

金融緩和が实体经济に波及する経路について

その趣旨は、政府と日銀は広い意味で「統合政府」として資産を統合して検証すべきであり、国の負債 1193 兆円から資産 672 兆円を差し引いた純負債である「ネット国債」は 521 兆円。これに政府内の子会社の分を加味するとネット国債は 465 兆円になる。一方、日銀の保有する国債は 435 兆円だから、差し引き借金は 30 兆円に過ぎない、という計算だ。筆者はこれに対して、「政府資産は換金できない」「関連法人への出資金は売れない」などと反論があることは重々承知していて、「公務員宿舎など売れるものもかなりある」、「関連法人への出資は官僚の天下り先の確保が実態」と応じている。

政府の審議会が完全に形骸化していて、官僚の審議会委員への「振り付け」や議事進行を書いた「台本」が存在するという事実を突きつけられると、財務省の官僚が、学者やマスコミを使って世論を誘導し、政策を自分たちの思うように動かしているという側面は否定できないと感じた。

黒田日銀総裁は、まず、消費者物価指数の前年比 2%プラスというインフレ目標を設定し、デフレ脱却を掲げた。

それを達成する手段として、日銀当座預金と現金の合計である**マネタリーベースを増やすという量的金融緩和を実施**している。

マネタリーベースの増加が有力な手段となる理由は、予想インフレ率を高める効果があるからで、予想インフレ率とは、将来の物価上昇のことで、具体的には 10 年もの長期国債と物価連動債の利回り格差などを考慮して求める。

マネタリーベースと予想インフレ率の間には、理論的には相関関係があることが予想されていたが、2000年代に実施された日本の量的緩和政策や、リーマン・ショック以降の欧米の量的緩和政策によって、**マネタリーベースを増加させると、一定のタイムラグを経て、予想インフレ率が上昇することが、明らかとなっている。**

次になぜ予想インフレ率が重要かという点、予想インフレ率が高まると、実質金利が低下するから、

実質金利は、「名目金利」－「予想インフレ率」で求められる。（この実質金利＝名目金利－予想インフレ率 は「フィッシャーの方程式」とよばれる。）

よく、名目金利が 0%まで低下したときは、それ以上の金利引き下げ余地がなくなるので、金融緩和の効果がなくなると言われているが、それは誤解である。

この式を見ればわかるように、名目金利 0%の時でも、予想インフレ率を高めれば実質金利は低下することになる。

実質金利の低下は、企業の金利負担を減少させ、設備投資や雇用を増やすことを通じて、

実体経済に好影響を与えることが知られている。

つまり、量的緩和によって、

マネタリーベース増加→予想インフレ率上昇→実質金利の低下→雇用と設備投資の増加
→GDPギャップの縮小→デフレ脱却、
というプロセスが実現することになる。

アベノミクスと一体となった量的緩和が実施されてから、すでに4年近くが経とうとしている。現在は、雇用と設備投資の増加が起り、GDPギャップの縮小が始まっている段階といえよう。

デフレについても基本的な誤解がある。

デフレはモノの値段が安くなっていいと考えている人もいるが、それは自分の所得が減らないと思っているからで、デフレの国際的な定義は、2年以上物価下落が続いていることなので、確かにモノの値段は下がる。だが、多くの場合、モノの値段が下がれば個人の所得（給料など）も下がることになる

デフレを放置しておくと、雇用は減少し、失業率は上昇する。

また、設備投資も減少し、総供給と総需要の差額であるGDPギャップが発生することになる。2001年の経済白書も指摘しているように、デフレは経済に悪影響をおよぼすのである。

日本の「失われた20年」は、一貫して、デフレから脱却が最重要課題となっていたのだが、日銀はそれが出来なかったのである。

中央銀行のインフレ目標というのは、がちがちのルールではない。

通常、インフレ目標は、プラス・マイナス1%が許容範囲であると言われている。

黒田日銀の量的緩和が後退？

例えば、2017年11月の日銀が市場に供給しているお金の量（マネタリーベース）の増加量は、前年との差が51.7兆円（末残高ベース）で、量的緩和がスタートして以降、事実上最低になったとされている。

日銀は2016年9月から、長期金利をゼロ%程度にするように調整しており、その意味では、マネタリーベースの増加額は金利維持のために必要な額となるので、長期金利がゼロ%になっていけば、増加額の低下自体は、大きな意味があるわけではない。

実際、2017年12月6日時点で新発10年国債利回りは0.055%であり、ほぼゼロ%金利という水準は達成されている。

2017年前半からの動きをみても、おおむね0~0.1%の範囲に収まっているので、日銀の意図した金利にコントロールできているといえる

問題なのは、この金利水準で、果たしてインフレ目標 2%が達成できるか、ということ。

もちろんインフレ目標の達成には、内閣府が算出するGDPギャップでプラス 2%程度になる必要があるので、**金融緩和に加えて、財政出動が必要になってくる。**

それを踏まえたうえで、過去10年国債利回りの推移をみると、2016年9月以前はマイナスの利回りだったのが、日銀がゼロ金利を打ち出してから、若干プラスに上昇している。

そして、ほぼ同時期に、日銀のマネタリーベースの増加額が減少し始めている。

マネタリーベースの増加額の減少は、日銀の国債購入額の減少によるもので、国債購入額の減少が、長期金利に若干の上昇をもたらしている。

量的緩和の後退と受け取られても仕方ない。

経済データを見る限り、失業率の低下は足踏み状態となっている。

インフレ率も、2017年11月の消費者物価指数前年比は0.2%で、生鮮食品を除いたものは0.8%、食料とエネルギーを除くと0.3%となっている。

インフレ目標の2%には程遠い状況であり、日銀のオペレーションは、短期的には正しい方向には向かっていない。

金融政策は、これ以上下げられない失業率（＝完全失業率）を達成し、無用なインフレを起こさないためのものである。

経済学でいう「NAIRU（インフレを加速しない失業率）」を達成する、最低のインフレ率をインフレ目標とするもので、NAIRUとインフレ目標の最適点を指すものと言える。日本は、NAIRUは2%台半ばであり、そのために必要なインフレ率は2%であるので、それを日銀はインフレ目標としている。現時点では、今一步のところ足踏みしている状態である。

なお、米国は、NAIRU4%程度、インフレ目標2%という「最適点」に到達したので、量的緩和の出口の議論が起こっている。日本の量的緩和の出口はまだ先である。

にもかかわらず、出口議論が盛んになりつつあるのは、量的緩和で収益が減った金融業界の利害が関係しているのではないか。日銀はそれに加担すべきではない。