

アベノミクスの大胆な量的金融緩和と消費税増税は、
なぜ実質成長率の低下をもたらしたのか？

貨幣供給と消費者物価との関係：MB、M1、日銀当座預金、CPIのダウンロードとグラフ作成

法政大学教授 林 直嗣

1. 通貨統計のダウンロード

・日本銀行（NIPPON GINKO と読む）ホームページにアクセスし、「メニュー」、「統計」、「時系列統計データ検索サイト」、「預金・マネー」、「マネタリーベース [月次]」の順に左クリックし、「ダウンロード」を左クリックし、「主要時系列データ表 (月次)」の Excel ファイルをダウンロードし、A列の「年月」、F列の「マネタリーベース平均残高」、I列の「マネタリーベース平均残高/うち日銀当座預金」を下の表のように新しいファイルの A-C 列に複写する。それを「通貨月次データ」という名前で、CSV 形式のまま USB メモリなどに保存する。

・次に「預金・マネー」を左クリックした後で「マネーストック [月次]」を左クリックし、「ダウンロード」を左クリックし、L列の「M1/平/マネーストック」とD列の「M1/平残前年比/マネーストック (2004年3月以前はマネーサプライ)」を「通貨月次データ」の Excel ファイルの E 列と F 列に追加して複写する。

・次に「預金・マネー」を左クリックした後で「準備預金額」を左クリックし、「展開」、「法定準備預金額 (平均残高)」、「抽出条件に追加」を左クリックする。「抽出対象期間」は「1980年から2017年」、期種変換は「月次」、期種変換方法は「平均」を選んで、「抽出」を左クリックする。「ダウンロード」を左クリックし、「csv ファイル」を左クリックすると、「法定準備預金額 (平均残高)」が得られる。この B 列のデータをクリックして、前の「通貨月次データ」の Excel ファイルの D 列に追加して複写して、上書き保存する。

(表 1) 通貨月次統計

年月	MB	NC	RR	M1	DM1
Jan-80	187775		20379		6.5
Feb-80	175206		20132		7
Mar-80	183050		25450		8.1
Apr-80	190670		30554		7
May-80	188262		30478		4.1
Jun-80	191181		30987		3
Jul-80	194043		30534		0.5
Aug-80	192154		30207		-1.2
Sep-80	185748		30787		-0.1
Oct-80	184109		30105		-0.8
Nov-80	187772		28127		-0.9
Dec-80	213292		26653		-1.5
Jan-81	198514		26227		-1.8
Feb-81	185391		26020		-1.1
Mar-81	190574		26870		-1.5
Apr-81	187251	23856	20494		-4.1
May-81	183477	21036	20617		-0.3
Jun-81	186085	20992	21215		3.3
Jul-81	191493	21265	21158		5.6
Aug-81	191526	21389	21168		6.7

(表 2) DM1 データの補充計算

年月	A	B	C	D	E	F
278	2-May	868229	156612	44717		31.7
279	2-Jun	854332	150415	42785		31.9
280	2-Jul	860806	149491	42897		30.7
281	2-Aug	860881	151299	42624		31.4
282	2-Sep	857469	152045	42681		29.7
283	2-Oct	859299	152212	42578		29
284	2-Nov	894000	180940	42442		28.7
285	2-Dec	949444	197901	42838		25.2
286	3-Jan	953668	201250	42835		23.6
287	3-Feb	930274	200858	42283		21.3
288	3-Mar	966459	228332	42962	=E300/(F300/100+1)	
289	3-Apr	1015445	274157	43512	4310580	4.6
290	3-May	1013547	270292	43733	4321237	4.8
291	3-Jun	1027632	288500	43504	4306270	4.6
292	3-Jul	1036363	289139	43546	4331338	4.9
293	3-Aug	1037448	292585	43556	4325446	5.4
294	3-Sep	1036332	296788	43298	4305898	5.7
295	3-Oct	1036011	297070	43071	4305377	5.5
296	3-Nov	1043362	300204	43154	4321211	5.3
297	3-Dec	1074991	299718	43565	4411653	4
298	4-Jan	1083320	312033	43740	4414769	4.2
299	4-Feb	1080570	331991	43622	4382169	4.2
300	4-Mar	1081238	330488	44163	4427067	4

・その通貨月次データの 2 行目に、年月、マネタリーベースを MB、日銀当座預金を NC、法定準備額を RR、マネー 1 を M1、その変化率を DM1 と順次入力すると、(表 1) のような表が出来上がり、これを csv 形式と Excel ブック (.xlsx) 形式で保存する。

・最上行の A 列～E 列までカーソルを左クリックしたまま反転ドラッグし、(表 1) の表のように「フォント」の「罫線」の格子「田」を描いて、保存し直す。

2. DM1 データの補充計算

・マネーストックの M1 データ X は、2003 年 3 月以前はマネーサプライ統計であったのが、マネースト

ック統計に切り替わったため、空欄になっており、それ以前は前年比（前年同月比）増加率の DM1 のデータ m だけが統計として記入されている。

・ $DM1 = m = (X / X(-12) - 1) * 100$ であるから、 $X(-12) = X / (m / 100 + 1)$ となるゆえ、（表 2）の Mar-03 の E 列 288 行目のセルに、半角で「=E300/(F300/100+1)」と入力し、リターンを押すと、E 列に DM1 の数値が計算される。

・ このセルの右下にカーソルを合わせて、黒十字「+」のマークを左クリックしたまま上の 1 行目までドラッグすると、全てのセルの DM1 の数値が計算できる。「通貨月次データ B」という Excel ブック名で保存し直す。

3. 日銀当座預金の超過準備を控除した MB-ER と M1-ER のデータ作成

・ 日銀当座預金 NC=Nichigin Current Account は法定必要準備 RR=Required Reserve と超過準備 ER=Excess Reserve とから成り、従来は 1999 年 1 月で NC は約 3.8 兆円、RR は約 3.7 兆円、ER は 515 億円であり、必要準備に対する超過準備の比率は 1981 年からの平均で 0.8% 程であった。これは銀行間の決済性預金である必要準備のバッファとして超過準備が使われてきたためである。

・ しかし 1999 年 2 月から量的金融緩和政策が行われてからは RR は漸増して、2007 年 10 月には 7 兆円、2013 年 4 月には 8 兆円、2016 年 1 月で約 8.8 兆円と増加した。よって日銀当座預金約 255 兆円のうち約 246 兆円は超過準備であり、必要準備の約 28 倍、2800% にも大膨張をした。この超過準備には 2008 年 10 月から 0.1% の付利をする「補完当座預金制度」という異常な非伝統的政策を行い、金利を 0% から 0.1% へ引き上げる引き締め政策の効果を持った。よって市中銀行は企業や家計への貸出に回さず、日銀当座預金の超過準備を収益資産として急膨張させ、巨額の決済性通貨供給を封じ込め不胎化した。「大胆な金融緩和」と称して国債を年 50~80 兆円も買いオペをしても、その大半は確実に稼げる超過準備に収益資産として環流し、金融引き締め効果を持った。この超過準備は収益資産であり決済性通貨としての活動残高ではないという Keynes や Freedman の伝統的理論を理解できなかったことが、非伝統的な金融政策の失敗をもたらした。

・ Freedman 教授の High -powered money 高出力貨幣、ベースマネー、マネタリーベースとは、市中保有現金 + 決済性中央銀行当座預金であり、中央銀行当座預金でも収益資産は決済性マネーではないので含まない。Keynes も決済性の活動残高 (active balance) と収益資産保有のための遊休残高 (idle balance) を明確に区別している。定期預金金利でさえも大手行では 0.01% の現状では、金利 0.1% の超過準備は、有利な収益資産であり、決済性通貨ではないので、マネタリーベースではないことは勿論、M1 でも M2 でもない。

・ 正確な金融分析を行うためには、以下の表のように、日銀当座預金の超過準備 ER を除外して、実際に決済性の活動残高として市中に流通している純マネタリーベース = MB-ER と純 M1 = M1-ER のデータを正確に作成する必要がある。

（表 3）超過準備、純 MB、純 M1 の計算

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	年月	MB	MB-ER	M1	M1-ER	ER	DCPI	NC	RR	CPI
2	Jan-80	187775		838615.4					20379	71.6
3	Feb-80	175206		815618.1					20132	72.2
4	Mar-80	183050		855064.1					25450	72.6
5	Apr-80	190870		874966.8					30554	73.9
6	May-80	188262		855567.3					30478	74.5
7	Jun-80	191181		849729					30987	74.9
8	Jul-80	194043		824563.1					30534	74.9
9	Aug-80	192154		806300.3					30207	74.7
10	Sep-80	185748		805111.2					30787	76
11	Oct-80	184109		788219.2					30105	76.1
12	Nov-80	187772		801973.8					28127	76.3
13	Dec-80	213292		867694.2					26653	76
14	Jan-81	198514		823520.3			7.26257		26227	76.8
15	Feb-81	185391		806646.3			6.232687		28020	76.7
16	Mar-81	190574		842238.1			6.060606		26870	77
17	Apr-81	187251	183889	839093.1	835731.1	3362	5.006766	23856	20494	77.6
18	May-81	183477	183058	853000.6	852581.6	419	5.100671	21036	20617	78.3
19	Jun-81	186085	186308	877770.1	877993.1	-223	4.672897	20992	21215	78.4
20	Jul-81	191493	191386	870738.6	870631.6	107	4.405874	21265	21158	78.2
21	Aug-81	191526	191305	860322.4	860101.4	221	4.149933	21389	21168	77.8
22	Sep-81	184597	184701	863894.3	863988.3	-104	3.947368	21591	21695	79
23	Oct-81	185303	184746	853641.4	853084.4	557	4.204993	21974	21417	79.3
24	Nov-81	186660	187273	867735.7	868348.7	-613	3.800786	21098	21711	79.2
25	Dec-81	221220	222060	956331.3	956171.3	-840	4.342105	21682	22522	79.3

・表2を表3のように並び替えて、1行目のC列にMB-ER、E列にM1-ER、H列にERと記入する。H列17行目のセルに「=F17-G17」と入力してエンターキーを押すと、3362と計算できる。その右下の角にカーソルを合わせて、「+」のマークを左クリックしたまま下へ452行目までドラッグすると、全ての超過準備ERの値が計算できる。

・同様にC列17行目のセルに、「=B17-H17」と入力してエンターキーを押すと、183889と計算できる。その右下の角にカーソルを合わせて、「+」のマークを左クリックしたまま下へ452行目までドラッグすると、全ての純マネタリーベースMB-ERの値が計算できる。

・同様にE列17行目のセルに、=D17-H17と入力してエンターキーを押すと、83573.1と計算できる。その右下の角にカーソルを合わせて、「+」のマークを左クリックしたまま下へ452行目までドラッグすると、全ての純M1=M1-ERの値が計算できる。

・以上を「純通貨月次データ」という別の名前で、csv形式とブック形式で保存する。

4. 消費者物価指数CPIのダウンロード

・総務省統計局ホームページにアクセスし、「統計データ」、「統計表一覧」、「消費者物価指数」、「3. 時系列データの全国(月次)」、「1. 中分類指数のCSV」の順に左クリックする。

・エクセルのCSVファイルをダウンロードできたら、総合の1980年1月のB列127行目のセルにカーソルを合わせ、2017年8月の578行目までドラッグし、右クリック、コピーをクリックする。

・「純通貨月次データ」のエクセルファイルに戻り、J列CPIの2行目にカーソルを置いて、右クリック、貼り付けをクリックすると、全てのデータが複写できる。G列14行目にカーソルを置いて、「=(J14/J2-1)*100」と入力すると、前年同期比CPI上昇率DCPIが計算できる。

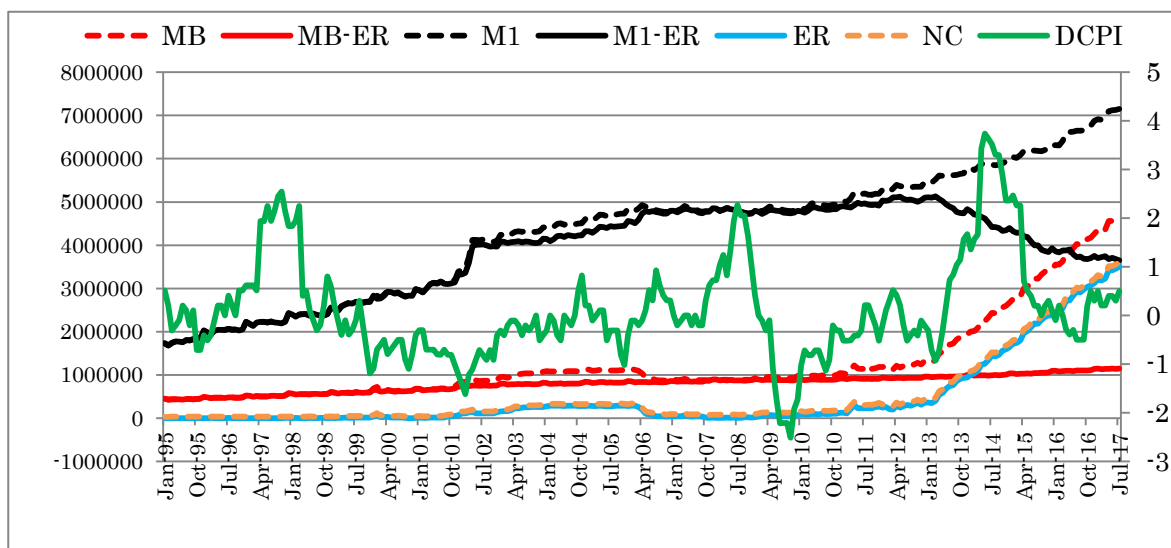
5. グラフの作成

・A列182行をクリックし、日銀当座預金NCの2017年7月のH列452行目までを反転ドラッグしたまま、「挿入」、「折れ線」の左上「折れ線」をクリックすると、以下のグラフが描かれる。

・DCPIだけは単位が異なるので、最下位の橙色の線を左クリックして、右クリックして「データ系列の書式設定」を左クリックし、「第2軸」を左クリックすると、下の図のように上に表示される。

・右側の「データ系列名」を左クリックし、右クリックして「凡例の書式設定」を左クリックし、「上」を左クリックすると、図の上部に表示される。

(図1) 通貨指標とCPI上昇率のグラフ



<分析>・水色実線の超過準備ERは2001/3~2006/3の量的金融緩和期に漸増し、その後縮小したが、2008/10からの補完当座預金制度の下でまた漸増し、2013/4からの黒田バズーカで激増を始めた。それにRRを加えた橙色点線のNCも全く同じ動きをしている。NCに公衆保有現金を加えた赤点線のMBも全く同じ動きを示している。ところがMBからERを引いた赤実線のMB-ERはほぼ直線の漸増傾向

となっている。黒点線の M1 は MB より緩やかだがほぼそれと同じ動きをしている。

・しかし黒実線の M1-ER は 2013/4 からの黒田バズーカ以降は急激な減少傾向にある。つまり大胆な金融緩和とは 50-80 兆円に及ぶ国債買いオペにより ER を激増させただけであり、補完当座預金制度の金利引き上げによりその大半は超過準備 ER に環流し、赤実線の MB-ER は直線の漸増傾向、黒実線の M1-ER は急激な減少傾向となり、金融引き締め効果をもたらしたと言える。

6. 平均超過準備率 ER/RR の計算と分析

・日銀当座預金 NC は 1999 年 12 月から増加し初め、特に第 1 次量的金融緩和政策が行われた 2001 年 3 月から 2006 年 3 月までは急激な増加をした。

・2008 年 10 月からは短期金利の下限を規制すると称して「補完当座預金制度」を導入し、超過準備 ER の預金金利を本来の 0% から 0.1% に引き上げて付利をしたため、安全確実に 0.1% を稼げる収益資産と捉えて市中銀行が日銀当座預金 NC の超過準備 ER を増加させた。その結果、市中銀行から資金を吸い上げる金融引き締め効果を持ち、超過準備が更に増え始めた。

・黒田総裁になると国債の大量買い支えを行う大胆な金融緩和を掲げて、2013 年 4 月から量的質的金融緩和 QQE を再開し、NC は今までになく急激な増加をするようになり、2016 年 3 月では NC は約 355 兆円にも達している。しかし必要準備は 2013 年 4 月の約 8 兆円から 2016 年 2 月は約 8.8 兆円と余り変わりはないので、NC と ER はほぼ同じ数であり、急増のほとんどは超過準備であることが分かる。つまり「黒田バズーカ」とは見かけ倒しに過ぎず、企業や家計の市中には実効的にはマネタリーベースの増加はほとんどされていない。

・超過準備 ER/必要準備 RR の比率を計算するために、1981 年 4 月の K 列 17 行目に「=(F17/I17)*100」と入力し、セルの右下角の黒十字をクリックしたまま最下列までドラッグすると、計算できる。

・1981 年 4 月から 1999 年 1 月までの通常期の平均超過準備率 ER/RR を計算するため、L 列 230 行目に「=AVERAGE(K17:K230)」と入力する。1999 年 2 月から 2008 年 9 月までの量的緩和期の平均超過準備率 ER/RR を計算するため、L 列 346 行目に「=AVERAGE(K231:K346)」と入力する。2008 年 10 月の「補完当座預金制度」導入から 2013 年 3 月の黒田総裁前までの平均超過準備率 ER/RR を計算するため、L 列 400 行目に「=AVERAGE(K347:K400)」と入力する。2013 年 4 月の黒田総裁の「大胆な金融緩和」実施から 2017 年 7 月まで平均超過準備率 ER/RR を計算するため、L 列 400 行目に「=AVERAGE(K401:K452)」と入力する。

(表 4) 平均超過準備率 ER/RR の異常な激増経過

	通常期	量的緩和期	補完当座預金制度	黒田バズーカ
平均超過準備率%	-0.764717	261.0608	219.1283	1123.016

<分析>・平均超過準備率 ER/RR は通常期は 0.8% であったが、量的緩和が始まると 261% へと異常に激増し、補完当座預金制度の下でもほぼ同じく異常に激増状態にあり、黒田バズーカの時期になると超異常に 1123% と常軌を逸する超激増をした。日銀当座預金 NC を激増させる量的金融緩和とは、必要準備 RR は余り増えていないので、実は超過準備 ER を激増させる政策であった。しかし補完当座預金制度の金利引き上げにより超過準備は収益資産となったので、マネーの激増では全くない。

・2013/4 からは MB-ER は直線的漸増であり、M1-ER は激減であるので、「大胆な金融緩和」と言う黒田バズーカは見せ掛けだけであり、実は金融引き締めをもたらし、2014/4 からの消費税増税による DCPI の急高騰を除けば、インフレ抑制的に働いた。よって 2% インフレ目標の達成は到底できるはずもなかった。

7. 消費者物価上昇率 DCPI と通貨指標との相関係数の計算と分析

・日銀当座預金 NC の急増、それに伴うマネタリーベース MB の急増、及び M1 マネーストック（以前はマネーサプライ）のかなりの増加があったにも拘わらず、MB-ER は安定的な小幅漸増トレンドに留まり、M1-ER は 2013 年以降はむしろ急減傾向となった。「大胆な金融緩和」は見かけ倒しに過ぎない。

・そこで 2013 年 4 月～2017 年 7 月の黒田バズーカにおける DCPI と MB との相関係数をエクセルシートの B 行の 457 行目のセルに「=CORREL(H401:H452,G401:G452)」と入力して計算し、同様に他の通貨指

標と相関係数も計算すると、以下のようになる。

(表5) 消費者物価上昇率 DCPI と通貨指標との相関係数

	MB	MB-ER	M1	M1-ER	ER	NC
相関係数	-0.48107	-0.50783	-0.47828	0.457435	-0.47867	-0.47866

<分析>・通貨供給 M を増やすと物価上昇率 DCPI が上がるという正常な相関関係が観察できるのは M1-ER=純 M1 のみであり、他は通貨供給を増やすと物価上昇率が下がるという負相関であり、理論的符号条件を満たさない。通貨指標とインフレ率との相関関係が明確でなくなったという指摘がしばしばされているが、それは「補完当座預金制度」の下では収益資産である超過準備 ER を引いた「純」概念で分析しなければならないという理論的基礎を理解できていない。相関係数の符号条件を満たさず、-0.478 と低い日銀当座預金 NC を操作目標とすること自体が、金融政策理論の理解不足であり、消費者物価の安定目標（インフレ目標）は理論的には到底達成できない。量的金融緩和政策が間違いなのではなく、その操作目標ないし運営目標を勘違いしていることが間違いである。ER を控除した M1-ER を操作目標ないし運営目標とすれば、DCPI のコントロールが可能となる。

・あるいは金融引き締め効果を持つ日銀当座預金への 0.1% 付利を廃止すれば、NC と MB や M1 との変動は相関が強まり、NC を操作目標とすることが意味を持つようになり得る。0.1% の付利を廃止しないまま、2016 年 2 月に追加超過準備に -0.1% のマイナス金利政策を追加したことは政策の矛盾と混乱であり、金融市場の混乱から金融収縮をもたらす危険性が大きい。金融引き締め効果を持つ ER への 0.1% の付利を廃止して、ER を決済性通貨に戻すことが先決である。

8. GDP 成長率、物価上昇率、純 M1 増加率の計算と作表

・通貨統計のダウンロードおよび経済統計のダウンロードに従って、これらの平均変化率を AVERAGE 関数を使い、民主内閣(2009/10~2012/12)、安倍内閣当初2年(2012/1~2014/3)、増税後1年(2014/4~2015/3)、黒田通算(2013/4~2017/7)、安倍通算(2012/1~2017/7)の期間で以下のように計算し作表してみる。

(表6) GDP 成長率や物価上昇率、純 M1 増加率の比較

	名目成長率	実質成長率	GDP デフレーター	消費者物価上昇率	純 M1(M1-ER)増加率
民主内閣	0.081887	1.615791	-1.49922	-0.47775	1.866588
安倍内閣	1.914815	2.146315	-0.24109	0.585597	-3.55539
増税後1年	2.07076	-0.44934	2.551963	2.960218	-8.71101
黒田通算	2.061388	1.198314	0.856687	0.961438	-6.98431
安倍通算	1.923787	1.157607	0.764515	0.873219	-6.54319

<分析>・名目成長率では、民主党政権では 0.08% とゼロ成長であったが、安倍政権では 1.91% の成長に回復し、企業の名目業績や名目株価の上昇を促し、税収を 2014 年度 54 兆円、2015 年度 56 兆円と 97 年水準に戻した。名目上・見かけ上はよくなったように見える。

・民主党政権では物価上昇率はマイナスのデフレ状態であったが、2011 年の東日本大震災があったにも拘わらず、実質経済成長率では平均 1.6% であった。安倍政権では就任 1 年間は実質成長率は 2.1% と成長回復をして勢いがあったが、GDP デフレーター上昇率はマイナスであり、DCPI も 0% 台であり、デフレ脱却まではいかなかった。

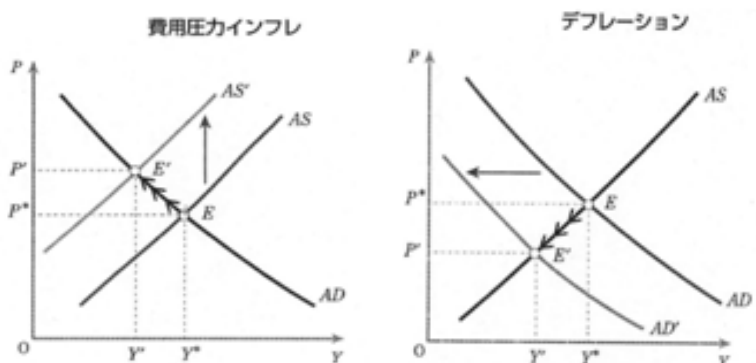
・2% 成長しかしていないのに 2014 年 4 月に 5% から 8% への消費税増税を無理矢理強行したため、増税後 1 年間は実質成長率は -0.45% とマイナス成長へ転落し、物価も 2.6~3% も急上昇した。

・2012 年 1 月からの安倍通算でも 2013 年 4 月からの黒田通算でも、名目成長率は約 2% に回復したが、実質成長率は 1.2% 程度で民主党内閣の 1.6% より悪化した。つまりアベノミクスも黒田バズーカも実質成長率の低下をもたらし、成長回復に失敗した。現状が続くと、2019 年 10 月の消費税増税は理論的には到底無理である。

・その結果、消費者物価 CPI 上昇率は、民主党政権では -0.48% のデフレであったが、安倍政権では 2014 年度消費税増税により一時的に 2.96% と 2% のインフレ目標を超え、景気はマイナス成長に転落した。これは比較静学分析では、マハラープのコストプッシュ・インフレによる景気減退と物価上昇である。

・その後消費税増税の景気悪化効果により 2015 年度は DCPI は 0.04% に落ち込み、通算平均では 0.87

%にゼロ%台に落ち込み、2%インフレ目標は達成できなかった。これは比較静学分析では、有効需要が減退し需要曲線が下方シフトとして、物価下落と実質需要減退のデフレ効果が働いた。



- ・よって黒田バズーカの通算でも、DCPIは0.96%とゼロ%台であり、2%インフレ目標は全く達成できない。消費税増税の失敗と非伝統的金融政策の失敗が主要な原因といえる。
- ・実際に市中に流通する「純マネタリーベース=MB-ER」の平均増加率はややプラスであったが、GDPや物価への影響が大きい「純M1=M1-ER」の平均増加率は、民主党政権では1.87%であったのが、安倍政権では-6.5%、黒田バズーカ通算では-7.0%であり、「補完当座預金制度」の利上げにより実質的に金融引き締め効果を持った。よって伝統的な基礎的理論を理解できない非伝統的金融政策は、2%インフレ目標を達成できず、実質成長の回復もできず、失敗した。

課題. EXCELで自分で作成した表3、図1、表4、及び表5を複写してWORDにそのまま貼り付けて、その下に分析を20行に要約して書きなさい。そのWORDファイルの上部に学部、学年、組、学生証番号、氏名を書き、ファイル名を氏名にして、WORDファイルのまま(pdfに変換しないこと、pdfファイルでの提出は0点)指定のアドレスへ送付しなさい。