

異次元の金融政策は成功するか？

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. インフレ目標 2%は達成困難

日本銀行が、2015年春までにインフレ率を2%に引き上げるべく、2013年4月の黒田東彦総裁就任後の最初の政策決定会合において、日銀は異次元の金融政策実施に踏み切った。マネタリーベースは、2012年末の138兆円から今年末は200兆円、来年末は270兆円に増加する見通しである。目標とするインフレ率の定義は明確でないが、消費税引き上げ分を控除した消費者物価指数（除く食品（除く酒類）、エネルギー。以下、インフレ率は、断らない限り、「コアコアインフレ率」を指す）をものさしとして、使うべきである。

1999年以降、日本のインフレ率はマイナスに陥り、それ以降、ほぼ一貫して下落している。そのデフレの原因については、需要不足、供給要因（安い輸入品の流入やIT製品の価格下落）、そして金融要因などが挙げられる。

リフレーションは、元々、大恐慌時のデフレの状態を、有効需要を高めることによって、物価が安定する状況に戻す政策のことを指していた。しかし、今日のリフレ政策は、インフレ率を2、3%前後まで引き上げることを指す^(注1)。現在、リフレ政策を主張する人の多くは、強力な金融緩和によって、インフレ目標2%を達成できると言う^(注2)。

マネタリーベースは、日銀当座預金と市中に流通する現金で構成されるが、リフレ論者

(図表1) 日本のマネタリーベースと物価の推移 (前年比)

(%)	マネタリーベース	日銀当座預金	コアコアインフレ率	GDPギャップ
1999	7.3	30.1	-0.1	-2.2
2000	7.6	14.9	-0.4	-0.8
2001	7.4	14.9	-0.9	-1.3
2002	25.7	157.6	-0.8	-2.0
2003	16.4	64.7	-0.3	-1.6
2004	7.1	21.3	-0.6	-0.7
2005	2.0	-0.1	-0.4	-0.8
2006	-13.3	-47.4	-0.4	-0.5
2007	-7.8	-49.6	-0.3	0.5
2008	0.1	-6.0	0.0	-1.3
2009	5.8	58.2	-0.7	-7.0
2010	4.8	29.7	-1.2	-3.0
2011	15.2	76.7	-1.0	-4.0
2012	7.0	21.2	-0.6	-2.2

(出所) 日本銀行、総務省、IMF、シティグループ証券

は、現金が増加しなくても、日銀当座預金を増加させることによってデフレから脱却できると言う^(注3)。つまり、(図表1)の日銀当座預金とインフレ率に強い相関を見出すのが、リフレ論者である。

一方で、非リフレ論者は、日銀当座預金とインフレ率の相関は低いと考える。そして、GDPギャップとインフレ率に強い相関を見出す非リフレ論者は多い。2011年経済財政白書は、物価下落の主要因はマクロ的な需要不足と断定している^(注4)。人口動態論も需要不足説の範疇にある。

日銀当座預金は2008年11月の7兆円から、2013年3月には47兆円まで、40兆円増加した。マネタリーベースは、1.5倍以上に増加した。しかし、インフレ率は、2010年4月の前年同月比1.6%下落から同0.9%下落(2013年2月)へとほとんど変化がない。2015年4月に2%に達するには、インフレ率はわずか2年2ヵ月間で2.9ポイントも上昇する必要がある。

筆者の所属するシティグループ証券は、金融緩和によって、インフレ率が2%に達する可能性は著しく低いと考える。これだけの金融緩和を実施しても、インフレ率は2015年に前年比0.7%、2016年同0.5%とゼロ%台にとどまると予想する^(注5)。概ね、この予想に賛成だが、筆者は、インフレ率が2015年の春に前年比マイナスであったとしても、特に驚かない。

円安がインフレ率を押し上げるという見方もあるが、過去の経験からは、円安はインフレ要因にならない場合が多い。1997年には1ドル147円、2002年には135円であったが、インフレ率はゼロ%台、もしくはマイナスであった。前回の景気のピークであった2007年に

は124円（最近の円最安値）となり、輸入物価指数は7.5%上昇したが、インフレ率は-0.3%であった。

普通国債と物価連動国債の利回り差から導かれるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) が、期待インフレ率であるとするリフレ論者は多い^(注6)。そして、「BEIが上昇しているので、インフレ率が上昇するはずだ」という。ところが、実際には、BEI上昇にかかわらず、インフレ率は下落したままである。

米国では、期待インフレ率の指標として、流動性の乏しいBEIは適切でないとされる^(注7)。ましてや、物価連動国債の発行が停止され、かつ財務省による買入消却によって価格が歪みがちな日本のBEIから期待インフレ率を算出することは不適切である。加えて、BEIには、消費税率引き上げ分5%（2014年、2015年）が反映される。よって、BEIが上昇しても、実際のインフレ率が低迷したままであるのは、当然のことである。

以下、異次元と言われる金融政策実施にもかかわらず、インフレ率が2%に達しないと考える根拠とリフレ論の疑問点を、欧米の中央銀行の政策と比較しながら、検討する。

■ 2. マネーが増えてもインフレ率は高まらない

第一の論点は、リフレ論者は、「マネーをばらまけばインフレ期待が高まり、その結果、インフレ率が高まる」と考えていることである。日本以外の主要先進国で、マネタリーベース増加によって、インフレ率が高まると考えている中央銀行は存在しない。

米国連邦準備制度理事会 (FRB) ベン・バーナンキ議長は、「中央銀行のバランスシートの規模とインフレ期待には全く関係がない」と断言する^(注8)（「全く」は言い過ぎだと思いが）。そして、2008年以降のバランスシートの規模の拡大にもかかわらず、米国のインフレ率は2%前後で推移しており、予想インフレ率も2%前後で安定していることを指摘している。つまり、マネタリーベースを増加してはいるものの、インフレ率は安定しているので、金融緩和を続けても問題がないというのが発言の趣旨である。

サンフランシスコ連銀ジョン・ウィリアムズ総裁は、「金融緩和がインフレ率に与える影響は小さくなった」と指摘する^(注9)。リーマン・ショック後、マネタリーベースは大きく増加したが、その増分のほとんどは準備預金であって、現金は増加していない。増加したマネーのほとんどは市中に流通していないため、マネーの増加はインフレに直結するわけではないと述べる。

ニューヨーク連銀サイモン・ポッター副総裁は、「FRBの資産増がインフレの原因にな

ることはない」と述べる^(注10)。2008年に創設された超過準備に対する利息の支払い制度(以下「付利」)によって、FRBのバランスシートの規模にかかわらず、インフレの抑制は可能であると言う。インフレのリスクがあれば、付利の利率引上げによって、信用の拡大を抑制できる。付利の利率が高ければ、銀行は貸出よりも準備預金に資金をとどめるからである。

これは、欧州中央銀行(ECB)のエコノミストも同じ見解であり、「ゼロ金利の環境ではマネタリーベースの増加はマネーストックの増加に結びつきにくい」と述べる^(注11)。国際決済銀行(BIS)のエコノミストは、「FRBとイングランド銀行の資産買取プログラムは、デフレ懸念を和らげることには効果があったが、インフレ期待の上昇には大きな影響を与えていない」と述べる^(注12)。

つまり、世界の金融政策の常識は、「中央銀行の資産対GDP比は大幅に増加しているが、それは、インフレリスクを高めるものではない」というものである。つまり、インフレ率を高めることを目的として、マネーを増やす中央銀行は、先進国では、日銀のみである。

■ 3. 米国よりも日本の金融緩和規模の方が大きい

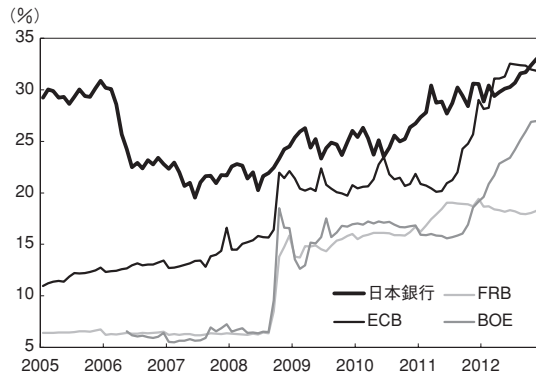
第二の論点は、リフレ論者の多くは、「日本と比較して、米国がより大規模な金融緩和を実施している」と考えていることである。

世界の中で、FRBの金融緩和は最も抑制的である。FRBの金融緩和は2008年に集中しており、2009年以降、FRBよりも、日銀、ECB、イングランド銀行のマネー供給の増加幅の方がはるかに大きい。これは、金融緩和に対して、「インフレ的な政策である」、「FRBのバランスシートリスクが大きい」といった批判があるためである。こうした批判は、バーナンキに対して、厳しい政治圧力を加えることになった。

2006年のバーナンキのFRB議長指名は、上院の同意人事において、全員一致で承認された。ところが、2010年の再任の同意人事においては、100票のうち30票の反対が出た^(注13)。41票の反対で否決されるので、反対の比率はかなり高い。また、30の反対票のうち、18票が共和党議員によるものであった。つまり、共和党政権が選んだ共和党員であるバーナンキの再選に、多くの共和党議員が反対したということである。

これは、1978年にFRB議長選任が同意人事の対象になって以降、ポール・ボルカー再任の反対票17票を大きく上回り、過去最大となった。2010年1月31日が任期切れであったが、同意人事が可決されたのは、直前の1月28日のことであった。それほど際どい勝負だ

(図表 2) 中央銀行の資産対GDP比の推移



(出所) 各国中央銀行、IMF、シティグループ証券

ったのである。

2012年の米国大統領選挙では、共和党ミット・ロムニー候補は、「当選後、バーナンキをFRB議長に再任しない」とまで言い切った。また、FRB内においても、極端な金融緩和への反対が根強く、連邦公開市場委員会（FOMC）において、ほぼ継続的に反対票が投じられている。

こうして、バーナンキは、金融緩和のメリットとデメリットを勘案し、過度な緩和は避けるといったナローパスを歩むこととなった。

■ 4. デフレでも高成長、株高は可能

第三の論点は、リフレ論者が、「デフレが続くと、経済が成長できず、株価も低迷する」と考えていることである。リフレ論者は、「インフレ率が低いと経済成長ができない。だから、インフレ率を2%に引き上げなければならない」と主張する。

それは、明らかに誤りである。低インフレ、あるいはデフレであっても、経済成長は可能である。過去30年間で経済成長率が最も高かったのは1988年の7.1%であった。バブル時の1986～1989年の経済成長率は年平均4.9%と高かったが、いずれもインフレ率はゼロ%台（除く消費税導入分）であった。2002年1月から2007年11月までの戦後最長の景気拡大期間に、インフレ率は平均前年同月比-0.5%下落とデフレであった。

そして、デフレでも株高は可能である。1999年に、東証株価指数（TOPIX）は58%上昇（歴代2位）した。2005年には、44%上昇（歴代3位）した。

(図表 3) TOPIX上昇率、下落率各最大10年のコアインフレ率

(%)	上位10	コアインフレ率	前年比	下位10	コアインフレ率	前年比
1	1972	5.3	101.4	2008	1.5	-41.8
2	1999	0.0	58.4	1990	2.7	-39.8
3	1986	0.8	48.3	2000	-0.4	-25.5
4	2005	-0.1	43.5	1992	2.2	-23.7
5	1988	0.4	36.6	1973	11.4	-23.7
6	1971	6.6	34.4	1997	0.2	-20.1
7	1984	2.1	24.8	2001	-0.8	-19.6
8	2003	-0.3	23.8	2011	-0.3	-18.9
9	1978	4.4	23.5	2002	-0.9	-18.3
10	1983	1.9	23.3	2007	0.0	-12.2

(注) 消費税引き上げ年のインフレ率は調整済み。1971年以降。

(出所) 総務省、データストリーム、シティグループ証券

逆に、インフレは株価の大敵である。コアインフレ率が1.5%（2000年代最高、原油価格最上最高値を記録）の2008年にはTOPIXが42%下落（歴代1位）した。コアインフレ率が2.7%（1990年代2位、イラクによるクウェート侵攻）の1990年にはTOPIXが40%下落（歴代2位）した。つまり、デフレの時に株価は急騰し、インフレの時に株価は急落したのである。

ちなみに、2012年は、インフレ率は0.6%下落だったが、経済成長率は2.0%、TOPIXは18.0%上昇であった。このように、軽度の物価下落と経済成長、そして株高が両立することは明らかである。

デフレの原因として、中国等からの安い輸入品の流入、ITを中心とした技術革新、流通合理化などの供給要因が挙げられる。2012年の経済財政白書は、「消費者物価の主たる下落要因は需給ギャップであるが、消費者物価に占める個別品目の下落の影響が大きい」と指摘している（注14）。消費者物価の下落要因の多くが、技術革新の結果単価の下落が激しいIT関連の商品、サービスである。

供給要因に関して、「相対価格と絶対価格の違いを認識していない」として、誤りであるとする議論がある（注15）。ボールは、石油の輸入価格急上昇時は輸入物価がインフレに影響するが、テレビやパソコンのように常時下落するのであれば、影響は限定的と主張する（注16）。

たとえば、ある商品の価格が低下すれば、その分、購入者にとって実質的に所得が増加する。その結果、他の商品に対する需要が増加するから、他の商品は値上がりする。この場合、相対価格は変化するものの、絶対価格は変化しない。よって、物価水準を決めるものは、通貨供給量であるという議論である。

(図表 4) 日本の消費者物価指数 (前年同月比) 下落寄与度上位10品目 (2012年)

	品目	構成比 (ベース)	前年同月比 (%)	寄与度 (ベース)
1	持家の帰属家賃	1,558	-0.4	-6.2
2	電気冷蔵庫	21	-29.4	-6.2
3	テレビ	97	-4.4	-4.3
4	携帯電話機	54	-6.2	-3.3
5	パソコン (ノート型)	20	-16.4	-3.3
6	ビデオレコーダー	13	-21.3	-2.8
7	カーナビゲーション	17	-15.3	-2.6
8	パソコン (デスクトップ型)	10	-21.5	-2.2
9	インターネット接続料	81	-2.3	-1.9

(注) 高校授業料、生鮮食料品除く。太字は電化製品。

(出所) 総務省、シテイグループ証券

これは、貨幣数量説を前提とした議論である。しかし、世界の主要中央銀行のエコノミストは、総裁交代後の日本を除き、「政策金利がゼロ%近辺では、もはや、教科書的な貨幣乗数効果は機能しない」と主張する^(注17)。

吉川は、マネーと物価に相関が見られないことから、ボールの相対価格・絶対価格の議論は誤りであると主張する^(注18)。賃金の持続的下落、不安定な年金制度、消費税率の大幅引き上げなど将来不安の大きい中で、商品が値下がりしたからといって、値下がりの分をすべて使い切ることは考えづらい。だからこそ、消費を抑えて、貯蓄が積み上がって、その結果、需給ギャップが発生しているとも考えられる。

2006年の時点で、バーナンキは、長期的には物価水準はマネーの量で決まると考えるが、短中期的には、輸入物価の値下がりによって物価水準が下落することがあると考える^(注19)。現時点では、前述のように、吉川同様、バーナンキは、マネーと物価に相関が見られないと説明している。

よって、貨幣数量説を前提としないのであれば、中国等からの安い輸入品の流入、ITを中心とした技術革新などは、物価下落の一因ということになる。

技術革新、自由貿易、規制緩和によって物価が下落するのであれば、その下落率が小さい限りにおいては、経済成長や株価にとってプラスの効果を持つ場合もある。これが、デフレと経済成長・株高が両立する最大の理由であると考えられる (19世紀の英米で、デフレでも成長した例がある^(注20))。技術革新と規制緩和を進め、自由貿易を推進した結果、物価が軽度下落するのであれば、経済成長や株価にとって何ら問題がないことは、2002～2007年の戦後最長の景気拡大の実現と株高によって証明されている。

このように、世界の金融政策の潮流という視点からは、リフレ論者の主張には多くの疑問がある。

■ 5. 反リフレ論の疑問

一方で、筆者は、反リフレ論の多くにも賛成できない。反リフレ論と、それに対する筆者の見解をあわせて紹介する。

「マネーをばらまくとハイパーインフレになる」

バーナンキが述べるように、マネーの増加はインフレ率を高めないので、ハイパーインフレになる可能性は限定的である。

「株高が続いて資産バブルになる」

バブルになりそうであれば、金融緩和をやめ、金融引き締めに変換すればいい。

「国債が暴落する」

日銀が、国債を大量に取得するので、暴落しない。国債暴落（金利急騰）を、日銀が手をこまねいて見ているはずがない。

「円が暴落する」

円が暴落しそうであれば、円買いドル売り介入を実施すればいい。外貨準備高から見て、100兆円前後の介入が可能である。

リフレ政策によって、インフレ率が2%まで上昇する可能性は低いが、多くのプラス要因もある。日銀が大幅な金融緩和をすれば、長期金利が低下し、住宅市場や設備投資などにとってプラス効果が発生する。また、外国人投資家を中心に日本株を買い、かつ円売りを仕掛けることが多いので、短期的に、株高、円安になりやすい。

ただし、リフレ政策がまったく問題がないとっているわけではない。それは、中央銀行が政府の財政赤字を肩代わりする財政ファイナンスのリスクである。また、財政規律が緩むという懸念もある。今後、日銀は国債保有残高を年間50兆円前後増やす見通しである。年間の新規国債発行額が40兆円台にとどまると見られるので、事実上の財政ファイナンスの開始と見られかねない。

■ 6. リフレ対反リフレ議論の決着は間近

これまで、リフレ対反リフレの多くの議論は平行線のまま具体的な政策提言に至らず、

実際の政策運営にとってそれほど大きな影響をなかつた。岩田規久男日銀副総裁は2013年3月5日の衆議院議員運営委員会における所信聴取において、「2015年の春の消費者物価上昇率が2%に達しない場合、責任を取って辞職する」ことを明言し、自ら退路を断つた。岩田副総裁の公約は、不毛の論争を早期に終えるという点で、大きな意味を持つ。

新しい日銀総裁、副総裁の基本方針は、大胆な金融緩和を、期限を設定して集中的に実施するものであり、非リフレ論者である筆者としても大いに歓迎したい。戦力の逐次投入は、失敗を招く。最も避けねばならないのが、ただ金融緩和を続け、その結果、事実上の財政ファイナンスに陥ることである（既に、陥りつつあるという見方もある）^(注21)。

そこで、2年間と期限を区切って、徹底して金融緩和を実施することが望ましい。前述の理由から、目標達成は著しく困難であると思われるが、2年間という期限を区切るのであれば、メリットの方が圧倒的に大きいと思われる。

もし、インフレ率が2%になることによって、経済が本格的に成長できるのであれば、リフレ政策の有効性が証明されることになる。逆に、リフレ政策が失敗すれば、財政ファイナンスに陥る前に、国債の大規模な購入策は転換されることが予想される。これらは、いずれに転んでも、好ましい。

突然、インフレ率が2%になることはない。インフレ率が2015年春に2%に達するには、2014年春には1%近くに上昇しているはずである。よって、今後1年間くらいで、リフレ政策の効果は見通せることであろう。

筆者は、リフレ政策を全否定しているのではない。やり方次第では、リフレ政策は、日本を大きく変化させることが可能である。

政府資産の売却と規制緩和は、民間ビジネスを活性化させ、同時に、財政再建にも寄与する。東京駅周辺の土地の多くは国有であったが、国鉄、郵政公社などの民営化と規制緩和によって、この10年間で様変わりした。これは、国鉄の操車場であった汐留の再開発にもあてはまる。そして、電電公社民営化と規制緩和は、NTT、NTTドコモ、ソフトバンク、KDDIなど巨大な通信企業をつくり出した。JR、NTT、JTなどの民営化企業の株式の売却額は合計で20兆円を超える。

要は、民間ビジネスを活発にして、日銀当座預金に積み上がっているマネーが市中に流れるようにすればいい。日本郵政、高速道路、成田空港、羽田空港、関西空港、東京メトロなど売れる政府資産や政府系企業は数多い。単にマネーをばらまくだけではなく、それを有効活用する政策が打てれば、異次元の金融政策が成功することは疑いない。その意味で、アベノミクスの第三の矢である成長戦略に注目したい。

-
- (注1) 岩田規久男「日本再生に「痛み」はいらない」(講演論文日本経済モデル研究分科会、2004年1月31日) 3ページ。
- (注2) 日本銀行「総裁・副総裁就任記者会見要旨—2013年3月21日(木) (2013年3月22日)
- (注3) 岩田規久男「なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか」(経済研究所年報第25号、2012年) 32ページ。
- (注4) 「第1章 大震災後の日本経済 第2節 物価動向と金融資本市場」、内閣府「平成23年度年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告)——日本経済の本質的な力を高める——」(2011年7月)
- (注5) Willem Buiter, “Global Economic Outlook and Strategy”, Citi Research Mar. 20, 2013, p. 8.
- (注6) 岩田規久男、原田泰「金融政策と生産：予想インフレ率の経路」(早稲田大学現代政治経済研究所ワーキングペーパーNo. 1202、2013年3月)
- (注7) Jens Christensen and James Gillantips, “Liquidity, Breakeven Inflation, and Inflation Expectations”, FRBSF Economic Letter, June 20, 2011.
- (注8) FRB, “Transcript of Chairman Bernanke’s Press Conference”, December 12, 2012, p. 32.
- (注9) John C. Williams, “Monetary Policy, Money, and Inflation”, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters, June 30, 2012.
- Federal Reserve Bank of San Francisco President’s speech, “Economics Instruction and the Brave New World of Monetary Policy”, June 1, 2011.
- (注10) Simon Potter, “Improving the Measurement of Inflation Expectations”, Federal Reserve Bank of New York, June 7, 2012.
- (注11) ECB, “The Supply of money: bank behaviour and the implications for monetary analysis”, Monthly Bulletin, October 2011, p. 67.
- (注12) Boris Hofmann and Feng Zhu, “Central bank asset purchases and inflation Expectations”, BIS Quarterly Review, March 2013, pp. 32–33.
- (注13) United States Senate website (U.S. Senate Roll Call Votes 111th Congress – 2nd Session)
- (注14) 「第1章 回復しつつある日本経済 第2節 物価を巡る問題」、内閣府「平成24年度年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告) —日本経済の本質的な力を高める—」(2012年7月)
- (注15) 深尾光洋「デフレ、不良債権問題と金融政策」(財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」August 2002)
- (注16) Laurence M. Ball, “HAS GLOBALIZATION CHANGED INFLATION?”, NBER Working Paper 12687, Nov 2006, p. 14.
- (注17) Seth B. Carpenter and Selva Demiralp, “Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?”, Finance and Economics Discussion Series, May 2010, p. 29.
- Domenico Giannone, Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin, “Non-standard monetary policy measures and monetary developments”, ECB Working Paper Series No 1290 / January 2011, p. 29.
- (注18) 吉川洋「4 デフレーションと金融政策」内閣府経済社会総合研究所「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第2巻『デフレ経済と金融政策』」(2009年6月) 150ページ。
- (注19) Ben S. Bernanke, “Globalization and Monetary Policy”, At the Fourth Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, California, March 2, 2007.
- (注20) 内閣府「第1章 力強い景気回復の条件 第2節 デフレの進行と金融政策」[年次経済財政報告(経

済財政政策担当大臣報告「力強い景気回復の条件」(2001年2月)
(注21) 「財政ファイナンスをやってはいけない—池尾和人慶應義塾大学教授に聞く」(東洋経済オンライン、
2012年12月5日)

