

## [書 評]

横山昭雄著『真説 経済・金融の仕組み——最近の政策論議、ここがオカシイ』

日本評論社, xi+277頁, 2015年

バブルの崩壊以降、日本経済は長い停滞を余儀なくされてきた。この間、デフレ経済脱却を目指したさまざまな経済政策が採られ、中でも金融政策には大きなウェイトが置かれた。日本銀行は先進主要国に先駆けてゼロ金利や量的緩和などの「非伝統的政策」を繰り出してきた。

本書は、日銀の局長や民間銀行の頭取など金融界の主要ポストを歴任し金融市場に精通した著者が、日本経済の現状と一連の尋常ならざる金融政策をどう捉えるか、その基本的視点の提示を目指し思いの丈を発露したものである。特に、金融政策だけでデフレ経済から抜け出すことは容易ではなく、日銀がベースマネーを大量供給しても、それだけで経済全体の購買力を示すマネーストック需要を増やし経済取引の活性化を引き出すことはできないとするなど、一連の量的緩和政策を厳しく批判している。

マネーストックはどのように需要され供給されるのか、中央銀行はその総量をコントロールできるのか、これは19世紀英国での通貨主義・銀行主義の論争にまで遡る難問であり、わが国でも過去に同種の議論が激しく交わされてきた。著者は1977年に、金融市場での資金動向の実態を理論的に分析した『現代の金融構造』（日本経済新聞社）を著し、マネーストック需要は経済取引の必要からおのずと生じ、それに応じる市中銀行の与信行為を通じて供給される（内生的信用拡張説）と主張した。これは、いわゆる「日銀理論」<sup>(注)</sup>の一環を成す概念として多くの金融市場関係者に支持されてきた。しかるに40年

後の今日、長引くデフレ経済を前に、「中央銀行がインフレターゲットを掲げベースマネーを大量供給すれば、人々の期待インフレ率が変化し近い将来の物価上昇を見込むようになり、経済取引が活発化する」との「リフレ」派の考え方に沿った異次元緩和政策（量的・質的金融緩和政策）が実施されるに至り、著者はその政策思想を強く批判するとともに、内生的信用拡張説を改めて訴える議論を展開したのである。

章を追って本書の内容を見てみよう。第1章「我々はいま何処にいるか」は、現在の日本経済が悩むデフレは潜在成長力の低下という経済の発展段階を反映したものであり、積極的な金融緩和・財政支出など高度経済成長期の「高圧経済」下の枠組みでは対処できないとして、少子高齢化の急速な進展などの新たな条件下で付加価値を創出できる実力を鍛え直す必要があると強調する。

第2章「実体経済の仕組み」では、経済的付加価値の総量（GDP）の創出メカニズムの下で、各経済主体は財・サービスの需給が見合うところで成立する「価格」を目安に経済活動を行っており、そこで決定される価格は「極めて実体経済的現象」であるとして、「価格は資金の供給如何によって変動する金融現象である」との考え方を厳しく批判する。

第3章「金融機能の正しい理解」では、ベースマネーとマネーストックとの関係を整理する。経済全体の購買力を示すマネーストックの総量は市中銀行全体として信用供与を増やすときに限り増えるが、市中銀行が新たに信用を供与するのは収益確保に確信が得られるときに限られており（収益動機）、中央銀行がベースマネーを追加供給すれば自動的にその信用乗数倍の与信が行われマネーストックが増加するとの考え方は誤りであるとする。また、中央銀

(注) 「日銀理論」の概念やそれを巡る論争などについては、高橋亘『「日銀理論」批判を考える(1)』神戸大学経済経営研究所ディスカッションペーパー、2013年3月、が的確に整理している。

行券（日本銀行券）はマクロ経済活動の結果として需要されるのであって、その発行額の多寡が経済活動の直接的な原因とはならないこと、したがって中央銀行が独自にその発行額を左右することはできず、「景気改善に向けて日銀券を積極的に印刷、流布すべし」との主張は誤りであると説く。

続く第4章「金融政策の効果と限界」では金融政策の効果浸透メカニズムを詳述する。市中銀行には対民間信用供与の結果創出したマネーストックに応じて新たな準備預金（ベースマネー）需要が生じ、中央銀行は特定の政策意図の下でこれを供給する。この需給が均衡する価格（金利水準）としては翌日物資金取引金利などの短期金利が用いられ、中央銀行の政策意図が濃厚に反映される。中央銀行の金利誘導スタンスを受けて金融市場が先行きの金利動向を読み込む結果、長期を含めた市場金利全般の体系が形成される。民間企業はこの体系に沿ってその後の投資効率を判断し新たな資金取入れを検討するので、資金需要水準が変化しさらに新たな信用供与、マネーストックの形成へとつながり、それは市中銀行の新たなベースマネー需要を生み出し上記のサイクルが繰り返される。このプロセスを通じて、中央銀行は自らの政策が实体经济に望ましい影響を及ぼすことを期待する。

この間著者は、中央銀行のベースマネー供給がマネーストック量に直接影響を及ぼす（外生的信用拡張説）ことはない主張し、現に今世紀初頭の量的緩和政策の下でベースマネーが積極的に供給されたが、設備・雇用・債務の「3つの過剰」を抱えた当時の民間企業は新たな資金調達を控えたため、その間の国内銀行の貸出が伸び悩んだことを指摘する。さらに、金利水準の極端な低下は市中銀行の収益力、資金供給力（リスクテイク能力）の脆弱化を招来し、民間企業の所要資金調達に齟齬をきたすことが懸念されるなど、市場原理に基づく金融政策の効果には資金の需給両面から限界が存在し、それは低経済成長段階ではより強く顕現化すると主張する。

第5章「金融システムの全貌と政策対応」では、上述の政策メカニズムに中央銀行券の発行・還収のモデルと政府の財政活動の観点を取り入れて論じ、特に、巨額の財政活動がベースマネーの需給、金利水準に大きな影響を及ぼすのを回避するべく、日銀は財政の支払い超過も含めた金融市場の動向を注視

する必要があると強調する。さらに、このように俯瞰した信用創造プロセスの全体像の下では、近年金融機関経営の健全性の確保が一段と求められ、金融システム全体のリスク顕現化回避に向けたマクロブルーデンス政策が重要となってきていると指摘するとともに、一連の「非伝統的政策」の裏側において将来の金融システム不安の火種を増殖していないかどうか、日銀の厳しい自己点検を求めている。

第6章「低圧環境下の日本経済」では、アベノミクスの一環としての異次元緩和を分析し、資産価格上昇によってデフレ期待の均衡が覆るなど相応の貢献があったとしつつも、基本的に「バブル」を招来するものであり採られるべき政策でなかったと断罪する。国債の大量購入が事実上の財政ファイナンスとなるなど多岐にわたる弊害の可能性を指摘するとともに、経済に急激な影響を及ぼすことなく政策終了を目指すプロセス（出口戦略）が判然としないこともきわめて危険であると懸念する。

最後の第7章「新しいフロンティアを求めて」では、少子高齢化の進展という「不都合な真実」を真正面から見据えたうえで、付加価値創出能力再生のための基本戦略策定に向けて技術革新・イノベーションによる生産性の向上、賃金上昇を主要な目標とする議論の深まりが必要であると指摘する。

このように本書は、日本経済がデフレからの脱却を目指すためには潜在成長力のかさ上げに向けた抜本的な取組みが必要であること、そうした構造的な環境変化の下では、ベースマネーの大量供給を起点とする物価上昇・経済取引の拡大を狙う異次元緩和政策には限界があること、の2点を一貫して訴えている。特に後者については、前著以来の「日銀理論」に沿って市場動向を把握してきた金融関係者にとっては十分得心がいく議論が展開されている。金融政策の効果波及が市中銀行の収益動機に大きく依存するとの主張も、説得力のある記述で解説されている。

しかし、中央銀行業務の実態を踏まえて詳述する本書を通じて、異次元緩和政策の背景にある「リフレ」派の考え方を理論的に論駁する新たな視点が提示されているわけではなく、同派との議論は平行線をたどることとなる。本書でも「デフレマインドの鎮静に相応の貢献があった」と一定の政策効果

を認めており、さらに、日銀としてこれに替わる具体的な政策が存在したかという点に思いを致すと、論断するのは容易ではない。むしろ本書全体を通じて、「出口政策」が不透明なままベースマネーの大量供給が継続していることへの著者の強い懸念が漂っており、そのために強い論調で議論が展開されている感がぬぐえない。また、低圧経済化が日本経済不振の原因であるとの主張も大方の賛同を得られるであろうが、潜在成長力の強化に向けた具体的な施策については、大きな論点であるわりには議論が尽くされていない。もっとも、現実の日本経済においてそのための具体的な道筋を示すことは容易でなく、アベノミクス第3の矢・成長戦略が実質的に打ち出されないまま金融政策に依存する事態が続いてきた

のも、そうした現実によるものである。

このようにいくつかの論点が残されてはいるものの、的確な経済実態分析の上に立ってそれに対処する金融政策のあるべき姿について基本的な視点を提示し、読者に熱く語る本書がもたらす意義は大きい。本書刊行後も日銀は「マイナス金利付き」、「長短金利操作付き」などの量的緩和政策を継続しているが、政策がどのように変容されようとも、著者が堅持する金融政策思想の基本形を提示した本書の価値は毀損されない。金融政策や経済政策運営などに関する理論的かつ実践的な議論に際して、前著とともに今後も参照される1冊であり続けるであろう。

(大阪経済大学 熊倉修一)

### 福田慎一著 『「失われた20年」を超えて』

NTT 出版株式会社, 274頁, 2015年

日本経済は、1990年以降最初の10年はバブル経済の崩壊と不良債権問題に苦しみ、次の10年は生産性の低迷とデフレ経済に直面し、世界同時不況の影響も受けた。本書はそうした20年間の日本経済を対象に、著者を中心に行われた学術研究の成果を一般読者に向けてまとめられた著作である。一般向けであることから、参考文献には日本語訳のない英語論文は挙げられていない。しかし、単純化による平易な解説を目的とせず、日本経済が長期にわたり低迷した複雑に入り組んだ状況を、できるだけ正確に読者に伝えることを心掛けた内容となっている。

構成は、次の通りである。

- 第1章 バブル経済
- 第2章 バブル崩壊と問題先送り
- 第3章 過剰債務問題
- 第4章 「黒船来航」とショック療法
- 第5章 もう一つの「失われた10年」
- 第6章 世界同時不況下の日本経済
- 第7章 金融政策と財政政策
- 第8章 長期停滞からの脱出に向けて

第1章では、1980年代から90年代初めにかけてのバブル経済の発生と崩壊が、定説的ではあるが要領よくまとめられている。

第2章では、バブル崩壊で生じた不良債権の処理がなぜ遅れたかについて、金融機関と金融行政の視点から明らかにされている。ここで、従来型の金融システムが制度疲労を起こし、その結果、対応が「遅すぎて少なすぎる」不十分なものになったことが強調される。

第3章では、第2章の議論を深め、不良債権の処理がなぜ「遅すぎて少なすぎた」のかを、多くの損失を負担する大口債権者がその処理に消極的であったことを具体的事例に沿い明らかにしている。

第4章では、不良債権の処理に続き、企業再生に向けてどのような対応が望ましいのかを「漸進主義」と「ショック療法」という2つの場合に分けて論じている。ここで、「漸進主義」の事例として1998年に破たんした日本債券信用銀行の貸出先企業が、また「ショック療法」の事例として同じ年に破たんした日本長期信用銀行の貸出先企業が、それぞれ検討される。そして、中小企業への「漸進主義」的な対応の必要性を認めながら、大企業に対しては大胆な構造改革を行う「ショック療法」の必要性を主張している。

第4章までは1990年代の日本経済を論じているが、第5章からは2000年以降の日本経済について論じて

いる。そこでの中心的問題は、生産性の低迷とデフレである。ここで著者が意識するのは、その前の10年との連続性である。著者は、予期せぬ負のショックで生産性が低迷したという見方や、賃金の低下がデフレの真因であるという見方ではなく、生産性の低迷やデフレは1990年代の不良債権問題への対処の方法にその根本的な原因があったことを明らかにする。

第5章では、2000年に入り不良債権問題を克服して復活した「問題企業」に着目し、そうした企業の多くがリストラなどのコスト・カットにより当面の利益を回復させたことを指摘している。こうしたコスト・カットは賃金を低下させ、研究開発など当面の利益につながらない部門を削減し、設備投資を抑制する。消極的な設備投資は設備の老朽化を招き、生産性を低迷させる。著者は、不良債権問題への企業の対応がリストラなどコスト・カットという「後ろ向きの改革」となったために、生産性の低迷とデフレを招いたと主張する。そして、真に必要な構造改革は、シュンペーターが唱えた「創造的破壊」のような血を流す改革を通じた新たなフロンティアの開拓だった、と述べている。

第6章では、リーマン・ショックが引き金となった世界同時不況下において、日本経済では「モノづくり神話」のために製造業がダメージを受けても、その抜本的な対応が遅れたことを指摘している。

第7章では、金融政策と財政政策というマクロ経済政策について論じている。金融政策については速やかで大胆な金融緩和の必要性を指摘し、財政政策についてはケインズの景気対策よりも不良債権問題に対する公的資金の投入を優先すべきだった、と主張している。著者は、日本経済の「失われた20年」の問題は構造問題（供給サイドの問題）と需要

不足が複雑に絡み合っていることから、前章までに議論された構造問題の解決なしには金融・財政政策の効果は限定的であるとし、構造問題への対応を重視する姿勢を明確にしている。

第8章では、これまでの議論を総括しその流れをまとめ、長期停滞論との関連を議論している。そして日本経済が今後取り組むべき新たな課題として、少子高齢化を含む潜在成長率の低迷と、財政赤字の問題を挙げている。最後に、「失われた20年」を超えるためには生産性の向上が急務であり、「前向きの改革であればたとえ大きな痛みを伴っても例外としない毅然とした姿勢が、わが国の長期停滞を回避するためには求められている」、との記述でまとめられている。

以上見てきたように、本書は日本経済の過去20年間の問題を、90年代と2000年以降の連続性を重視しながら、金融機関と企業の行動を中心に詳細に分析している。特に、バブル経済崩壊後の不良債権問題の発生と、それへの企業の対応の結果としての生産性の低迷、という大きな流れがミクロ的視点に基づく精緻な実証分析により裏付けられ論じられている。

2013年以降の日本経済においては、需要を刺激する目的で金融政策と財政政策両面からの積極的なマクロ経済政策が実施され、世界経済の好調にも支えられて、おおむね回復傾向にあるように見える。しかし、そのような状況にあっても金融機関と企業の行動を中心とした構造問題の重要性は変わらない。日本経済の「失われた20年」に関する分析がこのようなかたちでまとめられ、学術論文以上に多くの読者の目に触れる機会を得たことには大きな意義がある。

（同志社大学 北坂真一）