

【研究メモ】

第2次安倍内閣の経済政策「アベノミクス」の中間的評価*

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「アベノミクス」を更年後1月初めに打ち出した。それは「3本の矢」によって政策目標を達成しようとするものであり、第1の矢（金融政策）、第2の矢（財政政策）は2013年前半に順次発射され、第3の矢（多様な側面を含む成長戦略）はその後1年半のうちに徐々に取り組みが進められてきている。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年弱経過した時点（2014年秋）において試みたものである。その結果（1）この政策パッケージの発表と取り組みに伴って円高の修正（円安化）が進む一方、株価が急上昇するなど市場は政策を当初高く評価した、（2）それに伴い景気回復、企業の業績改善、雇用情勢の改善などがみられ日本経済におよそ6年ぶりに明るさが戻っている、一方（3）金融面で超緩和を継続してもそれが今後大きな追加的効果を持つかどうかは疑問が多い、（4）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、（5）政策パッケージにおいては短期的視点と長期的視点が混在し十分に整理されていない面がある、（6）最初の2本の矢（金融政策と財政政策）はいわば時を買うための手段にとどまるので、日本経済の長期安定成長にとっては、第3の矢をはじめ未着手の大きな課題である財政収支改善の道筋確定（いわば第4の矢）、そして日本経済の構造変革の実現に結びつく大きな視点からの対応（生産性向上、強い円の指向など）が残された課題である、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年以上経過した時点でも、依然の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。

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「アベノミクス⁽¹⁾」（通称）を更年後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た。この流れは、その後も1年半に亘って概して継続、日本の景気は、本稿執筆時点（2014年10月）にかけてそれまでの流れを一転させ回復から上昇への動きを示している。

本稿では、まず安倍内閣の経済政策の考え方を整理し、次いでアベノミクスの当初（最初の半年程度）の効果を中心に評価する。次いで、その後の経済情勢の展開に絡めて長期的な課題を論じる。

以下、第1節では、アベノミクスの当初の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」である金融政策を取り上げ、その効果を評価する。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その後の政策展開を指摘する。第5節では、開始後1年10か月を経過した時点（2014年秋）におけるアベノミクスの全体的評価を行う。第6節は、簡単な結語である。

なお本稿は、原則として2014年秋（10月中旬）の情報に基づいて執筆している。その後、金融緩和の拡大措置、消費税率引き上げの延期決定など重要な動きがあったが、本稿では言及していない。これらの動きのほか、金融政策の評価において従来見過ごされがちであった2つの側面は、その後執筆した別稿（岡部 2015）で論じた。

1. アベノミクス政策パッケージの概要とその評価

第2次安倍内閣が現在（2014年秋）までに打ち出した主要な経済政策は、およそ図表1のとおりである。このうち、アベノミクスの理念と政策方向を明確に提示したのは、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 2013a）、そしてこれに続いて発表された内閣府・財務省・日本銀行による共同声明「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」（内閣府・財務省・日本銀行 2013）である。前者の要点は図表2のように整理できる。

図表1 安倍政権成立後の主要経済政策

政策名称	決定日	決定方法	情報の公表ウェブサイト（URL）
・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	内閣府 < http://www5.cao.go.jp/keizail/keizaitaisaku/2013/0111_01taisaku.pdf >
・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	平成25年1月22日	内閣府・財務省・日本銀行による共同声明	内閣府 < http://www5.cao.go.jp/keizail/seifu-nichigin/2013/0122_seifu-nichigin.pdf >
・日本再興戦略－JAPAN is BACK－	平成25年6月14日	閣議決定	首相官邸ホームページ < http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf >
・経済政策パッケージ	平成25年10月1日	閣議決定	経済産業省 < http://www.meti.go.jp/policy/policy_package/accessibility.html >
・好循環実現のための経済対策	平成25年12月5日	閣議決定	内閣府 < http://www5.cao.go.jp/keizail/keizaitaisaku/keizaitaisaku.html >
・産業競争力強化に関する実行計画	平成26年1月24日	閣議決定	首相官邸ホームページ < http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/housin_honbun_140124.pdf >
・経済財政運営と改革の基本方針 2014－デフレから好循環拡大へ－	平成26年6月24日	閣議決定	内閣府 < http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2014/2014_basicpolicies_01.pdf >
・「日本再興戦略」改訂2014－未来への挑戦－	平成26年6月24日	閣議決定	首相官邸ホームページ < http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf >

（注）1. 記載したウェブサイト情報に基づき筆者が作成。

2. 太字は「3本の矢」またはその一つに直接該当する項目。

図表2 日本経済再生に向けた緊急経済対策（アベノミクス）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（2013a）の記述を筆者が整理して作成。

アベノミクス政策パッケージの概要

まず、アベノミクスに先立つ日本経済は、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たと診断している。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。

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。

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、全体としてみれば経済の活性化に焦点を当てている点で中々良い政策セットになっているとみたい。現に、こうした政策が検討されていた段階（政策発表に2か月先立つ時点）からすでにこの政策を予想して評価する動きがみられた。そして発表後にもその流れが継続、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。

すなわち為替市場では（図表3）、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、2013年2月末までの約3か月間で円は90円前半へと10円超（12%）の円安化が実現した。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

図表3 政権交代前後から約3か月間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 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。

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円にまで上昇した。

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つを指摘できる。第1は、政策を「3本の矢」というかたちでイメージ的に簡潔かつ明瞭に取りまとめて分かりやすく提示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、およそ一月後の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、2013年前半以降、各種会議においてその検討が開始され、その結果は概ね同年6月を目途に取りまとめられることになっ

ていた。

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(アベノミクス提示から1年半経過した時点においても)、政策実施自体になお不確実性を伴っていることがらも少なくないことである。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(したがってアベノミクスの最終評価をするには)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：金融政策とその効果について

まず第1の矢である金融政策から見て行こう。大胆な金融緩和の必要性を強調していた安倍総理は、その条件を具備した日銀総裁として黒田東彦氏（アジア開発銀行総裁、元財務省財務官）を指名、2013年3月19日に同氏が日本銀行総裁に就任した。これにより、第1の矢を発する環境が整ったといえる。

安倍内閣成立直後から広まっていた金融面での緩和予想の強まり、そして新日銀総裁の就任が現実にとどのような効果を持ったのか。その詳細は次章で検討するので、以下ではその前提となる幾つかの理論的側面を中心に整理しておきたい。すなわち（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）導入の意義、を順次述べる。

（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早い段階から広がったことを反映し、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、当初数か月間（2013年3月頃まで）に現れ

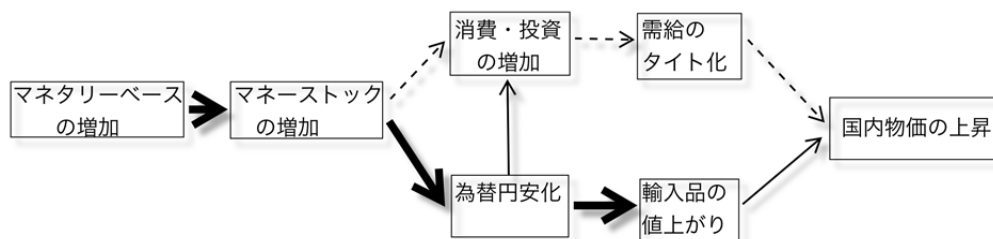
た金融の一段緩和予想の効果には、相当大的な留保条件が付くものであり、また今後の直接的な緩和効果には大きな限界があるとみるべきことがわかる。

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4）⁽²⁾。すると、その経路は（1）国内要因を介して波及する経路（図の上方に点線で示した経路）、（2）為替相場を介して波及する経路（図の下方に実線で示した経路）⁽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。

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2013年初の2～3か月間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が予想された（ただしそうなるまでには時間的ズレを伴う）。一方、円安

図表4 金融の量的緩和によって期待される効果：二つの経路

（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。

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。

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、当初みられた円安化・株価上昇という金融緩和効果を評価すれば、それら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の「期待」が当初、急速な円安化・株価上昇をもたらしたが、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）を経由して国内景気が上昇する経路であり、その経路が作用したに止まることである。

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ようにみえるのは、もっぱら後者の経路が時間の経過とともに国内景気に波及した面が大きいことである。すなわち「円安化 → 輸出増 → 輸出業種の業績上昇 → その影響の他業種への波及」という経路である（図表4中央部の上向き矢印に該当する効果）。そして本来的な国内経路は、やはり限定的なものにとどまっている⁽⁸⁾。これは、現在の日本経済の状況を前提とする場合、金融緩和の追加の効果には相当限界があること（少なくとも効果が経済全体に波及するには従来よりも時間を要すること）にも関連する。この点は第3の留意点として後述する。

底流にはすでに円安要因が蓄積

留意点の二つ目は、金融緩和期待とその後の超緩和政策（異次元の金融緩和）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、緩和期待や日本銀行の緩和策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。

つまり、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（例えていえば、あたかも熟した柿の実が自然に落下するような状況に立ち至っており）、それが金融緩和期待の強まりによって現実に円安が進行した（柿が落下した）と理解する必要がある。そうした要因は二つある。

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、それが円安化の引き金として作用したことである。2012年のギリ

図表5 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3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。

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、そ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、これが過大な円高(円高にオーバーシュートする状態)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、異常な円高がこうした外部要因によって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、最近はいよいよ赤字に転じたため、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⁽⁹⁾、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の関係をみると、従来は概してそのような関係がみてとれる(図表5)。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⁽¹⁰⁾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、円相場を基調的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。

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。これ以上金融緩和しても、その効果は、

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。これを以下でやや詳細にみることにしたい⁽¹¹⁾。

(3) 金融緩和の効果が限定的な理由

金融政策の効果には非対称性

まず、より大きな視点に立つてみると、金融政策は元来、引き締め方向での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6）、乗馬に際して馬の手綱を引けば馬の走行スピードを落とさせること、あるいは歩行を止めさせることは、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、

アベノミクスが本当に奏功するには「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）。

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、その国内的な直接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7）。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（国債発行というかたちをとった資金調達額）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。

このような状況の下で量的緩和策の強化（基本

図表6 金融政策の効果には非対称性

（金融の引き締めまたは緩和は手綱と馬の動きの關係に類似）



引き締め

（資料）岡部（2012）。



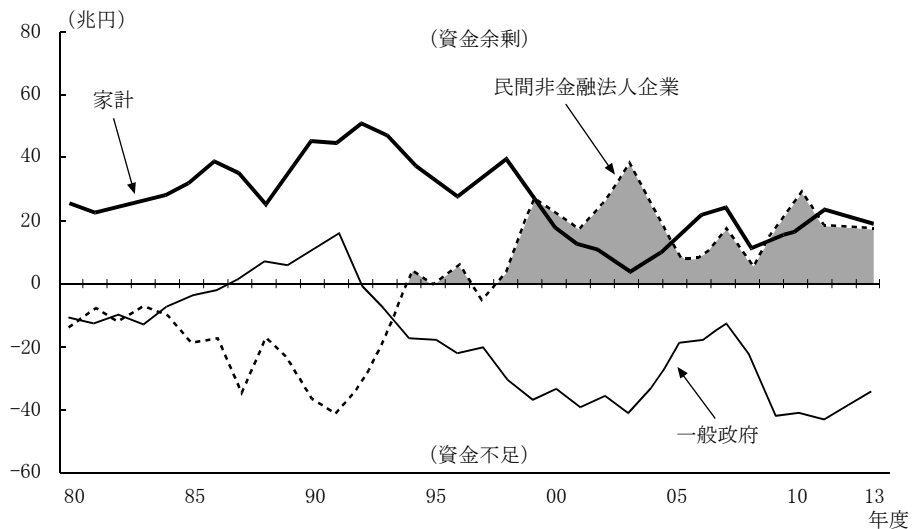
緩和

的には日銀による国債の買い入れ増大による代わり金支払い増加というかたちをとる）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。

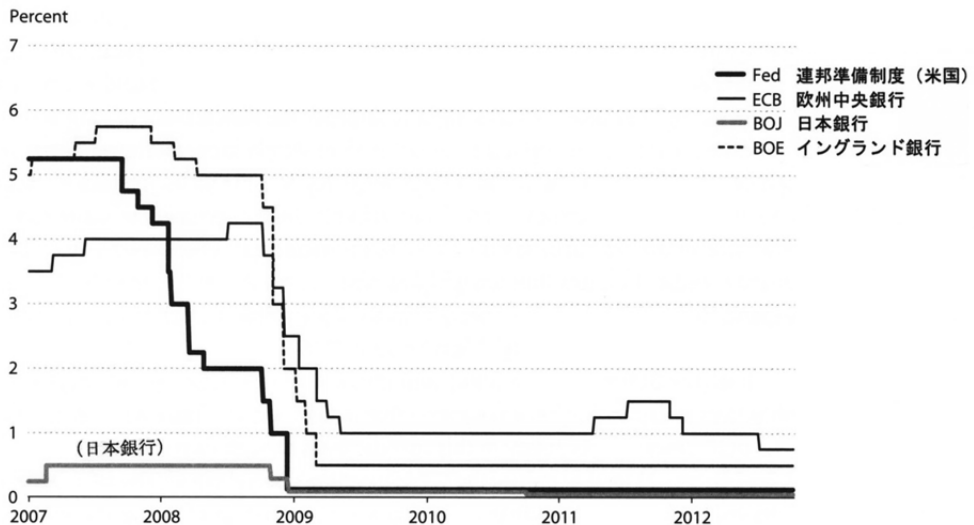
図表7 部門別資金過不足の動向

(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)



(資料) 日本銀行「資金循環統計(2014年第2四半期速報):参考図表」。

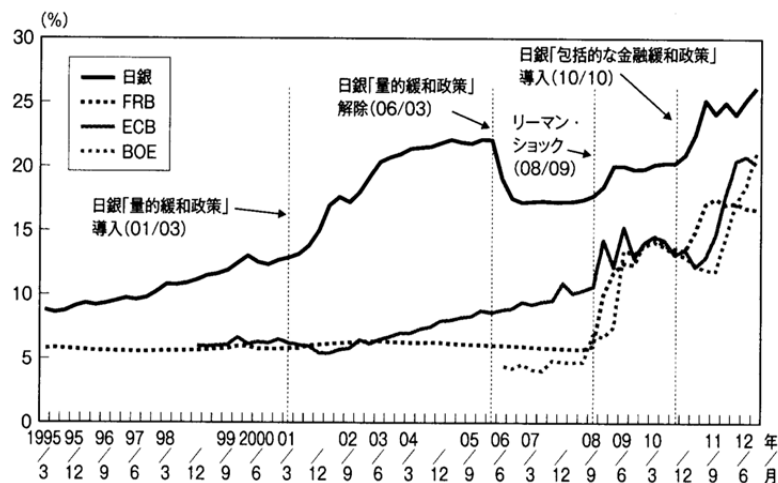
図表8 4つの中央銀行の政策金利の推移



(資料) Fawley and Neely (2013) の第1図。

図表9 マネタリーベースの対 GDP 比率

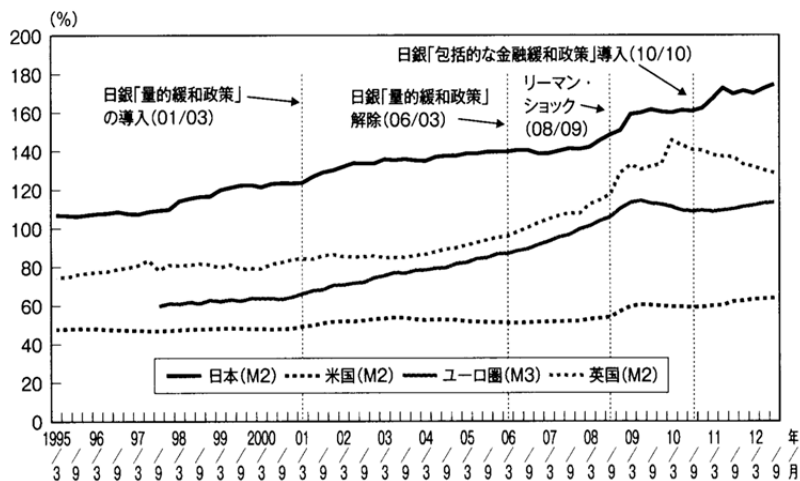
(日本が最高)



(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10 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。

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（国債売買価格の値崩れ、すなわち利回り急騰）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

買い支え行動で対応するならば、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⁽¹²⁾。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⁽¹³⁾を正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8）、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。

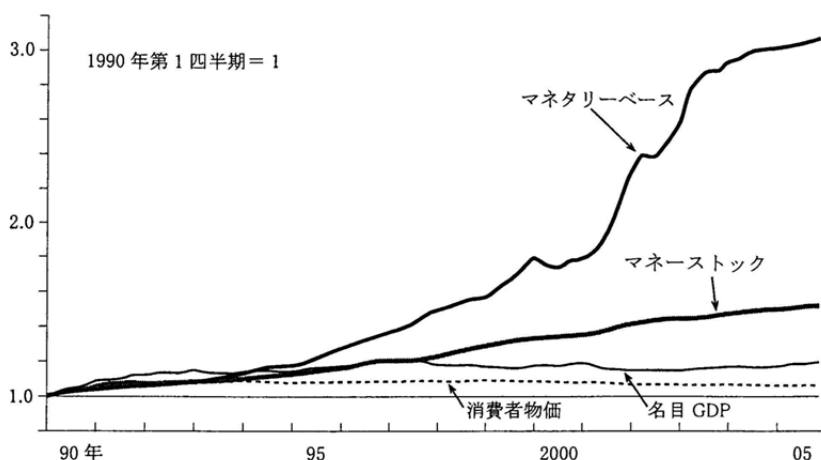
また資金供給量をみても、日本銀行は、近年の世界主要国に先んじて強力な緩和政策を進めてきた結果、どの国と比べても現在の緩和度合いは際立っている。例えば、マネタリーベースの対GDP比率は日本が最高であり（図表9）、マネーストックの対GDP比率も日本は米国の3倍に達している（図表10）。緩和度合いを国際比較するに際しては、一般にリーマン・ショック直前の水準を基準とし、それ以降の推移を描いたグラフを用いる場合が少なくないが、そうした図では日本銀行の緩和が不十分という印象を与えてしまう。緩和度合いをより適切に理解するには、これら二つの図のように、マネタリーベースあるいはマネーストックの水準を経済活動水準と対比して（対GDP比率によって）で判断する必要がある（梅田 2013）⁽¹⁴⁾。

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

図表 11 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）



（出所）日本銀行。

図表 12 通貨関連指標の動向

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

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, QE) である⁽¹⁵⁾。その効果がどのようなものであったかの要点は、図表 11 のように理解できる(岡部 2012)。

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、従来の延長線上にある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、マネタリーベースを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⁽¹⁶⁾。

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 12 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 年にはその残高を減少させた。

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 2012 年末まで継続した(上掲図表 12)。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 2012 年末まで達成できないままであった。

量的緩和政策は、確かに金融市場に安心感を醸成した。また、厳密な研究によれば、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。

アベノミクスは金融の一段緩和を標榜していたが、当初の声明（内閣府・財務省・日本銀行 2013）をみると（1）そこである「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たのか、そして（3）それがどのようなメカニズム（経路）で景気上昇をもたらすと想定できたのか、（4）その副作用（リスク）をどう考えていたのか、などの基本的な論点は明らかにされていなかった^{(17) (18)}。

その後2013年3月、日銀総裁に黒田氏が就任し、（1）と（2）については「量的・質的緩和政策」すなわち異次元の金融緩和として具体的に打ち出された⁽¹⁹⁾。

ただ（3）および（4）については、その後も明確な説明がなされているとはいいがたい。またアベノミクスの金融政策は、前述したとおり確かに円高修正（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きたが、為替相場経路以外の国内的経路による景気上昇効果をどう判断しているかは依然として明確でない。この点で量的・質的緩和政策の評価には留保条件が付く。

（4）物価安定目標（消費者物価 2%上昇）の導入

アベノミクスの第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で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 2013a）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。ただ、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⁽²⁰⁾。

ただ、2%という目標値の水準には、理論面および政策運用面の両方から疑問が払拭できない。まず理論面からいうと、根本的にはインフレ率0%が社会全体にとってベストであるが、そうではなくなぜ2%のインフレ率が目標になりうるのか十分に説明がなされていない。2%インフレの下では、年金受領者等（名目所得がほぼ固定されている者）の実質所得は目減りする一方、債務者は債務返済の実質的負担が減る（債務者利得が生じる）ので、所得の意図せざる移転を引き起こすことになる。2%という目標値設定は、こうした状況を容認するだけでなくそれが望ましいと判断しているが果たしてなぜそれが妥当なのか、である。この点、日銀は明確に説明していない。

いま一つは、政策運用面における疑問である。公表された2013年1月22日の日本銀行政策委員会の議事要旨（日本銀行 2013b）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、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だろうか。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、アベノミクスが標榜する金融政策には、理由なき過大期待があるように思われる。

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、その後2月26日に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た。その内容面は(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たものであった。

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ものであった。ちなみに、その時点で閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」(内閣府2013a)に盛ら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⁽²¹⁾ようにみえる。

また総額10.2兆円の財源のうち、その大半は国

図表13 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。

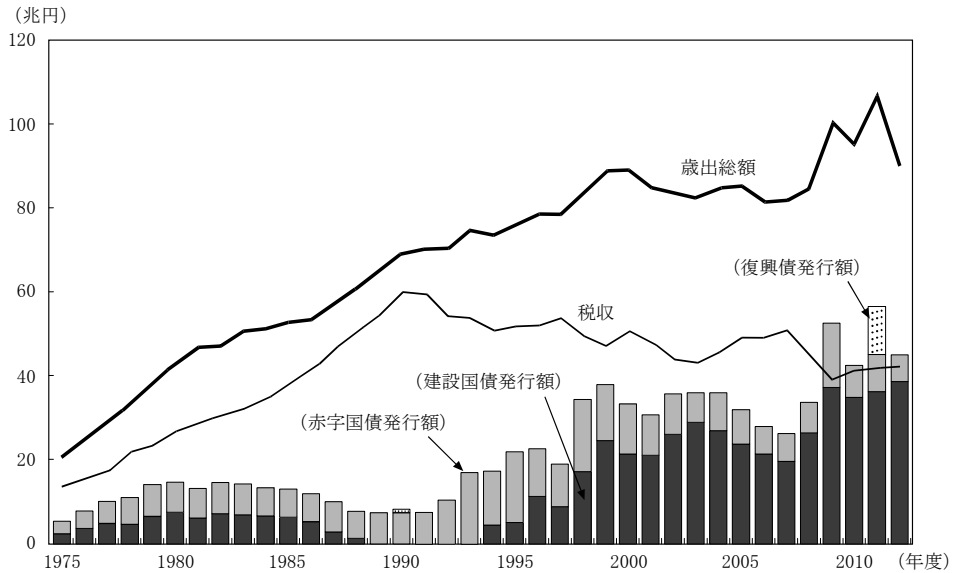
(資料) 財務省。

債発行 7.7 兆円による調達を見込んでおり⁽²²⁾、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った。それに伴うリスクの増大をどう考えていたかについて、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

図表 14 歳出と税収のギャップはこの 20 年間、傾向的に拡大

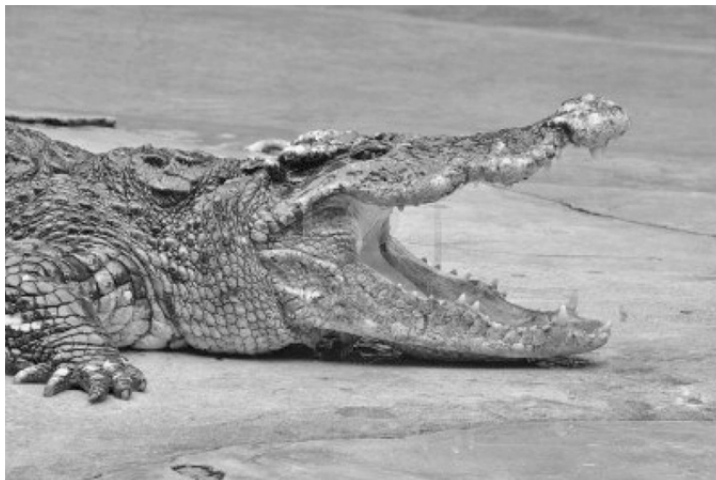
(歳出の増加傾向に対するには増税、歳出削減の両方が不可欠)



(注) 歳出、税収とも一般会計の計数。

(資料) 財務省主計局「我が国の財政事情（平成 24 年度予算政府案）」2011 年 12 月。

図表 15 歳出と税収のギャップは「ワニの口」に酷似



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はならない日本経済最大の問題の一つである。

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⁽²³⁾、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（図表14）、1975年以降、政府支出（一般会計歳出）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、税収がほぼ一貫して減少傾向をたどったにもかかわらず、支出が基調として膨張を示してきたため、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14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15）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、国債発行が累増するため、日本国債への信認が金融市場においてある時点で不連続的に崩れ、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負担の増大 → 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がある。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、その対応をもってし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ないし増税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。一国の国民は、身の丈以上の生活を長期に亘って続けることは決してできない。これは、経済原則であるにとどまらず経済史を貫徹する法則でもあり、それに反する行動は必ず大きなしっぺ返しを受ける結果（政府債務を帳消しにする大インフレの発生、通貨の対外価値暴落、あるいは政府に対する信認失墜による社会経済の大きな混乱）を招いている（Reinhart and Rogoff 2011）。したがって、少なくとも、政府にはそうした（ワニの口を閉じる）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。

既に決定している消費税率の引き上げ計画（2014年4月に5%→8%、15年10月に8%→10%）に沿った第1段階目の対応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ない。したがって、安倍内閣が最初に組んだ財政政策（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たのは、政府の誠実さに疑念を抱かせた可能性があった。またその後1年半に亘って展開されてきたアベノミクスにおいても、財政再建が最後の項目として列挙されるにとどまっているのは、長期的にみて必ずしも望ましいことではなからう。

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6）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。

図表 16 第3の矢（改訂版）の内容

I. 改革に向けての10の挑戦

1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

- (1) コーポレートガバナンスの強化
- (2) 公的・準公的資金の運用の在り方の見直し
- (3) 産業の新陳代謝とベンチャーの加速、成長資金の供給促進
- (4) 成長志向型の法人税改革
- (5) イノベーションの推進とロボット革命

2. 担い手を生み出す～女性の活躍促進と働き方改革

- (6) 女性の更なる活躍促進
- (7) 働き方の改革
- (8) 外国人材の活用

3. 新たな成長エンジンと地域の支え手となる産業の育成

- (9) 攻めの農林水産業の展開
- (10) 健康産業の活性化と質の高いヘルスケアサービスの提供

II. 成長の成果の全国波及

1. 地域活性化／中堅・中小企業・小規模事業者の革新
2. 地域の経済構造改革

(注) 『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—（概要）」（首相官邸の下記ホームページに掲載）を筆者が要約。

〈<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/10challenge01gaiyouJP.pdf>〉

当初のアベノミクスが示した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。アベノミクスの命運と最終評価を決めるのは、結局、第3の矢の中に日本経済の構造を変革するために適切な政策がどの程度含まれるか、にかかっている。

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、以下では筆者が当初時点（岡部 2013）で重要と指摘した事項を改めて論じる。次いで、それがその後1年半近く経過した時点における改定版「第3の矢」（2014年6月決定）においてどのように位置づけられているかを見ることによって、アベノミクスの一面を評価することにしたい。なお、改訂された「第3の矢」は図表16のように要約することができる。

以下では、政府が成長戦略として政策の具体化をしてきた項目のうち、高く評価したい政策を2

つ、逆に当初のビジョンをいま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。

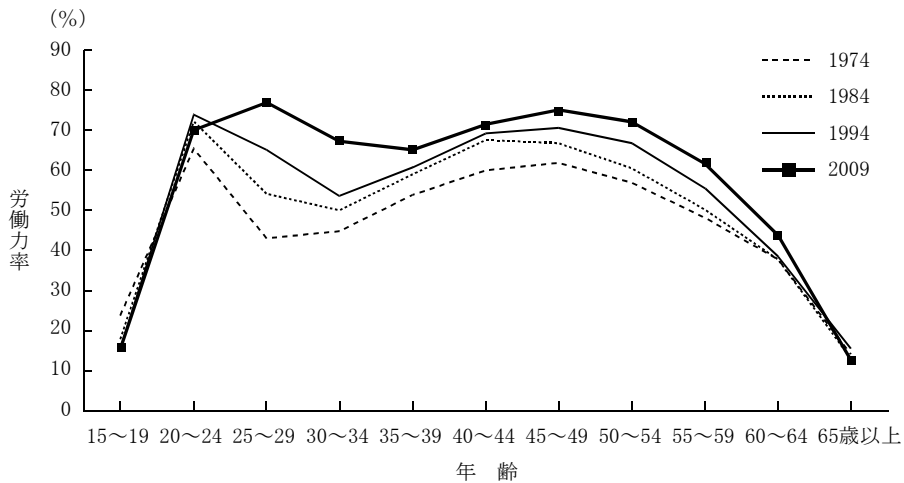
女性労働力活用のための制度改善

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17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

図表 17 女子の労働力化率の推移

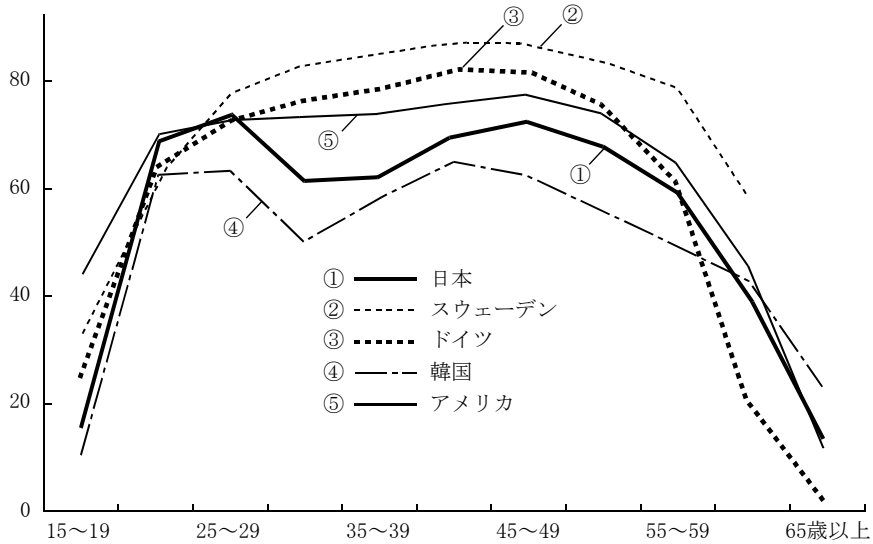
(谷は近年浅くなるとともに後ずれする傾向。しかし依然としてM字型)



(出所) 黒澤 (2011) 図 6-7。

図表 18 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。

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、最近年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（曲線が上方にシフト）。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。

確かに、近年はより多くの女性が働くようになってきているものの、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18）、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ること、そして（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2013年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だからである。

そして、そ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」を進めるなど、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ろう。

いま、アベノミクスの第3の矢の改定版（2014年6月決定）をみると（前出図表16、首相官邸 2014b）、そこには「担い手を生み出す～女性の活躍促進と働き方改革」という大項目が掲げられ、その第一番目に女性労働力の活用とそのための制度改善が盛り込まれている（前出図表16）。このため、女性労働力活用政策への取り組みは十分評価できよう。ただ、政府は大手企業に対して女性登用などに関する数値目標を盛り込んだ行動計画を策定させ、その公表を義務付けることを求めようとしている⁽²⁴⁾。これは、目標達成を性急に求めようとするものであり、そうした対応は必ず歪みを伴ってくる。このため、より長期の視点に立って根本的な制度改革（子育てを支援する制度改革、女性の職場復帰容易化などの環境整備）を行ってゆくことに重点を置くことが望ましかろう。

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農業を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、アベノミクスの農業政策は経済学の観点から正統的な政策といえる。

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、それは単に産品

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 2011b: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。TPP 交渉は、その後予想外に長引いており、本稿執筆時点では、まだその帰趨は不透明であるが、日本としては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 19）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十分あると考えられる。

いま、アベノミクスの「第3の矢」の改定版（2014年6月決定）をみると（前出図表 16、首相官邸 2014b）、そこでは「攻めの農林水産業の展開」という発想が述べられており、農地の集積・集約化を図るという基本方向（産業としての農業の位置づけ）が明確に打ち出されている。このため、農業政策への積極的な取り組みは評価できる。その反面、農業は他産業と異なる重要な側面を持つという視点（農業の多機能性の認識）がここではなぜか消失しているのが惜しまれる。これら二つは両立させるのが容易でない面があるが、農業政策を考える場合、後者の視点は不可欠である。

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ことがらに対して、当初やや物足りないと感じた政策もあった（岡部 2013）。ここでは当初それに該当すると判断した政策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、

図表 19 主要農畜産物の関税率と国内生産規模

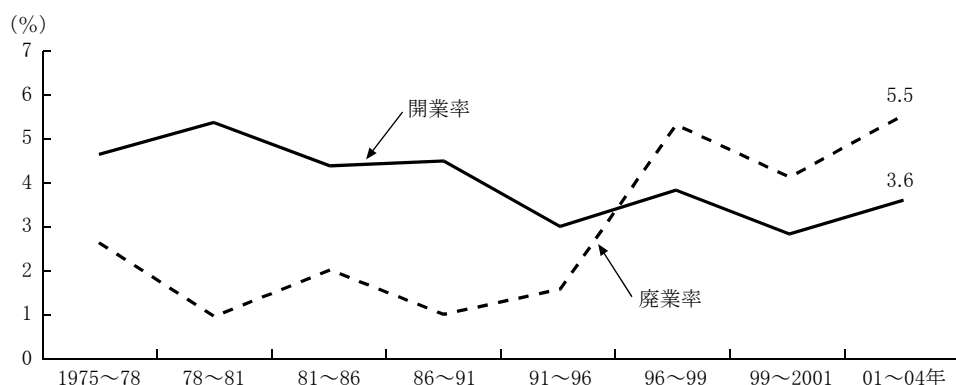
	関税率	生産農家戸数	年間生産額
米	778%	144.5 万戸	1 兆 7950 億円
脱脂粉乳	218	2.2 (酪農)	6623 (酪農)
バター	360		
牛肉	38.5	7.4	4406
砂糖	328	4.0	839
小麦	252	8.6	585
大麦	256	3.5	169

（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。

図表 20 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 (2011a) の図 5-5。

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が必要だ、と指摘されていることについてである。

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 20)、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数を上回る状況(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になる。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教育育成への支援などがある。当初のアベノミクス(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姿勢があまりみられなかった。

いま、アベノミクスの「第3の矢」の改定版(2014年6月決定)をみると(前出図表 16, 首相官邸 2014b)、そのトップ項目として「日本の『稼ぐ力』を取り戻す」ことが指摘されており、それに関連して5項目⁽²⁵⁾が列挙されている。これらは日本経済活性化にとって必要と考えられる項目であり、この点、全体としては当初のアベノミクスを拡充した方策として評価できる。ただ、上述した企業の新陳代謝の活発化に注目すると「それを期待する」といった表現にとどまっており、目的を達成するための具体的な制度改革への言及がない⁽²⁶⁾のはもの足りない。

世代間の所得分配の公正化

当初物足りないと感じた二つめは、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を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点についてである。

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。

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 21）、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、このためこれらの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

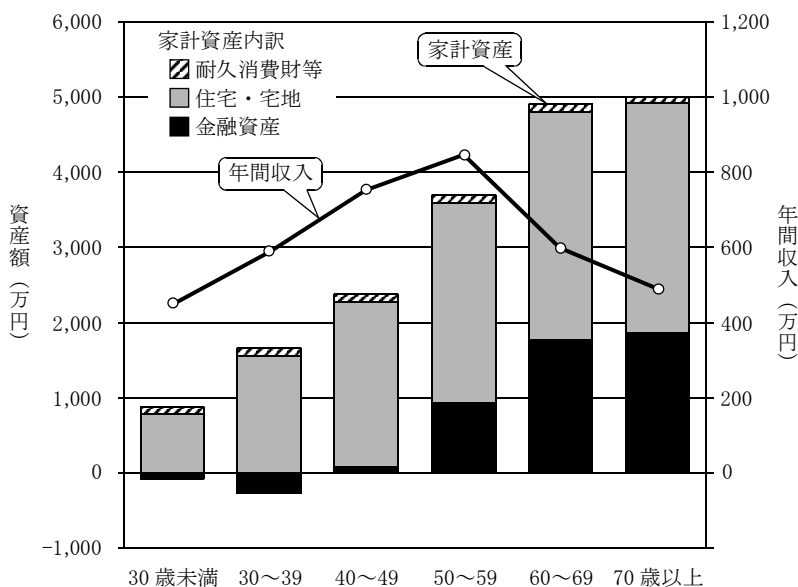
保有しているだけでなく、収入面でも若い世代（30～39 歳）と概ね同額の年収を享受する状況にある。こうした状況をどう理解すべきか。

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専ら現在の勤労年層（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 22）がこれを示している。

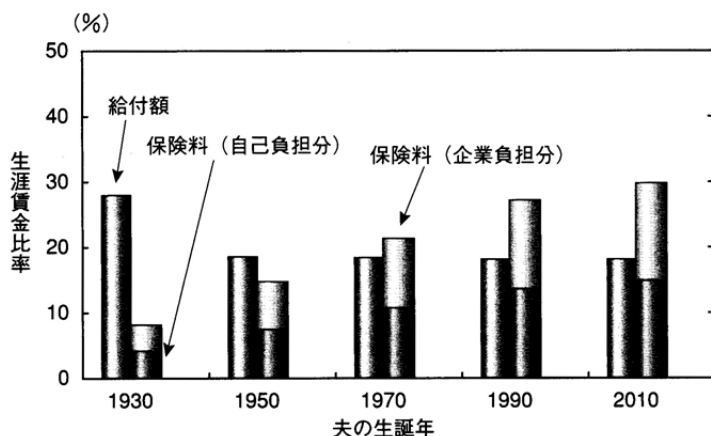
図表 21 世帯主の年齢別に見た 1 世帯あたり資産額・収入額（2009 年）

（高齢者は所得ないし金融資産が比較的大きいので年金受領額を圧縮し
若手・中堅世代の負担を減らすのが社会的正義ではないか）



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

図表 22 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。

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ため、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方法はない。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に重要な問題である。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とっても重要な課題である。

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、例えば、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。

いま、アベノミクスの「第3の矢」の改定版（2014年6月決定）をみると（前出図表16、首相官邸2014b）、こうした世代間の受益と負担の公平化という課題については、驚くべきことにその記述が見当たらない。分配政策よりも「成長と富の創出の好循環」を重視するのがアベノミクスの特徴であるにしても、分配面に政策理念を欠いているのは問題であろう。

分配面での政策は、ある特定時点における受益と負担の公平を図るという視点（静的視点）だけでなく、今後5年後、10年後における公平性の維持あるいは所得格差の拡大回避を図るという視

点（動態的視点）も不可欠である。より具体的に言えば、非正規雇用（とくに若者の場合）の増大⁽²⁷⁾は、労働者のスキル蓄積を阻害する面を持つので、将来の賃金格差と所得格差を拡大させる大きな潜在要因である。したがって、非正規雇用問題への取り組みはこうした視点も重視しつつ対応がなされる必要がある。第3の矢の改定版では確かに「職務等を限定した『多様な正社員』の普及・拡大」（首相官邸 2014b：37 ページ）をうたっているものの、動態的にみた所得格差問題への対応という意識がやや希薄であるようにうかがわれる。

5. 開始後1年10か月を経過した時点（2014年秋）での全体的評価

以上、アベノミクスの当初時点（最初の約半年間）における政策実施状況や市場の反応を中心にみてきたが、ここではその後における経済全体の展開をたどるとともに、政策開始後およそ1年10か月を経過した時点（2014年秋）での全体的評価を試みたい。論点は当然多岐に亘り各論点についても多様な評価がなされているが⁽²⁸⁾、図表23は筆者が重要と考える論点と筆者の見解を整理したものである。

景気回復の視点からは相当大きな成果

アベノミクスは、既述のとおり、まず円高の修正（円安化）とそれに伴う輸出業種を中心とした業績回復予想を反映して株価の急上昇をもたらした。その後現在（開始後1年10か月）にかけて、テンボは緩やかになったものの、達観すれば当初の傾向が続いている（図表24）。すなわち円相場（1ドルあたり）は、86円から109円へと23円の円安化（円相場の26.7%下落）をみており、株価も、日経平均株価は5778円（55.5%）の上昇、東証株価指数でも54.3%の上昇をみている。

こうした株価上昇は、企業の景況感改善や「トービンのq」上昇の効果⁽²⁹⁾によって企業の設備投資や雇用意欲を回復させつつあるうえ、資産効果⁽³⁰⁾を通じて個人消費も回復させている。このため、求人倍率も1を上回るまでに回復しているほか、現金給与総額（名目値）も緩やかに上昇している（ただ実質値では依然マイナスを継続）（図表25）。このようにして総需要が回復傾向にあることを反映して、消費者物価の上昇率も前年比マイナスからプラスに転じ、最近では1%台の上昇率を示している。また経済成長率も基調的には緩やかな上昇傾向にある⁽³¹⁾。

このように、短期的視点からみると、アベノミクスは明らかに景気回復に大きな効果をもたらした。

図表23 アベノミクスの中間的評価（2014年秋の時点）

積極的に評価できる側面	留保点ないし残された課題
<ul style="list-style-type: none"> ・ 景気回復については相当大きな成果 <ul style="list-style-type: none"> － 円高是正、株価上昇、企業業績回復等によって経済成長軌道にほぼ復帰。 － 5年間続いたデフレ状況（消費者物価の下落）を2013年度以降は脱出。 ・ 金融政策、財政政策を積極的に活用。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 景気回復の出発となった円高是正には国際的な要因（幸運）も寄与。 ・ 政策パッケージには短期的課題と長期的課題が混在、両者の区分けが肝要。 <ul style="list-style-type: none"> － 金融政策にさらなる効果を期待できる条件は消滅。財政政策にも大きな制約。 － 長期的には生産性上昇、円高方向での相場安定、分配面での正義などを目標にする必要。 ・ 持続的成長を達成する政策（第3の矢）の実施が予想外に遅延、今後着実な取り組みが不可欠。とくに財政再建（いわば第4の矢）の道筋確定とその実施が政策の最終評価を左右。

（注）筆者作成。

図表 24 安倍政権成立後の円相場と株価の推移

	円相場 (円/ドル)	日経平均株価 (円)	東証株価指数 TOPIX
2012 年 12 月末 (A)	86	10395	859
2013 年 3	94 (-9.3%)	12397	1034 (20.3%)
6	98 (-4.2)	13677	1133 (9.5)
9	97 (0.1)	14455	1194 (5.3)
12	105 (-8.2)	16291	1302 (9.0)
2014 年 3	102 (2.9)	14827	1202 (-7.6)
6	101 (0.9)	15162	1262 (4.9)
9 (B)	109 (-7.9)	16173	1326 (5.0)
(A) → (B)	+23 (-26.7%)	+5778 (+55.5%)	+467 (+54.3%)

(注) カッコ内は騰落率。

(資料) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」各月号および日経平均株価。

図表 25 安倍政権成立後の日本経済の推移

	実質 GDP	全国消費者物価	有効求人倍率	現金給与総額 (名目)	同 (実質)
2013 年 1～3 月	1.2%	-0.3%	0.86 倍	-0.6%	0.1%
4～6	0.8	0.0	0.90	0.3	0.4
7～9	0.4	0.7	0.95	-0.4	-1.5
10～12	-0.1	1.1	1.01	0.4	-1.4
2014 年 1～3	1.5	1.3	1.05	0.1	-1.6
4～6	-1.8	3.3 [1.4]	1.09	0.8	-3.4

(注) 1. 実質 GDP は前期比増減率。全国消費者物価、現金給与総額 (名目、実質) は前年比増減率。

2. [] 内は消費税率引き上げ (2014 年 4 月) の影響を除去した実勢上昇率。

(資料) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」各月号、日本銀行「金融経済月報」(2014 年 8 月)。

ている。その点は紛れない事実として評価する必要がある。また金融政策、財政政策という二つの基本的なマクロ経済政策手段を景気対策として積極的に活用した点も評価できる。

一方、こうした傾向が今後とも続き、景気の本格的かつ持続性のある成長を無条件でもたらすとはできない。日本経済の安定的な成長を展望するうえでは、少なくない問題点と課題があるからである。次に、図表 23 で示した留意点ないし課題のうち、特に重要な点を 3 点だけ述べよう。

残された課題 1：金融政策の限界についての認識

第一に、金融面での強力な緩和政策は、当初時点では、留保条件付き (円安に反転したのは幸いな要因を当時内包していた) ながら円高是正を通じて日本の景気を持ち上げる効果を発揮したものの、今後そのような効果を持続けることは期待薄であることである。

日本銀行は、従来「量的金融緩和政策」(quantitative easing. 略称 QE) を採ってきたが、2013 年 4 月、それまでの緩和策を一段と強化する「量的・質的金融緩和政策」(quantitative and qualitative easing. 略称 QQE) を導入した。そし

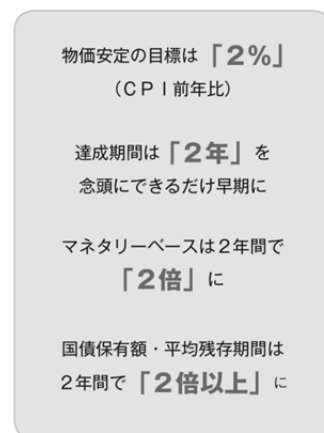
てそれを分かりやすいスローガン（図表 26）として表明するとともに、量的側面においても（長期国債買い入れ額の増加）、質的側面においても（ETF、J-REIT などリスク資産の買い入れの積極化）その方針に沿った対応（図表 27）を示してきた。このことは、日銀保有国債が急増するとともにそれにほぼ見合ってマネタリーベース（ハイパワードマネー）が増加したこと（図表 28）によって示されている。また、日本銀行の貸借対照表をみても（図表 29）、保有国債が著増しているほか、社債、コマーシャルペーパー、投資信託といったリスク資産も増加する一方、これに対応するかたちで民間銀行の日銀預け金（当座預金）が急増していることが確認できる。

このような金融緩和策は、アベノミクス初期においては、前述したとおり為替相場（円安化）⁽³²⁾を介して景気押し上げに効果を発揮した。しかし、既述のとおりこれは一時的な特殊要因（欧州通貨不安に伴って行き過ぎていた円高が反転した側面など）が相当大きく作用した結果であり、その要因はすでに剥落しているため、金融緩和によって今後円安化する余地は限られている。また仮に、日本が政策的に円安化へ誘導していると海外から

見られる事態になれば、日本への批判（いわゆる近隣窮乏化政策という批判）が高まる可能性もあるので、今後は円安化を通じた景気刺激は自ずと限られたものにならざるを得ない。

また、金融政策の国内的な効果波及経路は、すでに詳述したとおり、有効性の条件を喪失しているので、その効果は期待薄である。量的・質的金

図表 26 量的・質的金融緩和政策（2013 年 4 月導入）のスローガン



（資料）日本銀行（2013d：25 ページ）。

図表 27 量的・質的金融緩和政策の内容

1. マネタリーベース・コントロールの採用

- 「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

2. 長期国債買い入れの拡大と年限長期化

- イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。
- 長期国債の買い入れ対象を全ゾーンの国債としたうえで、買い入れの平均残存期間を、3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する。

3. ETF、J-REIT の買い入れの拡大

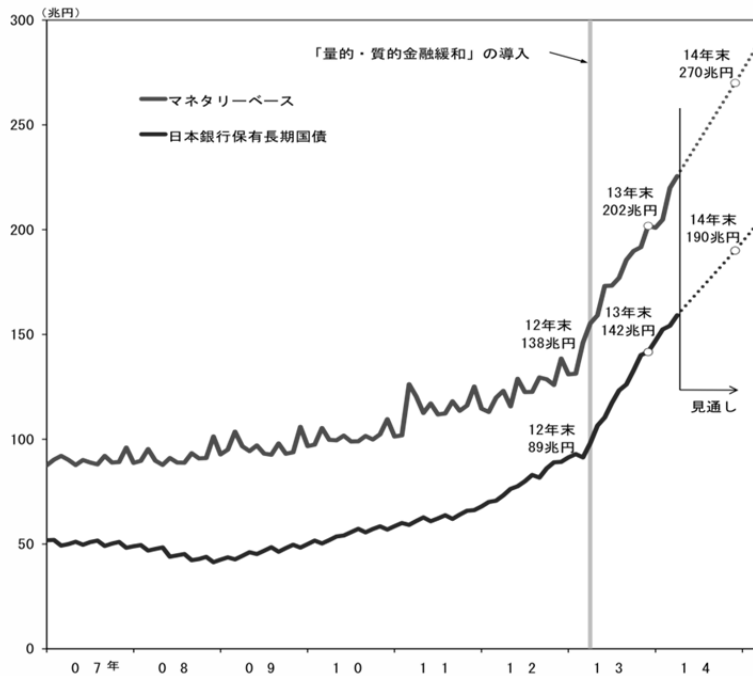
- 資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。

4. 「量的・質的金融緩和」の継続

- 「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。
▶その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

（資料）日本銀行（2013d：25 ページ）。

図表 28 日銀の国債買い入れによるマネタリーベースの増加



(資料) 日本銀行 (2014 : 26 ページ)。

図表 29 日本銀行の貸借対照表 (主要項目)

	資産				負債	
	国債	社債	CP*	金銭の信託**	発行銀行券	当座預金
2010 年末	76	0	0	0	82	22
2011	90	1	1	0	83	36
2012	113	2	2	1	86	47
2013	181	3	2	2	90	107
2014	250	3	2	3	93	178

* コマーシャルペーパー。 ** 信託財産指数連動型上場投資信託。

(資料) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」2015 年 1 月号 (9~10 ページ) をもとに筆者作成。

融緩和 (QQE) の効果として日銀は「長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる」(日本銀行 2013c) と判断、国内的な効果波及経路による効果や民間部門の期待の変化による効果があると想定している。しかし、前者は上述したとおりその条件を喪失しているほか、後

者 (期待の変化を通じる政策効果) は不確かなものであり、緩和政策開始後 1 年半以上を経過した時点では、現実にも学術的にもまだ確認されていない。

さらに、日銀は量的・質的金融緩和を推進するため、上記のとおり市場から国債を大量に買い続けており (前出図表 28)、その結果、政府の財政

支出を資金面で実質的に支援するかたちになっている⁽³³⁾。すなわち、日銀の国債買い入れ額は、国債の毎月発行額の実に約7割にも達している⁽³⁴⁾。これは、財政の赤字を実質的に日銀が補填していることを示しており、財政再建の圧力を減じる（財政再建をそれだけ遅らせる）要因になっている。日銀の異次元緩和（国債の大量買い上げ）が長く続けば続くほど、日本経済の長期安定的な発展のための課題である財政再建（後述）を遅らせる可能性が大きい。金融の異次元緩和は、その効果がさらに期待できるとする理解があるとすればそれは誤解であるだけでなく、それは財政再建という大きな課題の解決を難しくするという別の問題も伴うことを理解する必要がある。

残された課題2：「第3の矢」の着実な実施

アベノミクスの今後にとって第二の課題は、経済パッケージのうち、持続的成長を達成するための項目、すなわち「第3の矢」の実施が予想外に遅延してきたが、政策全体を成功させるには、今後その面での着実な取り組みが不可欠であることである。

当初、第3の矢は予定通り「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」（首相官邸 2013）として2013年6月に取りまとめられた。しかし、そこには具体的かつ実効性が高い項目がさほど含まれていなかったため、「成長戦略」としての第3の矢というには程遠いものであった。それから1年後、第3の矢は『日本再興戦略』改訂 2014－未来への挑戦－として改めて発射された（その概略は前出図表16）。そこでは、当初のパッケージよりもより広範かつ具体的な項目が盛られている。

ちなみに、海外の論調においても「当初（2013年）打ち出された第3の矢は平板であったが、改訂された第3の矢は網羅的で正鵠を得たもの」となっており、アベノミクスによって日本再生の好機が訪れた」（Economist 2014：11ページ）との評価がある（図表30）。また国際機関からは「アベノミクスは順調に進展しているが、それは円安化の効果に依存しすぎている面があり持続可能性に疑問があるので、今後は信頼と競争力を維持する

図表30 アベノミクス第3の矢（改定版）を報じる海外誌



（出所）The Economist 誌（2014）の表紙

うえで重要な力強い構造改革を実施することが不可欠である」（International Monetary Fund 2014）との評価が聞かれる。

残された課題3：財政バランスの回復

アベノミクスの今後にとって第三の課題は、財政収支を均衡化することである。この課題は、アベノミクスの当初の「第3の矢」においても、また改定版「第3の矢」においても、全く言及されていない。日本の財政収支がいかに大きな構造的アンバランスになっているか（前出図表14、15）、そしてそれへの真剣な取り組みがなされなければ大きなしっぺ返しが必ず生じることになるか（第3節を参照）は、既に論じたのでここでは繰り返さない。

ただ、その問題の大きさと深さ（したがって対応の困難さ）は海外では強く認識され、日本にその対応を迫る論調が多い。例えば、日本経済の動向と政策を診断したOECD（2013）の報告書においては、主要政策提言（key recommendations）として5項目を指摘しているが、その筆頭に「財政の持続可能性の回復」が挙げられている⁽³⁵⁾。またInternational Monetary Fund（2014）による日本経

済概観においても、財政の収支両面からの改革（消費税の第2段階引き上げを含む）が大きな課題として指摘されている。

財政収支の改善は、政治的にみても明確な理念と非常に大きなエネルギーを要する作業である。それだけに、現在は本格的な取り組みがやっと始まるという段階に過ぎず、今後の大きな課題として残されている。財政再建の道筋を確定し、その実行に入らなければアベノミクスの最終的評価はなしえない。したがって、財政再建は、いわば「第4の矢」として残された課題といえる。

以上3つの課題を指摘したが、長期的観点からはその他にも検討ないし明確化すべき課題が幾つかある。例えば、経済政策における生産性向上の位置づけである。「失われた10年（1990年代）」の経済停滞の原因は金融部門の機能不全（それによる投資活動の低迷）などでなく生産性の低上昇にある（Hayashi and Prescott 2002）と考えるならば、生産性上昇という大きな視点を政策体系の枠組とすることによって、アベノミクス第3の矢が列挙している各種施策をより理論的に体系化することもできるのではないか。

また、円安化は（アベノミクスの成果として当初明確化したとおり）輸出増大によって需要刺激効果を持つので短期的には景気面で望ましい面を持つ。しかし、長期的には見逃せないマイナス面を持つ（岡部 2015）ので、円安化は長期の政策目標になりえないことを認識する必要がある。例えば、円安化は輸入価格上昇による国民負担の増大（交易条件悪化による実質所得減少）、日本の保有外貨の目減り、日本の国際的発言力低下などをもたらす。このため、長期的には円安化を目指すのではなく、上述した生産性の向上とそれを反映させるような為替政策の理念、つまり円高方向での相場安定こそ追求すべきであると考えられる（³⁶）。

6. 結語

アベノミクスの効果は、この1年半、主として円高是正（円安化）とそれに伴う企業業績の改善、

そしてそれを反映した株価上昇とその波及効果（企業の業況改善に伴う設備投資増大、資産効果による消費支出増加等）というかたちで明確に現れている。一方、金融市場では物価上昇予測が広がる気配が当初みられ⁽³⁷⁾、これが広がれば実質金利（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企業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乏しいので、金融政策面での対応（第1の矢）が今後日本の成長率を高める可能性は非常に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面での大きな制約といった問題を考慮すると、これが日本経済を長期的に成長軌道に乗せるものになるとは考えにくい。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）としてこれまで徐々に具体化されてきた各種の構造的対策に期待する必要性が依然として大きい。

そのなかでも、とりわけ先送りされてきた財政収支の改善に本格的に取り組むことが、日本経済の持続的かつ安定的な成長にとって基本的な条件となろう。これは一朝一夕に実現できるほど易しい問題ではないので「第4の矢」として新たに位置づけるのが適切かもしれない。アベノミクスの評価を最終的に左右するのは「第3の矢」および「第4の矢」であり、それらがどのように具体化され、実行されるかにかかっている。

注

- * 本稿は、第2次安倍内閣が発足して3か月経過した時点で執筆した前稿、岡部（2013）を踏まえつつ、その後1年8か月の間において実施された経済政策ならびに国内外の情勢展開を踏まえて当初の内容を大幅に拡充したものである。なお、前稿（岡部 2013）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)で報告した内容を踏まえたものである。参加者から有益なコメントをいただいた。

- (1) アベノミクス (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クス (Reaganomics) と称されたことになむ。
- (2) 詳細は岡部 (1999: 第14章) を参照。なお図表4はそこに含まれる図14-5を簡略化したものである。
- (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・モデルと称されるケインズ型開放経済モデルである (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」2014年9月号2ページ)。
- (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、超緩和が推進される前の2013年1月末における残高は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)。
- (7) (3) の2つの効果は、それぞれ「トービンのq」効果、資産効果、と称される。
- (8) 企業の業況判断 (「良い」-「悪い」の構成比) をみても、輸出の比重が高い製造業 (そのうちでもとくに大企業) の改善度合いが非製造業に比べて顕著であることにそれがうかがわれる (日本銀行『金融経済統計月報』2014年10月号43ページ)。

	製造業		非製造業	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業
2012年12月(A)	-12	-18	4	-11
2014年9月(B)	13	-1	13	0
改善幅 (B)-(A)	25	17	9	11

- (9) 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。

- (10) 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。
- (11) 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。
- (12) また日銀総裁も、記者会見において「必要があれば追加緩和についても検討する」(2014年10月7日) ことを従来から繰り返し明示的に述べている。
- (13) 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と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) と述べている。
- (14) 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)。
- (15) このような量的緩和と政策は、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。
- (16) 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。
- (17) 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 2013a)、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。
- (18) 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。アベノミクスの金融政策は、端的に言えばこう

- した面での認識が乏しいことに問題がある。
- (19) 日銀が国債の買入れ額を拡大するだけでなく、リスク性資産 (ETF <Exchange-Traded Fund : 上場投資信託>および J-REIT <Real Estate Investment Trust : 不動産投資信託>) の買入れ額も拡大する (日本銀行 2013c) という意味で「質的」にも金融緩和策を強化することを意味している。
- (20) 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) と、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。
- (21) 例えば、アジア太平洋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。
- (22) 財務省「平成 24 年度一般会計補正予算フレーム」。
- (23) 政府債務残高の対 GDP 比率 (2010 年) をみると、日本は約 200% であり、米国、英国、フランス (概ね 80~100%) に比べて高いだけでなく、財政問題から金融危機を引き起こしたギリシャ (約 150%) に比べても圧倒的に高い (岡部 2012 : 図表 15)。
- (24) 政府はそうした法案を 2014 年 10 月 17 日に閣議決定した (『日本経済新聞』2014 年 10 月 17 日夕刊)。
- (25) (1) コーポレートガバナンスの強化, (2) 公的・準公的資金の運用の在り方の見直し, (3) 産業の新陳代謝とベンチャーの加速, 成長資金の供給促進, (4) 成長志向型の法人税改革, (5) イノベーションの推進とロボット革命。
- (26) 「銀行・商社等については (中略) 機能を発揮することが求められる。また (中略) 機関投資家についても (中略) 機能をより積極的に果たしていくことが期待される。(中略) 新陳代謝を促進 [するには] ベンチャーが次々と生まれ [ることが重要であるので、環境を整えるために] 制度面, 人材面, 資金面の障害を取り除くための総合的な対策を講ずる。」 (首相官邸 2014b : 5 ページ)。
- (27) 全労働者に占める非正規労働者の比率は、1984 年に 15.3% であったがこの 30 年間に上昇を続け、最近時点 (2014 年 4~6 月) では 36.8% に達している (総務省「労働力調査」)。
- (28) 例えば、原田・齋藤 (2014)。
- (29) 前出 注 7 を参照。
- (30) 前出 注 7 を参照。
- (31) 実質 GDP の前期比増加率は、2014 年 1~3 月期に 1.5% の大幅増となったあと、4~6 月期には -1.8 と大幅に減少した。これは、2014 年 4 月の消費税引き上げ前の駆け込み需要増大とその反動減を反映したものである。
- (32) マンデル=フレミング・モデルが主張する政策効果波及の経路。
- (33) 金融緩和の長期継続については、この他にも問題が少なくない。例えば、日銀が掲げる物価安定目標 (2%) が達成された場合、緩和策を終了する時に予想される大きなリスク (銀行が保有する大量国債の価値下落とそれが銀行経営ならびに日本経済に与える大きなマイナスのインパクト) への対応の仕方 (いわゆる出口問題) がある。そうしたリスクは、民間銀行が直面するだけでなく、国債の大量買入れを続けてきた日本銀行に取っても大きな問題であり、日銀は当期剰余金の赤字転落によって国庫納付金を 3 年程度納付できなくなる可能性がある (岩田・日本経済研究センター 2014 : 41 ページ, 136 ページ)。
- (34) 「日本経済新聞」2014 年 4 月 15 日。この結果、市場では国債の取引量が減少、2014 年 4 月 14 日には新発 10 年物国債の取引が成立しないという異常事態が発生した (同)。
- (35) 提言されている 5 項目は (1) 財政の持続可能性回復, (2) 強力な金融緩和によるデフレ脱却, (3) 東日本大震災からの再生, (4) 労働参入と生産性向上による成長促進, (5) 所得格差是正と貧困削減による社会的絆の増進、である。
- (36) ちなみに、元日銀総裁の速水優は『強い円 強い経済』(2005) で次のように述べている : 「日本円の購買力は [かつての] 1 ドル=360 円から [ニクソン・ショック後 33 年を経て] 110~100 円と 3 倍以上強くなっている。このような国は他にみられないし、これほど長期にわたって自国通貨が強くなり、3 倍にもなった国は他にない。内外での円の保有者、使用者、第三者が円の価値をどれだけ高く評価しているかは計り知れない」 (159 ページ)。「通貨は強く安定し、使い勝手のよいことによって信認を得るのであって、先進諸国の中央銀行では、皆このような通貨の強さを目指している。そして、その国の通貨の強いことがその国の国力や発言力に直接、間接に影響を持つのである。このことを、私は半世紀を超える国際金融の現場での経験から特に強調しておきたい」 (154 ページ)。
- (37) 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)。

【引用文献】

- 岩田一政・日本経済研究センター（編）（2014）『量的・質的金融緩和—政策の効果とリスクを検証する—』日本経済新聞出版社。
- 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://gakai.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://gakai.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://gakai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2012.html>）
- 岡部光明（2013）「第2次安倍内閣の経済政策『アベノミクス』の評価」，慶應義塾大学SFCディスカッションペーパーSFC-DP 2012-007。
<http://gakai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2012.html>
- 岡部光明（2015）「経済政策『アベノミクス』の評価における2つの盲点—期待依存と円安依存の限界—」慶應義塾大学SFCディスカッションペーパーSFC-DP 2014-005。
<http://gakai.sfc.keio.ac.jp/dp_pdf/14-05.pdf>
- 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。
- 経済産業省「経済政策パッケージ」平成25年10月1日閣議決定。
<http://www.meti.go.jp/policy/policy_package/accessibility.html>
- 小峰隆夫・日本経済研究センター（編）（2008）『女性が変える日本経済』日本経済新聞出版社。
- 首相官邸（2013）「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」6月14日閣議決定。
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf>
- 首相官邸（2014a）「産業競争力強化に関する実行計画」1月24日閣議決定。
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/housin_honbun_140124.pdf>
- 首相官邸（2014b）『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」6月24日。
<<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>>
- 内閣府（2003）「平成25年度 年次経済再生報告—改革なくして成長なし III—」。
- 内閣府（2013a）「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/keizai1/keizaitaisaku/keizaitaisaku.html>>
- 内閣府（2013b）「好循環実現のための経済対策」平成25年12月5日閣議決定。
<<http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/keizaitaisaku.html>>
- 内閣府（2014）「経済財政運営と改革の基本方針2014について—デフレから好循環拡大へ—」平成26年6月24日閣議決定。
<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2014/2014_basicpolicies_01.pdf>
- 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/keizai1/seifu-nichigin/>>
- 日本銀行（2013a）「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。
- 日本銀行（2013b）「政策委員会金融政策決定会合議事要旨（2013年1月21, 22日開催分）」。
<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minu_2013/g130122.pdf>
- 日本銀行（2013c）『『量的・質的金融緩和』の導入について』4月4日。
<http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf>
- 日本銀行（2013d）『にちぎん』36号（2013年冬号）12月25日。
- 日本銀行（2014）『にちぎん』38号（2014年夏号）6月25日。
- 速水優（2005）『強い円 強い経済』東洋経済新報社。
- 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。
- 原田泰，齋藤誠（編著）（2014）『徹底分析アベノミクス：成果と課題』中央経済社。
- 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）（2008）『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.
- The Economist*（2014）“The Third Arrow,” June 28–July 4.

- 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.
- Hayashi, Fumio, and Edward C. Prescott (2002) “The 1990s in Japan: A Lost Decade” *Review of Economic Dynamics* 5 (1), January, pp. 206–235.
- International Monetary Fund (2014) “IMF Survey: Japan’s Bumpy Growth Path Puts Premium on Structural Reforms,” July 31.
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2014/car073114a.htm>>
- OECD (2012) *Closing the Gender Gap – Act Now* –, Paris: OECD.
- OECD (2013) *OECD Economic Surveys Japan 2013 (Overview)*, Paris: OECD.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff (2011) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.