

議題	「日本のマクロ政策の課題」
開催日時	2016年3月14日<13時~13時30分>
出席者	岩田一政氏（日本経済研究センター 理事長）

## 基調講演

### 1.世界の4大リスク

・私からは、「日本のマクロ政策の課題」についてお話ししたい。BOEのChief EconomistであるHaldane氏は、昨年9月に、世界的に金融リスクが高まりつつあり、「ギリシャ悲劇 第3ステージ」にあると述べたが、私も同感である。実際、今年の半ば以降に世界の株式時価総額は15兆ドルも減少した。リーマン・ショック時は30兆ドル、ユーロ債務危機時には10兆ドルの減少だった点を踏まえても、世界規模の危機と考えるべきというのである。具体的には、4つの大きなリスクが挙げられている。

・第一に、米国が長期間に亘った超緩和的な金融政策を巻き戻す中で軋みが生まれるリスクである。実際、米国の景気拡大は長く続いているので、循環的にはいつ景気後退に入っても不思議でない。また、FRBと市場で認識にズレが生じる恐れもある。第二に、中国を中心とする新興国の成長鈍化と、人民元が大幅切り下げられるリスクである。同時に多くの新興国で企業部門の債務が膨張している。1994年には人民元が約4割も切り下げられた後にアジア通貨危機が発生したが、市場は同様の事態を懸念している。第三に、原油価格の大幅な下落である。日本を始めとする先進国にとって総じてgood newsだが、high yield債が急落するなど社債市場の一部は不安定化している。ロシア通貨危機は原油価格下落の中で発生したが、市場はその繰返しを懸念している。第四に、ユーロ圏銀行の不良債権処理の遅れである。不良債権比率は、イタリアの11%を筆頭に、ユーロ圏全体も7%を上回る。日本は大変な苦勞の末に不良債権を処理したが、ピーク時には8%程度に達した。

### 2.長期停滞と「自然利子率」および「影の利子率」

・こうしたリスクの背景には、世界全体の景気回復力が弱まっていること、中長期的な潜在成長率が低下していること、マイナス領域の拡大も含めた低金利環境が続いていることが挙げられよう。

・リーマン・ショック以降、先進国で労働生産性の伸びが大幅に低下している。日本は長らく0%近傍で推移し、米国や英国でもリーマン・ショック以降に低下した。同時に、リーマン・ショック前も含めた長い目で見て、世界的に実質金利が低下している。これは、市場が将来の経済成長率の大幅低下を予測した結果だと解釈している。

貯蓄投資バランスの均衡で成立する実質金利である「自然利子率」が実はマイナスに転じているため、市場で成立する長期実質金利もゼロに近づいているとの見方もできる。「自然利子率」よりも現実の実質金利が高いとデフレ、低いとインフレになりやすい。

・「自然利子率」の推計方法はいくつかあるが、Lauback-Williamsの方法—Williamsはサンフランシスコ連銀の総裁である—を用いると、日本の「自然利子率」は1990年代半ばにゼロになり、現在はマイナス0.5~1%程度と推計される。同じ方法で米国も推計すると、リーマン・ショック以降にマイナス圏に低下した後、足元でゼロに戻っている。そうであれば、現実の実質金利の方が「自然利子率」より低い場合、デフレになる可能性も低い。英国も同様に現実の実質金利が「自然利子率」を下回る。一方、日本の場合、量的・質的金融緩和(QQE)が導入された当初は実質金利が「自然利子率」を下回ったが、足元で逆転している。つまり、デフレを回避するには、金融緩和を強化して期待インフレ率を上げる、あるいは名目金利自体をマイナスにする、いずれかが必要となる。Krugmanは1998年の「It's Baaack!」という論文で、「日本の「自然利子率」は低いとはいえ、マイナス4%を下回らないだろう。したがって、日銀が4%のインフレ目標を掲げて実質金利を最小マイナス4%まで引下げれば、名目金利0%でもデフレ脱却が可能である」と主張した。

・量的緩和が採用されるようになった背景には、名目金利の「ゼロ金利制約」があった。最初に「ゼロ金利制約」を指摘したのはHicksであり、1937年の論文で「市場金利がマイナスになれば、理論的には殆どの方が現金通貨しか持たなくなる」とした。この制約を前提に、各国の中央銀行は、政策金利がゼロであっても金融緩和効果を実現すべく量的緩和政策を採用した。ところが、オプション価格理論で有名なBlackは、1995年の論文で市場金利はマイナスになり得るとし、その場合は現金保有にオプション価値が発生すると主張した。Blackは、そのオプション価値から得られる利子率を「影の利子率」と呼び、非負制約がない場合に成立する均衡金利であると解釈した。実際にBlackの方法を用いて日本の「影の利子率」を推計してみると、マイナス1%となる。

・マイナス金利を採用する各中央銀行にとっても、どこまでマイナス幅を拡大すればデフレから脱却できるかは手探りという面がある。ただ、私は「自然利子率」や「影の利子率」の推計値が手がかりの

一つになると考えている。実際、BOE では「GDP ギャップ」ではなく「利子率ギャップ」(「自然利子率」と現実の実質金利との差)を見ながら金融政策を運営することが適切であるとする議論もある。

### 3. 日本経済の現状と見通し

・日本の昨年の 10-12 月期の成長率はマイナス 1.1%であり、消費税率引き上げによる停滞が予想よりも長引いているようだ。安倍政権は実質 2%の成長を目指しているのに対し、「アベノミクス」の開始から 3 年間の平均成長率は 0.6%であり、潜在成長率にほぼ等しいだけに GDP ギャップの改善は遅れている。他方、米国や英国と同様に労働市場は非常にタイト化しており、人手不足が深刻である。米国は GDP ギャップが 3%とされる一方で、失業率は完全雇用とされる 4.9%まで低下している。このように、先進国で労働市場と財・サービス市場の動きにギャップが生ずる背景を改めて考える必要がある。この間、日本のインフレ率は、生鮮食品とエネルギーを除くと 1.1%である。しかし、先に述べたように実質金利が「自然利子率」よりも高いため、これを放置するとデフレに戻るリスクが大きいと考えている。

・日本経済研究センターでは、短期の成長率見通しとして、2015~2017 年度について各々 0.7%、1%、0.1%を見込んでいるが、冒頭で述べた 4 大リスクを考えると下振れする可能性がある。市場では、今年の夏には景気回復が明確になると見る向きも多いが、成長のエンジンは明確でない。一方、中期の経済率見通しとして、成長戦略の実現が進まない場合には 2026 年から 30 年に 0%成長に陥るとみている。これに対して、成長戦略が実現した場合は 2026 年から 30 年にかけて政府目標である実質 2%まで加速すると見ている。成長戦略の柱としては、①人口減少に歯止めをかける、②イギリス並みに国際化して対内直接投資を 120 兆円に増加する、③オランダ並みに gender gap を縮小する、④技術革新により労働生産性を向上する、といったことが求められる。

### 4. 量的・質的緩和政策(QQE)の評価と展望

・私は以前から QQE には限界があると指摘してきた。特に国債買入れに関しては、機関投資家や金融機関がポートフォリオを運営する上で、国債を一定量保有する必要がある点で制約を受ける。投資家のカテゴリーごとの要因を考慮すると、日銀が昨年 12 月に決定した QQE の「補完」措置の効果を加味しても、民間投資家から日銀への国債の追加的な売却可能額は 120 兆円程度と推計される。これは、2017 年半ばに国債買入れが限界を迎えることを意味する。「日銀は、際限なく高い価格を提示すれば、国債を買い続けられる」という考え方もあるが、日銀に生ずる可能性のある損失負担を考慮すると現実的ではない。日本経済研究センターでは、日銀が過去 3 年高値で国債を買入れた結果の損失を 8 兆円と試算している。これを 8 年かけて償却しても毎年 1 兆円の負担となる訳であり、長期国債の保有に伴う収益が毎年 1 兆円程度は見込めることを考えても、無視できない大きさである。

・日銀が本年 1 月にマイナス金利の導入を決定したことは、黒田総裁が予め否定的だっただけに、市場やメディアにとってサプライズだったようだ。しかし、私自身は昨年の秋頃から追加緩和の手段としてはマイナス金利しかないと考えていたので、意外感はなくなかった。もっとも、日銀が採用したマイナス金利政策の枠組みは、ECB やスイスの例よりマイルドである。なぜなら、日銀当座預金残高のうち 210 兆円分に対してはプラス 0.1%の付利が継続される一方、20 兆円程度の部分にマイナス 0.1%の負担が課され、残りの残高は 0%である。つまり、民間金融機関にはネットで 1,900 億円程度の収益移転がなされる。加えて、日銀による国債買入れに依ずることで、キャピタルゲインによる収益も引続き獲得することができる訳である。

・長い目で見て日銀のコスト負担を考慮すると、「量」、「質」、「マイナス金利」の三次元からなる QQE も、いずれは限界を迎えることになるだろう。加えて、マイナス金利政策に伴う預金金利の低下に直面した民間非金融部門が現金保有の増加を進めた場合、マイナス金利も企図された効果を発揮しなくなる可能性がある。ただ、先に見た Hicks は、ゼロ金利下で現金需要の利子弾力性が無限大になると推察したが、マイナス金利を採用した欧州各国の実際の現金流通高から明らかのように、現金需要の増加は無限度からは程遠く、その意味で Hicks の推察は当たらなかった。マイナス金利を採用している中央銀行にとって、金利を実務的にどこまで下げられるかは重要なポイントである。この点を考える上では、現金を取引手段ないし決済手段として使用する場合の費用が一つの目安となる。例えば、EU 諸国を対象とする研究によれば、1 ユーロあたりの取引費用は 2.3 セント、即ち 2%程度とされる。

・マイナス金利の結果として注目されるのは、家計と企業のポートフォリオ・リバランスである。日本の家計資産における現預金の比率は 53%もあり、米国の 13%、欧州の 34%と比較して突出して高い。これが本当に家計にとって望ましいことか、私は常常疑問に感じていた。また、現預金保有が多い点では企業部門も同じであり、米国や欧州の実情を勘案すると、日本の比率は現状の半分に低下しても不思議ではない。この間、マイナス金利による最大の受益者は、言うまでもなくお金を借りる人々である。家計の中では、若年でマイホームを建てたい、教育に投資したいと考える人々に朗報となる。国家債務が 1000 兆円を超える日本では、デフレが 1%に達するだけで実質債務が 10 兆円も増加するが、これらは全て若い世代の負担増となる。私は、このような債務の実質負担が増加する下で、若い世代が勤労意欲を失いつつあることが、日本におけるデフレの最大の問題であると考えている。マイナス金利政策もこれらの問題全てを解決できる訳ではないが、少しでも若い世代を応援する意味合いはあるように思う。

・ご清聴ありがとうございました。

\*\*\*