

# デフレ下の金融政策とその限界

中野 瑞彦

はじめに

1. 黒田日銀総裁の意図
2. デフレに関する認識
3. 貨幣供給量と消費者物価
4. 銀行のポートフォリオ・リバランス
5. 異次元金融緩和政策の評価

## はじめに

黒田東彦氏が2013年3月20日（水）に日銀総裁に就任し、翌月の4月4日（木）の総裁記者会見では自ら「異次元金融緩和」と呼ぶ大胆な金融緩和策を打ち出した。この政策発表前後にかけて、円ドル相場はわずか4営業日で6円31銭も下落し（終値ベース、4月3日：93円04銭、4月8日：99円35銭）、日経平均は同期間に830円39銭も上昇した（終値ベース、4月3日：1万2362円20銭、4月8日：1万3192円59銭）。異次元金融緩和政策が安倍政権発足の直前から生じていた円安・株高傾向に一段の弾みをつけたのは間違いない。

しかし、その後の展開を見ると、5月中旬末にかけて日経平均は約20日間で最高値から3千円以上の下げとなり（終値ベース、5月22日：1万5627円26銭、6月13日：1万2445円38銭）、円相場も同様に9円11銭の

---

キーワード：異次元金融緩和政策、デフレーション、貨幣数量説、  
ポートフォリオ・リバランス

円高になるなど（終値ベース、5月18日：103円18銭、6月14日：94円07銭）、市場は乱高下を繰り返した。これは米国が大規模金融緩和から脱出するいわゆる「出口」の時期を巡り思惑が入り乱れたことがあるが、より根本的には昨年12月以降の急速な相場展開はヘッジファンドや機関投資家などが相場の流れに乗って作り出したものであったことの反映である。その目的が短期的な収益確保である以上、タイミングを見計らって手仕舞いしたに他ならず、4月の相場展開はデフレ脱却期待を先取りした動きに過ぎなかった。その後の13年10月末までの7か月間は、日経平均は14000円台で推移し、円ドル相場は90円台後半にとどまるなど当初の勢いはなくなった。

真にデフレを脱却するためには、短期取引の結果としての相場価格ではなく、実体経済に裏付けされた市場価格が一定期間にわたって維持されなくてはならない。本稿では異次元金融緩和政策の中身を検証した上で、それがデフレ脱却に寄与するのか、特に市中銀行の前向きな貸出増加につながるのかどうかという点に焦点を当てて検討する。

## 1. 黒田日銀総裁の意図

### (1) 黒田日銀による「量的・質的金融緩和」政策

2013年1月に発足した安倍内閣が呈示した「三本の矢」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、により構成されている。このうち、本稿ではアベノミクスの金融政策を検証する視点から、①についてその内容を検証する。

黒田日銀総裁が打ち出した金融緩和政策である「トリプル“2”政策」の内容は、2年以内に消費者物価上昇率2%を達成すること、そのためにマネタリーベース（日銀券残高+貨幣残高+日銀当座預）及び長期国債保有額等を2年で2倍に増額すること、同時に長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長することである（図表1-1）。具体的には、マネタリーベースを14年末に270兆円まで拡大する目標の中で、長期国債を毎月7兆円買い上げて金融機関と市場にマネーを供給するというものである。長期国債残高

は2012年末で789兆円、発行額は2012年年間で128兆円であったので、年間発行額が同程度であれば約7割を日銀が購入することになる。もっとも、アベノミクスの第二の柱として「機動的な財政政策」が打ち出されていることから長期国債の発行額が増加する可能性は大きく、その場合でも日銀が7兆円を限度とすれば購入割合は低下することになる。日銀がどの程度の割合で購入すれば長期金利への介入をコントロールできるかは定かではないが、新規発行額の5割以上を中央銀行が購入するというのは長期金融市場への明らかな介入と言えよう。この金融緩和策と同時に、「銀行券ルール（長期国債保有残高について銀行券発行残高を上限とする）」を廃止し、歯止めなき国債購入に途を開いた。こうした政策に対しては、マネタイゼーションであるとの批判が高まっている。

図表 1-1. 黒田日銀総裁による量的・質的金融緩和政策の内容

項目/時期	2013年3月末時点	2年以内程度目標
消費者物価前年比上年率	-0.3% (12年度)	2%
① 金融市場調節の操作目標  マネタリーベース残高	無担保コールレート・オーバーナイト物  【残高：138兆円（12年末）】	マネタリーベース 増加ベースは年間60兆円 ～70兆円 残高：270兆円（14年末）
② 長期国債保有残高増加ベース 購入対象国債の平均残存期間	【残高：123兆円（12年末）】 3年程度	50兆円 7年程度
③ ETFおよびJ-REITの買入れ額		年間1兆円および3000億円
④ ①から③の実施	—	必要な時期まで継続
⑤ 資産買入等の基金 銀行券ルール	規模 あり	廃止 一時停止

(注)比較のために【 】内に該当項目の残高を示した。

(資料)日本銀行「総裁記者会見要旨」(2013年4月)

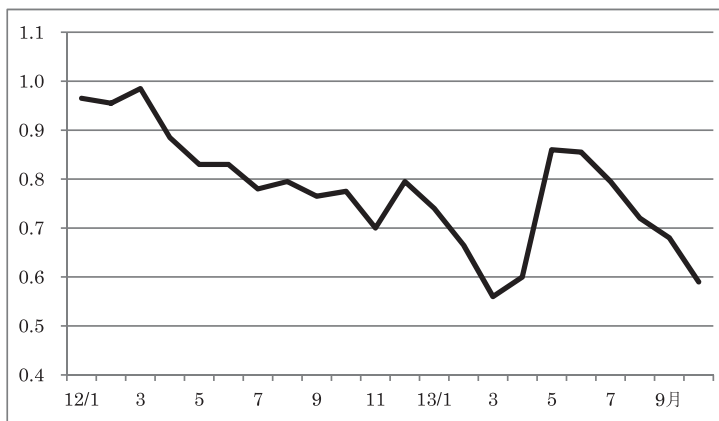
## (2) 異次元金融緩和政策の狙い

黒田総裁は上記の大胆な金融緩和政策を自ら「これまでとは次元の違う金融緩和」と説明しているが、その意図は以下の点にあると考えられる。第一に長期国債市場に直接的に働きかけることにより、長期金利の上昇を意図的

に抑制することである。この結果、長期金利が長期にわたって低位で推移するだろうという期待を作り出し、民間企業の設備投資意欲を刺激することを目指している。同時に、長期金利が低位で推移すれば国債発行に伴う政府の金利負担も軽くなる。しかし、実際には異次元金融緩和政策が始まった翌月の5月には長期金融市場が混乱し、長期金利は0.86%（月末）まで跳ね上がった。その後に混乱は収束したものの、長期金利が日銀の意図通りにコントロールできないことを露呈した。

図表1-2. 長期国債(10年)新発債流通利回り

(単位：%)



(資料)日本銀行

第二に、実質金利がマイナスとなる「世界」を金融政策により実現することである。異次元金融緩和政策は、消費者物価前年比上昇率2%程度を目標とすると公言する一方で、長期金利を低水準（10年物で1%以下）に維持することを目標としている。即ち、実質金利（名目金利-インフレ率）をマイナスに持ち込み、それを長期にわたって維持する政策である。これは先進国にとって「未曾有の経験」（白川〔2013〕）であるが、これはどのような効果を生むであろうか。それは資産価格の上昇である。投資家が実質長期金利のマイナス状態が続くと十分に予想できれば、資金を借りて株式や不動産な

ど資金の流入しやすい資産に投資することは合理的な行動である。もっとも、投資家が日銀の「公約」実現には時間がかかる或いは実現しそうにないと判断した時点で、資金を引き揚げる巻き戻しが発生し、資産価格は激しく下落する。13年5月の株式相場ではこの現象が生じた。ここで留意すべきは、ヘッジファンドなどの投機家は短期取引に徹しており、目標とする絶対リターンを確保した場合には長期的見通しにかかわらず取引を手仕舞う点である。つまり投機家にとっては日銀の目標が達成されようがされまいがどうでも良いことであり、稼げる範囲で稼ぐことが最大の目的である。その意味では、マイナス実質金利のメリットを投機家に先食いされるリスクが常に存在している。

第三に、市中銀行のポートフォリオ・リバランス効果である。新規に発行される国債の7割を日銀が引き受けることになれば、これまで預金を国債購入に充当してきた市中銀行は、余剰資金をその他の資産に振り向けることになる。この時に実質金利がマイナスであれば企業が銀行から資金を調達して投資する刺激効果をもたらす。ただし、その投資が工場・店舗施設や機械などの実物投資になるとは限らず、株式や不動産などに向かう可能性は否定できない。ところで、銀行が貸出を増加させるためには、後述するように信用リスクの低下という条件が必要である。2000年代前半の銀行危機以降に銀行貸出残高が目立った増加を見せていない理由は、デフレ経済と景気低迷の中で信用リスクが低下していないためである。仮に資産価格が上昇し資産取得向け貸出のリスクが低下することによって銀行貸出が株式や不動産の購入資金に向かえば、これはバブルの再来であり銀行はかえって多大なリスクを負いかねない。奥村〔1999〕は、バブル期に中小企業が不動産向け投資を拡大した資金源は銀行借入であったことを指摘した。異次元金融緩和政策によるポートフォリオ・リバランスは、再び資産インフレを引き起こす危険性をはらんでいる。

## 2. デフレに関する認識

### (1) デフレの定義

デフレの定義について経済企画庁は1999年の物価リポートで「物価下落を伴った景気低迷」としており、この時点のデフレの認識には物価と景気動向の両面を踏まえるという点で幅があった。他方、日銀は「『デフレ』とは、物価の全般的かつ持続的な下落を指す」（「わが国の物価動向」2000年10月）との認識を示していた。その後、01年2月2日の経済財政諮問会議を受けて内閣府が「物価の持続的の下落」をデフレと定義した<sup>1)</sup>。これにより小泉内閣は01年3月に上記のデフレの定義を変更し、IMF基準<sup>2)</sup>に沿って一般物価が少なくとも2年連続で下落した場合をデフレと定義した。このことは物価下落幅が1%以内と小幅な場合でもデフレと規定されることを意味する。逆に、物価が上昇していればその幅がたとえ1%以内でもインフレかといえ、恐らくインフレとは定義できないであろう。つまり、物価の下落側に相当のバイアスがかかった定義と言える。このデフレの定義が妥当なものかどうかは疑問が残る。例えば、大瀧・小池〔2013, p17〕は消費者物価をインフレ率として見た場合、インフレ率がマイナスの値となったのは2000年代の「構造改革」期だけであり、それも年平均0.3%に過ぎないと指摘している。後述するように物価が下落を続ける状態は経済にとって決して良いことではないが、下落率の程度にかかわらずに少なくとも2年連続の下落であればデフレという概念のもとに極端なリフレ策を正当化することは危険である。

### (2) 消費者物価上昇率の推移

内閣府のデフレの定義には疑問が残るものの、日本の物価上昇率が極めて低水準で推移していることは間違いない。消費者物価上昇率（総合、前年

---

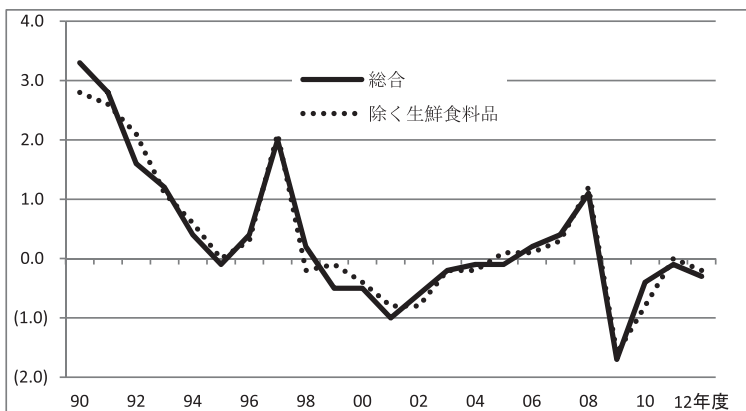
1) 岩田〔2003〕(p6-7)。なお浜田〔2013〕(p54-55)によれば、この変更の中心を担ったのは岩田一政内閣府政策統括官である。

2) IMFはWorld Economic (1999年10月)、第4章、図表4-2 “Deflation & Output Growth” 脚注に「少なくとも2年連続で物価が下落する場合をデフレと定義する」とあるが、“Definition” IMF (2003年4月)では、「物価、例えば消費者物価やGDPデフレーターが持続的に下落する状態」と定義している。

比)の推移を見ると(図表2-1)、プラザ合意とルーブル合意のあった1980年代後半から上昇率は大きく低下し、87年には一時的に(86年10月から87年3月まで)マイナスを記録した。その後は一旦上昇に転じたが、バブル崩壊後の90年代前半に上昇率は大きく低下し、94年4月から97年3月まで1%からマイナス1%の範囲で推移した。97年4月から98年3月までは消費税増税の影響を受けて2%前後に上昇したが、この時の税率アップ幅が2%(消費税率3%→5%)であったことを考えると、真水の上昇率は1%以下であった。その後も0%以下で推移したが、2006年から08年にかけては米国の金融バブルの影響を受けて日本でも消費需要が高まり、消費者物価上昇率は上昇に転じた。それでも1%に届くのがやっとで、リーマン・ショック後は再びマイナスとなった。GDPデフレーター上昇率はより顕著にデフレ動向を示しており(図表2-2)、国内総生産(支出側)、家計最終消費支出ともに98年度以降はマイナスが続いている。家計消費支出はGDPの6割を占めるため、そのデフレーター動向はGDP全体のデフレーター動向に大きな影響を与えている。

図表2-1. 消費者物価上昇率(年度, 前年比)の推移

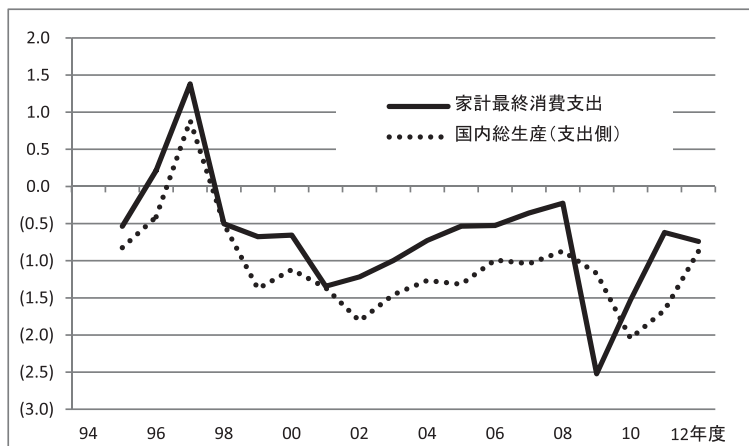
(単位: %)



(資料)総務省

図表 2-2. GDPデフレーター(年度, 前年比)の推移

(単位: %)



(資料)内閣府

次に品目別の上昇率を比較すると、交通費や通信費などが高止まりしているのに対し、耐久消費財が著しく下落している(図表2-3)。交通費や通信費は価格が規制されている面もあり、急激な上昇がない代わりに下落もほとんどなくほぼ一定である。他方、電化製品などの耐久消費財は技術進歩が速い上に企業の競争も激しいために、基準年の性能を備えた製品の価格は急速に低下する傾向にある。また、製品によっては円高による輸入品価格の下落も大きく影響している。このような状況を踏まえて、物価下落の原因を耐久消費財価格の下落に求める説や、円高による輸入価格の下落に求める説がある。ただ耐久財のウェイトは全体の1%程度であり、耐久財価格の下落をもってデフレの原因とは言えないであろう。2003年度から12年度のデフレ局面について言えば、家賃と交通通信、医療保険、教養娯楽の四つのウェイト合計で5割弱を占めており、いずれも価格が下落している。つまり、03年度以降の局面では多くの財・サービスが下落する状況となっており、デフレの原因を特定品目に求めることは困難である。つまり、家計消費の全般的な条件変化が物価下落を招いていると考えられる。



図表 2-3 消費者物価の品目別物価上昇率

(指数基準 2010年=100, 単位: %)

	全体	除く生鮮品	家賃	耐久財	交通通信	医療保険	教養娯楽
ウェイト	10000	9604	1865	121	1421	428	1145
1995年度 a	101.0	101.1	97.2	239.3	105.3	89.0	119.0
2003年度 b	100.7	100.9	101.1	152.4	101.3	102.5	109.9
2012年度 c	99.5	99.6	99.3	75.9	101.5	98.4	94.0
b/a	△0.3	△0.2	4.0	△36.3	△3.8	15.2	△7.6
c/b	△1.2	△1.3	△1.8	△50.2	0.2	△4.0	△14.5
c/a	△1.5	△1.5	2.2	△68.3	△3.6	10.6	△21.0

(資料)内閣府

## (3) 相対価格と絶対価格

全体価格の下落と個別財の価格下落はどのように関係しているのだろうか。リフレ派にとって、全体物価下落の要因が個別財の下落によることは都合が悪い。その理由は、デフレの原因が個別財の価格下落になってしまうからである。耐久消費財の価格下落が原因であれば、その価格下落を止める方を打ち出せば良く、中央銀行が通貨を増やす必要はないからだ。このため、リフレ派は、ある財の価格が下落しても他の財に需要が向かうため、ある財の物価下落によって全体の物価は下落しないと主張している。岩田〔2003〕は、輸入デフレ説の誤りを説明する中で「輸入財（輸入製品のこと）の価格が下がっても、その他のモノ（これを非輸入財と呼ぼう）の価格が上がれば、輸入財の非輸入財に対する相対価格は低下するが、デフレではなく、インフレが起こる可能性があることがわかる。」(p 123-124)と述べ、ミルトン・フリードマンの言葉（相対価格と絶対価格の変化を区別することが重要であること、ある財の価格が上がるとその財以外への支出を減らすからその財以外の価格を引き下げないしは上昇を抑えたりする圧力になること）を引用し、その上で「輸入財の価格が下がれば、企業や消費者は輸入財への支出が減った分を、輸入財とは競合しない他のモノの支出に向けるから、それらの価格は輸入財価格の低下を相殺するように上がるだろう。その

結果、物価は下がらないことになる」(p 124)と説いている。更に、「良いデフレ」はないとの立場から、「良い物価下落論」の代表説である「輸入デフレ説」と「供給要因によるデフレ説」を挙げいずれも正しくない論じる中で、生産コストの低い海外生産品（例えば中国製品）を輸入することによってデフレが生じるのであれば、日本だけでなく他の国（例えば米国）でもデフレが発生するはずであるが、他の国では発生していないと、「輸入デフレ説」を批判している。

これに対しケインジアンで反リフレ派の吉川〔2013〕は、全体物価は個々の物価の積み上げであり絶対価格の下落が全体価格の下落をもたらしていると論じ、「デフレを説明するためには、一般物価指数を構成している個別の財・サービスの価格がなぜ上がったたり下がったりしたのか考え、それを積み上げればよいはずだ。」(p 104)とリフレ派の主張を批判している。

このような個別財価格と全体価格の関係は、まず所得と支出の関係を踏まえてはならない。家計ないし企業が所得の中から常に一定額（一定割合ではない）の支出を行うことを前提としている場合とそうでない場合を区別して検討すべきであろう。経済の先行きが不安な状況下では、ある財の消費に向かう価格が下落して余剰となった所得はそのまま貯蓄に回され、他の財の消費に向かう可能性は低い。特に賃金が減少している場合には尚更である。将来所得が不安視され貯蓄を増やしたいという動機が働く場合には、消費そのものを抑制しようとし他の品目への支出を増やすことはない。従って、ある特定品目の価格下落が物価全体の下落を招くことになる。逆に、経済が正常な状態にあり企業や消費者が将来にわたって一定の所得を得られると確信している場合には、全体の消費水準を落とすことはない想定されるから、個別品目の物価下落は全体物価の下落に結びつかないであろう。つまり、全体物価と個別品目物価の関係は、現在と将来の所得予想によって決まると考えるべきである。資産所得も同様である。保有資産、特に処分可能な株式や不動産などの資産の値上がりは将来の（処分した場合の）所得増加を期待させるから、消費意欲を掻き立て対象となる品目の価格は値上がりす

る。現に、アベノミクスによる2012年末以来の株価上昇の効果は株式保有者の消費行動に表れており、高額商品の売れ行きが好調となった。

#### (4) 「良いデフレと悪いデフレ」論

浜田〔2012〕はデフレがもたらす経済の縮小を指摘し、「若者の就職先がないことは、雇用の不足により単に現在の日本の生産力が失われるだけではありません。希望に満ちて就職市場に入ってきた若者の意欲をそぎ、学習による人的能力の蓄積、発展を阻害します。日本経済の活力がますます失われてゆきます」(p 22)と述べている。ここで述べていることは正論である。そもそもデフレ下でも実質GDPは増加しているのだから、設備を一定とすれば実質ベースの雇用が必要である。しかし、デフレ下では売上金額が減少するにもかかわらず、固定費用は名目ベースで確定した金額として計上されるから、企業の利益は減少する。このため、企業は合理化により収益回復を図ろうとし、人件費関連では賃金の引き下げ、ないしは人員削減を実行する。また、借入のある企業はデフレ下で売上げが減少しても債務額並びに返済額は不変であるから、実質的な債務負担が増加する。このようなデフレのデメリットはリフレ派を中心に数多く指摘されてきた。他方、反リフレ派はディスインフレ状態や緩やかなデフレ状態は、日銀が従来の枠を超えて大幅な金融緩和を実行する状況ではないと主張している(大瀧・小池〔2013〕)。

いずれの議論が正しいかは、所得との関係、より詳細には賃金との関係で捉えるべきである。賃金が増加ないし一定であれば、一般物価や資産価格の下落は実質購買力の増加に繋がるから「良いデフレ」と認識される。他方、デフレの影響で賃金が減少し、それも物価下落率を上回るレベルで低下すれば実質購買力の低下となり「悪いデフレ」となる。生産性向上による価格下落と需要増加による総体的な売上げ増加が生じない限り、価格下落は時間的な遅れを伴って(日本のように企業がデフレを賃金抑制に利用する場合も含め)賃金下落に結び付く可能性が高いこと、(デフレ自身が物価の持続的

下落現象ではあるが) 賃金下落が持続するとそれが将来的にも持続すると予想して不安が生じ支出を抑制することから、一般的にはデフレは悪い結果をもたらすことになる。

#### (5) 賃金デフレ論の検証

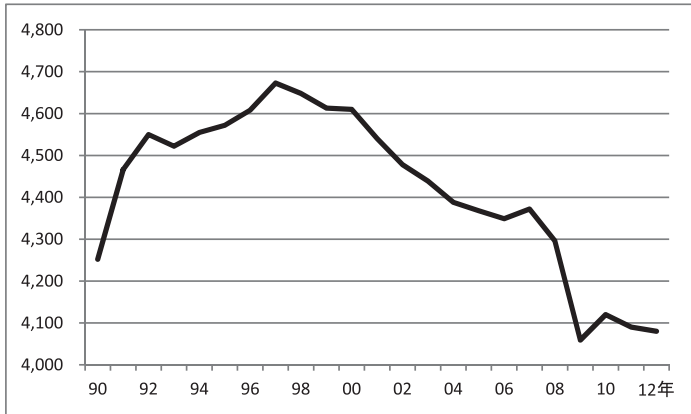
一般物価(消費者物価)だけが下落して賃金が下落しないという状態は、短期的にはありうるが長期的にはあり得ない。その理由は、家計の大半は賃金から所得を得ており、一般物価の下落は財・サービスの販売価格の下落を通じて必ず賃金に反映されるからである。唯一考えられる状況は、何らかの理由によって生産性が著しく上昇し、その成果を(賃金という形ではなく)商品価格の下落という形で受け取る場合であろう。或いは、日本で生産されないが多くの商品価格に関連している原油など一次産品の価格が何らかの理由によって大幅に下落する場合である。だが、2000年以降の原油価格を含む一次産品価格は世界経済の拡大を受けて上昇しインフレ要因であった。

民間給与所得者の平均給与の動向を見ると(図表2-4)、1997年の467万3000円をピークとして下落に転じ、2003年から08年のリーマン・ショックまでの景気拡大期にも上昇に転じることなく下落が続き、更にリーマン・ショック後に急落した。この結果、12年の水準は22年前の90年を大きく割り込んでいる。

これを事業所規模別の下落率で見ると(図表2-5)、合計(全事業所の平均)では17年前の1995年と比較した下落率(c/a)は10.8%であり、このうち03年から12年の下落率(c/b)が大きくなっている。この結果、給与下落率から消費者物価下落率を引いた実質下落率は、(b/a)が-2.7%であったのに対し、(c/b)は-6.8%とマイナス幅が大幅に拡大した。なお、この統計は実際に雇用されている勤労者を対象にしており、失業者を含んでいない。次に規模別の下落率を比較すると、10人未満の小規模企業は(b/a)と(c/b)ともに下落率が相対的に小さかったのに対し、30人以上になると規模が大きくなるにつれ(b/a)、(c/b)の下落率が拡大しているこ

図表 2-4. 民間給与所得者の平均給与の推移

(単位：千円)



(注)1年以上勤続者の平均給与(給与と賞与の合計)。

(資料)国税庁「民間給与実態統計調査結果」

図表 2-5. 事業所規模別の平均給与(1年以上勤務)と増減率の推移

(単位：千円，%)

	CPI	合計	10人未満	30人以上	100人以上	500人以上	1000人以上	5000人以上
1995年 a	—	4,572	3,520	4,374	4,700	5,153	5,649	6,077
2003年 b	—	4,439	3,494	4,193	4,600	4,910	5,275	5,687
2012年 c	—	4,080	3,219	3,754	4,157	4,525	4,847	5,097
b/a	△0.2	△2.9	△0.7	△4.1	△2.1	△4.7	△6.6	△6.4
c/b	△1.3	△8.1	△7.9	△10.5	△9.6	△7.8	△8.1	△10.4
c/a	△1.5	△10.8	△8.6	△14.2	△11.6	△12.2	△14.2	△16.1

(注)1. CPIは消費者物価総合(除く生鮮食料品)，年度。

2. 平均給与は給与と賞与の合計，暦年。

(資料)図表 2-4 に同じ。

とがわかる。これは小規模事業所の場合には、もともと賃金水準が低く人件費調整は賃下げよりも正社員の人員削減により対応していることが考えられる。これに対して大規模企業はもともと賃金水準が高い上に賞与という調整

しやすい部分のウェイトが大きいためであると考えられる。このように、賃金下落率が消費者物価の下落率を大きく上回ったこと、つまり実質賃金上昇率が大幅なマイナスになったことがデフレの原因である購買力低下を招いたと考えられる。

デフレの原因について、吉川〔2013〕は名目賃金が1998年から下落し始めたこと、物価の下落要因となるユニット・レーバー・コストが名目賃金下落に先行する95年から下落していたことを指摘した上で、98年は日本長期信用銀行や日本債券信用銀行が破綻するなどして日本経済がマイナス成長になった時期であり、また（デフレとは直接関係ないが）年間自殺者が大幅に増加して3万人を超えたりするなど経済環境が一気に悪化した時期であったと述べている。これに対して、リフレ派の若田部〔2013〕は、「吉川の議論の弱点は、なぜ日本だけで名目賃金が減少したかについて明確な説明ができないことです。」(p.82)と吉川の賃金デフレ説を批判している。その上で、賃金上昇にはタイム・ラグがあるとし、「マネーを増やすことが予想物価上昇率の変化をもたらし、それがある程度の時間的遅れを伴って、賃金と物価に影響を及ぼすこととなります。」(同)と、マネーから予想物価上昇率、予想物価上昇率から賃金と物価の上昇というプロセスを主張している。

後述するように、ベースマネーは（リフレ派が主張するように量的には不足していたとしても）少なくとも増加していたので、予想物価上昇率と物価上昇率にはプラスに働くはずであった。しかし、統計を見る限り、日銀の金融緩和によってベースマネーが増加しても（ここでは意図的に増加させられるマネーはベースマネーであるとの前提に立っている）、物価上昇率のトレンドは変化しなかった。更に言えば、1990年代から200年代にかけて日本では大幅な労働規制緩和が進み、派遣労働者やフリーターなど非正規労働者が著しく増加した。こうした労働者は企業によって労働需給の調節弁として利用され、正規労働者の賃下げにも大きく寄与した。つまり、90年代半ばからの日本では雇用面での規制緩和により大きな構造変化が生じたことが賃金デフレを加速したことの原因である。

### 3. 貨幣供給量と消費者物価

#### (1) 貨幣数量説の検討

リフレ派がマネーを供給すればデフレを脱却できると考える最大の根拠は、貨幣数量説である。フィッシャーの貨幣数量説に立てば、流通貨幣供給量が増加すれば物価が上昇することになる。もっとも岩田〔2003〕はこの点について慎重で、「物価は貨幣供給量の変化だけでなく、貨幣の所得流通速度や実質経済成長率の変化によっても変化することがわかる。」(p 104-105)と述べ、以下の式を示して貨幣の所得流通速度が上昇したり実質経済成長率が低下したりすると、物価が上昇することを示している。

$$\text{物価の変化率} = \text{貨幣供給量の変化率} + \text{貨幣の所得流通速度の変化率} - \text{実質経済成長率}$$

その上で、貨幣の所得流通速度が1970年前後から長期的に低下しているために、貨幣供給の変化率と消費者物価の変化率との間に安定的な関係が存在しないと述べている。但し、貨幣供給量の変化率と消費者物価の変化率について、タイム・ラグを伴って変化率が同じ方向に動く関係を指摘した。この関係を長期間（1920～2000年）で見ると非常に安定的な関係があるとし、日本がデフレになる貨幣供給量（M2またはM2+CD）の増加率は約4.2%で戦前を含めたデータとほぼ変わらないこと、91～2000年の貨幣供給増加率は2.7%で過去の長期的な関係から見てデフレ経済に陥るに十分なほど低い貨幣供給量の増加率であったと述べている。その上で、5～10年の長期では貨幣数量説が当てはまるが、それよりも短い期間では賃金の下方硬直性を前提とし実質国内総生産が減少しデフレ不況に陥るニュー・ケインジアン・モデルが当てはまるとしている。これは貨幣供給量の増加率が低下するときに景気が悪化していて実質経済成長率が低下していれば物価下落率は小幅にとどまるから、貨幣供給率の低下が物価下落と連動しなくなるからである。これが続くとデフレ期待が定着し、貨幣保有の動機が強まって貨幣需要が増加し貨幣の流通速度が低下するから、貨幣供給量の低下以上に物価が下落す

ることになる。そのような場合には貨幣供給量の増加率を引きあげることで物価を引き上げ、実質国内総生産の増加率を引きあげることができると主張する。

一方、貨幣数量説には懐疑的な立場からは、貨幣数量説成立には条件があるとの指摘がある。大瀧〔2013〕は、「貨幣数量説が成立するのは完全雇用や目も当てられぬ戦災を受けた時のように、実体経済の供給能力がその上限あるいは下限に位置する時に限られる。」(p 33)とした上で、「貨幣数量説が成立するためには、そもそも人々が貨幣数量説的な信仰 (extraneous belief) を抱くことが必要条件なのである」と述べている。また、貨幣数量説に否定的な立場からは、建部〔2013〕は「日銀は日銀券の流通高を自らの力でコントロールすることはできず、日銀券を企業・家計の要求に応じるかたちで受動的に供給する以外に方途はないのである。」(p 27)とした上で、既に日銀が30兆円を超える準備額を市中銀行に注入し、「日銀はジャブジャブともいえるほどの貨幣を供給していることになる。」(p 27)としている。その上で日銀の白川前総裁の講演を引用し、そこには「デフレが貨幣的現象ではないことと、また中央銀行の金融政策の実態に即して、それがデフレに向けてなしうること、なしえないことが、簡にして要をえたかたちで過不足なく説明されている。」(p 128)と論じている。

以上の議論を踏まえると、短期的には単純な貨幣数量説は当てはまらず、あるいはゼロ金利で流動性の罠に陥っている時にはマネーと物価との間に有意な関係を見いだすのは難しいことがわかる。だが、リフレ派は将来の時間軸を設定することで貨幣数量説は依然として有効であると主張する。若田部〔2013〕はクルーグマンの議論を展開し、流動性の罠に陥っている場合の打開策として、デフレのときにはデフレ予想を打破しインフレ予想を醸成するための工夫が必要になるといい、それに有用なのがインフレ目標であると述べている。クルーグマン・モデルでは、「現在」と「将来」という二つの期間を設定し、「現在」は流動性の罠に陥って貨幣数量説が成り立たなくても、「将来」は（流動性の罠に陥っていないという仮定のもとで）貨幣数量説が



成立しているから、将来のマネーサプライを増大させると名目物価は上昇する。つまり将来マネーサプライが増大するという期待を生み出しさえすれば期待インフレが上昇し、たとえ名目利率がゼロであっても実質利率は低下し、投資を刺激する。この時に「現在の量的緩和」が将来のマネーサプライ増加のシグナルになるとしている。この異時点間の消費行動を前提とするクルーグマン・モデルについて、吉川〔2013〕はその論理を批判的に検討している。吉川は、マイルドインフレーションの状況下では将来の物価水準を決定するもっとも重要な要素はマネーサプライではなく現実のインフレーション（現在の物価水準）であり、「足許のデフレーションが逆に期待インフレーションを生み出すというのは、まさに理論の中でのみ起こり得る倒錯した論理であり、現実には起こり得ない。この点が、「将来」経済において）単純な貨幣数量説を仮定し、結局のところ単純な貨幣数量説のロジックに依拠するクルーグマン・モデルの第一の問題点である。」(p 143) と指摘している。

両者の議論の差は、現在の経済情勢下に置かれている家計や企業が、将来の経済情勢をどう認識するかという問題にかかっていると言えよう。仮に足許が賃金下落を要因としたデフレの状況であっても、将来にインフレになることが確信でき且つ（職が保証される、賃金が必ず増加する、マイナスの実質金利で借入ができるなど）マネーが確保できる見通しがあれば、家計や企業は前もってモノやサービスを購入しようとするだろう。しかし、将来にインフレになり賃金が増加することが確信できないのであれば、家計や企業が消費や投資を拡大することはない。つまり、日本の将来の経済情勢がインフレ期待を持ちうる状況かどうか、日本の経済構造がどう変化したのかという議論が不可欠である。既に述べたように「りそなショック」以降の2003年からの景気回復過程においても賃金は低下し、合理化によって正規雇用は削減された。若年者の3分の1が非正規雇用に就かざるを得ない状況となり、また正規雇用においても裁量労働制の拡大により従来のような賃金上昇が期待できなくなっている。このように日本の雇用構造が大きな転換期にあるこ

と、日本企業とりわけ大企業の合理化マインドが非常に強いことがデフレ期待を醸成し、実際の賃金下落と相まってデフレを長期化させているのである。

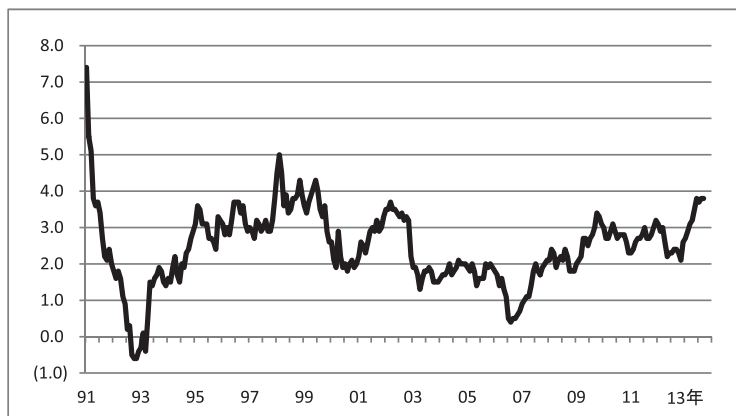
## (2) 貨幣量増減の推移

貨幣数量説の妥当性と同時に検討すべきは、中央銀行がベースマネーを増加させることによってマネーストックを増加させることができるかという問題である。ここで対象となるマネーストックについて、M1（現金+要求払い預金）とする場合もあるが、準通貨（定期性預金）も支払に充当されることがあるからM2ないしM3を貨幣供給量とするほうが適切である。M2とM1、M3では対象金融機関が異なり、M1、M3のほうが広範囲であるが、日銀が操作可能なベースマネーとの比較でみる場合には国内銀行等と信用金庫を対象としているM2が適切である。

日銀が公表している貨幣量であるマネーストックは2003年4月から現在までであるため、それ以前はマネーサプライの増加率をもって代替する。図表3-1を見ると、1990年代以降のM2増加率はバブル崩壊直後などの一時

図表3-1. M2(マネーストック)平均残高増減率

(前年比, %)



(注)2003年3月まではマネーサプライ増加率。

(資料)日本銀行

期を除けば1.0%から4.0%の範囲であった。94年から98年にかけては増加率が上昇していたが、99年から2007年にかけては趨勢的に低下した。後者の変化を見ると、金融危機の中でも2000年から2002年にかけて増加率が回復したものの、2003年に腰折れして増加率は低下した。2003年5月はりそな銀行への公的資金投入が決定し、むしろ金融市場は安定感を取り戻した時期であった。しかし、実際には金融検査が厳格化したために金融機関の貸出は抑制されたのである。その後は、2007年からのサブプライム・ローン問題にもかかわらず増加率は上昇し、10年以降は3.0%前後の水準で推移している。

ベースマネーとマネーストックの中期的な関係を測るために、2013年4月を終点として過去を5年ごとに刻み、ベースマネー増減率、ベースマネー構成比の変化、M2、M3の増減率を比較した(図表3-2)。まず、ベースマネーの増加率を見ると、98年4月から03年4月にかけて日銀は金融緩和を実施し年率13.0%と高い水準で増加させた。その主因は構成比の変化からわかるように日銀当座預金であった。その後、リーマン・ショック直前の08年4月にかけて日銀は金利の正常化を目指しベースマネーを縮小した。これはりそなショック以降、世界景気の拡大を受けて日本の景気も輸出産業を中心に盛り返し、実感はなかったものの戦後最長の景気拡大と言われた時期であったためである。

日銀が当座預金残高を増加させベースマネーの年平均増加率が10%を超えた時期(例えば98年4月から03年4月、08年4月から13年4月)には、M2の増加率は2%台後半に上昇しているため、ベースマネーの増加はM2増加にプラスに働いているようだ。もっとも98年以降の弾性値は0.25前後なので、M2をリフレ派の言うように前年比4%以上増加させるにはベースマネーを同16~20%以上増加させなくてはならない。これはベースマネーを増加させてもM2はそれほど増加しない状況に陥っていることを示している。他方、ベースマネーとM3との関係はそれほど明瞭ではない。これはM3には郵貯や系統金融機関が含まれているので、ベースマネーの効き

方のプロセスの影響だと考えられる。

日銀当座預金によってベースマネーを増やしてもM2がそれほど増加しないのは、両者の間をつなぐ銀行の貸出が増加しないためであろう。93年04月以降についてはベースマネーと総貸出平残（銀行）の間に有意な関係を見いだすことは困難である。日銀が日銀当座預金によってベースマネーを拡大

図表 3-2. マネーストックの平均残高の変化

(単位：兆円)

	88年04月	93年04月	98年04月	03年04月	08年04月	13年04月
ベースマネー	31.8 (-)	39.7 (4.5%)	55.1 (6.8%)	101.5 (13.0%)	88.4 (△2.7%)	149.6 (11.1%)
日銀券	25.6 (-)	33.5 (5.5%)	47.5 (7.2%)	69.8 (8.0%)	75.8 (1.7%)	83.1 (1.9%)
【構成比】	80.7%	84.2%	86.2%	69.1%	85.7%	55.6%
貨幣流通高	2.7 (-)	3.4 (4.7%)	4.0 (3.3%)	4.3 (1.5%)	4.5 (0.9%)	4.5 (0.0%)
【構成比】	8.5%	8.6%	7.3%	4.3%	5.1%	3.0%
日銀当座預金	3.4 (-)	2.8 (△3.8%)	3.6 (5.2%)	27.4 (50.1%)	8.1 (△21.6%)	61.9 (50.2%)
【構成比】	10.7%	7.2%	6.5%	26.7%	9.1%	41.4%
M2	- * (8.8%)	- * (6.6%)	*592.0 * (2.8%)	676.7 (2.7%)	734.6 (1.7%)	844.0 (2.8%)
M3	- (-)	- (-)	*1042.1 (-)	1012.2 (△0.6%)	1034.8 (0.4%)	1151.9 (2.2%)
総貸出平残（銀行）	- (-)	520.1 (-)	515.8 (△0.2%)	409.6 (△4.5%)	393.2 (△0.8%)	405.1 (0.6%)
総貸出平残（銀行・信金）	- (-)	- (-)	- (-)	471.6 (-)	455.8 (△0.7%)	467.0 (0.5%)
総貸出平残（銀行）／M2	-	-	0.871	0.605	0.535	0.480

(注) 1. ( )内は前掲年からの5年間の増減率年平均。

2. M2:対象金融機関は、国内銀行等(系統金融機関のトップを含む)と信用金庫であり、信用金庫以外の協同組織金融機関やゆうちょ銀行を含まない。対象金融商品は、現金通貨+国内銀行等に預けられた預金である。\*:98年04月の計数はマネーサプライ。88年04月、93年04月、98年04月の増加率は、日銀発表の月次前年比増加率を単純平均したもの。

3. M3:対象金融機関は全預金取扱機関であり、国内銀行等(系統金融機関のトップを含む)、協同組織金融機関、ゆうちょ銀行が含まれる。対象金融商品は、現金通貨+預金通貨+譲渡性預金である。\*:98年04月の計数はマネーサプライ。

(資料)日本銀行

する目的は、これによって銀行のポートフォリオ・リバランスが実現して貸出が増加し、その結果M2が増加することである。ところが、ベースマネーが増加しても03年4月までの総貸出は減少している。08年4月以降は、ベースマネーの増減と総貸出平残の増減が呼応しているが、総貸出の増加率があまりに小さいので、これがポートフォリオ・リバランスの効果なのかどうかは定かではない。これは後述するように、信用リスクが壁となってベースマネーと総貸出の関係、総貸出とM2の関係に齟齬が生じているためと考えられる。その証左として、総貸出（銀行）のM2に対する比率は1998年4月の0.871から2013年4月には0.480にまで低下している。

### (3) 保有者別の貨幣量の動向

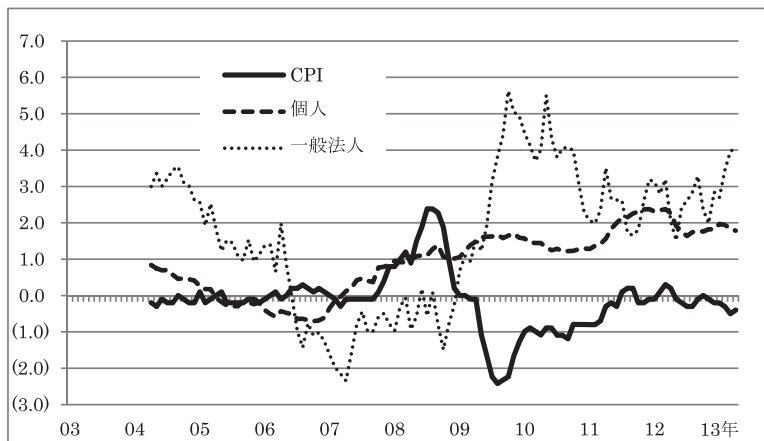
次に、M2を個人と一般法人に別けて消費者物価との関係を見る。日銀の資金循環勘定によると、1998年末から2013年末までの15年間の流動性預金と定期性預金の残高合計の増加率はわずか22.1%、年平均1.3%にとどまった。旧資金循環によれば80年から97年までの預貯金（要求払い預金+民間定期預金+郵便貯金）の増加率は年平均7.5%であったから、98年以降の個人の現預金増加率は低金利により複利効果が消失したこともあって非常に低かったことがわかる。更に、月次ベースで景気回復開始後の2004年以降の変化（前年比）を見ると（図表3-3）、07年から08年後半にかけては個人の現預金増加率と消費者物価上昇率が同方向の動きを見せた。ところが、消費者物価上昇率は08年後半に大きく落ち込み、それ以降はほぼマイナスの状態になっている。この切掛けは08年9月のリーマン・ショックである。それ以降は、個人の現預金は2.0%前後で増加しているにも関わらず、消費者物価上昇率はほぼマイナスとなっている。ただし、トレンドを見ると現預金増加率と消費者物価上昇率は同方向の動きを示しており、リーマン・ショックによって消費者物価の水準そのものが下方に押し下げられたと考えられる。つまり、リーマン・ショックが個人に与えた（一般法人も同様）影響は甚大であったこと、更に11年3月に発生した東日本大震災もこ

のトレンド大きく支持する方向に働いたことは間違いない。ちなみに、04年から13年までの消費者物価上昇率と個人現預金増加率の相関をリーマン・ショックを考慮した上で求めると、相関の程度はあまり強くないものの相関係数は0.482と一定の相関が確認された<sup>3)</sup>。

次に、株式を含めた家計の金融資産残高の増減と消費者物価の関係を見る。1997年から2012年までの変化を見ると、家計が保有する金融資産は景気回復が始まった03年3月末からサブプライム・ローン問題が表面化する直前の07年3月末にかけて20.0%増加した。この主な要因は株高である。逆に、リーマン・ショック後には急減し、08年3月末と09年3月末は2年連続で減少した(図表3-4-1)。次に金融資産増減率と消費者物価上昇率の

図表3-3. 個人、一般法人の現預金増減率と消費者物価上昇率の関係

(前年比, %)



(注)CPIは生鮮食品を除く消費者物価総合。

(資料)日本銀行, 総務省

- 3) 2004年4月から2013年4月までの四半期データについて、消費者物価上昇率(前年比)と個人の現預金増加率(同)について回帰分析した結果は以下の通り。リーマン・ショックの影響を勘案するため08年9月以降にダミー変数を設定した。

$$\text{消費者物価上昇率} = 0.117 + 0.482 \text{ 個人現預金増減率} - 1.390 \text{ ダミー変数}$$

$$(1.14) \quad (3.40) \quad (-5.53)$$

自由度調整後 $R^2 = 23.6\%$ , ( )内はt値。

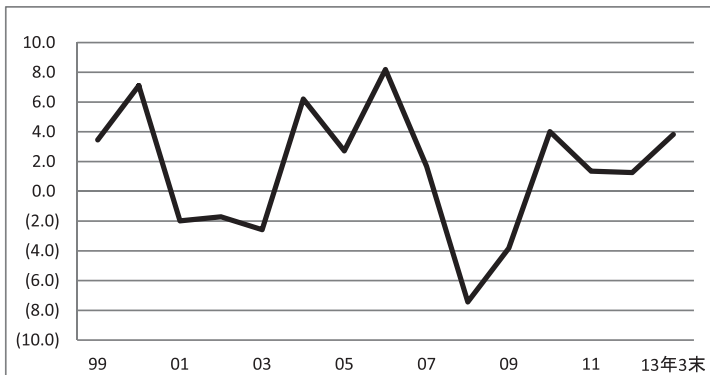
関係を見ると（図表 3-4-2），両者の傾向は似ているが，有意な相関は認められなかった<sup>4)</sup>。このように考えると，消費者物価の動向は，金融資産全体の増減よりも手許の現預金の増減に影響されると判断できる。

以上から言えることは，2008 年までのデフレないし消費者物価の下落は，賃金減少を背景に個人ないしは個人の現預金が減少したことによる購買力の低下が原因であり，08 年 9 月以降はこれに加えてリーマン・ショックの影響によって消費マインドの水準訂正が生じ，危機を想定した不安心理により現預金需要が高まったことがモノやサービスの購買を遠ざけたということである。従って，消費者物価に関するデフレ心理を払しょくするためには，上記の要因を取り除くしかない。それもデフレが長期にわたっている以上，この要因を短期的に解消することは非常に困難であろう。

他方，一般法人の現預金残高は前掲図表 3-3 の通り，2006 年から 09 年にかけて減少したが，それ以降は増加に転じた。個人に比べると 06 年以降の増減の幅は大きくなっており，09 年以降は特に増加率が高まっている。そ

図表 3-4-1. 家計金融資産の増減率

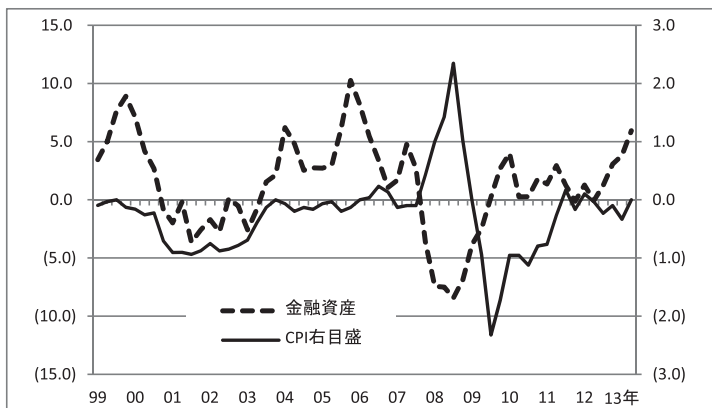
（年度末，前年比，単位：％）



4) 2001 年 3 月末から 2013 年 3 月末までの年度計数について，消費者物価上昇率と個人の金融資産増減率（同）についてタイム・ラグを設定し回帰分析を行ったが，個人金融資産増減率が高まれば消費者物価が上昇するという仮説が支持されず，有意な結果が得られなかった。

図表3-4-2. 家計の金融資産増減率と消費者物価上昇率

(四半期末, 前年比, 単位: %)



(注)1. 金融資産残高は, 現預金, 株式, 株式外の債券の合計。

2. 金融資産残高は各四半期末, CPIは各四半期平均。

(資料)図表3-3に同じ。

の理由は, リーマン・ショック前の景気回復期には投資を拡大させたために現預金が減少したが, リーマン・ショック後は一転して資金確保のために保守的に手許の現預金を積み上げたためと推測できる。この結果, 一般法人の資金余剰は12年度年間で20兆円, 民間非金融法人の現預金残高は12年度末で224兆円まで積みあがっている。日本の民間設備投資額は年間60~70兆円であるから, その30~40%を年間の資金余剰から捻出するだけでなく, 場合によっては全額を手許現預金で賄うことが可能である。仮にインフレ期待に基づく先行投資が発生して年間投資額が20%程度増加しても, 手許現預金で対応可能な範囲である。つまり, インフレ期待が生じて直ちに銀行貸出が伸びる状況にはなく, M2に大きな変化はないだろう。逆に言えば, マネーは十分に供給されており, これ以上のマネーの供給が一般法人の設備投資のインセンティブになる可能性は低いのである。



#### 4. 銀行のポートフォリオ・リバランス

##### (1) 銀行貸出の動向

異次元金融緩和政策は、日銀が市中銀行保有の長期国債を大量に買い上げることを打ち出した。日銀は国債購入の代わり金を銀行の日銀当座預金に入金するので、市中銀行のバランスシート上では借方（資産サイド）の国債が日銀当座預金に振り替わり、資産項目の入れ替えが生じることになる。銀行の預金残高が変わらないとすれば、銀行は資産を日銀当座預金の形で保有するか、新たな国債購入に充てるか、あるいは貸出金に充てるかを、それぞれの資産が生み出す期待収益額（信用リスク勘案後）によって決定し、期待収益額の大きい資産を増加させる。貸出による期待収益が他の資産に比較して相対的に大きいと判断すれば、日銀当座預金を減らし貸出に振り向ける。

1997年3月以降について銀行（信用金庫を含まない）の預金残高と貸出金残高、国債保有残高の推移を比較すると（図表4-1）、預金残高は97年から00年にかけて減少した後に回復に転じ、03年から13年にかけて116兆円増加した。同期間に、貸出金は39兆円、国債は86兆円、その他有価証券は32兆円増加した。従って、これを見る限り、預金増加は主に国債を中心とした有価証券に充当された。その経過を見ると、日本の景気が底を打った2003年3月から08年3月までに預金が40兆円増加したのに対し、貸出金は6兆円の増加、国債も1兆円の増加に過ぎず、その他有価証券が20兆円増加した。ところが08年3月から13年3月にかけては預金が76兆円増加したのに対し、貸出金は33兆円増加、国債は85兆円増加し、預金の増加以上に国債を買い増したことがわかる。つまり、リーマン・ショック後は銀行の預金増加を上回る額が国債に向かったのである。サブプライム・ローン問題が顕在化した08年以降に貸出金が増加したのは、世界的に証券市場の機能が著しく低下して大企業ですら銀行借りに依存せざるを得なくなったことが影響している。貸出金は08年から09年の1年間で20兆円増加したが、証券市場が落ち着きを取り戻した09年以降の増加額は4年間で13兆円にすぎない。日銀の「貸出関連判断D.I.」によると、銀行の貸出運営スタ

ンスはリーマン・ショック前後の一時期を除き、中小企業に対して積極的な姿勢が続いているものの傾向としては2011年後半から低下している<sup>5)</sup>。また、中小企業にとって信用リスクを勘案した実質貸出金利（名目貸出金利－期待インフレ率）はデフレ経済下において高くなっており、借入調達を敬遠する要因になっている。

次に、家計向けの貸出はどうであろうか。家計向けの主な貸出は、個人事業主向け貸出と住宅ローンである。個人事業主向け貸出は企業向け貸出と同様にリスクが反映されるため、景気拡大によって収益が回復し信用リスクが低下しない限り貸出が増加することはないだろう。他方、住宅ローンは銀行にとって格好の貸出である。担保付であること、リコース・ローンであること、アベノミクスによって不動産価格の上昇が見込めることなどから信用リスクは企業向け貸出に比較して相対的に小さいため、銀行は住宅ローン貸出に積極的である<sup>6)</sup>。しかし、企業向け貸出と異なり住宅ローンは家計のM2を増加させない。その理由は、第一に、住宅ローンとして借り入れた資金と頭金として貯蓄していた資金は、住宅の売り先である家計ないし企業に移転するだけだからである。第二に、賃金環境が改善しない中での住宅ローンの返済と固定資産税の増加は可処分所得を減少させる要因になるからである。

以上は、銀行が基本的には貸出に慎重であること、但し信用リスクの低い企業への貸出や資産取得向けの貸出は増やす可能性が高いことを示している。これは貸出の期待収益額と国債や日銀当座預金の期待収益額との比較の結果である。つまり、日銀が国債を大量に買い上げて日銀当座預金を増加させても、企業の信用リスクが低下し期待収益額が相対的に高まらない限り、貸出金は増加しないしM2は微増にとどまるのである。

---

5) 日銀の「貸出運営スタンスD.I.」のうち中小企業向けは、2007年のプラス20%ポイント前後から08年後半には5%ポイント前後に低下した。09年からは20%ポイントを超える水準に回復したが、12年からは10%ポイント台に低下している。

6) 日銀の「貸出運営スタンスD.I.」のうち個人向けは、リーマン・ショック後の1年後から4年連続でプラス（積極的を意味する）10%ポイントを超える高い水準を維持している。

図表 4-1. 銀行のポートフォリオの変化

(単位：兆円，%)

	97年3月	00年3月	03年3月	08年3月	09年3月	13年3月	(03/3比)	(同増加率)
預金残高*	546.8	493.2	525.0	565.3	576.4	640.9	(115.9)	(22.1)
貸出金残高	561.5	474.6	439.8	446.0	466.0	478.6	(38.8)	( 8.8)
有価証券残高	132.0	136.2	166.8	187.7	194.8	285.0	(118.2)	(70.7)
国債	28.4	43.3	77.0	77.7	96.1	163.1	(86.1)	(11.8)
その他	103.7	92.9	89.8	110.0	98.7	121.9	(32.1)	(35.7)

(注)\*：預金残高は負債項目だが参考として記載。

(資料)全国銀行協会

## (2) 新たな信用緩和政策の導入

2013年9月6日の金融庁発表によれば<sup>7)</sup>、金融庁は検査方針を変更し、中小企業向け与信の検査は各銀行の自主性に任せることとした。これは銀行に貸出を促すメッセージであるが、この意味するところはこれまでの検査方針は与信リスクを極力抑え金融機関の信用不安即ち自己資本の毀損を防止するものであったということである。その目的がシステミック・リスクの回避と金融システムの安定化にあったことは言うまでもない。

銀行全体の与信リスクは一般的なマクロ経済環境、更に地域金融機関の場合には当該地域の経済環境に大きく影響される。経済環境が改善しなければ、銀行の与信リスクが小さくなることはない。非伝統的金融緩和政策によって銀行の日銀当座預金が増加しても、貸出先の期待収益が日銀当座預金からの期待収益を上回るものでなければ、銀行は貸出を増加させずに資金を日銀当座預金に留め置くか再び国債投資に回すかのいずれかである。その意味では、貨幣数量説とは全く逆の力が働いてきたと言える。

金融庁の平成25年度の検査監督方針がアベノミクスを意識したものであることは疑いないが、果たして経済環境は与信リスクを拡大できるほどに改善したと言えるであろうか。第一の課題は、与信リスクは将来の複数年にわ

7) 金融庁「平成25事務年度主要行等向け監督方針」, 「平成25事務年度中小・地域金融機関向け監督方針」

たつて続くのに対し、昨今の経済環境の変化が激しい点である。直近では国内発の経済ショックだけでなく、リーマン・ショックやユーロ危機など海外発の経済ショックが日本に伝播し大きな影響を与えている。このように考えると、異次元金融緩和政策が導入されたからといって銀行が与信リスクを拡大させ貸出を増加させるとは考えにくい。その意味では、金融検査の基準が緩和されたとしても、経済環境が相当程度改善しない限り銀行が貸出を増加させることはない。アベノミクスを受けて大企業の景況感が大幅に改善したのに対し、銀行の主たる貸出先である中小企業の景況感は依然として水面下である<sup>8)</sup>。

第二の課題は、2013年時点において市中銀行の貸出には大きな抑制要因が働いている点である。バーゼルⅢでは、バンキング勘定（銀行勘定）については、12年から15年にかけて段階的に必要自己資本の水準を引き上げ、コアTier 1（普通株、内部留保、その他包括利益）の最低比率を2%（12年）から4.5%（15年）へ、優先株などを含むTier 1全体の最低比率を4%（12年）から6%（15年）へ、Tier 1とTier 2（劣後債・一般貸倒引当金など）との合計最低比率を8%以上としている。コアTier 1比率の導入により、これまで普通株・内部留保の不足分を優先株・優先出資証券などで補ってきた銀行は、資本の質を強化することが必要になった。更に、2016年よ

図表4-2. バーゼルⅢの概要(バンキング勘定の自己資本比率規制)

(単位: %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
①コア Tier 1	2.0	3.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
②資本保全バウファア	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.625	1.25	1.875	2.5
③①+②	2.0	3.5	4.0	4.5	5.125	5.75	6.375	7.0
④Tier 1	4.0	4.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
⑤Tier 1+ Tier 2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0

(注) 数値基準時点は各年1月1日。

(資料) 国際決済銀行「より強靱な銀行と銀行システムに向けた世界的な規制の枠組み」付属資料4をもとに作成。

8) 日銀「短観」2013年10月

りコアTier 1を補強するために資本保全バッファが求められることになっており、その合計は最終年で7.0%となっている。つまり、Tier 1+Tier 2全体としての自己資本比率は8.0%で変わらないものの、コア部分で7.0%と設定されてより強固な自己資本体制が要求されており、これが銀行の一般貸出に対する大きな制約要因となっている。

### (3) インフレ期待は高まるか

銀行の貸出に上記のような制約要因が働いていても銀行が貸出を増加させる要因はある。それはインフレ期待の高まりである。なお銀行の貸出が増加する時期について、岩田〔2013〕は、デフレが終わりインフレになる過程でしばらくの間は家計や企業は手許の現預金で対応するので銀行貸出は増えず、それが増え始めるのは貨幣の流通速度の上昇が限界に達してからだと述べている。しかし、インフレ期待が高まれば、日銀当座預金のうち超過準備に付利されていたとしても銀行にとっては現預金保有の機会費用が相対的にかさむことになるから、銀行は貸出に積極的になるだろう。それでは、このインフレ期待はどのようなプロセスで高まるのだろうか。岩田〔2013〕は、「マネタリーベースの増加が人々の予想インフレ率に影響を及ぼすのは次の理由によると考えられる。たとえば、マネタリーベースが増加し続ければ、資本市場や外国為替市場の参加者は、中央銀行は当分の間、金融緩和政策を維持しようとしているから、将来、貨幣供給量は増える（あるいは貨幣供給量の増加率は上昇する）と予想して、予想インフレ率を引き上げる。」(p 237)と述べ、ベースマネーの供給によってまずは機関投資家などのプロの市場参加者のインフレ期待が高まると説明している。つまり、マネー供給量の増加は短期金融市場や外為市場のプロの期待に働きかけようとするものであり、そうすることで株式相場の上昇や為替相場の円安が実現するとしている。実際に、アベノミクスの登場によって、12年12月以降の株価は上昇し円ドル相場は円安に転換した。これは「たとえば中央銀行がデフレを脱却して、2%から3%程度のインフレ目標政策の達成のためにもっとも適切な手

段をとると宣言すると、市場はインフレ予想をそのように修正するため、まず株価が上昇する。市場の名目金利が上がる場合でも、完全雇用が達成されるまでは予想インフレ率の上昇ほどには上がらないため、予想実質金利は低下する。これにより、自国通貨安になる。」(p 221-222) という説明を実現していると言えよう。だが、「プロの期待」が「一般の期待(家計や一般企業の期待)」に転化するプロセスは必ずしも明確ではない。果たして市場参加者というプロのインフレ期待の高まりは、家計や一般企業のインフレ期待を高めるであろうか。

まず、家計については賃金が下落を続けていることから、先行投資できる資金状態にない。インフレが進行すれば現預金の価値が目減りするため手許現預金を取り崩して投資に向かう可能性もあるが、こうした資金の行き先は価値が直ちには減価しない資産であり、具体的には株式や不動産である。つまり、プロのインフレ期待は資産価格の上昇には転化しやすいが、一般品目の価格上昇には結びつかない。言い換えれば、賃金が過去15年にわたって減少してきた状況では、プロのインフレ期待は簡単には家計、特に株式や投資用不動産を保有しない家計には伝播しないだろう。この点で小野〔2013〕は、デフレの原因を貨幣そのものに対する需要が強いためとし、成熟社会の日本においては人々はモノに対する需要が減退しており、むしろ将来に何にでも代えることのできる貨幣そのものが最も需要が高いのだと説明している。

他方、企業については既述したように手許現預金が豊富であるため、インフレ期待が高まれば、当面は手許現預金によって容易に先行投資を行うことが予想される。しかし、ここで重要なことは市場の需給状況である。電化製品など耐久消費財は需給が相当に緩んでおり、供給超過状態にある。自動車についても国内需要は頭打ちである。こうした業界では既に供給能力の調整に取り組んでいる。また、化学や鉄鋼では世界的な需給が緩んでいるため<sup>9)</sup>、

---

9) 日本経済新聞「製造業、円安効果に明暗」(2013年10月31日記事)は、化学や鉄鋼といった業種では、世界的な供給過剰が足かせとなって製品価格を上げられないと報じている。

企業が劇的に国内投資を増加させる環境にはない。

以上を踏まえると、アベノミクスによってプロのインフレ期待が高まっても、現在の経済状況下ではそれが容易に一般レベルに浸透するとは考えにくい。プロのインフレ期待が高まった時に一般参加者が参入しやすいのは株式市場と不動産市場であり、これによって価格は上昇するだろう。特に後者については不動産という担保が存在することから、銀行は無担保信用貸に比較して貸出をやすく、これが価格上昇に拍車をかけることになる。しかし、これは奥村〔1999〕が解明したバブルの構図をなぞるだけであり、河村〔2013〕は「『量的・質的緩和』は日銀が先頭に立って投機を推進し、バブルを起こす宣言にほかならない。」(p2)と異次元金融緩和策を批判している。

## 5. 異次元金融緩和政策の評価

以上の分析をもとに、日銀の異次元金融緩和政策がデフレ脱却に効果をもたらすか否かについて、2つの観点から評価を述べる。

第一に、日銀がベースマネーを増加させても銀行貸出は自動的に増加しない。そこには「信用の壁」が存在している。約15年にわたって築かれた信用リスクの「壁」は容易には解消しない。ベースマネーの供給により期待される効果は、長期国債の買い上げによるリバランス効果だが、その結果として資金は株式や不動産に流入する。このため株価や不動産価格が上昇する。即ち、ベースマネーに反応しやすいマーケットであれば少量であっても価格の変動が生じ、株式市場や不動産市場に十分な影響を与える。しかし、一般物価を上昇させるような銀行のポートフォリオ・リバランスは期待できない。他方、資産取得向け貸出が増加し、資産インフレが生じる可能性が高い。金融庁による金融検査は金融システムの維持を大前提に銀行のリスク・テイクに抑制的に作用しており、新たな指針が示されたとはいえリスク・テイクに慎重な銀行行動が変わるまでには時間を要しよう。

第二に、異次元金融緩和政策が物価上昇率を上回る賃金上昇をもたらさない限り、デフレ脱却は困難である。何故なら、既に実質購買力が大幅に低下

しているからである。安倍政権は経済界に対し賃金引き上げを求めており、上場大企業は業績の回復を背景に賃上げ容認に傾きつつあるが、景気回復過程においても賃下げが実施されたこと、その幅が2003年以降で見ても10%以上に及ぶことを考えると、毎年賃上げを実施しても家計のマインドを変えるには数年かかるだろう。加えて、中小企業の経営環境は改善しておらず、その雇用者の賃金上昇はととても望めない。2013年夏場以降に生じている消費者物価の上昇は、原油価格の高騰によるガソリンの値上がりや円安による輸入価格上昇の影響が大きい。このままでは悪性インフレとその後に再デフレに陥る公算が大である。河村〔2013〕は「金融緩和では銀行貸出は増えず、雇用も労働者の賃金も増加しない。『量的・質的緩和』は日銀が投機の旗を振るバブル依存の政策で、儲けるのは投機家や富裕層だけだ。バブルがはじければ、倒産や失業の嵐が襲う。」(P7)と警告を発している。

アベノミクスの登場により市場参加者というプロはマインドをリセットし株価と円相場の水準を訂正したが、日銀の異次元金融緩和政策はこれを維持する効果はあったものの、それ以上でもそれ以下でもない。デフレ解消のためには、賃上げを実現し家計の購買力を回復すること、そのために政府がまず取り組むべきは、景気拡大期に行った大企業の過度な合理化の是正、具体的には賃金水準の引き上げ・回復、正規雇用の拡大、下請け企業への適正価格の支払い、更には中小企業に対する雇用支援政策の強化であり、これによって雇用者のデフレ・マインドを反転させることである。

以上

### 【参考文献】

- 今宮謙二〔2013〕, 「アベノミクスのねらいは何か」『経済』212号(2013年5月)  
岩田規久男〔2003〕, 『デフレの経済学』, 東洋経済新報社  
岩田規久男〔2013〕, 「金融政策の望ましい枠組みとは何か」, 岩田規久男・浜田宏一・  
原田泰編『リフレが日本経済を復活させる』, 中央経済社



- 大瀧雅之〔2011〕、『貨幣・雇用理論の基礎』、勁草書房
- 大瀧雅之・小池晃〔2013〕、「日本経済をどうする」『経済』211号（2013年4月）
- 奥村洋彦〔1999〕、『現代日本経済論』、東洋経済新報社
- 小幡績〔2013〕、『リフレはヤバイ』、ディスカバー携書
- 河村健吉〔2013〕、「日本銀行の『量的・質的緩和』とアベノミクス」『労働総研』278号（2013年5月）
- 品田直樹・安藤浩一〔2013〕、「日本企業の現預金保有の推移とその要因」『証券アナリストジャーナル』vol. 51 NO. 6（2013年6月）
- 白川浩道〔2013〕、「日本の円安政策と内外景気の見通し」、日本証券アナリスト協会講演会
- 高橋洋一（監訳・解説）〔2013〕、『リフレが正しい。FRB議長ベン・バーナンキの言葉』中経出版
- 建部正義〔2013〕、「『アベノミクス』と日銀の独立性」『経済』211号（2013年4月）
- 浜田宏一〔2012〕、『アメリカは日本経済の復活を知っている』、講談社
- 藻谷浩介・河野龍太郎・小野善康〔2013〕、『金融緩和の罠』、集英社新書
- 吉川洋〔2013〕、『デフレーション』、日本経済評論社
- 若田部昌澄〔2013〕、『解剖アベノミクス』、日本経済新聞出版社

（なかの・みつひこ／経済学部教授／2013年11月15日受理）

## Limits of the New Monetary Policy by Mr. Kuroda

NAKANO Mitsuhiko

Mr. Kuroda, the new Governor of BOJ, announced “Price Stability Target” at 2 percent and “Quantitative and Qualitative Monetary Easing” on 4<sup>th</sup> April in 2013. It was called “Triple 2 Policy” because its targets are 2% increase of CPI, double increase of the monetary base and the amounts outstanding of Japanese government bonds, and double increase of holding duration of long term national bonds.

Japanese economy has been suffering from deflation during the last 15 years. A big dispute has continued how to escape from the long term deflation. Mr. Shirakawa, the previous governor of BOJ, stressed that the current deflation was not controllable only by BOJ's monetary policy.

Wages and salaries of Japanese employees have significantly declined since 1997 to 2012, even during the economic expansion time from 2003 to 2007. In addition The Lehman Shock and The East Japan Earthquake heavily damaged consumers' mind. Declining ratio of wages and salaries exceeded that of CPI. It meant purchasing power of consumers in real term declined by 10% during the last 15 years. As a result consumers have been enforced to reduce their consumption and it has led the Japanese economy to the deflationary depression.

One of the targets of the new monetary policy is to make banks rebalance their asset portfolio. But unfortunately no indications have been found in the relation between the monetary base and the bank lending amounts outstanding for the last two decades. Japanese banks have become more cautious of accumulating credit risks to borrowers under the deflationary economy.

“Quantitative and Qualitative Monetary Easing” policy has already

realized a big increase of stock prices and a big depreciation of Japanese yen's value. But the policy implies a big risk of asset price hyperinflation and its collapse which the Japanese economy experienced in 1990s.

It is hopeless to change consumers' mind without a big increase of nominal wages which recovers the decline during the last 15 years. The government should launch an initiative to enlarge full time employment and increase wages and salaries in order to reverse the deflationary mind of consumers.