

アブストラクト

世界経済は慢性的な長期経済停滞状況に陥っているとの見方が多いが、その原因ははっきりしない。一方、長期経済停滞論と表裏一体で議論される自然利子率低下だが、その原因として挙げられている投資減少や貯蓄増加が構造的なものかどうかは疑わしい。労働力人口減少が供給面からみた長期経済停滞の主因であるのに対し、自然利子率は1人当たり実質消費増加率に一致すべきものであるため労働力人口減少と自然利子率低下の関係は必ずしも明確ではない。自然利子率低下だけを理由に大胆な金融緩和を実施するのは冒険的すぎるだろう。

日本の長期経済停滞の大きな原因が労働力人口減少であることは明らかだが、需要面では国内市場のパイ縮小を想定した企業の投資意欲低下や海外移転による輸出低迷が経済停滞に拍車をかけた。さらに設備投資の落ち込みによる資本装備率低下や製造業の海外移転が経済全体の労働生産性を低下させた。そして生産性低下が実質賃金の伸びを鈍化させ、個人消費を低迷させた。円高や物価低下は長期経済停滞の主因とは考えにくい。

日銀の「異次元緩和」は期待通りの成果をあげていない。量的金融緩和についてはその限界、マイナス金利政策についてはその副作用が指摘されている。金融緩和政策は基本的に将来の需要を前倒しにするだけで長期間続けてもその効果は失われていくおそれがある。

最近喧伝されているヘリコプター・マネーは大規模に実施すればハイパーインフレを招くおそれがあり、それ以上に政府の財政節度を喪失させることが問題だ。中央銀行の独立性が損なわれるおそれもある。「高橋財政」時の経験をみると、国債の日銀引き受けは一時的な方策として始められたが結局はやめられなくなった。財政赤字が膨張するなかで政府は財政資金の調達を日銀に依存せざるをえなくなり、一種の制度として日銀による財政ファイナンスが継続された。1920～30年代の世界恐慌時のように生産能力に対して需要が大幅に不足する状態ではヘリコプター・マネーのような政策も一時的な効果があるが、今の日本がそういう状態ではないことは明らかだ。安易な方策により短期間で経済を立て直そうとしてもかえって失敗するだろう。

(キーワード) 長期経済停滞論 自然利子率 異次元緩和 ヘリコプター・マネー

目次

1. 長期経済停滞論と自然利子率の低下
2. 日本の長期経済停滞と19世紀後半のイギリス「大不況」
3. 日銀の「異次元緩和」をどうみるか？
4. ヘリコプター・マネーと「高橋財政」
5. むすびに代えて

1. 長期経済停滞論と自然利子率の低下

(1) 長期経済停滞をもたらす諸要因について

世界経済は2008年のリーマンショック後、緩やかな回復傾向を維持しているが、その回復ペースが極めて緩慢なため、景気浮揚感に乏しく逆に停滞感が強まっている。2016年4月のIMFの世界経済見通しによれば、15年の世界経済の成長率は3.1%と、リセッション入りを示すとされる3%をわずかに上回る水準にとどまった。1930年代に米国の経済が長期経済停滞 (secular stagnation) に陥ると予想したのは、米国の経済学者アルヴィン・ハンセンだったが、実際には第二次大戦後による軍需景気で米国経済は復活した。ところが2013年11月にIMFの会議でローレンス・サマーズ元米財務長官がこの長期経済停滞という言葉を用いて注目され始めた¹。その後も、実際に世界経済は盛り上がり乏しい状態が続いている。多くの複合的・構造的な要因が世界経済を停滞させており、現在の経済停滞状況は今後も長期にわたって続くのではないかといった見方が強まっている。

なぜ、こうした経済の長期停滞が続いているのか。大きく分けて、供給サイドに原因があるという見方と需要サイドに原因があるという見方に分かれる。

供給サイドでは、労働力人口の減少と労働生産性の伸び悩みによる潜在成長率低下が問題とされている。高齢化を背景に、日本だけでなくドイツや中国でも労働力人口はすでに減少に転じている。米国でも1960～90年代

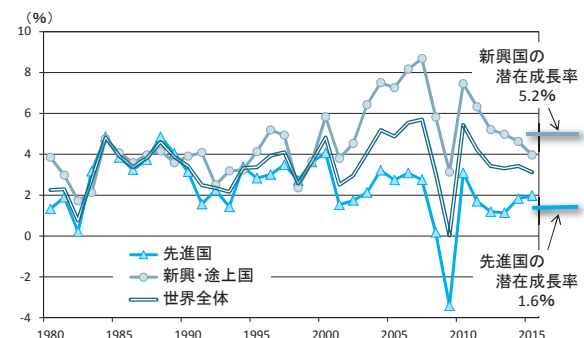
に年平均1.8%増加していた労働力人口は、2000年代以降は同0.7%に鈍化している。労働生産性の伸びが一定であれば、労働人口の伸びが鈍化する分、経済成長率は低下する。

実際には労働生産性の伸びは一定どころか、低下しているのではないかという見方が多い。先進国では金融危機後に設備投資停滞傾向が強まり資本ストックの伸びが鈍化したこと、新興・途上国ではインフラ不足によるボトルネックや先進国との経済格差縮小による技術進歩の伸び鈍化により、それぞれ労働生産性の伸びは鈍化しているようだ。

こうした理由からIMFは2015年4月に先進国、新興国の潜在成長率 (2015～20年) をそれぞれ1.6%、5.2%と推計した。リーマンショック時の景気後退時を含めた2000～15年の平均成長率 (それぞれ1.8%、5.9%) を下回る低成長だ (図1参照)。

供給サイドが問題だとする説の中でも最右翼は、米ノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授だ。Gordon (2012) によれば、①人口の高齢化のほか、②教育水準の低下、③所得格差拡大、④家計と政府の高い債務負

(図1) 先進国と新興国の経済成長率



(出所) IMF "World Economic Outlook"

1 Summers (2014)

担、⑤海外への業務委託と自動化、⑥気候変動と炭素税導入の可能性という6つの逆風が、米国の潜在成長率を押し下げると述べている。

最近のIT革命などの技術革新が成長に及ぼす影響に関しても、同氏は悲観的にみている。過去の蒸気機関、電気、自動車の発明などといった技術革新に比べ、今回のIT革命が成長率を押し上げる効果は小さいと考えられ、米国の潜在成長率は、イギリスの産業革命前の1300年から1750年の成長率（年平均0.2%）並みに低下する可能性があるとも述べている。

ただ、供給制約が経済停滞の主因だとすれば、供給不足により物価は上向き気味になるはずで、最近、デフレ懸念が世界全体に広がっていることを説明しにくい。だとすれば、需要の落ち込みが続いていることがやはり問題だということになる。

Summers (2016) は「先進国経済は貯蓄性向が高まり、投資性向が低下していることに派生する不均衡に苦しんでいる。その結果、過剰な貯蓄によって需要が押さえ込まれ、経済成長率とインフレ率を低下させ、貯蓄と投資のインバランスが実質金利を抑え込んでいる」と述べ、貯蓄性向の高まりにより消費が押さえ込まれ、一方で投資が伸び悩んでいることが長期経済停滞の原因と指摘している。

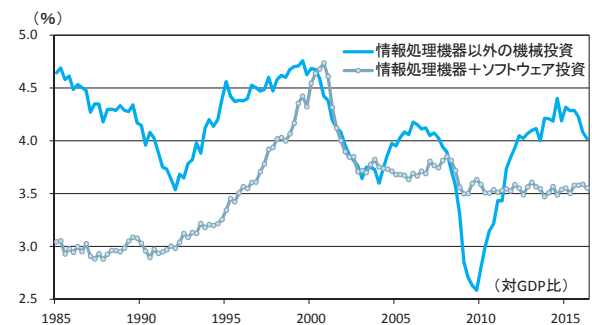
実際、リーマンショック時において資金不

足に陥った経験から先進国企業の内部留保重視志向が強まり、設備投資姿勢は慎重化したままだ。また、ITなどの急速な技術進歩によって新しい技術が古い技術を無用にしてしまうため、企業が設備投資を先送りし続けているとも言われる²（図2参照）。個人消費については、IT化とグローバル化などの潮流のなかで所得格差が拡大し、これまで消費の持続的な盛り上がりにも貢献してきた中間所得層が減っていることが貯蓄性向を押し上げる要因になっている。

一方、政策面からの需要刺激もしにくくなっている。日米欧先進国の政策金利はすでにほぼゼロあるいはマイナス域に引き下げられ「流動性の罠」の状況にあるため、金融緩和が需要を押し上げる効果は小さい³。

確かに、ゼロ金利の限界にあっても、先進国中銀は量的金融緩和やマイナス金利政策などの非伝統的な政策を実施し、株式市場ではそうした金融緩和が好感されてきた面もあっ

（図2）米国企業の設備投資



（出所）米商務省

- 2 ただし、過去10年間の米国の名目IT投資（情報関連機器+ソフトウェア投資）の伸びは年率2.8%で、IT以外の名目機械設備投資の伸び（同年率3.2%）を幾分下回るにすぎない。IT設備の価格下落により実質IT投資の伸びは同4.0%と高く、IT以外の実質機械設備投資の伸び（同1.7%）を大幅に上回っている。技術進歩によるIT投資先送りが企業の設備投資全体にとって大きなマイナスになっているかどうかについてはやや疑わしい。
- 3 Krugman (1998) は1990年代における日本経済の長期停滞の原因について、「流動性の罠」の状況で、高齢化や労働力人口の減少などによって自然利率が3.0～3.75%という大幅なマイナスになっていたのに対し、デフレ期待で実質金利がプラスであったことが原因とし、実質金利を引き下げるために期待インフレ率を高める必要があると指摘した。

た。しかし、2016年1月に日銀が初めてマイナス金利を導入、3月にECBがマイナス金利幅拡大と量的緩和拡大を含むパッケージを打ち出したが、市場の反応は散々で、こうした非伝統的金融政策の限界が浮き彫りになった。

このため、Summers (2016) は、経済の長期停滞に対処していく主要なツールは金融緩和政策ではなく財政政策だとし、大規模な公共投資プログラムの実施が必要と指摘している。実際、リーマンショック直後は各国で大規模な景気刺激策が実施され、これが世界経済を下支えた。ただ、当時の景気下支えに最も大きく寄与した中国の4兆元(約57兆円)景気対策は結果的に、過剰設備や巨額の不良債権などの後遺症を残している。先進国の多くは迫りくる高齢化に備えて財政を緊縮気味にせざるをえなくなっている。

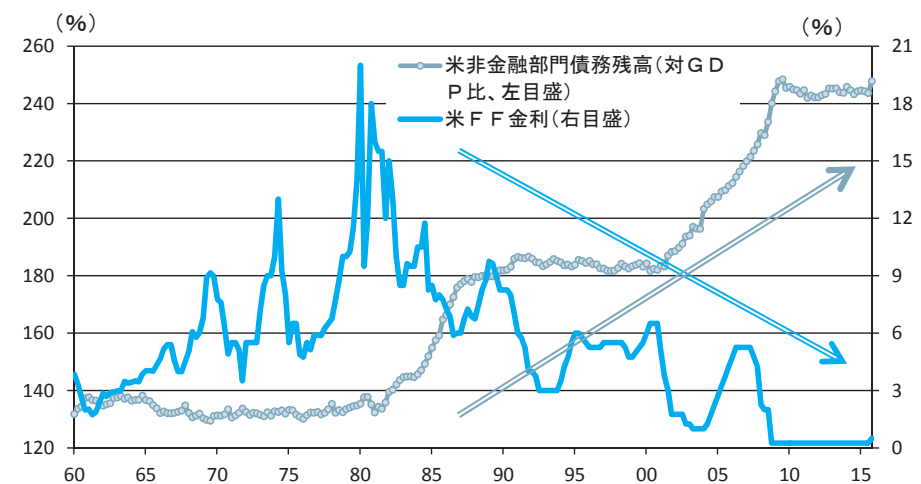
需要減少が問題だとする説のなかには、「債務重圧(デット・オーバーハング)」によって、家計、企業、政府などの各経済主体が新たな借入れをしにくくなり、支出を抑制しなければならなくなっている点を特に問題視する見方がある。バブル期には通常、家計や企業は債務を積み上げ消費や投資を行うが、リーマンショックのような金融危機に直面すると、積みあがった過剰債務の返済(デレバレッジ)が必要になる。そのために消費や投資を抑制せざるをえ

なくなっていることが、金融危機後の長期経済停滞につながっているとの見方だ。

ラインハート、ロゴフ(2011)は、金融危機・債務危機に陥った国は危機後に長期間、経済成長が低迷すると指摘した。実際、米国では住宅バブル崩壊の後遺症が残り、いまだに住宅投資に盛り上がりはみられない。リーマンショック後も、前述したように、中国の大規模景気対策がその後の後遺症を残していること、米国の量的金融緩和によって新興国に低利の資金が流れ込み、その際、積みあがった過剰債務が今問題になっていること、などを考えると、リーマンショックの影響はなお尾を引いているとみることもできる。

米国の非金融部門債務と政策金利との関係を見ると、1980年代以降、債務は右肩上がり、政策金利は右肩下がり推移しており、特にFF金利が大幅に低下した1980年代や住宅バブルが発生した2000年代前半に債務は大きく膨らんだ(図3参照)。リーマンショック後、債務残高は一段の増加には歯止めがかかったものの、民間債務が政府債務に置き換わった

(図3) 米国の債務残高と政策金利



(出所) FRB "Financial Accounts of the United States"

けで全体の債務はなお高水準での推移が続いている。いまだ債務負担は経済活動に重くのしかかったままの状態と言える。

金融緩和・引き締めなどの金融政策は、もともと不況時に家計や企業に借入れによる支出を増加させ、好況時に同様の支出を抑制させることによって景気を調節しようというものだが、政治的な理由から好況時の引き締めは遅れ、不況時の緩和は早めになりがちになる。結果として債務は増え続け、金利は下がり続けてきた。金利がゼロとなった現状は、金融緩和による景気刺激が限界になっていると考えられる。

カナダのシンクタンクであるBank Credit Analystによれば、現在の世界経済は“Post-Debt Supercycle World”の状態にあると言う。Debt Supercycleというのはいわゆる信用循環のことだ。第二次世界大戦後の世界経済は企業や個人が債務を増やすことで成長してきたが、2008年の金融危機を契機に企業や個人は債務を増やして投資や消費をすることがなくなった。大規模景気対策によって結果的に民間債務を受け継いだ形になった政府も膨大な財政赤字を抱えて、これ以上債務を膨らますことができなくなった。現在は債務増加で需要を創造することが難しいPost-Debt Supercycle Worldだという見方だ。

以上のように同じ長期経済停滞論とは言っても、その原因が何なのかという点ではさまざまな見方があることも事実だ。そしてそのうちどれが経済停滞の主因なのかによって、おのずと対処方法も違ってくるはずだ。労働力人口減少が主因であるとすれば人口減少へ

の対策が必要だし、需要不足が主因だとしても、単に貯蓄投資バランスの不均衡が原因とみる場合はSummers (2016) で指摘されているように、大規模な公共投資プログラムが必要だろうが、「債務重圧 (デット・オーバーハング)」が主因で需要が増やせない状態ならば、調整にはある程度時間が必要であり、場合によっては当局が金利を恣意的に低位に抑制することで債務者の負担を軽減する「金融抑圧」的なことも必要になるかもしれない。いずれにしても何が経済停滞の主因かを見極めることは欠かせない。

(2) 自然利子率の低下について

長期経済停滞論と表裏一体の関係で議論されているのが、自然利子率⁴が低下しているとの見方だ。実際、今の状態が長期経済停滞であると最初に述べたSummers (2014) は「リーマンショック以降、短期金利をゼロ近傍まで下げ、かつてない量的金融緩和政策などの非伝統的金融政策で実質金利がマイナスになる状態を続けているのに雇用の回復が遅く、インフレ高進の気配すらないのはなぜか」という問題を説明できる仮説が「自然利子率が大幅なマイナス水準に落ち込んでい」ることであるとしていた。「自然利子率の低下が起こっているとするならば、それは趨勢的な貯蓄・投資バランスに変化が起きている結果」と考えられ、その趨勢的な貯蓄・投資バランスの変化を起し得る要因として、①企業の設備投資意欲低下、②人口減少、③所得格差拡大による貯蓄率上昇、④資本財価

4 19世紀末にスウェーデンの経済学者クヌート・ヴィクセルが提唱した概念で、経済の需給を均衡させ（貯蓄と投資をバランスさせ）、インフレにもデフレにもならない実質金利の理論的な均衡水準。均衡実質金利とも呼ばれる。

格の低下による必要な設備投資資金の減少、⑤税効果勘案後の金利水準低下、⑥海外政府による外貨準備蓄積などを挙げた。ただし、Summers (2014) では、本当に自然利子率が大幅なマイナスになっているかどうかについての検証はされていない。

自然利子率低下に関して詳細な検証を行ったのがRachel and Smith (2015) だ。それによれば、世界の実質10年国債利回りは1980年代の4.5%から現在はほぼゼロへと、4.5%ポイント低下したが、この低下は自然利子率の低下によるものであり、自然利子率の低下は世界経済の潜在成長率低下⁵と貯蓄・投資バランスの不均衡が原因だと述べている。

そして、1980年代以降の4.5%ポイントの利回り低下のうち、前者の潜在成長率低下については、教育水準の向上頭打ち、格差拡大、財政悪化などのほか労働力人口鈍化による潜在成長率低下が、1.0%ポイント分の低下をもたらしたと試算している。

一方、後者の貯蓄・投資バランスについては、①人口構成の変化（実質金利低下寄与は0.90%ポイント）、②格差拡大（同0.45%ポイント）、③アジア通貨危機後の新興国政府の緊縮政策（同0.25%ポイント）などによる貯蓄率上昇（同合計して1.6%ポイント）と④投資財価格低下（同0.50%ポイント）、⑤公共投資の減少（同0.20%ポイント）、⑥信用

リスクプレッド拡大などによる民間の資金調達金利上昇（同0.70%ポイント）などによる投資率低下（同合計して1.4%ポイント）が4.5%ポイントの実質利回り低下のうち3.0%ポイント分の低下をもたらしたとする。

また、これら自然利子率の低下をもたらしてきた構造的要因のうち、将来的に目立った反転が予想されるのは、人口構成の変化だけだと述べている。これまでは高齢世代比率が低下する局面だったが、今後、高齢世代比率は上昇に転じ貯蓄率を低下させるというのがその理由だ。他の要因については、ほとんど横ばいと考えられるため、自然利子率に及ぼす影響は限定的で、結果として、この先、2020～30年頃を展望した場合でも、世界の自然利子率は1%以下の低水準にとどまると結論付けている。

そのうえで、政策的なインプリケーションとしては、①経済へのマイナスのショックに対しても、ゼロ金利制約下では金利操作による金融政策の効果に多くを期待できなくなり、財政政策への依存が強まらざるをえない、②金融市場ではサーチ・フォア・イールド（少しでも高い利回りを求める動き）が強まり、バブルなどが起こりやすくなる、などといったことに留意しなければいけないと述べている。

ただ、世界の貯蓄率上昇や投資率低下が本当に長期的あるいは構造的なものなのかどうかについてはやや疑わしい面もないわけでは

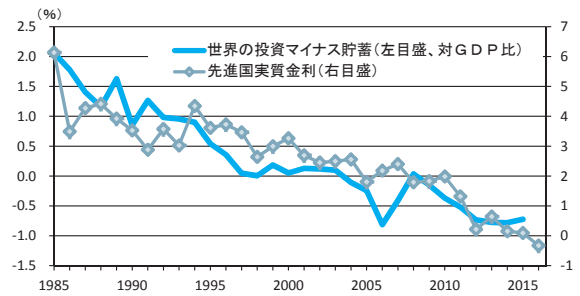
5 家計が異時点間の消費を最適化する結果として、1人当たり実質消費については、 U' （今期の1人当たり実質消費）＝ U' （来期の1人当たり実質消費）×（1＋実質金利）／（1＋時間選好率）、という関係が成立する。ここで U' （*）は時点効用関数を表わす。時間選好率というのは、遠い将来に発生する効用と今期の効用を比べてどちらが大きいかを比べるものだが、これが同程度でゼロと仮定し、しかも、消費量を効用に反映させる際に異時点間の消費量の格差がなく今期と来期の消費量がそのまま効用に反映される（相対的リスク回避度が1）とすると、1人当たり実質消費の増加率＝実質金利となる。一方、経済成長論モデルにおいて、経済が安定的な成長経路を辿る場合、1人当たり実質消費及び産出量の増加率は技術進歩率と等しくなる。そして1人当たり実質消費が安定的に増加していくためには、実質金利も一定でなくてはならない。その長期安定的な実質金利が自然利子率になる。結局、自然利子率＝1人当たり実質消費増加率＝技術進歩率となる。さらに、潜在成長率＝技術進歩率＋労働人口増加率であるため、仮に人口増加率がゼロだとすれば、自然利子率は潜在成長率と等しくなる。

ない。図4～7は世界の貯蓄・投資バランスを先進国と新興・途上国に分けてみたものだ。これによれば確かに世界の投資率から貯蓄率を差し引いた投資超過幅⁶はこの30年間にわたって緩やかに貯蓄超過方向に向かっており、それが先進国の実質金利低下トレンドを説明しているようにもみえる。ただ、投資率と貯蓄率のそれぞれの動きをみると、必ずしも貯蓄率が趨勢的に上昇したり、投資率が趨勢的に低下したりしているわけではない。

先進国では確かに投資率が低下傾向を辿り、それに対して貯蓄率の低下テンポがより緩やかであったことから、貯蓄・投資バランスは特にリーマンショック後、貯蓄超過になっている。ただ、リーマンショック以前の状況をみると、米国の住宅投資ブームなどもあって2007年までは投資率が大幅に高まった局面もみられた。リーマンショック以前の先進国は必ずしも構造的な貯蓄超過状態ではなかった。現在の貯蓄超過状態は住宅バブル崩壊の後遺症で住宅投資が低迷していることや先進国企業がリーマンショックの経験からキャッシュフロー重視の姿勢を強め設備投資を慎重にしているだけだとも言えない。

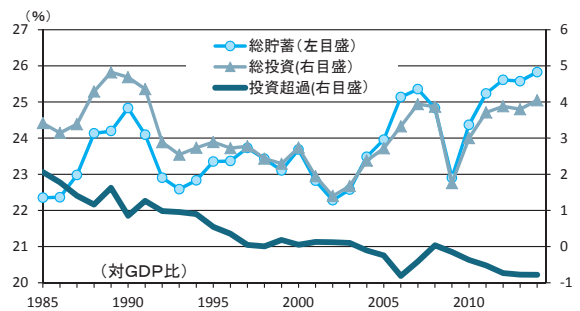
一方、新興・途上国の貯蓄・投資率の動きをみると、確かに、1997～98年のアジア通貨危機後、貯蓄率が大幅に上昇し、2006年頃にかけて大幅な貯蓄超過傾向が進んだ。通貨危機に対応してアジア各国では財政緊縮が余儀なくされたことが主因とみられる。バーナンキ前FRB議長は2005年3月の講演で、中国の過剰貯蓄などによる「グローバル・セービ

(図4) 世界の貯蓄投資バランスと実質金利



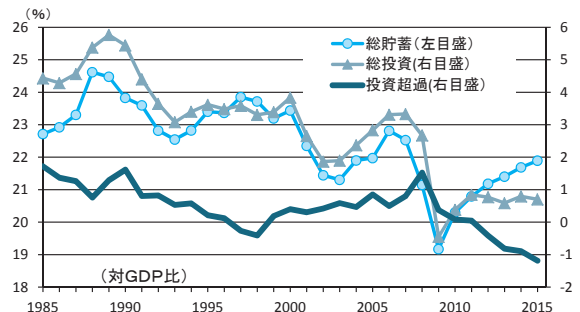
(注) 先進国実質金利は10年国債利回りマイナスコア消費者物価前年比で、1985～91年は米国、1992年以降は日米独の加重平均値
(出所) IMF、各国消費者物価統計により作成

(図5) 世界の貯蓄・投資バランス

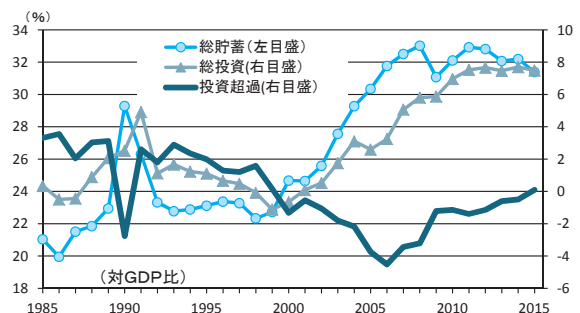


(出所) 図6、図7ともにIMF

(図6) 先進国の貯蓄・投資バランス



(図7) 新興・途上国の貯蓄・投資バランス



6 ただし、世界全体の投資と貯蓄は本来一致するはずであり、貯蓄率と投資率の差は統計の誤差とも言えない。

ング・グラット（世界的な過剰貯蓄）」が長期金利低下の原因だと指摘したが、アジア通貨危機後、約10年間続いた新興・途上国の貯蓄率上昇には、現在、歯止めがかかっている。貯蓄超過状態は07年以降縮小に向かい、現在の貯蓄・投資バランスはほぼ均衡している。先進国を中心として高齢化が進み、それが家計の貯蓄率を大幅に低下させる可能性が強いなかで、今後も「グローバル・セービング・グラット」が自然利子率低下をもたらすかどうかについては疑わしい面がある。

一方、先進国とは対照的に新興国では依然として投資が活発で、今後もインフラ投資を増やさざるをえない。2009年にアジア開発銀行（ADB）とアジア開発銀行研究所（ADB I）は、その共同研究報告“Infrastructure for a Seamless Asia”で、アジアにおいて、2010年～20年の期間にエネルギー、情報通信、運輸、上下水道の各セクターで必要となるインフラ投資需要は8.0兆ドルにのぼると試算した。先進国の投資はリーマンショックの後遺症が癒えずに低迷しているが、新興・途上国の投資は今後も堅調に伸び続ける可能性がある。

また、供給面での長期経済停滞をもたらしている最大の要因が労働力人口の伸び悩みであるのに対し、標準的な定義（脚注5参照）によれば、自然利子率は1人当たり実質消費増加率あるいは技術進歩速度に等しく、労働力人口減少が自然利子率を直接的な低下をもたらすものではない⁷。仮に、労働力人口減少が長期経

済停滞をもたらしている最大の要因であったとすれば、潜在成長率が大幅に低下していたとしても、長期経済停滞とは関係なく自然利子率はさほど低下していないことになる可能性もある。

自然利子率が低下しているとの見方は、リーマンショック以降、各国中央銀行が実施してきた量的金融緩和政策、マイナス金利政策など非伝統的金融緩和政策導入の根拠の1つになってきた。現在の各国の政策金利はほぼゼロで、通常ならこれ以上の引き下げ余地は小さいが、インフレ率もゼロに近い場合、現実の実質政策金利は大幅なマイナスにすることはできない。これに対して、自然利子率が低下し、例えば大幅なマイナス圏となっているとすれば、現実の実質政策金利が自然利子率を上回ることになり、金融引き締め効果を生む。そうした事態を避け、金融政策が景気を刺激する効果を持たせようとするならば、現実の実質政策金利を自然利子率以下にしなければならず、そのためには通常ならゼロ以下にすることがない政策金利をマイナスにしたり、量的金融緩和によって期待インフレ率を高めたりして、実質政策金利を低下させる必要があるわけだ。高齢化や労働力人口の減少などによって日本の自然利子率はマイナス3.0～3.75%という大幅なマイナス水準になっているため、量的金融緩和政策でインフレ期待に働きかけて期待インフレ率を引き上げる必要があると述べたKrugman（1998）の指摘もそうしたものだ。

ただ、鎌田（2009）は、自然利子率の推計

7 Rachel and Smith（2015）は、労働力人口増加率と自然利子率の関係は明らかではないとしているが、労働力人口の伸びが鈍化すると、①労働力に対し資本が相対的に余剰となり資本収益率が低下することや②高齢化を伴う人口減少は技術革新を阻害するおそれがあること、などから労働力人口の伸び鈍化は自然利子率を低下させる可能性があるとして述べている。

手法には、単純に実質金利のトレンドを求めるHPフィルターモデル、ミクロ的基礎づけを持った経済モデルをベースに価格が完全に伸縮的な場合に成立する実質金利を求めるDSGEモデル、フィリップス曲線とIS曲線から均衡実質金利を推計するLaubach and Williams (2003)の手法などさまざま、どのモデルに依拠するかによって計測結果にはかなりの幅があり、自然利子率が大きく低下していたとみられる1997年から98年にかけての時期でも、そのマイナス幅はせいぜいマイナス1%であり、その持続期間は必ずしも長くなかったと述べている。政策面では自然利子率の推計値を過信せず、参考程度の利用に止めるのが賢明だと述べている。

しかも、期待インフレ率上昇を狙った量的金融緩和やマイナス金利政策で実質政策金利を引き下げることが短期の景気安定化策としては意味があるが、長期的に自然利子率を低下させてしまうおそれもある。翁(2016)によれば、「金利政策が基本的に今お金を使うか、将来お金を使うかに働きかける政策」であり、「(マイナス金利政策により)例えば、住宅ローン金利が下がり、住宅投資が活発化する効果が期待されている。これは来年建てる予定だった家も今年建てるように働きかけるということで、需要を先食いした分、来年には需要が減るから自然利子率は低下する」と述べている。

自然利子率が大幅に低下している可能性があるということだけを理由に、量的金融緩和政策、マイナス金利政策など非伝統的金融緩和政策を導入するというのは冒険的すぎるし、長期間の継続はむしろ逆効果になる可能

性があると考えられる。もし自然利子率が大幅に低下しており、それが経済成長を阻害している可能性があるとするれば、自然利子率低下に合わせて実勢金利を引き下げるよりも、構造的な自然利子率低下をもたらす要因になっている格差拡大や財政悪化などの問題に真剣に取り組む必要があり、また新たな技術革新を促すための教育や人材育成などに力を入れる必要があるだろう。

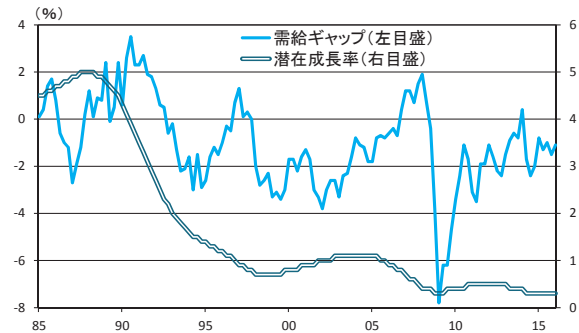
2. 日本の長期経済停滞と19世紀後半のイギリス「大不況」

(1) 日本の長期経済停滞をもたらした諸要因について

では、日本経済がリーマンショック前から長期停滞を続けている理由は何なのか。まず、労働力人口減少が潜在成長率を低下させていることは間違いなさそうだ。1980年代には生産年齢(15~64歳)人口は年率1%程度のペースで増加していたが、1998年から減少し始め、現在は同1%以上のペースで減少している。ただ、労働人口減少だけでは現在の成長鈍化を説明しきれない。内閣府推計による潜在成長率をみると、1980年代は4%台だったが、現在は0.3%に低下している(図8参照)。1980年代の労働生産性上昇率は3%程度だったと考えられるが、現在は1%強に低下していることになる。

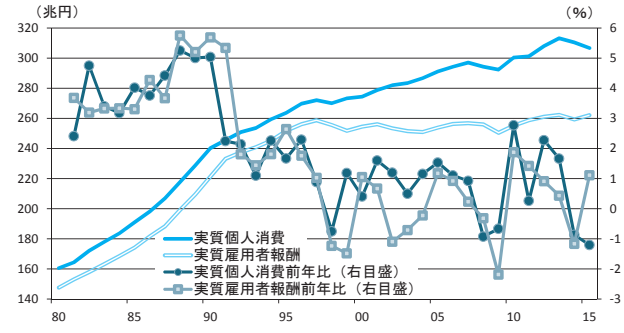
もちろん、日本でデフレが問題視されるのは、供給面以上に需要面の落ち込みが大きいからだと考えられる必要がある。企業の設備投資(対GDP比)は1980~90年代初めには15~20%程度で推移していたが、2000年以降は13~15%程度に低下している。1990年代初めま

(図8) 需給ギャップと潜在成長率



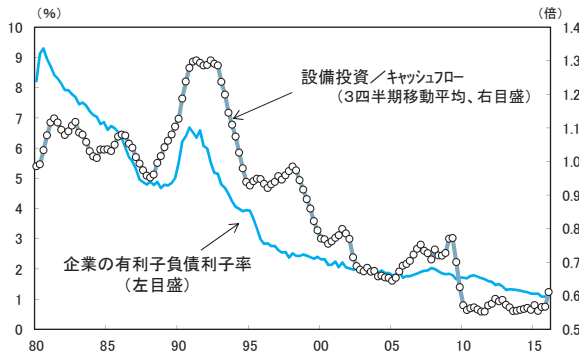
(出所) 内閣府

(図11) 家計の所得と個人消費



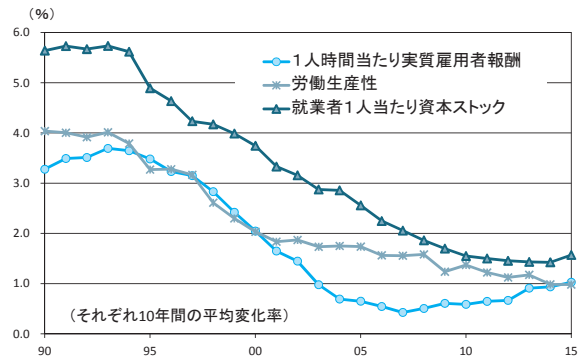
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

(図9) キャッシュフロー対設備投資の比率と金利



(出所) 財務省「法人企業統計」

(図10) 資本ストック増加率、労働生産性上昇率と実質賃金増減率



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」 「民間企業資本ストック」、総務省「労働力調査」より作成

で、企業はキャッシュフローを上回る設備投資を実施していたが、現在はキャッシュフローの5～6割に低下している。しかも、金利低下がそうした投資の落ち込みを抑制する効

果はほとんどなかった(図9参照)。日本では1980年代末にかけてのバブルで積みあがった過剰投資は1990年代にほぼ整理されたが、2000年代以降は人口減少による国内市場のパイ縮小を想定して、企業の国内投資意欲が大きく低下したと考えられる。

企業は海外移転による生き残りを目指していると考えられる。製造業を中心とする企業の海外移転で、日本の成長の原動力だった輸出も低迷するようになった⁸。一方、設備投資の落ち込みが資本装備率低下を通じて労働生産性の伸びを低下させたと考えられる(図10参照)。さらに、産業構造面で、労働生産性の高い製造業が海外に移転し、生産性の低いサービス業の比率が高まったことが、経済全体の労働生産性低下に拍車をかけた。労働生産性上昇率鈍化が実質賃金の伸びを鈍化させ、結果として個人消費も伸び悩んだとみられる⁹(図11参照)。

確かに円高や物価下落についても日本経済の足を引っ張る要因の1つであったかもしれないが、①2013年から14年にかけて円安が進んだにもかかわらず輸出の低迷が続いたこ

8 古金義洋 (2011)

9 古金義洋 (2015)

と、また、②円安によって日銀が基調的なインフレ動向として最近注目しだした「生鮮食品、エネルギーを除く消費者物価」の伸びは15年には前年比プラス1%以上に高まったが、そうした動きとは裏腹に個人消費の低迷は続いたこと、などをみても、円高や物価下落が日本の長期経済停滞の根本的な原因だったとは言いにくい。

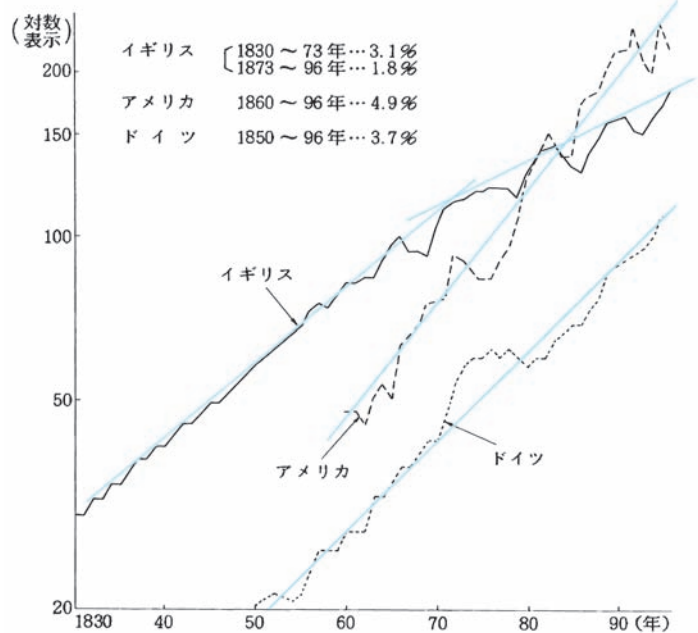
足元の物価下落という側面だけに着目すると、日本経済の抱える問題の本質を見失いかねない。

(2) 19世紀後半のイギリスで長期デフレが続いた理由

過去の長期デフレの例として、しばしば取り上げられるのが、19世紀後半のイギリスのケースだ。当時、イギリスでは物価水準の趨勢的な低下を伴いながら約20年もの長期にわたって景気低迷が続いた。当時「世界の工場」と呼ばれたイギリス経済は、この「大不況」(1873～93年)によって国際的な影響力を失い、競争力低下を余儀なくされた。

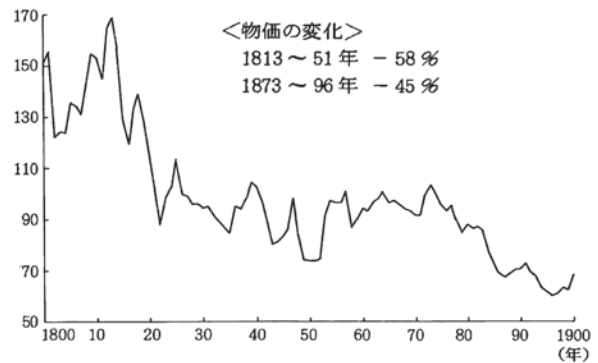
マクミラン世界歴史統計によれば、イギリスの工業生産は「大不況」以前(1830～73年)は年率3.1%のペースで増加していたが、「大不況」時には1.8%に減速し、当時の後発資本主義国であった米国、ドイツの成長率(それぞれ5%弱、4%弱で成長)を下回った(図12参照)。卸売物価は1873～96年に45%下落したが、金本位制下のイギリスでは物価下落が珍しいことではなく、1800年代前半にも5割以上下落(1813～51年の下落率は58%)していた(図13参照)。つまり、物価下落が

図12 19世紀後半のイギリス、アメリカ、ドイツの工業生産



(注) 1870年イギリス=100、アメリカ=72、ドイツ=41とした生産指数
(出所)「マクミラン世界歴史統計」より作成

図13 19世紀イギリスの卸売物価指数



(注1) 1860年=100とした指数
(注2)「マクミラン世界歴史統計」より作成

原因で経済の長期停滞が起こったわけではなかった。

「大不況」の原因は物価下落ではなく、複合的なものだったと考えられる。当時、米国、ドイツなどの後発国がイギリスを追い上げていた。これらの後発国は、①関税や政府補助金などの措置を用いた保護貿易政策、②当時の先端分野であった鉄道や機械など重工業部門の育成に重点を置いた産業政策、などによ

って飛躍的な成長を遂げた。

これに対して、イギリス国内では、経営者の保守的傾向が強まり、企業家精神の後退から経済の活力が低下した。産業革命の成功によって得られた利益が、より発展的な再投資に向けられることはなく、イギリス国内に蓄積した資金は、国債、土地などに流れた。当時のイギリスの国際収支は貿易赤字が拡大するなかで、サービス収支黒字と投資収益収支

黒字の拡大で経常黒字が続き、これが資本流出の源泉だった（表1参照）が、貯蓄・投資バランスからみると、対外投資の増加は国内投資の減少が原因だったと考えられる（表2参照）。

国内投資の停滞で金利は大きく低下した。シドニー・ホーマーの『金利の歴史』によれば、コンソル債（永久債）の利回りは「大不況」前の1870年代はじめには3.2%程度で推

(表1) 19世紀イギリスの国際収支

(単位：百万ポンド)

	貿易収支	サービス収支	うち		財・サービス収支	投資収益収支	経常収支＝資本流出	海外債権残高(期末)
			海運貿易	うち保険				
1816～20	-10.6	16.1	15.9	3.0	5.5	1.7	7.2	46.1
1821～25	-7.9	13.9	13.9	2.5	6.0	4.2	10.3	97.8
1826～30	-14.8	12.7	12.9	2.4	-2.1	4.6	2.6	110.7
1831～35	-12.5	13.5	14.3	2.7	1.0	5.4	6.4	142.6
1836～40	-23.0	17.6	18.1	3.6	-5.4	8.0	2.6	155.7
1841～45	-19.3	17.7	18.8	3.5	-1.6	7.5	5.9	185.2
1846～50	-25.8	21.1	22.8	4.3	-4.7	9.5	4.7	208.7
1851～55	-32.7	29.0	30.6	5.9	-3.7	11.7	8.0	248.6
1856～60	-33.7	43.4	42.7	8.3	9.7	16.5	26.2	379.7
1861～65	-59.0	59.3	56.1	10.9	0.3	21.8	22.0	489.8
1866～70	-65.1	74.8	70.9	13.2	9.7	30.8	40.5	692.3
1871～75	-64.0	88.7	83.7	16.4	24.7	50.0	74.6	1,065.1
1876～80	-123.7	92.2	85.5	15.7	-31.5	56.3	24.8	1,189.4
1881～85	-99.5	96.1	91.6	15.6	-3.4	64.8	61.4	1,497.2
1886～90	-89.1	92.5	88.1	15.5	3.4	84.2	87.6	1,935.1
1891～95	-133.8	91.8	87.0	14.8	-42.0	94.0	52.0	2,195.3
1896～1900	-158.9	99.1	94.0	15.8	-59.8	100.2	40.3	2,396.9

(出所) 「近代国際経済要覧」 東京大学出版会

(表2) 19世紀イギリスの貯蓄・投資バランスと資本輸出

(対GNP比、%)

	国内総投資				総貯蓄(B)	対外投資(B)-(A)
	(A)	うち建設	機械設備	在庫		
1821～30	11.8	8.4	1.9	1.5	14.6	2.8
1831～40	11.4	8.3	2.2	0.9	12.6	1.2
1841～50	12.9	9.3	2.5	1.1	14.4	1.5
1851～60	10.1	6.9	2.6	0.6	13.4	3.3
1856～64	6.6	3.0	2.5	1.1	11.6	5.0
1865～74	8.1	3.7	3.2	1.2	15.2	7.1
1875～84	9.2	4.7	3.4	1.1	14.0	4.8
1885～94	7.1	3.4	2.6	1.1	13.5	6.4
1895～1904	10.2	5.4	3.8	1.0	13.3	3.1
1905～1913	7.5	3.4	3.2	0.8	15.8	8.3

(注) 1821～60年はグレート・ブリテン、1856～1913年は連合王国の数値

(出所) 「概説イギリス経済史」

移していたが、1897年には2.2%程度まで低下した（図14参照）。

米国やドイツなどの後発国は膨大なイギリス資本を吸収することで競争力を高め、安価な工業品を大量にイギリスに逆輸出した。これが、結果的にイギリスの物価下落を招くとともに、イギリス国内産業を圧迫することとなった。

産業構造面での問題は、当時のイギリスが、生産性上昇余地の少ない綿業、羊毛業、鉄鋼業、石炭産業などの旧産業に執着したこと、その結果、資本集約的な新技術の採用が遅れたことだった。言い換えれば、18世紀後半から19世紀半ばにかけての「世界の工場」と言われていた頃の古い産業構造のままで20世紀を迎えたことが問題だった。

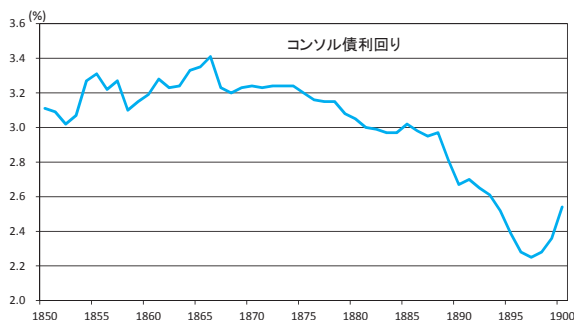
とくに、米国やドイツの産業構造が、繊維、鉄鋼から化学、電機、自動車と急速に近代化していったのに対し、イギリスでは綿業が19世紀末まで国内産業のなかで大きな地位を占めていた。実際には、イギリス綿業の輸出競争力が当時すでに低下し、米国や欧州の市場を失っていた。インドなどイギリス領植民地向けの輸出が増加し、イギリス綿業の寿命を長引かせていただけだった。結局、植民地向

けに輸出を伸ばせたことがかえって災いし、イギリスの産業構造の変革を遅らせることとなった。鉄鋼業に関して言えば、イギリスの粗鋼生産は1880年代に米国に抜かれ、90年代にドイツに抜かれた。これは企業の大規模化が遅れた点や製鉄所内での動力としての電化が遅れるなど技術選択上の失敗もあった。

企業経営面での問題もあった。当時のイギリス産業は零細企業の集合体とも言えるべきものであった。18世紀の産業革命時には、自然発生的に生まれた小企業の分業体制が成功した。しかし、そうした小企業形態での産業発展には限界があり、逆に、①大量生産によるコストの引き下げが困難になったこと、②技術革新の担い手であった熟練工層の保守的態度や既得権益擁護の姿勢が産業の合理化を遅らせたこと、③経営者が銀行家の介入を嫌って銀行からの大規模資金調達に消極的だったこと、④成功した経営者が子弟を名門校に入れることばかりを優先し、その後継者となるべき専門的経営者が育たなかったこと、などがその後の成長の足を引っ張る形になった。

このようにイギリス「大不況」の背景には、当時の米国やドイツの急速な経済発展、イギリスからそれら海外諸国に向けての資本輸出増加があった。ただ、イギリス国内の投資活動が活発であったなら資本は海外に流出することはなかったであろう。そうした見方からすれば「大不況」とそれに伴うイギリスの競争力低下はイギリス国内の投資低迷が原因だったと言ってもいいだろう。もとより物価低下が長期停滞の原因でなかったことも明らかだ。物価だけに着目した「デフレ脱却」を目指しても、日本でも長期経済停滞から抜け出

（図14）19世紀後半のイギリスの金利



（出所）Sidney Homer “A History of Interest Rates”

することはできないと思われる。

3. 日銀の「異次元緩和」をどうみるか？

日銀は2013年4月に「長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」量的・質的金融緩和政策を導入し、さらに14年10月には、その買入れペースを約30兆円追加し「保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」「量的・質的金融緩和」の拡大を決めた。さらに16年1月には金融機関が保有する日本銀行当座預金に0.1%のマイナス金利を適用する「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた。

こうした量的金融緩和、マイナス金利政策で日銀が期待したのは次のような3つの効果であったと考えられる。第1が実質金利低下による景気押し上げ効果だ。実際、日銀は財政赤字に対応した新規発行国債量を上回る量の国債を市中から買い上げたため、需給面での安心感によるリスクプレミアム低下から長期金利は大幅に低下した。

日銀企画局（2015）によれば、2013年4月から2年間の量的・質的金融緩和は実質金利を0.8%ポイント程度低下させ、それは経済の需給ギャップを1.1～3.0%ポイント縮小させ、消費者物価（除く生鮮食品）前年比を0.6～1.0%ポイント上昇させる効果があったと試算している。ただ、図9で示したように、金利低下の設備投資押し上げ効果はもともとさほど小さくなく、金利低下によって本当に国内で投資が盛り上がったかどうかは疑問だ。企業は最低限の更新設備投資を行うものの、人口減少による国内市場のパイ縮小を予

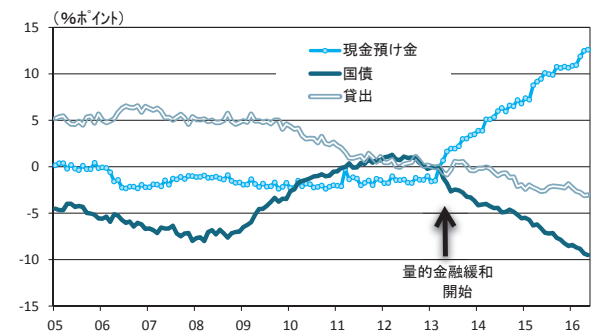
想して、金利低下でも国内での増産投資には慎重な姿勢を維持しているように思われる。

第2がポートフォリオ・リバランス効果だ。銀行の保有する国債が買われることで資金が増加した銀行は貸出を増やすと見込まれた。だが、銀行の資産に占める貸出の比率は低下傾向を辿っている（2013年3月末49.0%→16年5月末45.9%）。銀行は量的金融緩和政策によって余剰資金が増加し、しかも増加する余剰資金に対してマイナス金利が課せられても、それを貸出に回そうとしていないことがわかる（図15参照）。

第3がインフレ期待に働きかけ、予想インフレ率を高める効果だ。日銀は国債購入でマネタリーベースを2年で2倍にすれば物価上昇率が2%になるといった理屈でインフレ期待を高めようとした。予想インフレを高めることが消費などの支出を促す効果があり、経済にプラスに作用するはずだとしていた。だが、実際にマネタリーベースの増加が直接的に予想インフレを高めたかどうかは疑問で、また、物価が上向きに転換したことが本当に消費を促したのかも疑問だ。

2015年にかけて金融市場の予想インフレ率

（図15） 量的金融緩和による銀行の資産構成の変化



（注）2013年3月末時点の各資産の対総資産比率を基準（ゼロ）に前後の変化幅をみたもの

（出所）日本銀行

(5年物・5年先インフレスワップレート)は上昇した。しかし、量的金融緩和が継続されたにもかかわらず、15年6月頃を境に予想インフレ率は下落に転じ、足元ではゼロ近辺に低下している。これは14年後半から原油価格が低下し、さらに15年後半から円高が進んだためだ。予想インフレ率の動きの約8割は円相場と原油価格の動きで説明できる(図16参照)。

つまり、15年初めまで予想インフレ率が高まったのも、貨幣数量方程式¹⁰が想定するような、マネタリーベース増加による物価上昇ではなく、日銀の金融緩和姿勢などを反映した円安が予想インフレ率を高めたと考えべきだろう。確かに金融政策は金利差などを通じて為替相場に影響するが、知られているように為替相場はその時々で相場の決定要因が変わってくるため、金融政策(あるいは金利)は為替相場を決める一つの要因にすぎない。金融緩和が円安を通じて予想インフレ率を押し上げたただだとすれば、本来、マネタリーベースをどの程度増やせば物価がどの程度上がるかといった計算もできない。

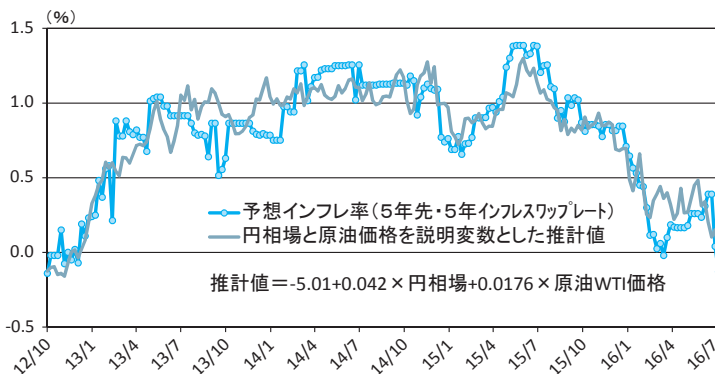
こうした円安などを背景とした輸入品中心

の物価上昇はインフレというより、相対価格上昇と言えない。表面的あるいは一時的に予想インフレ率が高まったものの、消費増加を促すものにはならなかった。むしろ、2013年度中は、消費税率引き上げを前にした駆け込み需要があったものの、14年度以降は食料品などの輸入商品の値上げに対する消費者の拒否反応が強まった。

2015年度に入っても消費低迷が続いた原因の1つは企業が価格戦略を誤ったことだとされる。企業はデフレ脱却のためには値上げが必要と思い込んでしまったのか、「ちょい高消費」「プチぜいたく」などをキーワードに14年以降、値上げを続けた。だが、そうした企業の動きは消費者の意向にそぐわず、消費者は値上げへの抵抗感を強めた。消費者の価格重視志向は昨年末にかけ強まり、企業の値上げ戦略とのずれが大きくなった¹¹。これが結果的に消費停滞を深刻化させた可能性がある。

量的金融緩和についてはその限界が指摘されている。日銀は2013年4月に長期国債の保有を年50兆円増やす量的・質的金融緩和政策(以下ではQQE 1と書くことにする)を導入し、さらに14年10月には、その買入れペースを約30兆円追加し同保有額を年80兆円増やす「量的・質的金融緩和」の拡大(同QQE 2と書くことにする)を決めた。年間の財政赤字が80兆円を超えることがなければ、国債発行残高のうち、日銀の保有分が徐々に膨らみ、半面、民間銀行や生保、年金などの機関投資家の国債保有金額が減って

(図16) 予想インフレ率の動き



10 M (通貨供給量) $\times V$ (貨幣流通速度) = P (物価) $\times Y$ (所得、GDP)

11 「ちょい高消費潮目変化、MJ 100人街頭調査」日経MJ、2016年5月18日

いくことになる。

日銀の国債保有残高はQQE 1の1年半(13年3月末～14年9月末)の間に104兆円(年率69兆円)増加し、QQE 2以降(14年9月末～16年5月末)の1年8か月間で141兆円(年率85兆円)増加した。国債現存額に占める日銀の保有比率はQQE 1の下で15.4%→26.7%、QQE 2の下で26.7%→40.4%とそれぞれ11.3%ポイント(年率7.5%ポイント)、13.7%ポイント(年率8.2%ポイント)上昇した(図17参照)。

こうした日銀の事実上の買い占めにより、国債市場の流動性低下を懸念する声が強まっている。15年3月の日銀ワーキングペーパー「国債市場の流動性：取引データによる検証」では、「先物市場のビッド・アスク・スプレッドや値幅・出来高比率といった伝統的な指標をみる限りでは、14年10月の量的・質的金融緩和の拡大以降も、国債市場の流動性は目立っては低下していないようにみられる。しかしながら、先物市場におけるいわゆる「板」の厚みや1回の取引が市場価格に及ぼす影響、現物国債市場における証券会社の提示レ

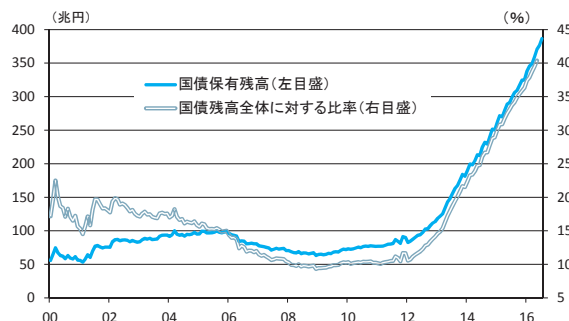
ートのばらつき、SCレポ(special collateralレポ：担保となる証券の銘柄を特定して行うレポ取引)市場における国債の「貸借料」など、本稿が新たに取り上げる諸指標は、14年秋以降、国債市場の流動性が低下していることを示唆している」と指摘した。

一方、2015年8月のIMFワーキングペーパー(個人名での論文¹²)によれば、量的金融緩和が継続されれば、民間の国債保有高が減少し、①銀行は短期の資金調達のための担保に必要な国債を確保できなくなる、②年金や生保は最適なアセットアロケーションに必要な国債を保有できなくなる、などの問題が生じ、QQE 2は17～18年に限界を迎えるとしている。同論文は量的金融緩和が限界を迎える点として、まず銀行の国債保有比率の下限5%という数値をあげた。14年末G7銀行のなかで国債保有比率が最も低いのはフランス、イギリスで、両国銀行の国債保有比率はいずれも5%だった。また1980年以降、日本の銀行の国債保有比率が最も低かった点も5%だったからだ。

QQE 1導入後、銀行の国債保有残高は年率23兆円程度のペースで減少、保有比率(2016年5月末9.0%)は年率3%ポイント程度のペースで低下しており、このままのペースでいけば、17年後半に同比率は5%まで低下すると予想される(次頁図18参照)。

第2の限界点は年金資金等の運用に関するものだ。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人。厚生年金、国民年金の財源の強化を目的とした運用機関)など年金の資金運用に必要な

(図17) 日銀の国債保有残高



(出所) 日銀「日本銀行勘定」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」

12 Serkan Arslanalp and Dennis Botman (2015)

な債券（GPIFの基本ポートフォリオで債券が占める比率は中心35%±10%、下限25%～上限45%）が確保できるかという点が問題になる。

日銀・資金循環統計により、公的年金（厚生年金、国民年金に国家公務員共済組合連合会、地方公務員等共済組合などの共済年金を加えたもの）の国債保有比率をみると、13年4月～14年9月の量的金融緩和第1弾のもとでは年率4兆円のペースで国債保有が減少していたが、14年10月以降の量的金融緩和第2弾以降は、減少ペースが年率10兆円に速まった（図19参照）。公的年金の国債保有比率はQQE 1の下で年率4%ポイント、QQEの2下で9%ポイント低下している。QQEの2の下で日銀は特に公的年金からの買いを増やしていることがわかる。

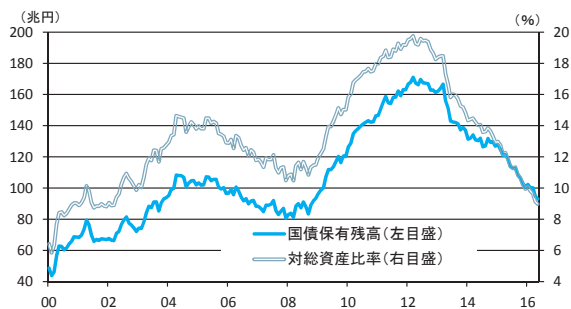
公的年金のうち、GPIFの債券保有はQQE 2下で64.9兆円（14年9月末）から52.8兆円（16

年3月末）へと12.1兆円減少（年率8.1兆円減）し、同3月末の債券保有比率は39%に低下した。GPIFの基本ポートフォリオでは国内債券の比率は中心が35%で下限が25%だ。現在はまだ中心の35%を上回っているが、今のペースで債券保有が減少すれば、保有比率は16年末35%、17年末29%、18年末12月23%と低下していく計算で、18年中にGPIFの債券保有比率は下限とされている25%を下回る可能性がある。

量的金融緩和の限界論が囁かれるなかで、日銀は2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決めた。マイナス金利政策を新たに導入したのは、①国債利回りをマイナス化することで、民間銀行や年金・生保などが国債を手放したい状況を作り、量的金融緩和の目標を達成しやすくする、②仮に、量的金融緩和の目標達成が難しくなったとしても、マイナス金利という材料が新たな円安要因になるため、量的緩和ペースが鈍化しても必ずしも円高に直結しないようにする、といった狙いがあったと考えられる。

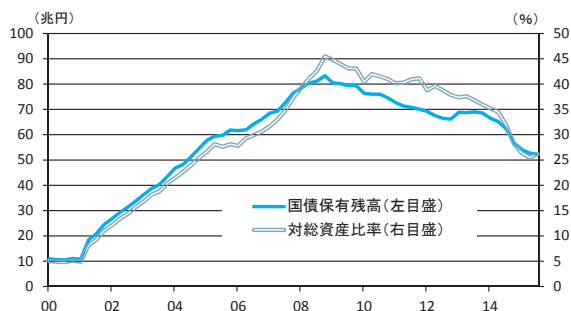
ただ、このマイナス金利政策については副作用の大きさが指摘されている。黒田日銀総裁はマイナス0.1%とした日銀当座預金金利について「必要な場合、さらに引き下げる」と述べたが、仮に、金融機関の資産運用利回りの指標となる長期金利が低下し、マイナス化する場合、負債である預金の金利もマイナス化しなければ金融機関の収益は悪化する。だからと言って、もし銀行が預金金利をマイナスにした場合、おそらく多くの家計は銀行から預金を引き出し、現金化するおそれがある。そうなれば銀行にとっての貸出の原資が

（図18）銀行の国債保有残高



（出所）日本銀行「民間金融機関の資産・負債等」

（図19）公的年金の国債保有残高



（出所）日本銀行「資金循環統計」

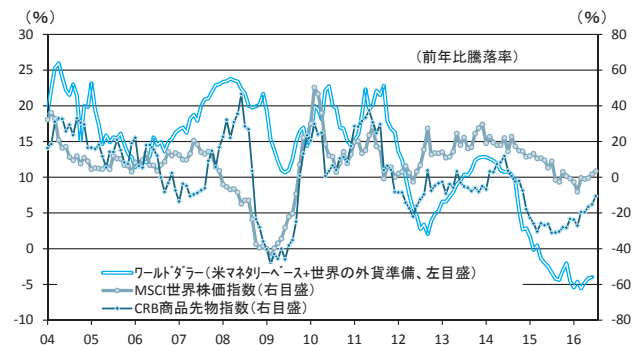
不足する事態に陥ることになる。金利の下限は概ねゼロであり、マイナス金利幅を限りなく拡大させることはできない。金利低下で企業の投資マインドや家計の住宅投資意欲を高めることは無理がある。

一方、為替市場では日銀のマイナス金利導入で日銀の目論見とは逆に円高に振れた。想定外の円高については、新興国経済への先行き不安、原油安や世界的株安でたまたま市場のリスクオフムードが高まったからの説明が多いが、実際には、経済ファンダメンタルズからみて、以下の通り、起こるべくして起こった円高だったと考えられる。

第1に米国では大統領選挙を前にして保護主義的なムードが高まり、米政府にとってドル高は容認できなかった¹³。第2にリーマンショック後の米金融緩和によるドル安は新興国などの金融緩和をも招き、「国際流動性」(図20参照)を高め、世界経済を押し上げたが、14年後半以降の急激のドル高は原油安に拍車をかけ、それが資源国などの経済を悪化させた(図21参照)ことで、ドル高は世界経済にとって好ましくないという見方が増えた。市場ではドル高を助長しかねない日銀やECBの追加緩和に対する拒否反応が強まった。第3に15年後半以降の円高はある意味、異常な円安の修正場面と言える。米利上げ観測や日銀の追加緩和期待などの要因に左右され、14年後半から15年前半にかけて金利差からみると大幅な円安へのかい離がみられたが、日本の金融緩和が限界に近いとの見方からその修正が起こった(図22参照)。

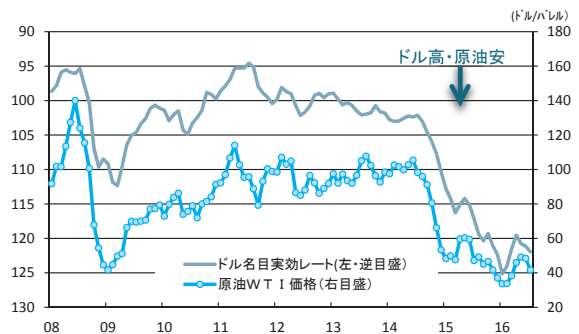
本来、金融緩和政策は為替相場を下落させ外需を押し上げる効果と同時に、金利低下などで設備投資などを押し上げる効果が期待できるが、前述した通り、日銀の「異次元緩和」については、内需押し上げ効果が小さく、各国中銀の実施する金融緩和策は自国通貨を安くして輸出を伸ばしやすくする「近隣窮乏

(図20) 国際流動性と株価、商品価格



(出所) 各国統計などにより作成

(図21) ドル相場と原油価格



(図22) 日米長期金利差と円相場



13 米財務省は16年4月の外国為替報告書で中国、日本、ドイツ、韓国、台湾を不正為替政策の「監視リスト」に入れた。

化」の効果しか生まなくなっていたと考えられる¹⁴。

ところで、米FRBの実施した量的緩和はそれなりの景気浮揚効果があったとされるが、日銀やECBの実施している量的金融緩和やマイナス金利政策は効果が小さく、限界や副作用ばかりが指摘される。これには以下の理由があると考えられる。第1に、米国は直接金融主体であるのに対し、日欧は間接金融主体であるという相違がある。米国の場合、FRBの債券市場への介入は社債利回りを低下させ、企業の資金調達を容易にしたのに対し、日欧は銀行が貸出に動く必要があるが、実際には貸出はさほど増えなかった。第2に米国の個人の持株比率は日欧に比べ高く、株高が個人消費を押し上げる効果は大きかった。第3に前述した通り、米国の金融緩和によるドル安は世界経済にとってプラスに作用したが、これとは逆に日欧の金融緩和によるドル高（円安、ユーロ安）は近隣窮乏化をもたらし、世界経済を悪化させる面が強かった。

量的金融緩和やマイナス金利政策の限界がみえてきていることから、「異次元緩和」の枠組みを見直す時期が来ているように思われるが、今のところそうした動きは見受けられない。

金融市場関係者の間では、今の日銀のように金融緩和が成功することだけを考え、短期決戦で一挙に挽回しようとする「異次元緩和」について、第2次大戦時の旧日本軍の「イ

ンパール作戦」になぞらえる見方も増えている。インパール作戦は、1944年3月、敗色濃厚になっていた軍が起死回生を狙ってインド東部で仕掛けた大規模作戦で、ビルマからインドまで1000キロ以上も兵站もなしに現地調達で9万人以上の部隊を移動させようとした作戦だ。当時の東條首相は「戦いは最後までやってみなければわからない」と述べ、結果的に、戦死者2.6万人、餓死・病死3万人と戦力の半分が失われた。

旧日本軍を組織論から分析した、戸部良一、鎌田伸一らの著書『失敗の本質』によると、旧日本軍の戦略は長期見通しを欠いた「短期決戦志向」で、司令官の「必勝の信念」に対してそれを補佐すべき者はもはや何を言っても無理だという「空気」があった。当初の快進撃の間は良かったが、事態が変化するなかでも「特定のパラダイムに固執し、環境変化への適応力を失った」。こうした旧日本軍の組織的特性や欠陥は今の日本の組織に無批判のまま継承されたと述べている。

原（2016）は「当時、大本営は国威発揚のため楽観的な見通しばかり発表し、作戦の失敗を国民に明らかにしなかった。今の日銀もまた目標実現や緩和効果について根拠に乏しい楽観的な大本営発表を続けている」と述べている。人々のインフレ期待に働きかけようとする金融政策は「必ず成功すると人々を信じさせることが肝要で、期待をしぼませるような不都合な真実は説明しない方がいい」の

14 チャールズ・キンドルバーガー『大不況下の世界』は1930年代世界恐慌時における通貨切り下げ競争は各国の保護主義につながり、世界貿易を収縮させて世界経済を悪化させたとしているが、これに対して、バリー・アイケングリーン、ジェフリー・サックス（1985）“Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s”は当時、金本位制を放棄して自国通貨を切り下げ、国内の貨幣供給量を拡大した国はそうでない国より早く不況から脱したことを示した。こうしたことから当時の世界的な金融緩和の結果としての通貨安競争は世界恐慌からの離脱の契機になったと分析している。

だが、「だとすると誰が国民に日本経済の真実、金融政策の実情を正しく説明してくれるのか」と疑問を投げかけている。

4. ヘリコプター・マネーと「高橋財政」

起死回生策として、最近喧伝され始めているアイデアがヘリコプター・マネーだ。もともとは、ノーベル経済学賞を受賞したミルトン・フリードマンが1969年の著書『最適貨幣量』で「長期にわたって定常的だった社会に一機のヘリコプターが飛来し、既に流通している貨幣量に等しい現金を空からまいた」場合、どうなるかを思考実験したものだ。ベン・バーナンキ前FRB議長は、2002年のフリードマンの90歳の誕生パーティーにおいて、このフリードマンの寓話にならって「デフレ克服のためにはヘリコプターからお札をばらまけばよい」と発言し、これで同議長は「ヘリコプター・マネー」政策を唱える「ヘリコプター・ベン」と呼ばれるようになった。

もちろん、実際にヘリコプターでお金をばらまくわけではない。いろいろなバリエーションがあるが、例えば、図23のような方法でお金を散布する。まず、政府が無利子で償還しなくてもいい永久国債を発行し、これを日銀が額面金額で引き受ける。「無利子で償還しなくてもいい永久国債」の実質的価値はゼロだ。その際、永久国債の額面額に見合うだけ、政府の日銀当座預金が増え、増えた預金を元に政府は国民に現金給付を行なう¹⁵。国民はもらったお金（日銀券）を消費に回すこ

とができるというわけだ。

ヘリコプター・マネーの利点は次のようなことだと言われる。第1に量的金融緩和やマイナス金利など金融政策だけで景気を押し上げるのは限界になっているわけだが、財政政策と金融政策を合体させた、このようなヘリコプター・マネーなら消費が増やせる。

第2に通常の減税などであれば財政赤字が拡大するため、国民は将来の増税を予想して減税分をほとんど貯蓄してしまい、景気押し上げ効果は帳消しになってしまうおそれがあるが、このヘリコプター・マネーなら、財政赤字は額面上増えても、無利子で返済義務がないため、借金は実質的に増えるわけではない。

ヘリコプター・マネーはまさに打ち出の小槌であり、国民は将来の増税を心配することなく消費を増やせるわけで、景気刺激効果も大きい。もちろん、こうした魔法のようなまい話には必ず落とし穴がある。

まず、日銀にしてみれば、実質的な資産が増えないのに、負債（日銀券）だけが増える

(図23) ヘリコプター・マネーによる政府と日銀の資産・負債の変化

<政府>	
資産	負債
日銀当座預金+1,000 →現金給付	国債（ゼロ金利・永久債）+1,000
<中央銀行>	
資産	負債
国債（ゼロ金利・永久債）+1,000	政府口座当座預金+1,000 (現金給付により)
	政府口座当座預金1,000→0 日銀券+1,000

(注) 筆者作成。数値は仮定のもの

15 無利子・永久債の日銀引き受けによるヘリコプター・マネーのほか、政府紙幣発行による方法もあるが、政府紙幣が使用されたあと、それを政府自身が回収することになるのであれば、その政府紙幣は政府にとっての負債になる。そうではなく還流してくる政府紙幣を永久に日銀が保有することになれば、無利子・永久債を日銀が保有するのと同じになる。

ため、日銀券1枚当たりの実質的な価値は低下し、大規模に実施すればハイパーインフレになる可能性が高い。結局、国民は手元に沢山の日銀券を配られても、配られた分だけその価値が下がってしまうわけで、長期的にみてインフレ分を差し引いた実質消費が増えない。

さらに大きな問題は、そうしたことが可能になれば、政府は財政赤字を削減しようとしなくなる点だ。財政赤字はさらに膨らむだろう。規律あるヘリコプター・マネー政策がなされれば、国債を実質的に償却し、内需を刺激することができるという見方もありうるが、後述する通り、安易な財政ファイナンスをいったん始めると、それをやめるのは非常に困難になるというのが高橋財政時の経験であり、「規律あるヘリコプター・マネー政策」というのは非現実的と考えられる。

ヘリコプター・マネーは基本的に政府が拡張的な財政政策をとる一方、中央銀行はその財政資金のファイナンスを行なうもので、政府と中央銀行が一体となって有効需要を作る政策だ。後述するように1920～30年代の世界恐慌時やリーマンショック直後のように、景気が大幅に落ち込み、生産能力に対して需要が大幅に不足する状態の時にはそれなりの効果があるが、そうでない場合の実施には慎重であるべきだ。

日本経済が長期停滞に苦しんでいるのは、人口減少による国内市場のパイ縮小を想定し企業の海外移転（空洞化）が進み、生産性低下による実質賃金の伸び悩みと財政赤字への

不安から家計消費も低迷していることが原因だ。需給ギャップは小幅で需要不足が問題ではない。労働市場改革や少子化対策など供給サイドのきめ細かな施策が必要だ。

現在の「異次元緩和」も実質的な財政ファイナンスという意味では同じだが、ヘリコプター・マネーとは次の2点が違う。まず、日銀が直接、政府から国債を引き受けるか、それとも市場から間接的に国債を購入するかという点で大きな違いがある。日銀が市場から国債を購入する政策は金融政策であり、日銀自身の判断でやめようと思えばやめられる。しかし、ヘリコプター・マネーのように政府から日銀が直接、国債を引き受けるとなると、日銀だけの判断ではやめられない。政府と日銀の「協調」と言えば聞こえは良いが、実際には、中央銀行の独立性が失われることになる¹⁶。

また、日銀が購入する国債が償還されるか、償還されない永久国債なのかという点も違いがある。前者では円の通貨としての信認はぎりぎりのところで保たれるだろうが、後者の場合、円は通貨としての信認を失う可能性が高い。景気を押し上げようとして大規模なヘリコプター・マネーを実施すれば、円安とインフレの悪循環によるハイパーインフレのリスクが増大する。

ヘリコプター・マネー的な、日銀による財政ファイナンス政策が成功したと言われるのが、いわゆる「高橋財政」だ。この時、日銀が引き受けたのは償還のある普通の国債だったが、日銀が政府から直接、国債を引き受け

16 政府紙幣発行によるヘリコプター・マネーの場合は政府だけの判断でそれを止めるかどうかを決められることになると考えられ、止めることは一段と難しくなる。

たという点が大胆な試みだった。昭和恐慌のさなか1932年12月に犬養内閣の蔵相となった高橋是清は軍事費等で膨れる財政支出を日銀引き受けでファイナンスした。世界恐慌のなかでこれが日本経済をいち早く立ち直らせたケインズ政策として評価する向きが多い。

昭和恐慌は第一次世界大戦後の欧州復興に伴う輸出ブームのあとに起こった不況で、①ブーム時に実施された過剰な設備投資の調整が必要となったこと、②国際的な生産力余剰による海外物価の大幅下落に対し国内物価下落が小幅だったことから日本の輸出競争力が低下したことなどが不況の原因だった。さらに、政策面では金本位制下において一般的に緊縮策による調整が必要とされ、それが景気悪化を深刻化させたが、一方で、生糸産業など不況に陥った産業の救済のため場当たりの景気対策が繰り返されたこと、金融面では1923年の関東大震災に際して発行された震災手形が銀行の不良債権処理を遅らせたこと、などが不況を長期化させたとも言われる。

島（1983）によれば、国債引き受け以外に、日銀による国債買いオペなど他の方法があったにもかかわらず、こうした思い切った措置が実施されたのは「当時、濃厚な先行き不安感が存在しており、これをドラマチックな手段により一挙に解消する必要を高橋蔵相は感じていた」のではないかとされる。先行き不安感の背景にあったのは、イギリスの金本位制離脱（1931年9月）、満州事変勃発（同年9月）、井上準之助暗殺（1932年2月）、5.15事件（犬養首相暗殺、1932年5月）などだった。

高橋蔵相は、日銀引き受けについて、経済

にマクロ的需給ギャップがある間の「一時の便法」と述べており、短期的な景気押し上げ手段と考えていたようだ。インフレ抑制にも配慮して、日銀は引き受けた国債を市中で売却した。表3は1932年から36年までに日銀が引き受けた国債と市中で売却した国債の額をみたものだが、引き受けた国債のうち91%が市中で売却されていた。

いったん購入した国債のほとんどを売却していたということは、日銀の保有する国債残高は増加しておらず、日銀は一時的な流動性供給だけを行っていたとも言えなくない。現在の異次元緩和に比べると、金融緩和の程度はさほど大きくなかったことにもなる。にもかかわらず、これが景気を大きく押し上げる効果を生んだのは、金本位制離脱や財政支出増加などといった他の景気刺激要因もあったが、それ以前の深刻な景気後退局面のなかで、設備や労働力などの調整が一巡し、何らかの景気刺激策があれば景気が上向きやすい状態になっていたからだと思われる。

1932～36年頃は消費や設備投資など民間の需要はほとんど回復せず、財政支出だけで景気を押し上げる形になっていた。金融市場では、いったん財政資金として放出された資金のほとんどが、ほぼ同時に日銀による国債

(表3) 高橋財政時の日銀引き受け額と売却額

(百万円、%)

暦年	引受額	売却額	消化率
1932	200	13	6.5
1933	1,115	843	75.6
1934	701	928	132.4
1935	750	702	93.6
1936	1643	1528	93.0
1932～36計	4409	4014	91.0
1937	1135	528	46.5

(注) 借換債を含む

(出所) 島（1983）、原典は大蔵省『昭和財政史』第3巻

売りオペで回収されており、日銀の大量な資金供給で資金余剰が発生していたわけではなかったが、銀行にとっては、貸出需要などが増えないなかで資金余剰から国債を購入する余地があり、問題にはならなかった。

しかし、1936～37年頃になると、この国債引き受けはうまく機能しなくなった。1936年頃からは民間資金需要も高まり始めた。銀行貸出残高は34年度まで減少していたが、35年度1.3%増、36年度6.5%増、37年度14.6%増と加速度的に増加していった。そのため売りオペによる資金回収もできなくなった。37年には引き受けた国債のうち市中売却できたのは半分以下だった。37年8月に一度だけ国債発行が公募に切り替えられたこともあったが、公募によって株価が暴落、金融市場の逼迫を招くことになった。結局、軍事費膨張で国債増発が必至となり、国債発行は日銀引き受けに一元化された。

島（1983）は「日銀引き受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り替えたりすることは極めて困難になる」と述べている。

「一時の便法」のつもりでも、財政節度が喪失し、財政赤字が膨張するなかで、政府は財政資金の調達を日銀に依存せざるをえなくなったと考えられる。

物価は金本位制離脱などによる円安で1932年から33年にかけていったん上昇した後、34～36年には雇用が増加するなかにあっても比較的落ち着いていたが、37年に

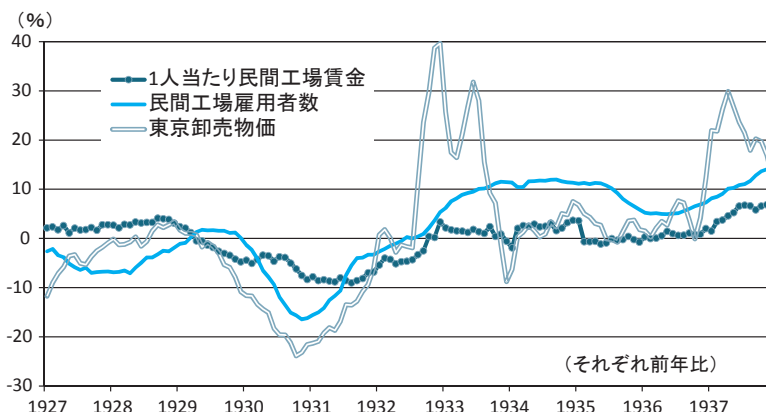
なると賃金上昇を伴って急上昇し始めた（図24参照）。需給ギャップ縮小により賃金・物価上昇圧力が高まっていったことを示す。金利先高感も強まり、日銀も金利上昇を助長するような売りオペや公募への切り替えをしにくくなったと考えられる。国債引き受けは一種の制度として永続してしまうことになった。

高橋蔵相は、景気回復を確認して1934～35年頃から財政を引き締めようとしていたようだが、軍事費拡大を唱える軍部と対立し、1936年の2.26事件の犠牲になった。そして、その後、日銀引き受けは結果として軍事費の拡大を容認してしまったことになる。

現在は、財政法で、日銀が国債を政府から直接引き受けることは禁止されている。財政法第5条で「公債の発行については日本銀行にこれを引き受けさせ、また、借入金の借入については日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」とされている。

但し書きの「特別の事由」は日銀保有の国債が借り換えられる場合のことを想定したも

（図24）昭和恐慌時の物価、雇用、賃金動向



（出所）日本銀行金融研究所、歴史統計

ので、実際、特別会計の予算総則に限度額の規定が設けられている。「デフレ脱却のため」といった理由は、もちろん「特別な事由」には当たらない。

この財政法5条があるため、今の日本でヘリコプター・マネー政策は使えない。しかし、海外のエコノミストなどの中には、日本で近いうちにヘリコプター・マネー政策が導入されるという見方が多い。仮に導入されれば、円安・日本株高になるとされ、株式市場ではこれに期待する声も強い。政府が決断すればこの法律も修正できるとみられているのかもしれない。世界経済が再び後退局面に陥り、日本に対して相応の内需拡大策が求められるような場合、そうした異常な政策が導入されることも考えておかなければなるまい。

万一、そうなれば日本は悪い方向に向かう可能性が高いと考えられる。一か八かの実験的、冒険的な政策では、日本経済は決して救われぬ。

5. むすびに代えて

2014年度に消費税率が引き上げられてから日本の個人消費は低迷し続けている。「3本の矢」や「異次元緩和」の恩恵が家計にも届いても良さそうだがなぜうまくいかないのか。

政府は「デフレ脱却」を優先課題とし、また日銀は2年で2%の物価上昇を達成するとの目標を設けた。「物価上昇期待が高まれば家計は値下がりを待って買い控えることもなくなり、消費が前倒し気味に増えれば企業の売上や利益も増え、労働者への利益還元により賃金も増え、家計の収入増で消費が一段と

増加する」という好循環になるはずだった。確かに最初の1年間はずうまうま好循環し始めたようにみえた。

しかし好調は13年度だけで、その後、消費は落ち込んだ。消費税率引き上げを前にした駆け込み需要の反動と言われるが、もともと物価上昇期待による消費増加も値下がりを持って買い控えることをやめさせることを狙ったものだ。消費前倒しあるいは駆け込みを期待したものであり、反動減も想定内だったと考えなければならない。

もちろん、もしもっと賃上げが進んでいたら消費は増え続けていたかもしれない。そのため、デフレ脱却には物価上昇とともに企業の賃上げが必要という見方も増えている。企業が円安による輸出で儲けたお金を貯め込んで労働者に十分還元していないことを批判する論調も多いようだ。

だが、個別企業にとって利益を最大化することは至上命題だ。日本の人口が減少し国内市場のパイが縮小していくと予想されれば、海外進出で生き残りを図っていく必要があるだろう。非正規労働者の賃金が正規労働者の賃金に比べて安ければ非正規労働者を多く採用することでコストを抑制しなければならない。ヒトを雇用する代わりにIT投資で代替させることも可能だ。単に賃金を上げろと言われて上げられる企業は少ないだろう。

標準的な経済理論によれば、企業は実質賃金を労働の限界生産性に一致するように雇用量を定めることで利潤を最大化させる。このため実質賃金は労働生産性に等しくなると考えられる。したがって賃上げには労働生産性を上げることが不可欠だ。しかし日本経済全

体の労働生産性の伸びは鈍化傾向で、それを無視した賃上げができる状態ではない。労働生産性の高い製造業が海外に移転し、生産性の低いサービス業の比率が高まっていることがマクロの労働生産性を低下させている。

政府は観光立国を目指しているが観光産業はもともと生産性が低く、観光立国化は日本の賃金水準を一段と低下させるだろう。少なくとも観光立国を目指すのなら「おもてなし」によるサービスの高付加価値化が必要だ。

労働生産性を向上させるには企業の設備投資で資本ストックを増やす必要があるだろう。しかし、人口減少を放置している限り、企業の海外移転は続き国内投資も伸びない。実際、円安でも企業は国内回帰しなかった。人口減少が日本経済にとっての大きな問題であることは明らかだ。重い教育費負担が少子化の一因になっている。一方、貧困等による教育水準の低下は要素生産性の低下という形で日本の潜在成長率を一段と低下させるおそれがある。ヒトへの投資を怠ることは日本の将来を危うくするものであり、教育や人材育成への思い切った税金投入が必要だろう。

英米は国内市場を海外に開放して海外からの金、ヒト、技術を利用して経済を活性化してきた。人口が減少していく日本でも海外の優れた技術や知識を国内に導入し集積していくことで産業構造を高度化していくことが必要だ。ただ、日本が英米と同じようにすれば移民増加などでの国内での摩擦も生じやすくなることを覚悟しなければならない。グローバル化、IT化の潮流のなかで付加価値を伴わない労働者は海外労働者やコンピューターに代替され、その賃金が大幅に低下するおそ

れがある。

海外からの対日直接投資が増えないのは日本語の特殊性もあるが、正規労働者の解雇がしにくいなどの日本の労働市場の規制が日本でビジネスを行おうとする海外企業にとっての大きな問題と言われる。欧米型の雇用システムは、各人が専門的なスキルや能力を身に付けた労働者で、同じ仕事であれば、どこの企業であっても賃金水準が変わらない「同一労働同一賃金」であることから、どの企業に移っても賃金が変わらないため雇用の流動性が高い。これに対して、政府が目指す「同一労働同一賃金」はまったく別物だ。規制が少ない非正規労働市場の賃金を規制によって割高になっている正規労働者の賃金に近づけようとするもので、コスト増になるだけのそうした措置を企業が受け入れるとは思えない。

政府は相変わらずの金融緩和と財政出動で日本経済を立て直そうとしているようにみえる。しかし、金融緩和にしても財政出動にしても、ケインズ型の景気政策は本当に必要な対策を実施するまでの時間稼ぎにすぎない。生産能力に対して需要が大幅に不足する大恐慌時のような時期に実施されればそれなりの効果があるが、今のように低い失業率で完全雇用に近い状態では一時的な景気押し上げ効果はあっても、反動でまたすぐ景気は悪化する。

時間稼ぎの政策をどれだけ続けていても日本経済は決して良くならない。

参考文献

- ・ Lawrence H. Summers (2014) “U.S. Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound” *Business Economics*, National Association for Business Economics Vol.49 No.2
- ・ Lawrence H. Summers (2016) “The Age of Secular Stagnation : What It Is and What to Do About It” *Foreign Affairs* March / April 2016 Issue, Council on Foreign Relations
- ・ Lukasz Rachel and Thomas D Smith (2015) “Secular drivers of the global real interest rate” *Staff Working Paper No. 571*, Bank of England
- ・ Robert J. Gordon (2012) “Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds,” NBER Working Paper No. 18315
- ・ Paul. R Krugman (1998) “It's Baaack : Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 1998
- ・ Serkan Arslanalp and Dennis Botman (2015) “Portfolio Rebalancing in Japan : Constraints and Implications for Quantitative Easing,” IMF Working Paper WP / 15 / 186
- ・ Thomas Laubach and John C. Williams (2003) “Measuring the Natural Rate of Interest” *Review of Economics and Statistics*, 85 (4)
- ・ カーマン・M ラインハート, ケネス・S ログフ (2011) 『国家は破綻する - 金融危機の800年』日経BP社
- ・ 翁邦夫 (2016) 「検証なき日銀 - マイナス金利の副作用」『週刊エコノミスト』2016年4月19日号
- ・ 小田信之、村永淳 (2003) 「自然利子率について：理論整理と計測」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.03-J-5
- ・ 鎌田康一郎 (2009) 「わが国の均衡実質金利」『マクロ経済と産業構造』、12章、慶應義塾大学出版会
- ・ 鳥謹三 (1983) 「いわゆる『高橋財政』について」、日本銀行、金融研究第2巻第2号
- ・ 日本銀行企画局 (2015) 「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」、日銀レビュー 2015年5月
- ・ 日本銀行金融市場局 (2015) 「国債市場の流動性：取引データによる検証」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.15-J-2、2015年3月
- ・ 戸部良一、寺本義也、鎌田伸一、杉之尾孝生、村井友秀、野中郁次郎 (1984) 『失敗の本質』ダイヤモンド社
- ・ 古金義洋 (2011) 「国内産業は空洞化に向かうのか？～海外直接投資が輸出に及ぼす影響～」農協共済総合研究所、『創立20周年記念論文集』
- ・ 古金義洋 (2015) 「最近の賃金低迷を巡る諸問題」JA共済総合研究所、『共済総合研究』第71号
- ・ 米川伸一 (1986) 『概説イギリス経済史』有斐閣選書