

城南総合研究所 調査報告書 No.26

黒田日銀緩和政策の虚実 — 回顧と展望 —



慶應義塾大学名誉教授 福岡正夫

【プロローグ】

アベノミクスは、この4月でいよいよ4年目に突入することになった。

よく知られているように、この政策は、もともと「大胆な金融政策」という第1の矢、「機動的な財政政策」という第2の矢、「民間投資を喚起する成長戦略」という第3の矢、これら3本の矢を手段とし、「2%の物価上昇率を2015年中に達成すること」を的として出発したものである。昨年9月、安倍総理の総裁再選を機に、アベノミクスもまた第2ステージに移行したものとされ、新たな第1の矢「希望を生み出す強い経済」、第2の矢「夢をつむぐ子育て支援」、第3の矢「安心につながる社会保障」が掲げられるとともに、それぞれ「GDP600兆円」、「希望出生率1.8」、「介護離職ゼロ」を的とする旨が示されたが、この新しい3本の矢は、決して第1ステージの3本の矢にとって代わるものではなく、より適切に言えば第4、第5、第6の矢として、もっぱら元来の政策を補強するもの、言わばそれへの追加分と目されるべきものである。この点は、新3本の矢の目指すところがいずれも元来の第3の矢の「成長戦略」に含まれるべき項目であることから明らかであろう。

これらのことから、当初の第1、第2、第3の矢は、第2ステージになっても依然としてアベノミクスの枢軸をなす重要な政策であり、なかでも第1の矢の異次元金融緩和がアベノミクスのエンジンとして、その成否に天下の耳目が集まる眼玉政策であることには何らの変わりもないのである。

【緩和政策の足どり】

黒田日銀総裁の主導するこの金融緩和政策は、2013年4月「日銀は、2014年末までの2年間にベース・マネーを135兆円から270兆円まで倍増させる」と公表されたときに始まった。これは、年間約60兆円ないしは70兆円のペースでベース・マネーを増加させることを意味するが、またそれから1年半後2014年10月の第2回目の緩和公表では、「ベース・マネーを年間約80兆円に相当するペースで増加する」というように一層量的緩和が増強されることになった。

ところが転じて本年1月末の第3回目の緩和公表では、大方の予想を覆して、もう1ランク量的緩和を拡大するのではなく、いわゆるマイナス金利政策すなわち「各民間金融機関の日銀当座預金の金利を従来の0.1%からマイナス0.1%に引き下げる」というまことに意表をつく政策が導入される事態に立ち至った。

以下本稿では、これら一連の日銀緩和政策がこれまでもたらしてきた効果の経緯について、筆者の見るところ感ずるところを率直に記し、読者諸賢の御高評を仰ぐことにしたい。

【緩和でインフレ期待を？】

まず狭義の量的緩和政策であるが、これは日銀が年間80兆円なら80兆円の分の国債などを銀行を始めとする民間金融機関から買い上げ、その分の代金をそれら金融機関が日銀に預け入れている当座預金の中に振り込むという手法で、ベース・マネーの量を増加する政策を意味している。今振り返ってみて、当該の政策があげてきたもっとも顕著な功績は、それが株価を上昇させ円高を円安に向けて是正することによって景気を持ち直させた点にある、というのが大方の見解であろう。そのような成果は確かに異次元緩和政策に負うところであり、それを認めるに吝かではないが、ただそれが必ずしもこの政策本来のシナリオにもとづくインフレ期待理論を正当化するものではないことには注意を喚起しておかねばならない。というのは、当初提唱者たちが声高に表明していたように、元来この政策に期待されたところは、日銀が前記の手法を通じて大量にベース・マネーを増加しさえすれば、そのことによってインフレ期待が誘発され、そのインフレ期待の高まりが需要を増加させてデフレを克服する、という筋書きにほかならなかったからである。ここ2年ほどの市況の経過を見て明らかなように、異次元緩和は確かに株高・円安をもたらすことで物価を引き上げはしたけれども、市場参加者のあいだにインフレ期待を高めるという波及過程はほとんど迎ってこなかった。実のところ、ベース・マネーを増やせば必ずインフレ期待がひき起こされるという主張は、マクロ経済学の教科書のどこを見ても見当たらない虚構の定理なのである。

その辺の事情は、日銀が金融政策として自由裁量的に増減できるのはもっぱらベース・マネーであって、マネー・サプライないしはマネー・ストックそのものではないという事実由来する。当面の経済がデフレ経済で、企業の設備投資も個人の住宅投資もさえない状況にあるときには、折角日銀が大量のベース・マネーを民間銀行の日銀当座預金に注ぎ込んでも資金借入れ需要がほとんどなく、それをパイプとしてマネーが実体経済の中に広がっていくメカニズムが働かない。すなわちベース・マネーを増やせばおのずと資金需要が湧き起こるのではなく、資金需要がなければベース・マネーを増やしてもマネーは拡大していけないのである。金融当局がマネーを増やすことで民間需要を増やそうと思えば、いっそのこといわゆるヘリコプター・マネー政策をとったほうがはるかに有効であろう。

【円安の功罪】

一方、円安は輸出産業に有利に働くから、その点では確かに景気を好転させる上で有力である。しかし、円安でさえいいことづくめではない。円安は輸出品のドル建て価格を引き下げるので外需を増やし、したがって輸出数量を増やすことで景況の好転に役立つというのがオーソドックスな意見であるが、その後の日本企業のやっていることを見ると、むしろ輸出ドル価格はそのままに据え置いて円の手取り額を増やすという道のほうを選んでいるようである。すなわち確かに輸出製造業の収益は大幅に改善されたが、輸出数量そのものはそれほど増えておらず、したがって生産増強のために設備投資や下請け企業への発注が増えるとか雇用が増大するとかいった拡大効果はほとんど促進されなかったのである。

より重要なのは、円安によって輸入するもののほうの物価が上昇することで、その結果として経常収支は悪化するし、また非製造業は輸入原材料のコスト高のため収益が減少する。さらに輸入価格の上昇

は国民の実質所得をも低下させるので、生活者にとってもマイナスになる。

その後の物価の足どりは及ばずながら確かにアベノミクス施行以前より上向きになっているから、それを緩和政策の成果のバロメーターと見る向きは多い。しかし、このところわが国の物価の動向は、例えばパンを始めとする食料品の値上げに見るように、いま述べた輸入原材料の価格上昇に支配されがちで、この点は逆に原油が値下がりすれば途端に物価の上昇率もまた鈍化するという事実からも明らかである。つまり昨今の物価の動きはインフレ期待による需要の増大というよりは、むしろ供給サイド、コスト側の事情に左右されるところが大きいのである。

【円安局面の終焉】

いま仮にそうしたコスト・プッシュによる物価上昇の分をも緩和政策の功績の中にも含めしめるとしても、その原因をなしてきた円安基調そのものがいつまでも続くという保証はない。事実、昨今の内外の市場環境はそれを不可能とするような局面にかなり急速に移り変わりつつあるように思われる。

一つには、昨 2015 年を境として、わが国の貿易収支と経常収支の構造が大幅に変化するところとなった。2014 年には貿易収支は 10 兆円の赤字であり、経常収支は 12 年から 14 年にかけて 5 兆円以下に落ち込んでいたが、15 年には原油価格の下落のお蔭で貿易赤字は 6,000 億円で縮小し、また海外子会社の収益拡大や訪日外国人観光客の激増などによって経常収支も 16 兆円に膨らむことになった。こうした構造変化がそれに伴って円高圧力を生み出すことは必至の帰結であり、それを金融政策によって和らげるのは容易なことではない。

加えて目下の世界経済にはドル高是正の風潮があり、ドル安のメリットを市場は強く意識している。そのような国際相場の大きな流れの中でも、円は当然高くなりやすくなっているのである。

【マイナス金利の政策効果】

折しもこれらの趨勢が進みつつある状況下において、日銀は緩和政策第 3 弾としてのマイナス金利政策に踏み切ることになった。前記したように、この政策は民間の金融機関が日銀に預け入れている当座預金に従来のように 0.1% の金利をつける代わりに 0.1% の手数料を課するというものである。こうした措置が講ぜられることになった狙いは、ひとつには日銀当座預金に手数料がかかることになれば、資金を日銀に預けておくより株式などに回したほうが得になるので株買いが増え、株価が上がって景気の好転に資すると考えられるからであり、またもうひとつには当該の政策が銀行の貸出金利や住宅ローン金利をいく分でも下げる方向に波及するとすれば、企業の設備投資や個人の住宅投資が刺激され、これまた景況に好影響を及ぼすと期待されるからである。

ところが遺憾なことに、政策導入後の事態の経過は、必ずしもそれらの政策効果への期待を裏付けるものとはならなかった。前述した内外の情勢を考えれば当然のこととも思われるが、決定直後に生じた大幅な株高・円安はわずか数日のうちに勢いを失い、一瞬にして帳消しになってしまった。また投資への融資増大の可能性も繰り返すまでもなく企業や個人からの借入れ需要あつてのことで、目下のような世界経済先行き不透明の状況下にあつては、多少金利が下がったとしても顕著な効果が期待できるわけではない。加えて、マイナス金利は銀行収益を圧迫する、デフレ心理をかえって強める等々の副作用を懸念する声が、政策委員の間にさえくすぶっているのが現状なのである。

確かに当局の狙い通り、長期金利、その代表的な指標とされる新発 10 年物国債の利回りは、以低下傾向を強めてついにマイナス圏内に入り、3 月 8 日の東京債券市場では一時マイナス 0.1% と、日銀当座預金のマイナス金利と相並ぶ最低値をさえ記録した。黒田日銀総裁は同月 15 日の記者会見で、こうした経緯をもってマイナス金利政策の効果の表れと強調したが、昨今の長期金利の低下傾向をめぐっ

てはまたいささか異なった見方もあり得ることを無視するわけにはいかないであろう。

というのは、前にも触れたように、現在世界の金融市場では先行き不安心理が広がりつつあり、リスク回避の動きが加速度的に強まっているため、安全度の高い資産への逃げ込み手段として円とともに日本の国債にも買いが殺到しているからである。そのようなリスク回避行動が10年物国債の利回りをマイナス圏内に押しやっているのだとするならば、それは「当局」によるテコ入れの成果と見るより、世界経済の先行きに対する「市場」からの警鐘、警戒シグナルと見るべきであろう。

【エピローグ】

以上の考察が我々に教えるところは、黒田日銀総裁の金融緩和政策もそろそろ黄信号のともる段階に到達したのではないかということである。これ以上追加緩和に踏み切ったところで、結果はこれまでと大して相違しないであろう。すでに日銀は目標とする物価2%上昇の達成期を4回も先送りし、現在は17年度中としているが、さらなる先延ばしに追い込まれる可能性も否定できない。もはや日銀はこれ以上物価上昇率の値に一喜一憂することはやめ、量的緩和の規模を徐々に縮小して「出口」に向かうべきであろう。アベノミクスは物価から成長戦略に軸足を移し、物価上昇の代わりに国民の生活水準の向上を至高の政策目標として、抜本的な産業構造の新陳代謝と取組むべきであろう。

[福岡名誉教授略歴]

- 1947年 慶應義塾大学経済学部卒業
- 1960年 慶應義塾大学経済学部教授
- 1965年 慶應義塾賞受賞
- 1973年 慶應義塾経済学部長兼大学院経済学研究科委員長
- 1977年 理論・計量経済学会（現日本経済学会）会長
- 1977年 慶應義塾常任理事
- 1979年 日経・経済図書文化賞受賞
- 1980年 経済学博士
- 1989年 財団法人出光美術館理事
- 1990年 紫綬褒章受章
- 1990年 慶應義塾大学名誉教授
- 1990年 創価大学経済学部教授
- 1991年 日経・経済図書文化賞審査委員長
- 1994年 関東学園大学経済学部教授
- 1996年 勲二等瑞宝章受章
- 2000年 那須大学都市経済学部教授
- 2006年 那須大学改称宇都宮共和国大学名誉教授

[主な著書]

『経済学の考え方』『一般均衡理論』『均衡理論の研究』『貨幣と均衡』『経済学と私』『ゼミナール経済学入門』改訂4版『ケインズ』『歴史のなかの経済学』『均衡分析の諸相』ほか、論文、訳書等多数。