

金融政策とデジタルの融合で 真のデフレ脱却

東京大学大学院
経済学研究科長
渡辺 努

金融、財政、成長戦略の3つをパッケージとして打ち出すアベノミクスの「3本の矢」は斬新だった。個別政策の転換ではなく、経済政策全体のレジームを転換させる発想は、大恐慌期の米国経済を救ったルーズベルト大統領のやり方を想起させるものだった。株式市場や為替市場は政策転換への期待感にあふれ、日本経済もこれでようやく長期にわたる停滞から脱出できるという見方が広がった。

しかし、8年が経つたいま振り返ってみると、3本の矢はいま一歩期待された効果を挙げる事ができていない。意味で「異次元」と称された。しかし、異次元の金融緩和は、最初の2〜3年こそ顕著な効果を挙げることに成功したが、デフレ脱却への持続的な力を生み出すには至らず、現時点でも日本経済はデフレから脱却できていない。3本の矢がいずれも道半ばにとどまる中、アベノミクスは終了した。以下では、アベノミクスの3本の矢の中核をなした日銀による異次元緩和について、何を目指したのか、どこに限界があったのか、何を教訓として学んだのかという視点から検証してみたい。

異次元緩和が目指したもの

13年春の時点で、日本の消費者物価は前年比マイナス0・9%であり、まさにデフレ状態にあった。デフレが始まったのは1990年台半ばであり、当時すでに20年近くにわたってデフレが続いていたことになる。

そもそも、デフレが長い間放置され

い。まず財政と構造改革では、レジームの転換と呼べるような変化は起きなかった。財政はその持続可能性を高めるべく、消費税率の引き上げが2度にわたって行われたが、一方で歳出削減は十分でなかった。さらに今年度はコロナ禍での財政発動もあり、政府債務の累増に歯止めがかからない。財政健全化は一層遠のいた感がある。

成長戦略は、インバウンド需要の喚起や女性の就業率引き上げ（ウーマノミクス）、自由貿易協定など個別の成果はいくつかあるが、マクロの生産性や潜在成長率などの指標に改善は見ら

たのはなぜかと言えば、デフレは大きな問題ではないと認識されていたからだ。当時の日銀は、「デフレスパイラル」（デフレを起点として経済が冷え込み、それがさらなる物価下落を招く危機的状況）は避けなければならないとしても、毎年1〜2%物価が下がる程度の軽微なデフレであれば、放置しても大きな問題にはならないとの認識を示していた。安倍政権はこの認識を180度転換させ、日本経済の再生にはデフレの根治が不可欠との考えを打ち出した。安倍政権の大きな貢献である。

デフレ脱却の手段として、日銀が選んだのはマネーである。日銀はマネーの量を増やすことでデフレからの脱却を実現できると考えた。具体的には、黒田総裁は市中に回るマネーの量を2年間で2倍に引き上げ、消費者物価上昇率を2%まで引き上げると宣言した。

しかし、現時点で消費者物価上昇率は0・3%であり、目標に掲げた2%

れず、構造改革でマクロ経済を好転させる所期の目的は達成できていない。規制緩和などの諸課題は全て菅政権に持ち越された格好だ。

3本の矢のうちで当初の想定に最も近いところまでいったのは金融政策だろう。安倍政権は、物価の持続的な下落であるデフレ現象が日本経済の足かせになっているとの認識の下、デフレ脱却を政権の最重要課題と位置付けた。2013年春には日銀新総裁として黒田氏を指名し、そこから日銀による大胆な金融緩和が始まった。この金融緩和は、前例のない規模での緩和という

を達成できていない。近い将来、達成できる目途も立っていない。20年2月以降はコロナ危機で需要が大きく下振れしており、その影響があるのは事実だが、コロナ危機前でも消費者物価上昇率は0・2〜0・8%であり、日銀の目標値に届いていなかった。

デフレしか知らぬ世代の出現

異次元の金融緩和は、なぜ成功しなかったのか。2つの意味で想定外が起きた。第1に、日銀や筆者を含む学界の研究者が、13年春の時点で、こうなるだろうと予想していたこと、こういう政策を打てばこのように経済が回るだろうと考えていたことが起きなかった。第2に、13年春の時点では誰も予想していなかったことが起きた。その筆頭はコロナ感染の拡大であるが、予想外の事態はそうした外生的なショックに限らない。異次元の金融緩和自体も、13年春の時点では誰も予想してい

なかった経路で、日本経済に悪い影響を及ぼした。

多くの人が起こると予想していたが、実際には起きなかったことの第1は、家計の予想インフレ率の上昇だ。日銀は、将来の物価上昇率を引き上げるというメッセージを、家計に対して積極的に発信する方向に舵を切った。これによって実質金利を引き下げ、需要を喚起すれば物価が上がるとの読みだった。しかし、インフレ予想に関する様々なアンケート調査結果をみると、異次元緩和の初期の頃にはインフレ予想が上向いたものの、長続きせず、現在は異次元緩和前とほぼ同じ水準に戻っている。

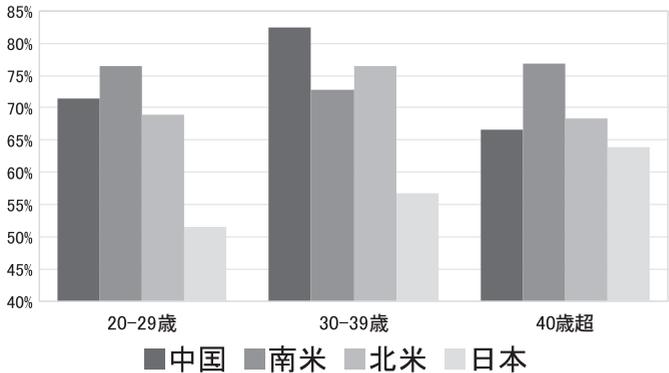
インフレ予想の上昇が定着しなかった原因については様々な議論があるが、筆者を含む研究チームでは、ある人のインフレ予想は、その人がこれまでの人生で経験してきたインフレに左右されるという仮説を提唱した。日銀

わされたといえる。

企業の価格据え置き慣行

起きると予想されていたことで起きなかつたことの第2は、企業のプライシング行動の変化である。異次元緩和

【図】日本人と日本在住外国人のインフレ予想の比較
1年後の物価が上ると予想する人の割合



や国際通貨基金（IMF）などから、日本の状況の描写として注目されている仮説である。

例えば、50歳代の人であれば70年代の石油危機時のインフレを経験している。さらにその上の世代であれば、戦後間もなくのハイパーインフレを実体験した。実際、筆者たちのアンケート調査によれば、これらの世代のインフレ予想は日銀の政策アナウンスに反応してしっかり上昇した。一方、80年代や90年代に生まれた世代は、インフレ予想が上がっていない。この世代は、生まれてこの方、デフレしか経験していない世代である。デフレしか知らない世代は、政府・日銀がこれからは物価が上昇する時代だとアナウンスしても、それを信じるのができなかった。

【図】は筆者の研究室が行ったインフレ予想に関するアンケート調査の結果であり、外国出身で現在は日本に住む方々と、日本の消費者のインフレ予

想を比較したものである。40歳超の世代は外国出身者と日本の消費者で大きな差がない。ところが20歳代、30歳代の世代は、外国出身者に比べて日本の消費者のインフレ予想が顕著に低いことがわかる。外国出身者は、現在は日本に住んで日本人と同じ店で同じ価格で買い物をしており、その点で差はない。しかし、彼らはそれぞれの母国で物価が上昇する中で多感な青年期を過ごしており、インフレ経験を持っている。これに対して同年代の日本の消費者は、デフレ経験しかないのでインフレ予想が低いと解釈できる。

デフレしか知らない世代が、なぜ日本に出現したのかといえば、日銀と政府が長期にわたりデフレを放置したからだ。今から振り返れば、若年層を中心にデフレ心理が深く蔓延（はびこ）るという初期条件の中でアベノミクスがスタートしたことになる。長期にわたりデフレを放置したことのツケを安倍政権は負

の開始時点では、マネーを増やせば円安になり、輸入原材料の価格が上昇し、そうなれば企業はコスト上昇を製品価格に転嫁すると多くの人が考えていた。異次元緩和は大幅な円安を作り出すことには成功した。しかし、それを製品価格に転嫁する企業は限定的であった。その背後には、企業の価格据え置き慣行がある。主要国の品目別価格上昇率の分布の形状を調べると、日本の分布の最頻値はゼロ近傍なのに対して、米国など他国の最頻値は2%の近辺にあることがわかる。つまり、米国などでは、毎年、価格を2%の率で引き上げるのが各企業の慣行であるのに対して、日本企業は、価格据え置きが慣行になっている。価格据え置きの慣行が生まれたのは90年代末の金融危機のころであり、90年代後半のデフレや金融危機を契機として価格に関する社会規範が変化し、企業がコスト上昇を価格に転嫁できない状況が生まれた

と考えられる。

原価が上昇しても価格転嫁できない状況は企業経営の大きな足かせだが、それだけに止まらない。例えば、コストをかけて優れた新商品を開発したとしても、製品価格に転嫁できないとすれば、企業の新商品開発の意欲は失せるだろう。格別優れた商品でなくてもよいから、とにかくコストを下げて安く売り出す方に流れる。こうして経営者の関心がビジネスの拡大ではなく、費用の削減に向くことになる。こうした後ろ向きの経営が支配的になれば、マクロの生産性にも悪影響が及ぶ。

13年当時、デフレ脱却のプロセスでは、円安や賃金上昇によって生じる原価の上昇と、製品価格の引き上げとが同時進行すると考えられていた。そのプロセスでは、原価上昇の価格への転嫁が不可欠だ。しかし、日銀や研究者の予想に反して、企業は、原価が上昇しても価格据え置きの姿勢をかたくな

に続けた。価格据え置き慣行の根がこ
こまで深いとは誰も考えていなかった。

大量のマネー供給の副作用

起こるはずのことが起こらなかった
一方で、誰も想定していなかったこと
も起きた。この点で特に注目したいの
は、日銀によるマネーの大量増発がど
のような結果をもたらしたかである。

日銀がマネー供給量を増やすには、
政府や民間企業の発行した資産を購入
する必要がある。日銀による大規模な
資産購入が、経済に悪い影響を及ぼす
との指摘はかなり早い時期からあっ
た。例えば、日銀による国債の大量購
入は政府の財政規律を緩めるとの指摘
があった。また、日銀による上場投資
信託（ETF）の大量購入は、ETF
対象企業のガバナンスを歪めるとの意
見もあった。異次元緩和がこうした副
作用を持ったか否かは、現時点で確定
的な証拠があるわけではないが、可能

性は否定できない。

日銀が購入する金融資産の選択が不
適切なために生じる副作用の指摘があ
った一方、日銀がマネーを増やすこと
自体の是非が議論されることはほとん
どなかった。13年の時点で、日銀も研
究者も、マネーの大量供給自体が経済
に悪影響を及ぼすという発想を持って
いなかった。

しかし、事前の予想に反して、マネ
ーの大量供給は日本経済に悪影響を及
ぼした。第1は銀行の収益悪化である。
日銀がマネーを大量に供給した結果、
金利は大幅に低下し、国債金利などは
マイナスになった。これは銀行にとっ
ては、資金運用から得られるリターン
の悪化を意味する。一方で銀行が資金
を調達する際の金利（預金金利など）
は低位とはいえマイナスにはなってい
ない。この結果、銀行の利ざやが悪化
し、深刻な収益低下を招いた。銀行は
企業への貸し出しなど、リスクのある

活動を控える方向に向かった。かくし
て、マネーの大量供給の結果として企
業が銀行からおカネを借りにくくなる
という、ねじれ現象が起きた。

第2はタンス預金の増加だ。現金と
決済性の預金（普通預金や当座預金な
ど）以外の金融資産を持たない家計の
割合は、80年代には5%程度の低い水
準にあり、米国などと大差なかった。
しかし、90年代後半以降、趨勢的に上
昇し、現在は3割超に達している。日
銀によるマネーの大量供給により金利
が低下し、現金の魅力が相対的に高ま
った結果、タンス預金として現金を大
量に持つ家計が出現したことを示唆し
ている。個々の家計からすればタンス
預金は悪くない選択だろう。

しかし、社会的にみると、タンス預
金はおカネの死蔵にほかならない。本
来は企業の新商品開発や設備資金など
に回るべきおカネが死蔵され、経済の
活力が削がれたと考えられる。

筆者の試算によれば、現時点での日
本のマネーの量は最適な水準との対比
で1・5倍に達している。過剰なマネ
ー供給という、13年の時点では誰も考
えなかつた問題に日本経済は直面して
いるといつてよい。

異次元緩和から何を学ぶべきか

デフレは頻繁に起きる現象ではな
く、20世紀初頭の大恐慌期の米国を最
後に事例がなかった。デフレに関する
情報が不足する中で、政府・日銀はデ
フレ問題を正しく認識できず、20年間
にわたって放置した。安倍政権はデフ
レ脱却を最優先の課題に掲げたものの、
20年間のツケが重くのしかかり、十分
な成果を挙げることができなかった。

こうした中、デフレ脱却を諦める、
あるいは後回しにせよとの意見も出始
めている。しかし、筆者はデフレが日
本経済の停滞をもたらしているとの安
倍政権の認識と、そこからの脱却を最

優先課題に位置付けたことは正しい判
断であり、それは今も変わらないと考
えている。菅政権は本腰を入れてデフ
レ脱却に取り組むべきである。

その際に、アベノミクスの経験から
次の2つを教訓として学ぶべきだ。第
1に、価格据え置きが日本経済に歪み
を生じさせているとの認識を全国民に
持つてもらふ必要がある。昨日と同じ
価格で今日も買えるというのは生活者
として嬉しいことに違いない。しかし、
その状態は決して長続きしない。価格
据え置きが続くと、経営者は新商品開
発や設備投資といった前向きな経営を
避け、人件費などコストカット主体の
後ろ向きの経営に走る。そうすると、
賃上げもできず雇用環境も悪化し、結
果的に個人の生活水準が悪化する。

第2に、デフレ脱却のために金融政
策のツールの補強が不可欠だ。現在の
日本の状況は、ケインズが90年前の著
書の中で「流動性の罫」と名付けた現

象に近い。ケインズは、貨幣の名目価
値（例えば1万円札の価値）が、あす
もあさっても変わらないということが
その原因であると指摘した上で、貨幣
制度の抜本的な改革を提案した。その
改革案はケインズの時代には技術的に
難しく、実現しなかったが、幸いなこ
とにデジタル技術の進歩でケインズの
改革の実現が射程に入ってきた。菅政
権は、デジタル庁の創設などデジタル
化の推進を重要課題と位置付けている
が、日銀券と金融政策についてもデジ
タル化を急ぎ、新たなツールでデフレ
脱却に取り組むべきだ。☒

わたなべ つとむ

東京大学経済学部卒。経済学博士（ハーバ
ード大学。19年4月より現職。日本学術振興
会の大型プロジェクト「対話型中央銀行制
度の設計」の研究代表者。統計改革推進会
議委員、株式会社ナウキャスト創業者・技
術顧問、東京大学エコノミックコンサルテ
ィング株式会社社外取締役などを兼務。