

原田泰、片岡剛士、吉松崇編著『アベノミクスは進化する』（2017年1月刊。中央経済社）

リフレ派の最近書。新聞等に出て来る「第一の矢（緩和政策）」反対論（12種）をことごとく論破！

（例えば「金融緩和策はハイパーインフレを招く」は盲説である（第一章））

序 「大胆な金融緩和政策」は経済を良くした。（雇用拡大、失業率低下、倒産や自殺者減少）。【政策目標の物価2%上昇が実現していないから失敗だ】は短絡的だ。物価だけ上がって生産も雇用も拡大していないならば大失敗だが、実際には生産も雇用も徐々に拡大している。だから、これが遠からず物価を押し上げることになる。

【金融緩和は危険だ】説がある。例えば、金融緩和が、いきなり”ハイパーインフレーションを齎す”、“円が暴落する”、“金利が上昇し、債券価格が暴落する”等々。本書は、これらが誤りであることを示すものである。或る時、突然に、想わぬ災厄が生じるといふ『金融岩石理論』は、経済事象の誤解、曲解である。

第一章 金融緩和政策とハイパーインフレ

マネタリーベースを増やしても何も起きないが、或る時いきなりハイパーインフレになるという理論を糺す。

金融緩和政策は物価を上昇させるが、それは徐々に進むものであって、いきなり物価を上昇させることはない。

また、かなりの物価上昇率が見込まれる時には、予め物価を抑える金融政策を発動できる。

これまで、インフレが高進した事があるが、それは、その予兆があったにもかかわらず、適切な金融引締め政策を採らなかったからである。

第二章 金融政策と円暴落

マネタリーベースをこのまま増やし続けると円が暴落して日本経済が大打撃を受けるという理論を糺す。

量的緩和が続けば、近い将来、円の大暴落が起こるといふ「市場の反乱に拠る為替レート大暴落説」があるが、為替レートは均衡値の回りを動いているものであり、キャリートレードのクラッシュも均衡レートへの回帰である。量的緩和による円の大暴落は、均衡レートへの回帰からは著しく異なる動きであるため、そのような事が生じる可能性は極めて低い。

第三章 マネタリーベースの拡大と金利暴騰

【マネタリーベースを増やしても何も起きないが、或る時いきなり金利が暴騰する】は間違い

過去の金利暴騰の経験を日本と先進国で整理し、金融緩和は長期的には金利を引き上げるが、それが暴騰と言えるほど上昇し、債券価格を暴落させる可能性は小さい。すなわち、金利暴騰が起きた3つの事例では、金融政策と関わりのない事象がその主な要因であり、その他の金利上昇は、日銀が自ら必要と考えて金融を引き締めた結果であり、金融政策当局の意図を超えて金利が暴騰したことはない。

第四章 金融緩和政策とバブル

【金融緩和をしても、資産価格がバブル的に暴騰するだけであって、実体経済が良くなる事はなく、バブル崩壊後は更に経済が低迷する】は盲説。

本章は、金融緩和は単にバブルを生じさせ、バブル後は更に経済を苦しめるだけという議論に対する反論である。（実際には、金融緩和は企業の投資を拡大させ、生産を増大させる）。

バブル崩壊後の経済が必ずしも長期に停滞する訳ではない。バブル崩壊後の経済が苦しむのは、崩壊後の金融緩和が不十分であった場合である。

第五章 中央銀行のバランスシート拡大と財政への信認

中央銀行のB/Sの拡大の財政的信用崩壊の理論は間違っている。

（B/Sの拡大が財政ファイナンスと認識されて、財政への信認が毀損され、国債の暴落を招く）

本章は、中央銀行のバランスシートの拡大が財政ファイナンスと取られると、財政に対する信認が毀損されるという議論に対して、財政の規模（財政赤字の規模）を決めるのは中央銀行ではなく「政府」であり、財政赤字に伴い発行された国債が市場で消化されている状況では、量的緩和は、むしろ、政府の赤字を縮減させ、国債の信用度を上げると論じる。

第六章 金融緩和政策が財政赤字を招くのか

金融緩和の財政破綻理論

(金融緩和が財政規律を毀損させ、財政赤字を拡大して、財政を破綻させるという理論) ⇒ 盲説だ。

本章は、金融緩和が財政規律を毀損させて財政赤字を増やし、将来のインフレを招く危険性があるという理論に対して、日本を始め、主要先進国の財政赤字は、金融緩和の不徹底が招いたものであり、むしろ金融緩和の強化によって財政赤字の縮小が齎されることを示している。

特に日本については、歳出抑制の不徹底よりは、金融緩和の不徹底により生じたデフレによる税収減収が、財政赤字を拡大させた効果が格段に大きかったと推計できる。

第七章 金融緩和政策、通貨安競争、交易条件

円安の近隣窮乏化かつ自国窮乏化理論

金融緩和が齎す円安は、他国を貧しくする近隣窮乏化効果と、自国を貧しくする交易条件悪化効果を持つ危険なものであるという理論はオカシイ。

本章は、大胆な金融緩和が齎した大幅な円安が、近隣窮乏化効果と交易条件の悪化による不利益をもたらす危険なものであるとの批判を検証した結果、金融緩和は外需のみならず内需を刺激し、純輸出を過度に拡大するものではなかったこと、交易条件は日本と外国の生産する財の実物的交換比率であるから、本来、金融政策によってその関係を変えることは出来ない事を示している。実物的交換条件と離れた円高は、生産の縮小を招き、日本全体の効用を低下させるものである。

第八章 量的緩和の出口は日本経済にとって危険か

出口政策は出来るだけ迅速に実施せよという理論に反論する。

本章は、むしろ、拙速で量的緩和から出る、すなわち、金融緩和を急激に止めると、再びデフレに戻るリスクを高める危険がある事を、大恐慌時のアメリカの経験から示している。但し、2001年から2006年に行われた日本の量的緩和政策の出口は、明白な失敗の事例とは解釈できず、その後の日本経済の低迷はリーマンショック後の金融緩和が不十分だったことによると解釈できる。

第九章 中央銀行の出口の危険とは何か

【量的緩和の出口で生じる中央銀行の損失の金融政策運営阻害理論】はダメ

本章は、金融緩和政策の出口で中央銀行が多額の損失を計上し、債務超過に陥る可能性があり、これにより中央銀行の政策運営が制約される恐れがあるので、中央銀行のバランスシートの拡大は危険であるという議論に対して、日銀がたとえ債務超過に陥ったとしても、支払不能に陥ることは原理的にあり得ず、いずれ日銀の経常利益は回復する。日本銀行は、その債務状況に関わらず、2%インフレ目標達成の為の金融政策を遂行する事が出来る。

第十章 財政赤字は長期金利を暴騰させるのか

財政赤字の、いきなりの国債暴落理論・・・NG

本章と次章は、量的金融緩和の議論からやや離れるが、金融政策と密接な関係がある議論である。

本章は、巨額の政府債務を抱える日本で、いずれ長期金利が急上昇するという見方に対して、欧州債務危機に直面したユーロ加盟国、アジア通貨危機や中南米債務危機の当事国の比較分析を行い、**経常収支黒字国**である日本では、債務の大小にかかわらず、債務危機が発生する可能性が低いことを示している。また、債務危機に伴う長期金利に伴う長期金利の急上昇を回避できる様々な手段がある事を示している。

第十一章 構造失業率推定方法の誤り

財政赤字は長期金利を暴騰させるのか

【既に完全雇用である】という理論・・・NG

(現在は完全雇用であるので、金融政策で失業率を低下させることは出来ない)

本章では、構造失業率が3%台前半であるから既に完全雇用であるという主張について、構造失業率を具体的に推計する事で反論を行っている。推計の結果、我が国の構造失業率は2013年1-3月期から15年10-12月期までの平均で2.8%となる。物価上昇率がゼロ%台の完全失業率を完全雇用とみなすのは無理があり、金融政策で失業率を低下させる余地はいまだある。

第十二章 マイナス金利付き量的・質的金融緩和

マイナス金利の金融緩和効果の阻害理論

本章は、マイナス金利政策が量的・質的金融緩和政策の限界をを表すもので、かつ、その副作用は大きいという議論への反論である。副作用として指摘されるのは銀行経営への影響は軽微であり、金融政策は銀行貸出のみを経由して波及するものではなく、より広いチャンネルで効果を表すこと、名目金利の低下がゼロ金利制約を受けている状況では有効な手段であることを説いている。

~~~~~  
~~~~~  
「第八章 (量的緩和の) 出口戦略は危険か」の要約・・・出口戦略の準備段階としての Tapering 政策。Tapering とは金利を上げる (元に戻す) 前に国債の購入を減らす事 (その後「金利あり」に持って行く)。

- 1) 物価上昇が確認出来た事がテーパリング実施の条件。また、
- 2) 実体経済が安定的な軌道に乗れば、テーパリングを実施しても経済にはマイナスの影響は及ばない。
- 3) テーパリング成功後に拙速な利上げを行えば、再デフレのリスクを高める可能性がある。
- 4) 問題は、MB の残高縮減である。これが上手く行かないと、デフレに逆戻りする。

・二つの事例紹介。(①米：大恐慌後の 1936～37 年の大不況) ②日：2006 年)

・【ブタ積み】とは・・・金が中央銀行の当座預金に残されること。金は市中には出回らない。

①アメリカの場合 (1936 年～37 年)。

37 年になってから「中小企業」が資金調達難に陥り、破綻し始めた⇒FRB は再度の量的緩和に戻った。

・デフレ・レジーム＝非ゼロ金利政策＋均衡財政＋金本位制

・リフレ・レジーム＝ゼロ金利政策＋財政出動＋変動相場制

②日本の場合 (2006 年)。テーパリングに失敗した訳

ではない。

その後のリーマンショック (2008 年) を軽視していた。で、金融緩和も主要先進諸国に後れを取った。

⇒急速な円高。株安。景気悪化。長引くデフレ (不況)。

テーパリングから出口政策に移行する最適タイミングにセオリーは無い！

「第九章 中央銀行の出口の危険とは」の要約・・・あんまり面白くない話

中央銀行の (債務超過による) 破綻はあり得ない。B/S の悪化は問題にしないでもいい。政府と中央銀行を合わせた「統合政府」の信用力が問題だ。

日銀券 (自主) ルール (『長期国債の保有残高を日銀券発行残高の範囲内に抑える』) の運用停止。

『B/S 拡大は日銀の「健全性」「流動性」「中立性」を失わせる』は盲説だ。

日銀には「通貨発行権」がある。

出口で国債を売ることはあろうけど、「金融調節」としての国債の売切り (買切り) オペは日常行動。「過度」さダメだけど。売オペの前に、日銀当座預金への「金利付与」がある。

・ シニョレッジ (seigniorage) = 通貨発行益。

中央銀行には、「支払い」の為に国債を売却する必要が無い。(金融政策としての売却は別)

だから、抑々からして、「債務超過」に意味がない。

以 上