

量的・質的金融緩和(QQE)の効果と課題

日本金融学会
(2015年5月16日)

富士通総研・経済研究所
エグゼクティブ・フェロー
早川英男

量的・質的金融緩和(QQE)とは？

- 13年4月4日に導入された量的・質的金融緩和(quantitative and qualitative monetary easing)の内容
 - 1 長期国債等の金融資産を大量に購入する。
 - 長期国債の購入金額は月間約7兆円(平均残存期間も長期化)。このほか、ETFやREITも購入。
 - 2 マネタリーベース(銀行券+日銀当座預金)を年間60~70兆円のペースで増やす。
 - 3 上記を通じて、消費者物価上昇率2%のインフレ目標を2年程度で実現する。
- なお、昨年10月31日には、原油安等に伴う物価上昇の遅れを懸念して、①長期国債の購入額を毎月10兆円程度とする、②マネタリーベースの増加額を年間80兆円程度とする、といった内容の追加的金融緩和(QQEの強化)が決定された。

QQEの実験的性格(1)

- ゼロ金利下での非伝統的金融政策(Unconventional Monetary Policy)の効果について、経済学界に明確なコンセンサスはない。つまり、QQEは実験的な政策だが、現在の標準的経済理論で想定される効果は概ね以下の通り(Eggertson-Woodford 2003等)
 - I QE0(単にマネタリーベースを増やす)⇒効果なし
 - 01～06年に日銀が行ったタイプの政策。FedのBernanke前議長も、「QEに効果はない」と明言している。
 - II QE1(金融市場の混乱時にリスク資産を購入する)⇒効果あり
 - リーマン・ショック直後にFedが行った政策(credit easing、98年に日銀が行ったCP・社債オペが先駆)。Bernankeの大恐慌研究の教訓を活かした措置。
 - III QE2(長期国債を大量に購入する)⇒長期金利低下?
 - 10年以降にFedが行った所謂QE2、QE3に対応。市場参加者が極めて合理的なら、理論的には「効果なし」だが、一般的には長期金利低下が期待される。
- $QQE = QE0 + QE2$ ⇒QQE開始時の長期金利が低い日本では、「効果はあっても僅か」というのが理論的な答え。

- しかし、実際の金融市場では、ソロス・チャートを使って為替取引を行う参加者等が多い。ならば、現実にはQE0も効くのではないか？
 - ソロス・チャートが理論的には間違いであっても、ケインズの美人投票の論理に従えば、「皆が信じているなら、自分も信じるのが合理的」。
 - 実際、米国のQE2、QE3はドル安、米株高をもたらしたように見える。
 - 昨年1月のBernanke発言: "The problem with QE is it works in practice, but it doesn't work in theory"

- 非伝統的金融緩和の倫理的側面
 - 現実に効く可能性があるなら、試してみればどうか？
 - 1 市場参加者の誤解によって効果を持つような政策を中央銀行が行うことは許されるのか？
 - 偽薬(placebo)は実際に効果を持つ。医者が偽薬を使うのと同じか？
 - 2 QQEの出口で日銀は巨額の損失を蒙る。国民負担に繋がる政策(=実質的に財政政策)を中央銀行が行うことが許されるのか？
 - 長期国債を低金利(=高い値段)で大量に買えば、2%インフレが達成され長期金利が上昇した時、当然大きな損失が発生する。

1 大幅な円安、株高が実現したこと。

- 為替、株価の反応は、QQE実施前の12年11月に始まった(衆議院解散で安倍政権の成立が予想された)。通常、事前に市場に織り込まれると、その後に失望を招きがちだが、QQEは市場の予想を大きく上回った(⇒黒田バズーカ！)。
- 12年秋は、①欧州情勢の落ち着き、②ミニ景気後退の終了(11月が底)などから、もともと相場の変わり目だったと思われるが、アベノミクス・QQEなしにあれだけの円安・株高は考えられなかった。
- この結果、大企業中心に企業収益も大きく好転。ただし、海外事業収益が円安で水脹れしている部分も少なくない。

2 デフレ脱却が実現したこと。

- 円安に伴うコスト・プッシュ要因が大きかったとは言え、13年後半から消費者物価の前年比はプラスを続けており、「物価の持続的下落」という意味でのデフレが終わったことは明らか。
- ただし、物価が民間予想以上に上がった13年後半、日銀はインフレ期待上昇の効果だと説明したが、民間予測が外れたのは耐久消費財が値上がりしたため。薄型テレビ、パソコン、携帯電話などは従来値下がり当たり前だったが、国内の競争力低下から輸入財となり、円安⇒値上がりとなった。

QQE (アベノミクス) の誤算 (1)

1 デフレから脱却しても、成長率は高まらなかったこと。

- リフレ派によれば、「物価が下がるから、消費が先送りされる」、「デフレで実質金利が高いから、設備投資が出ない」、「デフレが円高に繋がり、輸出も伸びない」ということだった。今は、デフレが終わり、実質金利はマイナス、大幅な円安だから高成長が実現するはずだが、そういう事実はない。
とくに、大幅な円安にもかかわらず輸出が殆ど伸びなかったのは、殆どのエコノミストにとって大きな驚きだった。
- 13年度の実質成長率は+2.1%だったが、公共投資(+0.5%)と消費増税前の駆け込み需要(+0.7%程度?)の寄与を除けば1%未満。14年度は-1.0%程度だったと見られる(ただし、駆け込み需要が+0.7%ならば、その反動だけで14年度の成長率は-1.4%下がる)。
- 大企業の収益改善にもかかわらず輸出→中小企業への発注、設備投資増加、賃上げといった他の部門へのトリクル・ダウンは予想外に小さかった。このため、中小企業や家計は(消費増税の影響とも重なって)円安への不満を募らせた。

2 成長天井 (= 潜在成長率) が予想以上に下がっていたこと。

- アベノミクス始動から1年程度で、失業率は構造失業率並みの3%台半ばまで低下し(完全雇用の実現)、人手不足が強まった。これは、生産年齢人口の減少などを背景に、潜在成長率が低下していたことを示唆する。

- 内閣府の試算では、現在の潜在成長率は0.6%だが、本当はもっと低いのではないかと疑われる(日銀の試算では0.2%程度)。
 - ① 昨年10~12月の実質GDPの水準は、7年近く前の08年1~3月(リーマン・ショック前のピーク)より約1%低い。しかし、失業率は現在の方が低い。
 - ② 昨年4~9月は大幅なマイナス成長だったが、労働需給(失業率、有効求人倍率とも)に緩みは見られなかった。
- 潜在成長率が下がると、財政バランスの維持が難しくなる。リフレ派は、「経済成長で財政赤字は解決できる」と主張してきたが、デフレが終わっても成長率が高まらないことで、そのシナリオは事実上崩壊(物価が上がれば、歳出増をも招く。税収の伸び > 名目成長率でも、歳出が税収の2倍に近い日本ではプライマリー・バランスさえ改善しない)。
- 3 原油価格の下落等もあって、QQE開始後2年となる今春の消費者物価上昇率はゼロ近傍と見られること。
 - もっとも、原油価格の下落は大幅な減税に等しい効果を持ち、日本経済にとっては大きなボーナス。物価にとっても長い眼ではプラスに働く。
 - ただし「原油価格等は相対価格であり、インフレ率を決めるのはあくまでマネー」との議論は、もともと短期では成り立たない。時限を限ったインフレ目標の達成は無理になった。

- QQEの実験的性格に鑑みれば、実際の経験から学ぶことが極めて重要。先の成果と誤算を踏まえて常識的に考えれば、アベノミクスが学ぶべき教訓は以下の通りになるのではないか？
- 1 デフレが終わっても成長率は高まらず、成長天井の低下が顕わとなった以上、供給力の強化が重要。成長戦略の策定・実行により大きな力を割く必要。
- 2 完全雇用が実現した以上、財政による景気刺激は意味を失った。潜在成長率の低下で財政バランスの維持が困難になることを踏まえれば、早期に財政健全化に舵を切ることが求められる。
- 3 成長力の強化も財政健全化も進まないうちに、インフレ目標だけが達成され、QQE＝日銀の国債買入れ終了となれば、長期金利が急騰する恐れ。2%インフレを急ぐ必要はない。
- ただし、2%目標の旗を降ろす必要はない。原油価格などの環境が大きく変化する下でインフレ率が変動するのは容認し、長い眼で目標達成を目指すflexible inflation targetingが現在の国際標準。

昨年秋に行われたこと

- しかし昨年秋、実際に行われたことは、先に述べた「教訓」とは正反対のものだった！
 1. 日銀は10月31日にQQEの強化を実施。この結果、国債の市中消化分の殆どが日銀に買い取られ、日銀の国債保有の増加額は新規の国債発行の2倍以上となるなど、財政赤字ファイナンスの色彩が一層強まった。
 2. 安倍総理は、今年10月に予定されていた消費税の10%への増税を先送りを決意した上で衆議院の解散・総選挙に踏み切った（選挙結果は与党の大勝）。
- この2つの決定は、財政の維持可能性 (fiscal sustainability) を危うくする恐れがあった。
 - 一部の格付け会社は、日本国債の信用格付けを引下げ。

QQEからの「出口」とその前提

- 2%インフレが達成された時に、QQEの「出口」がうまく行くかどうかは、一重にその時点で市場参加者が財政の維持可能性を信じているか否かに依存する。
 - a. 信じている⇒日銀の手腕次第：日銀は、Fedのtaperingや今後の利上げからしっかり学ぶ必要。
 - b. 信じていない⇒国債買入れを止める⇒長期金利急騰
 - c. 信じていない⇒国債買入れを継続⇒円安・インフレのスパイラル
- 日銀の黒田総裁が指摘するとおり、「**政府の財政健全化への意思や努力について市場から疑念を持たれると・・・対応のしようがない**」ことになる。
- 今年は、原油価格の急落の結果、前述のように景気の順調な回復が期待できる一方、インフレ率が2%に達するのは暫く先になる。
⇒QQEの約束が実現しないという意味では不幸だが、財政の維持可能性を回復するまでの時間の余裕という意味ではラッキー！
- ただし、原油安のインフレ率押下げ効果は1年後には消える。労働需給の逼迫を考えると、賃金上昇→物価上昇シナリオ自体は生きている(事実、今春のベース・アップ幅は昨春を上回る)。

夏の基礎的財政収支黒字化策が鍵

- 「消費増税は先送りしても、財政健全化は堅持する」という昨年12月の総選挙における公約に基づき、政府はこの夏までに「20年度の基礎的財政収支黒字化のための具体的計画」を策定することとなっている。ここで財政健全化への説得的道筋を描けるか否かが、QQEの成否にとっても極めて重要な前提となる。
- 1月12日公表の「中長期の経済財政に関する試算」改訂版では、20年度の基礎的財政収支について、従来の楽観的前提に基づく「経済再生ケース」(9.4兆円の赤字)のほか、潜在成長率並みの成長を前提にした「ベースライン・ケース」(16.4兆円の赤字)が提示された。
- 楽観的前提でも、20年度の基礎的財政収支黒字化は容易でない。「前提は慎重であるべき」と考えれば、さらにハードルは高い。消費増税だけでなく、社会保障給付の抑制を含めた歳出削減、成長力強化の全てを組み合わせる必要。政府・与党だけでなく、総選挙で増税先送りに賛成した野党にも、前向きな対応が求められる。
- なお財政の状況を見る上では、公的債務残高／名目GDP比率といったストック指標も重要だが、QQEで長期金利が押え込まれている環境下では、同比率が実力以上に改善して見える点に注意が必要(長期金利＝名目成長率であれば、基礎的財政収支が赤字の時には、同比率も発散する)。

デフレ・マインドは転換するか？(1)

- 最近の黒田総裁の講演を読むと、従来多く使われていた「インフレ期待」という表現以上に、「デフレ・マインド」という言葉が目立つ。両者の区別は明らかでないが、デフレ・マインドの英訳はdeflation mindsetとなっており、別物と考える方が自然。
- インフレ期待＝単に先行きの物価上昇率に関する予想
- デフレ・マインド＝デフレ時代に染み付いてしまった悲観的・防御的な思考法（昨年12月の経団連講演では、「人件費や原材料費の引き下げといったコスト・カットを行い、あるいは設備投資をできるだけ圧縮して、利益を確保し、財務状況を安定化させる」という企業行動を指摘しているが、これが「デフレ・マインド」の意味するもの？）
- 総裁は、デフレ・マインドの転換のために大胆な金融緩和が必要と強調するが、QQEで実際に起こったことは、
 - ① 予想インフレ率は確かに上昇し、実質金利の低下によって為替レートや株価は大きく反応したが、
 - ② 企業のデフレ・マインドは転換しなかったため、設備投資の増加や賃上げは小幅に止まった、ということではないか。

デフレ・マインドは転換するか？(2)

- 経済理論的には、不確実性の高い状況では、非可逆的な投資は先送りされることが知られている(Dixit流の投資理論)。非可逆性の有無が金融投資と実物投資の違い。
- とりわけ流動性危機(97~98年と02~03年の金融危機、リーマン・ショック直後)を経験すると、資金の固定化への恐怖感が高まるのは自然(Cash is king!)
- だとすると、デフレ・マインドとは「物価下落が続くという予想」ではなく、不幸な経験から生まれたlearned pessimismではないのか？
- 企業収益が増えてもなかなか設備投資はしない(14年度の設備投資はプラスか否か微妙)、非正規雇用を増やしても正社員は採らない、ボーナスは増やしてもベアは避ける(昨年のベアは僅か0.4%)というのが、learned pessimism(円安の影響が鈍いのも、シャープやパナソニックの失敗からの学習の成果?)。
- こう考えると、「マネタリー・ベースを増やすことでデフレ・マインドを転換する」のは到底無理。時間を掛けて「良い経済状態が続くこと」を実感させることが必要ではないか。
- 経済政策としての王道は成長戦略だが、短期間で成果は期待できない。むしろ原油価格の急落こそ、目先の物価は下がっても、「良い経済状態が続く」ことでデフレ・マインドの転換に繋がるのではないか？


「マネタリー・ベース」の誤解(1)

- 「マネタリー・ベース」(以下MB)の概念が曖昧化している。確かに、
MB = 銀行券 + 日銀当座預金
という会計的定義で見たMBは280兆円近く(名目GDPの6割弱)に達する。しかし、超過準備には付利が行われており、今や①信用創造のベースでも、②通貨発行益(seigniorage)の源泉でもない。これをMBと呼ぶのはmisleading。
 - 超過準備は、信用創造につながっていないから超過準備になるのであり、また超過準備に市場金利以上の付利がなされている以上、これを使って信用創造を行うインセンティブも働かない。実際、money multiplierは低下の一途である。
 - MBが通貨発行益となるのは、ゼロ金利でも民間が自発的に保有し、かつ償還義務がないため。したがって、付利が行われる超過準備部分からは通貨発行益は発生しない。
- 経済学的にMBとしての役割を果たしていないものをMBと呼ぶことが、議論の混乱を招いているのではないか？
 - 例えばリフレ派の中には、「日銀が国債を持てば、支払った金利は日銀納付金で戻ってくるので、財政負担が減る」といった類の発言をする者がいる。これは、MB = 通貨発行益と考える点で初歩的な間違い。

「マネタリー・ベース」の誤解(2)

- また、QQEをヘリコプター・マネーと捉える見方もあるが、これも正確ではない。昨年の日銀国際コンファレンスでGoodfriendが指摘していたように、量的緩和＝キャリー・トレードと考えるのが適切。
- すなわち、超過準備＝売出手形であり、政府＋中央銀行の統合バランスシートで考えれば、超過準備＝政府短期証券に他ならない。QQEは政府負債の満期構成を短期化していると理解すべき。
- 財務省が折角超長期債を出しても、QQEでむしろ負債は短期化（超低金利時に固定金利の住宅ローンを変動金利に乗り換えるのに等しい）。
- 「中長期の経済財政に関する試算」で、PBが赤字のままでも公債残高／名目GDP比率が下がるのは、長期金利が上がっても金利負担は直ぐには増えないため。しかし、統合バランスシートでは、QQEが終われば、日銀が逆ザヤになることで、政府＋日銀の金利負担は速やかに増える！
- また、MBへの固執が金融政策の視野を狭めていることも問題。
- MBの残高増加を自己目的化すると、金融緩和手段は国債以外に考えられなくなる。実際、リスク資産を購入してもMBはあまり増えないし、ましてマイナス金利にすればMBは減ってしまう心配がある。しかし、これらにも金融緩和効果はある筈で、初めから選択肢として排除すべきではない。

- 4月末のMPMで日銀は、2%のインフレ目標達成の時期を「16年度前半頃」へと先送る一方、追加金融緩和は見送った。一般国民の多くは、この決定を常識的なものと受け止めているのではないか。
- 実際、言論NPOが行った有識者へのアンケートでは、金融緩和を高く評価する人が多かった一方、2%の早期達成にはこだわらず、追加緩和も不要との意見が多数だった。
- しかし、市場参加者やエコノミストの間では、インフレ目標達成時期の遅れても、「QQEは所期の効果を発揮している」と主張し続けるだけの日銀の情報発信に対する不信感が高まっている。
- CPIコアコアも0.5%未満である以上、目標未達を原油安だけは説明できない。
- 昨年10月のサプライズ緩和の後遺症から市場参加者は疑心暗鬼に陥っており、最後まで追加緩和期待が残っていた。今回の物価見通しにも、「見通し達成は無理で、下方修正→追加緩和へ追い込まれる」とのシニカルな見方が多い。
- 緩和の出口が近づけば、市場との対話が極めて重要となる。日銀は早期にQQEの2年間を総括し、新しい政策スキームを明らかにすることで、市場との対話を再建する必要がある。



FUJITSU

shaping tomorrow with you