
Quarterly "Urbanization" 2016 vol.2

季刊「都市化」2016 vol.2

アベノミクス再考

公益財団法人都市化研究公室 理事長 光多長温

2016年8月

公益財団法人 都市化研究公室

Research Institute of Urbanization

本レポートは原則として発表時における情報に基づき作成されております。
内容についての問い合わせは、当財団事務局までお願いします。

アベノミクス再考

公益財団法人都市化研究公室 理事長

光多長温

目次

1.	はじめに	1
2.	アメリカの量的緩和政策	2
①	アメリカの量的緩和政策の推移—QE 1、QE 2、QE 3	2
②	アメリカの量的緩和政策の特徴.....	10
3.	アベノミクスにおける量的緩和政策	12
①	政策及び現状	12
②	金融論的考察	14
③	今後の方向	15
④	終わりに	18

1. はじめに

2012年12月に誕生した安倍内閣は、「財政出動」「金融緩和」「成長戦略」という「3本の矢」で、名目経済成長率3%、物価上昇率2%を目標とするいわゆる「アベノミクス」を経済政策の柱とした¹。

2016年7月の参議院選挙の大きな争点としてアベノミクスについての評価が挙げられたが、その中で、与党は、「アベノミクスの効果は徐々に顕れており更にこれを推進する」と主張し、これに対して野党各党は「アベノミクスの効果が現れていない」「アベノミクスそのものを再検証すべきだ」とこれに対して批判を行った。アベノミクスについての経済学的論考は、当財団季刊「都市化」2014年vol.1で論じたところであるが、本稿は、アメリカのリーマンショック後の金融政策を参考にしつつ、アベノミクスについて改めて考察することを目的とするものである²。

¹ アベノミクスについては、当財団季刊「都市化」2014 vol.1「アベノミクス理論に関する経済学的論点」でその経済的論点について述べた。

² 実は、「アベノミクスとは何か」は必ずしも明確ではない。アベノミクスが政策目的であるのか、政策実現のための手段であるのかは必ずしも明確ではない。第1ステージにおいて経済再建を優先し、「デフレからの脱却」、具体的には「物価2%体制の構築」を政策目標で、第2ステージにおいて「強い経済（GDP600兆円）の実現」「1億総活躍社会」を政策目標とし、その政策目標実現のために3本の矢を動かしていくということであろうか。

2. アメリカの量的緩和政策

① アメリカの量的緩和政策の推移—QE1、QE2、QE3

アメリカでは、2008年のリーマンショック以降FRB（Federal Reserve Board、連邦準備制度理事会）が採用した金融政策について、2008年から実施された量的緩和政策を「QE1」、2010年から実施された量的緩和政策を「QE2」、2012年から採用された量的緩和政策を「QE3」と、実施時期に応じて呼び分けている。これら政策の背景と具体的内容を見ていくこととする。

（1）QE1

2008年に始まるサブプライムローンによるアメリカ金融市場の危機に対して、FRBはリーマンブラザーズを経営破綻させることとし、他方、AIGを救済した³。これに対して、アメリカ国内からは多くの批判がなされたが、FRB議長であるバーナンキ主導の下でこれを遂行し、アメリカ信用機構の維持を図った。

QE1は、サブプライム・ローン問題から波及した金融危機に対応するため、2008年11月～2010年6月に実施された量的緩和政策の第1弾で、1兆7250億ドルの資金が供給された。FRBは、米国債3000億ドル、MBS（Mortgage Backed Securities：住宅ローン等の不動産担保融資を裏付け債権として発行された証券。連邦住宅抵当証券（ファニーメイ）、連邦住宅抵当公庫（フレディマック）、連邦政府抵当金庫（ジニーメイ）の住宅ローン担保証券等）1兆2500億ドル、その他1750億ドル、合計1兆7600億ドルを購入した。これについて、バーナンキは、量的緩和という考え方を取ったつもりはなく、必要なところにお金を回す、すなわち、大規模資産買い取りの考え方を取っていたとしている。そして、その主な目的は、金利引き下げであり、また、住宅ローン関連証券を買い取ったことは、証券市場の円滑化のためとしている。

【バーナンキ回顧⁴】

議長になる前、私は短期金利がゼロになったあとの金融政策について話したことがあった。金利がゼロになったら金融政策の打つ手はなくなるという、かなり広く認められていた意見に答えていた時のことである。私はそのとき逆の意見を述べたのだ。いまこそ私の考えを実践すべきときだった。正攻法を終わらせる 때가来たのだ。

³ この段階でAIGへの資金注入が図られたが、バーナンキは金融機関の国有化にはあくまで反対の立場を取り、FRBからの資金注入による再建の方策をとった。ただし、率直なところ、リーマンブラザーズを倒産させ、AIGを救済したことについてバーナンキの著書からは納得いく論述がなされているとは思えない。この点については、共和党を始めとして強い批判が続いた。

⁴ 「危機と決断」ベン・バーナンキ著 小此木 潔(監訳) (監修) 2015年12月角川書店発行からの引用。以下同。

数千億ドルもの国債を買い取ったのは、私たちがとるであろう手段の中ではおそらくもっとも重要なものであり、間違いなくもっとも物議を醸すものでもあった。私たちはこれを普通大規模資産買い取り（LSAP：Large-Scale Asset Purchases）と呼んでいたが、金融界は量的緩和（QE：Quantitative Easing）と呼ぶことにこだわった。2008年12月のファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）およびフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）の負債買い取りと、2009年1月の住宅ローン担保証券買い取りが、私たちが最初にしたことだった。米国債の買い取りが次にくることになっていた。*

*成功はしなかったのだが、私はメディアや市場に「量的緩和」ではなくデープ・スキッドモアが提案した「信用緩和」という用語を使ってもらおうとした。量的緩和は2000年代前半の日本で行われた「失敗した」プログラムを指す用語であり、私たちの国債買い取りとは多くの点で異なっていたからだ。日本の量的緩和プログラムはマネーサプライを増やすことを目的としたものであったのに対し、FRBは長めの金利を低下させる手段のひとつとして長めの国債や住宅ローン担保証券を買い取ることに焦点を当てたものだった。

私たちのゴールは30年物の住宅ローンや社債の金利のような、長めの金利を引き下げることだった。それができれば、支出一たたとえば住宅や企業の資本投資などを刺激することができるはずだった。なかでも私たちが6000億ドルもの住宅ローン関連証券を計画的に買い取ったのは、多くの投資家が尻込みしているときに国債の需要を増やすためだった。私たちは住宅ローン関連証券の需要を増やすことで、住宅ローン関連証券の利回りを押し下げ、それによって今度は個々の住宅ローンの借り手が払う金利を減らそうと目論んでいた。実際、金融市場は先を読むものなので、住宅ローン金利は2008年11月下旬には（発表はあったものの、まだ実際の買い取りは何も行われていなかったというのに）もう下がり始めていた。

同様に私たちが10年満期ものように長めの国債を買うと、その国債の利回りが下がる傾向にあった。もちろん民間人が、あらゆる借り手の中でもっとも安全な米国の財務省と同じ金利で借りられるわけではないが、米国債の利回りが下がれば、一般的にはほかの長めの金利にも波及するものなのだ。たとえば、社債のことを考えてみよう。投資家は通常その社債の利回りを、同じような満期の国債でどのくらい稼げるかに応じて評価する。国債が提供する利回りが下がれば、投資家は普通社債についても低い利回りを受け入れる。また、FRBの買い取りによって国債の供給可能量が減ると、投資家は株式など、ほかの資産への移行を余儀なくされる。そのため、そのような資産の価格は上がることになる。国債を買うにあたって、私たちが最終的なゴールとしたのは、信用コストの大幅な削減を促進することだった。*

*理想的には、私たちは社債や自社ブランドの住宅ローン担保証券のような民間の負債を買い取って、これらの証券の金利に直接影響を与えるべきだったのだろう。だが、ほとんどの中央銀行と異なり、FRBには連邦準備法 13 条第 3 項を行使しない限りそのような権限がなかったのだ。

2009 年 3 月 18 日に行われたその次の FOMC の会合では、タカ派からもハト派からも同じように悲観論が漏れた。「何が起きているのかわからないが、見通しはかなり悪そうだ」とチャーリー・プロッサーは言った。「経済ニュースも金融ニュースも悲惨なものね」とジャネット・イエレンも同意した。市場には銀行システムの安定性に対する不安が蔓延していた。年初以来、わりとしっかりした銀行でさえも急激に株価を下げているのだ。実際、ダウ・ジョーンズ工業株平均は 18 か月足らずでほぼ半分になっていた。市場の損失は膨大な量の購買力を失わせただけではなかった。この損失は景気が恐ろしく落ち込み、未知の領域に入っていることをたえず思い出させる働きもしたのだ。2 月には雇用者数が突然 65 万人も減った。恐怖にかられた経営者がかつてない速いペースで労働者をレイオフしたためである。世界的に不況に転落する国々が増えていったため、国際貿易も崩壊しつつあった。私たちはさらに手を打つ必要に迫られていた。

私たちが取りうる最も強力な手段は、証券の買い取りを拡大するというものだった。住宅ローン担保証券を買い進めるか。国債の買い取りを始めるか。私には明確な好みがあるわけではなかった。(住宅ローン担保証券を買えば住宅の方に比較的多くの成果が出るのだろうし、国債を買い取る効果の方がより多くの賛同を得られるのだろうとと思っていた)。私が議論の俎上に載せた政策代替案には、両方の選択肢が含まれていた。その会合での議論(や、連銀総裁が非常に悲観的な取引相手らから受けた報告)によって、私が予想していた以上に景気が警戒すべき状態にあることが明らかになった。

FOMC の行動意欲は強かった。「重要なのは何か大きなことをすることだと思う」とチャーリー・エバンスは言った。結局、私たちは住宅ローン担保証券を買い進めるだけでなく、国債の買い取りも始めることで合意した。私たちは全力を尽くして積極的に国債を買い取った—これが後に QE1 (量的緩和第一弾) と呼ばれるようになる政策だった。

この包括案はすべて目論見どおりに市場の注目を集めた。私たちは 2009 年に買い取る連邦住宅抵当公庫と連邦住宅金融抵当公庫、連邦政府抵当金庫が保証する住宅ローン担保証券の量を 7500 億ドル増の 1.25 兆ドルまで増やすことを計画していると発表した。また、連邦住宅抵当公庫と連邦住宅金融抵当公庫が発行した債券の買い取り

計画を 1000 億ドルから 2000 億ドルへと倍増させ、自分たちの債券をまかなう資金を調達できるようにした。また、私たちは初めての国債買い取りに踏み切り、続く 6 か月間で 3000 億ドルの国債を買うことにした。そして、私たちの指標金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利計画に関する指導を強化することにした。1月の時点では私たちは FF 金利が「当面」例外的に低いレベルにあることを期待すると言っていたのだが、3月には「当面」が「長期にわたって」になった。私たちはこの短期金利に関するメッセージが長期金利を引き下げの一助となれば、とっていた。FOMCはこの包括案を満場一致で承認した。ジェフ・ラッカーでさえ、この住宅ローン担保証券の買い取りが住宅以外では申し分のない借り手の信用を失わせる方向に進むのではないかと懸念しつつも支持に回ったのである。

金融政策における新しい行動主義の時代の到来だった。私たちの発表は強力な効果があった。会合前日から年末までの間にダウ・ジョーンズ工業株平均は 3000 ポイント以上（840%以上）も上昇し、10,428 ポイントになった。私たちの発表を受けて、長めの金利は下がり、10年物の国債の利回りは一日で約3%から約2.5%へと下落した。大きな動きである。長めの利回りは夏の間には反転し、4%超へと上昇した。私たちはこの増加を成功の印と考えていた。利回りが高くなるということは投資家がさらなる成長とより高いインフレ率を期待しているということだった。これは私たちが考える経済再生のゴールとも一致していた。実際、4四半期連続で縮小したあと改訂されたデータによれば、第3四半期の経済成長率は1.3%、第4四半期は3.9%だった。

他の中央銀行も量的緩和を採用した。イングランド銀行は、私たちが 2009年3月に量的緩和プログラムの拡大を発表したのとほぼ同時に国債の買い取りを始めた。彼らのプログラムは、最終的には国債の買い取りを重視する点でも、経済に対する規模の点でも、私たちのと同じようなものになった。2000年代前半に量的緩和の草分けとなった日銀は、国債の買い取り量を増やすだけでなく、信用の流れを促進するさまざまなプログラムにも取り組んだ。ただし、この期間中、欧州中央銀行は限定的な資産買い取りに取り組んだだけで、銀行への融資を増やし、融資の期日を延ばすことに注力していた。

一方、手広く事業を展開している巨大保険会社 AIG は、最初に行われた 850 億ドルの救済から 6 か月でまたしても経営危機を迎えていた。私たちは 2008年10月上旬に最初の救済に加えて 380 億ドルの追加融資を行っていたのだが、同年11月には財務省とも協力して不良資産救済プログラム（TARP: Troubled Asset Relief Program）からの 400 億ドルの資本投資を含む救済策を組み直した。ところが、同社は安定化するどころか、第4四半期にはなんと 620 億ドルもの損失を出した。2008年の損失は 990 億ドルにのぼった。これはミシシッピ州の年間生産額とほぼ同じ額である。AIG

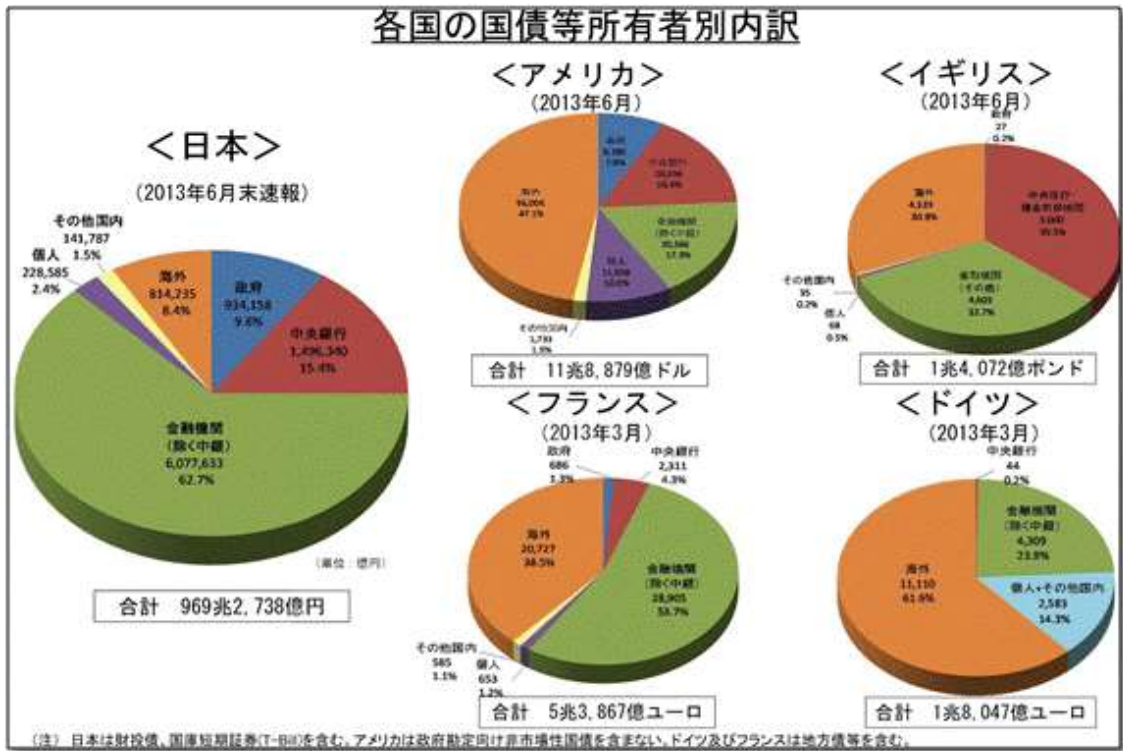
の信用格下げを避けるために（格下げされてしまえば新たな一破綻を招くであろう一現金流出の引き金になっていたはずだった）、FRB と財務省は 2009 年 3 月に再度救済策を組み直した。私たちが新たな手配を終えたのは、同社が 3 月 2 日に第 4 四半期の莫大な損失を発表する前日の日曜日のことだった。新しい救済策には不良資産救済プログラムからの 300 億ドルの追加融資が含まれていた。不良資産救済プログラムからの資金はこれで議会の歳出予算総額の 10%にあたる合計 700 億ドルとなった。しかも FRB からの融資支援は含まずにである。

QE1 で国債を買い取ったことで、銀行システムに大量の準備預金が流れ込んでいたために、たいいていの銀行で相互に借入れを行う理由がほとんどなくなっていた。銀行間の短期ローンの需要は事実上ゼロになり、FF 金利(Federal Funds Rate)もゼロ近くに落ち込んだ、このような状況では準備預金の供給を多少削減したところで銀行の借入れニーズ、ひいては FF 金利に影響を与えることはできそうになかった。要するに、短期金利に影響を与えて雇用の最大化と物価の安定を図る FRB の伝統的な手法はもう通用しなくなっていた。

銀行は準備預金を FRB に預けておくよりも低い金利では相互間の融資をしたがらないものなので、準備預金口座の金利を上げれば FF 金利や他の短期金利も上がるはずだった。その手段を補うものとして、銀行システムから準備預金を枯渇させる手段も試した。その一つに銀行に対してこれまでより満期が長く利回りも高い期限付き預金を提供するという手法もあった。

(2) QE2

QE2 は、アメリカのサブプライムローンがヨーロッパに飛び火し、これを大量に保有していたギリシャ等で大きな問題となり、ユーロの存立自体、更には世界金融構造自体が危機に陥る可能性があるために、2010 年 11 月～2011 年 6 月に実施された量的緩和政策の第 2 弾で、6000 億ドルが供給された。アメリカ国債は海外保有比率が極めて高く（47%。日本は 4%）国債を購入することが世界の金融危機への対処となることと考えられた。ここでも、バーナンキは、量的緩和というよりも、むしろ、国際金融危機回避のために、米国債を大量に購入することであったと述べている。なお、この QE2（と呼ばれる）金融政策についても買取金額と終了予定日を設定している。



【バーナンキ回顧】

2007年から2009年にかけても恐慌は西欧に大きな打撃を与えていた。リーマンショック以降、欧州の多くの国々がアメリカ同様の減産や失業を経験した。多くの欧州人がこの苦境はアングロアメリカのカウボーイ資本主義のせいであると非難した。もっとも、この新しい欧州の危機はほぼ完全に欧州内部の問題なのだった。根本的な原因は金融と財政の準備に不整合があったことだった。欧州では2010年に16の国々がユーロを共通通貨としたが、徴税や歳出については、各国が個別に行っていたのである。

ギリシャの救済策が発表された後のダウの反応が示唆していたように、米国も欧州の金融問題から隔絶されていたわけではなかった。2010年5月のアメリカの株式市場は、不安やリスク回避の機運が世界的に高まったことを受けて、リーマン以後では最も激しく乱高下した。新たな財政支援はなさそうだったので、金融政策による追加支援が必要なのは明らかだった。

FOMC (Federal Open Market Committee : 連邦公開市場委員会) は、2011年6月まで毎月およそ750億ドルのペースで6000億ドルの国債を買い取ることを議決した。メディアがすぐにQE2 (量的緩和第2弾) と名付けたこの二度目の買取は、危機前夜の2007年半ばに9000億ドルにも満たなかったFRBのバランスシートを約2兆9000億ドルに引き上げることとなった。終了予定日を設定したのは、これを設定しておかないと市場に衝撃を与えずに買取を中止するのが難しくなるのではないかと懸

念したからであった。

(3) QE3

QE2は2011年6月に終了したが、2011年10月現在、失業率は、9.1%と高止まりしたままであった。FRBは、「雇用の最大化」と「物価の安定」という目標を達成するために、2012年9月に量的緩和政策の第3弾としてQE3を導入した。即ち、市場から住宅ローン担保証券(MBS)を追加的に買い取って⁵、大量の資金を供給するという政策を採用した。買い取り規模は、月額400億ドル(約3兆円)とし、期限は定めず、雇用環境が改善するまでとした。この買取は2012年12月までは、オペレーションツイストを採用しながら行うこととした。

また、オペレーションツイスト(月額450億ドル)終了後も、QE3(月額400億ドル)と合わせて、月額850億ドルの買い入れが継続された。この国債買取額は、2014年1月から毎月850億ドルから750億ドルに、2014年2月から毎月750億ドルから650億ドルに、2014年4月からは毎月650億ドルから550億ドルに、2014年5月からは毎月550億ドルから450億ドルに、2014年7月からは毎月450億ドルから350億ドルに、2014年8月からは毎月350億ドルから250億ドルに、2014年10月からは毎月250億ドルから150億ドルに順次縮小し⁶、QE3は2014年10月で終了した。

このQE3(と呼ばれる)金融政策は、複数の政策目的を持っている。第一に、実質的に市場から住宅ローンの期限延長を図り、住宅市場の混乱を避けることであった。この際、金利政策は、長期金利を引き下げ、短期金利に近づけることであった。そして、これを(長期の国債を購入し、短期債を売却するという)オペレーションツイスト方式により行った。第二に、当時、雇用情勢の改善が喫緊の課題であったため、量的緩和を行い、この政策は一定の雇用情勢の改善が認められた段階まで継続された。この段階でも量的緩和の政策目標は雇用情勢の改善であり、そのための金利政策であった⁷。この量的緩和政策を実施する際にも、毎月の国債買取額を漸減させ、10ヶ月間で終了させたが、一定の(思い切ったかつ)慎重な政策遂行を行ったところに特徴がある。

⁵ QE3では、特に、国債ではなく住宅ローン担保証券を購入することを通じて、住宅市場へのテコ入れを図ろうとした。住宅市場の低迷が持続することは、米国経済が本格回復に至らない大きな要因と考えられた。FRBは自らの政策手段を通じて住宅市場へのテコ入れを行う意図を明らかにしたというわけである。

⁶ この間、FF金利の誘導目標は年0~0.25%に据え置き、事実上のゼロ金利政策を維持した。

⁷ アメリカは、日本に比べて消費の金利感応度が高い。

【バーナンキ回顧】

ヨーロッパ諸国は財政面で厳しい状況下に置かれていた。アイルランド、ポルトガル、等。次いで、イタリア、ギリシャ、スペインが厳しい環境に置かれることとなった。アメリカでも、住宅問題は依然として景気回復に対する逆風となっていた。借金があるために住宅建設ができない人々が依然として多かった。そこで、政府は、2011年に住宅ローン借り換え促進プログラムを導入し、320万件の利用があった。中小企業への融資を増やすことに合意した銀行に安価な資金供給を行う「融資資金調達支援」プログラムを検討した。しかし、アメリカの銀行は中小企業に融資をすることにほとんど興味を示さなかった。

そこで、雇用の確保とインフレーターゲットの導入のために、新たな国債購入プログラムを創出した。FRBはこれを「満期延長プログラム」と呼んだが、報道陣は1960年代前半にFRBが行ったプログラムの名前を取って「オペレーションツイスト」とあだ名をつけた。当時（1960年代前半時代）、FRBは長めの国債を購入し、短期国債を売却して、「利回り曲線をゆがめようとした」。即ち、（支出や投資を刺激するために）長期金利を下げ、（ドルの価値を守るために）短期金利を上げようとした。そして、長期金利をどん底にあった短期金利に近づけることを目標とした。

しかし、今回のゴールは短期金利と長期金利の向きを逆にすることではなく、長期金利をどん底にあった短期金利に近づけることであった。銀行システムにはすでに大量の準備金があったし、少なくとも2013年半ばまでゼロ金利を維持する約束をしていたのだから、短期国債を売っても短期金利が急騰する危険はほとんどなかった。だから、満期延長プログラムで国債を買い取れば、QE2の時の買取と同じような効果が得られるものと期待していた⁸。

事前に予定買取額を発表したQE1やQE2と異なり、QE3は期限を切らないこととした。リスクはあった。労働市場の大改善という目標を達成できなければ、FRBはプログラムの失敗を宣言して買取を中止せざるを得なくなり、間違いなく信頼を揺るがすことになってしまう。だが、無期限買取の利点は、市場も大衆も必要なだけFRBの支援をあてにできることを知っていることにあった。FRBはそれによって、市場や大衆が自信を持つようになり、長めの金利を低く保てることを期待していた。始めてはやめるのを繰り返すことはもうたくさんだ。

QE3は、2014年10月に終了した。その時のFRBのバランスシートはほぼ4兆5000億ドルだった。これは、極めて大きな額だが、アメリカのGDPが17兆ドル超だからほかの主要な工業国の中央銀行のバランスシートと同じようなものだ⁹。

⁸ QE3も、金利政策が中心的目標であったと言えよう。

⁹ 「日本の量的緩和プログラムは日本の経済規模を考えるとFRBが行ったどの量的緩和

QE3(量的緩和第3弾)を終了する条件—労働市場の見通しの大幅な改善—が満たされたことに議論の余地はなかった。FRBがQE3を予告した時の失業率は8.1%だったが、購入が終わりを迎えた2014年10月の失業率は5.7%で更に減少に向かっていった。また、この景気のお陰で2014年には300万人の雇用が増えた。これは、1999年の1年分の増加分としては最大のものだった。これによって2010年から2014年までの5年間の累積ではほぼ1070万人の雇用が増えたことになる。

インフレ率は極めて低いままだった。下落を続けるエネルギー価格や食料品を除いてもFRBが目標としていた2%を下回っていた。

② アメリカの量的緩和政策の特徴

これまで見たように、アメリカの量的緩和政策は、リーマンショック後の金融危機に対処するために、その時々課題に対応して金融政策を機動的に行ってきた。リーマンショック時のアメリカ経済は、住宅建設バブル崩壊後に、金融市場が混乱してこれが、アメリカ経済のみならず世界経済に大きな混乱を招きかねない状況であり、FRIの機動的な金融政策がなければ世界経済危機になっていた可能性がある。この間、金融市場に対して債券購入等の金融政策を適宜採用していった。この間のFRBの政策の特徴は次のように考えられよう。

(1)QE1、QE2、QE3¹⁰の段階ごとに機動的な金融政策を採用したことである。QE1時においては償還が不確実な債券が市場に出回っており、これの不良債権処理的な政策としてMBSを中心としてこれを買取り、QE2においてはアメリカ発の金融問題がヨーロッパに拡大したことへの対応として国債買取を行い¹¹、QE3においては雇用環境改善のためオペレーションツイストにより金利調整を行うと同時に、国債を購入することにより資金を市場に供給した。これらの中で、特徴的なことは、政策課題に対して効果的と考えられる政策を適用し、その効果があるとみなされるとこれに「けり」をつけていることである。政策導入時から、終期の時期又は条件を明示していることも特徴である。

(2)中央銀行の独立性が守られていることである。FRBが導入する政策については、特に市場の自由度を尊重する共和党からは常なる反対があったことは事実である。しかし、金融政策はFRBの専管事項として、大統領からの圧力はほとんどなかった。バーナンキは、共和党大統領時代に議長に任命されるが、むしろバーナンキの考えが発揮されたのは民主党オバマ大統領の時代である。共和党は、基本的に市場介入自体

プログラムよりも大規模なものである。」と指摘している。

¹⁰ このネーミングにはバーナンキはやや不満だったようであるが、マスコミがつけたものとして、一般的にこれが使われている。

¹¹ バーナンキはこれを逆にヨーロッパ発としているが、その方が妥当であろう。

に反対の人が多く、FRBの金融政策に一環して反対の立場を取り、バーナンキは国会対策で大きな苦勞をすることとなる。しかし、大統領がFRBの金融政策に注文を付けたことはほとんどない。

(3)リーマンショック以降の一連の金融政策の目標は一貫して、金利の低め誘導であったとの印象を受けた。アメリカは金利の消費感応度が高いこともあり、金利政策が消費を通じて雇用改善に資するという効果を生むことも背景にある。従って、結果的に、金融政策の指標（Index）は、やはり、雇用の改善に置いているとの感が強い。物価を上げることについては、むしろ、コンザーバティブな印象を受けた。インフレターゲットの意味は物価を上げることではなくて、本来の意味の通り物価のコントロール（一定程度以上の物価騰貴を抑止する）する意味で使っているとの感を受けた¹²。

(4)アメリカは、金融証券市場が極めて発達している（発達し過ぎている面もあるが）。マネタリストの考え方はアメリカのように金融証券市場が極めて発達している場でないとは機能しないのかもしれないとの感を受けた。ヨーロッパでもマネタリストの金融政策はそれほど機能しないかもしれないのではないだろうか。逆に言うと、その国の金融市場に合わせた金融政策を考える必要があるのではないかと考える。

(5)バーナンキはフリードマンに強く影響され、典型的マネタリストと言われているが、今回の金融政策からは、ただお金を散布すればよい（ヘリコプターマネー）とするようなレベルとは異なると感じた。逆に、QE3のオペレーションツイストに見るように中央銀行のバランスシートをやみくもに増やすことには慎重であるとの印象を受けた。また、FRI議長の後任にイエレン¹³を推したことから政策ベースについては弾力性を持っている感を受けた。

また、単に量的緩和をすることで景気が良くなるとは考えていないのではないかと。その意味では単純なマネタリストではないのではないかと考えられる。

【バーナンキ回顧】

FRBは紙幣を印刷するのではなく、銀行システムに準備預金を作ることで国債の支払いをしていることとなるのである。景気が悪い時には準備預金はしまい込まれたままなので、一般的な意味での「お金」にはならないのである。

景気が良くなると、銀行は準備預金の貸し出しを始め、それが最終的には通貨や信用の拡大につながる。通貨や信用の成長が過剰になるといずれはインフレという結

¹² FRBの理事会メンバーの指名についても議長裁量が大きく（といっても議会の承認が恒常的に遅れることにバーナンキは常に不満を表わしていたが）、最近のわが国のように内閣主導で決定されることとは大きな相違がある。

¹³ トービンを師とするニューケインジアンと言われる。

果になってしまうが、これは適切な時期に金融緩和政策を巻き戻すことで避けることができるはずだった。

3. アベノミクスにおける量的緩和政策

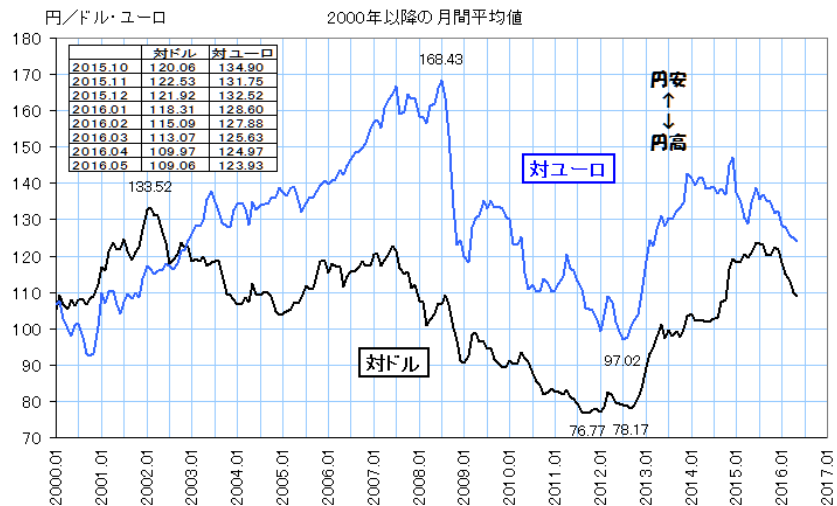
① 政策及び現状

冒頭述べたように、アベノミクスの3本の矢の内、第一の矢である金融政策において、日本銀行は、量的緩和政策を実行し名目経済成長率3%、物価上昇率2%を目標¹⁴とするとした。しかし、現在、市中銀行等からの国債買い入れを進めた結果、日銀のマネタリー

ベースは2012年度より急増し、400兆円超となっている。この結果、金利は低下し、一定の円安効果があったことは事実である。金利の低下は、日銀が国債を大量に購入するために、国債価格が上昇し、その結果国債金利が低下し、これに連動して金利が低下するものであり、当然の帰結であろう。日銀は、2016年2月



円の対ドル・対ユーロ為替レートの推移



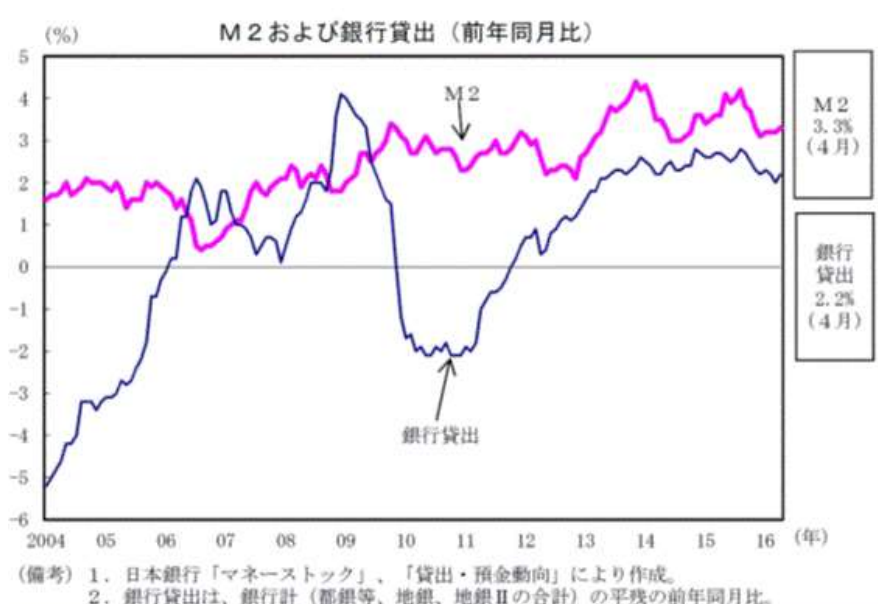
(注) 対ドルはインターバンク相場(東京市場)スポット・レート、対ユーロは対ドルの円レートとユーロ・レートから算出 (資料) IMF, Principal Global Indicators (PGI)

¹⁴ この目標は第一の矢のみから実現されるものではなく、3本の矢総体として実現されるべきものであることは言うまでもない。

上の日銀当座預金に対してマイナス金利（手数料）を導入しているが、これは国債金利がマイナスとなっていることから市場実勢に従ったもので¹⁵、かつ銀行に貸出を促す意味があるとされている。量的緩和政策の円安効果との関連はストレートではないが、金融論的には金利が低くなると国際間相対金利差により円の需要が減少するために起こるものと考えられ、これの結果として輸出が伸びることで景気回復、物価上昇が期待されるが、為替相場については、複雑な要因が絡み合うので単純ではない。現に、国際間のリスク回避の為に円が買われる局面が続き、6月に入ってからには却って円高局面となっている¹⁶。

銀行貸し出しの伸びは鈍い。2010年で底を付けた銀行貸し出しは、量的緩和政策が実施された時点から伸びを見せ、2015年までは前年比3%近くで推移してきたが、2016年に入り、伸びは鈍化

している。銀行貸し出しは、資金需要との関係があり、一概に量的緩和とリンクして論じられるものではないが、日銀当座預金に置いてあるマネーが動いてこない限り効果が小さい。



株式相場が上昇し、その結果資産効果で消費が伸びることが期待されたが、一時株式相場は上昇したものの¹⁷、その後、イギリスのEU離脱を機に急落し、その後やや持ち直したが力強さに欠け、消費も伸びないのが現状である。政府は、経済界に賃上げを要請し、かつ最低賃金のかさ上げ、同一労働同一賃金を推進する等の施策を打ち出しているが、消費の動きに結びついていないのが現実である。

¹⁵ 新発10年物国債金利は3月以降-0.16~-0.2%で推移している。

¹⁶ 7月30日現在1ドル=102.05円。7月29日の日銀の追加緩和政策への失望感から円高になったとも言われる。

¹⁷ この要因についてはGPIFの株式投資比率の上昇等様々なことが言われるが、本稿では本題ではないので省略する。

② 金融論的考察

では、異次元の量的緩和政策が実施されているにも拘わらず、所期の目標通りの経済効果が出ていない要因は何であろうか。

第一に、貨幣供給量と GDP の関係である¹⁸。そもそも、1980 年代以降、貨幣供給量と名目 GDP の間の関係が失われたとも言われる。その理由は、金融革新の結果様々な金融商品が登場するようになったことも一因である。これら新金融商品も部分的には貨幣的な要素を持っており、貨幣供給量の範囲が曖昧になってしまった。量的に緩和される貨幣供給量の分母ともいえる貨幣量が曖昧になっている点である。貨幣ストックは内政変数であるとも言われ、貨幣供給量が GDP（乃至物価）に及ぼす影響については「直接的にある」という理論は明確に論証されているものではない。

更に、流動性の罣問題がある。金利低下局面においては貨幣供給をいくら増やしても、そのまま貨幣自体が需要され、貨幣が流動しないという事態が現れることとなる。これに関して、クルーグマンは、「流動性の罣は名目金利がゼロ又はゼロ近くになったために、伝統的な金融政策が不能になった状態である。この状態では経済にいくらマネタリーベースを注入しても効果はない。この場合は、（金融政策ではなく）財政政策の出番である。なお、その場合に、中央銀行が将来の利子率に関してかなり確固たる上昇確約をすれば金融政策は有効になる」としている。

財政当局が財政支出をどんどん増やして物資を買い上げる、その代金は国債を発行して調達し、その国債を中央銀行が買い上げる、又は財政当局が大規模な減税を行う。その財源を中央銀行が買い上げるといった活動の組み合わせは考えられる。こうした中央銀行の行動は財政赤字のマネー・ファイナンス（財政ファイナンス）あるいは、財政赤字のマネタイゼーション（貨幣化）と呼ばれる¹⁹。ただし、これで経済がどうなるかは不明である。

第二に、金利効果である。確かに、日銀が国債を膨大に購入すると、国債金利が低下し、市中金利も低下する。この金利の低下の効果は、明らかではない。利子率には、「名目利子率」「実質利子率」「自然利子率²⁰」があるが、金融政策の金利水準ターゲットは、「実質利子率が自然利子率に一致するように名目利子率を操作する」ということになる。しかし、予想インフレ率が動く場合には、実質利子率変動してくることとなる。そこで、予想インフレ率が安定していること、ないしは予想インフレ率を安定化させることが金融政策の有効性を確保する上で重要なこととなる。

需給ギャップが極めて大きい時には自然利子率がマイナスになってしまう。その場

¹⁸ これについての経済学的論点は、当財団季刊「都市化」2014 vol.1「アベノミクス理論に関する経済学的論点」でも述べた。

¹⁹ 日銀の次なる金融政策としてこれが検討されているとも言われている。

²⁰ GDP ギャップがゼロになる実質利子率。

合には現実の実質利子率もマイナスにする必要がある。この中で、名目利子率に関する ZLB(Zero Lower Bound)の問題がある²¹。この ZLB が現実の金融政策の中でどのように機能していくのか必ずしも明確ではない。

③ 今後の方向

今後、政府・日銀は更なる金融緩和政策をとることが予想されるが、どのように考えるのか。私見を述べてみたい。

第一に、アメリカのリーマンショック以降の FRB の金融政策を概観しての印象であるが、資金需要があるところに（逆に言えば、何らかの資金供給が行われないと経済金融構造が問題を起こす場合に）、適切な時期に適切な手段で、資金を供給することが金融政策を効果あらしめる基本である。何がネックになっているのか、どこに、いかなる手段により公的金融措置を行うかが金融政策の中心的課題となるのではない。現在の日本における金融政策は、市中銀行からその保有する国債を購入し、日銀当座預金に置いておくわけである。

確かに、日銀が大量の国債を購入する結果、金利は低下する。しかし、前述のように、この金利の低下が実物経済にいかなる効果をもたらしているのか、現在のところ具体的成果が見えない²²。金利の低下が円安に振れて輸出増に結び付くか、株価の上昇となり資産効果により消費増に結び付けば一定の効果はあるが、現在のところ、その効果は明確ではない。

慶応大学池尾教授は、消費者物価が 2%程度で安定的に推移すると見込まれるようになった時点で必要となるベースマネー（中央銀行信用＝現金＋準備預金）は現在の供給量よりはるかに少ないと見込まれ²³、中央銀行の金融緩和は将来の負担増となることを予測する国民は財政的負担の将来の増大を予測し、消費を減らすこととなっている²⁴。この懸念をなくすには、財政再建計画を示すことが必要とする²⁵。

また、元英国金融サービス機構（FSA）長官のアデア・ターナー（Adair Turner）氏は、フリードマンのヘリコプターマネーが効果を発揮するには、(1)中央

²¹ 名目金利に関する ZLB については、議論があるところである。そもそも、金利はゼロ以下にはなり得ない、ゼロ以下の場合は金利ではなく、預かり手数料とする考え方もあるし、市場実勢からすると（非インフレ局面における）マイナス金利もあり得るとの議論もある。現在の日銀政策審議会でも「マイナス金利への賛否」として大きな議論となっているが、議論の詳細について公開していただくことが望まれる。

²² 日本は、アメリカに比べて、借金をして消費をするという消費者行動が弱いと言われる。池尾教授は、ゼロ金利制約の下では、量的緩和の追加的な効果は乏しいとも言う。

²³ 後述のイギリスターナー氏も GDP の 10%程度かとしている。

²⁴ 池尾教授は、ゼロ金利で貨幣乗数メカニズムが働かない状況下で、ベースマネーを増やすとなぜ期待インフレ率が上がるのかとの基本的疑問を投げかけている。

²⁵ 平成 28 年 6 月 8 日、日本経済新聞「経済教室」。

銀行が紙幣を増発して、将来拡大する財政赤字を直接ファイナンスする、か、(2)中央銀行が既発債を借り入れ、バランスシートに無利子永久債として計上し事実上消却することが必要として、インフレ目標達成に寄与すると判断した場合に限り、保有国債の一定の比率（例えば GDP の 10%）を消却することが必要となり、法律を改正して、保有国債を消却する権限を日銀に与える必要があるとする²⁶。

第二に、（第一とも関連するが）金融緩和政策による日銀のベースマネーが日銀当座預金に積み立てられている状態では効果がないとすれば²⁷、これを実物経済に結び付ける方策を考える必要があるのではないか。現在のマイナス金利はその一つとも考えられるが、銀行からの融資は、消費又は輸出増が確実に見込まれる時に、資金の実需がある場合に始めて資金需要に結び付く。また、これは中央銀行のみの権限では実現しないのではないかと²⁸。

銀行の企業又は個人への融資増の環境を整えるのは簡単ではない。強制的に行うことは適切ではないし、不良債権が発生した時の責任問題ともなる。海外インフラ投資需要はあるがこれは国内経済を直接活性化するとは言えない。何らかのマネーの流通速度（V）の上昇策を考えることが必要ではないかと²⁹。

第三に、わが国の金融政策の政策ターゲットである。デフレからの脱却（望ましい物価上昇の下で経済が安定的に推移する状態に誘導する）を政策ターゲットとしているが、デフレとは物価低落のみではなく、そのベースとなる潜在成長率に対する需給ギャップ状態をいうのではないかと。とすれば、デフレからの脱却の指標として物価の上昇を第一義的に取り上げるのは適切であろうか。アメリカの金融政策においては、これまで見たように、金融政策の最大の課題は金融市場の健全化であり、経済面ではやはり雇用水準であった。バーナンキの回顧録においても、物価に関してはむしろインフレターゲット論³⁰的考え方が強く物価上昇を政策ターゲットとした経緯はない。

また、わが国におけるデフレからの脱却における物価下落についての具体的指標も明確ではないし、外部要因に左右されやすい³¹。おそらく、コア CPI（乃至コアコ

²⁶ 平成 28 年 6 月 7 日、日本経済新聞「経済教室」

²⁷ 2014 年「都市化」Vol 1 で述べたように、リフレ派の説にあるように貨幣の供給が需給ギャップを埋めるとする論は真実性に乏しいのではないかと。

²⁸ 中央銀行のみで実現できるものではなく、経済財政諮問会議等と一体となって行う政策ではないだろうか。

²⁹ 確かに、アメリカの金融市場は高度に発達して、様々な金融政策手段を駆使しやすい面もあり、それに比べるとわが国の金融市場は国債が圧倒的な比重を占め、金融政策を行うには難しい面もあるのは事実である。

³⁰ それも本来的なインフレターゲット論（物価抑制的）

³¹ デフレからの脱却の物価の考え方については、2014「都市化」Vol 1 で述べた。

ア CPI) であろうが、他にも為替変動リスクの算出の仕方や国際経済的要因による外的要因による影響も多い。企業もより良い製品をより低価格で市場に出せるように努力するものであるし³²、そういう点ではデフレ志向が強いともいえる。そもそも、一般消費者は物価上昇は消費の負担増になり、決して喜ばない。政治的にも一般消費者がデフレからの脱却として歓迎するのは、雇用が安定し、賃金も上昇し、これら物価の上昇を十分吸収する環境が醸成される場合であろう。

政策目標としては、物価関連に加えて「潜在成長率の押し上げ及びその実現³³」「需給ギャップ³⁴の解消」「雇用関係（完全失業率・有効求人倍率の改善）³⁵」「消費改善」「企業倒産改善」等々がある。わが国で、なぜ、デフレからの脱却政策の指標として、アメリカと同じように雇用指標を置かないのであろうか³⁶。結果的には有効求人倍率は1を超えるようになった³⁷し、賃金も政府の努力もありやや上昇傾向にある。物価上昇は消費が回復することが前提となるが、消費の増加には、将来の生活の不安の解消等金融政策ではとても解決できない要因もある。

確かに、中央銀行の機能として、物価の安定が最大重要事項と言われるが、アメリカの連銀設置法には、「雇用の最大化」が物価の安定と並んで入っている。景気関係は中央銀行の機能には入っていないかということそうでもない。やはり、金利の決定を通じて、望ましい物価の安定に加えて景気もその関数に入っているとも言われる³⁸が、議論があるところである。

第四に、アメリカの例でみたように金融政策を実施する際には常に出口戦略を考慮しておくことが必要である。現在、金融緩和の効果が明確ではないことから出口戦略もあり得ないと考えるかもしれないが、やはり、そのような場合でも出口戦略は必要である。また、個々の政策には終期が必要である。一定の政策を実施して、その効果を

³² 変動相場制の下では、労働生産性が上がった分だけ円高になり、価格は低下する（生産性上昇格差デフレーション論）。

³³ わが国の潜在成長率は、1%前後と言われているが、明確な数値があるわけではない。また、このかさ上げには、技術革新、構造改革、教育等が必要と言われ、短期的には難しい。

³⁴ 需給ギャップも潜在成長率と関連して議論されることが多く、輸出も関連してくることもあり、明確な指標とはなり得ない面がある。

³⁵ わが国においては、完全失業率は3%（アメリカは4%）程度と言われている（わが国の2016年6月の完全失業率3.1%）

³⁶ そもそも、マネタリストであるフリードマンはフィリップスが失業率の低下にはインフレが必要とのいわゆるフィリップスカーブに対して批判しており、失業率の改善には決してインフレはエッセンシャルではないとする。

³⁷ 2016年7月に全都道府県で有効求人倍率が1を超えた。勿論、職種間ミスマッチングは存在する。

³⁸ 望ましいとされる金利水準と経済変数との関係式として、テイラールール（政策金利 $=a \times (\text{実際のインフレ率} - \text{目標インフレ率}) + b \times \text{GDPギャップ} + c$)が論じられるが、これについてもいろいろな議論があるところである。

見極めて政策に「けりをつける」、又は政策を機動的に変換する等の措置が必要である。アメリカにおいては、常に市場に対して何らかの人為的な行動を行うことに批判的な共和党が存在するために政策の終期は大きな意義を持つものであるが、わが国においても、政策の検討⇒実施⇒検証⇒終結又は政策変換といった PDCA サイクルが必要であろう。

④ 終わりに

冒頭に述べたように、そもそも、アベノミクスとは何か、政策目標なのか、目標達成のための手段なのか。需給ギャップによるデフレ克服のためであれば、このギャップを埋めることが第一ではないか。これを埋める手段として金融緩和にあまりに比重がかかることは経済全体を歪めることになるのではないか。

リーマンショック後の国際決済銀行 (BIS) 2011-12 年版年次報告書をベースに池尾³⁹⁾は次のように指摘している。

長期にわたる異例の金融緩和の考えられる弊害の第一は、真の問題を覆い隠してしまい、本当の問題解決のための努力を鈍らせることである。したがって、現状の金融緩和策の下では、自律的な景気回復への復帰がかえって遅れてしまうという懸念がある。考えられる弊害の第二は、長引く金融緩和は銀行業の収益基盤を徐々に掘り崩しかねないことである。利回り曲線が平坦化すると、銀行は満期変換の活動等から利益を上げられなくなる。その裏側で収益を求めて、新たな過度のリスクテイキングのリスクを生み出しかねないというのが、長短とも金利低下がもたらしかねない弊害の第三である。そして、果敢で長期にわたる金融緩和は金融市場の働きを歪めてしまいかねないという弊害が第四に考えられる。長期金利やリスクプレミアムを押しつぶすような資産買い取りの増額は、金融市場の価格形成を歪めるものとなり、通時的に効率的な資源配分を行うという金融市場の働きを損ねるものとなりかねない。さらに、先進国における大規模な金融緩和の国際的な波及効果（新興国経済や資源価格に与える影響）についても留意しなければならない。

アメリカの（しかもマネタリストと言われる）バーナンキの金融政策を見ても、金融政策は市場が歪んでいる場合、又は市場に何らかの欠陥があるときにこれを是正する機能は持つが、それが主役で市場を引っ張っていき、新たな局面を創り出す機能を持っているのか常に疑問が付きまとう。やはり、財政政策（アベノミクスの第2の矢）又は規制の緩和等による新たな市場の創設を側面から支援するか、これがうまくいくように条件を創っていくもの、市場の修復を行っていくものではないかとも考えられる。確かに、わが国の膨大な公的債務は大きな重しではあるが、長期経済財政計

³⁹⁾ 「連続講義・デフレと経済政策」池尾和人著 2,013 年日経 BP 社

画を策定してこれの一環として金融政策を機能させていくことが必要ではないかとも考えられよう。

アベノミクスは3本の矢が相乗効果を発揮して経済を軌道に乗せるということである。現在、第一の矢が「孤軍奮闘」「一本足打法」とも言われているが、本来の主役は第二の矢、第三の矢であるのではなかろうか。これを円滑に進めるために第一の矢が機動的に動いていくのではなかろうか。構造改革等を通じた将来の経済社会の姿を描くことが肝要ではないだろうか。

(以上)