

# ファイナンシャル・プランニングと中央銀行

白川方明

青山学院大学特別招聘教授

日本FP学会

2021年9月4日

# 本日の話のアウトライン

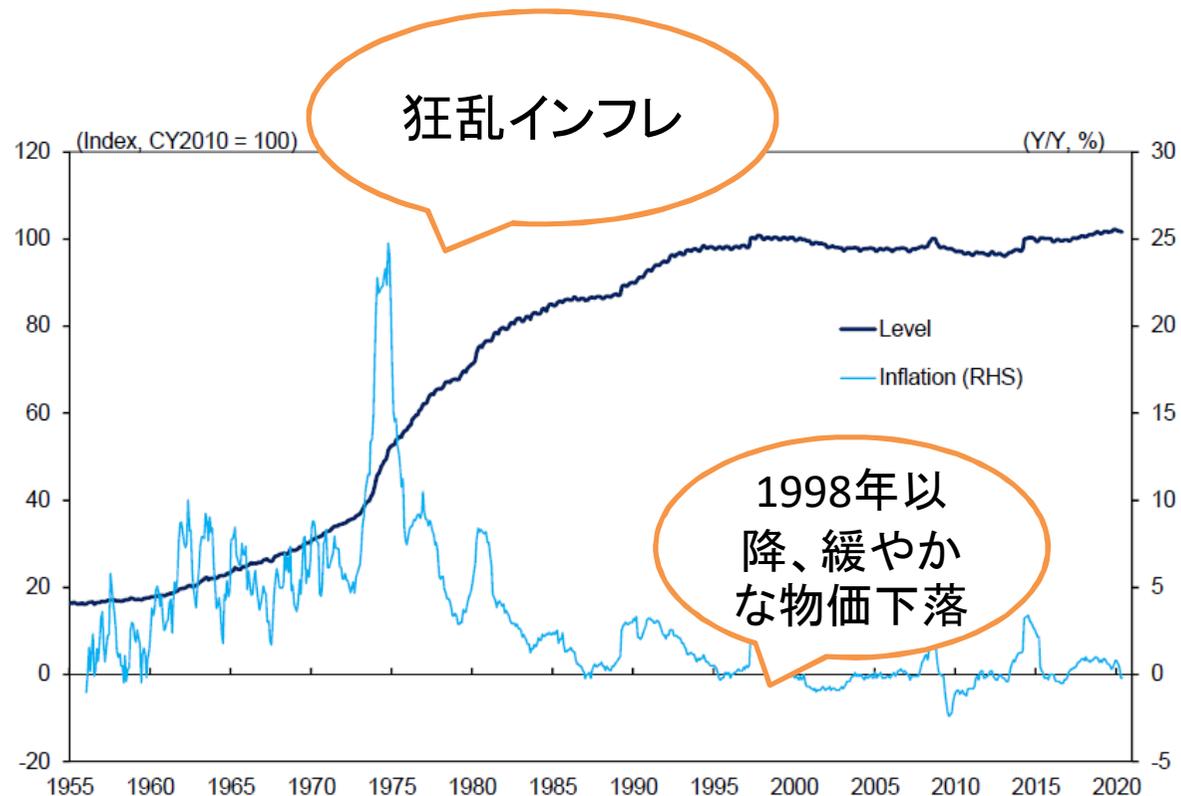
1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

# 過去50年間の日本経済の主要な出来事

- 1973、74年の「狂乱インフレ」
- 1980年代半ばまでに、世界で真っ先にインフレを終息させることに成功
- 1980年代後半には未曾有のバブルを経験
- 1990年代にはバブル崩壊、金融危機を経験
- 2007～2009年にはグローバル金融危機が発生し、日本経済にも大きな影響を与えた。
- 2010～2012年には欧州債務危機が発生
- 2011年には東日本大震災が発生
- この間、1998年以降、緩やかな物価下落を経験。「デフレが日本経済の最大の課題」とする論議が勢いを増した。
- コロナ危機が発生

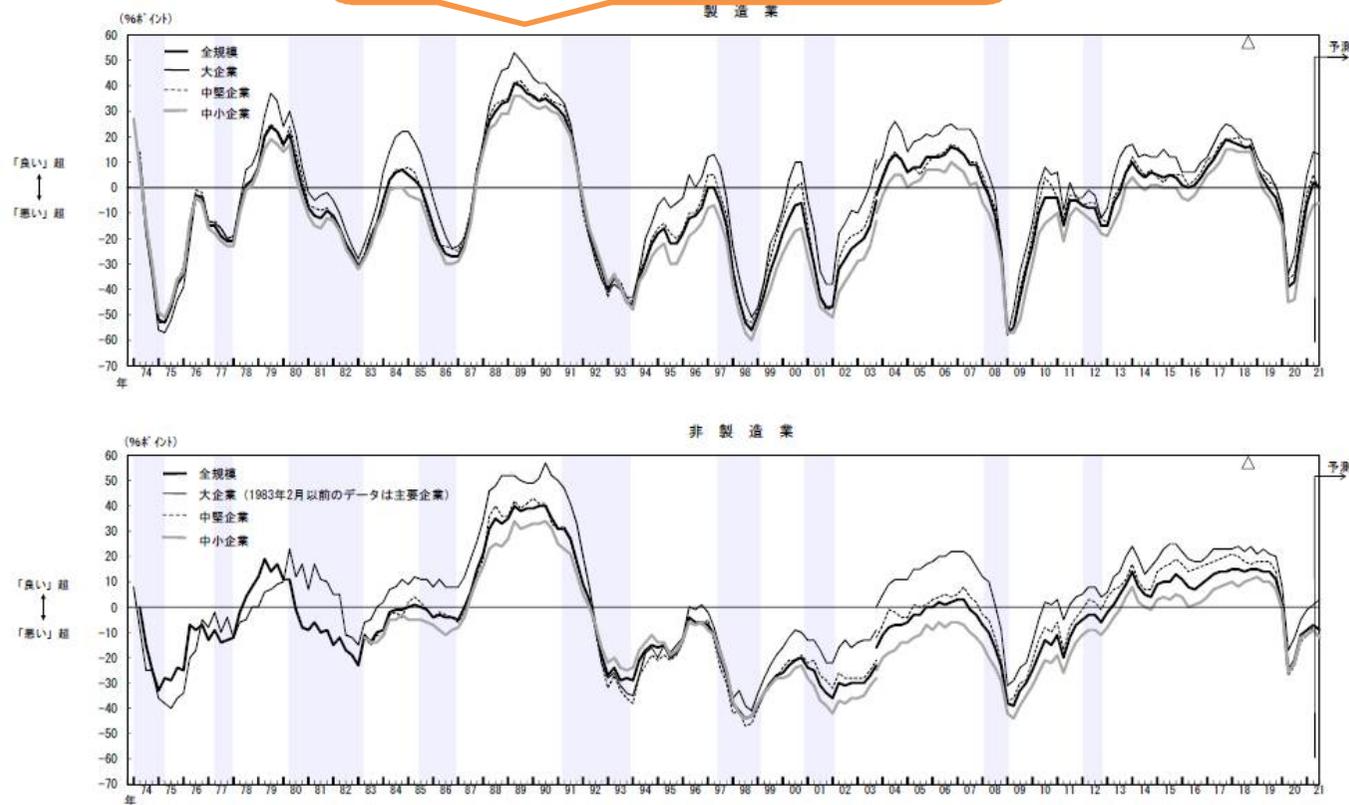
1973, 74年の「狂乱インフレ」から物価安定の優等生へ。その後は緩やかな下落。

### 消費者物価の前年比上昇率



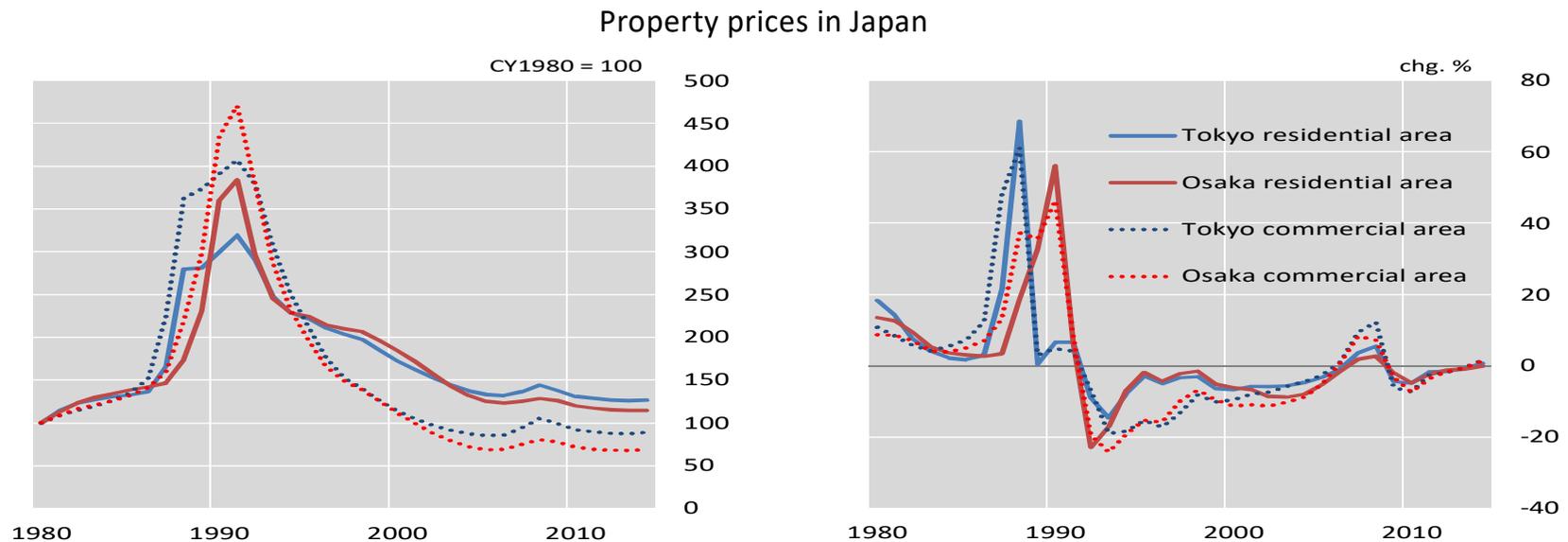
# バブル期の空前の好景気

景況感の水準の高さも  
持続期間も空前絶後



# バブル期の地価の急激かつ大幅な上昇と 崩壊後の大幅な長期にわたる下落

大阪の商業地はピークの1割強の水準にまで下落



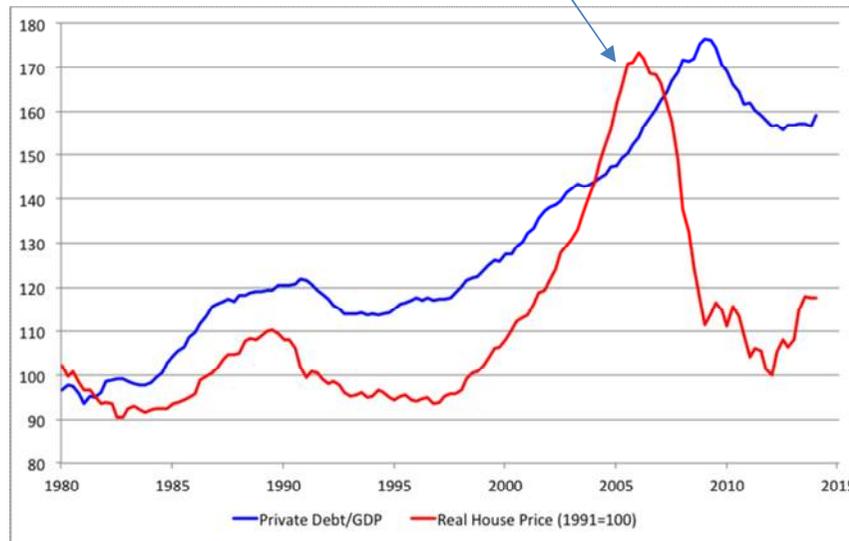
# 預金取り扱い金融機関の破綻数

1997~98年:日本の  
金融危機のピーク

年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
銀行	1	0	0	0	2	1	3	5	5	0	2	0	0	0
信用金庫	0	1	1	0	0	0	0	0	10	2	13	0	0	0
信用組合	0	0	1	4	4	4	14	25	29	12	41	0	0	0
合計	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>14</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

# 米国の住宅価格と民間債務

実質住宅価格



グリーンスパンFRB議長の発言：  
「若干の市場における『泡』はあるように見える」

Although a "bubble" in home prices for the nation as a whole does not appear likely, there do appear to be, at a minimum, **signs of froth in some local markets** where home prices seem to have risen to unsustainable levels."

(*The economic outlook* Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, 2005年6月)

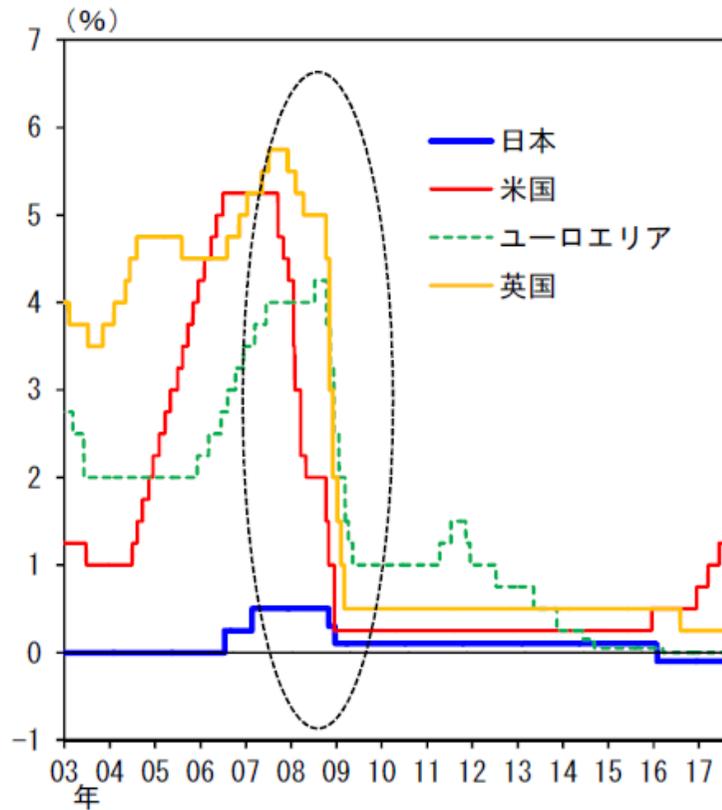
# リーマン・ブラザーズ

- 米国で第4位の投資銀行(証券会社)。資産規模(2008年3月)は6,394億ドル。
- 2008年9月に倒産。
- 親会社はLehman Brothers Holdings Inc. (LBHI)。傘下に16の子会社(subsidiaries)。
  - 例えば、ニューヨーク(Lehman Brothers Inc.(LBI))、東京(Lehman Brothers Japan Inc.)、ロンドン(Lehman Brothers International Europe(LBIE))等。

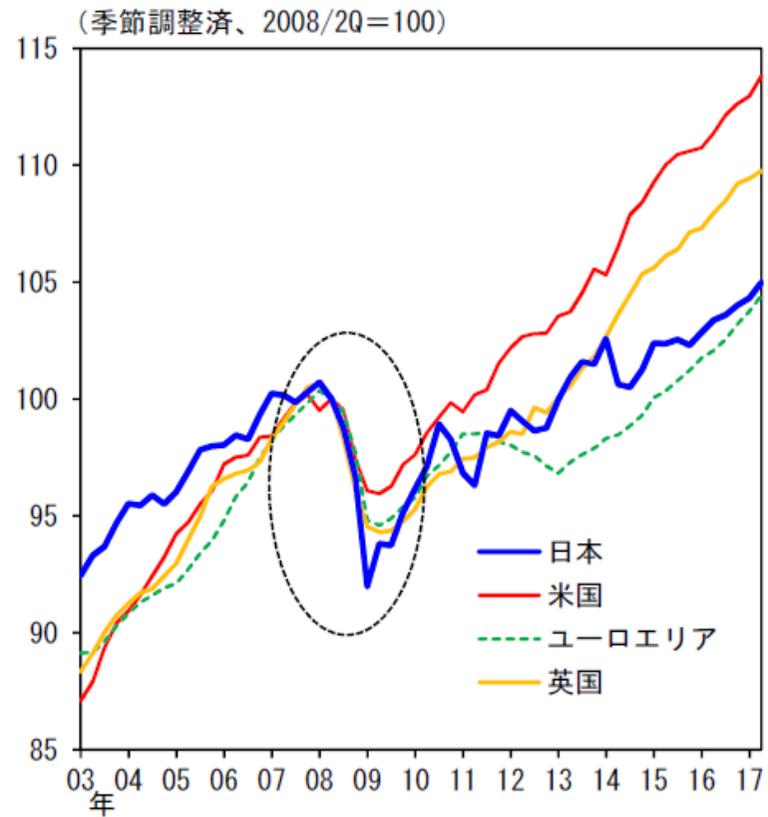


# グローバル金融危機により経済活動は大きく落ち込んだ

政策金利



実質GDP



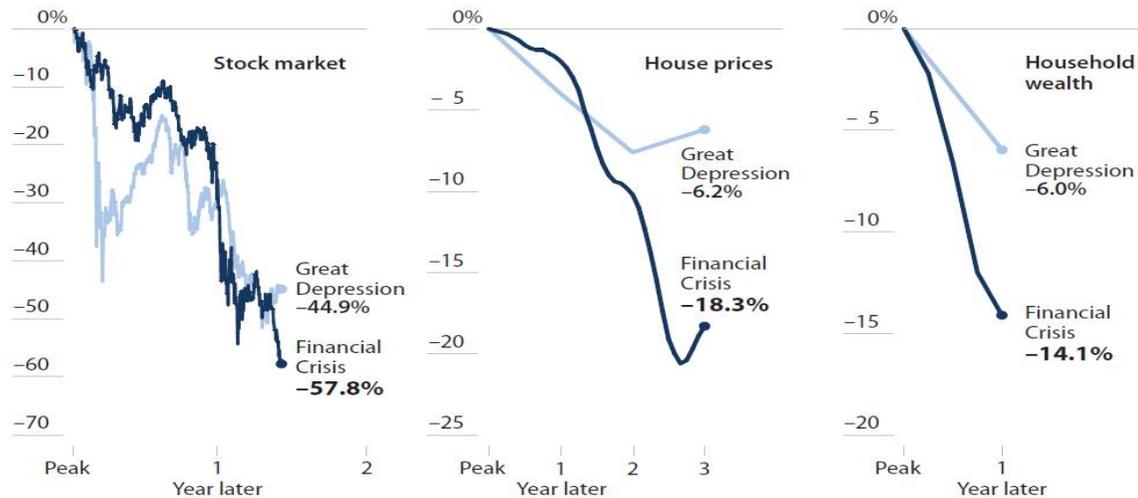
# グローバル金融危機と1930年代の大恐慌: 当初の1年間の株価下落幅は同じ

株価

住宅価格

家計の保有資産

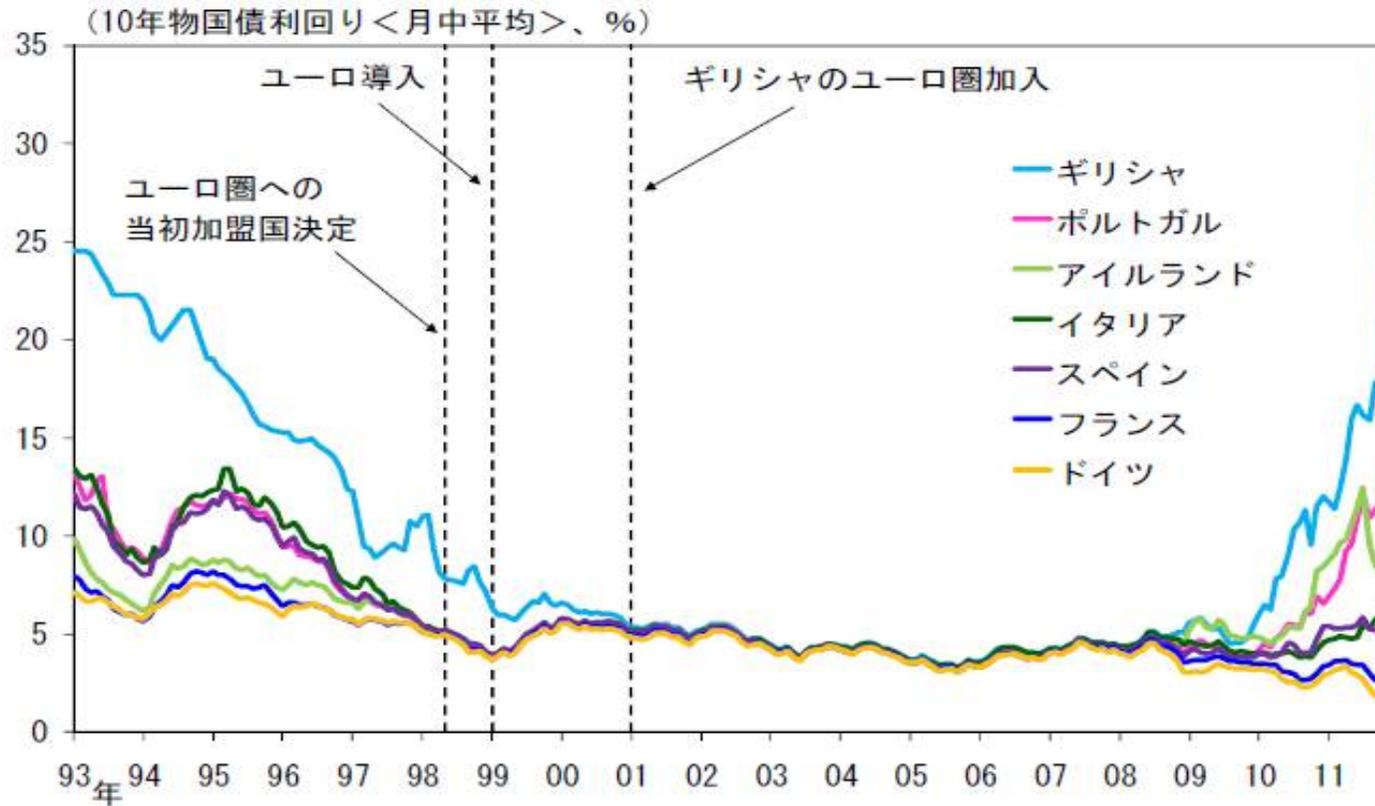
Global Financial Crisis Compared with the Great Depression: Stock Market, House Prices, and Household Wealth



Notes: (1) The stock market (NYSE/AMEX/NASDAQ/ARCA) is measured by total market value as reported by the Center for Research in Security Prices and is shown to financial crisis trough. House prices are shown to three years after peak. Household wealth is a comparison between the change in the annual average (in nominal terms) of household wealth from 1929 to 1930, and the change in the nominal level of household wealth from Q1 2008 to Q1 2009.

Sources: Stock prices: The Center for Research in Security Prices at Chicago Booth via Wharton Research Data Services (WRDS); housing prices: U.S. home price and related data, Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*; GD household wealth: Table 1, Frederic S. Mishkin, "The Household Balance Sheet and the Great Depression," *The Journal of Economic History* 38(4) (December 1978): 918-37, [www.jstor.org/stable/2118664](http://www.jstor.org/stable/2118664); GR household wealth: Federal Reserve Board Financial Accounts of the United States

# ユーロ圏各国の長期国債金利の推移



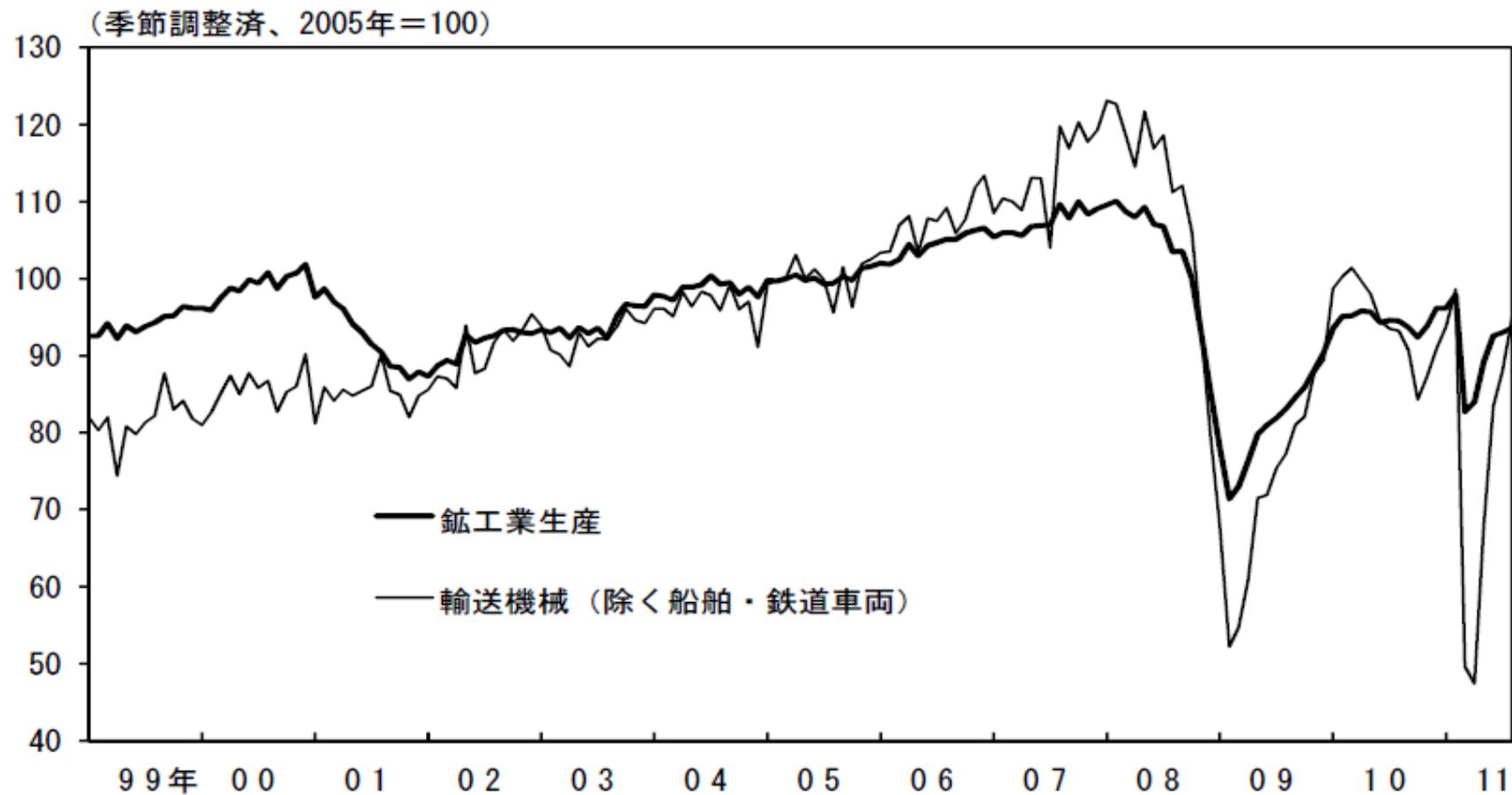
# 東日本大震災発生直後の 日本銀行の公表文

「日本銀行は、東北地方所在の各支店・事務所を含め、すべての本支店・事務所で通常どおり業務を行っています。日銀ネットも、正常に稼働しています。」

(参考) FRB (同時多発テロ時 2001.9.11)

“The Federal Reserve System is open and operating. The discount window is available to meet liquidity needs. “

# 東日本大震災：生産の大幅な落ち込み



# デフレを巡る議論の活発化 (1997,98年以降)

## 日本銀行が受けた批判

1. 1990年代以降の日本の低成長の根源的な要因は物価の継続的な下落(デフレ)にある。
2. デフレは「貨幣的現象」である。日本銀行がマネタリーベースを大幅に増やし、期待に働きかければ、デフレは解消する。
3. 日本銀行は2%の目標物価上昇率を設定し、期限を区切って、この目標達成を約束しなければならない。

## 当時、国会で頻繁に聞かれた議論

- 私は、日本経済の最大の問題はデフレだと思っているんですね。デフレがある限り、何をやってもうまくいかないんですよ。(中略)これが今日の日本を悪くしている元凶だ。
- デフレが起こると、企業はリストラせざるを得なくなる、円高も進む、工場を海外に持っていく、失業がふえる、賃金が下がる、ローンを持っている人は負担が極端に上がってくる。これが格差を広げ、地方を疲弊させた最大の原因だと私は思っていて、このデフレをなくすために、デフレをなくせるのは日銀しかないんですよ(衆議院予算委員会、2010年2月16日)

## 政府の主張：デフレは「貨幣的現象」

「二%の物価安定目標については、先般の共同声明にもありますように、日本銀行が日本銀行の責任として、二%、できるだけ早い時期にそれを実現するということをお約束していただいた、こう私は理解をしております。」(2013年2月7日、衆議院予算委員会、民主党・前原誠司議員の質問に対する答弁)

「我々は、ここで思い切った金融緩和を行って、日本銀行においてしっかりと金融緩和、大胆な金融緩和をやって、そして、まさにこれは貨幣現象なんですから、二%といういわば物価安定目標に向かって中央銀行としてのやるべきことはちゃんとやっていただきたい、このように申し上げているわけであります。」(2013年2月12日、衆議院予算委員会、民主党・後藤祐一議員の質問に対する答弁)

# 日本の物価上昇率の動向

## 消費者物価上昇率



## 予想物価上昇率



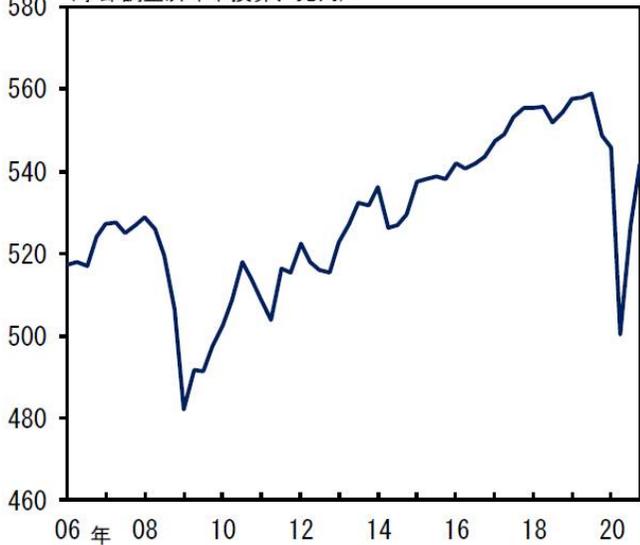
出所：日本銀行展望レポート(2021年7月)

# コロナ禍での日本の経済活動の落ち込み

図表1：実質GDP

①水準

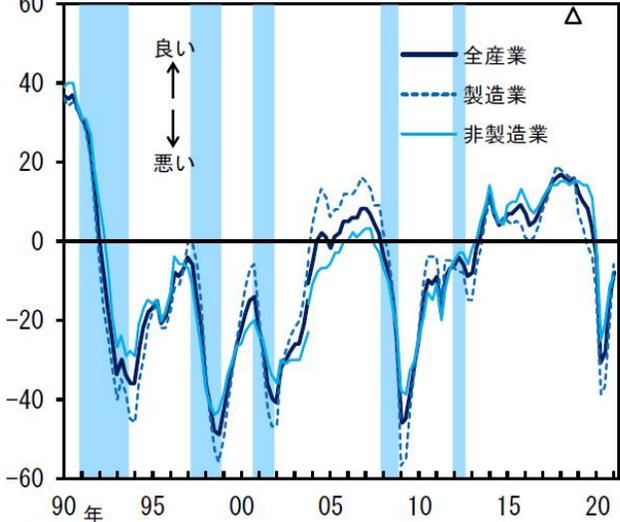
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 内閣府

図表21：業況判断

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



(出所) 日本銀行  
 (注) 1. 短観の業況判断DI (全規模ベース)。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
 2. シャドー部分は、景気後退局面。△は、直近の景気の山。

出所：展望レポート、2021年4月

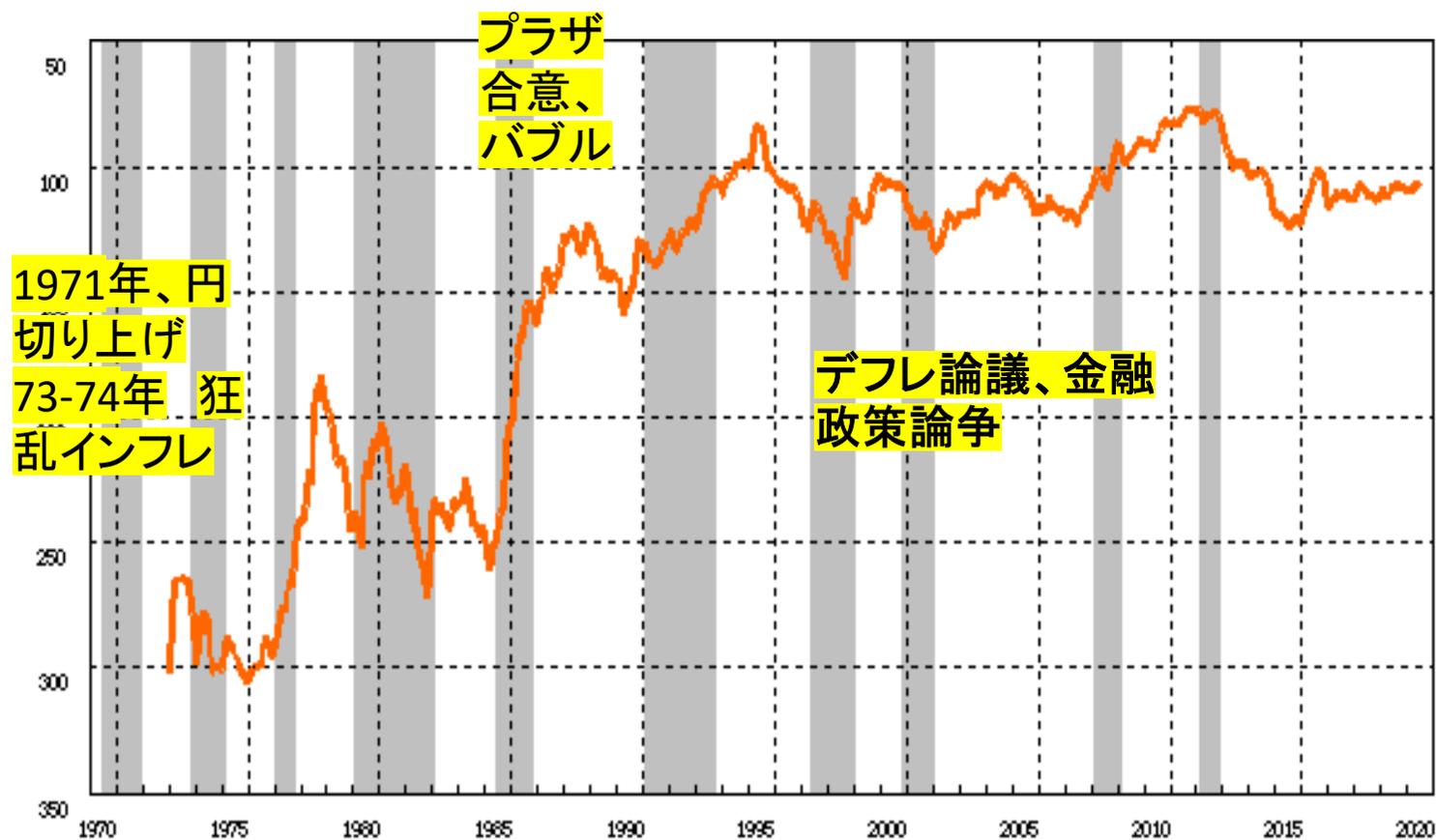
# 本日の話のアウトライン

1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

# ファイナンシャル・プランニングへの教訓

1. 通貨や経済の安定が脅かされる時期を幾度となく経験
  - インフレ、バブル、金融危機、自然災害、感染症等
2. 世論は「時代の空気」に大きく左右される
  - 過度の円高懸念、「デフレ脱却」の大合唱、公的資金投入に対する反対
  - そうした「時代の空気」は時が経つと、その記憶自体も直ぐに忘れられる
3. 人間は経験から学ぶことは難しい
  - 歴史期から学ぶことも海外の経験から学ぶことも容易ではない

# 1970年代初頭以降の円の対ドル為替レート推移：過度の円高懸念のもたらしたものの



# 1989年前半のマスコミ論調

- (1.21) **世界景気のスPEED調整** 「日本の場合、物価は他の国以上に落ち着いている。景気の自律的拡大にも心配はない。……それぞれの国が自国の経済状態にあわせ、**金融政策と財政政策のバランスを重視することが、これからの政策調整の最も重要な課題である**
- (4.22) **自分勝手な利上げ競争は回避せよ** 「日本はどうか。……貿易黒字は再び黒字に転じている。**よほどインフレ懸念がはっきりしないかぎり、利上げには慎重な姿勢が必要であろう。」**

(出所) 日経新聞社説

## 1990年末以降、国内の学者、エコノミストから頻繁に聞かれた議論

- 日本はもうデフレ・スパイラルに突入している(48頁)。
- 日本銀行は決意を示せ、期待インフレ率を変えよ！(63、65頁)
- インフレは必ず起こせる。これまでのインフレの環境下では、やってはいけないといわれていた、「不適切」と呼ばれるような政策を金融当局がおこなえばよいのです。たとえば、大量の量的緩和や、長期国債の買い切りオペの増額、さらには株式の購入などです(70頁)。
- 特に、「インフレを起こすことができない」のではないかというような議論は、海外ではまったく聞かれませんが、世界の経済学の常識と日本の論壇の常識にギャップがあるという点は、理解しておいていただきたいと思います。(105頁)

# 「学習効果」は何故、働かないのか？

- 時間の経過と共に、個人は自らの経験を忘れる。社会全体では世代が変わる。
- 学習に馴染む分野と馴染まない分野がある。
  - 「反復・頻繁、フィードバック」は学習の重要な要素。自転車の運転の学習がその典型。しかし、例えば、バブルの経験については、そういう意味での「学習」は働きにくい。
- 学習はしても、競争圧力の結果、学習の成果は活かされないことも多い。
- 海外の経験についても、自国の文脈に適切に翻訳されない限り、学習は難しい。

# 本日の話のアウトライン

1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

# 中央銀行の役割

- 経済の発展の基盤を通貨の面から支える。物価の安定と金融システムの安定。持続的な発展を支える上の社会の記憶装置でもある。
- 短期的な利益と中長期的な利益は一致しない
- 人間はどうしても短期的な利益の誘惑に負けやすい。
- そのことを自覚するが故に、独立した中央銀行という、中長期的な観点から通貨をコントロールする組織を作った。

「政治家としてブンデスバンクの金融政策決定を好ましく思ったことはあまりないが、一市民としての自分はブンデスバンクの存在を喜ばしく思う」——ヘルムート・コール(ドイツの元首相)

# ファイナンシャル・プランナーの役割

- 完全に合理的な個人を前提にした世界では、ファイナンシャル・プランナーは登場しない。
- しかし、様々な理由で個人の合理性には一定の限界がある。
  - 情報収集には時間やコストがかかる。
  - マクロの経済・金融環境の見方は専門家の間でも意見が大きく分かれる。
  - 個人の学習効果だけに期待することは難しい。

# 本日の話のアウトライン

1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

# 今後の日本経済：ファイナンシャル・プランニングの観点から見て重要なリスク

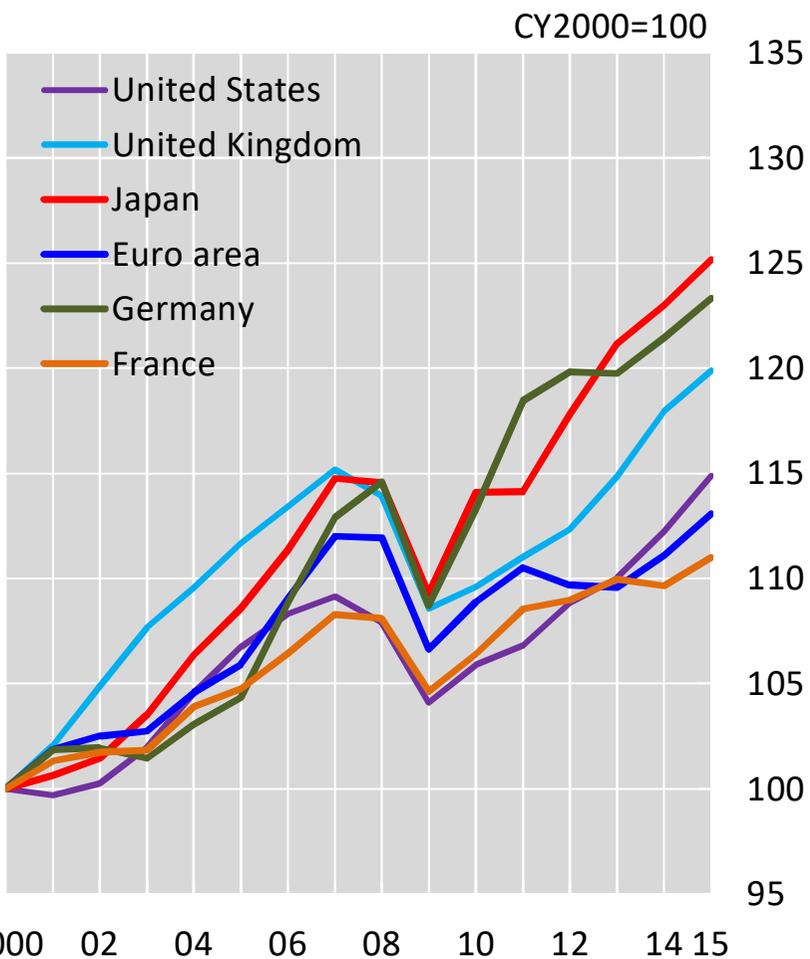
- ① 潜在成長率の低下
- ② 中央銀行のバランスシート拡大と政府債務の増大

# マクロ経済と年金

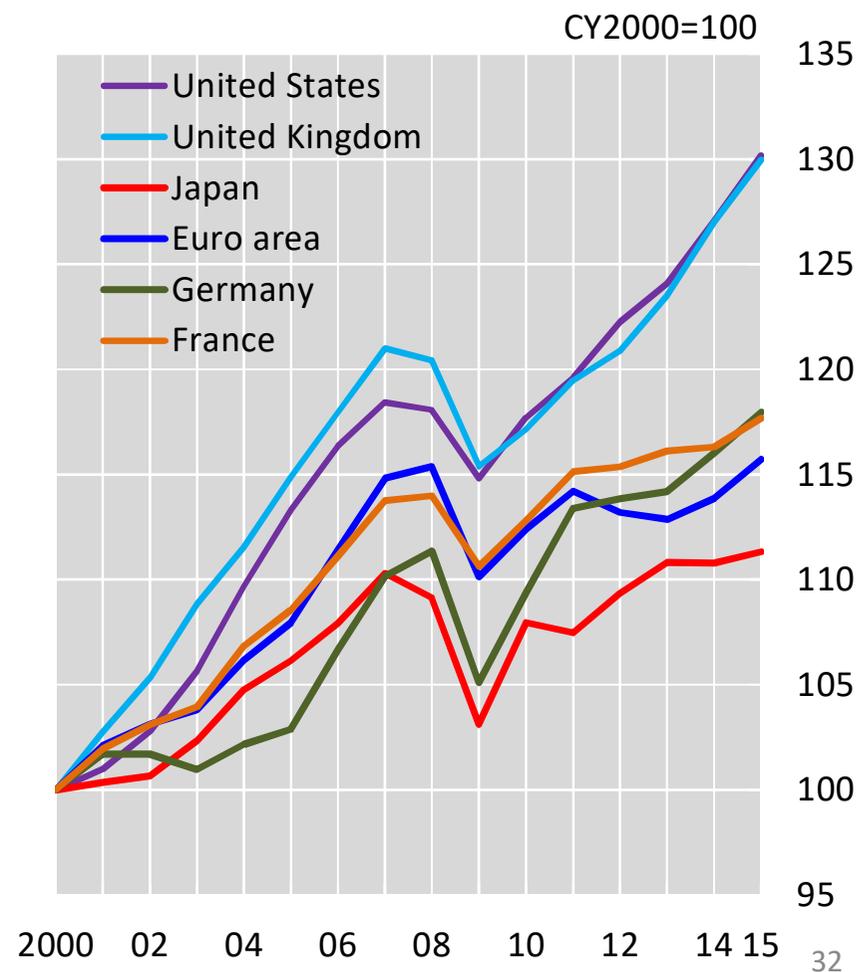
- 年金受給者の所得水準は、マクロ的、長期的に見ると、以下の3つの変数に規定される。
  - 成長率：マクロの生産性上昇率（労働人口一人当たり）
  - 引退年齢
  - 所得代替率：現役世代に対する年金受給者の所得水準
- この関係は公的年金、私的年金、積み立て方式、賦課方式を問わず、基本的な関係として存在する。

# 2000年以降のGDP成長率：日本は生産年齢人口当たりで見ると、最も高い

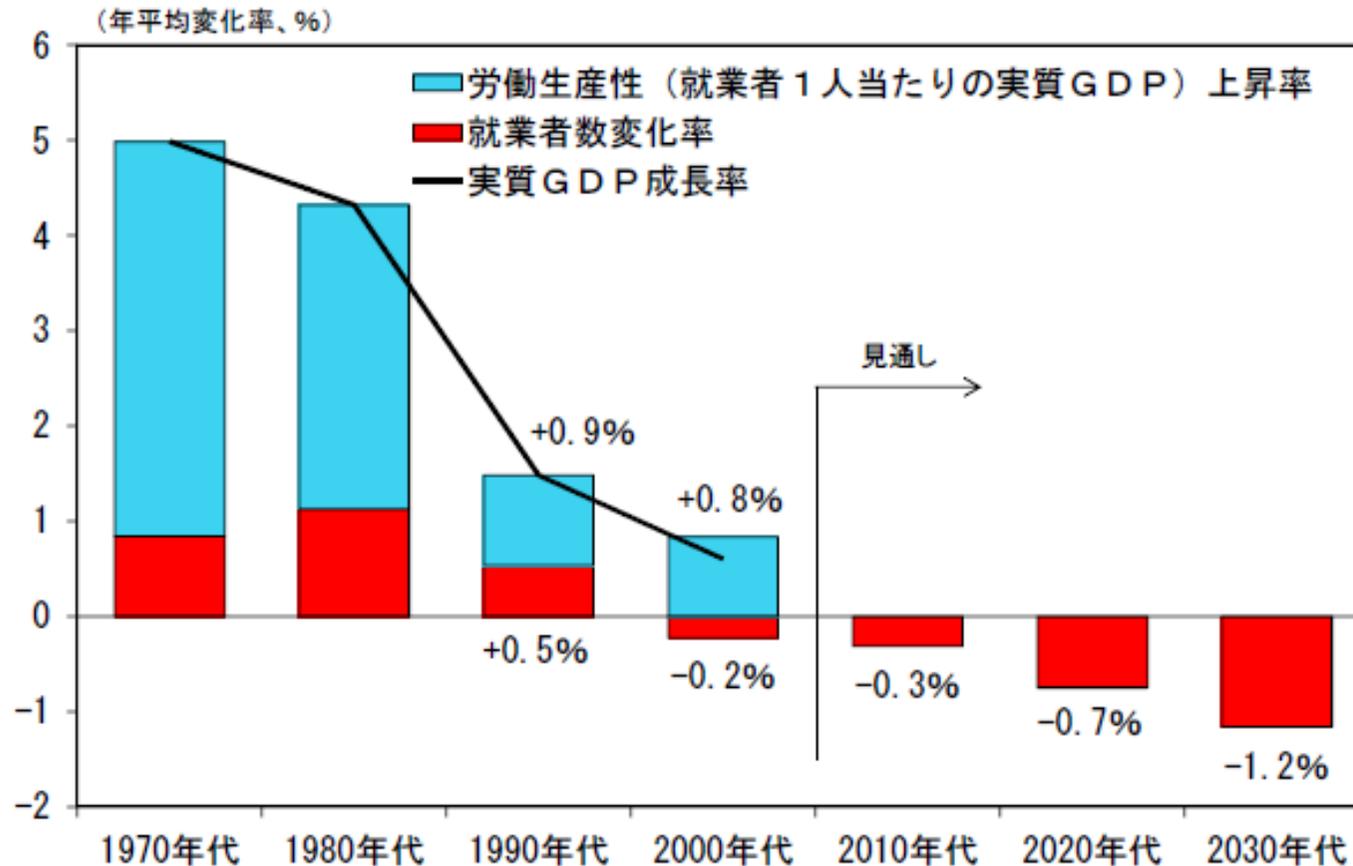
## 生産年齢人口一人当たりのGDP



## GDP

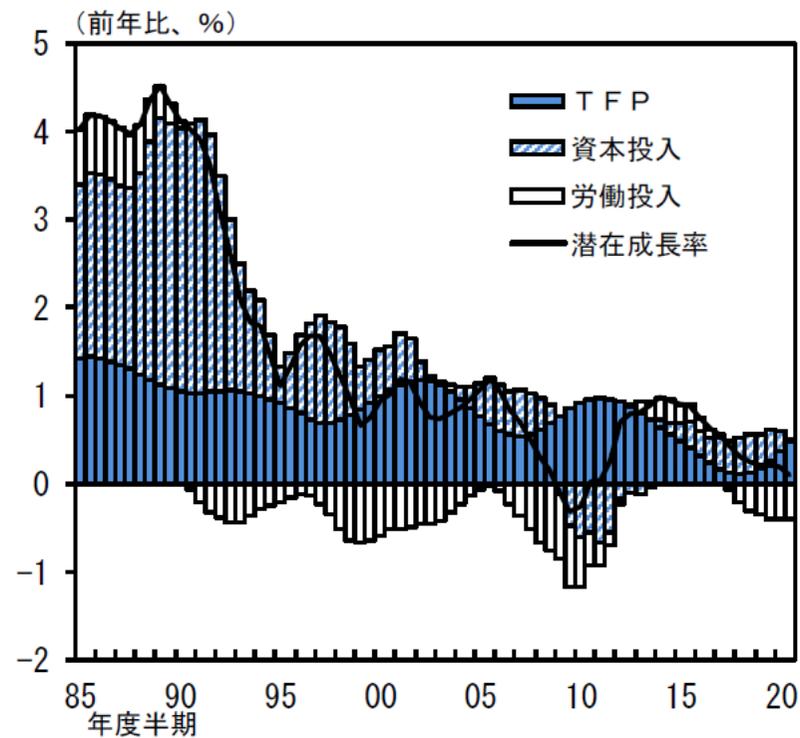


# 日本経済の長期的成長率見通し : 労働人口減少のインパクトは大きい



出所: 中曾宏「金融政策と構造改革」(2016)

# 日本の潜在成長率：生産性（TFP）の伸びは過去10年間で概して低下傾向



出所：日本銀行展望レポート（2021年7月）

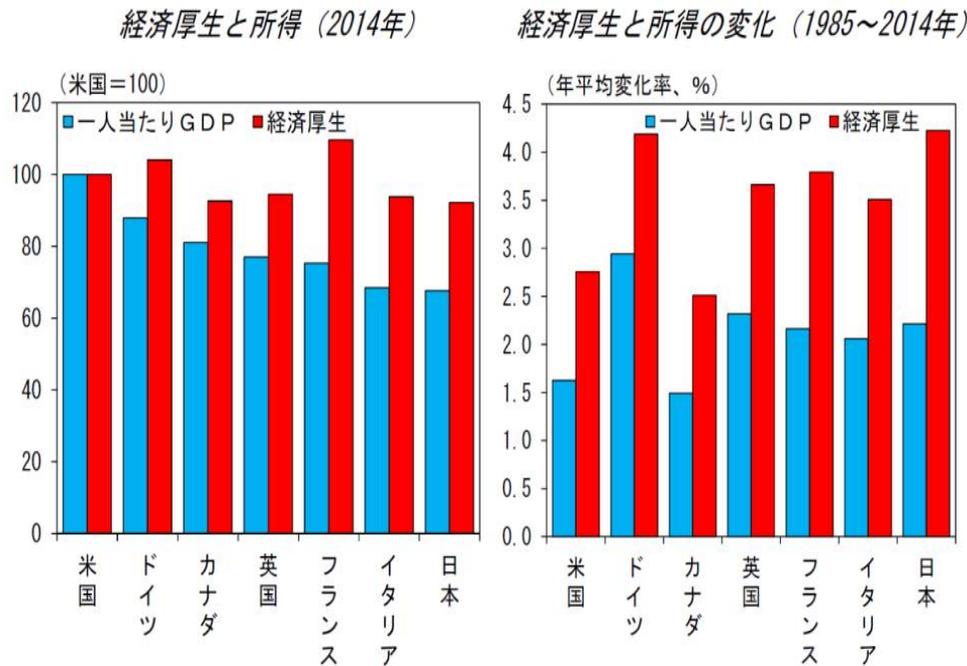
# 生産性の上昇とは？

- 分子は付加価値、分母は投入量(労働、資本)。
- 物理的な生産効率の向上ではない。ニーズの高い商品・サービスの提供は生産性の上昇を意味する(価格の上昇)。
- ただし、生産性は全般的に物価が上昇する(インフレ)ことで実現するものではない。その場合は、名目的な生産性が上昇するだけで、実質的な生産性は上昇しない。
- 一国経済全体の生産性は、生産性の高い部門、企業、製品・サービスのウェイトが高まることによって上昇する。その意味では、円滑な資源の移動や活発な新陳代謝が不可欠。
- 地域経済の生産性は、当該地域の集積の利益、規模の経済に大きく左右される。この点で、人口減少による影響は大きい。

# 生産性は、最終的には社会の選択、変化への対応能力に依存

- 「経済価値」と「非経済的価値」(安全、安心、正確、清潔等)の追求のバランス。
- テクノロジーの発達の成果を社会が受容するか？
- オープン・イノベーションへの親和性。日本的雇用慣行。
- 生産性がすべてである訳ではない(社会厚生とGDPとの違い)。しかし、同時に生産性を無視すると、「非経済的価値」の追求も難しくなる。

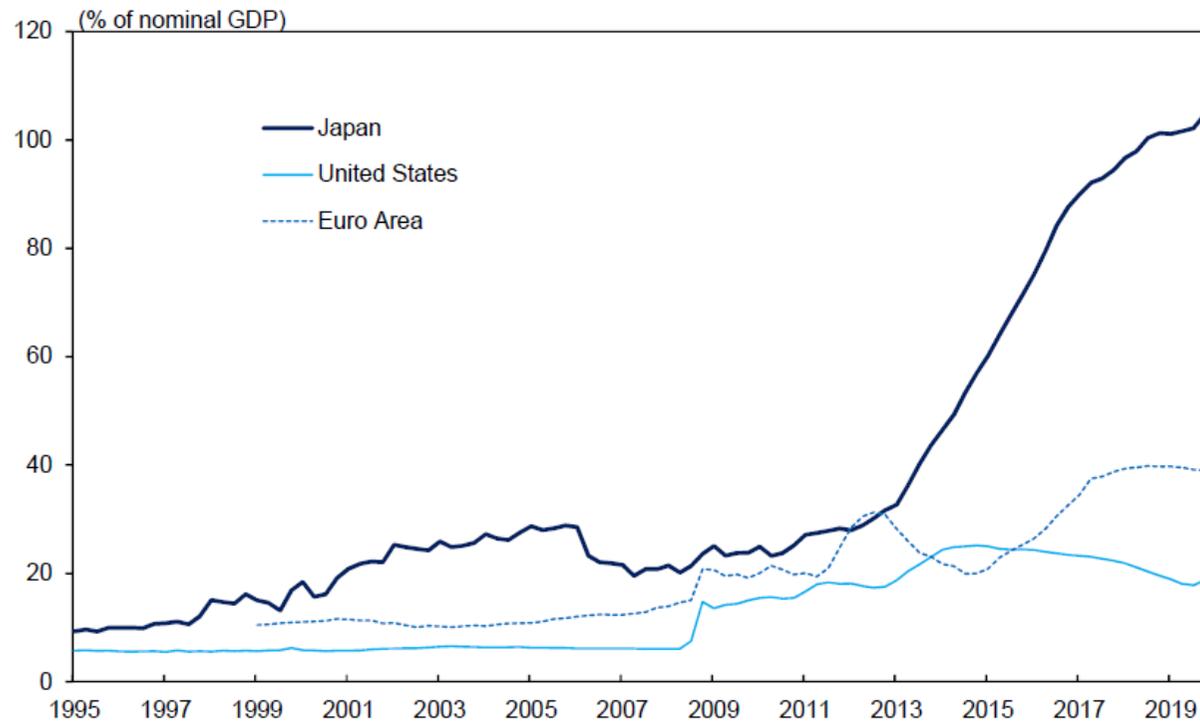
# 経済厚生と所得



- 経済厚生の水準で比較すると、米国との格差は縮小する。
- 1985年以降の変化率で見ると、日本の成長率は極めて高い。

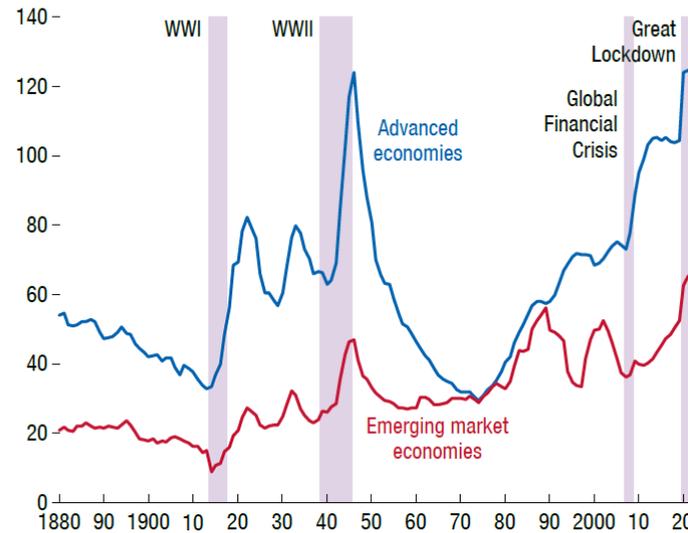
出所: 中曾宏「日本経済の底力と構造改革」(2017)

# 主要国の中央銀行のバランスシートの規模は著しく拡大



# 先進国の一般政府の債務残高の対GDP比は第2次世界大戦時に匹敵

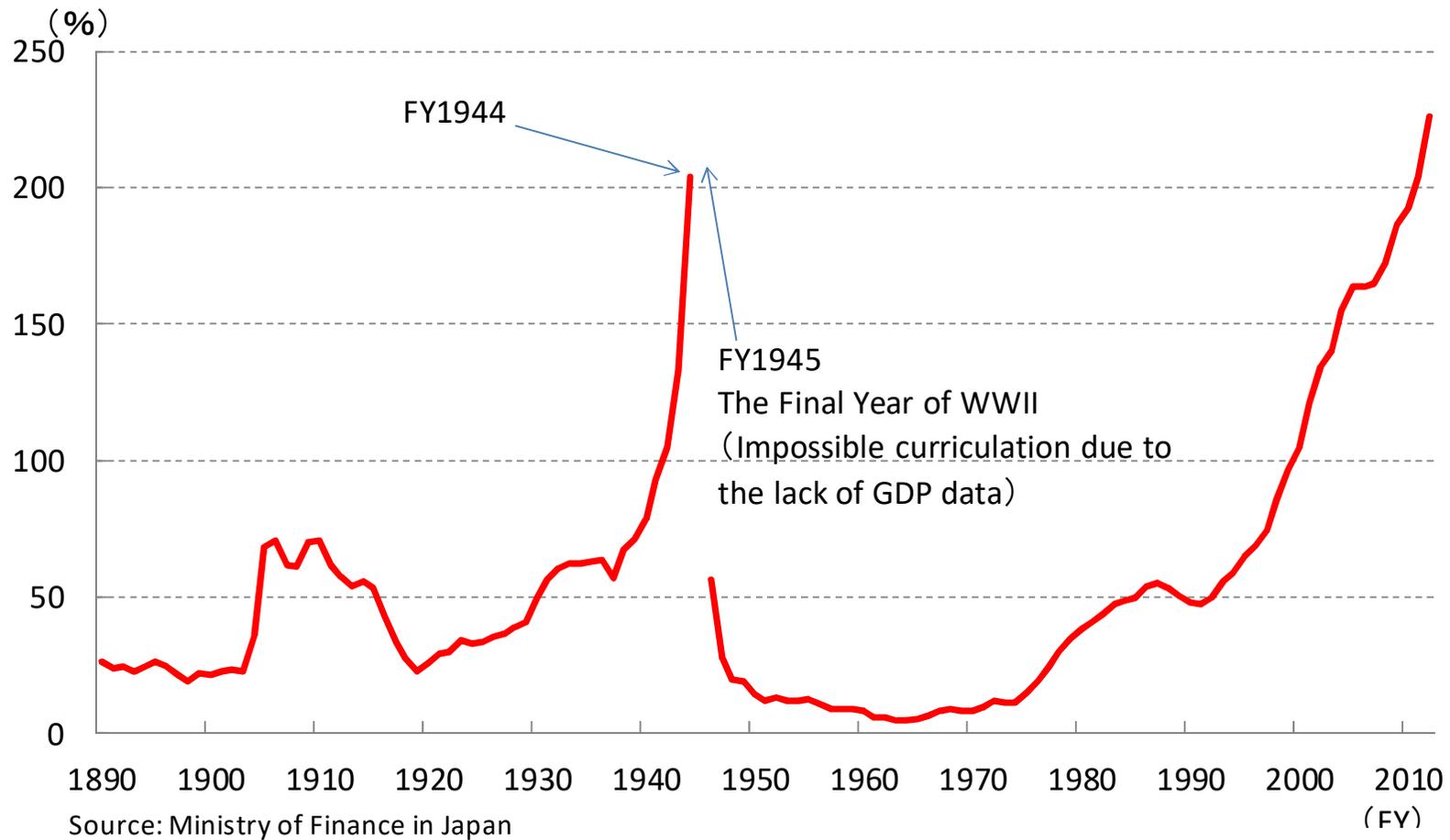
Figure 1.2. Historical Patterns of General Government Debt  
(Percent of GDP)



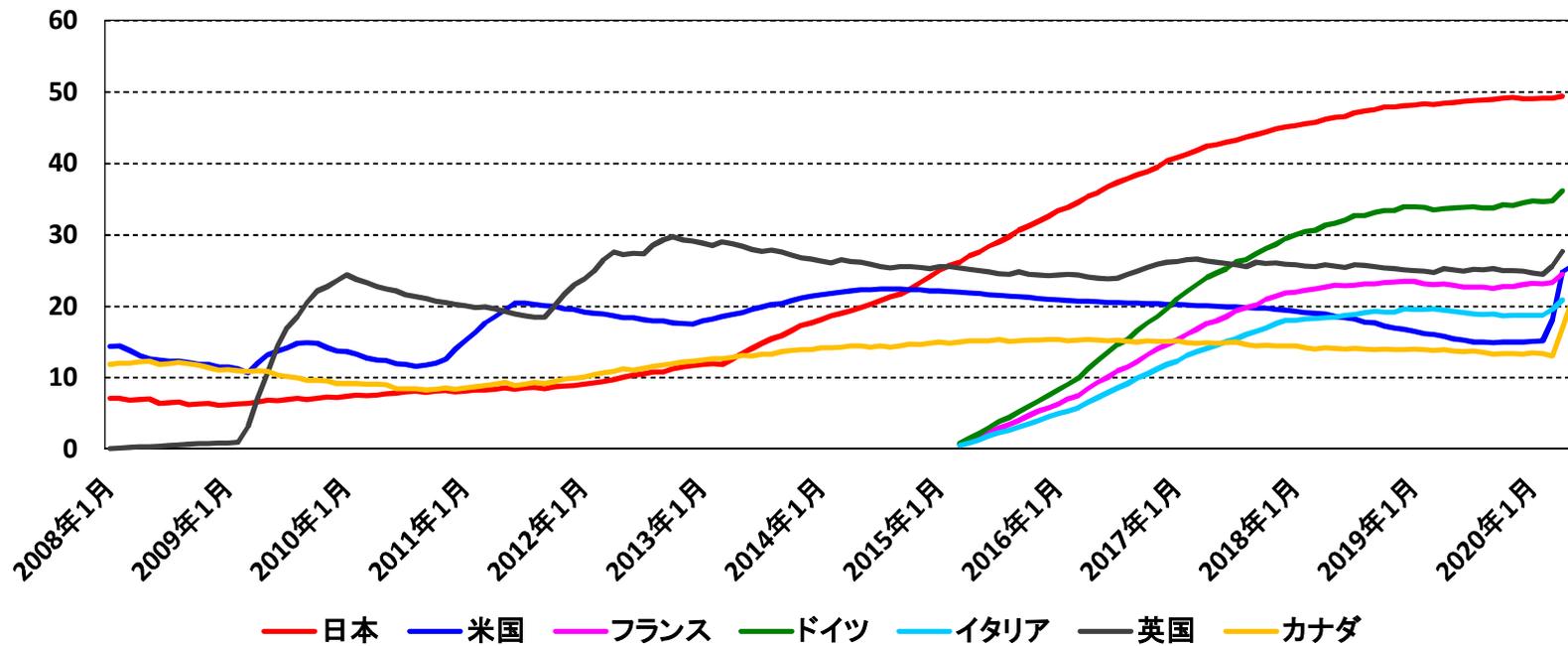
Sources: IMF, Historical Public Debt Database; IMF, World Economic Outlook database; Maddison Database Project; and IMF staff calculations.  
Note: The aggregate public-debt-to-GDP series for advanced economies and emerging market economies is based on a constant sample of 25 and 27 countries, respectively, weighted by GDP in purchasing-power-parity terms. WWI = World War I; WWII = World War II.

出所: IMF “Fiscal Monitor” (October 2020)

# 日本の国債残高の対GDP比

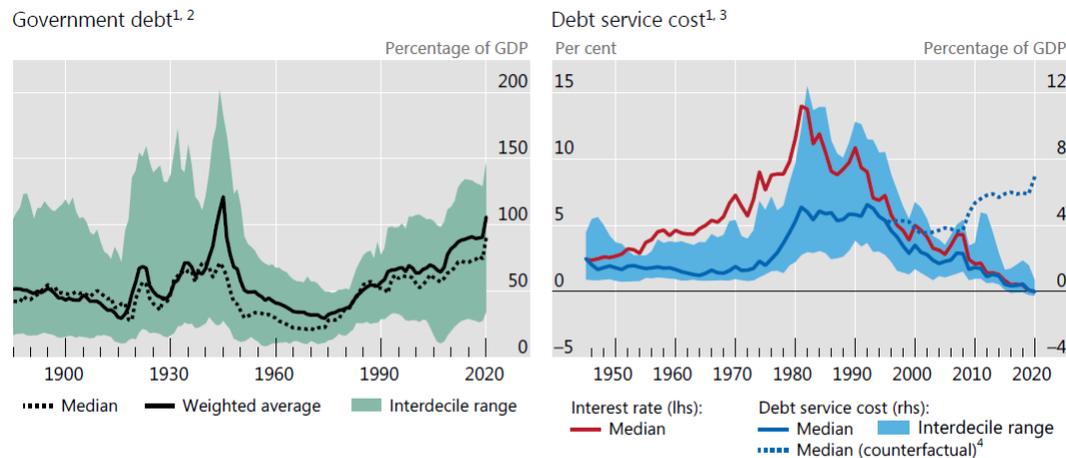


# 国債発行残高に対する自国中央銀行の保有比率は大きく上昇



# 政府債務の増加

Rising debt but debt service cost at historical trough: no reason to worry? Graph I.15



<sup>1</sup> Sample of 19 AEs and five EMES. <sup>2</sup> General government debt at nominal value, latest available quarter for 2020. <sup>3</sup> Debt/GDP multiplied by the simple average of short- and long-term interest rates. <sup>4</sup> Median debt service if nominal interest rates had stayed at the 1995 level.

Sources: O Jordà, M Schularick and A Taylor, "Macrofinancial history and the new business cycle facts", in M Eichenbaum and J Parker (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol 31, 2016; S A Abbas, N Belhocine, A El-Ganainy and M Horton, "A historical public debt database", *IMF Working Papers*, no 10/245, 2010; European Commission, AMECO database; IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; BIS total credit statistics; BIS calculations.

国債利払い費  
の対GDP比: 現  
在は低金利の  
結果、表面的  
には歴史的低  
水準

出所: BIS Annual Economic Report, June 2021

# 金融政策は景気の平準化には寄与するが、潜在成長率を高めるものではない

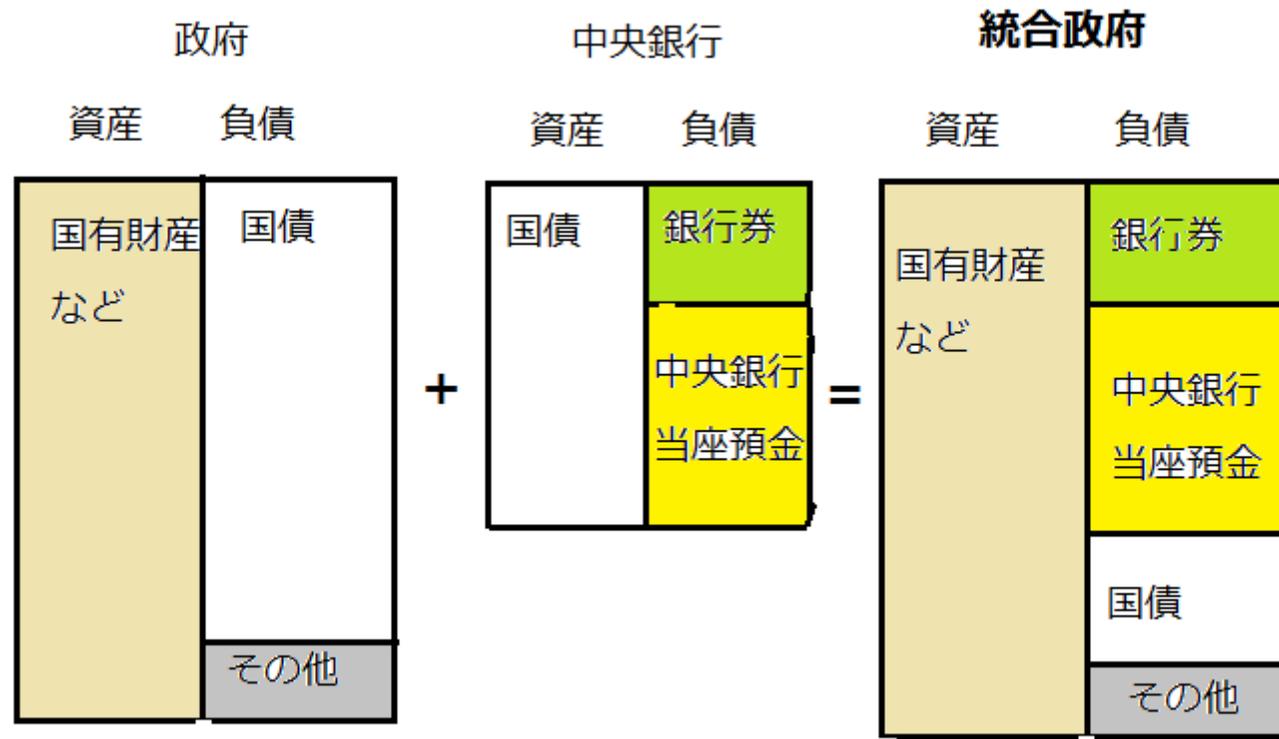
## 借り入れ金利の低下・資産価値の増加

- これは本質的に需要の「前借り」(将来予定した支出を現在に繰り上げ)
  - 一時的なショックには有効。
  - 前借りできる需要の大きさは潜在成長率に規定される。

## 自国通貨の為替レート低下

- 需要の「横取り」(海外の需要の国内へのシフト)
  - 一国だけがショックに見舞われた場合には有効。
  - しかし、すべての国が同時に自国通貨の為替レートの減価を追求することは出来ない。

# 「ヘリコプター・マネー」は無コストの財政資金調達とはならない



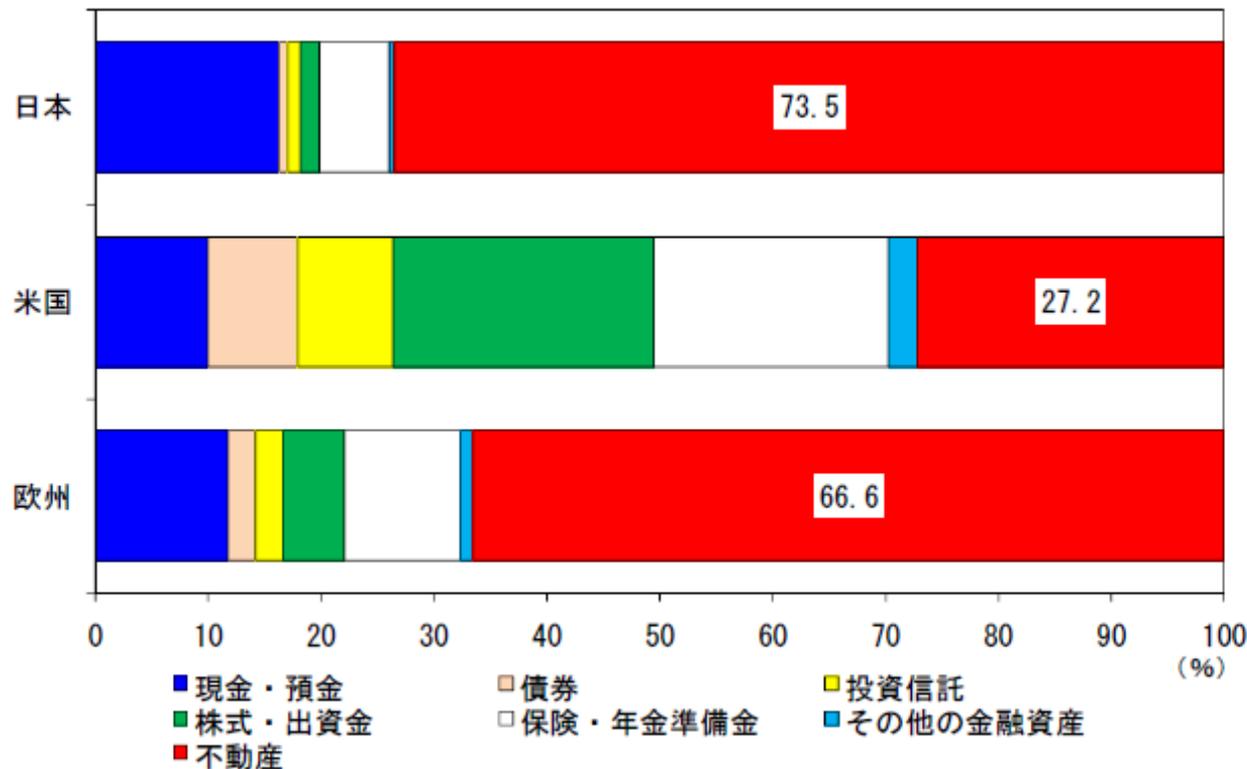
出所：翁邦雄『金利と経済』、ダイヤモンド社、2017年

# 本日の話のアウトライン

1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

# 「日本の家計はリスク資産保有比率が低い」という認識をどう考えるべきか？

個人資産の構成比



日本は家計の保有資産に占める不動産のワイトが高い

(注) 2010年末における家計の保有する資産の構成比率。

# 家計の保有資産形態を考える上での論点

- 住宅を含めてみると、日本の家計の保有資産に占める現預金の比率が際立って高い訳ではない。家計の保有資産のポートフォリオは経済・金融全体の中で考える必要がある。
- 住宅は金融資産に比べ市場の流動性が低いが、特に日本では流通(売買)市場の規模は小さい。
- 相続税制の中で住宅は株式に比べて優遇されている。
- 株式はどの国でも富裕層の保有が多いが、日本は相対的に所得・資産格差が小さい。
- 信用仲介構造。銀行経由の比率が高い。このことは預金比率が高くなることを意味する。

# 家計の資産・負債選択行動の重要性

- 個人にとっても経済全体にとっても重要。
- 正確な情報提供が前提となる。
- 金融リタラシーを高める様々な取り組みは重要。ただし、家計のリスク資産比率を高めること自体は目的ではない。
- 金融環境の安定は重要。「物価の安定」とは、経済的な意思決定にとって意味のある長期的なタイムスパンの中で、物価水準は大きくは変動しないという安心感。