

# 講演録

## 第53回パーソナルファイナンス研究会

開催日：2019年8月2日（金）

会場：北海道大学 百年記念会館

### 金融政策を基本から考える—今の政策に効果はあるのか？ この政策、いつまで続く？—\*

関西大学名誉教授 岩佐 代市

90年代以降、成長も、金利も低い状況が続いています。資産運用の観点からすると、資産選択機会の有効フロンティアが、下の方にずっとシフトしきったままなのではないかと思えます。そのような場合、多少なりのコストをかけて資産運用しても割に合わないと思う人は多いのではないかと。その結果、タンス預金が増えたり、あるいは逆に、適当な資産運用先がないことから、その反動で高収益を求めてリスクの高い運用プロジェクトに引き込まれてしまったりということになっているようにも思えます。実際、シェアハウスやアパートの建設事案に絡んで、損害を被った方も多そうですね。FPの皆様も、相談実務の面でご苦労が絶えないのではないのでしょうか。

こうした現状を打開する上で、アベノミクスは大いに期待されたわけですね。いろんな見方があるなか、私の観点からは必ずしも上手くいっているとは言えない、そのように思えます。この期に至っては、政策の重点をはっきり移すべきであり、短期的政策手段としての第一の矢および第二の矢から、いわゆる成長戦略に関連する第三の矢に思い切り、またしっかり重点を移すべきではないかと考えています。

この第一の矢と言われるのが日銀の量的・質的に異次元の金融緩和策、すなわちQQEですね。量的な緩和というのは、日銀が従来になく大量のベースマネーを供給するということであり、それはマーケットから大量の国債（年間80兆円もの規模。ただし、その金額は近年ややスケール・ダウンしている）を買い取るということに他なりま

せん。質的な緩和策とは、国債を買い取る場合、従来は3年から3年半という比較的残存満期が短いものを買い取っていたものを、7年から7年半、あるいは8年くらいと、残存満期がかなり長いものを買い取るというものです。仮にこれを10年にしてしまうと、10年ものが主流の新発債券をそのまま購入してしまうことになり、こうした引き受け発行は法律上禁止されていますので、それはできません。ただ、残存満期の長い既発債購入は事実上、そういう状況に非常に近いということになります。なお、質的な緩和策の中には、国債だけではなく、皆さんご存じのように、ETFやREITなど、民間の資産買い取りも含まれています。

こうした政策が6年半にわたり行われているわけですが、このこと自体、非常に異常であると私は思っています。そもそも、金融政策にしろ、財政政策にしろ、これらは基本的に短期的な政策手段と考えるべきものであって、ここまで長い間利用しているのは異常であり、後に触れますが、少なくない問題をはらんでいます。

付け加えれば、民間経済がこうした政策に依存する姿勢あるいは期待する気持ちが根付いてしまっているように見受けられるのも異常なところではないかと思っています。

さらに、異常と思えるのは、最近MMT（モダン・マネタリー・セオリー）が支持を広げていることです。経済学者の中にはMMTを支持する人が少なからずあり、政治家の中にもMMTを支持する方々が見受けられます。MMTについては、現実にこれをやると大変なことになるのではないかと、あまりにもリスクが大きいのではないかと、私は考えています。

\* 当講演の内容は、岩佐代市『反面教師アベノミクスに学ぶ』（BookWay, 2018年10月刊）の、特に第2章と第3章に基づく。

いずれにしても、今日は、第一の矢である金融政策の基本的なところに焦点を当てて、話を進めていきたいと思います。

ちょっと前置きが長くなりますが、政治評論家の伊藤惇夫さんが、先の参議院選の前に次のような話をしていました。「アベノミクスは鰻の蒲焼だ」と。鰻の蒲焼だったら、高く評価することになってしまうので、彼の真意は、アベノミクスが鰻の蒲焼の匂いだという点にあります。匂いだけさせて期待感を持たせる。それで票集めをするということを皮肉ったわけですね。

この蒲焼の匂いから連想される落語のネタに「客齋(りんしょく)」あるいは「ケチの極意」という話があるのですが、皆さんご存じかと思えます。

昨今、老後資金が2000万円不足するといったことで、えらく世間が騒いでおりますが、もしそうであれば、ケチの極意というものもFPの皆さんには是非アドバイスしていただきたいと思えます。

ネタの一つは、梅干しで食事を済ます話しです。ただし、梅干しは食べません。梅干しを食べたら当然無くなります。次の食事に事欠きます。そこで、梅干しをジューっと見つめる。そうすると、ジュワーと唾液が出てきます。そのタイミングを見計らって、ご飯を口にかきこむという次第です。

もう一つは、先の「蒲焼の匂い」という話です。うなぎ屋の店の前であまりにいい香りがするというので、その店先でご飯を食べ始める人が出てきた。香りだけでご飯を済ませようという魂胆ですね。一族揃って店先で食事を始めるとなれば、これはなかなかの壮観ですね。

店の人もこれはたまらん、見過ごすわけにいかないということで、「代金を払え」と言い出した。「でも匂いだけで、蒲焼はいただいてないから払う理由はない」と断る。ところが、最終的にはおれて支払うことにしたのですが、お金は袋に入れて持ってきました。そして、大将の前で、袋を振るわけですね。するとチャリンチャリンと音がします。これで支払い終わりという訳です。匂いのお代は、お金の音で支払ったという次第で、実にバーチャルな取引なわけです。

もちろんこれは極端な話ですが、私は、ゆとり不足を知恵でカバーし、政策頼みで無い、自立した営みを図ることが重要ではないか、足りないならばケチケチ生活も悪くは無い、そのように思います。フランス人のエッセーで「日本人はお金があっても心配性、フランス人はお金が無くても人生を楽しむ」といったタイトルの本がありました。

本当に心配性ならお金をどれほど持っても日本

人は不安なままかも知れないですね。もっとも、個人のケチケチ生活は「合成の誤謬」を通じて経済全体を経済的に貧しくする面はあります。ここは懐リッチな方々に精一杯消費をして頂きたいものです。

これより、レジュメに沿って話しを進めます。

## 1. はじめに

まず、「金融政策はデフレに有効か?」と書いております。この設問に対して、基本的には、財政政策に比べると「有効ではない」と言っておきたいと思えます。

財政政策は、モノを買うという形で、直接的に財市場に働きかけをしますが、金融政策はそうではありません。金利であるとか、貨幣量であるとか、そういったものを媒介として、間接的に国民の有効需要に影響を与えるというものです。間接的ですので、効果自体はもともと弱いですし、それから時間もかかる。これは当然のことながら、学界でも言われていることでもあります。まして、デフレが比較的長く続いた状況の中では、金融政策の効果はさらに薄いのではないかと思います。この点については後程、長期期待という概念を用いて話したいと思えます。

今の政権与党は、経済が良くなってきていると言いますが、良くなってきているのであれば、短期的な政策は終えてもいいのではないかと思います。日銀が目標としている2%のインフレですが、実現していません。これは当の日銀も認めている通りです。要するに、いまの政策は効果がないということになります。効果がないとすれば、なぜ続けるのか、政策当局のメンツを除けば理由が無く、理解できない。いずれにしても、もう手仕舞う必要があるのではないかと考えます。

低金利、そして低成長・低収益の下、全般に金融資産利回りが低下している中で、ハイ・イールド(つまり、ハイ・リスク)商品に引きずられる方々も出てきています。FPとしては、なかなか、アドバイスが難しいのではないかと私は思います。

金融政策については、確かに日銀の聖域ではありますし、聖域であるがゆえに、国民も黙ってそれを受け入れる傾向が強かったりするのですが、それは、中央銀行の独立性という観点からすれば良いのかもしれませんが、もっとも今の政府がこの日銀の聖域を侵していないと言いきれない面もあります。

ともあれ、独立性の裏には、説明責任も伴うわけで、国民が納得するような説明をしない限りは、日銀の独善に陥るということになりかねません。そういう観点から国民が今一度、金融政策の

基本を理解することが重要ではないかと思っています。

## 2. 金融政策をめぐる疑問

まず、2%インフレ目標が、今のところ達成できていない、その理由は何なのか。

その理由として、黒田総裁は「経済のデジタル化、インターネットによる販売とか商品のデジタル化が進んでいること。また、世界経済における新興諸国の比重が増大してきていること。これらが、低賃金、低コスト商品を先進国にも広げている。そういうことがあって、なかなか、目標の2%が実現できない」としているわけです。

第二の疑問として、そもそも2%インフレ率がなぜに物価の安定を意味するのか？素朴に考えると非常に不思議です。ごく普通の人は、物価の安定とはインフレ率0%と理解するはずで。

日銀が物価の安定を目指すというのは、貨幣の価値を安定させるためですね。そうでないと貨幣制度が揺らぎ、揺らぐと経済がガタガタになってしまいます。その意味で、物価の安定を目指すというのは、重要なことです。

ちなみに、日銀は基本的に物価の安定だけを金融政策の目標にしていますが（なお、日銀の役割には、信用秩序の維持、あるいは金融システムの安定化という重要な側面もあります）、他の国では物価だけではなく、失業率とか、景気全般を安定化させることを目標にしている国もあります。その典型はアメリカで、アメリカのFRBがそうです。

ではなぜ、2%のインフレ率が物価の安定ということになるのか？

第一の理由として、物価指数というのは、一般的に上方バイアスがあると言われていています。物価指数を算定する場合の商品の集まりですが、これが同じであったとしても、例えば、パソコンであれば、スマホもそうかもしれませんが、年ごとに性能が一般に向上します。性能が向上すると価格も向上します。あるいは上げます。そういう傾向がありますから、確かに物価は上昇バイアスを持っていることがわかります。その分として1%を追加するということです。ですから0%ではなくて1%です。

第二の理由としては、インフレよりもデフレの方が怖いということです。デフレに陥り、物価が下がると企業収益が低下し、そして失業率が増える可能性が高くなります。しかし、インフレの場合には、確かに、実質賃金が低下したりして、働く人の生活が厳しくなったりする可能性があります。インフレの中では、来年には賃金も上がる

だろうという期待感を持てるということで、比較的インフレは容認されやすいのです。これに対してデフレは容認しにくいわけです。ですから、1%分だけ高めの水準を狙うことによってマイナスになる可能性をできるだけ避けます。要するに、安全基準、安全のためのマージンとしての1%というわけです。以上二つの理由から、合計で2%が望ましいとしている訳です。

なお、第三の理由として、2%の目標水準というのは、今や世界標準なのだという説明がなされます。FRBにしろECBにしろ、世界先進国の中央銀行は基本的には近年2%を物価の安定と捉えています。もっとも、日銀においては世界標準という説明が国民への説得力要因になるものと捉え、追随しているだけに過ぎないようにも見えます。

さて、以上の理由付けの中で、安全マージンとしての1%は一応、良しとしましょう。もう一つの上昇バイアスについては、インフレ目標水準が達成できないことの原因付けとは矛盾しているのではないのでしょうか。

今、なぜ物価が上がらないか、それは経済のデジタル化とか新興諸国の比重増大などの話であって、日銀はそのことを前から知っているはずで。他方において、物価指数は上昇バイアスを持っているという風に言うわけで、明らかに矛盾しているかと私は思います。もう少ししっかりした説明が求められていると思います。

次に第三の疑問点ですが、ベースマネーの大量供給が、どのような過程を経て、物価水準に影響すると日銀は考えたのかです。

政策手段がどういう過程を通じて、経済に影響を与えるのか。そのことは、政策効果の波及経路とかトランスミッションと言われます。

トランスミッションについては、後ほど、レジュメのセクション4でまた詳しく取り上げることにしています。日銀は、ベースマネーを大量に増やすと物価は上がると説明するのですが、そのトランスミッションは非常に疑わしいということ、後ほど説明したいと思います。現実的にも、そのトランスミッションは作動していません。

第四の疑問は、ベースマネー供給増加によって貨幣ストック増加はもたらされるのかという点です。

ベースマネーは、ご存知のとおり日銀が供給する貨幣、すなわち紙幣です（日銀預け金の形をとる民間銀行の当座預金も、基本的にはこれに同等のもので）。それは企業や個人の手元にある現金と銀行等が預金の支払い準備として保有する現金（主に、日銀の当座預金の形）から成っ

す。

このベースマネーをどんどん供給すれば、貨幣ストックが増加すると言っているわけです。貨幣ストックってというのは何かというと、一般の家計・個人、それから企業が手元に置いている貨幣量のことです。この貨幣量の中身は、現金通貨に限りません。預金通貨（普通預金、当座預金などの流動性預金）も含まれます。

ベースマネーの供給が増えることによって、貨幣ストックは増加すると言っていますが、ストックが増加するためには、その内の大きなシェアを占める預金量が増えないといけないわけです。預金量が増えるには、民間金融機関が信用創造をしなければなりません。この点については、セクション3であらためて詳しく話していきますが、ベースマネー増加が貨幣ストック増加を必然的にもたらすということはありません。可能性は否定しませんが、必然性はありません。そのことを後ほど述べたいと思います。

最後の疑問点は、FTPL（物価水準決定の財政理論）は金融政策失敗の逃げ口上ではなからうか、また、MMT（近代貨幣理論）と称される議論は果たして信頼に足る金融理論であろうかということです。

FTPLというのは、ごく簡単に言えば、金融政策ではなく、財政政策のあり方が、物価水準の決め手になるという議論です。これは、学界ではかなり古くから主張されていたと言えるのですが、それがたまたま最近注目されるようになった。最近と言っても今年の頭からです。今の政権（内閣府）の顧問に浜田宏一さんという方がいます。著名な経済学者で、東大の教授でもあった方、そして今は、アメリカの名門イェール大学の名誉教授です。この方は、アベノミクス第一の矢（つまりQQE）をこれまで後押しされてきたのですが、今年の頭だったと思います、急にFTPLに宗旨替えされた。「金融政策だけではダメだ。物価に影響を与えられない。財政政策が大事だ」と言い出し始め、それで日本でも脚光を浴びることになったというわけです。

ついこの間、MMTを主導する女性の学者も来日して、講演したようですが、詳しくは後ほど触れたいと思います。要するに「国が紙幣をプリントして、それをドンドン使えばいい。そうすると物価は上がるし、景気は良くなるから」と主張しているわけです。

もちろん、今、政府自体が紙幣を発行できるわけではありません。発行できるのは硬貨（コイン）だけです。紙幣は、日本銀行券ということで、日本銀行のみが発行できるということです。しかし

ながら、法律で禁止されているものの、新発債を日銀が引き受けて発行すれば、これは国が紙幣を発行したと同じ形になるわけです。これは財政ファイナンスとも言われ、いわゆる禁じ手です。現財政法上も禁止されています。しかし、「そのような方向にどんどんシフトしていけば、国民に負担をかけることなく、経済を良くできる」と言うわけです。これに対しては、後で批判的なコメントをしたいと思っております。

### 3. 貨幣ストックと信用創造

貨幣ストックというのはどのように決まるのか、その基本原理をここでは考えます。

皆さんも学ばれたことがあるものと思います。金融論に信用創造理論というのがあり、貨幣ストックは信用創造を通じて増えていくという考えがあります。

信用創造は、中央銀行および民間の銀行が行っています。中央銀行は、簡単に言いますと紙幣、すなわちベースマネーを作り出す、それが信用創造。民間銀行は今の時代、流動性預金という形で貨幣を造り出している。これが信用創造です。

お金を作り出す方法が、中央銀行と民間の銀行では違います。中央銀行は、主に国債を購入することによって、現金通貨、紙幣を発行できます。

これに対して、民間銀行は企業に貸付けを行うこと、借入企業の預金口座に資金を振込むことによって、社会全体の預金を増やす。預金といっても定期預金はだめです。企業がお金を借りに行くのは、すぐに使えるお金、つまり流動性預金が欲しいからです。

銀行は貸付をしますが、必ずしも現金で渡す必要はありません。なぜなら、預金というのは、慣習的にどこの国でも通貨、貨幣として通用しているわけです。紙幣は法定通貨と言われますが、預金通貨は、法定通貨ではなく、慣習貨幣と言われます。慣習的に貨幣として使っているということです。銀行は、借り手にどうしても現金通貨である紙幣を渡す必要はないわけです。むしろ、何百万、何千万といったお金を貸すときに、現金通貨で渡そうとすると大変なことになります。ですから、実務的にもそれはできませんし、やりません。借り手企業の口座に資金を振込むという形になります。昔は鉛筆1本で貸し付けを行うと言われてきました。今は、コンピュータに数値を入れるということになるかと思えます。

日本銀行は現金通貨を造るという意味で、信用創造をやっています。民間銀行も預金貨幣を造るという意味で信用創造をやっているわけです。ただ、両者には以下のように、少なくとも大きな二

つの相違点があります。

今の時代、金本位制とか銀本位制とか、そういう通貨制度ではありません、管理通貨制度をとっています。要するに、紙幣の発行量は、基本的に日本銀行によって裁量的に自由に決められます。昔は、貴金属の保有量に応じた額しか発行できませんでした。今は、基本的に自由にできます。従って、準備というのは要らないわけです。国債を買い、そして同額を紙幣として発行します。国債を売ってくれた人、つまり民間の投資家あるいは金融機関、そういう人たちに紙幣を渡すという形になります。そういう形で紙幣が発行されます。

民間銀行の場合は、預金という形で信用創造をしますが、預金に対しては準備をもたないといけません。先ほども言いましたが、預金というのは法定通貨ではありませんので、現金との交換が求められるわけです。ところが、銀行のバランスシートを見ても、非常に不思議と言いますか、預金残高は多いのですが、現金準備の量は非常に少ないのです。こんなにたくさんの預金があるのに、どうして銀行の金庫には、こんなに少ない現金しかないのかと。預金残高というのは、日々増減し変動しています。その内の一定額部分はほぼ安定して銀行に残っていて現金化されないということが経験的にわかっていますので、預金全額に等しいだけの現金をもつ必要がないわけです。実際にそんなことをしていたら、預金に金利を払う一方、保有現金に対する収益はゼロということになり、銀行経営は成り立たない。預金のごく一部しか現金として持たず、残りは貸出等で運用することとなっているわけです。

他方で、預金者がATMによってであれ、カウンター（窓口）越しにであれ、預金を下ろそうとしたときに、あいにく今日はキャッシュ（現金）の在庫がありませんとは、銀行は言えないわけですね。

流動性預金についてはいつでもお返ししますと約束しているわけですから、当然のこと、銀行は自主的に一定の現金を持ちます。同時に、法律でも定めがあります。これを必要準備率と言って、銀行は一定の割合の現金を持っていないといけないことになっています。もちろん現金と言いましても、実際は日本銀行への預け金の形、当座預金として持っているわけです。

民間銀行はお金が必要な時は、日銀の支店からトラックでキャッシュを運んでくるという形になります。こういう準備が必要であるというところが中央銀行と違うところです。

また、準備の量が多ければ多いほど、信用創造の可能性は当然拡大します。貸し付けにより信用

創造をすれば、預金は増えていきます。しかし、持っている現金の量が限られているとすれば、その制約を受けて、最大預金額は決まってしまうので、信用創造はそれ以上できなくなります。従って、準備がなんらかの形で増えれば、信用創造の可能性が増えるということは言えるわけです。

日本銀行は、民間銀行に対して準備をガンガン供給しています。どういう形でしているかと言えば、民間銀行が持っている国債を日本銀行が買い取る形で実施しています。そして、民間銀行にキャッシュをドンドン注入しています。しかし、これは、可能性の話であって、銀行の準備が増えたからといって、それがすぐに信用創造につながる必然性はありません。

これは、信用創造のイニシアチブの有無という論点と関連しています。日本銀行は、信用創造をする場合に、国債残高がマーケットに存在する限りは、自由に国債を買い取ることができます。もちろんそこで値動きはしますが、買うつもりになれば買うことができるわけです。

これに対して、民間銀行の信用創造は貸付です。では、この貸付、民間銀行のイニシアチブで可能なのかと言いますと、直接的にはできません。なぜかと言いますと、借入需要がないとできないからです。また、仮に借入需要があったとしても、銀行から判断してまっとうなリスク度の借入案件でなければ、貸し出しはできません。日本銀行のように思い切り信用創造ができるかということ、それはできないということになります。

以上、日銀と民間銀行とでは、信用創造において少なくとも二つの基本的な相違点があることを理解する必要があります。

そのことを前提として、次に、ベースマネーが増えたからといって、貨幣ストック増加に結びつく必然性はないということを話します。

つまり、日銀が民間銀行からどんどん国債を買い取って準備を供給すれば、信用創造の可能性は高まります。しかし、すぐ貸し付けが増えるかということ、その必然性はありません。デフレ的な状況の中で、企業が借入を控える、また民間銀行がリスクを考えて貸し渋るという状況があれば、信用創造は活発になりません。

しばしば言われるように「情報生産者」としての銀行が適切な情報提供等を通じて、企業に投資先をアドバイスするとか、示唆するとか、そういう形での働きかけというのは一定程度可能ですし、それができるかどうかは当該銀行の実力ということにもなるかと思えます。が、基本的には、企業の借り入れ需要が無ければ、またそれも銀行

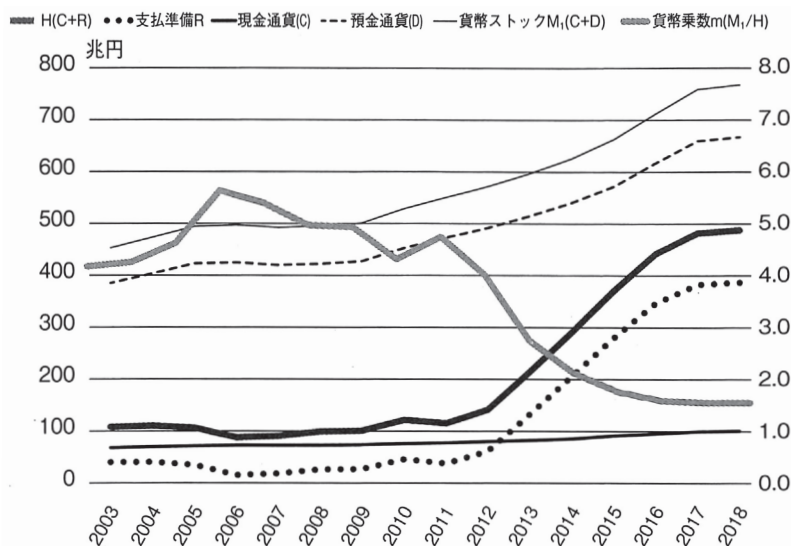


図1 ベース・マネー，貨幣ストックおよび貨幣乗数

データ：日本銀行統計

において適度なリスクを持つものとして評価されない限り、貸付は実行されないのであって、信用創造にはつながらないということになります。

図1は、ベースマネーや貨幣ストックの推移を示しています。一番上の細い線がマネーストックの動きです。2013年以降、あるいは2010年以降にすでに、このマネーストックが増加傾向にあることが見て取れます。この個人や企業が手元に持っている現金と預金の合計、マネーストックは、確かに緩やかに増えてはいます。

他方、真ん中の太い線、これがベースマネーの推移を示しています。ベースマネーは、日銀がガンガン増加されているので、その通りに急上昇しています。

さて、これら二つの変数の相対的な比率、これを貨幣乗数というのですが、貨幣乗数というのは、供給したベースマネーに対して、それをもとに信用創造が行われ、その結果どれだけのマネーストックに結びついているかを端的に表す割合のことです。図中、唯一どんどん下降している太い線が見えていますが、これがその貨幣乗数です。

簡単にいうと、ベースマネー・BMは、近年極端に増えている。ところが、それに即応する形で、貨幣ストックMSが増えているかということにはなっていないということです。多少は増えているのですが、BMほどではまったく無い。その結果として貨幣乗数が低下しているということ、これがこの図ではわかるということです。

日銀が貨幣ストックを増やそうとしてベースマネーを増やしてきた。たしかに状況次第なのですが、デフレが長く続いた中では、企業の借入需要が乏しく、そういう中では信用創造は現実的に難

しいということです。先の浜田氏は、ある本の中で「緩和をやって金利を下げれば、誰でも借入するのは当然」と仰っています。果たしてそうなのでしょうか。大いに疑問です（専門用語で言えば、有効需要ないし支出の金利弾力性は、長期のデフレ的状况下では小さいと私は考えます）。

#### 4. 政策のトランスミッション

政策のトランスミッション、これはさきほど申し上げた様に、特定の政策手段を採用するとして、それがどういう経路を通じて、現実の経済に効果を与えるか、影響を与えるかということです。

以下は、当初のアベノミクスにおいて（あるいは、日銀の金融政策として）想定された、そして国民に説明してきた表向きのトランスミッションだと理解できるかと思います。

BM増加⇒信用創造⇒MS増加⇒インフレ期待⇒物価上昇

これは、ベースマネーを増やすと、信用創造を通じて、マネーストックが増える。貨幣量が増えれば、多くの人は、日銀がさかんに喧伝するように、やはりインフレになるかもしれないと考えます、つまりインフレ期待が醸成されます。ここで期待というのは、経済用語でして、必ずしも良いというニュアンスをもった期待ではありません。単に予想と言うのに等しいです。良いか悪いかは別にして、期待という言葉は、エスペクトするというだけの意味であり、予想という言葉と同じと理解してください。インフレになるだろうとの予想が多くの人にもたれると、おそらく物価はたしかに上昇すると思われれます（「期待の自己実現性」）。以上が当初説明されていた、少なくとも表

向きのトランスミッションではないかと私は理解します。インフレ期待が形成されると、どうして物価が上昇するかというと、多くの人が、同じようなエクスペクテーションを持つと、それはだいたい実現するものなのです。国民の多くが、過半数以上と言ってもいいかと思いますが、物価は上がるのだと予想すれば、物価は上がります。これは「期待の自己実現性」と言われます。期待は実現するのです。夢は持たないと何も実現しないよと大人が子供に言ったりしますが、確かにその通りで、夢を持たないと、夢の方向に向かって行動することがないから、実現しません。少なくとも、夢を持てば実現する可能性は出てきます。多くの人が同じ期待を持てば、その期待のもとで消費行動をします。早い話、インフレ期待のもとでは買い急ぎ行動が生じる、その結果、物価は上がる可能性が高まるというわけです。問題は、先ほど言ったようにMSは必ずしも当局が期待するほどには増加していないし、インフレ期待も形成されていないことにあります(インフレ期待の大きさは、一般に、通常の国債利回りとインフレ条項付き国債のレートとの差で測定されます)。仮にインフレ期待が多少形成されたとしても、それはごく一部、局所的なものに留まっているという状況だということです。

日銀はこの政策に対してかなり強くコミットしています。つまり2年間をめどに2%のインフレ率を実現させると、具体的数値を指し示すことで、その意気込みを強く印象づけてきました。2013年、時の副総裁の一人は、目標を実現できなければ辞めるとさえた言ったものです。しかし、目標達成に及ばずでしたが、結局辞めませんでした。その上で、一期の任期を終えて静かに、何のコメントも無しに彼は去りました。そういうことになると、いよいよ国民の期待形成は難しかろうと思います。これは、後述する政策や当局に対しての信頼性という論点で、期待形成に影響してくるからだと考えます。

とにもかくにも、以上の表向きのトランスミッションは、十分には、あるいはほとんど機能しませんでした。しかし、他方、アベノミクスは実際に効果を持ったと評価する人たちも確かにいます。そのように評価する方々にとっては、以下のようなトランスミッションを介して多少とも効果が生まれたのだと考えられたのかもしれない。そして、実はこちらのトランスミッションこそが政策当局や日銀、政府が実際に想定していた本音としてのトランスミッションであったのかもしれないと言えます。それは次のように書き表すことができます。

BM増加⇒MS増加期待⇒円レート安期待  
 ⇒輸出増加・企業収益増・株価上昇  
 ⇒資産効果で国内支出増加

ベースマネーが増加するとMSが増加するという風に、とりわけ投資家は期待しました。彼らは為替レートが影響を受けて円安になるだろうと考えました。そういう風に多くが期待したのです。そして実際に円安が実現しました。これが輸出増加とか企業収益、株価上昇につながり、株価が上昇して、資産効果が作用した。2013年に結構贅沢・奢侈品なんか売れたのですが、それは資産効果で支出が増加したという側面を表しています。円安はまた海外商品の国内価格を引き上げ、物価上昇に貢献します。実は現時点でも、円レートを安く誘導することによりかなり政府、日銀は期待感を持っているように見えます。

今日、先進国では、為替市場に直接介入するという事は、禁じ手になっています。一時的な乱高下を防ぐ場合にはしかたがないとしても、為替レートの水準そのもの、レベルそのものに影響を与えるような政策を直接やることは禁じ手だということをお互い了解しているのです。どの国もやはりその国の通貨が高くなると困るという思いはあり、日本は伝統的にその意識が強いように思われます。そこで、直接介入ではなくて金融政策の手段でもって、通貨の対外価値を安くするというやり方を取ろうとする傾向があります。

表向きのトランスミッションでは、国内需要が増えて物価が上がるだろうということが期待されてきました。インフレの形としては、需要が価格を引き上げるというダイヤモンド・プル型なのです。他方、本音のトランスミッションでは、円レートを安くすることによって、輸入材のコストが上がり、それによって物価が上がるというコスト面からの価格上昇、コスト・プッシュ型の形になっていると言えます。

それからもう一つ、表向きのトランスミッションは、ここで初めて使う概念ですが、「長期期待」に働きかけを行うことを通じて実現させようとしています。ところが、本音としてのトランスミッションでは、「短期的期待」、あるいは「投機的期待」に働きかけを行った形で作動させようとしています。このような期待概念は、皆さんご存知のイギリスのかつての経済学者ケインズが用いた概念を借用したものです。「長期期待」というのは、ざっくり言えば、重要な経済諸変数のこの先3年ないし5年における期待値のことです。「短期期待」というのは、期間で言えば、今年から来年にかけての経済の成り行きに関わる期待です。「投機的期待」というのは、1日ないし数週間、あるいは

せいぜい1カ月前に関わる期待です。

「長期期待」が支配する変数ないし分野というのは、企業の設備投資、正規雇用と正規雇用者の賃金の決定、長期的趨勢的な消費支出動向、これらが「長期期待」の影響を受けるものだと思います。それから、物価の動向に関する期待、これもマイルドな変動であれば、やはり「長期期待」が支配する側面と思われます。ただし、ハイパーインフレの最中では、短期期待や投機的期待が物価変動に作用する可能性は高いかもしれません。ともあれ、「長期期待」が引き上げられ、改善されないと、先の表向き想定されたトランスミッションは作用しないと思われます。

「短期期待」が支配する活動というのは、企業の経常的な生産活動、非正規従業員の雇用や賃金、また、日々の消費生活、そういったものを支配するのが「短期期待」ということになるのではないかと考えています。

「投機的期待」というのは、金融資産市場でのごく短期的な資産価格変動に関わる期待を表します。実際、株価とか為替レートは、そうした期待の変化によって日々刻々と変動しています。こうした日々の変動は投機的期待に左右される面が強いが、長期的にはいわゆるファンダメンタルズ(に関する「長期期待」)に影響されることも併せて理解しておくことは必要かもしれません。

いずれにしても、「長期期待」はなかなか短期的に変化することがなく、粘着的です。他方、「短期的期待」や「投機的期待」はごく短期的な間にも大きく変化し得るものです。表向きのトランスミッションで期待された効果は、政策手段によって、政策遂行過程において、「長期期待」の改善を実現させない限り、その効果は発揮できないものと思われます。デフレ的な経済状況を長く経験した後には、政策によって、とりわけ短期的政策手段としての金融・財政政策によって「長期期待」が大きく変化するということが、それこそ期待しがたいことでは無かろうかと思えます。

## 5. 期待依存型政策の問題点

経済政策の多くは確かに国民の期待や期待形成に影響することを通じて効果を発揮させようとする性格があります。期待が成立する、あるいは期待が形成されれば、自己実現性の故に、効果が生まれる。しかしながら、デフレ状況からの脱却と経済の適正な成長への復帰という側面においては、とりわけ重要なのは「長期期待」であろうと思われます。しかし、今の金融政策では、影響を与えることができないでいる。そのため、政策当局が期待する効果はほとんど生み出されていない

のです。デフレ状況がそのまま続いているということですから。

今少し、政策ないし政策手段と期待形成との関連について考えた場合に、果たして政策は期待形成をどの程度リードし得るのか、それにはいくつかの要因が関係しているのではなからうかと思えます。政策の妥当性、それから政策担い手への信頼性、働きかけるべき期待の性質、これらが期待形成を介した政策効果に影響する要因ではなからうかと考えます。

まず、理論的に考えて今の金融政策は妥当性が乏しいのです。その理論的根拠は希薄だと言わざるを得ません。政策の理論的な当否、妥当性を、一般の国民が評価するのは決して容易ではありません。専門性の高い分野であるだけに、一方的に信じるか、反発するかになりがちです。政策の妥当性を信頼すれば、当局の期待に即した期待を国民は持つことになり、期待形成を介した政策は効果を上げる可能性が高まるものと思われます。しかし、現実には反発・拒否する、よって政策の妥当性を信頼しないという国民も少なくないはずです。多くの方々は専門家とか、あるいはマスメディアの評価に耳を傾けるものと思いますが、それでもやはり個人なりに政策を適切に評価するのは容易ではありません。その評価自体がたしかなものでないとなれば、国民において形成される期待自身が政策当局にとって頼りがいのあるものとはなり得ません。期待形成に依存した政策はしっかりした基盤を持たないものと言わざるを得ません。

日銀当局は今の政策のありようについて強いコミットメントを行っています。コミットメントというのは、政策効果実現への信頼獲得手段となるはずものですが、それは実現できない場合にどのような説明責任を果たすかも併せて開示しなければ、本当の意味でのコミットメントとはならないものです。引き続き永らくその政策をリードする立場の黒田総裁は、目標実現にまったく成功していないにも関わらず、強気の姿勢を見せるのみです。すでに冒頭で述べたとおりに、目標を実現できない背景説明を、弁解がましく話すのみです。こうなると、いよいよ国民においても政策当局および現政策に対しての信頼を損ないかねません。その結果、政策当局が期待する期待形成はますます困難になってきています。現時点では、目標実現の時期についてはこれを取り下げ、2%インフレが実現するまで今の政策をあたかも無期限に続けるかのような姿勢表明となっています。果たして、これが政策当局の姿であってよいのでしょうか。政策は状況に応じて適切な手段が講じられ



て、はじめて政策の名に値するものです。政策変更無し、従来政策継続で、単に成り行きを見守るだけの姿勢は、むしろ無策と言っても差し支えありません。

レジュメに、期待の重層性・階層性といったことを書きましたが、これは階層的となっている期待形成のありようを踏まえて、どの期待に働きかけを行うのか、それぞれの期待の性質をわきまえた上での政策発動が必要だということを述べたいが故のことです。すでに申し上げた様に、国民とか企業が抱く期待はそう単純なものではない。「投機的期待」があれば、「短期期待」もある、それから「長期期待」もある。どれに働きかけを行うのか、そして、手持ちの政策手段はどれに働きかけを行えるのか、行えないのか、そういったところの見定めが重要じゃないかと思うわけです。

## 6. 貨幣の本質、および金融政策効果の非対称性

もう少し、貨幣経済の基本的なところに遡って話しをしたいと思います。

貨幣がないと、今の世の中、物が買えません。どんなに立派な家やどんなに立派な車を持っていても、それだけでは大根1本も買えません。八百屋に行って、私は立派な車を持っているが、その大根を分けてくれないかと言っても、そうは問屋が卸しません。まずは、貨幣を出して、支払いの準備ができていないと、大根が1本100円や200円であったとしても、買えないわけです。「有効需要」という概念は、あれが欲しい、これが欲しいに加えて、それに貨幣の裏付けがあるってことです。

有効需要とはeffective demand、これに対して観念的ないし名目的な需要はnominal demandと言います。子供はお金を持っていないのに、親に向かってあれが欲しい、これが欲しいと言う。子供には観念的ないし潜在的な需要はあります。しかし、お金を持たないから、それだけでは有効需要とは言えません。それが有効需要となるのは、親がお金を出してくれる場合です。潜在的な需要が有効需要となるには、貨幣の利用可能性が伴わないといけません。貨幣を手元に持っている、あるいは用立てがすぐにできる状態にある、つまり貨幣の利用可能性が加わっていることが必要です。

今、「加わって」と言いましたが、実は有効需要が生まれるには、潜在的な需要と貨幣の利用可能性がプラスで存在するというよりも、掛け算の形で存在しなければならないということになります。まず、買いたい物があるという欲求があること。当たり前ですが、物を買いたいという気持ち

がまずないとダメです。その上で、貨幣が利用できるという状況が伴っていることです。手持ちのお金があれば銀行から借りられるという状態が伴っていること。この両者はかけ算の関係であることは、次のように考えるとすぐわかります。潜在的な需要が100の大きさあり、手持ちの貨幣が0だったとします。足し算なら100ですが、現実には有効需要は0です。貨幣の利用可能性が100あって潜在的な需要が0の場合も、有効需要は0です。足し算なら100になってしまうのですが、だから掛け算です。集合論の概念で言えば積集合、あるいは有効需要 =  $\min$  (潜在的な需要, 貨幣利用可能性) という式 (有効需要の大きさは二つの変数のどちらか少ない方の値で決まる) が一番的確かもしれません。

それはともかく、名目的な需要、観念的な需要がまずあるということです。それから、貨幣が利用できること。今、手持ちの貨幣があるとか、すぐにお金が借りられる状況、それがあって初めてeffective demandは出てくるわけです。これがあれば、あるいは増えれば景気はよくなる、そういうことになります。

私が申し上げたいのは、貨幣が無ければ、有効需要は生み出されませんが、しかし、貨幣があるからといって有効需要は生み出せるのかということです。有効需要が生み出される上で、貨幣は必要条件ですが、十分条件ではありませんということです。仮にマネーストックが増えたからといって、国民は買い物するのでしょうか。重要な有効需要要素である消費支出や投資支出は、お金さえ安価に利用できるよになれば増えるのでしょうか。絶対増えないとは申しませんが、十分条件たる貨幣の利用可能性が高まったからといって有効需要は増加しません。なによりもデフレ的状况下で潜在的な需要が冷え込んでいるとすれば、どうなのでしょう。重要なのは、消費なり投資を刺激するために「長期期待」の改善がまずは何よりも大事だということではないでしょうか。

不思議なことに、先ほども指摘しましたが、浜田氏は、「金利が安ければ、誰でもお金を借りますよ。誰でもお金を借りて、みんなお金を使いますよ」と言われます。そうでしょうか。あの方、非常に著名な経済学者で、私なぞとても及びもつかない人間ですが、私が大学院時代、かつての日銀副総裁を勤められた岩田一政氏（日銀をお約束どおりにはお辞めにならなかった、この度の副総裁岩田規久男氏とは別の方です）との共著の書物を必死で勉強した思い出があります。それだけに、今その浜田先生の話を知ると、はなはだ愕然としてしまいます。それに加えて、先述のFTPL

の件があります。「金融政策は結局うまくいかないのだ、財政政策の方が重要なのだ」と、突然に言い始めた印象があります。彼の意見がどういう風にして政権内で評価されているのかは存じませんが、私が言いたいのは、とにかく当たり前のことに過ぎないのですが、貨幣ってというのは有効需要のための必要条件であって、十分条件ではないという、そんな単純なことに過ぎません。どんなにたんまりと貨幣があっても、それで景気が良くなるとは言えないということです。

この単純な命題を前提にすれば、「金融政策の効果は非対称的」という議論も当然に出てくるものです。これも、学界では当たり前の話ではありません。金融政策はまず間接的な政策手段であることから、財政政策に比してその効果はそもそも大きくない、あっても効果が出るには時間がかかるということです。そうした性格に加えて、「金融政策効果の非対称性」があるということです。

すなわち、金融政策は、引き締めには効果があります。何故かと言えば、引き締め政策はお金を取り上げるから、取り上げると言ったら語弊があるかもしれませんが、貨幣の利用可能性を制約するから、狭めるからということです。物を買いたいけどお金がない、じゃ借りようかと思うけれども金利が高くなれば、もう借りられない。そういうことになるので、買いたい物があるのに、つまり潜在的な需要はあるのに、貨幣の利用可能性が狭められたため、有効需要が制約を受けるといことになります。引き締めは、このように結構効果的です。ところが、今のデフレ時などにそうなのですが、不景気を改善するための緩和策というのは、効果が薄い。あるいは、ほとんど効果はありません。それは、さっきから何回も言っているように、貨幣量をどんなに増やしても、潜在的な需要が無ければどうしようもないということです。それが衰えているところに基本的な問題があるわけです。ですから、弓矢をどこに当てるかなければ、矢はまさにその根本問題に当てなくてははいけないと私は思うわけです。当てるべき標的が違えば、それに応じた適切や手段、弓矢が必要となります。今の金融政策や財政政策は適切妥当な矢と言えるのでしょうか。

いずれにしても、ただ貨幣供給を増やせばいいという話ではないのです。金融政策効果の非対称性は、しばしば喩えで説明されるのですが、例えば、馬を水飲み場へ連れていった場合、その馬、のどが渴いていれば水を飲むが、のどが渴いていなければ飲ませたくても水は飲まないという話になります。逆にのどが渴いているにも関わらず馬を水飲み場から引き離せば、馬は水を飲むこと

はできない。金融引締めと同じ効果です。同じ内容を、「引き紐・押し紐」の喩えで言うこともできます。紐を重い石に結びつけ、その紐を引っ張ると石はこれについて引っ張られます。しかし、紐を緩めて石の方に押ししても、石を動かすことはできないのです。そういう非対称性の話ってというのが金融政策においても従来から言われている訳であって、金融政策そのものがこういう場合、特にデフレの状況下にあって、長期期待が冷え込んでいる場合には、あまり意味をなさないということです。

実はこれとは別に、もう一つの、非対称性というのがあります。「早めの緩和と遅めの引き締め」というものです。緩和は早め早めにやる傾向があります。引き締めは遅め遅めにします。株式市場では、もうはまだなり、まだはもうなりという話があります。「もう景気は後退しつつある。これではダメだ。早くに緩和しろ」という要請や「もう景気は良くなっている。しかし、多くの人は、そう考えていない。まだまだ低迷状態だ。もう少し緩和をしておこう」引き締めるのは、もう少し後にしましょうというものです。「早めの緩和、遅めの引き締め」これは、日本だけの現象ではありません。外国でも当然ある話であります。昨日でしたか、FRBが金利を下げる決定をしました。すでにQQEからの出口へと進みつつあったかに見えた折に、大統領がかなり強い圧力をFRBに与えたことが背景と思われまます。これは中央銀行の独立性に対する脅威でもありますが、「予防的緩和」といった説明がなされています。まさに早目の緩和です。アメリカが金利をまた下げると円高となりかねないことから、日本政府や日銀はそれを懸念して、黒田総裁は「躊躇なく」手を打つ、要するに、日本経済に負の効果及びそうだと判断すれば、すぐにでも躊躇なく次の手を打つと言っています。これも早目の緩和を示唆しつつ、国民の(投機的)期待の悪化に歯止めをかけようというやり方になっているものと思われまます。

為替レートへの影響についての懸念は玉突きで伝播しますので、ECBも同様の姿勢を取らざるを得なくなります。アメリカが緩和策をとれば、これに結局は追随せざるを得なくなるのです。ECBも、実際は、既に緩和の方向に舵をきるような姿勢を示していました。6年半続けてきて、まだ今の政策を、効果の無い政策を継続するののかという感じを持たざるを得ないのですが、黒田総裁のみならずFRB議長、その背後のアメリカ大統領が辞めない限り、結局、今の政策は続くのかと思わざるを得ません。

実はこの「早目の緩和、遅めの引き締め」とい

う非対称性は政府からの圧力のみによるものではなく、必ずしもありません。本来、中央銀行は「宴たけなわのおりにパンチボールを引き下げる勇気を持つ」ことが期待されています。景気の過熱を抑制するにはむしろ早目の対応（引き締め）が求められているのです。しかし、多くの国で、特に近年は、多くの企業なり国民が政策依存体質を身につけてしまっている様子がうかがわれます。そうした民間部門からの要請に中央銀行が応じてしまう傾向が「早目の緩和、遅めの引き締め」の背景となっている可能性もあります。かつて日銀政策委員会の審議委員の一人であった木内登英氏は、今の大胆な金融緩和策の深掘りや長期化にことごとく反対する意見を述べていたことが知られていますが、彼も「安易に政府・日銀に頼る国民の姿勢にも問題がある」と指摘しています。

## 7. 金融政策の失敗を糊塗する諸説

すでに言及しました財政的物価理論FTPL (Fiscal Theory of Price Level) ですが、これは物価水準を決めるのは財政のあり方（その支出とファイナンス）だというものです。これは金融政策には効果がない、財政政策こそが物価動向の決め手なのだと言いますが、その理論なるものを、ないしその論証過程を少し丁寧に追ってみると、実は、金融政策も財政政策も物価水準に影響する内容となっているのです。しかも、それは恒等式を議論の出発点にしていますので、貨幣数量説と同様に、一方的な因果関係を確定的に導ける内容とはなっていません。逆の因果関係も内包されています。つまり、物価水準の動向が財政状況を決定するという議論も成り立ちうるわけです。従って、このFTPLという議論も政策の基礎付けには必ずしもなり得ません。

次にMMTですが、これはModern Monetary Theory (現代金融理論) と言われているものですが、論者の中には、More Money Theory=もっと金を出せ、もっと金を供給しろ、もっと金をくれ、というだけの話じゃないかと皮肉る人もいます。財政の基本財源は、言うまでもなく、「税」です。それが足りなければ、国債を発行するということになっています。これらは、いずれも国民負担のもとで財政政策をやるということを意味しています。国債は、さしあたっての税負担とはなりません、将来において税負担を生じさせます。増税でなくても、税の自然増という形においても、同じです。財政支出は結局、税金によって賄われるという真実のみは変わりません。

このMMTは、国自身が貨幣、不換紙幣を発行すればいいとする。そうすれば、国民の税負担は

今も先も無い上に、どんどん財政支出を拡大して、有効需要を増加させ、デフレ状況を一気に解消するというわけです。現実の法制度下では、紙幣の発行は日銀に限られ、また国債の日銀引き受け発行も禁じられています。従って、現制度を前提にする限り、そもそもMMTは実行不可能です。しかし、残存満期の長い既発債の購入は、ほぼ新発債引き受けに近いとも考えられ、MMTの理論はすでに日本において実践されてきているのだとの主張さえなされています。確かに、残存満期の長い国債買い取りは新発債引き受けによる「財政ファイナンス」に近似していることは否定できません。MMTはインフレ下でない限り何の問題も無く、デフレ解消に絶大の効果を発揮するのだとしています。その信奉者は、財政ファイナンスがハイパーインフレを誘引する懸念はなく、仮にその兆候が見られる場合には、速やかに手仕舞いすればいいだけだとは言うものの、そうしたこと自体が果たして実現可能なのかは大いに疑問のあるところです。資産バブル同様に、インフレ兆候を察すること自体に認識ラグが伴うし、仮に初期消火なら可能であるとしても、勢いを増した火の勢いは容易に鎮めることはできません。その場合、国民は高率のインフレあるいはハイパーインフレという形で、さまざまな負担を強いられることになるでしょう。

確かにMMTの議論の主要な部分は、理論としては破綻しない、つまり荒唐無稽なものとは言えないわけですが、問題はこれを実践段階に持ち出してよいのかという点にあるかと思います。実行可能性は、そのまま実行の妥当性を保証するものではありません。制度を変革し、国が紙幣を発行して、これを財源に財政支出を行えば、制約無しに、表向きの国民負担無しで、有効需要を増大させて景気を上向かせることは可能です。しかし、それはリスク大にして危険な方策であると思えます。

MMTを実践に移した場合の重大な帰結の一つは、財政支出への制約がなくなり、論理的に「財政破綻」は無くなる訳ですが、経済は財政主導の体系へと変容し、資源配分も政府が決めた支出先へと誘導される。年金財源すらも紙幣発行に求められるならば、制約無しで所得がばらまかれ、自立した民間主導型の経済体系は完全に失われるとさえ言えるでしょう。やがては官僚支配の全体主義的国家になりかねません。

本日は金融政策を中心に議論を進めましたので、財政政策の面についてはほとんど触れていません。しかし、MMTの議論を持ち出せば必然的に財政の側面に言及せざるを得なくなります。同

時に、デフレ脱却に対して明確な効果を発揮し得ない今の金融政策は、そもそもいかなる効果を持ち得たのかと考えた場合にも、財政政策との関連を指摘せざるを得なくなります。

何度も言いますが、今の金融政策は表向きのトランスミッションを作動させることはできていません、やや譲歩したとしても、ほとんど作動させることはできていないと言えます。結局、為替レートを介して外需を中心に多少とも景気を明るくしたとは言えるかもしれませんが、しかし、為替レートを介したトランスミッションは永続的効果を持つものではないし、そのような政策自体にサステナビリティが欠けます。すでに申し上げたように、諸国間に類似政策の玉突き現象をもたらすばかりだからです。いわゆる近隣窮乏化政策は歯止めのない、らせん状の下降運動をもたらすのみです。行き着く先は貿易戦争、それで留まらなければ、本格的な熱い戦争です。

もう一つ、金融政策が成し得たことを指摘すれば、それは金利をとことん安くして、財政負担を軽減してきたということです。国は第二の矢「機動的財政政策」ということで、ガンガンお金を使っています。本予算は表向き控えめに、しかしメディアや国民の関心が行き届きにくい補正予算では大胆に、随分とお金をつぎ込んできているわけです。それにも関わらず、今のような経済状況があるというわけです。今の経済状況は本格的なブームとはまったく言い難く、されどデフレからは遠ざかり、ほどほどに悪くない経済状態にあることも確かです。悲惨すぎる状況にはありません。これは「ゴルディロックス経済」とも、「心地よい経済」とも、あるいはまた「ぬるま湯経済」とも言われているようですが、それが今日までの機動的というよりは、むしろ拡張的財政支出によってもたらされていると仮にしたとしても、その効果のコスパは悪すぎると言わざるを得ません。その財政政策を実は今の金融政策が低金利でサポートしてきた、そのような効果を認めることだけは可能だと思います。

その結果として、金融政策は財政規律を無くさせるという実に大きな副作用を持ってきたと言えます。低い金利で国が国債を発行できるということで、財政の規律は表向きの政府の姿勢とは異なり、明らかに喪失されてしまっています。

今日までよく言われてきたプライマリー・バランスの回復、税収で政府支出をまかなえる状況をつくるという約束、そのみは引き継がれてきています。しかし、その実現は先送り先送りされ、2020年度達成目標もごく最近先送りされたばかりであり、2025年度へと再設定されました。と

ころが、経済成長率を今よりやや高めに見積もり、税の自然増収が見込まれたとしてさえ、その実現は難しいことが、すでに政府筋自身から公表されているところでは、

プラマリー・バランスが仮に達成されても、国債残高に応じた金利支払い分は新たな国債発行で賄わなければならないわけであり、今の日本経済はいわゆる「ポンツィ・ファイナンス」状態（これは債務支払い履行のために必要な資金を債務で調達せざるを得ない状況を指し、ポンツィとは詐欺的スキームで資金集めした歴史上の有名な人物の名前です）にあります。

なお、赤字国債の発行はもともと財政法で禁じられているのですが、毎年度の国会審議で特例法の形で容認されてきています。今の政権下では、単年度毎では機動的な支出ができないと考え、5年単位一括で赤字国債発行が可能とされてしまいました。これまた、財政規律をないがしろにする一つのあり方であるかと思えます。

現状においてかくのごとくであり、MMTが現実採用されれば、財政支出は止めどもなくなります。先も申しましたように、定義上は「財政破綻」がなくなりますが、もう底なしに、国民は財政支出に依存することとなってしまいます。国民がそれに頼り切って、国が官僚や政治家の裁量で、悪くすれば恣意的に、お金を使ってくれば、景気は良くなると、果たしてそんなものが健全な、また自由のある資本主義と言えるのだろうかと思えます。財政政策そのものについては、あるいはアベノミクス第二の矢たる「機動的財政政策」については、また機会がありましたら、論じたいと考えます。

## 8. おわりに

金融政策や財政政策に伴う副作用は、もう既に大きく出ています。よく報道もされている通り、金利があまりに安すぎて、あるいは利ザヤが取れないということで、銀行収益は圧迫されています。民間金融機関の苦境は、銀行数過多という構造問題にもよるでしょうが、マイナス金利の影響を否定することはできないものと思われまます。実は日銀もこの副作用を認めています。今の政策を止めません。日銀は日銀券の発行、金融政策のみならず、金融システムの安定性についても課題を追っています。そろそろ金融システムの安定性について確かなスタンスを持たざるを得なく成りつつあるのではと思います。銀行等が収益を確保するために、銀行は貸金業法の対象外であり、そのことをいいことに、貸金業法の趣旨からすれば問題のある、銀行カード・ローンの増加やクレジット

カードのリボルビング・ファンド方式償還の積極的勧誘も見られ、一般顧客に不適切な取引を余儀なくさせている可能性もあります。

副作用のもう一つとして、低金利による国民の逸失利益というものを考えると、これも膨大な損失と言えるのではないかと思います。そのことを背景に、冒頭でも話した通り、国民がハイ・リスク、ハイ・リターンの誘惑にかられ、不適切なプロジェクト（たとえば、サブリース型のアパート建設のためのローン、余剰田畑へのアパート建設投資など）に関わりを余儀なくされるとか、金融犯罪に巻き込まれてしまうといったケースも見られます。

さらに、あまりの低金利下で、いわゆるゾンビ企業が増加している側面もあります。いささか厳しいもの言いになりますが、低金利のもとでは生産性の低い企業も生き延びることになります（倒産企業数の減少という事実があっても、そのこと自体が望ましいとは言いきれません）。企業というのは、お金さえ利用できれば（流動性さえ確保できれば）、その限りではいくらかでも生き延びられます。人間が空気と最小限の栄養素さえ摂取できれば、いくらかでも生きながらえることができるようなものです。その措置が、人を健常化させるだけの基本的体力アップに貢献するとは必ずしも言い得ません。そうであれば、これはアベノミクス第三の矢で政府が期待していることとは真っ向から対立、矛盾する動きではないかと考えます。生産性の低い企業がどれほど多くても、経済の成長に資することはありません。生産性の高い企業による、生産的投資こそが経済を本格的な成長軌道に乗せるための必須の要件だからです。ちなみに、低金利は日本にとどまらず、米欧でも同様ですが、その結果として世界的に「ゾンビ企業」の数が増えていることが、BIS（スイスのバーゼルにある国際決済機構）という国際機関の統計で明らかとなっています。BISはゾンビ企業を債務返済資金が利益によってまかなえない状態が2年超の企業と定義していますが、ここ10年間でその企業数は2倍超になっていると言っています。

さらに、長年のアベノミクスの中で、政策頼み、政策依存体質となっている国民が増えていないかということも懸念されます。そうであれば、アベノミクスの成果に期待を持たせれば持たせるほど、実際には、民間活力がむしろ低下していくという負の作用が生じるのではないかと考えられます。

最後に、政策当局たる日銀自身にとっての大きな問題として、次の景気後退期において取るべき

政策手段がもはや無くなりつつあるということがあります。黒田総裁は、手段はいくらでもありと強気の姿勢を崩しませんが、空元気に見えて仕方ありません。

以上のように、今多くの副作用が、ますます大きくなりつつあるとの認識を持たざるを得ません。

その観点からすれば、もはや短期的な政策手段としての金融財政政策は、期待された効果を発揮し得ていませんし、いっそのこと、正常化に向けて舵を切るべきであると思います。そして、まさに求められている第三の矢、成長戦略を鼓舞する、成長戦略をとりやすくする環境整備に力点をはっきりと移すべきではないかと思います。

話題提供の意味で、敢えて大胆なプランを提示しますと、この際、むしろ金利を引き上げてはどうかと思います。日本の家計は預貯金をとて多く持っています。全体で1,800兆円の金融資産があり、その半分が預貯金だと言われています。借金が大体320兆円くらいあります。それを差し引いた預貯金分に1%高い金利がつくだけでも、GDPは1%伸びることになる。もちろん金利を上げると債券価格の下げや株価の変動などが生じるでしょう。しかし、金利の引き上げが国民の「長期期待」の状態を改善することになれば、消費とこれにつれて投資支出も増加することが期待できます。そうなれば、株価もまた上昇に転じることが期待できます。金利上昇が国債価格を引き下げて、国債等を多く所有する金融機関の収益やバランスシートに負の効果を与える可能性も否定はできませんが、

いずれにしても、最もあるべき政策としては、「長期期待」の状態の改善に資する措置、これが当初から必要だと私は考えておりましたが、今の時点では、なお一層そのように思わざるを得ません。とりわけ日本人は心配性だとも言われています。その心配性を改善するというか、緩和して将来の見通しを明るくする。性格自体を変えることはできないとしても、見通しの明るく見えてくる環境の整備こそが政府の責務ではないでしょうか。

生産性向上のためのイノベーションとか設備投資の促進。そのための規制緩和、まさに第三の矢です。政府は色々やっているようですが、各省庁から提案され、あがってくる項目をすべて取り上げる、よく言えば、政府のバランス感覚の故にか、重点項目、優先項目などがしぼり込まれていなかったため、あまりに総花的で国民にもアピールしない現状もあります。

もちろん成長戦略に関連することがらは時間が

かかるものであり、短兵急な効果を求めることには無理があります。また、なによりも、国民が受け身ではなく、政府の整備した環境を積極的に活かす意欲と力量が求められていることを自覚することも重要と思われまます。

消費税の引き上げが間もなく、この秋から実施される予定ですが、これは明らかに景気をダウンさせると多くの人が考えています。政府も、率先してそう考えています。それが故に、増収期待のかかる税金を使ってこまごました対策を講じようとしています。しかし、政府自身がそういう姿勢では、国民も当然、そのように考えます。消費税を上げると可処分所得は下がるだろう、有効需要は減るだろうと。確かに、直接的に負担感を覚えざるを得ない個人には、儉約志向を持って、買い控えようかと思う人は多いと思います。しかし、国全体でどうなのかということ、政府が率先して悲観的に捉え、だから引き上げる税金の一部を、あるいは、むしろかなりの部分を、何かちまちましたものを使って対策をするのだというのであれば、そのことに暗示を受けて、ますます国民は節約志向に入るのは当然かと思われまます。

もともと消費税を上げる理由が何だったのか考えてもらいたい。それは、社会保障制度を充実させるためであったはずですが、安倍政権自体は、消費税を上げることに消極的ははずですが、前政権との「社会保障制度と税の一体改革」に関連した約束に基づいているものではなかったかということです。

アベノミクスに反してでも引き上げを実施するとなれば、そのことでいかに社会保障制度が充実した万全なものとなるか、そのことで将来生活不安は解消するのだということ、それを国民に納得させること、それこそが求められていたのではないのでしょうか。十分な説得材料が提供されるならば、国民にとって明るい将来が見えてくるはずであり、その「長期期待」の状態も改善されるはずでした。しかし、あれやこれやの対策、つまり税引き上げに伴う景気ダウンを回避するための措置をいろいろ、税金を使ってやりますから大丈夫ですと言えば言うほど、景気ダウンの可能性を国民はますます確信してしまうものです。今となっては遅いですが、あまりに短期的目線でちまちましたことをやり過ぎているとの感をぬぐい去ることができません。しかも、そうした措置は期限付きであり、期限切れの際には再び負の効果を心配せざるを得なくなるのは目に見えています。まして、ポスト2020東京オリンピックにおいて、落ち込みはほとんど避けられません。

政治家は選挙により国民の審判が下るというこ

とがあるのは、その通りです。それが背景なのでしょう。国家の大計を長期的視点から考えようとするステーツマンならばいざ知らず、昨今の多くの職業政治家とその支援者たる国民の少なくない人たちにとっては、自己ないし支援グループの身の置き場のことが一大事であり、どうしても短期的な視点しか持てないようです。国民有権者にアピールしやすいのは、短期的成果です。これも真実ではあります。しかし、長期的な効果、見通し、これを語り、国民を説得し、納得させる力を政治家、政権党、政府は持つべきではないかと、真剣に思うところです。

負債の多くが将来世代の負担となる可能性は高い中で、そして「財政的幼児虐待」とさえ唱える論者がいるほどの財政現況、これは幼児どころか、まだ生を受けていない遠い将来世代にさえ負担を遺し兼ねない状況であることを考えると、今の世代が多少の増税によって負担をみずから背負い、そして将来見通しを明るいものとする勇氣も必要かと思ひます。それが自身の「長期期待」を改善することにもつながり、それを通じてみずからに恩恵も回ってくるというものです。

これまで、日本全体では貯蓄率が非常に高いと言われてきました。それにも関わらず、それ故にというか、高度成長が実現しました。今はもう、国全体の貯蓄率が非常に低い状況です。ならば有効需要が高まっているかと言えば、そうでない。もっとも貯蓄率、貯蓄性向と貯蓄総額とは別ものであり、分母たるGDPが大きければ、分子たる貯蓄額が大きくてもその比率は小さくなります。

最近しばしば主張される先進諸国の「長期停滞論」は過剰貯蓄と過少投資が背景と言われます。そのため貯蓄と投資を均衡させる利子率（これは古典派経済学で伝統的に「自然利子率」と言われるものです）が非常に低くなっている、場合によってはマイナスになっているかもしれないと言われます。この説が正しいならば、今の低金利は中央銀行の政策が唯一の原因とは言えず、自然利子率の低下が背景となっていることも考えなくてはなりません。この点についての議論は時間制約もありますので、本日は控えたいと思ひます。

さて、貯蓄率の低さは、簡単にいうと国民のゆとりが無くなってきていることの反映かと思ひられます。一方で社会保障関連コストが上がってきています。税金や掛け金など、可処分所得を制約する部分が増大している。他方で、非正規従業員の低賃金の問題とか、労働分配率の低下傾向があります。だから、全般に働いている人達のゆとりが無くなってきていることは明らかなのだろうと思ひます。

これは、もちろん個々人によりますが、ゆとりが感じられないとすれば、積極的な吝嗇生活をやりたいと言いたい。冒頭の落語のネタは極端な話しですが、今の低金利下では、金融資産収益をねらうために時間やお金を空費するよりは、その分を吝嗇生活に活かすのが有効ではないかと考えています。吝嗇生活といっても、メリハリのある自分の価値観に応じた消費生活、見栄を張るのではなく、自分の価値観に従ってメリハリをつけた消費生活をやればよいということです。

どうも日本人には他人志向性が強いとか、見栄をはる傾向や横並びの意識が少なからずあるように思われます。自分は自分、他人は他人、みずからの価値観に即した自由な消費生活を行うことに徹すれば、多くの消費支出は実は無駄なのだという事に気づくのではなかろうかと思う次第です。そしてゆとりのある人には、大いにお金を使って頂く。もう、お金を使うだけで社会貢献です。この社会貢献を促進するインセンティブとして、これも話題提供の意味で、敢えて申し上げま

すと、高額な奢侈財については、たとえば1年間、消費税を0にする。だから高額消費財をどんどん買ってくださいと。高額財の定義をどうするかは検討の余地がありますが、購入が一生に一度ないし数度程度の高額商品（住宅や車などがその典型例にはなるでしょう）についてならば、どのみち1年後税率が元に戻ったからといって買い控えが生じてしまうということもあり得ません。これは懐豊かな人をのみ対象とするものではなく、借入によって高額商品を購入することも当然可能とすればよいのです。

しかし、この措置も所詮は短期的な措置として有効だろうというに過ぎず、求められるのは基本的に長期的な成長に資する措置であり、国民の「長期期待」の状態を改善する措置が今は最も求められているということを主張しておきたいと思います。

少し無茶な議論もしましたが、このあたりで締めということにさせていただきます。本日はどうもご静聴ありがとうございました。