

4年を迎える大胆な金融緩和の「光」と「影」

～是清を超える異次元の領域へ～

エコノミック・インテリジェンス・チーム 長内 智／岡本 佳佑

要 約

現在、政府の掲げる「デフレ脱却」や日本銀行の2%のインフレ目標が正念場を迎えている。本稿では、「大胆な金融緩和」の4年間の特徴を「光」と「影」の両面から整理しつつ、今後の課題について分析した。

大胆な金融緩和を概観すると、全ての始まりは2012年11月15日、自民党の安倍晋三総裁による金融政策を巡る発言にまでさかのぼることができる。その後、10年国債利回りがマイナスを記録するなど大きな衝撃波となった。

4年間のコアCPIの動向を総括すると、最初の2年間はインフレ目標の達成に向けて着実に進んでいたが、その後、風向きが急変してインフレ目標から徐々に後退してしまったと整理できる。

国債の保有額や購入割合という観点からみると、日本銀行による大量の国債購入は、「実質的な直接引受け」のような状態だと言える。しかし、周知の通り、現在、日本銀行は法律に従って国から国債を直接購入しておらず、直接引受けには該当しない。

今後の金融政策の優先課題としては、①長期戦に向けた金融政策の枠組みの再構築、②サプライズから対話路線へのシフト、③大胆な金融緩和の副作用に関する丁寧な説明——の3つが指摘できる。

目 次

はじめに

- 1章 大胆な金融緩和の衝撃波
- 2章 インフレ目標の成績表
- 3章 ヘリマネと高橋是清
- 4章 今後の3つの優先課題

はじめに

現在、政府の掲げる「デフレ脱却」や日本銀行の2%のインフレ目標が正念場を迎えている。2016年に入ってから、消費者物価の基調に弱さが見られ、コアCPI（生鮮食品を除く総合）の前年比は2016年3月から8月まで6カ月連続のマイナスとなった。

振り返ってみると、現行の「大胆な金融緩和」は今から約4年前に始まった。前半の2年間は、デフレ状況から抜け出すなど着実に成果を挙げていた。しかし、後半の2年間は逆風が吹き荒れて、再びデフレの影が忍び寄っている。そこで本稿では、「大胆な金融緩和」の4年間の特徴を「光」と「影」の両面から整理しつつ、今後の課題について分析する。

まず、大胆な金融緩和について概観するとともに、マイナス金利政策が各経済主体に及ぼした影響について検証する。また、コアCPIの要因分解や物価関数の推計を通じて、インフレ目標が実現できなかった背景を探る。さらに、最近関心が高まっているヘリコプターマネーを巡る議論について、「高橋財政」を振り返りながら整理する。最後に、今後の金融政策の課題について論じる。

1章 大胆な金融緩和の衝撃波

1. 全ての始まりは2012年11月15日

現行の大胆な金融政策は、一般に2013年4月4日に導入された「量的・質的金融緩和」が起点とされることが少なくない（図表1-1）。しかし、全ての始まりは2012年11月15日、自民党（当時は野党）の安倍晋三総裁による金融政策を巡る発言にまでさかのぼることができる。

安倍総裁は都内の会合で、デフレ脱却や過度な円高を是正するために、①インフレ目標、②無制限の緩和などによる「大胆な金融緩和」の実施を主張したのである。金利水準についても、ゼロ、もしくはマイナスまで下げることに言及した。

今となっては、これらは決して目新しい内容でないが、当時の日本銀行の金融政策運営スタンスに鑑みると、非現実的かつ革命的な政策方針であった。そして、同年12月の衆議院総選挙で自民党が勝利し、第2次安倍政権が発足すると状況は急進展する。

日本銀行は、2013年1月22日にインフレ目標政策と無制限の資産買い入れ方式の導入を発表し、金融政策の枠組みを大きく転換させたのである。同日、政府と日本銀行は、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のために両者が協調して取り組むことを示した共同声明を公表した。

2013年3月20日に黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任すると、4月4日には、「異次元緩和」とも称される非常に大規模な「量的・質的金融緩和（QQE1）」の導入が発表されることとなった。翌2014年10月31日には、「量的・質的金融緩和」の拡大（QQE2）を決定し、金融緩和を一段と強化した。

このような積極的な金融緩和政策を背景に、短期国債利回りは、徐々にマイナス圏まで低下することになった（図表1-2）。まさに、「マイナス金利時代」の序幕が開かれたのである。

ここで、デフレの歴史を紐解いてみると、昭和初期のデフレ不況からの脱却に成功した「高橋財政」は、1931年12月13日の高橋是清大蔵大臣の就任および金輸出の再禁止を起点に始まった。大胆な金融緩和を理解する上で、いわゆる安倍発言が行われた2012年11月15日は、その日に

図表 1-1 2012 年末以降の主な金融政策関連の出来事

日付	主な出来事
2012 年 11 月 15 日	安倍晋三自民党総裁が、金融政策に関して「大胆な金融緩和」の実施を主張（インフレ目標、無制限の緩和）
2012 年 12 月 26 日	第 2 次安倍晋三政権が発足
2013 年 1 月 22 日	日本銀行がインフレ目標政策の導入（「物価安定の目標」を導入）、無期限の資産買い入れ方式の導入を決定
同日	政府と日本銀行が政策連携を強化することを示した共同声明を公表
2013 年 3 月 20 日	黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任
2013 年 4 月 4 日	日本銀行の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」の導入、資産買入等の基金の廃止を決定
2013 年 5 月 22 日	バーナンキ F R B 議長（当時）が、資産購入ペース縮小の可能性について言及（いわゆる「Tapering 発言」）
2013 年 8 月 7 日	イングランド銀行（英国中央銀行）が「フォワード・ガイダンス」の導入を公表、決定は 8 月 1 日
2013 年 12 月 18 日	F e d（米国連邦準備制度）が Q E 3（量的緩和第 3 弾）の縮小を決定
2013 年 12 月 24 日	政府の 2013 年 12 月の月例経済報告において「デフレ」の文言がなくなる（2009 年 10 月以来、4 年 2 カ月ぶり）
2014 年 6 月 5 日	E C B（欧州中央銀行）がマイナス金利政策を導入
2014 年 10 月 29 日	F e d が Q E 3 の終了を決定
2014 年 10 月 31 日	日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を決定
2014 年 12 月 18 日	スイス国立銀行（中央銀行）がマイナス金利政策の導入を決定
2015 年 1 月 22 日	E C B が国債購入型の量的金融緩和の導入を決定、対象はユーロ圏諸国の国債と欧州連合関連機関のユーロ建て債
2015 年 2 月 12 日	スウェーデン国立銀行（中央銀行）がマイナス金利の導入を決定
2015 年 12 月 16 日	F e d が利上げを決定
2015 年 12 月 18 日	日本銀行が「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入を決定
2016 年 1 月 29 日	日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定
2016 年 2 月 9 日	日本の 10 年国債利回りが史上初めてマイナスを記録、長期金利がマイナスを記録したのはスイスに次ぐ 2 カ国目
2016 年 7 月 29 日	日本銀行が E T F の買い入れ額の増額、企業・金融機関の外貨資金調達環境の支援措置を決定
2016 年 9 月 21 日	日本銀行が金融政策の「総合的な検証」を実施・公表、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入

（出所）日本銀行、内閣府、F e d、E C B、イングランド銀行、スイス国立銀行、スウェーデン国立銀行、各種報道から大和総研作成

相当するものと位置付けることができるだろう。

2. 長期金利が初めてマイナスを記録

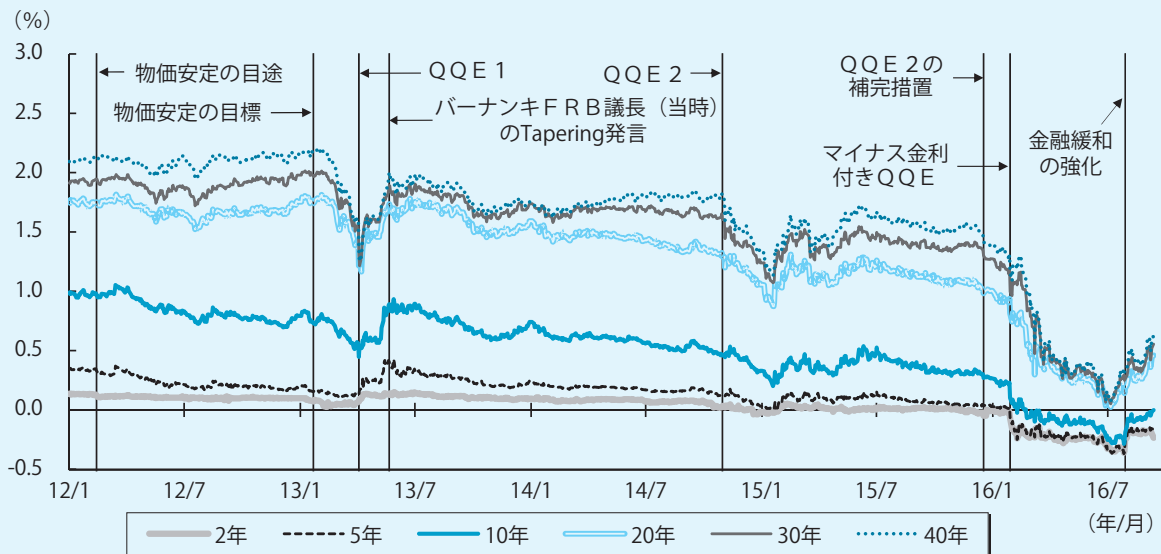
日本銀行は、2016 年に入って消費者物価に弱さが見られる中で、1 月 29 日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表した。

黒田総裁は、マイナス金利政策の導入が決定さ

れる 1 週間ほど前の参院決算委員会で、明確にマイナス金利政策の導入を否定していた。そのため、1 月の金融政策決定会合でマイナス金利政策が導入されると予想する市場参加者は非常に少なく、大きなサプライズとして受け止められた。

国債市場では、マイナス金利政策の導入で長期金利が大きく押し下げられ、2 月 9 日に 10 年国

図表1-2 金融政策と国債利回り



債利回りが史上初めてマイナスを記録した。その後、マイナス圏での推移が続き、日本はしばらくマイナス金利時代が継続したのである。

大規模な金融緩和が始まる以前は、長期金利がマイナス圏にまで沈み、それが数カ月以上も継続すると考える人は、ほとんどいなかったであろう。マイナス金利政策は、その固定観念を根底から覆すほどの衝撃波となったのである。

世界を見渡せば、マイナス金利政策を導入したのは日本銀行が初めてのことはない。世界的な金融危機や欧州債務危機を経て、デンマーク、ユーロ圏、スウェーデン、スイスの中央銀行が既にマイナス金利政策を導入しており、それらの国に日本が仲間入りを果たした格好である。

3. マイナス金利政策の経済主体別影響

それでは、マイナス金利政策は、経済主体に対してどのような影響を及ぼすのだろうか。ここでは、日本銀行のマイナス金利政策が、6つの経路を通じて、「銀行」「企業」「家計」「政府」に及ぼ

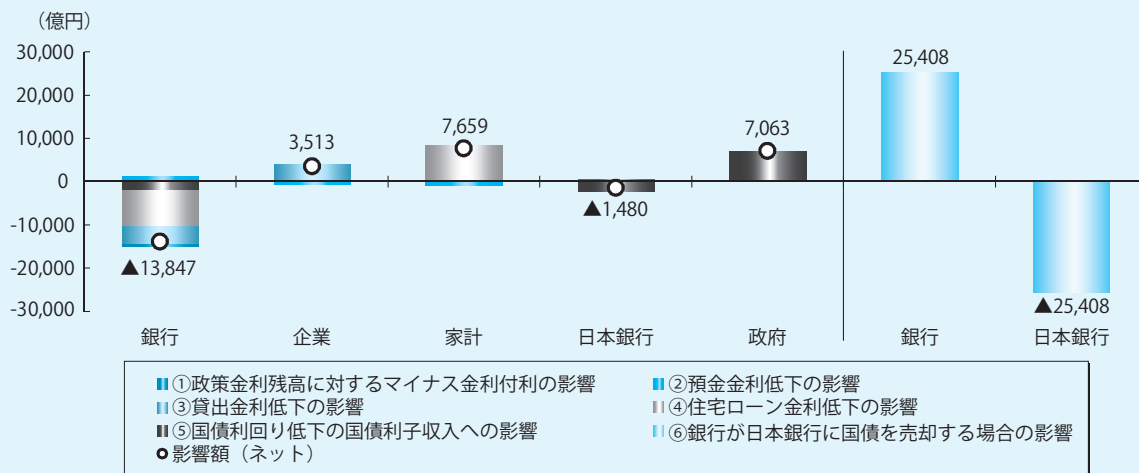
す影響を検討する（図表1-3）。

第一に、マイナスの影響が大きい経済主体は、銀行であり、直接的な効果(①)で企業収益が656億円程度押し下げられる。加えて、企業向け貸出金利や個人向け住宅ローン金利が下がること(③、④)もマイナス要因となる。銀行にとっての調達コストに相当する預金金利の低下(②)はプラスに作用するものの、貸出金利の低下によるマイナス効果に比べると、その規模はかなり小さい。

なお、銀行は、マイナス金利政策によって価格が上昇した国債を売却することで利益を上げることができる(⑥)。国債の売却額を増やせば、マイナスの影響を相殺することも可能である。ただし、国債売却による収益押し上げ効果は一度限りのものであり、さらに担保目的のために国債を一定程度保有する必要があることを考慮すると、国債売却益は持続的な収益源とならない点に留意したい。

第二に、企業と家計は全体としてみるとプラス

図表1-3 マイナス金利政策が主な経済主体に与える影響



(注1) 当初一年間の影響についての試算値。なお、試算結果については相当の幅を持つ必要がある
 (注2) ②～④は、2016年3月末時点の残高に対し、1月28日～8月15日の各金利変化幅を掛けて算出。
 ・預金金利(うち企業向け…▲0.03%、うち家計向け…▲0.02%)、貸出金利 ▲0.15%
 住宅ローン金利：うち変動金利…▲0.79%、うち変動・固定ミックス…▲0.34%
 (注3) ⑤は、2016年3月末時点の各経済主体の国債保有残高に対し、1月28日～8月15日の10年国債利回りの変化幅(▲0.33%)と、
 国債実効利回りの10年国債利回りに対する弾性値を掛けて算出。図表中以外の経済主体が影響するため、合計してもゼロとならない
 (注4) ⑥は、マイナス金利政策が導入されなかったと仮定した場合と8月15日時点の価格変化および国債売却額の仮定(80兆円)を用いて算出
 (出所) 日本銀行統計等から大和総研作成

の恩恵を受ける。企業は、金融機関からの借入金利が下がり、それによって支払利息が減少すること(③)が増益要因となる。家計は、変動金利を中心に住宅ローン金利が低下すること(④)がプラスに作用する。こうした金利低下に伴う企業と家計のプラス効果を、設備投資や消費の増加に結びつけることが今後の重要課題だと言える。

第三に、国債利回りが低下することで、政府の利払い費が大幅に減少し、その分だけ政府債務の増加を抑制することができる。政府は経済再生のために、利払い費の圧縮分を補正予算の財源として活用する方針を示している。

このように短期的に見ると、マイナス金利政策は日本の財政にとってプラスの効果があるように映る。しかし、長期的には、日本経済が回復軌道に戻る中で、いずれはマイナス金利政策も解除されるため、利払い費の圧縮分は恒久的な安定財源

になり得ない。マイナス金利の短期的なプラス効果に目がくらみ、財政再建に向けた取り組みが後退するようなことはあってはならない。

最後に、マイナス金利政策には、企業や家計に「ベネフィット(便益)」が生じる一方で、銀行がダメージを受けるという「コスト(費用)」が発生することも見逃してはならない。日本銀行には、その両面を十分に評価した上で、政策手段を適宜調整することが求められる。

2章 インフレ目標の成績表

1. デフレを抜けた後に風向きが急変

日本銀行が2013年1月に導入した2%のインフレ目標の到達度を、消費者物価の基調を示すコアCPI(生鮮食品を除く総合)の要因分解などによって評価することにしよう。なお、現在のイ

ンフレ目標は、生鮮食品を含むC P I（総合）で設定されている。しかし、データの振れが大きくなることから、一般には、コアC P Iで基調を判断する。

あらかじめ4年間のコアC P Iの動向を総括すると、最初の2年間はインフレ目標の達成に向けて着実に進んでいたが、その後、風向きが急変してインフレ目標から徐々に後退してしまったと整理できる。

コアC P Iの前年比は、2013年春に下げ止まり、その後は緩やかな上昇に転じた（図表2-1）。この主因は、円安の進行を背景に、エネルギー価格のプラス寄与が拡大し、耐久財のマイナス寄与が縮小したことである。年後半には、サービス価格のプラス寄与が拡大する中で、コアC P Iの前年比は1%を超える推移となった。

年末にかけては、現在日本銀行が参考にしている生鮮食品とエネルギーを除く総合の前年比がプラスに転じた（図表2-2）。さらに、物価上昇品

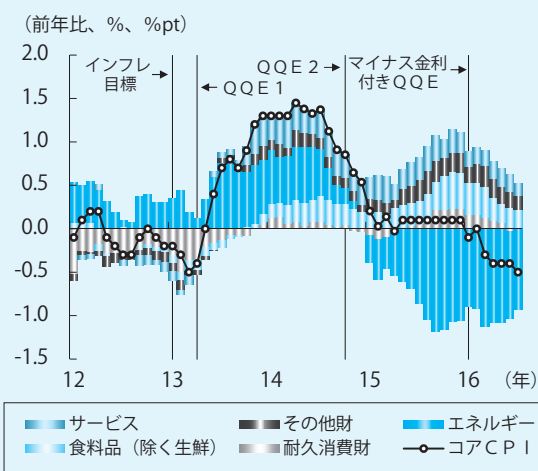
目の比率と下落品目の比率の差を示すD Iが上昇傾向となり、品目別に見ても物価上昇の動きに広がりが出てきたことが確認できる。

こうした中、政府は、2013年12月の「月例経済報告」において、消費者物価の基調判断から「デフレ」の文言を削除した。デフレの文言がなくなったのは、2009年10月以来、4年2カ月ぶりのことである。これによって、政府は、日本が持続的な物価下落という意味での「デフレ状態」から抜け出したことを宣言したことになる。

実際のデータを見る限り、消費者物価が下落基調でないことは明らかであり、この政府の判断は妥当であったと考える。

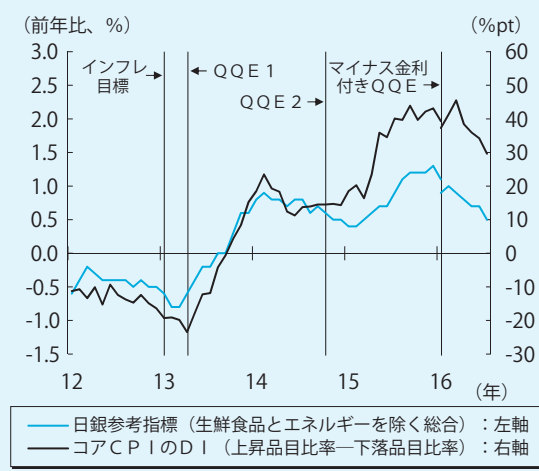
2014年に入ってから、食料品のプラス寄与が拡大したことや耐久消費財の価格上昇もあって、コアC P Iの前年比は1%を超える推移が続いた。しかし、夏頃から円安による物価の押し上げ効果が縮小し始め、その上昇テンポは徐々に鈍化した。

図表2-1 コアC P I（前年比）の主な内訳



(注1) コアC P Iは生鮮食品を除く総合
(注2) 2015年以前は2010年基準、2016年以降は2015年基準
(注3) 消費税の影響は大和総研の試算値
(出所) 総務省から大和総研作成

図表2-2 他のコア指標



(注1) 2015年以前は2010年基準、2016年以降は2015年基準
(注2) 2014年4月の消費税率引き上げによる影響は日本銀行による調整値
(出所) 日本銀行から大和総研作成

さらに、原油価格が同年7月から下落基調に転じると、エネルギー価格のプラス寄与の縮小が加速し、秋以降、コアCPIの伸びは急速に低下した。また、4月の消費税増税後に日本経済が大幅なマイナス成長に転じ、マクロの需給バランスが悪化したこともコアCPIの押し下げ要因になったと考えられる。

消費者物価の基調が大きく変わる中、日本銀行は、2014年10月31日に「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。コアCPIの前年比に関しては、原油価格が年末にかけて一段と下落したため、日本銀行の追加緩和のきもなくゼロ近傍まで低下した。

他方、追加緩和後に円安が加速したことなどを背景に、2015年に食料品や日用品の値上げが広がったため、生鮮食品とエネルギーを除く総合やDIは再びプラス幅を拡大させることになった。エネルギー価格という外生的な要因を除くと、日本銀行の追加緩和の効果は着実に出ていたと評価できる。

2015年末以降の円高や原油価格の下落によって、物価下押し圧力が高まる中、日本銀行は、2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定する。しかし、その政策効果は明確に観測することはできず、コアCPIの前年比はマイナス圏へと転じ、生鮮食品とエネルギーを除く総合やDIも低下傾向が続いている。

2016年以降の消費者物価の基調は明らかに弱く、政府の掲げる「デフレ脱却」や日本銀行の2%のインフレ目標は、まさに正念場を迎えたと言える。

2. 物価関数によるコアCPIの構造分析

ここでは、コアCPIの変動要因を物価関数によって推計し、2014年後半以降、消費者物価が2%インフレ目標から徐々に後退した背景を分析する。具体的には、コアCPIの前年比を、①GDPギャップ、②期待インフレ（家計）、③企業物価・国内需要財価格、④定期給与——の4つの説明変数で推計する。

まず、消費者物価の基調が大きく変わり始めた2014年半ば以降の動向を見ると、所得環境の改善を背景に定期給与要因が押し上げに作用した一方、原油価格の下落などで企業物価・国内需要財要因がマイナス寄与に転じたほか、消費税増税後の反動減でGDPギャップ要因のマイナス寄与が拡大し、これらがコアCPIを下押しした（図表2-3）。

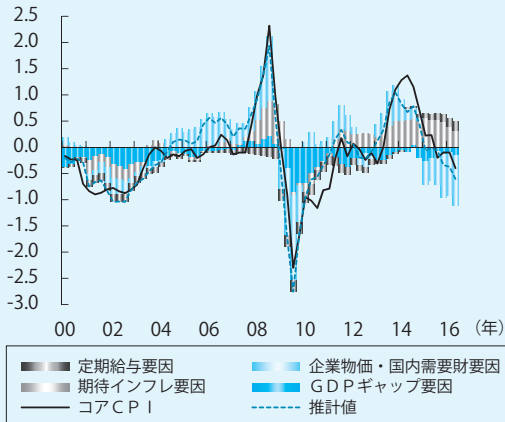
企業物価・国内需要財要因の内訳を確認しておくと、円安が一服したことで輸入品（為替変動）要因のプラス寄与が縮小したほか、原油安を受けて輸入品（現地価格）要因、さらには国内品要因までもがマイナス寄与に転換して、全体を大きく押し下げたことが分かる（図表2-4）。

次に、コアCPIがマイナス基調に転じた2016年以降について整理しよう。この局面では、円高や原油安などを背景に、企業物価・国内需要財要因と期待インフレ要因が押し下げに作用した。企業物価・国内需要財要因の内訳を見ると、2014年末以降の円高を受けて、輸入品（為替変動）要因がマイナス寄与に転じたことが注目される。また、期待インフレ要因の動向からは、再び家計にデフレマインドの影が忍び寄ってきた可能性が示唆される。

最後に、これまでの結果から得られるインプリ

図表2-3 コアCPI関数

(前年比、%、%pt)



(注1) コアCPIの前年比の推計式は、以下の通り。

$$\text{コアCPIの前年比}(t) = \alpha \times \text{GDPギャップ}(t-2) + \beta \times \text{期待インフレ率}(t-1) + \gamma \times \text{企業物価・国内需要財}(t) + \delta \times \text{定期給与のトレンド}(t)$$

いずれも1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用

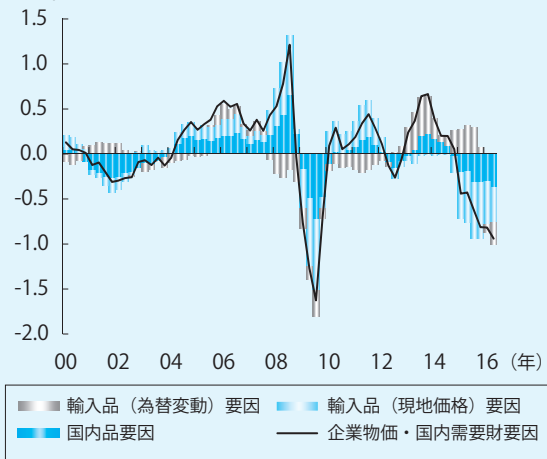
(注2) コアCPIは生鮮食品を除く総合、定期給与のトレンドはHPフィルターにより算出

(注3) 2014年4月の消費税率引き上げの影響は調整済み

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行から大和総研作成

図表2-4 企業物価・国内需要財要因の内訳

(%pt)



(注) 計算上の誤差により内訳の合計は企業物価・国内需要財要因と必ずしも一致しない

(出所) 日本銀行から大和総研作成

ケーションとして、以下の3点が指摘できる。第一に、外生的な要因である原油価格の急落は、追加緩和によって対処することは困難であり、必要に応じてエネルギー価格を除く指標などで消費者物価の基調を判断する必要があると考える。

第二に、為替レートの影響は大きく、2016年に入ってから消費者物価が弱含んだ際の主因は円高であった。このため、為替レートがファンダメンタルズ（基礎的条件）から乖離して変動する場合には、為替安定化策などが重要な政策課題となる。

第三に、原油安と円高によって、家計の期待インフレが低下し、再びデフレマインドが定着してしまうリスクについて、引き続き注視する必要がある。

3. 「2年」から「中長期的」への転換

日本銀行のインフレ目標の特徴として、「2年」という具体的な達成時期を明示したことが指摘で

きる。他国の動向を見ると、達成時期を示す国も一部に存在するが、多くの国は「中長期的」のように、達成時期に柔軟性を確保した目標となっている。

2013年4月に日本銀行が「量的・質的金融緩和」を導入した際には、家計や企業に定着していたデフレマインドを抜本的に転換させるため、「2年」で達成するという強いメッセージを示すことに一定の妥当性があったと考えられる。

しかし、結果として、「2年」という達成時期は5回も後ずれしている（図表2-5）。これによりインフレ目標に対する信認が低下すれば、期待を通じた金融政策の波及効果に悪影響を及ぼしかねない。

また、主要先進国・地域の消費者物価の前年比を見ると、2014年半ば以降の原油安などを背景に、2%を超える国はない（図表2-6）。こうした中、「2年」に強くこだわる必然性は小さいとみられる。

図表 2-5 インフレ目標の達成時期の変遷

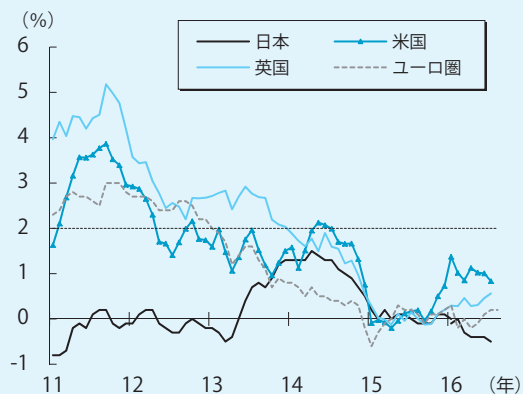
日付	達成時期	時期変更	金融政策
2013年4月26日	2014年度～2015年度	-	-
2013年7月11日	-	-	-
2013年10月31日	-	-	-
2014年1月22日	-	-	-
2014年4月30日	-	-	-
2014年7月15日	-	-	-
2014年10月31日	2015年度を中心とする期間	実質後ずれ	追加緩和
2015年1月21日	-	-	-
2015年4月30日	2016年度前半頃	後ずれ	-
2015年7月15日	-	-	-
2015年10月30日	2016年度後半頃	後ずれ	-
2016年1月29日	2017年度前半頃	後ずれ	追加緩和
2016年4月28日	2017年度中	実質後ずれ	-
2016年7月29日	-	-	追加緩和

(注1) 2014年7月以前の時期は、日本銀行資料から大和総研が判断

(注2) 2015年以前は、「経済・物価情勢の展望」の中間評価を含む

(出所) 日本銀行から大和総研作成

図表2-6 主要先進国・地域のCPI（前年比）



(注1) 日本はコアCPI、その他は総合

(注2) 日本の2014年4月の消費税率引き上げによる影響は日本銀行による調整値

(出所) 総務省、日本銀行、Haver Analyticsから大和総研作成

将来的には、市場との適切なコミュニケーションを通じ、インフレ目標の達成時期を「中長期的」へと転換していくことが重要な課題だと考える。

3章 ヘリマネと高橋是清

1. ヘリコプターマネーの可能性

近年、中央銀行の金融政策を巡って「ヘリコプターマネー」の議論が活発化している。ヘリコプターマネーとは、政府と中央銀行が一体となって、大量の貨幣をヘリコプターからばらまくように、人々に資金を供給する政策のことである。米国の経済学者ミルトン・フリードマンが提唱したもので、その後、バーナンキ前FRB議長などが有効性を主張したことで、注目されるようになった。

また、リーマン・ショック以降、各国の中央銀行が資産購入など大規模で非伝統的な金融政策を導入したものの、経済の回復ペースや物価上昇率が思ったほど高まってこないとの焦りから、ヘリコプターマネーが「切り札」として浮上した面もある。

ヘリコプターマネーは、財政規律の崩壊、中央

銀行の独立性の喪失、ハイパーインフレーションの発生など、非常に危険なリスクを伴う政策である。そのため、実際には、純粋な意味でのヘリコプターマネーが実施されることはないだろう。

それにもかかわらず、この議論が繰り返し浮上するのは、ヘリコプターマネーが様々な類型として定義され、通常のポリシーミックスですら、その一形態として位置付けられるためだと考える。実際、現行の大胆な金融緩和と政府の財政政策も、ヘリコプターマネーの一種と捉えることができる。

ヘリコプターマネーの分類方法は様々な存在するが、ここでは資金調達手段別に分類することにしよう（図表 3-1）。現在、日本に関しては、図表の一番上の段の「日銀直接引受けの有無」が議論の焦点になっている。日本銀行による国債の直接引受けがないという意味で、現行の大規模な金融・財政政策はここに該当する。そして、もし日本銀行が直接引受けを行うのであれば、昭和初期の「高橋財政」が当てはまる。

日本では、戦後のハイパーインフレーションを教訓に、財政法第 5 条で「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」と記されているように、直接引受けが禁止されている。現行法で禁じられていることから、法律が改正されない限り、日本銀行の直接引受けは行われまいということが当然の帰結である。

他方、財政法第 5 条のただし書きでは、「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」とあり、実際、日本銀行が保有する国債のうち償還期限が到来した分の乗り換えは、このただし書きを根拠に、国会の議決を経て直接引き受けている。さらに、日本銀行法第 34 条では、政府短期証券に財政法第 5 条は適用されず、直接引き受けることができるとされている。

このような例外規定の存在をもって、日本銀行が直接引受けを行っても問題はないという意見も

図表 3-1 資金調達手段別のヘリコプターマネーの分類

国債発行	利子	資金調達手段	政府債務残高	日銀直接引受け	特徴
有	有	期限付き国債発行	増加	有 / 無	通常の国債発行による資金調達【日銀引受け有りケース：高橋財政】
		永久債発行			返済期限がない国債であり、償還時の増税の心配がない
	無	期限付き国債発行			償還時に借換えすれば、無利子永久債と実質的に同じ
		永久債発行			利払いも返済期限もない国債であり、償還時の増税の心配がない
無	有 / 無	既発債と永久債の交換	不変	-	返済期限がない国債に切り替わるため、償還時の増税の心配がなくなる
	無	政府紙幣の発行			無利子で返済期限がない。日銀を唯一の発券銀行とする日銀法に反する
	有 / 無	中銀による貸付	増加		資産の裏付けのない貨幣供給

(出所) 各種資料から大和総研作成

あり得る。しかし、日本銀行の国債乗換えは流通の円滑化が目的であって、マネーを増やすこともない。政府短期証券の引受けについても、あくまで臨時的な措置が必要な場合に限られ、短期間で償還を行うなどの明確な「歯止め」が設けられている。

以上のことから、日本銀行の直接引受けは、政治家が財政法を改正しない限り、実施されないという結論になる。さらに、ひとたび法律を改正してしまうと、結果として政府による財政の膨張が進み、ハイパーインフレーションを引き起こすリスクがあることを決して忘れてはならないだろう。

2. 実質的な国債引受けか？

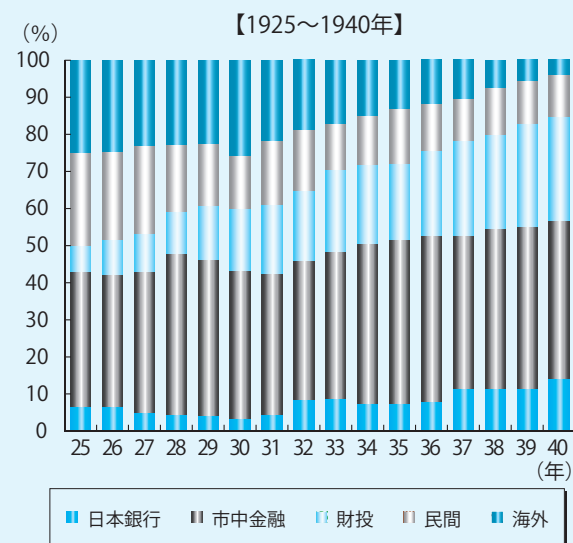
現在、日本銀行が大量の国債を購入していることをもって、「実質的な国債の直接引受け」が行われているという意見もある。そこで、この論点について、具体的なデータに基づいて検討しよう。

まず、資金循環統計によると、2013～15年

度の国債等（＝国庫短期証券＋国債・財投債）の増加額が、26.1兆円、42.4兆円、37.0兆円であるのに対し、日本銀行が保有する国債等の増加額は、73.2兆円、73.5兆円、89.8兆円であった。つまり、日本銀行は、ネット国債発行額（または国債残高増加額）を大きく上回るペースで国債等を購入していたことになる。

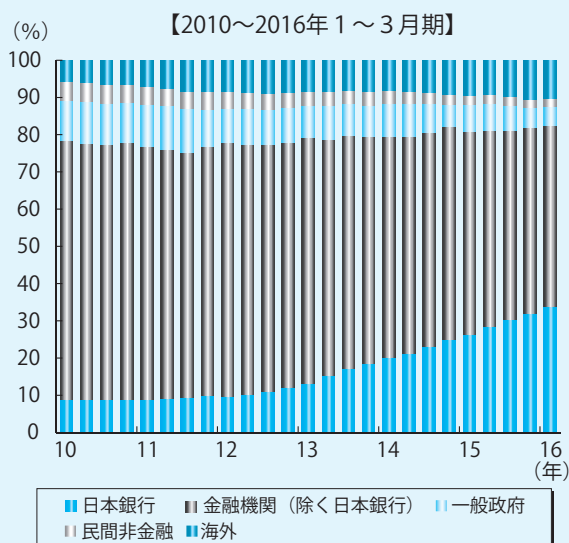
次に、「高橋財政」（1931～36年）の局面と現行の大胆な金融緩和の局面において、日本銀行の国債等の保有比率を比較しよう（図表3-2）。「高橋財政」の局面は、日本銀行の直接引受けなどによって、日本銀行の保有比率が1932年（8.6%）と1933年（8.8%）に上昇したものの、10%を超えることはなかった。他方、2016年1～3月期の日本銀行の国債等保有比率は33.9%と、「高橋財政」の局面の3倍以上の水準である。日本銀行の直接引受けが行われていた「高橋財政」の局面より国債等の保有比率が上昇している点には留意が必要だろう。

図表3-2 国債等の保有比率



(注) 国債等＝内国債＋外国債

(出所) 藤野、寺西（2000）から大和総研作成



(注) 国債等＝国庫短期証券＋国債・財投債

(出所) 日本銀行から大和総研作成

最後に、フローの動向についても確認しよう。日本銀行は、2016年中のグロスベースでの国債買い入れ額を約120兆円と見込んでいる。これに対し、政府の見通しによると、2016年度の国債発行額は162兆円（借換債が109兆円、それ以外が53兆円）である。その結果、日本銀行のフローでの購入割合は74%程度に達すると見込まれる。

以上のような国債の保有額や購入割合という観点からみると、現在の日本銀行による大量の国債購入は、「実質的な直接引受け」のような状態だと言える。しかし、周知の通り、現在、日本銀行は法律に従って国から国債を直接購入しておらず、直接引受けには該当しない。

3. 高橋財政とデフレ不況脱却の経験

日本銀行の直接引受けは法律で禁止され、その実施には多大なリスクが潜んでいるにもかかわらず、金融緩和を巡る議論で繰り返し取り上げられるのはなぜだろうか。考え得る一つの背景としては、昭和初期のデフレからの脱却に成功した「高

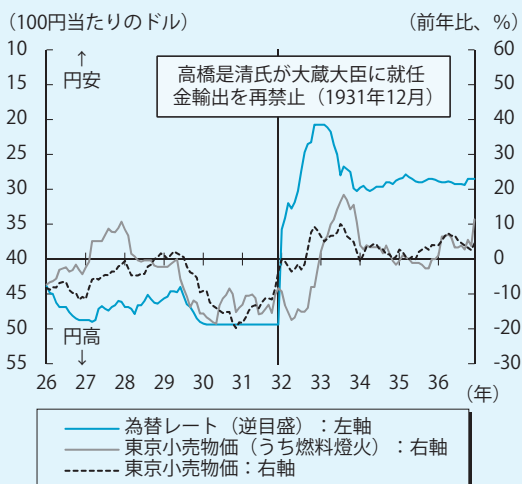
橋財政」の経験が指摘できる。

1929年以降、デフレ不況に苦しんでいた日本経済は、1931年12月13日に就任した高橋是清大蔵大臣の下で、デフレ脱却を実現した（図表3-3）。「高橋財政」の象徴的な政策として、1932年11月に始まった日本銀行の直接引受けが挙げられる。

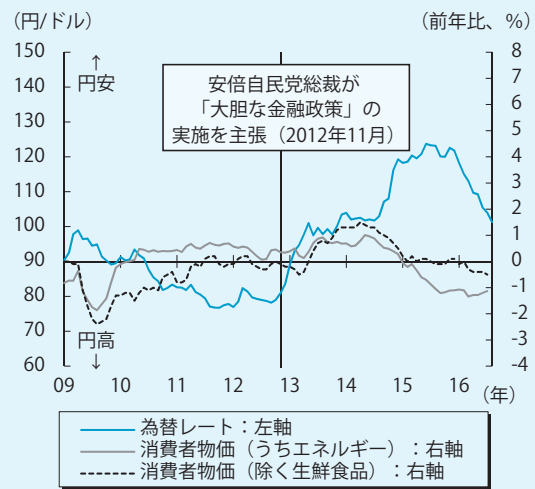
この国債引受けは、戦後のハイパーインフレーションの原因になるわけだが、直ちにインフレが昂進することがなかったのも史実である。その結果、デフレから脱却するためには、臨時的政策手段として、国債引受けのような過激な金融緩和が効果的という考えが生まれた可能性がある。

ただし、過去を振り返ると、昭和のデフレ不況から脱却した主因は、1931年12月13日の金輸出の再禁止であったと考える。これにより、為替市場で円安が急速に進み、輸入物価や卸売物価の上昇などを通じて、東京小売物価の前年比もプラス圏に転じたのである。現行の大胆な金融緩和に置き換えれば、2012年11月15日、自民党の安倍晋三総裁による「大胆な金融緩和」の発言

図表3-3 為替と東京小売物価（1926～1936年）



図表3-4 為替と消費者物価（2009年～）



を起点として、デフレ状況から抜け出したことに近いと考える（図表3-4）。

現在、2%インフレ目標から後退している背景を「高橋財政」の局面との比較を通じて検討すると、①エネルギー価格の下落、②円高基調の継続——という2点が重要である。

原油安を背景に、2015年以降、消費者物価のエネルギー価格がマイナス圏で推移しており、これが消費者物価の下押し圧力となっている。他方、「高橋財政」の局面を見ると、東京小売物価の燃料燈火価格は振れを伴いつつも、マイナス基調に大きく落ち込むことはなかった。また、1933年に入ってから円高が進行したものの、燃料燈火価格の上昇が物価を下支えしたほか、1934年以降、為替レートは横ばい圏で安定的に推移したことが確認できる。

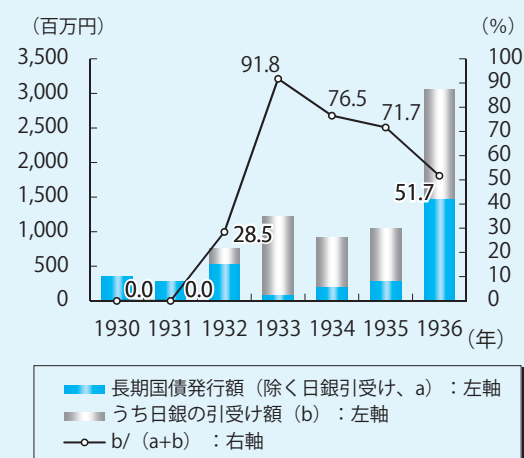
4. 是清の国債引受けに対する誤解

ここでは、「高橋財政」における国債の直接引受けに対する誤解を取り上げることにはしたい。

第一に、「高橋財政」は、「国債の直接引受け＝放漫財政」という構図で捉えられがちである。しかし、高橋是清自身は直接引受けを「一時の便法」と考えており、デフレ不況から脱した後は財政健全化を重視した。しかし、二・二六事件で暗殺された後、戦時資金の捻出に直接引受けが都合よく利用され、ハイパーインフレーションに突入したのである。

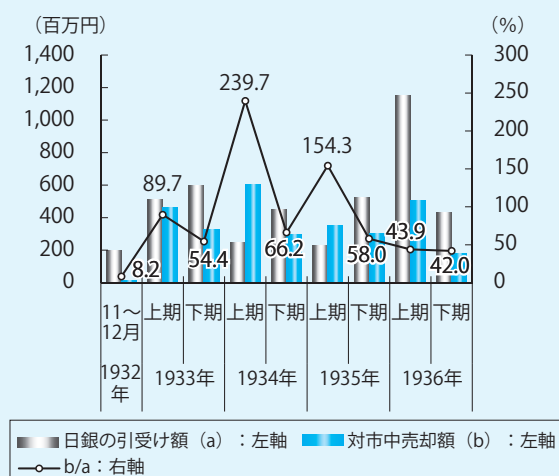
第二に、当時の直接引受けは、今日議論されるマネーの拡大という目的と同時に、日本銀行を介して国債を円滑に流通させるという役割が相対的に強かった。確かに、1932年11月に直接引受けが始まってから、日本銀行の直接引受け額が大幅に増加しており、長期国債の発行額の大部分を占めている（図表3-5）。しかし、日本銀行は、直接引受けを実施すると同時に、買い入れた国債の多くを市中に売却していた（図表3-6）。マネーの拡大のみを最優先させるのならば、それを縮小させる大規模な市中売却が行われることはなかったはずである。

図表3-5 長期国債発行額と日銀の国債引受け



(出所) 日本銀行から大和総研作成

図表3-6 日銀の国債引受けと日銀の市中売却額



(出所) 日本銀行から大和総研作成

4章 今後の3つの優先課題

1. 正念場を迎えた金融政策

現行の大胆な金融緩和は、デフレ状況から抜け出すことに成功したという点で高く評価できる。しかし、その後2%のインフレ目標から徐々に後退するなど、今まさに正念場を迎えている。

こうした状況の下、日本銀行は2016年9月21日に「総括的な検証」を発表した。そこでは、2%のインフレ目標が実現できていない背景や、マイナス金利政策の効果などが検証され、今後の金融政策運営における課題も示された。

そこで本稿の最後では、今後の日本銀行の金融政策運営における3つの優先課題について検討したい。なお、マイナス金利の深掘りなど具体的な政策手法論については議論の対象外とした。

2. 資産購入の限界を見据えた長期戦へ

第一の課題は、将来的な資産購入の限界を見据えた上で、長期戦に向けた枠組みを再構築するこ

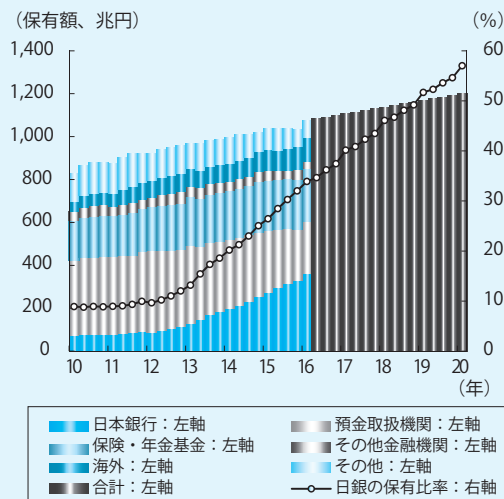
とである。具体的には、資産購入額の柔軟化などが必要になると考える。

「量」の緩和では、日本銀行は長期国債を大量に購入している。しかし、金融資産の購入には、おのずと限界がくる。資金循環統計により経済主体別の国債等保有額の推移を見ると、日本銀行は今の2倍以上の国債を購入することが可能である(図表4-1)。

しかし、これまでの経済主体別の動向を見ると、日本銀行は国債の大部分を預金取扱機関から購入していることが分かる。このため預金取扱機関以外が売却主体に転じない限り、早ければ2017年中にも国債購入に支障が出始めるだろう。

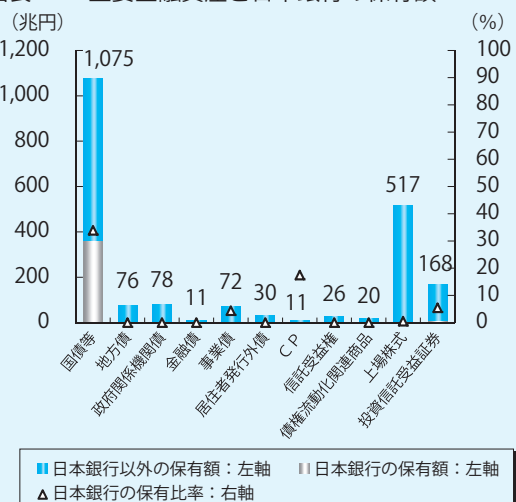
政府が財政出動を通じて国債を大量に発行すれば日本銀行の購入余地は拡大するが、厳しい財政状況を考えると現実的ではない。また、地方債や政府関係機関債へと購入範囲を広げたとしても、それらは国債に比べて市場規模が非常に小さく、1年程度の延命措置にとどまるとみられる(図表4-2)。

図表4-1 経済主体別の国債等保有額
(保有額、兆円)



(注1) 国債等は、国庫短期証券+国債・財投債
(注2) 先行きは、日本銀行の国債等保有額が年間80兆円、国債合計が年間8兆円弱(直近5年の平均)で増加すると仮定
(出所) 日本銀行から大和総研作成

図表4-2 主要金融資産と日本銀行の保有額
(兆円)



(注1) 2016年3月末時点。図表中の数字は、資産総額
(注2) 国債等=国庫短期証券+国債・財投債
(出所) 日本銀行から大和総研作成

こうした中、日本銀行が2016年9月21日に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」において、金融政策の軸足を「量」から「金利」へと移した点が注目される。この新たな枠組みの下では、日本銀行が好ましいと考える長短金利の水準が維持できてさえいれば、長期国債の購入額を現在より減少させること（= Tapering）も許容されるのである。その場合には、結果的に「量」の政策の持続性が高まることになる。

「質」の緩和についてはどうだろうか。国債より信用リスクの高い事業債やCP（コマーシャル・ペーパー）の購入が考えられる。ただし、後者は、市場規模が小さい点がボトルネックとなろう。これらの資産購入は、信用不安などで金利が上昇している場合には、「信用緩和」という効果を期待できる。しかし、信用不安がほとんど見られず、社債金利が歴史的な低水準にある中で、急いで切るべき「緩和カード」だとは考えにくい。

限界までの距離が長いのは、相対的にリスクの高い上場株式や投資信託受益証券の購入である。しかし、市場機能を歪めるリスクが存在すること

を考えると、恒久的な購入を行うことに対しては慎重であるべきだと考える。

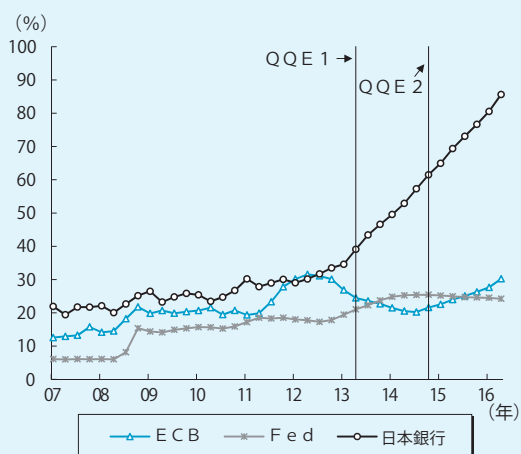
最後に、資産購入の限界論だけに注目するのではなく、現行の大胆な金融緩和が、国際的・歴史的に見て非常に強力なものであることを確認しておきたい。日本銀行のバランスシート（総資産）対GDP比は、大規模な資産購入により、ECBとFedと比べて圧倒的に高い水準にある（図表4-3）。さらに、日本の超長期のデータを見ても、現在の日本銀行のバランスシートが「高橋財政」や戦後のハイパーインフレーション時よりも膨らんでいることが分かる（図表4-4）。

3. サプライズから対話路線へシフト

第二の課題は、市場とのコミュニケーションを重視する対話路線へとシフトすることである。

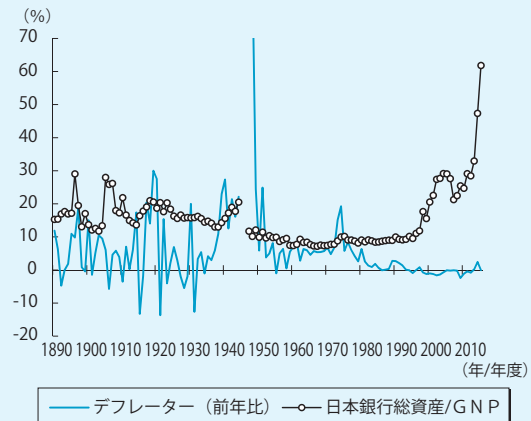
まず、黒田総裁下での金融政策運営の大きな特徴として、「市場のサプライズ」を重視する手法であることが指摘できる。大胆な金融緩和が始まる前の日本は、家計と企業にデフレマインドが定着しており、いわゆる「デフレ均衡」に陥っていた。

図表4-3 中央銀行の総資産対名目GDP比率



(出所) ECB、Eurostat、FRB、日本銀行、米商務省、内閣府から大和総研作成

図表4-4 デフレーターと日本銀行総資産の対GNP比率



(注) 戦前(1887~1944年)は暦年、戦後(1947年~)は年度。1979年度まではGNP、1980年度以降はGNI

(出所) 内閣府、日本銀行、大川ほか(1974)『長期経済統計1国民所得』(東洋経済新報社)、日本統計協会統計から大和総研作成

こうした家計と企業のマインドセットを抜本的に転換させ、デフレ均衡から抜け出すために、市場のサプライズを利用する戦術が奏功した面もあるだろう。

しかし、結果論になるが、2013年末にデフレ状況から抜け出すことに成功した後は、サプライズから徐々に対話路線へとシフトしてもよかったと考える。サプライズが繰り返されると、その効果は次第に小さくなるほか、経済主体の安定的な期待形成にも影響を及ぼすことになるためである。

最近、黒田総裁は、2%のインフレ目標を実現するためには、予想物価上昇率をアンカー（安定化）させることが課題であると指摘している。このためにも、日本銀行には、2%のインフレ目標から徐々に後退する中で経済主体と辛抱強く対話を行い、安定的な期待形成を促すことが求められ

ている。

また、前述したように、将来的には、市場との適切なコミュニケーションを通じ、インフレ目標の達成時期を「中長期的」へと転換していくことが重要な課題だと考える。

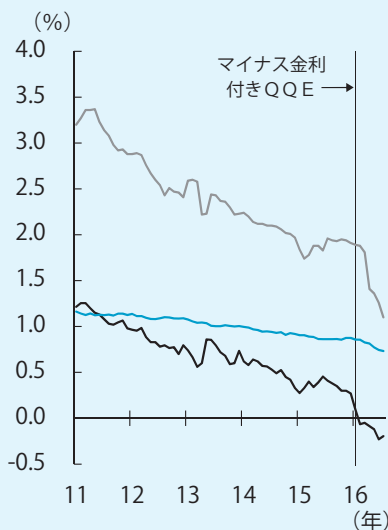
4. 副作用に対する丁寧な説明

第三の課題は、大胆な金融緩和の副作用について、丁寧な説明を行うことである。

金融緩和政策が強力かつ長期間にわたって実施されるほど、その副作用も大きくなる。そのため、日本銀行には、政策の効果だけでなく、その副作用についても十分な説明が求められる。

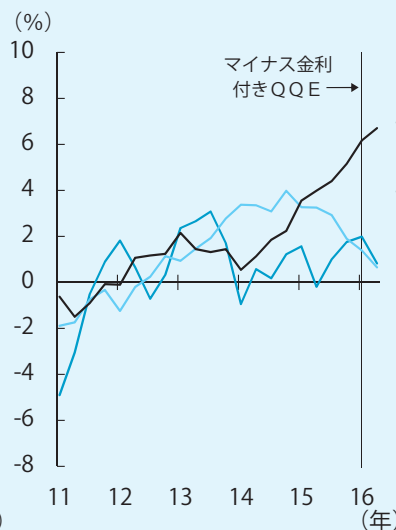
例えば、マイナス金利政策の導入を決定した後、各種金利が低下するなど政策の効果が明確に観察される（図表4-5）。しかし、歴史的な低金利を追い風に、不動産業向けの貸出が加速し、マンショ

図表4-5 各種金利



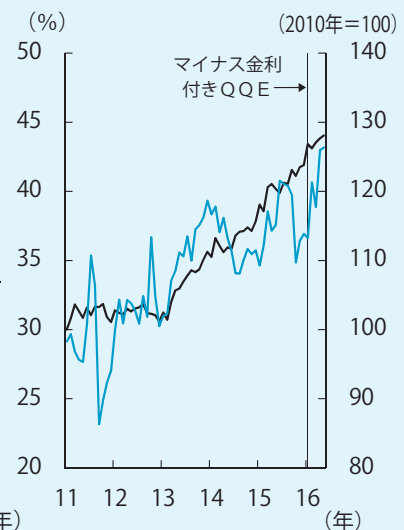
— 10年国債利回り
— 住宅ローン金利（住宅金融支援機構）
— 新規貸出約定平均金利

図表4-6 貸出残高の伸び




— 製造業
— 非製造業（除く不動産業）
— うち不動産業

図表4-7 住宅市場の動向



— 住宅着工戸数（貸家）：左軸
— 不動産価格指数（マンション）：右軸

（出所）国土交通省、独立行政法人住宅金融支援機構、日本銀行、日本相互証券株式会社から大和総研作成



ン価格の上昇が続くなど、住宅・不動産市場に過熱感（＝副作用）が出始めている可能性を指摘できる（図表 4-6、図表 4-7）。

さらに、マイナス金利政策が、金融機関の収益の悪化を通じて金融システムに及ぼす影響や、企業の退職給付債務の拡大という負の側面がある点についても、一層丁寧な説明が必要だと考える。

【参考文献】

- ・井手英策（2001）「新規国債の日本銀行引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想～管理通貨制度への移行期における新たな政策体系～」『金融研究』、第20巻第3号、pp.171-202、日本銀行金融研究所
- ・伊藤正直（2012）「戦後ハイパー・インフレと中央銀行」『金融研究』、第31巻第1号、pp.181-226、日本銀行金融研究所
- ・大川一司、高橋信清、山本有造（1974）『長期経済統計1 国民所得』東洋経済新報社
- ・長内智（2015）「足踏みする消費者物価と追加緩和の意味～市場の反応からは『為替レート』を通じた経路が重要」経済分析レポート、大和総研
- ・鎮目雅人（2001）「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制～国債の日本銀行引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」『金融研究』、第20巻第3号、pp.213-257、日本銀行金融研究所
- ・内閣府（2013）「平成25年度 年次経済財政報告」
- ・日本銀行（1983）『日本銀行百年史 第3巻』
- ・日本銀行（1984）『日本銀行百年史 第4巻』
- ・日本銀行（2015）「2016年1月以降の長期国債買入れの運営について」2015年12月18日
- ・藤野正三郎、寺西重郎（2000）『日本金融の数量分析』東洋経済新報社
- ・松元崇（2009）『大恐慌を駆け抜けた男 高橋是清』中央公論新社
- ・Hammond, G. (2012), "State of the art of inflation targeting - 2012", CCBS Handbook, Handbook No 29.

[著者]

長内 智（おさない さとし）



エコミック・インテリジェンス・チーム
シニアエコノミスト
担当は、日本経済

岡本 佳佑（おかもと けいすけ）



エコミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト
担当は、日本経済