

On the modern capitalism and economic crisis

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2014-01-01 キーワード (Ja): キーワード (En): effect of Abenomics, monetary easing, unconventional monetary policies, the global financial crisis, secular stagnation, real economy deterioration, arbitrage, futures contract, state monopoly capitalism 作成者: 佐藤, 洋一 メールアドレス: 所属:
URL	https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/5976

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



現代資本主義と経済危機

佐藤 洋一*

要 約

安倍政権が発足して2年が経過しようとしている。安倍政権が掲げたアベノミクスは2年間で「デフレ」から脱却することを政策目標としていたが、实体经济の悪化と金融資産市場の投機的高騰の共存という異常事態を引き起こしている。本稿では、安倍政権の経済政策の限界は、戦後「国家独占資本主義体制」の「終わりの始まり」であることを論じたい。

アベノミクスと増減税政策の同時追求は、戦後マクロ政策の総動員であるだけでなく、ゼロ金利政策、事実上の財政ファイナンス、結果的な為替操作（通貨安政策）など、伝統的政策手法の枠組みを越えた「禁じ手」「無理筋」の要素を加味している。にもかかわらず、これらの処方箋は、实体经济を好転させるには至っていない。大企業優先の国家独占資本主義の枠組みの中では、他の政策の選択肢はほとんどないため身動きがとれず、しかも、潜在的金融危機のリスクを累積させている状態は、経済危機の末期症状である。

本稿では、アベノミクス崩壊の意味を検討し、この政策が行き着いた結果を確認することを通じて、現下の实体经济における長期停滞が、資本主義国家機構と大企業との相互依存、相互補完、融合に基づいた経済成長路線の終焉を示唆するものであることを指摘する。

はじめに

米国発世界金融危機とユーロ通貨危機の動揺と一時的鎮静化を経て、現代資本主義の資本蓄積様式は限界に達している。90年代にバブルが崩壊し長期低迷に陥った日本に続いて、ユーロ経済圏、米国においても設備投資や消費など实体经济面での慢性的な停滞状態が続いているのである。加えて中国の経済成長の失速も懸念される。一方で、主要先進国の金融緩和政策の結果、金融緩和マネーが世界金融市場を彷徨し、ドル市場と株式市

場においてはバブル経済の様相を示している。实体经济における長期停滞（secular stagnation）と金融市場における資産価格暴落リスクの増大が共存する構図こそ、グローバリゼーションと新自由主義思想が行き着いた帰結である。

本稿では、長期低迷に陥った日本経済における質的量的金融緩和政策（異次元金融緩和政策）の成果を検証し、その限界を確認することを通じて、「21世紀型経済危機（恐慌）」が、戦後「国家独占資本主義体制」の「終わりの始まり」であることを論じたい。

*大妻女子大学 社会情報学部

アベノミクスの1年8カ月を振り返ると、日本におけるポリシーミックスの試みは、金融危機の抑え込みには功を奏するが、自律的な経済成長を取り戻すものではないことがはっきりしつつある。アベノミクスの綻びは、労働規制の緩和と金融緩和が主導する新自由主義の限界と終焉を物語っている。同時に、アベノミクスの経済政策は、戦後マクロ政策の総動員であるだけでなく、ゼロ金利政策、事実上の財政ファイナンス、結果的な為替操作（通貨安政策）など、伝統的政策手法の枠組みを越えた「禁じ手」「無理筋」の要素を加味している。にもかかわらず、これらの処方箋は、实体经济を好転させるには至っていない。实体经济への寄与が弱く通貨政策や財政政策への「信認」を掘り崩す政策を持続せざるを得ない（撤退できない）とすれば、今般の経済危機は、資本蓄積が限界に達しており、国家による資本主義の矛盾の転態がもはや持続不能であることを暗示している、と評価せざるを得ない。

ゼロ金利下の非伝統的金融政策は、インフレ期待を引き上げ、銀行貸出し、設備投資、消費を誘発するような景気回復効果を発揮しなかったことはほぼ明白である。アベノミクスには、金融危機防止機能は認められるが、時間稼ぎの処方箋であるため、金融危機、財政危機のリスクを累増させる。はたして、国家は21世紀型の資本主義の危機を封じ込めることが可能なのか、本稿の論点はここにある。

(1) アベノミクス崩壊の意味

安倍政権の発足から2年が経とうとしているが、消費税増税後の实体经济の落ち込みが戻らず、アベノミクスの効果は限界を露呈している。まず、本節ではアベノミクス崩壊が意味するものを検討する。

周知のように、アベノミクスと呼ばれる経済政策は、「3本の矢」からなる。すなわち、①異次元の金融緩和政策、②機動的な財政政策（国土強靱化政策を中心とする公共事業の拡大）、③民間投資を喚起する成長戦略（規制緩和とトリクルダ

ウン）からなる経済政策パッケージである⁽¹⁾。安倍晋三首相自身が「3本の矢」と命名していることもあって、アベノミクスといえば、3つの政策の複合と捉えられているが、このような整理はミスリードである。安倍政権の経済政策は、「3本の矢」+消費税増税・企業減税である。増減税政策は「4本目の矢」というより、経済成長と財政再建の二つの課題の同時達成を意味するものであり、かつての表現を用いるとすれば、「上げ潮派」と「財政再建派」の同舟である。

実際、安倍晋三首相は、内閣改造に先立ち、「アベノミクス第二章起動宣言」と題する一文を公表している⁽²⁾。この「宣言」は、政権発足後の1年8カ月を振り返り、安全保障政策、法人税率引き下げ、地域・農業再生、教育再生、人口減少と女性の労働環境などの政策課題について、位置づけを解説しつつ、政権運営を通じた「成果」と自らの決意を表明したものであるが、「宣言」の文中、アベノミクスの路線とは、経済成長と財政の健全化という二つの課題の同時達成、すなわち経済力を背景とした税収の確保であると明言している。しかし、「宣言」には、2014年4月に実施された消費税率引き上げが経済活動に与えた深刻な影響についての言及がない。「伸びていく社会保障費を国民全体で負担するため」のものであるとの大義が述べられた上で、「消費の力強さが増税を乗り越えていけば、経済の好循環は一段と力強いものになっていく」という希望的観測が示されているにすぎない。

消費税増税は、政権党であった民主党との政策合意の経緯から、景気回復の動向如何にかかわらず社会保障と税制の一体改革のために不可欠な政策課題として位置づけられ、アベノミクスから切り離されているため、政策パッケージから抜け落ちているが、安倍政権の経済政策を消費税増税・企業減税抜きで議論・評価するのは誤りである。

アベノミクスは「3本の矢」であるという認識枠組みで評価すると、「大胆な金融緩和はうまくいったが、消費税増税の時期が悪かった」とか「アベノミクス路線の目標達成のためには、第3の矢である成長戦略の具体化が必要である」とか

「追加の金融緩和が求められる」といった議論が生まれるが、そうではないのである。安倍政権の経済政策は、金融緩和、国債増発、消費税増税の同時進行とならざるを得ないパッケージである⁽³⁾。

経済成長と財政再建の二つの課題の同時達成は、「同時」であることを除けば、経済成長の結果実現する税源の拡大と税収の確保なのであり、国家独占資本主義の経済政策の王道であり、典型的政策であり、目新しいものではない。金融危機後の恐慌回避策としてみれば、非伝統的金融緩和政策によって捻出されたマネーサプライまたは政府の財源を、財政支出に振り向けるか、減税に振り向けるか、あるいは強欲金融機関への資本注入と延命に振り向けるかは各国政府の選択の問題に属する。過去のハイパーインフレの経験から金融緩和と財政支出発動に慎重姿勢を崩さないドイツ、金融緩和と積極財政政策の組み合わせを力説するクルーグマン、ケインズ主義の復活を「社会主義への道」として警戒する米国共和党の政治姿勢などの対立と論争は、この土俵上にある。

安倍政権が選択したのは増税であった。アベノミクスの個性は、非伝統的金融緩和政策に、準マネタイゼーションと消費税増税を組み込み、対外的には消費税増税と財政再建路線の堅持が海外投資家の期待に副うものであるとけん伝し、対内的には、消費税増税をアベノミクスから切り離した上で、インフレ期待が先行すれば、景気回復の実体が後から追いついてくると触れ込むことにある⁽⁴⁾。

安倍政権の経済政策は、戦後国家独占資本主義の経済政策を総動員し、マネタリスト、伝統的ケインズ派、構造改革路線、均衡財政再建主義などを、リフレ派の信条である「インフレ（期待）が高まれば、景気（実体）が回復する」という株式会社由来の説法で取りまとめて演出し直したものの、つまり、政策目標は古いが見せ方は新しいものである。残る主要な禁忌手は、「通貨安競争」くらいであろう。よって、安倍政権の経済政策の成否は、戦後国家独占資本主義の経済政策の継続可能性を占うものとなる。

(2) 異次元緩和の効果と成果

本節では、アベノミクスや異次元金融緩和の効果と成果とはどのようなものなのかを検討する。

最初に確認しておくべきことは、日本銀行は、異次元金融緩和に踏み出してから当初の方針通り肅々とマネタリーベースを拡大してきた、という事実である（図1）。

黒田日銀の異次元金融緩和は、消費者物価上昇率2%の「安定目標」を実現するため、金融市場の操作目標を無担保コールレートからマネタリーベースに変更し、マネタリーベース、長期国債・ETFの保有残高、長期国債買入れの平均残存期間（デュレーション）を2年間で2倍に拡大するものであった。「2%」のインフレ率に対して2年間、2倍と数字を揃えたのは、市場に対するメッセージの明快さやサプライズ感を意識したものであり、さほどの根拠があるわけではない。

図1 マネタリーベースの推移

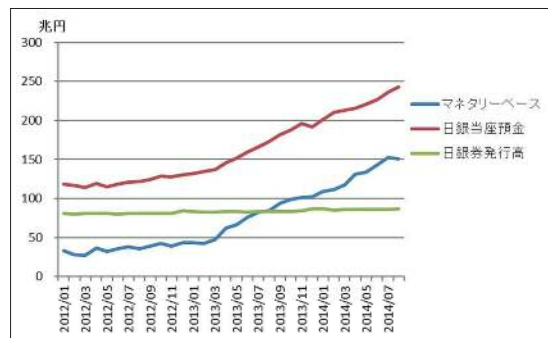
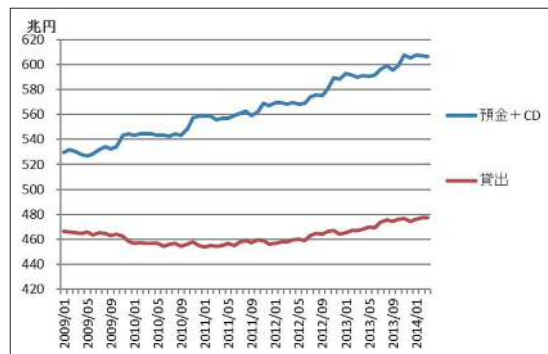


図2 銀行預金と貸出の推移



日本銀行：貸出・預金動向

結果、2014年8月末には、マネタリーベースは243.1兆円で1.77倍（/137兆円）に、日銀の長期国債保有残高は175.5兆円で1.97倍に、（/89兆円）長期国債買入れの平均残存期間は7.3年（/3.0年）で2倍以上になっている。同時に、日銀当座預金残高は151.2兆円で3.2倍となり、マネタリーベースの増分のほとんどは日銀当座預金の形で積み増されている。他方、たしかに銀行貸出しは477.4兆円（/466.5兆円）で11兆円ほど増加している（2.3%増）（図2）。

銀行貸出しは、すでに2012年1月頃には増加傾向に転じているが、異次元緩和後の預貸ギャップはむしろ拡大している。銀行貸出しの増分は、預金残高の増分によって十分賄われており、結局のところ、「量的・質的金融緩和」においては、白川日銀時代の量的緩和政策と同様、積み増されたマネタリーベースは日銀当座預金残高として滞留し、金融セクターの外部には供給されていないと言っても大過はあるまい⁽⁵⁾。国債と日銀当座預金との間で債務の形態転換が起きたに過ぎず、政策意図に反して、結果として財政ファイナンス（マネタイゼーション）に準じた役割を果たしている。

ともかくも、黒田日銀は、中央銀行が直接実行可能な範囲のことは実施してきた。よって問題と争点はリフレ派が想定していたポートフォリオ・リバランス効果や「インフレ期待」への転換が生じたのか、という点にある。

アベノミクスを支えるリフレ派は、アベノミクスは金融市場における景気回復で確かな効果と成果をあげており、改革は道半ばで今後地方経済や中小企業にその効果を広げていくことが課題である、と認識している。もっとも、マクロ経済政策であるアベノミクスを「地方版（ローカル）アベノミクス」に転換して推進するという議論は理論的に意味不明ではある。岩田一政氏は、①長期金利のイールドカーブが2013年7月頃から下方シフトしたこと、②異次元緩和を決定した後、株価は2014年3月までに20%弱上昇しており、ポートフォリオ・リバランス効果に貢献していること、③銀行の貸出平均残高が2013年11月末に前年同月比2.1%増加（残高406兆円）しており、「持ち直

しの兆し」が見えること、などの結果から、異次元緩和が長期金利と資産価格に影響を及ぼした、と評価している⁽⁶⁾。

また、原田泰氏は、賃上げに関しては、「月の賃金は上がっていない。しかし、雇用は増えており、雇用と賃金を掛け合わせた賃金の支払い総額は増えている。」「こうして雇用が伸びていけば、いずれ人手が不足し、人手を集めるために賃金は上昇を始める。」と述べ、円安にもかかわらず輸出額が伸びなかったことについては、「確かに円安にもかかわらず、輸出が伸びていないのは驚くべきことかもしれない。」「しかし、大胆な金融緩和が、輸出を伸ばさずに景気を拡大するのであれば、それは良いことである。なぜなら、金融緩和が、国際的軋轢を増すことなく景気を拡大する方法であると分かったからである。」と述べている⁽⁷⁾。

加えて、アベノミクスが成果を出している証拠として強調されているのは、①有効求人倍率の連続的上昇、②中小企業などの賃金アップ、③円安・株高の進行である。

次に、实体经济への影響と効果を見ておきたい。

2014年4-6月期の実質GDP成長率は、年率換算で-7.1%の減少となり、東日本大震災時の年率-6.9%を上回り、リーマン・ショック以来の減少幅となった。個人消費と設備投資が前期比-5.1%、公共投資は-0.5%、在庫が1.4%、純輸出が1.1%増であり、内需不振がはっきりと表れている。消費者物価指数（コアCPI）は、政権発足時-0.2%であったが、4-6月期では3.3%まで上昇している。しかし、その要因は消費税増税分と円安によるコストプッシュである。

法人企業統計による全産業の経常利益の推移を見ると、東日本大震災時の-6.1%から23.6%まで回復していたが、4-6月期には、4.5%に落ち込んでいる。他方、現金給与総額の推移にはわずかに改善が見られる。しかし、ベースアップを実施した中小企業の割合は約40%に満たず、アップ率は1.76%（4,416円）で、2013年実績が1.63%（4,085円）であったことを考えれば実質的な効果は限定的である。「定期昇給なし」、「賞与がな

い」という回答も多い。一人あたり名目賃金は確かに上昇しているが（前年同月比+2.6%）、一人あたり実質賃金は下落しており（前年同月比-1.4%）、マクロでは家計の購買力を押し下げている。

政権発足後1年8カ月間の変化を概観すると、金融市場においては、円安・株高・長期金利の低下が進み、資産効果や投資誘発効果が現れ得る金融的環境は演出された⁽⁸⁾。ところが实体经济側の感応度は極めて微弱であり、むしろ、消費税増税と輸入インフレが招いた実質可処分所得の急減の結果、個人消費が落ち込んでいる。

もともと「期待」を通じた異次元金融緩和の实体经济への波及経路ははっきりしなかったが、消費税増税と円安を通じた経済活動萎縮効果は明確であり、金利やマネーサプライを通じた景気浮揚効果は発揮しなくとも、商品価格、コスト高を通じた景気沈滞効果は影響が大きい。

この間の経緯を概観すれば、アベノミクスとは、「3本の矢」+「法人税減税と消費税増税」であることは疑いなく、金融市場における相場の潮目も変わり、すでに、家計消費、設備投資、輸出、財政支出効果といったGDP要素項目で、景気回復の天井を露呈させているのである。したがって、アベノミクス路線の継続あるいは追加金融緩和の出勤によって、トリクルダウンが現れるとは考えにくい。

改めて、金融市場、為替市場への影響を見ておく。

安倍政権を支えているリフレ派が、アベノミク

スあるいは異次元金融緩和の効果や成果として強調するのは、円安・株高の誘発である（図3）。

安倍政権発足時の為替レートは1ドル=85円、日経平均株価は10,230円であったが、2014年9月の内閣改造時の為替レートは1ドル=105円、日経平均株価は15,728円となり、急激に円安・株高が進んだ。しかし、「アベノミクス相場」の円安・株高を主導しているのは、通貨先物市場での海外ヘッジファンドによる仕掛けた「日本株買い・円先物売り」や「円買い・日本株先物売り」投機である。円安と株高が連鎖するのは、ドル高進行への思惑と裏腹だからであり、円側の材料だけが主要因となっているのではない⁽⁹⁾。

このことは、海外投資家にとってのアベノミクスに対する「期待」とは、FRBの量的金融緩和（QE3）の縮小（テーパリング）の示唆との対比で、反対物に転化する「期待」であることを意味する。この転化を如実に示したのが、2013年5月22日の「バーナンキ・ショック」であった。バーナンキFRB議長が議会証言で「債券購入のペース減速を決定することもあり得る」と出口戦略についての姿勢を示すと、ダウ平均株価が急落し、長期金利も上昇した。米国金融市場の混乱は日本市場に波及し、日経平均株価は1万5942円から1万2415円まで下落し、ドル円相場も94円台まで戻した。日本の金融市場はその後の長い三角持ち調整を経て、円安・株高基調を取り戻すことになるが、バーナンキ・ショック後、ドル円相場100円台、日経平均株価が14,000円~16,000円の狭い変動幅で推移しているのは、米国の労働力市場の動向や日本のマクロ指標に、ヘッジファンド等がポジション調整をするほどの変化が見られないためである。

「黒田バズーカ砲」と称される日銀の「期待」への働きかけの賞味期限は、実質的には、総裁就任後初の金融政策決定会合後の会見（2014年4月4日）からバーナンキ・ショックまでの約1カ月半という短い期間であったとみるべきであろう。もとより、円安・株高への転換は、異次元金融緩和の発表に先立ち、自民党が政権を奪還する以前の2012年11月には始まっており、円安・株高の誘

図3 日経平均株価と為替レート

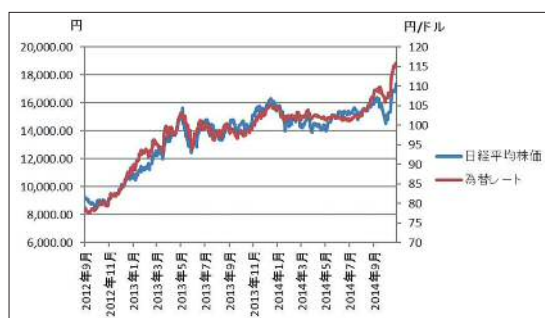
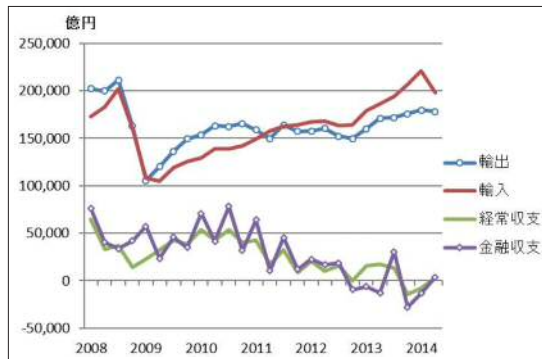


図4 国際収支の推移



発がアベノミクスの政策効果であるとは断定しがたい。

むしろ、アメリカ発世界金融危機、ユーロ通貨危機後の金融市場の鎮静化に伴って、「逃避通貨」としての役割を担わされていた「円」がその役割を終え、ヘッジファンドによる裁定解消の結果、円売りが加速した過程に含まれる一部分が、「アベノミクス相場」であり、「黒田バズーカ砲」であったということである⁽¹⁰⁾。

国際収支の推移をみると、金融収支の減少傾向（金融資産の減少または資本流入の増加）は2010年から、貿易赤字への転換は2011年4-6月期から始まっている。円安の素地と流れは、異次元金融緩和以前に形成されており、アベノミクスが誘発した成果とは言い難い。グローバル化と産業の空洞化、リーマン・ショック後の輸出（外需）の低迷に加え、東日本大震災と原発事故に起因するサプライ・チェーンの寸断とエネルギー供給体制の動揺が国際市場への供給力を衰微させているのであるから、円の通貨価値が下落するのは必然である。アベノミクスは、「円安容認」と「通貨安競争の否定」のメッセージを後追いで出した、という意味で効果を発揮しているものであり、景気回復の足取りが脆弱なものであることを示している（図4）。

(3) 円安・株高から金融危機の顕在化への転換

前節で確認したように、安倍政権と黒田日銀は、直接権限を行使し得る範囲では、政策を着実に遂行している。しかし、実体経済の側面でも金融市場においても、想定されていたようなシナリオで成果が生じているとは言い難い。むしろ、停滞する実体経済と投機的な金融市場との乖離が新たな金融危機のリスクを累積させていると思われる。

政権交代前からの円安・株高傾向の背景を、アベノミクスの効果と評価し、日本経済のデフレ脱却への期待を反映したものと考えるのは、妥当とは言えない。はたして円安・株高の進行は日本の金融政策によって実現されたものなのか疑わしい上に、ヘッジファンドによる先物主導の相場であるため、コントロールは極めて困難である。対象をコントロールできない政策は政策とは言い難い⁽¹¹⁾。

一般に、海外のヘッジファンドが日本の株式市場に投資をする場合、株式投資のために「日本円」現物買いが行われるが、為替変動のリスクを回避するために、両建てで円先物売りがオーダーされる。後に日本株を売り裁定取引を解消する場合には、円の買い戻しが行われる。先物と現物の両建てによって株価変動や為替変動のリスクがヘッジされるのであり、単独の片建て取引はない。ヘッジファンドの投機が円安・株高を同時に引き起こすのはこのためである⁽¹²⁾。

それでは、為替変動リスクが不確実ではなく、避難通貨円から自国通貨への回帰が比較的蓋然的に予定される場合はどうか。円安・外貨高が予想される場合、円の現物売り、先物買いが行われ、後に裁定取引において円現物買いと先物売りによって解消される。あるいは、円先物売りと株現物買いをオーダーし、日本株の値上がりによって為替差損を相殺した後に、円の買い戻しと株先物売りによって裁定取引を解消することになる。よって、円安・株高は、避難通貨円から自国通貨へのポジション解消を遂行するため行われたリスク

ヘッジの動きである。リーマン・ショックやEUソブリン危機が一時的に鎮静化したことによる巻き戻しと新興国市場からのリスク・オフ（ドル、ユーロの引き上げ）に伴う付帯的現象なのであって、日本のデフレ脱却期待や円安転換の結果想起される日本の輸出産業の業績復活への期待を主要因としたものではないと考えるべきである⁽¹³⁾。

日本市場の為替レートは2007年7月から2010年7月にかけて、1ドル120円台から80円台に長期的に高騰している。日経平均株価は2007年7月には18,000円台から下落に転じ、リーマン・ショックを経て8,000円を割り、以降2012年12月まで8,000円～10,000円のレンジを推移した。一方で、東日本大震災直後の為替レートや日経平均株価をみると、日本経済の実体経済にとってエネルギー供給や自動車産業のサプライ・チェーンなどに深刻な打撃を与えたにもかかわらず、金融市場への影響は比較的軽微であり、円高トレンドの転換や株価の底割れを起こしてはいない。金融市場の動向は、国内実体経済の打撃を反映しているとはいえ、国際金融市場からの伝搬と連動性ほどのトレンド転換を示してはいない⁽¹⁴⁾。

他方、リーマン・ショック、EUソブリン危機のような緊急事態の勃発後においては、先行き不透明感のため、片建てで通貨退避が起き、単独で円高が進むのはやむを得ない状況であった。しかし、FRB、ECBに次いで日銀も量的緩和を実施したことにより、緩和規模と期間の見通しが立つ状況となれば、先物市場での裁定取引を利用しつつ、利ざやを確定した上で本国還流させることが可能となる。

かくして、バーナンキ・ショック以降、円売り・株買いと円買い・株売りを約1カ月周期で定期的に繰り返すアルゴリズム取引とミリ秒単位で自動売買を繰り返す超高速取引が市場を主導するようになる。アベノミクスは、ヘッジファンドなどの短期的資本に金融資産価値を保持する場を提供する見返りに、避難通貨円の弊害から脱することには功を奏したのである。ただし、強調しておくべきは、アルゴリズム取引は、コンピュータープログラムに基づいて売買を繰り返すのであり、

ここにトレーダーの人間の感覚や期待が入りこむ余地は極めて僅かであろうという点である。取引条件を設定するのは人間に違いないが、異次元緩和導入後の取引の推移には、ポジションパターンの変化に人間の感覚は感じられない。アベノミクスが力説する「期待への働きかけ」がプログラムやアルゴリズム取引にどの程度影響したか、そうでない場合と比較はできないが、規則的周期的な変動がみられることは確かである⁽¹⁵⁾。

以上の考察から結論として引き出せることは、アベノミクスが働きかけている「期待」の主体が、国内の金融機関や機関投資家や設備投資に関する企業的意思決定主体ではなく、国際的な短期資金の移動を左右するヘッジファンド等の投機的資本である限り、金融市場の安定的回復は望めず、周期的で不安定な変動から抜け出せない、ということである⁽¹⁶⁾。

「21世紀型経済危機」への対処のために先進諸国が発動した量的金融緩和策から米国自身が抜け出すためには、世界を彷徨する過剰ドルを成功裏に還流させなければならない。しかも、世界金融市場やアメリカの株式市場に致命的な破たんを引き起こさずに、ということになれば、量的緩和策からの「出口」の過程では、国際金融市場を舞台とした金融当局とヘッジファンドとの綱引き、駆け引きが不可避となる。ECBと日銀の量的金融緩和政策が、なにかんづく、異次元緩和の実施を裏付けとした「円安容認姿勢」の継続が、米国の出口戦略の補完機能を果たす限り、日本の金融市場がショック・アブソーバーになる可能性は大きい。その場合は、日本銀行の異次元金融緩和の継続姿勢の表明や規模がどの程度であれ、市場の混乱や潜在的金融危機の再燃の形をとるのであるから、アベノミクスのシナリオは、前提条件の喪失を含め、頓挫ということになると思われる⁽¹⁷⁾。

(4) 「21世紀型経済危機」と国家独占資本主義の終焉

本稿では、アベノミクス+消費税増税・企業減税からなる安倍政権の経済政策が、国家独占資本

主義の経済政策の総動員であると同時に、米国の量的金融緩和と政策からの「出口戦略」の補完であることを論じてきた。安倍政権は、異次元金融緩和と機動的財政出動、および消費税増税など直接実行可能な政策を公約通り実施している。しかし、実体経済面においては、個人消費、実質賃金、輸出数量、設備投資額などの主要項目で想定されたような成果をあげておらず、景気の好循環が生まれる以前に、景気は下降局面に陥ったかに見える。他方、金融資産市場においては、量的金融緩和からの脱出を模索するFRBの姿勢と追加金融緩和の継続と補正予算を期待され「出口戦略」の議論を封印している日銀の姿勢との間の齟齬は埋まるべくもなく、行き着く先は、交易条件の悪化による海外への所得流出を経た末の円安・株安（日本売り）となるのは必定である。

ところで、矛盾撞着と感じられてしまうかもしれないが、国家独占資本主義的経済政策の枠組みを前提とすれば、安倍政権の選択肢は、消費税増税の時期と軽減税率の検討余地はあっても、アベノミクスのような経済政策の総動員に代わる妙案は極めて僅少であったと思われる⁽¹⁸⁾。ゼロ金利状態、流動性の罍、財政支出の予算制約、円高の定着、合成の誤謬、所得格差の深刻化の状況下で実施可能な政策は、マネタイゼーションによって金融危機、財政破たん懸念を封じ込めて時間稼ぎをするくらいのものである。株式市場と為替市場の動向が、片方の金融当局のみの金融政策によってコントロールできない以上、双方の金融市場環境のかい離を最小限にし、ボラティリティーを狭くすることが最もリスクを極小化する方法となる。逆に、一方が金融緩和を終了し他方が金融緩和を拡大すれば、リスクは累積せざるを得ない。

ECBやFRBなど先進諸国の中央銀行当局は、自国経済圏にみられる近年のインフレ率低下傾向（2%割れ）を「日本型デフレ」や「日本化」の兆候ではないかと懸念しており、日本における非伝統的な金融緩和と財政政策が、果たしてその解決策として機能するか否かに注目が集まるようになっていたのである。

3年ぶりにマイナス成長に陥った米国の経済停

滞をめぐっては、サマーズ元財務長官が、家計のローン負債の増加によって消費が回復しないことが主要因と論じ、さらに、完全雇用の達成に必要な均衡利子率が2000年代半ばにはマイナスに低下しており、それが今なお続いている、という仮説を提示している⁽¹⁹⁾。この見方によれば、現下の金融緩和と政策は、バブルを引き起こすことはあっても、家計の消費や企業の設備投資などを誘発することは難しいということになる。つまり、異次元の金融緩和と円安にもかかわらず、設備投資、消費、輸出が停滞している日本経済と同根の問題が横たわっているのである。ゼロ金利下で流動性の罍に陥っている企業や家計の心理を「債務の累積」に向かわせることは困難であり、リスク・オンとリスク・オフとで反応するのは、リスクヘッジと資金の瞬間移動が可能な投機的資本に限られる、ということが、現代資本主義の長期停滞の本質である。為替市場や株式市場はゼロサムの世界であり、それ自体は新たな付加価値を形成しない。バブルと金融危機は、「架空資本」の資本蓄積様式であり、実体経済から遊離した過剰資金を吸引しては、価値破壊を繰り返す。債権債務関係の暴力的解消は、恐慌による市場不均衡の均衡化に他ならない。日本を含めた現代資本主義が立ちすくんでいる地帯はここである。

周知のように、国家機構が民間の経済活動に介入することによって、資本主義経済を延命または補完する体制は、国家独占資本主義あるいはケインズ主義と呼ばれている。この体制は、1929年恐慌への対処のなかで生まれ、戦後の各国資本主義体制を支え続けてきたものであり、現代資本主義の基本骨格をなしている。しかるに、リーマン・ショックに端を発する世界金融危機、ユーロ危機に続くグローバルなデフレーション状態に直面して、国家独占資本主義のケインズ主義的経済政策も新自由主義的経済政策も、期待された効力を失っている。量的金融緩和、財政出動、規制撤廃、自由貿易拡大の試みを総動員しても、経済活動の長期停滞（微弱な好況と不況の長期化）を回避したり脱却したりすることができずにいるのである⁽²⁰⁾。

現代資本主義の恐慌は、古典的資本主義に特徴的な周期的、破壊的、破局的形態では現れず、後遺症的、緩慢的、閉塞的形態をとっている。また、先進諸国を巻き込んだ世界的金融危機も国家財政破たん、連鎖的金融破たんに陥ることなく、静止状態にある。しかし、経済危機が収束した証拠や回復過程に戻る確かな兆しも見出し難い。この現状は「21世紀型経済危機」とも呼ばれている。その経済危機の性格や原因の分析が重要な課題ではあり論争の問題ではあることはさしあたり留保して指摘するとすれば、不況の主要因が供給サイドにあれ、需要サイドにあれ、経済危機の集約的表現は、遊休貨幣資本の堆積と滞留となって表れている。すなわち、その本質は資本蓄積の停止であり、資本の自己増殖運動の中断であるから、これは恐慌の潜在的形態に他ならない。このような状況に対して、長期国債やETFを中央銀行が買い取り、マネーを供給する金融緩和政策は、金融資産暴落の防止以上の意味を持たない。

すなわち、恐慌の潜在的可能性に対して、ケインズ主義は政府債務と有効需要の形態を与え、新自由主義は、「再証券化」によって貧困層の架空的購買力（資産効果）の形態を与えて経済成長のけん引役としていたとするなら、世界金融危機後の量的金融緩和政策は、遊休貨幣資本を土台とした債権債務関係を中央銀行のバランスシートに分離・凍結し、貸付可能貨幣資本に再度転形し直す処方箋であると言えるだろう。したがって、金融危機が現実の恐慌に転化をするのを抑止し、破たん（デフォルト）を防止する効果はあるが、景気回復（資本蓄積の再起動）を促進する機能としてみれば、抽象的可能性しか理論的には持ち得ないのである。

世界金融危機後の欧米日先進資本主義国の経験は、国家独占資本主義体制の終わりの始まりを、少なくとも、戦後の主要マクロ政策（新自由主義的規制緩和を含む）を媒介とした資本主義国家機構と大企業との相互依存、相互補完、融合に基づいた経済成長路線の終焉を示唆するものである。

注

- (1) アベノミクスは、日本経済の長期停滞と世界金融危機後の深刻な実体経済への打撃に対処するため実施された「デフレ脱却」を旗印とする経済政策群である。①異次元の金融緩和政策、②機動的な財政政策（国土強靱化政策を中心とする公共事業の拡大）、③民間投資を喚起する成長戦略（規制緩和とトリクルダウン）、からなる経済政策パッケージであるが、「デフレ脱却」を主要政策課題に掲げることによって、政策相互の整合性や折り合いに疑問の残る「3本の矢」を束ねている。理論的基礎が異なる「3本の矢」がともかくも鼎立し得ているのは、「デフレ脱却」から「持続的自律的成長」に至る時系列上で実施時期に時間差を設けていることに加え、「3本の矢」の紐帯であり接合部位にあたる「財源調達」の方策と展望を曖昧にすることで、「3本の矢」の齟齬と矛盾が表面化するのを避けているからである。理論的には「デフレは貨幣現象であり、物価は金融政策でコントロールできる」ということであれば、第2の矢、第3の矢は蛇足となろう。片岡剛士「金融政策で物価をコントロールできる」（原田泰・齊藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社、2014年。）、同『アベノミクスのゆくえ』光文社新書、2013年、参照。
- (2) 『文藝春秋』平成26年9月号、2014年9月94～105頁。着目しておきたいのは、第一に、安倍首相の認識においては、「デフレからの脱却が確実に視野に入ってきた」とされている点、第二に、今後「成果」が、大企業から、地方や中小企業、すべての国民に行き渡るとする「トリクルダウン」を信条としている点である。大企業優遇→トリクルダウン→税収確保という構図はもはや画餅である。
- (3) アベノミクスの枠組みを前提にすれば、財政支出の拡大または財政再建のためには、発行国債の日銀買い取り（通貨増発）か、法人税、所得税、消費税などの増税を選択することに

なる。国債の市中消化は「異次元緩和」の定義に反し、自然増収は政策効果が有効であった結果であって、理論上の財源調達手段たりえないからである。利子率ではなくベース・マネーの増加によってインフレ・ターゲットをコントロールするとすれば、通貨発行の増分は財政赤字の拡大とほぼ連動する。日銀による中長期国債の買取りは、市場における長期金利の暴落を抑止しつつ持続する一方、増税は財政赤字の累積を削減しない範囲に制限されることになるはずである。

- (4) 竹森俊平氏は、ベース・マネーを増やしてもインフレが起こらない状態を、ケインズモデルを用いて説明している。ケインズモデルでは、貨幣数量は、利子率、投資水準、雇用水準へと影響を及ぼし、最後に物価水準を変化させる。①貨幣供給量の拡大は利子率を低下させる、②利子率の低下は投資水準を拡大する、③投資水準の拡大は、雇用水準を拡大する、④雇用水準の拡大は物価水準を上昇させる、の4段階を経るとすれば、「流動性の罫」の下では②の段階で効果は中断する。企業家は利子率だけを重視して投資を決定するのではないからである。竹森俊平『世界経済危機は終わった』日本経済新聞出版社、2014年。
- (5) 翁邦雄氏は、マネタリーベースの増加が直接にインフレ率や期待インフレ率を引き上げる理由と確実性は存在しないが主張する一方で、心理的ショックや思い込み次第では、「期待」に影響する余地が残るというブランチャールIMF調査局長の「複数均衡」説を紹介している。ブランチャールの解釈は、「量的・質的緩和が期待インフレ率を高める」という黒田日銀総裁の説明と「IMFのバランスシート規模は、期待インフレ率には全く影響しない」というバーナンキ議長の正反対の説明を両立可能にするという。しかし、「複数均衡」が成り立つということは、マネタリーベースの増加には、期待インフレ率や貸出し、ポートフォリオに直接的な影響を与えるメカニズムが存在しないということを意味しているものであり、「影響」を理論化できないということである。翁邦雄「ゼロ金利制約下では金融政策では物価はコントロールできない」(原田泰・齊藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社、2014年。) Blanchard, Oliver (2013) "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF direct, April 29.
- (6) 岩田一政・日本経済研究センター編『量的・質的金融緩和』日本経済新聞社、2014年。また、植田和男氏も異次元緩和が株価や金利、為替レートに影響を与えたことを検証している。Ueda, K. (2013) The Response of Asset Prices to Abenomics: Is it a Case of Self-Fulfilling Expectations? CRJD Discussion Paper, April.
- (7) 原田泰「アベノミクスを振り返る」(原田泰・齊藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社、2014年)、232-235頁参照。
- (8) 消費増税の実施によって財政再建の決意を示すとともに、日銀による国債買い入れによって、国債価格と長期金利の変調を抑止し、先進諸国の金融危機の日本経済への伝搬を封じ込めることには成功している。これにより、長期金利は、0.7%近傍から0.5%に低下しているのであるから、アベノミクスが意図するポートフォリオ・リバランスや「期待」への働きかけは整いつつあるように見える。しかし、長期金利の低下によって、国債暴落の懸念が遠のいたというより、日銀による国債買い入れの結果、つまり、中央銀行による財政ファイナンスと国債価格管理の結果であり、長期国債価格の暴落を防止している反面、金利引き下げ幅の余地を少なくしているという問題があると思われる。
- (9) アベノミクス発動に先立つ円安・株高トレンドの出現理由については、①日本の貿易収支赤字転換と赤字定着の予想、②日米金利差、③為替介入の可能性などが示唆されている。為替介入の可能性について、伊藤光晴氏は、「海外投資家は日本株に向かっている。…株式投資の下では円買いが行われている。…こ

うした動きの中に、円売りという動きは生まれない。…こうした状況から考えられることは、為替介入が行われているということである。」と解説している。伊藤光晴『アベノミクス批判 四本の矢を折る』岩波書店、2014年、22頁。しかし、日本株買いと円売りは同時に起こりうる。株高・円安が連動して起こったのは、ユーロ危機の後退と国際金融市場のリスクオフ姿勢の後退に伴う、「避難通貨＝円」の買い圧力の低下した後に、FRBが量的緩和政策（QE）縮小に踏み出したため、新興国に流出していた資金が米国市場に回帰（repatriation）する本線が生まれ、その一部が裁定取引を伴って日本市場に寄留しているためであると私は考えている。

- (10) 代田純氏は、アベノミクスを支えている円安・株高の背景は、証券市場の構造的変化（海外ヘッジファンド、プログラム売買、デリバティブ取引の影響）であり、北米系のSWFや年金、投資信託など長期的資金を中心とした機関投資家ではなく、欧州系のヘッジファンドが中心的役割を果たしている、と指摘している。「2012年から2013年8月にかけて、欧州系の売買代金でのシェアはおおむね60%台で推移し、中心的存在であった。総体的な評価として、①アベノミクスが注目された2013年上半期の株式市場は欧州系の資金が中心、②5月の株価低下も欧州系の売りが中心、③欧州系の投資家は極めて短期的な行動をしており、ヘッジファンドが中心と見られる。」(131-132頁) 代田純『ユーロ不安とアベノミクスの限界』税務経理協会、2014年、参照。円安・株高が、欧州ヘッジファンドによる先物主導の「株価操作」によるものであれば、その動向やボラティリティはFRBの金融緩和縮小の観測とユーロ危機の払拭の程度といった要因に規定されるのであり、国内個人投資家の資産効果を継続的に高めるとは言い難い。
- (11) 服部茂幸氏は、①円安と株価上昇は異次元緩和前に生じ、異次元緩和が始まると一カ月

半で株価は暴落していること、②暴落の原因は、日銀の長期国債大量購入による国債価格の不安定化であること、④円安と株価上昇は、アベノミクスそれ自体の効果ではなく、「偽薬効果」であること、④2013年前半の景気回復は、政府支出と消費税増税前の駆け込み需要によるものであることを挙げて、アベノミクスの効果を実証する証拠はないと論じている。異次元緩和の結果は、「金利が下限に達した流動性の罍の下では、金融政策は無効になる」という主張を支持している、ということである。服部茂幸『アベノミクスの終焉』岩波新書、2014年、参照。しかし、「偽薬効果」ではあれ、異次元金融緩和あるいは中央銀行当局の金融緩和スタンスが為替市場と株式市場の動向に限っては影響している、というのが異次元緩和の結果であると認めるべきであろう。異次元緩和政策には、為替操作、株価操作を代替する誘導効果がある。ただし、効果の持続期間は短く、影響の程度をコントロールできるものではない。

- (12) 円安と株高のセットは、先物市場のみならず現物市場においても成立する。唐鎌大輔氏（みずほ銀行チーフ・エコノミスト）は、日経平均株価をドル建て水準で見ると、過去10年間「150ドル」を一つの節目（天井）として推移してきた、と指摘している。海外投資家の立場からすると「円安で日本株が割安だから」という投資判断があり得る。このような投資資金は非為替ヘッジ型である。唐鎌大輔「貿易赤字、日米金利差拡大「円安定着時代」が来た」『週刊エコノミスト2014年10/21』毎日新聞社、2014年。
- (13) 「まず円安投機が起こり、それによる輸出産業の利益増加を見込んで株高投機が起こった」野口悠紀雄『虚構のアベノミクス』ダイヤモンド社、2013年、7頁、参照のこと。
- (14) 宇野洋輔氏（日銀金融市場局）は、先物価格がけん引して現物価格が追随する裁定取引に関して、先物市場の「価格発見力」が必ずしも高いとは限らない、と指摘している。宇

- 野洋輔「わが国株式市場における先物価格と現物価格の関係：いわゆる「先物主導」の検証」『日銀レビュー』2013年6月。
- (15) 株式市場における「HFT」開始の影響について、日銀金融市場局は、①流動性供給効果②ボラティリティ抑止効果が観察されると指摘している。中山興、藤井崇史「株式市場における高速・高頻度取引の影響」、『日銀レビュー』、2013年1月。しかし、アルゴリズム取引が「群集心理的な価格形成」を引き起こす懸念は残る。Haldaneは、金融危機時には「HFT」が混乱を引き起こす可能性を指摘している。Haldane “The Race to Zero” Speech at the International Economic Association 16th World Congress, Beijing 2011.
- (16) アベノミクスの虚構性と副作用の危険性を強調するのは、野口悠紀雄氏である。アベノミクスは、事実上の日銀引き受け国債発行（財政ファイナンス）であり、円安株高投機を誘発したが、实体经济を動かさなかったという。氏は「金融緩和が物価上昇に至るプロセスがはっきりと示されていない。…したがって、その実現可能性に多くの疑問がある」が、国債増発と財政支出拡大の歯止めがなくなれば、物価上昇率2%目標は、国債暴落と同義であり、金利高騰（国債価格暴落）、資本逃避、財政破たんが起る可能性が高まると警告している。野口氏の見解は、新規国債増発を伴わない異次元金融緩和は目標達成が困難であり、日銀引き受けによる国債増発による金融緩和は、円売り国債売り投機を容易にし、経済破たんリスクを高めるという二段構えである。いずれのシナリオも金融緩和を止める「出口」はない。また、政府は、金融政策が掲げるマネーストックの増加（＝国債発行の増加）と財政再建目標（＝財政赤字の削減）という矛盾したメッセージ、日銀は、期待インフレ率の上昇（＝名目金利上昇）と長期国債購入（＝名目金利低下）という矛盾したメッセージを送っている、という指摘は慧眼であると思われる。野口悠紀雄『虚構のアベノミクス』ダイヤモンド社、2013年。
- (17) 高橋洋一氏は、アベノミクスに対するハイパーインフレ、国債暴落、財政破たんなどの批判は杞憂であると論じている。デフレ下では信用乗数が低下しているので、50%程度のマネタリーベースの伸びではハイパーインフレは起きない。長期国債金利の水準はGDP成長率とはほぼ同じ程度になる。金利上昇によって生じる金融機関の損失は、通貨発行益で対応可能である。よって、デフレ脱却すれば、財政危機は遠のく、という。高橋洋一「現在の金融政策に危険はない」（原田泰・齊藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社、2014年。）
- (18) もちろん、消費税減税、所得格差を縮小する所得再分配、雇用促進支援、時短とワークシェアリングなど、国家独占資本主義的信条と利害からすれば、受け入れがたい代替政策は存在する。その実現可能性と政策転換の展望を議論することは、重要であり喫緊である。この点は強調しておきたいし、今後の課題でもある。
- (19) サマーズは、ヴィクセルの「自然利子率」概念を援用して、完全雇用の達成に必要な「自然利子率」がマイナスに低下しているとの仮説を示している。IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer Washington, D.C. November 8, 2013. サマーズは「自然利子率、完全雇いを達成できる金利水準が、ゼロよりかなり下まで下落したと想像してみてください。そうなると、標準的なマクロ経済学の思考方法では、われわれは居心地の悪い状態になります。…もし、そのマイナスの自然利子率を、現状のインフレ率の下で実現するのが不可能のならば、財政赤字は危機が続いている短期間だけ必要だと主張することも難しくなります。」（竹森俊平『世界経済危機は終わった』日本経済新聞出版社、2014年、220頁）と述べている。「長期停滞論」は、金

融政策が緩和されていた住宅バブル期でさえ、消費や投資などの有効需要を刺激し得なかった危機前の異常事態と、融危機が収まって4年が経過しても成長が復活して雇用が戻る兆候が見えない危機後の異常事態の両方を説明できる仮説である。サマーズの「長期停滞論」は、財政政策の無効を主張する点で、需要刺激政策を求めるクルーグマンらの主張に対する批判となっている。

(20) さしあたり、本稿の限りで指摘しておきたいことは、恐慌現象を含め破局や危機とは、その時々最善を尽くしてなお、その方策が次の躓きの石となり、避けがたく終局にいざなわれる状態である、ということである。危機とは、悲壮な状態それ自体というより、危機を回避する手段の欠如と思考停止のことをいう。

On the modern capitalism and economic crisis

YOICHI SATO

The Abe administration is trying to elapse two years since inauguration. Abenomics is causing an abnormal situation of coexistence of the real economy deterioration and speculation in the financial asset markets, although it had been a policy goal to break away from “deflation” in two years.

In this paper, I want to note that the limit of the economic policies of the Abe administration means the “beginning of the end” of the post-war state monopoly capitalism.

The simultaneous pursuit of the Abenomics and tax increase policy, is not only a general mobilization of postwar macroeconomic policy, but also the prohibited tactics, or “forbidden hand” such as zero interest rate policy, de facto financial finance, de facto exchange operation. These non-traditional policies are “irregular method” to be used at the time of economic crisis. Nevertheless, these prescriptions, have yet to turn around the real economy. Within the framework of state monopoly capitalism of large companies priority, other policy of choice is a very little. The Japanese macro-economy is in the end-stage symptoms of economic crisis.

In this paper, I consider the meaning of Abenomics collapse, through to see the results of this policy has ended up. And I argue that present long-term stagnation in the real economy underscore the end of economic growth path based on interdependence, mutual complement, fusion of the state apparatus and large companies ; the state monopoly capitalism

Key Words (キーワード)

effect of Abenomics (アベノミクスの成果), monetary easing (金融緩和), unconventional monetary policies (非伝統的金融政策), the global financial crisis (世界金融危機), secular stagnation (長期停滞), real economy deterioration (実体経済の衰退), arbitrage (裁定取引), futures contract (先物取引), state monopoly capitalism (国家独占資本主義)