

金融政策の効果

The effect of monetary policy

村瀬 直幸

Murase, Naoyuki

戦後の日本経済を見ると、以下の理論が証明される。

GDP は主に有効需要によって増減する。有効需要の中で設備投資と輸出が中心となる。これは、設備投資と輸出が有効需要の構成要因であると同時に供給能力の主要な項目になることよっている。つまり、設備投資の供給能力は設備投資によって作られた設備であり、輸出の供給能力は輸出によって必要になる輸入である。

金融政策はこれら有効需要と供給能力に影響することによって GDP を増減させる効果を持つ。但し、マネタリーベースの GDP への影響は資産効果を通じた間接的なものであり、また、経験上長くて3から4年である。それ以上の長い年月への効果は期待できない。

キーワード： GDP、有効需要、供給能力、設備投資、乗数効果、輸出、金融政策

1. はしがき

日銀がインフレターゲットを設定して大胆な金融緩和政策を打ち出して約3年が経過した。この政策が景気刺激としてどれだけ有効であったのか。また、長期的な経済成長にとって金融緩和はどれほどの効果があるのか。本稿は金融政策の効果について、独自の理論的枠組みを構築し、データによる実証を行なうことによってこの問題に一つの解を提示する。

2. GDP の増減要因

GDP の増減要因として、大きく有効需要と供給能力に分けられる。有効需要の構成要因は民間最終消費、民間設備投資、輸出、公的支出などが挙げられ、供給能力としては設備能力、エネルギー量、労働人口、輸入などが挙げられる。

村瀬 (2012) によれば、戦後の日本経済は、供給能力がネックとなった時期は、終戦直後やオイルショック時に限られ、その他のほとんどの時期は有効需要によって GDP の値が影響を受けた。

有効需要としては、民間最終消費、民間設備投資、輸出、公的支出が挙げられる。この中で、どの項目が増えても GDP は増える。しかし、意図的に行なえるのは公的支出に限られる。従って、短期的に不況から脱出するためにはケインズが述べたとおり、公的支出を増やすことが一番役立つ。しかしながら、長期的に GDP を持続的に成長させるためには、民間設備投資と輸出を増やす必要がある。日本の高度成長時代は民間設備投資と輸出が牽引した。

3. 民間設備投資と GDP の因果関係

GDP が持続的に成長するためには民間設備投資の持続的増加が最も重要である。その理由は民間設備投資が有効需要の構成要素であると同時に供給能力に寄与するという二面性にある。即ち、自ら需要を作り出し、自らそれを供給することができるということである。1960年代の高度成長を予測した下村治の根拠が民間設備投資の持続的な増加であった。下村は民間設備投資が増え続けている限り経済成長が止まることはありえないと主張した。その後の日本経済は下村の予想した通りの経路を辿った。

4. 輸出と輸入と GDP の因果関係

輸出と輸入の関係は、民間設備投資の二面的性格と相似している。GDP の需要の構成要素として純輸出を挙げていることに対して反対し、輸出のみを挙げることを主張したのは下村治であった。輸入は輸出が増えれば自動的に増えるものであり、純輸出の黒字、赤字にこだわることの無意味さを唱えた。彼の主張の中に、輸出は需要で、輸入は供給であるという認識があったことは疑う余地がない。従って、輸出と輸入が同時持続的に増加すれば、GDP が持続的に成長するということになる。これは、民間設備投資が持続的に増加すれば、GDP が持続的に成長することと同じ意味あいを持つ。

5. 民間最終消費、公的支出と GDP の因果関係

設備投資と輸出・輸入が需要と供給の二面性を持つのに対して、民間最終消費と公的支出は需要の側面だけを持つ。この理由によって、民間最終消費と公的支出は景気回復の要因となり得ても、持続的な経済成長の要因とはなりえないというのが筆者の主張である。

6. 金融政策の GDP への影響経路

金融政策の手段としては金利の調節が伝統的な手段であった。しかし、最近数年間は低金利状態が続いているため、大きな金利幅の調整は行なえない状態が続いている。最近は金利に代り、国債等を購入する量的緩和や、市場にコミットするフォワードガイダンスなどが主流となっている。

金利調整については、金利を下げることによって民間設備投資などを増やすことが目的だが、有効需要が低迷している中では、金利低下は民間設備投資の誘引とはならないことは村瀬 (2012) 等が指摘したところである。

量的緩和やフォワードガイダンスについても直接、間接的に企業の調達面を支援することによって、民間設備投資を促進させることが目的である。

金融政策の GDP へ影響のもう一つの側面は、バブル時に見られた資産効果による民間支出の増加である。増加した通貨が非生産的な資産の名目金額を増加させ、それが心理的に作用して民間消費が増えるという経路である。これは、公共支出と同じで、一時的な効果があっても、供給の力の増加を伴わないために何年も継続させる効果はない。

7. 日銀の金融緩和の影響

2013年4月、日銀はマンタリーベースの規模を2年で2倍にする方針を打ち出した。ほぼ3年が経過した現在、GDPへの効果を指標によって点検してみたい。

実質GDPは14年第一四半期になって、消費税値上げ前の駆け込み需要の要因もあるが、回復の兆しが表れた。主な増加要因は寄与度で見ると13年4月～12月は主に民間最終消費支出によるものであったが、14年第一四半期は季節調整済前期比1.5%増の寄与度をみると、民間最終消費支出が1.3、輸出が1.0、民間設備投資が0.7と、ようやく民間設備投資と輸出に回復の兆しが見られるようになった。民間設備投資については、その先行指標と言われる機械受注額が14年1～3月期に前期比5.6%増となった。輸出については、輸出数量に大きな伸びが見られず、主に円安によるレート換算の効果である。その後は、15年第一四半期までは中国経済の成長による輸出金額の増加でGDPが牽引してきたが、15年第二四半期からは中国経済の減速で輸出金額が低迷した。それを補う形で公共支出が増加し、何とかGDPを維持してきた。

日銀の金融緩和政策の発表後、急激な変化がみられたのは、円安と株価の上昇である。両者に共通するのは市場の期待の変化が大きな変動要因だということである。円安期待になったのは、円が市場に大量に出回ることによって、対外国通貨との出回り量が相対的に大きくなり、当然円安になるだろうという期待である。株価は円安と連動して輸出が増え、また、国内企業の収益が回復して、景気が上向くであろうという期待である。

円安によって、輸出数量は横ばいであったものの、輸出金額が増加した。また、株価の上昇によって、資産効果が徐々に表れて、最近の個人消費や設備投資の増加に結びついていると考えられる。

金融緩和によるGDPによる効果はデータで見ると、市場の期待が大きな役割を果たしている。具体的には為替市場における円安と株価の上昇である。一方、銀行貸出の増加が見られるものの、資金調達面の緩和による実需の直接的な影響は見られなかったとあって良い。一時期の実需の増加は、期待による間接的な影響である。円安と株価がタイムラグをもって実需にもたらした影響のメカニズムは次の通りである。

円安により輸出数量は伸びなかったが、円換算の輸出金額の増加と、15年第一四半期までは中国経済の成長によって輸出金額が増加した。これが民間設備投資を一時期増加させた。また、株価の上昇は、資産効果によって民間最終消費を徐々に高めた。しかし、中国経済の減速によって、輸出金額は低迷している。15年第一四半期以降、民間設備投資と輸出に代ってGDPを牽引したのが公共支出であった。その状態は今も継続している。公共支出と金融緩和によるミニバブル的現象によって回復基調がなんとか維持されているのが現状である。

GDPが持続的な成長をもたらすためには、民間設備投資と輸出が持続的に増加する必要があることは、既述の通りである。そのためには、第一に、輸出金額ではなく輸出数量が大きく伸びることが必要であるが、まだ、その兆候はない。第二に、村瀬(2012)が指摘したことであるが、一般消費者に受け入れられる革新的な高額商品が連続して生まれなければならない。この点でもその兆候はない。

国内総生産

(兆円、%)

	実質 GDP	民間最 終消費 支出	民間設 備投資	政府最 終消費 支出	公的資 本形成	輸出
年度						
6	516	295	74.8	92.7	22.4	80.8
7	525.5	297.4	77	93.8	21.3	88.4
8	505.8	291.4	71.1	93.4	19.8	79
9	495.5	295	62.5	96	22.1	71.4
10	512.7	299.7	64.9	97.9	20.7	83.9
11	514.7	304	68	99.1	20.1	82.6
12	519.8	309.5	68.8	100.6	20.3	81.4
13	530.6	317.2	71.5	102.2	22.4	85
14	525.9	307.4	71.9	102.6	22.8	91.8
前年度比						
6	1.8	0.8	5.9	0.4	-7.3	8.7
7	1.8	0.8	3.0	1.2	-4.9	9.4
8	-3.7	-2.0	-7.7	-0.4	-6.7	-10.6
9	-2.0	1.2	-12.0	2.7	11.5	-9.6
10	3.5	1.6	3.8	2.0	-6.4	17.5
11	0.4	1.4	4.8	1.2	-3.2	-1.6
12	1.0	1.8	1.2	1.5	1.0	-1.4
13	2.1	2.5	4.0	1.6	10.3	4.4
14	-0.9	-3.1	0.5	0.4	2.0	7.9
前年同期比						
14/4~6	-0.4	-2.9	2.4	0.0	4.4	5.7
7~9	-1.4	-3.0	1.4	0.3	2.0	7.7
10~12	-0.9	-2.4	0.2	0.5	2.3	11.3
15/1~3	-0.8	-4.0	-1.4	0.9	0.1	7.2
4~6	1.0	0.4	1.4	1.6	2.2	1.8
7~9	1.0	0.7	-0.3	1.5	0.8	2.9

(資料:内閣府)

量的金融指標 (％)

	マネタリ ーベース	M3	全国銀 行貸出 残高(平 残)
前年度比			
10	6.4	2	-2
11	14.9	2.4	-0.1
12	8.7	2.1	1.1
13	44	3.1	2.3
14	39.3	2.7	2.5
前年同月 比			
14/9	35.3	2.5	2.4
10	36.9	2.6	2.4
11	36.7	2.9	2.8
12	38.2	2.9	2.8
15/1	37.4	2.8	2.6
2	36.7	2.9	2.6
3	35.2	3	2.7
4	35.2	3	2.7
5	35.6	3.3	2.6
6	34.2	3.2	2.5
7	32.8	3.3	2.6
8	33.9	3.4	2.8
9	35.1	3.1	2.7
10	32.5	2.9	2.5

(資料: 日本銀行)

為替・株価 (円)

	ドル/円	日経平均 株価
年度		
4	107	11,669

5	117	17,060
6	118	17,288
7	99	12,526
8	98	8,110
9	93	11,090
10	83	9,755
11	82	10,084
12	94	12,398
13	103	14,828
14	120	19,207
月次		
14/1	102	14,915
2	102	14,941
3	103	14,828
4	103	14,304
5	102	14,632
6	101	15,162
7	103	15,621
8	104	15,425
9	109	16,174
10	111	16,414
11	118	17,460
12	120	17,451
15/1	118	17,674
2	119	18,798
3	120	19,207
4	119	19,520
5	124	20,563
6	122	20,236
7	124	20,585
8	121	18,890
9	120	17,388
10	121	19,083

(資料: 日本銀行、日本経済新聞社)

輸出数量

	輸出数量 2010年 =100
年度	
10	100.7
11	95.3
12	89.8
13	90.3
14	91.5
四半期	
14/7~9	90.5
10~12	62.1
15/1~3	93.6
4~6	90.3
7~9	87.8

(資料:財務省)

8. まとめ

13年4月の日銀の金融緩和のGDPへの影響は、為替市場と株式市場の期待の変化によるものが主である。「異次元緩和」と名前がついているものの、実態経済への直接的な影響は軽微であった。円安によって、輸出金額が増加したものの、中国経済の減速もあって輸出数量は伸びない状態が続いている。また、民間設備投資への金融緩和による直接的な影響は殆ど見られないが、株値上昇による資産効果や、公共支出の効果で回復の基調は何と継続している。しかし、GDPが長期的に成長するためには、輸出数量の増加と、民間設備投資の自律的な成長が不可欠である。これは、両者が需要と供給の二つの側面を併せ持っていることによっている。それでは、輸出数量と民間設備投資が自律的に成長を続けるためには何が必要かといえ、村瀬(2012)が述べている通り、一般消費者に受け入れられる革新的な高額商品が生まれ続けなければならない。そのためには、企業の革新的な商品開発の努力が必要であり、また、その根底には「考える力」と「こつこつと努力する姿勢」を育む質の高い教育が必要である。

参考文献

- 1) 小野善康、貨幣経済の動学理論(1992) 東京大学出版会
- 2) 篠原三代平、日本経済の成長と循環(日本経済研究/篠原三代平著作集I)(1987) 筑摩書房
- 3) 篠原三代平、戦後50年の景気循環(1994) 日本経済新聞社
- 4) 下村治、経済変動の乗数分析(1952) 東洋経済新報社

- 5) 下村治、日本経済はゼロ成長軌道に入った, エコノミスト、1974年1月15日号 (1974) 毎日新聞社
- 6) 内閣府、平成26年度年次経済財政報告 (2014) 内閣府
- 6) (株) 日本政策投資銀行産業調査部、1年が経過した異次元緩和の点検と今後の論点、DBJ Monthly Overview、2014/4 (2014)、(株) 日本政策投資銀行産業調査部
- 7) 深尾恭二・宮川努、生産性と日本の経済成長、(2008) 東京大学出版会
- 8) 村瀬直幸、設備投資・有効需要及び有効産出の理論、富山国際大学現代社会学部紀要、第1巻 (2009) 富山国際大学
- 9) 村瀬直幸、バブルと金融および技術進歩、富山国際大学現代社会学部紀要、第2巻 (2010) 富山国際大学
- 10) 村瀬直幸、ゼロ成長軌道に乗った日本、富山国際大学現代社会学部紀要、第4巻 (2012) 富山国際大学
- 11) 藻谷浩介、デフレの正体 (2010) 角川書店
- 12) 吉川洋、現代マクロ経済学(2000) 創文社
- 17) Keynes, J.M., The General Theory of Employment, Interest, and Money(1936) (塩野谷祐一訳、雇用・利子及び貨幣の一般理論 (1986) 東洋経済新報社)