

# 安倍政権の財政・金融政策のレジーム転換をどうみるか

調査部 主任研究員 河村 小百合

## 目 次

### 1. はじめに

### 2. 金融政策

- (1) 日銀のこれまでの金融緩和政策の足取り
- (2) わが国および欧米主要国の経済は、これまでどのように推移してきたのか
- (3) 中央銀行の政策運営は、世界的にみてどのような潮流のなかにあるのか
  - A. 1990年代
  - B. 2000年代前半
  - C. 2000年代後半
- (4) 欧米主要中銀は、危機後、どのような金融緩和を行ってきたのか
- (5) 非伝統的手段による金融政策運営の効果および副作用は、国内外でどのように考えられているのか
  - A. 効果
  - B. 副作用
- (6) わが国の今後の金融政策運営の方向性

### 3. わが国にとっての先行きのリスク

- (1) 「拡張的財政政策」の効果の考え方
- (2) 「拡張的財政政策」+「非伝統的手段による金融緩和の強化」により、予想される展開はどのようなものか
- (3) 仮に市場金利上昇が始まると、いかなる財政運営を余儀なくされるのか
  - A. 近々、利払い費急増による財政運営硬直化は不可避
  - B. 市場の信認をつなぎとめるために必要な財政運営とは
  - C. 国債残高規模の増加傾向を止めるには、どの程度の財政緊縮が必要か
  - D. わが国のプライマリー収支、財政収支の見通しと今後必要とされる緊縮幅

### 4. 欧州の経験

- (1) 市場金利上昇を、いかなる財政・金融政策運営で抑制したのか
- (2) ECBおよび金融当局の対応はどのように評価できるか
  - A. 金融当局の対応—民間金融機関の業務継続確保に向けての信用秩序維持政策
  - B. ECBのオペレーション

### 5. わが国に求められる政策運営

- (1) わが国にとって懸念される展開はどのようなものか—あり得る政策対応には、いかなる選択肢があるか
- (2) ハード・ランディング回避のために、取り組むべき課題とは何か

## 要 約

1. 2012年12月の総選挙を受けて誕生した安倍晋三政権は、「デフレ脱却」、「景気押し上げ」を最優先課題に掲げ、「拡張策を先行させる財政政策」と「非伝統的手段による金融緩和の強化」を組み合わせた政策運営に乗り出した。本稿では、このような政策運営が、世界的な潮流のなかでどのように位置付けられるのか、効果や副作用に関して内外の当局や学界ではどのように考えられているのかをまず整理する。そのうえで、近年の欧州の経験を踏まえつつ、わが国にとっての先行きのリスクを検討し、とるべき対応を考えることにしたい。
2. まず、主要先進国の中央銀行に共通する潮流として、1990年代に中央銀行の独立性が多くの国で強化され、インフレ・ターゲティング政策が導入される動きがみられた。新興国がグローバル経済に参入したことによる世界的な供給力の向上、賃金の抑制的な推移も加わって、2000年代前半には、おおむね、目標である一般物価の安定が達成された。他方、様々な金融資産市場において、金融的な不均衡が形成され、それらが2000年代後半に相次いで崩壊したことから、世界経済は危機に陥った。それを契機に先進諸国の中央銀行は、軒並み、従来の政策金利水準の誘導による政策運営の限界に直面し、非伝統的手段による金融緩和の実施に相次いで踏み切ることとなった。
3. そうした非伝統的な手段による金融政策運営の効果に関して、危機収束のための流動性供給の側面では効果が明確に認められる点について、国内外の見解は一致している。他方、实体经济面への影響に関しては、わが国における十数年余りの経験の分析からは効果を確認し難いものの、考え方としては、国内外で賛否両論が存在する状況にある。他方、副作用の側面では、①一般物価が適切な範囲を超えて、大幅に上昇しかねない、②資産価格が大幅に上昇し、持続不可能な金融的不均衡が発生しかねない、③政策の出口局面で中央銀行が買い入れた資産を売却する際、市況変動によって損失を被りかねない、といった点が懸念されている。
4. こうした安倍政権の政策運営が首尾よくデフレ脱却・物価上昇につながる場合も、つながらない場合も、市場金利は遅かれ早かれ上昇する可能性が高い。財政条件が極端に悪いわが国の場合、これが利払い費の急増を通じて財政運営を硬直化させ、自力での安定的な財政運営の持続可能性が疑問視される展開となることが懸念される。
5. 近年の欧州危機の経験からしても、一度、市場金利の上昇が始まると、それを止めるためには、当該国は、債務残高規模の増加傾向を少なくとも向こう1～2年程度の短期間のうちに止められるだけの財政緊縮策を、直ちに実行してみせることが必要になる。債務残高規模の増加傾向を止めるには、プライマリー収支の均衡では足りず、国債費を含む財政収支を均衡させることが求められるが、わが国の場合、この財政収支の赤字幅は足許で43兆円、2020年度には50兆円程度の規模に達するものと試算される。これは、一度、市場金利の上昇が始まると、50兆円規模の財政緊縮を毎年度実施できない限り、債務残高規模の増加傾向を止められず、その結果、市場金利に上昇圧力がかけられ続けるという悪循環に陥るリスクがあることを意味する。

---

6. 2009年以降の欧州債務危機において、市場から問題視された重債務国は、市場金利が財政危機型のイールド・カーブに変化するもとの、いずれも極めて厳しい財政運営を余儀なくされた。そうしたなか、ECBは、国債買い入れ要請に安易に応じることなく、金融当局とともに、①国債金利は民間市場参加者が形成する、②民間銀行の保有国債の時価評価は継続する、③重債務国を含む加盟国全体に財政再建を断行させる、という原則を死守する政策対応をとったと評価できる。

7. わが国にとって、今後も「デフレ均衡」に安住することは許されない。その意味で安倍政権の取り組みについては、この「デフレ均衡」を破ろうとする試みとしては、評価できる。もっとも、その際には、「デフレ均衡」をうまく破ることができた場合も、できなかった場合も、市場金利の上昇を通じて、わが国の財政運営が持続不可能となりかねない大きなリスクが存在することに留意する必要がある。ハード・ランディングを回避するためには、①50兆円規模の財政収支赤字を解消し、均衡させるための努力に早急に着手する必要がある。例えば道州制といった「国のかたち」の在り方の大幅な刷新にも踏み込んだ、抜本的な「財政構造改革プログラム」を早急に策定し、これをできるだけ早期に、数年間のうちに実行に移すことがまず求められる。加えて、②物価目標達成の責任を日銀のみに偏重して負わせることなく、わが国の産業構造が時代に合った形で円滑に転換していくことが可能となるよう、政府もともに責任の所在を明確にして改革を担っていくことが求められる。

## 1. はじめに

2012年12月の総選挙を受けて、政権に返り咲いた自民党の安倍晋三政権（公明党との連立政権）は、「わが国経済のデフレからの脱却」、「景気の押し上げ」を最優先課題に掲げ、財政、金融の両政策で、わが国の従来の政策運営スタンスを大きく転換した。

財政政策の面では、まず、2013年2月26日に成立した2012年度の補正予算で、公共事業を中心とする4.7兆円規模の景気対策を盛り込んだ。また、現在、国会で審議中の2013年度当初予算に関しても、ほぼ前年度並みの総額92.6兆円規模（前年度比▲0.3兆円）として、主要な政策経費を軒並み前年度並み以下に抑制するなかで、公共事業費のみは前年度比+16%の約5.3兆円を計上し、“一時的”という説明付きではあるが、拡張的な財政運営スタンスへの転換を鮮明にした。他方、わが国としての中・長期的な財政再建の在り方に関しては、従来からの「2020年度にプライマリー収支均衡」、「2015年度に同収支の赤字幅を2010年度対比で半減」という目標を堅持することを安倍首相自身が明言しているものの、その具体策に関しては、現時点ではまったくめどが立っておらず、政権としての検討の方向性も示されていない状況にある。

金融政策の面では、安倍首相自身が2012年12月の就任直後から、「物価目標2%の達成」に向けての金融緩和強化を日本銀行に対して強く求めた。日銀もこれに呼応する形で、2013年1月22日の金融政策決定会合において、「物価目標2%の導入」に加え、「(この)物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買い入れ等の措置を、それぞれ必要と判断されるまで継続すること」、および「2014年初からは、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買い入れを行うこと」を決定した。また同日、物価目標2%の導入、およびその達成に向けての取り組みを示した、政府と日銀の共同文書も発表された。さらに、3月21日には、デフレ脱却に向けての一段の金融緩和に積極的なスタンスをとる黒田東彦氏が日銀の新総裁に就任し、それまでの日銀の緩和路線よりも、さらに大胆な金融緩和路線に転換する可能性が高いものとみられている。

このように、安倍政権は、“一時的”との説明を付した「拡張的財政政策」と、「非伝統的手段による金融緩和の強化」を組み合わせた政策運営へと、大きく舵を切った。本稿の問題意識は、デフレ脱却を目指すこのような政策運営が、わが国の経済・財政の先行きに、いかなるリスクをもたらすのか、という点にある。

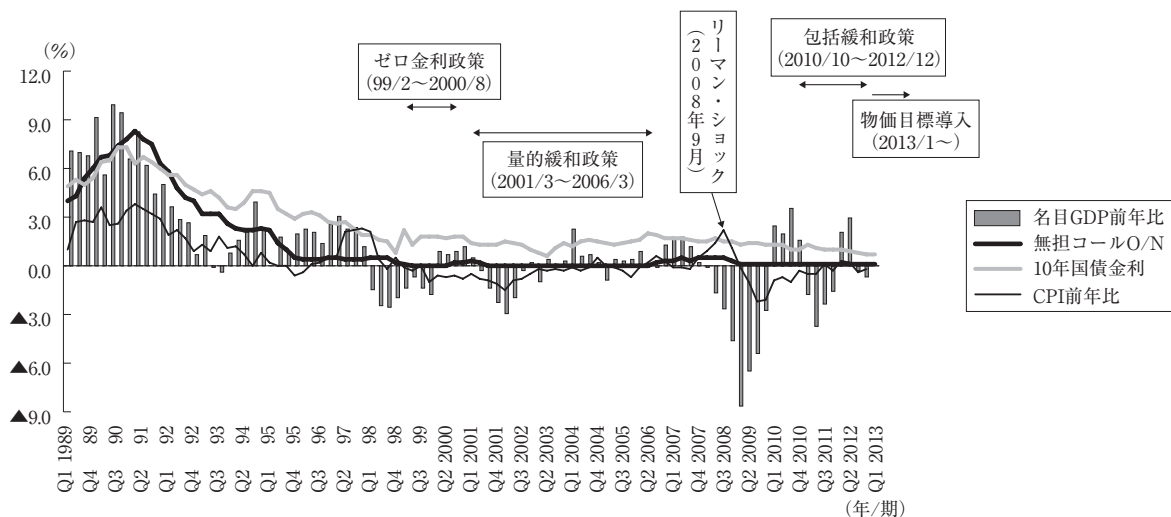
そこで、まず、日銀のみならず主要国の中央銀行が、いかなる金融政策運営上の潮流のなかに置かれているのか、また非伝統的手段による金融緩和と政策の効果は、これまでのところ国内外でどのように考えられているのか、といった点、そして、財政政策の面では、公共事業を中心とする拡張的な政策運営の効果はどうみるべきか、について検討する。そのうえで、わが国にとっても他人事ではない財政危機のリスクについて、欧州各国の経験や政策対応を踏まえつつ詳しくみることとする。そして、安倍政権による「“デフレ均衡”からの脱却」に向けての取り組みを契機に、わが国として、経済の持続可能な真の再生につなげるためには、今後、いかなる課題に取り組むことが求められているのかを検討することとしたい。

## 2. 金融政策

### (1) 日銀のこれまでの金融緩和政策の足取り

まず、金融政策の面から、日銀によるこれまでの政策運営の足取りをみてみよう（図表1）。1980年代末のバブル崩壊後、日銀は政策金利である無担コールO/N（オーバーナイト）レートを、91年初をピークとして段階的に引き下げた。しかしながら、90年代後半には国内の金融危機が深刻化の一途をたどり、つれて実体経済も大きく落ち込むに至ったことから、無担コールO/Nレートを内外に例のないゼロ％に引き下げる「ゼロ金利政策」を99年2月に実施した。これは、2000年夏にいったん解除され、同レートを小幅のプラスに引き上げる方向で誘導する金融政策運営が行われたものの、その後の景気の再度の落ち込みを受け、2001年3月からは同レートを再びゼロ％に引き下げたうえ、日銀によるベース・マネーの供給量を順次拡大していく「量的緩和政策」が実施され、その後2006年3月までの約5年間にわたり継続された。

（図表1）日銀の政策金利とわが国の経済情勢の推移



（資料）Datastream  
（原資料）日本銀行、総務省統計局、内閣府

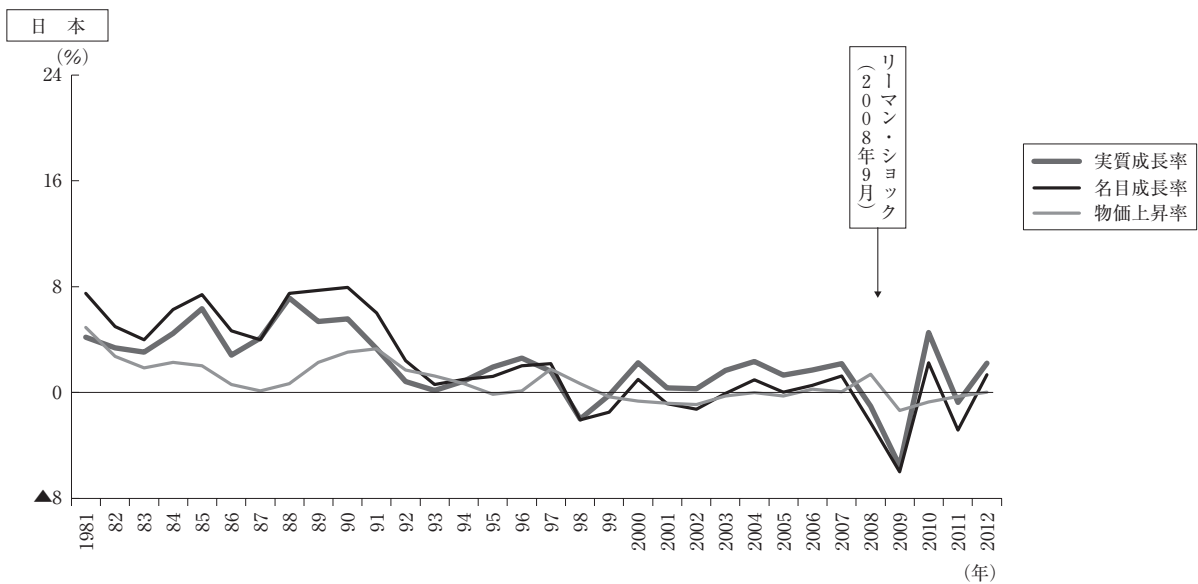
2000年代半ば以降のわが国経済は、小泉政権による構造改革の奏効などもあって、緩やかではあるがようやく回復の兆しがみえはじめてきた状況にあったところ、2008年9月のリーマン・ショックによる世界経済・金融危機に見舞われることとなった。欧米主要国においては、主力の金融機関の経営が大きな打撃を受けるなど、市場の金融仲介機能は著しく低下し、金融システムにシステミック・リスクが差し迫る状態となった。これに対処するため、欧米主要国の中央銀行も、政策金利の引き下げにとどまらず、軒並み危機対応としての流動性供給を当初の目的として、非伝統的手段による金融緩和に踏み切ることとなった（「信用緩和」、ないし「量的緩和」等。詳細後述）。日銀が国内の金融危機に際して非伝統的な手段による金融政策を導入してから遅れること約10年、欧米各国の主要中央銀行も、同様の金融政策運営を迫られることとなったわけである。わが国の場合、リーマン・ショックによる金融システムへの影響は、欧米主要国に比較すれば軽微であったものの、実体経済の落ち込みの度合いは、わが国が

主要国のなかでもっとも厳しいものとなった。その後、90年代末以降のデフレ状態が長期化していることに対応して、日銀は2010年10月、「包括緩和」政策の実施に踏み切った（後述）。そして、安倍政権誕生後の2013年1月、「2%の物価目標」を導入し、現在に至っている。

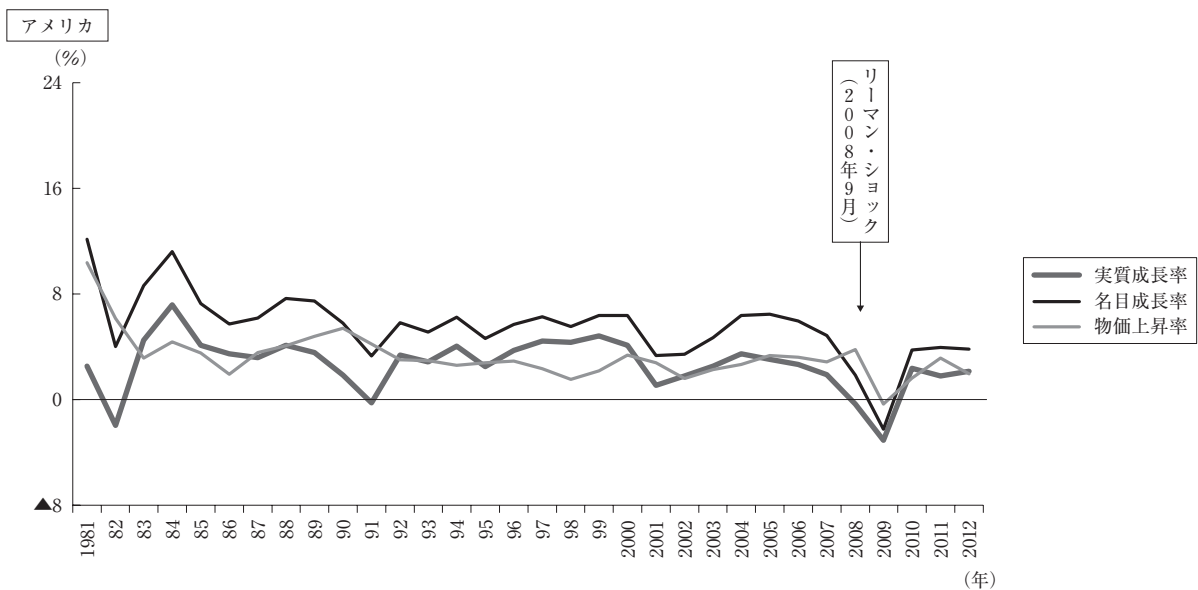
(2) わが国および欧米主要国の経済は、これまでどのように推移してきたのか

ここで、わが国および欧米主要国の経済が、これまでどのように推移してきたのかを、やや長期的な視点から確認してみよう（図表2-1～3）。1980年代前半には、各国とも軒並み、高インフレ率に悩

(図表2-1) 主要国の経済状況の長期推移



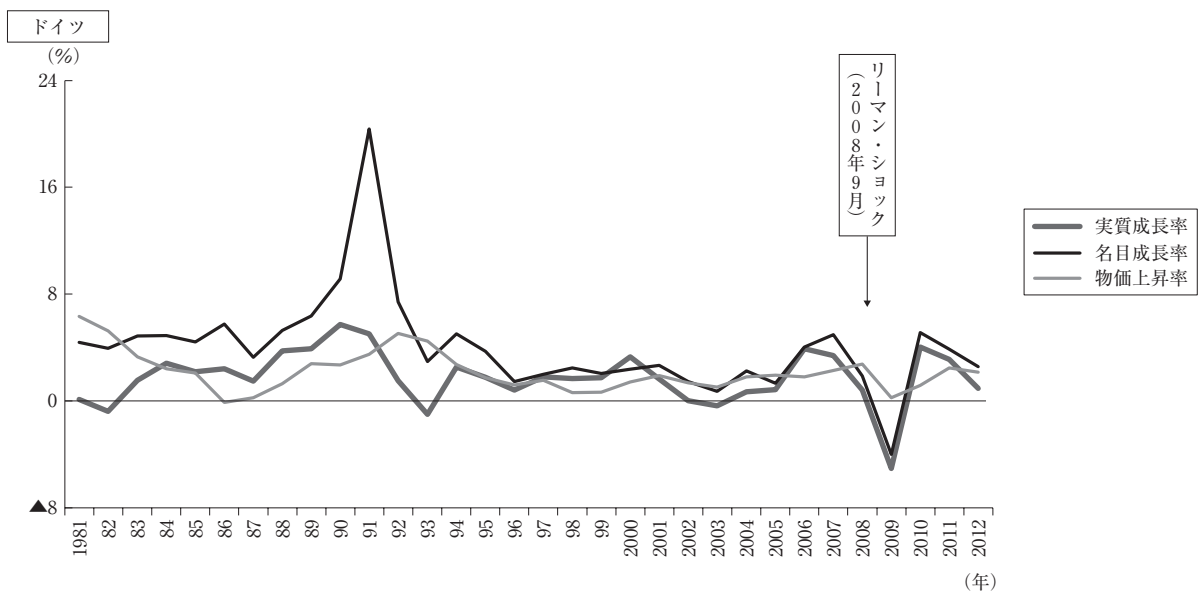
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012  
(注) 2011年以降はIMFによる見込み。



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012  
(注) 2011年以降はIMFによる見込み。

まされている状態にあった。81年の消費者物価の前年比上昇率は、わが国で4.9%、旧西ドイツでも6.3%であったほか、アメリカでは10.4%、イギリス12.2%、イタリアに至っては19.5%と、主要先進国といえども二桁のインフレ率に悩まされている国が少なくない状況にあった。その後は85年の「プラザ合意」による為替レート調整や、90年前後のバブル崩壊を経て、各国の経済成長率やインフレ率の振幅は徐々に収斂することとなった。そして、2008年9月のリーマン・ショックを契機とする世界経済・金融危機を受けて、2009年には各国とも経済成長率が大きく落ち込む結果となった。なお、90年代末以降今日に至るまでの間、各国のグラフからも確認できるように、「デフレ状態」が持続しているのは、主要

(図表 2-2) 主要国の経済状況の長期推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012  
(注) 2011年以降はIMFによる見込み。



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012  
(注) 2011年以降はIMFによる見込み。

(図表 2-3) 主要国の経済状況の長期推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

(注) 2011年以降はIMFによる見込み。

国のなかではわが国のみとなっている。

### (3) 中央銀行の政策運営は、世界的にみてどのような潮流のなかにあるのか

主要国の中央銀行は、各国経済のこうした推移をにらみつつ、それぞれ独自に政策運営を行ってきたわけであるが、そこには一定程度、各中銀に共通するいわば「潮流」ともいべき共通性が認められる。日銀もその例外ではない。この「潮流」、すなわち主要国の中央銀行の金融政策運営にまつわるトレンドの変化を振り返ってみよう。

#### A. 1990年代

前節でみたように、1980年代は、各国がまだ高インフレ率に苦しんでいた時代であった。その反省から、中央銀行の金融政策運営が、政治的な圧力等にさらされないことが必要である、との考え方が広く共有されることとなり、90年代には、中央銀行の独立性を強化する動きがみられた。わが国では97年に日銀法が改正され、98年に施行された。欧州各国においては、従前は金融政策の決定権限を中央銀行ではなく政府（大蔵省）が握る国がイギリス、フランスをはじめとして少なくなかった。しかしながら、99年の単一通貨ユーロ導入、欧州中央銀行制度の創設を控え、マーストリヒト条約により、ユーロ導入に参加する国は中央銀行の独立性を確保することが義務付けられた。これにより、ユーロ圏各国は、旧来のドイツ連銀型ともいえる、政府からの独立性を確保された中央銀行制度を取り入れるところとなった。イギリスは欧州の大陸各国とは距離を置き、ユーロには参加しない道を選んだが、99年に金融政策運営の決定権を大蔵省から中央銀行であるイングランド銀行に移管した。

独立性が強化された中央銀行は、次のステップとして、金融政策運営の説明責任を国民に対して果た



---

すことが求められるようになった。そこで、多くの国々に採用されるに至ったのが、「インフレ・ターゲティング」である。これは、中央銀行自ら、もしくは当該国の政府、ないしはこの両者によって、当該国で望ましい物価上昇水準を数値で設定して示し（例えば「消費者物価上昇率を前年比で+2%程度に抑制すべく、金融政策運営を行う」等）、それに向けての金融政策運営、および結果の説明を中央銀行が行う、というものである。これは、各国の一般的な国民にとってもわかりやすく、有効なツールとして評価され、実際に高いインフレ率を望ましい水準にまで抑制する、という実績の面でも効果がみられた。

また、この時期は、中央銀行への権限集中を回避すべく、金融監督権限については、多くの国で政府（金融監督庁等）が所管することとなった。

## B. 2000年代前半

90年代における、各国中央銀行の独立性の強化、および多くの国々での「インフレ・ターゲティング」の導入を受けて、主要国の中央銀行は、消費者物価に代表される一般的な物価という意味での「物価安定」を達成するところとなった（図表2-1~3）。その背景には、「インフレ・ターゲティング」の奏効に加え、新興国経済の参入により安価な財・サービスがグローバル経済に供給されるようになったことも影響した。

この頃の主要国中央銀行の金融政策は、事後的にみれば、いわゆる「テイラー・ルール」で説明することができる。これは、スタンフォード大学のテイラー教授が93年の論文で提唱したもので、87~92年のFed（連邦準備制度）の金融政策運営を、政策金利であるFFレートについて推計すると、長期的な均衡実質金利（潜在GDP水準が実現するときの実質金利水準）と目標物価水準、需給ギャップで説明可能、というものである。これは、Fedの2008年のリーマン・ショック前までの金融政策運営や、他国の金融政策運営にあてはめても、おおむね現実の結果と整合的であることが広く知られている。

## C. 2000年代後半

もっとも、2000年代には、一般物価の安定が達成された一方で、それ以外の側面では不都合が生じていた。具体的には金融資産市場における経済的な不均衡の発生である。これらはすなわち、経済の実力や実態とはかけ離れた水準で、資産価格が形成されていたものであり、いわゆる「バブル」に相当する。そして、これらの不均衡は、2000年代後半以降、次々と崩壊し、各国の経済や国際金融市場に、大きな悪影響を及ぼすこととなった。2007年夏のアメリカのサブ・プライム危機然り（アメリカの住宅価格の不均衡）、2008年9月のリーマン・ショック然り（証券化商品価格の不均衡）、2009年秋以降の欧州ソブリン危機然り（ユーロ圏の一部の国々の国債価格や、アイルランド・スペイン等における不動産価格の不均衡）、である。

このように、危機が立て続けに発生したことを受け、欧米の中央銀行は、その収束に向けて、政策金利の誘導以外の非伝統的な手段による金融政策運営（「信用緩和」、「量的緩和」等）の導入を余儀なくされることとなった。日銀が、国内の金融危機を受けて99年に「ゼロ金利政策」、2001年に「量的緩和政策」を導入してから遅れること約10年、欧米主要国の中央銀行も、従来の金融論の世界が想定してこ

なかった、新しい金融政策運営の次元に踏み込まざるを得なくなったのである。

なお、わが国やアメリカでは、中央銀行の重要な機能として、金融市場にシステミック・リスクが迫った際の「最後の貸し手」機能が認められているが、これとは対照的に、かつてのドイツ連銀をはじめとする欧州各国では認められていなかった。欧州各国においては、中央銀行の使命としての「物価安定」というマנדートがいわば「至上命題」であるがゆえに、「最後の貸し手」機能を安易に認めてしまうと、中央銀行の政策運営上、「物価安定」目標の追求と相反する結果となりかねない、と考えられていたのである。こうした流れを受け、99年に発足したECB（欧州中央銀行）においても、当初、「最後の貸し手」機能はその制度上、あまり公にされることなく消極的にしか用意されていなかった（注1）。しかしながらECBは、2009年以降の欧州ソブリン危機を受けて、自力での財政運営が不可能となったギリシャ、アイルランド、キプロス等の国々の民間金融機関向けに、ELA（緊急流動性支援）による大量の資金供給、すなわち「最後の貸し手」機能を大規模に発揮せざるを得ない事態に追い込まれているのである。

なお、この期間中、わが国においては、長期化するデフレをいかに克服するかが課題となった。

(4) 欧米主要中銀は、危機後、どのような金融緩和を行ってきたのか一日銀との比較ではどうか

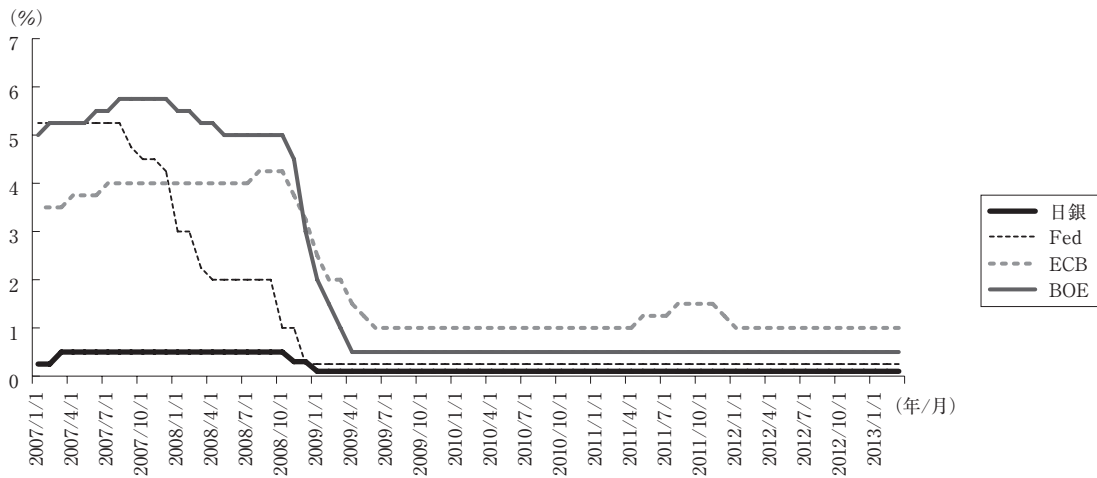
次に、欧米主要中銀は危機後、非伝統的手段によるどのような金融緩和を行ってきたのかを、90年代末以降の日銀の政策運営と比較しつつみてみよう。

最初に、従来の金融論が前提としていた、「伝統的な金融政策運営」について確認しておこう。ここでは、中央銀行が政策金利を誘導することによって、实体经济の需給バランス、ひいては一般物価の安定を達成することが可能であると考えられていた。実際にも、①名目金利の水準からみて、中央銀行が政策金利を上下させる余地がある場合、および②一般物価の上昇率がプラスの範囲内にある場合、という両方の条件が満たされる限りにおいては、中央銀行は政策金利誘導による金融政策運営によって、財・サービスの需給バランスを有効にコントロールすることが可能であった。すでにみたように、2000年代の前半、わが国を除く主要先進国は、こうした「伝統的な手段による金融政策運営」によって、従来からの目標であった「一般物価の安定」をおおむね達成した。その際のキーワードは「インフレ・ターゲティング」および「テイラー・ルール」であった。

しかしながら、金融危機（日本：90年代末の国内の金融危機、欧米：2008年のリーマン・ショック）以降、主要国の中央銀行は、金利操作の下限（名目金利で1%以下）に直面した（図表3）。そこで、危機収束、すなわち国際金融市場におけるシステミック・リスク顕現化の回避に向けた対応の必要性も加わり、各国中銀は軒並み非伝統的な手段による多額の資金供給、すなわち「非伝統的な金融政策」に踏み切ることとなった。実際に、各中銀の政策金利が0%近傍に到達した後も、さらに多額の資金（ベース・マネー）が金融政策運営の一環として各国の銀行システムに供給されたのである。これは、各中銀の資産規模の推移からも確認できる（図表4）。日銀は、国内の金融危機が深刻化した90年代末以降、相対的な資産規模を大きく拡大させ、2005年末には、名目GDP比が約30%に達した。欧米主要国の中央銀行も、2008年のリーマン・ショック以降、日銀の後を追う形で、それぞれ資産規模を拡大した。

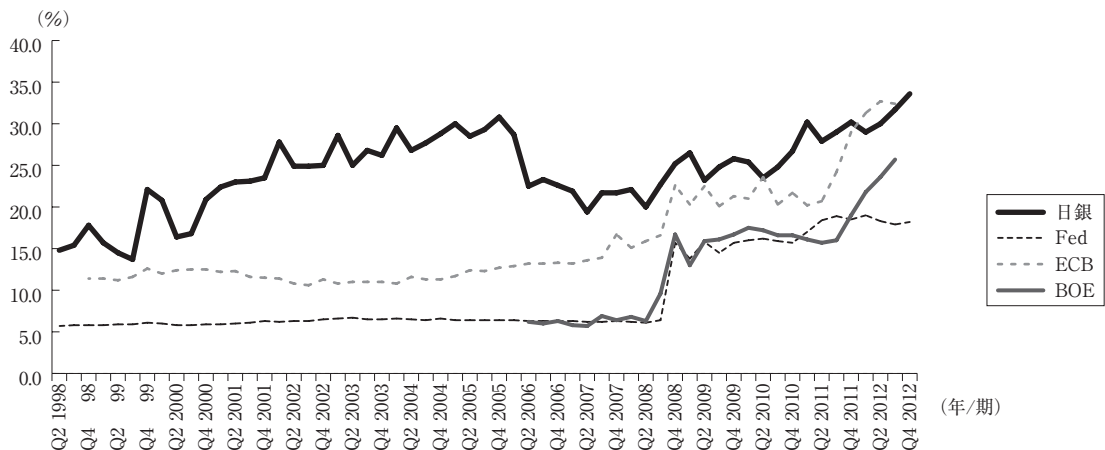
ただし、実際のオペレーション、および政策運営に関する説明をするうえでの力点の置き方は、各中

(図表3) 主要国中央銀行の政策金利の推移



(資料) Datastream  
 (注) 各中央銀行の政策金利はそれぞれ、無担コール・オーバーナイト (日銀)、FFターゲット・レート (Fed)、メイン・リファイナンス・オペ固定/最低ビッド・レート (ECB)、ベース・レート (BOE)。

(図表4) 日米欧中央銀行の資産規模の推移 (名目GDP比)



(資料) Datastream  
 (原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS。

銀によって様々である。FedやECBは、中央銀行の資産の観点を中心に、従来の範囲を超えてリスク資産を買い入れることに主眼を置き、「信用緩和 (credit easing)」という表現を用いている。これに対し、BOE (イングランド銀行) は、当初、中央銀行の負債の観点を中心に、経済における通貨供給量の増加につなげるべく、ベース・マネーの供給量を増やすことを重視し、「量的緩和 (quantitative easing)」という表現を用いている。ただし、BOEの説明振りは、その後微妙に変化し、「信用緩和」的な側面もあることを認めている。また日銀は、中央銀行の資産・負債の両側面に軸足を置く、という意味で、2010年10月以降の政策を「包括緩和」と称している。

なお、各中央銀行がこれまで「非伝統的な金融政策運営」によって買い入れた資産は、図表5の通りである。各中銀とも、自国債を買い入れている点は共通しているが、それ以外の資産としては、MBS

(図表5) 主要国中央銀行の資産買い入れプログラムの規模

中央銀行	プログラム	買い入れ資産	ピーク規模 (10億各国通貨)	ピーク規模 (10億米ドル)	2008年名目GDP (10億各国通貨)	対経済規模 比率 (%)
連邦準備制度	QE1 (量的緩和1)	GSEエージェンシー債	\$175		\$14,292	1.2
		MBS	\$1,250			8.7
		財務省証券 (= 米国債)	\$300			2.1
	QE2	財務省証券	\$600			4.2
	満期拡張プログラム	財務省証券	\$667			4.7
QE3	MBS (住宅ローン担保证券)	財務省証券 (注3)	\$160		1.1	
			\$0		0.0	
イングランド銀行	APF (資産買い入れファシリテーター)	ギルト債 (= 英国債)	£375	\$590	£1,441	26.0
		CP (コマーシャル・ペーパー)	£1.97	\$3.10		0.1
		社債	£1.6	\$2.52		0.1
欧州中央銀行	CBPP (カバード・ボンド買入プログラム)	カバード・ボンド	€60	\$81	€9,219	0.7
	SMP (証券市場プログラム)	ユーロ圏各国債	€220	\$297		2.4
	CBPP2	カバード・ボンド	€40	\$54		0.4
日本銀行	買い切りオペ	JGBs (= 日本国債)	¥106,800	\$1,253	¥501,209	21.3
		CP	¥3,000	\$35		0.6
		社債	¥1,000	\$12		0.2
	APP (資産買い入れプログラム)	JGBs	¥44,000	\$516		8.8
		国庫短期証券	¥24,500	\$287		4.9
		CP	¥2,200	\$26		0.4
		社債	¥3,200	\$38		0.6
		ETFs	¥2,100	\$25		0.4
		J-REITs	¥130	\$2		0.0
連邦準備制度 計			\$3,152	\$3,152		22.1
イングランド銀行 計			£379	\$596		26.3
欧州中央銀行 計			€320	\$432		3.5
日本銀行 計			¥186,930	\$2,193		37.3

(資料) Fawley and Neely, "Four Stories of Quantitative Easing", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, January / February 2013を基に日本総合研究所作成

(原資料注1) ドル建て値は、2009年1月～2012年11月までの各国通貨の対ドル為替相場の平均値を用いて換算。

(原資料注2) 連邦準備制度のQE3による月次の買い入れ、および日銀の買い切りオペによる月次の買い入れ額は、ともにオープン・エンドのものであるが、ここでは2012年12月までの計数。

(原資料注3) 連邦準備制度のQE3による財務省証券の買い入れは、2012年12月12日にアナウンスされたが、2013年中、月当たり450億ドルのペースで実施される予定。

(Fed)、CP・社債 (BOE、日銀)、カバード・ボンド (ECB)、ETFs・J-REITs (日銀) など多岐にわたる。規模の側面からみると、ドル建て換算の金額ベースではFedが約3.1兆ドルと最大であるが、名目GDP比で見ると、日銀が約37%相当と、すでに最大となっている。ただし、各中銀の金融緩和の度合いは、単にその資産規模の大小のみから計ることは適当ではないことに注意する必要がある。なぜなら、上述のように、各中銀の力点の置き方は様々であるほか、中銀当座預金に付利する制度の導入によって資産規模の維持が図られている点が指摘されている (翁 [2011])。また、ECBのように、資産買い入れオペは極力回避しつつ適格担保基準を相当程度緩和し、異例の長期の有担保オペを実施することによって市中への資金供給を大幅に拡大し、結果として中央銀行の資産規模が膨らんでいるケースもみられる。

(5) 非伝統的手段による金融政策運営の効果および副作用は、国内外でどのように考えられているのか  
このような非伝統的手段による金融政策運営は、わが国では90年代末から採用され、すでに10年以上

---

の時間が経過しているが、欧米主要国ではまだ数年程度の経験に過ぎない。こうした政策運営にどのような効果が確認できるのか、また期待できるのか、その副作用としてはどのような点があり得るか、等について国内外では現状どのように考えられているのかを整理してみよう。

#### A. 効果

まず、効果の側面であるが、金融危機を収束させるうえで有効である、ということは、わが国における90年代末以降の経験、欧米主要国におけるリーマン・ショック以降の経験、の両方を踏まえ確認されている点であり、国内外で見解は一致している。国際金融市場にシステミック・リスクが差し迫る場合、中央銀行が非伝統的手段によって資産を買い入れ、その対価として市場に流動性を供給することは、各国銀行システムの危機を収束させるうえで実際に有効に機能した。

しかしながら、リーマン・ショック以降、当初は危機対応として、非伝統的手段による金融政策運営に踏み切った欧米各国の中央銀行も、その後、時間の経過につれ、その目的は様々に変化しているのが実情である。「インフレ目標の達成」、「実体経済の刺激」、「欧州ソブリン危機の封じ込め」等である。

では、非伝統的手段による政策運営の、実体経済へのリフレ的な効果は確認できるのだろうか。この点について、わが国ではすでに10年以上の時間が経過しているが、実証分析を踏まえた研究等では、否定的な結論が多い模様である。実証分析を待つまでもなく、90年代末以降にわが国経済が実際にたどってきた軌跡からすれば、国民の実感としても、リフレ的な効果は感じられていないのが事実であろう。ただし、この点に関しては、「非伝統的手段による金融政策運営に、そもそも実体経済へのリフレ効果は期待できない」とする考え方と、「日銀によるこれまでの非伝統的手段による金融緩和、資金供給の度合いが不十分であったために、目下のところリフレ効果が確認できていないのであり、日銀が緩和の度合いを強めれば効果も期待できる」とする考え方との両論が存在しているように見受けられる。

欧米各国における効果においては、非伝統的手段の採用後、まださほど時間が経過していないため、実証分析を行うにはデータが揃わず時期尚早の段階にある。また、非伝統的手段の採用の初期においては、政策金利の引き下げも同時に実施されていたため（図表3）、効果があるとしても、それが政策金利引き下げとベース・マネーの供給拡大のどちらに起因するのかの判別が困難、という事情も存在する。欧米各国では、非伝統的手段による金融政策運営を扱った論文は、まだあまり多くは発表されておらず、今後、当事者である各国中銀を含め、国際的に議論が深められていくものと推察される。ちなみに、そうしたなかで最近発表された数少ない論文である、アメリカのセントルイス連銀のエコノミストによる論文（Fawley and Neely [2013]）においては、「幅広いリサーチの結果、QE（量的緩和）の効果としては、資産価格に働きかける望ましい効果が一般的に示唆されているものの、幅広い経済への効果は確認し難い」（p81、訳は筆者）と述べられている。

#### B. 副作用

他方、非伝統的手段による政策運営のあり得る副作用としては、主に次のような3点が考えられよう。（イ）一般的な物価が、適切な範囲を超えて大幅に上昇することはないか、（ロ）資産価格が大幅に上昇し、持続不可能な「不均衡」が発生することはないか、（ハ）金融市況の変化（市場金利の上昇）によ

り、非伝統的手段による金融政策の運営主体である中央銀行が多額の損失を被ることはないか、といった点である。

これに加え、わが国の場合は、主要先進国とは別のリスクが存在する。すなわち、安倍政権誕生後の2013年入り後の金融政策運営は、「物価目標2%の達成」を目標としているが、わが国の場合、財政の基礎的条件が極端に悪いため、「出口」局面における市場金利上昇には、国の財政運営そのものの安定的な継続を困難にする側面がある、といえよう。

(6) わが国の今後の金融政策運営の方向性

日銀は2010年10月、「包括緩和」政策の実施に当たり、バランス・シート上に「資産買い入れ等の基金」を設けた(図表6)。これは、従来とは異なる多様なリスク資産(ETFs、J-REITs)を買い入れるほか、通常の成長資金の供給オペとは別建てで国債も買い入れることとしたため、基金を設けバランス・シート上の他の資産とは明確に区分し、また買い入れ金額の上限を明確にするという意図があった。「包括緩和」においては、狭義でのインフレ・ターゲティングには相当しないものの、「中長期的な物価安定の理解」という表現で、2%以下のプラスで、中心値は1%程度、という望ましい物価水準が示されていた。

(図表6) 日銀の「資産買入等の基金」の内訳(白川前総裁退任時点) (兆円)

	2010年末 (導入直後)	2011年末	2012年末	2013年末 目途	2014年初以降
総額	26.3	42.0	67.1	101.0 (程度)	2014年末時点で111兆円程度の模様
資産の買い入れ	1.4	10.0	40.2	76.1	期限を定めない資産買い入れ方式(毎月、長期国債2兆円程度を含む13兆円程度。ただし、国債の満期到来分を勘案)
長期国債	0.5	2.9	24.1	44.0	
国庫短期証券	0.7	2.7	9.6	24.5	
CP等	0.1	2.0	2.1	2.2	
社債等	0.1	1.5	2.9	3.2	
指数連動型上場投資信託	0.0	0.8	1.5	2.1	
不動産投資信託	0.0	0.1	0.1	0.1	
共通担保資金供給オペ	24.8	32.0	26.9	25.0	

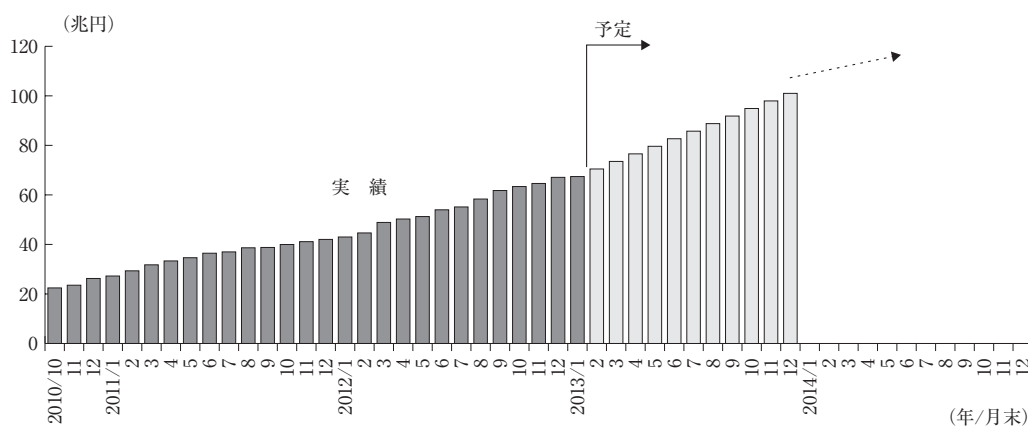
(資料) 日本銀行「資産買入等の基金の残高の推移」等を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 2014年末の基金残高(111兆円程度)は、基金内の国債の満期到来等を勘案したうえで、日銀による見込み。  
 (注2) 日銀は、本表が示す「資産買入等の基金」とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買い入れを行っている。

しかしながら、2012年12月の総選挙の結果、自公連立政権に交代したことを受け、日銀は、2013年1月22日の金融政策決定会合において、「2%の物価目標」を導入した。さらに、2014年初からは、この物価目標が達成されるまで、期限を定めず、当分の間、長期国債2兆円を含む13兆円の買い入れを毎月実施することを決めた。この線で金融政策運営を行い、かつ今後、基金内で満期が到来する国債の償還も勘案すると、基金の残高は2014年度末には111兆円程度に達するものとみられている(図表7)。同時に、政府との間で、「デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現に向けて」という内容の共同文書を発表した。

そして3月21日には、黒田東彦新総裁のもとでの新執行部が発足した。黒田新総裁は、3月26日の衆議院財務金融委員会における、「通貨及び金融の調節に関する報告書」の説明の場で、「量的にも質的にも大胆な金融緩和を推進していく必要がある」と述べている。

今後の具体的な金融政策運営は、本稿執筆時点では明らかではない。しかしながら、「物価目標2%」

(図表7) 「資産買入等の基金」の積み上げ実績と予定



(資料) 日本銀行「資産買入等の基金の残高の推移」等を基に日本総合研究所作成

(注) 日銀によれば、2014年末の基金残高は、基金内の国債の満期到来等を勘案すると、111兆円程度となる見込み。

の達成に向けて、今後金融緩和のさらなる強化が図られる場合、買入れ対象資産の実際の市場規模からすれば(図表8)、CPや社債といった民間のリスク商品を大幅に買い増すことは事実上難しく、実際には国債を大幅に買い増すオペレーションが実施される可能性が高い。安倍政権が今後、中長期的な意味でいかなる財政運営を行っていくのかは、今のところ定かではない。ただし、場合によっては、日銀が国債を大幅に買い増すのを奇貨として、安倍政権が抜本的な財政再建策に取り組まないまま月日がさらに経過し、国債残高の規模が増加の一途をたどり、「国債価格バブル」の形で「中長期的に持続不可能な不均衡」のマグマが潜在的に巨大化しつつ蓄積するという可能性も排除できない。

(図表8) 日銀の基金買入れ対象資産の市場規模の比較(2012年12月末残高)

(10億円)	
国債	760,313
国庫短期証券	175,465
CP	10,960
社債	60,886
J-REITs	4,513
(参考)	
日本銀行総資産	158,363

(資料) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』不動産証券化協会『ARES J-REIT REPORT』Vol.38 January 2013を基に日本総合研究所作成

(注1) CPは銀行等引受分と銀行等発行分の合計。

(注2) J-REITsは、上場分(37投資法人)の時価総額。

(注1) ECBの「最後の貸し手」機能は、ELA(emergency liquidity assistance、緊急流動性支援)によって発動されるが、2009年の欧州ソブリン危機到来までの時点では、ECBの公式文書におけるその記述は、あまり多くはなかった模様である。1999年版のAnnual Report(Chapter IV Financial stability and prudential supervisionの1 The institutional framework for financial stability)や、Financial Stability Reviewの2006年12月号(Chapter IV Special FeaturesのE The EU arrangements for financial crisis management)にELAに関する記述がみられる。

### 3. わが国にとっての先行きのリスク

#### (1) 「拡張的財政政策」の効果の考え方

前回の自公連立政権の時代から、民主党政権時を通じ、わが国においては財政運営上の制約や費用対効果の観点から、公共事業による財政支出は縮小の一途をたどってきた。これに対して安倍政権は、

「デフレ脱却、景気の押し上げ」を最優先課題に掲げ、平成24年度補正予算、および25年度当初予算において、今のところ「一時的」との説明付きではあるが、公共事業の積み増しによる拡張的な財政運営スタンスに転換した。

もっとも、公共事業による景気押し上げ効果（「乗数効果」）は、高度成長期（2倍超）に比較すれば、近年、大幅に低下している（図表9、10）。これは、主要なインフラ整備がすでに一巡しており、追加的な公共事業による産業集積等への波及効果が小さくなっていることが大きい。さらに、近年は、公共事業規模の縮小継続を映じ、人手や資材確保の面で早急な公共事業の発注増には対応できない態勢となっており、財政面で予算が確保されても、それがすぐに公共事業の実施につながっていない、との指摘も各地できかれているのが実態である。

（図表9）ESRI短期モデルの財政乗数推移  
（公共投資を継続的に追加したときの1年目の効果）

公表時期 (年度)	1987	1991	1995	1998	2001	2003	2004	2005	2006	2008
実質	1.16	1.33	1.24	1.21	1.12	1.14	1.13	1.12	1.02	1.00
名目	1.35	1.39	1.32	1.31	1.50	1.30	1.24	1.23	1.19	1.18

（資料）猿山純夫「マクロモデルからみた財政政策の効果～「政府支出乗数」に関する整理と考察～」、『経済のプリズム』No79、2010年5月、参議院調査室  
（原資料）内閣府経済社会総合研究所「内閣府（旧経済企画庁を含む）の計量モデルによる政府支出乗数の経年変化」、2006年、および同モデルの2008年版資料

（図表10）旧経済企画庁のマクロモデルによる政府支出乗数

	公表時期 (年)	1年目	2年目	3年目	
パイロットモデル	1967	2.17	4.27	5.01	いずれも 名目
マスターモデル	1970	2.02	4.14	4.51	
パイロットモデルSP-15	1974	2.27	4.77	4.42	
パイロットモデルSP-17	1976	1.85	3.34	—	
パイロットモデルSP-18	1977	1.34	2.32	2.77	
世界経済モデル第一次版	1981	1.27	2.25	2.72	いずれも 実質
世界経済モデル第二次版	1985	1.47	2.25	2.72	
計量委員会 5次	1977	1.81	3.29	3.66	
計量委員会 6次	1980	1.50	1.57	1.25	
計量委員会 8次	1989	1.18	1.50	1.56	
計量委員会 10次	1996	1.30	1.45	1.24	

（資料）猿山純夫「マクロモデルからみた財政政策の効果～「政府支出乗数」に関する整理と考察～」、『経済のプリズム』No79、2010年5月、参議院調査室  
（原資料）堀雅博、鈴木晋、萱園理「短期日本経済マクロ計量モデルの構造とマクロ経済政策の効果」、『経済分析』第157号、経済企画庁経済研究所、1998年

(2) 「拡張的財政政策」+「非伝統的手段による金融緩和の強化」により、予想される展開はどのようなものか

このように安倍政権は、「拡張的財政政策」と「非伝統的手段による金融緩和の強化」を組み合わせた政策運営を行っている。この、いわゆる「アベノミクス」が、2%の物価上昇という所期の目的を達成してもしなくても、市場金利は遅かれ早かれ上昇する可能性が高い。

名目金利は、「実質金利」、「予想インフレ率」、「リスク・プレミアム」の3構成要素に分解できる。比較的早い時期に2%の物価上昇が達成されれば、少なくともそうした予想インフレ上昇分だけ、名目



金利が上昇すると考えるのが自然であろう。また、2%の物価上昇がなかなか達成されない場合は、わが国の公債残高がすでに名目GDP比240%にも達している状況下、安定的な財政運営の持続可能性が市場に疑問視された段階で、財政の面でのリスク・プレミアムの上昇を通じて、市場金利が上昇するおそれがある。

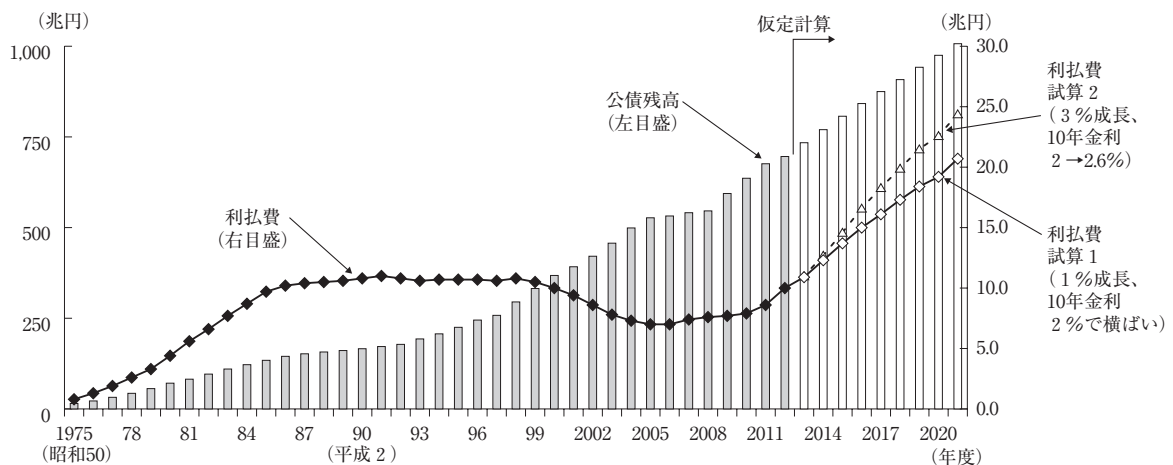
(3) 仮に市場金利上昇が始まると、いかなる財政運営を余儀なくされるのか

では、仮に市場金利上昇が始まった場合、それがたとえ当初は100~200bp程度の幅であったとしても、わが国経済のどこに影響が及ぶのか—わが国の部門別資金過不足状況をみれば、近年の最大の資金不足部門は政府である。金利上昇の影響を最も受けることになるのは、わが国の場合、主要な経済部門のなかで、突出した多額の借金をしている政府にはかならないのである。

A. 近々、利払い費急増による財政運営硬直化は不可避

多額の債務残高を積み上げてしまった経済主体が、それを維持するコストは利払い費に表れる。財務省の資料（『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』）から、わが国がこれまで、国債残高を積み上げてきた足取りと利払い費の推移をみてみよう（図表11）。それによれば、わが国は90年代を通じて、毎年度、ほぼ10兆円規模の利払い費を一般会計で計上してきたが、90年代末以降は、国債残高が年々積み増されてきたにもかかわらず、利払い費は逆に減少し、2005、2006年度にはわずか7兆円で済んでいた。これは、わが国の国債の発行年限の面からみた調達構造が、10年債をはじめとする固定利付債であることによる。90年代末から日銀がゼロ金利政策・量的緩和に踏み切って、市場金利が大幅に低下した後も、例えば10年債であれば、そのうち満期が到来して借り換えなければならない額は、毎年、発行残高の10分の1ずつ、ということになる。そのため、過去の高金利の国債の満期が到来して、それを低利の市場金利で借り換えられるという、いわば「借り換え得」ともいうべき効果が、国債発行上の資金繰りに10年間かかって段階的に現れることとなった。この間は、新発国債増発が続いて国債残高全

(図表11) 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



(資料) 財務省『日本の財政関係資料—平成24年度予算案補足資料—』平成24年2月、同『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月

体が増加しても、それによる利払い費増を打ち消して余りあるほどに、この「借り換え得」効果が大きく、2005、2006年度には、わずか7兆円で済んだ、ということなのである。

しかしながら、日銀がゼロ金利・量的緩和に踏み切ってから、すでに十余年の年月が経過し、この「借り換え得」効果は、もはや期待できない段階に入りつつある。図表11の財務省の仮定計算が示すように、今後は、前提金利を10年物で2%ないし2.6%程度とした場合でも、国債残高全体が増加傾向を続けている影響により、利払い費は急増局面に入ることが現実視されるのである（注2）。

利払い費とは、過去に積み上げた借金を維持するコストであり、社会保障費、地方交付税、といった他の財政支出とは異なり、国会での議決によって制度を改正すればその支出額をカットできる、という性質のものではない。過去、借金をした際に約束したクーポンのレートで、借り換える場合にはその時点の市場金利に従って、わが国の政府として、必ず支払わなければならない性質のものであり、それが1回でも怠られることになれば、財政破たん（デフォルト）ということになる。わが国が今後、過去の高度成長期ほどの経済成長を期待できないもとの、このように利払い費が急増するという事は、一般会計の財政運営が硬直化し、社会保障費、地方交付税、といった支出を、現行制度通りの金額で確保することが極めて困難になることを意味する。今後、それが明確に認識され、わが国の自力での安定的な財政運営の継続が疑問視されるような事態、換言すれば、借金漬け財政の「臨界点」に達する事態となれば、わが国の信用力をめぐる市場のセンチメントが急変することは十分に起こり得るであろう。

#### B. 市場の信認をつなぎとめるために必要な財政運営とは

そうならば、市場金利の上昇が進行する。その際、何とかして市場の信認をつなぎとめるには、どのような財政運営に転換する必要があるのか。

わが国の公債残高は、すでに名目GDP比240%超の規模に達しているが、足許、この規模の拡大傾向に歯止めをかける見通しは、全く立っていない状況にある。近年、実際に財政危機に見舞われた欧州各国の経験（詳細後述）をみると、財政運営の自力での安定的な継続が疑問視され、いったん市場金利の上昇が始まってしまうと、その時点から少なくとも2～3年程度の間、国債残高規模（名目GDP比率）を低下傾向に明確に転じさせるに足だけの財政緊縮策の実行に直ちに着手できない限り、市場金利の上昇は止まらないのである。

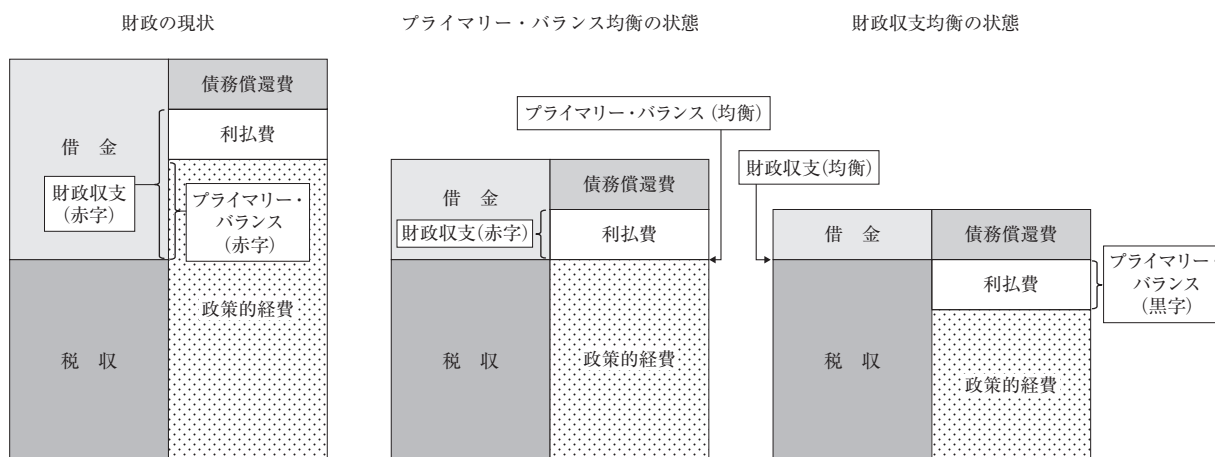
#### C. 国債残高規模の増加傾向を止めるには、どの程度の財政緊縮が必要か

では、国債残高規模の増加傾向を止めるには、どの程度の財政緊縮策を実施することが必要になるのであろうか。

わが国では現在、あくまで「看板」としての「目標」に過ぎないが、「2020年度にプライマリー収支均衡」が掲げられている。しかしながら、プライマリー収支とは、社会保障費、地方交付税といった政策的経費（基礎的財政収支の対象経費）のみから算出されるもので、利払い費を含む国債費はカウントされていない。仮に2020年度に、プライマリー収支が均衡したとしても、利払い費の分だけ、国債残高は金額ベースで増加してしまう（図表12）。

これを国債残高規模（名目GDP比）の観点でも、プライマリー収支均衡の状態でも、国債残高の

(図表12) プライマリー・バランスと財政収支、債務残高の関係



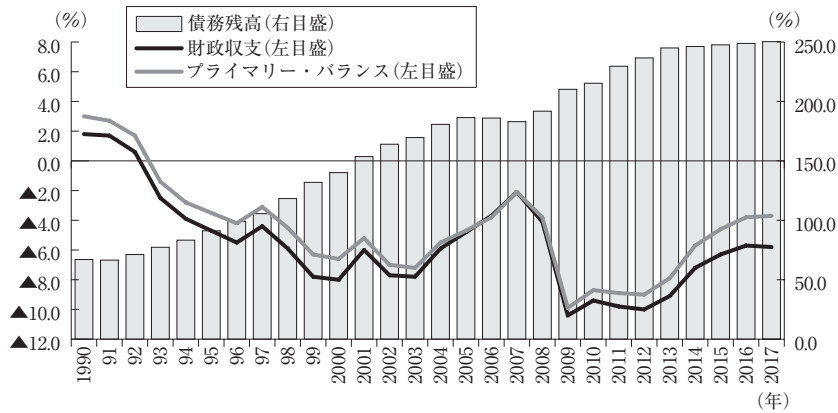
(資料) 財務省『日本の財政関係資料』2012年9月、を参考に日本総合研究所作成  
 (原資料注) プライマリー・バランスを考える際には、厳密には歳入から利子収入を除く必要があるが、ここでは簡単化のため捨象。

名目GDP比の横ばいを維持できるかどうかは、名目成長率と市場金利の関係に依存する。市場金利が名目成長率と同じかもしくはこれを下回れば、国債残高の名目GDP比は横ばい、ないし低下させることも可能であるが、仮にわが国の財政運営の持続可能性が疑問視されるような事態となった場合、市場金利が名目成長率を下回るとの前提は不自然であろう。市場金利が名目成長率を上回った場合、仮にプライマリー収支が均衡しても、国債残高の名目GDP比率の増加傾向は止まらない。これに歯止めをかけるためには、プライマリー収支の大幅黒字を安定的に計上できる財政運営を継続する必要がある。最終的には、利払い費を含む国債費を加えて算出した、財政収支均衡を目指すことが求められるのである。それゆえ、欧米主要国は、財政運営上の目標として、プライマリー収支均衡ではなく、財政収支均衡を採用している。リーマン・ショック後のG20等の国際会議の場においても、この財政収支を数年内に均衡させることを目標として、各国が合意し（日本のみ例外扱い）、その達成に向けての財政運営が実際に行われているのである。

#### D. わが国のプライマリー収支、財政収支の見通しと今後必要とされる緊縮幅

ここで、わが国の財政収支等のこれまでの推移を振り返ってみよう（図表13）。90年代当初のわが国の財政の姿は、バブルによる税収の押し上げ等で助けられた側面もあったとはいえ、一般政府債務残高の名目GDP比は100%を大きく下回り、プライマリー収支、財政収支とも黒字という「健全財政国」の状態にあった。しかしながら、その後のバブル崩壊を受けてプライマリー収支、財政収支がともに赤字に転落した後は、度重なる景気対策等でこれらの収支は大幅赤字の状態が持続した。その後、小泉構造改革の奏効等によって、2000年代の半ば前後は、財政収支等が均衡に近づき、回復する局面もみられたものの、その後2008年のリーマン・ショックに2011年の東日本大震災が追い打ちをかける形で、財政収支等は再び大幅に悪化した。こうした財政運営が毎年度継続された結果、一般政府の債務残高は増加の一途をたどり、名目GDP比で200%を大きく上回る水準にまで達している。図表13は、2012年10月時点でのIMFによる見通し等の計数に基づくグラフであるが、その後、安倍政権の誕生とともに実行に移さ

(図表13) わが国の一般政府グロス債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移 (名目GDP比)

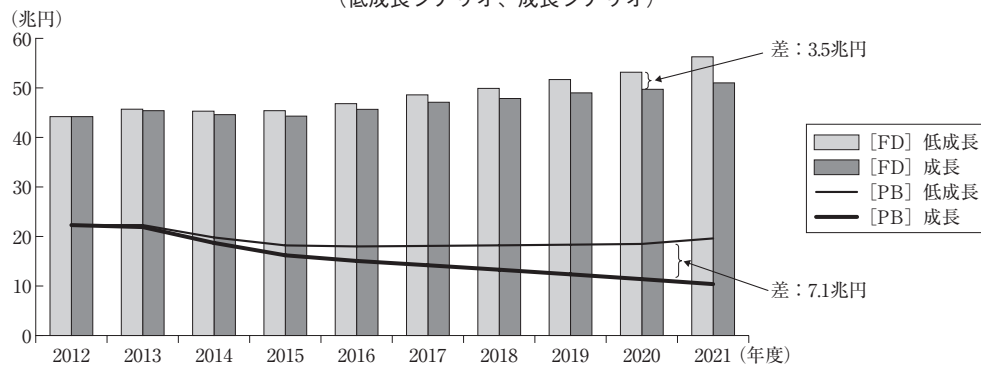


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011年以降は、安倍政権発足前の2012年10月時点におけるIMFによる見通し。

れた「アベノミクス」は、拡張的な財政運営によって、この赤字幅拡大を少なくとも当面、さらに拡大しようとするものである、といえる。

今後、いずれかの時点でわが国が金利上昇に見舞われ、短期間のうちに債務残高規模の増加傾向に歯止めをかけることを市場から迫られた場合、どの程度の財政緊縮が必要になるのか、換言すれば、今後のわが国の財政収支やプライマリー収支はどの程度に達すると見込まれるのかを、極めて抑制的な前提のもとに試算してみた(図表14)。すなわち、2014年度までの財政運営は、財務省による『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』における、低成長(+1.5%)、成長(+3%)シナリオ別の計数をそのまま用いた。社会保障、地方財政等については現行制度を維持し、消費税率は2014年度以降予定通り引き上げることが前提である。2015年度以降についても現行制度維持を前提に、各歳出に関しては、社会保障関係費のみ高齢化のさらなる進展を勘案して年+3%の伸びを見込んだほかは、地方交付税等、その他(公共事業等)は、2014年度対比で金額ベースで横ばい(伸び率ゼロ)、税収弾性値は1.1と仮定した。利払い費を含む国債費に関しては、財務省の『国債整理基金の資金繰り状況等についての

(図表14) 基礎的財政収支(プライマリー・バランス)および財政収支の赤字幅の見通し (低成長シナリオ、成長シナリオ)



(資料) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成

(注) 低成長シナリオは名目で年+1.5%成長、成長シナリオは+3%を前提。2015年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他(公共事業等)は2014年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。

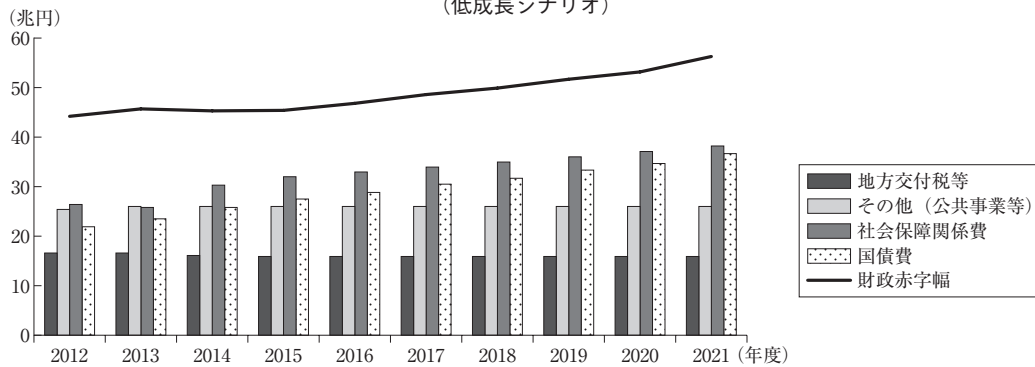
仮定計算』で示されている計数を基に算出した（注3）。

その結果によれば、2020年度時点でのプライマリー収支赤字幅は、低成長シナリオで18.5兆円、成長シナリオでも11.4兆円に到達する。同時点での財政収支の赤字幅はさらに大きく拡大し、低成長シナリオで53.2兆円、成長シナリオで49.7兆円に達する。この時点での低成長シナリオと成長シナリオとの差は、プライマリー収支の段階では7.1兆円ながら、財政収支の段階では3.5兆円に縮小する。これは、成長率が高まれば、その分市場金利も上昇するため利払い費が増嵩し、成長を映じた税収増による財政収支改善効果が利払い費増によって減殺されてしまうことによる。このように、経済成長はわが国にとって重要であるが、財政の実情は、経済成長のみで問題を解決できるレベルでは、もはやないといえる。

すでにみたように、債務残高規模の増加傾向を確実に止めるためには、プライマリー収支均衡ではならず、財政収支を均衡させることが求められる。では、2020年度時点で50兆円規模というわが国の財政赤字幅は、どの程度の財政緊縮を意味するのだろうか。

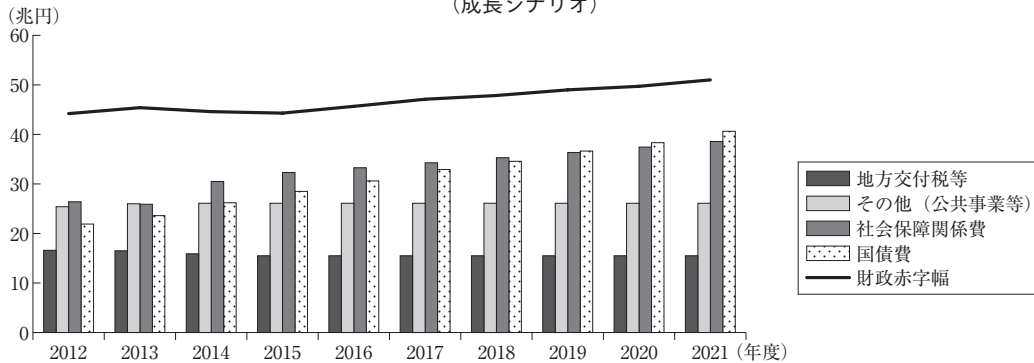
本試算における、財政収支幅の見通しを、各歳出項目の見通しと並べて比較したグラフが図表15、16

（図表15）財政収支赤字幅と内訳別歳出の見通し  
（低成長シナリオ）



（資料）財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成  
 （注）名目で年+1.5%成長を前提。2015年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他（公共事業等）は2014年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。

（図表16）財政収支赤字幅と内訳別歳出の見通し  
（成長シナリオ）



（資料）財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成  
 （注）名目で+3%成長を前提。2015年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他（公共事業等）は2014年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。

である。ここから明らかになるのは、仮に歳出削減のみで財政収支均衡を達成して、債務残高規模の増加傾向にストップをかけようとするのであれば、「地方交付税、および公共事業等のその他歳出の100%（全額）カット」でも不足し、もしくは「社会保障支出の100%（全額）カット」でもなお不足する、という厳しい現実である。他方、仮に、増税による歳入増のみによって、財政収支均衡を達成しようとするのであれば、消費税率の引き上げで対応する場合、20%ポイントのさらなる引き上げが必要、ということになる。

要するに、わが国は、これほど大規模な財政緊縮策を毎年度とり続けない限り、債務残高規模の削減はおろか、増加傾向に歯止めをかけて横ばいにするにすらできない状態にすでに陥っているのである。財政収支の赤字幅（＝新規国債発行額）は足許すでに43兆円規模に達している。これほどの財政赤字幅自体、決して持続可能なものではない。足許では、市場金利が低いがゆえに、あまり意識はされずに済んでいるだけのことである。しかしながら、将来的ないずれかの時点で、市場金利が上昇局面に入り、財政運営の持続可能性という深刻な問題が意識され、債務残高規模の増加傾向に短期間で歯止めをかけることを市場から求められるようになれば、否が応でもこの問題に向き合わざるを得なくなる。市場金利が上昇を始める前までに、この財政収支の赤字幅をどの程度にまで縮小しておくことができるかが、わが国が今後、市場や経済の深刻な混乱を伴うハード・ランディングのシナリオを回避できるかどうかの鍵となるものと考えられる。

（注2）財務省は平成25年度当初予算案の提出を受けて、去る3月6日、25年度ベースの『国債整理基金の資金繰り状況等に関する仮定計算』を公表した。それによれば、前提金利が低成長シナリオで2%→1.8%に引き下げられているものの、利払い費が今後、急増局面に入る点は、前年度までの仮定計算と大差ない結果が示されている。

（注3）厳密には、2015年度以降は、財政収支（＝新規国債発行額）の前提が、財務省の後年度影響試算とは異なることから、本試算における財政赤字幅の上乗せ分だけ、新発国債が増加すると見込み、その分の利払い費を上乗せして計算した。

#### 4. 欧州の経験

##### (1) 市場金利上昇を、いかなる財政・金融政策運営で抑制したのか

2009年以降、債務危機に見舞われた欧州各国では、2010年以降、実際に財政リスク・プレミアムの拡大による市場金利の上昇を経験している。その際、各国はどのような状況に見舞われたのか、どのような政策対応によってそうした財政危機を切り抜けようとしているのか、もしくは切り抜けつつあるのかを、やや詳しくみてみよう。

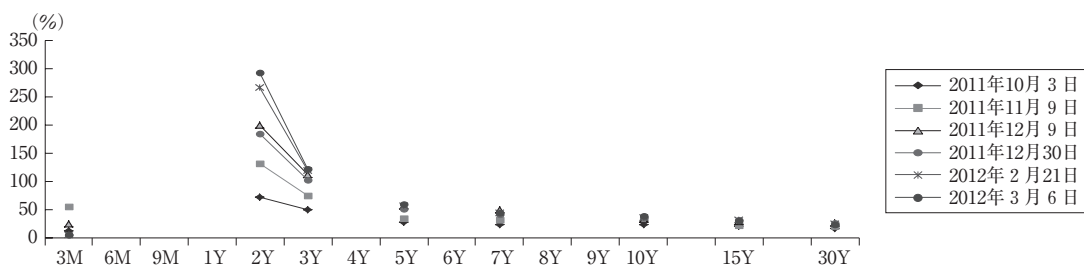
2009年以降、足許に至るまでの間に、自力での財政運営の継続が困難となったのは、①ギリシャ、②アイルランド、③ポルトガル、④キプロスの4カ国である。これらの国々は、(イ) 当事国自身の厳しい財政緊縮策の実施に加え、(ロ) ユーロ圏・IMFからの支援融資、(ハ) 国内外の国債保有者を対象とする債務カット（ギリシャ）、(ニ) 国内外の預金者への課税（キプロス）等の手段により、危機脱却を企図している。このうち、アイルランドとポルトガルの2カ国に関しては、(イ) (ロ) の措置が奏効し、自力での財政運営軌道の回復が視野に入りつつある。

この4カ国のほか、イタリアやスペインもこの間、市場の標的とされた。イタリアでは、2011年秋以降、モンティ内閣のもと厳しい財政再建策を断行することによっていったん危機を脱却するも、2013年

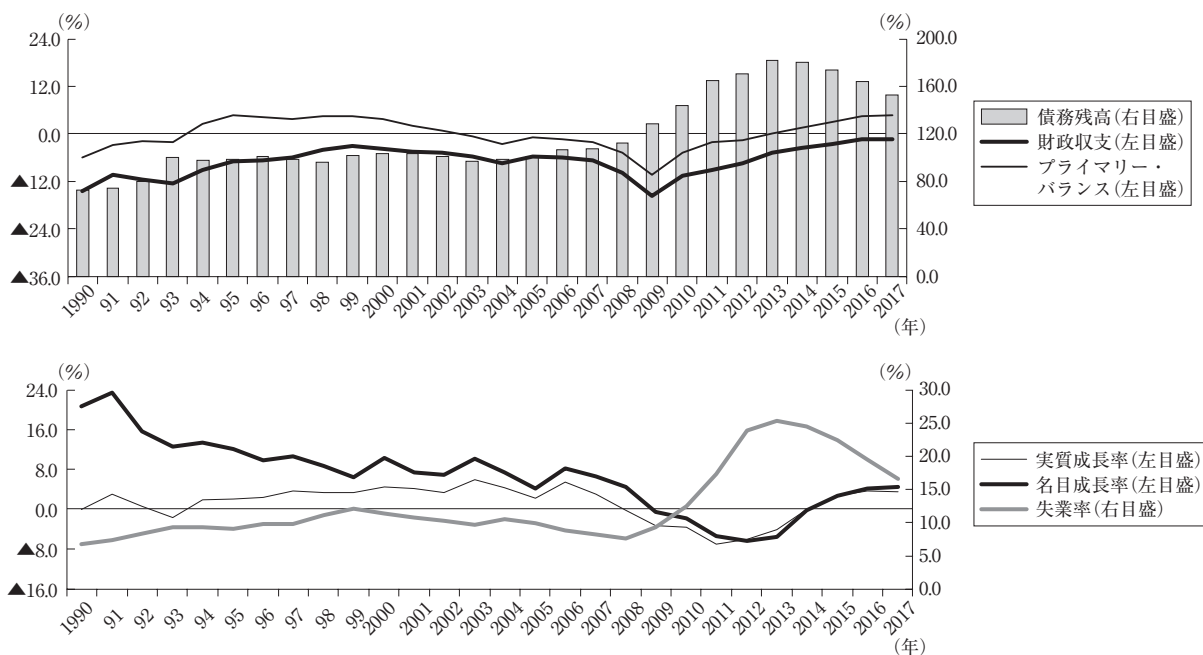
2月の総選挙において、反緊縮派が大きく議席を伸張させた。新政権はいまだに樹立できておらず、政治的な混乱状況が続いており、先行きは不透明な状況にある。スペインは、自力での財政再建に加え、対象を銀行部門に限定する形でのユーロ圏への支援を要請し、すでに実施されている。

これらのうち、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペインの5カ国について、(イ) 危機局面入り以降の各国金利のイールド・カーブの変化、(ロ) 財政運営指標（財政収支、プライマリー収支、債務残高の名目GDP比）の変化、(ハ) 実体経済指標（名目・実質経済成長率と失業率）の変化、をそれぞれみたものが図表17～21である。これによれば、各国とも、それぞれ、財政運営の持続可能性に関する市場の見方が最も厳しくなった時点を中心に、イールド・カーブの形状が、通常の「順イールド（右肩上がり）」から大きく変化し、市場が当該国のデフォルト可能性が高いと判断した年限（1年、ないし、2年といった年限のケースが多い）の金利水準が最も高くなるという、変則的な「財政危機型」のイールド・カーブの形状になった様子がみてとれる。そうした市況に置かれた場合、各国

(図表17) ギリシャの2011年10月～2012年3月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移

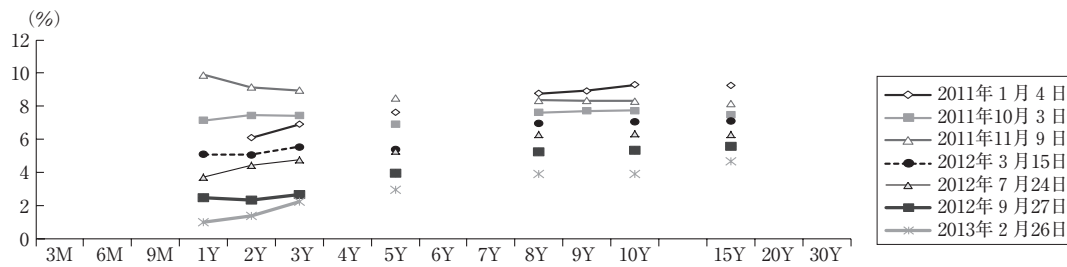


(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
(注) 2011～2012年各日のスポット・レート。

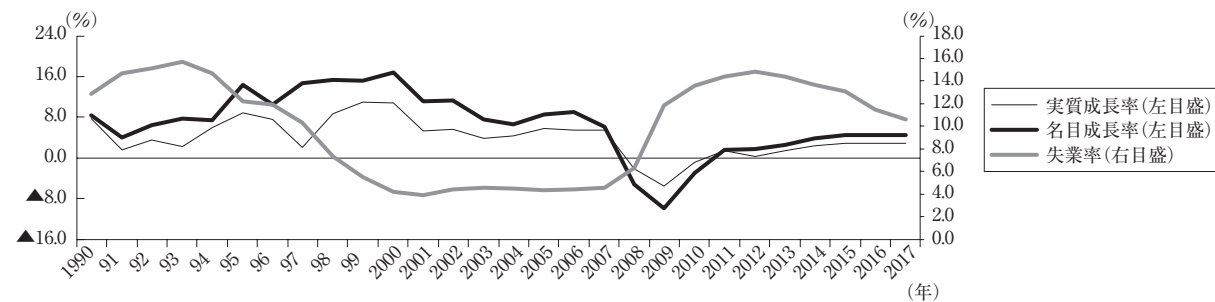
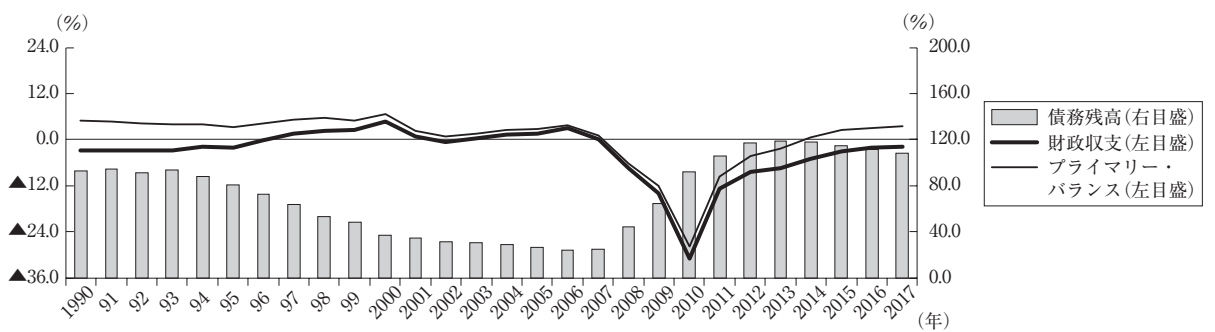


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

(図表18) アイルランドの2011年10月～2013年2月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011～2012年各日のスポット・レート。

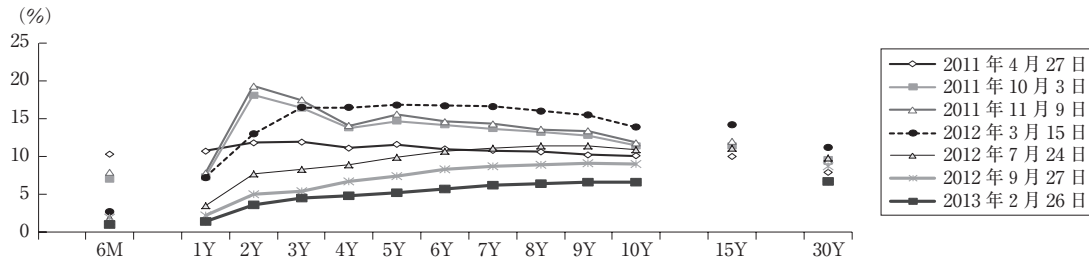


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011年以降はIMFによる見通し。

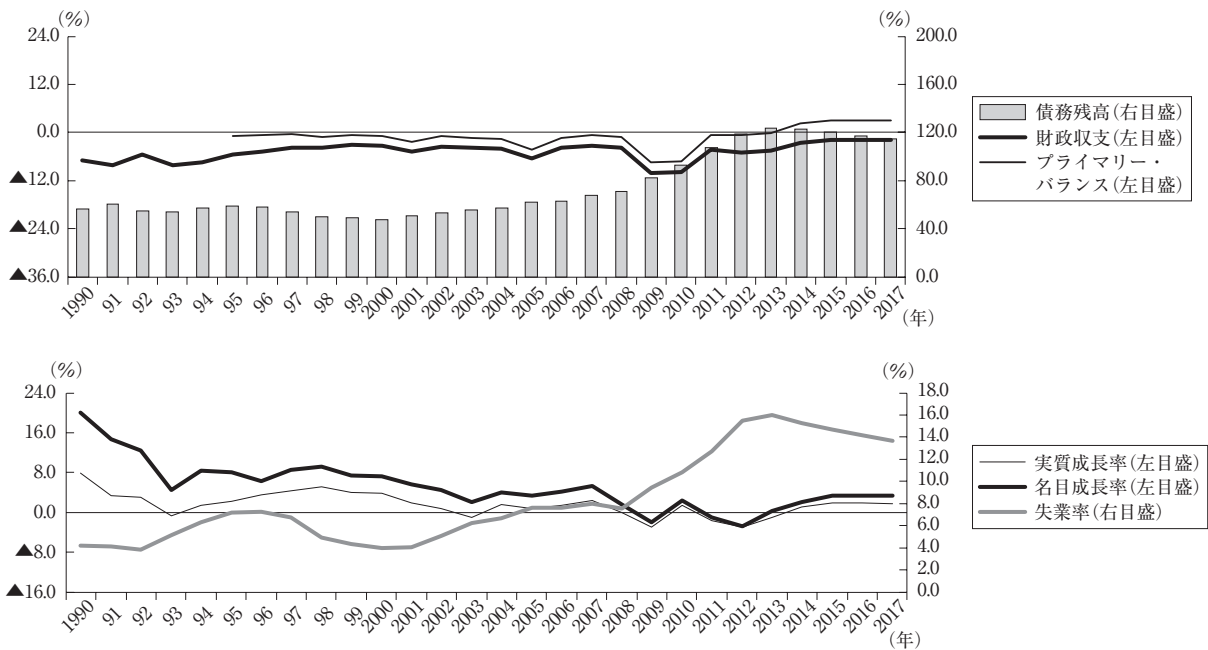
財政当局としては、国債の発行年限を短期債中心に切り替えたとしても、なお極めて高い水準の金利を市場から要求されることになり、財政運営上の資金ショートを回避し、自力での運営を継続するうえで極めて厳しい状況に追い込まれることになる。今回の危機では、この5カ国ともその後相応の月日の経過を経て市場金利は低下し、イールド・カーブの形状は元の順イールドに近い形を回復した。もっとも、これはあくまで結果論であって、「財政危機型」の市場金利の上昇に見舞われた場合、当該国にとっては、そうした金利上昇が、どの水準まで続くのか、いつまで続くのか、全く先が読めない状況に追い込まれる。市場金利の上昇トレンドに何とかして歯止めをかけるためには、当該国がごく短期間のうちに自力での持続的な財政運営が可能であること、換言すれば、債務残高規模の増加傾向に1～2年程度で歯止めをかけるに足るだけの財政再建を断行してみせること、が必要になるのである。これらの各国とも、2008年のリーマン・ショック後、財政収支等の赤字幅は大きく拡大したものの、その後の債務危機を経て、市場に迫られる形で、いわば「V字型」に近い形での財政収支等の均衡を回復、すなわち短期



(図表19) ポルトガルの2011年10月～2013年2月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011～2012年各日のスポット・レート。



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011年以降はIMFによる見通し。

間での財政再建を断行しつつある様子がみてとれる。当然、それは実体経済面において、失業率の上昇、成長率の落ち込み等、強い痛みを伴うものとなっている。このように、一度市場金利の上昇に見舞われると、「景気情勢」を「財政緊縮回避」の言いわけにすることは、もはや許されなくなるのである。

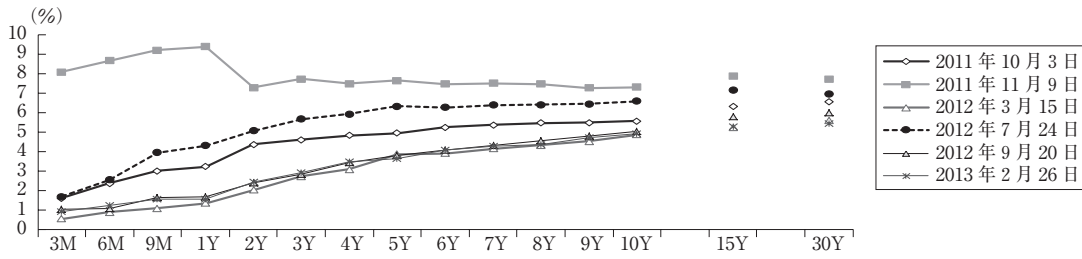
## (2) ECBおよび金融当局の対応はどのように評価できるか

欧州債務危機は、標的とされた国々の財政運営に深刻な影響をもたらしたのみならず、当該国の国債を保有する欧州各国の銀行によって構成される金融システムにも、極めて深刻な影響をもたらした。欧州の政策当局は、いかにしてこの事態を切り抜けてきたのだろうか。

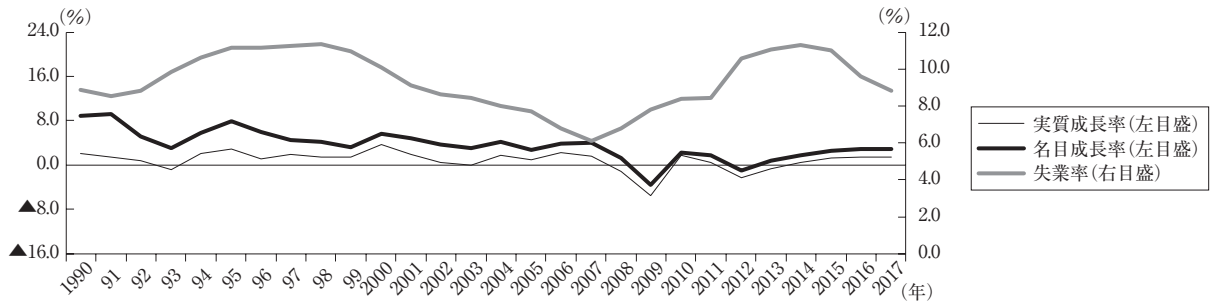
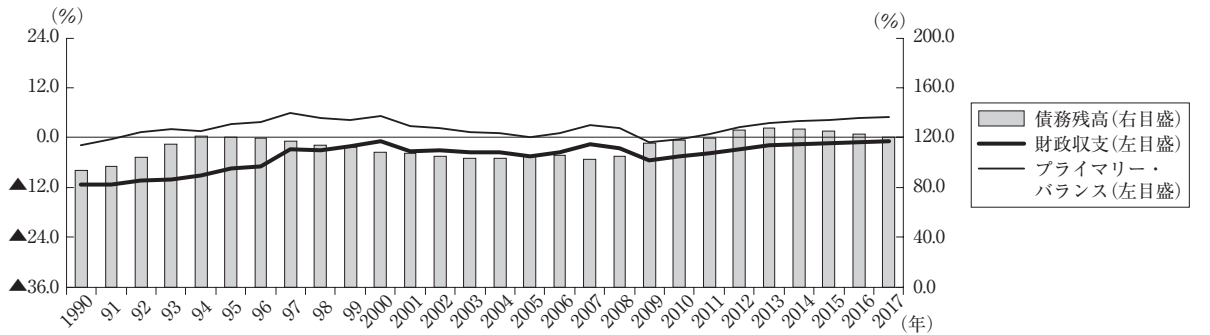
### A. 金融当局の対応—民間金融機関の業務継続確保に向けての信用秩序維持政策

市場の標的にされた重債務国等のイールド・カーブの形状が、前節でみたように大きく変化したとい

(図表20) イタリアの2011年10月～2013年2月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011～2012年各日のスポット・レート。

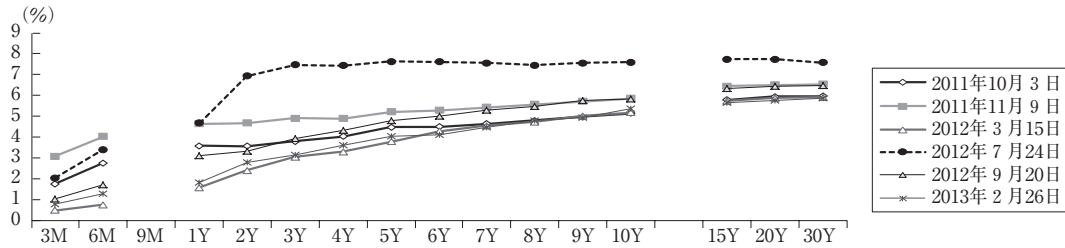


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011年以降はIMFによる見通し。

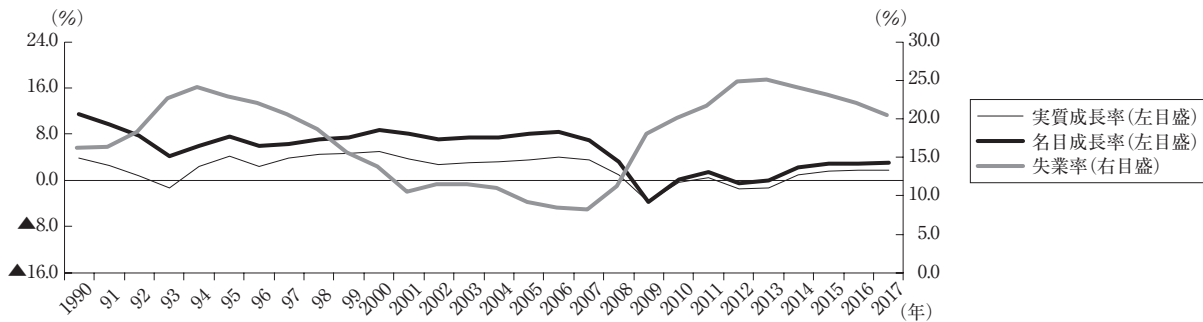
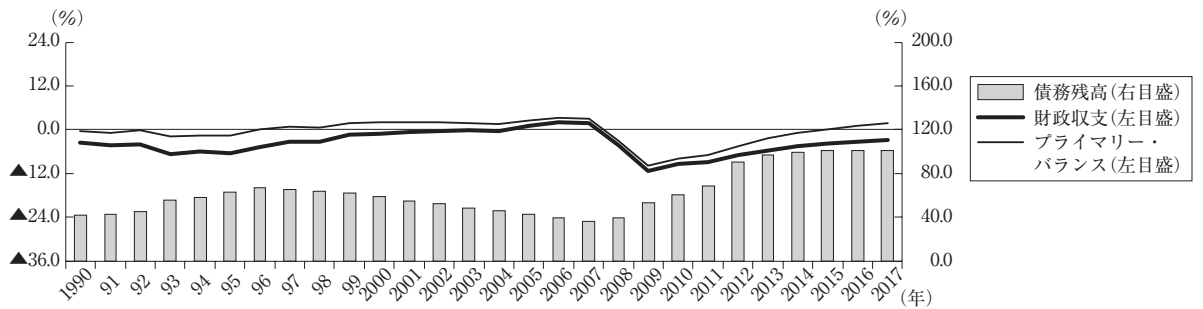
うことは、裏を返せば、各国国債の時価が大幅に下落したことを意味する。これは、各国の国債を多く保有する欧州各国の銀行の経営を維持するうえで、深刻な影響を及ぼすことになる。

これに対して、欧州の金融当局は、「保有国債の時価評価凍結」といった措置を、一切、実施していない。EBA（欧州銀行監督庁）は、欧州の主力行を対象に、2度のストレス・テスト、および1度の資本審査を実施し、いずれも各行の保有国債については、時価での評価を実施した。加えてEBAは、これらの結果公表時に各個別行の詳細な計数について、オン・バランスの資産（各国別国債）保有状況から、オフ・バランスでのソブリンCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の対象国別ポジションに至るまで、徹底的に開示するというアプローチを選択した。その結果を受けて、各行、各国ごとに自力での増資や資産売却、ないしは公的資本注入の実施により、ごく一部の例外を除き、各行の業務継続が可能となったのである。欧州の金融当局としては、「時価評価の凍結」といった、ルールを一時的にせよ歪めるような対応ではなく、「テスト結果の徹底的な開示によって、市場の信認を獲得する」こと

(図表21) スペインの2011年10月～2013年2月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011～2012年各日のスポット・レート。



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011年以降はIMFによる見通し。

に成功したといえよう。

また、ギリシャのデフォルトを抑えた2012年初前後の時期には、CDSのペイ・アウト実施による国際金融市場におけるシステム・リスクの発生が深刻に懸念されていた。しかしながら、欧州当局は2012年3月、ギリシャの管理デフォルトを成功裏に断行することを通じて、大きな混乱なくこれを乗り切っている。

## B. ECBのオペレーション

欧州債務危機の緊張の一つのピークであった2011年秋には、重債務国のイールド・カーブが、変則的な、いわば「財政危機型」の形状に変化したことから、当該国の財政当局にとっては、極めて厳しい財政運営を迫られることとなった。欧州では元来、ドイツをはじめとして中央銀行の「物価安定達成」というマンデートを尊重する風潮が強く、裏を返せば、このマンデートの追求と相反しかねない国債の買

い入れには慎重な見方が根強い。当時は、そうした欧州の地においてすら、ECBに対して、SMPプログラムの再開、国債買い入れ額の増額や、なかには国債の直接引き受けを求めるような論調がみられた。

しかしながら、ドラギ総裁以下のECBは、こうした要求を断固拒否する姿勢を貫いた。ギリシャをはじめとする重債務国の格付けは大幅に下落していたものの、SMPプログラムの再開を拒んだ一方、ECBとしては重債務国の民間銀行向けに、①適格担保基準をさらに緩和し、②異例のオペの導入（3年物LTRO等）で無制限・長期の資金を供給した。ECBとしては、問題国の国債を直接買い入れるのではなく、各国銀行が自国債を保有し続けられる環境を整備する形で、各国国債市場を下支えすることを企図したわけである。

ECBのこうした措置によって、欧州各国の国債市場における緊張は段階的に緩和されることとなった。そして、ECBとしての短・中期国債の無制限での買い入れオペ（OMT）のスキームを導入したのは、ようやく2012年9月になってからであった。その対象国が、ESM（欧州安定メカニズム）に申請したうえで、ユーロ圏として要求する厳しいレベルの財政再建を実施することが条件である。ESMが業務運営を開始し、こうした条件を確保する環境が整うまで、ECBとしてはOMTの導入を待った形であるといえよう。ちなみに、これまでユーロ圏から支援を受けた国々が、どれほど厳しい財政再建の断行を求められているかを間近にみているせいか、実際のOMTの利用申請事例は、今のところ皆無である。

このような、ECBおよび欧州金融当局の対応を評価すれば、あれほどの財政危機、ユーロ存続の危機に瀕しても、①国債金利は民間市場参加者が形成する、②民間銀行の保有国債の時価評価は継続する、③重債務国を含む加盟国すべてに財政再建を断行させる、という原則をいわば「死守」した、との評価が可能であろう。

わが国の場合、今の段階で「財政危機」には至っていない状況にあるが、今後のリスクを考えれば、こうした欧州当局の対応は、今後のわが国にとっても貴重な示唆に富むものと考えられる。

## 5. わが国に求められる政策運営

(1) わが国にとって懸念される展開はどのようなものか—あり得る政策対応には、いかなる選択肢があるか

安倍政権の発足後、すでに3カ月余りが経過した。拡張的な財政出動を含む2012年度補正予算が執行段階に移されているほか、日銀は1月に物価目標を導入し、3月21日には黒田新総裁が就任した。今後、「大胆な金融緩和策」が検討・実行に移されていくものとみられる。そして、株式、外国為替、国債市場は、いまのところこうした「アベノミクス」への転換に対して好意的な反応をみせている。

こうした「アベノミクス」が奏効して、物価が上昇して目標が達成された段階で、日銀が反対方向のオペレーションに転じ、売りオペによって資産売却・資金吸収を図り、市場金利は上昇するものの、抜本的な財政再建が断行され、その上昇幅は抑制される、というのが、わが国の今後にとって、相応の痛みは伴うものの、望ましいシナリオであろう。

しかしながら実際には、日銀が金融緩和を強化しても、実際の2%の物価目標はなかなか達成されず、日銀は、この「2%の物価目標達成」という名目のもと、金融緩和強化を際限なく継続させざるを得ない、という事態となりかねないことが懸念される。その際の買い入れ資産は、事実上、国債中心となる

可能性が高い。

「(金融政策運営が) 財政ファイナンスとみなされることのないようにする」という点は、白川前総裁のみならず、黒田新総裁も繰り返し述べている。今後、金融緩和の強化を検討するに当たり、そのための工夫を検討することが求められる。しかしながら、わが国の国債の保有状況をみると(図表22)、

2012年3月末時点で、日銀(シェア9.7%)のみならず、ゆうちょ銀行(同15.8%)、かんぽ生命(同6.5%)、公的年金(同7.5%)といった公的な性格の強い主体が、わが国の国債の約4割をすでに安定的に長期保有している様子がみてとれる。これにさらに日銀が、「物価目標達成」の大義名分のもと、国債を買い増していくことになれば、市場は金利上昇の形で「財政ファイナンスに近づいている」との警告を発することすら難しい状況となりはしないか。「財政ファイナンスとみなされることのないようにする」イコール「市場金利が上昇しなければよい」のだろうか。日銀が緩和を強化し、国債の買い入れ額を積み増すことは、それ自体が「市場金利が上昇しないように抑え込む」要素を包含している側面がある。

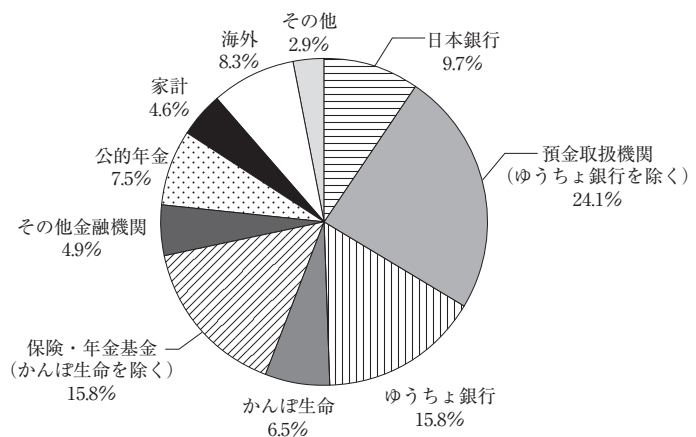
これは、非伝統的な金融政策運営によってもっとも懸念される副作用の一つである、「持続不可能な金融の不均衡の形成」に相当するのではないか。現在のわが国においては、国債という金融商品に緩和マネーが流入して「バブル」が形成され、大幅な不均衡が発生し、それが巨大化しつつあるように見受けられる。そして、すでにみたように、金融の不均衡がいかなる金融商品に関して形成されようとも、それはいずれ崩壊し、経済危機を引き起こす、というのが国内外の歴史、および近年の国際金融市場の経験が示すところなのである。

## (2) ハード・ランディング回避のために、取り組むべき課題とは何か

わが国の場合、長年にわたり、低金利のもとでの「デフレ均衡」にいわば「安住」してきた面が否めない。財政運営上の負担の多くは、国債発行によって後の世代に先送りされている。現世代が本来、給付に見合った応分の負担として負うべき「痛み」は緩和され、切実な問題意識や危機感は欠如している。

安倍政権が「アベノミクス」によって掲げたように、わが国としてこの「デフレ均衡」を何とかして破ることは必要である。であるからこそ、国内外から「アベノミクス」を前向きに評価する声が存在す

(図表22) わが国の国債・政府短期証券の保有者別内訳  
(2012年3月末)



(資料) 日本銀行「資金循環統計」、ゆうちょ銀行『ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌2012』2012年7月、かんぽ生命ディスクロージャー誌『かんぽ生命の現状2012』2012年7月を基に、日本総合研究所作成

- (注1) ここでの「国債」とは、「建設国債」、「特例国債」、「借換債」、「財投債」、「承継国債」。
- (注2) ここでの「家計」には、狭義での「家計」および「対家計民間非営利団体」が含まれる。
- (注3) ここでの「その他」には、「一般政府(除く公的年金)」、「非金融法人企業」が含まれる。
- (注4) ゆうちょ銀行、かんぽ生命の国債保有額は、各社のディスクロージャー誌ベースの計数。この両社によれば、いずれも、「国債」の計数として、「政府短期証券」を含むベースの計数を公表。

るのであろう。

ただし、わが国の場合、今後、安定的な財政運営を継続できるか否かが、最大のリスク要因である。すでにみたように、「デフレ均衡」を首尾よく破ることができた場合も、できない場合も、時期は不透明ながら、市場金利上昇を通じて安定的な財政運営の継続が危ぶまれるという大きなリスクが存在するのである。新年度入り以降、日銀が金融緩和を強化するのであれば、こうしたリスクの顕現化がさらに先送りされる可能性もあるが、その背後でわが国の財政運営をめぐる根本的な問題が、金融政策運営によって何ら抜本的に解決されるわけではない。逆に、今後の財政・金融政策運営次第では、「国債価格バブル」の形で、持続不可能な「金融的な不均衡」が巨大化することが懸念されるのである。

そうした「最悪の事態」を回避し、「アベノミクス」の効果を最大限、国民が享受しつつ、「デフレ均衡」を首尾よく破っていくためには、わが国として以下のような対応が求められよう。

第1には、国の債務残高規模の増加傾向を早急に止めるため、プライマリー収支ではなく、財政収支の均衡を目標に据え、50兆円規模での収支改善を、今後数年程度の適切な期間で実現する「財政構造改革プログラム」を早急に策定し、できるだけ早期にこれを実行することである。この「50兆円」という規模は、小手先の「ムダの削減」や「埋蔵金の発掘」等では、到底達成不可能なものである。地方財政、社会保障といった、根幹的な財政制度そのもの、ひいては「国のかたち」の在り方の抜本的な改革にまで踏み込むことが不可欠となろう。財政支出、および歳入の意思決定のプロセスを大幅に刷新して地方に委ねることによって、全国一律の制度は大幅に縮小し、各歳出の優先順位の判断は、地方に委ねる、といった形で歳出削減を図る。同時に各地方の特性に合った形での増税を実施する、といったアプローチによって、財政運営の持続可能性の回復を図るよりほかに道はないように考えられる。

第2には、物価目標の達成に関して、一定の柔軟性を確保し、さらにその責任を中央銀行の金融政策運営のみに偏重して負わせるような対応は改めるべきと考えられる。わが国でなぜこれほどまでにデフレが長期化しているのか—金融政策運営以外にも、様々な要因が考えられる。最大の要因は、時代に合った方向での産業構造の転換がなかなか進まないことにあるのではないか。これは、わが国における雇用調整が、主として賃金の側面で行われていることが関係していよう。また、金融の側面では公的金融のシェアが元来高く、公的な信用補完も手厚い政策体系となっているところ、危機や震災を経てそれらのプレゼンスはさらに大きくなっており、民間のビジネス・ベースに則った金融仲介機能が必ずしも健全に発揮されているとはいえないことなどが作用しているものとみられる。換言すれば、新たな成長分野に、ヒトやカネが移動しにくい経済構造となってしまっているのである。このように考えれば、デフレ脱却に向けて政府が担うべき責任は重い。成長力強化、産業構造の円滑な転換が実現するよう、政府としても政策運営に責任を持つことが求められているといえよう。

(2013. 3. 28)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

## 主要参考文献

- ・白川方明 [2008]. 『現代の金融政策—理論と実際』 2008年3月、日本経済新聞出版社

- 
- ・白川方明 [2010a]. 『中央銀行の政策哲学再考—エコノミック・クラブNYにおける講演の邦訳—』 2010年4月22日、日本銀行
  - ・白川方明 [2010b]. 『特殊性か類似性か？—金融政策研究を巡る日本のバブル崩壊後の経験—』 2010年9月16日、日本銀行
  - ・白川方明 [2010c]. 『中央銀行の果たす役割—バブル、金融危機、デフレの経験を踏まえて—』 2010年9月26日、日本銀行
  - ・白川方明 [2010d]. 『金融政策再考—IMF・ECB・FRB共済ハイレベルコンファレンスにおける講演の邦訳—』 2010年10月10日、日本銀行
  - ・白川方明 [2012]. 『デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み—日本記者クラブにおける講演—』 2012年2月17日、日本銀行
  - ・翁邦雄 [2011]. 『ポスト・マネタリズムの金融政策』 2011年6月、日本経済新聞出版社
  - ・吉川洋 [2013]. 『デフレーション“日本の慢性病”の全貌を解明する』 2013年1月、日本経済新聞出版社
  - ・佐藤健裕 [2013]. 『わが国の経済・物価情勢と金融政策—群馬県金融経済懇談会における挨拶要旨—』 2013年2月6日、日本銀行
  - ・Brett W. Fawley and Christopher J. Neely [2013]. “Four Stories of Quantitative Easing”, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, January / February 2013, Volume 95, Number 1.