

# ビットコイン騒動に想う(下)

## 求められる財政健全化の行程表

前号(上)では、現在われわれが使っている通貨が一般受容性を享受しているのは、その供給が適切にコントロールされ、その価値が維持されていることについて一般の国民が深い信頼を寄せているためであること、その点で、偶発的な生成過程を特色とするビットコインとは全く異なるということを明らかにした。それでは、現在われわれが日常生活で使っている通貨の生成過程には、そうした国民の信頼を担保する確固たる制度的な仕組みが組み込まれていると言えるのであるだろうか…。

### 二つのアプローチ

よく知られているように、通貨の生成過程に関しては昔から二つの理論の対立がある。いわゆる「ケインジアン・アプローチ」と「マネタリスト・アプローチ」である。

その内容は金融論の教科書で詳説されているのでここでは省略するが、要するに前者においては「金利」の、後者では「通貨量」のコントロールを通じて、实体经济面において所期

の政策目標の実現、とりわけ物価の安定と雇用機会の確保を図ろうとするものである。

バブルの生成と破裂の後、ともすればデフレに陥る様相をみせる实体经济に対応して金利を下げ続けた(伝統的金融政策)結果、今や世界的に金利実質ゼロの時代に突入り、好むと好まざるとにかかわらず、いわゆるマネタリスト・アプローチ的な政策運営(非伝統的金融政策)を続けているというのが現状である。

とになる。

元杏林大学総合政策学部教授  
湯本雅士  
ゆもと・まさし 東大法卒。60年日本銀行入行、65年米ウォートンスクールMBA。日銀の各部署を経て、99年杏林大教授。13年から衆議院調査局にてスタッフの指導にあたる。主な著作に「金融政策入門」(岩波新書)、「デフレ下の金融・財政・為替政策」(岩波書店)、「日本の財政―何が問題か」(岩波書店)など。

とすると、問題は、現在各国中央銀行が行がとっている金融政策の運営―すなわち、国債を中心とする大量の長期債券を銀行から買い入れ、その結果、中央銀行の資産が歴史上かつてないほどの規模に膨らんでいる、別の角度から見れば、銀行の中央銀行預金(準備)と流通現金の和であるマネタリーベースが大幅に拡大している現状は、通貨に対する一般の信頼を確保するという観点からどのよう

この問題を考える前に、これまでやや安易に用いてきた(従って、常に「いわゆる」という枕詞を付してきた)「マネタリスト・アプローチ」という言葉をもう少し吟味して見る必要がある。よく知られているように、この理論の前提となっているのは、「实体经济活動、とりわけ物価や成長(雇用)に影響を及ぼすのは通貨の量(マネーストック)である。マネーストックの量に影響を及ぼすのはマネタリーベースである。従って、マネタリーベースをコントロールすることによってマネーストック、

ひいては実体経済をコントロールすることができるといえる。過去十数年来この論法を用いて、「デフレ指向の」日銀の政策運営を強く批判し続けてきたのが、現在日本銀行副総裁の職にある岩田規久男氏（とその同調者）であったことはいまさら言うまでもあるまい。

余談になるが、こうした三段論法は、マネタリストの総帥・元祖と目されているフリードマン教授からみれば異端の説と批判されることは必定である。彼が主張してきたことは、民間の自由な経済活動が政策運営当局の恣意によって攪乱されることを極力防ぐこと、金融政策について言えば、中央銀行の使命は、マネーストックの供給量を常に一定に保つことにある（kパーセント・ルール）ということであった。「マネタリスト・アプローチ」という言葉に「いわゆる」 という枕詞が付くゆえんである。

そのことはともかく、現在黒田東彦日銀総裁の指揮下で行われている「量的・質的金融緩和」は、①2年以内で物価上昇率2%の実現を目指す②長期国債の保有残高を年間50兆円増やし、その他の金融資産の買い

入れ額も増やす③政策目標を、これまでの政策金利からマネタリーベースに変更し、年間60〜70兆円のペースで増加させる—という内容を持つ。周知の通り、黒田体制になって以来、株価は大幅に上昇し、円相場は大きく下落した。消費税率の引き上げで消費に陰りが見えるとの報道もあるが、基本的には大きく崩れるという感じはない。企業の設備投資も本格化する動きをみせている。労働市場では、業種によるとはいえ、人手不足が叫ばれ、失業率が顕著に低下し、有効求人倍率も1を上回るなど、明るい動きが目立っている。潜在成長率と現実の成長率との間のいわゆる需給ギャップのマイナス幅は、第2四半期には若干拡大したが、かつてに比べれば大きく改善している。こうしたことを背景に、長らく低迷を続けていた物価・賃金についても明らかに向上きの動きが見られるに至っている（物価については円安の影響、賃金については政府による度重なる口先介入という要素もあるが）。

かくして、黒田体制下で国債、とりわけ長期国債を大量に買い入れることによってマネタリーベースを拡

大してきたここ一兩年の日銀の政策運営は、まさに岩田氏とその同調者が長年唱えてきたマネタリスト・アプローチの正しさを証明しているのではないかと、という受け止め方が広まってもおかしくはない。

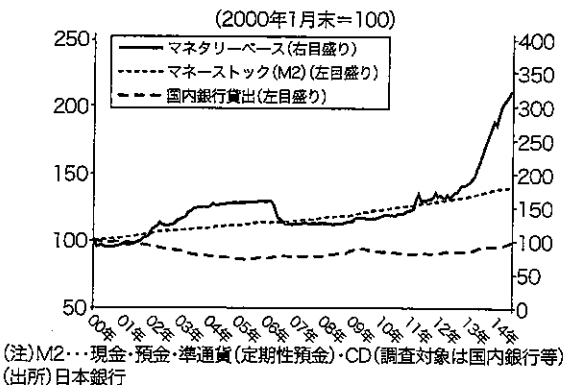
しかしながら、子細に見れば事はそう簡単ではない。肝心要のマネタリーベースとマネーストックの関係であるが、図が示す通り、マネーストックには最近になって若干の動きが見られるものの、マネタリーベースの拡大規模に比べればその変化は微々たるものと言つてよい。

岩田氏流の三段論法については、かねてから、現実の銀行行動、とりわけ銀行の信用供与決定過程において、どのような要素が考慮されるのかという点についての理解不足、なはいしは現場感覚の欠如に基づく机上の空論的性格が批判されてきた。マネタリーベースからマネーストック、さらに実体経済に至る因果関係についての理解が単純な一方通行であることも批判の対象とされてきた。そうした理解は論者の「信念」であつて、理論的・実務的に証明されたものではないのかという批判もあつた。この図は、そうした批判

が相当程度当たつていないのかということを示している。

それでは、何が現状のような経済活動の活性化をもたらしたのか：すでにしばしば指摘されてきたため、いまさらの感もあるが、やはりそこで主役を務めてきたのは、中央銀行のコミュニケーション戦略、すなわち、できるだけ人目に付くような旗印を高く掲げて、人々の士気高揚を図る、いわゆる「期待」への働きかけである結論としてよさそうである。ただ、「期待」への働きかけも、政治の安定なしには効果を上げること

### マネタリーベースとマネーストック等の推移



とはできない。黒田総裁の時代が白川前総裁のそれと決定的に違っている点は、自民党の圧倒的な優勢を背景とした政治情勢の安定と、批判者といえども認めざるを得ない就任以来の安倍晋三首相の立派な行動力・リーダーシップである。黒田総裁が、民主党の野田政権の下で現在と同様の政策を打ち出したとしたら、恐らくその影響は極めて限られたものになったに違いない。外部環境という面では、ウクライナ情勢や中東の動乱、対中・対韓関係の悪化といった問題があるとはいえ、かつて白川方明総裁を悩ませた、ユーロ圏の破綻懸念によつて世界経済全体が動揺し、安定通貨と見なされた円に資金が殺到して、何かというときすぐ円高が進み、日本経済が悲鳴を上げて、さらなる追加緩和を望む、といったような状況にはない。

黒田体制下の成果が多分に幸運に恵まれたところにあるとすれば、そして、経済活動を押し上げる大きな要因となった株価の上昇と円相場の下落が、本来的にその持続性に問題のある「期待」への働きかけによるものであるとすれば、それを「マネタリスト・アプローチの成果」と評

価して、その先行きについて安閑としているわけにはいかない。さらに付け加えれば、黒田体制下の景気回復を下支えしてきたのが、公的需要、具体的には公共事業の拡大であるといふことは多くの論者が認めているところである。いわゆる「アベノミクス」の3本の矢のうち、「第1の矢」が金融緩和、「第2の矢」が、財政の機動的運営という名の財政支出拡大であるからには、こうした動きはある意味では想定内の行動といふことができるが、問題はそれに大きく依存する結果、すでに極めて憂慮すべき状態にある財政ポジションをさらに悪化させることにならないかという点である。大幅な円安が実現したにもかかわらず、輸出が伸びず、輸入だけが増えて、貿易・経常収支が悪化したことも想定外の出来事であった。

### 財政規律の弛緩？

黒田体制下の、そして、非伝統的金融政策に対する最大の批判は、それが安易な財政運営を可能にし、長期的に見た場合の財政の健全性を妨げる結果となるのではないかという点に向けられている。

すでに見たように、この政策の大きな特徴は、銀行が保有している国債を大量に買い入れる（その見合いとして、銀行の日銀預金が大幅に増える）ところにある。よく知られているように、黒田体制下では、政府が年度間に発行する国債の7割強が日銀によつて吸収されている。黒田体制になつて、白川時代には短期物に限定していた国債の満期に至るまでの残存期間を延長して、いわば何でも買い入れるという方針をとつたが、そのために、日銀が保有している国債が今後償還によつて大きく減少する見込みはなく、買い入れに伴つて保有残高は急速に増え続けている。日銀が大量に国債を買い上げる結果、国債の供給が細り、銘柄によつては品薄で取引が成立しない事態も起きている。

こうした状況を見て、政府サイドに「どうせ日銀が買ってくれるのだから、少々財政赤字を出し、国債を増発しても大丈夫だ」という気持ちでチラつかないとは言えない。すなわち、財政規律の弛緩である。

財政規律の弛緩問題と並んで指摘されているのは、それが財政赤字のファイナンスであり、それを通ずる

通貨供給量の増大がインフレや資産価格バブルに結びつく恐れがあるという点、いわゆる「国債のマネタイゼーション」問題である。次々と現れる新興工業国からの低コスト物流の波が押し寄せてきている現在、かつてのような物資の供給不足からくるインフレーションは起こり難くないっており、そのことは、先進中央銀行がこれだけ緩和政策を続けているにもかかわらず、いずれの国においても物価が依然として低水準に止まっている一因にもなっている。

しかしながら、こうしたプロセスが長期にわたつて続き、膨大な余剰通貨が国民の手元に蓄積されていったとき、どういふことが起こるか：まず考えられるのは、株や不動産投資、あるいは高リスクの金融商品にかかるバブル再来のリスクである。

すでに各分野においてそうした兆候が指摘されている。また、現在ではその恐れはないように見えるとはいへ、いったんインフレ心理に火が付いた時の一般大衆の反応の激しさは、かつてそのことを身をもって体験した世代ならばよく理解しているはずである。そうした場面を準備しているかのような、この国債のマネタイ

ゼーションの進行が、デフレ対応のためという大義名分はあるものの、大きな懸念を持つて見られているのも故なきことではない。前号(上)の冒頭で述べたビットコインの例えを引くならば、コンピュータ・プログラムが壊れて、刻一刻とコインが創出されているかのような状態である。そして、こうした過剰供給が意識された時、このビットコインシステムは果たしてどういう結末を迎えるか…。

しかし、よく考えてみると、こうした批判は、非伝統的金融政策をとっているすべての先進中央銀行、とりわけ米連邦準備制度理事会(FRB)と英蘭銀行(BOE)にも当てはまるものであつて、この点で黒田体制が何か異質のことをやっているわけではない。

しかしながら、日本と欧米を比較する際に常に念頭においておかなければならないことは、日本の財政ポジション(国内総生産(GDP)対比)が、年間の財政赤字の規模でも政府債務残高の大きさでも、世界最悪の状況にあるということである。

こうしたことを考えると、通貨の価値に対する一般の信頼をつなぎと

めておくために現在最も必要とされることは、やはり、政府が今後財政ポジションをどのように改善していくかについての行程表を明確にするとともに、その実行にコミットすること、それに尽きる。2012年末と13年初に発表された政府・日銀の共同声明、いわゆる「アコード」では、インフレターゲットの設定とその実現のための日銀のコミットメントについては数字を掲げて具体的に記されていた一方で、財政再建についての政府サイドのコミットメントの表現は極めて曖昧・抽象的であつた。

アベノミクスの「第1の矢」である金融緩和が最終的に成功という評価を得るかどうかは、専ら財政再建に向けての政府の決意いかにかかっている。そのことなしに、日本円に対する一般の信頼をつなぎとめることは次第に困難になりつつある。我が国の通貨である日本円を、良貨に駆逐される悪貨にしてはならない。ビットコイン騒動が提起した問題は、このように深くかつ広い。

(付記) 所収図表については法政大学教授田口博雄氏からご支援を賜った。記して謝意を表したい。