

異次元緩和の評価と金融政策正常化の展望

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

木内 登英



1. 需給ギャップに見る日本経済は良好

(1) 「需給ギャップ」に注目すべき

日本は「2%の物価目標」がいつになっても達成できず、政策の行き詰まり感が非常に強い国、との認識が世界には強いだろう。しかし、日本経済の状況が他の主要国に比べて

〈目次〉

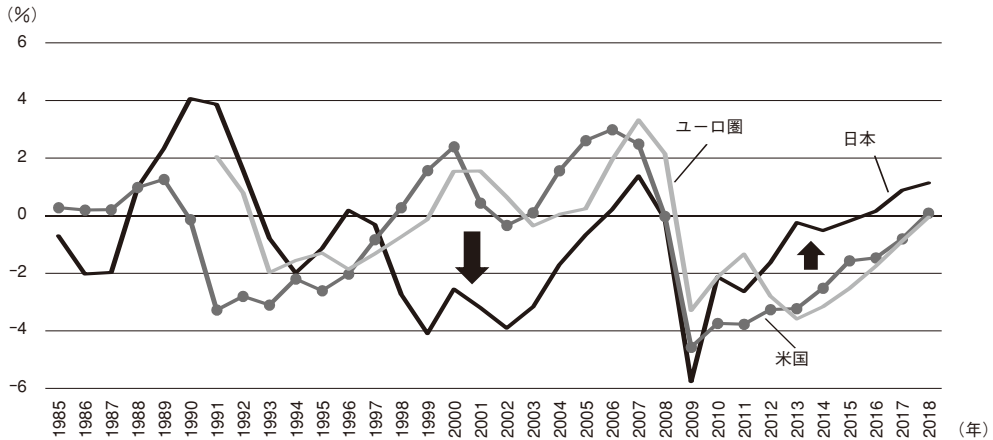
1. 需給ギャップに見る日本経済は良好
2. 「高圧経済政策」はリスクが高い
3. 日本の金融政策の正常化の遅れが世界のリスクにも
4. 日本銀行の国債買入れ限界のシミュレーション
5. 国債流動性の極度の低下
6. イールドカーブ・コントロールの見直しは正常化への道を開く

悪い、と考えるのは必ずしも正しくはない。一国の経済状況を評価する際に非常に重要で、また本来は、金融政策運営でも重視されるべき指標が「需給ギャップ」である。その水準に注目すると、日本の経済状況は米国やユーロ圏に比べてかなり良好な状態が続いている。

「需給ギャップ」とは、潜在GDPと現実のGDPとの差を潜在GDPで割って算出した比率である。つまり、経済の潜在的な生産力に対して、労働者、資本がどの程度稼働しているかを示している。日本の需給ギャップの水準は、「量的・質的金融緩和」が採用された2013年以降、一貫して米国とユーロ圏を上回ってきたのである（図表1）。しかも2016年には0%を上回り、足もとではさらに上昇傾向を続けているのである。

ただしその背景を、主に金融緩和策の効果に求めるのは正しくないだろう。それ以外にも、財政支出拡大の効果、世界的な景気回復

(図表1) 日米欧の需給ギャップ



(注) 2017、2018年はOECDの予測値

(出所) OECD (経済協力開発機構) より野村総合研究所作成

の恩恵を強く受ける輸出主導の日本経済の特性などの要因がある。特に昨年以来の日本経済の改善は、輸出回復によるところが大きいのである。

(2) 2%の物価目標の幻想

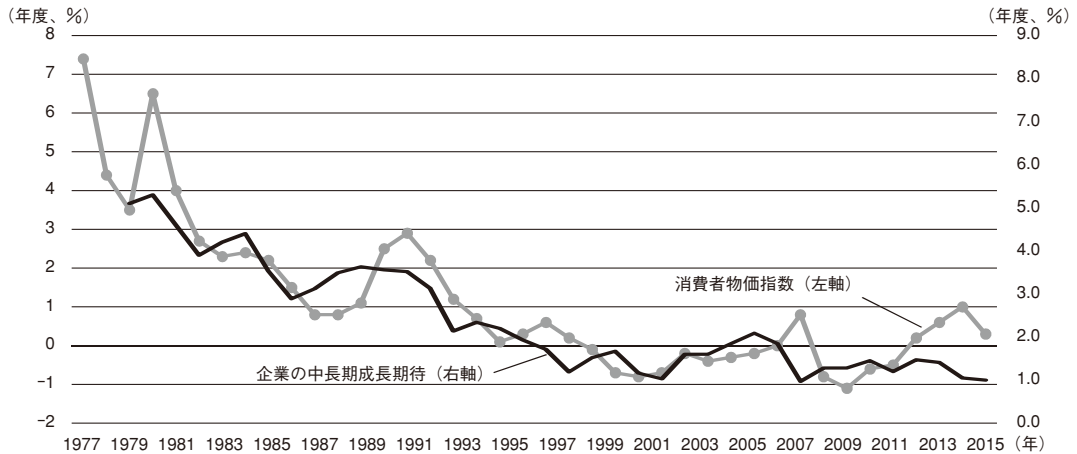
それにもかかわらず、多くの人が日本経済は十分に良くなっていないと感じている理由の一つが、日本銀行が掲げている2%の物価安定目標ではないか。日本銀行は、物価の安定を達成する使命を負っているが、その物価安定の状態が2%である根拠は全くないと筆者は考えている。また、物価上昇率が高ければ高いほど経済が強くなり、人々の生活が豊かになると考えるのも全くの誤りである。物価安定の状態とは、企業や家計が先行きの物価の変化に煩わされることなく経済活動を行い、先行きの計画を立てることができる状態

であり、いわば皆が物価の変動を意識せず、忘れていることができる状況とも言えるだろう。

物価の安定は、物価上昇率の趨勢とも概ね一致すると考えられるが、それを決める重要な要素は、経済の潜在力あるいは実力、例えば潜在成長率、成長期待、生産性上昇率などである、と考える。実際のところ、企業の中長期成長期待と物価上昇率のトレンドは、過去には並行して推移してきた(図表2)。

例えば、企業の先行きの成長期待が低い状況では、固定費増加に繋がる正規社員の基本給の引き上げに企業は慎重となり、それが物価上昇率を抑制することにもなるだろう。(図表2)にみる企業の成長期待に照らせば、2%の物価安定目標は高すぎて、目標水準として妥当ではないと判断できるだろう。それによる、いわば当然の帰結として、2%の物価

(図表 2) 日本企業の中長期成長期待と物価上昇率



(注) 企業の中長期成長期待は、今後5年間の実質GDP成長率見通し、消費者物価指数は除く生鮮食品・エネルギー、ともに最新値は2016年度

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」より野村総合研究所作成

安定目標は、「量的・質的金融緩和」導入から4年半が経過した現時点においても、達成の目途さえ立っていないのである。

ところが、2%の物価安定目標を達成できないがゆえに、日本経済は他国と比べても劣悪な状況に置かれていると誤解する向きが少なくないと考えられる。これはいわば、妥当でない2%の物価目標がもたらした幻想であり、また罪であるとも言えるだろう。

■ 2. 「高圧経済政策」はリスクが高い

(1) 金融政策では経済の潜在力は高まらない

人手不足がさらに深刻化し、需給ギャップがプラス幅をさらに拡大させれば、それによ

って賃金・物価上昇率が高められる可能性はあるが、物価上昇率の趨勢が、既にみたように経済の潜在力で主に決まるのだとすれば、それは持続的な賃金・物価上昇率の高まりとはならず、また物価上昇率が安定的に2%となることを目指す、2%の物価安定目標の達成を助けることにはならない。

経済の潜在力のさらなる向上は、人々の生活をより豊かにすることから、是非とも目指すべきことであるが、それを達成するのは企業のイノベーションであり、またそれを引き出す政府の成長戦略である。経済の供給側ではなく需要側に働きかける金融政策は、経済の潜在力を直接高めるのではなく、経済の潜在力、実力に見合っ

を側面から支える役割を本来は担っているの
である。

(2) 「高圧経済政策」はリスクが高い

経済・金融市場が安定する条件の一つが、
需給ギャップが中立的な水準にあり、労働、
設備が安定した稼働状態にあることである。
ところが日本銀行は、既にプラスに転じてい
る需給ギャップをさらに改善させ、人手不足
傾向を一層強める、「高圧経済政策」を志向
しているように見える。それによって生じる
物価上昇が仮に一時的であるとしても、それ
が中長期の予想物価上昇率を高めるとい
う、適応的（アダプティブ）なメカニズムを日本
銀行は重視しており、それを通じて物価上昇
率の基調を2%に向けて高めていこうとして
いるのである。

しかしこの高圧経済政策はリスクが高い。
人手不足はまさに経済の供給制約に他なら
ず、省力化投資などを促進し経済効率を高
めるなどのプラス面はあるものの、弊害がそれ
を上回ると考えられる。供給制約によって企
業売上高の増加率が鈍れば、人件費が高まる
中で企業収益が悪化し、それが設備投資の抑
制に繋がる可能性もある。そもそも、深刻な
人手不足が経済効率を高める効果を顕著に発
揮するのであれば、そうした傾向がより強か
った80年代末のバブル期、あるいは2000年代
半ばの景気拡大期の後、つまりバブル崩壊後
やグローバル金融危機の後に、労働生産性上
昇率、全要素生産性（TFP）上昇率がそれ

以前よりも高まったはずであるが、そうした
傾向は全く確認されないのである。

むしろ、経済の供給制約が強まることから、
それが企業の中長期の成長期待を低下させて
しまう場合には、（図表2）でみたように、
賃金・物価上昇率はより高まりにくくなり、
むしろ2%の物価安定目標の達成から一段と
遠ざかる事態になることも考えられるのであ
る。

■ 3. 日本の金融政策の正常化 の遅れが世界のリスクにも

(1) 日本の金融緩和策は最も早く正常化 を開始していてもおかしくなかった

米国は、需給ギャップのマイナス幅が2%
を超えていた2014年の段階で、資産買入れの
増加ペースを縮小するという金融政策の正常
化策に着手し、また実際の物価上昇率が目標
値の2%に達しない中で、現在まで3年半以
上も正常化策を着実に進めてきたのである。
このように、金融政策の政策効果が遅れて表
れる傾向などにも配慮し、先行きの経済の見
通しなどを踏まえて、フォワードルッキング
に運営されるのが通常の金融政策なのであ
る。

一方で、日本の需給ギャップは、2013年時
点で既に中立的な水準にかなり近づいていた。
経済の安定という視点に基づき、需給ギ
ャップを重視した金融政策運営を行っていれ
ば、日本は米国よりも早い時期に金融政策の

正常化に踏み出しているにもかかわらずおかしくなかったとも言えるだろう。そうした常識的な政策運営を妨げた最大の理由は、2%の物価安定目標に対する拘泥であった。

(2) 日本の金融政策の正常化の遅れが世界のリスクになる可能性

需給ギャップでみると欧米よりも高い位置にありながら、金融政策の正常化が最も遅れたことでその副作用の蓄積を許してしまったのが、80年代末のバブル期の日本の経験である。その際には、特に資産市場を中心に歪みが高まり、その調整は長期間にわたる経済の停滞と、金融システム不安に繋がったのである。現在もそれに似たような状況にあるとも言えるのではないか。当時は、ドルの暴落を回避することや、内需拡大という国際的な要請を重視したことが、金融政策の正常化を遅らせた面があった。それに加えて、円高傾向や原油安傾向にも助けられて物価が安定していたことも、金融政策の正常化を遅らせる要因であった。物価動向にあまりにも目を奪われてしまったことが、適切な金融政策の判断を鈍らせたという点では、2%の物価安定目標に強く拘ることで、柔軟な金融政策運営が妨げられ、正常化が遅れている現在と良く似ているように感じられる。

今回の日本銀行の金融政策の正常化の遅れは、資産価格を歪めていることに加えて、国債市場の過度な流動性低下、日本銀行の財務悪化を通じた通貨の信認低下、潜在的な財政

リスクを高めるなど、様々な副作用を累積させていると筆者は考えている。

日本の金融政策の副作用が顕在化し、国債市場のボラティリティを高めるなどの事態が生じれば、それはグローバルなリスクともなり得るだろう。それは、中央銀行の大量な国債買入れ策の結果、国債利回りが過度に押し下げられ、また国債市場の流動性が低下している「国債バブル」の状況が世界的に生じていると考えられるためである。そのもとでは、何らかのショックのもとでグローバルに国債市場のボラティリティが著しく高まり、世界規模で金融情勢が不安定化する可能性がある。日本の金融政策運営のいわば失敗が、その引き金になってしまう可能性もあるだろう。

2013年以來の日本の金融政策は、そうした深刻なリスクを長い時間管理していくという重責、いわばつけを、既に将来世代に課してしまっている。しかし、早期に正常化を進める姿勢に転じれば、それがグローバルなリスクにまで発展する事態は未だ回避できるものと現時点では考えている。

■ 4. 日本銀行の国債買入れ限界のシミュレーション

(1) 日本銀行の国債買入れ策の限界とその影響

グローバル金融危機を受けて主要中央銀行は、国債などの資産を買入れる、非伝統的の金

融政策を順次採用していった。しかし、伝統的な金利政策が、政策金利をマイナスの領域にまで引下げることができないという「ゼロ金利制約」にかつて中央銀行が直面していたように、この政策にも限界がある。その限界は、中央銀行が対象となる資産を市場から全て買入れてしまうよりもかなり以前に買入れが技術的に困難になる、という形で表面化する。

日本銀行が現在のペースで国債の買入れを進めれば、来年中頃にも限界に達する可能性が考えられる。そうした局面では、流動性の過度の低下によって国債市場は大きく動揺し、金融市場全体や経済の安定を著しく損ねるリスクが生じる。これが、日本銀行の積極金融緩和策に伴う各種副作用の中で、最も早く表面化する可能性があるものであり、注視しておきたい。日本銀行は、先行き政策の軌道修正を通じてそのリスクを辛うじて回避できることをメインシナリオと考えているが、なお不確実性は相応にある情勢だ。

(2) 民間部門が保有国債を全て手放すことはない

日本銀行は、買入れ金利（価格）の水準に拘らなければ、民間が保有している長期国債を全て吸収するまで、現在の国債買入れ政策を続けることができる、といった乱暴な意見も聞かれるところである。しかし実際には、金融機関が国債を保有する目的は、利益獲得という投資目的に限られたものではなく、ま

さに多種多様である。そのため、金利が十分に下がれば保有国債を全て売却するようなことは、およそ考えられない。

(3) 現状ペースで国債買入れを続ければ2018年半ばにも限界に

詳細については省くが、民間国債保有部門毎に国債保有削減の限界を推計し、それに基づいて、日本銀行の国債買入れが限界に達する時期に関して、買入れペースごとに4つのシナリオでシミュレーションを行った。

2014年10月から2016年9月まで、日本銀行は長期国債の買入れ増加ペースの目標を年間80兆円程度としていた。これは、日本銀行が保有する長期国債の残高を、1年間で80兆円程度増加させることを意味している。2016年9月に導入されたイールドカーブ・コントロールのもとでは、この長期国債買入れ増加ペースの「目標」はなくなったが、「年間80兆円ペース」という「用途」は残された。ただしその後は、長期金利の目標を維持するために国債買入れペースは、環境次第で変動するようになり、月間単位でみた長期国債買入れ平均増加ペースは、年率60兆円程度でその後1年間、推移してきたのである。

そこで日本銀行が、今後も年率60兆円強のペースで民間保有国債を買入れるとした場合、いわば現状ペースで国債買入れを続ける場合には、「2018年5月」に限界に達する計算となる（図表3）。

(図表3) 日本銀行の国債買入れが限界に達する時期の試算

| | 日本銀行の年率国債 買入れペース | 国債買入れが限界に達する時期 |
|---------|---------------------|----------------|
| メインシナリオ | 80兆円 | 2017年12月 |
| | 60兆円 | 2018年5月 |
| リスクシナリオ | 90兆円 | 2017年11月 |
| | 45兆円 | 2020年8月 |

(注) 政府の純国債発行額は現状の年間約35兆円とし、国債発行残高はこのペースで増加するとした
(出所) 野村総合研究所作成

(4) 45兆円ペースへの縮小で国債買入れの安定性、持続性は格段に高まる

ちなみに国債買入れ「年間45兆円ペース」シナリオのもとでは、国債買入れが限界に達する時期は実に「2020年8月」まで先送りされる。過去1年間の買入れペースは年間60兆円程度、またごく足もとではそれをやや下回っており、以前の80兆円からはかなり縮小されている。しかしこのペースが維持されるメインシナリオの下限、「年間60兆円ペース」のもとでも、国債買入れの持続性が十分に高められたとは言えないだろう。

ところが、その水準から僅かに15兆円程度縮小させて45兆円にするだけで、政策の持続性は格段に高まる計算となる。筆者は審議委員として日本銀行に在任中は、長期国債の買入れ増加ペースをまず45兆円に縮小するという独自提案を2015年4月以降続けたが、そのもとでは、当面の国債買入れの持続性、安定性が大きく高まることを、このシミュレーション結果も裏付けているのである。

5. 国債流動性の極度の低下

(1) 限界では国債の流動性は極度に低下

ところで、日本銀行の国債買入れが限界に達することは、単に日本銀行が買入れを続けられなくなるというだけにとどまらない。強調しておきたいのは、日本銀行の国債買入れが限界に達する局面では、国債の流動性が極度に低下し、それが国債市場を大きく動揺させ、金融市場全体や経済の安定を著しく損ねるリスクがある、という点である。ちなみに、国債市場の流動性とは、相応規模の国債の売買を行う際に、それが国債価格（利回り）をどの程度変動させるか、と考えることができる。

日本銀行が限界まで国債買入れを続け、その結果、国債市場の流動性が極限まで低下すると、国債市場は非常に不安定となり、ボラティリティ（変動性）は上昇する。その結果、国債市場の利回りに流動性プレミアムが上乘せされ、利回りは上昇しやすくなる。この点を踏まえれば、国債利回りが低下傾向を辿る

時期は長続きせず、いずれ大きな利回りの変動と、利回り急騰のリスクが高まる。それらが、金融市場全体の過度の不安定化をもたらす経済への大きな打撃が懸念されるのである。

■ 6. イールドカーブ・コントロールの見直しが正常化への道を開く

(1) 国債買入れ限界はグローバルリスクにも

以上でみてきたように、日本銀行が現行のペースで国債の買入れを続ければ、2018年半ばにも国債買入れは限界に達し、金融市場は顕著に不安定化することが予想される。これは日本のリスクにとどまらず、グローバルな金融のリスクとなることも考えられるのである。

そうなれば、日本での国債金利のボラティリティの高まりは、世界の国債市場へと波及するだろう。さらに主要中央銀行による非伝統的な金融政策は、国債利回りの過度の低下をもたらし、そのもとで投資家が収益確保のために「サーチフォーイールド（利回りの追求）」の傾向を近年強めた結果、各種の金融資産のスプレッドが過度に縮小した状況にあると思われる。このもとで、日本発での国債利回りの過度な変動の高まりや急騰が生じれば、世界規模で多くの資産のスプレッドを一気に拡大させるなどの、価格の再調整（リプライシング）を広範囲に生じさせる可能性が

あるだろう。こうした点を考えれば、日本銀行による国債買入れの限界は、日本のみならず、グローバルなリスクとして認識しておく必要がある。

(2) 日本銀行はリスク回避に向けて政策の軌道修正を行う可能性

果たして日本銀行は、異例の金融緩和が、このような経路でグローバルな金融の混乱に繋がるリスクを回避することができるだろうか？2016年9月のイールドカーブ・コントロールの後に、国債買入れ増加額のペースが縮小したことに表れているように、日本銀行は国債買入れの持続性、安定性に懸念を持っている可能性は高いように思われ、この点からさらなる買入れ増加ペースの縮小がなされる可能性は十分に考えられる。

しかし、長期金利に目標を設定しているイールドカーブ・コントロールのもとでは、国債買入れ増加ペースをコントロールし、買入れの限界で生じるリスクの発生を確実に回避することはできないと考えられる。それゆえに筆者は日本銀行の審議委員の任期中、イールドカーブ・コントロールを撤回し、長期国債の買入れ増加ペースに目標値を設定したうえで、それを段階的に引下げていくべきとの提案を続けていたのである。

こうした点も踏まえ、イールドカーブ・コントロールが大幅に見直されることを通じて、国債買入れ増加ペースのさらなる縮小が着実に実行され、それによって国債買入れの

限界とそれが引き起こすグローバルなリスクが辛うじて回避される可能性をみておきたい。

イールドカーブ・コントロールは大きな欠点と矛盾を含んだ枠組みであり、長期間維持することはできないと考えられる。海外の長期金利水準が大幅に上方あるいは下方に大きく振れること、あるいは既にみたように国債買入の限界が近づく中で、国内の国債利回りに低下圧力が掛かっていくことなどを契機に、長期金利のコントロールの難しさが一段と認識される局面がこの先あるだろう。それらを契機として、日本銀行がイールドカーブ・コントロールの枠組みを大幅に見直す形で、政策の軌道修正を進めるとみておきたい。

(3) 長期金利目標を短期化するのも選択肢に

その際に、イールドカーブ・コントロールを廃止するよりも実施のハードルが低いのが、長期金利目標を短期化するという見直しである。現在、長期金利の目標値は10年国債金利に設定されているが、これを5年金利、2年金利などへと変更する、あるいは段階的に変更していくことで、制度の存続可能性を高めることが可能だろう。長期金利の目標を短期化することで、金利目標の維持をより容易にできることに加えて、国債買入れ増加ペースについてのコントローラビリティも高めることができるのである。

(4) 制度見直しで事実上の正常化

重要なのは、長期金利の目標を5年、あるいは2年へと変更しても、目標金利の水準を0%程度に維持する限り、それは政策変更ではないと日本銀行は主張することができることである。そして、「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、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する」という従来からの政策方針に反することはなく、事実上の正常化を進めることができるのである。またその際には、見直しについて、「銀行貸出などを通じて経済活動により大きな影響を与える短期・中期に金利目標を移すことで、金融政策効果を高めることができる」などといった背景説明をするのかもしれない。

ただし、長期金利の目標の短期化は、日本銀行が買入れ保有する国債の平均残存期間を縮小させるが、これはイールドカーブにステイプ化の圧力をもたらす、事実上の金融緩和効果の縮小策であり、まさしく正常化策なのである。

