

講演録

日本FP学会第21回大会
 開催日：2020年9月5日（土）
 会場：大手町サンケイプラザ

令和時代の金融問題

武蔵野大学客員教授 田邊 昌徳

本日は、「令和時代の金融問題」をテーマにお話をさせていただきます。最初に、平成から令和の時代における金融全体の展開を概観し、そのあと、金融における政府の直接関与について簡単に触れたいと思います。後半は、日本銀行の金融政策について話をしたいと思います。

平成・令和における金融の展開

平成は、大きくみれば金融危機の時代だったと言えると思います。前半は資産バブルのピークから崩壊、つまり金融危機に至るプロセスであり、後半は危機の後始末の時代でした。令和に入った今でも危機の影響から完全には脱し得ていないと考えています。ここでは、年表にまとめた表1及びそれを項目ごとに大まかな時代区分で整理した表2を参照していただきながら話を進めたいと思います。

表1の1994年～1998年及び2008年9月のリー

マンショックは、金融危機ないし金融機関経営に関する項目です。金融危機とは何かと言えば、端的には金融機関の連続的な破たんであり、実際、平成の金融危機を通じて銀行などの預金取扱金融機関約1000先のうち、200先近くが破たんしました。証券会社や保険会社でも破たんが相次ぎました。金融機関だけではなく、不動産や流通ではいくつかの大手企業が破綻し、その他の業種でも多数の企業が経営危機に瀕しました。まさか破たんするとは思われていなかった企業も経営破たんに直面したのです。

金融機関は、危機の中にあって貸し剥しと言われるような、極端に消極的な貸出スタンスを取りました。一般企業の経営者は自らの企業の存続に苦しみ、若年者は就職氷河期と言われるほどに就職に苦労しました。その体験は、上司から部下、親から子に世代を超えて引き継がれています。つまり、金融危機の心理的な後遺症あるいは教訓と言いつてもいいのですが、それは、少なくとも

表1 平成・令和における金融の展開

1989年末	日経平均 38,915円(史上最高値)	2010年 4月	資金決済法改正 (100万円以内の送金、資金移動業者が可能に)
1994年12月	平成金融危機の始まり	2011年 3月	日本で、クラウドファンディング本格開始
1996年11月	金融ビッグバン	2012年4月	国際協力銀行、日本政策金融公庫から再分離
1997年11月	山一証券、拓銀破綻	2013年4月	日銀、異次元緩和(2%インフレ目+QQE) ・・・国債2倍等、2並び
1998年10月	長銀、一時国有化	2014年10月	日銀、QQEを強化(ETF3倍等、3並び)
1999年2月	日銀、ゼロ金利導入(その後、中止、再開)	2015年12月	FRB、金利引上げ(9年半ぶり)
2000年4月	介護保険制度、成年後見制度の創設	2016年 1月	日銀、マイナス金利導入
2003年4月	日経平均7,607円(金融危機後、最安値)	2016年 9月	日銀、長短金利操作、オーバーシュート型コミットメント導入
2004年12月	Alipay(支付宝)業務開始	2017年 4月	資金決済法改正(仮想通貨の公的認知)
2007年10月	郵政民営化	2018年 6月	民間通貨禁止の国民投票否決(スイス)
2008年 9月	リーマンショック	2019年 6月	各国中銀、利下げ方向に一斉転換
2008年10月	日本政策金融公庫発足	2019年 6月	資金決済法など改正(仮想通貨→暗号資産)
2008年10月	日経平均6,994円(リーマンショック後最安値)	2019年10月	消費税増税(8→10%:当初導入は1989年)
2009年1月	Bitcoin 創出開始	2020年 春	各国、コロナを受け、財政刺激、金融緩和を強化

1世代20～30年、部分的には2世代50～60年続くということになります。日本では、危機のクライマックスは1990年代末期でしたので、最近になってようやく危機を直接経験した世代が現役を退き始めた段階、つまり良くも悪くもやっと金融危機のことを忘れ始めているのが令和初期の時代ということになるわけです。

何とか金融危機を乗り越えた金融機関が、現在直面している大きな課題は、金融業務の分散化への対応です。典型的に〇〇ペイやクラウドファンディングのような動きに対して、金融機関としてどう対抗するのか、あるいはどのようにしてコラボできるかということではないでしょうか。この点をもう少し詳しく見ていただくために、表2の個別事項の「金融取引／金融規制」で示した金融あるいは金融取引の技術的側面の展開について説明したいと思います。

象徴的に、2000年代にはビットコインの創出も始まり、2010年代になると、金額100万円以内の送金業務についてノンバンクによる参入が認められました。また、クラウドファンディングなど個人によるP2Bの資金提供も始まりました。1990年代の規制緩和が、銀証問題など、金融業界の内輪の問題だったのが、近年は金融業界全体とノンバンクや個人の間の問題に広がってきています。もちろん、こうした動きはデジタル化の進展を受けたものです。ごく最近の金融庁の方針をみると、さらにこうした動きを、暗号資産通貨を含めてサポートしようとしているように見えます。いずれにしても、最近のコロナの問題もあって、さらに令和の時代にはこうした動きが加速することは間違いありません。

金融業界のもう一つの基本的な課題は、現下の超低金利かつイールドカーブがフラット化した状

態からなかなか脱却が見込めず預貸業務の収益力が低下する中で、どのようにして全体の収益力を確保していくかということです。この点で、ひとつのあり得る動きは、デットからエクイティへのシフトです。コロナに伴う融資先企業の業況の悪化が避けられない中で、また今述べたようにフラット化したイールドカーブの下で、考えられる対応のひとつは、リスクマネーの供与による果実の獲得、つまりエクイティへの取り組み強化です。

民間金融機関の預金マネーが、この数カ月急増しています。平成金融危機のピークアウト後の過去20年間について、全国の銀行、都銀であるとか地銀、第二地銀の合計で見た場合に、預金、貸出のそれぞれの前年比の伸び率の平均は、預金が2.4%で、貸出はほぼ横ばいの0.4%でした。しかし、今年に入ってからの動きを見ますと、コロナが深刻化する直前の1月、2月、3月の平均伸び率は、預金は2.8%、貸出は2.3%でした。ひと頃に比べれば、つまり過去20年間に比べれば伸びはそれなりに出てきていますが、この5、6、7月の3カ月間、コロナ深刻化後では、1年前に比べて預金は8.6%増、貸出は6.7%増と、明確に急増しています。貸出が、コロナ支援融資ということで伸びていますが、それ以上に預金が増えています。これは、もともと年金支給の増加傾向があって、ごく最近では、それにコロナ支援金、現金給付が加わったことが大きく影響していると推察されます。国からのお金が民間銀行の個人口座に直接、直接と言ってももちろん銀行経由ですが、振り込まれ、それが退職されているということだと思っています。銀行はずっと以前から運用難に苦しんでいるわけですが、信用創造ではない形で、つまり自分たちが作り出したマネーではなく、国すなわち外部から来たお金、それがどんどん増え、ますま

表2 平成から令和への時代の流れ

	時代の全体像	個別事項/主体別に見たポイント			
		金融取引/規制	金融機関経営	政府	日本銀行
平成前期	<ul style="list-style-type: none"> 平成金融危機/リーマン・ショック 日本化/失われた30年 大きな自然災害 平成7年：阪神淡路大震災 	<ul style="list-style-type: none"> 業際問題(銀vs証、生vs損保) ビッグバン 	<ul style="list-style-type: none"> 破たん頻発 一時国有化 大手行の統合 貸渋り/貸剥し 	<ul style="list-style-type: none"> 消費税導入 金融庁の発足 財投改革 	<ul style="list-style-type: none"> ゼロ金利政策、QEの導入
平成後期	<ul style="list-style-type: none"> 平成23年：東日本大震災 少子高齢化 EUの確立 中国の躍進 	<ul style="list-style-type: none"> 金融のデジタル化 決済、資金仲介業務、取引の金融機関以外への開放 	<ul style="list-style-type: none"> 地方金融機関の統合 	<ul style="list-style-type: none"> 郵政民営化 政府系金融機関の整理統合 財政収支の悪化 	<ul style="list-style-type: none"> インフレ目標の明確化 マイナス金利、YCCの導入
令和時代	<ul style="list-style-type: none"> 低成長、低インフレ、低金利の長期化 withパンデミック 人口減少、後期高齢者の増加、認知症の人の著増 米中対立の激化 	<ul style="list-style-type: none"> 金融業の分散、デジタル化 デットからエクイティへ 成年後見制度の活用 	<ul style="list-style-type: none"> 収益モデルの再構築 コロナによる経営不振企業向け貸出著増(不良資産化長期化の恐れ)への対応 	<ul style="list-style-type: none"> 財政収支のさらなる悪化と「財政マネー」増加の並走 財政バランス健全化への道筋作り(MMTの当否) 	<ul style="list-style-type: none"> マイナス金利、QQEの長期化 超緩和からのexitの道筋作り CBDC導入？

す経営を難しくしているようにみえます。

次に、金融における政府の直接関与について、少し話をしておきたいと思います。

平成の金融を振り返った時、金融危機と並ぶ大きなテーマは郵貯の民営化でした。小泉元総理のリーダーシップで、郵政を含めて国を直接経由するマネーの流れが、民営化の方向に一気に舵が切られました。しかし、その後の大震災、今回のコロナへの対応で改めて政府系金融機関の必要性が認識され、民営化の動きはほぼ止まっているというのが実情です。先ほども少し触れましたが、民間金融機関の経営はさらに厳しくなることが確実な中で、政府系金融機関の在り方が政治的にも改めて問われる可能性があると思っています。

日本銀行の金融政策

金融危機のピーク直後の1999年にゼロ金利が初めて導入され、2001年には量的緩和政策が本格的に導入されました。その後、景気の展開に沿う形で、紆余曲折がありました。2013年にアベノミクス政策の一環として、異次元緩和の世界に突入することになりました。その結果、辿り着いた姿が、マイナス金利付きの長短金利操作、いわゆるYCC（イールドカーブコントロール）です。それから、巨額の国債買入れだけではなく、ETF、REITなどのいわゆるクレジットも含む金融商品の巨額の買入れを軸にマネタリーベース（現金と民間金融機関から預かっている当座預金の合計）を拡大させています。このようなマネタリーベースの拡大をQQE（Quantitative Qualitative Easing）と言っています。また、オ

ーバーシュート型コミットメントと言って、2%の物価上昇という「物価安定の目標」の実現を目指し、かつそれを安定的に持続するために必要な時点までこうした金融緩和政策を継続することに加えて、一時的に2%を超える物価上昇があっても直ちに緩和政策をストップさせるということはないとしています。最近、アメリカのFRBのパウエル議長が似たような発言をしていますので、日米でそういう動きになっているということだと思います。

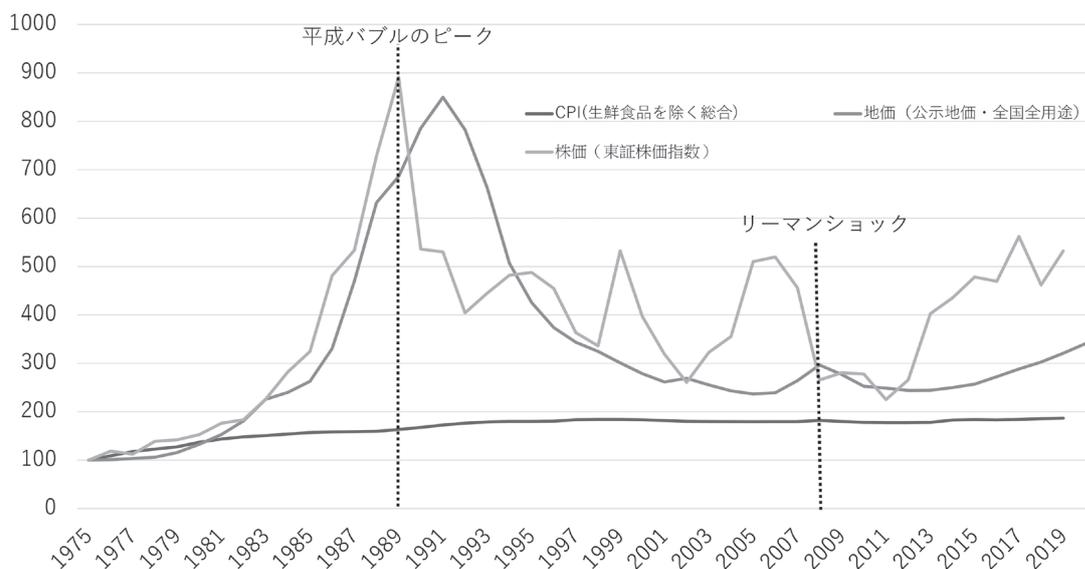
特に量的緩和（QE = Quantitative Easing）の結果、日本銀行のバランスシートは、今やGDPを遥かに超える600兆円規模の総資産にまで拡大しています。もちろん、平行に負債であるマネタリーベースも600兆円近くにまで巨額に膨らんでいます。しかし、図1に示したように、株価や地価は、特に最近上昇してきていますが、CPIはほとんど横ばい状態です。異次元緩和を始めた当初に表明した「2年以内に2%のインフレを達成する」という目標には全く及ばないまま、引くに引けずにマネタリーベースの拡大を続けてきているのが現状と考えられます。

インフレを生じさせない理由は何か？

次に、このような超緩和的な金融政策の下でも、なぜ、インフレ目標が達成できないのか、いくつかの観点から私見を述べさせて頂きたいと思います。

(1) 企業、個人の心理

第一に、先に述べたように、平成金融危機の後



データ出所：総務省、国土庁、東京証券取引所

図1 物価、地価、株価の推移（1975年=100）

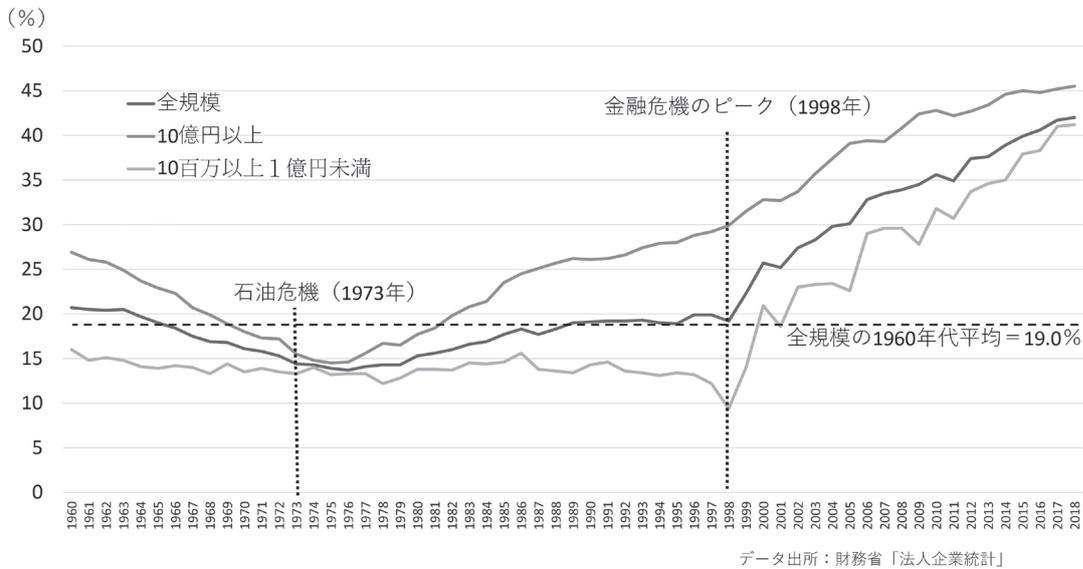


図2 非金融法人の自己資本比率（資本金規模別、1960～2018年度）

遺症が大きいということです。実際に企業行動面で確認すると、図2にあるように、事業法人の自己資本比率は、金融危機後、明確に上昇しています。いざというときに、銀行が必ずしも頼りにならないことを、身を持って経験したからです。いくら金融が緩和されても企業が防衛的なスタンスにあるため、投資などを誘発しないわけです。

(2) 高齢化

今さら言うまでもありませんが、日本は古今東西に例をみないほど、少子高齢化が急速に進んでいます。しかも、まだ平均寿命が伸び続けています。さらに、65歳以上の一人暮らしの世帯が増えており、中でも、子供のいない一人暮らしの人（おひとり様）が増えてきています。こうした状

況を端的に表現すれば、長生きリスクに直面しているということになります。つまり、先々何歳まで生き、そのための生活資金をどのくらい確保すれば十分なのかが極めて不確実です。このため、高齢者あるいは高齢に差し掛かる個人の行動が慎重化しており、金融緩和がいくら強化されても個人の消費や住宅投資などがなかなか盛り上がらない、つまりマネーがモノやサービスに向かわず、退職される・・・ケインズのいう「貨幣愛」・・・ため、インフレにならないというわけです。経済学では所得制約の下での、効用最大化というような定式化が多いですが、所得制約とは、所得を使い切る前提です。しかし、生涯を通してみた場合、特に長生きリスクが増大している状況の下では、使いきるという選択肢はないわけです。特におひ

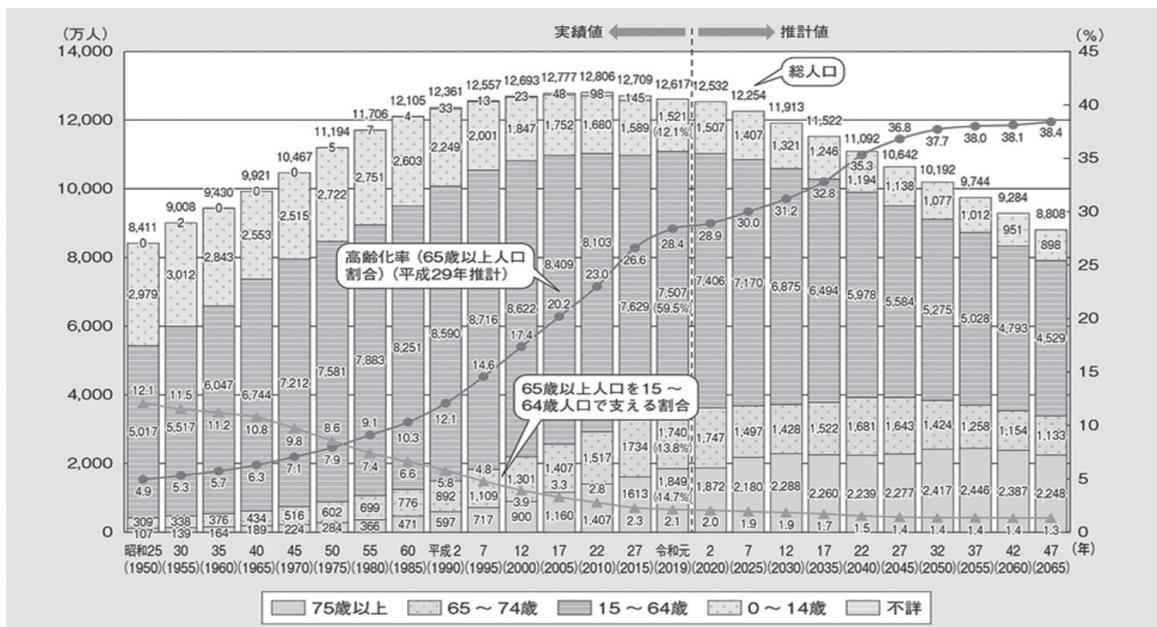


図3 高齢化の推移と将来推計（令和2年版高齢社会白書より抜粋）

表3-1 日本経済のフローとストックの関係（石油危機～平成金融危機）

・1973年からバブル初期までの13年間で、GDPは3倍、総資産は3.8倍になった
（しかし、GDPを上回る資産評価額の増加はなかった・・・自然な資産ストックの膨張）
・バブル生成期（1986～1989年）においては、GDPは、1.2倍になったが、総資産は1.5倍（うち株式は2.4倍、土地は1.7倍）・・・GDPを上回る資産評価額の増加が続いた・・・所得フローのトレンドを上回る資産ストックの急激な膨張＝バブル

(兆円)

(1990年基準)	名目 GDP	総資産	生産資産		非生産 資産	金融資産					正味 資産	マネタ リー・ ベース	
			在庫	固定資産	土地	合計	現預金	貸出	債券	株式			
1973年	石油危機時	112	1178	34	208	356	558	140	128	41	73	624	8
1975年	石油危機一段落後	148	1438	45	287	376	701	186	165	62	61	739	12
1986年	バブルの始まり	335	4533	64	712	1257	2452	576	437	311	374	2114	25
1989年	バブルピーク	400	6858	71	891	2136	3706	779	600	382	889	3190	35
1994年	危機勃発	479	7004	74	1173	1823	4017	978	722	478	458	3214	42

表3-2 日本経済のフローとストックの関係（平成金融危機～直近）

・2012年末（黒田総裁下での緩和強化直前）から2018年までの間に、GDPは小幅増加（+50兆円）の一方、
#マネタリー・ベース+370兆円、現預金（マネー）+649兆円（うち、家計+112兆円、非金融民間企業+75兆円、民間金融機関<日本銀行当座預金等>+451兆円）、株式+331兆円と著増
#貸出は+192兆円と増加したが、水準ではリーマンショック前を超えず（民間金融機関ベースでも同様）
#固定資産は+164兆円、土地は+78兆円の小幅増加（もっとも、その後の地価上昇から大幅な増加となっている公算）

(兆円)

(2011年基準)	名目 GDP	総資産	生産資産		非生産 資産	金融資産					正味 資産	マネタ リー・ ベース	
			在庫	固定資産	土地	合計	現預金	貸出	債券	株式			
1994年	金融危機勃発	501	8507	71	1456	1964	5007	1026	1570	541	477	3578	42
2003年	金融危機の終息	515	8794	60	1604	1330	5791	1230	1503	906	411	3175	101
2008年	リーマンショック	520	8788	68	1734	1287	5692	1247	1376	1045	344	3322	88
2012年	黒田総裁下での 大規模緩和直前	495	8885	72	1644	1148	6013	1373	1274	1171	395	3170	121
2018年	直近	547	10883	73	1808	1226	7767	2022	1466	1286	726	3457	491

とり様にとっては、子孫に財産を残すインセンティブもありません。つまり、横断条件が成立しないということかもしれません。

(3) ストック化

金融緩和、特に量的緩和が効果に乏しいもう一つの背景は、経済全体の金融ストック化です。表3-1をみると、第一次石油危機が一段落した1975年頃は、GDP150兆円ほどに対して、金融資産は700兆円と約5倍でしたが、表3-2にあるように、バブル期を経て、リーマンショック直後の2008年末の段階では、GDP520兆円に対して、金融資産は5700兆円と11倍の規模にまでストック化が進展しています。このため、マネタリーベースを100兆円から600兆円に500兆円も増やしても、かつてほどのインパクトが生じないことになっています。言い換えれば、マネタリーベースあ

るいはマネーがいくら増えても、金融資産ポートフォリオの中に埋もれてしまって、消費や実物ストックの蓄積に向かわないわけです。

(4) その他の要因

日本銀行自身は、これだけ金融緩和をしているにもかかわらず、狙い通りの効果があがっていないことについて、原油価格の低下や、長年人々に根付いてしまった「物価は上がらないものだ」という心理といったことを指摘してきています。また、一般的にメルカリ、ヤフオクなどの中古品市場の拡大、シェアリングエコノミーの拡大もよく指摘されます。しかし、全体としては、むしろ、今述べた要因、つまり、危機の後遺症、高齢化、ストック化の方が大きいというのが私の考えです。

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー
(巻末の資料1/7～7/7参照)

ここで、金融政策、とりわけ量的緩和政策の限界について、原点に帰って考えるべき論点もあるのではないかということに触れておきたいと思います。

まず、金利政策と量的政策の効果を比較した場合、決定的な差があるのは、金利は、あらゆる経済主体にとって、その水準、変化の意味が実感できるのに対し、量的政策で指標となるマネタリーベースの水準、増減の意味を実感できるのは日本銀行の当座預金取引先、つまり金融機関のみであるという点です。

このため、量的政策は公示効果が弱いのです。また、金利、特にO/Nなどの短期金利について、日本銀行は直ちにかつほぼ完全にコントロールできますが、当座預金残高は、ストックであって目標残高に到達させるのに時間がかかります。公示効果とこの点を合わせて考えると、端的に言って量的政策は効率の低い政策、下世話な言葉を使えば、燃費の悪い政策ということになります。

このことは、政策を強化する場合だけではなく、エグジットする場合にも同様に、時間がかかることも意味します。巨大な船は、舵を切ってもすぐには曲がれないのと同じことです。確かにアナウンス効果は直ちに生じるでしょう。しかし、金利政策との比較で、現実化するのに時間がかかることは否定できません。

もちろん金利政策にも制約があって、短期金融市場での金利のマイナス幅は、金融機関の現金ハンドリングコスト以上になりません。通常は、1%以内と考えられます。その意味では、量的政策にはそのような制約はありません。しかし、長期

国債の発行残高は現時点で約700兆円ですが、すでに日本銀行は480兆円程度を保有しています。700兆円を超えて保有することはできないわけであり、現実にはその制約が見えています。

こうした意味では、量的政策の効果には大きな限界がありますが、実は、別の意味で大きな効果を発揮しています。それは国債の買入れ、つまり財政ファイナンスを通じた財政マネーの創出です。

財政支出・日本銀行QEと民間貸出・預金の関係

1980年代のバブル生成期には、貸出と預金マネーが並走しながら増加、つまり信用創造が拡大していました。しかし、最近の状況をみると、貸出のトレンドを大きく上回る預金マネーの増加があります。そこで現実には起こっているのは、財政支出の増加を日本銀行がファイナンスしていることによって、政府の財政支出、特に企業や個人に対する現金給付が、そのまま預金マネーとして滞留する状況です。さらに、図5のように認知症の人の保有する金融資産は150兆円を超えるとの有力な試算がありますが、そうした預金は単純に積みあがるばかりです。

こうした状況は、財政支出がマネー創出の源泉になっているという意味でMMT (Modern Monetary Theory) が想定している状況が実現していると言えなくもありません。あるいは、財政マネーによる、ヘリコプターマネーが増えていると言ってもいいかも知れません。やや皮肉な言い方になりますが、公共事業などと違って、あるいは信用創造と違って、需要を創出しないマネーの創出が財政支出と日本銀行の財政ファイナンスで実現しているわけです。

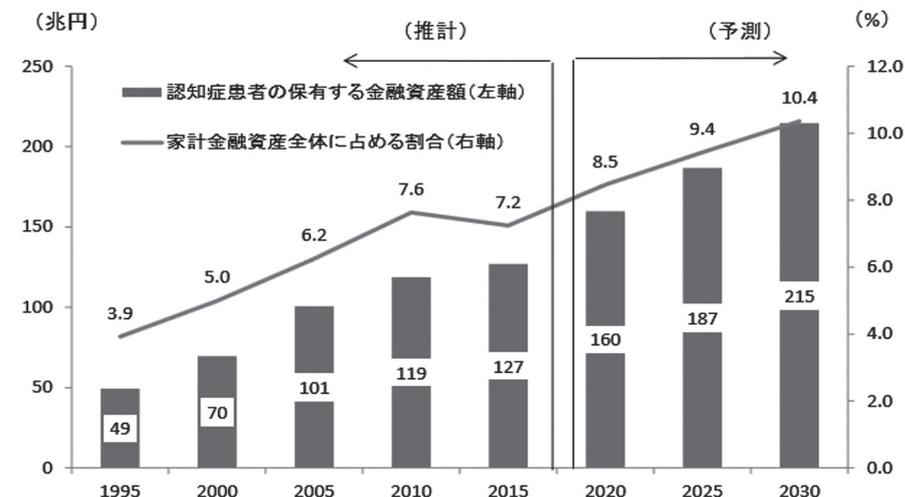


図4 認知症の人が保有する金融資産 (2018年8月 第一生命保険(株))

では、それから生じる問題は何でしょうか。端的に言えば、マネー創出のガバナンスが効いていないことです。信用創造の場合は、民間銀行が与信審査を行うことによって、マネー創出にガバナンスが働きます。そこには、金利政策も影響します。しかし、財政マネーの場合には、専ら財政政策の論理によって創出が行われ、金融政策との整合性は考慮されません。もちろん、現状では金融緩和によってマネー供給を増やしてインフレ率を上げようとしているわけですので、矛盾は生じていません。しかし、状況が変われば、矛盾が表面化するかもしれません。もとより、いわば放漫財政によって野放図に財政支出が増加し、ハイパー

インフレの恐れが台頭したときに、それを抑止する必要がありますが、実際に行うことが困難なことはこれまでの歴史を見るまでもなく、容易に想像されます。

なお、このことは暗号資産通貨などの民間マネーでも同様であって、そのマネーが適切に供給されるためには、ガバナンスの確立が重要です。ビットコインのようにあらかじめ創出量がルール化されている場合は別ですが、そうではなく裁量が働く場合には、マネー創出にかかるガバナンスが重要となります。

本日は、ご清聴ありがとうございました。

資料

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (1/7)

●以下、現在の金融政策を構成している、(1) 金利政策、(2) 量的政策、(このほかに、信用政策、期待に働きかける政策があるが、ここでは割愛)、及び新たな動きである(3) 財政マネーについて整理、検討

(0) 議論の出発点となる事実

- ・日本銀行は、超短期金利 (IB市場でのO/N金利) と準備預金残高を、直接的かつ完全にコントロール可能 (他方、マネタリー・ベースのうち、銀行券発行残高の直接的なコントロールはできない)
 - ・準備預金残高を増やしたからと言って、銀行貸出が増加する(信用創造によって、預金マネーが増える)とは限らない
 - ・財政支出は、直接的に (銀行の信用創造によらないで) 民間預金マネーを増加させる・・・以下「財政マネー」
- # 財政支出のフロー・・・政府預金@日本銀行→民間銀行の預金@日本銀行 (準備預金)
 →政府資金を受取る者 (企業、家計) の民間銀行口座への記帳 = 預金 (財政マネー) の増加
 (人々が前向きなら、預金が財・サービスと交換<生産 = 支出>される所、そのまま滞留)
- # 政府預金の調達のため、税の徴収・国債発行を要するが、当初一定の政府預金残高があれば、
 支払い先行→その後資金調達 (国債発行) →国債の日銀買入 (QE)
 の循環によって、財政マネーを円滑に増やし続けることが可能
- # 企業、家計が国債を引受ければ、預金マネーが減少するが、現実には企業、家計の国債保有は減少傾向

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (2/7)

(1) 金利政策

(特徴)

- ・公示性がある (誰にとっても、自身の行動に照らして金利変動の意味<特に貸出/預金金利>が実感できる)
 - ・機動性がある (政策金利の変更の実行が即座に可能)
 - ・exitコストが少ない (巨額のオペレーションは必要としない)
 - ・割引率の低下を通じて、資産価格を上げる
- ・水準に下限がある (現金のハンドリングコスト<1%未満?>以上のマイナス金利にはできない)
- ・期間が長くなるにつれて、中央銀行のコントロール力は弱まる
- ・イールドカーブがフラット化すれば、民間銀行の信用供与採算を悪化させる
 (注) イタリックは特徴の中でのネガティブな側面 (以下同じ)

(金利政策の現状)

- ・これまでのところ長短金利のコントロール (YCC) は、想定通りにできている
- ・イールドカーブがフラット化しているため、銀行貸出を通ずる預金マネーの増加には限界
- ・今後の引下げ余地は、小幅であれば、ない訳ではない

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (3/7)

(2) 量的政策 (=準備預金残高増加政策)

(特徴)

- ・市場流動性を潤沢にするため、金融危機時の流動性確保には極めて有効
- ・もともと、教科書的には・・・マネタリーベースを拡大すれば、いずれは信用乗数に比例して預金マネーの増大が実現するとの伝統的な考え方もあったが、現実にはそのようには作用していない
 - # 準備預金残高が潤沢であれば、法定準備の確保が容易であるほか、顧客預金の他行送金にも備えられる
- ・日本銀行の考え方は、・・・「①直接資産価格を引上げる、②リバランス効果（国債が日本銀行に吸収されるので、民間主体は他の金融資産にシフトせざるを得ない）③先々、金融緩和を長期的に維持するという意思表示になるので期待インフレ率を引き上げる」・・・というもの
 - ①は国債市場などセグメントされた市場で有効。しかし、②、③の不確実性は高い（人々の期待形成に依存）
- ・財政ファイナンス（国債の円滑な発行）に資する
- ・公示性に乏しい（金融機関等を除いて、経済主体の行動に直接インパクトを与えない）
- ・機動的に実行できる量に限界（アナウンスは機動的に可能だが、巨額に量を増やすには時間がかかる）
 ≒exitコストが大きい（巨額の量的緩和を元に戻すには、巨額のオペレーションが必要）
- ・財政規律、株式会社のガバナンス（ETFなど）の問題を惹起する可能性

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (4/7)

(量的政策の現状)

- ・既に国債、ETFなどにおいて相当の市場残高シェアに到達。このため、国債市場では有効に長期金利を誘導し得ているほか、株価にも直接的な影響。しかし、国民の保有する金融資産全体との比較では、プレゼンスが決定的に大きいと言える状態ではなく、個別市場での影響にとどまっている（金融資産から実物資産に向かっていない）
- ・2013年以降の異次元緩和の効果は、当初のサプライズ的なプラス効果にとどまり、その後は減退。他方で、期待に与える悪影響を考慮すると撤退も困難。今年に入ってからコロナなどの問題も加わり、撤退が一層困難化。ズルズルとQQEの拡大継続を余儀なくされ続けている

(量的政策の限界)

- ・いずれにせよ、国債発行残高以上の現物国債買入は不可能であって、徐々に規模を縮小せざるを得ない。その場合、当座預金の増加も止まる。また、長期金利のコントロールが困難化する可能性
- ・金融機関の保有する資産全般に対象を拡大していけば、量的政策の強化は可能。しかし、信用創造が並行的に増加しなければ、このルートを通じるマネー創出には限界

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (5/7)

(3) 財政マネー

(特徴・・・「MMT」に通じる議論)

- ・マネーの創出（それ自体を国が意図している訳ではないかもしれない）と需要の増大が同時並行的に実現し得る
- ・銀行の貸出スタンスに関係なく、預金マネーの創出が確実に行われる
- ・中央銀行の本源的機能との衝突があり得る。その場合、金融政策との整合性が保証されない可能性
- ・金利やリスクプレミアムの価格機能といった市場機能と離れたところでマネーが創出される
- ・財政マネーを縮小する場合には、増税、日本銀行のファイナンスなしの国債発行が必要（貸出の回収でも預金マネーは減少するが、銀行がそのように行動する保証はない）。どうしても、財政マネーの縮小が必要な場合には、日本銀行による国債の相当額の売却が必要となるが、大きなインパクトを市場に与え得る

(現状)

- ・コロナ問題への対応もあって、急激に拡大中
- ・量的緩和政策の下で、日本銀行が事実上国債のファイナンスを行っているため、円滑に財政マネーが創出されている
- ・日本銀行のQQE+YCC政策との整合性に関して、現状では、全く問題はない
- ・かつてと比べ現金給付（年金、コロナ補助金）が増大しているのではないかと。公共事業のように直接的に需要を創出している訳ではない。現実には、長生きリスクを背景とした貨幣愛に財政マネーが吸収されている（典型的に高齢者の預金）。つまり、今のところ、財政マネーが財・サービスの需要増をもたらしていないため、物価の上昇につながっていない

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (6/7)

(4) 令和時代の金融政策の課題

①現状程度の状況が維持された場合

(注) 現状とは、7月の日本銀行政策委員会でまとめられた2020年度の見通し中央値あるいは21年度の見通し並みの状況(20年度については、実質GDP成長率-4.7%、CPI(除く生鮮食品)前年度比-0.5%：その後いずれもプラスに)

<金利政策>

- ・金利政策は、自然利子率に早めに接近させ、維持するのが基本。当面はマイナス金利+YCCを維持せざるを得ない

<量的政策>

- ・財政マネーの増加がマネー増加の大きな要因となっている状況下、当面(少なくともコロナ禍が落ち着くまで)マネタリーベースのうち、特に国債買入について、預金の状況を注視しつつ金融調節を運営していくしかない
- ・追って、マネー全体の状況をみながら、金融市場へのショックを最小化しつつ、国債買入を主軸とする量的政策への依存を徐々に(10~20年かけて?)後退させるのが望ましい
- ・なお、金融緩和が強化されるべき時に、そうされなかった局面において、国債の日本銀行による直接引受けによって、マネーを供給しそれで経済が回復した例(昭和恐慌期の高橋財政)がある。しかし、現在はマイナス金利+QQE+オーバーシュートコミットメントの下で、金融緩和は極限に達しているため、その意味での日本銀行による国債の直接引受けは不要

金利政策 VS 量的政策 VS 財政マネー (7/7)

<財政マネー>

- ・財政支出拡大+量的緩和の継続による財政マネーの拡大は、コロナ禍、高齢化の下で当分の間は不可避。それによって、マネー供給全体の増加は続く公算
- ・他方で、もともと内包している財政規律の問題は、潜在的に大きくなり続けている
- ・このため、財政マネーのコントロールの在り方、方針の策定プロセスなどについて、長期的な観点から、QQE+YCCからの撤退のタイミングとの整合性などに留意しつつ、政府⇄日本銀行で十分に意思疎通しておくことが不可欠

<ハイパーインフレ等の可能性>

- ・貨幣אתを超えて、財政マネーが巨額に供給され続ける場合には、(臨界点を超えて、あるいは何らかの外部ショックによって)制御の困難な高インフレになる可能性が高い。しかもコロナや高齢化等の状況から、財政マネーの供給増が続かざるを得ないため、早晩そうした臨界点に近づくおそれ
- ・そのような臨界点を超えた場合には、増税を含めた財政政策の見直しに加え、日本銀行の金融政策面でマネタリーベースの縮小、短期金利を中心とした利上げが必要となつて、金融市場に大きな混乱を及ぼす(そうしたショックを回避すべくexitを徐々に図っていくこと<tapering>が賢明)

②現状を超える危機への対応

- ・コロナのさらなる拡大、大災害(富士山噴火、首都圏大地震)が起きれば、財政支出の一層の増加による対応が不可避。その過程で、巨額の財政マネーがさらに創出される
- ・その場合、円滑な財政政策の運営のため、日本銀行による国債の大量買入れだけでは足りず、国債の直接引受けを検討せざるを得ない。また、QQEの対象をさらに拡大し、量的緩和及びミクロ的な要素を持つ政策も強化せざるを得ない
- ・なお、金利政策面で出来ることは少ない(若干のマイナス金利の深堀りくらいか)。ただし、大災害によって、円安が生じた場合には、通貨防衛のための金利引上げに追い込まれる可能性がゼロではない