

2年目のアベノミクス =「異次元の金融緩和」の現況とその課題

— ゆうちょ・かんぽの国債保有問題の周辺(その2) —

中央大学 経済学部 教授

井村 進哉

はじめに

2012年末に発足した第2次安倍政権の無制限の金融緩和、機動的財政出動、および成長戦略の「3本の矢」からなるアベノミクスの中心的な政策は、金融緩和政策にあり、昨年4月からの日銀、黒田総裁のもとでの「異次元の金融緩和」政策が断行されてきた。

2年目を迎えた今日、アメリカの「量的緩和削減政策」の実施を契機にした新興国の通貨不安などにみられるグローバル経済・金融市場の変化や4月からの消費増税を前にして、その政策の有効性や帰趨そのものが問われている。

郵政関連では、東日本大震災の財源確保を目的とした日本郵政の株式の上場方針が出される中、主として国債にその資金を運用するゆうちょ・かんぽ問題を議論するうえでも、その周辺問題としてアベノミクスにかかわる政策の帰趨を検討しておくことが求められている。

小稿では、日銀の金融緩和政策について述べた前稿に続いて*1、アベノミクスの1年を終え、その政策を評価する材料が揃っ



てきた今日時点において、「異次元の金融緩和」政策=物価目標政策(インフレーターゲティング政策)の理論的な特質と問題点について、原理的なポイントに絞って検討することとしたい。

1. 「異次元金融緩和」政策の 目的は、2%の物価目標

2013年4月4日の日銀の政策決定会合にもとづいて黒田日銀総裁が断行した「異次元の金融緩和」政策は、それまでの「非伝統的金融緩和政策」から格段に規模を拡大して、金融政策の操作目標を金利から銀行券発行残高と当座預金勘定からなるマネタリーベースに変更する「量的・質的緩和政策」を本格化させた。

この異次元緩和の最大の目標は「デフレ脱却」であり、2年間で2%の物価目標を達成するとして、主に長期国債の買いオペなどによってマネタリーベースを2倍の270兆円まで引き上げるとした。そしてそ

*1 拙稿「アベノミクスと無制限の金融緩和政策— ゆうちょ・かんぽの国債保有問題の周辺」、本誌、2013年3月号。

のために、日銀が保有しうる国債を銀行券発行残高に限度とするという「銀行券ルール」を一時停止し、月ベースで国債発行額の7割に相当する国債の買いオペを断行してきた。

市場は、4月の日銀の大量の国債の買入れで長期金利を乱高下させ、5月にはアメリカの中央銀行=FRBの「量的緩和削減」方針のアナウンスを契機にした長期金利上昇、株価下落を経て、6月末まで日本の長期金利も上昇に転じた後、年末まで小康状態を保って長期金利も低位に、国債価格も維持されてきた。

その結果、2013年末までの1年間で、円相場は105円水準にまで下落し、株価も日経平均で1万6,000円台を付け、それぞれ3割、5割を超える上昇を示した。

アベノミクスは少なくとも「市場の期待に働きかけ」、資産価格の上昇は実現されたと言える。

「異次元の金融緩和」政策は、この円安・株価上昇を機に、インフレ期待が生じ、消費や投資が拡大して、雇用拡大、適度な物価上昇をもたらしていくはずであるが、少なくとも国内投資や雇用、物価上昇は見られず、アベノミクスの「息切れ」という評価も出始めている*2。

また日銀の大規模な国債の買取りを通じて、市中銀行が保有する日銀当座預金を中心にマネタリーベースが200兆円を超えるに至ったが、これを市中銀行自身が貸出や有価証券などの収益資産に転換して、マネーストックを増加させる事態には至っていない。

筆者は、前稿において学説的には「貨幣内生説」を基本としながら、中央銀行=日

銀がマネタリーベースを供給することができたとしても、マネーストックを増加させる保証がないこと、2000年代の日本の量的緩和政策についても「ミレニアム景気を主導するような効果を発揮したわけではない」と述べた。

しかし今次の「異次元の金融緩和」政策では、日銀による大規模な国債の買取りが、同時に大量の国債発行と同時に推進され、それを市中銀行が一旦引き受け、次々と日銀に売却していくようなメカニズムのもとで、「国債買いオペ無理論」やこれをやってはならないという「規範論」を踏み越えて断行されてきた。2013年度だけで借換債を含めて180兆円近い国債が発行される中、日銀は月ベースでその7割、7兆円の国債を買い取ってきている。

このような事態は、純粋な「貨幣内生説」に基づく「無理論」や「規範論」では説明のつかないことであり、日銀は「財政ファイナンス」ルートを通じて「外生的なマネー」を供給しうると考えねばならない。そして少なくとも「国債のマネタイゼーション」、 「財政ファイナンス」が進行していることを意味する。

2. 物価目標政策の立脚点は、 貨幣数量説とデフレ=「純粋貨幣現象」説

ここで物価目標政策の理論的基礎について述べておこう。

物価目標(インフレーターゲティング)政策とは、文字通り、「インフレ」を「ターゲット(目標)」とした政策である。代表格の

*2 [SAPIO] 2014年3月号、83-85ページ。

論者、ノーベル賞経済学者のポール・クルーグマンは、デフレから脱却し、インフレを実現するためには、中央銀行(日銀)が人々に「インフレ期待を持たせ」、「インフレが必ず起こると確信させる」ほどに「徹底的な金融緩和政策を断行」することだと言う。まさに「人々の期待に働きかける政策」である。

この主張の基礎にあるのは、貨幣の量が物価を決めるという貨幣数量説であり、下記のフィッシャー方程式だ^{*3}。

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想インフレ率}$$

すなわち 1930 年代のような大不況期と同様に、日本の「失われた 20 年」の経済は、名目金利は低位に推移していても、デフレで物価が低迷していたり、人々の予想(期待)インフレ率が低いので、実質金利は高止まり状態にあり、人々は現金や貯蓄を保有したままの貯蓄過剰状態になり、消費や投資にお金が回らない。

そこで徹底的な金融緩和政策によって、一方では名目金利を低位に釘づけるとともに、他方では人々のインフレ期待を喚起することができれば、容易に実質金利はゼロまたはマイナスになるであろう。

実質金利がマイナスになれば、家計も企業も、預金のような形で資産をもっていると目減りしてしまうので、我先に消費、投資をするようになり、完全雇用が達成され、景気が回復し、需給ギャップが解消されて適度なインフレが起こる好循環が生まれるというものだ。

実質金利をマイナスにすることによって、人々が消費や投資をするインセンティ

ブを持つという議論は、一般論としては理解できるが、あまりにも抽象的である。

まず現実には、家計も企業も「期待」だけで行動するわけではなく、実体経済面で投資、雇用が発生して、人々の期待が変化することを考えると、徹底的な金融緩和それ自体によって先行的に人々のインフレ期待が形成されるメカニズムについては、必ずしも説得的に示されているわけではないと言えよう。

3. 「インフレ期待」の息切れ・消費増税による「期待」収縮の可能性

通常、期待インフレ率で引き合いに出されるブレイク・オープン・インフレ率(BEI: 金融市場におけるファンドマネージャーなどの期待を示す長期国債と物価連動債との差額を示す指標)は、日銀の異次元金融緩和が導入された数か月は 2% 近くにまで上昇したが、その後は 1% 台の前半を低迷している^{*4}。

また消費者物価指数(CPI)も 2013 年 12 月の前年同月比では、全国総合で 1.6%、食料エネルギーを除く総合では 0.7% となったが、2013 年平均では、食料エネルギーを除く総合は -0.4% と依然水面下にある^{*5}。

他方、円安の影響を受けた灯油、ガソリン価格は、それぞれ 11.3%、7.1%、電気代は 8.2% の上昇を示しており、明らかな円安による「輸入インフレ」傾向が表れている。

^{*3} アーヴィング・フィッシャーは、現代版貨幣数量説の提唱者としても有名だが、実質金利を重視するフィッシャー方程式の創設者ともされている。
^{*4} 日本相互証券ホームページ。http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata05.html
^{*5} 総務省統計局ホームページ。http://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/index-z.htm

これは円安で作られた物価上昇であり、景気が好転して需給ギャップが解消されて生じる「良いインフレ」というよりも、物価上昇が先行して消費が抑制されかねない「悪いインフレ」となりかねないものだ。

加えて消費増税は、名目金利が低位に維持できたとしても、期待インフレ率を引き下げて、予想実質金利を引き上げるという推計がなされており^{*6}、2014 年度後半から、余程の「V 字回復シナリオ」が作動しない限り、2% 物価目標によるデフレ脱却は困難となると見られる。

このように物価目標政策によるデフレ脱却を示す方程式の右辺の一角が危うい状態にある。このことは、日銀たりとも、人々に自在に「インフレ期待」を持たせることは至難の業であることを示している。

4. 名目金利の低位維持の難しさ

右辺のもう一つの項である名目金利の低位維持は可能であろうか。これを物価目標それ自体が内包するインフレと金利の低釘付けとの矛盾関係から見ていこう。

アベノミクスの物価目標政策は、それ自体として矛盾した 2 つの要請を内包している。すなわち「異次元の金融緩和政策」は、金利を引き下げる要請である。特に長期国債の利回りを低下させ、国債価格水準を維持しなければならない。しかし他方でインフレは、金利を上昇させ、国債価格を下落させる圧力を有しており、物価目標 2% が達成でき、景気が回復できたとすれば、いつかは金利が上昇することとなる。

これを中島将隆氏は、「絶対矛盾の自己

同一」と呼んだが^{*7}、これはもう少し時間軸を設定したシナリオとして見ると同時に、金融ルートの波及メカニズムをも組み込んで見ることができる。

初期段階では、日銀が大量の国債を買い入れ、マネタリーベースを巨額に供給し、名目金利を低位に釘づける。続いて中期段階では、マネタリーベースを巨額に供給できれば時に、市中銀行のポートフォリオ・リバランスを促す。すなわち市中銀行の日銀における当座預金勘定はほとんど利子を生まない資産であり、また保有国債の利回りは低いので、高収益の貸出や有価証券に資金を運用するようになるという波及メカニズムを起こさせる。

そしてアメリカと同様に、景気が回復し、2% の物価目標が達成できた時点で後追的に金融緩和政策を順次削減していけば、金利は物価目標、期待インフレ率に近づけて行けるというシナリオである。

しかしこのようなシナリオ通りに行く保証がないのが今日のグローバル・マーケットの現実である。これもアベノミクスの危うさを示している。

5. アメリカの回復の遅れと新興国の不振

以上のようなアベノミクス、異次元金融緩和政策は、前稿で示したように、円安→輸出企業収益の回復→株価上昇といった資産価格の上昇だけが際立っている。国債もまた名目金利の 0.6% 台維持の下で、一種のバブル状態にある中、2014 年に入っ

^{*6} 矢野浩一「異次元緩和で予想実質金利は低下」『週刊エコノミスト』2013 年 9 月 24 日号、46 - 47 ページ。
^{*7} 中島将隆「長期金利の上昇はなぜ生じたか」公益財団法人日本証券経済研究所大阪研究所「証券レポート」No.1679、2013 年 8 月、1-19 ページ。

てこの理論の枠組みでは想定されていないグローバル経済、マーケットの環境変化が起きている。

その一つは、アメリカの金融緩和削減の開始とともに、それまで緩和マネーが流入し、株価、不動産価格の上昇に沸いてきた新興国から、資金の逆流現象が現れていることである。

1月に入って「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれるブラジル、インド、トルコ、インドネシア、南アフリカなどの通貨が急落し、いくつかの国は緊急の利上げによって小康状態を保っているが、1997年のアジア金融危機と同様の構図と認識すべきシヨックである。

アメリカや日本の多国籍企業の展開領域における経済不振、金融市場のリスクの増大は、アメリカの景気回復を遅らせ、アメリカの株価下落とそれに連動する日本の株価低迷が現れ、安全資産としての円への逃避による円高への回帰の動きも見られる。

また中国の成長鈍化と理財商品問題を契機としたシャドー・バンクの破たん懸念も、ドル体制のもとでの北米に依存した成長軸を持つ中国のバブル破裂の危険性を示すものである。加えて非基軸通貨国が経常収支赤字に転落し、そこから資金流出が起こると、アジア金融危機と同様の破滅的な資金移動が生じる可能性がある。

アベノミクスのシナリオでは、アメリカの「量的緩和削減」も日米の金利格差を相対的に拡大させ、円安、株高要因となるはずであるが、日本の株価は、新興国の経済停滞＝輸出不振の形で上値が抑制される可能性もある。

6. 国債の低金利維持の条件＝経常収支黒字の赤字転落とゆうちょ・かんぽ・年金の国債保有の縮小

不透明なグローバル経済・金融環境の下で、日本の国債価格を支え、その利回りを低位に維持する条件のひとつであり続けてきた経常収支黒字が急速に収縮し、赤字転落する局面に差し掛かっている。これがアベノミクスそれ自体の帰趨を左右する重要な要因となりつつある。

日本の経常収支黒字の縮小は、東日本大震災・原発事故やタイの洪水などの自然災害・事故による輸出の急減を契機に顕在化した。アベノミクスのもとでの円安により加速し、貿易赤字は2011年以降3年連続で定着し、所得収支の黒字などを差し引いた経常収支も2013年10月以降ついに赤字基調に転落した*8。

諸外国に類例を見ない政府債務残高＝国債が累積している日本にあって、この超低金利が続いてきた理由は、①景気低迷の下での民間資金需要が低迷し、市中銀行、民間金融機関の国債保有需要が高いこと、②ギリシャなどと違って国外の国債保有比率が低く、かつては郵貯、簡保・年金基金に日銀を加えた国内の「公的部門」による満期までの国債保有比率が高く、事実上の国債市場からの隔離がおこなわれてきたこと、そして③上に述べた経常収支黒字を基礎とした国内への資金流入の継続があった。

上記のうち、まず②は郵政民営化による

* 8「日本経済新聞」2014年2月10日付。

業務・規模の停滞・縮小、公的年金財政の悪化で国債保有比率は縮小している。加えて③の経常収支黒字は、赤字転落により日本への資金流入規模の縮小につながる可能性を内包している。

国債利回りの低位維持を支える3つの条件のうち2つが動揺している。上記の②では、ゆうちょ・かんぽ・年金に代わって、「異次元金融緩和」政策の下で日銀による国債保有比率が急上昇しているが、それに連動してアベノミクスが仮に2%の物価目標を達成したとすると、今度は長期国債利回りを中心とする市場金利の上昇圧力に晒されることとなり、①の前提条件をも崩してしまうこととなる。

GDPの200%を優に超える規模にまで累積した国債残高を抱える日本経済は、本格的な景気回復なしには、国債償還原資も確保することはできない。そして日本経済の本格的な復活のためには、外需依存体質から脱却して、内需中心の成長軌道を再構築する構造改革が求められるが、有効な国債管理政策が不在のまま、バッテリーが上がった車のエンジンを押し掛けするように、危うい物価目標政策＝「異次元の金融緩和」政策をもって「ジャンプスタート」させてしまったのがアベノミクスであると言えよう。

むすびにかえて

デフレ脱却＝「インフレ期待」の持続が危うくなる中で、すでにバブル状態にある国債市場の軟着陸をはかる政策は、国債管理政策である。

有効な国債管理政策のひとつとして、ゆうちょ・かんぽ・年金が国民の貯蓄・保険・

年金資産を預かるものとしてそれにふさわしい業務を拡充し、国債を満期まで保有する長期保有政策を明示することが検討されなければならない。

戦後アメリカの金融政策・国債管理政策の歴史は、インフレ・高金利環境のもとで、長期金利をコントロールする戦いの歴史でもあった。その一環として連邦信託基金によって管理される公的年金に満期まで国債保有を義務付けて隔離し、市場性国債の発行額をできるだけ抑制することであった*9。

ゆうちょ・かんぽが社会的企業のひとつとして国債管理政策の一翼をいかに担うことができるのかの検討が求められている。

* 9 池島正興「アメリカの国債管理政策」同文館、1998年、および筆者の書評「関西大学商学論集」第43巻第3号、1998年8月を参照されたい。



井村 進哉
(いむら しんや)
中央大学大学院後期中退。小樽商科大学短期大学部講師、助教授、小樽商科大学商学部教授を経て、1996年より現職。経済学博士(東京大学)。
主な著書に「日米の福祉国家システム」(日本経済評論社、1997年)、「アメリカ型経済社会の二面性」(東京大学出版会、2001年)、「コーポレート・ガバナンスの社会的視座」(日本経済評論社、2004年)＝以上共編著、「現代アメリカの住宅金融システム」(東京大学出版会、2002年)。
訳書に、ゲイリー・ディムスキ「バンク・マネージャー・ウェーブ銀行合併の波」(日本経済評論社、2004年)等。