

中央銀行の金融政策と「デフレ脱却」

春井久志

要 旨

2008-09年の世界金融危機は、ほぼ世界中の諸国・経済に大きな悪影響を与えた。主要な中央銀行は、自国の金融システムの崩壊防止のための危機対策として、政策金利を0%近傍にまで引き下げた。さらに、流動性不足に陥った金融機関を救済するために、主要中央銀行は、これまで一度も試したことのない非伝統的金融政策を採用する形で、金融政策としては未踏の領域に次々と突入していった。すなわち、主要な中央銀行は巨額の債券を購入する「量的金融緩和策」を実施した。一方2012年末、安倍晋三氏は日本経済の再興を目的にした「アベノミクス」により「デフレ脱却」をめざす政策の一大転換を打ち上げた。これを受けた日本銀行は2013年4月に異次元の金融政策を打ち出した。この異次元緩和策は、2014年度末までマネタリーベースの供給量を2倍にして2年程度を目途に2%のインフレ率目標を達成することを主眼としたものである。日本銀行は貨幣数量説に信頼を置いているように見受けられる。

しかしながら標準的な経済学の教科書は、引締め的な金融政策（政策金利の引き上げなど）はインフレ率や経済成長率を引き下げる効果があるとしている。他方、中央銀行が貨幣供給量を拡張することによって経済成長率やインフレ率を引き上げる緩和策の効果はかなり限定されたものである、としている。さらに金融政策が实体经济に与える影響力についての実証研究の結果もその効果について同様の「非対称性」を示唆している。日本銀行の非伝統的金融政策をケインズの『貨幣改革論』や『一般理論』の視点から検討する。また、ケインズが分析する貨幣価値変化の社会的影響および「投資誘因」の論点からも理論的に検討を加える。

目	次
I. はじめに	
1. 「アベノミクス」と日本経済の「デフレ脱却」見通し	2. インフレーションとデフレーションが分配と生産に及ぼす影響
2. 「カンリフ委員会」とイギリス金本位制度	3. 外国為替理論としての先物為替理論
II. J・M・ケインズの「デフレ批判」と外国為替理論	III. 投資誘因と異次元緩和策
1. 1925年のイギリス金本位制度復帰	1. ケインズの投資誘因
	2. 長期期待の状態と「アニマル・スピリット」
	IV. おわりに

I. はじめに

1. 「アベノミクス」と日本経済の「デフレ脱却」見通し

(1) 「異次元緩和策 (QQE)」から2年

黒田総裁は、2013年3月に日本銀行の舵取りを任されて以来、15年におよぶデフレーションから日本経済を脱却させるための「異次元の金融緩和策 (QQE)」を実行している。総務省が発表した2014年5月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く「コアCIP」）は103.4となり、前年同月比で3.4%上昇した。これは1982年4月以来、32年1か月ぶりの高い上昇率となった。2014年4月の消費税率の引き上げ分（5%から8%へ）を除くと、同年5月の消費者物価上昇率は1.4%となり、4月の1.5%よりやや緩やかな上昇であった。

しかし2014年5月30日に公表された「2014年対日4条協議」終了にあたってのIMF代表団の声明によれば、「アベノミクスは日本をよりダイナミックな経済にするための種を蒔くことにこれまで成功している。短期的な見通しが引き続き良好であり、消費税引き上げの影響を乗り切ることが期待される。中期的には、自律的

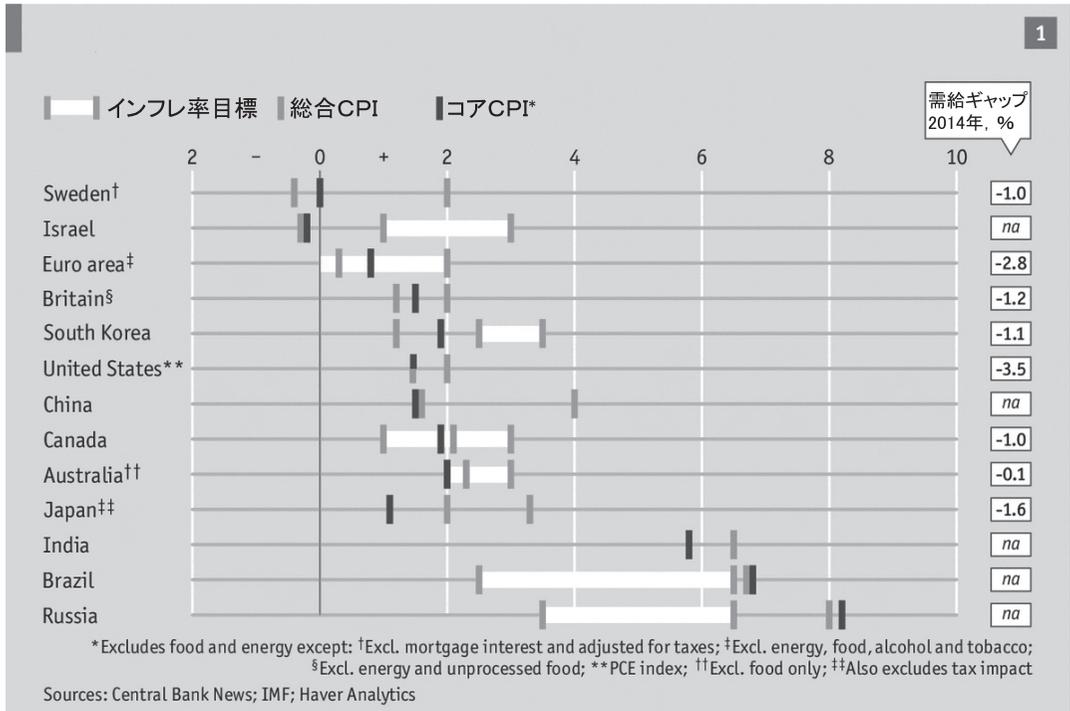
成長へ移行するため、デフレに逆戻りし、金融政策に過度な負担を掛け、政府債務の持続可能性への信頼を毀損することを回避するための構造・財政改革が更に必要である」と指摘している。ただし、「消費税引き上げの一時的な影響を除外した2014暦年のインフレ率は1.1%と見込まれていた。IMFスタッフは2%のインフレ率が2017年に達成されると予想しており、これは日本銀行の予想よりも先となるが、需給ギャップの解消やインフレ期待の上昇がより緩やかに進むとみているためだ¹⁾、としている。IMF代表団の声明が、アベノミクスの「第3の矢」であるいわゆる「成長戦略」の実行可能性や財政再建問題の克服策に対する若干の懸念がうかがえる内容であったことは軽視できない。これがアベノミクスの中期的リスクとみなされている。

日本を含む主要国のインフレ率目標と足元のインフレ率については、図表1を参照。

(2) 「追加金融緩和策」と原油価格の低下

日本銀行は2014年10月31日の金融政策決定会合で追加の金融緩和を決めた。日銀は2013年4月の「異次元緩和策」を決定した際に、インフレ率目標2%を「2年程度の期間を念頭に置いて、出来るだけ早い時期に実現する」と発表し

図表1 中央銀行のインフレ率目標と足元のインフレ率 (2014年9月現在または直近)



〔出所〕 *The Economist*, October 25th 2014.

た。しかしその後、総務省が発表した2014年9月の全国消費者物価指数（生鮮食品・消費増税の影響を除く）は前年比1.0%と、その伸び率が5月以降縮小してきた。物価上昇が鈍化すれば「デフレマインドからの転換が遅れる懸念がある」として、黒田総裁は同年10月にQQEを拡充する追加金融緩和策（QQE2）を決定した。日本銀行は、金融政策の目標としている「資金供給量（マネタリーベース）」をこれまでの年60~70兆円から年80兆円へと増やす。この結果、資金供給量は2015年末に353兆円、国内総生産（GDP）の7割強にまで増える見通しとなった。さらに、長期国債の買入れ額も年50兆円から80兆円へと拡充するとともに、買入れられる国債の償還までの期間（平均残存期間）を

7年程度から7~10年程度へと伸ばす。日本の株水準と連動するETFやREITの購入もこれまでの3倍に増やす。

この追加金融緩和策に踏み切った日本銀行の判断の1つに、原油価格の急落があるとみられている。図表2から明らかなように、原油価格は2014年7月頃まで1バレル当たり100ドルを超える高値をつけていた。しかしその後価格は急速に低下し、2015年2月頃には高値の半分程度の50ドル割れまで急落した。その後、約50ドルまで戻しているが、この価格の上昇傾向が維持されるかどうかは不明であるとされていた。

さらに、図表3が示すように、消費者物価指数（CPI）と原油価格の連動性（2014~15年）が指摘されていることも、その背景の一部を形

図表2 原油価格と在庫



〔出所〕 *The Economist*, February 21, 2015.

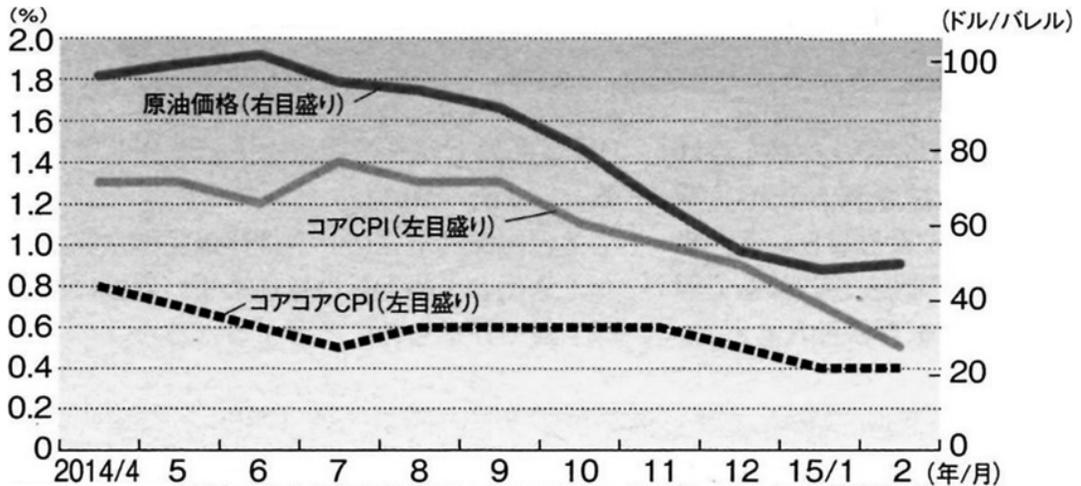
成しているとの指摘がある²⁾。

(3) 『経済・物価情勢の展望』（「展望レポート」, 2015年4月30日）

日本銀行は2015年4月30日に開いた金融政策決定会合で消費者物価指数（CPI）の見通しを引き下げた。今回は原油価格の低迷に加えて、

個人消費支出の回復が遅れていることをその理由に挙げている。2015年4月30日付けの「展望レポート」では、2015年と2016年度の予想を下方修正し、目標に掲げるCPI上昇率2%の達成時期を従来の「2年程度の期間を念頭に置いて、出来るだけ早い時期に実現する」から「2015年度を中心とする期間」への変更からさ

図表3 原油価格と物価の連動性



(注) CPIは総務省発表の消費者物価指数(前年同月比)から日銀試算の2014年4月消費税引き上げの影響(コアCPIは2%、コアコアCPIは1.7%)を引いた数値

[原典] 総務省、ブルームバーグの数値を元に編集部作成

[出所] 『週刊 エコノミスト』, 2015年5月12日号, 29頁。

らに「2016年度前半ごろ」まで後ずれさせた。

2015年度のCPIは0.8%、2016年度は2.0%で、従来の見通しからそれぞれ0.2%ポイント分引き下げた。新たに公表された2017年度は消費税率を10%に引き上げる影響を除いて1.9%と見込んでいる。黒田総裁は「物価の基調は着実に改善している」と強調し、デフレ脱却と2%のインフレ率目標の実現に改めて自信を見せた。ただし、インフレ率目標の達成時期を巡っては金融政策委員会の審議委員の間でも見方が分かれている。実際、4月30日の金融政策決定会合でも9人の審議委員のうち3名が反対を表明した。

2. 「カンリフ委員会」とイギリス金本位制度

1914年の第一次世界大戦の勃発により、金本位制度を採用していた諸国は、国際収支尻を決済するために金を船舶等で海上輸送することの

危険に直面した。イギリスはイングランド銀行券の金兌換を一時停止し、政府による金準備の集中保有を計画した。具体的には、イギリス政府は大戦の勃発直後、金を条件付き輸出禁制品として、事実上金本位制度を停止した。それと同時に、「1914年カレンシーノートおよびイングランド銀行券法」を制定し、金貨に代替する取引貨幣需要を満たすために、1ポンドおよび10シリング額面の政府紙幣「カレンシーノート」を発行した。このカレンシーノートは無制限法貨とされ、イングランド銀行における金兌換が保証された。しかし政府は金をできるかぎりイングランド銀行に集中保有させ、金兌換需要の抑制を訴える諸方策をとったので、カレンシーノートは金貨にかわって広く流通した。

戦争の終結が見通せるようになった1918年1月に政府は、戦後のイギリス経済の安定化政策の基礎を明確化させるために「戦後の通貨及び外国為替に関する委員会」を設置した。イング

ランド銀行総裁のカンリフ卿を委員長に任命したので、この委員会は一般に「カンリフ委員会」と呼ばれている。同委員会は、同年8月に『第一次中間報告書』、1919年12月に『最終報告書』を提出した。これらの報告書は戦時中に発行された膨大な金額に上るカレンシーノートのイングランド銀行への移管（回収）、および旧平価によるイングランド銀行券の金兌換再開、すなわち金本位制度への復帰を勧告した。

1925年4月28日、当時のイギリスの大蔵大臣ウィンストン・チャーチルはイギリス議会の予算演説において「金銀（輸出統制）法」（1920年制定、5年間の時限立法）が更新されないこと、および金輸出の許可証が全面的に発行されることを言明した。かくして、同年5月13日の「1925年金本位法」の成立とともに、ついにイギリスは1914年に勃発した第一次世界大戦以来、ほぼ11年ぶりに金本位制度に復帰した。

この1925年金本位法の成立の背景には「カレンシーノートおよびイングランド銀行券発行に関する委員会」、いわゆる「チェインバリン=ブラッドベリー委員会」が提出した報告書である『カレンシーノートおよびイングランド銀行券発行に関する委員会報告書』（1925年）が存在した。同委員会は、ときにイギリスが採用しようとする政策としては旧金平価（1ポンド=4.86米ドル）で金本位制度を再建することに優る政策はないとして、金地金本位制度（gold bullion standard）の採用とイングランド銀行へのカレンシーノート（政府紙幣）発行の早期移管を勧告した、という事情があった。

この「チェインバリン=ブラッドベリー委員会」の調査の出発点となったのが、上述の「カンリフ委員会」の報告書、『第一次中間報告書』（1918年）であった。カンリフ委員会の見解は

当時のイギリス大蔵省やイングランド銀行の支配的見解となり、イギリスの金融界や産業界の圧倒的多数の賛成意見によって支持された³⁾。他方、金本位制度への復帰は各国の通貨価値を安定化させ、国際的な経済協力を促進する重要な要素であるとしてブラッセル会議（1920年）やジェノヴァ会議（1922年）の国際会議でも金本位制度復帰が唱えられた。

しかしながら、1914年以前の金平価（旧平価）による固定為替レート制度への復帰に対してまったく反対意見がなかったわけではない。J・M・ケインズは『貨幣改革論』（1923年）において、政府の金本位制度復帰政策に若干の問題を提起した。彼は国内物価の安定を優先し、国内のデフレーションを避けて平価切り下げを行うことを主張して、金本位制度への復帰に対して反論を企てた。ケインズは新聞への論文投稿や講演による一般国民に対するアピールだけでなく、前述のチェインバリン=ブラッドベリー委員会⁴⁾や金本位制度復帰直前の大蔵大臣チャーチルとの私的な協議においても、反対の意見を表明した。だがチャーチルを頂点とするイギリス政府の政策決定者たちはケインズが提起した問題への返答を回避し、「不均衡の自動的調整機構」を備えていると考えられていた古典派経済学の調整モデルに基づく伝統的な貨幣・信用理論に依拠して、長期的には経済的安定が調和的に達成されると主張した。このような状況の下で成立した再建金本位制度は、第一次世界大戦後の経済的混乱が続く中、6年5カ月の間存続したが、ついに1931年9月21日に再び停止され、その後今日に至るまで金本位制度はイギリスにおいて再生していないことは周知の事実である。

ケインズは金本位法の成立直後に『チャーチ

ル氏の『経済的帰結』と題する短い論文を発表し、その中で金本位制度復帰の政策決定の基礎にある前提を攻撃し、イギリスの輸出産業、特に石炭業に与えたデフレ効果とその帰結であると指摘し、金本位制度に反対する論陣を張り続けた。このことから、一般に、ケインズは金本位制度復帰反対論者と理解する見解が存在していた。しかしながら、次節で考察するように、ケインズは旧平価での金貨本位制への復帰、すなわち「カンリフ委員会⁵⁾」が勧告したような、第一次世界大戦以前のイギリス金本位制度への復帰に反対したのであり、決して金本位制度それ自体に反対したわけではない。

II. J・M・ケインズの「デフレ批判」と外国為替理論

1. 1925年のイギリス金本位制度復帰

ケインズはインフレーションとデフレーションがともに社会の異なった構成員に悪影響を与えるとして、貨幣価値の安定あるいは物価の安定を強く主張した。インフレーションもデフレーションも異なる社会階層間の富と所得の分配に異なる影響を与える。この点について、ケインズはインフレーションの方が悪い影響を与えるとする。また両者とも富の生産を加熱させたり停滞させたりするが、この場合にはデフレーションの悪影響の方が大きいとする。

ケインズは、『貨幣改革論』(1923年)の中で、貨幣価値の変化の社会に及ぼす影響を以下の3つの社会階層別に分析している。

- 1) 投資家階層 (investing class)
- 2) 企業家階層 (business class)
- 3) 労働者階層 (working class)

ケインズは、19世紀に発展したイギリス資本主義に言及して、「20世紀初頭までには、資産階級は『企業家』と『投資家』の、利害をやや異にする2つのグループに分かれた⁶⁾」、と指摘した。第一次世界大戦前の1913年には、イギリスは純国民所得の約9%を植民地等への海外投資からの純収入に依存していた。投資家階層は、マーチャント・バンカーなどを介して植民地投資、外国の国債投資やコンソル公債などの国内投資をおこなう「金利生活者」と呼ばれる非活動階層であった。

他方、ケインズが企業家階層と呼んだのは、株式の所有者が、同時にその企業の経営者であるような、文字通りの資本家たちであった。この企業家階層と労働者階層とが、富の生産に直接参加する活動階層を構成していた。

ケインズがイギリス社会を3つの階層に分けて分析したのは、戦後のイギリス経済の変質と大きくかかわっていた。イギリスが「世界の工場」としての地位を保持していた19世紀後半には、「テイラリング・プロセス」によって、投資家階層と企業家階層との間に利害の一致があった。イギリス経済は、その経常収支の黒字を資本収支の赤字で埋め合わせて、国際収支を均衡させてきた。イギリスからの海外投資、すなわち国際資本移動は発展途上国や植民地に流れ、イギリス商品に対する有効需要となって、イギリスに還流してきた。さらに、海外投資の累積による利子その他の収入は、所得収支として経常収支を黒字化させた⁷⁾。

ところが、戦後、イギリス経済の卓越した生産力は急速にその相対的な地位を低下させた。アメリカを筆頭とする後発資本主義諸国がその経済力を急速に拡大してイギリス経済を圧迫した。同時に、戦中・戦後のアメリカへの金の集

中的流入は、イギリス・ポンドの対外価値をも大きく低下させた。

そこで、イギリス政府は戦前のイギリス経済の優位性を取り戻すために、旧平価での金本位制度への復帰を画策した。上述の「カンリフ委員会」や「チェインバリン=ブラッドベリー委員会」の勧告が、結果として、イギリス政府の戦後の経済政策の正当性を裏打ちした。しかしながら、1925年金本位法に基づく金本位制度復帰は、その後投資家階層と企業家階層・労働者階層との利害を対立させることが明らかとなった。

2. インフレーションとデフレーションが分配と生産に及ぼす影響

(1) インフレーションとデフレーション

ケインズは物価の変動、すなわち貨幣価値の変化が3つの社会階層に生産と分配の2つの側面に影響を及ぼすと指摘する。デフレーションは貨幣価値を高める。たとえば、長期間、一定額の貨幣の支出を用意する契約（貨幣投資の契約）は貨幣の実質価値が一定期間変わらないという仮定に基づいて行われる。その間生じたデフレーションは投下した資本の実質価値を高めるので、投資家階層には有利にはたらく。他方、貨幣投資契約により一定の債務を負う企業家階層にとって、その実質的負担が重くなる。そのうえ、デフレーションは企業の生産物の売上高を減少させ、その価格を低下させるので、企業家階層は大きな損失を被る。また、このようなデフレーションは経済不況を通して失業という悪影響を労働者階層に及ぼす。失業手当などの政府の補償や食料品などの生活必需品の価格下落を考慮したとしても、失業は労働者階層にマイナスの影響を及ぼす。

それでは、インフレーションとデフレーションの悪影響のうち、前者のそれが強調されがちになるのは、「貸し手がインフレーション下で自らを保護するのに比べて、借り手がデフレーションから自らを守るのは容易であるし、また労働者が行き過ぎた好況から自らを守るのは、不況期の過少雇用から自らを守るのに比べて容易だからである」とする。ケインズは、戦後のイギリス経済の不振のもとでは、インフレーション政策を支持した。なぜなら、「貧困化した社会では、金利生活者を失望させるよりも、失業を生じる方が悪いからである」、とする。ここでのケインズの立場は、金利生活者（投資家階層）の重圧からイギリス経済を解放し、彼らの「安楽死」を選ぶという慎重なインフレーション支持論である。かつて『平和の経済的帰結』（1919年）でインフレーションを批判したケインズは、ここではデフレーションを批判し、旧平価での金本位制度復帰を画策する保守党政府に反論を加えた。

(2) 金融政策の目的

ケインズは、『貨幣改革論』（1923年）の第4章「貨幣政策の諸目標 [Alternative Aims in Monetary Policy]」で、これらの2つの相対立する政策にふれて、いずれの政策が戦後の混乱したイギリス経済の安定化にとって望ましいかを議論している。

「アメリカ合衆国以外のほとんどの国においては、貨幣不安は2つの要素からなっている。第1は、価値の基準とされるもの、つまり金に対して国々の通貨が安定的でないことであり、第2は、購買力からみて、金自体が安定性を欠くことである。従来、注意は主としてその2つ

のうち第1の点にむけられてきた（例えばカンリフ委員会）。金本位制〔度〕への復帰、すなわち、一定量の金と各国通貨との交換性を回復することがともかくわれわれの目標であるべきだと言う考えが多いが、その際の論争の焦点は、通貨を戦前の金価値に復帰させるべきか、あるいは現在に近いいくぶん低い水準に復帰すべきであるかという点である。言い換えれば、デフレーションか平価切下げかの選択の問題である。⁸⁾

ケインズは、第1の政策は投資家階層の利益になるが、企業家階層と労働者階層には重荷を与えるとして、第2の政策、すなわち国内物価の安定政策を支持した。かりに第1の政策をとってイギリスが旧平価、 $£1 = \$4.86$ で金本位制度に復帰すれば、1920年代前半のポンドの対外価値からみて約10%の平価切上げとなる。この結果、投資家階層は海外投資から「全体で実質50億ドルの利益を得ることができ、国債の〔政府〕負担は37億5000万ドル増加する」。

これに対して、デフレーションは国内物価の下落や生産の停滞、失業の増大等の困難を招き、国内経済の安定を乱す。また、戦争の結果、世界の金の大半がアメリカに集中的に分布した状態で金本位制度に復帰すれば、「必然的にわれわれの物価水準の規制と信用循環の処理をアメリカ合衆国の連邦準備理事会の手に委ねることになる」、としてイギリス経済の独立性を重視した。さらに、アメリカの「金の不胎化政策」のために、金本位制度の円滑な運営の基盤である自動的調整作用の「物価・正貨流出入機構」が機能を停止し、金本位制度は死滅していた、と主張した。

3. 外国為替理論としての先物為替理論

上でみたように、ケインズは国内物価の安定を第1の政策目標として、貨幣当局による貨幣供給量の規制、すなわち管理通貨制度の構想を打ち出した。貨幣供給量の裁量を可能にする管理通貨制度を支持する根拠は、当時イギリス国内に広がりつつあった旧平価による金本位制度復帰の風潮であった。金本位制度のもとでは為替レートの安定は達成できるが、国内物価水準および雇用水準は大幅な変動を余儀なくされる。

ケインズの管理通貨制度の支持の主張は、同時に国際均衡、すなわち為替レートの安定を可能にする政策手段を別途必要とすることになる。国内経済の安定化政策が国際均衡の自動的な達成を保障しないからである。また、イギリスのように開放経済体系にある経済にとって、国際均衡の維持は無視することができないほどの重要性を有しているからである。

戦後のイギリスの現実であった紙幣本位制度の下では、貨幣当局の適切な政策措置が取られないかぎり、ポンドの為替レート的大幅な変動は不可避であった。ケインズは為替レート変動による悪影響を軽減する措置として、先物為替市場の拡充や貨幣当局による金の売買価格の変更などを提言した。以下、先物為替市場のメカニズムを検討する。

一般に商人が外国通貨で商品を売買する時、この取引が現金または譲渡可能な手形で即時的に決済されるとは限らない。商人がこの外国通貨を売買することによって為替リスクをカバーするまでの期間に為替レートが変動すれば、彼は為替差損のリスクを負うことになる。為替レートが安定していない場合、この為替リスク

は貿易による利益を上回ることがある。外国貿易の商人が負担する、商品売買契約の成立後に発生する為替リスクを回避するメカニズムとして、先物為替市場が存在する。

「直物」為替による取引は現金取引であり、1つの通貨と他の通貨とが交換される。これに対して、「先物」取引は、契約日の直物相場で後日行われる為替の「直物」取引を契約することである。先物契約を行う商人は、契約の満期日までは現金を支払う必要はなく、同時にその間の為替レートの変動によるリスクから保護される。先物為替の取引には費用を要するが、直物に対する先物のディスカウント（割引）ないしはプレミアム（打歩）がある場合には、この取引費用は回避することのできた為替リスクとくらべれば小さいのが一般的であるとされる。

先物為替取引により為替リスクがカバーされる場合には、直先為替レートの値開きはある国際金融センターよりもほかの国際金融センターに資金を保有しておきたいと考えている商人や投資家の選好の程度を反映する尺度であるといえる。この国際金融センターの選好を決定する諸要因の分析をめぐってケインズが展開したが、「金利平価説」と一般に呼ばれている。

ケインズは1922年4月6日付けの『マンチェスター・ガーディアン・コマーシャル』紙に公開されていた外国為替の安定化に関する自分の論文記事「ヨーロッパの外国為替の安定化——ジェノア会議のための提案⁹⁾」を携えてジェノア会議に臨んだ。それは金融専門誌およびシティの中で議論されていた主題であった。

この論文記事のなかで、彼は金本位制度への復帰を擁護しているが、それは金貨がイギリス国内で流通する金貨本位制度ではなく、金地金本位制度であった。つまり、デフレーションに

よって通貨価値を高める方策とは区別される通貨の安定化であり、現代的な用語では為替レートの変動幅を拡大する「ワイド・バンド」と呼ばれる施策によって達成されるものであった。

ケインズはこの提案を広くジェノア会議の参加者に理解してもらうために、「説得」という手段に訴えようとしていた。

「…しかし、経済学者は謙虚でなければならない。彼の思考分野は公共の領域に包摂されているからである。彼は、説得という手段に訴えない限り、そして単純化という手段に訴えない限り、その役目を達成することができない。本論文記事で議論されているような、深遠で複雑な問題の詳細な輪郭は単純化されている。¹⁰⁾」

Ⅲ. 投資誘因と異次元緩和策

1. ケインズの投資誘因

(1) 『一般理論』における経済主体

ケインズは『一般理論』における経済主体を①消費者、②投資家、③企業家の3者としている。これは、『貨幣改革論』（1923年）の3つの経済主体である労働者階層、投資家階層、企業家階層にほぼ対応している。彼によれば、消費者の行動は消費性向、あるいは貯蓄性向によって基本的に決定される。資産を保有している投資家の行動は流動性選好によって基本的に規定される。そして、企業家の行動は「資本の限界効率」、現代的にいえば「投資の予想収益率」または「内部収益率」によって基本的に決定される。

ケインズは経済主体の行動に着目する上での

2つの基本的問題を提起している。すなわち、第1は、経済主体の予想もしくは予測 (expectations) が大きな役割を果たす点である。各経済主体がある行動を決意する場合、その時点における将来に対する経済主体の予想もしくは予測が彼の判断の重要な要素となる。それ結果として、彼の予想の「不確実性 (uncertainty)」が経済の不安定につながる、とする。第2に、手をこまねくよりも何かをしようという、自然に湧いてくる衝動、すなわち「血気」あるいは「アニマル・スピリット (animal spirits)」が投資家の行動を突き動かす、と指摘する。

その上で、経済主体の行動を動機づけるものは、通常、名目量である貨幣額で示された価格や利子率 (金利) の動きを見て、行動を決める。すなわち、経済主体は「貨幣錯覚 (money illusion)」を持っている、と主張する。

以下では、企業家の行動を『一般理論』の第IV編、第11章「資本の限界効率」および第12章「長期期待の状態」を中心に「投資誘因」について考察する。

(2) 投資誘因としての「資本の限界効率」

ケインズによれば、「人が投資物件または資本資産を購入するとき、その資産の存続期間を通じて、それから生ずる産出物を販売して、その産出物を得るための当期の費用を差し引いたのちに、獲得できると彼が期待する予想収益の系列に対する権利を買っているのである。この年金の系列 [年々の予想収入の流列] Q_1, Q_2, \dots, Q_n を便宜上投資物件の予想収益 (prospective yield) と呼ぶことにする。

投資物件の予想収益に対立するものとして、資本資産の供給価格 (supply price) がある。

これはその種類の資産を市場において現実に購入するさいの市場価格を意味するのではなく、製造業者にその資産の付加的1単位を新しく生産させるのにちょうど十分な価格、すなわちときおり取替原価 (replacement cost) と呼ばれるものを意味する。一資本資産の予想収益とその供給価格または取替原価との間の関係は、その種類の資本の限界効率 [marginal efficiency of capital: MEC] を与える。¹¹⁾

ケインズのいう資本の限界効率とは、資本資産からその存続期間を通して得られると期待される収益によって与えられる年金の系列 [年々の予想収入の流列] の現在価値を、その供給価格にちょうど等しくさせる割引率に相当するものである、と定義されている。この資本の限界効率は、貨幣が新しく生産された資産に投入されたならば、その貨幣に対して得られると期待される収益率に依存するのであって、一投資物件の寿命が終わった後でその記録を振り返ってみて、その投資物件が原価に対してどれだけの収益をもたらしたかという歴史的な結果に依存するものではない、とも説明している。

したがって、ここでの投資の定義は、純投資による既存の資本ストックへの追加であり、生産能力の増大を意味する。この投資の定義は、預貯金などの安全資産による貯蓄から株式などの危険資産による貯蓄を奨励する目的で作成された「貯蓄から投資へ」というわが国でお馴染みのスローガンが強調している「投資」とは全く異なるものであることを確認しておくことにする。

ある期間内にある資本に対して投資が増加すれば、そのタイプの資本の限界効率はその資本への投資が増加するにつれて低下する。その理由の1つは、そのタイプの資本の供給が増加す

るにつれて予想収益が低落するからである。もう1つの理由は、通常、そのタイプの資本を生産する設備への圧力がその供給価格を引き上げるからである。

そうだとすると、当期の現実の投資額が、現行利子率を超える資本の限界効率をもついかなる種類の資本資産ももはや存在しない点まで押し進められる。いいかえれば、投資額は投資需要表の上で資本一般の限界効率が市場利子率に等しくなる点まで押し進められることになる。

これを別の仕方では資本財の価格を説明すれば、以下ようになる。

1) 供給価格 (S) : 現時点で供給される資本財の価格は以下の式で表すことができる。

$$S = Q_1/(1+m) + Q_2/(1+m)^2 + \dots + Q_n/(1+m)^n$$

Q : 年次収益 ; m : 資本の限界効率 (内部収益率)

2) 需要価格 (D) : 将来収益を利子率で資本化した現在価値は以下の式で表すことができる。

$$D = Q_1/(1+i) + Q_2/(1+i)^2 + \dots + Q_n/(1+i)^n$$

Q : 年次収益 ; i : 利子率 (割引率) = 資本コスト

3) 資本財の供給価格と需要価格は以下の3つの可能性で表すことができる。

① $S < D: i < m \Rightarrow$ 資本財需要 $\uparrow \Rightarrow$

$$S \uparrow + Q \downarrow \Rightarrow D \downarrow \Rightarrow D = S \Rightarrow i = m$$

② $S = D: i = m$

③ $S > D: i > m \Rightarrow$ 資本財需要 $\downarrow \Rightarrow$

$$S \downarrow + Q \uparrow \Rightarrow D \uparrow \Rightarrow D = S \Rightarrow i = m$$

すなわち、資本財の供給価格と需要価格との関係は市場利子率 (i) と資本の限界効率 (m) の関係として表すことができ、図表4が示すように $i = m$ で投資量が決定されることになる。以上のことから、投資誘因は一部には投資需要表もしくは資本の限界効率に依存し、また一部には市場利子率に依存することになる。

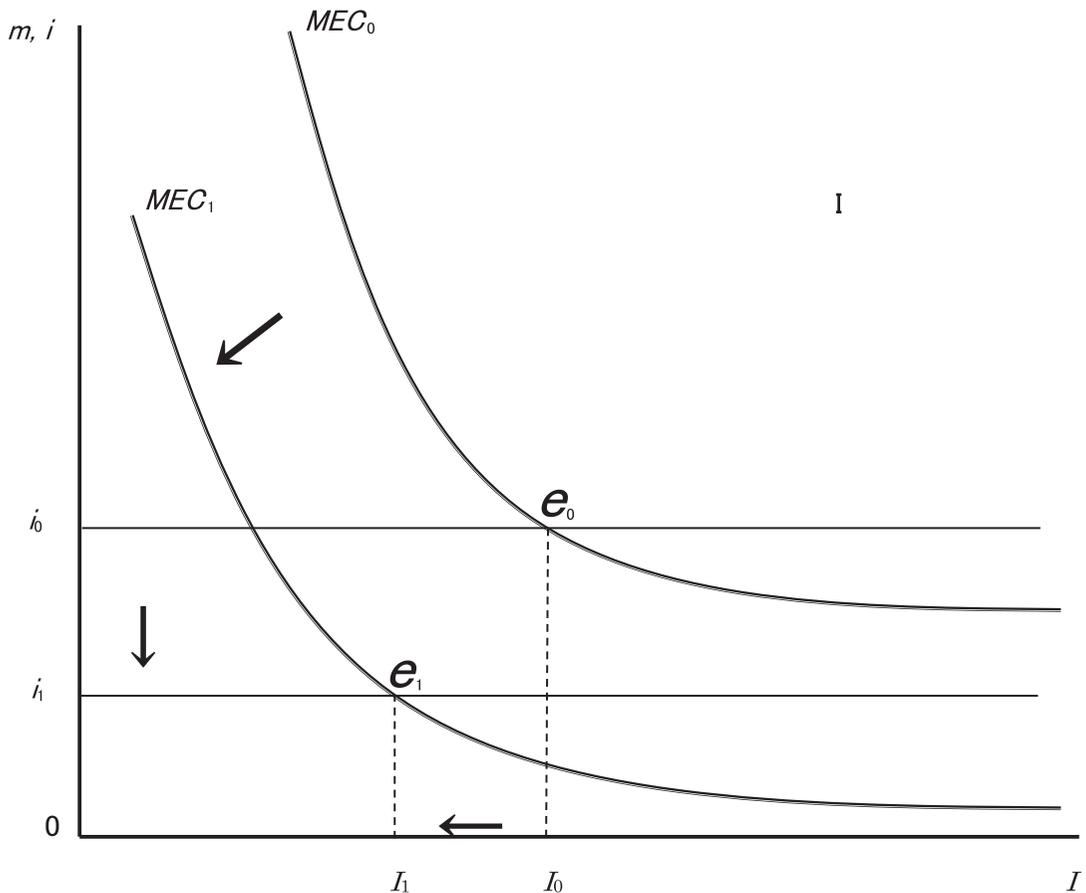
2. 長期期待の状態と「アニマル・スピリット」

上でみた「予想収益に関する期待の基礎にある考慮事項は、一部分は多かれ少なかれ確実にわかっていると想定することのできる現存の事実であり、一部分は多かれ少なかれ確信を持って予想しうるにすぎない将来の出来事である」、とケインズは『一般理論』の第12章の冒頭で言明している。

さらに、「前者に属するものとしては、様々な種類の資本資産および資本資産一般の現存ストックと、能率的な生産のために資本の比較的大きな助けを必要とする財貨に対する現存消費者需要の強さとがあげられる。後者の中には、資本資産ストックの種類や数量の将来の変化、消費者の嗜好の将来の変化、その投資物件の存続期間における時々の有効需要の強さ、およびその存続期間におこるかもしれない貨幣表示の賃金単位の変化が含まれる。後者全体に対する心理的期待の状態を長期期待の状態 (state of long-term expectation) として総括することができよう¹²⁾」、という。

ケインズは、第12章の叙述をあたかも投機家や投機的投資家の「確信の状態」を念頭に置いて

図表4 資本の限界効率の変化



〔出所〕 筆者作成。

ている。しかし突如、彼自身が将来の見込みに満足しさえすれば、彼は市場利子率で無制限に貨幣を借り入れることができるかのように想定しているが、金融機関が借り手に対して抱く確信の状態をも考慮に入れなければならない、すなわち将来の「信用の状態」を考慮に入れる必要性を強調する。すなわち、1929年のニューヨーク証券取引所で発生した株式価格の暴落は確実に資本の限界効率に悪影響を及ぼしたが、その理由は投機的な確信あるいは信用の状態のいずれかが弱まったことにある、と指摘してい

る。「信用の弱まることは〔株価〕暴落をもたらすのに十分であるけれども、それが強まることは、〔景気〕回復にとって必要条件ではあるが、十分条件ではない¹³⁾」と断定している（傍点は筆者）。

続けてケインズは、「投機に基づく不安定性がない場合にも、われわれの積極的な活動の大部分は…自生的な楽観に依存しているという人間本性に基づく不安定性が存在する」、という。「十分な結果を引き出すためには将来の長時間を要するような、何か積極的なことをしよう

するわれわれの決意のおそらく大部分は、血気 [animal spirits] ——不活動よりもむしろ活動を欲する自生的な衝動——の結果としてのみ行われるものであって、数量的確率を乗じた数量的利益の加重平均の結果として行われるものではない。」また、「将来への希望に依存する企業は、社会全体に利益を与えると行って間違いない。しかし、個々人の創意は、合理的な計算が血気によって補足される場合にのみ、適切なものとなる¹⁴⁾」、として長期期待の状態における「血気」の重要性を強調している。長期期待の状態は不確実性が高く、将来収益に対する企業家の強い確信、すなわち血気が備わっていることが投資誘因を補足するのである。ケインズは、単に市場利子率がゼロの水準に低下し、あるいは実質利子率がマイナスに陥っていることが、投資を増加させる十分条件ではない点を強く主張している点は、ここで強調しておく必要があると考える。

日本銀行の異次元緩和策の効果波及経路についての説明では、国債の大量購入による名目金利の引き下げが、インフレ期待とともに実質金利を低下させ、そのことが実体経済に好影響を与える、としている。その結果、マクロの需給ギャップが改善し、実際のインフレ率が上昇するとともに、インフレ期待がさらに上昇する、と考えている。

2年間の量的緩和策により、資産市場で円安と株高が実現し、生産物市場でもインフレ率がマイナス領域からわずかながらプラスの領域に上昇したことは事実であるが、一方で「2年で2%のインフレ目標」は達成されておらず、また他方で株価上昇による消費の資産効果や、円安に伴う企業収益の増加による企業の設備投資の増加などでは、期待されたほどの効果を実体

経済に与えているとは言えない。これは上で考察したケインズの投資誘因としての資本の限界効率と市場利子率との関係、および不確実性を伴う前者に対する「血気（アニマル・スピリット）」の3要素が十分に達成されていないために、経済成長率の上昇などの実体経済への好影響が実現していないのではないかと考えられる。

3. 異次元緩和策の効果波及経路

(1) 「アベノミクス」の第1の矢：異次元緩和策と追加緩和策

「デフレ脱却」を掲げた「アベノミクス」のもっとも重要な矢が大胆な金融政策、あるいは非伝統的金融政策と呼ばれる量的・質的金融緩和策（QQE）であることは周知の事実である。2013年4月に打ち上げられたQQE1および2014年10月のQQE2は、いずれも「ゼロ金利制約」の下で、政策金利をさらに引き下げる金融緩和策を打ち出せなくなった状況で展開された。日本銀行は、大量の国債を市場から買い上げることによって資金供給量（マネタリーベース）を極端な金額にまで増大させて、イールドカーブを全体として押し下げることによって、実質金利を低下させようとした。実質金利が低下して、マイナスの水準にまで下落すれば、民間投資が刺激されて増加し、そして経済成長が可能になると考えている。

このような主張は日本銀行にとどまらず、マスコミなど「巷間の見解」も見られる。非伝統的金融政策ゆえに、その作用経路は不明確な状態に留まらざるを得なくなっている。それだけでなく、「リフレ派」の主張や「巷間の見解」とともに、将来収益の期待（＝見通し）に関する企業家＝投資家の判断（アニマル・スピリッ

ト)を無視した議論であり、経済学的な裏付けの薄弱な議論であるように見受けられる。

さらに日本経済が抱える「構造問題」(すなわち少子高齢化などの人口動態や財政規律の低下および規制緩和の未達など)の悪化により、我が国の資本の限界効率そのものが低下し、MEC曲線自体が下方にシフトしていることが、アベノミクスの「三本の矢」による「デフレ脱却」を困難にしている可能性が極めて高い($MEC_0 \rightarrow MEC_1$; 図表4を参照)。

ケインズは貨幣需要動機を3つに分類している。すなわち、所得の増加関数である①取引動機と②予備的動機、および利子率の減少関数である③投機的動機である。マネタリーベースを2倍～3倍に増加させれば、自動的に利子率が低下し、有効需要が増加してデフレーションから脱出でき、ひいては日本経済の再興も可能になるとの「リフレ派」の主張や「巷間の見解」とともに、貨幣需要が取引動機にのみ依存し、マネタリーベースを増やせば自動的に物価上昇が生じるとする「デマンド・プル型」のインフレーションを想定しているとみなすことができる。

(2) 「アベノミクス」の成果と誤算

安倍晋三首相の経済政策である「アベノミクス」は、その開始からすでに3年目に入り、その「第1の矢」としての大胆な非伝統的金融政策もその導入から2年を経過した。いずれも大きな成果を挙げつつあるとの見方もあるが、他方、いまだ大成功と評価するには時期尚早との見方もある。

「アベノミクス」の最大の政策手段がQQE1およびQQE2であることは論を待たない。短期金利が事実上のゼロ%に達した後に、大量

の国債を購入することでデフレ脱却を狙う異次元緩和策の効果に関しては、未知の政策手段であることもあり、その効果については明確な通説は存在しない。また、異次元緩和策の実体経済への効果波及経路についても、「人びとの期待」に働きかけること、および大胆な非伝統的金融政策が自己実現的に期待された効果を偶然生み出すこと以外には、大きく期待することができない。

確かに、異次元緩和策の開始後約1年程度で1ドル=80円程度、日経平均株価8000円程度といった極端な「円安と株高」が是正された。このような単なる資産価格の変化にとどまらず、「バブル経済」崩壊後、閉塞感を強めてきた国民の心理が好転し始めている点は事実である。円安の影響が大きいとはいえ、消費者物価指数の対前年比が2013年後半から1年半以上にわたってプラスに転じた。「継続的な物価下落」と定義されるデフレーションから脱したことは確実である。ただし、2015年2月のインフレ率が対前年比でゼロ%まで低下し、同年3月のインフレ率もゼロ近辺に低迷している。これは2014年秋以降の原油価格の急落によるものであり、日本経済が再びデフレーションに陥るリスクが高いとは言えない。

他方で、「アベノミクス」や異次元緩和策の限界も明らかになりつつある。第1に、日本経済が「デフレ脱却」を果たしたにもかかわらず、経済成長率が上昇しないことが判明してきた。「リフレ派」の説明によれば、①物価下落予想があるため、家計は現在消費を先送りして、貯蓄を増加させる。②デフレーションによる実質金利の高止まりが企業の設備投資を抑制している。③デフレーションの下で円高が進行し、輸出が伸び悩んだため、経済成長率が鈍化

した。

もしも以上の「リフレ派」の説明が正しいとすれば、すでにデフレーションが終結し、実質金利はマイナスに低下し、大幅な円安が進展しているのだから、日本経済に強い成長力が戻ってきていても不思議ではない。それにもかかわらず、2013年度の実質経済成長率はプラス2.1%へ上昇したが、消費増税前の駆け込み需要分がプラス0.7%、公共事業の寄与分がプラス0.5%であり、これらを除けば実際の経済成長率は1%に満たない状況である。2014年度についても、マイナス1.0%と脆弱な見通しに留まっている。

2014年4月の消費増税（5%から8%への引き上げ）が思いのほか消費を冷え込ませて、2014年6～9月期と同10～12月期と2四半期連続のマイナス成長率を記録した。テクニカルな定義を適用すれば、日本経済は「景気後退」に陥ったことになる。2015年1～3月期は再びプラス成長率を回復したとはいえ、先行きの日本経済については明るい展望が持つことは望み薄との評価もある。

IV. おわりに

1980年代後半の日本では、過剰流動性が主として株式や土地などの資産市場に流入して「資産価格バブル」を引き起こした一方で、主として賃金などの生産費で価格が決まる生産物市場は安定し、「資産効果」も若干影響したとはいえ、物価は低水準にとどまった（図表5を参照）。

2013年4月以降の日本銀行による異次元緩和策（QQE1とQQE2）は、株高と円安をもたらしたことは大きな成果と言えるかもしれない

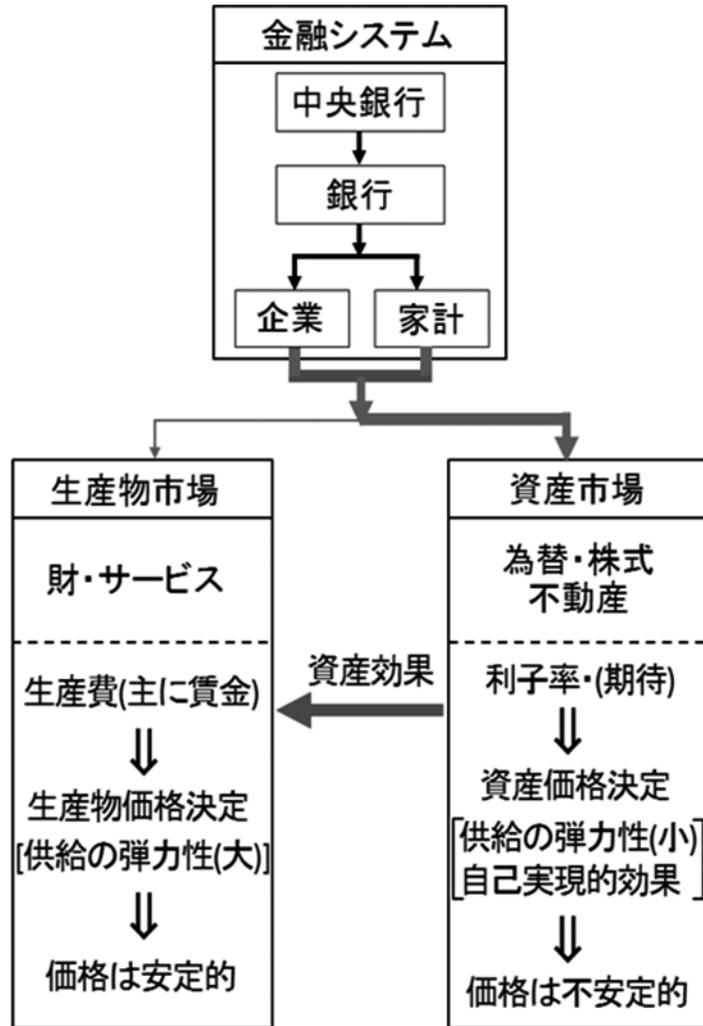
が、生産物市場で決定される財・サービスの価格はプラス0.6%と低迷し、「2年で2%のインフレ率目標」は達成されず、2015年4月に日本銀行はその目標達成時期を2016年度前半に後ずれさせた¹⁵⁾。

伝統的な金融論の教科書では、金融政策は引締めには効果的だが、緩和には効果がないと説明されてきた。いわゆる「ひもの理論（string theory）」である。ひものは引張ることはできるが、押すことはできないからである¹⁶⁾。1980年代前半のP・ボルカー連邦準備制度理事会議長はアメリカのインフレーションを強引な手段で抑制することに成功した。しかしその副作用（コスト）として、失業率が高騰したため、アメリカのマクロ経済全体として、「大成功」であったと評価できるかには疑問が呈されるであろう。

それでは、上述したような世界中の金融市場がグローバル・ネットワークで密接に結びつけられている今日の下で、「2年で2%のインフレ目標」の達成を標榜する「クロダノミクス」は、果たして、その期待通りの成果をあげることができるのであろうか。そして将来、金融論の教科書が書き換えられることになるのであろうか。世界の中央銀行の金融政策の日常の運営から目を離すことのできない日々が今後とも継続していくのであろう。そして2014年度の完了（2015年3月31日）後、すなわち2013年4月発表の「異次元緩和」から2年が経過した後の2015年のわが国のインフレーションの状況を世界中が凝視したことは確実であろう。

また、2015年2月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、いわゆる「コアCPI」）の対前年比上昇率が2.0%をつけた。さらにエネルギー価格を除く指数、いわゆる「コアコア

図表5 二種類の市場価格の決定理論



(注) 1980年代後半の日本経済では「物価安定」と「資産価格バブル」が共存
 [出所] 筆者作成。

CPI」が2014年の消費増税の影響を除くと0.0%まで低下し、今後再びマイナスの領域に下落する可能性も否定できない状況にあるといえる¹⁷⁾。ただし、デフレを脱して2%のインフレ目標を達成することだけが重要である、とは言えない。また上述の通り、インフレーションにより実質金利を低位に押し下げただけで日本

経済を成長させうるわけでもない。経済成長率を押し上げる3つの要素、①雇用量（労働者数×時間）の増加、②資本ストックの追加（純投資）、および③技術革新・進歩の加速がそれぞれ拡充されることが不可欠である。そのためには、規制緩和や構造改革などの「成長戦略」の大胆な実施が必須である。

2014年1月の『ザ・バンカー』誌が選出した「2014年中央銀行総裁賞」を受賞した黒田東彦日本銀行総裁は、その面目躍如となるのであろうか。すなわち、アベノミクスの「第1の矢」としての量的・質的金融緩和策という非伝統的金融政策は、はたしてその所期の目的である「デフレからの脱却」に成功するのであろうか。それとも、株高・円安に象徴される「資産価格バブル」に再点火する一方で、超緩和的な金融政策により超低金利状況を長期化させて、GDPの2倍以上に積み上った国債発行残高の「利払い費」を低水準に抑圧することにより「財政再建」という喫緊の構造・財政改革に対する政治と政治家の取り組み努力を先送りさせる「財政規律」の放棄に終わるのであろうか。セントラルバンキングの研究者はもとより、中央銀行ウォッチャーや投資家たちにとって、めったに遭遇することのない興味津々たる機会が到来していることだけは確実であろう。

最後に、『一般理論』からあと一つケインズのアフォリズム (aphorism) を引用して、本稿の結びとしたい。

「私 [ケインズ] 自身としては、現在、利子率に影響を及ぼそうとする単なる貨幣政策 [金融政策 (monetary policy)] が成功するかどうかについていささか疑いを持っている。私は、資本財の限界効率を長期的な視点から、一般的、社会的利益を基礎にして計算することのできる国家が、投資を直接に組織するために今後ますます大きな責任を負うようになることを期待している。なぜなら、上述の原理に基づいて計算される各種資本の限界効率に関する市場評価の変動があまりにも大きくなるので、利子率の実現可能な変化によってもはや相殺できな

いようになるかもしれないからである¹⁸⁾」(傍点と括弧内は筆者)。

注

- 1) Japan—2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission, Tokyo, May 30, 2014
- 2) 『週刊 エコノミスト』誌, 2015年5月12日号, 29頁。
- 3) Gregory [1929], Vol. 2, Para. 8, p. 373. 春井久志・森映雄訳 [2013] の「解説」を参照。
- 4) 「ケインズとマッケナ (McKenna) とは金本位制度に反対する者として分類される委員会の中での唯一の証人であった、…。」 Cf. Moggridge [1972], p. 42.
- 5) ケインズはカンリフ委員会の報告書に関して、次のような評価を下している。すなわち、「カンリフ報告書に脱落しているものなかで最も注意すべきことは、物価の安定性という問題に関する叙述がまったくないことである。そして、戦前の制度の回復を目指せば、人為的に「その結果生ずる雇用の減退」を起こし、均衡を回復することができる、と愉快げに説明している。カンリフ報告書は、もう死滅し、ほとんど忘れられた理念の系統に属するものである。それなのに、同報告書は依然としてわが国の政策の公的表明であって、イングランド銀行や大蔵省はいまだにそれを進軍命令とみなしていると言われている」(中内訳 [1978], 158頁)。
- 6) Keynes [1923], p5. 中内訳 [1978], 5頁。
- 7) 春井 [1992] を参照。
- 8) 中内訳 [1978], 119頁。ケインズによれば、1922年4月のジェノア会議までは、平価切下げとデフレーションとの相違は、一般には明確に区別されてこなかった。同会議のころから、両者間に明確な対立のあることが次第に理解されるようになった。
- 9) 春井訳 [2014], 496-512頁を参照。
- 10) 春井訳 [2014], 496頁。
- 11) 塩野谷訳 [1992], 133頁。
- 12) 塩野谷訳 [1992], 145頁。
- 13) 塩野谷訳 [1992], 156頁。
- 14) 塩野谷訳 [1992], 159-160頁。
- 15) 日本銀行 [2015b] を参照。
- 16) Angrist, Jorda and Kuersteiner [2013] を参照。
- 17) 日本銀行の「インフレ目標」政策に関する問題点については、春井 [2014b] および春井 [2015a] を参照。
- 18) 塩野谷訳 [1992], 162頁。

参考文献

- 『週刊 エコノミスト』, 2015年5月12日号, 29頁。
日本銀行 [2015a] 『経済・物価情勢の展望』, 4月30日。
日本銀行 [2015b] 『「量的・質的金融緩和」: 2年

- 間の効果の検証」『日銀レビュー』2015-J-8, 5月。
- 春井久志 [1974] 「J・M・ケインズの貨幣理論——『貨幣改革論』を中心に——」『名古屋学院大学論集(社会科学編)』, 第11巻, 第2号, 12月
- 春井久志 [1992] 『金本位制度の経済学——イギリス金本位制度の理論と歴史・政策——』, ミネルヴァ書房。
- 春井久志 [2013] 『中央銀行の経済分析』, 東洋経済新報社。
- 春井久志 [2014a] 「中央銀行は物価を動かせる?」『週刊エコノミスト』, 2014年5月6日/13日合併号, 36-37頁。
- 春井久志 [2014b] 「金融政策と物価コントロール: 1694年創立のイングランド銀行と主要な中央銀行を中心に」『経済学論究』, 第68巻第2号, 9月。
- 春井久志 [2015a] 「インフレ率<二%>の起源」『証券レポート』No. 1689, 4月。
- 春井久志 [2015b] 「中央銀行の金融政策と国債管理」『証券レビュー』第55巻第4号, 4月。
- 春井久志・森映雄訳 [2014] 『カンリフ委員会審議記録』, 蒼天社出版。
- 早川秀男 [2015] 「アベノミクス成功に求められるもの——財政健全化策と成長戦略の具体化が必要——」『地銀協月報』, 4月号, 2~9頁。
- 黒田晁生 [2011] 『入門 金融』(第5版), 東洋経済新報社。
- 黒田東彦 [2014] 「『2%』への招待状——日本経済団体連合会審議委員会における講演——」, 12月25日。
- 宮崎義一・伊藤光晴 [1970] 『コメンタール ケインズ一般理論』, 日本評論社。
- Japan—2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission, Tokyo, May 30, 2014
- Angrist, J.D., O. Jorda and G. Kuersteiner [2013] 'Semiparametric Estimates of Monetary Policy Effects: String Theory Revisited', NEBR Working Paper No. 19355, August.
- Gregory, T.E. [1964] *Select Statutes Documents & Reports Relating to British Banking 1932-1928*, Augustus M. Kelly.
- Keynes, J.M. [1923] *A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 4, 1971. (中内恒夫訳『貨幣改革論』, 東洋経済新報社, 1978年)。
- Keynes, J.M. [1936] *General Theory of Employment, Interest and Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 7, 1973. (塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社, 1992年)。
- Keynes, J.M. [1977] *Activities 1920-1922, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 17. (春井久志訳『条約改正と再興』, 東洋経済新報社, 2014年)。
- Moggridge, D.E. [1972] *British Monetary Policy 1924-1931: The Norman Conquest of \$4.86*, Cambridge at the University Press.

(中央銀行研究所代表・
当研究所客員研究員)