

## 「ジャパニフィケーション（日本化）」の罣

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



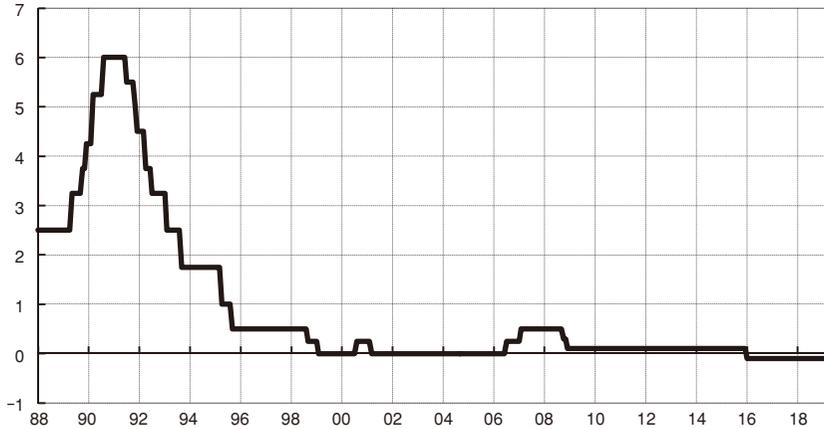
河野 龍太郎氏

最近、欧州の機関投資家から増えているのが、日本化（Japanification）に関する質問である。以前は、ジャパナイゼーション（Japanaization）と呼ぶ人が多かった。いずれも曖昧な言葉だが、景気拡大局面でインフレ率が十分に上がらず、政策金利をほとんど引き上げることもできないまま、次回の不況を迎えるようになることを示す言葉である。実際、ECBは3月7日の理事会で、年内の利上げを断念し、益々、ジャパニフィケーションに陥る懸念が強まっている。現在、日本の金融市場の多くの人が、相当に弊害の大きな政策しか日本銀行には残されていないと考えているが、実のところ、日本がジャパニフィケーションに陥ったのは、90年代半ばである。本稿では、日本化（ジャパニフィケーション）について論じる。

て論じる。

一頃、欧州では、マイナス金利政策の発見によって、ゼロ金利下限制約から解放されたと考えられていた。つまり、ジャパニフィケーションを懸念しなくてよいという楽観が一時は広がっていた。しかし、マイナス金利政策は、自国通貨高の回避には有用だとしても、スウェーデンなど一部の欧州では銀行貸出金利の意図せざる上昇につながり、金融政策の主要な波及経路である銀行貸出チャンネルでは、効果がないどころか、景気抑制的に働くと考えられる研究者も現れている（サマーズ教授らによる1月のNBER論文）。金融緩和であっても、景気引締めの金融緩和（contractionary easing）と呼ばれる程である。政策金利が

(図1) 日本の政策金利 (%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

マイナスの領域まで引き下げられても、一方で預金金利がゼロ制約に直面するため、スウェーデンなど一部の欧州では、金融機関が貸出先にコスト転嫁を図っているのである。今回、ECBがTLTRO 3の導入を決めたのも、credit subsidy（補助金）によるマイナス金利政策の弊害緩和という意図があり、追加緩和という位置付けではない。マイナス金利政策は、自国通貨高を回避するための方策としては今後も利用される可能性はあるが（これについても、効果に疑義は残る）、景気刺激策としては、もはや採用される見込みは高くはない。

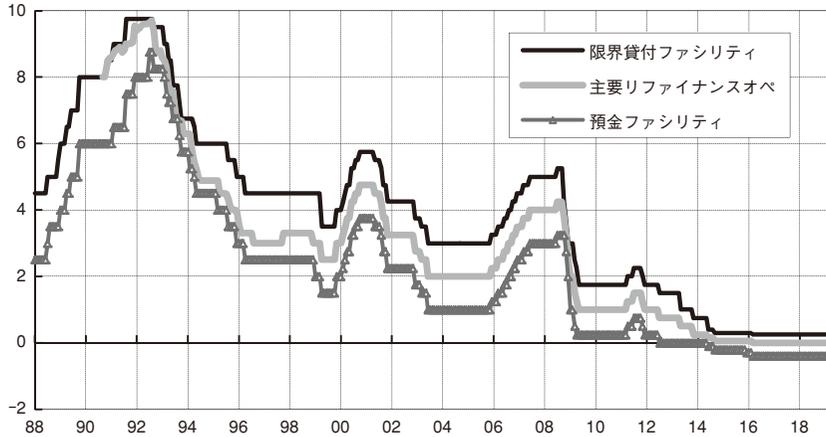
### FEDもジャパニフィケーション問題に直面するのか

ジャパニフィケーションの懸念を抱えるのは、実は、欧州だけではない。1980年代以降、FEDは、不況期には、500BP或いは、それ以上の金利引下げを行ってきた。しかし、景気拡大が始まって10年が経過する中、完全雇用には達しているものの、政策金利は未だ2.25～2.50%に留まる。昨年9月までは3.25～3.50%までの引上げの可能性を示唆していたが、グローバル経済への悪影響が自らに跳ね返ることを恐れ、現在は、利上げ中断を表明せざるを得ない状況に陥っている。最近、FED首脳が、事実上の上昇経路付きの物価水準ターゲットの導入の可能性に触れるのは、金融緩和余地を広げ、ジャパニフィケーションを何とか回避しようとしているからに他ならない。

### フィッシャー方程式の読み方

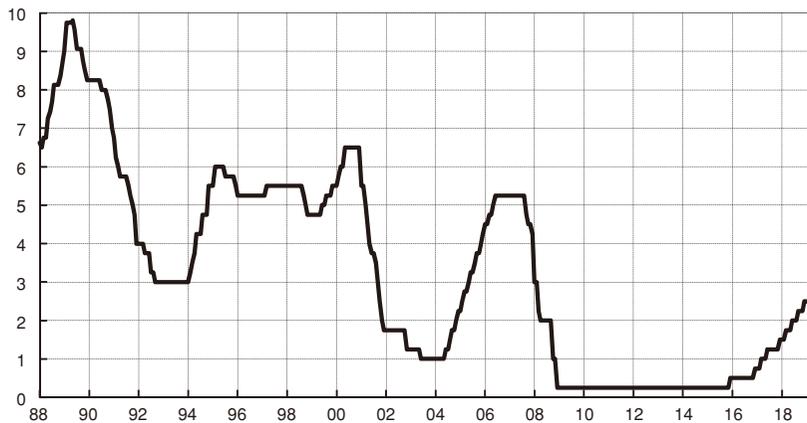
さて、ジャパニフィケーションを考える上で最も重要な概念は、名目金利と実質金利、

(図2) ECBの政策金利(％、98年以前はブンデスバンク)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

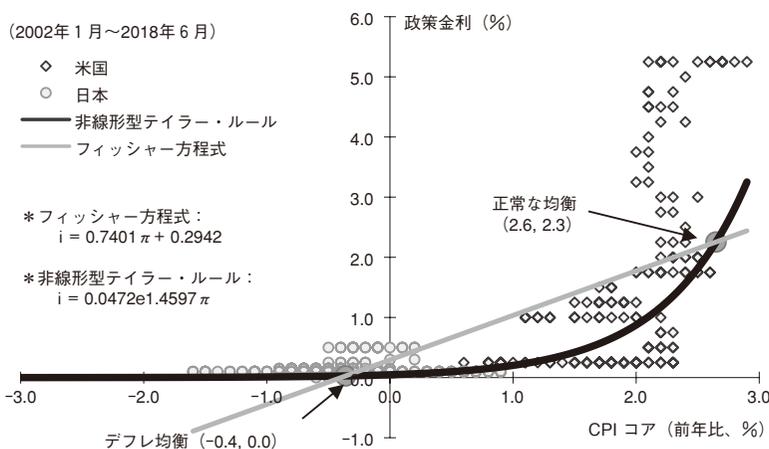
(図3) 米国の政策金利(％)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

インフレ率の関係を示したフィッシャー方程式「名目金利 = 自然利子率 + 予想インフレ率」であろう。フィッシャー方程式の最もシンプルな解釈は、右辺を原因、左辺を結果とするもので、景気悪化で右辺第一項の自然利子率（均衡実質金利）や第二項のインフレ率が低下するから、左辺の名目金利が低下するというものである。日本は、景気低迷が続き、それ故、右辺第一項の自然利子率もスモールマイナスの領域にあり、第二項のインフレも相

(図4) 非線形型テイラー・ルールとフィッシャー方程式



(出所) Bloomberg, Bullard (2010) より、BNPパリバ証券作成

変わらずゼロ近傍に留まっているから、左辺の名目金利もゼロ近傍に抑えられているという訳である。

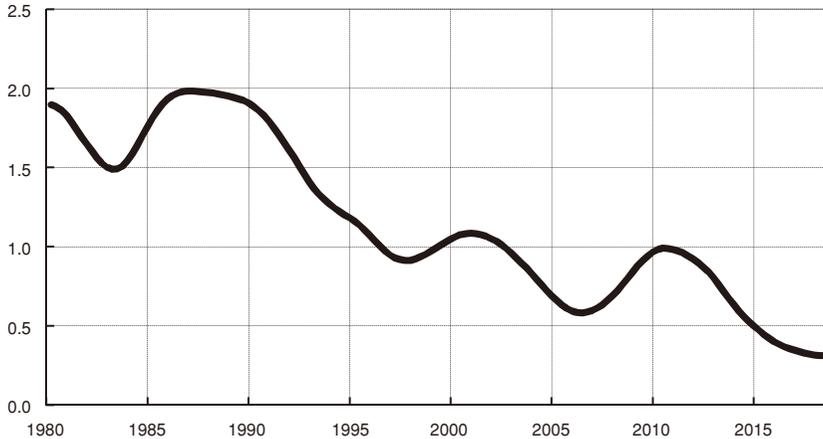
### 超金融緩和の固定化がもたらす弊害がジャパニフィケーションの本質

そうした解釈の下、景気を刺激し、インフレを引き上げるべく、日本銀行は、ゼロ金利政策や量的緩和の導入後も、長期国債の大量購入政策 (QQE) やマイナス金利政策の導入、イールドカーブ・コントロールの導入などによって、長期金利を引き下げ、自然利子率よりも低い緩和的な金融環境を作り出そうとしてきた。確かに総需要ショックを吸収するための政策は必要だが、問題は景気循環を超えて、そうした政策を継続することで、逆効果もたらされていることである。つまり、左辺が原因、右辺が結果という因果関係が存在している可能性があり、ゼロ金利政策など超金融緩和を固定化しているから、ゼロインフレ予想が強化され、同時に、自然利子率が低下しているという解釈ができる。筆者は、これがジャパニフィケーションの本質だと考えている。

### ゼロインフレ予想の強化

まず、実物経済に対し、金融政策は、長期では中立であり、貨幣的な影響は物価にしか及ばない、というマネタリスト的な解釈であっても、理論上、次のような大きな弊害が生じる。ゼロ金利政策などの超金融緩和の長期化を中央銀行が約束する結果、人々は、ゼロ

(図5) 全要素生産性 (トレンド、前期比年率、%)



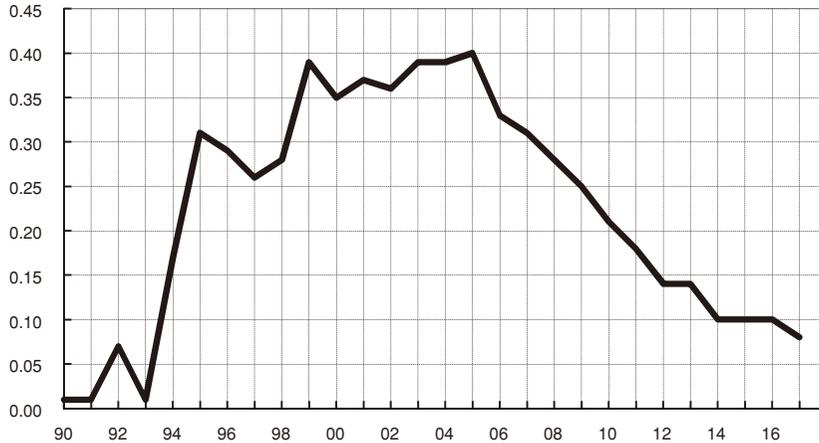
(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

金利と整合的なゼロインフレ環境が永続すると考えるようになる。近年、日本銀行はフォワード・ガイダンスを打ち出すことで、金融緩和の効果最大化を狙ってきた。しかし、人々は、反対にゼロ金利の長期化が止むを得ない、価格を引き上げることが困難な環境が今後続くと考えられるようになり、ゼロインフレ予想がさらに強化される。例えば、高齢化によって、経済のストック化が進んでいるが、金利収入が得られない厳しい環境が続くことから、企業の価格引き上げは家計から強い反発を受け、当然にして許されない。実際、日本では、為替レートや商品市況の変動による価格変動を除くと、価格は容易には動かさないという社会的規範が出来上がっている。

### 自然利子率の低下

ただ、マネタリスト的な二分法の解釈だけでは、十分ではない。实体经济をスキップして金融政策がインフレに影響を及ぼすことはないはずである。筆者が長く懸念してきたのは、ゼロ金利政策などの超金融緩和を固定化させることによって、資源配分や所得分配を歪め、それが潜在成長率を低下させ、自然利子率が低下する経路である。例えば、ゼロ金利政策の固定化によって、資金調達が容易となり、衰退産業が温存される。本来、退出すべきゾンビ企業を生き長らえさせる。貸出の増加を狙っても、結局、ゼロ金利政策の下でしか採算が取れないような低収益の投資プロジェクトに資金が流れ込むだけである。その結果、潜在成長率は低下し、自然利子率も低下する。歴代政権が成長戦略に取り組んでき

(図6) 総資金利鞘(％、年度末)



(出所) 一般社団法人全国銀行協会資料より、BNPパリバ証券作成

たにもかかわらず、生産性上昇率やTFP上昇率が低迷を続けているのは、その取り組みが不足しているだけでなく、超金融緩和の固定化の弊害が現れていることも影響しているのである。

### 日本化とは超金融緩和の固定化で政策の有効性が失われること

日銀がゼロ金利政策を固定化させることで、様々な経済主体がゼロ金利環境の永続に対応した価格設定行動、投資行動を強めていく。その結果、ゼロインフレ予想が強化され、自然利子率も低下する。それ故、金融緩和効果は益々小さくなり、よりスケールの大きな極端な金融政策を社会が中央銀行に求めるようになる。つまり、ジャパニフィケーションとは、低インフレを脱しようと、超金融緩和を固定化することで、ゼロインフレ予想を強化し、自然利子率を低下させ、益々、金融政策の有効性を損なうことなのである。

### 日本化を恐れ、さらなる金融緩和

しかし、そうしたメカニズムは容易に認識されない。日本が有効な金融政策手段を失ったのは、金融政策が十分ではなかったからだと解釈し、その二の舞を演じることは避けるべきだと、さらにアグレッシブな金融政策が採用され、各国とも金融政策の有効性を損なうジャパニフィケーションに陥るリスクが高まっている。弊害の大きなマイナス金利政策を先行した欧州は、ジャパニフィケーションに既に陥っていると考えるべきかもしれない。

---

また、欧州が先行しなければ、日本がマイナス金利政策の実験を開始することもなかったはずであり、ジャパニフィケーションは国境を超えて再感染するのである（欧州流に言えば、ジャパニフィケーションのセカンド・ラウンド・エフェクトが生じたということである）。

### 米国は回避可能か

前述した通り、米国でも政策の糊代を増やそうと、インフレ目標の引き上げや上昇経路付き物価水準ターゲットが検討課題に上っている。仮にそれらの目標が掲げられるようになれば、より大きな政策手段も必要という議論になってくるだろう。日本化を避けようとして、政策をスケールアップし、政策の有効性が低下すれば、米国も日本化の罠に陥るリスクが高まる。いや、基軸通貨のドルをコントロールするという「法外な特権 (Exorbitant Privilege)」を有しているため、米国はジャパニフィケーションを回避することができるのかもしれない。為替レートに対する金融政策の影響力は非対象であり、米国の力は圧倒的である。ただ、そのことは、米国が不況に陥った際に、その金融緩和がもたらすドル安・自国通貨高に苦しむ国々が、政策のスケールアップを余儀なくされ、金融政策の有効性を失い、ジャパニフィケーションに陥るリスクを高めるのかもしれない。円高対応を余儀なくされる日本で、ジャパニフィケーションの症状がさらに重くなるのは確実であろう。

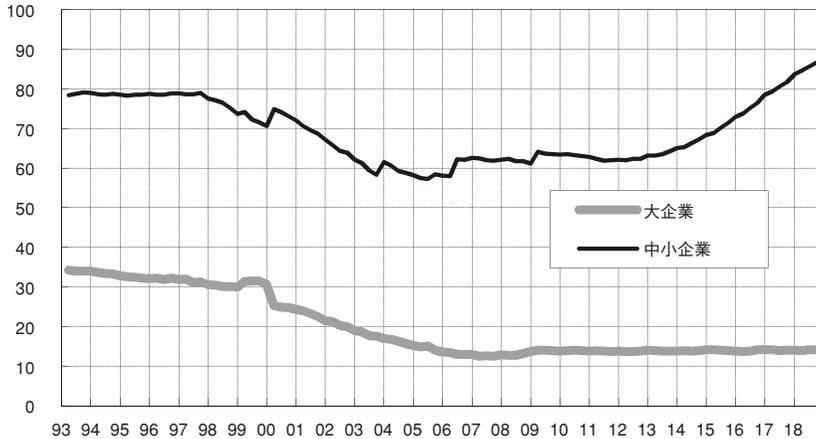
### フレキシブル・インフレーション・ターゲットの弊害

結局、インフレを参照して金融政策を行うフレキシブル・インフレーション・ターゲットの弊害が現れているということである。経済の金融化が益々進んでいるため、超低金利政策を固定化すると、インフレ上昇ではなく、金融的不均衡ばかりが蓄積され、経済の振幅はより大きくなる。マクロ経済の平準化のツールだったはずのフレキシブル・インフレーション・ターゲットが、むしろマクロ経済の振幅を大きくしているということである（おまけに、それがグローバル・レベルで増幅される）。また、金融的不均衡が蓄積されれば、自然利子率はさらに低下し、金融政策の有効性もさらに損なわれる。完全雇用になれば、物価動向に拘らず、速やかに金利正常化を開始するという「マクロ経済の安定」をより重んじた伝統的な中央銀行の論理に回帰する必要があるだろう。

### 実質金利低下は必ずしも金融緩和ではない

もう一つ、忘れてはならない点は、一般に、実質金利の低下を金融緩和と呼ぶ習わしだ

(図7) 規模別 設備資金貸し出し (兆円)



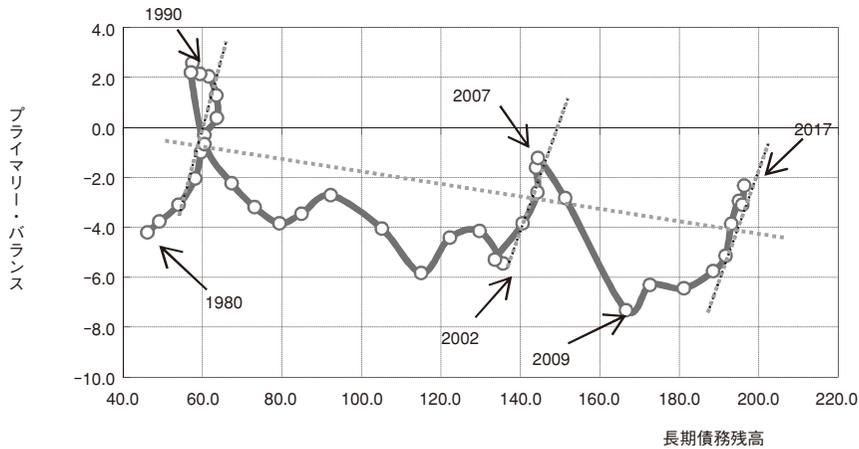
(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

が、必ずしもそれが景気刺激的とは限らないことである。日本や欧州の様に、預金を主たる資金調達源とすることで、貸し付けを行う銀行中心の金融システムにおいては、長短スプレッドがタイト化すると、金融機関は収益源を失って、金融システムが麻痺し始める。前述した通り、スウェーデンなど一部の欧州の金融機関は、貸出金利をむしろ引き上げ、マイナス金利政策が景気抑制的に働き始めている。一方、貸出金利の低下が続く日本では、低い金利に惹き寄せられる低採算企業への貸出が増えているが、それは将来の不良債権となりかねない。今のところ日本と欧州では金融機関の反応が異なるが、いずれにせよ、金融システムを歪め、金融政策の有効性を益々損なうことになる。極端な金融政策の固定化で、金融政策の有効性が失われることがジャパニフィケーションの本質であろう。

### 財政規律の弛緩問題

さて、超低金利政策が固定化されると、財政規律も弛緩する。日本では、景気拡大が続く、完全雇用であるにも拘わらず、毎年、追加財政が繰り返されている。「財政の崖」が生じることを恐れ、今では追加財政を止めることができなくなっている。いや、日本銀行が長期金利をゼロに抑え込んでいるため、痛みをもたらす追加財政の停止を検討することさえ、行われなくなっている。もはやPB赤字の継続なしには、完全雇用を維持できず、財政運営においては、公的債務の発散を避けるために、日銀の超金融緩和の継続は不可欠な要素となっている。既に日本の金融政策は事実上のフィスカル・ドミナンス（財政従属）

(図8) 国と地方のプライマリー・バランスと長期債務残高 (対GDP比、%、年度)



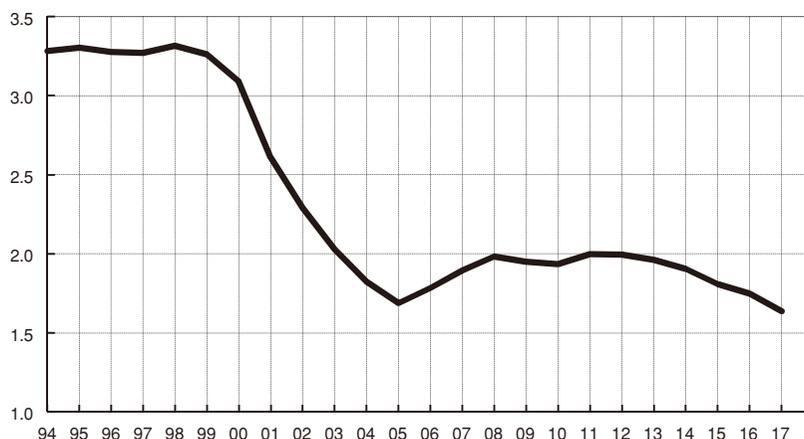
(出所) 内閣府、財務省資料より、BNPパリバ証券作成

に陥っているということだが、将来、これもジャパニフィケーションの重要な症例として認識されるようになるのだろう。あれほど財政出動に慎重だったはずの北部欧州でも、人々が政治的に止むを得ないと判断し始め、南欧の拡張財政に徐々に寛容になっていることが心配である。或いは、自然利子率の大幅低下を前に、金融政策は有効性を失い、財政で対応すべきという伝統的なケインズ政策が政策思想上も復活するのだろうか（サマーズ教授らの3月のブルッキングス・ペーパーは、それを匂わす内容だった）。とは言え、日本のように景気循環を超えて、政府支出が増え続ければ、資源配分は歪み、潜在成長率、自然利子率がさらに低下して、益々、悪循環に陥る。

### 自然利子率の低下が続くと何が生じるか

それでは、将来、自然利子率の低下が続けば、どうなるのか。フィッシャー方程式に当てはめると、左辺ではゼロ金利が続き、右辺の第一項で自然利子率が低下すると、その分、右辺第二項のインフレ率は上昇する。つまり、潜在成長率や自然利子率が明確なマイナスの領域に入っても、ゼロ金利政策が続けられると、供給制約が原因で、インフレの上昇が始まるということである。そうなると、利上げによって、インフレを抑制し、同時に、生産性の低い企業の退出によって、自然利子率は再び上昇が始まるだろうか。

(図9) 一般政府ベースの利払い費(対GDP比、%、年度)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

## ヘリコプター・マネーの世界

いや、ここからは、フィッシャー方程式では説明不能な世界に入り込む。既に日本の金融政策はフィスカル・ドミナンスに陥っていると述べたが、次の段階では、国債消化のため、日本銀行が直接、政府から国債を購入するか、或いは同じことだが、民間金融機関の国債購入原資を日銀が融資するという事態に陥るリスクがある。ヘリコプター・マネーの世界である。

## ジャパニフィケーションの末期症状

現在は、国内の民間貯蓄で財政赤字がファイナンスされている。日銀が国債を大量に購入しても、それは民間金融機関からの購入であり、その本源的な原資は民間貯蓄である。民間純貯蓄を原資に民間金融機関が購入した長期国債と、日銀の供給するベースマネーが代替財になっているから、インフレも醸成されなかった。しかし、民間貯蓄とは独立に、日銀が財政資金を捻出するようになれば、高率のインフレが生じる可能性がある。日銀の負債であるベースマネーの価値の源泉は、日銀が保有する国債の価値にある。その国債価格の下落を避けるために、日銀がベースマネーを供給し始めれば、その価値の希釈が始まり、当然にして、その中には日銀券も含まれる。すなわち財政インフレである。もちろん、理論上は海外からの資金調達で財政赤字をファイナンスできなくはないが、そのためには、高い金利を提示しなければならない。未曾有の公的債務を抱える日本にとっては、利払い

---

費急増は致命的である。金利上昇を回避しようとするれば、実質金利低下が大幅な円安を招き、それがインフレ亢進のきっかけとなる可能性もある。これが恐らくジャパニフィケーションの末期症状であろう。

〈参考文献〉

- ・ 齊藤誠『〈危機の領域〉非ゼロリスク社会における責任と納得』勁草書房 2018年
- ・ 白川方明『中央銀行 セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社 2018年
- ・ Gauti B. Eggertsson, Ragnar E. Juelsrud, Lawrence H. Summers, Ella Getz Wold, “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel” NBER Working Paper No.25416, January 2019
- ・ Lawrence H. Summers, Lukasz Rachel, “On Falling Natural Real Rate, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation” Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts, March 7 –8, 2019

