

CIRJE-J-289

経済史から見た「異次元緩和」

岡崎 哲二
東京大学経済学研究科

2017年8月

CIRJE ディスカッションペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/03research02dp_j.html

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

経済史から見た「異次元緩和」

岡崎哲二（東京大学）*

Abstract

This paper compares the “new dimension monetary easing” by the Bank of Japan under the Abe administration since April 2013 with the “Takahashi Policy” in the 1930s. Korekiyo Takahashi, who was appointed to be the Minister of Finance under the Great Depression, implemented a distinctive set of macro-economic policies including suspension of the gold standard, monetary easing, and fiscal spending based on underwriting of public bonds by the Bank of Japan. Those scholars who promoted the radical monetary easing in recent years, referred to the Takahashi’s policy to justify their argument. By comparing the basic macro-economic variables between the 1930s and the 2010s, we found that the impacts of these two policies are substantially different. It is suggested that the difference reflects the difference in the condition of the financial market as well as the long-term momentum of economic growth.

* okazaki@e.u-tokyo.ac.jp

日本銀行が行っている大規模な金融緩和、いわゆる「異次元緩和」の開始から4年以上が経過し、その効果について、昨年9月に日本銀行がいわゆる「総括検証」を行ったほか、金融政策、マクロ経済学の研究者がさまざまな分析を行っている。ここでは、これらの分析を前提に、経済史の視点から新しい論点を提示することを試みたい。具体的には近年のマクロ経済政策を1930年代の「高橋財政」と比較して政策実施後のマクロ経済の動きをデータによって比較する。あえて80年以上前の政策との比較を行うのは、第二次安倍内閣発足以降のマクロ経済政策の転換にあたって、転換の必要性を主張する論者が高橋財政の経験を参照し、自らの主張を裏付けたことによる。

例えば、2013年4月に開始された日本銀行の大規模な金融緩和、いわゆる「異次元緩和」の直前に日銀副総裁に就任した岩田規久男氏は、2004年に編著『昭和恐慌の研究』を刊行し、その中で戦前、犬養毅内閣の下で行われた1931年12月の金輸出再禁止、1932年11月の国債の日銀引受発行を「リフレ・レジーム」への転換であるとした。そしてそれによって日本経済は1929年以降の「昭和恐慌」から短期間で脱出することができたとし、その現代への含意として「経済政策については、金融政策を明確にリフレ・レジームに転換して、日銀がそれに強くコミットすることが重要であることが改めて示された」(p.x)と述べている。岩田氏はまた、2009年3月24日に『日本経済新聞』に寄稿した記事でも、マネーストックの増加を提唱するにあたって、高橋財政の4年間にマネーストックが34%増加したのに対して、1999年2月のゼロ金利開始以降の4年間におけるマネーストックの増加が11%にとどまったことを挙げている。

高橋財政と第二次安倍内閣の下での異次元緩和がマクロ経済に与えた影響を比較するにあたって、あらかじめ高橋財政と異次元緩和に関する事実経過を簡単に確認しておこう。1930年1月に金本位制への復帰（「金解禁」）を断行した立憲民政党の若槻礼次郎内閣が、昭和恐慌の最中の1931年12月、金解禁をめぐる閣内不一致のために総辞職し、野党であった立憲政友会総裁の犬養毅に昭和天皇から組閣の命が下った。犬養内閣の大蔵大臣には首相経験者の高橋是清が就任し、就任後直ちに金輸出の再禁止を行った。犬養内閣は衆議院に少数与党しか持たなかったが32年4月の総選挙で景気回復を掲げて大勝、政権の基盤を固めた。

犬養内閣および1932年の5.15事件後に成立した斎藤実内閣の下で、高橋蔵相は、低金利政策と財政支出の拡大を行った。財政支出の拡大要因は、主に1931年9月に勃発した「満州事変」関係の軍事費と、景気対策のための「時局匡救事業費」であった。そして低金利政策を財政政策と連結する施策として、1932年11月から国債の日銀引受発行が行われた。

一方、近年の異次元緩和については、2012年12月に首相となった安倍晋三氏が、首相就任以前から自由民主党総裁として、日銀の政府からの独立性を定めた日銀法の改正に言及しつつ、政府と協調して「思い切った量的緩和」を行うことを日銀に求めていた。安倍首相は就任会見で、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を「三本の矢」と呼び、これらによって経済を再生することを主張した。2013年1月には、

「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」とする政府・日銀の共同声明が発表され、その中で日銀は物価安定の目標を消費者物価上昇率前年比2%に置くこととされた。そして2013年3月に白川芳明氏に代わって黒田東彦氏が日銀総裁に就任すると、4月に行われた最初の金融政策決定会合で、マネタリーベースと日銀の長期国債・ETF保有量を2年間で2倍とする質・量ともに次元を異にする金融緩和、いわゆる「異次元緩和」によって2年程度の期間で物価上昇率を2%に引き上げるという方針を決定した。

以上をふまえて、高橋財政と異次元緩和を、できるだけ同じ性格のデータを用いて比較する。比較にあたっては便宜上、前者の始点を1932年1月、後者の視点を2013年1月とする。まず近年の異次元緩和で直接的に操作できる政策変数として最も重視されたマネタリーベースについて見ると、その動きは図1の通りである。この図では2つの政策を比較するために1932年1月と2013年1月を中心に、政策開始前4年、開始後4年6ヶ月のグラフを重ねて描いている。

図1

まず高橋財政については、金本位制下の対外正貨流出を反映して政策開始前の1930年に年率10%を超えるマネタリーベースの減少が生じていた。1932年1月に金輸出が再禁止された後、減少率が縮小したものの、マネタリーベースの減少は続き、それが増加に転じたのは1932年9月であった。そしてその後は1933年には10%前後、34年以降は5%前後の増加が持続した。一方、異次元緩和については、民主党政権時代から日銀は金融緩和政策をとっており、2009～2010年にマネタリーベースは年率5%程度の増加を続けていた。2011年3月の東日本大震災後に日銀は市場への流動性供給を積極的に行い、マネタリーベース増加率は15～20%に急上昇した。2012年初めに震災対応の流動性供給が終了し、マネタリーベース増加率は5～10%に復帰していた。

日銀による異次元緩和がマネタリーベースに大きな影響を与えたことは図1から明らかである。安倍内閣の成立後にすでに上昇を始めていたマネタリーベース増加率は2014年4月以降急上昇を続け、ピークの2014年2月には55.7%に達した。ストック額の急増と2016年9月の総括検証に伴う政策の見直しを反映して、増加率は2014年以降低下してきたが、2017年に入っても20%前後の高い値を維持している。図1は、2013年以降の異次元緩和が、安倍内閣以前の金融政策に対してだけでなく、高橋財政期の金融政策に対しても、文字通り異次元のものであったことを示している。

このようなマネタリーベースの増加は、他のマクロ経済変数にどのような影響を与えたであろうか。マネタリーベースに預金通貨を加えたマネーストック(M2)の増加率を同じ期間について示すと図2のようになる。2016年9月の総括検証を含めて近年の日銀の公式文書ではマネーストックは言及されていない。しかし、1970年代の大規模なインフレの経

験以来、少なくともある時期まで日銀はマネーストックないしマネーサプライを金融政策の指標として重視してきたし、「リフレ」を主張する上記の岩田氏の記事はマネタリーベースよりむしろマネーストックの増加の必要性を強調していた。

図 2

高橋財政について見ると、金解禁が実施された 1930 年 1 月以降、M2 は減少に転じた。1931 年に入って減少率がいったん縮小したが再び減少が加速し、最終的にプラスに転じたのは 1932 年 10 月であった。その後は一時 10% を超える増加を記録したが、1934 年以降 5% 前後で安定した。図 1 と比較するとマネタリーベースの変化率と M2 の変化率の動きはよく対応しており、言い換えれば M2 とマネタリーベースの比率である貨幣乗数が安定していた。

一方、異次元緩和についてはその開始前、開始後で M2 増加率が安定しているという特徴がある。すなわち 2009~2012 年に M2 増加率は安定的に 2-3% を維持しており、異次元緩和後に増加率が上昇したがその幅はわずかであり、増加率は 3-4% 程度となっている。言い換えればマネタリーベースの大幅な拡大はほとんどすべて貨幣乗数の低下に吸収されて、マネーストックの増加に結びついていない。

これは、日銀のゼロ金利政策によるものと考えられる。短期金融市場の金利は近年、持続的にゼロないしゼロ以下に抑えられている（図 3）。ゼロ金利の下では、民間金融機関が日銀当座預金に資金を置くことの機会費用が低いため、量的緩和を行っても日銀当座預金が膨張するだけでマネーストックの増加にはつながらない。日銀が近年、マネタリズムが想定していたマネタリーベースからマネーストックを介して物価にいたるチャンネルに言及せず、マネタリーベース増加が直接的に人々の期待物価上昇率に与える効果を強調していること、また 2016 年 1 月にマイナス金利を導入したのはそのためと考えられる。一方、高橋財政期には短期金融市場の名目金利は 3% 前後のプラスの値を維持していた。

図 3

それでは異次元緩和が目標としている物価上昇率についてはどうであろうか。今日、物価目標の対象とされている指標は消費者物価指数であるが、戦前について比較可能な指標を得ることが難しいため、ここでは高橋財政については卸売物価指数、異次元緩和については企業物価指数を用いる。企業物価指数については消費税率引き上げの影響を除いたデータを使用する（図 4）。

図 4

高橋財政の開始前、日本経済は年率10%以上、時に20%を超える激しいデフレに直面していた。1928年11月から卸売物価が底を打った1931年11月までの3年間に物価は31%下落した。物価下落率の拡大は1930年10月に止まり、以後、下落率は縮小して行ったが、物価上昇に転じたのは金輸出再禁止が行われた1932年1月であった。そして同年8月以降、逆に急速なインフレが生じてインフレ率は一時30%を超えたが、その後インフレ率は変動しながらも0-8%の範囲に収まった。図4を図1、2と比較すると、卸売物価変化率とマネタリーベース変化率、M2の変化率の間に相当程度の正の相関があることがわかる。1929年1月-36年6月の卸売物価変化率とマネタリーベース変化率、M2変化率の相関係数はそれぞれ0.66、0.51である。

一方、異次元緩和の前の時期については、リーマンショック後にはかなり大幅な企業物価の下落が生じたが、その後は2010-11年に緩やかな物価上昇に転じ、2012年には再びデフレとなったが、物価下落率は1-2%にとどまった。異次元緩和が行われた2013年4月に物価上昇に転じたが1-2%のインフレの後、2014年11月から再びデフレとなり、物価下落率は一時4%台後半に達した。すなわち、高橋財政前後と比較すると、政策開始前のデフレがマイルドであった一方、政策開始後も大きなインフレ率の上昇は見られず、再び政策開始前よりむしろ大幅なデフレが生じるなど、政策の効果は明確ではない。高橋財政期に対応して2009年1月-17年6月の企業物価変化率とマネタリーベース変化率、M2変化率の相関係数を計算すると、それぞれ0.28、0.15となる。すなわち正の相関はあるものの、その程度は高橋財政期と比べて小さい。2つの時期におけるマネタリーベース変化率と卸売（企業）物価変化率の間の相関の相違をより明確に示すために、図5で、1929年1月-1936年6月と2013年1月-2017年6月について、マネタリーベース変化率と卸売（企業）物価変化率の散布図を示した。

図5

金融緩和の効果として、内外金利差の拡大を通じた為替レートの減価（円安化）が考えられる。図6は1928-1936年、2009-2017年の対米名目為替レートの推移を比較している。比較のため、いずれも政策開始の前年1月、すなわちそれぞれ1931年1月と2012年1月のレートを100としたドル建て為替レートの指数で図示した。したがってグラフの低下が円安方向への変化を表している。高橋財政の直前の約2年間、指数は100で完全に固定している。金本位制の採用を反映したものである。金解禁後、日銀は内外の銀行の金兌換請求に応じる一方、外国為替業務に特化した特殊銀行であった横浜正金銀行は1930年7月以降、平価維持のために大規模な外国為替の統制売りを行った。

図6

このようにそれまでの為替レートが人為的・政策的に平価水準に維持されていたものであったことから、金輸出が再禁止されると一挙に大幅な円安化が進行した。すなわち、平価水準にあった1931年11月から円安のボトムとなった1932年12月にかけて13ヶ月で58%の円安となった。その後為替レートは若干持ち直し、旧平価の40%前後円安の水準で安定した。一方、異次元緩和については、政権を狙う野党第一党党首の安倍氏が円安誘導を主張していたこともあって、衆議院が解散された2012年11月から円安が進み、2015年には一時、2012年1月の38%の円安となった。その後若干持ち直して2016年以降は2012年1月比で25-30%程度の円安の水準となっている。したがって、為替レートの円安化については、高橋財政より程度は小さいとはいえ、異次元緩和は相当な効果を持ったことができる。

それでは為替レートの円安化は実体経済にどのような影響を与えたであろうか。これを輸出数量変化率について見たのが図7である。まず高橋財政の前の期間、輸出数量変化率は0付近を中心に2年程度の周期で循環的に変動していた。そして1932年1月の金輸出再禁止以後、輸出数量変化率が大幅に上方にシフトしたことが読み取れる。為替レートの大幅な円安化が輸出数量の増加をもたらしたと見ることができる。一方で異次元緩和について見ると、幾分変化率が底上げされたように見えるが、それほど大きな変化はじていない。為替レートは大幅に円安となったが、それが輸出を増加させるというチャンネルは強く働いていない。

図7

最後に、政策が実体経済に与えた影響を総括的に示す指標の一つとして鉱工業生産指数の動きを取り上げる(図8)。高橋財政の前の期間、鉱工業生産指数変化率は1929年に10%前後の比較的高い値を示すが、1930年から31年前半にかけて10%前後の大きなマイナスとなった。金本位制下の1931年後半からすでに持ち直し始めていた鉱工業生産指数は金輸出が再禁止された1932年以降、持続的に10-20%の高い増加を記録した。一方、異次元緩和については、政策開始前、開始後ともに0周辺で循環的に変動しており、目立った変化率の上昇は見られない。

図8

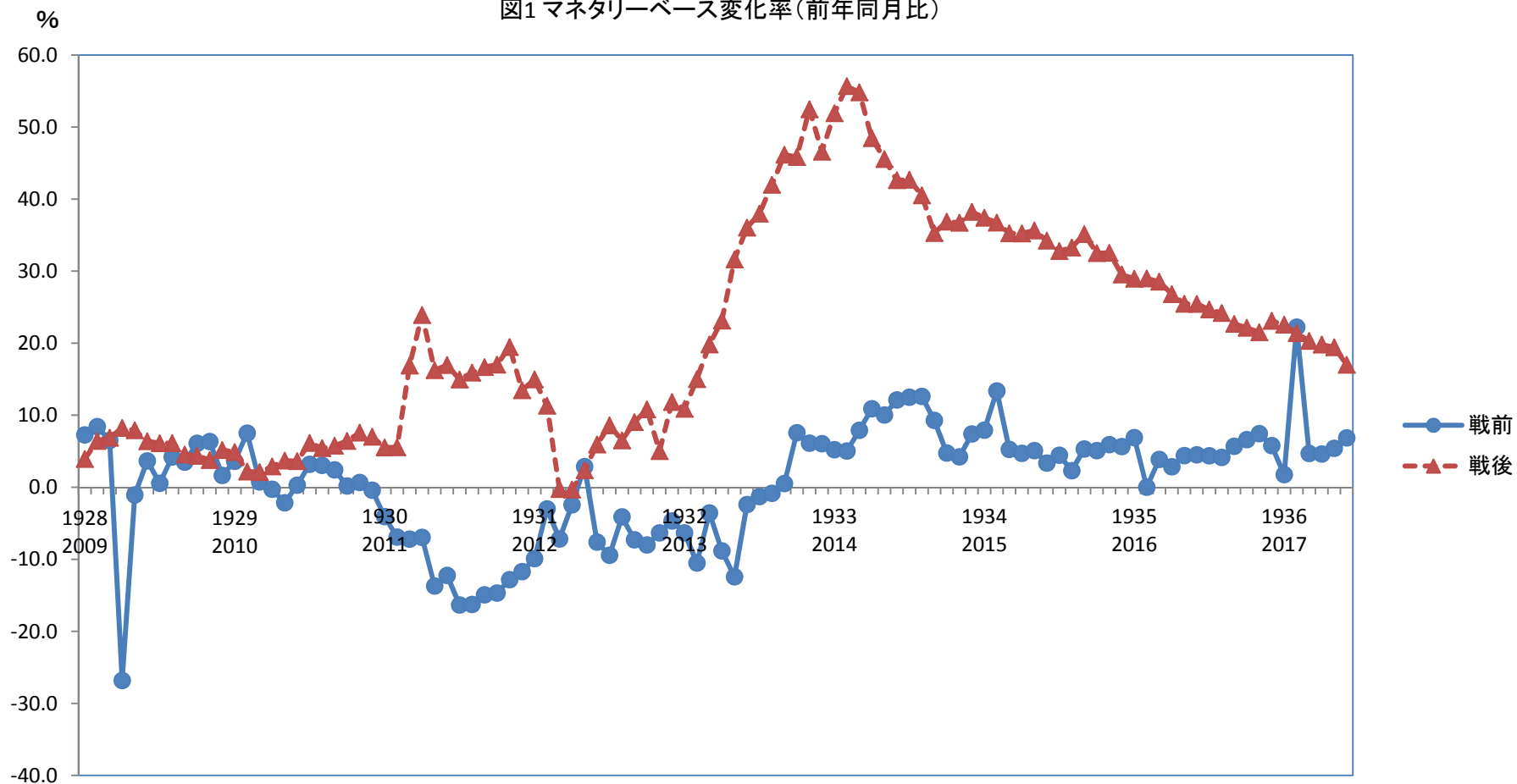
以上、見てきたように、1930年代の高橋財政と今日の異次元緩和を比較すると、後者は、マネタリーベース変化率を前者より大きく引き上げたが、マネースtock、物価、輸出、鉱工業生産に対するインパクトは前者にくらべて著しく小さなものとなっている。その基本的な理由の一つは、多くの論者が指摘しているように、ゼロ金利の下でマネタリーベースを増加させても、プラス金利の場合と相違して、マネースtockの増加には直接につな

がらず、その効果は期待への働きかけという不確かなチャンネルを通じてのものに限定されるという事情であろう。

この点に加えて、ここでは二つの政策が対象とした時期の間における経済の長期的な趨勢の相違について指摘しておきたい。図 9 は政策実施期間を含む 40 年間について、実質 GDP の初期時点を 100 とした指数を作成したうえでその自然対数値を示している。高橋財政については、その実施期間は 1900 年以來の経済の趨勢的な成長の期間に含まれている。すなわち、高橋財政は、経済が不況のため趨勢から下方に振れたことを政策的に修正する、文字通りの景気対策であった。一方、あらためて確認するまでもなく、経済成長の趨勢は 1990 年前後で屈折し、20 年以上にわたる低成長の趨勢の中で実施されている。またアベノミクスの成功を主張する立場からしばしば強調されるように、有効求人倍率は現在 1.5 を超えており、これはすでに景気が良くなっていることを意味している。したがってインフレ率は低い、すでに本来の意味での景気対策は必要がない状態になっている。経済成長率も依然として低い、これは景気が悪いためではなく、趨勢線が低くなっていることによるものである。低いインフレ率と低い経済成長率にとらわれて異次元緩和に固執するのではなく、経済成長の趨勢を引き上げるための施策に政策に重点を移すべきであろう。

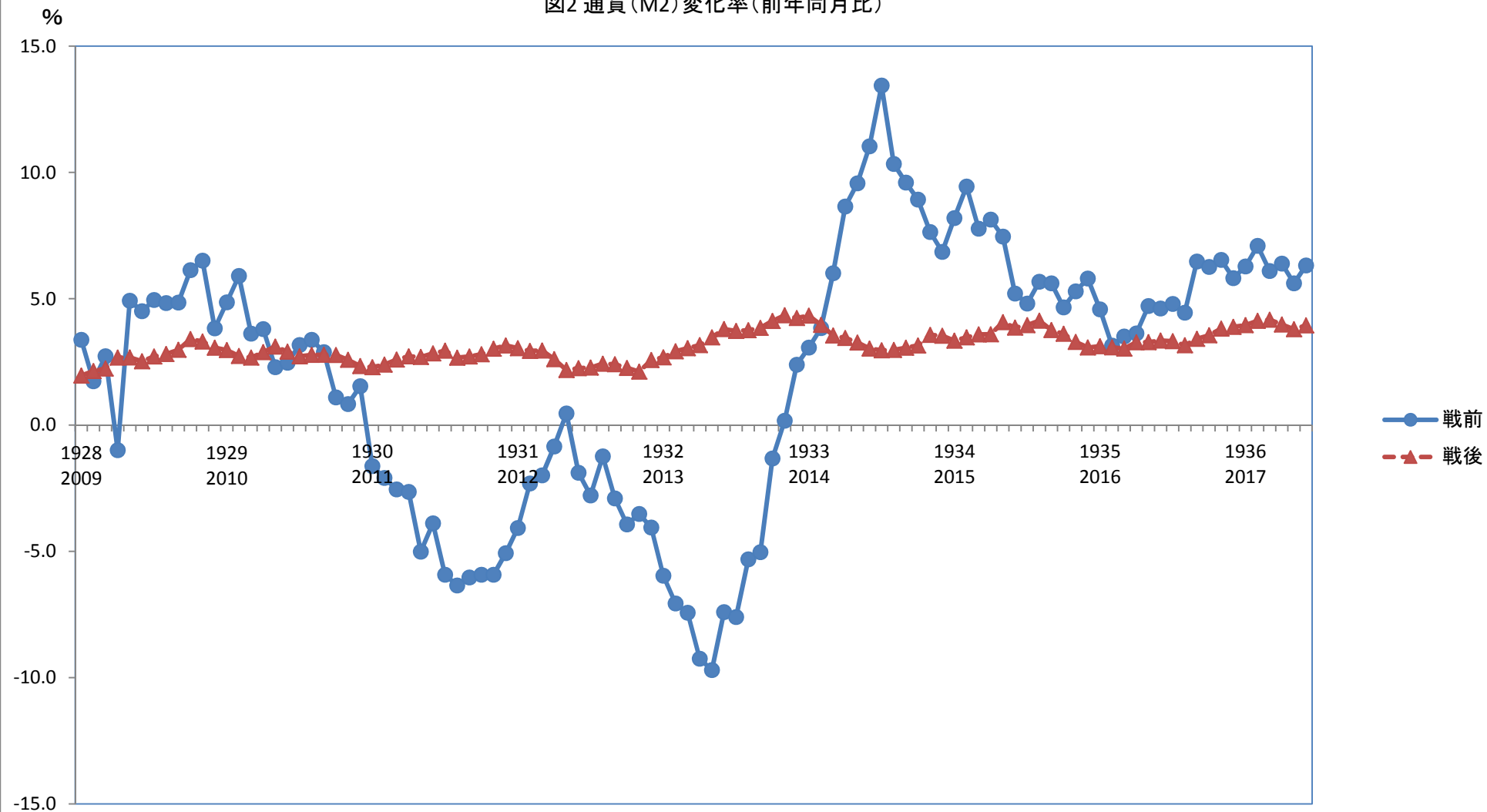
図 9

図1 マネタリーベース変化率(前年同月比)



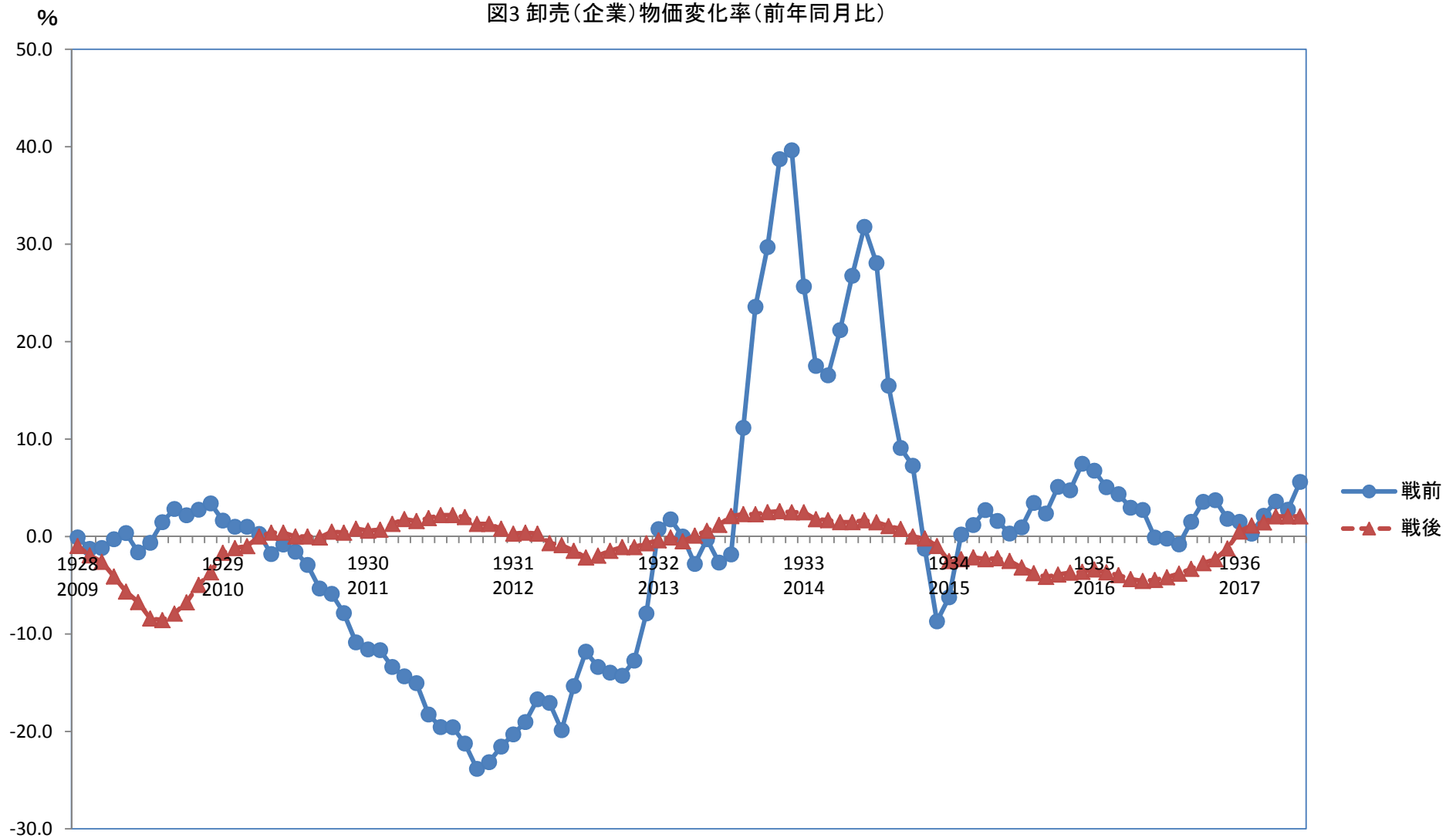
資料:戦前は朝倉孝吉・西山千明・立教大学近代経済学研究機構編『日本経済の貨幣的分析:1868-1970』(創文社1974年)の現金通貨(pp.55-56)、日本銀行『本邦経済統計』各年版の日本銀行一般預金の合計。ただし現金通貨のうちの硬貨は1933年まで年末のデータしか与えられていないため、1934-36年の月次データから月ダミーを推定して、それと各年の年末値から計算。戦後は日本銀行のwebページからダウンロード。

図2 通貨(M2)変化率(前年同月比)



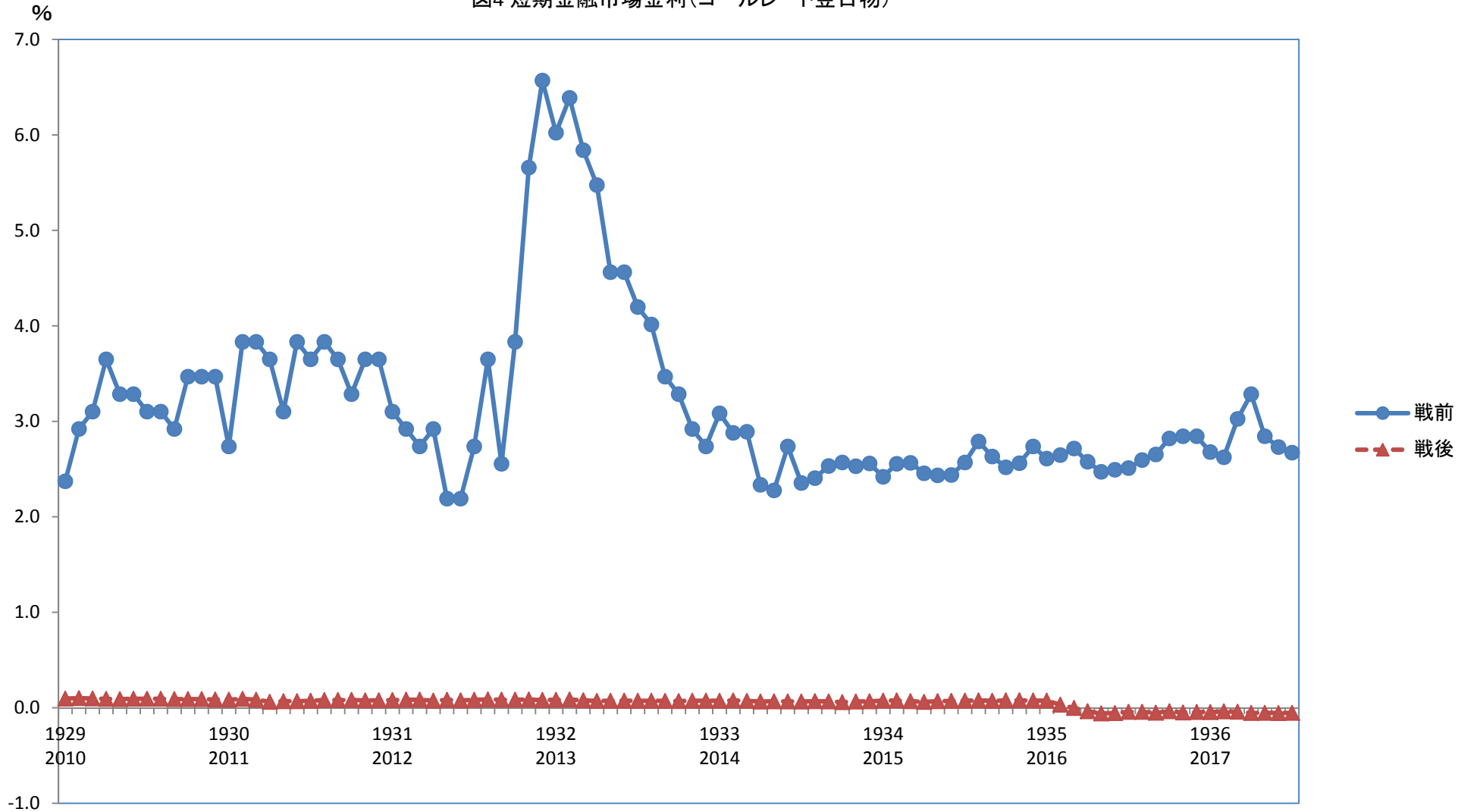
資料:戦前は図1のマネタリーベースに、前掲、西山他編の全国銀行預金を加えて計算。戦後は日本銀行webページからダウンロード。

図3 卸売(企業)物価変化率(前年同月比)



資料: 戦前は日本銀行統計局『明治20年—昭和37年 卸売物価指数』(日本銀行統計局、1964年)、p.22、戦後は日本銀行のwebページからダウンロード。

図4 短期金融市場金利(コールレート翌日物)

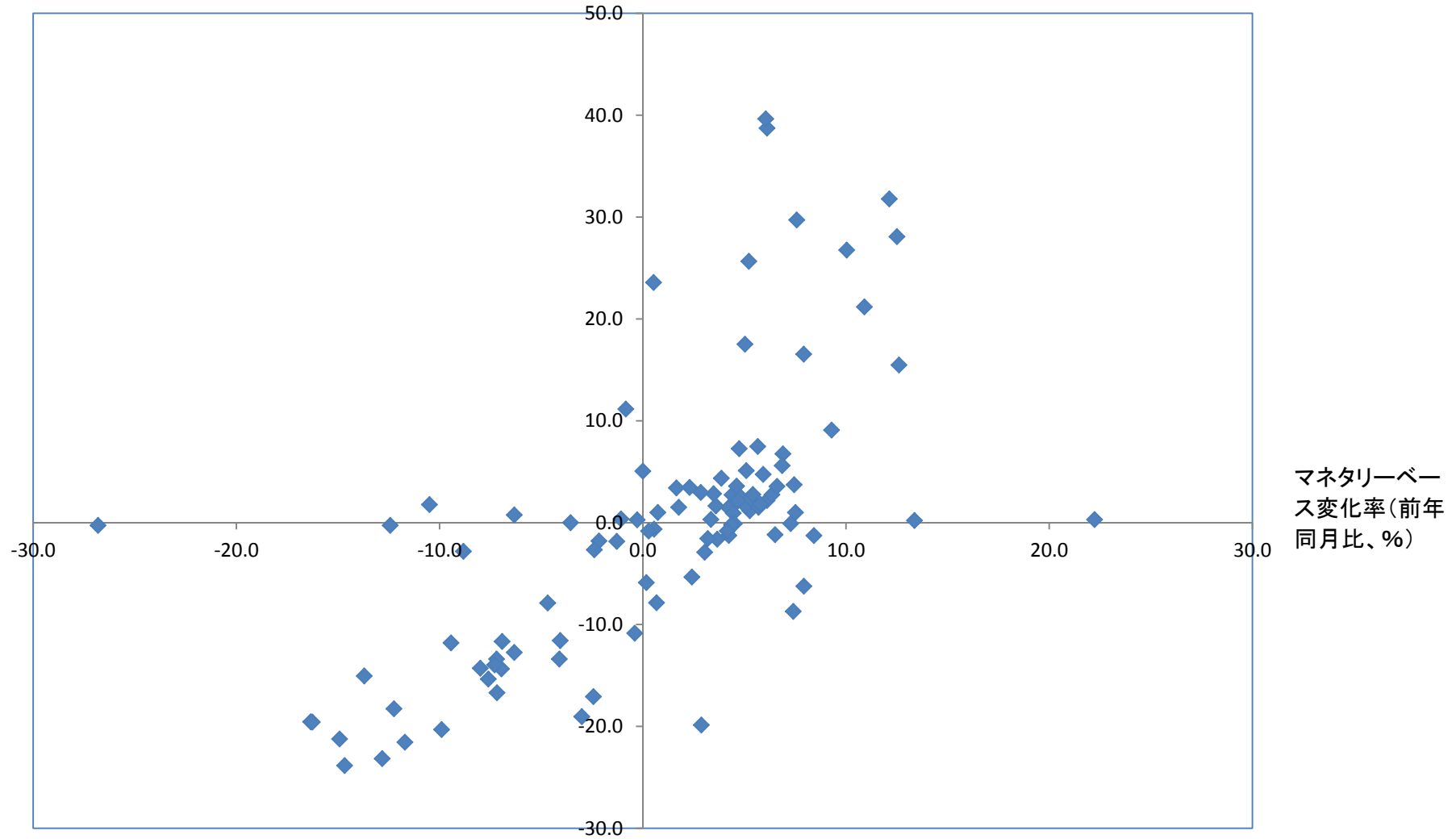


資料:戦前は日本銀行『本邦経済統計』各年版、戦後は日本銀行webページからダウンロード。

図5 マネタリーベース変化率と卸売(企業)物価変化率の相関

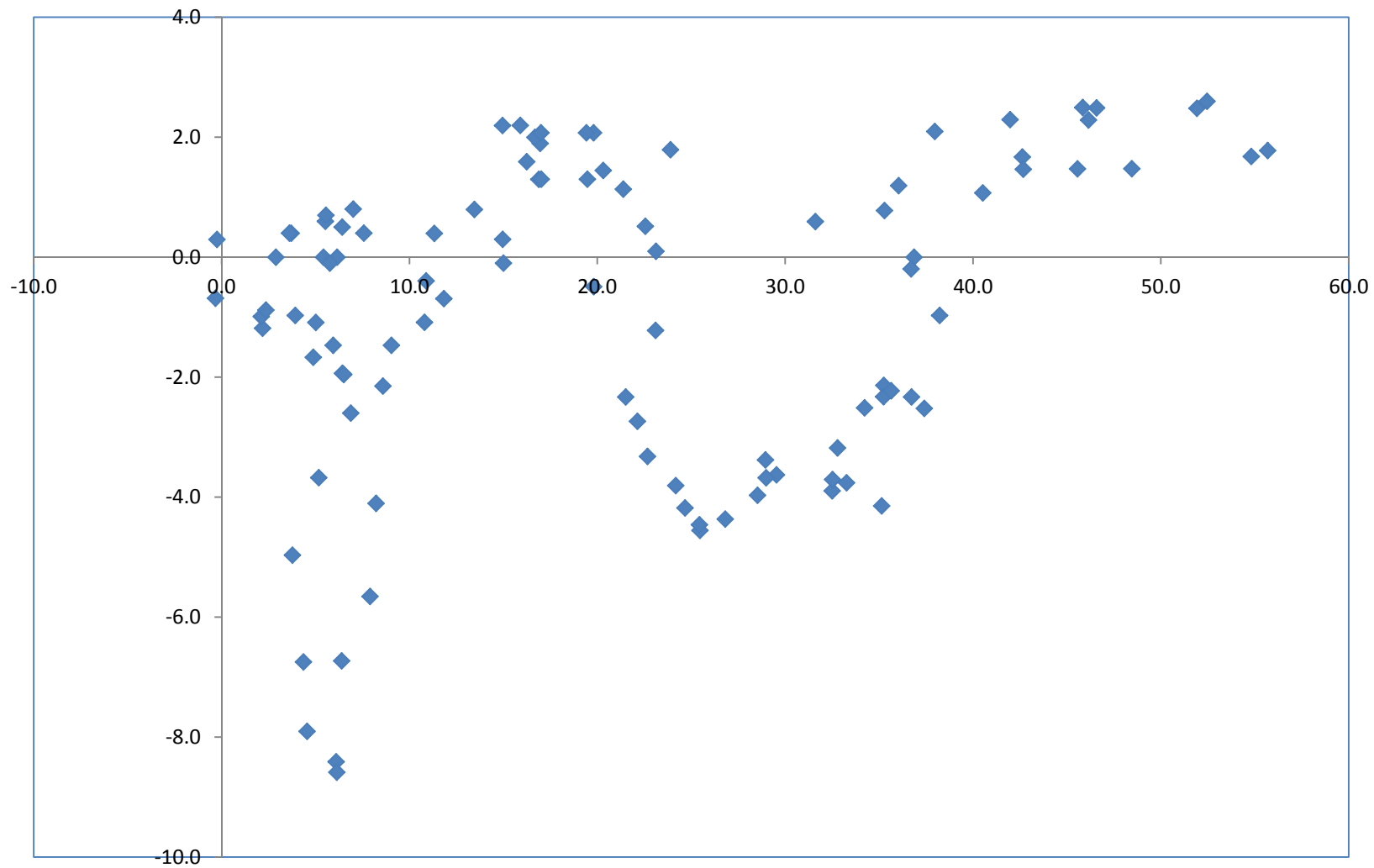
A.戦前(1929年1月-1936年6月)

卸売物価変化率(前年同月比、%)



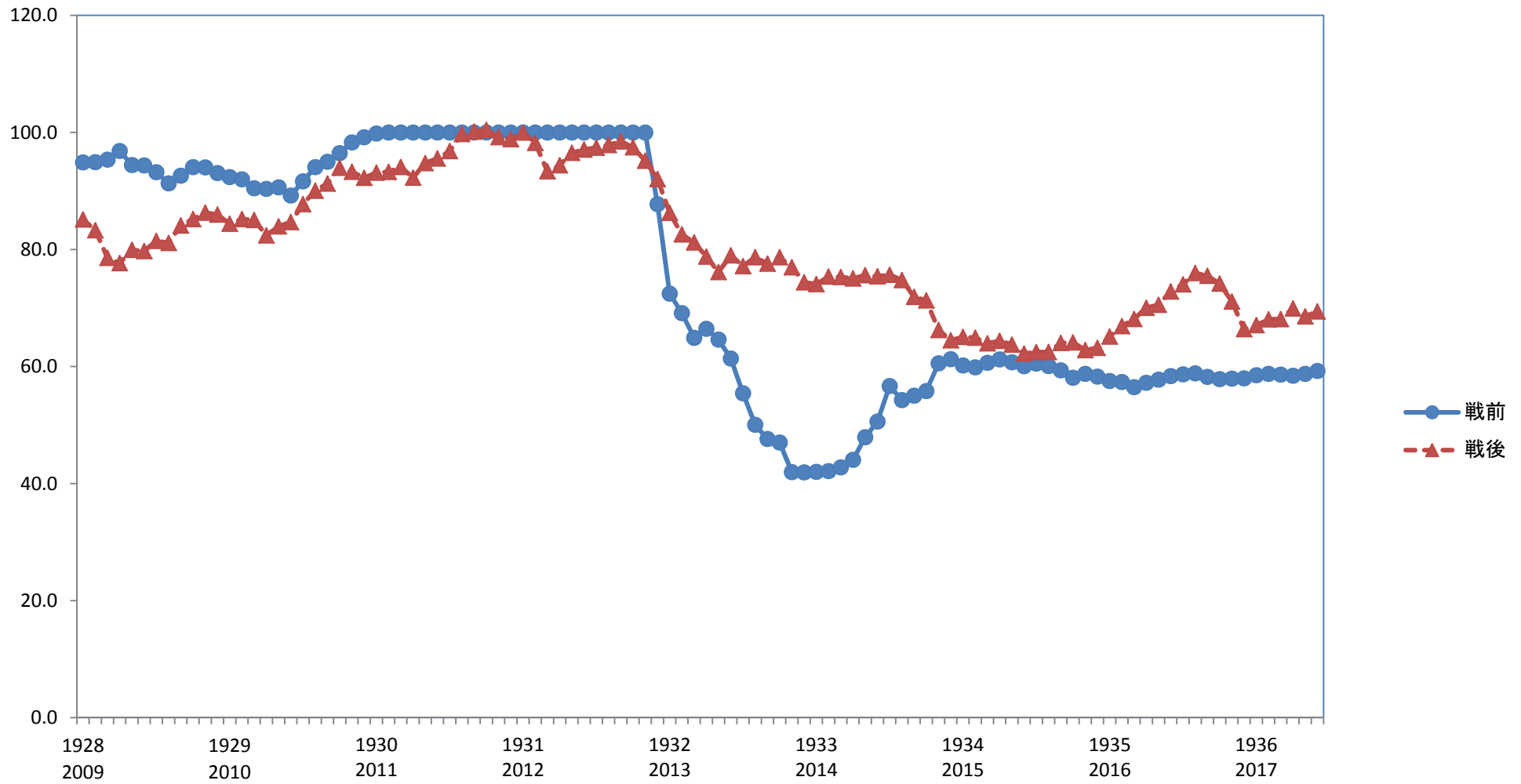
B. 戦後(2009年1月-2017年6月)

企業物価変化率(前年同月比、%)



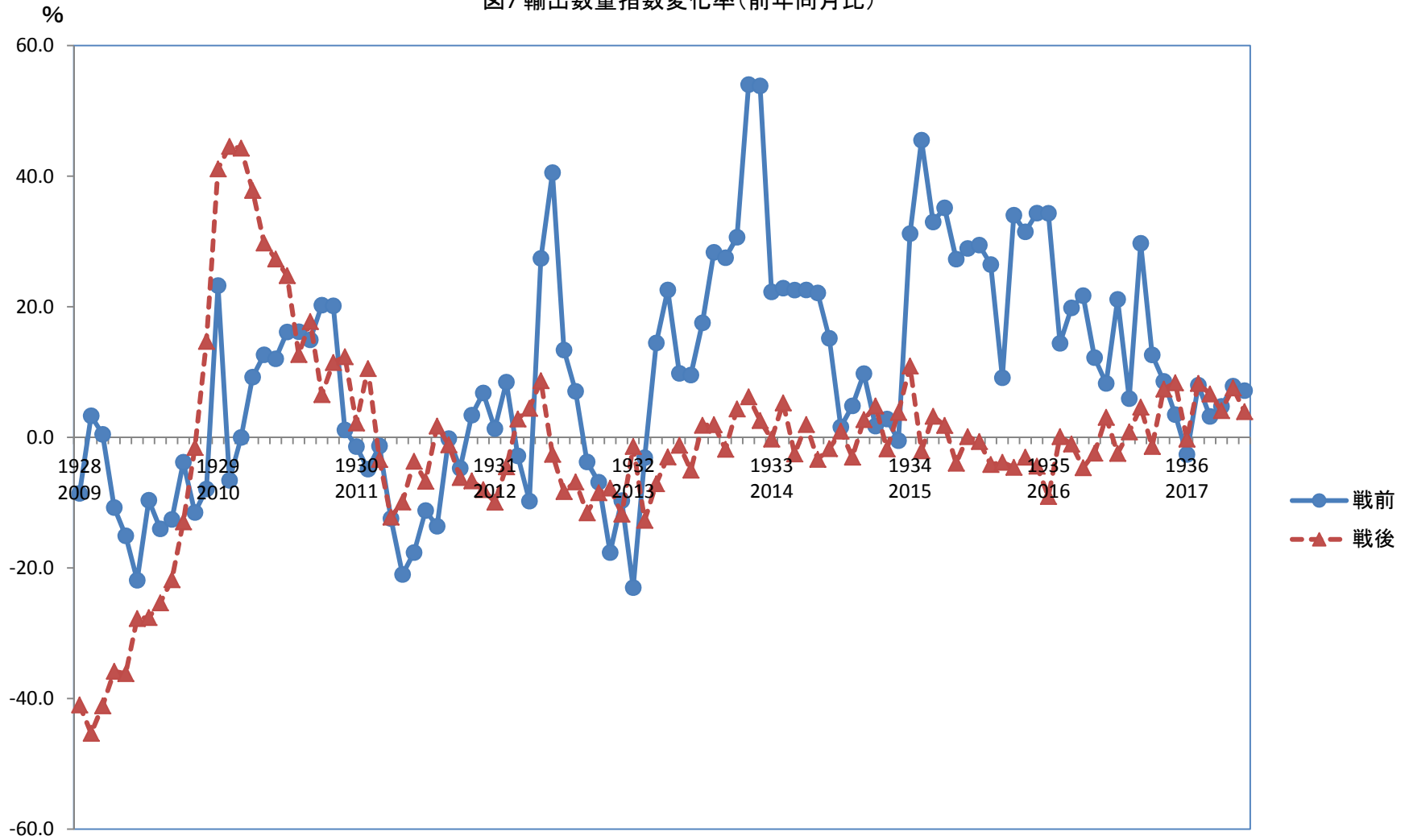
マネタリーベース
変化率(前年同
月比、%)

図6 対米為替レート指数(ドル建て、1931.1、2012.1=100)



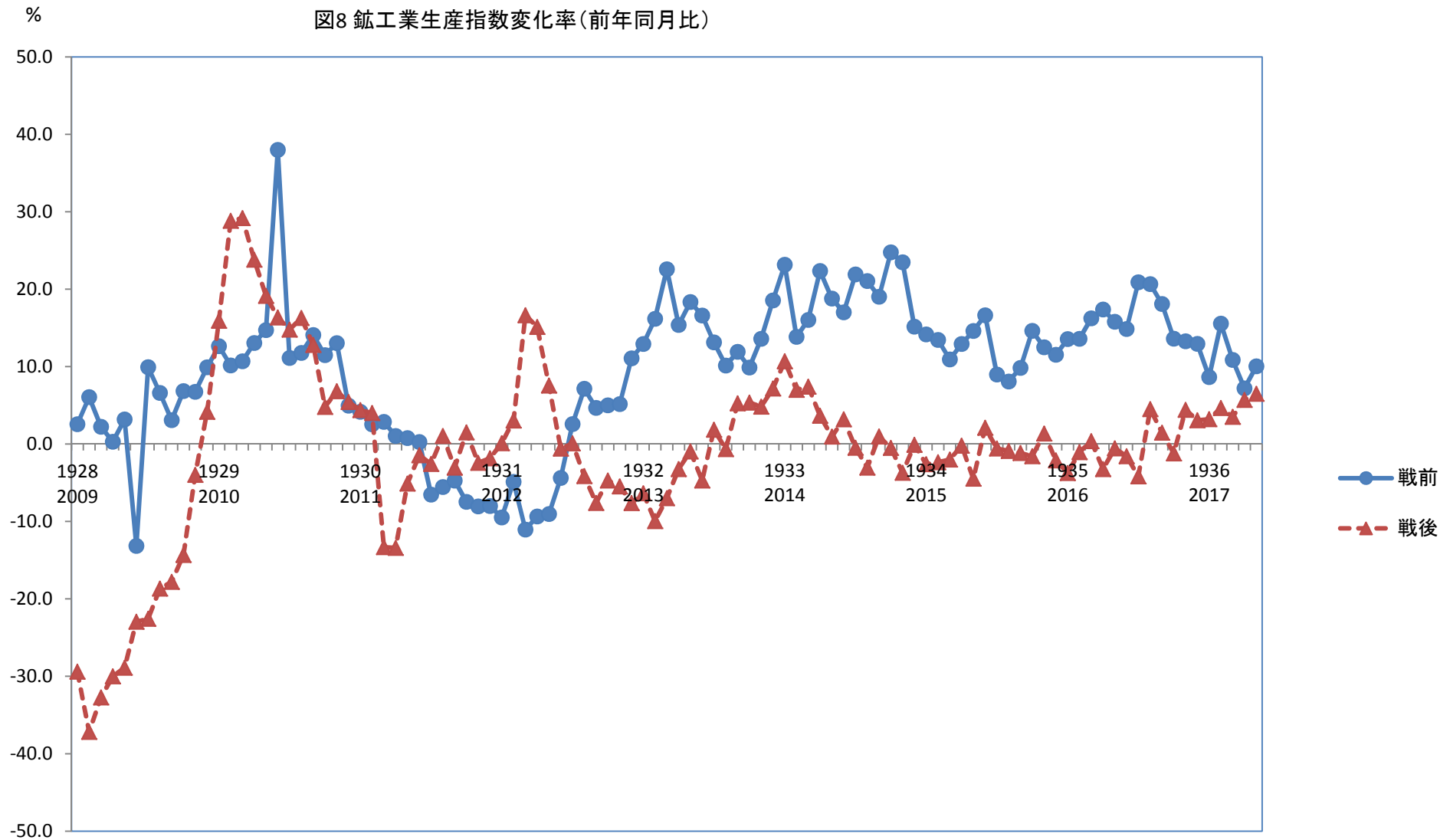
資料:戦前は日本銀行『本邦経済統計』各年版、戦後はみずほ銀行のwebページ(ヒストリカルデータ)からダウンロード。

図7 輸出数量指数変化率(前年同月比)



資料:戦前は東洋経済新報社『経済年鑑』各年版(元データは『正金週報』)、戦後は財務省のweb

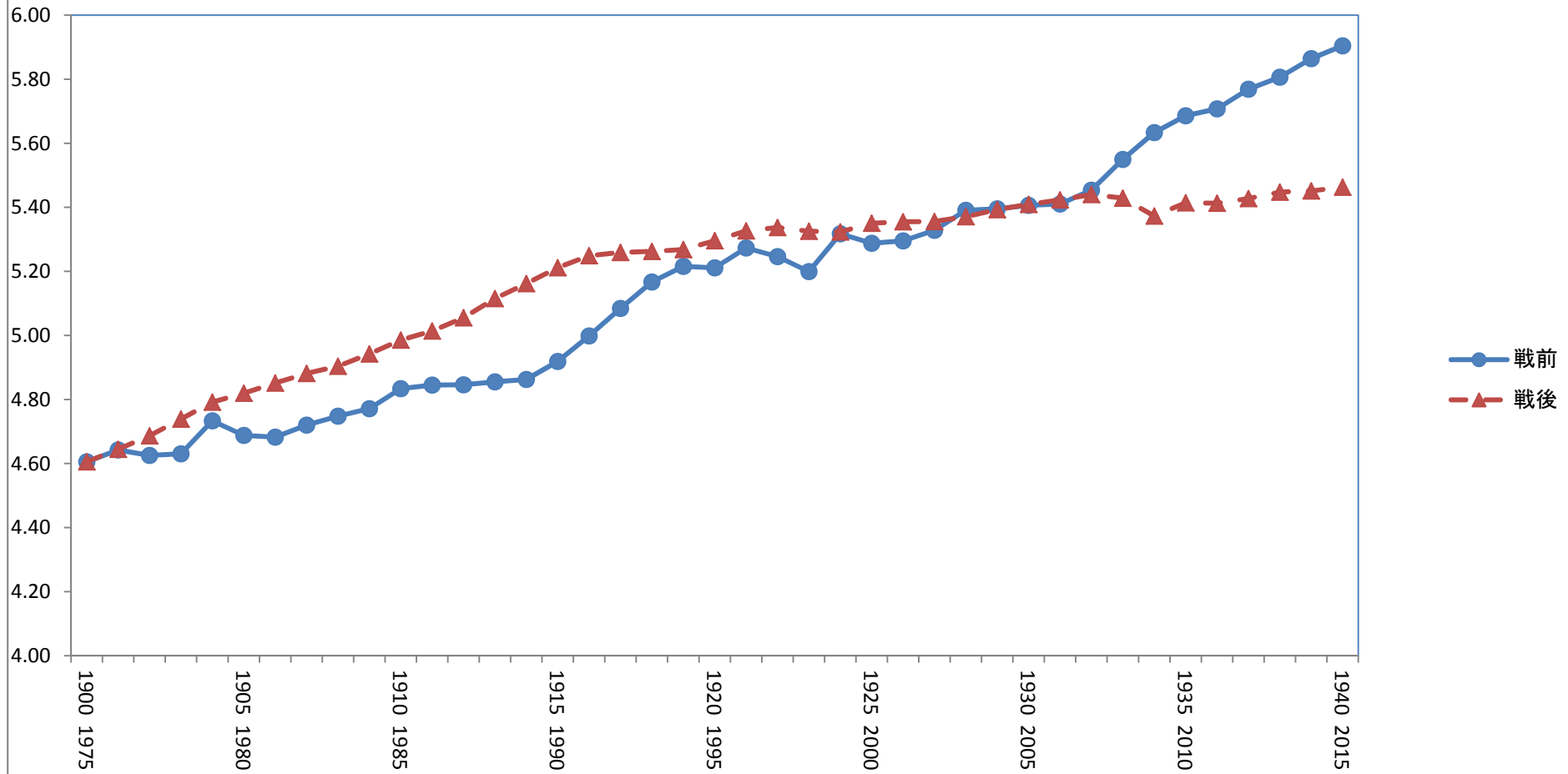
図8 鉱工業生産指数変化率(前年同月比)



資料:戦前は東洋経済新報社『経済年鑑』各年版、戦後は経済産業省のwebページからダウンロード。

図9 実質GNP(GDP)成長の趨勢

実質GNP、実質GDP(1900年、1975年を100とした指数の自然対数)



資料: 戦前は大川一司他『国民所得』(東洋経済新報社、1974年)、戦後は内閣府のwebページからダウンロード。