



バランスシート不況からの 脱却と量的緩和の罭

野村総合研究所 主席研究員

リチャード・クロー

1. はじめに

日本では過去24年間、欧米では過去6年間、経済学の教科書には書かれていない世界をわれわれは生きてきました。私はこの世界を、「バランスシート不況」と呼んでいます。

教科書と現実はどう違ったのでしょうか。

教科書的な世界では、マネタリーベース（中央銀行が供給する通貨供給量）とマネーサプライ（民間が保有する通貨残高）、さらに民間向け信用（民間の借入金）の3つの金融指標は、通常は同じように動くはずで、仮に

〈目次〉

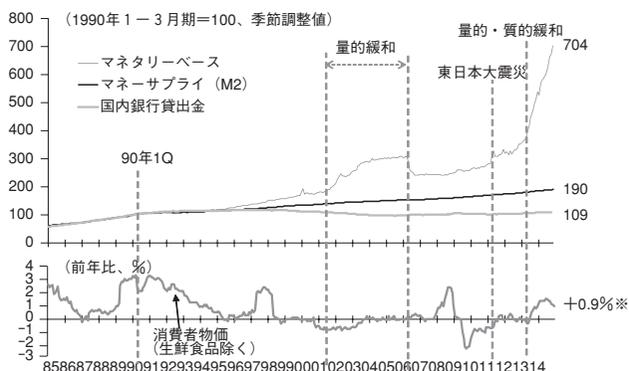
1. はじめに
2. 資金需要の減少が生んだ不況
3. アベノミクス2本目の矢の効用
4. 欧米のバランスシート不況
5. 量的緩和の罭

中央銀行が流動性を新たに10%供給すれば、最終的にマネーサプライと民間向け信用も10%ずつ増えるというのが、教科書的な常識です。事実、リーマンショック以前は、3つの指標の関係はそうしたものでした。

ところが、リーマンショック後にはその関係に変化が見受けられます。アメリカを例にとると2008年に量的緩和が始まり、QE1、QE2、QE3と続きました。リーマンショック時点のマネタリーベースを100とすると、今は450と、4.5倍まで流動性の供給が行われたわけです。ところがこの間、マネーサプライは、100から149に増えたにすぎません。

さらに重要なのは、民間向け信用の数値ですが、これは107への増加にとどまっています。つまり、この6年間に民間向け信用は、わずか7%しか増えていないということになります。年率1%強は、ほとんど増えていないと同義です。中央銀行が供給した流動性が金融システムの外に出て、实体经济に影響

(図表1) バブル崩壊で崩れたマネー関連指標の関係(4): 日本



(注) 国内銀行貸出金の季節調整と、2003年以前マネーサプライ統計との接続は野村総合研究所が行った。また、直近の消費者物価上昇率は消費税増税の影響を除いている。

(出所) 日本銀行「マネーストック」「マネタリーベース」「国内銀行の資産・負債等(銀行勘定)」、総務省「消費者物価指数」

を及ぼすには、供給を受けた銀行がこれを貸し出さなくてはなりません。流動性が供給されても、金融機関に残ったままでは、到底好景気にもインフレにもなりません。

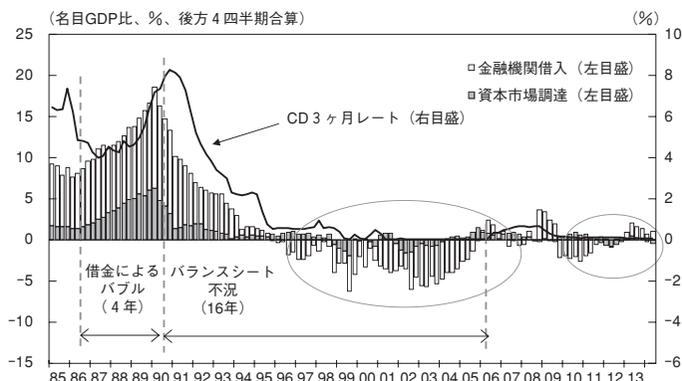
ユーロ圏も同じような状況です。リーマンショック後、欧州中銀もマネタリーベースを195まで増やしましたが、マネーサプライは増加したものの111にとどまっています。民間向け信用に至っては、97です。つまり6年前のリーマンショック時と比較して、3%も下回っているのが実態です。その結果、インフレ率が加速するどころか、減速しています。

イギリスの状況も同様です。リーマンショック後、当初はアメリカより大胆に量的緩和を行い、468までマネタリーベースを増やしていますが、民間向け信用は85と15%も下回っています。一時期のイギリスにおける厳しい経済状況は、ここからきているとみまます。

欧米主要各国において、この3つの指標が、これほどまでにデカップルする状況は、実は日本が過去20年以上経験してきた世界でもあったのです。

図表1は、日本のバブル期からの前述の3つの指標を示したものです。バブル期には理論どおり、3本の線が同じように動いており、またバブル崩壊から数年間は、大きく乖離せず推移していました。しかし、その後は大きな乖離が発生します。特に日銀は2001年から2006年にかけて人類史上最初の量的緩和を実施し、その後、日本銀行総裁が黒田東彦氏になってからも巨額の流動性供給を実施した結果、マネタリーベースは1990年を100とすると、直近は704にまで拡大しました。しかし、マネーサプライは90の増加にとどまり、民間向け信用はわずか9の増加です。つまり24年間に民間向けに増えた信用残高は、わずか9

(図表 2) ゼロ金利下で借金返済に走った日本企業



(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』『資金循環統計』、内閣府「国民経済計算」より野村総合研究所作成

%です。ほとんど増えていません。

この傾向は、黒田総裁になってからも変化がみられません。要するに、大胆な量的・質的金融緩和をやったところで、マネーサプライや民間向け信用の伸びがまったく加速していないということです。

■ 2. 資金需要の減少が生んだ不況

なぜ金融指標がこのようにデカップルしてしまったのでしょうか。背景にはバブルの崩壊があると考えます。

この15年余りのアメリカの住宅価格の動向と1985年から2000年頃までの15年間の日本の住宅価格の動向を比べてみると、上昇幅、上昇期間、下落幅、下落期間すべて類似しています。結局、日本で15年前に起きたこととほぼ同じようなことがアメリカで起きていたということです。

日本ではあまり報道されませんが、ヨーロ

ッパでもすさまじい住宅バブルが発生していました。1995年の住宅価格を100とすると、アイルランドで514、ギリシャで342、スペインで303、オランダでさえ276というところまで上昇したのです。

では、バブルが崩壊すると、何が起きのでしょうか。バブル期には、急激な勢いで民間の資金調達額、つまり借入が膨らんでいきます。日本では、日銀が景気が過熱しないように、金利を引き上げ、短期金利が8%に達した頃にバブルが崩壊しました。一旦バブルが崩壊すると、今度は資金需要がどんどん縮小していきます。日銀は急遽、短期金利を当時の8%から、1995年頃にはほぼゼロまで持っていました。ところが、その前後から企業の資金需要がマイナスになってしまったのです(図表2)。

ゼロ金利でも資金需要がマイナス。これは企業部門全体の借金返済額の方が新規の借入額より多いことから起こる現象ですが、経済

学教科書には、ゼロ金利で企業は借金返済すべきとは書かれていません。ゼロ金利下でも借金を返済するのは、通常の解釈では、その企業経営者が無能で資金の使い方、投資先を見つけられないということです。事業に投資して利益を上げ、成長するのが企業であるということを前提にすると、こうしたことは起こらないはずですが、日本では約10年間もこうした状況が続いたのです。

しかも、アメリカとヨーロッパでも同じことが起きたのです。

なぜこんなことになったのか。理由は極めて簡単です。バブル期に購入した資産の価格が大幅に下落し、一方その時期にした借金が額面のまま全部残っているからです。つまり、多くの企業のバランスシートが債務超過という状態です。これは一種の倒産状態です。こういう状況に直面した企業経営者は、日本に限らず、本業のキャッシュフローで早く借金を返済してしまおうと考えます。毎年、借金を返済すれば、いずれバランスシートは持ち直します。

これは個々の企業の行動としては、極めて正しいことです。ところがすべての企業が同時にやると、「合成の誤謬」が発生します。一国の経済は、誰かが貯金や借金返済をしていれば、誰かがそれを借りて使わないと上手く回りません。一般には、金融機関は貯蓄された資金を誰かに貸します。借り手が多すぎるときは金利が上がり、少なすぎるときは金利が下がる。こうしたプロセスを経て、貯蓄

された資金がすべて投資されて使われます。これが金融の基本的な役割です。

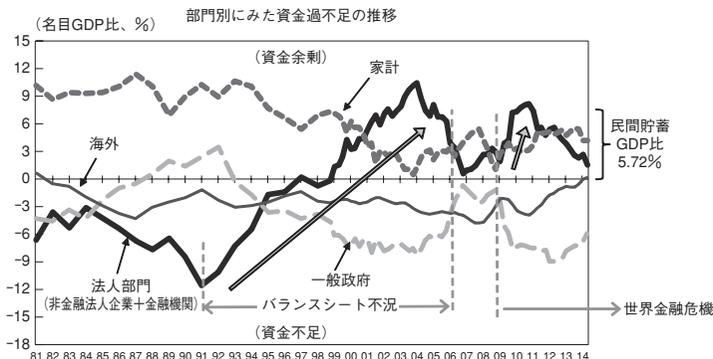
しかし、先の理由で借り手がなくなると、借金返済で戻った資金、新たに貯蓄された資金、中央銀行から量的緩和で入ってきた資金、これら全てが金融システムの中にとどまってしまう、外へ出られなくなります。こうなると所得循環に漏れが発生し、その分だけGDPは縮んでいってしまいます。

こうしたことが実際に起きたのが1929年のアメリカの大恐慌時です。あのときも1929年10月にニューヨークで株が暴落するまで、企業も家計も借金を重ね、投資や買い物をしていました。ところが、株が暴落するや否や、一斉に借金返済に回りました。反対に借りる人がなくなり、アメリカはわずか4年間でGDPが約半分になったそうです。正確には46%の減少です。これと同じことが日本で起きてもおかしくなかったのです。

しかし、日本のGDPは、一度もバブル期のピークを下回っていません。土地本位制といわれた日本で、商業不動産価格はピークから87%下がりました。また民間はデレバレッジで積極的に借金返済に回りました。それでもGDPが落ちなかったのは理由があります。

政府がお金を借りて使ってくれたからです。これにより、資金が金融システム内に滞留しないで、外に出られたからです。道路や橋の建設に使われ、そして再び金融システムに戻ってきたカネを政府がまた借りて使う。そうした形で日本経済はなんとか維持され、

(図表 3) バランスシート不況の出口問題に直面する日本



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」

(注) 国鉄清算事業団・国有林野事業特別会計に関する債務継承 (98年度)、郵政民営化 (07年度) の影響を調整している。98年末以降の値は後方4四半期の移動平均であり、直近は2014年4-6月までの4四半期。

その結果、2005年頃には日本の民間のバランスシートはおおよそきれいになるまで改善しました。

しかし、その時期からすでに7、8年経っているにもかかわらず、まだ日本経済はもたついています。これには2点、理由があると思います。1点目は、借金に対するトラウマです。民間企業は、ひとたび5年も10年も借金返済を強いられると、もう二度と借金なんかしないという借金拒絶症に陥ってしまいます。2点目は、成熟社会の日本に、魅力ある投資機会はふんだんにはないということです。半面、東南アジアや中国にはまだ可能性がみえ、国内に投資するより海外に目が向きがちになっています。この2点から日本企業が、国内投資に慎重になってしまっていると考えます。

こうしたなか、日本経済は誰が貯金し、誰がそれを借りて使っているのでしょうか。資

金循環統計によると、バブル期には、企業部門が圧倒的に資金調達をしていました(図表3)。しかし、バブル崩壊後は、だんだん資金需要が減少して、1998年には返済が借入を上回るようになります。やがて2000年頃には、家計部門の貯蓄を超えて企業部門が日本最大の貯蓄主体になってしまいます。この時期は日本経済が最も苦しかったときです。

ただ、さすがに借金返済をし尽くせば、バランスシートはきれいになり、企業は今度は借金の最小化ではなく、利益の最大化に転じます。つまり、経済学の教科書どおりの状態に戻るはずだったのですが、ちょうどそのタイミングでリーマンショックが発生しました。そこでまた日本企業は、すさまじい自己防衛に走ってしまいました。その後、借金返済の動きはピークアウトしたものの、企業部門全体としてはまだお金を借りていない状態です。

家計部門も同様に貯蓄が借金を上回っていますから、この2部門を足し合わせると、日本の民間は株価が上がり、円が下がった今でも、まだGDP比で5.7%も民間は貯金しています。すなわち誰かがこの5.7%を借りて使わないと、日本経済はまた不況に陥る可能性があります。その観点から今の日本を見ると、アベノミクスで一番重要なのは、2本目の矢、つまり政府が自らカネを借りて使う財政出動かもしれません。

■ 3. アベノミクス2本目の矢の効用

ただ、いつまでもこうした状態を続けるわけにはいきません。そこでアベノミクスは、借金のトラウマ問題、つまり心理的な問題への対策を打ち出しています。借りる能力があるのに借りる気がない法人部門のトラウマにどう対処するのか。前例といえるのは、大恐慌のときのアメリカです。大恐慌を経験したアメリカ人は死ぬまで借金をしなかったそうです。もう二度とあんな思いはしたくないという思いを強く持ったわけです。現在の日本は、その時のアメリカのミニバージョンです。大恐慌時代は、100の所得がある前提で借金してみたら、恐慌で所得が46%落ちたなかでの借金返済でした。これは大変な借金地獄です。しかし日本の場合は、GDPは1度もバブル期のピークを下回っていません。つまりそれなりの所得があったわけです。それでも借金返済に15年かかってしまい、トラウマに

なってしまったわけです。

これに対して、アベノミクスが打ち出した対策の1つが2014年1月に発表された一括償却です。これは2014年の間に設備投資をすれば、全額年内に償却してもよいというもので、2015年分に関しては、50%初年度に償却してもよいという内容です。これは結構効いています。5月時点ですでに1万件、このスキームに則った設備投資の申請が政府に出されました。

このスキームの目的は、企業にまずトラウマを乗り越えてもらい、以降もお金を借りて設備投資をしてもらうことです。そして次は、法人税を下げるというプロセスを踏めばいいのではないかと考えます。とはいえ、心理问题であるトラウマの対策は簡単ではありません。したがって、一括償却の策が不十分なら、別の手を考え、次々と対策を立案して実行する柔軟性が重要だと思います。

法人部門が借金をしなくなったもう1つの理由、人口減少著しい成熟社会ゆえに投資機会がないとされる問題については、構造改革が答えになるでしょう。

市場開放、規制緩和、これが3本目の矢です。3本目の矢は、特に海外の投資家の間では、非常に注目されています。日本経済の話になると、すぐに3本目の矢の話になります。ただ、押さえておく必要がある重要なポイントは、構造改革は、そもそもマクロ経済政策ではなく、ミクロの話である点です。マクロ政策が比較的短期間で効果が出るのに対し

て、マイクロ構造改革には時間がかかるものです。

どのくらいかかるものなのか、一例として、レーガノミクスをみてみます。1980年頃のアメリカの経済状況は悲惨なものでした。そうした中、ロナルド・レーガンは大統領選で経済構造改革の必要性を訴えました。ところが、当時の大半の主流派エコノミストは“Voodoo Economics”、つまりおまじないの経済学だと揶揄しました。

その後、彼は選挙に勝利し、レーガノミクスは実施されるのですが、成果を生むのにどれくらい年月がかかったでしょうか。極めて大胆な税制改正、構造改革、規制緩和すべてを推し進めたにもかかわらず、その後12年間は決してアメリカの経済は好転しませんでした。レーガンが大統領を続けたのは2期8年間ですから、彼の任期はもとより、後任のジョージ・ブッシュ大統領の任期の1期4年間も含めて、成果は出ませんでした。

そして12年後に民主党のビル・クリントンが大統領に就任します。皮肉なことに彼が当選した頃から、レーガノミクスが開花し始めるのです。そしてクリントンの2期目の終わり頃には、アメリカは財政黒字になるくらいに景気が良くなりました。

これはどういうことでしょうか。構造改革というのは、国民一人一人のインセンティブを変えていくことです。国民がそれならビジネススクールに戻って勉強してみようとか、企業を立ち上げてみようとかといったモチベ

ーションを持つことから始まりますので、成果を生むまでにはかなりの時間がかかります。したがって、構造改革を唱える人は大勢いますが、構造改革と株価を一体に考えるのは無理があります。そういう課題が3本目の矢にはあるということです。

だからといって、構造改革をやらなくてもいいのではなく、もっとやるべきですが、その成果を短期的に求めるのは無理がある。かなり時間がかかる政策だということです。

このような日本の現状下で1本目の矢をどう考えるかなのですが、1本目の矢は、金融や株式市場に与える影響は大きくても、実体経済にまったくお金を回せていません。ということはマーケットは実体経済の反応に期待して、先に走ったわけです。しかし実体経済の方は消費税が上がると、すぐに失速する。そういう意味では、これ以上1本目の矢ばかりに頼ってはいけません。実体経済が動かないと、どこかで今の株価は単なるミニバブルで終わってしまうからです。

1本目の矢は、海外の投資家を中心に円売り・日本株買いという形で大きな反響をもたらしています。しかし、残念ながら、日本の投資家、特に機関投資家は、日本国内に民間の借り手がない問題に長く直面していたから、量的緩和をやっても、民間の資金需要が増えないことをわかっていました。だから、政府がインフレターゲットを掲げ、量的質的緩和（QQE）を実施しても、彼らは債券市場に残ったのです。

ところが、こうしたメカニズムを理解していない海外投資家が日本買いに走り、マーケットの大きな動きを作りました。その影響で日本の風景が大きく変わったのです。今後、実体経済でも皆が経済活動に前向きになれば、株価に代表される金融資産の新たな価格水準が正当化される可能性はあります。しかし、そうなるためには、やはり2本目の矢と3本目の矢が効果を発揮してくれないと駄目です。1本目の矢で市場の期待ばかり拡大すると、どこかで化けの皮が剥がれるリスクがあるのです。

■ 4. 欧米のバランスシート不況

ではアメリカの現状はどうでしょうか。アメリカの資金循環統計によると、過去のバブル期には家計部門が借金をして、住宅等に投資していましたが、今のアメリカの消費者はゼロ金利でGDPの5～6%貯金しています。法人部門は若干借り越していますが、それでも家計部門と法人部門を合わせると、GDP比で3.4%も貯金しています。これがゼロ金利で起きているということは、依然として、アメリカ経済もバランスシート不況の中に入ったままです。

それでもアメリカが過去の日本や今のヨーロッパと比較して深刻な状況でないのは、リーマンブラザーズ倒産から2年も経たないうちに、FRBとホワイトハウスが自国はバランスシート不況だということに気づいたから

です。そして財政の崖、“Fiscal cliff”という表現を使って政府が時期尚早の財政再建に走ることを防いだのです。それは民間がゼロ金利でもお金を借りてくれない状況下では、政府が借り手となって積極的に資金を吸収して支出しないと、どんなにFRBが量的緩和をやっても効果が出ないからです。

政府がきちんと借りてくれれば、量的緩和による資金は金融機関から外に出ることができ、景気は良くなり、GDPも拡大します。ところが、最後の借り手の政府が財政再建に向かうと、どんなにFRBが頑張ってもお金はそれ以上民間に出なくなり、経済はどんどん悪化します。これをバーナンキ氏（当時のFRB議長）が理解し、米国経済が財政の崖から転げ落ちることは絶対に避けなければならないと主張したのです。

私も偶然ながら証言することになったFRBの議会証言（Humphery-Hawkins法に基づき年2回開催される）では、彼自身は財政再建を是とする共和党員であるにもかかわらず、共和党議員が財政再建を主張することに対して反論しました。むろん、共和党議員は驚きましたが、彼はそれくらい強く主張してアメリカが財政再建に走るのを抑えてきました。その結果、同国は崖から落ちることはなく、今では民間のバランスシートがきれいになり、財政も健全化しつつあります。

次にヨーロッパですが、アメリカ同様、ほとんどの国では、バブル期に民間全体がすさまじい勢いで借金をしました。しかし今では

ほとんどの国がゼロ金利下でも民間部門が借金返済を続け、貯蓄に回っています。ヨーロッパも完全なバランスシート不況といえます。

しかもその貯蓄額がすさまじい。例えばアイルランドの民間部門は、GDP比で10%の貯蓄、スペインでは7.5%、ポルトガル7.1%、イタリア6.7%です。これに対し、各国の財政赤字は民間の貯金額よりも少ないのです。本来なら、これらの国々が財政危機に陥ることはないはずですが。

では、なぜユーロ圏で財政危機が起きてしまったのでしょうか。それにはユーロ圏特有の要因が背景にあります。

例えば、ユーロ圏以外の国でバランスシート不況に陥った場合、金余りの資金の運用を託されたファンドマネージャーは、外国証券、株、商品市況、あとは国債という形で投資をしていきます。しかし、政府の年金などは、リスク性の高い投資先に偏ることを規制されており、外国証券や株式には投資限度があるのが普通です。そうすると、最後には買えるものは自国の国債だけになります。だからバランスシート不況になると、国債の利回りが著しく下がってきます。

それが最初に起きたのが日本でした。また、アメリカ、イギリス、スウェーデン、デンマーク等でも同様のことが起き、国債の利回りが急激に下がりました。ところが、ユーロ圏の一部の国々では逆に国債利回りは上がってしまいました。しかし、そうした国々では、

ギリシャを除いて、民間貯蓄が財政赤字を遥かに上回っています。では、なぜ国債利回りは上昇してしまったのでしょうか。理由は簡単です。例えば、スペインの民間が借金をしてくれないとします。では同国のファンドマネージャーは自国の国債を買わなければならないかという、答えはノーです。同一通貨のユーロでドイツ、フィンランド、オランダなどユーロ圏のどの国債でも為替リスク無しに買ってしまうからです。従来は為替リスクの観点から自国の国債に向かっていた資金が、ユーロ圏では財政赤字の少ない他の国の国債に回ってしまうのです。これが、自国の国債利回りは上がってしまうというカラクリです。

つまり、ユーロ圏にはユーロ圏以外の国ではあり得ない問題があるということです。

ユーロ圏にはさらにもう一つ、問題があります。マーストリヒト条約がまったくバランスシート不況を考慮していないことです。例えば、アイルランドの民間がGDP比で10%貯蓄している現実があります。ところが、同条約では、政府はGDPで3%以上財政赤字を出してはいけないことになっています。民間がGDP比で10%貯蓄しているのに、政府が3%までしか借りられないということです。残りの7%はどうなるのでしょうか。アイルランドに限らず、ユーロ圏は同様の問題を抱えています。

マーストリヒト条約を制定するときには、ゼロ金利で民間がGDP比10%も貯蓄するこ

となど、想定していなかったのでしょうか。こうした事態に備えた条項がなく、また何の手順も準備されていません。

私はヨーロッパを訪問する度に、必ずこの点を指摘しています。早く同条約の相当する条項を変え、民間貯蓄が財政赤字よりも大きい国は、相応の財政赤字を出してもいいというようにするべきだと。また、先に指摘した国債市場間の資金シフトに対しても、ユーロ圏の機関投資家に、他国の国債を保有した場合はリスクウェイトを課したらどうかと。自国以外の国債を買ったときは、為替リスクがなくてもリスクウェイトは高いという形にすれば、ユーロ圏の機関投資家もある程度は、自国国債を買うようになるのではないかと。そうなれば、この問題はある程度解決に向かいます。

日本のバランスシート不況の経験をもとにユーロ圏の問題を考えると、以上のような結論になります。このことが最近ようやく、ユーロ圏でも理解されはじめています。

ただ、ユーロ圏は、すべての加盟国が合意しないと1歩も前に進めない制度になっているため、自分たちがバランスシート不況だと気づいても、それを踏まえて正しい政策が打たれるには、残念ながら相当な時間がかかります。

またユーロ圏がバランスシート不況に陥っているのであれば、欧州中央銀行（以下「欧州中銀」）が量的緩和をやっても意味をなさないといえます。そもそもヨーロッパの民間

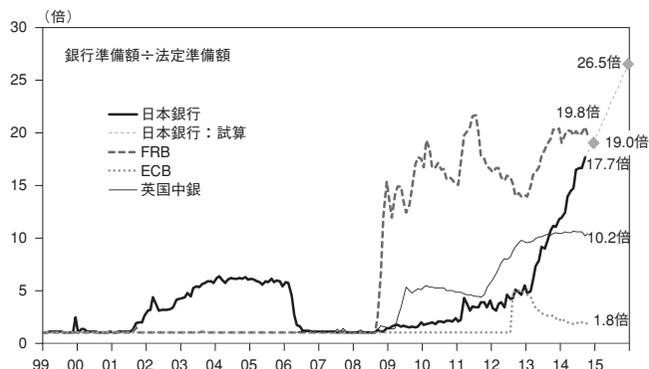
に貯金は十分あり、それぞれの国の国債に資金が回れば、それらの国の国債の利回りは下がります。また、量的緩和を実施しても民間が借金しなければ、その政策は空振りに終わってしまいます。欧州では、財政赤字額だけを見て民間の貯蓄額をみないで騒いでいるのですが、財政赤字の大きさの判断は、民間貯蓄との対比の中でみなければ意味がありません。

これらの国々に十分な民間貯蓄があるということは、これらの国々が本来財政危機になる理由も、欧州中銀がわざわざ国債を買う理由も、ドイツの納税者に頼る理由もないことになります。すべて国内で対応できるからです。対応できないのは、財政赤字が貯蓄より大きいギリシャだけです。

■ 5. 量的緩和の罫

このように主要国を一通りみると、アメリカが先行して状況が好転しているようにみえます。しかし、私は今アメリカ経済の回復には「量的緩和の罫」が立ちはだかっていると考えます。量的緩和は、私からいわせればバランスシート不況の副作用の一つです。そもそも、バランスシート不況以外の不況で、量的緩和という政策を考えることは絶対にありません。つまり、通常の不況であれば、中央銀行が金利を下げれば、民間がそれに反応し、お金を借りはじめます。そして景気は改善していくので、量的緩和という話が出てくる必

(図表 4) 法定準備額の倍率で米国を抜こうとしている黒田日銀



(注) 2015年末までの日本の準備預金倍率の試算では、直近のデータをもとに以下の仮定を置いている。①2015年末までの所要準備預金が年率3%で拡大、②準備預金額が日銀当座預金の90.7%の残高で推移、③日銀券発行高が年率3.5%、通貨発行高が年率0.9%で拡大。また、英国中銀の法定準備制度は2009年3月に量的緩和政策が導入されて以降、中断しているが、この試算では現在でも、リーマン・ショック直前の時と同じように準備制度が運営されているという前提で法定準備額を仮定している。

(出所) 日本銀行、FRB、ECB、英国中銀のデータをもとに野村総合研究所が試算・作成

要はないのです。

ところが、バランスシート不況下では、債務超過に陥った民間は借金返済に懸命なので、どんなに金利を下げても借金はしてくれません。結局、財政で対応することになります。

ところが過去20年間にわたり、特にアメリカの経済学会を中心に「金融政策万能論」が幅を利かせていました。大恐慌からアメリカが脱却できたのは、ルーズベルトのニューディール政策ではなくて、1933年にFRBが金融政策を変えたからだ。クリスティーナ・ローマーが1992年に論文で主張して以降、そうした考え方にジェフリー・サックス、クルーグマン、バーナンキといった大物経済学者が同調しました。

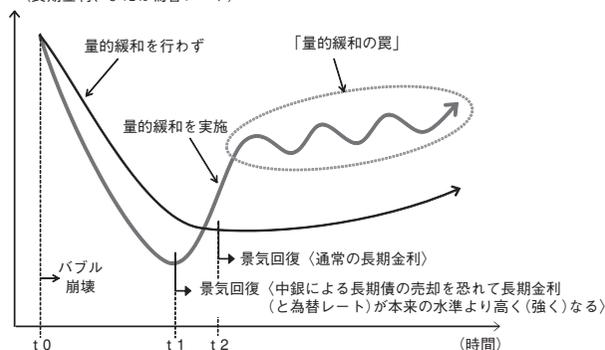
そうした中、バブル崩壊後の日本が金融政

策の効かない世界に陥りました。すると、彼らは日銀にプレッシャーをかけて、その結果、日銀は当時世界最初の量的緩和をやりました。つまり、金利が効かないのなら、量でやろうということです。でも量で借入を喚起しようとしても借りない人は借りない。それではもう少しやれば何とかできるのではないかと、際限なく量的緩和が実施されました。しかも困ったことにバランスシート不況のときには、いくら量的緩和をやっても実害はありません。というのは、何も起きないわけですから。

歯止めを失った金融政策万能論者の行き着いた先を示したのが図表3です。民間銀行が貸出に応じて預け入れる必要がある法定準備預金額（以下「法定準備（額）」）に対して、実際に中央銀行によって供給された銀行準備

(図表5) 日米英は「量的緩和の罠」に陥る可能性(1)

量的緩和を実施した場合と実施しなかった場合の長期金利(と為替レート)のイメージ
(長期金利、または為替レート)



預金額(以下「銀行準備(額)」)の比率をみています。実際に預け入れられた銀行準備額と法定準備額がほぼ同じ金額であれば、この数字は1になります。通常はどの国も1に近いのですが、リーマンブラザーズ倒産後、金融危機に直面したアメリカではこの比率が大きく上昇し、現在19.8倍です(図表4)。もし教科書どおりに民間がお金を借りれば、アメリカのマネーサプライは今の水準の19.8倍まで増えます。そして、もしその状態を放置しておくと、約2,000%のインフレに直面してもおかしくないのです。

今この比率は、日本が19倍、イギリスが10.2倍、ユーロ圏が1.8倍です。ところが、これだけ高い水準でも、どの国でもインフレは加速していません。なぜ加速しないのかというと、誰もお金を借りないからです。

しかし、民間が必死でバランスシートをきれいにしようと努力し続ければ、いずれきれいになります。そしていつかトラウマを乗り

越え、彼らが借金を始めたら、経済は教科書通りの世界に戻ります。そうなるとこの過剰な銀行準備の問題が一気に表面化してくるのです。銀行はほぼ無限にお金を貸せるくらいの準備金を持っているなかで、貨幣乗数は今までのマイナスからプラスに転じます。そうすると、一気にマネーサプライが伸びかねない、そしてインフレになりかねないということです。中央銀行にしてみれば、放っておくと2,000%のインフレになりかねませんから、過剰な資金を回収しようとしています。中央銀行が長期国債を民間から買って供給した資金を吸収するには、今度は逆に長期国債を市場で売却し資金を民間から回収するしかありません。しかし、中央銀行が保有する長期国債を大量に売ったら、当然、長期金利は急騰してしまいます。そうなれば株は暴落するし、金融機関は保有国債に巨額の評価損が発生して大変なことになります。

そのリスクをマーケットが気にしはじめた

のは2013年5月22日、バーナンキがテーパリング（量的緩和の縮小）の話を最初にした日です。そこからアメリカの長期国債（10年）の利回りが1.65%近辺から2.7%まで急上昇し、発展途上国から米国に資金が大規模に逆流するなど、様々な問題が発生しました。

こうした問題に、われわれは今後直面していくのですが、では長期金利はこれからどのように動いていくのかをイメージしたのが図表5です。点線はゼロ金利政策までは実施したが、量的緩和は実施しなかった国の長期金利の動き、実線は、ゼロ金利政策を実施し、さらに量的緩和を実施した国の動きです。量的緩和を実施しなくても、長期金利は大幅に下がっていきます。もはや国債しか買うものがなく、残った借り手が政府だけですから、国債にお金に向かい、国債の利回りは下がってきます。さらに量的緩和をやった国はどうか。こちらは中央銀行も国債を買いにきますから、さらに国債の利回りは下がり、資産価格全般がサポートされます。そして、その分だけ早く景気回復が始まります。しかし、景気回復が始まったらどうなるかという、民間の資金需要の回復が見込まれる一方で中央銀行は引締めに向かうとの発想から、マーケットが大きく反応してしまい、長期金利が跳ね上がってしまいます。その結果、また景気はおかしくなります。そして非常に不安定な状態が始まります。これを私は「量的緩和の罠」と呼んでいるのです。

この罠にはまると、GDPの動きはどんな

のでしょうか。量的緩和を実施しなかった国は、実施した場合より若干GDPの落ち込みは大きくなり、回復もその分遅れます。しかし、いったん回復が始まると、一気に経済は大きく好転します。一方の量的緩和を実施した国はどうか。GDPの落ち込みは抑えられ、景気回復もその分だけ早くなります。ところが、景気回復が始まると、特に債券市場に非常に大きなプレッシャーがかかり、長期金利、為替レートが上がります。今のアメリカの為替レートが強いのは、まさにこれが現実には起きているといえるでしょう。こうなるとGDPの伸びは抑え込まれてしまいます。

今のマーケットは、量的緩和中毒になっているのではないのでしょうか。量的緩和の話が出る度に株が上がるという現象が、日本だけではなく欧米でも起きています。ただし、ひとたびバランスシート不況が終わると、量的緩和を実施した国の長期金利にとてつもなく大きな上昇圧力がかかることが懸念されます。こうした状況に対してどのような手が打てるのかを、事態が一番先行している米国での議論をみて検討してみましょう。

現在、FRBでは量的緩和の解除に向けた幾つかの方法の案が議論されていますが、その1つが、超過準備に金利を支払うというものです。確かに、FRBが超過準備に金利を付け、FRB自体が借りることにすれば、この資金は民間には出ていかなくなります。これにより理論的には2,000%のインフレの問題は抑えこむことができます。

では、現実はどうか。すでに供給されている超過準備、つまり法定準備を超えてしまった資金が2.7兆ドルあります。それに金利を付けるといっていますが、FOMCが最終的に適切だとしている金利の水準は、3.75%です。これはFOMCがすでに発表しているのですが、3.75%の金利を2.7兆ドルに付けると、毎年いくらになるのでしょうか。1千億ドルです。1千億ドルの利払いをFRBが民間銀行にしなければならないとなると、FRBが毎年アメリカの財務省に戻す納付金が当然1千億ドル減ります。つまり、アメリカの連邦政府の財政赤字が1千億ドル増えるということになり、国民への説明責任が問題になります。この新たに増えた財政赤字の必要性を一体どうやって選挙民に説明するのでしょうか。選挙民からしてみれば、もともとの金融政策が悪いからだとなり、責任問題に発展します。しかも今のアメリカ議会は、2014年秋の中間選挙で上下院ともに共和党になってしまいました。共和党は最初から量的緩和には猛反発していましたから、この超過準備に金利を付けるという案は、簡単にはいきません。

超過準備への付利とは別にFRBがいつているのは、FRBが現在保有している債券を償還まで持つというものです。それを聞いたマーケットは、償還まで持ってくれるなら安心だと判断し、今は小康状態にあります。しかし、これで問題が発生しないというのは、とんでもない間違いです。償還になったときに大きな問題が発生するからです。

償還を迎えると、政府はFRBに対して償還金を支払わなくてはなりません。ところが、政府にそんな金はありません。通常はどこ国でも国債が償還を迎えると、財務省は借換債を発行します。借換債を発行し、民間から調達して償還金を払う。民間から調達したものをまた民間に返すのですから、需給面からみれば相殺され借換債の発行は金利に影響を与えないといわれます。しかし、今回の場合は、名前こそ借換債でも実質は新規国債です。なぜなら民間から引っ張ってきた資金が、民間には戻らず、FRBになってしまうからです。

しかも2.7兆ドルもあるわけですから。イエレンFRB議長は、これを5年から8年で片付けると発言していますが、例えばこれが5年だと、2.7兆ドルを5年で割れば、年間5,000億ドル以上のこの種の新規国債が必要になります。今のアメリカの財政赤字が年間5,000億ドルです。今のアメリカの10年国債の利回りが2.3%くらい付いていますが、それは財政赤字が5,000億ドルだという前提で付いています。ところが、量的緩和の解除に入ると、これが実質的に1兆ドルと倍になります。そうすると当然、利回りは2.3%では済まず、3%とか4%近辺まで上がってしまうかもしれません。つまり、FRBが売らないといっても安心できないということです。

こう考えていくと、量的緩和の解除は大変な作業だということがわかります。本当にできるのでしょうか。私は、FRBもそれに伴

う困難を理解しているのだと考えます。実際にFRBがテーパリングを始めた2013年12月のアメリカのインフレ率は1.1%でした。バーナンキ議長（当時）は2%のインフレが適切だと言いながら、1.1%の時にもうハンドルを切っているのです。この点を考えていくと、それなりに答えが出てきます。つまり、本当に2%になるまで量的緩和を続けたとすると、2%が見えてくる段階で、短期金利は当然上がっていきます。今はまだゼロインフレないしは1%近辺だから短期金利もゼロ近辺にアンカーされていますが、インフレが2%となれば当然、短期金利もどんどん上がります。アンカーが外れてしまうわけですね。すると長期も当然上がっていきます。そうしたタイミングでテーパリングを行うと、長短金利とももっと跳ね上がってしまい、景気を腰折れさせてしまいます。

ところが、インフレ率が1%近辺のときなら、今後も短期金利をゼロ近辺に維持するというフォワード・ガイダンス（時間軸効果）が使えます。これにより、イールドカーブは短期がゼロでアンカーされますから、テーパリングを行って長期債の需給が多少悪化しても、それほど長期金利が上がる理由はありません。私はこれがバーナンキがインフレ率が1.1%のときにハンドルを切った理由ではないかとみています。

同様の問題を抱えている黒田日銀総裁にもそろそろこの点を考えていただきたいものです。黒田総裁は、年間80兆円国債を買うと言

われています。しかし、こうした大規模な量的緩和をどうやって解除するのかと考えると、想像を絶する世界が待ち構えているといえます。

2013年、ワシントンでFRBの高官に会う機会があり、ある質問をしてみました。量的緩和をやるべきだという学術論文は数多くみましたが、どうしたら量的緩和を解除できるのか書かれた論文を私は1本も見ることがない。あなたはどうかと。その人から返ってきた答えは「私も1本も見ることがない」でした。つまり、FRBも手探り状態、マーケットも手探り状態、学界もまったくの手探り状態なのです。したがって、今後この問題に直面すると、マーケットがかなり荒れ、様々な波乱が起きる可能性があるということになります。もし当面、借金へのトラウマ等で民間の資金需要が弱いままなら、弱いうちに少しずつ解除していくという選択肢が当然あります。一方、民間資金需要が一気に戻ってきたときに、解除に踏み切ると、かなり混乱した状況に陥りかねないということです。

以上、量的緩和とは、多くの問題をはらむ政策であり、また、様々な困難な状況が起り得るかもしれないということですが、皆様には是非この点を念頭に置いていただきたいと思います。

本日は、ご清聴ありがとうございました。

（本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：千田 雅彦）