

量的・質的金融緩和政策と 予想物価上昇、為替相場、株価 — その政策の「遺産」と「財政ファイナンス」に 言及しながら —

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I、2013年以後の物価上昇、為替相場、株価、経常収支

- 1) アベノミクスの提唱、「量的・質的金融緩和政策」と物価上昇への期待感
- 2) 日米の金融政策のスタンスの違い、経常収支の動向と円高是正・円安の進行
- 3) 日銀による国債等の大量購入

II、「量的・質的金融緩和政策」の限界とその「遺産」

- 1) 「量的・質的金融緩和政策」の限界と政策スタンスの変化
- 2) 「量的・質的金融緩和政策」と対内外投資

III、「量的・質的金融緩和政策」の「負の遺産」と財政収支——まとめに代えて

はじめに

アベノミクスの第1の矢＝「量的・質的金融緩和」（QQE、異次元の金融緩和政策とも言われる）は金融政策の大きな実験であったと言えよう。しかし、現時点（2016年11月中旬）ではこの政策は行き詰まっている。日本銀行は16年11月1日の金融政策決定会合において物価上昇率2%の目標達成時期の見通しを「2017年度中」から「18年度ごろ」に先送りした。この先送りは今年で3度目、15年以来5度目である¹⁾。

小論の課題は第1に、「量的・質的金融緩和」（QQE）のメカニズム（シナリオ）を検討することである。アベノミクス、QQEが描いているメカニズム（シナリオ）のように2013年以降日本経済が推移していったのか。「量的・質的金融緩和政策」（＝「異次元の金融緩和政策」）

の破綻がより明確になれば（日銀が国債購入の限界に直面し購入額を減らす、あるいはマイナス金利の解消など）、国債利回りが上昇（国債価格の下落）し、大量の国債を保有している日銀、諸金融機関に巨額の損失が発生して日本経済の混乱となる。以下の個々の事象の検討は現時点では目新しいものではないが、まとめて論理的に整理しておく必要がある。

第2の課題は、「量的・質的金融緩和政策」が残した「遺産」（＝日銀の国債等の購入による長期債市場の歪み、マイナス金利、日銀資産の増加と劣化、対内外投資の環境変化など）が、今後、どのような事態を引き起こしていくかの検討である。日銀による大量の国債等の購入に加えてマイナス金利の導入は、国債等の長期市場の「歪み」を作り、また、国内の諸金融機関の利益基盤を縮小させ、マイナス金利の導入以前から進行していた対内外投資環境（為替スワップのプレミアムの発生と拡大）の変化を強めている。QQEの検討では対内外投資のことに言及されることが少ないので、小論では立ち入って検討したい。いわゆる「出口政策」が検討されるときに、以上のこれらの「遺産」が大きな問題となろう。

さらに、日銀の資産劣化に関連して国債の償還期限をなくす案や日銀保有国債の「変動利付永久債化」などのいわゆる「ヘリコプター・マネー」政策に通じるプランが提起されているが、この検討が小論の最後の課題である。日本の場合、経常収支が黒字であるから民間部門の「黒字＝余剰」は何らかの道筋を経て政府部門の赤字（財政赤字）をファイナンスするはずである。日本銀行の「財政ファイナンス」（ときに、ヘリコプター・マネーなどと言われる）の議論は、本来は組上にのぼることはないはずである。「異次元の金融政策」が作り出した「遺産」がそれらを課題にしているのである。

I、2013年以後の物価上昇、為替相場、株価、経常収支

1) アベノミクスの提唱、「量的・質的金融緩和政策」と物価上昇への期待感

2012年12月に誕生した安倍政権はアベノミクスを提唱し、それを受けて日本銀行が2013年4月に「量的・質的金融緩和」政策を導入したが、そのメカニズム（シナリオ）は『日銀レビュー』（企画局の論稿）によると以下のようなものである。①2年程度の期間に2%の物価上昇を目標とするとの明確なコミットメントにより予想物価上昇率を引き上げる。②巨額の長期国債を購入する。③上記の①②により実質金利を押し下げる。④実質金利の低下により景気が好転し需給ギャップが改善する。⑤上記の需給ギャップの改善は①とともに現実の物価上昇率を押し上げる。⑥現実の物価上昇率の上昇が予想物価上昇率をさらに押し上げる。⑦上記の変化を反映し、あるいは先取りする形で株価や為替相場が変化する。⑧投資家のリスク資産への選好を高めるほか、金融の面では貸出の増加が期待される²⁾。

この『日銀レビュー』にあるようにアベノミクス、QQEにおいては国民、金融機関、企業

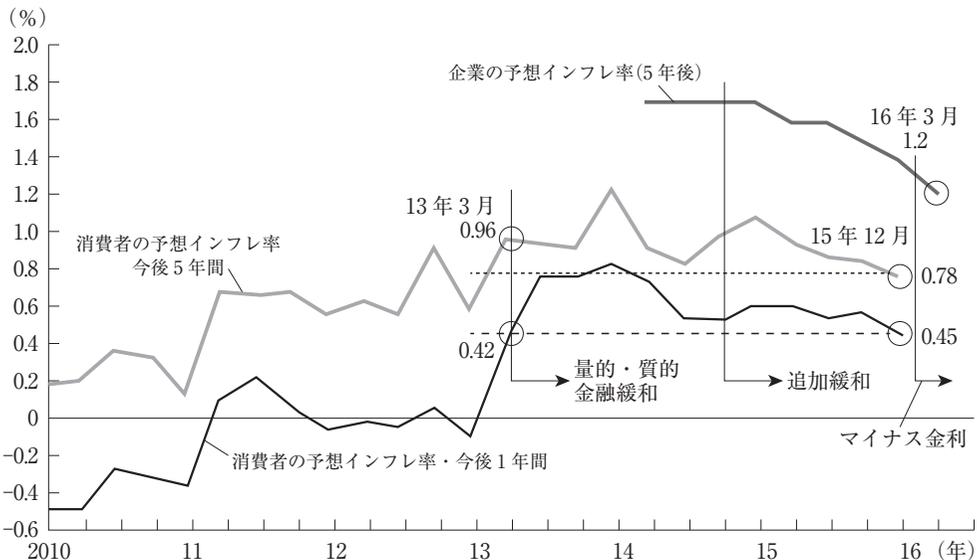
116 (488)

の物価上昇の「期待感」「予想」³⁾はとりわけ重視され、期待、予想が経済実態の変化を先取りして物価上昇、為替相場、株価の変化をもたらすとしている。

そこで、アベノミクスの発表以後の予想物価上昇率の推移をみよう。第1図である。消費者の今後1年間の予想インフレ率は、アベノミクスを提唱する安倍政権が登場した2012年末以後急上昇し、2013年3月に0.42%、以後13年中上昇し続け13年末には0.8%に達していた。しかし、14年になると低下し始め、14年後半期には0.5%ぐらいに低下し、それ以後はほとんど上昇せず、15年末には0.45%に落ち込んでいる。今後5年間の消費者の予想インフレ率の方は、今後1年間の予想率よりもやや高く13年初めに上昇し、13年末から14年初めにかけて、また、14年後半から15年初めにかけての上昇がみられるが、全体的には今後1年間の予想率と同様の推移をたどり、15年末には0.78%に落ち込んでいる。企業の今後5年間の予想インフレ率は14年末から16年春にかけて一貫して低下傾向にある。

政府によるアベノミクスのコミットメント、QQEの導入を受けて、予想物価上昇率は高まったが、しかし、それは1年半ぐらいしか維持できなかった。実際の消費者物価指数の前年比は第2図に示されている。13年春から上昇し14年半ばにピークになりそれ以後低下している。予想物価上昇率の推移と実際の物価上昇率はほぼ照応している、つまり、アベノミクスが提唱され、QQEの政策が本格的に実施（多額の国債等の購入）されるに伴い、企業、国民も金融

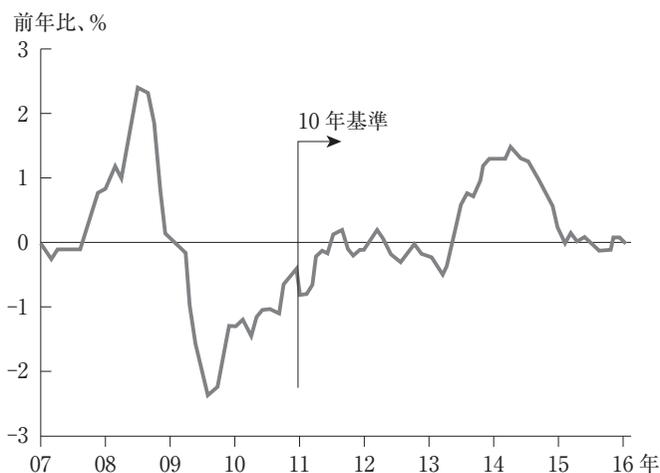
第1図 家計と企業の予想インフレ率



(注) 消費者の予想インフレ率は修正カールソン・パーキン法を用いて算出。

出所：『エコノミスト』2016年4月19日、20ページ、ただし、日本銀行「短観」「生活意識に関するアンケート調査」を基に三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成による。

第2図 消費者物価指数総合(除く生鮮食品)



注1) 直近は16年2月。

2) 14年4月の消費税引き上げについては、直接的な影響を調整。

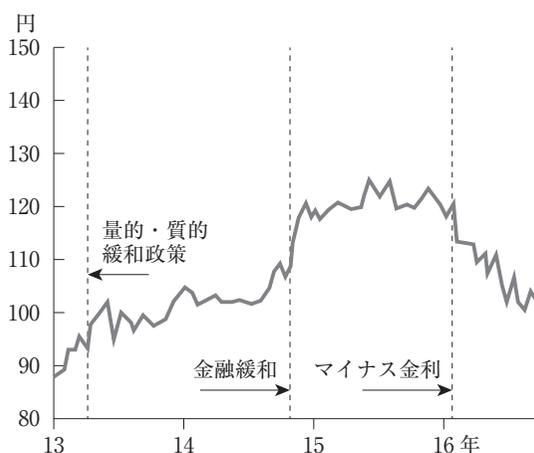
出所：日本銀行『金融システムレポート』2016年4月、7ページより、
 原資料は総務省「消費者物価指数」。

政策の変化を受けて対応し、実際の物価上昇率が上昇していったのである。しかし、その現実の姿は予想、期待からの対応であり、金融の実態（マネーストックの増加、設備投資の増大、消費増加など）が変化して物価上昇が生じているのではない可能性がある。すなわち、日銀の多額の国債等の購入でマネタリー・ベースが急増していくが、これを要因とする物価上昇であったかの検討が必要である（後述）。

とはいえ、前述のように政府によるアベノミックスのコミットメント、QQEの導入を受けて、予想物価上昇率と実際の物価上昇は14年半ばまで続き、それに伴い円高是正・円安も進行していった（第3図）。アベノミックスへの「期待」「予想」がそのきっかけを作ったといえよう。アベノミックスに期待し、金融緩和、物価上昇を予想する為替ディーラー、その他の金融関係者、企業の財務担当者、富裕層等は、今後の円安進行に「確信」をもって円売・ドル買を行なうだろう。円安が進んだ時点でドルを円に転換すれば為替益が得られるからである。したがって、期待感、予想は実際の円売を通じて円安を実現させていく。のちに述べるように、この時期の円高是正・円安の基底的要因は11年から始まっていた経常収支黒字額の急減であるが。

為替相場は12年9月に78.18円の円高であったが12年末には84円近くまで低落したあと、13年に入ると5月には101円台にまで下落した。しかし、13年6月から14年夏ごろまでは98円前後から103円弱で推移し、再び下落するのは14年秋から15年夏にかけてである。15年夏には123円台にまで下落した。ところが、16年当初から急な円高に振れ、夏には102円近くにまで上昇する⁴⁾。

第3図 ドル／円相場



(注) 直近は16年9月30日。

出所：日銀『金融システムレポート』2016年10月、16ページより、原資料はBloomberg。

以上のように12年末のアベノミクスの提唱を受け、さらに13年4月からのQQEの実施が円高是正・円安に導いたものと考えられている。確かに、その時期に円高是正・円安が進行した。しかし、13年5月以降それ以上の下落はとまった。それから1年4か月間ほど相場は一進一退する。ところが、14年10月31日の「追加緩和」＝国債等の買い入れ額を約80兆円に増加することを決定した時期に再び一層の円安が進んだことから、QQEは円安を導くのに成功したと評価されている。そのように評価することの適否はのちにみよう。

2) 日米の金融政策のスタンスの違い、経常収支の動向と円高是正・円安の進行

ごく短期の相場はともかく、ある一定期間の円相場はいくつかの要因によって変化している。日本の金融政策スタンスだけでなく、ときには日本の金融政策以上にアメリカの金融政策のスタンスが為替相場を変化させる。2013年以後の為替相場を左右するのは「異次元の金融政策」とアメリカの「非伝統的・量的金融政策」からのいわゆる「出口政策」、それに重視されるべきは日本の経常収支の動向である。これら主に3つの要因が複雑に絡みながら、ある時は経常収支動向が基底で変化を支えながらアベノミクスの提唱が、ある時はアメリカの「出口政策」が先行し、それが「異次元の金融政策」の「追加緩和」、経常収支動向に補完されながら為替相場が変化していく。それゆえ、ここでアメリカの「非伝統的・量的金融政策」からの「出口政策」を簡単にみておこう。

日銀が「異次元の金融政策」を始めて間もない13年6月にBISは『83回年報』において各国の「量的金融緩和政策」が持続不可能なことを論じ、それからの脱却を提案する。そのほぼ

同じ時期に、当時のバーナンキ FRB 議長は「出口」の時期を探り始めた。5月、6月の議会証言がそれを示している（バーナンキ議長が実際に「出口」の時期を探り始めたのは5月の証言よりももう少し前であろう）。しかし、バーナンキ議長の発言は新興諸国の通貨、株式、債券のトリプル安をもたらした⁵⁾。結局、アメリカの量的金融緩和政策が終了するのは14年10月で、ゼロ金利の解除＝金利引上げは15年12月になった。日米間の金融政策のスタンス相違が円・ドル相場を大きく左右することは十分にありうる。2013年春ごろにアメリカの金融政策の見直しが始まり、金融スタンスが日米では逆になり、円高是正・円安が進行しやすい状況であったのである。しかし、はっきりと金融政策スタンスが日米で逆になっていくことが明確になるのは13年5月のバーナンキ氏の議会証言以降で、後述のように、それ以前に円高是正は進行していた。むしろ、円安の進行は6月になるとストップしてしまう。12年末から13年5月までの円高是正はアベノミクス、「異次元の金融政策」のコミットメントおよび経常収支の動向がより大きな要因であろう。アメリカ FRB が量的緩和政策の終了を決定したのは14年10月29日、その直後の10月31日に日本銀行は「追加緩和」を行なう。これで日米の金融政策のスタンスは真逆に、しかもスタンスの幅が拡大された（後述）。これによって円安は一挙に進む。翌年にかけて120円台を超えていく。

このように、日米の金融政策のスタンスが円・ドル相場を大きく左右しうるが、それに加えて日本の経常収支の動向が基底的なところで相場を規定してきた。しかし、不思議なことに経常収支の動向には触れないで金融政策だけで為替相場を左右できるかのような論稿が多い。とはいえ経常収支の為替相場への影響を考慮する際、その影響の「時間的ズレ」を考察しなければならないだろう⁶⁾。

第3図と第1表をもとに4つの時期に分けて考察しよう。①2011年の経常収支と12年秋から13年春の為替相場。日本の経常収支黒字は2010年には半期に8兆5000億円を上回り、その半分弱が貿易収支黒字によるもの、半分強が所得収支（第1次所得収支）によるものであった。ところが、2011年上半年から貿易収支が赤字になり（この赤字化は原油価格の上昇が最も大きな要因である⁷⁾）、経常黒字幅も11年上半年には前年下半期の約3分の2以下に減少し、11年下半期には前年下半期の半分以下に減少している。この時期の経常収支黒字額の半減が1年と数か月を経て2012年秋から13年春の円高是正・円安をもたらした実態的規定因であろう。詳細にみると円高是正、円相場の下落はアベノミクスが提唱される以前の12年10月から少しずつ始まっている。ドル・円相場は12年9月に78.18円であったのが10月には78.99円に、11月には81.91円に下落し、12月に83.65円、13年1月には89.24円、2月に93.24円である（月平均値⁸⁾。したがって、12年秋から13年春にかけては以下のように言うことができよう。12年10月以降始まった円高是正の方向は経常収支動向の1年と少しのズレを伴って、それが基底因となりつつ12年12月のアベノミクスの提唱で一気に進んだ、と。

第1表 日本の経常収支

(億円)

	2009		2010		2011		2012	
	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期
経常収支	57,881	74,986	86,434	85,272	55,243	40,264	31,921	16,316
貿易収支	6,471	33,910	40,768	39,021	-4,957	-11,207	-24,253	-33,888
所得収支 ¹⁾	68,875	54,379	59,181	57,796	72,755	67,629	72,762	69,961
その他	-17,465	-13,303	-13,515	-11,545	-12,555	-16,158	-16,588	-19,757
	2013		2014		2015		2016	
	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期
経常収支	33,131	-788	-4,977	31,435	80,940	83,187	106,256	
貿易収支	-34,270	-53,465	-62,014	-42,002	-3,754	-2,535	23,540	
所得収支 ¹⁾	86,878	77,878	83,348	97,855	104,407	102,119	96,129	
その他	-19,477	-25,201	-26,311	-24,418	-19,713	-16,397	-13,413	

注1) 2013年上半期以降は第1次所得収支。

出所：財務省「国際収支状況」(速報)より。

② 2012年から13年上半期の経常収支と13年6月から14年夏までの為替相場。12年下半期に経常黒字は上半期の半分に減少したが、13年上半期には回復した。このことが13年5月ごろから14年8月ごろまで為替相場を100円前後にとどめた基底的要因であろう。この場合にも為替相場と経常収支の間には時期的ズレがみられる。また、この間、アメリカの「出口政策」は検討されながら実施されないまままで推移していった。両国とも量的緩和策を実行しており、金融政策のスタンスは同調している。

③ 2013年下半期から14年上半期の経常収支と14年秋から15年末までの為替相場。13年下半期から14年上半期の1年間に貿易赤字が増大（赤字額の増大は原油価格の増大と円安が原因⁹⁾）し、13年下半期と14年上半期には経常収支も赤字に転化した。この経常収支の赤字化が14年秋から15年夏ごろまでの円安の進行（15年夏には123円台に）を基底のところで推進した要因であった。やはり、1年ほどのズレがある。しかも前述のように、FRBは14年10月29日に量的緩和政策（QE3）の終了を決定し、他方、日銀は数日のちの10月31日に「追加緩和」を決定する。この真逆の金融政策スタンスにより円安は一挙に進む。この時期には経常収支動向とアメリカの「出口政策」、日銀の「追加緩和」の3つの要因が重なってそれ以後1年以内に円安が20円以上進んだのである。

④ 14年下半期から16年上半期までの経常収支と16年の為替相場。14年下半期に3兆円を越す経常黒字が再び現われ、その黒字は15年の上半期、下半期には8兆円を超え、16年上半期には10兆円を超した。この黒字化も赤字化と同様に原油価格の変化が主要因である。14年下半期から原油価格が急落している。14年下期からの経常黒字化とその拡大を受けて、1年と

少しを経て16年1月から急激な円高が発生した。しかし、FRBの金融政策のスタンスは円高にほとんど影響を与えていない。FRBは15年12月16日の連邦公開市場委員会でゼロ金利政策の解消を、フェデラル・ファンド金利を0.25~0.5%に誘導することを決定した。他方、日銀は1か月と少しのちの16年1月29日の金融政策決定会合にて2月からのマイナス金利の導入を決定した。この日米の金融政策スタンスの真逆の拡大にもかかわらず、円安ではなく円高が進行しているのである。したがって、16年に入ってからのも替相場は経常収支動向に規定されたものと言えよう。

以上、4つの時期における経常収支の動向と替相場の関連を日米の金融政策のスタンスも考慮しながらみてきた。いずれの時期にも1年弱あるいは1年と少しを経て経常収支動向が替相場に影響を与えている。12年末のアベノミクスの提唱、13年4月の「異次元の金融政策」の導入は円安を引き起こすきっかけとなったことは確かであるが、それは、経常収支動向、また、アメリカの「出口政策」と関連しながら、「きっかけ」を作ったのである。アベノミクスの提唱と「異次元の金融政策」実施のコミットメントのタイミングがアメリカの「出口政策」への動きと合致していたばかりでなく、経常収支の替相場への影響が1年と少しズレていたことが、アベノミクス、「異次元の金融政策」が円高是正・円安を引き起こしたように見せかけるのに功を奏したのである。

3) 日銀による国債等の大量購入

「異次元の金融政策」のもとで日銀は多額の国債等の購入を始めた。政策への期待感、物価上昇予想は、政策のコミットメントと同時にこの国債等の購入が実施されて「確信」されるものである。また、多くのマネタリストをはじめ政策担当者（いわゆる「リフレ派」）にとってはマネタリー・ベースの急増は金融政策にとって不可欠の条件と考えられている。そこで、日銀による国債等の購入がどれほどの規模になり、それが国債市場にどのような状況を作り出したのか、さらにマネタリー・ベースの急増がどれほどのマネーストックの増大をもたらしたのかを検討しよう。後者の方から検討しよう。

後者については前掲の『日銀レビュー』は検討しなかった課題である。第2表にマネタリー・ベースとマネーストックの推移が示されている。2012年末にマネタリー・ベースは138.5兆円（うち「日銀当座預金」が47.2兆円）であったのが、13年6月には173.1兆円（うち「日銀当座預金」が84.7兆円）、13年12月末には201.8兆円（「日銀当座預金」が107.1兆円）と1年間に63兆円以上増加している（うち「日銀当座預金」は59.9兆円の増加）。14年末には275.9兆円（「日銀当座預金」は178.1兆円）、15年末には356.1兆円（「日銀当座預金」は253.0兆円）となり（12年末からは217.6兆円の増加、うち「日銀当座預金」の増加は205.8兆円）、16年6月には404.0兆円（「日銀当座預金」は303.3兆円）である。12年12月から16年6月まで

第2表 マネタリー・ベースとマネーストック

(兆円)

	(A)マネタリー・ベース			(B)通貨(M1)			(C) 準通貨 +CD	(D) M1+準通貨 +CD	(E) B/A	(F) D/A
	現金通貨 発行高	日銀 当座預金		現金 通貨	預金 通貨					
2011.12	125.1	88.5	36.5	541.4	80.0	461.4	582.2	1123.6	4.33	8.98
2012.12	138.5	91.2	47.2	560.3	83.1	477.2	588.4	1148.7	4.05	8.29
2013.6	173.1	88.4	84.7	578.2	80.6	497.6	593.1	1171.3	3.34	6.77
12	201.8	94.7	107.1	592.0	85.3	506.8	595.6	1187.6	2.93	5.89
2014.6	243.4	91.1	152.3	600.8	82.7	518.0	597.3	1197.8	2.47	4.92
12	275.9	97.7	178.1	618.7	88.2	530.6	602.6	1221.3	2.24	4.43
2015.6	325.0	95.2	229.8	633.7	86.7	547.0	602.3	1236.0	1.95	3.80
12	356.1	103.1	253.0	646.0	93.6	552.5	606.3	1252.3	1.81	3.52
2016.6	404.0	100.6	303.3	676.9	91.8	585.1	592.9	1269.8	1.68	3.14

出所：日本銀行「マネタリーサーベイ」より。

のマネタリー・ベースの増加は265.5兆円ときわめて大きい。しかも、そのほとんどすべてが「日銀当座預金」である。日銀が大量の国債のほか、投資信託証券（ETF）、不動産投資信託証券（J-REIT）などを購入しているのである。

他方、マネーストックの方は、それほど増加していない。12年12月にM1が560.3兆円、準通貨+CDが588.4兆円（合計で1148.7兆円）、13年末にそれらは592.0兆円、595.6兆円（合計1187.6兆円）、15年末に646.0兆円、606.3兆円（合計1252.3兆円）、16年6月には676.9兆円、592.9兆円（合計で1269.8兆円）である。M1では12年12月から16年6月までに116.5兆円の増加（うち「預金通貨」は107.9兆円）で、（準通貨+CD）はこの間、4.5兆円しか増加していない。したがって、この間にM3(M1+準通貨+CD)の増加は121.1兆円にとどまり、ほとんどが「預金通貨」である。

以上のように、日銀による大量の国債等の購入によってマネタリー・ベースが急増しながらマネーストックの方は微増にとどまっている。すなわち、信用創造がほとんど進まず信用乗数が低下しているのである。第2表のE欄、F欄をみられたい。2011年末にE欄は4.33、F欄は8.98であったのが、2016年6月にはそれぞれ1.68、3.14まで低下している。つまり、日銀による国債等の購入によりマネタリー・ベースが急増しても、銀行等は貸出を大幅に増加させることができず預金通貨の増加はわずかにとどまっているのである。マネーストックの増加が微増にとどまっているのであるから、マネーストックの額の増加を根拠とする物価上昇はほとんど起こらない。「リフレ派」=マネタリストはマネタリー・ベースの増加がマネーストックの増加をもたらす、よって物価上昇が生じると考えていたのである¹⁰⁾。実際の物価上昇率が予想物価上昇率に照応していたことを前述したが、前者の上昇率を実現させる実態的な根拠（貨幣量の増加）が乏しく、実際の物価上昇は14年上半期までの期待感、予想によるものにとどまっ

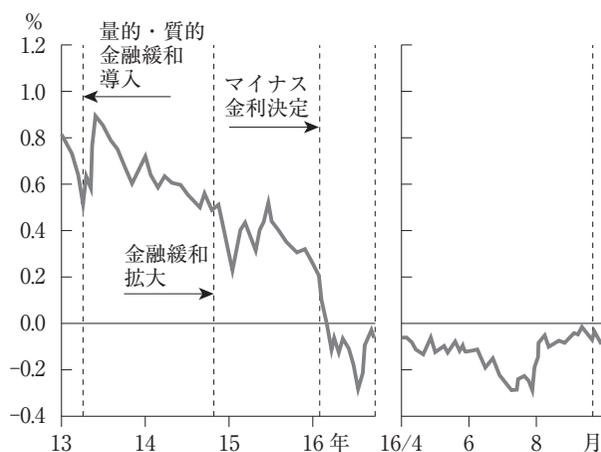
ていたと考えられる。14年下半期から予想物価上昇率も実際の物価上昇率も低下していく。

しかし、長期金利は低下傾向を示し、株価も2015年末まで上昇していった。これらをどのように解釈すべきだろうか。前者から論じていこう。日銀がマネタリー・ベースを年間60～70兆円のペースで増加させるという「異次元の金融政策」を13年4月に導入し、大量の国債等を購入した直後には長期金利はむしろ上昇し、0.8%を突破し1.0%近くになった（第4図）が、間もなく0.8%に低下し13年末には0.6%近くになり、マネタリー・ベースの増加を年間80兆円にという14年10月の「追加緩和」後の14年末には0.4%前後に、15年末には0.2%近くまでに低下してきた。それは当然のことで、日銀の購入価格は、日銀が購入しなかった場合の市場価格よりも高く、しかも、大量に購入されるのだから。各金融機関は進んで国債を購入し、それを日銀に売るのである。国債市場では国債価格は持続的に上昇していく。

かくして、長期金利は持続的に低下していったが、長期金利の低下が貸出を増加させたという明確な指標は得られない。前述したように、日銀が国債等を大量に購入し続けマネタリー・ベースを増加してきたがマネーストックは微増にとどまった。これは、銀行等の貸出、信用創造がほとんど進まなかったという証左である。貸出、信用創造が停滞すればマネーストックは増加せず、消費者物価指数も横ばいで推移することになる。マネタリー・ベースを急増させる政策は、国債等の利回りを低下させるには効果があったが、物価上昇にはほとんど効果がなかったのである。

また、長期金利の低下は、日米間の金利差を拡大した。短期金利だけでなく、長期でも金利格差が生まれ、それが円高是正・円安の素地を形成したということが考えられる。その面で、

第4図 長期金利(10年)



(注) 直近は16年9月30日。

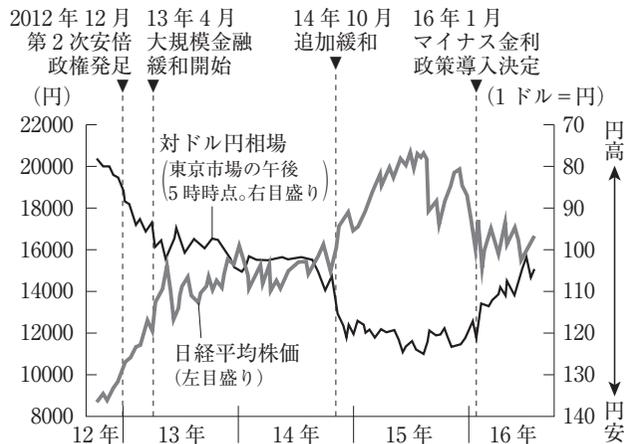
出所：日銀『金融システムレポート』2016年10月、12ページ、
原資料はBloomberg。

日銀の多額の国債購入による長期金利の低下は長期的な円安局面を創り出したとはいえる。しかし、長期金利は継続的に緩やかに低下していったのであり、為替相場の変化のように鋭くない。後者の変動は短期的には思惑等ですばやく大きく動くものである。そのために、大量の国債等が日本銀行により本格的に購入され始められる13年5月以降、思惑の度合いが落ち着いてくると、12年末から進んでいた円安はストップし14年秋の「追加緩和」までほぼ同水準で推移している。12年末から13年春にかけて、経常収支の推移によって円安に転換するはずのところで、また、アベノミクス、第1の矢の実施のコミットメントが日米の金融政策スタンスの違いをつくり、円高是正のきっかけを作ったのであり、13年4月の時点では長期金利の低下はまだ急激に進んでいない。したがって、この間の長期金利の日米間格差が為替相場に与えた影響はそれほど大きくないと考えられる。また、のちにみるように16年の長期金利がマイナスになっていく中で円高が生じている。

以上のように、日銀の国債等の購入は利回りの持続的な低下をもたらしたが、為替相場への影響は小さく、また、マネタリー・ベースの急増にもかかわらず実際の物価上昇への影響はほとんどなかった。

それでは、アベノミクスの提唱以後の株価の上昇は如何にして生じたのであろうか。第5図をみると株価はおおよそ為替相場に連動してこの間動いているように見える。株価指数ほど経済の諸指数の変化、ときには政治的事件等に対する反応、期待感、予想によって変動するものはない。成長率、金利、為替相場、原油価格などの動向、他の諸国の経済的・政治的な種々の事態等々である。しかし、第5図からは、この数年間は短期的にはともかく株価指数が大筋において為替相場に照応しながら変動してきたと言えるだろう。円相場が低落してきた12年末

第5図 為替相場と株価



出所：朝日新聞、2016年7月30日より。

から13年にはじめにかけて株価指数は上昇し、円相場が安定している13年晩春から14年終わりにかけて株価も落ち着いている。また、円相場が大きく下がり始める14年終わりから15年末にかけて株価は上昇し日経平均は2万円を超すようになる。しかし、円相場が上昇する16年になると、株価は下がり始める。

このように、株価は円相場に対応して変動している。そして、前述のように為替相場は2013年以後これまでの期間について言えば、日米間の金融政策のスタンスの違い、および1年と少しのズレを伴いながら経常収支に左右されながら変動してきたのである

それでは株価指数は日銀が行なったマネタリー・ベースを増加させる「質的・量的緩和政策」との直接的関連性をもったのだろうか。日銀は国債のほか投資信託証券(ETF)、不動産投資信託証券(J-REIT)などを購入しているのであるから、日銀のマネタリー・ベースを年間約80兆円増加させるという「質的・量的緩和政策」は株価指数を下支えする効果はもっていると言えよう。円安に振れば下支え効果があって株価指数はより高く上昇する傾向をもっている。また、14年11月における「年金積立金管理運用独立行政法人」(GPIF)の株式投資への投資限度率の引上げ(日本株25%、外国株25%へ)も同様の効果をもつものであろう。しかし、マネタリー・ベースの全体的増大が直接、株価指数に及ぼす効果は見られない。

さて、アベノミクス、「異次元の金融政策」による金融機関、企業、国民の期待と予想は、一定期間は有効であったろうが、経済諸実態の変化によりその期待は薄れ、予想は消滅していったといえることができる。日米の金融スタンスの変化という期待・予想とは別の円相場を左右する実態的基底因は経常収支の動向、長期金利の低下の二つであるが、より強く為替相場に影響を与えた実態はこの期間に関する限り経常収支の方である。それは、長期金利の低下が大きい16年に前年からの経常収支黒字幅の増大により円高が発生していることからいえる。物価上昇を持続させなかった実態的規定因の方はマネーストックの伸び悩みであり、銀行等の貸出の伸び悩みである。さらに言えば、設備投資、個人消費の伸び悩みである。それらは結局は少子高齢化、非正規雇用の増大、所得格差の広がりなどによるもの、日本社会が抱えている深刻な状況によるものであろう。したがって、それらの問題への展望が出てこないならば、QQEへの期待と予想は短時間のうちに消滅してしまう¹¹⁾。

II、「量的・質的金融緩和政策」の限界とその「遺産」

以上のこれまでの論述はアベノミクス、QQE(=「異次元の金融緩和政策」)の「効果」についてのものではあったが、次の分析はこれらの政策が残した「遺産」が何をもたらしてきたのか、「遺産」が今後のどのような事態を引き起こすのか、これらを検討することである。

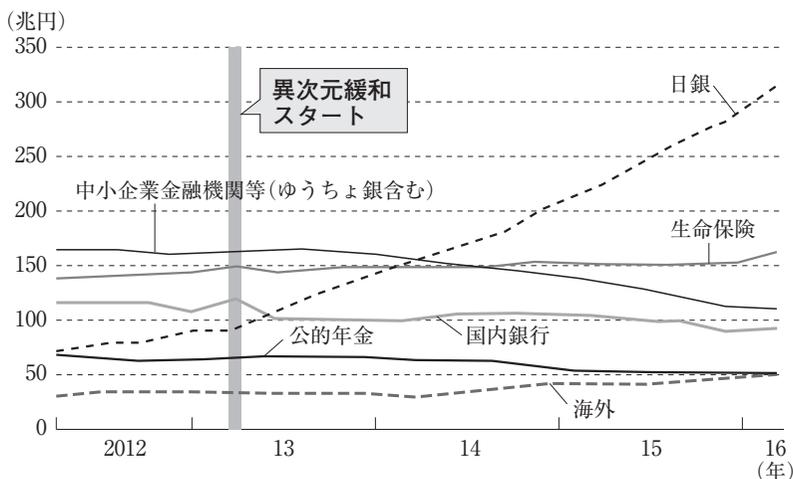
1) 「量的・質的金融緩和政策」の限界と政策スタンスの変化

13年4月から日銀が大量に国債を購入してきたことから日銀は14年初めに生命保険会社等を抜いて最大の国債保有者になり(第6図)、16年3月末には保有額は364兆円にのぼっている。これは国債発行残高(1075兆円)の34%である¹²⁾。しかし、マネタリー・ベースの急増にもかかわらず、物価上昇は起こっていない。このまま今後も年ベースで80兆円の国債等の購入が可能であろうか。

日銀の大量の国債等の購入によって利回りは低下し続け、保険、年金基金、公的基金等の資金運用機関にとっては運用が難しくなってきた。他方で、国債流通市場の流動性が低下し、「歪み」が生まれてきた。日銀による大量購入がなければ国債価格は市場ベースで決定されていくのであるが、日銀の購入が国債価格を支え「官制価格相場」となり、市場ベースの価格設定メカニズムが機能しなくなってきている。いずれにしても、日銀の大量の国債購入は限界にきているのである。この限界はそのまま「異次元の金融政策」の限界につながる。ところが、日銀は16年1月29日の金融政策決定会合で長期国債の購入額を年間約80兆円の水準を従来通り継続すること決定し、同時に、「マイナス金利」の導入を決定した。

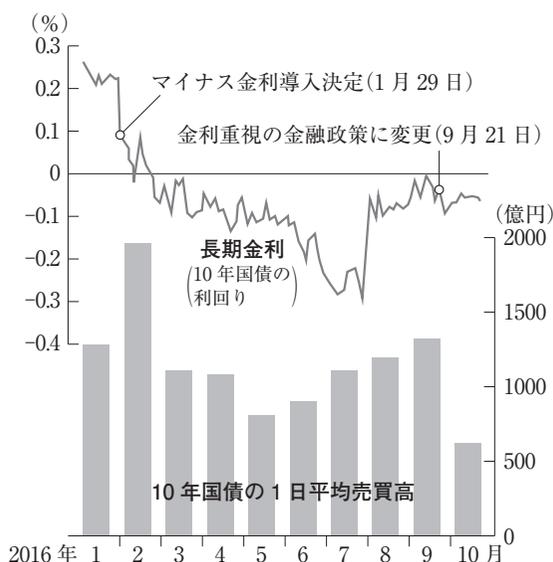
それでは「マイナス金利」の導入は、80兆円の国債購入にどのような影響を与えることになるだろうか。銀行等の金融機関が日銀に国債を売り、「日銀当座預金」を新規に増加させるとその分に0.1%の金利が負荷されるのであるから、日銀が以前と同様に国債を購入しようとするれば、日銀がより多額の国債を購入することによって購入価格を引き上げて0.1%の「金利負担」をカバーする以外にない¹³⁾。そうすれば国債利回りもマイナスになっていくだろう。

第6図 国債の機関別保有



出所：『エコノミスト』2016年8月2日、25ページより、ただし原資料は日銀「資金循環統計」。

第7図 国債(10年)の利回り



出所：日本相互証券まとめ、朝日新聞、2016年10月22日より。

実際、第7図にあるように、10年物国債利回りは16年1月の初めに0.25%であったのが、マイナス金利政策が実施され始めた2月にはマイナスを記録するようになった。さらに2月以後低下し続け、16年7月にはマイナス0.30%近くにもなった。このマイナス利回りの進行は、日銀がこれまでと同様に大量の国債を購入していることを示すだろう。他方で、ディーラー間の取引では現物新発債取引は増大しているが、新発債以外の取引は低水準になっているし、証券会社の対顧客取引も低水準で推移している¹⁴⁾。新発債以外（既発債）の取引が低水準になってきているのは、既発債の多くの部分が日銀によってすでに買われ市場の流動性が落ちているからであり、証券会社の対顧客取引が低調であるのは、利回りがマイナスになり生保、年金基金等が国債への運用が難しくなっているからである。

このように、日銀による大量の国債購入方針を継続しながらのマイナス金利政策の導入は、「マイナス金利」をカバーするために、日銀の国債購入価格を額面価格よりもかなり高くするまでの国債購入を余儀なくさせ、ますます国債市場における価格形成の歪みを大きくしていったと言えるだろう。上のように生保、年金基金等の国債への運用が難しくなったばかりでなく、銀行にとっても長期金利全般が低落していくから、貸出等が難しくなり利益基盤が縮小することになっていく。貸出は不動産業向けに重点が置かれるようになり、今後の不動産のバブルも危惧される¹⁵⁾。さらに、日銀にとっては、額面よりも高い価格で国債を購入しているのであるから、満期を迎えれば損失を発生させることになる。つまり、日銀資産の劣化が進むことに

なる。日銀の株価下落が進んでいるのも当然と言えよう¹⁶⁾。しかるに、長期金利のマイナスへの低下が円相場を円安に動かすこともなく、逆に、14年下半期以降の経常収支黒字を受けて円高が生まれ、株価指数も下落傾向をたどることになった。「異次元の金融政策」は行き詰まった観を呈する事態となった。

このような状況の中で行われた16年7月29日の日銀・金融政策決定会合は上場投資信託(ETF)の買入れ額を現行の約3.3兆円から約6兆円にほぼ倍増させることなどを決めた以外に他の政策の変化はなかった。しかし、この会合では「量的・質的金融緩和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の政策効果について「総括的な検証」を行なうことを決めざるを得なくなった¹⁷⁾。この検証が行われることが公表される7月末に第7図にみられるように、10年物国債利回りがマイナス0.30%からマイナス0.10%以上にまで上昇している。これは、金融機関等の市中の金融状況についての期待感、予想が13年当初とは逆になり、今後は金融引締め気味となるだろうと受け止められ、8月以後金融機関が国債の売却に乗り出したこと、日銀が国債購入額を減少させたことを反映したものであろう。

2016年9月下旬の日銀金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という「新しい枠組み」を提出することになった。つまり、0.1%のマイナス金利政策を維持しつつ、「10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行なう。買入れ額については現状程度の買入れペース（・・約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するように運用する。買入対象については、・・平均残存期間の定めは廃止する」¹⁸⁾という。

この「新しい枠組み」はマネタリー・ベースの増加（国債等の大量購入）よりも長短金利操作に重点が置かれ、これまでの金融政策を変える意図が含まれているとみざるを得ない。それゆえ、いわゆる「リフレ派」から反発が出てきた。元日銀・審議委員も含め「リフレ派」の人たちが80兆円の国債購入の継続を主張し、現日銀内の「リフレ派」とみなされる副総裁・審議員を批判する見解を公表したのである¹⁹⁾。「異次元の金融政策」の行き詰まりが明確になって日銀による「総括」作業が始まった7月末から8月初めにかけて国債利回りが上昇しているが、この変化から16年7月までの日銀の国債購入のスタンスが7月以降変わったことがうかがい知れる。長期金利が8月からはマイナス0.05%前後で推移している。「リフレ派」の主張とは異なる方向が7月末から8月にかけての時期から進行しており、9月29日の金融政策決定会合でそのスタンスが明確にされたのである。ところが、日銀が国債利回りをゼロ%で維持させたいというが、利回りがゼロ%で銀行等は日銀に国債を売却できるだろうか。売却によって日銀当座預金が増加すれば、0.1%の金利が負荷される（マイナス金利政策）のであるから。この矛盾を、日銀は今後どのように解決してくのだろうか。さらに、元来、長期金利は中央銀行が直接にコントロールできるものではなく、巨額の国債購入によってのみコントロールが可

能なのであり、日銀の国債購入額を減少させるとなると他の種々の要因によって長期金利が変化し日銀の長期金利のコントロールは一層困難になる。購入額を大幅に減少させると、利回りが急上昇する危険性もあろう。

さて、日銀による国債購入のスタンスが変化してきており、日銀の国債購入額は減少してきているとはいえ、購入残高はすでに400兆円近くになっており、しかも、16年初め以来の購入価格は額面価格よりも高く、満期限が来ると日銀には損失が発生する。また、今後、購入規模は減少するとしても日銀は一定額の国債を購入せざるを得ない。

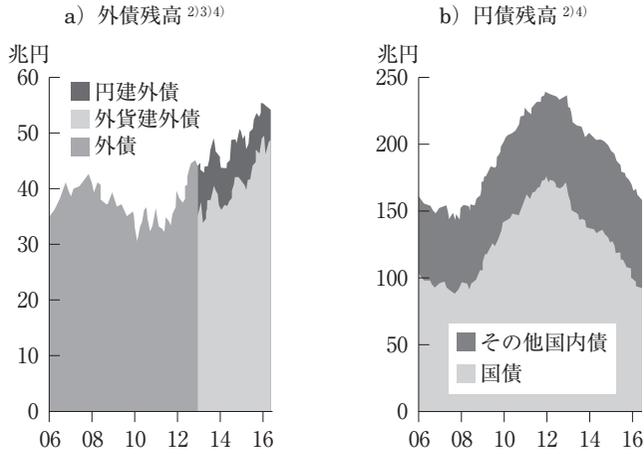
7月の金融政策決定会合以後、金融機関等の市中の金融状況についての期待感、予想は13年当初とは逆になり、日銀総裁は16年10月21日、国会で「2017年度中の物価2%は修正もありうる」という趣旨の発言をおこなわざるをえなくなった²⁰⁾。前述の「リフレ派」の人たちが恐れていたのはこのことである。彼らは、国債の大量購入により予想物価上昇率を高め、また、マネタリー・ベースの増加によって実際の物価上昇を実現させられうると考えていたのである。10月21日での国会での発言は11月1日の金融政策決定会合ではっきりすることになった。2%の物価目標達成時期は5度目の先送りとなり「18年度ごろ」となった²¹⁾。

さて、この時点で「異次元の金融政策」の行き詰まりは明確になってきたが、それに代わる金融政策を打ち出すこともできず、国債残高のうちの4割近くを日銀が保有する現状からさらに保有率が上昇していきだろ。日銀の損失はやはり増加していく。このため、国債の償還期限をなくす案や日銀保有国債の「変動利付永久債化」などのプランが提起されることになる²²⁾。いわゆる「ヘリコプター・マネー」政策に通じるプランである。このことについてはのちに述べよう。

2) 「量的・質的金融緩和政策」と対内外投資

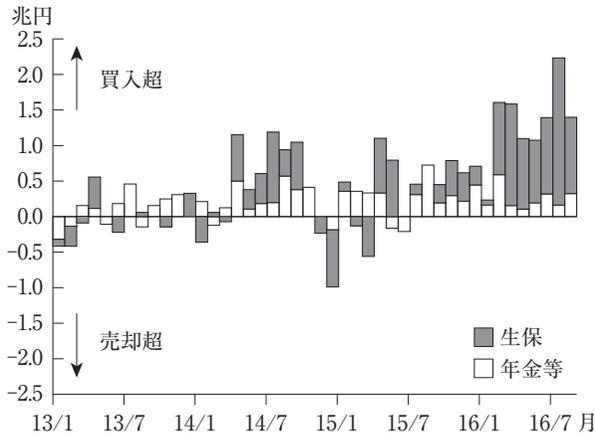
ところで、「異次元の金融政策」は日本の対内外投資の環境も変化させてきた。13年下半期と14年上半期を除く期間においては経常収支が黒字であったから、その黒字分に近い額の対外投資が必然化される。それに加えて、「異次元の金融政策」はこれまでの短期金利に加えて長期金利をも低下させてきたから国内に有利な投資対象を喪失させてきた。そのため、本邦金融機関は対外証券投資を増加させてきた²³⁾。第8図は銀行等（大手行、地域銀行、信用金庫）の外債残高、円債残高、第9図は生保・年金等の対外証券投資が示されている。ゆうちょ銀行・系統上部金融機関の円債残高・外債残高は第10図に示されている。銀行等、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関の円債残高の減少、外債残高の増加はこれらの図より明らかだし、生保・損保の対外証券投資の増加も明瞭である。また、生保・損保は国債投資を減少させている²⁴⁾。さらに、15年末までは円安により円をドルに替えての投資（円投入・外債建対外投資、いわゆる「円投」）が全般的に有利となり、生保・年金等は対外証券投資（大部分は「円投」

第8図 金融機関¹⁾の外債残高、円債残高



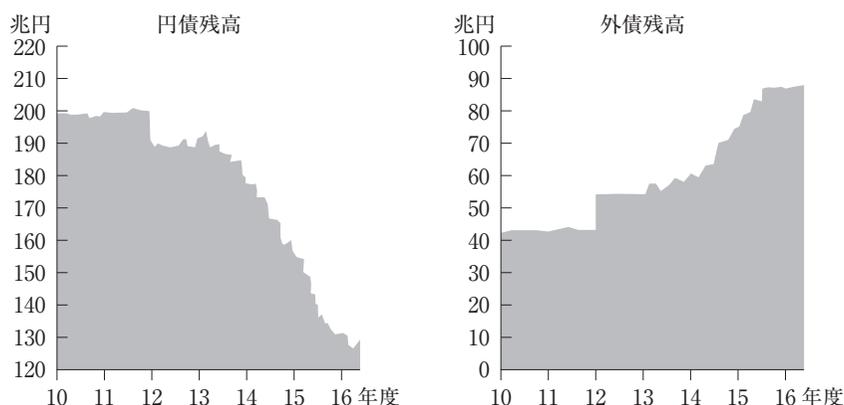
注1) 金融機関は大手行、地域銀行、信用金庫。
 2) 直近は16年8月末。
 3) 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は「外国証券」。
 4) 国内店と海外店の合計。末残ベース。
 出所：日銀、*Financial System Report*, 『金融システムレポート』
 2016年10月、26-27ページ。

第9図 生保・年金等の対外証券(中長期債)投資



注1) 「年金等」は、銀行等及び信託銀行の信託勘定。
 2) 直近は16年8月。
 出所：同上、2016年10月、29ページ、ただし原資料は財務省。

第 10 図 ゆうちょ銀行・系統上部金融機関の円債・外債残高



注 1) 直近は 16 年 8 月末。

2) ゆうちょ銀行、信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会、農林中央金庫の合計。

3) 末残ベース。12 年度以前の値は年度末の値。

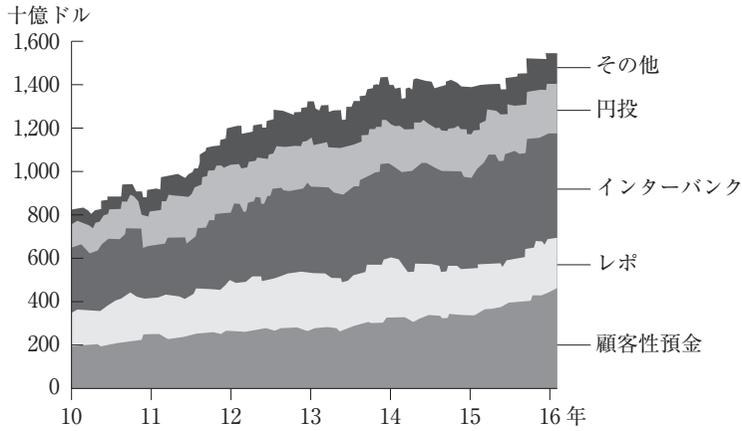
出所：同上、2016 年 10 月、30 ページより。

と考えられる) を伸ばしてきた。

各機関の对外投资状況はこれらの図で示されるとおりであるが、重要なのは、これらの金融機関ごとに外貨建投資のための外貨資金の調達が異なっていることである。生保・年金等の対外証券投資は大部分が円をドル等の外貨に換えての対外投資 (=円投入外貨建投資、「円投」) であるが、銀行等は為替持高をもたないことが基本であるから、銀行等の外債投資は円建外債か、外貨資金を調達しそれを対外投資に当てる「外—外」投資、または為替スワップあるいはその代替手段である通貨ベース・スワップによるカバー付の「円投」である (銀行の外貨資金の調達区分は第 11 図をみられたい)。ゆうちょ銀行・系統上部金融機関の外債投資は、銀行等と同じ為替スワップ等によるカバー付の「円投」が多く、一部カバーされない「円投」を含むものと思われる。

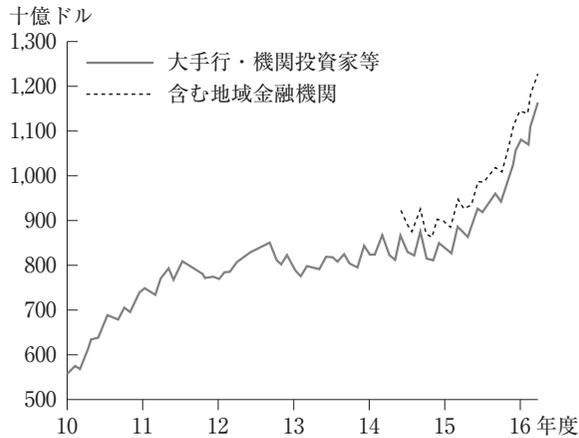
したがって、これらの金融機関の外債投資が増大していくと、為替スワップ市場では直物で円売・ドル買、先物でドル売・円買の為替スワップ取引 (=ドル転スワップ) が増加していく。その際、逆の直物でドル売・円買、先物で円売・ドル買の為替スワップ取引 (=円転スワップ) が額において対応していれば、先物レートは金利差によって規定されていくが (「金利平価」の成立)、前者の為替スワップ取引 (ドル転) が後者の為替スワップ取引 (円転) を大きく上回ってくると、ドル転コストにプレミアムが付いてくる²⁵⁾。本邦銀行等・機関投資家等の円投額が第 12 図に示されている。それに対応するようにドル資金調達コストが上昇している (第 13 図)。とくに各四半期末期においてはアメリカの金融規制への対応を背景にアメリカの金融機

第11図 大手銀行の外貨調達区分



出所：同上、2016年4月、66ページより。

第12図 本邦勢の円投額



注1) 日本銀行による推計値。直近は16年7月末。

2) 大手行・機関投資家等には、大手行のほか、ゆうちょ銀行、農林中央金庫、信金中央金庫（14年9月末以降）、生命保険会社を含む。

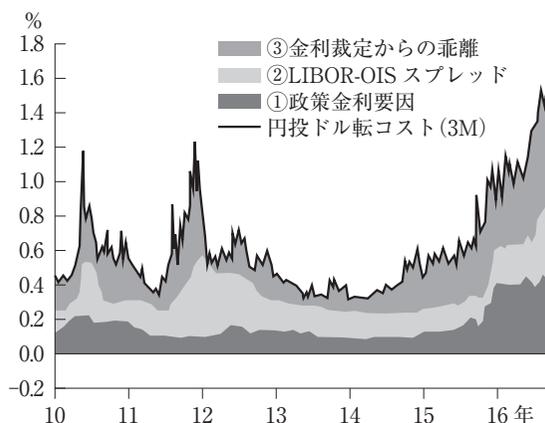
3) 生命保険会社は、生命保険協会の会員会社（直近は41社）。

4) 地域金融機関は、14年9月末以降。

出所：同上、2016年10月、48ページ、ただし原資料はBloomberg、生命保険協会、各社開示資料。

関が為替スワップ取引を抑制する動きがあり、ドル供給が減少してプレミアムが一挙に高くなる²⁶⁾。為替スワップと裁定関係にあり、その代替取引である通貨ベース・スワップも同様である。通貨ベース・スワップのプレミアムを掲げておこう（第14図）。14年以降、ドル

第 13 図 短期のドル調達コスト(為替スワップ)の要因分解

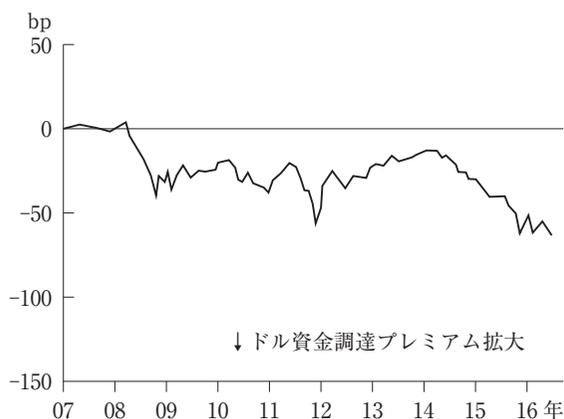


注 1) 直近は 16 年 9 月 30 日。

2) 政策金利要因 = ドル OIS、LIBOR-OIS スプレッド = ドル LIBOR - ドル OIS、金利裁定からの乖離 = ドル転コスト - ドル LIBOR。

出所：同上、2016 年 10 月、48 ページ、ただし原資料は Bloomberg。

第 14 図 ドル資金調達プレミアム(通貨ベース)



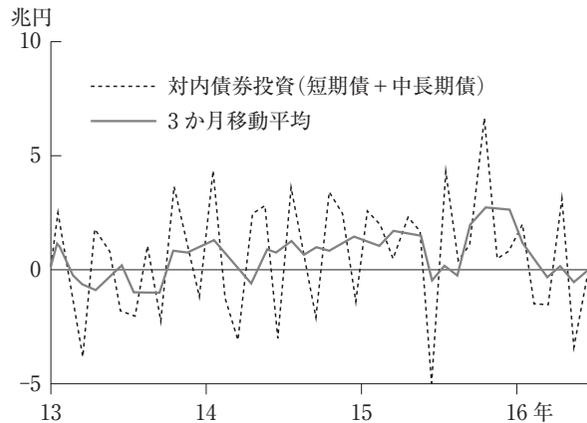
(注) 1 年物。

出所：『日銀レビュー』「グローバルな為替スワップ市場の動向について」2016 年 7 月、1 ページ、ただし原資料は Bloomberg。

資金調達プレミアムが拡大している。

逆に言うと、このドル資金調達プレミアムの増大はドルを円に換える「円転コスト」は小さくなる。つまり、カバーコストが金利裁定から乖離して（第 13 図）、円転投資家（外国投資家）に有利となっている。このことから、外国投資家による本邦への対内債券投資が全般的には増

第15図 本邦への対内債券投資



出所：『日銀レビュー』「グローバルな為替スワップ市場の動向について」2016年7月、6ページ、ただし原資料は財務省。

加する（第15図）、ただし、15年末から投資が減少しているのは、新興国通貨の下落、原油等の価格が下落するという他の要因によるものである²⁷⁾。海外の投資家は国債にマイナス金利がついていても、「円転コスト」がマイナスになれば国債などへの投資を増大せう。さらに、16年に入って円高が継続しているからカバーを外してもドルを円に換えての投資が有利となっている。

以上のように、「異次元の金融政策」は対内外投資の環境を大きく変化させ、そのうえ経常収支黒字が続き低金利が持続すれば国内に有利な投資対象が乏しいことからドル転コストのプレミアムが持続しながら対外投資が増大していき、外国投資家の対内投資も増大傾向をもつであろう。海外部門の国債投資が徐々に増大していく。対外投資と対内投資の両建の投資額の増加が生じていく。もちろん、投資収支は経常収支が黒字であるから資金流出超過であるが。

Ⅲ、「量的・質的金融緩和政策」の「負の遺産」と財政収支——まとめに代えて

「異次元の金融政策」が実施されなければ、日銀の国債保有はこれほどまでに増加せず、また、その政策からの「出口政策」も大きな問題にならなかったはずである。「異次元の金融政策」は今後の多くの課題を作り出したと言わざるを得ない。「異次元の金融政策」が作り出した「負の遺産」は以下のものである。

①日銀が国債残高の4割近くを保有する事態が引き起こす諸事情、債券市場の「歪み」=市場ベースの債券価格形成の不可能化。②マイナス金利がもたらす諸事情、国債のマイナス利回

り・長期金利の低下による諸金融機関の経営基盤の悪化。③対内外投資環境の変化、ドル転コストにおけるプレミアムの常態化。④マイナス金利、国債のマイナスの利回りと日銀の資産劣化。

これらの「負の遺産」が種々の「国債市場問題」を作り出している。これらの問題については概略をこれまでに述べてきたので、最後にいわゆる「ヘリコプター・マネー」、ときには「財政ファイナンス」と言われる事がらについて簡単に述べておきたい。

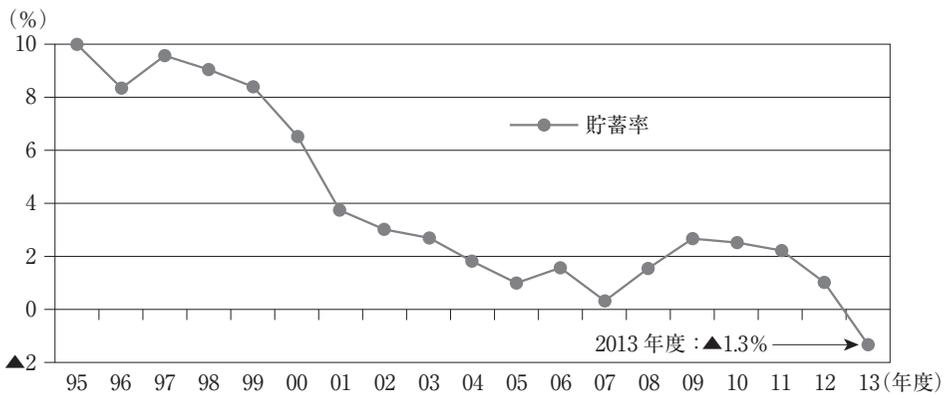
日本に経常収支黒字がある以上、財政赤字はどのようなかたちであろうと、また、どのような資金ルートをたどるかは別にして、最終的には民間部門の「黒字」によってファイナンスされるものである。日銀による「財政ファイナンスなる事態」は本来は生じない。にもかかわらず、国債の償還期限をなくす案や日銀保有国債の「変動利付永久債化」などのプランが提起される²⁸⁾のは、「異次元の金融政策」が日銀の国債保有残高を急膨張させるという「負の遺産」を創り出したからである。

日本の財政収支の赤字は先進諸国の中で対 GDP 比において最悪の状態にある。今後もこの赤字の継続が可能かどうかについては種々の議論があるが、何よりも経常収支との関連で把握することが必要である²⁹⁾。財政赤字について論じられる場合、経常収支の状況のことが等閑視されていることが多い。

経常収支は一国全体の対外的な収支であり、財政収支は国内の経済諸部門の一つである政府部門の収支である。経常収支が黒字のもとで財政収支が赤字であるということは、民間部門は黒字である。また、経常収支が黒字で財政収支が赤字である場合と、経常収支赤字と財政収支赤字が併存している場合とでは事態は大きく異なる。また、後者の場合でもアメリカの場合と途上国の場合とでは異なるし、ギリシャなどのユーロ諸国とアメリカの場合とでは異なる³⁰⁾。

ところで、国民経済計算体系において経常収支は、 $経常収支 = S - I$ ——①式 で示される³¹⁾ (いわゆる「貯蓄—投資バランス」、ここで S : 一国全体の貯蓄、 I : 一国全体の投資)。この式から、経常収支と財政収支の関連が把握できる。式①は一国全体の貯蓄 (S) と投資 (I) を表しているが、一国を民間部門と政府部門に区分すれば、式①は、 $経常収支 = (S - I) + (T - G)$ ——式②となる。ここで S は民間部門の貯蓄、 I は民間部門の投資、 T は税収入、 G は政府支出であり、 $(T - G)$ は財政収支である。今、経常収支が均衡しているとすれば、総国民可処分所得 = 内需 + 経常収支であるから、総国民可処分所得はすべて内需によって発生したものであり、その所得はすべて国内の諸経済部門に帰属し、支出はすべて国内の諸経済部門により行われる。また、経常収支が均衡していても財政収支が赤字 ($T - G < 0$) であるということは、 $(S - I) > 0$ 、つまり民間部門が黒字であるということになる。しかし、経常収支が赤字になったり、黒字になったりすると、以上の諸項目は多様になる。したがって、財政赤字、財政危機の議論は経常収支の状態と関連させて行わなければならない。

第16図 家計貯蓄率の推移



出所：三井住友信託銀行『調査月報』2015年2月号、1ページより。ただし原資料は内閣府「国民経済計算」。

式②において民間部門は家計部門と法人等の部門に区分されていないが、それを区分すると、 $経常収支 = (S_1 - I_1) + (S_2 - I_2) + (T - G)$ ——式③と表すことができる。ここで、 S_1 ：家計部門の貯蓄、 I_1 ：家計部門の投資（住宅建設等）、 S_2 ：法人等の貯蓄、 I_2 ：法人等の投資、である。このように民間部門を家計部門と法人等の部門に区分するのは、少子高齢化、非正規雇用の増大などのために家計の貯蓄率が低下傾向にあり（第16図）、企業の利益剰余金（内部留保）が増加しているからである。家計部門の貯蓄率が低下し、企業の利益剰余金が増加している事態は、政府部門の赤字のファイナンスにとってどのような影響を与えるのか、今後検討課題になろう。

さて、式①～③は恒等式であり、しかも民間部門の黒字がどのように財政赤字をファイナンスするかはこれらの式からは把握できない。経常収支が黒字のもと、民間部門の黒字が最終的に政府部門の赤字をファイナンスすることはその通りであっても、民間部門の国債等の購入には種々の形態がありうる。ア) 家計部門や一般法人等の「余剰」資金が諸金融機関に集まり、それが国債等に投資されていくかたち。しかし、少子高齢化に伴い家計部門の貯蓄率が低下していけば企業の利益剰余金（内部留保）が財政赤字ファイナンスのより大きな部分を占めていく。イ) 家計部門や法人等の「余剰」資金が諸金融機関に集まり、諸金融機関がそれをいったん国債等に投資するが、日本銀行が諸金融機関から国債等を大量に購入するかたち。これが「異次元の金融政策」以後の事態であり、これまでに論述してきたように国債市場等の債券市場に「歪み」を作ってきたのである。ウ) 家計部門や法人等の「余剰」資金が諸金融機関に集まるが、「異次元の金融政策」のもとで国内に有利な投資対象がなくなってきたことから、諸金融機関はその資金のかなりの部分を対外投資に当て、逆に海外部門が日本国債等への投資を伸ばし財政赤字をファイナンスするかたちである。このかたちでは国内民間部門の対外投資額は経常黒

字額を上回ることから、ドル転コストが高かつきプレミアムの発生が常態化する。他方、海外部門は低コストで円転を行なうことができ、有利な国債等の対日投資ができることになる。その結果、投資収支額（金融収支から外貨準備を除いた部分）は経常収支額に近似していく。

以上のように、財政赤字のファイナンスには、いろいろなかたちがあるが、現在の状況は、「異次元の金融政策」によってイ)ウ)のかたちとなって、ア)のかたちでは生まれなかった諸問題を作り出しているのである。

とはいえ、日本の場合、経常収支が黒字であるから民間部門の「黒字=余剰」は何らかの道筋を経て政府部門の赤字をファイナンスする。したがって、日本銀行の財政ファイナンス（ときにヘリコプター・マネーなどと言われる）の議論は、本来は俎上にのぼることはない。イ)ウ)のような特殊な状況下でそれが問題になってくるのである。

さらに、財政赤字の減少が課題にされうるが、それには2点が論議されなければならない。第1は、財政支出の「見直し」、どの支出項目に優先順位が置かれるべきかであり、第2は税率の強化であるが、税における「公平の原則」が適用される必要があろう。消費税だけでなく、所得税、法人税、タックスヘイブン等についての国民的な論議が、また、「小さな政府」「大きな政府」の議論がなされなければならない³²⁾。

(2016年11月10日脱稿、米大統領選挙を受けて注11)および注18)の一部は18日に執筆)

注

- 1) 2016年11月2日の各紙。
- 2) 『日銀レビュー』「量的・質的金融緩和：2年間の効果の検証」（企画局、2015 - J-8）2015年5月、1-2ページ。
- 3) 以前は「合理的期待仮説」が言われたが、最近では「フォワード・ルッキング・アプローチ」なる言葉がよくつかわれる。2016年9月21日に公表された日銀の「量的・質的金融緩和の総括的な検証」においても「予想物価上昇率の期待形成メカニズム」という項目が(3)にたてられ、「フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である」と記されている。実際に金融政策が実施される以前に中央銀行が政策スタンスを変化させることを表明しそれに対して期待感が生まれれば、金融機関だけでなく企業、個人等も対応し、予想物価、株価、為替相場等の変動を引き起こすというのである。「期待感」が金融諸変数を変化させることはありうることであり、とくに、国内ばかりでなく海外においても過剰資金、余剰資金が金融機関、大手企業、富裕層に蓄積されていればそうである。われわれの検討にもそれは考量されなければならない。
- 4) 三井・住友銀行の「為替相場推移」より、第1次公表仲値（月平均値）。
- 5) 拙稿「アメリカの量的金融緩和政策と新たな国際信用連鎖の形成についての覚書」『立命館国際研究』26巻3号、2014年2月参照。
- 6) 為替相場と経常収支の時間的ズレを説明するもっとも代表的な議論が「Jカーブの理論」である。いま、この議論については深入りしないが、経常収支、貿易収支の変化が為替相場に現われるまで「時間的

ズレ」があるのは十分に想定されるだろう。この1年と少しのズレがなぜどのように生まれているのか、「Jカーブ」についての議論もあるが、それも含め種々の要因について実証的な検証は小論ではなされていない。別途行われなければならないが、諸国際取引が国際収支表に記載される時点と為替取引が行なわれる時点とのズレ、先物取引、為替金融などの多様な要因があろう。なお、国際収支動向から必然化される持高調整とそれが実施される以前の為替相場の予想等による相場変動との関連については以下の拙稿をみられたい。「国際収支の通貨区分と為替需給の分析の意義」『立命館国際研究』28巻2号、2015年10月。国際収支構造の変化によって銀行の為替持高が変わっていくが、それへの対応として銀行が持高調整を始める前に、銀行、諸金融機関は目の前の経済的・政治的諸事情によって予想相場を先読みして相場を変更させるであろう。しかし、中・長期的には為替相場は金融取引を含む諸国際取引の結果形成される持高によって規定されていく。

- 7) 原油価格の動向については拙稿「原油価格の低落と中国のドル準備の減少の中での対米ファイナンス」『立命館国際研究』29巻1号、2016年6月、76～77ページ参照。
- 8) 三井・住友銀行の「為替相場推移」より。第1次公表中値（月中平均値）。
- 9) 2013年における原油価格の上昇の貿易収支への影響については拙稿「2013年の日本の国際収支構造と為替需給」『立命館国際研究』27巻1号、2014年6月、182～186ページ参照。
- 10) マネタリストの「貨幣数量説」は以下の式で表現される。貨幣量×貨幣流通速度＝物価×商品量。この式にはいくつかの問題が含まれている。この式は恒等式であり、左辺が右辺をいつも規定するとは限らない。右辺が左辺を規定する場合もある。また、マネーストックの量（とくにM3）がいつも貨幣量を表現するとは限らない。準通貨、CDは貯蓄的性格を有しているし、M1もゼロ金利のもとでは一部は蓄蔵的性格をもつ。蓄蔵性、貯蓄性が高まれば上記の式においては、貨幣量はM1、M3よりも少なくなる。
- 11) 2016年11月8日の米大統領選挙におけるトランプ氏の勝利によって11月に為替相場、株価は大きく変動している。現時点（11月18日）では今後の推移は不明であるが、以下のことを記しておこう。

円相場は10月以来104円台であったがトランプ氏の勝利が決まった直後（日本時間で11月10日）、一時101円台に上昇し、その後円安が進行し、11月16日には109円台にまで下落した。トランプ氏が大規模な財政出動と企業減税を公約に掲げ、その思惑、期待から米長期金利が上昇している。公約どおり大規模な財政出動と減税が実施されれば財政悪化の可能性が残るが、景気回復、インフレの期待が生まれる。そこで投資家は米国債を売り株式に転換しているという。この転換は一方では米の長期金利の上昇によってドル高（対円だけでなく新興諸通貨に対しても）を発生させ、他方では株価を上昇させている（毎日新聞2016年11月17日、朝日新聞11月16日、17日）。このように、ドル高の進展と日米の株価上昇は、トランプ氏に対する「危惧」が急に「期待」に変わったからであり、その期待が持続する限りドル高・円安、株価上昇の局面は続くであろう。さらに、トランプ氏への「期待」による米金利上昇がFRBの「出口政策」を後押しするかたちで、FRBが12月の公開市場委員会において金利引き上げに踏み切るのではないかという予想が広がり、それもドル高・円安（および新興諸国通貨安）と株価上昇を進めている。

以上のように、新大統領の選出による「期待」とFRBの金利引き上げ「予想」がドル高・円安と日米の株価上昇という状況を日本の金融政策とは別に一時的に生みだしている。2012年12月の安倍政権の登場、アベノミクスの提唱と同じ類の期待感である。しかし、こうした為替相場、株価の動きがいつまで持続するかは不明である。トランプ氏の経済政策にはなお不明な部分が多いし、トランプ氏が「過激な言動」を復活させれば期待は終わり事態は変わるかもしれない。

以上のように、現時点（2016年11月18日）では不確かな要因が多数あり、今後の為替相場の推移は容易に予想できないが、以下のように言うことが妥当であろう。ごく短期的な為替相場は種々の期待・思惑で変化するし、日米の金融政策のスタンスが為替相場の数か月から半年ぐらいの変化を誘導しようが、1年ぐらいのちの水準を根底で規定するのはやはり経常収支動向であろう。しかも、この間に日本の経常収支は原油価格の動向に強く規定されてきているから、トランプ氏の中東政策と国内エネルギー政策における規制の見直しによって左右されることもある。そして、以上の諸要因によって形成されていくそれぞれの時期の為替相場の変化に対応して日本の株値も変動していこう。——以上の注は、本稿の脱稿後に加筆（2016年11月18日）

- 12) 『エコノミスト』2016年8月2日、30ページ。
- 13) 「指値オペ」の導入が決定されるのは9月の金融政策決定会合であり、この時点では「指値オペ」はなされていない。
- 14) 日本銀行、*Financial System Report*（『金融システムレポート』）、2016年4月、21ページ。また、同誌の2016年10月、13ページの図表Ⅱ-2-5をみられたい。
- 15) 同上誌（16年10月）は不動産業向けの貸出が増加していることを指摘（21～22ページ）し、「過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融システムの安定性が損なわれる可能性がある」（2ページ）と述べている。
- 16) 『エコノミスト』2016年4月19日、20ページ参照。
- 17) 日銀「金融緩和の強化について」（2016年7月29日）、および各新聞。
- 18) 日銀の2016年9月21日の金融政策決定会合の文書（『金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』）。この決定会合で「指値オペ」の導入を決めていたが、その実施は11月17日に初めて実施された（ロイターより、http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20161117-00000044-reut-bus_all, 2016年11月17日）。なお、この文書で「総括的な検証」が記されている。1) 物価の持続的な下落という意味でデフレではなくなったとし、2) 2%の物価上昇を阻害した要因として原油価格の下落、新興国経済の減速など外的要因を挙げるにとどまった、3) 予想物価上昇率の期待形成の役割の重視、マイナス金利と国債買入れは長短の金利を大きく押し下げた、4) 国債金利の低下は貸出・社債・CP金利の低下につながった、イールドカーブの低下、フラット化は金融機能の持続性に不安感を抱かせる可能性がある。この簡単な「総括」が2013年初めのアベノミクスの提唱、「異次元の金融政策」の導入の際に謳われていた「デフレ」脱却のシナリオに全面的に答え、深く分析されたものとは言えないだろう。例えば、マネタリー・ベースとマネーストックの関連などの分析、経常収支と円相場に関連など。また、この間の金融政策がうまく機能しなかった本当の諸理由（貸出・設備投資の低迷、消費の低迷など）への言及がなされていない。
- 19) 『毎日新聞』『朝日新聞』2016年10月13日。
- 20) 『朝日新聞』2016年10月22日。
- 21) 2016年11月2日の各紙。
- 22) 『エコノミスト』2016年8月2日の岩村充氏の論稿など。
- 23) 日銀の*Financial System Report*（『金融システムレポート』）（16年4月）は次のように記している。「保険会社・年金などの機関投資家、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関などの市場運用を中心とする預金取扱機関は、金利の一段の低下を受けて国内債から外債等のリスク資産に投資先をシフトする動きを続けている」（1ページ）。
- 24) 『金融システムレポート』2016年4月、47ページ。

- 25) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、第7章「2003年の国際収支構造とコール市場におけるマイナス金利の発生」、日銀・金融市場局「グローバルな為替スワップ市場の動向について」『日銀レビュー』（2016-J-11）2016年7月参照。
- 26) 同上『日銀レビュー』2ページ、4ページ。
- 27) 同上『日銀レビュー』6ページ、『金融システムレポート』2016年4月、14ページ。
- 28) 例えば、『エコノミスト』（2016年8月2日）に掲載の岩村充氏の論稿。
- 29) 拙稿「経常収支、財政収支の基本的把握」『立命館国際研究』26巻2号、2013年10月をみられたい。
- 30) 同上論文、223～224ページ参照。
- 31) 日本銀行『入門 国際収支』東洋経済新報社、2000年、39～43ページ参照。また、拙稿「経常収支、財政収支の基本的把握」『立命館国際研究』26巻2号、2013年10月をみられたい。
- 32) 「小さな政府」「大きな政府」に関する基本的な論点については前掲拙稿（「経常収支、財政収支の基本的把握」）で論じている。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

The Japanese QQE Policy during 2013~16 and its Negative Results

The Japanese Quantitative and Qualitative Easing (QQE) policy, the “first arrow” of Abenomics, will go down in economic history as a grand financial experiment. Since April 2013, the Bank of Japan has strengthened the monetary base quite rapidly by purchasing huge amounts of government bonds. However, the consumer price index (CPI) has not risen. Furthermore, as the limits of QQE policy are approached, the Bank of Japan can no longer control the financial market.

On the other hand, the Japanese QQE policy has had negative impacts such as distortions in the long bond market, deterioration of assets in the Bank of Japan, a disadvantageous environment for Japanese foreign investment, etc.

The purpose of this paper is to discuss the following issues. Firstly, we will consider whether the Japanese economy has progressed since 2013, in the scenario predicted in the first arrow policy of “Abenomics”. Secondly, we will consider what will happen as a result of negative impacts mentioned above. This examination is indispensable in terms of finding exit strategies for the Japanese QQE policy.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)