

経済思想に翻弄される日銀の金融政策

青木 泰樹 (京都大学 レジリエンス実践ユニット, yaoki@sepia.plala.or.jp)

Monetary policy of Bank of Japan controlled by unrealistic economic thought
Yasuki Aoki (Practical unit on resilience, Kyoto University)

要約

経済政策を立案する者は、経済論理から逃れえない。誰もが何らかの経済論理の下僕である。しかし、同時に彼は現実とも向き合わざるを得ない。一定期間の後、政策効果が統計数値によって明かされるからである。もしも経済学が最新の一学説に収斂されているならば、政策立案前の経済論理の選択は不要となり、彼の肩の荷は半分降りたことになる。彼に残された仕事は、経済論理と現実の齟齬を如何に取り繕うか、すなわち如何なる言い訳をするかだけとなる。実際、現代経済学の数理的体系を指して、経済学は一体化されたと考える経済学者も多い。しかし、それは経済学が社会科学の一員たることを忘れた者たちの誤解である。自然科学と同様の普遍性を経済学に求めることは、経済学から現実性（特殊性）を奪うことを意味する。現代の主流派経済学は新古典派理論の後継の諸学説であり、現実性を無視し、論理的厳密性を重視する立場である。それは非現実的な論理の楼閣に過ぎず、現実からの砲撃に堪え得るものではない。しかし、その非現実的論理に基づき政策を立案しているのが日本の行政の現況なのである。その一例として、この小論では、安倍政権下における日本銀行の金融政策が当初の目標を全く達成できていない理由について考察する。日銀が金融政策の論拠としてきたリフレ派理論および現代マクロ経済学の現実経済への非適合性を具体的に説明することで、金融政策の限界を明らかにする。手順としては、先ず日銀とリフレ派の関係および変転する金融政策の内容を概観し、次に論理的背景を詳らかにする。

キーワード

アベノミクス, リフレ派, 期待, 現代マクロ経済学, 貨幣錯覚

1. リフレ派との邂逅

2013年3月、日銀総裁に黒田東彦が就任して以来、日銀は前例のない金融緩和に踏み込んだ。操作目標を短期金利からベースマネーに変更し、かつインフレ期待（予想）が2%に達するまで量的緩和を継続するとコミットメントを発したのである。いわゆるデフレ脱却のための「コミットメント付き量的・質的金融緩和政策」の発動である。

量的緩和によって民間主体の期待を変えられるという論理は、黒田以前の日銀レジームを批判してきたリフレ派と呼ばれる一群の経済学者集団の主張であった。当時その考え方は、後に述べるように、マクロ経済現象のミクロ的基礎付けを重視する主流派経済学の考え方に基本的に立脚しているが、その基礎付けに関して特殊な見方をしていると考えられていた。それが日の目を見たのは、彼らが当時「下野」していた安倍晋三自民党総裁を、勉強会を通じてリフレ派の賛同者に転じさせたことはよく知られた事実である（小野, 2015）。

2012年末の総選挙に勝利し、政権に復帰した安倍は独自の経済政策、すなわち金融緩和と積極的な財政出動のポリシー・ミックスによってデフレ脱却を図るとする、いわゆる「アベノミクス」の実施を表明した。その際、実務面の黒田に加え、リフレ派の理論的支柱であった岩田規久男を日銀副総裁に抜擢した。その結果、日銀は見聞にリフレ派のいわゆる出城と化したと解釈できよう。

アベノミクスは初年度こそ大きな成果を上げたが、安倍自身が2014年4月に消費税増税を実施し、同時に財政支出を縮小させるという緊縮財政路線へ舵を切って以降、デフレ脱却に「暗雲」が垂れ込めた（藤井, 2017）。

当時、消費税増税の悪影響は量的緩和で埋め合わせることが可能であると豪語していた（日銀, 2013）黒田だったが、一向に好転しない景気状況を前に、当初は二年程度と表明していた2%インフレ目標の達成時期を先送りせざるを得なくなった。日銀による達成時期の先送りは五度におよび、2017年1月の段階では黒田の任期満了（2018年4月）までの達成は不可能とされている（日銀, 2017a）。

インフレ期待が高まらないことから、量的緩和の効果への疑念が深まり、黒田日銀に対する信頼は低下していった。ついに2016年1月、追い詰められた黒田は操作目標を量から短期金利へと再転換せざるを得なくなった。それが「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」である（日銀, 2016a）。この時点で、リフレ派理論からの離脱を黒田は図っていたと解釈することもできよう。

ただし、これまでの経緯より、リフレ派政策の無効性および金融政策の限界を表明するところまでは踏み込まず、それは2016年9月の金融政策決定会合における「金融政策に関する総括的検証（以下、日銀総括とする）」に持ち越されることになった（日銀, 2016b）。ほぼ三年間主張してきた言説を翻すに至った言い訳を考えるための時間稼ぎを目論んだと解釈することもできよう。

当該会合において総括された主内容は、操作目標としての量的緩和の取り下げである。表面上は、「長短金利操

作付き量的・質的金融緩和政策」と日銀内のリフレ派に配慮した両論併記の目標を掲げてはいる。しかし、それは矛盾している。量と金利の二つの目標を同時に達成することは不可能だからである。一方を目標に据えたとき、他は必然的に制御できなくなってしまう。例えば、量的緩和の目標として国債を年間 80 兆円購入する場合、金利がいかなる水準であろうと目標額を買わねばならない。すると 0% に設定した金利目標は達成されない。逆に、長期金利が 0% の目標範囲に収まっている場合、国債を買い取る必要はないため、今度は量的目標を達成できない。

日銀 (2016b) は、今後の日銀の政策は、量的緩和を長短金利操作の下位に置くということを宣言するものと解釈できることから、それは「量的緩和によるインフレ期待の変更は不可能であった」ことを認めたのと同じであると言うことができよう。つまり黒田はリフレ派理論を三年半におよぶ社会実験の末に棄却したと解釈せざるを得ない。

2. リフレ派からの脱却後

それではリフレ派理論から離れた黒田は、今後の金融政策の理論的支柱を如何なる経済思想に求めたのか。それは先の日銀総括によって窺い知ることができる。以下、その点を理論的視点から解釈したい。

そもそもそこで検証された最も重要なことは、日本経済における期待の形成過程に関する傾向 (事実) である。一般に経済学では、インフレ期待を中央銀行の物価目標から影響を受ける「フォワード・ルッキングな期待形成」と過去および現実の物価上昇率の影響を受ける「適格的な期待形成」の二側面から考える (青木, 2016)。今般の検証において日本では、短期 (1 年後) のインフレ予想の約 7 割、中長期 (6 ~ 10 年後) のその約 4 割が適格的な期待形成に基づいていたことが確認されたのである (日銀, 2016b)。

ここで日銀総括におけるインフレ期待とは誰の予想かについても付言しておく。それは日経センターの ESP フォーキャスト調査に基づく「コンセンサス・フォーキャスト」に基づくものである (日銀, 2016b)。実は、それは 40 名ほどの民間エコノミストの予想の平均なのである。彼らは常に中央銀行の動向に関心を寄せる金融のプロであり、現代経済学の知識も多少なりとも有しているはずである。そうしたプロの予想でさえ約 7 割も適格的に形成されているのであるから、まして一般の個人や経営者の予想は、ほぼ適格的に形成されていると見なして差し支えない。

筆者としては、この日銀による事実確認は遅きに失したと断じざるを得ない。言うまでもなく、リフレ派理論は人々の期待を量的緩和とコミットメントによって変えられると主張してきた (岩田, 2013a)。そう主張するためには、前段階として人々の期待がどのように形成されるかの確認 (検証) が必要であったはずである。量的緩和を実施する前に為すべきことを三年半も怠ってきた日銀

の罪は重いと言わざるを得ないのではないかと考えられる。

人々が適格的に期待を形成するという事は、「過去と現在の状況を考慮して将来を予想する」ことを意味する。今般の検証結果からして、それは極めて現実的な予想の立て方に思える。しかし、適格的な期待形成は現代マクロ経済学の考え方と真っ向から対立するのである。

現代マクロ経済学とは、全体 (マクロ) を個 (ミクロ) の合理的行動から説明しようと試みる分析方法であり、一般に「マクロ経済のミクロの基礎付け」と呼ばれている学問分野である (青木, 2012)。新古典派理論から派生した「新しい古典派」および「ニューケインジアン」等から成る、現代の主流派経済学である (平山, 2015)。

現代マクロ経済学の概要は後段に譲るとして、ここではそこで想定されている予想形成について簡略に説明しておく。言うまでもなく、現代マクロ経済学のベースとなる新古典派理論に登場するミクロ主体は合理的経済人である。彼が存在するのは、国家、国民、歴史、文化等の一切の社会関係を排除した「市場システム」という架空の場であり、そこには時間も存在しない。彼の唯一の行動は「交換」を通じて主観的満足 (効用) を最大化することだけである。交換をするか否かの基準が「価格」であるが、それは正確には諸財間の相対価格 (交換比率) であるため、貨幣の存在余地はない。合理的経済人は全て同じ価値基準を持ち、同じ情報量 (完全情報) を有する同質的主体なのである。

新古典派の世界で、合理的経済人は将来を如何に予想するのか。無時間の世界であるから予想はしない。しかし、異時点間の選択行動を分析対象とする動学化のために無理やり論理的時間、すなわち歴史的時間と異なる観念上の時間を導入することは可能である。無時間の世界を時間軸上で引っ張るイメージである。すると無時間の場合の「完全情報」の仮定が、時間導入後は「完全予見」の仮定に転ずる。強いて言えば、将来は全て知られているというのが、新古典派の予想形成である。

現代マクロ経済学も、当然のことながら、論理的には新古典派と同様の考え方をする。「ミクロ主体は将来を見通せる」、言い換えれば、「将来予想は必ず実現する」と想定するのである。相対価格体系を変化させる、例えば技術進歩のような何らかの実質値へのショックが予想される場合、即座にそれに対応するように現在の行動を変化させて最適状態を維持する。それがフォワード・ルッキングな期待形成を行なうミクロ主体なのである。

黒田は日銀 (2016b) を見る限り、彼の基本的な理論的構想の変更を図ろうとしている様子は見られない。確かに、インフレ目標を達成するための操作手段を量から金利へ変えたことは事実である。しかし、人々の期待を変化させてインフレにするという「期待の変化」を通じた政策経路は保持したままである。リフレ派を捨てて、現代マクロ経済学の論理に従おうとしているのである。それが「オーバーシュート型コミットメント」である (日銀, 2016b)。これまでのコミットメントは「インフレ率が

2%で安定するまで量的緩和を継続する」であったが、それを「一時的に2%を超えたとしても、2%インフレの定着を確認するまで量的緩和を継続する」に替えたのである。

その意図を黒田は、フォワード・ルッキングな期待形成を強めるためとしている。量的緩和とコミットメントの両輪で期待を変えるリフレ派政策が頓挫したため、今度はコミットメントだけで期待を変えねばならなくなった。そこで大袈裟にコミットメントすれば期待を変えられると考えたと解釈できるところであるが、残念ながら「失敗」は目に見えていると考えられる。先の検証結果から明らかなように、日本人の多数が適恰的に期待を形成しているからである。如何にコミットメントを強めても、生身の人間をフォワード・ルッキングな期待形成をする合理的経済人に改造することは不可能である。

黒田は、それを承知しながら、現代マクロ経済学の論理に頼って言い訳を続けている。主流派論理に基づく言説であれば経済学者であれエコノミストであれ、誰も批判できないと「高を括っている」という可能性も考えられよう。しかし、非現実的な経済論理に立脚した政策によって国民経済が疲弊することは由々しき事態である。後段では、黒田の立脚してきた経済論理が現実によく妥当しないことの説明を通じて、誤った経済論理の現実への適用、いわば経済論理の濫用について警鐘を鳴らしたい。

3. 特殊なリフレ派論理

まず、リフレ派理論が主流派経済学の中で特殊な見解と見なされる理由について指摘しておこう。フォワード・ルッキングな期待形成をする主体を前提としているところまでは両者に相違はない。しかし、フォワード・ルッキングな期待が如何に形成されるかという点に関して袂を分かつのである。すなわち前提とする経済モデルに登場するマイクロ主体の想定が異なるのである。

主流派はマイクロ主体が経済モデルに基づく期待形成、いわゆる合理的期待形成をしていると想定している。そこで用いられる合理的期待モデルは「貨幣錯覚」(Fisher, 1919)を起こさないマイクロ主体を前提にしている。彼は名目値の変動ではなく実質値の変動のみに関心を寄せる主体である。そうした想定は主流派の主張する「貨幣の中立性」、すなわち貨幣的要因と実物的要因は没交渉であることを反映したものである。貨幣錯覚を起こさないマイクロ主体は、貨幣量の変動を一顧だにしない。それによって労働供給量や消費量といった実質値を変化させないのである。インフレであろうがデフレであろうが彼の主体的均衡には無関係なのである。

他方、リフレ派は合理的期待モデルに立脚していない。リフレ派は明示することを避けているが、貨幣数量説(平山, 2015)に基づいて期待形成を行うマイクロ主体を前提として議論を進めている。しかし同時に、その主体は貨幣量の変動によって経済行動を変化させると想定しているのである。そのリフレ派の想定は、貨幣が「非中

立的」な世界を想定しているのと同じである。主流派は将来のインフレ予想を意味のないものと考え、逆にリフレ派はそれを実質値に影響を及ぼす重要なものと考えている。その相違は何に起因するのか。端的に言えば、それは「フィッシャーの方程式」の解釈の相違と言えよう。フィッシャーの方程式とは、下記のように表わされる定義式である。

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率} \quad (1)$$

この式の因果を考えることで、それを均衡式とする仮説をつくることができる。主流派は(1)式を「名目金利の決定式」と考える。実質金利は物理的要因によって先決されており、貨幣量変動の影響は受けないと考える。すなわち左辺は一定値なのである。すると期待インフレ率の変化は、名目金利を同じだけ変化させるだけとなる。

リフレ派はポール・クルーグマンの解釈(Krugman, 1998)に倣い、この式を「実質金利の決定式」と捉えている(岩田, 2013a)。すなわち名目金利がゼロで固定されている場合を考えたのである。一種の「流動性の罠」の状態である。名目金利が動かないゼロ金利制約下において、期待インフレ率の変化が実質金利を動かすと解釈したのである。名目金利のゼロ制約という特殊な状況において、貨幣的要因と実物的要因が相互交渉すると考えたのである。

しかし、この見解は新古典派理論とケインズ経済学を折衷した、いわばハイブリッドな論理であるため、主流派としては到底受け入れられるはずもない。合理的経済人が流動性の罠にはまることは考えられないからである。経済理論の中に住む住人が、現実世界に姿を見せることはない。リフレ派理論が特殊な論理と見なされる根源がここにある(青木, 2016)。

4. リフレ派論理の致命的欠陥

リフレ派の理論的支柱である日銀副総裁の岩田は、講演に際し、たびたびリフレ派政策の効果波及過程を示してきた(岩田, 2013)。彼は、量的緩和とコミットメントによって人々の期待は変化し、そこからさまざまな経路を通じて実体経済へ効果が波及してゆくと論じている。しかし、岩田の説明には最重要な点が欠落している。政策効果の出発点、すなわち「量的緩和とコミットメントによって、なぜインフレ期待が形成されるのか」に関する論拠が示されていないのである。なぜそうなるのか。その理由が説明されていないのである。

量的緩和とは民間経済の保有する現金、すなわちベースマネー(BMとする)を増加させる政策である。日銀は当初、年間50兆円ペースでBMを増加させ、2014年10月以降は年間80兆円ペースに増額した。BM残高は2017年1月末時点で435兆円であり、政策発動から4年間で300兆円の増加となった。

岩田をはじめとするリフレ派は、少なくとも筆者の知る限りその論拠を示すことはないが、長期的には貨幣量

と物価水準の正の比例関係を示す貨幣数量説が成立すると考えていると思われる(岩田, 2013b)。それによってベースマネーの増加を物価上昇と結び付けている。しかし、この経済学の教科書の知識を現実に応用することは適切ではない。現実の政策経路を考えれば、数量説は妥当しないのである。それを簡単に示しておく。

一般に経済学は、主流派であろうとケインズ経済学であろうと、政府と民間経済を対置させて国民経済を考える。そして貨幣量のプールとして、経済内に貨幣市場をひとつだけ考える(青木, 2012)。こうした経済学の基本図式が経済学者の頭を支配しているために、彼らは現実を見誤る。必ず間違えるのである。リフレ派はその典型であり、今般の日銀の量的緩和政策に意義があるとすれば、それはまさしく教科書経済学に基づく政策の無効性を世間に知らしめたことにある。

リフレ派は、政府(ここでは日銀)が民間に現金を渡せば、民間人は必ずそれを使うだろうから物価は上がるはずだと考えていた。物々交換経済から分析を始発させた主流派の論理には、貨幣は交換手段としての役割しかないため、民間に注入された貨幣は必ず財貨の購買に向けられる。すなわち交換手段(財貨の購入)以外に貨幣を保有する意味はないのである。しかし、現実経済はそうではない。資産として保蔵される貨幣の役割を忘れてはならない。

教科書知識から離れ、現実経済へ接近するための第一歩は、政府と対置する民間経済が二部門に分かれていることを認識することである(青木, 2012)。すなわち、「民間金融部門」と「民間非金融部門」である。前者は資金貸借ならびに資産価格(金利)の決定の場である。後者が企業や個人から構成される実体経済であり、GDPおよび物価水準の決定の場である。言うまでもなく、物価水準を上昇させるためには実体経済の総需要を増加させることが必要となる。そのためには実体経済へ貨幣を注入せねばならない。すなわち、マネーストックを増加させねばならない。

リフレ派の致命的欠陥は、量的緩和によってBMを増やせば実体経済におけるマネーストックが増えると勘違いしていたことにある。貨幣数量説にとらわれ、現実経済の基本的なマネーの定義を失念していたとしか言いようがない、と言えるだろう。マネーストック(MSとする)は民間非金融部門の保有する現金(C1とする)、および預金(Dとする)の合計である。そこに民間金融部門の保有する現金(C2とする)は含まれないのである。

$$MS = C1 + D \quad (2)$$

他方、ベースマネーは民間保有の現金量である。

$$BM = C1 + C2 \quad (3)$$

量的緩和は民間金融部門の保有する国債を買い取り、代金として現金を渡す政策であるから、(3)式のC2を

増加させるだけでマネーストックを増加させるものではない。実体経済に貨幣を注入するものではないのである。銀行保有のC2は主に日銀当座預金に積み増されるだけである。しかし、民間部門をひとつと想定する経済学者の場合、民間金融部門にのみ現金を注入することであっても、民間経済全体の現金量は増えると誤って認識してしまう。まさにリフレ派はその陥穽にはまっている。

岩田は、1990年代前半に当時日銀在籍の翁邦雄とマネーに関する論争をした。それが「岩田・翁論争」である。岩田は、その論争でベースマネーによるマネーストック(当時はマネーサプライ)のコントロールは可能と主張していたが、それはベースマネーの増加を実体経済の現金量の増加と、上記の経緯を経て「勘違い」していたためである。当時、岩田は、貨幣乗数(mとする)が安定的に推移していると認識していた。貨幣乗数とは、BMとMSの比率であり、法定準備率を α とすれば次式で定義される。

$$m = MS / BM = (C1 + D) / (C1 + \alpha D) \quad (4)$$

この定義式で銀行保有の現金(C2)が、必要な法定準備額(αD)と一致していることに注意が必要である($C2 = \alpha D$)。すなわち、法定準備を超える超過準備は存在しないことが暗黙に想定されているのである。

(4)式を前提とすれば、ベースマネー増加(ΔBM)の政策効果は貨幣乗数の値で表されることになる。すなわち貨幣乗数倍のマネーストックの増加を生むのである。

$$\Delta BM \times m = \Delta MS \quad (5)$$

岩田は貨幣乗数の値が安定的に推移していた期間をとって、BMとMSは安定的関係を保持していると考えたのであろう。それが間違いのもとである。

岩田が見ていたのは、量的緩和という非伝統的な金融政策が実施されていなかった期間であると考えられる。日銀の最初の量的緩和は2001年3月から2006年3月までであり、それ以前は実施されていなかった。量的緩和以前、日銀当座預金残高はほぼ一定額で推移していた。1980年代のバブル期前までは2兆円台、バブル絶頂期で4~5兆円。1990年代を見ると約3兆円から4兆円へ微増している(日銀, 2017c)。すなわち、岩田が見ていたのは、(3)式のC2がほぼ一定であった期間なのである($\Delta C2 = 0$)。その場合、「 $\Delta BM = \Delta C1$ 」となるから、民間非金融部門の保有する現金とマネーストックは(2)式より連動することになる。

ところが量的緩和は「 $\Delta BM = \Delta C2$ 」である。他方、(2)式よりC2を含まないマネーストック(MS)は一定である。したがって、量的緩和をすればするほど、貨幣乗数の値は低下することになる。日銀HPの統計資料に基づき計算すると、量的緩和が開始された2013年1月に「8.7」であった貨幣乗数は、2017年1月には「2.9」に低下している。ちなみに2013年1月の日銀当座預金残高は約43兆円、

2017年1月のそれは330兆円である。

今後も量的緩和が継続すれば、貨幣乗数が一層低下することは間違いない。それは事後的に決定される数値にすぎないのである。貨幣乗数一定との前提条件が成立しなければ、ベースマネーによるマネースtockコントロールは不可能ということになる。岩田の誤りは明白であろう。

C2の増加、例えば日銀当座預金の増加とマネースtockの増加を結びつける唯一の理論的経路は、資金需要の逼迫時に民間銀行が日銀当座預金増を「準備増」と捉え融資を増加させる場合だけである。しかし、その場合もマネースtockの増加量を確定することはできない。例えば、法定準備率を現行の1.3%とすれば、理論上、1兆円の準備増に対して約77兆円の融資を増加させることが可能となる。しかし、それほどの資金需要が出現するとは考えられない。それゆえ、この場合もベースマネーの増加とマネースtockの増加の関係を量的に確定できないのである。

5. 黒田日銀が間違え続ける理由

総裁就任後三年間、リフレ派論理に立脚した黒田は、量的緩和とその継続のコミットメントによって人々のインフレ期待を変えられると考えていた。リフレ派論理から離れた2016年1月以降、特に同年9月の日銀総括以降も、コミットメントを強化することで期待を変えようとしている。この「期待に働きかける」という政策スタンスは一貫しており、黒田にとっての生命線とすることができよう。しかし、各国の中央銀行（以下、中銀とする）のうち政策目標として期待を変化させようとしているのは日銀だけである（翁，2011）。その点でも黒田日銀は特殊といえる。

確かに量的緩和を行なっている中銀は多い。例えば、米国の連邦準備理事会（FRB）は、2008年のリーマン・ショックを契機に2014年10月に至るまで、断続的に三回にわたって量的緩和（QE1～3）を実施した。また欧州中央銀行（ECB）も2015年3月より現在まで量的緩和政策を実施している。しかし、FRBおよびECBの量的緩和の目的は金利の引き下げにあった（日銀，2015）。双方ともインフレ目標を設定しているが、量的緩和をコミットメントすることで人々のインフレ期待を高めようとしているのではない。

なぜ各国の中銀は人々の期待に働きかけようと考えないのか。それは量的緩和が中銀のバランスシートの規模を拡大させるだけであることを認識しているからであると考えられる。バランスシートの規模の拡大によってインフレ期待が高まるという理屈は何処を探しても存在しないことを知っているからと考えざるを得ない。

日銀のバランスシートを例に説明しよう。バランスシートの資産側には日銀保有の国債残高、負債側には日銀当座預金のみがあると簡略化して考える。量的緩和は日銀が民間保有の国債を買い取り、代金を日銀当座預金に振り込むことである。それによって資産も負債も同額増え

る。バランスシートは拡大することになる。前に示したように、2013年の緩和開始時の日銀当座預金残高は43兆円、2017年1月には330兆円となった。およそ8倍に拡大した。しかし、日銀の目標とする生鮮食品を除く総合物価指数（コアCPI）は、2016年平均対前年比でマイナス0.3%であった。日本の場合、バランスシート拡大によってインフレ期待を高め、足元のインフレ率を押し上げることは全くできなかった。

量的緩和が、直接、自動的にインフレ期待を高める経路は存在しない。しかし、経済学説の中には、人間の心理を通じて間接的にインフレ期待に働きかける可能性を示唆するものもある。それが「複数均衡」の考え方である。それは理屈ではなく、人々の思い込みによって将来の状況が変わる、すなわち到着地点が複数あるとの見解である。例えば、多くの人々が「将来はAの状態になる」と思えばAが、「Bの状態になる」と思えばBが実現するということである。

まさしく黒田は、複数均衡の考え方に従ってコミットメントを發し、人々に自分を信じ込ませようとしているのである。しかし、四年間を経過しても、人々が黒田のコミットメントを信用していないのは統計数値が示す通りである（財務省，2017b）。日銀（2016b）の適合的期待に関する報告値から明らかなように「これまでできなかったことは、これからもできない」と多くの人々は考えている。複数均衡の論理に従えば、それが将来実現する姿なのである。すなわち、今後、黒田が如何に強力なコミットメントを發しようとも、インフレ期待は高まるとは考え難い。

他方、各国の中銀はそうした見解に与していない。量的緩和によって金利を引き下げ、实体经济の活動を活発化させ、総需要を拡大させ、結果的に足元の物価を上昇させ、それによって人々が将来もそうした傾向が続くと期待することが政策の効果であると考えているのである。人々は、過去から現在へ至る情報から将来を予想するというバックワード・ルッキングな期待、すなわち適合的期待に基づいて行動していると考えていると思われる。少なくともこの点について言うなら、各国の中銀は、日銀よりも現実を直視していることは確かであろう。

6. 現代マクロ経済学再考

黒田日銀の金融政策が経済学の知識をベースに現実に対応してきたことを論じてきた。ここでは経済学の学問的進展過程を素描することによって、経済学的知識に過度に依存することの危険性について説明したい。

1950～60年代、マクロ経済学と言えばケインズ経済学であった。しかし、ケインズ経済学は1970年代より理論面、政策面、運用面からの批判を浴び、「ルーカス批判（Lucas, 1976）」を契機として新たなマクロ経済分析の枠組に取って代わられた。それが現代マクロ経済学である。ここではその概要を論じると同時に、それが現実分析に全く馴染まないことを指摘する。

ただし、誤解無きよう付け加えておくと、批判の集中

砲火を浴びたケインズ経済学は、正確にはケインズの名著『雇用、利子および貨幣に関する一般論』において展開された論理ではない。それは後に J. R. ヒックスが、ケインズ自身の構築した論理から不確実性を除去することで定式化した「IS - LM 分析」をベースにした論理である (Hicks, 1937)。後に、アメリカ・ケインジアンはそれに「フィリップス曲線」の論理を加え、ケインズ派経済学として普及させたのである。

現代マクロ経済学の特徴を一言でいえば、それが特定の論理体系を指すものではないことである。それはマクロ動学分析の「問題設定 (目的設定)」と「解析方法」に関する共通のルール、いわば方法に関する統一的理解である。したがって、分析ツール (道具) と見なすのが適切である。

共通の問題設定とは、「ルーカス批判に耐え得るモデル」でなければならないことである。そのためのルールを二つ挙げておく。第一に、マクロ現象はマイクロ主体の合理的行動から説明されねばならないというルールである。具体的には個人の効用最大化を目的関数としてモデルを組まなくてはならないこと。第二に、マクロモデルは、「予見されるショック (攪乱)」を考慮できなくてはならないというルールである。例えば、政府が一年後に消費税率を 2% 上げると告知した場合、それに対応するように現在の行動を変えられるマイクロ主体の想定が必要となる。それがフォワード・ルッキングな期待形成を行うマイクロ主体なのである。

次に現代マクロ経済学で使用する解析方法は、1982 年にフィン・キドランドとエドワード・プレスコットが提示した「実物的景気循環モデル (RBC モデル)」で使用された解析方法に準拠していなければならないことである。RBC モデルを拡張したモデルが、現代マクロ経済学の中心である「動学的一般均衡モデル (DSGE モデル)」という分析ツールである (加藤, 2007; 齊藤, 1996)。現代マクロ経済学は DSGE モデル群から成り立っている。具体的な解析手順は下記のように複雑なものである。

まず最大化する目的関数を差分方程式もしくは微分方程式の形で提示する。ここが動学的と言われる所以である。次に制約条件を設定し、ラグランジュ乗数法を用いて最適条件式 (オイラー方程式) を導出する。これが第一段階である。それから動学的な最適経路 (パス) を求めるためにコンピューターを用いた複雑な計算過程を経て、シミュレーションを繰り返し現実データと比較するというプロセスが続く。ワルラスの一般均衡論のような静学モデルでは、最適条件式を求めれば済んだが、動学モデルの場合は最適パスという時間経路を求める必要があるために複雑さが増すのである。

経済学は均衡概念からして物理学の概念を借用してきた。現代マクロ経済学の解析方法も同じく物理学の解析力学からオイラー方程式を借用したものである。オイラー方程式の形で定式化すれば、後は物理学における既存の解法で解は得られることに経済学者が気付いたのである。ただし、それでも極めて難解なので数学やコンピューター

に精通した者以外は解くことはできない。筆者自身も論理を追うことはできても、実際に解を得るための計算はできない。しかし、下記で論じるように、現代マクロ経済学には現実的含意はほとんどないため、計算によって解を得られなくとも全く問題は生じない。現代マクロ経済学は、マクロ現象のミクロ的基礎付けの論理であるため、それは実質的にはミクロ理論なのである。それゆえ、現実分析とは性格の異なる数理経済学の一分野として位置付けるのが妥当であろう。

7. 予測のできない DSGE モデル

実際、現代マクロ経済学はその問題設定からして、経済予測を行う分析ツールではない (加藤, 2007)。ルーカス批判に耐え得るためには、予見されるショックを考慮したモデルでなくてはならない。ショックによって変化するものは人間行動である。例えば、増税を予期すれば現在の消費量を変える。それをマクロで集計すれば、消費性向の値が変わることになる。すなわち構造パラメーターが変化するのである。

先の例のように、1 年後に消費税率が 2% 上がるケースを考える。増税の実施を決めた政府は、増税の経済への影響を如何に予測するのか。現在、民間および政府が経済予測に用いているのは、主にケインズ経済学に基づくマクロ構造モデルである。もちろん、それはマイクロの主体的均衡を考慮するものではない。それに時系列データを加味して予測を行っている。マクロ構造モデルは、現在の構造パラメーターを一定として予測を行うものであり、予見されるショックを考慮できない。それゆえルーカス批判を浴びたのである。

しかし、期間中に構造パラメーターが変化するとしたら、現時点での予測はできようか。不可能である。パラメーターがどの程度変化するかわからないためである。構造パラメーターの数値が確定しなければ、予測値も確定できない。すなわち、ルーカス批判に耐え得るモデルは予測ができないモデルなのである。

確かに、予見されるショックを考慮できるモデルをつくることは理論的には正しい。それを考慮できないモデルよりも優れている。しかし、経済モデルに理想を求めた結果、現実の政策のインパクトを予測し、政策の判断に貢献するというモデルの有用性が失われるとすれば、大いに問題であろう。経済モデルは何のためにあるのか。より一般的には、経済学は何のためにあるのか。現実経済を分析するためではないのか。そうした実用主義 (プラグマティズム) 的観点を完全に否定しているのが、現代マクロ経済学であり、それを支持する主流派経済学者なのである。好悪の問題ではなく、その事実を認識せねばならない。

8. 不確実性と貨幣錯覚

黒田は、自分は経済学の最先端の知識に基づいて政策を行っていると自負していよう。彼の頭の中にあるフォワード・ルッキングな期待形成をする主体は、まさしく

現代マクロ経済学の想定するそれだからである。しかし、経済学の世界を前提としても、将来を正確に予想することは困難であることを指摘しておく。

先に合理的期待仮説について触れた。合理的期待とは人々があらゆる知識と情報を用いて立てる予想のことである。当然、それは経済モデルに基づく予想になる。問題はモデルの選択である。マクロ構造モデルを用いて予想をすると、ルーカス批判にあるように、予見されたショックが生じた場合、合理的予想は必ず外れることになる。それでは、DSGEモデルを選択すればどうか。それが将来を予測するものではないことも既に述べた通りである。いずれのモデルを用いても、正確な将来予測はできない。

それでは、日銀総裁のコミットメントを信じて予想するのはどうか。しかし、日銀のバランスシートの拡大が将来のインフレを生じさせる理屈が存在しないのであるから、黒田のコミットメントを信じることは合理的ではない。日本人全員が非合理的な主体となって黒田教に改宗しない限り、予想は外れることになる。

このように経済学の世界でさえ将来予想は難しいのであるから、まして現実経済を前提とすれば、困難さは倍増する。不確実性の問題が立ち上がるからである。主流派経済学では、将来生じる事象は事前に知られており、更にそれが発生する確率、すなわち確率分布も知られていると仮定されている。その経済観は、「将来は過去の確率的再現にすぎない」のである。すなわち主流派経済学は、「過去に生じたことのない事象が将来生じるかもしれない」という意味での不確実性を考慮できない。

主流派学者は、たびたび、「名目値ではなく、実質値で考えることが必要である」と論じる。すなわち貨幣錯覚を起こすのは非合理的な人間であるとレッテルを貼る。しかし、不確実性を考慮すれば、現実生きる人間は全員、貨幣錯覚を起こしていることになる。それが常態なのである。主流派学者といえども例外ではない。われわれは過去の物価水準を事後的に認識するだけであって、リアルタイムで現在の物価水準を正確に知ることはできない。まして不確実性下の世界において、将来の物価水準を正確に知ることなど不可能である。物価水準がわからなければ、名目値を実質値に変換することはできないのである。

現在の経済活動は、名目値に基づいたものである。正確な将来予測ができないため、そうせざるを得ない。例えば投資 (I とする) である。今、実質金利を r 、名目金利を R 、投資マインドを θ とする。投資マインドとは、不確実な世界における投資者の将来予測のことである (青木, 2012)。投資決定において、これが最も重要な要因である。不確実性を考慮せず、実質値で考える主流派経済学における投資関数は下記で示される。

$$I = I(r) \quad (6)$$

他方、現実における投資関数は次式となる。

$$I = I(R, \theta) \quad (7)$$

現実においては投資マインドを一定とした場合にのみ、投資は名目金利に依存することになる。それでは名目金利がゼロの場合はどうなるのか。

黒田はリフレ派に従い、先に挙げた (1) 式のフィッシャー方程式に基づきインフレ期待を引き上げることに躍起になっていた。実質金利を下げるためである。それでもインフレ期待が上昇しなかったため、リフレ派を離れマイナス金利政策を導入した。実質金利が下がらないことに業を煮やし、名目金利の押し下げに踏み切ったのである。しかし、それでも結果はついてこなかった。投資は盛り上がらなかった。

それが意味することは、われわれの文脈で考えれば、投資マインドの委縮である。

$$I = I(0, \theta) \quad (8)$$

名目金利のゼロ制約下では、投資マインドが投資を左右する。景気低迷期は、将来の不確実性が增大している時期である。将来不安の状況では民間主体はリスクをとれない。そのため政府が積極的な財政政策を発動して将来の総需要の増加を約束することが必要となる。すなわち、重要なのは、政府が「財政出動コミットメント」を発することである。

黒田のこだわってきた人々のインフレ期待を変えるための金融政策は、四年間に渡る社会実験を経て、その失敗が明らかとなった。黒田が非現実的な経済理論に基づいて発してきたコミットメントは、何の効果も発揮しなかった。最先端の経済学知識を用いたところで、人々の期待を変えることはできない。その理由はこれまでの説明で充分であろう。

黒田は、虚心坦懐に、日銀総括の検証結果を受け容れるべきである。人々は過去から現在の情報に基づいて将来を予想する。適合的に期待を形成するのである。適合的期待は、主流派経済学からすれば非合理的な期待形成である。しかし、正確な将来予測ができない現実にあっては、すなわち貨幣錯覚を余儀なくされている状況下では、合理的な予想なのである。

9. 量的緩和の実践的意義：国債問題の最終解決

黒田日銀による量的緩和政策が、人々のインフレ期待を引き上げることに失敗したことを論じてきた。しかし、日銀の意図とは全く別の意味で、筆者は量的緩和政策が日本経済にとって有意義であったと考えている。筆者は以前より「民間保有国債の日銀への移し替え」が、国債問題の解決に不可欠であると指摘してきた (青木, 2012)。量的緩和政策によって、まさにそうした事態が現出したのである。すなわち、国債問題を解決する経済環境が整ったのである。ここで言う国債問題とは、財務省 HP の「日本の財政を考える」欄で唱えられている「国債残高累増への懸念」を指す。すなわち、「巨額な国債残高を返済で

きないのではないか」という問題である。

具体的に説明しよう。量的緩和によって、平成 29 年 4 月末の日銀保有の国債残高は 424 兆円強（日銀, 2017b）であり、他方、平成 28 年度末の普通国債残高は 838 兆円（財務省, 2017a）である。四年間にわたる量的緩和政策によって、日銀は普通国債残高のほぼ五割を保有するに至った。逆から見れば、民間保有の国債残高が急減したのである。こうした経済環境の変化は、政府に何をもたらしたのか。端的に言えば、実質的な政府の利払い費が、「一時的」にはあるが、減少したことである。日銀は、今後も年間 80 兆円を目途に量的緩和を継続すると宣言しているため（日銀, 2016b）、今後も利払い費の減少は続く。

言うまでもなく、政府債務が問題になるのは、利払い費の発生と償還時の資金調達に関する懸念のためである。このうち利払い費に関しては日銀保有の国債が増加するにつれて、すなわち民間保有の国債が日銀へ移し替えられるにつれて、政府の利払い費が実質的に減少する理由を示しておく。当然、政府は日銀に対しても利払いをする必要がある。しかし、日本銀行法第五十三条の第 5 項において、日銀は経費を控除した剰余金のうち 95 % を国庫納付金として政府へ納めることが定められている。経費部分は量的緩和政策を実施するか否かに関わらずほとんど変わらないと考えられるため、日銀の国債増加分への利払い費は、ほぼ政府へ還流すると考えて差し支えない。民間から日銀への国債の移し替えによって、国債残高に変化は生じないが、政府の実質的債務負担が減少することが量的緩和政策の第一の意義である。

言うまでもなく、債務負担が減った原因は、日銀が民間保有の「利払いの必要な国債」と「その必要のない現金」を交換したことによる。いわゆる国債の貨幣化が図られたためである。

ただし利払い費の減少傾向は、現段階では一過性のものと言える。現状において、日銀は「(民間から) 国債を一時的に買い取った段階」に達したにすぎないからである。「一過性の負担減」を「恒久的な負担減」にするためには、どうすれば良いのだろうか。答えは、日銀が「(民間から) 国債を買い切った段階」へ進むことである。日銀が「買い取った国債をどう処分するか」の問題を出口戦略と呼ぶ。この出口戦略を誤ると、これまでの量的緩和が無に帰すばかりでなく、民間経済に多大な混乱を招くことが予想される。

一般に考えられている出口戦略は、日銀保有国債を民間へ売り戻すことである（翁, 2013）。この場合、民間保有の国債残高は量的緩和前の水準に戻ることであり、まさに利払い費の減少は日銀が国債を保有していた期間だけの一時的現象となる。更に、たとえ少しずつであっても、日銀が巨額の国債を将来に渡って市中で消化するとの出口戦略に踏み切れば、アナウンス効果を通じて金利の上昇圧力は高まり、株価をはじめとする金融資産価格および地価は急落することが予想される。さらに暴落の恐れが生じるかもしれない。2008 年 9 月のリーマン・ショックを持ち出すまでもなく、金融市場の混乱が金融機関の

信用不安を生じさせる事態ともなれば、実体経済への悪影響は計り知れない。民間への国債売り戻しを選択すれば、これまでの量的緩和政策が有害であったとの評価が下されると予想されるばかりか、後に論じるように、国債問題解決の千載一遇のチャンスを逃すことにもなる。

量的緩和政策を国民経済に貢献した有意義な政策とするためには、そして筆者はそうせねばならないと考えるのであるが、適切な出口戦略を選択する必要がある。経済的混乱をもたらす民間への売り戻しという出口戦略をとれない以上、残された出口戦略は唯一つ、政府と日銀間で処分することである。政府と日銀は広義の政府部門を形成し、両者を一体化して「統合政府」と呼ぶこともある。その中で日銀保有国債を処分すれば、日銀が「(民間から) 国債を買い切った」段階へ到達することになる。問題は、広義の政府部門内で国債を処分するための具体的な方法は何かということである。それを次に説明しよう。

まず概念上の処分方法について論じ、後段で現実的な具体的手法を提示する。日銀保有の国債残高 (A) は、日銀のバランスシート (B/S) 上では、資産側に計上されている。他方、民間保有分 (B-A) と日銀保有分を合計した国債残高 (B) は、政府の B/S 上では負債側に計上されている。いま、政府 B/S と日銀 B/S を合算した統合政府の B/S を考えると、日銀の国債資産に対応する分の政府負債が相殺され、統合政府の負債側から日銀保有分の国債残高は消失することになる。この観点からすれば、国債残高のうち日銀保有分が増えれば増えるほど、政府債務である国債残高は実質的に減ることになる。反対に、日銀が民間へ国債を売り戻せば、実質的な政府債務は増加する。

それでは政府と日銀の B/S を統合する方法とは何であろうか。それは「日銀の国債 (資産)」と何らかの「政府負債」を交換することである。この交換によって政府および日銀の B/S の規模は変化しないが、その構成に変化が生じる。日銀の資産側では国債資産が「別の資産」に置き換わり、政府の負債側では日銀保有国債が「別の負債」に置き換わるのである。問題は、政府の「別の負債」に何をを用いるかである。交換によって実質的な政府債務が減らなければ意味はない。そこで着目すべきは、日銀保有の普通国債が「利付き国債」ということである。利付きの国債を「利付でない政府債務」、すなわち「無利子の政府債務」と交換できれば、まさに国債残高 (B = 838 兆円) から日銀保有分の国債 (A = 424 兆円) を消し去ることができる。その場合、統合政府の実質的な純債務は、B より A を差し引いた 414 兆円となる。

さて、概念的な日銀保有国債の処分方法を確認したところで、次に現実経済における処分方法を提示する。現在、国債は、最終的には現金通貨で償還されている。現金と交換されているのである。それでは現金通貨とは何か。『通貨の単位及び貨幣発行等に関する法律 (昭和 62 年法律第 42 号)』の第 2 条第 3 項によれば、「通貨とは、貨幣及び日本銀行法第 46 条第 1 項の規定より日本銀行が発行する

銀行券をいう」と規定されており、さらに同法律第4条第1項には、「貨幣の製造及び発行の機能は政府に属す」とされている。現在、政府が発行する貨幣が、「硬貨」である。すると現金通貨の定義は下記ようになる。

現金通貨 = 政府貨幣（硬貨）+ 日銀発行券 (9)

現金通貨を法律通りに解釈すれば、日銀保有分の国債を政府貨幣で償還することが可能となる。政府が発行する貨幣で、合法的に国債償還は可能なのである。日銀に政府貨幣を渡せば（日銀 B/S の資産側に政府が現金を振り込めば）、国債との交換は成立する。もちろん政府貨幣は無利子で、かつ償還の必要もないため、実質的な政府債務ではない。政府貨幣と国債の交換は、統合政府内部での取引のため、民間経済に悪影響は及ばない。

ここで民間への悪影響とは、金利の上昇およびインフレの高進を指す。政府貨幣と国債の交換によって、「金利が上昇する」もしくは「インフレになる」という論理的説明を筆者は聞いたことがない。金利上昇は国債市場で国債が超過供給状態にならなければ生じない。政府貨幣と国債の交換をしても、市中の国債市場で国債の売り圧力が高まることは考えられない。加えて、日銀が量的緩和政策を継続しているのであるから、金利上昇の可能性は考えられないのである。他方、インフレは総需要が過剰になった場合にしか生じない。政府貨幣と国債の交換によって総需要が拡大する論理もまた存在しないと思われる。

しかし、日本の現状を顧みるとき、政治家、官僚、財界人、経済学者等は政府貨幣の発行による国債償還を受け容れるほどの経済認識を持ち合わせていないように思われる。固定観念に縛られて、政府貨幣の発行と聞くだけで反対する者もいるかもしれない。おそらく反対する人々の多くは、政府貨幣の発行を財貨購入と結びつけていると思われる。戦費調達のための政府貨幣の発行をイメージし、インフレになると即断しているのかもしれない。しかし、それは完全なる誤解である。既に民間の手から離れた日銀保有の国債と交換するために政府貨幣を発行するのである。民間と無関係な金融資産と債務の取引であることを忘れてはならない。

ただし、政府貨幣の発行を理屈抜きで回避したいと思う人々が存在する以上、次善の策、すなわち彼らを納得させるための便法を示す必要が生じる。それは現金通貨のうち日本銀行発行券（日銀券）での国債償還、すなわち日銀券と国債との交換である。現行でも国債整備基金特別会計を通じてこの方法が用いられている。償還資金となる現金は、一般会計や特別会計から調達されているのである。それに対し筆者は、償還のための現金を一般会計や特別会計ではなく、日銀から調達すべき方法を示したい。

10. 割引長期国債による日銀乗換え

国債償還のための資金を日銀から調達することは、財政法第5条によって禁止されている。しかし第5条のた

だし書きには「但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」とある。これを受けて日銀法第34条第3項において「財政法第5条ただし書の規定による国会の議決を経た金額の範囲内において行う国債の応募又は引受け」を業務としておこなっている。現在、ただし書き規定によって、「日銀保有国債の中で償還期限が到来したものについては、借換えのための国債を日銀は引き受けることができる」のである。それを「日銀乗換え」という。日銀乗換え額は、日銀の政策委員会の議決によって決定され、公表資料によれば2013年度から2015年度では10兆円程度、2016年度は8兆円である。また2017年度は3兆円程度の乗換えが行われる予定である（日銀、2016c）。

すなわち現行法の枠内において、国債償還のための国債を引き受けているのである。それでは現在、日銀が引き受けている国債は何か。それは一年物割引国債である「国庫短期証券」である。割引債とは、利息相当分を額面から差し引いて発行する債券である。例えば、一年後に100円で償還される債券を99円もしくは98円で発行する債券であり、いわば利息を先取りしている債券である。現在、国庫短期証券は償還期限に現金償還されている。割引債を用いて国債の日銀引き受けが行われていることは、誰でも認めている事実である。筆者は、その状況を運用上の工夫によって、一歩進めれば国債問題は完全に解決すると考える。

第一の方法は、償還期限が来た日銀保有国債を、国庫短期証券で全額乗り換えることである。さらに国庫短期証券の償還時に、現金償還するのではなく別の国庫短期証券と交換することである。これを繰り返すことによって、日銀 B/S の規模は変わらないが、資産側で利付国債の割合が減り、割引債の割合が増えることになる。この割引債は政府が利払いをする必要もないと同時に、金利が変動しても債券価格の変動が生じないという特徴もっている。すなわち、割引債の比重が高まれば、日銀保有国債が巨額に積み上げられていることから生じる、「将来金利が上昇すれば、国債価格は下落し日銀のバランスシートは毀損するのではないか」といった懸念もなくなるのである。

第二の方法は、一年物の割引債で乗換えを続ける手間を省くために、割引債の期間を延ばすことである。一年物ではなく、二年物ではどうか。さらに五年物、十年物でもよいのではないか。そうした長期の割引債（長期ゼロクーポン債）を日銀乗換えに使う方法である。もちろん、最善なのは「無利子永久国債」であるが、政府貨幣と同様、国家の指導層には受け入れ難いかもしれない。彼らが容認できる段階から少しずつ前進するのが、現実的かつ実践的であろう。もちろん、日銀は保有する全ての国債を長期割引国債に替える必要はない。普通国債は金利調整の手段としてある程度保有しておかねばならない。腰だめの数字であるが、普通国債の比重は現在残高の三割程度で充分と思われる（量的緩和前の水準）。要は、政府債務の利払い費を減少させ、国債償還の問題を解消させ、

日銀のバランスシート毀損の懸念を払拭すればよいのである。GDP、インフレ、金利動向を注視し、微調整していけばおのずと適正水準に落ち着くと思われる。量的緩和と政策を「経済の健全化」に結び付ける発想こそが、今後の金融政策の方向を決定すべきではないだろうか。

引用文献

- 青木泰樹 (2012). 経済学とは何だろうか—現実との対話—。八千代出版。
- 青木泰樹 (2016). 経済学者はなぜ嘘をつくのか。アスペクト社。
- Fisher, I. (1919). Stabilizing the dollar. *American Economic Review*, Vol. 9, No. 1.
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the classics: A suggested interpretation. *Econometrica*, Vol. 5, 147-159.
- 平山健二郎 (2015). 貨幣と金融政策. 東洋経済新報社.
- 藤井聡 (2017). プライマリー・バランス亡国論. 育鵬社.
- 岩田規久男 (2013a). リフレは正しい. PHP 研究所.
- 岩田規久男 (2013b). 日銀副総裁講演「量的・質的金融緩和」の目的とその達成メカニズム. 中央大学経済研究所.
- 加藤涼 (2007). 現代マクロ経済学講義. 東洋経済新報社.
- Krugman, P. R. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 1998.
- Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, 19-46.
- 日本銀行 (2013). 総裁定例記者会見 (8月8日) 要旨.
- 日本銀行 (2015). 白井さゆり審議委員講演「日本銀行と欧州中央銀行 (ECB) の非伝統的金融政策」.
- 日本銀行 (2016a). 金融政策に関する決定事項等. 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入.
- 日本銀行 (2016b). 金融政策に関する決定事項等. 目で見える金融政策の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」.
- 日本銀行 (2016c). 公表資料「平成 28 年度中に償還期限の到来する本行保有国債の借換えのための引受に関する件」.
- 日本銀行 (2017a). 経済・物価情勢の展望 (平成 29 年 1 月 31 日).
- 日本銀行 (2017b). 営業毎旬報告 平成 29 年 4 月 30 日現在.
- 日本銀行 (2017c). 日本銀行関連統計マネタリーベース.
- 翁邦雄 (2011). ポストマネタリズムの金融政策. 日本経済新聞社.
- 翁邦雄 (2013). 日本銀行. 筑摩書房.
- 小野展克 (2015). 黒田日銀最後の賭け. 文春新書.
- 斉藤誠 (1996). 新しいマクロ経済学. 有斐閣.
- 財務省 (2017a). 国債及び借入金並びに政府保証債務現在高. 平成 29 年 3 月末現在.
- 財務省 (2017b). ブレーク・イーブン・インフレ率 (BEI) の推移.

Abstract

The person drawing up an economic policy cannot help obeying any economic theory. Anyone is a manservant of some kind of economic theory. However, he must also face to the reality. After a period of time, this is because policy effect is revealed by statistics numerical value. Which theory to choose in economics before the policy making became needless, if economics was converged by one latest theory, and he would take down half of his load. The work left behind by him will be how he hides the discrepancy between economic theory and real economic situation, in other words, what kind of excuse he makes. Actually, referring to a modern economic mathematic system, there are many economists thinking that the economics was unified. However, it is misunderstanding of people forgot economics is the member of the social science. It means that it takes reality away from economics to find universality like the natural science in economics. Modern mainstream economics is theories of the succession of neoclassical economics and, in ignoring reality, is a viewpoint to attach great importance to logical stringency. It is only a vulnerable castle on the unrealistic logic and is not the thing which can endure bombardment from reality. However, it is the present situation of the Japanese executive branch to draw up a policy based on the unrealistic logic. As example, I consider the reason why monetary policy of Bank of Japan (BOJ) under the Abe Administration cannot achieve an original aim at all in this article. I clarify a limit of the monetary policy by explaining that “reflationist theory” and the modern macroeconomics, on which BOJ have based a ground of the monetary policy, are not suitable for explaining real economy. At first, I survey the relationship between BOJ and reflationist, and the contents of changing monetary policy, then detail the logical background.

(受稿：2017年2月17日 受理：2017年6月12日)