

# On "Abenomics" as Preventive Measures to a Financial Crisis

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2013-01-01 キーワード (Ja): キーワード (En): Japanese Prime Minister Shinzo Abe's Abenomics, monetary easing, taper, the global financial crisis, Treasury and asset prices, animal spirit and bull-bear market, the rising Japanese stock market, economic expectations, alternative investment, unconventional monetary policies 作成者: 佐藤, 洋一 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/5805">https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/5805</a>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



## 金融危機防止策としてのアベノミクス

佐藤 洋一\*

### 要 約

民主党から政権を奪還した自民党安倍内閣は、アベノミクスと称して①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の3本の矢からなる経済政策を打ち出した。アベノミクスは、日本経済の長期低迷・デフレ状態から脱却し、再び成長軌道を取り戻すことを目指す金融・財政政策である。その端緒をなす日銀の異次元金融緩和政策は、中央銀行による国債の大量買入れとマネーサプライの増加によって、穏やかなインフレを実現すると約束しているが、非伝統的金融政策は、何が起こるか予測できない未知の領域である。市場では思惑と半信半疑が入り混じり、経済主体の期待は均質ではない。

本稿では、非伝統的金融政策とは、長期不況あるいは恐慌状態にある実体経済と並立する株式・債券市場での金融相場の状態を持続させるものであるという本質認識に基づいて、アベノミクスの効果を検証し、その矛盾を考察する。

### はじめに

「日本に根深く蔓延したデフレマインドを変える」とイデオロギー改革ともいえる壮大な展望を掲げた安倍内閣は、アベノミクスと称して①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の3本の矢からなる経済政策を打ち出した。アベノミクスの具体策が姿を現すにつれて、その本質が、日銀の長期国債買入れによる資金供給と消費税増税による財政再建、および内容がはっきりしない成長戦略であることが露呈しつつあるのだが、財界や世論の期待は剥落していない<sup>(1)</sup>。

アベノミクスの第一の矢である大胆な金融緩和

を裏打ちするのが、黒田日銀が決定した異次元金融緩和である。異次元緩和は非伝統的金融政策に分類されるものであり、非常事態の緊急措置である。リスクや副作用に対する危惧はあるが、デフレが続く異常な経済に対しては、大胆な金融緩和と財政政策、成長戦略を組み合わせた政策しか残された道はない、これ以外の方法はないとまで主張されている<sup>(2)</sup>。注意すべきは、アベノミクスの第一の矢は、単に程度が大胆な緩和ではなく、非常事態の金融政策であるという点である。政府の基本認識は、長期不況とデフレの原因は通貨供給の不足によるものであり、インフレ期待を喚起することでデフレから脱却できるというものであるが、デフレ下の実体経済に対峙して人々のインフ

---

\*大妻女子大学 社会情報学部

レ期待を引き出すということは、現実と意識との倒錯が政策実現の大前提であるということにほかならない。しかも、その倒錯意識や異常な政策を正常化するのは相当難しいということが、米国FRBの出口政策の経験から明らかになりつつある。

そもそも、非伝統的金融政策は、米国大不況と日本のバブル崩壊以後の経験くらいしか前例がなく、効果の程がはっきりしない上に、やってみないと何が起るのか分からない性質の政策である。インフレ期待という経済主体の意識に働きかけインパクトを与えることは可能であっても、それを安定的にコントロールする手法は未知であると言える。インフレ期待が形成されるということは、通貨価値が減価し、現時点の国債価格、リスク性資産価格が割安で収益性の高いものに見えるということであるが、非伝統的金融政策が継続するなかで实体经济が回復に向かえば、倒錯した意識には楽園からの追放と映る。資産バブルと財政破危機を両にらみにしながら、期待をコントロールできるとは考えにくい、日本の金融政策は、実際にそうした未知の領域に踏み込んだようである。

本稿では、まず、アベノミクスの前提となる金融緩和政策について、その内容を確認し、先行する「量的緩和策」と「包括緩和策」と対比しながら、その性格と位置づけを検討する。次に、想定されている实体经济への効果について、直接コントロール可能なターゲットは、マネタリーベースと長期国債買入れまでであり、長期国債市場からの金融機関の押し出しが狙いであることを確認する。4節では、異次元金融緩和導入後の株式市場、債券市場の実際の動向を踏まえて、金融当局は、長期金利を管理できておらず、株価の上昇もヘッジファンドによる世界的な資本移動の一環として生じていることを指摘する。最後に、非伝統的金融緩和策は、世界金融危機への対処の過程で金融当局が追い込まれた政策であり、アベノミクスは、米国の金融緩和策との組み合わせにより、日米間のクロスボーダーによる財政ファイナンス（マネタイゼーション）を実施することで、金融危機防止機能を果たすものであることを論じ

る。

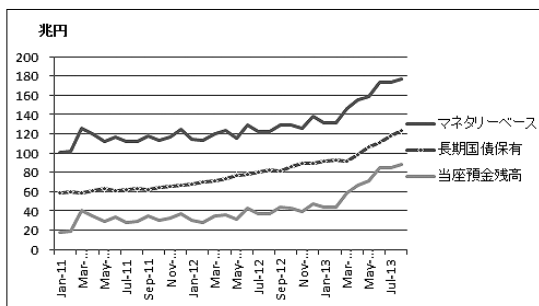
## 1. 異次元金融緩和の内容と想定効果

最初に、日銀の異次元緩和の要点をまとめておきたい。

黒田晴彦日銀総裁は、4月4日、金融政策決定会合で決定された基本方針「量的・質的金融緩和」を表明した。この基本方針は、安倍内閣が掲げた経済政策アベノミクスの「第1の矢」に位置付けられたものであり、黒田日銀総裁は「異次元の金融緩和策」という言葉も使って内外に日銀の方針転換を印象づけた<sup>(3)</sup>。

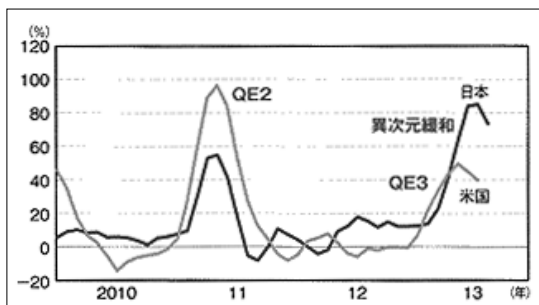
「異次元の金融緩和策」の骨子は、①金融政策における操作対象を、無担保コールレート翌日物という金利からマネタリーベースに変更した上で、マネタリーベース（日銀券発行残高+当座預金残高）を138兆円から270兆円へと2014年末までの2年間で2倍に増やす、②マネタリーベースを

図1 日銀ストックの推移



出所：日本銀行

図2 マネタリーベース増加率の推移



出所：日本銀行、FRB

増加させるために、長期国債保有残高を89兆円から190兆円に増加させる。長期国債の買入れ対象は40年債を含む全ゾーンに拡大し、保有国債の平均残存期間も3年弱から7年程度に延長する。質的量的金融緩和の発動に伴い、いわゆる「日銀券ルール」は一時停止する(図1、図2)、③リスク性資産であるETFとJ-REITの購入額をそれぞれ年間5,000億円から約1兆円へ、100億円から約300億円へ増額する(結果ETF保有残高は、1.5兆円から3.5兆円、J-REIT保有残高は1,100億円から1,700億円に増加する)、④上昇率2%の「物価安定目標」を設定し、「2年程度」のタイムスパンで実現を目指す。「量的・質的金融緩和」は、2年間、または2%の物価上昇率が「安定的に持続するために必要な時点まで」継続する、である。

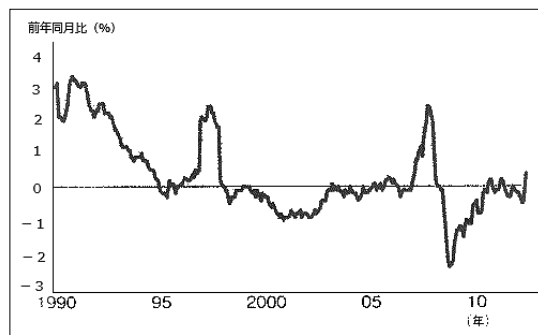
「異次元の」の意味は、マネタリーベースを一挙に2倍に増加する点で「量的」な緩和に、買入れ対象を残存期間の長い国債やETF、J-REITなどのリスク性資産に拡大したという点で「質的」な緩和に踏み込んだというだけではない。中央銀行が、政策の逐次投入(小出し)ではなく、必要な措置すべてを一気に講じたという強い姿勢を示し、家計や企業の「期待(expectation)」に働きかける効果を最重要視している点でも「これまでとはまったく次元の異なる金融緩和」に踏み切ったことを意味する。「(現時点で)緩和手段としてできることは何でもやる」というスタンスを示し、市場、企業、家計の「期待」や「予想」が抜本的に変わるのを待つのであるから、中央銀行が操作可能な指標とその効果が及ぶべき最終目標である経済活動との関連は、間接的であり、政策の波及経路も明確ではない。したがって、緩和政策の効果は、やってみなければ分からず、うまくいくと絶対的に保証されているものではない。また、その後に起こる結果が、果たして政策の成果であるのか検証するのが困難な性格のものでもある。

現実的には、中央銀行のforward guidanceに対して、各種経済主体は互いに異なる「期待」を持つことがあろうし、消費や投資につながる「期

待」は、中央銀行の政策以外の重要な要因に影響され形成されるものである。「インフレ期待」と同程度に「賃金上昇期待」「雇用増加期待」や「売上高増加期待」が形成されなければ、消費行動や投資行動にはつながらず、「異次元緩和」が想定するようなデフレ脱却プロセスは現実のものとはならない。結局「実感なきデフレ脱却」に終わることも十分に考えられる<sup>(4)</sup>。

以上のように、「量的・質的金融緩和」策において、直接の操作対象となっているのは、日銀のバランスシートである。短期金利の調節による通常の金融政策が「伝統的金融政策」と呼ばれているのに対して、通貨量それ自体など短期金利以外を操作対象とする金融政策は、「非伝統的金融政策」と呼ばれている。「非伝統的金融政策」は、金融緩和策がゼロ金利に達し、短期金利が政策手段として無効になった後でも、なお中央銀行がとりうる方策として研究されてきたものである。その本質は、中央銀行の独占的権能を用いた紙幣の

図3 消費者物価指数



出所：総務省

図4 コアコア CPI (前年同月比%)



増刷であり、それに伴う通貨価値の減価または毀損である。

次に、異次元緩和の政策目標をみよう(図3)。それは物価である。日本銀行は、日本経済が長らく陥っていたデフレから脱却するため、「上昇率2%の物価安定目標」を「2年程度」のタイムスパンで実現すると打ち出した。

目標設定である上昇率2%は、「穏やかなインフレ」であり「安定目標」と考えられている。この目標設定は、日本のバブル期(1985年~89年)のコアインフレ率の平均が1.9%であり、QE2期(2010年11月~11年6月)のアメリカのコアインフレ率が1.4%であるから相当程度高く、白川前日銀総裁は「日銀の金融政策だけではデフレからは脱却できない」と繰り返していたし(図4)、異次元緩和でも目標達成は容易ではないとの指摘もある<sup>6)</sup>。むしろ、目標水準の妥当性や根拠に焦点があるのではなく、日銀がインフレターゲット政策を打ち出したことそれ自体のインパクトに意義があるのであり、2%という数字は、非伝統的金融政策からの「出口」時期の目途を決める上で判断基準の役割を果たすものになろう。

最後に、波及経路をみよう。異次元緩和の波及経路について、黒田日銀総裁は3つの経路を挙げている。ただし、マネタリーベースの供給が物価上昇に波及する経路は実証されているわけではない。中央銀行のバランスシートの拡大という非伝統的金融政策の効果が物価水準に波及する経路として想定されているのは、①長期金利の低下と企業などの資金需要への刺激、②ポートフォリオ・リバランス効果による銀行貸出しの増加、③市場の「期待」の抜本的転換(デフレ期待の払拭)による民間需要の刺激である。

異次元金融緩和政策の中で、日銀が直接働きかけることができるのは、債券市場や株式市場からの債券やリスク資産の購入(買オペ)とマネタリーベースの増額までである。つまり、①長期金利の低下と企業などの資金需要への刺激までであり、②ポートフォリオ・リバランス効果と③市場の「期待」の抜本的転換、さらにその先のインフレ率の上昇は、直接操作できない。よって波及経

路は①のチャンネルに依存していると思われる。ただし、黒田総裁は「貸出しが先行するのか、資産効果が先行するのか、期待効果が先行するのか、いろいろな議論はある」と留保している。

## 2. 従来の金融緩和政策との比較

異次元緩和は、白川総裁までの金融緩和政策と何が違うのか。最大の相違点は、中央銀行の金融緩和政策がデフレ脱却に有効であることを積極的に認め、その本気度を示すために、小出しの緩和策ではなく、必要と考えている措置すべてを一挙に動員した点であろう。「2倍」という簡単なキーワードを用いて広範な経済主体に印象づける工夫もあり、「期待」に働きかける理論をベースにしていることが明確である。

ただし、黒田日銀の「異次元緩和」を構成する要素については、そのほとんどが「量的緩和策」と「包括緩和策」で既に試みられたものである。

日本においては、非伝統的金融政策は、ゼロ金利政策導入(99年2月)後、01年3月に金融調節スタンスを示す指標をコールレートから日銀当座預金残高に変更したことに始まる。その後、ゼロ金利政策の解除(06年)を挟んで、2010年10月に始まる「包括緩和策」からは「資産買入れ等基金」を創設し、リスク性資産と国債の買入れ額を段階的に拡大し、米国でデフレ回避に用いられた手法を、デフレ脱却を目指して採用していくこととなる。

「量的緩和策」の効果については、当時前例はなかったが、①短期金利の低下、②時間軸効果(中長期金利の低下)、③ポートフォリオ・リバランス効果、④期待効果、⑤金融システムの安定化、が挙げられた。量的緩和策が想定していた③ポートフォリオ・リバランス効果(無利子である日銀当座預金が積み上がれば、金融機関はより有利な運用先を求め貸出しや債券・株式投資へと資金を移す)と④期待効果(資金供給の増加がいずれ物価上昇や景気回復に繋がるという予想が生まれ、企業の設備投資や個人消費が増加する)は、

黒田日銀の「異次元金融緩和」でも再度強調された効果であり、この10年間見るべき成果がなかった効果でもある。

量的緩和政策の導入によって、当座預金残高の目標額は、5兆円から段階的に引き上げられ、2004年には7倍の35兆円に拡大した。2006年には、長期国債保有残高は65兆円、マネタリーベースの増加は+45兆円に達している。また、資金供給手段としては、長期国債の買入れに加えて、2003年以降、時限的ではあったが資産担保証券や上場株式（2兆円）の買入れも実施され、「信用緩和策」にも踏み出している。継続期間のコミットメントについては、「消費者物価指数の上昇率がゼロ%以上になるまで継続」することが示されている。

2008年のリーマン・ショック後に実施された非伝統的金融緩和政策では、ドル資金供給オペ、社債、CPの買取りなど緊急措置によって金融不安を鎮静化した後、米国のQE2に先立って「包括緩和策」が導入された。ゼロ金利政策を実施するとともに、「信用緩和策」が強化された。「資産等買入れ基金」を創設し、国債、社債の他、ETF、J-REITを含め多様な金融資産を買入れており、残高合計は67兆円に達している。「包括緩和策」の結果、2012年の当座預金残高は37兆円、長期国債保有残高は67兆円（基金分を含めると83兆円）、マネタリーベースの増加は、+33兆円に達した。「包括緩和策」によるマネタリーベースの総額は、量的緩和政策解除前を多少上回る水準であり、FRB、ECB、BOEに比べて増加率は小幅であった。また、2013年1月には「物価安定の目途」という言葉を使って事実上インフレターゲットを設定している。

異次元緩和の第2の相違点は、マネタリーベース増加量の規模、および国債買入れ額の規模と買入れゾーンの長期化である。

日銀の金融緩和水準は、マネタリーベース総額の対GDP比でみるとECBやFRBの水準と遜色はないものの、通貨供給増加率でみると金融危機後に2倍～3倍になるまで躊躇せず増加させた欧米に及ばない規模であり、日銀の不十分な資金供

給が円高とデフレの原因になっていると批判されてきた。「不十分」という指摘には、相対的不足と絶対的不足のニュアンスが含まれるが、批判の多くは「相対的不足」を強調するものである。リーマン・ショックとユーロ危機を境に、FRB、ECB、BOEなど先進国の中央銀行は非伝統的金融政策に転じ、日本以上に大胆な金融緩和を実施している。その結果、資金供給量の差の拡大や長期金利差の縮小が円高圧力を強める結果になった、というものである。

異次元緩和では、このような批判を踏まえて、国債買入れ額の規模を2倍、全ゾーンからとして、長期金利のイールドカーブとポートフォリオ・リバランス効果への影響力を格段に高めようとしている。

### 3. 異次元緩和政策の欠陥

以上、異次元緩和の要点を確認した。次に、金融緩和効果の信ぴょう性と課題について検討したい。

日本の金融政策をめぐるのは、「デフレは、経済低迷の原因ではなく結果である。金融政策の効果は限定的であり、金融政策だけではデフレからは脱却できない。」という議論と、「デフレは貨幣現象である。デフレの原因は資金供給の不足である。日銀の金融緩和は不十分である。」という議論が対峙していた。至妙なことに黒田日銀総裁は、「何が原因であるかにかかわらず、物価安定を確保する責務は中央銀行にある」というスタンスを表明して因果論争を避け、物価安定目標を御旗として、「非伝統的金融政策」に踏み切ったのである。確かに、日本の経済構造の問題が何であれ、名目物価が安定的に上昇すれば、過去の負債が実質的に圧縮され、「フィッシャーの負債デフレーション」から脱却することはできる。

日銀の異次元緩和は、国債の大量買入れによって長期金利のイールドカーブをフラット化し、主に経済主体の「期待」に働きかけることで金融機関が保有する資産の組換えを促し、投資と消費が活性化することで、実際のインフレに導くことが

できると想定している。したがって、この政策の要諦は、日銀の国債購入による通貨の供給が「期待インフレ率」を上昇させるという点と、金融政策は实体经济の資金需要を喚起できるという点である。

フィッシャー方程式：名目金利＝実質金利＋期待インフレ率、によれば、実質金利は、实体经济の経済成長率によって決まり、労働生産性や技術革新などを金融政策だけで誘導することはできない。しかし、名目金利＝ゼロの状況下においても、名目金利上昇率＜期待インフレ上昇率の「空気を」作れば実質金利は下げることはできる。フィッシャー方程式を名目金利＝実質金利＋期待インフレ率＋リスク・プレミアム、と修正すれば、日銀が長期国債やリスク性資産を買入れれば、期待インフレ率は上がり、実質金利は下がると期待できる。マネタリーベースの増加や長期金利の押し下げは、デフレ脱却過程においてトリガーの役割を果たす、というのがリフレ派の共通認識であろう。

日銀副総裁となった岩田規久男氏や元財務官高橋洋一嘉悦大学教授は、マネタリーベースを増やして高まるのは現実のインフレ率ではなく期待インフレ率までであると繰り返し念押ししている。期待インフレ率が高まれば、実質金利が下がる。実質金利が下がれば、企業の設備投資や家計の消費などの实体经济が動き出す。名目金利ゼロの状況で実質金利を下げるには期待インフレ率を引き下げるしかなく、実際のインフレ率が上がる（デフレ脱却）のは、その先の实体经济の話であるという意味である。デフレ予想をインフレ予想に変えていく過程は、金融・資本市場における株高・円安との相乗効果によって、「物価が上がりだす」と考える経済主体が増える過程でもあるということになる。

フィッシャー方程式は、もともと通貨量を増やしたとしても、期待インフレ率が高まれば、名目金利が上昇することになるため、長期的には実質金利は不変であり、金融政策は長期的には、実質金利や自然失業率をコントロールできない（フィッシャー効果）、という理論を説明するも

のであった。他方、リフレ派の想定は、短期においてはフィッシャー効果が成り立たず、名目金利を低位安定させておけば、実質金利は低下するというものである。先行き物価上昇率は高まる一方で、名目金利は低いままであるという歪な状態がしばらくの間継続すると予想できなければ、リフレ派が主張するようなことにはならない。金融緩和の効果を引き出す第一の条件がこれである。

次に、金融緩和の効果が实体经济の投資や消費に有効に及ぶとしても、インフレ率をコントロールできるのか、という点も問題である。異次元金融緩和は、経済主体の「期待」や「インフレ期待」に働きかける効果を重視しているが、「期待」の動向を測定する確実な方法は存在しない。日銀が行うアンケートを利用する案や2004年に導入され2008年に発行を停止していた物価連動国債を利用したブレイク・イーブン・インフレ率（BEI：普通国債イールドー物価連動債イールド）を期待インフレ率の代替指標とする案が浮上しているが、物価連動国債は市場規模が6,000億円と小さい上に、国債のイールドカーブは異次元緩和の操作目標となっているのであるから客観性に欠ける。消費者物価指数などの実績値を総合的にみて判断するという手法が現実的であろうが、名目値を指標として政策運営を行っても、名目的な実績値の動きに先行する「期待」を誘導しコントロールしていることにはならないであろう。予想インフレ率、実質金利を観察できる指標が見出されること、これが、第2の条件である。

マネタリーベースを2年で2倍にすると、インフレ率も2年後には2%まで上昇するという主張の理論的裏づけは説明されていない。通貨供給量と物価の比例係数を説明できるのは、貨幣数量説の $PT=MV$ の恒等式である<sup>6)</sup>。ただし、信用乗数（マネースtock／マネタリーベース）が安定していないため、日本においては貨幣数量説的な効果は実証できず、日銀が説明した波及経路でも、この効果は取り上げられていない。紙幣を増刷すると物価は一定割合で上昇すると想定されているが、物価が上昇するまでの過程はブラックボックスになっている。貨幣数量説は、長期的な経験則とし

ては妥当性がありそうだとしても、短期的な金融政策のツールとして利用する上では機動性に欠ける理論である。逆に、恒等式が通貨価値の低下の側を表現していると解した場合、「通貨の信認」は数量的には定義できない性質のものであると言わざるを得ない。通貨発行量や国債発行残高に比例して「支払い能力の担保」や「デフォルト懸念」が高まる訳ではなく、ある臨界点に達すれば、突如として通貨価値は暴騰・暴落することがある。先物債券市場やオプション取引での「信認」は、なおさらコントロール不能である。

通貨供給を増やせば、インフレ期待を喚起することでデフレから脱却できる、という主張は、「中長期の目標値に人々の期待が収れんする」というニュー・ケインジアン理論と、通貨供給量が物価水準（為替レート）を決めるとする貨幣数量説に基づいている（図6）。

為替レートについては、日銀の管轄ではないが、為替レートとマネタリーベースの相関関係を示した修正ソロスチャートが証拠として取り上げられる（図5）。修正ソロスチャートは、超過準備金を除いた日米マネタリーベース比率と為替レートの近似性を指摘したものであり、超過準備金が積みあがっている状態では、為替レートをマネタリーベースで調整することはできない。よって、貨幣数量説的なコントロールは少なくとも現状では成立しない。

以上のように、金融緩和効果を把握する指標が確定できない場合、効果の原因も特定できず、測定できないという課題を非伝統的金融政策は抱えている。

異次元緩和の期待効果を事後的に示す指標はポートフォリオ・リバランス効果、とりわけ、銀行貸出しの増加である。これは従来の日銀の金融緩和策では起こらなかったと総括されている効果でもある。

長期国債の買入れによって長期金利を低下させ、ポートフォリオ・リバランス効果によって株価の上昇を促すこと、つまり、債券高・株高に誘導することは、景気回復初期に現れる金融相場を人為的に作り出すことを意味する。長期低迷が続

図5 修正ソロスチャート

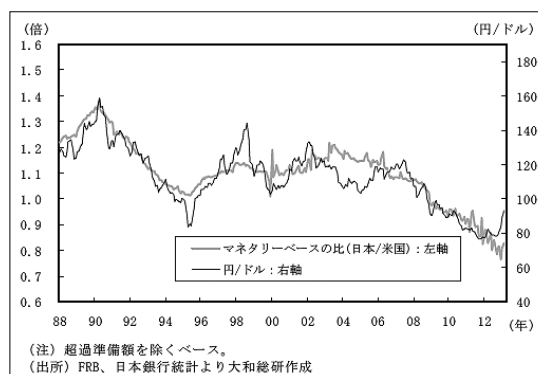
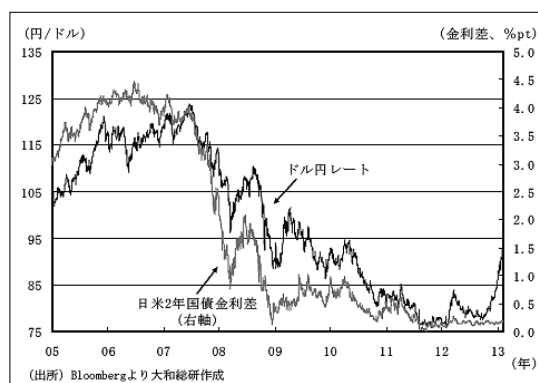


図6 為替レートと2年債金利差



いた日本では、債券高・株安の状態に陥ったままそこから脱却できずにいる。金融機関が低金利であるにもかかわらず国債を保有しているのは、BIS規制の制約で国債を保有せざるを得ないこと、实体经济の側での資金需要が乏しいことが主要な要因である。小泉政権下での「3つの過剰」の解消の結果、企業部門は自己資金の範囲内で設備投資を行っており、資金余剰部門になっている。それゆえ、多少景気が回復しても直ちに外部からの資金調達需要が生まれるわけではない。ポートフォリオ・リバランス効果によって、実際に日銀当座預金から銀行貸出しに資産の組換えが起こるには、企業が自己資金の範囲内を上回る投資を実施しなければならない。

日銀は、量的緩和が実施された01年3月～06年3月の期間に35兆円まで、包括緩和策が実施された10年10月から2013年3月の期間に58兆円まで、



日銀当座預金を積み上げたが、日銀当座預金の増額は銀行貸出しの増加には結びつかなかった。日銀が供給したベースマネーは、金融機関の資産の部で保有国債を減らす一方で日銀当座預金残高を増やしただけで、実体経済には向かわずに日銀・金融機関・財政の間を還流しただけである。

これまでの金融緩和ではポートフォリオ・リバランス効果はなかったにもかかわらず、今回の異次元緩和でポートフォリオ・リバランス効果が発揮されると主張する根拠を問われて、黒田日銀総裁は、量的に過去に例のないマネー供給額であると同時に質的にも国債の全ゾーンやリスク性資産を買い取り対象としている点を強調した。「規模が小さい上に小出しだ」という従来の批判をかわす意図があると思われるが、あまり説得的な回答ではない。ベースマネーが金融システムの外に出回れば、マネーストック／マネタリーベース（信用乗数）は上昇する。ここで問われているのは、異次元緩和策（金融政策）が信用乗数を押し上げられるのか、その根拠は何か、ということである。予想インフレ率の上昇による実質金利の低下を別とすれば、国債市場から押し出された金融機関がリスクテークを余儀なくされ、企業に対して借入れを強く催促するような貸出行動にでるような状況が作られるということではあり得ない。資金需要が企業側から発生すれば無理強い摩擦は少ないが、資金需要が不足する場合は、「ブタ積み」のまま滞留するか、リスク性金融資産、実物資産に対する投機的需要に回り、ミニバブルや金融危機の萌芽になるリスクが高まることになりかねない。

長期不況にもかかわらず円高基調が定着していたのは、リーマン・ショック、世界金融危機の余波が日本には貿易収支、為替市場のルートから伝わったこと、ユーロ危機の発端となった周縁国国債デフォルト危機と通貨ユーロ動揺が、円に相対的な安心感をもたらし、避難通貨の役割を与えたことによるものである。また、12年末以後の円安基調への転換は、目下ユーロ危機が小康状態にあることと、米国のQE3の縮小観測で欧米の金融不安が後退していることが主要因である。リフ

レ派の金融緩和不足論は、マネタリーベースの相当程度の増加があれば、円の信認が毀損され、円を取り巻く不利な状況を転換できるか、あるいは、相殺して余りある国内需要と資金需要を生み出せると主張しているのに等しい。

#### 4. 期待の主体と過剰反応

##### (1) 円高是正と株価の回復

本節では、異次元金融緩和の影響が最初に波及する為替市場、株式市場、債券市場の4月以降の動向を検証し、経済主体の期待がどのように反応しているかを考察する。

2012年11月の衆院解散宣言と自民党の政権復帰を機に進んだ円安・株高基調は、2013年5月22日に行われたFRBのQE3縮小示唆によって反転した。昨年末から5月22日までの間に日経平均は、8,664円から15,627円になり、為替相場も1ドル=82円から一時1ドル=103円まで円安が進んでいたが、8月末現在13,388円、1ドル=98円台に落ち着いている。異次元緩和が発表され4月4日の日経平均株価は12,634円、為替相場は1ドル=96.3円であったから、すでに進行していた円安・株高基調をかつてない速度と上昇率で加速させたものの、そのインパクトは、およそ3か月という短期間のうちに剥落したということになる。とはいえ、民主党政権下の水準と比較すれば、円高是正と株価回復は一時的に達成されているように見える<sup>(7)</sup> (図7)。

この間の円安転換と日経平均株価の回復と円高下を根拠に、異次元緩和の成果は十分でているとか逆にアベノミクスは失速したなどと評価することはできない。これらの変化は、日本経済の自立的回復や想定されているような実質金利の低下とインフレ期待を背景としたものとは言い難いからである。

注意を要するのは、この間の円安・株高基調は、売買代金シェアで過半を握る「外国人投資家」によって主導されたものだという点である(図8)。2008年のリーマン・ショック、2010年のユーロ危機の後、国際金融市場で避難通貨とし

図7 為替レートと日経平均株価の推移

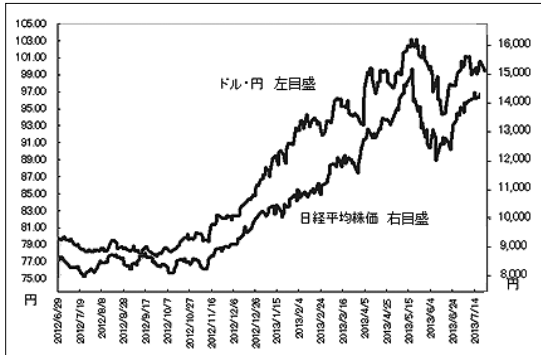
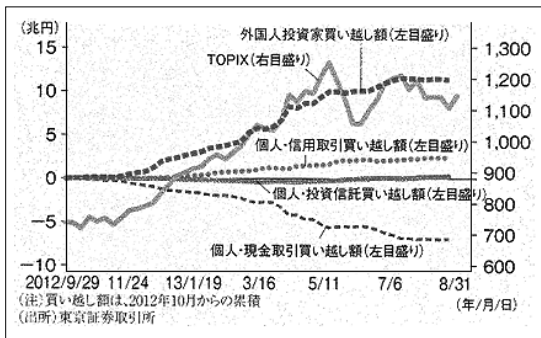


図8 投資家別買い越し額の推移



て位置づけられ円買いポジションをとってきたヘッジファンドなどの「外国人投資家」は、堅調な米国景気を背景に、新興国市場や資源国市場から資金を引き揚げ、米国株式市場に回帰させている。結果、米国ダウ平均は、12,542ドルから15,387ドルへと高値を更新してきた。このような大きな流れと連動して、ヘッジファンドなどの外国人投資家は、円売り・日本株先物買いのポジションに切り替えたのであり、日本株の累積買い越し額は11兆円に達している。日本の資本市場の円安・株高は、外国人投資家が日本の資本市場を過剰流動性の受け皿としたことによるものである。

そうであれば、日本の「期待先行」型の株高は、中央銀行の期待誘導に対して感応度が高い外国人投資家の「期待」によるものということになり、米国の金融緩和縮小、いわゆる「出口」に向かう「期待誘導」と、そのタイミングで金融緩和の「入口」に入り、デフレ脱却を目指そうとしている日本の「期待誘導」の双方から影響されてい

るとはいえ、主導しているのは、ドルの動きであるとみるべきであろう。FRBのQE3縮小示唆後に日本の株式相場の乱高下幅が増し、ボラティリティーが高まっているのは、「期待誘導」が複層的であることに加え、短期資金の利益確定売りが断続的に行われるためである。

よって、円安・株高水準の推移が、さしあたりアベノミクスや異次元金融緩和が指すところと一致するとしても、それは、国内的に予想インフレ率が高まったことで現金価値が目減りし、株式などの金融資産が有利とみなされるようになった結果ではなく、ドルと円、新興国金融市場と日本株式市場を比較して、投資マネーが彷徨った結果であり、異次元金融緩和だけの成果だとは言えない。

(2) 長期金利の不安定化

異次元緩和の導入後、日銀は長期国債を毎月平均6.3兆円ペースで買入れており、2013年8月末の国債保有残高は約123.2兆円に達し、昨年末より約34兆円増加している。その結果、当座預金残高は約41.3兆円、マネタリーベースは約38.5兆円増加している。ほぼ計画通りの買入れであるが、当座預金残高が急速に積み増され、銀行貸出しの増加には結びついていないのが現状である。効果が期待された長期金利の押し下げ効果に関しては、0.7~0.8%台に跳ね上がり、むしろ金利の不安定化を招く結果となっている。最も直接的なチャンネルがコントロールできていないのである。

異次元金融緩和の発表後、長期金利は不安定化している。4月5日、10年物長期金利は、0.315%に低下した後、急反発し0.62%に上昇している。5月10日には0.7%、5月15日には、0.9%へと、日銀の思惑とは逆に長期金利は上昇したのである。長期金利の不安定化は、ヘッジファンドなどによる円売り・株先物買い・債券先物売りのポジションが影響したことに加えて、中長期のゾーンごとにそれぞれ異なる思惑や目論見から国債を保有している地銀、郵貯、年金基金、生保などの市場参加者が買い控え、大量売りを入れたからである。

図9 10年国債利回りの推移

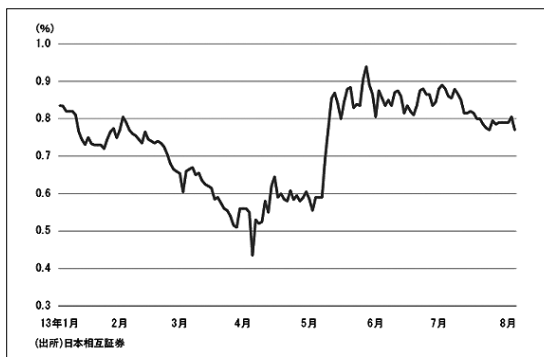
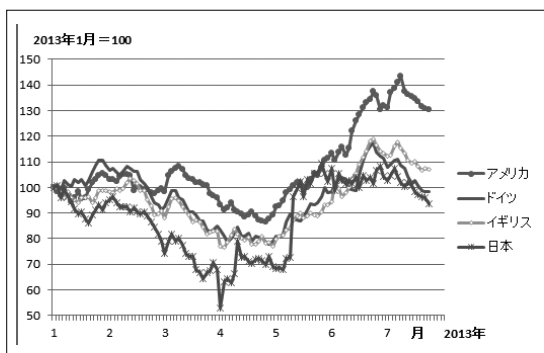


図10 10年債利回りの各国比較



長期金利の不安定化が起きたのは、国債の売買は、市場での取引ではなく、売り手と買い手を証券会社が仲介する相対取引であり、ボラティリティーが大きくなると取引が成立しにくくなる特徴があるからである。政府が市場で発行する新規長期国債の7割相当を購入することになった日銀が長期国債取引に直接介入したことで、国債の流動性が低下し保有リスクが生じたため、ボラティリティーが高まったと考えられる。

図9で長期金利の動向をみると、政権交代への「期待」から異次元金融緩和の導入に至る金融政策効果は、せいぜい3ヶ月程度の短期間持続しただけであることが確認できる。日銀による国債購入の積み増しにもかかわらず、長期金利は異次元金融緩和以前水準に戻っており、経済主体の期待を転換させるほどの時間軸効果も現れていない。また、図10をみると、日本の長期金利の動向は、欧米の長期金利と同様のトレンドを辿っており、

一国の中央銀行の金融政策だけでイールド・カーブを動かすことは困難であることが確認できる。

この長期金利の上昇と不安定化は、日銀が債券取引に介入しても、長期金利を低位安定にコントロールできないことを示した。日銀の介入が、長期金利の低位安定と株高という組み合わせではなく、長期金利の急上昇と株価の暴落という組み合わせにつながらない保証はない。長期金利を管理できるという理論的前提自体が成り立たないのである。

日銀が国債買入れや資金供給オペを実施した際に、まず敏感に反応するのは、先物・オプション取引である。2013年の先物・オプション取引額は、現物取引1.5倍の規模に達している。ヘッジファンドなど短期資金の国債売買動機は金利であるが、リアルマネーを投資する地銀、郵貯、年金基金、生保など保有動機は資産の長期安定運用である。現物取引は、その流れに乗らざるをえない。仕掛けによる先物から国債、株式、外為相場への動揺の波及は、政府・日銀が管理できない形で、国債価格の暴落と株価の暴落につながるリスクを高める。相対取引で日銀が長期国債を買入れる方式は応札であり、市場参加者が必要とする時に売買できないリスクが高まれば、流動性リスクや含み損を意識して（期待して）取引が成立しなくなる。そうなれば、債券市場においても、日銀が働きかける「期待」の対象は、国債保有で9割を占める国内投資家ではなく、先物・オプション取引を行う投機家に事実上とって代わることになるであろう。

異次元金融緩和導入前後の動向を振り返ると、日銀が働きかけようと想定している「期待の主体」と、株式・債券市場の相場を左右している「期待の主体」は、別物であると言わざるを得ない。

## 5. 非伝統的金融政策の本質

非伝統的金融政策の本質は、实体经济と資本市場との相関関係（紐帯とでも比喻すべき結びつき）を断ち切るように中央銀行がプレイヤーとし

て割って入り、コミットメント、マネーサプライ、インフレターゲット、期待形成などの手法を用いて、資本市場の動向を誘導しようとする政策である。(ロックバンドが聴衆の方を向いてともに盛り上がるのに対し、オーケストラ奏者は、マエストロのタクトに注目して鑑賞者には背を向けているのに似ている。)

通常の景気循環においては、実体経済の回復・低インフレ、拡張・低インフレ、過熱・高インフレ、後退・高インフレのサイクルに連動して、資本市場では、上昇局面(金融相場・業績相場)と下落局面(逆金融相場・逆業績相場)という株価循環が先行的に繰り返すのが一般的である。伝統的金融政策は、金利の上げ下げを通じて景気循環と株価循環を安定化させようとする手法である。これに対して、非伝統的金融政策は、長期不況あるいは恐慌に陥って従来の金利を用いた金融政策が無効化した状況下で、通貨供給量(先行指標)や物価上昇率(運行指標)に対する期待を操作対象として主に資本市場に働きかけ、金融相場の状態を持続させて、停滞局面から回復局面への実体経済の転換を俟つ政策であるといえる。

非伝統的金融政策下においては、資本市場では、実体経済の業績ではなく、中央銀行の金融緩和姿勢の動向に注目してポートフォリオを調整する。それゆえ、入口においては、中央銀行の言葉の力と資本市場での思惑や期待の摺合せが重要であり、「対話」の成立・不成立が非伝統的金融政策の効果を左右する。実体経済の転換を俟つ間に成立する資本市場の活況は、実体経済を反映していないという意味ではマネーゲームでありバブルである。中央銀行のフォワードガイダンスに対する市場参加者の期待は、シグナルに対する過剰反応として現れ、資本市場のボラティリティーは高くなる傾向がある(激動を住処とするヘッジファンドにとっては快適な環境である)。「出口」においては、非常事態を日常としてきた資本市場の慣性モーメントから抵抗を受ける。非伝統的金融政策の縮小、停止、通常復帰の過程で、実体経済の回復兆候が表れると金融緩和が縮小すると期待して株価が急落し、実体経済が後退すると金融緩和

は継続されると期待して株価が急騰するという逆相関現象が、些細なシグナルからでさえ起きる。この逆相関現象は、実体経済の回復と非伝統的金融政策からの退出をより時間を要する困難なものにするのである。このジレンマを緩和して脱出をより円滑な過程にする方法は、下落する株価を買い支える新たな買い手が登場することであろう。その候補たりうるのは、超短期資本とは異質な期待を有する中長期的資本であると思われる。

期待に働きかける非伝統的金融政策とは、経済危機管理のために為される、お約束と幻覚に基づく集団行動の催促である。非伝統的金融政策に基づく景気の回復の非常事態性は、金融恐慌時に累積した不良債権や過剰債務を国家管理や中央銀行資産の形態で一時凍結して鎮静化させた上で、追加供給した資金を原資としたマネーゲームを継続させることによって、経済活動を二層構造に分離して実体経済の回復のための時間かせぎをする点にあり、中央銀行のコミットメントに沿って運動する短期資本(リスクマネー)は、中央銀行の気前の良さと二層構造の存続に利殖機会を見出しているから、必ずしも非伝統的金融政策への復帰を期待するわけではない、という矛盾を抱えている。

## 6. 米国の非伝統的金融政策の特異性

日本の非伝統的金融政策が、国内の地銀、郵貯、年金基金、生保など、実体経済向けの資金循環を支えていた金融機関を主な働きかけの対象としているのに対して、米国の非伝統的金融政策は、基軸通貨ドルを扱う短期資金を働きかけの対象としている点で、性格が大きく異なる。まず、FRBが非伝統的金融政策を導入した経緯を確認しておこう。

FRBの非伝統的金融政策を統率しているバーナンキ議長は、大恐慌の研究者としての業績があり<sup>(8)</sup>、日本のバブル崩壊後の危機対応についても、中央銀行による資金供給の有効性を力説してきた人物である。米国の金融危機後は、自国で大胆な金融緩和を実践する立場となった<sup>(9)</sup>。

バーナンキ FRB 議長は、当時 FRB 理事であった2002年の講演「デフレーション—アメリカでそれが起きないようにするには—」で、ゼロ金利の状況下でデフレを防止する方策を提示している<sup>(10)</sup>。バーナンキは、金利に非負制約があるとしても、マネーを増刷することで信用の供給量を増やし、①政府支出を増やす、②一時的減税を埋め合わせる、③長期国債や民間債権を買い取る、④為替市場に介入して通貨価値を切り下げる、などの方法をとることができると説明し、これは、「ミルトン・フリードマンの有名な『ヘリコプター・マネー』と本質的に同じ政策だ」と述べている。

バーナンキが提唱した「非伝統的金融政策」とは、紙幣を印刷して流通させる中央銀行の独占的権限を最大限効果的に生かす方法を、委任された権限を越えるか超えないか紙一重の範囲で模索したものである。平常であるならば、中央銀行は、マネーの量はコントロールするが、そのマネーの流れ先や用途には関与しない。しかし、バーナンキが提起した方法は、財政政策、産業（保護）政策、為替政策など政府固有の権限との境界領域にある。それゆえに、長期国債、外債、リスク性資産などの大量買取りが、財政ファイナンス（マネタイゼーション）、為替介入、中央銀行による業界や企業の選別であると見られないように慎重に配慮するか、さもなければ、正当化する理由や大義を見つけなければならない。つまり「できることは何でもやる」とはいつても、できることはさほど多くはないのである。FRB のエコノミストであるライフシュナイダーは、政策次元に具体化するにあたっては、参考にできる事例は大恐慌とバブル崩壊後の日本の経験しかなかったと言っている。

FRB は、日本が長期不況に陥っていることに危機感を覚え、1994年頃には、ゼロ金利の世界における金融政策についての研究を本格化させている。前述のバーナンキ講演もその一環であり、非伝統的金融政策が、米国経済が日本のようなデフレに陥ることを予防する政策として練られてきたことが分かる。その後、FRB は、「バブルを事前

にバブルと認識することはできず、崩壊してみなければ分からない」という連銀見解を背景に、ITバブルから住宅バブルへのバブルリレーを黙止し、世界金融危機勃発後に歴史上かつてない金融緩和策に転換することになる。

以上のように、FRB が非伝統的金融政策は、世界的なバブルリレーと金融危機への対応策としてあらかじめ用意され、金融危機後の流動性危機と決済手段の不足から生じる現実のドル需要をとまなう資金供給を実行する政策であったことが確認できる。そして、FRB のコミットメントに敏感に反応する主体も存在している。

表1 米国金融緩和策の規模

	QE1 2009/3	QE2 2010/11	QE3 2012/9~
米国債	3,000億ドル	6,000億ドル	毎月450億ドル 無期限
MBS	1.25兆ドル		毎月400億ドル 無期限
GSE債 (政府機関債)	2,000億ドル		
計	1.75兆ドル	6,000億ドル	
GDP	-5.2%	2.4%	3.1%
インフレ	0.4%	1.4%	1.6%
失業率	7.8%	9.8%	7.8%
株価	8,700	10,300	13,300
10年債	2.08%	2.56%	1.73%
住宅価格上昇	-19.0%	-2.6%	1.2%

米国では、2008年12月にFF金利の誘導目標を0~0.25%に引き下げるゼロ金利政策が導入された後、リーマン・ショックから波及した金融危機に対応するためにQE1（2009年3月~2010年3月）を、景気回復の鈍化に対応するためにQE2（2010年11月~2011年6月）、QE3（2012年9月~）を実施してきた。QE3においては、MBSを毎月400億ドル、長期国債を毎月450億ドルのペースで買入れ、インフレ率の見通しが2.5%、失業率が6.5%程度で安定するまで継続するという数値目標を掲げている。3兆ドル以上の資金供給を行い、MBS市場のパニックを抑制するとともに、国債、住宅ローンなどの金利の引き下げ、株式相場の引き上げ、雇用の改善を目指している

が、財政が悪化する一方で労働力市場の回復が緩慢であるため、非伝統的金融政策を継続している（表1）。

ゼロ金利政策と非伝統的金融緩和策が、検討課題や議論から現実のものになった時、バブルをひき起した大手投資銀行は商業銀行に看板を架け替え、ファニーメイ、フレディマックなどの国策住宅ローン会社と保険最大手AIGは国有化されていた。FRBの託宣を受ける主役は、金融危機を生き延びたヘッジファンド、マクロファンド、プライベートエクイティなどの、オルタナティブ投資に長けた投資ファンドに交代したのである。ヘッジファンドは、18,680億ドルあった資産残高を金融危機で14,070億ドルに減らしたものの、2012年には21,920億ドルまで回復している<sup>(11)</sup>。

实体经济を悪化させる原因が、銀行の不良債権の増加と貸し渋りであることは資本主義経済共通のことであるが、それでもなお、米国ではヘッジファンド等の「基軸通貨ドル取扱い資本」が生き残って存在していること、本能的に同質一方の行動を忌避する行動をするオルタナティブ投資が活発であり、順張りであれ逆張りであれ、FRBのコミットメントに強い影響力があること、これが、非伝統的金融緩和策がともかくもデフレ予防策として機能している前提条件である。

これに対して、日本の非伝統的金融政策が働きかけている主体は、資金仲介機能を担っている金融機関である。实体经济を支えることへの拘りが希薄で瞬時に移動する短期資金とは異なり、地銀、郵貯、年金基金、生保などの金融機関は、中央銀行のコミットメントだけに依拠して資金を動かすわけにはいかない。实体经济の側の資金需要があってこそ、それに依拠してポートフォリオは組成されるのである。したがって、期待に働きかけるチャネルの効果にも限界がある。

では、日本の非伝統的金融政策である異次元緩和は、本当は何を意図したものであるのか。この問題を解く鍵は、米国FRBが非伝統的金融政策からの「出口」を模索し、緩和縮小を示唆している今、日本の中央銀行が「入口」に入ろうとしているという点にある。

米国はすでに2回「出口」から逆戻りしているのであり、両政府とも非伝統的金融政策からの脱出は難儀であることを学んでいるように思われる。おそらく、日本のデフレ脱却にはアメリカの出口戦略が、アメリカの金融政策の正常化には日本の「入口」が相互に必要なか、利用できると気がついたのであろう。米国が「出口」から出れば、市場にはFRBが凍結していた不良資産が戻され、新興市場に流出していたドルは米国内に回帰する。金融緩和状態に順応した金融機関は、リスクオフの態勢にシフトしなければならない。このとき、日本の異次元金融緩和は、米国の政策転換の衝撃の緩衝材の役割を結果的に果たすものになる。日銀はその委任された権限の範囲に忠実に理論を組み立てているため、国内の物価安定目標を軸に政策を説明し、財政政策や為替政策には言及しない。このことが異次元緩和やアベノミクスの射程となっている日米たすき掛け構造を分かりにくくしているのである。

日本のデフレ脱却のためには、円安・株高・債券高状態が一定期間継続することが必要条件となる。このような市場相場を比較的容易に形成できるのは、日米の金融緩和の開きが縮小する「出口」と「入口」が交差する時点である。

そして、両国にとってとりわけ長期金利の低位安定は生命線であり、国債の暴落は絶対に阻止しなければならない。シャドーバンキング問題が発覚し信用収縮が起きている中国が資金調達のため外貨準備や米国債を売却する前に、日米両政府と両中央銀行は、国債価格を維持するための予防措置をとることでも利害が一致している。日銀が金融機関から新規発行額の約7割に相当する国債を買入れた場合、国債市場から押し出された資金は、BIS規制の制約を考えれば、OECD諸国の国債や外債に、おそらく為替ヘッジ付で向かうものと予想される。日本の株式市場への外資の流入と日本の金融機関によるOECD諸国の、特に米国債の財政ファイナンスという相互持合い、これがBIS規制の制約や財政ファイナンスであるとの批判を避けつつ、円安・株高・債券高状態を継続する現実的方策である。

したがって、異次元金融緩和は、国内の「異常事態に対応する」一時的応急措置<sup>(12)</sup>というより、世界経済危機に対する防衛措置とみるべきものである。ただし、米国が「出口」から脱出した後、日本が「出口」から抜け出すのはより困難な過程となることが予想される。異次元金融緩和の問題性は、ここにある。

- (1) 「リフレ派」によるアベノミクス解説書としては、若田部昌澄 (2013)『解剖 アベノミクス』日本経済新聞社、参照のこと。若田部氏は、第二の矢=財政政策として、消費税増税と国土強靱化、第三の矢=成長戦略として、TPPへの積極的参加を挙げている。
- (2) 構造改革派の野口悠紀雄氏は、安倍内閣の金融緩和政策を「日銀による財政赤字のファイナンス」であると批判し、中央銀行による国債の直接引き受けは、財政規律の崩壊、コントロール不能なインフレ、資本逃避をもたらすと警鐘を鳴らしている。野口悠紀雄 (2013)『金融緩和で日本は破綻する』ダイヤモンド社、参照のこと。
- (3) 黒田日銀総裁による異次元金融緩和政策の解説としては、黒田東彦 (2013)「量的・質的金融緩和一読売国際経済懇話会における講演」日本銀行、参照のこと。黒田氏は、2003年には、グローバル・リフレへの転換のため、インフレターゲットの設定を含む非伝統的金融政策の必要性を論じた短文を『フィナンシャルタイムズ』に寄稿している。黒田東彦 (2003)『通貨外交』東洋経済新報社、参照。
- (4) 浜田宏一氏は、内閣府経済社会総合研究所所長時代に、日本の長期低迷の原因に関する論争を供給サイド、財政政策、金融緩和、不良債権問題の各側面から検討している。浜田宏一・堀内昭義編 (2004)『論争 日本の経済危機』日本経済新聞社、参照。片岡剛士氏は、日本経済のデフレの原因は、総需要が総供給を下回る状態が持続したことにあるとし

た上で、「モノの裏返しであるマネーの観点から見れば、」生産の伸びに対してマネーストックの伸びが過少であったことが影響していると論じている。マネーストックの伸びが過少であるのは、日銀のマネタリーベース供給が過小であるという外生的・持続的な要因によるものであり、デフレを終わらせるには「インフレ期待」に作用させる形での金融政策が必要であるという。片岡剛士 (2010)『日本の「失われた20年」』藤原書店、参照のこと。

- (5) 内閣官房参与浜田宏一氏 (イェール大学名誉教授) は、金融政策の限定性を主張する「日銀流理論 (小宮隆太郎氏による命名)」を「経済学200年の歴史に背を向ける」ものであると厳しく非難している。浜田宏一 (2013)『アメリカは日本経済の復活を知っている』講談社、白川方明 (2008)『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、参照。浜田氏は、日本のデフレは金融緩和の不足が原因であり、「世界の常識は日本の非常識」となっていると嘆いている。「世界の常識」からすれば、デフレーションとは「物価水準が下がっている状態」を意味し、「景気の低迷」は含まれていない。また、為替介入も独自に行えば良いのであって、協調介入である必要性や「国際社会」の理解を得る必要もない。平価切り下げ競争が、自国のみならず世界経済の安定のために有益である、というのが不況脱却の「常識」ということであろう。
- (6) 貨幣数量説と物価水準との短期と長期の関係については、岩田規久男 (2011)『デフレの経済学』東洋経済新報社、参照のこと。
- (7) 日本の長期低迷の原因は、世界金融危機の度に生じる円高にあると論じる竹森俊平氏は、アベノミクスの効果で期待できるのは、「円高是正」であると強調している。竹森俊平 (2013)『通貨「円」の謎』文春新書、参照のこと。
- (8) ベン・バーナンキ (2013)『大恐慌論』日本経済新聞出版社、参照。

- (9) リーマン・ショック後の世界金融危機とFRBの政策決定過程の詳細については、デイビッド・ウェッセル(2010)『バーナンキは正しかったか』朝日新聞出版、の叙述が興味深い。
- (10) Ben S. Bernanke, "Deflation: Marking Sure 'It' Doesn't Happen Here," Federal Reserve Board, November 21, 2002."
- (11) ボルカー・ルールでは、「代替投資」を行うファンドへの銀行からの投資額は中核資本の3%以内に抑えることが求められている。しかし、年金基金などからの投資は増え、ヘッジファンドの運用額は過去最高を記録している。
- (12) 若田部氏は、金融危機後のマクロ経済政策と金融システム安定化政策の本質は、「非常時の救済策」に他ならないと喝破している。非常時の金融政策の基礎理論は、貨幣それ自体への回帰(貨幣数量説)であり、マクロ経済学はミクロ経済学との「新しい総合」の時代を迎えたと考えている。若田部昌澄(2009)『危機の経済政策』日本評論社、参照。これに対して、吉川洋氏は、現実には、日銀が働きかける期待の主体である「代表的企業」や「代表的家計」は実在せず、ミクロとマクロの二刀流が正しいと反論している。吉川洋(2013)『デフレーション』日本経済新聞出版社、参照。また、クルーグマンは、ルーカスの景気刺激策無効論を批判し、不況からの脱出には大規模な政府支出による景気刺激が不可欠であると論じている。ポール・クルーグマン(2012)『さっさと不況を終わらせる』早川書房、参照のこと。



## On “Abenomics” as Preventive Measures to a Financial Crisis

YOICHI SATO

*School of Social Information Studies*

### Abstract

Japanese Prime Minister, Shinzo Abe made “Abenomics” a central part of his economic policy. As a first step measure, the Bank of Japan announced a massive program that aims to double Japan’s monetary base by 2014, and set a 2% inflation target. Eventually, they are aimed at organic economic growth and deliberate currency devaluation. And they identify this deliberate currency devaluation and a so-called escapes from deflation or reflation.

In this paper, I will show, that the monetary easing can lift asset prices and economic expectations for a time, but it cannot sustain an expansion. In fact, shares have risen more than 30%, and the yen have weakened sharply against the dollar. But contrary to their intentions, 10-year interest rise to 0.8% and core-price inflation does not reach 0%. The cause of the share price rise and the weakened yen was short capital movement by hedge funds and was not the monetary easing effect to the domestic capital movement, so-called effect of portfolio rebalancing.

The cross-border Monetizing the Debt between America and Japan is the essence of “Abenomics” and “Different dimension monetary easing”. “Abenomics” cannot achieve escapes from deflation, but might prevent financial crisis by the relay of asset bubble economy.

### Key Words (キーワード)

Japanese Prime Minister Shinzo Abe’s Abenomics (アベノミクス), monetary easing (金融緩和), taper (緩和縮小・漸減), the global financial crisis (世界金融危機), Treasury and asset prices (資産価格), animal spirit and bull-bear market (投資意欲と相場変動), the rising Japanese stock market (株式相場の上昇), economic expectations (期待), alternative investment (オルタナティブ投資), unconventional monetary policies (非伝統的金融政策)