

2016.3.14@鹿島平和研究所

アベノミクスの変容 と日本経済

池尾 和人

慶應義塾大学経済学部

今日の話の構成

1. 経済低迷の原因は何か
2. アベノミクスのこれまで
3. 量的・質的金融緩和
4. 遠のく金融緩和の出口

1. 問題認識のフレーム

- 多くの人々は、この間の日本経済の問題を「デフレ」と認識してきた。

➤ 「デフレ」の公式の定義は「物価の持続的下落」であるが、「デフレ」という言葉は、実際にはより広義に使われてきた。狭義と広義の混同が問題の認識を歪めてきた。

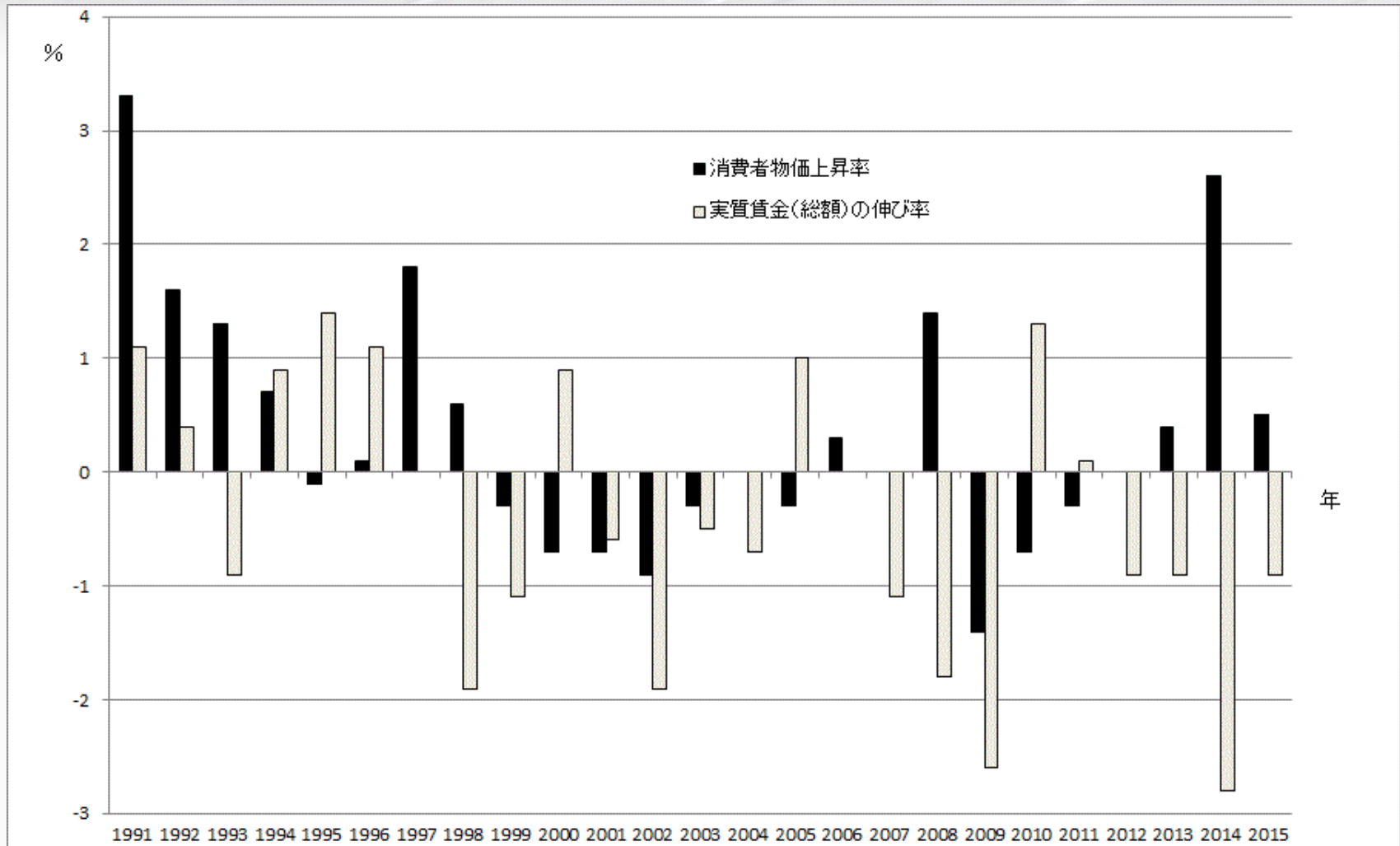
- 狭義のデフレは症状（結果）であって、原因ではない。

➤ 対症療法だけでは、問題の原因は解消しない。

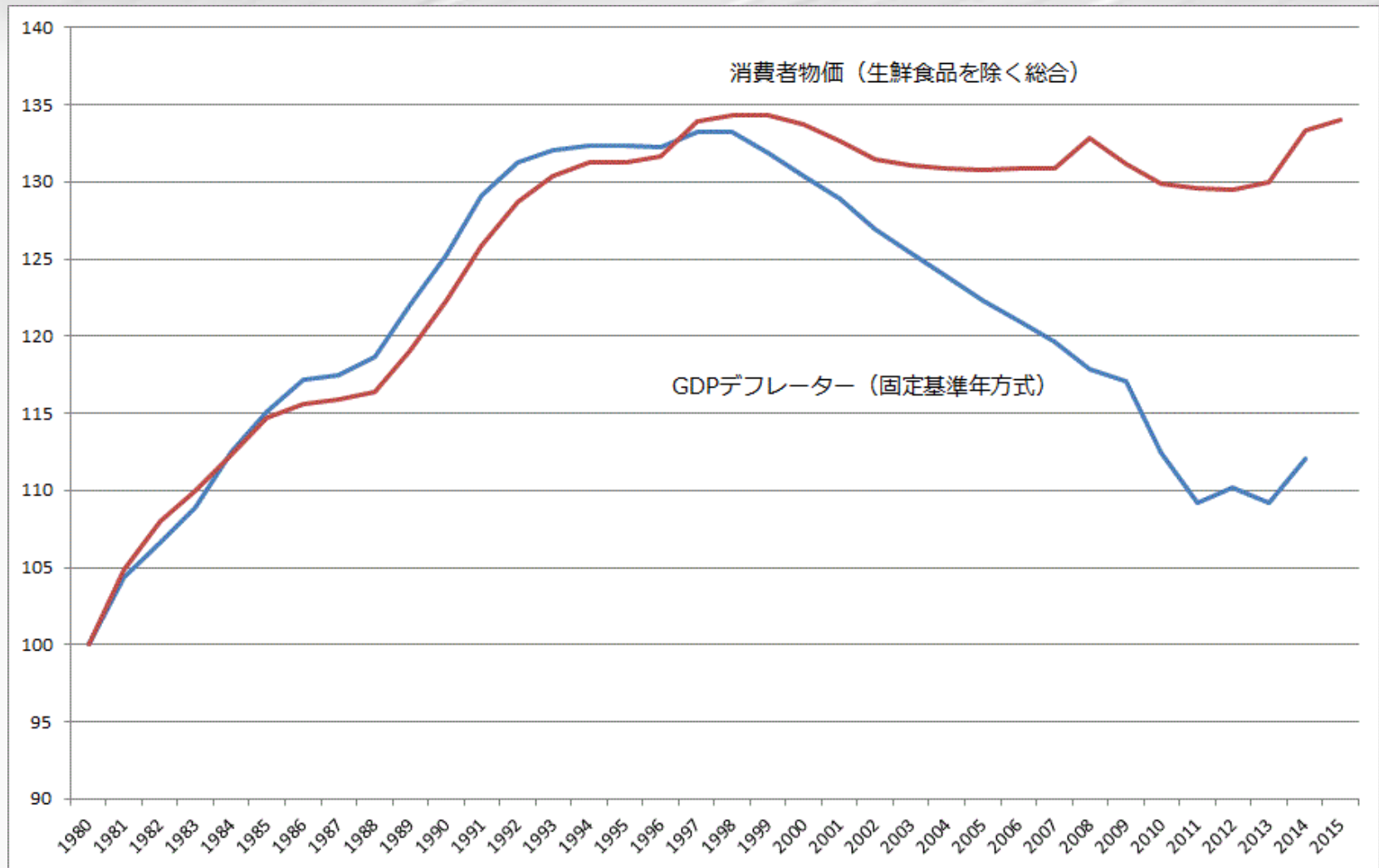
1. 名目と実質の混同

- 緩やかな消費者物価の下落の中で、実質賃金の下落傾向が生じていた。
- そのために、あたかも消費者物価の下落が止まって上昇に転じれば、実質賃金も上昇に転じるという思いが生じた。しかし、**相関は因果関係とは違う。**
- 実際、2013-15年も実質賃金上昇率はマイナス。← コスト・プッシュ型物価上昇。

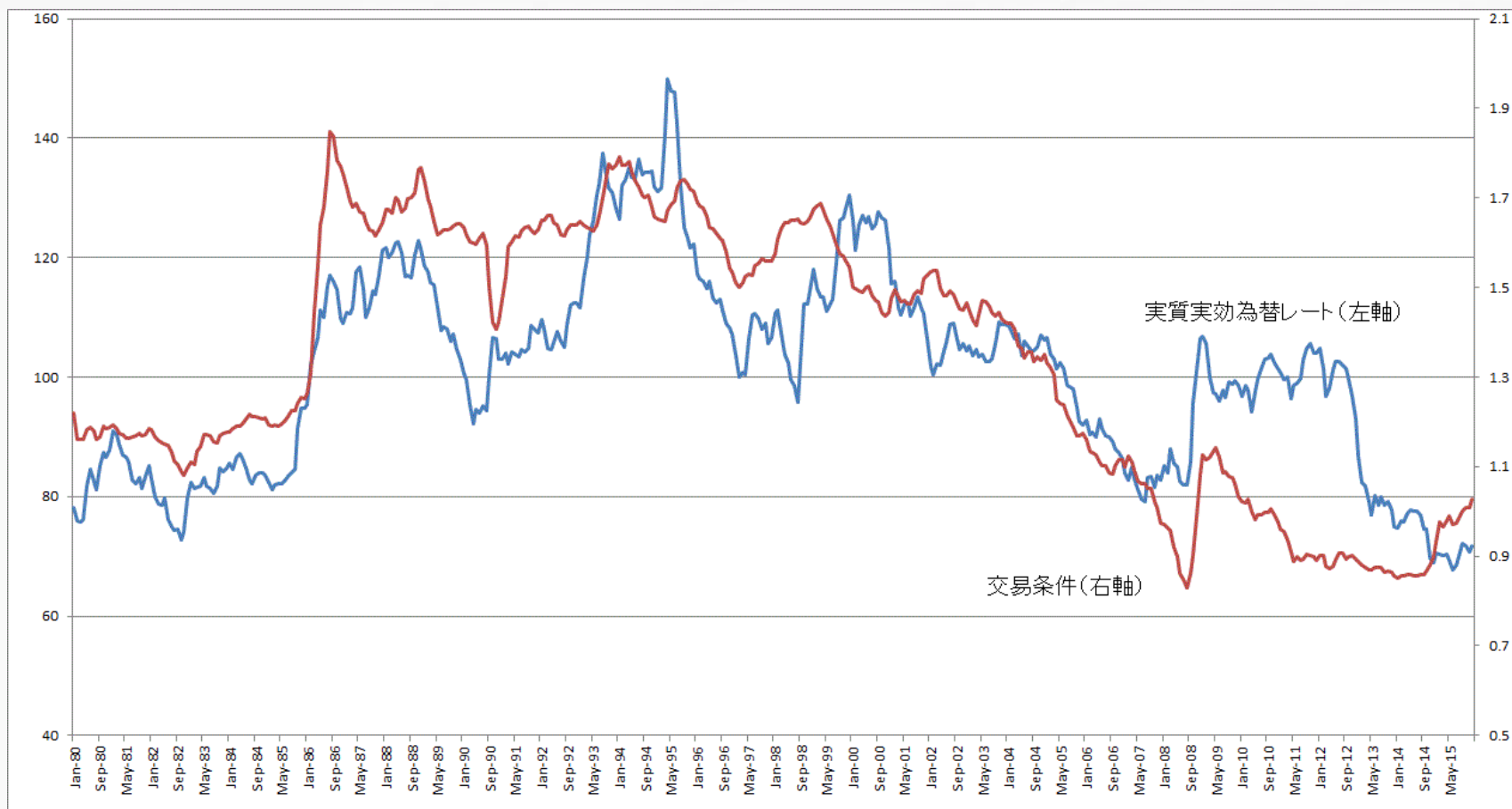
1. 消費者物価と実質賃金の上昇率



1. 消費者物価とGDPデフレーター



1. 円レートと交易条件の動き



1. 実質賃金と交易条件の関連 (1)

● 実質賃金 (名目賃金 w / 消費者物価 p) を決める3つの要因。

- 労働生産性 (実質GDP y / 労働投入量 l)
- 労働分配率 (賃金総額 wl / 名目GDP Y)
- GDPデフレーター (d) / 消費者物価

$$\frac{w}{p} = \frac{y}{l} \times \frac{wl}{Y} \times \frac{d}{p}$$

1. 実質賃金と交易条件の関連（2）

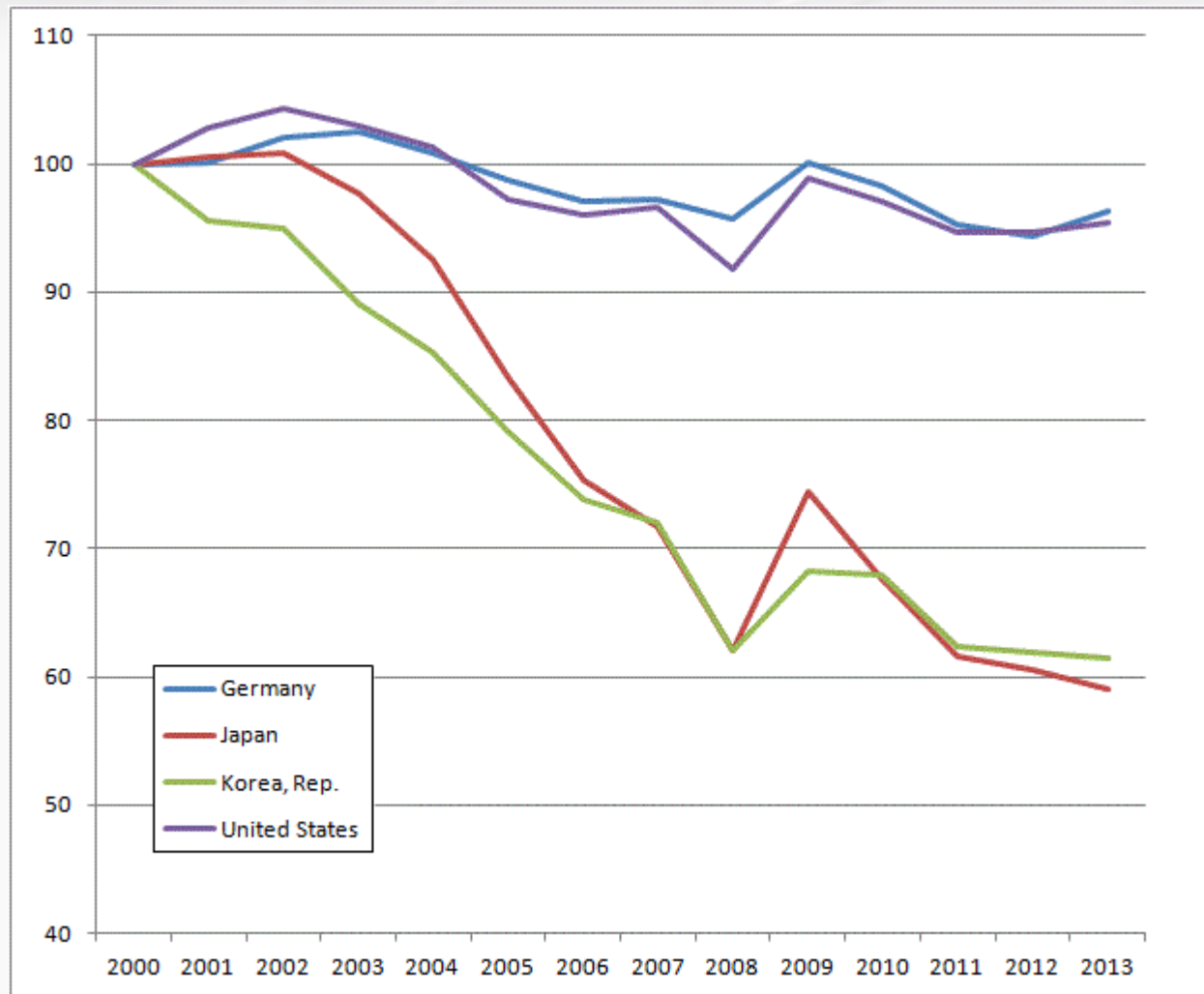
単位・%

	1970-80年	1980-90年	1990-2000年	2000-11年
実質賃金上昇率	59.2	23.8	16.8	0.4
労働生産性上昇率	51.3	45.4	20.8	16.4
GDPデフレーター／消費者物価の上昇	-12.5	-4.4	-5.7	-11.5
労働分配率（GDPベース）の変化	19.4	-9.5	3.1	-2.9

➤ データの出所は、深尾京司・一橋大学教授。

- **GDPデフレーター／消費者物価の変化は、そのほとんどが交易条件（輸出物価／輸入物価）の変化で説明される。**
- **交易損失で実質賃金が上がらなかった。**

1. 各国の交易条件の推移



2000年を
100とした
値

ドイツは
ほとんど
低下して
いない。

1. 交易条件悪化の原因

- 新興国の台頭に象徴される国際的環境の変化に十分対応してこれず、「同じ土俵の上」で競争するようになってしまっている。 ← 競争戦略とは、いかに同じ土俵の上で競争しないかを考えること。
- 貨幣的ではなく、**実物的 (real) な問題。**
 - 金融緩和に頼らず、シュレーダー改革を行ったドイツと、そうした改革を行ってこなかった日本の差。

2. 第1ステージのアベノミクス (1)

● 前半：2012年Q4－14年Q1

- 円高是正が実現。→ 株価上昇。
- 実体経済面の動きは、主として財政政策に関連した要因（財政出動と消費税引き上げ前の駆け込み需要）によって牽引されてきた。
- 金融政策は、長期金利を低位に押さえ込むことによって、拡張的な財政政策の効果をサポートしてきた。金融緩和が、単独で有効であったわけではない。

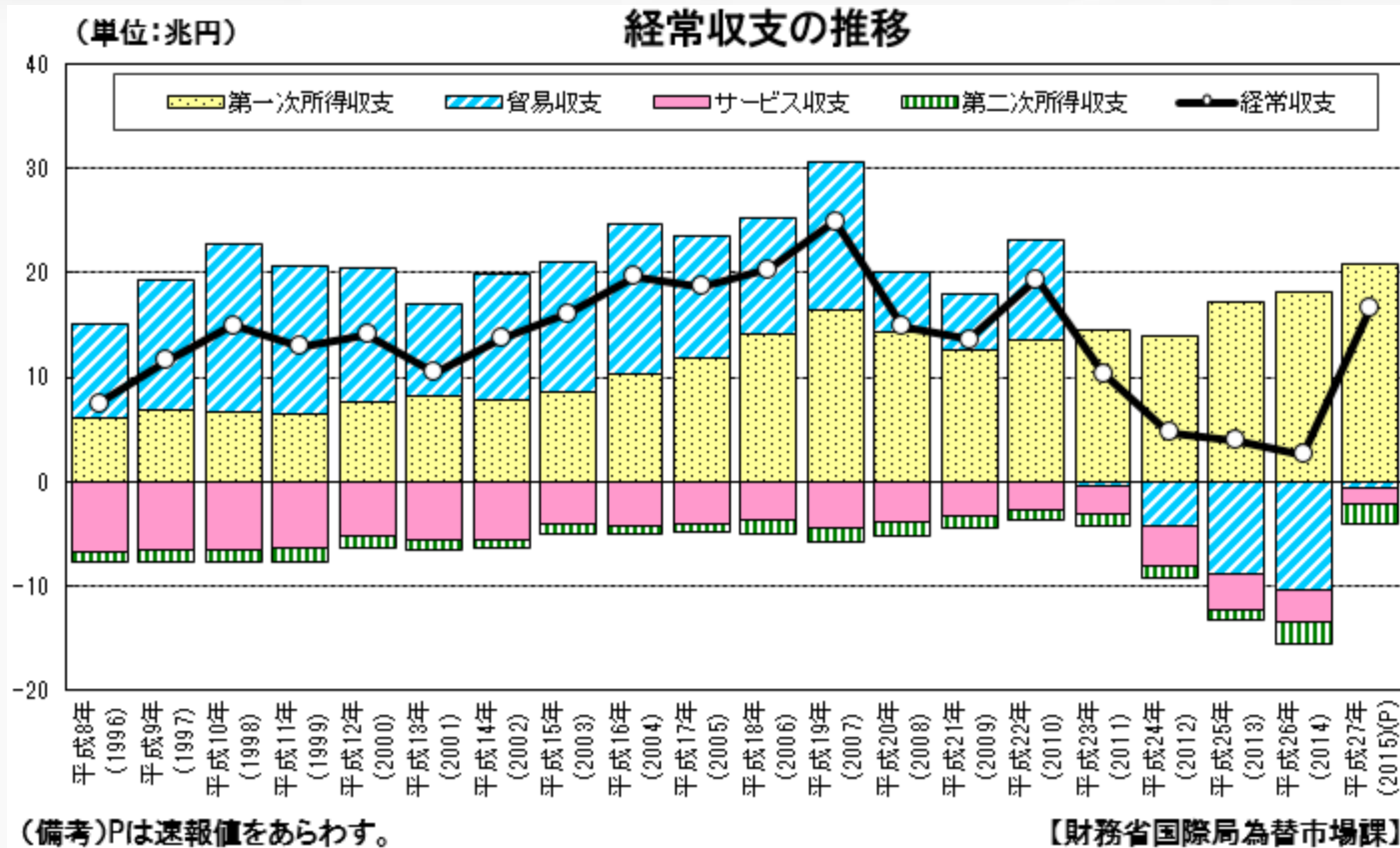
2. 為替レートの中期的決定要因

- 為替レートの短期的な動きは、Newsに左右される。 ← 金融政策の変更は、大きなイベントであり、当然に影響する。
- しかし、中期的には、経常収支の黒字幅（円高要因）と資本の純流出（円安要因）の綱引きになる。 ← 後者は、内外金利差による影響を受ける。
 - 日本はゼロ金利なので、内外金利差は米国の金融政策次第になる。

2. 円高是正

- 2011年以降、日本の経常収支構造が変化していたにもかかわらず、為替レートはそのことを反映していなかった。
- アベノミクスの提唱は、Catalyst（触媒）効果を果たして、震災後の日本の新たな現実に対応した水準に為替レートを調整させた。 **1ドル80円→100円**
- 14年10月以降は、金融政策のスタンスの差が影響。 **1ドル100円→120円**

2. 貿易収支の基調が変化



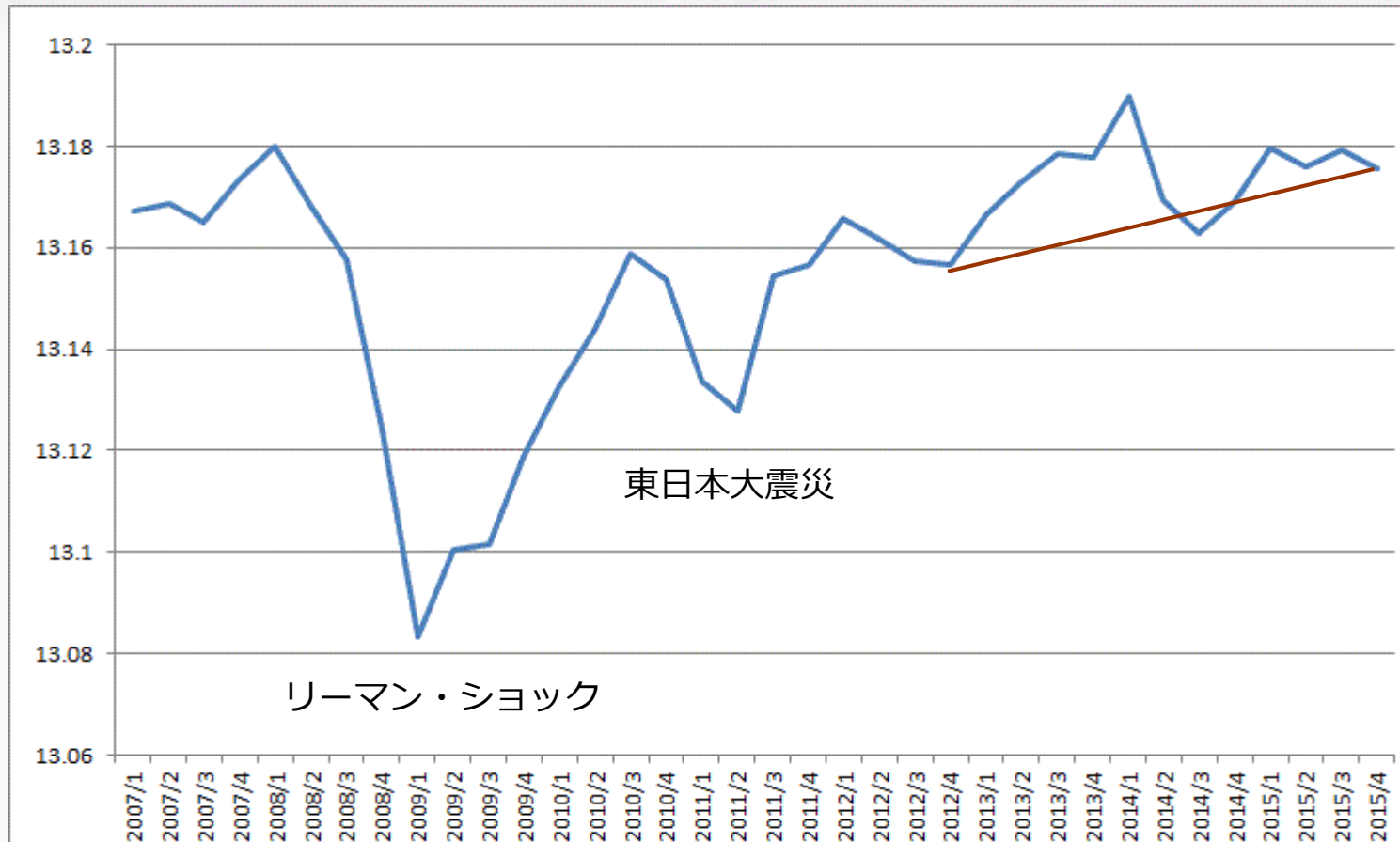
➤ 2011年を境に貿易収支の赤字基調が定着。

2. 第1ステージのアベノミクス (2)

● 後半：14年Q2－15年Q3

- 消費税引き上げを契機に失速。
- 原油価格の大幅下落による交易条件の改善（先述）が景気を下支え。
- 実質GDP、就業者数は、リーマンショック前に回復しただけであるが、失業率は低下し、有効求人倍率は上昇している。← 労働供給（労働力人口）の減少
- 潜在成長率の改善はみられない。

2. 実質GDP（対数値）の推移



➤回復は、政策効果か、単なる自然治癒か。

2. 新3本の矢の具体化が肝要

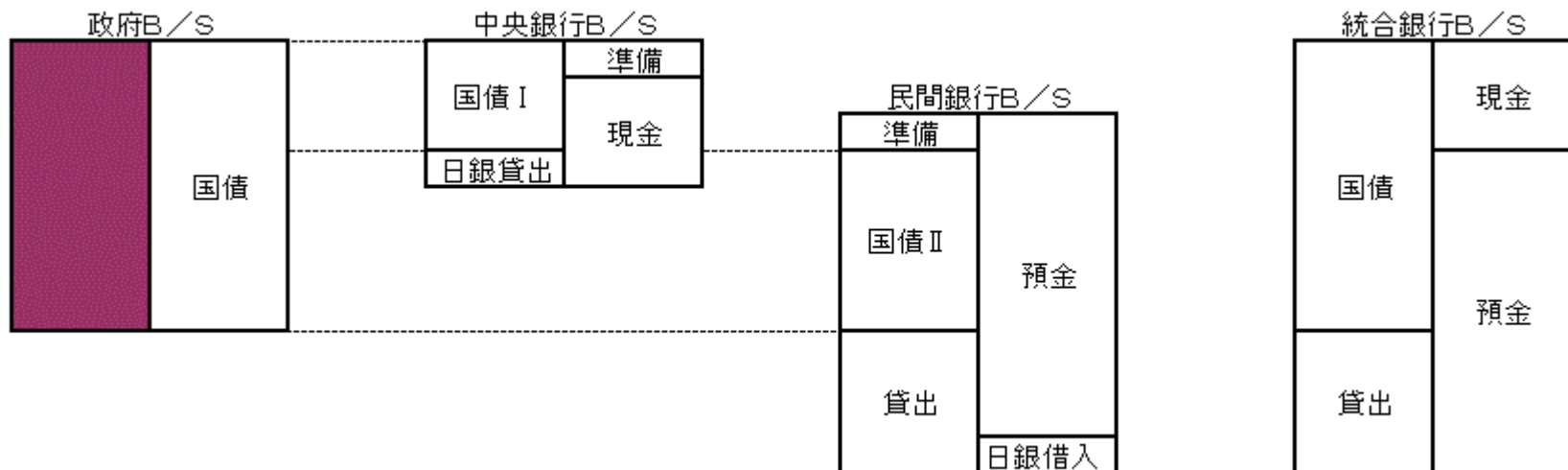
1. 「希望を生み出す強い経済」
 2. 「夢を紡ぐ子育て支援」
 3. 「安心につながる社会保障」
- これらの目標の達成のための行程表を作成し、着実に実施していくことが、成長期待を向上させるためには不可欠。
 - 成長期待が高まらないのは、単なる心理やマインドの問題ではない。

3. 量的・質的金融緩和

- 2013年4月：向こう2年間で**ベースマネー**の量を2倍にし（量的）、日銀が購入する国債の満期までの平均残存期間も約7年に延長する（質的）。
- 2014年10月：追加緩和。年間50兆円ペースを80兆円にし、満期7～10年に延長（15年12月の補完措置で7～12年に再延長）。
- 2016年1月：超過準備預金の一部にマイナス金利（-0.1%）を適用。

3. 金融政策とは

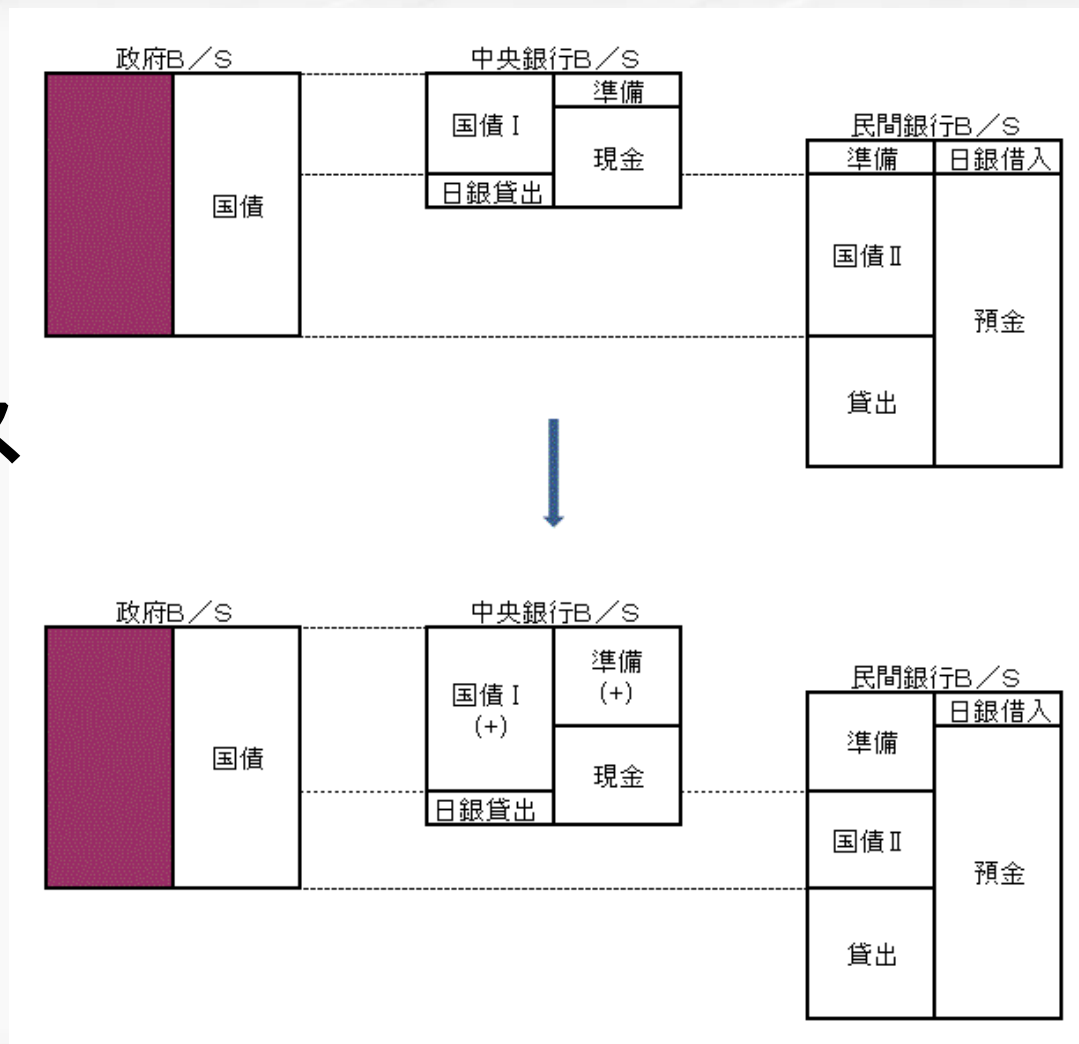
- 金融政策の実際は、金融資産の売買。
- バランスシートで考えることが肝要。



- 中央銀行の負債が、ベースマネー。
- 統合銀行の負債が、マネーストック。

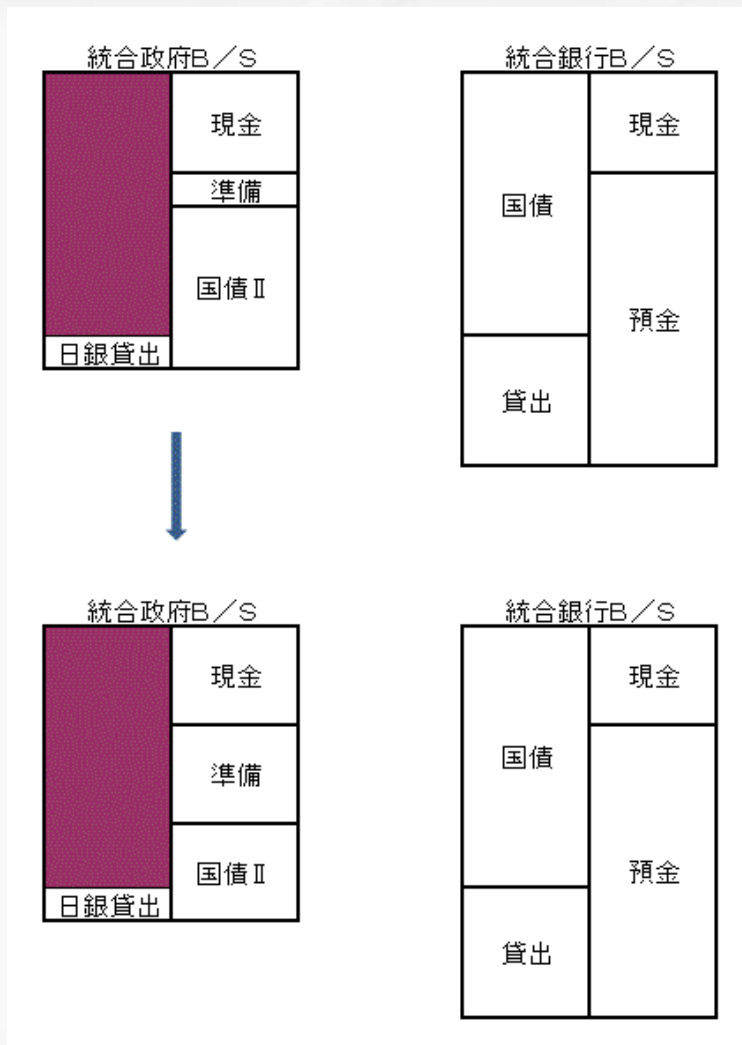
3. 量的緩和（金融緩和）

財政スタンス
は一定



3. 量的緩和による効果

政府と中央銀行を合わせた統合政府のレベルで考えると、ベースマネーによる資金調達比率が高まることになる。

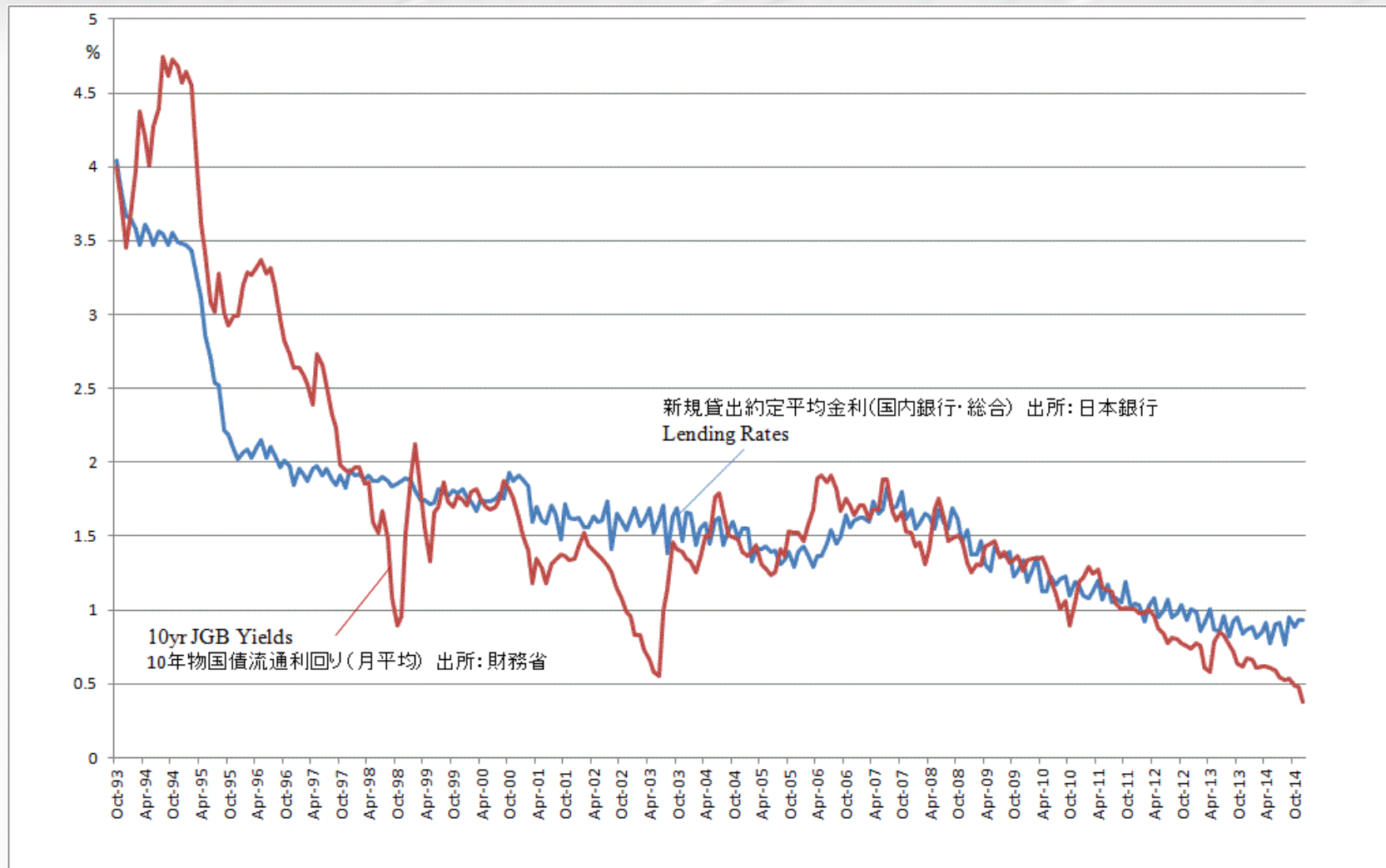


民間銀行が貸出を増やさない限り、マネーストックには変化は生じない。

3. 短期金利の低下余地

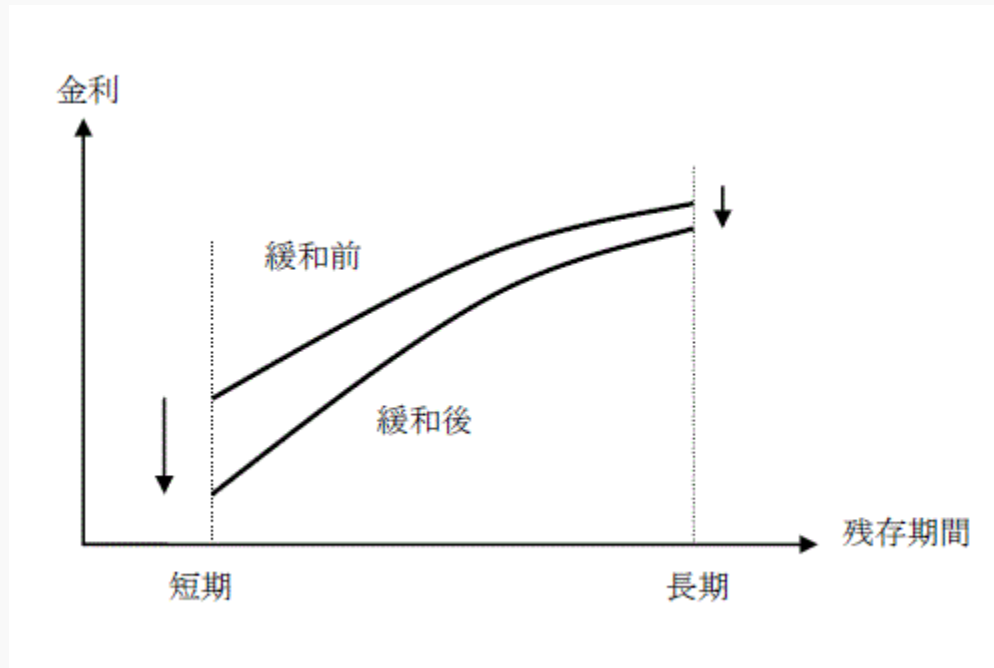
- 準備が増加すると、民間銀行の資金繰りが容易になるために、短期金融市場での金利の低下が起こる（伝統的な場合）。
- ただし、ゼロ金利制約（ZLB）下では、金利はそれ未満には低下しない。
- 短期金利は民間銀行の調達コストにあたり、運用利回り = 貸出金利は長期金利に連動する。すなわち、長短金利差が利ざやになる。

3. 貸出金利は長期金利に連動



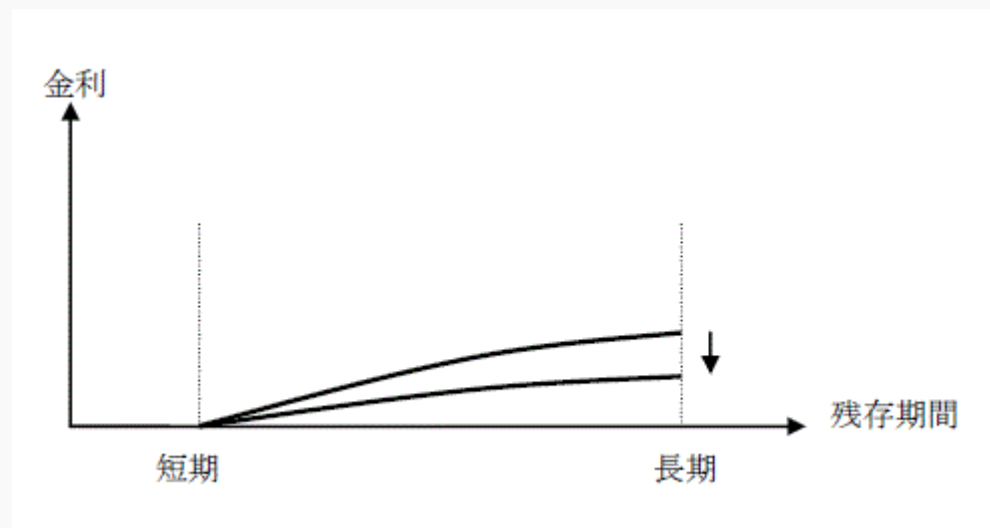
3. 金融緩和の効果（伝統的な場合）

- 短期金利の低下幅ほど、長期金利は低下しない。 → 利ざやの拡大。



3. 金融緩和の効果（非伝統的な場合）

- 短期金利がゼロの下限にある中で、長期金利の一層の低下を図る。 → 利ざやは一層圧縮される。



- マイナス金利政策の下では、利ざやの圧縮は一段と強まる。

3. シグナリング効果と希少性効果

- ゼロ金利制約下で、ベースマネーを増加させてもマネーストック（貸出）の増加は期待できない。したがって、インフレ率が高まると予想すべき理由もない。
- ベースマネーの増加は、中央銀行のやる気を見せつける（シグナリング）効果しかない。長期国債を大量購入することは、担保資産の不足から価格上昇（長期の安全金利低下）の（希少性）効果をもつ。

3. 短期決戦から持久戦へ

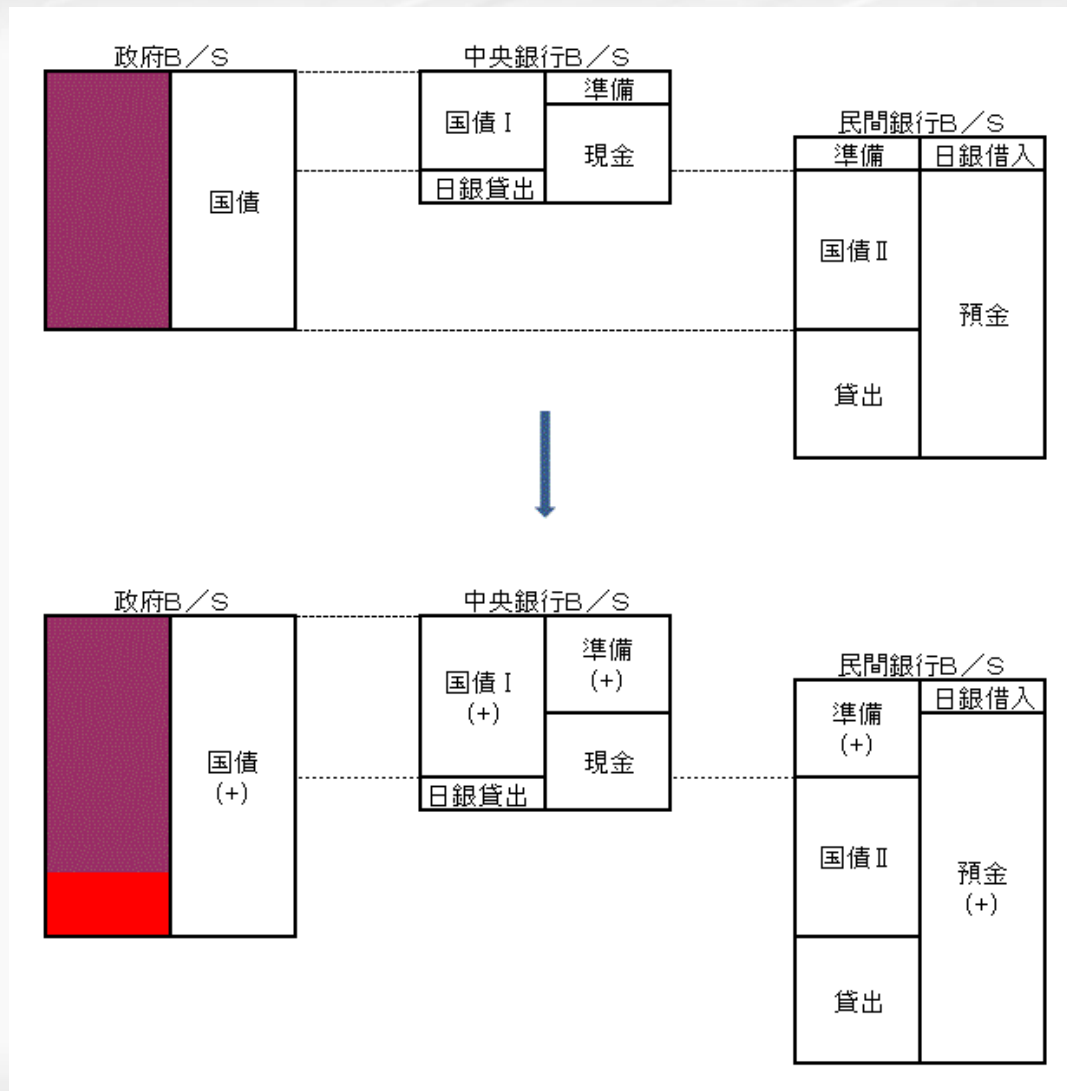
- 量的・質的金融緩和は、中央銀行の決意を見せつけることによって、企業や家計の期待の大きなシフト＝「レジューム・チェンジ」を引き起こすことを意図したものであった（短期決戦型の建付け）。
- しかし、その意図は実現しなかった。そのために、なし崩し的に長期戦化してしまっている。
- 建付けそのものの見直しが不可欠。

3. 銀行はなぜ買いオペに応じるのか

- 量的・質的緩和は、長期国債と準備預金の交換。交換条件がよくなければ、民間銀行は交換には応じない。
- 準備預金への付利は、買いオペを容易にし、ベースマネーの積み上げを可能にしてきた。
- 準備預金にマイナスの金利が課されることになると、日銀はより割高な価格で国債を買い上げるしかない。

4. 財政ファイナンス or 金融仲介

財政赤字が
拡大



4. 国債の間々接的保有構造

- 国債←（銀行）←預金、という間接的保有構造が、異次元緩和の結果、国債←（日銀）←準備←（銀行）←預金、という間々接的保有構造に変化。
- 財政赤字を賄っているのは、民間部門の貯蓄超過（と海外からの資本純流入）。
- 中央銀行（日銀）は独自の財源をもっているわけではない。

4. 貨幣発行益でまかなえる？ (1)

- しかし、貨幣発行益 (seigniorage) というのが存在するのではないか？
- ベースマネーは無償還 (irredeemable) である。すなわち、それ以上は換金できない。準備預金は日銀券のかたちでしか引き出すことができず、現在の日銀券は不換紙幣である。



償還しなくてよい。(??)

4. 貨幣発行益でまかなえる？（2）

- 「日銀は原理的には国債を永久に保有できるので、政府はその償還に頭を悩ます必要はない。」（ワインシュタイン、2014/12/29付日経新聞「経済教室」）
- 「さらに日本銀行が購入した国債は事実上償還義務がないと考えると、それを引き算してもいい。」（本田悦朗・内閣官房参与、週刊東洋経済2015/6/6、p.37）

4. 恒常的量的緩和

- 一度供給したベースマネーの量を減らすことがない、即ち、**ベースマネーの増加が恒久的なもの**であるということは、**出口なしの金融緩和**を行っているということを意味する。
- 永遠にデフレ状態が続くのではなく、いつかインフレになっても、引き締めを行わないのであれば、インフレ目標の維持は適わなくなる。

4. 一時的量的緩和

- ベースマネーの増加が一時的なもので（金融緩和に出口が）あれば、貨幣発行益で財政赤字を際限なくまかなうことはできない。
- 金融緩和が終了すると、累積財政赤字をベースマネーでファイナンスする割合が低下し、市中発行の国債でファイナンスする割合が上昇する。→ **問われるのは財政状況。**

4. 景気刺激策の類型

それぞれへの影響

	財政赤字	国債残高	ベースマネー
財政ファイナンス (Money Finance)	増加	なし	恒久的増加
国債発行による 財政出動	増加	増加	なし
量的緩和 (QE)	なし	なし	一時的増加
国債発行による財 政出動+量的緩和	増加	増加	一時的増加

Adair Turner, “The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue,”
IMF Jacques Polak Research Conference, Nov. 2015から引用。

4. 貯蓄不足に転じる懸念

● 民間部門の貯蓄超過はいつまで続くのか。

- バランスシート調整の完了、高齢化の進展等は、貯蓄超過の減少要因。
- 2020年代中のいずれかの時期に、銀行預金が純減し出すと予想されている。

● 対外純資産を取り崩していくとしても、 2020~30年代に日本経済は胸突き八丁を迎える。

- 残された時間的余裕は、存外に短い。

4. 財政支配の懸念

- 中央銀行の行動だけを単独で考察するのでは、不十分。財政政策と金融政策の関連（Fiscal-monetary Coordination）がどのようなものかを視野に入れて考察することが不可欠。
- 中央銀行は、政府をデフォルトに追い込むことはできない。
- インフレは、貨幣的現象というよりも、歴史的には**財政的現象**である。

4. 「国家25年の計」の必要性

- 少なくとも2016年から2040年までの25年間のプランをもって、経済財政運営をしていかなければならない。
- しかるに、現状は財政政策・国債管理政策としては、短期志向で、持続可能性を欠いたままの状況が続いている（あるいは、悪化している）。
- このままだと、行き着くのは恒久的量的緩和（Money Finance）か？

ご静聴、有り難うございました。

Thank You for Your Attention!

