

変容する量的・質的金融緩和

池 尾 和 人

はじめに

御紹介いただきました慶應義塾大学の池尾です。お忙しい中、御参集いただきありがとうございます。来て良かったと感じていただけるようなお話ができればと思っておりますので、よろしく願います。

このところ、金融政策に対する関心が少し薄れている状況にあるように思います。日本銀行は巧みに表舞台から姿を消すことに成功したという評

価もなされています。

しかし、民主党政権の終盤の二〇一二年頃には、日本では非常に閉塞感が強まっていました。そのような事情を背景に、日本銀行による大胆な金融緩和に期待が集まりました。大胆な金融緩和を行いさえすれば、あたかも日本経済が抱えるさまざまな問題が解消に向かうかのような議論がなされていました。

安倍政権が誕生して、実際に大胆な金融緩和が行われることになり、その後、三年半以上が経過しました。最初からわかっていたことですが、大

胆な金融緩和を行えば、日本経済が抱える多くの問題が解消するような都合の良いことは起こりませんでした。今や、このことが広く理解されるようになってきたと思います。

民主主義のシステムは、経験からしか学べないところがあります。一度はやってみない限り、大胆な金融緩和を行えば、すべてがうまくいくという議論はなくならなかったでしょう。今回、実際にやった経験から、そのような議論が正しくないことを学ぶことになりました。後は、高い授業料を払わないですむように、どのように今の政策を収束させるかが課題になっています。

一、量的・質的金融緩和

（量的・質的金融緩和の流れ）

最初に、量的・質的金融緩和のこれまでの流れ

を確認しておきたいと思います（資料2ページ）。ご承知のとおり、今般の大胆な金融緩和は異次元緩和とも呼ばれますが、正式には量的・質的金融緩和と呼ばれています。

この政策は、黒田総裁の下で、二〇一三年四月にスタートしました。その時点では、向こう二年間でマネタリーベースの量を二倍にするという量的金融緩和、日本銀行が購入する国債の平均残存期間を約七年に延長するという質的金融緩和から成っていました。質的金融緩和には、ETFやJ-REITの購入も含まれていますが、これらの金融商品の市場規模は限定的ですので、それが金融政策の中心に位置付けられることはありません。

なお、日本銀行は、白川前総裁の下でも、長期国債を購入していましたが、そのときに購入していたのは、主として残存期間が二年程度のもので

した。その背景には、残存期間が二年の国債であれば、二年後には償還されますので、政策転換が容易であるという事情がありました。このような政策運営に対しては、最初からやめるときのことを考えているようでは効果が出るはずがないという厳しい批判が浴びせられました。

二〇一四年一〇月に追加緩和が実施され、年間五〇兆円の国債購入ペースが八〇兆円まで拡大されました。また、購入する国債の満期までの平均残存期間が七年―一〇年まで延長されました。

二〇一五年一二月には補完措置が実施され、購入する国債の満期までの平均残存期間が七年―二年まで延長されました。

その後、二〇一六年一月からマイナス金利政策が実施され、超過準備預金の一部にマイナス〇・一%の金利が適用されることになりました。

(量的・質的金融緩和の意図)

量的・質的金融緩和は、一種のショック療法を意図したものだとして理解しています(資料3ページ)。それまで、多くの人々は、先行きもデフレが続き、物価は上がらないという予想を持っていました。量的・質的金融緩和は、大きなショックを与えることによって、多くの人々がある程度のインフレを予想するような状態への非連続的な変化を引き起こそうとしたものであると考えられます。この点を指して、当時からレジーム・チェンジという表現が使われていました。

過去の歴史を見ますと、実際にレジーム・チェンジと呼んでもおかしくないような非連続的な変化が起きたことがあります。我が国でも、一九三〇年代のいわゆる高橋財政のときに、そうしたレジーム・チェンジが起きたと言われています。

しかし、仮にレジーム・チェンジがあり得ると

しても、これを引き起こせるようなマグニチュードのショックを、通常の金融政策手段によって作り出せるのが問題になります。高橋財政のときは、金本位制からの離脱というショックによって、レジーム・チェンジを引き起こしました。既に申し上げておりますように、今回の質的・量的金融緩和では、結果的にレジーム・チェンジを引き起こすことはできませんでした。マネタリーベースを二倍にするというショックは、そのマグニチュードにおいて、金本位制からの離脱というショックには及ばなかったと言えようかと思えます。

日本銀行は、ショック療法として量的・質的金融緩和を実施し、二年程度で決着を図ることができると考えていたと思います。私にはその根拠はわかりませんが、当初、日本銀行は、二年で二%の物価上昇を実現すると断言していました。しか

し、結果的に、意図したようなレジーム・チェンジを引き起こすことはできませんでした。このため、なし崩し的に持久戦に転換せざるを得なくなり、その結果、否応なく政策の中身に変容が生じているというのが金融政策の現状と言えましょう。

（初期の成果——為替レート）

アベノミクスは、初期の時点では大きな効果を挙げたとみられています（資料4ページ）。

この点に関しては、一月八日のアメリカの大統領選挙において、トランプ候補が当選した後の一ヶ月間を振り返っていただければよいと思います。この間、我が国の経済政策は一切変わっていないにもかかわらず、円の対ドルレートが一四円ほど安くなるという変化が起きました。

アベノミクスの初期においても、円の対ドルレートは八〇円から一〇〇円まで下がり、急速に

円高は正が生まれました。今回の経験に照らし、これを、我が国の政策の効果と言い切ることは慎重でなければならないと思います。円ドルレートは、日本とアメリカの関係であり、我が国の政策だけで円ドルレートを動かすことはできません。むしろ、現実には、アメリカを含め、海外要因の影響が大きいと言わざるを得ません。

円高は正が進んだ背景に、アベノミクスの提唱があったことは確かです。ただ、東日本大震災以後の日本の経常収支構造の変化等を考えますと、是正前の一ドル＝八〇円という円ドルレートは、ある種のミスマッチでした。いずれは正されるべき円ドルレートが、アベノミクスの提唱をきっかけにして是正されることになったと考えています。

もう少し詳しく見ますと、アベノミクスが提唱されたのは、ちょうど欧州の信用不安が沈静化

し、海外投資家のスタンスがリスク・オフからリスク・オンに転換する時期でした。その意味では、第二次安倍内閣は非常に運が良く、絶好のタイミングで船出することになりました。アベノミクスの提唱は、円高は正など、起こるべき変化を促す触媒(Catalyst)の役割を果たしたと思います。

(初期の成果——実体経済)

アベノミクスの初期の二〇一三年度には、実体経済面でも高い成長が実現しました(資料5ページ)。今から振り返りますと、これは、主として財政的要因によつて成長率が上振れたことによるものです。かなりの規模の財政支出が行われたことに加え、消費税率を二〇一四年四月に五%から八%に、二〇一五年一〇月に八%から一〇%に引き上げることがアナウンスされており、大規模な駆け込み需要が発生したことが影響しています。

その後、二〇一四年四月に実際に消費税率が引き上げられた後、消費は落ち込みました。この点に関連して、しばしば消費税率引き上げ後の消費の落ち込みのみが強調されますが、引き上げ前に消費の上振れがあったことにも目を向ける必要があります。

安倍政権発足後の四年間の経済成長率を平均しますと、概ね〇・八％程度の経済成長を遂げています。多くの人々にとって、実質二―三％で成長しないと、景気がよくなったという実感を持ってないかもしれません。このため、足元の景気がよくなっていると思っている方は少ないと思います。

しかし、我が国経済の潜在成長率はゼロ％台前半程度だと言われています。仮に潜在成長率が〇・五％であるとしても、我が国の経済は、このところ実力を上回る伸び率で成長していることになるわけです。言い換えますと、たとえ経済成

長率が芳しくないとしても、それは、我が国の経済の実力が芳しくないためであると言わざるをえません。景気回復の実感として感じられるようにするためには、潜在成長率の引き上げを図ることが不可欠です。

それを実現しようとするのが、アベノミクスの第三の矢の成長戦略です。成長戦略は、我が国の経済の体質を改善しようとするものであり、腰を据えてじっくりと取り組む必要があります。人が何年も漢方薬を飲み続けて、ようやく体質が良くなったことが実感できるのと同様です。アベノミクスのこれまでの取り組みの結果、ようやくこのことが理解されるようになってきたと思います。

（総括的な検証）

量的・質的金融緩和が持久戦に転換してきたことを踏まえ、日本銀行は、九月に「総括的な検

証」を行い、その結果を公表しました（資料6ページ）。これに伴って、日本銀行は、これまでの枠組みを見直し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを導入しました。

この政策の柱は二つあり、その一つがイールドカーブ・コントロールです。イールドカーブ・コントロールと申しまでも、イールドカーブ全体をコントロールするのではなく、最短のオーバーナイトの金利と一〇年物の金利をコントロールするもので、基本的には長期金利ターゲティングを導入したことになります。

もう一つは、オーバーシュート型コミットメントで、物価上昇率の実績値が安定的に二%を超えるまで、マネタリーベースを増やし続けると宣言するものです。

よく言われておりますように、量を追求してきた当初の政策が、ある種の金利操作に移りつつあ

り、全体として政策の内容はずいぶん変容してきているように思われます。

二、量的・質的金融緩和の論理

日本銀行が行ってきた量的・質的金融緩和は、当初から、かなりさまざまな論理構成に基づくものでした。資料7ページの図は、岩田規久男副総裁が量的・質的金融緩和の波及経路を整理されたものです。

予想インフレ率が上昇しますと、予想実質金利が低下します。また、予想実質金利が低下しますと、資産価格が上昇し、円高の修正が進みます。この図に書かれたそれ以下の流れは、どれだけ順調に進むかどうかは別にして、ロジックとしては理解できなくはない内容になっています。

問題は、中央銀行の二%インフレ目標へのコ

ミットメントとマネタリーベース増加が予想インフレ率上昇につながるとされている最初のところ。私は当初から、この点がロジックとしてずさんだと考えていました。

量的・質的金融緩和を始めるに当たって、中央銀行が二%の物価上昇を約束し、その裏付けとしてマネタリーベースを増加させれば、予想インフレ率が上昇するという主張がなされました（資料8ページ）。日本銀行の声明文にも、「市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる」と書かれていました。しかし、なぜこのようなことが期待できるのかはよくわかりません。

「総括的な検証」では、日本人は、適合的な期待形成の要素が強く、フォワードルッキングな期待形成がなされないため、当初想定したようにはうまく行かなかったと説明されています（資料9ページ）。しかし、これは、フォワードルッキン

グという言葉を利用するものだとわざとをえません。フォワードルッキングは、本来、正しく先読みすることを意味しています。したがって、たとえ中央銀行のコミットメントと言われても、実現あるいは達成する手だてがなければ、それは単なる決意表明に過ぎません。このような場合、そのコミットメントは実現されないだろうと先読みするのが、本来のフォワードルッキングのはずです。こうした正しい意味でのフォワードルッキングな予想をしていると考えれば、日本人が海外の人々とことさら異なって適合的期待形成の要素が強いということになりません。

そもそも、マネタリーベースが増加したとき、どのような場合でも、インフレ予想を引き上げるのが合理的だとは言えません（資料10ページ）。金利に低下余地があるような状況の下では、マネタリーベースの増加に伴って、インフレ予想を引

き上げるのが合理的です。他方、金利水準がゼロ金利制約の下で、これ以上の金利低下余地がない場合には、マネタリーベースが増加しても、インフレ予想を引き上げることに根拠がありません。裏付けのない単なる中央銀行の決意表明を信用しなかったからといって、フォワードルッキングな期待形成をしなかったと言われるのは心外です。

三、金利操作への転進

(見直しは道半ば)

「総括的な検証」が行われ、量的・質的金融緩和の枠組みは変容しました(資料11ページ)。その内容は、金利操作への転進とも言えるもので、マイナス金利政策を導入するなど、戦術としてよく考えられたものもあると言えます。しかし、戦

略の失敗は戦術で補うことはできないという点は、この場合も当てはまるように思います。

量的・質的金融緩和の見直しは、今回の総括的な検証で完全に達成されたわけではなく、現状、道半ばにとどまっているように思います(資料12ページ)。

具体的には、長期金利ターゲットینگに変えたと言われますが、まだ量へのこだわりが残されているということです。ちなみに、今日、発表された日本経済研究センターの金融班のレポートによりますと、政策の枠組みが見直された後でも、二〇一七年夏頃には、日本銀行が購入可能な国債の量に限界が来るとされています。

加えて、今後、何らかの事情でインフレ期待が大きく動くような場合、そもそも長期金利をコントロールすることができるとかという問題もあるように思います。

(非伝統的金融政策の手段)

バーナンキ前FRB議長は、議長就任前の二〇〇〇年から二〇〇二年頃、当時の日本銀行の金融政策を厳しく批判していました。彼は、ゼロ金利制約に直面し、流動性のわなに陥っているような状況の下でも、金融面での政策発動の余地はあるとして、六つの非伝統的な金融政策を提案しました(資料15ページ)。

一つ目は、将来の短期金利のアナウンスです。日本では、その後、時間軸政策という形で実施され、アメリカでも、二〇〇八年の金融危機以降、フォワード・ガイダンスという名称で実施されました。

二つ目は、国債の大量購入です。アメリカでL S A P (Large-Scale Asset Purchases)として実施され、現在、日本でも行われています。

三つ目は、自国通貨の減価です。当初の量的・

質的金融緩和は、円を減価させることを通じて効果を挙げました。その後、アメリカが必ずしもドル高を容認しなくなってきました。加えて、日本の国民の間でも、円安が進むと生活が苦しくなるという受け止め方が出てきており、さらに円安を進めるようなことは難しくなっています。

四つ目は、今回の「総括的な検証」で採用された、Targets for Long-Term Interest Ratesです。バーナンキ前議長がここまで見通していたのは大したものだと思います。

五つ目は、Money-Financed Tax Cutsです。日本語で言いますと、財政ファイナンスです。

六つ目は、インフレ目標の引き上げです。

以上の六つのうち、今は、四つ目まで来ており、次に、五つ目があるのかどうかというのが現在の状況だと思っています。

四、理論的な検討

（金融政策の運営）

金融政策は、実際には金融資産の売り買いを通じて行われます。金融政策は等価交換の世界です。このため、金融政策の議論を行うときは、バランスシートを念頭に置いて考えることが不可欠です。資料16ページの図は、日本の金融構造をできるだけ単純化して示したものです。

一番左は政府のバランスシートです。借方に累積財政赤字が載っています。これまでの財政赤字が積み重なったストックの大きさです。これをファイナンスするために国債が発行されていますので、貸方に累積財政赤字に見合う国債残高が存在します。日本では、個人が直接国債を保有する割合は限られておりますので、ここでは、単純化

のために、全ての国債が銀行部門によって保有されているとしています。

左から二つ目は中央銀行、三つ目は民間銀行のバランスシートです。中央銀行が保有している国債が「国債Ⅰ」、民間銀行が保有している国債が「国債Ⅱ」です。中央銀行と民間銀行の間では、二種類の取引が行われています。一つは、民間銀行が非金融部門から預かった預金の一部を、準備預金として中央銀行に再預金する取引、もう一つは、中央銀行から民間銀行への資金供給（中央銀行のバランスシートにおける日銀貸出、民間銀行のバランスシートにおける日銀借入）です。

それ以外の資産・負債項目をすべて省略することにし、中央銀行のバランスシートの貸方には、準備預金と現金が計上されます。ここでの中央銀行のバランスシートの規模が、マネタリーベースと呼ばれるものです。量的・質的金融緩和

では、中央銀行のバランスシートの規模を二倍にするという政策が行われ、実際には、二倍どころか、それを大幅に上回るころまで膨らんでいます。

中央銀行と民間銀行を統合して、日本の銀行部門全体のバランスシートを考えたとき、両者の間の準備預金や資金供給は内部取引として相殺されますので、一番右に書いたような統合銀行のバランスシートができます。統合銀行のバランスシートの貸方には、現金と預金が計上されます。ここでの統合銀行のバランスシートの規模が、広い意味で世の中に出回っているお金の量を表しており、マネーストックと呼ばれています。

（量的緩和）

以上のことを踏まえて、量的緩和について考えます（資料17ページ）。

金融緩和を行うため、中央銀行が民間銀行から国債を買い入れます。その結果、中央銀行が保有する国債の額は増加します。中央銀行は、民間銀行が中央銀行に持っている準備預金口座に、買入れた国債の代金を払い込みます。したがって、中央銀行が国債を購入しますと、中央銀行のバランスシートにおいて、国債の保有量と準備預金が増加します。すなわち、マネタリーベースが増加します。

このとき、民間銀行のバランスシートにおいては、国債の保有量が減少する一方、代金として受け取った準備預金が増加します。量的緩和は、基本的には、長期国債と準備預金を交換するものであり、民間銀行のバランスシートの構成は変わりますが、その規模が変化することはありません。

マネーストックは、既述のように、中央銀行と民間銀行を合わせた統合銀行部門のバランスシ

トの規模によって表されます。中央銀行と民間銀行の間の国債の売り買いは、統合銀行部門の内部取引ですので、その瞬間には、統合銀行部門のバランスシートには何の変化も起こりません。量的緩和を行っても、マネーストックの規模は変わらないわけです。

したがって、次のステップで、民間銀行が貸し出しを増やそうとすることが重要になってきます。もし民間銀行に貸し出しを増やそうとする動きが出てくれば、マネーストックは増えますし、そうでなければ、それ以上の変化は起こりません。

(金融緩和の効果——伝統的な場合)

金融緩和が民間銀行の貸し出し増加につながるかどうかを考えます(資料19ページ)。

民間銀行は、短期で資金を調達し、長期で資金

を運用しています。したがって、民間銀行にとって、短期金利は資金調達コスト、長期金利は資金運用利回りにそれぞれ影響を与えます。それゆえ、大まかにいうと短期金利と長期金利の差、つまりイールドカーブの傾きが民間銀行の利ざやになるわけです。

短期金利に低下の余地があるような状況の下では、金融緩和を行いますと短期金利は下がります。長期金利は、将来にわたる短期金利の見通しの平均を反映しますので、仮に低下するとしても、その低下幅は短期金利の低下幅より小さいものにとどまります。このとき、民間銀行の利ざやが拡大しますので、民間銀行に貸し出しを増やそうとするインセンティブが働きます。このような経路を通じ、民間銀行の貸し出しが増え、マネーストックが増えるという動きが出てくることになります。

（金融緩和の効果——非伝統的な場合）

他方、ゼロ金利制約に直面している状況の下で、長期金利の低下を図ろうとしますと、イールドカーブがフラット化し、民間銀行の利ざやが圧縮されることとなります（資料20ページ）。このため、民間銀行にとって貸し出しを増やそうとするインセンティブは働かず、貸し出しの増加にはつながりません。

先ほど申し上げた伝統的な場合であれば、金融緩和を行いますと民間銀行の貸し出しは増えますが、ゼロ金利制約の下での非伝統的な場合には、金融緩和を行っても、民間銀行の利ざやが圧縮され、貸し出し意欲が抑制されるため、貸し出しの増加にはつながらないわけです。むしろ、貸し出しが減っても不思議ではありません。

実際、量的・質的金融緩和の下で、マネタリーベースは当初の約束の二倍を超えて拡大しました

が、マネーストックは自然体で増える分でしか増えておらず、金融緩和の効果はほとんど見られません。

五、金融と財政

（国債管理政策と中央銀行）

ここから、量的・質的金融緩和の下で実際に何が起こっているのかを、金融と財政の関係に焦点を合わせて見ていきます。

中央銀行は、政府の子会社と見ることもできます。そこで、以下では、これらを連結した統合政府のバランスシートに着目します。統合政府のバランスシートにおいては、政府の発行している国債のうち、中央銀行が持っている国債（「国債Ⅰ」）は相殺されてなくなります。このため、資料18ページの左側の図にありますように、統合政

府は、累積財政赤字と日銀貸出を、民間銀行の保有する国債（「国債Ⅱ」）とマネタリーベースでファイナンスする構造になっています。

量的緩和をしますと、民間銀行の保有する国債でファイナンスする割合が下がり、マネタリーベースでファイナンスする割合が高まります。このように、量的緩和は統合政府のバランスシートに大きな変化をもたらします。今起こっていることは、結局、政府の累積財政赤字のファイナンスにおいて、マネタリーベースに依存する割合が非常に高まっているということです。

当初の量的緩和の意図は別にして、結果的に起きたことは、国債管理政策への中央銀行の組み込みが進んだことです（資料21ページ）。マネタリーベースによるファイナンスに依存する度合いが高まると、どうなるのでしょうか。企業の場合、モジリアーニ・ミラーの定理で言われており

ますように、負債構成を変えても経営への影響はないとされています。政府の場合も、財政活動そのものに影響を及ぼさないのであれば、実は大した問題ではないのかもしれませんが。

しかし、マネタリーベースでのファイナンスに依存する度合いが高まったときに、財政規律が弛緩し財政赤字が拡大する傾向があるといいますと、それはゆゆしい問題であると言えます。この傾向がどれぐらい妥当するかが、現在の金融政策のコストの大きさを左右することになります。

我が国の財政を見ますと、累積財政赤字が増え、国債の発行残高が増加しています。しかし、中央銀行が新規発行額以上に国債を買っていますので、民間銀行の国債保有額は減少しています。単純化のために、中央銀行が新規発行額と同額の国債を購入したとしますと、民間銀行の国債保有額は変わらず、預金の受け入れと中央銀行への準

備預金が増加することになります（資料22ページ）。

（信用創造と貯蓄）

銀行部門が国債を購入しますと、信用創造の結果、必ずマネーストックが増えます（資料23ページ）。

現在のような貨幣経済においては、信用創造が貯蓄形成に先行する必要があります。貨幣経済の下では、信用創造が先行しないと、いろいろな経済活動が順調に進まないわけです。しかし、信用創造は、無から有を作り出すものではなく、貯蓄形成の先取りに他なりません。

したがって、先行して行われる信用創造の規模と、結果としての貯蓄形成の規模は見合っていない必要があります。創造されたマネーストックに比べて、それを裏付けるに十分な貯蓄が形成されていないと、「貨幣の過剰、資金の不足」と

言われるようなインフレ的な事態が生じます。

逆に、貯蓄形成の意図を下回るような信用創造しか行われない場合には、経済活動が抑制されてデフレ的な事態が生じます。信用創造と貯蓄形成が見合ったものになるように、信用創造の規模をコントロールするのが本来の金融政策の役割であると言えます。

現在は、貯蓄形成を上回る信用創造を行うことを通じて、インフレ圧力を作り出すことを意図して政策が運営されています。これまでのところ、幸か不幸か、過剰な信用創造は行われておらず、貯蓄形成の規模と信用創造の規模がほぼ見合った状態が続いています。高圧経済にはならず、むしろ低圧経済の状態が続いているように思います。

（国債の間々接的保有構造）

我が国では、これまで家計が銀行に預金をし、

預金として集まった資金で銀行が国債を保有するという、間接的な国債保有構造が続いてきました。

今回の量的緩和の結果、これまでの間接保有構造が変化し、ステップが一つ増える格好になりました（資料24ページ）。家計は依然として銀行に預金しています。量的緩和のため、日本銀行が大量に国債を購入していますので、銀行は、これまでのように預金として集まった資金で国債を保有することができません。このため、銀行は、国債の保有に代えて、巨額の準備預金を日本銀行に置く形になっています。日本銀行は、この準備預金を見合いとして、大量の国債を保有しておりますので、間々接的な保有構造に変化した形になっています。

ただし、国債をファイナンスし財政赤字を賄っているのが最終的には民間部門の貯蓄超過であるという構造は、基本的に崩れていません。その意

味で、私は、今のところ日本銀行は、金融仲介を行っているだけであり、貯蓄の裏付けのない信用を創造して、財政支出を賄うという意味での財政ファイナンスを行っているわけではないと理解しています。

（貯蓄の裏付けの重要性）

貯蓄の裏づけがあるかないかは非常に重要です。金融の世界で、名目的な資金量を拡大することは容易ですが、それを裏づける貯蓄が存在するかどうかが問題です。我が国では、今のところ、そうした貯蓄の裏付けは存在していると言えます。それは、将来不安の高まりから、現役世代の貯蓄動機が高まっており、加えて、企業も高水準の内部留保を続けているためです（資料25ページ）。今は貯蓄不足に至っておらず、その意味で、大きな問題は生じていないのですが、これからの財

政運営においては、貯蓄の裏付けのない日銀信用に頼らざるを得なくなる懸念があります。私は、貯蓄の裏付けのない日銀信用に頼ることを財政ファイナンスと定義しているのですが、いずれ、そうした状況に陥る懸念があると考えています。

それでは、足元のような貯蓄超過はいつまで続くのでしょうか（資料26ページ）。バランスシート調整の完了、高齢化の進展など、貯蓄超過の減少要因はいろいろと存在しており、二〇一〇年代の残り四、五年は何とかあったとしても、今のままでは、二〇二〇～二〇三〇年代には、貯蓄の裏づけのない日銀信用に頼った財政運営に陥ってしまうのではないかと考えています。

（貨幣発行益の活用の可能性）

日銀券は不換紙幣であり、準備預金も日銀券の形でしか引き出せないで、これらで構成される

マネタリーベースは無償で、返済する必要はないと言われます（資料27ページ、28ページ）。このことを根拠として、赤字財政の財源を貨幣発行益で賄えばよいといった議論が行われることがあります。直近ではヘリコプターマネー政策が主張されることもあります。

不換紙幣であるから負債性はないといった主張に関して、たまたま今日の日本経済新聞の「大機小機」において、日本銀行のマネタリーベースの負債性をきちんと認識すべきであるという指摘がなされていました。

日本のマネタリーベースの供給量は、対GDP比で八〇%を超える水準になっています（資料29ページ）。今は、ゼロ金利で流動性のわなに陥ったような状況ですので、これだけのマネタリーベースが保有されていますが、将来、金利が有意にプラスになりますと、マネタリーベースのなか

りの部分は中央銀行に還流してくるはずです。マネタリーベースが還流してくる可能性をきちんと認識しておく必要があります。

もし、中央銀行が還流しようとするマネタリーベースの受け取りを拒み続けますと、現に存在するマネタリーベースの量が、家計や企業が必要とする額に見合うものとなるよう、物価水準が何倍にもなってしまうことになります。

物価安定が重要な政策課題である限り、経済が正常化して、金利が有意にプラスになった時点では、還流してくるマネタリーベースを受け入れなければなりません（資料30ページ）。このことを考慮しますと、いつまでも貨幣発行益で財政支出を賄えるようなことはありません。今、マネタリーベースは約四〇〇兆円に上っていますが、長期的に存在しうるマネタリーベースの規模は、かなり甘目に見ても、一〇〇兆円にもならないので

はないかと思えます。つまり、政府債務が約一〇〇兆円ありますので、その一割ぐらいは貨幣発行益で賄えるとしても、九割については貯蓄の裏づけが必要です。それがないまま、日銀信用に頼って財政支出を続けますと、高インフレになることは避けられません。

（財政政策と金融政策の関連）

物価の決定を考えると、金融政策だけで物価が決まると考えるのは実は正しくありません（資料32ページ）。金融政策とともに、財政政策のスタンス、貯蓄との関係での財政赤字の規模などの要素が相互に関連して、物価が決まると考えるべきです。このことは、経済学においてはかなり前から言われてきたことです。今年八月のジャクソンホール会合で、プリンストン大学のシムズ教授が改めてこのような議論をしていましたが、こ

れを聞いて目からウロコが落ちたとおっしゃった方がいて、何を今さらと感じた次第です。

財政政策が物価の決定に大きな関連を持っていると言うとき、財政当局と金融当局の二つが関わってくるわけですが、いずれの当局がイニシアティブをとって行動するかが問題になります。

中央銀行がイニシアティブをとり、それに従って、財政運営が節度ある形で行われる体制を *monetary dominance* と呼んでいます。逆に、財政当局がイニシアティブをとり、中央銀行がそれに追従する体制を *fiscal dominance* と呼んでいます。日本の足下の状況は *fiscal dominance* ですが、*fiscal dominance* になれば、すぐに問題が生じるというわけではありません。貯蓄が十分ある中で、財政赤字を放置するような政策がとられ、それに対して中央銀行がサポート的な対応を行ったとしても、それほど大きな問題は生じません。

しかし、貯蓄が枯渇する中でそうした政策が実施されますと、かつて英国病と言われたときのイギリスで生じたような二桁のインフレも起こり得ないことはありません。日本はしっかりした生産基盤を持っておりますので、ハイパーインフレが起きるようなことはないと思いますが、二桁のインフレは十分起こり得ると考えています。

（財政支援に伴う懸念）

いかに独立した勇敢な中央銀行でも、政府をデフォルトに追い込むようなことはできません（資料33ページ）。インフレになったら引き締めをすればよいと言う人もいますが、そうすると政府をデフォルトに追い込むことになりかねないような状況になっていたらどうでしょうか。そうした状況において、物価安定と財政破綻の回避をてんびんにかけてとき、どちらがより重いのでしょうか。

か。答えは明らかで、財政破綻を避ける方が重いと判断され、結果的に、物価安定を放棄して、財政ファイナンスを行わざるを得なくなるでしょう。歴史を振り返ってみても、大きなインフレは財政的現象だと言つてまず間違いがありません。

六、まとめ

(アベノミクスの陥穽)

アベノミクスは、「今日」を良くすることに全力を注いで、それなりの成果を挙げてきています(資料34ページ)。しかし、「今日」が過度に重視される結果、「明日」に備えるところが不十分になり、「明日」への不安が拭い去れない状況が続いています。このことが、結果的に、「今日」の経済活動を萎縮させるような悪循環に陥っている

ように思います。

改めて、将来不安の解消が重要であることを強調したいと思います。しかし、これを実現することとは、政治的には極めてタフな課題であるために、取り組めないままになってしまっています。先ほども申しましたが、民間部門が貯蓄不足に陥る可能性のある、四、五年先以降の将来が心配です。

(「国家二五年の計」の必要性)

今の政策運営は、余りにも短期志向に偏していると言わざるをえません。このまま進んでいきますと、中期的には非常に困難な状況に直面せざるを得ません。今はまだ大丈夫と言えば大丈夫ですが、五年から一〇年後も大丈夫とは決して言えません。

二〇四〇年問題と言われることがあります、

それを一つの節目と位置付けて、「国家二五年の計」を持って、中長期的な観点から経済財政運営を行ってほしいと考えてほしいというのが、一国民としての切なる希望です。

大変雑駁になりましたが、以上で私の話を終わらせていただきます。ご清聴どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 池尾先生、いつもながら大変本質的なお話をいただき、よく考えなければならぬ問題を提起していただいたと思います。

それでは、若干お時間がございますので、御質問はございますでしょうか。——ないようでしたら、私の方から質問させていただきます。

中長期的にいろいろ考えなければならぬ、しかも、金融と財政を総合的に管理していかねばならないというお話を伺いました。そのよう

なことも念頭に置きながら、当面、金融政策において何をすればよいのでしょうか。また、海外要因についてはどのように考えればよいのでしょうか。

池尾 まずなすべきことは、国債のファイナンスにおいて、マネタリーベースへの依存度合いが極めて高くなっているのを、再び市中消化の割合を高める方向に変えていくことです。もっとも、これは金融を引き締めることになりますので、そういうテーパリング的なことがどこまでできるのかという問題があります。

財政当局におけるファイナンスの状況を見ておきますと、意図的に長期国債を出すことによって、安定的な資金調達に努めているように見えます。しかし、その国債を日銀が買い上げて準備預金に変換しておりますので、統合政府部門としては、短期金利の上昇に極めて脆弱な構造になって

しまっています。これを、短期金利にあまり影響を受けないような構造に変えていく必要があります。

海外要因に関しては、日本の場合、海外から影響を受ける度合いが高いため、いろいろなことがあります。実際には、実際にどのようなことが起こるかはわかりません。今は日本銀行がうまく表舞台から姿を消している状況ですが、海外から大きなネガティブなショックが加わったり、何らかの理由で円高が急激に進んだりしますと、再び日本銀行に金融緩和を求める声が向けられる可能性があります。そのときに、金融政策においてどのような対応が残っているのかは、非常に難しいところではないかと思っています。

増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。——よろしゅうございますか。

ちょうど時間になりましたので、それでは、こ

のあたりで今日の講演会を終わらせていただきましたと思います。

池尾先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(いけお かずひと・慶應義塾大学教授)

(本稿は、平成二八年一二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。)

池 尾 和 人 氏

略 歴

- 1975年 3 月 京都大学経済学部卒業
- 1980年 3 月 一橋大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学
- 1980年 4 月 岡山大学経済学部助手
- 1983年 4 月 同学部講師
- 1984年 4 月 同学部助教授
- 1986年 4 月 京都大学経済学部助教授
- 1987年 3 月 京都大学経済学博士（論文『日本の金融市場と組織』による）
- 1994年 4 月 慶應義塾大学経済学部助教授
- 1995年 4 月 同教授（現任）
- 2003年10月－2007年 9 月 慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長
- 1995年 全国銀行学術研究振興財団賞受賞
- 2014年10月 日本学術会議会員（現任）
- 2001年 1 月－2011年 1 月 金融審議会委員
- 2003年 4 月－2007年 9 月 日本郵政公社社外理事
- 2014年 8 月－2015年 3 月 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者
会議座長
- 2015年 9 月 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの
フォローアップ会議座長（現任）
- 2016年 2 月 新日本有限責任監査法人社外ガバナンス委員（現任）

（主な著書）

- 『コモディティ市場と投資戦略』（大野早苗との共編）勁草書房、2014年
- 『連続講義・デフレと経済政策』日経 BP 社、2013年
- 『金融依存の経済はどこへ向かうのか－米欧金融危機の教訓』（編著）、日本経済新聞出版社、2013年
- 『現代の金融入門（新版）』筑摩書房（ちくま新書）、2010年
- 『なぜ世界は不況に陥ったのか』（池田信夫との共著）、日経 BP 社、2009年

『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 4 不良債権と金融危機』（編著）、慶應義塾大学出版会、2009年

『開発主義の暴走と保身 金融システムと平成経済』NTT 出版（日本の＜現代＞7）、2006年

『市場型間接金融の経済分析』（財務省財務総合政策研究所と共編）、日本評論社、2006年

『日本の産業システム 9 金融サービス』（堀内昭義との共編）、NTT 出版、2004年

『エコノミクス 入門 金融論』（編著）、ダイヤモンド社、2004年

『銀行はなぜ変われないのか』中央公論新社、2003年

『日韓経済システムの比較制度分析』（黄圭燦・飯島高雄との共著）、日本経済新聞社、2001年

『現代の金融入門』筑摩書房（ちくま新書）、1996年

『金融産業への警告』東洋経済新報社、1995年

『ゼミナール現代の銀行』（金子隆・鹿野嘉昭との共著）、東洋経済新報社、1993年

『金融理論と制度改革』（貝塚啓明との共編）、有斐閣、1992年

『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社、1990年

『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社、1985年

2016.12.9@日本証券経済研究所

変容する 量的・質的金融緩和

池尾 和人

慶應義塾大学経済学部

1

1. 量的・質的金融緩和

- 2013年4月：向こう2年間でマネタリーベースの量を2倍にし（量的）、日銀が購入する国債の満期までの平均残存期間も約7年に延長する（質的）。
- 2014年10月：追加緩和。年間50兆円ペー
スを80兆円にし、満期7～10年に延長（15
年12月の補完措置で7～12年に再延長）。
- 2016年1月：超過準備預金の一部にマイナス金利（-0.1%）を適用。

2

2. 予想の非連続的变化を狙う

- ショック療法によって、人々の予想の非連続的な変化（レジーム・チェンジ）を引き起こそうとした。
- しかし、それに必要なショックのマグニチュードに達していなかった。
- 2年程度で決着をつけて手仕舞うという公算が外れる。短期決戦型から持久戦型への転換が避けられなくなった。

3

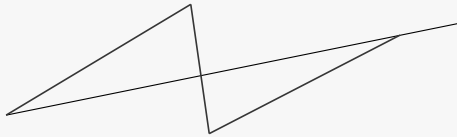
3. 初期の成果（1）

- アベノミクスの提唱が、円高是正の触媒（Catalyst）効果を果たしたことは確か。
1ドル80円→100円
- 2011年以降、日本の経常収支構造が変化していたにもかかわらず、為替レートはそのことを反映していなかった。
- 欧州の信用不安が沈静化し、海外の投資家のスタンスがリスク・オフからリスク・オンに転じるタイミングにあった。

4

4. 初期の成果（2）

- 2013年度の上振れは、消費税の引き上げをアナウンスしていたことによる駆け込み需要・異時点間の消費代替による。



消費税の引き上げ

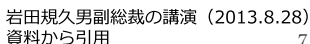
- 潜在成長率強で成長している。

5

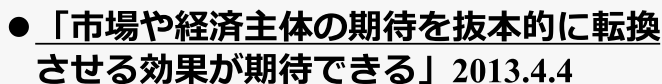
5. 「総括的な検証」

- 2016年9月：「総括的な検証」を公表し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを導入。
 - 「イールドカーブ・コントロール」：長期金利ターゲティング
 - 「オーバーシュート型コミットメント」：物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースを増やし続けると宣言
- 当初の政策からは、ずいぶん変容してきた。

6



- 中央銀行が「責任を持って約束」を行い、それを裏付ける行動としてマネタリーベースを増加させれば、予想インフレ率が上昇する。



7. 量的・質的金融緩和の「論理」(2)

- 「総括的な検証」では、適合的な期待形成の要素が強いので、うまく行かなかったと説明。
- では、人々がフォワードルッキングであれば、うまく行ったのか？
- コミットメントと称しても、その内容を達成する手立てを持っていなければ、単なる「決意表明」に過ぎない。

9

8. 量的・質的金融緩和の「論理」(3)

- マネタリーベースが増加したときに、インフレ予想を引き上げるのは合理的か？
 - 金利に低下余地のあるときには、YES。
 - しかし、ゼロ金利制約（ZLB）下では、NO。
- ゼロ金利制約下では、マネタリーベースの増加は裏付けとならない。
- 中央銀行の単なる決意表明を信じるのが、フォワードルッキングではない。

10

9. 金利操作への転進（1）

- 「戦略の失敗は戦術では補えない。」
（『失敗の本質』）
- マイナス金利政策は、戦術としてはよく
考えられたものだとも言える。しかし、
量的緩和とはそもそも相性が悪い。
- 実質金利の低下を目指している点では一
貫していると主張されているが、インフ
レ期待の操作から名目金利の操作に転進
した格好になっている。

11

10. 金利操作への転進（2）

- 「総括的検証」でも、金融政策運営の立
て付けの見直しはまだ道半ば。
 - 長期金利ターゲティングにもかかわらず、量へのこだわりを残している（面子？ Or 買入れ量を減らすというと、市場に緩和後退と受け取られるのを恐れている？）。しかし、量の限界は迫っている。
 - 長期金利ターゲティングは、いまの局面ではワークすると思うが、インフレ期待が大きく動いた局面では困難に陥る可能性が高い。

12

11. マイナス金利政策

- 名目収益率ゼロの現金が存在する限り、名目金利をゼロ未満に下げることとはできないというのが、ゼロ金利制約（ZLB、Zero Lower Bound）。
- ただし、大量の現金を安全に保管するにはコストがかかる。この保管コストの分は、名目金利をマイナスにできる。換言すると、どこまでもマイナス幅を深掘りできるわけではない（ELB）。

13

12. 銀行はなぜ買いオペに応じるのか

- 量的・質的緩和は、長期国債と準備預金の交換。交換条件がよくなければ、民間銀行は交換には応じない。
- 準備預金への付利は、買いオペを容易にし、ベースマネーの積み上げを可能にしてきた。
- 準備預金にマイナスの金利が課されることになると、日銀はより割高な価格で国債を買い上げるしかない。

14

〔補〕 非伝統的金融政策の手段

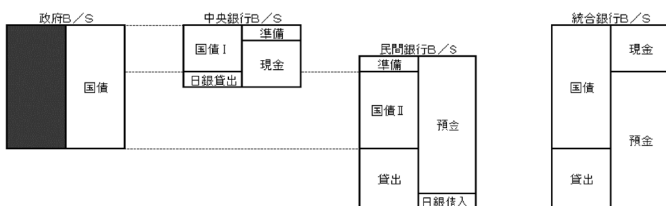
● かつてB. Bernankeは、6つの非伝統的な金融政策を提案。

1. Announcements about Future Short-Term Interest Rates
(Forward Guidanceとして実現)
2. Large Open Market Purchases of Government Securities
(LSAPとして実現)
3. Depreciation (自国通貨の減価)
4. Targets for Long-Term Interest Rates
5. Money-Financed Tax Cuts
6. Higher Inflation (インフレ目標の引き上げ)

15

14. 日本銀行は何をしてきたのか

- 金融政策の実際は、金融資産の売買。
- 長期国債と準備預金を交換してきた。

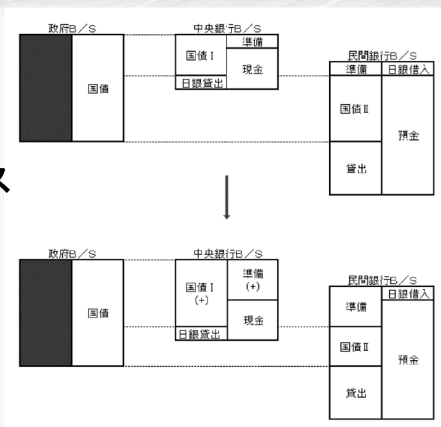


- 中央銀行の負債が、ベースマネー。
- 統合銀行の負債が、マネーストック。

16

15. 量的緩和（金融緩和）

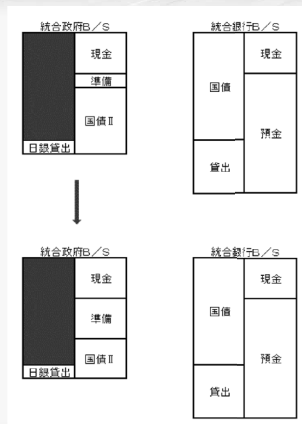
財政スタンス
は一定



17

16. 量的緩和による効果

政府と中央銀行を合わせた
統合政府のレベルで考えると、ベースマネーによる資金調達比率が高まることになる。

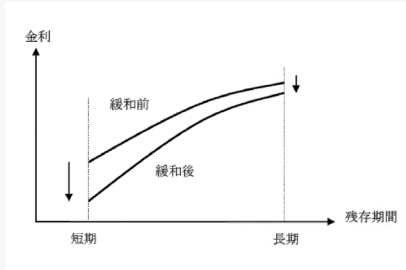


民間銀行が貸出を増やさない限り、マネースtockには変化は生じない。

18

17. 金融緩和の効果（伝統的な場合）

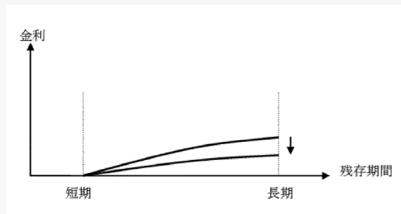
- 短期金利の低下幅ほど、長期金利は低下しない。→ 利ざやの拡大。



19

18. 金融緩和の効果（非伝統的な場合）

- 短期金利がゼロの下限にある中で、長期金利の一層の低下を図る。→ 利ざやは一層圧縮される。



➤ 非伝統的金融政策は、利ざやを圧迫するもの。

20

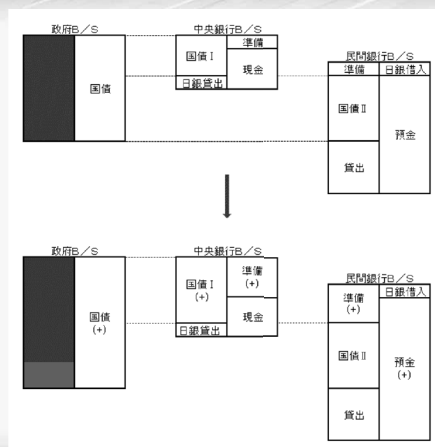
19. 国債管理政策と中央銀行

- 結局、起こったことは国債管理政策への中央銀行の組み込み。
- しかし、財政活動に変化を及ぼさないのであれば、実は大した問題ではない。
- 問うべきは、「マネタリーベースでのファイナンスに依存する度合いが高まると財政赤字が拡大する（財政規律が弛緩する）」という命題の妥当性。

21

20. 財政ファイナンスか金融仲介か

財政赤字が
拡大



22

21. 信用創造と貯蓄

- 名目レベル（nominal）の話と実質レベル（real）の話を区別する必要。
- 銀行部門が国債を購入するとマネーストックが増える（信用創造）。
- 信用創造は「貯蓄形成の先取り」であり、創造されたマネーストック（現預金）を裏付ける貯蓄が存在しているかどうかの問題。→「貨幣の過剰、資金（貯蓄）の不足」という事態もあり得る。

23

22. 国債の間々接的保有構造

- 国債←（銀行）←預金、という間接的保有構造が、異次元緩和の結果、国債←（日銀）←準備←（銀行）←預金、という間々接的保有構造に変化。
- 財政赤字を賄っているのは、依然として民間部門の貯蓄超過（と海外からの資本純流入）。そのために現時点では、財政ファイナンスになっているとは断言できない。

24

23. まだ貯蓄不足には至っていない

- 現在、将来不安の高まりから、現役世代（60歳未満の勤労者）の貯蓄動機が強まっている。企業の内部留保も高水準が続いている。
- 他方、安倍政権の財政運営が、全く野放図なたがの外れたものとなっているわけではないとみられる。
- しかし、今後は「貯蓄の裏付けのない」日銀信用に頼らざるを得なくなる懸念。

25

24. 貯蓄不足に転じる懸念

- 民間部門の貯蓄超過はいつまで続くのか。
 - バランスシート調整の完了、高齢化の進展等は、貯蓄超過の減少要因。
 - 2020年代中のいずれかの時期に、銀行預金が純減し出すと予想されている。
- 対外純資産を取り崩していくとしても、2020~30年代に日本経済は胸突き八丁を迎える。
 - 残された時間的余裕は、存外に短い。

26

25. 貨幣発行益でまかなえる？（1）

- 財源として貨幣発行益（seigniorage）というのが存在するのではないか？
- ベースマネーは無償還（irredeemable）である。すなわち、それ以上は換金できない。準備預金は日銀券のかたちでしか引き出すことができず、現在の日銀券は不換紙幣である。



償還しなくてよい。（??）

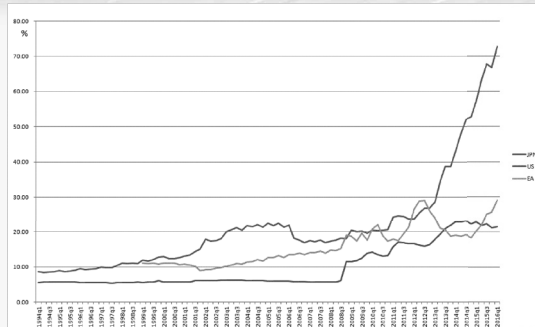
27

26. 貨幣発行益でまかなえる？（2）

- 「日銀は原理的には国債を永久に保有できるので、政府はその償還に頭を悩ます必要はない。」（ワインシュタイン、2014/12/29付日経新聞「経済教室」）
- 「さらに日本銀行が購入した国債は事実上償還義務がないと考えると、それを引き算してもいい。」（本田悦朗・内閣官房参与、週刊東洋経済2015/6/6、p.37）
- ヘリコプターマネー政策の主張。

28

27. ベースマネーの供給量（対GDP比）



- 既に供給済みのベースマネーの量は、物価水準が何倍にもなることを許容するのでない限り、恒久的に維持できる大きさではない。

29

28. 財源としての貨幣発行益

- 貯蓄が枯渇し始めた後、貨幣発行益でどれだけ財政赤字を賄えるか。
- 民間部門がその貯蓄の一部を使わないで、貨幣のかたちで保有したままであれば、中央銀行・政府がその貯蓄分を代わりに使えるというのが、貨幣発行益。
- 貨幣需要がインフレ率の減少関数になることから、実質貨幣発行益は有限（たぶん、現在の貨幣価値で100兆円未満）。

30

〔補〕景気刺激策の類型

それぞれへの影響

	財政赤字	国債残高	ベースマネー
財政ファイナンス (Money Finance)	増加	なし	恒久的増加
国債発行による 財政出動	増加	増加	なし
量的緩和 (QE)	なし	なし	一時的増加
国債発行による財 政出動＋量的緩和	増加	増加	一時的増加

Adair Turner, “The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue,”
IMF Jacques Polak Research Conference, Nov. 2015から引用。

31

29. 財政政策と金融政策の関連

- 金融政策で物価が決まると言い切れるのは、節度ある財政運営が行われるとの大前提が満たされる場合のみ。
- それ以外の場合には、財政政策と金融政策の相互連関の結果として、物価は決定される。
 - 金融支配 (monetary dominance) 体制
 - 財政支配 (fiscal dominance) 体制

32

30. 財政支配に伴う懸念

- 国内貯蓄の枯渇とともに、財政支配体制下では高インフレが生じる懸念がある。
- 中央銀行は、政府をデフォルトに追い込むことはできない。独立した中央銀行であっても、野放図な財政運営が続いた場合には、物価安定を放棄して、財政ファイナンスを行わざるを得ない。
- インフレ（とくに大インフレ）は、歴史的には常に財政的現象である。

33

31. アベノミクスの陥穽

- 「今日」をよくすることに全力を挙げている→「明日」への備えが手薄になっている→「明日」への不安が「今日」の経済活動を萎縮させる、という悪循環に陥っている。
- 将来不安の解消につながるような社会保障制度等の改革に注力する必要がある。
- ただし、「言うは易しで行うは難し」のタフな課題。

34

32. 「国家25年の計」の必要性

- 少なくとも2016年から2040年までの25年間のプランをもって、経済財政運営をしていかなければならない。
- しかるに、現状は財政政策・国債管理政策としては、短期志向で、持続可能性を欠いたままの状況が続いている（あるいは、悪化している）。
- このままだと、中期的には非常な困難に直面せざるを得ない。

35

ご静聴、有り難うございました。

Thank You for Your Attention!



36