

2018年4月2日

No.2018-001

異次元緩和5年の検証と出口戦略着手の条件 ～必要なのは円高耐久力を高める企業行動変革～

理事/主席研究員 山田 久

《要 点》

- ◆ 量的・質的金融緩和の過去5年を振り返ると、「コア・コア」ベースの消費者物価が前年比プラスを定着させており、「デフレではない状況」をつくるには十分な成果を挙げたと評価できる。
- ◆ もっとも、その成果につながった波及経路は、理論的に予め想定された①ポートフォリオ・リバランス効果や②インフレ予想の醸成、③長めの金利の低下、といったルートというよりも、円安誘導という「間接的な効果」が大きかったと考えられる。
- ◆ 一方で、その副作用が様々な面で無視できない大きさになっている。巨額の国債購入により、金融政策の正常化の局面で逆ザヤが発生し、日銀が債務超過に陥るリスクが指摘されている。同時に、超低金利が長期化していることで、未曾有の国家債務の累増や潜在成長率の低下がみられ、これらは日本国民の将来生活水準を切り下げる方向に作用している。
- ◆ 以上のように見てくれば、可能な限り早く現行政策に終止符を打ち、出口戦略に着手するのが望ましいと言えよう。しかし、ここで大きなハードルになるのが、「デフレではない状況」をもたらしている重要な要因が円高阻止である、という構図である。「国際金融のトリレンマ」に従えば、わが国は円高阻止のために金融政策の自由度が奪われている状況にあり、したがって、出口戦略に着手するには、為替を名実ともに変動相場制へと戻し、円高を甘受することが必要になる。
- ◆ 結論として、異次元緩和の出口戦略を描くには、企業や経済の円高耐久力をつけることが必要条件になっている。そのためには①プライシング戦略の見直し、②輸出構造の転換、③持続的な賃上げ、をセットで推し進める必要がある。これらは成長戦略・構造改革そのものであり、結局、異次元の金融政策は「きっかけづくり」にはなっても「時間稼ぎ」がその本質であることが改めて確認されたといえよう。
- ◆ 成長戦略・構造改革の取り組みの主役はあくまで民間部門であり、政府にできることは限られる。とはいえ、数十年の長きにわたる経済停滞の持続により、低価格志向の定着や春闘の機能不全などで民間の自主的な行動転換に期待することは難しい。円高耐久力をつける企業行動変革を促す仕組みづくりこそ、いま政府が行うべきことである。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。
本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0930

Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。



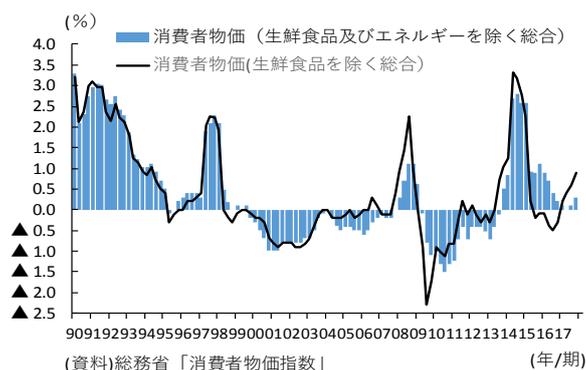
日本銀行が黒田総裁のもとで、量的・質的金融緩和（異次元緩和、QQE）の導入を決定してから、今月4日で丸5年を経過する。黒田総裁が二期目を迎えるなか、改めて過去5年間を振り返り、その効果の検証を行ったうえで、いわゆる出口戦略を円滑に進めるための条件について検討した。

1 デフレ脱却に効果があったか

「量的・質的金融緩和」は、消費者物価上昇率2%の物価安定目標を2年程度の期間で達成するために、マネタリーベースおよび長期国債、ETFの日銀保有額を2年で2倍に拡大するという、正に異次元の金融緩和政策として導入された。伝統的な金融政策の波及経路は金利の上げ下げを通じたものであるが、「量的・質的金融緩和」では異なる経路が想定されていた¹。その主要ルートの一つは①「ポートフォリオ・リバランス効果」である。日銀が国債を大量に購入することで、民間の金融機関が国債以外の金融資産で運用することが促され、その結果、株価が上昇したり貸出が増えたりすることで経済が刺激されることが期待されたのである。加えて、②インフレ予想の醸成という期待に働きかけるルート、および、③長めの金利の低下を通じたルート、も想定されていた。

①ポートフォリオ・リバランス効果は、政策導入当初の大幅な株価上昇もあり、当初、大々的に喧伝されたが、その後、効果の持続性には疑問符が付けられていく。2016年9月に公表された「総括的な検証²」では、その表現は大きく後退し、「予想物価上昇率の期待形成メカニズム」および「国債買入れによるイールドカーブの押し下げ」という表現により、主に②および③のルートに集約された形になっている。そのうえで、「総括的な検証」では②インフレ予想の醸成という期待に働きかけるルートについては、その効果が不確実であることを認め、③長めの金利の低下を通じたルートの方は確実な効果を検証している。③は、基本的には金利を通じた波及経路であり、結局は量的な側面を通じた金融緩和は、短期的・一時的にはともかく、持続的な効果は不確実であることが確認されたといっていよう。

(図表1) 消費者物価(前年同期比)の推移



もともと、インフレ率2%という目標は実現できていないが、生鮮食品及びエネルギーを除く「コア・コア」ベース消費者物価の前年比プラス圏の推移は定着してきており、「デフレではない状況」をつくるには成果をあげたといっていよう。だがそれも、すべて「量的・質的金融緩和」で想定された経路によるものかは疑わしい。上で指摘した様に、当初想定された3つのルートのうち、持

¹ 鈴木克洋（参議院調査情報担当室）「量的・質的金融緩和の波及経路の整理」『経済のプリズム』2013.10、白井さゆり「量的・質的金融緩和政策とポートフォリオ・リバランス」『月刊資本市場』2014.10等を参照。

² 日本銀行「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016.9.21

続的な効果ははっきり確認できたのは長めの金利の低下であるが、それが「デフレではない状況」に決定的な貢献をしたかは疑問である。そもそも企業部門が潤沢な手元流動性を保有する状況下、金利が低下したからといって設備投資を大きく積極化させるわけではないからである。

量的・質的金融緩和によって「デフレでない状況」を生み出したルートには、「間接的な効果」が相当程度あったと考えられる。それは為替相場変動を通じたルートである。金融政策は為替変動を直接的に目標とすることはできないが、黒田総裁下の日銀が円高阻止を強く意識してきたのはほぼ間違いないだろう。具体的には、量的・質的金融緩和の導入によって円安が大幅に進み、その結果として輸出企業の収益が大きく改善した。あるいはそうした連想から株価が上昇して景気が押し上げられ、需給ギャップがプラスに転じたのである。加えて、円安は輸入物価をプラスに転化させ、その面からも物価押し上げに作用した。

2 政策転換の必要性と「国際金融のトリレンマ」のハードル

以上のように、「量的・質的金融緩和」は過去5年間において、わが国経済を「デフレではない状況」に導いたと評価できるが、かなりの程度が円安誘導という「間接的な効果」によるものであったと考えられる。その一方で、その副作用が様々な面で無視できない大きさになっていることを看過することはできない。「量的・質的金融緩和」は、2014年10月にその規模が拡大され、さらに、2016年1月には「マイナス金利つき量的・質的金融緩和」に「バージョンアップ」された。これは、大量の国債購入の継続が技術的な困難に突き当たる可能性を排除する必要性³への対応のほか、「包括的な検証」でも示されたように、その効果に限界があることを日銀が認めざるを得なかったからでもある。その延長線上に、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されるが、それは実態としては、波及経路が金利である伝統的な金融政策に通じる思考への回帰であった。

しかし、それまでの政策との連続性を保つために、依然として巨額の国債を購入し続けているわけであり、いずれ金融政策の正常化の局面で逆ザヤが発生し、日銀が債務超過に陥るリスクが指摘されている⁴。同時に、超低金利が長期化していることの弊害が極めて大きくなっている。国債利払い費が減少することで、財政規律が緩み、国債残高が未曾有の水準を更新し続けている。ほぼゼロ金利の状態では、事業が収益を生む必要性は薄くなり、低収益・不採算部門が存置される。人口減少で年々希少になる労働力がそうした部門に塩漬けとなり、潜在成長率を押し下げる要因になっている。未曾有の国家債務の累増も、潜在成長率の低下も、日本国民の将来生活水準を切り下げる方向に作用している。

³ 早川英男（『金融政策の「誤解」』慶應義塾大学出版会、2016年）は、生命保険会社や年金基金など長期債に特別な選好を持つ主体の投資機会、および、金融取引の担保などに使う国債への需要により、日銀の大量の国債購入に限界がある可能性を指摘している。

⁴ それがどういった意味を持つのかは見方が分かれている（参考文献として、野内修太（参議院予算委員会調査室）「金融緩和の出口局面における日本銀行の財務リスク」『経済のプリズム』2017.8、野口旭「日銀債務超過論の不毛」ニューズウィーク日本版・コラム・ケイザイを読み解く2017.5.8、河野龍太郎「日銀の債務超過にどう対処するか」『月刊資本市場』2017.6など）。日銀が巨額の付利によって債務超過に陥っても、そうなる時は金利が上昇しているので、中長期的に見れば資産サイドから得られる収益も増加するため、あくまで一時的な現象に過ぎないとの見方がある。その一方で、「円の信認」を維持するには債務超過を避ける措置が必要になり、結局は巨額の財政補てんにつながり、日銀の独立性に悪影響が及ぶという見方、あるいは、そうした事態を避けるためにインフレ下でも超低金利を維持し、実質金利の低下によって急激な円安を招くという見方もある。そのほか、巨額の付利の発生を避けるために法定準備率を大幅に引き上げる結果、金融システムに大きな負担がかかるという見解もある。いずれにしても、未体験の極めて不確実な事態に陥る可能性が高いといえよう。



以上のように見てくれば、現行政策を早期に見直すことが望まれている。しかも今や「デフレではない状況」になっているわけで、加えて、欧米諸国ではインフレ率2%を実現していない段階で、景気の持続的成長とインフレ率の緩やかな回復の展望のもとで既に出口戦略に着手している。わが国も経済・物価の状況は悪くなく、極力早く出口戦略に着手するのが望ましいように見える。

しかし、ここで大きなハードルになってくるのが、「デフレではない状況」をもたらしている重要な要因が円高阻止にある、という構図である。誤解を恐れずに言えば、結局、わが国は円高を阻止するため変動相場制を部分的に放棄することで、持続的成長と脱デフレを可能にしているのである。ここで想起すべきは「国際金融のトリレンマ」という厄介な法則である。それは、自由な資本移動、金融政策の自主性、為替相場の安定の三つを同時に実現させることはできないというもので、資本移動の規制ができない以上、為替相場の安定を望むならば、金融政策の自由度は大幅に低下させざるを得なくなることを意味している。この法則に従えば、わが国は、円高阻止のために金融引き締め方向の政策自由度が奪われている状況、つまり、出口戦略が描けない状況にあることになる。出口戦略を描くには、為替を名実ともに変動相場制に戻すことが必要になるというのが理論的帰結である。

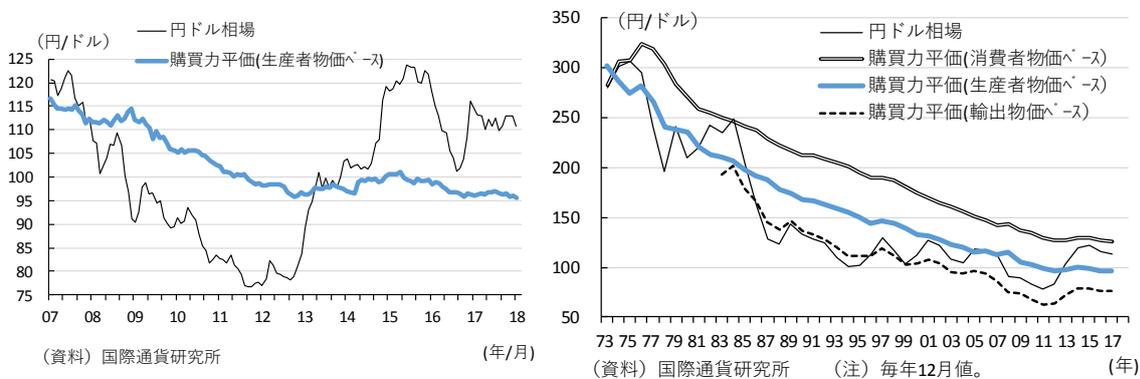
3 出口戦略への条件整備：円高耐久力を高める企業行動変革

<条件整備①：プライシング戦略の見直し>

こうしてみれば、現行の超金融緩和政策からの出口戦略に着手するには、企業や経済の円高耐久力をつけることが必要条件だとわかる。

では、現状の円高耐久力はどの程度のものか。まず、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」により採算レートをみると2018年1月時点で、1ドル=100.6円となっている。つまり、1ドル=100円程度までの円高進行であれば、基本的に輸出部門の収益は確保でき、デフレへの逆戻りは十分に回避できると考えられる。だが、ここでみてきおきたいのは、実際の為替相場と購買力平価の推移である。長期的に見れば、実際の為替相場は生産者物価（企業物価）ベースの購買力平価をメルクマールとしながら、輸出物価ベースおよび消費者物価ベースのそれを、それぞれ円高・円安の上限に変動してきたことがわかる。

(図表2)円ドル相場と購買力平価



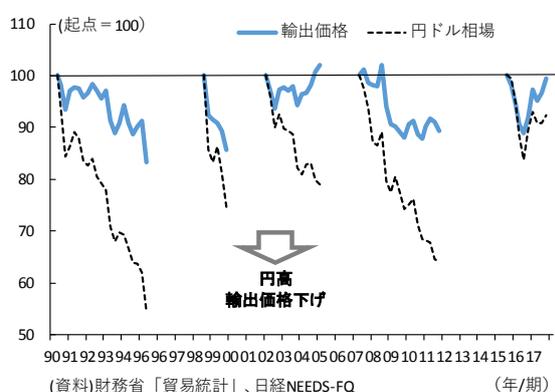
現状、生産者物価ベースの購買力平価は95円程度であり、事実上の為替相場の安定策を破棄すれば、円高が急伸する恐れがある。その場合、採算レートを上回る円高となり、企業収益が大きく悪化

し、景気失速からデフレ経済に逆戻りする可能性は排除できない。それは、直ちに出口戦略に向かう際のリスクであるが、ブレークスルーはどこにあるのか。

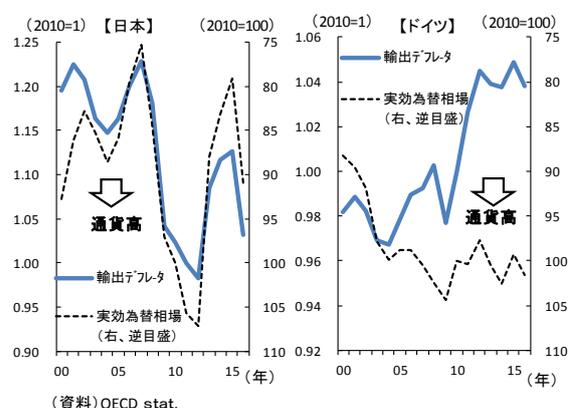
まず注目したいのは、企業のプライシング戦略の在り方である。わが国企業が円高下で収益を大きく悪化させる一つの重要な要因は、円高進行時に輸出市場での現地通貨建ての販売価格を据え置く傾向が強いことである。この傾向は、2000年代半ばにいったん薄れる動きもみられたが、基本的には90年代以降、大きな変化はみられない(図表3)。しかし、実は欧州企業の行動様式は異なる。欧州企業はユーロ高になれば、ユーロベースでの収益を維持するため、現地販売価格を引き上げる。図表4は日本とドイツの輸出物価(輸出デフレタ)と実効為替相場の推移を比較したもののだが、両国の違いは明確である。

欧州企業が強気の価格設定ができるのは、敢えて供給量を抑制し、ブランド価値の維持に努めていること、デザインにこだわり個性・差異性を明確に打ち出したマーケティング戦略をとっていることなどがある。これらのマーケティング戦略とプライシング戦略の有機的連関に、わが国企業も学ぶ面が多いだろう。

(図表3)わが国の輸出価格と円ドル相場の推移



(図表4)輸出物価と為替相場の日独比較



<条件整備②：輸出構造の転換>

円高耐久力を高めるには、輸出の非価格競争力を向上させることも有効な方策の一つである。実際それは、80年代以降の日本輸出企業が採った正攻法であり、それが品質に磨きをかけ、日本製造業の競争力を鍛える重要な源泉になってきたといえる。事実、わが国の輸出数量関数の価格弾性値(為替相場弾性値)は小さく、為替相場変動の影響を受けづらい。しかし、実は正にそのことが、結果としてわが国輸出企業の首を自ら締めることになってきた。円高の影響を受けないように非価格競争力を高めることで、円高でも輸出が減らずに経常収支黒字が続く結果、一層の円高をもたらすという悪循環が続いてきたからである。このことは、輸出の非価格競争力を向上させると同時に、後述のように内需拡大などで輸入を増やすことで対外収支の大幅黒字化を避ける必要性を物語る。

さらに、近年、別の課題も生じている。韓国・中国をはじめとするアジア新興国企業の躍進が顕著ななか、肝心のわが国輸出の非価格競争力が低下する傾向がみられるのだ(図表5)。こうした背景には、わが国の輸出構造が自動車やエレクトロニクス製品中心で、主に「機能性」で勝負している傾向が強いことが指摘できる。「機能性」はキャッチアップされ易く、新興国企業が提供する低コスト品に容易に代替されてしまう。そうした状況を避けるには、「機能性」よりも「嗜好性」での競争力を磨き、価格競争に巻き込まれないことが重要である。

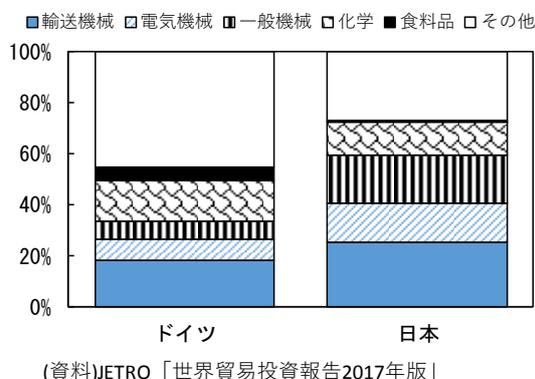
具体的には、前述のブランドやデザインにこだわることでその有力が手法だが、輸出品目自体を

「嗜好性」で勝負しやすいものにシフトしていく必要がある。ここでもドイツと品目構成を比較すると、わが国が機能性での勝負になりやすい機械類の割合が約6割を占めるのに対し、ドイツではそれらの割合は3分の1程度に過ぎない(図表6)。ドイツでは、正に「嗜好性」が左右する食品品の割合が高いほか、これも一種の「嗜好性」を競争力の源泉とする医薬品の占める割合が高い。

(図表5)わが国輸出数量の価格感応度の変化



(図表6)貿易品目構成の日独比較(2016年)



<条件整備③：持続的な賃上げ>

円高耐久力を高めるには、経済の外需依存度を下げること重要である。言い換えれば内需主導の成長を実現することが必要ということであり、それには最終需要を増やすという意味で、個人消費の安定的拡大が不可欠である。個人消費の拡大には何といても賃金の持続的上昇が必要である。さらに、賃金の持続的上昇は複合的な効果を持つ。それは需要拡大を通じたルートのみならず、人件費コスト上昇を通じて物価押上げに作用する。加えて、そうして基調的なインフレ圧力を高める方向に作用し、購買力平価の安定化につながるほか、内需拡大を通じた輸入増加＝対外収支黒字縮小というルートもあり、結果として、円高への歯止め効果ももたらす。

(図表7)主要変数変化の消費者物価への影響(試算)

名目賃金1%上昇	+ 0.20 %
円相場10%円安	+ 0.23 %
需給ギャップ指数6p改善 (過去1年の改善ペース)	+ 0.21 %

(資料)厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本銀行「短観」、財務省「法人企業統計」、日経NEEDS-FQ
 (注)以下の推計式による試算。(推計期間：1992/7-9～2017/10-12)
 $\ln(\text{消費者物価}) = 3.81 + 0.20 * \ln(\text{名目賃金}) - 0.035 * \ln(\text{円ドル相場(後方6期移動平均)}) - 0.00035 * \text{需給ギャップ(前年差)}$
 (20.9) (6.54) (-2.42) (-1.77)

ちなみに、名目賃金、円ドル相場、需給ギャップを説明変数に推計した消費者物価決定関数を用いたシミュレーションでは、10%の円高によるデフレ圧力は1%の賃金上昇率によるリフレ効果で相殺できる。先に金融緩和が出口に向かえば円ドル相場が1ドル=95円程度になる可能性を指摘したが、オーバーシュートの可能性も勘案すれば90円程度までの円高を想定しておく必要がある。その場合、ここ半年(2017年度下期)の相場の平均水準(1ドル=110円程度)からみて約2割円高が進むことになる。したがって、このデフレ圧力を相殺するには、名目賃金上昇率が2%を上回る必要があるという計算である。正社員ベースでみて、いわゆる官製春闘が始まってからの4年間

(2014～17年)の平均で、所定内給与の伸びは名目賃金全体の約半分である。この関係と、人手不足を背景に非正規雇用比率の上昇が頭打ちになってきたことを勘案すれば、いわゆるベースアップ率1%が定着すれば、出口戦略開始に伴う円高進行のデフレ圧力をさしあたり相殺できると試算される。

以上の検討を整理すると、デフレ経済へ逆戻りさせること無く、現行金融緩和策からの出口戦略を確実に進めるには、①プライシング戦略の見直し、②輸出構造の転換、③持続的な賃上げ、をセットで押し進める必要がある。これらは成長戦略・構造改革そのものであり、結局、異次元の金融政策はデフレ脱却の「きっかけづくり」にはなっても、「時間稼ぎ」がその本質であることが改めて確認されたといえよう。さらに、成長戦略・構造改革の主役はあくまで民間部門であり、政府は脇役に過ぎない。企業行動変革こそいま求められているものなのである。

もっとも、民間の自主的な行動転換が望まれるとはいえ、数十年にわたる経済停滞により、低価格志向の定着や春闘の機能不全など、現下の状況は厳しい。そうしたなか、いま政府が行うべきは、金融財政面での需要喚起策を拡大することではなく、円高耐久力をつける企業行動変革を促す仕組みづくりである。具体的には、“開店休業”中の政労使会議を復活し、関係者全体で危機意識を共有することが第1歩となる。そのうえで、官民が足並みを揃え、輸出構造・値付け・賃金決定の仕組みの同時変革に向けてタブーを排した議論と実行が求められる。

以上