



金属労協政策レポート

全日本金属産業労働組合協議会（金属労協／IMF-JC）
 〒103-0027 東京都中央区日本橋2-15-10 宝明治安田ビル4階
 TEL 03-3274-2461 FAX 03-3274-2476 URL <http://www.imf-jc.or.jp>
 編集兼発行人 若松 英幸

No.38 2012.6.27

一刻も早い円高是正・デフレ脱却に向け、 量的金融緩和の実効的かつ迅速な拡大を

本年2月の量的金融緩和の強化により、いったん円相場は下落、株価は上昇しましたが、その後の金融政策は市場の失望を招き、超円高・株安の修正は、一時的なサプライズ効果に止まっています。1ドル＝70円台の超円高により、国内生産拠点の海外移転が急加速し、マザー工場や研究開発拠点の海外移転も懸念されており、投資・消費不振を通じ、内需産業にも打撃となっています。

金属労協は、本年4月に策定した「2012～2013年政策・制度課題」において、ものづくり産業の国内拠点の維持・強化、国内雇用の確保をめざし、一刻も早く円高是正・デフレ脱却を図るべく、量的金融緩和の実効的かつ迅速な拡大を主張しています。

金属労協の主張（2012～2013年政策・制度課題）	1
解説	2
国内生産と雇用を守るため、円高是正に向け運動展開を（学習院大学教授 岩田規久男氏）	11

金属労協の主張（2012～2013年政策・制度課題） 量的金融緩和の実効的かつ迅速な拡大

リーマンショック前の為替水準での安定をめざし、当面1ドル＝90円台の為替相場とデフレからの完全な脱却を必ず実現するため、

- * 政府・与党と日銀が、ものづくり産業と国内雇用についての危機感を共有し、緊密な連携の下、金融政策を遂行すること。
- * 日銀は、金融緩和の効果が削がれないよう、長期国債買い入れによる民間への資金供給を「実効的」かつ「迅速」に実施し、さらに強化すること。
- * 産業動向、生活実態に敏速に対応した金融政策を策定するための体制整備を図ること。
- * 政府は、国内雇用対策に注力するとともに、新成長戦略、およびTPPをはじめとするものづくり産業の国内立地促進策を果敢に推進すること。
- * 企業の国内投資を活発化させるため、イノベーションを促進する諸施策を展開するとともに、金融機関が中小企業の事業内容や保有する技術・技能を適切に評価し、円滑に資金が流れる仕組みの構築に向けて、一層の対応強化を行っていくこと。

解 説

ポイント

- * 2012年2月の量的金融緩和の強化により、いったん円相場は下落、株価は上昇したが、その後の金融政策は市場の失望を招き、超円高・株安の修正は、一時的なものに止まった。
- * 円高は、日本がデフレだから起きている現象である。超円高で国内生産拠点の海外移転が急加速、マザー工場や研究開発拠点の海外移転も懸念されている。投資・消費不振を通じ、内需産業にも打撃となっている。
- * 政府財政という点でも、内閣府の試算、財務省の試算では、成長率の向上、物価の上昇が実現すれば、財政赤字、政府債務は大きく改善する見通しとなっている。
- * 日本は量的金融緩和の量が多いと言われるが、「失われた20年」の結果、経済を動かすのに、欧米よりたくさんの資金供給が必要になっている。また、リーマンショック以後の日本の緩和は際立って小さく、このため経済の落ち込みも欧米より激しかった。
- * 2000年代初めの量的金融緩和では、日銀当座預金残高の積み上げによって、円相場は下落し、株価は上昇した。決して「暖簾に腕押し」ではなかった。
- * 構造改革は潜在成長力を高めるための方策だが、潜在成長力を現実の成長にするために必要な資金供給がなければ、現実の成長率は高くないし、物価も上昇しない。
- * 構造改革によって、少ない資金供給で経済を動かせるようにしようとしても、その間、円高・デフレが続けば、国内ものづくり産業は立ち行かなくなってしまう。
- * 輸出産業や内需産業の実勢を反映し、政府の経済政策にも沿った、スタンダードな金融政策が実施されるよう、金融政策決定のあり方の議論が求められている。

本年2月14日、日銀は量的金融緩和の強化策を決定した。

- * 「中長期的な物価安定の目途」を、消費者物価上昇率「2%以下のプラスの領域」とする。
- * 消費者物価上昇率は、「当面は1%を目途」とし、それが見通せるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産（長期国債）の買い入れにより、強力に金融緩和を推進する。
- * 量的金融緩和の原資である「資産買入等の基金」55兆円を65兆円に、10兆円増額する。このうち長期国債分は、9兆円を19兆円に増額する。というものである。

この結果、いったん円相場は下落、株価は上昇に向かったが、その後の日銀の金融政策は市場の失望を招くところとなり、超円高・株安の修正は一時的なものに止まった。金属労協は円高是正・デフレ脱却を求め、従来から量的金融緩和の拡大を主張してきた。2月の金融緩和には大いに期待

したが、一時のサプライズ効果に止まったことは、きわめて残念である。

円高は欧州危機で資金が円に逃避しているため、という説明がよく聞かれるが、この政策レポートに寄稿していただいた岩田規久男・学習院大学教授は、円高・ユーロ安の原因の「一部」は欧州危機にあるものの、円高は「単に、日本が世界唯一のデフレ国だから起きている現象に過ぎない」と指摘されている。(11ページ参照)

ものづくり産業は、1ドル=70円台という超円高によって、収益に大打撃を受けているが、それだけでなく、電力供給不安やFTA・EPA締結の遅れなどとも相まって、国内生産拠点の海外移転が急加速、地方を中心に工場閉鎖が続出し、マザー工場や研究開発拠点などの海外移転も懸念されている。このままでは、国内ものづくり拠点と国内雇用は壊滅的な状況に陥り、国内産業の空洞化を招くことになる。また円高は、投資・消費不振を

通じて内需産業にも打撃を与えており、日本経済全体をむしばんでいる。量的金融緩和の実効的かつ迅速な拡大によって、円高是正・デフレ脱却を実現していくことが緊急課題となっている。

円高メリット論、デフレ肯定論の不思議

内閣府の「景気ウォッチャー調査」を見ても、円高は内需産業の景況感の悪化を招いている。輸出産業だけでなく、日本経済全体にとって、超円高が打撃となっているのは明らかだが、大変不思議なことに、「円高メリット論」が根強く存在している。

円高メリット論の代表的なものは、エネルギーや原料を輸入しているのだから、円高で助かるのではないか、というものである。

円高だから、海外の資源の採掘権や、資源会社の株式などを安く取得しようというのは、至極まっとうな発想である。しかしながら、円高で買い気十分と見られたら、外国政府や企業に足許を見られてしまい、高値づかみをして、何のための円高なのかということになりかねない。

輸出産業では、輸入する原料の価格が円高で下がったとしても、輸出額縮小の打撃のほうが大きい。円建て輸出額を維持するためには、ドル建て価格を引き上げなくてはならないが、そうすると今度は輸出数量が減少してしまい、結局、円建て輸出額を維持できない。圧倒的な競争力があれば、輸出数量は減らないが、グローバル経済の下では、そのような商品は多くない。海外生産で超円高を乗り切ろうとしても、海外生産で稼いだ利益を日本に還元しようとするれば、金額が減少してしまう。

内需産業については、輸出産業が稼げないので、国内投資・消費に打撃となるだけでなく、今回のように金融緩和が少ないために起こった円高は、デフレ（物価の継続的な下落）とセットなので、国内市場でも利幅が小さくなったり、赤字になったりしてしまう。

消費者にとっては利益になると思う人がいるかもしれないが、多くの消費者は勤労者である。勤労者の所定外賃金や一時金が減少してしまい、雇用も失われる。円高・デフレで利益を得るのは、

莫大な金額を預金している人（株や土地で持っている）、大損してしまう）、公的年金で暮らしている人（マクロ経済スライドによる支給額調整がない）くらいであろう。

日本の輸出産業が弱体化すれば、その時は猛烈な円安になり、輸入品の価格も上昇してしまう。しかし、いったん輸出産業が海外に出て行ってしまえば、円安に戻っても建て直しは難しい。

超円高で、ものづくり産業事業拠点の海外移転が加速

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」（2012年1月実施）によれば、輸出企業の採算レートは1ドル＝82円程度とのことである。しかしながら、この調査が上場企業に対するものであること、業種的にかなりばらつきがあること、海外移転を急加速している企業がもう一度落ち着いて経営判断をし直すには、ある程度の円安に戻す必要があること、といった事情からすれば、日本のものづくり産業の強みである国内サプライチェーンを維持するためには、少なくとも1ドル＝90円台に戻す必要があり、さらに円の購買力平価（物価水準の違いから算出した理論上の為替レート）である1ドル＝107円（2011年・OECD算出）程度をめざしていくことも重要であろう。

2012年1月の経済産業省の調査によれば、国内生産拠点が「重要」と考える企業は、「10年前」は、大企業の86.6%に達していたが、「現在」は74.6%、「今後」は63.3%に低下する。また日本政策投資銀行の調査では、国内設備投資に対する海外設備投資の比率は、製造業全体で2010年度に39.5%だったのが、2011年度には51.4%に上昇、自動車産業では87.2%だったのが、127.9%に上昇している。国際協力銀行のアンケート調査によれば、海外生産比率は2009年度の実績に比べ、2014年度には、電機産業で9.4ポイント（44.3%→53.7%）、一般機械産業で8.2ポイント（22.5%→30.7%）、自動車産業で7.2ポイント（32.6%→39.8%）、それぞれ上昇する見込みとなっている。

こうした動きは、海外市場の拡大に対応した現地生産の拡大を反映しているだけでなく、国内か

らの移転をも含むものである。例えば、日本国内の中で、ものづくり産業の生産拠点としてもっとも力強い動きのある九州ですら、2009年以降の大手企業の工場撤退は、『2012年版九州経済白書』で紹介されたものだけで、電機産業で16箇所、輸送機器産業で4箇所に達している。(山口県を含む)

一般的に、経済が発展するほど、製造業、第2次産業の比率は低下していくが、金属産業については、必ずしもそうとは限らない。ドイツは、日本よりも人件費はるかに高いが、GDPに占める金属産業の比率、全就業者に占める金属産業の比率は、日本よりも大きい(2007年の比較で、GDPは独14.7%、日11.6%、就業者数は独10.7%、日9.0%)。日本においてこうした比率が低下していくとすれば、それは必然的なものというよりは、行き過ぎた円高の結果である。

かつては、日本でもものづくりをしている時代ではない、という雰囲気の一部にあったが、リーマンショックの経験を経て、再び国内ものづくり産業の重要性が認識されるようになってきていた。企業は、国内基盤の重要性を百も承知の上で、それでも超円高のために、海外移転を余儀なくされている。冷静に考えれば、国内基盤を失って根無し草になってしまえば、企業の将来もないと考えるべきだが、座して死を待つよりということで、海外移転を進めている。

清算主義

円高・デフレ礼賛論のもうひとつの論拠として、デフレを通じて非効率な企業が淘汰され、一方、強い企業は一層の生産性向上努力を重ねることにより、経済が強くなると考える「清算主義」の考え方がある。

しかしながら、超円高が進めば、強い企業だろうが弱い企業だろうが、大企業だろうが中小企業だろうが、海外移転を余儀なくされる。またデフレが続いたために、国内市場が安物指向になってしまっているが、中国の富裕層を顧客ターゲットにしようとしても、国内市場の安物指向で開発力・品質力が衰えてしまえば、対応することもできない。

かつて小泉総理は、「改革なくして成長なし」と

主張したが、実際の政策運営は、「成長の下での構造改革」であった。政府であっても、企業であっても、経済情勢が厳しければ厳しいほど、改革による痛みが激しく、抵抗もより強くなってしまふ。社会保障・税の一体改革をはじめ、わが国の成長力を高めるための改革は猶予を許さないが、そのためにも、円高是正・デフレ脱却を図っておく必要がある。

量的金融緩和の仕組み

かつて金融政策と言えば、政策金利(公定歩合)を動かすことと言ってよかった。これは金利が規制されていたため、公定歩合を動かすと、預金金利も貸出金利もそれに連動して動いていたからである。公定歩合を下げれば、預金金利も貸出金利も下がって、預金は不利になり、借入は有利になるので、景気が回復するという仕組みである。ところが金融自由化が行われると、こうした金利コントロールができないので、金融の量的コントロール、すなわち金融引き締めをしたい時は、日銀が保有する国債を市中に売却して民間の資金を回収し、緩和したい時には、国債を買い入れて民間に資金を供給するというやり方になった。金利コントロールでは、名目金利をゼロにしてもまだデフレの場合、それ以上の対応ができないが、量的コントロールならば、そういった制約はない。こうした方法を「非伝統的」という人もいるが、決してそんなことはなく、「買いオペ・売りオペ」として、高校生の教科書にもむかしから書いてある、ごくスタンダードな金融政策手法である。この点については、日銀も「伝統的なメカニズム」であると指摘している。

日銀が国債を買い入れた場合、代金は、民間銀行が日銀に保有する当座預金(日銀当座預金)に振り込まれる。民間銀行は、預かっている預金の一定割合を日銀当座預金に預けなくてはならない(法定準備)ので、日銀当座預金が増えれば融資に回せる資金が増える、というのが、量的金融緩和の基本的な仕組みである。しかしながら現実には、2000年代初めに行われた量的金融緩和の際、融資は拡大しなかった。融資は増えなかったものの、

資金は株式市場などに流れ、資産価格の上昇を通じて景気回復をもたらされた。また為替相場も、2000年11月までは1ドル=100円台だったのが、日銀が量的金融緩和に踏み切った2001年3月以降は120円台、2002年前半には130円台となり、その後も120円を挟む水準で推移した。

融資拡大が見られなかったことから、量的金融緩和は効果がなかった、と考える人もいる。しかしながら、内閣府の分析では、景気回復に寄与したことが明らかとなっている。

ちなみに日銀では、量的金融緩和の波及の経路について、

- ①金融資産の価格が上がり、金利が下がることで、企業の資金調達コストが低下する。
- ②低金利の景気刺激効果で景気が持ち直しても、消費者物価上昇率1%が見通せるまで金融緩和を継続すれば、資金を借りて投資する動きが拡大するので、低金利の景気刺激効果はますます高まっていく。
- ③潤沢な資金供給を通じて金融市場の安定が確保されるという安心感。

というような説明をしているが、少しわかりにくい。岩田規久男教授は、日銀がインフレ目標を設定して、長期国債を購入すれば、予想インフレ率が上昇し、

- ①円安 → 輸出と設備投資の増加
- ②株値上昇 → 設備投資の増加
- ③予想実質金利低下 → 設備投資の増加

これらによって総需要が増加し、デフレに終止符が打たれる、と説明されている。

なお、「失われた20年」の間、バブル崩壊、同時多発テロ、リーマンショック、東日本大震災、欧州危機など、金融市場の不安定要因が相次いで発生した。これに長期のデフレが加われば、企業はキャッシュを持っていたい、投資するなら海外、というマインドになっても不思議ではない。企業が非正規労働を増やしたり、「恒常的な総額人件費の増大をまねくベースアップの実施は論外」と言ったりするのも、キャッシュが大事だからである。日銀がデフレを許さず、資金供給していくのだという姿勢を明らかにし、実行すれば、そうしたマ

インドも変化するかもしれない。

金融資産の価格が上昇すると、格差拡大になるという人もいるが、観念的な見方である。株価はそもそも下がりすぎているので、それを回復させるだけである。企業で働く人であれば誰でも、株価の大幅な下落で事業活動が制約され、勤労者にも打撃となっていることを実感しているだろう。

円高是正・デフレ脱却で財政も改善

デフレから脱却した場合、国債の金利が上昇して政府の利払いが増える、と懸念している向きもあるようだ。しかしながら、これは本末転倒である。円高とデフレが続いているから、税収や社会保険料が落ち込む一方、景気対策・雇用対策のための政府支出が増大し、財政赤字、政府債務も拡大するのである。円高・デフレが解消されれば、政府の収入は増え、支出は軽減される。産業経済や国民生活が安定すれば、政府の無駄の削減もやりやすくなるし、公的年金の「マクロ経済スライド」のように、物価が上昇しても、支出は増やさずに節約をするというやり方もある。政府の姿勢次第では、財政再建をさらに進めることも可能になる。

ちなみに、これを根拠に社会保障・税の一体改革による負担増は不要とする考え方がある。仮にこれ以上、財政赤字が拡大する要因がないとすれば、そのとおりである。しかしながら、超少子高齢化によって、政府支出の増大が避けられない中では、これに対応するための負担増はやはり必要となってくる。

円高・デフレが解消されると、やがて名目金利は上昇することになるが、これは景気回復を反映したよい金利上昇である。「過度な物価上昇→金融引き締め→金利上昇」は避ける必要があるが、日銀は物価安定の「目途」を示しているのだから、それに基づきファインチューニング（臨機応変な金融政策によって、景気変動を少なくすること）をしていけば、円高是正・デフレ脱却のプラス効果を打ち消すほど、金利が上昇するわけがない。

内閣府の「経済財政の中長期試算」によれば、実質成長率1%強、消費者物価上昇率1%近傍を前提とした場合には、2023年度に、国と地方を合

図表1 デフレ脱却と財政への効果

資料出所	前提			財政状況試算		ケース①との比較
内閣府試算 (経済財政の 中長期試算) 2012年1月	(2020年度までの平均)			(2023年度)		1.5ポイント改善 36.8ポイント改善
	ケース①	名目成長率 実質成長率 消費者物価上昇率	1%台半ば 1%強 1%近傍	財政赤字の対名目GDP比 政府債務残高の対名目GDP比	7.9% 222.4%	
	ケース②	名目成長率 実質成長率 消費者物価上昇率	3%程度 2%程度 2%近傍	財政赤字の対名目GDP比 政府債務残高の対名目GDP比	6.4% 185.6%	
財務省試算 (平成24年度 予算の後年 度歳出・歳入 への影響試 算) 2012年1月	(2015年度)			(2015年度)		1.0兆円増加 1.7兆円改善 0.9兆円改善
	ケース①	名目成長率 消費者物価上昇率	1.6% 1.0%	国債費 税金等 税金等－歳出	27.4兆円 47.4兆円 -50.8兆円	
	ケース②	名目成長率 消費者物価上昇率	3.0% 1.5%	国債費 税金等 税金等－歳出	28.4兆円 49.1兆円 -49.9兆円	

(注)内閣府は国と地方、財務省は国についての試算。

わせた財政赤字は名目GDPの7.9%、政府債務残高は同じく名目GDPの222.4%に達する。しかしながら、実質成長率2%程度、物価上昇率2%近傍を前提とした場合には、財政赤字は6.4%、政府債務残高は185.6%に収まることになっている。

財務省では、名目成長率が1ポイント上昇した場合、2015年度の税金は1.7兆円しか増加しないが、金利が1ポイント上昇した場合には、国債費（国債償還費＋利払費）が4.1兆円の増加となる試算を発表し、「歳出規模に対して歳入規模が小さいために、歳入の伸び率が歳出の伸び率より大きくても、金額としては歳入の伸びは歳出の伸びに比して小さくなり、財政収支の改善がもたらされない可能性もある」と主張している。しかしながら同じ試算の資料の中で、名目成長率1.6%、消費者物価上昇率1.0%を前提とした場合に比べ、名目成長率3.0%、物価上昇率1.5%を前提とした場合には、2015年度時点で、国債費が1.0兆円多くなるものの、税金等は1.7兆円増加し、歳出に対する税金等の不足額も0.9兆円改善する、というデータが示されている。国債費の増加が税金の増加を上回るかのように見える試算は、ためにするものと考えていたほうがよい。そもそも円高・デフレが続いて国内が空洞化すれば、税金・社会保険料はもっと減少し、財政支出は増大を余儀なくされる。

市場の失望を招いた3月以降の金融政策

2月の金融緩和では、「資産買入等の基金」の長

期国債分のこれまでの使い残し5.5兆円と新たな10兆円の合計15.5兆円について、2012年末まで、毎月1.5兆円ずつ長期国債を買い入れていくことにしている。しかしながら、なぜこのように緩慢なやり方で、買い入れていかなければならないのか不明である。円高・デフレの流れを変えるためには、市場に強いインパクトを与えることが大事だが、小出しでは効果が薄れてしまい、さらに大幅な資金供給が必要になってくる。「戦力の逐次投入」は、金融政策においても避けなくてはならない。

3月の日銀・金融政策決定会合では、追加の量的緩和が期待される中で、成長分野の企業を支援するための貸出枠「成長支援資金供給」を、3兆5千億円から2兆円増額して、5兆5千億円にするというだけに止まった。従来の3兆5千億円の資金枠のうち、もともと5千億円は余っているのに加え、2兆円のうち1兆円はドル資金の貸付枠なので企業の海外移転を促進するのではないかと、そもそも特定産業支援のような政策的な融資は中央銀行の仕事ではない、などといった批判がある。

4月には、量的金融緩和の原資である「資産買入等の基金」の長期国債分を、19兆円から29兆円に10兆円増額することになった。ただし、買入期間が6カ月延長（2012年12月末→2013年6月末）されたので、10兆円÷6カ月≒1.5兆円で、1カ月あたりの買入額が増加したわけではなく、金融緩和の強化を意味するものではない。むしろ逆に、

2012年末までには消費者物価上昇率1%が達成されると思っていたのに、少なくとも半年、先延ばしになったということであり、円高是正・デフレ脱却にとって逆効果であった。

2月の量的金融緩和の強化によって、とりあえず、デフレ脱却をめざしていくことになったものの、市場の追加緩和期待に対し、実効性のある対応は何も実施されなかった。このため市場では、デフレ脱却が本当に実現するとは判断しておらず、それが再度の超円高・株価下落を招く要因のひとつとなっている。

このままでは物価安定の目途「1%」にあと2年

2月の金融緩和の核心は、消費者物価上昇率は当面1%をめざし、それが見通せるまで、長期国債を買い入れるということである。

ここで問題となるのは、消費者物価上昇率1%という目標である。2011年度の実績で見ると、消費者物価上昇率（総合）はマイナス0.1%、GDPデフレーターはマイナス2.0%であった。従って、たとえ消費者物価上昇率が1%のプラスになっても、経済全体の物価水準であるGDPデフレーターはマイナスのまま、依然としてデフレが継続することになる。野田内閣の「日本再生の基本戦略」では、GDPデフレーターがプラス1%とされており、これとの整合性もとれていない。民主党の直嶋正行・円高・デフレ対策特別チーム座長（参議院議員・金属労協政治顧問）も、「1%ではGDPデフレーターがマイナスになる可能性がある。デフレーターが明確にプラスとなるような水準を明らかにしてやるほうが、より効果的だ」と指摘している。

さらに、「当面は1%を目途」という約束すら、先行きが怪しい状況となっている。2012年4月の「経済・物価情勢の展望」によれば、日銀の消費者物価上昇率（除く生鮮食品）の見通しは、2012年度が0.3%、2013年度ですら0.7%に過ぎない。白川総裁によれば、消費者物価上昇率は「当面、ゼロ%近傍」で、「2013年度よりもあと、遠からず1%に達する」可能性が高いとのことであり、1%になるには、少なくともあと2年はかかる状況である。

また、「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価上昇率「2%以下のプラスの領域」については、日銀は、予想インフレ率が上昇すると、「実際の物価や賃金上がる前に、長期金利のみが先行して上昇し、その場合には、金融機関が抱える多額の国債が値下がりし、貸出行動にも悪影響を与える」ので、めざすべき消費者物価上昇率は1%が妥当としており、約束は反故にされているとみなすほかはない。

日銀の主張は、景気がよくなると、金融機関が困って貸し渋りが起こることなので、「風が吹けば、桶屋が儲かる」の理屈のように見えるが、これに対しては少なくとも、

*国債が仮に値下がりしても、金融機関の保有する株価は上昇するはずである。しかも、国債の値下がり幅に比べて、株価の上昇幅は段違いに大きくなる可能性が高い。

*量的金融緩和では、実質金利はいったん低下する。もし、物価上昇の前に金利が先行して上昇することを恐れるならば、現在のような緩慢なやり方ではなく、大規模な金融緩和を一気呵成に実施した方がよい。

といった反論は可能であろう。

長期国債の買い入れ規模について

日銀は量的金融緩和を行うための原資として、「資産買入等の基金」を持っているが、2月14日以前の55兆円のうち、現実には43兆円しか使われていなかった。うち長期国債分は、9兆円のうち3.5兆円だけであった。リーマンショック以降、「資産買入等の基金」を拡大することが、金融緩和であると説明されてきたのに、基金だけが膨らんで、現実にはあまり使われてこなかったということになる。いくら「基金」が上積みされても、実際に資金が民間に流れなければ、金融緩和をしたことにならない。

リーマンショック以後の日本の量的金融緩和は、欧米に比べて際立って小さく、また2000年代前半の日本の金融緩和に比べても小さかった。リーマンショックの際、日本はサブプライムローンの影響は少ないはずだった。「蚊に刺された程度」と表

現した人もいた。それなのに経済の落ち込みが欧米よりも激しかったのは、欧米に比べて量的金融緩和が少なすぎたためである。ギリシャの債務危機がこれほど大きな問題となったのも、ECB（欧州中央銀行）による2010年後半の金融引き締めが影響している可能性がある。

これに対して日銀は、ゼロ金利の下では、日銀が資金をいくら供給しても、そのまま日銀当座預金に積み上がり、「暖簾に腕押し」である、量的金融緩和の量は日本が最も多く、欧米諸国よりずっと以前から、日本は量を増やしていたので、そうした状態に人々の感覚が慣れてしまい、目立ちにくい、と主張している。

しかしながら、名目金利がゼロ%より下げられないからこそ、資金を供給して、物価を上昇させ、実質金利を下げるといふことの意味が大きくなっている。また、2000年代初めの量的金融緩和では、日銀当座預金残高の積み上げによって、円相場は下落し、株価は上昇した。決して「暖簾に腕押し」ではなかったのである。

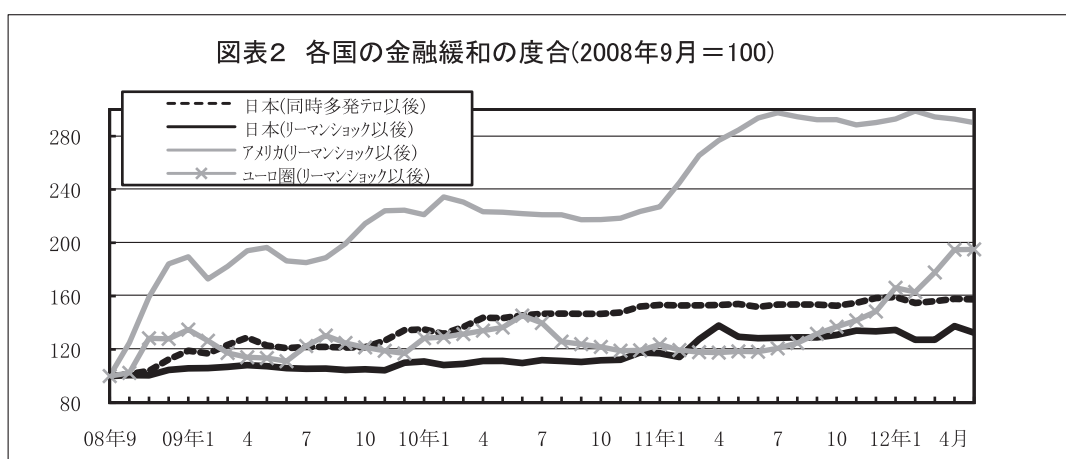
日銀当座預金が過去最高を更新するという報道もあったが、もともと、常に過去最高を更新しておかしくない。

欧米諸国の経済が行き詰まったのは2008年9月のリーマンショックだが、日本はバブル崩壊以来

すでに20年以上経過している。このような「失われた20年」を経て、日本経済は燃費の悪い車のようになってしまっているため、経済を動かすには、欧米よりたくさんの資金供給が必要になる。単に「目立ちにくい」だけではないのである。そもそも日銀が果敢な金融緩和を行わず、小出しにしていたことも、燃費の悪化を招いた要因である。

日銀は、日銀の長期国債の保有残高が国際的に見て高い、とも主張しているが、政府債務残高そのものが、国際的に見て飛びぬけて高いのだから、日銀の保有残高が高くても不思議ではない。

いったん日銀が国債を買い入れたとしても、償還期限を迎えてしまうと、借り換えのために新たな国債が販売され、結果的には、資金が民間から政府、政府から日銀へと流れることになるので、金融「引き締め」と同じことになってしまう。ちなみに、2012年3～5月の3カ月間で、日銀は10兆8,500億円の長期国債を買い入れた（量的金融緩和としての買い入れ5兆5,000億円と、銀行券需要の趨勢的な増加に対応し、通常から行っている買い入れ5兆3,500億円）が、一方で、4兆6,200億円の日銀保有の長期国債が償還されている。日銀では、残存期間「1年以上3年以下」の長期国債を買い入れ対象としているが、もっと残存期間の長いものを買い入れることによって、量的金融



- (注) 1. 2008年9月を100としたマネタリーベースの水準の比較。
 黒い点線は、同時多発テロ時における日本の金融緩和で、2001年9月を100とした。リーマンショック以後の日本の金融緩和が、欧米に比べてだけでなく、同時多発テロ時に比べても小さいことがわかる。
 2. マネタリーベースは、家計・企業・金融機関が保有する現金と、金融機関が中央銀行に保有する当座預金の総額。
 3. 資料出所：アメリカ連邦準備制度、欧州中央銀行、日本銀行資料より、金属労協政策企画局で作成。

緩和の実効性を高めることができるのではない。

また日銀は、量的金融緩和としての長期国債の保有残高については、29兆円と約束しているのに対し、通常ベースの長期国債の保有残高については、銀行券発行残高を上限とし、下限を示していないので、いつの間にか事実上の金融引き締めが行われていたということにならないよう、政府・国会によるチェックが不可欠である。

金融政策決定のあり方について

2月の量的金融緩和の強化は、それまでの金融政策に比べれば、円高是正・デフレ脱却に向け、有意義なものだったが、白川総裁は3月の記者会見で、デフレの原因が「日本経済の構造的な成長力の低下にある」と発言している。また最近は、「少子高齢化自体が低成長やデフレをもたらしている訳ではありません」が、「少子高齢化という構造変化への対応が遅れたこと、さらには、同時に進行したグローバル化という大きな構造変化への対応が遅れていることが、低成長、ひいてはデフレの基本的な原因です」と主張している。

「少子高齢化」そのものではなく、「少子高齢化への対応が遅れたこと」が原因というのは、なかなか微妙な言い方だが、いずれにしても、スタンダードな経済学とは異なる考え方である。おカネの量が増加すれば物価が上昇することについては、いにしえの時代から、「意見の対立はまったくない」（アダム・スミス『国富論』）。構造改革は潜在成長力を高めるための方策だが、潜在成長力を現実の成長にするために必要な資金供給がなければ、いくら成長力を高めようとしても、現実の成長率は高くないし、物価も上昇しない。

マージャンの4人の平均点は、はじめに配られた点棒によって決まる。平均点を上げるためには、点棒を多く配るほかはない。成長力を高める政府の政策が重要なのは言うまでもないが、デフレ脱却のために構造改革を主張するのは、マージャンの実力が上がれば、参加者4人の平均点が上がると言っているのと同じである。燃費の悪い車の例で言えば、構造改革は、燃費の良い車に換えればよい、少ない資金供給で経済を動かせるようにす

ればよい、ということであろう。しかし、いま運転しなくてはいけない時には間に合わない。構造改革の間、円高・デフレが続けば、国内ものづくり産業は立ち行かなくなってしまう。とりあえず、燃費の悪い車でも大丈夫なだけのガソリンが必要なのである。

経済学というのは、表面的には様々な意見の違いがあるように見えるが、「意見の分裂を過大評価することは慎まなければならない。多くの場合、経済学者は共通の意見を示しているからである」（グレゴリー・マンキュー）。日銀の金融政策を、スタンダードな経済学に基づいたものにしていく必要がある。

金融政策を決定するのは日銀の金融政策決定会合だが、これに出席する日銀審議委員には、金融界、産業界の代表が4名出ている。しかしながら、製造業やサービス・流通産業などの代表は出していない。為替レートが死活的な意味を持つ輸出産業や、国内景気の変動が直ちに実感できる産業から代表が出ていないことが、経済実勢に迅速かつ的確に対処できない原因のひとつになっている可能性がある。

アメリカの中央銀行であるFRB（連邦準備制度）は、金融政策遂行によって、「雇用の最大化と物価の安定および穏やかな長期金利」を達成することが義務づけられているが、日銀法では、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」とされているだけである。

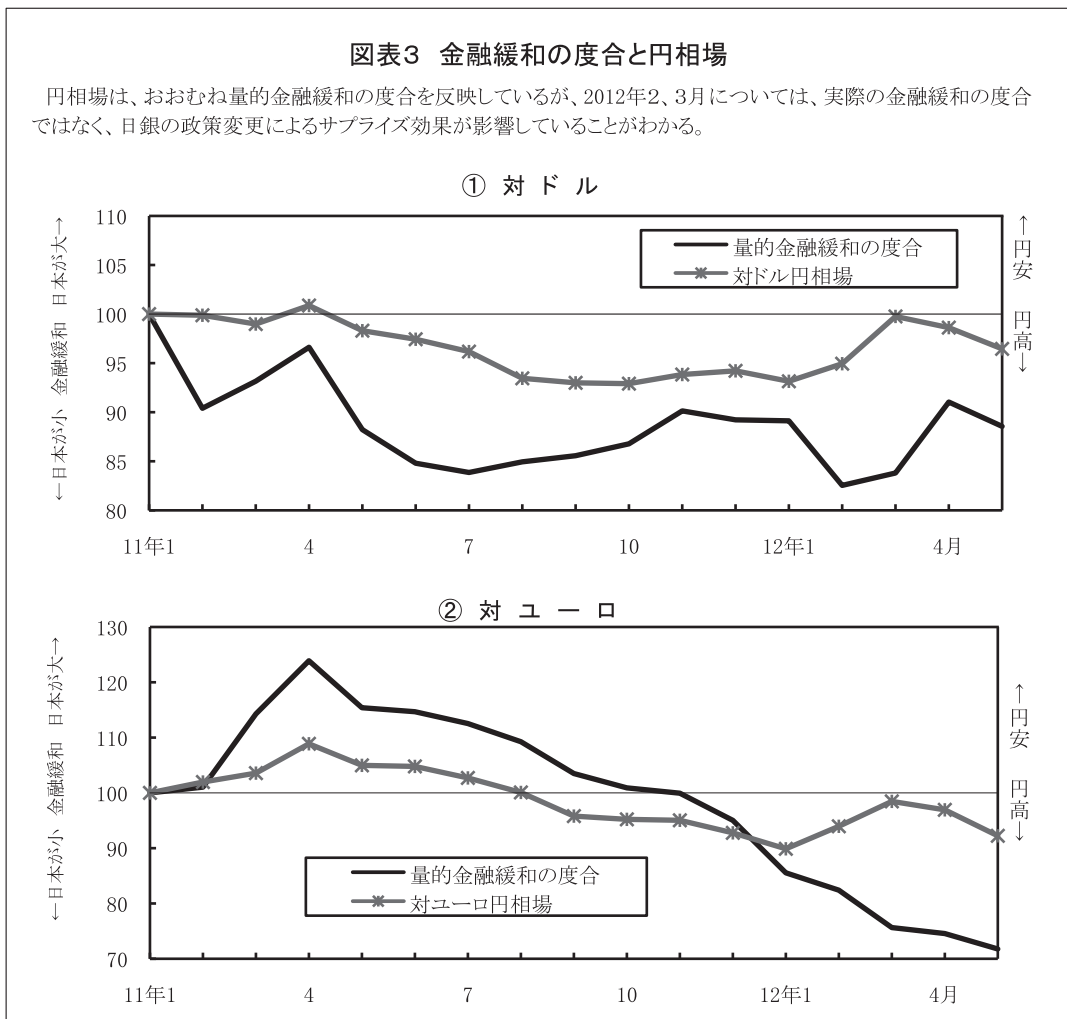
前述のように、日銀は消費者物価上昇率1%をめざしているが、1%が低すぎない説明として、政府の「経済財政の中長期試算」（2012年1月）の「慎重シナリオ」に合致していることを挙げている。しかしながら、政府のめざしているのは、あくまで「成長戦略シナリオ」（実質成長率2%程度、消費者物価上昇率2%近傍）である。構造改革が進んでいないので、「1%」でいいのだ、という理屈だが、前述のように、潜在成長力を実現するための資金供給がなければ、「成長戦略シナリオ」を実現することはできない。日銀法第4条では、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政

府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」とされているが、逆に日銀の主張が、政府の経済政策を縛ってしまっているように見える。

連合も、政府と日銀の政策の連携、デフレ脱却と安定的な名目成長が明確となるまでの金融緩和の継続などを主張している。日銀として「雇用の最大化」をめざすこと、実効的な物価目標のあり方、

具体的な達成期限の示し方、金融政策を政府の方針に整合的なものとするための仕組みなど、日銀法も含めた金融政策決定のあり方について、議論の俎上に載せていくことが必要となってくるだろう。

(この解説は、2012年4月策定の「金属労協2012～2013年政策・制度課題・背景説明」の内容を、その後の状況を踏まえ、事務局が補強したものであり、金属労協の公式見解ではありません)



- (注) 1. 金融緩和の度合は「日本のマネタリーベース(2011年1月=100) ÷ アメリカ・ユーロ圏のマネタリーベース(同)」。
2. したがって、100より低い場合は日本のほうが金融緩和の度合が小さく、100より高い場合は日本のほうが度合が大きい。
3. 為替相場も2011年1月を100とした。
4. 資料出所：アメリカ連邦準備制度、欧州中央銀行、日銀、日本経済新聞資料より、金属労協政策企画局で作成。

国内生産と雇用を守るため、円高是正に向け運動展開を

学習院大学経済学部教授 岩田規久男

2008年9月15日に起きたリーマン・ショック後の超円高の勢いは一向に止まる気配がない。2012年6月12日現在、円の対外相場はリーマン・ショック直前の2008年9月12日より、対米ドルで35%、対韓国ウォンでは42%、対ユーロでは53%もの上昇である。その他の外国通貨に対しても軒並みの円高である。

これほどの超円高では、日本の製造業がどれほどコスト・ダウンと品質向上に努力しても、到底外国との競争に打ち勝つことはできない。

今年2月末には、世界シェア第3位のエルピーダメモリが経営不振から会社更生法を申請した。同社の破綻については、経営の不適切さなどが指摘されている。しかし、これほどの短期間で、ウォンに対して42%もの円高になれば、たとえエルピーダメモリの経営が適切であったとしても、韓国勢に対抗できるはずがない。

円高の原因については、ユーロ圏の金融危機のために、投資家たちが相対的に安全な資産である円を消去法で選んでいるからだという指摘がある。しかし、円高はユーロ危機前から始まっていた。確かに、ユーロ危機後は一段の円高・ユーロ安が進んだから、円高・ユーロ安の原因の一部はユーロ危機にあるといえる。しかし、ユーロ危機後の円高・ドル安の原因までもユーロ危機のせいにはできない。

超円高は、日本のデフレが続くという市場の予想を原因として起きている現象である。日本ではデフレが、海外ではインフレが、それぞれ続くということは、日本製品は海外に比べてどんどん安くなるということである。これは外国通貨の購買力が低下し続ける一方で、円の購買力は上がり続けることを意味する。そのため、外国為替市場で円が買われるのである。

円が強いということは一国の経済が強いことを表すものではなく、単に、日本が世界唯一のデフレ国だから起きている現象に過ぎない。そのデフ

レを引き起こしているのは日本銀行の金融政策である。その証拠に、日銀が民間に供給する資金であるベース・マネー（マネタリーベース＝現金と民間銀行が日銀に預けている日銀当座預金。日銀当座預金は日銀が民間銀行から国債などの資産を購入すると増える）と市場の予想インフレ率の間には密接な正の相関関係が観察される。

市場で投資家たちが予想しているインフレ率は、普通国債と物価連動国債（償還価格と利息がデフレのときには減少し、インフレのときには増加する国債）の利回り差から知ることができる。この予想インフレ率は日銀が量的緩和に積極的になって、ベース・マネーを増やすと上昇し、逆に、量的緩和に消極的になって、ベース・マネーを減らすと低下することが、データから観察される。

量的緩和の程度と予想インフレ率の間に正の相関が観察されるのは、投資家たちが日銀のデフレ脱却の本気度をベース・マネーの動向を見て判断しているからである、と考えられる。

去る2月14日に、日銀は「1%の消費者物価上昇率を目途とする」として、量的緩和の程度を引き上げると発表した。この発表により、市場の予想インフレ率は急上昇し、それが円安と株高をもたらした。円安と株高は輸出と企業設備投資を促し、雇用を拡大し、成長率を引き上げる。つまり、円安・株高はデフレ脱却のための必須の条件なのである。

逆に、ベース・マネーの減少は市場のデフレ予想を生み出すことで、デフレと円高の原因になる。

日銀は2月14日に量的緩和を約束したかに見えた。しかし、3月と4月にベース・マネーの一部である日銀当座預金の前年同月比をそれぞれ3.6%と2.9%だけ減らした。これを見て、市場は日銀のデフレ脱却の本気度を疑い始めた。

一方、米国の連邦準備制度理事会（FRB）は、ユーロ危機が深まり、景気悪化のリスクが高まれば、いつでも量的緩和第3弾を実施する、という

スタンスを市場に示している。市場は、米国が量的緩和第3弾を実施する可能性がある一方で、日銀は量的緩和に消極的であると考えている。このFRBと日銀の金融政策の大きなスタンスの差こそが、最近の超円高・ドル安の原因なのである。

リーマン・ショックから現在までを見ると、FRBはベース・マネーをリーマン・ショック直前よりも200%（2012年4月現在）も増やした。一方、日銀は33%（2012年5月現在）しか増やさなかった。この両国中央銀行の差が、リーマン・ショック後の超円高・ドル安をもたらした。デフレと円高を止め、日本の製造業を守れるかどうかは、日銀しだいである。

日本経済を牽引しているのは輸出産業である。金属産業をはじめ製造業の国内生産を維持し、雇用を守るためには、円相場を適正な水準まで下げなければならない。そのためには、デフレを放置し、円高を止めるのは政府だとして何もしない日銀を、FRBのような世界標準の中央銀行に変えなければならない。そして、日銀を変えるには、政府と国会が日銀法を改正し、日銀に2%から3%程度のインフレを1年半から2年程度の期間で達成することを義務付ける必要がある。

金属労協には以上のような日銀法改正に向けた運動の展開を望みたい。



岩田規久男 (いわた・きくお)

学習院大学経済学部教授

1942年 大阪府生まれ

1966年 東京大学経済学部卒

1973年 東京大学大学院博士課程修了

1983年 上智大学教授

1998年 学習院大学経済学部教授

著書 『昭和恐慌の研究』『ユーロ危機と超円高恐慌』『デフレと超円高』『インフレとデフレ』『日本銀行 デフレの番人』など多数。