

〔中央銀行パネル〕

『金融経済研究』第39号，2017年3月

長期的な名目ゼロ金利の経済分析*

櫻川昌哉

要旨

本稿では、現在の日本銀行が採用する質的・量的金融緩和は、正しい理論的な裏付けを持たないことを明らかにした。現行の政策を持続することは、インフレに近づくどころかむしろデフレへの回帰をもたらす危険性をはらんでいる。またマイナス金利政策は貨幣への逃避を引き起こし、事態の解決に貢献しない。デフレ解決への有効な方法は、金利正常化を進めて貨幣の資産需要を減少させることである。

1 はじめに

1990年代後半から継続している名目ゼロ金利をどのように理解したらいいかという問いに答えるかたちでこの論考を進めていく。なぜなら、長期的な名目ゼロへの正確な理解なしには、現在の日本の金融政策を論じることはできないからである。

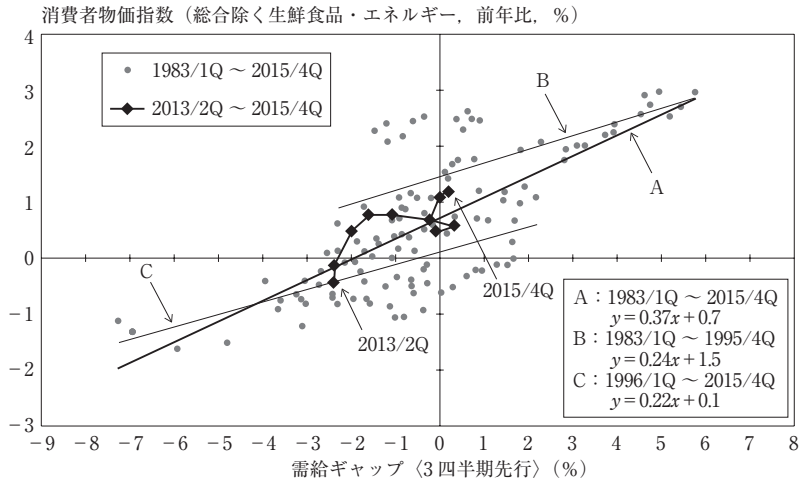
短期の物価水準やインフレ率の決定は、かつては総需要・総供給分析の中で議論されてきた。ここでは、物価水準は短期のGDPの需給ギャップをゼロにするように決定される。この考え方はごく最近、物価の粘着性を取り入れたニューケインジアンモデルの中で精緻化されて、GDPギャップを物価上昇率に結び付ける理論メカニズムが、先端的なマクロ経済モデルの1つとして確立されている。

3本のフィリップス曲線が図1に描かれている。横軸が需給ギャップ、縦軸が物価上昇率を示している。ここでは1983~1995年をサンプル期間としたBの曲線と1996~2015年をサンプル期間としたCの曲線に注目したい。比べてみると、2つの曲線（実は直線で描かれている）の傾きにほぼ差はなく、違いは切片の高さのみである。Bの曲線と1983~2015年をサンプル期間としたAの曲線を比較して、需給ギャップが改善してもインフレ率はあまり上昇しなくなったという指摘がしばしばなされるが、期間を延長したときの比較には注意を要する。¹⁾ GDPからインフレ率への感応度が下落したというよりも、むしろ1995年あたりでフィリップス曲線を下方へシフトさせるなら

* 本稿は、2016年10月15日に関西大学にて開催された日本金融学会秋季大会の中央銀行パネル「マイナス金利政策の評価」における発表に加筆・修正を加えたものである。北坂真一先生と宮尾龍蔵先生から貴重なコメントを頂いた。ここに感謝したい。

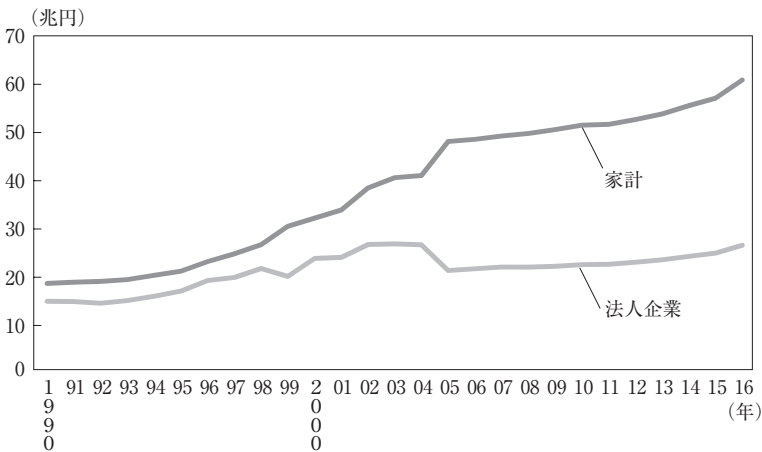
1) 例えば、早川(2016)。

図1 日本のフィリップス曲線



(出所) 『経済・物価情勢の展望 (2016年1月)』(日本銀行)より抜粋。

図2 主体別貨幣需要



(出所) 『日本銀行統計』(日本銀行)をもとに筆者作成。

かの構造変化が起きたと理解するほうがもっともらしいように見える。切片の変化は、物価上昇率が1.4%下落したことを意味する。1995年を境に何が変わったのかというと、いわゆる超低金利政策時代の始まりである。1.4%のインフレ率下落の原因がこのあたりに潜んでいるかもしれないと考えるのは自然である。

金利が低くなると、その影響は現金需要にも変化が見られるはずである。現金需要の動きは図2に描かれている。超低金利政策が始まった1995年の段階で家計と非金融法人企業が保有する現金残高は、それぞれ20兆円と16兆円、合計36兆円であった。その後20年にわたって名目ゼロ金利の時代が続いた結果、現金残高はそれぞれ61兆円と26兆円、合計で87兆円に膨らんだ。この期間、名目GDPは500兆円程度とそれほど変化がなく、決済需要に必要な現金はさほど増えているとは考えられない。増加分の合計51兆円は、そのままタンス預金として積み上がったと判断して差し支えない

であろう。51兆円といえば、日本のGDPのおよそ10%に達しており、相当な規模である。²⁾

2 バブル均衡としてのデフレ

貨幣需要を構成するのは、決済需要と資産需要である。後者がいわゆるタンス預金である。経済学の世界では、同質的な個人が無限期間生きることを想定している代表的個人モデルを主流派モデルと位置付けてきた。この世界で決済需要をどのように説明してきたかといえば、例えば money in utility や cash in advance 制約というかたちで、人々が決済のために貨幣を保有することを正当化してきた。一方、資産需要は、人々は若年期と老年期の2期間を生きると想定している世代重複モデルの中で、資産の貯蔵手段の1つとして説明されてきた。実のところ、理論経済学の先端において、これら2種類の貨幣需要は異なったモデルの中で議論されているのである（！）。ケインズモデルが、決済需要と資産需要（ケインズは投機的需要と表現している）を同時に説明していることを思えば、貨幣経済学はむしろ後退しているのかもしれない。

名目ゼロの流動性の罍というのは、決済需要としての貨幣需要はすでに飽和しており、飽和点を超えて供給された貨幣を財の貯蔵手段として需要している状態である。代表的個人モデルにおける貨幣需要は、決済需要のみを考慮しており、資産需要をうまく説明できていない。この主流派モデルは、限界的な貨幣需要を資産需要として位置付ける流動性の罍をうまく説明できないということになる。実際に、流動性の罍の問題を主流派のモデルはどのように取り扱ってきたかといえば、長期的には消えてなくなる短期の均衡として描写してきた。代表的な文献は、Krugman (1998), Auerbach and Obstfeld (2005) などである。³⁾ ゼロ金利を巡る多くの学術的な議論は、流動性の罍は短期的な現象であるという前提でなされてきたのである。名目ゼロが長きにわたって持続している日本の現実とは相いれないことは明らかである。

流動性の罍を長期的な現象であると認めたとき、GDPギャップと物価上昇率の関係は果たして維持されるのか、あるいは変容を余儀なくされるのかは興味の尽きないところである。まず、名目利子率と実質利子率の関係を明らかにしたフィッシャー方程式に立ち返って考えてみよう。フィッシャー方程式は、

$$\text{名目利子率} = \text{実質利子率} + \text{期待物価上昇率}$$

と書かれた恒等式である。恒等式だから常に成立する。名目利子率がゼロのとき、右辺もまたゼロでなければならない。リスクのない単純な世界を仮定すれば、実質利子率は資本の収益率に等しく、また期待物価上昇率に（-1）を掛けた値はまさしく貨幣の収益率である。よって、名目利子率がゼロの状態では、

$$\text{資本収益率} = \text{貨幣収益率}$$

が成立する。つまり、恒等式は、資本と貨幣の間の裁定式という均衡条件に書き換えることができる。ここでは貨幣の値上り益、つまりデフレを期待して貨幣を保有しており、いわば貨幣をバブルとして保有していることになる。この状況を世代重複モデルではバブル均衡あるいは貨幣均衡とし

2) Fujiki and Tanaka(2016) は、より緻密な手続きをもとに日本のタンス預金は40兆円程度であると推計している。

3) 流動性の罍を長期均衡として描写しようとした文献では、定常均衡では名目利子率はプラスであり、資産需要はゼロである。例えば、Benhabib *et al.*(2001) を参照。

表1 GDP成長率とデフレ率 (%)

	実質 GDP 成長率	デフレ率
1995～2015	0.8	0.8
1999～2015	0.8	0.9
1995～2013	0.9	1.1
1999～2013	0.9	1.3

(出所) 『国民経済計算』(内閣府)。デフレ率の計測は GDP デフレーターをもとに筆者作成。

て描写している。一方、ノン・ポンジ・ゲーム条件というかたちでバブルを排除している主流派の代表的個人モデルの世界では、この状態を長期均衡として表現することはできない。主流派のモデルを世代重複モデルに取り換えればいいのではという意見も出てきそうであるが、こちらのモデルにも欠点がある。世代重複モデルでは、人々は2期間を生きると想定されている。1期間は低く見積もっても30年(!)ということになってしまい、短期の経済変動を対象とする金融政策の話には不向きなのである。

実のところ、長期的に名目ゼロが続く状態をどのように理解したらいいかは大きな課題であった。このパズルの解決にヒントを与えたのが、村瀬・安藤(2014)である。彼らの画期的な論文は、決済需要と資産需要が共存する理論モデルを提案して、日本の長期デフレをバブル均衡として描写することに成功している。そして日本の流動性の罍を説明するうえで一筋の見通しを与えた。

彼らのモデルの中で貨幣がバブルとして保有される均衡、つまり流動性の罍が長期的に続く状況がどのような性質を持つかといえ、Tirole(1985)などによっても証明されたように、

$$\text{経済成長率} = \text{バブル(貨幣)の収益率} = \text{実質利子率}$$

という命題が成立する。つまり、経済成長率が1%のとき、実質利子率も貨幣の収益率であるデフレ率もまた1%となる。日本経済のデータと照らし合わせてみると、日銀の超低金利政策が始まった1995年を起点とすれば、1995～2015年は、GDPの実質成長率の平均とデフレ率の平均は0.8でほぼ同じである。表1は、現実にゼロ金利が始まった1999年を起点とするか、また質的・量的緩和の始まった2014年以降を含むかどうかなど、サンプル期間を変えた比較をしており、いずれも接近した値をとっている。

ここでいったん整理してみよう。名目利子率がプラスの世界では、貨幣は決済需要としてのみ保有される。名目利子率の低下は総支出を刺激してGDPギャップを縮小し、物価上昇率を増加させるだろう。しかし経済を取り巻く風景は名目ゼロを分岐点として急変する。人々は貨幣を決済動機だけではなく財の貯蔵手段としても需要するからである。資産の選択肢に債券と実物資産のほかに貨幣が加わり、資産代替の関係は複雑化する。名目ゼロが持続すると、人々は実物資本を手放して貨幣を保有するインセンティブを持つため、金融緩和がむしろ物価上昇率を押し下げる力として働く余地が生まれる。まさしく流動性の罍である。

このバブル経済の定性的な性質を明快にするために量的緩和の効果を検討してみよう。バブルを土地バブルや株式バブルを意味する実物バブルと政府負債から構成されているとする。これまでの議論から、名目利子率ゼロでは貨幣はバブルである。またバブル均衡では、「経済成長率=実質利子率」が成立して、政府は税収に頼ることなく国債の借り換えをすることができるので、バブルとして表現することができる。⁴⁾そして、経済全体のバブルは、次のように表現される。

$$\text{総バブル} = \text{実物バブル} + (\text{国債} + \text{貨幣}) / \text{物価水準}$$

量的緩和は、中央銀行が国債を市場で売買する行為にはよかならないので、この政策の前後で「国債+貨幣」は変化しない。すると、実物バブルの項がもしゼロであるならば、総バブルを一定としたとき、物価水準への影響はない。まったく同質の政府債務の構成を変化させても実体経済への影響はないと述べた Wallace (1982) の「中立性命題」の意味するところと同じである。

興味深いことに、実物バブルが存在するならば、結果が変わる余地がある。量的緩和のような一見して実体経済に強く働きかけそうな政策は、人々の期待を大きく変化させるかもしれない。例えば、不動産価格が高騰するという期待形成を人々は抱くかもしれない。仮に、「国債+貨幣」は変化しないまま、実物バブルが上昇したとしよう。総バブルを一定としたうえで、上式が成り立つためには、物価もまた上昇しなければならない。資産バブルが起きて、一時的に消費や投資を刺激するといったことは可能性としてはありうる。バブル理論を使えば、量的緩和が景気を刺激する可能性はゼロではない。

3 質的・量的緩和政策

これまでの議論をもとに、2013年4月以降、日本銀行によって実施された「質的・量的緩和政策」を考察してみよう。この政策には3本の柱がある。まず2%の物価上昇率目標を掲げている。次に、この目標を実現するまで名目ゼロに据え置いたまま、ベースマネーを供給し続けるというコミットメントを国民に約束している。そして政策の実効性への信頼を高めるために、出口に関してはいっさい触れないという戦略をとっている。

この政策を理論的に正当化しようとしたのが、Krugman (1998) や Auerbach and Obstfeld (2005) である。彼らは、実質利率がマイナスである経済を出発点として、いずれ景気の好転とともにプラスに転じるという設定を仮定して、名目ゼロを維持したまま貨幣を供給し続ければ、いずれは流動性の罅から脱出できる可能性を論じた。⁵⁾ この理論的結論は、大きな議論を巻き起こした。最も激しい議論がなされたのは、いわゆる「時間的非整合性」の観点からの批判である。Eggertsson and Woodford (2004) などは、この政策が有効であるためには、名目利率がプラスになった後もベースマネーを増加させることを人々に信じこませる必要があり、利率がプラスになったら中央銀行は引締めへ転じるに違いないと人々が期待するようになったら効果は消える指摘した。

それはさておき、もし日本銀行がこのモデルを理論的根拠に現行の政策を推し進めているとしたら誤りを犯していると言わざるをえない。このモデルの拠って立つ前提のうち少なくとも3つは、日本経済の実態ないし政策に合致するものではないからである。まず、流動性の罅を短期的な現象とみなしているが、流動性の罅は90年代末から継続している長期的な現象である。17年間持続している現象を「短期」ととらえるのは明らかに誤りである。

またこのモデルでは、経済はいずれ好転するということがあらかじめ仮定されており、その好転とともに中央銀行が出口戦略を公表することを通じてインフレ率への期待を誘導するというストー

4) 借換債をバブルとして初めて現したのは Ihori (1978) の貢献であり、実のところ、Tirole に遡ること8年、すでにバブル均衡の議論を確立していた。

5) 彼らは、この設定を正当化するために、短期の名目金利はゼロだけれども、10年物国債利回りで見られる長期金利はプラスであるという当時の日本経済の実情を持ち出している。長期金利がほぼゼロに陥った今から思えば、複雑な感情がよぎる。

リーが想定されている。つまり、金融政策だけで流動性の罫を解決しているわけではない。一方、日本経済の実情は、成長戦略は遅々として進んでおらず、また日本銀行は出口についてはいっさい触れないという戦略をとっている。むしろ金融政策だけで経済が成長するかのような錯覚を与えかねない意見や議論が横行している。

そして、出発点において、実質利率がマイナスの経済を想定している。再びフィッシャー方程式を使えば、初期時点の状態を次のように考えている。

$$\begin{array}{rcl} \text{名目利率} & = & \text{実質利率} + \text{期待物価上昇率} \\ 0\% & & -2\% \quad 2\% \end{array}$$

彼らは、マイナスの実質利率という工夫を仮定することで、インフレの下で貨幣が過剰に保有される世界を想定している。こうして名目ゼロの量的緩和と物価目標が両立できるようにしたのである。一方、通常の経済がそうであるように、実質利率がプラスの世界では、フィッシャー方程式の関係は、例えば、

$$\begin{array}{rcl} \text{名目利率} & = & \text{実質利率} + \text{期待物価上昇率} \\ 0\% & & 2\% \quad -2\% \end{array}$$

となる。名目利率がゼロ、実質利率は2%ならば、期待物価上昇率は-2%とならなければならない。量的緩和と物価目標は両立しない。表1で示したように、日本経済は過去、平均的にGDP成長率はプラスであり、実質利率もまた長期的にはプラスである。1%程度のデフレであったということは、現金を持ってさえいれば、1%の投資収益を稼ぐことができたということである。安全な金融資産の収益率で測られる実質利率は、貨幣の収益率よりは上回るので、実質利率は少なくとも1%以上であったということになる。⁶⁾ リフレ派は、名目ゼロに据え置くことによって、一時的に実質利率を押し下げることができると主張するが、貨幣錯覚の消える長期には、実質利率は自然利率に収束する。長期的にはつじつまが合っていない質的・量的金融緩和は、短期的にどのようにつじつまを合わせるかが鍵であったはずである。当初、黒田総裁は、政策効果の時限を2年以内と決めたまではよかったのだが、2%の物価目標を達成できなくなった段階で、ずるずると期限を延長した。

2%の物価目標と名目ゼロが両立可能でないとするならば、人々の期待はどのように変化するのであろうか。前者は期待に働きかけた政策目標であり、後者は直接的な政策手段である。手段と目標につじつまが合わなければ、ほとんどの人は手段のほうを信じるだろう。結局、実質利率がプラスの経済では、出口を示さないで無期限に名目ゼロを継続すると、長期的にはデフレになるしかない。データの動きもまたこの理論的推論を裏付けている。政策の開始以来、消費者物価上昇率(総合)は最大で1.5%近くまで上昇したが、2016年にはデフレ基調に逆戻りしている。

4 マイナス金利

日銀は、物価上昇率目標達成の手詰まり感の中、2015年1月29日の決定会で金融機関から預か

6) 代表的個人のモデルでは、実質利率と経済成長率の関係は、消費のオイラー方程式から、最も単純な対数効用関数の場合、 $C_{t+1}/C_t = \beta(1+r_{t+1})$ と導かれる。ここで C_t 、 r_{t+1} 、 β は、それぞれ t 期の消費、 $t+1$ 期にかけての実質利率、主観割引因子である。主観割引因子は、通常 $\beta < 1$ と仮定されるので、実質利率は消費の成長率より高いという関係が導かれる。またここで紹介したバブル経済では、実質利率と経済成長率は等しい。いずれにしても、長期的に実質利率が経済成長率を下回ることはない。

る当座預金にマイナス金利を導入することを決めた。その狙いは、金利全般を引き下げて総支出を上昇させることであるが、果たして成果はどうであったか。残念なことに、三たびフィッシャー方程式の關係を使えば、

資本収益率<貨幣収益率

とならざるをえない。マイナス金利になれば、資本収益率よりも貨幣収益率のほうが高くなってしまふ。実物資本よりも貨幣を持つほうが有利になるため、人々は銀行預金を引き出して貨幣のまま保蔵しようとする。誰も銀行預金をしなくなると、銀行は企業に貸し出す資金が枯渇する。金利を引き下げると貸出が増えて信用は拡張するという印象を抱きがちであるが、金利がマイナスの世界では逆に信用は収縮してしまう。日本銀行は、ヨーロッパの成功例から、ある程度の貨幣保有コストを考えれば、多少のマイナス幅なら混乱は生じないと判断したようであるが、思惑は見事に外れた。日本では貨幣保有コストはきわめて低かった。貨幣保有コストは、銀行間の競争条件、預金者の階層分布、現金利用の習慣など広い意味での金融構造によって決まってくるものであり、日本とヨーロッパが同じである必然性はない。同じような政策に対して、異なる反応が起きたとしても不思議ではない。

「預金金利のゼロ制約」の壁はあまりに厚かった。マイナス金利が政策効果を実現するためには、銀行が預金金利を引き下げる必要がある。利潤最大化の観点からいえば、多少の預金量を犠牲にしても利ざやを確保するために、銀行は預金金利をマイナスにすることが予想されたが、銀行の反応は違った。日本の銀行は利潤最大化など考えていない。メガバンク以外は生き残りしか考えていないのである。預金減少のリスクを高く見積もっており、利ざやが縮小しても預金規模を維持する道を選んだのである。

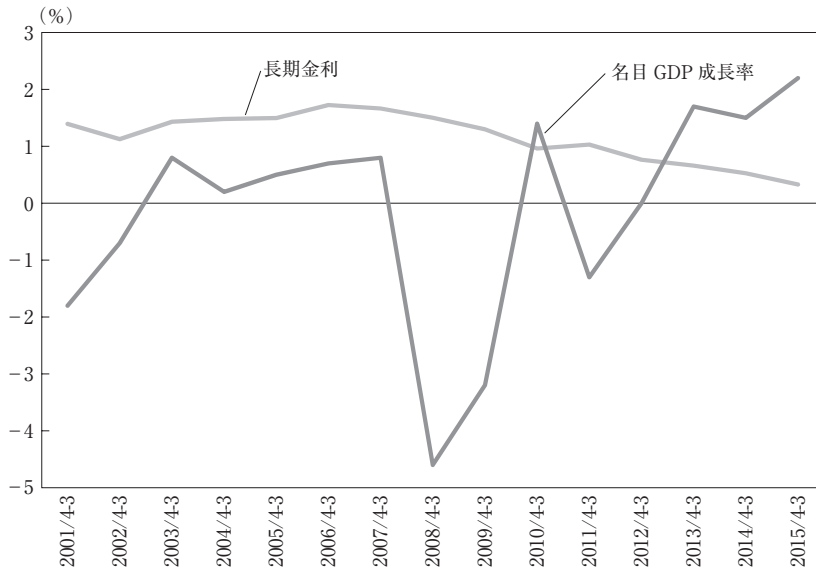
いくつかの理由を考えることができる。経営基盤が盤石ではない地方銀行の多くは、預金流出から信用不安そして経営危機への流れを恐れている。また金融監督政策そのものがモラルハザードのインセンティブを与える。銀行が危機に陥ったとき、規模の大きな銀行ほど救済される傾向があるため（つまり、“Too big to fail”）、銀行にはたとえ貸出先がなかったとしても規模を拡大する誘因がある。この点と関係しているが、地方銀行は今後、再編による吸収・合併は不可避な状況にあり、有利な条件での再編にもちこむため、規模が大きいほうが好都合であるという認識を持っている。

しかしながら、金利全般の引下げに完全に失敗したわけではない。10年物国債の利回りは下落してマイナスになった。当初、マイナス金利導入による市場の混乱を受けて、投資家は緊急避難的に国債を購入したとされたが、その後、利回りがゼロを割り込む状態は持続する。国債利回り低下は、銀行の収益を圧迫するという副作用をもたらした。国債への運用は銀行の収益源の重要な柱の1つであるが、収益源の1つを失うことは一定の自己資本を維持することを要求される銀行にとって、貸出へのリスク許容度が縮小することを意味する。設備投資への貸出の縮小につながるものが危惧される。

実は、国債利回りの低下は、マイナス金利の導入を受けて、量的緩和は長期化すると人々は予想したと考えれば説明できる。金利の期待理論で解釈すれば、10年後も短期の名目利子率はほぼゼロだと予想すれば、イールドカーブは完全にフラット化して、長期金利もほぼゼロになる。かつフィッシャー方程式から考えて、デフレに逆戻りすると予想しているのである。こうしてマイナス金利の導入は、質的・量的緩和政策の命運を絶った。

マイナス金利の導入の背景には、実質利子率を引き下げれば景気が良くなるという漠然とした思い込みがある。多くの人はこの命題を当然のこととして受け入れているが果たしてそうであろうか。

図3 名目金利と名目 GDP 成長率



(出所) 『国民経済計算』(内閣府), 財務省をもとに筆者作成。

少し詳しく考えてみたい。まず、誰でも思い浮かべるように、設備投資や住宅投資が刺激される。しかし現実には、住宅投資は増えているが、設備投資はそれほど増えていない。名目ゼロに追い込まれるような停滞した経済では、そもそも経済成長率や実質利率が低く、リスク性の高い投資よりも安全性の高い投資が選択されるからである。安全性が高い住宅ローンなどの不動産向け融資は拡大するが、リスクのある設備投資への貸出は伸びない。

さらに、年金運用の問題で取沙汰されたように、利子所得が減少する。利子所得の減少は消費を停滞させる。オイラー方程式の考え方からいけば、実質利率の低下は消費の成長率を下落させる。消費の成長率が低下するといっても今期の消費への影響は一概にはいえないが、実質利率の低下が持続すると、消費が将来にわたって低迷することは明らかである。これまでの議論を踏まえると、マイナス金利が消費や投資を活性化させる効果は限定的であろう。

経済成長論でノーベル賞を受賞したロバート・ソローが60年以上も前に予見したように、実質利率が低下して資本蓄積が進めば進むほど、人々の幸福度が単純に増すわけではない。ソロー型経済成長モデルでは、実質利率と経済成長率が等しいときに1人当たり消費が最大になる。この状態はゴールデンルール(黄金律経路)と呼ばれる。現在の日本のように、長期金利が経済成長率を下回る領域に至ると、さらなる長期金利の下落は、むしろ消費を減少させる可能性がある。これは、「動学的非効率性」という概念でマクロ経済学では広く知られた事実である。⁷⁾

図3には、長期金利の指標である10年物国債の名目利回りと名目GDP成長率が示されている。アベノミクスの政策的効果の1つは、両者の大小関係を逆転させたことであり、財政状況の改善には貢献しているのは事実である。他方で、金利と成長率が逆転した局面でさらに金利を下げようとしても、果たしてGDPはプラスに向かうかどうかは疑わしい。

7) 現在の日本経済が動学的非効率性にあるかどうかはより詳細な検討が必要であろう。

5 長短金利操作付き量的・質的金融緩和

日本銀行は、2016年9月にこれまでの量的緩和政策の効果を総括したうえで、新たな枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。現行の量的緩和の継続を維持したうえで、10年物国債金利がおおむねゼロ%程度で推移することを新たに目標として付け加えている。総評すれば、効果のない政策パッケージを前提に、金融機関の収益に配慮するという明確な意図の欠けたつじつま合せにすぎない。理論的整合性がどこにあるのか不明である。量的緩和には効果がなく、むしろデフレに回帰しつつあるわけであるから、これまでのスキームを変更すべきであることは明らかであるのに、中途半端に金融機関の収益に配慮した既存の枠組みの延命策にすぎない。

最大の懸念は、長期金利をゼロに据え置くことを事実上の政策目標にしたことに集約される。中央銀行には金利をターゲットにすることによって国債の買入れ量を減らしたいという思惑があるのかもしれないが、長期金利をゼロにするということは、10年間ゼロ金利を継続すると宣言しているに等しいということをごとまで理解しているのだろうか。だとするならば、デフレに戻るしかない。日銀が提示した新たなスキームは、デフレへの回帰を強固にする政策でしかない。

さらに疑問として残るのは、政府債務残高が200%を超えるという不透明な財政状況を抱えながら、長期金利ゼロを約束する政策をどのように理解したらいいのかということである。果たして量的緩和の段階的縮小を意味するのか、それとも逆に拡大を意味するのか、むしろ将来の見通しに対して不透明性を高めている。もし国債利回りが安定した状況が続くのであれば、段階的縮小につながることもできるかもしれない。ところが、もし財政リスクが顕在化して国債利回りが急上昇するようなことにでもなれば、ゼロを維持するためにはこれまで以上に大量の国債を買い続けなければならない。それはもはや財政ファイナンスへの突入であり、こうした事態を内包したきわめてリスクの高い政策といえる。ゼロという数字にこだわることなく、財政リスクの将来状況に条件づけしたかたちで弾力的に政策対応できる余地を残しておく必要がある。

ではどうすべきか。まず、量的緩和を一刻も早くやめるべきである。300兆円を超えるベースマネーを発行しておいて簡単に方向転換できるのかと懸念するかもしれないが、心配は不要である。実は、実質的に現金といえるのは、図2の個所で述べた約90兆円だけである。それ以外のベースマネーはその多くを銀行が超過準備として保有しており、経済学的には厳密に言えば現金ではない。なぜなら国債を売った見返りに超過準備の際に付利がなされている。つまり、ここで保有されている資産の実態は、利子付きの現金、つまり満期のない国債ともいべきコンソルなのである。量的緩和の実態は、大量の国債を買い取って貨幣を供給する通常の買いオペではなく、満期の異なる国債の交換を意味するツイスト・オペレーションである。よって、付利のついた超過準備をそのままにして、名目ゼロを解除することができる。金利正常化にあたって、日銀が買い戻すべきベースマネーは、タンス預金として増えた約50兆円であり、十分に実現可能な数字である。

次に、物価目標の2%は維持してもよい。そして金利正常化によって物価目標を目指すべきである。具体的には、名目利子率を（若干の）プラスの領域に据え置くことをターゲットにすると日銀がアナウンスすることである。貨幣を資産として保有すると損だというメッセージを市場に送り続けられれば、人々はいずれ貨幣を手放すので、デフレは収束へ向かう。図1に戻って考えれば、再びフィリップス曲線を上方にシフトさせることになる。利上げで景気後退を懸念するかもしれない。量的緩和をやめるといっても、すぐに利上げする必要はなく、時間をかけてゼロから離脱させればよい。FRBは、金利正常化を唱えてから実際に利上げを実施するまで3年を要している。

6 結 論

この論考では、現在の日本銀行が採用する質的・量的金融緩和は、正しい理論的な裏付けをいっさい持たないことを明らかにした。現行の政策を持続することは、インフレに近づくどころか、むしろデフレへの回帰をもたらす危険性をはらんでいることも明らかにした。にもかかわらず黒田総裁は、なんら明瞭な説明をすることなしにこの政策に固執している。

見たいものだけを見るのが凡人だとするならば、見るべきものを見るのが賢者ということになる。残念ながら、黒田総裁は見たいものだけを見ている。中央銀行が直視すべきは、貨幣が資産として保有されているという現実とその経済がデフレをもたらすメカニズムである。この論考から得られる政策的インプリケーションは、日本銀行は金利正常化へ向けて政策転換をすべきであるということに尽きる。一刻も早く見るべきものを見てほしい。

(慶應義塾大学)

投稿受付2016年12月3日、最終稿受理2016年12月14日

[参考文献]

- 早川英男 (2016) 『金融政策の誤解』慶應義塾大学出版会。
- 村瀬英彰・安藤浩一 (2014) 「日本の長期停滞と蓄積レジームの転換——『弱い企業統治』のマクロ経済学による分析」『日本経済 変革期の金融と企業行動 (堀内昭義・花崎正晴・中村純一編)』7章に所収。
- Auerbach, Alan J. and Maurice Obstfeld (2005) “The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap,” *American Economic Review*, 95(1), pp. 110-137.
- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohe and Martin Uribe (2001) “Monetary Policy and Multiple Equilibria,” *American Economic Review*, 91(1), pp. 167-186.
- Eggertsson, Gauti B. and Michael Woodford (2004) “Policy Options in a Liquidity Trap,” *American Economic Review*, 94(2), pp. 76-79.
- Fujiki, Hiroshi and Migiwa Tanaka (2016) “How do We Pay under Evolving Retail Payment Technology?” *Evidence from Japan*, unpublished.
- Ihori, T. (1978) “The Golden Rule and the Role of Government in a Life Cycle Growth Model,” *American Economic Review*, 68(3), pp. 389-396.
- Krugman, Paul R. (1998) “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 137-205.
- Tirole, Jean (1985) “Asset Bubbles and Overlapping Generations,” *Econometrica*, 53, pp. 1499-1528.
- Wallace, Neil (1981) “A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations,” *American Economic Review*, 71(3), pp. 267-274.