

SFC ディスカッションペーパー
SFC-DP 2012-007

第2次安倍内閣の経済政策「アベノミックス」の評価

岡部光明

慶應義塾大学名誉教授

okabe@kvp.biglobe.ne.jp

2013年3月

第2次安倍内閣の経済政策「アベノミックス」の評価*

岡部光明

【概要】

2012年12月、3年ぶりに政権に復帰した自由民主党は、日本経済の再生を最優先課題に掲げ、「強い経済」を取り戻すための経済政策パッケージ「アベノミックス」（通称）を1月初めに打ち出した。それは「3本の矢」によって目標達成を狙ったものであり、第1の矢（金融政策）、第2の矢（財政政策）はすでに実施過程にあり、第3の矢（成長戦略）は今後具体化される見通しである。本稿は、この政策パッケージの内容と特徴を整理するとともに、その評価を2月末現在で試みたものである。その結果（1）この政策パッケージへの取り組みに伴って円高の修正（円安化）が進む一方、株価は急上昇するなど市場は政策を高く評価している、一方（2）金融面で超緩和を推進してもそれが大きな効果を持つかどうかは疑問が多い、（3）財政面での支出拡大（大幅な補正予算）の効果は専ら短期的なものであり経済の構造変化に結びつく項目は多くない、（4）成長戦略と称する対応は日本経済の構造変革にとって適切な項目が多数盛られており、それらの具体化と円滑な実施がアベノミックスの命運を握っている、などを主張した。

はじめに

日本の景気は、2008年の米国リーマン・ショックの発生から4年以上経過しても、依然がかばかしい展開を見ないまま推移していた。こうした状況下、2012年12月の衆議院議員総選挙では、それまで政権を担ってきた民主党が大敗する一方、日本経済の再生を最優先課題に掲げた自由民主党（公明党との連立政権）が圧勝、再び政権に復帰した。

* 本稿は「ビジョン研究会」（座長 久水宏之氏）の第38期第4回会合（2013年1月23日。於日本プレスセンタービル、東京都中央区）および第38期第5回会合（2013年2月20日）で報告した内容を大幅に拡充したものである。参加者から有益なコメントをいただいた。なお、本稿は明治学院大学『国際学研究』44号（2013年11月刊行）に掲載される予定である。

そして安倍晋三氏が総理の座に就くや否や「強い経済」を取り戻すための積極的な経済政策パッケージ「アベノミックス¹」（通称）を1月11日に閣議決定して公表した。為替市場では、政権交代が予想された衆議院解散時前後からすでに円高修正（円安化）の動きが継続する一方、株式市場でも、同様に株価の上昇が目立っている。この結果、現時点（2013年2月下旬）では日本の景気の流れが一転上昇に向かっているようにうかがわれ、先行きについての期待感も高まっている。

本稿では、まず安倍内閣の経済政策の考え方を整理し、次いでこの2か月間みられた市場のこうした顕著な動きにとって、「アベノミックス」がどのように、そしてどの程度影響したかを評価するとともに、今後進行が見込まれる幾つかの政策項目を評価する。

以下、第1節では、政策パッケージの概要をまとめるとともにそれを全体として評価する。第2節では、政策の「3本の矢」とされるうちの第1の矢である金融政策に関するアベノミックスの考え方と行動を評価するとともに、3月に交代する次期日本銀行総裁に求められる資格を整理する。第3節では、第2の矢である財政政策の考え方を検討する。第4節では、第3の矢とされる成長戦略のうち、幾つかの代表的な政策領域を取り上げて評価するとともに今後の課題を指摘する。第5節は簡単な結語である。なお本稿は、原則として2013年2月末現在の情報に基づいて執筆している。

1. 政策パッケージの概要とその評価

第2次安倍内閣の経済政策の内容は、平成25年1月11日に閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（内閣府2013）において知ることができる。その要点は、[図表1](#)のように整理できる。

政策パッケージの概要

まず、これまでの経済については、円高とデフレ不況が長引いた結果、製造業の競争力の低下、貿易赤字の拡大などが生じ、この結果、成長機会や若年雇用の縮小、復興の遅延など、閉塞感が払拭できない状況が継続しているとしている。そして、これに対応するには政策の基本哲学の変更が必要と指摘、これまでの「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へ転換して「強い経済」を取り戻すことが不可欠、とする思想を基礎に据えている。

¹ アベノミックス(Abenomics)とは、安倍(Abe)首相が展開する経済政策(economics)を意味する造語。かつて米国でレーガン大統領が掲げた経済政策がレーガノミックス(Reaganomics)と称された

具体的には、日本経済の再生に向けて、(1) 大胆な金融政策、(2) 機動的な財政政策、(3) 民間投資を喚起する成長戦略、という「3本の矢」によって、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指すことが謳われている。

図表 1 日本経済再生に向けた緊急経済対策（アベノミックス）の概要

-
- 政策手段：「3本の矢」で対応
 - 1) 大胆な金融政策
 - 2) 機動的な財政政策
 - 3) 民間投資を喚起する成長戦略

 - 第1弾としての対策
 - 1) 復興・防災対策
 - 2) 成長による富の創出
 - 3) 暮らしの安心・地域活性化

 - 運営方式
 - ・司令塔は日本経済再生本部（本部長は安倍首相）
 - ・その下に産業競争力会議（議長は安倍首相）
 - ・経済財政諮問会議（議長は安倍首相）を再起動
 - ・そのほかに規制改革会議、社会保障制度改革国民会議、総合科学技術会議などを活用
-

（資料）内閣府（2013）の記述を筆者が整理して作成。

そのための取組の第1弾として、(1) 復興・防災対策、(2) 成長による富の創出、(3) 暮らしの安心・地域活性化、を指摘している。そして、こうした政策パッケージを運営する司令塔として日本経済再生本部（本部長は安倍首相）を位置づけ、その下に産業競争力会議（議長は安倍首相）を置くとともに、民主党政権時には休眠していた経済財政諮問会議（議長は安倍首相）を再起動させるなどの体制を構築している。

政策パッケージの評価

こうした政策パッケージはどう評価できるだろうか。筆者としては、一部に大きな問題を含むものの、全体としてみれば中々良い政策セットになっているとまず評価したい。現に、それまでの行き過ぎた長期の円高が急速に訂正されるとともに、株価も急伸するなど、市場はこの政策パッケージを高く評価していることにそれが現れている。

ことにちなむ。

図表2 政権交代前後からの円相場と株価の推移

	2012年11月26日 (衆議院解散) A	12月17日 (自民党圧勝) B	2013年1月11日 (経済対策閣議決定) C	2月28日 (最近時) D	A→D
為替相場	83.63 円/ドル	86.70	90.22	93.51	-9.88 円/ドル (-11.8%)
日経平均株価	9388 円	9828	10801	11559	+1921 円 (+23.1%)

(資料) 筆者作成。

すなわち為替市場では(図表2)、金融の強力な緩和政策を掲げる自由民主党への期待が衆議院解散(2012年11月26日)前後からすでに円安への流れを形成、それ以降もほぼ一本調子で円安が進み、現在までの約3か月間で円は90円前半へと10円超(12%)の円安化が実現している。こうした円安化は輸出企業の業況を急速に改善させ、その効果が支えとなって景気全体の回復期待が強まったことから株価も上昇基調に転じ、日経平均株価はこの3か月間で約1900円(23%)上昇、2月末時点では11559円になっている。

政策パッケージとして評価できる点を具体的に言えば、2つ指摘できる。第1は、政策を「3本の矢」というかたちでイメージ面で簡潔かつ明瞭に取りまとめて分かりやすくしていることである(メッセージ性)。しかも、その3つの矢としては、マクロ経済政策を二つ(金融政策と財政政策)、ミクロ経済政策ないし構造政策を一つ(成長戦略)の合計3つを組み合わせることで経済全体をカバーするかたちになっていることも配慮が行き届いているといえよう。そして「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へという成長指向への転換も、デフレに悩んできた日本経済にとって適切な方向を指すものといえる。

評価できることの第2は、政策の実施順序ないしタイムテーブル(工程表、scheduling、sequence)が自然であり、かつ明示されている点である。第1の矢は、基本的に政治力の行使で対応した金融緩和の強化であった。これは政府と日本銀行の共同声明というかたちをとって1月22日に公表された(内閣府・財務省・日本銀行2013)。それに続く第2の矢は、国会の議決を要する財政政策であり、これは大型の補正予算案(平成25年度予算と合わせた「15か月予算」)として国会に提出され、2月26日に可決成立した。そして、第3の矢は、これら二つよりも検討に時間を要する各種の成長戦略であり、各種会議においてその検討が開始されており、その結果が概ね6月を目途に取りまとめられることになっている。

一方、以上の評価において留意しておくべき点もある。第1は、円高修正や株価上昇は政策効果を直ちに反映したものというよりも、景気回復への期待を先取りして市場が反応している面も少なくないことである（実績よりも期待の先行）。第2は、長期的にみると政策実施自体になお不確実性を伴っていることである。すなわち、3本の矢の性格を比較すると、第1の矢よりも第2の矢が、第2の矢よりも第3の矢が、それぞれ政策策定により多くの時間を要するだけでなく、具体的な政策実施に際してもより大きな努力を要する（利害関係の調整が容易でない面を持つケースが多い）。このため、第3の矢の実施には、その前の二つの矢にはない障壁がありうるので、政策パッケージが奏功するにはなお不確実性がある。政策実施の容易さないし困難さ（それは持続的成長にとって効果の大きさをも意味する）をイメージとして示せば、下記のように表現できよう。つまり、アベノミックスの成否を長期的に左右するのは第3の矢ということになる。

第1の矢(金融政策) < 第2の矢(財政政策) < 第3の矢(成長戦略)

2. 第1の矢：金融政策と日本銀行総裁人事

まず第1の矢である金融政策から見て行こう。以下では(1)金融政策の効果波及経路と円安・株高の関係、(2)大胆な緩和の留意点と効果の限界、(3)物価安定目標（消費者物価2%上昇）の導入、(4)日本銀行総裁の条件、を順次述べたい。

(1) 金融政策の効果波及経路と円安・株高の関係

まず、金融緩和政策を強化するという予想が広がったことにより、上記のとおり円安と株高が進んだ面が大きいことは間違いない。しかし、それを適切に評価するには、金融政策の効果はどのような経路で波及していくのかを整理して理解しておくことが不可欠であり、それをもとにして判断する必要がある。それを踏まえると、現在までに現れている金融の一段緩和予想の効果には、相当大きな留保条件が付くものであり、また今後の直接的な効果には大きな限界があるとみるべきことがわかる。

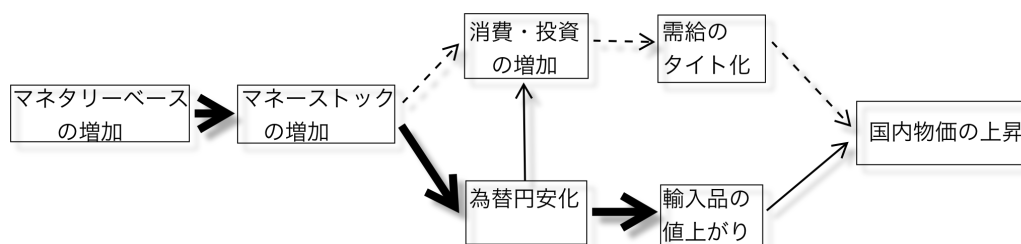
そこで、これまでの国内外の各種研究をもとに金融政策の効果波及経路を整理してみよう（**図表3**）²。すると、その経路は(1)国内要因を介して波及する経路（点線で示した経路）、

² 詳細は岡部（1999：第14章）を参照。なお図表2はそこに含まれる図14-5を簡略化したものである。

(2) 為替相場を介して波及する経路（実線で示した経路）³、の二つに大別できる。短期金融市場における金利は、近年事実上ゼロである⁴ので、市場金利低下の効果はもはや存在せず、金融緩和の強化という場合には「量的緩和」とその効果を意味することになる。

図表3 金融の量的緩和によって期待される効果

（国内的な経路、為替相場経由の経路の二つがある）



（注）市場金利はゼロなので金利低下の効果はない。

（資料）筆者作成。

金融緩和を強化することは、日銀がまずマネタリーベース⁵を一段と積極的に増加させ、その結果としてマネーストック⁶の増加を図ることを意味している。これは、円という通貨の供給量増大をもたらすので円相場下落（為替円安化）をもたらす（上述した経路2）。その結果、とくに輸出産業において収益が改善すると予想されるので、株価が上昇することになる。これが現在までに見られた動きである。その後、もし輸出産業を中心に企業投資が活発化し、さらに個人消費も増加するという循環が始まれば、経済全体の需給が引き締まることによって景気ならびに物価の上昇に結びつくことになる（ただし現段階ではまだそこに至っていない）。一方、円安化は、輸入品の値上がりという面からも国内物価の上昇をもたらす。これが為替相場を経由する効果波及のメカニズムである。

³ 為替相場を介して波及する効果を最も重視するのがマンデル=フレミングモデルである（岡部1999：476ページ）。

⁴ 日本銀行は、2010年10月以降「無担保コールレートを0～0.1%程度で推移するよう促す」政策を取ってきている（日本銀行『金融経済統計月報』「金融市場調節方針」、2013年1月号）。

⁵ 日本銀行が民間金融機関に供給する通貨の量。現金通貨と民間金融機関の日銀当座預金残高を合計したもの。ちなみに、2013年1月末の残高は130.9兆円（日本銀行『金融経済統計月報』2013年2月号）。

⁶ 民間金融機関から経済全体に供給されている通貨の総量。一般企業・個人・地方公共団体・地方公営企業など、金融機関や中央政府を除く経済主体が保有する通貨量の総額。ちなみに、2013年1月末の残高は829.9兆円（日本銀行『金融経済統計月報』2013年2月号）。

金融緩和の強化が作用するもう一つの経路は、国内的経路（上述した経路1）である。この経路は多様であることが従来から知られている（岡部 1999：第14章）。そのうち代表的なルートとしては、(1) 銀行貸出の積極化によって企業投資や住宅投資が増大する効果、(2) 金利低下によって設備投資を増大させるとともに貯蓄を減少（消費を増大）する効果、(3) 資産価格上昇によって設備投資を増大させ消費も刺激する効果⁷、などがある。このうち、(1) は金融の量的側面（アベイラビリティ）に起因する効果、(2) は金利面に起因する効果、(3) は資産価格に起因する効果、と性格づけることができる。これらが作用すれば景気が上昇し、それが企業収益の上昇と株価の上昇をもたらすことになる。

以上の整理をもとに現状を評価すれば、円安化・株価上昇というこれまでにみられた現象は、金融政策が持つ効果のうち、もっぱら為替円安化による景気押し上げ効果（経路2の効果）が現れたものであること、そして国内的要因を経由する景気押し上げ効果（経路1の効果）が大きく作用したわけではないこと、が分かる。ここにアベノミックスの金融効果の特徴がある。そして、ここには次に述べる留意点があるうえ、長期的に見ても大きな限界が潜んでいることに注意する必要がある。

(2) 留意点と効果の限界

金融面での強力な緩和推進期待が円安化・株価上昇をもたらしたことは事実であるが、その解釈においては、次のような重要な留保が必要である。そして、それは今後における金融緩和効果の限界を意味するものでもある。そうした留意点は3つに整理できる。

もっぱら為替相場を経由する効果波及経路

留意すべき点の第1は、これまでに作用したのは、上述したとおり金融緩和が持つ効果のうちもっぱら為替相場（円安化）を経由して景気が上昇する経路であり、その経路が作用したに過ぎないことである。

標準的な経済状況の下で金融緩和政策（利下げあるいは量的緩和ないし両者の組み合わせ）を取る場合、その効果は国内経路と為替相場経路の二つが作用してその効果が生じることが、上記の通り理論的にも実証的にも知られている。しかし今回、政策効果が発現した（あるいはそれに基づく予想が広がった）のはもっぱら後者の経路であり、前者の経路による効果発現を示唆する事実は、少なくとも現時点では限定的なものにとどまっている。これは、

⁷ それぞれ「トービンのq」効果、資産効果、と称される。

現在の日本経済の状況を前提とする場合、金融緩和効果には相当限界があることにも関連する。この点は第3の留意点として後で詳説する。

底流にはすでに円安要因が蓄積

留意点の二つ目は、金融緩和期待が円安をもたらしたのは事実であるが、今回の円安化には金融緩和以外にも重要な要因があり、そうした要因も大きく作用した結果として急速に円安化したことを認識する必要がある。つまり、緩和期待の高まりは確かに円安への引き金を引いたといえるが、緩和期待だけで急速かつ大幅に円安化した、とはいえないことである。

この時期には円安をもたらす重要な要因がすでに底流にあり、それが金融緩和期待の強まりによって現実には円安が進行したと理解する必要がある。そうした要因としては二つある。

第1は、欧州通貨ユーロないし欧州金融市場の不安が小康状態となったため、それが円安に作用したことである。2012年のギリシャにおける経済危機の発生は、一時欧州通貨ユーロの信認を揺るがし、この結果ユーロや米ドルよりも比較的安全とみられた日本円に資金が逃避する動きが広がり、これが円高（円高のオーバーシュートとってよかろう）をもたらしていた。しかし、その後ギリシャ支援策が決定するなど、基調的な問題は残しつつも2012年後半には一応小康状態となった。この結果、円に逃避していた資金が再びユーロや米ドルに還流する動き（円の売却）が発生したため、異常な円高が修正される素地がすでに形成されていたわけである。

第2は、このところ日本の貿易収支の黒字が縮小傾向を続け、最近はついに赤字に転じたため、それが基調的に円安をもたらす圧力となっていたことである。日本の貿易収支（より一般的に言えば経常収支）の黒字は、理論的にみて円高要因であり⁸、また経験的にも円高に作用してきた。このため、日本の貿易収支の黒字縮小あるいは赤字化は、円安に作用する要因である。

現に、これまでの貿易収支と円相場をみると、概してそのような関係がみてとれる

⁸ 為替相場を長期的に決める要因は、貿易が行われる2国間での物価上昇率の差異である（国際経済学の標準理論である購買力平価理論）。例えば、日本の物価上昇率が米国のそれよりも低ければ、米国では自国品よりもより安価な日本品への需要が高まり、その結果、日本からの輸入が増大する（それとともに日本への輸出が減少する）。この結果、日本の貿易収支は黒字になる（日本では米ドルの受取額が増加する）。このようにして増大する米ドル受取額は、日本企業として従業員への賃金支払い等のため外国為替市場で売却して円貨に交換する必要がある（ドル売り・円買いの圧力が生じる）。このため、貿易収支の黒字は円高要因として作用する。

(図表4)。しかし、ここ3~4年は、日本の貿易収支の黒字縮小ないし赤字化がみられた⁹にもかかわらず、円相場が大幅に上昇するという動向(つまり従来のパターンから予想される程度を遙かに超えた円高化)が生じていたことがわかる(同図)。このように、円相場の基調をこのように円安方向に導く要因がすでに底流に発生していたため、金融緩和強化のアナウンスメント効果が引き金となって現に円安化した、という面があったことを無視できないわけである。

図表4 貿易収支と円相場

(黒字縮小あるいは赤字化は円安をもたらすというのが従来の経験則。しかし、ここ3~4年はそれに反して円高化していた)



(注) 貿易収支は、2009年までは三か月移動平均値(月額)、それ以降は年間平均値(同)。
(資料) 筆者作成。

金融緩和の国内的経路は期待薄

留意点の三つ目は、金融緩和を強力に進めるとしても、上述した国内要因を経路とした景気引き上げ効果には大きな限界があると予想されることである。金融緩和効果は、二つの経路のうち作用するのはもっぱら一つなので、いわば片肺飛行にとどまる可能性が大きい。換言すれば、金融面で国内要因を介してまで景気引き上げを図るような緩和を強行するならば、経済全体として大きなリスクを伴う状況にある、といってもよい。なぜそうなのか。これを

⁹ 黒字縮小ないし赤字化の原因は(1)東日本大震災による工場の被災による自動車などの生産ストップ、急速な円高化による日本品の割高化、などにより輸出が減少したこと、(2)原子力発電所の運転停止を火力発電でまかなうための液化天然ガスの輸入急増、原油や石油製品の値上がり、などにより輸入が増大したこと、による。

以下でやや詳細にみることにしたい¹⁰。

金融政策の効果には非対称性

先ず、より大きな視点に立ってみると、金融政策の効果は元来、引き締め政策は確実に効果を持つものの、緩和政策の効果は不確実であること（政策効果には非対称性があること）を再度認識する必要がある。比喩的にいえば（図表5）、乗馬に際して馬の手綱を引けば馬のスピードを落とさせること、あるいは歩行を止めることは、確実にできる。しかし、手綱を緩めた場合には、馬が直ちに歩行を始めるか、あるいは直ちに走り出すかどうかは不確実である。元気な馬（高度成長期の日本）であれば手綱を緩めれば直ちに走り出す可能性が少なくないが、体調の悪い馬ないし病弱な馬（活力を喪失している近年の日本経済）の場合、手綱を緩めただけで直ちに歩行ないし走行を期待するのは困難と考えるのが妥当であろう。したがって、アベノミックスでは「第3の矢」である成長戦略が決定的に重要な要素となる（後述）。

図表5 金融政策の効果には非対称性

（手綱と馬の動きの関係に類似）



引き締め



緩和

（資料）岡部（2012）。

日本企業はすでにカネ余りの状況

金融の量的緩和を強めても、その効果が限定的と考えられる大きな理由の一つは、日本企業を全体としてみると1990年代末以降すでにカネ余りの状況にある点にある。金利がゼロ

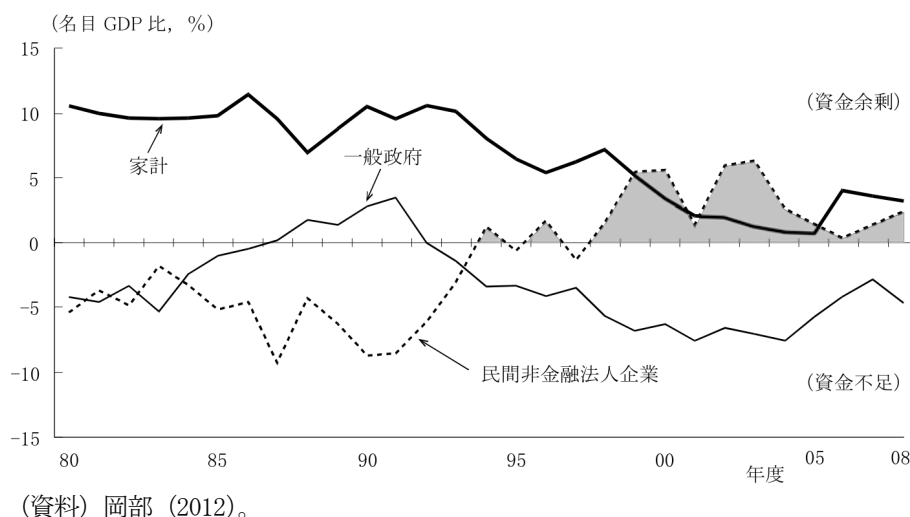
¹⁰ 以下の議論は岡部（2012）の要約である。詳細は同論文を参照されたい。

に近い水準にあり、かつ企業がカネ余り状態にある状況のもとで量的緩和策を強化しても、企業行動に与える影響（効果波及の経路1）が限定的であるのは明らかである。

企業がそうしたカネ余りの状況にあることは、資金循環統計によって確認できる（図表6）。高度成長時代以降、常に借り手であった事業会社（民間非金融法人企業部門）は、1990年代半ば以降一転して貸し手に転じる一方、政府部門の資金不足額が傾向的に拡大している。つまり、近年は「家計に加えて企業でもカネ余り、政府ではカネ不足」というのが日本の資金循環の基本構図になっている。このような状況にあるとき、企業にとって金融が量的側面から大きな効果を持つことを期待しがたいことは、明らかである。

図表6 部門別資金過不足の動向

（企業部門は従来カネ不足、しかし1990年代後半以降は継続的にカネ余り）



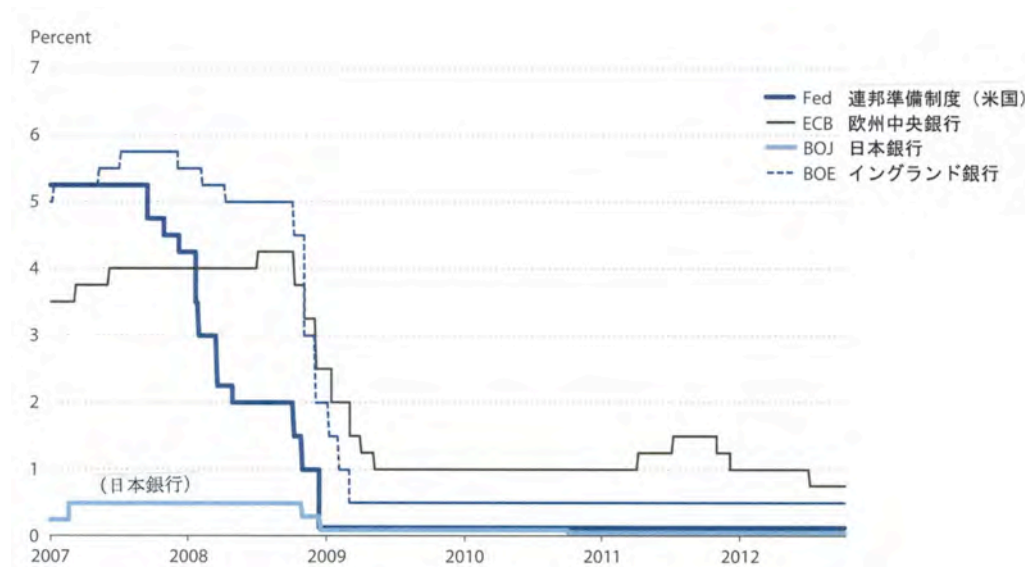
このような状況の下で量的緩和策の強化(基本的には国債の買い入れ増大によって対応される)が図られるならば、それは企業部門の生産や投資の活発化に資するというよりも、政府の資金繰りを助ける要因として作用する可能性（財政規律弛緩のリスク）が大きくなる。金融市場において、仮に日本がそうした事態に向かっているという見方が広がるならば、日本の国債は先進国で例のない高水準の発行残高を抱えているだけに、国債の信用低下から投げ売り（利回り急騰）が発生する可能性がある。そうなれば、財政赤字の資金調達に際して政府は高利息を付さなければならず、それが財政赤字をさらに拡大させて国債発行残高の累増をもたらす（悪循環の発生）。逆に、そうした事態を回避しようとして日本銀行が国債の買い支え行動に出るならば、財政規律の喪失、国債の信認低下、国債投げ売り、といった悪循環に陥り、日本の経済システムに大きなダメージを与える可能性がある。このような悪循環

環は何としても回避する必要がある。

日本銀行は金融緩和をもっと進めるべし、とする議論は国内外で従来から少なくない。しかし、それらの論者は、日本における近年の資金循環の実情、ないし日本企業の金融面の実情を理解し、それを前提にしたうえで議論をしているかどうかには大きな疑問がある。その面の理解を欠いたままで単純に緩和推進を主張すること（緩和効果の波及メカニズムへの言及を欠落させたまま緩和推進を主張すること）は、無責任のそしりを免れまい。

ここ10年余りの間、日本銀行は政策金利水準の引き下げ（その究極の姿としてのゼロ金利政策の実施）、それに続く量的緩和政策など、世界の主要中央銀行の中で金融緩和の推進とその手段の開発において先駆的役割を果たしたこと¹¹を正当に認識する必要がある。ちなみに、主要中央銀行が政策誘導の対象としている金利の動向をみると（図表7）、日本銀行の誘導金利（無担保翌日物コールレート）は、主要中央銀行と比べても早い段階から低位にあるうえ、圧倒的に低い水準で推移している。

図表7 4つの中央銀行の政策金利の推移



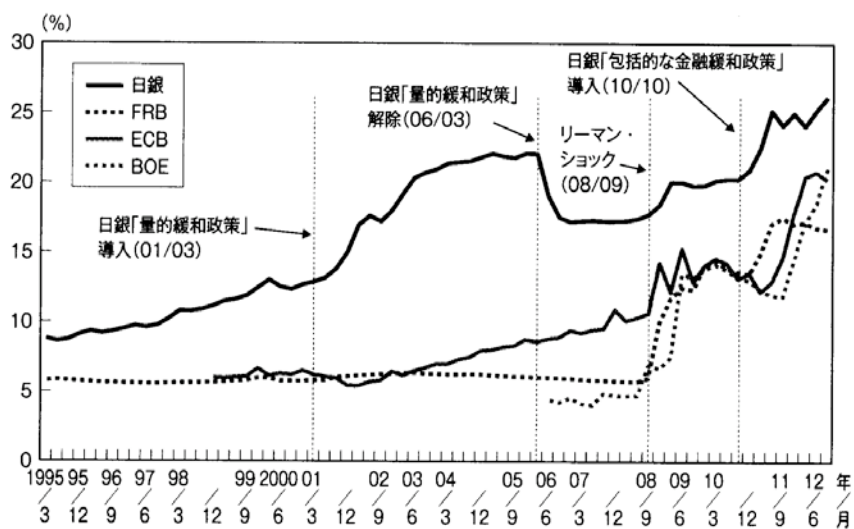
(資料) Fawley and Neely (2013)の第1図。

また資金供給量をみても、日本銀行は、近年の世界主要国に先んじて強力な緩和政策を進めてきた結果、どの国と比べても現在の緩和度合いは際立っている。例えば、マネタリーベ

¹¹ 日本銀行の福井俊彦総裁（当時）は、日本金融学会の特別講演において量的緩和政策という新しい政策枠組みを説明、その結びとして「デフレ脱却のために闘っている日本銀行の経験は、いずれ、21世紀の金融論の教科書に重要な何章かを加えることになるものと信じております」（福井 2003）

図表8 マネタリーベースの対GDP比率

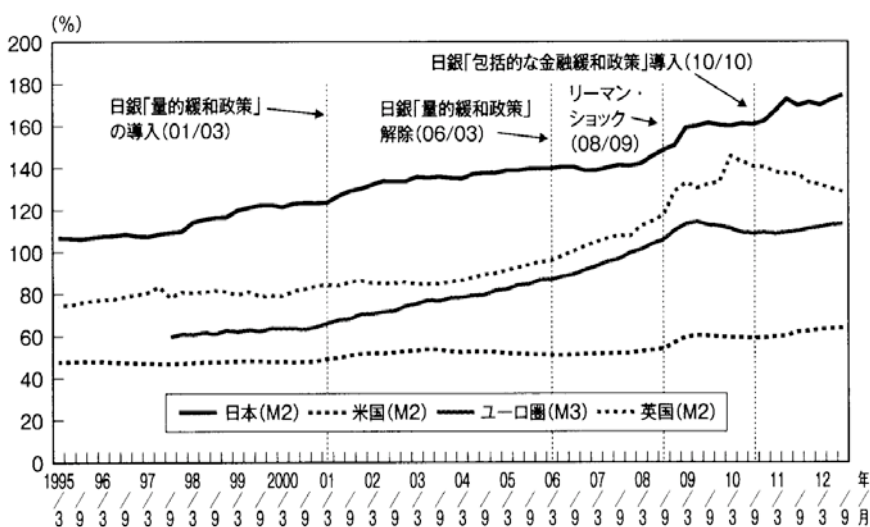
(日本が最高)



(注) FRB は米国連邦準備制度、ECB は欧州中央銀行、BOE はイングランド銀行。
 (資料) 梅田 (2013) 図表 1-11。

図表9 マネーストックの対GDP比率

(日本は米国の3倍)



(資料) 梅田 (2013) 図表 1-12。

ースの対GDP比率は日本が最高であり (図表8)、マネーストックの対GDP比率も日本は米国の3倍に達している (図表9)。緩和度合いを国際比較するに際しては、リーマン・ショック直前の水準を基準とし、それ以降の推移を描いたグラフを用いる場合が少なくない

と述べている。

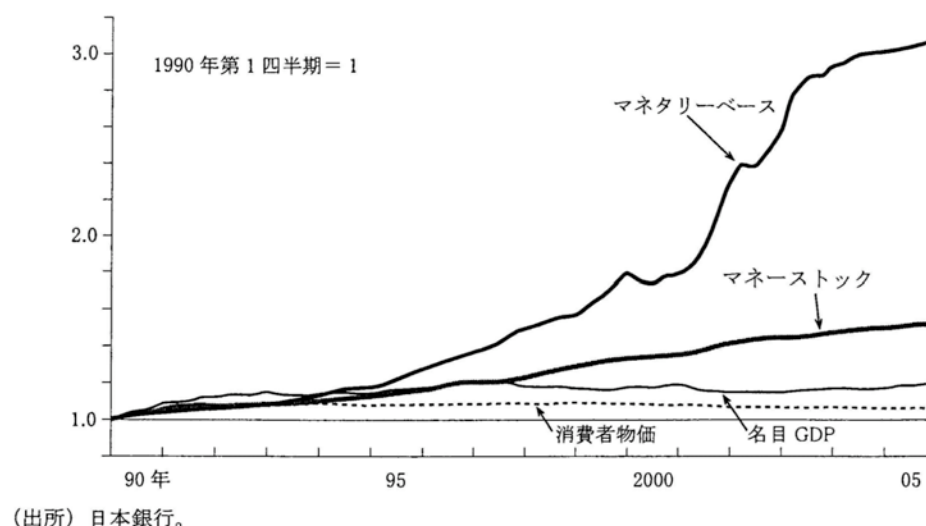
が、そうした図では日本銀行の緩和が不十分という印象を与えてしまう。緩和度合いをより適切に理解するには、これら二つの図のように、マネタリーベースあるいはマネーストックの水準を経済活動水準と対比して（対GDP比率によって）で判断する必要がある（梅田2013）¹²。

量的緩和の効果は経験によればきわめて限定的

日本銀行は世界に先駆けて各種の非伝統的金融政策（unconventional monetary policy）を実施してきた。その第1は、1999年2月にスタートした「ゼロ金利政策」である。これは、日銀が短期金融市場における誘導目標金利である超短期金利（コールレート）をゼロにまで引き下げる政策運営のことである。しかし、その後デフレ懸念が強まったため、日銀はさらに強力な緩和政策を2001年3月に採用した。それが第2の非伝統的政策である「量的緩和政策」（quantitative easing policy）である¹³。その効果がどのようなものであったかの要点は、**図表10**のように理解できる（岡部2012）。

図表10 金融緩和と物価の関係

（企業部門がカネ余りにあるとき、量的緩和をしても物価は上がらない）



¹² ただし、このような視点は世間であまり認識されてこなかったことであり、日銀も十分に丁寧かつ上手に説明してきたとはいえ「日銀のコミュニケーション戦略は、PR上手のFRB（米国連邦準備制度）やECB（欧州中央銀行）に比べて大きく見劣りすると言わざるをえない」（梅田2013：vi ページ）。

¹³ このような量的緩和政策は、その後リーマンブラザーズが破綻した2008年9月以降、世界金融危機に対応するため米国の連邦準備銀行をはじめとする各国中央銀行によって採用され、現在では“QE”（quantitative easing）という略称とともに世界主要国で採用される政策となっている。

まず、日銀が直接コントロールできるマネタリーベースの水準は、量的緩和政策を開始した2001年以降急増しており、確かにそれを増大することに成功している。しかしその次の段階として期待されたマネーストック（経済全体に行き渡る通貨供給量）は、従来のような非常に緩やかな上昇傾向を続けただけである。そして、その次の段階に位置づけられる名目GDPの水準や消費者物価の水準は、ともに量的緩和政策実施後もほとんど上昇しなかった。これが現実の姿であった。つまり量的緩和政策の開始から5年後までの実績をみると、マネタリーベースは確かに極端に増加させたものの、最終的な目標である物価はほとんど上昇せず、デフレ脱却という政策目標は、量的緩和政策を実施しても達成できなかった¹⁴。

その後、最近にかけての量的緩和政策はどのように評価ができるのか。それを要約したものが図表11である。すなわち、日本の景気は2002年以降回復傾向を示し、2005～2006年には企業（全産業・全規模）の景況感も全体として良好となった。このため、日銀はマネタリーベースの増加を抑制する方針に転換し、2006年には残高を減少させた。その後、米国リーマンブラザーズの破綻（2008年9月）による世界金融危機の深刻化などに対応するため、マネタリーベースを再び増加させる政策を採用し、それを現在まで継続している。しかし、マネーストックの伸びは、この間依然緩やかにとどまり、企業の景況感も芳しくない状態で推移、そして消費者物価も緩やかな下落基調が改まることはなかった。つまり、量的緩和政策によってデフレを脱却するという政策目標は、2005年以降現在までなお達成することはできず仕舞いである。

図表11 通貨関連指標の動向

	マネタリーベース		マネーストック		(参考1)企業	(参考2)消費者
	残高(兆円)(前年比、%)		残高(兆円)(前年比、%)		の景況感	物価(前年比、%)
2004年	115	(+ 4.1)	696	(+ 2.1)	1	0
2005年	116	(+ 0.9)	708	(+ 1.8)	5	-0.3
2006年	94	(- 18.8)	713	(+ 1.0)	8	0.3
2007年	95	(+ 1.3)	728	(+ 1.6)	2	0
2008年	101	(+ 5.5)	741	(+ 2.1)	-24	1.4
2009年	105	(+ 4.5)	764	(+ 2.7)	-32	-1.4
2010年	109	(+ 3.5)	782	(+ 2.8)	-11	-0.7
2011年	125	(+14.2)	806	(+ 2.7)	-7	-0.3
2012年	138	(+10.7)	827	(+ 2.5)	-9	0

(注) マネタリーベースは年末残高。マネーストック(M₂)は年中平均残高。企業の景況感は調査全産業、全規模における「良い」とみる企業の割合から「悪い」とみる企業の割合を引いた値(各年の最終調査時点)。消費者物価は年平均。

(資料) 日本銀行「金融経済統計」をもとに筆者作成。

¹⁴ 政策効果がこれら各段階で波及しなかった理由の詳細は、岡部(2012)を参照。

以上から明らかなように、量的緩和政策は、確かに金融市場に安心感を醸成した一方、長期金利に対して若干の引き下げ効果があったことも確認される（植田 2006）。その点では一定の効果があったといえる。ただ、そこからさらに進んで景気刺激効果ないし物価上昇効果があったことは検出できていない。これまでのこのような経験は、量的緩和政策の効果の限界を示している。

アベノミックスは金融の一段緩和を標榜しているが、(1) そこでいう「緩和」は具体的にどのような状況を政策的に作り出すことなのか、(2) その状況はどういう手段で達成できると考えているのか、そして (3) それがどのようなメカニズムで景気上昇をもたらすと想定できるのか、(4) その副作用（リスク）をどう考えているのか、など基本的な論点が残念ながらほとんど明らかにされていない¹⁵ ¹⁶。

アベノミックスの金融政策は、確かに、金融緩和を強化するとのメッセージによって円高修正（円安化）をもたらし、その結果、輸出回復を主因とする景気上昇予想とそれを反映した株価上昇を生む効果をもたらしている。しかし、為替相場経路以外の国内的経路による景気上昇効果は、上述したとおり期待できる条件が備わっておらず、むしろ日本の経済システムにとってリスクを含むものである可能性が大きい。ここに大きな留保条件がある。

(3) 物価安定目標（消費者物価2%上昇）の導入

アベノミックスの第1の矢である金融政策においては、インフレ目標の導入（政府の強い働きかけによって日本銀行が導入したこと）が一つの重要な対応である。ここでは、その評価を試みたい。

日本銀行は、2013年1月22日に大きな政策変更を行った。すなわち (1) 従来は「中長期的な物価安定の目途」として「消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」としていたが「目途」を「目標」に置き換える、(2) 目標としては消費者

¹⁵ 閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（内閣府 2013）、あるいは「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）のいずれにおいても、これらの点についての具体的な言及はみられない。なお、The Economist 誌（2013年2月16日号、13ページ）は「インフレ（目標値2%）の発生を国民に確信させることによって実質金利（インフレ率を差し引いた金利）が低下し、その結果、投資や消費支出の増加が期待できる」と指摘、これが金融緩和が作用するメカニズムであるという「解説」を与えている。

¹⁶ 金融政策は従来、物価安定を主目標として運営することで事足りたが、最近20年間はその前提が大きく変化してきている。すなわち、金融政策と金融システム安定化政策の一体化、短期金利がゼロに低下したことに伴う操作手段の喪失、金融政策と財政政策の境界不明確化などである。これらの詳細は翁（2013）に詳しい。アベノミックスの金融政策は、端的に言

物価の前年比上昇率2%とする、という変更である。公表資料（日本銀行2013）によれば、「目標」と表現することが日本銀行の考え方を伝えるうえでわかりやすく適当であり、また成長力の強化が進展してゆけば現実の物価上昇率が徐々に高まるので目標を2%に設定した、との説明がなされている。

まず、インフレ率2%という政策目標は、政府（安倍内閣）が従来から表明しそれを日本銀行に強く求めていた数値である。このため、この値が実質的に日本銀行に押し付けられた形になっていること（日本銀行が独自に設定した値でないこと）は否めない。しかし、制度上の原則論からいえば、民主主義制のもとでは政府は選挙における国民の投票結果を直接反映して行動するのが建前であるから、政府から政策目標を与えられるのは制度的に納得すべきことに属する¹⁷。

ただ、2%という目標値の水準には議論の余地がある。公表された1月22日の日本銀行政策委員会の議事要旨によれば、現に2人の審議委員は（1）消費者物価でみたインフレ率2%という値は過去20年間ほとんど実現したことがないので現実的でない、（2）もしその目標を達成できなければ金融政策の信認を毀損するおそれがある、ことなどを理由にこの数値に反対投票をしている（2%目標はこの2人以外の7人の委員の賛成によって決定）。

確かに、1980年代後半、金融の行き過ぎた緩和がなされた時期（バブル期）を含む5年間（1986-90年）をみてもインフレ率は年平均1.3%に止まった。それにもかかわらず資産価格が暴騰しバブル経済が発生した。こうした歴史を想起する必要がある。仮に、今後インフレ率が1.5%にまで上がり、そこで資産価格バブルが発生しているような場合が発生したとしよう。この場合、どう対応するのか。インフレ率目標は2%だから、そのような事態でもさらに緩和を維持するのかどうか。その点がはっきりしていない。発表文では「そういうリスクは常にウオッチしてゆく」旨が書かれているが、2%という目標値にはかなり大きなリスクを含むといえよう。そして、上記の国内的経路を介する政策効果が期待できない状況にあることも併せて考えるならば、アベノミックスが標榜する金融政策には、理由なき過大

えばこうした面での認識が乏しいことに問題がある。

¹⁷ これは中央銀行の独立性に関する重要な論点につながる。中央銀行の独立性は、人類が歴史的に獲得した知恵であるが、その議論においては二つの概念を区別するのが適当である（岡部1999：522-523ページ）。その二つとは、最終目標に関する独立性（goal independence）、政策手段に関する独立性（instrument independence）の区別である。前者は、最終目標を政府（議会）から与えられるのではなく中央銀行が自由に選択できる状況を指す。後者は、中央銀行が政策目標を達成するための操作目標や手段を自由に選択できる状況を指す。世界の中央銀行をみると、これら二つのいずれの場合もあるが、物価安定にとってより重要なのは、後者の意味での独立性である。

期待があるように思われる。

(4) 日本銀行総裁の条件

安倍内閣が金融政策に影響を与える手立ての一つが、新しい日本銀行総裁の任命である（現在の白川総裁は3月19日に退任予定）。安倍総理は、日銀総裁の条件として大胆な金融緩和が出来る人でなくてはならないことを強調している。一方、麻生副総理（財務大臣）は語学ができ、組織を運営できる、健康な人、であることが条件だとしている。

それぞれ一理あるようにみえるが、それを考える上で大切なのは日本銀行の基本的な役割に立ち返って根本から考えることである。その手がかりとして、学究派エコノミストである鈴木淑夫氏（元日銀理事）が20年ほど前に出した書物（鈴木1993）において日銀総裁の適格条件を論じた箇所を引用しよう。そこでは、吉野俊彦氏（元日銀理事）がかつて列挙した7つの条件が引用されている（吉野氏の主張は現在からみると35年前のことになる）。すなわち、①政府に対して強力な主張ができる人、②民間金融界と広く接触のある人、③民間企業の実情を知った人、④消費者の立場に立って物を考える人、⑤学者やエコノミストの意見を尊重する人、⑥日本銀行の内部機構を活用できる人、⑦海外の金融当局と直接語り合える人、この7つである。

鈴木氏は、その他にも追加すべきことが2つあるとして、8番目、9番目の条件を追記している。すなわち⑧物価安定最優先が国民生活向上の基礎であり、物価の持続的上昇（インフレーション）は常に金融政策の責任であることを、豊かな知識と経験に裏付けられた信念として持っている人、⑨清廉潔白の人、である。

両氏が指摘した諸条件は、当時の日本銀行が中央銀行としてふさわしいかたちで制度的に位置づけられていたかどうかを反映した面がある。つまり、両氏にとっては、戦時下で（昭和17年に）制定され国家総動員的な色彩が強かった当時の日本銀行法の条文¹⁸を国際標準の制度に改めること（具体的には日本銀行の政府からの独立性を明記する必要があること）が強く意識されていた。このため、総裁が満たすべき条件のトップとして「政府に対して強力な主張ができる人」が挙げられていた。幸いその後、1998年に日本銀行法が全面改正され、国際標準といえる中央銀行の独立性¹⁹が明記されて現在に至っている。

¹⁸ 旧日本銀行法において日本銀行は「国家経済の総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズル」（第1条）ことがその任務とされ、「専ラ国家目的ノ達成ヲ使命トシテ運営セラル」（第2条）べきと規定されていた。

¹⁹ 改正日本銀行法（平成9年施行）においては「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な

筆者も、これらの条件は基本的に現在でも妥当すると考えるが、このうち2つの条件をとくに重要なものとして強調したい。ひとつは「⑦海外の金融当局と直接語り合える人」である。一般には十分知られていないかも知れないが、日銀総裁は中央銀行総裁が立ち入った意見交換をする場である「BIS（国際決済銀行）月例会議」（通訳は付かない）に出席することが重要な仕事のひとつである。このように国際的にも重要な任務が多いので、これをこなせるだけの国際的な経験あるいは国際的な場において討論ができる人物でなくてはならない。

もう一つは「⑨清廉潔白の人」という条件である。日本国内においては、これが格別に議論の対象になることは比較的少ないが、この条件は国際的にみると中央銀行総裁に関する重要要件の一つになっている。もしこれを満たさない人が総裁になれば日本銀行への信用が揺らぎ、ひいては信用によって成り立つ金融システム全体に悪影響を及ぼすことが不可避であるからである。

こうした認識ことは、イングランド銀行（英国の中央銀行）の総裁が昨年公募されたときの広告文（図表12）をみても明らかである²⁰。そこで列挙されている総裁の条件は、(1) 中央銀行又は中央銀行関連組織での勤務経験、または大手金融機関トップの経験、(2) 強力なリーダーシップ、組織運営と政策スキル、(3) 金融市場に関する高度かつ深い理解、優れた経済知識、(4) 強力な伝達能力、優れた対人関係スキル、疑念のないインテグリティと名声、である²¹。

以上、国内外の二つの資料をもとに著者が強調したいのは、種々の条件の中でも、海外の中央当局と英語で議論できる人、そしてインテグリティに疑念のない人、である²²。次期総裁には、この2点も含め上記諸条件を十分に満たす人が就任することを期待している²³。

発展に資することをもってその理念とする」（第2条）ことが明示され、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない」（第3条）と規定され、日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保が謳われている。


²⁰ 中央銀行総裁を世界中から公募するという発想自体とても興味深いことといえる。

²¹ ちなみに今年（2013年）6月に任期が切れる現総裁の後任には何とカナダ銀行総裁が就任することとなった。これに伴って空席になるカナダ銀行は、その総裁公募の広告を2012年1月に発表している。

²² これまでの新聞報道によれば、この2ついずれの条件とも満たさない人物も候補者として含まれているようにみえるので、政府の適切な判断が求められる。

²³ 政府はその後、黒田東彦氏（アジア開発銀行総裁、元財務省財務官）を総裁に指名、3月15日に国会の承認を経て3月20日に同氏が日本銀行総裁の新しい総裁に就任した。

図表 1 2 イングランド銀行総裁の公募広告



HM TREASURY

Governor of the Bank of England

The position of Governor of the Bank of England will fall vacant when Sir Mervyn King retires in June 2013. The Governor leads the Bank of England, and plays an important role in setting monetary and regulatory policy, chairing the Monetary Policy Committee, the Financial Policy Committee and (from next year) the board of the Prudential Regulation Authority. The Governor represents the Bank in important international fora, such as the G7, G20, the European Systemic Risk Board and the Bank for International Settlements in Basel. The Governor is an executive member of the Bank's Court of Directors.

The Governor will work closely with the Chancellor of the Exchequer and HM Treasury, which is responsible for setting the framework under which the Bank operates.


The new Governor will lead the Bank through major reforms to the regulatory system, including the transfer of new responsibilities that will see the Bank take the lead in safeguarding the stability of the UK financial system.

The successful candidate must demonstrate that they can successfully lead, influence and manage the change in the Bank's responsibilities, inspiring confidence and credibility both within the Bank and throughout financial markets.


The successful candidate will have experience of working in, or with, a central bank or similar institution; or will have worked at the most senior level in a major bank or other financial institution. He or she will demonstrate strong leadership, management and policy skills; will have an advanced understanding of financial markets and good economic knowledge. He or she will be a strong communicator, have good interpersonal skills and will be a person of undisputed integrity and standing.

To download an application pack please visit <http://publicappointments.cabinetoffice.gov.uk>. Alternatively, for a hard copy please email boe.governor@hmtreasury.gsi.gov.uk or tel 0207 270 4360. Braille, taped or large print versions available on request.

The closing date for all applications is 8:30 am on 8 October 2012.



HM TREASURY



BANK OF ENGLAND

(資料) 「The Economist」誌、2012年9月22日-28日号、19ページ。

3. 第2の矢：財政政策

第2の矢である財政政策は、その「第1弾としての対策」として平成24年度補正予算のかたちをとって平成25年1月15日に閣議決定がなされ、2月26日、これが国会において議決された。それは総額10.2兆円に達するものであり、政府は、この大型補正予算と平成25年度予算を合わせて翌25年度の景気の下支えを行う「15か月予算」と位置づけ、切れ目のない経済対策を実行するとしている。その内容面においては(図表13)、復興・防災対策、成長による富の創出、暮らしの安心・地域活性化、という三本柱を立てている。

この補正予算は、内容的には復興・防災対策(例えば学校の耐震化)のほか、インフラ再構築(老朽化対策)など、旧来の社会資本関連(土木建設関連事業)が比較的多いのが特徴である。その点では、短期的な景気効果(即効性)が期待できる面がある。逆にいえば、日本経済の構造を長期的に変革するという視点からみると、物足りない感じは否めない。ちな

みに、閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（内閣府 2013）に盛り込まれた項目を数えると実に 185 項目にも及んでいるが、そのうち日本経済の体質改善に結びつくかどうか疑問に思えるものも少なくない²⁴ようにみえる。

図表 1 3 緊急経済対策関連の補正予算

I 復興・防災対策	(3.7兆円)
1. 東日本大震災からの復興加速	1.5
2. 事前防災・減災等	2.2
II 成長による富の創出	(3.1兆円)
1. 民間投資の喚起による成長力強化	1.7
2. 中小企業・農林水産業対策	0.9
3. 日本企業の海外展開支援等	0.1
4. 人材育成・雇用対策	0.2
III 暮らしの安心・地域活性化	(3.1兆円)
1. 暮らしの安心	0.7
2. 地域の特色を生かした地域活性化	0.9
3. 地方の資金調達配慮と緊急経済対策実施	1.3
「日本再生に向けた緊急経済対策」の財政支出合計	(10.2兆円)

(注) 1. 平成 25 年 1 月 15 日閣議決定、2 月 26 日国会議決により成立。
 2. 四捨五入の関係で必ずしも合計額に一致しない。
 3. 補正予算としては上記のほかにも若干の項目があるので補正予算全体としての財政支出は 13.1 兆円である。

(資料) 財務省。

また総額 10.2 兆円の財源のうち、その大半が国債発行 7.7 兆円による調達を見込んでおり²⁵、これは当然、すでに著しく高水準にある国債発行残高を一段と増やすことになる。それに伴うリスクの増大をどう考えているのかについては、政府はほとんど言及していない。それに言及すれば民間部門の心理を冷やす可能性があるので政治的配慮からあえて言及を避けているのかもしれないが、この点はやはり気がかりである。なぜなら、補正予算の執行によって景気が上昇するとしても、それに伴う税収増加によって財政の収支均衡化（国債発行の不要化）が期待できるわけでないからである。日本の財政収支の深刻さは決して忘れて

²⁴ 例えば、アジア太平洋州地域および北米地域との青少年交流、スポーツの競技力向上に向けた環境整備、領海警備体制の強化、日本食・食文化発信緊急対策、出入国審査の円滑化、欧州安定メカニズム (ESM) 債の購入など。それぞれには意味があるとしても、これらが日本経済の構造改革にとって、果たしてどの程度「緊急対策」に値するものであろうか。

²⁵ 財務省「平成 24 年度一般会計補正予算フレーム」。

はならない日本経済最大の問題の一つである。

図表 1 4 歳出と歳入のギャップはこの 20 年間、傾向的に拡大

(歳出の増加傾向に対するには増税、歳出削減の両方が不可欠)



(資料) 財務省。

図表 1 5 歳出と歳入のギャップは「ワニの口」に酷似



日本の財政危機は、通常、国債発行残高の対 GDP 比率をみた場合に主要国の中で突出して悪い状況にあること (ストックの視点) によって理解できるが²⁶、ここでは、別の視点 (フローの視点) から改めて確認しておきたい。すなわち、政府支出と税収の推移をみると (図

²⁶ 例えば、岡部 (2012) 図表 15 を参照。

表 1 4)、1975 年以降、政府支出（歳出）は 30 年以上にわたり顕著な増加傾向をたどってきた。一方、税収はバブル期終了（1990 年）までは一貫して増加傾向をたどったので、その差額（国債発行額）は比較的安定していた。しかし、バブル崩壊以降は税収が傾向的に減少し、最近まで 20 年以上にわたって収支の差額が拡大する一方の状況に陥っている。このため、その差額を埋め合わせるべく国債発行額が不可避免的に増大している。つまり日本の財政収支は、このように 1990 年を境にして発生した支出と税収のギャップが拡大する傾向が今なお改まっていない状況にある。図表 1 4 の二つの折れ線グラフが示すこうした状況は、あたかもワニが口を開けた状況（図表 1 5）に酷似している。

ワニの口が開いた状態をさらに長期間続ければ、日本国債への信認が、金融市場においてあるとき不連続的に崩れ、経済が大きな混乱に陥るリスクが大きくなる。すなわち、「日本国債の売却増大による市場利回り急騰→新規国債あるいは借り換え国債の発行金利の増大→その面からくる国債発行額の増加」、という事態に陥るリスクである。もしこうした事態が発生すれば、市場における日本国債売却がさらに嵩み、この事態が悪循環に陥ってしまう。その場合、もし日本銀行が国債の買い支えに出動するようなことになれば、それは事態の改善をもたらすよりもむしろ日本国債の信認を一段と低下させることになり、その対応によっても悪循環から脱することはできない。このため、結局政府が支出の大幅削減策を講じざるを得なくなり、それは社会的に大きな反発ないし国民の反乱を招く可能性が高くなる。これは、まさに 2012 年にギリシャで発生した事態に他ならない（その影響はユーロ圏全体に波及して欧州金融危機に発展した）。

ワニの口は、長期的にみて必ず閉じなければならない。少なくとも、政府にはそうした対応をする強い意志があることを示し続ける必要がある。目先決定している消費税率の引き上げ（2014 年 4 月に 5%→8%、15 年 10 月に 8%→10%）はその大きな一歩であるが、各種試算によればそれだけで収支ギャップが解消する見込みはほとんどない。今次財政政策（補正予算による対応）は、日本の財政が危機的状況にあることに関して口をつぐんでいるのは、政府の誠実さに疑念を抱かせる可能性もあるので長期的にみて必ずしも望ましいことではないと思われる。

4. 第 3 の矢：成長戦略

最後に、第 3 の矢である成長戦略を検討しよう。前述した馬とたずなの比喻（図表 5）を用いると、馬（日本経済）の体調を整えること、ないし馬の病気を治すことこそ日本経済の

持続的発展を可能にする対応である。緊急対策においては、これに関して「貿易立国」と「産業投資立国」の二つを経済成長のエンジンにすると規定、その相乗効果による「ハイブリッド経済立国」を目指すことを謳っている。第3の矢として、日本経済の構造を変革するために良い政策がどの程度ふくまれるかが、アベノミックスの命運と最終評価を決めることになる。それに関する項目としては様々なものが含まれており、その分類も容易でないが、以下では筆者が重要と考える幾つかの対応策について評価を加えておきたい。

まず、政府が成長戦略として政策の具体化に取り組みつつある項目のうち、高く評価したい政策を2つ、逆にビジョンをいまだ少し明確にすべきだと思われる政策を2つ、それぞれ指摘しておきたい。

女性労働力活用のための制度改善

高く評価したい政策の第1は、女性の就業と活躍を促進するための制度づくりを推進しようとしていることである。この問題の所在と政策対応の方向を集約して表現するものが、女子の労働力化率 (participation rate) を示す**図表16**である。

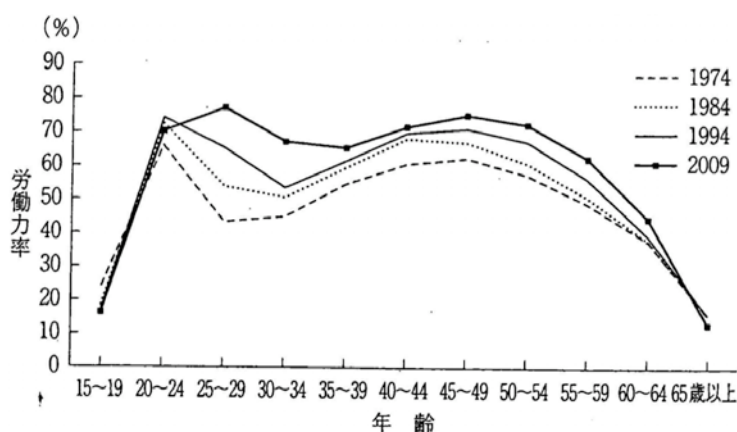
これによると、日本の女性は、15歳から19歳の時には従来17~18%の人しか働いていない。しかし20~24歳の層では、大学ないし短期大学を卒業したあと就職するので女性の7割前後が働くようになる。その後、25~29歳の年齢になると、従来と近年では異なったパターンが見られる。すなわち、高度成長期から1990年代前半までの時期には、結婚して退社 (労働市場からの退出。俗にいう「ことぶき退社」) するケースが多く、このため労働力化率は急低下した。しかし、近年 (図では2009年) はその年齢層でも就職を継続するケースが多く、このため従来と異なり労働力化率がむしろ高まるのが特徴である。さらに年齢が高くなると (30~34歳)、出産と子育てのために女性は労働市場から退出する、というのが従来からみられ最近にかけても変わらない傾向である。その後、乳幼児の養育から手が離れるようになると、女性は再び労働市場に参入してくる、というパターンが従来からうかがわれる。

以上をまとめると、日本における女性の労働力化率の特徴として次の3点を指摘できる。第1に、就職後最も低くなって「谷」となるのは、最近になるほどより高年齢へ後ずれしたことである (かつては25~29歳、近年は35~39歳)。これは晩婚化と出産の高齢化を反映したものである。第2に、労働力化率の水準は年齢層を問わず最近になるほど高まってきたことである。つまり、より多くの女性が働くようになるとともに、近年における谷の水準も

従来より高くなっている。第3に、谷の落ち込み度合いは確かに小さくなったものの、中間の年齢層においては依然として谷が消失していないこと、つまりM字型が継続していること、である。

図表 1 6 女子の労働力化率の推移

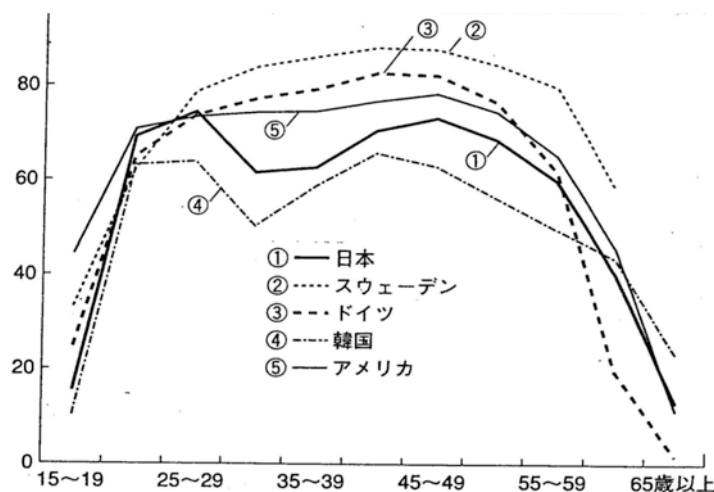
(谷は近年浅くなるとともに後ずれする傾向。しかし依然としてM字型)



(出所) 黒澤 (2011) 図 6-7。

図表 1 7 女子の労働力化率の国際比較 (2004 年)

(日本では「M字型→台形」に導く政策が必要)



(出所) 板東 (2008) 資料 5。

確かに、より多くの女性が働くようになっているものの、国際比較をすれば日本のパターンはなお改善の余地が大きいわけである。すなわち女性の労働力化率を国際比較すれば (図表 1 7)、韓国では、それが他国よりも低水準にとどまっているうえ明確にM字型を示すな

ど、従来の日本と同じパターンとなっている。日本では、韓国より水準は高いものの、上述したとおり依然としてM字型を脱していない。この2国に対して、他の3か国（アメリカ、ドイツ、スウェーデン）には共通の特徴がある。すなわち、これら3か国における女性の労働力化率は（1）ほとんど全ての年齢階層において韓国や日本よりも高い水準にあり、かつ（2）その形状はM字型でなく台形になっている、ことである。つまり、これら3か国では、女性の子育て期間中においても長期離職をする必要がなく、その後も容易に就業に復帰できるための制度的対応がなされており、この結果、就労面で女性の能力が積極的に活用されている。

これは、少子高齢化によって労働力人口がすでに減少し始めている日本にとって大きな示唆を与えるものである（小峰ほか2008）。政府の閣僚会議「若者・女性活躍推進フォーラム」がこうした視点に立って、働く女性が子育てと仕事を両立できる環境整備の検討をすでに2月中旬に開始したのは心強い。ただ、こうした就労支援（flexible working arrangements）を進める場合、パートタイム労働や在宅勤務は確かに短期的に就労を容易化するものの、長期的にみた場合には、単に給料面だけでなく年金や安定就労という課題（それらにはコストがかかる）にも同時に対応することが欠かせない（OECD 2012）。そうしなければ、女性の労働力化比率を長期的に高めることは不可能である。そして、これを根付かせるには、「女性の社会進出」と同時に「男性の家庭進出」も進めるなど、男性の意識と働き方を変えることが不可欠の条件である（山口・樋口 2008）。このため、日本が上記3か国のような男女共同参画社会を実現するには、現実的には0.5世代～1世代（generation）を要するとみておく必要がある。

農業政策の革新

高く評価したい政策の第2は、農業政策を革新しようとしていることである。現政権に先立つ民主党政権の農業政策は、農家の所得保障をすることによって農家経営の維持、ひいては日本の農業を維持しようとするものであった。こうした政策は、個別農家にとっては望ましいかもしれないが、農業の効率化を推進するものでない。なぜなら、農家は所得が保障されるので効率化へのインセンティブが十分に働かず、産業として見た場合の農業の生産性向上が期待できないからである。

これに対してアベノミックスでは、2つの基本方針を掲げている。その一つは、農業を成長可能分野と位置づけ、産業として伸ばしていく考え方を打ち出していることである。つま

り、農業の生産性を上げること、関連する他産業（流通、情報通信、技術等）との事業連携を推進すること、それによって若い人にとって魅力的な分野にすること、などの政策を進める構えにある。日本の農業政策はこれまで農家を基準に考えてきた。しかし、農業を発展させるには、「農家」に着目した政策ではなく「農地」に着目した政策でなければならない。この点、アベノミックスの農業政策は正統的な経済政策といえる。

もう一つの基本方針は「農業の多機能性」を意識して政策を実施するという考え方を重視していることである。農業は、製造業一般とは異なり、単に何かを生産するにとどまらず、その存在自体が大きな意義を持つ産業と位置づける必要がある。農業政策においては、この側面を無視してはならない。経済学者は、ともすれば農産物についても、規制を撤廃することによって国民はより安い食糧等を手に入れることができるとして規制全廃を主張しがちである。しかし、それは単に製品の安さだけを基準に政策を評価している点において、短見である。農業政策を考える場合には、その他にも食糧安全保障（食糧自給率）という視点のほか、農地の非可塑性という視点、景観維持という非貨幣的な視点、水田耕作に伴う文化や社会的きづなの視点など、「農業の多機能性」を十分に考慮する必要がある（岡部 2009:34-35 ページ、岡部 2011: 11-12 ページ）。この点を強く意識しているのは適切であり、高く評価したい。

上記2番目の方針（農業の多機能性を認識した対応）は、目先の経済政策における最大の課題の一つであるTPP（Trans-Pacific Partnership、環太平洋経済連携協定）参加交渉への対応姿勢に反映されることになる。本稿執筆時点では、まだ政府の最終的対応方針が明らかにされていないが、食糧安全保障の視点、農業（ことに水田稲作）の多機能性の視点、産業としての重要性（[図表18](#)）などから、米を中心に関税撤廃の例外項目として位置づける理由があると考えられる。

起業を促進する制度の充実

以上述べた筆者が良い施策として評価したいことがらに対して、やや物足りないと感じる政策もある。ここではそれを二つ指摘しておきたい。

その一つは、経済全体の活性化にとって新製品や新技術が継続的に生まれることが重要なので、それを可能にする一つの条件として新しい企業が容易に立ち上げられるように制度と環境を整備することである。

図表 1 8 主要農畜産物の関税率と国内生産規模

	関税率	生産農家戸数	年間生産額
米	778%	144.5 万戸	1 兆 7950 億円
脱脂粉乳	218		
バター	360	2.2(酪農)	6623(酪農)
牛肉	38.5	7.4	4406
砂糖	328	4.0	839
小麦	252	8.6	585
大麦	256	3.5	169

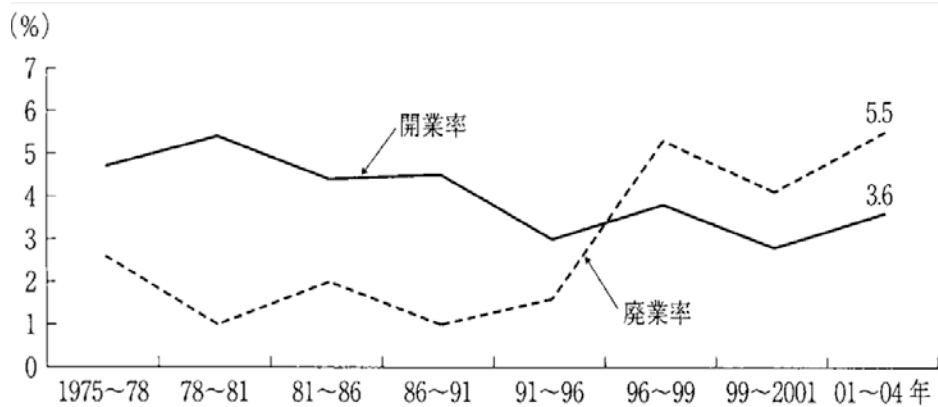
(注) 関税は従価税 (%) に換算。2009 年時点。
 (資料) 「日本経済新聞」2013 年 2 月 24 日。

この問題を如実に示す統計が、企業の開業率と廃業率である。全企業数に対して、新規に開業した企業の数の割合を示す比率が開業率である。一方、全企業数に対して、廃業した企業の数の割合を示す比率が廃業率である。この二つの数字を時系列で見ると (図表 1 9)、高度成長期から 1990 年代前半までは、開業率が廃業率を上回っていた。つまり、廃業する企業よりも、新規に創設される企業の数が常に多い状況が続いていた。ところが 1990 年代後半以降はその関係が逆転し、この 15 年内外は、廃業する企業の数が開業する企業の上回る状況 (従って企業数が減少する傾向) が続いている。この傾向は、バブル崩壊以降の日本経済の長期停滞と軌を一にしている。

従って、この傾向を逆転させ、起業を増やすための環境整備が経済活性化にとって重要である。それには色々な側面がある。例えば、リスクキャピタルが流れやすい金融制度への改変、従来の MBA (経営学修士) に代えて MOT (Management of Technology、技術マネジメント) に重点をおく経営管理専門家育成への支援などがある。今次緊急経済対策においては、こうした視点からの政策の発想が乏しく、この面での政策的取り組みは今後に残されている。

図表 19 企業の開業率と廃業率の推移

(1990年代後半以降は廃業率が開業率を上回った状況。その逆転が政策課題)



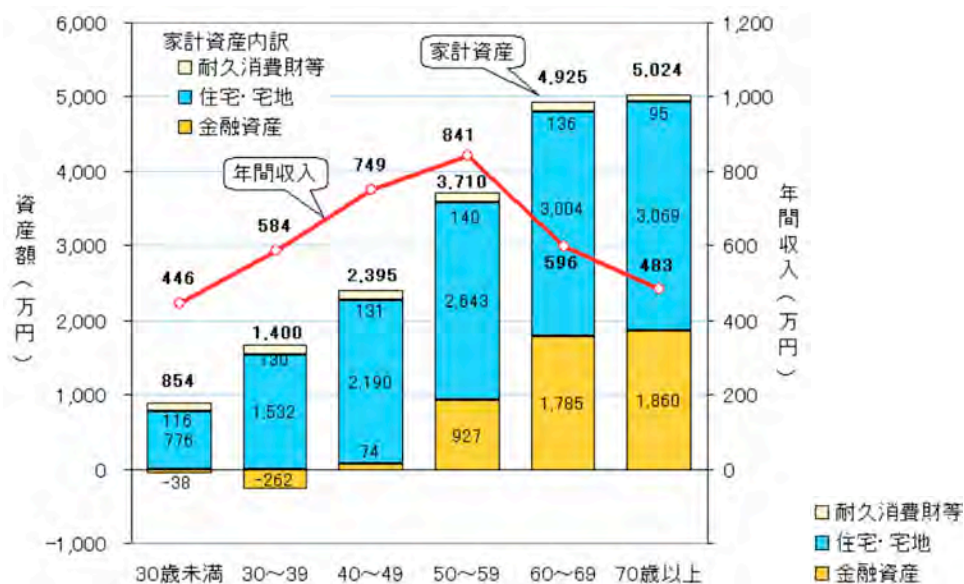
(資料) 岡部 (2011) の図 5-5。

世代間の所得分配の公正化

二つめは、世代間での所得の不平等度合いが傾向的に拡大しており、これが比較的若い世代の消費や住宅投資の抑制している面があるので、世代間の所得分配を公正化する必要があることである。若年世代に対して比較的大きな負担を強いている所得の分配をより公正化すれば、それによって景気押し上げ効果が期待されるだけでなく、若年世代の活性化と社会的正義を実現できる。

図表 20 世帯主の年齢別に見た 1 世帯あたり資産額・収入額 (2009 年)

(高齢者の所得ないし金融資産を次世代扶養負担の大きい中堅世代に移転するのが正義ではないか)



(資料) 社会実情データ図録 (<http://www2.ttcn.ne.jp/honkawa/4690.html>)。

世帯主の年齢を基準として1世帯あたりの資産額・収入額をみると（[図表20](#)）、比較的若い世代（30～39歳）であっても住宅や宅地を保有しており、このため住宅や宅地の保有額に関する限り年齢別に大きな差異はみられない。しかし、若年層が保有するこうした住宅や宅地は、たいてい銀行ローンによって取得したものであり、このためこれら年代層の金融資産はマイナス（金融負債）になっている。その上の世代（40～49歳）になると、次第にローンの返済が進捗するので金融負債が若干の金融資産に転じ、さらに上の世代（50～59歳および60～69歳）では保有金融資産が一段と増加することがわかる。こうした金融資産は当然、自分の老後の生活資金に充当するために蓄積したものである。

一方、1世帯あたりの年間収入額をみると（同図の折れ線グラフ）、30歳代が580万円であるのに対して、60歳代、70歳代はそれぞれ596万円、483万円である。つまり、年金受給が始まる60歳代以降の世代は、すでに比較的多くの金融資産を保有しているだけでなく、収入面でも若い世代（30～39歳）と概ね同額の年収を享受する状況にある。こうした状況をどう理解すべきか。

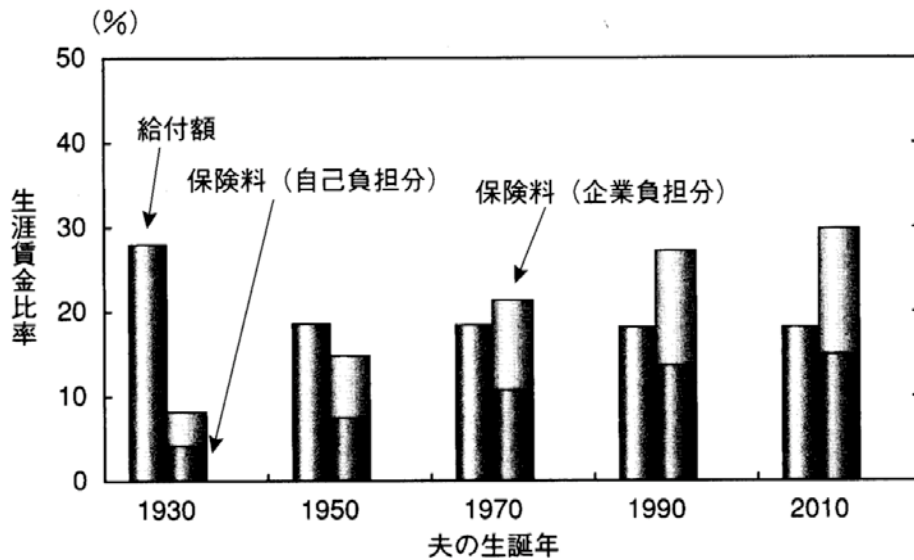
いま年金を受給している世代の現役時代を振り返ると、当時（高度成長期ないしバブル崩壊前の時期）の公的年金制度は、当時の経済状況が将来も継続することが暗黙の前提になっていた、と考えられる。したがって、こうした世代が現在受給している年金は、その当時の経済状況（順調な拡大）を前提にした水準の年金である、と理解できる。一方、日本の年金は基本的に賦課方式である。つまり、現在の受給者に支払われる年金は現在の勤労年層（若手や中間年齢層）が拠出した資金を原資としている。このため、所得の世代間移転制度である年金は、若手ないし中年層からみると、自分が将来受け取る年金よりも過大な拠出を余儀なくされている。

やや古いが政府による一つの試算（世代会計による手法を適用、[図表21](#)）がこれを示している。すなわち、同図によれば世帯主が1950年より前に生まれた世代では、自らが支払った年金保険料以上に年金を受給しているのに対して、1970年以降に生まれた世代では、自らが受け取ると予想される年金受給額以上に年金保険料を現在支払っていることがわかる。

こうした公的年金の負担と給付に関する世代間格差の問題は、以前から指摘されてきたことであり、少子高齢化の進行によって問題はさらに深刻化する。つまり、公的年金制度の持続性を確保するには、いま年金給付を受けている世代の年金水準を大幅に切り下げるか、それとも勤労年層の保険料負担を引き上げるか、いずれかの対応（ないし両者を組み合わせた

図表 2 1 世代毎にみた年金保険料と年金受給額（対生涯賃金比率）

（後世代ほど負担が増加）



（注）モデル夫婦世帯の場合（妻は専業主婦であることを前提）。
（資料）内閣府（2003）第3-3-13図。

対応)をせざるを得ないわけである。しかし、勤労年層は上記のとおりすでに過大な保険料を払っているの、結局現在の年金受給者について年金額を減少させる以外に合理的な対応はない。世代間の受益と負担を公平化することは、日本の社会システム全体の信頼を維持するうえで根本的な問題である。これは、社会的公平を維持する問題であるとともに、日本社会の次世代育成に関する極めて重要な問題でもある。

高齢者が保有する金融資産（ストック）は勤労年層のそれに比して格段に大きいので、金融資産を対象として世代間の公平化を図る再分配政策を行うことも考えられる。しかし、その実施は容易でない。一方、定期的に支払われる年金（フロー）についての対応は、ストックの場合に比べると相対的に実施しやすい面を持つ。むしろ、いずれの対応も政治的に極めて難しいことは明らかであるが、そうした政策（例えば年金支給額の1～2割カット）は公的年金制度の持続可能性にとって不可欠であり、また社会的正義に沿う対応でもある。このことにつき理解を広めて行くことが肝要だと思われる。

5. 結語

アベノミックスの効果は、これまでのところ主として円安化とそれに伴う企業業績の改善（その予想を含む）、そしてそれを反映した株価上昇、というかたちで顕著に現れている。また、ごく最近では、これまで上昇トレンドにあった米国株価（ニューヨーク市場ダウ平均）

が史上最高水準に達したこともあって、日本の株価も目先堅調な展開が予想される。

一方、金融市場では物価上昇予測が広がる気配があり²⁷、これは実質金利（名目金利から物価の予想上昇率を引いた値）を低下させる効果を持つ。その結果、企業が設備投資を行うに際して資金調達の実質コストを低下させるので、論理的には金利要因が企業投資を押し上げる可能性がある。しかし、資金の量的要因が今後投資を活発化させる可能性は、本文で述べた通りきわめて限定的であるので、金融面での対応（第1の矢）が日本の成長率を高める可能性は限られるとみるべきであろう。

また財政面での対応（第2の矢）も、短期的には景気刺激効果を持つとしても、その内容面や財政収支の大きな制約といった問題を考慮すると、日本経済を長期的に成長軌道に乗せるものにはなりにくい。したがって、日本経済の持続可能な成長を達成するうえでは、成長戦略（第3の矢）として今後具体化される各種の構造的対策に期待する必要がある。アベノミックスの評価を最終的に左右するのは「第3の矢」がどのように具体化されるかにかかっている。

〔引用文献〕

植田和男（2006）『ゼロ金利との闘い―日銀の金融政策を総括する―』日本経済新聞社。

梅田雅信（2013）『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社。

岡部光明（1999）『環境変化と日本の金融―バブル崩壊・情報技術革新・公共政策―』日本評論社。

岡部光明（2009）「経済学の新展開、限界、および今後の課題」、明治学院大学『国際学研究』36号。

（慶應義塾大学湘南藤沢学会ディスカッションペーパーSFC-DP 2009-004）

<http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2009.html>

岡部光明（2011a）「企業―進化する行動と構造―」、浅子和美・篠原総一（編）『入門 日本経済（第4版）』有斐閣。

岡部光明（2011b）「経済政策の目標と運営についての再検討：二分法を超えて（序説）」明

²⁷ 普通国債と物価連動国債の利回りの差として算出される期待インフレ率をみると、2012年半ば以降は0.6～0.7%にとどまっていたが、日銀の「インフレ率2%目標化」を決定したあとでは1%を超え、3月初には1.16%にまで上昇している（「日本経済新聞」2013年3月4日）。

治学院大学『国際学研究』39号。

(慶應義塾大学湘南藤沢学会ディスカッションペーパーSFC-DP 2010-002)

<http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2010.html>

岡部光明 (2012) 「現代金融の特徴、評価、課題—基本に立ち返った考察—」 明治学院大学『国際学研究』42号。

(慶應義塾大学湘南藤沢学会ディスカッションペーパーSFC-DP 2012-005)

<http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2012.html>

翁 邦雄 (2013) 『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策—』 日本評論社。

黒澤昌子 (2011) 「第6章 労働」、浅子和美・篠原総一 (編) 『入門・日本経済 (第4版)』、有斐閣。

小峰隆夫・日本経済研究センター (編) (2008) 『女性が変わる日本経済』 日本経済新聞出版社。

鈴木淑夫 (1993) 『日本の金融政策』 岩波新書、岩波書店。

内閣府 (2003) 「平成15年度 年次経済再生報告—改革なくして成長なし III—」。

内閣府 (2013) 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」 平成25年1月11日閣議決定。

<<http://www5.cao.go.jp/keizai/keizaitaisaku/keizaitaisaku.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)」 1月22日。

<<http://www5.cao.go.jp/keizai/seifu-nichigin/>>

日本銀行 (2013) 「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」 1月22日。

板東久美子 (2008) 「男女共同参画とワーク・ライフ・バランス」、山口一男・樋口美雄 (編) 『論争 日本のワーク・ライフ・バランス』 日本経済新聞出版社。

福井俊彦 (2003) 「金融政策運営の課題」 日本金融学会『金融経済研究』20号、10月。

山口一男・樋口美雄 (編) 『論争 日本のワーク・ライフ・バランス』 日本経済新聞出版社。

The Economist (2013) “Phoney Currency Wars,” February 16.

Fawley, Brett W., and Christopher J. Neely (2013) “Four stories of quantitative easing,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February, pp. 51-88.

OECD (2012) Closing the Gender Gap -Act Now -, Paris.