

論 文

## 日本銀行によるマイナス金利政策の効果

湯 浅 由 一

### 1 量的・質的金融緩和政策の採用

日本銀行は 2013 年 4 月に異次元と言われる規模の量的・質的金融緩和政策（QQE, Qualitative and Quantitative Easing）を導入した。これは、家計および企業といった民間部門の経済主体の期待（将来への予想）に働きかけて、企業の期待収益率を高めることを目標としている。将来の物価上昇率についての予想値（期待インフレ率）を引き上げることによって実質金利を引き下げることになり、企業の投資行動を活発化させることを後押しする政策運営である。2018 年 1 月時点において、短期金利をマイナス 0.1% に、また長期金利をゼロ%前後に誘導する運営スタンスが採用され、継続している。2017 年 9 月 1 日には、新発 10 年物国債の利回りは、マイナス 0.005% であった。物価上昇率が目標の年率 2% を超えるまでこの量的緩和を持續することを、期限を設けずに実施することを約束している。しかしながら、この非伝統的な金融緩和政策が 58 ヶ月以上もの長期間にわたって継続されているにもかかわらず、観察される物価上昇率は 0.9% 程度に留まっており、日本銀行の政策目標が意図通りに達成されているとは判断できない状況が続いている。

本論文では、日本銀行による 58 ヶ月間（2018 年 1 月時点）におよぶ金融緩和政策の効果およびその影響を観察されるいくつかのデータから考察する。日本銀行の時系列的な対応は以下に示した表 1 の通りである。

ここで、「マイナス金利」とは、日本銀行当座預金のうち、「ゆうちょ銀行を含むその他準備預金制度適用先」に対してマイナス金利が適用されるということである。適用される残高は 2017 年 4 月時点で 17 兆 7000 億円という規模であり、過去 1 年間で 60% の増加となっている。次に、日本銀行による ETF 購

表1 量的緩和政策の経緯

2013年 4月	日本銀行が、消費者物価指数の上昇率が2%とする目標を2年程度で達成する とした。異次元の量的緩和政策の開始。
2015年 4月	1回目の変更、「達成時期を2016年度前半ごろ」に変更。
10月	2回目の変更、「2016年度後半ごろ」に変更。
12月	ETF (Exchange Traded Fund, 上場投資信託) の新たな買い入れ枠を設定、緩 和の補完措置。
2016年 1月	3回目の変更、「2017年度前半ごろ」に変更。
1月	「マイナス金利政策」の導入を決定。
4月	4回目の変更、「2017年度中」に変更。
7月	ETF保有残高の増加額を年約3.3兆円から約6兆円に。
9月	「長短金利操作」の導入。長期金利をゼロ%に誘導する政策の導入。 これは「量から金利」に変更を意味する。
10月	5回目の変更、「2018年度ごろ」に変更。
2017年 7月	6回目の変更、「2019年度ごろ」に変更。

表2 ETFの購入実績

2010年 10月 28日	ETFの買い入れ開始を発表。 TOPIX型と日経平均型を50%ずつ。 年間目標額は45億円。
2013年 4月 4日	ETFの買い入れ枠を拡大。異次元緩和の開始。 年間目標額は1兆円。
2014年 10月 31日	ETFの買い入れ枠を拡大。JPX日経400型を追加。 年間目標額は3兆円。
2015年 12月 18日	ETFの買い入れ枠を拡大。補完的措置。 年間目標額は3.3兆円。
2016年 7月 29日	ETFの買い入れ枠を拡大。 年間目標額は6兆円。
2016年 9月 21日	ETFの買い入れ割合に新ルールを適用。 TOPIX型を約70%、日経平均型を約30%。 年間目標額は6兆円。 「長短金利操作付き量的質的金融緩和（長期金利をゼロ%程度にするよ うに国債の買い入れを実施する政策運営スタンス）」。
2016年 11月 17日	日本銀行による「指し値オペ」の実施。日本銀行が指定する利回り（指 し値）で無制限に国債を買い入れるオペ（公開市場操作）。長期金利を日 本銀行が操作することを意味する。

入の実績は以下の表2の通りである。

金融資産の購入を反映して、日本銀行の総資産は2017年6月末時点で502兆円となっている。過去1年間で83兆円の増加である。保有する日本国債の残高は、437兆円以上である。発行済み日本国債残高全体の約40%を占めることになる。過去1年間で65兆円増加したことになる。また、日本株の累積買越額という指標では、2012年11月第2週～2017年8月第2週までで13兆4188億円という規模に達している。この数値は海外投資家の保有額に匹敵することになる。日本銀行の日本株式市場での存在が突出していることを意味する。問題点は、現実に観察される株価が市場実勢を反映していない可能性が懸念されることである。日本銀行の行動によって、日本企業に対する市場の評価が株価に適切に反映されないことになってしまう。投資家の信認を失うことが懸念されるのである。

## 2 データとして観察される効果

マネースtock統計を確認してみると、通貨供給量の代表指標である「 $M_3$ （流通している現金と銀行預金の残高合計）」の2017年7月の月中平均残高は前年同月比3.4%増の130兆1000億円である。これは過去最大の数値である。このうち、現金通貨は4.6%の増加、預金通貨は8.0%の増加である。また、この $M_3$ からゆうちょ銀行を除いた $M_2$ は4.0%の増加であり、 $M_3$ に国債や投資信託を含めた「広義流動性」という指標の残高は3.4%である。9ヶ月連続の拡大を示している。

日本銀行は2016年9月の長短金利操作の導入を機に、マネタリーベースの増加額に関する具体的な目標値を定めてはいない。ただし、「年間80兆円の増加」という目安を残している。この運用スタンスを反映して短期国債の買い入れを減らしている。2017年6月末時点の短期国債の保有残高は30兆円弱であり、2016年9月との比較で約40%の減少である。

企業の期待収益率について、内閣府の「5年後の国内総生産（GDP）成長率見通し」を代理変数として判断した場合、2003年～2012年まではマイナス圏で推移していたが、2013年にはプラスに転じ、2014年には4.1%となっていた。しかし、2015年には1.07%に低下している。この低下要因としては、消費税率の引き上げが挙げられる。2016年以降に関しては、日本銀行の「短期

経済観測調査」の5年後の販売価格見通しを代理変数とした場合で、2015年12月の1.67%が2016年9月の0.69%に低下している。単純な解釈では、企業の期待にはマイナスの影響を与えていると推察されることになる。

全国銀行協会によれば、2017年9月末時点における全国116銀行の貸出金残高は481兆339億円であり、前年同期比1.9%の増加である。預金残高は同4.2%増の714兆3089億円である。このうち、都市銀行の貸出金残高は同1%減となる186兆7257億円となっている。

日本銀行によれば2017年6月時点において、銀行の貸出金利は平均で0.969%と過去最低の水準にある。大企業は借り入れ額を増やし、海外M&Aや省力化のための投資を活発化させている。その一方で、中堅企業は借り入れに慎重であり、投資活動も低調というデータが出ている。財務省の法人企業統計によれば、資本金10億円以上の大企業の有利子負債残高は2016年12月末の241兆4000億円となっており1998年末時の234兆2000億円から増加している。返済期間が1年超の長期借入金が50%以上であり、社債は57兆3000億円となっており、前年末から16%増である。日本銀行によれば、銀行の設備投資向け新規貸し出しは2016年に48兆3000億円の貸出と19年ぶりの高い水準にある。このうち25%を占めるのは2020年の東京オリンピック大会を見込んだ都市開発等の不動産向けである。これに比べて、中堅・中小企業の借り入れ行動は低調と言える。資本金10億円未満の企業の有利子負債残高は224兆1000億円(2016年12月末時点)であり、1995年12月末時点の349兆9000億円から一貫して減少トレンドで推移している。企業の設備投資が本格化していないことが課題であると言える。

2017年3月期の銀行決算において、調達利回りが運用利回りを上まわり「逆ざや」となってしまった銀行が20行と前年度よりも8銀行も増えている。東京商工リサーチによる全国114銀行を対象とした調査結果であり、逆ざやの銀行数は2009年の調査開始以来で最多となったことになる。全国銀行協会によると2017年3月期の日本国内での貸出金の利回りは1.10%と前期より0.11ポイント下がっている。利息収入額も合計4兆7879億円で7%の減少となっている。銀行全体の業務純益は前年度から1兆948億円少ない3兆7027億円となっている。金融機関の貸出金利が低下していることにより、収益源である利ざやが縮小しており収益額が減少している事実を指摘できる。地方銀行の貸

出金利の低下幅（1ヶ月平均値）は、2009年～2015年12月までの0.008%から2016年1月～8月では0.011%に拡大している。第二地方銀行の場合には、その値は0.009%から0.012%である。マイナス金利政策の影響は地方銀行の経営にとって利ぎやの縮小という結果をもたらしていると判断できる。上場している地方銀行および第二地方銀行（82銀行）の2017年4～5月期決算で半数以上の銀行が減益となっている。純利益の合計額も3034億円で、前年同期比25%減となっている。また45の銀行・グループが減益となっている。貸出残高は増加しているが貸出金利水準の低下を反映して、4～6月期の貸出金利利息収入は合計6989億円で2.3%減である。

地方自治体は低金利の環境を踏まえて返済期限の長い地方債の発行を増加させている。2016年度発行額は前年度比18%増の1兆4290億円となっている。過去最高の数値となる。日本国債よりも金利が高い地方債は、マイナス金利の状況下で資産運用に苦慮する銀行や保険会社が買い手となっている模様である。

日本生命の2017年3月連結決算では、保険料等収入が前期比16%減の5兆2360億円となっている。減収幅は過去最大規模となる1兆円超である。また基礎利益額も前期比3%減の6856億円にとどまった。マイナス金利の状況下での資産運用難から、契約時に数百万円を払い込む「一時払い終身保険」の販売を中止したということもある。運用面においても利息配当金が減少し、基礎利益の減少要因となっている。以上のように、主要生命保険会社15グループは収益悪化に苦しんでいる。この環境が続くとすれば減収減益の予想が見込まれることになる。金融機関（地銀および保険会社）の収益・利益率の悪化が予想される場合、リスク・オンの経営に方針を変える可能性が出てくるのである。

東京商工リサーチが2017年5月に公表した調査によれば、日本銀行のマイナス金利政策の影響に関する企業向けアンケートの結果では、回答企業全体の約40%が一段の深堀りを望まないとしている。恩恵を受けると判断される企業側も不支持の実態が示唆されている。回答を得た5196社のうち、38.1%に相当する企業が「望まない」と回答し、「望む」との回答企業は9.9%だったということである。

アパート向けローンが増加していることが観察される。2015年の税制改正で相続税の課税対象が拡大された。所有地にアパートを建てると畑や更地である場合よりも課税時の評価額が下がることになったのである。融資は債務とな

るため保有財産額が圧縮されて相続税の負担減となる。この影響でアパートの建設が増加したと考えられる。マイナス金利のもとで、収益の向上を図った地方銀行も積極的に融資を実施したと言える。日本銀行によれば、2016年12月末でのアパート向け融資残高は22兆1668億円であり、2009年の統計開始以来、過去最高値となっている。また、国内銀行のアパート向けローンの新規融資額は2017年1～3月期に1兆508億円となっている。依然として高い水準を示している。

また、国内の銀行はカードローンという個人向け融資を増加させている。融資残高は2017年6月末時点で約5兆6793億円であり、5年間で約70%増加したことになる。消費者金融などの貸金業者に課せられている、利用者の年収の3分の1までという限度額規制の対象外にあることが主な要因と推測される。

以上が観察されるデータから得られた、日本銀行の政策の効果ということになる。

### 3 インフレ・ターゲット政策達成の困難さ

総務省が発表した2017年11月の全国消費者物価指数(CPI)は、生鮮食品を除いた総合指数は前年同月比0.9%である。目標物価上昇率を達成することの難しさを実証している。日本銀行は2017年7月21日に公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」において、日本企業による生産性の向上に貢献すると考えられる省力化投資が結果として賃金上昇を抑えているとの見解を示している。2013年以降の労働生産性の伸び率が実質賃金の伸び率を上回っているデータをその論拠としている。企業自身の省力化投資の拡大やビジネスプロセスの見直しによって、賃金コストの上昇を吸収しているとみている。日本銀行の調査によれば、2017年度のソフトウェア投資額は5年前との比較で、小売業で82%の増加、宿泊・飲食業で63%の増加となっているとのことである。さらに、消費者物価指数(CPI)を0.2%分押し下げていると推計している。

民間部門の期待インフレ率が上昇していないことを指摘できる。金融市場における投資家等の市場参加者の物価予想は、10年物国債の流通利回りとそれより低い物価連動国債の流通利回りとの差で定義される「損得無しのインフレ率(BEI, Break Even Inflation Rate, ブレーク・イーブン・インフレ率)」に基

づいて推計される。物価連動債は物価水準が上昇した場合に元金が増加する仕組みとなっており、物価水準が上昇しないと予想される状況においては需要が増えず、債券市場での流通利回りは低下しないことになる。このために BEI の数値も上昇しないことになる。この BEI の数値を民間部門による物価予想推計の根拠とした場合、2017 年 12 月 28 日の値は、0.587% という水準にある。日本銀行が目標とする 2% との乖離は小さくないと判断できる。

日本経済研究センターがまとめた民間エコノミストの経済見通しである「ESP フォーキャスト」の 2017 年 8 月調査では、2018 年度の CPI 予想値は 0.87% となっている。これは 3 月の 1.01% から低下している。

消費者庁の 2017 年 8 月の物価モニター調査によると、1 年後の物価見通しは前月比 0.1 ポイントの低下となるプラス 1.3% である。消費者が将来の物価上昇を見込んではいないことを示唆している。

物価水準の財政理論 (FTPL, Fiscal Theory of the Price Level), いわゆるシムズ理論が一部で主張されている。金融政策ではなくて、財政支出によって低インフレ (デフレ) から脱することが可能であるという主張である。その論拠は以下の通りである。①政府が財政支出を増加させる。②企業や消費者の民間部門は将来の財政悪化を予測する。③将来においてインフレが発生する。すなわち、FTPL は政府の財政赤字を増税策ではなくて、人為的に発生させるインフレによって返済するというアイデアに他ならない。

現在、1000 兆円の国債残高を越えてしまっている日本においては、この金額を人為的なインフレによって解消させることは極めて非現実的な主張と言わざるをえない。日本銀行が目標とする年率 2% のインフレ率では解消されない規模である。高いインフレ率は預貯金の大幅な目減りを意味し、年金生活者を中心に多くの国民に甚大な負担を強いることになる。また、政府の債務を税収によって賄うことを否定した場合には、民間部門は政府部門に対する信認を否定し、信用しなくなってしまう。インフレ率をコントロールすること自体が容易ではないことから、非現実的な主張と判断される。

民間部門の物価水準に対する期待を修正させる金融政策が容易には達成されないことが示されている。

#### 4 デフレ経済の克服が容易でない背景

日本銀行が採用している非伝統的な金融政策の経済効果について分析し、考察した先行研究としては、雨宮正佳他3名(2012)、植田和男(2012)、本多佑三(2014)、宮川重義(2016)がある。

デフレ経済の克服が困難となっている要因としては、国際原油価格の大幅下落、消費税の税率引き上げ、企業の賃上げ忌避、インフレ期待形成の後追い(バックワード・ルッキング)などが挙げられる。グローバル経済が成熟している現状において、日本一国の金融政策のみでは難しい課題である。さらに、日本の人口減少とりわけ生産年齢人口の減少が影響している。同時に、高齢者の増加による国民負担の上昇によって民間部門全体の可処分所得の増加が見込めないという事情がある。

2012年11月14日の日経平均株価8664円を起点とした場合、2018年1月では3倍以上に上昇していることになる。しかしながら、家計金融資産に占める割合が15%程度の株式の価格が上昇してもその資産効果は限定的である。また、円安による輸入物価の上昇が家計部門の実質所得を目減りさせてしまったと考えられる。輸出企業の生産が日本国内よりも海外での割合が増加している状況においては、円安による輸出量拡大効果も限定的となっている。

日本の多くの企業経営者は従業員の数を確認する経営方針を優先させていると考えられる。例えば、日本総合研究所によれば、OECD(経済協力開発機構)データから日本の名目賃金は1995年～2010年の期間で約11%も減少している。これに対して、アメリカは約72%、ユーロ圏は約40%の増加を示しており、日本と対称的である。これを説明する仮説としては、日本の企業経営者が現状の雇用を維持するために名目賃金の上昇を抑制し、むしろ低下させるという選択をしたという見方である。すなわち、日本の企業は欧米企業が活用する「ジョブレス・リカバリー(雇用無き回復)」政策を採用しなかったということである。単位労働コストの減少傾向は2017年においても確認できる。日本の名目賃金は1997年をピークにして、約10%程度も低下しているのである。

企業利益のうち労働者の取り分を示す労働分配率が下げ止まっていない。財務省の2017年4～6月の法人企業統計調査によると、資本金10億円以上の大企業の労働分配率(=賃金÷付加価値額)は43.5%である。1971年1～3月



以来、約 46 年ぶりの低水準となっている。他方、2016 年度の内部留保額は 406 兆円以上であり過去最高を更新している。2017 年 4～6 月の経常利益は前年同期比 22.6%増であり、四半期ベースの最高益を更新している。企業収益の改善と比べて、賃上げのペースが緩やかであることを示唆している。

日本を含む先進国で観察される低インフレ率という現象に関係する海外要因としては、原油価格の低水準での推移が挙げられる。WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）は 2014 年半ばの 1 バレル=100 ドルの相場から 2016 年には 30 ドル台に大きく下落した後、1 バレル=50 ドル前後の価格帯で推移している現状にある。

## 5 結語

中央銀行の採用する金融政策によって、民間部門の期待インフレ率を 2%分高めさせることは想像以上に容易ではないということを指摘できる。期待インフレ率を 2%分高めさせることを確実に実現させる具体的な方法が存在しないからである。別の表現としては、SRIM 曲線（short-run inflation adjustment curve）を 2%分、上方シフトさせる方法が見つからないということである。

民間の経済主体の将来見通しを、ひとつの国の金融政策によって確実に楽観の方向に変化させることは容易ではないことを実証しているのである。

## 用語説明

### 1) 長期金利

長期金利とは、期間が 1 年以上の資金を貸し借りする際の金利である。具体的には、財務省が最近発行した新発 10 年物国債の流通利回りの水準を代表的な指標として利用している。この長期金利は住宅ローンや銀行融資等の様々な金利のベースとなる。長期金利の市場実勢は、金融市場参加者の将来の経済見通しや期待インフレ率を反映して決まるとされる。

### 2) 消費者物価指数（CPI）、日本銀行のコア指数

CPI の統計方法は以下の通りである。総務省がまとめる CPI 統計は平均的な家計が購入している商品やサービスの平均価格を示している。家電・食品・家賃・光熱費・教育費といった約 600 品目から構成されている。現在の構成基準

は2010年調査に基づいており、食料25%、エネルギー8%、サービス50%となっている。構成の見直しは原則5年ごとである。CPIは全国3万店の小売店に関して750人の調査員が3日間出向き、約460品目について調べあげている。1つの商品の平均価格を算出するために3~6店舗を調査することである。

これに対して日本銀行は、2015年11月27日から「日本銀行版コア物価指数」というものを発表している。これは総務省のCPI統計から生鮮食品とエネルギーを除いたものである。値動きの大きな生鮮食品とエネルギー(原油価格)の影響を除いた物価指数である。この指標によって日本の物価指数の基調を把握しようとしている。

日本のCPI統計数値を上昇させ難い、いくつかの注意点は以下の通りである。

(1) CPIの算出に占める携帯電話通信料の比率(ウエート)は2.3%と過去5年間で20%ほど上がっている。賃貸物件の家賃や電気代に続く比率であり、ガソリン代のそれよりも高い。家計支出に占める通信料の割合が2017年6月で4.7%に高まっているが、通信会社による値下げがCPIを押し下げる要因となっている可能性がある。格安スマホの普及が物価水準に関係しているとの指摘である。ある調査によれば格安スマホの普及率(シェア)は、2014年4月では0.6%であったが、2017年3月には7.4%に上昇しているとのデータがある。平均通信料は2,957円であり、大手通信会社3社の平均値よりも約5,000円程度安いことになる。この状況においては、通信料が10%下がると、CPIは0.02ポイント分下がると試算されている。総務省は2018年1月分から、格安スマホをCPIに反映させる方針である。

(2) CPIにおける住居費の産出方法。家賃の水準を把握する「帰属家賃」はCPIの20%を占めている。賃貸住宅の家賃はCPIの構成要素に入っているが、住宅ローンの支出は含まれない。そこで「帰属家賃」を算出する。日本の住居費は欧米に比べて低い傾向にある。アメリカのCPI統計では同じ賃貸住宅を継続的に調査するため、この物件が古くなっても家賃が新築物件と同じ場合には、実質的な家賃の値上がりとみなす。日本でもこの質の変化を物価指数に反映させる品質調整を実施すれば家賃は現在よりも高くなるとされる。日本銀行によれば、日本でもこの品質調整を実施すればCPIを0.1~0.2%分、押し上げると主張している。

3) 期待インフレ率, expected inflation

家計や企業が将来に起こると予想する物価上昇率のことである。

#### 4) インフレ税, inflation tax

財政政策当局が増税を行なう代わりに、貨幣供給量の増加等によって政策支出を賄うインフレ促進的な政策（インフレ政策, inflationary policy）を採用した場合、貨幣を保有する全ての経済主体の購買力が減少してしまうことになる。この減少分は政策当局に移転するとして課税の一種と解釈される。この状況においては、政府が抱えた負債である国債の実質価値を減少させる効果が発生することにもなるのである。

5) 物価連動国債と期待インフレ率との関係。物価連動国債は債券の元金の額が物価水準に連動して変動する国債である。債券の発行後に消費者物価指数（CPI）が上昇した場合には元金額が増え、低下した場合には減る仕組みになっている。2013年度以降の発行銘柄には元本保証が付いている。将来のCPIの上昇が予想される状況においては、債券に対する需要が増加することになる。逆に予想されない状況においては需要が増えず、物価連動国債の流通利回りは低下しないことを意味する。

「期待インフレ率＝10年物国債の流通利回り－物価連動国債の流通利回り」で定義される。「ブレイク・イーブン・インフレ率（損得無しのインフレ率, BEI, Break Even Inflation Rate）」とも呼ばれる。したがって、後者の利回りが低下しないと期待インフレ率が上昇しないことになる。

#### 6) 実質利率, real rate of interest

物価変動によって生じる実質価値（＝購買力）の変化を考慮した利率（ $r$ ）のことである。ある率で物価の上昇（ $\pi^e$ ）が予想される場合、資金の購買力の目減りが発生するために、この補償を求める結果として、名目利率（ $i$ ）は物価上昇がなかった場合よりも高くなる。定式化すると、名目利率（ $i$ ）＝実質利率（ $r$ ）＋期待インフレ率（ $\pi^e$ ）である。数値例として、 $5\% = 3\% + 2\%$ という具合である。

物価の上昇が予想される場合に、名目利率が上昇する効果を「フィッシャー効果（Fisherian effect）」という。

#### 7) 総需要・インフレーション曲線

ADI 曲線, aggregate demand-inflation curve

以下の説明はジョセフ E. スティグリッツ, カール E. ウォルシュ

(2007) に依存している。

物価の上昇（インフレーション）が発生した場合、総需要を抑制しようとして、中央銀行は実質利率が上昇するように名目利率を引き上げるといふ金融引締め政策を採用すると考えられる。数値例として、期待インフレ率が2%から3%に上昇した場合、中央銀行は実質利率を上昇させる意図で、現状の名目利率をさらにプラス1%分以上引き上げなければならないということである。すなわち、「インフレ率の上昇→実質利率の引き上げ→総支出の減少」という関係がある。

様々なインフレ率に対する、所得・支出分析から決定される均衡産出量水準を示す曲線が考えられる。これが「総需要・インフレーション（ADI）曲線」である。インフレ率が高いほど均衡産出量水準は低下する。その理由は実質利率が上昇すると総支出（産出量）が減少するからである。

図形としては、縦軸にインフレ率、横軸に産出量をとった場合、右下がりの曲線となる。

この曲線の傾きを決定する要因は次の2つである。

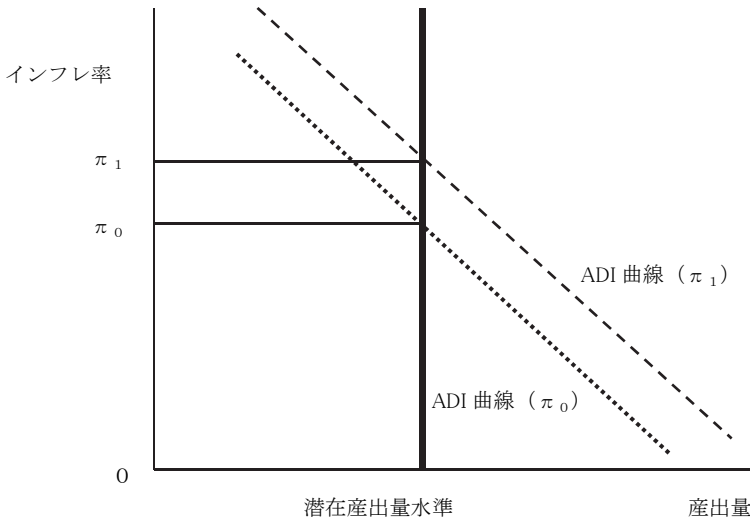


図1 ADI 曲線

(1) 中央銀行のインフレーションに対する態度が強い場合には、実質利子率の変化が相対的に大きく働き総支出も大きく変化する。曲線は水平に近くなる。

(2) 消費主体および投資主体の実質利子率の変化に対する反応が大きい(感応的な)場合には、総支出も大きく変化する。曲線は水平に近くなる。

この曲線のシフトは、所与のインフレ率のもとで総支出が大きく変化させる要因が発生した場合に生じる。例えば、政府による財政支出の増加が行われた場合には右シフトする。

逆に、この ADI 曲線は、消費税率の引き上げによって、消費支出が減少するので左下方にシフトすると考えられる。1990 年以降の不良債権の増加を背景として、金融部門の不安定さが消費および投資の需要を大きく減少させてしまったとすれば、これは ADI 曲線の左下方シフトを意味する。

#### 8) 短期インフレ調整曲線

SRIA 曲線, short-run inflation adjustment curve

「産出量の拡大→失業率の低下→名目賃金の上昇→インフレ率の上昇」という関係がある。産出量とインフレ率との関係を示す曲線である。期待インフレ率が所与のとき、潜在 GDP と比較した産出量の様々な水準でのインフレ率を示すものである。産出量の拡大が失業率の値を自然失業率よりも低くさせる。すると、これは名目賃金の急速な上昇をもたらし、インフレ率を上昇させることになる。

図形としては、縦軸にインフレ率、横軸に産出量をとった場合、右上がりの曲線となる。産出量が潜在産出水準を上回るとインフレ率は上昇する。逆の場合にはインフレ率は低下すると考える。

民間部門におけるインフレ期待の上昇は SRIA 曲線を上方シフトさせるはずである。インフレ期待が上昇すれば現実のインフレ率も上昇するのである。

#### 9) 自然失業率, インフレ非加速的失業率 (NAIRU)

natural rate of unemployment, non-accelerating inflation rate of unemployment

経済が潜在的産出量を生産している完全雇用の状況で生じた失業率のこと。構造的失業と摩擦的失業は、完全雇用のときでもゼロではなくて「正」と考えられる。

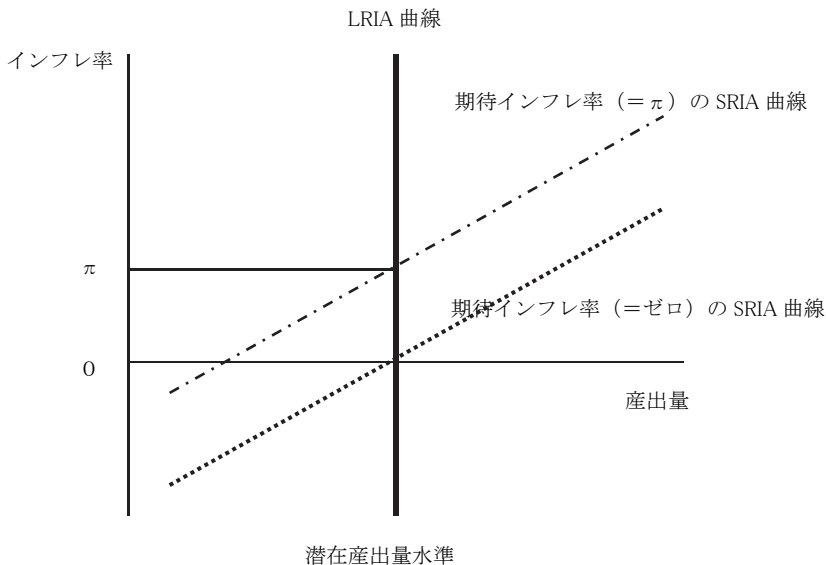


図2 SRIA 曲線と LRIA 曲線

10) 長期インフレ調整曲線

LRIA 曲線, long-run inflation adjustment curve

期待インフレ率が変化すると短期インフレ調整曲線はシフトする。期待インフレ率が上昇した場合、曲線は上方シフトする。長期インフレ調整曲線は完全雇用 GDP の時に垂直線として表現されることになる。

11) 適応的期待, adaptive expectation

経済主体の期待が最近の経験に反応する場合である。現実起きた過去の経験に反応するため「後ろ向きの期待」と呼ばれる。

12) 合理的期待, rational expectation

期待インフレ率が変化すると短期インフレ調整曲線はシフトすると考えられるが、この調整はすばやいと考えられる。経済主体は物価上昇を合理的に予想すると考えられる。

この期待の修正・調整の速度は、経済状況に依存すると考えられる。かなり長期にわたってインフレ率が安定している場合には、経済主体はこの数値を所

与のインフレ率として想定して行動し、徐々にしか変化させないということになる。

### 13) ADI-SRIA モデル

2つの曲線を使って、インフレーションと失業率の動きを説明できることになる。金融政策と財政政策は ADI 曲線に影響を与える。ADI 曲線を左シフトさせる政策は失業率を高めてしまう一方で、インフレ率は低下させる。また ADI 曲線を右シフトさせる政策はインフレ率を高めてしまう一方で、失業率を下落させる。このように政策当局が直面する2つの目標が両立しないという関係（トレードオフ, trade-off）が説明できるのである。

## 参考文献

- (1) 雨宮正佳他3名「非伝統的金融政策の評価 パネル討論Ⅱ」編者大垣昌夫他3名『現代経済学の潮流 2012』東洋経済新報社 2012年7月 第7章 p.193～p.235
- (2) 植田和男「非伝統的金融政策の有効性：日本銀行の経験」編者大垣昌夫他3名『現代経済学の潮流 2012』東洋経済新報社 2012年7月 第1章 p.3～p.32
- (3) ジョセフ E. スティグリッツ, カール E. ウォルシュ『スティグリッツ マクロ経済学 (第3版)』訳者藪下史郎他6名 東洋経済新報社 2007年10月 第9章「総需要とインフレーション」および第10章「インフレーションと失業」、第11章「マクロ経済政策」
- (4) 本多佑三「非伝統的金融政策の効果：日本の場合」編者岩本康志他3名『現代経済学の潮流 2014』東洋経済新報社 2014年6月 第3章 p.3～p.38
- (5) 宮川重義「ゼロ金利制約下での金融政策」『世界の金融危機とバブルの分析—発生のしくみと政策の検証』中央経済社 2016年7月 第9章 p.257～p.293

以上