アベノミクスと中央銀行の独立性
―元日銀マンの見方―

金融紫紺会

2014年3月12日

明治大学商学部
折谷吉治

話の流れ

1. アベノミクスと異次元金融緩和
2. 異次元金融緩和の効果と限界
3. 異次元金融緩和と安倍政権
4. 公共選択論からみた中央銀行の独立性
5. 量的金融緩和とビットコイン問題

MEIJI UNIV.

アベノミクスの概要

1.　大胆な金融政策

（1）物価上昇率目標2%を盛り込んだ政　府・日銀共同声明（1.22）

（2）量的・質的金融緩和（4.4）

＝「異次元金融 緩和」

2. 機動的な財政政策（2.26）

- 13.1兆円の補正予算

3. 成長戦略

MEIJI UNIV.

デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）（2013年1月22日）

○ 日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で**2%**とする。

○ 政府は、‥‥日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。

また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

MEIJI UNIV.

金融政策決定会合（4/4日）の決定事項

消費者物価前年比上昇率**2%を2年**程度で実現するために、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を**2年間で2倍**以上に延長する。

「戦力の逐次投入はしない！

MEIJI UNIV.

主な内容

1. 金融市場調節の操作目標をコールレートからマネタリーベースに変更
   マネタリーベースが年間60～70兆円増加するような金融調節
2. 長期国債買入れの拡大（50兆円増加のペース）
   平均残存期間の長期化(3年弱→7年)
3. ETF、J-REITの買入れの拡大
4. 「量的・質的金融緩和」の継続
5. 資産買入れ等の基金の廃止
6. 銀行券ルールの一時適用停止

先進国の中でも群を抜く大きさ

長期金利を低下させる
＝金利リスク

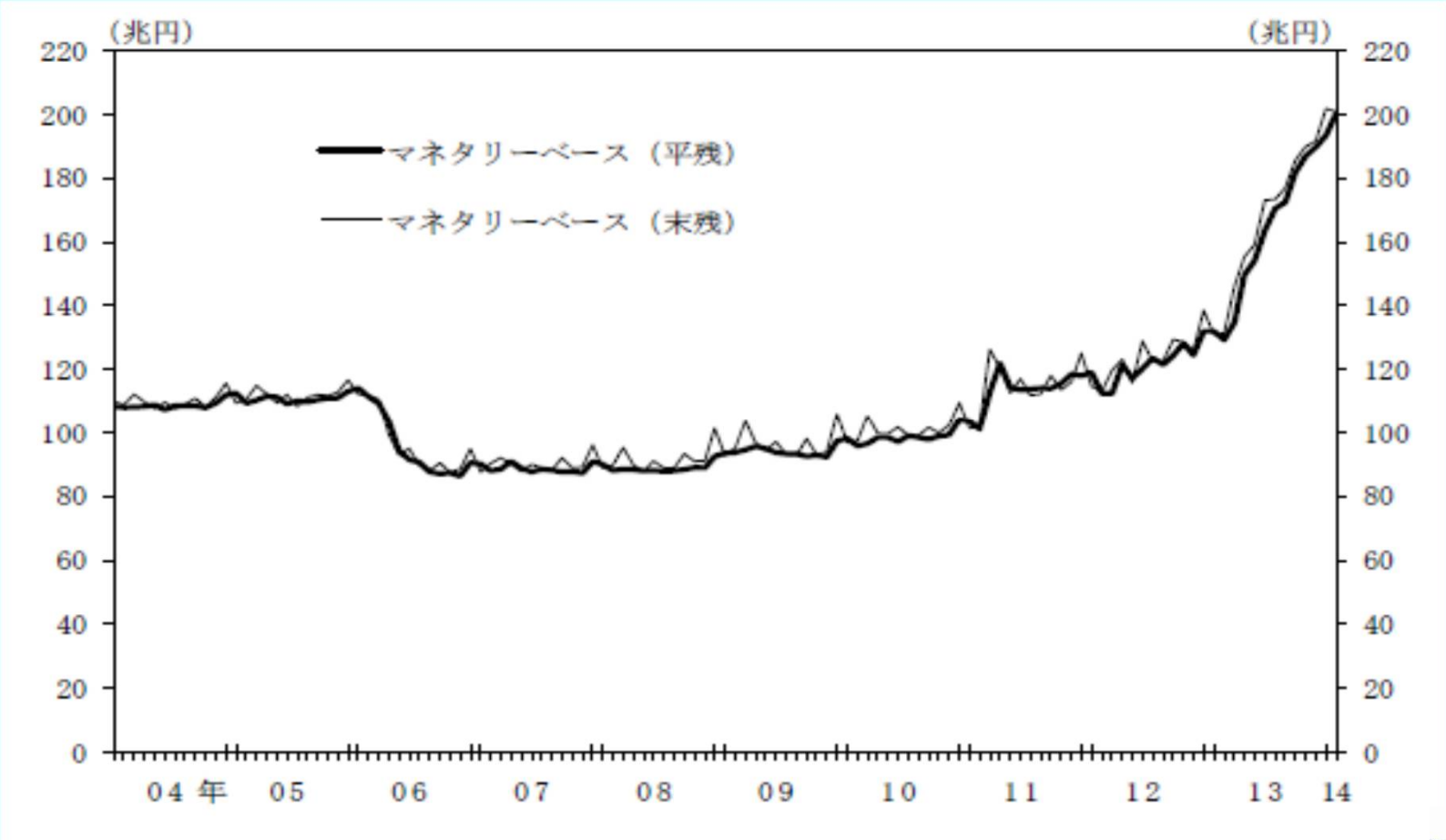
リスクプレミアムへの働きかけ
＝信用リスク

＝時間軸効果

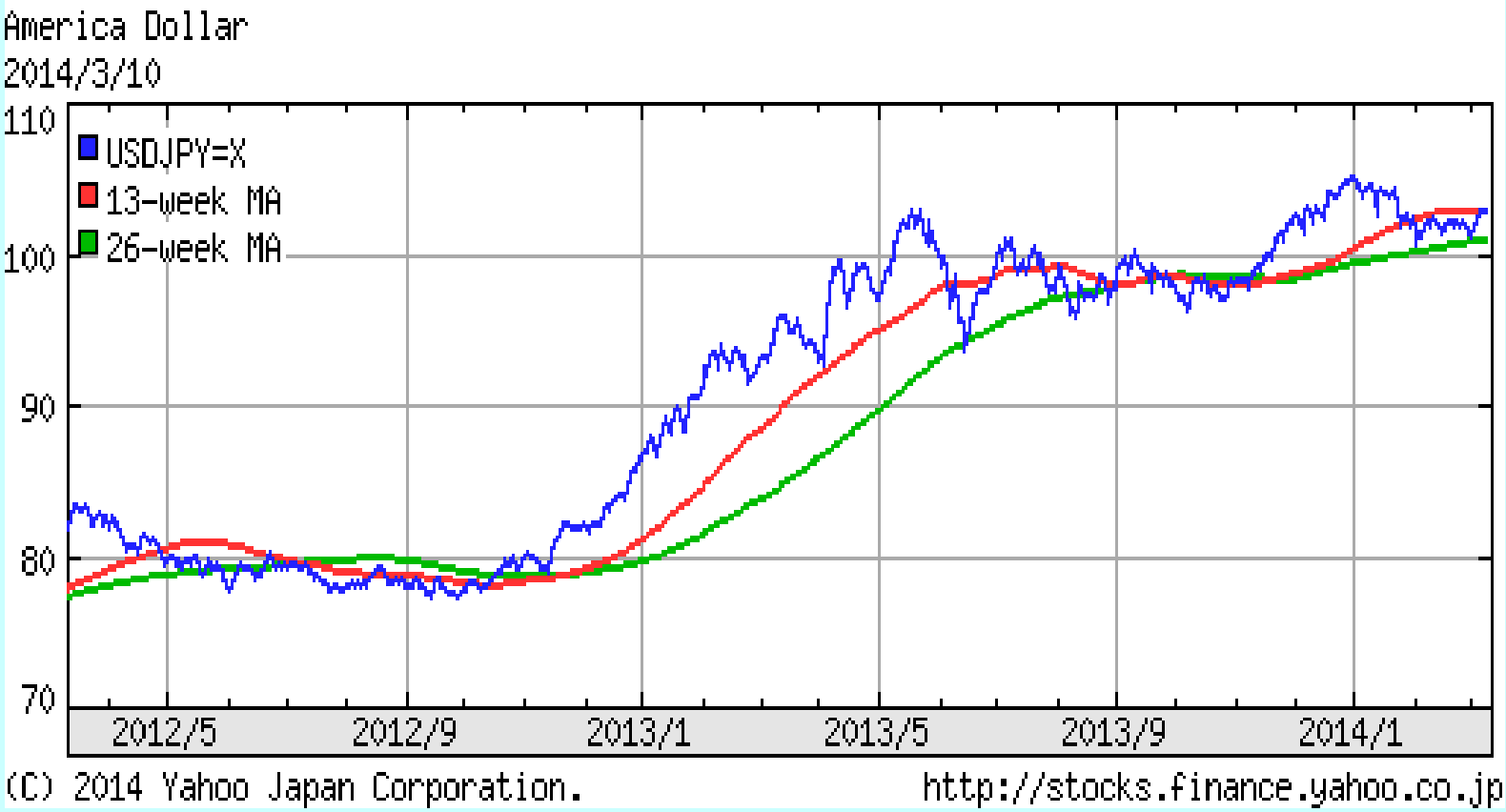
長期国債保有の上限を定めない

MEIJI UNIV.

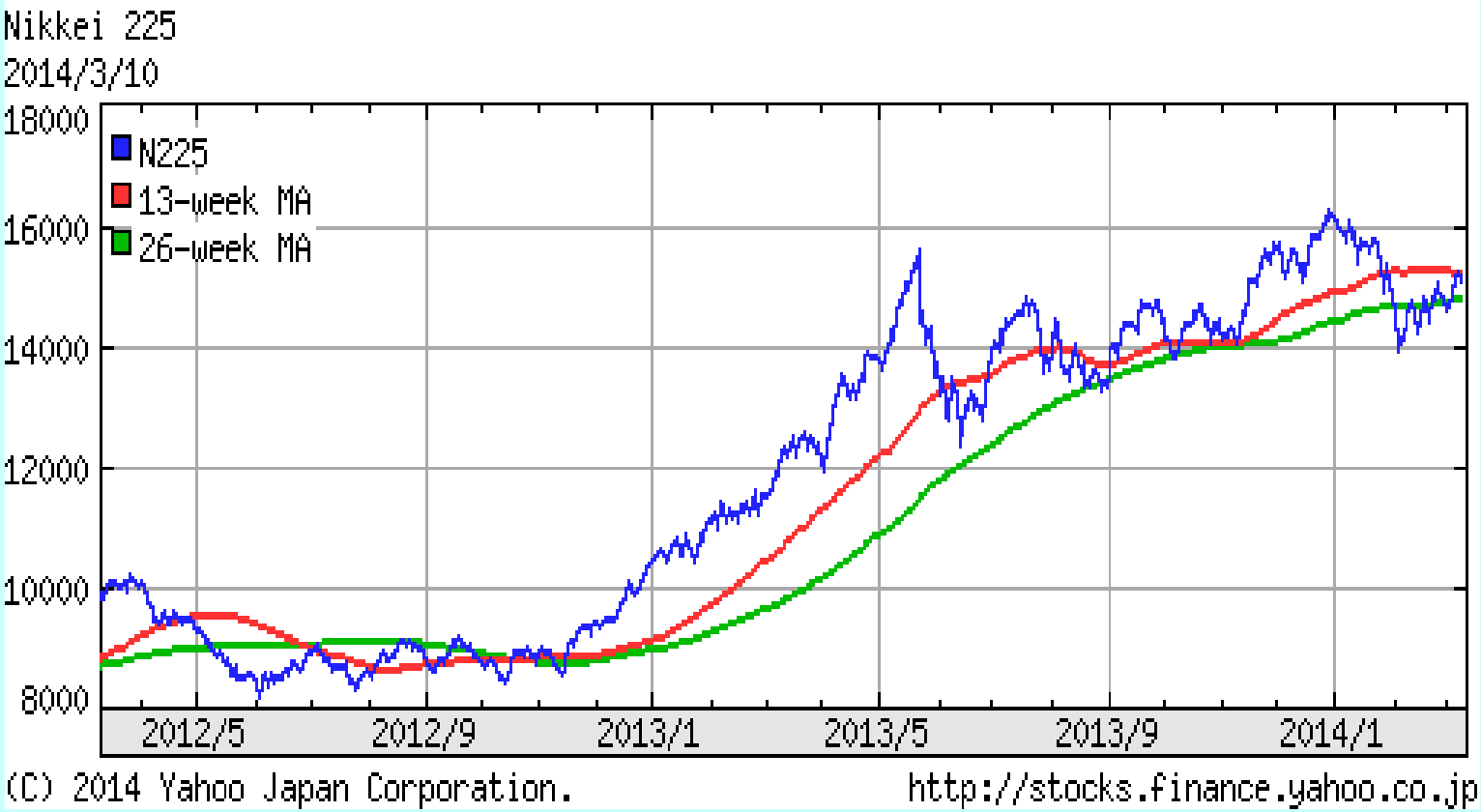
ベースマネーの大量供給



為替レート（円・ドル相場）


America Dollar
2014/3/10
110
100
90
80
70
USDJPY=X
13-week MA
26-week MA
2012/5
2012/9
2013/1
2013/5
2013/9
2014/1
(C) 2014 Yahoo Japan Corporation.
http://stocks.finance.yahoo.co.jp

日経株価指数


Nikkei 225
2014/3/10
18000
16000
14000
12000
10000
8000
N225
13-week MA
26-week MA
2012/5
2012/9
2013/1
2013/5
2013/9
2014/1
(C) 2014 Yahoo Japan Corporation.
http://stocks.finance.yahoo.co.jp

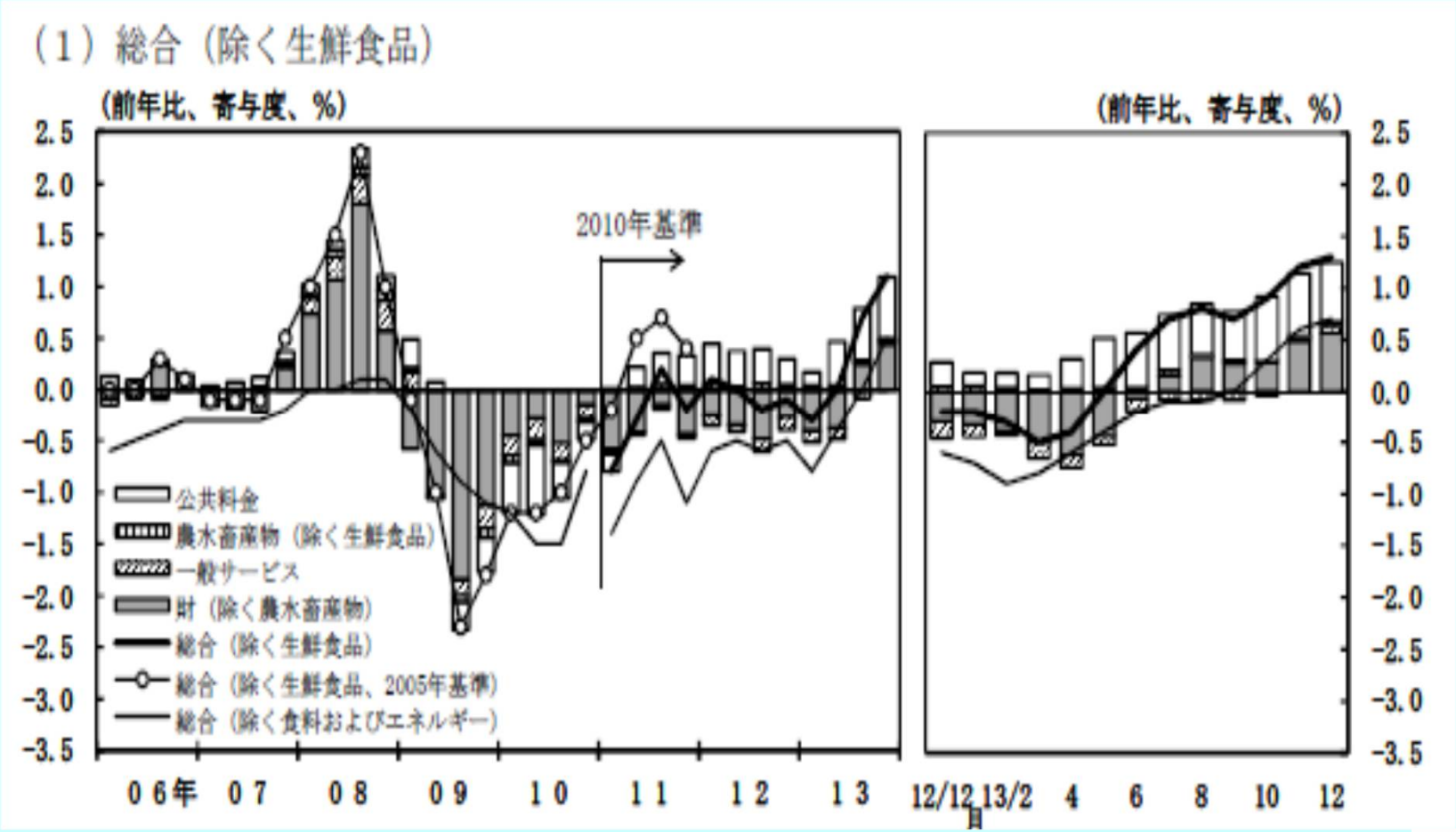
REIT指数

MEIJI UNIV.

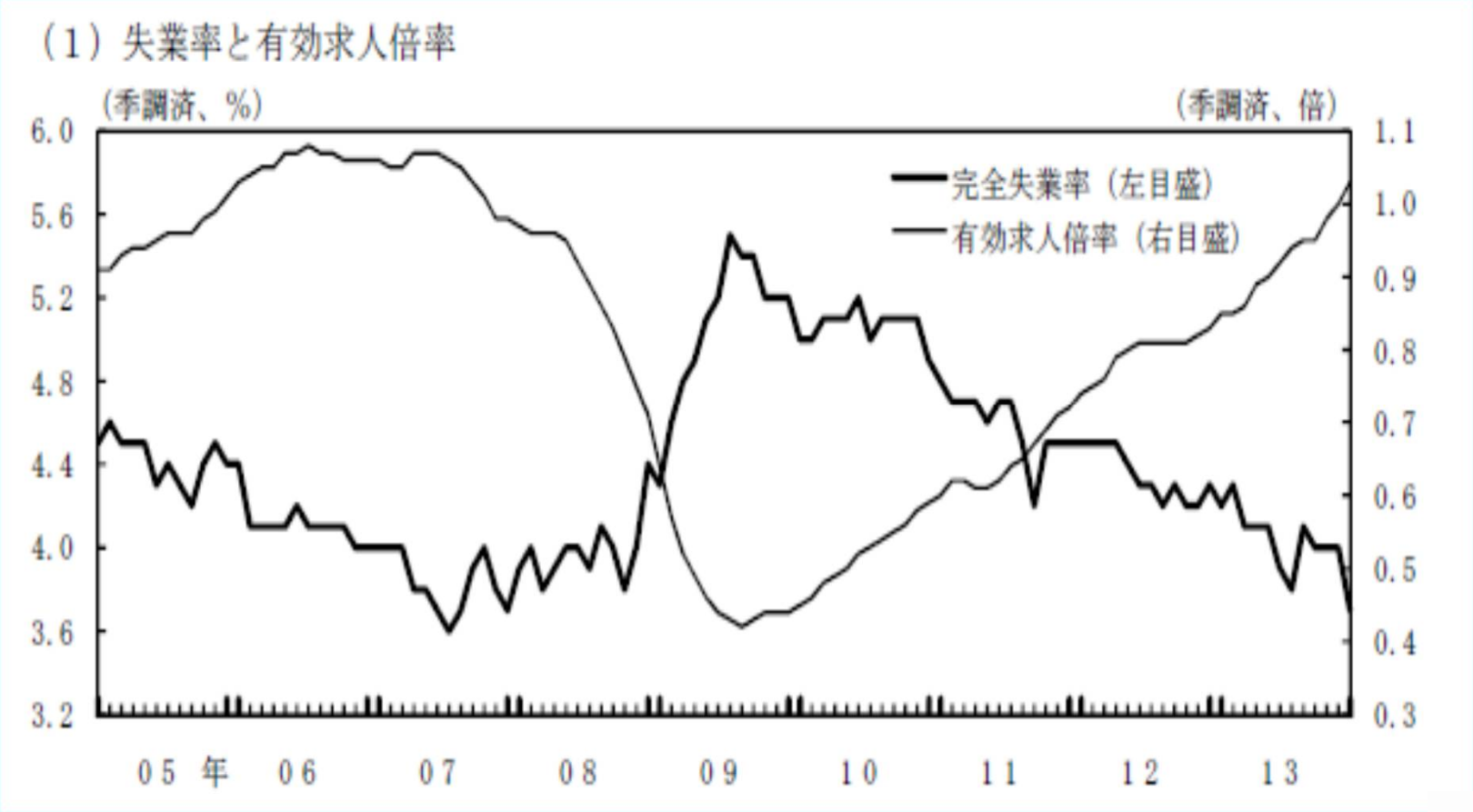
長期金利推移

（過去2年間、国債10年もの）

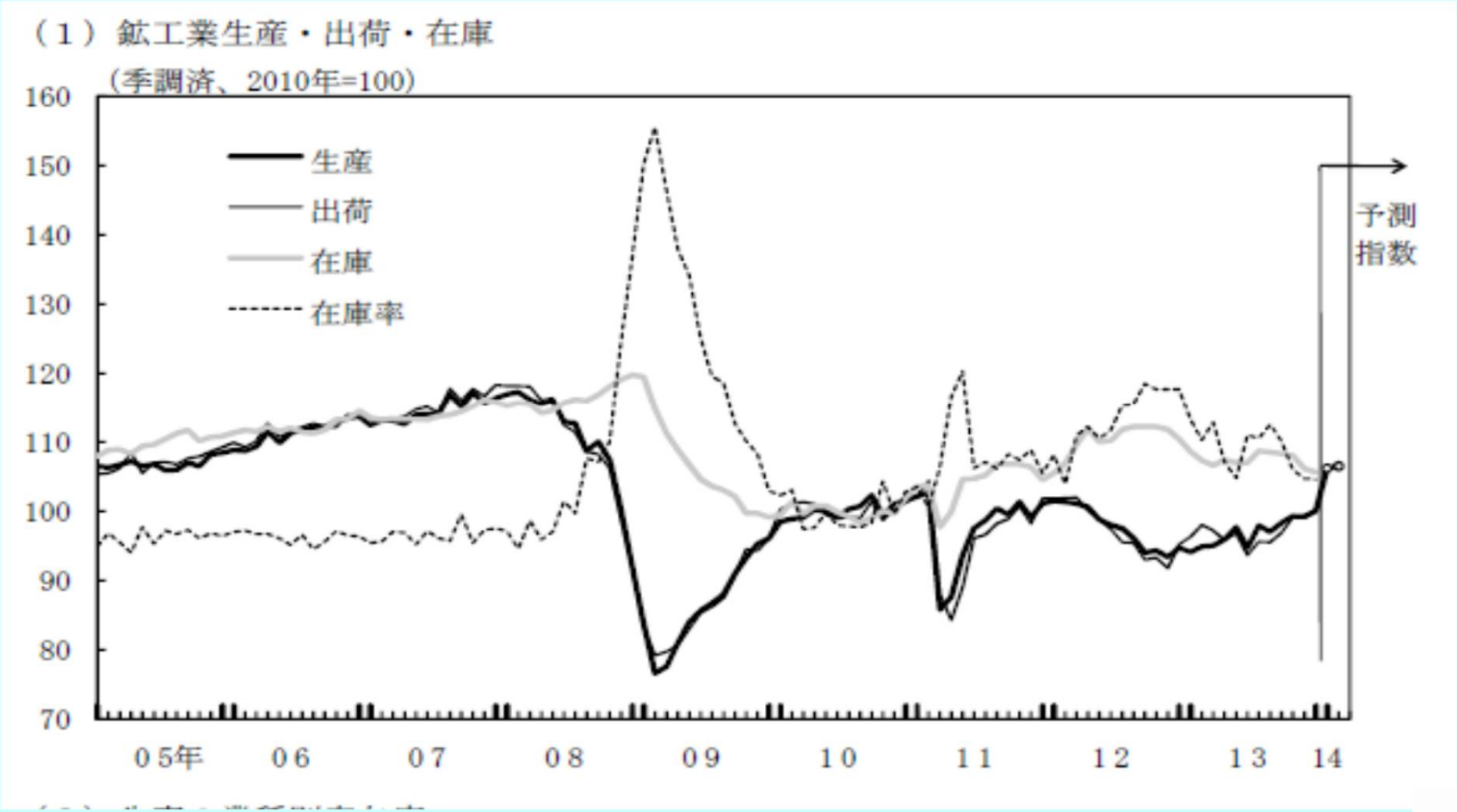
消費者物価上昇率


（1）総合（除く生鮮食品）
（前年比、寄与度、%）
2.5
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
-2.0
-2.5
-3.0
-3.5
2010年基準
公共料金
農水畜産物（除く生鮮食品）
一般サービス
財（除く農水畜産物）
総合（除く生鮮食品）
総合（除く生鮮食品、2005年基準）
総合（除く食料およびエネルギー）
06年
07
08
09
10
11
12
13
12/12
13/2
4
6
8
10
12
月

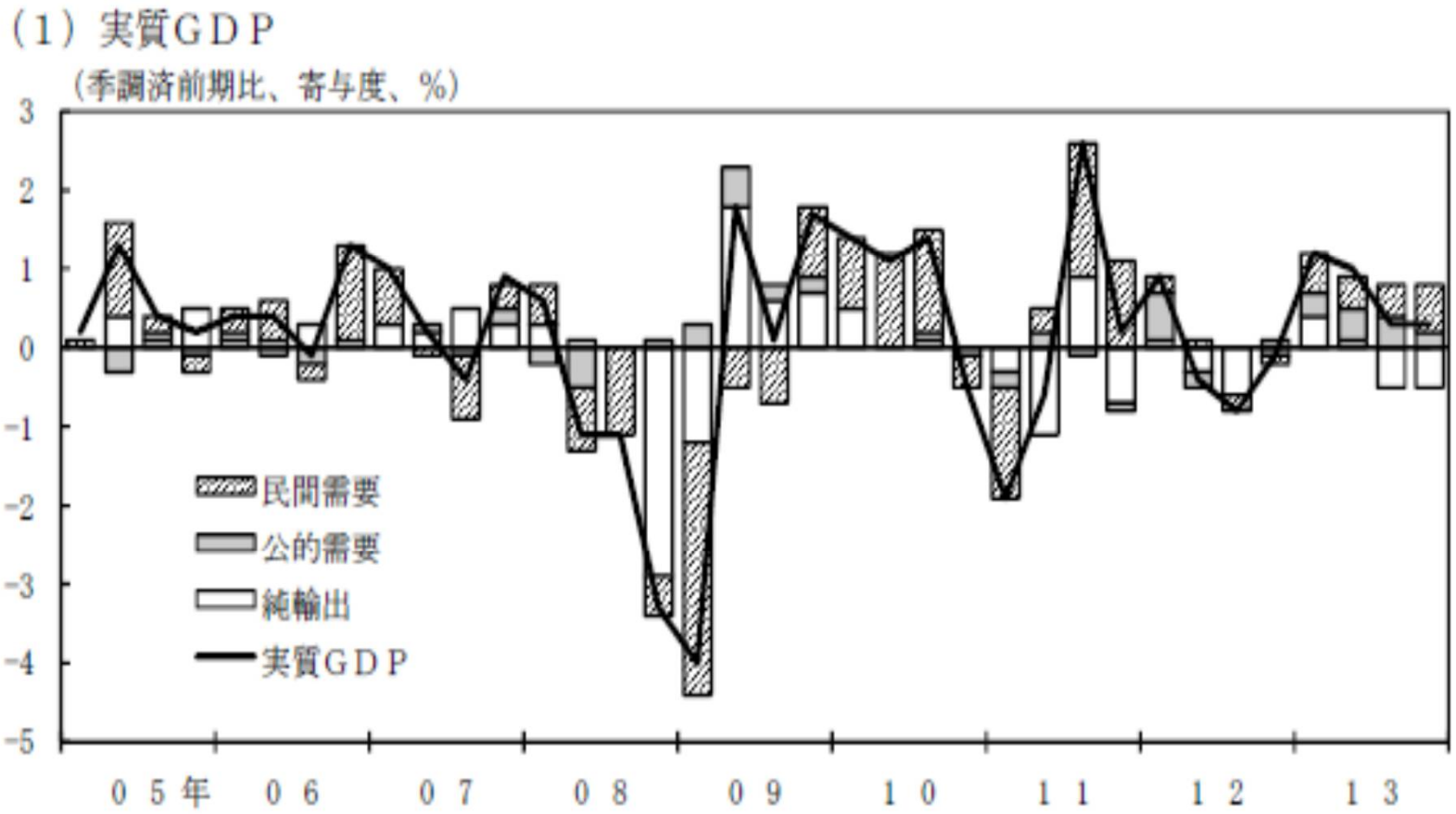
労働需給


（1）失業率と有効求人倍率
（季調済、%）
（季調済、倍）
6.0
5.6
5.2
4.8
4.4
4.0
3.6
3.2
1.1
1.0
0.9
0.8
0.7
0.6
0.5
0.4
0.3
完全失業率（左目盛）
有効求人倍率（右目盛）
05 年
06
07
08
09
10
11
12
13

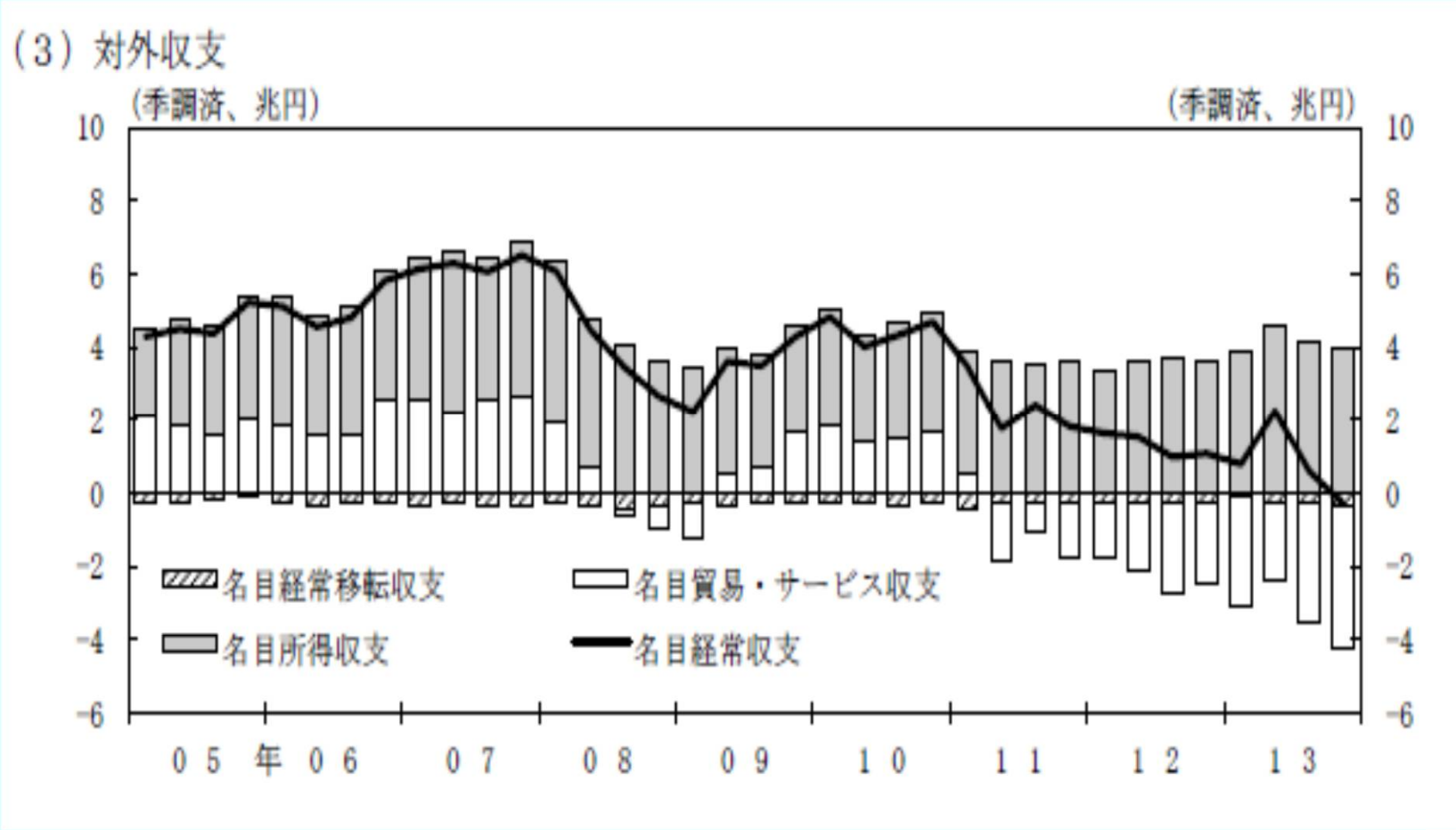
鉱工業生産指数


（1）鉱工業生産・出荷・在庫
（季調済、2010年=100）
160
150
140
130
120
110
100
90
80
70
生産
出荷
在庫
在庫率
予測
指数
05年
06
07
08
09
10
11
12
13
14

実質GDPの推移


（1）実質ＧＤＰ
（季調済前期比、寄与度、％）
3
2
1
0
-1
-2
-3
-4
-5
民間需要
公的需要
純輸出
実質ＧＤＰ
０５年
０６
０７
０８
０９
１０
１１
１２
１３

経常収支の赤字転落


(3) 対外収支
(季調済、兆円)
(季調済、兆円)
10
8
6
4
2
0
-2
-4
-6
名目経常移転収支
名目貿易・サービス収支
名目所得収支
名目経常収支
05 年 06
07
08
09
10
11
12
13

円安のマイナス効果

- 「交易条件」の悪化＝日本人の労働力を安く、外国に売り渡すこと
- 悪いインフレ＝スタグフレーションの危険

MEIJI UNIV.

出口政策の恐怖（その1）

究極の選択＝次のいずれかを選択

① 国債金利の上昇→財政破綻

② インフレによる財政破綻回避

MEIJI UNIV.

出口政策の恐怖（その2）

期待バブルの崩壊

↓

金融システムの不安定化

MEIJI UNIV.

出口政策の恐怖（その3）

長期金利上昇による
国債価格の低下

ETF・J-REIT
の価格低下

↓

日本銀行が大きな損失

↓

国庫納付金
の減少

日本銀行が発行する
銀行券の信認低下

MEIJI UNIV.

異次元金融緩和と安倍政権

- 2012年　9月　自民党総裁選で安倍氏が総裁に
- 2012年11月　衆議員選挙で自民党が勝利
- 2012年12月　安倍内閣発足
- 2013年　1月　日銀物価安定目標2%決定
- 2013年　3月　白川日銀総裁辞任、黒田総裁就任
- 2013年　4月　日銀の異次元金融緩和政策決定

MEIJI UNIV.

阿倍政権の考え方と戦略

（考え方）

- デフレは「日銀が輪転機をぐるぐる回せば、脱却できる」

（戦略＝日銀の独立性打破策）

- 日銀総裁、副総裁人事を活用
- 「日銀法改正」を圧力に使用

→日銀法を改正し、物価目標を明示。幹部に達成義務

MEIJI UNIV.

公共選択論からみた中央銀行の独立性

- 「議会優越仮説（congress dominance hypothesis）」
  →「議会は行政府を統治していない」とする見方
  →実際には「議会は行政府を制裁する権限をもつ」との反論
  - 中央銀行の場合、中銀法改正による制裁が最有力

- 「得票極大化仮説（vote maximizing behavior hypothesis）」
  →「政党は選挙に勝つために政策を策定するのであり、政策のために選挙に勝とうとするのではない」（Downs）

- 2つの仮説をつなげると
  →「政府が財政赤字をつくり、その赤字を通貨発行で賄うことが許される場合、インフレ的傾向が生じる」（Buchanan and Wagner）

⇒ 中銀の独立性が必要に

MEIJI UNIV.

独立性の観点からみた中央銀行のボード制

- 「ボード制」とは？

→中銀の意思決定機関、「委員会」という場合もある。

- 日銀法改正では、「ワン・ボード制」とするか、「ツウ・ボード制（複数ボード制）」とするかで大きな議論。
- 1997年改正では、国際的にみて特殊な「ワン・ボード制」とされた。

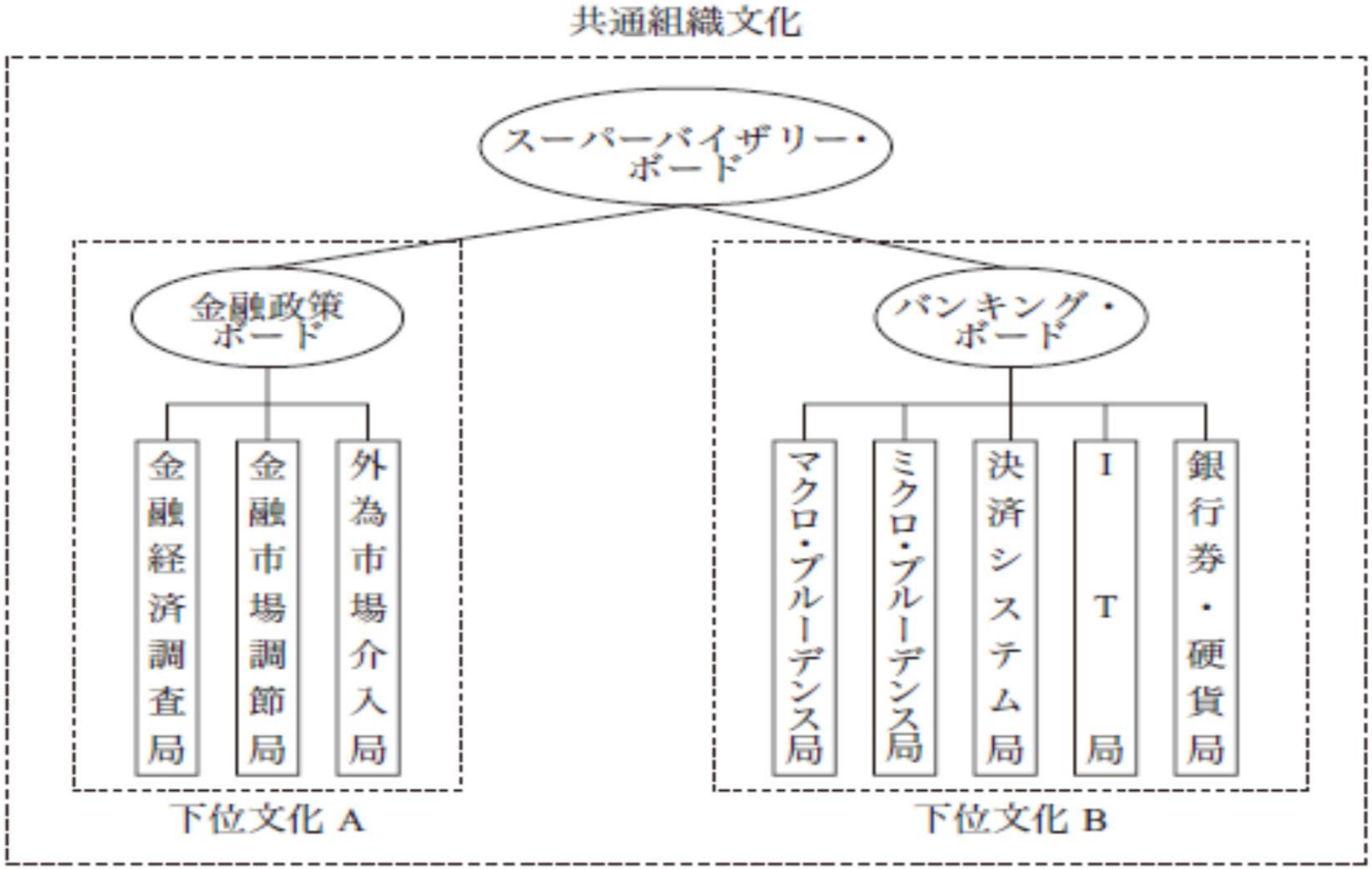
- 独立性のためには、「複数ボード制」が望ましい。

- 複数の中銀機能を発揮するためにも、「複数ボード制」が望ましい。

MEIJI UNIV.

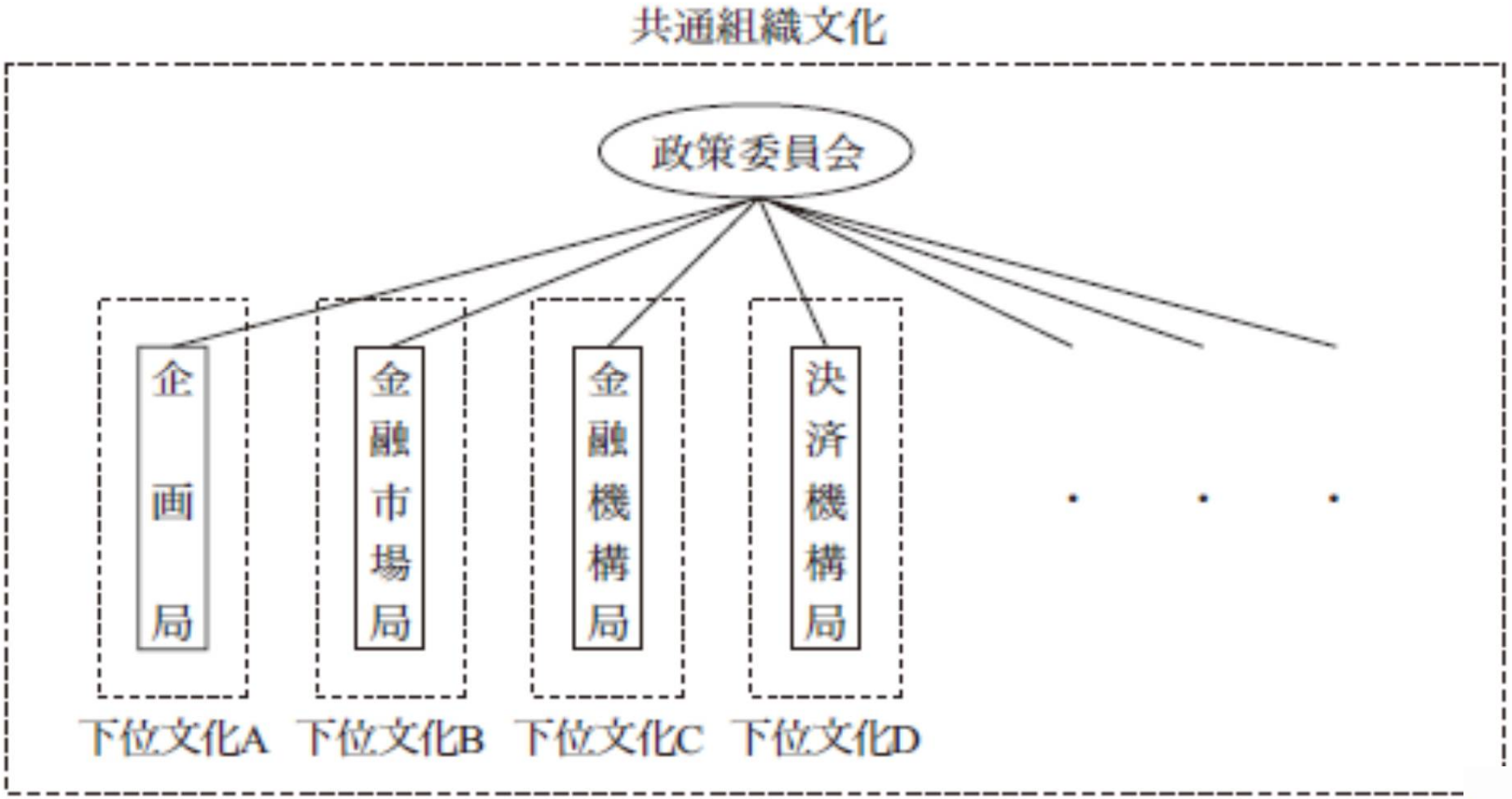
独立性と複数機能の観点からみた理想的なボード制

図表５－９　複数ボード制と組織文化の構造

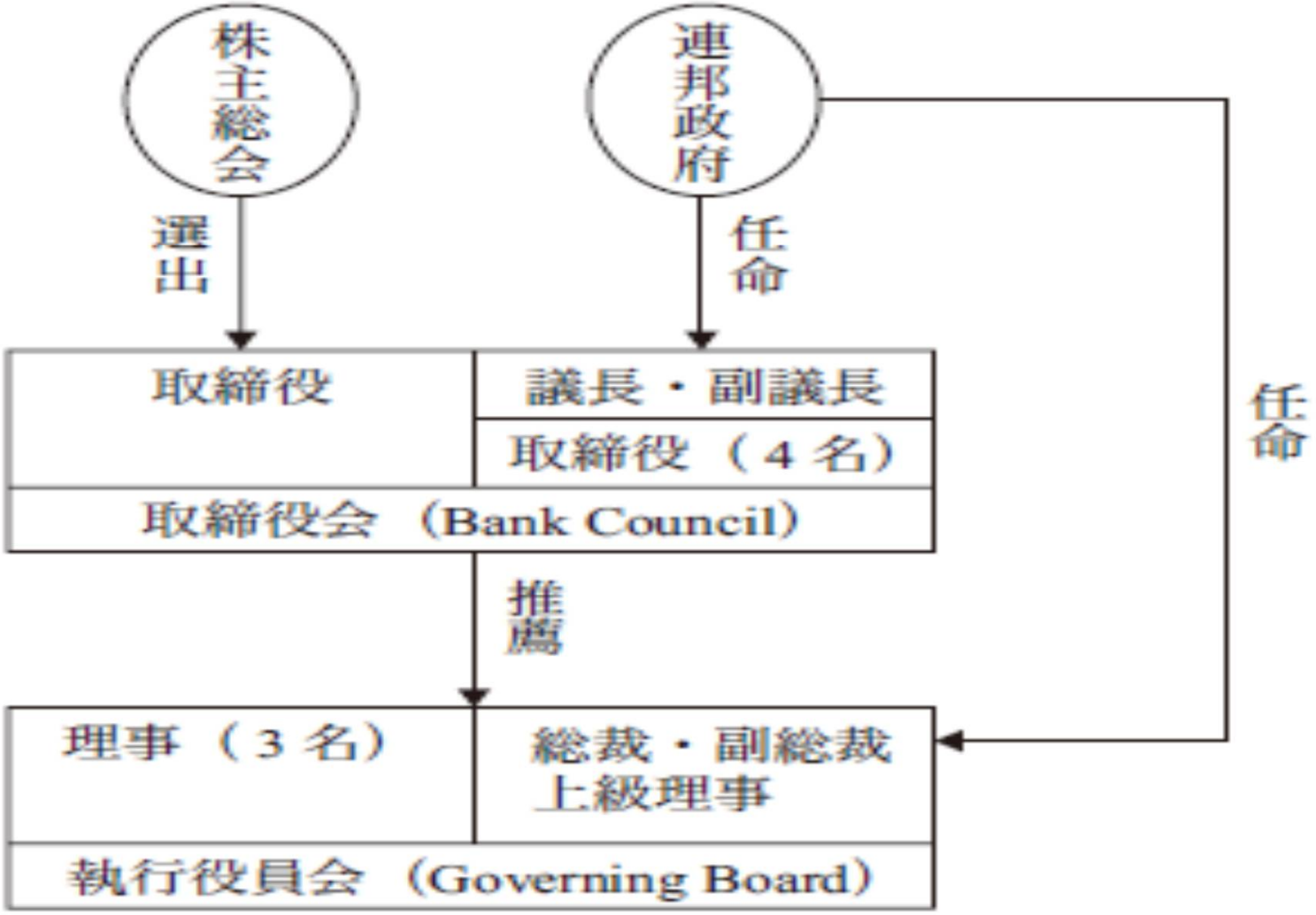


日本銀行のワン･ボード制

図表５－１０　日本銀行のガバナンス・ストラクチャーと組織文化



図表３－７　スイス国民銀行の複数ボード制



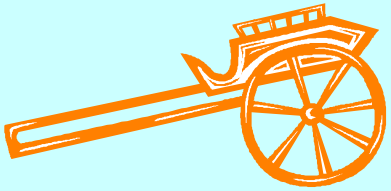
量的金融緩和とビットコイン

- ビットコインの仕組→「採掘（mining）」されたビットコインに素材価値はあるか？

- 量的緩和政策がビットコインをもたらした。
  - 簡単にベースマネーを何倍にも創造
  - 「マネーの暴走」を予感→通貨の信認に危惧

MEIJI UNIV.

人類の3大発明



車輪

火

お金

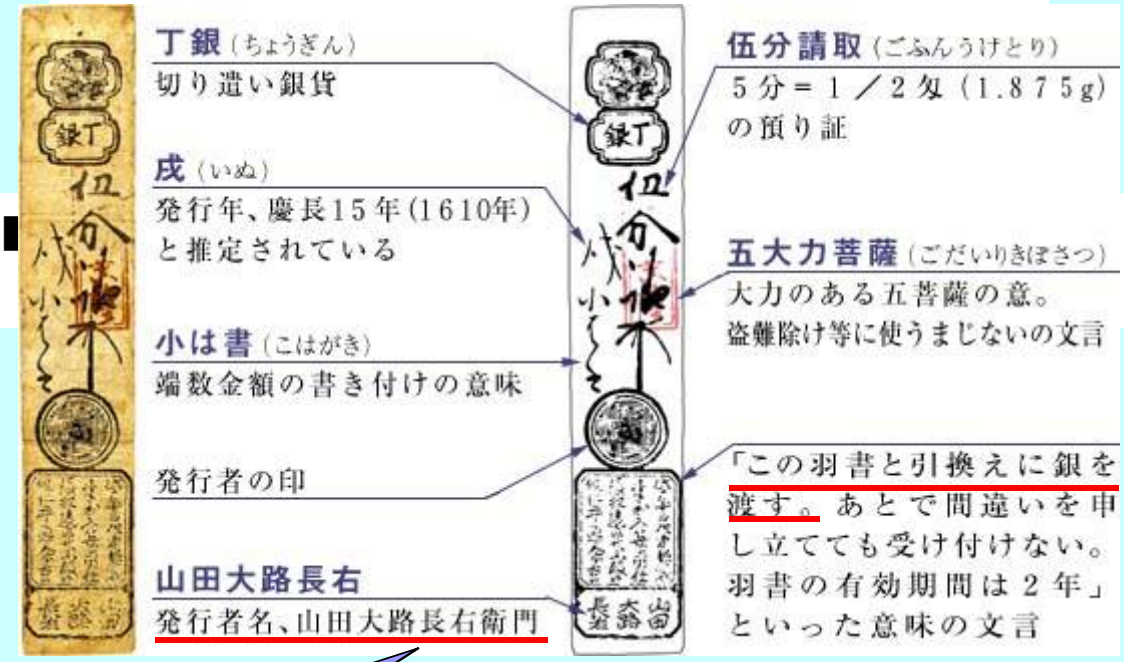
新しいお金の発明（第1ステップ）
―金貨からお札へ―

その時、お金は情報に！

MEIJI UNIV.

日本人による世界最初の紙幣の発明
—伊勢山田地方の商人達—

山田羽書 （1600年頃）



銀との交換を約束

現在の日銀に相当

MEIJI UNIV.

山田羽書（紙幣）の仕組

山田長右衛門（発行者）のバランスシート

銀	山田羽書

山田羽書

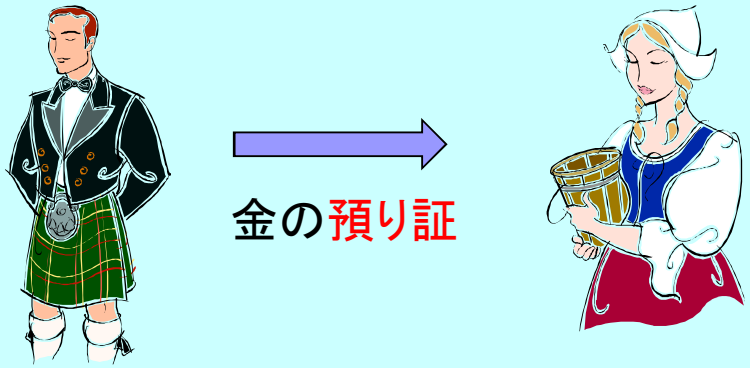
イギリスのGold Smithによる紙幣の発明（17世紀中頃）

- Gold Smithとは？

→金の細工人＝「金匠（きんしょう）」

金匠のバランスシート

金（きん）	金の預り証



中央銀行による紙幣の発行

現在の中央銀行（日銀）＝伊勢山田の商人
＝イギリスのGold Smith

日銀のバランスシート

金 国債等	銀行券

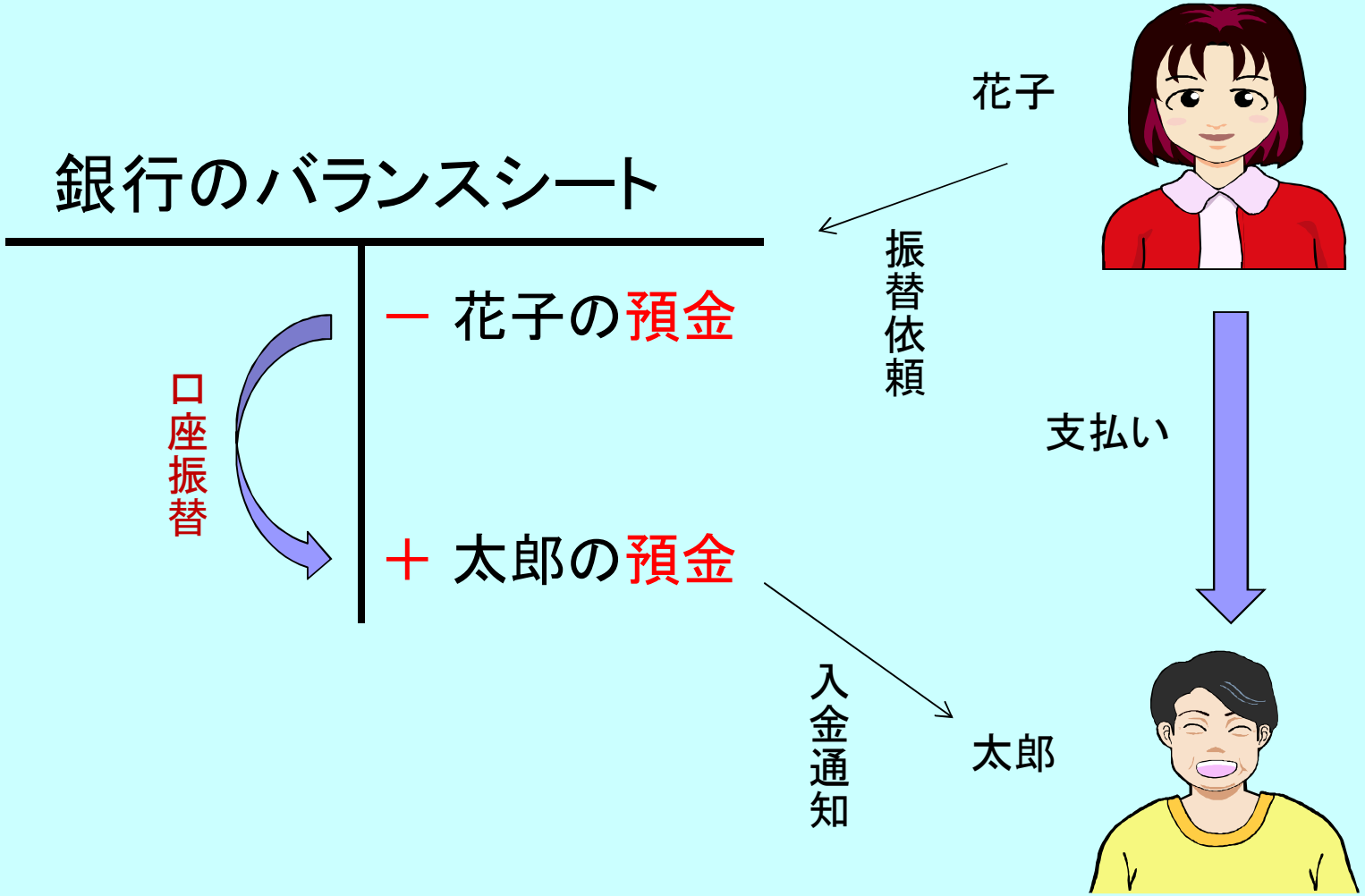
銀行券の受け渡し

新しいお金の発明（第2ステップ）
―お札（現金通貨）から「預金通貨」へ―

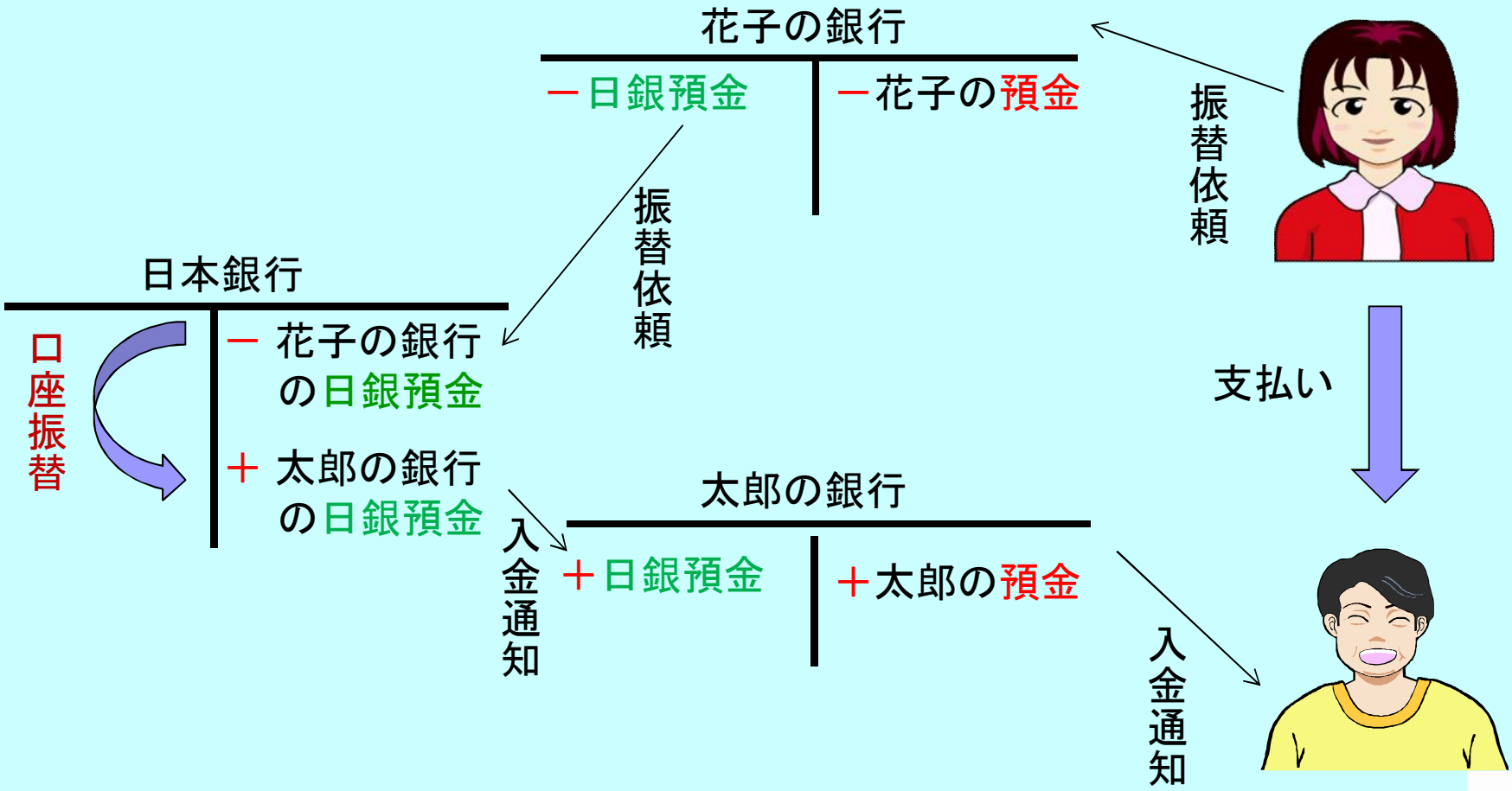
お金が銀行のコンピュータ・システムの中に！

預金通貨

―預金口座での振替―



銀行間の決済システム
―異なる銀行に預金をもつ場合―



ビットコイン問題の視点

- Nominalist vs. Metalist
  - 貨幣は金（きん）であるべきか？
- フリードマン vs. ハイエク
  - 貨幣発行は独占されるべきか？
- 貨幣国定説 vs. 信用貨幣
  - 国家の信用がないと貨幣になれないか？
- Sargent/Wallaceモデル vs. 清滝/ライトモデル
  - 価値保蔵機能がなくても、交換機能だけで貨幣になりうるか？

MEIJI UNIV.

中央銀行による電子マネー

- 『中央銀行制度の経済学』（第10章）で提案
  - 銀行券からの自然な発展＝「組織の多角化理論」
- なぜ、中央銀行は電子マネーを供給しないか？
  - 基本的には安全性に自信をもてないから。

MEIJI UNIV.

参考文献

- 小幡績『リフレはヤバい』ディスカバァー・トゥエンティーワン、2013年1月
- 折谷吉治『中央銀行制度の経済学—新制度経済学からのアプローチ』学術出版会、2013年11月
- 北岡孝義『アベノミクスの危険な罠—繰り返されるマネーの暴走』PHP研究所、2013年6月
- 志賀櫻『日銀発金融危機』、2013年9月
- 野口悠紀雄『期待バブル崩壊—かりそめの経済効果が剥落するとき』ダイヤモンド社、2014年2月

MEIJI UNIV.

ご清聴ありがとうございました。

MEIJI UNIV.