

日銀・異次元金融緩和の行方（論点メモ）

都市研究センター専任研究員

丹上 健

はじめに

1. 日銀は、2013年4月以来、同年3月に就任された黒田総裁の下で、5年以上の長きにわたり、いわゆる異次元金融緩和を続けている。2%の物価安定目標を実現し、デフレを脱却するためである。当初は「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とされたが、これまで6度にわたり達成時期が先送りされ、ついに本年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、達成時期の記載が削除されるに至った。

2. このように異次元金融緩和は、短期戦から長期戦へと様相を変えているが、折しも本稿対象期間末の7月31日、日銀は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定するとともに、新たな展望レポートを発表した。

消費者物価上昇率は、本年4月時点から、2019年度：+1.8%→+1.5%、2020年度：+1.8%→+1.6%となり、見通し期間中の2%達成は見通せないものになっている。また、「枠組み強化」は、「2%の「物価安定の目標」の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる」としている。ただし、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる」として、基本スタンスは従来と変わっていない。その上で、「強

力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から」、①政策金利のフォワードガイダンスの導入と②「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定している。

ここで詳細には触れないが、「枠組み強化」の決定は、①2%の物価安定目標の達成には、なお時間が掛かること、②異次元金融緩和は、若干の修正を行った上で、今後も継続すること、③特に2019年10月に予定される消費税率引き上げの影響を見極めるまでは、現在の極めて低い長短金利水準を維持すること、を明らかにしたことに意義があるものと考えられる。

3. しかし、短期戦でこそ成り立つ異次元の金融緩和を、このように長期にわたり継続することについては、疑問がある。

本稿は、異次元金融緩和の行方を考える上で必要と思われる基礎的事項を、論点メモとしてまとめたものである。具体的には、〔目次〕のとおりであり、次のような問題意識に基づいている。

- ①異次元金融緩和の内容と考え方はどのようなものか。：1～3、
- ②異次元金融緩和はどのような成果を上げているか。：4
- ③そもそもデフレとは何か。：5
- ④異次元金融緩和の実施状況はどうなっているか。：6
- ⑤異次元金融緩和が2%の物価安定目標を

実現するメカニズムは何か。：7

⑥異次元金融緩和の副作用としてどのような問題があるか。：8・9

⑦デフレは日本経済低迷の原因か。本当に求められる政策は何か。：10

⑧今後の経済政策はどうあるべきか。：11

以上の結論として、筆者が考える今後の経済政策の方向は、次のようなものである。

[日本銀行]

①目指すべき物価安定目標を2%から引き下げ、又は、2%の物価安定目標を中期的に達成を目指すべきものとして、政策運営を柔軟化すること。

②異次元金融緩和によるリスクの蓄積を可能な限り早期に停止し、その縮小を進めること。

③異次元金融緩和とその正常化に伴うリスクをしっかりとコントロールして、金融システムや経済の安定を確保すること。

[政府]

①企業防衛マインドの転換と国民の将来不安の解消を図ること。

②民間の創意工夫の発揮やイノベーションを促進する各種成長戦略や構造改革を強力に推進すること。

③政府の支出と収入のアンバランス（低支出・最低収入）を是正するため、財政再建施策を着実に実施すること。

特に日銀が出口に向かう前の低金利が維持された猶予期間のうちに、財政健全化の実を上げるとともに、財政規律の確保に強くコミットすることによって、出口における国債市場の不安定化を抑止すること。

もとより経済・金融の門外漢であり、理解不足や誤解を懼れるが、本稿が異次元金融緩和の行方を考える上で、何らかの参考

になることがあれば幸いである。

○「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の概要

1. 日本銀行は、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

(1) 政策金利のフォワードガイダンス

日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

(2) 長短金利操作（イールドカーブ・コロール）

短期金利：政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(3) 資産買入れ方針

①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

2. 日本銀行は、1.の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととした。

(1) 政策金利残高の見直し

政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる。

(2) ETFの銘柄別の買入れ額の見直し

ETFの銘柄別の買入れ額を見直し、TOPI

Xに連動するETFの買入れ額を拡大する。

3. (略) 物価は、経済・雇用情勢に比べて弱めの動きが続いている。その背景には、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや値上げに対する家計の慎重な見方の継続といった要因が複合的に作用しており、2%の「物価安定の目標」の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

○展望レポートの経済・物価見通し (2018.7)

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2018年度	+1.3~+1.5 <+1.5>	+1.0~+1.2 <+1.1>	
4月時点の見通し	+1.4~+1.7 <+1.6>	+1.2~+1.3 <+1.3>	
2019年度	+0.7~+0.9 <+0.8>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.3~+1.6 <+1.5>
4月時点の見通し	+0.7~+0.9 <+0.8>	+2.0~+2.3 <+2.3>	+1.5~+1.8 <+1.8>
2020年度	+0.6~+0.9 <+0.8>	+1.9~+2.1 <+2.1>	+1.4~+1.6 <+1.6>
4月時点の見通し	+0.6~+1.0 <+0.8>	+2.0~+2.3 <+2.3>	+1.5~+1.8 <+1.8>

出典：日本銀行

【目次】

1. 異次元金融緩和の概要

- (1) 政府・日本銀行の共同声明 2013.1
- (2) 「量的・質的金融緩和」の導入 2013.4
- (3) 「量的・質的金融緩和」の拡大 2014.10
- (4) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 2016.1
- (5) 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 2016.9

2. 異次元金融緩和の考え方

- (1) デフレの問題点
- (2) 「2%の物価安定の目標」の実現
- (3) 「量的・質的金融緩和」のポイント
- (4) 「量的・質的金融緩和」の効果：金融緩和効果の波及経路
- (5) 金融政策運営を巡る論点
- (6) デフレからの脱却

- (7) 「量的・質的金融緩和」拡大の意義
- (8) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入の意義と効果
- (9) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入の意義と考え方

3. 黒田日銀の2期目のスタート

4. 異次元金融緩和の成果

- (1) 経済情勢
- (2) 金融情勢
- (3) 企業動向
- (4) 物価動向
- (5) 異次元金融緩和の成果・要約

5. 「デフレ」とは何か

- (1) 「デフレ」
- (2) 「デフレ・スパイラル」
- (3) 「デフレではない」と「デフレ脱却」

6. 異次元金融緩和の実施状況

- (1) 日銀のバランスシートの変化
- (2) 国債の保有状況

7. 異次元金融緩和のメカニズム

- (1) 異次元金融緩和のメカニズム
- (2) 非伝統的金融政策
- (3) 貨幣数量説と予想物価上昇率の引上げ
- (4) ポール・クルーグマンの提案
- (5) 長期金利の引下げ
- (6) ポートフォリオ・リバランス効果
- (7) マイナス金利
- (8) 為替変動のメカニズム
- (9) 物価上昇のメカニズム

8. 異次元金融緩和の副作用

- (1) 金利の展望
- (2) 異次元金融緩和の仕組み
- (3) 異次元金融緩和の正常化プロセス
- (4) 国債買入れの限界
- (5) 金融機関の収益悪化と金融システムの不安定化
- (6) 日銀の収支悪化と債務超過の懸念
- (7) 中央銀行の債務超過がもたらす影響
- (8) リスク資産の蓄積と市場の歪み
- (9) 財政規律の緩みと財政運営の困難化
- (10) 異次元金融緩和の副作用・要約

9. 財政ファイナンスとヘリコプターマネー

- (1) 財政ファイナンスと財政の持続可能性の確

保

- (2) 財政の健全化と持続可能性
- (3) 金融政策と財政政策
- (4) ヘリコプターマネー
- (5) 異次元金融緩和とヘリコプターマネー・財政ファイナンス

10. デフレ脱却の意義と求められる政策

- (1) デフレ脱却の意義
- (2) デフレは日本経済低迷の原因か
- (3) 企業防衛マインド
- (4) 国民の将来不安
- (5) 求められる政策

11. 今後の経済政策と日銀への期待

- (1) 中央銀行の役割と物価の安定
- (2) 異次元金融緩和の評価と今後の方向
- (3) 目指すべき物価安定目標
- (4) 今後の経済政策と日銀への期待

〔参考文献〕

池尾和人

- 「現代の金融入門」2010.2 筑摩書房。
- 「連続講義・デフレと経済政策」2013.7 日経BP社。

岩田規久男・浜田宏一・原田泰編著

- 「リフレが日本経済を復活させる」2013.3 中央経済社。

植田和男

- 「ゼロ金利との闘い」2005.12 日本経済新聞社。

翁邦雄

- 「ポスト・マネタリズムの金融政策」2011.6 日本経済新聞出版社。
- 「日本銀行」2013.7 筑摩書房。
- 「経済の大転換と日本銀行」2015.3 岩波書店。
- 「金利と経済」2017.2 ダイヤモンド社。

木内登英

- 「異次元緩和の真実」2017.11 日本経済新聞出版社。

白井さゆり

- 「超金融緩和からの脱却」2016.8 日本経済新聞出版社。
- 「東京五輪後の日本経済」2017.9 小学館。

高田創編著

- 「シナリオ分析 異次元緩和と脱出」2017.10 日本経済新聞出版社。

野口悠紀雄

- 「金融政策の死」2014.12 日本経済新聞出版社。
- 「異次元緩和の終焉」2017.10 日本経済新聞出版社。

早川英男

- 「金融政策の「誤解」」2016.7 慶応義塾大学出版会。

吉川洋

- 「デフレーション」2013.1 日本経済新聞出版社。

1. 異次元金融緩和の概要

まず、2013年4月以来進められてきた日銀のいわゆる異次元金融緩和の内容について概観する。

(1) 政府・日本銀行の共同声明 2013.1

2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に米欧を中心に世界的な金融危機が発生した。我が国では、サブプライムローン関連証券への投資は少なく、直接的影響は限られたが、世界的な経済の冷え込みから急速に円高・株安が進み、輸出の激減、消費の低迷等によって、実質GDP成長率（年率換算）が2008年10-12月期△12.7%、2009年1-3月期△15.2%となるなど、震源地アメリカをも凌ぐ大幅な景気後退に見舞われた。

日銀は、2008年10月から政策金利（無担保コール翌日物金利）の引下げ（0.5%から順次0~0.1%へ）、2010年10月から「包括的な金融緩和政策」の実施と逐次の拡大を行ったが、2011年3月に発生した東日本大震災の影響も重なり、景気回復の足取りは重かった。特に為替レートが2011年・2012年に1ドル80円を切る水準にまで円高が進んだことは、輸出関連産業を中心に深刻な影響を与え、日銀のバランスシート（B/S）の拡大規模やペースが米国の中央銀行・連邦準備制度理事会（FRB）のそれより小さく遅かったことが原因ではないかという批判が半ば通説化して日銀に寄せられた。

そうした中、2012年11月の民主党野田

首相の衆議院解散を受けて行われた総選挙では、かねて日銀の政策に批判的だった安倍自民党総裁が、野党党首として、高いインフレ目標の設定と無制限の金融緩和、円安誘導の実施を公約して選挙戦を闘い、同氏を次期首相と目する市場はこれに強く反応して、以後翌2013年5月頃まで急速に円安・株高が進むことになる。

12月の総選挙の結果、自民党は政権に復帰し、第2次安倍内閣が発足した。禁じ手である円安誘導論は封印されるが、安倍首相の経済政策は、アベノミクスの「3本の矢」＝①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略として取りまとめられた。

こうした流れの中で、2013年1月22日、以下のような政府・日銀の政策連携の共同声明(以下「共同声明」という)が公表された。

○「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」の概要

1. デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。

2. 日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これができるだけ早期に実現することを目指す。

3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長

力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。 また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする。

ポイントは、日本銀行は、①消費者物価前年比上昇率2%の物価安定目標の導入、②金融緩和の推進による目標のできるだけ早期の実現、政府は、①機動的なマクロ経済政策運営、②日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組の具体化と強力な推進、③持続可能な財政構造の確立の着実な推進、をそれぞれに行い、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に一体となって取り組むとしたことである。

この共同声明は、前任の白川総裁の下で公表されたものであるが、その後の黒田総裁の異次元緩和を含め、今日に至るまで政府・日銀の政策連携のベースを成しているものと考えられる。

(2)「量的・質的金融緩和」の導入 2013.4

2013年3月、白川総裁が退任し、黒田氏が日銀総裁に就任した。総裁就任後初めてとなる4月4日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の導入が決定された。いわゆる異次元金融緩和の始まりである。

○「量的・質的金融緩和」の概要

(1)「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に

置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

①マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

②長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。

③ETF、J-REITの買入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

④「量的・質的金融緩和」の継続

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(2)「量的・質的金融緩和」に伴う対応

①資産買入等の基金の廃止

資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。

②銀行券ルールの一時的適用停止

上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立す

るための取組を着実に推進する」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」を、「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する。

ポイントは、①日本銀行が、「消費者物価の前年比上昇率2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する」とし、このため、「量・質ともに次元の違う金融緩和」を行い、「2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」としたこと、②金融市場調節の操作目標を金利からマネタリーベースに変更し、これが年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行うとしたこと、③このため、長期国債、ETF（指数連動型上場投資信託）、J-REIT（不動産投資信託）の保有残高が、それぞれ年間約50兆円、1兆円、300億円のペースで増加するよう買入れを行い、長期国債の買入れ対象を全ゾーンの国債とし、買入れの平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長するとしたことなどである。

※1物価安定の目標と物価の基調：日銀は「物価安定の目標」を消費者物価の総合指数で前年比上昇率2%と定義している。主要国の中央銀行も基本的に同様である。ただし、時々物価情勢を評価するに当たっては、一時的に大きく変動する要因の影響を取り除いた物価の基調的な動きに注目している。その代表的指標が、生鮮食品を除く物価指数であり、長期的に総合指数と似た動きをしていること、総合指数を予測する力が高いことがその根拠とされている。しかし、原油価格が大きく変動するようになると、生鮮食品とエネルギーを除く物価指数など様々な指標が公表されるようになった。また、需給ギャップや中長期の予想インフレ率も、物価の基調をみる重要な指標である。

なお、消費税率の引上げによる消費者物価指数の押上げについては、①1年経てばなくなる一時

的なものであること、②商品やサービスの対価の上昇でなく、商品やサービスの消費に際して支払うべき税金が上乘せされた結果に過ぎないことから、日銀は、消費税率引上げの直接的な影響を除いた物価指数により 2%の物価安定目標の達成を目指している。

※2 **日銀当座預金**：民間金融機関が日銀に保有している当座預金。①金融機関相互間や日銀、国との決済、②現金通貨の支払準備、③準備預金の役割を果たす。

※3 **所要準備額と超過準備**：民間金融機関は、「準備預金制度に関する法律」により、受け入れている預金等の一定比率（準備率）以上の金額を日銀に預け入れることが義務付けられている。日銀当座預金のうち、この準備率に対応する部分が所要準備額（法定準備預金額）、これを超える部分が超過準備である。

※4 **マネタリーベース**：日銀と政府が供給している通貨の総量。日本銀行券発行高＋貨幣流通高（硬貨）＋日銀当座預金。日銀が長期国債等を買入れると、日銀のB/Sの資産に長期国債等、負債に日銀当座預金が計上され、マネタリーベースが増加する。

※5 **マネーストック**：金融部門（日銀等・民間金融機関）が経済全体に供給している通貨の総量。マネタリーベースに含まれる日銀当座預金や金融部門が保有する銀行券・貨幣は含まない。通貨として何を含めるかは国や時代によって異なり得る。我が国では、M1、M2、M3、広義流動性の4つの指標が作成・公表されている。M1＝現金通貨（日本銀行券発行高・貨幣流通高）＋預金通貨（要求払預金）、M2＝M1＋準通貨（定期性預金等）＋CD（譲渡性預金）（発行者は国内銀行等）、M3＝M1＋準通貨＋CD（発行者は全預金取扱機関）

※6 **日銀券ルール**：金融調節上の必要から行う国債買入れを通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという考え方（2001年3月決定）。2010年10月の「包括的な金融緩和策」も適用停止となっている。

(3) 「量的・質的金融緩和」の拡大 2014. 10

量的・質的金融緩和導入後、我が国経済は基調的に緩やかな回復を続け、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想されたが、物価は、2014年4月の消費税率引上げ後の需要の弱めの動きや2014年夏以降の原油価格の大幅な下落が下押し要因として働いた。こうした状況を踏まえ、日銀は、2014年10月、それまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがあり、その顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するためとして、次のとおり量的・質的金融緩和を拡大した。

○ 「量的・質的金融緩和の拡大」の概要

(1) マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約 80 兆円（約 10～20 兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債について、保有残高が年間約 80 兆円（約 30 兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間を 7 年～10 年程度に延長する（最大 3 年程度延長）。

② ETF および J-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円（3 倍増）、年間約 900 億円（3 倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

増加ペースを約 80 兆円（従前約 60～70 兆円）に増額するとともに、②長期国債、E T F、J-R E I T 保有残高の年間増加ペースをそれぞれ約 80 兆円（従前約 50 兆円）、約 3 兆円（同約 1 兆円）、約 900 億円（同約 300 億円）に増額し、長期国債買入れの平均残存期間を 7～10 年程度 ポイントは、①マネタリーベースの年間（同 7 年程度）に延長するとしたことである。

(4)「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 2016.1

2015年夏頃から再度低下を始めた原油価格は、2016年の年明け後、一段と下落した。また、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなり、円高・株安が進行した。このため、日銀は、2016年1月、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%の物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するためとして、新たに「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

○「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の概要

日本銀行は、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。今後は、量・質・金利の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする。

(1)「金利」：マイナス金利の導入

金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。具体的には、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する(※)。

※3段階の階層構造

(1)基礎残高(+0.1%を適用)

各金融機関の日本銀行当座預金残高のうち、2015年1～12月積み期間における平均残高までの部分を、既往の残高に対応する部分として、+0.1%を適用する。

(2)マクロ加算残高(ゼロ%を適用)

以下の合計額にはゼロ%を適用する。

①所要準備額に相当する残高

②金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額

③日本銀行当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案して、適宜のタイミングで、マクロ加算額を加算していく。

(3)政策金利残高(▲0.1%を適用)

各金融機関の当座預金残高のうち、(1)と(2)を上回る部分に、▲0.1%のマイナス金利を適用する。

金融機関の現金保有によってマイナス金利の効果が減殺されることを防止する観点から、金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、その増加額を、マクロ加算残高(それを上回る場合には、基礎残高)から控除する。

ポイントは、①日銀が各金融機関から受け入れている日銀当座預金を3つの階層に区分し、②基礎残高に+0.1%、マクロ加算残高にゼロ%、これら以外の政策金利残高に△0.1%の金利を適用するとしたことである(図表1)。

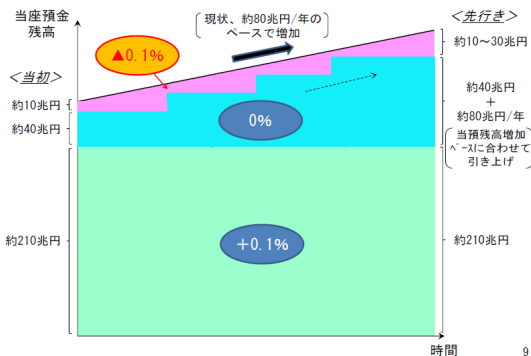
2008年10月の補完当座預金制度の導入以降、超過準備には0.1%の付利が行われてきた。基礎残高とマイナス金利が適用される政策金利残高が適切な規模となるよう増額されるマクロ加算残高は、こうした経緯と金融機関の負担軽減のために設けられた階層と考えられる。しかし、金融取引の価格は、ある新しい取引を行うことに伴う限界的な損益によって決まるため、金融市場では政策金利残高に適用される△0.1%を前提に金利や相場の形成が行われる。

日銀は、「当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」としている。

※7 補完当座預金制度：超過準備に利息を付す制

度。日銀当座預金は無利子が原則であり、金融機関はこれを嫌って超過準備を持たないのが通常であるが、2008年10月、当時の金融情勢に鑑み、積極的な資金供給を円滑に行うための臨時の措置として導入された制度である。

(図表1) マイナス金利の仕組み



出典：日本銀行・講演資料

(5) 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 2016.9

2016年7月、日銀は、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場では不安定な動きが続いているとして、①ETF買入れ額の増額（約3.3兆円から約6兆円へ）、②企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置を決定した。また、こうした状況を踏まえ、2%物価安定目標のできるだけ早期の実現の観点から、次回の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととした。

これを受け、2016年9月、日銀は、以下のとおり総括的な検証を行うとともに、これを踏まえ、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

○「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」の概

要

(1) 「量的・質的金融緩和」のメカニズム

「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた。自然利子率は趨勢的に低下しているが、実質金利はその水準を十分下回っており、金融環境は改善した。その結果、経済・物価の好転をもたらした、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。

(2) 2%の実現を阻害した要因

しかしながら、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。(i)①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、(ii)その中で、もともと適格的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことが主な要因と考えられる。

(3) 予想物価上昇率の期待形成メカニズム

2%の「物価安定の目標」を実現するためには、フワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である。マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である。

(4) マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ

マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえで、この組み合わせが有効であることが明らかになった。

(5) イールドカーブ引き下げの効果と影響

国債金利の低下は、貸出・社債・CP金利の低下にしっかりとつながっている。金融機関の貸出態度は引き続き積極的である。

イールドカーブの形状に応じた経済・物価への効果や金融面への影響については、以下の点に留意する必要がある。①経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、②ただし、マイナス金利を含む現在の金融緩和のもとで、超長期社債の発行など企業金融面の新しい動きが生じており、こうした関係は変化する可能性がある、③イ

ールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある。

○「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の概要

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「ールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

(1)長短金利操作(ールドカーブ・コントロール)

①金融市場調節方針

金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示すこととする。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に△0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。

②長短金利操作のための新型オペレーションの導入

(i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ(指値オペ)、(ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長(現在は1年)

(2)長期国債以外の資産買入れ方針

① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、

約3.2兆円の残高を維持する。

(3)オーバーシュート型コミットメント

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースの残高は、上記ールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

ポイントは、①金融市場調節方針は、長短金利操作について示すこととし、短期金利は△0.1%、長期金利は10年物国債金利ゼロ%程度としたこと、②長期国債の買入れ額は、保有残高増加額年間約80兆円を目途としつつ、金利操作方針を実現するよう運営するとしたこと、③新たに日銀が利回りを指定して国債を買入れる指値オペを導入したこと、④消費者物価指数(除く生鮮食品)前年比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の拡大方針を継続するとしたことである。

日銀は、新たな枠組み導入の考え方について、次のように説明している。

①量的・質的金融緩和は、主として実質金利低下の効果により経済・物価の好転をもたらし、日本経済は物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。この実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求する「ールドカーブ・コントロール」を新たな枠組みの中心に据えることとした。

②予想物価上昇率をより強力な方法で高めていくことが必要と判断し、第1にフォワ

ード・ルッキングな期待形成を強めるため、オーバーシュート型コミットメントを採用した。第2に枠組みの中心にイールドカーブ・コントロールを据えることで経済・物価・金融情勢に応じたより柔軟な対応を可能とし、政策の持続性を高めることが適当であると判断した、

2. 異次元金融緩和の考え方

日銀の金融政策は、年8回開催される「金融政策決定会合」において、政策委員9名（総裁、2名の副総裁、6名の審議委員）の多数決によって決定される。したがって、各委員によって意見の相違もあり得るが、ここでは、日銀を代表する黒田総裁の講演録を中心に、異次元金融緩和の考え方について整理してみたい。

(1) デフレの問題点

① 緩やかだが、長期にわたるデフレの進行

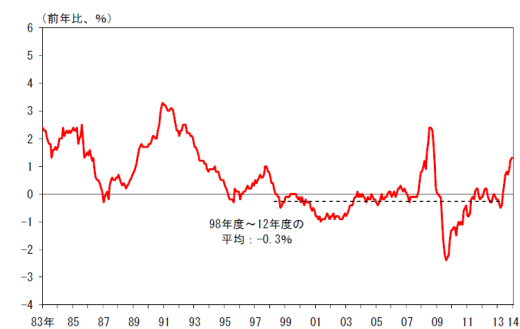
我が国では、1990年代初頭にバブルが崩壊し、企業の破綻や金融機関のバランスシート毀損を背景に、景気の悪化、不良債権の増加、物価の下落、円高などが相互に影響しながら進行する悪循環が発生して、経済成長率とインフレ率が低下した。1997年には大手金融機関が破綻するなど大規模な金融危機が発生し、1998年夏にはインフレ率がゼロ%を下回った。こうした状況の下で、日銀は、1990年8月に6%であった政策金利を一貫して引き下げ、1998年9月には0.25%とゼロ近傍に達した。こうして日本ではデフレとゼロ金利制約が理論ではなく現実の話となった。

デフレとは、一般的に「物価が持続的に下落する状態」を指すが、日本経済は、90年

代後半以降、15年わたってデフレが続いている。日本のデフレの特徴は、1930年代の大恐慌時の急激かつ大幅な物価下落とは異なり、極めて緩やかな物価下落が長く続いていることである。実際、1998年度から2012年度についてみると、消費者物価の下落率は平均して年 Δ 0.3%に過ぎない（図表2）。失業率をみても、最も悪い時期でも5.5%で町に失業者が溢れるといったことはなかった。しかし、こうしたデフレが15年の長きにわたって続いている。

大恐慌が激烈で急性の症状だったとすれば、日本のデフレは慢性の生活習慣病のような症状を呈している。

（図表2）デフレ下での消費者物価（除生鮮食品）



（注）消費者物価の前年比は、消費税調整済み。
（資料）総務省
出典：日本銀行・講演資料

② デフレは、景気低迷の「結果」であるとともに、景気低迷長期化の「原因」

長期にわたるデフレの原因としては、バブル崩壊による過剰設備や雇用の調整、不良債権問題と金融システム不安、アジア通貨危機・ITバブルの崩壊・リーマンショック・東日本大震災等のネガティブショック、新興国の台頭、企業の低価格戦略、労働市場の構造変化、過度な円高の進行など様々なものが考えられる。

しかし、重要なことは、これらの要因によって現実の物価が低下し続けると、人々

の間に「物価は上がらない、むしろ下がるものだ」というデフレ予想が生まれ、一旦こうしたマインドが定着すると、人々は物価が上がらないことを前提に意思決定や行動を行うようになることである。

デフレを前提とする経済には以下のような問題があり、デフレは、景気低迷の「結果」であるとともに、それ自体が景気低迷の長期化をもたらす「原因」になったと考えられる。

i 売上の減少と消費の低迷の悪循環

企業にとっては、デフレの下では製品やサービスの価格を引き上げることができないため、売上高は伸びず、収益も上がりにくくなる。このため、人件費や原材料費、設備投資をできるだけ抑制することになる。

一方、家計にとっては、賃金が上がらないため、消費を抑えることになる。また、将来物価が下落するのであれば、消費をできるだけ先送りしようとする傾向が強まる。このようにして消費が抑制されれば、企業はさらに価格の引下げを余儀なくされる。

こうして、価格の下落→売上・収益の減少→賃金の抑制→消費の低迷→価格の下落の悪循環が生まれ、続くことになる。

ii 投資の抑制と成長力の低下

デフレは、企業の投資判断にも影響する。

第1に、デフレ予想が定着すると、たとえ名目金利が低下しても、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利は高止まりし、投資意欲を減退させる。

第2に、デフレ予想が定着すると、現金や預金は金利がゼロないし極めて低い水準であっても、これらを保有することが相対的に有利な投資になる。デフレは、実物投資やリスク性資産の収益率を低下させる一

方で、元本が保証される現金や預金の実質的な収益率を高める方向に作用する。

こうして設備や研究開発に投資して、リスクを取って新しいビジネスに挑戦しようとするインセンティブを削がれると、需要不足から景気の低迷とデフレが自己実現的に長期化するとともに、経済の成長力も低下を続けることになる。

(2) 「2%の物価安定の目標」の実現

日銀は、日本銀行法に定められており、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として金融政策を実施している（法2条）。

共同声明等において、日銀が「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としたのは、以下の理由からこの「物価の安定」を具体的に定義したものであり、「これをできるだけ早期に実現することを目指す」としたのは、法に定める物価安定の使命を果たすため自ら決定したものである。

i 消費者物価指数の上方バイアス

一般に消費者物価指数には、指数の上昇率が高めに出る傾向＝上方バイアスがあることが知られている。実際 1998 年度以降についてみると、消費者物価指数の変化率は、GDPデフレーターの変化率を平均して1%程度上回っている。このため、消費者物価指数の前年比で「物価安定の目標」を定義する場合には、ある程度プラスの値にすることが必要である。

ii 金利の引下げ余地の確保：金融政策の「のりしろ」

ごく単純化すれば、景気に対して中立的な金利水準は、経済が持つ潜在的な成長率

と平均的な物価上昇率の合計によって決まる。この 15 年間の困難を踏まえれば、デフレを未然に防止するための有効な手段である金利操作のチャネルについて、これが容易にゼロ金利制約に直面して失われることのないよう、2%程度の物価上昇を安定的に実現し、金利の引下げ余地を確保しておくことが重要である。

iii 物価安定目標のグローバル・スタンダード：中長期的な為替相場等の安定

物価指数の特性と金利の引下げ余地の確保の観点から、世界の中央銀行の多くが 2%の物価上昇を目標とする政策運営を行っている。具体的には、英国、カナダ、ニュージーランドなどでインフレ・ターゲットを 2%としているほか、米国でも長期的な物価安定のゴールを 2%としている。また、ユーロ圏では物価安定の数値的な定義を示す形で 2%未満かつ 2%近傍としている（図表 3）。

このように 2%の物価上昇は、世界の主要中央銀行の物価安定目標のグローバル・スタンダードになっており、中長期的に為替相場の安定を図り、金融資本市場や企業活動の安定に資するためには、世界各国とともにこれを共有することが必要である。

（図表 3）各国の物価安定目標

国/地域	名称	指標	数値
日本	物価安定の目標 Price stability target	消費者物価（総合）	2%
米国	Longer-run goal	個人消費支出 デフレーター（総合）	2%
ユーロ圏	Quantitative definition	消費者物価（総合）	2%未満 かつ 2%近傍
英国	Target	消費者物価（総合）	2%
カナダ	Target	消費者物価（総合）	2% (1~3%の中心値)
オーストラリア	Target	消費者物価（総合）	2~3%
ニュージーランド	Target	消費者物価（総合）	2%近傍 (1~3%の中心値)
スウェーデン	Target	消費者物価（総合）	2%
スイス	Definition	消費者物価（総合）	2%未満

出典：日本銀行・講演資料

(3) 「量的・質的金融緩和」のポイント

①強く明確なコミットメント

まず、今回の決定で、日銀は、「消費者物価の前年比上昇率 2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と明確に表明した。

②量・質ともに次元の違う金融緩和

次に、このコミットメントを裏打ちする手段として、量・質両面の金融緩和を行うことを決めた。具体的には、金融市場調節の操作目標を「金利」からマネタリーベースという「量」に変更し、これを年間約 60～70 兆円のペースで増加させることにした。その手段として、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円のペースで増加するよう買入れる。質の面では、買入れ対象を全てのゾーンの国債に拡大した上で、買入れの平均残存期間を現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長した。さらに、資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFとJ-REITの保有残高がそれぞれ年間約 1 兆円、約 300 億円のペースで増加するよう買入れを行うことにした。

③わかりやすい金融政策

包括的金融緩和で導入された「資産買入等の基金」を廃止し、長期国債の買入れ方式を一本化した。また、量的緩和の指標としてマネタリーベースを選択した。日銀の積極的な金融緩和姿勢を対外的にわかりやすく伝える上で最も適切であると判断したからである。

④金融緩和の継続期間

量的・質的金融緩和は、「2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで」継続する。日

銀のコミットメントは、2%の物価上昇率をできるだけ早期に実現することであるが、これは一時的にでも 2%を達成すればよいということではない。2%の水準を安定的に維持することが重要であり、物価の基調的な動きを見極めながら、これを実現するのに必要な時点まで金融緩和を継続する。

(4)「量的・質的金融緩和」の効果：金融緩和効果の波及経路

①金利と資産価格プレミアムの引下げ

長期国債やETF、J-REITの買入れは、長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果を持つ。これが、資金調達コストの低下を通じて企業などの資金需要を喚起する。

②ポートフォリオ・リバランス

日銀が長期国債を大量に買入れる結果、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトしたり、貸出しを増やしたりするポートフォリオ・リバランス効果が期待される。

③予想インフレ率の引上げ

物価安定目標の早期実現を約束し、次元の違う金融緩和を継続することにより、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果が考えられる。デフレ期待の払拭である。予想インフレ率が上昇すれば、現実の物価に影響を与えるだけでなく、実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激することも期待できる。

※8 予想インフレ率：人々が予想する将来の物価上昇率。予想物価上昇率、期待インフレ率ともいう。利付国債と物価連動国債の利回り差から求めるブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)のほか、

過去のインフレ率の実績、各種アンケート調査結果などから推定される。一般に実際のインフレ率と連動して変動するが、多くの人々が一定の物価上昇率が続く予想すると、それをベースに行動するため、実際の物価上昇率にも影響すると考えられている。

※9 フィッシャー方程式と実質金利：名目金利＝実質金利＋予想インフレ率。実質金利は、本来異時点間の財の相対価格であり、予想インフレ率とは無関係に決まるが、現実にはこれを直接観測することができず、また、名目金利が硬直性を示すこともあることから、名目金利と予想インフレ率からフィッシャー方程式によって計算される値が実質金利とみなされる。ここから、予想インフレ率が上昇したとき、名目金利が同様に上昇しなければ、実質金利が低下するという関係が導かれる。

(5)金融政策運営を巡る論点

①為替相場への影響

日銀の金融政策は、あくまで国内物価の安定を目的としており、為替をターゲットとして金融政策を運営することはない。

我が国経済がデフレから脱却することは、世界経済全体にも好影響を与えていくと考えており、こうした点は既に国際的にも理解を得られていると思う。

②財政ファイナンスとの関係

量的・質的金融緩和による長期国債の買入れは、金融政策上の目的のために日銀自身の判断で行うものであり、財政ファイナンスではない。

こうした議論を惹起しないためにも、政府が今後の財政健全化に向けた道筋を明確にし、財政構造改革を着実に進めていくことは極めて重要である。政府も、共同声明において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組

を着実に推進する」としており、そうした取組に強く期待している。

※10 財政ファイナンス：一般に中央銀行が政府の発行する国債などを直接引き受けることを言う。中央銀行が政府の財政赤字を直接補填する措置であり、国債のマネタイゼーションとも呼ばれる。我が国では財政法5条により、特別の事由がある場合を除き禁止されている。

③「三本の矢」との関係

現在政府進めている「三本の矢」は、極めて適切な政策パッケージだと思う。

第1の矢である「大胆な金融緩和」は、日銀の役割であり、日銀は責任を持って実現する。「三本の矢」の他の2本、「機動的な財政政策」や「成長戦略」の実行によって成長見通しを引き上げていくことは、よりスムーズに物価安定目標を達成することにも繋がる。その着実な実行を大いに期待している。

(6) デフレからの脱却

① デフレからの脱却とは

量的・質的金融緩和は、我が国の経済がデフレを脱却して、2%の物価安定目標が安定的に持続する状態となるよう実施している。これは、「物価は上がらない」という人々の認識を変え、景気が普通の状態であっても「物価はだいたい2%くらい上がる」ことを前提に各経済主体が行動するようになる状態にすることである。

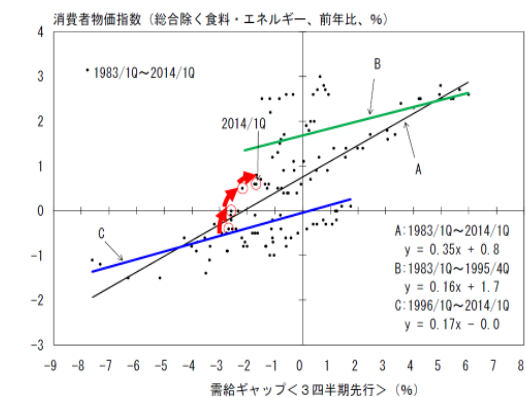
このため、人々の中長期的なインフレ予想を2%程度まで引き上げ、そこでアンカーする必要がある、これができれば、物価は平均的にその近傍で安定的に推移し、仮に景気悪化などによって一時的な下落圧力がかかっても、継続的に物価が下落するデフレに陥ることは回避できるようになる。

量的・質的金融緩和は、デフレ下で定着してしまった悪循環をちょうど逆回転させようとするものであり、予想インフレ率の上昇＝デフレ期待の払拭を起点として、物価の緩やかな上昇→売上・収益の増加→賃金の上昇→消費の活性化→価格の緩やかな上昇という経済の好循環を実現し、定着させようとするものである。

※11 フィリップス曲線：賃金上昇率又は物価上昇率と失業率の負の関係を示した曲線。インフレ率 = $\gamma \times (\text{自然失業率} - \text{実際の失業率})$ ： γ 正のパラメータ。これを将来のインフレ予想及び(自然失業率 - 実際の失業率)と需給ギャップの比例的関係を考慮して修正すると、物価上昇率と需給ギャップの関係を示すフィリップス曲線が得られる。インフレ率 = 予想インフレ率 + $\delta \times \text{需給ギャップ}$ ： δ 正のパラメータ。

黒田総裁は、「1990年代後半以降、日本のフィリップス曲線は、人々の予想インフレ率の低下により、それ以前より低下している(図4)。量的・質的金融緩和は、この予想インフレ率を引き上げることによって、需給ギャップがゼロ、即ち景気が普通の状態の時に物価上昇率が2%となるようフィリップス曲線を上方にシフトさせる政策」と説明している。

(図表4) フィリップス曲線



(注) 1. 印は直近1年。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。
4. 需給ギャップのラグは消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択。
(資料) 総務省、内閣府、日本銀行等
出典：日本銀行・講演資料

②量的・質的金融緩和による「期待の転換」

量的・質的金融緩和は、「期待の転換」を特に重視している点で、日銀のこれまでの金融緩和政策や海外の主要中央銀行が実施している金融緩和政策と大きく異なる。

強く明確なコミットメントとそれを裏打ちする異次元の金融緩和は、フォワード・ルッキングに人々の予想インフレ率を引き上げる。こうした予想インフレ率の上昇は、フィリップス曲線を直接上方にシフトさせ、実際のインフレ率を高める。また、実質金利の低下やポートフォリオ・リバランスは、景気刺激効果を強化し、需給ギャップの縮小を通じて実際のインフレ率を上昇させる。こうして実際に物価が上がり始めれば、バックワード・ルッキングにも予想インフレ率が上昇し、好循環が生まれることになる。

③2%の物価安定目標の早期実現を目指す理由：諸外国との違い

日銀を含む多くの中央銀行は、2%程度の物価上昇率を目標に金融政策運営を行っている。しかし、各国の消費者物価は、その時々でかなり広いレンジで推移しており、各中央銀行は、「中期的に平均して」あるいは「景気循環の波を通じて」、目標とする水準を達成するように金融政策を運営している。その際、各中央銀行が重視しているのが中長期的な予想インフレ率の動向である。なぜなら、中長期的な予想インフレ率が2%程度でアンカーされていれば、景気の循環や一時的な要因により実際の物価上昇率が目標とする水準から離れたとしても、中期的・平均的には物価安定の目標を達成できる可能性が高いと考えられるためである。

日銀の物価安定の目標も基本的には同様の考え方に基づくものであるが、日本の場

合は、長年にわたるデフレの下で、中長期的な予想インフレ率がゼロ%近傍まで低下しているとみられることから、人々の「物価は上がらない」という感覚を早期かつ抜本的に転換し、これを2%程度まで引き上げてアンカーし直すことが必要である。

デフレ均衡は一つの安定的な状態であり、そこに向けて引力が働く。そこから脱却し、縮小均衡から拡大均衡に転換するためには、ロケットが地球の引力圏から離れる時のように「速度と勢い」が必要である。「2%の物価上昇率にこだわる必要はなく、1%程度でも十分ではないか」との意見も聞かれるが、2%の物価安定目標がグローバル・スタンダードとなっているのは、デフレに陥らないためのいわば経験知であり、1%の低い軌道ではまた引力に引き戻されるおそれがある。また、「2%を目指すにしても、2年程度という期間にこだわる必要はないのではないか」との意見もあるが、「いつか2%にする」では、デフレマインドが定着してしまった人々が「これからは2%を前提に行動しよう」とは思わないであろう。これが、日銀が2%の物価安定目標の早期実現にこだわる理由であり、期待形成のモメンタムの維持を重視する理由である。

④成長戦略と金融政策

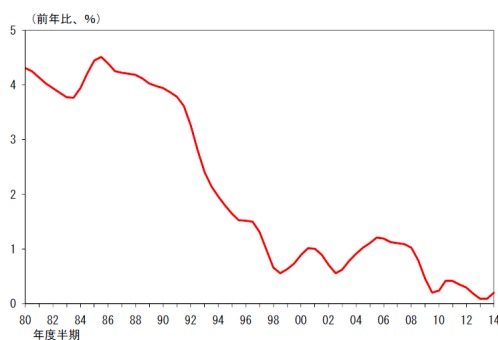
日本の潜在成長率は、1990年代以降低下を続け、最近では0%台半ばで推移している（図表5）。その向上を図るため、政府において、民間投資を喚起するための成長戦略として「日本再興戦略」を策定・改訂し、その実行に取り組んでおり、日銀としては、その着実な実施に強く期待している。

成長力強化の取組は極めて重要であるが、中長期的課題であり、それが実を結び、実

際に潜在成長率が引き上げられるまでにはある程度の時間を要する。しかし、それによって、金融政策運営上、物価安定目標の達成が困難になることはない。量的・質的金融緩和を着実に推進することで、需給ギャップの改善と予想インフレ率の上昇を通じ、2%は達成できると考えている。

その上で強調したいのは、デフレから脱却すること自体が日本経済の成長力の強化に資するという点である。成長力の源泉はあくまでも民間企業の投資とイノベーションであり、政府の成長戦略の役割は企業がビジネスチャンス十分に活かせるような環境を整備することである。デフレから脱却し、経済主体が2%の物価上昇を前提に行動するような経済・社会を実現することは、失われたアニマルスピリットを復活させることになると考えられる。

(図表5) 潜在成長率



(注) 日本銀行調査統計局による推計値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。2014年度上半期は、2014/20の値。
(資料) 内閣府、総務省、厚生労働省、経済産業省等
出典：日本銀行・講演資料

(7) 「量的・質的金融緩和」拡大の意義

消費税率引上げ後の反動減は、自動車などの耐久消費財を中心にやや長引いている。また、このところ原油価格が大幅に下落している。現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延する可能性も否定できない。これは量的・質的金融緩和の核とな

るメカニズムに関するリスクであり、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、量的・質的金融緩和を拡大することとした。今般の措置は、日銀の揺るぎないコミットメントを示すものにほかならない。

(8) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入の意義と効果

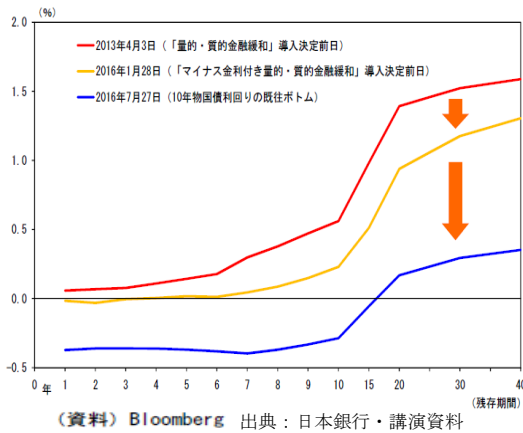
2016年年初以降、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済の先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。こうした状況を踏まえると、企業のコンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大していると考えられる。こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%物価安定目標の達成に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

マイナス金利の適用と大規模な長期国債買入で、イールドカーブ全体により大きな下押し圧力を加えることができる。日銀は、この枠組みの下、「量」・「質」・「マイナス金利」の3つの次元で金融緩和を進めていく(図表6)。

なお、一部に「量的・質的金融緩和の限界」が言われるが、長期国債の買入れについても、全体の約3分の2が市場に残っており、更に買入れを拡大することは十分可能である。また、オペ先の金融機関がマイナス金利で被るコスト負担は、長期国債等の売買価格の上昇、すなわち利回りの低下で釣り合うことになるので、マイナス金利政策の下でも、長期国債の買入れが困難に

なることはないと考えている。

(図表 6) マイナス金利導入後の国債イールドカーブの変化



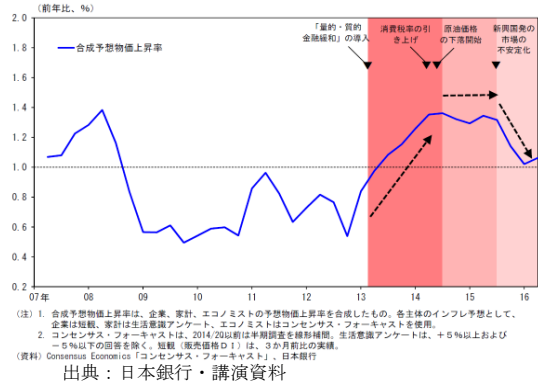
(9) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入の意義と考え方

①金融政策の課題への対応

前例のない大規模な金融緩和を行ったにもかかわらず、日本におけるインフレ予想の形成は依然としてかなりの程度「適格的」であり、2014年夏以降の原油価格の大幅下落を受けて物価上昇率が低下すると、これにより予想物価上昇率は再び低下傾向をたどっている(図表7)。また、長短金利が有意にプラス領域にあったときは、金利は低いほど金融緩和効果が高まると考えることができたが、短期金利がマイナスとなり、長期金利も極めて低い水準まで低下すると、金融仲介機能ひいては金融緩和効果を低下させる副作用やコストが生じ得ることが認識された。こうして、第1に、一度低下したインフレ予想をどのように引き上げ、目標である2%に再びアンカーするか、第2に、経済・物価に対し最大限の金融緩和効果を引き出す最適なイールドカーブの水準や形状があるのではないかが金融政策の大きな課題になってきた。

これら二つの課題に対応するため、日銀は従来の政策枠組みを発展・強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

(図表 7) 予想物価上昇率



②オーバーシュート型コミットメント

オーバーシュート型コミットメントは、「消費者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の拡大方針を継続すること」を約束し、人々の物価観に一段と積極的に働きかけることを企図したものである。

ポイントは、消費者物価上昇率の「見通し」でなく、「実績値」に基づいたコミットメントとしたことである。金融政策が経済・物価に影響するまでには時間差があることを踏まえると、中央銀行が実績値をベースにここまで強いコミットメントを行うことは異例である。しかし、長年インフレが続いてきた我が国において、予想物価上昇率を2%程度に引き上げ、その水準でしっかりとアンカーするためには、人々が実際に2%を超える物価上昇率を経験し、「物価は毎年2%くらい上がっていくものだ」という物価観を定着させていくことが必要である。このため、オーバーシュート型コミットメントによって、こうした姿が実現

するまで大規模な金融緩和を継続することを約束したものである。

③イールドカーブ・コントロール

イールドカーブ・コントロールは、従来のマネタリーベースの増加額や国債買入額に代えて、長短金利水準を金融市場調節方針の操作目標とし、2%の物価安定目標の達成に向け最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促すこととしたものである。

中央銀行による金利操作については、伝統的に「短期金利の操作はできるが、長期金利の操作はできない」と考えられてきた。グローバル金融危機以降、量的緩和政策を導入したいずれの中央銀行も、国債の買入額を操作目標とし、その結果として長期金利が内生的に決まるという枠組みを採用している。

しかし、総括的な検証では、国債買入れが長期金利に及ぼす影響は時々の状況によってかなり異なることが分かった。つまり、国債の買入額を操作目標として事前に決めると、実現する長期金利は中央銀行が最も望ましいと考える水準よりも高過ぎたり低過ぎたりすることになる。他方、日銀は既に極めて多額の国債買入れを行っており、これとマイナス金利の組合せによって、長期金利の押下げに大きな効果を発揮している。こうした状況を踏まえ、日銀は、主要国の中央銀行で初めて、長短金利に操作目標を明示的に設定するイールドカーブ・コントロールの導入に踏み切ることとした。

なお、長短金利水準を示す金融市場調節方針は、以上の考え方に沿って金融政策決定会合で決定し、国債買入れなどのオペ運営は、この金融市場調節方針を実現するために実務的に決定される。毎回の国債買入

れの金額などは金融市場の状況に応じて変化するが、日々のオペ運営によって先行きの政策スタンスを示すことはない。

また、しばしば指摘される「国債買入れの限界」については、これまでのところ国債の買入れは円滑に行われており、近い将来問題が生じるとは考えていない。その上で、仮に将来いずれかの時点で国債の需給が逼迫するような状況になった場合には、より少ない金額の国債買入れによって同じ金利低下効果を実現できることになり、1単位の国債買入れによる長期金利押下げ効果はより大きなものとなる。このようにイールドカーブ・コントロールは、極めて持続性が高いスキームである。

3. 黒田日銀の2期目のスタート

以上のような考え方の下、日銀は、2013年4月以来異次元金融緩和を強力に推進してきたが、2%の物価安定目標の達成は6度にわたり延期され、未だ実現していない。

こうした中、黒田総裁は、去る4月9日、日銀総裁に再任され、また、3月20日、岩田規久男・中曾宏両副総裁の後任として、雨宮正佳日銀理事及び若田部昌澄早稲田大学教授が副総裁に新任された。これにより新たな体制の下、黒田日銀の2期目の5年がスタートすることになった。

総裁任命に係る国会質疑や記者会見において、黒田総裁は、異次元金融緩和に関し次のような所信を述べられている。また、雨宮・若田部両副総裁も、多少ニュアンスの違いはあるが、金融政策に関する基本認識は黒田総裁と共通しているとみられる。

「2%の物価安定の目標」の実現を図り、これを安定的に持続するために必要な時点ま

で、引き続き異次元金融緩和を強力に推進していくというものである。

①日本経済の現状認識

日本経済はこの5年間で大きく好転し、戦後2番目の長さとなる景気回復が続いている。企業収益は既往ピークを更新し、労働市場はほぼ完全雇用、賃金も緩やかながら着実に上昇し、生鮮食品・エネルギーを除いた消費者物価は2013年秋以降ほぼ一貫して前年比プラスで推移して、日本経済は物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなっている。

このように経済・物価情勢は大幅に改善したが、2%の物価安定の目標の実現までにはなお距離がある。原油価格の大幅な下落なども影響したが、より根本的な要因は家計や企業に根付いたデフレマインド、これを転換するにはある程度の時間を要することも明らかになってきた。

もっとも、賃金・物価は緩やかに上昇し、人々のインフレ予想も上向いてきているなど、情勢は着実に変化しており、日本経済はデフレ脱却に向けた道筋を着実に歩んでいる。現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことにより、物価安定の目標を実現できると考えている。

②出口についての考え方

将来の出口の局面では、金利水準の調整と拡大したバランスシートの扱いが課題となる。その際には、保有国債の償還や各種の資金吸収オペレーションのほか、超過準備に対する付利金利の引上げなどの手段を活用することで、市場の安定を確保しながら適切な政策運営を行うことは十分可能と考えている。

一方、出口の局面で実際にどの手段をどの順序で用いるかは、その際の経済・物価・金融情勢によって変わり得る。あまり早い段階で出口の進め方を具体的に説明することは難しく、市場との対話という観点からもかえって混乱を招くおそれが高いのではないかと思う。現在は、先行きの経済・物価動向を注意深く点検していくことが必要な情勢であり、出口のタイミングやその際の対応の手順等を検討する局面には至っていないと考えている。

③消費税率引上げの影響

2014年4月の消費税率3%引上げは、予想以上に駆け込み需要とその反動減が大きく、2014年夏からの原油価格の大幅な下落もあって物価上昇率が下がり、適合的期待形成から物価上昇期待にも影響した。2019年10月に予定される消費税率の引上げは2%で、しかも食料品は引き上げない、税収の一部を教育の充実等に支出するとなっているので、その影響は前回と比べるとかなり小さなものになると予想される。ただ、消費税の影響は、その時の経済・物価の状況によっても影響され得るので、状況を十分注視していく必要があると考えている。

④現時点での緩和の縮小調整

現時点では、まだ2%の物価安定の目標には距離があるので、今の段階で将来の政策の余地を拡大するために引締めに変換するとか、緩和を縮小していくことは適切でないと考えている。

⑤安倍総理とのやり取り

総理から、2%の物価安定の目標の実現に向けてしっかりと金融政策の舵取りをして欲しいと言われた。私自身も、共同声明の中にしっかりと日本銀行及び政府のそ

それぞれの役割が記されているので、これを堅持して 2%の物価安定の目標をできるだけ早期に達成すべく全力を挙げたいと申し上げた。

⑥財政政策が果たすべき役割

財政については、政府、国会で定めるべきことで、私から何か言うことは適切でないが、共同声明にかなりはっきり書いてあるので、必要に応じて財政政策の対応があり得るし、中長期的に財政の健全化や持続可能性を高める努力を引き続き行っていくことができるだろうと思っている。

⑦2%の物価安定目標にこだわらない政権への交代があった場合

共同声明は、現在の政権と日本銀行との間で合意されたものだが、「2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現する」ことは、日銀が政策委員会で決定したことである。消費者物価の上方バイアスや政策余地の確保、2%がグローバル・スタンダードになっており、その下で中長期的に為替も安定し得ることも含めて、日銀が物価安定の使命を実現するために決定している。この考え方自体、私は変更する必要はないと思っている。

⑧正常化のプロセスに入るタイミング

2%の物価安定目標がしっかり達成されることがはっきりする時点まで、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和を続けていく。さらにオーバーシュート型コミットメントという形で、2%を超えてもマネタリーベースの拡大方針を続けていく。そういった状況になった時に出口や正常化を進め、あるいはそうした議論がまずは行われることになると思う。

米国の場合、目標の 2%に達していない

が、短期金利の引上げを何度も行い、バランスシートの縮小も始めたという意味で正常化のプロセスに入っている。予想物価上昇率が目標の 2%にしっかりアンカーされているので、我が国とはやや違った面があると思っている。

⑨欧米と比べたバランスシートの大きさ、保有資産利回りの低さ

大幅な緩和を続けた後の金融政策の転換のやり方としては、あまり性急に引き締めていくようなことをすると、金融システムに影響が出るかもしれない。特に非伝統的金融政策の場合は、長期金利が跳ねたりしないよう、経済や市場に悪影響が出ないように慎重に緩やかに進めていくのではないかと思う。バランスシートの大きさや保有資産利回りの低さはもちろん影響はあるであろうが、それが本質的な問題だとは思っていない。

⑩2019 年度頃の 2%の達成時期が後ずれするような場合の追加措置

2%の物価安定の目標に向けて、経済・物価等がしっかりしたモメンタムを維持しているかどうかにより追加的な措置を検討する。その点は従来と全く変わりはない。

⑪金融緩和の副作用

大規模な金融緩和を長く続けた時の副作用は十分考慮しなくてはならない。特に金融資本市場が金融仲介機能を十分発揮できる状況にあるかどうかは重要な関心事項であり、十分みていく必要があるが、今の時点で長短金利操作付き量的・質的金融緩和が何か大きな影響を及ぼしていることはないと思う。

4. 異次元金融緩和の成果

日銀の異次元金融緩和が開始されてほぼ5年が経過する。前記のとおり黒田総裁は日本経済の現状についてかなり肯定的に評価されているが、この間の経済情勢等をたどりながら、実現したこと・実現しなかったことなど異次元金融緩和の成果についてみることにしたい。

(1) 経済情勢

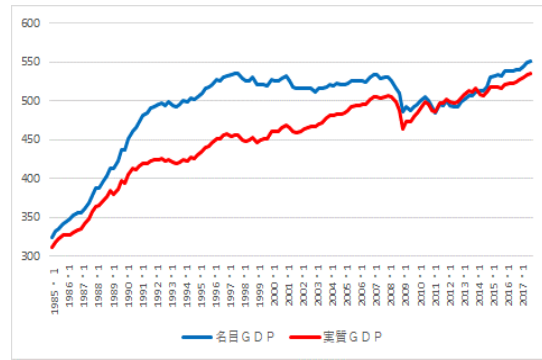
① GDP（国内総生産）

(図表8・9)によってGDPの長期的推移をみると、1985年～2017年の33年間に、名目GDPは320兆円から550兆円、実質GDPは310兆円から530兆円へと増加している。

この間、1990年代初めのバブル崩壊と2007～2009年の世界金融危機の二つの大きな節目があり、名目GDPは1992年頃ほぼ500兆円に達した後、500～530兆円程度で横ばいに推移し、さらに世界金融危機と東日本大震災のあった2009～2011年には480兆円台まで低下し、ようやく2015年になって530兆円を超え、2017年に550兆円となっている。

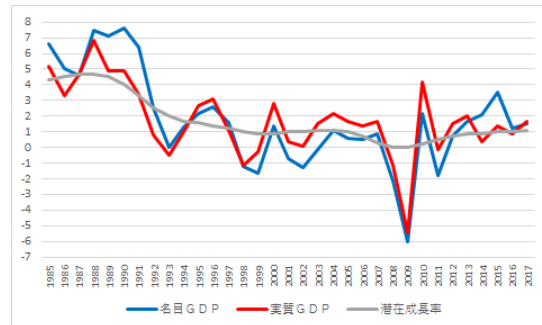
また、実質GDPは概ね増加傾向をたどっているが、2008・2009年に $\Delta 2.1\%$ ・ $\Delta 6.0\%$ の著しい落ち込みがあったほか、1991年までの年平均成長率が 4.7% であったのに対し、1992年以降の成長率は2008・2009年を除いても 1.3% と大きく低下している。

(図表8) GDP(実額)(1985～) 兆円



出展：内閣府・四半期別GDP速報

(図表9) GDP(前年比)(1985～) %



出展：内閣府・四半期別GDP速報、月例経済報告

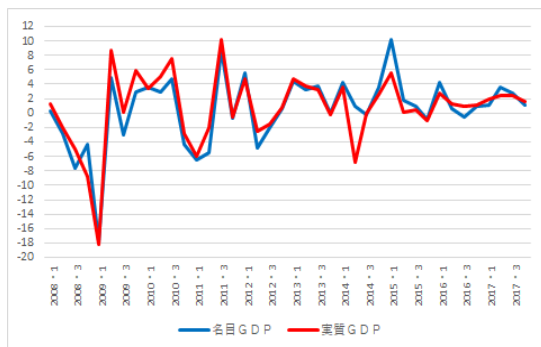
次に、(図表10)によって最近の実質GDPの推移をみると、2016年第1四半期以降、直近の2017年第4四半期まで8期連続でプラス成長が続いており、 $\Delta 1.1\%$ だった2015年第4四半期を挟めば、プラス成長はさらに2014年第4四半期まで遡ることができる(5月16日には発表されたGDP速報によると、2018年第1四半期の実質成長率は $\Delta 0.6\%$ 、2017年度の実質成長率は 1.5% である)。

また、内閣府社会総合研究所の景気基準日付によれば、2012年12月以来景気回復局面が続いており、本年4月現在で64カ月と、最長の2002年2月～2008年2月の73ヶ月に迫る戦後2番目の長さとなっている(図表11)。

このように我が国経済は、良好な状態が継続しているが、各四半期の実質GDPの平均成長率は、2013年第2四半期～2017

年第4四半期が1.3%、8期連続でプラス成長している2016年第1四半期～2017年第4四半期でも1.8%であり、それ以前の例えば2009年第2四半期～2013年第1四半期の成長率が2.2%であったことと比べても、その成長率は力強さに欠け、緩やかなものにとどまっている。戦後最長の景気回復局面である2002年2月～2008年2月の各四半期の平均成長率は約1.6%であり、「実感なき経済成長」と言われたが、今回もほぼ類似した状況にあると考えられる。

(図表10) GDP (前期比・年率) %



出展：内閣府・四半期別GDP速報

(図表11) 景気回復局面の継続期間

順位	時期	継続期間
1	2002年2月～2008年2月	73か月
2	2012年12月～(今回)	64か月
3	1965年11月～1970年7月 (いざなぎ景気)	57か月
4	1986年12月～1991年2月 (平成景気)	51か月
5	1993年11月～1997年5月	43か月

出典：内閣府等、日本銀行・講演資料

②潜在成長率と需給ギャップ

我が国経済の潜在成長率は、1980年代には3～5%であったが、バブル崩壊後急速に低下し、1990年代末から1%前後、世界金融危機時には0%前後まで低下した。その後金融危機を脱するとともにやや回復し、最近では1%程度となっている(2017年第4四

半期：内閣府推計1.1%、日銀推計0.9%) (図表12)。

一方、需給ギャップは、バブル期は大きなプラスであったが、バブル崩壊後は、1996・1997年、2006年～2008年前半等の一時期を除いて基本的にマイナスであり、特に世界金融危機時には△7%の大きなデフレギャップが発生した。しかし、その後急速にマイナス幅は縮小し、日銀推計の需給ギャップは2016年第4四半期から5期連続、内閣府推計のGDPギャップは2017年第2四半期から3期連続でプラスとなっている(2017年第4四半期：内閣府推計0.7%、日銀推計1.5%) (図表13)。

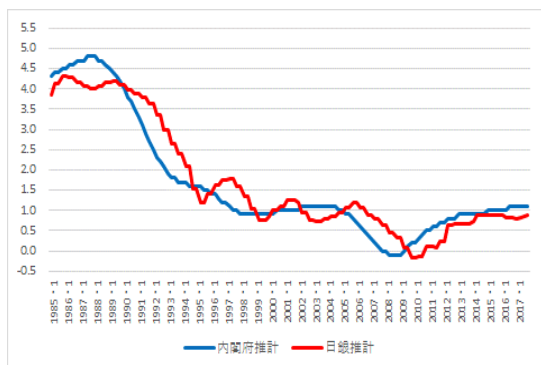
このように需給ギャップがプラスになると、物価上昇圧力が高まり、デフレ脱却を後押しすることになるが、それは同時に、実質経済成長率が既に上限又は上限近くに達していることを意味する(図表9)。人々が真に望んでいるのは、実質的な経済成長であり、今後は成長戦略等により潜在成長率を高めることがより重要な課題になると考えられる。

※12 潜在成長率：過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDPを潜在GDP、その変化率(年率)を潜在成長率という。景気循環の影響を除いた中長期的に実現可能な経済成長率であり、供給面からの一国の経済力の指標とされる。一般に資本、労働力、全要素生産性の伸びの総和として推計される。

※13 需給ギャップ：一国の経済の総需要(実際のGDP)と供給力(潜在GDP)の差を示す指標。総需要が供給力を上回るとプラスとなり、インフレ傾向、逆に下回るとマイナスとなり、デフレ傾向になる。内閣府は、(実際のGDP-潜在GDP)÷潜在GDP=「GDPギャップ」を推計し、日銀は、生産設備の稼働率や失業率・労働参加率等

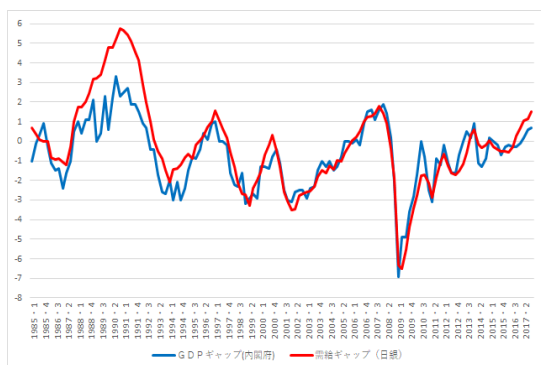
を直接捉えて「需給ギャップ」を推計している。

(図表 12) 潜在成長率 (1985～) %



出典：内閣府、日本銀行

(図表 13) 需給ギャップ (1985～) %



出典：内閣府、日本銀行

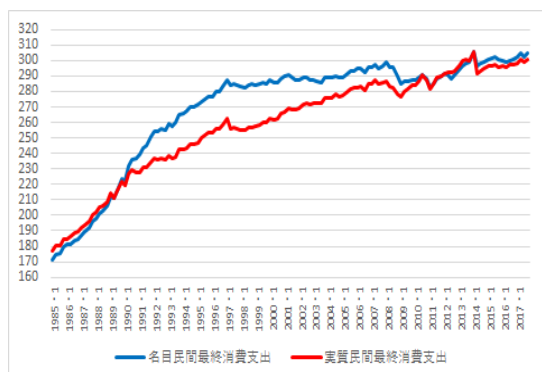
③民間最終消費支出

GDPの最大の需要項目である民間最終消費支出の長期的推移をみると、(図表 14) のとおり、(図表 8) のGDPと類似した形で緩やかに上昇しているが、世界金融危機後の2009年第1四半期と消費税引上げ後の2014年第2四半期の落ち込みがやや目立っている。

また、(図表 15) によって最近の実質民間最終消費支出の推移をみると、総じて低調であるが、特に2013年第2四半期～2017年第4四半期の平均伸び率は0.4%、2016年第1四半期～2017年第4四半期でも0.9%にとどまっている(2009年第2四半期～2013年第1四半期は1.8%)。2014年4月の消費税率引上げに伴う反動減が大きい、そ

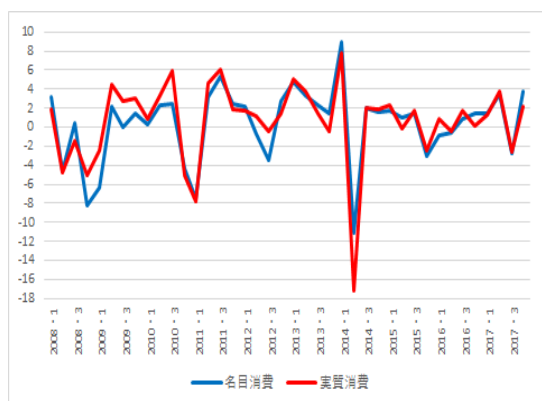
の後も積極的な消費拡大の傾向は現れていない。

(図表 14) 民間最終消費支出(実額) (1985～) 兆円



出展：内閣府・四半期別GDP速報

(図表 15) 民間最終消費支出(前期比) %

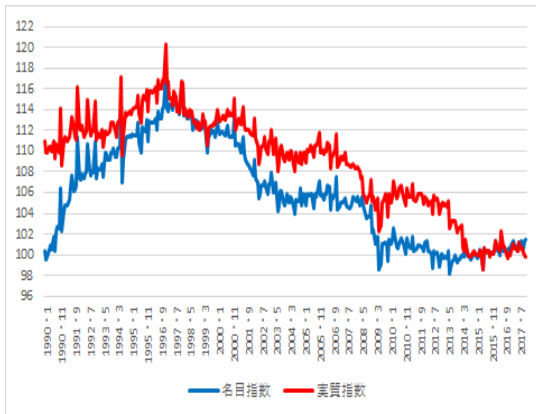


出展：内閣府・四半期別GDP速報

④賃金・所得動向

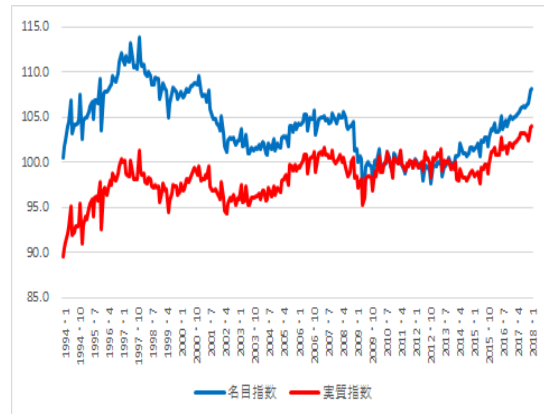
その背景として、勤労者の賃金・所得の動向をみると、一人当たりの所得である現金給与総額の賃金指数(2015=100)は、名目・実質ともに1997年1月をピーク(それぞれ118・120)に長期低落傾向を続け、2014年4月以降は100程度と1990年以来最低の水準で推移している(図表 16)。また、2008年以降の対前年変動率をみると、名目が2013年夏以降微増で推移する中、消費者物価が上昇した2013年夏ごろから2015年初めにかけて実質が大きくマイナスとなり、これが実質指数を名目指数まで下押しする大きな要因となっている(図表 16・17)。

(図表 16) 現金給与総額 (1990～) 2015=100



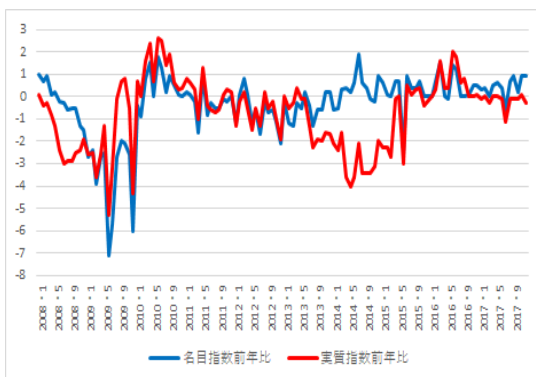
出典：厚生労働省・毎月勤労統計

(図表 18) 総雇用者所得 (1994～) 2011=100



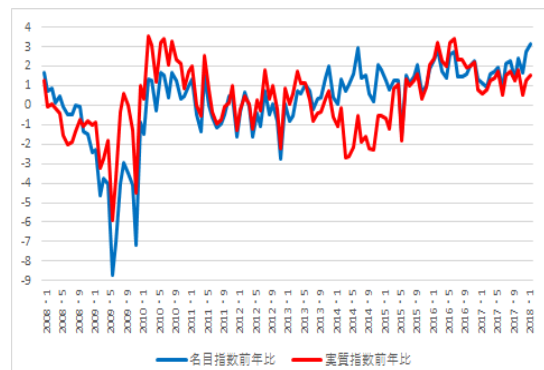
出展：内閣府・月例経済報告

(図表 17) 現金給与総額 (前年比) %



出典：厚生労働省・毎月勤労統計

(図表 19) 総雇用者所得 (前年比) %



出展：内閣府・月例経済報告

一方、現金給与総額に非農林業雇用者数を乗じた総雇用者所得の指数 (2011=100) の名目は、1997年12月をピーク (114) に長期低落傾向を続けてきたが、2014年から回復し、直近の2018年2月には108まで回復している。また、実質は、1997年12月を一つのピーク (101) として概ね横ばいで推移してきたが、2016年からやや上昇し、2018年2月に104となっている (図表18・19)。

しかし、これは、下記のとおり就業者数全体がほぼ横ばいである中、非農林業雇用者数が増加したことを反映したものであり、消費の拡大を図るためには、何よりも一人当たりの所得=賃金の増加が必要と考えられる。

⑤雇用情勢と今後の見通し

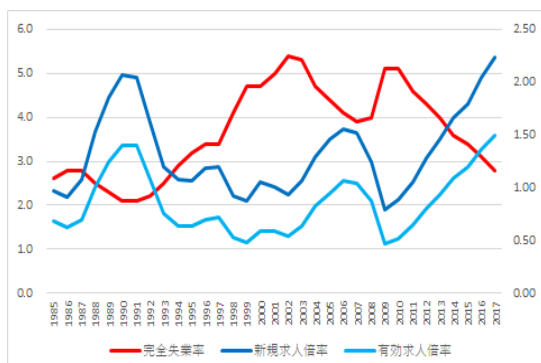
雇用情勢は、(図表20) のとおり、世界金融危機後の2009年をボトムとして急速に改善し、完全失業率や求人倍率はほぼバブル期と同等になっている。その要因を求人倍率についてみると、求人数が大きく増加する一方求職者数が減少しており、これらが相乗して求人倍率が高くなっていることが分かる (図表21)。

こうした情勢を反映して、パートの時間当たり所定内給与は2010年以来大きく上昇しているが、一般の所定内給与の改善ペースは極めて緩やかであり、2014年以降ようやくプラスとなっている (図表22)。

(図表23) は、経団連傘下の大企業の昇給・ベースアップの実施状況である。昇給は毎年2%程度行われているが、賃金水準

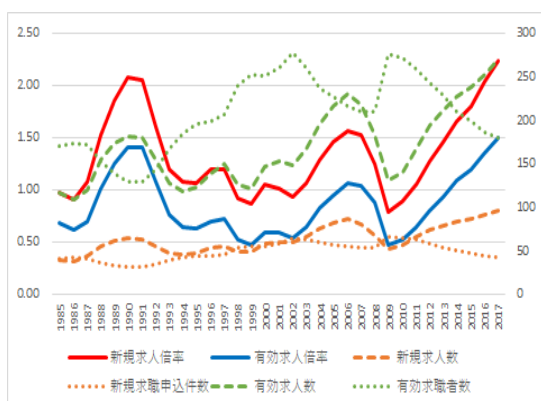
の上昇につながるベースアップは 2000 年頃から 10 年以上にわたり休止されてきた。安倍首相の強力な働き掛けもあり、2014 年から徐々にベースアップが復活したが、未だ 0.3~0.4%にとどまり、今後の更なる拡大が期待される状況である。

(図表 20) 失業率と求人倍率 (1985~) %・倍



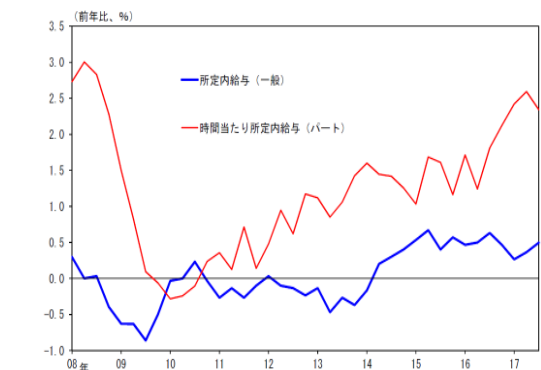
出展：総務省・労働力調査、厚生労働省・職業安定業務統計

(図表 21) 求人倍率の状況 (1985~) 倍・万人



出展：厚生労働省・職業安定業務統計

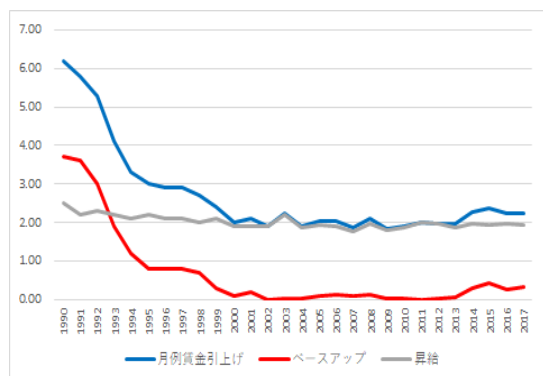
(図表 22) 就業形態別の賃金 (前年比) %



(注) 四半期は、以下のように組み替えている。
第1四半期：2~5月、第2：6~8月、第3：9~11月、第4：12~2月。2017/3Qは、9月の値。

(出所) 厚生労働省
出典：日本銀行・講演資料

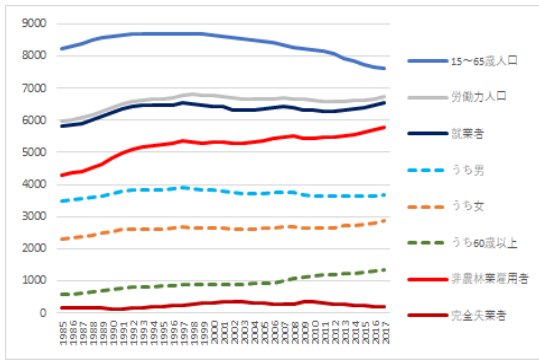
(図表 23) 昇給・ベースアップの実施状況 %



出展：経団連・昇給、ベースアップ実施状況調査

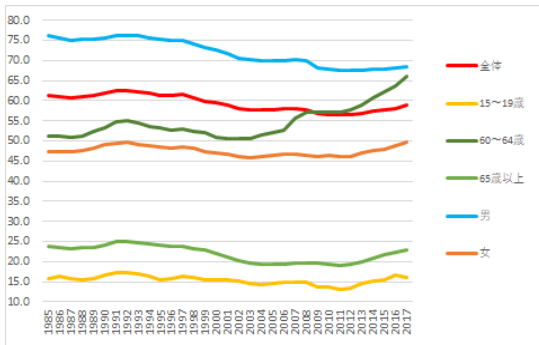
(図表 24) は、1985 年以降の就業者数等の推移である。15~65 歳の生産年齢人口は 1995 年の 8700 万人をピークに 2017 年の 7600 万人まで 1100 万人減少しているが、この間、就業者数は 6500 万人でほぼ横ばい、非農林業雇用者数は 5230 万人から 5760 万人へと 530 万人増加している。就業者で増加が目立つのは 60 歳以上と女性であり、特に非農林業雇用者では女性が 530 万人増加している。就業率 (人口に占める就業者の割合) の推移をみると、2006 年以降 60~65 歳が急増し、2013 年以降は全体に就業率が上昇している (図表 25)。また、雇用者のうち正規雇用は 1998 年から減少し、非正規雇用は 1985 年以来一貫して増加している。その結果、雇用者に占める正規雇用の割合は約 8 割から 6 割へと大きく低下し、非正規雇用が 4 割を占めるに至っている。ただし、2015 年以降は、正規雇用もやや増加し、その割合の低下に下げ止まりの兆しもみられる (図表 26)。

(図表 24) 就業者数等 (1985～) 万人



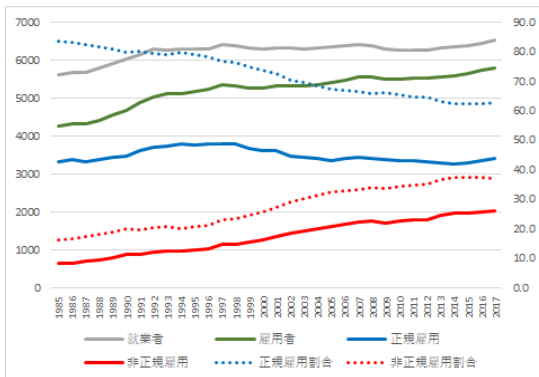
出展：総務省・労働力調査

(図表 25) 就業率 (1985～) %



出展：総務省・労働力調査

(図表 26) 正規・非正規雇用の状況 万人・%



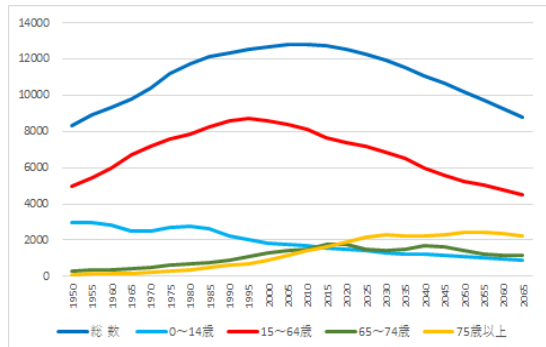
出展：総務省・労働力調査

以上のとおり我が国の生産年齢人口は、1995年をピークに2017年まで1100万人減少し、特に2009年以降600万人減少している。これまで非正規雇用を中心に60歳以上と女性の就業者の増加によってこの減少をカバーしてきたが、これらの就業率も既に相当程度高くなっている。最近の雇用情勢の好転は、景気の回復以上にこうした人口動態の進展を多分に反映したものと捉える

ことができる。

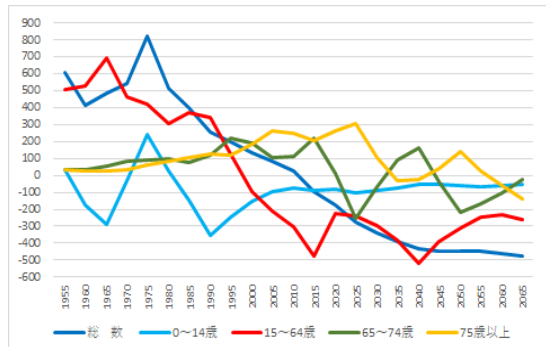
しかし、我が国の生産年齢人口は、少子高齢化の進展に伴い、2065年さらに22世紀に向けて更に大きく減少すると見込まれる(図表27・28)。今後は、経済成長のボトルネックとなる労働力不足の問題として顕在化することが予想され、就労の質の向上や省力化の推進を含め、就業者一人当たりのGDP、即ち労働生産性を向上することが極めて重要な課題になると考えられる。

(図表 27) 年齢別人口 (1955～2065) 万人



出展：国立社会保障・人口問題研究所・人口統計資料集

(図表 28) 年齢別人口 (対前5年増減数) 万人



出展：国立社会保障・人口問題研究所・人口統計資料集

⑥民間企業設備

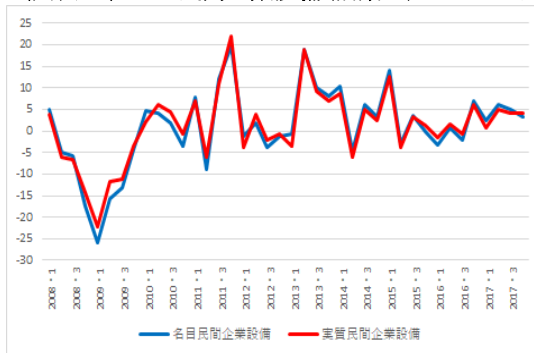
次に、景気変動の主因であり、将来の経済成長の源泉となる民間企業設備の推移をみると、(図表29)のとおりに、2013年第2四半期～2017年第4四半期の実質企業設備の平均伸び率は4.1%、2016年第1四半期～2017年第4四半期は2.5%であり(2009年第2四半期～2013年第1四半期は0.8%)、特

に 2013 年第 2 四半期～2015 年第 1 四半期が 7.2%と高くなっている。

また、(図表 30) によって民間企業設備の長期的推移をみると、1991 年にピークとなった後、バブル崩壊と世界金融危機で大きく減少したが、その後は順調に回復し、特に実質額はバブル期のピークを上回っている。しかし、その GDP 比率は、1991 年に名目 21%・実質 19%に上ったが、その後は名目・実質ともに 15%前後で低位に推移している。これを法人企業の(営業キャッシュフロー+人件費)に対する設備投資の比率でみると、(図表 31) のとおりバブル崩壊後低下しており、企業活動レベルにおいても、設備投資のウェイトは大きく低下していることが分かる。

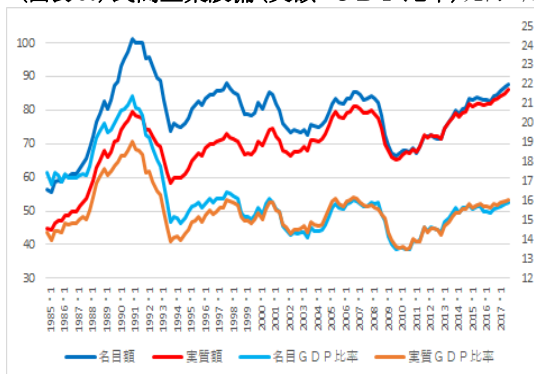
こうした状況を反映して、非金融法人企業の貯蓄投資バランスは、(図表 32) のとおり、1998 年以降プラスとなり、最近は最大の黒字部門となっている。しかし、非金融法人企業は、本来赤字部門として家計の黒字を吸収し、設備投資や研究開発投資を積極的に行うことによって、有効需要を生み出すとともに、経済成長の基盤を充実することが期待される部門である。1998 年以降の状況は、民間需要の恒常的な不足と経済成長力の低下が生じていることを示すものであり(一般政府の大幅赤字と海外部門の赤字が経済を支える状態)、我が国経済が長期低迷を脱するためには、この IS バランスを是正することが最大の課題の一つと考えられる。

(図表 29) 民間企業設備(前期比) %



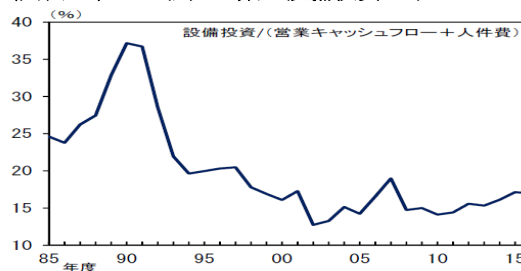
出展：内閣府・四半期別 GDP 速報

(図表 30) 民間企業設備(実額・GDP 比率) 兆円・%



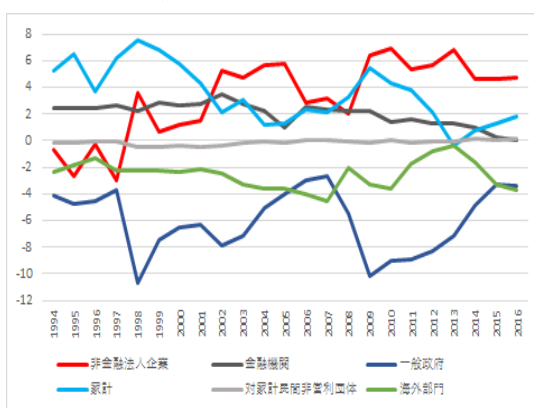
出展：内閣府・四半期別 GDP 速報

(図表 31) 法人企業の設備投資比率 %



(出所) 財務省
 (注) 1. 営業キャッシュフロー、人件費、設備投資は、法人年報ベース。金融業、保険業を除く。
 2. 営業キャッシュフローは、当期純利益+配当金+減価償却費+引当金-在庫投資-企業間信用-ネットその他流動資産と定義。
 3. 設備投資は、土地投資額を含み、ソフトウェア投資額・研究開発投資額は含まない。

(図表 32) 貯蓄投資バランス(対名目 GDP) %



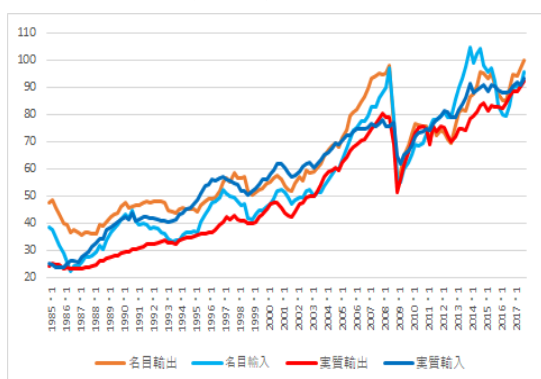
出典：内閣府・国民経済計算

⑦輸出・輸入

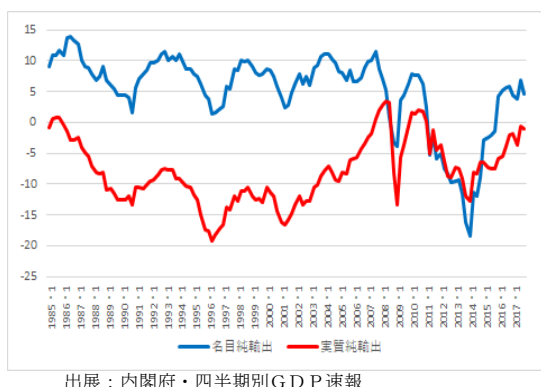
民間企業設備と並んで景気変動の大きな要因となる輸出・輸入の推移をみると、(図表 33) のとおり、輸出・輸入とも 2008 年半ばまで増加した後、世界金融危機により急減したが、円安が進んだ 2013 年から大きく回復している。

一方、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、(図表 34) のとおり、名目は 5~10 兆円で推移してきたが、世界金融危機後大きく減少し、ようやく 2016 年に至ってプラスになっている。また、実質は 2007~2008 年、2010 年などごく一部の期間を除いてマイナスであり、現在、2014 年第 1 四半期を底に回復傾向にあるが、未だマイナスを脱していない。

(図表 33) 輸出・輸入 (1985~) 兆円



(図表 34) 純輸出 (1985~) 兆円

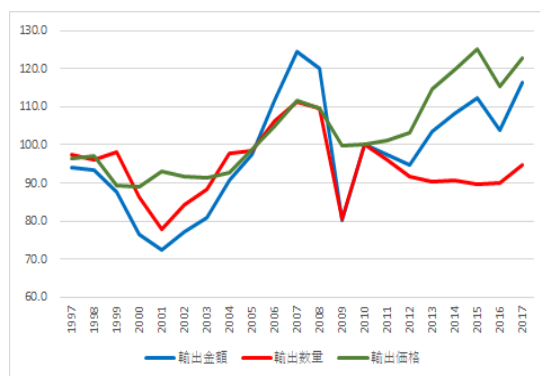


(図表 35・36) は、こうした名目輸出と

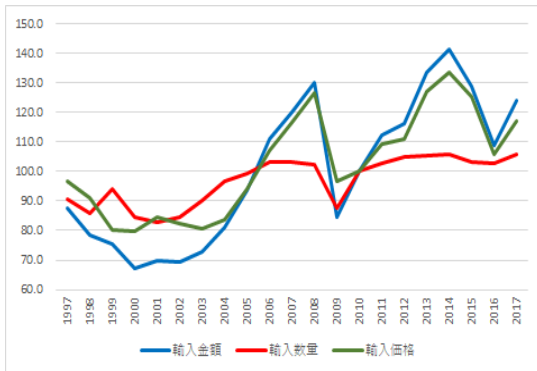
名目輸入の動向を数量と価格の要因に分けてみたものである。輸出金額は 2013 年から大きく回復したが、これは専ら輸出価格の上昇によるもので、輸出数量はむしろ弱含んでいる。2013 年から円安が進み(図表 36)、数量的にも輸出の拡大が期待されたが、これは実現せず、いわば円換算した評価額のみが上昇した。これはグローバルに事業展開する企業が海外子会社や関連会社の収益を円換算して連結財務諸表を作成する場合も同様であり、企業収益が増加しても、実体が伴わなければ、円の世界で大規模な所得移転のみが生じることになる。これが輸出(金額)の拡大にもかかわらず、関連産業への波及効果に乏しく、経済全体が活性化しない主因と考えられる。

一方、輸入数量は、世界金融危機後の一時的減少はみられるものの、全体として緩やかに増加している。輸入金額の大きな増減は専ら輸入価格の変動によるものであり、原油価格と為替レートの影響が大きいと考えられる(図表 37・38)。特に 2007~2014 年原油価格は歴史的にも異常な高値圏にあったが、2008~2012 年の円高がこれを相殺し、輸入価格にみられるように交易条件の悪化を相当程度緩和したと考えられる。

(図表 35) 貿易指数(輸出) 2010=100



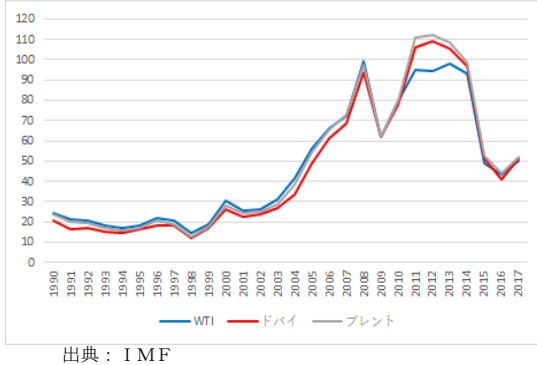
(図表 36) 貿易指数 (輸入) 2010=100



(図表 37) ドル・円レート (1992～)



(図表 38) 原油価格 (1990～) ドル/バレル

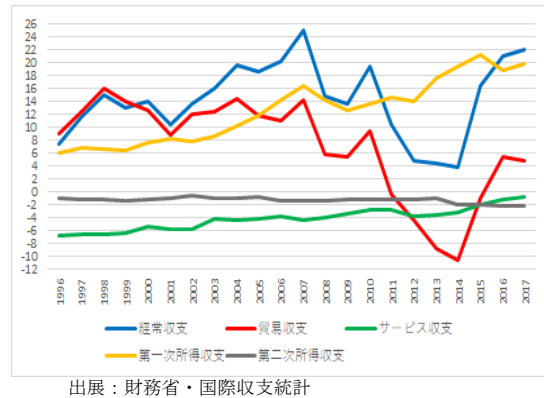


⑧経常収支

(図表 39) は、経常収支の推移である。貿易収支は、2008 年以降大きく悪化し、2011～2015 年に赤字となったが、2014 年を底に回復し、2016 年から黒字となっている。また、対外資産の蓄積に伴い、第 1 次所得収支 (対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支) が着実に増加し、2005 年以降貿易収支を上回って最大の黒字項目となっている。また、サービス収支は、インバウ

ンドや知的財産権等使用料の増加によって順調にマイナス幅が縮小している。これらを総合した経常収支は、変動幅の大きい貿易収支とはほぼ同様の動きを示し、2008 年以降大きく悪化したが、赤字に陥ることなく、2014 年を底に大きく回復している。

(図表 39) 経常収支 (1996～) 兆円



(2)金融情勢

①金利

(図表 40) は、すべての金利の基準となる国債の利回りの長期的な推移である。1990 年 9 月にはほぼすべての年限の国債利回りが 8%を超えたが、ゼロ金利政策が導入された 1999 年まで急速に低下し、以後、2002 年後半～2013 年前半を除き、2008 年夏までほぼ横ばいで推移した (2008 年 8 月の利回り：概ね残存期間 1 年債 0.6%、5 年債 1.0%、10 年債 1.5%、20 年債 2.1%、30 年債 2.4%)。

2008 年 9 月のリーマンショックの発生と政策金利の逐次引下げを受け、国債利回りは再び低下する (2013 年 1 月の利回り：概ね 1 年債 0.1%、5 年債 0.2%、10 年債 0.8%、20 年債 1.8%、30 年債 2.0%)。

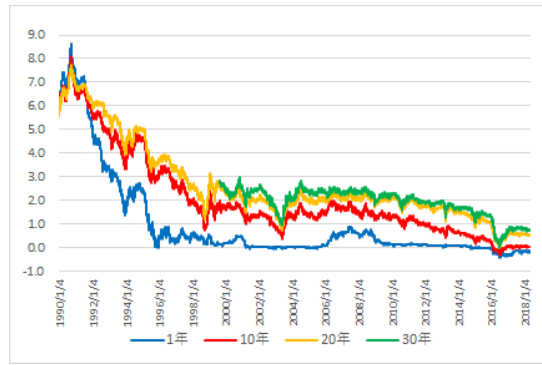
ここを出発点として 2013 年 4 月から異次元金融緩和が導入された。(図表 41) がその後の推移である。国債利回りは更に低下を続け、特に著しかったのが 2016 年 1 月の

マイナス金利導入後である（ボトムとなった2016年7月の利回り：概ね1年債 Δ 0.4%、5年債 Δ 0.4%、10年債 Δ 0.3%、20年債0.0%、30年債0.1%）。その後2016年9月のイールドカーブ・コントロールの導入もあり、国債利回りはやや戻して、2017年2月からはほぼ横ばいで推移している（2018年4月の利回り：概ね1年債 Δ 0.1%、5年債 Δ 0.1%、10年債0.0%、20年債0.5%、30年債0.7%）。

日銀は、現在、政策金利残高 Δ 0.1%・10年物国債金利ゼロ%程度を金融市場調節方針として長短金利操作を行っており、国債利回りは1年債 Δ 0.2~ Δ 0.1%、10年債0.0~0.1%で推移している。これを主要国と比較すると、(図表42)のとおり、2016年11月のトランプ大統領の当選以降、米国の10年国債は2.5%台に急上昇し、ドイツ国債も0.5%程度まで上昇しているが、日本国債はこうした世界の金利動向に関わりなく低位で安定的に推移している（その後米国10年国債は、この5月に3%台に乗せている）。

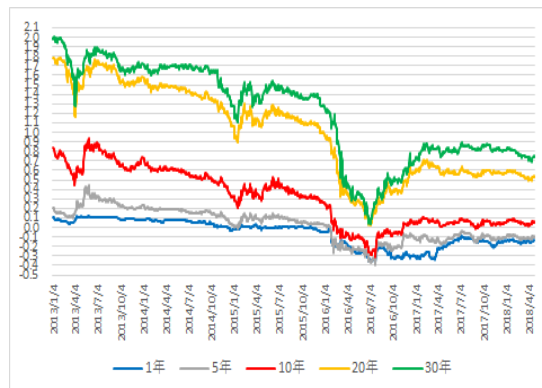
(図表43)は、異次元金融緩和導入後の国債のイールドカーブの推移である。マイナス金利導入により大きく下方シフトし、その後やや戻して安定的に推移している。これを我が国と同様マイナス金利を導入しているユーロ圏のドイツ・フランスと比較すると、(図表44)のとおり、我が国は長短金利差の少ないフラット化の傾向が強く、金融機関の経営や金融仲介機能を維持する上での大きな課題になっている。

(図表 40) 主要年限別国債利回り (1990~) %



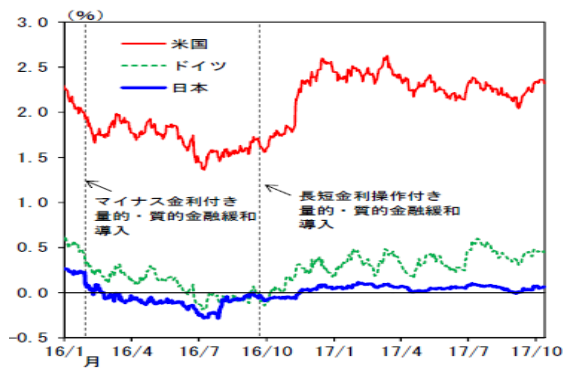
出典：財務省・国債金利情報

(図表 41) 主要年限別国債利回り (2013~) %



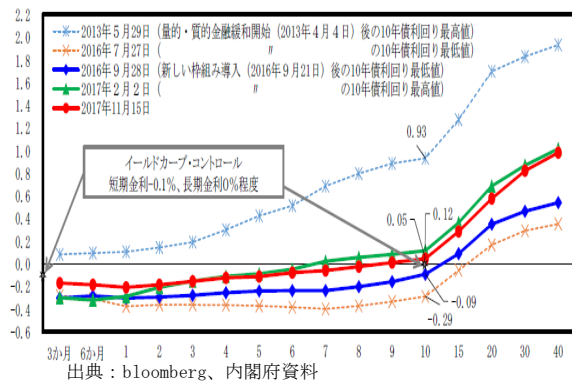
出典：財務省・国債金利情報

(図表 42) 主要国の 10 年国債利回り %



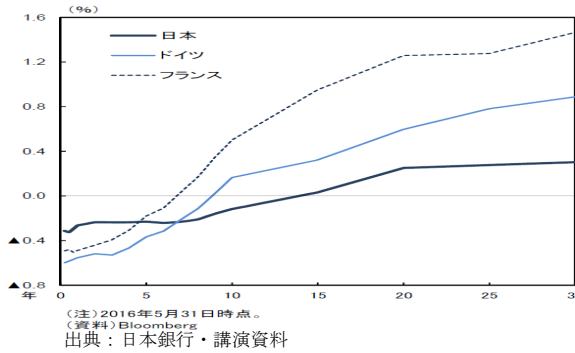
出典：Bloomberg、日本銀行・講演資料

(図表 43) 国債のイールドカーブ %



出典：bloomberg、内閣府資料

(図表 44) 日本とユーロ圏の国債イールドカーブ



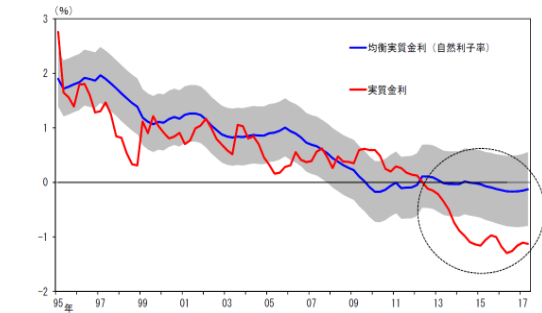
(図表 45) は、日銀スタッフの推計による自然利子率（均衡実質金利）と実質金利の推移である。2008 年の世界金融危機まで総じて実質金利は自然利子率を下回ってきたが、金融危機後は自然利子率の低下によりこれが逆転した。しかし、2013 年以降は、国債利回りの更なる低下と消費者物価の上昇、自然利子率の下げ止まりによって、実質金利は自然利子率を大きく下回っている。現在の金利水準は、理論上は、潜在成長率を上回る経済成長と物価のスパイラル的上昇をもたらし得るだけの低水準とすることができる。

また、国債利回りの低下を受けて、銀行貸出金利は、2008 年以来、(図表 46) のとおり逐次低下し、銀行貸出残高は、2010 年・2011 年を除き、年 2%程度増加している(図表 47)。また、借手から見た銀行の貸出態度は、金融危機直後の 2009 年を底に大きく改善しており、金融環境は極めて緩和した状態にある(図表 48)。

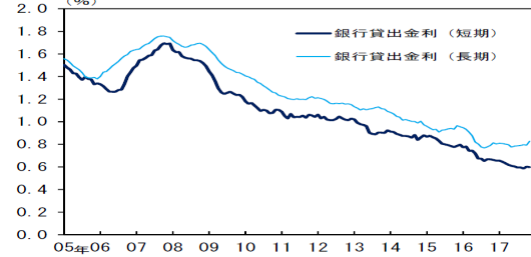
※14 自然利子率：景気への影響が緩和的でも引締めのでもない中立的な実質金利の水準。均衡実質金利、中立利子率とも呼ばれ、完全雇用の下で貯蓄と投資をバランスさせる実質金利の水準と定義される。実質金利が自然利子率より低いと好況となり、物価が上昇する。実質金利が自然利子率より高いと不況となり、物価が下落する。なお、一

定の仮定の下で、自然利子率は潜在成長率と等しい（潜在成長率がプラスであれば、自然利子率もプラスとなる）。

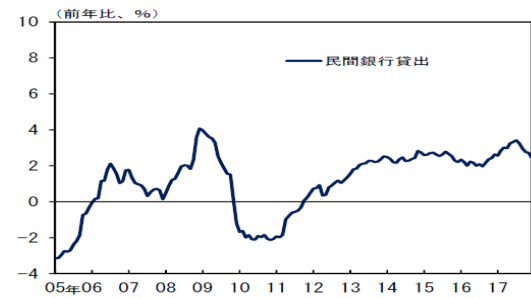
(図表 45) 自然利子率と実質金利



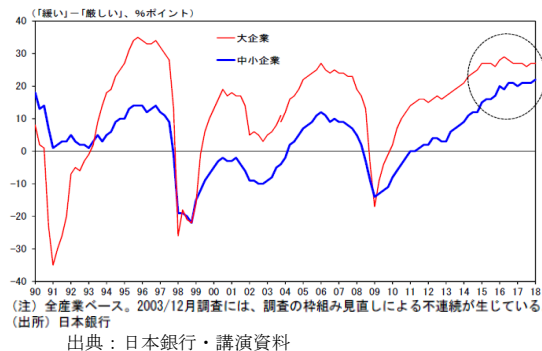
(図表 46) 銀行貸出金利



(図表 47) 銀行貸出残高(前年比)



(図表 48) 貸出態度判断DI (短観)



②為替レート

(図表 37) は、1992 年以來のドル・円レートの推移である。日米の貿易摩擦が激しかった 1995 年には一時 83 円まで円高が進んだが、その後は 105～125 円で推移してきた。しかし、世界金融危機後、グローバル・インバランス（米国の巨額な経常収支赤字の恒常的な発生）の巻戻しや欧州債務問題の発生によって急速に円高が進み、2011 年・2012 年には 80 円を切り、最高 76 円まで達した。こうした円高は、原油価格高騰の緩和など積極的意義もあったが、輸出関連産業を中心に深刻な影響を与え、それが金融緩和不足という日銀批判にもつながった。

この急激な円高は、E C B（欧州中央銀行）の対応による欧州債務問題の不安心理の後退、貿易収支や経常収支の悪化、2012 年 12 月の総選挙における安倍自民党総裁の無制限の金融緩和による円高是正の公約等によって、2012 年 11 月から反転し、2013 年 11 月に 100 円台、F R B の利上げ期待が高まった 2015 年 3 月には 120 円台まで円安が進んだ。その後英国の E U 離脱問題、新興国経済の減速懸念、トランプ政権の拡張的な財政政策と保護主義的傾向の高まり等があり、今年に入っては月中平均 106～110 円で推移している。

(図表 49) は、円の総合的な価値を表す実効為替レートの推移である（2010=100 の指数。グラフの上方が円高傾向を示す）。2009～2012 年の名目実効為替レートは際立って円高となっているが、実質実効為替レートは 1992～2004 年の方が高く、特段に円高というものではなかった。当時の輸出不振は、円高というより世界的な不況によるものと捉えられるように思われる。また、円安が

進んだ 2013 年以降の実質実効為替レートは、1992 年以來の最低の水準で推移している。

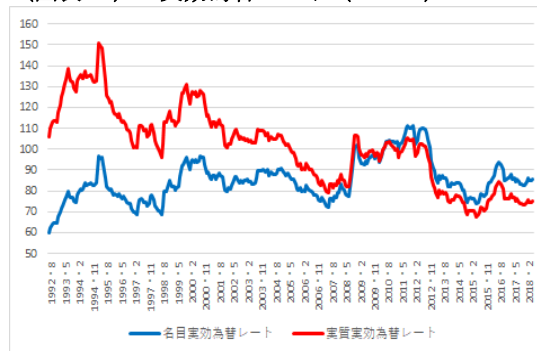
※15 実効為替レート：特定の 2 通貨間の為替レートをみているだけでは捉えられない、一国の通貨の価値（対外競争力）を総合的に示す指標。うち名目実効為替レートは、各貿易相手国通貨との為替レートを貿易額に応じて加重平均し、指数化したもの、また、実質実効為替レートは、名目実効為替レートを各国の物価指数の推移によって調整したものである。

(図表 37) ドル・円レート (1992～) (再掲)



出典：日本銀行

(図表 49) 実効為替レート (1992～) 2010=100



出典：日本銀行

③株価

株価の推移を日経平均株価によってみると、(図表 50) のとおり、バブル最盛期の 1989 年末に 3 万 8915 円の最高値を付けた日本の株価は、2003 年 4 月の 7607 円まで約 8 割下落し、その後 2007 年 7 月に 1 万 8261 円まで回復したが、世界金融危機によって再び下落し、2009 年 3 月には 7054 円

とバブル崩壊後の最安値を更新した。その後 9000～1 万円前後で推移していたが、円安が始まった 2012 年 11 月から急速に上昇を始め、今年 1 月には 2 万 4129 円とピーク時の約 6 割水準に達している。最近は、トランプ政権の保護主義的傾向の高まり等もあり、2 万 2000～2 万 3000 円で推移している。

日経平均株価とドル・円レートは特に 2000 年代後半から正の相関が高くなっている(図表 50)。円安は、一般に輸入産業や国内産業にマイナス、輸出産業やグローバルに事業展開する産業にプラスに作用すると考えられるが、東証一部上場企業の動向を示す日経平均株価は、特に後者の側面がより強く表われるものになっていると考えられる。

(図表 50) 日経平均株価とドル・円レート (1988～) 1989=100



出展：日本経済新聞

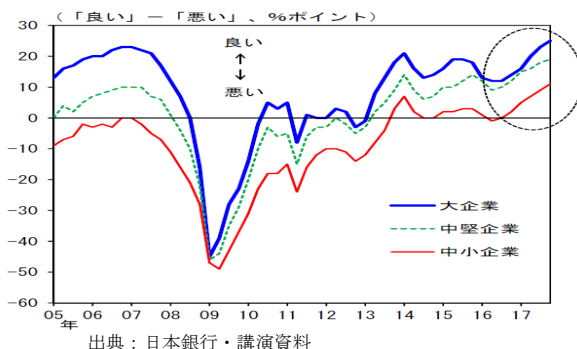
(3) 企業動向

① 民間企業の業況判断

上記のような経済情勢と金融情勢の下で民間企業が業況をどう判断しているかを日銀短観でみると、(図表 51・52)のとおり、2009 年に大きく悪化した後、2010 年から急速に改善して、2013 年からは「良い」が「悪い」を上回っている。日銀は、特にこうした傾向が企業規模別にも、地域別にも幅広

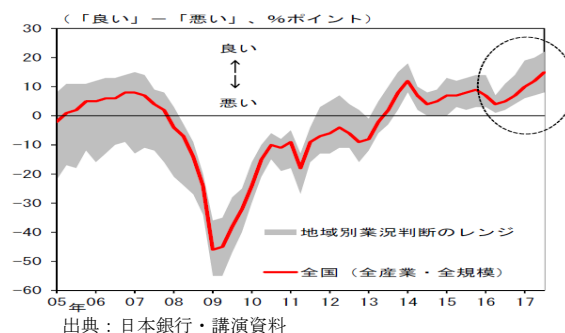
く認められることを強調している。

(図表 51) 業況判断 D I (短観)・企業規模別



出典：日本銀行・講演資料

(図表 52) 業況判断 D I (短観)・地域別



出典：日本銀行・講演資料

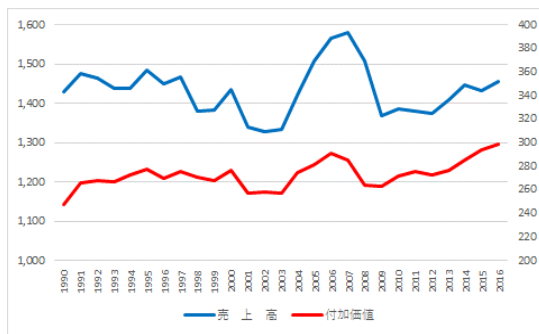
② 法人企業の活動実態

次に、財務省・法人企業統計によって 1990 年度以来の法人企業の活動実態をみると、売上高は概ね 1400～1500 兆円、付加価値は 250～300 兆円で推移しており、いずれも世界金融危機後に大きく低下した後、2009 年度を底に回復している(図表 53)。

こうした状況を反映して、営業利益・経常利益・当期純利益・内部留保は、2009 年度を底に急上昇しており、2016 年度はいずれも過去最高額になっている(図表 54)。

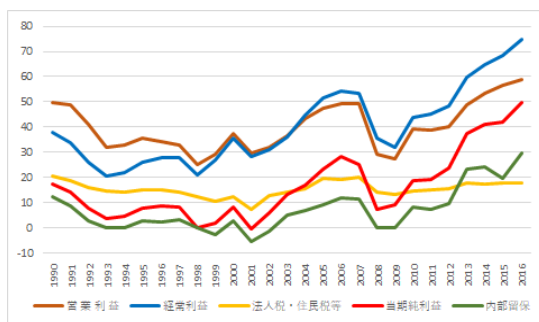
この状況を売上高営業利益率・売上高経常利益率・総資本経常利益率でみると、2016 年度はバブル期を上回って最高率となっており(図表 55)、過去の好況期と比較しても、売上高経常利益率は際立って高くなっている(図表 56)。

(図表 53) 法人企業の売上高と付加価値 兆円



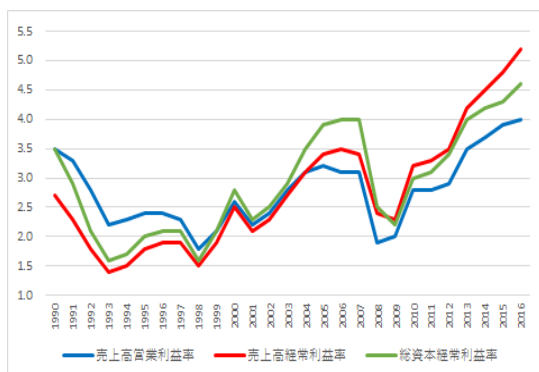
出展：財務省・法人企業統計

(図表 54) 法人企業の経営状況 兆円



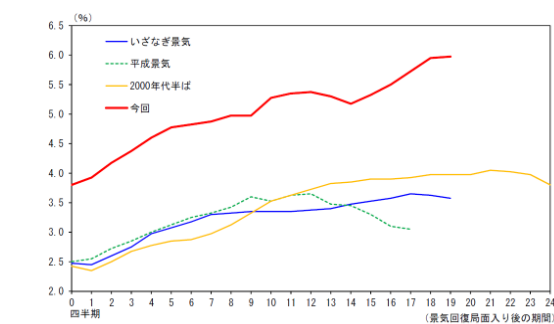
出展：財務省・法人企業統計

(図表 55) 法人企業の利益率 %



出展：財務省・法人企業統計

(図表 56) 売上高経常利益率の比較



(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。後方4四半期移動平均。
(出展) 財務省

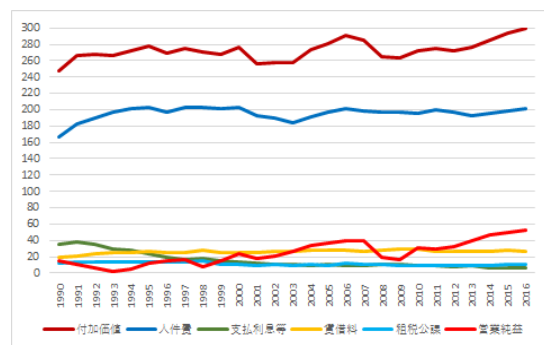
出典：日本銀行・講演資料

(図表 57) は、法人企業の利益率の高さの背景として、付加価値の構成（分配）の推

移をみたものである。人件費・賃借料・租税公課がほぼ横ばい、支払利息等が大きく低下する中、付加価値の増加に応じて営業純益が大きく増加している。営業純益が最も低下したのは1993年度の2兆5千億円（構成比約1%）であるが、2016年度には52兆5千億円（同18%）まで増大している。また、人件費は概ね200兆円程度で推移し、その構成比は不況期に上昇、好況期に下降する傾向にあるが、2008・2009年度の構成比75%は2016年度に68%まで低下している。

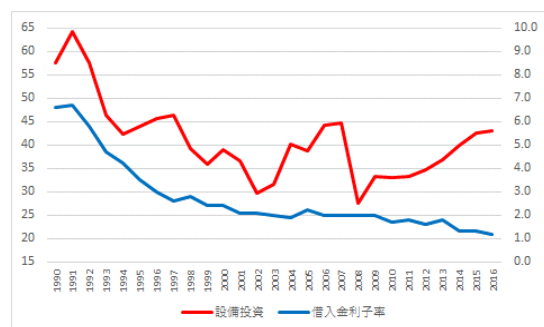
また、(図表 58) は、法人企業の設備投資の動向をみたものである。借入金利率が大きく低下したものの、設備投資も低調に推移してきた。2011年度以降、上昇傾向がみられるが、1990～1997年度や2006・2007年度には及ばず、なお力強さに欠ける状況である。

(図表 57) 法人企業の付加価値の構成 兆円



出展：財務省・法人企業統計

(図表 58) 法人企業の設備投資と借入金利率 兆円・%

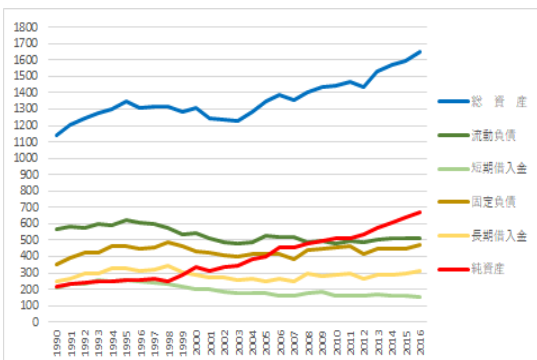


出展：財務省・法人企業統計

法人企業の財務状況をみると、(図表 59) のとおり、総資産は 1990 年度の 1140 兆円から 2016 年度の 1650 兆円へと大きく増加しているが、流動負債が微減、固定負債が微増で、そのほとんどが純資産の増加によるものである。これを自己資本比率の推移でみると、1998 年度まで 19%程度で横ばいであったが、以後逐年上昇し、2016 年度には 41%に達している(図表 60)

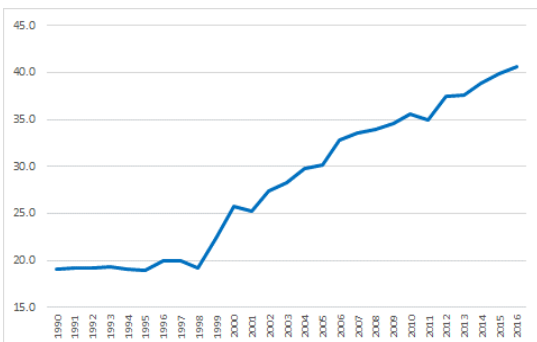
純資産の内訳は、(図表 61) のとおりである。各項目とも増加しているが、特に配当後の利益の蓄積である利益剰余金の増加が著しく、1998 年度以降着実に増加している。2016 年度の純資産 670 兆円の内訳は、資本金 110 兆円、資本剰余金 150 兆円、利益剰余金 410 兆円である。

(図表 59) 法人企業の負債・純資産 兆円



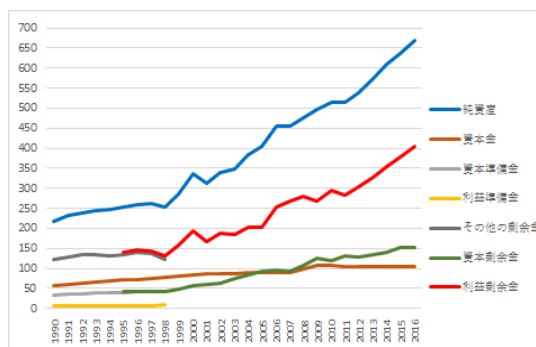
出展：財務省・法人企業統計

(図表 60) 法人企業の自己資本比率 %



出展：財務省・法人企業統計

(図表 61) 法人企業の純資産 兆円



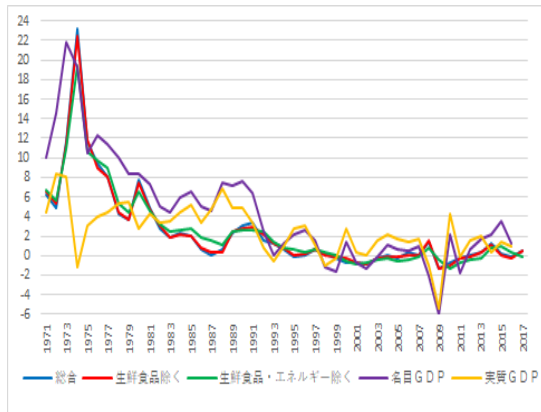
出展：財務省・法人企業統計

(4) 物価動向

(図表 62・63) は 1970 年以來の消費者物価指数と GDP (前年比・指数) の長期的動向をみたものである。我が国は、第 1 次オイルショックによって 23%に上る狂乱物価を経験したが、第 2 次オイルショックは 8%の上昇に収め、1980 年代以降、主要国の中でも物価安定の優等生とされてきた。バブル期の 1990・1991 年には 3%を上回ったが、安定成長期の 1983 年からバブル崩壊後の 1998 年まで、消費者物価の上昇率は概ね 0~2%で推移している。物価上昇率が連続してマイナスを記録するようになったのは 1999 年以降であり、2008 年を除いてはほぼゼロないしマイナスで推移し、2012 年までの 14 年間の平均物価上昇率は $\Delta 0.3\%$ である(黒田総裁が、我が国経済は 1998 年度から 2012 年度まで 15 年間、消費者物価下落率 $\Delta 0.3\%$ の緩やかだが、長期にわたるデフレが進行してきたと言われることに対応する)。

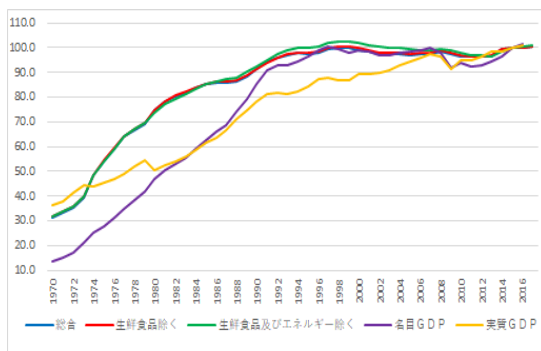
また、消費者物価と GDP の関係は、特に名目 GDP との相関が高く、これらの変動率の大きさは、バブル崩壊までは概ね名目 GDP の成長率が物価上昇率を上回っていたが、1997 年以降はほぼ同等となり、指数も重なって横ばいに推移している(図表 62・63)。

(図表 62) 消費者物価指数とGDP (前年比) %



出典：総務省・消費者物価指数、内閣府・国民経済計算

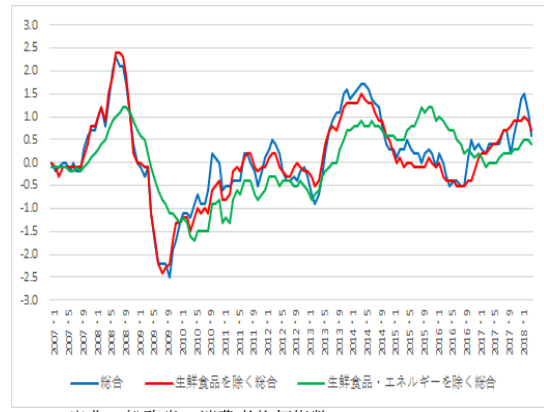
(図表 63) 消費者物価指数とGDP 2015=100



出典：総務省・消費者物価指数、内閣府・国民経済計算

(図表 64) は、2007 年以降の消費税の影響を除いた消費者物価の変動率である。総合と生鮮食品を除く総合は、ほぼ同様の動きをしており、2008 年夏の 2% 以上の上昇、2009 年夏の $\Delta 2\%$ 以上の下落の後、物価は 2012 年のゼロ近辺まで緩やかに回復した。大きな物価上昇がみられたのは 2013 年 6 月以降であり、2013 年 11 月～2014 年 6 月には 1.5% 前後となった。しかし、2014 年 7 月から下降し、2015 年はゼロ前後、2016 年は $\Delta 0.1 \sim \Delta 0.5\%$ で推移した。その後、総合は 2016 年 10 月から、生鮮食品を除く総合は 2017 年 1 月から再び上昇し、2018 年 4 月現在、総合は 0.6%、生鮮食品を除く総合は 0.7% となっている。また、2013 年 4 月以降の平均上昇率は、総合が 0.5%、生鮮食品を除く総合が 0.4% である。

(図表 64) 消費者物価指数 (消費税抜き) %



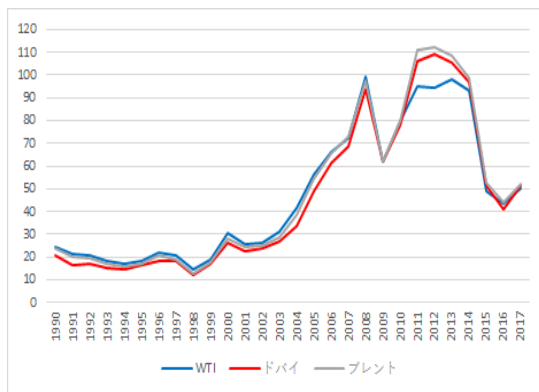
出典：総務省。消費者物価指数

こうした総合と生鮮食品を除く総合の物価変動に大きな影響を与えたとされるのが原油価格の動向である。

(図表 38・65) のとおり、2003 年まで 1 バレル 30 ドル以下で推移してきた原油価格は、その後大きく上昇し、2011 年～2014 年夏には 100～110 ドルに達した。しかし、2014 年 6 月を境に急速に低下し、2015 年には 40～60 ドル、さらに 2016 年 1 月・2 月には 30 ドルを切るまで下落した。その後 40～50 ドル水準に回復し、2017 年夏からは上昇傾向を強め、この 5 月に 70 ドルに達している。

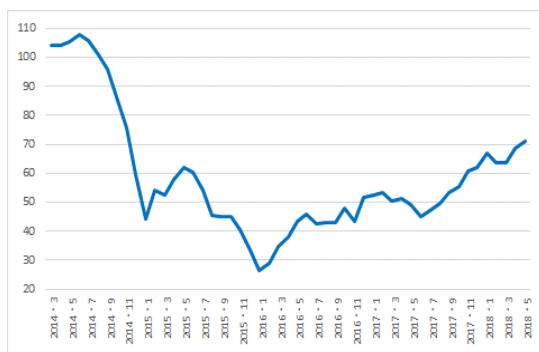
このように消費者物価と原油価格の変動はほぼ対応しており、それは (図表 66) の寄与度を示されているとおりである。原油価格の動向は、今後とも、為替レートや労働需給の逼迫による賃金の動向とともに、物価上昇率の行方を左右する大きな要因と考えられ、その意味からも、中東の地政学的リスクの高まり等には注意が必要である。

(図表 38) 原油価格 (1990～) (再掲) ドル/バレル



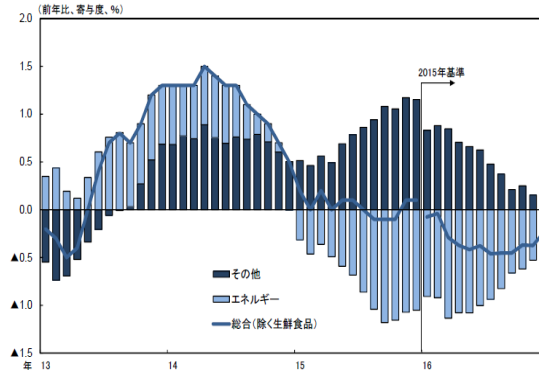
出典：IMF

(図表 65) 原油価格 (2007～) ドル/バレル



出典：世界銀行・OPEC バスケット価格

(図表 66) 消費者物価指数 (寄与度) %



(注)2014/4月以降は、消費税引き上げの直接的な影響を調整した試算値。
(資料)総務省
出典：日本銀行・講演資料

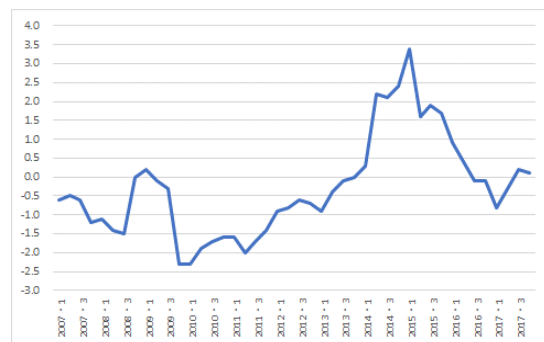
一方、日銀が注目する生鮮食品・エネルギーを除く総合の変動率は、(図表 64) のとおり、世界金融危機後マイナスで推移してきたが、2013年10月にプラスとなり、プラス基調は今日まで続いている。特に2013年11月～2016年7月には0.5～1.2%となり、2017年春に0%まで低下したが、2017年7月から再び上昇し、2018年4月現

在0.4%となっている。また、2013年4月以降の平均上昇率は0.5%である。

また、消費や設備投資などすべてのGDP構成項目について国内発の物価動向を表すGDPデフレーターは、(図表 67) のとおり、2014年第1四半期～2016年第2四半期及び2017年第3・第4四半期がプラスであり、特に2014年第2四半期～2015年第1四半期は、消費税増税の影響もあるが、1.7～3.4%の高い上昇となっている。総じて生鮮食品・エネルギーを除く総合と類似した動きを示している。

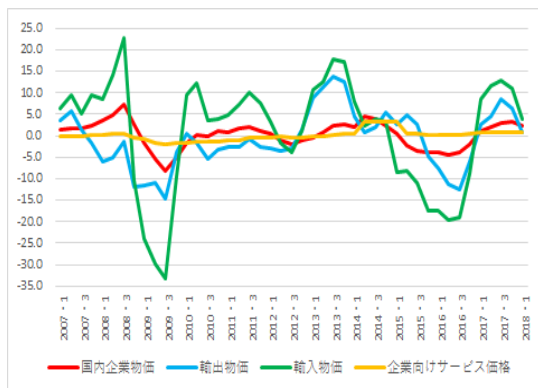
(図表 68) は、企業物価指数と企業向けサービス価格指数の推移である。輸入物価と輸出物価は、原油価格等の国際市況の影響を受け大きく変動している。また、国内企業物価は、総合・生鮮食品を除く総合の消費者物価と類似した動きを示している。一方、企業向けサービス価格は、生鮮食品・エネルギーを除く総合と類似しており、2013年第3四半期からプラス基調が続いている。この間、GDPデフレーターと同様、2014年第2四半期～2015年第1四半期に3%を超える高い上昇を示したが、それ以外は0.1～0.8%の低位な上昇にとどまっている。

(図表 67) GDPデフレーター %



出展：内閣府・四半期別GDP速報

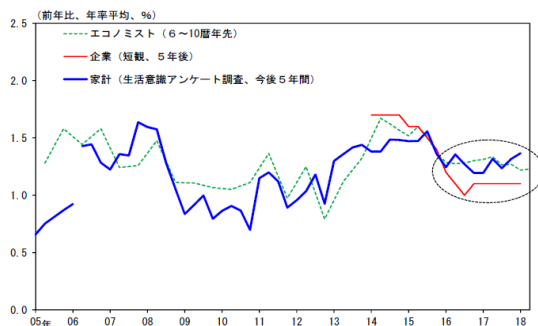
(図表 68) 企業物価・企業向けサービス価格指数%



出典：日本銀行

(図表 69) は、中長期的な予想物価上昇率の動向である。いずれの指標も、2013 年から大きく上昇したが、2015 年夏以降低下し、2016 年からはほぼ横ばいで推移している。日銀の総括的検証にもあるとおり、中央銀行の物価安定目標に収斂していく「フォワードルッキングな期待形成」より、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」が強く作用し、特に総合と生鮮食品を除く総合の消費者物価の動向が影響していると考えられる。このため、日銀が 2% の物価安定目標を掲げて異次元金融緩和を実施しても、現実に物価が上昇しなければ予想物価上昇率も上昇せず、また、物価が上昇しても短期間のうちに低下すれば、予想物価上昇率もアンカーされずに低下することになると考えられる。

(図表 69) 予想物価上昇率 %



(注) 1. エコノミストは、コンセンサスフォーキャスト。
 2. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。
 3. 家計は、+5%以上および-5%以下の回答を除く。
 (出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、日本銀行
 出典：日本銀行・講演資料

また、(図表 70)は、日銀が今年 4 月に発表した「展望レポート」の経済・物価見通しである。政策委員見通しの中央値で、実質 GDP の成長率は、2018 年度 1.6%、2019 年度と 2020 年度は 0.8%である。また、生鮮食品を除く消費者物価指数の上昇率は、2018 年度 1.3%、2019 年度と 2020 年度は 1.8%である。同レポートは、「消費者物価の前年比は徐々にプラス幅を拡大しているが、エネルギー価格の影響を除くと 0%台半ばにとどまっており、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、なお弱めの動きが続いている」。しかし、「先行きを展望すると、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」としている。

しかし、4 月の展望レポートが注目されたのは、前回 1 月の展望レポートまでは、物価上昇率が 2%程度に達する時期について、「2019 年度頃になる可能性が高い」などと具体的に記述していたが、今回からこうした記述を行わないこととしたことである。この点について黒田総裁は、①2013 年 4 月に 2 年程度を念頭に置いて量的・質的金融緩和を始めたが、その後はそういった特定の達成時期を念頭に置いて金融政策を運営しているわけではない。②現在の金融政策は、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するという大きな目標の下で、その目標に向けたモメンタムが維持されているかどうかを点検し、モメンタムが失われつつあるようであれば追加緩和を検討するというものである。この点は今後も全く変わらない。③しかし、市場の一部に、見

通しを 2%の達成時期と捉え、その変化を金融政策の変更と直接結びつけるといった見方が根強く残っているため、日銀の金融政策スタンスが誤解されることのないように削除した。④2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するというコミットメントに全く変化はなく、中長期的目標に変更したといったことはない、と説明されている。その上で物価の見通しについては、前回と同様、1.8%は年度の平均なので、年度の中で一定の動きはあり得る。2019年度頃に 2%程度に達する可能性が高いと思っていると説明されている。

(図表 70) 展望レポートの経済・物価見通し (2018. 4)

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2017年度	+1.8~+1.9 <+1.9>		+0.7
1月時点の見通し	+1.8~+2.0 <+1.9>	+0.7~+1.0 <+0.8>	
2018年度	+1.4~+1.7 <+1.6>	+1.2~+1.3 <+1.3>	
1月時点の見通し	+1.3~+1.5 <+1.4>	+1.3~+1.6 <+1.4>	
2019年度	+0.7~+0.9 <+0.8>	+2.0~+2.3 <+2.3>	+1.5~+1.8 <+1.8>
1月時点の見通し	+0.7~+0.9 <+0.7>	+2.0~+2.5 <+2.3>	+1.5~+2.0 <+1.8>
2020年度	+0.6~+1.0 <+0.8>	+2.0~+2.3 <+2.3>	+1.5~+1.8 <+1.8>

出典：日本銀行

(5) 異次元金融緩和の成果・要約

以上、異次元金融緩和の成果に関し、主な経済指標の動向をみてきたが、これらを要約すれば次のとおりである。

- ① 2012年12月以来、戦後2番目に長い景気回復が続いている。特に2016年第1四半期以降は、8期連続でプラス成長となっている。ただし、その成長率は、1.3%ないし1.8%程度と、それ以前と比べても力強さに欠け、緩やかなものにとどまっている。
- ② しかし、我が国の潜在成長率は1%程度であり、ここ1年ほど連続して需給ギャッ

プがプラスになっている。これは物価上昇圧力を高め、デフレ脱却を後押しするが、実質的な経済成長を図るため、今後は成長戦略等により潜在成長率を高めることがより重要な課題になると考えられる。

③ 民間最終消費支出は、低調であり、消費税増税による反動減後も積極的な消費拡大の傾向は現れていない。賃金が名目・実質とも1990年以来最低の水準で推移していることがその背景と考えられる。2014年から徐々にベースアップが復活したが、未だ低調であり、今後の更なる拡大が期待される。

④ 民間企業設備は、順調に回復している。しかし、そのGDP比率や企業活動におけるウェイトは、バブル崩壊後大きく低下し、非金融法人企業のISバランスは、最大の黒字部門になっている。我が国経済が長期低迷を脱するためには、このISバランスを是正することが極めて重要と考えられる。

⑤ 輸出・輸入とも2013年から大きく回復している。実質純輸出は回復傾向にあるが、未だマイナスを脱していない。輸出金額は増加したが、これは専ら円安による輸出価格の上昇によるもので、輸出数量はむしろ弱含んでいる。これが輸出の拡大にもかかわらず、波及効果に乏しく経済全体が活性化しない主因と考えられる。

⑥ 雇用情勢は急速に改善し、完全失業率や求人倍率はバブル期と同等になっている。我が国の生産年齢人口は、1995年をピーク減少しており、最近の雇用情勢の好転は、こうした人口動態の進展を多分に反映したものと捉えることができる。しかし今後は、経済成長のボトルネックとなる労働力不足の問題として顕在化することが予想され、

就業者一人当たりのGDP・労働生産性を向上することが極めて重要な課題になると考えられる。

⑦ 国債の利回りは、2013年1月時点で1年債0.1%、10年債0.8%であったが、異次元金融緩和によって更に低下し、最近では1年債△0.2～△0.1%、10年債0.0～0.1%で安定的に推移している。日本国債のイールドカーブをドイツ・フランスと比較すると、長短金利差の少ないフラット化の傾向が強く、金融機関の経営や金融仲介機能を維持する上で大きな課題になっている。

2013年以降、実質金利は自然利子率を大きく下回っている。また、銀行貸出金利も低下し、貸出態度も改善するなど、金融環境は極めて緩和した状態になっている。

⑧ ドル・円レートは、世界金融危機後、2011年・2012年には80円を切るまで円高が進んだが、2012年11月から反転し、2013年11月に100円台、2015年3月には120円台まで円安が進んだ。今年に入っては月中平均106～110円で推移している。実質実効為替レートは、2013年以降、1992年以来の最低の水準で推移している。

⑨ 株価の推移を日経平均株価によってみると、円安が始まった2012年11月から急速に上昇を始め、今年1月には2万4129円とピーク時（1989年末の3万8915円）の約6割水準に達している。最近では2万2000～2万3000円で推移している。日経平均株価とドル・円レートは特に2000年代後半から正の相関が高くなっている。

⑩ 日銀短観の民間企業の業況判断DIは、2010年から急速に改善して、2013年からは「良い」が「悪い」を上回っている。こうした傾向は企業規模別にも、地域別にも幅

広く認められる。

⑪ 法人企業の営業利益・経常利益・当期純利益・内部留保は、2009年度を底に急上昇し、2016年度はいずれも過去最高額になっている。売上高営業利益率・売上高経常利益率・総資本経常利益率も過去最高率となっている。付加価値の構成（分配）は、人件費・賃貸料・租税公課がほぼ横ばい、支払利息等が大きく低下する中、営業純益が大きく増加している。

また、法人企業の自己資本比率は、1998年度まで19%程度であったが、以後逐年上昇し、2016年度には41%に達している。純資産の内訳は、特に利益剰余金の増加が著しく、2016年度の純資産670兆円の内訳は、資本金110兆円、資本剰余金150兆円、利益剰余金410兆円である。

⑫ 総合と生鮮食品を除く総合の物価上昇率は、2013年6月以降大きく上昇し、2013年11月～2014年6月には1.5%前後となった。しかし、原油価格の低下を受けて、2014年7月から下降を始め、2015年はゼロ前後、2016年はマイナスとなった。その後、総合は2016年10月から、生鮮食品を除く総合は2017年1月から再び上昇し、2018年4月現在、それぞれ0.6%と0.7%になっている。また、2013年4月以降の平均上昇率は、総合が0.5%、生鮮食品を除く総合が0.4%である。

中長期的な予想物価上昇率は、こうした物価の動向を反映して、2013年から大きく上昇したが、2015年夏以降低下し、2016年からはほぼ横ばいで推移している。

このように異次元金融緩和開始後1年半ほどは2%の物価安定目標の実現も間近なものと感じられたが、その後遠退き、ここ

1年ほど回復傾向にはあるが、その実現には距離がある。ただし、日本経済は、物価が持続的に下落するという意味でのデフレではなくなっている。

もとより経済情勢等は様々な要因によって左右されるが、この5年間の異次元金融緩和の成果を整理すれば、次のようになるであろう。

[実現したこと]

- ①それ以前の極端な円高是正と円安の実現
- ②極めて緩和した金融環境
- ③過去最高の法人企業の利益額・利益率
- ④株価の大幅な上昇
- ⑤雇用情勢の改善とベースアップの復活
- ⑥デフレではなくなったこと

[十分には実現していないこと]

- ①戦後2番目の長さとなる景気回復、プラスの需給ギャップ：力強さに欠け、緩やかな成長率、潜在成長率の低さ
- ②消費の拡大：低調
- ③設備投資の回復：非金融法人企業のI Sバランスは最大の黒字部門
- ④輸出の拡大：円安による輸出価格の上昇、輸出数量は弱含み

[実現していないこと]

- ①2%の物価安定目標の実現
- ②実質賃金の上昇

以上まとめれば、「円安、低金利、株高、原油安等の好条件が揃い、法人企業は史上最高益を実現した。しかし、賃金の上昇や設備投資などへの波及は限定的で、消費や投資の拡大が不十分なものとどまった。このため、景気の回復は力強さに欠け、物価の上昇も限られたものになった」と言えるのではないかと思われる。企業収益の増

大にもかかわらず、いわゆるトリクル・ダウンが不十分な状態である。

5. 「デフレ」とは何か

「デフレ」とは何か、ここでその意味を確認しておこう。

(1) 「デフレ」

2001年3月、内閣府は、「デフレ」を「物価の持続的下落」と定義した。その上で、「現在、日本経済は緩やかなデフレにある」との判断を示した。また、日銀は、その直後に量的金融緩和政策に踏み切り、「消費者物価指数の変化率が安定的にゼロ%以上になるまで継続する」とのコミットメントを公にした。

その考え方を示すものとして、同月、内閣府政策統括官がディスカッション・ペーパー「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」を取りまとめている。その概要は、次のとおりである。

① 政府は、これまで「デフレ」を「(単に物価が下落することを指すのではなくて、)物価の下落を伴った景気の低迷」と定義してきた。また、日銀は、「物価の全般的かつ持続的な下落」と定義してきた(2000年10月調査月報「わが国の物価動向—90年代の経験を中心に」による)。

② デフレの定義については、論者によって幅があり、議論がかみ合わないケースがあった。そこで、i 「良い物価下落」VS 「悪い物価下落」の議論の問題点、ii インフレ議論との非対称性、iii 国際的な共通認識としてのデフレという3つの論点から、デフレの定義の再整理を行った。

その結果、i 国際的な基準に合わせる、

ii 現在の状況下では、物価が下がること自体に問題がある等の観点を重視し、政府の従前の定義を改め、「物価の持続的な下落」を今後はデフレの定義として採用することとする。

この定義によると、「現在、日本経済は緩やかなデフレにある」と判断できる。

③ デフレの経済的コストとして、i 名目利子率の非負制約による経済変動の不安定化、ii 名目賃金の下方硬直性により生じる失業率の高まり、iii 金融仲介機能の低下を通じたマクロ経済への悪影響等が考えられる。

インフレに対する議論に比べ、デフレに対する議論は、理論的にも実証的にも十分行われてきたとは言い難い。したがって、デフレに対する対策については、あらゆる政策の実施を前提に議論を進めることがより望ましいと考える。

このうち②について、同ディスカッション・ペーパーは、(図表 71)のAD・AS曲線(総需要・総供給曲線)を使って、次のように説明する。

i 図Cのように需要の減少による総需要曲線の左方シフトが起きている状態を「悪い物価下落」、図Dのようにコスト低下による総供給曲線の右方シフトが起きている状態を「良い物価下落」と整理できる。

しかし、現実に我が国経済で起きている現象は、総需要曲線も総供給曲線も同時にシフトする図C+図Dの複合形態であろう。現在の物価下落の何割程度が「良い物価下落」であり、何割程度が「悪い物価下落」であるのかの要因分解することは事実上困難であり、こうした議論は、政策的に余り意味がない。

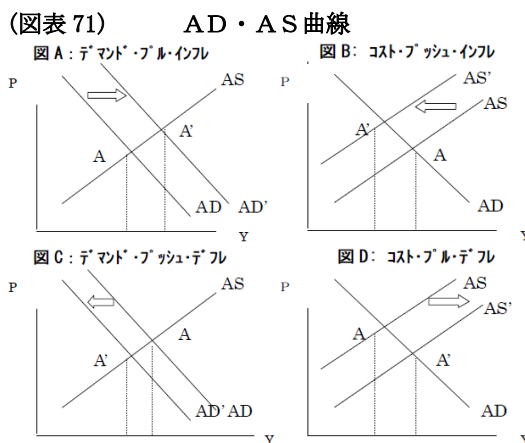
また、「良い物価下落」であれ「悪い物価

下落」であれ、物価が全般的かつ持続的に下落すれば、様々なチャンネルを通じて、实体经济に悪影響を及ぼしている点を重視すべきであろう。

しかし、だからといって、この区別をすることが重要であることは、ケインズ教授が77年前に述べたときと変わりはない。

ii デフレ・インフレの原因を区別して議論することは重要であるが、図Aも図Bもインフレと認識しているのに対し、政府はこれまで図Cだけをデフレと定義付けして問題視してきた。ここに「インフレ議論との非対称性の問題」がある。インフレとデフレを対照的に議論することが必要であり、図Cと図Dを合わせてデフレと認識するのが望ましいと考えられる。

iii これまで日本のデフレの定義は国際的な定義と整合的でなかった。「物価の持続的な下落」と定義すれば、齟齬がなくなり、より実りのある経済論議が行われるものと期待される。



上記の整理により、内閣府はデフレの定義を変更しているが、これは必ずしも「従来の定義は合理性に欠けていた」としたものであるのではないであろう。

これまで、インフレ議論との非対称性は

十分承知の上で、図Cのみをデフレと定義してきたのは、人々にとって困った事態というのは図A～図Cであり、図Dはむしろ望ましい状態であるからである。しかし、それだけでは、原因はともあれ物価が持続的に下落すること自体が経済に悪影響を及ぼすことがあるという視点が抜け落ちてしまうこと、言葉の定義が人によって異なることは混乱のもとになることを考慮し、変更することとしたと理解されるからである。そのことは、上記②の「i 国際的な基準に合わせる、ii 現在の状況下では、物価が下がること自体に問題がある等の観点を重視し、～」の表現や、上記i 末尾の「しかし、だからといって、この区別をすることが重要であることは、ケインズ教授が77年前に述べたときと変わりはない」の記述に現れているとおりでである。

物価の動向については、デフレの定義の如何にかかわらず、①状況により、物価の持続的落下が経済に悪影響を及ぼすこと、②物価下落の原因によって「良い物価下落」と「悪い物価下落」があること、この2つの視点を保ち、丹念にバランスよく分析・評価することが必要と考えられる。

こうした観点から、これまでの異次元金融緩和や経済情勢を巡る論議をみると、とかく前者の視点ばかりが強調され、後者の視点が弱いのではないかという印象がある。例えば、原油価格の低下を否定的に捉え、その上昇を期待するきらいがあるが、本当に日本経済にとって望ましいものなのかどうか、慎重に検討すべきものと思われる。

(2) 「デフレ・スパイラル」

デフレ・スパイラルについて、内閣府の

上記ディスカッション・ペーパーは、次のとおり定義している。

「物価下落と実体経済の縮小とが相互作用（スパイラル）的に進行すること。

すなわち、i 物価下落によって企業の売上が減少する、ii 賃金などが短期的には下方硬直的であるため、企業収益が減少する、iii 企業行動が慎重化し、設備や雇用の調整が行われる、iv 設備投資や個人消費などの需要の減少が物価下落につながる、という悪循環が生じることを意味している。」

その上で、「物価下落を伴った景気の低迷」というこれまでの「デフレ」の定義は、むしろ「デフレ・スパイラル」に極めて近い定義であり、両者の相違は不明確であるとしている。

(3) 「デフレではない」と「デフレ脱却」

政府・日銀は、日本経済の現状について、「もはやデフレではない。しかし、デフレ脱却には至っていない」との認識を示している。

「デフレではない」とは、文字通り「物価の持続的落下」と定義されたデフレの状態ではないことを意味する。

一方、「デフレ脱却」とは、内閣府が2006年3月に日銀が量的金融緩和政策を解除した直後に導入した概念であり、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義している。その判断基準は、①消費者物価指数（特に物価の基調を表す生鮮食品及びエネルギーを除く総合）、②GDPデフレーター、③GDPギャップ、④単位労働コスト（名目雇用者報酬÷実質GDP）の4つの経済指標であり、これらを総合的に考慮して慎重に判断する

としている。

2017年第3四半期に、このデフレ脱却の4条件が25年ぶりにすべてプラスとなり、内閣府は、これを「デフレ脱却に向けた局面変化」と表現した。2018年第1四半期に再び4指標が揃ってプラスとなり、「現在も改善方向に変わりはない」と評価しているという。

デフレ脱却については、「当時日銀が急速に引締めに向かうことをけん制するために作ったもので、厳し過ぎる条件で自分を縛ってしまっている面がある」との見方がある。しかし、今や日銀は2%の物価上昇を目標に金融政策を行っており、これとの整合性や関係は明確でなくなっている。また、生きた経済を相手に政府が「再びそうした状況に戻る見込みはない」としてデフレ脱却宣言を行うことには疑問を感じるが、4つの指標は「デフレではない」ことの内容や安定性示すものであり、その動向を踏まえて政策転換のきっかけにすることは大いにあり得ることと考えられる。

6. 異次元金融緩和の実施状況

日銀は、この5年間異次元金融緩和を実施してきた。ここで異次元の内容を具体的にみることにする。

(1) 日銀のバランスシートの変化

(図表72)は、異次元金融緩和の実施状況を日銀のバランスシートの変化(2013年3月31日~2018年3月31日の5年間)によってみたものである。主な項目をピックアップすれば、次のとおりである。

〔資産〕

- ・総資産：164兆円→529兆円、3.2倍

- ・国債：125兆円→448兆円、3.6倍
- ・長期国債：91兆円→427兆円、4.7倍
- ・ETF：1.5兆円→18.9兆円、12.3倍
- ・J-REIT：0.1兆円→0.5兆円、4.0倍

〔負債〕

- ・発行銀行券：83兆円→104兆円、1.3倍
- ・当座預金：58兆円→378兆円、6.5倍
- ・政府預金：1.5兆円→15.1兆円、10.1倍
- ・引当金勘定：3.2兆円→4.9兆円、1.5倍

*マネタリーベース(3月次平均残高)：

135兆円→476兆円、3.5倍

*当座預金の三層構造(3月積み期間)：

- ・基礎残高上限値：210兆円
- ・マクロ加算残高上限値：136兆円
- ・政策金利残高：28兆円
(完全裁定後政策金利残高：12兆円)
- ・所要準備額：10兆円
- ・超過準備額等：365兆円

〔資本〕

- ・資本金：1億円→1億円、1.0倍
- ・準備金：2.7兆円→3.2兆円、1.2倍

また、(図表73)は、2018年3月31日現在の自己資本残高の状況である。資本勘定と引当金勘定の合計額であり、日銀が債務超過とならないためのバッファとなる金額である。

- ・自己資本残高：6.1兆円→8.2兆円、1.4倍

(図表 72) 日本銀行のバランスシート 億円

資産	2013/3/31	2018/3/31	増減額	増減倍率
金地金	4413	4413	0	1.00
現金	3235	2743	-492	0.85
国債	1253556	4483261	3229705	3.58
うち長期国債	913492	4265674	3352182	4.67
うち国庫短期証券	340064	217587	-122477	0.64
コマーシャル・ペーパー等	12457	20574	8117	1.65
社債	28873	31921	3048	1.11
金銭の信託(信託財産株式)	14098	10239	-3859	0.73
金銭の信託(ETF)	15440	189348	173908	12.26
金銭の信託(J-REIT)	1175	4701	3526	4.00
貸付金	254871	464119	209249	1.82
外国為替	49872	66444	16572	1.33
代理店勘定	228	240	12	1.05
雑勘定	4905	7197	2292	1.47
合計	1643123	5285201	3642078	3.22
負債及び純資産	2013/3/31	2018/3/31	増減額	増減倍率
発行銀行券	833783	1040005	206222	1.25
当座預金	581289	3782379	3201090	6.51
その他預金	1911	214004	212093	111.97
政府預金	14941	151248	136307	10.12
売現先勘定	145055	3113	-141942	0.02
雑勘定	6646	13996	7350	2.11
引当金勘定	32370	48610	16240	1.50
資本金	1	1	0	1.00
準備金	27126	31844	4718	1.17
合計	1643123	5285201	3642078	3.22

出典：日本銀行・営業毎旬報告

(図表 73) 日本銀行の自己資本残高 億円

	2013/3/31	2018/3/31	増減額	増減倍率
資本勘定 A	27415	32227	4812	1.18
資本金	1	1	0	1.00
法定準備金	27414	32226	4812	1.18
引当金勘定 B	33396	50020	16624	1.50
貸倒引当金(特定を除く)	-	-	-	-
債券取引損失引当金	22433	36001	13568	1.60
外国為替等取引損失引当金	10963	14019	3056	1.28
自己資本残高 A+B=C	60811	82248	21437	1.35
銀行券平均発行残高 D	815695	1015887	200192	1.25
自己資本比率 C/D×100%	7.45	8.09	0.64	1.09

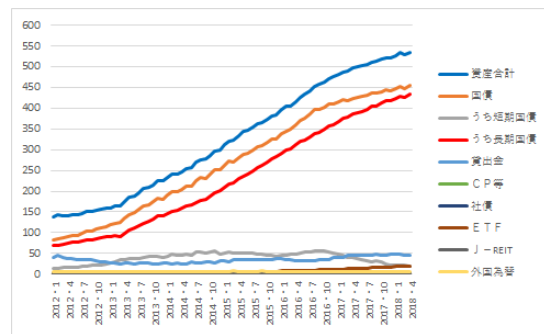
出典：日本銀行・財務諸表

(図表 74・75) は、2012 年以降の日銀の資産と負債・純資産の推移である。異次元金融緩和が実施された 2013 年 4 月以降、資産においては長期国債、負債・純資産においては当座預金が驚異的に増加しており、正に異次元の緩和であることが分かる。

これを主要国と比較したのが (図表 76) である。世界金融危機後、日銀は、2008 年 10 月から政策金利の引下げ、2010 年 10 月から包括的金融緩和を行ったが、米国、ユーロ圏でも大規模な金融緩和が行われ、各国中央銀行の資産規模は、2013 年までに、

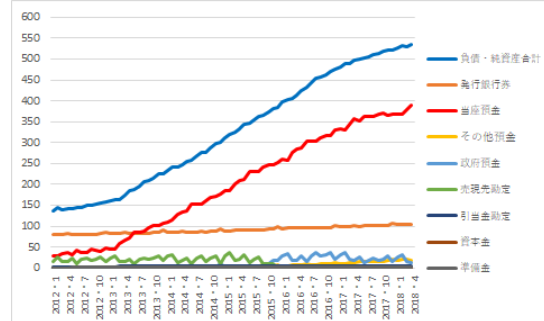
対名目 GDP 比 20~30% に拡大した。この時点まで各国に大差はなかったが、2013 年以降、我が国は突出して GDP 比が高まり、現在ほぼ 100% に達している。これに対しユーロ圏は 40% 程度、米国は 20% 程度であり、特に米国は 2014 年から減少傾向に入っている。我が国は、一般政府の債務残高が GDP 比 250% (2017 年末現在) と世界でも突出して高いが、この 5 年間で、さらに中央銀行の資産規模も巨大な特異な国に変貌している。

(図表 74) 日銀の資産 (2012~) 兆円



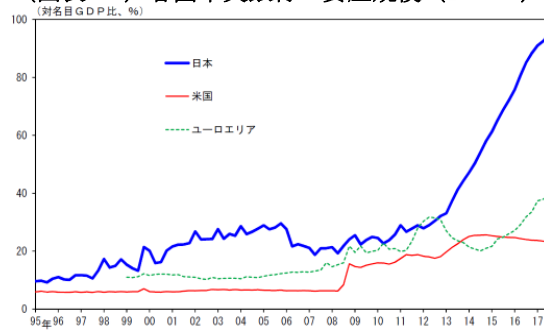
出典：日本銀行

(図表 75) 日銀の負債・純資産 (2012~) 兆円



出典：日本銀行

(図表 76) 各国中央銀行の資産規模 (1995~)



(注) 日本およびユーロエリアの17/9月末の資産規模は、17/4~6月の名目GDPを用いて算出。(出所) 日本銀行、FRB、ECB等

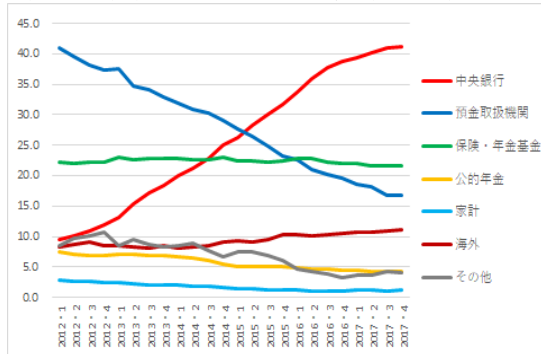
出典：日本銀行・講演資料

(2) 国債の保有状況

異次元緩和による大規模な国債の買入れの結果、日銀の国債（国債・財投債、国庫短期証券）の保有割合は、18%から41%（2017年末現在）へと急速に高まっている。これに見合って大きくシェアを低下させたのが預金取扱機関、特に都市銀行である（図表77）。

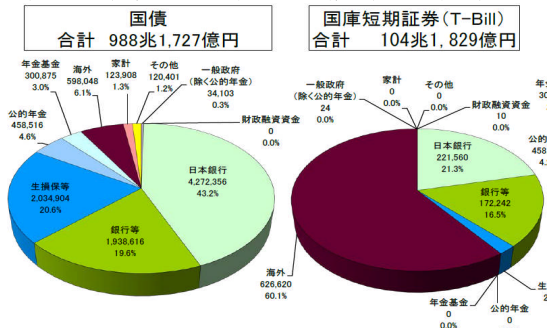
（図表78）は、2017年末現在の保有状況を国債（国債・財投債）と国庫短期証券に分けてみたものである。日銀の保有割合は、国債43%、国庫短期証券21%である。海外はこの5年近くで8%から11%へと全体のシェアを高めているが、圧倒的に国庫短期証券が多く、その60%を占めている。逆に生損保等は国債中心であり、銀行等はいずれも同程度のシェアで保有している。

（図表77）国債の保有者別内訳（2012～） %



出典：日本銀行・資金循環統計

（図表78）国債の保有者別内訳（2017年末）



出所：日本銀行「資金循環統計」
 (注1)「国債」は「財投債」を含む。
 (注2)「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3)「生損保等」は「かんぽ生命」を含む。

出典：財務省

日銀は、2016年9月の総括的検証の結果、金融政策の操作目標を量から金利に切り替

え、長短金利の操作を行うイールドカーブ・コントロールを導入した。目標とする金利と国債等の買入れ額は正に表裏の関係にあり、どちらを操作目標とするかの問題であるが、日銀が保有する長期国債の対前年増加額は、（図表79）のとおり変化している。

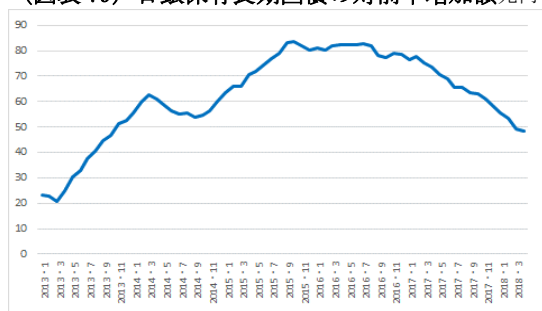
すなわち、2013年4月の量的・質的金融緩和導入時に長期国債の保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとされ、さらに2014年10月に80兆円に拡大され、実際の保有残高もほぼそのとおり増加して、イールドカーブ・コントロール導入時の2016年9月当時は80兆円増加のペースで推移していた。イールドカーブ・コントロールでは、長期国債の買入れ額について、「概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとする」とされたが、その後長短金利操作が行われる中で、長期国債の増加額は漸減し、本年4月には48兆円まで低下している。

こうした状況を踏まえて、日銀は事実上ステルス・テーパリング（密かな量的金融緩和の縮小）を開始したと捉える見方もあるが、黒田総裁は、「毎回の国債買入れの金額などは金融市場の状況に応じて変化するが、日々のオペ運営によって先行きの政策スタンスを示すことはない」としており、あくまで金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針（現在、政策金利残高△0.1%、10年物国債金利ゼロ%程度）を実現した結果に過ぎないというものである。

しかし、減少したといっても対前年増加額50兆円程度である。これは「2年で2%を実現する」とされた当初の異次元緩和の

増加ペースであり、巨額な長期国債の買入れを継続していることに変わりはない。傾向的に更に減少する可能性はあるが、後に見るように、日銀の政策が変更されない限り、異次元緩和の本質が変わるほど減少することはないと思われる。

(図表 79) 日銀保有長期国債の対前年増加額兆円



出典：日本銀行

7. 異次元金融緩和のメカニズム

異次元金融緩和がどのようなメカニズムによって 2%の物価安定目標を実現するのか、これを明らかにすることは、異次元金融緩和を評価する上で重要なポイントと考えられる。ここでは、日銀の考え方を紹介するとともに、これらについて識者の見解を踏まえつつ検討することとしたい。

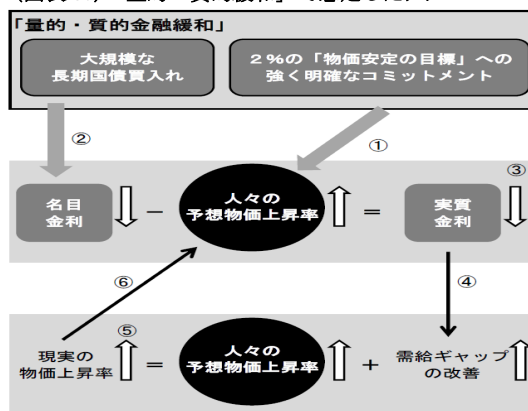
(1) 異次元金融緩和のメカニズム

日銀が考える異次元金融緩和のメカニズムは、上記2. (4)「量的・質的金融緩和の効果」に記したとおり、①金利と資産価格プレミアムの引下げ、②ポートフォリオ・リバランス、③予想インフレ率の引上げを主たる波及経路とするものである。

総括的検証では、これを「量的・質的緩和」で想定したメカニズム」として、(図表 80) のとおり、「人々の予想物価上昇率の引上げ」を中心に体系的に示している（総括的検証の結果、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入し、操作目標を量から金利に切

り替えているが、メカニズムについての考え方は基本的に変わっていないと考えられる)。

(図表 80) 「量的・質的緩和」で想定したメカニズム



出典：日本銀行・「総括的な検証」背景説明

図表の番号に従って分説すれば、以下のとおりである。

① 日銀の 2%の物価安定目標の強く明確なコミットメントとこれを裏付ける大規模な長期国債の買入れによって、人々の予想物価上昇率を引き上げる。

日銀は、これを「フォワード・ルッキングな期待形成」と言うのみで、その具体的メカニズムは明らかにしていない。しかし、金融市場調節の操作目標を金利からマネタリーベースに転換し、これを大規模に拡大することとしたこと、総括的検証においても、「予想物価上昇率の形成におけるマネタリーベースの役割」として、「マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えられる。一方、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つものと考えられる。したがって、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要である」と記述していること

などから、一般に、貨幣数量説を根拠に、マネタリーベースの拡大が予想物価上昇率の上昇につながると想定したものと理解されている。

② 日銀による大規模な長期国債買入れによって、名目金利を低下させる。

日銀が国債市場において大量の国債を買い入れることによって、国債の需給に影響を及ぼし、国債価格の上昇→国債利回りの低下→市場金利一般の低下を図るものである。ゼロ金利政策の導入もその重要な一環と位置付けられる。

③ ①②によって、実質金利を引き下げる。

①～③（中段の枠組み）は、フィッシャー方程式（※9）そのものであり、①による予想物価上昇率の引上げと、②による名目金利の引下げによって、実質金利を低下させる。

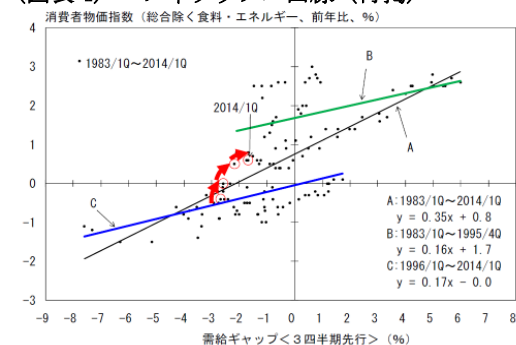
④ 実質金利の低下によって、需給ギャップを改善する。

実質金利の低下→投資や消費の拡大→需給ギャップの改善のメカニズムである。伝統的なIS-LMモデルやIS-MPモデルによれば（※16・17）、LM曲線やMP曲線の右方ないし下方シフトによってGDPは増加し、需給ギャップは改善する。

⑤ 需給ギャップの改善は、予想物価上昇率の上昇とあいまって、現実の物価上昇率を押し上げる。

④・⑤（下段の枠組み）は、フィリップス曲線（※11、図表4）のメカニズムを表している。①による予想物価上昇率の引上げはフィリップス曲線を上方にシフトさせ、⑤による需給ギャップの改善は動点をフィリップス曲線右上に移動して、物価を上昇させる。

（図表4） フィリップス曲線（再掲）



（注）1. ○印は直近1年。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
3. 需給ギャップは日本銀行調査統計部の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照。
4. 需給ギャップのラグは消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択。
（資料）総務省、内閣府、日本銀行等
出典：日本銀行・講演資料

⑥ 現実の物価上昇率の上昇によって、適切的な期待形成メカニズムを通じ、人々の予想物価上昇率を更に引き上げる。これにより、上記のプロセスが一段と強まることになる。

以上のほか、日銀の金融緩和によって、
⑦ 株価や為替相場などの資産価格が、経済・物価の動きを反映しあるいは先取りする形で形成されることを通じて金融環境が改善し、経済・物価面にも好影響を与える。

⑧ 投資家がリスク性資産への選好を高める（ポートフォリオ・リバランス効果）結果、リスク性資産の価格に対するプラスの影響のほか、貸出の増加などが期待される。としている。

日銀は、以上の波及メカニズムに沿って分析を行い、2%の物価安定目標が実現できていない理由について、「①原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、②その中で、もともと適切的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことが主な要因と考えられる」とす

るとともに、「実際の物価上昇率が当面低い水準で推移する中であって、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要がある。それだけに、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である」として、オーバーシュート型コミットメントを導入している。

以下、こうしたメカニズムについて検討を進める。

(2) 非伝統的金融政策

(図表 81)は、主要国の政策金利の推移である。我が国では、1990年代初めに6%であった政策金利は、バブル崩壊とともに逐次低下し、ついに1999年に事実上のゼロ金利に到達した。以後、ゼロ金利政策や量的緩和政策が解除された直後にわずかばかり上昇したが、この20年近くほぼゼロ金利状態が続いている(2008年10月からの若干のプラスは補完当座預金制度による0.1%の付利金利、2016年2月からの若干のマイナスはマイナス金利政策による政策金利残高の△0.1%である)。

一方、米国とユーロ圏では、政策金利は、世界金融危機前はそれぞれ5%、4%程度であったが、危機後にいずれも急速に低下し、ゼロ金利水準に至っている(FRBは、2008年12月から0.25%、2015年12月に0.5%、以後段階的に金利引上げ。ECBは、2013年11月から0.25%、2014年9月から0.05%、2016年3月からゼロ%、2014年6月にマイナス金利導入)。

こうした政策金利の低下にもかかわらず、世界金融危機は各国経済に深刻な影響を与え、各中央銀行は、金融機関の信用不安、証券化商品等のリスクプレミアムの高まり、欧州債務危機など、それぞれの課題を踏ま

えて、非伝統的金融政策の実施に踏み切ることになった。

米欧におけるような金融市場の混乱やB/S上の問題こそみられなかったが、世界金融危機以前から経済が低迷し、世界に先駆けて非伝統的金融政策を採用してきた我が国においては、「いかにしてゼロ金利制約を乗り越えるか」が改めて大きな課題になった。

この問題に対する日銀の対応は、大きく以下のように整理されている。

① 金融政策の操作目標をより長めの金利にシフトすること。長期国債の買入れによって長期金利のタームプレミアムを圧縮する方法と、将来の短期金利のパスを約束し、これを低位に維持することで長期金利に影響を与える方法(時間軸効果、フォワード・ガイダンス)がある。

② リスク性資産の買入れを通じて、リスクプレミアムに働き掛けること。社債やCP、ETF、J-REITの買入れによって、企業や家計が直面する資金調達コストを一段と引き下げること。

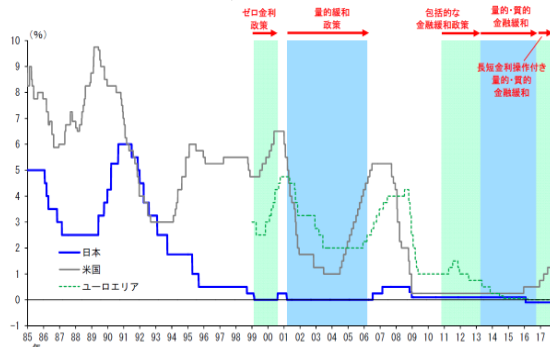
③ 短期の名目金利にマイナス金利を適用することで、ゼロ金利制約そのものを取り払うこと。

④ 人々のインフレ期待に働き掛けることによって、実質金利を引き下げること。

いずれもこれまでの金融政策が直接の対象としてこなかった分野に金融緩和の余地を見出し、長期金利、リスク資産のリスクプレミアム、マイナス金利、インフレ期待を施策対象として積極的な対応を図るものである。また、こうした取組は、事実上為替レートや財政ファイナンスにも大きな影響を与えるものである。

日銀の取組の特徴を挙げれば、①市場機能の回復など個別具体的な課題への対応でなく、景気対策そのものであること、②対策の規模が突出して大きいこと、しかし、③これまでのところ出口への展望が見えて来ないことなどである。

(図表 81) 主要国の政策金利



(注) 政策金利がない場合は、当局預金への付利金利。
 (出所) 日本銀行、F R B、E C B、Haver、Bloomberg
 出典：日本銀行・講演資料

ここでゼロ金利制約と非伝統的金融政策の関係を I S-LMモデルと I S-MPモデルで確認すれば、次のように考えられる。

(図表 82) と (図表 83) の財市場の均衡条件を表す I S 曲線は、バブル崩壊や金融危機後、消費の低迷や投資の縮減によって大きく左方にシフトするとともに、傾きがステイプ化した。景気の後退を受け、日銀は政策金利を逐次引き下げ、貨幣供給量（マネーストック）の増大を図った。その結果、貨幣市場の均衡条件を表す LM 曲線は右方シフト、金融政策ルールを表す MP 曲線は下方シフトして、一定の効果を発揮したが、景気を回復するまでには至らず、ついにそれ以上金利の低下を図り得ない、LM 曲線は流動性の罭、MP 曲線はゼロ金利制約に直面することになった。こうした状況下では、政策金利を操作する伝統的な金融政策は基本的に無効となり、I S 曲線を右方シフトする財政政策や民間投資を促進する成

長戦略だけが有効となる。非伝統的金融政策は、これまで金融政策が対象としてこなかった分野を施策対象に取り込み、積極的な対応を図ることによって、こうしたゼロ金利制約の課題を乗り越えようとするものである。

※16 I S-LMモデル：縦軸に金利、横軸に産出量

(GDP) をとり、財市場の均衡条件を表す I S 曲線と貨幣市場の均衡条件を表す LM 曲線を描いたマクロ経済モデル。I S 曲線と LM 曲線の交点において財市場と貨幣市場を同時均衡させる利率と産出量が求められる。金利が低下すると、投資や消費が増え、GDP が増加することから、I S 曲線は右下がりの曲線になる。貨幣需要は物やサービスを購入するための取引需要（取引動機と予備的動機）と債券等に投資するための投機的需要（投機的動機）からなるとし、GDP が増加すると、取引需要が増加し、投機的需要に回る貨幣が減少して、金利が上昇することから、LM 曲線は右上がりの曲線になる。公共投資の増加など同一金利における総需要の増大は I S 曲線を右方シフトする。また、中央銀行による貨幣供給量の増大は LM 曲線を右方シフトする。

※17 I S-MPモデル：縦軸に実質金利、横軸に産出量

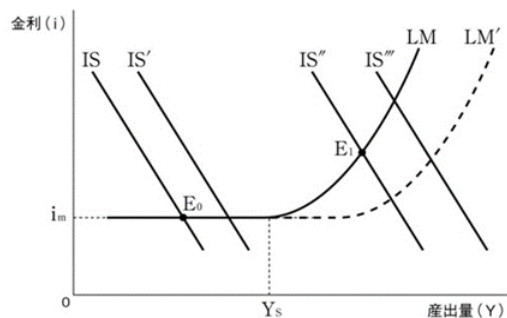
(GDP) をとり、財市場の均衡条件を表す I S 曲線と金融政策ルールを表す MP 曲線を描いたマクロ経済モデル。伝統的な I S-LMモデルを修正して、貨幣需要の均衡を表す LM 曲線を MP 曲線に置き換えたもの。MP 曲線は中央銀行が行う金融政策から導かれるが（テイラー・ルールはその一例）、GDP が減少すると、中央銀行は需要を刺激するため実質金利を低下させ、GDP が増加し過ぎると、インフレを抑制するため実質金利を上昇させることから、MP 曲線は右上がりの曲線になる。中央銀行による金融緩和＝実質金利の引下げは MP 曲線を下方シフトする。

I S-MPモデルは、I S-LMモデルに比べ次のような長所を持つとされ、現在主流となったニュー・ケインジアン理論の枠組みは、I S 曲線、

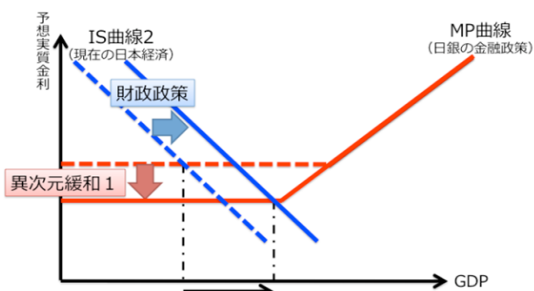
フィリップス曲線、金融政策ルールとの3つから成るとされる。①現実的である。IS-LMモデルは中央銀行がマネーストックをターゲットにすると仮定する。これに対しIS-MPモデルは中央銀行が金利ルールに従うと仮定する。②一貫性がある。IS-LMモデルは実質金利と名目金利が混在しており、一貫性がない。これに対しIS-MPモデルは金利概念が実質金利に統一されている。③簡単である。LM曲線を導くにはマネー市場を分析しなければならないので難しい。これに対しMP曲線はマネー市場の分析を省略できる。

※18 流動性の罠：金融緩和により金利がゼロ近くに低下すると、債券の代わりに貨幣を保有するコストがほぼゼロとなり、また、人々が債券価格の下落（金利の反転上昇）を予想して投資を行わなくなるため、投機的動機による貨幣需要は貨幣供給に応じて無限に拡大する。このように金利の低下によって貨幣の投機的需要が無量大となり、いくら中央銀行が貨幣供給しても、それ以上金利が低下せず、金融緩和が無効となった状態をいう。IS-LMモデルでは、LM曲線が水平になった部分で表される。

(図表 82) IS・LM曲線



(図表 83) IS・MP曲線



出典：矢野浩一・なぜリフレ派は消費増税に反対なのか？
SYNODOS 2014/12/10

(3) 貨幣数量説と予想物価上昇率の引上げ

上記のように、日銀は、「2%の強く明確なコミットメントとこれを裏付ける大規模な長期国債の買入れによって、人々の予想物価上昇率を引き上げる」とし、これを「フォワード・ルッキングな期待形成」と呼んでいる。日銀はその具体的メカニズムを明らかにしていないが、一般に、貨幣数量説を根拠にマネタリーベースの拡大が予想物価上昇率の上昇につながることを想定したものと理解され、その上で、ゼロ金利下においてもそうしたメカニズムが働くかについては多くの疑問が寄せられている。

貨幣数量説は様々に論じられているが、その代表がアービング・フィッシャーが定式化した交換方程式： M （貨幣総量＝マネーストック） $\times V$ （貨幣流通速度） $= P$ （物価水準） $\times T$ （取引量）である（ T は実際には観測困難なため、しばしば Y （実質GDP）が用いられる）。 V と T はほぼ一定と仮定し、 M が増加すれば P が上昇するとする。また、マネタリズムの主唱者であるミルトン・フリードマンは、貨幣の中立性は短期的には満たされないことがあるが（ Y も上昇する）、長期的には満たされるとして、 M が増加すれば、長期的に P だけが上昇するとする。

一般に理解されているメカニズムは、こうした貨幣数量説を根拠に、「日銀によるマネタリーベースの増加→マネーストックの増加→物価の上昇」を人々に予想させることによって、予想物価上昇率を引き上げるメカニズムである。しかし、このメカニズムが働くためには、①マネタリーベースの増加→マネーストックの増加（信用創造）、②マネーストックの増加→物価の上昇（貨幣数量説）の2つのステップがともに実現

されなければならない。

日銀が長期国債等を買入れることによって供給したマネタリーベース（日本銀行券発行高＋貨幣流通高（硬貨）＋日銀当座預金。日銀券等は既に飽和状態にあり、増加したのは主に日銀当座預金）は、民間銀行が企業や家計に与信することによって、社会に流通する貨幣＝マネタリーストックとなる。その関係は、マネタリーベース×貨幣乗数又は信用創造乗数＝マネーストックと表され、信用創造と呼ばれるが、これらの乗数はあくまでも上限を画するものであり、民間銀行の与信が行われない限り、マネーストックが増加することはない。

経済が流動性の罨やゼロ金利制約の下にあることは、金利がゼロでも企業や家計は積極的に借入れをしないことを意味する。また、民間銀行は、短期金利ゼロでは、少なくとも短期金融市場に資金を提供しても利益は得られず、長期運用してもリスクプレミアムを除いた利益はゼロであり、与信拡大のインセンティブが働きにくい。このため、ゼロ金利下においては、借手・貸手いずれのサイドからみても、大きな与信拡大は期待し得ず、①のマネタリーベースの増加→マネーストックの増加（信用創造）のステップは限られたものになる。

また、貨幣数量説： $M \times V = P \times T$ は、専ら取引動機に基づく貨幣需要を念頭に立論されたものである。しかし、貨幣需要には、このほかケインズの言う投機的動機と予備的動機があり、ゼロ金利下においては、投機的需要が無限大となり、また、将来不安から予備的動機に基づく資金需要も大きいと考えられる。こうした状況下では、仮にマネーストックが増加したとしても、企

業や家計は現預金を積み増すばかりで、投資や支出を拡大しようとはせず、②のマネーストックの増加→物価の上昇（貨幣数量説）のステップも限られたものになる。交換方程式に擬えるならば、 V （貨幣流通速度）が大きく低下した状態である。

以上、ゼロ金利下、さらにこれに類似した不況期においては、上記①・②のいずれのステップもほとんど実現せず、貨幣数量説を根拠とする物価上昇、これを前提とする予想物価上昇率の引上げは期待し得ないものと考えられる。

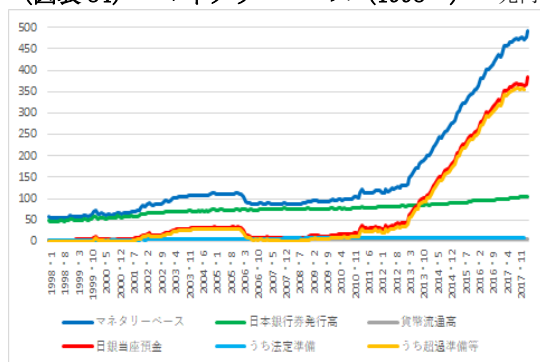
②の物価の動向は上記4.（4）でみたとおりである。また、①の状況をみたのが（図表84～86）である。マネタリーベースは日銀当座預金（ほとんどが超過準備）を中心に、2013年4月以降驚異的に増加し、2018年4月現在492兆円に達している（図表84）。この間マネーストックも緩やかに増加しているが、特段マネタリーベースの増加を反映するものとはなっていない（図表85）。これを対前年増加率でみたのが（図表86）であり、マネタリーベースの急増にマネーストックがほとんど反応していないことが分かる。民間銀行は既に与信に必要な資金をはるかに上回る準備預金を保有しており、これが追加的に増加したからといってマネーストックが増えるものではないであろう（マネーストックの緩やかな増加は、これとは無関係に、経済規模の全体的な拡大に対応したものである）。

ただし、以上のことは、日銀のコミットメントと異次元緩和が予想物価上昇率を引き上げる可能性が全くなかったことを意味するものではない。人々が信じることによって自己実現的に予想が形成され、成就す

る場合があるからである。しかし、賃金も物価も思うように上昇しない現実を前にして、人々は日銀の掛け声だけで期待形成を変えることはなかった（この点は、メカニズムが明白な物価高騰時に行われる金融引締めとは異なる）。日銀は、今でも「我が国は適切な期待形成の影響が大きい、今後もフォワード・ルッキングな期待形成を強めるため、オーバーシュート型コミットメントを実施する」としているが、果たしてその効果はどうであろうか。

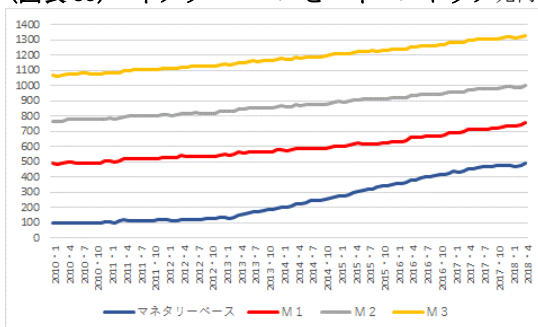
※19 貨幣数量説：一般的な物価水準は、社会に流通する貨幣の総量（マネーストック）と生産物の総量の相対的な大きさによって決まるとする経済理論。その定式化の代表にアービング・フィッシャーの交換方程式とケンブリッジ学派の現金残高方程式がある。前者は、 M （貨幣総量） $\times V$ （貨幣流通速度） $= P$ （物価水準） $\times T$ （取引量）。 V と T はほぼ一定と仮定し、 M が増加すれば P が比例して上昇するとする。後者は、 M （貨幣総量） $= k$ （比例定数、マーシャルの k ） $\times P$ （物価水準） $\times Y$ （実質GDP）。実際に観測困難な T に代わって Y が用いられ、 k は人々の貨幣選好を表す。マネタリズムの主唱者であるミルトン・フリードマンは、貨幣の中立性は短期的には満たされないことがあるが、長期的には満たされるとする。このため、 M が増加すると一時的に Y が増加することはあるが、長期的には P の上昇だけが生じるとする。

(図表 84) マネタリーベース (1998～) 兆円



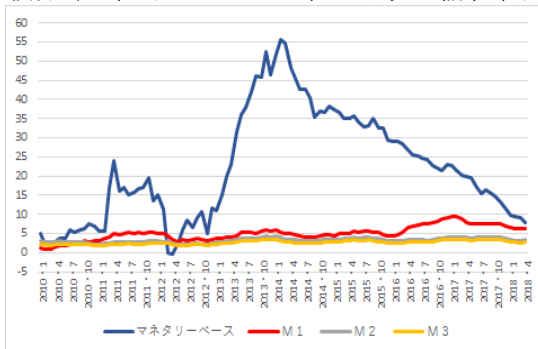
出典：日本銀行

(図表 85) マネタリーベースとマネーストック 兆円



出典：日本銀行

(図表 86) マネタリーベースとマネーストック (前年比) %



出典：日本銀行

米国でも、2008年11月から3次に渡って「QE (Quantitative Easing)」と呼ばれた量的緩和政策が実施された（2008年11月～2010年6月QE1、2010年11月～2011年6月QE2、2012年9月～2014年10月QE3）。

しかし、当時のバーナンキFRB議長は、QEと呼ばれることを嫌い、かつて日銀が実施した量的緩和政策とは異なることを強調して「信用緩和政策」と呼んだ。公式には「大規模資産買入れ：LSAP (Large Scale Asset Purchases)」である。

その狙いはMBS等のリスク資産の買取りによるリスクプレミアムの低下であり、日銀の行った量的緩和が負債側の日銀当座預金を増やすことに主眼があったのに対し（異次元金融緩和は同じく負債側のマネタリーベース）、LSAPはどのような資産をどれだけ買うかという資産側に力点があった。資産の買入れによって当然準備預金は増加するが、それはあくまで結果に過ぎないとの

位置付けである。QE2・QE3では長期国債等も買入れ対象となり、一般的な景気対策としての性格を強めていったが、なお長期金利の引下げなど資産側の効果に主眼を置くものであった。その上で、バーナンキ議長は、2012年12月、「誤解がないことを確実にしておきたい」として、「FRBのバランスシートの規模は、期待インフレ率に全く影響しない」と断言した。また、退任を間近にした2014年1月、「量的緩和の問題点は、それが現実には効果を発揮したが、理論的には効果がないことだ」と言っただけ、その実験的性格を指摘したという。

なお、米国でマネタリズムが最も光彩を放っていたのは、1970年代の大インフレの時代からポール・ボルカーがFRB議長としてインフレ退治を行った1970年代末までの時期であり、その後次第に輝きを失い、グリーンズパン議長の時代にはその影響力が決定的に低下したという。その主因は、金融技術の革新によってマネーストックの範囲や機能が流動化し、マネーストックと物価との安定的関係が失われて、金融政策の拠り所になり得ないことが明らかになったことである。現在FRB等の多くの中央銀行が依拠しているニュー・ケインジアンのマクロ経済学では、通貨供給量への関心が薄れ、そもそもその基本モデルに通貨供給量は明示的に登場していない（※17 IS-MPモデル参照）。

我が国でも、上記のとおり、ゼロ金利下やこれに類似した不況期においては、マネタリーベースが増加しても物価は上がらず、また、1980年代のバブル期には、その後の大規模な不良債権処理につながるマネーストックの膨張があつたにもかかわらず、そ

の多くが不動産投資や株式投資に回り、物価は上昇しなかったこと、そのことが日銀の対応の遅れを招き、今日に至る日本経済低迷のそもそもの原因となったことは、記憶に新しいところである。

(4) ポール・クルーグマンの提案

1998年、アメリカの経済学者ポール・クルーグマンが、我が国経済に対する処方箋として、予想インフレ率引上げによる実質金利の引下げの提案を行った。日本でも大きな話題となり、その考え方は日銀の政策にも少なからず影響を与えたとみられているため、ここに紹介する。

提案の内容は、「中央銀行が無責任であることを確信させるような約束をすべきだ。日銀は、4%のインフレを15年間続けることにコミットせよ」というものである。「実質金利を自然利子率まで引き下げるためには、名目金利を引き下げるか、予想インフレ率を引き上げるしかないが、自然利子率がマイナスとなり、流動性の罠に陥った現時点では、どんなに量的緩和やゼロ金利を行ってもデフレから脱却できない。しかし、いつかは何らかのショックでインフレが起きる。「そのとき、中央銀行は景気が過熱しインフレ率が高騰するまで事態を放置する」と人々に確信させることができれば、将来についてインフレ期待が生じる。これにより現時点の長期的インフレ期待が高まれば、現時点の実質金利が低下して、潜在GDPを実現する自然利子率まで行き着く」というものである。

景気の循環的変動を重視した考え方であるが、大きな弱点は、時間非整合性の問題（経済がデフレから脱却して景気が過熱始めたと

き、物価の番人である中央銀行が約束どおりインフレの行き過ぎを放置することはあり得ないであろうし、国民も中央銀行に約束を守らせる誘因を持たないであろうということ)である。そのことが余りにも明白なため、こうしたコミットメントは人々に信じてもらえず、したがって、長期的インフレ期待は生じないということになる。クルーグマン自身も明快な解決策を示すことができず、難しい問題だと認めていたという。しかし、「国民や将来の政策委員が受け入れやすい2%のインフレの実現にコミットするのでは、予想インフレ率の引上げが不十分で、実質金利が十分に下がらず、デフレ脱却には役立たない」として、「臆病の畏」と呼んでいた。

ところが、世界金融危機後の2013年11月、元米国財務長官のローレンス・サマーズが先進国経済に関し長期停滞仮説を提唱し、その原因として、自然利子率が長期にわたり低下し、マイナスになるような状況を挙げた。サマーズにとっての中心課題は、「自律的には自然利子率が上昇しない長期停滞から経済を浮揚するにはどうすればよいか」であり、いずれ自然利子率が上昇し、インフレが生ずることを前提とした政策論議は無意味だということになる。こうして長期停滞仮説は、クルーグマンの提案に対し根本的な疑問を投げかけることとなった。

こうした議論を受け、クルーグマンは、2015年10月に発表した小論「日本再考」で、「長期停滞仮説を前提にすると、金融政策による期待への働き掛けではインフレにならない」として、日本への処方箋を見直した。その概要は次のとおりという。

①1998 当時は需要不足が長引き、大胆な金融緩和が必要であったが、現在の日本は需

要不足がほぼ解消し、経済は潜在成長力並みで推移している。主因は人口動態の変化である。

②自然利子率は、低水準のまま推移している。金融緩和で無責任になることを公約しても、誰もインフレ率が上昇すると信じなければインフレは起きないだろう。

③この状態でインフレ率を確実に上昇させるためには、金融緩和とともに財政出動を断行することが必要である。インフレ率を上昇させる目的は、財政再建の痛みを和らげるためである。積極的な財政出動と金融緩和を行って、インフレ率を財政が持続できる状態になるまで大きく引き上げるべきである。

サマーズは、その反応を踏まえ、2015年11月に、「今後の政策対応の焦点は、金融政策でなく財政政策に移るだろう」とコメントしたという。こうした方向は、バーナンキ等のヘリコプターマネーやクリストファー・シムズのFTPL：物価水準の財政理論と相まって、最近の日本の経済論議につながっていると考えられる。

以上を踏まえると、日銀の異次元金融緩和によるフォワード・ルッキングな期待形成、特にオーバーシュート型コミットメントは、現時点の予想物価上昇率をそのまま引き上げるのではなく、インフレが生じた将来時点のインフレ率を更に高めることにコミットすることによって、現時点の長期的予想物価上昇率を引き上げるクルーグマン流の考え方に基づくものとも考えられる。しかし、少なくとも現在においては、2%の達成にも大きな隔たりがあり、そのような長期的インフレ期待を人々が懐く状況には至っていないと言わなければならない。

(5)長期金利の引下げ

リスクフリー資産である長期国債の金利は、概念上次のように示すことができる。

長期金利＝予想される短期金利の累積値
＋タームプレミアム

n年満期の長期金利は、裁定によって、n年後まで毎年借換えを行う場合の金利と等しくなる。また、長期金利には、金利変動、物価変動、流動性等を反映したリスクプレミアムが含まれる。こうした関係を単純に示したのが上記の式である。

中央銀行がほぼ完全に操作できるのは政策金利とされているごく短期の金利であり、中央銀行はその時々々の経済情勢に応じてこれを決定する。しかし、日銀が1999年に導入したゼロ金利政策では、①政策金利をゼロとするとともに、②これをデフレ懸念が払拭されるまで継続すると発表した。このように将来の政策金利を現時点において決定し、約束することによって、長期金利を低位に安定させる政策が時間軸政策であり、その効果が時間軸効果である（上記式の第1項が低位に確定する）。異次元金融緩和では、マイナス金利導入前までは付利金利0.1%、導入後は政策金利残高△0.1%がこれに相当し、イールドカーブ・コントロール導入後は10年物国債金利ゼロ%程度もこれに類するものと考えられる。

また、日銀の長期国債の買入れによって、上記式第2項のタームプレミアムが低下する。利益獲得を目的としない日銀が大量に国債を買入れることによって、既に時間軸効果によって低下した長期金利が更に低下するが、これはタームプレミアムの低下によるものと整理されている。

時間軸効果は、かつてのゼロ金利政策や

量的緩和政策においても大きな効果を発揮したと言われるが、異次元金融緩和の特徴は、何と言っても国債買入れ額の圧倒的な規模の大きさである。例えば、年間80兆円のペースで国債保有残高を増加させていたときには、概ね、日銀の国債買入れ額＝新規買入れ額80兆円＋償還分再投資額40兆円＝120兆円、財務省の長期国債発行額＝新発債40兆円＋借換債80兆円＝120兆円であり、ネットで、日銀は財務省が発行する国債のほぼすべてを取得していたことになる（その結果、民間の国債保有残高は、毎年40兆円ずつ減少する）。

このように日銀は国債の流通市場において圧倒的存在感を示し、国債の金利に決定的な影響を与えることになった。その典型がいわゆる「日銀トレード」である。日銀トレードは、証券会社や銀行が財務省から落札した国債を数日で日銀に売却して利鞘を稼ぐ取引であり、転売までの数日間に金利が上昇しない限り、確実に利益を上げることができる。特に2016年のマイナス金利の導入により、金融機関が高値での転売を狙って国債を大量に買い入れるようになったことが、金利の急速な低下につながったと言われている。このように国債の保有者がほとんどリスクを負担せず、いわば仲介手数料を鞘取りする中で形成される国債の金利は、とても市場金利とは言えないであろう。また、伝統的に中央銀行が長期金利をコントロールすることは不可能と言われてきたが、長短金利に操作目標を設定するイールドカーブ・コントロールを導入し、安定的に運用できていること自体、日銀の国債市場に対する影響力の大きさを如実に示すものと考えられる。

こうしてみると、我が国の国債金利は、正に日銀の政策判断を示す政策金利であり、いわゆる市場金利ではないことになるが、リスクフリー金利を決定する一国経済の根幹に関わる国債市場がその市場機能を失っているとすれば、資源の適正配分や有用な情報の発信、特に財政規律の確保を図る上で、重大な問題をはらむものと考えられる。

(6) ポートフォリオ・リバランス効果

ポートフォリオ・リバランス効果は、日銀が長期国債を大量に買い入れると、それまで長期国債で運用してきた金融機関や投資家がポートフォリオを変更し、貸出を増やしたり株式や外債等のリスク資産で運用したりすることによって、経済が活性化する効果である。

しかし、国債の売却によって取得した日銀当座預金は、個々の金融機関が自分の持ち分を変化させることはできても、金融機関全体としてはその量を変化させることができない。日銀当座預金は、ある金融機関が手放せば他の金融機関が取得する構造となっており、日銀が買い入れた国債の売却等を行わない限り減少しない。マネタリーベース全体の規模を決め左右するのは供給者である日銀である。

また、国債金利が低下する中、国債と日銀当座預金の資産性は次第に同質化し、これを交換しても、ポートフォリオを変更するインセンティブはほとんど無くなった。また、リスクフリー金利である国債金利が低下すれば、他の多くのリスク性資産の収益率も同時にそれだけ低下するため、投資行動の変化は生じないと考えられる。かつての量的緩和でもポートフォリオ・リバラ

ンスのメカニズムは機能しなかったと言われるが、結局、今回も期待された効果はほとんど生じていないという。

(図表 77) でみたように、異次元金融緩和で多くの国債を手放したのは預金取扱機関、中でも都市銀行である。銀行等がこれだけ低金利にもかかわらず国債に投資してきたのは、非金融法人企業の I S バランスが黒字化する中、有力な投資対象が不足していたためと考えられる。その結果、将来に向けて巨大な金利変動リスクを抱えることになったが、日銀がこのリスクを引き取ってくれる上、売却すれば金利低下によるキャピタルゲインを得ることができる。こうして多量の準備預金を手にすることになったが、では国債に代わる有力な投資対象が出て来たかといえばそうした状況変化はみられない。少なくとも基礎残高には 0.1% が付利され、現状では多くの金利変動リスクと信用リスクを取ってリバランスすることはできない、というのが個々の金融機関の実情と思われる。なお、国債を有力な投資対象とする機関は、国債金利が低下する中、一定の利息収入を確保するため、その投資対象を 10 年債から 20 年債、30 年債へと長期化させた。これが国債のイールドカーブをフラット化した主因と考えられるが、これはポートフォリオ・リバランス効果とは異なるものであろう。

(7) マイナス金利

2012 年 7 月、デンマーク国民銀行が預金金利を $\Delta 0.2\%$ に設定した。これを皮切りに、スウェーデン、スイス、ノルウェーなど欧州各国でマイナス金利の導入が相次いだ。主要な中央銀行でマイナス金利を最初に導

入したのがECBであり、2014年6月、政策金利を過去最低の0.15%に引き下げるとともに、当座預金への付利を△0.1%とした（2016年3月以降△0.4%）。

マイナス金利導入の効果として、欧州各国の中央銀行は、為替レートに与える影響を重視している。中銀当座預金をマイナスにすれば、自国通貨保有にペナルティを課すこととなり、自国通貨買いを抑制できると期待されるためである。円と同様、スイスフラン高に悩まされたスイスでは、これが大きな効果を発揮したという。ECBはさすがに物価の安定を前面に掲げているが、ユーロ安効果を歓迎していることは間違いないであろう。

日銀は、これらの先例を参考に、2016年1月、マイナス金利を導入した。「当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」として、ゼロ金利制約を乗り越える金利の引下げ効果を強調している。

このほかマイナス金利の効果について、「金融機関は資金を中央銀行に預けておく損をしてしまうので、貸出しを拡大する」と説明されることがある。しかし、前記のとおり、個々の金融機関が貸出しを増やしても金融機関全体の日銀当座預金（正確にはマネタリーベース）が減少することはなく、貸出しが増えるかどうかは、ひとえに与信が行われるかどうかにかかっている。

ゼロ金利制約は、一般に金利ゼロの安全資産である銀行券が存在することによって生じる。銀行券の保有にマイナスの金利を課すことは、技術的に困難であるばかりで

なく、社会的に受け入れられないであろう。しかし、預金については、銀行券の保蔵にセキュリティ上の問題があることや保管費用などハンドリングコストがかかることから、そのコストの範囲内でマイナスの金利を課すことができる。これがマイナス金利であり、預金から銀行券への大規模なシフトを起こさずにすむ下限がマイナス金利の物理的下限である。それは、金額の多寡、取引慣行、キャッシュレス化の程度、犯罪率、国民意識等の違いから、国や地域によって異なる。他方、マイナス金利には預金者の負担、金融仲介機能の低下等のマイナス効果もあり、どこまでなら経済的にプラスの効果が発揮されるかというマイナス金利の経済的下限がある。我が国ではマイナス金利の導入によって、日銀が想定した以上と言われる金利の低下とイールドカーブのフラット化が進み、銀行収益の圧迫、年金生活者をはじめとする預金者の不満の高まり、年金・保険の運用難と受給者負担の増加、企業の退職給付債務の急増など様々なマイナス効果が発生したと指摘されている。今後とも、プラス効果・マイナス効果を分析・評価して、マイナス金利の経済的下限を適切に見極めていくことが必要である。

(8) 為替変動のメカニズム

黒田総裁は、「日銀の金融政策は、あくまで国内物価の安定を目的としており、為替をターゲットとして金融政策を運営することはない」としている。また、安倍首相も、2012年12月の政権復帰後は「意図的な円安誘導は行わない」とし、アベノミクスの三本の矢にも入れていない。為替政策は表

向きすっかり封印された形になっているが、2013年以降の我が国経済の回復に最も影響したのは円安であり、経済界をはじめ国民が最も関心を寄せているのが円相場の方であることは間違いないであろう。

変動相場制の下、各国通貨の交換比率である為替レートも、他の財と同様、各国通貨に対する需給関係によって決定される。この需給関係を決定する要因には様々なものがあり、しかも時々経済情勢や政治状況によって変化することから、日々の為替変動の要因を特定することは容易ではない。しかし、こうした為替変動のベースを説明する基礎的な理論として、次のような理論が唱えられている。

①購買力平価説（マネタリー・アプローチ）

為替レートは、自国通貨と外国通貨の購買力の比率（絶対的購買力平価説）又は物価上昇率の相違（相対的購買力平価説）によって決定されるとする説。一物一価が国際的にも成立すると仮定したものであり、非貿易財には当てはまりにくい。このため、絶対的購買力平価説は成立しにくい、相対的購買力平価説は長期的に観察されるという。物価上昇率の低い日本の通貨円はドルに対し円高となる。

②国際収支説（フロー・アプローチ）

為替レートは、国際収支が均衡するように決定されるとする説。経常収支が黒字であれば自国通貨が超過需要され、資本収支が赤字（流出超過）であれば外国通貨が超過需要される。このため、経常収支黒字（赤字）＝資本収支赤字（黒字）＋外貨準備増加（減少）となるように為替レートが調整されるとする。資本収支は短期的にも大きく変動するが、経常収支はその国の経済構

造や国際競争力によって決まり、余り変動しないため、中期的にこの均衡が成立するという。日本は経常黒字を続けており、それ以上に資本収支が赤字になれば円安、そうでなければ円高となる。

③金利平価説等（アセット・アプローチ）

金利平価説は、将来の為替レートは、どの通貨で資産を保有しても収益率が同じになるように決定されるとする説。現在の為替レートに対し将来の為替レートがどう動くかを説明するものであり、金利の低い日本の通貨円はドルに対し円高となる。

世界の金融市場では収益を求めて日々大量の資金が動いており、為替レートの決定に圧倒的な影響を与えている。その代表が高金利の債券、値上がり期待される株式、増価が見込まれる通貨などへの投資であり、投資先の国の通貨は増価し、流出元の通貨は減価する。世界金融危機前には、ミセス・ワタナベとも称された円からドルへのキャリートレードが盛んに行われ、金利平価説に関わりなく急速に円安が進んだ。

他方、平時はより高い収益を求めて移動するこうした実需を伴わない資金は、紛争や政治的・経済的混乱が発生すると、たちまちのうちに安全な場所に移動し、危機が過ぎ去るまで待機する（リスク量を一定以下に管理するリスクオフ）。このとき買われるのが安全通貨・避難通貨などと呼ばれる円やスイスフラン、状況に応じドルやユーロである。かつて冷戦時代には「有事のドル買い」と言われたが、最近ではむしろ円高・ドル安が進む傾向がみられる。このように円が安全通貨とされる理由としては、次のような点が挙げられている。①デフレ通貨であり、価値が高い上に、インフレが進ん

で減価する可能性も少ないとみられること。②低金利国通貨であり、平時のキャリートレードの巻き戻しによって円高になることが期待されること。③世界最大の対外純資産保有国であり、安全性が高いとみられる上に、リパトリエーションによって円高になることが期待されること。世界的な危機の発生は我が国にとっても深刻な事態であり、更に円高に追い打ちをかけられることは不都合な現象である。しかし、悪性のインフレが発生し円の信用が失墜する状況と比べれば、まだ恵まれた状況にあると考えられるべきなのかもしれない。

さて、冒頭にも記したとおり、世界金融危機後急速に円高が進んだのは、日銀のバランスシートの拡大規模やペースがFRBより小さく遅かったことが原因ではないかとされ、それが異次元金融緩和導入の大きな契機となった。こうした日銀批判の根拠となったのがソロス・チャートの考え方と言われている。

ソロス・チャートは、著名な投資家ジョージ・ソロスが考案した為替のチャート分析手法であり、2国間のマネタリーベース比と為替レートは相関するというものである。相対的に米国がドルの供給量を増やせば円高、日本が円の供給量を増やせば円安になるとする。これは、マネタリーベースの増加→マネーストックの増加→物価の上昇→為替レートの減価という、貨幣数量説と購買力平価説を合わせたメカニズムを想定したものである。しかし、上記7.(3)でみたとおり、少なくともゼロ金利下においては、信用創造を含め貨幣数量説は成立し難い。また、購買力平価説についても、長期的にその傾向が認められるとしても、

短中期の為替変動を分析するには自ずと限界がある。唯一可能性があるのは、誰もがそれを信じて行動するという美人投票の論理・バンドワゴン効果であるが、特に我が国がゼロ金利制約に陥った1999年以降は、ソロス・チャートの相関関係は大きく崩れているという。

では、なぜあれほど円高が進んだのか。それはやはり世界のマネーの流れ、アセット・アプローチが示唆する影響が大きかったからと考えられる。2007年のサブプライム・ローン問題、2008年のリーマン・ショックの発生を受けて、円キャリートレードが逆流するとともに、世界のマネーが避難通貨円に流入した。2011年に東日本大震災が発生すると、日本の生損保会社が巨額の保険金の支払いに備えるため海外保有資産を売却するのではないかとの憶測を呼び、投機筋の円買いが発生した。また、2010年以降繰り返された問題となった欧州債務危機は、世界のマネーを円に呼び寄せる大きな原動力となった。金融政策の関連では、米欧の金利が大きく低下し、内外金利差がほぼなくなったことが大きい。これは長年にわたる金融緩和の結果、日本では利下げ余地がほとんど無くなっていたことによるものであって、日銀のバランスシートの大きさとは関係がない。

ではまた、なぜ2012年11月から円安に向かったのか。これも多くは世界のマネーの流れによるものと考えられる。リーマン・ショック発生から4年以上経過し、米欧、特に米国の経済は順調に回復した。緩和マネーを活用して積極的に収益獲得に乗り出すべき情勢となった。欧州債務問題も、2012年7月のマリオ・ドラギECB総裁の

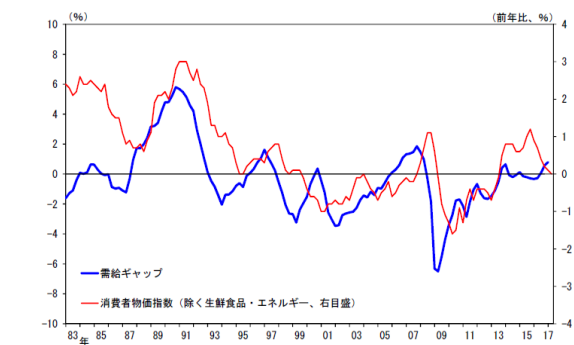
「ユーロを守るためには何でもする」の発言によって、不安心理が大きく後退した。また、2011年から赤字となった日本の貿易収支は、原油価格の上昇と原発の稼働停止の長期化によって赤字幅が拡大し、経常収支まで赤字に転落する可能性が出てきた。こうした情勢が避難通貨円へのマネーの流れを大きく変え、そこに当時は野党党首であった安倍総裁の円安誘導発言が加わって、その後の円安の進行につながったと考えられる。

こうしてみると当時の日銀批判は何だったのかということになるが、これをきっかけに導入された異次元金融緩和は、①金利、特に長期金利の引下げによる内外金利差の拡大、②外国人投資家を中心とする物価上昇期待の高まり、③円安との相互作用による株価の上昇等によって、円安を促進したと考えられる。

(9) 物価上昇のメカニズム

日銀の想定する物価上昇のメカニズムは、上記7.(1)⑤とおおり、フィリップス曲線に基づくものであり、①需給ギャップの改善と②人々の予想物価上昇率の引上げによって、2%の物価安定目標を実現しようとするものである。このうち①については、(図表87)のとおり、需給ギャップと物価とはよく相関しており、そのメカニズムが働くと考えられる。しかし、②については、上記7.(3)のとおり、オーバーシュート型コミットメント等のマネタリーベースを拡大する政策によって、フォワードルッキングに人々の予想物価上昇率を高めることができるかについて大いに疑問がある。

(図表 87) 需給ギャップと物価



(注) 1. 消費者物価は、消費税調整済み。2017/20は、4-5月の値。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
(出所) 総務省、日本銀行
出典：日本銀行・講演資料

一方、日銀も安倍首相も賃金の動向を注視し、安倍首相はその引上げを図るべく積極的に経済界に働き掛けている。

また、吉川洋東京大学名誉教授は、賃金が上昇しないことこそが日本のデフレの原因と指摘されている。これを引用すれば、次のとおりである。

「日本だけがデフレに陥ったのはなぜか。その理由は、日本の賃金決定に生じた大きな変化だ、というのが筆者の考えである。

1990年代初頭のバブル崩壊以降、経済が長期的に停滞する中で、日本の経済・社会にはさまざまな面で大きな変化が生まれた。かつて「終身雇用」といわれた日本の大企業における「雇用」も本格的に変わった。本格的なリストラが行われる中、「雇用か、賃金か」という選択に直面した労働者は、名目賃金の低下を受け入れた。名目賃金は「デフレ期待」によって下がったのではない。1990年代後半、大企業を中心に、高度成長期に確立された旧来の雇用システムが崩壊したことにより、名目賃金が下がり始めたのである。そして、名目賃金の低下がデフレを定着させた。

なぜ日本だけがデフレなのか、という問いに対する答えは、日本だけで名目賃金が

下がっているからだ、ということになる。デフレ「期待」によって名目賃金が下がっているわけではない。フィリップス・カーブ全体を下にシフトさせたのは、「期待」ではなく、大企業における雇用システムの変貌である。」

「そもそも価格や賃金の決定において、将来に対する「期待」の出番はあるのか。資産の価格や一次産品の価格は「期待」、すなわち「思惑」で動く。こうした市場の論理は、ケインズが『一般理論』で「美人投票」のたとえ話をを用いて巧みに説いたように、付和雷同である。

対照的に、普通のモノやサービスの価格や賃金の決定においては、「期待」が入り込む余地はほとんどない。「将来××だろうから」価格を上げるとか、「将来は××になるはずだから」賃金を下げる、というようなことはあり得ない。なぜなら、将来のことはわからないから、売り手と買い手の間で将来に関する「期待」が一致することはないからである。普通のモノやサービスの価格、賃金の決定の原理は、ヒックスやオーカンが強調したとおり「公正」である。そこに期待が入り込む余地はない。」（吉川洋「デフレーション」2013.1 日本経済新聞出版社。212～213頁、216頁）

ところで、「賃金が上がれば物価は上がるのか」、この点については、貨幣数量説を信奉するマネタリストの立場からは異論がある。「一般物価（一般的な物価水準）と相対価格の区別がついていない」というものだ。「一般物価の変化は貨幣的現象であり、マネーストックの増減によって決まる。実体的要因を背景に相対価格は変化するが、これによって一般物価が変化することはな

い」とする。例えば、「Aの価格が上がれば、Aに対する支出が増えるから、名目所得（マネーストック）が一定である以上、Bに対する支出が減る。するとBの価格が下がるから、AとBの平均的価格である物価は、AとBの相対価格が変化しても影響を受けない」と考えるためである。したがって、「賃金が上がり、個々の商品の価格が上がっても、こうした個別の価格を積み上げて物価の変動を論じる「積上げ論」は、一般物価と相対価格を混同した謬論」ということになる。こうしてマネタリストは、一般物価は、中央銀行がマネタリーベースを適切に供給してコントロールすべきものと考えている。

しかし、こうした理論が現実にそぐわないことは、上記7.(3)でみたとおりである。日銀がマネタリーベースを増加しても、マネーストックが安定的に増加するとは限らない。また、マネーストックが一定の流通速度で回転するとも限らない。これを逆に言えば、日銀が何もしなくても、社会の必要に応じて、与信が行われ、あるいは流通速度が上がって、マネーストックが手当されることになる。即ち、マネーストックは、日銀の金融政策によって与えられる外生変数ではなく、社会の必要（この場合は物価の上昇）に応じて決まる内生変数であり、因果関係は、①日銀によるマネタリーベースの供給→マネーストック→物価でなく、②社会における価格形成→物価→マネーストックとなる。日銀によるマネタリーベースの供給は、②においてマネタリーベースが不足し、マネーストック形成のボトルネックになっている場合においてのみ有効であり、近年の我が国のように資金があり余り、ましてゼロ金利となった状況においては、

デフレ防止に効果を発揮するものではない。先の例について言えば、「Aの価格が上がれば、Aに対する支出が増える。しかし、Bに対する支出もこれまでと同様必要である。このため、名目所得（マネーストック）が増額調整される。AとBの平均的価格である物価は、Aの値上がりによって上昇する」ということになる。

このように考えれば、消費者物価が実際そうして算定されているように、一般物価は、個々の商品の価格を加重平均したものにほかならず、物価の動向やデフレの原因を検討するに当たっては、個々の商品の価格変動を分析し、それを積み上げればよいことになる。常識に適った結論であり、一般物価と相対価格の区別は、フリードマン特有のレトリックのように思われる。

さて、賃金と物価の関係を実際にみたのが（図表 88）である。図のとおり明確に相関している。物価に占める人件費の大きさを考えればむしろ当然とも言えよう。

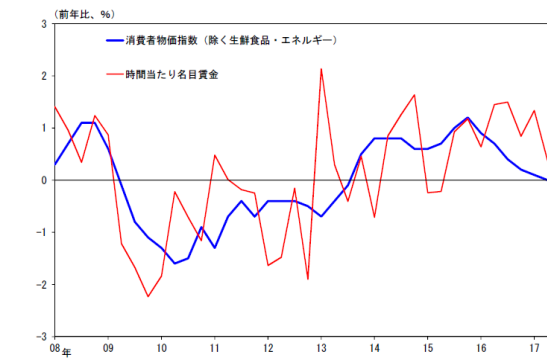
（図表 89～91）は、日本・米国・ドイツのインフレ率・中長期のインフレ予想・ベースアップ率を比較したものである。インフレ率は、世界金融危機前は米国・ドイツが2～3%であるのに対し、日本はゼロないし若干のマイナス、金融危機後はいずれも大きく変動し、15・16年はゼロ近辺になっている。中長期のインフレ予想は、これに比べ安定しており、米国2.0～2.5%、ドイツ1.5～2.0%、日本1.0～1.5%である。また、ベースアップ率は、米国・ドイツが2～3%であるのに対し、日本はゼロ、14年以降若干のプラスとなったが、未だ0.5%程度で米国・ドイツには遠く及ばない。長年にわたるベースアップの実績とこれを支

える賃金決定の慣行が、中長期のインフレ予想の形成に大きく作用しているものと考えられる。

また、（図表 92）は、日本と米国のフィリップス曲線を比較したものである。失業率とインフレ率、失業率と賃金上昇率いずれをみても、日本のフィリップス曲線は急傾斜で、しかもその範囲がマイナスの領域にまで及んでいる。これに対し米国はなだらかで、低下してもマイナスになることはない。「賃金の下方硬直性」がよく言われるが、現在の日本の賃金決定システムは、伝統的な世界の労働市場とも異なるものになっていることが伺われる。

以上を踏まえれば、吉川教授が言われるように、賃金が上昇しないことこそが日本のデフレの原因であり（原油等の原材料価格は物価に大きな影響を与えるが、多くの原材料価格は国際市場で競争的に決まるから、その変動は、為替レートによる影響を除き、各国の物価にほぼ共通の影響を与える）、賃金を引き上げることがデフレ脱却の最大のポイントと考えられる。また、日銀が重視する人々の予想物価上昇率の2%への引上げとそこでのアンカーを実現するためには、マネタリーベースの拡大でなく、米国・ドイツ並みの2～3%のベースアップを当たり前のこととして社会に根付かせることが必要と考えられる。

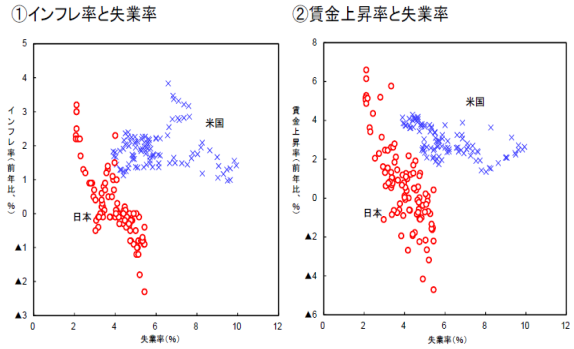
(図表 88) 賃金と物価 %



(注) 1. 消費者物価は、消費税調整済み。
2. 2017/20は、4~5月の値。

(出所) 総務省、厚生労働省
出典：日本銀行・講演資料

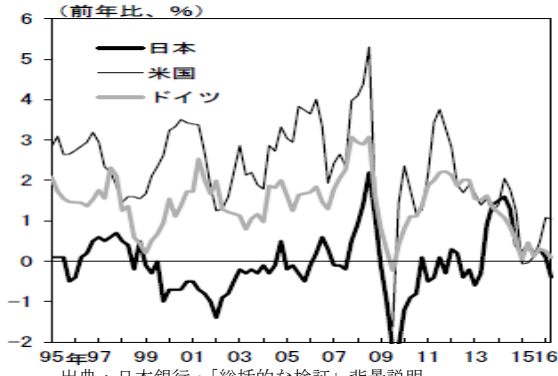
(図表 92) 日本と米国のフィリップス曲線



(注1) 賃金は時間当たり賃金。日本は「現金給与総額・総実労働時間(事業所規模30人以上)」、米国は「Average hourly earnings of production and nonsupervisory employees: total private」。
(注2) インフレ率は、日本はCPI(総合指数(生鮮食品除外))、米国は「PCE excluding food and energy」。
(注3) 日本のインフレ率は消費税率引上げの影響を調整している。
(資料) 厚生労働省、総務省、BEA、BLS、Bloomberg

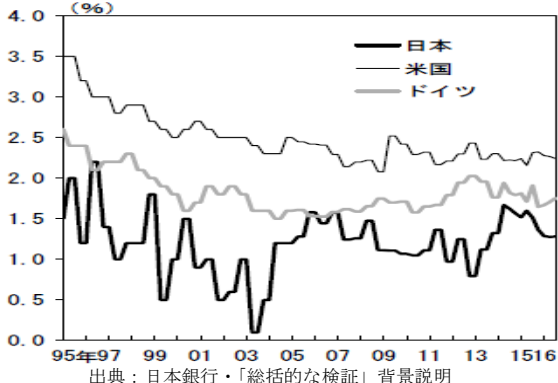
出典：日本銀行・講演資料

(図表 89) 主要国のインフレ実績 (CPI) %



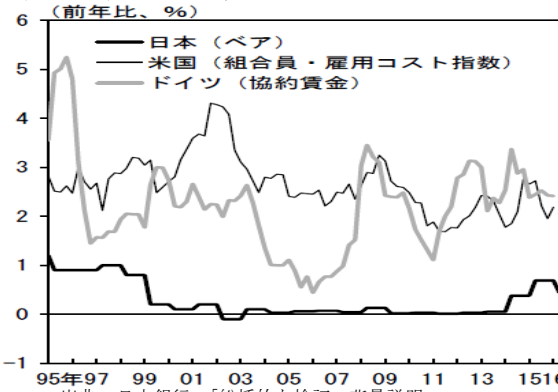
出典：日本銀行・「総括的な検証」背景説明

(図表 90) 主要国の中長期のインフレ予想 %



出典：日本銀行・「総括的な検証」背景説明

(図表 91) 主要国のベースアップ率 %



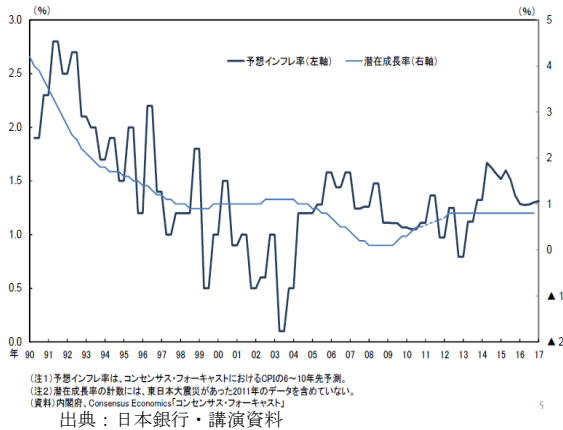
出典：日本銀行・「総括的な検証」背景説明

賃金の上昇を図り、デフレを脱却するためには、その原資となる名目GDPの成長と労働分配率の向上が必要である。また、国民が望んでいるのは実質賃金の上昇であり、単なる物価上昇ではない。しかし、物価は経済の体温であり、実質GDPの成長率が高まれば、一般に物価上昇率も高くなる。このため、潜在成長率の上昇と需給ギャップの解消により実質GDPを成長させ、これを前提に物価の上昇と名目GDPの成長を図っていくことが必要である。凍りついた人々のマインドと世界でも異例な賃金決定システムを融解させるのは、やはり経済の成長であり、これを実現することがデフレ脱却の道筋と考えられる。

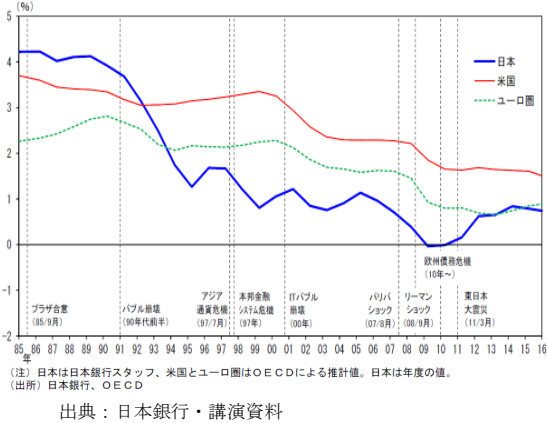
上記4.(4)の(図表62・63)では、消費者物価と名目GDPの相関が高く、バブル崩壊までは概ね名目GDPの成長率が物価上昇率を上回っていたが、1997年以降は、ほぼ同等となり、これらの指数も重なって横ばいに推移していることをみた。また、(図表93)は、予想インフレ率と潜在成長率が相関することを示している。主要国の潜在成長率は、(図表94)のとおりであり、これが先にみた日本・米国・ドイツのインフレ率・中長期のインフレ予想・ベースア

ップ率にも対応しているものと思われる。

(図表 93) 予想インフレ率と潜在成長率 %



(図表 94) 主要国の潜在成長率 %



日銀は、物価上昇のメカニズムについて、専らフィリップス曲線に着目し、需給ギャップの解消とフォワードルッキングな予想物価上昇率の引上げを強調する。しかし、我が国の潜在成長率は現状 1%程度に過ぎず、需給ギャップはここ 1 年ほどプラスとなり既に高圧状態が続いている。また、フォワードルッキングな予想物価上昇率のメカニズムは定かでない。賃金を主眼とする積上げ論や(図表 71) でみた AD・AS 曲線による分析など、GDP とその動向に焦点を当てた多角的な検討が必要と考えられる。

8. 異次元金融緩和の副作用

どのような政策も、目的とする意図した効果のほか、意図せざるプラスの効果・マイナスの効果、政策の実施を制約する効果などを持つ。異次元金融緩和は、規模が巨大なだけにこうした目的外の効果も大きい。政策担当当局には、これら様々な効果を総合的に勘案して、プラスがマイナスを上回る限りにおいて、より適切に政策を実施することが求められる。意図せざるプラスの効果としては円安の促進と国の財政運営を当面容易にする効果が考えられるが、ここでは、意図せざるマイナスの効果と政策の実施を制約する効果を「異次元金融緩和の副作用」として検討してみたい。

副作用には、①異次元金融緩和の継続期間中に顕在化する副作用と、②2%の物価安定目標が達成され、金融政策が正常化に向かう過程で顕在化する副作用の大きく 2 種類があると考えられる。まず、①と②の前提となる金利の展望や異次元金融緩和の仕組みと正常化プロセスから検討を始める。

(1) 金利の展望

現在の金融市場調節方針に基づく金利水準は、短期金利△0.1%・10 年長期金利ゼロ%程度である。これは毎回の金融政策決定会合で決定されるから、変更の可能性がないわけではないが、2%の物価安定目標が達成されるまでは、容易に変更されず、仮に変更されたとしても小幅なものにとどまると思われる。

一方、2%の物価安定目標が安定的に達成された暁には、異次元金融緩和も終息し、伝統的な金融政策に向け正常化が進められる。この場合の政策金利である短期金利は、

潜在成長率を 1%とすれば、典型的なテイラー・ルールによって次のように試算される。均衡実質金利 1%（潜在成長率並み）＋目標インフレ率 2%＋1.5×（実際インフレ率 2%－目標インフレ率 2%）＋0.5×需給ギャップ 0＝政策金利 3%。また、10 年国債のタームプレミアムを 1%とすれば、10 年長期金利は、3%＋1%＝長期金利 4%と試算される。現在の金利から短期金利 3%・長期金利 4%の上昇であり、控えめにみても短期金利 2%・長期金利 3%程度の上昇は想定されるであろう。

この場合、最も懸念されるのが、日銀に代わって国債を保有する主体が現れるか、あるいは財政の持続可能性に対する不安が高まらないかであり、こうした懸念が顕在化した場合には、国債価格の下落と更なる金利上昇が生じて、悪循環に陥るおそれがある。

(2) 異次元金融緩和の仕組み

異次元金融緩和によって何が起きているかを、各経済主体のバランスシートの変化によってみたのが、(図表 95) である (図表は、政府が国民に現金を支給して、サービス機関からサービスを受けるケースを示しているが、政府が公共施設を整備して国民の利用に供するケース等も、結果は同じである)。

政府が 100 兆円の国債を発行して財政支出し、民間銀行がこれを引き受けて資金提供し、日銀がこのうち 60 兆円の国債を買入れるとした場合、各主体の B/S は、図表にあるとおり、次のように変化する。

- ・政府：徴税権（財政赤字）拡大 100 兆円/国債増額 100 兆円。
- ・民間銀行：国債増額 40 兆円、準備預金増

額 60 兆円/預金増額 100 兆円。

- ・日銀：国債増額 60 兆円/準備預金増額 60 兆円。

なお、政府と日銀の勘定を統合した統合政府の観点に立てば、日銀の買い入れた国債と政府の負債たる国債は相殺されるから、実質的に国債残高が減少し、財政再建に資するとの議論がある。しかし、日銀は国債買入れの見合いとして民間銀行の準備預金（日銀当座預金）という負債を負っており、国債を相殺しても統合政府の負債額が減少することはない。日銀による国債の買入れは、民間銀行に対する国債という長期債務を準備預金という短期債務に置き換えているだけであって、統合政府の観点に立った財政再建論はまったくの誤解である。

また、日銀による国債の直接引受けは、財政法 5 条によって原則禁じられているが、仮に直接引き受けを行った場合の効果を B/S の変化によって比較したのが (図表 96) である。両者は、経路は異なるが、結果は同じである。結局、この経路の違いに意味があることになるが、この点は後に検討する。

(図表 95) 日銀国債買入れによる B/S 変化兆円

政 府	
① 政府預金増額100	国債増額100(民間銀行100)
② 現金支出(国民)=徴税権拡大100	政府預金減額100
家 計・企 業	
② 現金増額 (国民) 100	徴税権拡大100
③ 現金増額 (サービス機関) 100	現金支出 (国民) 100
④ 預金増額 (サービス機関) 100	現金銀行預入れ(サービス機関)100
民 間 銀 行	
① 国債増額(民間銀行引受)100	準備預金減額(民間銀行引受)100
④ 現金増額(サービス機関)100	預金増額 (サービス機関) 100
⑤ 準備預金増額100	現金日銀預入れ100
⑥ 準備預金増額(日銀買入)60	国債減額(日銀買入)60
民間銀行 (集約)	
※ 国債増額(民間銀行引受残)40	預金増額 (サービス機関) 100
準備預金増額(日銀買入)60	

日 本 銀 行	
① 準備預金増額(民間銀行引受)100	政府預金増額(民間銀行引受)100
② 政府預金減額100	発行銀行券増額100
③ 発行銀行券減額100	準備預金増額100
⑥ 国債増額(日銀買入)60	準備預金増額(日銀買入)60
日本銀行 (集約)	
※ 国債増額(日銀買入)60	準備預金増額(日銀買入)60
統合政府 (政府+日本銀行)	
※ 現金支出(国民)=徴税権拡大100	国債増額(民間銀行引受残)40 準備預金増額(日銀買入)60

出典：筆者作成

(図表 96) 日銀国債引受けによるB/S変化兆円

政 府	
① 政府預金増額100	国債増額100(日銀60・民間銀行40)
② 現金支出(国民)=徴税権拡大100	政府預金減額100
家 計・企 業	
② 現金増額 (国民) 100	徴税権拡大100
③ 現金増額 (サービス機関) 100	現金支出 (国民) 100
④ 預金増額 (サービス機関) 100	現金銀行預入れ(サービス機関)100
民 間 銀 行	
① 国債増額(民間銀行引受)40	準備預金減額(民間銀行引受)40
④ 現金増額(サービス機関)100	預金増額 (サービス機関) 100
⑤ 準備預金増額100	現金日銀預入れ100
民間銀行 (集約)	
※ 国債増額(民間銀行引受)40	預金増額 (サービス機関) 100
準備預金増額60	
日 本 銀 行	
① 国債増額(日銀引受)60	政府預金増額(日銀引受) 60
① 準備預金減額(民間銀行引受) 40	政府預金増額 (民間銀行引受) 40
② 政府預金減額100	発行銀行券増額100
⑤ 発行銀行券減額100	準備預金増額100
日本銀行 (集約)	
※ 国債増額(日銀引受)60	準備預金増額(日銀引受分)60
統合政府 (政府+日本銀行)	
※ 現金支出(国民)=徴税権拡大100	国債増額(民間銀行引受)40 準備預金増額(日銀引受分)60

出典：筆者作成

(3) 異次元金融緩和の正常化プロセス

金融政策の正常化とは、本来金融機関にとって無用な超過準備を解消し、資金の有効利用を図る金融環境に戻すとともに、金融政策を長年慣れ親しんだ政策金利の調節等の伝統的金融政策に戻すことと理解される。2%の物価安定目標が達成された暁には、異次元金融緩和もこうした正常化が図られていくものと考えられる。

この点に関し、黒田総裁は、「出口を論ずるのは時期尚早」という発言のみが伝えられることが多かったが、上記3. ②・④・⑧・⑨のように、最近では、出口についての考え方や課題、政策手段等について具体的に述べられている。ただし、「出口の局面で実際にどの手段をどの順序で用いるかは、その際の経済・物価・金融情勢によって変わり得る。あまり早い段階で出口の進め方を具体的に説明することは難しく、市場との対話という観点からもかえって混乱を招くおそれが高い」、「現在は、出口のタイミングやその際の対応の手順等を検討する局面には至っていない」とのスタンスである。

しかし、出口においてどのような事態が発生するかは、日本経済の行方を左右する極めて重要な事項である。また、このまま異次元金融緩和が継続され、いわば正常化のハードルが高まることをどう評価すべきかの観点からも重要なポイントである。

そのため、出口戦略の基本となる異次元金融緩和の正常化プロセスについては、識者において盛んに論じられており、それらを整理すれば、次のようなプロセスが想定される。

I FRBの出口戦略に準じた正常化プロセス

- ① イールドカーブ・コントロールの枠組みを廃止して、資産買入れ額を再び金融政策の操作目標とする。その上で、国債とリスク資産の買入れ増加ペースを緩やかに縮小する(テーパリング)。
- ② ①と併せて、階層型の当座預金制度をマイナス金利導入前の制度に戻し、0.1%を付利する。
- ③ ①が進展したら、資産の買入れ増加をゼ

ロとし、残高を一定水準に維持する。その下で、保有国債の平均残存年数を短期化する。

④ 経済情勢を踏まえて、付利金利を段階的に引き上げる。

⑤ 付利金利が一定水準まで高まったら、資産残高の緩やかな縮小に着手し、相応の時間をかけて超過準備を解消する。

II イールドカーブ・コントロールの枠組みを活用した正常化プロセス

① イールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化し、徐々に長期金利の決定を市場に委ねる。又は長期金利のコントロール対象を現在の10年から短期化する。

② ①と併せて、階層型の当座預金制度をマイナス金利導入前の制度に戻し、0.1%を付利する。

③ ①の結果、長期金利のコントロールが不要となったら、資産の買入れ増加をゼロとし、残高を一定水準に維持する。その下で、保有国債の平均残存年数を短期化する。

④・⑤はIと同じ。

Iは、FRBの出口戦略に習ったものである。FRBは、2014年10月まで3回にわたりいわゆる量的緩和QEを行ったが、2014年1月から買入れ額を減額するテーパリングを開始し、2014年10月に買入れを停止している。その後、2015年12月から政策金利の利上げを開始し、本年6月まで7回行って、これを0.00~0.25%から1.75~2.00%に引き上げている。また、B/Sの縮小は、2017年10月から開始している。

FRBは、当初、B/Sの縮小後に利上げを行う予定であったが、2013年5月に、当時のバーナンキFRB議長が国債買入れの減額を示唆した途端にB/Sの縮小に着手

すると誤解されて国債市場が大きく混乱したことから（バーナンキ・ショック、Taper Tantrum）、その後、順番を入れ替えて、利上げ開始後にB/Sを縮小することした。

我が国においても、日銀が保有する国債を大量に売却すると、国債価格が暴落して金利が急上昇するとともに、日銀の損失が直ちに表面化するおそれが高いことから、FRBと同様に、①資産買入れ額のテーパリング→③資産買入れの停止→④金利の引上げ→⑤保有資産の売却＝超過準備の縮小のプロセスを踏むものと考えられる。②・④は、金利の引上げを⑤以前に国債の売りオペによって行うことはできないため、超過準備に対する付利の引上げによって行うものである。これにより、短期市場金利の過度な変動を抑制しつつ、景気の過熱や物価の高騰を防止する金利の引上げが可能となる。③・⑤の国債残高の維持や縮小は、満期償還された国債の再投資を行うか否かによって実施し、市場へのインパクトが大きい保有国債の売却は基本的に行わない。しかし、日銀保有国債の平均残存期間（デュレーション）は7~8年であり、満期償還が終了するまでには15年程度の期間を要する。③の保有国債の平均残存年数の短期化は、この期間を短縮する一つの工夫であり、FRBの正常化でも行われたという。

IIは、基本的にIと同じであるが、国債の買入れと金利の調整は表裏の関係にあることから、現在のイールドカーブ・コントロールの枠組みを活かしてテーパリングを行うものである。①の徐々に長期金利の決定を市場に委ねるとは、国債買入れ額を緩やかに縮小するとの意味であり、いずれ国債の買入れ額はゼロになる。長期金利のコ

ントロール対象の短期化も、それ以上の年限の長期金利は市場の決定に委ねるとの意味であり、いずれ長期金利のコントロールは短期金利のコントロールに包摂される。

I に比べ、市場の実情へのきめ細かい対応が可能となるが、ある種の割り切りや単純明快さに欠ける面があることは否定できない。

以上、準備が整ったところで、異次元金融緩和の副作用について検討を進める。

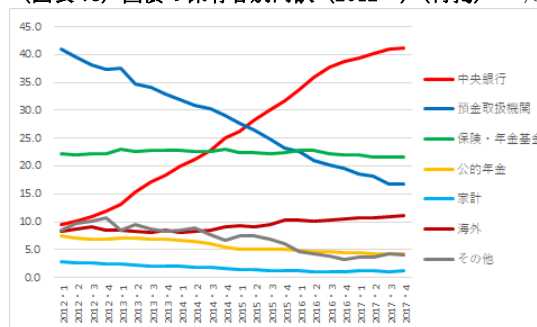
(4) 国債買入れの限界

上記 6. でみたように、日銀の保有国債はこの 5 年間で 125 兆円から 448 兆円（うち長期国債 91 兆円から 427 兆円）へと急増し、2017 年末現在の保有割合は 41%（うち長期国債 43%）に達している。こうした状況を踏まえて、日銀が大量の国債買入れを継続すると、いずれ限界に達し、異次元金融緩和は遂行不可能になるであろうとの指摘が IMF スタッフや民間シンクタンクなど各方面から寄せられている。

一般に金融機関の国債保有の目的には、次のようなものが挙げられている。① 確実な利息収入の獲得（全般）、② 運用資産の適切なポートフォリオ（公的年金、企業年金基金等）、③ ALM（生命保険会社等）、④ BIS による金融規制への対応（銀行等）、⑤ 金融取引のための担保（全般）。

このように各金融機関にはそれぞれ固有の国債需要があり、(図表 78) のとおり、日銀はこれまで専ら預金取扱機関、特に都市銀行から多くの国債を取得してきたが、金融取引のための担保需要や金融規制対応等から、いずれこれも限界に至るのではないかと思われる。

(図表 78) 国債の保有者別内訳 (2012~) (再掲) %



出典：日本銀行・資金循環統計

しかし、日銀は、こうした指摘に対し、2016 年 9 月に操作目標を量から金利に変更することによって、政策の持続性に関する問題は解消したとしている。すなわち、いずれどこかに国債買入れの限界があるとしても、その限界に近付けば近付くほど、日銀はより少ない国債の買入れによって金利をコントロールすることができるから、限界に達して政策を続けることができなくなることはないとする。実際にイールドカーブ・コントロール導入後、国債の買入れ額は減少しており、これはそうしたメカニズムが働いた結果としている。

そこで、国債の流通の最も大きな契機と考えられる、財務省が発行した国債の日銀・民間別の取得状況をモデル的に整理したのが(図表 97)である。

ケース 1 は、イールドカーブ・コントロール導入前に年間 80 兆円の増加ペースで国債を買い入れていた当時の状況である。日銀は、民間分の借換債を含めて財務省が発行する国債をすべて取得しており、いわば買手独占の状態である。これにより、日銀は、国債価格の形成に圧倒的な影響力を発揮し、民間は、年間 40 兆円ずつ保有国債を減少させて、次第に縮小の限界に近付いていく。

ケース 2 は、民間がそうした保有国債縮

小の限界に達したときの状態である。民間は、それ以上の国債の縮小を防止するため、民間分の借換債をすべて取得し保有する。日銀は、自己の借換債と新発債を取得し、その限りで市場への影響力を行使することになる。ケース2から次のケース3に向けて日銀が新発債の取得額を減少させている状態が、上記(3)の正常化プロセスⅠⅡ①のテーパリングに該当する。

ケース3は、日銀が新発債の取得を停止し、自己の借換債のみを取得することとした場合の状況である。新発債40兆円は民間がすべて取得することとなるが、それだけの需要が民間にない場合、国債価格が下落し、金利が上昇する。しかし、日銀の影響力は大きく減少している。上記(3)の正常化プロセスⅠⅡ③＝日銀が国債残高を一定水準に維持する場合に該当する。

さらにケース4は、日銀が償還国債に対応する再投資を停止して、資産残高を緩やかに縮小しているときの状況である。日銀の国債価格への直接的影響力はゼロとなる。正常化プロセスⅠⅡ⑤に該当する。

(図表 97) 国債の取得状況 兆円

【ケース1】		財務省	民間
日本銀行			
40	←	借換債日銀分40	0
40	←	新発債 40	0
40	←	借換債民間分40	0
償還 △40		合計 120	償還 △40
ネット 80			ネット△40
【ケース2】		財務省	民間
日本銀行			
40	←	借換債日銀分40	0
40	←	新発債 40	0
0		借換債民間分40	→ 40
償還 △40		合計 120	償還 △40
ネット 40			ネット 0

【ケース3】		財務省	民間
日本銀行			
40	←	借換債日銀分40	0
0		新発債 40	→ 40
0		借換債民間分40	→ 40
償還 △40		合計 120	償還 △40
ネット 0			ネット 40
【ケース4】		財務省	民間
日本銀行			
0		借換債日銀分40	→ 40
0		新発債 40	→ 40
0		借換債民間分40	→ 40
償還 △40		合計 120	償還 △40
ネット△40			ネット 80

出典：筆者作成

本年4月現在、日銀はネット50兆円程度のペースで国債を増額しており、ケース1とケース2の中間で、ケース2に近い状態と考えられる。ここで金融調節目標の10年国債ゼロ%程度が維持されているのは、日銀が自己の借換債と新発債を取得し、それなりの影響力を発揮するとともに、民間がゼロ%程度見合いで借換債の放出を行ってバランスが保たれているためと考えられる。しかし、ケース2が間近になった時点で、何らかの外的ショック（景気回復、海外の長期金利の上昇、財政赤字懸念の高まり等）が発生し、国債金利への上昇圧力が高まると、日銀は、目標金利を維持するため、国債の買増しを行わざるを得ず、容易にケース2に到達してしまうと考えられる。日銀の言う「いくら接点に近付いても接点にたどり着くことはない」といった微妙な調整は、現実には実現困難であろう。

こうしてケース2に到達すると、日銀は、国債金利の引下げ（買入れ価格の引上げ）を行わない限り、民間分の借換債を取得することはできない。これまで圧倒的な力を発揮して国債金利を引き下げて来ただけに、金利がある程度弾力化することは避けられないが、景気の変動等に応じて金利が一定

範囲で変動することは、経済安定化の見地から望ましく、これを「国債買入れの限界」として問題視する必要はないと思われる。むしろ懸念すべきは、イールドカーブ・コントロールが弱まったとして、国債買入れ額を増加する動きが出てくることであり、金利の更なる低下や民間の国債需要の圧迫をはじめ様々な副作用を拡大することにつながると思われる。

なお、これまで国債の買入れ額が減少してきたことをもって、ステルス・テーパリングとし、更に減少することを予想する向きもあるが、日銀が自己の借換債と新発債の買入れを続ける限り、ネットの新発債の額、ケース2の設定では40兆円程度の買入れ増加は今後も続くと思われる。

(5) 金融機関の収益悪化と金融システムの不安定化

上記4.(2)①でみたように、異次元金融緩和によるマイナス金利と国債買入れによって、国債のイールドカーブは大きく低下・フラット化し、我が国の金融環境は極めて緩和した状態にある。こうした状況が金融機関の経営や金融仲介機能にどのような影響を与えているかについて、日銀は、総括的検証や金融システムレポート等において詳しく検証し、概ね次のような認識を示している。

①マイナス金利導入後、貸出・社債・CP金利は大幅に低下しており、いずれも過去最低水準にある。実質金利の低下は、経済・物価にプラスの影響をもたらす。

②マイナス金利が金融機関の収益を過度に圧迫する場合には、金融機関の貸出姿勢が消極化したり、マイナス金利に伴うコスト

を転嫁するために貸出金利が上昇することなどを通じて、金融仲介機能に悪影響を与える可能性がある。

③しかし、マイナス金利政策そのものが、直接、金融機関の収益に与える影響は、それほど大きくない。380兆円ある当座預金のうち、限界的な20兆円程度の部分（政策金利残高）にのみ△0.1%は適用され、その影響額は200億円程度に過ぎない。

影響が大きいのは、イールドカーブがフラット化したことである。これが金融機関の預貸利鞘の縮小や保険・年金の運用難という形でマイナスの影響を与えた。

④しかし、現段階で、そのようなマイナスの影響が政策のメリットを上回るほど大きくなっているとは判断していない。日本の金融機関は、総じて健全な自己資本ポジションを維持し、減益傾向とはいえ、まだ収益レベルは高水準である。このため、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるほか、貸出金利も低下するなど、金融環境は一段と改善しており、金融仲介機能の悪化は伺われない。

⑤ただし、低金利の影響は、どうしても累積的に蓄積していく。今後とも金融緩和の効果と副作用を総合的に検証し、評価していく。

要するに、「金融機関にはまだ体力があるから、体力が続く限り走り続けてもらいたい」との趣旨であろう。しかし、一つ得心が行かないのは、「金融機関は、本当に体力を消耗して走れなくなるまで走らなければならない必要があるのか。これによって、日本経済は本当に良くなるのか」という疑問である。

異次元金融緩和によって、金融機関は、

主に次の要因により収益を低下させている。
①貸出金利の低下による預貸金利差の縮小（銀行貸出の中心を成す10年以下の金利はマイナス、新規貸出に係るクレジットスプレッドも大きく低下）、②有価証券運用利回りの低下（10年物国債ゼロ程度、10年以下はマイナス）、③日銀当座預金におけるマイナス金利の導入・ゼロ金利適用額の拡大（政策金利残高20～30兆円、マクロ加算残高130兆円程度）。そして、その影響を最も強く受けているのが、海外での資金運用や手数料収入の拡大に限りのある地域金融機関（地域銀行、信用金庫等）であり、現在の金融緩和が長期化すれば、やがて採算割れする金融機関も出てくるのではないかと危惧されている。

上記の疑問とする点は、以下のような事項である。

①低金利は、貯蓄主体から借入主体への所得移転効果を持つ。ISバランス上、唯一最大の受益者は政府であり、マクロで見れば、家計も企業（非金融法人企業）も、仲介する金融機関も、政府に所得移転を行っているに過ぎない。

②家計は、年金生活者中心に利息収入の減少、年金・保険料負担の増大等によりマインドを冷え込ませ、低金利は消費低迷の一因になっている。

③企業は、投資するにしても自己資金中心で積極的な借入れは行わず、逆に、退職給付債務の増大や資産運用に苦慮する状態となっている。

④上記のような企業行動からIS曲線はスティープ化した状態にあり、金利が低下しても投資を誘発する効果はごく限られたものにとどまるとみられる。

⑤異次元緩和により金利は低下したが、大

きく低下したのは長期金利であり、日銀が「経済・物価にプラスの影響をもたらす効果がより大きい」とする短期～中期の金利の低下は、0.2～0.3%ほどに過ぎない（2013年1月の国債利回り：概ね1年債0.1%、5年債0.2%、10年債0.8%、20年債1.8%、30年債2.0%。2018年4月の国債利回り：概ね1年債△0.1%、5年債△0.1%、10年債0.0%、20年債0.5%、30年債0.7%）（このように異次元緩和による経済・物価へのプラス効果は思いのほか小さいと考えられるが、短期～中期金利がマイナスとなり、長期金利が大きく低下したことが、金融機関の経営にとっては大きく響いている）。

⑥景気変動に応じて金利が変動する正常な状態であれば、金利の低下は投資の前倒し効果を持つ。しかし、現状のように低金利が長期化すると見込まれば、投資の前倒し効果は期待し得ず、逆に先送りするインセンティブにもなり得る。

⑦異次元金融緩和によって、既に実質金利は自然利子率を大きく下回り、需給ギャップはプラスを続けている。ファイン・チューニング（実質金利=自然利子率）を大きく超える低金利のために、金融機関に体力を消耗するまで走り続けることを求めるのはいかがかと思われる（それでも2%の物価安定目標は達成されていない。上記7.(9)に沿って政策の方向性を見直す必要があると思われる）。

⑧日本経済が明るさを取り戻し、発展するためには、地域経済の活性化を措いてあり得ない。その中心的役割を果たすべき地域金融機関の体力が失われ、どこでも身近に金融サービスを受けられる環境が損なわれるとしたら、将来に大きな禍根を残すことになる。

以上のように考えると、日銀のような認

識には至らず、金融機関の収益悪化や金融システムの不安定化に関する異次元金融緩和の副作用は大きいと言わざるを得ない。まずはフラット化したイールドカーブを早急に是正することが必要と思われる。

次に、正常化の段階について考える。

正常化により上記金融機関の収益低下の要因①②③はいずれも改善され、正常な状態に戻ることができる。ただし、金利の上昇により債券価格は低下する。特に、都市銀行が異次元金融緩和開始後相当額の国債を日銀に売却したのに対し、収益力の乏しい地域金融機関は、残存期間の長い債券に多額の投資を行っており、大きな評価損を計上せざるを得ない。金融システムの安定確保の観点から、出口において金利が急騰することのないよう十分な配慮が必要である。

(6) 日銀の収支悪化と債務超過の懸念

日銀の収支構造も民間企業のそれと基本的に変わらない。ただし、生産活動や営業活動を行っているわけではないから、収益はすべて資産の運用益（評価損益を含む）によっている。また、費用は事務費、給与等であり、銀行券製造費も計上される。負債は発行銀行券、日銀当座預金、政府預金等であり、基本的に有利子負債はないが、補完当座預金制度の導入によって、現在は、基礎残高（210兆円程度）に0.1%、政策金利残高（20~30兆円）に△0.1%の付利が行われている。企業の税引後当期純利益に相当する当期剰余金から法定準備金積立額及び配当金（年5%=500万円）を控除した残額が国庫納付金として政府に納入される。

日銀は、日銀券を印刷して発行すればす

るほど利益＝通貨発行益（シニョリッジ）が得られる（1万円札1枚の印刷費は20円ほどだから、その度に9980円の利益が得られる）という議論がある。だから日銀は経営について何の心配もいらぬとする議論まである。しかし、世の中に出回る現金の量は家計や企業の現金需要によって決まり、その額を上回る日銀券を供給しても民間金融機関の準備預金に入金される形ですぐに日銀に戻ってきてしまうため、いくらでも日銀券が発行できるわけではない。2018年3月末現在の発行残高は100兆円ほどであり、タンス預金も含め既に十分な量の日銀券が供給されている状態である。

なお、日銀券は、これを印刷して資産に計上するのでなく、民間金融機関から資産を買い入れ、代金を支払う形で供給され、このとき初めて、資産/発行銀行券の会計処理が行われる。資産が有利子であるのに対し負債の発行銀行券は無利子であり、この差額が日銀の利益となる。将来にわたる利息収入の割引現在価値は資産額＝日銀券の額面に相当するから、これが通貨発行益に該当すると考えられる。しかし、会計上は、毎年度、上記のような当期剰余金の計算が行われ、配当等を除いた残額が国庫納付金として政府に納入される。したがって、通貨発行益に相応する日銀の利益は、毎年度国庫納付され、広く国民に還元されていると考えることができる。

さて、(図表 98) は、日銀の損益及び剰余金処分の状況を簡略に示したものである。2017年度決算においては、経常収益 1兆8400億円、経常費用 6100億円、当期剰余金 7600億円であり、国庫納付金は 7300億円である。

国債利息は1兆2200億円と経常収益の約7割を占める日銀の主要な収益源であるが、その推移をみると、(図表99)のとおり、国債保有残高の大幅な増大(図表75)にもかかわらず、2016年度以降横ばいないし微減となっている。これは、年々より低利の新発債と借換債を取得する度に保有国債の平均利回りが低下するためであり、2017年度は0.279%まで低下している。しかし、この傾向は、異次元緩和が続く限り継続し、いずれゼロ%程度になると見込まれる(保有国債のデュレーション7年程度と同じ期間の国債利回りになるとすれば、 $\Delta 0.05\%$)。一方、経常費用は、補完当座預金制度利息1800億円は今後も基本的に変わらず((基礎残高-政策金利残高) $\times 0.1\%$)、事務費、給与等も同様であって、大きく減少することはない。すると、将来の税引前当期剰余金は、2017年度決算をベースに考えれば、国債利息分1兆2200億円が減額されて $\Delta 3300$ 億円になると試算される。2016年度決算をベースとすれば $\Delta 4800$ 億円である。このほか、国債については、多額の金利調整差額残高の存在という問題がある。額面を上回る金額で国債を取得した差額のうち、償却原価法により未だ償却されていない部分の残額であり、今後も国債利息を減少する形で処理する必要がある。その推移をみたのが(図表100)であり、2018年3月末現在、金利調整差額残高は、日銀の自己資本残高8.2兆円を上回る10.2兆円に上っている。日銀が日銀トレードなどによっていかに割高に国債を取得してきたかの一端を示すものとも捉えることができる。差額残高はなお増加する傾向がみえるが、現在の10.2兆円を今後15年間(保有国債のデュレーション7年程度

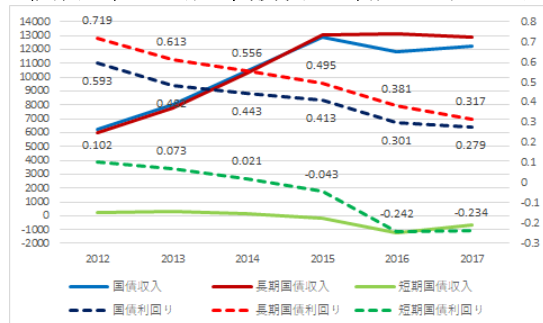
の2倍の期間で国債満期償還すると仮定)で償却するとすれば、毎年度の減収額は6800億円になる。これを差し引けば、将来の税引前当期剰余金は、2017年度決算ベースで $\Delta 1$ 兆100億円、2016年決算ベースで $\Delta 1$ 兆1600億円になると試算される。以上はあくまでも目安としての試算であるが、現在の異次元金融緩和が日銀の経営にとっても持続可能でなく、早急な見直しが必要であることは間違いのないと思われる。

(図表98) 日銀・損益計算書等 億円

	2016年度	2017年度
経常収益	16443	18383
うち国債利息	11869	12211
経常費用	5491	6095
うち補完当座預金制度利息	1873	1837
経常利益	10953	12288
特別損益	$\Delta 3878$	$\Delta 3388$
税引前当期剰余金	7075	8900
当期剰余金	5067	7648
法定準備金積立額・配当金	253	382
国庫納付金	4814	7266

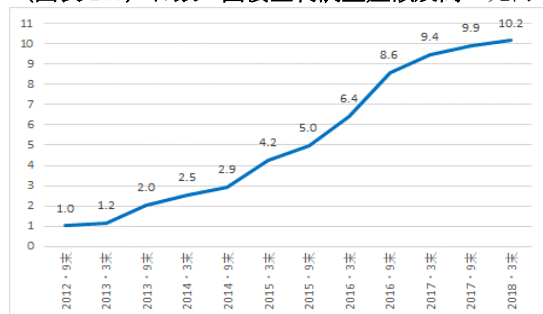
出典：日本銀行・財務諸表

(図表99) 日銀・国債収入と利回り 億円・%



出典：日本銀行・財務諸表

(図表100) 日銀・国債金利調整差額残高 兆円



出典：日本銀行・財務諸表

次に、正常化の段階について考える。

上記(1)のとおり、2%の物価安定目標が

達成された暁には、潜在成長率 1%・物価上昇率 2%・タームプレミアム 1%を前提とすれば、金利水準は短期金利 3%・長期金利 4%となり、短期金利 3%・長期金利 4%の金利上昇が生じると見込まれる。

この金利上昇によって、本年 3 月末現在の日銀保有国債 448 兆円（デュレーション 7 年と想定）を時価評価すれば、次のような評価損が発生すると試算される。

・ 448 兆円 × 7%（デュレーション 7 年の債権は 1%の金利上昇で 7%価格が下落する） × 4 = 125 兆円。

・ 金利上昇を控えめにみて、2%とすれば 63 兆円、3%とすれば 94 兆円である。

日銀の自己資本残高は 8.2 兆円であるから、いずれの金利上昇でも日銀は大幅な債務超過に陥る。

しかし、日銀は、円貨建債権等を満期保有目的債券に適用される償却原価法によって評価しているから、国債を売却しない限り、こうした損失が顕在化することはない。

このため、日銀は、国債売却による国債価格の暴落＝金利の急騰を避けるためにも、上記(3)でみたように、①テーパリング、②保有国債の維持と段階的な短期金利＝付利金利の引上げ、③保有国債の縮減と超過準備の縮小の正常化プロセスを順を追って進めると考えられる。

しかし、日銀が正常化プロセスに着手するのは、2%の物価安定目標が安定的に達成された時点であり、既に短期金利 3%・長期金利 4%の金利水準が相当となっている時点である。こうした経済情勢の下で、短期金利△0.1%（政策金利残高付利金利）、長期金利ゼロ程度（10年物国債金利）を維持することは、景気の過熱と更なる物価上昇を

招き適切でないことから、早急に金利を引き上げる必要が生じると考えられる（この点は、FRBが物価上昇率 2%達成以前から正常化プロセスに着手し、切れ目なくプロセスを進めているのと基本的に状況が異なる）。

このうち長期金利の引上げは、正常化プロセス①から始まるが、日銀保有国債の平均利回りの上昇は緩やかで、日銀の利息収入の増加は緩慢なものにとどまると考えられる（長期金利の上昇は、短期金利が引き上げられない限りタームプレミアム 1%の範囲内にとどまる。また、デュレーション 7 年の国債が再投資によってすべて入れ替わるためには単純計算で 14 年程度を要する）。

一方、短期金利の引上げは、正常化プロセス②から始まるが、付利金利の引上げは超過準備全体に適用されるため、日銀の利払費は一気に増加すると考えられる。本年 3 月の超過準備額等 365 兆円に対する付利引上げによる影響額は、次のとおりである。

・ 365 兆円 × 3% = 11.0 兆円/年

・ 付利金利を控えめにみて、0.5%とすれば 1.8 兆円/年、1%とすれば 3.7 兆円/年、2%とすれば 7.3 兆円/年である。

2%の物価安定目標が既に達成されている状況を踏まえれば、①と②に余り時間を置くことはできず、日銀の収支は急速に悪化して、債務超過に陥る可能性もあると考えられる。前記した多額の金利調整差額残高による影響も大きい。（例えば、短期金利＝付利金利 3%、長期金利 4%で保有国債の平均利回りがその 1/3 水準（1/2 水準）になっているとすれば、国債利息＝448 兆円 × 4% × 1/3（1/2）＝6.0（9.0）兆円/年。付利利息＝365 兆円 × 3%＝11.0 兆円/年。国債収支＝6.0（9.0）兆円－11.0 兆円－0.68 兆円（金利調整差額償却額）＝△5.68（△

2.68) 兆円/年。△5.68 (△2.68) 兆円/年×2 (4) 年=11.36 (10.72) 兆円>8.2 兆円 (自己資本残高)。2年 (4年) で債務超過となる。同様に、短期金利=付利金利2%、長期金利3%で保有国債の平均利回りがその1/3水準 (1/2水準) になっているとすれば、国債収支=△3.5 (△1.3) 兆円/年。3年 (7年) で債務超過となる。)

以上のように、異次元金融緩和は、このまま継続するにせよ・正常化するにせよ、日銀の収支を悪化させるものであり、日銀が債務超過に陥る可能性も否定できない。

(7) 中央銀行の債務超過がもたらす影響

主要国の中央銀行が債務超過に陥った事例としては、1977年～1979年のブンデスバンク (西ドイツ) や2013年～2015年のスイス国民銀行のケースが挙げられている。いずれも自国通貨高によって外貨建て資産に含み損が生じたためであり、為替変動による一時的な現象と判断され、実際2～3年で赤字が解消したことから、それが問題となり、業務に支障が生じることはなかったという。

しかし、上記により日銀の財務が悪化すると、短期間の一時的現象では済まない可能性がある。日銀券の通用力や日銀の業務執行に直接的影響があるわけではない。問題は、①日銀が債務超過に陥ることを回避し、あるいは早期に債務超過を解消するため、自らの財務体質の改善を優先した政策運営を行うのではないかと、②日銀が債務超過になると、政府の財政支援に依存せざるを得なくなり、中央銀行の独立性が有名無実化し、政策運営に政府の意向が反映されやすくなるのではないかと、といった見方が一般に広がり、日銀の政策運営への信認が

低下するおそれがあることである。

①の見方は、i 出口において、超過準備を固めたまま、付利金利を引き上げない、ii 法定準備率を大きく引き上げ、超過準備を金利の付かない所要準備に切り替える、といった方策を採ることである。これにより日銀は超過準備への利払い負担を軽減できるが、i では景気の過熱と物価上昇が放置され、ii では民間金融機関に大きな機会損失を強い(信用創造機能の停止)、いずれも国民に大きな負担が生じる。

① i のように、名目金利を物価上昇率より低く抑え、実質金利をマイナスにする政策は、歴史的に金融抑圧と呼ばれ、しばしば用いられてきた。しかし、金融市場のグローバル化によって、中央銀行が金利を低め誘導する一国単独の金融抑圧は、以前よりはるかに困難になっているという。高金利国への資金流出→円安→物価上昇→実質金利低下→更なる資金流出 (キャピタル・フライト) と実質金利低下 (ヴィクセルの累積過程の発生) のメカニズムが働くためである。これを抑止するためには、幅広い金融資産の金利規制と国際的な資本移動の規制が必要となり、グローバルに事業を展開する企業や金融機関に致命的な損失を与えることになる。

②の見方は、例えば付利の利払いを行うにしても財源が必要であり、これを準備預金の増額等で賄ったのでは借金に借金を重ねることになるから、いずれ政府の支援が必要になるというものである。しかし、1998年に施行された新日銀法では、日銀の自主性が定められたのに対応して、旧日銀法にあった「日銀に準備金などを超える損失が生じた場合には政府がその損失を補填す

る」旨の規定が削除されている。このため、現状は、日銀が債務超過になったとき、その損失をどうやって穴埋めするか何も定まっていな状態であり（法律上予定されていない）、それが現実化した場合、大きな社会問題になる可能性がある。仮に政府による財政支援が行われることになった場合には、日銀の財務体質改善や財政ファイナンスへの志向が強まるのではないかと想像される。

いずれにせよ、主要国の中央銀行が長期にわたり赤字決算を続け、債務超過に陥ったことはない。マーケットがこれをどう受け止めるかは予測困難であるが、物価や通貨価値の安定が脅かされ、金融市場に様々な動揺が生じることが懸念される。

(8) リスク資産の蓄積と市場の歪み

日銀の買入れ対象資産は、短期国債など短期で安全性の高い金融資産に限定され、従来リスク資産の買入れは行ってこなかったが、現在は、財務大臣等の認可を受け、次のとおりETF等の買入れを行っている。

①CPと社債の買入れ

2009年1月に企業金融円滑化の観点から導入を決定した（2012年末それぞれ2.1兆円、2.9兆円）。異次元金融緩和では、2013年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持している。

②ETFとJ-REITの買入れ

2010年10月の包括的金融緩和において、「リスクプレミアムの縮小を促すため」、導入を決定した（2012年末残高それぞれ1.5兆円、1100億円）。異次元金融緩和では、「資産価格のプレミアムに働き掛ける観点から」、買入れ額を大幅に増加している（2013年4月：それぞれ年間1兆円・300億円増加、2014年10月：

年間3兆円・900億円増加、2016年7月：年間6兆円・900億円増加）。

日銀は、これまでの買入れの結果、2018年3月末現在で18.9兆円のETFを保有しており、実質的に日本株第3位の株主になっている（最大の株主はGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）で、2017年第3四半期現在約42兆円）。

東証1部1日当たり売買高約2兆円の中で、日銀の買入れ額は300～700億円であり、株式相場にある種の底堅さをもたらしているという。その意味で、日銀のETF買入れは、株式市場の安定化・活性化に一定の効果を発揮しているが、他方、次のような問題をはらんでいる。

①コーポレートガバナンスの後退

日銀もGPIFも中立性の観点から外部専門家に運用を委託した物言わぬ大株主である。こうした株主の出現は、常に緊張感をもって業績や競争力を高めようとする企業の改革意識を弱めるおそれがある。

②市場価格の歪み

現在の株式市場は、国債市場ほどではないにせよ、日銀による買入れを織り込んで動いており、健全なシグナリング機能を発揮すべき自由な市場ではなくなりつつある。

また、ETFに組み込まれた株式は、実力以上に割高な株価を付け、日銀の退場が現実となったときには、株式相場以上に低落するおそれがある。

③出口における株価急落のおそれ

国債と異なり、ETFには償還期限がない。このため、出口において正常化するためには、市場で売却せざるを得ず、これをきっかけに株式相場が急落するおそれがある。特に外国人投資家は、日銀が売るとな

れば追随して売りに走る可能性があり、株価が下落すれば、日銀にも大きな損失が生じる。

中央銀行によるリスク資産の買入れは、FRBがMBS等を買入れた時のように、リスクプレミアムが異常に高まり、市場が機能不全に陥っているような場合に有効・適切と考えられる。日銀によるETF等の買入れは、正常に機能している市場に対し、人為的に価格を押し上げ、あるいは価格低下を抑止しようとするものであり、正常な価格形成上大きな問題がある(株価上昇による資産効果や心理効果を狙ったものと考えられるが、金融緩和で株式を買うこととした中央銀行は日銀だけという。また、世界では、本当に支援すべきは中小企業であって、もともと強い立場にある大企業ではないという意識が強いという)。特に、異次元金融緩和はいずれ正常化されるものであり、このとき、市場の混乱や日銀の財務悪化を招くおそれのあるリスク資産を大量に買入れ、蓄積することは、極めて副作用が大きいと言うべきであろう。

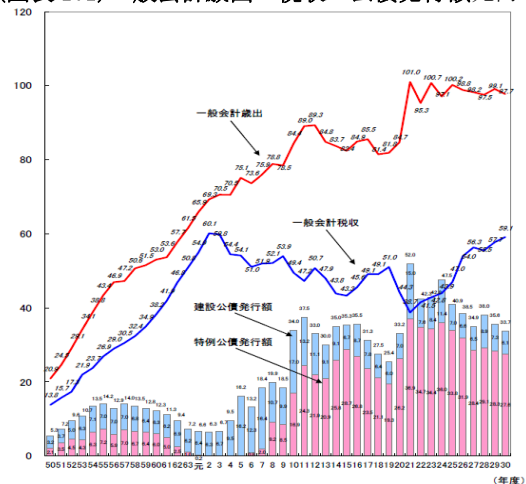
(9) 財政規律の緩みと財政運営の困難化

我が国の財政事情は世界でも最も深刻な状況と言われるが、まずその概況を財務省資料によって確認する。

(図表 101)は、1975 年度以来の一般会計の歳出・税収・公債発行額の推移を示したものである。一見して明らかなおとおり、バブル崩壊後、歳出が引き続き増加する一方で税収が減少し、「ワニの口」が大きく開いている。この差額を埋めるのが公債発行額であり、特に日本経済低迷の大きな節目となった1998 年度と世界金融危機後の2009 年度に大きく拡大している。その後景気の

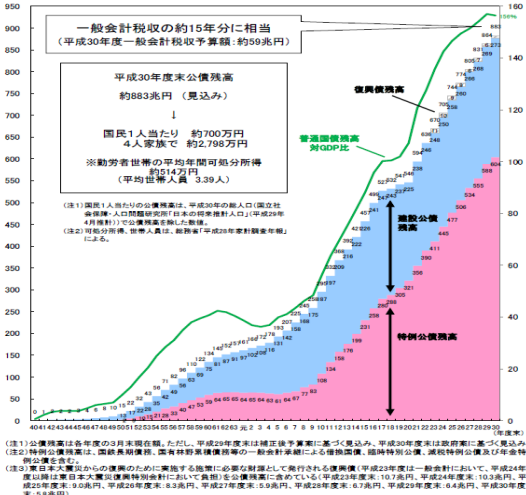
回復とともに公債発行額はやや減少しているが、なお35兆円前後の巨額に上っている。その結果、国の公債残高(普通国債残高)は、(図表 102)のとおり、年々増加の一途をたどり、2018 年度末には883 兆円・対GDP比156%に上ると見込まれている。

(図表 101) 一般会計歳出・税収・公債発行額兆円



出展：財務省・日本の財政関係資料(平成30年3月)

(図表 102) 公債残高 兆円・%



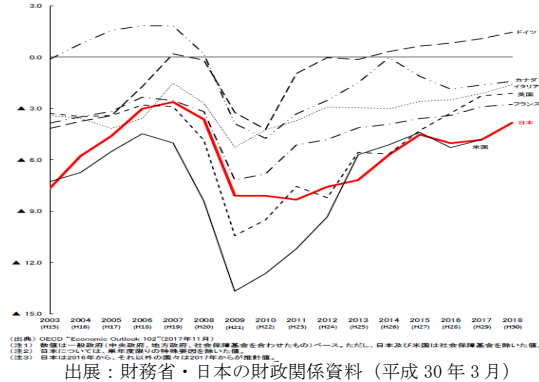
出展：財務省・日本の財政関係資料(平成30年3月)

我が国の財政状況(対GDP比。一般政府：中央政府・地方政府・社会保障基金ベース)を主要国と比較したのが、(図表 103・104)である。2017 年の財政収支は△4.8%であり、米国と並んで最低レベルである。債務残高は240.3%で、圧倒的な高さである。また、

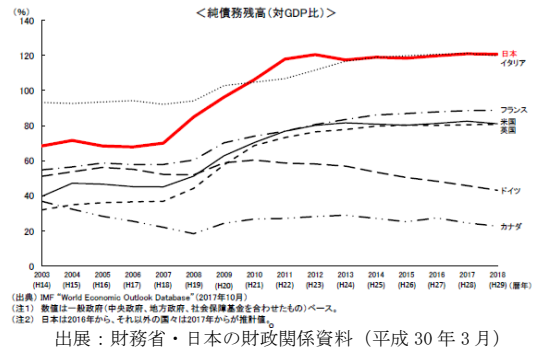
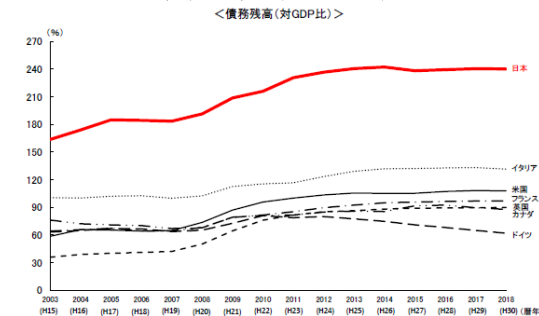
債務残高から保有金融資産を差し引いた純債務残高は 120.9%で、イタリアと並び最高レベルである。我が国の財政事情は、正に主要国の中で群を抜いて深刻な状態にあるとすることができる。

また、(図表 105)は、OECD 諸国の政府支出・収入の状況(対GDP比、2015年)を比較したものである。社会保障支出は、近年急速に増加し、我が国財政の大きな課題になっているが、対GDP比で見ると、OECD 諸国の中で中位の規模に過ぎない。社会保障以外の支出の規模は最低水準であり、これらを合わせた総支出も低位に位置する。他方、租税収入は最低水準であり、その結果、政府の財政収支はギリシア、スペインに次ぐ赤字となっている。結局、我が国は、低支出・最低収入のアンバランスによって、世界でも最も深刻な財政状況に陥っていると考えることができよう。

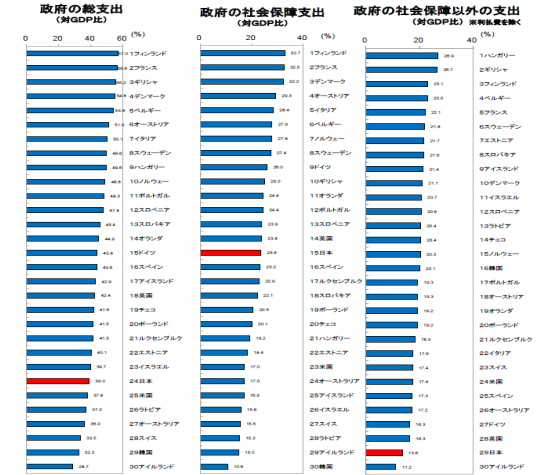
(図表 103) 財政収支の国際比較(対GDP) %



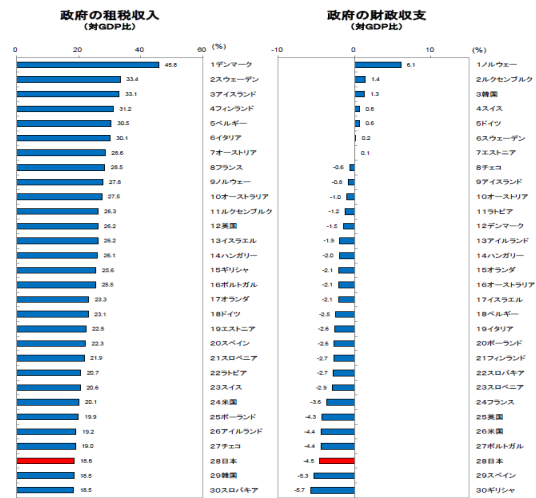
(図表 104) 債務残高・純資産残高の国際比較(対GDP) %



(図表 105) OECD 諸国の政府支出・収入(2015) %



出展：財務省・日本の財政関係資料(平成30年3月)



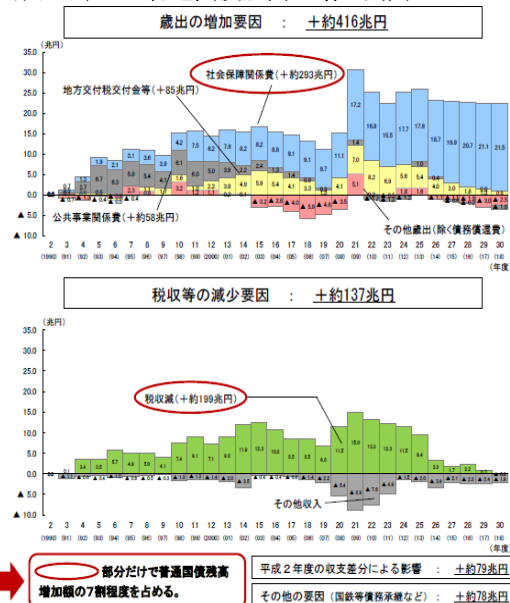
出展：財務省・日本の財政関係資料(平成30年3月)

以上を踏まえて、改めて1990年度以降の普通国債残高の増加要因をみると、(図表106)のとおり、歳出面では、1990年代は公共事業関係費の増加が主因であったが、近年では社会保障関係費や地方交付税交付金等の増加が主因となっている。バブル崩壊による民間需要の大幅な減少を財政支出に

よってなんとか穴埋めし、経済の崩壊を防止してきたのが1990年代の姿であり、高齢化の進展等により社会保障費等が必然的に増加し、対応に追われているのがその後の姿と考えられる。また、歳入面では、景気の悪化や減税による税収の落ち込みが主因となっている。税収の内訳をみると、(図表107)のとおり、消費税が増税の度に大きく増加しているのに対し、所得税と法人税は減少し、2009年度以降回復傾向にあるものの、1990年当時のそれぞれ7割と6割5分の水準にとどまっている。

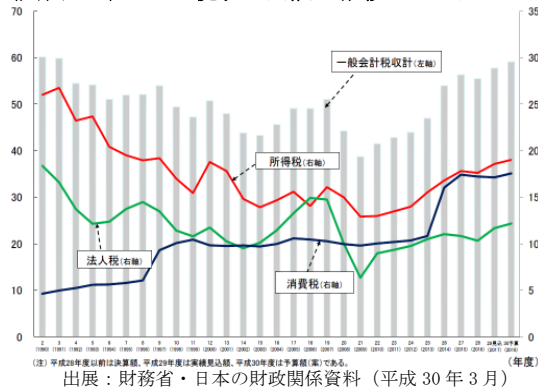
上記のとおり、我が国の深刻な財政状況の原因は、低支出・最低収入のアンバランスであり、特に税収がOECD諸国の中で対GDP比最低水準になっていることと考えられる。最近「増税」と言う消費税ばかりが注目されるが、これまで税収の落ち込みを主導してきたのは所得税と法人税であり、これを見直していくことが必要と思われる(特に法人税については、近年法人企業が過去最高益を上げ、利益剰余金が1990年当時の3.3倍に達していること、家計に対しては既に消費税増税が行われていることに鑑み、前向きに検討すべきと思われる。なお、かつて日本国内で企業誘致合戦が展開されたがごとく、最近国際間で法人税率の引下げ競争が行われている。これはゼロサムゲームによって各国の税収だけは確実に減少するものであり、法人課税の適正化に向け各国間の連携を深めることが必要と思われる)。

(図表 106) 普通国債残高の増加要因 兆円



(注1)平成20年度までは決算、平成20年度は補正予算案、平成30年度は政府案による。
 (注2)東日本大震災からの復興のための平成22~24年度交付税措置で実施する措置(必要経費として実行される復興費(平成23年度は一般会計において、平成24年度以降は東日本大震災復興特別会計において費用)を公債発行から除く)とも(平成20年度末(0.6兆円)、平成23年度末のうちの復興費に当たるもの(7.9兆円)を削いでいる。
 (注3)別収の交付税交付金を分限し、歳入歳出増減である(増減が公債発行に影響しない)ため、歳入歳出の増減要因から排除し、地方交付税交付金等のうちの交付税法定率分以外の部分(地方の財源不足補てん部分等)を歳出の増加要因として計上している。
 出展：財務省・日本の財政関係資料(平成30年3月)

(図表 107) 税収の内訳と推移 兆円



財政再建の必要が言われて久しいが、その成果は表れてこない。特に最近、2度にわたる消費税増税の先送りと教育費への使途拡大があり、その道のりは更に遠退いた感がある。

社会保障費等の必要的経費は、増税先送りの有無にかかわらず、高齢化の進展等に伴い必然的に増加する。給付水準の見直しは常に必要であるが、増税が避けられるほど巨額なものにはなり得ない。また、給付水準の引下げは、私的負担への鞍替えであり、国民経済的な負担総量はほとんど変わらない。結局、少子高齢化による人口オー

ナスは、経済成長を促進し、GDPを拡大する以外に乗り切る方法はない。こう考えると、政府に求められるのは、①何よりも長期的に着実な経済成長を実現すること、②公共の役割と負担の公平の観点から国民の納得の得られる適切な制度設計を行うこと、③国民に負担を求めるに当たっては、経済へのマイナスの影響を極力低下するため、可能な限り平準化し、負担感を軽減すること、④以上を通じて、国民が覚悟を持つにせよ、将来に無用な不安を抱かないようにすること、などであろう。

確かに消費税増税が行われれば、駆け込み需要とともにその反動減が出るが、これはチャラである。増税による実質所得の減少は避け難いが、いずれ将来増税が必要になることを考えれば、これもチャラである。問題は、増税の先送りが、将来の増税額を拡大し、増税実施のタイミングの選択余地を狭めることによって、経済へのマイナスの影響を増幅させることである。また、国民の将来不安や財政の持続可能性への不信を高め、消費の低迷や金利上昇リスクなど経済に様々な混乱を生じさせることである。

「今は景気回復が優先」との議論はあり得る。しかし、国民の将来不安がこれだけ大きくなってくると、「景気回復と財政再建の二分法」は成立しなくなっている。長期的・総合的視点に立つことが重要であって、短期的視点に立つ限り、国民に不人気な政策を実施できるタイミングは基本的に存在しない。その繰り返しが現在の膨大な財政赤字を生み出した主因と考えられる。

さて、こうした財政規律の緩みとも言うべき状況を支えてきたものは何か。それは

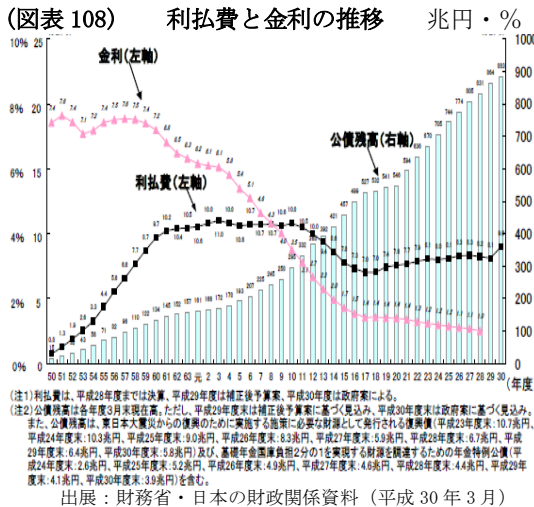
皮肉にも、長年にわたる金融緩和によって国債金利が低下し、債務残高の増大にもかかわらず、利払費がほとんど増加していないことが大きな要因として挙げられる。

その状況をみたのが(図表 108)である。国債金利は、特にバブル崩壊後急速に低下し、2002年度からペースを落とすが、2016年度に1.0%まで低下している。これにより国債の利払費は、1986~2000年度10兆円台で横ばいに推移した後、2002年度の7兆円まで低下し、以後2017年度まで7~8兆円で推移している。

これが国債を発行しても一定の範囲にとどまる限り負担は増えないという状況を創り出し、国債の増発を可能としてきた。さらに、国債金利は、新規発行と借換えを繰り返すことによって徐々に低下するが、日銀は現在イールドカーブ・コントロールによって10年物国債金利をゼロ%程度に誘導しており、国債金利はやがてゼロ近辺まで低下する。そうなれば既発債の利払負担がなくなる上、新発債の発行がいくらかでも可能となる。

黒田総裁は、「日銀の金融政策は、財政ファイナンスを目的としたものではない。財政規律云々の話は、政府と国会において議論され、決定されるものであり、そこでしっかりした財政規律を引き続き確立していかれるものと考えている」旨話されている。それは正しい。しかし、国債の市場金利が上昇し、増税先送りは危険というシグナルを市場が発するならば、国債の増発は自ずと制約され、財政再建が喫緊の課題として浮上して、財政規律の緩みが許される余地はなくなる。異次元金融緩和が、国債金利を人為的に大きく引き下げ、市場がそ

うしたシグナルを発することを封じていることは否定できない。



しかし、こうした状況は、2%の物価安定目標の達成によって一変する。市場金利の上昇によって、国債金利も上昇し、それまでの公債残高の蓄積を反映して、利払費が大きく増大する。

上記(1)でみたように、長期金利は4%、控えめにみても3%程度になることが想定される。国債金利は、現在1%ほどであるが、新発債と借換債を発行する度に上昇し、いずれ長期金利に収束する。2018年度予算の国債残高883兆円を前提にすれば、利払費（予算額9.0兆円）は、国債金利が2%になれば17.7兆円、3%になれば26.5兆円、4%になれば35.3兆円に増加する。

ただし、2%の物価安定目標が達成された時点では、金利が上昇するとともに経済成長率も高まっていると考えられる。その影響を比較するため、財務省「債権管理レポート2017」から関係する試算結果を取り出したのが（図表109）である。経済成長率が現在の水準1.5%から3.0%に高まった場合の税収増加額と、その時金利が様々な上昇した場合の利払費増加額（借入金利子・

財務省証券利子を含む）を試算したものであるが、金利が1%上昇するだけで（長期金利2%に相当）、利払費の増加が税収の増加を上回る結果になっている。物価安定目標達成後の金利上昇が、その後の財政運営にいかに関与する大きな影響を与えるかを如実に示すものと考えられる。

(図表 109) 経済成長・金利変化の影響試算 兆円

	2018年度	2019年度	2020年度
経済成長1.5%→3.0%による税収増加額	0.9	2.0	3.1
金利変化による利払費増加額 +1%	1.0	2.2	3.6
同 +2%	2.0	4.5	7.3
同 +3%（上記を基に計算）	3.0	6.6	10.8

出展：財務省・債権管理レポート2017・最下行筆者計算

利払費の増加は財政運営を困難化するが、それ以上に懸念されるのが、これが財政の持続可能性への不安感を高めて、更なる金利上昇を生み、その悪循環から財政危機が発生するおそれがあることである。そうした可能性がある場合、キャピタルロスの発生を厭わずに日銀に代わるほど国債に投資する投資家が現れることを期待することは困難と思われる。理論上、財政は債務のGDP比率が発散的に増大する場合に持続可能でないとされる。しかし、現実には、財政危機は人々の不安感によって突然自己実現的に発生し得るものであることに十分な注意が必要である。

(10) 異次元金融緩和の副作用・要約

以上みてきた異次元金融緩和の副作用を要約すれば、次のとおりである。

[異次元金融緩和の継続期間中に顕在化する副作用]

①国債買入れの限界：早晚、日銀の国債取得は新発債と自己保有国債の借換債に限ら

れ、民間保有国債を減少させてまで国債を買い入れることはできなくなると考えられる。しかし、景気の変動等に応じて金利が一定範囲で変動することは望ましく、問題視する必要はない。懸念すべきは、イールドカーブ・コントロールが弱まったとして、国債買入れ額を増加する動きが出てくることであり、様々な副作用を拡大することにつながると考えられる。

②金融機関の収益悪化と金融システムの不安定化：金融機関は、ファイン・チューニング（実質金利＝自然利子率）を大きく超える低金利のために、体力の続く限り走り続けている。その経済効果に疑問があるばかりでなく、地域経済活性化の中心的な役割を果たすべき地域金融機関の体力が失われ、どこでも身近に金融サービスを受けられる環境が損なわれようとしている。

③日銀の収支悪化と債務超過の懸念：異次元金融緩和をこのまま継続すると、日銀の国債利息収入は低下を続け、また、現在10兆円に及ぶ金利調整差額残高の償却も必要であることから、日銀の収支は悪化し、債務超過に陥るおそれもある。

④リスク資産の蓄積と市場の歪み：日銀によるETF等の買入れは、正常に機能している市場に対し、人為的に価格を押し上げようとするものであり、コーポレートガバナンスの後退や市場価格の歪みの問題をもたらしている。

⑤財政規律の緩み：財政規律の確保は政府と国会の責任であるが、異次元金融緩和は、利払費を低減して国債増発を可能とするとともに、市場が増税先送りは危険というシグナルを発することを封じることによって、財政規律の緩みが生じる契機となっている。

〔2%の物価安定目標が達成され、金融政策が正常化に向かう過程で顕在化する副作用〕

①金融機関の収益悪化と金融システムの不安定化：正常化により金融機関の収益低下要因はいずれも改善され、正常な状態に戻ることができる。ただし、金利が急騰すると債券価格が急落し、地域金融機関中心に金融システムが不安定化するおそれがある。

②日銀の収支悪化と債務超過の懸念：日銀保有国債の利回りの上昇が緩やかであるのに対し、付利金利の引上げは日銀の利払費を一気に増加するため、日銀の収支は急速に悪化し、債務超過に陥るおそれもある。

日銀が債務超過に陥ると、物価や通貨価値の安定が脅かされ、金融市場に様々な動揺が生じることが懸念される。

③リスク資産の売却と資産相場：国債と異なり、ETF等には償還期限がない。このため、正常化するためには、市場で売却せざるを得ず、これをきっかけに資産相場が急落するおそれがある。価格が下落すれば、日銀にも大きな損失が生じる。

④財政運営の困難化と財政危機の懸念：市場金利の上昇によって、国債金利も上昇し、それまでの公債残高の蓄積を反映して、利払費は大きく増大する。利払費の増加は財政運営を困難化するが、それ以上に懸念されるのが、財政の持続可能性への不安感を高めて、更なる金利上昇を生み、その悪循環から財政危機が発生するおそれがあることである。

日銀は、異次元金融緩和の副作用について、国債買入れの限界の問題を否定するとともに、金融仲介機能への影響は「重要な

関心事項であるが、現時点では問題となる影響は生じていない」とのみ説明する。また、出口の進め方はその際の情勢に依存するとして多くを語らず、財政規律や将来の財政運営等への影響は政府・国会の問題と整理している。しかし、異次元金融緩和の効果を総合的にみれば、日本経済の中心である金融・資本市場・中央銀行たる日銀・国の財政に様々な歪みを生じ、あるいはリスクを蓄積しているのではないかと思われる。そして、異次元金融緩和のプラスの効果がマイナスの効果を上回るかについては、極めて疑問に思われる。これまで異次元金融緩和については、「日銀が大量の国債を買い続ける限り、財政危機という爆弾が破裂することはないから、経済は平穏なままである。しかし、2%の物価安定目標が達成されると、国債買入れをやめるにやめられないことが分かり、経済はパニックに陥る」と評されることが多かった。しかし、金融機関や日銀の収支への影響、財政規律への影響等を考えると、今や大量の国債購入を続けること自体、副作用が顕在化してままたらぬものになりつつあるように思われる。

9. 財政ファイナンスとヘリコプターマネー

(1) 財政ファイナンスと財政の持続可能性の確保

財政ファイナンスとは、一般に中央銀行が政府の発行する国債などを直接引き受け、政府の財政運営を財源的に支援することを言う。しかし、広義には、政府の財政政策が円滑に実行されるよう中央銀行が政府に協力し、財政政策と金融政策を一体化して運営することを指す場合がある。前者は我

が国の場合財政法5条により明確に禁止されており、政策評価上はむしろ後者の方が意義が大きいとも考えられる。

黒田総裁は、この点に関し、「量的・質的金融緩和による長期国債の買入れは、金融政策上の目的で日銀自身の判断で行うものであり、財政ファイナンスではない。こうした議論を惹起しないためにも、政府が今後の財政健全化に向けた道筋を明確にし、財政構造改革を着実に進めていくことは極めて重要である。政府も、「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信託を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」としており、そうした取組に強く期待している」旨述べられている。

現在日銀は、2%の物価安定目標の実現に向け異次元金融緩和を続けており、その限りでは財政ファイナンスか否か直ちに判断できない。問題は、その目標が達成され、金融引締めが必要が生じたときに、市場の動向に即して金利の引上げが行えるかどうかである。上記8.(9)のとおり、長期金利が上昇すると、国債の利払費が増大して財政運営が困難化するとともに、財政危機のリスクが高まるおそれがある。いくら物価の安定をマニフェストとして業務運営の独立性が認められた中央銀行といえども、物価の安定を優先して、政府が財政危機に陥ることは厭わないとするわけにはいかないであろう。日銀が金利の引上げができず財政ファイナンスを行うことは、インフレの高進を許容することになるが、このように中央銀行が否応なしに財政の都合に合わせざるを得なくなることを「財政支配」と言

う。こうした状況に陥らないためにも、黒田総裁が言われるとおり、日銀が出口に至るまでに、政府は財政構造改革を着実に進め、財政の持続可能性を確保していくことが極めて重要である。

※19 財政法第 5 条：「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。」と規定している。河野一之「新版予算制度」昭和 62.3.31 学陽書房は、その趣旨について、「戦前・戦中において大量の公債発行が日銀引受けによって行われた結果、マネーサプライの増加を通じて激しいインフレーションを引き起こしたことへの反省に基づき、財政の健全性を確保するために規定されたものである」とするとともに、但し書きについて、「「特別の事由」に何があたるとは、必ずしも法文上明らかではないが、実際には、毎年度の特別会計予算総則に規定を置き、日銀が保有する公債の借換えのために発行する公債の金額については、「特別の事由」にあたるものとして、日銀引受けによる公債の発行が認められている。これは、借換債の性質上、日銀が現に保有しているものの引受けであり、通貨膨張の要因となるものではないからである」と解説している。これに依る限り、但し書きは、本文の趣旨に反する事由を例外的に許容するものではないと思われる。

(2) 財政の健全化と持続可能性

財政の健全化とは、利払費を含めた財政収支を黒字化して、国債残高の名目 GDP 比を安定的な水準まで引き下げることと考えられる。EU の安定・成長協定は、①単年度の財政赤字額 GDP 比 3% 以下、②国債残高 GDP 比 60% 未満を加盟国に求めているが、こうした水準はなかなか実現し得ないにせよ、年々近づけていくことが重

要であり、これが国民の安心感にもつながると考えられる。

財政の持続可能性については、よくドーマーの条件が取り上げられる。公的債務残高の GDP 比が発散しないことをもって「財政の持続可能性がある」とするものであり、次のような条件が示されている。

① 名目 GDP 成長率 > 利子率

プライマリーバランス（基礎的財政収支：借入金を除いた税金など正味の歳入と、借入金返済のための元利払いを除いた歳出の収支）が多少赤字でも発散しない。

② 名目 GDP 成長率 = 利子率

プライマリーバランスが均衡又は黒字でないと発散する。

③ 名目 GDP 成長率 < 利子率

プライマリーバランスがかなり黒字でないと発散する。

ただし、公的債務残高が大きいと、3 つの変数（プライマリーバランス、名目 GDP 成長率、利子率）の変動によって公的債務残高の GDP 比が大きく変動し、自己実現的に財政危機が発生するリスクが高まるため、やはり公的債務残高を低減することは重要と考えられる。

さて、名目 GDP 成長率と利子率の関係については、戦後 1980 年代までは成長率 ≥ 利子率が基調であり、金融自由化が進行した 1980 年代以降は成長率 < 利子率が基調になっているという。金融自由化以前には、金利を市場実勢を下回る水準に誘導する人為的低金利政策がとられていたためとされる。また、ソローの成長モデルでは、長期的に成長率 < 利子率が成立すると言われている。

我が国のプライマリーバランスの対 GDP

P比は、(図表 110) のとおりであり、1992 年度以来赤字を続け、2017 年度は国△3.8%、国・地方△3.4%である。また、政府は、これまで 2020 年度の黒字化を目標としてきたが、成長低下による税収の伸び悩み、消費税率引上げ延期と使途の見直し等によって達成困難となり、去る 6 月 15 日に閣議決定されたいわゆる骨太の方針においては、「①経済再生と財政健全化に着実に取り組み、2025 年度の国・地方を合わせた P/B 黒字化を目指す、②同時に債務残高対 GDP 比の安定的な引下げを目指すことを堅持する」との新たな財政健全化目標が決定されたところである。

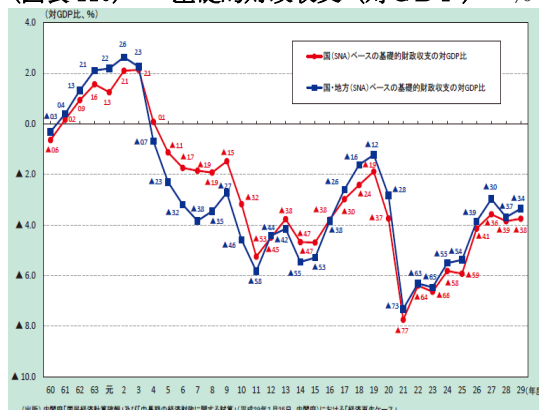
新たな目標の確実な達成を期待するが、経済の最も自然な関係＝ドーマーの条件③名目 GDP 成長率<利子率となった場合には、プライマリーバランスをよほど黒字化しない限り、財政の持続可能性を確保することはできない。

人為的低金利政策には、

- ①金融抑圧：目標金利<インフレ率<市場実勢金利（実質金利は負）
- ②金融抑制：インフレ率<目標金利<市場実勢金利（実質金利は正）

が区別されている。②のインフレ率<目標金利≡名目 GDP 成長率<実勢金利を実現することが、たとえ広義の財政ファイナンスに該当するものとしても、我が国の異常な公的債務残高の存在を踏まえれば、現実的に必要と考えられる。日銀には、金融政策正常化後、物価の安定を阻害しない範囲で、こうした金融政策を実施することが期待される。

(図表 110) 基礎的財政収支(対 GDP) %



出展：財務省・債権管理レポート 2017

(3) 金融政策と財政政策

「紐は引けても押せない」の例えは、やはり金融政策の本質を言い当てた金言と思われる。マイナス金利と独占的な国債買入れによって流動性の罨やゼロ金利制約を乗り越えた異次元金融緩和でも、効果が大きいとされる短期～中期の金利は 0.2～0.3%ほどしか低下していない。また、そもそも民間の借入需要が弱く I S 曲線が立った状態では、金利が低下しても GDP の押し上げ効果は自ずと限られたものになる。

そこで最近、関係者の関心を高めているのが財政政策である(上記 7. (4))。財政支出を拡大すれば I S 曲線が右シフトして GDP が増大する。自然利子率が高まりプラスになれば、金融政策の有効性も復活する。さらに需給ギャップをプラスにすれば、物価の上昇をいくらかでも加速できる(I S-L M モデルを開放経済に拡張したマンデル・フレミングモデルは、変動相場制の下における財政政策の有効性を否定する。しかし、これは金融政策の基本をマネーストックとみるモデルである。マネーストック一定(LM 曲線一定)の下では、財政支出拡大→I S 曲線右シフト→金利上昇→円高→純輸出減少→総需要不変=財政政策無効となる。

このため、財政政策は、不況期(I S 曲線が LM

曲線の水平部分で交差する状態)においてのみ有効となる。しかし、現実の金融政策は金利操作を基本に行われており、仮に金利一定とすれば、IS曲線右シフトとともにLM曲線が右シフトして、本モデルにおいても財政政策は有効となる)。

その結果、金融政策への関心は、金利引下げによる直接的な景気刺激効果から、財政の持続性を確保し、これを通じて景気回復や物価上昇を促進する役割へとシフトしつつある。この点で、日銀がイールドカーブ・コントロールで10年物国債金利をゼロ程度とし、国債の買入れを行っていることは重要な意味を持つ。国の財政運営を当面容易にする効果を、意図せざるプラス効果でなく、異次元金融緩和のメインの効果と位置付けるものと考えられる。

しかし、拡張的な財政政策は、早晚増税が必要となり、人々の将来不安を高めて消費を抑制する。また、そのための財源を日銀が工面することは典型的な財政ファイナンスであり、財政規律を喪失して、長期金利の高騰や財政危機が発生するリスクがある。我が国の財政状況を踏まえれば、正に禁じ手と言うべきものであろう。

こうした中、財政政策の効果を最大限に高める政策として近年注目を集めたのが、以下に述べるヘリコプターマネーである。

(4)ヘリコプターマネー

バブル崩壊後、我が国経済の長期低迷を打開するための方策が米欧の経済学者中心に様々に寄せられた。その代表が、上記7.(4)で紹介したポール・クルーグマンの提案であり、ベン・バーナンキ元FRB議長やアデア・ターナー元FSA(英国金融サービス機構)長官によるヘリコプターマネーの

提案である(アメリカの経済学者ジョセフ・E・スティグリッツの政府紙幣発行の提案もほぼこれに類する)。

ヘリコプターマネーのアイデアは、ミルトン・フリードマンが1969年の著作の中で行った思考実験に端を発するという。「ある日、ヘリコプターが頭上から紙幣をばらまく。すると国民は、その紙幣の供給が1回限りであり、後で回収されることもないと認識し、少し自分の資産が増えたと思って、消費支出に充てる。こうしてヘリコプターマネーの供給は、総需要を拡大する」というものである。これを現実には当てはめれば、「中央銀行が政府の発行する無利子・永久国債を引き受け、永続的に保持すると公約する。政府がこれを財源に減税や現金配布、公共投資を行うと、国民は将来の増税や歳出削減を心配することなく、安心して現在の総需要を拡大する」といったものである。

バーナンキは、「日銀の国債購入を財源に政府が減税し、日銀は物価水準目標の達成にコミットするとともに、購入した国債の大半を恒久的に保持すること」を提案する。また、ターナーは、「最早日本には、国債を返済を要する債務とみなすシナリオは存在しない」との認識から、「日銀は今後も国債を大量に買い入れ、ほぼ永遠に抱え込むこと、さらに保有する利付国債を無利子・永久国債に転換すること」を提案する。その上で、「仮にインフレが加速する場合は、法定準備率を引き上げて対応すれば、信用供与の拡大を抑制できる」とする。

これらを総合すれば、ヘリコプターマネーは、次のような効果を持つものと考えられていると言えよう。

①財政資金の確保：日銀が市場を經由せず

直接国債を引き受けることによって、政府は、市中金利への影響（クラウドファンディング・アウト）を回避しつつ、必要な財政資金をいくらかでも確保することができる。

②将来の増税負担の回避：日銀が引き受けた国債を保有し続けることによって、政府は将来の増税が不要となり、将来の増税あるいは歳出抑制の予想が現在の民間支出を抑制するという「リカードの中立命題」を回避することができる。

③将来償還を要する国債残高の削減と利払負担の軽減：日銀が市中に存在する国債を大量に買い入れ、永続的に保有することによって、政府は、将来償還を要する国債残高を削減するとともに、利払負担を軽減することができる。日銀が保有する利付国債を無利子・永久国債に転換すれば、これをより明確にすることができる。これにより国民は、将来の増税負担が大幅に軽減され、その分安心して消費を拡大することができる。

④インフレの促進と政府債務の縮小：日銀は、インフレ目標を達成するとともに、インフレ期待の高まりによって実質金利を低下させることができる。政府は、インフレによって国債の返済負担を軽減し、実質的に政府債務を縮小することができる。

夢のような話であるが、問題は、こうした効果が本当に期待できるかどうかである。

まず、効果②・③から検討する。

(図表 111)は、政府の国債発行によって各経済主体のB/Sがどのように変化するかをケース分けしてみたものである（結論部分のみ示している。その過程は(図表 95・96)を参照いただきたい）。

(図表 111) 国債発行によるB/S変化 兆円

【ケース1】国債100民間銀行引受	
政 府	
徴税権100	国債(民間銀行引受) 100
家 計・企 業	
預金(サービス機関) 100	徴税権100
民 間 銀 行	
国債(民間銀行引受)100	預金(サービス機関) 100
日 本 銀 行	
統合政府(政府+日本銀行)	
徴税権100	国債(民間銀行引受) 100
【ケース2】国債100民間銀行引受・国債60日銀買入	
政 府	
徴税権100	国債(日銀買入) 60
	国債(民間銀行引受残) 40
家 計・企 業	
預金(サービス機関) 100	徴税権100
民 間 銀 行	
国債(民間銀行引受残)40	預金(サービス機関) 100
準備預金(日銀買入)60	
日 本 銀 行	
国債(日銀買入)60	準備預金(日銀買入)60
統合政府(政府+日本銀行)	
徴税権100	準備預金(日銀買入)60
	国債(民間銀行引受残) 40
【ケース3】国債40民間銀行引受・国債60日銀引受	
政 府	
徴税権100	国債(日銀引受) 60
	国債(民間銀行引受) 40
家 計・企 業	
預金(サービス機関) 100	徴税権100
民 間 銀 行	
国債(民間銀行引受)40	預金(サービス機関) 100
準備預金60	
日 本 銀 行	
国債(日銀引受)60	準備預金(日銀引受分)60
統合政府(政府+日本銀行)	
徴税権100	準備預金(日銀引受分)60
	国債(民間銀行引受) 40

【ケース4】 国債40民間銀行引受・永久国債60日銀引受	
政 府	
徴税権100	永久国債（日銀引受）60 国債（民間銀行引受）40
家 計・企 業	
預金（サービス機関）100	徴税権100
民 間 銀 行	
国債（民間銀行引受）40 準備預金60	預金（サービス機関）100
日 本 銀 行	
永久国債（日銀引受）60	準備預金（日銀引受分）60
統合政府（政府+日本銀行）	
徴税権100	準備預金（日銀引受分）60 国債（民間銀行引受）40

出典：筆者作成

日銀が市中から国債を買い入れて保有すると、ケース1からケース2に移行する。日銀が借換債への再投資を繰り返し行えば、政府は国債元本の支払を免れることができる。ケース3の日銀が始めから国債を引き受ける場合も同様である。また、ケース4のように永久国債を日銀が引き受け、又は保有する国債を永久国債に転換する場合は、借換えを行うまでもなく、政府は国債元本の償還を免れることができる。しかし、政府が国債元本の支払を免れたとしても、国債や永久国債が有利子である限りは、将来にわたる利払費の割引現在価値は基本的に資産価格に合致するから、政府ひいては国民の負担が軽減されるわけではない。有期限の元利払いが基本的に等価の無期限の利払いに転換されるだけと考えられる。

なお、日銀が市中の国債を買い入れれば、統合政府の国債は相殺されるから、その負債が減少するとの議論があるが、これが誤りであることは、ケース2の統合政府のB/Sが示すとおりである。日銀による国債の買入れは、民間銀行に対する国債という長期債務を準備預金という短期債務に置き換えているに過ぎない。ケース3、ケース4

の統合政府のB/Sも同様である。

他方、国債の利払負担については、日銀が保有する国債に関しては、政府が支払った利払費は国庫納付金として還元されるから、政府に利払負担が生じないように感じられる。しかし、ケース2～4の日銀のB/Sが示すとおり、日銀の保有する国債・永久国債は、いずれも民間銀行の準備預金によってファイナンスされており、日銀が超過準備に付利金利を支払うと、それだけ国庫納付金が減少する。すなわち、日銀保有の国債については、政府は、国債に対する利払負担を負わない代わりに、準備預金に対する利払負担を負うことになる。統合政府のB/Sの構造を考えれば、至極当然のことであろう。

ここで問題になるのは、上記8.(6)でみたように、正常化の過程で、付利金利の支払額が国債利息収入額を超えて、日銀が債務超過に陥る可能性があることである。この場合、政府が負うべき利払負担の一部を日銀が肩代わりしていることになるが、これにより金融市場に様々な混乱が生じるおそれがあることは、上記8.(7)でみたとおりである。

一方、永久国債を無利子とすることは、政府が負うべき利払負担を始めからすべて日銀に押し付けるものであり、日銀の債務超過と金融市場の混乱を考えれば、当然是認されるものではないであろう（仮にこれを行えば、政府は日銀に対し財政支援を行わざるを得ず、負担の形が変わるだけである）。

結局、ヘリコプターマネーの実施によって起こることは、政府の有期限の国債の元利払いが無期限の準備預金に対する利払いに転換されるということである。政府の財

政負担は、形は変わるが、無くなるわけではない。したがって、②・③の効果は存在せず、リカードの中立命題が回避されることもないと考えられる。準備預金に対する利払いを無くすためには、i ヘリコプターマネーか否かに関わらず、2%の物価安定目標達成後も、政策金利をゼロ%として超過準備への付利を行わないか、ii 法定準備率を大きく引き上げ、超過準備を所要準備に切り替える必要がある。しかし、i を行えば、景気が過熱して物価が高騰し、ii を行えば、民間金融機関に多大の損失が発生して金融システムに大きな混乱が生じる。やはり経済の世界にフリーランチは存在しないとすべきであろう。

ヘリコプターマネーの効果①・④は、確かに十分過ぎるほど認められるであろう。その容易さから財政規律が破壊され、インフレに歯止めがかからなくなるおそれがある。また、②・③の効果がない以上、財政危機のリスクが急速に高まり、金利が高騰する。日銀の金融政策や円の通貨価値に対する信認も大きく低下するであろう。こうした状況を国民が予想すれば、消費が抑制され、財政拡張の経済効果は、当初から削がれると考えられる。

「デフレ下においては、財政政策だけが有効である」、「増税できないのであれば、インフレ税でいくしかない」、「ハイパーインフレは、金融政策によって防止可能である」など様々な議論がある。しかし、ヘリコプターマネーは、2%程度の物価上昇を実現するには、余りに過大であり、膨大な政府債務を縮小するには、有効かもしれないが、それは同時に経済の破壊を意味することになると考えられる。

なぜこうした提案が次々寄せられるのか理解に苦しむが、ターナーの言う「最早日本には、国債を返済を要する債務とみなすシナリオは存在しない」との認識（多くの外国人投資家も共有していると言われる）については、真摯に厳しく受け止める必要があると思われる。

(5) 異次元金融緩和とヘリコプターマネー・財政ファイナンス

ヘリコプターマネーがバーナンキのブログ掲載や訪日によって再び注目を集めた2016年当時、黒田総裁は、これについて問われ、「ヘリコプターマネーは、金融政策と財政政策を一体として運営するものと思うが、我が国を含む先進国では、歴史的な経験も踏まえて、財政政策は政府、議会の責任において行う、金融政策は独立した中央銀行が行うという考え方、制度的仕組みが確立しているので、我が国の現行の法制度の下では実施できないと考えている」旨答えている。また、関連して財政ファイナンスについても問われ、「日銀の金融政策は、財政ファイナンスを目的にしたものではなく、物価の安定を目的として行っている。したがって、財政ファイナンスであるとは考えていない」、「中央銀行が物価安定目標を実現するために金融緩和政策を推進している状況において、政府が財政支出を拡大する場合には、国債発行に伴う金利上昇が抑制されるため、これらの相乗効果によって景気刺激効果がより強力なものになることはよく知られている。こうした政策の組合せは「ポリシー・ミックス」と呼ばれており、マクロ経済政策として、一般的な考え方であると思う。しかし、こうし

たポリシー・ミックスは、政府による財政資金の調達を手助けすることを目的とする財政ファイナンスでもないし、中央銀行のマネーの恒久的な増加を原資として財政支出を行うヘリコプターマネーとも全く違うと考えている」旨答えている。

では、通常の金融緩和とヘリコプターマネーや財政ファイナンスを分けるポイントは何か。大きく次の3点が挙げられると思われる。

①金融緩和が、財政政策の支援として行われているかどうか。

②金融緩和が、一時的でいずれ正常化されるものかどうか。

③金融緩和が、政府の発行する国債を直接引き受ける形で行われているかどうか。

黒田総裁は、①について、日銀の役割と政策の目的の観点から、異次元金融緩和は財政ファイナンスでなく、リコプターマネーとも全く異なるとされている。しかし、異次元金融緩和が実態上発揮している効果の観点からは、マクロでみた唯一最大の受益者は政府であり、政府の国債発行を円滑化するとともに、利払負担を軽減することによって、財政ファイナンスの機能を十分果たしていると考えられる。

②については、異次元金融緩和は、2%の物価安定目標の達成によって正常化されることとなっており、ヘリコプターマネーには当たらない。しかし、開始後5年以上経過し、正常化の目途が立たない中で、財政ファイナンスとしての性格を強めていることは間違いないと考えられる。

③については、財政法5条によって明確に禁止されている。ただし、(図表 111)のケース2とケース3にあるとおり、日銀が

国債を市中から買い入れる場合と政府から直接引き受ける場合で、各経済主体のB/Sの変化は変わらない。これを踏まえると、財政法5条の趣旨は、政府の国債発行を市中発行・市中消化に限定することによって、市場の機能を活用して無秩序なマネーストックの拡大とインフレの加速を防止し、財政の健全性を確保することにあると考えられる。しかし、国債市場は、日銀の大規模な国債買入れによって、価格発見機能やシグナリング機能を大きく低下させており、日銀トレードにみられるように、政府が発行した国債を日銀に引き渡す橋渡しの機能しか果たしていないようにみえる。こうした意味において、異次元金融緩和による日銀の国債買入れは、実態上直接引受けと大きく異なるものではないのではないかと危惧される。

以上総合すれば、異次元金融緩和は、いずれ正常化されるという意味においてヘリコプターマネーではないが、実態上、財政ファイナンスの機能を果たすものと考えられる。

10. デフレ脱却の意義と求められる政策

以上、異次元金融緩和について、これまでの成果、メカニズム、副作用などをみてきた。その結果は、政策の規模が異例に大きいだけに副作用も大きく、プラスの効果がマイナスの効果を上回るかについては疑問とするものであった。ここで改めて原点に立ち戻り、デフレ脱却の意義と求められる政策について検討してみたい。

(1) デフレ脱却の意義

上記2.(1)(6)でみたとおり、日銀は、

デフレ脱却の意義について次のように説明している。

①我が国では1998～2012年度の15年間、消費者物価上昇率年平均 $\Delta 0.3\%$ という緩やかだが長期にわたるデフレが続いた。

②これにより、人々の間に「物価は上がらない。むしろ下がるものだ」というデフレ予想が生まれ、人々は物価が上がらないことを前提に意思決定や行動を行うようになった。

③デフレを前提とする経済には以下のような問題があり、デフレは、景気低迷の結果であるとともに、景気低迷の長期化をもたらす原因になった。

i 売上の減少と消費の低迷の悪循環

企業にとっては、デフレの下では、製品やサービスの価格を引き上げることができないため、売上高は伸びず、収益も上がりにくくなる。このため、人件費や原材料費、設備投資をできるだけ抑制することになる。

一方、家計にとっては、賃金が上がらないため、消費を抑えることになる。また、将来物価が下落するのであれば、消費をできるだけ先送りしようとする傾向が強まる。このようにして消費が抑制されれば、企業はさらに価格の引下げを余儀なくされる。

こうして、価格の下落→売上・収益の減少→賃金の抑制→消費の低迷→価格の下落の悪循環が生まれて続くことになる。

ii 投資の抑制と成長力の低下

デフレ予想が定着すると、たとえ名目金利が低下しても名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利は高止まりし、投資意欲を減退させる。

また、デフレは、実物投資やリスク性資産の収益率を低下させる一方で、元本が保

証される現金や預金の実質的な収益率を高める方向に作用する。

こうして設備や研究開発に投資して、リスクを取って新しいビジネスに挑戦しようとするインセンティブを削がれると、需要不足から景気の低迷とデフレが自己実現的に長期化するとともに、経済の成長力も低下を続けることになる。

④異次元金融緩和は、デフレ下で定着してしまった悪循環をちょうど逆回転させようとするものであり、予想インフレ率の上昇＝デフレ期待の払拭を起点として、物価の緩やかな上昇→売上・収益の増加→賃金の上昇→消費の活性化→価格の緩やかな上昇という経済の好循環を実現して定着させようとするものである。

また、デフレから脱却すること自体が日本経済の成長力の強化に資する。デフレから脱却し、経済主体が2%の物価上昇を前提に行動するような経済・社会を実現することは、失われたアニマルスピリットを復活させることになる。

(2) デフレは日本経済低迷の原因か

以上のように、日銀は、デフレが日本経済低迷の原因であり、デフレを脱却することが経済の好循環の実現や成長力の強化に資するとしているが、これらについては次のような疑問がある。

①デフレ下では、価格の下落→売上・収益の減少→賃金の抑制→消費の低迷→価格の下落の悪循環が生まれて続く。

⇨物価が下落しそれぞれの名目値が低下しても、それらが比例的に低下する限り、実質値は変わらない。したがって、単に各経済変数の名目値が低下することを以って経

済の低迷と言うことはできない。

デフレの下においても、価値の高い新商品を開発すれば価格は上昇するし、同じ商品を販売していても生産性が上がれば賃金は上昇する可能性がある。デフレだからといって、必然的に上記のような関係が生じるわけではない。

②デフレ下では、企業は、製品等の価格を引き上げることができないため、人件費等をできるだけ抑制し、家計は、賃金が上がらないため、消費を抑えることになる。消費が抑制されれば、企業はさらに価格の引下げを余儀なくされる。

⇨(図表 16・18)で、勤労者一人当たりの所得である現金給与総額と現金給与総額に非農林業雇用者数を乗じた総雇用者所得の推移をみた。△0.3%のデフレが続いていた1998～2012年度の年平均上昇率を切り出せば、現金給与総額は名目△0.9%・実質△0.6%、総雇用者所得は名目△0.6%・実質0.2%である。また、この間のGDPは名目△0.5%・実質0.6%、民間最終消費支出名目は0.2%・実質0.9%、うち家計最終消費支出は名目0.1%・実質0.9%である。

ここから浮かび上がるのは、企業は、物価の低下率を大幅に上回る賃金の引下げを行っていること、家計は、高齢者や女性中心に就業率を高め、賃金低下の緩和に努めるとともに、GDPの伸びを上回るプラスの消費支出を行っていることである。

賃金の低下が消費を抑制し、景気が盛り上がらない要因になっていることは間違いない。しかし、物価の低下以上に賃金が低下していることは、デフレでは説明がつかない。また、家計最終消費支出の推移をみると、基本的にプラスで推移しており、消

費の抑制によって「企業がさらに価格の引下げを余儀なくされる」といった状況は現実には生じていない。家計にとってみれば、賃金が低下する中、デフレはせめてもの救いであったと言うべきであろう。

③将来物価が下落するのであれば、消費をできるだけ先送りしようとする傾向が強まり、消費が抑制される。

⇨将来の予想物価上昇率は、名目金利に反映される(フィッシャー方程式 $i = r + \pi$: i 名目金利、 r 実質金利、 π 予想物価上昇率)。これを含めれば、将来買うことのできる商品の量は、インフレ・デフレに関わりなく一定になる(今期に1円貯金すると、来期に購入できる実質値は $(1+r)/p_0$: p_0 今期の価格)。

ただし、名目金利がマイナスになった場合は($i < 0$ 即ち $r < \Delta\pi$: この場合の π はマイナス)、誰も貯金しようとはせず、現金で保有した方が将来買うことのできる商品の量が増加する(今期に1円現金保有すると、来期に購入できる実質値は $(1-\pi)/p_0$: この場合の π はマイナス。これを先の実質値と比較すれば、 $(1+r)/p_0 - (1-\pi)/p_0 = (r+\pi)/p_0$ となり、名目金利がプラスかマイナスかに対応している)。

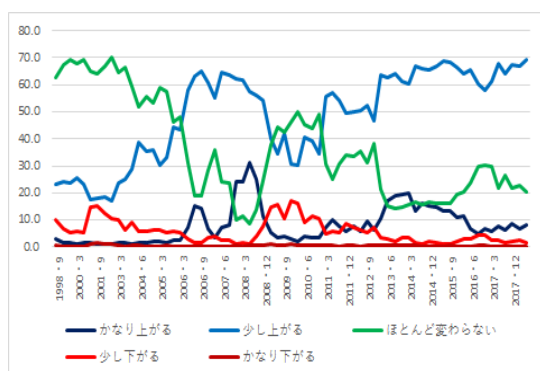
このため、デフレでも、名目金利がプラスである限り、消費の先送りは生じず(現在と将来の支出の配分は、実質金利と人々の選好によって決まる)、名目金利がマイナスである場合に限って、消費の先送りが生じることになる。

2016年1月に異次元金融緩和によってマイナス金利が導入されるまで、名目金利はプラスであった。したがって、それまでの間、デフレだからといって消費の先送りが生じていたとは考えられない(なお、この議

論は、そもそも生鮮食料品のように貯蔵できない財やサービスには無関係であり、耐久消費財や貯蓄可能な財に限られる。また、一般物価水準が不変で特定の商品の価格だけの変動する場合、消費税増税のように一般物価水準に影響がない場合は、名目金利が変動せず、買い急ぎや買い控えの問題が生じ得る。

また、実際に人々が将来の物価をどう予想していたかをみると、(図表 112)のとおり、「少し下がる」「かなり下がる」は極めて少なく、「将来物価が下落するから消費を先送りしよう」という発想はそもそもなかったと考えられる。

(図表 112) 1年後の物価に対する見方 %



出典：日本銀行・生活意識に関するアンケート

④デフレ予想が定着すると、名目金利が低下しても名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利は高止まりし、投資意欲を減退させる。

⇨これはデフレの典型的な弊害と考えられる。しかし、(図表 45)をみると、日銀の長期にわたる金融緩和の結果、1995～2008年までは総じて実質金利は自然利子率を下回っている。世界金融危機後の2008～2012年はさすがに自然利子率の低下によってこれが逆転したが、2013年以降は、異次元金融緩和によって実質金利は自然利子率を大きく下回っている。

こうした状況を踏まえれば、世界金融危機後というごく短期の異常時を除けば、デフレがこのメカニズムを通じて経済低迷の原因として作用したことは現実にはなかったと考えられる。

⑤デフレは、実物投資やリスク性資産の収益率を低下させる一方で、元本が保証される現金や預金の実質的な収益率を高める方向に作用する。

⇨投資の決定は、名目収益率と名目金利を比較することによって行われる。デフレによって将来の投資収益の名目値は低下するが、名目金利も低下するため、将来のキャッシュフローを名目金利で割り引いた投資の現在価値は変わらず、デフレは投資の決定に影響を及ぼさない。

一方、投資を行わず現金のまま保有する場合は、将来の額面金額は変わらないため、その現在価値は、名目金利がマイナスの場合に増価するが、上記のとおり、名目金利はマイナス金利が導入されるまで長年にわたりプラスであり、現金保有を有利な資産運用とみることはできない。

確かに名目金利の低下によって、現金保有の機会損失は低下するが、投資の収益率を上回ることはないと考えられる。

消費者物価指数は、「経済の体温計」と言われる。物価が経済の状況を敏感に映し出す鏡の一つであることを指すものであろう。デフレはさながら低体温症とも言うべき状態であるが、それはあくまでも結果であり、症状に過ぎない。ただし、高熱を発するなど時として症状が病気を悪化させる原因になる場合がある。しかし、日銀がデフレが原因として挙げる事項にはいずれも上

記のような疑問があり、「デフレは、景気低迷の結果であるとともに、景気低迷の長期化をもたらす原因になった」とは言えないと考えられる（これらは次にみるような実体経済上の問題の現れと考えられる）。病気を治すためには、やはり病気の原因に対する根本治療が必要であり、症状を緩和するだけでは意味がない。逆に症状を軽減するための薬の大量摂取が副作用の蓄積・顕在化によって病状を悪化させないか懸念される状況である。

では、病気の原因として何が考えられるか。以下、企業防衛マインドと国民の将来不安を取り上げてみたい。

(3)企業防衛マインド

上記4. 異次元金融緩和の成果では、主要経済指標について分析し、「円安、低金利、株高、原油安等の好条件が揃い、法人企業は史上最高益を実現した。しかし、賃金の上昇や設備投資などへの波及は限定的で、消費や投資の拡大が不十分なものとどまった。このため、景気の回復は力強さに欠け、物価の上昇も限られたものになった」と経済情勢を取りまとめた。

しかし、こうした企業収益の増大にもかかわらず、消費や投資へのトリクル・ダウンが生じにくい企業の体質は、この5年間にとどまらず、バブル崩壊後、特に1998年頃から顕著になった傾向であり、日本経済が長期低迷を脱しない大きな原因の一つではないかと考えられる。

もとより企業は千差万別であり、一括りに論じられるものではないが、各種経済指標や識者の論説などから伺われるこうした企業の行動パターンや考え方の傾向を「企

業防衛マインド」と呼び、以下に提示してみたい。

企業防衛マインドの特徴は、次のとおりである（物価が上がらないことを前提に意思決定や行動を行うデフレマインドを含むが、以下のとおり企業行動の全般にわたる広範なものである）。

①企業経営の最大の目標は、利潤や企業価値の最大化ではなく、企業の存続可能性の最大化である。この場合の企業とは、具体的には正社員メンバーのグループである。

②①の目標を達成するため、利潤の極大化を目指す、企業の存続を危うくするようなリスクはとらない。また、どのような経済情勢にも耐え得る財務体質の強化を目指す。このため、次のような企業行動をとることになる。

③新商品の開発競争でなく、既存商品の価格競争によって売上高の確保を図る。無理をして新規市場の開拓や需要の掘り起しは行わず、価格の維持や値引きによって既存市場でのシェアの維持・獲得を図る。

④販売価格が引き上げられない以上、売上原価や経費の縮減が唯一の利潤獲得手段となる。このため、人件費、原材料費等のコスト削減や不採算部門のリストラが企業経営の眼目となる。人件費については、可能な限り人員の縮小と非正規社員の活用を図るとともに、正社員のベアを凍結する。正社員も雇用の安定こそ最も求めているものであり、企業の存続を危うくするおそれのあるベアの要求には慎重である。

⑤既存市場でのシェアの維持・獲得を目的とする以上、人口減少が見込まれる日本国内での能力増強投資は行わない。また、新規市場の開拓や需要の掘り起しは行わない以上、研究開発投資やこれに関連する設備

投資も行わない。投資は、自ずと更新投資や省力化投資中心となり、その規模も縮小する。省力化投資による労働生産性向上の成果は、企業の利潤に還元する。

⑥有利子負債は極力圧縮して、実質無借金企業（現預金や短期保有有価証券などの手元資金 > 有利子負債。2017 年度末上場企業の 59%）を目指す。純資産、特に利益剰余金を積み上げ、自己資本比率を高める（法人企業統計によると、2016 年度の純資産 670 兆円：資本金 110 兆円、資本剰余金 150 兆円、利益剰余金 410 兆円。自己資本比率：1998 年度 19%→2016 年度 41%）。

企業がこうした企業防衛マインドに基づき行動すると、次のような状況が導かれる。

①既存商品を既存市場で販売する限り、価格の引下げ競争にならざるを得ない。デフレだから価格が上げられないのではなく、消費者の所得が上がらず、新興国からも廉価な商品が流入する状況下では、競争の結果として、価格が低下する。（物価が上がるのは、輸入原材料価格の上昇などコスト・プッシュがあった場合に限られる。しかし、この場合も、価格の引下げ競争が行われることには変わりがない）。

②賃金は、その抑制が企業の重要な利潤獲得手段となっており、容易には上がらない。昨今の人手不足は、非正規社員の賃金上昇に結びついているが、もともとのベースが低い。正社員のベアは、企業が史上最高益を上げている割には小幅なものにとどまる。今後については、人材獲得の必要性や企業の存続可能性を労使がどう評価するかにかかっている。

③賃金が上がらないため、消費は弱含みとなる。デフレだから消費を先送りしているわけではなく、消費者は、限られた収入の中

で「身の丈に合った消費」を行っている。

④投資は、更新投資や省力化投資だけでは規模が小さく、企業がリスクをとって新商品の開発等を行わない限り盛り上がらない。自己資金を豊富に保有し、有利子負債の拡大にも慎重な企業は、金利が低下しても、積極的に借入れを行おうとはしない。投資が少なく、現金や預金の保有が多いのは、こうしたリスク回避的な企業行動の結果であり、デフレが原因ではない。

⑤商品の価格や賃金が上がらず（価格の積上げ要因）、消費や投資が盛り上がりを欠くため（需給要因）、結果としてデフレが生じる。

⑥我が国の国内市場は、人口減少により長期的に縮小が続くと予想されている。また、異次元金融緩和によってデフレでなくなるとともに、企業は史上最高益を実現したが、高収益は、円安、低金利、株高、原油安等を経済環境の変化によるもので、自ら売上高を増加させた結果ではない。こうした状況の下では、企業マインドはなかなか転換せず、トリクル・ダウンは不十分となる。

⑦しかし、企業の実力は、社会の動向に目を凝らし、時代の先を行く新たな価値の創造にチャレンジすることによって養われる。リスクをとらず、既存商品の価格競争やコスト削減、リストラばかりに注力する企業は、安全経営のようにみえて、やがて競争力を失い、必敗の途を歩まざるを得ないのではないかと思われる。

バブル崩壊後、既に 30 年近くが経過した。この間、米国では世界をリードする企業が次々に誕生し、中国でもハイテク分野で米国とわたり合える企業が数多く誕生している。我が国は、グローバルな競争社会の中で地位を低下させており、早急な方向転換

が必要と考える。

(4) 国民の将来不安

日本経済が低迷を脱しないもう一つ大きな原因が、国民の将来不安と考えられる。少子高齢化・人口減少と巨額な財政赤字の問題である。後者は特に社会保障制度の持続可能性に関わる部分が大きいため、広く人口問題と捉えることもできる。

家計は、限られた収入の中で「身の丈に合った消費」を行っており、企業におけるようなリスク回避マインドを持っているわけではない。しかし、将来の所得増加が見込まれない中で、増税や社会保険料の増額、社会保障給付の減額が懸念される状況下では、積極的な消費に乗り出すことはできない。また、企業は、人口減少によって、需要が先細り売上が減少するとともに、労働力不足から人件費が上昇すると予想し、企業防衛マインドを一層強くしている可能性がある。

我が国の人口は、2008年の約1億2千8百万人をピークに、今後長期にわたり人口減少と高齢化が進むと見込まれている。(図表 113) のとおり、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口(平成 29 年推計)の中位推計及び長期参考推計によると、総人口は、2050年に約1億2百万人(2015年の8割水準)、2100年には約6千万人(同5割水準)まで減少する。また、年齢3区分別人口は、年少人口(0~14歳)と生産年齢人口(15~64歳)が減少する一方、老年人口(65歳以上)はなお2042年まで増加し、その後減少に転ずる。その結果、年齢別の人口構成は、2050年頃(2053年)に、年少人口が10%台、生産年齢人口が51%台、老年

人口が38%台に達し、以後は、概ねこの構成割合で推移すると見込まれている。

(図表 113) 将来推計人口

年	人 口 (千人)			割 合 (%)			
	総 数	0~14歳	15~64歳	65歳以上	0~14歳	15~64歳	65歳以上
2015	127,095 (100)	15,945 (100)	77,282 (100)	33,868 (100)	12.5	60.8	26.6
2035	115,216 (91)	12,457 (78)	64,942 (84)	37,817 (112)	10.8	56.4	32.8
2050	101,923 (80)	10,767 (68)	52,750 (68)	38,406 (113)	10.6	51.8	37.7
2065	88,077 (69)	8,975 (56)	45,291 (59)	33,810 (100)	10.2	51.4	38.4
2080	74,299 (58)	7,698 (48)	38,205 (49)	28,397 (84)	10.4	51.4	38.2
2100	59,718 (47)	6,110 (38)	30,737 (40)	22,870 (68)	10.2	51.5	38.3
2115	50,555 (40)	5,200 (33)	25,924 (34)	19,432 (57)	10.3	51.3	38.4

出典：国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成 29 年推計)」中位推計。2066年以降は長期参考推計

少子化は、人口減少と高齢化を同時にもたらす。このうち人口減少については、1人当たりGDPが減少しない限り、経済的には特段問題を生じない。人々の経済的豊かさは、一国全体のGDPでなく、1人当たりのGDP、即ち1人当たりの所得の大きさによって決まると考えられるためである。逆に人口減少は、1人当たりの国土資源を増加し、環境負荷を低減するなど、ゆとりある豊かな国土を実現するための貴重な機会を提供するものとも捉えることができる(2100年の我が国の人口と人口密度は、国土面積が比較的近いフランス・ドイツ・イタリア・イギリスの現在の数値とほぼ同等である)。

一方、高齢化は、従属人口指数(年少人口+老年人口)÷生産年齢人口の上昇、貯蓄率の低下と投資余力の低下、年金・医療・介護の社会保障給付の増加等のいわゆる「人口オーナス」をもたらす。「人口問題の本質は、人口減少でなく、人口構成(=高齢化の進展)にある」と言われる所以である。

こうした観点から、我が国の人口問題を概括的に捉えるならば、3区分別の人口構成が大きく変化する2050年までは、人口減

少と人口オーナスが併進する期間、人口構成がほぼ安定する 2050 年以降は、専ら人口減少が進行する期間であり、2050 年までのここ 30 年をいかに乗り切ることが我が国が直面する最大の課題と捉えることができる。

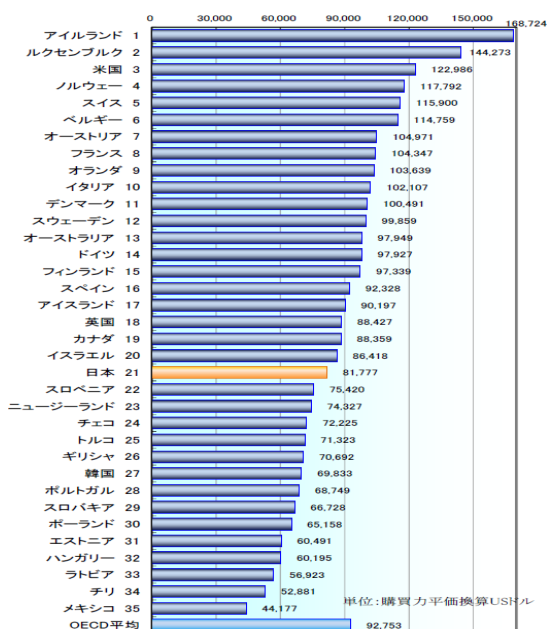
既に記したように少子高齢化による人口オーナスに対応するためには、経済成長を促進し、GDP を拡大する以外に方法はない。昨今、外国人労働者の受入拡大に期待する議論もあるが、これらの者もやがて高齢化することを考えれば、女性や高齢者中心に労働参加率を高め、就業者一人当たりの GDP、即ち労働生産性を向上することが何よりも必要と考えられる。

(図表 114)は、2016 年の OECD 加盟諸国の労働生産性を比較したものである。こうした国際比較には国により種々の統計データ上の制約があることも指摘されているが、我が国は 35 カ国中 21 位であり、世界第 3 位の経済大国と言われる割には極めて残念な状態にあることが分かる。また、(図表 115)は、1970 年以降の労働生産性の順位の変遷を示したものである。我が国は、バブル期に 15 位まで順位を上げたが、1998 年以降 20~22 位で推移している。これまで我が国は人口=就業者の多さで GDP の大きさを誇ってきたが、1 人当たりでみれば決して豊かな国ではなく、今後少子高齢化が進む中で、いよいよ真剣に労働生産性の向上に取り組むべき時期を迎えていると考えるべきであろう。

※20 労働生産性：「生産諸要素の有効利用の度合い」を生産性といい、「生産性=産出/生産要素の投入」で表わされる。生産性はそれぞれの生産要素の視点から捉えることができ、労働生産性は労働の視点からみた生産性である。他に資本生産性

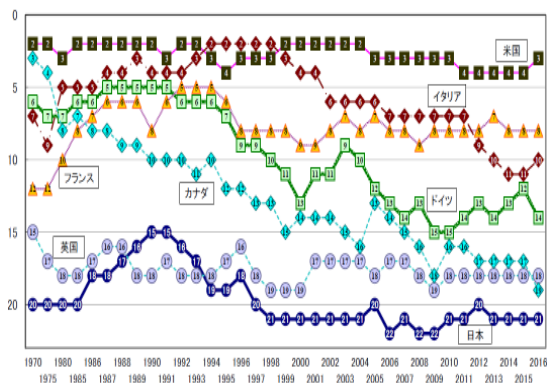
や全要素生産性がある。労働生産性は、「労働投入量 1 単位当たりの産出量又は産出額」であり、労働者 1 人当たり又は労働 1 時間当たりでどれだけの成果を生み出したかを示す。物的生産性として「生産量/労働者数」と「生産量/(労働者数×労働時間)」、付加価値生産性として「付加価値額/労働者数」と「付加価値額/(労働者数×労働時間)」が用いられている。GDP は一国の付加価値額の合計であり、本文の「労働生産性」は、「GDP/就業者数」を指している。

(図表 114) OECD 加盟諸国の労働生産性 (2016 年・就業者 1 人当たり)



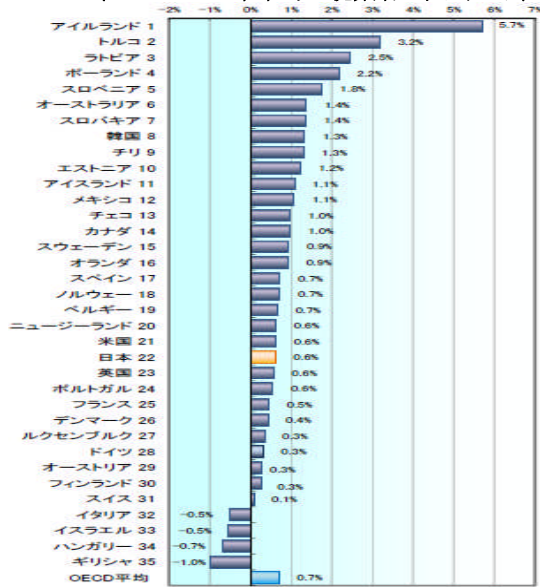
出典：日本生産性本部・「労働生産性の国際比較 2017 年版」

(図表 115) 主要先進 7 カ国の就業者 1 人当たり労働生産性の順位の変遷



出典：日本生産性本部・「労働生産性の国際比較 2017 年版」

(図表 116) OECD 加盟諸国の実質労働生産性上昇率
(2010～2016 年平均・就業者 1 人当たり)



出典：日本生産性本部、「労働生産性の国際比較 2017 年版」

ここで、労働生産性をどの程度引き上げる必要があるか目の子で試算する。必要となる労働生産性の向上は、①我が国固有の人口オーナス対応分と②世界主要国並みの経済成長分である。

①人口オーナス対応分

(図表 113)によれば、2015 年の従属人口指数は約 0.64、2050 年以降は概ね 0.94 である。生産年齢人口と就業者数が比例するとすれば、2015 年と同程度の経済的豊かさ(国民 1 人当たり GDP)を維持するためには、労働生産性を $(1+0.94) / (1+0.64) = 1.18$ 倍にする必要があり、これは、(図表 114)から、 $81777 \text{ US ドル} \times 1.18 = 96497 \text{ US ドル}$ 、13～15 位のオーストラリア・ドイツ・フィンランド並みに引き上げることを意味する。また、GDP の規模でみれば、2015 年の GDP を名目 532→628 兆円、実質 518 兆円→611 兆円に引き上げることに相当する。毎年 1%ずつ上昇させるとすれば、16～17 年で達成可能である。また、30 年で達成するとすれば、年 0.56%の上昇率

である。

②経済成長分

(図表 116)は、OECD 加盟諸国の 2010～2016 年平均の実質労働生産性上昇率である。世界金融危機の影響により低めの数値になっている可能性はあるが、1%程度が目安と考えられる。

①・②を合わせれば、実質 2%程度の労働生産性上昇率の実現が目標となる。順位としては 13～15 位を可能な限り早期に実現してキープすることであり、過去の実績からみれば容易ではないが、実現不可能なものではないであろう。これはあくまでも目の子計算であり精査の必要があるが、これまで我が国の労働生産性が低かったことが逆にハードルを低くし、幸いしているのではないかと思われる。

(5) 求められる政策

以上の議論を前提にすれば、日本経済を低迷から脱却させるために特に重要と考えられる政策として、I 企業防衛マインドの転換と II 国民の将来不安の解消を挙げることができる。I により労働生産性(就業者 1 人当たりの GDP)を向上させ、これによって国民 1 人当たりの GDP を増加させるとともに、その成果を活用して II の少子高齢化・人口減少や財政赤字の問題を解決しようとするものである。

I 企業防衛マインドの転換

企業防衛マインドの転換の具体的イメージは、次のとおりである。

①企業が産み出す価値＝付加価値の最大化を企業経営の目標とする。その上で、その成果をすべてのステークホルダーに適切に分配する。⇔企業の存続可能性の最大化、次の

で利潤や株主利益の最大化。

② (①の目標を達成するため) 時代の先を行く新たな価値の創造に積極的に取り組む。世界や医療・介護など国内の成長分野の動向に目を向け、新たなビジネスモデルの創造や社会が求める新たな商品の開発により売上高の増加を図る。⇨リスクをとらず、既存商品の価格競争や改良により売上高の確保を図る。

③ (②を実現するため) 専門知識や起業家精神にあふれた若者、生き甲斐を求める高齢者、女性、外国人など多様な人材が自由闊達に能力を発揮できる環境を整備する。また、世界をリードする研究開発投資やこれに関連する設備投資、需要の拡大に合わせた能力増強投資を推進する。⇨前例踏襲・上命下達の事なかれ主義、出る杭は打たれる企業文化。更新投資・省力化投資中心の投資。

④ (③の結果) 企業の I S バランスを赤字化し、健全なマクロ経済バランスを回復する。⇨非金融法人企業の I S バランスは 1998 年以降プラスとなり、最近は最大の黒字部門。これが我が国経済の長期低迷の直接的原因。

⑤ (以上の結果) 企業は、社会の公器としての役割を果たし、自らの努力によって売上高を伸ばし利益を獲得するという企業本来の姿を取り戻す。これにより過剰な企業防衛マインドの払拭を図る。⇨売上高は伸びず、人件費、原材料費等のコスト削減やリストラによって利益を獲得。企業業績は、基本的に海外経済や原油価格、為替等の経済環境次第。

⑥ (以上の結果) 需給ギャップを改善するとともに、GDP の成長とベアの拡大によって望ましい物価のアンカーを形成する。⇨需給ギャップが改善し、デフレではなくなったが、ベアの上昇が不十分で、2%の物価安定目標には程遠い状況。

現状とかけ離れた企業像のようにも思われるが、バブル崩壊以前の日本企業は、世界各国の企業と同様、多かれ少なかれこうしたアニマルスピリットを持っていたのではないかと思われる。

しかし、黒田総裁がデフレの原因として挙げられる「バブル崩壊による過剰設備や雇用の調整、不良債権問題と金融システム不安、アジア通貨危機・ITバブルの崩壊・リーマンショック・東日本大震災等のネガティブショック、新興国の台頭、企業の低価格戦略、労働市場の構造変化、過度な円高の進行など(上記2.(1)②)」が、企業防衛に向け日本企業のマインドを転換させることになった。具体的には、特に次のような状況が労使共々に大きく作用したと考えられる。

①バブル崩壊後の資産価格の暴落とバランスシート調整の必要、これによるバランスシート不況の発生

(図表 117~119)・(図表 50)、三大都市圏の地価は 1991 年をピークに 2004~2006 年に商業地 16%、住宅地 36%まで低下(地方圏の地価は 2013~2014 年まで低下し、商業地 14%、住宅地 45%まで低下)、日経平均株価は 1989 年をピークに 2003 年に 19%まで低下。これらにより失われた国富は 1500 兆円と言われる。資産価格に比べれば、物価は僅か△0.3%/年であり、極めて安定している。

②1997 年の急激な緊縮財政とアジア通貨危機の発生

③1997~1998 年の金融システム危機の発生

1997 年、三洋証券・北海道拓殖銀行・山一証券破綻、1998 年、日本長期信用銀行・日本債券信用銀行破綻。著しい貸し渋り・貸し剥しが発生したが、1998・1999 年の公的資金投入により鎮静化。

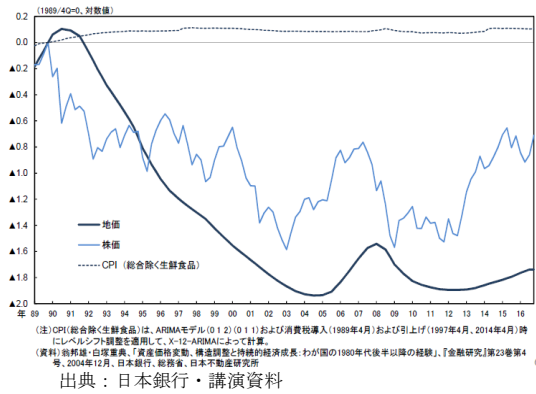
④不良債権問題の拡大

(図表 120)、バランスシート調整と不況の深刻化により不良債権が急増、1995～2001 年度中心に 1992 年度以降 2001 年度までに 82 兆円、2007 年度までに 112 兆円不良債権処理。

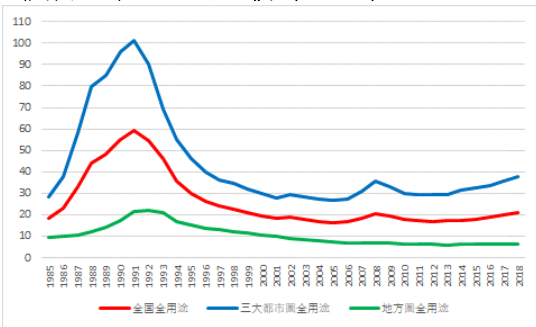
⑤相次ぐ企業倒産

(図表 121)、1997～2001 年度中心に 181 行の金融機関が破綻。(図表 122)、バブル崩壊後、企業倒産が再び増加し、特に負債総額が急増。1997～2003 年は各年 10 兆円を超え、ピーク時の 2000 年は 24 兆円に上る。

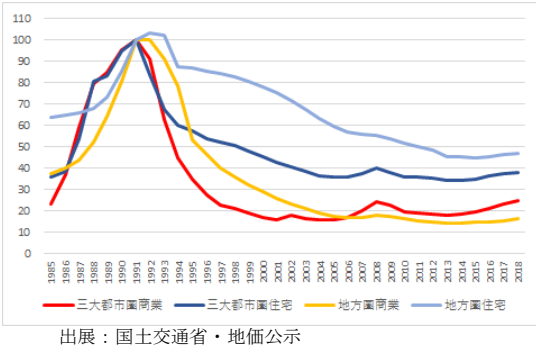
(図表 117) 資産価格と消費者物価 (1989～)



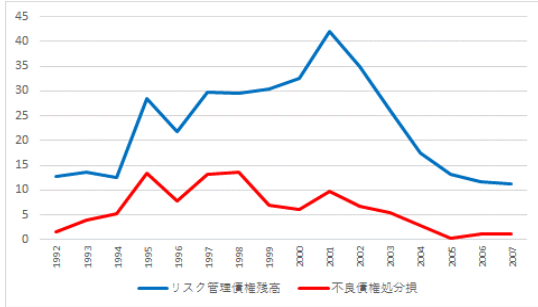
(図表 118) 公示地価 (1985～) 万円/m²



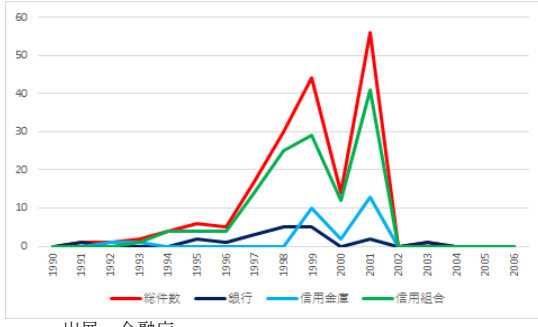
(図表 119) 公示地価 (1985～) 1991=100 の指数



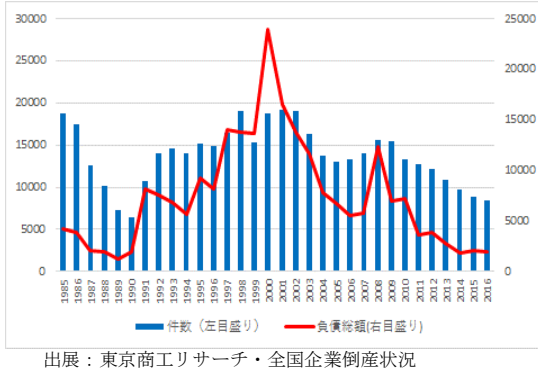
(図表 120) 不良債権処分損等(全国銀行) 兆円



(図表 121) 金融機関の破綻件数 (1990～) 件



(図表 122) 全国企業倒産状況 (1985～) 件・億円



しかし、企業防衛マインドを生み出したと考えられる資産価格の下落や不良債権問題、金融機関を含む多数の企業の倒産等は、(図表 117～122) にみるように、既に 2003～2006 年頃終息している。2008 年の世界金融危機によって再び強化された可能性はあるが、その深刻さは 2000 年前後の状況とは比ぶべくもないであろう。こう考えると、企業防衛マインドは、今や実体的根拠があるものではなく、企業に伝承され、染み付いた企業行動に関する組織文化であり、企業の人々、特に経営者が信じて疑わない企

業の行動様式そのものと考えられる。それは合成の誤謬の一種であるが、短期的景気変動による誤解でなく、長期的・構造的な確信に基づくものであり、これが世界も警戒する「日本病」の核心ではないかと思われる。

では、どうしたら企業防衛マインドを転換できるか。

異次元金融緩和によって2%の物価上昇を実現したとしても、デフレは企業防衛マインドの結果に過ぎないから、これを転換することは難しい。また、短期的な経済対策を講じて、企業防衛マインドは長期的・構造的なものであるから、その時だけ景気が上向いても、マインドを転換するまでには至らないであろう。さらに、成長戦略によって潜在成長力の上昇を図る場合にも、労働力の増加が期待できない以上、イノベーションによって労働生産性を上げるしかないが、これを実際に行うのは企業であり、企業防衛マインドの転換に焦点を当てない限り、なかなか成果が上がらず、空回りするおそれがある。

有効なアイデアがあるわけではないが、以下、思いつくまま何点か記してみたい。

①企業防衛マインドが組織文化や人々の意識の問題とすれば、「人が変わる・人を変える」が重要なポイントと考えられる。

若者や女性、外国人など多様な人材の積極的登用と活躍がその原動力になる。ベンチャー企業や研究機関、異業種との交流・連携も有効である。また、日本国内への外資の積極的導入や外国企業のM&Aの成果を自らの組織文化の改編に生かしていくことも重要と考えられる。今般、働き方改革関連法案が成立したが、社員でなく経営者

の働き方改革こそ最大の課題と考えることが必要と思われる。

②企業行動を積極化させ、イノベーションを促進する最大のモチベーションは需要の存在である。特に縮小ばかりが懸念される国内需要の発見と創出が必要である。

世界に目を向ければ需要はいくらでもある。米国では新たな発想とチャレンジ精神によってユニコーン企業が次々に誕生している。日本人にも不可能なことではないであろう。また、情報化の進展は、これまで国内に埋もれていた優れた技術や商品の世界デビューを可能にする。こうした価値の発見とコーディネート機能の充実が重要である。

一方、国内に目を転じると、人口減少は需要の減少と就業者数の減少を招き、国内産業の縮小要因になる。しかし、2050年頃までは生産年齢人口が総人口を上回るペースで減少することから（生産年齢人口比率：2015年61%→2050年52%）、縮小する供給能力に比べ需要が相対的に増大する。厳しいと同時にビジネスチャンスが多い事業環境となり、国内産業は活性化すると期待される。こうした競争を通じて労働生産性を着実に向上させていくことが必要である（人手不足だからといって、安価な外国人労働者の受入拡大を行うことは、せつかくの賃金上昇や労働生産性向上の機会を阻害する面があり、慎重な検討が必要である）。

また、分野的には、少子高齢化により医療・介護や農林水産業が成長産業になる。また、都市や建物、自動車、公共交通等社会インフラを根本的に改編する必要があり、大きな需要要因になる。高齢者の生きがいや健康の実現、子供を産み・育てやすい環

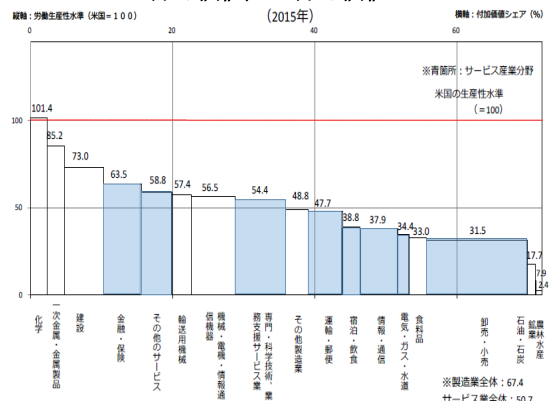
境の整備も同様である。少子高齢化についてはマイナス面ばかりが強調されがちであるが、これをどう克服し、どう生かすか前向きに検討し、需要を掘り起こしていくことが必要である。また、混合診療・混合介護の拡大や各種規制緩和により、民間のイノベーションを促進する事業環境を整備することが重要である。

③諸外国と比較して我が国の労働生産性が低い理由を特定し、改善の方向を明らかにすること必要がある。

(図表 123・124)は、我が国の労働生産性を産業別に米国及びドイツと比較したものである(2015年1時間当たり付加価値:米国6位、ドイツ8位、日本20位)。図から明らかなおおり、我が国の労働生産性は、特に卸売・小売をはじめとするサービス業において低い。これはイギリスやフランスと比較しても同様である(対米国:製造業67.4・サービス業50.7、対ドイツ:製造業88.7・サービス業65.2、同様にイギリス:製造業99.4・サービス業69.6、対フランス:製造業82.2・サービス業71.7)。

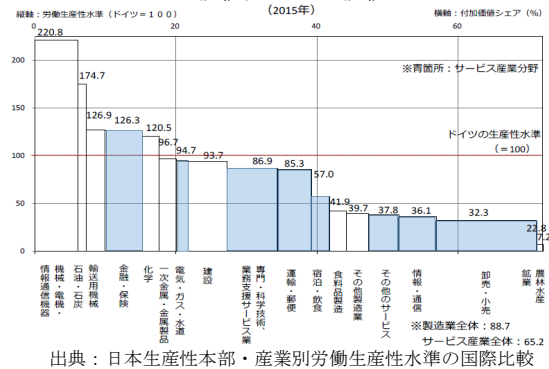
サービス業は、産業の大宗を占め、国内産業の中心を成すものであり、我が国の労働生産性を向上させるためには、この低調なサービス業の生産性を上昇させることが必須と考えられる。購買力平価の影響も考えられるが、付加価値の生み出し方について、産業構造や商慣習まで立ち入って国際比較し、労働生産性が低い理由を特定して、企業が取り組むべき改善の方向を明らかにすることが必要である。

(図表 123) 日米の産業別生産性(1時間当たり付加価値)と付加価値シェア



出典: 日本生産性本部・産業別労働生産性水準の国際比較

(図表 124) 日独の産業別生産性(1時間当たり付加価値)と付加価値シェア



出典: 日本生産性本部・産業別労働生産性水準の国際比較

④今後人口が減少する我が国においては、労働生産性、即ち就業者1人当たりのGDPや付加価値の大きさに注目し、イノベーションを促進することが必要である。

我が国の潜在成長率は、世界金融危機から回復したといっても未だ1%程度にとどまる。このため、成長戦略や構造改革を強力に推進し、これを引き上げることが必要である。ただし、今後の人口減少を踏まえれば、潜在成長率以上に労働生産性に注目し、その向上を図ること重要である。潜在成長率が上昇してもそれが就業者数の増加による場合は人々が豊かになるとは限らない。潜在成長率が上昇しなくても労働生産性が上昇すれば豊かになることができる。これを実現するのがイノベーションであり、上記②を踏まえれば、特に需要創出型のイ

ノバージョンが求められる。新たな価値を生み出すことによって、世界の需要を取り込むとともに、世界有数の長寿国日本の潜在需要を顕在化させることが重要である（かつて構造改革の必要が盛んに叫ばれた頃の議論は、専ら供給サイドに焦点を当て、効率性を追求するものであった。これが需要不足の中でコスト削減やリストラを促進した面があるが、こうした方向は、今後求められる構造改革の方向とは異なる）。

⑤企業経営の目標を、企業の存続可能性の最大化、あるいは利潤の極大化から付加価値の最大化に転換すべく、企業の経営環境を改善する必要がある。

リスクをとらない安全経営は、やがて競争力を失い、必敗の途を歩まざるを得ないと考えられる。これを脱するためには、すべてのステークホルダーがこうした認識から企業をチェックし、刺激を与え続ける経営環境とする必要がある。

今後は人口減少に伴い労働需給が更にひっ迫すると見込まれる。これを契機に本来の労使関係を復活させる必要がある。また、諸外国の株主は、コスト削減により一時的に利益を増額しても評価せず、持続的な付加価値の増加によって継続的に利益を増加させることを強く求めるという。我が国においても、こうした株主と経営者の関係を構築していく必要がある。海外の公的年金等は物言う株主として有名であるが、日銀やGPIFも何らかのチェック機能を発揮することについて検討する価値はあるのではないと思われる（現在日銀は「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを年間3000億円買い入れている）。

II 国民の将来不安の解消

今後の少子高齢化・人口減少の進展や巨額な財政赤字に起因する国民の将来不安を解消するためには、労働生産性を向上させ、国民1人当たりのGDPを増加させるとともに、政府の支出と収入のアンバランス（低支出・最低収入）を是正することが必要である。

このため、企業の企業防衛マインドの転換を促進し、これを礎として各種成長戦略や構造改革を強力に推進すること、財政再建施策を着実に実施することが必要である。また、国民の将来不安は、人々の気持ちや認識に関わるものであることから、その解消を図るに当たっては、特に以下の諸点に留意することが必要と考えられる。

①我が国の少子高齢化・人口減少は、今後50年・100年単位の長期にわたり進展するものであり、人々は捉えどころのない将来不安を感じているのではないかと思われる。こうした人口構造の変化に対応するため、どのような経済構造や社会構造を実現しようとするのか、その長期展望を明らかにすること。

②①の経済構造や社会構造を実現するため推進しようとする骨格的な対策を明らかにすること（小規模な対策は、施策体系を複雑化し人々の理解の妨げになることから、盛り込まない）。

③②の対策について、定期的にその推進状況と効果を検証し、必要に応じ見直しや補完を行うこと。

④①の合理性と②の必要性を国民と共有するとともに、着実に歩みを進めている状況を③により分かりやすく示すこと（特に財政再建については、着実に成果を上げ、国民に安心

感を与えることが必要である)。

現在、政府の経済政策は、毎年度の骨太の方針や未来投資戦略等にまとめられているが、内容が広範で詳細にわたること、中長期的な将来展望が示されていないことなどから、国民が将来不安を解消するには実感を持ちにくく、別途長期計画を策定するなど何らかの工夫が必要と思われる。

11. 今後の経済政策と日銀への期待

(1) 中央銀行の役割と物価の安定

中央銀行は、しばしば物価の番人と呼ばれる。特に近年では、中央銀行は物価の安定に専念することがグローバル・スタンダードとなり、これを前提にその独立性が強化されている(1998に施行された新日本銀行法は、この点に関し次のとおり規定している。「第2条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」、「第3条 日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。2 日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。」)。

①ブレトンウッズ体制崩壊による変動相場制の下で、通貨価値の安定を維持するためには、中央銀行が物価安定へのコミットを強める以外に方策はないこと、②1970年代のスタグフレーションの経験によって、物価安定は国民生活上望ましいだけでなく、経済成長にもプラスという認識が広まったことが、その大きな背景と言われている。

また、中央銀行がその権能を行使して行う金融政策の目標には、物価の安定、雇用の増大、経済成長など様々なものがあり、

これらは必ずしもすべて両立可能でないことから、かつては激しい意見の対立もみられたが、現在は、次のような合意が成立するようになっているという。

①経済活動の潜在的实力ともいべき水準は、経済の実物的要因(技術条件や資源の賦存量など)で決まり、それを金融政策で変えることはできない。水準の改善・向上は構造改革等の取組による。

②しかし、そうした實力は常に実現されるわけではなく、その水準から実際の経済が離れてしまうことがある。そうした振れを小さくすることは金融政策により実現可能であり、金融政策の役割は、振れを小さくすること、すなわち経済を安定化することにある。

③ただし、振れの大小は水準に影響する可能性がある。その意味で、物価の安定は持続的な経済成長の基盤になる。

こうした理解から、「短期的に景気変動をなだらかにすることに配慮しながら、中長期的に物価の安定を目指す」というのが、金融政策の目標についての大まかなコンセンサスになっているという。

(2) 異次元金融緩和の評価と今後の方向

こうした現在のコンセンサスをベースに置きながら、これまで異次元金融緩和について述べてきた事項をまとめてみたい。

①需給ギャップの解消と経済の安定化

異次元金融緩和は、極めて緩和した金融環境を実現し、実質金利の引下げと需給ギャップの解消により、戦後2番目に長い景気回復を実現している。コンセンサス②の経済の安定化の達成は、異次元金融緩和の大きな成果と考えられる。

ただし、金融政策は、需要を前倒ししたり、先送りしたりすることによって、景気変動の振幅を小さくするものであり、経済成長が停滞する中で需要を前倒しすると、将来の需要が減少し、自然利子率は更に低下する。既に実質金利が自然利子率を大きく下回り、需給ギャップがここ1年ほど連続してプラスになっていること、その結果、潜在成長率を上回る成長を続けていること等を踏まえれば、こうした過度の低金利政策を長期にわたり継続することには疑問がある。

②長期にわたる景気低迷からの脱却

日銀は、デフレが日本経済長期低迷の原因であり、異次元金融緩和によって物価が上昇すれば、経済の好循環が生まれ、景気低迷から脱却することができるとする。

しかし、上記10.(2)のとおり、デフレは景気低迷の結果であって原因ではないと考えられることから、物価が上昇したからといって、景気低迷を脱することができるとは思われない。日本経済低迷の主因はやはり需要不足であり、経済を活性化するためには、企業防衛マインドの転換や国民の将来不安の解消を図り、消費や投資を促進することが必要である。需要の前倒しでなく底上げこそ必要な対策と考えられる。

③潜在成長率の引上げと経済成長の実現

日銀は、デフレから脱却し、経済主体が2%の物価上昇を前提に行動するような経済・社会を実現することは、失われたアニマルスピリットを復活させ、日本経済の成長力の強化に資するとする。

これはコンセンサス①とは異なる考え方である。しかし、バブル崩壊後、我が国の潜在成長率が大きく低下し、経済成長も低

調に推移してきたのは、上記10.(3)(5)のとおり、バランスシート不況や企業防衛マインドによって新たな需要の開発や研究開発投資・設備投資が積極的に行われてこなかったためであり、デフレが原因ではない。したがって、異次元金融緩和によって物価が上昇したからといって、アニマルスピリットが復活するわけではなく、企業防衛マインドの転換を正面に据えて、成長戦略や構造改革を強力に推進していくことが必要である。

④2%の物価安定目標の達成

2%の物価安定目標は今もって達成されず、いつ達成されるかの目途も立っていない。本年4月の展望レポート発表時に黒田総裁は、「2019年度頃に2%程度に達する可能性が高いと思っている」旨説明されていたが、7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」には、「2%の「物価安定の目標」の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることにより、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる」と記すに至った。

上記7.(9)のとおり、日銀は、物価上昇のメカニズムについて、専らフィリップス曲線に着目し、需給ギャップの解消とフォワードルッキングな予想物価上昇率の引上げを強調している。しかし、我が国の潜在成長率は1%程度に過ぎず、既に需給ギャップはプラスとなり高圧状態が続いている。また、マネタリーベースの拡大によって、フォワードルッキングに人々の予想物価上昇率を高められるかについては大いに疑問がある。したがって、需給ギャップのプラ

ス状態を続けたとしても、どこまで物価が上昇するかは不明であり、仮に 2%の物価上昇率が達成されたとしても、そこにアンカーすることは困難と思われる。

物価を上昇させ、アンカーするのは、やはり経済社会に習慣・規範として定着している値上げの仕組みであり、1998年頃までは当然と受け止められていたような毎年の賃上げと、これを受けて行われるサービス料金の値上げと考えられる。賃金の上昇は、労働生産性の向上、労働需給のひっ迫、企業マインドや労使関係の転換等によって実現されるものであり、2%の物価安定目標を実現するためにも、こうした実体経済上の取組を進めることが必要と考えられる。

⑤副作用・リスクの蓄積

コンセンサス③は、景気の振れの大小が経済水準に影響する可能性があり、物価の安定は持続的な経済成長の基盤になることを指摘する。

異次元金融緩和は、戦後 2 番目の長さの景気回復とデフレではない物価安定を実現することによって、こうした要請に込められている。しかし、問題は、余りに過大な政策であるため、多くの副作用を伴い、日々リスクを蓄積していることである。

上記 8. (10) でみたように、2%の物価安定目標が達成された暁には、日銀の収支悪化と債務超過、財政運営の困難化と財政危機、これらによる金融システムの混乱等の極めて重大な副作用が顕在化するおそれがある。また、それ以前にも、金融緩和の継続によって、金融機関の収益悪化と金融システムの不安定化、日銀の収支悪化と債務超過、財政規律の弛緩等の副作用が顕在化するおそれがある。こうしたリスクの蓄

積を可能な限り早期に停止し、その縮小を進めることが必要である。

以上を踏まえれば、異次元金融緩和については、需給ギャップの解消を図るレベル（プラスでなくゼロ）に規模を縮小するとともに、リスクの蓄積を可能な限り早期に停止して縮小すること、②～④については、企業防衛マインドの転換や国民の将来不安の解消を図り、成長戦略や構造改革、財政再建を強力に推進していくことが必要と考えられる。

(3) 目指すべき物価安定目標

異次元金融緩和が様々なリスクを抱えることとなった理由は、もとより 2%という高い物価安定の目標を掲げ、文字通り異次元の金融緩和を行ってきたことによる。(長短金利操作付き量的・質的金融緩和は 2%の物価安定目標が安定的に持続するまで継続され、マネタリーベースの拡大方針は消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで継続される)。

したがって、異次元金融緩和について、リスクの蓄積を可能な限り早期に停止し、縮小を進めるためには、①目指すべき物価安定目標を 2%から引き下げること、又は、②2%の物価安定目標を中期的に達成を目指すべきものとし、政策運営を柔軟化することが必要である。

①に関し、黒田総裁は、「2%の物価安定目標がグローバル・スタンダードとなっているのは、デフレに陥らないためのいわば経験知であり、1%の低い軌道ではまた引力に引き戻されるおそれがある」とされる(2. (6)③)。しかし、デフレは日本経済低迷の結果であり原因ではないと考えられる

ため、仮に「引力に引き戻されるおそれがある」としても、今後顕在化が懸念されるリスクに比べれば、はるかに問題は少ないであろう。

また、そもそも 2%の物価上昇には、i 賃金の上昇がこれに追いつけるか、ii 現在の金利水準と整合がとれるか、という重大な問題がある。

現金給与総額の変動率は、(図表 17) のとおり、名目は 2014 年以降プラスとなり 2017 年まで 0.1~0.5%で推移しているが、実質は物価上昇率が低下した 2016 年以外すべてマイナスになっている。また、経団連傘下の大企業のベアは、(図表 23) のとおり、2014 年から復活したが、未だ 0.3~0.4%の上昇にとどまっている (2018 年は、新聞報道によると 0.6~0.7%程度)。国民が望み、また消費の拡大につながるのは実質賃金の上昇である。日本経済が低迷を脱するためには賃金の上昇が必要であり、跛行性が生じることはやむを得ないが、物価上昇率は名目賃金上昇率を下回ることが望ましい。賃金の原資が名目 GDP であることを考慮すれば、物価安定目標は少なくとも消費税を除いた GDP デフレーターの内範囲に収めることが必要と考えられる。

また、潜在成長率 1%、長短金利差 1%で物価上昇率 2%とすれば、政策金利 3%・10 年長期金利 4%となり、短期金利 3%、長期金利 4%の金利上昇が生ずると見込まれる。国債をはじめとする債券価格の暴落、日銀の付利金利の急騰と収支悪化、公債利払費の大幅増加と財政運営の困難化、財政危機の高まりなどの問題を考慮すれば、金利の上昇を抑制する必要があるが、これは取りも直さず見込まれる金利水準が高過ぎる

こと、すなわち 2%の物価上昇が我が国の経済実態と整合していないことを意味するものと考えられる。

また、②は、異次元金融緩和を、いわゆる「インフレ目標政策」(インフレ目標を実現するため、「できることは何でもやる」といった金融政策) から世界標準と言われる「柔軟なインフレーション・ターゲティング」政策 (インフレ目標を経済成長に関わる様々な要素に配慮しながら中長期的に実現するものとして柔軟に運営する金融政策) に転換しようとするものである。この点に関し黒田総裁は、「日本の場合は、長年にわたるデフレの下で、中長期的な予想インフレ率がゼロ%近傍まで低下しているとみられることから、人々の「物価は上がらない」という感覚を早期かつ抜本的に転換し、これを 2%程度まで引き上げてアンカーし直すことが必要である」、「米国の場合、目標の 2%に達していないが、短期金利の引上げを何度も行い、バランスシートの縮小も始めたという意味で正常化のプロセスに入っている。予想物価上昇率が目標の 2%にしっかりアンカーされているので、我が国とはやや違った面がある」として、日本と諸外国との違いを強調される (2. (6)③、3. ⑧)。しかし、上記 7. (3) でみたように、ゼロ金利下、さらにこれに類似した不況期において、オーバーシュート型コミットメント等のマネタリーベースを拡大する政策によって、「中長期的な予想インフレ率を 2%程度まで引き上げてアンカーし直すこと」は困難と考えられる。

物価を上昇させ、アンカーするためには、やはり毎年の賃上げとこれを受けて行われるサービス料金の値上げが必要である。こ

れを実現するのは、潜在成長率の引上げによる経済成長であり、政府による積極的な構造改革と企業の努力が必要である。日銀は、需給ギャップをゼロとすることによって時々の潜在成長率に見合った経済成長と物価上昇を実現するとともに、各種副作用をしっかりとコントロールすることによって金融市場の安定を確保することが必要である。こうした柔軟な取組を通じて、実際に潜在成長率が高まれば、2%の物価上昇率と整合的な強い経済がいつか得られる。これが2%の物価上昇を実現する現実的な方法であり、近道ではないかと考えられる。

以上、異次元金融緩和のリスクを低減するため、①又は②により見直しを行うことが適切と考えられる。

なお、日銀は、物価安定目標を2%とした理由として、i 消費者物価指数の上方バイアス、ii 金利の引下げ余地の確保：金融政策の「のりしろ」、iii 物価安定目標のグローバル・スタンダード：中長期的な為替相場等の安定の3つを挙げる(2.(2))。しかし、それぞれ以下の理由から、2%は絶対的なものではないのではないかと考えられる。

i 消費者物価指数の上方バイアス

消費者物価指数に上方バイアスがあるとしても、1%を超えるほどではないように見受けられること(なお、GDPデフレーターとは対象が異なる)。

ii 金利の引下げ余地の確保：金融政策の「のりしろ」

2%の高い物価安定目標を掲げ異次元金融緩和を継続していることが、逆に将来のリスクを高めていること。また、将来の金融政策(特に非伝統的金融政策)の対応余地(のりしろ)を狭めていること。

iii 物価安定目標のグローバル・スタンダード：中長期的な為替相場等の安定

ア 円安は、一般に輸出産業やグローバルに事業展開する産業にプラスに作用するが、輸入産業や国内産業にはマイナスに作用すること。消費者にとっても、賃金が上昇しない限りマイナスに作用すること。

イ 輸出と輸入はバランスを保ちながら拡大する必要があり、円安による貿易不均衡の拡大は持続可能でないこと。

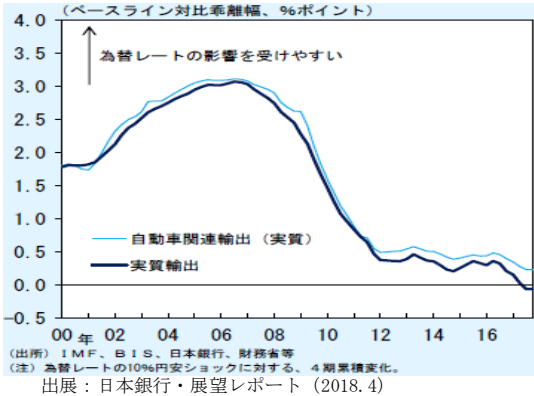
ウ 実質輸出の為替感応度は、(図表125)のとおり、世界金融危機以降大きく低下しており、円安は、かつてのような景気浮揚効果を持つものではなくなっていること。

エ 日本の輸出産業等は既に為替の変動に対応できる体制を構築するとともに、現地通貨建て価格を変化させない価格設定行動に移行しているとみられること。こうした事情は、輸入産業等と大いに異なること。

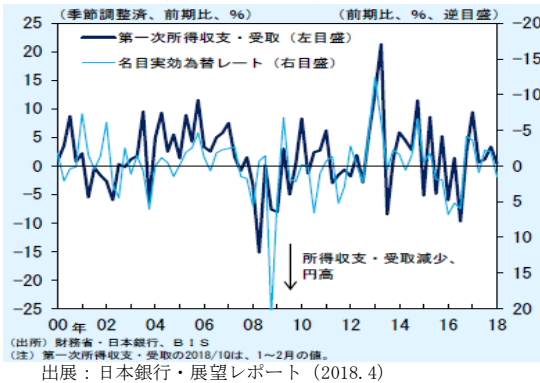
オ 円安は、実質輸出が増加しなくても、外貨建ての売上高や海外からの配当金の円換算額を上昇し、輸出産業等の収益を増加する(第一次所得収支は、(図表126)のとおり、為替レートとの連動性が高い)。これは、円の世界で外貨を持たない者から持つ者への大規模な所得移転が生じている結果にほかならないと考えられること。

カ 以上を踏まえれば、為替の急速な変動は避けなければならないが、国際的に一物一価を成立させる購買力平価の原理に従って、長期的に緩やかな円高が進むことは、必ずしも避けなければならないものではないと考えられること。

(図表 125) 実質輸出の為替感応度 %ポイント

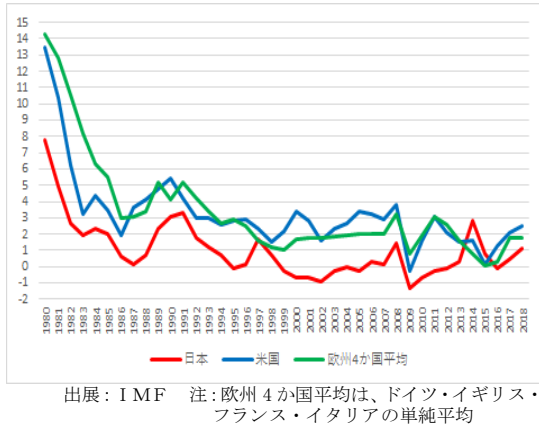


(図表 126) 所得収支と為替レート 前年比%



(図表 127)は、1980 年以來の主要国の消費者物価上昇率の推移である。我が国の物価上昇率は、1990 年代末のデフレ開始以前から米国や欧州 4 カ国（ドイツ・イギリス・フランス・イタリア）より低く、概ね 2%以上の開差がある。物価上昇率は、潜在成長率や経済成長率、就業者数や労働市場など様々な経済実態と密接に関連して形成される。特に我が国では今後世界でも例を見ない少子高齢化と人口減少が進むことを考慮すれば、たとえ 2%がグローバルスタンダードであるとしても、物価上昇率だけ切り離して諸外国と合わせようとしても自ずと無理があり、そのために強力な政策を実施するとすれば、様々な混乱が生じると考えられる。物価安定目標については、こうした我が国の経済実態に即して柔軟に設定し、運用することが肝要と思われる。

(図表 127) 主要国の消費者物価上昇率 (1980～) %



(4) 今後の経済政策と日銀への期待

以上縷々述べてきたが、筆者が考える今後の経済政策の方向をまとめれば、次のとおりである。

[日本銀行]

- ① 目指すべき物価安定目標を 2%から引き下げ、又は、2%の物価安定目標を中期的に達成を目指すべきものとして、政策運営を柔軟化すること。
- ② 異次元金融緩和によるリスクの蓄積を可能な限り早期に停止し、その縮小を進めること。
- ③ 異次元金融緩和とその正常化に伴うリスクをしっかりとコントロールして、金融システムや経済の安定を確保すること。

[政府]

- ① 企業防衛マインドの転換と国民の将来不安の解消を図ること。
- ② 民間の創意工夫の発揮やイノベーションを促進する各種成長戦略や構造改革を強力に推進すること。
- ③ 政府の支出と収入のアンバランス（低支出・最低収入）を是正するため、財政再建施策を着実に実施すること。

特に日銀が出口に向かう前の低金利が維持された猶予期間のうちに、財政健全化の

実を上げるとともに、財政規律の確保に強くコミットすることによって、出口における国債市場の不安定化を抑止すること。

また、こうした政策の展開に当たって留意が必要と思われる事項を挙げれば、次のとおりである。

①経済情勢の判断が「物価上昇・円安・株高」一色で行われている感があるが、これらは経済の一面を表すものに過ぎないこと。また、原因と結果の逆転等の混乱がみられること。

②「需給ギャップの解消と潜在成長力の向上」、「景気回復と財政再建」の二分法は成立せず、一体のものとして取組を進める必要があること。

③構造改革や財政再建を推進するためには長期的・総合的視点に立つ必要があり、短期的視点に立ち、目先の経済指標に捕らわれる限り成し遂げられるものではないこと。

④経済政策の転換や異次元金融緩和とその正常化に伴うリスクのコントロールのためには、政府・日銀の連携が不可欠であり、新たな共同声明等により経済政策の全体像を明らかにする必要があること。

⑤日銀は、金融市場との対話を充実し、正常化と金融システムの安定維持に向け市場の理解と協力を得る必要があること。

⑥政府は、国民の将来不安を解消するため、少子高齢化・人口減少に対応した経済・社会の長期展望、講ずる対策とその推進状況を分かりやすく提示する必要があること。

異次元金融緩和の出発点となり、ベースになっているのは、言うまでもなく 2013 年 1 月の政府・日銀の政策連携に関する共同声明である（1. (1)）。改めて共同声明を

読み返せば、ポイントは次のとおりである。

①日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と総合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2%とする。

②日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。

③政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。

④政府は、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

以上のとおり、2%の物価安定目標は日銀が金融緩和によって実現するものであるが、その前提に、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と総合的な物価上昇率が高まっていく」との認識があり、政府によるそのための取組の強力な推進があった。物価の上昇は経済実態を離れてはあり得ないことを宣明したものであろう。

しかし、その後決定された異次元金融緩和は、こうした政府の取組に期待しつつも、異次元の緩和による需給ギャップの改善と予想インフレ率の上昇を通じ 2%は達成できるとして強力に進められた（2. (5) ④）。それは壮大な社会実験とも言うべきも

のであるが、今日に至るまで 2%は実現せず、達成時期の目途も立っていない。未だ緩和が不十分と言う向きもあるが、日銀の資産規模は世界でも異例な 530 兆円・GDP の 100%に達し、国債の保有額は 450 兆円・保有割合 40%で、今もって年間 40 兆円台のペースで増加している。日銀は十分過ぎる金融緩和を行ってその責務を果たしており、逆にこれが日本経済の大きなリスク要因になっている。

ここは原点に立ち返り、何が足りなかったのか、どうすれば日本経済の持続的な成長を実現できるのか、また、膨れ上がったリスクにどう対処すればいいのかについて、英知を集めて検討すべき時期に来ていると考えられる。

緩和を進めるだけのときは、円安・株高となり、誰からも歓迎された。しかし、これを正常化するためには、関係者のコンセンサスの形成、リスクの管理、そのための政府や金融機関を含む態勢の整備、金融市場との対話と理解の醸成、国民の信頼の確保など多くの課題があり、長く険しい道となりとなる。現在の未曾有の状況からの脱却は人類初の試みとなるが、日銀には、関係機関と協力しつつ、こうした歩みを着実に進めることを期待したい。

以 上