

アベノミクスで「デフレ脱却」はできるか —異常な金融緩和

建部正義

1 「量的・質的金融緩和」の内容

周知のように、「アベノミクス」は、公共事業（財政政策）、金融緩和（金融政策）、成長戦略（実体経済政策）という3本の矢から成る。

この「アベノミクス」に呼応するかたちで、黒田東彦総裁下での初の日本銀行政策委員会・金融政策決定会合は、本年4月4日に、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

いま、黒田総裁の日本金融学会2013年度春季大会における特別講演「量的・質的金融緩和と金融システム」（5月26日）に即しつつ、その内容を整理するならば、以下のとおりである（下線は黒田総裁によるもの）。

①強く、明確なコミットメント

・2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。

②量・質ともに次元の違う金融緩和

・マネタリーベース [日銀券発行高プラス市中銀行保有日銀当座預金残高]：年間約60～70兆円の増加（2年間で2倍）

・長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）

・長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2年間で2倍以上）

・ETF [指数連動型株式上場投資信託] の保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）

・J-REIT [不動産投資信託] の保有残高：年間約300億円の増加

③わかりやすい金融政策

・「資産買入等の基金」[2010年10月の「包括的な金融緩和政策」の導入時に発足、「基金」による長期国債の買入れは異例の臨時的措置であるという理由で、銀行券発行残高を上限に買い入れる長期国債とは、帳簿上異なる取り扱いがなされていた]を廃止し、長期国債の買入れ方式を一本化[「銀行券ルール」の一時的な停止]。

・量的な緩和を行う場合の指標として「マネタリーベース」を選択 [金利を指標とする政策から貨幣量を指標とする政策への転換]。

④金融緩和の継続期間

・2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続 [「時間軸」の明確化]。

・その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

要するに、黒田総裁によれば、「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策をすべて講じた」（4月4日の記者会見での発言）、というわけである。なお、「量的・質的金融緩和」と称する場合の量的側面とは、マネタリーベースの増加、長期国債の保有残高の増加を意味し、他方、質的側面とは、長期国債の平均残存期間の延長、ETFの保有残高の増加、J-REITの保有残高の増加を意味するものとされている。

2 デフレは貨幣的現象か

安倍晋三首相は、「デフレは貨幣的現象である」と主張する。また、黒田総裁は、「デフレ脱却の責任は日銀にある」と主張する。

はたして、デフレは貨幣的現象であるとみな

しうるのであろうか。もし、そうであるとするならば、「2%の物価安定目標」の設定（1月22日の日本銀行政策委員会・金融政策決定会合決定および同日の「政府・日本銀行の共同声明」）ならびに「量的・質的金融緩和」の導入は、確実にデフレの克服の方向に向けて作用を及ぼすことになるであろう。しかし、ことはそれほど簡単なものではない。

ここで、日本銀行が民間に供給する貨幣とは何かということが問題になるが、それは、結局のところ、日銀券と日銀当座預金（前述のマネタリーベース）に帰着する。

このうち、日銀券の流通量についてみれば、日銀券をヘリコプターから撒く（「ヘリコプター・マネー」）というのならともかく、一般の理解とは異なり、日本銀行が恣意的に決定できることがらではない。行楽シーズンにわれわれが市中銀行預金を解約して日銀券を入手するケースを想定すればわかるように、日銀券流通量の決定者は日銀ではなく企業・家計であって、日銀は市中銀行による日銀当座預金の解約とそこからの日銀券引き出し請求にたいして受動的に対応する以外に方途はない。しかも、企業・家計は、現在、日銀券の発行高不足に悩まされているわけではない。実際、日銀券の5月末の発行残高は83兆円（国民1人当たり約65万円）にも達しているほどである。

つぎに、日銀当座預金についてみれば、白川方明総裁時代以前からの相次ぐ金融緩和措置によって、すでにいわばジャブジャブといえるほどの日銀当座預金が、日本銀行から市中銀行に向けて供給されてきたというのが現実である。実際、「準備預金法」にもとづく必要準備額が8兆円にすぎないのにたいして、3月末の市中銀行保有当座預金残高は53兆円にも達している。

問題をこのように整理するならば、「デフレ

は貨幣的現象である」という主張や、「デフレ脱却の責任は日銀の金融政策にある」といった主張が、いかに根拠のない誤った理解にもとづくものであるかを容易に判断することができるであろう。

唯物論的弁証法による思考にかぎらず、一般に、科学・概念の真理の基準は事実との照応関係に求められる。この点に照らして、白川前総裁による2012年11月のきさらぎ会における講演「物価安定のもとでの持続的成長に向けて」のなかの次の証言は、十分な留意に値する。すなわち、「デフレから早期に脱却するためには、日本銀行がもっとマネーを増やすべき」というご意見もあります。マネーには様々な指標がありますが、中央銀行の負債項目であるマネタリーベース、すなわち、銀行券と金融機関の中央銀行預け金の合計金額をみますと、日本における対名目GDP比率は米欧の規模を上回っています。米欧の場合、この比率が上昇したのはリーマン・ショック後のことに過ぎないのに対し、わが国の場合は、「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」をつうじてそれよりもずっと前からこの比率が上昇しているため、リーマン・ショック後の日本の増加状況が目立ちにくい印象を与えます。しかし、リーマン・ショック後に限定しても、マネタリーベースの増加金額の対名目GDP比は、日本は米国やユーロ圏と同規模です。……マネーを増やせば物価が上がるという貨幣数量説は一見わかりやすいですが、近年の日本や米国のようにゼロ金利が続く経済では、現実を説明できません。ちなみに、2000年度を起点にとって、貨幣数量説通りにその後のマネーの伸び率が物価に反映されたとすれば、この間の日本の消費者物価の年平均上昇率は、マネタリーベースで計算すると+4.8%……となっていたはずですが、これは、実際の-0.2%とは大きく異なります」と。

この白川前総裁の証言は、黒田総裁下の「量的・質的金融緩和」にたいする当事者自身による有力な反証として、いまなお効力を保持しつつづけているとみなすことができるであろう。

3 「量的・質的金融緩和」の効果波及経路にたいする評価

前掲の特別講演において、黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」の効果波及経路として、以下の3点を列挙する。①長めの金利や資産価格の〔リスク〕プレミアムへの働きかけ、②リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果、③市場・経済主体の期待の抜本的転換。

いま、これらの効果波及経路の当否を順次的に考察するならば、以下のとおりである。

第1に、長めの金利や資産価格のリスクプレミアム（たとえば、安全な資産としての国債ではなく、リスク資産としての株式を購入する場合、株価の下落や配当率の低下の危険性に備えての国債のそれにたいする収益の上乗せ部分）への働きかけという点についてみれば、その狙いは、これらの低下をつうじて、企業の設備投資の増加をはかろうとするものであろうが、短中期金利にかんしてはともかく、10年物利付国債利回り、長期プライムレート（企業向け最優遇貸出金利）、住宅ローン金利（固定型）といった長期金利にかんしては、「量的・質的金融緩和」の導入時に比べて、むしろ、高止まりしているというのが現状である。また、資産価格のリスクプレミアムの低下と企業の設備投資の活性化との関係をめぐっては、日本銀行による明確な説明はこれまで与えられたことはなく、両者の関係は依然としてブラックボックスに放置されたままの状態にある。実際、リスクプレミアムの低下の結果としてたとえばトヨタ自動車の株価が上昇したからといって、儲けるのは高

値で売り抜けた投資家ということであり、トヨタ自動車の手に1円の現金も入るわけではない。あるいは、所有する不動産の価格が上昇したからといって、企業は設備投資を増加させるとでもないのであろうか。

第2に、リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果という点についてみれば、これは、国債の日本銀行への売却を介して追加的な日銀当座預金を手に入れた市中銀行が、それを0.1%（日本銀行は、臨時的に、必要準備を超える超過準備部分に限って0.1%の金利を付与している）という低金利しか稼げない日銀当座預金のかたちで保有するよりも、リスク資産での運用や貸出を増やす行動をとるにちがいないとの推測にもとづいている。しかし、ポートフォリオ・リバランス効果が問題となったのは今回が初めてではない。2001年6月から2006年3月までの間に導入された「量的緩和政策」の時点——この際にも、金融政策の操作目標は、金利という指標から日銀当座預金という量的な指標に変更がなされた——でも、やはり、ポートフォリオ・リバランス効果が話題になった。それどころか、その効果の存在は、当時の福井俊彦総裁によってさえ、明確に否定された性格のものである。すなわち、「ポートフォリオ・リバランス効果、すなわち、〔市中銀行が〕流動性を余計に持つとそれを活発に使ってくれるかどうかということについては、学者の世界では、そういうことをクリアにおっしゃっているが、そこのところは、過去に、世界中のどこの中央銀行も経験則は持っていないことである。……政策は実験ではないので、ポートフォリオ・リバランス効果だけであつたら、我々は〔「量的緩和」〕政策に踏み切らなかったと思う」、と。くわえて、リーマン・ショック以降、米欧の中央銀行もマネタリーベースの増加を企図するという意味での「量的緩和政策」

をあいついで採用したが——つまり、「経験則」が積み上げられたが——、そこでもポートフォリオ・リバランス効果は確認されるにいたっていない。こうした経緯を総括することなしに、不用意にポートフォリオ・リバランス効果を再度持ち出すのは、黒田総裁下の日本銀行の知的怠慢ぶりの表現以外のなにものでもありえないと呼ぶべきであろう。

第3に、市場・経済主体の期待の抜本的転換という点についてみれば、なるほど、経済主体の期待の転換もからんで、「量的・質的緩和」の導入以降、株式市場ならびに外国為替市場において株高および円安が進行したのは否定しがたい事実である。しかし、そこには、次のような憂慮すべき側面が潜んでいることにも配慮が必要である。

ひとつは、東京証券取引所の株式売買高の60%を外国人投資家が占めており、しかも、その中心にヘッジファンドが位置しているという問題にはかならない。現下のアメリカの株高の演出者はFRB（連邦準備制度理事会）によるQE（量的緩和）Ⅲの導入であることを考慮するならば、外国人投資家が、QEⅢと「量的・質的金融緩和」の類似性・共通性に着目して、わが国の株高を仕掛け、そして、高値で売り抜ける行動をとったとしても、そこにはなんの不思議も見出すことができないであろう。つまり、5月以降のわが国の株価の乱高下の背後には、外国人投資家が控えていたことは疑いをいれる余地のない現実であるというわけである。

いまひとつは、円安にも外国人投資家の影がちらついているということである。円安の基本的理由は、2011年以降におけるわが国の貿易収支の赤字傾向の定着とそれともなう経常収支（貿易収支に所得収支を加えたもの）黒字の減少傾向の表面化（このタイミングに即するかたちで安倍政権が誕生した）に求められるべき

であるが、7月31日付の『日本経済新聞』は、「株安と円高が連動し、株高と円安も共振する」最近の現象の理由として、株高にともなう外国人投資家のリスクヘッジ（ドル建ての価値の確保）を目的とした円先物の売り（円売り・ドル買いにともなう円安の進行）——逆の場合にはその巻戻しとしてのヘッジはずし——という要因とならんで、ヘッジファンドによるそれへの追従——『株式、通貨などを組み合わせて取引するヘッジファンドが、日本の株安時には円買い、株高時には円売りという機械的な取引をする傾向を強めている』（日本の通貨当局者）——という要因を掲げている。つまり、この点でも、5月以降のわが国の円相場の乱高下の背後には、外国人投資家が控えていたことは疑いをいれる余地のない現実であるというわけである。

ここまでくれば、市場・経済主体の期待の抜本的転換とは、黒田総裁の意図は別として、その重要な側面において、外国人投資家にたいする投機的活動の場を提供する役割を果たすものであったということが容易に理解されるはずである。

なお、円安にともない、エネルギー関連や原材料などの輸入品価格が上昇し、それが物価水準を押し上げたからといって、この事態は本来の意味でのデフレの解消とはおよそ無縁であることには多言を要しないであろう。

以上を要するに、黒田総裁が強調する「量的・質的金融緩和」の効果波及経路にかんしていえば、デフレを克服するうえで、それこそさほどの「期待」を寄せることができないというのが、ことの真相にかならない。

4 デフレの真の原因

デフレは貨幣的現象でないとするならば、では、その真の原因はどこに求められるべきであろうか。この点について、筆者はかねてから

1990年代末以降の賃金の切下げにあると主張してきた（拙著『21世紀型世界経済危機と金融政策』新日本出版社、2013年、参照）。

この主張の正当性を検証するために、以下では3人の発言ないし記述を紹介することにしたい。

最初は、佐藤健裕日本銀行審議委員の発言である。同委員は、2月6日の群馬県経済懇談会における挨拶要旨「わが国の経済・物価情勢と金融政策」のなかで、次のように論及する。すなわち、「それにしても、日本はなぜ10数年もの間、デフレから抜け出せないのであろうか。……2000年代半ば以降、金融システム問題を克服した後のデフレは新たなフェーズに入っており、その主因は賃金にあると考えている。財やサービスの価格はそれを生産するための費用の影響を受ける。生産費用が人件費と原材料費からなるとすると、多くの原材料費は国際競争のなかで決まるため、その価格の変動は為替相場の動きを別にすれば、ほぼ世界共通に影響を与えるはずで、日本だけがデフレになる理由にはならない。原因は生産費用を決めるもう一つの要素である賃金にあると考えられる」、「実際、消費者物価と賃金は密接に相関している。そもそも消費者物価の構成品目の約半分はサービスで、サービス価格はサービス業の賃金と概ね連動している。サービス業は労働集約的で賃金の動向が価格に反映されやすい。従って、物価安定の目標である2%の消費者物価上昇率を目指すには、とにもかくにも賃金の回復が重要である。……賃金回復のチャンスは2000年代半ばに実際にあった。新興国の需要が火付け役となり、信用バブルも手伝って世界経済が過熱し、製造業中心に企業収益が過去最高益を更新するなか、企業は雇用者への還元を増やすことが期待された。しかし、この時期、企業は内部留保の積み上げを優先し、労働分配率は低下した」、

と。

ここでは、2000年代半ば以降に新たなフェーズに入ったとするデフレの「主因」が「賃金」に求められているばかりではなく、「物価安定の目標である2%の消費者物価上昇率を目指すには、とにもかくにも賃金の回復が重要である」とまで断定されている。

くわえて、「この時期、企業は内部留保の積み上げを優先し、労働分配率は低下した」、という認定からは、「賃金の回復」の原資は企業の「内部留保」に求められるべきであるという示唆さえうかがうことができる。ちなみに、この時点での佐藤委員の試算によれば、デフレ克服のために必要な賃金上昇率は4%程度というものであった。

くりかえしになるが、これは、総裁・副総裁とともに政策委員会委員として日本銀行の金融政策の最終決定にかかわる6人の現職の審議委員のうちの1人、それも実務界出身の1人による発言にはかならない。

2番目は、吉川洋東京大学教授の記述である。同教授は、小泉純一郎内閣時代の経済財政諮問会議の民間議員であった。同教授は、近著『デフレーション』（日本経済新聞出版社、2013年）のなかで、次のように論及する。すなわち、「1990年代後半、大企業を中心に、高度成長期に確立された旧来の雇用システムが崩壊したことにより、名目賃金は下がり始めたのである。そして、名目賃金の低下がデフレを定着させた。／なぜ日本だけがデフレなのか、という問いに対する答えは、日本だけで名目賃金は下がっているからだ、ということになる」（212ページ）、と。

これは、みずからが小泉内閣時代に労働市場の規制緩和の推進役を務めた元経済財政諮問会議の民間議員による記述である。

最後は、黒田総裁自身の発言である。同総裁は、5月23日の記者会見のなかで、次のよう

に論及する。すなわち、「2%の『物価安定の目標』は、消費者物価の前年比上昇率が2%という水準に達することを目標としています、その持続的な達成は、賃金や雇用も改善する、いわば生産・所得・支出のバランスがとれた改善が続かなければ容易ではないと思います」、「現在、雇用が改善しつつあることはかなりはつきりしていますが、賃金は、ボーナスや所定外賃金が改善しても所定内賃金が上がっていない状況にあります」、と。

ここでは、「2%の『物価安定の目標』の持続的な達成」のためには、「賃金の改善」が必要である点まではともかくも承認されている。それでは、一歩進んで、「2%の物価安定の目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ためにも、「賃金の先行的な改善」が必要であることを、なぜ承認しないのであろうか。まさに、黒田総裁の論理的首尾一貫性が問われるところである。

さて、問題をこのように整理するならば、デフレの真の原因はどこに求められるべきかという質問にたいする回答はもはや与えられたも同然であろう。すなわち、デフレの真の原因は1990年代末以降の賃金の切下げにある、と。

5 結論

以上の考察から導き出される本稿の結論は、以下のとおりである。

第1に、デフレは貨幣的現象とは呼べない。したがって、デフレを克服するうえで、金融政策の能力にはおのずから限界がある。

第2に、デフレの真の原因がこの間の賃金の切下げに求められるとするならば、デフレ克服の道は、その逆に、賃金の引上げに求めなければならない。その際、トリクルダウン——水滴がしたたり落ちるように、企業収益の改善が先行的に実現されれば、それがその後の雇用・賃

金の改善を導くという考え方——待ちか、まず賃上げありきかという点が問題になるが、後者が断然正しい解決策である。トリクルダウン論は、2000年前後から財界筋によって唱えられてきたものであるが、今日までついに実現をみることはなかった。

第3に、「2%の物価安定の目標」というインフレ・ターゲティングに代えて、賃上げターゲティングを採用すべきである。賃上げターゲティングの目標値は、15兆円と称されるデフレ・ギャップ——デフレを克服するために必要とされる追加的需要増加額——を考慮するならば、さしあたり3~4%程度が適切であると判断される。

第4に、賃金の引上げのための原資に不足はない。270兆円におよぶ大企業の内部留保、225兆円におよぶ企業の現預金の一部を活用するだけでことは解決される。

第5に、賃金の切下げという個々の企業の「合理的」な活動が、労働者総体による有効需要の不足をつうじて、日本経済をデフレに陥れるという、いわゆる合成の誤謬に鑑みて、賃上げターゲティングの推進にあたっては、個々の企業の行動もさることながら、政治家や経済団体首脳が積極的にその旗振役を果たす必要がある。現状では、わが国の経済団体首脳の言動と活動はいかにも狭量にすぎるとしかいいようがない。

最後に、デフレからの脱却が最優先課題であるとすれば、日本銀行は「2%の物価安定の目標」にこだわるべきではない。

(たてべ まさよし・中央大学教授)