

異次元緩和の問題点

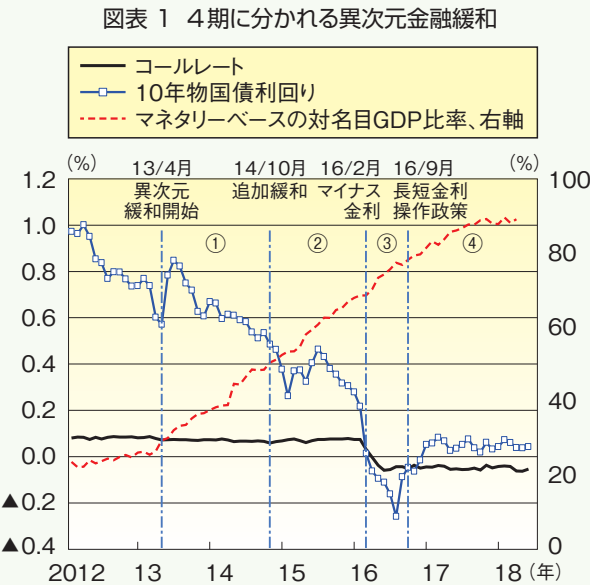
日本銀行がデフレからの脱却を目指して異次元緩和をはじめて5年が過ぎた。日本銀行では当初「2年程度の期間を念頭に」2%の消費者物価の上昇を実現させるとしていたが、1%にも届いていない。

原因は「通貨量を増やす」、「物価はいずれ上昇する」と日本銀行が唱えても、それによって物価が目に見えて上昇することはそもそも起こりえないからである。しかも、異次元緩和には深刻な副作用がいくつもある。それにもかかわらず異次元緩和を支持する人たちの多くは、異次元緩和の根本的な誤りに目をつむっている。

4つの期間に分かれる異次元緩和

日本銀行がデフレからの脱却を目指して異次元緩和を開始したのは2013年4月であるからすでに5年が経過した。図表1は、主な金融指標を図にしたものである。金融機関が日本銀行に預けている日銀当座預金と流通現金の合計額である「マネタリーベース」は異次元緩和によって大幅に増加し、名目GDPに対する比率は92%に上昇した(2018年3月時点)。米国の水準が20%、ユーロ19か国が28%であるから非常に高い。10年物国債利回りはゼロ%近辺まで

低下した。金融機関が短期資金を融通しあうコール市場のレートはマイナスである。金利がマイナスということは貸し手が借り手に金利を払うことを意味する異常な状態である。異次元緩和は4つの期間に分かれる。第1の期間は、2013年4月から追加緩和が実施された14年10月までの1年半である。異次元緩和をはじめた当時の日本銀行は、金融を「量」の面で十分に緩和させれば物価目標を容易に達成できると考え、金融機関が日本銀行に保有しているマネタリーベースを大幅に増加させた(年間60〜70兆円)。また、金融市場から購入する長期国債を

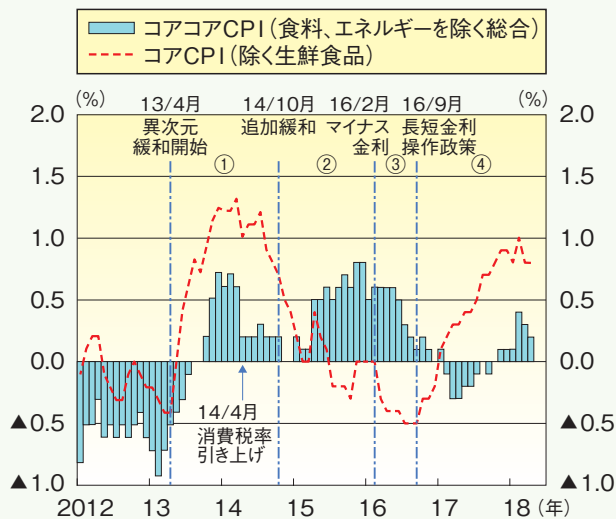


データ出所：日本銀行、財務省

入する長期国債を年約50兆円に拡大した。第2の期間は、追加緩和策が実施された14年10月からの約1年半で、マネタリーベースの年間増加額は約80兆円に、長期国債の購入額も約30兆円増えて約80兆円になった。第3の期間は、マイナス金利が適用

されることになった。16年2月からの約半年間である。それまで金融機関が日本銀行に保有していた当座預金には0・1%の金利が適用されていたが、▲0・2%ポイント引き下げられて▲0・1%になった。実際にマイナス金利が適用されたのは日銀当座預金の一部であったが、マイナス金利というかつてない政策が突如発表されたこともあり、人々は「日本経済はそこまで深刻なのか」と不安になり、プラス圏にあった10年物国債利回りまでマイナスになった。第4の期間は、マイナス金利の弊害が議論され、それまでの施策を総括する形で打ち出された対策で、16年9月から現在までがその期間である。これまでの「マネタリーベースの増加」という「量」の緩和は、「金利の引き下げ」という「質」の緩和に修正された。短期金利はマイナスのまま、10年物国債利回りをゼロ%程度とする、いわゆるイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)がスタートした。こうした相次ぐ異次元緩和策の変更を要約すれば、当初の施策では物価上昇の効果が出なかったため2度にわたって施策を強化し、ついにはマイナス金利にまで踏み込んだ。しかし、それではさすがに「やり過ぎ」

図表2 2つの消費者物価(CPI)の前年比変化率



(注) 2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)による影響を除く。
データ出所：総務省

2%の物価上昇が実現しない理由
なぜ、「異次元」の緩和といわれるほど

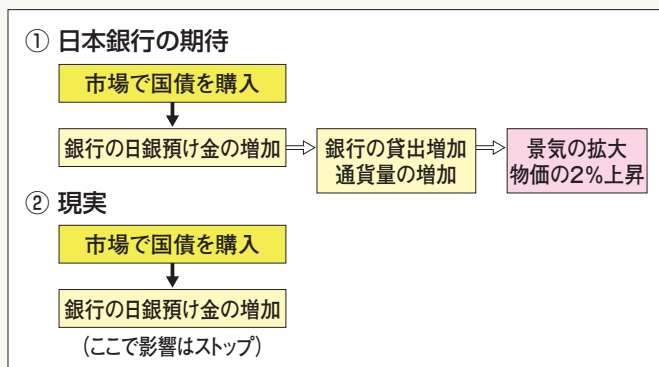
と批判され、少し軌道修正した、といったところである。
それでも実現しそうにない2%の物価上昇
図表2は、2つの消費者物価の前年比変化率である。日本銀行が重視している消費者物価は、季節変動の大きい生鮮食品を除いた「コアCPI」で、異次元緩和の実施とともに上昇率を高め、14年3月には+1.3%となった。このため、一時はデフレから脱却できるのではないかと期待する声もあったが、14年後半以降に原油価格が大幅に低下したためマイナス圏に落ち込んだ。17年に入り原油

価格が上昇に転じたことなどもあり「コアCPI」の前年比上昇率は持ち直してきているが、上昇率が2%近辺に近づく可能性は非常に小さいと考えられている。「コアCPI」からさらにエネルギー等を除いた「コアコアCPI」は、「コアCPI」よりも上昇率が小さい。最も上昇したときでも0.8%程度である。「コアCPI」が海外エネルギー価格の変動に大きく左右されるのに対し、エネルギー等を除いた「コアコアCPI」は国内物価の基調をあらわす。したがって、CPIを政策目標にするのであれば「コアCPI」ではなく「コアコアCPI」のほうがまだいい。しかし、日本銀行では海外要因によって大幅に変化する「コアCPI」を政策目標にしている。とはいえ、どちらのCPIでも2%が高い目標であることに変わりない。

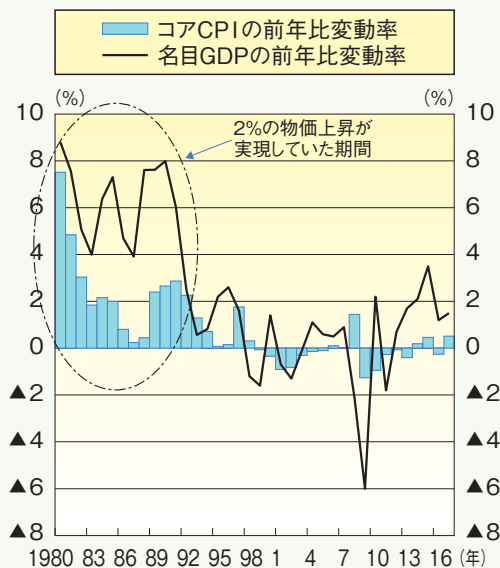
ど金融を十分に緩和しているのに物価があまり上昇しないかという点、お金は必要な分しか世の中に出回らず、使われることがないからである。お金は日本銀行から金融機関を経て企業や家計にわたるため、日本銀行がお金を大量に金融機関に供給すれば企業や家計にお金が行き渡ると思い込んでしまった人たちがいる。しかし、それは誤解である。日本銀行は、そのときに企業や家計が必要と「予想される」分量の日銀券を、金融機関を通じて世の中に流通させているのが「本当の姿」であるからである。
ところが、そのような「本当の姿」を理解しない人たちは、**図表3**にあるように、日本銀行が国債を大量に購入し、その代金を銀行の預金口座に入金すれば、銀行はそれを貸出に方向けるのでお金の量(通貨量)が増え、景気は良くなり物価が上昇すると考え、今の政策を推し進めてしまった。しかし、現実には起こったことは、お金は銀行に止まったままで、貸出は増えず、物価もあまり上がらなかった。

なぜ借り手が十分にいないかという点、「企業や家計は必要な分しかお金を借りない」からである。それは、紐を引っ張れば手前に物を近づけることはできるが、紐を緩めても物を前に押し出すことができないのと同じである。
① 異次元緩和の問題点…高すぎる物価目標
異次元緩和を機に為替市場ではドル高・円安が進み、輸出企業の収益は改善した。株式市場では企業収益の改善を好感して株価が上

図表3 日本銀行の期待した流れと現実とのギャップ

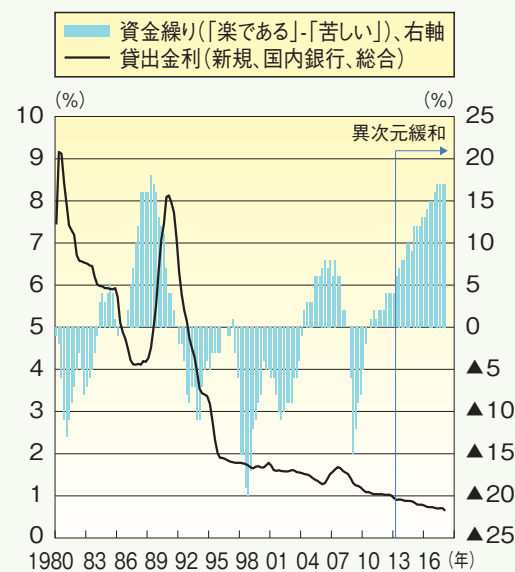


図表4 2%の物価上昇が実現したときの経済



データ出所：総務省、内閣府

図表5 企業の資金繰り判断と貸出金利



データ出所：日本銀行

昇、景況感は改善した。もつとも、ドル高・円安は米国金利の上昇によって米日の金利差が拡大したところによるところが大きく、日本国内の景況感の改善も世界景況の回復や自律的な景気回復によるところも大きかった。

しかも、異次元緩和には次のようにいくつかの問題点がある。

第1は、2%の物価目標が現実的でないとことである。2%の物価上昇率を実現するというところはバブル期並みの経済を実現することを意味しているからである。

図表4は、物価の上昇率と名目GDPの増加率を並べたものである。かつて物価上昇率が2%以上であったのは1980年頃から1992年までの約10年間であった。こ

の図は、2%の物価上昇を目標にするということは、バブル期並みの「異常に過熱した経済」の実現を目標にすることであることを確認したものである。

日本経済の実情に照らせば、せいぜい目標とする物価上昇率は1%前後であろう（ただし、それは物価目標を金融政策とすると仮定したときの話である。金融緩和によって物価上昇率を高めることは相当の無理があるわけであるから、物価上昇率を政策目標にすること自体が適切でないことになる）。

また、日本銀行の目的に照らして考えても、2%の物価目標を何があんでも実現しようとするのはいかがかという点がある。日本銀行法の第二条には、「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」とある。日本銀行が目指すべきは「物価の安定」であって、一定の物価目標を実現することではない。バブル期並みの物価上昇率2%を目標にするというのは論外である。

② 行き過ぎた金融緩和

第2の問題点は、金融はすでに十分過ぎるほど緩和されている、ということである。金融緩和が十分でないときに金融緩和を行うのは当然であるが、現在の金融緩和はあまりにも度を超している。

図表5は、日本銀行が行っているアンケート調査（日銀短観）の中の資金繰りの度合いを企業に質問した結果である。資金繰りを「楽である」と判断している企業の割合から「苦しい」と判断している企業の割合を引いた値（DI）は、2017年12月は17%である。それはバブル期の最も高かった時期（1989年3月18%）とほとんど同じである。このことは、企業は資金繰りの度合いがすでにバブル期のピーク並みの状態にあることを意味している。しかも、当時8〜9%の水準にあった貸出金利は1%を下回っている。金融機関の採算を考えると異次元緩和は無理のある政策である。

③ 日本銀行の財務の悪化

第3の問題点は、金融緩和が日本銀行の財務内容を傷つけていることである。

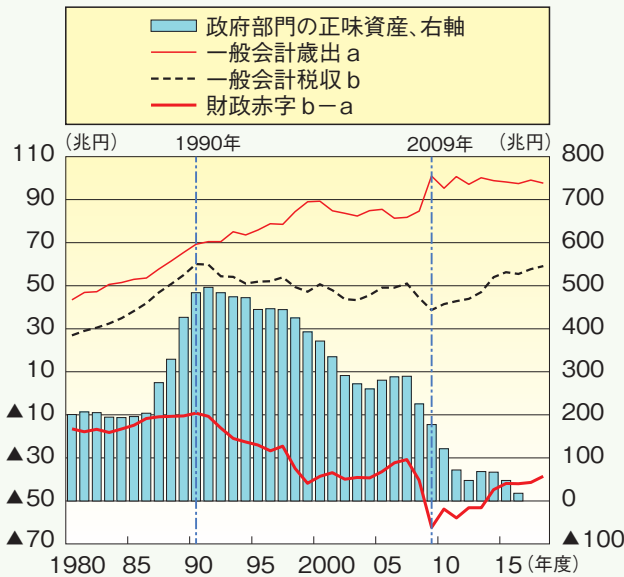
図表6は、日本銀行の主要な勘定を集約したものである。異次元緩和を続けてきた結果、日本銀行の長期国債は433・8兆円と名目GDPの9割に膨張した。このため、今後金利が上昇して債券価格が1%上昇すると約4兆円の価格下落が発生する計算になる。日

図表 6 日本銀行の主要勘定 (2018年4月末)
(資産勘定) (負債・資本勘定) (兆円)

資産勘定	負債・資本勘定		
長期国債	433.8	当座預金	388.5
貸出金	46.4	銀行券	105.0
ETF	19.5	その他	33.6
その他	35.4	内部留保	8.0
合計	535.1	合計	535.1

出所：日本銀行

図表 7 一般会計の歳出、税収、財政赤字と正味資産



データ出所：財務省、内閣府

は口実に過ぎないだろう。したがって、異次元緩和の問題点を正しく関係者に理解してもらい、前途は多難である。今後は以下の点が特に求められている。

第1は、これ以上の金融緩和は必要ないことを正しく理解することである。多くの企業は販売価格を引き上げなくても生き残っている体制をすでに整えていることを正確に理解しなくてはならない。

本銀行の内部留保は8・0兆円であるから、債券価格が2%上昇すれば債務超過に陥ってしまう。債務超過は民間企業でいえば、他の支援がなければいつ倒産しても不思議のない深刻な状態である。日本銀行の資産内容に問題が生じるということは、日本の金融システムを健全に維持していくことに赤信号が灯ることを意味する。

日本銀行の財務内容が悪化しても、政府が保証し支援すれば問題ないとの意見がある。しかし、前号で明らかにしたように、すでに政府部門も今年中か来年中には債務超過に陥るはずである。図表7は、地方政府等を含めた政府部門

の歳出、税収、財政赤字、正味資産を描いたものである。景気浮揚のための歳出増加、減税、国民健康保険や厚生年金保険への助成、介護保険・後期高齢者医療制度への負担増等により毎年大幅な財政赤字が続ぎ、正味資産は減少を続けてきた。2016年の正味資産は18兆円である。過去5年間の正味資産の年平均減少額は▲11兆円、10年平均では▲27兆円であるから、17年か18年には債務超過に陥っている可能性が高い。そうであるなら、政府部門が日本銀行を支援するといったも、それは債務超過先が債務超過先を支援するようなもので、根本的な解決にはなり得ない。

異次元緩和を収束させることの難しさ

いま、金融政策の中心にいる人たちは、本ペーパーで述べたような認識をもっていないように見受けられる。2%の物価目標が実現しなかったのは2014年4月の消費税率の引き上げ(5%→8%)のためで、それによってせっかく立ち直りかけていた日本経済が落ち込んでしまった、といった程度の理解しかしていない向きもある。しかし、仮に消費税の影響が大きかったとしても、その後4年を経過した今でも物価が大きく上昇しないわけであるから、消費税は口実に過ぎないだろう。

第2は、物価目標2%を取り下げることである。2%という物価目標がいかに日本経済にとって有害であるかは多くの論者も述べている。そうした指摘を謙虚に受け止め、市場や国民との十分な意思疎通に努めてほしいものである。

第3は、企業、家計の段階でも今後の厳しい経済環境を乗り切る自助努力をしなくてはならない、ということである。企業は自らの企業価値の向上をめざし、他に真似のできない価値の創造に注力することが求められている。家計も、より賢明な消費、貯蓄行動を工夫する必要がある。そのためには賢い消費を心がけるとともに、将来に明るい展望をもって臨むことが求められる。利益をもたらし可能性のある金融資産のウェイトを高めていくことも、今後はこれまで以上に重要になるだろう。

(株)京都総合経済研究所
東京経済調査部長 村山晴彦

*1 2018年4月20日、No.145、景気ウォッチング「6年目に入った異次元緩和の難題」
<https://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/topics201804.pdf>

*2 2018年5月1日、No.120「フアイナシナル・フォーラム ECONOMIC REPORT」財政赤字の現状と処方箋。
https://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/201805_02.pdf