

「21 世紀型世界経済危機」と 異次元金融緩和政策

建部 正義

はじめに

著者は、『21 世紀型世界経済危機と金融政策』（2013 年、新日本出版社）において、以下のよう
に指摘した。すなわち、「結論的にいうならば、
選択肢が非常に狭められたなかで、ケインズ型
国家独占資本主義と新自由主義型国家独占資本
主義とのあいだを振り子のように行き来し、右
往左往せざるをえないというのが、現時点で推
定可能な、ありうべき現代資本主義の近未来像
だということになりはしないであろうか」（97
ページ）、『「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 本の矢からなるとされてい
る。この点に照らすならば、『アベノミクス』の
動向もまた、……『21 世紀型世界経済危機』の
分析の延長線上で、その帰趨が判定される必要
があるといえよう」（4 ページ）、と。

本稿の課題は、現代資本主義の近未来像を、
その後得られた知見に照らしつつ、再点検す
ると同時に、「アベノミクス」の帰趨——とり
わけ、その一環をなす日本銀行の異次元金融緩
和政策の帰趨——を、「21 世紀型世界経済危機」
に関わらせつつ、再評価することにある。

1. 継続する「21 世紀型世界経済危機」

このところ、ローレンス・サマーズ元米財務
長官の「長期停滞（secular stagnation）論」な
る主張が、衆目を集めている。3 月 2 日付の『朝

日新聞』によれば、それは、以下のような内容
を指すものである。

「長期的な停滞とは、安定した持続的な金融環
境のもとであっても、望ましい経済成長率や雇
用水準を達成していくことが難しい状態を意味
する」。

「とりわけ先進国では、物価上昇（インフレ）
率が予想したほどには上がらず、消費者らが投
資をしない傾向がある。このため、経済全体の
需要が不足する、という構造問題が起きている」。

「先進国の経済はすでに長期的停滞に入ってい
るとみている。いずれ、各国で重要な問題になっ
てくると考えている」。

「米国は、ここ数年、そして現在も、十分な水
準の経済成長率や雇用を達成していない。金融
の環境は安定しているにもかかわらず、それを
達成できないという意味において、長期的停滞
に入っていると言えるだろう」。

「金融危機前は、米国も望ましい水準の経済成
長を享受していた。しかし、それは住宅バブル
など不安定な金融環境を伴っていた。現在は金
融面は安定しているが、成長や雇用の回復は鈍
い。安定した金融環境のもとで望ましい成長を
実現することが難しく、あたかもトレードオフ
の関係になっているようだ」。

「黒田総裁による（金融緩和の）『第一の矢』は、
これまでのところ、ほかの 2 本の矢に比べると、
はるかに強力だったといえる。ただ、残念ながら、
日本の構造改革と期待されている『第 3 の矢』

は勢いがみられず、十分な効果が出ていないようだ。第3の矢が失敗した場合は、日本経済の先行きに多くの疑念を生んでしまう」。

サマーズ氏のこの「長期停滞論」を筆者の唱える「21世紀型世界経済危機」論と比較するならば、第1に、サマーズ氏には、長期停滞を財政危機・金融危機・実体経済危機の三重苦の悪循環というかたちで捉える視点が欠けていること、第2に、サマーズ氏は、黒田総裁による日本銀行の金融緩和と政策にたいして高い点数を与えていること、第3に、サマーズ氏は、「長期的停滞は回避できないものではない」と考えていること、こうした点で、差異を有するものであるが、それにもかかわらず、両者は、世界経済の現局面を過去に例のないタイプの「長期停滞」ないし「構造的危機」として把握しようとする姿勢において共通している。筆者が、「21世紀型世界経済危機」はなお継続している、と考えるゆえんである。

ちなみに、サマーズ氏は、バラク・オバマ政権初期の2009年から2年間、国家経済会議（NEC）の議長として、アメリカの経済政策を指揮した当の本人である。

他方、カウシク・パス世界銀行上級副総裁は、1月24日付の『朝日新聞』のなかで、「L字型低迷論」という主張を提起している。すなわち、「エコノミストたちはこの数年、長く待ち望まれる経済回復の形を表すために、アルファベットを使い尽くしてきた。楽観的な『V字型』に始まり、少し悲観的な『U字型』に移り、ついには絶望的な『W字型』に至った。しかし今、より深刻な不安が広がりつつある。（経済成長が停滞し続ける）『L字型』への懸念である」、と。この主張については、もはや、論評の必要はないであろう。字義どおりに理解されるべきである。

2. 「アベノミクス」の性格

「アベノミクス」の3本の矢のうち、第2の矢である財政政策は、在来型の公共事業の実施を中心とするという意味で、ケインズ型に属すること、また、第3の矢である成長戦略は、労働市場の規制緩和、「国家戦略特区」構想および法人税減税を中核とするという意味で、新自由主義型に属すること、これらの点にかんしてはおそらく衆論の一致するところであろう。ただ、第1の矢である金融政策にかんしては、ケインズ型か新自由主義型かという論点をめぐって、識者のあいだに若干の意見の相違が認められるようである。

結論的にいうならば、筆者は、異次元金融緩和と政策の背景には貨幣数量説（マネタリスト）的観点が控えているという意味において、新自由主義型に分類されるべきであると考えている。その根拠は以下のとおりである。

黒田東彦日本銀行総裁は、2013年10月10日のブレトンウッズ委員会国際ナショナルカウンシルミーティングにおける発言「『量的・質的金融緩和』の特徴」において、次のように言及する。「日本銀行は、4月に『量的・質的金融緩和』を導入しました。この新たな政策では、インフレ予想に直接働きかけることで、物価をグローバルスタンダードである2%まで引き上げることを狙っています」、「『量的・質的金融緩和』は、名目金利の引き下げ余地がなくなる中で、予想物価上昇率を引き上げるといふ、世界的にも過去に例のない政策です」。他方、岩田規久男副総裁は、これを受けるかたちで、2013年10月18日の中央大学経済研究所創立50周年記念講演会における講演「『量的・質的金融緩和』の目的とその達成のメカニズム」において、

以下のように補足する。すなわち、「なぜこのようなことが起こるのでしょうか。それは、市場参加者が、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額〕や超過準備〔必要準備を超える市中銀行保有日銀当座預金額〕の動向から中央銀行の政策レジームを判断し、将来の貨幣ストック〔現金（日銀券プラス硬貨）と民間（企業・家計）の市中銀行預金の合計〕や将来の金利およびインフレ率を予想するからです。／金利や予想インフレ率に影響するのは、中央銀行の金融政策レジームと、そのレジームを前提とした市場参加者の将来の貨幣ストックの予想であって、現在の貨幣ストックではありません。この意味で、『現在の貨幣ストックと物価との間に一対一の関係が成り立つ』という、素朴な貨幣数量説は現実に妥当しないでしょう。しかし、将来の貨幣ストックの経路に関する予想と予想インフレ率の間には密接な関係があり、そうして形成される予想インフレ率が現在のインフレ率を決定するのです」、と。

ここには、総裁と副総裁のあいだのみごとな連携プレーが確認される。また、ミルトン・フリードマンをもちだすまでもなく、マネタリストと新自由主義のあいだの関わりは深い。

問題をこのように整理するならば、「アベノミクス」の性格は、ケインズ型と新自由主義型のハイブリッド版、しかも、新自由主義型が優勢なそれであると位置づけることができるであろう。

そして、「21世紀型世界経済危機」との関連でいえば、第3の矢の労働市場の規制緩和や法人税減税は、日本経済を浮揚させるどころか、労働者の賃金の低下（したがって、国民の購買力の減少）と財政状況の悪化を招くだけのものであること、他方、第2の矢の在来型の公共事

業の実施は、長期的には、景気拡大に役立つかどうか、財政危機を激化させる要因として作用するにすぎないものであること、こうした点が、有識者のあいだでしだいに共通の認識になりつつある。

3. 異次元金融緩和の実績をどう見るべきか

2013年4月に日本銀行によって導入された「量的・質的金融緩和」政策は、「2%の物価安定目標を、2年程度の期間を置いて、できるだけ早期に実現する」ことを謳っている。他方、2013年12月以来の消費者物価（除く生鮮食品）の対前年比上昇率は、1.3%という水準を記録するにいたった。そこから、黒田総裁は、3月21日のLondon School of Economics 主催のコンファレンス（ロンドン）における講演「いかにデフレを克服するか」のなかで、「日本経済は2%の『物価安定の目標』実現への道筋を順調にたどり、道半ばまで来ている」、「日本経済の先行きは、消費税率の引き上げによって一時的に落ち込むものの、生産・所得・支出という前向きの循環メカニズムが維持されるもとで、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けていく」、と表明し、自信のほどを示す。

しかし、ここには、いくつかの問題が含まれている。

第1に、消費者物価の上昇の内容が問われなければならない。じつさい、木内登英日本銀行審議委員自身が、3月19日の滋賀県金融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、「この間の物価上昇率の押し上げに最も大きな影響を与えたのは為替要因であったと考えており、為替要因を除いた基調的な物価上昇ペースは、より緩やかである

とみえています」と、発言しているほどである。

第2に、日本銀行の物価見通しとエコノミスト・企業のそれとのあいだに無視できないほどの乖離がみられることである。日本銀行は4月30日に最新の「経済・物価情勢の展望（2014年4月）」を公表したが、そこでは、「消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間〔2014年度から2016年度まで〕の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」、と述べられている。これにたいして、一般に伝えられる、エコノミストの1年後の見通しは1.0%にすぎない。また、日本銀行は、全国企業短期経済調査（短観）の一環として、本年3月に企業の中期的な物価見通しを初めて調査したが、大企業製造業・非製造業の1年後のそれは1.1%（3年後は1.3%）であった。エコノミストと企業の物価見通しの近似性に留意がはらわれるべきであろう。

くわえて、4月30日の黒田総裁の記者会見の記録から、上記のいわゆる展望レポートにたいしては、佐藤健裕および木内審議委員から、「2%程度に達する可能性が高い」との記述への反対意見が、また、白井さゆり審議委員から、2%に達する時期を「見通し期間の終盤にかけて」と変更する旨の提案が、政策委員会・金融政策決定会合の席で提出され、否決されたことが知られる。つまり、総裁・副総裁を除けば、6名しかいない政策委員のうちの3名までが、理由はともかく、展望レポートの内容にたいして反対の態度を示したというわけである。

第3に、今年度の賃上げの動向をみるかぎり、「生産・所得・支出という前向きの循環メカニズム」が維持されそうにもないことである。国

民春闘共闘委員会の「国民春闘共闘情報（5月15日）」によれば、2014年春闘の賃上げ率は加重平均で2.07%（定期昇給込み）にとどまった。これは、この間の消費者物価の上昇率（1.3%）および消費税引き上げ（3%）の消費者物価への波及率（2%）を合計したもの（3.3%）に遠くおよばない。

要するに、異次元金融緩和の実績と展望は、相当に割り引いて受けとめる必要があるということになる。

4. 際立つ副作用

看過できないのは、この間、異次元金融緩和の副作用が誰の目にも明らかになりつつあることである。

第1に、4月14日の債券市場で、長期金利の指標となる新発10年物国債の取引が成立しないという事態が生じた。5月4日付の『日本経済新聞』は、この点について、次のように解説する。すなわち、「日銀が大量に国債を買い続けた結果、債券市場が干上がってきた。4月14日、13年ぶりに新発10年物国債の取引が成立しなかったことで市場ではこんな見方が広がった」、「日銀がどんどん買い込むことで価格は高く保たれ、国債の利回りである長期金利は低く抑え込まれている。相場の変動が消え、金融機関の取引意欲が衰えているのは事実だ」、と。これは、まさに、債券市場の崩壊と呼ぶべき事態であり、その意味で、「量的金融緩和政策」（2001年3月～2006年3月）の導入時のコール市場の崩壊に比すべき問題であるといえる。当時、日本銀行は、金融市場調節にあたって、操作目標を日銀当座預金残高に定め、必要準備を超える大量の当座預金を供給する一方、金利の決定を市場に委ねることになった。要するに、市中

銀行サイドでは、超過準備をコール市場で有利子で運用しようとする向きはあっても、それを調達しようとする向きはなくなったため、コール取引が成立せず、コール市場は事実上崩壊する結果にたちいたったというわけである。この際の反省のうえにたつて、それ以来、日本銀行は、市場機能の維持については特段の配慮をはらうようになっていたが、いままた、不本意にも、過去の失敗を繰り返さざるをえない状況に追い込まれつつあるということであろうか。

第2は、歴史的な低金利のもとで、融資の「利ざや」が縮小し、市中銀行や信託銀行の、預金を集めて融資に回す銀行本来の事業モデルが、機能を弱めつつあることである。5月15日付の『日本経済新聞』は、この点について、次のように伝える。すなわち、「五大銀行の2014年3月期決算は、日銀の金融緩和による好影響と悪影響が鮮明に出た。……歴史的な低金利で国内融資の『利ざや』は縮小した。預金を集めて融資に回す銀行本来の事業モデルは機能を弱めており、成長シナリオは描きにくい」、「三菱東京UFJ銀は融資や国債運用による利回りと資金調達コストの差である『総資金利ざや』が初めてマイナスとなった。投資信託販売などによる手数料収益は増えたため国内部門が赤字となったわけではないが、預金を集め融資や運用に回しても利益が出ない計算だ。みずほ銀も総資金利ざやはゼロ。金融緩和による負の側面といえる」、と。ちなみに、この問題をめぐっては、日本銀行自身も注視するところであり、『金融システムレポート（2014年4月）』には、「国内預貸業務を通じる基礎的な収益力は趨勢的な貸出利鞘の縮小などから、低下傾向に歯止めがかかっていない。特に、地域金融機関の収益環境には厳しいものがある」、「国内における貸出利鞘の縮小

や預貸差〔預金額と貸出額の差額〕の拡大は続いており、基礎的な収益力（コア業務純益ROA）は、依然として低下傾向にある」、と記されている。

第3は、より重要なことがらとして、日本銀行は、すでに、財政ファイナンス（金融政策をつうじた財政資金の供給）の領域に踏み込んでいるという問題である。この問題にかんしては、3つの側面が区別されなければならない。

1つ目は、「量的・質的金融緩和」政策が、日本銀行による長期国債の保有残高を年間約60～70兆円の規模（2年間で2倍）で増加させる旨を公約しているという側面である。これは、2014年度の政府当初国債発行予定額約41兆円（本予算のみで補正予算は含まない）をはるかに上回るものであり、数字だけでいえば、日本銀行が政府の財政赤字を丸抱えしてもなおおつりがくる勘定になる。

2つ目は、「量的・質的金融緩和」政策が、わかりやすい金融政策なる名目のもとに、「資産買入等の基金」を廃止し、長期国債の買入れ方式を一本化すると同時に、「銀行券ルール」を一時的に停止したという側面である。この側面は多少の煩瑣さをともなっている。順を追って説明していくことにしよう。

まず、「銀行券ルール」とは、2001年3月の「量的金融緩和政策」の導入時に採用されたものであり、日銀当座預金の供給を増額するうえで必要とされる場合には長期国債の買入れを従来のベース以上に増額するが、「ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする」、と定められたことをさしている（すなわち、日本銀行の自主的なルール）。

つぎに、「資産買入等の基金」とは、2010年10月の「包括的緩和政策」の導入時に創設されたものであり、その際の日本銀行の声明文は、

この措置の必要性を以下のように論じる。「短期金利の低下余地が限界となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、[国債の買入れをつうじた] 長めの市中金利の低下と [C P、社債、指数連動型上場投資信託 (E T F)、不動産投資信託 (J - R E I T) の買入れをつうじた] 各種リスク・プレミアム [国債にたいする金利上乘せ分] の縮小を促していくこととした。こうした措置は、中央銀行にとって異例の措置であり、特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、異例性が強い。この点を明確にしたうえで、市場金利やリスク・プレミアムに幅広く働きかけるために、バランスシート上に基金を創設し、多様な資産の買入れ……を行うことが適当と判断した。……基金による長期国債の買入れは、現行の長期国債買入とは異なる目的のもとで、臨時の措置として行うものである」。

さらに、「基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債と区分のうえ、異なる取り扱いとする」、という点については、2010年10月5日の記者会見における白川方明総裁 (当時) の以下のような証言が残されている。すなわち、「現在実施している長期国債の買入れは、経済の成長に伴う銀行券需要の趨勢的な増加に対応して、市場に対する安定的な資金供給を目的として行っており、買入れた国債は基本的に安定的に保有することを想定しています。このため、長期国債の保有残高は銀行券の残高を上限とする運営を行っています。また、こうした運営方式であることを予め公表することは、長期国債の買入れが財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確化することによって、長期金利のリスク・プレミアムの上昇 [ここでは、国

債金利の上昇] を予防する効果も有しています」、「一方、今回の資産買入等の基金による長期国債の買入れについては、これは短期金利の追加的な引き下げ余地が限られているという現在の情勢を踏まえて、長めの市場金利の低下を促すことを目的として実施するものです。将来に亘って、経済・物価情勢の如何にかかわらず実施していくという措置ではありません。この点は先程の銀行券需要増加に対応した長期国債のオペとは明らかに異なるものです。今回の措置は、この包括的な金融緩和政策の一環として導入した臨時異例の措置であり、そうした趣旨を明確にするため、バランスシート上も、新たに創設する資産買入等の基金に分別管理の上、保有することにしました」、と。

このように説明するならば、「銀行券ルール」の一時的な停止が意味するところは、もはや、明らかであろう。「銀行券ルール」は、その創設の経緯に照らして、財政ファイナンスに歯止めをかける役割を負わされたものであった。ところが、「量的・質的金融緩和」政策は、その意図はともかくとして、結果的に、財政ファイナンスにたいする歯止めを日本銀行がみずからの手で取り外すことになったというわけである。ちなみに、現在の日銀券発行高は約 85 兆円であるのにたいして、日本銀行の保有にかかる長期国債の残高は 200 兆円を超えるにいたっている。

3つ目は、日本銀行による国債買オペの現状は、すでにかぎりなく国債直接引受に近いものになっているという側面である。2013年10月6日付の『日本経済新聞』は、この点について、次のように報じる。「日銀が異次元の金融緩和に乗り出してから半年」、「気になる動きもある。銀行などに『財務省の新規発行入札で落札した国債を、すぐに日銀に売る取引が広がっ

ている』（パークレイズ証券の丹治倫敦債券ストラテジスト）。9月末の日銀の保有銘柄リストに『330 回債、7895 億円』とある。同月 20 日に出たばかりの 10 年債だ。発行額の 3 割近くを日銀が握る、「発行直後の国債が金融機関を経由し、すぐに日銀に——。昔の市場関係者が知ったら、こう言うかもしれない。『それは国債の直接引き受けと、どこが違うのか』／かつて日銀の国債購入には『1 年ルール』があった。発行から 1 年以内の銘柄は買ってはいけないという決まりだ。つくられたのは日銀が長期国債を買い始めた 1967 年。国債の流通市場が未整備だったためだが、いつしか『国債 [直接] 引き受けと区別するため』と説明されるようになった。／ルールが変わったのは、量的緩和政策を進めていた 2002 年 1 月。直近の 2 銘柄を除けば発行 1 年以内の国債でも買えるようにした。この時点で市場には『国債 [直接] 引き受けとの区別がつかなくなる』との声もあった。／10 年 10 月には基金をつくり、様々な資産を買う包括緩和策を決定。基金で買う残存期間の短い長期国債に限り、発行直後の銘柄も対象にした。そして 13 年 4 月 4 日。異次元緩和の導入に伴ってルールは消えた」。読まれたとおりの内容である。追加的な解説は要しまい。

最後は、日本銀行がこれだけ大量の長期国債を抱え込むことになったからには、異次元金融緩和政策からの「出口戦略」を描くことが、事実上不可能になったという問題である。日本銀行が市中銀行に長期国債を売り戻す場合はもとより、FRB（米連邦準備制度理事会）がいま進めているように、日本銀行が市中銀行からの長期国債の買入れペースを落とすだけでも、都市銀行が長期国債の保有額を減少させつつあるなかでは、債券市場に荷もたれ感が生じ、長期

国債が値崩れして、長期金利が上昇することになるであろう。そうすると、今度は、それが、一方で、新発債の発行利回りの上昇を介して財政赤字の増加を、他方で、市中銀行が保有する長期国債の評価損の発生を引き起こすことになる。まさに、2014 年 4 月 7 日付の『朝日新聞』の社説が説くように、「将来、金融政策を正常化する局面になっても、国債暴落が財政や金融機関の経営に与える影響を恐れ、緩和の縮小（出口）に踏み出せなくなる」、という袋小路に陥るわけである。黒田総裁は、「出口戦略」を描くことは時期尚早であると切り返すが、そのじつ、「出口戦略」を探りようがないというのが、おそらく、ことの真相であろう。筆者には、そのように思われてならない。

異次元金融緩和とは、じつは、これほどまでに多くの矛盾を抱えた政策なのである。

結びに代えて

以上を要するに、金融危機という言葉を金融政策の副作用の表面化という側面をも含めた広義の意味で把握するならば、財政危機、金融危機、実体経済危機の三重苦の悪循環なる「21 世紀型経済危機」は、わが国においても依然として継続中であることが無理なく理解されるはずである。

（たてべ まさよし・中央大学名誉教授）