

アベノミクスの評価

——異次元の金融緩和を中心として

千葉商科大学名誉教授 齊藤壽彦



はじめに

2012年12月に発足した第2次安倍内閣はアベノミクスと呼ばれる経済政策を採用した。この政策は「3本の矢」という政策手段を用いて日本の経済のデフレ状況を脱却させようとするものであった。その「第1の矢」は「大胆な金融緩和」であった。「第2の矢」は「機動的な財政政策」であった。これは財政スぺンディング政策、積極的な財政支出の採用を意味していた。「第3の矢」は「民間投資を喚起する成長戦略」であった。これは法人実効税率の引下げ、労働規制の緩和などにより民間投資を喚起しようとするものであった。

2015年9月24日には安倍首相は新たなアベノミクスを採用することとし、「新・3本の矢」を提唱した。これはすべての人が活躍できる「1億総活躍社会」を目指すものであった。

新・3本の矢の第1の矢は「希望を生み出す強い経済」を作り出すというものであった。これは旧3本の矢を一つにまとめたものであり、デフレ脱却と成長率の引上げ、強い経済を目指すという旧3本の矢を引き継ぐものであった。新・3本の矢の第2は「夢をつむぐ子育て支援」であった。

新・3本の矢の第3は「安心につながる社会保障」であった。

本日はアベノミクスの内容と政策効果について、その第1の矢とされた大胆な

金融緩和、異次元の金融緩和を中心として検討したい。

現在の金融政策は従来の理論ではやっていけないとされていたことが行われている。金融は实体经济に規定されており、金融手段だけでは経済を進展させることができない。にもかかわらず、金融に過度の期待を抱き、超金融緩和政策によって日本のデフレを脱却させようという政策が現在採用されている。これでは経済が好転するはずはないのであるが、それがうまくいかないとなると、そのやり方が手ぬるいということ、さらなる金融緩和が図られてきた。それが副作用をもたらすということが明らかになると、日本銀行は根本的な政策転換を図るのではなくてさらに部分修正を図るということ

大胆な金融緩和政策を継続している。現在の金融は極めて複雑化しており、一般の人にとっては日本銀行がどのような政策を行っているのかが理解できなくなっている、一般の人だけではなく、金融の専門家にとっても現在の金融政策を理解することが困難となっている。金融を研究している人の間において、現在の黒田日銀総裁の持っている異次元的金融緩和についての評価が分かれている。現在の金融政策を理解するには金融に関する本や雑誌を読んだだけではだめで、日本銀行のホームページや新聞を熟読するとともに、日本の生産や流通についての知識を動員するとともに、世界の情勢を読み解き、世界の中の日本の位置づけを行い、その中で日本の金融を考える必要がある。

このように現在の日本銀行の金融政策を理解することが極めて困難となっているが、金融に関する理論が今日無用になっているわけではない、金融に関する基本法則は、現実がそれと離れるようになってきたとしても、基本的には経済法則として貫かれている。人類が歴史から学んで作り上げた金融理論を学ぶことが複雑な金融の現実を理解する導きの糸となるのである。本日は通貨の基礎理論を皆さんに紹介し、それに基づいてアベノミクスの

第1の矢とされた日本銀行の大胆な金融緩和政策の内容の紹介とその政策評価を行いたい。

1 「量的・質的金融緩和」政策

アベノミクスの政策手段である「3本の矢」の第1の矢として、2013年1月に大胆な金融緩和政策が採用された。すなわち、同月22日に政府（内閣府と財務省）および日本銀行は政策連携に関する共同声明を発表し、日本銀行は、物価安定の目標（インフレ目標）として消費者物価の対前年比2%上昇を掲げ、金融緩和政策を推進して、早期にこの実現を目指すこととした。

2013年4月に、日本銀行は、デフレ脱却のために「量的・質的金融緩和」という政策を採用することを決定した。

これは、第1に、強く明確なコミットメントを行おうとするものであり、2年以内に、対前年比2%の「物価安定の目標」（物価上昇）をできるだけ早期に実現しようとするものであった。第2に、資金量などを増大させることを操作目標として、量・質ともに次元の違う金融緩和を実施（異次元的金融緩和）するというものであった。すなわち、「ベースマ

ネー」または「ハイワードマネー」と呼ばれる「日本銀行券」、「硬貨」および「日本銀行当座預金」の量を増加させるとともに、国債や上場投資信託（ETF）などの金融資産をこれまで以上に買い入れることとした。第3に、わかりやすい金融政策を実施するというものであった。第4に、物価安定目標実現まで金融緩和を継続するというものであった。

だがこのような政策を実施しても、デフレ脱却という政策目標は達成できなかった。そのためにその後、「量的・質的金融緩和」に部分修正が加えられたが、やはり物価上昇率2%という目標は達成できなかった。そこでこの政策に大きな変更が加えられることとなった。

2 「マイナス金利」政策

日本銀行は、2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

マイナス金利とは資金提供者が利子を支払うものであるから、ありえない政策であると考えられていた。このような政策が採用されるに至ったのである。この政策を聞いた人の中には預金金利がマイナスになると考えた人がいたが、実際に

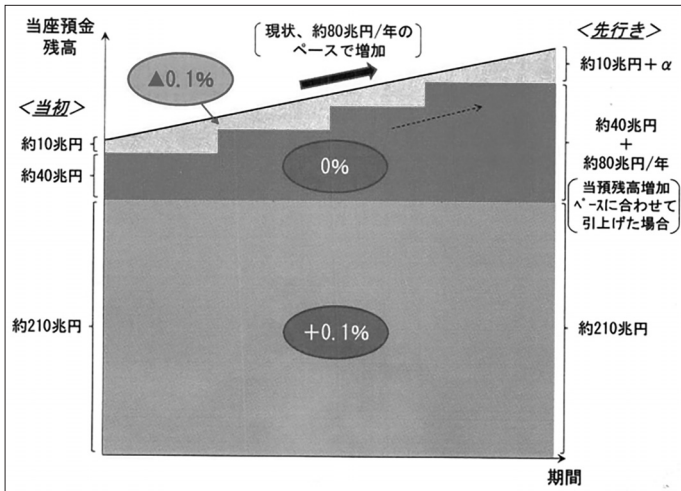
はそのような政策は採用されなかった。日本でそのような政策を採用したならば、預金の取り付けが起きる恐れがあった。日本のマイナス金利政策は日本銀行への民間銀行の預金金利の一部にマイナス金利を適用するというものであった。この内容は次のようなものであった。

日本銀行は、今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていくこととする。まず第1に、日銀当座預金を次のような3段階の階層構造とする。①「量的・質的金融緩和」の下で各金融機関が積み上げた既往の残高については、従来通り、プラス0・1%の金利を適用する。②所要準備額に相当する残高等（マクロ加算残高）については無利子とする。③①と②を上回る部分（政策金利残高）に、マイナス0・1%のマイナス金利を適用する。

第2に、「量」的政策である金融調節方針については、マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するように金融調節を行う。

第3に、「質」的政策である資産買入れ方針に関しては、長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、買入れを行う。買入れの平均残存期間は7〜12年程度とする。

図1. 3段階の階層構造



(出所) 黒田東彦『「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への疑問に答える』2016年3月。

ETF（上場投資信託）およびJ-REIT（不動産投資信託）について、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（7月29日に約6兆円に倍増することを決定）、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。CP（コマーシャル・ペーパー）等、社債等について、それぞれ約2・2兆円、約3・2兆円の残高を維持する。

第4に、日本銀行は、2%の「物価安

定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。

この政策の採用当初の日本銀行当座預金の構造を図解すれば図1のようになる。このような金融政策は、金融機関の収益などに問題をもたらすものであった。すなわち、利子・利回りのカーブ（イー

ルドカーブ）のフラット化（長期金利・利回りの低下）が金融機関の利ざやの圧迫や保険・年金の運用利回りの低下をもたらすものとなった。このことについては後で立ち入って述べてみたい。

2016年9月21日に日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」政策を修正し、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。

この新政策の特徴は、第1に、政策の誘導目標を変更したことである。従来の金融政策がマネタリーベースの増大を目指す「量重視」の政策であったのに対して、新たな政策では「量重視」だけでなく「金利重視」政策も採用された。これにより国債買入額を柔軟に決めることが可能と

なり、マネタリーベースの短期的な減少が容認された。

第2に、長短金利の両方を操作する方式である「イールドカーブ・コントロール」(長短金利操作)が採用された。

実質金利を下げるという効果は引き続いて追求されたから、短期金利については引き続き、日本銀行の政策金利残高にマイナス0・1%のマイナス金利が適用された。

長期金利については、10年物国債金利、利回りがゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行うこととなった。2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタム(勢い)を維持するように、最適なイールドカーブ(短期・長期の金利、利回り)の形成を促すこととなった。このイールドカーブ・コントロールで注目すべき点は、長期金利の目標を短期・中期金利よりも高めにすることである。10年を超える国債の金利、利回りがプラスの水準となることとなった。これにより、保険会社等の長期資金運用において利益が確保できるようになった。

第3に、予想物価上昇率を引き上げるために、期待形成を強める手段を導入することが必要であるとされた。日本銀行は「フォワード・ルッキングな期待形成」(将

来を考えた期待)のために「オーバーシュート型コミットメント」を行うこととした。すなわち一時的には物価上昇率が2%を超えたとしても、さらに通貨供給量(マネタリーベース)を増やし続けると約束した。第4に、物価目標の達成目標が撤廃された。「2年で2%」から「2%を安定的に超えるまで」に変更された。

第5に、日本銀行が金融政策の手段として金利政策を再評価したとしても、量的調整の考え方が残された。

3 異次元の金融緩和の影響―効果限界、副作用―

大胆な金融緩和政策は、金利低下に一定の効果を及ぼした。借入を行っている企業や国債発行を行う国家にとっては金利負担の軽減がもたらされた。

為替相場の低落への影響もあった。円安には効果があつた。円安は大手輸出関連企業に大規模な利益をもたらした。ただし、円安が急速に進んでも、輸出数量はあまり増えていない。円安は輸出奨励効果を発揮しなかった。また、円安は、輸入に関係した業者に打撃を与えるものとなった。

株式価格の上昇への影響もあつた。ア

ベノミクス、異次元の金融緩和は、短期的には、将来の株式価格上昇の期待(予想)を強めた。その予想が株価上昇に寄与したと考えられる。株高には効果があつた。ただし当初の株高は企業業績の向上を反映したものではなかった。最近の株高は金融緩和だけでなく企業業績の向上も反映している。

日本銀行は2013年4月に2年以内に物価上昇率2%を実現するという政策目標を立てたが、2009年以降下落が続いていた物価は2013年に入って下げ止まり、2013年後半に上昇基調にはいった。この背景には、2012年秋以降の為替の円安方向の動きと2014年4月の消費税引上げの影響があつた。予想物価上昇率の上昇や経済全般の需給の改善も物価の緩やかな上昇に寄与した。だが、2年以内に対前年比2%で物価を引き上げるといふ黒田総裁の約束は果たされなくなった。第1の矢の意図と現実とは乖離していた。大胆な金融緩和政策は物価安定目標を達成できなかった。

アベノミクスのもとで大手企業を中心として企業の内部留保が増大した。だがその賃金上昇効果は乏しかった。消費の増大あるいは生産性の向上などにより利潤増大の状態が継続する見通しが立た

なければ、企業が名目賃金を引き上げるのは困難であった。

アベノミクス下で銀行貸出増大の動きがあった。だがアベノミクスによる本格的な国内設備投資の上昇効果は現れてこなかった。

金利低下は設備投資の増大とはほとんどむすびつかなかった。その投資奨励効果はきわめて限定されたものであった。最近では投資増大傾向がみられるが、これは金利以外の要因によるところが大きいと考えられる。

金融政策は財政ファイナンスとしての性格を併せ持つようになり、財政信認と日銀信認を毀損するおそれを招来するという深刻な副作用をもつものでもあった。異次元的金融緩和が物価上昇や設備投資助長、これらによる景気回復に効果がほとんどなかった理由について詳しく述べてみたい。

金融を理解する上では、預金が通貨として機能するということを重視しなければならない。マネーと言え人は銀行券や硬貨を頭に浮かべるであろうが、これらの「現金通貨」(キャッシュ)は小口取引における決済手段として用いられている。大口取引においては計算に手数がかかり、運搬にも手数と危険を伴う現金を用いる

ことはほとんどない。生産者と卸売業者、卸売業者と小売業者との取引においては「預金通貨」が用いられる。また、今日では消費者の支払いにおいても預金通貨が用いられるようになっていく。

この預金通貨は、債務者等が、銀行にある自らの預金を、支払いを受ける人(債権者)の預金に振り替えるということを通じて、支払いの手段として機能するものである。今日、消費者の間でも、現金決済だけでなく、自分の預金を支払い対象者の口座に振り替えるという手続きを通じて支払いを行ったり、電気料金等の自動引き落としやクレジットカードを利用して支払いを行うようになっていくが、これらは預金通貨を利用した決済なのである。

マネーの銀行からの供給の主要なルートは、貸出を通ずる供給である。銀行からお金を借りたい人が銀行に来て、借入れを申し込むと、銀行は借り手の預金口座に預金金額を記入して、貸出を行う。これは預金者が銀行にお金を預けたのではない、貸出の手段としての預金記入である。借り手はこの預金を支払いに用いることができる。この追加記入された預金の多くは、支払い対象者の預金口座に振り替えられる。税金の支払いや賃金の

支払いなどのために現金が必要となった場合に初めて、現金が銀行から引き出される。銀行への借入れ申し込みがなければ、マネーが市場に出回ることはいらない。企業は、金利がいかに低くても、商品が売れて利益が確保できるという見通しがなければ、お金を借りて生産や仕入れを拡大しようとはしない。1990年代末以来続く非正規雇用の増大に伴う賃金水準の低下は、国内の消費需要を低下させた。これがデフレの最大の要因であって、日本銀行のマネー供給の不足がデフレの原因ではない。

日本銀行が関与する「ベースマネー」または「ハイパワードマネー」(「日本銀行券」+「硬貨」+「日本銀行当座預金」)の中心は、日本銀行に預けている民間銀行の当座預金である。ベースマネー供給の主要ルートは、今日では日本銀行が民間銀行から国債を買い入れ、その代金を銀行の日銀当座預金勘定に振り込むという方式である。これにより民間銀行の日銀当座預金勘定が膨大な規模に達している。銀行は企業からの借入資金需要がなければこの日銀当座預金を引き出して使うことはない。今日、日銀が国債買入れによって生じた大量のベースマネーが日本銀行に滞留している。それが市場に出

回るということは極めて限定されているのである。いくら日本銀行がベースマネーの供給を増やしたとしても、それが市場で用いられなければ、物価上昇や設備投資の増大には繋がらない。賃金の上昇により国内需要が増大し、設備投資需要が増大し、企業の借入れ資金需要が増大し、日本銀行当座預金を引き出されるようになって、結果として、ベースマネーの供給が物価上昇や設備投資増大につながるということになるのである、日本銀行がベースマネーの供給を増やそうとしても物価上昇や設備投資増大につながらないという現実、このような理論を反映しているものといえるのである。

4 マイナス金利政策の効果と限界、副作用

次にマイナス金利政策の効果と限界、副作用について立ち入って述べてみたい。マイナス金利政策の効果には限界があった。実質金利の引下げがある程度実現したとすれば、これが借入コストの抑制を通じて、設備投資を喚起すると言われている。だが、設備投資に影響を与える要因としては、金融政策ではカバーできない部分が多い。設備投資の伸びには力強

さが欠けている。

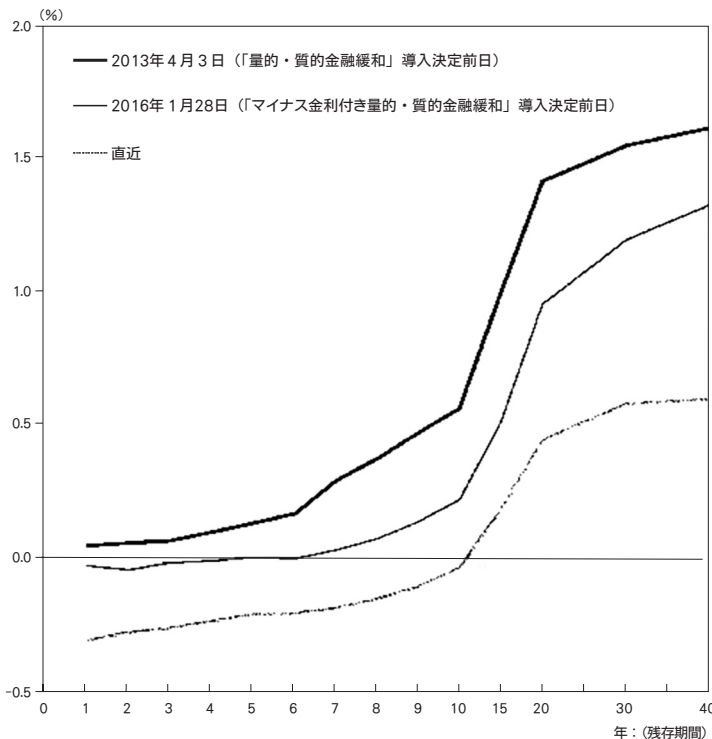
マイナス金利導入後、円安効果は出ていない。円安が輸出拡大に与える効果はあまり期待できない。

消費者物価を2%上昇させることを日銀総裁がコミットメントして企業や人々の期待に働きかけても、企業や人々が日本銀行を信頼・信認してそれを実際に期待するということがなければその効果は発揮されない。

マイナス金利政策は、効果が限定されていただけでなく、副作用、弊害を伴うものであった。この副作用には金融市場機能、日本銀行、退職給付債務・企業年金運用・公的積立金運用、財政におよぼす悪影響などもあるが、本日は金融機関（銀行以外に生命保険会社を含む）に関連

するものについて述べておく。
日銀当座預金金利の一部にマイナス0.1%の金利が付与されたことによる民間銀行収益への悪影響は無視できない。日銀当座預金利子収入の減少もあるが、特に利ざや減少による銀行・生命保険経営への打撃が大きかった。マイナス金利政策が採用されると、長期国債金利の利回りが日銀の思惑以上に急激に下がり、長

図2. イールドカーブの変化



(出所) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016年9月。

期の利回りまでもマイナスに下がった。本来であれば、リスクの大きくなる長期金利・利回りの方が短期・中期の金利・利回りよりも高くなるが、利回りの推移図(図2)をみれば、マイナス金利導入後において、短期・中期の金利・利回りと長期の金利・利回りととの差が縮小していることが明らかとなる。マイナス金利付き量的・質的金融緩和によって国債のイールドカーブ(利回り曲線)は全般的に大きく水準が低下し、ついに10年物前後の国債まで利回りがマイナスとなった。このような国債利回りの低下によって、生命保険会社には、金利が高い時に引き受けた保険契約によって逆ざやが発生するリスクが高まった。金融機関・保険会社の経営は大きな打撃を受けることとなったのである。

その後、前述のように長短金利調整によるイールドカーブの修正が行われるようになったが、マイナス金利政策そのものは依然として継続している。

銀行は本来の業務である預金金利と貸出金利との利ざやの確保による収益確保が極めて難しくなっている。大手金融機関は海外業務の拡大や証券業務への取り組みによって利益を得ようとしているが、地域金融機関は貸出金利水準の超低位化

の下で、経営上の困難に直面しているのである。

マイナス金利は、家計に悪影響を及ぼす側面もあった。借入金利が低下する住宅ローンの利用者については、借換えによる金利負担軽減というメリットがあった。だが、返済を伴う住宅ローンの新規借入れの増大には結びつかなかった。

住宅ローンを除いて、定期預貯金金利の引下げ、MMF(公社債投資信託)の募集停止・資金返還により、多くの人々が損失を被ることとなった。

むすび

アベノミクスの政策効果は極めて限定されていただけでなく、副作用を有するものでもあった。このことが異次元的金融緩和の検討を通じて明らかとなった。日本の経済を立ち直らせることは、日本の銀行の異次元的金融緩和では困難である。このためには賃金の引上げによる内需拡大や技術革新による国際競争力の強化やニーズにあった新製品の開発を行うことが是非とも必要である。

異次元的金融緩和には問題があった。異次元的金融緩和をさらに拡大すべきではない。マイナス金利政策は中止すべき

である。

とはいえ、異次元的金融緩和をすでに実施してしまつた以上、この政策そのものを急に廃止することはできない。これを行えば、国債の暴落や企業の借入金利の増大という新たな問題を招くこととなる。異次元的金融緩和からの脱却は極めて困難な状況にあるといえるのである。

(2018年1月18日・公開アジア研究懇話会)

筆者略歴(さいとう ひさひこ)

慶應義塾大学経済学部卒業、同大学院経済学研究科修士課程修了、博士(商学)。千葉商科大学商経学部教授を経て、現在同大学名誉教授・客員教授。金融論専攻。日本金融学会(元理事)、証券経済学会(元理事)会員。

『金融危機と地方銀行』(共著)東京大学出版会、『信頼・信認・信用の構造―金融核心論―』泉文堂、『近代日本の金・外貨政策』慶應義塾大学出版会、等を刊行。「アベノミクス約3年間の評価―第1の矢―」(『政経研究』第105号)、『マイナス金利政策と金融リスク』(『ARIMASS研究年報』第15号、など論文多数)。