

# 異次元金融緩和とは何だったのか？

## —アベノミクス再考—

2016年1月15日

大妻女子大学社会情報学部

伊藤正直

# 1 アベノミクス 3 年間の評価

## ・ 3 本の矢

異次元金融緩和（量的・質的金融緩和）→2年間で物価上昇率 2%へ

機動的財政運営（国土強靱化）→公共事業投資

新成長戦略

## ・ 新 3 本の矢

強い経済→2020年頃までに GDP600兆円の実現

子育て支援→出生率 1.8の実現

社会保障の強化→介護離職 0の実現

安倍政権発足以降、日本はこう変わった

	項目	安倍政権発足前	現状	評価	備考
国の姿	人口	1億2752万人 <12年10月1日>	1億2708万人 <14年10月1日>		総人口に占める 65歳以上の人口
	高齢化率	24.1% <12年>	26.0% <14年>		
	合計特殊出生率	1.41 <12年>	1.42 <14年>		
予算	一般会計予算額	90兆3339億円 <12年度当初予算>	96兆3420億円 <15年度当初予算>	×	+6.7%
	防衛予算額	4兆7138億円 <12年度当初予算>	4兆9801億円 <15年度当初予算>	×	+5.7%
	国・地方の長期債務残高	932兆円 <12年度末実績>	1057兆円 <15年度末見込み>	×	+13.4%
経済	実質GDP	519兆2168億円 <12年>	526兆9267億円 <14年>	△	+1.5%
	日経平均株価	1万0080円12銭 <12年12月25日>	1万9869円81銭 <15年11月20日>	○	
	為替相場	1\$ = 84円80銭 <12年12月25日>	1\$ = 123円17銭 <15年11月23日>	△	
	企業の経常利益	12兆6461億円 <12年4-6月>	20兆2881億円 <15年4-6月>	○	資本金1000万円以上の 全企業 (金融・保険業除く)
	企業の内部留保	272兆8367億円 <12年10~12月>	342兆8397億円 <15年4~6月>	○	
	民間平均給与月額	26万円2263円 <12年6月>	26万3150円 <15年9月>	△	
	配当など株主還元		約14兆円 <14年度>	○	純利益の4割
消費者物価指数 (10年=100)	99.5 <12年11月>	103.4 <15年9月>	△		
雇用	雇用者数	5501万人 <12年9月>	5667万人 <15年9月>	○	166万人増
	正規雇用者数	3370万人 <12年4-6月>	3229万人 <15年4-6月>	×	41万人減
	非正規雇用者数	1775万人 <12年4-6月>	1971万人 <15年7-9月>	×	196万人増 不本意非正規が増
	非正規雇用率	36.7% <12年>	40.0% <14年10月>	×	
	完全失業率	4.1% <12年11月>	3.1% <15年10月>	○	
暮らし	貯蓄ゼロ世帯	26.0% <12年>	30.49% <15年>	×	
	生活保護受給者	214万7303人 <12年11月>	216万3128人 <15年8月>	×	15,826人増
	国民年金支給月額 (満額支給の場合)	6万5541円 <12年12月>	6万5008円 <15年4月>	×	
	70~74歳の 医療費自己負担	1割 <12年4月>	2割 <14年4月>	×	
	65歳以上の介護保険料 (月額平均)	4160円 <09~11年度>	5514円 <15年~17年>	×	

今年安倍内閣が決めた事  
(労働・介護関係)

- 労働者派遣法改正: 2015年9月より
- 「残業代ゼロ」法案閣議決定、再賃労働制も拡大: 2015年4月3日
- 介護サービス費の引き上げ: 2015年8月より
- 介護報酬の引き下げ(2.27%引き下げ): 2015年4月より

○ アベノミクス以前からの問題

- 毎年、新卒者の27万人が非正規雇用に(不本意非正規)
- 毎年、介護離職者: 約10万人
- 35~54才の中年フリーター273万人がこのまま年金受給年齢になると大半が生活保護を受けざるを得なくなる。  
この場合、約20兆円の社会負担となる。(273万人は男性と独身女性: 既婚女性は含まれていない)
- 2012年の日本の公的教育費6年連続最下位(OECD加盟32カ国中): GDP比3.5%  
最も高かったのはノルウェー6.5% 平均: 4.7% 経済協力開発機構(OECD)2015.11.24発表

## 2 異次元金融緩和とは？－中央銀行の金融政策

### <政策手段－1980年代まで>

正統的金融政策＝公定歩合操作＋公開市場操作＋預金準備率操作  
＋窓口指導(日本の場合)

### <中間目標－1980年代まで>

金利か通貨量か＝世界的には、1970年代から、マネーサプライコントロール政策が主力に  
なってくる(目標値設定)

→日本は、1978年からマネーサプライ予想値の発表

### <最終目標－1980年代まで>

通貨価値安定、完全雇用達成、経常収支均衡、成長通貨供給

## <政策手段—2000年代まで>

正統的金融政策＝公開市場操作主力の政策運営(＝金融調節)

コール市場でのオーバーナイト金利をターゲットに

1991年、窓口指導の「廃止」(都銀ガイドラインはその後も続く)

## <中間目標—2000年代まで>

金利か通貨量か＝世界的には、マネーサプライターゲットからインフレターゲットへ

→通貨量から金利へ

## <最終目標—2000年代まで>

1998年の新日銀法＝物価の安定と信用秩序の維持

→金融システムの安定

## <政策手段—2013年4月以降>

非正統的金融政策＝QQE、マネタリーベースを年間60－80兆円増加

長期金利低下のため長期国債、ETE、J-REIT、優良投信購入

ゼロ金利政策＋量的緩和政策

## <中間目標—2013年4月以降>

金利も通貨量も

## <最終目標—2013年4月以降>

デフレ脱却と景気回復(そのための円安・株価上昇の実現)

## ・金融政策についての考え方の推移

### <金融政策手段の選択をめぐって>

運営目標と中間目標、運営目標と操作目標

通貨量と利子率→通貨当局のコントロール可能性

→これらの変量と究極目標の間の安定した関係の存在

通貨量→通貨供給量を一定の率で増加すべき、という考えと景気の状態にあわせて調整すべき、という考えの存在、利子率→市場条件を基礎

### <金融政策目標をめぐって>

1990年代にはそれまでのマネタリズム・アプローチが勢いを失い、インフレーション・ターゲット導入の動きが広がった。EUでは、通貨統合と地域統合の進展の中で、物価安定を確保するための中央銀行の独立性の問題が重視

究極の目標＝国民の経済厚生向上(これを普通の言葉でいえば、インフレなき持続的成長)、  
インフレなき＝物価の安定と金融システムの安定

中央銀行の目標＝物価安定を唯一の目標とすべし、という考え方の強まり

- ①従来、為替レートとマネーサプライを中間目標としてきたが、中央銀行に対する信任が得られなかった
- ②貨幣の中立性命題への信頼
- ③単一目標の明瞭さによる政治経済学的効果

しかし、2008年のリーマン・ショック後は、米欧日のほとんどすべての国と地域で、非正統的金融政策(＝ゼロ金利政策と量的緩和政策)が採用される(＝危機対応、低成長対応)



### 3 マネタリーベースとマネーストック

マネタリーベース＝現金通貨＋民間金融機関中央銀行当座預金

マネーストック＝現金通貨＋当座預金＝M1

＝現金通貨＋当座預金＋定期預金＝M2

＝現金通貨＋当座預金＋定期預金＋CD＝M3

2014年12月＝現金通貨 85兆円、預金通貨(当座預金)518兆円、準通貨(定期預金)567兆円、CD38兆円。2014年12月のマネーストックはM1で604兆円(現金通貨＋預金通貨)、もっとも広く取ったM3では1209兆円、

2015年10月末のマネタリーベース(日本銀行券発行高、貨幣流通高、日銀当座預金 の合計値)は344兆4,225億円、内訳は、**日本銀行券発行高が92兆6,001億円**、貨幣流通高

が 4 兆 6,5041 億円、**日銀当座預金が 247 兆 1,720 億円**、この間マネタリーベースは急速な勢いで増加しているが、その大部分は日銀当座預金の増加。

## ・現金通貨と預金通貨の関係をどう考えるか？

日本銀行券の増発→マネーの増大となるか？

金融論の教科書は「なる」と教えている

**マネーストック = K \* ベースマネー** K = 貨幣乗数

日本の現状は 850兆円 = 10 \* 83兆円(2013年10月現在)

しかし、当座預金や定期預金をしている大部分は民間(企業と個人)

預金は、企業所得、個人所得の一部、したがって、

**ベースマネー = 1 / K \* マネーストック** は成り立つが、逆は成り立たない

## ・通貨は外生変数(通貨学派)か、内生変数(銀行学派)なのか

### をめぐる長い論争

いいかえると、通貨は実体経済(real economy)のヴェールなのか、実体経済における生産や分配、蓄積に直接影響を与えるか、をめぐる論争

Currency School=インフレの原因は銀行券の過大発行 v.s.

Banking School=通貨の資産性ととともに負債性をみよ

### ・1844年のBOEピール銀行条例(=通貨学派の勝利)

通貨学派の政治的勝利

### ・1970年代初頭のニクソン・ショック時

マネタリズムの政治的勝利

### ・最近では、岩田・翁論争

岩田(マネタリスト)の政治的勝利

ベースマネーは増えてもマネーストックは増えない

マネーストックは増えても、銀行貸出は増えない

貸出が増えること＝企業活動が活発になること

1980年代以降の日本や他の先進国では、ベースマネーとマネーストックの安定性が失われている＝Kの不安定性

したがって、

**日銀券をいくら市場にばらまいても景気が良くなるとは限らない**

日銀券増 → マネーストック不変 → 何も変わらない

日銀券増 → マネーストック増 → 貸出不変 → インフレ

日銀券増 → マネーストック増 → 貸出増 → 景気回復

**貸出増 → マネーストック増 → 日銀券増 を目指した方がよい**

## ・マネーストックと経済活動

2004年12月のマネーストックは699兆円、名目GDPは505兆円

2013年12月のマネーストックは1175兆円、名目GDPは478兆円

2004年のMS/GDP=1.38    2013年のMS/GDP=2.46

この数値は、アメリカやヨーロッパの国々、先進国といわれる国々と比べると、とびぬけて大きい。たとえば、先進国のなかでは大きいといわれるアメリカの数値は、同じ計算をすると0.5程度。

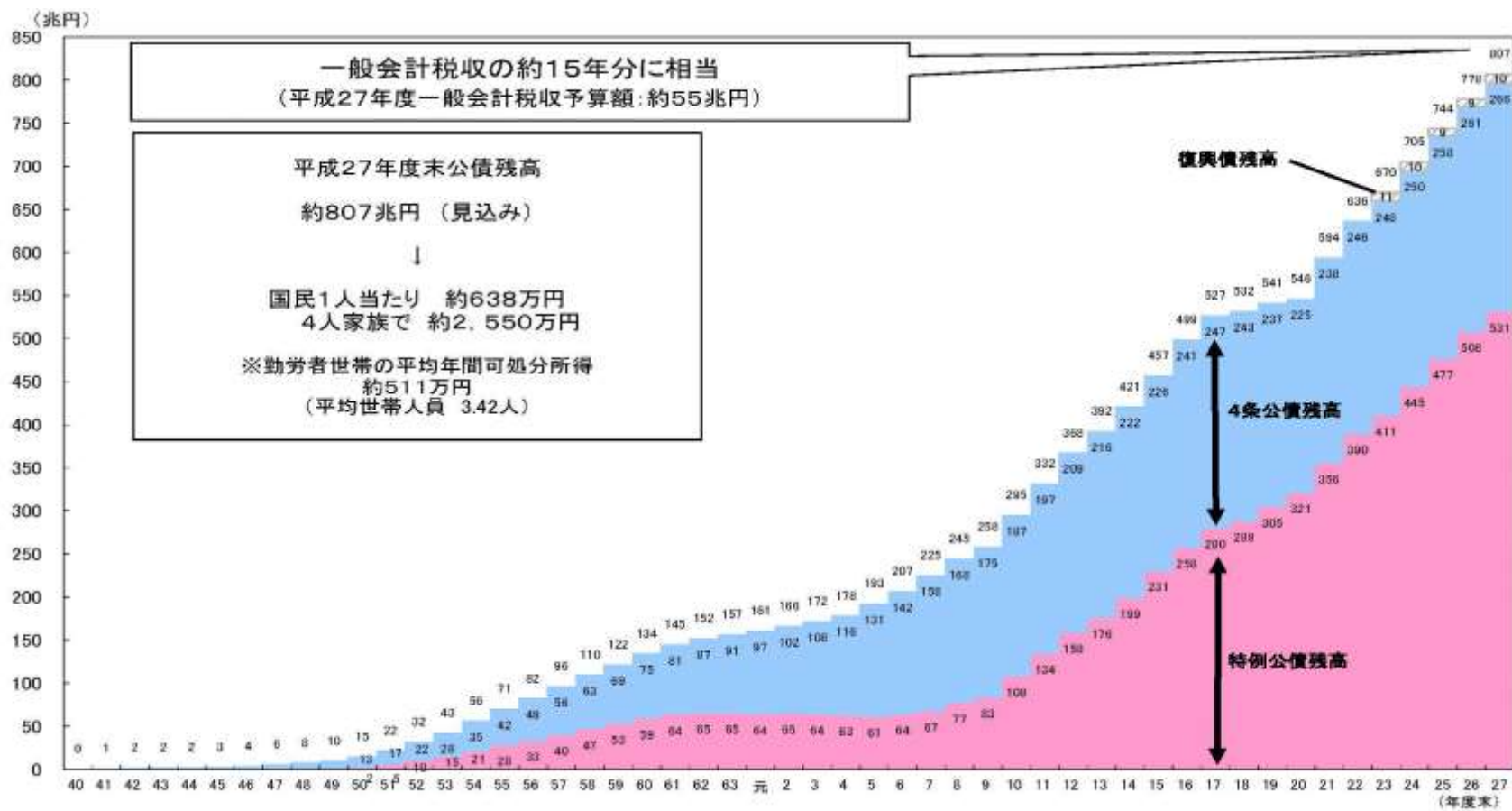
## ・日本のマネーストック

日本のマネーストック=2004年699兆円→2013年1175兆円

しかし、この増加は、銀行の会社や家庭への貸付け、つまり銀行の信用創造によってもたらされたものではない。普通は、経済活動が活発だと、この信用創造によってマネーストックは増えるのだが、日本の景気はこの10年間決してよくなかった。お金は増えているのに、景気は良くない=増えたお金と経済活動が結びついていないから。

**ものの値段を上げればお金と経済活動が結びつくという考え方=アベノミクス**

# 4 異次元金融緩和の現段階



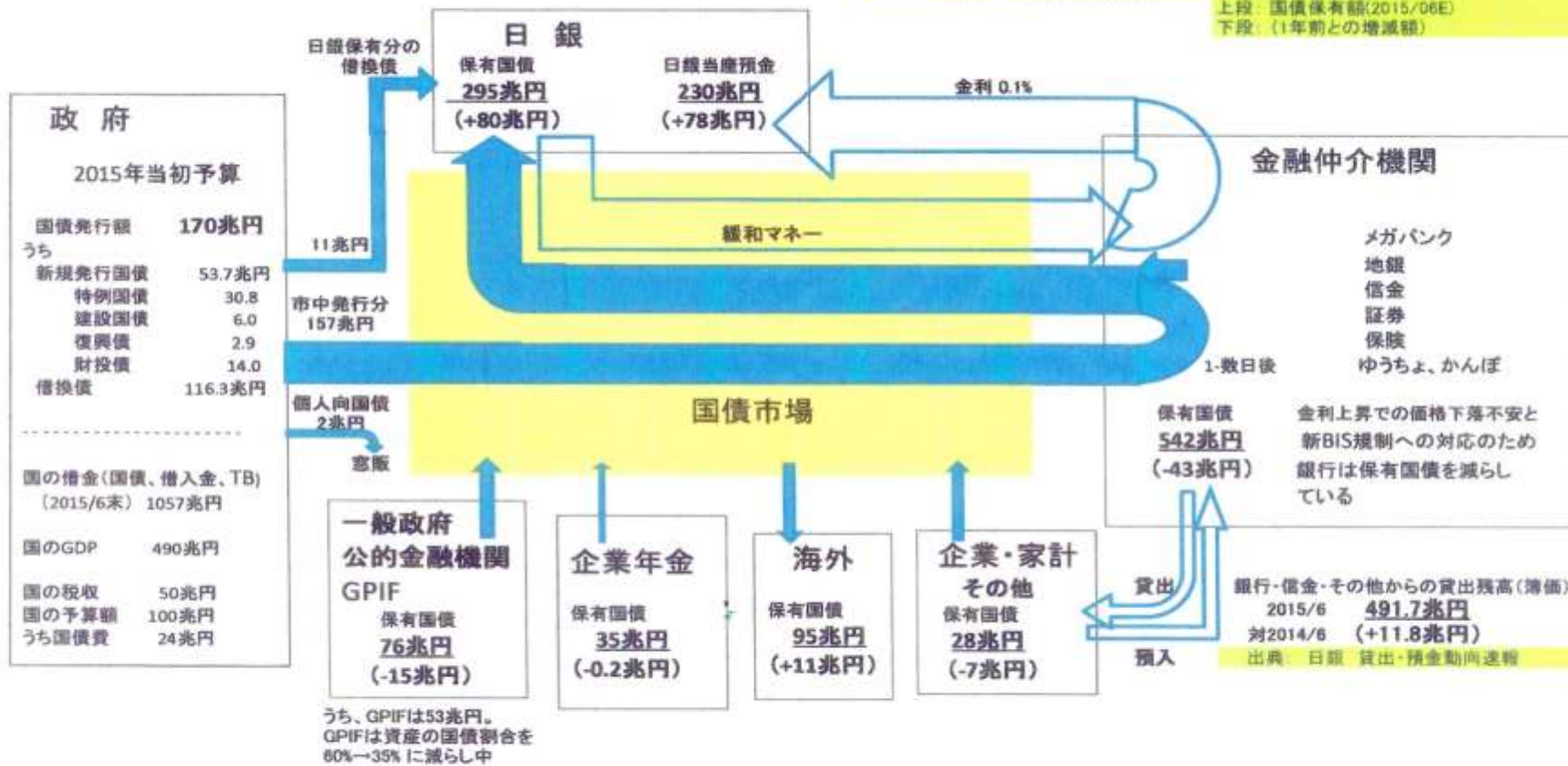
# 日本銀行営業毎旬報告 2015.12.20 (1000 円)

資産		負債および純資産	
金地金	441,253,409	発行銀行券	95,980,443,099
現金 <sup>1</sup>	175,918,637	<b>当座預金</b>	<b>247,972,619,772</b>
<b>国債</b>	<b>327,959,866,034</b>	その他預金 <sup>9</sup>	5,241,505,650
コマーシャル・ペーパー等 <sup>2</sup>	2,765,200,687	政府預金	28,418,864,446
社債 <sup>3</sup>	3,105,670,997	売現先勘定	1,111,861,337
金銭の信託（信託財産株式） <sup>4</sup>	1,349,037,354	雑勘定 <sup>10</sup>	433,430,067
金銭の信託（信託財産指数連動型上場 投資信託） <sup>5</sup>	6,741,477,989	引当金勘定	4,227,931,345
金銭の信託（信託財産不動産投資信 託） <sup>6</sup>	269,554,628	資本金	100,000
貸付金	36,430,646,000	準備金	3,138,544,407
外国為替 <sup>7</sup>	6,500,731,619	合計	386,525,300,127
代理店勘定 <sup>8</sup>	145,887,068		
雑勘定	640,055,700		
合計	386,525,300,127		

## 異次元金融緩和での国債市場の国債の流れ

資料：日銀、資金循環統計 参考図表(2015/06末)、図表5-2 国債等の保有者内訳のデータをもとに作成した

上段：国債保有額(2015/06E)  
下段：(1年前との増減額)



- 要点
- 異次元の金融緩和として日銀が大量の国債を購入して緩和マネーを発行したが、企業・家計への貸出し増加は少なく、多くが日銀当座預金になった。
  - 外人を除いて、日銀以外の国内の関係者はすべて国債保有を減らしている。
  - 異次元金融緩和の効果は、国が発行する国債の消化が容易になったこと、日銀が国内関係者の国債放出の受け皿となったこと。

追記1: 日銀が市中流通分の80%を買い入れているとの話は、市中流通分のうち、償還まで1年以内の短期債を除いた額の80%とのこと。(日銀 広報課)

追記2: この図では保有国債の増減しか見ていないので、満期償還分の補充買入れはカウントされていない。このため、図から市中に投入された国債額は、各保有者の保有額の増減合計より大きい。

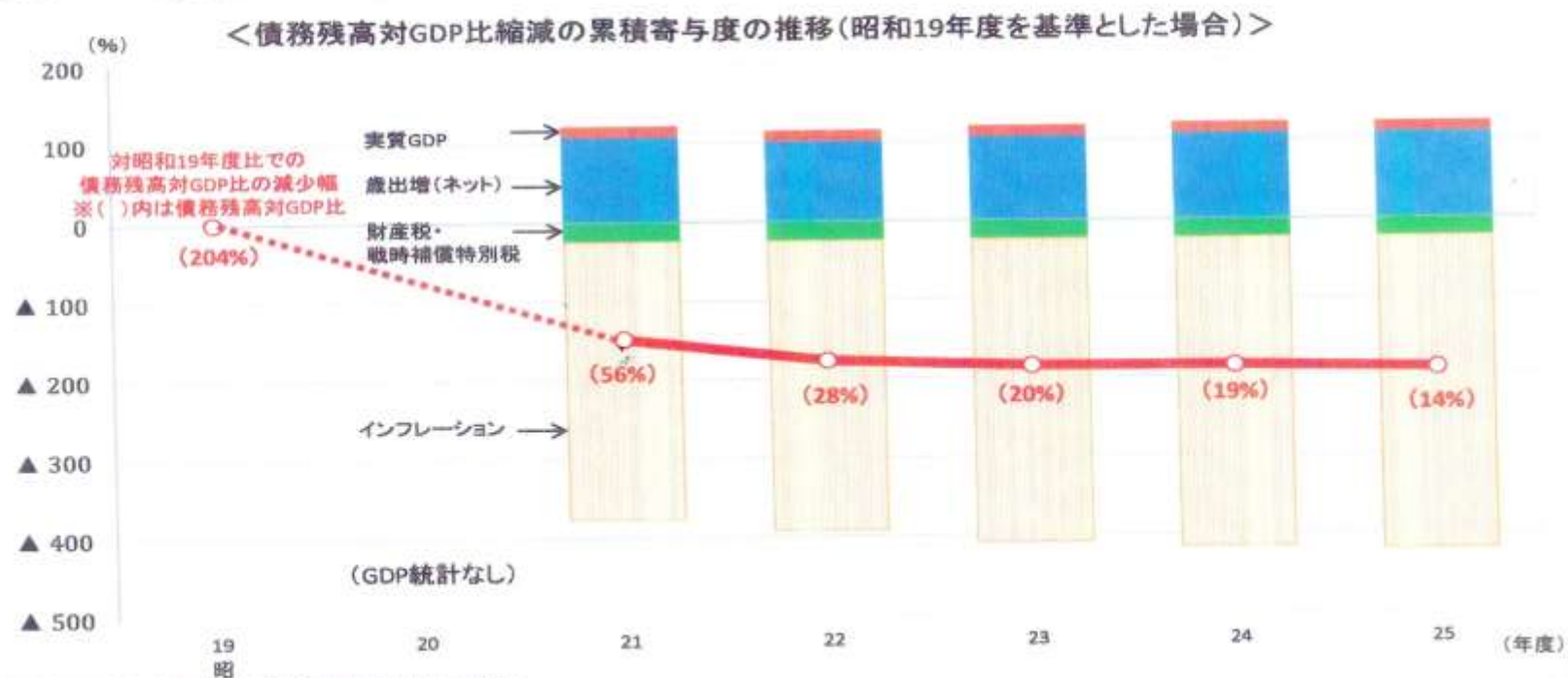






## (参考)債務残高対GDP比縮減の要因分析(累積寄与度の推移)

	昭和19年度	昭和20年度	昭和21年度	昭和22年度	昭和23年度	昭和24年度	昭和25年度
債務残高(億円)	1,520億円	1,995億円	2,653億円	3,606億円	5,244億円	6,373億円	5,540億円
名目GDP(億円)	745億円	—	4,750億円	13,090億円	26,650億円	33,760億円	39,460億円
債務残高対GDP比	204%	—	56%	28%	20%	19%	14%
卸売物価上昇率	13.3%	31.7%	432.9%	195.9%	165.6%	63.3%	18.2%



(出典)「昭和財政史 戦前から講和まで 第19巻」、大川他「長期経済統計」国民所得。

## ・アベノミクス

- ① 異次元の金融緩和＝日銀当座預金超過準備 120 兆円を1年間 270 兆円に
- ② 機動的財政出動＝一般会計予算 92 兆円から 100 兆円に
- ③ 新産業育成＝農業の6次産業化など

このうち①が、高橋財政と比較されている

## ・高橋財政

国債の日銀引受→政府支出(満州事変費 13 億円＋時局匡救費 8 億円)→  
民間景気回復 という筋書き

- 1 高橋財政の評価は、それを肯定するにせよ否定するにせよ、高橋の蔵相期間(1931-36)に限定してなされてきたし、現在もそうである。しかし、日銀国債引受という制度化を「高橋財政」のエッセンス(のひとつ)と考えるならば、その評価の時間軸は大幅に延長されねばならない。制度化の開始からその廃止までを一期間として考察する必要がある。
- 2 高橋財政期の国債日銀引受の開始は、金融による財政ファイナンスを急速に拡大し、初期の一般会計赤字公債引受から、臨軍公債引受へと進展して、最終的にはハイパー・インフレを必至化した。
- 3 戦時期に、ハイパー・インフレが内地で顕在化しなかった理由の第一は、傀儡権力を利用した現地通貨発行と軍票による戦費調達による負担の占領地への転嫁であり、その仕組みとして、

預け合い勘定と特別円方式が利用された。理由の第二は、金融統制と銀行合同の「強制的」進行による国債割当の制度化である。

- 4 敗戦はこの2つの条件をともに喪失させ、短期間で急速なインフレが発現し、これへの対策として、金融緊急措置というハード・ランディングが実施された。
- 5 しかし、この効果は半年ほどしか持たず、インフレが再燃、以後、政策当局は、インフレ抑制と生産復興の2つの課題の同時達成を要請されるようになった。金融的には、金融機関融資準則と復金融資が主要な柱に置かれ、財政的には、GHQ/SCAP の禁止にもかかわらず、特別会計と政府短期証券(および復金債)の日銀引受が継続された。

## 6 ドッジ改革は、この方式を最終的に終焉させたが、それ以前のハイパー・インフレによって、政府債務は事実上償却され、ドッジ・デフレ後のディス・インフレ政策の実施を可能とした。

(図表1) 公定・闇物価指数と通貨発行高

