

加藤出レポート特別版 2021年6月

イギリス貴族院・白川前日銀総裁証言(上)

東短リサーチ株式会社

<トピックス> 2021年6月1、2、4日号を再編集した期間限定の特別公開版です

1. 英貴族院における白川前日銀総裁証言：なぜ日本でインフレは加速しないのか？
2. 論点：今の超拡張的な金融・財政政策の後に持続的なインフレは起きるのか？
3. 論点：QEとQQEの違い、中銀によるリスク資産購入の問題点
4. 論点：欧米経済と日本経済の類似点、警戒サインは何か？
5. 論点：QEは日本以外の先進国でも恒久化してしまうのか？ Japanification？

1. 英貴族院における白川前日銀総裁証言：なぜ日本でインフレは加速しないのか？

4月20日にイギリス貴族院(The House of Lords=上院)の経済問題委員会で開催された量的緩和策(QE)に関する公聴会(Webキャスト)で、白川方明前日銀総裁が約1時間にわたって議員らの質問に答えていた。同氏が招かれた理由は、イングランド銀行のQEが日本の様に長期化したらどうなるのか？という問題意識にあった。

英貴族院は公選制ではない。それゆえ同院にはこれまで様々な批判が向けられ、改革も加えられてきた。筆者は貴族院の議論は形式的なものに過ぎないのでは？と従来漠然とイメージしていたのだが、調べてみると実際はそうではないようだ。

近年は、政策に精通した専門家が終身制の一代貴族として議員に選ばれ、彼らが非常に高度な議論を同院で展開している。元イングランド銀行総裁のマービン・キング卿(Lord King of Lothbury)も一代貴族議員の一人だ。

今回このWebキャストの公聴会を見ていて、次の選挙の当落を心配する必要がない議員の方が、長期的視点で国家の行く末を議論することができる、というメリットを実は持っているように筆者には感じられた(民主主義上の課題は勿論あるが)。

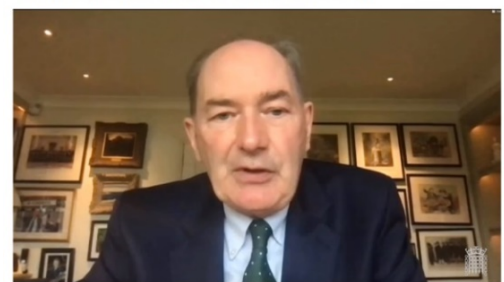
近年の日本の議会にはそういった議論があまりに欠けている点が大変残念である。その影響で、彼らに承認された日銀政策委員の多くも長期的視点を持たないまま表層的な議論に終始してしまっている。

この公聴会の議論には、今の日銀が見ないふりをして避けている超金融緩和策の本質的な問題点が多々含まれている。筆者なりに以下にポイントをまとめてみた(写真は同議会Webサイトより)。

最初に委員長のフォーサイス卿(メジャー政権時の閣僚)が「QEを用いても日本でインフレに火が

parliamentlive.tv | HOME | EVENT GUIDE

Economic Affairs Committee
Tuesday 20 April 2021 Meeting started at 3:01pm, ended 4:51pm



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

「つかなかったのはなぜなのか？」と質問を發した。白川氏は次のように説明していた。

- ・日本では最近、**インフレ予想は適合的だ**、という説明を最もよく耳にする。
- ・過去に非常に低かった実際のインフレに強い影響を受けてインフレ予想が形成されているという。では一体なぜ過去のインフレはそんなに低かったのか？その議論によれば、過去の金融政策が十分にアグレッシブでなかったからだという。
- ・**私はこの種の議論に納得していない**。第一に、インフレ予想は、多かれ少なかれ、多くの国において適合的だ。第二に、より重要な点として、過去に日銀が直面したインフレにも同じロジックがあてはまっている。

parliamentlive.tv

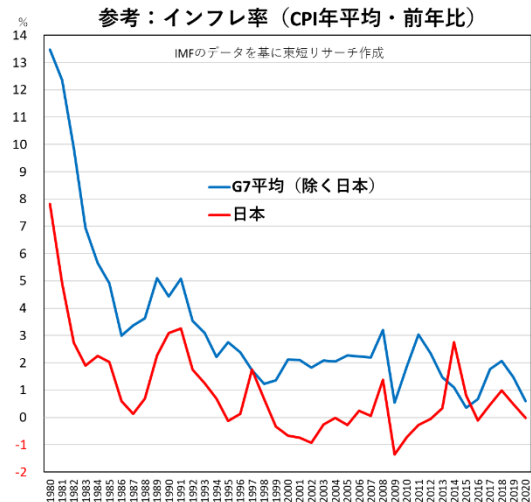
HOME

EVENT GUIDE



- ・どのような状況でも日本のインフレが低かったのは事実だ。それは最近の現象ではないことにも言及する必要がある。
- ・1980年代の日本の平均インフレ率はG7で最も低い2.5%だった。アメリカは5.4%、イギリスは6.4%だ。**1980年代後半の巨大バブル期でさえ、日本のインフレは1%未満**だった。

- ・グローバルな経済要因と日本特有の要因を指摘してみよう。グローバル化やIT革命による技術進歩が、日本を含む世界の多くの国にデスインフレーションを起こした。**どの国のインフレも並行的に下落**した。
- ・現在のインフレ率の違いは、**それぞれの国の当初のインフレの違い**を反映したものである。
- ・日本が小幅のマイナスのインフレ率を記録するようになったのは、部分的には、**当初のインフレ率がすでに非常に低かった**からだ。



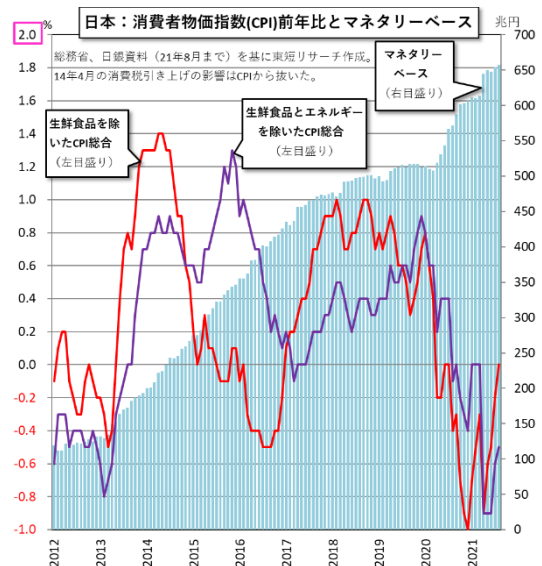
- ・インフレに対する日本特有の要因は、**終身雇用慣行**である。金融危機などによる深刻な負の需要ショックに直面したとき、日本の企業経営者は**雇用を優先**してきた。代わりに従業員は**低賃上げ率や賃金の引き下げすら受け入れて**きた。経済へのショックが一時的なら、その裏側でマイルドなデフレが発生した。
- ・これが、**国際比較で見ると非常に低い失業率と、抑制された賃金やインフレ率との組み合わせが日本で見られてきた最も重要な理由のひとつ**である。

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

- ・日本では準備預金が巨大に積み上がっている。日銀のバランスシートの規模は GDP 比で、2000 年の 20% から現在は 114% へと拡大した。
- ・準備預金は金融機関の中銀に対する預金であり、それ自体は力を持たない。しかし、（一般的には）準備預金の増大は金利を低下させ、それが支出を刺激し、それがインフレ率を押し上げる。
- ・だが日本の短期金利は 1990 年代半ばから実際的にはずっとゼロ%で推移してきた。10 年国債利回りは、リーマン破綻時は 1.4% で、私が日銀を離れた 2013 年が 0.5%、現在が 0.1% だ。
- ・しかしながら、中銀が断固たる態度でインフレ予想に直接影響を及ぼせば、実際のインフレ率も上がると主張している人もいる。デフレはいつも貨幣的現象だ、というマントラ（お題目）をしばしば耳にする。
- ・しかし、そういった類の話をあなたは本当に信じるか？

- ・実際の経験が最も分かりやすい。
- ・ラリー・サマーズ（ハーバード大学教授、クリントン政権時の財務長官）は最近こう言った。
- ・「インフレを押し上げようとした日銀の広範囲の努力は完全な失敗となった」。
- ・「このことは、かつて自明の理として扱われていたものが、実際には誤りだったことを示している。金融政策でいつもインフレ率を定めることは中銀にはできない」。

（注：2013 年 4 月、黒田総裁率いる日銀は当時 130 兆円強だったマネタリーベースを 2 年で 2 倍の 270 兆円程度に拡大すれば 2% のインフレ目標が実現されると宣言した。現在マネタリーベースは 650 兆円に達したが、同目標の達成は全く見通せない状況にある。また日銀は 2016 年 9 月に、インフレ率が 2% を安定的に上回るまでマネタリーベースを増やし続けるという“オーバーシュート・コミットメント”を表明したが、それも人々のインフレ予想にほとんど影響を与えられないでいる。）



- ・我々はこの経験を真剣に受け止め、金融政策の基本に立ち返らねばならない。
- ・金融緩和策の効果は、金利を引き下げることで、将来の需要を現在に持ってきたり、資産価格を押し上げたり、自国通貨を減価させて、外国から国内へ需要をシフトさせたりすることに由来する。
- ・前者（需要の前借り）のメカニズムは、経済へのショックが一時的ならば機能する。

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願ひ致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

しかし、そうでなければ機能しない。

- ・日本は金融緩和を 30 年以上実施してきたためその効果は**不可避免的に小さくなる**。なぜなら、**手前に持ってくる将来の需要の余地が無くなってくる**からである。
- ・後者のメカニズムとしては、リーマン破綻時に外国で大胆な金融緩和が行われたことで通貨価値が上昇したが、それに対抗する手段を日銀は持っていなかった。なぜなら少し前に説明したように、日本のイールドカーブはすでに他の先進国よりも遥かに低かったからである。

同公聴会では続いて 10 人の議員が金融政策に関する問題意識を白川氏に向けている。それらの論点を以下、順に見ていこう。

2. 論点：今の超拡張的な金融・財政政策の後に持続的なインフレは起きるのか？

ブリッジス卿：「現在世界中で、政府の財政支援策により預金が増加している。FT は世界で 5.4 兆ドルが積み上がっており、これが“ポスト Covid 支出”になると報じた。今の拡張的な金融・財政政策の後に、日本だけでなく、アメリカ、特にヨーロッパで、持続的なインフレの急騰が起きるリスクはどのくらい大きいだろうか？」



白川氏

- ・簡潔に答えれば、そういったリスクはいくらか誇張されている。
- ・昨年物価が下落したベースエフェクトや需給ギャップ縮小によりインフレ率は 2% を超えそうだが、それらはサステナブルではない。財政支出を今の規模で続けることは困難であり、**結局我々は“崖”に直面する**。
- ・フィリップス曲線を平坦化させたと推測される要因、グローバル化や技術の進展が、現在の局面で遂に変化したとする説得的な証拠はないように思われる。
- ・**現在の私の懸念は、インフレではなく、低成長、特に、生産性の低下にある。長く続く金融緩和がアグレッシブな財政政策と組み合わせあって引き起こされる生産性の低下を懸念している。**
- ・先ほども述べたように、金融緩和の効果は（金利低下により）債務を増加させて将来の需要を現在に持ってくることにある。この戦略は**経済ショックが一時的な場合に機能する**。日本が過去 20 年以上経験したこと、他の先進国がこの 10 年ほどで経験したことは、そういった単なる短期のショックではなかった。

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

- ・金融緩和が長期化すれば、前借りする需要は不可避免的に減ってくる。また、**生産的な投資の比率も時間が経つにつれ下落し、それが生産性の伸びを引き下げていく。**

（注：人口減少社会において低金利環境が長期化すると、生産性向上につながり得る優良な投資を行うための資金の前借りは徐々に細ってくる。それでも低金利政策で資金需要を刺激し続けようとする、金融機関のセールスも加わって、「そんなに金利が低いならやってみるか」と低収益しか期待できない投資を進める企業も現れてくる。それらは経済全体の生産性を低下させていくことになる）。

- ・さらにアグレッシブな緩和策でクレジット・スプレッドが圧縮されると、**クレジット市場の効率性が低下し、それも生産性の低下につながっていく。**
- ・最後には、いわゆる**ゾンビ企業が生き続ける**ことになる。これら全ての要因が、**民間の資金需要を弱めていく。**
- ・こういったときには、**政府は高い金利を払うことなしにスムーズに借入れを続けることができる。**

（注：上記のように緩和策長期化で民間の資金需要が弱くなると、政府が国債を市場で増発しても長期金利上昇につながるクラウディングアウトは発生しないため、政府は円滑に資金調達を行えることになる）。

- ・もし政府が生産的なインフラ投資に取り組むならば、生産性を向上させ得るが、**その政治的な実現可能性は今の状況では不確実**である（注：政府が低利で調達した資金を単に「痛み止め策」に使いつけると生産性は一層低下していく恐れがある）。
- ・もし私の予想が間違っていて、インフレ圧力が高まったら、何が起きるだろうか？
- ・中銀らはインフレ圧力を抑制することに自信を持っているようだ。私はこういった議論に完全には納得していない。
- ・確かに彼らは道具は持っている。問題となるのは、中銀が金融政策を顕著に引き締めると、その反応が金融機関や政府に影響をもたらし得る点である。
- ・金融の安定性を心配して中銀が引き締めに躊躇したら、より高いインフレを招いてしまう。物価の安定と金融の安定は同じコインの両面の関係にある。
- ・先ほども述べたが、持続的なインフレのリスクは誇張されていて、むしろ**現在のポリシー・ミックスが誘発する生産性の低下を我々は懸念すべき**である。

3. 論点：QE と QQE の違い、中銀によるリスク資産購入の問題点

シャンドス子爵:「日本における QE の主目的は何か？
QE から QQE へのシフトでそれは変わったのか？」

parliamentlive.tv

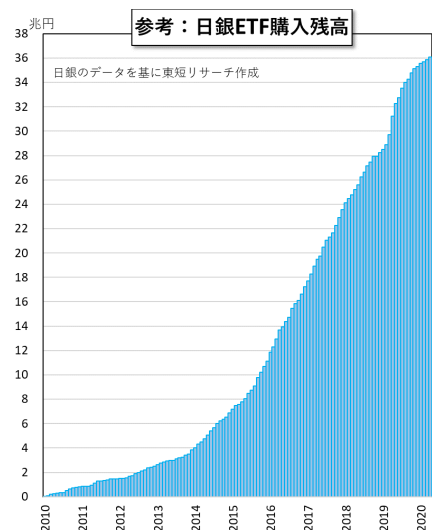
HOME

EVENT GUIDE



白川氏

- QE の目的は、人によって見方が変わる。
- 包括的な目的は経済の安定にあり、その下にいくつかの考慮すべき事項がある。
- 少なくとも 4 つの側面が考慮されてきた。金融システムの不安定性を避ける、経済活動を刺激する、デフレを防ぐ、円高を防ぐ、である。
- QE が機能するメカニズムを理解する際、日銀のボードメンバー、スタッフ、エコノミストは異なる解釈を行ってきた。
- 私は、巨大な中銀のバランスシートそれ自体が経済を刺激する、とは信じていない。
- ただし、QE は金融システムを安定させるための手段としては有効である。こう呼んで適切かどうかかわからないが、” **lender-of-last-resort operation QE** “（最後の貸し手としてオペを行う QE）である。
- GDP に対する QE の影響が日本で控えめだった理由はシンプルだ。第一に、金利引き下げ余地は限られていた。第二に、人口動態など多様な構造的要因が働いていた。GDP への QE の効果は控えめだという見解は、他の先進国経済にもあてはまる。
- 私は日本における異例の金融政策が無意味だったと言っているのではない。
- 中銀のバランスシートの規模自体は経済に影響を与えないが、中銀がどの資産を購入するのか、中銀はどういった種類の貸出を行うのか、という点は重要だ。金融システムが脆弱なときは、それらは極めて重要となる。
- 日銀は、ABCP、資産担保証券、商業銀行保有株、ETF、REIT 等の購入という大胆な手段をとってきた。
- 中銀が高度に非常に重要な状況でこういった手段をとることを私は支持する。
- しかし、私の支持は、極限的に重要な状態を前提にしている。これらの手段は**緊急事態にのみに実施されるべきだ**。
- もしこの条件に合っていないければ、**副作用はどんどん大きくなっていく**。



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

- ・QE が長期化するなら、中銀は**唯一の存在 (the only game in town)** になってしまう。私の友人のキング卿は「私はそんな街からは脱出したい」と言ったと報じられている。

4. 論点：欧米経済と日本経済の類似点、警戒サインは何か？

フォックス卿：「ヨーロッパやアメリカの先進国経済における経済や金融政策の環境は、1990年代以降の日本の状況にどの程度近いのだろうか？日本経済に既に見られたような、我々が気を付けるべき警戒サインはあるだろうか？」

parliamentlive.tv

HOME

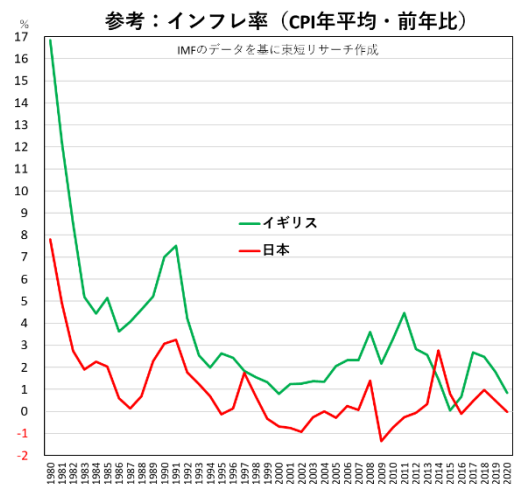
EVENT GUIDE



白川氏

- ・これは私の好きな質問のひとつである。経済や金融政策の環境はかなり似ている。多くの先進国経済は日本が15年早く経験したことを後追いしているように見える。
- ・**4つの類似点**を指摘しよう。**第一に、バブルとそれに続く金融危機**があった。日本は1980年後半に、高成長と低く安定したインフレという極めて良好な経済パフォーマンスを経験した。
- ・それは現代のグローバル経済の歴史において誰も見たことがなかった規模のバブルへと変わった。信じられないような話だが、**1989年末時点で時価総額・世界10大企業の7社は日本企業**だった。バブルは非常に深刻な金融危機を1997～1998年にもたらした。
- ・西側経済は、15年程度遅れて、まさしく同じ現象を体験した。「グレート・モデルション」と呼ばれた良好な経済パフォーマンスの後に、深刻なグローバル金融危機が2007～2009年に続いた。

- ・**第二の類似点**は、激しい金融危機の後に**長く続く低成長と低インフレ**である。
- ・マーク・カーニー（前イングランド銀行総裁）の言葉を借りるならば、1990年代以降の日本経済を表現するときに使われる**“失われた10年”**をイギリスもまた経験した。
- ・「成長率の低下は日本と同じだが、イギリスはデフレは経験していない」とあなたは言うかもしれない。しかし、バブル経済期でさえ日本のインフレ率は1%未満だった。両国において並行的なインフレ率のシフトが起きたのである。



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

- ・ **第三の類似点**は、**金融危機発生後の金融政策の対応**である。超低金利、量的緩和、中銀バランスシートの巨大な膨張、社債など民間資産の購入、フォワード・ガイダンスなどだ。イングランド銀行が2012年7月に導入したfunding-for-lendingスキームも、日銀が2年早く2010年に導入した成長支援貸出策とよく似ている。
- ・ **第四の類似点**は、**金融緩和への過度の依存と、構造的性質の問題に対処するための改革手段の導入がとて遅い点**にある。
- ・ 日本の課題のひとつは、急速な高齢化と低出産率による人口減少で特徴づけられる人口構造の変化である。もうひとつは、グローバル化やIT革命に対して柔軟性に欠く労働慣行が招く生産性低下の問題である。
- ・ これらは困難な課題であるため、マネタリズムへの過度な依存が起きている。

5. 論点：QEは日本以外の先進国でも恒久化してしまうのか？ Japanification？

ハスケル卿：「日本はデフレを克服しようと早くからQEを導入し、2013年にはQQEを始めたが、はっきりした効果は得られていない。日本の経験は他の先進国でもQEは長期化しやすい、恒久的なものになりやすい、ということなのだろうか？」

parliamentlive.tv

HOME

EVENT GUIDE



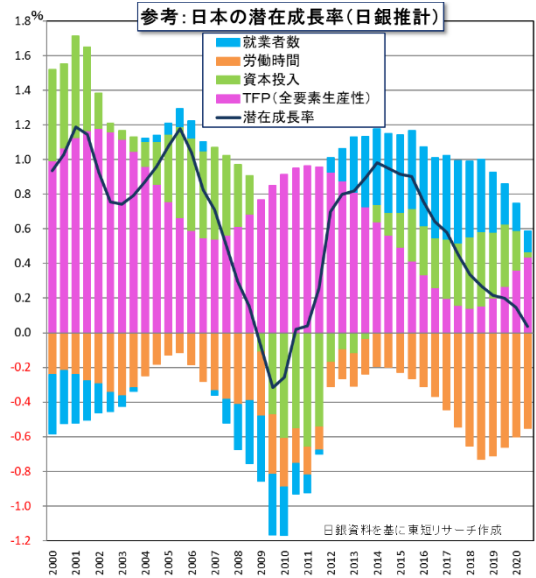
白川氏

- ・ あなたの見解は正しい。
- ・ ”Japanification”（日本化）という表現を今日我々はよく耳にする。私はこの用語が好きではないが。
- ・ **米欧は、多かれ少なかれ、日本が通ってきたのと同じ道を歩んでいる。**日本ではゼロ金利が26年間（注：コールレートが0.5%以下の期間）、QEが20年間続いてきた。米欧でもQEを導入して10年以上経過した。金利は非常に低い状態にある。
- ・ 我々はどのようにこれを説明すべきだろうか？経済学者による標準的な説明は、政策金利が低いのは単に自然利子率が低いからだ、となっている。自然利子率とは、完全雇用下で貯蓄と投資を等しくする利子率のことである。
- ・ 自然利子率の低下は様々な構造的要因によるものという見方を私は否定しない。しかし、**それでは完全な説明になっていない。**
- ・ もう一度言うと、金融緩和のメカニズムは特に、明日の需要を今日のために借りてくることにある。しかし、明日は今日になる。
- ・ もし我々がこの経路で需要を生み出し続けようとするなら、我々は金利を更に更に引き下げていかなければならない。明らかにこのメカニズムに依存することはでき

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

ない。

- ・ **低金利の長期化が非効率な企業の存続を許してしまうと、潜在成長率や自然利子率自体が下落していく。それは状況をさらに悪化させていく。**
- ・ 恒久的な低金利はグローバル経済の構造的要因の反映だ、という見方を私は否定しない。しかし**低金利は部分的には現在の金融政策の戦略の自然な帰結**でもある。
- ・ 我々は**現在のマクロ経済学を真剣に再検討しなければならぬ**と私は考えている。



(後編に続く)

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料*をいただきます。また、非上場債券(国債、CP等)等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等: 東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第524号 加入協会: 日本証券業協会

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願ひ致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。