

政策・制度解説コーナー ③②

金融緩和の強化と、

円高是正・デフレ脱却への

課題

金属労協政策企画局次長／浅井 茂利

本年2月14日、日銀は金融緩和の強化策を決定した。

※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、実質的なゼロ金利政策と金融資産（長期国債）の買入れにより、強力に金融緩和を推進。

※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。このうち長期国債分は、9兆円を19兆円に増額。

というものである。

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、研究開発拠点の海外移転も進行しつつある。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。また超円高は、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。

金属労協はこれまで、円高是正・デフレ脱却を求め、量的金融緩和の拡大を主張してきた。2月の金融緩和の強化は、われわれの主張に沿ったものであり、評価できる。

本稿執筆時点（3月中旬）では、為替相場や株価もよい方向となっている。しかしながら現在の相場は、あくまでアナウンスメント効果、サプライズ効果によるものであり、市場の失望を招けば、一時的なものに止まってしまうだろう。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」（2011年11月実施）によれば、輸出企業の採算レイトは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る、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イト）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。

物価安定の目的の「1%」について

2月の金融緩和の核心は、消費者物価上昇率1%になるまで長期国債を買う、当面の規模は10兆円ということである。

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（暦年）の実績で見ると、消費者物価上昇率（総合）はマイナス0.3%、GDPデフレ率はマイナス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デフレ率はマイナスのまま、依然としてデフレが継続する可能性が強い。野田内閣の「日本再生の基本戦略」では、GDPデフレ率がプラス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デフレ率がマイナスになる可能性がある。デフレ率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。

従来、日銀は消費者物価指数について、「生鮮食品を除く総合」という指標を使用していたが、2月の金融緩和で物価安定の目途とする消費者物価が何を指しているのかは明確でない。2011年の上昇率で見ると、「総合」がマイナス0・3%、「生鮮食品を除く総合」が同じくマイナス0・3%、「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」はマイナス1・0%となっている。食料やエネルギーが含まれた物価を用いると、日本経済のデフレ基調が変わっていないことも、天候不順や原油価格の不安定な動きで簡単に目標を超えてしまい、金融引き締めが行われる可能性がある。このため、諸外国の物価目標では、食料とエネルギーを除いた物価指標が使用されているとのことである。

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きた。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。

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がもたらされた。

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。資産価格の上昇を通じたルートは、融資拡大によるルートに比べて、大量の資金が必要という意味で、「効きにくい」と言えるかもしれないが、「効きにくい」と「効かない」のとは大違いであり、混同すべきではない。

なお、日銀当座預金には、法定準備額を超えて約22兆円預けられている。もし、今回も資産価格の上昇を通じた景気回復を図るのであれば、法定準備を超える部分に日銀が支払っている利息はやめてしまい、こうした資金も市中に流れるようにしたほうが、金融緩和の効果が高いのではないかと思われる。

資産価格の上昇は、格差拡大になるという人もいるが、そもそも下がりすぎて、経済活動が停滞している点に留意すべきである。

長期国債の 買い入れについて

日銀は量的金融緩和を行うための原資として、「資産購入等の基金」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、「資産購入等の基金」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。

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発行され、民間資金が政府に吸収されてしまうので、金融「引き締め」と同じことになってしまう。昨年、東日本大震災直後に金融緩和が実施されたが、5月にはいつの間にか金融引き締めが行われており、円相場の戦後最高値を招くことになった。実際の金融コントロールは、日銀の金融政策決定会合の決定内容だけではないので、政府・国会として、チェック体制を強化していくことが重要であろう。

2月の金融緩和では、基金の長期国債分のこれまでの残額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、なぜこのような緩慢

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なのだが、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。

円高メリット論、デフレ肯定論の不思議

金属労協では2月27日、「円高是正とデフレ脱却に向けた一層の対策強化を求める金属労協見解」をとりまとめ、民主党など関係方面への働きかけを強めている。しかしながらこうした過程で、「円高メリット論」が根強く存在していることが分かった。

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、至極まっとうな話である。しかしながら、円高で買いき十分と見られたら、外国政府や企業に免許を見られてしまい、高値つかみをして、何のための円高なのかということになりかねない。

円高メリット論のもうひとつは、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。

まず輸出については、当たり前のことだが、円高で原料価格が下がったとしても、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することはできない。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。次に国内市場であるが、今回のように金融緩和が少ないために起こった円高は、デフレとセットである。外需だけでなく、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、所定外や一時金が減少してしまい、雇用不安も出てくるので、よいこととはない。円高・デフレで利益を受けるのは、莫大な金額を預金している人（株や土地で持っている）と、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。

デフレ脱却と財政問題

デフレから脱却し、インフレになった場合、国債の金利が上昇して政府の利払い負担が増える、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、公的年金のマクロ経済スライドも実施できる。

円高・デフレが解消されると、金利も上昇する可能性があるが、まずは物価の上昇、景気の好転を反映した、よい金利上昇である。金利が本格的に上昇するのは、「過度な物価上昇→金融引き締め→金利上昇」となった場合である。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（こと）をしていけば、円高・デフレ

解消のプラス効果を打ち消すほど、金利が上昇するわけではない。

例えば、名目成長率は2011年10～12月期にマイナス2.3%（前年比）となっているが、円高・デフレの解消により、政府が目標としている名目3%成長が実現できれば、5.3ポイントの改善ということになる。一方、新発10年国債の利回りは1%弱（3月中旬時点）となっているが、名目3%成長の下で、これが6.3%（1+5.3）に跳ね上がるようなことにできない限り、円高・デフレは財政にプラスのはずである。

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ふれている。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。

清算主義

円高・デフレ礼賛論のもうひとつの論拠は、前号（2011年秋号）でも触れたが、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」である。

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。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、それでも座して死を待つより、海外移転を選ぶということだろう。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。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。

金融政策決定のあり方について

2月の金融緩和の強化は、大変有意義なものだったが、日銀の白

川総裁はその直後の講演において、日銀の長期国債保有残高は国際的に見て高く、市中にあるおカネの量も国際的に見て多いので、おカネの量が不足しているわけではない、と発言している。

しかしながら、欧米諸国の経済が行き詰ったのは2008年9月のリーマンショックで、わずか3年半前のことなのに対し、日本はバブル崩壊以来すでに20年以上経過している。政府債務残高そのものが、国際的に見て飛びぬけて高いという事情もあり、日銀の国債保有残高が高いのは当たり前である。また「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うので、経済を動かすには、欧米よりたくさんのおカネが必要なのも当然である。

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。また、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かもしれない。

今年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、そもそも中央銀行の仕事ではない、などといった批判がある。

またこの時の記者会見で、白川総裁は、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」と発言しているが、これは、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、「意見の対立はまったくない」（アダム・スミス『国富論』）からである。

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、産業界の代表が4名出ている。しかしながら、2012年3月現在のメン

バーには、製造業やサービス・流通産業などの代表が出ていない。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、金融政策遂行にあたり、「雇用の最大化」「安定した物価」「モデルトな長期金利」を追求することが求められているが、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。

一方、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、これまではやや不十分だったように思える。このような金融政策の決定のあり方についても、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。