

実験的金融政策の効果と限界 —QQEからYCCへ—

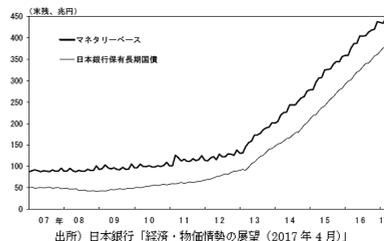
資本市場を考える会
(2017年11月9日)

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？

- 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。

マネタリーベースの推移



QQEの実験的性格(1)

FUJITSU

■ 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)。

2

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

QQEの実験的性格(2)

FUJITSU

- 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
- 現実にも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。

3

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

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ずるずる増やしても意味はない。

4

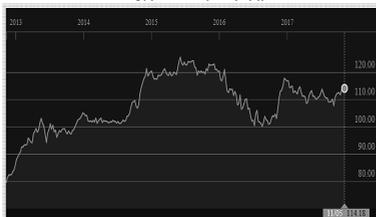
Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

実験の結果(1):資産価格

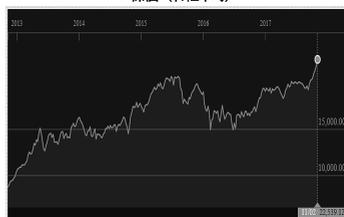
FUJITSU

- 金融市場では大幅な円安・株高が実現し、その結果、国民の心理も明るくなった。
- 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欧州情勢の落ち着き、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った。

為替レート(ドル/円)



株価(日経平均)



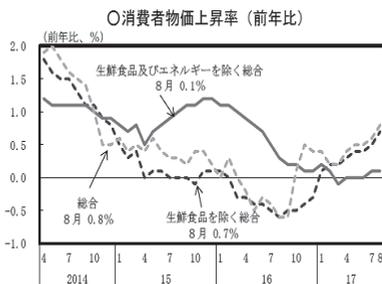
出所) Bloomberg

5

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

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った。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」としてきたリフレ派は2%達成の遅れを原油のせいにすることはできない。
- 定期昇給を除いたベア率は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。



出所) 内閣府「月例経済報告に関する関係閣僚会議資料」

実験の結果(3):経済成長

- デフレ脱却が実現しても、経済成長率は高まっていない。
- 「リフレ派」の主張では、「日本経済の長期低迷はデフレのせい」だった。しかし、デフレが終わっても経済成長率は高まっていない。
- 安倍政権下(13/1Q~17/2Q)の平均成長率は年率+1.4%(統計改訂で大幅に改善)と、民主党政権期(09/4Q~12/4Q)の同+1.6%より低い。
- 2~3年前は名目GDPの強さが強調されたが、これは消費増税と原油安に伴う交易条件好転の結果。足もとのGDPデフレ率は前年比マイナス。



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っても、賃上げも設備投資もごく僅か(企業のブラックホール化)。



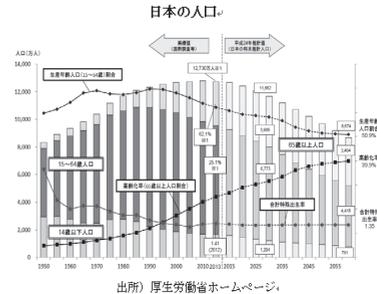
8

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。



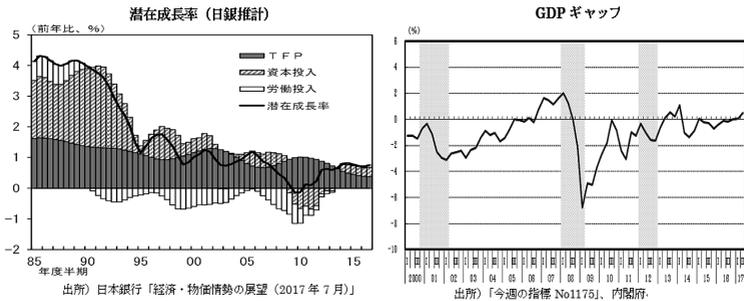
9

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

誤算とサプライズ(3)：潜在成長率の低下

FUJITSU

- 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

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

経験からの教訓

FUJITSU

- 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と？
- 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った以上、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 原油安による攪乱が生じる一方で、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

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

デフレ・マインドと「日本企業」(1)

FUJITSU

- 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・防衛的な思考法（「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、設備投資を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速く動くことが重要。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？

12

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

デフレ・マインドと「日本企業」(2)

FUJITSU

- 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「日本的雇用」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、日本的雇用と企業間の壁があるのではないか。

13

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

マネタリー・ベースの「誤解」

FUJITSU

- 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＋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 \geq 市場金利であれば、これを使って信用創造を行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と？
 - ▶ 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歩的な間違い(ヘリコプター・マネーも同じ)。

14

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

マイナス金利の導入とその限界

FUJITSU

- 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。
 - ▶ もっとも、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。

15

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

総括的検証

FUJITSU

- QQE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。

16

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

YCC調整の難しさ

FUJITSU

- 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(為替や株値が動いても「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「近々調整も」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。

17

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

「出口」における日銀の損失(1)

FUJITSU

- QQE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。QQE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

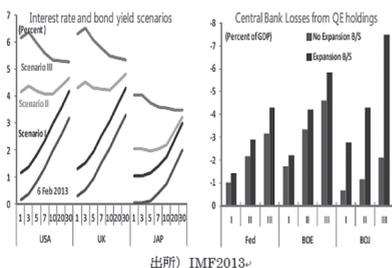
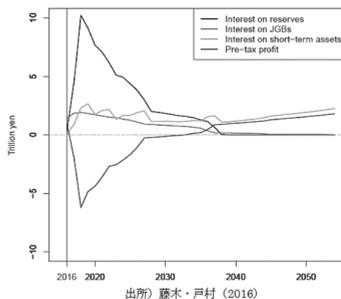


図 3. 日本銀行の剰余金の推移 (単位: 兆円)



18

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。
- QQE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なれば、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

FUJITSU

■ 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。

- 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。
 - 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
 - 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。

20

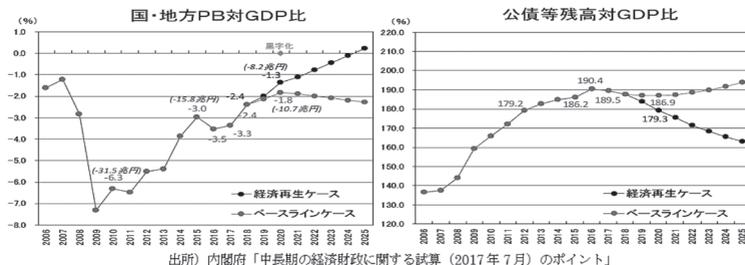
Copyright 2016 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

財政リスク(1)：プライマリー・バランス

FUJITSU

■ 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は非現実的な実質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税率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。



21

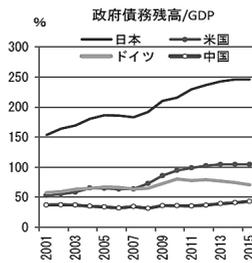
Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

財政リスク(2) : 財政規律の喪失

FUJITSU

■ 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、輸出ともまずまずだったのに、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)。
- QQE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。



出所) 三井住友銀行「FOREX WEEKLY」。

22

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

物価水準の財政理論 (FTPL)

FUJITSU

■ 浜田参与の「眼からウロコ」でFTPLに注目が集まっているが、本来のFTPL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FTPL(広義では30年以上の歴史)。
- FTPL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な解釈を与え得ること(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)。FTPLを組み込んだマクロモデルも実証研究も殆どない。
- FTPL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。FTPLによるデフレの説明は無理。また、FTPLはPB黒字を前提にしているが、日本ではPB黒字自体が困難。
 2. FTPL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、国民は国債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. FTPL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)は遥かに大きい。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

FUJITSU

- 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。

24

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

マクロ政策の枠組み転換を

FUJITSU

- 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。

25

Copyright 2017 FUJITSU RESEARCH INSTITUTE

実験的金融政策の効果と限界


FUJITSU

shaping tomorrow with you