

「国民経済の健全な発展」を阻害する 量的質的金融緩和

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

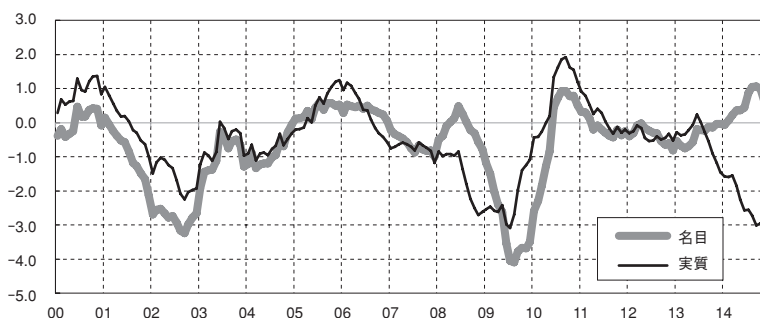
■ 1. 消費低迷は政策の帰結

筆者は常々、2013年4月に開始されたQQE（量的質的緩和）は、フレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱だと考えている。もし、本当にフレキシブル・インフレーション・ターゲットが採用されているのであれば、マクロ経済の安定や金融システムの安定を損なってまで、インフレ目標の達成を急ぐことはない。マクロ経済や金融システムの安定が損なわれる恐れがある場合には、インフレ目標の達成時期が遅れることも容認する。物価安定だけに拘らないのが、フレキシブル・インフレーション・ターゲットなのである。

そもそも、1年後の2014年4月に消費増税（5%→8%）が予定され、その影響で、家計部門が実質購買力を大きく失うことは明白であった。フレキシブル・インフレーション・ターゲットの発想に立てば、家計部門が消費増税によって痛みを被っている時に、さらに追い打ちをかける円安を助長するようなアグレッシブな金融緩和を行ってまで、インフレ目標の達成を急がない、つまり目標達成時期の遅れを容認するはずである。

多くの人は、2014年4月の消費増税で、個人消費が失速したと考えている。もちろん、消費増税が主因であるのは間違いないのだが、当初の想定よりも個人消費が低迷したのは、QQEによって助長された円安が、家計の実質購買力をさらに悪化させたためである。持

(図1) 現金給与総額 (前年比、%、6ヶ月移動平均)



(出所) 厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

ち家の帰属家賃を除くと、インフレ率は4%以上も上昇していた。一方で名目賃金の上昇は1%程度に留まっていた。その結果、実質賃金は3%も減少した。昨夏の消費低迷の真犯人は、円安進展であり、円安進展を助長した量的質的緩和だったのである。

もちろん、日銀にも言い分はあるだろう。円安によって輸出が増加すれば、生産の増加と共に雇用者報酬が増えるため、円安による輸入物価の上昇を相殺できる。しかし、現実には、円安によって輸出、生産はほとんど増えなかった。産業構造の変化も大きく影響したが、それだけではない。2013年末に経済が完全雇用に達した結果、円安が大幅に進んでも、ゼロ近傍まで低下した潜在成長率を大きく超えて成長することが難しくなっていたのである。輸出セクターに限って言えば、輸出、生産が増えなくても、計算上、円安によって海外での儲けが大きく膨らみ、株高の恩恵も享受できる。しかし、経済全体のパイが一定であるため、円安で輸出セクターが潤えば、誰かが割りを食う。家計部門や圧倒の多数を占める内需セクターがダメージを受けたのは、量的質的緩和の当然の帰結であり、決して偶然ではなかったのである。

日銀の誤算とも言えるのだが、誤算という言葉で済ませてよいのだろうか。と言うのも、2012年末の需給ギャップは既にマイナス2%程度まで改善しており、安倍政権は2012年末の段階でGDP比2%強の大規模な追加財政(2012年度補正予算)を予定していた。2013年4月に量的質的緩和を決定した段階で、1年も経たないうちに需要不足は解消され、完全雇用には到達することは、予想可能だったはずである。もちろん、需要不足が解消されたからといって、景気回復が止まるわけではない。しかし、完全雇用の領域に入った後も、極端な総需要刺激を続ければ、資源配分や所得分配に大きな歪みが発生し、マクロ経済に何らかの悪影響を及ぼす。現に、これまで述べた通り、消費増税の影響以上に、個人消費

は低迷した。「想定外」の消費低迷は、フレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱がもたらした弊害と言うべきではないのか。

■ 2. 金融緩和観測が損なう原油安メリット

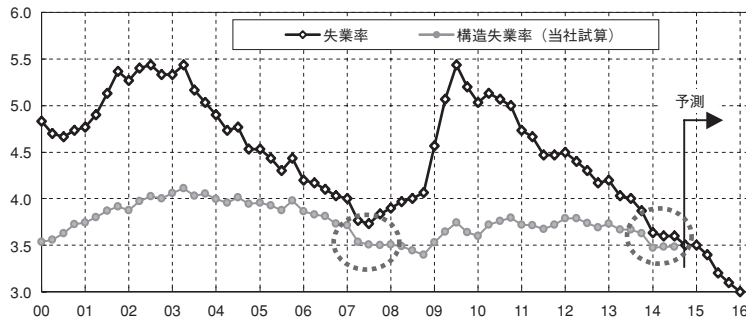
2014年10月の追加緩和（QQE 2）もフレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱という誹りを逃れることはできない。原油価格下落によるインフレ期待の低下を理由の一つに、QQE 2が発動されたが、黒田日銀総裁も認める通り、原油価格下落は原油輸入国である日本にとり減税効果をもたらすのであり、短期的にはインフレ率を低下させるとしても、減税効果が現れてくれば、需給ギャップの改善を通じ、インフレ率を高める。フレキシブル・インフレーション・ターゲットの発想に立てば、こうしたプラスのサプライ・ショックに対して、追加緩和で対応することはない。一時的にインフレ率が低下しても追加緩和が不要であることを丁寧に説明するのが、正にフレキシブル・インフレーション・ターゲットのスタイルであったはずである。

現在の原油安が続けば、今春にもCPIコアはゼロ前後まで低下する。原油安に日銀が反応したと考える金融市場参加者は、原油安が進みインフレ率の低下が続く限り、日銀が追加緩和に踏み切るという強い期待を寄せる。CPIコアの1%割れに対応したのだから、0.5%割れ、あるいはゼロ%割れ回避に打って出るのは当然ということだろう。問題は、市場参加者が勝手に考えるのは自由、とは言えないところにある。追加緩和観測から円安がさらに進めば、折角の原油安のプラス効果が損なわれるためだ。昨年10月以前に1バレル＝100ドル前後だった原油価格は50ドル前後まで下落し、それが続けば名目GDPを1.8%押し上げる。しかし、円安が進んだことで、その効果は0.4ポイントも損なわれた。このまま誤った期待形成が広がると、折角の減税効果はさらに損なわれる。その原因もまた、フレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱にある。

■ 3. マクロ経済政策の基本ルールからの逸脱

そもそも、10月のQQE 2はフレキシブル・インフレーション・ターゲットからの逸脱といった議論以前のマクロ経済政策にかかわる根本的な問題を抱える。昨春の段階で、既に黒田日銀総裁は、日本経済が完全雇用の領域にあることを表明していた。マクロ経済学の教科書は、裁量的なマクロ刺激策が機能するのは、経済に未稼働資源が存在する場合で

(図2) 完全失業率(％、季節調整値)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

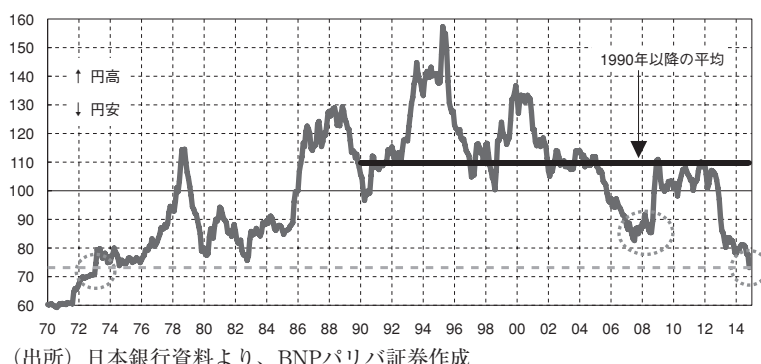
あって、経済が完全雇用に入れば、メリットよりデメリットの方が大きくなることを教えている。現実には、金融緩和で円安が進んでも、輸出、生産があまり増えない一方、家計部門の実質購買力が抑制され消費が低迷しているのは、教科書が教える通り、完全雇用の領域に入ったためである。同じように、2013年度補正予算の執行が遅れているのも、完全雇用の領域に入り、人手不足から公共事業の執行が困難となったためである（それだけでなく、公的需要の拡大は、人手不足に拍車をかけ、民間の経済活動を阻害している）。経済が完全雇用にあることを認めつつ、追加緩和に踏み切ったのは、マクロ経済政策の基本ルールからの逸脱である。突発的な経済危機が訪れたということではなければ、完全雇用下での追加緩和はあり得ない。

もし、マクロ経済政策の基本ルールに立つのなら、経済が完全雇用の領域に入ったことを認識し始めた2014年春の段階で、追加緩和ではなく、Taperingを検討するということもあり得たはずである。現実には実行しなくても、Taperingの検討を開始することによって、金融市場が反応し円高が進めば、消費増税による家計部門の実質購買力低下を、輸入物価の下落によって相殺することが可能だったかもしれない。そうなれば、昨夏ほど消費が悪化することもなかったし、さらに消費増税が先送りされることもなかったのではないか。しかし、マクロ経済政策の基本ルールから逸脱し、反対に追加緩和を決定したために、円安が進み、消費回復の足をさらに引っ張っている。

■ 4. 日銀法違反の疑い

それが分かった上で、追加緩和を決定したのだろうか。つまり、日銀には「デフレから

(図3) 実質実効円レート (1986年1月=100)



の脱却」という歴史的使命が与えられているのであり、根強いデフレ予想を取り除く過程で、マクロ経済に多少の痛みが現れるのは止むを得ない、ということである。ただ、デフレ脱却のためにマクロ経済が不安定化することになれば、それは日銀法違反の疑いがある。日銀法2条は金融政策の理念を謳った条項だが、そこでは「通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」とされている。日銀に課されているのは、シングル・マンドートではなく、デュアル・マンドートと読むべきである。条文を字義通り読めば、「物価安定」は手段であって、「物価安定」を達成するためにマクロ経済を不安定化させ、「国民経済の健全な発展」を損なうことは到底容認されない。不良債権問題を抱えているのならデフレは致命的だが、既に2000年代初頭に不良債権問題は解決済みである。

現在、実質実効円レートは、QQE、QQE2の影響もあって、1973年の水準まで減価している。1973年と言えば、ドル円レートは1ドル=300円であり、これほどの円安が進めば、今後、さすがに輸出企業は国内の生産能力を多少は増やし、輸出もある程度は増加するかもしれない。ただ、経済が既に完全雇用の領域にあることを考えると、輸出セクターに経済資源が集まれば、それは本来、内需セクターに向かうべきだったものである。均衡水準から大幅に乖離した為替レートが続くことで輸出が増えても、それは結局、輸出セクターに過剰雇用や過剰設備をもたらし、同時に、内需セクターにおける成長企業の出現を阻害することになる。輸出セクターを中心に、一時的に成長が高まるように見えても、資源配分を歪めるだけで、結局は、潜在成長率を低下させる。潜在成長率を低下させる政策が、金融政策の最終目的である「国民経済の健全な発展」と矛盾することは明らかだろう。

不良債権問題が解消された2000年代も、潜在成長率の低迷が続いたのは、労働力の減少

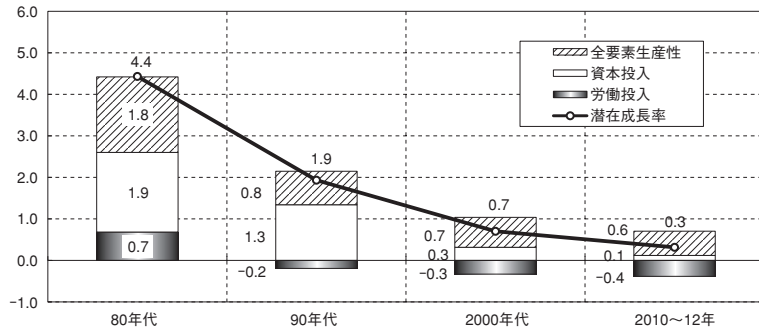
が本格化したからだけでなく、超低金利政策を続け、均衡水準から大幅に乖離した為替レートを放置していたためだと筆者は考えている。2000年代半ばに、電機セクターを中心とする加工組立セクターは、超円安を背景に、国内への生産拠点回帰を進めた。リーマンショック後、加工組立セクターが実質ベースで見ればわずかな円高で苦境に陥ったのは、それ以前の超円安期に過剰設備や過剰雇用を積上げていたためである。円高が問題だったと言うより、超円安の下でしか採算の取れないような投資プロジェクトを増やしたことが問題だったのである。同時に、そのことは、経済資源を輸出セクターに奪われた内需セクターにおける成長分野の出現を阻害した。労働力の減少だけではなく、超低金利政策と円安政策の固定化が資源配分を歪め、2000年代の潜在成長率を低下させたのである。

■ 5. なぜ同じ失敗を繰り返すのか

筆者は、当面は原油価格下落を除く1%程度のインフレ達成で充分だと考えているが、2%インフレを早急に達成しなければ、実質賃金の低迷が続き、日本人がこのまま貧しくなると考える人がいる。どうやら2%インフレの早期達成に拘わる人は、2000年代の景気拡大局面で実質賃金が低迷した原因を誤認しているようである。2000年代半ばに、輸出ブームによる戦後最長の景気拡大にも拘わらず、実質賃金は確かに低迷した。しかし、それは原油高によって輸入物価が大幅に上昇したことが理由なのであって、ゼロインフレやデフレが原因ではない。そもそも2000年代半ばに、物価は下落していない。唯一、低下したのはGDPデフレーターだが、それは輸入物価が上昇したためである。つまり、産油国への所得漏出によって、実質賃金が減少したのである（当時は超円安も輸入物価上昇を増幅し、実質賃金の減少を助長した）。2013年末以降、QQEによって円安が助長され、輸入物価上昇で実質賃金が低迷している。なぜ、2000年代半ばの失敗に学ばないのか。なぜ同じ失敗を繰り返すのか。全ての問題の原因をデフレと誤診し、誤った処方箋を採用すると「国民経済の健全な発展」を阻害する。

所得・支出アプローチに囚われ、新古典派的な発想を持たないで、金融政策運営を続けていることも「国民経済の健全な発展」を阻害する。例えば、典型的な所得・支出アプローチは次のようなものである。内需が弱く、さらに追加財政にいつまでも頼ることができないとすれば、「輸出増→生産増→企業の所得増→設備投資増、家計の所得増→個人消費増」といった回復のメカニズムを想定することが多い。回復の起点が輸出増加であるため、好循環が始まるまでは、円高を回避し、そのためには市場金利の上昇を避けることに極力注

(図4) 潜在成長率の寄与度分解 (年率、%)



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

意が払われる。こうした所得・支出アプローチの発想は全く正常である。

しかし、問題は経済が完全雇用近づいても、先行きが心配だからと言って、円高回避、市場金利上昇回避の政策を長期化することである。企業部門から家計部門への回復の効果波及は、必ずしも雇用者所得の増加を通じたものだけではない。景気回復が続けば、市場金利が上昇し、家計部門の利子所得が増えていくという経路もある。また、市場金利が上昇すれば、円高傾向が進み、それによって家計部門の実質所得が増えるという経路もある。新古典派的な世界では、そのような市場メカニズムを通じ、企業部門の回復が家計部門に広がっていくことが想定される。しかし、経済が完全雇用の領域に入っても、所得・支出アプローチに囚われた政策を続けていると、家計の利子所得増加や円高を通じた実質購買力の改善を阻害することになる。だから、個人消費や内需セクターに回復が十分波及しない。この結果、益々、輸出に頼らざるを得なくなり、いつまでも円安政策やゼロ金利政策、長期国債購入政策を続けなければならなくなる。

完全雇用に到達しても所得・支出アプローチに囚われた政策を続けているから、「国民経済の健全な発展」に繋がっていかないのである。個人消費が脆弱なのは、輸出セクター保護策の結果だということに早く気が付く必要がある。所得・支出アプローチが短期の正しい政策仮説だとしても、政策が一つの方向で長期化・固定化されれば、資源配分や所得分配を大きく歪め、潜在成長率を悪化させる不適切な政策となる。新古典派的なモデルで分析すれば、所得・支出アプローチの長期化が潜在成長率を低下させるのは自明である。

(図5) 発行残高に占める日銀の保有比率(変国、物国を除く、%)

	発行残高に占める日銀の保有比率			
	2014年10月末	2014年11月末	2015年末(予測)	2016年末(予測)
2年債	29	31	51	60
5年債	32	34	50	63
10年債	24	24	36	48
20年債	17	17	20	23
30年債	6	7	16	21
40年債	14	14	18	21
全体	24	24	34	43

(出所) 日本銀行、Bloombergより、BNPパリバ証券作成

■ 6. 量的緩和の最大の弊害は財政規律の弛緩

もう一つ、現在の量的質的緩和政策のレジームが「国民経済の健全な発展」を損なっている点がある。それは、長期国債の市場機能が完全に失われ、財政規律を大きく弛緩させていることである。議会制民主主義の下で、数少ない財政膨張への歯止めは、追加財政を行った際、市場で金利上昇圧力が生じることである。しかし、今や日銀が借換債を含む市中発行額の9割近い長期国債を吸収しているため、財政膨張が続いても、長期金利は全く上昇しない。国債費を含む政府の財政赤字40兆円に対し、日銀はネットで80兆円の国債を購入している。民間が保有する長期国債を吸収しなければ、マネタリーベース目標は達成できないが、この状況が続けば、国債の発行残高に占める日銀の保有比率は2015年末に34%、2016年末に43%まで上昇する。このままでは長期国債市場は事実上、消滅する。5年債利回りがマイナスとなるのも時間の問題であろう。

安倍首相が、2014年11月に消費増税の先送りを決断できたのも、日本銀行が長期国債を大量に購入し、長期金利が上昇する可能性は相当に小さいと判断したからだろう。長期金利が急騰する懸念が少しでもあったのなら、増税延期は簡単には選択できなかったはずである。10月末の追加緩和が消費増税先送りの主因だとは言わないが、量的質的緩和がもたらす長期金利低下が影響しているのは間違いないだろう。筆者は、財政規律の弛緩が量的質的緩和の最大の弊害だと考えている。

黒田日銀総裁は、財政規律は政府や国会の問題だとしている。各部局が与えられたマンドートを粛々とこなすべきということなのだろう。役所の作法としてそれは一つの正論なのだが、しかし、あらゆる政策が議会制民主主義の下での政治過程の中で決定されること

を考えれば、省庁縦割りのロジックが望ましい結果を生むとは思われない。とりわけ、公的債務がここまで膨らんでいる状況では、危険とさえ言える。様々な制約の中で、現世代の利益最大化が政治過程の中で図られるとするならば、国債発行という形で、将来世代にツケ回しが進む。それでも長期国債市場が機能していれば、将来の税収では担保されない国債発行に対しては、金利上昇というアラームが働く。しかし、我々はその警報装置を量的質的緩和で完全に機能不全にしてしまった。長期金利が上昇しないから、公的債務がここまで膨らんだことを自覚すべきである。

インフレが上昇を始めれば、公的債務には一切配慮せず、日銀は2%のインフレ・ターゲットを遵守すべく、粛々と長期国債の購入停止や利上げ開始に踏み切るのだろうか。しかし、そうなれば、日銀自らが金融危機や財政危機の引き金を引くことになるから、日銀は長期国債の購入停止や利上げに踏み切ることもできない。将来も日銀が長期国債を購入してくれると疑わないから、政治的な公的債務の膨張圧力が止まらないのである。公的債務が膨張すればするほど、日銀は財政従属（Fiscal Dominance）の深みに嵌り、将来、物価安定の観点から要請される利上げや長期国債の購入停止は、益々困難になる。

