

早川英男〔著〕

『金融政策の「誤解」』

——“壮大な実験”の成果と限界——

慶應義塾大学出版会 2016.7 viii+288 ページ

2018年現在においても、日本経済は1990年代初頭のバブル崩壊後のデフレと低成長の罫から脱却できていないように思われる。この間、金融政策については、幾多の非伝統的金融政策を実践しながら日本は図らずしも世界のフロントランナーを走り続けている。その一方で、遅れる形で非伝統的金融政策を導入した米国、欧州では、金融政策の正常化に向けた出口戦略についての議論が終わりを迎え、まさにその実施段階に差しかかっている。日本では、いまだに金融政策によって、強く固まったデフレを取り除くことができるのか、そして日本経済を復活させることができるのかという疑問が終わることなく投げかけられている。もちろん、これまでの20年を振り返れば、複雑に絡み合う日本経済と金融政策の関係を明らかにすることは決して安易なことではなく、また簡単な答えが出るものでもないことを誰もが想像できるであろう。

本書はこの難解な問題に豊富なデータと最新の経済理論を用いて果敢に取り組んでいる名著である。著者は、日本銀行で30年以上にわたり日本の経済、金融政策に最前線で携わってきた経験を持ち、日本銀行による異次元緩和の成功と失敗を極めて論理的に公平に評価するように努めている。読み終えた後に、多くの読者は本書が異次元緩和が日本経済にいかなる効果を持ったのかについての1つの大きな答えを提示しているという感想を抱くのではない。タイトルにもある通り、著者は日本銀行による異次元緩和を壮大な実験と呼んでいる。社会科学、特にマクロ経済学の世界では実験を行うことは難しく、過去数十年にわたって行われた金融緩和は、得難い社会実験の機会だったのかもしれない。本書は、その実験の成果がどうであったのかを克明に書き下している。このように書くと、一部の専門的な読者を対象にした難解な著書のように誤解されるかもしれない。しかし、取り組む課題が難解であるゆえに、

むしろ解説にあたっては具体的な数値や豊富な図表を用いたり、多くの読者に受け入れやすい表現を用いることが意識されているように思う。近年注目された長期停滞論、黒田バズーカ、金融抑圧などのキーワードについてもコラムの形で切り分けて説明をくわえるなど、読者の関心を誘うような工夫が随所にされており、多くの人に広く受け入れられる著書となっていると言える。

本書には大きく分けて3つの主要な論点があるように思われる。1つ目の論点は、異次元緩和とはそもそも何であったのかについてである。異次元緩和と言うと、これまでの金融政策と異なる全く新しいものと考えられがちであるが、資産規模拡大の大きさ以外は従来の金融緩和と何ら変わらないとの本質を突いた議論が展開されている。そのうえで、この異次元の量的拡大が期間構造を通じた長期金利の低下や危険資産の購入によるリスクプレミアムの低下といった従来のメカニズムに依ることなく、何か他の経路を通じてインフレ率や景気を押し上げる効果があったのかどうか異次元緩和を新たに特徴づける点だと述べている。特に、資金供給の量的な拡大が需給関係から長期金利を低下させる経路が存在するのかに着目している。また、中央銀行が金融機関に供給するマネタリーベースを増やすことで、私たちが実際の生活のなかで使うお金の量であるマネーストックが増えて、これが直接的にインフレを加速させるというマネタリストの考え方による経路が存在するのかにも言及している。こうした新たな経路が実際に存在するのかどうかはよくわかっておらず、であるがゆえに異次元緩和が実験的な金融政策であると形容しているのである。

2つ目の論点として、本書の最も重要な部分となるが、異次元緩和が成功したのかについての評価と、その根拠が詳細に示されている。先にも述べた通り、現実の金融政策運営に長年携わってきた著者のデータに基づいた公平な評価を知ることができる。2013年の異次元緩和の導入後の円安のコスト増によって2015年ごろまでインフレ率がプラスとなったことで、物価の動きがプラスに転じたことは間違いなしとしている。さらに著者自身は、こうした事実は日本経済が過去15年あまり苦しんできたデフレからようやく抜け出したことを意味し、異次元緩和の極めて大きな成果だと評価している。ただしその一方で、一般に広くデフレ脱却が果たされていないと思われているのは、2年で2パーセントの非現実的な

約束が当然のことではあるが実現できていないためであるとも述べている。さらに、しばしば議論の対象となるが、マネタリストが主張する、お札を刷って配ればすぐにインフレ率が2パーセントに上昇するという金融政策の波及経路は存在しなかったことを様々な角度から綿密に検証し、私たちに示している。確かに、データを眺めればマネタリーベースの残高は3倍以上に増えた一方で、マネーストックの伸びはごくわずかであり、マネタリストが想定するようなメカニズムは働いていない。著者はさらに、異次元緩和がインフレ率を押し上げた理由の1つとして、異次元緩和が金融市場参加者、特に為替トレーダーの期待を変化させることで円安を作り出し、それによってコストショックが日本経済にもたらされた点を指摘している。

著者はさらに、デフレ脱却が進んだにもかかわらず、それが実感されない理由をさらに掘り下げることによって、日本経済の本質的な問題にも切り込んでいる。異次元緩和によっても経済成長は高まっていないとしたうえで、日本経済の長期低迷の主因はデフレではないのではないかという重要な問いを投げかけている。デフレが諸悪の根源であるという単純な議論から脱却して、日本経済のどこに真の問題が存在するのかを示そうとしているのである。企業の動向に焦点をあてれば、金利の低下は設備投資を増やし、円安は輸出を促進するはずであるとしながら、この両者が異次元緩和によってほとんど起こっていないことを指摘している。議論の深まりは労働市場にも及び、生産年齢人口が減少するもとの労働需給は逼迫し始めているにもかかわらず十分な賃金上昇が起こっていないことこそがインフレ率が高まらない理由の1であると指摘している。そしてこの労働市場での問題提起がさらに日本経済の本質的な問題をとらえる前振りとなっているのである。労働市場における労働者の不足によって、日本経済の実力を示す指標の1つである潜在成長率が低下してきている可能性に言及することになる。仮に、日本経済の実力自体が低下しているならば、確かに金融緩和によってどれだけ成長を促しても、そもそも成長率を大きく高めることはできない。本来であれば、労働力の減少を補うために生産性の上昇が必要となるが、アベノミクス第三の矢である成長戦略が生産性を押し上げている様子は全く窺われないのは著者の指摘する通りである。こうした考察の数々は、まさにデフレが日本経済低迷の本質ではないことを指し示して

いるのである。

最後の3つ目の論点として、今後の異次元緩和への提言と出口政策の難しさが議論されている。今後2パーセントのインフレ目標を達成するためには時間がかかるというのが筆者の基本的な考えとなる。そのうえで、粘り強く金融緩和を進めるために何が必要になるかを率直に指摘している。当初の異次元緩和における量的拡大は、資産購入額に限界があることから短期決戦でこそ有効であったとしたうえで、時間が経過するにつれて状況は徐々に悪化していったと評価している。反対に、2016年のマイナス金利の導入については、金融政策の操作目標を量から従来の金利に変更した点は長期的に金融緩和を継続するために極めて意義が大きかったと述べている。そのうえで、今後はマネタリーベース目標を撤廃して、マイナス金利政策に純粋に鈍化するべきだとの提言を行っている。こうした現実的な提言の背後には、金融政策は経済を瞬時に回復させることができる魔法の杖ではないという、経験に根差した考えがあるように思われる。本書の最後の部分となるが、著者は異次元緩和からの出口政策について示唆に富んだ分析と提言を行っている。まず、異次元緩和の出口においては、長期金利が上昇することで金融機関が評価損を抱える可能性を指摘している。次に、金利上昇によって巨額の財政赤字を抱える日本の財政の持続可能性について、市場の信認が揺らいでしまうのではないかと懸念を示している。特に、財政への信認を保つためには、金融政策だけではなく、政府の役割も大きくなるとの大局的な視点に立った提言を行っている。さらに、難しい問題が多く待ち受ける出口政策では市場とのコミュニケーションが極めて重要であるとし、その再建を行うべきであると述べている。黒田バズーカに象徴されるようなサプライズ狙いの稚拙な金融政策運営とは惜別すべきと苦言を呈している。そのうえで、常に下方修正されるインフレ予測に言及しながら日本銀行の情報発信はもう信じられていないと厳しい言葉を使いながら本書を締めくくっている。この点は、長年、日本経済を分析し、その動向を真摯な姿勢で伝えてきた著者らしい姿勢が最後まで伝わる著書となっていると評価したい。

[寺西勇生]