

# 創発 Mail Magazine

当メールマガジンは、日本総研/創発戦略センターの研究員と名刺交換させていただいた方に配信させていただいている。>> [登録解除はこちら](#)

当メールマガジンは、HTML形式で配信させていただいております。うまく表示されない方は>> [こちらからご覧ください](#)

| [日本総研・創発戦略センター](#) | [研究員紹介](#) | [セミナー・イベント](#) | [書籍](#) | [掲載情報](#) |



副理事長  
[湯元 健治](#)

## YUMOTO Message

... from 理事 湯元健治

### 2年目に入った異次元緩和と長期金利急騰リスク

4月4日で、日銀の異次元緩和実施から1年が経過し、いよいよ「2%物価目標」の達成に向けて、正念場となる2年目に入った。以下では、異次元緩和1年の評価を行った上で、2年目に直面するリスクと課題について述べたい。

まず異次元緩和は過去1年でどのような効果をもたらしたか。最大の効果は、市場の期待に働きかけ、大幅な円安と株高を実現し、景気回復をもたらしたことだろう。しかし、その効果は持続性が乏しく、時として米国や中国など海外情勢に大きく左右される不安定さがつきまとう。さらに、市場では根強い追加緩和期待が渦巻いており、これがかろうじて株価の先高期待を支えている状況だ。

黒田総裁が緩和効果として強調するインフレ期待の醸成にも一定程度成功したとは言える。しかし、市場のみならず家計や企業のインフレ期待が2%目標達成に十分なほど高まっているとは即断できない。例えば、3月日銀短観から新しくスタートした企業の物価見通し調査をみても、1年後の消費者物価見通しは、全規模全産業平均で前年比1.5%の水準となっているが、3年後は1.7%、5年後も1.7%と2%に届いていない。とくに大企業の予想は1%台前半に止まっており、依然慎重さが残る。

そもそも、こうした経済主体の期待インフレ率の高まりは、果たして日銀の金融政策の影響によるものなのだろうか。市場の期待インフレ率を示すブレーク・イーブン・インフレ率の動きをみると、為替相場や株価の動きに連動しており、現実のマーケットの変化が期待インフレ率を変化させているとみられる。また、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」から推計される家計の期待インフレ率も足下1.3%とコア消費者物価の伸びと等しくなっており、現実の物価動向の影響を受けている可能性が強い。

異次元緩和の実体経済への影響については、長期金利を低位安定させ、現実のインフレ期待が上昇する中で、実質金利がマイナスとなり、経済を刺激するという標準的な経済理論がある。黒田総裁もこうした効果を強調し、大いに期待している。しかし、企業の設備投資と実質金利の関係を分析すると、常に逆相関関係が見出せるわけではない。様々な計量分析からも明らかなどおり、設備投資を最も刺激する要因は期待成長率であり、実質金利の寄与はさほど大きくない。実際、企業経営者は、景気の先行きや新規のビジネス・市場が展望できるときに設備投資を行うのであって、決して実質金利では判断していないことからも明らかだ。高めるべきはインフレ期待ではなく、成長期待であり、これは日銀ではなく、政府の成長戦略に期待される役割だ。

金融機関に積極的なリスクテイクを促すポートフォリオ・リバランス効果もほとんど目立った効果は表れていない。2013年3月末から2014年3月末までの1年間の計数をみると、日銀のマネタリーベースは73.9兆円も増加したのに対し、国内銀行の貸出残高は14年2月末までの11カ月で5.9兆円の増加に止まっている。また、この間日銀が購入した国債は74.0兆円、国内銀行が売却した国債は34.6兆円に上ったが、銀行の日銀当座預金残高が1年間で70.5兆円も積み上がっており、日銀の供給した資金のほとんどすべてが日銀と銀行との間のキャッチボールに終わっていることが分かる。

以上のように、異次元緩和に一定の効果が表れたことは否定しないが、その大半はマーケットを通じた効果に止まっている。その一方で、看過できないのは、異次元緩和の副作用と潜在的リスクの蓄積である。

まず副作用については、長期国債の売買高減少に伴う市場金利の不安定化の兆しが表れ始めている。異次元緩和により、日銀は毎月7兆円ずつ、新規発行額の7割の国債を購入しており、昨年末時点で日銀が保有する国債は、全体の19%を占めるに至っている。このまま予定されたペースで購入を続けると、その比率は2014年末には4割近くに高まる。国債市場の機能低下、流動性リスクの高まりという市場の歪みは今後ますます大きくなると予想される。

2つ目の副作用は、円安に伴う所得の海外流出である。昨年1年間の貿易赤字は実際に11.5兆円に達したが、一昨年対比での増加額4.6兆円はほとんど円安による輸入支払代金の増加による。追加金融緩和により、例えば、1ドル120円など一段と円安が加速する場合には、交易条件の悪化、実質所得の低下という形で、実体経済にマイナスの影響が強まっていくことは避けられない(詳しくは、湯元健治の視点「日本経済のリスクシナリオ」2014.3.14参照)。

こうした現在表れている副作用とは別に、このまま出口の見えない異次元緩和を長期間続けていく際に生じ得る潜在的なリスクが深く静かに蓄積されていることに目をつぶってはならない。最大のリスクは、長期金利の急騰リスクだ。過去、巨額の財政赤字が続いてきたにもかかわらず、日本の長期金利は諸外国と比べて極めて低い水準での安定が続いてきた。それがさらに異次元緩和により、0.6%台という歴史的低金利に抑え込まれている。

米国のQE3縮小の例をみるとまでもなく、出口戦略を市場に匂わせただけで、国債、株式市場は大きな混乱に見舞われたことは記憶に新しい。日銀のバランスシートは対GDP比率でみると、すでにFRBの2倍以上に達しており、2014年末には同60%に達する。出口での衝撃の大きさは想像を絶するものがあろう。銀行はもとより、生保、郵貯・簡保、年金基金など大きな国債保有主体が国債暴落リスクを回避すべく国債を売り急げば、それこそ膨大な売却損を被ることになる。こうした動きを防ぐべく、日銀がすべての国債を購入する場合には、日銀のバランスシートが大きく毀損し、将来の国民負担として重くのしかかってくることは間違いない。

過去、日本の長期金利が低位安定してきた理由は、(1)わが国企業の国際競争力に裏打ちされた経常黒字が生み出す豊富な国内貯蓄の存在、(2)企業・家計・金融機関のリスク回避的な投資行動、(3)財政規律の一応の維持とTax Room(増税余地)の存在による。しかし、今後は世界が大きく変わってくる可能性がある。日本企業の国際競争力が回復しなければ、経常赤字がこのまま定着してしまうリスクがある。その場合、1500兆円の個人金融資産の増加ペースが一段と鈍る一方、1000兆円を超えた政府債務残高は加速度的に増加していき、いずれ国債ファイナンスの大半を海外投資家に頼らざるを得なくなる時が来る。

筆者の試算では、個人金融資産残高が横ばいで推移した場合、そのXデーは2023年にもやってくる。2020年までに基礎的財政収支(プライマリー・バランス)を黒字化しなければならない理由はここにある。しかし、出口戦略◆見えない異次元緩和を長期間続けることのツケは、財政規律を緩ませ、事実上の財政ファイナンス、マネータイゼーションを加速し、制御できないハイパー・インフレーションのリスクを顕在化させることにつながりかねない。終わりの見えないオープン・エンド型の量的緩和のリスクはまさにここにあることを肝に銘じておく必要があろ

う。

■ 書籍 [各書籍情報はこちら](#)

- 「スウェーデン・パラドックス 高福祉・高競争力経済の真実」（日本経済新聞出版社）
- 「税制改革のグランドデザイン」（生産性出版）
- 「税制・社会保障の基本構想」（日本評論社）
- 「図解 外形標準課税」（東洋経済新報社）
- 「図解 金融を読む辞典」（東洋経済新報社）



創発戦略センター  
理事  
[足達英一郎](#)

創発eyes

... 研究員による創発最前線

不思議の国のアリスになる仕事

あるプロジェクトが、世の中にどの程度の影響を与えることができたのか。それは、果たしてポジティブな影響なのか、ネガティブな影響なのか。「企業の社会に対する責任」をテーマに禄を食むものにとって、こうした計測を可能にすることは見果てぬ夢である。いわゆるインパクト評価といわれる仕事の領域がこれにあたる。

企業活動のパフォーマンスを計測する伝統的な手法は、売上高や利益額という指標で、社会からの支持の多寡を計測するというアプローチであった。これを一概に否定する人は少ないだろうが、それが全てと言われると何かしら来ないところがあるというのも真理ではないだろうか。「お金では測れないものがあるはずだ」という情念にも似たものが頭をもたげてくる。

一定期間における、投資元本に対する収益の割合を示す投資収益率(ROI)という概念を応用し、「投資に対する社会的成果の比率」としての「社会的投資利益率(SROI)」という考え方が最近、注目を集めているのも、企業の社会貢献活動やベンチャーフィナンソロピーやインパクト・インベストメントといった社会的成果を強く念頭に置いた未公開株式投資が活発化している事実があろう。

ただし、このインパクト評価に実際に足を踏み入れたとたんに、「万人が同じ価値観を有する」という状況がいかに稀なことであるかということにも気付かされる。「夢食う虫も好き好き」の諺があるように、一つのプロジェクトの成果をどう見るかは千差万別だ。ある企業財団の関係者が、「インパクト評価は、アリスが不思議の国に迷い込むようなもの」と評しておられたことを思い出す。

それでも、何とかここに客觀性を持ち込もうとするのが、我々の仕事だ。世の中にポジティブな影響をどの程度与えられたのかについて合意形成が実現することで、資源配分は必ずや改善されると信じるからである。膨大な数の実施報告書を読み解き、関係者に疑問をぶつけまくるという極めて地道な作業が、今日も我々を待っている。

研究員エッセイ

本物の魅力

先日、ジョン・マクラフリンのライブに行く機会を得た。ジョン・マクラフリンは、知る人ぞ知るギターの名手である。ジャンルを区切るのは難しいが、主にジャズと言えるだろう。新曲を中心に、あつという間の90分であった。出会いは中学の時になる。当時、まだ洋楽を覚え始めたばかりの頃である。すごい楽曲が



創発戦略センター  
スペシャリスト

あると言われて借りたテープ数本のうちの一本に、同氏の代表的なアルバムBirds of Fire があった。この他にも、キング・クリムゾン、レッド・ツェッペリン、ピンク・フロイドなど、当時出会ったのは、まさにすごい楽曲の数々であった。それらの曲に圧倒され、釘付けになり、ウォークマンに入れて、いろいろなところで聴いた。そのおかげで、それらの曲は、受験の日や、ひとり歩いた雪の日など、多くの思い出と一緒に残っている。

気が付いてみると、その時から今に至るまでの数十年の間、この人たちの音楽を聴き続けている。ほぼすべてのアルバムを買ったが、新曲がほとんどないので、曲のレパートリーはあまり増えない。考えてみると、中学生の感性と年を重ねた今ではだいぶ違ってきているはずであるし、聴き続けていれば飽きても不思議ではない。1日に同じアルバムを5回くらい聞くこともある。しかし、飽きを感じさせない。本物は人を魅了し続ける。最近は、YouTubeでいろいろな音楽のVTRを見る事ができるようになった。音楽VTRをミュージシャンの名前で検索してくれるアプリケーションもあるので、簡単にいろいろなVTRを見る事ができる。そういうVTRで一人の人を追い続けると、若い頃から中年、そして老人になってしまったものまでいろいろなVTRが出てくる。こういうのを並べて聞くと面白い。若い頃の輝きを維持し続け、よりよくなっていくもの、輝きをまったく失ってしまったものなどいろいろだ。先ほど挙げた人たちは、輝きを増していった。

70歳を超えても精力的に活動し、衰えを感じさせないMcLaughlinの技術もさることながら、やはりすごいのは、人の心に訴えかける力だ。新しい世界を切り開いた人たちは、時代が変わっても変わらない、人の心の底にあるものを感じとり、そこに訴えかけることができるのだろう。

白髪の老人のギターは、聴く者を魅了し続けるだけでなく、いつまでも本物で居続けることのすごさを訴えかけていた。

## 編集後記

発売から12年半経ったWindowsXPが、明日の修正プログラムをもってサポート終了となります。

私が初めて触れたパソコンがWindowsXPでしたので、一つの時代の終わりに寂しさを感じます。

今後、WindowsXPのセキュリティリスクが増えると注意がされております。現在、WindowsXPをご利用中の方は、新しいパソコンへの移行など対策をなさってください。

※記事は執筆者の個人的見解であり、

日本総研の公式見解を示すものではありません。

株式会社日本総合研究所 創発戦略センター  
M a i l M a g a z i n e ( 電子配信 )

このメールは創発戦略センターメールマガジンにご登録いただいた方、シンポジウム・セミナーなどのご参加いただきました方、また研究員と名刺交換した方に配信させていただいております。

【発行】株式会社日本総合研究所 創発戦略センター  
【編集】株式会社日本総合研究所 創発戦略センター編集部  
〒141-0022 東京都品川区東五反田2-18-1  
TEL: 03-6833-6400 FAX: 03-6833-9479  
<配信中止・配信先変更・配信形式変更>  
<http://www.jri.co.jp/company/business/incubation/mailmagazine/>