

第2章 日本の金融政策と成長戦略

清水啓典

I. はじめに

金融政策は2008年の米国発の世界金融危機以来、日米欧共通に非伝統的とも新次元とも呼ばれる政策運営が続き現在なお模索の段階にある。超金融緩和政策の先鞭を付けた米国では、デフレ突入を防止して成長軌道への復帰に成功して、2017年現在、出口戦略を推進する段階に移行しつつある。EUではマイナス金利を導入しなお緩和継続を明らかにしているが、ここからの脱却の道筋は見えていない。これに対して、日本では2013年の異次元緩和により、デフレ脱却のためマネタリーベース供給を2倍にして2年で2%のインフレ達成を通じた成長力の回復を目標としたが、デフレ脱却には成功したものの、なお2%のインフレ目標は未達で達成時期は先延ばしされており成長率の回復も見通せていない。過去30年近くもほぼ成長が停滞している日本は、先進諸国や新興国を問わず全ての国と比べて特異な存在である。

では成長回復に向けて現在の日本では金融政策と成長戦略はどうあるべきか、この点について以下では理論的な整理を行いたい。この課題に対しては現在世界全体が未経験の非伝統的金融政策や第4次産業革命という変革の最中にあるため、多様な議論や論争がある。だが、経済活動の本質が変わっているわけではなく、問題解決のためには確固とした理論的分析に基づいて時間的視野を明確にした、政策立案が必要である。

次節では、まず現在日本の金融政策に関して共通認識を整理した上で問題点の理論的分析を行い、今後の金融政策運営の方向とそれと並んで推進すべき成長戦略について考察し、30年近くに及ぶ日本経済の停滞から脱却する具体的政策を提言したい。

II. 一般的認識

そこでまず、現在の日本の金融政策に関する一般的認識を整理しておこう。

2%のインフレ目標達成を掲げて異次元緩和とされる日銀の大胆な緩和政策が始まって既に5年目に入っている。この間、物価が持続的に下落するという意味でのデフレ状態からは明確に脱却し超円高も是正され、金融政策は大きな成果を上げてきたと評価できる。だが、なお2%のインフレ目標には到達せず、実質経済成長率も直近では1%を下回る程度で推移しているため、その期待が大きかっただけに金融政策の影響力自体が疑問視され始めている面も見られる。

とりわけ、2016年2月のマイナス金利の導入に対しては単に金融界からのみならず、一般的にも否定的評価が多いように思われる。日銀は同年9月に金融緩和の総括的な検証を行い、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を行ったが、これもマイナス金利導入に対する金融界の反発に配慮した宥和政策との見方もある。とりわけイールドカーブ・コントロール政策は理論的にも維持困難との見解は少なくない。

また、低成長の原因に関しては一層意見が分かれており、しばしば少子高齢化や人口減少などの構造的要因や自然利子率の低下などが指摘されている。しかし、後に述べるように、人口減少は経済成長率低迷の要因ではあり得ないし、自然利子率の低下を指摘してみても何の政策的な意味もなく、単に成長率が低下している事実の同義反復に過ぎない。

更には、金融政策単独での政策運営の限界論や財政政策の役割を増大させるべきとの主張も勢いを得てきている。確かに、8%への消費増税以降の消費動向の弱さは否定できず、世界最悪の負債比率を抱える財政問題が日本経済の最重要課題であることは共通認識と考えられるが、この問題の解決に向けた有効な具体策は展望が開けていない点が消費動向に影響を及ぼしている可能性は少なくない。2%のインフレ目標が達成されない原因の一つは、広く物価に影響を与える原油価格下落にある点も良く認識されているし、円高傾向や新興国不安などの要因が指摘されることもある。だが、2%のインフレ目標が達成されていない原因の分析や、2%インフレが持つ意義やその達成のための具体的方策についての議論は十分ではないように思われる。

日本の成長力回復のためには、金融政策のみでは不十分であり、財政政策との連携、成長戦略の推進が必要なことは広く認識されている。安倍内閣の打ち出した第1、第2の矢は成功を取めて来たが、第3の矢としての成長戦略の強力な推進が課題である点も共通認識であろう。世界的には原油安、新興国不安、米国の金利動向、米国トランプ政権やEUの動向、北朝鮮情勢など、不確定要素も多い。

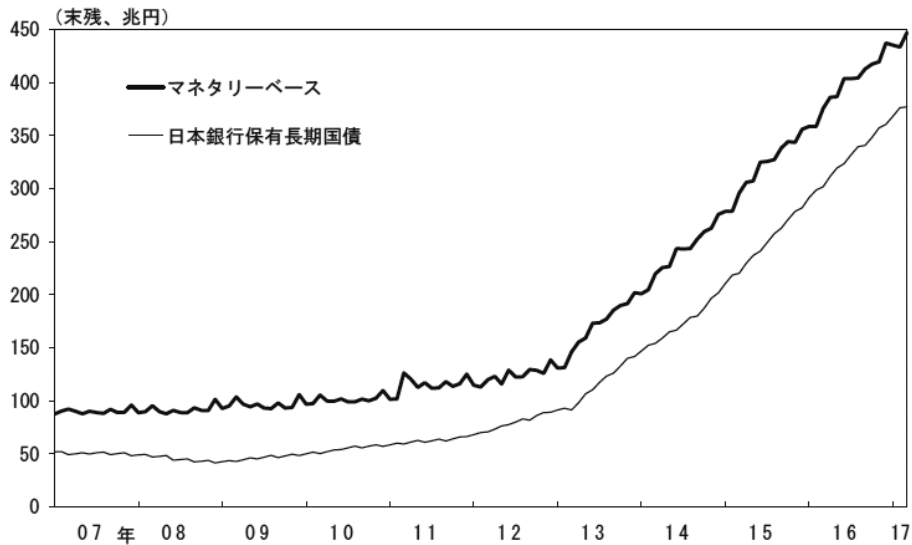
このような多様な要素の関わる環境下で、非伝統的金融政策に対する上記のような一般的評価は、かつて経験のない政策運営であるためか、必ずしも厳密な理論的分析に基づかない思い付き的な議論が少なくないように思われる。しかし、新次元の金融政策に関してこそ、正統的経済理論を適切に応用して正しい具体的解決策を導き出す必要がある。そこで以下では、正統的経済理論に基づいて、金融政策に関して以下10個の理論的論点を指摘し、そこから導かれる今後の金融政策のあり方について述べることとし、それに基づいた成長戦略についても議論することとしたい。

Ⅲ．金融政策の現実

そこでまず、金融政策に関して現実のデータを確認しておこう。第1図はマネタリーベース

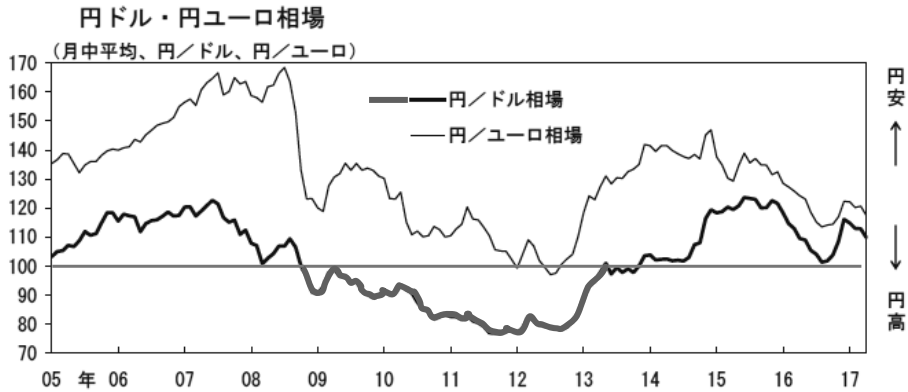
と日本銀行保有長期国債の推移である。2008～2009年の世界金融危機に対応して米国に始まった中央銀行による大量の資産購入はその後EUが追随し、最後に日本が米国より5年遅れで異次元緩和として最後に導入した政策である。この間日本だけが大規模緩和を行わなかったため、第2図に見るように、日本経済は100円/ドルを下回る円高となり困難な対応を余儀なくされた。安倍政権の発足による大規模緩和の観測が流れた2012年末より急速な円安方向への揺り戻しが起きているが、大規模緩和政策によって超円高が是正されたことは明白である。この事実は国内の金融政策も世界的な金融政策動向や金利動向に対応せざるを得ないこと、また米国の大規模緩和による超低金利政策が世界的な低金利を生む原因となったことを示している。言い方を変えれば、米国の低金利政策は実態として通貨安競争を促し、自国通貨高を回避するために各国とも低金利を導入せざるを得なかった面も否定できない。独自の通貨政策維持も一つの見識ではあるが、現実には日本経済が長期停滞から脱却できなかった要因の一つであった点も認識する必要がある。2013年からの異次元緩和は世界的な金融政策の潮流に沿うことによって、20年来の懸案であったデフレ脱却を成功させた画期的な成果であったと評価できよう。

第1図 マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



(資料：日本銀行)

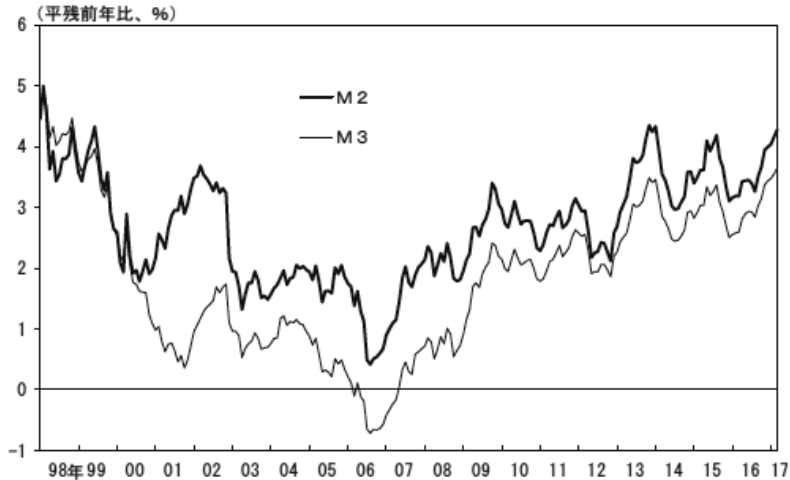
第2図 為替相場



(資料：日本銀行)

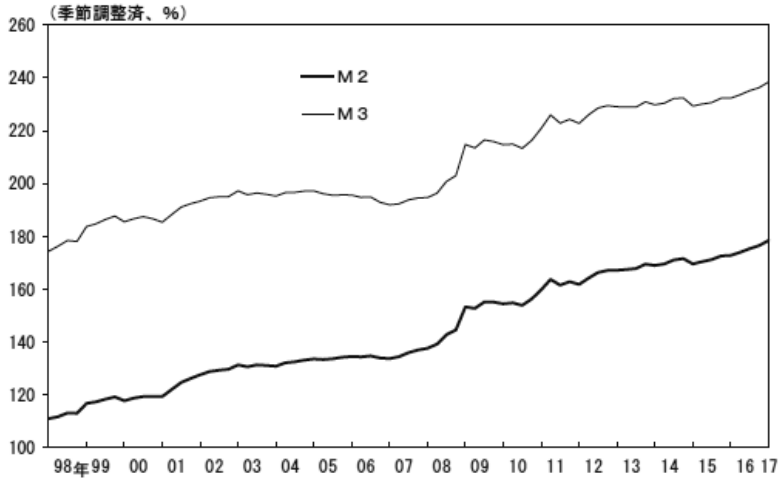
しかし、年率30～50%にも及ぶマネタリーベースの増加にもかかわらず、経済に流通するマネーストックの増加率は第3・4図の通り、2013年以降も3～4%程度の範囲に留まっており、結果として第5図に示す消費者物価の上昇率は1%前後である。日本のみならず世界的にも中央銀行の大量資産購入にも関わらずインフレ率が2%に達していない理由の解明は金融政策理論の喫緊の課題である。

第3図 マネーストック 前年比



(資料：日本銀行)

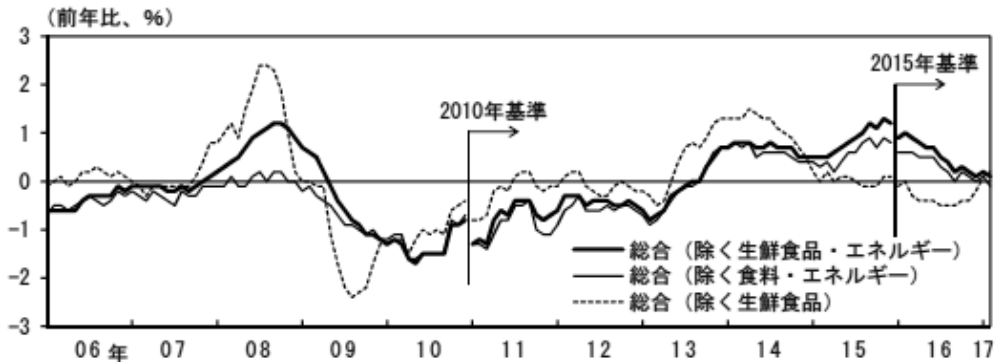
第4図 マネーストック 対名目GDP比率



(資料：日本銀行)

第5図 消費者物価の基調的な変動

(1) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）・総合（除く食料・エネルギー）



(資料：日本銀行)

そこで2017年現在、求められているのは金融政策運営を含めて成長力回復のための具体的政策である。金融政策は成長力回復のための基盤となる環境整備であり、全国民が将来に希望を持って活動を活性化させることで成長は実現する。以下、経済理論に基づいてそのための具体的提言を検討することとしたい。

IV. 物価を決定するのはマネーストックの需要と供給

1. ①マネタリーベース供給とマネーストック供給の相違

2013年4月からの異次元緩和の下でも現在なお2%のインフレ目標値が達成されていない

ことから、金融政策の限界論が取りざたされている。だが、異次元緩和で行われたのは日銀が直接コントロールできるマネタリーベースを2年間で倍増する政策であった。第1図の通り、確かにマネタリーベースは2年間で倍増し4年経過した現在では約4倍、GDPの80%程の規模にまで拡大している。

しかし、理論的には物価はマネーストックの需要と供給によって決定されるものであり、マネタリーベースはマネーストック供給の一要因に過ぎない。マネタリーベースの増大はマネーストックの増大をもたらす重要な要因ではあるが、その関係は1対1ではないので、マネタリーベースの増大は物価上昇に繋がるマネーストックの増大とは明確に区別しておく必要がある。経済活動に影響を与える量的金融緩和とはマネーストック、より具体的にはM2+CD又はM3の増加を基準に判断すべきである。

第3図で見た通り、異次元緩和以来現在までのマネーストック増加率は3～4%程度の範囲でしかない。それ以前の10年間に比較すれば高いとはいえ、マネタリーベースの増加率とは全く異質の水準であり、大規模量的金融緩和と呼べる水準ではない。この意味で2013年以降の量的金融緩和は、流通貨幣量を増やすという意味での金融緩和政策ではなかったと考えるべきである。

とはいえ第3図と第5図を対比してみると、第3図でマネーストック増加率が急増した2013年と2014年半ばから2015年半ばに掛けての時期には、第5図の消費者物価の上昇率も増加している。マネーストックの上昇率は低い水準ではあっても、その変化率の上昇は物価上昇に貢献するという事実と矛盾しないデータと見ることができる。

2. 規制強化の副作用と金融政策^{1,2}

世界金融危機以来、世界的に中央銀行の資産額とマネーストックの伝統的な関係が崩れて、マネタリーベースの増大がマネーストックの増大に繋がらず、現在世界の主要中央銀行で共通に実施されている資産の大量購入を通ずる金融緩和の効果が薄いという問題は、中央銀行の機能や金融政策の効果に対する疑念を生んでいる。この原因の解明は現在の金融政策運営にとって本質的な課題であるが、金融政策の現時点での具体策を検討する本稿のテーマとは別の課題であるので、以下簡単にその概略だけを述べておきたい。

そもそもマネーストックの量は銀行貸出の量を通じて変化するので、マネタリーベース供給によって銀行貸出が増加しない限りマネーストックは増加しないのは当然である。しかし現在、銀行貸出は銀行準備によって制約されているわけではない。金融危機以降金融安定化

¹ この点についての詳細は以下を参照：清水啓典(2005年3月):「デフレ脱却とBIS規制」、『商学論纂』、第46号、第3巻、41頁～79頁、中央大学商学研究会。

² 清水啓典(2011年7月):「グローバル金融危機後の国際的金融規制」、『安定的な経済成長のためのブルーデンス政策のあり方』、金融調査研究会報告書(46)、第1章、19頁～31頁、金融調査研究会、全国銀行協会。
<https://www.zenginkyo.or.jp/news/detail/nid/3163/>

のための国際的な規制強化は、バーゼルI、II、IIIによる自己資本比率規制や流動性規制、レバレッジ規制、リスク管理の強化、など多数の規制を通じて銀行貸出の制約要因となっている。世界金融危機による流動性逼迫の経験を経て、銀行は自己防衛のために厚い超過準備を保有する様になっているし、借り手の企業側も予期しないリスクに備えて投資計画にはより慎重となっている傾向がある。貸出量が規制や民間企業の自己規制によって制約されている時に、制約要因となっていない銀行準備を増加させても貸出やマネーストックの増加に繋がらないのは当然のことである。

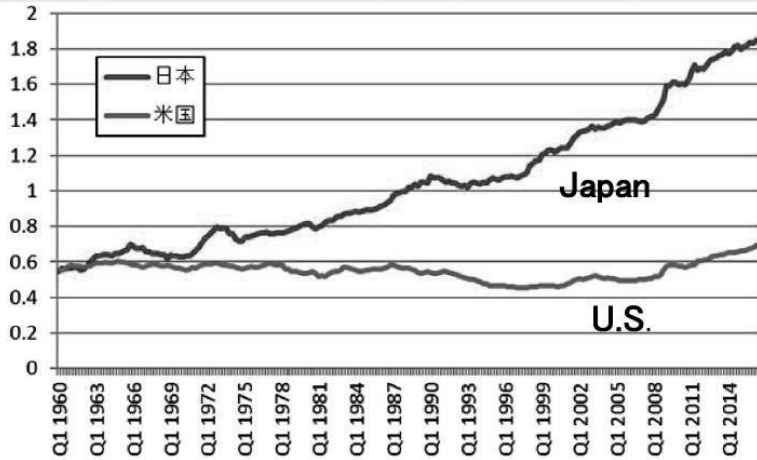
とりわけ日本では1990年からのバブル崩壊に始まる金融規制強化や金融危機を経て、銀行貸出は自己資本比率や株価動向に制約されるようになってきている。また、長期国債を買い上げる中央銀行の国債大量供給は、政府と中央銀行を政府部門として一体と見れば理論的には長期国債の早期償還に等しい。国債は事実上リスクフリーの安全資産として金融取引の担保として広く利用されているから、その減少は安全な金融取引を拡大する上での制約になっている点の考慮も必要である。金融危機以降の規制強化やリスクに対する経済主体の行動変化などが、中央銀行のバランスシートの変化がマネーストックや物価に与える影響を通して、金融政策の運営基盤を変化させている点に注意が必要である。今後の金融政策はこの様な点を考慮しつつ推進する必要がある。

V. ②貨幣需要の長期傾向的上昇

次に貨幣の需要面を見ると、世界的・長期的に貨幣需要は上昇傾向にあるが、日本ではこの傾向がとりわけ顕著である。第6図に示すように貨幣流通速度の逆数であるマーシャルのk ($M2/\text{名目GDP}$)は日本では60年代の高度成長期を含めて60年以上長期的に大幅な上昇傾向にある。この貨幣流通速度の低下、つまり貨幣需要の増加率は米国よりも遙かに大きい。第7図、第8図にあるように1980年から2015年までの35年間のマーシャルのkの線形トレンドの推計値は2.2%～2.6%である。それ故、政府目標の名目実質GDPの1%成長プラス2%インフレ率、つまり名目GDPの3%成長を達成するためには、2.2%～2.6%の貨幣需要増を3%上回る貨幣供給量の増加、すなわち、5.2%～5.6%のマネーストック増加率が必要である。これに対して、異次元緩和が始まった2013年3月から2017年3月までの4年間の年平均マネーストック増加率は3.5%である。故に、2%のインフレ目標を達成するにはなお、+1.7%～2.1%のマネーストック増加率が必要である。

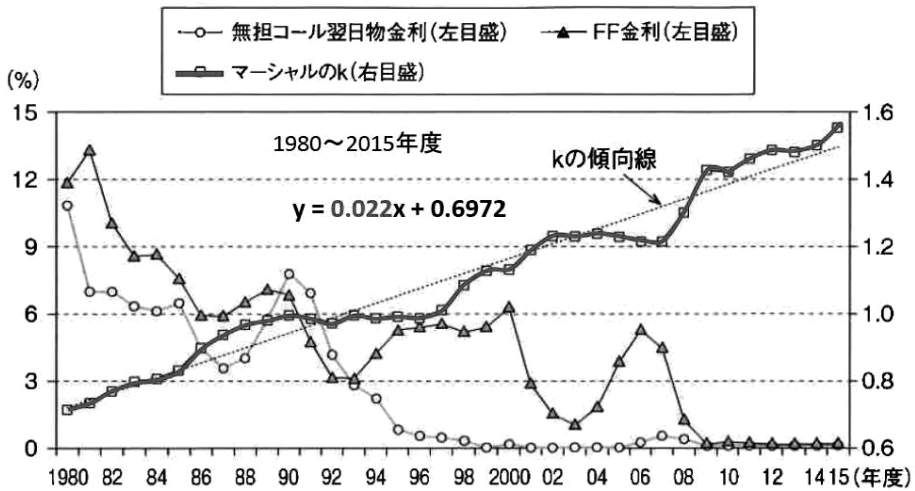
第6図 日米マーシャルのkの推移

貨幣流通速度の低下 → 貨幣需要の増加率が米国よりも大きい



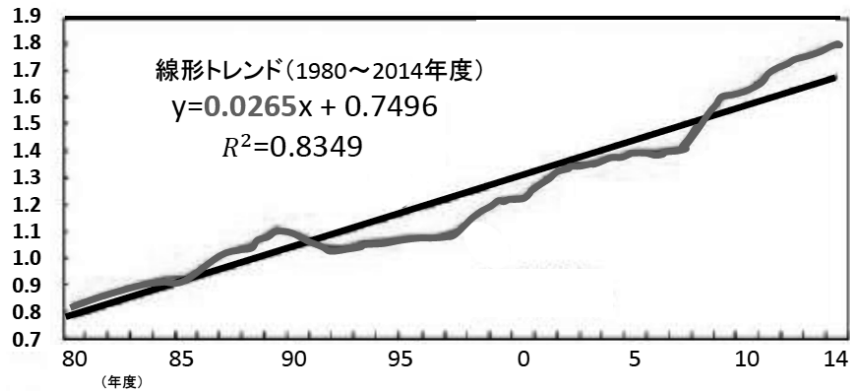
(資料：RIETI)

第7図 日本のマーシャルのkの長期傾向の上昇



(資料：商工総合研究所、『図説 日本の中小企業 2016』)

第8図 マーシャルのk(M2/名目GDP)の趨勢的上昇



(資料：RIETI)

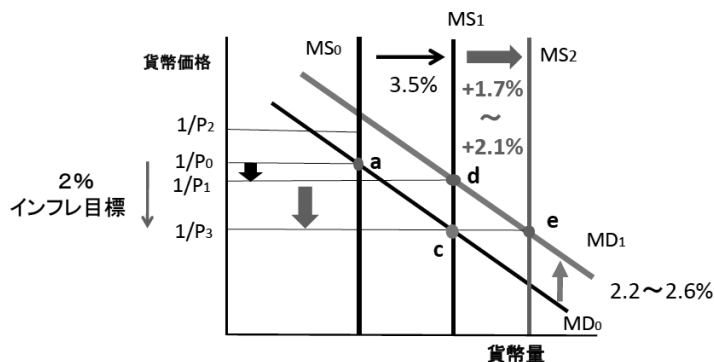
以上の関係を図に表したものが第9図である。縦軸は貨幣の価格、つまり物価水準の逆数であり、横軸は貨幣量である。2013年段階での貨幣供給(MS_0)と貨幣需要(MD_0)はa点で交わりその時の物価水準は P_0 である。この時貨幣需要量を一定とすれば、貨幣供給量を3.5%増加させれば貨幣の需給はc点で交わり物価は P_3 にまで上昇して2%インフレ目標が達成されるはずである。しかしこの間同時に貨幣需要が2.2%~2.6%上昇したならば貨幣需要曲線は MD_0 から MD_1 にシフトして交点はdとなって物価は P_1 にまでしか上昇しない。これが現在インフレ率が1%未満程度に留まっている理由である。

第9図 マネーストックの需給と物価

目標: $P_0 \rightarrow P_3$ $a \rightarrow c$	現実: $P_0 \rightarrow P_1 : a \rightarrow d$ マネーストック増加率: 3.5% 貨幣需要量増加率: 2.2~2.6% 実質GDP成長率: 1%	} インフレ率 1%未満
---	---	--------------

2%インフレ目標達成のためには: $a \rightarrow e : P_0 \rightarrow P_3$

現状より年率+1.7~2.1%の追加マネーストック増大が必要

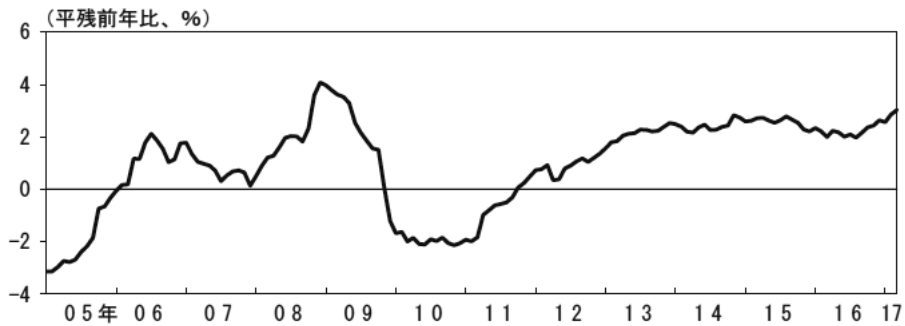


そこで物価を P_3 にまで上昇させるには、貨幣供給曲線を MS_2 にまでシフトさせて需給がe点で交わるように、マネーストック供給量を更に+1.7%～2.1%増加させる必要がある。

VI. ③マネーストック増加には貸出増加が必要

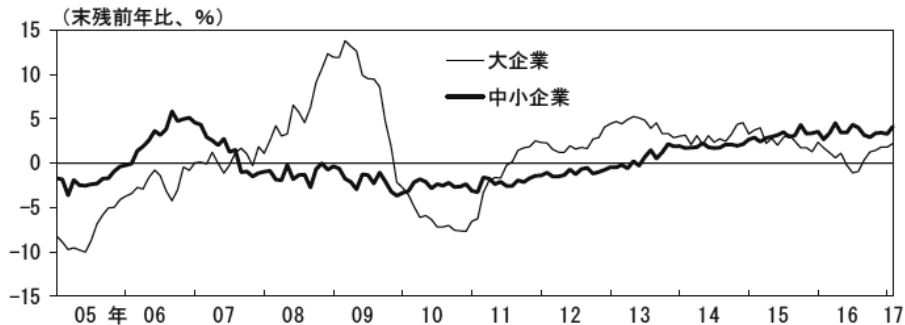
そこで、マネーストックが増加するためにはその供給チャネルとしての金融機関による貸出増加が不可欠で、その推移がマネーストックの動向を決めることになる。第10図は民間銀行貸出残高の動向を示しているが、異次元緩和の始まった2013年以降はそれ以前に比べて貸出増加率は世界金融危機以降のマイナス圏からは回復しているが、その後は年3%程度で安定的に推移しており顕著な増加は見られない。第11図に見られるように、2013年以降中小企業向け融資残高は回復傾向にあるが、第12図を見ると銀行貸出金の比率は地方公共団体向けが増加して中小企業向け貸出比率は低下傾向にある。

第10図 民間銀行貸出残高(銀行計)



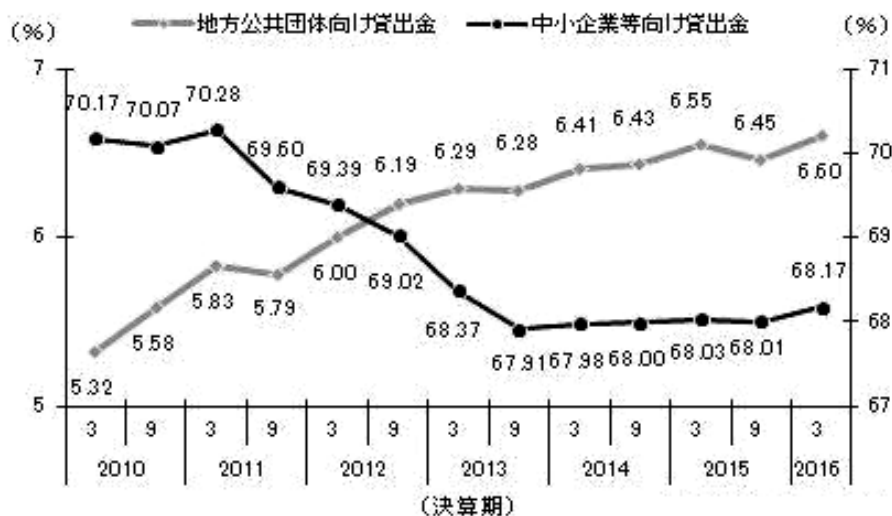
(資料：日本銀行)

第11図 企業規模別の銀行貸出残高(国内銀行)



(資料：日本銀行)

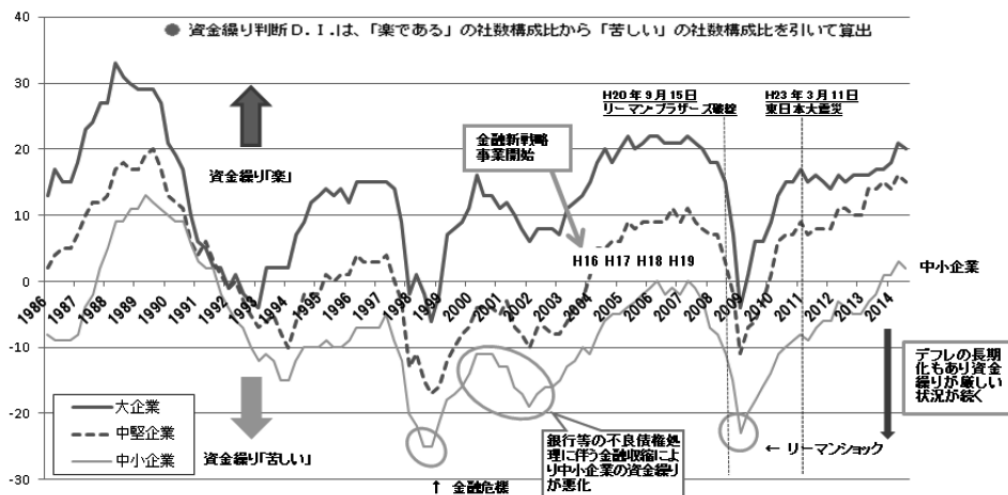
第12図 銀行112行 貸出比率推移



(資料：東京商工リサーチ)

第13図は1986年以降の企業規模別資金繰り判断D.I.を示したものである。1990年のバブル崩壊以後、とりわけ中小企業の資金繰り判断D.I.は2013年になるまで20年以上一貫してマイナス圏にある。大企業は今では資本市場からの資金調達が容易であるため、貸出額の増加のためには中小企業向け貸出の増加が不可欠である。しかし、1990年のバブル崩壊やそれに続く日本の金融危機以来、四半世紀に亘る金融システム安定化のための金融行政によって金融機関にはリスク回避の姿勢が定着している。

第13図 資金繰り判断D.I.の推移



(資料：日本銀行)

バブル崩壊以前中小企業は事業に使う「経常運転資金」を短期の手形貸付の形で借り、期日が来れば同額で借り換えて期限を延長するのが常識であった。手形は期日に返済資金がないと倒産になるし、運転資金には事業上の裏付け資産もあり、銀行にとっては無担保でも確実な貸出であった。実質的に返済不要の「疑似資本」とされた所以である。しかし、バブル崩壊後、経常運転資金が回収できないケースが頻発したため、金融庁は短期継続融資が不良債権かどうかの検証を要求した。そこで銀行は一斉に短期継続融資を、担保・保証付きで分割返済を必要とし高い金利が得られる、長期証書貸付に切り替えた。それまでは返済不要であった経常運転資金の返済圧力が増し、中小企業の資金繰りを圧迫して長期デフレの大きな要因となった。また、短期継続融資の事実上の廃止は金融機関による短期融資書き換えのための企業訪問を不要にし、情報収集力の低下を招いたとの見方もある。

2015年以降金融庁はこの点を修正し、正常な運転資金を短期継続融資で供給することは問題がないとして、事業性評価に基づく積極的な成長資金供給を促し、担保や保証に依存する日本型融資からの脱却を強く促している。だが、銀行側は将来再び検査方針が変更されるリスクも考慮して、既に長期に及んでいる貸出慣行の変化は起きていない。短期継続融資は復活せず長期証書貸付の返済圧力は常態化しているので、借り手側も積極的な事業拡張計画を作り難い状況は定着している。

より視野を広げれば、1990年代の日本の金融危機は借り手側の企業にとって、銀行に対する国際的な自己資本比率規制による1990年バブル崩壊後の社会問題ともなった中小企業に対する銀行のいわゆる「貸し渋り・貸し剥がし」の経験が影響している。つまり、自らの経営の理由ではなく、株価という一般的経済状況に基づく金融機関側の都合で融資が受けられなくなるという経験は、金融機関への信頼を一変させ、自らのリスク管理を徹底して投資計画を萎縮させる影響を持ったと思われる。近年金融市場も安定化しその影響は薄らいできているが、日本のバブル崩壊後もアジア金融危機や国際的金融危機などが続き、そのような環境の中で育ってきた経営者層にはリスクへの挑戦に慎重な姿勢が身につけている可能性も否めない。これを金融機関側から見れば、貸出を増加させようとしても資金需要が無いという状況になる。^{3,4}

そこで現在の課題は、この様な状況下で如何に貸出を増加させることができるか、という点である。これには現在金融庁が主導しているように、環境変化に対応した金融機関側の新たなビジネスモデルの構築や実態を踏まえた貸出増加の地道なマイクロレベルの改善が必要である。

³ 清水啓典(2004年6月):「資産デフレへの政策対応」、『資産デフレと政策対応』、金融調査研究会報告書(32)、第1章、9頁～30頁、金融調査研究会、全国銀行協会。
<https://www.zenginkyo.or.jp/news/detail/nid/2741/>

⁴ 清水啓典(2014年9月):「グローバル金融規制の動向と日本経済」、『金融規制の新展開～金融危機後のグローバルな金融規制改革の実体経済・金融市場への影響分析～』、金融調査研究会報告書(52)、第1章、29頁～60頁、金融調査研究会、全国銀行協会。
https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news260919_4.pdf

現在倒産件数は史上最低の水準だが、金融界はなお金融危機モードを引きずっている。政府が目標に掲げる名目GDP600兆円の達成には、疑似資本の再供給により中小企業のマインドを変える必要もある。追加的担保や定期的返済を必要としない正常運転資金の短期継続融資による疑似資本の再供給は、マネーストック増加による2%インフレ達成と同時に中小企業の生産性向上投資を通じて、成長促進にも資する効果的な金融政策手段である。

これらの点についての詳細は本稿の本筋から外れることになり、また別の機会に既に論じているので、下記の拙稿を参照されたい。^{5,6} ここでは、2%のインフレ目標を達成するためのマネーストック増加に不可欠な貸出増加は、中央銀行のマネタリーベース供給のみでは達成できないので、金融庁との密接な情報交換を通じた連携を通じて、劇的な環境変化の中で金融機関自身の成長のためにも、金融機関のビジネスモデルの転換を促す必要がある点を指摘しておきたい。

VII. ④消費を決定するのは予想将来所得

－恒常所得・ライフサイクル理論と合理的期待－

日本の成長率が低い要因として消費が伸びていない点が指摘されている。第14図を見ると2013年以降一旦上昇し始めた消費が消費増税後急速に低下したことが明らかである。消費を説明する理論としては恒常所得・ライフサイクル理論が確立している。つまり、人は将来に亘る生涯所得を予測した上で現在の消費を決定する。現在の日本で人々の一般的将来予測は、少子高齢化、成長力低下、社会保障費の増大、財政危機、増税予測、など将来所得の増加に関しては悲観的な要素が支配的であろう。このような環境下では消費が停滞するのも当然のことである。

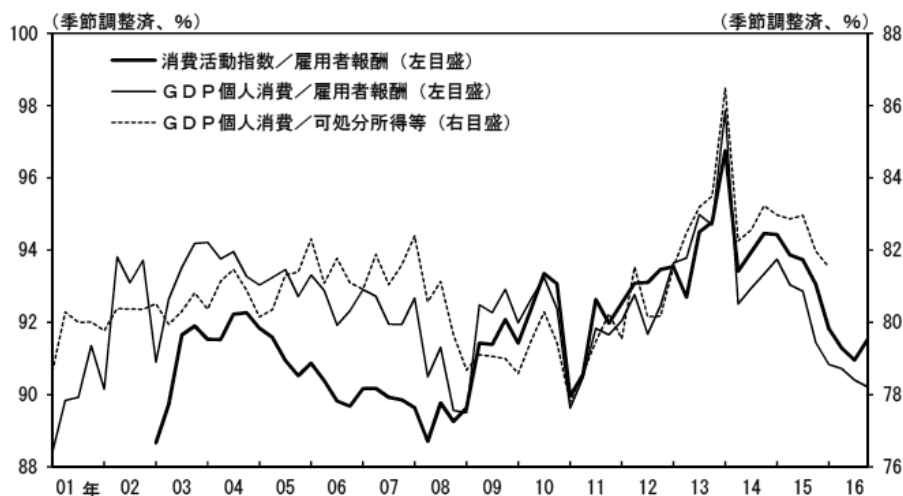
⁵ 清水啓典(2015年9月):「環境変化の本質と金融ビジネス」、『少子高齢化社会の進展と今後の経済成長を支える金融ビジネスのあり方』、金融調査研究会報告書(54)、第1章、13頁～29頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news270918_3.pdf

⁶ 清水啓典(2016年9月):「フィンテックと金融サービスの顧客価値」、『現代的な「金融業」のあり方～顧客価値を創造する金融業の拡大～』、金融調査研究会報告書(56)、第1章、17頁～30頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news280916_3.pdf

第14図 平均消費性向



(資料：日本銀行)

消費が増大するためには将来とも安定的に得られると予想される所得(恒常所得)の上昇が必要である。多くの国民が懸念しているのは少子高齢化で縮小の見込みがない社会保障費の増大のために財政危機解決の目途がなく、将来の増税懸念が払拭されていない点であろう。後に再度述べるように、2%インフレ目標は財政危機を解決するための現実的な唯一の方法であり、それと並ぶ説得的な成長戦略の着実な推進による実績の積み重ねが国民の恒常所得の上昇期待を醸成する道である。経済を動かすのは国民一人一人の行動であり、政府や日銀はその環境を整備しているに過ぎない。国民は無意識のうちにあらゆる情報を敏感に収集して合理的に将来予測を行っている。消費増大のためには将来展望に関する国民への分かり易く率直で説得的な説明が不可欠である。その意味で、金融政策にも市場との率直な対話が重要となる。サプライズ政策は当初レジームチェンジのためには大きな成功を取めたが、何度も繰り返す政策としては限界がある。米国連邦準備銀行前議長のベン・バーナンキはこの点に関して、「金融政策は98%の対話と2%の行動」と述べている。

VIII. ⑤短期のデフレ脱却と長期の2%インフレ目標との峻別⁷

金融政策に関して明確にしておく必要があるのは、短期目標としてのデフレ脱却と長期目標としての2%インフレの明確な峻別である。異次元緩和の当初デフレ脱却目標として2年で2%インフレの達成が掲げられたために、一般にはデフレ脱却と2%インフレの達成が同一視されている面がある。世界的に2%のインフレ率が目標とされているのは、物価上昇率がゼロ以下

⁷ インフレ目標政策については次を参照：清水啓典(2003年5月)、「インフレ目標政策の本質と意義」、『金融構造研究』、第25号、金融構造研究会、全国地方銀行協会。

のデフレに陥らないために、物価指数算定上の1%程度の上方バイアスを考慮して、更に予期しない変動幅として1%の余裕を見て設定された数字であるためである。第5図で見たように、現在は過去4年間消費者物価上昇率はゼロ以上のプラス圏にあり、物価の持続的な下落という意味でのデフレからは既に脱却済である。次節で述べるように、2%インフレ目標は今後半世紀以上にも亘って安定的に維持すべき長期目標である。この点を明確にするために、政府・日銀は一体となってデフレ脱却宣言をすべきである。それが国民の期待を変化させるための対話であり、国民が将来に向かって行動する際の指針となるからである。

IX. ⑥2% インフレ目標による財政危機の解消

国民全員が現在懸念しているのは財政危機の行方である点は既に述べたが、その解決の方法を国民に正直に伝えて将来への安心感を生むことは、消費動向への影響のみならず、国民の幸福感の醸成にとっても極めて重要な課題である。そこで鍵となるのが長期目標としての2%インフレ目標である。2%インフレが安定的に継続すれば、国債の実質価値は33年間で半減する。40年国債を発行すれば償還時の実質価値は44%に減価していることになるし、この借り換えを繰り返せばそれは実質永久国債である。つまり、毎年2%という緩慢で時間を掛けたペースでなら、財政危機は解決するのである。だが、その前提としては今後財政赤字が更に累積しないように、今後とも長期的に均衡財政を維持する必要がある。

個人とは違って国の寿命は永遠であるから、薄く広い国民全体への負担による時間を掛けた方法で財政危機は解決可能である。これが長期・継続的目標としての2%インフレの意義であり、この点に関する率直な説明を通じた国民全般の納得と安心感の醸成が必要である。それによって消費増加や貨幣の保蔵需要の減少、投資増加が期待でき、成長力回復の契機が生まれる。インフレ目標は元々過大なインフレ防止のための枠組みであるので、これによってインフレ率が過剰となる懸念はない点に関する国民の理解促進も必要であろう。

X. ⑦日銀の大量国債購入は事実上財政ファイナンス

現在日銀は大量の国債を購入することでマネタリーベースの供給を行っているが、これは事実上財政ファイナンスに等しい。国債の日銀直接引き受けによる財政ファイナンスは法律で禁止されているとされるが、国債発行後一定の短期間を置いた後の日銀による確実な買い上げは理論上財政ファイナンスと異なるところはない。

もともと貨幣とはゼロ金利の永久国債に他ならないので、ゼロ金利国債は貨幣に等しい。とりわけ、超長期の40年国債は殆どゼロ金利の永久国債に近く、貨幣創造と類似した性質を持っている。前節で述べたように、財政赤字縮小の見通しが立たない以上、財政危機解決の唯一の

方法は穏やかなインフレ税による債務実質価値の削減である。

将来に対する国民の納得や安心感の醸成が成長力回復の鍵となるが、そこでは政府・日銀に対する信頼が基礎となる。財政ファイナンスに対する懸念は強いが、歳出削減や有効な成長戦略の推進が組み合わされて初めて国民が信頼する将来展望になる。穏やかな事実上の財政ファイナンスで如何に有効な成長戦略を提示できるかが、政府・日銀に課された課題である。

XI. ⑧ マイナス金利は金融機関への課税

2016年1月以来マイナス金利政策が導入されている。当初は金融機関の日銀預け金の一部にのみ適用され限定的、象徴的な影響しか持たないと思われていたマイナス金利は、日銀による国債の大量購入を背景に債券市場のみならず貸出市場の金利水準に予想以上の大きな影響をもたらしている。金利低下を促し企業の借入需要の拡大と金融機関による貸出促進によるマネーストック増大を目的としたと考えられるが、借入需要の拡大は期待ほどではなく金融機関の収益圧迫をもたらしている。その結果、日銀は2016年9月に総括的検証を行い、「イールドカーブ・コントロール」、「オーバーシュート型コミットメント」を導入した。後者は長期目標としての2%インフレ達成にとっても重要なコミットメントと考えられるが、前者は金融機関の収益圧迫に対する妥協策とも受け取られかねない長期的には維持不可能な政策である。

マイナス金利は預金金利をマイナスにすることが不可能な環境下では、理論的には金融機関への課税に他ならない。課税は理論的には何らかの形で消費者に転嫁される性質を持っているので、これは結局、借入需要拡大効果を減退させることになる。現在課題となっているのはマネーストックの増大であり、そのための貸出額の増加である。金融機関がビジネスモデルを変えて積極的な貸出姿勢に転換しない限り、この目的は達成できない。その意味で、金融機関が貸出を増加させる環境の醸成が重要であるが、マイナス金利はその面では成功しているとは言い難い。上記③で指摘したような、金融機関のビジネスモデルを変える地道で着実な施策の積み重ねや金融機関がリスクを取り易くなる様な金融監督・検査体制の改革が必要である。マイナス金利政策は中央銀行の政策ツールとしては有効でないので、時期を見て収束させる必要がある。しかし、一旦極限まで低下した市場金利の上昇は甚大な影響を及ぼしかねないので、ここからの脱却には時間を掛けた市場との対話や将来が見通せる政策運営の情報提供など、極めて注意深い配慮が必要である。

XII. ⑨ 緩慢なヘリコプターマネー

マネーストック増大のための直接的で確実な方法は貨幣増刷であり、これによれば2%インフレ目標達成は可能である。だがこの方法は「ヘリコプターマネー」と呼ばれて、その定義が曖

味なまま言葉やイメージが先行して政治的・感情的反発があるため、直ちに実施できる環境にはない。しかし既に⑦で述べたように、ゼロ金利超長期国債は事実上貨幣増発に等しく、緩慢なヘリコプターマネーは既に実施されていると言っても良い。「ヘリコプターマネー」という言葉はそのイメージだけで超インフレ政策と混同され易い面があるが、それは金融政策の有力な手段に関する誤解を生む可能性がある。2%インフレ達成のためには市場に流通するマネーストックを増やす必要がある点は自明であるが、マネタリーベース供給はそのための一手段に過ぎない。マネタリーベース供給以外の手段、例えば既に行われている日銀による金融機関以外からの資産購入、の拡大などもこの範疇に入る検討に値する政策であろう。

⑥で述べたように、長期安定的に2%インフレが実現し、今後均衡財政を保ち続けることができれば、国民は毎年金融資産の2%の価値を失う反面、財政再建が可能となる。言い換えれば、これは現金・預金・金融資産への緩慢なインフレ税に他ならないが、時間を掛けて国民全般から僅かずつ徴税する方法であり、いわゆる超インフレ下のインフレ税とは異質な概念である。インフレ目標政策とは過大なインフレを起こさないための枠組みであり、この点を国民全般に理解して貰う点こそが、財政再建とそれに伴う国民の将来への明るい希望の醸成にとって不可欠である。そのためには政府の財政規律確立への信頼感や日銀による率直で丁寧な説明が必要となる。

XIII. ⑩政府・日銀・財務省・金融庁のより緊密な情報交換

財政政策の効果はそのファイナンス方法次第で大きく相違する。金融政策は国民全員が将来を見通して誤りのない消費や投資活動を行うための環境整備が役割であるから、マネタリーベースをコントロールする金融政策だけで2%インフレや成長力の回復が困難であることは自明である。既に上記の項目で述べたように、明るい未来が見通せる政策の確立により不確実性を除去して、将来に向けての積極的な投資が可能となるような環境整備が必要である。そのためには、現在の金融政策への過度な依存から脱却してより適切なポリシーミックス、言い換えれば、政府・日銀・財務省・金融庁など政府部門間の密接な情報交換を通じた成長戦略の策定と推進が必要である。

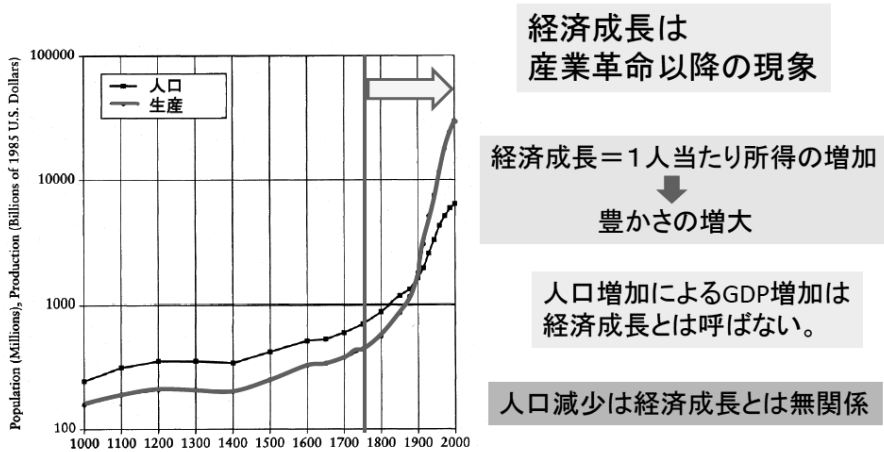
そこで、次に成長戦略について述べておくことにしよう。

XIV. 成長戦略

第15図は過去1000年間の世界の人口と生産の推移を示した対数グラフである。1700年以前は人口と生産とはほぼ並行して増加してきており、生産の増加率が人口増加率を上回り始めたのは1700年中頃、つまり産業革命が始まってからである。経済成長とは産業革命による技術

進歩が始まってから生じた、人類史上で見ればたかだか最近の250年に限られた現象に過ぎない。元々経済成長とは一人当たり所得の増加、すなわち豊かさの増大を意味するから、人口増加によるGDP増加は経済成長とは呼ばない。それ故、人口減少が経済成長率低下の原因でないことは定義から自明である。

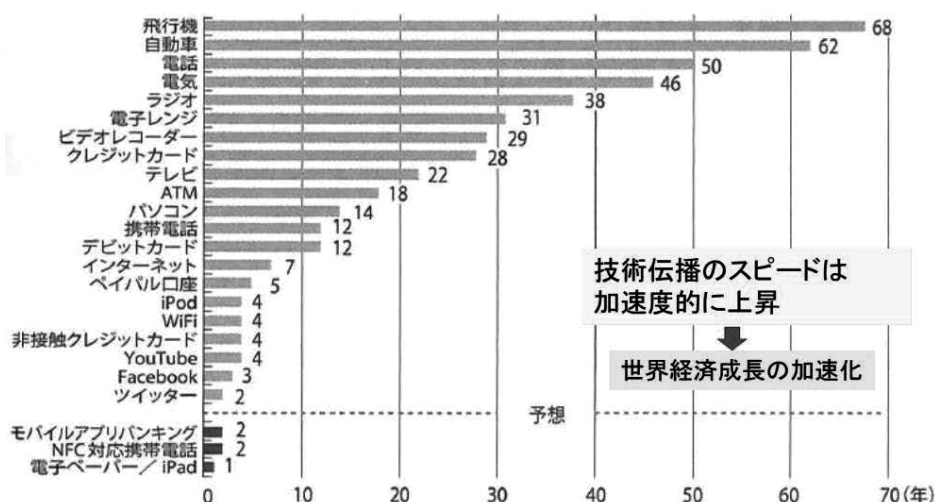
第15図 世界の人口と生産



(資料：Robert Lucas, Jr. : *Lectures on Economic Growth*)

経済成長とは産業革命から始まったことから明らかなように、労働を機械に代替する技術進歩による生産性向上がその本質である。デジタル技術による第4次産業革命が加速的に進化する中で、現在世界のGDPは人類史上最速で成長している。技術進歩は新発明それ自体ではなく、その利用が社会全般に伝播して初めて国全体の生産性と所得を押し上げる。第16図に示すように、ある技術が広く行き渡るにはかつては数十年単位を要したが、最近では年単位で一挙に普及し世界標準となる。この普及スピードが世界の目覚ましい経済成長を生み出している源泉である。加速する技術伝播のスピードは、それについて行けない人々の失職や格差拡大の副作用を伴う。トランプ大統領を生んだ米国の白人中低所得層の不満は、産業革命時代の打ち壊し運動と軌を一にする。米国の雇用減退は企業の海外移転のためばかりではなく、新技術導入による生産性向上スピードの裏返しでもある。

第16図 イノベーションと普及期間の短縮化
ユーザー数5,000万人に達するまでの年数



(資料：プレット・キング著、上野博訳、『脱・店舗化するリテール金融戦略』)

そこで、新技術は世界共通に存在して利用可能である中で、なぜ日本だけが長年の低成長に甘んじているのだろうか。その原因は明らかに新技術の社会全般への伝播スピードが遅い点にある。新技術の伝播は産業構造を変化させ既存の利益構造を変化させる。配車アプリの様に新技術はあっても導入や競争促進を阻む規制や既得権益、政治決断の遅さ。激しい競争を避け、出る杭を打つ文化。起業や敗者復活の困難さ。世界的には最も平等な日本での格差批判。サービスの自動化を軸とした技術の時代に有担保主義の融資を続ける金融機関。人口減少を低成長の主因とする誤った認識。日本は世界から見て「変化の遅い国」と見られている。日本の低成長の諸原因は明白である。

真に必要な成長戦略とは、これらの諸原因の除去策に他ならない。つまり、既得権益におもねらない規制緩和の政治決断。自由競争の促進や環境変化への対応能力を育成する教育の充実、新技術を競うリスクへの挑戦者を輩出し、それに報いるための環境整備。既得権益や新たな環境に機敏に対応するための、財政的・政治的に独立したシンクタンクの創設による、官僚依存になっている政策立案システムの改革。また、激変する環境変化に対応するために、全ての立法に一定期間後には自動失効するサンセット条項を義務付ける必要もあろう。その時点でなお必要な立法は再度成立させれば良い。既得権益を脅かす規制緩和を推進するには強い政治的基盤が必要である。その意味で、長期政権が予想される現在の政治環境は真の成長戦略を推進するための好機でもある。

成長戦略を効果的に推進するには民間の経済主体がそれに対応して積極的に活動するためのインセンティブが不可欠である。その意味でもこれまでの成長戦略は有効なものではない。例

例えば、希望出生率1.8という目標は、それによって現時点で目に見える経済メリットが明確でなく、民間でそれに向かって活動を起こすインセンティブがないため具体的な活動が生じて来ない。一方、例えば米国のトランプ政権が打ち出している金融規制緩和政策はなおどのような具体策になるかは不明ながら、利益を受ける広範な集団が明確であり支援団体として政治的・経済的活動が活発化し進展する動きが生じる。国民がそれに反応して利益機会を求めて活発に活動を始めるインセンティブを生むこと、新技術導入への挑戦者に利益機会を与える政策こそが成長戦略の本質である。この様な成長戦略と組み合わせられることによって初めて、金融政策は有効に機能することを銘記すべきである。

第17図 政策提言

- A. 財務省・金融庁と日銀の密接な情報交換・連携
- B. 金融機関による中小企業への疑似資本再供給とリスクテイク
- C. 日銀による金融機関以外からの資産購入
- D. マイナス金利の廃止
- E. 予見可能な将来に向けた政策ルール of 策定
 - ・ 2%のインフレ目標を長期ルールとして設定
 - ・ 2%インフレにより財政危機が解決可能であることを説明
 - ・ 将来世代を含む日本の長期ビジョンを提示
- F. 信頼できる均衡財政プランの確立
- G. 超長期国債による成長戦略の推進

XV. おわりに

現在世界共通に、金融政策は多様な課題への対処する方策として過大な負担を抱えている。本来金融政策とは民間経済主体が将来を見通して誤りのない効率的な経済活動を行うための環境整備としての物価安定の維持がその役割である。高速道路に例えれば、道路を平滑にまた直線で見通しよい形に整備し交通標識を整えて、民間経済主体が最高スピードで走って目的地に到達できるようにすることである。政府の役割はその道路上にある障害物(規制)を取り除いて、車が早く走るための環境を整えることになろう。どこに到達すれば出口があるのかも予め分かっている必要もある。

環境変化の中で金融政策の運営方法の変化が迫られているのは日本だけではない。グローバルの中で国際的整合性の確保も一層重要な課題であるし、フィンテックなど新技術による代

替通貨の可能性も浮上してきている。これら多様な課題に対して、将来の方向性を明確に示しつつ誤りのない政策運営をするには、確固とした経済理論に基づく冷静な分析によって、国民が信頼する指標を提供し続けていく必要がある。

参考文献

清水啓典(2003年5月):「インフレ目標政策の本質と意義」、『金融構造研究』、第25号、金融構造研究会、全国地方銀行協会。

清水啓典(2004年6月):「資産デフレへの政策対応」、『資産デフレと政策対応』、金融調査研究会報告書(32)、第1章、9頁～30頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

<https://www.zenginkyo.or.jp/news/detail/nid/2741/>

清水啓典(2005年3月):「デフレ脱却とBIS規制」、『商学論纂』、第46号、第3巻、41頁～79頁、中央大学商学研究会。

清水啓典(2011年7月):「グローバル金融危機後の国際的金融規制」、『安定的な経済成長のためのプルーデンス政策のあり方』、金融調査研究会報告書(46)、第1章、19頁～31頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

<https://www.zenginkyo.or.jp/news/detail/nid/3163/>

清水啓典(2014年9月):「グローバル金融規制の動向と日本経済」、『金融規制の新展開～金融危機後のグローバルな金融規制改革の実体経済・金融市場への影響分析～』、金融調査研究会報告書(52)、第1章、29頁～60頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news260919_4.pdf

清水啓典(2015年9月):「環境変化の本質と金融ビジネス」、『少子高齢化社会の進展と今後の経済成長を支える金融ビジネスのあり方』、金融調査研究会報告書(54)、第1章、13頁～29頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news270918_3.pdf

清水啓典(2016年9月):「フィンテックと金融サービスの顧客価値」、『現代的な「金融業」のあり方～顧客価値を創造する金融業の拡大～』、金融調査研究会報告書(56)、第1章、17頁～30頁、金融調査研究会、全国銀行協会。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news280916_3.pdf

(『社会イノベーション研究』第12巻、第1号、1頁～17頁、(2017年2月)、成城大学社会イノベーション学会、に収録。)

ブレット・キング(2015):『脱・店舗化するリテール金融戦略—バンクからバンキングの時代へ—』、上野博訳、東洋経済新報社。

Lucas, Robert E. Jr. (2002): *Lectures on Economic Growth*, Harvard University Press.

