

## 世界経済三つの地殻変動と金融・財政政策の「政策飽和」

東京大学大学院経済学研究科 教授 西村 清彦  
にしむら きよひこ

### 1. はじめに：世界共通の経済問題

世界金融危機後8年が優に経過し、2015年以降日本と米国で金融政策の方向性が逆になる状況が見られている。2016年9月の状況が、その典型である<sup>1</sup>。米国FRB（連邦準備制度）は、労働市場の改善が進み、インフレ率が「安定した2%」の目標に近づきつつあるとして、慎重ながらも年内に政策金利を上げ、金融政策を「正常化」しようとしていた。他方日本では、インフレ率は再び大きく低下し、人々の経済見通しも低下し、さらなる大規模緩和への期待が特に政治の世界で高まっていた。

しかしながら、こうした表面の違いにとらわれず、実態をよく見てみると、実は日本と米国の状況は良く似ていた。金融政策の方向性が真逆なので、経済状況も日米で真逆かと思うと実は間違いだったのである。

まず、日本、米国ともに2016年前半にはGDP成長率の目立った低下が見られ、潜在成長率の下方シフト<sup>2</sup>が取りざたされていた一方、雇用情勢は両

国とも大きく改善していた。実際、過去の基準に従えば、日米ともにほぼ完全雇用に近いと言ってよい状況にあった<sup>3</sup>。これに対して、いわゆる米国式CPIコアインフレ率、つまりCPI（除食品エネルギー）インフレ率で見ると、米国が7月に2.2%であるのに対して日本では0.3%と大きな差があったが、これは日米間に金融政策とは関係のない大きな制度の差があるからである<sup>4</sup>。つまり米国で構造的に医療費と住宅賃料インフレが高く、日本では税制の影響などで空室率が高止まっており、住宅賃料デフレが続いていたからである。この二者を大胆な仮定の下に差し引くと、米国では1.44%程度、日本では0.44%程度と、その差は半分近くに縮む。特に米国で「安定した2%」目標にはかなり距離がある<sup>5</sup>。当時の日米金融政策の差

とは言いがたいが、傾向は見て取る事ができる。1980年第2四半期から2000年第4四半期までを見ると潜在成長率は3%程度であるが、直近2007年第3四半期から2016年第2四半期までをみると、0.2%に大きく低下している。

<sup>3</sup> たとえば、失業率を横軸に欠員率を縦軸にとるいわゆるベバリッジ曲線の動きを見ても、米国では失業率は2016年7月には4.9%に低下、6月の欠員率が3.9%なので、ほぼ同程度に近くなり、完全雇用の状況に近いことを示唆している。日本の場合はもっと労働市場は逼迫しており、（雇用者ベース）失業率は3.4%に低下、他方欠員率は4%となっている。

<sup>4</sup> この点は、以下を参照。西村清彦「帰属家賃、物価下押し要因に」（『日本経済新聞』2015年7月6日）。

<sup>5</sup> 実際、米国FRBがCPIより重視していると言われる食料品とエネルギーを除いたコアPCEデフレーターは、1.6%の上昇にとどまっている。過去の経験則ではコアCPIデフレーターとコアPCEデフレーターとの差はだいた

<sup>1</sup> 本稿執筆の時期は2016年9月である。

<sup>2</sup> 最も簡便な（rule of thumb）潜在成長率の測定法は、オウクンの法則（オリジナル・バージョン：実質GDP成長率[前期比年率換算]を失業率[前期差年換算]に回帰したもの）を推計し、失業率が変化しないときの実質GDP成長率を潜在成長率とするやり方である。2016年9月時点での最新のGDP統計によれば、米国では1949年第1四半期から2000年第4四半期の長期にわたって潜在成長率は3.5%程度だったのが、直近2007年第3四半期から2016年第2四半期までは、1.5%を切っている。日本でのオウクンの法則は散らばりがひどく、「法則」

は、実体経済の差と言うよりも、米国が労働市場の状況に重きをおいていたのに対し、日本が短期のインフレ目標達成にコミットしていたという差から生じているに過ぎない。

実は日本や米国だけでなく、欧州も、そして新興国も同種の問題に直面していたのである。一言で言うと、大胆な金融政策を続けているにもかかわらず、実質 GDP 成長率は過去と比べると大きく低迷し、これに対しインフレ率は低くデフレ的な傾向が強い。他方、労働市場は改善しており、あるいは少なくとも目立った悪化はしていない。しかしながら賃金や雇用の安定性の面で、格差が拡大しており、政治的にも不安定さが増している。

## 2. 世界経済を揺るがす三つの「地殻変動」と経済構造の世界的変化

このように世界の主要経済が同時に同じような傾向を示すのは、世界経済に共通な三つの地殻変動が起こっているからである<sup>6</sup>。第一に過去のバブル期（日米欧）や極端な需要喚起策（中国）の後遺症、第二に情報通信技術が技能職をコンピュータプログラムに置き換えるという事実、そして第三に、主要国で急速に進む人口の高齢化である。

バブル期の過剰な投資の後遺症で、従来実質利子率の低下によく反応した住宅需要、設備投資需要が大きく減少した上、銀行の金融仲介機能も毀損し借入利子の低下が総需要を喚起する力が減少した。情報通信技術が技能職という「長期の安定した職」を奪うため、これから中産階級を形作る事になるはずであった若年から壮年にかけての労働者に非正規雇用職しか見つからないケースが増えた。本来こうした労働者は将来の高く安定した所得を当てにして現在の所得水準に比べ高い消費をしがちなもので、手元の所得が増えると消費に回す、つまり消費性向が高い。ところが正規雇用を望めず非正規にとどまると分かると、全般に消費水準が下がるだけでなく、不安定な将来のために手元の所得が増えても消費ではなく貯蓄に回す、つまり消費性向が低下する。更には人口の高齢化は、高齢者医療費や社会保障費の急速な増大とそれを賄うための増税を予想させ、若年から壮年にかけての層の将来の予想可処分所得水準を低下させ、不確実な未来に備えて貯蓄性向を上昇させる。しかもこのように国内需要が縮小していくことが予想されると企業の国内投資意欲が大きく減退する。

このように、世界経済の三つの地殻変動は、単に全般として総需要水準を低下させるにとどまらず、金融・財政政策の有効性の基礎である実質利子率低下、所得上昇の総需要に与える影響も大きく減衰させる。

他方、特に流通や介護などの分野で生産性が低く、従って賃金が低く、採用・雇止めが比較的に簡単な非正規雇用が増加することは、成長率が低くても雇用は増大し、且つ雇用が増大しても相対的に賃金上昇率は低くとどまることを意味し、インフレ率の大幅な上昇にはなかなか行き着かない。

名目賃金上昇率と失業率の関係を表す、いわゆる賃金フィリップス曲線の動きを日本と米国で見てみよう。図1は米国の賃金フィリップス曲線である。賃金としては米国 FED が注目している Employment Cost Index を用いている。この図から 1980 年代から賃金フィリップス曲線は景気循環の繰り返しの中で次第に下方にシフトしていったことが分かるが、特に 2005 年以降は単に下方にシフトしただけでなく、賃金インフレ率 2% のところでほぼ横に寝てしまった形になっている事が分かる。世界金融危機後の回復は、賃金上昇率の上昇を伴っていないことがこの図からよく分かる。

名目賃金上昇率と失業率の関係を表す、いわゆる賃金フィリップス曲線の動きを日本と米国で見てみよう。図1は米国の賃金フィリップス曲線である。賃金としては米国 FED が注目している Employment Cost Index を用いている。この図から 1980 年代から賃金フィリップス曲線は景気循環の繰り返しの中で次第に下方にシフトしていったことが分かるが、特に 2005 年以降は単に下方にシフトしただけでなく、賃金インフレ率 2% のところでほぼ横に寝てしまった形になっている事が分かる。世界金融危機後の回復は、賃金上昇率の上昇を伴っていないことがこの図からよく分かる。

い 0.2%ポイントだと言われていたが、現在は 0.6%ポイントにも広がっている。この理由は判明ではないが、PCE では帰属家賃部分が小さく、且つ医療費も消費者が払うもの以外に政府が払うものも含まれるという差がある。従って、かつてない 0.6%ポイントという差は、米国でインフレが医療費と家賃に集中して現れているということを示唆している可能性が高い。従ってそれを除くと日本との差はおおきく縮まることは理解しやすい。

<sup>6</sup> 詳しくは以下を参照されたい。Nishimura, K. G., "Three 'Seismic Shifts' in the Global Economy and the Policy Challenges They Pose," *International Finance*, 19:2, 219-229, 2016.

図1：米国の賃金フィリップス曲線（四半期、民間賃金=Employment Cost Index）

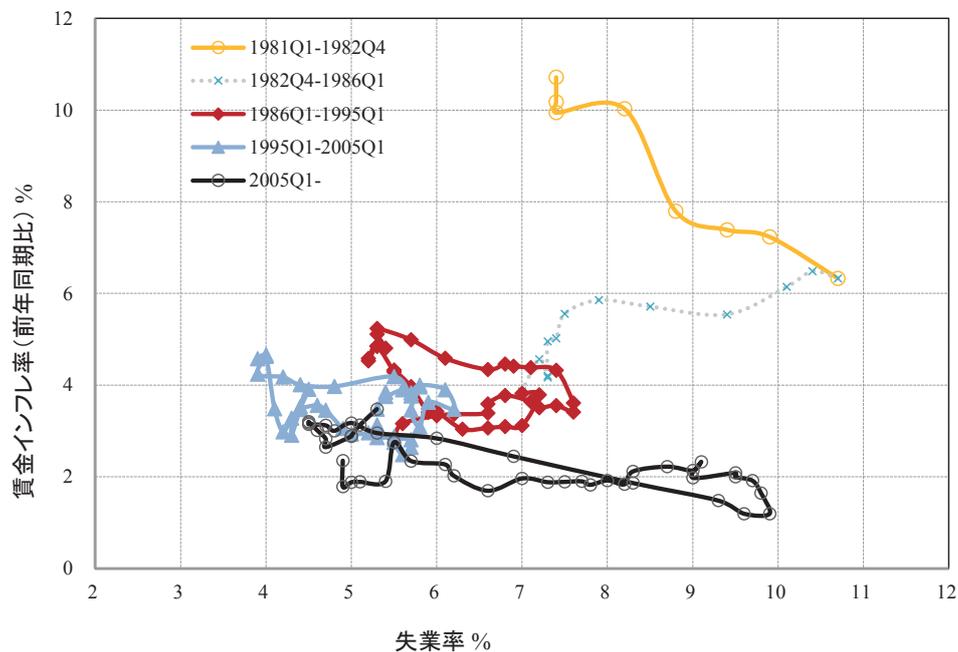
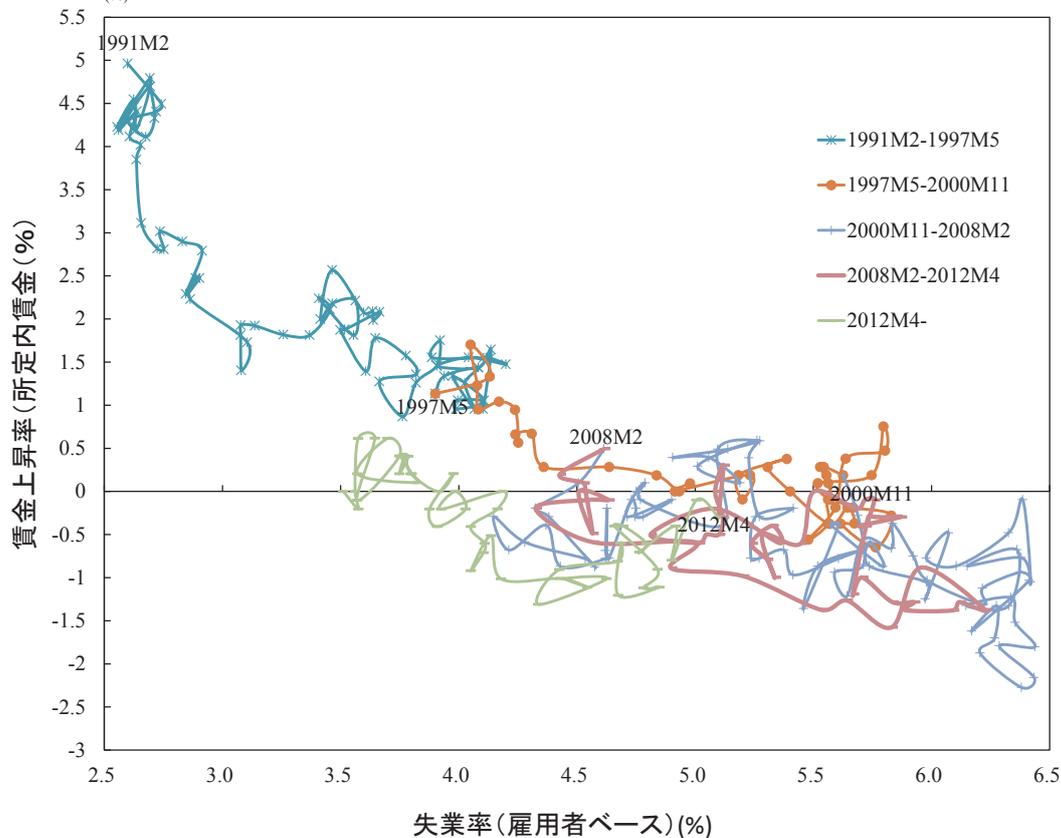


図2：日本の賃金フィリップス曲線（月次、賃金=所定内賃金、失業率=雇用者ベース）



これに対して図2は、日本の賃金フィリップス曲線の動きを1990年代から表している。日本においても世界金融危機後には賃金フィリップス曲線の下シフトが顕著である。また2012年以降失業率の顕著な減少にも関わらず目立った名目賃金上昇が見られないこともこの図から明らかであろう。

### 3. 財政・金融政策の「政策飽和」

こうした世界経済の変化に金融政策を司る中央銀行は対応しきれていない。

現在先進国中央銀行のコンセンサスは三つからなる。第一に実質利子率の低下は総需要に大きなプラスの影響を与える。第二に、経済の沈滞時に、バブルの生成を心配する必要はない。第三に、中央銀行は信認を維持しており、人々のインフレ期待に影響を及ぼせる。

この考え方によれば、量的緩和（長期国債等資産の買入）は、最近追加されたマイナス金利の仕組みによっていわゆる金利のゼロ制約を超克して、長期貸出・借入金利を大きく下げ設備投資や住宅投資を刺激する事ができる。さらに株価や不動産価格を上昇させ、資産効果を通じて消費を刺激する。しかし経済活動に大きな負のショックが起これるとマイナス金利を速やかに深くすることは制度的に難しいので、量と質と金利の三方向で同時に強力な緩和を進める必要がある<sup>7</sup>。

第一のコンセンサス、つまり「金融政策は実質利子率の低下を通じて総需要に大きなプラスの影響を与える」という点をまず検証しよう。確かに、リーマンショック直後の金融・資産市場では、将来に関して非常に大きな不安があり、過度の悲観が支配していた。このような状況では、中央銀行が「最後の買い手（マーケットメーカー）」として金融・資産市場に介入する量的緩和が有効だった

ことは言を俟たない<sup>8</sup>。しかしながら、不安が次第に解消していくと、世界経済に生じた三つの地殻変動の影響で、量的緩和の効果は目立って減衰していく。量的緩和 QE (Quantitative Easing) の行き着く先は、政策効果が持続せず霧消してしまう政策飽和 PE (Policy Exhaustion) の状態なのである。

世界経済を揺るがす三つの地殻変動をどの経済よりも早く経験した日本は、政策飽和も先鋭的に経験することになった。

図3は太線の設備投資と細線の実質利子率に表れた金融緩和の程度を四半期ごとに比較している。耳目を驚かせた巨大な量的質的緩和 QQE がはじまった時期は縦の二重線で示す。容易に見て取れるように、実質利子率を低下させる金融緩和は、2012年頃までは投資喚起に有効であった。ところが QQE 開始以降、実質金利を大きく低下させたにもかかわらず、投資を喚起する力は大きく落ちていく。足下では実質利子率が大きく低下しながら設備投資が回復しないばかりか逆に低下している。

次に資産価格上昇を通じて総需要を活性化するチャンネルを見てみよう。QQE 開始以降、日経 225 平均は 1 万 2 千円台から一時 2 万円台に上昇後 2016 年 9 月現在は 1 万 6 千円台、東京中古マンション品質調整済実質価格指数<sup>9</sup>は QQE 開始時の 50（1990 年ピークを 100）から一本調子に上昇し 2016 年 9 月現在では 60 越えと、意図通りの結果が得られているが、逆に総需要は回復せず経済成長が世界金融危機以前のレベルに回復していない。前年同期比 GDP 成長率の平均は、QQE 以前二年間

<sup>8</sup> この点は、中央銀行家が夙に強調してきた点である。たとえば Nishimura, K. G., "Unconventional Policies of Central Banks: Restoring Market Function and Confidence", Remarks at the Panel Session "Monetary Policy Boundaries: Alternative Instruments and Policy Coordination" at the Money and Banking Conference sponsored by the Central Bank of Argentina, September 1, 2009.

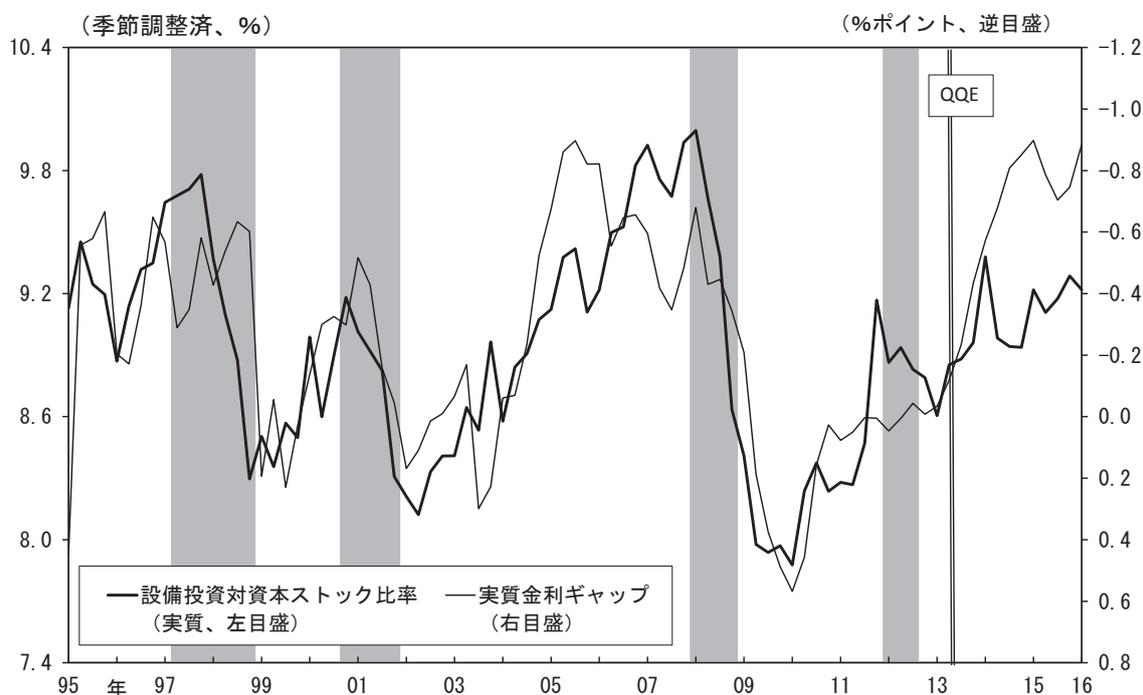
[https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2009/data/ko0909a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2009/data/ko0909a.pdf)

<sup>9</sup> リクルート住まい研究所の算出する RRPI インデックスである。

<http://www.jresearch.net/house/jresearch/rrpi/>

<sup>7</sup> コンセンサスの理論的な根拠を与えようとしたのが、以下である。Ball, L., J. Gagnon, P. Honohan and S. Krogstrup, *What Else Can Central Banks Do?* Geneva Reports on the World Economy 18, 2016. これについては、実務家や元中央銀行家から強い疑問・反論が出ている。当該書末尾の discussion を参照のこと。

図3：実質金利と設備投資



で 0.7%だったのに対して QQE 以後の三年間で 0.6%にすぎない<sup>10</sup>。そもそも QQE 以前二年間は、震災や原発事故が成長の桎梏となっていた時期であり、その時期と比べても平均成長率は落ちているのである。さらには中央銀行が操作できる貨幣量を増やしても、物価が上昇せず、円ドルレートも QQE 開始時に 96 円だったのが、現在は 100 円強の水準とほぼ同じである。以上から、量的緩和政策の効果が急速に落ち、政策飽和の状況に近づいていることが分かる<sup>11</sup>。

金融政策に関し、長らく日本や他の国もゼロ金利制約から「流動性の罠」に陥っているとされていた。言い換えれば、標準的な経済学の教科書にある ISLM マクロ分析で表現するとそれ以上政策金利を下げる事のできない状態、つまり LM カーブが水平の状態にあるとされていた。そのために、

直接資産価格に働きかける（つまり直接に市場に介入する）量的緩和を世界の中央銀行がこぞって採用することになったのである。しかしながら、政策金利のゼロ金利制約は、負の金利を市中銀行が中央銀行に持つ当座預金に課す事によって超克することが可能であることが、デンマーク、スウェーデン、スイスの中央銀行、そして欧州中央銀行、更には日本銀行の試みによって明らかになっている。（ただし巨大な量的緩和と同時にを行う場合には、重大な問題が発生する。その点については後述する。）このように、ゼロ金利制約をマイナス金利で超克することが部分的に可能であることが分かった今、逆に経済は金融政策に関し「政策飽和」の状態（ISLM マクロ分析では、金利を下げてても需要が喚起されない状態、つまり IS カーブが垂直の状態）になりつつあるのは、きわめて皮肉な事態であると言わざるをえない<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 2016年9月現在最新の四半期別 GDP 速報(2016年4-6月期・2次速報)による。

<sup>11</sup> 詳しい議論は以下を参照。Nishimura, K. G., "Can Non-Conventional Policies Do It?" in: Ball, L., J. Gagnon, P. Honohan and S. Krogstrup, *What Else Can Central Banks Do?* Geneva Reports on the World Economy 18, 78-83, 2016.

<sup>12</sup> 2016年9月21日に日本銀行は量的質的金融緩和の「総括」を行い、その政策効果の「検証」を行い、大きな政策効果があったとした。その根拠は、日本銀行のマクロ経済モデル Q-JEM を用いて、実質金利が横ばいで推移したケースを量的質的金融緩和がなかった場合とし、それが実績(量的質的緩和があった場合)と比べて大き

更には実は、「政策飽和」は財政政策にも現れて初めている。公共投資をしながらその効果が後年度で急速に減衰していくことが、世界の多くの場所でも起こりつつある<sup>13</sup>。

次に、第二のコンセンサス、経済の沈滞時に、バブルの生成を心配する必要はなく、従って金融市場の安定性(ファイナンシャル・スタビリティ)に考慮する必要なく、現在の形の金融緩和が所定の目的を達成できないなら、もっと強力に同じ金融緩和を進めるべきである、という主張について見てみよう。

過去にも世界でも類例を見ない量的質的緩和は長期日本国債市場特に10年や30年といった長期日本国債市場を大きく変貌させている。ここで重要なのは、こうした長期国債市場が、リスクフリー金利を決める市場として、他の金融市場での金利形成の基準となる働きをして来たと言うこと、そしてそれが量的質的緩和を通じて次第にその機能を低め、そして負の金利導入を契機として、事実上その機能を停止してしまったように見える事である。

量的質的緩和が次第に巨大になるにつれ、市場

---

く劣ることを挙げている。しかしながらこの比較には大きな問題がある。第一に量的質的金融緩和がなかったときに、実質金利は一定ではない。まず実質金利を構成する期待インフレ率は金融政策以外の要因でも変化するし、量的質的緩和がなくとも当時は東関東大震災と福島原発事故の後遺症と政府対応のまざり生じた景気の一次的落ち込みからの回復過程にありインフレ率のマイナスからプラスへの変化は自然な想定であった。次には量的質的緩和がなく、それ以前の金融政策が続いていたとしても何らかの金融緩和が行われたはずである。とすると量的質的緩和がなくとも実質金利は大きなマイナスからの回復は認められたはずである。第二にQ-JEMはこの時期に経済に起こりつつあった構造変化を捉えられていない可能性が高い。ごく最近の構造変化というのは過去の長期のデータに基づくこうした計量モデルでとらえるのは難しいからである。従ってこの「総括」は残念ながら「総括」になっていないと結論せざるを得ない。

<sup>13</sup> その理由の一つは公共投資で需要を喚起しても後年度に財政再建のための財政の緊縮が必至になると言うことが言われる。もっと根源的には、そもそも「投資を呼び込む社会資本投資」という考えの基礎にある「呼び込む投資」が本当に外にあるのか、という点が見過ごされている。

関係者の間では、市場に見られる取引は事実上「日銀トレード」だけ、という認識が強まってきていた。実際、日本銀行が、新しく発行される日本国債の額を上回る国債を買い入れ、銀行特にメガバンクが巨額の国債を既に日本銀行に売ってしまった状況では、国債市場のトレードは日本銀行への売却を前提としたトレード、いわゆる「日銀トレード」に大きく集約されてしまっていたのである<sup>14</sup>。

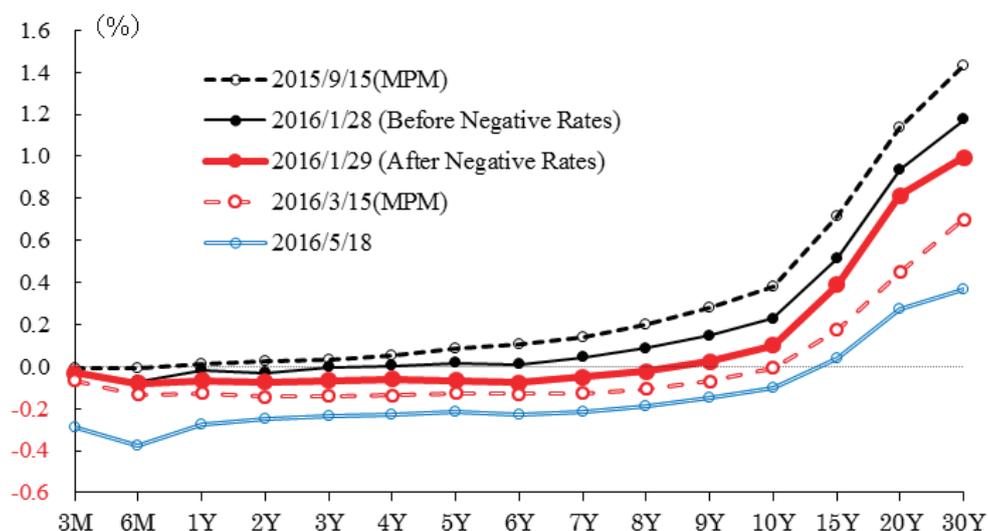
日本銀行が巨大な量的質的緩和を行う以前は<sup>15</sup>、長期の日本国債の市場は、市場関係者が他の市場関係者がどのような将来のリスク・フリー金利を予想しているかを予想しあい、その結果として、長期の日本国債の金利、すなわちリスク・フリー金利が決定される市場であった。つまり長期の日本国債の金利は、市場の「集団としての予想」を体現するものであった。そして市場参加者は違う満期の日本国債市場間で自由にさや取り(アービトラージ)ができるので、このさや取りの機会が取り尽くされた状態(均衡)にリスク・フリー金利が決まり、従って長期金利は短期金利の積み上がり等に等しくなるという「金利の期待理論」がその金利決定のメカニズムとして広く受け入れられていた。このことから、国債市場は、金融市場が将来のリスクフリー金利をどう見ているかを顕示する場所であると言え、国債市場の「価格発見機能」(Price Discovery Function)として実務的には重要視されてきた。国債市場は従って、中央銀行が将来の経済活動を予測しそれに基づいて金融政策を考える上で、非常に重要な機能を果たしていた。しかしながら、量的質的緩和で国債市場に

---

<sup>14</sup> この他には、為替ベーススワップが日本の銀行に不利になって、いわゆるジャパン・プレミアムが生じていることから、ドルを持つ海外投資家は表面金利が低く、あるいはマイナスであっても日本国債に投資し、高収益を確定する誘因が生じる。(日本勢に不利なジャパン・プレミアムは海外投資家にとって高い収益を意味するので、こういうことが起こる。)そうしたジャパン・プレミアムからの収益を目指した海外投資家によるトレードも見られ、これは「外人トレード」と呼ばれていた。

<sup>15</sup> 量的質的緩和以前も日本銀行は日本国債を買っていたが、それは満期の短い日本国債に限定されていた。

図4：国債イールドカーブの推移



対する介入の度合いが強まるにつれてこの機能が弱まり、それが負の金利政策の導入によって、ほぼ失われることになったと考えられる。

「価格発見機能」が失われたことは、負の金利政策が導入された2016年1月29日以後の極端な国債金利イールドカーブの水平化に現れている。図4は、国債金利イールドカーブの時期を通じた変化を示している。

まずイールドカーブの水平化は2015年9月の金融政策決定会合後にゆっくりとはじまっていたことに注意したい(9月15日の黒点線から、負の金利導入の直前黒細線まで)。この動きは、依然として「金利の期待理論」から説明できよう。つまり市場参加者は、当時起こっていたインフレ率上昇の失速を見てゼロ金利政策が従来考えていたよりも長く続くと期待し始めた、という事である。しかしながら、2016年1月29日負の金利導入による一日での大きな水平化、更にその後3月の金融政策決定会合までの著しい水平化は、金利の期待理論だけで説明しようとする、このとき突然マイナス金利が将来10年近くも続くと皆が思い始めた、という極端な仮定をおかざるを得ず、無理がある。金利の低下は広範囲に同じ程度、しかも日本銀行が金融機関の日本銀行当座預金に課した金利とほぼ同じ程度低下して、1年から7年の満

期まで、ほとんど同じレートになっている。更には低下の度合いは超長期であるほど大きい。

このような極端な変化に対して、唯一考えられる説明は、過去に類例を全く見ない負の金利政策が突然前触れなく「サプライズ」として導入されたために、(それまでの「金利の期待理論」に基づいていた)市場参加者の期待形成の「焦点」(focal point)を破壊し、期待形成の根拠を見失った市場参加者が、新たな「焦点」を日本銀行が国債をいくらで買うかと言うところに求め、どの利子率(価格)なら日本銀行が購入してくれるかの推測で国債価格そして利子率が決まるようになった、という説明である。導入された負の利子率政策は、銀行の当座預金への金利が20ベーシスポイント下げたのだから、日本銀行が購入する国債の利子率の下限は20ベーシスポイント下がったのだろう、ということで1年から7年までの年限の利子率はおしなべて20ベーシスポイント下がっている。そして従来は市場参加者の長期的な期待で決まっていた10年を超える長期国債の金利は、日本銀行が長期金利を下げるという強い意志を示したため、大きく下がる事となった。それが3月15日までの変化である。このように、市場参加者の集団的な期待でなく、日本銀行がどうするか、と言うことに関する期待で利子率が決まるようになることは、

まさしく「日銀トレード」がリスクフリー金利を決める市場でドミナントなトレードになっている裸の事実を示している<sup>16</sup>。

もし、価格発見機能が完全に失われた場合、中央銀行は金融市場で市場参加者がどのように将来の経済活動を予想しているかを知る重要なルートを失う事になる。これは特に金融市場の安定性が問題になってくるに従って深刻になる。中央銀行は金融市場の異変を知らせる情報を直接に市場からくみ取ることができずに、他の方法によって市場参加者の経済に対する将来期待の状況を把握しなければならぬからである。

更に、負の利子政策によるリスクフリー金利の極端な水平化は、銀行の収益性に対する大きな打撃を与えることになった。長期の国債利子率つまりリスクフリー金利は実際の貸出金利の参照金利として機能している。そのため、長期の国債金利の極端な低下は、貸出金利の低下をもたらした。実際、2015年12月に0.920%だった長期の貸出約定平均金利は、2016年3月には0.705%と、銀行の日銀当座預金を20ベースポイント下げたのと同様だけ低下している。これに対して、銀行預金金利には依然としてゼロ金利制約が働いている<sup>17</sup>。従って、銀行の収益性は大きく損なわれる事になる。言い方を変えると、銀行の日本銀行当座預金の金利をマイナスにすることは可能であったが、それが預金金利のゼロ金利制約を取っ払う事にはならなかったという訳である。従って、負の金利政策が量的質的緩和政策特に長期の国債購入と組み合わせられ、従来の金利予想形成の「焦

点」が破壊され、過度の長期金利低下が生じ持続するようになると、金融機関に大きな打撃を与え、やがては金融市場の安定性に対する大きな脅威になってしまう。

これは日本だけの問題ではない。負の金利付き量的緩和（長期のソブリン債の購入）は、それが極端なイールドカーブの水平化をもたらし、金融市場の不安定性を惹起する可能性が高まるのである。ここに至って、中央銀行の二番目のコンセンサス、「景気が良くない状況で、金融市場の不安定性は考える必要はない」は、崩れることが分かる。日本ではそもそもイールドカーブの傾きが多国に比べて水平であったために、極端な形でこの金融市場の不安定性問題が現れているが、他の国においても基本的な構造は似通っている。

#### 4. 終わりに

以上、金融・財政政策が世界の主要国で次第に「政策飽和」の状況に陥りつつあること、日本でそれが先鋭的に現れていることを述べた。そしてその原因は、世界経済に大きな影響を及ぼしつつある三つの地殻変動にあることを示した。今後の日本の総需要と総供給の基盤となる世代の超長期の予想（希望といってもよい）、つまり彼らが、30年後に予想する彼らの恒常所得が伸びず、逆に低下している。市場の成長を企業が望めず、企業の国内投資意欲が減退し、それが技術進歩にも悪影響をもたらしている。

この根源的な問題は、正規・非正規労働の差や、年金の可搬性、等の様々な局面に現れている。相互に関連するこの問題は個別のパッチワークではなく国民的な場での若者・壮年・高齢者を含む「壮大な交渉」グランドバーゲン grand bargain が必要である。そのためにはおそらく政党についても政党を超える「壮大な連携」grand coalition が必要となるかもしれない。マクロ経済政策は短期の需要管理政策であると同時にこの構造的な問題への解決の道筋と組み合わせなければ、政策飽和はますます深刻になるのである。

<sup>16</sup> 2016年9月21日の金融政策決定会合で、日本銀行は「長短金利操作つき量的質的緩和」を導入し、長期金利を直接のターゲットとすることを宣言した。もし長期金利操作を厳密に行うのなら、これは本文で述べた「日銀トレード」の究極的な姿である。ただし2016年9月現在のところ、日本銀行が長期金利操作をどのように実際に行うのかは判明ではない。

<sup>17</sup> 日本銀行が事務局となっている金融法委員会が明確にそのように解釈している。金融法委員会「マイナス金利の導入に伴って生ずる契約解釈上の問題に対する考え方の整理」平成28年2月19日。

<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication49-j.pdf>。