

## 論 説

## 日本銀行の非伝統的金融政策の変遷と経済理論

—マルクス経済学によるアプローチ—

松 本 朗

1. 日銀の金融政策の現状と本稿の課題—問題の背景—
2. 金融緩和政策の現状を巡る最近の議論—名目金利, 実質金利, 期待インフレ率, 自然利子率—
  - 2-1 クルーグマンの「流動性トラップ論」とその展開
  - 2-2 マイナスの金利導入と追加金融緩和を巡る最近の議論
3. 非伝統的な金融政策の意図はどこにあり, なぜ効果が無かったのか  
—マルクス経済学からのアプローチ—
  - 3-1 貨幣商品の機能間の転態
  - 3-2 過剰準備預金はなぜ存在し, どのような意味を持っているのか。
  - 3-3 資産市場の拡大とデフレ現象
4. まとめに代えて

## 1. 日銀の金融政策の現状と本稿の課題—問題の背景—

日本銀行は超金融緩和政策の泥沼から抜け出せなくなっている。黒田日銀体制が2013年3月に発足し, すぐさま「異次元の金融緩和政策」を採用し, それまでの規模の2倍になるベース・マネーを供給するとした。実際, ベース・マネーの規模は拡大し, 2016年6月の段階では約3倍にまで増加している。それにもかかわらず, 物価上昇は目標の2%に届かず, 経済成長もマイナスになるなど, 少なくとも実態は当初の日銀の「目標」を達成したとはいいがたい状態である。これを受けて, 2016年3月にはマイナスの金利を導入するという新たなステージへと「異次元の金融緩和政策」は向かった。しかし, 早くも2016年7月の金融政策決定会合では追加の金融緩和策(マイナス金利の深掘りなど)が検討され, ETFの買い入れ増額が決定されるに至っている<sup>1)</sup>。

周知のように, 現在日本銀行が採用している「異次元の金融緩和政策」は, 「非伝統的な金融政策」の延長線上にある政策である。ここで「伝統的な金融政策」を「平時の正常な金融政策」と定義するとすれば, 17年前の1999年2月にいわゆるゼロ金利政策が取られた時点から日本銀行は, 「非伝統的な金融政策」, すなわち, 「正常でない」金融政策を採用していたことになる。当時日銀の速水総裁は, 「ゼロ金利政策は緊急措置的な政策であり, 機会があり次第なるべく早い段階で金利を『正常化』していく」と明言していた。

このように日本銀行は, 世紀末以来かなりの期間で「非伝統的な金融政策」を採用してきたことになる。それにもかかわらず, 目標にした物価の上昇, すなわちデフレからの脱却には成功し

てこなかった。そればかりか、「非伝統的な金融政策」をさらに進めた「異次元の金融緩和政策」は行き詰まり、追加の金融緩和政策を採らざるを得ない現状である<sup>2)</sup>。

日銀はその後、国債の買い取りを徹底的に進めた。結果、市中の国債は品薄状態になり、政府は借換債の前倒し発行まで行う現状である。さらに、日銀は、中央銀行として行うべきではないとされてきた民間金融商品の直接買取によるベース・マネー供給に踏み込んでいる。このように、日銀の金融緩和政策に限界が見え始めているようにみえる。

以上のような状況は、単に日本銀行の金融政策そのものへの評価にとどまるのではなく、従来の経済学に根本的な疑問を示していると言える。なぜなら、これまで行われてきた「非伝統的な金融政策」は、主流派経済理論に支えられていたからである。そこで、本稿ではこれまで「非伝統的な金融緩和政策」を支持してきた経済理論を検討し、批評を加えてみたい。

## 2. 金融緩和政策の現状を巡る最近の議論

### —名目金利、実質金利、期待インフレ率、自然利子率—

日本銀行に「非伝統的な金融政策」を採用することを勧めてきた経済学者の一人が、ポール・クルーグマン<sup>3)</sup>である。彼の1998年に発表した論文「日本のはまった罠」の中で次のような主張を展開する。

日本経済の現状は「流動性トラップ」に陥った状態であり、そこから抜け出すためには「インフレ期待」を引き起こす必要がある。具体的には、日本銀行が長期的に三～四%のインフレーションを引き起こすという目標を明らかにする。そして、中央銀行は「物価があがりはじめてもいまの金融拡大方針が続くということを、民間部門に納得させる」ような「無責任きわまる金融政策になるものに、真剣で説得力あるかたちで取り組む」ことである。例えば目標達成までベース・マネーを増加することなど、「量的にジャブジャブになるような」あらゆる強力な措置（金融政策）<sup>4)</sup>を採らなければならない。

これは、今日ではリフレ派といわれる主張である。当時、「日本人の経済学者が同じことを主張していたら、これだけの注目を集めていたか疑問が残る<sup>5)</sup>」と評された彼の主張は、ノーベル経済学賞受賞者のそれであるがゆえに有力な政策選択肢となり、その後の金融政策の趨勢を決めることになった。事実、世紀末以降の（特に、アベノミクス）の金融政策は、クルーグマンが指摘した道筋を忠実に歩んできているとあって良い。

しかしながら、政策の結果は理論通りにはならなかった。それでは、経済理論は間違っていたのか。クルーグマンの議論を中心にサーベイし、その答えを探ってみよう。

### 2-1 クルーグマンの「流動性トラップ論」とその展開

#### (1) もともとの主張

以下に見るように、「異次元の金融緩和政策」の行き詰まりを受けたマイナス金利導入直後に、名目金利、実質金利、期待インフレ率、自然利子率という経済変数を使って、行き詰まりの原因を説明しようとする議論が出てきた。例えば、身近なメディアから抽出すると、岩田一政（2015）、植田和男（2016）、櫻川昌哉（2016）、翁邦雄（2016a, 2016b）などがある。

これら変数を使って金融政策の現状を説明しようとする試みは、すでにクルーグマンが提起していた。以下では、注目された論文の一つである「日本がはまった罫」(1998)に依りながら、その主張を見ていこう。<sup>6)</sup>

この論文では、流動性トラップの状態を次のように説明する。まず、思考実験の結果、マクロ経済では金利が現金支出による消費の大きさを決定し、その消費が産出量（国民所得）を規定するという前提が得られる。一方、名目金利はゼロ以下（マイナス）にならない。したがって、名目金利がゼロまで下がり、金利が下がらない（ゼロ金利制約）状態で供給されたマネーは貯蓄（ここでは債券）<sup>7)</sup>になって支出（消費）につながらず、国民所得も増加しない。これが流動性トラップである。

この世界では、「公開市場での売買は、どれだけ派手にやっても経済は完全雇用にもっていけない」。なぜ、このような世界が現れるか。それは、「人々がデフレを期待するので、名目金利ゼロでも実質金利としては高すぎる」からである。言い換えると、人々が、将来的に価格が安定的だと期待し、現在の価格がそれよりも高い場合である。この時、期待している将来の実質収入が現在の消費を維持する収入よりも低くなることが考えられる。このような場合、実質金利のマイナスが実現されなければ、消費は伸びず国民所得も増加しない。

次のような状態も指摘している。将来的に収入の増加の期待が持てない場合は、増大する貯蓄を経済が吸収できない（投資に回らない）状態になる。この場合、「中央銀行がマネーサプライをどうしようとも、経済をふくらませなおして完全雇用を実現することはできない」。要するに、流動性トラップとは、「短期の名目金利がほぼゼロなのに、総需要が常に生産能力を下回っている」金利状態のことを言う。

さて、こうした考察の後に日本経済の現状を次のように結論づける。「目下の問題は、需要の問題であって供給の問題じゃない。そしてあらゆる面から見て流動性トラップにはまっている」。つまり、需要不足による「ドツボの不況」にある、言い換えれば、「従来型の金融政策をとことんまでやってみても、経済はまだ不景気のまま」なのである。そうするとなんとかして、総需要を喚起する必要がある。しかし、名目金利がゼロ近辺に張り付いている状態で金融緩和を行うことができるのだろうか。

フィッシャーの式に基づけば、名目利子率＝実質利子率＋期待物価上昇率、書き換えれば、実質利子率＝名目金利－期待インフレ率である。現実の世界では、実質金利の状態が、金融引き締め／緩和効果をもたらす。名目金利がゼロでも期待インフレ率がそれより高ければ、実質金利はマイナスになり、金融緩和効果が期待できる。つまり、「期待」の問題なのである。

そこで、「中央銀行が責任ある行動をとると市場が見ている、価格が上昇したらマネーサプライを引き締めるだろうと思っている」とインフレ期待は起こらない。そこで、クルーグマンは、「だったら金融政策を有効にするには、中央銀行が信用できる形で無責任になることを約束することだ」という先に示した結論へと行き着くのである。

## (2) 1999年以降の日銀の金融政策とクルーグマンの主張

1999年以降の日本銀行の金融政策を見るとクルーグマンの主張が採用されたかのように、「無責任に」見えるほどの金融緩和政策が続けられてきた。特に、アベノミクスを金融面から代表する黒田日銀総裁の「異次元の金融緩和政策」は、まさに「期待」に働きかけるに十分な「バズー

カ砲」だったはずであった。<sup>8)</sup>にもかかわらず、日本経済は国内経済的に、特に実際の物価の動きに顕著な反応が見られなかった。

この状況を受けて、クルーグマンは、2014年3月21日に「小心の罫（ちょっと専門的な分析）」<sup>9)</sup>というコラムを発表した。そこでは、異次元の金融緩和政策導入後1年がたった日本経済の状況を次のように表現した。

日本経済は、流動性トラップを引き起こすようなショックが消えて、「総需要が再び十分に高い水準に戻り、そのため最早ゼロ下限制約に縛られる必要が無くなる状況」にいつもどれるか不透明な状況、すなわち、長期停滞（secular stagnation）状態に陥り、「金融政策が『通常』の状態に戻るまでにはかなり長い時間を要するかもしれないと心配する声があがっている」ような状況にある。つまり、総需要の落ち込みのために「名目金利をゼロ%にまで引き下げても完全雇用を実現するには不十分な状態」が長く続く予想されている状況にある。

なぜこのような状態が続くのだろう。例えば、次のような場合が考えられる。名目金利がゼロ%であっても、現実の実質インフレ率が十分な高さではなく、しかも現実の総需要が完全雇用を達成する総需要曲線を下回るような場合は、現実の実質金利の低下はまだ十分ではない。この場合、中央銀行が掲げている目標インフレ率が、名目金利ゼロにおいて完全雇用を保証する総需要曲線を達成するような実質金利水準にならなければ、インフレ期待は起こらない。言い換えれば、経済が求めている実質金利はもっと低い（インフレ率は高い）はずなのに、中央銀行が「小心」で慎重なインフレ目標しか掲げなければ流動性トラップの状態を抜け出せない。

したがって、日本銀行はその約束をみんなに「信頼される」ためにもっと大胆なインフレ目標を掲げるべきであるとし、日本銀行の金融緩和政策の不十分さを説いた。

### (3) クルーグマンの心変わり

このような大胆なインフレ政策の推進を掲げてきたクルーグマンも、アベノミクス実質3年目に入った2015年には考え方を変え始める。それを示す評論として注目されたのが、2015年10月20日に発表された「日本再考」（P. Krugman, 2015）である。

最も大きく見方を変えたのは、日本経済の現状についてである。クルーグマンによれば、日本の「労働人口一人あたりの産出額（成長）は、2000年前後以降、アメリカよりも大きい」（この25年間の成長率はアメリカと同じように見えるし、ヨーロッパよりも良好である）。したがって、日本は、アメリカよりも潜在成長率に近い状態であるといえる。このように見たときに、もしも日本が深刻な不況ではないとすれば、それではなぜ低い物価上昇あるいはデフレが続くのか？

問題の核心一つ目としてクルーグマンは、「日本の人口問題を原因とする低成長」という構造的な要因を指摘する。構造的な低成長経済の結果としての相当に低い自然利率のために、均衡実質利率は相当に低い水準にある。だから、流動性トラップを抜け出し、名目金利が上昇するためには、まずは相当高い期待インフレ率を実現すると同時に、高い成長率を達成しなければならない。つまり、低成長から脱出するために大規模な財政支出を行い、それによって実質利率を十分に引下げ、さらに、期待インフレ率を高めるようなインフレ目標の設定が必要になる。

しかし、そこに次の問題として財政問題がでてくる。というのも、第一に、対GDP比の政府債務の比率が悪化していることは、財政リスクをもたらすからである。事実、名目金利が下限ゼロの状態でも不十分なインフレ率しか達成されず、実質金利が高く維持されているということは、

財政赤字があるべき水準よりも悪化していることを意味しているといえる。

だが、日本はこの20年間自然利率は大変低く、財政赤字が全体として高くても経済が加熱する兆候は無かった。日本はヴィクセル的な自然利率がマイナスである状態が長く続いている国だったのである。このような国は「無責任な政策」は効かない。しかも、政策金利がゼロに据え置かれた状態では、金融緩和によって財政の縮減効果を相殺できない。

しかしそれでも、否、このような状態の国だからこそ、緊縮財政の中で資源の100%活用を可能にするほどに実質金利を引き上げるインフレ目標をおく必要がある。そして、急激な財政刺激と金融体制の変化を共に引き起こし、確かにインフレを起さなければならない。もっとも、そのために一時的には財政が拡大（悪化）するかもしれない。つまり、政策の初動では財政赤字が一時的に拡大するかもしれない。しかし、高いインフレ目標が達成されれば、いずれ財政問題は解消される。

このように、クルーグマンは現状の日本経済の見方を大きく変える。彼の新たな見方では、日本経済は良好な（あるいは完全雇用状態にある）経済である。そうした経済が流動性の罫から脱出するためには、「脱出速度」に達するまで相当に高い期待インフレ率を実現すれば良いというわけである。

さて、このようなクルーグマンの主張が、昨今取りざたされている「ヘリコプター・マネー論」につながっていく。次節では、日本での議論を中心にこの点を見ていこう。

## 2-2 マイナスの金利導入と追加金融緩和を巡る最近の議論

### (1) 最近の議論

最近の日本での議論は、これまで紹介してきたクルーグマンの主張を受けたかのように、展開されている。その議論の骨格はおおよそ次のように整理できる。

- ①自然利率とは、景気刺激でも引き締めでも無い（景気中立的な）均衡実質利率のことを言う。
- ②平時には、あるいは完全雇用状態では、実質金利は自然利率近辺にあるものと想定されている。
- ③一方、実質金利 = 名目金利 - 予想インフレ率である。

以上から次の三つのことが言える。

- 1) 実質金利と自然利率の差が、金融が引き締まるか、緩和されるかのファクターになる。例えば、自然利率 < 実質金利であれば、均衡利率より実質金利（実効金利）が高いのだから金融引き締め。逆の場合は逆。
- 2) 一方、名目金利がゼロ近辺にある現状では表面的には金利の数値はこれ以下にならないのだから（ゼロ金利制約）、予想インフレ率が実質利率を規定していると言える。
- 3) つまり、予想インフレ率が相当に低くなり、実質金利が自然利率を上回るようになると、デフレ圧力がかかることになる。逆の場合は、逆。

さて、現実はどうか。翁邦雄は、リーカス・レイチェルとトーマス・スミスの論文によりながら、先進国のインフレ率が下がり続けていることに注目する。このことと日本でゼロ金利制約状態に陥っている事実と照らし合わせると、「(日本の) 自然利率はこれ以上に大きく低下してき

た可能性が高い」と推論した（翁, 2016a, 2016b<sup>10)</sup>）。

また、日本経済研究センターの推計では、「日本の自然利子率は1990年代半ば以降ゼロからマイナスに転じており、足下では0.5%程度のマイナス」であるとする<sup>11)</sup>。岩田一政は、この状態で、「物価連動債から得られる予想インフレ率が現在の0.8%から0.5%以下に低下すると、実質市場利子率は自然利子率を上回り、デフレリスクを高める」と考察する（岩田一政, 2015b）。

## (2) ヘリコプター・マネー論の登場

時系列的に、金融政策を巡る議論の変遷を見てきた。その議論は次のように整理できるだろう。

- \*「無責任な金融政策」（量的緩和政策→異次元の金融緩和政策）を行ってきたにもかかわらずインフレが起こらないという現実を前に、既存理論でその理由を説明しなければならなくなった。
- \*そこで、登場したのが自然利子率という概念である。この概念を前提にすれば、日本経済の「完全雇用状態にある」自然利子率は相当に低い状態にある。それは少子高齢化による人口減少という構造的な問題のためである。
- \*その状態の下で、予想インフレ率が低く、すなわち実質金利が自然利子率よりも高くなるとデフレ圧力がかかってくる。実際の日本経済はまさにこの状態にあると言える。そして、これが流動性の罍の実相である。

したがって、今やるべき処方箋は、

- 1) 流動性の罍から脱出するために「相当に高いインフレ目標」を掲げ、自然利子率が実質金利よりも高くなる状態を作ることである。
- 2) そのためには、財政リスクを増幅させてでも、財政出動を行い、中央銀行はさらに「期待インフレ率」を高めるようなさらに強力な手を打つべきである。

これまでの整理からわかるように、クルーグマンの主張は、実質金利が構造的な問題から発する低い自然利子率よりも高いために、マネーが「貯蓄」に回り、「支出（消費）」に回らず、経済成長につながらない、したがって、流動性の罍からも「脱出」できないのだと考える。そうだとすると、実は、事の本質は変わらない。要するに、「供給の問題ではなく、需要の問題なのだ」。したがって、当面は（短期的には）、「ゼロ金利制約を打破する」強力な金融緩和政策を採るべきだということになる。その一つがマイナスの金利の採用であり、その延長としてのヘリコプター・マネーである。

岩田（2015）は、「経済学の世界で」示されている一層踏み込んだ強力な金融政策の提案を次のように整理している。

「(1)現金通貨に税を課す (2)現金通貨を電子通貨に置き換える (3)銀行準備を計算単位として残し、現金通貨との交換比率を変動可能なものにする——がある。(3)では、現金通貨は銀行準備に対して一定の率で減価することになる」。さらに、(4)85年にジェームズ・トービンが提唱した「現金通貨の預金通貨化」提案。これは、金融機関のみならず個人や企業も中央銀行に預金勘定を設置し、あらゆる資金決済がこの預金勘定を通じてなされる。これによって、現金通貨は消失し、中央銀行は銀行準備と同様に預金勘定にマイナス金利を付すことも可能になる。

つまり、提案されている政策の意図は次の通りなのである。中央銀行が供給したベース・マネーが過剰準備として「貯蓄されている」ことが問題なので、その「貯蓄」を「現金化」させれば、さらにはもっと直接的に購買力に変化させれば、「需要」増加としてつながり、結果としてデフ

レが克服される（物価が上昇する）。

ヘリコプター・マネー論は、マイナスの金利政策の効果が少ない中で、この提案を一步進めるものと言える。すなわち、政府と中央銀行との間の直接的な取引（国債の引き受けと日銀券の発行）によって「現金」を直接に国民経済にばらまけば、「需要」（消費）につながることを意図した政策である。

これらの提案には、マイナス金利の副作用やヘリコプター・マネー政策の効果への疑問から多くの批判が出ているが、ここでは、マルクス経済学の立場からこの問題を批判的に検討してみたい。

### 3. 非伝統的な金融政策の意図はどこにあり、なぜ効果が無かったのか —マルクス経済学からのアプローチ—

以上の整理から、クルーグマンを中心とする現在の経済政策、金融政策のバックボーンになっている経済理論は、①「貯蓄」と「支出」（消費）というファクターを使って、日本経済の現状を「流動性の罠」に陥っている状態と規定し、②過剰な準備預金、つまり「貯蓄」になっているマネーを現金化することで、デフレ下の超金融緩和策からの脱出策を提案していることと理解できた。そして、その方策はまずは「期待」を変えることで「貯蓄」から「現金」化への流れをつくることであった。しかし、「なりふり構わない無責任な政策」でも反応しない現状を前に、強引かつ強制的に「現金化」させる政策手段の提案へと移った。その具体的な方策が、マイナスの金利であり、ヘリコプター・マネーである。

このような議論の要諦をマルクス貨幣論的に沿って考えてみると、蓄蔵貨幣（「準備預金」）から流通手段（「現金」）へ、あるいは支払手段（「預金」）から流通手段（「現金」）へと形態を変えることによって、「貯蓄」が「支出」（消費）にまわりデフレ脱却が可能になる、という議論であると解釈できる。しかしながら、こうした議論は貨幣の機能論からも、あるいは現代の信用貨幣システムの視点からも大きな欠点があると言える。まずはその点から指摘しておきたい。

#### 3-1 貨幣商品の機能間の転態

貨幣商品は、周知のように五つの機能を果たしている（価値尺度、流通手段、貨幣としての貨幣—蓄蔵貨幣、支払手段、世界貨幣—）。貨幣商品そのものは局面によってそのいずれかの機能を果たしていく。例えば、流通手段機能を停止し蓄蔵貨幣として機能すると、「生産物交換の場合に存在する、自分の労働生産物の譲渡と他人の労働生産物の入手との直接的同一性が、流通によって販売と購買との対立に分裂させられる<sup>12)</sup>」ことが現実になるのである。つまり、販売（W-G）と購買（G-W）の統一である商品流通は、流通手段として機能していた貨幣が、蓄蔵貨幣として流通の外に出たとき、二つの過程に分離する<sup>13)</sup>。

さて、今日の近代的信用制度（不換の管理通貨制度）の下では、貨幣商品金は現実の流通過程には全く現れず、信用貨幣が大部分で貨幣として機能している。マルクスも述べるように、「債権債務の相殺によって最終的に決済される限りでは絶対的に貨幣として機能する」のが、手形や預金などの信用貨幣である。したがって、今日のような信用制度の下では、信用貨幣が「絶対的に

貨幣<sup>14)</sup>」として機能し、それぞれの局面でそれぞれの貨幣の機能を果たしていると言える。

だが、近代的信用制度の下では次の点にも注意しなければならない。第一に、利子生み資本が成立している近代的信用制度の下では、信用貨幣は利子生み資本としても機能し、運動していく。したがって、後に見るように金融・資本市場が発達している下では蓄蔵貨幣は、信用貨幣の形態で利子生み資本という姿に転態し運動することもできるのである。

第二に、不換通貨制度である現代の管理通貨制度下では、信用貨幣は価値尺度機能を十分に果たせない。法制的な価格標準が無いのであるから、信用貨幣といえども、絶えず、価格標準の切り下げの可能性が出てくる。いわば、信用貨幣の紙幣化の可能性である。なぜならば、信用貨幣が流通においてとる最終的な姿は、流通手段としての不換の銀行券であるからである。この銀行券を支える信用は不換制（貨幣金との兌換が停止された状態）である限り極めて不安定であり、銀行券が信用を喪失すれば紙幣へと転化する。そうなるに価格標準は切り下がり、インフレーション（名目的物価の騰貴）が発生する。

以上の考察から、現代の信用制度においては信用貨幣を軸とする現代のマネーは、①それぞれの局面でそれぞれの貨幣の機能を果たし、②利子生み資本としても機能し、③紙幣化する可能性があるという三つの様相を持っていることがわかる。

ここでクルーグマンに代表される支配的な経済理論の主張をマルクス経済学の立場から解釈するとすれば、次のようにまとめられる。

日本銀行は、1999年以降、非伝統的な金融政策を採用し、特に2013年以降の黒田日銀総裁の下では、確かに「なりふりかまわない」超金融政策を採ってきた。そのことによって、大量に供給されたベース・マネーは、蓄蔵貨幣としてとどまり流通手段化せず、実質的な購買力になっていない。これが「流動性の罅」である。<sup>15)</sup>「異次元の金融緩和政策」がアナウンスされ、導入された当初は、「期待」によって円安と株高という一定の効果を上げたが、一時的なものにとどまり失速している。

それでは、どうするか。強制的に蓄蔵貨幣を流通手段化し、さらには流通手段を購買力へと変化させるような方策を採るべきだ。その過程で「期待」を大きく変え、デフレから脱却できる。このとき、財政出動や財政リスクも躊躇してはならない。そうしたリスクは、蓄蔵貨幣の流通手段化の次のプロセスとしての信用貨幣の紙幣化から起こるインフレーション（名目的物価騰貴）によって、債務が帳消しになり（債務者利得が発生し）解決する。このように、最新の議論は、現代の経済過程でマネーの機能する様相の③の事態（マネーを紙幣化しインフレ）を引き起こそうとする政策提言と言える。

こうした議論の前提である現状認識に欠落しているのは、第一に、信用貨幣が蓄蔵貨幣としても機能し、同時に利子生み資本としても運動する可能性があるという事実である。利子生み資本として現代のマネーは、巨大な金融・資本市場という運動の場を有している。さらには、その金融資本市場は国際的に広がっている。それ故、政策的に信用貨幣の流通手段化を促してもそのような事態は起こらず、国内外の金融資本市場で利子生み資本形態に転態し運動を続けていく可能性がある。そうだとすると、金融緩和政策がインフレ・マネーを任意に作り出すことはできない状況を想定するべきなのである。

こうした視点を軸に以下ではさらに昨今の金融政策を巡る議論を考察してみたい。

### 3-2 過剰準備預金はなぜ存在し、どのような意味を持っているのか。

今日の超金融緩和政策が続く中で最も疑問に思われているのが、膨大な超過準備（ベース・マネー）が蓄積しているにもかかわらず、マネーサプライも伸びず、物価も上昇していないことにある。日本の財政赤字は、先進国でも最も悪い水準にまで悪化しており、その反映としての国債を日本銀行が購入することによって過剰準備であるベース・マネーが供給されている。

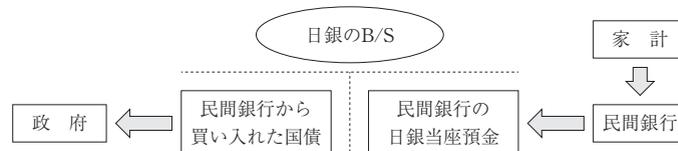
結果だけを見れば、日本銀行が直接に政府の赤字国債を購入しているのだから、過剰準備としてのベース・マネーは紙幣化し、インフレ要因になってもおかしくないと考えられる。マルクスによれば、「紙幣名が印刷された紙券が、国家によって外部から流過程程に投げ込まれ…（中略）…、〔紙幣がなければ〕流通したはずの同名の金鑄貨の量を超過するならば、…（中略）…、（商品）世界の内在的諸法則によって規定された金量を、したがってまたちょうど代理されうるだけの金量を表すにすぎない」<sup>16)</sup> なるので、価格標準は切り下がり、物価の騰貴、つまりインフレーションが発生する。

この理論と現実の金融情勢（物価の安定ないしデフレ傾向）を前提とすると、現在の日本銀行の長期国債買取による超過準備の供給、すなわち、日本銀行の資産構成における国債の割合の増加は、マルクスのいう紙幣供給のプロセスとは異なるものだという結論になる。

それでは長期国債買取の結果としての超過準備を理論的にどのように捉えたら良いであろう。つまり、いったん市中で消化された国債を買いオペによって日銀が購入した場合、そのメダルの裏側で供給されたベース・マネーはどのような理論的な意味を持つか、ということである。<sup>17)</sup>

具体的に考えてみたい。市中でいったん消化された国債は、国民所得のうちの「貯蓄」である。つまり、国民経済で形成された蓄蔵貨幣としての信用貨幣（預金という債務）の裏づけとして市中銀行の資産側に現れたものである（図1）。つまり、市中で消化された国債の買いオペして供給されたベース・マネーは、国債という資産の形態での「貯蓄」言い換えれば「蓄蔵貨幣としての信用貨幣」の裏づけの振り替りである。その限りは、流通必要貨幣量を超えるような「紙幣」の供給に当たらない。<sup>18)</sup> 民間の貯蓄の裏返しとしての国債が、ベース・マネーに変化したただけと言うことである。

図1 市中消化国債の買い取りの資金の流れ



斉藤誠（2016）より作成

### 3-3 資産市場の拡大とデフレ現象

さて、蓄蔵貨幣としてのベース・マネーが過剰準備という形で滞留する以外にも、過剰な貨幣資本（信用貨幣）が資産市場にとどまり流通手段化しなければ、インフレーションという現象は起こらない。次にこの点を見ていこう。

ベース・マネーが必要以上の（過剰な）状態に陥っているもう一つの原因は、市中銀行がベー

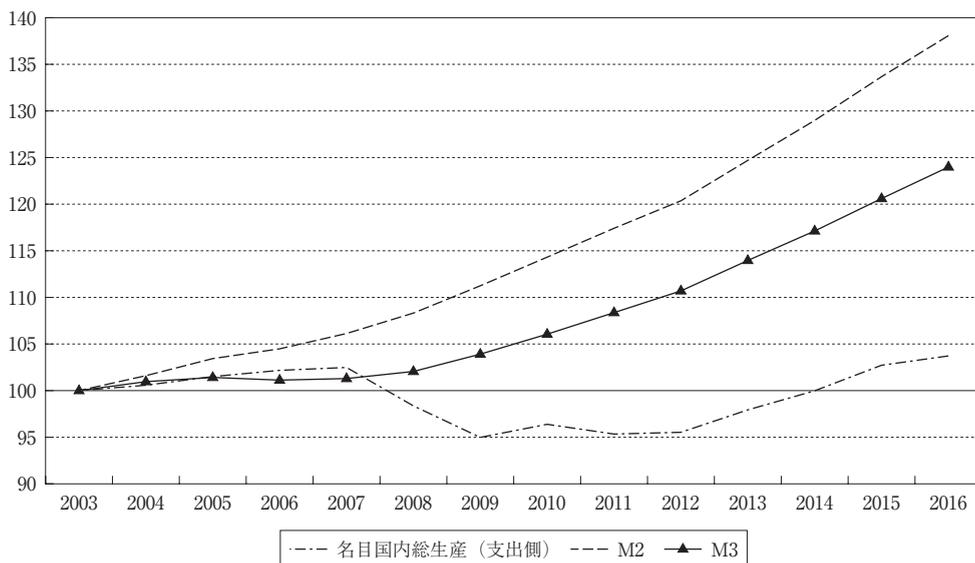
ス・マネーの増加に見合った貸出の増加（信用創造）が行われぬか、銀行券として市中銀行から国民経済へ流出しないかのいずれかが考えられる。しかしながら、後者（銀行券として流通にあふれぬ）の場合、預金という形態にとどまったままマネーがその動きを停止しているわけではない。最初に預金をした経済主体が何らかの金融商品（例えば、株）に預金を投資した場合を考えてみよう。たとえ投資という行為が起こったとしても、その場合は預金者の名義が変わるだけであって、預金という形態の総額は変わらない。しかし、資産市場では預金というマネーは、預金者の名義の変更という形で激しく動き回っているのである。

さらに、金融機関が資産市場向けの貸出を増加させた場合も、資産市場規模は大きくなる。しかも、創造された信用貨幣は紙幣化せずに資産市場を利子生み資本として動き回るのである。この場合、資産市場向けの投資資金への融資が拡大し、預金総額（マネー・ストック）は拡大し、マネーサプライの増加として認識される。しかし、一般物価の上昇というかたちでのインフレにはつながら<sup>19)</sup>ない。

また、資産市場では投機的な売り買いが激しく行われるだけでなく、様々な金融商品の間を信用貨幣が動き回り、価格だけが擬制的に膨張していく。つまり、日本銀行のベース・マネーが過剰準備になっていても、それとは無関係に資産市場（ないしは資本市場）が膨張するということがあり得るのである。金融資産の買い取り、売却の繰り返し（回転数）が増大する形で、資産市場は膨張する可能性があるからである。

さらに、資産市場では架空資本の膨張と収縮を繰り返しながら、言い換えれば、架空資本価格の上昇と下落という運動を通して価値の破壊と移転が行われていくので、資産市場の規模拡大ほどにはマネー・ストックが増加しないということがあり得る。

図2 GDPの伸びとマネーストック（M2、M3）の伸び



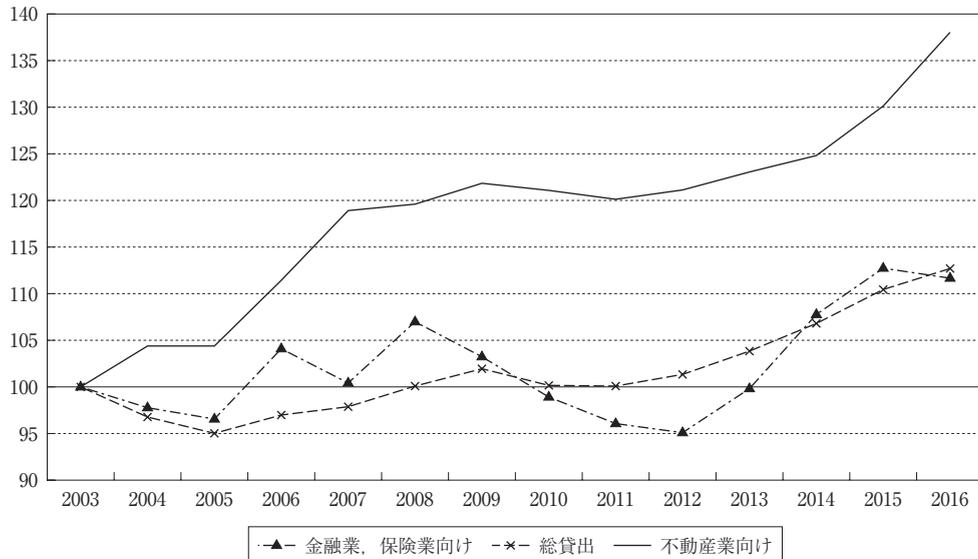
（出所）内閣府 HP、日本銀行 HP

これらの運動が続く限り、一般物価の全般的な上昇、言い換えれば、信用貨幣の紙幣化が進まないまま、過剰なベース・マネーの供給が続けられるという事態が起こる。これが、今日の金融政策の現状を形作っている背景の一つと言えよう。

図2は、2003年を起点（指数100）として名目GDPとマネー・ストックの伸び率を比較したものである。この図を見てわかるように、名目GDPの伸びは低迷しているにもかかわらず、マネー・ストックの伸び率は大きい。このことは、一面では、実体経済の規模拡大、つまり流通必要貨幣量の上昇要因が鈍化しているにもかかわらず、対照的にマネーサプライ、つまり信用貨幣の創造が拡大していることを意味している。その差は、資産市場へのマネー供給、すなわち利子生み資本（ないしは擬制資本）として運用される蓄蔵貨幣（ないしは支払手段）の規模拡大を意味しているといえる。

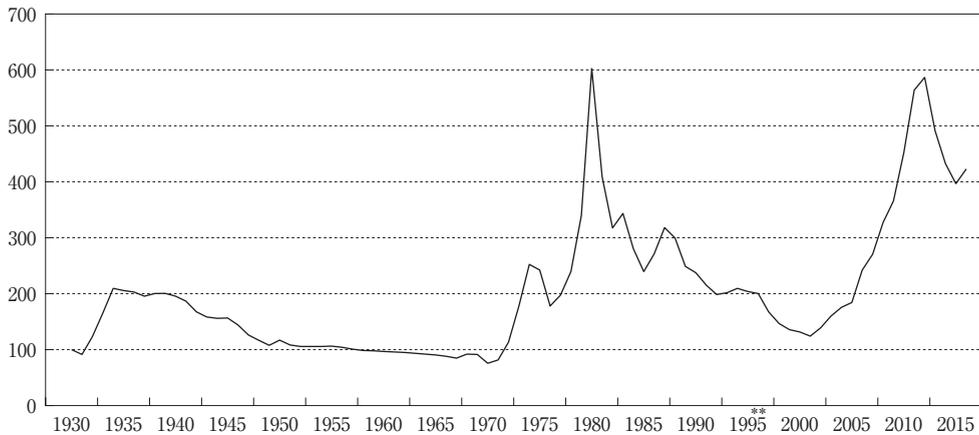
図3は日本の国内銀行の金融業（保険業を含む）と不動産業向け貸出の伸び率と総貸出額の伸び率を示したものである。金融業の貸出額は総貸出額の伸び率とほぼ同様の動向を示していると同時に不動産業向け貸出が伸びていることがわかる。こうした事実もこれまで述べてきたことを裏付けていると言える。

図3 国内銀行の総貸出および、金融不動産行向け貸出の伸び（2003=100）



(出所) 日本銀行 HP

図4 金購買力指数 1930-2016 (1930=100)



source \*Prices from 1883-1994, World Gold Council. Taken from Timothy Green's Historical Gold Price Table, London prices converted to U.S. Dollars

\*\*Prices from 1995-2016, Kitco. com, based on the London PM fix.

本稿では、これらのことを世界的な視点からも考察してみたい。ここでは金購買力指数という指標を使ってそのことを見ていこう。図4は、金市場価格指数をアメリカの物価指数で除して算出した指数（＝金の購買力指数（PPG）と呼ばれる）の変動を表した図表である。この表を見ればわかるように、1980年と2000年代に入ってから金購買力指数の急激な上昇が見られる。このことは何を意味しているのだろうか。

金購買力指数は、金が貨幣として法制的に認知され金平価（価格標準）が固定されている時には、100を中心にある一定の範囲内で一般物価変動と逆相関して変動する。通貨の価値（代表金量）は固定されている（安定している）のだから、市場需給状況に基づく一般商品価格の変動が一般商品と金との交換比率を規定する。価格標準が固定されている下では物価は狭い範囲内で、さらに金購買力指数はそれとは逆相関で変動するのである。

金が貨幣として、価値尺度として機能しているとすれば、そして、商品と金との価値関係（両者の価値変化）が同一であるとすれば、一般物価変動の法制的な価格標準（金平価）が失われ、インフレーション（通貨の代表金量の減少）が進んでも、金購買力指数は事実上の価格標準の変更（インフレーション）言い換えれば、価格標準の変更を反映した金市場価格の上昇に引きずられる形で、100に近いところで変動するはずである。1950年代から70年代初頭にかけて金購買力指数が100近辺を変動しているのは、IMF体制の下でIMF金平価が守られていたと同時に、物価上昇（インフレーション）の進行をある程度反映していたためと考えられる。

1970年代後半から現在までの状況は一変する。というのも、金市場価格は急速に上昇すると同時に、金購買力指数も相当に上昇する様相を呈したからである。金市場価格の最高値を1970年代末から80年代初頭にかけての値で見ると、1980年9月に1oz=\$711をつけている。その後、いったん1oz=\$256.25まで下げた後、2012年10月には1oz=\$1,791.75の最高値になった。1980年のピーク値と2012年のピーク値を比べると実際の（表面的な）金市場価格は約2.5倍の高さになっている。

しかしながら、この両時点の金購買力指数を1930年基準にしたアメリカの物価指数の動向を加

味した指数で見ると、両時点の金購買力指数は、共に物価動向に対してほぼ同じ6倍程度（指数600）である。<sup>20)</sup>このことは、両時点の金の購買力がおよそそのインフレ率（価格標準の切り下げ率）をほぼ6倍上回っていることを意味している。いわば過大評価になっているわけである。その要因はどこにあるのだろうか。金は本来的な貨幣商品である。したがって、マルクスの述べるとおり貨幣商品金は「貨幣としての貨幣」として蓄蔵貨幣となり、価値保存機能を持っている。このことは、現代のような金融資産が膨張している時代では、資産逃避チャンネル（資産選択チャンネル）の一つになり得ることを意味する。したがって、膨張した資産市場で運動している信用貨幣の運用先の一として金が選択される。これが金購買力の過大評価を生んでいると言える。この点を認めるとすれば、金購買力指数の過大な上昇は、資産市場の膨張現象＝バブルの程度を示す一つの指標になっているとも言えるのである。

言い換えれば、私たちは、金購買力指数のこの過大な上昇に過剰な貨幣資本（信用貨幣の形態での…）の運動の姿を見て取ることができる。このように過剰な貨幣資本が資産市場に流入していることが、一般物価のインフレーションにつながっていない原因になっていると推し量ることができるのではないだろうか。

#### 4. まとめに代えて

以上、クルーグマンの諸説を手がかりに今日の超金融緩和下における過剰貨幣資本の存在とその実態、そしてデフレとの併存の理由を見てきた。この分析は、今日注目されている過剰貨幣資本の実体、本質をめぐる議論にもつながるものであり、本稿はそのことにも触れているという意味では、序説ともいえるものになっている。それゆえ、まだ多くの課題を残しており、論点、課題もあると思われる。例えば、資産インフレの定義やその発現プロセス。さらに言えば、資産インフレと過剰貨幣資本との関係などは早急に考える必要のある問題である。

#### 注

- 1) 「日銀の黒田東彦総裁は29日、金融政策決定会合後に記者会見を開いた。…（中略）…追加の金融緩和を決めた理由について『家計や企業のコンフィデンス（確信）の悪化を防ぎ、前向きな経済活動をサポートするため』と説明した。…（中略）…、国債の買い入れによる量的緩和が限界に達しているのではないかとの見方に対しては『国債の3分の2はなお市場にあり、限界に達しているとは考えていない』と否定。」（日本経済新聞 2016年7月29日）
- 2) 本稿では、世紀末からの「非伝統的金融政策」と「異次元の金融緩和政策」とを同じ次元の、あるいは後者を前者の延長線上にある政策として捉えている。というも、ここではこの間の金融政策を支える経済理論の共通性を強調したいからである。世紀末以降の日銀の金融政策は、そのフェーズ毎に金融政策の性格や狙いを巡っての評価が分かれる。これは、そのことを認めた上での主張である。なお、フェーズ毎の歴史的な意味での、またその当時の政策者の意図についての評価は別稿でおこないたい。
- 3) Paul Krugman (1998)。クルーグマンは最近では、日本ウォッチャーの一人として名をはせているようである。
- 4) 渡辺努 (2000), 95頁。

- 5) 吉川, 前掲書, 44頁。
- 6) 本文中の内容は, P.クルーグマン(1998)を整理したもの。
- 7) この主張は、「流動性の罠」の原型を提唱したケインズのもともとの主張とは真逆のものである。本来の「流動性の罠」とは、次のようなものだったはずである。「金利がゼロに近づく」と経済主体の債券保有は止まり、流動性(現金)で保有するようになる。したがって、金利はゼロに下落せず、したがって、債券価格の上昇も止まる」。ケインズが意図した「流動性の罠」は、流動性保有が増加するのであって、債券保有が増えるわけではない(投機的需要の減少)。
- 8) 一般的には、急激な円安と株高を導き企業業績を引き上げたという点をもって、黒田バズーカによる「期待」への働きかけは成功したと評価されている。しかし、筆者は、円高も株高も「期待」とは無関係な実体経済の状況と裁定取引の結果であることを明らかにした。そして、アベノミクスが海外への所得移転と格差拡大を広げたこと批判している(松本朗:2015)。効果が短期間しか現れなかったのには、必然性がある。
- 9) P. Kurgman (2014b)。なお、この小論に先立って、New York TimesのコラムにP. Kurgman (2014a)を出している。こちらも邦訳で読める。
- 10) 英イングランド銀行のリーカス・レイチェルとトーマス・スミスは、先進国の長期実質金利が1990年から傾向的に低下し、累積低下幅が4.5%に達していると結論付けている(L. Rachel and T. Smith, 2015)。
- 11) 左三川(笹田)郁子(2015)、岩田一政(2015a)
- 12) K. Marx. Das Capital I, MEW Vol. 23, S. 127 (邦訳, 192頁)
- 13) ここからマルクスが恐慌の最も基礎的な可能性を導き出したのは、周知のことである。
- 14) K. Marx. Das Capital III, MEW Vol. 25, S. 413 (邦訳, 681頁)
- 15) 上記、脚注5でも述べたとおり、この「流動性の罠」の本来の理解とは異なっている。
- 16) したがって、すでに日銀が供給している過剰準備は、「流通必要量を超えた」貨幣の供給ということになる。
- 17) 2013年4月の「異次元の金融緩和政策」では、操作目標が日銀当座預金からベース・マネーに変更された。この意図は、日銀当座預金という「貯蓄」を増やすだけではなく、金融機関の保有する銀行券という「流通手段」量も目標にして物価上昇を促そうとするところにあると推測される。しかし、この場合、市中銀行が保有する日本銀行券が、蓄蔵貨幣あるいは支払準備金という性格のものであることを理解できていないことになる。たとえ市中銀行の保有する日本銀行券は、たとえ日銀券という形態をとっていても、「機能を停止した流通手段」=「蓄蔵貨幣」なのである。
- 18) 齊藤誠(2016)は、金融機関あるいは金融制度の金融仲介機能に着目し、次のように主張する。日銀の非伝統的金融政策も、その後の異次元の金融緩和政策も、日銀によって新たに資金が供給されたわけではない。これらの政策は、日銀が民間から国債を買い取り、その保有額を増加させ、日銀当座預金を増やただけである。その意味では、「民間貯蓄が依然として国債を支えている」のであり、「新たに資金が創造されたわけではない」(齊藤誠:2016)。
- 19) この点、資産インフレ論としてさらに検討するべき問題である。
- 20) 金市場価格の最高値は、1980年9月に1oz=\$711、2012年10月には1oz=\$1,791.5であるが、両者の金購買力指数はほぼ同じである。このことの理論的意味を考える必要がある。

#### 【参考文献】

- Lukasz Rachel and Thomas D Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571, Bank of England
- K. Marx. Das Capital I (K. マルクス『資本論』Ia, 新日本出版社, 1997年)
- , Das Capital III, (K. マルクス『資本論』IIIa, 新日本出版社, 1997年)
- Paul Krugman (1998), "JAPAN'S TRAP", <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html> (邦訳, 山

- 形浩生訳「日本がはまった罠」(<http://cruel.org/krugman/japtrapj.html>)。
- (2014a), “The Timidity Trap”, *New York Times*, 3/20 (optical\_frog 訳「小心の罠：半端は駄目だ」, 経済学101ホームページ, 2014年3月31日)。
- (2014b), “Timid Analysis (Wonkish)”, *The Conscience of a Liberal*, *New York Times*, 3/21 (hicksian 訳「小心の罠 (ちょっと専門的な分析)」, 経済学101ホームページ, 2014年4月1日)
- (2015), “Rethinking Japan”, *The Conscience of a Liberal*, *New York Times*, 10/15
- 岩田一政 (2015a), “自然失業率および自然利子率の低下と金融政策”, 岩田一政の万理一空, 日本研究センター HP, 3/27
- 岩田一政 (2015b), 「日本銀行の量的・質的金融緩和 継続可能はあと2年」, 『日本経済新聞』, 11/18
- 植田和男 (2016), 「【経済教室】 マイナス金利の功罪 (上) 『現金の金利ゼロ』, 効果制約」, 『日本経済新聞』, 2/8
- 翁邦雄 (2016a) 「【経済教室】 マイナス金利の功罪 (下) 成長率引き上げこそ本筋」, 『日本経済新聞』, 2/10
- (2016b), 「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』とは何か」, 『世界』, 岩波書店, 4月
- 斉藤誠 (2016), 「【経済教室】 日銀の追加緩和をどうみる (下) 国債直接引き受けは無謀」, 『日本経済新聞社』, 8/8
- 櫻川昌哉 (2016), 「【経済教室】 マイナス金利の功罪 (中) むしろデフレ回帰の恐れ」, 『日本経済新聞』, 2/9
- 左三川 (笹田) 郁子 (2015), 「QQE で実質金利が大幅に低下し, ようやく緩和的な状況が実現—今後は市場とのコミュニケーションがより重要に—」, 『日本経済研究センター会報』, 5月
- 松本朗 (2015), 「異次元金融緩和」と円安・株高—アベノミクスは景気回復をもたらしたのか—」, 『経済』, 新日本出版社, 8月
- 渡辺努 (2000) 「流動性のわなとインフレーションターゲットティング」, 吉川洋, 通商産業研究所編 『マクロ経済政策の課題と争点』 東洋経済新報社