

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 内田 稔 CMA・CIIA

黒田東彦総裁就任後の金融緩和は、「バズーカ」、「異次元」、そして「サプライズ」との異名を持つ。「バズーカ」は、量的・質的金融緩和（以下、QQE）を、「異次元」は、マネタリーベースの拡大ペースを指す。そして、「サプライズ」は、QQE導入時はバズーカそのものを、それ以降は追加措置を講じるタイミングをそれぞれ形容した。無論、QQEの攻撃対象は、デフレとそのマインドだが、最大の特徴は照準を2%の「物価安定の目標」達成に絞った点にある。当初、日銀は「マネタリーベースを2年間で2倍に拡大する」と説明した通り、短期決戦を想定していたはずだが、その戦いは8年目を迎えた。短期決戦が一転して、長期持久戦を強いられる要因は、目標の設定や戦術に誤りがあった場合や敵の能力を過小評価したケースなどだ。実際、2012年に導入されていた1%の「中長期的な物価安定の目途」に代わる2%の「物価安定の目標」に対し、日本経済の実情を反映していないとの指摘は多かった。しかし、世界に例をみない長期デフレに陥っていた日本経済にとって、戦力の逐次投入と失敗の繰り返しは、人々のデフレマインドを更に助長しかねない。目標達成には、前例のない起爆剤が必要であったといえ、それは「中長期的な1%の目途」ではなく、「早期の達成を目指す2%の目標」で

あったのだろう。また、「2%」は為替相場を意識した面も強かったはずだ。安倍晋三政権は、円高をデフレの根源や象徴とみなし、両者を同一視していたとみられるからだ。例えば、自由民主党が政権を奪還した第46回衆議院議員総選挙（12年12月）における同党公約集、「日本を、取り戻す。」には、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成する」と二つのキーワードが併記され、「日銀法改正も視野に政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行う」とされた。選挙公約に為替相場用語が登場するのは異例だ。この背景には、浜田宏一内閣官房参与をはじめとするリフレ派の影響があったのだろう。浜田氏は、著書の中で「デフレに苦しむ日本の不況のほぼ全てが日銀の金融政策に由来する」と指摘し、日銀の緩和不足が円高を招き、失業や倒産を生み出してきたと訴えた。相対的購買力平価の観点に立てば、FRBが掲げるインフレターゲット2%を下回る目標を日銀が掲げれば、その格差だけ日本が円高を許容するとの誤ったメッセージにもなりかねない。このように考えると2%以外の選択肢はなかったことになる。戦術に関しても、既に岩田規久男副総裁（当時）を中心にリフレ派によって入念に準備がなされていたと考えられる。岩田氏の著書にも記されていた通り、

物価目標を設定した上で、日銀がその達成にコミットし、マネタリーベースを拡大するものだ。その結果、インフレ期待（日銀は予想物価上昇率と呼ぶ）が上昇し、予想実質金利の低下が経済を刺激するメカニズムだ。残念ながらこれまで7年以上を費やしても物価目標達成の見通しは立っていないが、その一方で、経済へのプラスの効果が随所にみられたことも紛れもない事実だ。それだけに、QQEの成果や限界、課題などを丁寧に検証し、今後への示唆を得るステップは重要と考えられる。そこで今回は特集テーマを、「8年目を迎えた異次元緩和の論点整理」と定め、4本の論文とともに多角的な検証を試みる。

第一の原田論文「QQE 7年間の総括—リフレ政策はなぜ正しいか—」は、QQE導入後の経済情勢の好転事例を重視する。雇用環境の改善や企業収益の伸びは目覚ましく、GDPの伸びも不十分ではあるが、それ以前に比べれば好成績であると評価した。また、所得分配の好転は、相対的貧困率の低下や自殺者の減少にもつながったと指摘。GDPが伸びた結果、対GDP比でみた財政数値も改善したとする。更に原田氏は、QQEへの批判を強める金融機関に対し、貸出先の伸び悩みなど、その構造問題を指摘。有価証券の投資収益などリストラ断行の原資の存在を挙げた上で、そうした批判を退けている。一方、物価目標を達成できていない要因に、14年4月の消費税引き上げを指摘した。加えて、根強い安全資産の保有志向も、名目金利の上昇を抑え、間接的に物価上昇を阻害した一因とみる。それも踏まえ、財政政策との相乗効果を視野に、QQEを粘り強く続けるべきであると説いた。

一方、第二の加藤論文「長期化するQQEの問

題点と課題」は、ここまでのQQEの変遷を丁寧に振り返った上で、この7年間の経済パフォーマンスが不十分であったと指摘する。QQEよりも前の7年間は、世界金融危機やユーロ圏の債務危機、東日本大震災を含むことから、更にさかのぼった7年間と比較した評価だ。その上で、物価目標の達成を阻んだ要因に、賃金の伸び悩み、社会保障制度の持続可能性への不安、生産年齢人口の減少、グローバル化やデジタル化など日本が抱える数々の構造的要因や世界的な潮流の変化を指摘。傾斜を強めつつ上方にジャンプすると期待されたフィリップス曲線に変化がみられなかったと説く。その上で、QQEの長期化がもたらす問題点や課題として、金融システムの脆弱化やイノベーションと構造改革の遅れ、金融面での不均衡が蓄積するリスクなどを挙げた。更に、QQEによる市場機能の低下を問題視。国債市場の価格発見メカニズムの機能不全に対しては、国債の格下げや金融システム不安、悪いインフレの誘発などを並べ、警鐘を鳴らす。そして最後に中央銀行は民間企業が創造性を最大限発揮できる環境をサポートすればよく、「神の手」にはなり得ないと締めくくっている。

QQE導入後、市場や企業、家計のインフレ期待は着実に高まった。QQE開始時、▲0.4%だった消費者物価指数（除く生鮮食品、前年比）も、14年3月にはプラス1.3%に浮上した。14年4月に消費税の引き上げを控えていたことが、インフレ期待を高めたとの指摘もあるが、同じ税率引き上げが行われた19年10月の前後でそうした動きはみられていない。当時のインフレ期待の台頭は初期のQQEによる効果とみるのが自然だ。もっとも、そのインフレ期待は14年半ば以降、原油価格の急落とともに急降下してしまい、外的ショ

ックに対するQQEの脆弱さを露呈した可能性は否めない。その結果、13年以降、円相場も購買力平価を超える円安水準を維持しているが、インフレ期待の低迷は続いている。特に、20年3月以降、コロナショックの影響も加わり、市場のインフレ期待（10年物ブレイクイーブン・インフレ率）はマイナス圏に沈んだ。これまでのQQEに対するファインチューニングの結果、QQEは短期決戦用から長期持久戦用へと変化を遂げた。想定以上に手強いデフレに対して、今後も日銀は粘り強く金融緩和を続けていくに違いない。それだけに、QQEの実績と成果が、社会的費用やリスクに見合うか客観的な視点や評価も重要だ。QQEを多角的かつ俯瞰的にみる上で、原田論文と加藤論文の対比は極めて重要な意味を持つ。

16年1月のマイナス金利付きQQEの導入決定後、金融仲介機能に対する悪影響や副作用をめぐる議論が活発化した。16年9月、総括的検証とともに日銀も長短金利操作付きQQEへと移行し、それまでの過度な金利低下とフラット過ぎるイールドカーブの是正に動いた。17年11月には、黒田総裁も海外での講演の中で、「リバーサルレート」の議論を紹介した。これは、金利を下げ過ぎると預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化。金融仲介機能が阻害され、かえって金融緩和効果が反転する可能性があるとの考え方だ。このとき黒田総裁は、日本では該当しないものの、こうしたリスクにも注意すると述べている。その点、第三の大槻論文「**マイナス金利後の邦銀の利鞘—低下の元凶は本当にマイナス金利なのか？—**」が、マイナス金利導入前後における邦銀の預貸金利鞘（以下、利鞘）の変化に焦点を当て、マイナス金利政策の影響を考察している。それによれば、利鞘と市場金利の関係は、マイナ

ス金利政策の導入後に途絶えていることを示し、利鞘縮小がマイナス金利政策に起因するとの見方を否定した。一方、利鞘と預貸比率（＝貸出／預金）の関係は、マイナス金利導入前後の時系列でみても、導入後の都道府県別（クロスセクション）でみても相関が認められることを明らかにしている。すなわち、銀行業界が抱えるオーバーキャパシティの問題こそ預貸比率の低下を通じた利鞘縮小を招いていると論じている。解題者は、マイナス金利導入後、行き場を失ったマネーが銀行預金に流入したことも預貸比率低下を招いた一因とみえるが、いずれにせよそのマイナス金利政策が当面続く見通しだ。顧客サービス向上へのフィンテックの活用やサービスから対価を得る商慣行の浸透への取組み、他業務への大胆な経営資源のシフトなど、どれも銀行業界が真摯に耳を傾けるべき提言だ。最後の「変化する者だけが生き残れる」との言葉も重い。

コロナショック後の世界の中央銀行を見渡せば、中央銀行による安全資産、すなわち国債の買入れはもはや伝統的金融政策の領域に移行したと言っても過言ではない。しかし、日銀が10年に着手したリスク資産である（株式）ETFの買入れは世界的にみても例を見ない。最後の井出・竹原論文「**日銀によるETF買入れがリスクプレミアムに与えた影響—期待倒産確率調整後インプライド自己資本コストを用いた分析—**」は、日銀のETF買入れが株式のリスクプレミアムに与えた影響を論じ、その政策のあるべき方向を示している。同論文は、株式リスクプレミアム（インプライド自己資本コスト）を、デフォルトリスクプレミアム（期待倒産確率）とビジネスリスクプレミアム（期待倒産確率調整後のインプライド自己資本コスト）とに分けた上で分析している点が特徴だ。そ

特集

の結果、日銀のETF買入れは、信用不安が高まる場面などにおける企業のデフォルトリスクプレミアムを引き下げ一方、期待倒産確率調整後のインプライド自己資本コスト（すなわちファンダメンタルズ）に目立った変化を与えたわけではないことを確認。したがって、ETF買入れはその必要性が生じた場面に限り、講じられるべき対症療法であると結論付けている。逆に、恒常的に行われている現状に対して、相場下支え効果が薄れてしまういわゆる薬剤耐性化や日銀が含み損を抱えた場合、国民負担となる可能性、モノ言わぬ株主である日銀の存在が高まることによるコーポレートガバナンスへの悪影響、株価が過大評価された場合の資本の非効率利用など複数の副作用を指摘している。政策の費用対効果を適当な時期に国民に

示すべきとする井出氏、竹原氏の指摘に日銀も耳を傾けるべきではないか。

新型コロナウイルスの感染拡大は、われわれの日常を今や遠い昔へと追いやり、反対に非日常が新常态化しようとしている。経済活動もかつてない苦難に直面し、その変化は不可避だ。こうした中、日銀は金融緩和のみならず、円滑な企業金融を支援する信用緩和の諸措置を矢継ぎ早に決定。今後とも日銀に寄せられる期待は大きい。それだけに、日銀及び金融政策が担うべき役割や目指すべき方向性、現状の課題などを国民レベルで共有する必要性は高まっていると言える。今月の特集テーマが、その一助となれば幸いである。