

〔論文〕

日本の「賃金停滞」に関する研究（2） マクロ経済の動向

奥西好夫

1. はじめに

シリーズ（1）（奥西 2023）では、1990年代後半以降、最近に至るまで続いている日本の「賃金停滞」現象について、各種賃金データを用いてその実態を示すとともに、その背景、原因と思われる要因について、「 $v \geq w \geq \underline{w}$ 」（ v は労働の限界価値生産性、 w は賃金、 \underline{w} は労働者が雇用関係に入ること負担する費用）という枠組みを下敷きに概略的に示した。本稿では、まず第2節で、シリーズ（1）で十分に触れられなかった各種マクロ経済指標の動向を概観する。具体的に取り上げるのは、①国民の意識、②GDP、③経常収支、④部門別資金収支、⑤為替レート、⑥企業収益、⑦株価である。

その上で第3節では、（1990年代末以降）「デフレはわが国のマクロ経済政策をめぐる議論の中で、まさにキーワードだった」（吉川 2013、p. 196）と言われるデフレ問題や、それに対する「異次元金融緩和」の内容と帰結について説明する。結論的には異次元金融緩和でデフレは克服できなかったことを示し、今後、実質経済成長に直接影響する資本や労働力の質・量や生産性、企業や家計の行動様式とその背景を探究する必要があることを指摘する。

なお、巻末に「参考資料」として「平成以降の日本経済略年表」を付けたので、適宜参照されたい。

2. マクロ経済指標の推移

(1) 国民の意識

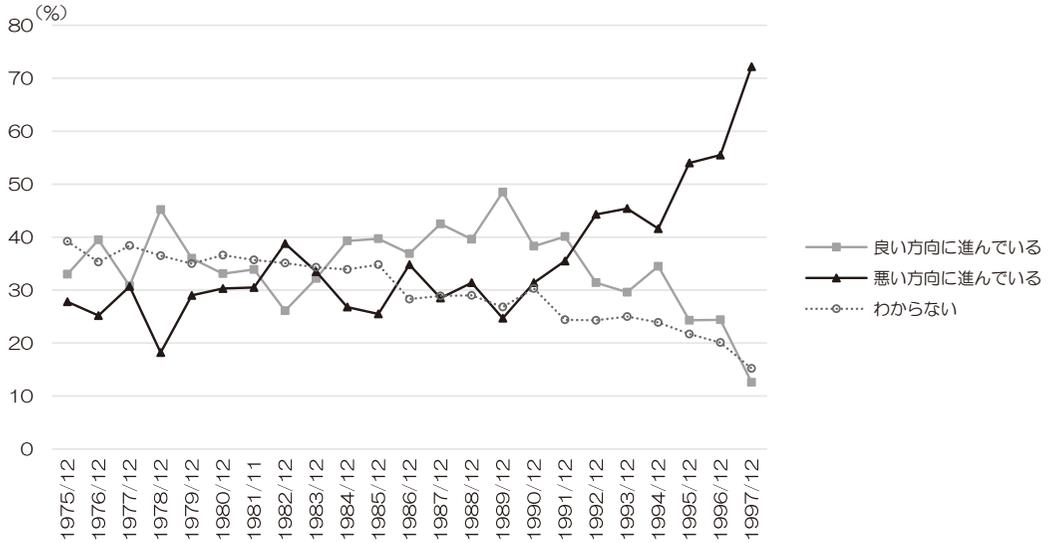
「賃金停滞」という経済変数の背景要因として

「国民の意識」という主観的かつ曖昧な変数を取り上げるのは邪道かもしれない。しかし、国民の意識がその経済行動や政治プロセスを経て経済の実態や政策に影響を与えることを考えると、あながち的外れでもあるまい¹⁾。筆者自身、自分が社会人となった1980年以降、日本はどんどん悪くなっているとの思いが拭えず、それは個人的な感覚に過ぎないのか、もっと多くの人々が共有しているものなのか知りたいと思っていた。そうした中で、図1、2に示した内閣府「社会意識に関する世論調査」に行き当たった。調査対象は全国18歳以上の日本国籍を有する者で、サンプル数3,000人、有効回答数1,761人（58.7%）である（2022年12月調査の場合）。

まず図1は、「全体としては、日本は良い方向に進んでいると思いますか、悪い方向に進んでいると思いますか」との間に対する回答である。1975年から1980年代までは「良い方向」、「悪い方向」、「わからない」の3つが拮抗していたが、株価がピークとなったバブル期の1989年12月には「良い方向」が5割近くと抜け出した。しかし、それ以降「良い方向」は釣瓶落しに下落し、金融危機が高まり（後から振り返れば）賃金停滞が始まった1997年12月には「悪い方向」が7割を超えた。政府はこのまま調査を続けると悲観論が8割、9割とさらに強まることを恐れたのか、この質問はこれ以降なくなり、この調査自体も2年間中止された。

図2は、同調査で、全体感ではなく個別の項目ごとに「良い方向」か「悪い方向」かを尋ねた結果である。ただし、1980年から1997年までは、全体感として「良い方向」、「悪い方向」を選んだ者それぞれに対して「雇用・労働条件」

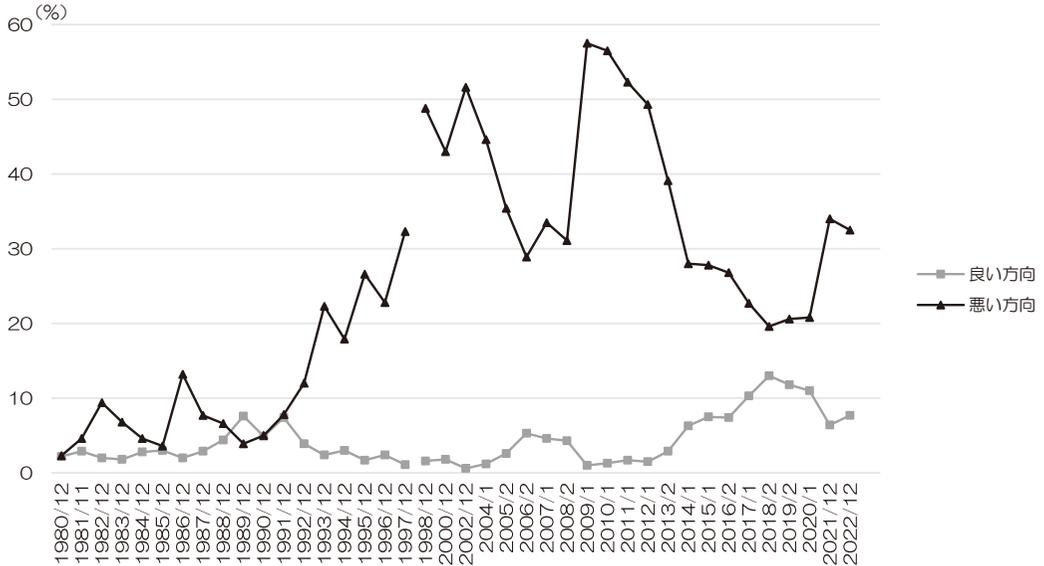
図1 日本は全体として良い方向に進んでいるか、悪い方向に進んでいるか (1975-1997年)



資料出所：内閣府「社会意識に関する世論調査」

注：問は「全体としては、日本は良い方向に進んでいると思いますか、悪い方向に進んでいると思いますか」

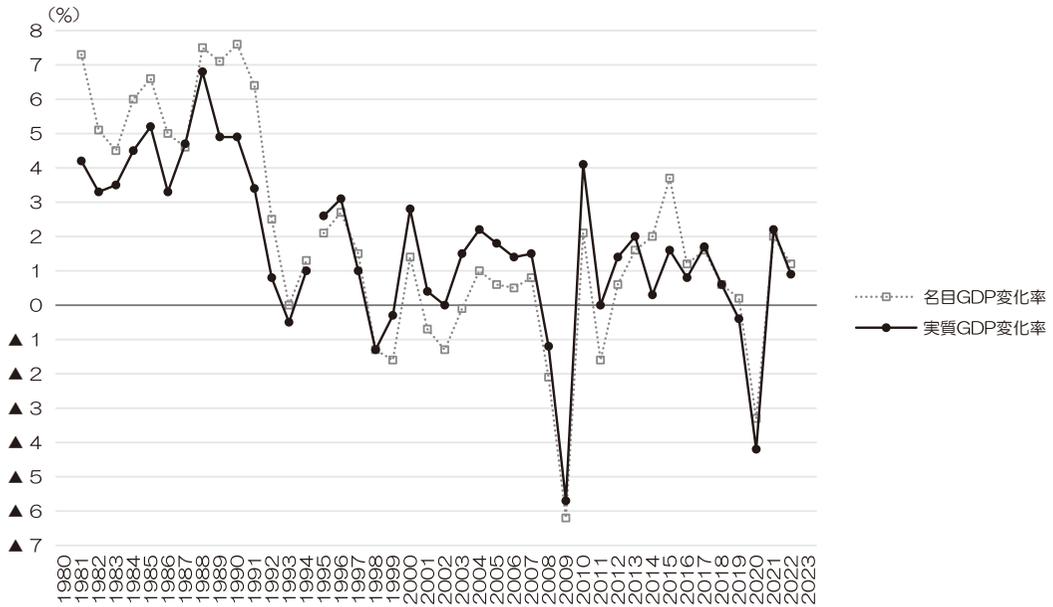
図2 「雇用・労働条件」は良い方向に向かっているか、悪い方向に向かっているか (1980-2022年)



資料出所：内閣府「社会意識に関する世論調査」より算出

注：1980年12月～1997年12月は、「良い方向に進んでいる」と回答した者、「悪い方向に進んでいる」と回答した者それぞれに対し10数個の選択肢を示し、そのうち「雇用・労働条件」（1980年12月は「労働」）を選んだ者（複数選択可）。全回答者に占める割合を示すため、全体が「良い方向に進んでいる」あるいは「悪い方向に進んでいる」と回答した者の割合を乗じている。1998年12月以降は、調査対象者全員に「良い方向に向かっている」、あるいは「悪い方向に向かっている」と思われる分野を20数個の選択肢から選んでもらったもの（複数選択可）

図3 名目・実質 GDP 変化率の推移 (1981-2022年)



資料出所：内閣府経済社会総合研究所「2021年度国民経済計算（2015年基準・2008SNA）」。ただし、最新の計数は「2023年7-9月期1次速報値」、1981-94年は「2011年基準GDP系列簡易遡及」による

を選んでもらう方式（複数選択可）であったのに対し、調査が再開された1998年以降は全体感を聞くことなく、「良い方向」や「悪い方向」にある個別項目として「雇用・労働条件」を選んでもらう方式（複数選択可）に変わった。このため1997年以前と1998年以降は直接比較できないが、1990年から1997年にかけて雇用・労働条件が「悪い方向」に向かったと感じた者が激増したこと、また、1998年から2004年（金融危機や株価低下、失業率上昇）、2009年から2012年（リーマン・ショック）、さらに2020・21年（コロナ禍）は「悪い方向」と感じた者が多かったことは確かである。一方、2013年から18年（アベノミクス）にかけては「良い方向」が緩やかに増えた。

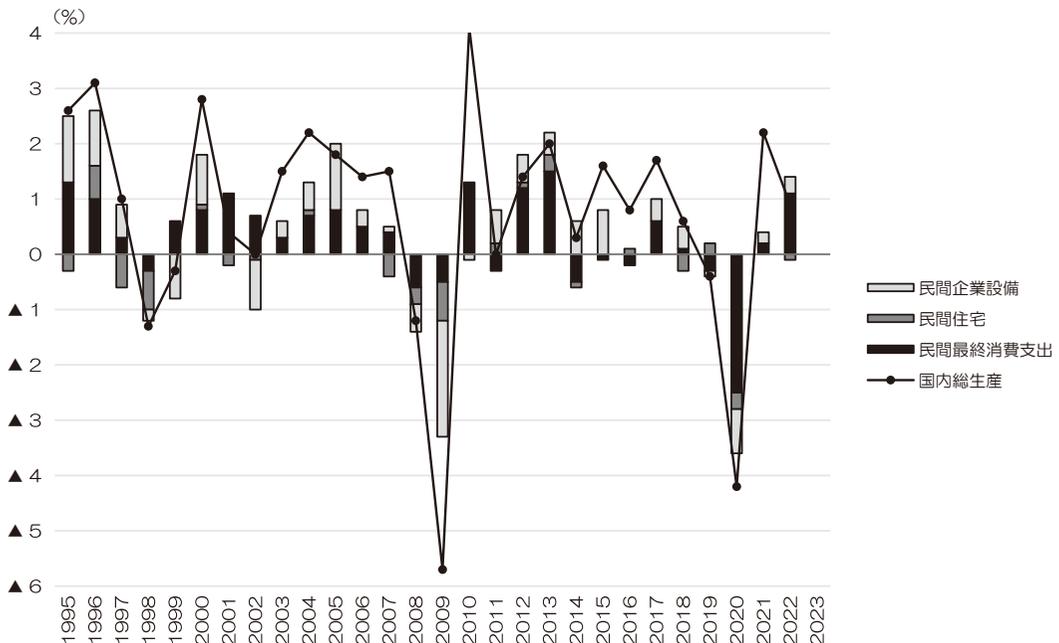
このように国民の意識、とりわけ「雇用・労働条件」に関するそれは、経済環境の変化に対応して良くなったり悪くなったり変化している。しかし、1990年代から最近までほぼ一貫して、少なくとも「雇用・労働条件」に関しては「悪い方向」が「良い方向」を上回り、悲観論が優勢である。

(2) GDP

マクロ経済指標として最も代表的なものの一つはGDP（Gross Domestic Product：国内総生産）である。図3は1981年から2022年までの名目と実質の変化率の推移を示している。それによると、1980年代は実質で毎年4~5%程度の伸びであったのに対し、1990年代以降は0~2%程度に低下し、実質でマイナス成長であった年も1990年以降33年間のうち7年もある（バブル崩壊後の1993年、金融危機の1998・99年、リーマン・ショックの2008・09年、消費税引上げとコロナ禍の2019・20年）。もう一つの特徴は、1995年以降、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転」の年が多くなったことである。逆に名目が実質を上回った年（つまりGDPデフレーターがプラスであった年）は1995年から2022年の27年間で7年しかない（1997、2014・15・16、2019・20・22年）。

賃金停滞現象が始まる前の1995年からコロナ禍が始まる前の2019年まで24年間の実質経済成長は平均年率0.78%であり1%に満たない低率であった。また、名目の平均年率は0.28%

図4 実質 GDP 増減率に対する民間需要の寄与度（1995-2022年）



資料出所：内閣府経済社会総合研究所「2021年度国民経済計算（2015年基準・2008SNA）」、「2023年7-9月期1次速報値」

注：民間需要としては図に示した3項目以外に「民間在庫変動」も含まれるが省略した

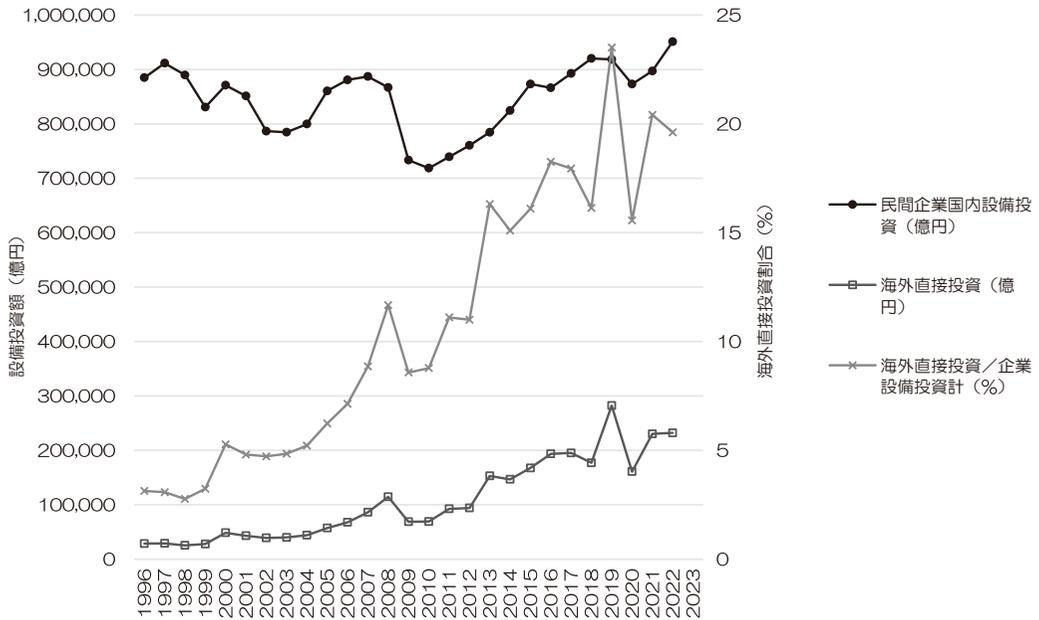
とさらに低く、この期間はデフレ基調の低成長時代であったと言える。こうした経済環境下で賃金の伸びが停滞したのもある意味当然と言える。

GDPの主要支出項目別に実質経済成長率への寄与度を見ると、まず民間需要で重要なのは「民間最終消費支出」と総固定資本形成のうちの「民間企業設備」（いわゆる企業設備投資）である。前者はGDP全体の50数%を占める最大支出項目であり、後者はGDP全体に占める割合は10数%と低いが、各年の支出としてのみならず、将来にわたって生産力を拡大する要因となる点でも重要である。実際、これら2項目の実質GDP成長率への寄与度は高く、多くの年でGDP全体の動きをほぼ左右している（図4）。例えば、1998年の金融危機、2008・09年のリーマン・ショック、2020年のコロナ禍に実質成長率は大きくマイナスとなったが、その大半は消費と設備投資の減少による。一方、2000年、2010

年、2012・13年、2022年のGDP増加期には消費の回復が大きく貢献した。なお、1995年から2019年までの24年間、実質GDP成長率は年率0.78%であったことを上で指摘したが、同じ期間の民間最終消費の実質年率は0.68%、民間企業設備投資の実質年率は1.02%であった。賃金停滞による所得の伸び悩みが消費を抑え、それが全体のGDP成長率を低くしたと言える。

一方、設備投資の伸びはGDP全体の伸びよりも平均すれば高かったが、GDP増加期における目立ったプラスの寄与は2000年、2004・05年、2015年などに限られている。2012・13年のGDP増加時期に設備投資の寄与度が小さかった理由の一つとして、2011年3月の東日本大震災、福島第一原発事故後に強まった円高、電力不足・コスト高など「6重苦」の影響もあり、対外直接投資が増えたことが挙げられる²⁾。ただし、日本から海外への直接投資は2010年代に急に増えたわけではなく、2009・10年の

図5 民間企業設備投資、海外直接投資の推移 (1996-2022年)



資料出所：内閣府経済社会総合研究所「2021年度国民経済計算（2015年基準・2008SNA）」、「四半期別GDP速報（2023年4-6月期・2次速報）」、財務省「国際収支状況（対外・対内直接投資）対外直接投資総括表」

注：「海外直接投資割合」は、内閣府・GDP統計による民間企業国内設備投資と財務省・国際収支統計による海外直接投資の合計額に対する海外直接投資の割合

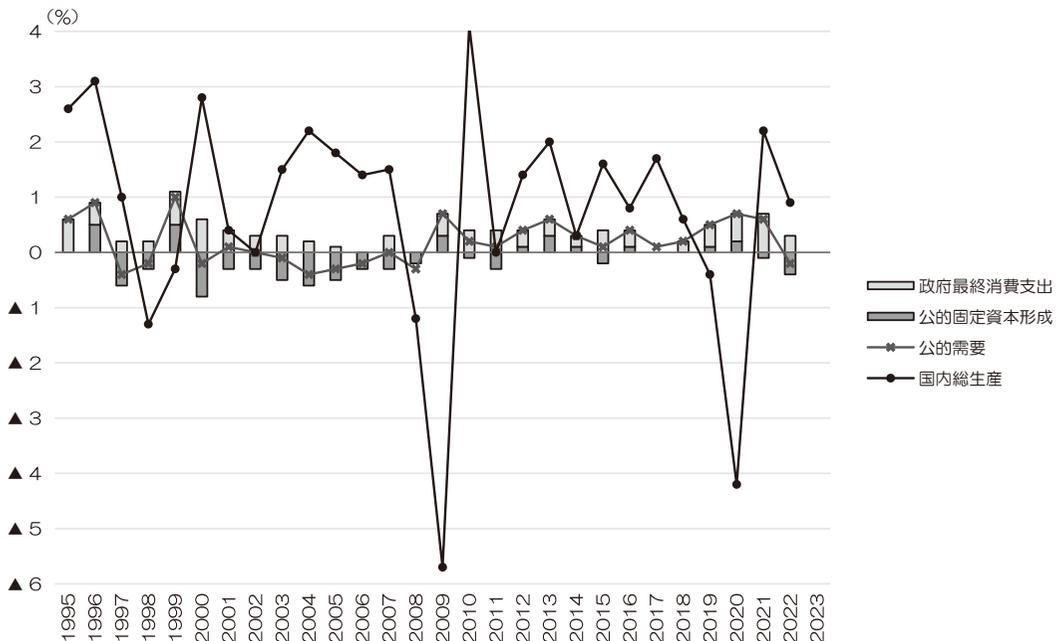
リーマン・ショックで落ち込む前の2000年代にも着実に増えていた(図5)。しかし国内の設備投資水準が2010年代前半はかなり低水準であったため、設備投資全体に占める海外直接投資の割合は2010年代に約10%から20%前後にまで急激に高まった。

民間需要に次いで注目されるGDPの支出項目は公的需要である。公的需要は「政府最終消費支出」、「公的固定資本形成」、「公的在庫変動」の3つからなるが、ウェイトが大きいのは前2者である³⁾。公的支出全体の実質GDP増減率に対する寄与度の推移をみると、民間需要に比べかなり小さく±1%ポイントを超えることはほぼない(図6)。政府最終消費支出は、政府サービスの提供に要した公務員給与等の費用が大半なのでマイナスとなることは通常ないが、公的固定資本形成は年によってプラス、マイナスの変動がある。公的支出全体として実質GDPに対しプラスに寄与した時期としては1995・96

年、1999年と、2009年以降2021年までがある。一方、マイナス(ほぼゼロを含む)に寄与した時期は1997・98年と、2000年から2008年である。

1997・98年は第2次橋本内閣(1996年11月～1998年7月)、2000年から2008年は小泉内閣(2001年4月～2006年9月)や第1次安倍、福田、麻生内閣(2009年9月まで)と重なっている。第2次橋本内閣は「6つの改革(行政、財政、社会保障、経済、金融システム、教育)」、財政構造改革法などで、小泉内閣は「改革なくして成長なし」、「官から民へ」、郵政民営化などで知られ、政策スタンスとして行財政改革志向が強かったことがこの間の公的需要の寄与度低下に寄与したと思われる。しかし、2008年9月のリーマン・ショックを機に世界金融危機が深刻化した2009年以降、そうした政策スタンスは影を潜め、公的需要はほぼプラスが続いている。

図6 実質 GDP 増減率に対する公的需要の寄与度 (1995-2022 年)



資料出所：内閣府経済社会総合研究所「2021年度国民経済計算（2015年基準・2008SNA）」、「2023年7-9月期1次速報値」

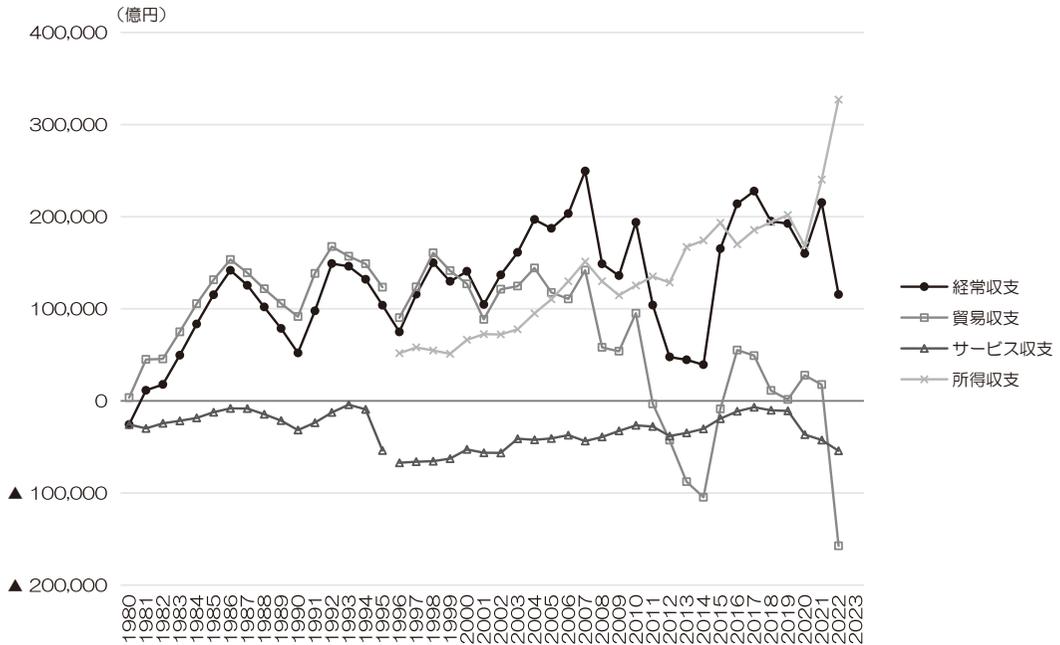
注：公的需要としては、図に示した2項目以外に「公的在庫変動」も含まれるが省略した（ほとんどの年で寄与度は0.0%）

なお、GDPの支出項目としての公的需要と政府支出には大きな差がある。例えば2022年度の名目GDPにおける公的需要は151兆円であるが（GDP全体は562兆円）、同じ年度の中央政府の一般会計と特別会計の歳出純計（両会計の重複額と国債整理基金特別会計における借換償還額を控除）は310兆円であった（財務省2023b, p. 52）。また、1990年代以降のほとんど全ての内閣で多額の予算措置を伴う経済対策が行われてきた（政府の経済対策のクロノロジーについては、例えば小峰2019, pp. 50, 105, 132, 187, 255を参照）。こうしたこともあり、国債残高の対GDP比は、バブルが崩壊した1990年度の約50%から、直近の2023年度の252%までほぼ一貫して増加し続けている。また、プライマリー・バランス（政策的経費－税収等）は1992年度に赤字になって以降、ずっと赤字が続いている（財務省2023b）。

(3) 経常収支

GDPの支出項目としては、民間需要、公的需要以外に「外需」がある。その具体的内容を見るため経常収支の内訳の推移を見たい。現行の国際収支統計では、経常収支は「貿易収支」（財貨・モノの輸出入の収支）、「サービス収支」（サービス取引の収支）、「所得収支」（第一次所得収支と第二次所得収支の合計）の3つからなる（各項目の詳細については、日本銀行国際局2013, 同2022を参照）。これらのうち、サービス収支はさらに「輸送」、「旅行」、「その他サービス」に大別される。所得収支のうち「第一次所得収支」とは対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支で主な内容は「直接投資収益」（親会社と子会社との間の配当金・利子等の受取・支払）と「証券投資収益」（株式配当金と債券利子の受取・支払）である。また、「第二次所得収支」とは居住者と非居住者の間の対価を伴わない資産の提供に係る収支で、官民の無

図7 経常収支の推移 (1980-2022年)



資料出所:財務省「国際収支統計」、1995年以前は日本銀行「国際収支統計月報」(1990年6月、1995年6月、2000年6月)
 注:国際収支統計は、2014年1月以降、IMF国際収支マニュアル第5版準拠から第6版準拠へ大幅に変更された。第6版と連続性のある時系列計数は1996年以降の分が公表されている。1995年以前は第5版に基づくのでそれ以降の計数とは連続しない。1995年以前の「サービス収支」は「貿易外収支」

償資金協力、寄付、贈与等の受払である。
 図7は1980年以降の日本の経常収支の推移を示したものである。まず、貿易収支は1980年代前半に大きく黒字幅を増やし、日米貿易摩擦の強まりや1985年9月のプラザ合意を契機とした急激な円高の進行により黒字増加傾向に歯止めがかかった。ただその後も2000年代半ばまでは毎年10兆円を超える黒字が続いた。しかし、2008・09年のリーマン・ショックや2011年の東日本大震災、そしてその間の激しい円高の進行により貿易収支は2011年から15年まで赤字に転じた。2016年以降は黒字に転じたが、その金額はかつてほど小さく、2022年は円安の進行にもかかわらず15兆円を超える赤字となった。輸入に依存する資源価格の高騰と、輸出が輸入ほどには増えなかったことが主因である。

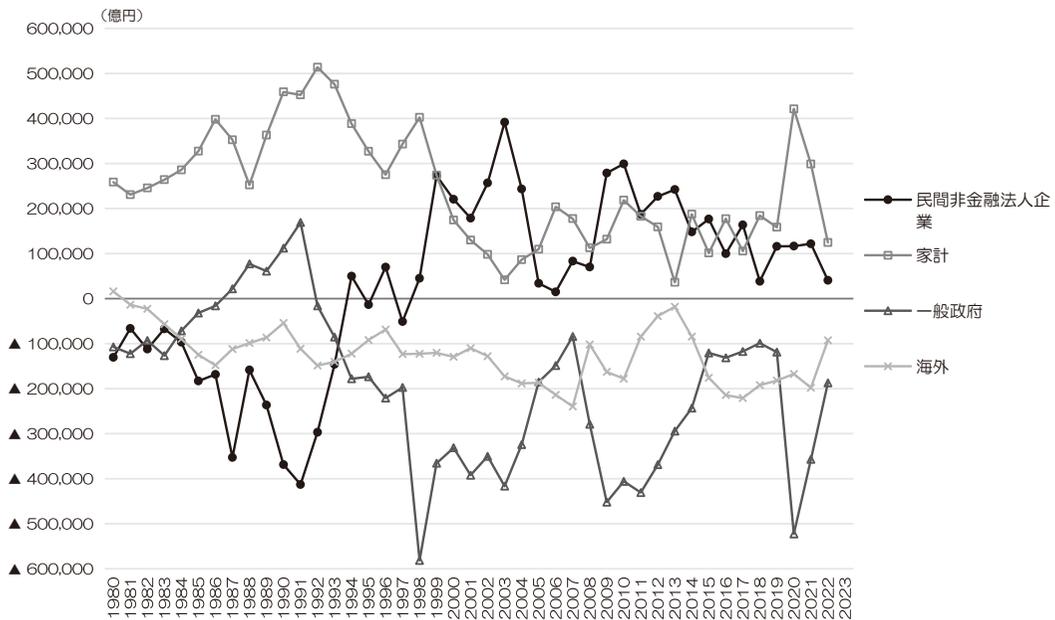
また、サービス収支(旧・貿易外収支)は図

7に示した期間を通じ一貫して赤字である。1996年以降の新系列では赤字は縮小傾向にあったが、2020年以降は赤字拡大傾向が見られる。コロナ禍以前(と2023年)は海外からの旅行者増加が赤字縮小に寄与したが、近年は海外のプラットフォームが提供するサービスの利用料金などが赤字拡大に寄与している。

このように最近年では貿易収支もサービス収支も赤字であるが、唯一、所得収支は黒字であり、かつ増加トレンドにある。特に2022年には30兆円を超える大幅黒字となった。その大半はこれまでの海外直接投資からの収益(直接投資収益)である。そうした結果、経常収支全体としては黒字が続いている。

ちなみに、図7には含まれていないが、2023年1-9月期(9月は速報値)の経常収支は15兆1,188億円、貿易収支は-5兆6,128億円、サービス収支は-3兆3,025億円、所得収支は24兆

図8 主要部門別資金過不足額の推移 (1980-2022年度)



資料出所：日本銀行「資金循環統計」より算出

注：「資金過不足」とは、各部門の年間の資産純増額（フロー）から負債純増額（フロー）を引いたもの。それがプラスであれば資金余剰（黒字主体）、マイナスであれば資金不足（赤字主体）と見なされる

341億円と各項目の収支差は2022年と同様の傾向が続いている。サービス収支の内訳をみると、「旅行」は2兆3,112億円の黒字だが、「その他サービス」が-5兆1,316億円の赤字であり、これがサービス収支全体の赤字に大きく貢献している。その他サービスで赤字額が大きく、かつ年々その傾向が強まっているのは「その他業務サービス」（-3兆4,079億円）、「保険・年金サービス」（-1兆6,908億円）、「通信・コンピュータ・情報サービス」（-1兆2,642億円）などである⁴⁾。一方、所得収支の黒字に貢献しているのは「直接投資収益」（16兆4,841億円）と「証券投資収益」（9兆5,828億円）である。

(4) 部門別資金収支

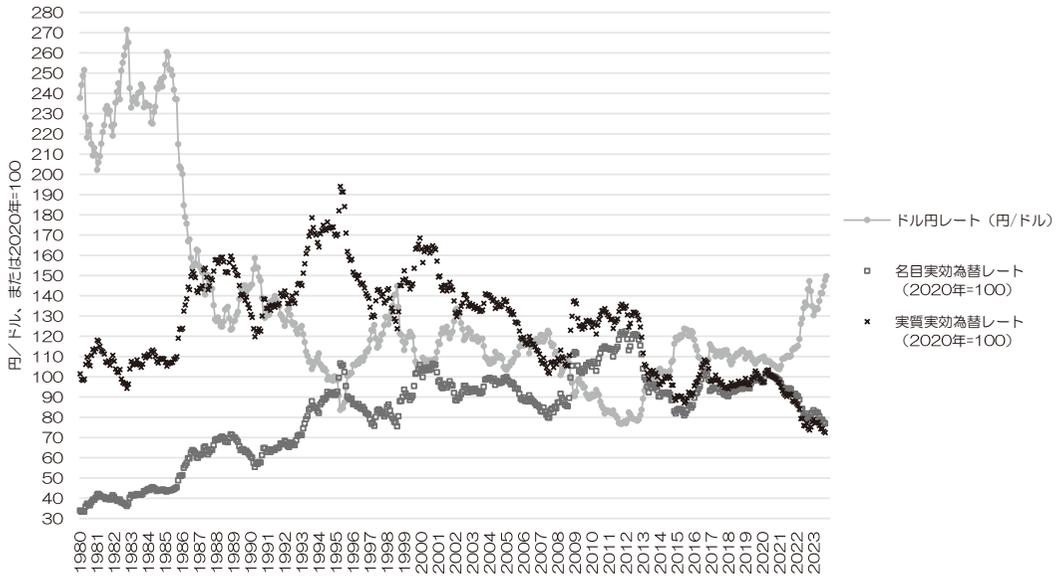
これまでGDPの主要支出項目である民間需要、公的需要、外需の動きを順に見てきたが、これらの経済活動の背後には資金的な取引（金融取引）がある。主な取引部門がネットで見て資金余剰（黒字主体と呼ばれる）なのか、資金不足（赤字主体と呼ばれる）なのか、その推移

を日本銀行「資金循環統計」によって見たい（図8）。

まず、家計部門は一貫して黒字主体で、特に1980年代から1990年代にかけては1988年度の落ち込みを除いて高水準の資金余剰（貯蓄超過）であった。その後、貯蓄超過の程度は減少に向かったが、資金余剰傾向は維持している。イレギュラーな動きとしてはコロナ禍の2020年度、資金余剰額が跳ね上がっている。これは、政府の給付金等で預貯金残高が増えた一方、消費支出が外出制限・自粛等で縮小したためと考えられる。なお、コロナ禍における家計部門の資金余剰急増傾向（対名目GDP比）は日米欧で共通してみられた（日本銀行調査統計局2023b、p.3）。

一方、企業部門（民間非金融法人企業）は、1980年代から1993年度までは一貫して赤字主体で、バブル期の1991年度には41兆円を超える赤字であったが、その後、赤字額は急速に縮小し、1998年度以降はずっと黒字主体状態が続いている。企業部門は借金をしてでも積極的に

図9 ドル円レート、名目・実質実効為替レートの推移（1980-2023年、月次データ）



資料出所：日本銀行「時系列統計データ検索サイト」(<https://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>)の「外国為替市況」及び「実効為替レート」

注：ドル円レートはインターバンク相場、東京市場、ドル・円スポット17時時点の月中平均、単位は円/ドル。名目・実質実効為替レートは、2020年を100とした指数

投資をするというイメージがあるが、不良債権問題が深刻だった1999年度から2004年度は家計部門と同等かそれを上回る黒字額となった。企業の黒字額はリーマン・ショックや東日本大震災に見舞われた2009年度から2013年度にも家計部門を上回り、設備投資が落ち込んだ時期と重なっている。なお、企業部門の資金過不足額の対名目GDP比を2005年度以降についてアメリカ、ユーロ圏と比べると、日本は常にプラスなのに対し、米欧はゼロの近傍を上下しており、かつ米欧ではほとんど常に家計の資金余剰率を下回っている（日本銀行調査統計局2023b、p.3）。

このように国内の家計、企業という二大部門で資金余剰の状態が1990年代終わりから続いており、そうした資金余剰は日本政府及び海外部門の資金不足によって埋め合わされている。すなわち日本国内の消費や投資不足を補うために、政府部門が財政赤字を拡大させながら投資や消費（政府部門の「自己消費」）を増やしたり、海外部門が日本からの輸出先や投資先とし

てモノを買ったり、投資資金を受け入れたりしているのである。なお、海外部門の資金収支がほぼ一貫して赤字となっているが、これは日本の経常収支（+資本収支）がずっと黒字であることの裏返しである。すなわち、国際収支統計では「日本から見た資金受取り-資金支払い」を表示しているのに対し、資金循環統計では「海外から見た資金受取り-資金支払い」を表示している。

(5) 為替レート

為替レート、とりわけドル円レートの動きは日本経済に大きな影響を与えてきた。図9は1980年以降のドル円レートとBIS（国際決済銀行）による名目・実質実効為替レートの動きを示している。縦軸はいずれも共通の目盛りを用いているが、ドル円レートの目盛りは1ドル当り円（上方ほど円安）、実効為替レートは2020年を100とした指数（下方ほど円安）である。

まず、ドル円レートの動きを見ると、1980年

代前半は200円台と今から見ると随分円安であった。それが1985年9月のプラザ合意を機に一気に円高方向に振れ、そのトレンドは1995年4月に83円に達するまで続いた。その後、1990年代後半から2000年代半ばまでは100円台から140円台のレンジで推移した。しかし、リーマン・ショックを機に2008年以降再び円高傾向が強まり2012年まで続いた。2013年のアベノミクス以降は円安傾向が基調となり、特に2022・23年にそれが加速したのは周知の通りである。

もう少し俯瞰的に見ると、1980年から2012年頃までは概して円高方向のトレンドであったのに対し、2013年以降は円安方向のトレンドに転じた。こうした傾向は、名目実効為替レートの動きを見ると一層はっきりする。名目実効為替レート(nominal effective exchange rate)とは、対米ドルだけでなく、それ以外の通貨との為替レートも日本の貿易相手国の貿易額ウェイト(輸出、輸入とも工業製品が対象)を用いて平均したものである。それによると、2012年頃までは円高トレンド、2013年以降は円安トレンドという傾向がより明確である。これは日本の貿易相手国ウェイトの約半分を占める「新興アジア(Emerging Asia)」(中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ)との為替レートの変化を反映したものである⁵⁾。

BISは名目実効為替レートだけでなく、実質実効為替レート(real effective exchange rate)も公表している。為替レートの実質化とは、名目為替レートに対し、貿易取引国間の物価水準の違いも考慮するということである。アメリカと日本を例にとると、名目為替レート(1ドル当り円)を e 、アメリカの価格水準を P (単位はドル)、日本の価格水準を P^* (単位は円)とすると、米ドルの実質的な購買力、すなわち実質為替レート(1ドル当り円)は下式の ε (イブシロン)で示される(Mankiw 2022, p. 140)。

$$\varepsilon = e \times (P/P^*)$$

日本円の実質為替レートは、本来、「1円当りドル」で示するのが自然で、上式の各変数は分子、

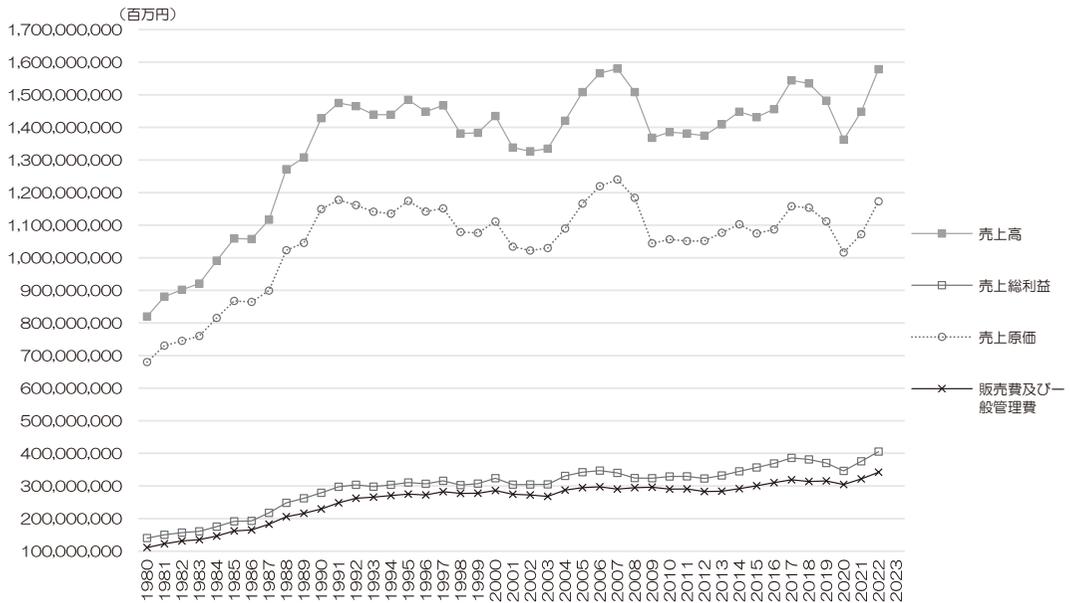
分母を逆転すべきであるが、ドル円レートは「1ドル当り円」で示すのが慣例なので、マンキューの教科書と同じ表現のままにしている。また、 P や P^* であるが、マンキューは日米両国で共通の財(自動車)の価格を例として用いている。しかし、実際には多種多様な財が為替レートを介して取引されているので、実質為替レートの算出では、両国それぞれの消費者物価指数(の変化率)が使われている。

こうして算出される実質為替レートの意味は、円の(アメリカでの)実質的な購買力は、名目為替レートだけでなく、両国国内での物価変動の差異によっても生ずるので、その影響も考慮した指標であるということである。例えば、ドル円レートが1ドル100円から150円に50%円安になったとしよう。もし両国の物価水準に変化がなければ、円の価値は50%低下したことになる。一方、名目為替レートは1ドル100円では変化はないが、アメリカの物価が50%上昇し、日本の物価は0%で変化がなかったとしよう。すると、日本では100円で買えるモノがアメリカでは1.5ドル(すなわち150円)払わないと買えないことになる。つまり、円の実質的な価値は、名目為替レートだけでなく、相手国との物価変動率の差によっても生じるのであり、日本より相手国の物価上昇率が高ければ、円の実質的な価値(相手国での購買力)は低下する。

さて、BISの実質実効為替レートの推移を見ると、1980年から1995年にかけて円高方向のトレンドが見られるが、1995年をピークに円安方向のトレンドに転じている。すなわち、実質ベースの円安トレンドは名目のそれより約20年早く始まっていたことになる。言うまでもなく、その理由は長期にわたる日本のデフレである。また、実質実効為替レートはしばしば一国の競争力の指標とされるが、1995年のピークと2023年の水準を比べると4割近い水準にまで落ち込んでいる⁶⁾。

さらに注目すべきは円高や円安に対する世論の評価が変わってきたと思われることである。戦後長く続いた1ドル360円の固定レートが1971年、1ドル308円に切り下げられ、さらに

図10 企業の売上高、売上原価等の推移
(金融・保険業を除く全産業、1980-2022年度)



資料出所：財務省「法人企業統計調査」
注：売上総利益 = 売上高 - 売上原価

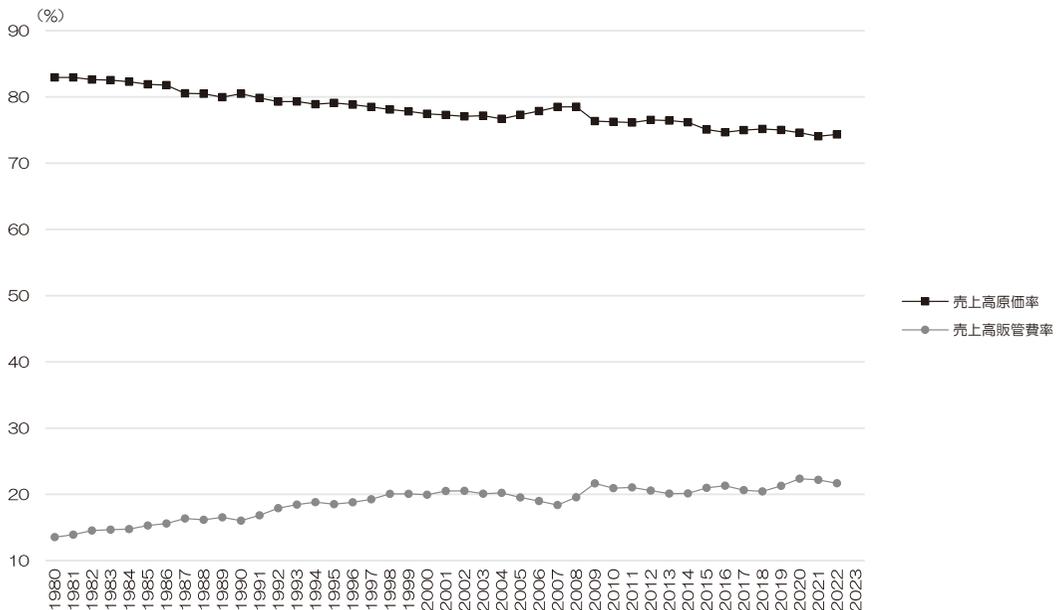
1973年、変動相場制に移行して以来、「円高は輸出型製造業に不利、したがって景気にマイナス」という観念が優勢であった。このため2013年に円高から円安傾向に転じたときも歓迎する向きが多かった。しかし、2022・23年の円安では輸入物価の上昇がインフレを引き起こし「悪い円安」という言葉が流行語になったりした。一般の消費者にとって、1990年代後半以降の賃金停滞期にほとんど唯一の救いは物価が上がらないことであった。それが崩れたことへの反発は自然なことと言える。一方、輸出型製造業を含め、海外で稼ぐ企業や個人にとってはその収益や所得を円に換算すれば大きな為替差益が得られる。こうした非対称性も見えやすくなった。

(6) 企業収益

賃金停滞とも密接に関係する企業収益の動向を見たい。図10は売上高、売上原価などの1980年度以降の動きを示している。売上高は1980年代、ほぼ右肩上がりが増えてきたが、1990年代以降は減少トレンド、2000年代半ばには増加に転

じたが、2008・09年度のリーマン・ショックで再び減少、2013年度以降は増加に転じたが、2020年度のコロナ禍で再び減少し、その後回復という推移をたどっている。売上原価（売上げた商品と直接的に対応する費用）の動きも売上高とほぼ平行に推移している。売上総利益は売上高から売上原価を引いたものであるが、1990年代はほぼ横ばい、2000年代以降は緩やかな増加傾向となっている。これら変数の関連をより詳しく見るため、図11に売上高原価率（売上原価／売上高）の動きを示した。それによると1980年代以降、ほぼ一貫して緩やかな減少傾向にある。つまり売上高自体は景気等によって大きく変動する一方、売上総利益が緩やかな増加傾向にあるのは売上高原価率が低減したためであり、その背景にサービス経済化、サプライチェーンの合理化、経費削減努力等があるとみられる。一方、売上原価とともに大きな費用項目である販売費及び一般管理費（本業の営業活動にかかる費用のうち原価に関わらないもの）については、1980年代から1990年代前

図11 企業の売上高原価率、販管費率の推移（金融・保険業を除く全産業、1980-2022年度）



資料出所：財務省「法人企業統計調査」

注：売上高原価率 = 売上原価 / 売上高。売上高販管費率 = 販売費および一般管理費 / 売上高

半は増加傾向、その後は2004年度を除きほぼ横ばいであったが、2014年度以降緩やかに増加した（図10）。これも売上高との対比で見ると（売上高販管費率）、2007年度以前と比べ2009年度以降はやや水準が上がっている（図11）。

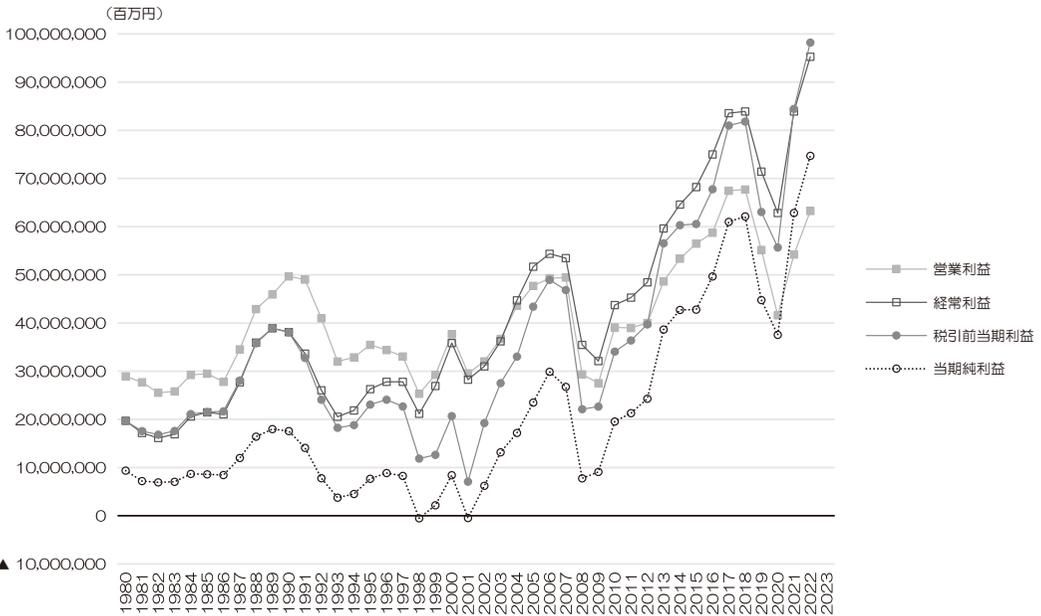
図12は、営業利益、経常利益、税引前当期利益、当期純利益という4つの代表的な利益指標の推移を示している。いずれの指標も景気変動に対応してほぼ同方向に上下動しているが、長期的なトレンドを見ると、1980年代から1990年度にかけては増加傾向、その後1998年度にかけて減少の後、2006・07年度にかけて増加、リーマン・ショックの2008・09年度には再び減少したが、それ以降はコロナ禍による2019・20年度の急減はあったものの増加基調にあり、近年は利益額としてかつてない水準に達している。

各利益指標はほぼ同方向に変動していると記したが、いくつかの指標間で大小関係の入れ替えも生じている。例えば、1990年代までは営業利益が経常利益を上回っていたが、2000年代半ば以降は経常利益が営業利益を上回るように

なった。こうした変化の要因は、2000年代初頭まで営業外費用（本業の営業活動以外の活動から生じた費用。支払利息など）が営業外収益（本業の営業活動以外の活動から生じた収益。受取利息、有価証券利息など）を上回っていたが、それ以降、営業外収益が営業外費用を上回るようになったことである（図13）。これは、バブル期には銀行からの借入れが急拡大し支払利息も大きかったが、バブル崩壊後は借入れが急速に縮小し、近年は有価証券等による資産運用が増えたためと思われる。

また、1992年度頃までは経常利益と税引前当期利益はほぼ一致していたが、その後、経常利益が税引前利益を上回るようになり、2021・22年度になって両者は再びほぼ同水準になった。こうした変化の要因は、1980年代は特別利益（会社の活動で臨時的に生じた利益。固定資産売却益など）と特別損失（会社の活動で臨時的に生じた損失。固定資産売却損、固定資産除去損など）がほぼ同水準であったが、その後、特別損失が特別利益を上回るようになり、2021・22年度になって再び両者がほぼ同水準になったこ

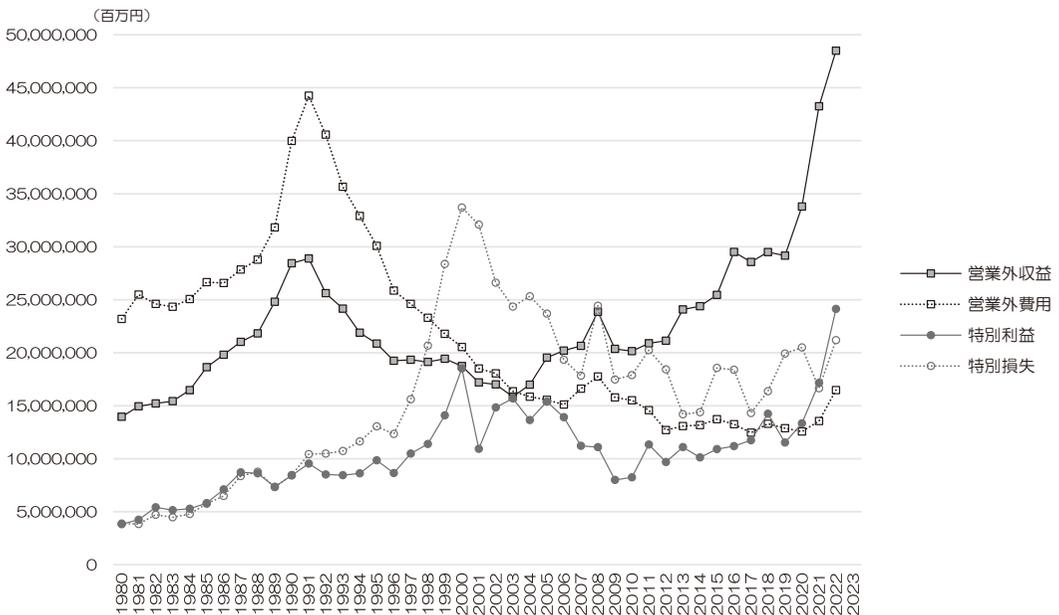
図 12 企業の各種利益指標の推移（金融・保険業を除く全産業、1980-2022年度）



資料出所：財務省「法人企業統計調査」

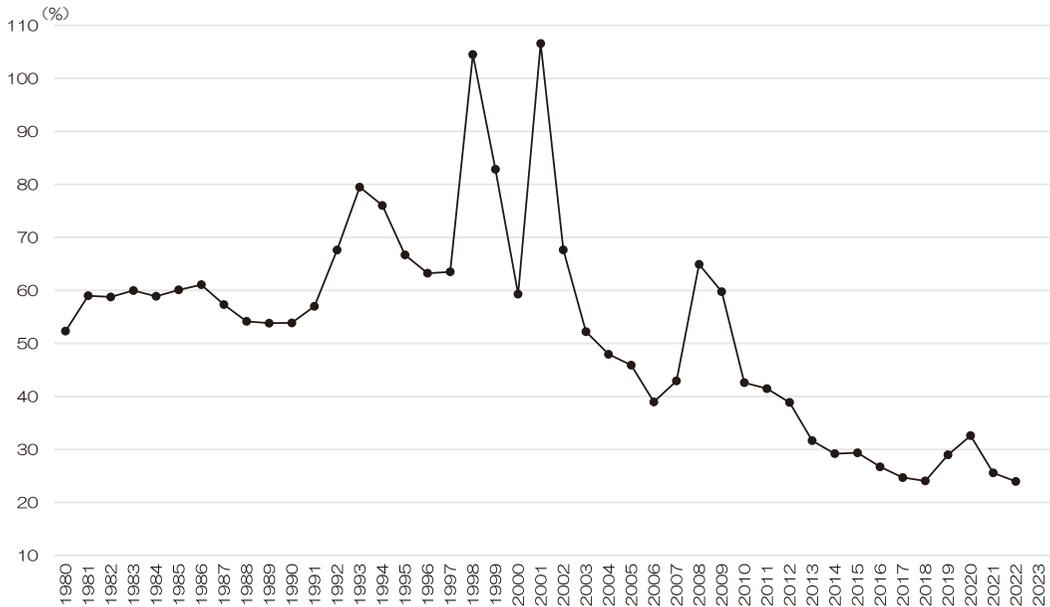
注：営業利益＝売上総利益－販売費および一般管理費。経常利益＝営業利益＋営業外収益－営業外費用
 税引前当期利益＝経常利益＋特別利益－特別損失。当期純利益＝税引前当期利益－法人税、住民税及び事業税

図 13 企業の営業外収益・費用および特別利益・損失の推移（金融・保険業を除く全産業、1980-2022年度）



資料出所：財務省「法人企業統計調査」

図 14 法人税等税率の推移（金融・保険業を除く全産業、1980-2022 年度）



資料出所：財務省「法人企業統計調査」

注：「法人税、住民税及び事業税」を「税引前当期利益」で除した割合

とがある（図 13）。特別損失は 2000 年度がピークで、バブル崩壊で顕在化した不良資産・債権の整理、不採算子会社の整理などを反映したものと見られる。

なお、税引前当期利益と当期純利益の関係は、前者から「法人税、住民税及び事業税」を引いたものが後者なので、常に前者が後者を上回っている。ただし、法人税等の税引前当期利益に対する比率の推移を見ると、1980 年代は 6 割前後、1990 年代は 8 割、10 割を超える年もあったが、近年は 2008 年度の 64.9% をピークに、直近の 2022 年度は 23.9% まで低下している（図 14）⁷⁾。

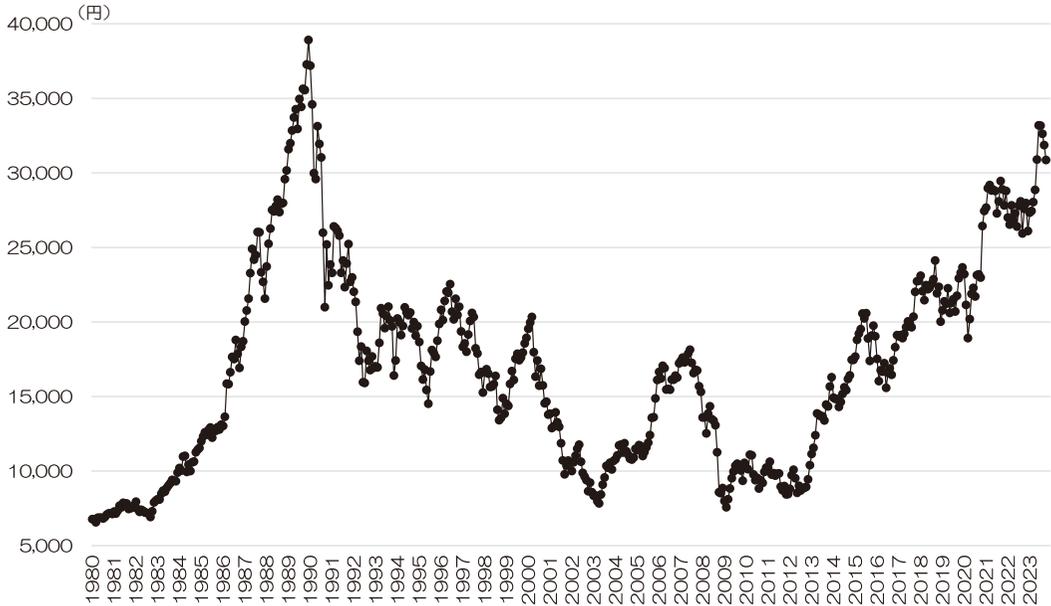
（7） 株価

最後に、上で見た企業利益の動向も踏まえ日経平均株価の推移を見たい（図 15）。大きなトレンドとしては、まず 1982 年後半から 1989 年にかけて株価はかなり急激に上昇した。周知のように 1989 年 12 月末の終値、38,915 円は今に至るも日経平均の最高値である（2023 年 12 月末時点）。しかし、その後の下落は急激で 1992

年 7 月末には 15,910 円と約 2 年半でピークの 4 割にまで落ち込んだ。その後、1990 年代は 15,000 円から 21,000 円くらいの間で推移したが、2003 年（4 月に 7,607 円）、2009 年（3 月に 7,055 円）には二番底とも言うべき大きな下落があった。2003 年は銀行の不良債権処理問題に端を発した「竹中ショック」、2009 年は前年のリーマン・ショックに端を発した世界金融危機によるものであった。株価が底を脱したのは 2012 年末からで、2013 年以降はいわゆるアベノミクスの波に乗って上昇トレンドが明確になった。2013 年以降の株価上昇傾向の要因としては、前項で見たように 2010 年度あたりから企業収益が回復傾向にあったことに加え、2013 年からのアベノミクスのアナウンスメント効果、さらにその中核ともいえる日銀の異次元金融緩和が挙げられる。

日本株の売買動向によると、2013 年は外国人の買越額が突出して大きく、2014・15・16 年は年金（年金積立金運用独立行政法人、GPIF）、2015～20 年は日銀の買越額が大きかった（後藤 2023、原資料は日本銀行「資金循環統計」）。外

図15 日経平均株価の推移（各月末終値、1980年1月 - 2023年10月、月次）



資料出所: 日本経済新聞社「日経平均プロフィール（日経の指数公式サイト）/アーカイブ/ヒストリカルデータ」（<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>）

注: 各月末の終値

国人は日本株の約3割を保有しており、2013年のアベノミクスに敏感に反応したが、その後2020年頃までの株高を支えたのは、最初はGPIF、次いで日銀であった。GPIFは2014年10月以降、基本ポートフォリオにおける国内株式の資産構成割合をそれまでの12%から25%に改めた（年金積立金管理運用独立行政法人2020）。また、日銀は2013年4月の異次元金融緩和（「量的・質的金融緩和」）の中で、「ETF、J-REITの買入れの拡大」を挙げ、ETF（上場投資信託）に関しては、2012年末の実績1.5兆円に対し、13年末は2.5兆円、14年末は3.5兆円にするとの見通しを掲げた（日本銀行2013a）。

（8）小括

主要なマクロ経済指標の推移を見ると、まず1980年代と1990年代以降で大きな違いがある。1980年代は実質経済成長率が4~5%あり、雇用も賃金も増加し（シリーズ（1））、企業収益も株価も上昇した（図12、図15）。このため国民の将来に対する意識もそれほど悲観的ではな

かった（図1）。しかし、1990年頃のバブル崩壊をきっかけに経済環境は一変し、さまざまな経済指標が悪化した。例えば実質経済成長率は0~2%程度となりマイナスの年も増えた（図3）。こうした変化に大きく寄与したのは個人消費と企業設備投資の鈍化である（図4）。バブル崩壊後の10数年間は不良債権処理問題の解決が長引き、1997年以降2003年頃まで金融危機が相次いだ。さらに2008年のリーマン・ショック、2011年の東日本大震災、2020年のコロナ禍など大きな外生的ショックにも見舞われ、経済や財政は大きなダメージ、負担を被った。消費者物価も2%を超えることはほとんどなく、特に1990年代後半以降はマイナスか、プラスでもゼロ近傍が基調となった（後掲の図16）。

賃金も含め、多くの経済指標は1990年代後半以降目に見えて悪化したが、2013年以降、フェーズが変わったように見えるものもある。企業収益や株価の上昇が代表例である。また、雇用・賃金面では正規雇用がそれまでの減少か

図 16 日米の消費者物価指数変化率の推移（1980-2022 年）



資料出所：総務省統計局「消費者物価指数」、U. S. Bureau of Labor Statistics の CPI データベース (<https://www.bls.gov/cpi/data.htm>)

注：日本は帰属家賃を除く総合（2020年 = 100）、アメリカは CPI for All Urban Consumers（1982-84 = 100）より算出

ら増加に転じたり（シリーズ（1）の図14）、フルタイムの時間当たり賃金が上昇に転じたりした（シリーズ（1）の図3）。ただし、賃金面の改善は十分ではない。2022年春から始まった物価上昇により、2023年春の春闘では大企業で3%を超える賃上げが実現するなど（厚生労働省2023）⁸⁾、さらに新たなフェーズに入った可能性もあるが、実質賃金はマイナスが続いている。また、2013年以降為替レートの基調が円安に転じたこと（図9）、円安にも関わらず輸出の伸びが鈍化していること（図7）、海外直接投資が増えていること（図5）など、国内の雇用・賃金面への影響が注目される。

3. デフレと金融政策

（1）消費者物価指数の動向と「デフレ論争」

前節の（2）では、1995年以降、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転」（GDP デフ

レーターの変化率がマイナスになること）の年が多くなったことを指摘したが、消費者物価指数の変化率の推移も確認しておこう（図16）。第2次石油危機の影響を受けた1980、81年はそれぞれ8%、5%と高い上昇率であったが、その後、1987年の-0.2%までは低下傾向にあった。しかし、1988年からは上昇傾向に転じ1991年に3.3%に達した。このようにバブル期には消費者物価も上がったが、それでもせいぜい3%程度であった。バブル崩壊後の1992年から2021年まではほぼ全ての年で2%を下回り、2%を上回ったのは消費税率引き上げ（5%→8%）の影響が大きかった2014年のみである。消費税率引き上げや原油価格高騰の影響を受けた年（1997年と2008年）を除くと、1995年から2017年頃まではマイナスか、プラスでもゼロ近傍が基調であったと言える。

図16では参考としてアメリカの消費者物価指数の動きも載せている。注目点は2つある。

一つは、原油価格高騰や世界金融危機など両国間で共通する要因については、物価変動の方向も同期することである。もう一つは、ほぼ一貫してアメリカの方が日本より物価上昇率が高いことである。唯一の例外は2014・15年であるが、これは日本側の特殊事情（消費税率引き上げ）によるところが大きい。また、アメリカも日本と同様、世界金融危機（2009年）、コロナ禍（2020年）に物価が大きく落ち込んだが、いずれの場合もアメリカでは1年で大きく上昇に転じている。日米間には、こうした差異を生み出す何らかの経済構造の違いが存在するとみられる。

さて、以上より1995年頃から2021年まで日本では物価上昇率がきわめて低く、マイナスの年も多かったのは確かである。ただ、これを「デフレ」と見なすか否かについては種々議論があった。岡本（2001）によると、政府によるデフレの定義としては、①（物価動向にかかわらず）不況、景気後退を指す場合、②物価の下落を伴った景気の低迷を指す場合、③物価の持続的な下落を指す場合などがあった⁹⁾。これらのうち、2000年以前は②の定義を採用していたが、2001年以降は③の定義を採用することとし、これが2001年3月、「月例経済報告」のデフレ宣言に繋がった（内閣府2001）。すなわち、政府は日本経済が「緩やかなデフレにある」と判断し、次の3つのポイントを指摘した（ただし報告の本文ではなく「今月のトピック」として）。「1. 我が国において、消費者物価、国内卸売物価は、ともに弱含んでいる。2. デフレについては、これまで日本では、論者によって様々な定義が用いられてきたが、「持続的な物価下落」をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある。3. OECDの主要先進国の中で、物価下落が続いているのは我が国だけである。」

一方、デフレの原因についても種々議論があった。一つの立場は、「インフレは貨幣的な現象である」とのミルトン・フリードマンの有名な言に倣って、デフレも貨幣的な現象とみなすものである。マネタリストや本節の(2)で説明するリフレ派と呼ばれるエコノミストはこの立

場である。リフレ派が唱える大幅な金融緩和は2013年以降、「異次元金融緩和」として実施されたが、その内容と帰結については本節の(3)、(4)で詳しく説明する。

それに対し、ミクロな個別価格の低下傾向が総体としてデフレをもたらすという立場もあった。例えば、中国等からの安価な製品の輸入増加（1990年代前半は円高による輸入物価の低下も加わった）、規制緩和や流通改革などによる価格低下（バブル崩壊後には「価格破壊」という言葉が流行した）、技術革新による価格低下（「ムーアの法則」による集積回路の性能向上と価格低下が典型例）などである。この見方に対して、個別の財・サービスの価格変動と財・サービスの一般的な価格としての物価水準の変動を混同すべきではないとの批判もある¹⁰⁾。しかし、両者を分離することは困難であるし、理由が何であれ、個別価格が総体として上がればインフレ、下がればデフレと見なすべきである。（例えば、原油価格の高騰や円安で国内の石油製品やエネルギー価格を中心に物価が上昇したとしても、インフレはインフレである。）

こうしたデフレの定義や原因に関する専門的な議論とは別に、デフレの原因が何であれ、デフレという現象自体が諸悪の根源であるという認識が一般にも広まっていった。（ただし、デフレが「諸悪」の原因なのか、結果なのかはそれほど自明ではない。）それを象徴する言葉が「デフレ・スパイラル」で、「物価下落と実体経済の縮小とが相互作用（スパイラル）的に進行すること」を意味する（岡本2001、p.20）¹¹⁾。具体的には、本稿では次のスパイラルをベースに考えたい（投資への影響はここではあえて省いている）。①デフレ → ②企業の売上・利益減 → ③人件費削減 → ④賃金停滞 → ⑤家計所得減 → ⑥消費低迷 → ⑦経済停滞 → ①デフレ → …。

まず、多くの財・サービスの価格が下がれば、それを売っている企業の売上高や利益も減少する（①→②）。実際、前掲の図12が示すようにバブル崩壊以降、企業の利益は大きく減少した。もっとも、これは2010年代以降の企業利益の増加傾向とは合致しない。次に、企業は利益が減少すると人件費などの費用を削減しようとす

る(②→③)。実際、シリーズ(1)の図25-2が示すように、企業は1990年代から2000年代にかけて、さまざまな人件費削減策を波動的に講じた。そうした人件費削減策の中には、非正規雇用の増加、正規雇用の削減や賃金削減も含まれるので、平均賃金水準も低下ないし停滞する(③→④)。賃金が低下すれば、勤労者世帯の所得は増えないので消費も低迷する(④→⑤→⑥)。消費はGDPの半分強を占める支出項目なのでその影響は大きい(⑥→⑦)。実際、民間消費支出の実質GDP成長率への寄与度は、1990年代後半以降わずかに留まっている。なお、④の原因としては、上で示したものの以外もある。例えば労使の賃金交渉で労働側が賃上げ要求をする際、物価上昇は一つの大きな根拠となる。しかし、デフレ期にはそうした根拠が失われてしまったことも賃金停滞の一因と思われる。また、企業戦略の問題もある。デフレで売上が減ったとしても、その対応策は人件費削減だけではない。高付加価値の財・サービスへ転換できれば、高賃金でも利益を上げることは可能である。そうした転換が相当規模で起きなかったことも賃金停滞の一因と言える。

(2) バブル崩壊後の金融政策

1980年代後半のバブル経済をもたらした一因に日銀の金融緩和策が挙げられるが、1989年5月以降、日銀は5度の公定歩合引き上げを行い金融引き締めへ転じた。しかし、バブル崩壊による景気後退が明らかになった1991年7月、日銀は公定歩合を引き下げ(6.0%→5.5%)、それ以降、今日(2023年12月)まで基本的なスタンスとしてはほぼ一貫して金融緩和策が続いている(以下、日銀の金融政策に関するクロノロジーは主に小峰2019, pp. 52, 154, 216, 217, 255等を参照)。1999年2月には日銀の短期市場金利誘導目標は0.15%となり、さらに同年10月にはいわゆる「ゼロ金利政策」が導入された。その後、ゼロ金利は2000年8月にいったん解除されたが(ゼロ金利から0.25%へ)、2001年3月に復活するとともに、いわゆる「量的金融緩和策」(QE: quantitative easing)が新たに導入された。なお、この時のQEは2006年3月に

解除され、同年7月にゼロ金利から0.25%へ、2007年2月に0.25%から0.5%への利上げが行われた(2008年10月以降は再び利下げ)。

量的緩和とは何か。それにはまず、「マネタリーベース」と「マネーストック」の違いを理解する必要がある。マネタリーベース(ハイ・パワード・マネーとも呼ばれる)とは、日本銀行券発行高、貨幣流通高、日銀当座預金の合計で「日本銀行の供給する通貨」を示す(日本銀行調査統計局2023a, p. 4-1)。このうち、銀行券はお札、貨幣は硬貨を意味し、日銀当座預金とは日銀が取引先の金融機関等から受け入れている当座預金のことである。日銀当座預金は、①金融機関が他の金融機関や日本銀行、あるいは国と取引を行う場合の決済手段、②金融機関が個人や企業に支払う現金通貨(銀行券と貨幣の総称)の支払い準備、③準備預金制度の対象となっている金融機関の準備預金という主に3つの役割を果たしている(日本銀行2023)。

一方、マネーストック(2008年5月以前はマネーサプライと呼ばれていたものに相当する。ただし、現在でも「マネーサプライ」をマネーストックと同義に使うことが多いので、本論文でもマネーストックの意味でしばしば「マネーサプライ」を用いる)とは、日本銀行だけでなく金融機関全体が発行し、金融機関以外の一般法人、個人、地方公共団体などが保有する現金通貨や預金通貨などの通貨量の残高である(日本銀行調査統計局2023a, p. 1-1)¹²⁾。最も代表的な指標であるM2の場合、現金通貨、預金通貨(普通預金など)、準通貨(定期預金など)、CD(譲渡性預金)の合計で、これらの発行主体は日本銀行、国内銀行(ゆうちょ銀行を除く)、外国銀行在日支店、信用金庫・信用中金、農林中央金庫、商工組合中央金庫である。

ここで重要なポイントは、日銀はマネタリーベースに関しては直接影響を及ぼすことができるが、マネーストックに関しては影響力が限られていることである。なぜなら、市中銀行の日銀当座預金保有残高が増えても、それによって銀行以外の企業や個人への貸し出しが増えなければ、世の中に流通する通貨量、すなわちマネーストックは増えないからである。例えば、量的

金融緩和の効果に懐疑的であった小宮（2002）は、M2の主要部分である民間の非銀行部門が民間銀行に預けている預金は、両者の間の取引の結果であって、政策当局（日銀）が決める通りにマネーサプライが決まるというほど簡単な話ではないと、日銀批判派（日銀はより積極的なマネーサプライ増加策を採るべきなのにそれをサボっているという立場）を批判している（pp. 240-241）¹³⁾。

話を元に戻すと、2001年3月に導入された量的金融緩和策（QE）は、それまで金融政策の主要な手段であった短期金利がゼロの下限に達したので、日銀当座預金残高（マネタリーベースの大半を占める）を増やすことが操作目標として採用されたことを意味する。小宮（2002）のより具体的な表現では「民間銀行の日銀当座預金のうち「法定準備」を超える部分を「超過準備」というが、（狭義の）「量的緩和」とは、この「超過準備」を大幅に増やす政策にほかならない」（p. 248）。

しかし、QEの導入後もデフレは止まらず、金融政策のあり方をめぐって議論がヒートアップしていく。特にQEの一層の拡大を含むさらに積極的な金融緩和を主張したのが「リフレ派」と呼ばれたエコノミスト達であった。武田（2021）によれば「リフレ派」とは以下の認識を共有する人々のことである（2021年2月28日付け）。①バブル崩壊（1990年）から2013年までの期間、日本経済は総じてデフレ状態。②デフレ解消が雇用や生産を含む経済全般の改善に有効であり必要。③デフレは、インフレと同様、貨幣的現象。したがって金融政策で対処可能であり、また対処すべき。④日銀は、これまでそれを怠っており、それが日本経済の長期停滞の主因。こうした主張に沿った政策が、2013年以降、強力に実行されていくことになる。

（3）異次元金融緩和とその帰結

2012年9月、安倍晋三が自民党総裁に選ばれ、その後の総選挙にも勝利し、12月に第2次安倍内閣が発足した。安倍は経済政策面で「リフレ派」のエコノミストたちをプレーンとして重用し、日銀総裁、副総裁人事等も彼らの主張に沿っ

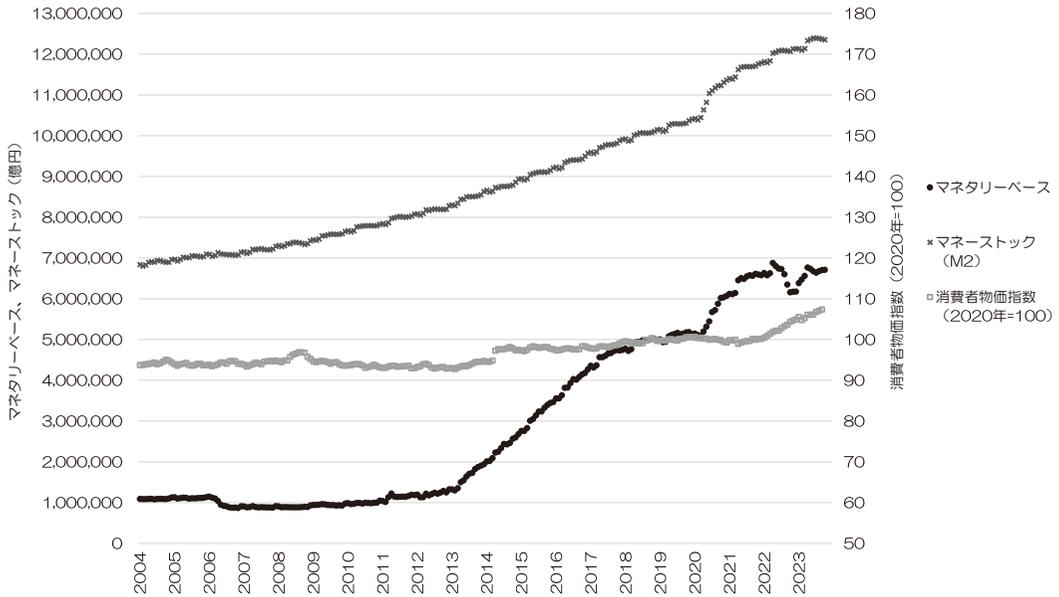
た陣容となった。政権発足早々の2013年1月には、政府と日銀の「共同声明」が発表され、リフレ派が強く望んできたインフレ目標（IT：inflation targeting）が取り入れられた（内閣府・財務省・日本銀行2013）。すなわち、同声明の中で「日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率を2%とする」こと、「日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す」ことが表明された。

2013年4月には、黒田東彦が日銀総裁に就任し、初回の政策委員会・金融政策決定会合で、2%の物価安定目標は「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」こと、このため「マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する」ことなど、「量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」こと（いわゆるQQE：quantitative and qualitative easing）を決めた（日本銀行2013a）。

2013年4月のQQEは、「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」（日本銀行2013b）はずであったが、2016年1月の政策委員会・金融政策決定会合では「マイナス金利」政策が追加された（日本銀行2016a）。これは金融機関が保有する日銀当座預金（の一部）に-0.1%の金利を適用するものである¹⁴⁾。さらに同年9月には長短金利をともに操作するための新たなオペレーションである「イールドカーブ・コントロール」（YCC）が導入された。短期金利については既に日銀当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利が適用されているが、長期金利についても10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れ（日銀が指定する利回りで買入れる指値オペ）を行うこととなった（日本銀行2016b）¹⁵⁾。

以上、異次元金融緩和の導入とその後の拡大強化の過程（「量」・「質」から、「量」・「質」のさらなる強化に加えて「量」・「質」・「金利」の3次元へ）を見てきたが、2%の物価安定目標は実現しないまま、2018年4月、日銀はその達成見込み時期の公表を停止することになった。果

図 17 マネタリーベース、マネーストック（M2）の月平均残高及び消費者物価指数の推移（2004年1月 - 2023年10月、月次）



資料出所: 日本銀行「主要時系列統計データ検索サイト」(<https://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>)の「マネタリーベース平均残高（月次）」及び「マネーストック（月次）」、総務省統計局「消費者物価指数」（2020年基準、持家の帰属家賃を除く総合）

注: マネタリーベース = 日本銀行券発行高 + 貨幣流通高 + 日銀当座預金。マネーストック（M2） = 現金通貨 + 預金通貨 + 準通貨（主に定期預金） + CD（譲渡性預金）。M2における預金通貨等の発行者は国内銀行等

たしてマネタリーベースは増加したのか、それはマネーストックの増加をもたらしたのか、さらに消費者物価上昇率はどうなったのか、データで確認しよう（図 17）。まず、マネタリーベースについては、異次元金融緩和が始まった 2013 年 4 月の月平均残高が 150 兆円で、それが 2 年後の 2015 年 4 月には 300 兆円（2 倍）、4 年後の 2017 年 4 月には 456 兆円（3 倍）と順調に増えた。一方、マネーストックは、2013 年 4 月は 844 兆円、2015 年 4 月は 904 兆円（1.07 倍）、2017 年 4 月は 970 兆円（1.15 倍）と推移し、その伸び率はマネタリーベースのそれには遠く及ばない。消費者物価上昇率に至っては、2013 年 4 月の水準を 1 とした場合、2015 年 4 月は 1.05、2017 年 4 月も 1.05 とほぼフラットで推移している。最初の 2 年間で 5% 上昇したとはいうものの、その間の 2014 年 4 月に消費税率が 5% から 8% へと 3% ポイント引き上げられたことは

割引いて考えなければならない。

池尾（2016）は、金利がプラスである通常の場合とゼロ金利制約下にある場合で、金融緩和の効果は異なると指摘する（pp. 314-315）。金利がプラスの場合は、中央銀行が準備供給を増やすと短期金利（民間銀行の資金調達コストになる）は低下するが、長期金利（民間銀行の資産運用利回りや貸出金利に連動する）はそれほど低下しない。このため民間銀行にとって貸出の利ざやが拡大し、貸し出しを増やすインセンティブが働く。これに対し、ゼロ金利制約下では短期金利は低下せず、長期金利も低下が図られる。このため民間銀行の利ざやは圧縮され、銀行に貸し出しを増やすインセンティブは働かない、したがってゼロ金利制約下では、中央銀行がマネタリーベースを増加させても民間銀行の貸し出しの増加は期待できないと指摘する。

さらに図 17 でその後の推移を見ると、2018

年、19年とマネタリーベースの伸びは鈍化した
が、2020年、21年にはマネタリーベースもマ
ネーストックも明らかにトレンドから外れて急
増している。つまり皮肉なことに、あれほどリ
フレ派が望んだマネタリーベースの増加からマ
ネーストックの増加への連鎖が起きたのであ
る。その理由は、コロナ禍で政府から企業や個
人に対する低利融資、助成金、給付金等が増え、
多くの企業、個人がそれを利用したためと思わ
れる。例えば2020年5月以降、新型コロナ特
別定額給付金として、全国民に一人10万円が給
付された。つまり各人の普通預金口座にその金
額が振り込まれ、その分マネーストックも増え
たはずである。これは一種の「ヘリコプター・
マネー」で、そうすればマネタリーベースの増
加はマネーストックの増加につながる。そして
家計の貯蓄を増やしたが（前掲の図8を参照）、
実質消費を増やすことには繋がらなかった（前
掲の図4を参照）。そしてリフレ派が望んだ消費
者物価の上昇も起きなかった（前掲の図16を参
照）。

（4）異次元金融緩和の教訓

異次元緩和が始まって約10年経ち、最終的
ではないにしても、既に一定の評価が可能な期間
は経過した。以下にまとめよう。

第1に、リフレ派が主張した多くの政策は、
実際に実行された。そのうち「量」に関する大
規模な緩和は、マネタリーベースの増加により、
マネーサプライが増加し、それが消費者物価を
上げ、デフレ脱却を果たし持続的な経済成長を
実現することを狙いとした。当時の黒田総裁は、
2013年4月の金融政策決定会合後の記者会見で
「マネタリーベースを2倍にして、2年で2%を
達成する」と強調した¹⁶⁾。しかし、そもそも
「マネタリーベース増→マネーサプライ増」の連
鎖は起きなかったので、「マネーサプライ→消費
者物価上昇」の連鎖も起きなかった。

こうした可能性は、小宮（2002）、池尾（2016）
らによって、つとに指摘されていたが、そうし
た「正論」が通ることはなかった。何よりもリ
フレ派の主張が時の政権に取り入れられ、日銀
トップ人事（総裁、副総裁、政策委員会委員ら）

でも彼らが多数派となったことが大きい。さら
に、その背景には国民世論の影響もあろう。多
くの国民は長引くデフレに倦んでおり、「～すれ
ば、デフレは解消する」という単純明快かつポ
ジティブなコピーを支持した。「～しても、デフ
レは解消しない」あるいは「～したら、インフ
レになる」というネガティブなコピーは、仮に
正論であったとしても、政治プロセスにおい
ては分が悪かったのであろう。

第2に、異次元緩和の当初より採用された
「質」（長期国債やETFの買い入れ）、そして途
中（2016年）から導入された「金利」（マイナ
ス金利、イールドカーブ・コントロール）につ
いても、それが2%の物価安定目標を実現させ
ることはなかった。ただし、株価の上昇や円安
には一定の貢献をした可能性が高い¹⁷⁾。

第3に、2%の物価上昇目標（インフレ・タ
ーゲティング）は結局、未達成のままであった。
2016年9月には「オーバーシュート型コミット
メント」という分かりにくい言葉で達成目標の
定義が曖昧となり¹⁸⁾、2018年4月には達成見込
み時期が公表されなくなった。好意的に言えば、
達成時期を当初、2年と限ったことには意味が
あったかもしれない¹⁹⁾。消費税率引き上げの導
入時期が具体的に決まれば、耐久財を中心に駆
け込み需要が起きると同様、インフレ目標も
人々の消費や投資需要を喚起する可能性があ
ったからである。しかし、消費税率引上げのよ
うに事前に実施時期が確実な場合と、インフレ目
標のように概念が抽象的で、何ら強制手段がな
い目標とでは、話が全く異なるということであ
ろう。そもそも「2%」という目標数値自体にど
れほどの合理性があるのかも疑問である。海外
の中央銀行の物価目標の相場が2%であると言
うが²⁰⁾、例えば日米の物価上昇率には、日本の
デフレが始まる前の1980年代から既に大きな
格差があった（前掲図16を参照）。そうした各
国間の経済特性の違いを無視してよいものであ
ろうか。

以上は、「～しても、デフレは解消しない」と
いうタイプの批判である。では、どうすればよ
かったのか。おそらく、今や大方のエコノミス
トが、金融政策だけではデフレ克服や経済成長、

さらに実質賃金の増加には不十分で、実質経済成長をもたらすような他の政策が必要であると言うであろう。こうした考えは、そもそも(マネーサプライの役割を強調する)リフレ派と縁が深い貨幣数量説の基本テーゼでもある。すなわち「貨幣数量説では、経済に流通している貨幣量が貨幣価値を決定し、貨幣量の成長がインフレーションの主原因になる」(マンキュー 2005, pp. 342-343)。この考え方は、さらに、全ての経済変数は貨幣単位で測られる「名目変数」と物質の単位で測られる「実質変数」に分けられ(古典派の二分法)、貨幣システムは名目変数には強く影響するが、実質変数にはほとんど影響しないとの考えに繋がる(pp. 344-345)。マンキューによれば、「今日の多くの経済学者は、(約1~2年の)短期においては、貨幣量の変化は実質変数に重要な変化をもたらすと考えるに足る理由があると信じている。」しかし、多くの経済学者は「たとえば、10年ぐらいの時間が経過すれば、貨幣量の変化は、(物価水準のような)名目変数のみに重大な影響を与え、(実質GDPのような)実質変数にはほとんど影響を与えないだろう」と考えている(p. 346)。すなわち「経済における財・サービスの生産量は、利用可能な労働量や物的・人的資本および天然資源と技術知識によって決定される。これらのなかで、貨幣の注入によって変化するものはない」(p. 343)。

リフレ派は、貨幣の大量注入によって日本経済をデフレ状態から2%のインフレ状態にしようとした。実際にはそうならなかったが、仮に2%のインフレ状態になったとすれば、その後の日本経済についてどのようなビジョンを持っていたのだろうか。2年程度は名目、実質ベースともにGDPが増えたとしても、10年経てばインフレだけ続いて、実質GDPはずっとゼロないしマイナス成長というのでは悲惨である。

公平を期すために言うと、2013年1月22日の政府と日銀の共同声明では、2%の物価安定目標、金融緩和の推進と並んで、「革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、

日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する」ことも掲げている(内閣府・財務省・日本銀行 2013)。これらは実物面で成長力を高めようとの趣旨と思われるが、抽象的、総花的で具体的な政策手段や数値目標等も明らかでない。リフレ派のように一見分かりやすく、ポジティブで、断言調の主張が受け入れられ、懐疑的な慎重論が結果的には正しいのに軽んじられる風潮は、自戒も含め用心したいと思う。

ちなみに、小宮(2002)は、約20年前に次のように述べているが、筆者もほぼ同感である。「どういう経済政策をとれば、日本経済が不況から脱出できるのか、私にもよく分からない。ただ、ここであえて私の一般的な考え方を記しておく、かつてのようにケインズ派的な赤字財政で遮二無二財政支出を増やし続けたり、ここ二、三年のように、あらゆる手段でマネタリーベースを増やすという金融政策に頼っていても、日本経済の不況からの脱出は難しいだろうと、私は思う。私は今や日本経済のサプライサイドの改善、それに向かっての国民コンセンサスの形成が、不況脱出のための政策の基本的方向ではないかと思う。日本経済が着実に成長することが、今の日本の経済・社会が抱えている様々な困難の克服にとって不可欠である、と私は思う。ゼロ成長、マイナス成長では、重い税負担、同じく重い「公債の負担」、公的年金制度や高齢者医療保険制度の破綻等、高額所得者とはもかく、平均の国民にとって耐え難い事態に向かうだろう。まずは人々が日本経済の持続的成長が可能だという見通しを持つことが大切であると思う」(pp. 305-306)。

(5) 残された課題

バブルが崩壊した1990年代から最近(2021年ごろ)に至るまでの日本経済の停滞や賃金停滞について、マクロ経済の観点からその主因とされたのはデフレであった。しかしマネタリーベースを増やせばマネーストックが増加し、物価も上がるとの異次元緩和政策は明らかに目標未達であった。金融政策によってはデフレ克服も十分な実質経済成長も実現できなかったと言

える。現在（2022年初から2023年12月まで）起きているのは輸入物価の上昇を契機とした物価上昇であり（2022年4月以降、消費者物価は前年同月比2.0%超の増加を継続）、名目賃金もその影響から上昇したが、実質賃金は依然としてマイナスであり（2022年4月以降、前年同月比マイナスを継続）、決して「賃金停滞」問題が解決したとは言えない。

こうした事態を理解するには、おそらくマネタリーな（貨幣的）要因ではなくリアルな（実物的）要因の影響、さらには経済主体の行動様式をより深く探求する必要がある。例えば資本設備や労働力の量や質、生産性はどうか変化し、経済成長にどう影響しているか、企業は利益が増えてもなぜ投資（物的投資と人的投資の両面）に消極的なのか、なぜ国内投資より海外投資に積極的なのか、なぜ販売価格を上げることよりコストを減らすことに熱心なのか、「人手不足」と賃金停滞の関係はどうか理解したらよいのか、など。さらに、これらの問題とも関係するのは、本節の（4）で引用した小宮（2002）の「まずは人々が日本経済の持続的成長が可能だという見通しを持つことが大切であると思う」とのコメントである。バブル崩壊以降の人々の悲観論の高まりは第2節の（1）で見たが、これはおそらく通常の経済政策の範疇を超えた問題であろう。いずれにせよ、労働経済学的なマイクロ要因を検討する前に、もう少しこうしたマクロ要因について検討したいと考えている。

4. おわりに

本稿では、まず第2節で、1980年代と比較しつつ、主に1990年代以降の主要マクロ経済指

標の推移を概観した。次に第3節で、1990年代後半以降のマクロ経済・政策で最大の論点の一つであったデフレ問題と異次元金融緩和を取り上げ、その主要な論点を説明し、筆者の評価も加えた。

第2節のポイントは、バブル崩壊以降、主要な経済指標が悪化し、その中にはその後、改善したものもあるが、改善していないもの、不十分なものもあることである。改善した指標の代表例は、2013年以降の企業収益や株価の上昇である。また、評価は分かれるが、この間、円安傾向が強まった。インフレについては、2022年春以降2%を超えているが、主に輸入物価の上昇に起因するもので、「改善」とは言い難い。一方、実質GDPや個人消費、設備投資（とりわけ国内）の伸びは弱いままである。賃金も2023年の春闘では大企業で3%を超える賃上げ率となったが、全体の伸びは低く、実質賃金はマイナスが続いている。

第3節のポイントは、2013年4月以降の異次元金融緩和は「マネタリーベース増→マネーストック増→物価上昇」という経路でデフレ脱却を目指したが、そもそも「マネタリーベース増→マネーストック増」の経路が機能せず、2%の物価安定目標も実現しなかった。さらに「デフレが貨幣的な現象」という見立てにも問題がある。もしそうした見立てが正しいなら、2%のインフレ目標をマネーストックの増加で仮に実現できたとしても、長期的な実質経済の成長を実現することにはならないはずである。

今後は、実質的な経済成長をもたらすリアルな（実物的）要因の影響、さらには経済主体の行動様式をより深く探求する必要があると考える。

参考資料

平成以降の日本経済略年表

年	政治・社会	経済	海外
1989 (昭和64・平成元)	(1月) 天皇崩御、「平成」始まる (4月) リクルート事件(1988年)の 中で竹下首相辞任表明 (6月) 宇野内閣成立 (8月) 海部内閣成立	(4月) 消費税導入(税率3%) (5月) 日銀、公定歩合引上げ(2.5%→3.25%) (9月) 日米構造協議開始 (10月) 日銀、公定歩合引上げ(3.25%→3.75%) (12月) 日銀、公定歩合引上げ(3.75%→4.25%) (12月) 日経平均株価史上最高値(38,915円)	(1月) ジョージ・ブッシュ (父)が米大統領に就任 (6月) 天安門事件 (11月) ベルリンの壁崩壊
1990 (平成2)	(6月) 入管法改正により「定住者」の在 留資格創設(日系2世・3世の外国人)	(3月) 大蔵省、不動産融資の総量規制 (3月) 日銀、公定歩合引上げ(4.25%→5.25%) (8月) 日銀、公定歩合引上げ(5.25%→6.0%) (10月) 日経平均株価2万円割れ	(8月) イラクがクウェート に侵攻 (10月) 東西ドイツ統一
1991 (平成3)	(11月) 宮沢内閣成立	(3月) 景気、下降局面へ(バブルの反動不況、平成 不況)、1993年10月が谷 (6月) 四大証券損失補填発覚 (7月) 日銀、公定歩合引下げ(6.0%→5.5%)、以 後、金融緩和方向へ	(1月) 多国籍軍がイラクに 攻撃開始 (12月) ソ連邦消滅
1992 (平成4)		(3月) 公示地価、17年ぶりに下落 (4月) 政府、金融機関の不良債権額を初めて公表(7 ~8兆円) (8月) 宮沢首相、公的資金注入による不良債権処理 の必要性を発言	(9月) 英ポンド危機
1993 (平成5)	(4月) 外国人技能実習制度導入 (8月) 細川政権成立(非自民8党派連立)	(4月) BIS(国際決済銀行)による金融機関の自己 資本比率規制 (11月) 景気、回復局面へ ○バブル崩壊後の平成不況が本格化、円高が進み卸 売物価は大きく下落、さらにこの頃から「価格破壊」 が進む ○有効求人倍率は1倍を割り、就職時期を迎えた若 者はこれ以降2005年頃まで「就職氷河期世代」と 呼ばれる	(1月) ビル・クリントンが 米大統領に就任 (11月) EUが発足
1994 (平成6)	(3月) 政治改革関連法成立(小選挙区比 例代表制) (4月) 羽田内閣成立 (6月) 村山内閣成立(自・社・さきがけ の連立)	(9月) 東京協和信用組合と安全信用組合の経営危機 が表面化	
1995 (平成7)	(1月) 阪神・淡路大震災 (3月) 地下鉄サリン事件 (11月) Windows 95(日本語版)発売、 インターネットも普及し始める	(5月) 日経連「新時代の『日本的経営』」で労働者 の3グループ区分(長期蓄積能力活用型、高度専門 能力活用型、雇用柔軟型)を提案 (7月) コスモ信用組合が経営破綻 (12月) 住宅金融専門会社(住専)処理のための公 的資金投入決定 ○前半、急激な円高進む(4月に79.75円/\$)	
1996 (平成8)	(1月) 橋本内閣成立(自・社・さきがけ の連立)、財政構造改革 (11月) 第2次橋本内閣成立(自民単独)	(11月) 橋本首相、「日本版金融ビッグバン」(金融 市場を2001年までにフリー、フェア、グローバル にする改革)の取り組みを指示	
1997 (平成9)	(1月) 橋本首相、国会の施政方針演説で 「6つの改革」(行政、財政、社会保障、 経済、金融システム、教育) (11月) 財政構造改革法成立	(4月) 消費税率引き上げ(3%→5%) (4月) 週40時間労働制が全面実施 (6月) 景気、再び下降局面へ (6月) 日銀法改正(独立性と透明性が眼目) (11月) 三洋証券破綻、北海道拓殖銀行、営業権を 北洋銀行に譲渡、山一証券自主廃業 ○いわゆる「金融危機」 ○株価の下落が続ぎ、金融機関は「貸し渋り」「貸し 剥がし」 ○賃金水準(年平均)、この年をピークに低下、停滞	(7月) アジア通貨危機発生

1998 (平成 10)	(7月) 小渕内閣成立 (12月) 財政構造改革停止法が成立	(6月) 金融監督庁発足 (大蔵省から独立して金融機関の検査・監督を行う) (8月) 金融危機下で円安・ドル高進む (147.64 円 / \$)、政府、4月に円買い介入 (10月) 金融再生関連法成立 (10月) 日本長期信用銀行を公的管理・国有化 (12月) 日本債券信用銀行を公的管理・国有化 ○名目、実質とも GDP 成長率が 1998、99 年の 2 年連続マイナス	
1999 (平成 11)	(2月) 首相の諮問機関、経済戦略会議が「日本経済再生への戦略」を答申	(2月) 日銀、短期金利を 0.15% から始めて、できるだけ低めに誘導することを決定 (いわゆるゼロ金利政策) (3月) 大手 15 行に公的資金投入 (10月) 日銀、短期国債買い切りオペ導入 (12月) 労働者派遣法改正 (ポジティブリスト方式からネガティブリスト方式へ)	
2000 (平成 12)	(4月) 介護保険制度スタート (4月) 森内閣成立 (5月) 小渕前首相、病死	(8月) 日銀、ゼロ金利政策を解除 (9月) みずほホールディングス設立	(8月) 米 IT バブル崩壊
2001 (平成 13)	(1月) 中央省庁再編 (1 府 12 省庁体制) (4月) 小泉内閣成立 (5月) 首相、所信表明演説で「構造改革なくして日本の再生と発展はない」 (6月) 経済財政諮問会議が初めての「骨太の方針」	(3月) 政府、月例経済報告で「緩やかなデフレ」を認める (3月) 日銀、ゼロ金利に復帰するとともに、量的金融緩和策 (QE) を開始 (4月) 三菱東京フィナンシャル・グループ、三井住友銀行設立 (9月) 日経平均株価 1 万円割れ (米同時多発テロの翌日)	(1月) ジョージ・W・ブッシュが米大統領に就任 (9月) 米同時多発テロ (10月) 米アフガニスタン侵攻 (12月) 米エンロン社、不正経理で破綻
2002 (平成 14)	(10月) 北朝鮮による拉致被害者 5 名が帰国 (12月) 構造改革特区スタート	(2月) 景気、回復局面へ (2008 年 2 月まで)、「いざなぎ景気」「実感なき景気拡大」 (10月) 金融再生プログラム (「竹中プラン」) 決定 (2005 年末までに主要銀行の不良債権比率を半減) ○完全失業率 (年平均)、戦後最高 (5.4%) ○この年、日経平均株価急落 (5 月の 11,980 円から 12 月は 8,344 円へ)	(1月) 欧州 12 カ国で単一通貨「ユーロ」流通開始
2003 (平成 15)		(4月) 日経平均株価、バブル時の最高値以降で最安値 (7,607 円)、いわゆる「竹中ショック」、5 月以降は回復 (5月) リソナ銀行に公的資金投入、以後、不良債権問題収束に向かう (11月) 足利銀行が経営破綻	(3月) 米によりイラク戦争開始
2004 (平成 16)	(4月) 国立大学が独立法人に移行 (国立大学法人) (5月) 北朝鮮による拉致被害者の家族 5 名が帰国 (6月) 道路公団の民営化決定 (6月) 年金制度改革 (厚生年金、国民年金保険料を 2017 年度まで段階的に引き上げ、マクロ経済スライドの導入)	(1月) 政府、大規模な為替介入 (2003 年から円高阻止のため頻繁にドル買い介入) (3月) 労働者派遣法改正 (派遣期間の延長、物の製造業務の派遣解禁)	
2005 (平成 17)	(8月) 参院本会議で郵政民営化法案否決 (10月) 郵政民営化法成立		
2006 (平成 18)	(9月) 第 1 次安倍内閣成立	(3月) 日銀が量的緩和策 (QE) を終了、「中長期的な物価安定の理解」(0~2%程度) を公表 (7月) 日銀、ゼロ金利政策を解除	
2007 (平成 19)	(2月) 「消えた年金」問題 (7月) 参院選で自・公大敗、参議院で与野党逆転 (9月) 福田内閣成立 (10月) 郵政民営化		(8月) 米でサブプライムローン問題顕在化

2008 (平成 20)	(9月) 麻生内閣成立	(3月) 景気、下降局面へ (12月) 日比谷公園に「年越し派遣村」 ○「派遣切り」が話題に	(9月) 米大手投資銀行のリーマン・ブラザーズが経営破綻(リーマン・ショック、世界金融危機)
2009 (平成 21)	(9月) 鳩山内閣(民主党)成立、所信表明演説で「人間のための経済」、「コンクリートから人へ」など	(3月) 日経平均株価、バブル後最安値(7,055円) (11月) 菅(カン) 経済財政担当相がいわゆる「デフレ宣言」	(1月) バラク・オバマが米大統領に就任
2010 (平成 22)	(5月) 普天間飛行場の辺野古沖への移設を閣議決定 (6月) 菅(カン) 内閣成立	(6月) 財政再建優先の財政運営戦略を閣議決定、首相が消費税増税発言 (10月) 日銀、包括的金融緩和を開始(ゼロ金利政策の復活、国債のみならず幅広いリスク資産を買い入れ) ○中国、日本のGDPを抜き、世界第2位へ	(1月) 2012年頃までギリシャ経済危機、ヨーロッパ債務危機
2011 (平成 23)	(3月) 東日本大震災、福島第一原発事故 (9月) 野田内閣成立、所信表明演説で「社会保障と税の一体改革」を目指す方針	(10月) 円高・ドル安進む(75.32円/\$の戦後最高値)	
2012 (平成 24)	(6月) 民主・自民・公明3党間で社会保障と税に関する三党合意 (9月) 安倍元首相が自民党総裁に (12月) 第2次安倍内閣成立	(2月) 日銀、「中長期的な物価安定の目途」(2%以下のプラス領域、当面は1%)を導入 (10月) 労働者派遣法改正(日雇い派遣の原則禁止) (10月) 日銀、追加金融緩和を決定	
2013 (平成 25)	(1月) 「3本の矢」を含む経済政策を閣議決定(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略) (12月) 国家戦略特区スタート	(1月) 政府・日銀、「共同声明」で、2%の物価安定目標を設定し、できるだけ早期に実現することを目指すとした (3月) 日銀総裁に黒田氏就任 (4月) 日銀、量的・質的金融緩和(QQE)を導入(「異次元金融緩和」)、また、物価安定目標は「2年程度の期間を念頭に置く」とした (12月) 新語・流行語大賞のトップ10に「アベノミクス」、「ブラック企業」	(3月) 習近平が中国の国家主席に
2014 (平成 26)	(7月) 政府、集团的自衛権行使容認を閣議決定	(4月) 消費税率引き上げ(5%→8%) (10月) 日銀、QQEの拡大を決定	
2015 (平成 27)		(10月) 労働者派遣法改正(全ての派遣事業が許可制に。派遣期間の上限は一律3年に)	○ヨーロッパへの難民危機
2016 (平成 28)		(1月) 日銀、マイナス金利政策導入 (9月) 日銀、イールドカーブ・コントロール(YCC)導入	(6月) 英、国民投票でEU離脱を決定
2017 (平成 29)	(2月) 森友学園への国有地売却問題が国会で取り上げられる (3月) 加計学園問題が国会で取り上げられる		(1月) ドナルド・トランプが米大統領に就任
2018 (平成 30)	(12月) 入管法改正により「特定技能1号」「同2号」を創設	(4月) 日銀、物価2%目標の達成見込み時期の公表を停止 (6月) 働き方改革関連法成立(時間外労働の上限規制、高度プロフェッショナル制度、雇用形態間の均衡・均等待遇)	
2019 (平成 31・令和元)	(5月) 天皇の譲位により「令和」始まる	(10月) 消費税率引き上げ(8%→10%)	
2020 (令和 2)	(1月) 新型コロナウイルス感染症、日本で確認 (4月) 新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言(5月まで) (9月) 菅(スガ) 内閣成立	(4月) 新型コロナ特別定額給付金として全国民に一人10万円の給付を閣議決定	(1月) 英、EUから離脱
2021 (令和 3)	(7月) 東京オリンピック開催 (10月) 岸田内閣成立	(1~3月) 第2回新型コロナ緊急事態宣言 (4~6月) 第3回新型コロナ緊急事態宣言 (7~9月) 第4回新型コロナ緊急事態宣言	(1月) ジョー・バイデンが米大統領に就任

2022 (令和 4)	(7月) 安倍元首相、銃撃され死亡 ○ 2022 年の出生数 (速報値)、799,728 人と過去最低	(3月以降) 急激な円安・ドル高進む (10月 20 日に 150.14 円/\$) (9・10月) 政府、円買い介入 (12月) 新語・流行語大賞のトップ 10 に「悪い円安」 ○ 日本でも物価上昇、2022 年の消費者物価 (総合) は前年比 2.5% 増 (消費増税があった 2014 年の 2.7% 以来の高さ)	(2月) ロシアがウクライナに侵攻 (10月) 中国で習近平が 3 期目の国家主席へ (11月) OpenAI 社が ChatGPT (生成 AI の一種) を公開 ○ 欧米でインフレ、利上げが進む
2023 (令和 5)	(5月) 新型コロナ、2 類相当から 5 類感染症に移行 (感染対策は個人、事業者の判断) (7月) ビッグモーターが各種不正行為に関する調査報告書を公表 (9月) ジャニーズ事務所、故ジャニー喜多川による長年にわたる性加害事実をようやく認める (11月) 自民党派閥の政治資金パーティー収入の裏金問題が表面化	(3月) 東証が PBR (株価純資産倍率) 1 倍割れ企業に改善要請 (4月) 日銀総裁に植田氏就任 (5月) 日経平均、1990 年 8 月以来 32 年 9 ヶ月ぶりの高値 (30,808 円) (8月) 西武池袋本店で労働組合がストライキ (百貨店では 61 年ぶり)	(3月) 米シリコンバレー銀行 (SVB) 経営破綻、UBS がクレディスイスを買収 (9-10月) 全米自動車労組 (UAW)、米自動車大手ビッグ3 に対しストライキ (10月) パレスチナのガザ地区を実効支配するハマスがイスラエルを攻撃、それに対しイスラエルがガザ地区を攻撃

資料出所：各種資料を用い、筆者作成

参考文献

池尾 和人 (2016) 「第 10 章 変容する量的・質的金融緩和」、日本経済研究センター (編) 『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社。

岡本 直樹 (2001) 「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて—」『EAPA Discussion Paper』DP/01-1、2001 年 3 月。
<https://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp011.pdf>

奥西 好夫 (2023) 「日本の「賃金停滞」に関する研究 (1) 問題の概観」『経営志林』第 60 巻第 3 号:1-31。法政大学経営学会。(本論文では「シリーズ (1)」として引用)

黒田 東彦 (2014) 「【講演】なぜ「2%」の物価上昇を目指すのか」(日本商工会議所における講演) 2014 年 3 月 20 日。
https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2014/kol140320a.htm

厚生労働省 (2023) 「令和 5 年 民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」2023 年 8 月 4 日。
<https://www.mhlw.go.jp/content/12604000/001131825.pdf>

後藤 達也 (2023) 「日本株の需給をザッとみる」note、2023 年 6 月 28 日。

小峰 隆夫 (2019) 『平成の経済』日本経済新聞出版社。

小宮 隆太郎 (2002) 「第 5 章 日銀批判の論点の検討」、

小宮 隆太郎・日本経済研究センター (編) 『金融政策論議の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社。

財務省 (2023a) 「法人課税に関する基本的な資料」2023 年 1 月現在。
https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/corporation/c01.htm

財務省 (2023b) 「日本の財政関係資料」2023 年 4 月。
https://www.mof.go.jp/policy/budget/fiscal_condition/related_data/202204.html

武田 真彦 (2021) 「金融政策の混迷—リフレ派は何を訴え、何を残したか」『日経ビジネス (電子版)』2021 年 2 月 26 日・28 日、3 月 2 日・3 日・4 日・5 日・8 日・9 日・10 日・11 日・12 日・15 日・16 日。

内閣官房 (2012) 「平成 24 年第 6 回 国家戦略会議議事要旨」2012 年 7 月 5 日。
<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/npu/policy04/pdf/20120711/gijiyousi06.pdf>

内閣府 (2001) 「月例経済報告 (2001 年 3 月)」2001 年 3 月 16 日。
<https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2001/0316getsurei/main.html>

内閣府・財務省・日本銀行 (2013) 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について (共同声明)」2013 年 1 月 22 日。
<https://www5.cao.go.jp/keizai1/seifu-nichi>

- gin/2013/0122_seifu-nichigin.pdf
 内閣府経済社会総合研究所(2021)「用語の解説(国民経済計算)」。
https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/2021/sankou/pdf/term.pdf
 日本銀行(2013a)「量的・質的金融緩和」の導入について」2013年4月4日。
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf
 日本銀行(2013b)「総裁記者会見要旨 2013年4月4日」2013年4月5日。
https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf
 日本銀行(2016a)「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」2016年1月29日。
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf
 日本銀行(2016b)「金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」2016年9月21日。
https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf
 日本銀行(2023)「Q 日本銀行当座預金とは何ですか? 利息は付きますか?」(日本銀行HP)
<https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/kess/i07.htm>
 日本銀行国際局(2013)「国際収支関連統計の見直しについて」『BOJ Reports & Research Papers』2013年10月。
https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2013/data/ron131008a.pdf
 日本銀行国際局(2022)「国際収支関連統計項目別の計上方法」2022年3月。
<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exbpsm6.pdf>
 日本銀行調査統計局(2023a)「マネースtock統計の解説」2023年6月。
<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf>
 日本銀行調査統計局(2023b)「資金循環の日米欧比較」2023年8月25日。
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
 年金積立金管理運用独立行政法人(2020)「基本ポート

フォリオの考え方」2020年4月1日。

<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>

吉川 洋(2013)『デフレーション“日本の慢性病”の全貌を解明する』日本経済新聞出版社。

アカロフ, ジョージ・A, ロバート・J・シラー(2009)『アニマルスピリット 人間の心理がマクロ経済を動かす』東洋経済新報社。

マンキュー, N・グレゴリー(2005)『マンキュー経済学II マクロ編(第2版)』東洋経済新報社。

Klau, Marc and San Sau Fung(2006)“The New BIS Effective Exchange Rate Indices.” *BIS Quarterly Review* March 2006: 51-65.

Mankiw, N. Gregory(2022) *Macroeconomics, 11th edition*. Worth Publishers.

巻末注

- 1) アカロフ、シラー(2009)は「アニマルスピリット」をキーワードとして、マクロ経済現象(経済の過熱と不況、非自発的失業、資産価格や企業投資の不安定性など)を心理的な要因から説明している。彼らによるとアニマルスピリットの原義は「基本的な心的エネルギーや生命力」であり、経済学用語としては「人々が曖昧さや不確実性に対峙するときの独特の関係」(安心、公平さ、腐敗と背信、貨幣錯覚、物語など)を指す(pp. 5, 8)
- 2) 2012年7月5日開催の国家戦略会議において、出席者の一人、米倉弘昌(当時、日本経団連会長)は次のように発言した。(対日直接投資推進に向けた取組みについての意見として)「むしろ今、我々が悩んでいる六重苦、円高であるとか経済連携協定の推進の遅れ、法人税、社会保険料の重い負担、厳しい環境規制、硬直的な労働市場、電力供給不足、コスト高といったことの解消こそが産業の空洞化を阻止して、そして対日直接投資を呼び込むインセンティブになるのではないかと思う」(内閣官房2012、p. 17)。
- 3) これら3つのうち、「政府最終消費支出」は分かりにくいので簡単に説明しておく。これは一般政府の最終消費支出で、①主に無料で家計に提供することを目的に市場生産者から購入した財貨・サービス(現物社会移転)と、②一般政府が産出した財貨・サービス(金額は雇用者報酬、中間消費、

固定資本減耗といった生産費用の積上げで計測される)の合計。ただし、②からは、③家計や企業への財貨・サービスの販売収入で賄われる部分(財貨・サービスの販売)と、④一般政府自身の総固定資本形成に充てられる部分(自己勘定総固定資本形成)を控除する(内閣府経済社会総合研究所2021, p. 24)。つまり、②は、政府が国民に提供しているさまざまなサービスは大半が無料なので、市場価格で評価できず、公務員の給与や庁舎等の劣化による価値減耗分などそれにかかった費用でその金額を評価している。そして政府がサービスを生産し、かつそれを自ら消費したと見なし「政府最終消費支出」と呼んでいる。

- 4) 「その他業務サービス」とは研究開発、専門・経営コンサルティング、技術・貿易関連・その他業務で、事業者向けのサービスの取引。「保険・年金サービス」とは再保険、貨物保険、その他の損害保険、保険・年金取引に付随するサービスの取引。「通信・コンピュータ・情報サービス」とはインターネット、電話、衛星など通信手段の利用代金、ソフトウェアの委託開発、ハードウェアのコンサルティング・維持修理、汎用ソフトウェアをエンドユーザーがオンラインで入手した場合のライセンス料や著作権の売買代金、報道機関によるニュース配信、データベースや検索エンジンなどのコンテンツをオンラインで提供するサービスの取引である(日本銀行国際局2022)。
- 5) BISの実効為替レート算出に用いられる日本の貿易相手国のウェイトは、アメリカ22.5%、ユーロ圏16.2%、他の工業国9.6%、新興アジア45.9%、中・東欧2.4%、南米・その他3.5%(以上は2002-04年の貿易額に基づく)である(Klau and Fung 2006, p. 63)。
- 6) ただし、Klau and Fung (2006)は、実効為替レートを競争力の十分な要約統計量と見なすべきではないと注意喚起をしている(p. 55)。その主な理由は、第一に、同一製品でも国によって製品が差別化されていることを無視していること(例えば日本から見てアメリカ車とドイツ車では代替の弾力性が異なる)。第二に、さまざまな工業製品の間で代替の弾力性や需要の価格弾力性、所得弾力性が異なることを無視している。第三に、国際的なサプライチェーンの実態を無視している。例えば、

日本や韓国で部品を生産し、それを中国で組み立て、最終製品をアメリカに輸出するといった場合、それぞれの段階で輸出される製品は全て代替的な完成品であるかのように扱われている。

- 7) 財務省(2023a)によると、2018年度以降の法人税率は23.2%、国・地方の法人実効税率は29.74%である。ただし、これらの税率は企業会計上の税引前当期純利益に直接乗じられるわけではなく、法人税法に基づく所要の加算、減算(税務調整)を行って所得金額を算出し、それに税率を乗じ、さらに所要の税額控除額を差し引いて税額が決まる。
- 8) 厚生労働省「令和5年民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」によると、2023年の春季賃上げ率は3.60%で、3.0%を超えたのは1994年の3.13%以来、これより高かったのは1993年の3.89%まで遡る。
- 9) このほか、日銀による定義として「物価の全般的かつ持続的な下落」があった(岡本2001, p. 10)。
- 10) 吉川(2013)は、そうした考え方としてボール(L. Ball)による“accounting theory of inflation/deflation”批判を紹介し、それを再批判している(pp. 101-16)。
- 11) 岡本自身の「スパイラル」は本文で示したものと異なる。すなわち「①物価下落によって企業の売上が減少する、②賃金などが短期的には下方硬直的であるため企業収益が減少する、③企業行動が慎重化し設備や雇用の調整が行われる、④設備投資や個人消費などの需要の減少が物価下落につながる、という悪循環」である(岡本2001, p. 20)。
- 12) 日銀は、マネーストックとして、対象とする通貨と通貨発行主体の範囲により、M1、M2、M3、広義流動性の4つの指標を作成、公表している(日本銀行調査統計局2023a, p. 1-1)。
- 13) 小宮(2002)は同じ箇所ですらに「このことを、少なからぬ経済学者、ことにマクロ経済学を専門にしてミクロ経済学、金融理論に関心の薄い人は、なかなか理解しないようである」と述べている(p. 240)。気になってマンキューの教科書(2005、原著英語版は2004年の第3版)をチェックしてみると、小宮の指摘にも合点があった。

マンキューは、中央銀行の金融政策、とりわけ部分準備銀行制度(銀行が預金の一部を準備として保有する銀行システム)下での信用創造につい

て述べた箇所、「中央銀行の貨幣供給調節は完全ではないこと」を的確に指摘している。その理由は、第1に「家計が保有する貨幣のうちどれだけの割合を銀行預金の形にするかということに関して、中央銀行がコントロールできない」ことであり、第2に「民間銀行が貸出にまわす金額を中央銀行がコントロールできない」ことである。しかし、彼はこの節を次のように締めくくっている。「このように、部分準備銀行制度の下では、一国経済の貨幣供給は預金者や銀行家の行動にも依存する。」「ただし、中央銀行が油断さえしなければ、これらの問題はさほど重要ではないかもしれない。」中央銀行は預金者や銀行家の行動の「変化に対応して、貨幣供給を望ましい水準近くに維持することも可能だと思われる」(pp. 326-327)。

しかし、当時の日本のように、既に長期にわたってゼロ金利が続きながら銀行貸出が増えない場合、マネタリーベースを増やしたからといって、家計が銀行預金をさらに積み上げたり、企業が銀行からの借り入れを増やしたりするかは甚だ疑問である。さらに、マンキューは貨幣市場の均衡を扱った別の章(正に貨幣量と貨幣価値、すなわちインフレがテーマである)で、「ここでは、本章の目的にあわせて、銀行システムの導入に伴う詳細をほとんど無視し、貨幣供給を中央銀行が直接に調節できる政策変数であると単純化する」としている(p. 339)。

こうした記述でははなはだ不十分と思ひ、念のため最新のバージョンをチェックしたところ、Mankiw (2022)、原著英語第11版では、マネタリーベースとマネーサプライの関係について、かなり詳しく、かつより現実に即した説明が追加されていた(pp. 85-90)。特に図4-1として、1960年から2020年までのアメリカのマネタリーベースの推移を描いたグラフを掲げ、次のような事実を指摘している。1960年から2007年までマネタリーベースは緩やかに上昇した。しかし、2007年から2014年にかけて急激に跳ね上がり5倍に増えた。すなわち、2007年から2014年に連邦準備制度の量的緩和によりマネタリーベースは400%増加した。しかし同じ期間に、M1は100%、M2は55%の増加に留まった。こうした乖離が生じた理由は全てではないにせよ、銀行が金融危機(リー

マン・ショック)に至るほどの大量の不良債権を抱えていたため、新たな貸出基準を厳格化したこと、さらに金利水準が低下し貸出による利益が以前ほど見込めなくなったことにある(pp. 88-89)。こうした事実と推論を述べた上で、結論として次のように記している(p. 90)。

「連邦準備制度はマネーサプライに影響を与える強大な力を持っている。しかし、マネーサプライを完全にコントロールできるわけではない。銀行がどのように自らの事業を行うかという裁量、そして家計が自らのお金をどう管理するか、それらによって連邦準備制度が予期しなかった状況にマネーサプライは変わりうる。例えば、銀行が超過準備を増やすことを選べば、準備/預金比率は増加し、マネーサプライは減少する。同様に、もし家計が彼らのお金をより多く現金通貨(紙幣と硬貨)として保有しようと判断すれば、現金通貨/預金比率は増加し、マネーサプライは減少する。したがって、マネーサプライは時として連邦準備制度が予期しない様に動くのである。」

こうした2007年から2014年にかけてのアメリカの経験があったにも関わらず、日銀は2013年から10年近くもマネタリーベースの増加に固執したわけである。

- 14) より正確には、日銀当座預金を、①基礎残高(+0.1%)、②マクロ加算残高(ゼロ%)、③政策金利残高(-0.1%)の3段階の階層に区分し、それぞれにカッコ内の金利を適用するというもの(日本銀行2016a)。①は「量的・質的金融緩和」の下で各金融機関が積み上げた既往の残高。②は、a. 所要準備額に相当する残高、b. 貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合、それに対応する残高、c. 適宜のタイミングで①の基礎残高から算出されるマクロ加算額、というa、b、cの合計額。③は、各金融機関の当座預金残高のうち①と②を上回る部分。
- 15) イールドカーブ(yield curve)とは、横軸に債券の償還期間、縦軸に金利をとって繋げたカーブで通常は右上がりになる(つまり長期債の方が短期債より金利が高いのが普通)。日銀のイールドカーブ・コントロールとは、このカーブを短期金利は-0.1%、長期金利(10年物国債)は0%程度(0%±0.25%)に抑え込もうとするもの。長期金利を

抑え込むには、日銀が予め指定した低い利回りで金融機関からいくらかでも国債を買い入れる指値オペが用いられる。なお、こうした長期金利のコントロールはさまざまな問題（海外との金利差拡大による円安、日銀の国債保有シェア拡大、債券市場の機能低下、金融機関の収益圧迫など）から柔軟化の方向に向かっており、2022年12月に「±0.25%」の変動許容幅を「±0.5%」に拡大、2023年7月に「0.5% 超えを許容」、2023年10月に「1.0% 超えを許容」となっている（2023年12月末現在）。

- 16) このコピーは、雨宮正佳（当時、日銀理事、後に副総裁）らの発案によるものであったという（黒田東彦「私の履歴書③」『日本経済新聞』2023年11月24日付け朝刊）。
- 17) 日銀は株高や円安を正面切って政策目標に掲げることはなかったが、異次元金融緩和においてこれらの効果は十分想定内であった。実際、黒田総裁にとって初回、2013年4月4日の金融政策決定会合後の記者会見において次のようなやり取りがあった。

記者の「質的」緩和が資金需要を高める波及経路に関する問に対しては、「長めの金利をさらに下げていく、あるいは資産価格のプレミアムに働きかけていくことによって、より十分あるいは迅速に資金需要に対応できるようになり、その結果、これまでよりも、当然、資金需要が出てくるわけです。このような形で、かなり直接的にイールドカーブ全体を下げ、リスクプレミアムを縮小していく効果があります。また、こうしたことを通じ、金利が下がり、リスクプレミアムが下がっていけば、投資家や金融機関、あるいは企業や個人などの主体は、他のポートフォリオに資産をシフトしていくわけです。そのようなポートフォリオがシフトしていく先には、いろいろな資産、例えば、株や外債やその他たくさんあると思いますし、一部の経済学者には、直接的に投資や消費に—特に投資に—シフトしていくという議論をする方もおられます」（日本銀行2013b, p. 7）。

また、ETFやJ-REITの増額の根拠については、「ご承知のように、ETFは、株式をバックにしていますので、ある意味では、潜在的にももの凄く巨大な市場です。そこで、今のリスクプレミアムの

状況を見ると、まだまだ圧縮できる余地があるということで、ETFの保有額を2倍以上増やそうと決めたわけです。他方、J-REITは、まだマーケットがそれほど大きくないこともあり、今の条件のもとでは、それほど拡大する余地はないわけですが、いわば資産市場の典型である株式と不動産について、リスクプレミアムを引き下げる余地があるものについては思い切った拡大をしたということです」（日本銀行2013b, p. 10）。

さらに、この金融緩和が円安につながるかどうかの問には、外国為替は財務省の所管なので直接的な言及を避けながらも、「一般論として、他の事情が等しければ、金融を大幅に緩和した国の為替レートが下落する傾向があることはその通りだと思います」と答えた（日本銀行2013b, p. 13）。

- 18) 「オーバーシュート型コミットメント」とは、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」との趣旨である（日本銀行2016b, p. 2）。なお、この箇所については金融政策決定会合において、佐藤健裕（「現実的な目標設定でなく効果も期待できない」）、木内登英（「2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すこと」との修正提案）の2人の審議委員から反対意見があった（p. 4）。
- 19) 池尾（2016）は、2年で2%という「短期決戦型」の立て付け自体は意味があったが、それが実現しなかったのに「なし崩し的に長期戦化」し、あちこちに戦線を拡大していることが問題であると指摘している（pp. 304-309）。
- 20) 黒田（2014）は、「2%」物価目標について次のように説明している。「海外の中央銀行の多くが、以前から「2%」の物価上昇率を目標とする政策運営を行っています。具体的には、英国、カナダ、ニュージーランドなどで、インフレ・ターゲットを2%としているほか、米国でも長期的な物価安定のゴールを2%としています。また、ユーロ圏では、物価安定の数値的な定義を示すというかたちをとっており、その値は、2%未滿かつ2%近傍となっています。このように、表現の仕方は様々ですが、「2%」程度の物価上昇率を目標にして金融政策運営を行うことは、グローバル・スタンダードになっています。」

