

最近における金融・財政・為替事情

1. FRB による金融政策の「正常化」(normalization)

2008年のリーマンショック以来、FRBをはじめとして、世界の主要中央銀行がいわゆる「非伝統的金融政策」をとってきたことについてはすでにご承知の通りである。ここ5～6年にわたって中央銀行を悩ませてきたのは、これまで当然のこのように信奉されてきた、「金利を操作することによって経済活動とりわけ物価に影響を与える」という政策手法が、金利ゼロという制約(zero-bound)の下で有効性を失ってしまったことによる。

それではなぜ、金利ゼロというところまで来てしまったのか。この点での先駆者が日本銀行であることはご存じの通りであって、1990年前後の平成不動産・株式バブルの崩壊以降日本経済が陥った状況は「失われた10年ないしは20年」という名で知られている。その背後には、バブル崩壊のショックから、個人・企業・金融機関を問わず、そのバランスシートは一斉に大きく毀損し、それを主な理由として経済活動が停滞し、物価上昇率がゼロ近辺、ないしはマイナスに転ずるといふ、いわゆる「デフレ」現象が一般化したという事実がある。デフレは、収入がほぼ一定の消費者(例えば年金生活者)にとっては有難いが、企業を含めたマクロ経済全体にとっては、先行きに明るい見通しが立たず、経済活動を委縮させる元凶である。そしてそれは、やがて雇用情勢の悪化や賃金の低下という形で消費者にも響いてくる。この過程が悪循環を起こすと、いわゆる「デフレスパイラル」ということで、経済は底なしの沼に沈んでいく。

こうした状況に対処して、日本銀行は、当時政策金利とされていた短期金融市場の代表的指標であるコールレート(O/N)を下げ続け、ついに、これを相当期間ゼロに釘づけすることを宣言する、いわゆる「ゼロ金利政策」を採用した(1999～2000)。この政策は短期間で解除されたが、その後も経済は思ったような回復を見せず、再びデフレ傾向が濃化したため、日本銀行は、市中銀行が日銀に置いてある当座預金、いわゆる「準備」(法定+余剰)の残高を、あらかじめ定めた目標規模にまで積み上げる、という政策、いわゆる「量的緩和政策」を採用した(2001～2006)。それまでは、余剰準備は売りオペレーション(短期資金を銀行に売却する)によって吸上げて、準備を法定水準ギリギリに止め、それをベースに短期の証券を売買する、いわゆる「金融調節」によって、政策金利を目標とするある一定水準(勿論プラスの)に維持する操作を行っていたのであるが、余剰準備を吸収せず、それが目標とする水準に達するまではこれを放置する政策をとったのである。この結果、短期金利は当然ゼロに張り付き、表面的にはゼロ金利政策と同じ状態となるが、その意図しているところは若干異なる。

日本経済によりやく回復の兆しが見え、量的緩和政策が解除されて(2006年)間もなく、世界は、リーマンショックという100年に一度とも言われた激動に見舞われた(2008年)。その背景が、一般に「サブプライム・ローン」という名で呼ばれている住宅資金貸付に支えられた、住宅投資バブルの生成と崩壊である。このバブルは、米国のみならず欧州諸国にまで広がって(というよりは、欧州諸国のバブルの方が大きく)、崩壊後の傷は米国に劣らず深刻なものがあつた。とりわけ、貸出を大きく伸長させてこのバブルを支えた金融機関への打撃は大きく、世界の金融システム全体が崩壊の危機に瀕したことは良く知られている。

こうした状況を前に、世界の中央銀行、とりわけ米国のFRBは、他に先駆けて、国債を含むさまざまな種類の証券を市場で大量に買い入れ、金融機関の破綻を防ぎ、金融システムの安定化を図るとともに、麻痺しかかっていた金融・証券市場機能の回復・維持を図るという政策をとった。バーナンキ議長はかつて(2003年)、デフレ傾向の持続に悩む日本銀行に対してそうした思い切った政策をとることを進言していたのであり、それを自らの手で実行に移した、という見方もあるが、危機に際してとられたこうした非常手段と、長期持続的なデフレ傾向に対応してとられた、その後のいわゆる「非伝統的金融政策」とは、形は同じであれ基本思想において大きく異なることに留意する必要がある。中央銀行だけでなく、各国政府は、大規模な財政支出を通じてさまざまな救済策を講じたが、これによってもたらされた財政ポジションの悪化が、その後の欧州危機のバックグラウンドになっている。

デフレ対応策としてのFRBの非伝統的金融政策の特色は、政策金利であるFFレートを実質ゼロ水準に維持する(0~0.25%)ことと、大量の長期国債を買い入れて、その保有残高を維持すること(償還分は買い入れて補充)、それに、そうした思い切った超金融緩和政策を相当期間にわたって継続すると、公に宣言する(コミットメント)ということである。どの程度の期間かについては、当初は何年から何年まで、というように時期を明示していたが、やがて、失業率何パーセント達成まで、というように数値化(「閾値」)し、その後、現在の、「景気情勢如何」という表現に落ち着いた。FRBは、法律によって”maximum employment “と” price stability “の達成が義務付けられている(mandate)が、法律では数値化されていないこの目標達成に向かってどの程度の進展があつたかについては、FRBの判断に委ねられているということである。

買い入れる長期国債については、景気動向に応じてその量を増減するという調整を行ってきており、景気の回復傾向が顕著になるに伴って次第にその量を減らしていって(tapering)、2014年10月には買い入れを停止した(償還分は買い入れて残高を維持)。

バーナンキの後を継いだイエレン FRB 議長が、金融の正常化 (normalization)、端的に言えば、政策金利 (FF 金利) の引き上げという伝統的金融政策への回帰の意向を宣言したのは 2015 年の 3 月である。FRB はその後、議長の記者会見や議会証言、あるいは金融政策決定会合である FOMC の会合後に出される声明文 (statement) において、微妙な言葉遣いで正常化の時期と、その前後における政策運営方針について言及しているが、イエレン議長の発言等からみて、最初の金利引き上げは、早ければあと数日後に予定されている FOMC において決定されるのではないかという意見が多かった。しかしながら、8 月に起こった世界の金融為替市場の動揺はそうした期待に水をかけ、今回は見送るのではないかという見方が強まってきている (特に IMF 筋は見送りを強く勧奨) が、数日後に決定される可能性もなお排除されていない (このままだらだら引きずっていかえって混乱の種になる、という見方)。仮に今回見送りになるとしても、10 月、遅くとも 12 月までには決定されるであろうことはほぼ既定の事実となっている。

この間、イエレン議長は、この政策変更によっても、今後相当期間にわたって現在のような超金融緩和政策を維持するという、これまでの方針に何ら変更がないことを繰り返し強調しており、金利引き上げがもたらすかもしれない市場へのインパクトを極力最小限に止める努力を行っているが、米国のみならず、世界中、とりわけ新興国の市場関係者の間では、この政策変更がもたらすであろう金利・為替相場への影響についての臆測が絶えず、市場には神経質な空気が濃く漂っている。

そのことはともかく、FRB がデフレ対応としての非伝統的金融政策を採用して以来約 5 年が経過したが、現時点で見ると、米国経済はかつての活気を取り戻しつつあるように窺われる。そのことはとりわけ雇用情勢において顕著である。失業率は 5% 強と、かつてのピークに比べればほぼ半減し、米国におけるいわゆる自然失業率に接近しているとされている。毎月の新規雇用者数 (非農業部門) もこのところ (一つのメルクマールとされている) 20 万人を常に上回っている。住宅部門も活況が続いている。ただ、こうした経済活動の活発化が、賃金や物価になかなか反映されず、消費者物価上昇率も、FRB が長期的目標としている前年比プラス 2% には遥かに届かない (6 月 +0.3%—生鮮食料品・エネルギー関連商品を除く)。

こうした物価上昇率の低迷は、米国のみならず世界各国において顕著であり、今やインフレなどという言葉は死語と化したのではないかとさえ言われている。その原因を巡っては様々な議論があるが、その中でも注目すべきは、ハーバード大学のサマーズ教授が唱えた「長期停滞論」であって、世界経済は今やマイナス成長・マイナス物価上昇率が常態化した (その背景には、成熟化した先進国の需要鈍化と、拡大する新興国からの供給過剰という世界的な経済構造の変化がある) とするものである (さらに突き詰めると、いずれは

訪れるであろう世界的な規模での人口構造の変化がある)。このことは、1990年代終わりごろに、例の論争好きなクルーグマン教授が日本経済について述べたことに通ずるのであり、そうだとすると、こうした大規模な構造変化に対応する経済政策とは何か、それはそもそも金融政策の領域なのか、といったことが問題になる。本日はこのことに立ち入ることができないが、結論だけ言えば、世界経済が構造的な変化の過程にあるとすると、日本もそれに対応した、経済全体を包括した大規模な構造改革が必要であるということになる。もしアベノミクスの第三の矢がそのことを意味しているとするれば、それは正しいが、それは、かつての大政奉還・廃藩置県・明治維新にも比すべきスケールのものとならざるを得ず、したがってそれに対する抵抗もまた並大抵なものではないであろう。

ところで、言い忘れたが、FRBは、この金融政策の正常化（金利の引き上げ）をどのようにして実行しようというのであろうか。伝統的金融政策の定番は、市中銀行が中央銀行に保有する余剰準備を吸い上げて、ギリギリ法定準備（準備預金法によって保有が義務付けられている）に近いところまで持っていき、短期金融市場における資金の需要供給の関係を変化させ、それによって短期金利が上昇する、というプロセスであって、政策金利（FF金利）はそのシグナルの役割を果たす。しかしながら、長年にわたる非伝統的金融政策の継続によって、中央銀行に積まれた準備は途方もない規模に達しており、伝統的金融政策の時代のように、短期証券の売却によってこれを吸い上げるなどということは到底できることではない。それでは長期国債を売却することでは、ということになるが、それによって予想されるのは、長期国債等の価格急落、別の言葉で言えば利回りすなわち長期金利の急上昇であって、折角回復過程が確実になってきた景気に対して及ぼす悪影響が懸念される。為替市場におけるドル相場の上昇が米国の輸出、ひいては経済全体に及ぼす影響も計り知れない。

となれば、残る一つの手段は、現在準備（銀行が保有する中央銀行預金）に付されている金利を引き上げることである。日本銀行もそうであるが、FRBは現在、市中銀行の準備（法定+余剰）に最低限の金利を付けて、それによって短期金融市場取引が枯渇・消滅してしまうのを防いでいる（現在0.25%。日本銀行は余剰準備に対してのみ0.1%。ちなみに、ECBは、2014年6月以降、余剰準備に0.1%のマイナス金利をつけているが、それでも、安全性等の理由で短期金融市場には資金が滞留している）。これがある限り、短期金融市場の金利はそれ以下には下がらない。いわば、短期金利の最低限を保証する役割を果たしている。短期金利を引き上げるにはこの金利を引き上げればよい。長期国債等を売却して余剰準備を減らすことができない以上、この方法がほとんど唯一の対応策ということができる（もう一つ、やや技術的な話になるが、将来買い戻すという条件付きで短期証券を売却する、リバースレポと呼ばれる手法もあるが、いずれは買い戻される以上、恒久的な準備縮小策にはならない）。

今一つ考えられるのは、「法定準備率の引き上げ」であって、これによって、今まで余剰とされていた準備を、一度に相当程度の規模で法定準備とすることが可能である。しかしながら、その昔ならいざ知らず、現在では準備率操作は法的根拠なき課税と同一視されており、極端なことを言えば憲法違反とも言えないこともなく、「公定歩合」と同様に、現在では死語と化していると言っても過言ではない。

準備に対する付利金利の引き上げで一つ問題となるのは、それがもたらす FRB の収益への影響である。このことについては、後に日本銀行について述べる際に今一度取り上げる。

2. 日本銀行の「量的・質的」緩和政策

FRB のことはこのくらいにして、次に、現在日本銀行が黒田総裁の指揮下に行っている「量的・質的金融緩和」についてみてみよう。「量的・質的」とは何を指すのか、必ずしも明確に定義されているわけではないが、この政策パッケージはおおむね次のような内容を持つ。ご存じの通り、この政策は 2013 年 4 月に始まったが、消費税率引き上げ後経済活動が鈍化し、再びデフレ状態に陥る危険が強まったということを理由に、2014 年 10 月に拡大されて現在に至っている。

- a. 政策目標を、これまでの政策金利（コールレート）からマネタリーベースに変更し、その残高を、年間 80 兆円のペースで増加させる（当初目標は 60～70 兆円であった）。
- b. 物価安定目標を 2% とし、2 年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現する（当初は「2 年以内に物価上昇率 2% の実現を目指す」としていた）。
- c. 長期国債の保有残高を年間 80 兆円増加させる（当初 50 兆円の目標を 30 兆円引き上げ。その他の金融資産の買い入れ額もそれぞれ引き上げた）。
- d. 目標達成に至るまでは超金融緩和政策を続ける、そのために必要な手段は何でも取ることをコミットする。

実質的に見ると、黒田体制とそれ以前の白川体制下の政策運営にはそれほど大きな違いはない。白川体制下でも長期国債その他の証券を市場から買い上げるプログラム（「包括的金融緩和」）が稼働しており、また、物価上昇率の目標を 2% 前後としていた点も同様である（いわゆる「インフレターゲット」の採用。ただし、中長期的に見た場合の目標値であり、かつ「目処」というような表現で和らげてはいたが）。白川時代との大きな違いは、やはり、短期金利を政策目標から外して代わりにマネタリーベース（準備＋流通現金）残高を政策目標とし、それを大きく拡大することを宣言したたこと、そのために、従来では考えられなかった規模の長期国債を計画的に買い入れるとしたこと、しか

も、従来のように短期物だけではなく、長期物にまで手を広げて残存期間の延長を図ったことである。なお、長期国債の保有残高を銀行券発行残高の範囲内に収めるといふ、いわゆる「銀行券ルール」（日銀の内部既定）については、すでに白川時代に実質的に停止されていたため、この点についての違いはない。

何よりも大きな違いは、2年以内に2%の物価上昇を達成することを宣言し、そのために必要な措置は何でも取る、とコミットした（見得を切った？）ことである。このコミットメントの姿勢は、黒田政策の全てに共通するものであり、「量的」に加えて「質的」緩和とは、そのことを指すと考えることもできる。白川時代には、量的緩和政策と経済活動とりわけ物価の動きについて直線的な因果関係を見出すことが、理論的にも経験上も困難であるという理由で、大見得を切って物価上昇率についてコミットすることを避けてきた面がある（そのことは、「目標」と言わず「目処」といった点にも表れている）。白川体制のこうした慎重な姿勢が、政府を初め世間から批判されることになったのであった。

黒田体制下の量的・質的緩和政策実施以来2年半が経過した。この間、株価は（短期的には大きく振れつつも、水準としては）大幅に上昇し、円相場は大きく下落した。連日発表される企業収益は、異例ともいふべき高水準を記録し続けている。失業率は顕著に低下して現在3%を少し上回るレベルにあり、ほぼ完全雇用に近い状態にあると言ってもよい。業種によっては人手不足が叫ばれ、有効求人倍率も1をかなり上回るなど、明るい動きが目立っている。このところ、4~6月の景気鈍化が話題になっているが、潜在成長率と現実の成長率との間のいわゆる需給ギャップがかなりな程度縮小してきているのは事実である。長らく低迷を続けていた賃金にも上向きの動きが見られ、その範囲が拡大しつつある。ただ物価については、円相場の大幅下落という物価押し上げ要因はあったものの、歴史的な原油価格の下落が大きく響いて前年比ほぼ横ばいであり（生鮮食品を除く）、目標とする2%には遥かに届かない。ただこの点については、現在の消費者物価指数が国民の日常生活感覚に沿ったものになっているかどうかという問題があり、新たな物価統計の開発努力が行われていることはご存じの方も多であろう（たとえば、日経・東大日次物価指数、また、持ち屋の帰属家賃やエネルギー関連商品調整後の物価指数など）。何となく、標準体重に達しない人が、体重計がおかしいのではないかと行ってそれを取り換えようとしている図に似ていないこともない。詳しいことに触れる時間がないので今回は割愛するが、昨今問題になっている個人消費の不振という現象の背後に、発表されている物価指数によっては表現されない、日常生活で感ずる物価の上昇が意識され、それが将来に備えての貯蓄の増加になっているという説明はかなりの説得力を持っているように感じられる。

3. 非伝統的金融緩和政策の評価

これまで、日米両国における非伝統的金融緩和政策について概観してきたが、ここまでのところでは、この政策はそれなりに成果を挙げた、人によっては大成功であったという評価も可能であるように思われる。それでは、この政策の問題点は何か。客観的に見て、どのような評価が可能であろうか。非伝統的金融政策はなお発展途上にあり、最終的な判断を下すには尚早であるが、暫定的ではあるものの、いくつか問題点を指摘するとすれば概ね次のようになろう。

(1) 非伝統的金融政策の理論的根拠

金融論を専攻する者の立場から見て最も頭が痛いのは、非伝統的金融政策が実体経済に好影響を及ぼしたにしても、その理論的根拠をどこに求めるかということである。言い換えれば、どのような波及過程（transmission）を想定すればいいのかということである。この点についてすぐ思い当たるのは、いわゆる「マネタリスト・アプローチ」であり、非伝統的金融政策はまさにマネタリスト・アプローチであり、その成功はすなわちマネタリズムの勝利ではないか、という意見である。

ご承知の通り、金融政策の波及過程に関しては昔から二つの理論の対立がある。いわゆる「ケインジアン・アプローチ」と「マネタリスト・アプローチ」である。詳細は省略するが、要するに前者においては金利の、後者では通貨量のコントロールを通じて、実体経済面において所期の政策目標の実現、とりわけ物価の安定と雇用機会の確保を図ろうとするものである。マネタリスト・アプローチの前提となっているのは、「実体経済活動、とりわけ物価や成長（雇用）に影響を及ぼすのは預金・現金の通貨量すなわち「マネースtock」である。マネースtockの量に影響を及ぼすのは、中央銀行におかれた金融機関の当座預金と、流通している現金通貨の和、すなわち「マネタリーベース」である。したがって、マネタリーベースをコントロールすることによって、マネースtock、ひいては実体経済をコントロールすることができる」という三段論法である。過去十数年来この論法を用いて、「デフレ指向の」日本銀行の政策運営を強く批判し続けてきたのが、現在日本銀行副総裁の職にある岩田規久男氏（とその同調者）であったことはいまさら言うまでもない。

余談になるが、こうした三段論法は、マネタリストの総帥・元祖と目されているフリードマン教授から見れば異端の説と批判されることは必定である。彼が主張してきたことは、民間の自由な経済活動が政策運営当局の恣意によって攪乱されることを極力防ぐこと、金融政策について言えば、中央銀行の使命は、マネースtockの供給量を常に一定に保つことにある（kパーセント・ルール）ということであった。「マネタリスト・アプローチ」という言葉に「いわゆる」という枕詞が付く所以である。

そのことはともかく、長期国債を大量に買い入れることによってマネタリーベースを拡大してきた黒田体制の金融政策は、まさにマネタリスト・アプローチそのもののように見える。しかしながら、子細に見れば事はそう簡単ではない。肝心^{かなめ}要のマネタリーベースとマネーストックの関係であるが、マネーストックについては最近になって若干の動意が見られるものの、マネタリーベースの拡大規模に比べればその変化は微々たるものと言ってよい。マネタリーベースからマネーストックへという三段論法については、かねてから、現実の銀行行動、とりわけ銀行の信用供与決定過程についての理解不足、ないしは現場感覚の欠如に基づく「机上の空論」的性格が批判されてきた。マネタリーベースからマネーストック、さらに実体経済に至る因果関係についての理解が単純な一方通行であることも批判の対象とされてきた（実際には双方向の因果関係の可能性が強い）。そうした理解は論者の「信念」であって、理論的・実務的に証明されたものではないのではないかという批判もあった。マネタリーベースないしはマネーストックと物価との関係はそれ以上に曖昧であって、昨今の物価動向はそのことを如実に示している。

それでは、何が現状のような経済活動の活性化をもたらしたのか・・・すでにしばしば指摘されてきたため、いまさらの感もあるが、やはりそこで主役を務めてきたのは、中央銀行のコミュニケーション戦略、すなわち、できるだけ人目に付くような旗印を高く掲げて、人々の士気高揚を図る、いわゆる「期待」への働きかけであると結論してよさそうである。その期待への働きかけが大幅な円安と株価の上昇をもたらし、それが企業収益に反映して、経済全体に広がっていった（設備投資についてはなお慎重な姿勢が目につくが、この点についても次第に変化が見られる）。株価の上昇は消費者にとってもプラス要因であり、消費を下支えする効果があった（いわゆる「資産効果」である—2011年末以降 2015年夏に至る期間、東証時価総額は260兆円から600兆円超へと340兆円ほど増加した。言ってみれば、無から有を生じた。物価上昇率こそ目標とする2%には届かなかった（そのために、日銀は、さまざまなレトリックを使って、当初2年以内に2%という見得を切ったことの後始末に今追われている）が、ともかくもプラスの領域に入っており、政策当局が、どのような手段を講じても断固緩和政策を推進するというコミットメントをしていることが、長年にわたるデフレマインドの払拭に効果があったと言うことができる。

ただ、「期待」への働きかけも、政治の安定なしには効果を挙げることはできない。黒田総裁の時代が白川前総裁のそれと決定的に違っている点は、自民党の圧倒的な優勢を背景とした政治情勢の安定と、批判者といえども認めざるを得ない、就任以来の安倍首相の際立った行動力・リーダーシップである（その方向性についてはいろいろ問題があるが）。黒田総裁が、民主党の野田政権の下で現在と同様の政策を打ち出したとしたら、

おそらくその影響はきわめて限られたものになったに違いない。世界経済の動向その他の外部環境という面でも、黒田総裁は、白川総裁時代に比べれば遥かに恵まれているといえることができる。

黒田体制下の成果が多分に幸運に恵まれたところにあるとすれば、そして、経済活動を押し上げる大きな要因となった株価の上昇と円相場下落が、本来的にその持続性と再現可能性に問題のある「期待」への働きかけによるものであるとすれば、それをマネタリスト・アプローチの成果であると称賛し、その先行きについても大丈夫だと言うわけにはいかない。このような性格を持った「期待」を組み込んだモデルの作成はまず不可能といってよく、したがって理論をさらに発展させる基盤に欠ける。ここで登場するのが「行動経済学」であるが、それを現実経済にどのように適用するかについては、なお解決すべき問題があまりにも多い。

期待への働きかけという点について付言すれば、量的緩和とインフレターゲットによって経済主体が抱えている予想物価上昇率が上昇するならば、実質金利を引下げる効果を持ち、名目ゼロ金利の世界においても金利機能を活用した景気刺激効果を持つことができるのではないかという議論がある（実質金利＝名目金利マイナス予想物価上昇率）。このアプローチはマネタリストからではなく、むしろケインジアン派から支持されるものであるが、政策当局のコミットメントが予想物価上昇率に影響を及ぼすことができるのか、できるとすればどの程度なのかについて、確たる研究成果は得られていない。期待の形成過程とその影響についての研究はなお発展途上にある。

(2) 「出口問題」と財政赤字のマネタイゼーション

出口において遭遇する諸問題については、FRBの政策運営に関して既に触れたが、日本銀行についてはさらに問題が大きい。2015年度予算では、建設国債6兆円、特例国債31兆円の新規財源債の発行が予定されている。この他に、借換債の発行が116兆円あり、その他を含めた国債発行総額は170兆円となっている。一方、すでに見たとおり、日本銀行は、保有する長期国債の残高を年間80兆円のペースで増加させるとしているが、償還期が来た分を買埋めることを考慮すれば、グロスの買入額は110兆円を超える。すなわち、発行市場で供給される国債の6割が常時日本銀行によって吸収される体制になっている。事実、流通市場では、(特定の銘柄についてではあるが)品薄感から額面を上回る価格での取引がしばしば見られるような状況にある(いわゆる「マイナス金利」の取引である)。

こうした、国債流通市場における日本銀行のプレゼンスの拡大は、国債の保有者別保有状況における日本銀行のウェイトの上昇に如実に表れている。また、以前述

べたように、日本銀行は、買い入れる国債の平均残存期間を延長しようとしているが、これは、発行国債の平均残存期間の長期化を図る政府の方針と整合的である。これらを総合して考えると、日本銀行は今や一大国債消化機関として構造的に日本経済に組み込まれたのではないかという感すらもある。すなわち、「国債ないしは財政赤字のマネタイゼーションの構造化」である。

日本銀行による国債の市中買入が金融面に及ぼす影響であるが、財政支出の段階まで入れて考えると、通貨総量を増やすという意味では、日本銀行が銀行から国債を買い入れるのと、日本銀行による国債の直接引受との間には実質的に差異はない。すなわち、国債の市中大量買入れが構造化・長期化しているということは、財政法第 5 条の規定にかかわらず、実質的に国債の日銀引受が実行されているに等しく、その結果、民間部門には^{おびただ} 夥しい流動性が蓄積されている。

このことが持つ政治的意味は重い。政府としては、(社会保障のための支出を増加させよという) 世論の赴くところに従って財政支出を増やし、その結果生ずる財政赤字の拡大を、増税ではなく国債の発行で賄おうという誘惑に駆られるはずである。なぜならば、その国債の相当部分は日本銀行が吸収してくれるからである。ここで、もし日本銀行が長期国債の買い入れを停止したり、買入額を絞ったりしたならばどのようなことが起こるか……。市場には国債の超過供給が生じ、その結果国債の価格は大幅に下落する、すなわち、(国債価格とは逆方向に動く)長期金利が上昇する。長期金利の上昇は、政府にとっては国債発行コストの上昇、国債を大量に抱える金融機関にとっては評価損の拡大として跳ね返ってくる。これまでのところでは、国債残高の増加に比べて国債費(利払および償還額)はそれほど増加していないが、その理由は、言うまでもなく超金融緩和を背景とする長期金利の低下である。ということは、一旦僅かでも長期金利が上昇を始めた時、国債費がどのようなテンポで増加するかを暗に示している。歳出全体に占める国債費のウエイトは既に 25%に達しており、大きな財政収支圧迫要因となっている。長期金利の上昇が、折角回復しかけた経済活動に及ぼす影響についてはいまさら言うまでもない。

この問題が深刻化するのには、物価上昇率が目標とする 2%に近づき、あるいはその目標を達成してなお上昇傾向を続けるような事態になった時である。中央銀行による国債の保有が構造化した段階では、「金融政策の正常化」、いわゆる「出口」を見出すことは至難の技となる。黒田総裁が、出口問題を論ずるのはなお時期尚早として、それについての議論を封印しているのも無理はない。

FRB が同様な問題を抱えていることについては前述したが、日本銀行の場合、

長期金利が上昇の気配を見せた段階では、さらに強力な国債の買い入れを行い、上向きに転ずる長期金利を低位に押さえつけるようにとの圧力が強まることが予想される。いわゆる「金融抑圧」(financial repression)である。日本銀行自身としても、そうした長期金利の上昇は何としても避けたいであろうから、金融抑圧は決して外部からの圧力に負けて(日銀の独立性が脅かされて)ということではなく、自らのイニシャチブで積極的に推し進める措置ということになる。かくして、日銀による長期国債の買い入れテンポには、ブレーキがかかるどころか、さらにアクセルが踏み込まれる可能性が高い。

長年にわたる日銀による実質的国債引受によって、民間の流動性総量は拡大し、インフレあるいは資産価格バブルの火種は撒かれている。しかし、今述べたように、インフレ抑制に必要とされる金利の引き上げは事実上不可能である。さらに、長短イールドカーブのフラット化(現在から将来にわたる長期金利と短期金利との差の縮小傾向)は、長短金利差を利用して収益を挙げることを基本とする金融機関経営の圧迫要因であり、長期的に経営基盤を弱体化させる要因である。それに加えて、仮に金利の引き上げが行われるような状況になれば、金融機関が保有する国債についての評価損は大きく拡大し、金融システムの安定を脅かす要因となる(金融機関の期間損失の拡大—自己資本比率の低下)。

ということで、売りオペレーションによる金利の引き上げがほぼ不可能と考えられるとき、思いつくのは準備への付利金利の引き上げである。先ほども触れたように、日本銀行も準備に付利して短期金融市場の消滅を防いでいる(ただし、FRBのように準備全体にではなく、法定準備を除いた部分に付利している)。FRBの場合と同様、ここで生ずる問題は、準備の残高があまりにも膨らんでいる(準備預金総額は200兆円強、うち法定準備は8.7兆円)ために、わずかの付利金利の上昇でも日本銀行の収益に大きく響くということである(1%でも2兆円)。日銀の収益悪化は、日銀が毎年納める国庫納付金(いわゆる「通貨発行益」に相当する)に響く(財政収支悪化要因)。日本銀行には資本金があるが、総資産規模345兆円に対してタダの1億円というノミナルなものである。日本銀行は損失の発生に備えて、準備金や引当金を持っているが、その額はそれほど大きなものではない(それぞれ3~4兆円)。仮に政府に対して財政支出による損失補填を要請するというようなことになれば(そうしたことはまず考えられないが)、大きな政治問題となることは必定である(政策運営の失敗を国民の税金で埋めようとするのか、という批判)。

こうしたシナリオを、黙示録的(apocalyptic)、あるいは狼少年と擲擧することは容易であるが、全く非現実的な想定と言えないところに大きな問題がある。この段

階で、これまで行ってきた施策を元へ戻し、白紙の状態にすることができない以上、ここでできることは、可能な限り財政健全化の努力を続けることによって、市場心理がいたずらに動揺しないように細心の注意を払うということであろう。この点に関しては、国債市場取引に占める外国人投資家のウェイトの大きさに留意する必要がある。保有残高自体はそれほど大きなものではない（1割弱）が、日々の取引（とりわけ先物取引）における彼らの存在感は大きい。ごくわずかの材料でも過敏に反応する彼らの行動には、いくら注意を払っても払い過ぎるということはない。

この問題に関連して、ここで政府の財政再建努力の姿勢を簡単に辿ってみよう。2015年2月、政府は「中長期の経済財政に関する試算」を発表した。この試算はその後7月に改訂されたが、そこでは、さまざまな前提に基づいて計算された、中央・地方政府を併せた基礎的財政収支（PB）赤字の対GDP比の数字が掲げられている。その中の、実質成長率2%以上、名目成長率3%以上という「経済再生ケース」（2016~2023年度平均で、名目3.5%、実質2.0%を前提とする）によれば、2015年度のPB赤字の対名目GDP比率は△3.3%と、2010年度（△6.6%）比半減という目標をクリアできるという見通しになっている（この見通しは、消費税率8%から10%への引き上げ延期を前提としている）。もっとも、2020年度のPB赤字の絶対額は、消費税率10%を前提としてもなお6.2兆円と、依然として大きい赤字が残る見通しであり、財政ポジション健全化のためには、さらなる増税・歳出削減が必要であることが示唆されている。

いわゆる「アベノミクス」が、物価の上昇によって名目成長率を引き上げようとしているのは、言うまでもなく、それによって税収を増加させ、財政赤字の縮小を図ろうとしているためである。しかしながら、上記の経済再生ケースにおいて前提とされている中期的な成長率の実現可能性については大きな疑問がある上に、名目成長率と税収の伸び率の関係を示す「税収弾性値」は短期的には著しく不安定である。論者の中には、税収弾性値をより高めに見込むべきだというものも少なくない。そうすれば、PBの赤字解消はそれほど困難なことではないというのである。しながら、楽観的な税収弾性値を前提として作られた中長期財政見通しに安易に依存することについては十分に慎重であるべきであろう。こうしたことを考えると、2020年度までにPB黒字を実現するという目標を達成するためには、社会保障を中心に今一段の歳出改革を図ることは当然としても、それだけでは到底不足分を賄うことはできず、やはり相当程度の増税は不可避であると考えざるを得まい。

増税が不可避であるとするれば、現状ではやはり、消費税率の再引き上げがその役割を担うということにならざるを得まい。しかしながら、その場合、国民の間には

強い拒絶反応が生まれる可能性が強い。日本の租税負担率あるいは（それに社会保険料を加えた）国民負担率は、欧州諸国に比べてかなり低い。そのことは所得税についても言えるが、消費税においてとりわけ顕著である。消費税率が10%となった段階でも、その水準は欧州諸国の半分にも及ばない。日本国民で、社会保障システムの不完全さ・不十分さを批判しない者は一人もいないと思われるが、同時にその国民が、社会保障の面では手本とすべきことが多いと考えられている欧州並みに租税ないしは社会保険料負担を引き上げようとするると激しく抵抗するというこの状況をどのように解釈したらいいのか・・・日本国民は、現時点での経済的満足を維持するために、財政収支のギャップを国債の発行で賄い、将来世代にその分の負担を押し付けようとしている（“*apres moi, le deluge*” <自分の後で起こる洪水一あとには野となれ山となれ>）と解釈していいのか・・・答えは明らかに否であろう。われわれは、金融資本市場における一瞬の動揺が経済全体に破壊的な影響を及ぼす事例をこれまで何度も経験してきた。日本の金融財政システムが決して堅固なものではなく、大きな脆弱性を含んだものであることを常に念頭において、財政健全化の努力を続けることが求められている。

4. おわりに

本日お話ししたかったことは以上である。以下は個人的な独り言として聞き流していただきたい。伝統的金融政策が行き詰まり、非伝統的金融政策を採用せざるを得なかった事情、そしてそれがもたらしたものについてはこれまで見てきたとおりであって、理論的に見てなお発展途上にあるとは言え、一応理解でき、相当程度の妥当性を持つものと言わざるを得ない。そのことは、非伝統的政策の批判者に対して、デフレ脱却のための代案の提示を求めても、はかばかしい答えが返ってこないことから証明できる。

しかしながら、率直に言って、非伝統的金融政策にはどうしてもある種の違和感がつきまとう。その理由は、非伝統的政策が、その有力な武器として、「中央銀行によるコミュニケーション戦略」を掲げているところにある。

勿論、政策の形成過程とその運営状況に係る透明性の向上は一般論としてはきわめて望ましく、民主政治にかなうものである。その昔、中央銀行は鎮守の森であり、行動すれども説明せず、突如として行われる公定歩合の変更はまさに天からの声であった。それに比べれば、政策決定会合の都度声明文が発表され、総裁が記者会見でその内容を説明するばかりでなく、日を置かずして議事要旨が、その後（やや時間を置いてではあるが）議論のフルテキストである議事録が公開されるようになって

ている現行の体制をみると、まさに今昔の感を禁じ得ない。膨大な統計資料は日々公開され、総裁はじめ政策委員は、各地での講演等の機会を利用して、政策運営方針の説明に汗を流している。

このように、かつてに比べ天と地の差がある金融政策の透明性の向上については、財政金融政策の民主化という観点から高い評価を与えることが出来るのであるが、中央銀行が、ある一定の政策意図の下に、積極的に一般国民の期待形成に働きかける、となると話が少し違ってくる。この点はしばしば、「気合」であるとか、「卑弥呼の魔鏡」あるいはアフリカの呪術的治療法「voo-doo」とかという言葉で揶揄されるのであるが、もう少し真剣に考えると、ある深刻な問題が潜んでいることに気付く。政策当局が、あらゆるメディアを利用して、意図的に自己の目標とするところに国民を誘導する、国民はそれを信じ、目標遂行のために一身を捧げる、という図式については、我々は過去にきわめて苦い経験を持っている。中央銀行による金融政策の運営と、かつての「国体護持」とを同一視することは思い過ぎしも甚だしいと一笑に付されるかもしれないが、こうした政策運営に潜む問題点を意識しつつ、常に知性を研ぎ澄まして、客観的・批判的な分析姿勢を崩すことがないよう、十分な注意を払う必要があることを改めて強調しておきたい。

(丁)