問題です。日銀総裁、副総裁、審議委員は、国の承認を得て任命されるわけですが、直接国民から選ばれているわけではありません。そのような人たちが「兆円」単位の国民負担につながるような政策を行うことは、「代表なくして課税なし」という民主主義の根本原則に抵触する疑いがあるのではないのでしょうか。

#### （Q QEの本当の狙い）

このように、Q QEにはさまざまな問題があります。それでは、Q QEは何を狙って行われたのでしょうか。一部のリフレ派の人たちは、単純にマネタリー・ベースを増やせば、物価が上がると信じていたかもしれません。しかし、黒田総裁をはじめ、中曾副総裁、雨宮理事以下、日銀のスタッフがそのように考えていたとは到底思えません。彼らが考えていたのは、資料4ページに整理

したようなものであったと思います。

一つ目として、市場を驚かせるくらい大胆な金融緩和を行えば、大幅な円安が実現する可能性があります。ここで重要なことは、アベノミクス前の円ドル相場は一ドル＝約八〇円の円高であったということですが、計算にもよりますが、PPP（購買力平価）が一ドル＝一〇〇円前後であったとしますと、ショックを与えるだけで、過度の円高が是正され、大幅な円安が進む可能性があったわけです。

二つ目として、円安になれば、消費者物価は比較的速やかに上がります。物価上昇の第一弾です。

三つ目として、円安で輸出数量が増加するたため、景気もよくなると考えられます。物価が上がると消費が増えるとか、実質金利が下がると設備投資が増えるという主張には、実証的にはそれほど

強い説明力はありません。しかし、円安になると輸出が増えることには、強固な経験則の裏付けがありました。

四つ目として、円安の価格効果と数量効果で企業収益は大幅に改善します。

五つ目として、企業収益がよくなれば、賃上げが実現する可能性があります。需給ギャップの改善に賃上げが加わって、物価が上がることとなります。これが物価上昇の第二弾です。第一弾の円安による物価上昇は一過性のもものに過ぎませんが、第二弾の物価上昇が実現しますと、持続的な物価上昇につながる可能性があります。

怪しげな議論だと思われるかもしれませんが、一応筋の通ったものです。セントルイス連銀のブラッド総裁の理論のように、複数均衡が存在するようなモデルを前提にしますと、このようなストーリーは十分あり得ます。ただし、これは

ショック療法による「短期決戦」です。逆に申しますと、短期間で成功しなければ、その後、マネタリー・ベースをずるずる増やしても意味はないというのが基本的なロジックです。

## (2) 実験の結果

### (資産価格)

Q QEを行った結果、何が起こったでしょうか。資料5ページのとおり、金融市場では大幅な円安・株高が実現しました。この面では、狙いどおりに進んだということが出来ます。その結果、国民の心理も明るくなりました。よく「資産効果」と言われますが、二〇一三年の個人消費を見ますと、資産効果というより、むしろ心理的な効果が大きかったのではないかと思います。

### (物価)

資料6ページのとおり、消費者物価は、二〇一三年の半ば頃から前年比プラス基調で推移しています。デフレの定義は「物価の持続的な下落」ですから、デフレでなくなったことは明らかです。昨年は、消費者物価(生鮮食品を除く)の前年比はマイナスで推移しましたが、これは原油価格下落によるものであって、足元ではプラス〇・七%まで戻ってきています。

しかし、Q QEがスタートした当初の「二年で二%」という約束は実現しませんでした。右下のグラフで、実線は、生鮮食品及びエネルギーを除いた日銀コア消費者物価の前年比上昇率を表しています。これによりますと、Q QE開始から四年半が経った現時点で、日銀コア前年比はプラス〇・二%にとどまっています。近い将来、これが二%に届くのは絶望的です。

昨年の総括的検証で、日銀はしきりに原油価格の下落を強調していました。原油価格下落のために物価が上がらないのなら、あくまでも一過性のものであり、別にどうこうと言うことはありません。しかし、根本的な問題は賃金が上がらないことです。現下の物価問題の本質は、原油価格が下落することではなく、むしろ賃金が上がらないことにあります。

### (経済成長)

日本では、デフレ脱却が実現した後も、経済成長率は高まっています。資料7ページをご覧ください。リフレ派は、日本経済の長期低迷はデフレのせいであり、デフレが終われば成長率が高まって、放っておいても財政はよくなると言っています。しかし、そのような様子は見られません。

安倍政権誕生後の平均成長率は年率一・四%

で、民主党政権期の一・六%を下回っているのが実情です。なお、今の景気拡張期は、今月、長さにおいてイザナギ景気（一九六五年一月～七〇年七月）を超えました。これまで最長の景気拡張期は、小泉政権期の二〇〇二年二月～〇七年一月ですが、その時の平均成長率は一・七%でした。それと比べて、今が目立って低いとまでは言えませんが、成長率が高まっているような状況ではありません。

### (3) 誤解とサプライズ

#### (企業のブラックホール化)

Q QEについては、幾つかの誤算とサプライズがありました。資料8ページをご覧ください。

一つ目は、大幅な円安の下でも輸出が伸びなかったことです。その背景には、世界経済の成長が鈍化したこと、円安でも企業の海外生産の流れ

が変わらなかつたこと、一部産業の国際競争力が衰えていたことなどの構造要因があつたと思ひます。

左側のグラフをご欄下さい。実線が輸出の動向を表しています。輸出は、昨年からかなり伸びています。しかし、これには、世界的に製造業循環が上向いてきたことが影響しており、今になってアベノミクスやQ QEが効き始めたわけではありません。実際、輸出が増え始めた昨年は、どちらかと言えば円高局面にありました。

加えまして、円安・原油安の結果、企業が史上最高益を挙げるようになって、賃上げも設備投資も鈍いままで推移しています。右側のグラフは、企業の経常利益と設備投資の動向を表しています。これらの動きは、国の歳出と税収が乖離している状態を表すために、財務省がよく使っているいわゆる「ワニの口」の絵によく似ています。

もつとも、国の場合は財政の赤字幅が拡大しているのに対し、企業の場合は内部留保が拡大しています。「企業のブラックホール化」と言うことができます。

#### (人手不足)

二つ目として、アベノミクスが始まる前から、雇用情勢は着実に改善し、失業率が二%台まで下がったことが挙げられます。資料9ページをご覧ください。今や、日本は「人手不足時代」に入りました。足元の有効求人倍率はバブル期のピークを上回り、深刻な人手不足が生じている状況です。

この間、日本経済はそれほど成長しているわけではありません。したがって、今の人手不足は、根本的にはアベノミクスの成果というよりも、むしろ、高齢化に伴い労働供給が減少した結果と言えます。人手不足は構造的な変化であり、これ



から多少景気が悪くなくても、そう簡単に人余り状態にはならないと考えるべきです。左側のグラフを見ますと、失業率や有効求人倍率は、二〇〇八年のリーマン・ショックで一時的に悪化した後は、一貫して改善傾向にあります。このグラフを見るだけでは、どこで安倍政権が登場し、アベノミクスが始まったかを読み取ることはできません。

#### (潜在成長率の低下)

三つ目として、予想以上に早く完全雇用が実現した背景には、労働供給の減少と生産性の鈍化によって、日本経済の潜在成長率が低迷しているという事情があります。潜在成長率は、昨年まではゼロ%台前半と言われていましたが、昨年末にGDP統計が改定されたことにより、改定後のGDP統計ではゼロ%台後半と言われています。

資料10ページの左側のグラフのとおり、日銀推計による潜在成長率は、リーマン・ショック後に落ち込み、その後の景気回復局面でやや上昇しました。しかし、アベノミクスの成長戦略によって、潜在成長率が上昇したわけではありません。右側のグラフで、内閣府によるGDPギャップの推計を示しています。GDPギャップは、このところ、しばしばプラスの領域に入ってきています。これを見ましても、デフレからの脱却は、アベノミクスの成果というより、むしろ、低生産性、人手不足の結果として実現したと言えるのではないかと思えます。

#### (4) 経験からの教訓

冒頭申し上げたように、QQEは実験的なものですから、実際の経験から学ぶことが重要です。これまで述べてきた成果や誤算を踏まえすと、

アベノミクスが学ぶべき教訓は、資料11ページでも整理していますが、次のようなものではないかと思えます。

一つ目は、デフレを脱却しても成長率は高まらず、成長天井の低下が顕わになってきましたので、成長戦略の策定・実行のためにより多くの力を割くことよって、供給力の強化を図ることが重要であるということです。

二つ目は、今や完全雇用が実現した以上、財政による景気刺激には全く意味がないということです。さらに申し上げれば、潜在成長率が下がりますと、財政バランスの維持が難しくなりますので、早期に財政健全化にかじを切る必要があります。

三つ目は、物価上昇目標に関することです。QEがスタートした後、一時的に原油安による攪乱が生じる一方、財政健全化への取り組みの遅れ

が懸念されています。また、急いで2%の物価上昇を実現しても、出口の段階で混乱が起きる可能性があります。これらの点を踏まえたと、2%の物価上昇目標の達成を急ぐ必要はないと考えられます。

しかし、実際には、これらの教訓とは全く正反対のことが行われてしまいました。元来、QQEは短期決戦の陣立てで行われたのですが、賃金が上がらなかつたため、短期決戦のシナリオは崩壊しました。それにもかかわらず、その後も、当初の枠組みに執着し、無理な、強気の情報発信を繰り返したため、日銀は市場の信頼を失いました。その結果、昨年九月、「総括的検証」が行われることになりました。

(5) デフレ・マインドと「日本企業」

(デフレ・マインドとは)

以下では、日銀のQ QEがなぜうまくいかなかったのかについて、私なりの解釈を申し上げたいと思います。資料12ページをご覧ください。

日銀は、以前、専ら「デフレ」と言っていました。二、三年前からしきりに「デフレ・マインド」という言葉を使うようになりました。二〇一四年一二月の黒田総裁の講演によれば、「デフレ・マインド」とは、人件費や原材料費の引き下げ等のコスト・カット、設備投資の圧縮などを通じて、利益を確保し、財務状況を安定化させるような企業行動を指しています。そうしますと、これは、物価下落予想というより、むしろ、デフレ時代に染み付いてしまった、ある種の悲観的・防衛的な思考法なし行動様式を意味するのではないかと思います。

日銀は、大胆な金融緩和によってデフレ・マインドを転換すると言いますが、Q QEを行った結果、金融市場と実物経済の非対称性が明らかになりました。先ほど御説明しましたように、資産価格はQ QEにかなりはつきりと反応しています。それに対して、実物経済の反応は非常に鈍いものとどまっています。

このことは、経済理論的にはおかしいことではありません。デイクシットの投資理論によりますと、非可逆性と取引コストが非常に重要です。金融取引には基本的に非可逆性がなく、取引コストもほとんどかかりません。そうだとしますと、これから円安になりそうだと思うたら、すぐに円を売ってドルを買うべきです。なぜなら、ゆっくり構えていたら、他の人が先に動いてしまつて儲けられなくなるからです。もちろん間違えることもあるわけですが、その時は、反対売買して損切りを

すればよいわけです。非対称性も取引コストもありませんので、そのようなことが可能になります。

他方、実物投資の場合を考えてみましょう。もうすぐ円安になりそうだと考えて、工場を建てたとします。しかし、円安にならなかった場合、その工場を壊してしまうと、莫大な損失をこうむることになります。この点が金融取引と大きく異なる点です。金融取引では、他の人が動くより先に動いた方がよいわけですが、実物投資においては、すぐには動かず、まず環境変化が持続的なものかどうかを確かめる必要があります。これが、デイクシット流の投資理論で、ファイナンスの専門家が「リアルオプション」と呼ぶ考え方です。

このように、金融市場と実物経済の反応が異なるのは、理論的には当たり前のことです。さらに

申しますと、日本は、過去二〇年余りの間に何度も、ある種の流動性危機を経験しています。最もひどかったのは、一九九七、八年ですが、それ以降では、二〇〇二、三年とリーマン・ショックの直後にも、流動性危機と言われる事態が生じた。

流動性危機が起こりますと、どれほど会社の経営内容がよくても、会社が潰れてしまいます。つまり、流動性危機の下では、Cash is Kingになり、経営者は、キャッシュを持つていなければだめだと思ってしまうわけです。日本だけでなく、一九九七、八年以降のアジア諸国や、リーマン・ショック後の欧米でも、同じような現象が観察されました。なお、このような現象は、大企業だけでなく、中小企業においても見られます。

このように考えますと、デフレ・マインドとは、単に物価下落が続くという予想ではなく、む

しろ、不幸な経験から生まれた、ある種の learned pessimism ではないかと思えます。

(新しい波に対応できない「日本企業」)

資料13ページのとおり、ここ何年か、企業が賃上げや設備投資をしないだけでなく、労働組合も、絶好の環境の下でもベアの要求を控え目にするようになりました。昨年の主要企業の労働組合のベア要求額は、一昨年の妥結額を下回りました。つまり、企業が満額回答をしても、ベア率は一昨年を下回るといふ状況でした。これを見て、私は、怒りを覚えると同時に、賃金・物価の先行きに対して悲観的になってしまいました。

こうした現象の背景にあるのは、生涯の雇用保障を要求する日本的雇用慣行と、自信を失った日本企業の組み合わせであると思えます。たとえ目の前に投資機会があっても、何十年も儲かる保証

はありません。そのため、雇用を切ることができない日本企業は、投資に対して消極的になってしまふというわけです。

今や、自然人の寿命は八〇年を超えようとしています。他方、法人の寿命は八〇年もありません。私どもの親会社の富士通は今年八〇周年を迎え、ようやく自然人の寿命に到達しました。しかし、平均的に考えますと、企業の寿命は自然人の寿命より短いわけです。にもかかわらず、終身雇用を保証するというのは論理的におかしいと言わざるをえません。これは、柳川東大教授がよく言われることですが、私も同様に思っています。しかし、過去のキャッチアップ時代の成功体験があるために、なかなか変えられないのが実情です。広田早稲田大学教授が、日本企業の資金調達行動から、日本企業は、企業価値の最大化ではなく、倒産確率の最小化を行動原理にしているという実

証分析の結果を発表しています。大変興味深く、そうかもしれないという気がしなくてもありません。

今のようにグローバル競争が激化している中で、リスクを取れない企業はほぼ確実に競争に負けます。短期的には、倒産確率を最小化しているのかもしれないですが、一〇年、二〇年単位で見ますと、ほぼ確実に死ぬ道を歩んでいる企業は少なくないと思います。足元、日本企業は史上最高益を挙げていますが、本当に競争力がついているのかと申しますと、私はかなり疑わしいと思っています。

二〇一〇年代に入って、AI、IoT、フィンテック、シェアリング・エコノミーなど、世界的なイノベーションの波が起きていますが、その中で、日本企業の影は非常に薄いと言わざるをえません。

日本企業は、一九九〇年代のIT革命に乗り遅れたとよく言われますが、その頃の日本企業には今よりも存在感があったと思います。少し前の半導体や液晶パネルの開発は、インハウスのR&Dによって行われていました。つまり、企業内に開発チームを作って製品を開発し、自社の生産ラインで生産して販売するというやり方なら、日本企業は今でもうまく対応することができます。

しかし、今や、イノベーションの形が変わり始めており、オープン・イノベーションが中心になっていきます。シェアリング・エコノミーやフィンテックを考えるとわかりやすいと思いますが、今は企業内で全ての技術開発が行われるわけではありません。このようなイノベーションの形に対して、日本企業は全く対応できていないというのが実情です。

## (6) マネタリー・ベースの「誤解」

私は、マネタリー・ベースの概念が不適切なものではないかと思っています。資料14ページをご覧ください。会計的に定義しますと、マネタリー・ベース＝銀行券＋日銀当座預金ですので、今や、マネタリー・ベースは、四五〇兆円を超え、五〇〇兆円に近づいています。

一方、経済学的に見て、マネタリー・ベースには二つの意味があります。一つは、マネタリー・ベースは信用創造のベースになるというもので、もう一つは、マネタリー・ベースは通貨発行益 (seigniorage) の源泉であるというものです。しかし、Fedが超過準備に付利 (IOER) を行うようになってから、超過準備部分については、マネタリー・ベースと呼ぶのがよいかどうか疑問しいところが出てきています。

なぜなら、マネタリー・ベースの利回りが市場

金利より低い状況の下において、はじめて、誰も信用創造をしようと考えるわけです。超過準備に〇・一%の付利が行われるような状況では、信用創造が起こるはずがありません。

もう一つ、通貨発行益は、ゼロ金利でも民間が自発的に保有し、かつ償還義務がないために発生するものです。したがって、厳密に申しますと、銀行券と法定準備の部分については通貨発行益が発生します。しかし、付利が行われる超過準備部分からは通貨発行益は発生しません。このようなものをマネタリー・ベースに含めてもしようがありません。

このように、経済学的にマネタリー・ベースとしての役割を果たしていないものを、マネタリー・ベースと呼んでいるために、議論の混乱を招いているのではないかと思います。リフレ派の人たちの中には、日銀が国債を持てば、国が支

払った金利は日銀納付金として国に返ってくるので、財政負担が減るといった議論をする人がいます。しかし、これは、基本的には、マネタリー・ベースII通貨発行益と考える点で初歩的な間違いです。ヘリコプター・マネーの議論も本質的には同じであると言えます。

## 二、マイナス金利の導入とその限界

ここから、QQEがスタートした後、これまでの間に、どのようなことが行われてきたのかについてお話しします。資料15ページをご覧ください。

金融政策のやり方は、昨年、随分変わりました。昨年一月、マイナス金利政策が導入されました。その理由は極めて単純です。長期国債を毎月一〇兆円購入するという政策は行き詰まりつつあったからです。ここで重要なことは、予定どお

り二年間で二%の物価上昇目標を達成できていれば何の問題もなかったことです。しかし、五年も六年も巨額の国債買い入れを続けられないことは明らかです。

にもかかわらず、一昨年までは、物価見通しが下振れたり、円高・株安が進みますと、市場では追加緩和（この時の追加緩和は、国債の買い入れ額を増やすことを意味していました）の思惑が高まりがちでした。これに対して、日銀は、そのようなことはできないことがわかっていましたので、何もしませんでした。市場の期待が盛り上がっても外れますので、市場に不必要なハレーションを作り出してはいたわけです。

そのような中であって、昨年初め、日銀は、円高・株安が進んだところで、マイナス金利政策の導入を決めました。国債の買い入れ額を増やすことができませんので、その代わりに、マイナス金



利という新しい手を打ち出したわけです。

国債大量買い入れと異なり、マイナス金利は持続可能ですし、イールド・カーブ全体を押し下げることでも景気刺激効果を持っています。実際、住宅投資に対してはそれなりに効いたと思いますし、オフィスビル建設などもこれによってかなりサポートされているはずで。

もつとも、イールドが潰れて利ざやが悪化しますと、金融機関経営の安定を損なうという問題があります。また、期間の長いところまで金利が潰れてしまいますと、年金制度の持続性への不安が生じ、それが消費者心理に悪影響を及ぼす可能性もあります。加えて、サプライズを狙ったことによる代償も大きかったと思います。理解できないような政策が突然行われたことで、高齢者を中心に消費者心理を悪化させた他、金融機関からも極めて強い反発が出てきました。

### 三、総括的検証

#### (金融政策の枠組み変更)

昨年九月、日銀は、QQEの総括的検証を行いました。資料16ページをご覧ください。

総括的検証が行われた背景には、QQEが限界に達したことがあります。加えて、マイナス金利政策も、もう少しうまくいくと思っていたのでしようが、あまりにも不評でした。

総括的検証の結果、導入された新枠組みを見ますと、かなり素直な選択がなされたと感じます。政策の軸足が量から金利に変わる(イールドカーブ・コントロールⅡYCC)とともに、アベノミクスの真ん中にあつた金融政策は、いつの間にか脇の方に隠れたという印象を受けます。

見直しの結果、金融市場調節方針は、当座預金

にマイナス〇・一%を適用するとともに、一〇年国債金利の目処を概ねゼロにすることとされ、ターゲットが、従来のマネタリー・ベースから金利に変更されました。

なお、オーバーシュート型コミットメントへの言及は、私の理解では、従来からあつた方針を確認しただけであると思つています。また、国債保有額に関しては年間八〇兆円増を目処とされていますが、実際の買い入れ額はこれを大幅に下回っています。

私は、この新しい枠組みは今のところうまくいつていると評価しています。サプライズ戦略を止めましたので、市場とのコミュニケーションが改善していますし、以前のように、展望レポートが出される度に市場が乱高下するような現象も、昨年九月以降は一切なくなりました。

YCC自身に強力な金融緩和効果があるわけで

はありませんが、追い風が吹いてくれば効果を發揮します。最もわかりやすいのは、昨今の今頃、いわゆるランプ風が吹いた時のことです。この時、アメリカの長期金利が上がりましたが、日本の長期金利は上がらず、日米金利差が拡大して、ドル高・円安が生じました。今年に入って、ドラギECB総裁がそろそろQEを終了すると言った時も、やはりユーロ高・円安が生じました。このようなことから、YCCは、それなりに効果を發揮していると言えます。

#### (YCC調整の難しさ)

資料17ページをご覧下さい。YCCを為替制度に例えますと、pegではなく、adjustable pegと考えるとわかりやすいのではないかと思います。つまり、物価等のファンダメンタルズと整合的であれば、長期金利ターゲットは調整されないが、

物価等と長期金利ターゲットの間に乖離が生じた時は、長期金利ターゲットが調整されるといいうものです。逆に言えば、ファンダメンタルズ以外の、例えばアメリカの金利動向などは気にしなくてもよいことになります。中央銀行の長期金利への影響力は、為替よりもずっと大きいので、アメリカの金利が少しぐら上がったとしても、ターゲットを維持することができるというわけです。

したがって、物価がなかなか上がってこない間は、政策運営はそれほど難しくありませんが、adjustable pegがまさにそうであったように、どのようにしてターゲットを調整するかというのが最も難しいところです。ここで気を付けなければならぬのは、長期金利の調整には、オーバーナイトとは根本的に異なる難しさがあるということです。

すなわち、オーバーナイト金利を動かしても、

キャピタルゲイン／ロスが発生しません。確かに、オーバーナイト金利を動かせば、為替も株価も動きますが、中央銀行の立場からは、それはあくまで市場が決めたことで、私たちが決めたことではないと言い切ることが可能です。それに対して、長期金利を動かしますと、誰かにキャピタルゲインが生じ、別の誰かにキャピタルロスが生じます。このようなことは、中央銀行にとって居心地の悪いことであり、やりたくないことです。さらに、より悪いことに、利害関係者の筆頭に財務省が入ってきますので、日銀にとっては非常にやりにくいというのが本音だと思います。

また、フォワード・ガイダンスが可能なのはオーバーナイトだけです。Fedは、ここ一年ほど、「来月、オーバーナイトを二五ベースス上げる」というのに近いフォワード・ガイダンスを行っています。しかし、長期金利について「来月

上げる」と言いましたら、今日すぐに上がりますので、このようなフォワード・ガイドランスは基本的にはできません。かなり緩いフォワード・ガイドランスしかできないわけです。

なお、私は、長期金利の調整のやり方として、例えば一〇年債の金利を二〇ベース上げる代わりに、ターゲットのマチュリティーを短くし、例えば八年物の金利をゼロ%にするような方法がありうるのではないかと考えています。しかし、実際にどのような方法が採られるのかはわかりません。

## 四、QQEからの「出口」を巡る

### 論点

#### (1) QQEからの「出口」

〔「出口」における日銀の損失〕

次に、QQEからの出口における日銀の損失について見ていきます。資料18～19ページをご覧ください。

出口において、高値で買った国債を安値で売ったり、国債利回り以上の利子を超過準備に付けたりしますと、日銀は巨額の損失をこうむります。その規模は年間数兆円のオーダーに達すると見られています。この規模については、以前からいろいろな試算が行われており、例えば、二〇一五年に藤木中央大学教授と戸村早稲田大学准教授が行った試算では、ピークで年間約六兆円の損失が

出るとされています。また、最近では、日銀の損失が約一〇兆円に達するという試算結果を耳にしたこともあります。

おそらく日銀は、最初からこの問題を意識していたと思います。しかし、日銀は、出口の議論を時期尚早として、これまで封印してきました。私も、Q QEを始めた直後に出口の議論を始めると、金融緩和効果を減殺してしまいますので、当初は議論しなさいです。もしやがないと思っていました。しかし、Q QE開始後、四年半以上が経っても黙っているのは、幾ら何でもおかしいと思います。Fedは、テーパリングの開始に先立って、スタッフ論文の形ではありますが、Fedの損失について試算結果を明らかにしています。日銀も、損失の試算を公表すべきです。

なお、Fedは簡単には赤字になりません。なぜなら、買った資産の利回りが違うからです。長

期金利が高かったという事情もありますが、影響が大きいのは、二〇〇八年の終わりの credit easing の中で、大量にMBSを購入したことです。MBSの利回りは、二桁に達するほど高水準でした。Fedが購入した資産の平均利回りは三%くらいあるのではないのでしょうか。今、アメリカの短期金利は1%程度ですから、これが、今後かなり上がっても、Fedはそう簡単には赤字になりません。他方、日本の場合、国債の平均利回りが〇・三%くらいまで下がっておりますので、短期金利を二回上げますと、日銀に赤字が出るという計算になります。

日銀の中には、民間における損失の試算が過大だという見方もあります。しかし、そうであればなおさら、損失試算を公表して、国民を安心させるべきではないかと思えます。

なお、ややテクニカルですが、藤木・戸村推計

には確かに若干過大な面があります。なぜかと申しますと、この推計は、物価上昇が二％に達したら、直ちに金利を二％に上げることを前提としているからです。しかし、Fedを見るとわかるとおり、金利を上げ始めてから随分時間が経っていますが、今でも金利は一％にとどまっています。このように、ゆつくりと金利を上げていけば、その分だけ日銀の赤字は小さくなります。また、その間に長期金利ターゲットを上げていけば、運用資産の利回りも上がっていきますので、さらに日銀の赤字を小さくすることが可能です。

他方、二％の物価上昇を達成するのが遅れれば遅れるほど、日銀が持っている国債の残高が増え、平均利回りは下がっていきます。こちらの効果が大きく出てきますと、日銀の損失は、藤木・戸村推計よりむしろ大きくなる可能性があります。す。

出口を迎えるに当たって、現実的な帰結を考えますと、実質的な預金課税しかないのではないかと思います。日銀が赤字になっても、現行法では日銀に資本注入することは認められていません。そこで、資本注入を可能とするための特別法案を国会に出したとしましょう。その時、国会では、「日銀は何で赤字になったのか」と問われます。それに対して、「銀行に利子を払っているからだ」と答えますと、「銀行に利子を支払って生じた赤字の穴埋めに、国民の血税を使うのか」という議論が起きえることは間違いありません。常識的に考えて、日銀への資本注入を可能とする特別法案が国会で可決されるとは思えません。そうしますと、可能なのは、法定準備率を引き上げることによって、金融機関への利払いを減らすことしかありません。つまり、法定準備率の引き上げで、日銀の損失の一部を金融機関に転嫁するというの

が、最も常識的な結論ではないかと思えます。

なお、ヘリコプター・マネーで有名なイギリスのターナー元FSA（金融サービス機構）長官も、以前から、法定準備率の引き上げを提唱しています。彼の考え方はやや特別で、民間金融機関が損失をこうむってもよいというものですので、その延長線上で、法定準備率を引き上げればよいという理屈になるわけです。ターナー流のヘリコプター・マネーの裏側には、法定準備率の引き上げがついてくると考えなければなりません。

### （QQEからの「出口」とその前提）

二%の物価上昇が達成された時に、うまく出口を出ることができるかどうかは、その時点で市場参加者が財政の維持可能性を信じているか否かにかかっています。資料20ページをご覧ください。

財政の維持可能性が信じられているようなら、

まず問題はありません。しかし、市場が財政の維持可能性を信じていないと、どうなるでしょうか。日銀が国債の買い入れをやめると、おそらく長期金利が急騰し、その結果、財政悪化のスパイラルに陥ることになるでしょう。あるいは、財政の維持可能性を信じていなくても、国債買い入れを続ければよいという議論があるかもしれません。しかし、既に二%の物価上昇が達成された後、それより低い金利で長期国債を買い続けるとしますと、スピードはともかく、徐々に円安・インフレのスパイラルに入っていくはずです。一〇〇年以上前にヴェイクセルが cumulative process（累積過程）と呼んだ現象が、まさにこれに当たります。

(2) 財政リスク

(プライマリー・バランス)

資料21ページをご覧下さい。これまで、安倍総理は、消費増税を延期する都度、二〇二〇年度のプライマリー・バランス黒字化を堅持すると言ってきました。しかし、そもそもこの目標の達成は極めて困難な状況にありました。なぜなら、「中期の経済財政に関する試算」において、政府が「経済再生ケース」と呼んでいるケースであつても、二〇二〇年のプライマリー・バランス赤字は八・二兆円に達していたからです。

問題は、到底不可能であるにもかかわらず、デフレを脱却すれば、非現実的な高成長が実現できるという前提を維持していることです。これだけで、財政健全化目標の達成が遅れている分だけ、成長率を上げてつじつまを合わせてきました。今や、試算の前提の名目成長率は三・八%になつて

います。

今年一〇月の総選挙の前、安倍総理は、二〇一九年秋の消費税率引き上げに伴う税収増の一部を教育費などに充てる方針を発表しました。これに伴い、もともと無理だった二〇二〇年度のプライマリー・バランス黒字化は、はっきりと先送りされることになりました。

(財政規律の喪失)

しかし、このようなことは今に始まったことではありません。資料22ページをご覧下さい。私は、昨年の景気が悪かったとは思っていません。個人消費は、昨年の第一・四半期から6四半期連続で増えておりますし、輸出も昨年後半から伸び率が高まっている状況です。それにもかかわらず、昨年、政府は、消費の弱さや世界経済のリスクを強調して、消費増税を先送りし、大型の景気



対策を実施しました。確かに、昨年前半は、中国を中心にリスクがあったのは事実です。しかし、どの国よりも財政状況の悪い日本が、最も積極的に財政出動を行ったのは奇妙なことでした。

そう考えますと、QQEの最大の問題点は、市場機能が働かず、政府が長期金利上昇リスクに鈍感になって、財政規律が失われてしまったことではないかと思えます。

### (3) 物価水準の財政理論

ここで、物価水準の財政理論(FTPL)(日本では「シムズ理論」とも呼ばれます)について簡単に取り上げます。資料23ページをご覧ください。

元来、FTPLは、極めて抽象的な純粹理論です。その本質は、政府債務(貨幣も含む)の価値＝将来のプライマリー・バランス黒字の現在価値

という式を、政府の予算制約式ではなく均衡条件として読むもので、広義では三〇年以上の歴史を持っています。

FTPLの長所は、単なる紙切れである紙幣がなぜ価値を持つのかという問題に対して、深い解釈を与えられることにあると思っています。この問題を扱った著作で、日本で最もよく知られているのは、岩井元東大教授の『貨幣論』です。この『貨幣論』の特徴は、紙幣はみんなが受け取ってくれるから価値があるというトートロジーを、それでよいと居直ったところにあります。経済学的には、「紙幣はバブルである」と言っていることになります。

他方、FTPLでは、国債や紙幣は、政府の徴税権で担保されているから価値を持つとされ、これがFTPLの本質的な点です。シムズ教授は、ユーロは、政府の徴税権によって担保されておら

ず危ないと言っています。このような主張が正しいかどうかはともかく、それはそれで筋が通った議論のように思います。

F T P L の弱点は抽象的過ぎることです。例えば、政府が non-Ricardian だと民間が思った時に、どれだけ物価が動くかということについて、F T P L からは何も出てきません。私は、インフレ率ではなく、物価水準がジャンプすると考えるのが、理論的には最もきれいだと思っています。しかし、物価水準のジャンプと言われても、モデルの上ではともかく、現実の問題としてはほとんど理解できないと思います。実際、F T P L を組み込んだマクロモデルや実証研究は極めて少数しかありません。

したがって、F T P L を政策論に持ち込むのは極めて危険です。日本では、デフレ期に政府債務が急増しましたので、そもそも F T P L に

よってデフレを説明することはできません。また、F T P L は、プライマリー・バランスの黒字化を前提にしていますが、日本ではそれ自体が困難な状況にあります。さらに、F T P L は、あまりにも期待への働きかけに寄りかかった政策です。放漫財政を進めたら、国民は国債をアセットだと思つて消費を増やすとされていますが、本当にそうでしょうか。また、物価が上がり始めたら、突然政府は真面目になると仮定されていますが、これもとても本当とは思えません。

何より、F T P L は量的緩和以上に実験的な政策です。Q Q E は失敗しても何も起こりませんが、F T P L は失敗しますと、物価水準のジャンプが起こることになりはるかに危険です。そもそも、完全雇用の日本において、そのようなギャップを必要があるのかという問題もあります。

(4) 「物価至上主義」のマクロ政策

資料24ページをご覧ください。現在の日本経済においては、景気好調と物価低迷のコントラストが非常に鮮明です。物価が上がらないのが問題だと言う人もいますが、浜田元イェール大学教授がおっしゃっているように、国民の負担になるインフレがなく、雇用が拡大しているからよいのではないかと考えるのが、自然ではないかと思いません。

教科書的には、今は、マクロ政策を、景気刺激的なスタンスから、中立的ないし若干引き締め気味のスタンスに転換すべきタイミングだと考えられます。

現在の日本のマクロ政策は、物価至上主義に陥っていると思います。日銀は、二%の物価目標を掲げて大胆な金融緩和にコミットしており、目標の達成が遠い中で、金融緩和の手を緩めること

ができません。巨額の財政赤字を抱えていることを踏まえますと、財政は、引き締め気味に運営するのが本来の姿です。しかし、自然な政治力学に即して考えますと、政府が財政赤字を気にするのは、インフレで国民の評判が悪い時か、金利が上がって政府の首が絞まる時のどちらかしかありません。今はそのどちらでもありませんので、政府が自発的に財政赤字の削減に向かうようなことは期待しづらい状況です。だから、どんなに景気がよくても物価が上がらない限り金融緩和と財政拡張が続くという意味で、今の日本のマクロ政策は物価至上主義に陥っているのだと思います。

(5) マクロ政策の枠組み転換を

今のマクロ政策の枠組みの最大の問題は、日銀が出口に行く前に次の景気後退が来る可能性があることです。資料25ページをご覧ください。日銀は

二%の物価上昇目標の達成時期を二〇一九年まで先送りしました。二〇一九年一〇月の消費増税を前提としますと、仮に二〇一九年度初頭に二%の物価上昇を達成したとしても、実際に出口政策を開始できるのは、消費増税の影響を見きわめた後の二〇二〇年度からになると思います。それまで今の景気拡大が続くのでしょうか。今の景気拡張期間は、今月で高度成長期のイザナギ景気を超えました。あと一年ほど景気拡張が続きますと、今回が史上最長の景気拡張期間となります。そこからさらに一年半ほど景気拡大が続いて、ようやく二〇二〇年度になります。普通に考えますと、それほど長く景気拡大が続くとは考えにくいように思えます。アメリカ経済や中国経済のリスクを考えても、今の好景気がそこまで続く保証はありません。

仮に出口を開始する前に景気後退が起きたらど

うなるのでしょうか。日本は、金融政策でも財政政策でも、ほとんど打つ手が無い状況に追い込まれます。なぜなら、日銀はバランスシートをいっぱい膨らませ、マイナス金利政策も行っておりますので、追加的にできることはほとんどありません。また、安倍政権は日銀の金融緩和を頼りにして、財政再建を先送っていますので、財政出動の余地もほとんどないからです。

振り返りますと、リーマン・ショックの後、麻生政権の下で、日本はかなり大きな財政出動を行いました。このようなことが可能となったのは、小泉政権の下で財政再建を進め、ほとんどプライマリー・バランスが均衡するところまで来ていたからです。

以上のことから、日本は、マクロ政策の枠組みを変えていく必要があります。日銀は、二%の物価目標をあきらめる必要はありませんが、あく

までも中長期の目標として位置付け、国債やETFの購入ペースを落とした方がよいと思います。

政府は、財政の健全化を進めると同時に、社会保障改革の青写真を示すことによって、財政の維持可能性に対する市場の信頼をつなぎとめるようにしなければなりません。

以上で私のお話を終わらせていただき、後は御質問をお受けしたいと思います。(拍手)

**増井理事長** 早川さん、どうもありがとうございます。ふだん私たちが疑問に思っている出口戦略なども含めて、非常に詳しく御説明いただきました。金融当局での御経験を踏まえた、金融のポートのお話を伺うことができたように思います。御質問があれば、お出しただけだと思います。  
**質問者A** 資料19ページにある、出口における法定準備率の引き上げについてお伺いしたいと思います。

ます。反リフレ派と言われる東短リサーチの加藤氏や翁京都大学元教授の議論を聞いておきますと、出口戦略において法定準備率の引き上げは難しいのではないかとおっしゃっています。そして、その最大の根拠として、民間銀行の抵抗が強いことを挙げておられます。二、三年前の時点でそのように言われていたわけですが、その後、マインズ金利が導入され、利ざやが圧縮されて、地域金融機関の経営は一層厳しいものになってきています。そのような中で、実質的な預金課税と言われる法定準備率の引き上げを行った場合、銀行にとっては、死活問題どころの話ではなくなってくるのではないかと思います。早川さんが法定準備率を引き上げるしかないとおっしゃったことについて、もう少し詳しいお考えをお聞かせいただけないでしょうか。

**早川** 私は、消去法で、法定準備率の引き上げと

いう答えを導いただけであり、これが望ましいと思っているわけではありません。先ほども申し上げましたが、銀行に利子を支払ったことで、日銀が赤字になった場合、国にその分を埋めてもらうための法案を出しても、国会で承認されるとは考えられません。加藤氏や翁元教授がおっしゃる通り、法定準備率の引き上げは銀行に大きな負担を及ぼしますので、望ましくないのは明らかです。しかし、政治論として考えた時、消去法で法定準備率引き上げしかないとし上げたものです。

**質問者B** 日銀は、Q QEの一環としてETFを購入しています。「株式市場は経済の鏡」と言われますが、ETFを購入することによって、その鏡をいじっているわけです。株式市況が低迷している時に購入するのであれば、理解できないわけではありませんが、今、日銀は、市況にかかわら

ずETFを購入しています。日銀のETF購入に  
関し、批判している人がいるのかもしれませんが、政府も含め、多くは株価が上がればよいのではないかという風潮のように感じられます。このような政策の後始末がどうなるのか、お教えいただければと思います。

**早川** 日銀がETFを買っているのは、リスクプレミアムの拡大を抑制するためです。現在の株価の上がり方等を踏まえますと、リスクプレミアムを抑制する必要はほとんどありませんので、リスクプレミアムの抑制という理屈は崩壊しているように思います。本来であれば、一〇月の金融政策決定会合は、ETFの購入額を削減するちようどよいタイミングであったと思います。総選挙の直後にETFの購入額を減らすのは、政治的に困難だったかもしれませんが、常識的に考えて、そろそろETFの購入額削減の議論が行われてもよい

のではないかと考えています。

今のアメリカの株価は完全にバブルの水準に達しています。他方、日本の株価は、それほど無理な水準ではないと少し前まで思っていました。しかし、ここ数日のマーケットを見ておりますと、そうとも言えなくなってきたように思います。

**質問者C** 単純な質問で恐縮ですが、二点質問させていただきます。

一つ目として、資料20ページに、「金融調節の技量に関しては、日銀は主要中央銀行の中でもトップクラスにあると信じられている」「前回の量的緩和の終了時にも、市場の混乱は殆どなかった」と書かれています。今は、日銀保有国債のデュレーションが七年くらいだと思えますが、前回の量的緩和時は、それが一年程度と短く、放っておけばそのまま償還が進むという単純な世界でし

た。したがって、日銀のテクニクが優れていたとは言えないのではないのでしょうか。

二つ目として、今は、日銀にとっても、政府にとっても、低金利・低インフレのゴールドロックスの状態にあります。このままゴールドロックスの状態が続きますと、日銀のバランスシートが拡大し、さらにマグマがたまっていくのではないかと思います。その後、何かの拍子に株式や国債が急落し、再びデフレに戻るようなことも考えられます。今の状況をどのように見ておられるか、お考えを伺えないでしょうか。

**早川** 日銀の金融調節の技量に関して申しますと、前回の量的緩和終了時への言及は、あくまでも一つの具体例として挙げたものです。民間プレーヤーとのコミュニケーションなども含めて、日銀は、ニューヨーク連銀よりかなり上手だと思えますし、ましてECBと比べますと、はるかに

腕前は高いと言えます。したがって、日銀の金融調節の技量に関してはそれほど心配しなくてもよいと思っています。もっとも、マイナス金利の導入に当たって、民間プレーヤーとのコミュニケーションに欠ける点があったのは少し気になるところです。

二つ目のゴールドロックスに関する御指摘は、まさにそのとおりだと思います。今はゴールドロックスの状態にあると言われますが、それはバブルに他なりません。一九八〇年代後半の日本及び二〇〇五、六年のアメリカはまさにそういう状態でした。したがって、ゴールドロックスと言われる時は、バブルを警戒した方がよいと考えられています。

今のバブルは、中国の不動産を別にすれば、第一義的にはアメリカで起きています。バーナンキ議長時代の Fed は、バブルには崩壊してから対

応すればよいと言っていました。Fed ビューと  
言われるものです。Fed は、今も明示的に Fed  
ビューを否定しているわけではありません。し  
かし、今の Fed では、イエレン議長の発言を見  
ても、その他の人々の発言を見ても、バブルはま  
ずいと考えているように思えます。現在、それほ  
ど物価が上がっていない中で、Fed が、何とか  
理屈をつけて金利を上げようとしているのは、明  
らかに資産価格、特に株価を意識しているため  
です。このことから、Fed も、以前よりは学習し  
ているように思います。

**増井理事長** ほかに御質問はありますでしょうか。——ちょうど時間になりましたので、この辺りで今日の「資本市場を考える会」を終わらせて  
いただきたいと思います。

早川さん、どうもありがとうございました。

(拍手)



（本稿は、平成二九年十一月九日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

（はやかわ ひでお・富士通総研・経済研究所  
エグゼクティブ・フェロー）

早川英男氏

略歴

東京大学経済学部卒業、プリンストン大学経済学大学院で M.A. 取得。1977年日本銀行入行。調査統計局経済調査課長、調査統計局長、名古屋支店長などを経て、2009年3月より2013年3月まで日本銀行理事。日本銀行在職中は、調査統計局長（2001年～2007年）を含め20年以上をリサーチ部門で過ごし、マクロ経済情勢の判断などに携わった。2013年4月より現職。最近は富士通総研のホームページ上のコラムなどで日本経済、金融政策等に関する見解を積極的に発信している。著書に『金融政策の「誤解」』（慶應義塾大学出版会、2016年）。