

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：俄か大学講師の戸惑い — 非伝統的金融政策をどう教えるか？ —

執筆者：リコー経済社会研究所 副所長・主席研究員 神津 多可思氏

要旨（以下の要旨は1分50秒でお読みいただけます。）

金融の異次元緩和を唱えて、黒田日銀総裁が就任してから2年になります。最近では、日経平均株価が2万円を割りこむなど一時の勢いは影を潜めつつありますが、この間、景気が回復してきたことは間違いありません。黒田日銀で取られている政策は、政策金利ゼロの下での量的金融緩和を中心とした非伝統的な金融政策と言われますが、それがどんな理論や背景に基づくものなのか、については今一つはっきりしないようです。

今回は、日本銀行OBで現在は幾つかの大学で教鞭を取られているリコー経済社会研究所副所長・主席研究員の神津多可思氏に、この間の事情について説明して頂きます。

標準的なマクロ経済学の考え方に沿って、1990年代初めにバブルが崩壊して以降の日本経済、あるいは先頃の世界的な金融危機後の世界経済を説明することは意外に難しいものです。例えば、バブル崩壊以降の日本の低インフレあるいはマイルド・デフレは、供給超過のまま縮まらない需給ギャップと並行して起こった現象です。伝統的な市場メカニズムの原理からすれば、可能な限り速やかにギャップが修正されるはずなので、そうした状態が非常に長く続くことは必ずしもうまく説明できません。

もっとも、需給ギャップの調整に時間を要する幾つかのショックが継続的に加わったため、長期間このギャップが中々縮まらなかったのだ、と考えることもできます。そうしたショックの例としては、①バブルの崩壊、②人口構造の変化、③グローバル化の進展などが挙げられます。

これらのショックが入って需給ギャップが開いたとしても、伝統的な政策金利の変更で対応できるはずではないかという議論は残ります。これに対し、非伝統的な金融政策は、政策金利がゼロになっても金融面から更にマクロ経済の需要サイドを刺激し、需給ギャップを縮めようとする政策と言えます。

今日の標準的なマクロ経済学では、実質金利の変化こそが家計や企業の行動に影響を与えると考えられています。それと整合的に非伝統的金融政策の波及経路を説明しようとする、既にゼロとなっている政策金利以外の金利も視野に入れる必要が出てきます。実際、日銀の量的緩和の下で、長期の金利は短期の金利以上に低下しており、また、信用度の低い主体が調達する際の金利も信用度の高い主体以上に低下しています。このため、マクロ的にみた実質金利も低下しているはずであり、その分、家計や企業の行動も変わっている可能性はあります。

こうした中で、現実のマクロ経済の指標が上向いていることを、非伝統的な金融政策が有効である根拠とする主張もありますが、それだけでは政策の波及経路をロジカルに説明したことにはなりません。その点についてまだコンセンサスの無い中で、学生達にどう教えるか筆者は苦勞しており、彼らが自分の頭で考える能力を高めるため、思い込みや価値判断からできるだけ離れてフェアな説明を心掛けている、と結んでいます。

テーマ：俄か大学講師の戸惑い — 非伝統的金融政策をどう教えるか？ —

リコー経済社会研究所 副所長・主席研究員 神津多可思

はじめに

ここ数年、幾つかの大学で日本経済論、金融論、国際金融論などを教える貴重な機会を得ている。講義は経済学の基本を踏まえる必要があるので、その準備の段階では普段は意識しないようなロジックを改めて考え直すことも多い。他方で経済学は、本来、経世済民の学なのであるから、今起きている出来事をそれなりに説明できないといけない。ところが、1990年代の初めにバブルが崩壊して以降の日本経済、あるいは先頃の世界金融危機後の世界経済を説明しようとする、ロジックと現実のバランスをとるのが意外に難しいというのが偽らざる実感である。



1. マクロ経済モデル

例えば、良く「インフレ・デフレは貨幣的な現象だ」という主張を聞く。その際、根拠として挙げられるのは、「交換方程式」と呼ばれる1本の方程式である（ $MV=PT$ ＜マネーの量×マネーの流通速度＝物価×取引量＞）。しかし、マクロ経済を1本の方程式で語ってしまうことには戸惑いがある。最終的に私達は、より良い経済状態を欲しているのであって、それを1つの変数だけで表現することは本来難しいはずだ。

インフレ・デフレに関しても、インフレで景気が悪い国も過去たくさんあったし、逆に日本のようにマイルドなデフレが続いて経済の状態がぱっとしなかったケースもある。したがって、インフレ・デフレは純粋に貨幣的現象だと言い切り1本の方程式で説明しても、そのメッセージ自体は明快だが、本当に私達が望ましいと思う経済状態についての議論になっているのかどうか判断が中々できない。

他方、考える変数を増やしていくと、その分、必要な方程式の数も増えていく。最近のマクロ経済モデルでは、消費者の効用や企業収益の時間を通じた最適化を考えるので、時間についての微分方程式が出てくる。また、答えが1つに決まらない一定の値の周辺にばらつくような世界を想定するので、確率的な要素も入ってくる。そのような複雑な想定をするのであるが、答え出すにはできるだけ変数を絞った方が、連立方程式体系を解ける可能性が高くなる。それでは、変数は最小限いくつまで減らせるだろうか。

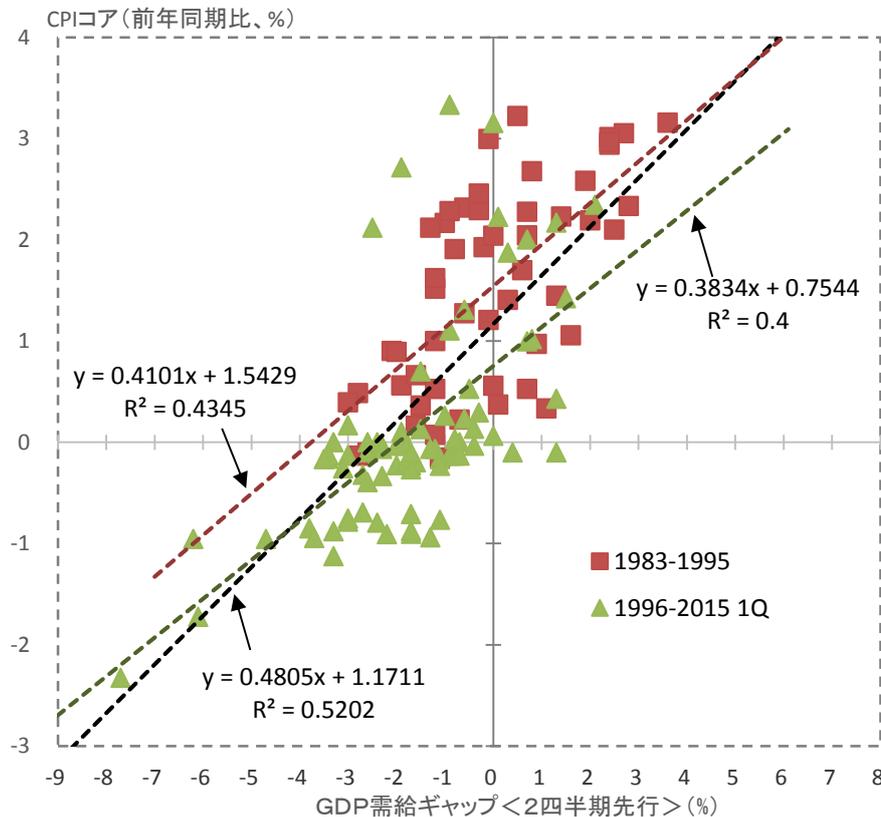
例えば、有名なIS-LMモデルというのがある。IS-LMとは、I：投資（Investment）、S：貯蓄（Saving）、L：流動性選好（Liquidity Preference）、M：貨幣供給（Money Stock）で、IS-LMモデルとは、利子率（金利）と国民所得（実質GDP）を用いて財市場と金融市場の分析を行うモデルだ。その一番簡単なものでは、変数は金利と実質GDP水準の2つだけだ。変数の数と方程式の数と同じなら答えが出る。だから、ISとLMの2本の方程式だけで解き得る。

しかし、インフレ・デフレを問題にするならこれらでは足りず、物価水準、あるいはその時間変化である物価変動率を含む方程式がもう1本必要になる。さらに、現在のようグローバル化された経済においては、為替レート抜きの議論は現実味が無い。これでもう変数は4つだ。今日、教科書に出てくる多くのマクロ経済モデルには、しばしばこれら4変数が含まれる。そして、前述の様に変数と同じ数の方程式が必要だから、連立方程式の体系としては、①国民所得における総支出と総分配の等価関係（典型的には

IS バランス)、②金利関係(同じく LM バランス)、③物価関係、④為替レート関係の4つの式が採り上げられるケースが多い。

このうち、③物価関係の式としてよく知られているのが「フィリップス曲線」である。フィリップス曲線とは、元来、失業率と物価変動率との関係を見たものだが、失業率を景気の動きと置き換えると、これはマクロ経済における総需要と総供給の差(=需給ギャップ)と物価変動率とを関係付ける式となる。日本のフィリップス曲線を見ると(図表1)、なるほど一定の関係があるように見受けられる。しかし、長期的には安定していないようで、例えばマイルド・デフレが続く状況に入る前と後では、一定の需給ギャップに対応する物価変動率は違っている。それでも、低インフレ、あるいはマイルド・デフレの状況は、供給超過のままなかなか縮まらない需給ギャップと並行して起きたことが分かる。したがって、デフレからの脱却も、この需給ギャップが縮まることと一緒に実現するはずであり、その時、ここで考えた4つの変数が相互に影響を及ぼし合いながらどう動くのかを説明するのがマクロ経済学の役目ということになる。

(図表1) 日本のフィリップス曲線(1981年3Q~2015年1Q)



(出所) 内閣府、総務省

(注) 需給ギャップは内閣府が公表しているもの。CPI コアは、総合から生鮮食品を除いたベース。

2. 日本経済に継続的に加わった幾つかのショック

以上のように、日本の長引いたマイルド・デフレは、需給ギャップが開いたままの状態が続く下で起きたが、実はそうした状態は、経済学で想定する市場メカニズムの原理

からすると必ずしもうまく説明できない。なぜならば、市場メカニズムは、言うまでもなく需要と供給が一致する方向への力が常に作用するということである。長期間に亘って需要と供給のギャップが縮まらないというのは、その市場メカニズムが円滑に作用していないことを意味する。それを、「価格のシグナルに対し日本の企業や家計が合理的に反応しなかったため」と説明してしまうと、もう経済学の授業にはならない。また、自分の実感からしても、日本経済が全体としてずっと非合理だったとも思えない。

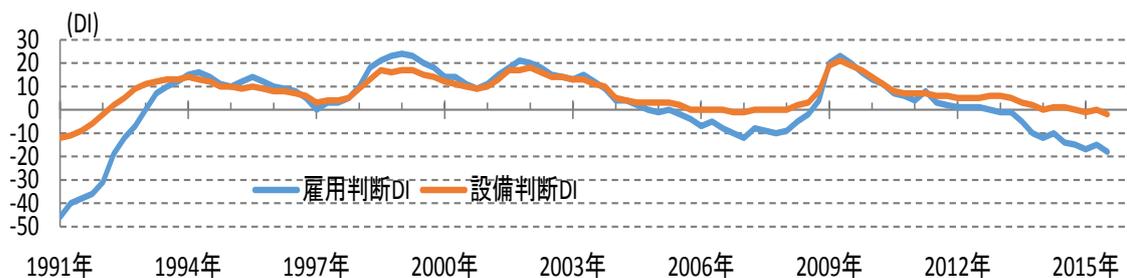
従って、そこは、懸命に調整しながらも中々それが完了しないほどの大きなショックが日本経済に加わったのだ、と考えることもできる。総需要と総供給を均衡させる実質利子率である自然利子率がマイナスになった、あるいは潜在成長率が大きく低下したといった説明はその流れに属するものと言って良い。しかし、そう考えたとしても、何か1つのショックに対する調整が10年、20年と続いたというのでは、やはり企業、家計の認識・反応が著しく遅かったということにもなる。この辺のメカニズムをうまく説明している定番の教科書には、残念ながらまだ行き当たっていない。しかし、自分の授業の中では、何人かの研究者・論者の成果・見解をつなげ、「幾つかのショックが継続的に加わったために、長期間に亘って需給ギャップがなかなか縮まらなかった」という仮説を学生達には説明している。

日本経済に加わったショック①バブルの崩壊

その幾つかのショックとしては、①バブルの崩壊、②人口構造の変化、③グローバル化の進展が考えられる。この内、①バブルの崩壊が大きなショックであったことは説明を要しないだろう。その影響について、認識が遅れたことも事実だ。しかし、その後始末も2000年代の半ばまでには終了したという見方が大勢であろう。実際、企業の雇用・設備に過剰感は2000年代半には解消している（図表2-1）。

（図表2）日本経済に加わったショック

図表2-1 雇用・設備判断DI（「過剰」－「不足」、日本銀行「全国短期経済観測調査」）



②人口構造の変化

一方、漸くバブルの後始末が本格化した1990年代後半に、実は②人口構造の変化が日本経済に与える影響もまた顕著に出始めていた。全人口に占める労働力人口（15歳以上で労働する能力と意欲を持つ者の数）の割合が減少し始め（図表2-2<次頁>）、それは、最近一層明らかになってきているが、マクロ経済の供給面の制約となる。それだけでなく、人口構造の変化の他の側面である高齢化はマクロ的にみた需要の中味も変える。若い世代が消費する財・サービスの比率が相対的に低下し、高齢者のそれが上昇するからだ。2000年代に入ると、総人口も減少に転じ、そうした人口構造の変化のマ

クロ経済に与える影響はますます強くなっている。その過程では、国内の様々なビジネスも大きく変わらざるを得ない。

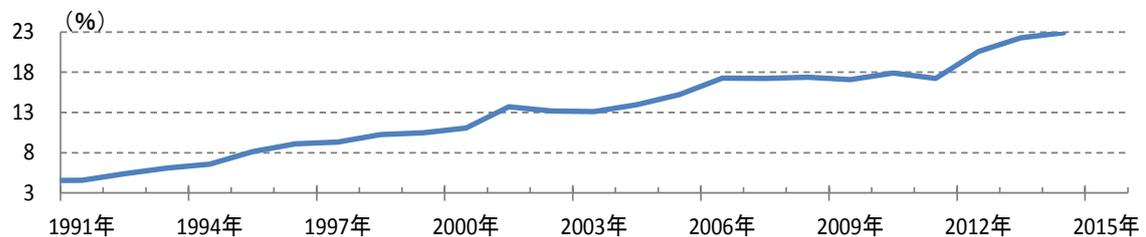
図表 2 - (2) 労働力人口比率（総務省「人口推計」「労働力人口」）



③グローバル化の進展

さらに、バブルの前から継続的に日本経済に作用しているショックとして③グローバル化の進展が挙げられる。1980年代までは円高への対応という側面がより強く意識されていたように思われる。しかし、ベルリンの壁崩壊（1989年）後、文字通りグローバルな市場が形成される過程で、旧西側・東側、先進国・新興国が入り混じり、需要・供給の新しい住み分けがなされてきた。この間、日本の製造業の海外現地生産は拡大の一途を辿り（図表 2- (3)）、また日本経済の総供給に占める輸入等の割合も一貫して上昇してきた（図表 2- (4)）。これらの動きも、取りも直さず国内の産業構造に大きな変化を促すものだ。

図表 2 - (3) 海外現地生産比率（内閣府「企業行動に関するアンケート調査」）



図表 2 - (4) 輸入ペネトレーション比率（内閣府「国民経済計算」）



(注) 労働力人口比率 = 労働力人口 / 全人口
 輸入ペネトレーション比率 = 輸入等 / (実質 GDP + 輸入等)

金利による調整

1990年代以降、これらのショックが日本経済に継続的・持続的に入り続け、それぞれについての本質の理解、それを踏まえた対応といったことが重なり、結果的に長い調整期間になったと言う説明も可能ではないだろうか。しかし、需給ギャップが供給過剰のまま開いた状態が続いたことをそのように説明したとしても、「それに対し金利の変化で対応できるではないか」という議論は残る。実際、日本においては逸早くゼロ金利政策が導入された。しかし、それでも需給ギャップが開いた状態は十分には改善しなかった。そうした中で、「更に金融政策でできることはないのか」という議論になり、そこから以下述べる様にいわゆる非伝統的な金融政策の話も出てくるのである。



3. 非伝統的な金融政策

非伝統的な金融政策とは、どのようなものか。まだその整理の仕方についてコンセンサスがあるとは言えない。伝統的な金融政策は、政策金利のコントロールを通じて実体経済に影響を与えるというものである。政策金利を事実上のゼロにするゼロ金利政策までは、既に考えたようなマクロ経済モデルの枠組みの下で扱えるという意味で、伝統的な金融政策とも言える。それに対し、非伝統的な金融政策は、ゼロ金利政策になっても、更にマクロ経済の需要サイドを刺激し需給ギャップを縮めようとする政策と考えて良いだろう。

初期の非伝統的な金融政策

非伝統的な金融政策は、当初はみな危機対応的な性格が強いものであった。しかし、それを採用したどの国・地域においても、金融市場の危機的状況が解消した後も、様々な理由から経済成長率が中々高まらなかった。その中で非伝統的な金融政策の目的も、危機対応から成長下支えへと、なし崩し的に変わってきたというのが実際の展開ではなかったか。危機対応の非伝統的な金融政策は、金融仲介機能が著しく低下した下で、中央銀行が政策金利に囚われず資金需要を満足させるよう信用供与を行い、金融市場の機能を維持するものだ。それが長い目でみてマクロ経済に対しプラスの効果を持つという説明は十分に可能だし、実際にそうであったという分析結果もたくさんある。

それでもなお議論が収束しないのは、成長下支えのための非伝統的な金融政策についてである。そもそもどういう経路で効果を持つのかということ自体がなお問題となっている。政策金利がゼロなので、ここで考えたような標準的なマクロ経済モデルでは、その経路は表現できない。一方、中央銀行にしてみれば、政策金利をゼロにまで下げた後にできるのは、バランスシートの中味を変える、あるいはその大きさをさらに拡大する(金融市場から資産を大量に買い込む)といったことしかない。そうした中央銀行のアクションがどうして成長率を高め、需給ギャップを縮めることになるのか。

まず、世情良く聞くのが「期待に働き掛ける」ということだ。しかし、マクロ経済モデルの観点からは、実はこれは結論をまず言っているようなものである。「(金利と裏腹に決まる)マネーの量が増えると期待インフレ率が上がる」というメカニズムを最初からモデルに組み込んでしまえば、それはそういうことになる。ところが、近年のマクロ経済学では、伝統的な金融政策の考え方に則り「将来に亘る消費や投資のスケジュールを最適化しようとする家計や企業の今現在の行動に影響を与える主たる要因は、実質金利の変化である」という考えが標準となっている。教科書に沿ってそう教えておいて、

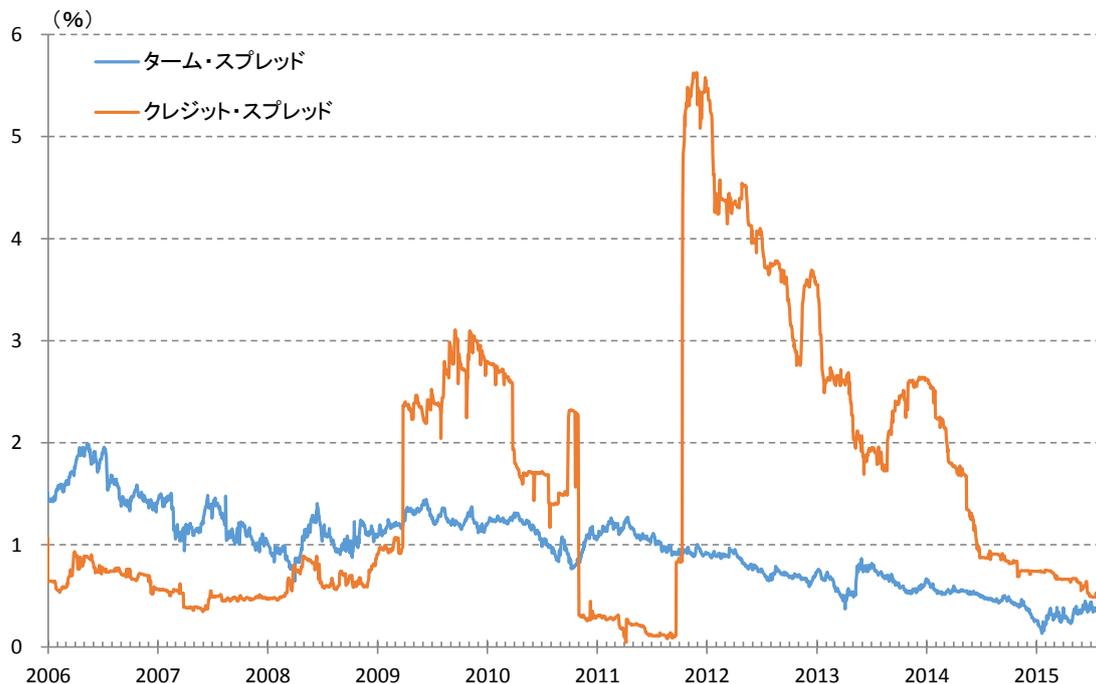
非伝統的金融政策のところで急に違う説明を持ってくるというのでは、何とも首尾一貫性に欠ける。

非伝統的な金融政策の波及経路—①政策金利以外の金利

実質金利の変化を念頭に置いた上で、ここで考えたようなマクロ経済モデルに基づいて非伝統的金融政策が効果を発揮するルートを説明しようとする、結局のところ政策金利以外の金利を考える必要が出てくる。現実には実に様々な金利があり、マクロ経済全体が直面する金利は、全ての金融仲介に適用される金利を取引量によって加重平均したようなものになるはずだ。残念ながらその金利は客観的には観察できないし、そもそも全ての金融仲介を内包したマクロ経済モデルは非常に大きくかつ複雑なものになり、そう簡単に造れない。そこで通常は、政策金利だけを採り上げ、それとマクロ経済全体の金融仲介に対応する金利が並行して動く、モデルをシンプルにしているということなのであろう。

ところが政策金利がゼロになってしまうと、この便法は使えなくなる。それでも、中央銀行がバランスシートの中味を変えたり、それを一層拡大したりすると、いずれかの金融仲介に適用される金利が低下すると考えれば、概念的にはマクロ経済全体からすれば実質金利低下の可能性が生まれる。実際、日本の金利の変化をみると、非伝統的金融政策の下で、長期の金利は短期の金利以上に低下しており、また信用度の低い主体が資金を調達する際の金利も信用度の高い主体以上に低下している（図表3）。

（図表3） ターム・スプレッドとクレジット・スプレッド



（出所）日本銀行、財務省、Thomson Reuters ” Data Stream”

（注）ここでのターム・スプレッドは、10年国債利回りと無担保コール翌日物金利との差。またクレジット・スプレッドは、格付けBBBの社債利回りの平均と格付けAAの社債利回りの平均の差。

こうしたことから、マクロ経済全体が直面する実質金利も低下していると考えれば、それは経済活動に刺激的に作用する。そうなれば需給ギャップも縮み、それと並行して物価変動率も上昇する。家計も企業もそのように予想をするので、期待インフレ率も変わり、現在の消費や投資も変わる。このような説明が成立するのであれば、マクロ経済学の教科書の説明と非伝統的金融政策の波及経路の説明も接続できることになる。

②資産効果

この他に非伝統的な金融政策の波及経路として、資産価格が強調されることも多い。ここでは、これまで資産効果（資産価格の上昇が消費支出を増加させる効果）を考えてこなかったが、将来の成長率と金利の予想が変わると資産価格に大きな影響が出ることは別途知られている。その資産価格と成長率の間のフィードバックを追加して考えるとすれば、非伝統的な金融政策の効果は、その分より大きく想定されることになる。

③為替レート

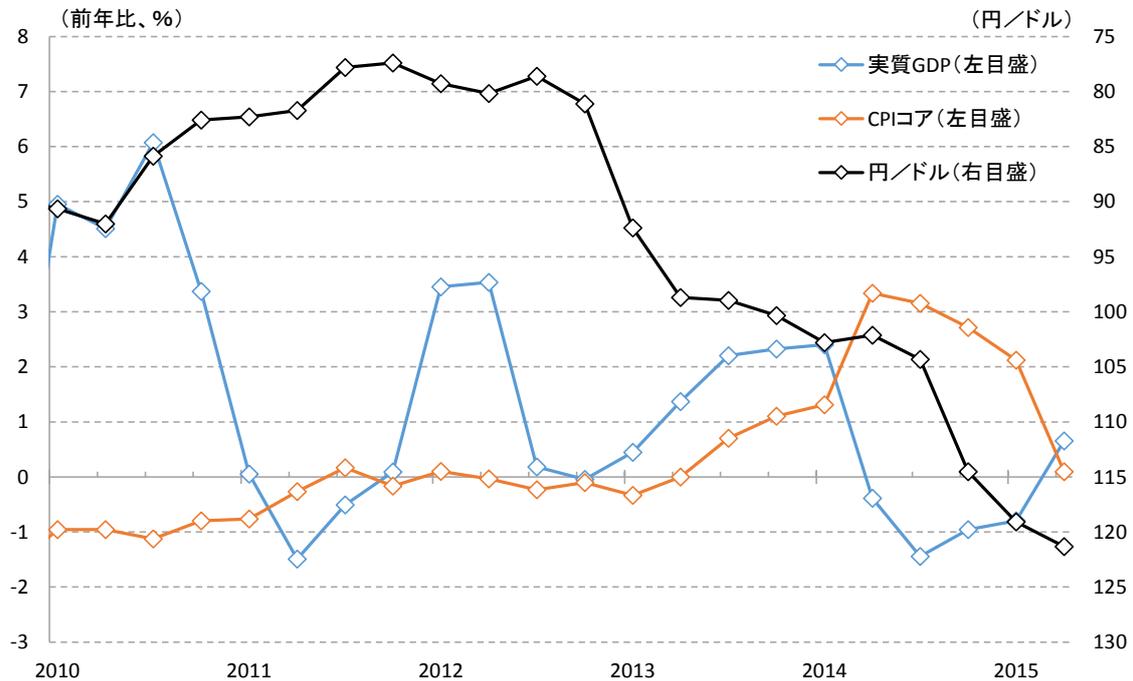
また、非伝統的金融政策は為替レートを通じて波及する側面が大きいという説明も良く聞く。マクロ経済モデルの中では、これまで説明した通り為替レートは実質経済成長率、物価上昇率、金利などと相互に影響を与え合いながら決まると考える。したがって、多くのマクロ経済モデルは、為替レートを通じたルートを勘案しているのだが、他方、現実の動きを一貫して十分正確に説明できるモデルがないことも事実だ。現実の経済の動きは、既に確立した経済学のロジックだけで全て説明できる訳ではない。

アベノミクス下での変化

実際、いわゆる「アベノミクス」の下で、ここで取り上げたマクロ経済計数には大きな変化があった（図表4<次頁>）。そのことを以て、非伝統的金融政策の有効性の根拠とする主張も多い。しかし、「何故」という問いに対し「実際そうだから」と言うだけでは、学生達に自分の頭で考えること促す上で十分とは思えない。今の学生達が歳をとって引退するまでの長い時間の中で、きっと世の中が劇的に変わってしまう時期があるだろう。もし彼らが、ロジックで現実をどこまで説明できるかという思考訓練を軽視し、「世の中所詮こんなもんだ」と高を括ってしまうとしたら、その激変の時に、自分の置かれた状態が良く分からなくなってしまうはしないだろうか。



(図表4) 実質経済成長率・物価変動率・為替レートの変化



(出所) 内閣府、総務省、IMF
 (注) 為替レートは期中平均。

おわりに

俄かに大学で経済学分野を教えることとなり、ここ数年は以上のような試行錯誤を色々と繰り返してきた。ロジックの強さを見せなければ学生達に経済学に対する興味を持たせることはできない。そして、そのロジックに一定の現実説明力がなければ、その興味を持続させることは難しい。

他方、今、目の前の現実を評価するロジックの体系として、コンセンサスが成立しているものはまだなく、専門家の考えも色々である。そうした状況で、学生達にどう語りかければ良いか、戸惑うことは多い。彼らが自分の頭で考える能力を高めていくためには、思い込みや価値判断からできるだけ離れて、フェアな説明を心掛けるべきだと自分に言い聞かせている。しかし、こと非伝統的金融政策については、そうした立場を採ることが中々容易ではないことも事実なのである。

以 上



執筆者紹介

神津 多可思(こうづ たかし) 1956年 神奈川県生まれ
(株)リコー理事 リコー経済社会研究所 副所長・主席研究員 博士(経済学)

<学歴・職歴>

1980年 東京大学経済学部卒業
1980年 日本銀行入行
2006年 金融機構局審議役(国際関係)
2007年 埼玉大学大学院社会科学研究科博士課程修了
2010年 リコー経済社会研究所主席研究員
2015年 リコー経済社会研究所副所長・主席研究員

<その他勤務先>

2007年 関西学院大学ソシオネットワーク戦略機構非常勤研究員
2008年 埼玉大学大学院客員教授
2011年 埼玉学院大学大学院客員教授
2012年 中央大学法学部兼任講師
2012年 一橋大学国際教育センター講師
2013年 オーストラリア国立大学豪日研究センター研究員