



Osaka Gakuin University Repository

Title	アベノミクスと金融政策ルール Abenomics and the Rule of Monetary Policy
Author(s)	里麻 克彦 (Katsuhiko Satoma)
Citation	大阪学院大学 経済論集 (THE OSAKA GAKUIN REVIEW OF ECONOMICS), 第 28 巻第 1 号 : 1-38
Issue Date	2014.6.30
Resource Type	Article/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

アベノミクスと金融政策ルール*

大阪学院大学商学部教授 里 麻 克 彦

要 旨

20年近い長い不況のなかで、ゼロ金利政策、QE1などの金融政策が実施されてきた。また、テイラーやマツカラムなどにより、いくつかの政策ルールが提案され政策に反映されてきた。2013年のアベノミクスによる量的・質的金融緩和政策は、目標をインフレ上昇率2%、期限を2年とし、目標達成のためには期限を定めない資産買入をあきらかにしている。為替レートや株式価格には効果が顕著で、インフレ目標には徐々に効果が出始めている。

キーワード：アベノミクス、金融政策、金融緩和、政策ルール
JEL分類番号：E42; E52.

* この論文には大銀協金融フォーラム2014年度研究支援の成果の一部が含まれている。

目次

1. 資産市場バブルと日本経済
 2. ゼロ金利政策、QE1から2013年まで
 3. 2000年代経済政策の変遷とアベノミクス
 4. 政策金利設定とテイラールール
 5. マネタリーベース供給とマツカラムルール
 6. 金融政策の効果・フィッシャー効果とマイナス金利
- 終わりに

1. 資産市場バブルと日本経済

1990年に資産インフレが終了して、金融引き締めと総量規制、消費税導入などの要因から日本経済は長い不況期に入った。バブル経済の引き金となった金融緩和が例を見なかっただけに、インフレ抑制の金融引き締めは短期間の高い金利引き上げにより、景気加熱を冷やすには余りあるものがあった。

バブル経済の発生と崩壊の経緯は、ドル高是正のための協調介入を決めた1985年のG5プラザ合意から始まった。プラザ合意では、外国為替市場で協調介入を実施して、各国通貨を一律10から12%幅で切り下げた。しかし、ドル高の修正後に急速な円高が発生し、国内景気は低迷することとなった。この反動のため、1987年ルーブル合意が成立して、行き過ぎたドル安にG7共同で対処することになる。

この間、円高不況に対処するため、1986年から87年にかけて、公定歩合（基準割引率および基準貸付利率または無担保コール・オーバーナイト物）が5%の水準から2.5%の水準に引き下げられた。これは、国内の需要を刺激して輸入を増加させ、ドル高円安を誘導をはかるものであった。しかし、資産価格上昇予想の強まりと、歴史的な低金利による資金調達の容易さから、資産価格の行き過ぎた上昇を招くものとなった。たとえば、資産価格の上昇予想による将来の売却益増加期待、好景気予想による株式価格の高騰、さらなる価格上昇期待の膨張、投機的な土地購入の増加などをもたらした。いわゆる資産価格インフレに伴うバブル経済が起こった。

金融政策には、代表的には(1)マネーサプライを中間目標とする「マネタリー・ターゲティング」、(2)ある一定の一般物価水準を最終目的とする「インフレ・ターゲティング」および(3)金利を目標水準に誘導する「金利・ターゲティング」の運営方式がある。伝統的には単一にあるいは独立して運用されるよりは、ポリシー・ミックスとして、マネタリーと金利ターゲティング

の併用が一般的であった。1980年代のバブル期においては、主に低金利ターゲットによる貸し出しの増加から資産市場インフレを発生させた。

加熱した資産市場インフレを鎮めるために1989年に3回、1990年に2回公定歩合は引き上げられ、バブル経済以前の5%よりもさらに高い6%となった。これを契機に各種の資産価格は大きく下落しバブル経済は終了して、資産市場インフレは収束した。物価の安定と経済成長をはかることは本来の金融政策の大きな目標である。しかし、これら国内経済政策の目標と対外目標である為替相場の安定を同時に達成することは困難で、低金利政策の代償は大きかった。さらに、資産市場の低迷による株式価格の下落は、BIS規制の自己資本比率8%ルールを達成するために、いわゆる貸し渋りを発生させて、民間部門への信用供与はさらに収縮することになる。また、早期是正措置のタイミングの悪さは、金融機関の経営再生に大きな足かせとなった。これにより、日本経済は完全に行き詰まることになった。そして、経済成長は1%台を低迷し、1998、1999年には名目でマイナス成長を記録する。いわゆる失われた10年と揶揄される日本型の長い経済不況が始まった。

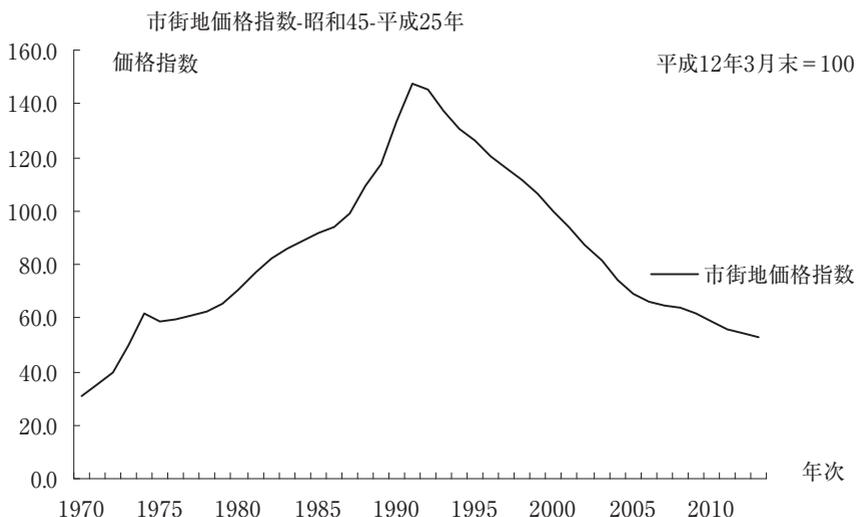
図-1は市街地価格指数(全国市街地全用途平均)をグラフにあらわしている。グラフから読み取れることとして、はじめに1970年代と80年代に地価上昇のピークが見られる。1970年代前半の価格急騰は、2回にわたるオイルショックを源とする「狂乱物価」とよばれる現象であった。この時代は低成長とインフレの併存から、スタグフレーションの時代とも言われた。そして、過大な物不足という宣伝から、消費者のみならず企業部門においても強いインフレ心理が働いていた。折からの高度成長を伴い、1974年には卸売り物価が60%台、消費者物価指数でさえ30%の上昇があり、地価上昇もそれにならった。しかし、日本経済においては1970年代末の第2次オイルショックの影響は軽微で、むしろ1980年代は好景氣を迎えることになった。

1980年代には石油価格が再びピークを迎えるが、産業の合理化、過剰な生産

設備の調整、石油価格の下落などから物価安定と好景気が続く。しかし、前述の通り、資産市場バブルは崩壊しており、1990年を境に不動産市況はさらに悪化して甚だしい経済不況に陥っている。また、資産市場のバブルがはじける1991年を境として資産価格は一転して下落している。2003年から2005年にかけて下落は緩やかになったが、不動産市況は悪化を続け反転の兆しがないことがわかる。

1990年代の景気後退に対処する経済政策は、主に財政発動による総需要政策がとられた。1992年度の総合経済対策10.7兆円に始まり、93年度19.42兆円、94年度15.3兆円、95年度21.23兆円、98年度40兆円そして99年度は18兆円の規模であった。一方、財政再建と1995年の阪神・淡路大震災に対する震災復興財源の確保のために、1997年には消費税が3%から5%に引き上げられた。この増税から消費は一転して低迷に陥り、景気回復は足踏みの状態になった。ま

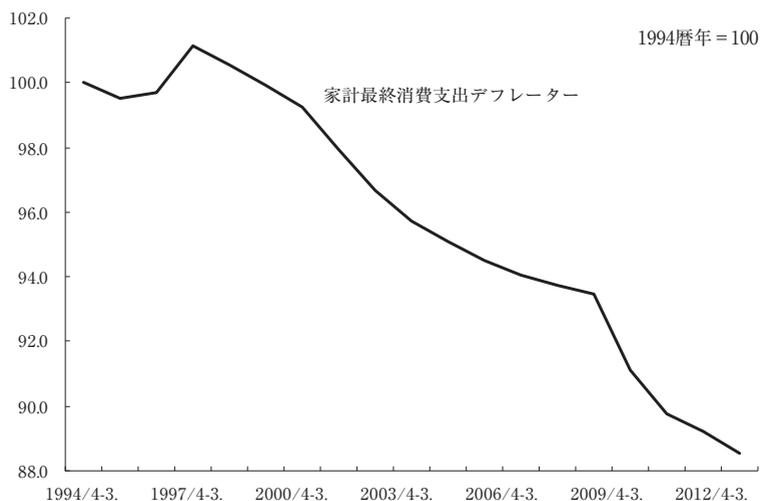
図-1 資産価格の推移



た、名目経済成長率がマイナスとなり失業率が4%を超えた。さらに、1997年7月のタイ通貨バーツをはじめとして、フィリピン、インドネシア、大韓民国通貨の暴落が連なり、アジアの通貨と経済危機が発生した。日本では、金融機関の不良債権処理が進行していたが、兵庫銀行をはじめとして、北海道拓殖、日本長期信用、日本債券信用などの銀行、三洋、山一などの証券会社が経営破綻を起こすことになった。

内需刺激を目的とする伝統的な財政発動はさほど効果を上げることができず、最悪な消費税率引き上げのタイミング、アジア信用不安と不良債権処理の不手際から1990年代は不況が継続した。さらに、消費税率の引き上げにより、消費需要は大きく低迷することとなった。BIS規制による自己資本比率の維持は貸し渋りや貸し剥がしを招き、自己資本比率の早期是正の導入により民間金融システムは崩壊同然となった。これらの出来事は、日本経済再生に大きなブ

図-2 デフレの進行



レーキとなり、失われた10年とか20年とよばれる継続的な不況の原因となった。

2000年代に入り、政府の聖域なき構造改革から不良債権処理の完了を進め企業の業績も改善されることになる。特に、2002年初頭からリーマンショックの発生する2008年までは景気回復期間とされ、73ヶ月に及ぶ戦後最長の景気回復とよばれた。しかし、回復とは裏腹に貸金率の上昇が伴わなかったため、景気回復の実態は定かではなかった。長引く不景気の予想に基づく価格期待形成は、やがてデフレスパイラルという価格下落の負の連鎖につながった。これは、図-2に示されており、1995年から6、7年にかけてほんのわずかな回復を見せているが、デフレーターは一貫して下落し続けている。特に、2013年初頭まで、回復の兆しは見えていない。

2. ゼロ金利政策、QE1から2013年まで

1999年2月に日銀はゼロ金利を初めて導入した。これは、資金運用部の長期国債引き受け停止にともない、長期金利が上昇して、それに歯止めをかける目的があった。また、この政策には、ゼロ金利を継続することに対するコミットメントが付されていた。これは、金融緩和が継続的であり、イールドカーブの押し下げが働くように、金融緩和状況が継続的であるかのような期待を形成させる目的があった。つまり、中央銀行が将来の金融（緩和）政策をアナウンスして、その効果を高めようとする試みとして、「フォワード・ガイダンス」とよばれた。しかし、日銀は結果としてわずか2年余り経過した2000年にゼロ金利解除を実施する。フォワード・ガイダンスによる政策の連なりが、民間経済主体の期待形成に背くような変更や中断があれば、それ以降のコミットメントに反応しなくなる。したがって、この解除のタイミングは失敗であり、景気回復は停滞と後退基調に入る。コミットメントによる政策の変更がわずか2年で中断され、2001年にはゼロ金利へと回帰する。

表-1 ゼロ金利継続へのコミットメントと政策目標（日銀総裁名）

1999年（速水）：デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで
2000年（速水）：安定的にゼロ%以上になるまで
2010年（白川）：物価の安定が展望できる情勢と判断するまで
2013年（白川）：消費者物価前年比2%のインフレ目標導入
2013年（黒田）：消費者物価前年比2上昇の目的と2年で目標達成

政策の継続的な約束を前提に将来の状態に対する期待から生じる効果は時間軸効果とよばれる。フォーワード・ガイダンスは、時間軸効果を求める政策である。時間軸効果の前提は、政策の約束またはコミットメントであり、1999年のゼロ金利政策（速水日銀総裁）から、やや異質な2013年の量的・質的緩和政策（黒田日銀総裁）まで、いくつかの類型を見ることができる。

表-1には、これまでの金融政策から発せられたゼロ金利政策継続に関するコミットメントと政策目標が要約されている。なお、黒田総裁はマネタリーベース増加の原資となる買いオペの長期国債の買い切りを、制限無し（オープンエンド）で実行するコミットメントをゼロ金利継続に付け加えている。後節で述べるように、アベノミクスはこれまで以上のより強力な政策手段を選んでいると見なすことができる。

2001年、小泉政権は構造改革を推進し、日本銀行は同年3月から2006年3月までQE1（1st round of Quantitative Easing：第一次金融緩和）を実施する。

量的緩和政策とは、日本銀行の金融市場調節の誘導目標を、それまでの「金利（無担保コール翌日物）」から「日本銀行当座預金残高」とする、資金量に着目した金融緩和政策のことをいう。第1次の量的緩和政策は5年に及んで実施され、2001(平成13)年3月19日に導入され、2006(平成18)年3月9日に解除された。

表－2 金融政策の推移と量的金融緩和政策 QE1

決定日	金融市場調節の方針	残高目標*	公定歩合
1995/3/31	短期市場金利の低下を促す		1.75
1998/9/9	無担保コールレートを0.25%前後に誘導		0.50
1999/2/12	無担保コールレートを0.15%から低めに誘導		↓
10/13	国債買いオペ対象の拡大		↓
2000/8/11	無担保コールレートを0.25%前後に誘導		↓
2001/3/19	調整目標を無担保コールから日銀当座預金残高に		0.25
	国債買い切りオペ月額 4,000億円	5兆円	↓
8/14	国債買い切りオペ月額 6,000億円	6兆円	↓
12/19	国債買い切りオペ月額 8,000億円	10～15兆円	0.10
2002/2/28	国債買い切りオペ月額 1兆円		↓
10/30	国債買い切りオペ月額 1兆2,000億円	15～20兆円	↓
2003/3/25	金融機関保有株式買入上限 2兆円から 3兆円	17～22兆円	↓
4/30		22～27兆円	↓
5/20		27～30兆円	↓
10/10	国債買現先オペの最長期間延長 6ヶ月から 1年	27～32兆円	↓
2004/1/20	資産担保証券買入基準の見直し	30～35兆円	↓
2006/3/9	量的緩和解除・調整目標を無担保コールレートへ		↓
	無担保コールレートを0%に誘導		
7/14	ゼロ金利政策解除		0.40
	無担保コールレートを0.25%前後に誘導		
2007/2/21	無担保コールレートを0.5%前後に誘導		0.75
2008/10/31	無担保コールレートを0.3%前後に誘導		0.50
12/19	無担保コールレートを0.1%前後に誘導		↓

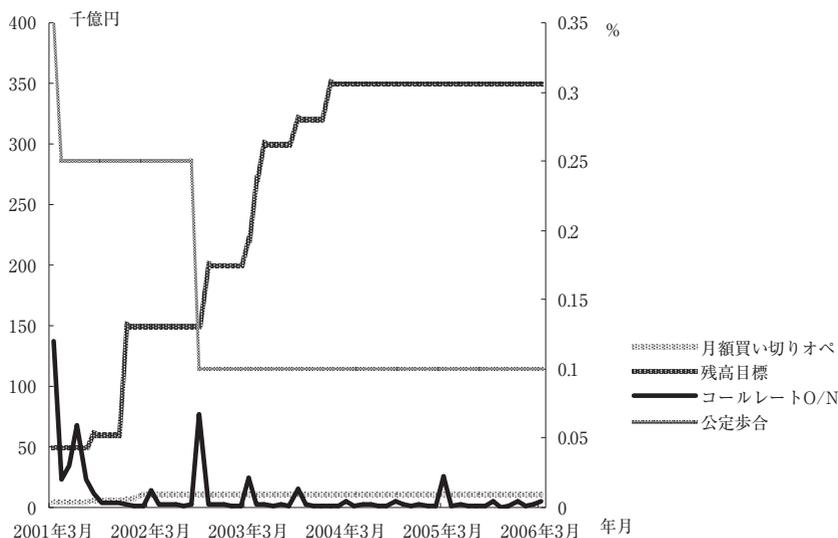
注*残高目標とは日銀当座預金残高、公定歩合は2006年から「基準割引率および基準貸付利率」

QE1の主な内容は、(1)金融政策目標を無担保金利コールレートから日銀当座預金に変更し、買いオペの増加による日銀当座預金残高を2001年から2006年まで漸次増加させる。(2)当座預金増加の原資として、国債買い切りオペを実施する。実施の細目は表-2 量的金融緩和政策QE1に要約される。

2001年12月19日からはオペ月額8,000億円。残高目標10~15兆円。2002年2月28日からはオペ月額1兆円台に増加され、目標額も15から20兆円程度に増加される。2003年3月25日には、買いオペの対象として、金融機関保有株式買入上限をそれまでの2兆円から3兆円に増加させた。同年年末には、残高目標を27~32兆円、2004年1月20日には30から35兆円に増加させた。

QE1は2006年で終了し、2006年3月9日には、調整目標を再び無担保コールレートに戻すことになった。

図-3 第一次金融緩和 (QE1)



このトレンドは、図-3に示される。公定歩合は0.5から0.25%まで下げられていたが、2001年12月から0.1%の水準に固定されている。さらに、QE1による買いオペの増大とともに、コールレートは2003年以降0.01%から0.02%の低い水準を保ち、低金利またはゼロ金利への誘導は成功しているといえる。また、為替レートは1ドル110円から120円の円安水準で安定し、輸出の増大による景気回復がもたらされた。緩やかな成長は2008年まで続く。

国外に目を転じると、アメリカ経済は2007年までは、伝統的な持ち家制度による税の免除などから空前の住宅ブームに沸いていた。地方分権が確立しているアメリカは金融制度においても同様で、州域外の貸し出しや州をまたがる融資には厳しい制限が課せられていた。したがって、住宅ブームに沸く経済環境では、州内に限定された預金の獲得額では十分に貸し出しに応ずることはできなかった。そのため、住宅投資による地域の資金需要に応えるため、貸し付けによる債権を証券化によって売却、貸付資金への再利用を繰り返してきた。この証券は住宅担保証券（MBS：mortgage backed securities）として、公的機関のファニー・メイやフレディ・マック、ジニー・メイから元払い保証を受け、優良な投資対象として広く取引されてきた。BIS規制を受けない五大投資銀行のリーマン・ブラザーズやメリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、ベアー・スターンズ、モルガン・スタンレーなどは相当量を保有し売買していた。とくに、加熱した不動産証券市場は、与信不適格とされるサブプライム住宅ローンを組み込む債務担保証券を大量に抱え込み大きく拡大していた。

2007年3月にサブプライムローン大手のニューヨークセンチュリー・ファイナンスが融資打ち切りの通告を受ける。同6月にベアー・スタンダード系ヘッジファンドのサブプライム関連の金融商品運営の失敗があきらかとなる。この信用不安とファンドの失敗から、不動産証券ブームは反転して一気に後退する。負の連鎖は続き、2008年9月にリーマン・ブラザーズの経営破綻、そして七大投資銀行すべてが消失してアメリカ経済の大不況が始まる。リーマン・

ショックとして知られるアメリカ発の信用不安は、やがて欧州信用危機へと連鎖していく。

欧州への飛び火は、アメリカのサブプライムローン関連の証券化商品の市場混乱のために、2007年8月に、BNPパリバ傘下のファンドが投資家からの解約の凍結を発表する。これは、世界のマーケットのパニックと為替レートの短期的な乱高下を引きおこした。パリバショックはリーマンショックの始まる1年前に起こり、世界金融危機の萌芽はすでにヨーロッパにあった。

3. 2000年代経済政策の変遷とアベノミクス

2008年のリーマン・ブラザーズ投資銀行の経営破綻に始まるサブプライムローン問題は、大きな信用収縮により世界同時不況の始まりとなる。これは、日本経済にも深刻な影響を与え、経済成長は2008年-1.04%、2009年-5.53%、2011年-0.45%とマイナスとなった。また、円ドルレートは1ドル100円から110円台で推移していた状況が、日本市場における信用収縮が軽微だったゆえに、90円台から2012年の80円台の急激な円高に推移することになった。

2010年にはギリシャ国債元本割れ償還から欧州信用危機が懸念され、通貨円は独歩高の様相を見せる。つまり、リーマンショックとギリシャ危機によりドルとユーロの価値が急落し、そのために円価値が急上昇する。このため輸出産業は国際競争力が弱められた。このことは、企業は海外移転を余儀なくされ、日本経済はアメリカ経済と同じようにマイナス成長を強いられることとなった。また、2011年には、東北地方太平洋沖地震の発生による東日本大震災、福島第一原子力発電所事故などが起こり、それらの災害の発生は急激な株安を引き起こした。

多くの意味で危機的な状況にあった2009年から2012年まで、日本の経済政策を主導したのは民主党政権であった。歴代内閣はエコポイントや地域経済活性化

化などの公共事業と財政規律の追求を中心とした財政政策を実施したが、政府が主導する金融政策は円高に対する為替対策のみで、金融政策は日本銀行の独立性に任せ金融政策には積極的に関与しなかった。この時代における主な経済対策は次のような内容で、数値は事業規模と補正予算合計である。

鳩山内閣 2009年12月「明日の安心と成長のための緊急経済対策」24.4兆円、

菅内閣 2010年9月「円高、デフレ状況に対する緊急的な対応」9.8兆円、

同 2010年10月「円高、デフレ対応のための緊急総合経済対策」26.2兆円

これらの政策効果は、マイナスの経済成長率や改善されない円高状況から見れば、有効であったとは評価できないであろう。特に円高是正対策として、2010年6.5兆円、2011年8兆円、2012年5兆円（IMF出資）のおよそ20兆円という膨大な額のドル買い為替介入を実施したが、円安回帰は実現しなかった。これらの資金は、政府短期証券の発行から調達され、20兆円の公債残高だけが残った。また、2012年には、野田内閣で消費税増税法案が衆議院で可決されることになった。

民主党政権下の財政政策は景気回復より財政再建に取り組むことが急務とされ、財政健全化目標が優先されていた。そのために、「財政運営戦略」や「中期財政フレーム」を導入し、プライマリーバランスの半減や黒字化を経済政策の目標としていた。したがって、国債発行を減らすか、一般歳出を減らすために行政の無駄を省くことが政策の目標となり、景気対策や景気浮揚といった政策目標からはかけ離れたものであった。さらに、社会保障と税の一体化という名目で消費税が増税され、景気回復目標は後回しにされた。

民主党政権時代の金融政策は、政府と日銀は比較的中立で、政策金利を0から0.1%に誘導、中長期的な物価安定の目途を1%とし、2013年までに資産買い入れ等基金を101兆円まで積み上げる金融緩和策を続けていた。インフレ目標にはなお慎重で、政策期間を区切るクロズドエンドの政策を続けていた。一方、同時代のアメリカではQE3によりインフレと失業率に目標を定め、その

ためには継続的な金融政策を実施するオープンエンド政策をとっていた。変更があるにせよ終わりを決めず目標達成まで政策を続けることは、政策実行者の強い意思表示となる。これは、2%のインフレ率目標の設定と達成のためには、なりふり構わず政策を継続し、日銀と協力的に政策を遂行する次のアベノミクス政策を待つことになる。

図-4は日銀法が改正された1997年以降の金融政策とその政策効果を通時的に図示したものである。政策変数は金融変数だから、金利やマネタリーベースなどのストック変数である。一方、政策手段の運用で効果が期待されるGDPや物価上昇などはフロー変数である。ストックとフローの時間を一致させて政策の効果を実証するためには、フローデータについて、細分化されて観測期間の短いフローデータを入手しなければならない。しかし、期間で定義されるフローデータと、時点で定義されるストックデータを結びつけるような適当なフローデータを見つけることは困難である。そこで図-4では、ストックデータとしての政策の変化のフロー変数への効果を見るために、四半期に時間を短くした民間在庫水準の変化を対応させている。

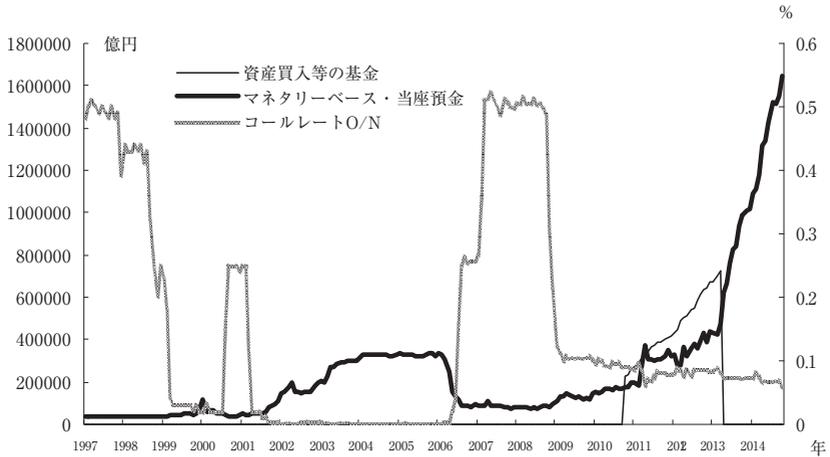
金融政策の手段としてコールレート・オーバーナイトもの、マネタリーベースの中で市中金融機関の日銀当座預金残高の推移が示されている。政策の推移から見られることは、2001年4月に政策金利と連動するコールレート・オーバーナイト物は0.003%をつけ、2006年4月の0.006%までほぼゼロ%の水準で推移する。金利は、2006年以降小数点一桁に回復するが、2009年5月に0.0094%に低下して、2012年末には0.076%と桁落ちしてゼロ金利に戻る。この段階では、金融政策としての金利政策は意味を失う。

金利誘導政策の効果としては、次のように判断できるだろう。1997年から1999年にかけては、民間在庫水準が減少して景気対策が必要になっている。1999年にフォワードガイダンスとして金利下落をコミットするが、景気は2000年にかけて回復基調となる。しかし、判断を誤って2000年中期に金利を上

げるために、景気回復は後退する。この間、マネタリーベースの増減がわずかなので、在庫水準の変化には金利操作が少なからず影響を及ぼしているだろう。

図－４ 金融政策と政策効果

金融政策の推移・QE1/QE2



民間在庫水準の変化・景気の変動



2001年から2006年まではQE1による金融政策の効果を見ることができる。この間、ゼロ金利政策を併行しているが、マネタリーベースの増加とともに、在庫水準が徐々に改善されていることがわかる。景気浮揚が確かなものとなり、2006年にQE1が終了して、コールレートも1990年代の水準に戻る。在庫水準は上下変動を繰り返しながらも正の水準を保つが、2009年のリーマンショックによる世界同時不況の始まりから在庫水準は急落する。すなわち、企業および民間部門は、来たるべき不況に対応するため、急激な生産調整を始めたことがわかる。

2010年10月からは、資産買取を基金を通して始め、買入残高の総額は76兆円程度、貸付残高の総額は25兆円程度を上限とした。これは、金融緩和と長めの市場金利の低下、各種リスク・プレミアムの縮小を促すための金融政策であった。図には細い実線で、資産買入等の基金として描かれている。この政策は、第二次QEまたは第二回目の量的緩和政策とよぶべきものであった。また、従来のマネタリーベースに比べて大量の資金供給であったが、さしたる効果を上げることはできなかった。後の図-5に見られるように、むしろ急速な円高が発生した。

残された金融政策の手段は本格的なマネーサプライ操作であり、政策目標はインフレターゲットであった。なぜなら、物価上昇は、総需要の増加を確認できるからである。2013年、日本銀行は金政策決定会合において自民党政権と協調して、目標の設定と金利から量への変更として「量的・質的金融緩和」導入を決める。

2013年1月22日、日本銀行は政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和の推進を決めた。緩和の骨子は、(1)「物価安定の目標」を導入して、インフレターゲットを設ける。(2)資産買い入れ等の基金について、「期限を定めない(オープンエンドの)資産買い入れ方式」を導入することにあつた。日銀は今後の金融政策実行の上で、物価安定のために、消費者物価の前年比上昇率

2%の達成目標を明確に掲げるようになった。これは、2%前後の達成を念頭に置いていた従来の政策からは明確な変更であった。さらに、2%達成するために、従来のオーバーナイト金利によるゼロ金利政策と併行して、目標を達成するまでに期限を定めない資産買入れ方式により、マネタリーベースを2年で2倍にするというものだった。

表－3 アベノミクスー量的・質的金融緩和政策QE2

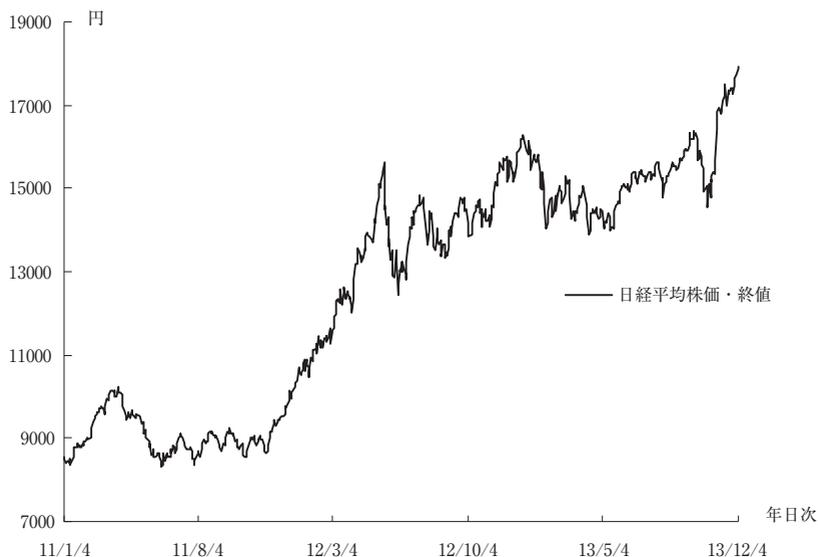
決定日	金融市場調節の方針
2010/10/5 10/28	無担保コールレートを0から0.1%前後に誘導・ゼロ金利政策導入 資産（国債・CP・社債・ETF・J-RIET等）買入基金の創設 資産買入基金の運用開始（2013年12月まで）
2012/2/14 10/30 12/20	中長期的な物価安定の目的を1% 「デフレ脱却に向けた取り組みについて」発表 資産買入基金と貸し出し支援基金の増額 ①資産買入基金101兆円，貸し出し支援基金15兆円 ②物価安定についての見直し
2013/1/22 4/4	アベノミクス・金融緩和の思い切った前進 ①物価安定目標前年比上昇率2%導入 ②「期限を定めない資産買入方式」導入（オープンエンド方式導入） ③政府・日銀との共同声明（政策の連携を表明） 「量的・質的金融緩和」の導入・2年で前年比2%の物価上昇率目標 ①マネタリーベース・コントロールの採用 ②長期国債買入れの拡大と年限長期化 ③ETF，J-REITの買入拡大 ④金融緩和は2%の物価目標達成と安定維持まで継続
2014/2/18 10/31	市中金融機関の貸し出し増加支援・3兆円から7兆円 「量的・質的金融緩和」の拡大 ①マネタリーベース増加額の拡大（年間80兆円） ②資産買入額の拡大（保有残高年間80兆円） ③長期国債買入平均残存年限の長期化（7から10年）

これら金融緩和政策（以下アベノミクス）の変更点は、(1)インフレ目標の時期について、「できるだけ早く」から「2年程度」と期限を明示する。(2)金融政策の誘導目標を「無担保コール翌日物金利」から「マネタリーベースを2年で2倍にする」と変更する。(3)国債の買い入れ量について2013年は20兆円増加から「年間50兆円」、買いオペの対象となる国債の対象について「残存期間1から3年」を「40年債まで拡充して、平均残存期間を7年に延長」して、保有額と平均残存期間は2年間で2倍にする。(4)資産買い入れについてリスク資産を積極的に購入する。これまで「ETF5,000億円増加、J-REIT100億円増加(2013年実績)」から、「ETF年間1兆円、J-REIT年間300億円増加」させるといったものであった。これら政策スケジュールは、表-3 量的・質的金融緩和政策QE2に要約されている。

図-5 政策の効果1・円安誘導



図－6 政策の効果2・株価の回復



これらのマネタリーベースなど、ストック変数の操作に対して、為替レートや株式価格などのストック変数への効果は即座に現れることになった。図－5では、政策効果1として為替レートの円安誘導の効果が示されている。図－6では、株価の回復が政策の効果として現れていることがわかる。

円安の誘導は順調で、2011年から2012年代には、1ドル70円から80円台の超円高時代であった。政策の効果が現れ、2013年1月から円安への反転が著しいものとなる。2013年11月には1ドル100円台に突入する。2014年には1ドル100円台を維持していたが、年末より円安がさらに進み120円台を付けることになる。

株式価格は、2012年末までは8,000円から9,000円台で変動している。2013年に入り10,000円台を回復する。消費税の引き上げにより、一時価格の上下が見

られたが、2013年後半からは14,000円台、2014年には15,000円から17,000円台に大きく回復した。

このように、2%の物価水準上昇を達成するためのオープンエンドなマネタリーベースの供給は、円安誘導とそれによる交易条件の変化から輸出関連株の上昇を招いていると理解できるだろう。マネタリーベース増加の為替レート・株式価格への作用、すなわちストック変数のストック変数への政策効果は即時的な効果をもたらしている。

アベノミクスの政策の中心、は政策誘導の変更先となったマネタリーベースと従来のゼロ金利である。その内訳は前述の通りマネタリーベースは2年で2倍、国債の買入れ量について20兆円から50兆円に増加、買いオペ対象の国債残存期間を40年債まで拡充、国債平均残存期間を7年延長、保有額と平均残存期間は2年間で2倍というものである。これらのマネタリーベース倍増の額や金利を決めるいくつかの政策ルールが知られている。たとえば、政策金利の設定の仕方にはテイラー・ルール、マネタリーベースの供給量についてはマッカラムルールが知られている。これらのルールは、日本銀行や各国の金融政策を決めるときに、参考なされてきた経済モデルである。アベノミクスの政策金利やマネタリーベースの量を評価するために、これらのルールを理解する必要がある。

4. 政策金利設定とテイラールール

貨幣や物価またはマネタリーベースとインフレについて、恒等的に成立する関係は、貨幣数量説として次のように書ける。

$$(1) \quad MV = Py$$

$$(2) \quad \dot{P} = \dot{M} + \dot{V} - \dot{y}$$

ここに、 M は貨幣供給量（マネタリーベース）、 y は実質GDP、 P は物価水準（インフレ）および V は貨幣の流通速度をあらわしている。時間変化の形にした(3)式から、流通速度の V のトレンドが決まれば、インフレ率を貨幣供給量や実質GDPの成長率も決まる。次に、金融当局の政策目標を考えて、長期の政策目標として一定の貨幣成長政策を維持しようとする。このとき、貨幣供給量の成長率がゼロとなるから、一定の貨幣成長のもとでは、流通速度はインフレ率と経済成長率の和となる。

$$(3) \quad \dot{V} = \dot{P} + \dot{y}$$

貨幣の流通速度は、一般的に長期では一定であるが短期的には変動すると考えられる。貨幣数量説のフィッシャー方程式から、貨幣の流通速度を解けば、貨幣供給量、実質GDPおよび物価水準の値から、流通速度を物価、実質GDPおよび貨幣供給量から解いて(4)式となる。

$$(4) \quad V = \frac{Py}{M}$$

ここで、ストック変数に興味のある短期においては、フロー項目の実質GDP y の変動はない。さらに、貨幣市場の均衡を前提に、実質貨幣需要 m の項目で(4)式を書き換える。貨幣需要における利子変化分は通常負の効果を持つから、(4)式は逆関数の形だから、流通速度 V は名目利子率の増加関数(4)となる。

$$(4) \quad V = \frac{y}{m^d(i, y)} = m^d(i)^{-1}, \left(m^d(i, y) = \frac{M}{P}, y = \bar{y} \right)$$

これらのことを整理すれば、インフレ率と実質GDPの成長率の上昇は、貨幣の流通速度を上げる。また、流通速度が貨幣需要関数に反比例することから、利子率も上昇していることがわかる。つまり、実質GDPの上昇があれ

ば、一定の貨幣成長率のもとでは、インフレ率を上昇させるように中央銀行が利子を上昇させることが必要であることを示唆している。

貨幣数量説と一定貨幣成長を前提にして、政策金利の決定ルールを提案したのが、テイラールールである。貨幣数量説は財貨・サービス取引と貨幣のやりとりを二面的に記述し、恒等関係を示すものに過ぎない。この中で、流通速度は実質GDPと貨幣需要に関連し、短期的な側面から見れば、フロー項目である実質GDPからは影響されない。また、貨幣需要関数に反比例しているから、短期的には利子率の増加関数となっている。また(3)式から、時間の経過がある期間では、金利または流通速度はインフレ率と実質GDP成長率に関連していることがわかる。

オリジナルモデルのテイラールールとは、目標インフレ率と需給ギャップに応じて政策金利のフェデラルファンドレート（以下FF）を調整する金融ルールで、1992年にテイラーにより提案された。その具体的な内容は、次に示される。

$$\begin{aligned} \text{政策金利} &= \text{均衡実質利子率} + \text{実勢インフレ率} \\ &+ \alpha (\text{実勢インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + \beta (\text{需給ギャップ}) \end{aligned}$$

または

$$i = r^* + \pi^* + \alpha (\pi - \pi^*) + \beta (y - y^*)$$

この政策金利ルールをあらわす式は三個の要因から成り立っている。はじめに二つのパート、すなわち、政策金利は均衡実質利子率と実勢インフレ率の合計から形成される。景気や物価が目標水準で安定していれば、均衡名目金利に等しくなる。

しかし、実勢インフレ率が目標インフレ率より高くなれば、インフレ抑制のために政策金利は上げられる。そして、需給ギャップが正であれば景気抑制のために金利は上げられ、ギャップが負となれば景気刺激のために政策金利は下

げられるというメカニズムになっている。また、実勢インフレ率が目標を下回ったり、需給ギャップがマイナスになれば、政策金利はマイナスとなる。

このルールから、1980年代後半からのFFの動きを近似することができた。また、政策金利としてのFFは、目標値からのインフレターゲット格差とGDPの需給ギャップで調整される。需給ギャップの計算について、潜在的GDP成長率 y^* と目標インフレ率は2%前後と考えた。

均衡実質利子率と実勢インフレ率の合計は、現実に観測可能な中立名目金利に等しい。ここで、政策金利 i_t 、実勢インフレ率 π_t 、均衡実質利子率 r_t 、目標インフレ率 π^* 、GDPギャップ y_t および Y を実質GDPとにおいて需給ギャップの式をくわえると、次の(5)式と書ける。これにより、 Y^* は潜在的GDPで2.2%、 Y_t は実質GDPのトレンドと想定し、1987年から1992年におけるFF金利の動きは(5)式に近似された。また、これらの数値による政策金利のトラッキングは有効であり、1987年から1992年にかけては安定した関係が成立していた。

$$(5) \quad i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta y_t + \varepsilon_t, \quad y_t \equiv \frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \times 100$$

$$(5) \quad i_t = \pi_t + 0.5y_t + 0.5(\pi_t - 2) + 2$$

たとえば、政策金利はルールに従って、実質GDPが潜在的GDPを上回ったら、その分0.5で利上げを、インフレ率が目標から2%を上回ったら同ウエイトで利上という政策変更が示唆される。(5)式では、 α が1.5、 β が0.5とする政策パラメーターが用いられた。政策判断基準としてのテイラールールは、このようにして各国中央銀行の政策運営の指針として利用されてきた。

なお、実質ベースで変形すると、次のような形となる。

実質政策金利 = 均衡実質利子率

$$+(\alpha - 1)(\text{実勢インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + \beta(\text{需給ギャップ})$$

または

$$r = r^* + (\alpha - 1)(\pi - \pi^*) + \beta(y - y^*)$$

テイラールールには、経済安定化のための追加的な条件がある。たとえば、 α が0.7であったとしよう、このとき、インフレ率が1%上昇すると、名目金利は0.7%引き上げられる。しかし、このことは実質金利を0.3%低下させることになる。はじめは景気引き締めのための利上げにもかかわらず、需給ギャップが上昇してインフレ率はさらに上昇する。政策ルールによれば金利のショックがインフレのショックに影響を与え、さらに悪化する懸念が生じる。したがって、インフレ変化以上に名目金利が変化する必要がある。このためには、インフレ上昇による効果相殺を回避するためには α が1より大きいことが必要となる。

テイラールールにしたがう政策金利はストック変数であるから、その変動は短期的に大きく変動する可能性がある。たとえば、オーバーナイト金利翌日物であれば、週や月の単位ではかなり変動する。しかし、テイラールールによって政策金利を決定するものは物価上昇率や需給ギャップであり、これは中長期的な変動と考えるのが妥当である。したがって、政策ルールにおいても、いくらかの時間をかけて徐々に政策金利が変更される場合も考えられる。このように、即時的な政策の調整と言うよりは、時間をかけて徐々に政策金利を変更する政策も必要となる。このような、どちらかと言えばなめらかな調整過程を持つ政策ルールは、金利スムージングルールと呼ばれる。一般的には次のようにあらわすことができる。

$$i = \lambda i_1 + (1 - \lambda) \{ r^* + \pi^* + \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(y - y^*) \}$$

入はスムージング・パラメーターとよばれ、変動をなめらかにする（スムージング）調整係数である。この調整係数 λ が1であれば、 $i = i_0$ として、前期の政策金利が当期の政策金利に等しく、インフレギャップや需給ギャップには左右されない。また、それがゼロであれば、政策金利はテイラールールのオリジナルの式と一致する。つまり、ラムダは1と0の間の値で、この数値が大きいくほど、ギャップの変化が反映されない緩やかな調整となる。

テイラールールによる名目政策金利の理論値計算では、そのほとんどがマイナスになることを示唆している。1995年前後から、政策金利としてのオーバーナイト金利翌日物はゼロ金利政策と相まって、ほとんどゼロに近い値で推移している。特に、2014年に入ってから短期国債の利回り（3ヶ月短期国債利回り）について言えば、直物買いと先物売りに関する思惑からマイナス金利が生じている。このことは、アベノミクスによるマネタリーベースの拡大80兆円を主に長期国債への買いオペで実施したことに起因している。長期国債の買い増しは短期国債の品薄を意味するから、国債市場における短期国債の不足感から金利低下につながりマイナスの金利が発生しそれが拡大する状況に転じている。また、この金利低下による国債価格の高騰は、将来のさらに高い価格で日銀買いオペに応札する利益機会の予想から、マイナス金利は拡大の様相を見せている。

テイラールールによる政策金利は、目標インフレ率に実勢が追いつかない場合、低成長またはマイナス成長により需給ギャップからの政策金利の押し上げが期待できないときマイナスとなる。そして、多くの実証研究がアベノミクスによる金融拡大までは、マイナスの政策金利を示唆してきた。また、国債市場における長期債と短期債の買いオペに偏りがあれば、裁定の機会により実勢金利がマイナスに転じることも留意しなければならない。実際、短期国債の極端な品薄から、2013年10月にはTB応札額が100円を超えて、マイナスの利回りとなっている。

5. マネタリーベース供給とマッカラムルール

マッカラムルールも導出のアイデアは貨幣数量説をベースとしている。テイラールールが金融政策変数として金利を操作変数の対象にしたが、マッカラムは、貨幣供給量を金融政策の中間目標とした。マッカラムの金融政策ルールは次のように定式化される。

マネタリーベース増加率 =

目標名目成長率 - 流通速度変化率 + λ (目標名目成長率 - 名目成長率)

または

$$\Delta b_t = 0.00739 - \left(\frac{1}{16}\right) [x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} + b_{t-17}] + \lambda (x_{t-1}^* - x_{t-1})$$

ここに、小文字 b はマネタリーベース、 x は名目 GNP、* はターゲットの値を示しており、それぞれ四半期データの対数値となっている。 λ は調整速度 0.1 または 0.25 の値をとる。

マッカラムルールによるマネーサプライ管理ルールは、一定の成長率を流通速度の成長率と GDP 成長率で調整させようとするものである。これに従えば、マネタリーベースの創造ルールとして、(1) 年 3% の四半期成長率から (2) 直近 4 年間のベースマネーの流通平均速度成長率の差をとり、(3) 名目 GNP の目標値からの乖離を調整項目としてくわえるというものである。

各項目の係数値や内容は次のように説明される。第 1 項の定数は、年率 3% の四半期目標成長率を対数であらわしている。すなわち、係数 0.00739 は次のような計算式から導出される。

$$\ln \left[(1.03)^{\frac{1}{4}} \right] \approx \ln(1.007417) \approx 0.007389$$

第2項は、直近4年間のベースマネーの流通平均速度成長率の差であるから、次のように近似できる。貨幣数量説によるフィッシャーの交換方程式を、マネタリーベースB、名目GNPとしてXとおけば、 $MV = PT$ は $BV = X$ と置き換えられる。さらに離散データの差分の形で比率をとり、ラグを適当にとることで、マッカラムルールを求めることができる。

$$V_t = \frac{X_t}{B_t}, \quad \frac{V_{t-1}}{V_{t-17}} = \frac{\frac{X_{t-1}}{B_{t-1}}}{\frac{X_{t-17}}{B_{t-17}}}$$

$$\ln\left(\frac{V_{t-1}}{V_{t-17}}\right) = x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} + b_{t-17}$$

第3項は、名目GNPの目標値からの乖離に対する調整項目である。 λ は0.1から0.25の値で、目標値からの乖離が大きければ大きな、小さければ小さい調整をする目標値への回帰を目指すフィードバック係数である。

このマネタリーベース調整ルールに従えば、その政策ルールの含意は、次の3点に要約される。1. もし、名目成長率が目標値より高（低）ければ、金融引き締め（緩和）でマネタリーベースの増加率を低く（高く）する。2. 貨幣の流通速度が一定ならば第2項がゼロだから、マネタリーベースの増加率は、政策目標としての目標四半期成長率0.007389（年率換算3%）とするべきである。

$$\ln\left[\left(1.03\right)^{\frac{1}{4}}\right] \approx \ln(1.007417) \approx 0.007389 \left(= x_t^* - x_{t-1}^*\right)$$

3. 貨幣の流通速度が変動すれば、マネタリーベースの増加率は、目標四半期成長率0.007389（年率換算3%）から流通速度の変化率を差し引いた値となる。

名目GDPの変化の少ない短期または低成長を前提とすれば、マネタリー・ベースの成長率は、名目GDPの目標成長率からマネタリーベースの流通速度変化に応じて調整することになる。四半期の目標成長率を3%、流通速度を4年平均としてラグを17とすれば、次のように変形できる。

$$\Delta b_t = \ln \left[(1 + 0.03)^{\frac{1}{4}} \right] - \Delta v_t, \Delta v_t \equiv [x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} + b_{t-17}]$$

このように、名目GDPの成長率を目標の経路に乗せるためには、マネタリーベースを変化させることにより可能となる。

いくつかの派生モデルがあり、安定経済成長率を維持するためのマネタリーベースの変化が提案されている。内閣府モデルは λ を0.5、三菱UFJモルガンスタンレーは1とにおいて、次のように定式化している。

内閣府推計モデル

マネタリーベース増加率の理論値＝

$$\begin{aligned} & \text{名目GDP成長率の目標値} - \text{貨幣流通速度16期平均の変化率} \\ & + 0.5 \times (\text{名目GDP成長率の目標値} - \text{前期の名目GDP成長率}) \end{aligned}$$

三菱UFJモルガンスタンレーモデル

必要マネタリーベース増加率＝

$$\begin{aligned} & (\text{目標インフレ率} + \text{実質潜在成長率}) - \text{流通速度変動率 (4年間平均)} - 1 \\ & + 1 \times (\text{名目GDP成長率目標} - \text{名目GDP成長率} - 1) \end{aligned}$$

これらの推定結果は、名目成長率を3から3.5%とおけば、これまでの日銀のマネタリーベースは理論値から70兆円から100兆円もの不足となっていることが示されている。アベノミクスの導入を決めた金融政策決定会合においても、各種機関の理論値が取り上げられ、それらの数値がマネタリーベース増加額のたたき台になっていたことは想像に難くない。

6. 金融政策の効果・フィッシャー効果とマイナス金利

ポリシールールのインフレーターゲッティングの論拠の一つとして、フィッシャー効果（あるいはフィッシャー・リレーション・*Fisher Relation*）をあげることができる。フィッシャー効果は、名目金利（ i ）と実質金利（ r ）の関係を示している。その関係式によれば、物価上昇率が高いまたはインフレが進んでいる状態にあるときには、名目金利も同じように高い。つまり、名目金利の変動は物価上昇率変動に等しいという関係をあらわしている。なお、実質金利とは、表面上の金利としてマーケット金利や預金金利などの名目金利から物価上昇率を差し引いたものである。このため、物価上昇が起これば、ゼロ金利に近いと言え、名目金利がゼロでない限り実質金利 r は低下する。この関係は、

$$\text{実質金利} \equiv \text{名目金利} - \text{物価上昇率}$$

と定義されるから、フィッシャー効果の表現式は、変動の項目として次のように書ける。物価水準 P 、 t を時間とすれば、 \dot{P} は微分係数 dP/dt と同等である。

$$r = i - \dot{P}$$

日本銀行は、世界金融危機と米国のゼロ金利導入を同じくして、2008年12月からゼロ金利政策を継続している。これは、金融市場に資金を潤沢に供給することによって政策目標金利をほぼゼロとして、市場金利が0パーセントに近づくように誘導している。具体的には、政策金利である名目金利の無担保コール翌日物金利について、誘導目標0.1%に設定して実質ゼロにおいている。なお、金利が完全にゼロ%になってしまうと、貸手のメリットはなくなり、資金の貸出が皆無となるため、ゼロよりも少し高い数値になっている。

この状況で、人々のデフレ期待をフィッシャー効果に当てはめて考えれば、名目金利がほぼゼロに近いために、実質金利について次のような変化の予想を

建てることができる。すなわち、

- (1)インフレ期待が強ければ ($\dot{P} > 0$)、実質金利はマイナスに傾く。
- (2)デフレ期待が強ければ ($\dot{P} < 0$)、実質金利はプラスに傾く。

等式から導かれた結論と比較して、フィッシャー効果の成立を前提とすれば、期待物価上昇率と名目金利は等しい大きさだけ動くことになる。ところが、2008年以降の日本経済においては、物価上昇率はゼロかマイナスで、政策金利の名目金利はゼロに誘導している。ここで、2013年のアベノミクス以前の状況を思い浮かべると、日本経済の将来に対する消費マインドは冷えており、人々にはデフレ期待が定着していたと判断できる。このことから、人々がデフレ期待を抱くとすれば、(2)の状況から、実質金利は変化してプラスで上昇する。ところが、フィッシャー効果とは、経済がインフレ状況であれば同じように名目金利も上昇する状況を示している。また、インフレ率が変化しても実質利子率は変化しないことを示している。このことから、人々がデフレ期待を持ち、政策的に名目金利がゼロの近くで据え置かれているとすれば、実質金利は上昇せざるを得ない。つまり、フィッシャー効果を前提とすれば、景気回復のための金利効果は景気回復にはマイナスとなる。

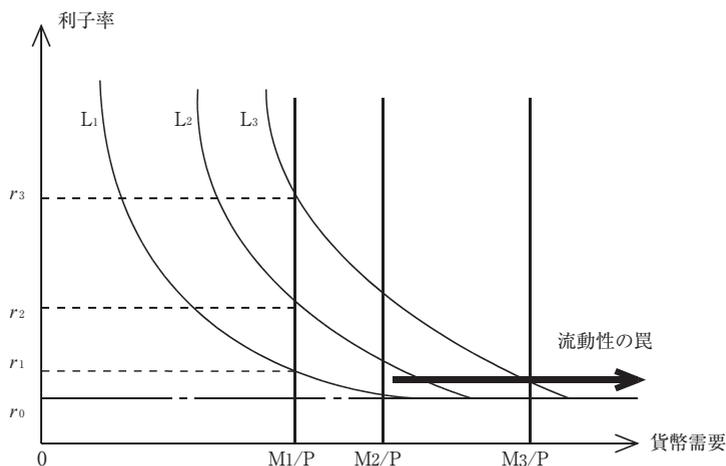
名目金利がゼロに据えおかれてきていることは、「流動性の罠」に直面していると考えることができる。流動性の罠に落ちると、大半の場合は金利がゼロ近辺まで下げられているので、マネタリーベースを増加させるような金融政策は効果がなくなる。つまり、貨幣の需要を考えると、名目金利が著しく下落してゼロに近づけば、貨幣需要は(理論的に)無限大となり、豚積みもしくはタンス預金が増加する。あるいは、貨幣量がそれに応じて増大しても、金利はほとんど反応しない。

図-7では、適当な貨幣需要と供給量の組み合わせについて、需給を均衡させる実質残高と利子率の組み合わせを示している。たとえば、実質残高が

M_1/P の水準にあれば、貨幣需要 L_1 、 L_2 および L_3 について、均衡利子率は r_1 、 r_2 および r_3 と決まる。しかし、政策金利として、 r_0 のように低い水準で外生的に金利が決められてしまえば、貨幣供給量を M_2/P 、 M_3/P と増加させても、利子率は r_0 に貼り付いて反応を示さない。つまり、貨幣供給量の増加による金利操作はその有効性を失う。貨幣市場において何らかの変化を期待するとすれば、名目金利はマイナスになり得ないので、インフレ期待の強まりを待つしか無い。つまり、インフレ期待を強めるような金融のインパクトが必要となる。

クルーグマンは参考文献(1)において、日本経済が流動性の罅に陥っていることを前提として、マネタリーベースによる積極的な金融拡大政策を提案した。つまり、『流動性の罅に直面すれば、中央銀行がマネタリーベースを供給し続けることで、期待インフレを上昇させる。そしてそれにより、実質金利を押し下げればよい。』

図-7 流動性の罅と金利

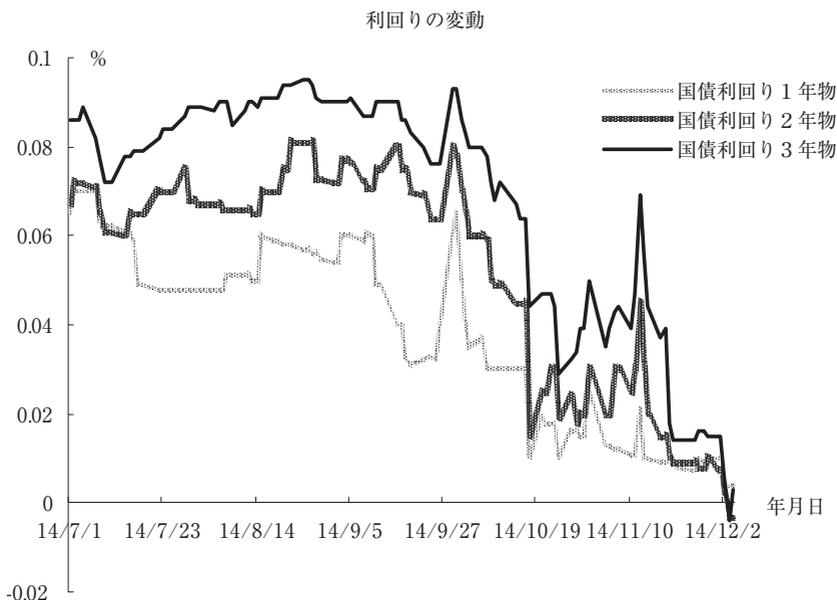


この政策プロセスを詳細に記述すれば、名目金利はほぼゼロに張り付いており、それ以下には下らない。一方、実質金利は名目金利から予想物価上昇率または予想インフレを差し引いたものと定義される。このことから予想インフレ率が上昇すれば、すなわち、アベノミクスの政策目標が実現されれば実質金利は下落して、極端な場合はマイナスに下がる事態も想定しうる。

図-8は1年から3年ものの国債利回りの変動をグラフであらわしている。そこでは、2014年12月3日には2年ものが-0.003%、3年ものが-0.004%として金利がマイナスの水準に低下している。短期国債3ヶ月に関しては、2014年10月の時点で-0.0018%で落札されており、実質金利の低下が徐々に現実化している。また、買いオペは長期国債が中心で、短期国債も品薄となっている状況だから、短期国債の価格が上昇して、利回りがマイナスに転じている側面もある。いずれにせよ、実質金利の低下やさらにマイナスになれば、金利裁定を通じて為替レートの円高は是正されて、資産全体のポートフォリオのリシャッフルから株式価格の上昇を促すこととなる。

短期国債TBは利息のつかない割引債で、購入価格が償還金額100円を下回る分が利息となる。短期国債の日銀買いオペが巨大で、市場に流通する国債は極端に減っていれば、市中銀行の買入額が額面100円を超過することになる。この場合、金利はマイナスとなり、転売金額が購入金額を超過しなければ損失が発生することになる。実際に、日銀が国債の大量の買いオペを実施しており、金融機関も営業で担保に必要な量を確保しなければならないから、需給の不均衡は拡大して、額面越えの取引価格が成立することになる。また、日銀の買い付け額がさらに上昇すると期待すれば、次期には高値で日銀の買いオペに応札して利益を得ることができる。マイナス金利での短期国債購入は、より高値で売ることを見越しているのかもしれない。または、金融機関や投資家は余計な手数料を支払ってまでもTB債務を引き受けるという事態が起こっていると理解できる。

図－8 政策の効果3・マイナス金利



実質金利の低下とそれに伴う為替レートと株式価格の変動は図－5と図－6からあきらかであろう。アベノミクスの政策は金融政策であり、金融政策の政策手段はストック変数である。そして、ストック変数の操作から、フロー変数である物価やGDPの目標値を達成させようとするものである。ストック変数の操作は調整速度が速いために、外国為替や株式市場といった資産市場では即時的に反応が素早い。一方、フローとしての政策目標である物価上昇前年比2%は、調整速度の違いから日々達成されるものではない。むしろ、2年とか3年とかの期間が経過して達成が確かめられるものである。実質金利の低下は、期待インフレの上昇を意味するものだから、アベノミクスのフロー変数への政策効果は、2014年年末にかけて徐々に現れ始めている。

たとえば、図-9はいくつかの企業物価指数を2012年1月から2014年10月までの月次データについてプロットしたものである。円ベースの輸出・輸入物価指数は円安が急であるため指数の伸びが大きい。輸出物価指数は94から111、輸入物価指数は104から128に伸びている。夏季電力料金調整後の企業物価指数総平均は100.9から105.5として、2013年以降は増加傾向に転じたことがわかる。しかし図-10に見られるように、2014年3月から4月にかけて、調整済み指数は102.8から105.5に一気に増加してやがて漸減している。この増加分は消費税増税の効果であり、経済の需給バランスの寄与によるものは少ないと考えられる。過去の増税が順調な景気回復に歯止めをかけてきたように、消費の増加に一定の歯止めがかかっているのかもしれない。

図-9 企業物価指数の変化

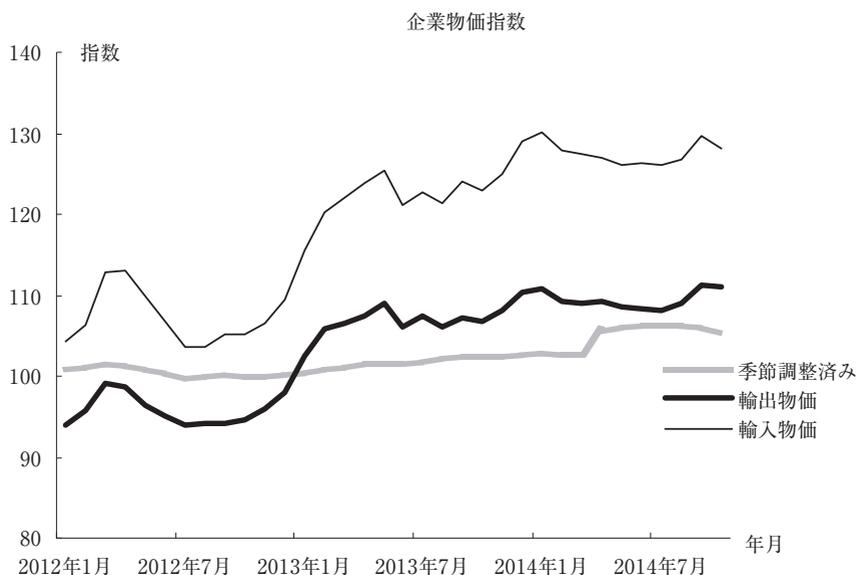
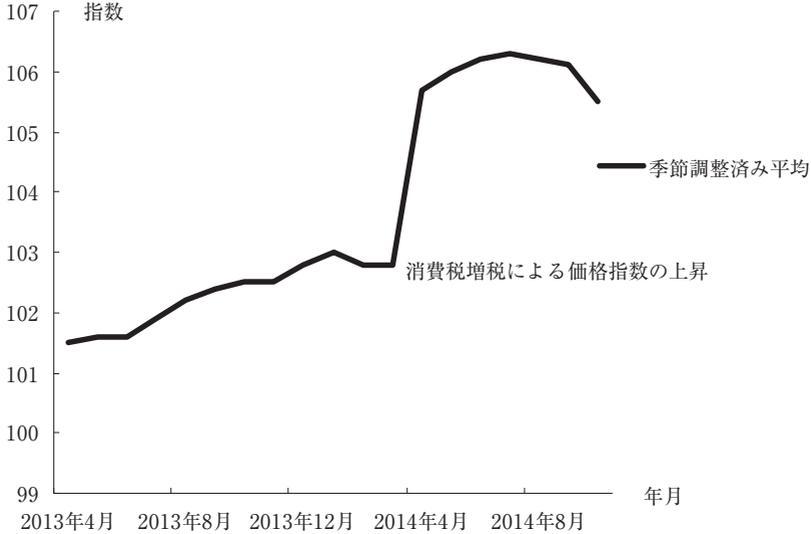


図-10 消費税増税と企業物価指数の変化



おわりに

アベノミクスが始まり、目標達成のための期間2年もあとわずかになっている。質的・量的拡大の金融政策は、ストック変数については劇的な効果をもたらしている。たとえば、東京市場ドル・円スポットレート/月中平均が2013年1月の83.6から2014年10月108.3として、25円/\$の円安水準となり、為替レートの減価率としては30%である。日経平均株価を見れば、2013年1月10,688から2014年10月16,082円と5,400円ほど値上がりして、2013年頭以来50%の値上がりを示している。株式信託のETF購入が寄与している面もあり、株高へも大きな効果を上げていることがわかる。

フロー面への効果は、実質金利が低下してマイナス金利も発生していることから、経済主体のデフレマインドがインフレ期待に変化しつつあることが判断

できる。つまり、国債の強い価格上昇が期待されれば、それによる金利低下が予想されてインカムゲインが減少しても、将来の国債売却によるキャピタルゲインまたは利ざやを稼ぐことが可能となる。さらに、マイナス金利によるマイナスのインカムゲインが見込まれるとしても、大きな国債需要が期待され、マイナスのインカムゲインを国債売買からのキャピタルゲインが上回ると期待されれば、たとえ金利がマイナスになったとしても国債売買にとって利益機会が発生している。このことは、QE2による大量の国債購入により、貨幣市場が流動性の罫から脱却していることを示唆している。

また、政策金利がゼロで国債取引におけるマイナス金利の発生は、フィッシャー効果の成立を額面通りとすれば、インフレ期待の発生と同値である。このことは、人々の価格上昇期待が負から正に転じてインフレマインドに変化したと考えることができる。アベノミクスのインフレターゲット目標は、この意味において達成されつつあると判断できよう。しかし、企業物価指数の変動で明らかになったように、2013年から円安傾向を伴って順調に指数は伸びていたが、消費税の引き上げで指数の伸び悩みが見られる。この傾向は、消費者物価指数や卸売物価指数のトレンドと完全に一致はしないが、アベノミクス効果の様子は継続的な観察が必要であろう。

【参考文献】

- (1) Krugman, P.A., 1998, It's Baaack : Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp.137-pp.205.
- (2) McCallum, B.T., 1987, The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example, *Economic Review*, september/october, pp.101-pp.18.
- (3) McCallum, B.T., 1988, Robustness Properties of A Rule for Monetary Policy, *Carnegie-Pochester Conference Seies on Public Policy*, Vol.29, pp.173-pp.204.
- (4) Taylor, J.B. 1993, Discretion Versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp.195-214.
- (5) Taylor, J.B. 1996, How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?, Conceptual Issues, *Federal Reserve Bank of Kansas City in its Journal Proceedings*, pp.181-195.
- (6) Taylor, J.B., 1998, "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", *NBER Working Paper* No.6768.
- (7) 小田信之・永幡 崇、2005、『金融政策ルールと中央銀行の政策運営』、日銀レビュー、2005-J-13。
- (8) 木村 武・種村知樹、2000、「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」『金融研究』19-2、pp.101-159。
- (9) 日本銀行企画室、2000、『米国連邦準備制度および欧州中央銀行の「物価安定」についての考え方』。
- (10) 杉本喜美子・里麻克彦、2012、「ECBの金融政策とテイラールール」、大阪学院大学経済論集、第26巻第2号、pp.23-pp.65。
- (11) 原田 泰・佐野綾野、2009、『昭和恐慌機前後の金融政策はどのように行われたのかーテイラー・ルールとマッカラム・ルールによる解釈ー』、RIET Discussion Paper Series, 09-J-025。
- (12) Cooley, B., 2012、『欧州中央銀行の金融政策』、パークレイズ欧州カンファレンス・ハンドアウト。
- (13) 松木 隆・杉本喜美子・里麻克彦、2015、「アベノミクスにおける金融政策の評価」、大阪銀行協会金融フォーラム。
- (14) みずほ総合研究所調査本部経済調査部エコノミスト・草場洋方、2006、『量的緩和解除後の金融政策の行方～テイラールールが示唆するゼロ金利解除時期～』、みずほマーケットインサイト2006/3/9。
- (15) 宮澤健介 (2010) 「日本におけるテイラー・ルール」『ファイナンシャル・レビュー』99-1、pp.82-96。

Abenomics and the Rule of Monetary Policy

Katsuhiko Satoma

ABSTRACT

Monetary policy such as zero-interest-rate policy, QE1 has been carried out in long recession for little less than 20 years. In addition, some policy rules were suggested by Taylor or McCallum, and it has been reflected by a policy. The quantitative and qualitative easy-money policy by Abenomics of 2013 sets 2% of inflation increasing rate, time limit two years, through open-end's policy rule which does not establish a time limit for the accomplishment. An effect is remarkable to an exchange rate and stocks price, and an effect gradually begins to appear in an inflation target.

Keywords : Abenomics; Monetary Policy; Policy rule; Quantity Easing.

JEL Classification Numbers : E42; E52.