

実験的金融政策の効果と限界

—QQEからYCC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—QQEからYCCへ」というテーマで一時間余りお話し、その後、御質問にお答えしたいと思っていきます。

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）

一〇一三年四月、今から四年半余り前ですが、

金利がゼロになつ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。したがいまして、QE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QQQE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、QQQEの効果が三つに分けて整理されています。

一つ目はQE0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が行つた金融緩和、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つたと言えます。

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が行つたいわゆるQE2、QE3に対応するもので、市場参加者が極めて合理的であると仮定します。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つており、市場に何らかのセグメント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QQQEは、QE0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、QQQEを開始した時点では既に長期金利が低い水準にありましたので、「QQQEの効果は

あつてもわざか」というのが理論の教えるといふ
です。

たらしました。

バーナンキ前FRB議長は、議長を退任する直
前の1101四年一月に、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つた
人もいましたが、むしろ彼の本音ではなかつたか
と思ひます。

実際の為替市場では、ソロス・チャートを使つ

(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、
行われたQE2やQE3は、ドル安と米株高をも
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
は間違つていると思いますが、ケインズの美人投
票の論理に従えば、本当は間違つっていても、「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

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ます。したがいまして、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、プラセボを使つ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思います。しかし、反対の意見も当然あります。

より深刻なのは、QQE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つてもよいのかとい

う問題です。日銀総裁、副総裁、審議委員は、国会の承認を得て任命されるわけですが、直接国民党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でしょうか。

（QQEの本当の狙い）

このように、QQEにはさまざまな問題があります。それでは、QQEは何を狙つ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つたと思います。

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つた

ということです。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つたわけです。

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、物価が上がるうことになります。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ルー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ものが基本的なロジックです。

(2) 実験の結果

(資産価格)

QQEを行った結果、何が起つたでしょうか。資料5ページのとおり、金融市场では大幅な

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ことができます。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、一二〇一二三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つ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、一二〇一三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、デフレでなくなつ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つて、足元ではプラス〇・七%まで戻っています。

しかし、QQE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、QQE開始から四年半が経つた現時点で、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、別にどうこうと言ふことはあります。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があります。

(経済成長)

日本では、デフレ脱却が実現した後も、経済成長率は高まつていません。資料7ページをご覧下さい。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つて、放つ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一月～〇七年一〇月ですが、その時の平均成長率は一・七%でした。それと比べて、今が目立つて低いとまでは言えませんが、成長率が高まつて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)

QQE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ページをご覧下さい。

一つ目は、大幅な円安の下でも輸出が伸びなかつたことです。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、今になつてアベノミクスやQQE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つても、賃上げも設備投資も鈍い今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、財務省がよく使つてゐるわゆる「ワニの口」の絵によく似ています。

もつとも、國の場合は財政の赤字幅が拡大していきます。「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%台まで下がつたことが挙げられます。資料9ページをご覧下さい。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。したがいまして、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、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つても、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つ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つて、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、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つて、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つてきています。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ひます。

(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ますと、

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ひます。

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つてきましたの

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によって、供給力の強化を図ることが重要であるということです。

が懸念されています。また、急いで一%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ますと、二%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。

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。す。

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。

三つ目は、物価上昇目標に関することです。Q

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

(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QQEがなぜうまくいかなかつたのかについて、私なりの解釈を申し上げたいと思います。資料12ページをご覧下さい。

日銀は、以前、専ら「デフレ」と言つていましたが、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・防御的な思考法ない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つてデフレ・マインドを転換すると言いますが、QQEを行つた結果、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QQE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にとどまっています。

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。ディ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だと思ったら、すぐに円を売つ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って儲からなくなるからです。もちろん間違えることもありますが、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�だと考えて、工場を建てたとします。しかし、円安にならなかつた場合、その工場を壊してしまふと、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ところです。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、金融市场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。さらには、

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。最もひどかつたのは、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ました。

流動性危機が起りますと、どれほど会社の経営内容がよくても、会社が潰れてしまします。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うようになるわけです。日本だけではなく、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 ではないかと思います。

(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、「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う状況でした。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つてしましました。

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の雇用慣行と、自信を失った日本企業の組み合わせであると思います。たとえ目の前に投資機会があつても、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ぬ日本企業は、投資に対して消極的になつてしまつというわけです。

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す。私どもの親会社の富士通は今年八〇周年を迎える、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、過去のキヤツ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、そうかもしないという気がしないでもあります。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ません、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。

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つたと思います。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つて製品を開発し、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しており、オープン・イノベーションが中心になつています。シェアリング・エコノミーやフイ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。

二〇一〇年代に入つて、AI、IOT、フインテック、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。

(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のではないかと思っています。資料14ページをご覧下さい。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

金利より低い状況の下において、はじめて、誰もが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。したがいまして、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。このようないものをマネタリー・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・ベースとようになつてから、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わ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

払った金利は日銀納付金として国に返つてくるので、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＝通貨発行益と考える点で初步的な間違いです。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、QQQE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ページをご覧下さい。

金融政策のやり方は、昨年、随分変わりました。

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づかったです。ここで重要なことは、予定どお

り一年間で二%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つていましたので、何もしませんでした。市場の期待が盛り上がりつつも外れますので、市場に不必要なハレーシヨンを作り出していたわけです。

そのような中にあって、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

ることで景気刺激効果を持つています。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つてかなり

サポートされているはずです。

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つますと、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、サプライズを狙つたことによる代償も大きかつたと思います。理解できないような政策が突然行われたことで、高齢者を中心にお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ページをご覧下さい。

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つていたのでしょうかが、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＝YCC）とともに、アベノミクスの真ん中についた金融政策は、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

実験的金融政策の効果と限界

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っています。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っ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発揮します。最もわかりやすいのは、昨年の今頃、いわゆるト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。今年に入つて、ドライ 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も、YCCは、それなりに効果を発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い上がつても、ターゲットを維持することができるというわけです。

したがいまして、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 がまさにそうであつたように、どのようにしてターゲットを調整するかといふ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ないのは、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／ロスは発生しません。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、私たちが決めたの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、日銀にとつ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。Feedは、ここ一年ほど、「来月、オーバーナイトを二五ベーシス上げる」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、今日すぐに上がりりますので、このようなフォワード・ガイダンスは基本的にはできません。かなり緩いフォワード・ガイダ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シス上げる代わりに、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や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。

出口において、高値で買った国債を安値で売つたり、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つた試算では、ピークで年間約六兆円の損失が

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ていきます。資料18～19ページをご覧下さい。

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ましたことがあります。

おそらく日銀は、最初からこの問題を意識していましたと思います。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、QQEを始めた直後に出口の議論を始める初は議論しないですますのもしようがないと思つていきました。しかし、QQE開始後、四年半以上が経つ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つて、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

期金利が高かつ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を購入したことでした。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でしょうか。今、アメリカの短期金利は一%程度ですから、これが、今後かなり上がつても、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%くらいまで下がつておりますので、短期金利を二回上げますと、日銀に赤字が出始め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います。

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2%に達したら、直ちに金利を2%に上げることを前提としているからです。しかし、Fedを見るとわかるところ、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1%にとどまっています。

このように、ゆっ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、2%の物価上昇を達成するのが遅れれば遅れるほど、日銀が持つていて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。

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。日銀が赤字になつても、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つたのか」と問われます。それに対しても、「銀行に利子を払つて生じた赤字の穴埋めに、国民の血税を使うのか」という議論が起きることは間違ひありません。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います。

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つ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)

一%の物価上昇が達成された時に、うまく出口を出し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ページをご覧下さい。

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ますと、おそらく長期金利が急騰し、その結果、財政悪化のスペクタ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とも、国債買い入れを続けられればよいという議論があるかもしれません。しかし、既に一%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・インフレのスペクタルに入っていくはずです。一〇〇年以上前にヴィクトセルが 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

い

(ア) 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、「中長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っても、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。これまでも、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

(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あります。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钝感になつて、財政規律が失われてしまつたことではないかと思います。

(3) 物価水準の財政理論

ここで、物価水準の財政理論（FTPPL）（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ページをご覧下さい。

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

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つています。

FTPPL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、深い解釈を与えることにあると思つています。この問題を扱つた著作で、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つてくれるから価値があるというトートロジーを、それでよいと居直つたところにあります。経済学的には、「紙幣はバブルである」と言つていることになります。

元来、FTPPL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）の価値です。将来のプライマリー・バランス黒字の現在価値

ず危ないと言っています。このような主張が正し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」とです。例えば、政府がnon-Ricardianだと民間が思つた時に、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つています。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。

何より、F T P Lは量的緩和以上に実験的な政策です。QQE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、そのようなギャンブルをする必要があるのかという問題もあります。

したがいまして、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

よつ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っ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、突然政府は眞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。

(4) 「物価至上主義」のマクロ政策

資料24ページをご覧下さい。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、浜田元イエール大学教授がおっしゃつているように、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す。

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、一%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、金利が上がりつ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ページをご覧下さい。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。それまで今〇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たしました。あと一年ほど景気拡張が続きますと、今回が史上最长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います。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、ほとんど打つ手がな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つたのは、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來ていたからです。

以上のことからも、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の購入ベ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、金融のプロ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、お出しいただければと思います。

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。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りますと、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っていたわけですが、その後、マイナス金利が導入され、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る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つてゐるわけではありません。先ほども申し上げましたが、銀行に利子を支払つたことで、日銀が赤字になつた場合、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考えられません。加藤氏や翁元教授がおつしやるとおり、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申し上げたものです。

質問者B 日銀は、QQE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、その鏡をいじつているわけです。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、お教えたければと思います。

早川 日銀がETFを買つてるのは、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ょうどよいタイミングであつたと思います。総選挙の直後にETFの購入額を減らすのは、政治的に困難だつたかもしませんが、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つてきているように思います。

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つた」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いますが、前回量的緩和時は、それが一年程度と短く、放つておけばそのまま償還が進むという単純な世界でし

た。したがいまして、日銀のテクニックが優れていたとは言えないのではないでしようか。

二つ目として、今は、日銀にとつても、政府にとつても、低金利・低インフレのゴルディロックスの状態にあります。このままゴルディ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つ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も上手だと思いますし、ましてECBと比べますと、はるかに

腕前は高いと言えます。したがいまして、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。もつとも、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つたのは少し気になるところです。

二つ目のゴルディ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。今はゴルディ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。したがいまして、ゴルディ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

応すればよいと言つっていました。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、バブルはまことに考えていうように思えます。現在、それがどう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)

(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)

（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。）

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）。

FUJITSU
shaping tomorrow with you

実験的金融政策の効果と限界 —QQEからYCCへ—

資本市場を考える会
(2017年11月9日)

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

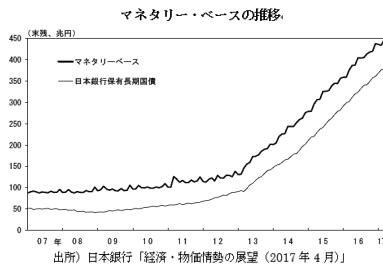
量的・質的金融緩和(QQE)とは？

FUJITSU

- 13年4月に導入された量的・質的金融緩和(QQE、quantitative and qualitative monetary easing)の内容
 - 1 長期国債等の金融資産を大量に購入する。
 - 長期国債の購入金額は月間約7兆円(平均残存期間も長期化)。このほか、ETF やREITも購入。
 - 2 マネタリーベース(銀行券+日銀当座預金)を年間60~70兆円増やす。
 - 3 上記を通じて、消費者物価上昇率2%のインフレ目標を2年程度で実現する。

■その後、14年10月に追加金融緩和を実施。

- 毎月の国債の購入額は10兆円へと増加(日銀保有の国債純増額は80兆円、政府の新規発行額=40兆円弱の2倍以上)。
- 結果として、マネタリーベースの残高は、当初目標の2倍を大きく超えて、3倍以上に増加。



QQEの実験的性格(1)

- ゼロ金利下での非伝統的金融政策(Unconventional Monetary Policy)の効果について、経済学界に明確なコンセンサスは無い。つまり、QQEは実験的な政策だが、現在の標準的経済理論で想定される効果は概ね以下の通り(Eggertson-Woodford2003等)

I QE0(単にマネタリーベースを増やす)⇒効果なし

- 01～06年に日銀が行ったタイプの政策。FedのBernanke前議長も、「QEに効果はない」と明言している。

II QE1(金融市場の混乱時にリスク資産を購入する)⇒効果あり

- リーマン・ショック直後にFedが行った政策(credit easing、98年に日銀が行ったCP・社債オペが先駆)。Bernankeの大恐慌研究の教訓を活かした措置。

III QE2(長期国債を大量に購入する)⇒長期金利低下?

- 10年以降にFedが行った所謂QE2、QE3に対応。市場参加者が極めて合理的なら、理論的には「効果なし」だが、一般的には長期金利低下が期待される。

- QQE=QE0+QE2 ⇒QQE開始時の長期金利が低い日本では、「効果はあっても僅か」というのが理論的な答え(植田2014)。

QQEの実験的性格(2)

- しかし、実際の金融市場では、ソロス・チャートを使って為替取引を行なう参加者等が多い。ならば、現実にはQE0も効くのではないか?

- ソロス・チャートが理論的には間違いであっても、ケインズの美人投票の論理に従えば、「皆が信じているなら、自分も信じるのが合理的」。

- 実際、米国のQE2、QE3はドル安、米株高をもたらしたように見える。

- 14年1月のBernanke発言：“The problem with QE is it works in practice, but it doesn't work in theory”

■ 非伝統的金融緩和の倫理的側面

- 現実に効く可能性があるなら、試してみればどうか?

1 市場参加者の誤解によって効果を持つような政策を中央銀行が行なうことは許されるのか?

- 偽薬(placebo)は実際に効果を持つ。医者が偽薬を使うのと同じか?

2 QQEの出口で日銀は巨額の損失を蒙る。国民負担に繋がる政策(=実質的に財政政策)を中央銀行が行なうことが許されるのか?

- 長期国債を低金利(=高い値段)で大量に買えば、2%インフレが達成され長期金利が上昇した時、当然大きな損失が発生する。

QQEの本当の狙い

FUJITSU

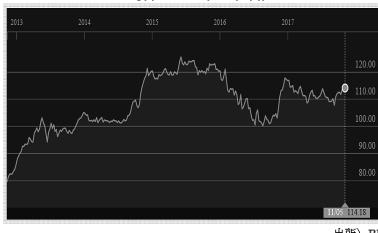
1. 市場を驚かせる程の大胆な金融緩和(=黒田バズーカ)によって大幅な円安を実現させる。
 - アベノミクス前の円ドル相場は1ドル=80円。PPP(概ね100円)に比して「過度の円高」だったため、大幅円安は十分あり得るシナリオだった。
 2. 円安によってCPIは比較的速やかに上がる(物価上昇第1弾)。
 3. 円安で輸出数量が増加し景気はよくなる(需給ギャップも改善)。
 - 物価が上がれば消費が増えるとか、実質金利低下で設備投資が増えるといった主張には実証的根拠が乏しかったが、円安→輸出増は強固な経験則だった。
 4. 円安の価格効果と数量効果で企業収益は大幅に改善する。
 5. 企業収益の増加を背景に賃上げが実現。需給ギャップ改善効果もあって、物価が上がる(物価上昇第2弾)。
 - ここまで行けば、持続的な物価上昇が実現する。複数均衡が存在するモデル(Bullard 2010)を前提すれば、悪い均衡から良い均衡へのジャンプを意味。
- 本質はショック療法による「短期決戦」。短期間で成功しなければ、マネタリー・ベースをまるまる増やすても意味はない。

実験の結果(1): 資産価格

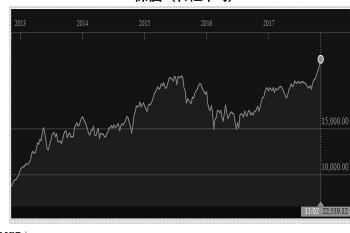
FUJITSU

- 金融市场では大幅な円安・株高が実現し、その結果、国民の心理も明るくなつた。
- 為替、株価の反応は、QQE実施前の12年11月に始まった(衆議院解散で安倍政権の成立が予想された)。通常、事前に市場に織り込まれると、その後に失望を招きがちだが、QQEは市場の予想を大きく上回った(⇒黒田バズーカ!)。
 - 12年秋は、①欧州情勢の落着き、②ミニ景気後退の終了(11月が底)などから、もともと相場の変わり目だったと思われるが、アベノミクス・QQEなしにあれだけの円安・株高は考えられなかつた。

為替レート(ドル/円)。

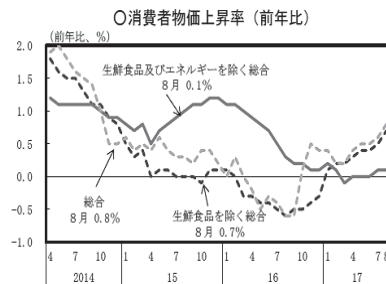
出所) Bloomberg^e

株価(日経平均)



実験の結果(2)：物価

- 消費者物価は13年半ば頃から前年比プラス基調で推移。「物価の持続的な下落」という意味でのデフレからは脱却した。
 - 消費者物価(除く生鮮食品)前年比は昨年中マイナスで推移したが、これは原油価格下落によるもの。足もとは+0.7%の上昇となっている。
 - しかし、当初の「2年で2%」の約束は果たされなかつた。QQE開始から4年半が過ぎた現時点の日銀コア前年比は+0.2%、近い将来の目標達成は絶望的。
- 原油価格下落は一過性だが、賃金伸び悩みは深刻な障害。
 - 原油価格の下落は相対価格の変化。「物価を決めるのはあくまでマネー」としてきたりフレ派は2%達成の遅れを原油のせいにすることはできない。
 - 定期昇給を除いたペア率は14年が0.4%、15年は0.6%と上昇してきたが、昨年(0.3~0.4%)、今年(0.2~0.3%)と企業の最高益、人手不足の深刻化の中で伸び率が低下。

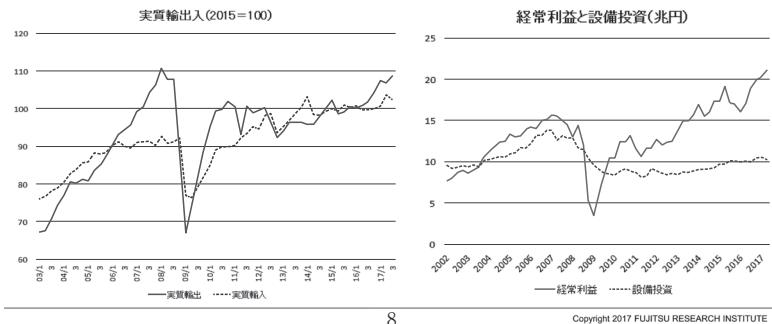


誤算とサプライズ(1)：企業のブラックホール化 FUJITSU

■ 大幅な円安でも実質輸出が殆ど増えなかった。

- これには、①世界経済の成長鈍化に加え、②円安でも企業の海外生産の流れが変わらないこと、③一部産業の国際競争力の衰えといった構造要因が影響。
- 足もとの輸出増加は世界的に製造業循環が上向いた結果。

■ 加えて、円安・原油安の下で史上最高益となつても、賃上げも設備投資もごく僅か(企業のブラックホール化)。



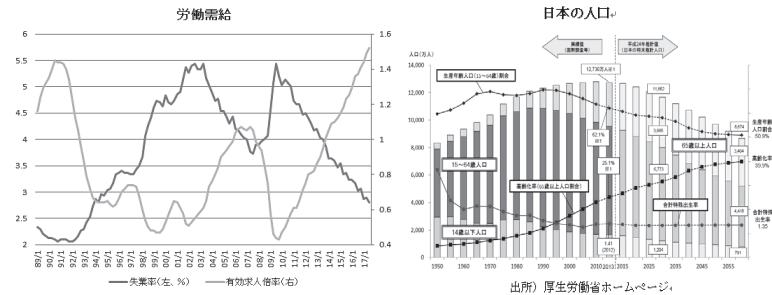
8

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

誤算とサプライズ(2)：人手不足 FUJITSU

■ アベノミクス始動以前から雇用情勢は着実に改善。失業率は2%台まで下がり、日本は「人手不足時代」に入った。

- 3%台半ばの構造失業率に対して、失業率は2.8%まで低下。足もとの有効求人倍率は平成バブル期のピークを上回り、深刻な人手不足を示唆。
- ただし、この間の経済成長は僅か。完全雇用達成は、アベノミクスの成果と言うより高齢化に伴う労働供給減少の結果(団塊世代完全退職の影響)。人手不足は構造的な変化と理解する必要。



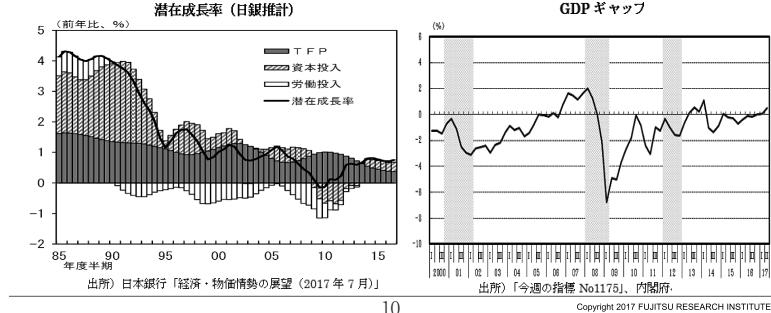
9

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

誤算とサプライズ(3)：潜在成長率の低下

- 労働供給の減少と生産性の鈍化で日本経済の「成長天井」＝潜在成長率は低迷。低成長でも需給ギャップはほぼ解消。

- 0%台前半だった潜在成長率は、昨年末のGDP統計改訂によって上昇したが、それでもなお0%後半。5年近くに及ぶアベノミクスでも潜在成長率は明確に上昇していない（成長戦略機能不全を証明）。
- 日銀推計だけでなく内閣府の新推計でも需給ギャップはプラスに。デフレ脱却はアベノミクスの成果ではなく、低生産性⇒人手不足の結果？



10

経験からの教訓

- QQEの実験的性格を考えれば、実際の経験から学ぶことが極めて重要。成果と誤算を踏まえて常識的に考えれば、アベノミクスが学ぶべき教訓は以下の通りだったのではないか？

- 1 デフレが終わっても成長率は高まらず、成長天井の低下が顕わとなつた以上、供給力強化が重要。成長戦略の策定・実行により大きな力を割くことが必要。
- 2 完全雇用が実現した以上、財政による景気刺激は意味を失った。潜在成長率低下で財政バランスの維持が困難になることを踏まえれば、早期に財政健全化に舵を切ることが求められる。
- 3 原油安による搅乱が生じる一方で、財政健全化の遅れが懸念される中（「出口」QQE終了時に長期金利が急騰するリスク）では、機械的に2%目標達成を急ぐ必要はない。

- 実際には、これらの教訓とは正反対のことが行われてしまった！

- もともとQQEは短期決戦の陣立てだったが、賃金が上がらず短期決戦シナリオは崩壊。その後も当初の枠組みに執着し、強気の情報発信を繰り返した結果、市場の信認を失った。⇒その結果、昨年9月の「総括的検証」へ。

11

デフレ・マインドと「日本企業」(1)

- 最近の日銀は「デフレ・マインド」という言葉を多用するが、これは物価下落予想とは別物と考えるべき。
 - デフレ・マインド=デフレ時代に染み付いてしまった悲観的・防御的な思考法（「人件費や原材料費の引き下げといったコスト・カットを行い、設備投資ができるだけ圧縮して利益を確保し、財務状況を安定化させる」という企業行動：14年12月の経団連講演での黒田総裁）
- 日銀は大胆な金融緩和によるデフレ・マインド転換を強調するが、QQEの経験では金融市場と実物経済の非対称性が明らかに。
 - Dixit流投資理論を考えれば、とくに不思議はない。非可逆性が無く取引コストも低い金融取引では、予想が変化したら人より早く動くことが重要。一方、非可逆的な実物投資では、環境変化が持続的なものか否か、確かめる必要がある。
 - とりわけ流動性危機(97~98年と02~03年の金融危機、リーマン・ショック直後)を経験すると、資金の固定化への恐怖感が高まるのは自然(Cash is king!)。
- だとすると、デフレ・マインドとは「物価下落が続くという予想」ではなく、不幸な経験から生まれたlearned pessimismではないのか？
 - 今回、円安の影響が鈍いのも、リーマン・ショック前のシャープやパナソニックの失敗からの学習の成果？

デフレ・マインドと「日本企業」(2)

- 史上最高益でも賃上げや設備投資をためらう企業、絶好の環境でもベア要求に及び腰の労組。その背後にあるものは、生涯の雇用保証を要求する「日本の雇用」と自信を失った企業の組み合わせ。
 - 投資機会はあっても、何十年も儲かる保証などない以上、雇用を切れない日本企業は消極的になりがち。自然人の寿命 > 法人の寿命とすれば、そもそも終身雇用は無理ではないか。
 - しかし、キャッチャアップ時代の成功体験の結果、今や逆機能となったシステムを捨てられない。日本企業は企業価値の最大化ではなく、倒産確率最小化を行動原理にしているという実証分析さえある(広田2011)。
- しかし、グローバル競争が激化する現在、リスクを取れない企業はほぼ確実に負ける。
 - 史上最高益は円安・原油安の下駄を履いた結果であり、日本企業の競争力はむしろ衰えているのではないか？
 - 2010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再来しているが、日本企業の影は薄い(cf.1990年代のIT革命の時代との比較)。新しい波=オープン・イノベーションに対応できない背景にも、日本の雇用と企業間の壁があるのではないか？

マネタリー・ベースの「誤解」

- マネタリー・ベース(以下MB)の概念が曖昧化している。確かに、
MB=銀行券十日銀当座預金
という会計的定義で見たMBは450兆円超(名目GDPの8割超)に達する。しかし、超過準備には付利が行われており、今や①信用創造のベースでも、②通貨発行益(seigniorage)の源泉でもない。これをMBと呼ぶのはmisleading。
- 超過準備は、信用創造につながっていないから超過準備になるのであり、また超過準備付利=市場金利であれば、これを使って信用創造を行なうインセンティブは働かない。実際、money multiplierは低下の一途である。
- MBが通貨発行益となるのは、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。したがって、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ない。
- 経済学的にMBとしての役割を果たしていないものをMBと呼ぶことが、議論の混乱を招いているのではないか?
- 例えばリフレ派の中には、「日銀が国債を持てば、支払った金利は日銀納付金で戻ってくるので、財政負担が減る」といった類の発言をする者がいる。これは、MB=通貨発行益と考える点で初步的な間違い(ヘリコプター・マネーも同じ)。

マイナス金利の導入とその限界

- 毎月長期国債を10兆円買うQQEは行き詰りつつあった。
 - 当初の目論見通り2年間で物価目標を達成できれば、大量の国債買入れも問題なかった。しかし、5年も6年も巨額の国債買入れを続けるのは無理。
 - にもかかわらず、物価見通しが下振れたり、円高・株安が進むと、市場では追加緩和の思惑が高まりがちだった。
- こうした中、昨年初円高・株安が進むと、日銀はマイナス金利政策(NIRP)の導入を決めた。
 - マイナス金利は日銀当座預金の一部にのみ適用される仕組み。
 - 国債大量買入れと違いマイナス金利は持続可能であり、イールド・カーブ全体を押し下げることで景気刺激効果を持つ。
 - もつとも、イールドが潰れて利鞘が悪化すれば、金融機関経営の安定を損なう。また年金制度の持続性などへの不安が消費者心理に悪影響を及ぼし得る。
 - 加えて、またもサプライズを狙った代償は大きかった。理解が困難な政策が突然導入されたことで、高齢者を中心に消費者心理を悪化させたほか、これまでQQEに協力してきたつもりの金融機関の反発は極めて強い。
 - さらに、日銀のマイナス金利導入は世界的な金融市場の混乱の真最中だった。マイナス金利後にむしろ円高・株安となり効果への疑問を招いた。

総括的検証

■ QEが限界に近づきマイナス金利も不評な中、日銀は昨年9月に金融緩和の「総括的検証」を行なった。政策の軸足を量から金利に変える(イールドカーブ・コントロール=YCC)とともに、金融政策はアベノミクスの主役からサイドラインへ。

- 市場調節方針は従来のマネタリーベースから、①当座預金への-0.1%の適用②10年国債金利の目処(概ねゼロ)と金利に変更された。
- 「オーバーシュート型コミットメント」は、実質的には従来からの方針。これを明記したのは、金融緩和後退と受け取られないための工夫か。国債保有額は年間80兆円増が目処とされているが、実際の買入れはこれを大きく下回るペース。
- この枠組み変更は黒田総裁、中曾副総裁講演で方向性が示唆され、マスコミへの「地均し」も進められた(サプライズ戦略への反省)。
- 日銀の新枠組みは、これまでのところ成功裏に推移。
 1. サプライズ戦略を止めたことで市場とのコミュニケーションが改善。以前のような展望レポート毎の市場の乱高下は消えた。
 2. YCC自身に強力な金融緩和効果はないが、追い風があれば有効。トランプ風による米金利上昇下では、YCCが金利差拡大=円安効果を持った。

YCC調整の難しさ

■ YCCを為替制度に例えるなら、固定制(peg)ではなくてadjustable pegと理解すべき。

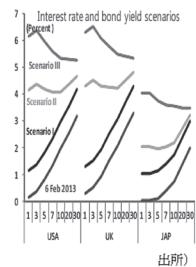
- 物価等のfundamentalsと整合的であれば調整はないが、乖離が生じれば調整が行なわれる。日銀の長期金利への影響力は為替よりもずっと大きいので、米国金利が多少上がってもターゲットは維持可能(ただし wider band はあり得る)。
- 今年後半に物価上昇率が1%程度となりかつ「物価の基調」が上向きなら、長期金利ターゲット調整の可能性があったが、現時点ではそのシナリオはほぼ消滅。
- 為替のadjustable pegでもそうだったが、困難はどのように調整を行なうか。長期金利の調整にはオーバーナイトと根本的に異なる難しさがある。
- オーバーナイト金利を動かしてもcapital gain/lossは発生しない(為替や株価が動いても「市場が決めたこと」と言える)。長期金利を動かせばcapital gain/lossが生じ、それは中央銀行の責任(かつ財務省も重要な利害関係者)。
- フォワード・ガイダンスが可能なのはオーバーナイトのみ。長期金利で「日々調整も」と言えば、直ちにアタックに会う。いったん止めたサプライズに戻る他ない。
- 長期金利調整の方法としては、ターゲットのmaturity(現在は10年)を徐々に短くして行く方法もあり得る。

「出口」における日銀の損失(1)

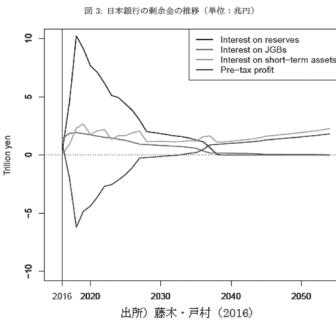
FUJITSU

- QEの「出口」においては、①高値で買った国債を安値で売る、ないし②国債利回り以上の利子を超過準備に付すため、日銀が巨額の損失を蒙る。その規模は年間数兆円オーダーに達する。
- その推計としては、中央銀行の評価損を計算したIMF2013や、日銀の会計処理に即した岩田・左三川2013などがある。QEの長期化に伴い、藤木・戸村2015では損失額がさらに拡大している。深尾2016も参照。

Figure 1. Possible Central Bank Losses in Different Scenarios

出所) IMF2013^a

18



出所) 藤木・戸村 (2016)

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

「出口」における日銀の損失(2)

FUJITSU

- 日銀は、当初からこの問題を意識していたと思われるが、これまで「出口の議論は時期尚早」と表立った議論は封印してきた。
- QE導入直後にこの問題を議論すると、金融緩和効果が減殺されると考えたとしても、現在に至るまで議論を封印しているのは無責任の誇りを免れない。
- FRBはテーパリングに先立ち、スタッフの論文で自らの損失試算を公表している。日銀も当然試算を公表すべきではないか。
- 日銀も当然、内部では試算をしている筈。日銀内には「損失の民間試算は過大であり、債務超過になっても一時的」との見方もあるようだが、ならば尚更試算を公表して国民を安心させるべき。
- 確かに、長期金利ターゲットの引上げを早めに進め、短期金利の上昇テンポをゆっくりにすれば、日銀の赤字は小幅に止まる。しかし、物価目標の達成が遅れ国債保有残高が増えれば、赤字幅が拡大する恐れも。
- 現実的な帰結は、実質的な預金課税か。
- 銀行に利子を払うために日銀が赤字(⇒政府から資本注入?)というのは政治的に許されない。法定準備率引上げ(Turnerの主張)で金融機関への利払いを圧縮すると考えるのが常識的。日銀の国債買入れで政府の利子負担は減るが日銀が損をする。その損は金融機関に転嫁されるということ。

19

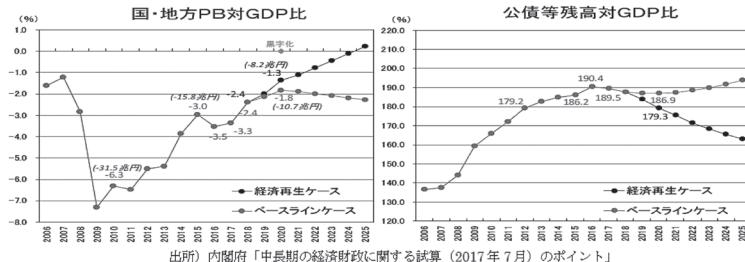
Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

QQEからの「出口」とその前提

- 2%インフレが達成された時に、QQEの「出口」がうまく行くかどうか（長期金利急騰→市場の大混乱を避けられるか）は、①中央銀行の金融調節の技量と②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、の2つに依存する。
 - a. 信じている⇒日銀の手腕次第：日銀は、Fedのtaperingや今後の利上げからしっかり学ぶ必要。
 - b. 信じていない⇒国債買入れを止める⇒長期金利急騰・財政悪化のスパイラル
 - c. 信じていない⇒国債買入れを継続⇒円安・インフレのスパイラル（Wicksellの累積過程）
- このうち、金融市場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（eg. 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）。
- しかし、14年の消費増税先送り前に黒田総裁が指摘していたとおり、「政府の財政健全化への意思や努力について市場から疑念を持たれると…対応のしようがない」ことになる。

財政リスク(1)：プライマリー・バランス

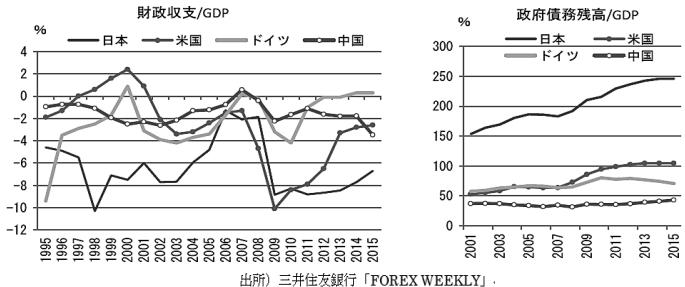
- 消費増税延期毎に、安倍首相は「20年度の基礎的財政収支黒字化方針堅持」を約束してきたが、実際の達成は極めて困難だった。
- 財政再建計画の前提是非現実的な実質2%台、名目4%近い高成長。それでも20年度の基礎的財政収支赤字（PB）は8.2兆円（1年前の5.5兆円から拡大）。
- 「デフレ脱却で高成長」の幻想が崩れても、高成長の前提を変えていない。潜在成長率並みの実質0.8%成長を前提にすると、PB赤字幅は10.7兆円まで拡大。
- 安倍首相は、今回総選挙で消費税引き上げに伴う収税の一部を教育費などに充てる方針を発表。事実上PB黒字化目標は先送りに。



財政リスク(2)：財政規律の喪失

■ 金融政策が行き詰る中で、アベノミクスは再び財政出動へ。

- 景気は、消費、輸出ともますますだったのに、消費の弱さや世界経済のリスクを強調して、消費増税を再度先送り、大型の景気対策を策定。
- 世界経済のリスクは事実だが、G7で本格的に財政出動したのは日本だけ(どの国よりも財政状況の悪い日本が最も財政出動に積極的という奇妙な姿)。
- QEの最大の問題は市場機能を壊す(=長期金利上昇リスクが感じられない)ことで、財政規律の喪失を招いたことではないか。



22

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

物価水準の財政理論(FTP)

■ 浜田参与の「眼からウロコ」でFTPに注目が集まっているが、本来のFTPは抽象的な純粋理論。

- 政府債務(貨幣も含む)の価値 = 将来のPB黒字の現在価値という式を、政府の予算制約式ではなく、均衡条件と読むのがFTP(広義では30年以上の歴史)。
- FTPの長所は、「単なる紙切れである紙幣が何故価値を持つか」といった問題にdeepな解釈を与えること(cf. 岩井教授の「貨幣論」)。
- 弱点は抽象的過ぎて、民間が「政府はnon-Ricardianだ」と思った時にどれだけ物価が動くのか分からないこと(理論的には物価水準がjumpすると考えるのが一番自然)。FTPを組み込んだマクロモデルも実証研究も殆どない。
- FTPを政策論に持ち込んだ放漫財政の薦めは極めて危険。
 1. 日本のデフレ期は政府債務が急増。FTPによるデフレの説明は無理。また、FTPはPB黒字を前提にしているが、日本ではPB黒字 자체が困難。
 2. FTPはまたしても期待に働き掛ける政策。放漫財政を進めれば、国民は国债を資産だと思って消費を増やすか。また、物価が上がり始めたら政府は真面目になるなどという器用なことができるか。
 3. FTPは量的緩和以上に実験的で、失敗時のコスト(例えばハイパーインフレ)は遙かに大きい。完全雇用の日本でそんなギャンブルが必要か。

23

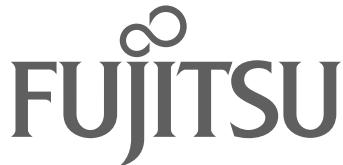
Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

「物価至上主義」のマクロ政策

- 足もとの日本経済では景気好調・物価低迷の対比が鮮明。
 - 物価が上がらないのが問題とされるが、「国民の負担となるインフレがなく雇用が拡大しているのは良い状態」(浜田宏一氏)と考えるのが普通だろう。
- 教科書的には、マクロ政策を景気刺激的から中立的、ないし若干引締め気味に転換すべきタイミング。
 - 需給ギャップも既にプラス領域。
- しかし、現在の日本のマクロ政策は「物価至上主義」に陥っているため、金融緩和、財政拡張が止まらない。
 - 日銀は2%の物価目標を掲げて大胆な金融緩和にコミットしているため、2%が未だに遠い中では金融緩和の手を緩められない。事実、日銀の資産総額は500兆円を超えて拡大中。
 - 本来は巨額の赤字を抱える財政が引締め気味の運営に転ずべきだが、①物価高騰で国民の不評を買う心配がなく、②金利上昇で首が廻らなくなる恐れもない時、財政規律は緩みがちになるのが自然な政治力学。
 - これは、物価が上がらない→金融緩和が続く→金利が上がらない→政府は財政赤字を気にしないという意味での「物価至上主義」の枠組み。

マクロ政策の枠組み転換を

- 現在の枠組みの最大のリスクは、日銀が「出口」を迎える前に次の景気後退が来る可能性。
 - 日銀は7月「展望レポート」で2%目標達成時期を「19年度頃」に先送った。仮に19年度初頭に2%を達成しても、19年10月の消費増税を前提にすれば、「出口」政策を開始できるのはその影響を見極めた後、最速で20年度になる。
 - 問題はそれまで今の景気拡大が続くか。今回の景気拡張期間は来年初に戦後最長になる。米国や中国経済のリスクを考えると、好景気が続く保証はない。
- 「出口」の前に景気後退となった場合、日本には金融・財政政策ともに殆ど打つ手がない危うい状況に追い込まれる。
 - 景気後退が来ても、バランスシートを目一杯膨らませマイナス金利まで導入した日銀に追加的にできることは少ない。
 - 安倍政権は日銀緩和を頼りに財政健全化を先送っているため、財政出動余地も殆ど無い(リーマン・ショックの時には、小泉政権が財政再建を進めていたため大規模な財政出動が可能だった)。
- マクロ政策の枠組み変更が必要。
 - 日銀は2%を中長期目標にして国債やETFの購入ペースを落とす。政府は財政健全化を進め、社会保障改革の青写真を示す。



shaping tomorrow with you