



## Economic Spotlight

### アベノミクスに関する Q&A

チーフエコノミスト 河野 龍太郎

以下は、海外投資家から多く寄せられる質問に答えたものです。

#### <その1 金融政策編>

##### Q1：黒田緩和のトランスミッション・メカニズムは？

ほとんど機能していない。量的緩和の理論的根拠は、貨幣数量説。しかし、ゼロ金利の下では、物価とマネーストックの関係（貨幣数量関係）は消失している。日銀に国債を売却して得られた金融機関の資金は、日銀当座預金に滞留するだけ。トランスミッション・メカニズムはほとんど機能していないため、日銀が国債を大量に購入しても、総需要を刺激することは困難。ただし、金融緩和だけでデフレ脱却は困難だが、円安誘導やマネタイゼーションによってインフレを醸成することは可能。

##### Q2：量的・質的緩和で人々の期待に働きかけることはできるか？

期待に働きかけることができるのは、株価や不動産価格、為替レートなどのストック価格。実際、アグレッシブな金融緩和への期待から、昨年末以降、株高、円安が進展していた。都市部では不動産価格の上昇も始まっている。ただ、我々が上昇させたいサービス価格や賃金は、簡単には変化しない。それらの期待形成はバックワードルッキングで、需給ギャップが改善した結果ゆっくりと上昇する。需給ギャップが改善しなければ、賃金やサービス価格は上昇しない。

##### Q3：賃金やサービス価格が上昇しなければ、インフレは上昇しないのか？

大幅な円安が進展すれば、輸入価格の上昇でインフレ率は一時的に上昇するかもしれないが、誰もそれを望んでいない。デフレ脱却には、賃金やサービス価格の上昇が不可欠。日本の物価下落の特徴は、①IT デジタル製品を中心に耐久財の価格が著しく下落していること、②サービスの価格が緩慢な下落を続けていること。前者の耐久財の下落は、ヘドニック・アプローチなどで品質の改善を考慮しているため。後者のサービスの価格の下落は、サービスセクターにおける賃金下落が背景。1997年の金融危機の後、名目賃金の下方硬直性が消失し、企業は賃金切下げによるコスト削減でサービス価格を抑制し、競争力を高めようとしてきた。日本の名目賃金は下方には伸縮的だが、上方に硬直性が発生している。

**Q4：黒田緩和の帰結は？**

アグレッシブな緩和を続けても、需給ギャップが改善しなければ、賃金やサービス価格は上昇しない。2%のインフレ達成まで金融緩和を続けると言うが、株価や不動産価格、為替レートばかりが反応するだろう。短期的には、株高などが総需要を改善させるが、それが賃金やサービス価格の上昇をもたらすには、資産価格は相当に上昇する必要がある。実体経済から大きく乖離した資産価格の上昇はバブルであり、いずれ大きな調整局面を迎え、実体経済を著しく不安定化する。

**Q5：円安加速でインフレ率が上昇する可能性は？**

可能性はある。日銀のアグレッシブな緩和が続けられる一方で、FEDが出口に向かえば、円安が急激に進展する可能性がある。円安が加速すれば、輸入インフレの上昇でインフレ率も一時的に2%まで上昇するかもしれない。需給ギャップの改善だけを前提にすると、インフレ率の上昇は1%弱に留まる。10%の円安で0.2%のインフレ率の上昇が見込まれるが、仮に50%の円安が進めば、インフレ率は2%に近づく。1ドル=80円を起点とすれば、その時、1ドル=120円まで円安が進む。

**Q6：次回の緩和タイミングと緩和内容は？**

今年10月の展望レポート公表の際、2015年前半における2%インフレ達成が困難であることが明らかになってくる。2%インフレが達成されるまで金融緩和を続けると言明している以上、追加金融緩和に踏み切らざるを得ない。例えば、長期国債の購入を1.5倍とする可能性がある。既に長期国債の市中発行額の7割程度の購入を決定しているため、1.5倍とすると、市中発行額の全てを購入することになる。完全な財政ファイナンスである。その後は、ETFやREITなどリスク資産の購入を増やすしかなくなる。

**<その2 マネタイゼーション編>****Q7：なぜトレンド成長率を超える成長が可能なのか？**

トレンド成長率を上回る成長の継続を見込むのは、金融政策の効果からではない。GDPの2%に及ぶ大盤振舞の追加財政を安倍政権が決定したため。アベノミクスの本質は、アグレッシブな金融緩和ではなく、中央銀行ファイナンスによる積極財政。国債発行による「将来所得の前借り」で名目GDPを押し上げ、一方、追加財政に伴う金利上昇圧力を日銀の大規模な国債購入で相殺するため、資産価格が上昇する。マネタイゼーション政策は、歴史的に見ると前半部分ではバブルをもたらし、経済はユーフォリアに沸く。既にバブルのプロセスが始まっていると思われる。

**Q8：参議院選挙後は、財政健全化が始まるのではないかと？**

安倍政権が、軽微な景気後退にも拘わらず、2012年度補正予算で大盤振舞の追加財政を打ち出したのは、①7月の参議院選挙での勝利を確実にし、②2014年4月の第1回目の消費増税(5%→8%)に対し国民から理解を得るため。今年9月に景気動向を確認し、第1回目の消費増税を行う



かどうか最終決定をする。問題は、2014年4月の消費増税後、駆け込み需要の反動や、今回の景気対策の効果剥落から、景気が悪化する可能性があること。2015年10月の二度目の消費増税（8%→10%）への国民の反発を抑えることを大義名分に、今年末にも、再び大規模な補正予算が組まれる可能性がある。さらに、2015年10月の二度目の消費増税後、景気への悪影響を相殺するという大義名分で、大規模な補正予算の編成が続けられる可能性が高い。2016年7月には参議院選挙を控える。財務官僚サイドも、消費増税を行うための政治的コストとして、3年程度の追加財政は止むを得ない、と考えている模様。GDP2%の追加財政は、消費増税による1年間の税収増額にはほぼ匹敵する。

### Q9：参議院選挙後、3年間は選挙がないため、安倍政権は改革に邁進するのではないか？

日本の首相権限が極めて弱いのは、日本国憲法や国会法の瑕疵が理由。例えば、提出した法案は会期中に成立させることが出来なければ、自動的に廃案となるため（会期不継続の原則）、野党は審議拒否などで時間稼ぎをして、法案の成立を阻止することができる。日本の政治制度はあまりにも民主主義すぎて、少数意見に相当配慮し、衆議院の多数派のトップである首相に強い権限を与えていない。安倍首相が参議院選挙に勝利し、ねじれ国会が解消しても、首相の権限が脆弱であることに変わりはない。有権者や既得権益層に痛みを強いる構造改革や財政健全化に邁進すれば、安倍政権は歴代政権と同様、短命に終わる。逆に改革は行わず、大盤振舞の追加財政を続けていけば、有権者から反発も出ないため、野党や党内の反対派を抑え、政権を長期化することができる。安倍首相が強い興味を持っているのは、構造改革や財政健全化ではなく、教育改革や憲法改正、国防改革である。

### Q10：マネタイゼーション政策の限界は訪れないのか？

安倍政権のマネタイゼーション戦略が限界に達し、長期金利が上昇する経路は三つある。一つは、アグレッシブな金融緩和が円安の加速をもたらし、円安と長期金利上昇のスパイラルが生じる経路。米国が出口に向かえば、円安が急激に進み、内外の金利裁定によって、長期金利が上昇する。二つ目は、マネタイゼーション政策がもたらすバブルが臨界点まで膨らみ、バブル崩壊でトレンド成長率がマイナスに転じるケース。多くの人々が将来の税収では公的債務が返済されないことを認識し、長期金利が急上昇する。三つ目は、追加財政を続け、トレンド成長率を上回る成長が続くことで、経済が完全雇用に到達するケース。賃金インフレの発生と共に、長期金利の上昇が生じる。今のところ、円安の加速が長期金利の上昇を引き起こすシナリオの蓋然性が高いと考える。ただし、輸入インフレの加速によって、有権者からの反発で、アベノミクスが中断に追い込まれる可能性もゼロではない。

### Q11：長期金利がどこまで上昇すれば、金融システム危機が生じるか？

日本の均衡実質金利は1%程度であるため、2%のインフレ率が達成されると、長期金利は自然体では、少なくとも3%程度まで上昇する。大手金融機関、地域金融機関ともに3%の長期金利への



備えは終わっている。しかし、長期金利が 4%に達すると、地域金融機関の一部で自己資本が不足し、金融システムの動揺が始まる。また、長期金利が 5%まで上昇すると、一部の大手金融機関も資本不足に直面し、金融システム危機は避けられない。問題は、中小企業金融機関等と呼ばれる一部の金融機関が、大量の長期国債を保有しているため、長期金利が 3%を超えると、資本不足に陥ること。政府がゾンビ金融機関を延命させる政策を取れば、金融市場では際限のない財政資金の投入を懸念し、長期金利が上昇、金融システム不安の引き金を引く可能性がある。金融危機と財政危機のスパイラルがはじまるリスクがある。

#### **Q12：金融危機、財政危機は避けられないのか？**

財政危機や金融システム危機を避けるため、長期金利の上昇を抑えるべく、日銀は大量の国債購入を行い、政府は民間金融機関の国債保有を促す政策（国債の時価会計の停止、非市場性国債の導入、国債保有に有利な税制の導入など）を打ち出す。長期金利の上昇をきっかけに、金融抑圧政策が採用されると見られる。

#### **Q13：金融抑圧政策とゼロ金利政策の関係は？**

金融抑圧政策とは、インフレ率が上昇しているにもかかわらず、規制や金融政策を駆使し、低い金利の国債を半ば強制的に金融機関に保有させる政策。金融機関や預金者はマイナスの実質金利に直面するが、彼らの犠牲によって、公的債務の圧縮を図る。増税や歳出削減は国会の議決を必要とするが、インフレタックスであれば、国会の議決を必要としないため、政治家にとっては、魅力のある政策かもしれない。この政策が取られる場合、デフレから脱却した後も、マイナスの実質金利を作り出すために、日銀はゼロ金利政策や国債大量購入政策を継続する。つまり、出口は公的債務の圧縮が進むまでやってこない。

#### **Q14：2015年度のPB赤字半減は達成可能か？**

政府は、2015年度にPB赤字の対GDP比を2010年度の6.6%から半減させる目標を掲げている。今後、消費増税を行い、さらに追加財政を行わない場合でも、2015年度のPB赤字は3.9%程度となり、目標は達成できない。2020年度のPB黒字達成は、社会保障関係費の抑制と20%への消費税増税なしでは不可能。































