

量的金融緩和政策論の再検討

——バーナンキ氏の諸説の批判的検討——

大 塚 晴 之

甲南経営研究 第46巻 第2号 抜刷

平成 17 年 12 月

量的金融緩和政策論の再検討

——バーナンキ氏の諸説の批判的検討——

大塚 晴之

はじめに

日本経済では、概ね1990年代の中頃から、財・サービスの価格の加重平均値であるGDPデフレータが低下し始め、その傾向は十年近く継続した。一方、バブル崩壊に続いて、株価や地価といった資産価格もこの間趨勢的に低下し続け、2005年ようやく反転に向かった。経済成長率についても、これらとの相関関係の有無を別にして、2002年頃からの設備投資の上昇局面に至るまで低調であった。

白書の類や民間エコノミストの文章を見ると、一般的に、デフレが景気低迷の原因と捉えており、デフレが不況をもたらし、さらにデフレを呼ぶという「デフレ・スパイラル」という有名な理論(?) 仮説が生みだされた。しかし、経済学の立場から見ると、デフレスパイラル論が一般的に信じられることは大きな驚きである。理論的には、放っておけば物価が際限なく低下するという結論はきわめて厳しい条件でしか実現しない。もちろん過去の歴史において、デフレーションが激しく進行したことがあることは否定できないが、実証的には、これらがデフレスパイラル論で言われるようなメカニズムで起こったという確かな証拠はない。

多様なレベルの政策論議においても、「デフレスパイラル論」の考え方が前提とされることがしばしばあり、2000年代に入ってから経済政策では、

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

緊縮財政の代償として物価安定のための金融政策が推進されることになった。日本銀行はゼロ金利下で貨幣供給量を増加させる量的金融緩和政策を継続している。しかし、量的金融緩和の効果は明確ではなく、理論的根拠は脆弱である。現状では、日本銀行が量的金融緩和政策からの離脱のタイミングをはかっているのに対し、政府は政策の継続を強く求めている。

本稿は、日銀の採るべき政策を明らかにするため、物価変動の経済的影響と、金融政策の物価のコントローラビリティの二点について、ベン・バーナンキ氏らの展開する理論を根拠に現在日本銀行が継続している量的金融緩和政策を検討することにより、理論化を試みることを目的としている。

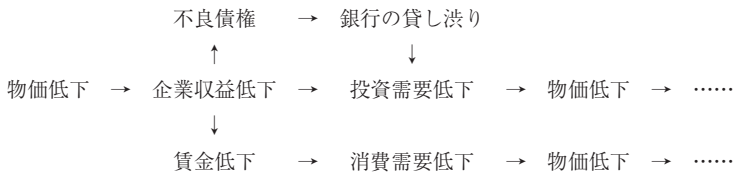
以下では、一般に言われるデフレ・スパイラル論を経済理論的に検討する。その際、デフレと景気に関するフィッシャーによる負債デフレ理論に関するトービンによる要約をベースに、需給分析の視点から議論を再構成してみたい。さらに、デフレスパイラル脱却のために日銀により採用された量的金融緩和政策の是非及び金融政策のあり方についても限定的ながら提言を行いたい。

1 節 デフレスパイラル論の要約と検討

平成15年度版「国民生活白書」を見ると、第1章が「デフレ下の国民生活」となっており、全体としてデフレが景気回復の重しになり、国民生活に悪い影響を及ぼすという基調で文章が構成されている。この中にデフレ・スパイラルの説明と思われる次のような論理展開がある。

「物価水準の低下は企業収益を低下させ、投資需要を抑制する。また企業収益の低下は賃金を低下させるため、消費需要も低下する。同時に、企業収益の低下は、企業の借入返済を困難にするため不良債権を増大させ金融仲介機能を低下させるので、企業の投資需要を抑制する。このようにマクロで見たときの総需要が低下する結果国民所得が低下するとともに物価水準はさら

図1 デフレ・スパイラルのメカニズム



に低下する。」(本文を参考に再構成)

この論理からすれば、一旦物価が低下するようなショックが起こると、経済は自律的に景気を回復する能力を失うということになる。また、このプロセスでは新規のイノベーション(技術革新)など期待すべくもないので、景気変動に関するあらゆる理論的な説明が否定されそうである。いうまでもなく現実世界では、何度もデフレ不況から成長への軌道修正がなされた。しかも何らの政策介入も無しにである。ではいったい何が間違っているのだろうか。このことは、経済学のテキスト的説明によっても理解可能であるので、簡単に解題してみよう。

まず、物価が低下して名目賃金が低下したとき、実質的な賃金は固定的となるから、物価低下が消費需要を引き下げるとする説明は疑わしい。

通常の総需要総供給曲線分析によれば、総需要が何らかの要因で減退したとすると、総需要曲線は左にシフトして物価が低下しつつ国民所得が低下する。これは次のメカニズムによる。すなわち、総需要が減ると前の物価水準では供給過剰になり物価が低下するが、物価の低下とともに実質賃金が増加し生産コストがかさむので、供給量すなわち国民所得が低下する。この間名目賃金が一定なら雇用量が減少し、失業者が増える。新しい物価水準と国民所得水準はこれで確定し、さらなる物価の低下のメカニズムはここには存在しない。

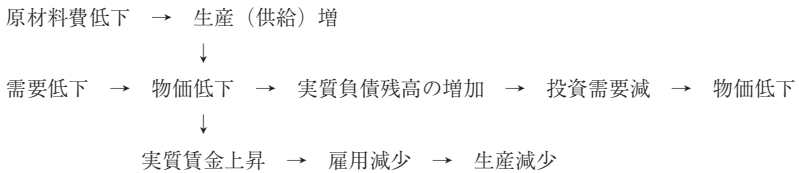
もう少し現実に即して話をしてみよう。前述のように、大まかに言って

1990年代に現れたデフレ現象は、消費需要の低下、投資需要の低下、公共投資の削減、安価な原材料及び完成品の輸入等に原因が求められている。消費、投資、公共支出は総需要構成項目であり、これらが減退したとすれば総需要曲線が左方にシフトしたことになる。総需要曲線の左方シフトは物価と国民所得の同時低下をもたらすため、これによるデフレはいわば悪いデフレである。一方、原材料費の低下は、供給者の要求価格を引き下げるから総供給曲線を右方にシフトさせる。総供給曲線の右方シフトは物価を下げるが国民所得を上昇させるので、これによるデフレは良いデフレといえることができる。もちろん国内との競争完成品が安価で輸入される場合には、国内需要が減退するため、総需要が減少することになるが、加工品の輸出による総需要の増加効果が一方で働くであろう。

これらの結果、デフレと景気後退が同時に発生した。平成不況の元凶は総需要の継続的後退であり、決して中国から安い原材料や中間生産物が輸入されているからではない。また、企業と家計の活動からのフローを見たとき、理論的にはデフレ・スパイラルは起きない。

さて、ここで分析されていないデフレ要因がもう一つある。不良債権問題である。この問題はより広範に、デフレの金融に与える影響と把握すべきである。総需要の減退が企業の収益を悪化させるとき、企業は借入金の返済が困難になる。このため、金融機関の抱える不良債権額は名目額において大きくなる。また、デフレにより、実質的な負債残高が増大する。負債契約は債務者が契約時の約定金利及び元本を約定返済日に債権者に返すという契約であるから、その名目額は物価変動に関わらず固定されている。このために、物価変動の影響を大きく受ける。マクロ全体で不良債権が増大すると金融システムそのものが脆弱になり、貸し渋りが発生するようになる可能性がある。このため企業の設備投資のための資金調達が困難になり、総需要水準が低下してデフレを進行させるかもしれない。

図2 デフレの発生とその影響



実際、1990年代における日本の金融環境において不良債権問題は深刻な影響を及ぼしたと考えられる。巨額の不良債権の発生はバブル後に顕在化したのが、その原因は日本的金融環境の中での安易な銀行経営にあったと考えられる。伝統的に日本企業はメインバンク関係を中心とした融資環境に頼っていたため、間接金融が優位であった。未熟であった資本市場が間接金融に拮抗したのは1980年代に入ってからで、この時期にエクイティファイナンスのブームが発生した。資本市場での増資が比較的容易に可能になったため、信用力の高い企業はこぞって資本市場からの資金調達を行ったのである。一方この時期にメインバンク関係が見直されるには至らなかったため、将来収益に関する十分な審査もなく銀行から企業への積極的な貸し込みが行われた。必要のない資金を借りた企業も多々あったはずである。バブルは、減速成長下で起こったため、崩壊後の打撃は壊滅的であった。債権は不良化して焦げ付き、金融仲介機関は自己資本比率を低下させ、その機能が低下したのである。バブル崩壊により資本市場の機能が低下し、銀行借入もできない企業が続出し、マクロ的に投資水準が大きく減退することになった。物価水準低下による実質負債残高の増大は企業組織に重大な影響を及ぼし、デフレ・スパイラルの可能性が発生したのである。

以上の議論より、デフレの発生と経済に及ぼす効果は図2のようにまとめることができる。

しかし、物価変動にともなう実質負債残高変化がマクロ経済に及ぼす影響

は単純ではない。これに関しては長きに渡るマクロ経済学上の論争があり、未だ完結していない。そこで、これについて次節で検討することにしよう。

2 節 負債デフレ理論の検証

経済の歴史において、インフレーション・デフレーションの弊害について問題視されることはこれまでもしばしばあった。このため、マクロ経済学の領域において、物価変動に関する問題は中心的な課題であり、学問的には、世界恐慌時のアメリカ経済の問題について、古典派の立場から I. Fisher が展開した負債デフレ理論⁽¹⁾がその嚆矢であるといつて良い。ケインズは物価が一定であるような大不況について論じたが、石油ショックを契機としてケインジアンによる総需要総供給曲線分析が確立された。物価変動のマクロ経済に及ぼす影響に関する理論的総括がトービンによって行われ、その後、マクロ理論において物価変動リスクはむしろマイナーな扱いであったが、近年のデフレ傾向と不良債権問題を受けて最近になって急激にフィッシャー以来の物価理論が見直されるようになった。

近年のデフレに便乗した理論的な分析は新しそうに見えて大部分がトービンによって総括された理論のレベルを越えるものではない。そして、実証分析の多くは、安易にデフレの原因をマネーサプライの水準に求め、後述の量的金融緩和政策の妥当性を軽々に論じているのみで、理論的な基礎が脆弱である。本節では、フィッシャー以来の負債デフレ理論を紹介するとともに、近年の理論的發展をふまえて、デフレがマクロ経済に与える影響を筆者なり

(1) Fisher は論文 *Debt Deflation Theory of Great Depression* (1933) において、完全雇用を前提とする古典派の立場からデフレをともなう不況時におけるリフレーション政策を提唱した。不況にともなう消費が減退すれば物価が低下するが、これにともなう実質負債残高の増大が投資を減退させ、さらに不況を深刻化させるといふ議論である。実質負債残高の増大が心理的要因に影響している点に注目している。

図3 負債デフレ理論

物価低下→実質負債残高増加→借入低下・生産減少→企業の清算→物価低下→……

にまとめてみたい。

近年注目されている、フィッシャーが示しトービンが総括して以来一般的⁽²⁾になった物価変動がマクロ経済に及ぼす影響に関する議論は次のようにまとめることができるであろう。

簡単にいうと、物価変動が発生すると、資産や負債の実質的な価値が変動するので、消費や投資の大きさが変化し、国民所得が変化する。これが議論のエッセンスである。もう少し詳しく考えよう。

フィッシャーは、1933年に負債デフレ理論と呼ばれる有名な理論を示した。物価が低下すると企業の生産が減少し国民所得が減少するというのである。これは次のような論理による。デフレが発生すると、企業が抱える負債の価値は実質的に増加する。負債額が増大すれば新規の借入が困難になるばかりでなく倒産も発生する。企業は返済のためキャッシュフローを作り出すべく生産物や資産を売り払おうとする。このため物価が低下する。生産は縮小しデフレがさらに深刻になるのである(図3)。

このプロセスは何らかの要因により物価が上昇するまで続くことになる。このため、リフレーション政策(インフレ政策)が必要であると提唱した。(ただ、フィッシャーの理論的基礎である古典派といわれる理論からすると、一国全体の生産量が縮小すれば貨幣量が一定である限り物価は上昇する。このため、デフレスパイラルは起らない。この意味でフィッシャーは理論的に破綻していたと見るべきであろう。)

フィッシャーの後に実質負債残高について分析しようとしたのはトービン

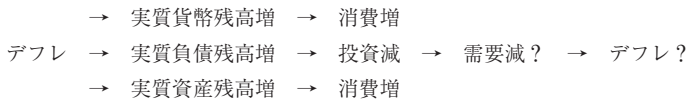
(2) Tobin は著書 *Asset Accumulation and Economic Activity* において、実質負債残高効果と実質資産残高効果の双方について、包括的な分析を行っている。

である。単純に言って債務者がいれば債権者がいる。したがって、負債が存在するときには、必ずそれと同額の資産が存在するということになる。物価が資産と負債の双方に影響を与えるのであれば、両方の影響を考慮しなければ分析は不十分ということになる。トービンはこのような考え方によって理論を深化させたのである。

さて、いま物価が低下したとするなら、資産の時価額を物価指数で除した値、すなわち実質資産残高が増大する。家計は資産が増えると消費を増やそうとする（これを資産効果という）。このため、消費需要が増大する。ただし、負債に対応してマクロ経済の中に必ず同額の債権資産が存在する。物価が低下するとき、負債の時価額を物価指数で除した値、すなわち実質負債残高が増大する。実質負債残高が増大すると消費は逆に減らされるであろう。このために物価変動を通じて消費に影響するのは債務者が存在しない資産である貨幣に関する実質貨幣残高のみである。しかし、資産と負債は家計集団の中で完結しているわけではなく、マクロ全体の中では資金余剰主体である家計が資産保有者であり、資金不足主体である企業が負債保有者であると考えられる。物価変動のマクロに対する影響は、家計の消費需要と企業の投資需要の両方に及ぶと考えるべきである。すなわち、物価の低下により実質負債残高が低下して企業が投資を減らす一方、実質資産残高が増大して家計が消費を増やすということになる。

トービンは、資産保有者（資金余剰主体：家計）と負債保有者（資金不足主体：企業）の支出性向の相違から、次のような結論を導いている。一般に、負債保有者は資金を借り入れてまでも支出を行おうとするため資産保有者より支出に対して積極的であるから、実質負債残高効果の影響の方が強く、双方の効果が完全には相殺し合わない。仮に、資産保有者を家計、負債保有者を企業とするなら、デフレにともない、家計は消費を増やし企業は投資を減らすのが、絶対額において企業の投資減の方が大きいと考えるのである。

図4 実質負債残高効果 対 実質資産残高効果



この論理に従えば、消費に与える実質資産残高効果（実質貨幣残高効果を含む）と投資に与える実質負債残高効果の大小により、物価変動が需要に与える効果は異なることになり、結局実証を待たなければその効果は確定できないということになってしまう（図4）。つまり、デフレ・スパイラルは起きるかもしれないし起きないかもしれない。

この議論には大きな欠陥があると感じる方がいるかもしれない。資産には負債に対応しない株や土地といったものもあるからである。負債に対応しない資産（債権以外の資産）は実質負債残高の変化によって相殺されないため物価が低下すれば実質資産残高効果を通じて消費を増やすと考えられる。たしかに、日本銀行がベースマネーを変動させマネーサプライが変動すると物価が変動するという因果関係があり、物価変動がマネーサプライを変動させるという因果関係はないため、物価変動が実質貨幣残高の変動を通じて消費に影響を与えるというこの議論は正しい。しかし、株式や土地等の資産については、物価変動から資産価格変動という因果関係が存在する。これらの資産価格は、当該資産が生みだすであろう収益の現在価値であるが、総需要が増大し景気が上昇する局面では、投資の結果発生する収益予想が改善して資本財需要が増大する結果、資産価格が上昇する。このため、物価が変動しても実質資産残高の値は比較的安定的となる。実際、いくつかの実証研究が、資産価格の上昇が総需要を増大させてのではなく、総需要の上昇が資産価格の上昇をもたらしたことを示唆しているが、総需要の増大は物価を上昇させるので、これらの実証は実質資産残高が比較的安定的な数値を保つ傾向にあ

図5 物価と資産価格の関係



ることを示唆しているものと考えることができる。

このようにして、需要の不足によりデフレーションが発生した場合のマクロ経済への反作用を分析することができる。債権以外の資産の実質資産残高の値は安定的であり、この影響は現れない。一方、実質負債残高と負債の反対側にある資産の実質資産残高はデフレによって増大し、需要に与える効果は大部分相殺されるが、支出性向の相違により需要は減少の傾向となる。しかし、実質貨幣残高の値が増大し消費が増大するので、総需要の減退は一部相殺される。ここでもし実質貨幣残高の増加が消費増につながらなければ、⁽³⁾デフレスパイラルが発生することになる。

(3) 物価が変動がマクロ経済に及ぼす影響に関する議論は次のようにまとめることができるであろう。

物価が低下するとき、資産の時価額 (A) を物価指数 (P) で除した値、すなわち実質資産残高 (A/P) が増大する。このため、いわゆる資産効果が働き消費需要が増大する。

ただし、貨幣 (M) 以外の資産 (A') はマクロ経済の中に必ず同額の負債が存在するために消費に影響するのは国民所得水準 (Y) の他には実質貨幣残高 (M/P) と土地などの資産価値 R の実質値 (R/P) のみである。

一方、物価が低下するとき、負債の時価額 (D) を物価指数で除した値、すなわち実質負債残高 (D/P) が増大する。実質負債残高の増大と実質負債残高の増大の消費に対する影響が相殺し合うと考えられるが、Tobin はその後、資産保有者（資金余剰主体：家計）と負債保有者（資金不足主体：企業）の消費性向（投資性向）の相違（負債保有者の方が支出に対して積極的である）から、実質負債残高効果の影響の方が強く、双方の効果が完全には相殺し合わないことを指摘している。

以上から、金利が一定である経済を考えると有効需要額 Y を、

$$Y = C(Y, \log A/P - \log D/P) + I(i, \log A/P - \log D/P; a)$$

と表現することができる。（ただし、 $A = M + A' + R$ 、 I は投資額、 i は実質利子率、 a は資本の限界効率である。）

有効需要の不足によりデフレーションが発生した場合のマクロ経済への反作用を

実際、1990年代を通じて不良債権問題による投資減退は深刻化したが、実質マネーサプライは戦後最大の伸びを示したものの、消費は伸びず、貨幣は大部分不活動貨幣として保蔵されてしまったのである。このことから、1990年代末から2000年代初頭にデフレスパイラルの危機が存在したことは否めない。しかし、実際にはデフレスパイラルは起こらなかった。政策の力か市場の力か、どちらであろうか。節を改めて検討したい。

3節 量的金融緩和政策の物価のコントローラビリティ

平成不況下で、日本銀行は不況を克服するために、1990年代を通じて一貫して金利引き下げ政策を採ってきた。この間期待された政策効果が資金調達コストを低めることにより企業の投資を促進することであったことは言うまでもない。そしてゼロ金利となり、短期金利をターゲットにする政策が限界になるにともなって、デフレ懸念が進行する中で、伝統的なケインズ経路の金融政策から離れた新しい発想の政策が模索された⁽⁴⁾。この議論は krugmann

分析することができる。 R/P の値は安定的であり、この影響は現れない。 A/P と D/P の変化は一部相殺されるが、総需要は減少する。ただ、 M/P の値が増大し消費が増大するので、総需要の減退は一部相殺される。この体系で消費関数における $\log(M/P)$ の偏微分係数を十分小さな値に設定して動学経路を調べれば、デフレスパイラルを見いだすことができるであろう。

- (4) このような模索が理論的意味を持つためには、国際金利と国内金利が乖離して0金利が生じる可能性がなければならない。普通、海外の金利が国内の金利を上回れば、利ざやを求めて資金移動が発生し、国内市場では資金不足になって金利が上がるはずである。したがって、国際化の進展の中で、名目金利が低水準で固定的になるといった事態は理論と異なる。もちろん、為替リスクが存在するので金利差が発生するのは当然であるが、為替リスクによる調整を行ってもなお余りある金利差が存在する。そのようなことは一般的に起こり得るのだろうか。

国内金利と国際金利を乖離させる要因として、投資に関するホームバイアスという現象がある。資金を運用する場合、為替リスクを考慮すればこの国で運用しても良いはずであり、金融市場における一物一価の法則が働くはずである。ところが、資金運用に関しては自国における運用比率が圧倒的に大きいというパラドクスが存在し、とりわけ日本においてはその傾向が顕著である。この原因として、資金提供

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

による提唱を嚆矢とし、FRBのベン・バーナンキらによって主張されたもので、日本銀行はそれらの理論的根拠を以って、2001年からいわゆる量的金融緩和政策を行った。日本銀行は物価を上昇させ、投資需要を増大させるために貨幣供給量の継続的増大策に踏み切ったのである。本節では、伝統的金利政策と比較しつつ、最後の切り札として登場した量的金融緩和政策について検討してみたい。

(1) 平成不況下の伝統的政策

平成不況に直面して、日本銀行は伝統的金融政策で金利を引き下げることにより資金需要を喚起し、投資水準の増大を期待した。簡単に振り返っておこう。

①金利を引き下げる手法

従来日銀は、超短期の銀行間金利であるコールレート（無担保翌日物）の水準を誘導目標として設定し、公開市場操作等の金融調節を行ってきた。マネタリーベースを拡大する金融調節が行われると、コールレート（無担保翌日物）が下落する。こうした短期金利の引き下げは、中長期の金利を引き下げることが目的としている。長期は短期の積み重ねでなるのであるから、一般的には、長期金利は将来発生するであろう短期金利の加重平均値となるべ

者たるプリンシパルと外国のエージェントとの間の保有情報量の格差、金融システムの閉鎖性などが存在するとされる。情報技術の発展と国際化の進展のなかで、情報格差は緩和されるであろうし、各国金融システムの閉鎖性も解消されていくであろう。しかし、情報コストの観点から見て、投資家が経営意思決定に参画するような内部株主になろうとする場合海外より国内企業への出資を選択するであろう。また、メインバンクと借入企業の関係は情報コストを低めるため、銀行貸出についても国内企業への資金提供が中心となることは経済的合理性の観点から否定できない。このように、投資におけるホームバイアスが解消されることはなく、内外金利格差が消失することもないであろう。特に、日本においては、メインバンクのメリットが活用され続ける限り、この傾向が顕著であろう。この点からすると、ゼロ金利下の金融政策のあり方を中央銀行が模索することには一定の意味がある。

きである。したがって、短期金利の低め誘導は長期金利を引き下げerはずである。企業が設備投資を行ったり、家計が住宅投資をおこなう場合、問題となる金利は中長期の金利であるから景気を本格的に押し上げるためには中長期の金利が引き下がる必要があるのである。

②金利引き下げに期待された効果

金融調節の結果首尾良く短期金利のみならず中長期の金利引き下げに成功したとしよう。このとき期待される効果は、次のようなものである。

第1に、金利が下がったことにより企業の投資需要が増大するとともに住宅投資も増大する。このため、総需要が増大して国民所得が増大することになる。

第2に、一般に金利低下局面で貸出金利と預金金利の差が大きくなるが、このために銀行の利ざやが大きくなり、銀行の貸出態度が積極化する。この結果資金需要者はより容易に資金を調達することが可能になり、投資水準は拡大する。

第3に、金利の低下は貿易収支を改善し、総需要を拡大して国民所得を増加させる。少し説明を加えよう。国内金利が低下すると海外金利との差が発生し、高い金利を求めて海外への資金（資本）移動が発生する。この結果資本収支は赤字となるが、国際収支赤字はドルの海外流出を意味するので、円・ドルの交換市場では相対的に円が過剰となり円安となる。円安下では輸出が拡大し輸入が縮小する傾向があるため、国内産業に対する需要は事実上大きくなる。このため、景気の改善が見込めることになる。

③1990年代の経済環境と政策効果

通常期待される金融政策効果は、マイルドな不況下では確かに現れる。しかし、1990年代の経済環境は1930年代にケインズが直面したような大不況の状況に類似していた。

第1の特徴は、企業が十分な収益を期待できるほどの投資プロジェクトを

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

持っていなかったことである。資金調達コストである金利がいくら下がってもそれよりも高い収益率の投資が見いだせないのであれば新規投資需要は発生しない。このような状況では実質利子率がマイナスにならないければ投資需要は発生しないであろう。

第2の特徴は、不況下で証券投資に対する悲観から人々が流動性（貨幣）形態でできるだけ多くの資産を保有しようとしたことが上げられる。債券価格は将来下がるしかない（債券価格は今は最高）と認識され、債券価格と逆の関係にある利子率は将来上がるしかない（利子率は今は最低）と認識された。このような状況では、債券の代わりに貨幣が無限に需要されるようになる。貨幣がいくら供給されても、流動性形態で保有されるのみで、金利はそれ以上下がらなくなる（流動性の罨）。実際、ベースマネーが追加される中で、資金は流動性の高い預金形態で保有されるのみであった。

第3の特徴は、デフレーションが実質金利を引き上げていたことである。金利がいくら低下してもそれ以上のスピードで物価が下がるのであれば資金調達者が支払うべき実質的な金利はかえって高くなる。90年代のデフレが実質金利を高めた可能性は否定できない。

第4の特徴は、デフレーションが実質負債残高を高めていたことである。借り手が負債を抱えている場合、新規投募プロジェクトの収益は既存の債権者にとられてしまうため、このような借り手に資金を供給することはリスクである（デット・オーバーハング）。さらに、デフレは不良債権を抱える金融機関にとっては自らのバランスシートが悪化することも意味し、貸出に対して慎重にならざるを得ない状況にあった。

第5の特徴は、不況にともない資産価格が低下したことである。日本の銀行の貸出において担保が取られるのが普通で、保有資産の価値が下がれば借入可能額も低下する。景気後退にともなって物価も低下したので実質資産残高の低下は一部抑えられたが、土地価格の低下は破滅的であった。

以上の状況下で持続的な低金利政策が採られたわけであるが、当然ながらこれが功を奏することはなかった。

(2) 金利から貨幣量への目標転換

日本銀行は2001年に金融市場調節の主たる操作目標を従来のコールレートからマネタリーベース等の量的指標に移し、量の大幅な拡大を目指す方針をとった。具体的には長期国債の買い入れを増額することとしたのである。

①量的金融緩和政策に期待された効果

量的金融緩和政策に期待された主な効果はポートフォリオバランス効果と実質金利の引き下げ効果、そして直接的な物価引き上げ効果の三つであると考えられる。

(i) ポートフォリオバランス効果

一つ目のポートフォリオバランス効果とは次のようなものである。日銀が長期国債を市中から買い入れると、民間部門の保有するリスク資産が減り、貨幣が市中に供給される。この過程で、市中銀行の日銀当座預金残高が増える。このため、民間非金融部門も民間金融部門も自らの資産ポートフォリオのリスクが低下する。あらゆる経済主体は、リスク選好と保有しようとする資産のリスクと収益率の関係を考慮して最適資産ポートフォリオを保有しようとする。政策介入によりこのバランスが崩されたことになるため、最適ポートフォリオが再計算され、ポートフォリオバランスを戻そうとするであろう。このため、株式や社債といったリスクな資産が追加購入され資本市場に資金が提供される一方、銀行もリスクを高めるべく貸出を増加させるであろう。この結果、追加されたマネーサプライは金融市場を通じて円滑に資金不足主体である企業に提供され、マクロレベルでの投資が増大することになる。

また、購入されるリスク資産として外債が選択されれば、円売り・ドル買

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

いが発生するため円安になるが、このときには輸出増・輸入減を通じて国民所得が増大する。

（ii）実質金利引下げ効果

二つ目の実質金利の引き下げ効果は次のようなものである。この議論はクルーグマン等によって展開されたもので、フィッシャー方程式を基礎としている。フィッシャー方程式は、

$$r = i + EP \quad (r: \text{名目利率}, i: \text{実質利率}, EP: \text{期待インフレ率})$$

とするものである。1990年代以降日本経済は流動性の罍の状態にあるとされ、多くの実証研究もこれを支持している。このため、 r は下限の固定値であり、2000年代に入ってから数値はほぼゼロであると見てよい。マネーサプライの増大は一定期間を経て人々のインフレ期待を引き上げるであろう。マネーサプライの追加が EP を増大させるなら、実質的に払うべき金利 i が低下したと認識され、投資需要が喚起されることになる。

1990年代以降日本経済では名目利率が下限まで下がっており、伝統的金利政策は無効であった。マネーサプライの追加が予想インフレ率を増大させるなら仮に名目利率が0であったら実質利率が低下したと認識され、投資需要が喚起されることになる。（逆にデフレを放置すれば、名目金利がゼロでも投資が行われない可能性がある。この場合には、各企業の加重平均資本コスト（WACC）と均衡する名目金利がマイナスであることを意味している。）

（iii）物価引き上げ効果

貨幣数量説的発想によれば、持続的に貨幣発行量を増やすことは、デフレの環境下で物価低下を抑制要因となり得る。実際、マネーサプライ増加させたとき産出水準が一定で、貨幣が取引のためのみに使われるのであればこの議論は正しく、負債デフレーションを回避するという効果も期待される。

②量的金融緩和政策の評価

(i) ポートフォリオリバランス効果

まず、ポートフォリオリバランス効果であるが、通常の金融政策経路が期待できないような不況下でこの効果が期待できるであろうか。そもそも不況下では経済主体のポートフォリオは最適なものではない。不況下では資産運用者はリスクを許容できる状況にない。したがって非金融部門がポートフォリオを組み替える可能性はない。一方銀行組織も実質負債（不良債権）残高が大きくなっている状況ではむしろポートフォリオのリスクが低下することを歓迎するであろう。実際、2001年3月から2003年3月までの統計を見ると、銀行のポートフォリオにおける各資産の保有比率は、企業向け貸出が51.3%から47.9%に低下、株式が5.0%から2.5%に低下しており、この間若干の景気回復が見られたにもかかわらずポートフォリオのリスクは全く上昇していない。このことは、経済の状況が上向く前に銀行が積極的な投資を行うことの困難性を示唆している。

(ii) 実質金利引下げ効果

次に実質金利の低下効果について考えてみよう。この議論には理論上の問題があるように思われる。ベースマネーが追加されたとき、その影響が期待インフレ率を変更させるまでにはある程度の期間が必要である。このことについては、かつてマネタリストによっても主張されており、マネタリストは期待が調整される期間を長期と呼んだのであった。期待調整に期間を要するのであれば量的金融緩和の効果は長期にしか現れない。しかし長期には名目金利が上昇し、結局実質金利が一定であることが認識されるため、量的金融緩和の効果は全く現れないであろう。もちろん人々が即座にかつ正確に事態を認識できれば、マネーサプライの上昇率と物価や賃金の上昇率は等しくなければならないと考えられ、そのような経済では、名目金利も上昇して実質金利が一定であることが即座に認識されるに違いない。

そもそもフィッシャー方程式は生産要素（資本及び労働）が完全利用され

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

ているときの均衡状態を出発点としており、資本が過剰な不況の状況は想定されていない。不況の状況では、貨幣はタンス貯金や郵便貯金などの不活動貨幣として保有されるのみで物価は変動しない。このことが正確に認識されれば、実質利子率に関する誤認を期待することはできないであろう。また、不況下では、投資の利子弾力性がゼロとなりがちであって、仮に実質利子率が下がっても企業は投資を増やそうとはしないであろう。この点からも量的金融緩和論は否定される。いうまでもなく不況下でのインフレ予想の修正は、投資の期待収益率の上昇に端を発する投資需要の増大によって総需要が増大しなければ発生しない。

（iii）物価引き上げ効果

言うまでもなく、完全雇用下で古典派二分法が成立している限り、マネーサプライの上昇と物価の上昇は比例的である。総需要総供給曲線分析が妥当するようなマイルドな不況下では、マネーサプライの増大は金利を引き下げ投資需要を喚起する結果総需要を増大させるので物価引き上げ要因となるが、効果の一部分は所得の増大に吸収される。しかし、生産水準が低く過剰設備を抱える大不況下では、企業は生産増大に伴って物価の上昇を要求しないため、総供給曲線は水平に近い。（よく知られているように、ケインズの総供給曲線は水平である。）このため、マネーサプライの上昇が物価を上昇させることはない。流動性のわなの状態にあるので、追加供給された貨幣は金融市場内で保蔵されるにすぎない。

このように、直接的な物価の上昇効果をによるデフレ脱却は期待できない。

4 節 要約と結論

本稿では、流動性のわなのような状況での大不況下では金融政策は有効でないことを明らかにした。貨幣保有が好まれる状況ではベースマネーがいくら追加されても流動性が高い貨幣形態で資産が保有されるため、貨幣が

手元に保蔵されるだけであるから、資金供給の面から景気回復につながることはない。また、仮に不況下で金利引き下げが可能になったとしても、企業の投資収益に関する悲観から投資需要が増大することはない。さらに、名目金利が下げ止まりの環境で量的緩和がおこなわれた場合でも、不況下でインフレ予想が発生することはまずないので、実質金利が下がることもないし、もし実質金利が下がっても企業マインドが好転しなければやはり投資需要増加しない。量的緩和に期待されるポートフォリオリバランス効果も、資金供給者が流動性を好む状況ではリスク資産（株式や貸出）を持つとする動機がきわめて小さいので、投資需要を喚起することはできないであろう。

金融政策が大不況下で無効であることは1930年代のケインズが強調したことである。（このためにケインズは財政政策の重要性を強調したのである。）しかし、マイルドな不況下では金融政策は有効であり、特に国際関係を考慮すると財政政策は無効となり、前述のように（マネーサプライ増による金利低下が資本収支を赤字化し、このため発生する円安により輸出が増えて輸入が減るため）金融政策の効果はきわめて大きい。したがって、マイルドな不況下での金融調整は否定されるものではないが、問題は物価の変動である。マイルドな不況下で安易にベースマネーが追加された場合、インフレーションが発生する可能性が高くなる。物価が急激に上昇すると負債の反対側である債権の実質価値は下がるし、それ以外の資産価格についても物価変動に資産価格変動がついていけないような場合その実質価値は下がる。そのため需要が低下し不況に突入することにもなる。デフレに比べインフレは上限がないためにその効果は破滅的である。実際、歴史においていくつかのハイパーインフレーションの例を見いだすことができるが、その結果は悲惨なものであった。したがって、マイルドな不況下でもベースマネーの調整は慎重に行わなければならない。また、量的金融緩和を長期間継続した場合、景気上昇とともにインフレーションが発生することも注意すべきである。不況時に不

量的金融緩和政策論の再検討（大塚晴之）

活動貨幣として眠っていたものが一気に市場に出回るのであるから、ハイパーインフレーションの危機となることさえ考えられるのである。金融政策にできること、というより金融政策がしなければならないことは物価の安定である。経済の自立的成長を阻害しないような物価を保つことこそが中央銀行の役割であり、裁量的な介入政策は極力控えるべきである。

参 考 文 献

- 祝迫得夫（2002）「資産価格が消費に与える影響について」経済研究 Vol. 53, No. 1, pp 64-78.
- 大塚晴之（2004）『企業再生のための経済政策』同文館出版。
- 大西茂樹（2002）「デフレーションの要因分析」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャルレビュー』（12月号）。
- ベン・バーナンキ（2004）『リフレと金融政策』高橋洋一訳日本経済新聞社。
- 細野・杉原・三平著（2001）『金融政策の有効性と限界』東洋経済新報社。
- Ahearne, Alan, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, and, and others (2002), “Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990’s,” Board of Governors, *International Finance Discussion Paper* No. 729.
- Bernanke, B. and M. Gartler (1989), “Agency Costs, NetWorth, and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, March.
- Romer, David (2000) *Advanced Macroeconomics*, Second Edition, McGraw Hill.