

強まる家計の困窮と混迷する金融政策正常化問題

— 逸したタイミングと2022年の采配ミス —

2023.7.17

脇田成
東京都立大学

2023年7月現在、YCC変更を中心に金融政策正常化の議論がまた高まってきた。食料品価格を中心に物価高騰も続いており、名目賃金上昇率は春闘後もインフレ率に追いついていない。その結果、実質賃金や実質消費は大幅に低下しており、家計の苦境は強まっている。そこで問題は金融政策正常化となるが、日銀にとっては言わば追い込まれた結果であり、予定通りとは言えない。タイミング的にも現時点では正常化の効果が外部環境の悪化を下回り、かえって国民の不満を募らすことになる。本小論ではいくつかのポイントについて考察を加える。

最初に言っておきたいことだが、アベノミクス下の金融政策と円安追求について、当初より筆者は懐疑的であり、もともとインフレ目標政策導入に意味があったとは考えていない。それゆえ多少の混乱は厭わず昨年の円安昂進期や新総裁就任時に転換すれば良かった、と考えている。しかし賃上げ期待から輸入インフレ促進、物価目標達成という黒田日銀最後の賭けは失敗した。繰り返す意味がないので、本論では次善の策について検討することにする。¹

アベノミクス下の金融政策

アベノミクス以後の現時点で、金融政策については多くの議論がなされた。この10年で認識すべきは以下の2点である。

[1: 金融] 金融緩和策が**銀行貸出**を増加させている、と日本銀行関係者が時に説明することがある。²
しかしこの説明には以下の問題がある。

① 資金循環統計で見て、たしかに**グロス**の銀行貸出量(預金取扱機関の貸出)は日銀の国債

¹ 後知恵で言っているのではない(脇田(2014,22))。

² 日本経済新聞 2023年6月1日付け記事によれば「日銀がマイナス金利の銀行経営への影響を押し量るため、注視していた指標がある。銀行の融資残高の変動率だ。仮に融資が減り始めれば、収益が悪化した銀行がリスクをとれなくなった証左となる。だが、実際には融資は増え続けた。ある日銀関係者は「結局、金利は(緩和効果を副作用が上回る)リバーサルレートの水準までは下がらなかった」と総括する。」

買い取りにつれて増加しているように見える(図 1(a))。しかし銀行間の相互貸出(預金取扱機関の負債)を引いて、**ネット**の貸出量を見ると横ばいである(図 1(b))。³

② **設備資金**貸出量(貸出先別貸出金の設備資金新規貸出額)はもともと少なく、過半が住宅・不動産関連であり、総額は 2016 年(YCC 導入年)以降減少に転じている(図 2(a))。住宅関連以外の貸出量はもともと年間 10 兆円台で推移していて、企業は内部資金内で投資をしているという他のデータ(国民経済計算や法人企業統計)と整合的である。

③ 企業への貸出量(参考係数の金融仲介機関部門別の預金取扱機関貸出残高)は増加しているが、内部留保の構成要素でもある**預貯金量も同様に増加**して貸出量を超えるまでになっている。預金取扱機関以外からの貸出もあるものの、平均的には実質無借金企業となっていると言えよう(図 2(b))。⁴

以上をまとめると、銀行貸出増加は企業の預貯金(内部留保の一部)を増やし、「**運転資金**」を潤沢にはした。⁵この点は企業倒産が減った、という推移と整合的でもある(脇田(2019) p.52)。しかし収益率の低い設備投資がなされている状態というより、運転資金が企業でいわゆる「ブタ積み」という状況だ。日銀首脳は不況下に利上げや金融引き締めはできないと繰り返してきた。しかしたとえ銀行融資が減少したとしても、それは平均的には実質無借金である企業セクターの、(YCC が対応する長期の)設備資金ではなく、元々過剰な**短期運転資金**であることを認識する必要がある。

一般に金融政策の有効性について、「ひもは押せない」とか、「馬を水飲み場に連れて行くことはできても、馬に水を飲ませることはできない」などと言われてきた。伝統的に「水」は銀行の融資やマネーストックを指していた。しかし日本の経験では、**銀行融資は伸びたが設備投資を伸ばさず企業預貯金を伸ばしたので**、「水」は設備投資と言うことになる。⁶

[2: 輸出と設備] 輸出数量がアベノミクス期の円安にもかかわらず上昇しなかった点はこれまでも指摘されてきた。**輸出が伸びず、設備の稼働率が伸びず、従って製造業の設備の拡大がなされなかった、という 3 点は一体**である(図 3)。リーマンショック直前の 2000 年代後半には円安で稼働率の上昇から設備水準に波及した。⁷しかしアベノミクス期には円安が進んだにもかかわらず、設備水準は伸びず海外移転が加速した。今時、稼働率が上昇しているとは言えないので、設備・輸出共に期待はできない。

³ 日銀発表の資金循環参考図表の部門別の金融機関の金融資産・負債残高はグロスで記述されており、かつ“バランス”していない。図表は“イメージ”と但し書きがあるなど、資金循環統計全体として提示の整理が必要と思われる。

⁴ ただし内部留保を企業の預貯金と狭く解釈すべきではない。預貯金が多ければ、銀行から他の流動資産の購入を勧められるはずだ。バランスシートの両側の増加を包括的に考察した脇田(2021)も参照されたい。

⁵ 総裁講演など日銀公式文書でも「運転資金」と述べられている。

⁶ いわゆるリバーサルレート論では、民間銀行の供給制約が貸出増加を阻むストーリーになっており、それとは異なる企業の設備投資選択というルートで金融緩和が効力を失っていることになる。内需面では家計の所得不足が企業の投資不足をもたらしている。

⁷ この経験が日銀の黒田前総裁が大規模金融緩和に乗り出した理由ではないかと思われる。

資金が潤沢な企業が国内で投資をしない理由は、需要がないからだ。ただし国内の需要が飽和していても製造業は輸出ができる。しかし従前から(たとえば脇田(2022, 図 5))示しているように、非製造業の投資と国内消費は相関するが、製造業の投資と輸出は相関しなくなってきた。資金供給も円安も製造業の設備は伸ばさなかった。ところがもう一方で日本企業の利益も株価も騰がっており、若年層を中心に人手不足でもある。

筆者の意見はそれはそれでやむを得ないので、それを前提として考えるべきではないか、というものだ。超金融緩和路線の背景にある「資金供給で設備投資を刺激する」、「円安にして輸出を増やす」、「製造基盤の国内回帰を果たす」、という「**ものづくり国家の勝利の方程式**」はあまりに一本調子だ。ものづくりでもう一度勝利を目指すことが可能なのか、犠牲は大きすぎないか、考える必要がある。⁸

新たな道を探すためには、企業の利益増大の果実を賃上げや株式保有、そして適正な円の水準で日本の家計が享受することが第一だ。日本経済は**世界の人々が欲しがるもの**を供給してきた。以前はテレビであり自動車であった。今は世界最高のグルメ都市であり、安全な旅行先だ。生産者の努力だけでなく厳しい消費者の目が育ててきたと言って良い。そしてその目を育てて我が国の生活文化を輸出するためにも、現在進行中の消費減少を食い止めるための家計所得の確保が必要だ。

さて企業の預貯金増加は思わぬ副作用をもたらした。

コロナ禍と 2022 年のインフレーション

アベノミクスを終わらせたのはコロナ禍であり、2022 年には輸入物価高からインフレに見舞われた。過去の危機(石油危機・98 年の金融危機・リーマン危機)と比較して、ポイントは以下の 2 点である。

[3: 為替と消費] 過去のショック時は広範な金融危機が生じ、企業は流動性危機に見舞われた。日銀短観の「資金繰り」・「銀行の貸出態度」は負となって、**海外よりの資金環流**(レパトリエーション)が生じ、その結果ダブルパンチと言うべき「**危機時の円高**」を毎回誘発した(図 4)。ところがコロナ禍後の今時には企業の運転資金が潤沢なため資金環流が生じず、かえって金融緩和継続による円安が家計消費への打撃を増幅した。リーマン期は円高となったため、輸出や生産は打撃を受けたが、消費は実は堅調であった(図 5)。

[4: エネルギー] 2022 年のエネルギー価格高騰と円安は石油危機並のインパクトを GDP に与えた。原油など鉱物性燃料輸入以外の部分を抜き出して計算すると、2022 年の日本経済の名目成長率は 4%に達していた(図 6)。しかしこのコロナ禍後の本来続くべき**リバウンド的成長を燃料輸入価格高騰が失速**させ、2022 年の成長率は 2%に留まったのである。

この点から一部で言われる低成長が当たり前という日本経済の見方には大きな疑問がある。

⁸ このように端的に書けば、それは今さら無理だ、と多くの人が経営現場で考えるだろう。しかし抽象的なマクロ経済政策を議論する場では、具体的に政策が何を意味するか、何を目的にしているのかを理解せずに話が進んでいることが多い。

適切な政策対応がなされたなら 4%成長が可能だったのに、原油代などを GDP 比 2%もの 10 兆円を余分に他国に払ってしまったため成長の果実を失った、という認識が必要だ。

GDP のマイナス要因となる貿易赤字は原油価格と密接に関連しており、円安を放置すれば貿易赤字と為替がスパイラル的に悪化する可能性がある。かつてのようにエネルギー価格と経済成長、そして為替レートや金融政策との関連に関心を払う必要がある。⁹

1970 年代は石油危機、2000 年代前後は金融危機の年代と見ることができる。コロナ禍のもとのウクライナ戦争は日本にとっては**石油危機の再来**であって、エネルギー価格高騰の影響を官民で遮断しなくてはならないはずだった。ところが 2000 年代中心に頻発した金融危機(1998 年,2000 年,2003 年,2008 年, 図 4 も参照)対応の金融緩和を日銀が続けたことが裏目に出た。**五度目の正直**(短い時期なのでグラフでは表れないが東日本大震災時も含めれば六度目)で流動性危機と危機時の急激な円高を克服したが、それはかえって円安と物価高をもたらして家計に犠牲を強いるものだった。

2022 年インフレーションの遠因

日本経済の「失われた 30 年」と言われる苦境の、筆者の基本的見方は「**家計軽視・企業重視の政策がマクロ経済の基礎体力を弱めてしまった**」というものだ(脇田(2023))。この見方からすればコロナ禍時はさらに好ましくない。企業への打撃は潤沢な預貯金により回避できたものの、逆に家計消費にさらに打撃を与える円安物価高が生じてしまったからだ。2022 年にはあろうことか、物価・賃金を共に上昇させて名目賃金硬直性を打破するという**ショック療法**的な政策まで、インフレ目標達成のため是認された。この結果、日銀が放置した輸入インフレが巨額の貿易赤字と実質賃金・消費減少をもたらしたのである。先に金融緩和と政策により企業預貯金の増加を示した(図 2)が、両者は**コーポレートガバナンスのモラルハザード**をもたらすという指摘はこれまでも(ばらばらに)なされてきた。またこの指摘はグラフを描いて一目瞭然というわけではないが、2022 年の経験は具体的な輸入代金支払い増加 10 兆円、GDP2%減として表れたのである。

内部留保から内部留保へ

この失われた 30 年の経緯をまとめると、企業の内部留保の穴埋めの財政拡張から始まり、企業の預貯金という内部留保を増やす帰結に終わったといえる。図式化すると以下ようになる。

異次元緩和開始までのプロセス

内部留保(企業貯蓄増大) ⇒ 不況対策による財政拡大=国債発行
⇒ 銀行国債買取=融資減少 ⇒ 日銀国債買取

⁹ 米国はシェールガス開発により、原油の純輸出国になりつつあり、これまでのエネルギー価格高騰はドル安をもたらす図式は崩れつつある。さらにグローバルサウスと呼ばれる資源国の台頭と国際情勢の変化も見逃せない。

金融緩和がかえって家計にダメージを与えるプロセス

異次元緩和 ⇒ 企業の運転資金潤沢(内部留保の預貯金)
⇒ レバトリ起らず円安 ⇒ 家計消費減少

企業貯蓄(内部留保)の増大という「資金の流れ方」の変化に目を向けず、資金「量」の拡大や利子率の低下といった伝統的な量的指標を増やすことだけに目を向けてきた政策が、輸入インフレを生み、それを即座に是正しなかったため金融政策正常化のタイミングを逸したと言えよう。日本経済のかかった病気が異なる種類であるのに、旧来の処方箋を拡大した結果である。

海外では**ポピュリズム**的な経済政策が失政を招き、経済混乱から後退を招いた**権威主義国家**が幾多も存在する。その失敗のプロセスが筆者は今ひとつ納得できなかったが、リフレ派と日本銀行の経緯を見てこういうことか、と理解することができた。構造改革を迫るエリートに対し、日銀がお札を刷ればすべてが救われるというリフレ政策はポピュリスト政策の側面が強い。超金融緩和は**微害微益**という言い方があるが、インフレ促進の考え方は黒田日銀総裁任期最終年に輸入インフレで家計に**大きく有害**となったのである。

現状の政策判断

2023年7月初旬時点で家計の困窮は強まっている。

- [物価] [a] 日銀の「生活意識のアンケート調査」によると、生活に**ゆとりがない**と答える人が6割近く(通常4割程度)に上り、その9割が物価高のためとしている。現行調査体制では最高の数値となっている。夏には電気代高騰と生活苦により、クーラーがつけられず病人続出という見出しが踊ることになるだろう。
- [b] コアCPIの2%超えを輸入物価のためと日銀はしてきたが、**内需**を示すGDPデフレーターも2%超えており、物価上昇率2%超えという言い訳は立つ(図7)
- [c] 7月5日に発表された**需給ギャップ**は総合(労働と資本の加重平均)でマイナスである。労働はプラスだが、資本の大きなマイナスが打ち消している。設備はフル稼働未満だが人手は足りないという結果となっている。短観の設備や雇用水準判断を見てもこの状況は続いており、機械で代替はできないから人手不足になっていると解釈できる。何が生産にボトルネックか、という観点から、人手不足のプラスを重視すべきではある(図8)。¹⁰
- [d] 7月時点でインフレの過半を占める**食料品**の状態は、22年度原材料高の「**余震**」と言える。

¹⁰ 日本銀行は従来より物価と失業率の関係を表すフィリップス曲線を使わず、独自の計算に基いた需給ギャップを判断材料としている。そのなかで2017年以降、景気循環ごとにトレンドが異なるという計算手順が導入されている。日本経済には失業率が4%を割ると物価上昇が始まるというきれいな関係があるのに、それを需給ギャップとして使わない理由は、異次元緩和開始時に既に失業率は4%近くになっており、それではさらなる金融緩和の必要性が主張できないためと思われる(図7)。当時、官製春闘が始まったように、失業率は充分下がったという金融緩和への抵抗も可能だったはずだ(脇田(2014))。

日銀短観の食料品工業の判断項目を見ると、仕入価格・製品価格共にピークを過ぎており、低く推移してきた業況判断も正になりつつある。輸入物価の下落と共に、このあたりが日銀の物価落ち着き予測の論拠だろう。

- 【賃金】 報道されているように毎月勤労統計上の**実質賃金は下落**している。加えてハローワークの業務統計を見ると、企業が提示する求人賃金はさほど上昇していないが、労働者が提示する**求職賃金は上昇**していることが分かる。¹¹ つまり労働者側の生活費の高騰という必要性から上昇した賃上げ要求意識に、多くの中小企業側はついていけない。日銀短観の業況判断で製造業中堅企業・中小企業はマイナスが続いており、もともと支払い能力に問題があるからである。

その結果、春闘の結果と合わせてみて、やはり賃金上昇は充分でなく、実質消費は4月の家計調査で-4.4%と大幅に減少した。5月も-4%と大幅減少は続いており、家計の不満はたまっている。

- 【為替】 輸入物価は注目が大きい輸出物価指数はさほどでもない。この指数はこのところ円ベースで上昇率が高く、ドル建てなど契約通貨ベースではより低く推移している(図9)。これはドル建てで値上げしなくても円換算での売り上げが確保できていると言うことを意味し、いわゆるPTM行動(現地市場の状況に基づいた価格付け)を表している。**輸出企業には差益**が存在して、円高「許容度」、耐久力があると言うことになる。

- 【輸入】 輸出数量指数の変化がないことはよく知られているが、輸入数量指数もまた変化がない。IMFは為替レート変動に対して経常収支の半弾力性を推定しており、それによれば日本は先進諸国間で最低の0.13であり、為替の変化に対して(少なくとも短期的には)反応は小さい。¹² 先に鉱物性燃料輸入代金がGDP成長率を左右することを述べたが、80年代や90年代における輸出入GDP比を見ても、輸出比率は10%以下で大きかったわけではない(たとえば脇田(2019, p.98))。輸入が少なく純輸出が大きかったわけである。生産基盤回帰を通して輸出増加、輸入減少を図るだけでなく、**輸入代金を減らす円高**も考えるべきだ。

- 【景気】 世界的に見てもコロナ禍におけるモノへの巣ごもり需要は終わり、中国輸出は大幅に減少、米国の財のインフレ率は負になっているほどだ。しかし米国のサービスのインフレ圧力はもう少し続くだろう。株価不動産は過熱しており、筆者はいずれ金融危機や通貨危機も迫ると考えている。これらの点も日銀が金融政策正常化を渋る理由だろう。

¹¹ 東京ハローワーク <https://jsite.mhlw.go.jp/tokyo-hellowork/>。

¹² 服部孝洋他「IMFによる経常収支の為替レートに対する弾力性の推定方法について」財務総研リサーチペーパー。

岸田内閣の支持率減少はマイナンバーの不手際にあると報道されるものの、物価高騰と不十分な賃上げにある面も大きいはずだ(図 10)。かねてより賃上げを推奨してきた筆者のような立場からは残念だが、2022 年の輸入インフレを事実上放置し、賃上げ推進一本槍の政策には無理があった。やはり一種の**采配ミス**と言うべきであろう。

日銀の「本音」と「建前」

先の経緯も含めて 4 つの重要な価格水準について現状をまとめると、超緩和の元で金融政策は

- [金利] 企業の潤沢な運転資金を引き締めることにすぎず、製造業の設備投資には影響しない。¹³
- [為替] 輸出製造業には円高許容度には余裕があり、円高で輸入代金削減を優先すべきだった。

そこで金融緩和正常化は円高を通して輸入価格を引き下げて家計消費と成長を高める策になると考える。特に YCC による長期金利変動幅固定は、設備のための資金需要と関係が無く(図 2)、本来は修正がもっとも容易なはずだ。ただ 7 月時点では

- [物価] 国内では食料品中心のインフレが収まりそうだというデータと世界インフレの減速傾向のもと
- [賃金] 名目賃金は来春には騰がるかもしれない、という心許ない状況である。

そこで日本銀行首脳は少し前まで金融緩和の枠組みは変えないと繰り返していた。その理由は

- 不況だから引き締めはできない、という「建前」でなく、
- まず輸入インフレ対応を目標にすれば、昨年の失敗の責任を認めることになる。また名目賃金はこれまでのインフレに追いついておらず消費は減退傾向が続く。世界景気も悪化する。秋には物価上昇は止まりそうだから、利上げをした後に(利上げと関係なく)不況やデフレが生じる可能性が強い。そこでやはり失敗したではないか、と後から**金融政策変更の責任**を追及されたくない、というのが「本音」だろう。

しかしこの「本音」ではインフレと実質賃金低下に今苦しんでいる現在の家計は救われない。

「理想」を言えば、日銀と政府はこれまでの誤りを認めて、丁寧で正しい説明を行い、家計本位の金融政策を求めて一から出直すことが必要だ。貸してしまった資金を急速に回収することや利上げが無理でも、せめて YCC 修正から金融政策正常化を始め、今後の戦争など突発事項により、何らかの資源高が生じた場合に、「円防衛」を計画しておくことが本来は必要だ。

¹³ 非製造業の設備投資は金利や為替より消費に比例する。したがって金利上昇で円高消費高なら、非製造業の設備投資はかえって増加する可能性が強い。

最後に

金融緩和が直面するメリット・デメリットは

- 伝統的経済学ではフィリップス曲線に表される失業とインフレのトレードオフであり、
- アベノミクス期の円安志向では家計消費を一時的に犠牲にしても輸出が伸びて製造業が国内回帰すれば結果オーライというものであった。

本論で説明したように、失業率はアベノミクス開始時期に既に 4%近くまで低下していたし、製造業の生産基盤は国内回帰しそうにない。両者の考え方は適切でない。ただし企業の利益水準は高く、労働市場は逼迫している。この現状から、金融政策正常化が直面するメリット・デメリットを日本経済の実情に合わせて考え直すと

- 利上げのデメリットは無借金企業の**運転資金**の費用を高めることであり、メリットは円高を通して GDP 比 4%にもなった**貿易赤字**(22 年度)を減らすことになる。

国際金融情勢や金融機関の経営問題、そしてマーケットの状況とタイミングの問題があるにせよ、メリットデメリットの大小は明らかだ。金融政策が早期に是正される方向が本来は望ましい。

ただし歯切れの悪い言い方になるが、今か、と言われると疑問はある。これまでタイミングを逸し続けたため、7 月現在では今後に来るであろうデフレや不況の責任を誤って負わせられる危険性があるからだ。責任を問われた結果、ポピュリスティックな政策に戻れば日本経済は今度こそ減んでしまう。そういうことにならないためには、日銀は面子を捨てて、本小論で指摘したような日本経済の現状

- 黒田時代の金融緩和は企業の内部留保(運転資金としての預貯金)を潤沢したに過ぎなかった
- 2022 年の誤った金融緩和は円安を招き、輸入インフレを増幅して実質賃金・消費を下げってしまった

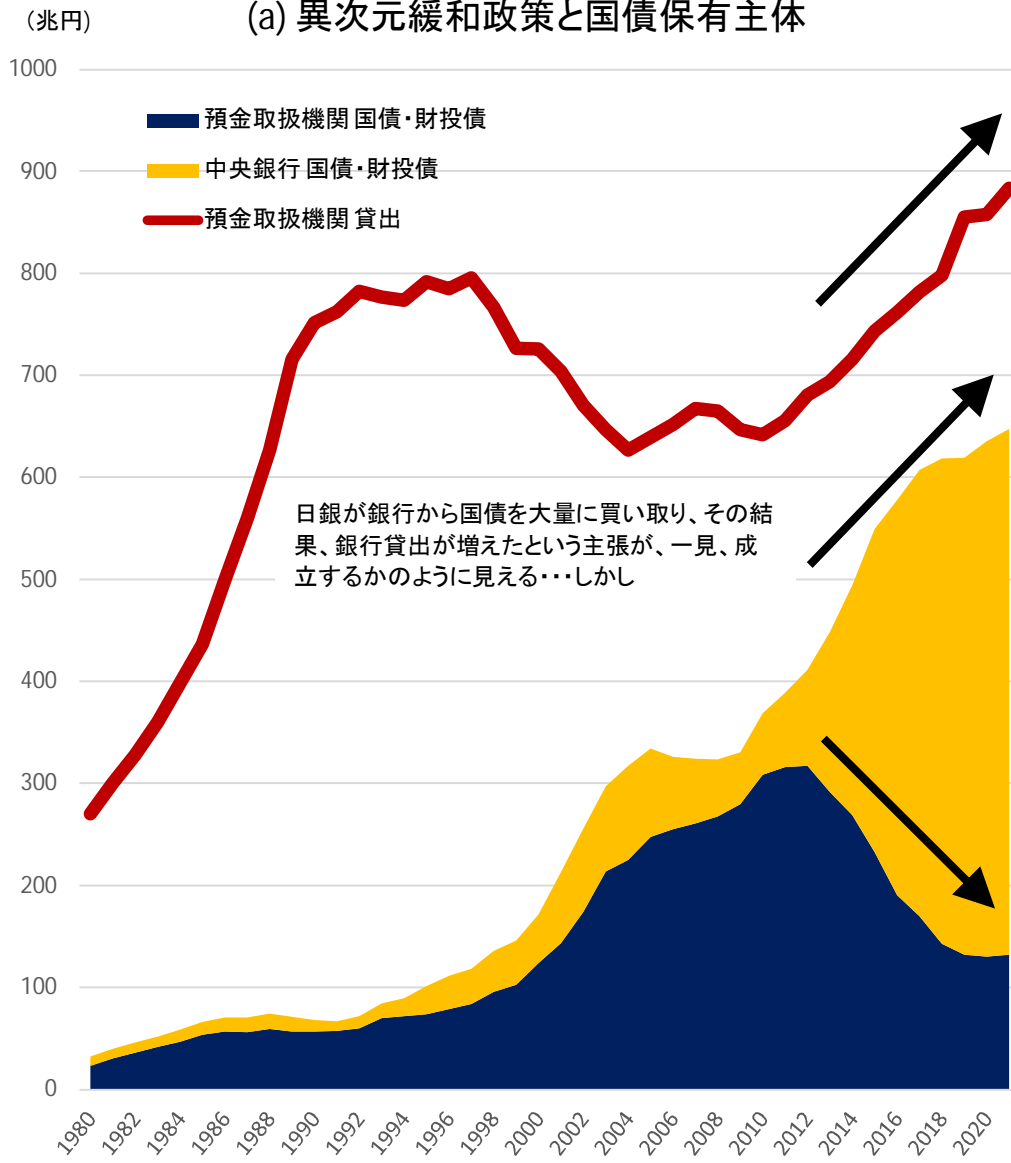
ことをまず認め、本来は有害無益なことを続けてきたと説明し、そのうえで金融緩和をやめることが必要と考える。

参考文献

- 脇田成 (2014) 『賃上げはなぜ必要か』 筑摩選書。
脇田成 (2019) 『日本経済論 15 講』 新生社。
脇田成 (2021) 『高リスク低リターン海外直接投資 -内部留保のゆくえ-』
<https://wakitaweb.fpark.tmu.ac.jp/Essay/Essay/FDI.pdf>。
脇田成 (2022) 『金融政策正常化のためのチェックポイント — 内需主導とデマンドプルインフレ —』
<https://wakitaweb.fpark.tmu.ac.jp/wakitaweb/Essay/SEM.pdf>。
脇田成 (2023) 『日本経済自壊のプロセス — 3 度のショックと金融政策の失敗 —』
<https://wakitaweb.fpark.tmu.ac.jp/Essay/Wedge2305.pdf>。

図1 ● 資金循環からみた異次元緩和

(a) 異次元緩和政策と国債保有主体



(b) ネットでは増えていない銀行貸出

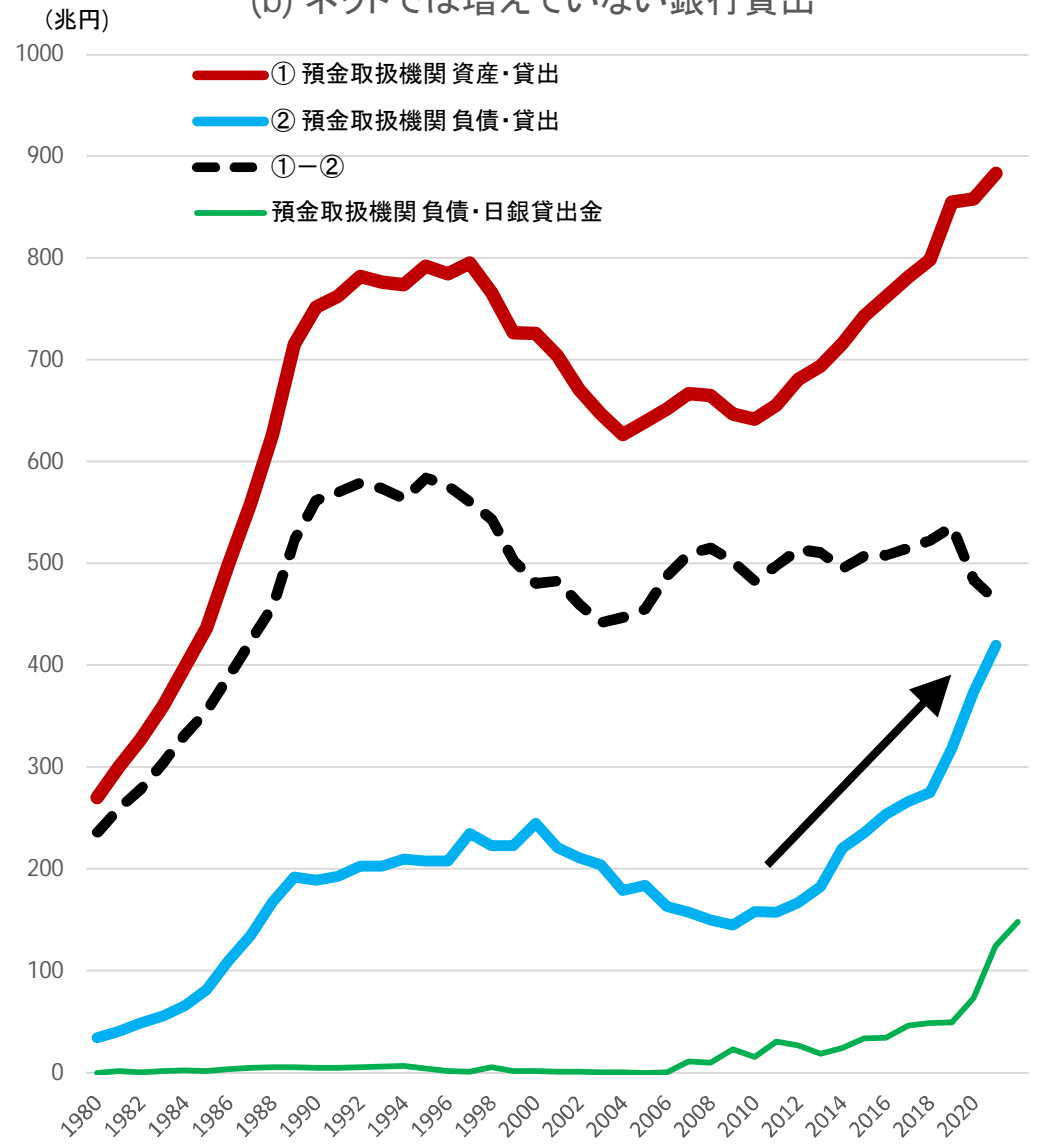


図2 ● 設備資金貸出と無借金企業

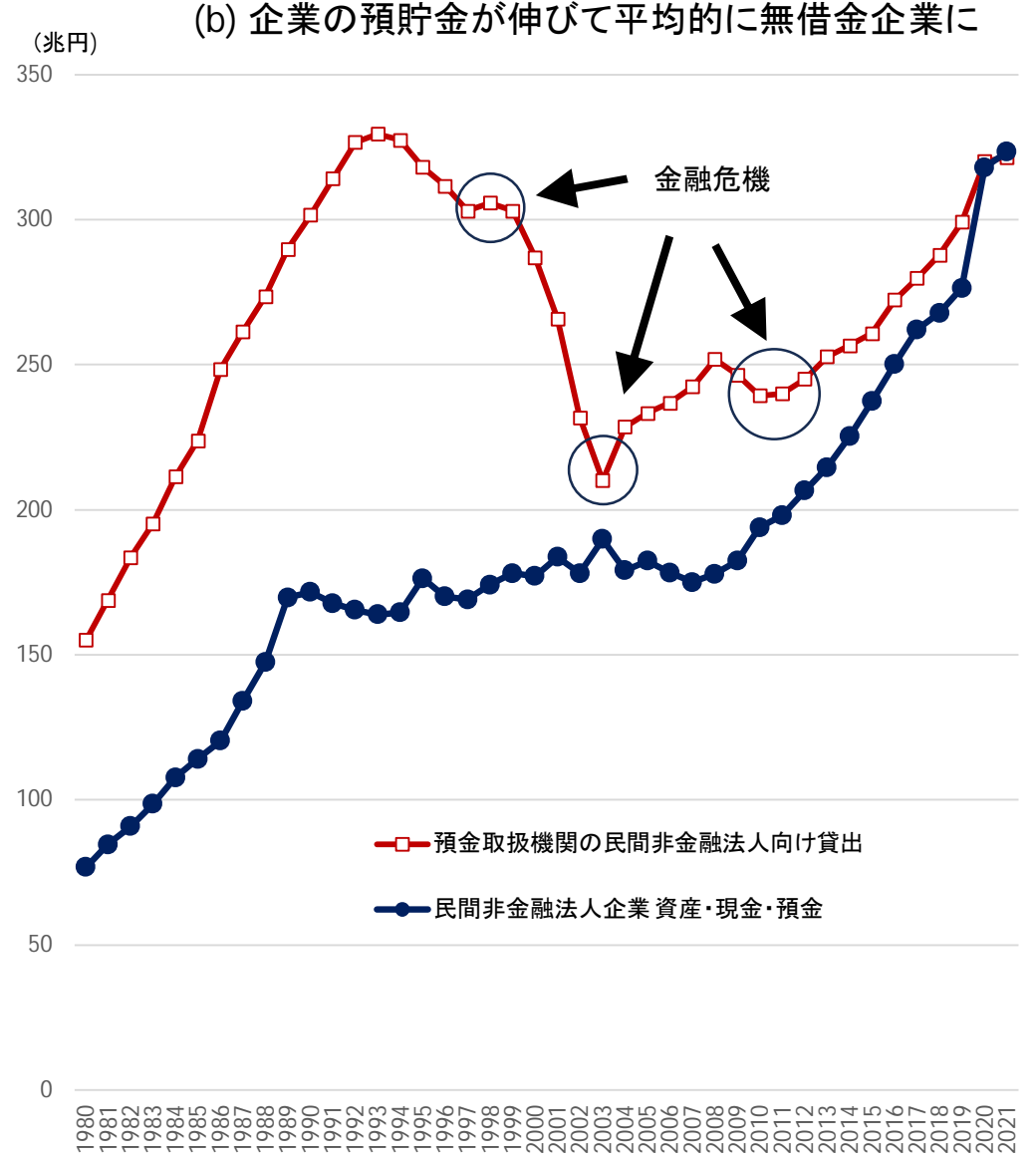
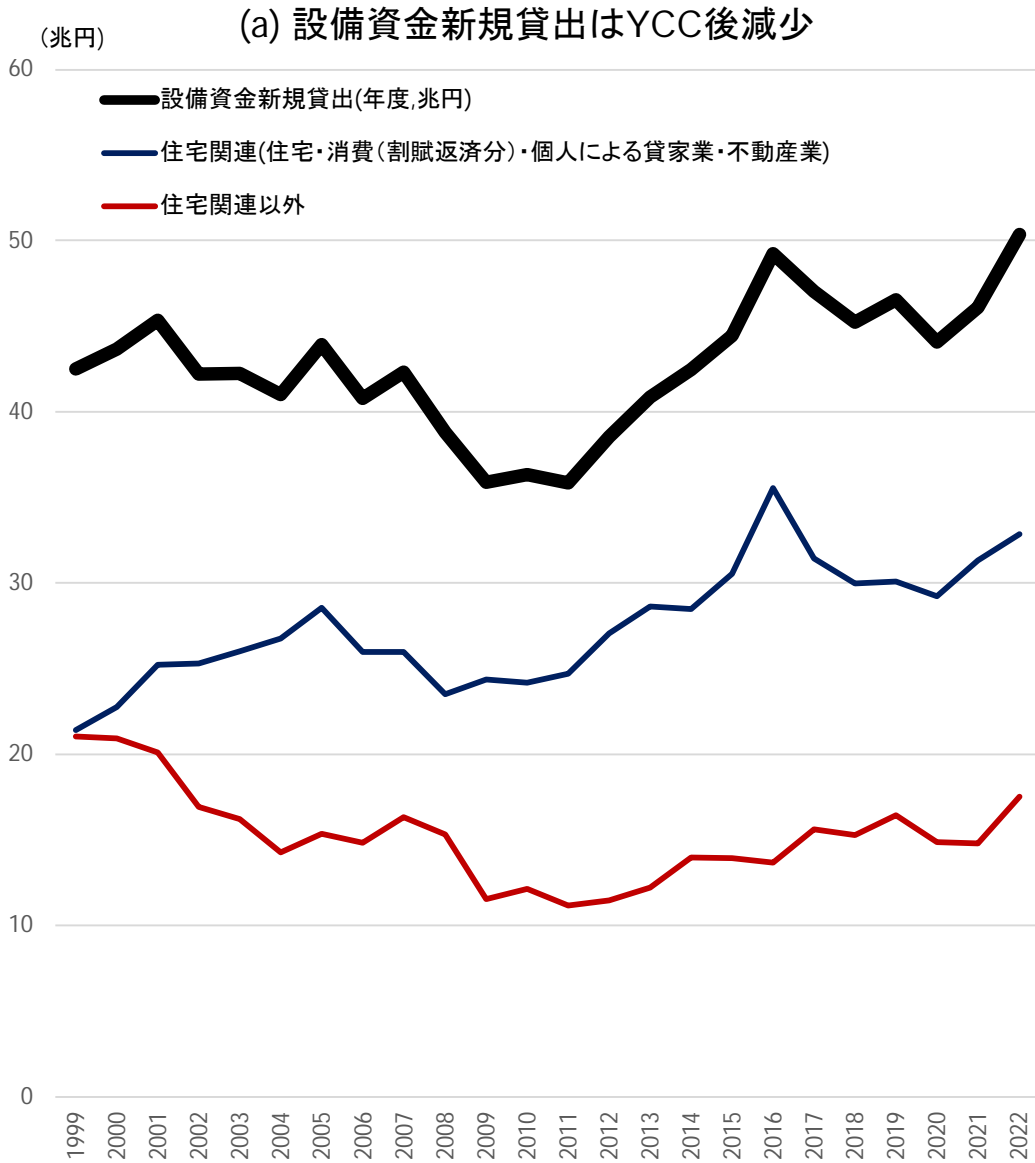


図3 ● リーマンショック後下がり続ける製造工業の生産能力指数

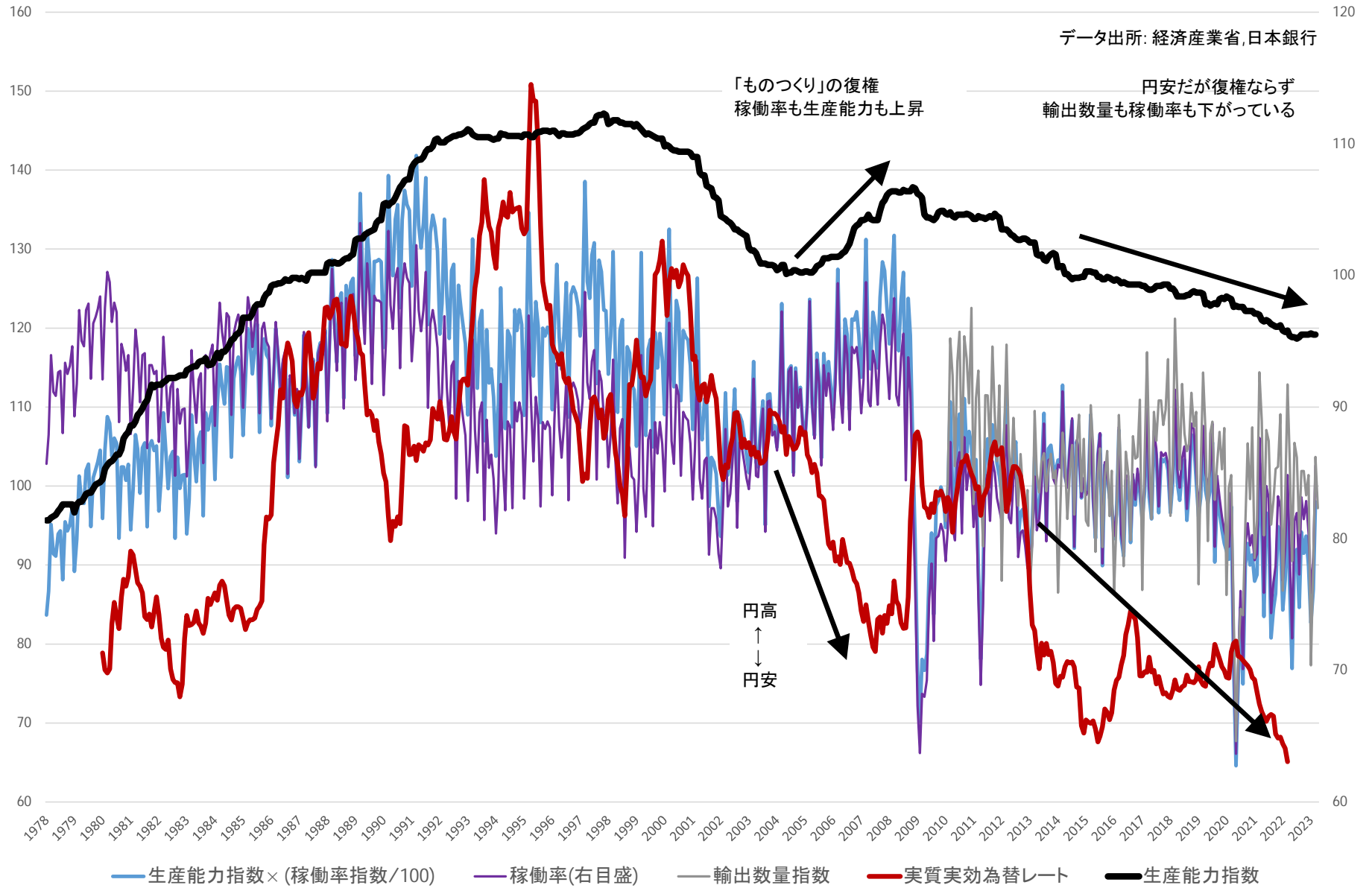


図4 ● なぜコロナ禍で円高は生じなかったか

— 五度目の正直で(資金繰り)危機時にレパトリ円高克服 —

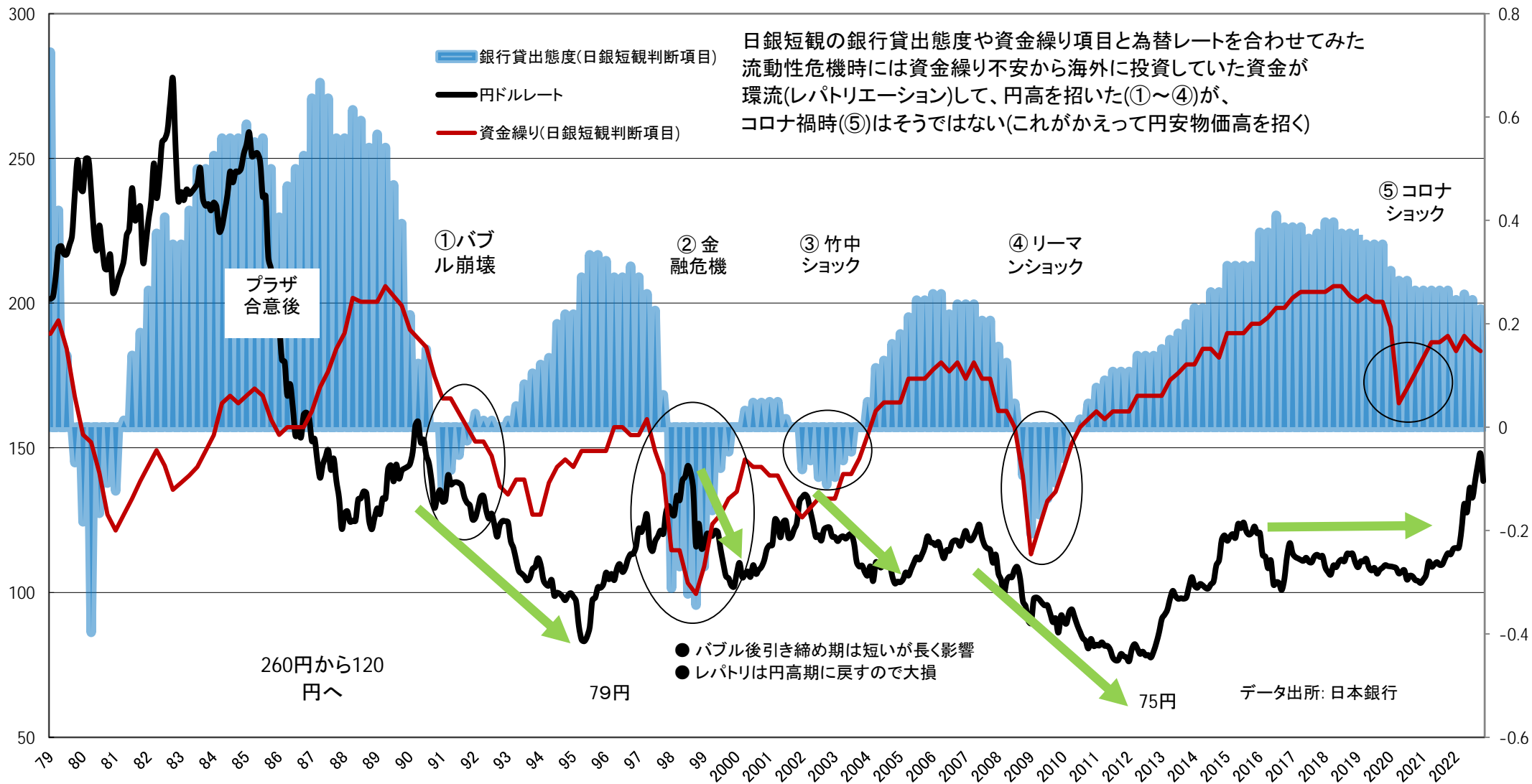
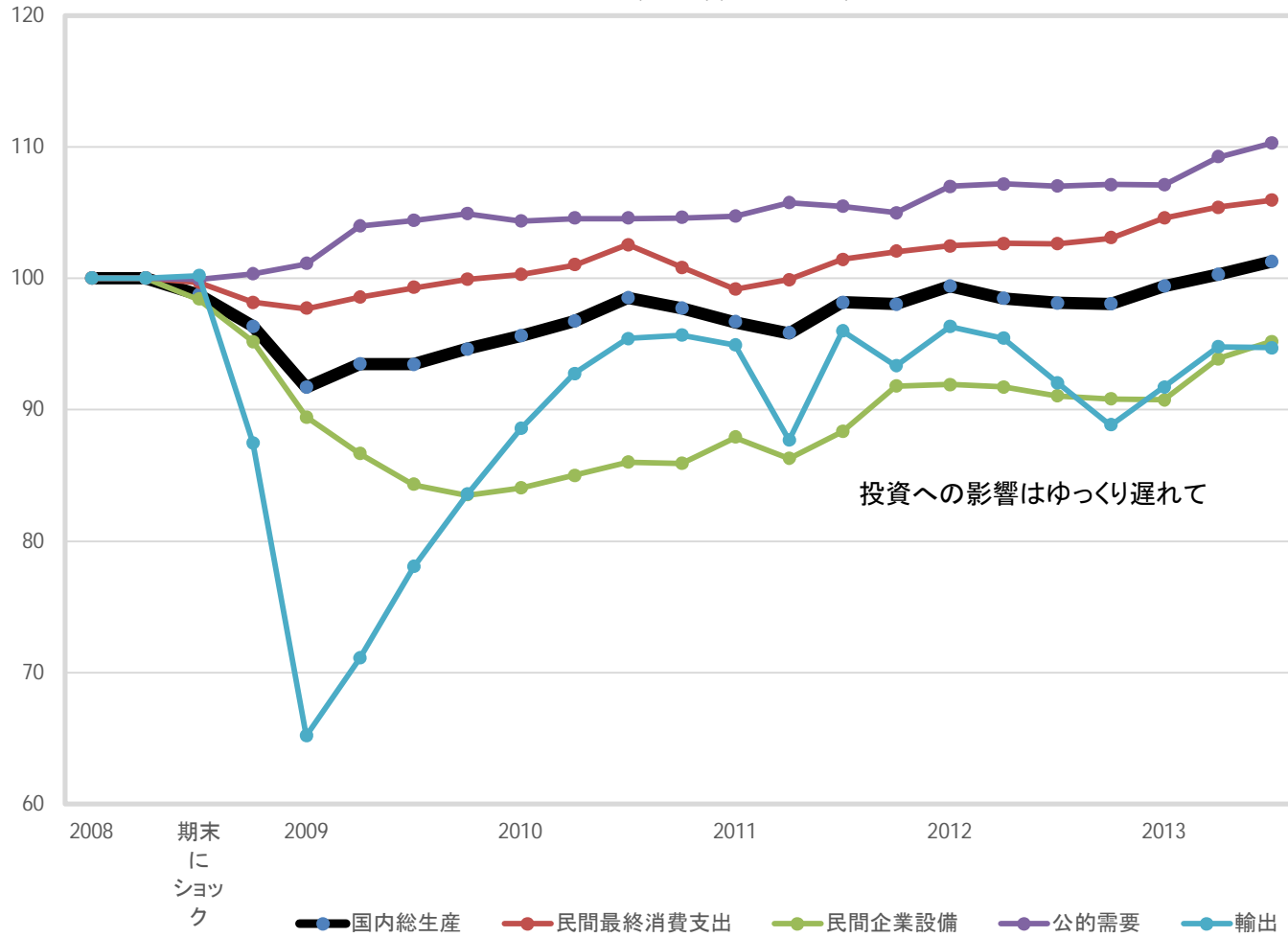
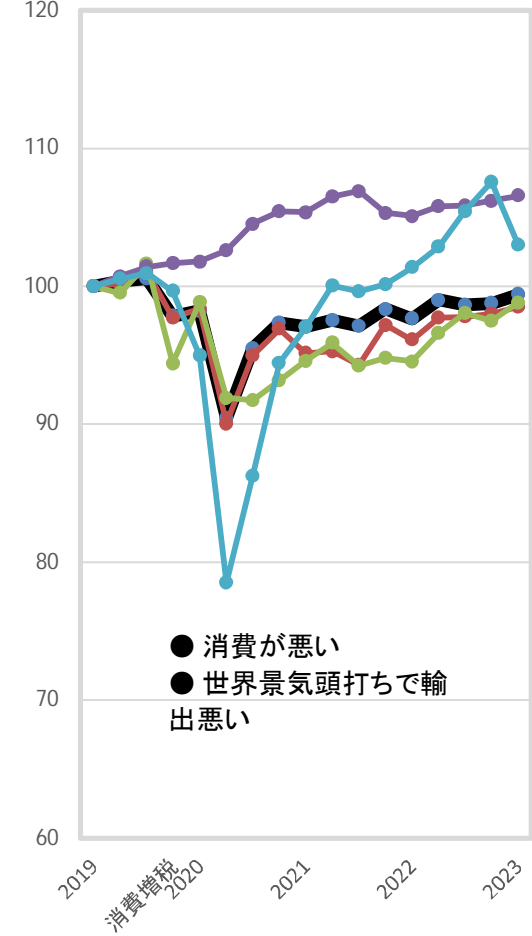


図5 ● ショックと実質GDP需要項目

リーマンショック(08Q3)(08Q1=100)



消費税((19Q4)とコロナ(20Q1))



- 実質GDP(季節調整値)の各需要項目の推移を比較
生産された自動車は消費(自家用車)、企業設備(商用車)、公的需要(公用車)、輸出(海外向け)に分かれると考える。
- リーマン時はとにかく輸出の急減。内需は堅調。コロナ時は輸出に加えて消費も急減。
コロナ時の巨額予算措置に対応して、公的需要が急増しているわけではない。ただし移転である一括給付金は資金循環には明確に現れている
- 生産面で言えば、失業率上昇・資金繰り懸念は押さえ込んだ。株価はオーバーシュート
- 産業別で言えば、サービス業に影響。運輸・宿泊が飛び抜けて深刻だった
- 政策面で言えば、エコポイント(ものづくり)からGo to(インバウンド)へ

図6 ● 鉱物性燃料輸入額の名目GDP比と成長率

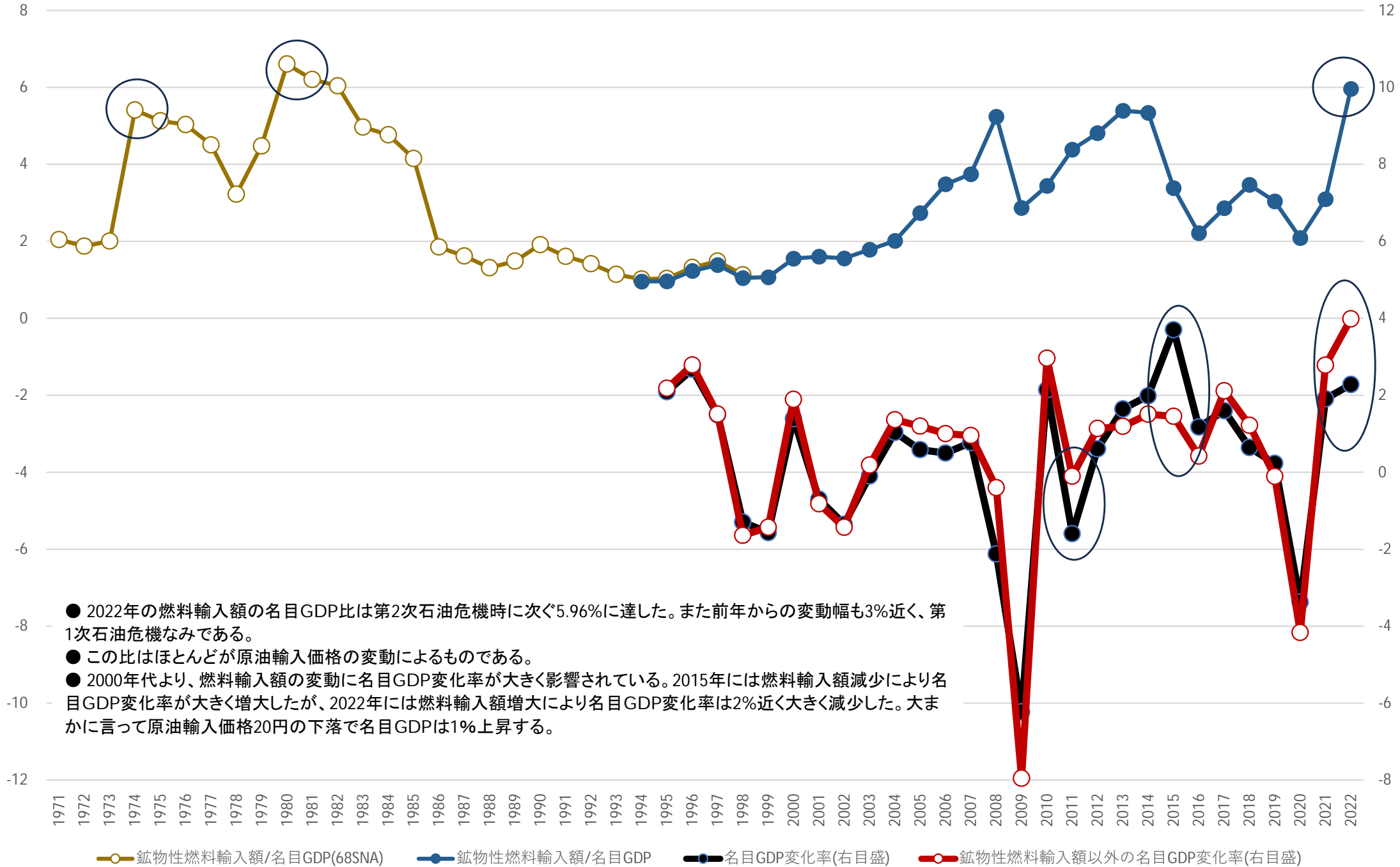


図7 ● 時系列で見たフィリップス曲線

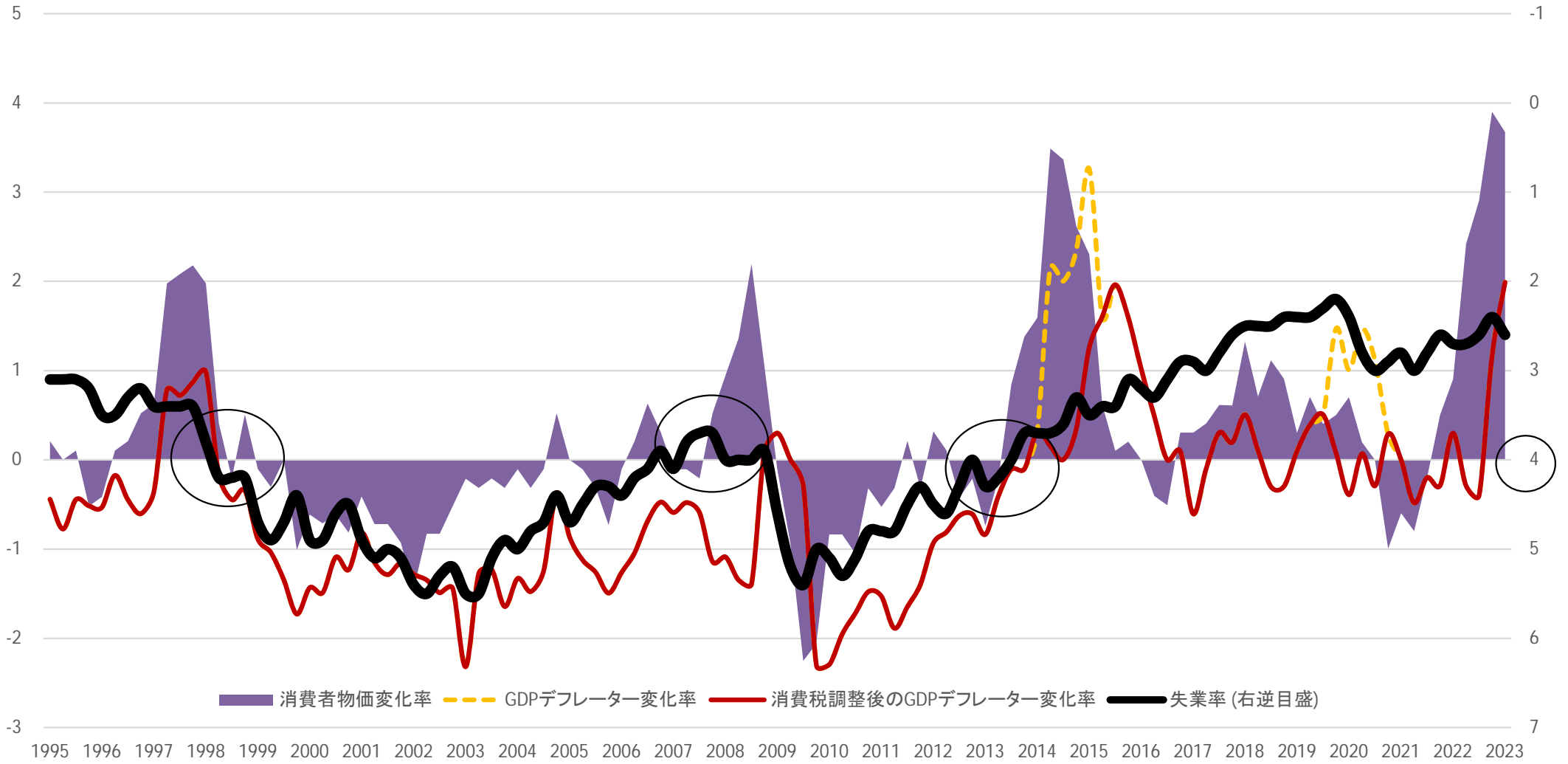


図8 ● 成長のボトルネックは労働/「資金繰り」克服・常態だった「設備過剰」

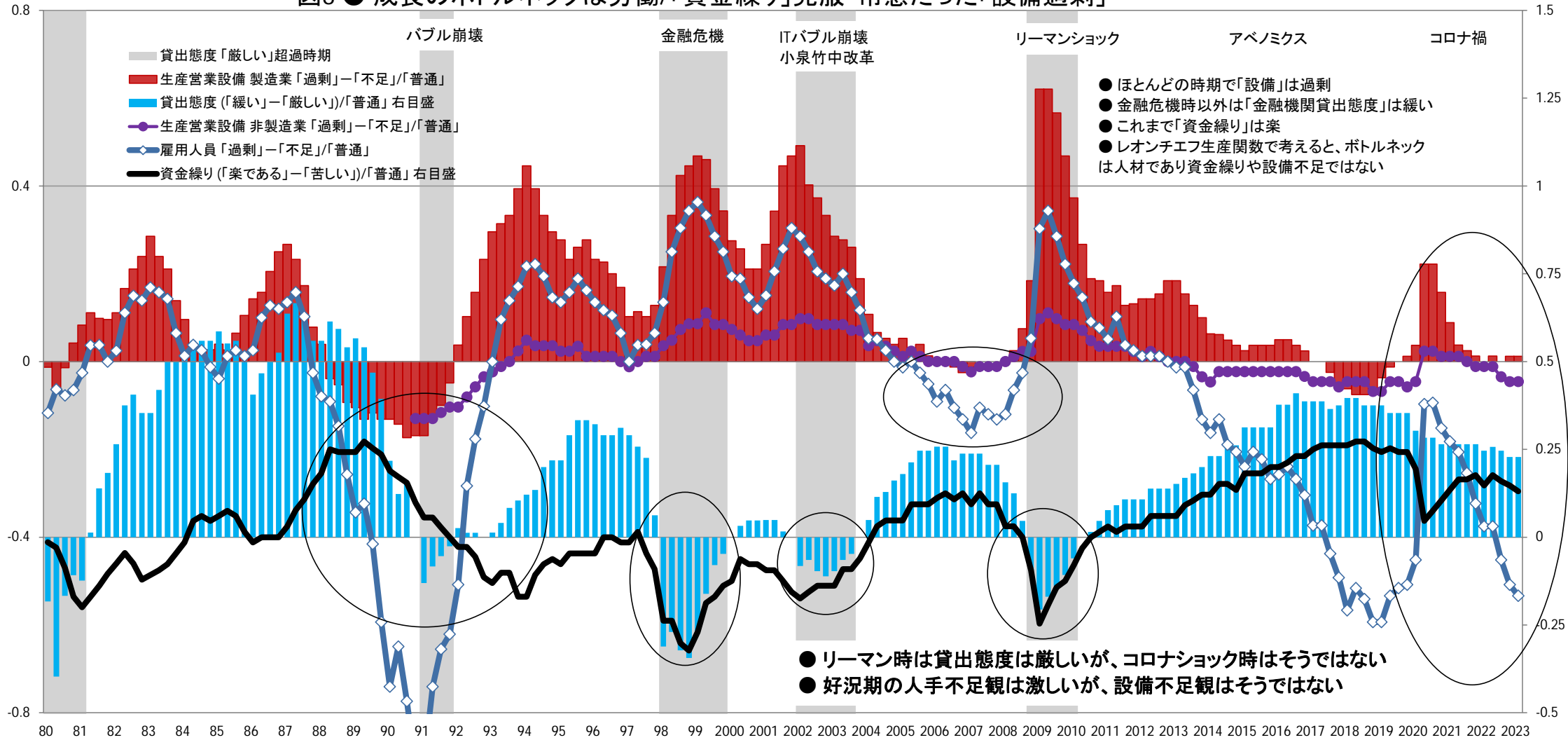


図9 ● 円ベース/契約通貨ベースの輸出物価指数

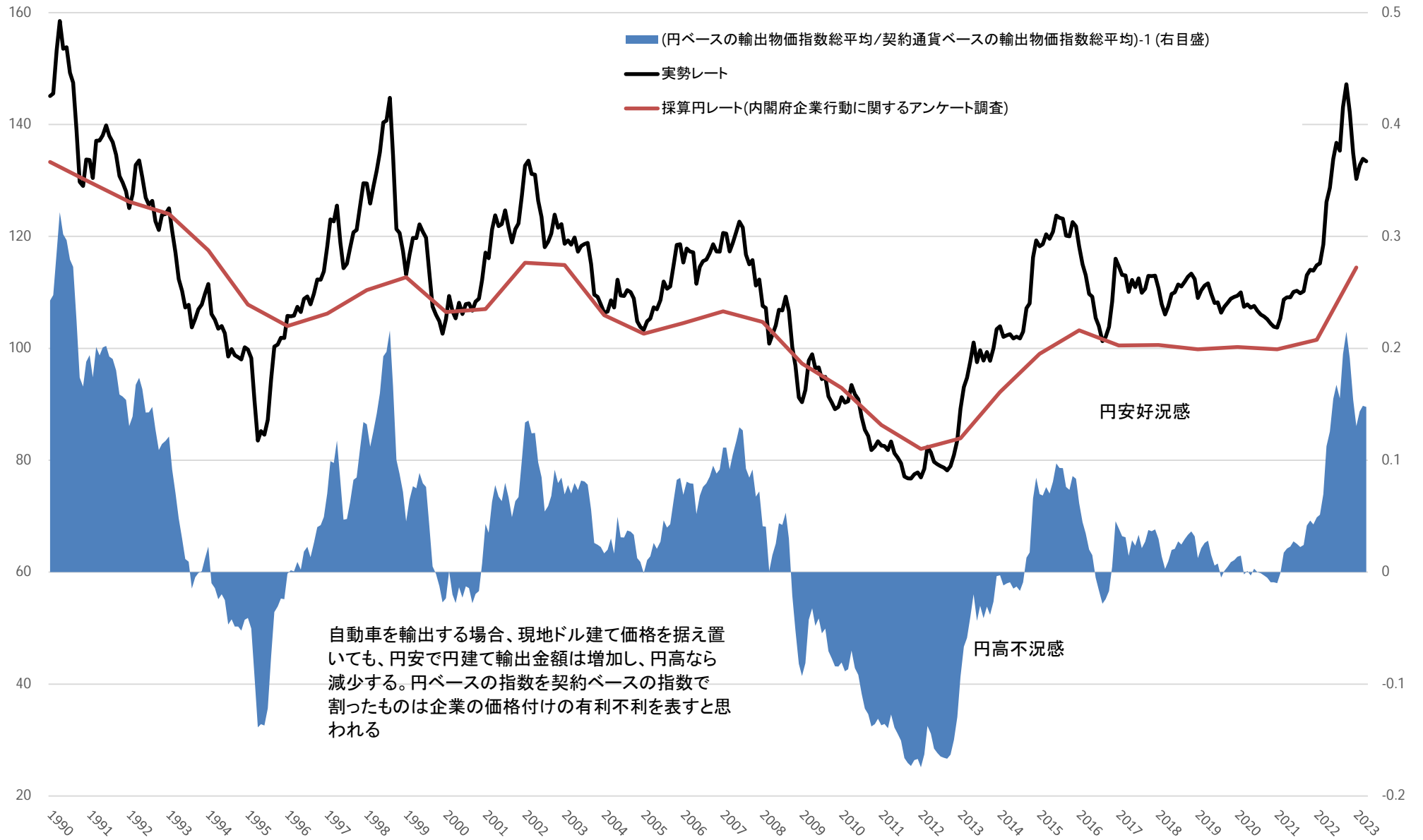


図10 ● 逆相関する内閣支持率とインフレ率

