

# 「量的・質的緩和の今後の展開について」

調査情報担当室

2015年3月31日、「量的・質的緩和の今後の展開について」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点のものである。また、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。

## 基調講演

飯田 泰之 氏（明治大学政治経済学部准教授）

○進行役 これから講演会を始めます。本日は、「量的・質的緩和の今後の展開について」をテーマとし、かねてより金融緩和政策を御提言されています明治大学政治経済学部の飯田泰之先生をお招きしました。それでは、飯田先生、よろしく申し上げます。

○飯田氏（以下、敬称略） 明治大学の飯田です。よろしく申し上げます。私自身は、最もコアな意味での専門は、季節調整法や在庫統計の分野を研究していましたが、博士課程在籍中に、日本に帰国されていた浜田宏一先生（現内閣官房参与）が所長をされていた、内閣府経済社会総合研究所の客員をつとめて以来、経済政策にも関心を持つようになりました。

## 1. イントロダクション （アベノミクス3本の矢）

さて、アベノミクスの「3本の矢」という政策が始まって以来、いわゆる教科書に書いてあるとおりの景気対策が行われています。つまり、不況時に何を行うべきなのかを模範解答的に言うと、金融緩和や財政出動をして長期的な経済成長の方針を示すことです。アベノミクスは、そのことをそのまま経済政策の核として行っています。これは、非常にオーソドックスな政策のように見えますが、これまでの日本の景気対策においては、財政出動一本で行われるということが多かったという事実があります。

しかし、この財政出動については徐々に効かなくなってきました。ほとんどの研究結果が、90年代以降、公共事業の景気乗数効果が落ちているということを明確に示しています。

乗数効果が低下している理由の一つとして、使い方が適正でない点が指摘されています。つまり、財政出動が景気対策に効果を発揮するのは、これにより民間企業の投資などが誘発される場合です。例えば、新しい道路を引くとしみます。これによって物流の利便性が上がり、それを目指して新しい投資が行われます。運送業者であれば新しいトラックを入れる、または新しく整備される道路沿いに建物を建てるといったような場合です。かつては

この効果が存在しました。しかし、現在の公共事業は、地方へ所得を再分配するという性格が強くなっており、これらの誘発効果がほとんど見られません。三大都市または七大都市圏での公共事業は有効性が高い一方で、それ以外の公共事業は有効性が低いという結果になっています。したがって、ほとんど車の通らない道路を地方に造っても誘発効果があまり見られないので、財政政策はほとんど効かないということになります。

また、公共事業が効かなくなったもう一つの理由は労働市場にあります。これを私は「部門内クラウドニング・アウト」と呼んでいます。例えば、公共事業を突発的に増やすと民間の建設工事の進捗が遅れます。技術者の人数には限りがあるので、例えば、100人の技術者のうち、公共事業が60%の人員を要する事業であるとする、民間では4割しか作業を行うことができなくなります。部門内で人材を公的な仕事が確保してしまうので民間の仕事が減って、効果を押し下げます。その大きさは、幅を持った推計ですが、2000年代で見ると、5割から7割程度であり、例えば、1兆円分の公的資本形成を積み増すと、民間の建設土木事業を最大で0.7兆円下押しするという状態です<sup>1</sup>。

このように考えると、財政出動は、経済の緊急事態に対して、いわゆる止血として行うものと捉えるのが良いと思います。資金を今すぐ出すわけですから即効性はありますが、持続性はありません。現在の日本の政策は、止血作業の



飯田泰之  
明治大学政治経済学部准教授

<sup>1</sup> 飯田泰之「財政政策は有効か」、岩田規久男・浜田宏一・原田泰編『リフレが日本経済を復活させる』（中央経済社、2013年）第6章。

ような経済政策であると言えます。

他方、金融政策は、短期、中期、長期のうち、中期的な経済政策になります。今回のアベノミクスのケースのように金融政策が短期で急激に効果があった例は、そう多くはありません。通常、金融政策は、効果が発揮されるまでに1年から1年半程度の時間が掛かると言われています。ただし、1年から1年半のラグを伴う代わりに、おおむね3年程度は効果が持続するので、金融政策は、実力どおりの経済活動が行えるよう経済のコンディションを整えるという点で非常に重要なものとなります。

しかし、仮に、マクロの経済状態が完全雇用GDPの状態、つまり現時点の技術・労働・資本によって最大の成果を上げたとしても、完全雇用GDP自体の水準が低ければ、金融政策の効果は、早晩、息切れします。つまり、経済は実力と実際のパフォーマンスの追いかけてこないと考えると、実際のパフォーマンスは、その経済が持っている技術、資本、労働から考えられる最大の生産量(実力)を超えることはできないので、経済の実力自体が低いと金融政策の効果はいずれ頭打ちになってしまいます。したがって、経済成長戦略によって技術水準などの生産性を高めていくような政策が必要であるというのが、初歩的な経済政策の理論における結論になります。

### (為替と株価の動き)

今回のアベノミクスにおいて、比較的、景気の立ち上がりが早かったのは為替レートと株価です。アベノミクスは、この経路を通じた経済効果が非常に大きかったことが特徴の一つとして挙げられます。2012年11月14日が株・為替の底値になっています。なお、雇用者総数が底打ちしたのも2012年10~12月の頃でした。野田内閣から安倍内閣への政権交代は実際には2012年末ですが、世論調査で政権交代が確信的となった11月の段階から資産価格が大きく変動しています。

なぜ、為替レートと日経平均株価が連動するかと言いますと、日本では、非常に多くの企業が特殊な収益構造を抱えているという理由があります。つまり、負債と人件費は円建てで支払うのに対して、輸出関係の企業や現地生産を進める企業を中心に、売上や子会社利益はドル建てという収益構造を持っているからです。この収益構造の下では、為替レートが動いただけで、円建てで見た収益が大幅に改善することになります。収益が改善することは配当可能利益が増えることなので株価は上がるという、非常に自然な流れです。このように株と為替は両者ぴったり連動して動いていました。ただし、2015年3月に入ってか

ら、急激に為替の動きと株価の動きの関連性が薄れています。これは、株式市場における3月決算企業の権利確定日(3/31)に際し、権利付き確定日(3/26)や権利落ち日(3/27)といった配当権利に伴う動きにより3月の値動きが不規則になりやすいからだと言われていています。しかし、株と為替の関連性が薄れるという傾向が、こうした3月の特殊要因ではなく、4月以降も続くとしたら、そろそろ為替経由の収益改善による株高というフェーズから次のフェーズに入り始めているのではないかと考えられます。

### (雇用に見るイザナミ景気との違い)

今回の景気の特徴については、“雇用”を見るのが一番早いと思います。前回2002年1月～2008年2月のイザナミ景気は「実感なき景気回復」と言われた景気回復でしたが、その理由は、東海地方を中心とした輸出関係の大企業によるものであり、その他の地域に少し波及した程度である点が指摘できます。例えば、有効求人倍率は、九州、東北、北海道の地区ではほとんど改善しませんでした。

このように前回の景気回復は地域間のバラツキが大きかったのに対して、今回の景気回復は地域間のバラツキは非常に小さくなっています。いずれの地域においても有効求人倍率が改善しているのが特徴的です。ちなみに北海道はバブル期以来の水準で、沖縄は本土復帰以来の高水準となっています。

次に、企業アンケート調査である日銀短観から、景気の先行き予想を取り上げて見ると、大企業、中堅企業、中小企業ともに並行して改善していることが分かります。これも統計開始以来の高水準で、大企業の見通しが最も高く、次に中堅企業、次に中小企業と並びます。この順番は、統計開始以来変わっていませんが、通常、大企業が良くなり、少し遅れて中堅、最後に中小が良くなるというように雁行形態で波及していき、中小まで良くなった頃には景気が終わるというのが、これまでの多くの景気回復パターンでした。しかし、今回の場合は、景気予想が転換したポイント、つまり消費増税の時期に景気予想が下落したポイントやその後に回復、停滞したポイントが、大・中堅・中小企業ともに並行的に進んできたというのが、今回の景気回復の特徴的な点です。

この理由は、今回の景気回復が、主にサービス観光収入の増大や消費主導の景気回復であったという点です。2013年は、特に、消費が経済をけん引する姿を見せています。そもそも消費や観光は地域差が少なく、場合によっては北陸、北海道、沖縄の方が改善のスピードが際立っていたこともあります。

### （黒田日銀の2×4政策）

こうした景気回復をもたらした要因は、まもなく開始から2年になる黒田2×4（ツー・バイ・フォー）という量的・質的金融緩和の実行です。これは、①マネタリーベースを2年で2倍にする、②購入する国債の残存期間の平均値も2倍にする、③ETFとJ-REITの買い入れを拡大する、④インフレ率2%を目標にこれらの政策を継続する、といった「黒田バズーカ」とも言われる金融緩和のフレームです。

このうち、重要なのは④のインフレ率2%です。政策の目標は④であり、その手段に当たるのが①から③です。実を言いますと、④が信頼できる形で提示されれば、それを実現させるための手法は何でも構いません。米国経済学者のポール・クルーグマンは、仮にそれが口約束でも、政府が100%の信頼を得ていれば、④を宣言するだけで効果が得られると説明しています。しかし、政府が100%信頼されている国は、民主主義国家では基本的に存在しないので、何らかの形で、④の目標は本気度を試されることとなります。

かつて、超党派の脱デフレ議連は、日銀法の改正を提言しました。日銀法の中に「インフレ目標」を書き入れることによって、日本は法治国家ですので、法律に書かれていれば人々は信用するだろう考えたからです。この提言は2008～09年の頃のものですが、現政権はこれを少し違った手法で達成したわけです。つまり、これまで長く「2%インフレ目標」を提案し続けてきた元財務官と大学教授を日銀の正副総裁に据えるという人事によって信頼性を高めたように、人的な方法でコミットメントを付けたわけです。少なくとも黒田総裁は20年近く、岩田副総裁はそれ以上、こうした提案をしています。

### （ゼロ金利政策・量的緩和とは「次元」が違う）

黒田日銀体制において、④のインフレ目標に説得力を持たせるために実施しているのが、「量的・質的金融緩和」です。これは異次元緩和という呼ばれ方をしますが、確かにこれまでの政策と次元が異なります。

従来の金融政策では、「ゼロ金利政策」が金融緩和としては最大限の努力であるとされてきました。確かに、ゼロ金利政策を長期間、例えば、4年間ゼロ金利政策を継続すると宣言し、それを市場が100%信用すれば、理論的には<sup>2</sup>、4年物の金利もゼロになるはずですが。

しかし、かつてゼロ金利政策を実施した日銀は、2000年と2006年に、デフ

---

<sup>2</sup> ここでは議論を単純化するため、ターム・プレミアム（現在から将来までの間の金利動向の不確実性等に対するプレミアム）を除いて考える。

レ脱却前または日銀が約束した消費者物価指数上昇率の水準よりも低い値であるにもかかわらず、このゼロ金利政策を解除しています。つまり、2000年には、明確なデフレ状況下で、2006年は、消費者物価指数の速報値段階でわずかゼロコンマ1程度のプラスになったところで、それぞれゼロ金利を解除しました。なお、2006年のときの話には後日談があり、消費者物価指数の基準改定を行った結果、マイナスのままだったということがありました。

少なくとも、これまでどおりの日本銀行の体制下において、今後デフレ脱却まで長期に亘ってゼロ金利を継続すると宣言しても、2000年と2006年のように簡単に解除可能なゼロ金利政策では問題があると思います。

他方、量的緩和政策ならば問題がないのでしょうか。例えば、マネタリーベースを2倍にするだけで良いのでしょうか。こうした量的緩和については、かつての日本銀行も既に実施しています。しかし、中央銀行会計に従えば、残存期間13カ月物の債券は長期債に分類されるほか、日本銀行の会計報告上、来月満期を迎える十年債でも長期債と記載するルールになっています。

これを踏まえて、当時の日銀の量的緩和を見てみますと、確かに量的緩和によって長期債の買入れ額は1.5倍に膨らんでいます。しかし、ここで「長期債」というのは、残存期間を問わない十年債のことを指します。そこで、この長期債のうち残存期間が2年以上ある長期債を集計し、これを「事実上の長期債」として見るとほとんど増やしていないどころか、むしろ一時期減らしていたのではないかと思われる結果になっています。

少なくとも2年以上、最低でも13カ月以上残存期間がないと通常の簿記では長期債とは見なすことは難しいと思います。このように、前回の量的緩和は、「事実上の長期債」の購入を行っていませんので、量的緩和が効かなかったということが言えると思います。

このように考えると、必要な政策は、まずは量的緩和を実施し、しかもその量的緩和は本当の意味での長期債を買う形で行い、それをインフレ率2%になるまで継続するということです。今後、様々な場面で「2年でインフレ率を2%にする」という目標が達成できなかつたとして議論されることになるかと思いますが、しかし、重要なのは「2年で2%」という点より、2%を達成するまで緩和は止めないというコミットメントの方です。中央銀行副総裁就任前の岩田先生や、審議委員就任前の原田泰氏の過去の発言を見ると、年限に拘わっていません。2%達成まで続けること、それを裏切らないことが重要だと強調しています。

## 2. なぜインフレにできるのか

### (経済成長悲観論の問題点)

こうした政策ではインフレにすることはできないと主張する人も多くいます。

その理由の一つ目として、日本経済は成熟国であり成長の伸びしろが少ないからだというものがあります。これは2013年中に消費者物価上昇率がマイナスからプラスに転化しましたので、最近あまり聞かなくなりました。90年代、2000年代を見ますと、成熟国でも実質経済成長が2%、インフレ率が2%となっており、イタリアやフランスのようにあまり景気の良くない国であっても実質1%程度、インフレ2%程度あります。名目成長率ならば3~4%程度というのが成熟国の一般的な成長率です。一人当たりのGDPで見ると、日本は米国の8割程度で、イタリアと日本が最下位を争う程度です。米国、英国よりも成熟国であると主張するには少し無理があるでしょう。

インフレにできないとする二つ目の理由は、人口構造の変化とインフレ率の関係です。しかし、両者の間にそれほどの関係はありません。実際にOECD加盟国について2000年代の人口構造の変化とインフレ率の関係をグラフにしても、有意な関係性を見ることはできません。

参考までに、人口減少が日本経済にどの程度のインパクトを与えるかという点について算出すると、「人口減少×2/3」程度の影響をもって供給能力の低下に働きます。これは成長会計と呼ばれる手法で算出したものであり、例えば、労働投入量が1%減ると0.65%程度だけ生産能力に下押しが働きます。2010年代ですと、おおむね0.6%程度となります。これで計算すると人口減少のピークと予測される2030年代、40年代でもおおむね1%程度経済に対して下押し圧力としてかかるだけです。先進国の平均的な生産性向上率が2%、インフレ率が2%、名目経済成長率で4%であることを考えると、日本は、労働人口の減少を折り込んでも実質1~1.5%、インフレ率2%で、3%台前半から半ば程度の経済成長が達成されてもおかしくないことが分かります。

なお、高齢者を活用するケースや女性就業者数のM字カーブ解消ケースまで考慮すると、人口減少による下押し圧力を緩和することもできます。もちろん1%近く潜在成長率を押し下げるので、問題がないということではありませんが、一般的に受け止められているイメージと比べると、絶望的な経済成長の停滞要因になるとは言えないのではないかと思います。

### (価格上昇の原因)

では、どのように物価は上がるのでしょうか。一つは、原材料価格の上昇で

す。例えば、為替レートが円安方向に動けば、輸入原材料が上昇しますので物価は上がることになります。これだけでは不幸な価格上昇です。もう一つは、需給の逼迫です。これは幸運な価格上昇であり、希少なモノやみんなが欲しが  
るモノならば、その値段は上がります。

そして、実はこれが一番重要なのですが、原材料価格でも需給逼迫のいずれでも構いませんが、将来値上がりするだろうという予想があるだけで価格というのは上がるということです。特に、資産性の高いもの、つまり買っても保存できるタイプのモノに関しては明らかです。身近なものとしては、株があります。株は将来上がるだろうと思えば、今買うのがベストです。不動産についても下げ止まったと思ったら買いが入ります。耐久消費財等や設備投資機械についても同様に考えることができます。

### （相対価格と物価）

ここで物価、特に将来の物価とは何かを考えます。経済学の基礎的な話になりますが、個々の財の価格と物価は必ずしもイコールではないということです。そもそも物価とは、消費者物価指数（C P I）が典型的な例ですが、これはある財の組み合わせ——家計調査で調べた平均的な日本の家計の消費パターンを基にした財・サービスを入れたバスケット——を購入するために必要な最小費用の推移を測るために使われるものです。より政策的に言えば、2000年基準の現在のC P Iは、2000年の平均的な購買行動を、今年の時点で買うとすればいくらになるかという価格比で調べることです。

### （物価とは何か）

仮に、リンゴしか買わない経済があるとして、リンゴ1個100円のとき、1円の価値は1/100リンゴで、リンゴ1/100個となります。このとき、リンゴ1個が200円になると、1円の価値は1/200リンゴとなります。このように考えると、物価が上がる（＝インフレになる）ということは貨幣の価値が下がるということの意味し、逆にデフレになるというのは貨幣の価値が上がるということになります。

では、貨幣の価値はどのようなときに上がる（＝デフレになる）かと言うと、貨幣が少ないとき、または将来の貨幣が少ないと予想されるとき、または皆が貨幣を欲しがるときです。一方、インフレは、貨幣が現時点で大量にあり、そして将来も継続的に潤沢であるという状態です。つまり、手元にお金を貯め込んでおく必要がないと皆が判断すると貨幣の価値が下がります。これが幸運な



形か不幸な形で起こるかは関係なく、インフレーションという状態です。

これを踏まえて、先ほどの黒田2×4を見ますと、マネタリーベースを2年で2倍にし、これをインフレ率が2%に到達するまで実施しようとするものです。これはかなりハードな道なので、長期に亘って継続するとなると、現在マネーが潤沢にあり、将来も潤沢にあるので、マネーの価値は下がることとなります。将来もマネーが潤沢にあることが、かなりの確度で予想され、貨幣の価値は、現在下がることとなります。

### （金融政策の手段）

伝統的な金融緩和の手段は、短期金利いわゆるコールレートを低くするものです。コールレートを低くすると、民間銀行の融資が活発化し、その結果、日銀当座預金の必要準備金残高が減ります。減りすぎて必要準備を満たせなくなると、インターバンク市場から借りなければなりません。この借りるときの金利がコールレートですが、コールレートが非常に低い水準ならば、万一の時も、超低利で借りることができるので、民間銀行はさらに積極的に融資を行おうとします。このように、積極的融資が市場にマネーを供給するというのが一般的な金融緩和の方法です。

しかし、金利がゼロになると、これ以上金利を下げることはできません。実際には、手数料の関係で少しだけマイナス金利になることにはなりますが、この手数料を無視して考えると、金利がマイナスになることは絶対にあり得ないわけですね。そうするとゼロ金利以降の金融政策は、従来とは異なる方法で行われなければなりません。

### （ゼロ金利以降の経済政策）

これについては、2004年のバーナンキ氏とラインハート氏による非伝統的な金融政策の定義があります<sup>3</sup>。これに基づき、ゼロ金利に到達した後、どのように経済政策、金融政策を行えば良いかを整理しています。

一つ目の方法は、短期金利が、現在予想されているよりも、より長期に亘って低くなることを保障することです。簡単に言えば、ゼロ金利の期間が、市場が予想しているよりも長期化することを信じてもらうことだとしています。

二つ目の方法は、中央銀行がバランスシートの構成を変えることです。リスク資産を買ったり、短期国債ではなく長期国債を買ったりします。例えば、中

---

<sup>3</sup> Bernanke, B. S. and V. R. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates," *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 94(2), 2004, pp. 85-90.

中央銀行が民間銀行から長期国債を買くと、民間銀行は長期国債に代わる収益性のある資産を探し始めます。それは株、為替、最も望ましいのは融資ですが、とにかく中央銀行が、民間銀行から国債という資産運用手段を奪ってしまうことで他の資産にお金が行くことになります。これはポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれます。

三つ目の方法は、特に、一つ目の方法を確固たるものにするため、二つ目の中央銀行のバランスシートを量的に拡大するというものです。民間銀行は、預金量に応じた準備金を日銀当座預金残高として預け入れておく必要があります、それが不足した場合は、インターバンク市場でコールレートを払ってお金を借りるとするのは前述したとおりですが、そもそも必要額以上に日銀当座預金を預けていれば、よほどの理由がない限りインターバンク市場から資金を借りる必要はないわけです。そうすると、今後景気が良くなり短期金利を引き上げていく際には、まず、必要以上に積み上がった日銀当座預金残高を徐々に必要準備額まで減らす必要があるため、巨額の日銀当座預金があるとゼロ金利を解除するまでに時間を要します。つまり、ゼロ金利を解除しようとしても、時間がかかるならば、市場としては長期に亘ってゼロ金利が続くだろうという予想が立ちやすくなります。長期に亘ってゼロ金利であるという予想が立つと、長期の金利が下がり、それに連動して貸出金利が下がります。貸出金利が下がると企業融資にとって有利な条件というのが整うという順番です。

### (金融政策のプラン)

以上がバーナンキ＝ラインハートの定義ですが、これをより具体的に、日本への提言の形でまとめたのがクルーグマン氏です。

クルーグマン氏の整理によれば<sup>4</sup>、バーナンキ＝ラインハートの方法は穏健案とされます。先ほどの非伝統的政策の三つの方法のうち、一つ目が、いわゆるインフレ目標政策や時間軸効果と呼ばれるもので、二つ目が、FRBが積極的に行った信用緩和策、三つ目はかつて日本銀行が行った量的緩和です。これまで多くの国は、三つの方法のうち、いずれかしか実施していなかったことになります。つまり、一つ目は1999年、2004～05年の日本銀行、二つ目は2008年以降のFRB、三つ目は、現在いずれの国の中央銀行も実施していますが、強いて言えば、福井総裁時代の日本銀行の量的緩和となります。

しかし、クルーグマン氏は、これらの政策を一つずつ独立して行うのではな

---

<sup>4</sup> ポール・クルーグマン『さっさと不況を終わらせろ』(原題：“End This Depression Now!” 山形浩生訳)、早川書房、2012年

く、まとめて全部実施することを強く推奨しています。先ほどの穏健案を全て同時に行う案について、クルーグマン氏は「メニューA」と呼んでいます。将来的な短期金利の指針、つまりどこまでゼロ金利を続けるのかを宣言して、長期国債を中心とした短期国債以外の資産を購入し、中央銀行のバランスシートを拡大する。これら三つを同時に行うことが穏健なリフレーション政策となります。

一方、クルーグマン氏はもう一つの「メニューB」を薦めています。つまり、はじめに長期金利自体に目標を設け、例えば十年債利回りが1%以下になるように誘導する。例えば、十年債利回りについて、日本はすでに1%以下ですが、米国の場合は1.9%なので、これを低くすることを宣言し、次に、通貨を切り下げ、最後に、通貨発行で生じた貨幣発行益をもって財政支出を行う。簡単に言えば、一種のヘリコプターマネーのように、お札を刷って撒いてしまおうというものです。さらに、クルーグマン型インフレーションターゲットを実施します。通常のインフレターゲットは1年で2%にするというのですが、クルーグマン型では、物価停滞の開始時点から2%で伸びたならば到達していただろうと考えられる物価水準をはじめに示して、このトレンドラインに追いつくまで金融緩和を続けると宣言するというものです。日本の場合で言えば、経済停滞の出発点であった1997年から2%で伸ばした物価水準に実際の物価水準が達するまで金融緩和をするということです。つまり停滞が長期化すればするほど長い期間ゼロ金利または金融緩和を継続するという宣言になります。以上の政策を全て行うのが「メニューB」であり、こちらの方が日本にとって必要であるとしています。

現在の黒田日銀による異次元緩和は、メニューAに、メニューBのうち、長期金利目標、長期金利の抑制のほか、明確には言われていませんが、通貨切り下げを取り入れたものであると整理できます。

### 3. インフレがなぜ経済を刺激するのか

#### (インフレが経済を刺激する経路)

インフレが経済刺激を行う経路は、実は多岐にわたるチャンネルがあり、これはマッカラム・ルールという金融政策ルールとして知られています。その中で比較的メジャーなものとしては、①金融緩和そのものの効果、いわゆる伝統的な金融政策と同様に融資を増やす効果、②実質金利の低下の効果で、将来物価が上がる、または金利が上昇するならば現在買う方が得だと考える効果、③為替レートの影響によって、初期に働くものとして海外の売上げを円換算するこ

とで売上高が大きくなる効果と、少し長い目で日本人の賃金をドル換算することで労働力が安くなり生産拠点が国内に回帰するという効果があります。また、④労働市場の価格硬直性に関する話で、インフレになると失業が減るという効果、⑤バーナンキFRB前議長自身が発見したフィナンシャル・アクセラレータ・メカニズム<sup>5</sup>があります。

### （労働市場を経由した影響）

再び教科書的な説明になりますが、賃金の金額というのは、あまり動かさず下方硬直的であると考えられています。したがって、企業にとっては、製品販売価格が上がると、実質賃金つまり企業の製品価格当たりの賃金が低下します。つまり、現在の従業員に支払う賃金が、事実上安くなるのと同じ効果となり、より多くの人を雇用するように行動します。

実際にも、実質賃金が低下して雇用が拡大していますので、この理論の妥当性は高いとは思いますが、今回は春闘の結果が良いため、実質賃金低下の効果がどの程度かは分かりません。ただし、少なくとも中小零細企業に関しては、このような経路が働いたのではないかとと言えるのではないのでしょうか。実質賃金の下がるのは良くないという話も聞きますが、私自身はこれをポジティブに捉えており、こうした状況によって失業者の数は大きく減って、職を得ている人と失業者の格差は縮まっています。

ちなみに、幸福の経済学という分野がありますが、人々の幸運や幸福度に影響を与えるのは金銭よりも失業であるとされ、最近の日本の労働環境では、失業率が3%を切るようになるとほぼ完全雇用の状況であると考えられており、実質賃金下がって雇用が拡大するということは必ずしも悪いことではありません。もちろん実質賃金も上がって雇用も増えるのが最善ではありますが、そこまで到達していなくても、経済を刺激することになります。

### （為替レートを通じた影響）

為替レートに関しては、先ほど説明した海外売上の円換算額の増大による効果が非常に大きくなります。その他としては、国内と代替的な海外製品の円換算価格が高騰するという言い方をするものですが、この典型的なものは観光業です。北海道や沖縄に関してはバブル期以来、本土復帰以来などの記録が出始めています。つまり、円安によって、日本人旅行客のうち、台湾やグアムなどの近場の海外旅行か、沖縄などの国内旅行かを迷っていた人が、海外旅行は高い

---

<sup>5</sup> 金融面から実体経済に影響を及ぼす経路を通じて、経済の振幅を拡大する効果・機能のこと。

ので、沖縄や北海道を選ぶようになります。また海外の旅行客にとっても、アジアの旅行先として、台湾、韓国、東京、グアム、サイパンのうち、円安の東京を選ぶようになるということも非常に多くなります。現在、ホテル満室率もバブル期以来ですし、いわゆる宿泊価格も12カ月以上連続で上昇しています。

ただし、難しいのは、消費者物価指数が、実態に追いついてこないことです。消費者物価指数は、正規価格を中心にした統計なので、特売品の価格を扱っていません。例えば、最も高騰しているホテルの一泊料金について言うと、これまで正規価格で2万円のところ、ネット旅行会社で予約すると5,000円と格安価格で泊まれるホテルがたくさんありましたが、現在は、格安価格のものをほとんど見かけません。しかし、正規価格の2万円に変化がなければ、物価には反映されません。

他方、円安によって輸出が増加するまでには、長くかかります。ようやく昨年末から徐々に輸出が改善してきた状態です。つまり、一度海外に転出した企業や生産地点を国内に戻すという意思決定をするには、少し円安になったからというわけにはいきません。当然、固定費用が掛かりますし、会社の操業場所を別の場所に移すことは簡単ではありません。

なお、1985年のプラザ合意でドル安になってから、アメリカの輸出が増加し始めるのに丸4年掛かっています。この間、一時的に経常収支が悪化して徐々に輸出が回復して経常収支が改善するという、いわゆるJカーブ効果が現れたのが1980年代のアメリカです。当時アメリカでは、教科書に書かれているが全く実現しないではないか、経済理論は間違いではないかという大論争に発展しました。ところがその後、アメリカでも輸出が回復していきます。貿易赤字が大きすぎたため黒字転換まではなりませんでした。1985年から起きたドル安によってアメリカ本土へ生産拠点が回帰する動きが生まれるまでに4年かかっています。今回、日本の場合は2年程度で徐々に輸出が回復して来たので、むしろ傷は浅かったと言えるかもしれません。

この為替レートを通じた影響というのを考えるときに、円安によって原材料価格が高くなるという人もいます。しかし、日本のGDPに占める原材料の輸入は7%程度です。これが大幅に上昇したからといって、大幅なコスト圧迫要因になるとはあまり考えられないのではないかと思います。現在、原油価格が大幅に下落しましたが、ここから更に20~30%下がるのは考えられないので、今後、少しは価格を戻してくると思います。この原材料の高騰による収益悪化の効果は今後発生し得る状態ではありますが、仮に生じてもそれほど大きな影響力を持つとは言えないと思います。

### (資産価格とバランスシート)

今回の景気回復で重要なポイントは、資産価格です。資産価格が経済に与える影響について、アーヴィング・フィッシャー氏がデット・デフレーション仮説として提案し、1980年代から90年代にかけてバーナンキ氏が数学的なモデルにしています。この仮説は簡単な話で、企業や家計にとってのいわゆる「懐の余裕」は、純資産(=資産-負債)で決まっています。このうち、負債は名目値であり、経済状況に応じて負債の価値は変動しないので、景気が良くなって資産価格が上がると、懐に余裕が生まれ、企業は設備投資などを増加させる、また、家計ならば消費などお金を使うようになります。今回の場合、株式市場の立ち上がりがあったので、時価ベースで見たバランスシートが改善し、投資が積極化しやすかったことが分かります。

## 4. 世界大恐慌と昭和恐慌

### (世界大恐慌に関する通説の誤り)

現在、以上のような金融緩和のフレームを日、米、英、ユーロの主要4通貨が全て同時に行っているという極めて珍しい状況になっています。少なくともバーナンキ=ラインハートの意味での非伝統的な政策またはクルーグマン氏の言うところのメニューAまでは全ての主要通貨4通貨が行っていることとなります。

これと近い状況が、世界大恐慌時の世界的な金融緩和で行われました。世界大恐慌については、世界史の教科書で言われることは必ずしも正確でなく、世界大恐慌で主要な資本主義国が同時に不況に突入したのではなく、金本位制を取っていた国だけの出来事です。例えばスペインは金本位制を取るに足る十分な金を準備できず、金本位制に復帰できなかったゆえに影響は軽微でした。また、ソビエト連邦も、社会主義国ですが、金本位システムを取っていなかったことが幸いしました。

1931年当時、まず初めにイギリスが金本位制を停止し、日本、ドイツ、アメリカ、フランスと続きます。当時の三大経済大国である英・独・米が同時に為替切下げを行って為替切下げ競争が激化し、経済の悪化に拍車がかかったと言われています。しかし、大恐慌に関する国際学派と呼ばれる研究グループ(ピーター・テミン氏、バリー・アイケングリーン氏が中心人物で、バーナンキ氏もその研究グループの一人とされることがある)が丹念にデータを発掘した結果、実は為替切下げ競争によって世界大恐慌のショックが和らいだという研究

を発表しています。

1980年以降、最近ではピケティが典型ですが、昔のデータを、各種記録を基に再現して統計的な分析を行うという研究が盛んになると、定説とされていたことと、統計から見える事実が違ふと言うことが様々な分野で分かってきました。このうち、大恐慌研究もデータを発掘し計量的に分析してみると、為替切下げ競争がむしろ回復を早めたことが分かってきています。

こうした世界大恐慌に関する通説の誤りと同時に、当時の日本は非常に特殊なことを行っており、金本位制に復帰する際に、第一次世界大戦前の水準で為替レートを固定相場制に復帰させましたが、これは円高政策を取ったということでした。濱口雄幸内閣の井上準之助大蔵大臣が1ドル2.8円程度だった為替レートを1ドル2円の固定相場制に戻しました。つまり人為的に4割の円高にするという政策を取ったわけです。

大恐慌当時、3年間で東証平均が40%以上下落し、小売物価が30%下落します。なお、戦前期の小売物価の下落が激しい理由は、米や芋や油といった差別化がない製品が多く、乱高下しやすいという点があります。製品の差別化がない場合、景気が悪くなると価格を下げて売る以外の方法がないので、物価の上下動が非常に大きくなります。東証平均は半額近くにまで落ちましたが、1931年12月に金本位制を放棄すると、半年間で東証平均の下落をほぼ取り戻します。

### （昭和恐慌からの脱出）

このように金融政策姿勢の変化が短期間に経済を回復させた例としては、日本の昭和恐慌が非常に重要です。昭和恐慌からの回復の過程で特徴的なのは、銀行融資が全く増えていない点です。銀行融資が増えていないので、マネーストック（旧マネーサプライ）も増えていません。しかし景気は回復しました。

これは、なぜかと言いますと、1923年頃から企業は内部留保を貯め込むようになっており、1932年から1935年までの景気回復においては、内部留保を投資や賃金に振り向けています。残念ながら1936年2月26日以降の混乱で、銀行からの新規融資を必要とするところまで景気は回復しなかったのですが、仮に日本社会が平穏無事であれば、銀行融資は増加していたのではないかと思います。

当時の日本の景気回復過程において特徴的なのは、典型的な賃金ドライブによる景気回復、労働市場の価格硬直性経路による景気回復が起きたことです。つまり、1928年から1931年にかけて、実質賃金が急上昇し、それによって景気が急速に悪化する。インフレになったら実質賃金が下がって雇用が急速に改

善し景気が回復するという動きです。教科書に書かれているような、需要曲線と供給曲線があつて実質賃金が下がって失業が減るといった典型的なことが、日本で起きていました。なお、1937年に実質賃金が急落しますが、これは指令経済に入ったことによる影響です。一方、英、米、独の3か国は実質賃金低下よりも、雇用や資産価格経由での回復が見られています。

## 5. おわりに

今後の日本経済の回復は、いずれのタイプによるかは分かりませんが、今回の日本の回復を見ると、為替といった資産市場の経路が効くことは間違いないようです。労働の経路は、先ほども申し上げたように中小企業に関しては効いているのかもしれませんが。このように、インフレは経済を刺激するということを強調しているのは、様々な経路があるからです。かつて、金融緩和をしてもどの経路が効くのか分からないとして金融緩和に積極的でない人もいましたが、私が金融緩和派として申し上げていたのは、どの経路が効くかは分かりませんが、たくさんの経路があることが重要だと説明してきました。

以上が量的緩和政策の今後の展開ですが、国際的な視点から話をすると、現在、日、米、英、独の4か国が同時にインフレの状態になったのは、私自身は望ましいことと考えています。つまり、世界大恐慌をめぐる為替切下げ競争が世界大恐慌のショックを最小化したという議論が、現代も成り立つ可能性があることが分かったからです。

今後の対応として最も苦しい立場に置かれているのが米国です。米国の場合は雇用市場を見ても、景気が頂点の状態であるという認識をしている人が多く、金融緩和の出口を探し始めています。しかし、日本、英国、ユーロが金融緩和を行っている中で、仮に米国だけが金融引締めを行うと、引締めの効果が効きすぎることになります。このため、先週、米国FRBのイエレン議長は、ゼロ金利の長期化はやむを得ないという発言をしています。実はイエレン氏やローマー氏などは、出口政策に消極的な人たちでした。ユーロと日本が緩和を継続する中で、米国の金融緩和の出口は、遠退いたと考えてもよいと思います。

実際、3月にテーパリング<sup>6</sup>の催促相場が生じて、ドル高や株価が過剰反応する状態が続きました。すると、イエレン議長も不安定化の要因を抱えたまま出口政策を続けると景気に対してブレーキを踏みすぎることになるので暫くは金融緩和を続けようということになります。つまり、4主要通貨が全て金融緩和

---

<sup>6</sup> 量的金融緩和第3弾（いわゆるQE3）による国債等の資産購入の規模を段階的に縮小していき、最終的に新規の資産購入額をゼロにすること。



という状態は少なくとも2年程度で解消される目途はありません。この状況は、主要国にとってはむしろ好ましく、世界経済規模で見ても比較的悪くはない状態です。ただし、ドルに対して固定相場制を取っている発展途上国が、どこまでこれに付いて来られるかが問題となります。アメリカが金融緩和を続けると、固定相場制の国ではインフレが起きることになります。アメリカにとっては、デフレを避けるために必要不可欠なインフレですが、発展途上国は20%、30%というインフレに帰着する可能性があります。例えば、原油だけではなく、大部分の食料品を輸入に頼る国の場合、高インフレによって政情が不安定化したりすることもあるので、新興国経済にとっては厳しくなります。この点で、アメリカの緩和がこれ以上長引くのは厳しい側面もあるのかもしれませんが、以上です。

**○質問者1** 今後の金融緩和の展開について話を伺います。2%のインフレ目標を達するために、どのような方策にも関わらず実施すべきだというお話がありました。現状を踏まえると2%目標達成は厳しいと思います。仮に、目標達成が見通せなくなった場合、今後の量的・質的緩和としてどのような政策を行うのが望ましいと考えられているのか、教えてください。

**○飯田** ここで本題になるのは、お話した黒田2×4における④番のインフレ率2%の目標です。この④番が民間に確信されることが最も重要となります。このためには、やはり日銀法改正が方法になると思います。国会でも安倍首相が2%未達の場合は中央銀行に説明責任を果たしてもらおうつもりであると答弁しています。ここまで金融緩和に関する信念を持って実施していますが、金融緩和の継続性は、安倍首相に負っている部分が大きいです。先ほどお話した黒田・岩田のキャラクターに負っているところが大きい状態です。ある意味で人事主義みたいな経済政策になっていますが、あまり正しい政策ではないと思います。

米国でもグリーンズパン氏からバーナンキ氏にFRB議長交代の前後に、バーナンキ自身が明確なターゲットシステムの必要性に言及していました。つまり、バーナンキ氏は経済学者でアカデミック出身なので、マーケットと上手に対話することに不安があり、法律や制度で手足を縛って欲しいと就任前に発言したわけです。日本も法律的な措置というのが望ましいと思います。同時に、出口政策を明確にするためにも、例えば、インフレ率の目標を設け、それを上回った場合に金融引締めなど必要な措置を講じる旨を法律に書いてあれば、出

口政策も分かりやすいのではないのでしょうか。現状では、何年の何月から出口政策ですと答えることはできませんが、インフレ率が3%を超えるような状態は容認しないと宣言すれば、最も明確な出口政策なのではないかと思っています。

**○質問者2** 仮に法律に記載したとしても、実際にどのような手段でインフレ率を上げていくのかが問題になると思います。現に日銀も様々な手段を講じていますが、なかなか物価が2%まで上昇するような状況にはなっていません。

日銀は、異次元緩和の効果について、長期金利の低下、ポートフォリオ・リバランス効果、期待インフレ率の上昇の三つを挙げていて、一番目の長期金利低下の効果は出ているようですが、これは日銀が買っているから下がっているだけで、むしろ市場での価格形成を歪めているとも言えるのではないかと思います。この中、これ以上の追加緩和は良くないのではないかという懸念を持っていますが、この点について先生の御意見をお伺いしたいと思います。

**○飯田** 今後の政策手段として、私は、これまでもマネタリーベースを増やす必要はないと主張してきていますので、追加緩和として量を増やすことに実体的な効果は薄いと考えています。単純に④番目のインフレ2%というコミットメントを明確に見せるという方法を取る方が良いと考えています。

つまり、④番のインフレ率2%を100%信用させることは、ゼロ金利の継続でも達成可能な政策です。現在の金融緩和では、ポートフォリオ・リバランスといった資産価格効果が現れていますが、こうしたコミットメントを強めるために国債購入を行っている側面も強いと思います。

このようにコミットメントの力を強めることが一番重要だと思っていますが、2年間でということの日銀が宣言してしまったので、2016年1月頃には、目標到達していないといった議論も出ると思います。ただし、私自身としては、マイナス0.7%のデフレからプラス1%台のインフレに持っていただけでも大変なことではないかと思っています。また、2%未達成に関しても、例えば、比較的厳しいフレームを持っているイギリスや、最も厳しいフレームを持っているニュージーランドでも、未達成に関して中央銀行の責任問題になるということは聞いたことがありません。インフレターゲット2%は、1.5~2.5%であればほとんど合格点であり、仮に1.5%を下回ったり、2.5%を上回ったりしても、それがわずかな差であれば議会で多少話題になる程度というのが海外の事例だと思います。

○質問者3 先ほどの質問にあった日銀の三つ目の効果として、期待インフレ率の上昇がありました。クルーグマン氏が提案していたのは、将来のマネーの量が増えることによって期待インフレ率が高まるということだったと思いますが、今の先生の話ですと、将来のマネーの量ではなく、コミットメントが直接、期待インフレ率に影響を与えるという認識になるのでしょうか。

○飯田 クルーグマン氏の提案の問題は、マネタリーベースとマネーストックの差がないモデルであるという点です。金融仲介機能を明示的に取り込んでいないので、中央銀行がマネーストックを決めることができます。ですので、例えば、しっかりした期待インフレ率の上昇があつて、十分な時間を取ると、遠い将来で十分な貸出が発生してマネーストックが増えている。これはマネタリーベースが変わらないケースでも十分考えられることなので、クルーグマンモデルのキーは量ではありません。実際、クルーグマンのモデルは、専門的に言うと、第2期に、いわゆる一般的な経済状態になっていけば何でも成立するものなので、それがマネタリーベースの2倍なのか、マネーストックの2倍なのか、適正な金利がプラス水準に戻っているのかのいずれでも良いので、解釈次第なのかなと思います。

○質問者4 今、世界的に議論として湧き上がっているものに世界的な自然利子率の低下という問題があるようです。サマーズ氏が言い始めた話と記憶していますが、その自然利子率が下がっているので、期待インフレ率やインフレ率自体も世界的に下がっているのではないかと言われています。そうすると、あまりにも高い物価目標をコミットすると、いつまで経っても目標が達成できなくなり、それに対して、さらに大胆な緩和政策が取られるといった悪いスパイラルになる懸念もあると考えられます。そこで自然利子率の低下とインフレ目標2%との今後の考え方について教えて下さい。

○飯田 この点に関しては、自然利子率が下がった場合には、むしろインフレ率は高めに誘導しないといけません。例えば、自然利子率に対して、実質利子率（＝名目利子率－予想インフレ率）が等しくなっていないと完全雇用状態に到達しません。極端な例で言えば、自然利子率がマイナス3%であった場合、実質利子率をこれと同じマイナス3%に持っていくためには、名目利子率がゼロ金利だとすると、3%のインフレ率が必要ということになります。自然利子

率がマイナス5%ならば5%のインフレが必要ということになるので、自然利子率がマイナス域に行けば行くほど、「のりしろ」としてのインフレ率が必要になってくると思います。

**○質問者5** 今のお話の中で、インフレ5%というお話がありましたが、インフレは、実体経済に対してアクセルにもブレーキにもなると思います。最近では、消費税増税や原油価格上昇によるコストプッシュで消費が落ち込むといった現象が見られる中で、2%や5%といったインフレは景気のブレーキになるのではないかと思います。この点をお伺いします。

**○飯田** 一番大切なのは、インフレが継続することです。つまり、継続可能なレベルのインフレーションの場合は、待てば待つほど物価が上昇しますので、早目に買っておく方が有利になることであり、消費税増税の際に見られた駆け込み需要のようなものです。逆に、大幅なインフレーションが買い控えを生むのは、これが一過性のものだろうと思わせるからです。

例えば、一過性の価格上昇であれば、その間はできる限り消費を行わないのが最善策となります。継続的な物価上昇であれば、むしろそれは需要を増やした方が最善策になります。先ほどの5%はたとえ話であり、実際には、設備投資等を考えると、おおむねインフレ率2%が下限になります。銀行の審査費用とリスク費用を考えると金利2%以下での貸付は、コスト割れをすることになります。2%インフレで実質金利が0%になるので、その辺りの水準が妥当かなと思います。

また、先ほどの自然利子率は、固定的なものではなくて、景気が良いと上昇することになります。本日は詳細を説明できませんでしたが、かつての自然利子率にはトレンドがあって、そのトレンドの周りを循環的に回っているという理解が主流でした。このトレンドを決めるのが成長政策であり、循環的に回るのが景気循環と多くの人が解釈するわけです。しかし、最近の研究ですと、この長期トレンドというのは実は存在しないのではないかと、長期トレンドは後付けで引かれたものではないかという議論があります。例えば、ローレンス・ポール氏などが主張しています。

というのも、過去の例で典型的なものとして、リーマンショック、世界大恐慌、バブル景気の時期に、このトレンドいわゆる潜在成長率の推計方法を適用して推計すると、リーマンショックや世界大恐慌の時は、これらを境に一気に潜在成長率が落ち、逆にバブル景気の時には潜在成長率が一気に上昇します。

普通に考えても、バブル景気のときに、日本の潜在技術力が急激に上がったとは考えられません。こうしたことから、トレンドはそもそも存在しない可能性もあるのかもしれませんが、これはかなりドラスティックな考え方なので多数派ではありませんが、そのような意見もあります。

また、自然利子率自体も事後的に計算されるものなので、景気が良くなると計算上、自然利子率自体が上昇する可能性もあります。

○質問者6 価格上昇の原因の話の中で、価格が上がる理由が列挙されていました。基本的にはコミットメントによって、将来の値上がりが予想され、価格が上がるという御説明でしたが、理論的な背景としては、デフレの逆で、将来値上がりするなら、今消費する方が有利になるというようなライフサイクル仮説のような予算制約が想定されている理解でよろしいでしょうか。

○飯田 おっしゃるとおりです。

○質問者6 そこで、需給ギャップが逼迫して物価が上がるという理論もありますが、岩田先生などの初期の理論では、そのような需給ギャップの縮小による価格の上昇とインフレ期待というのが対立的に見られている傾向があるように思います。消費税率引上げ後の反動というようなことも想定できますが、物価への影響として現れる順番という意味でいうと、期待インフレ率が上昇して物価が上昇して需給に反映するのか、需給ギャップの縮小によって物価が上って期待インフレ率が上がるのか、その順番についてはどのように、お考えになっていますでしょうか。

○飯田 全ての企業が合理的であれば、将来値上がりの予想の方が先に来るとは思いません。ただし、私自身は、おそらく原材料価格や需給逼迫の方が先に来ないと期待は変わらないと思っています。というのも、人々の行動はかなりの部分が惰性・慣性で説明できてしまいます。何を買うとか、いくらを高いと思うとかは、過去の経験から、あまり物事を複雑に考えずに決定されています。面白いのは、金融緩和が始まると、すぐに物価連動債から算出した期待インフレ率は上昇するのですが、内閣府等のアンケート調査による物価上昇期待は、ようやく上がってきた感じです。つまり、合理的なプレーヤーが多いマーケットでは経済理論の予想どおりのことが起こっていますが、大多数の人が予想インフレ率という概念を知らない一般の財・サービス市場ですと、原材料価格の上昇

であったり、食料品価格の改定が相次いだりして、ようやくアンケート調査でも期待インフレ率が上がってきた状態と思います。

これは当然と言えば当然なのですが、マーケット参加者によって異なるというのが、直接の答えとなります。日本全体の景気にとって、どちらが重要かと問われれば、もちろん需給が変わること、変わったという証拠が見えることです。ちなみに、食料品の価格とガソリン価格が物価期待に対して一番効きます。日本人のエンゲル係数は25%程度、エネルギー係数は10%程度なので、決定的な影響力は持たないはずです。これは、いずれも購入回数が多い点が挙げられます。例えば、キャベツやエンジンの年間消費額は、旅行1回分よりも小さいはずです。しかし、去年の旅行と今年の旅行の価格を比べられる人はあまりいませんが、昨日買ったキャベツと今日買ったキャベツのどちらが高いかは、ほとんどの人が感じるのではないのでしょうか。

○進行役 以上をもちまして講演会を終了します。飯田先生、本日は、どうもありがとうございました。

○飯田 どうもありがとうございました。

以上

---

2015年3月31日  
参議院調査室

## 量的・質的緩和の今後の展開について

明治大学政治経済学部 准教授  
株式会社シノドス マネージング・ディレクター  
財務省財務総合政策研究所 上席客員研究員

飯田泰之

---

## イントロ

---

# アベノミクス3本の矢

## ■ 大胆な金融政策

- ✓ 総裁選時からの基本方針を人事案で貫いた
- ✓ 資産価格に対する効果はすでに発動，実需への波及も開始

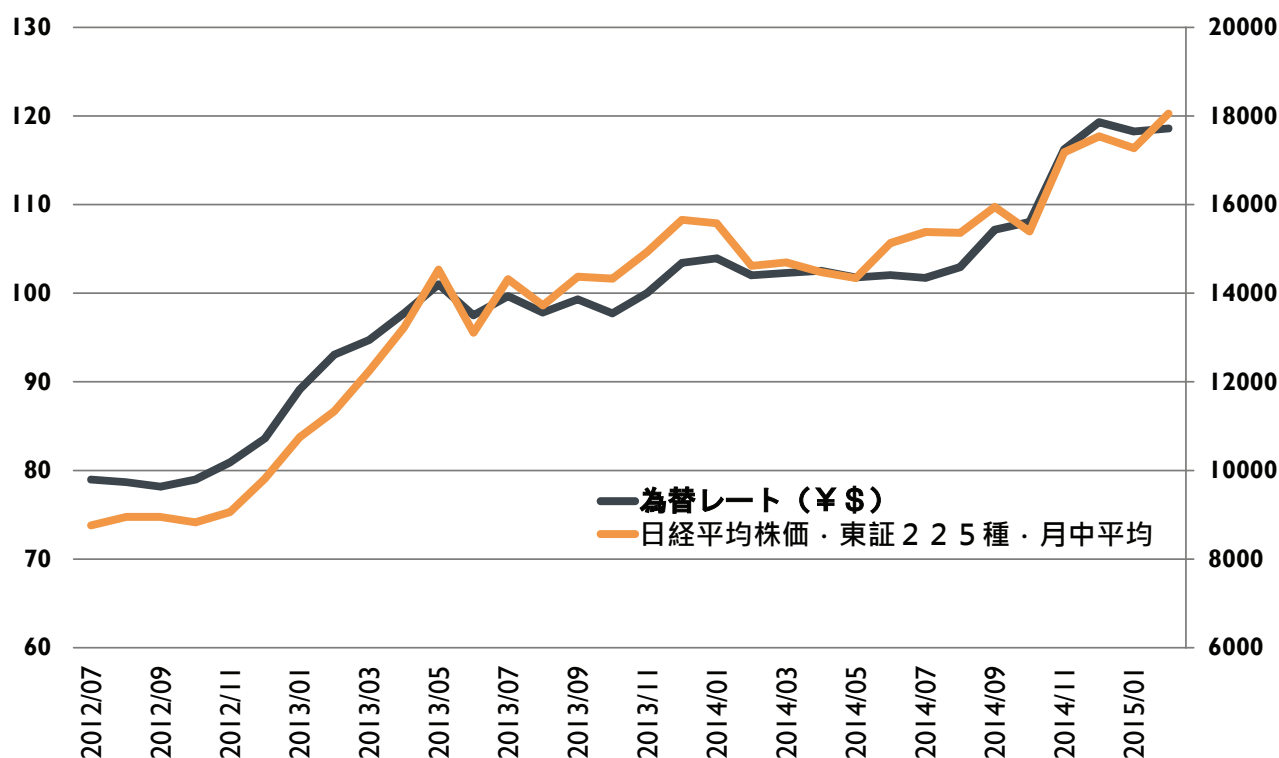
## ■ 機動的な財政出動

- ✓ 金融政策の外部ラグ（12-18ヶ月）への対応
- ✓ 老朽化するインフラの更新投資と国土強靱化政策

## ■ 民間投資を誘発する成長戦略

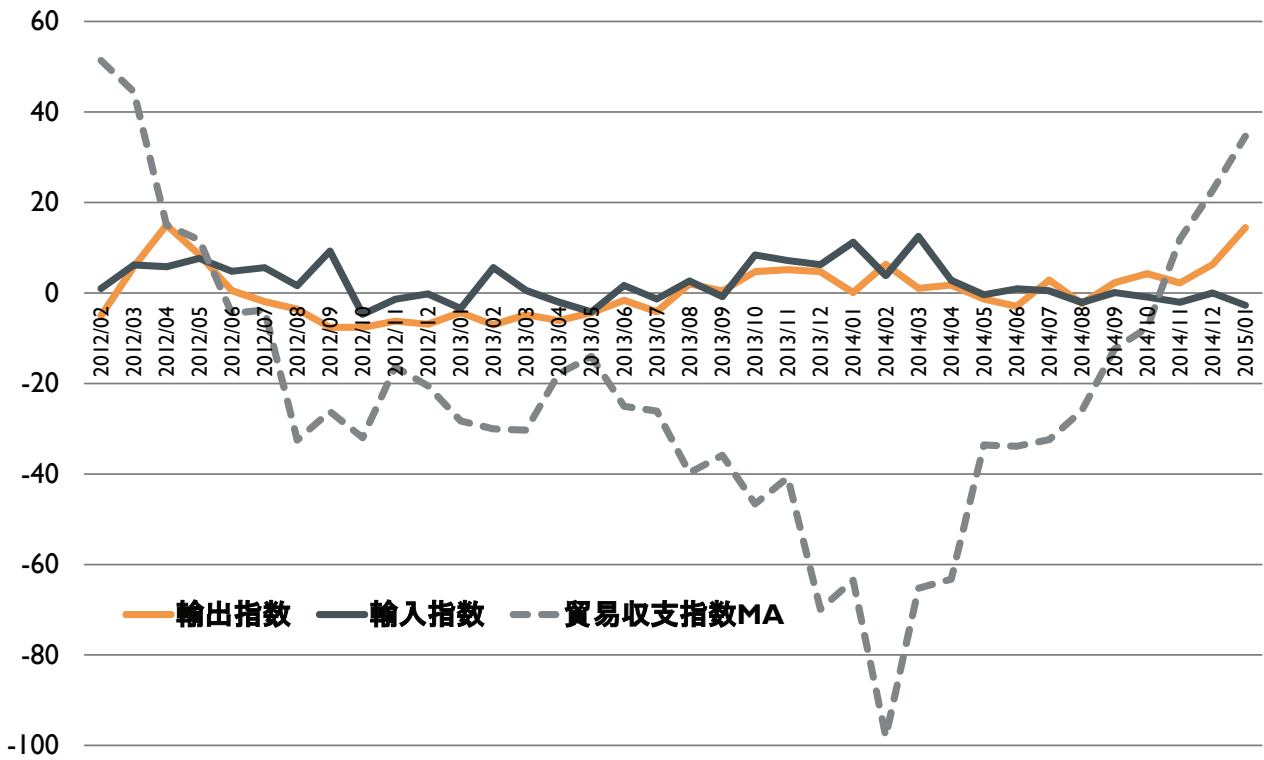
- ✓ 古くていつも必要な規制緩和と市場開放
- ✓ イノベーションについて経済学的に語れる2つのこと

## 為替と株価の動き

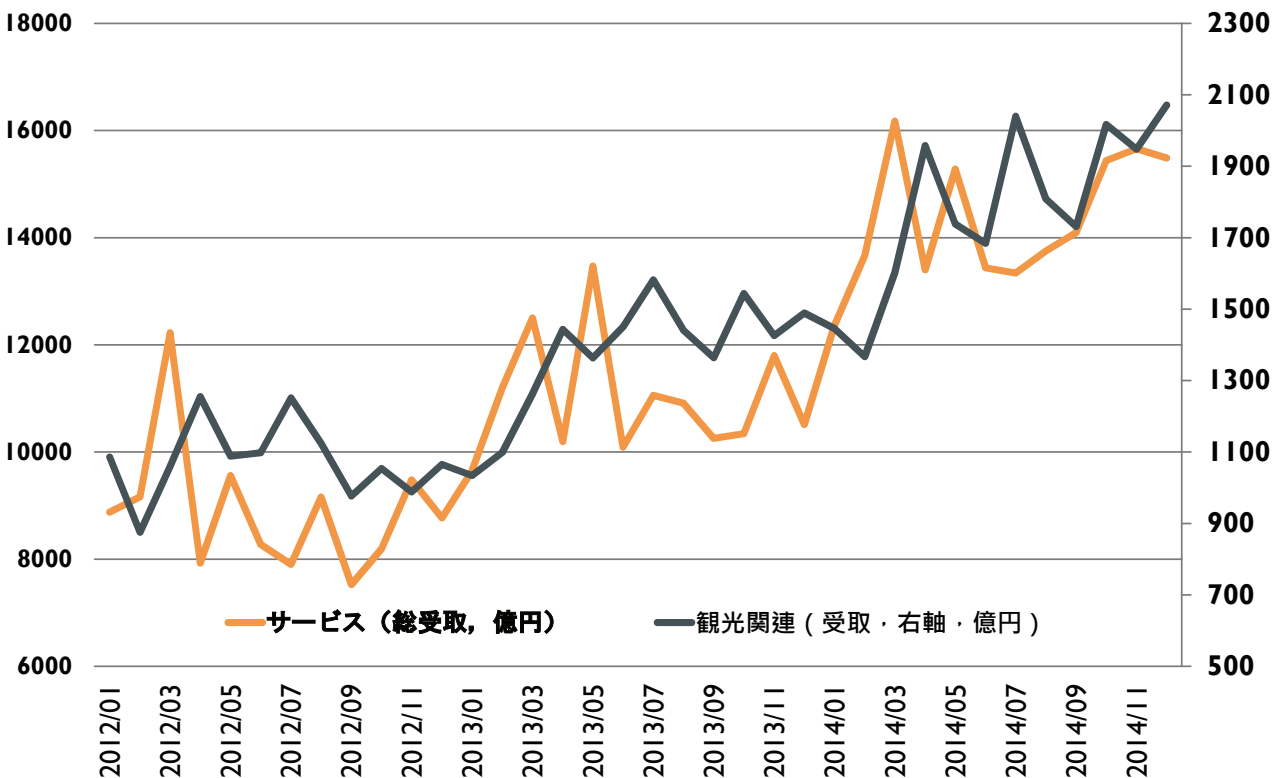




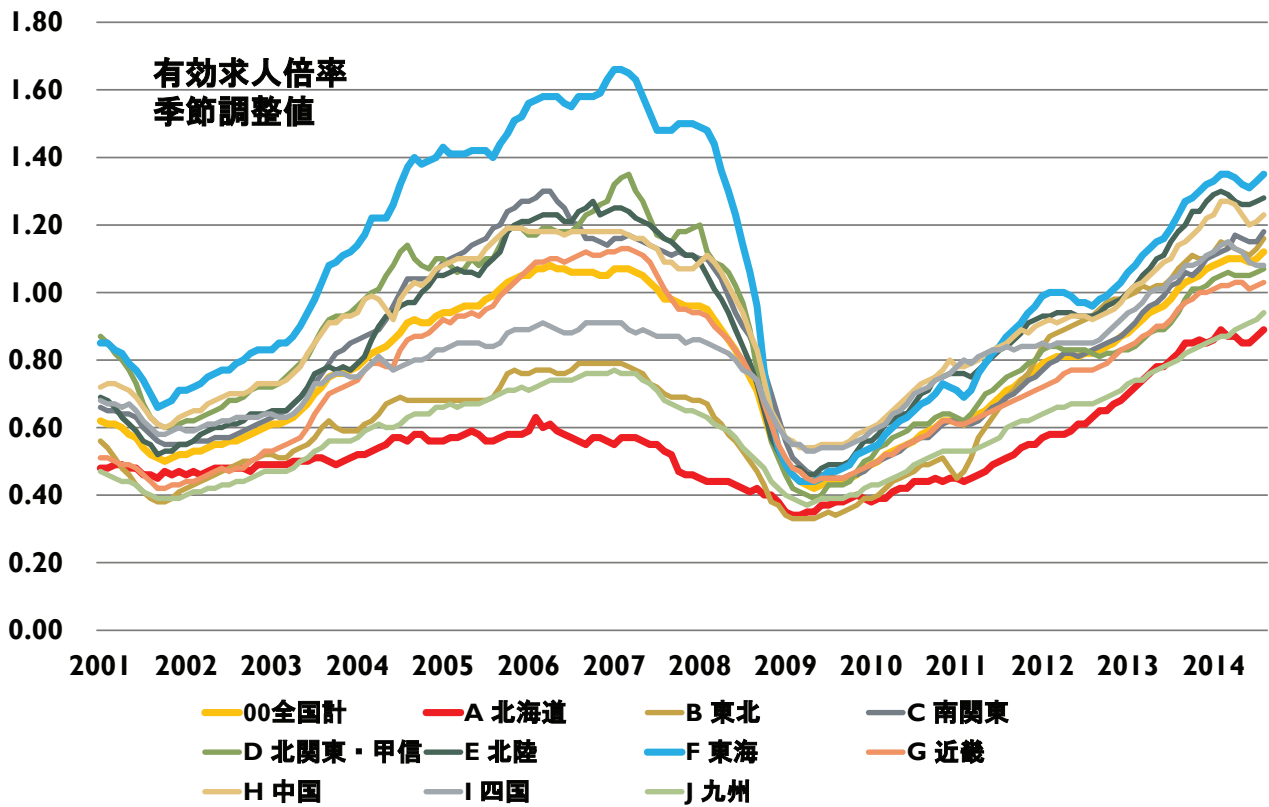
## 輸出入動向と貿易収支(前年同月比)



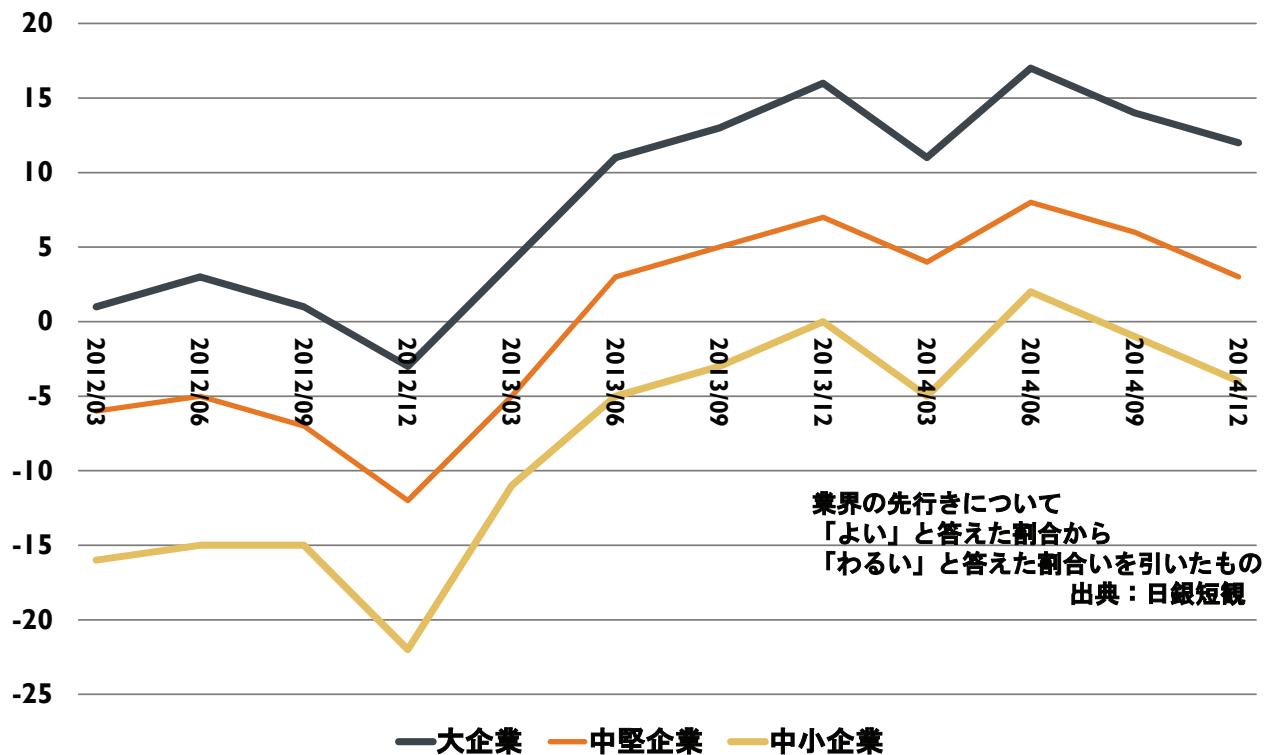
## サービス・観光収入



## 雇用に見るイザナミ景気との違い



## 企業アンケートによる景気の先行



## 黒田日銀の2×4政策

### ■ 正式名称：量的・質的金融緩和

- ① マネタリーベースを2年で2倍に
- ② 購入する国債の残存期間平均値を2倍に
- ③ ETF, J-REITの買い入れ拡大
- ④ インフレ率2%を目標にこれらの政策を継続する

※重要なのは②と④

※目標が④であり、その手段にあたるのが①～③

→追加緩和は④にむけた姿勢を明確にする期待効果を目指したもの

## ゼロ金利政策・量的緩和とは「次元」が違う

### ■ ゼロ金利政策はいつでも解除できる

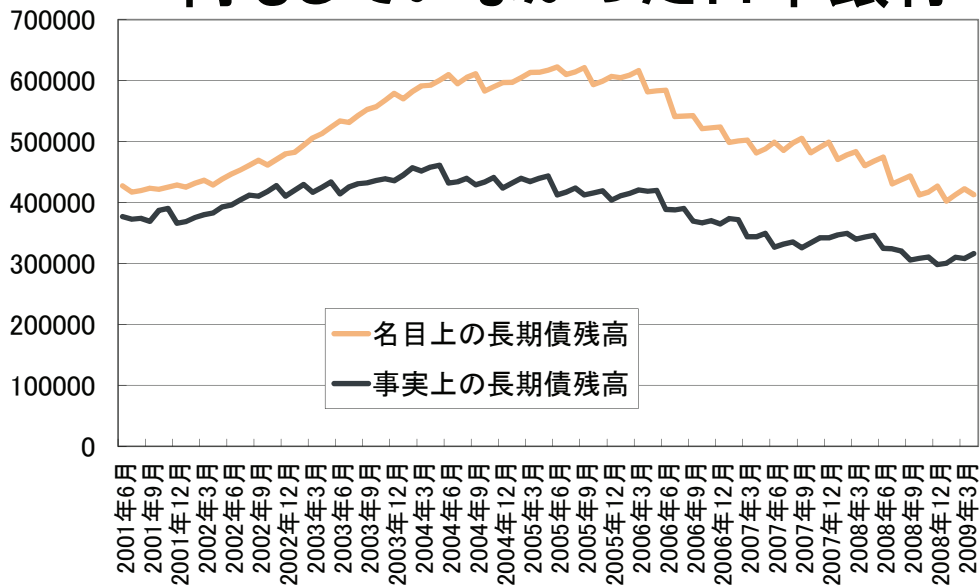
- ✓ 2000年のゼロ金利解除が招いた大不況
- ✓ 2006年の量的緩和の強行解除

### ■ 量的緩和政策は「どの債券を買うか」によって持つ意味が違う

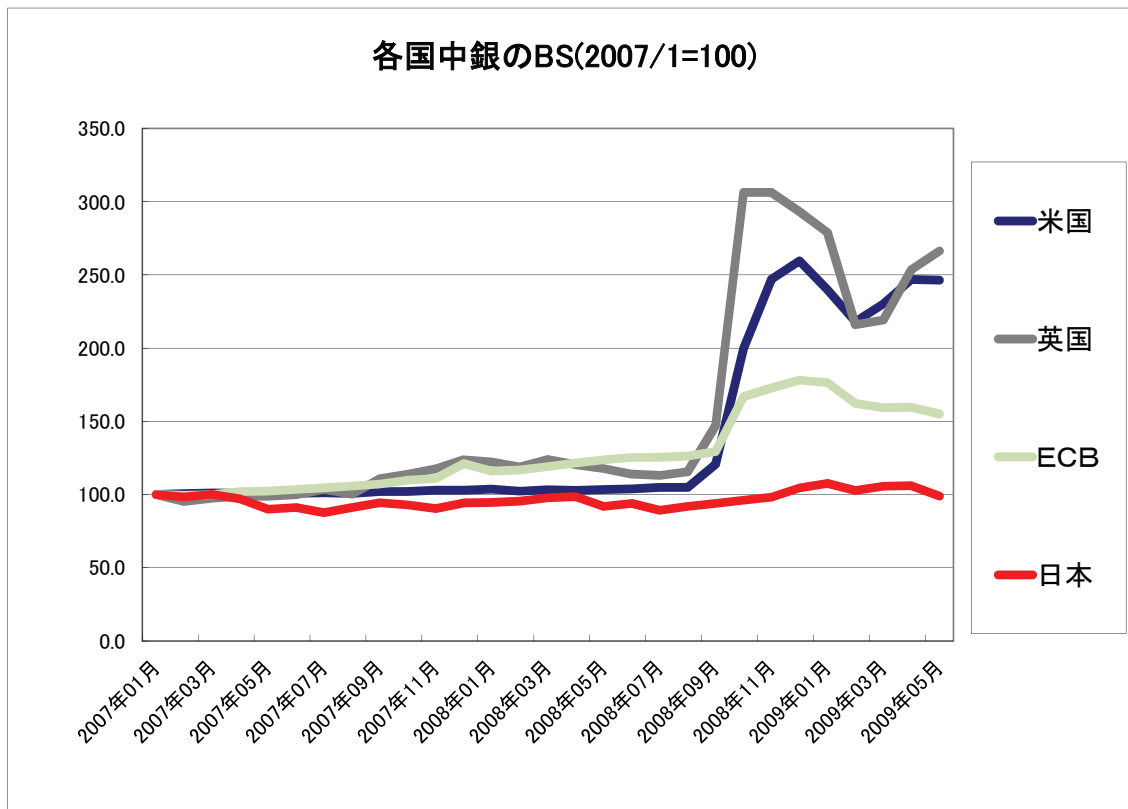
- ✓ 残存期間（満期まで）13ヶ月の債券は長期債と呼べるのか？
- ✓ 会計報告上は残存1ヶ月の「十年もの国債」も「長期債」

→政策の継続性が担保されていないならば政策には効果が無い

# 何もしていなかった日本銀行



# 各国外銀のBS(2007/1=100)



## なぜインフレにできるのか

### 経済成長悲観論の問題点

#### 名目成長率の国際比較

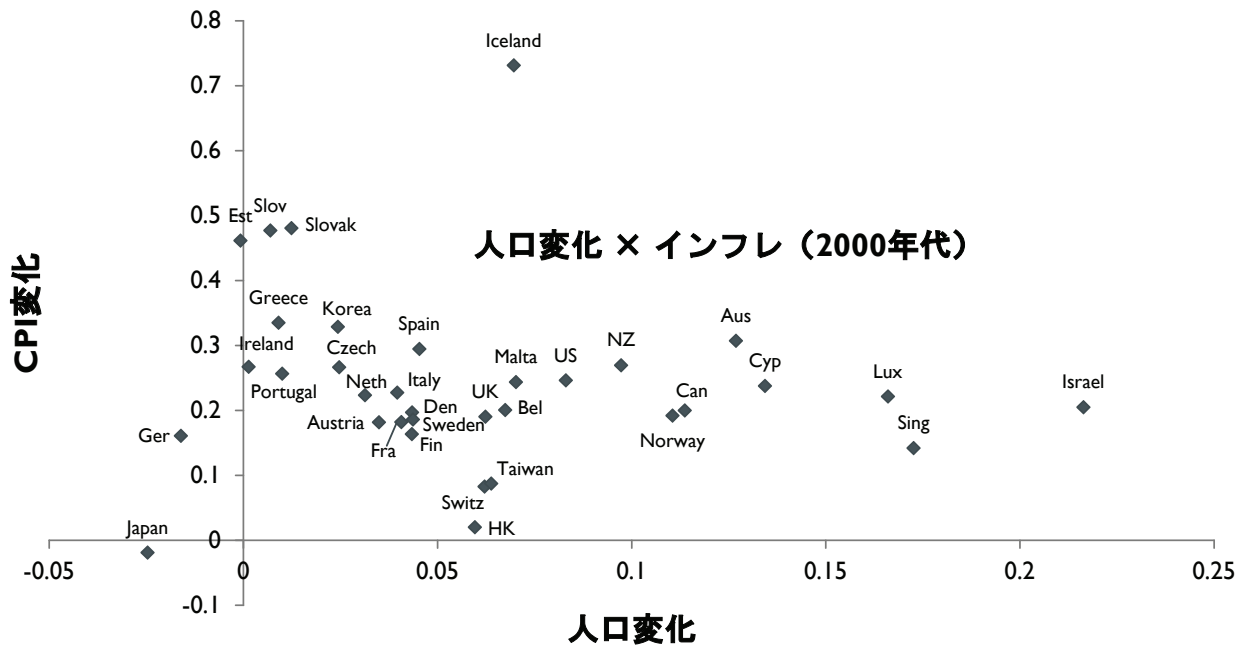
	90年代	2000年代
Canada	4.17%	5.26%
France	3.15%	3.63%
Germany	5.13%	2.55%
Italy	5.41%	3.26%
UK	5.57%	5.13%
US	5.45%	4.71%
Japan	1.31%	-0.76%
平均（日本除）	4.81%	4.09%

日本以外では4%台の経済成長達成

→実質2%+インフレ2%が成熟国の巡航ペース

∴成長悲観論  
=日本特殊論

## 人口減とインフレ率はそれほど関係ない



## 参考：供給側も深刻ではない

### 年平均労働人口減少

2000年代	-0.62%
2010年代	-0.96%
2020年代	-0.77%
2030年代	-1.50%
2040年代	-1.49%
2050年代	-1.23%

今後40年間で38%減少

※将来人口推計

- 労働生産性の伸び率は年平均2%
- 労働投入量の変化が生産能力に与える影響はその2/3程度
- 女性の労働力化率は30代～50代平均で70%以下と他の先進国より2割ほど低い

## 価格上昇の原因

- 原材料価格の上昇（不幸な価格上昇）
  - ← 原材料・賃金の上昇に押し上げられて価格が上がる
- 需給の逼迫（幸福な価格上昇）
  - ← 希少なモノ，みんながほしがるモノの値は上がる
- 将来値上がりが予想されると現時点での価格上昇要因
  - ← 動学的な価格上昇

※ 価格低下の原因も以上の「コスト」・「需給」・「将来予想」から決定

## 相対価格と物価

- 価格≠物価
  - ✓ 個々の財の需給にとって重要なのは価格（＝相対価格＝割安か割高か）
  - ✓ 割安・割高の「重心」である一般物価水準は個々の財の価格とは別モノ
- 物価とは……
  - ＝ある財の組み合わせを購入するために必要な最小費用の推移
  - ← 基本的には「ある時点の平均的な生活水準」を別時点で買うのに必要な額
  - ※ ここで「ある時点の平均的な生活水準」を「リンゴ」でたとえてみよう

## 物価とは何か

- リンゴ1個100円=1円の価値は1/100リンゴ
  - リンゴ1個200円=1円の価値は1/200リンゴ
- ∴ 1円の価値は価格と逆に動くデフレーション (Deflation)
- =物価の継続的な低下=貨幣価値の継続的な上昇
- ✓ 貨幣が希少だから
  - ✓ 将来貨幣が希少になると予想されるから
  - ✓ みんなが貨幣をほしがるから
- 貨幣が需要される条件が薄くなればデフレは緩和される
- ※一時的では無く中長期的に「豊富な円」となる条件が必要

## 金融政策の手段

- 市中銀行が利益を得る方法
  - ✓ 融資を行う
  - ✓ その他の資産を持つ (国債・国内債券・株・海外資産. . . ベースマネー)
- ベースマネー=現金+市中銀行の日銀預金
  - 金利が全く付かない (現金) か年利0.1% (日銀当座預金)
- 日本銀行が国債を買うと (買いオペ)
  - 融資を行うか国債以外の資産を保有せざるを得ない
  - 融資に向かえば投資増, 国内資産ならば資産価格上昇, 海外向かえば円安



## 0金利以降の経済政策

### Bernanke and Reinhart(2004)

1. 短期金利は将来現在期待されているよりもより低くなることを保障する
2. 中央銀行のバランスシート構成を変える
3. 金利がゼロになるために必要なレベル以上に中央銀行のバランスシートを拡大

→1がインフレ目標政策・時間軸効果, 2が信用緩和政策, 3が量的緩和政策と呼ばれることが多いが, いずれも単独で行われるわけではない

## 金融政策のプラン(P.A.KRUGMAN 2012)

### ■ Menu A (穏健案)

- ✓ 将来的な短期金利指針を示すこと
- ✓ 長期国債や他の非伝統的な資産の購入
- ✓ マネタリーベースを積み増す

### ■ Menu B (大胆な案)

- ✓ 長期金利を目標に設定すること
- ✓ 通貨の切り下げ
- ✓ 資金供給型赤字支出
- ✓ クルーグマン型のインフレターゲット

※MenuAとMenuBの中間(ややAより)にあたるのが現下の金融政策



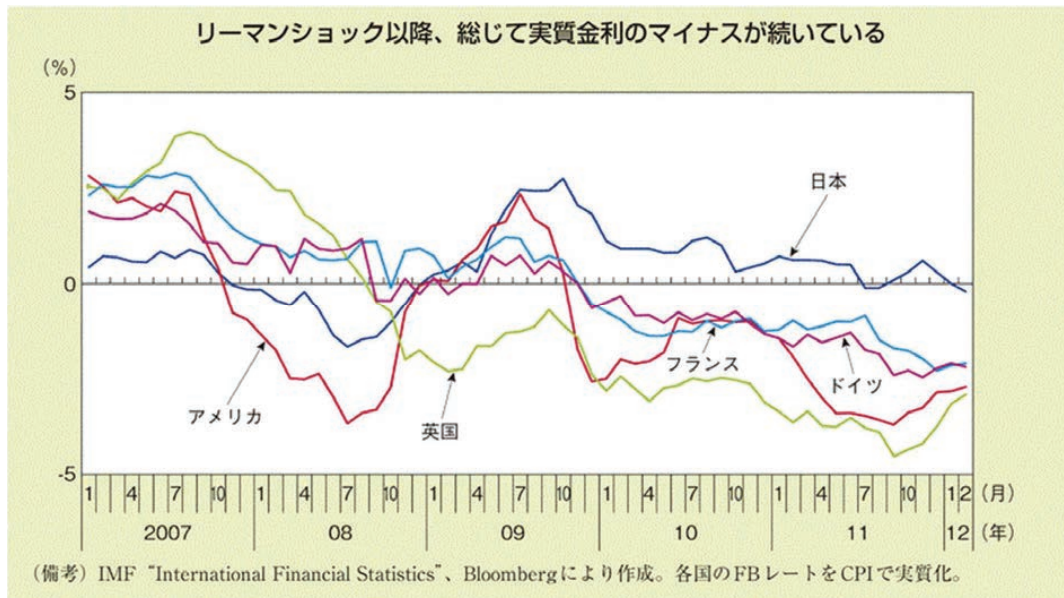
# インフレがなぜ経済を刺激するのか



## インフレが経済を刺激する経路

- 金融緩和そのものによる融資拡大と投資・消費の増大
- 実質金利の低下による投資・消費の拡大
- 為替レート
- 労働市場の価格硬直性
- 資産市場を経由したFinancial Accelerators

## 経済財政白書2012



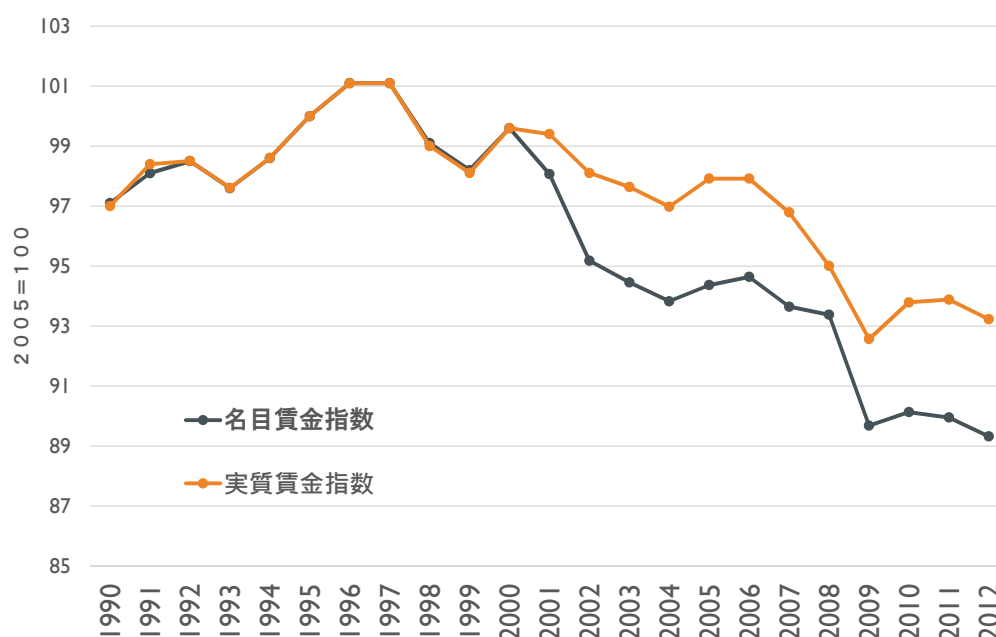
## 労働市場を経由した影響

- 最も教科書的な説明
- 賃金額 (W) は製品価格 (P) より動きにくいと仮定
- インフレが生じると企業から見た実質賃金 (W/P) が低下する
- 雇用が拡大し、失業の減少という形で景気拡大的に作用する

※現代の日本に関するの妥当性は疑問

←2000年代に入り不十分にではあるが実質賃金も低下している

## 名目賃金と実質賃金

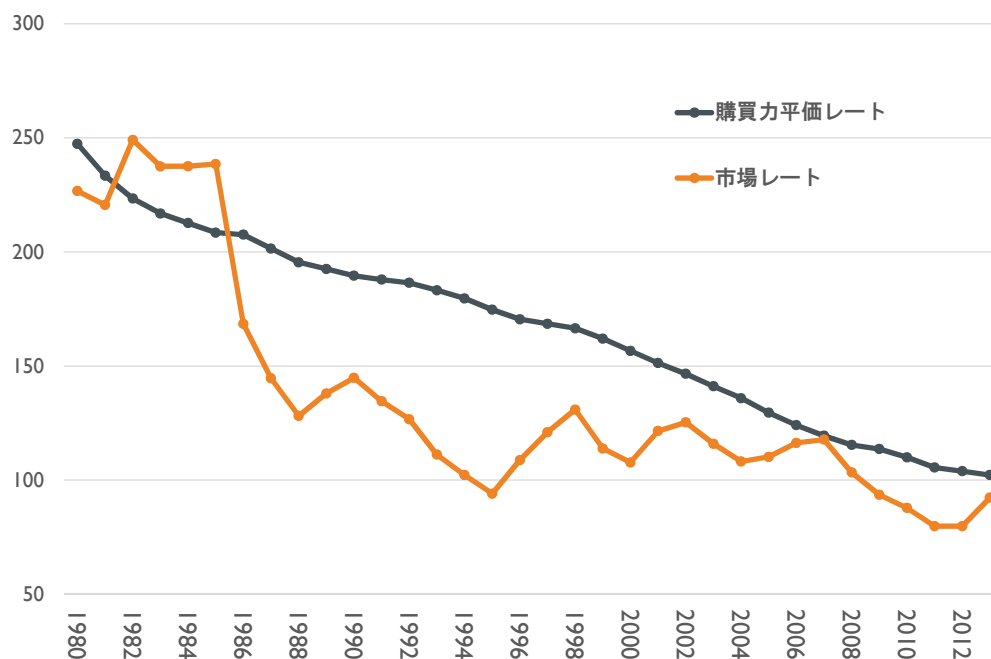


## 為替レートを通じた影響

- 海外売り上げの円換算額が増大する  
→Financial Acceleratorにも関連する直接的な効果
- 国内と代替的な海外製品の円換算価格が高騰する
- ドル・ユーロ建価格での値下げ戦略が可能になる
- 日本国内雇用と海外での雇用の相対価格の変化  
→国内生産が得になる，雇用の流出が防がれる

※原材料についてはインフレとなるが，日本の輸入依存度は13%（うち原材料費はGDP比7%）程度であることから決定的な影響ではない

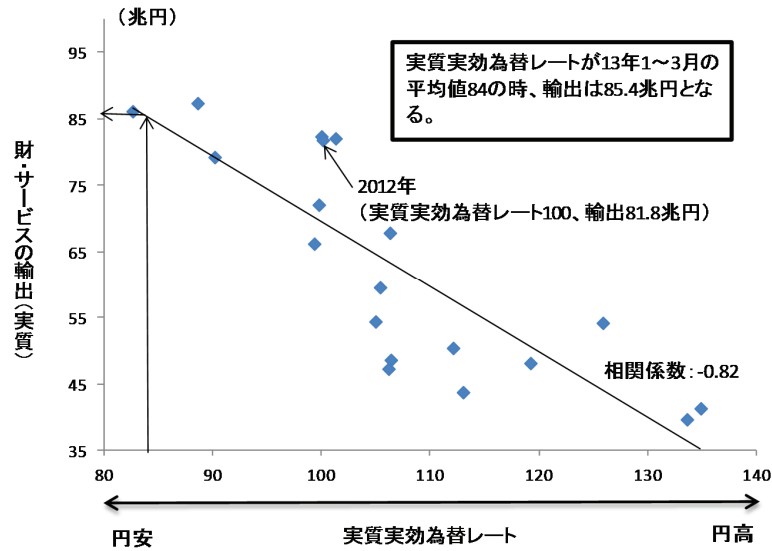
## 物価から考慮した為替と実際の値



## 資産価格とバランスシート

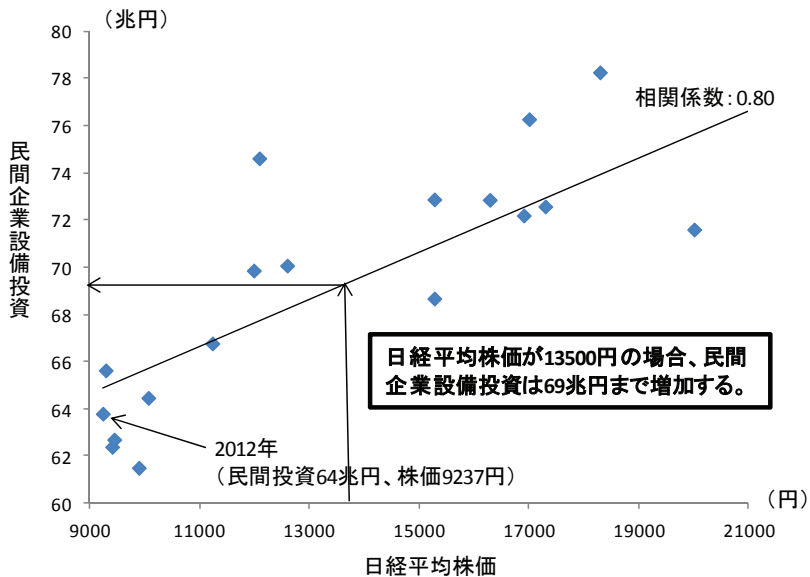
- Debt Deflation仮説 (I.Fischer 1917)
- Financial Acceleratorメカニズム (Bernanke and Gertler 1996)
  - ✓ 資産価格は変動するが負債は容易には変化しない
  - ✓ 資産価格変動はレバレッジを伴って「純資産」を変化させる
  - ✓ 純資産 (資産 - 負債) = 企業・家計にとっての「懐の余裕」
  - ✓ かねてから指摘されていた理論をBernankeが数理モデル化

# 円安は輸出を増加させる



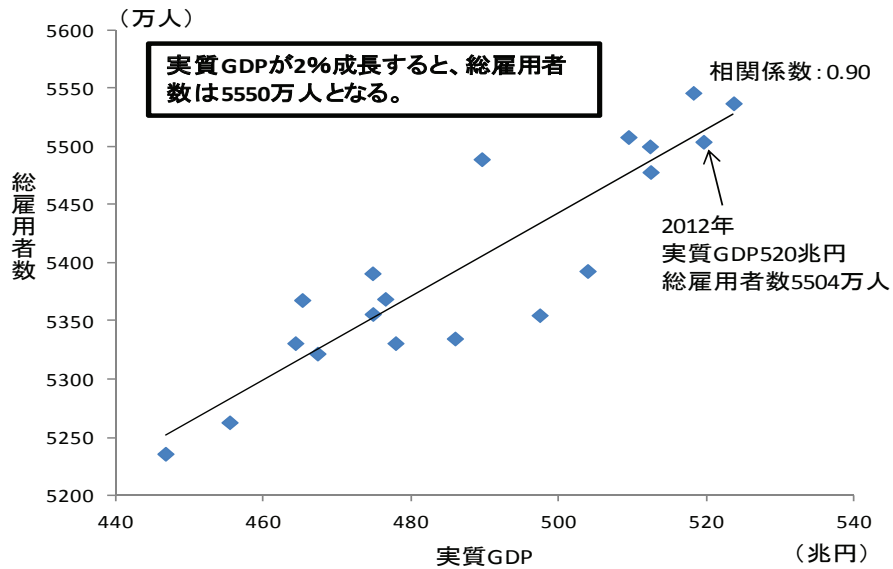
(資料) 内閣府、日本銀行より、東京三菱UFJリサーチアンドコンサルティング 片岡剛士氏作成

# 株価の上昇は設備投資を増加させる



(資料) 内閣府、日経NEEDSより、東京三菱UFJリサーチアンドコンサルティング 片岡剛士氏作成

## 実質GDPの増加は雇用を増やす



(資料) 内閣府、総務省「労働力調査」より、東京三菱UFJリサーチアンドコンサルティング 片岡剛士氏作成

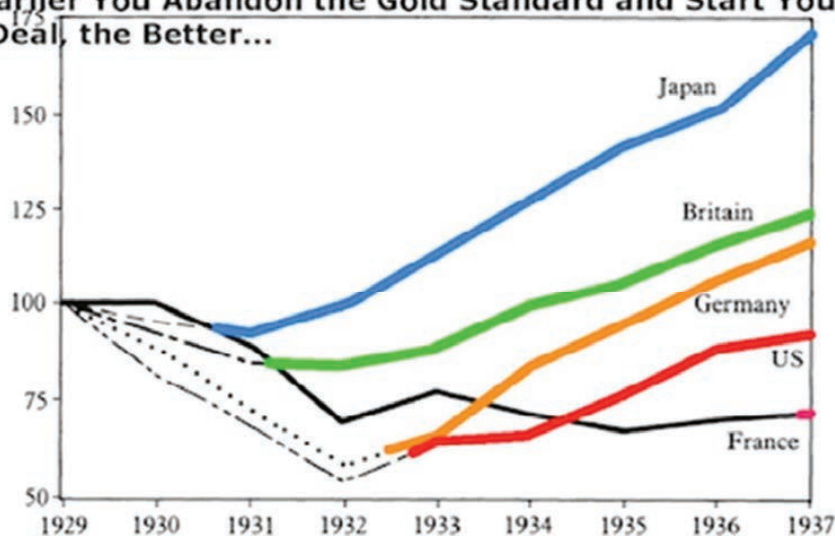
## 世界大恐慌と昭和恐慌

## 世界大恐慌に関する通説の誤り

- 主要資本主義国すべてで同時に不況が深刻化した  
→金本位制の国や金本位回帰を目指した国のみの間での出来事（金の足枷論）
- 為替切り下げ競争が恐慌を悪化させた  
→為替切り下げ競争が回復を早めた
- ケインズの財政政策によって景気は回復した
- 第二次世界大戦によってしか経済は回復しなかった  
→ケインズによる『一般理論』の刊行は36年。大恐慌からの回復は31年から34年に始まっている国が多い

## 卸売物価の推移

The Earlier You Abandon the Gold Standard and Start Your New Deal, the Better...



Eichengreen (1992), "The Origins and Nature of the Great Slump Revisited"  
Figure 5. Indices of industrial production, 1929-1937 (1929 = 100)  
Source: League of Nations, World production and prices, 1937/8, p. 44.

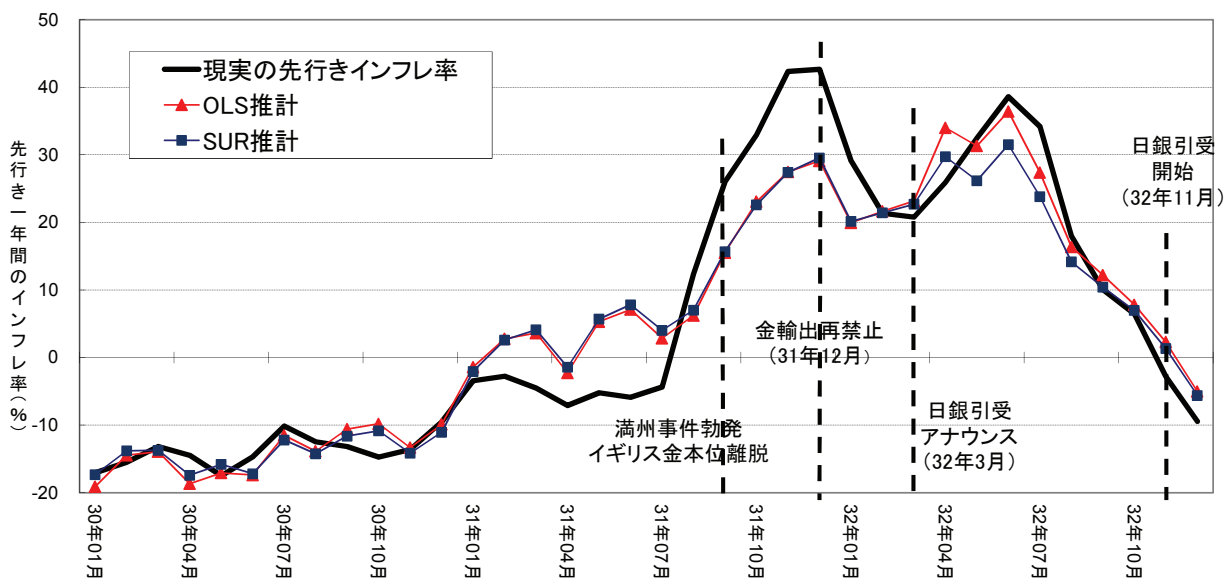
Menzie Chinn(2013)より



## 昭和恐慌からの脱出

- 金本位制に復帰することを政策目標に緊縮
  - \$=2.8円の変動制から\$=2円の固定制へ
  - 28年から31年 東証平均40%下落／小売物価30%下落
- 31年12月変動相場制へ移行
- 32年3月日銀の国債引受も辞さず(実施は12月)
  - 32年6月までに\$=3.3円(34年には3.8円)
  - 東証平均40%上昇／34年末までに生産指数40%上昇
- この間銀行融資は増加しなかった！（内部留保の消化だけで効果絶大）

## 昭和恐慌期の三段階変化



## 実質賃金（賃金額÷物価）の推移

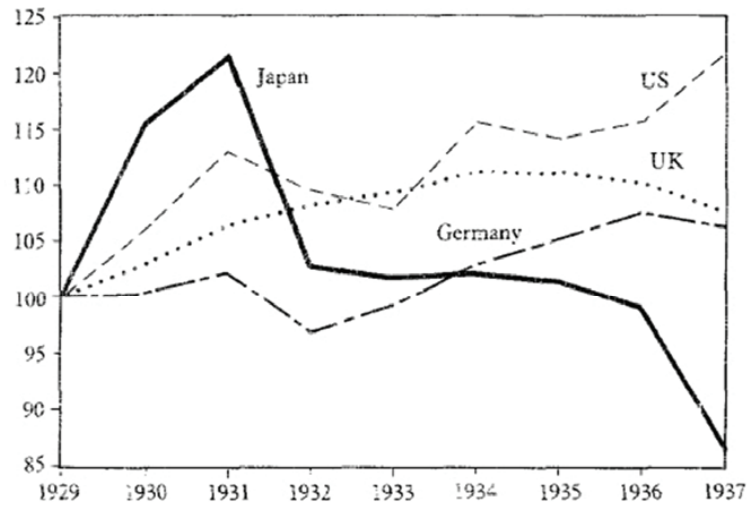


Figure 4. *Product wages (nominal wages/manufacturing prices), 1929-1937*  
(1929 = 100)

Source: Eichengreen and Hutton, 'Interwar unemployment', p. 15

Eichengreen(1992)