

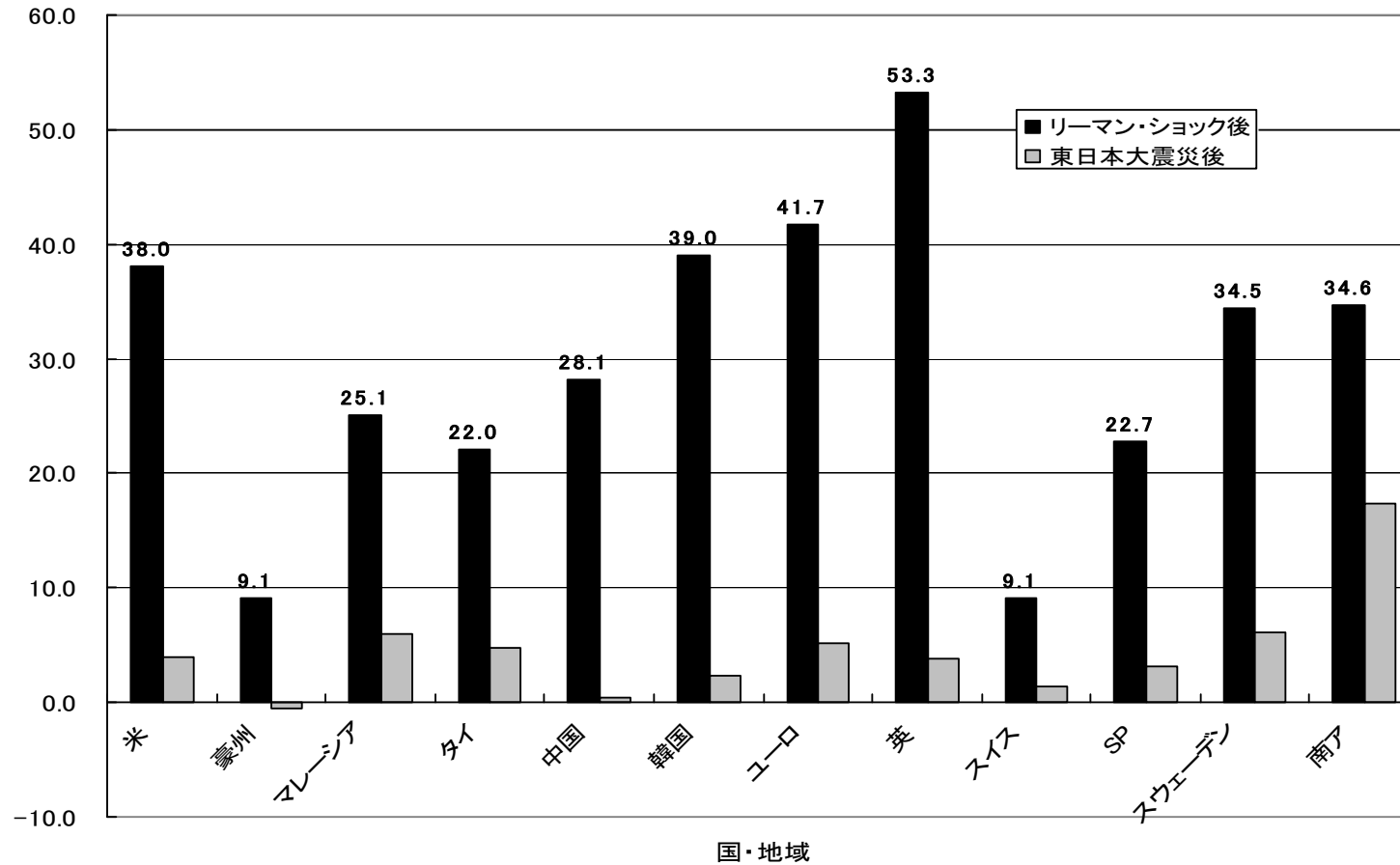
# 日本再生の鍵は日銀法を改正にあり

—デフレと超円高を誘導する日銀—

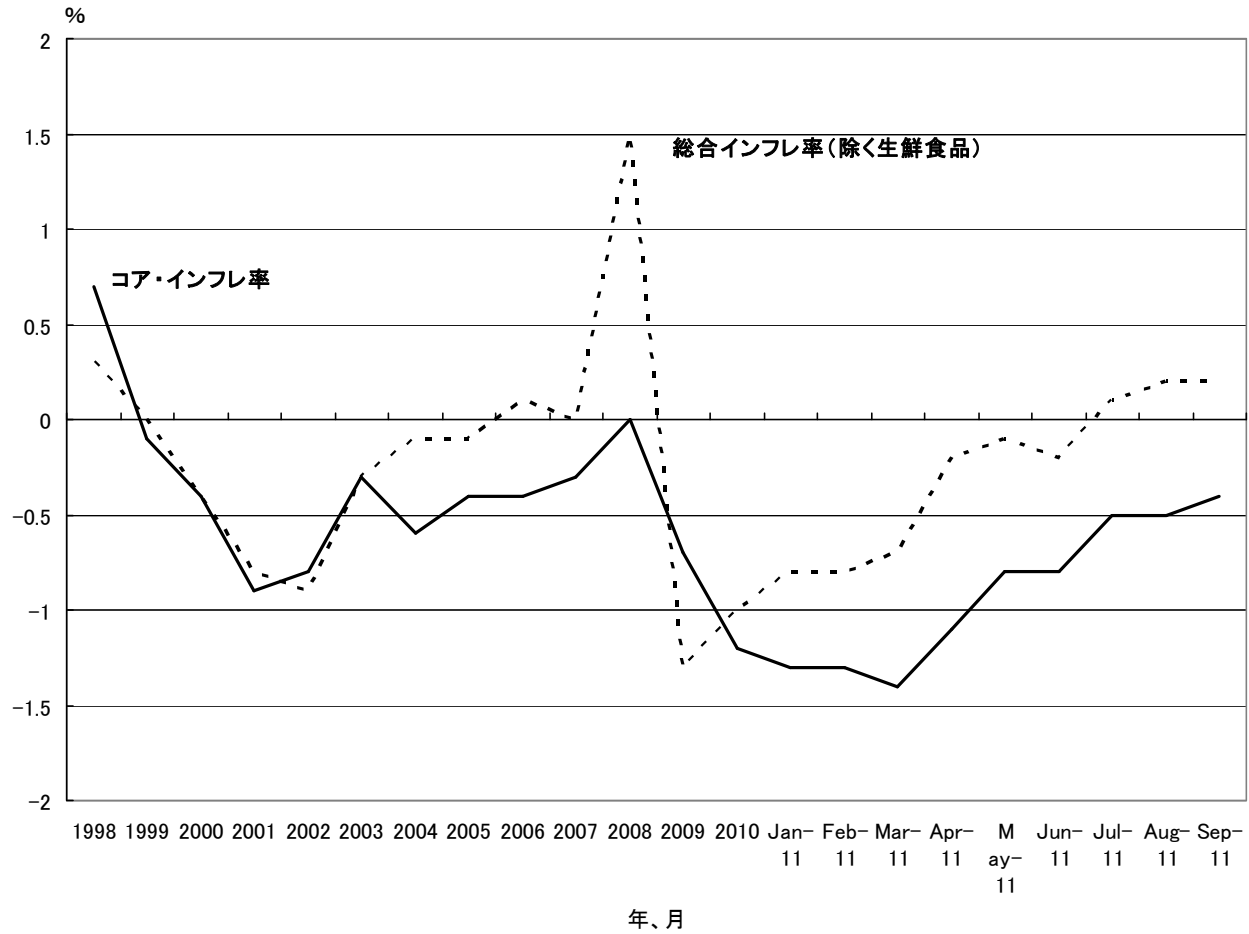
学習院大学経済学部  
岩田規久男

## どの外国通貨に対しても円高(11年11月8日現在)

円高率(%)



# デフレが続く日本経済



(注)インフレ率は消費者物価指数の対前年比または対前年同月比  
(資料)総務省

# 円高と騒ぐことはない？

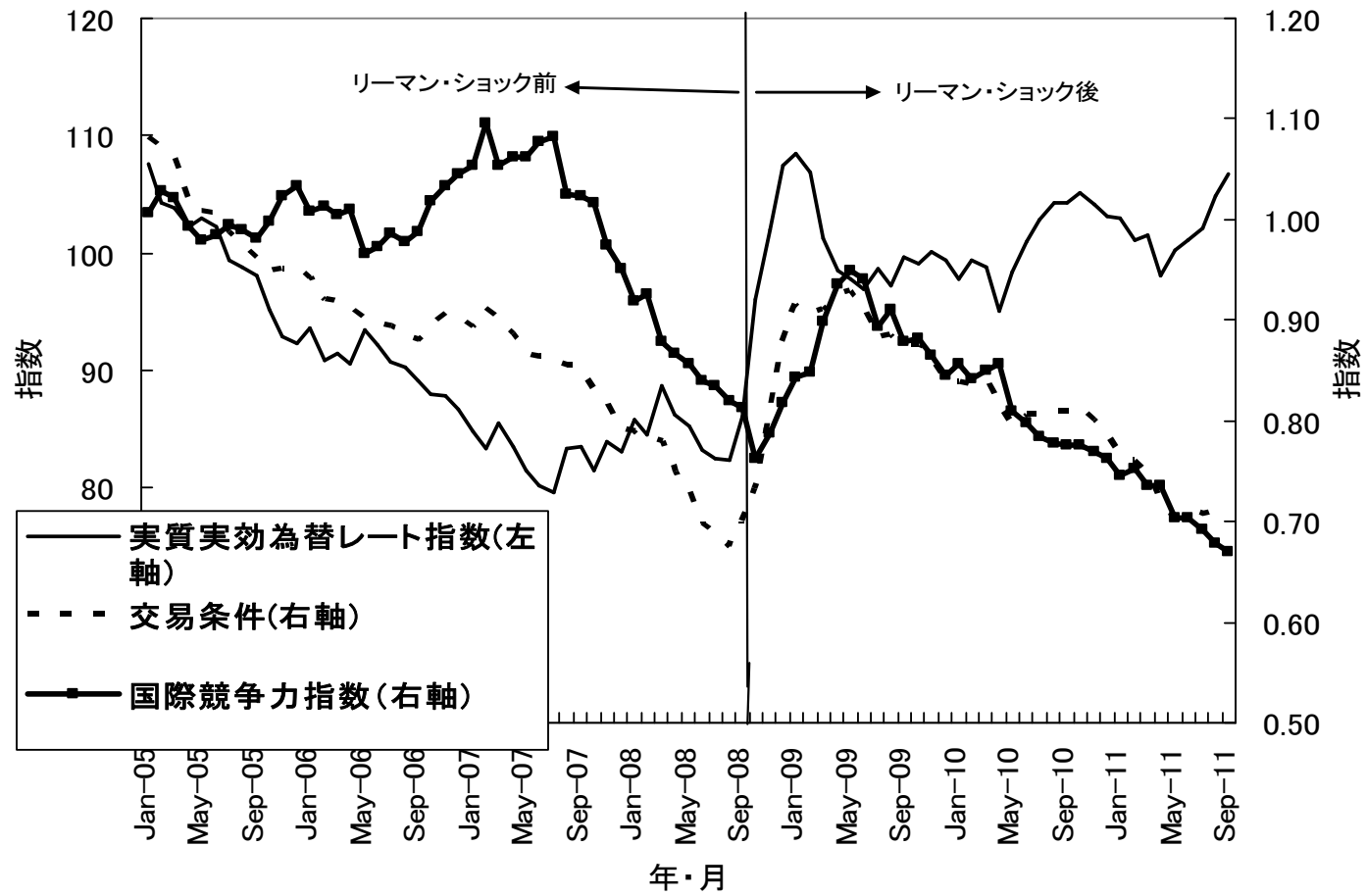
- 「現在の実質実効為替相場は04年～05年と同じ水準だから、円高ではない」という議論は正しいか
- 国際競争力は交易条件にも依存する
- ドルベースの輸出価格を円高を相殺できるほど上げられないと、円ベースの輸出価格は低下する
- 交易条件が悪化する可能性がある

# 国際競争力の決まり方

- 交易条件 = 輸出物価指数 / 輸入物価指数
- 数値例 自動車の輸出価格 = 100万円  
原油1リットル = 100円
- 交易条件 =  $1,000,000 / 100 = 10,000$ リットル  
(自動車1台輸出すれば、原油を1万リットル輸入できる)
- 交易条件が大きいほど、国際競争力は大きくなる。
- 円の実質実効為替相場が高くなる(円高)ほど、国際競争力は低下する

$$\text{國際競爭力指數} = \frac{\text{交易條件}}{\text{實質實效為替相場}}$$

## 急速に低下する輸出産業の国際競争力



(資料)日本銀行

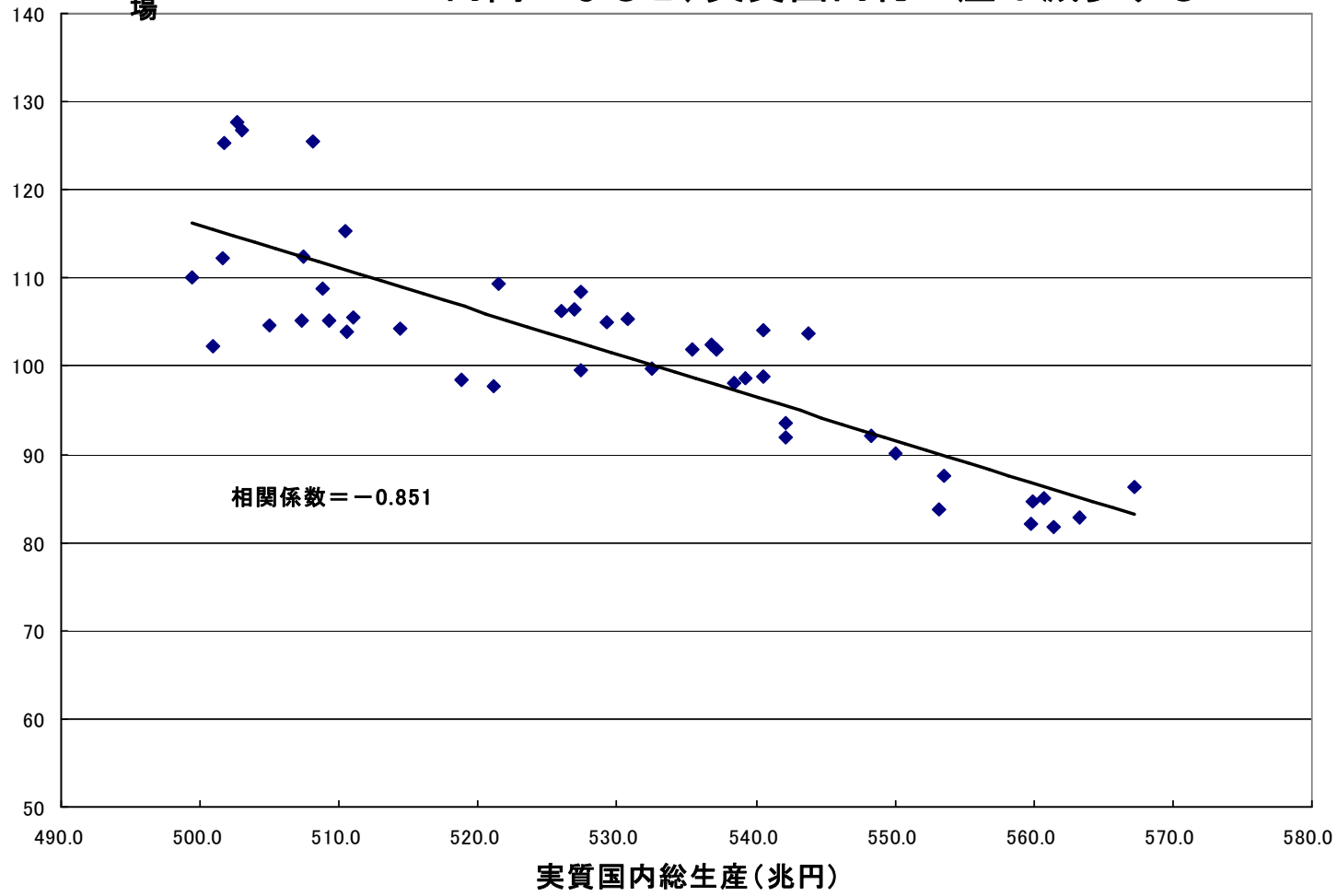
## 04年～05年と11年の輸出産業の国際競争力比較

	実質実効為替 相場	交易条 件	国際競争力 指数
04年～05 年	100	100	100
11年	99	69	70



円の実質実効為替相場

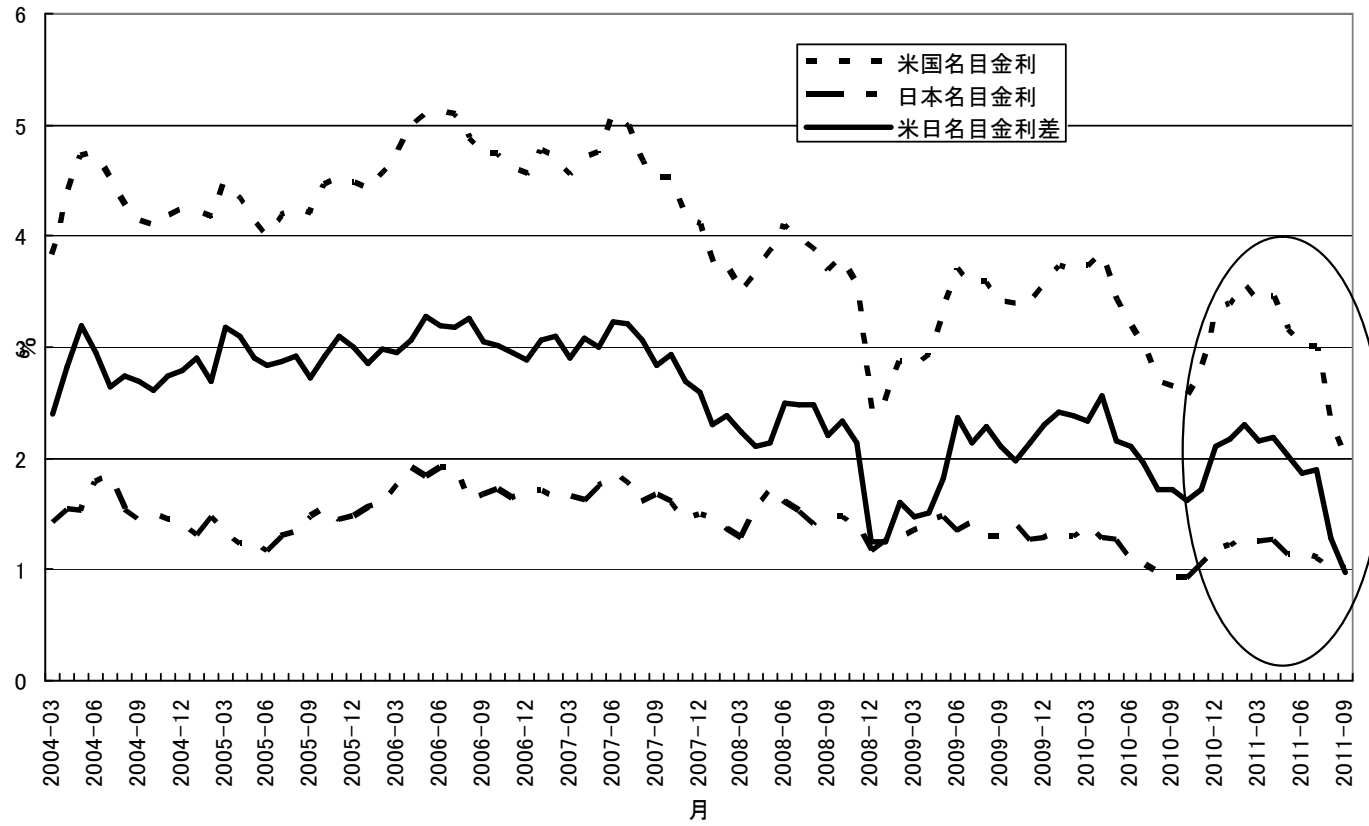
円高になると、実質国内総生産は減少する



# なぜ、超円高になるのか

- 日本の金融引き締めと海外の金融緩和で、海外と日本の名目金利差が縮小
- 日本のデフレ予想のため、海外と日本の予想インフレ率差が拡大

# 縮小する米日名目金利差で、円高



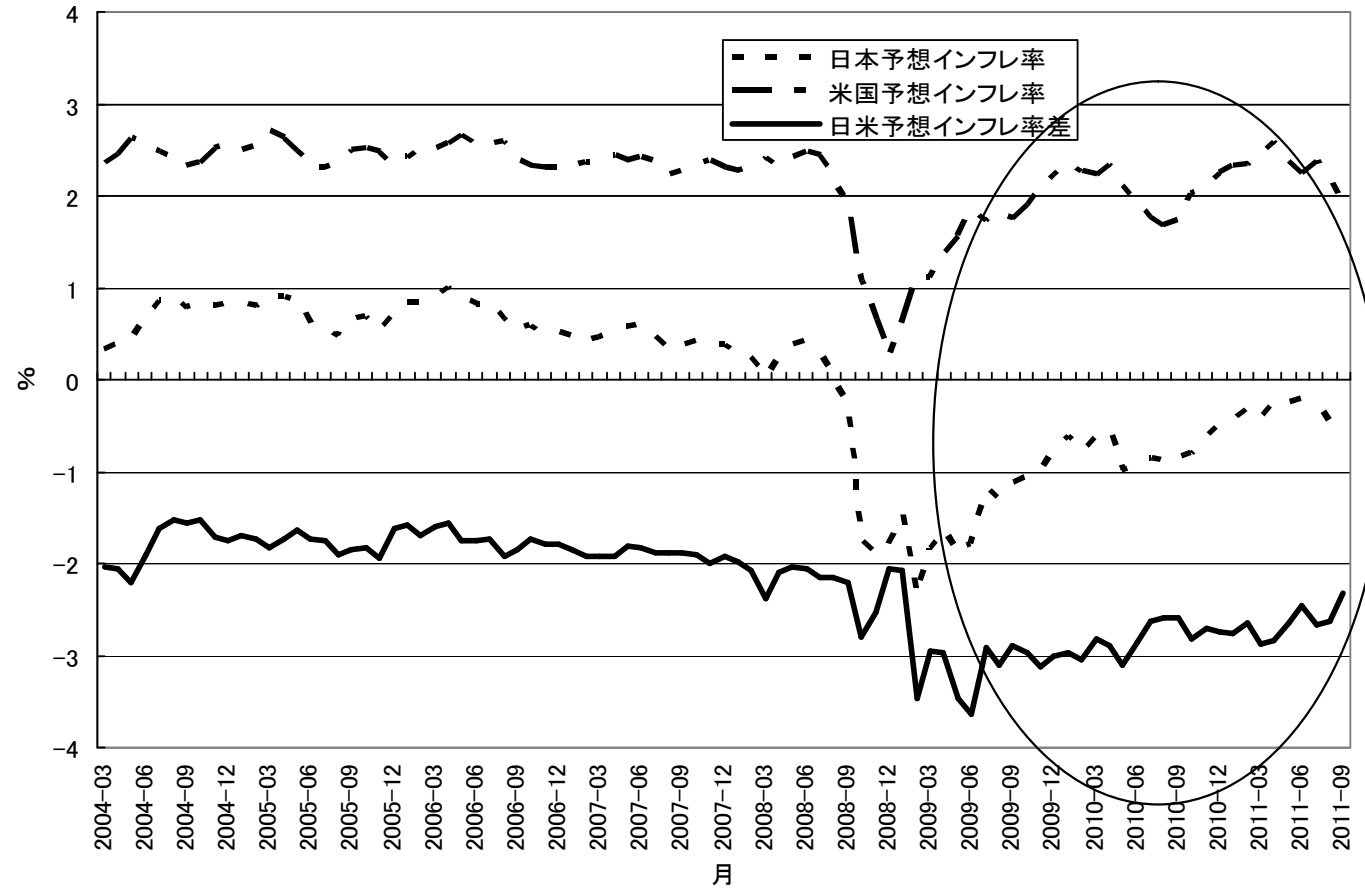
# デフレ予想が円高の要因

- 日本のデフレ予想と米国のインフレ予想→将来、円の購買力はドルに比べて、上昇すると予想される。
- 外国為替市場で、円買い・ドル売りが増えて円高・ドル安になる。

# なぜ、デフレ予想とデフレが続き、円高になるのか

- 日銀のマネタリー・ベースを増やさない金融政策がデフレ予想を生む。
- デフレ予想が需要を減らし、実際にも、デフレなり、予想したことが実現する。
- 米国FRBは大量にマネタリー・ベースを増やして、インフレ予想と実際のインフレ率を2%に程度に維持している

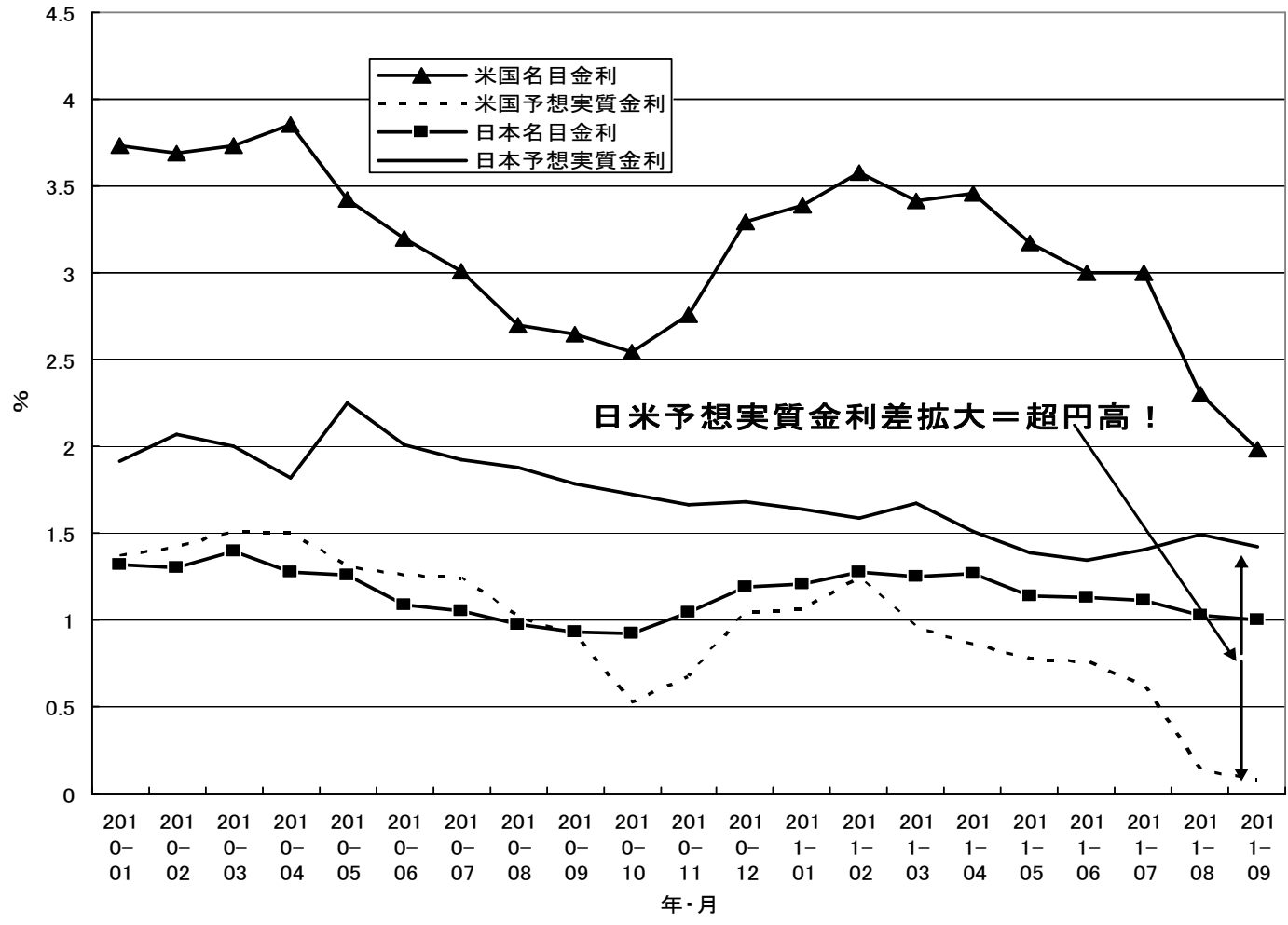
# 日米予想インフレ率差のマイナス幅拡大で、円高



# 日米予想実質金利差が拡大すると円 高・ドル安になる

- 日本の予想実質金利 = 日本の名目金利 -  
日本の予想インフレ率 (1)
- 米国の予想実質金利 = 米国の名目金利 -  
米国の予想インフレ率 (2)
- 日米予想実質金利差 = 日本の予想実質金  
利 - 米国の予想実質金利  
= 日米名目金利差 - 日米予想インフレ率差  
(3)

# デフレ予想のため、予想実質金利は米国よりも日本の方が高い

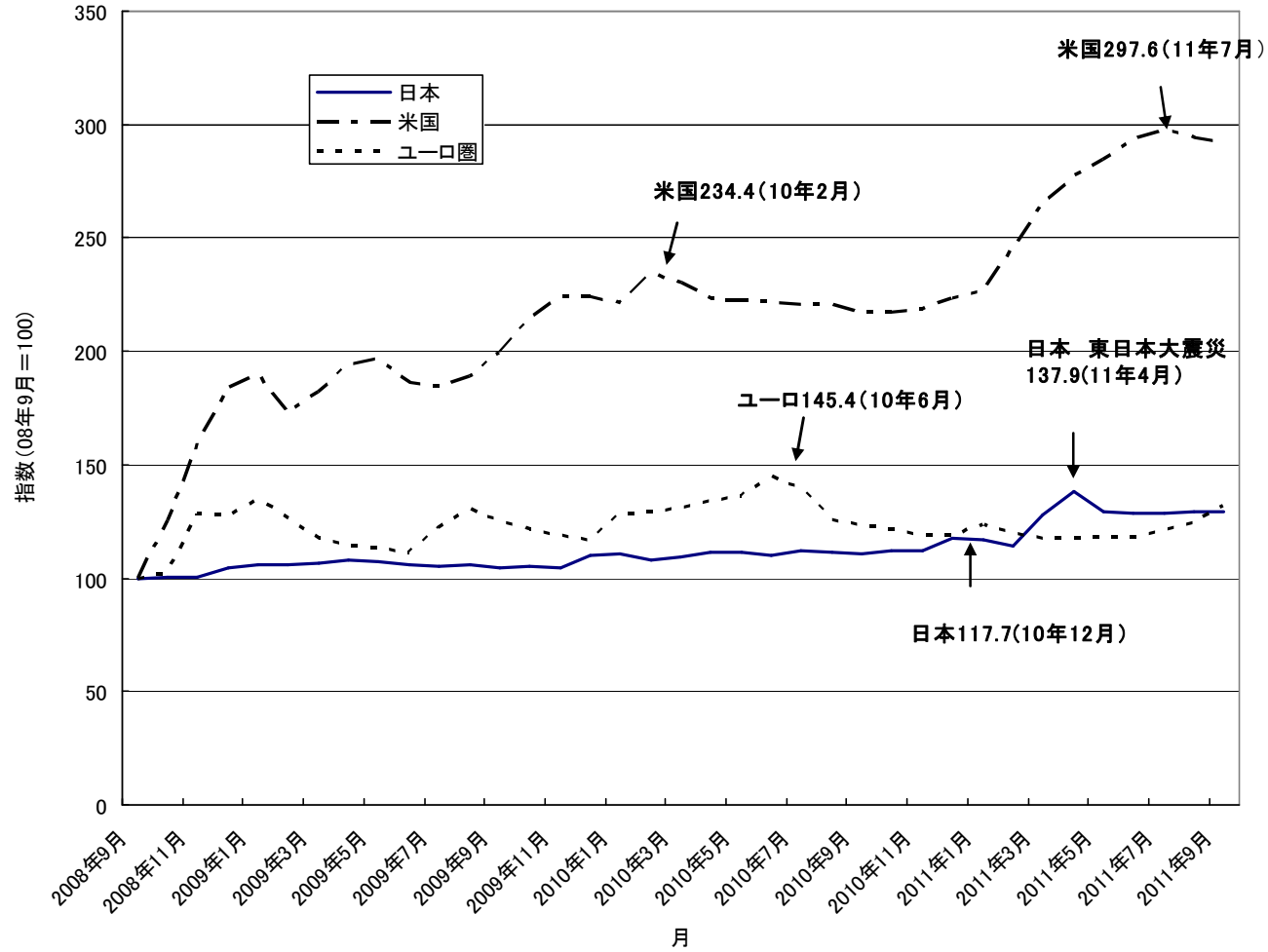




# マネタリー・ベースとは

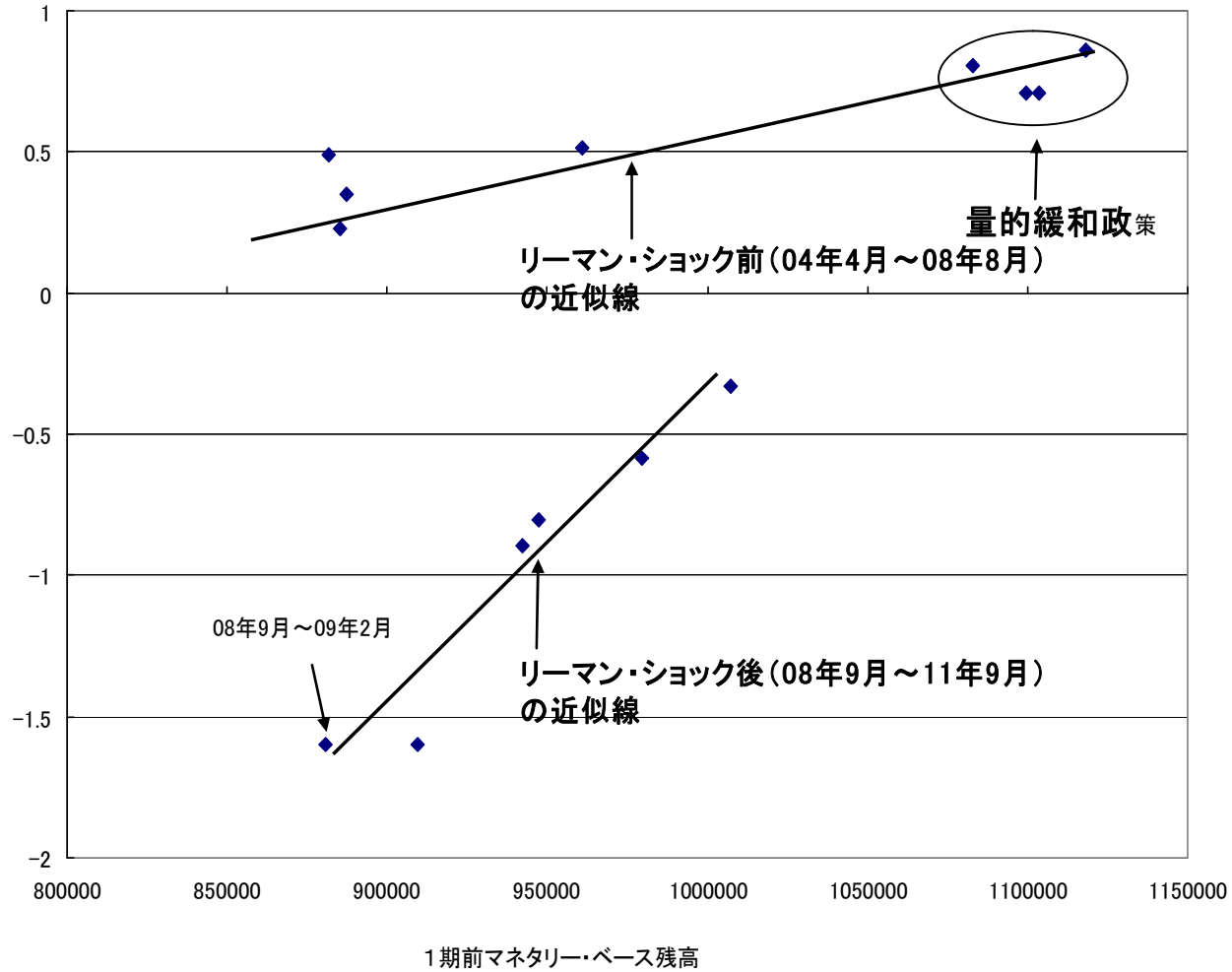
- マネタリー・ベース = 現金 + 銀行の日銀預金
- マネタリー・ベースを増減できるのは日銀だけ
- 銀行の日銀預金 日銀が銀行から国債を買うと、その代金が銀行の日銀預金口座に振り込まれて増える
- 銀行の手許現金 銀行が日銀預金を引き出すと、銀行の手元現金が増える
- 非銀行部門の現金 銀行から預金を引き出すと増える

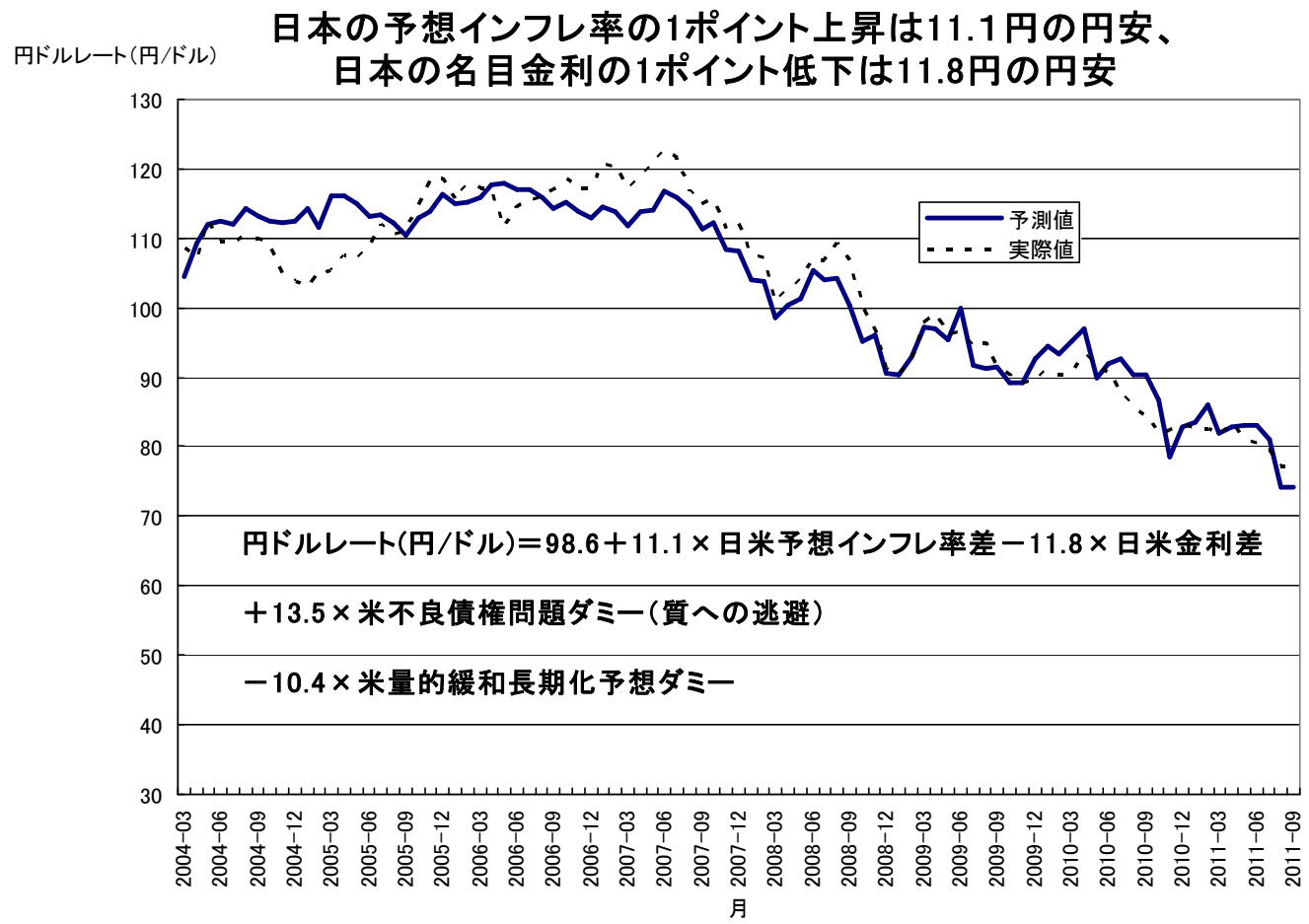
# リーマン・ショック後の日米ユーロのマネタリー・ベース残高指数 (08年9月=100)



予想インフレ率(%)

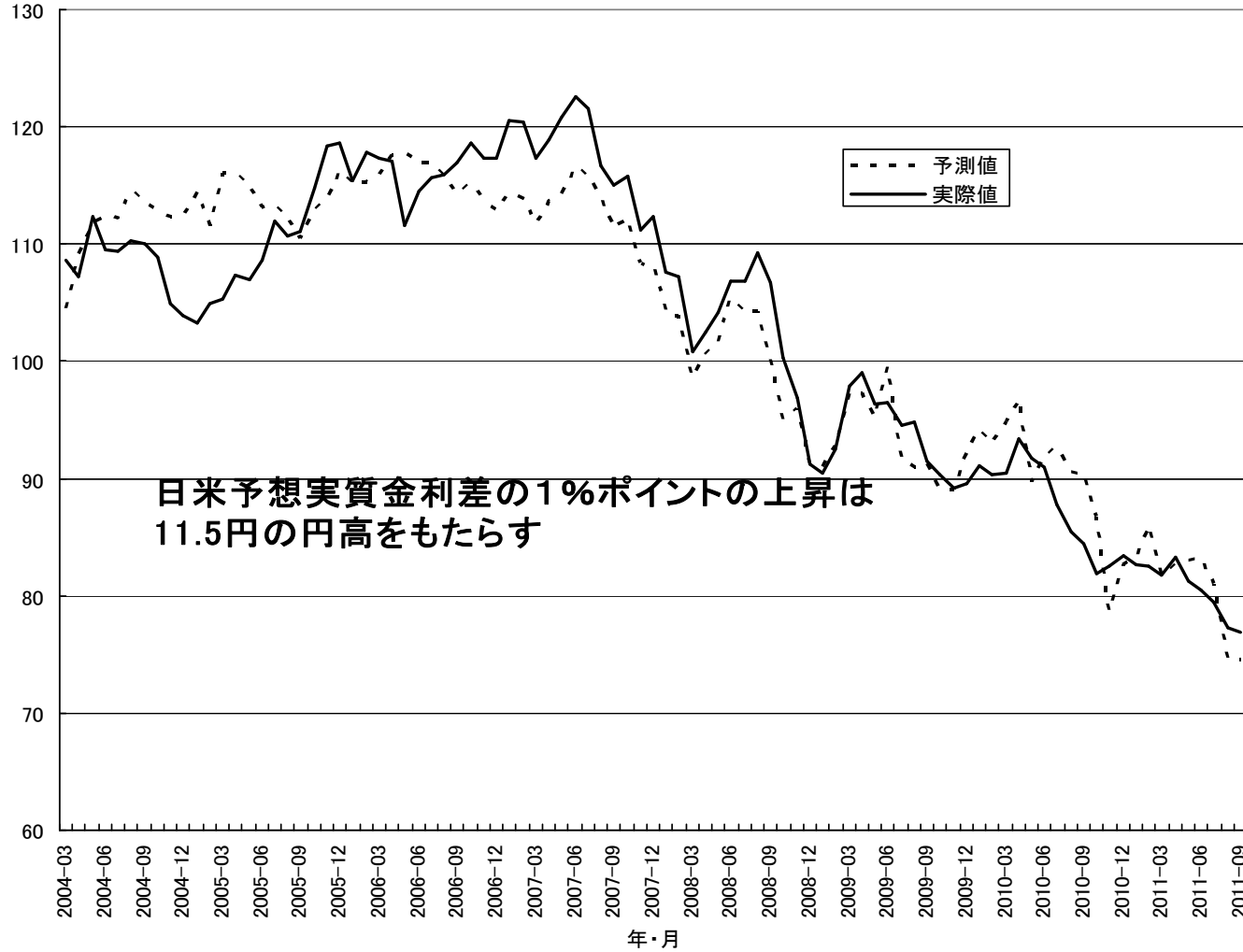
# 日銀が引き起こすデフレ予想



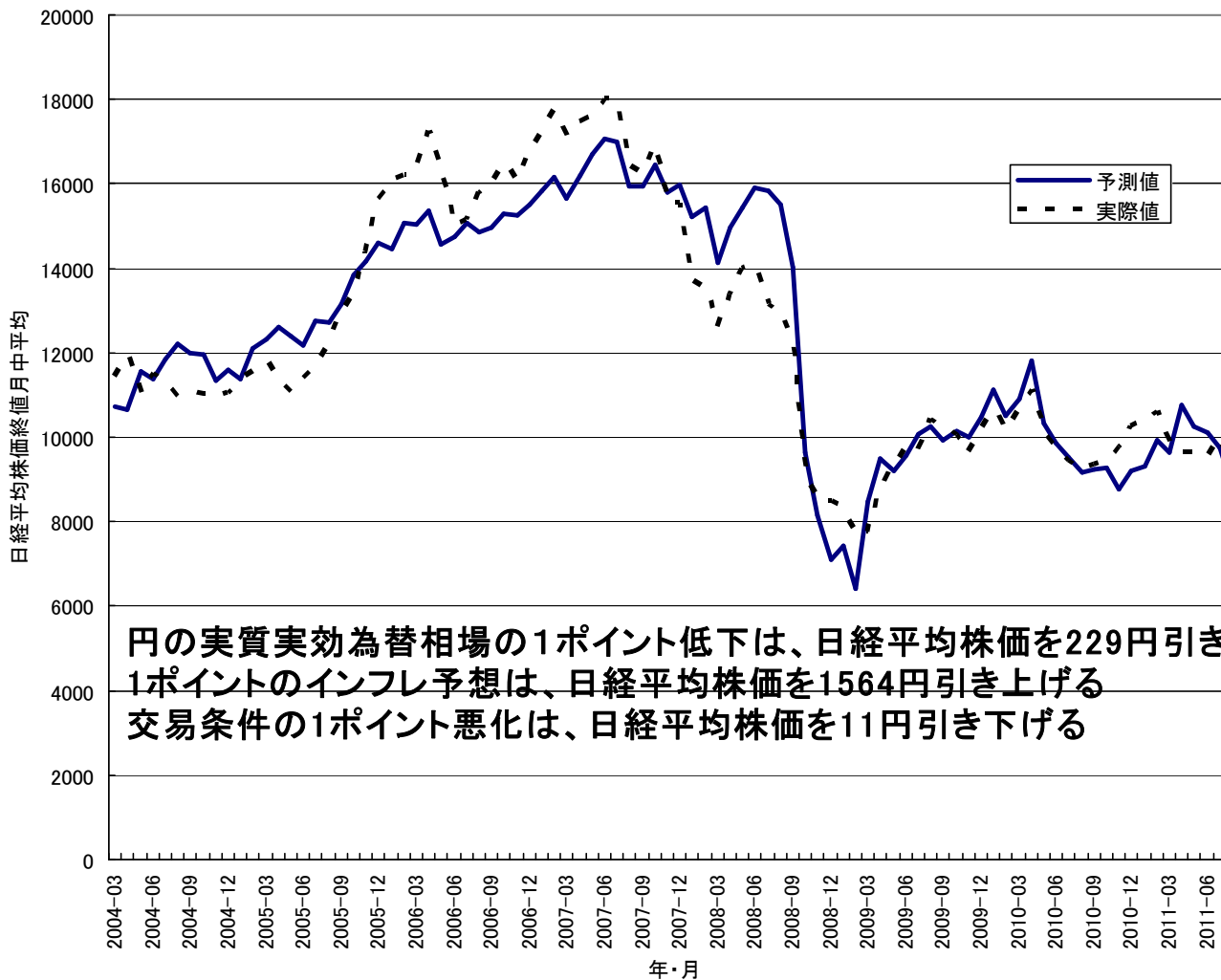


# 日米予想実質金利差で円ドルレートを予測する

円ドルレート(円/ドル)



## デフレ脱却して、円安高になれば、株価は上がる

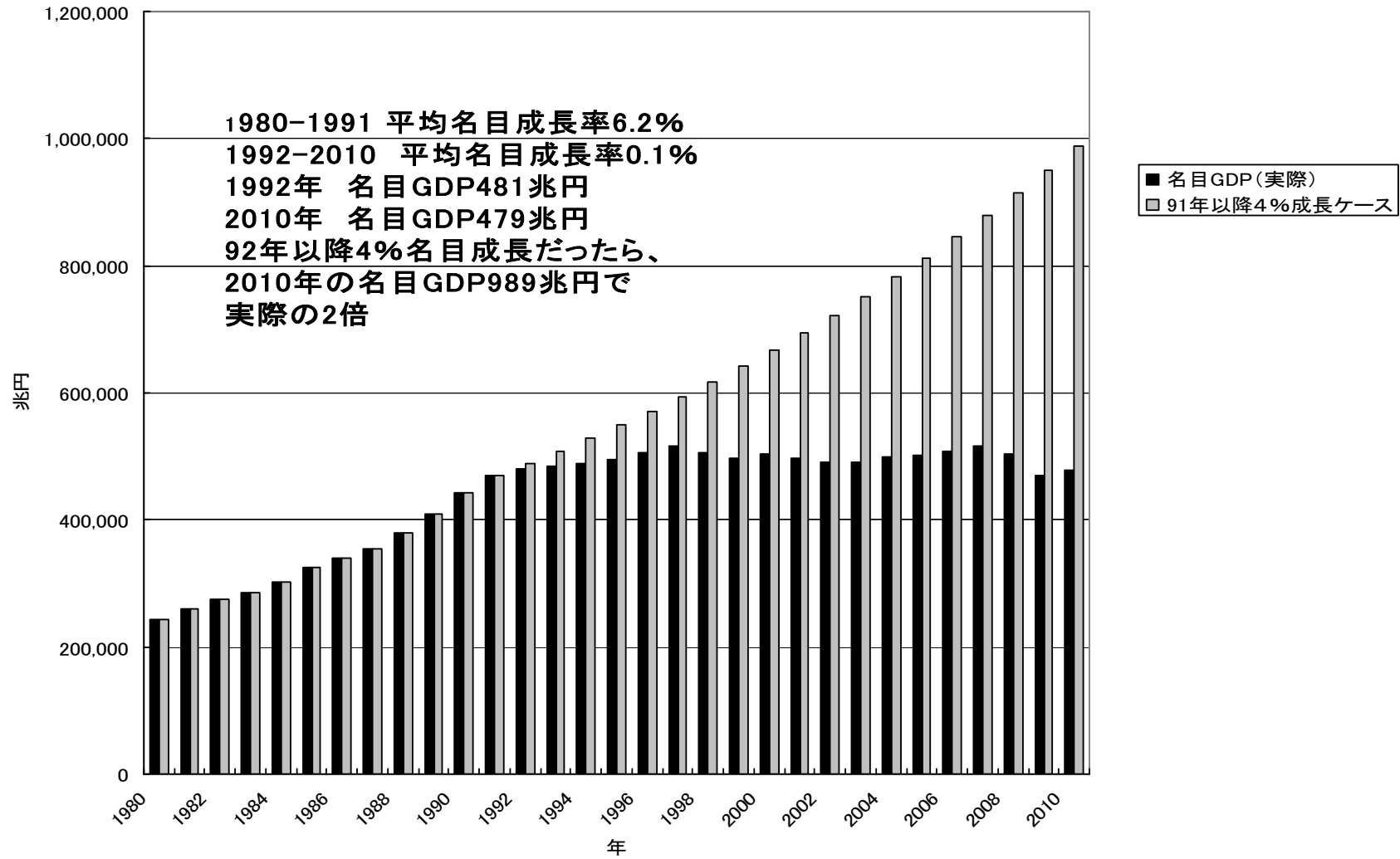


円の実質実効為替相場の1ポイント低下は、日経平均株価を229円引き上げる。  
 1ポイントのインフレ予想は、日経平均株価を1564円引き上げる  
 交易条件の1ポイント悪化は、日経平均株価を11円引き下げる

# デフレ脱却のメカニズム

- 日銀が3%±1%のインフレ目標にコミット
- 長期国債買いオペによるマネタリー・ベースの拡大
- 予想インフレ率上昇
- 予想実質金利低下 = 名目金利 - 予想インフレ率
- 株価上昇、円安
- 消費、投資、輸出増加 貨幣の取引流通速度上昇
- デフレ脱却
- 3%程度のインフレ → 名目GDP増加 → 地価上昇、  
 税収増

## 実際の名目GDPと91年以降4%名目成長ケースの名目GDP





インフレ率が2%~3%程度に  
 上がり、名目成長率が4%  
 になれば、税収が大幅に増  
 えて、財政も再建できる

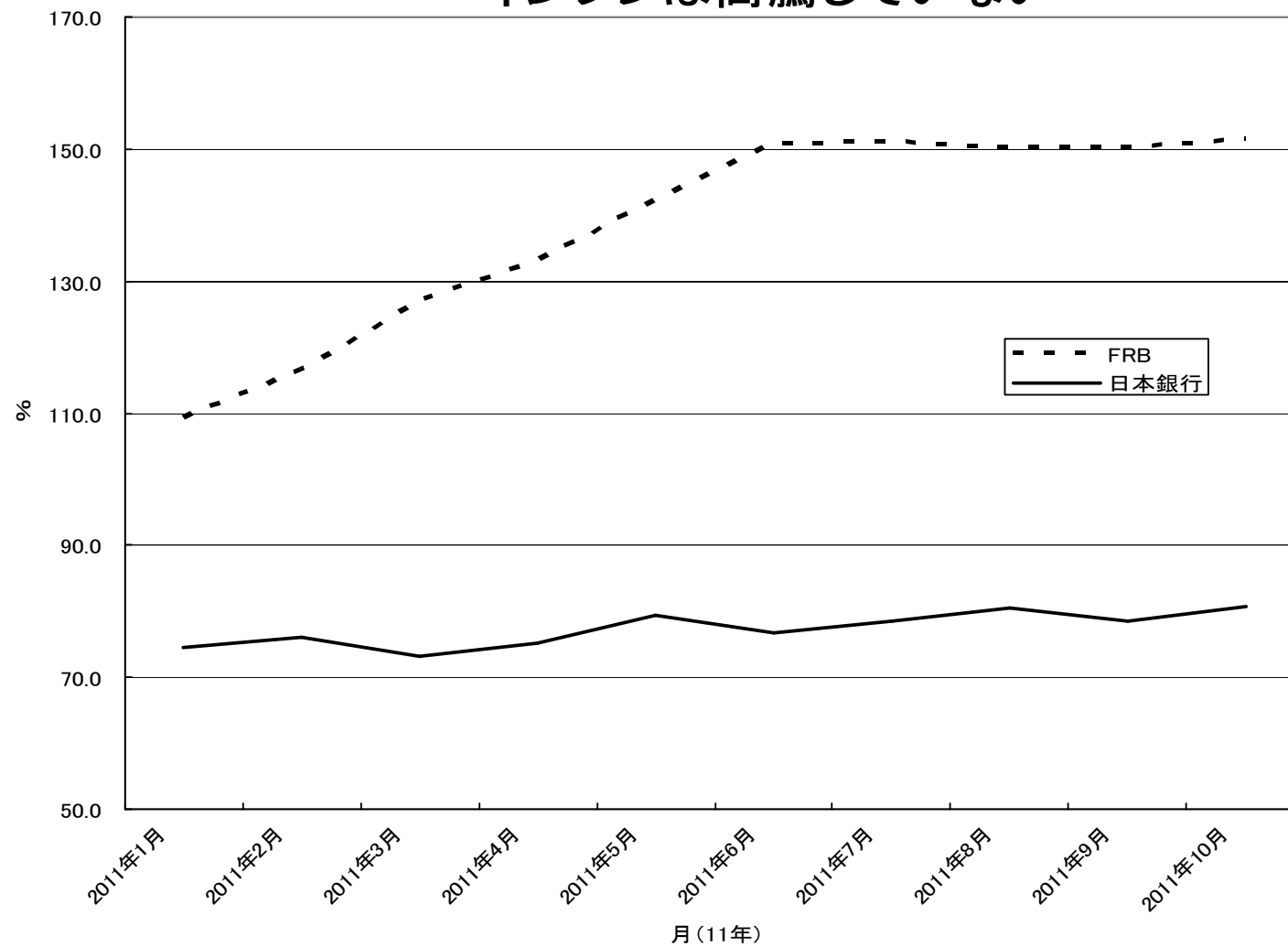
	税収増(兆円)	消費税率換算(%)	税収増8兆円)	消費税率換算(%)
弾力性	3.4		2.3	
2011	5.6	2.8	3.8	1.9
2012	6.5	3.2	4.2	2.1
2013	7.3	3.6	4.6	2.3
2014	8.3	4.1	5.0	2.5
2015	9.4	4.7	5.4	2.7

# 日銀券ルール

- 日銀はマネタリー・ベースを発行日銀券以下に抑えるという「日銀券ルール」を設定している。
- 日銀は「長期国債をこれ以上購入することは、財政をファイナンスすることになり、円の信認を既存する」と主張

中銀保有長期国債・現金比率

FRBには日銀券ルールはないが、  
インフレは高騰していない



# 日銀法を改正し、インフレ目標政策導入が不可欠

- 日銀法の改正が不可欠
- 政府が2%～3%程度(しばらくの間は、4%前後)のインフレ目標を設定して、日銀に1年半程度の期間に達成することを義務付ける
- 達成できないときには、政府に日銀総裁罷免権を与える
- インフレ目標の達成手段は、政策金利引き下げ余地の小さい現在、マネタリー・ベースを大幅に増やすこと

## 目標インフレ率を達成するために必要なMB

目標インフレ率	2%	3%
必要MB(兆円)	157.3	177.0
実際のMB(兆円)(11年10月平残)	115.6	115.6
MBの不足額(兆円)	41.7	61.3
予測される円・ドルレート(11年10月基準)	98.72	109.72
予測される日経平均株価(11年11月10日基準)	11,632	13,198

(注)MB=マネタリー・ベース。

円ドルレート11年10月月中平均1ドル＝  
76.72

日経平均株価 11年11月10日基準(終値)8500円