

「量的緩和の罫」と日本の針路



リチャード・クー

CONTENTS

- I 日米英を悩ますことになる量的緩和の解除問題
- II 大胆さが求められる日本の経済政策

要約

- 1 日米英の中央銀行は長期債の購入による量的緩和政策を実施してきたが、今後はそれをどのように解除していくかが大きな課題となる。その中で、2013年5月以降に米国で始まった量的緩和縮小の議論は長期金利の急騰をもたらし、同政策の縮小を先送りする大きな要因となった。
- 2 長期債の購入で量的緩和政策を実施した中央銀行は、今後、金融政策を正常化させていく過程で、こうした長期金利の上昇と、それがもたらす景気減速とのジレンマに悩まされ続けることになる可能性が出てくる。これが「量的緩和の罫」である。
- 3 こうした米国の経験を踏まえると、日本銀行が行っている「量的・質的金融緩和」もまた、その解除の過程で「量的緩和の罫」に陥る可能性がある。それを避けるためにも、日本銀行は現行の金融政策を一刻も早く見直すべきである。
- 4 そのうえで、日本は財政再建を進めるためにも、今後どのような国を目指すべきかを明確に定め、その方向性に沿った形で大胆な経済改革を進めていくべきである。具体的には、日本の住居コストを引き下げするための土地の有効活用や、人々のやる気を引き出す税制改革の実施などが挙げられる。

I 日米英を悩ますことになる 量的緩和の解除問題

2014年の経済や金融を考えるうえで避けて通れないのが、日米英の中央銀行が実施してきた量的緩和政策の解除問題だろう。米国はすでにこの問題に2013年6月から直面しており、同様の政策を取ってきた日本や英国も2014年にはこの問題に直面することになると思われる。

1 金融市場に衝撃をもたらした FOMCの2013年9月の決定

2013年9月17日、18日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）で、米国の中央銀行に当たるFRB（連邦準備制度理事会）が資産購入額の縮小を見送ったことは、世界の金融市場に大きな衝撃をもたらした。

FRBのベン・バーナンキ議長は、同年6月の時点で、「一定の条件が満たされれば、9月にも量的緩和政策（いわゆる『QE3』）に伴う月850億ドルの長期債購入額^{※1}を減らし始める」と述べていた。それまでの間、失

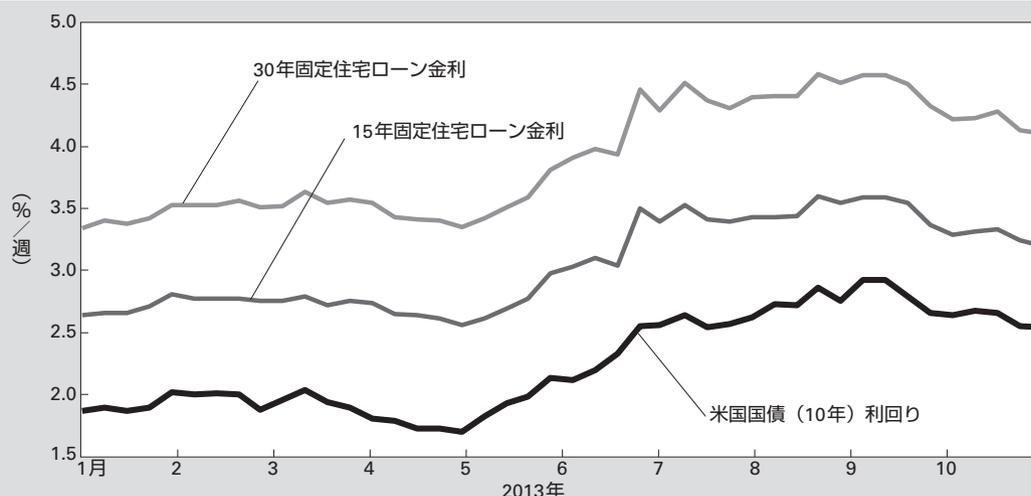
業率も住宅市場も緩やかな改善が続いており、市場は、FRBが9月から資産購入額を減らすことをほぼ確実視していたからである。

FRBは、同時点で購入額縮小を見送る決定に至った理由として、以下の2点を挙げている。1つは、当時、米国では与野党の対立が激しさを増し、連邦政府予算の成立や政府債務の上限引き上げが極めて大きな政治問題となっていたため、これらが景気に与える悪影響を見極めたいというものであった。そしてもう1つは、FRBが量的緩和解除に向けた議論を開始した2013年5月から、米国の長期金利が急騰してしまったことである。

このうち前者は米国議会の問題であるが、後者の金利上昇はFRB自身が引き金を引いたものとも言える。FRBがこれまで3度にわたって実施してきた量的緩和は膨大な規模となっており、しかもそれは長期債市場を介して実施されてきたからである。

つまり、FRBが市場から長期債を買う形で資金を供給してきたため、これを解除すると、当然、FRBは長期債を市場で売

図1 米国の住宅ローン金利と10年国債利回りの推移（2013年）



注) 米国国債の利回りは週平均

出所) Freddie Mac, "Weekly Primary Mortgage Market Survey[®]," and Board of Governors of the Federal Reserve System

ることになり、同国の長期金利には大きな上昇圧力がかかることになる。

実際、FRBが資産購入額を減らす可能性に触れてから、米国の長期金利の代表的な指標である10年国債の利回りは、一時0.7%も上昇した。その結果、フレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）によると、2013年5月2日調査時点では3.35%だった米国の住宅ローン金利（30年固定）は、8月下旬から9月にかけては4.5%台にまで上昇してしまったのである（前ページの図1）。

しかも、長期金利が急騰した3カ月間に、米国の経済指標は、雇用統計も含めて特に顕著に改善したわけでもない。ということは、この金利上昇は景気回復に起因する「良い金利上昇」ではなく、量的緩和の解除という債券市場の需給悪化を懸念した「悪い金利上昇」であると言える。

このように、FRBが「長期債の購入額を減らすかもしれない」と言い出しただけでこれだけ大きな金利上昇が起きたということは、仮にFRBが保有している巨額の長期債を売るとなったら、金利の上昇幅はもっと大きなものになりかねないことになる。

2 量的緩和の「功罪」

(1) 金利上昇と景気減速の堂々巡りが起きる危険性

この長期金利の急騰は、短期的には、人々に住宅購入を急がせる効果はあったものの、中期的には米国経済に悪影響を与えることが懸念されている。

前述の2013年9月のFOMC後の記者会見で、バーナンキ議長はこの点について「昨今の（金利上昇から来る）金融環境の引き締め

で景気は減速しかねず、（中略）この金融引き締めがさらに進めば景気の状態はもっとひどいものになりかねない」と述べている。これは、FOMCがこうした事態をかなり深刻に捉え、しかもその状況はさらに悪化しかねないと懸念していたことを示している。

つまりFRBは、自分たちがまだ何もしていないのにこれだけ金利が上がったということは、そのまま予定どおりに長期債の購入額を減らしたら金利はもっと上昇して、さらにひどい事態になりかねないことを心配したのである。

また、9月に長期債購入の縮小を延期したことで、10年国債の利回りが以前のような2%以下の水準に戻るならともかく、本稿執筆時点（2013年11月）の同利回りは2.5%前後と、そこまでは低下していない。このことから、仮に今後、量的緩和縮小の議論が再び出てきた時には、長期金利がラチェット式に、2013年9月までにつけた水準を超えていくことも十分にありうる。

そのような形で金利が段階的に上昇していくと、これまで米国経済を牽引してきた住宅や自動車のような金利感応度の高いセクターは一気に冷え込みかねない。そうなると、FRBは再び量的緩和の解除に及び腰となり、解除のさらなる一時休止や延期を言い出す可能性がある。

そこで、2013年9月のように金利が少し下がれば人々は一息つくが、それによって経済指標の一部が改善すると、数カ月後は再び量的緩和解除の話が出てきて金利が上昇し、それが景気の回復にブレーキをかけることで再びFRBが解除の中止や延期を強いられる——といったことが今後延々と続く可能性が、今

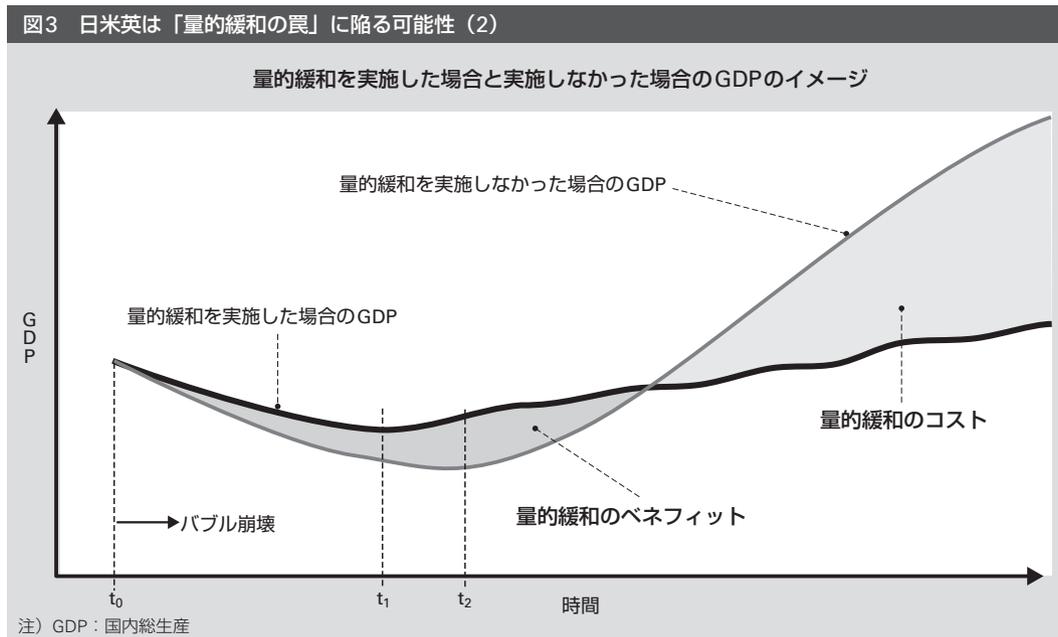
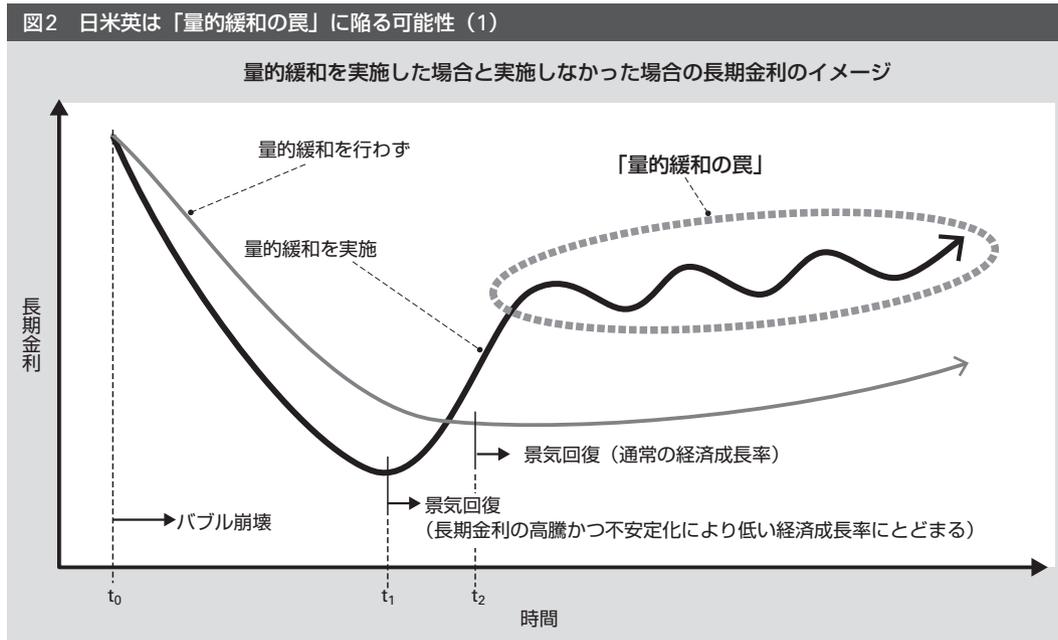
回の延期劇から示唆されるのである。

(2) 日米英が直面する「量的緩和の罠」

この問題は、中央銀行が量的緩和さえやっていなかったら一切発生することはなかったと考え、われわれはようやくここにきて、量的緩和の真のコストに直面していると言えよう。もしもFRBが量的緩和をやって

いなかったら、米国が今回直面したように、景気回復の初期段階で長期金利がこれほど上昇することはありえないからである。

また、このような金利の急上昇がなければ、米国経済はよりスムーズな景気回復過程に乗っていたはずである。ところが、FRBが量的緩和をやってしまった結果、解除の話が出るたびに長期金利が上昇して今回のよう



に景気に水を差し、その結果、解除自体が難しくなってしまう可能性がある。

しかも米国の解除が難しいとなると、同国と同じように長期債を購入して量的緩和を実施してしまった日本や英国にも、これから5年も10年もこのような「量的緩和の罠 (QE『Trap』)」に入ったまま出られなくなるリスクがあることになる。

こうした「量的緩和の罠」によって生まれるコストは、中央銀行が量的緩和を実施しなかった国と比べるとより鮮明に見えてくる。そのイメージを、長期金利との関係で示したものが前ページの図2であり、GDPとの関係で示したものが同図3である。

これらの図にあるように、量的緩和政策を長期債の購入で実施した国は、当初は、量的緩和政策を採用しなかった国よりも長期金利が低下し、その分だけ景気回復のタイミング (t_1) もいくらか前倒しになる。しかし景気が回復に向かうと、その国の債券市場は、同国の中央銀行が長期債の購入で供給した巨額の過剰準備の回収に向かうことを恐れて、長期金利が急上昇してしまう。

すると、住宅や自動車など金利感応度の高い分野の需要が落ち込んで景気が減速してしまい、今度は景気減速を恐れた中央銀行が金融引き締めに対する姿勢を緩める。その結果、景気は再び回復するが、そうなる、再び過剰準備の回収に焦点が集まり、再度長期金利が上昇する……。

量的緩和を実施してしまった国は、こうして「量的緩和の罠」にはまり、上述のような状況を延々と繰り返す可能性があるのである。

その一方で、量的緩和を採用しなかった国

は長期金利の低下も緩やかなものになり、景気回復が始まる時期 (t_2) もその分遅れる。

しかしこれらの国々は、景気が回復に向かっても中央銀行が巨額の資金回収に動く必要がないため市場は緊張せず、長期金利の上昇は量的緩和実施国よりもはるかに穏やかなものにとどまるであろう。ということは、景気反転後は量的緩和を実施しなかった国のほうが、長期金利が低い分だけ景気回復のペースも速くなると考えられる。

こうして見ると、量的緩和政策を実施した国は、その当初こそ、同政策を実施しなかった国よりも（わずかな）ベネフィットを享受できるものの、景気が回復して、当局が金融政策を正常な状態に戻そうとした途端、同国は量的緩和政策の大きなコストに直面することになるのである。そしてそのコストは、量的緩和政策のベネフィットを大きく上回ってしまう可能性が高い。

3 今後何年間も経済を圧迫

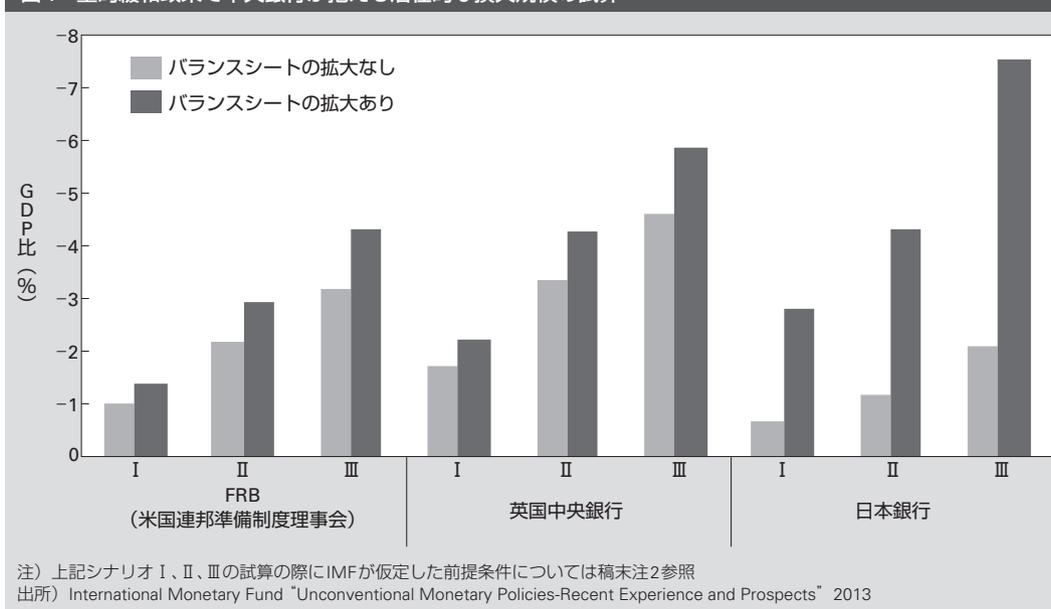
しかねない「量的緩和の罠」がもたらすコスト

(1) 中央銀行が抱える巨額損失のリスク

また、金利が現在のゼロからFRBが「正常な水準」とする4%まで上昇すると、量的緩和政策を実施した結果としてFRBが保有している長期債には巨大なキャピタルロス（含み損）が発生することになる。

IMF（国際通貨基金）は、2013年4月18日付の報告書のなかで、量的緩和政策を行った日米英の中央銀行が金利上昇局面で被る潜在的な損失は、最悪の場合、その国のGDPの7.5%にまで上るとしている（図4）^{注2}。同報告書では、米国の最も蓋然性の高い金利正

図4 量的緩和政策で中央銀行が抱える潜在的な損失規模の試算



常化のシナリオ（シナリオ II）下でFRBの被るダメージは、GDP比で3%程度になるとしており、そうだとすればこれだけで5000億ドルの損失になる。

このキャピタルロス是一次限りで、しかも、各国の中央銀行がこれらの債券を償還まで持ち続ければ元本は戻ってくるため、実際の損失にはならない。しかしその間、これらの中央銀行は実質的な債務超過であると市場で騒がれた時に、内外の市場関係者がこうした国々の通貨や国債市場に対してどのような反応を見せるかは、過去に事例がなく、全くの未知数である。

また、FRBが量的緩和政策の解除に実際に成功し、これらの債券を市場に売却できたとしたら、この5000億ドルは、FRBの実現損として計上しなければならない。このような損失が出て、FRBに対する市場や市民の信認が失われないようにするには、政府がFRBに「資本投入」する必要が出てくると

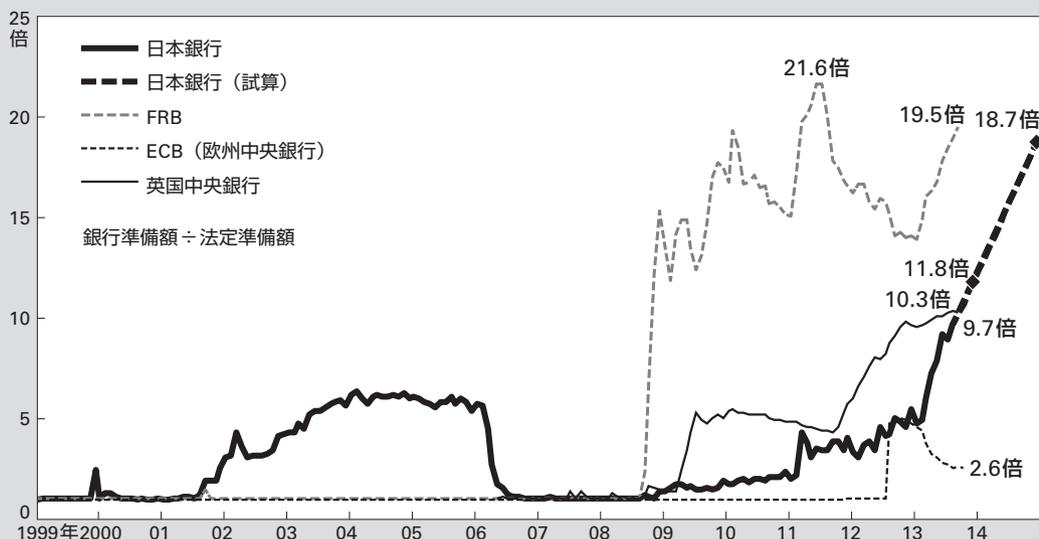
思われ、この場合、それらはすべて政府の財政赤字の拡大要因となる。

(2) 「量的緩和の罫」のコストを引き下げる 中央銀行の「自己否定」

この「量的緩和の罫」が生み出すコストを減らすにはどうすればよいかだが、1つの対応策は、自らの政策の「自己否定」であろう。量的緩和政策を実施してしまった中央銀行にとって、これは大変難しい決断であるが、同銀行が自ら「量的緩和政策は思ったほど効果はなかった」と発表してしまえば、その解除においても、もともと効いていない政策が解除されるだけなので、市場の緊張感もその分和らぎ、景気への悪影響もその分減少する。

実際に、サンフランシスコ連邦準備銀行のジョン・ウィリアムズ総裁は最近の論文で、量的緩和には大きな効果がなかったということを実証分析で証明している。

図5 法定準備額を大きく上回る日米英の銀行準備



注) 2014年末までの日本の準備預金倍率の試算では、直近のデータをもとに、14年末までの所要準備預金が年率3%で拡大し、準備預金額が日銀当座預金の88.8%の残高で推移すると仮定している。また、英国中央銀行の法定準備制度は2009年3月に量的緩和政策が導入されて以降、中断しているが、この試算では現在でも、リーマン・ショック直前の時と同じように準備制度が運営されているという前提で法定準備額を仮定している
出所) 日本銀行、FRB、ECB、英国中央銀行のデータをもとに試算・作成

逆に、これまでのFRBのように、量的緩和政策には大きな効果があったと自己宣伝してしまうと、その解除に当たっては市場もその分だけ構えて慎重になるので、経済への悪影響はそれだけ大きくなりかねない。

もちろんこの「自己否定」の手法は、民間の資金需要が回復する前にしか効果は期待できない。民間の資金需要が実際に回復してしまったら、中央銀行は、民間がお金を借りようとしているところで資金回収に走らざるをえなくなり、それに起因する金利の高騰は避けられないからである。

その一方で、一部の市場関係者からは、FRBは長期債を売らなくても、過剰準備に十分な金利をつければよいとか、リバースレポで資金を吸収すればよいという意見がある。しかし、これらの手法は、市中の過剰準備が法定準備を少し上回っている程度の通常

の世界なら十分使えるが、図5にあるように、前者が後者の19.5倍もあるなかで十分に機能するかと言え、それは大きな疑問だろう。

本稿執筆時点で、市中の過剰準備は2兆2000億ドルにもなり、これにFRBが、たとえば2%の金利をつけると、それだけで年間440億ドルの財政赤字の拡大要因になる。しかも、こうした金利コストは、量的緩和で供給した資金の回収が進まないかぎり、半永久的に発生することになり、これらも、量的緩和を実施していなかった国の中央銀行には全く発生しないコストである。

これらのコストを高いと見るか低いと見るかであるが、今のFRBはこれくらいのコストなら支払ってもよいと判断していることになる。しかしこれは、最終的にはすべて財政赤字の拡大要因であり、どこかで政治問題化

するリスクがある。

これに対し、一部の学者や市場関係者からは、「中央銀行の損失など意味がないから気にしなくてもよい」という声がある。しかし人類がその長い歴史のなかで金や銀といった貴金属との関係を完全に絶った通貨を受け入れるようになったのは、1971年のニクソン・ショック以降であり、それほど昔の話ではない。しかもニクソン・ショック後の10年間は、米国はとんでもないインフレとなり、当時のポール・ボルカーFRB議長が短期金利を22%まで引き上げてようやくインフレが鎮静化した。

4 そう簡単には終わらない

「量的緩和の罠」がもたらす混乱

こうして見ると、量的緩和政策を導入してから解除に至るまでの一連のプロセスには、実は極めて長い時間がかかることがわかる。

金融当局が金利をゼロにまで下げても景気が回復しないことで導入される量的緩和政策は、あくまでそのプロセスの「第一章」にすぎないのである。

ゼロ金利でも景気が回復しないのは、バブルの崩壊を受けて債務超過か、それに近い状態に置かれた民間が債務の最小化に走り、お金を借りなくなってしまったからである。しかし、民間全体がお金を借りなくなっている局面では、貨幣乗数が限界的にマイナスになっているので^{注3}、中央銀行がいくら量的緩和をやっても何も起きない。だが、この時点では量的緩和の実害も特にないので、金融当局は景気が反応するまでついつい安易に流動性供給を増やしてしまう。

ところが、どこかの時点で民間のバランス

シート修復が終わり、彼らがお金を借りるようになると、限界的な貨幣乗数はプラスになり、そこから市中に放出された巨額な流動性の回収が必要になる「第二章」が始まる。つまりここから、これまで述べてきた「量的緩和の罠」が表面化するのである。

今はまだ、FRBが量的緩和縮小の打診を始めたばかりであり、これは出口に向かう気の遠くなるようなプロセスの第一歩が始まったにすぎない。しかしこの段階から、中央銀行が量的緩和を解除しようとする長期金利が急騰して景気にブレーキがかかり、しかもそのことが解除自体を困難にするという「量的緩和の罠」に入ることになる。

そのうち、民間部門のバランスシート修復が終わり、彼らがお金を借りるようになると事態は切迫し、ここから新たな段階として、金融の引き締めが必要になってくる。だがそうなると、中央銀行は過剰準備に高い金利を払わなければならない一方で、その時点で保有している長期債に発生する巨額なキャピタルロスに対しても、何らかの手当てが必要になる。これが「第三章」であり、この騒ぎのなかでは、中央銀行が自分自身に莫大な損失が発生する金融引き締めなどできるはずがないという思惑が市場に働き、量的緩和導入国の通貨暴落論やハイパーインフレ論が勢いづく可能性がある。

しかも、ここで引き締めに失敗すると、過剰準備が法定準備の19.5倍もある米国では、マネーサプライが急増しかねない。しかしそうなると人々はハイパーインフレを心配し、同国の長期金利はさらに暴騰しかねない。

理想的には、この時点で政府が中央銀行の資本投入に素早く動き、「中央銀行が金融引

き締めをしても、中央銀行は絶対に債務超過にならない」と宣言して危機を乗り越えることが望ましい。しかし現実には、このような事態をもたらした中央銀行に対する責任追及が議会で始まり、話はそう簡単に進まない可能性がある。特に、これまで量的緩和に反対してきた多くの政治家たちは、「そら見たことか」と中央銀行叩きに走り、そこでは中央銀行の独立性さえ問われるような状態になりかねない。

こうした重大な危機を乗り越えることができた暁には、問題の多いこの過剰準備をとにかく早急に回収しろということで、プロセスはようやく最終段階の「第四章」へと向かう。この時は、一つの可能性として中央銀行が財務省と話をつけ、後者に長期債の発行を極力抑えてもらう一方で、中央銀行がオペレーションツイスト^{註4}の逆をすることが考えられる。そうして保有債券のデュレーション（平均残存年数）を短くし、そこで手にした短期債を2006年に日本銀行がやったように過剰準備の回収に使って、量的緩和を解消すれば、長期金利への影響はある程度抑えることができるだろう。

この時も金利は上がるが、第三章で存続の危機に直面した金融当局者たちは、とにかく量的緩和の解消を最優先するのではないかとと思われる。ここに至るまでにはこれから何年もかかると思われるが、そこでわれわれは初めて、量的緩和のトータルコストを計算できるようになる。

おそらくそこから出てくる結論は23ページの図2・3にあるように、「量的緩和政策の導入当初は景気の回復を早めることができても、そのメリットは、その後の危機と混乱で

完全に打ち消されるばかりか、景気回復も、量的緩和をしなかった国に比べて大幅な後れを取る」というものになるだろう。

そして最終的には、「バブルの崩壊を受けて民間が債務の最小化に走ることで発生する『バランスシート不況』という極めてまれな不況には財政出動で対応すべきで、これを無理やり金融政策で対応しようとしたからこそ、大きな副作用に悩まされることになった」という評価になるだろう。

II 大胆さが求められる 日本の経済政策

1 早急に見直されるべき金融政策

量的緩和先進国である米英で、もしも、同政策に対する最終的な評価が前章で述べたようなものになれば、今の日本はどのような対応をすべきであろうか。

日本では、日本銀行が2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」を導入し、長期債購入による金融緩和を大幅に強化した。その政策は、消費者物価の前年比上昇率2%の実現を目標としており、そのためには、マネタリーベースの残高を2年で2倍にする一方で、日本銀行が保有する長期国債の残高を年間およそ50兆円のペースで増やすとともに、買い入れのデュレーションも7年程度に大きく延ばすとしている。

だが、2013年5月以降の米国債券市場の推移を見ればわかるように、長期債の購入で量的緩和政策を拡大していけばいくほど、その解除の時に直面する「量的緩和の罫」は大きなものとなる。ただ現時点の日本は、2年という時間を意識した「量的・質的金融緩和」

の実施途中の段階であり、米国ほど問題は大きくなってはいない。

ということは、前述の第I章2節から4節で述べたことが正しいとすれば、日本銀行は量的緩和政策を早急に見直し、その罠に陥る前にこれを解除することを考えるべきだろう。大胆な金融政策である「量的・質的金融緩和」を、導入から2年を待たずに止めることもまた大胆な決断が必要だが、少なくとも、この種の資金供給は、回収が容易な短期市場で実施すべきであり、後に長期金利の急騰をもたらすような現行の手法は控えるべきと思われる。

しかも今の日本の民間部門はゼロ金利でも、2013年第2四半期の時点で、GDP比で8.2%も貯蓄に回っている。それでもバブル崩壊以降、日本のマネーサプライやGDPがバブルのピークを一度も下回らなかったのは、政府がお金を借りて使ってくれたからである。だからこそ、限界的な民間の貨幣乗数はマイナスでも、政府を加えた全体の貨幣乗数は限界的にプラスを維持してきたのである。

そのようななかで、消費税を上げて政府も借り入れ（＝財政赤字）を減らそうとすれば、全体の貨幣乗数が限界的にマイナスになってしまい、日本のマネーサプライもGDPも減少に向かいかねず、またそれを金融政策でオフセットすることも不可能になってしまう。

ところが、日本銀行の黒田東彦総裁は、2013年9月5日の記者会見のなかで、「消費税の税率アップで景気が悪化するようであれば、それにはさらなる金融緩和で対応する」という主旨の発言をしている。これは、民間

の貨幣乗数が限界的にマイナスになるバランスシート不況下では、緊縮財政の悪影響を金融緩和では相殺できないという事実を黒田総裁が認識していないことを示している。バーナンキ議長はこのメカニズムを理解して、バランスシート不況下における緊縮財政の悪影響と、その悪影響は金融緩和で相殺できないという事実を「財政の絶壁 (fiscal cliff)」という表現で警告してきた。ところが、このメカニズムの存在を最初に証明した日本の中央銀行の総裁が相殺できると言い出しているのは不可解なことである。

今回の消費税引き上げに関しては、当面は政府が新たな財政出動で景気を下支えすることになっているが、もしも日本も、昨今の米国のように「量的緩和の罠」により国債の利回りが上昇したら、財政出動もできなくなるリスクがあるのである。

2 財政再建のために経済成長率を高める大胆な政策を

(1) 従来の財政再建手法の限界

量的緩和のトータルコストを考えれば、日本はこれ以上、金融緩和に頼るべきではないだろう。となれば、今後、日本はどうやって経済成長率を高め、GDP比で240%にまで積み上がった政府債務を削減するのかという問題になる。

特に政府債務については、問題がここまで大きくなってしまえば、通常の増税や歳出カットだけでこれを解消するには、それこそ気が遠くなるような時間が必要になろう。実際に、一部の人は、「日本はもう何をやっても手遅れだ」と言い始めており、通常の手法では確かに大変だろう。

しかも足元では、企業がゼロ金利でもお金を借りないどころか、前述のように民間全体でGDP比で8%も貯蓄に回っているという20年来の問題が残っており、これを投資減税や一括償却で解消するには少なくとも数年は必要だろう。

そうやって民間の未借貯蓄 (unborrowed savings) が解消されてから初めて財政再建が可能になってくるが、その時の政府債務がGDP比でどのくらいになっているかを考えるだけで、多くの人たちは萎縮してしまう。しかも、ここで人々が萎縮してしまうと、政府は必要な財政投入を控えるという悪循環につながってしまうのである。

しかし、問題をここまで大きくしたのは政府が過去20年間、財政再建と景気回復という二兎を追いつけてしまったからであり、またそうだとすれば、この問題の解消には全く違う発想が求められる。そしてそれには、増税や歳出カットという経済を萎縮させる従来の手法だけではなく、日本経済の成長率を上げる大胆な政策が必要だということである。

(2) 日本をどのような国にすべきか

ただその前に、日本を今後どのような国にすべきか、または日本はどのような国になれるのかという議論が必要になってくる。すでに多くの産業が中国を含むアジアの新興国に移転していくなかで、将来の選択肢がそう多くあるわけではないからだ。

たとえば、安倍晋三自由民主党総裁が2012年末の衆議院議員選挙時に掲げたスローガンは「日本を、取り戻す。」であるが、これは当然ながら、昔の日本を取り戻すことではないだろう。当時の産業の多くは日本よりも賃

金がずっと安い新興国に移ってしまったからだ。

ということは、上述のスローガンの本当の意味は「日本の活気を取り戻す」ことだと思われるが、それには人々にやる気を与える政策が必要になり、そのために日本として何ができるかを真剣に考える必要がある。いくらやる気があっても、その分野で日本が成功する「条件」が揃っていなければ、そのビジョンが成功する可能性は低いからである。

ここでいう「条件」とは、「中国や新興国が逆立ちしても追いつけないものがいくつあるか」ということになり、これはよく知られる日本の高度な技術や品質管理などに加えて、町の治安が良く、水道水もそのまま飲み、人々が親切で礼儀正しいといった文化的条件も当然含まれよう。四季のある豊かな自然もそのなかの一つだろう。

これだけの「条件」が揃っている日本は、たとえばアジアにおけるスイスという位置づけで、高度な技術を持った製造業、洗練されたサービス産業、それに豊かな自然をベースとした観光産業などが、世界的に見て競争力を有すると思われる。

特にアジアで急増中の中産階級や富裕層から見れば、日本は自分たちが持っていないものをたくさん持った地理的にも近い存在として、注目度は今後さらに高まるだろう。しかも彼らは豊かになればなるほど、日本の治安の良さや礼儀正しく親切的な国民性などを評価すると思われる。

(3) 土地の有効活用を成長の起爆剤に

ただその一方で、日本の弱点としては税金と住居コストの高さが挙げられよう。

このうち住居コストの高さは、不当に低い容積率や建ぺい率の制限によって床面積の供給が抑えられていることで、土地の有効利用が極めて低水準であることに起因している。国民の生活水準を上げるためにも、この問題は、アベノミクスの第三の矢である構造改革でぜひともメスを入れてもらいたいところである。

日本の都市居住者のなかで、もう少し広く・近く・安いところに住みたいと思っている人々は千万人単位でいると思われ、もしもこの住居コストにメスを入れて経済を伸ばすことができれば、日本のGDPにとっても財政問題にとっても大きなプラスとなる。この土地の有効利用問題は、1991年の日米構造協議から挙げられてきたが、その後ほとんど進展を見ないまま立ち消えになってしまった案件でもある。

(4) 大胆な税制改革の導入

もう1つの高過ぎる税金を下げることは、巨額の政府債務の解消と、一見、矛盾するように見える。だが、ここでは日本を今後どのような国にするのかという判断が先で、それをベースにどの税金を上げ、どの税金を下げるのかを考えるべきだろう。

前述のように、もしも日本をアジアにおけるスイスのような位置づけで、アジアのマネーを引きつけて発展させるのであれば、消費税率は今より高くても所得税率は今より低くすべきだからである。

そして、それを先進国で実践したのが、ロナルド・レーガン元米国大統領の「サプライサイド改革」であった。当時の米国も、1970年代に台頭してきた日本に多くの産業を奪わ

れ、一時はそれこそ真っ青になったが、その後のサプライサイド改革で税制を大幅に変更し、人々のやる気を引き出して復活した。

当時のレーガン政権も巨額の財政赤字を出して物議を醸したが、その赤字は今の日本と比べれば解消がはるかに容易な水準であった。

また、今の日本には、当時の米国にはなかった高齢化やバランスシート不況に起因する問題がある。ということは、今の日本は、当時の米国よりもっと大胆に動かなければならず、そうであるとすれば、日本は、世界でもサプライサイド的だと言われる香港の税制などを、一つの例として参考にすべきだろう。

香港の所得税は最高税率が17%であり、実質的には純所得の15%である。また香港にはキャピタルゲイン課税も配当に対する課税も相続税もない。

あの小さな香港が、これまで多くの試練を乗り越えてここまで成長してこられたのも、税制が人々のやる気を最大限に引き出してきたからである。しかも香港は、土地の有効利用がおそらく世界一上手であり、高い人口密度のわりにはすべてがそれなりに回っている。

実際にレーガン時代の米国でも香港の税制を参考にすべきだという声があったし、米国も海外からの資金を呼び込もうと、外国人から米国人への贈与には税金が一切かからない制度になっている。

また、日本と同じように多くの産業を中国に奪われた台湾は、数年前に相続税と贈与税の両方を大胆に10%に引き下げた。その結果、これまで流出する一方だった資金が大挙して台湾に戻ってきたと言われている。

(5) 日本に対する内外の見方が 一変する政策を

ここで安倍政権が、たとえば「所得税も法人税も相続税も贈与税も消費税もすべて（最高税率を）20%とする」と発表したら、おそらく国内および全世界の、日本に対する見方は根底から変わるだろう。

まず国内では、多くの個人がやる気になって赤字企業が激減し、「どうせ税金に取られるくらいなら」と使われている不本意で非効率な支出も激減するだろう。また、金融資産の大半を保有している高齢者から若い世代への資産の移転も加速しよう。

これらは、日本経済の効率性・生産性をあらゆる側面で上げるだけでなく、外国人による対内投資や、日本人富裕層の外へ出て行くカネが国内に戻るよう推進することにもなる。

「日本ほど大胆な改革を嫌う国はない」と言われるなかで、最高税率をすべて20%にするというのは夢のまた夢だと思われるが、日本の財政の惨状に鑑みると、今後その種の議論がもっと出てくる必要があると思われる。

注

- 1 厳密には、住宅ローン担保証券（MBS）の購入額が月400億ドル、米国国債の購入額が月450億ドルである
- 2 IMFが行った推計では、3つのシナリオについて以下のような前提条件を置いている。基準となる金利は、2013年2月6日時点のものである。
 - シナリオⅠ：イールドカーブ全体が1.00%だけ上方に平行移動する
 - シナリオⅡ：米英は短期金利が4.00%上昇し、長期金利が2.25%上昇する。日本は短期金利が2.00%、長期金利が1.25%上昇する

- シナリオⅢ：米英は短期金利が6.00%上昇し、長期金利が3.75%上昇する。日本は短期金利が4.00%、長期金利が1.67%上昇する

また、「バランスシートの拡大なし」シナリオでは、2013年2月6日時点の中央銀行のバランスシートの規模のまま推移するケースを想定している。一方、「バランスシートの拡大あり」シナリオでは、日米英で以下の状況を想定している。

- 日本：2014年までに日本国債を100兆円購入し、平均残存期間を3年から7年に拡張する。つまり日本銀行が2013年4月4日に導入した「量的・質的金融緩和」の遂行を想定している
 - 米国：米国債とMBSを合わせて毎月850億ドル購入する状況、つまり「QE3」が2013年末まで継続する
 - 英国：750億ポンドの資産（7年物以上）の追加購入を実施する。なお、本稿執筆時点での英国中央銀行の資産購入上限は3750億ポンドとなっている
- 3 中央銀行が供給した流動性（マネタリーベース）と市中にある現預金（マネーサプライ）との比率。

通常の経済下では、中央銀行が銀行に流動性を供給すると、銀行がそれを貸し出しに回すことで市中の銀行預金が増え、それがまた新たな銀行貸し出しに回る——という形で、マネーサプライが当初供給された流動性の何倍にも増加する。貨幣乗数とはその倍数のことである。

ところが、バランスシート不況下では、民間部門がバランスシートの修復のために借金の返済を優先している。このような時には、中央銀行が供給する流動性が銀行貸し出しに回るという関係性が壊れるだけでなく、借金の返済原資となる銀行預金には減少圧力がかかる。この場合の民間の貨幣乗数は、流動性を増やしても銀行預金はそれに反応せずに減少するため、変化の方向（＝経済学でいう限界の概念）はマイナスになる

- 4 オペレーションツイストとは、中央銀行が保有する短期債を売ると同時に、長期債を買うことで長期金利を引き下げようとする公開市場操作のことである。最近では、FRBが2011年9月に導入しており、この時には、FRBが2012年6月までに、償還までの年数が6年から30年までの米国債を4000億ドル購入する一方で、償還年数が3年以下の米国債を同額売却とした。その後、FRBは2012年6月にオペレーションツイストを同年末まで延長した
- 2 International Monetary Fund, “Unconventional Monetary Policies—Recent Experiences and Prospects—Background Paper,” 2013 (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813.pdf>)
- 3 John C. Williams, “A Defense of Moderation in Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2013 (<http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-15.pdf>)

参考文献

- 1 International Monetary Fund, “Unconventional Monetary Policies—Recent Experiences and Prospects,” 2013 (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>)

著者

リチャード・クー
主席研究員、チーフ・エコノミスト
専門はマクロ経済全般と理論、金融・銀行行政