

アベノミクス 3 年間の実績を踏まえた政策評価

——何を間違えたのか？——

井 上 裕 行

1. はじめに

経済政策としてのアベノミクスが始動してからすでに3年半以上が経過した。アベノミクスでは2パーセント程度のインフレの実現と安定した経済成長の回復が目標とされてたにもかかわらず、これまでの実績を見る限りでは円安と株価上昇のみが実現した程度の結果にとどまっている。しかも株価については2015年夏頃から急激な低下に転じており、その後も不安定な動きが続いている。

アベノミクス実施期間における日本経済の実績をみると、経済活動水準は総じて見ればほぼ横ばいで推移してきており、そうした中で企業所得の増加と家計所得、消費の縮小が同時に進行している。

もはやアベノミクスの最重要政策目標であった2パーセントのインフレ実現（アベノミクス開始後2年以内）は絶望的な状況であることは明らかで、これまでも4度にわたりインフレ目標実現の先送りを繰り返してきたが2016年9月には実現の時期を示すことさえできなくなるという状況にまで追い込まれた。

本稿では市場からの大きな期待を持って登場したアベノミクスが実際に日本経済に何をもたらしたのか、期待から大きく乖離した失敗に至った原因はどこにあるのかという視点から、経済政策としてのアベノミクスの評価について考察を行う。

2. デフレ局面における非伝統的金融政策の有効性

(1) バブル経済崩壊後のデフレ局面で実施された非伝統的な金融政策

2013年から本格的に始動したアベノミクスは大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の組み合わせとして実施され、その核心となったのは異次元の金融緩和と称される金融政策であった。財政政策は公共事業拡大などを含む財政支出拡大による景気刺激を意図したもので、従来の財政政策の焼き直しであり、しかもすでに政府部門で巨額の累積債務を抱え込んでいる状態では財政支出の拡大による景気刺激には限界があった。成長戦略もすでに小泉政権当時から成長率押し上げに寄与する各省施策を組み合わせる試み

が始まっており、その後も民主党政権時代の成長戦略も含めて基本的な仕組みには変化がなく、結局は各省で実施している個別政策を束ねたものに過ぎない。

これに対して、金融政策についてはアベノミクス以前から量的緩和政策は実施されてきたものの、黒田総裁就任以降に実施された異次元の金融緩和は、アベノミクスの中核をなす重要な役割を果たすことが期待された。そうは言うものの実際には、この金融政策の原型はすでに日本銀行が実施してきた強力な金融緩和政策であり、これは 90 年代末以降にバブル経済崩壊後の長期的な経済停滞に苦しむ日本経済の回復を目指して実施されたゼロ金利施策、量的金融緩和政策に求められる。したがってアベノミクスの金融政策を考える際にはすでに実施されていた非伝統的金融緩和政策の理解が有用であり、その経験と知識がどのようにアベノミクスに引き継がれたかを検証する必要がある。

i) ゼロ金利政策

(ゼロ金利政策に至るまでの経済状況)

日本経済で 1980 年代後半に発生した株価、不動産価格など資産価格高騰を背景とするバブルは 90 年代初頭に崩壊した。この後日本経済はいわゆる「失われた 10 年」と称される長期的な経済停滞期に移行する。日本政府のバブル崩壊の深刻な経済的な影響への認識が遅れる中で政策対応も遅れることになった。しかしながらかつて経験したことがないほどの景気後退の深刻さが表面化すると、これに対応するために大規模な公共支出の拡大を伴う景気刺激策がとられ、90 年代は財政政策の時代となった。こうした政策対応にもかかわらず経済活動水準の低迷は持続し、90 年代末にはメガバンクの破綻も発生するなど金融システム危機が発生するまでに経済状況が悪化した。日本におけるバブル経済崩壊は単なる需要の縮小だけではなく、不良債権問題が金融機関に深刻な影響をもたらす一方、過剰債務、過剰資本、過剰雇用というストック面での問題を企業部門が抱え込むなど、長期的、構造的な問題をもたらすことになった。このような問題は財政刺激策による短期的な需要創出による解決は困難であり、日本経済は 90 年代後半にはデフレ局面へと入っていくことになった。財政支出拡大は巨額の財政赤字の累積という結果をもたらし、追加的な財政政策の発動は困難な状況となった。

バブル経済崩壊後はマクロ経済政策面では景気刺激を目指して金融面での景気刺激策も実施された。この結果、政策金利は低下を続け、90 年代末にはほぼゼロ金利状態となった。

(ゼロ金利政策の実施)

日本銀行は 1999 年 2 月にゼロ金利政策を採用することとなった。これはインターバンク市場の無担保コールレート（翌日物）を実質的にゼロに誘導するという金融政策であった。これは短期金融市場における金利の価格機能を失わせる異常な政策であり、デフレ懸念の払

拭が展望されるまでという限定を付けて実施された。

ゼロ金利政策は単に短期金融市場の金利水準をゼロにすることを目指して実施されたものではない。ゼロ金利政策導入に際して日本銀行内部で議論されていたのは、いかにして全体の金利水準を低めに誘導するかということであり、そのためには単に短期金利水準をゼロにするだけでなく、そうした状態をある程度の期間持続させることの必要性が強く認識されていた。これは後に「時間軸効果」として日本銀行が明示的に説明することになる重要な効果であるが、当時はデフレ懸念の払拭が展望されるまでゼロ金利を持続するというコミットメントの中に込められていたと考えられる。

ii) 量的緩和政策

(ゼロ金利政策の解除から量的緩和政策へ)

日本銀行はゼロ金利政策の導入まで踏み切ったものの、このような異常事態から脱却することについて常に強い意欲を持っていた。海外経済を見ると 90 年代後半にはアメリカ経済を中心に好調を持続しており、特にアメリカでは IT バブルによる景気過熱状況となっていた。こうした状況を反映して日本経済でも輸出が増加する一方でそれまでに実施されてきた巨額の公共事業支出に下支えされる形で景気の一時的な回復が確認された。

こうした状況を背景に日本銀行は 2000 年 8 月にゼロ金利の解除を行った。しかしその後この判断は誤りであったことが判明する。アメリカ経済は IT バブルの崩壊により急激な景気悪化に見舞われ、その影響は日本経済を直撃した。2001 年に入り短期金利は再びゼロ金利状態に逆戻りし、さらに 3 月には日本銀行はゼロ金利政策よりさらに踏み込んだ形になる量的緩和の実施に踏み切ることとなった。

(量的金融緩和政策の仕組み)

量的金融緩和政策は日本銀行が経験したことがない新たな金融政策への移行を意味した。伝統的な金融政策では中央銀行が政策金利を管理することにより全体としての市場金利水準を変化させることで銀行による貸出量、預金量などを管理していた。ゼロ金利政策の導入でこのような金利水準の管理が困難な局面に移行しており、量的緩和政策においては日本銀行の政策目標は明示的に「金利水準」を離れて日本銀行当座預金残高という「量」へと切り替わることとなった。

同時に日本銀行は量的金融緩和を実施する期間について明示的なコミットメントを行った。すでにゼロ金利導入に際して時間軸効果を意識しながらデフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策を維持することを約束していたが、このような定義はかなり大きな幅を持った解釈が可能となる曖昧な表現であった。これに対して量的緩和導入に際しては日本銀行は消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ・パーセント以上になるまで継続す

るという表現を用いて明確なコミットメントを示した。さらに2003年10月には量的金融緩和が解除されるための条件がさらに厳格に定義された。足下のコア消費者物価上昇率が安定的にゼロを上回ること、消費者物価上昇率が先行き再びマイナスになると見込まれないこと、さらにこの二条件が満たされても経済金融情勢次第では量的金融緩和が継続されることもあることという三つの条件が明示された。

量的な目標とされた日本銀行当座預金残高は2000年3月時点では5兆円程度とされたが、その後段階的に積み増されてゆき、2004年には25兆円から30兆円という水準にまで引き上げられていった。

(2) 非伝統的金融政策の有効性に関する理論と検証

i) 非伝統的金融政策が实体经济に波及する仕組み—想定されていた波及メカニズム (金融政策におわされた景気刺激の役割)

90年代末から2000年代初めにかけて日本銀行がゼロ金利政策や量的金融緩和政策という異常な金融政策を採用するに至った背景にはすでにのべたようにバブル経済崩壊後の深刻な経済活動の低迷があった。90年代には大規模な公共事業の追加支出を伴う財政政策を通じた景気浮揚策が実施されたのにもかかわらず、景気停滞は長期化した。さらに90年代後半には日本は戦後の先進国としては異例のデフレ状態に陥った。

財政政策の効果が表れず巨額の財政赤字が累積する中で、マクロ経済政策面での景気刺激は一方的に金融政策に負担が押しつけられる形となった。しかしながら短期金融市場の金利がほぼゼロまで低下し、日本銀行としてももはや金利引き下げという伝統的な金融政策手段を失った状態にあった。したがって日本経済をマクロ面で立て直すためにはこれまで経験したこともなくかつ経済理論的な裏付けも不十分な政策を試行せざるを得ない状況に追い込まれていたと言える。

(現実の政策運営に間に合わなかった非伝統的金融緩和の経済理論)

植田は日本銀行副総裁の立場でこのような状況に立ち会った経験を記録し、当時の日本銀行内部の議論を紹介している¹⁾。植田によれば、日本銀行が採用したゼロ金利や量的金融緩和などのいわゆる非伝統的な金融政策は当時の経済学会でも理論上の解明が行われていたわけではないものの、金融政策の担当者としてとにかく必要に迫られて採用せざるを得なかったという苦しい事情があった。このような未経験の政策を設計し、実施する過程では日本銀行内部で真摯な議論が行われたことは認められるものの、経済理論上の裏付けを行うための時間的な余裕はなく、政策を実施しながらその効果を検証しつつさらに経済理論的な根拠を探索するという状況であった。

(ゼロ金利政策の経済理論—時間軸効果と期待インフレの形成)

ゼロ金利政策の導入の際に日本銀行内部で短期金融市場だけでなくある程度期間の長い金利水準まで低めに誘導するための仕組みとして、ゼロ金利水準を長めの期間にわたって維持することについて日本銀行がコミットメントを行うという時間軸効果が意識されていたことはすでに述べた通りである。短期金利は金利の期間構造を通じてより長期の金利まで波及し、これはイールド・カーブの形状に現れる。単に日本銀行が短期金融市場の金利水準をゼロにするだけでは設備投資などに影響を与える長期金利への低下圧力は不十分であり、日本銀行が短期金利を長期間にわたってゼロに維持することによって長期金利への波及効果を高めることができるという考え方である。どの程度の期間ゼロ金利を維持することが十分な時間軸効果を発揮するかについては、唯一の定義が存在するわけではない。一つの有力な提案としては、通常であればテラー・ルールなどによりゼロ金利が解除されるような状況になった後でも、あえてある程度長めにゼロ金利を維持するという方法が示されている。確かにそこまで中央銀行が低金利政策を強力に推進するということを市場参加者が確信すれば、投資家の将来の金利形成に対する期待も変化し実際に長期金利も低い水準に誘導されることになるだろう。

日本銀行もゼロ金利政策の有効性を説明する経済理論としてこのような時間軸効果を意識しており、このような観点から植田は理論面での重要な役割を果たしたと言える。ただし、現実の経済主体の対応を考えるとこのような期待形成の説明には納得しがたい部分も残る。そもそも中央銀行としての日本銀行の役割はインフレを抑制することであり、そうした役割に忠実な日本銀行がデフレが収束しゼロ金利を解除すべき段階に至っても依然としてゼロ金利を維持するというコミットメントを行うことについては市場関係者として確信を持つことは困難であると考えられる。つまり日本銀行が時間軸効果を強く意識してゼロ金利政策を長期間維持するというコミットメントを行うことは、インフレ抑制という中央銀行の最も有用な役割を部分的に放棄することを意味することになる。当時の日本経済は軽微ではあるが解消困難なデフレ状況に陥っていたため、ある程度のインフレが発生するまではかなり長期間を要することが見込まれていたため、時間軸効果という説明に対してそれほど強い違和感はなかったように見えた。しかし 2006 年に最終的にゼロ金利解除が視野に入ってきた段階ではデフレ圧力がまだ残っていると見られる状況でも日本銀行が突出してゼロ金利解除を目指した動きを強めたことを考えると、時間軸効果の理論的な説明にはある程度の留保が必要になるかもしれない。この問題は量的金融緩和政策にも共通するものであり、実際に量的金融緩和政策の終了条件を示す際に様々な議論が行われることとなった。

ゼロ金利政策については、予想インフレ率の上昇を通じて実質金利を引き下げることで設備投資などの実物需要の増加を通じた景気刺激効果が期待できるという見方もある。しかしながら経済理論上はこのような論理が成立するであろうが、実際には持続的な通貨供給の増

加を約束することでいつかはインフレが加速するという予測が形成されると主張することと大きな違いはない。特に流動性の罫に陥っているような状態で財政面での需要拡大となるようなショックがない場合は、金融政策だけでインフレ期待を変化させることには困難が伴うことになるであろう。

（量的緩和の経済理論）

日本における量的緩和政策の導入は、経済理論上の根拠に基づくと言うよりも、ゼロ金利政策以上に踏み込んだ金融政策を展開する必要に追い込まれたことが背景にあった。したがって量的緩和政策をその実施当時に積極的に支持する精緻な経済理論が存在したわけではない。ただ量的緩和の実施により金利水準が低下し設備投資が誘発されること、円安が進行することで輸出が増加するなどの経路を通じて経済活動水準が上昇することへの期待はあったと考えられる。

a. 時間軸効果

量的緩和について最もわかりやすい素朴な説明としてはゼロ金利政策をさらに推し進めた金融緩和政策という位置づけであり、その観点からは時間軸効果もあげられる。金利水準はすでにゼロになっている状況でもさらに中央銀行が金融市場に潤沢な資金を提供し続けると言うことを約束することで将来の金利水準を低めに抑えることができるという説明になろう。金利水準の低下は民間企業設備投資の拡大などを誘発し、GDPを引き上げる方向に作用する。しかしこれは金融市場における期待形成に強く依存した理論であり、その有効性については実証的な検証が必要とされた。

b. 円安を通じた輸出増加

ケインジアン的な枠組みを用いたマクロ経済モデルにおいては自国通貨安は輸出増加をもたらすことになる。したがって国内金利を低水準に誘導することにより円安が実現すれば当然輸出が増加することになると考えられる。ただし自国通貨安により輸出の増加を図ると言うことは際限のない通貨切り下げ競争を引き起こすおそれがあり国際的なルールとして禁じられており、日本で非伝統的な金融政策が実施された際にもこのような効果について積極的に言及されることはなかった。

しかしながら日本経済が深刻な停滞に陥り2013年以降にアベノミクスという政策枠組みの中で異例の金融緩和政策が発動されるにいたり、自国通貨安による輸出拡大という政策対応についても海外諸国から暗黙の了解が得られる状況になった可能性がある。この前提には量的緩和政策により長期金利も含めて国内金利水準の低下を反映して国内通貨安となり、価格競争上有利となる輸出が増加する仕組みが想定されている。つまり量的緩和が国内金利水

準を押し下げることが必要とされるため、この部分については時間軸効果などの経済理論と重なることになる。

c. 株高を通じた景気刺激効果

金融政策の効果として明示的に株価上昇を目標として設定することはないが、景気刺激効果をもたらす経路の一つとして株価の上昇を重視する考え方もある。経済理論上は株価は将来の企業収益を反映するものであり、金融緩和による景気刺激効果が金利低下による設備投資の増加であれ、円安による輸出増加であれ需要拡大を通じて企業収益が増加することが予測されれば株価上昇も実現する。株価の上昇は資産効果を通じて家計消費を増加させるとともに企業の資金調達環境を改善することでより一層の総需要の拡大につながる可能性もある。また後に述べるポートフォリオ・リバランシング効果も株価を上昇させる方向に作用すると考えられ、これが実体経済を刺激するという考え方もある。

d. ポートフォリオ・リバランシング効果

量的緩和政策固有の効果として注目されるのは、民間銀行のポートフォリオをリスクの高い資産の保有比率を高める方向に作用する可能性である。民間銀行は貸出、社債、国債など様々な形で資産を保有しているが、その際には一定の基準に基づき収益とリスクのバランスをとりながら全体のポートフォリオを選択している。量的緩和政策により日本銀行が民間銀行から国債を大量に購入すると、民間銀行は国債の保有リスク（金利上昇による国債価格の低下）から解放される一方で、リスクは存在しないもののきわめて収益率が低い準備預金を積み増すことになる。こうした状況に対応するためには民間銀行はある程度の資産運用リスク上昇を許容しながらより収益率の高い貸出など他の資産の保有を増やす方向でポートフォリオを変更する可能性がある。

ただしこのような仕組みが実際に長期金利の低下にまで波及するかについては疑問視する考え方もある。すでに金融取引については国際的な自由化が進んでおり、特に長期金利については国際的な水準に整合的な形で形成される傾向が強まっている。そのため自国内の民間銀行のポートフォリオ変更が長期金利も含めた金利水準全体に与える影響には限界もあると考えられる。こうした批判はゼロ金利政策による長期金利への波及の仕組みについてもあてはまるものである。

ii) 実績データによる非伝統的金融政策の検証—決定力不足の実証研究結果

1990 年代末から 2000 年代前半にかけて実施されたゼロ金利政策や量的金融緩和政策などの非伝統的な金融政策の経済的な効果に関してはすでに様々な実証研究の蓄積が進んできた。2007 年時点での包括的な整理としては鵜飼のサーベイ論文ⁱⁱ⁾ があげられ、その後に発表さ

れた実証研究もふくめたサーベイの成果としては北浦ⁱⁱⁱ⁾ があげられる。後者は実証研究論文のサーベイに加えて著者自身によるマクロ経済モデル、VAR モデルによる検証も含めた実証分析の包括的な結果を示している。

これまでおこなわれてきた実証研究の結論をみると、非伝統的な金融政策が金利、株価、金融資産量など金融市場に与える影響を検証したものから、生産、輸出などの実体経済への影響を検証したものなど多岐にわたっている。結果についてみると、金融市場に与える影響については支持するものもみられるが、最終的な実物経済への影響については見解が分かれている。実証研究の成果として非伝統的な金融政策が長期金利水準の低下を通じて経済活動水準を引き上げたという認識が共有されているとはいえない状況となっている。梅田^{iv)} も「日本の量的金融緩和が株価や生産指数に効果あったとの論文もあるが、認められないとの論文もあり、いまだに見解が分かれている。今後のさらなる実証分析がまたれるところである。」と述べている。アベノミクス以前に実施されてきた非伝統的な金融政策の有効性にかんする実証分析結果が揺れ動いている中で、異次元の金融緩和が実施されてしまったことになる。

(時間軸効果)

ゼロ金利政策と量的金融緩和の時間軸効果としては長期金利も含めた全体の金利水準を低下させたという点で植田は肯定的な評価を与えている。植田^{v)} はマクロ経済モデルにファイナンス理論を組み合わせる形で時間軸効果を検証した。手法としてはゼロ金利政策が開始されてから量的緩和政策に移行した 1999 年から 2003 年頃までの実績を時間軸効果が織り込まれたものとし、時間軸効果が存在しなかった場合をシミュレーションで求めることで両者の乖離幅を時間軸効果として評価している。時間軸効果が存在する場合とは、実際にインフレが発生しても日本銀行がある程度インフレが加速するまでゼロ金利の解除を行わずに金融緩和を持続すると市場参加者が予測していたことを意味しており、こうした期待を反映して形成されたイールド・カーブが実績として現れた状況を想定している。これに対して時間軸効果がない場合とは、インフレが生じた段階で日本銀行が通常のルールに従って直ちに金利引き上げを開始することを意味しており、この場合は時間軸効果が存在する場合に比べてイールドカーブの水準が高めに形成されると想定している。植田は時間軸効果が存在しなかった場合のイールド・カーブをシミュレーションで求めて実際には時間軸効果が存在したと考えられる実績との比較を行うことで、時間軸効果が実際にどのように金利水準に現れたかを推計した。

分析結果によるとゼロ金利政策導入時の 1999 年頃と量的緩和政策導入時の 2002 年頃は金利水準を 0.1 パーセント程度金利水準を引き下げ方向に時間軸効果が現れ、さらに 2003 年以降は 0.2 パーセントから 0.5 パーセント程度まで低下幅が拡大しているということにな

る。時間軸効果が金利体系に与える条件としては、デフレから脱却できる可能性がある程度認識されている必要があり、ゼロ金利解除への動きが強まる段階では時間軸効果が低下するという指摘もなされている。

さらにゼロ金利政策と量的金融緩和制度の実施がイールド・カーブの形状にあたえた影響を推計することで時間軸効果を検証した研究としては翁・白塚の論文^{vi)}があげられる。分析結果に寄ればゼロ金利政策や量的金融緩和政策を実施したことによってイールド・カーブが全体として下方にシフトし、1年以下の期間だけでなく2年、5年という期間の金利まで引き下げる方向に作用したことが示された。

このような時間軸効果の有効性を支持する実証分析結果は金融政策当局にとっては重要な貢献であったと考えられる。しかしながらこの分析はあくまで金融市場内での時間軸効果の存在の検証にとどまり、実体経済への波及効果は対象外となっている点に留意する必要がある。確かにすでに金利は低水準にあったためゼロ金利政策、量的緩和政策の実施による金利引き下げ幅にも限界があり、こうした状況でもより期間の長いものについての金利水準の引き下げが実現したということは金融政策の実績として評価に値するであろう。ただこの程度の金利低下が実体経済へ与える影響については別途検証が必要であり、時間軸効果が存在したということのみで非伝統的な金融政策の有効性を支持することは難しいと考える。

(ポートフォリオ・リバランシング効果)

日本銀行の国債購入が民間銀行のポートフォリオに与える影響については斉藤・法眼^{vii)}が資金循環表のデータを用いた実証分析を行った。この分析はアベノミクス実施後のデータに基づくアベノミクスそのものの実績に関する実証分析となっている点でも興味深いものである。この実証分析によればアベノミクス導入後の2013年時点では日本銀行が国債保有を増加したことにより国内銀行がよりリスクの高い資産である貸出、株式、社債などへの配分を増やす効果があることが示された。

ただしこれも金融部門内部の影響の検証であり、実際にこのようなポートフォリオの変更が実体経済にどのような影響を及ぼしたかについては別途検証する必要があることは時間軸効果の実証分析で述べたのと同様である。

(マクロ変数への波及効果—物価、為替レート、株価、輸出、生産など)

非伝統的な金融政策の実体経済への波及効果についてはもっぱらVARモデルによる検証が行われてきた。伝統的なケインジアン的な需要構造を含むマクロ経済モデルでは金利の変化を前提とした構造となっているため、短期金利がゼロ水準で固定されしまう状況での金融政策の効果を測定する目的には対応が難しいという事情もあり、政府内部でも短期金利の非負条件を明示的に組み込んだ形でのマクロ経済モデルの開発までは行われてこなかったと考

えられる。

量的緩和政策が実施された全期間を通じてベース・マネーの増加が生産、物価、名目金利、株価、為替レート、銀行貸出などの各種の変数に与えた影響について VAR モデルにより検証を行った代表的な分析としては本田・黒木・立花による論文^{viii)}があげられる。この分析によれば、ベース・マネーの増加は生産を増加させる効果を持つが、その経路としては金利低下を通じた影響を確認することは難しく、むしろ株価上昇の影響が強く示唆される形となっている。円安を通じた輸出増効果については有意な結果とはなっていない。

この分析手法を拡張する形でマクロ経済変数を追加した分析としては原田・増島の論文^{ix)}があげられる。この分析でも量的緩和政策は生産水準を押し上げる形での影響が確認されるが、その波及経路としては株価などの資産価格を通じた影響が強く現れる結果となっており、為替レートの低下を通じた輸出増加の影響は確認できていない。

VAR モデルを利用して非伝統的な金融政策の有効性を試みた実証研究はこのほかにも多数の蓄積があるが、採用する変数や期間の設定によって結論は様々に別れており、最終的に生産への影響が計測されても必ずしもその経路を説明する経済理論が明快に示されるわけではない。逆にあまりにも多岐にわたる分析結果は、VAR モデルを利用した実証研究結果の不安定を示すことにもなり、量的金融緩和の有効性に対する信頼性を確立するには不十分であると考えられる。

このような制約がある一方で、金利低下による民間設備投資の増加、円安による輸出増加などの経路から生産水準が上昇するという波及経路を指示する実証部分分析結果が少ないという点は興味深い傾向となっている。アベノミクス以前の量的緩和でも金融政策が民間需要や外需の増加を引き起こす力はなく、株価や不動産価格などの資産価格を通じて生産面への波及効果をもたらした可能性は考えられる。ただしこれらの効果が意図した程度のものだったのか、異次元の金融緩和というような特殊な手法でもその効果がしっかりと管理できるのかなどという点については、別途検討する必要があるだろう。

(3) 非伝統的な金融政策の実績評価を活用せずに開始されたアベノミクス

(実務が先行した非伝統的な金融政策)

1999 年代末から 2000 年代前半にかけて実施されたゼロ金利政策と量的緩和政策は当時の深刻な経済活動の低迷に金融政策として対応せざるを得ないという状況に追い込まれた日本銀行がその有効性について事前に十分な理論的な検討を行う余裕もないままに導入に踏み切った異例の政策対応であった。したがってこのような政策は、実施しながらその効果について同時並行的に検証を行いつつ、準備預金の規模、日本銀行が購入する資産の規模などを拡大し、政策の程度をより強めていったというのが実態であった。それまで経験したことがない異常な金融政策の実施について深刻な不安を感じながら試行錯誤を繰り返していた日本銀

行内部の状況も政策決定会合の議事録や、当時の日本銀行幹部が講演会などで外部に説明した内容などからある程度再現することも可能であり、こうした視点から見ると植田が「ゼロ金利との闘い」で整理した日本銀行内部の議論の過程は貴重な資料となっている。

実際に量的緩和が実施されていた期間においては、デフレ脱却と景気回復という政策目標はマクロ経済政策としての金融緩和の成果として実現することはなかった。バブル経済崩壊後の長期的な経済停滞が続いていた日本経済はようやく 2002 年から長期的な景気回復局面に移行し、2006 年にはゼロ金利政策と量的緩和政策の解除を行うまでに至った。しかしこの景気回復のきっかけは中国向け輸出の増加であり、その後の景気回復を主導したのは企業収益の回復であった。しかもその後の日本経済は 2007 年以降に発生した世界的な金融危機の影響で不安定な状況が続いており、金融政策についてもゼロ金利状態に逆戻りし量的緩和政策も再開されてしまった。

この期間に実施された非伝統的な金融政策に関する実証分析の結果を見ると、すでにみてきたように日本銀行が金融市場に対してある程度の影響を与えたことは示されたとしても、実体経済への影響について十分な成果を示す結果とはなっていない。むしろ、政府がデフレ脱却を最大のマクロ経済政策上の目標と設定していたことを考えると金融政策の有効性を実証することは難しく、さらに結果的に実績を示せなかったという点で問題が大きいと言える。金融市場を対象とした時間軸効果、ポートフォリオ・リバランシング効果などに関して行われてきた理論面、実証面での研究は学術的な貢献は大きなものがあるが、マクロ経済的な最終成果としての生産、物価なども含めた金融政策の影響分析の結果は揺れ動いており、政策実施の根拠として利用できるとは考えにくい。日本銀行の量的金融緩和に反対する論者は理論的にも実証的にも量的緩和の経済効果は認められないとの主張を行っていた^{x)}。

(非伝統的な金融政策の検証結果を軽視したアベノミクス)

このような状況は 2012 年末の総選挙で安倍内閣が成立し経済政策としてのアベノミクスを実施する段階に至っても続いていた。しかしアベノミクスの実施に際しては過去の非伝統的な金融政策の成果が乏しかったことは認めつつもその理由を単純に量的緩和の規模の不足に求めていた。したがってアベノミクスでは「異次元」の金融緩和を行うことで今度こそ期待される成果（2 パーセントのインフレ実現）が達成されるという論理となっていた。言い換えれば、それまでの実証研究の成果によれば非伝統的な金融政策の効果としては、特に最終的な実物面への影響として、その方向性についてさえ決定的な結論を得られていないような曖昧な状況であったにもかかわらず、単純な理論的な想定に従って規模を拡大すれば望ましい成果が期待できる（これまでは規模が小さかったから効果が発現しなかった）という論理がアベノミクスであったと言える。実証研究の成果を見てもゼロ金利状況で日本銀行がいく

ら大量にベース・マネーの供給を増やしても、金利、設備投資、輸出、生産、物価などに波及するという保証はなく、アベノミクスはむしろこのような実証研究成果をあえて無視する形で実施されてきたことになるであろう。

実際にアベノミクスが実施されてから3年以上の年月が経過したが、現時点で実績を評価する限り予想されていた成果とはほど遠い実績となっている。以下では、アベノミックスが実施されてきた2012年末頃から2016年前半にかけての統計データを踏まえながら、アベノミックスの実績評価を行うこととする。

3. インフレ実現を目指した非伝統的金融政策の成果—デフレの継続と株価上昇

(1) 非現実的な2パーセント・インフレ目標

i) インフレの過去の実績

アベノミクスではデフレ脱却を最重要政策課題としてし、2パーセントのインフレ実現という明確な政策目標を設定した。しかしこの目標は、過去20年以上にわたる日本経済の実績からあまりにもかけ離れた目標であったと言わざるを得ない。経済構造は長期間の時間の経過を通じて変化していくため必ずしも過去の実績に制約を受けるわけではない。しかし日本の物価上昇率について1980年代までさかのぼってみても2パーセント以上の物価上昇率が安定して記録されたのは80年代後半にバブル経済が発生した時期だけにすぎない。統計上は2014年度に消費税率が引き上げられたため総合消費者物価指数で見たインフレ率は2パーセント近くまで高まったことになるが、このような特殊な制度要因を除けば常にきわめて低い物価上昇率にとどまっていたことになる。実際に、民間経済部門における需給状態を評価する目的で消費者物価指数の対象として変動幅の大きな生鮮食品、エネルギー輸入など除くとともに、公的に設定される公共料金なども除去したいわゆるコア・インフレの動きで見れば、アベノミクス実施後もデフレ的な圧力は継続しており、2016年にはいつてからはほぼゼロパーセント近傍で推移している状態となっている。

2パーセントのインフレ目標については特に経済理論上の根拠があるわけでもない。日本銀行は公式説明とし物価指数の上方バイアスの存在、金利引き下げの余地「のりしろ」の確保、グローバルスタンダードをあげている^{xi)}。上方バイアスについては本来は統計システム上の課題として取り組むべき問題であるし、いわゆる「のりしろ」の必要性も経済理論上の理由とは考えられない。グローバルスタンダードという理由については「こうした考え方は、主要国の中央銀行の間では広く共有されており、多くの中央銀行が「2%」の物価上昇率を目標とする政策運営を行っていることです。つまり、「2%」は、「グローバル・スタンダード」になっているということです」という説明を行っているが、これではただ海外の模倣をしていれば良いというだけの論理になってしまう。少なくとも過去の物価の推移の実績をみ

れば、アベノミクスが掲げたこの目標設定と現実の日本経済の実態との乖離はあまりにも大きく、その乖離を解消できることを合理的に説明するだけの経済理論も実証的な根拠も存在していなかった。

ii) サービス経済化で強まる価格下押し圧力

日本におけるデフレ状況については物価上昇圧力が弱いという過去の実績に関する背景を理解することも必要である。部門別に見れば日本では製造業部門での価格低下傾向は近年特に顕著であり IT 製品など技術進歩が著しい分野では質の向上まで織り込んだ製品価格の低下速度が大きく、これが物価を下押しする方向へ作用したことは広く認識されている。

こうした製造業部門の価格低下傾向は先進国と共通した現象であるが、安定したインフレが実現してきた海外先進諸国とデフレ傾向が続いた日本との間で比較を行った場合に大きく異なるのはサービス部門の価格動向である。海外ではサービス部門で 2、3 パーセントのインフレが実現しているのに対して日本では 1 パーセント弱のインフレにとどまっていた。サービス部門における費用構造をみるとその大部分を人件費が占めているため、サービス価格は人件費の動きに大きく影響を受ける構造になっている。日本の場合はサービス経済化の進展により非正規雇用の比率が高まる一方でバブル崩壊後の長期的な景気停滞期に企業が人件費抑制のために非正規雇用の活用を努めたこともあり、90 年代を通じて人件費の圧縮が進み、これがサービス部門の価格上昇をおさえてきたという指摘もある。^{xii)}

もともとこのような構造的にサービス価格が抑制される傾向がある中で過去にも実現したこともないような 2 パーセントというインフレ率を目標として設定することには無理があった。安倍政権は賃金上昇が抑制されていることがインフレ実現の障害となっている点については認識しているようで、企業に対して賃金上昇を要求しているが、これは自由な市場経済の仕組みとは完全に矛盾する行動となっている。民間企業は利潤最大化を目標としてサービス経済化の進展という環境の下で人件費を抑制する経営方針を採用しているのであり、これに対して政府が直接介入する経済理論上の根拠は存在しない。もし 2 パーセントのインフレと経済成長を政府が両立させたいのであれば、企業の自由な判断で賃金も 2 パーセントで上昇させながら企業の利潤が最大化できような環境を政府が提供すべきであろう。実際にはアベノミクスの政策体系には金融政策も含めてそのような仕組みは組み込まれていない。

iii) 期待によるインフレ実現は可能か？

インフレ実現については実体経済の需給以上に市場における期待形成への働きかけを重視する考え方を政府と日本銀行はとっているようにみえる。特に黒田総裁体制に移行してからの日本銀行は物価上昇への期待への働きかけの重要性を強調する傾向にあり、日本銀行がインフレ実現に対する強いコミットメントを行うことで期待インフレが上昇し、その結果現実

のインフレも実現するという論理を展開してきた。

しかしながらすでにアンケート調査で見ても、一般国民でも将来に対してはかなり強いインフレ期待を有しているという結果が出ている^{xiii)}。1年後のインフレ率についての回答を見ると中央値で2.0パーセント、平均では3.8パーセントとなっており、5年後についてもほぼ同様のインフレを予測している。しかも1年前の調査時点でもこれよりやさらに強いインフレ期待がすでに形成されていた。期待インフレの形成という観点からはアベノミクスが掲げる2パーセントインフレの実現に向けてすでに十分な環境が整っていたことになる。

アベノミクスの提唱者が主張してきたのはこれまで実施された量的緩和はその規模が不十分で市場において十分なインフレ期待が実現しなかったためデフレ状態からにけだせなかったという主張をおこなってきた。このアンケート結果も見ると、すでにインフレ期待は十分形成されているにもかかわらず実際のインフレの実現には結びついていないことになる。

アンケート回答者は将来のインフレを心配しながらむしろデフレ的な状況を積極的に評価する傾向にあり、将来の物価上昇にそなえて現在の消費を手控え貯蓄増加で準備するという対応をしている可能性が考えられる。

これまで政府、日本銀行はインフレ期待の形成が重要であり、国民のインフレ期待が上昇すれば結果的にインフレも実現し、さらに将来のインフレに備えて現時点で消費を増やすことで需給関係も一層引き締まるというという経済理論を想定していたが、現実には国民の対応はむしろ逆の循環に入っている可能性がある。長期間にわたり安定的なデフレ状態しか経験してこなかった国民がアベノミクスの実施と重なる形で円安、原油高、消費税引き上げによるインフレを経験する中で、インフレのデメリットを強く実感する結果となり、2パーセントのインフレ実現という政策目標に関しても懐疑的な見方を取るようになってしまったという解釈も可能であると考ええる。

iv) 事実上放棄された政策目標（2パーセントインフレ）の達成

インフレ率2パーセントについてはアベノミクス開始時に2年以内の目標達成が約束されていた。しかしながらこれまでみてきたようにこの目標設定自体に無理があり、アベノミクス実施後の経済データの実績は2パーセントインフレの実現が困難であることを証明することになった。

このような政治的な公約が結果的に実現できなかったことに対しては、量的緩和の実施責任者は政治的な責任を果たす必要がある。しかし日本銀行は2パーセントのインフレが実現できない段階に至るたびに、実現時期の先送りを繰り返してきた。しかも2016年9月時点では明示的に目標実現時期を掲げることさえ放棄し、とりあえず2パーセントインフレの実現に向けて努力を続けるというところまで後退してしまった。

アベノミクスでは2パーセントのインフレ実現によるデフレ脱却がその最重要課題とされ

ていたことを考えると、このような状況はアベノミクスが想定していた経済波及効果に対して市場を懐疑的にさせ、さらにその実現を難しくするという深刻な状況となっていると考えられる。

(2) 円安誘導による株価上昇のメカニズム

i) 株価と実体経済の乖離

(株価の推移)

アベノミクスが実施されてからの最も重要な成果として株価の上昇があげられることが多い。市場参加者が注目する指標である日経平均株価指数の推移で見ると、2012 年末の 9 千円台から 2013 年から 2014 年にかけて急上昇が続き、2015 年夏頃には一時 2 万円を超えて 2 万 1 千円台を伺うほどまでの上昇が見られた。

その後、2015 年夏に発生した中国株式市場の混乱を契機とした世界の株式市場の大幅な低下に同調する形で日経平均株価指数も下落に転じ、2016 年に入ってから大幅な低下を繰り返すなど混乱が続いている。その後、幾度か持ち直しの動きも見られたが 2016 年後半には 1 万 6 千円台で推移している。

こうした株価の動きについては少なくともアベノミクス実施以前と比較すれば大幅な水準の上昇が実現したことから、特に異次元の金融緩和などの強力な金融緩和政策に支えられたものであるとの解釈が行われる傾向がある。

(アベノミクスが想定していた株価上昇の仕組み)

実際にこのような株価の動きにどこまでアベノミクスが貢献しているかについてはより詳細な検討が必要である。確かにアベノミクスは株価の上昇もその目標の一部に含んでいたものの、株価上昇の理論的な仕組みは実物経済の改善を通じた経路を意識していた。政策当局が重視していたのは量的緩和により金利を低く抑えることで意図的に円安状況を作り出し、価格競争条件で有利となる輸出が増加することで企業収益が増加し、これが株価に反映されるという仕組みであった。ポートフォリオ・リバランシング効果による株式保有欲の高まりも株価上昇に寄与することも期待されていたが、基本的に実物経済の回復が企業収益の増加につながり、これが株価に反映するという経路が重要視されていた。

しかし実際には後に述べるように円安を通じた輸出増加効果は全く観察されず、輸出拡大を通じた景気刺激効果も発現しなかったことが確認された。つまりアベノミクス発動後の株価水準はマクロ経済ベースの実績とは不自然な乖離が発生しており、単純に株価上昇の実現のみでアベノミクスの評価を行うことは難しいし、そもそも株価が適切な水準にあるかどうかの検証も必要と考えられる。

ii) アベノミクス実施期における株価上昇の背景

(取引主体別に見た株式取引の実態)

この時期における日本の株価上昇の背景を理解するためには、取引主体別の動向を見ることが有効である^{xiv)}。実際に国内個人、国内法人、外国人の取引動向を見ると、アベノミクスの実施頃から2013年にかけて一貫して日本株を購入していたのは海外投資家であり、この時期の売り手は国内投資家であった。特に個人投資家は2013年にとどまらずアベノミクス実施期を通じて継続して売り続けてきた。2013年の株式取引を取引主体別に見ると、外国人が日本株を15.1兆円を買い越す一方、個人は8.8兆円、法人は4.8兆円を売り越していた。2014年には外国人の買い圧力が低下し0.9兆円の買い越しにとどまり、法人も2.9兆円の買い越しに転じた。しかしながら株価上昇が続く中でも個人は3.6兆円の売り越しを続けていた。

外国人投資家の動きに変化が見られるのは2015年に入ってからだった。中国株式市場の暴落が開始する頃から外国人投資家は売り姿勢に転換し、2015年の8月と9月には月間でそれぞれ1.1兆円、2.6兆円という規模の売り越しを記録した。株価が急落する局面で買い支え続けたのは個人投資家以外の法人投資家という形となった。

こうした経済主体別の株式取引は円安による輸出増加を反映した企業収益の拡大が株価上昇につながったという解釈とは整合的ではない。もし株価上昇の背景にそのような実態経済上の基礎付けが存在するのであれば国内個人投資家も含めた幅広い株式の購入が発生するはずである。つまり2012年末以降の日本株式市場における株価上昇は市場に潤沢に供給された資金が外国人投資家へ大量に流れ、その資金が株式市場に投入されたことによる影響が強く、これは実体経済の改善を反映した株価上昇というよりは金融市場における余剰資金にささえられた資産価格上昇という解釈をすべきと考えられる^{xv)}。

また2015年以降に発生した株価暴落局面は、円高の進行による輸出不振で企業収益が悪化し株価が下落するという経路ではなく、単純に海外投資家が株安に敏感に反応してポートフォリオを急速に変更したという金融取引そのものの影響を受けたものと解釈すべきであろう。

(異次元の金融緩和によってゆがめられた株式市場)

取引主体別の株式売買行動の中でも際だって目立つのは、アベノミクスによりゆがめられた株価形成を活用した海外投資家の合理的な投資行動である。安倍総理は政権を取得する以前から民主党の経済運営の失敗を批判し、円安誘導により輸出を増加させ景気の回復を実現することを公約として掲げていた。海外投資家としては日本政府が将来の円安を保証しているので円キャリー取引を行うことによりきわめて低金利で借り入れた円資金で日本の株式市場で運用することは合理的な投資戦略と考えられた。将来円安になった時点で借りていた円

を返却することで為替レート変化による利益を確実に出せることが見込まれるため、このような手法による日本の株式市場への投資は十分経済的に合理的な根拠があった。さらに 2012 年当時は民主党政権の経済運営は混乱の極みに達していた時期であり、日本の株価も長期的に見てほぼ底値に近い水準となっており、自民政権への交代により株価がある程度正常な水準に向けて回復するという見込みにも十分合理的な根拠があった。しかも政府と日本銀行は異次元の金融緩和を実施するという形で金融市場にも積極的に介入を行い、日本銀行自身が株価水準を維持するために様々な経路で株式市場に資金を投入しており、株価上昇が公的に約束されたのと同然の状況となっていた。海外の投資家から見れば、日本の株式市場での運用は為替レート面でも株価水準面でもリスクが限定され高い収益率が期待できる絶好の投資機会であり、大量の株式購入が起こったことは当然の結果と言える。

海外投資家が注意を払ったのはどの段階で利益を確定し株式を売り抜けるかという点であった。彼らにとってのリスク要因は当然ながら円高と日本株安であった。もし予測されていた円安の進行と株価上昇という動きが逆転した時点で日本株での運用を手じまいできれば期待通りの収益を確保できるが、円高、株安の動きへの対応に遅れると利益は減少し、損失発生の可能性さえある。このため日本の株式市場で株安が発生すると海外投資家は一斉に株式を売却し、それまで円キャリーで借り入れていた円資金を返済するために円を調達するという行動に出ることになる。これはさらなる株安、円高を引き起こす圧力となる。実際に 2015 年夏以降の株安局面、2016 年初からの株安局面では、株安と円高が同時に進行する形となり、それまでアベノミクスの重要な成果と考えられていた株価上昇の実績が大きく後退することとなった。

(3) 政府・中央銀行による株価管理の問題点

i) 金融市場における価格シグナルの喪失

政府と日本銀行が金融市場に直接介入する形となったことは為替レート、株価などの金融市場における価格シグナル機能を奪う結果となった。すでに短期金融市場においては金利水準が事実上のゼロに張り付いた状態にあり、市場金利は価格シグナルとしての機能を果たすことができなくなっていた。アベノミクスの本格的な実施により政策的に円安、株高への積極的な誘導が行われたことで為替市場、株式市場でも価格による需給調整機能が失われていくこととなった。円安、株高局面で海外投資家が安定して日本株式を買い増す局面ではこの問題は表面化しなかったが、この流れが一度逆転すると一挙に株安、円高が進行する仕組はすでに述べたとおりである。しかもこのような局面で政府、日本銀行が株式市場で一方向的に買い支えに回ったことはさらに株価の需給調整機能を損なう結果となった。株価下落局面柄市場の実勢から乖離した株価水準で株式を買い支える経済主体は公的部門に限定され、国内民間投資家は取引参加を手控えざるを得なかった。

株式市場で言えば日本のETF流通市場の中でもすでに日本銀行は半分以上を占める構造となっている。日本銀行はETF市場における相場形成についてで十分な影響力を有しており、株価水準を維持する方向で市場の価格形成の仕組みをゆがめてしまっている可能性可能が高い。

ii) 株価低下局面で公的部門が抱え込む損失

政府と日銀が一体となって株価上昇を支えてきた状況を活用して海外投資家は十分な利益を確保することができた一方で、株価低下局面で海外投資家が売却した株式を買い支えたのは日本銀行や年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、郵貯などの公的部門であった。経済実態から乖離した水準まで上昇した日本株式を購入することについては日本の機関投資家はそれほど積極的な動きは示さずに、受動的なポートフォリオ変更にとどまっていたものと推測される。一方で、株価低下局面ではさらなる株価の低下を阻止するためにGPIFなどでは政府の意向を受けて積極的な買い支えを行ったため、度重なる損失を計上することとなったとみられる。

GPIFの資産運用に関する公表資料によれば2015年度中に資産運用金額134兆7,475億円に対して5兆3,098億円の損失を計上し^{xvi)}、2016年度は第一四半期だけですでに5兆2,342億円の損失を計上するという事態^{xvii)}となっている。株価水準がさらに低下すれば損失はさらに拡大すると見込まれる。日本銀行もすでにETF市場規模全体のほぼ半分に相当する残高を保有しており、株価の低下は日本銀行保有資産の評価損に直結することになる。

(4) マイナス金利と国債市場

i) 短期にとどまった株価上昇効果

2016年に入り急激な株安が進行する一方でインフレ実現の可能性が低下するなどアベノミクスの目標達成が厳しくなっていた。すでに金融緩和のための金融政策の実施については限界に達していたにもかかわらず、何らかの追加金融緩和を実施しなければならない状況となっていた。こうした状況に対応して日本銀行はついにマイナス金利の実施を表明した。

日本銀行が2016年1月に採用したマイナス金利政策の適用は日銀当座預金の一部に限定されるもので、民間銀行の収益への影響は当初は限定的なものとされていた。しかし、市場参加者にはこの異例な措置は市場の予測を超えた措置と受け止められ一時的に株価上昇などの結果をもたらした。ただそうした反応はごく短期間で消滅し、その後は為替レートも株価も不安定な状況で推移してきた。むしろこの措置により民間銀行の収益には確実に負の影響が出るなどから全体の株価水準を相対的に下回る形での日本の銀行株の低下が引き続き進行している。

ii) 長期金利に波及するマイナス金利

日本銀行としてはマイナス金利の影響を短期にとどめながら民間銀行が過剰に準備預金を維持することを避けて積極的に貸出を増加させることを意図していたと見られる。しかしながらマイナス金利はすでに市場では期間の長い部分にも波及しており、ある程度残存期間の長めの国債金利もマイナスに転じるなど市場での混乱が拡大している。すでにフローの国債発行額を超える規模での日本銀行の国債購入が実施されているため民間銀行が国債保有によって確保できる利回り収入も減少しつつあったが、今後は国債を保有するだけで損失を計上することになり、これは民間金融機関にとっては深刻な経営上の問題を引き起こす可能性がある。日銀当座預金残高と国債保有高を減らす方向で民間金融機関に圧力をかけ続けても肝心の企業からの資金需要が盛り上がらない状態では銀行貸し出しを増やして収益を拡大することは難しい。

実際にはゼロ金利導入後も残存期間が長い国債の価格は上昇を続けており、これは投資家が長期国債以外の金融商品に対して有している期待が依然としてきわめて弱いことを示している。さらに運用先を失った生命保険は一斉に期間が長めの外国債の購入に資産構成をシフトしていることも指摘されている。このような動きは日本の政策当局の姿勢変化を反映した極端なポートフォリオ変更であり、長期的なリスクとリターンのバランスを考慮した合理的な対応とは言い難い。

日本銀行が実施したゼロ金利政策は、民間銀行の資産運用パターンを国債投資一辺倒から貸出の拡大へと変えるための、一見分かりやすい単純な政策に見えるが、その経済的な波及過程は複雑であり、政策当局が意図した結果に結びつくための詳細な仕組みを提示することさえ困難となっている。海外では ECB などがすでにマイナス金利を導入したものの期待していたような実体経済に対する刺激効果が全く発現せずマイナス金利の副作用が指摘されているような状況で日本銀行がマイナス金利の導入に踏み切った理由についての説明は困難である。

4. アベノミクスが押しつぶした家計部門—低迷する賃金と消費

アベノミクスが掲げた目標のうち表面的に達成されたように見えたのは株価の上昇だけであったが、その実態は海外投資家への所得流出という結果をもたらした。日本経済の活動水準を押し上げることは寄与しなかったことはすでに述べたとおりである。確かにアベノミクスの実施以降は企業所得の増加は実現したがこれは家計部門の犠牲によるものであり、日本経済全体の経済活動水準が低迷する中で所得配分が変化した結果に過ぎなかった。以下ではアベノミクスの実施が実体経済にどのような結果をもたらしたかについて整理する。

(1) 円安に反応しなかった輸出

アベノミクスの中でも最も期待はずれの結果に終わったのは円安に反応しなかった輸出であろう。日本の政策当局は伝統的に大手輸出企業の意向を重視する傾向にあり、円安により輸出が増加するという仕組みを当然のものとしてきた。確かに過去の経済構造を織り込んだマクロ計量経済モデルでは円レートの低下は輸出数量の増加を引き起こす仕組みになっており、アベノミクスで円安誘導を行えば輸出が増加することが期待されていた。輸出の増加は総需要の拡大につながり、国内景気が上向けば家計部門にも雇用増加、賃金上昇、消費拡大などの好影響が及ぶというシナリオが想定されていた。

しかし日本経済では構造的にサービス経済化が進行する一方で、輸出産業についても構造変化が進んでいる。輸出産業についてみるとその主要な部分は素材、中間材料が占めており、輸出価格に反応するような最終消費財の輸出に占める比率はすでに 10 パーセント台にまで低下してきた。この構造変化は仮に円レートの低下によって外貨通貨建ての価格で日本企業が有利になるとしてもその恩恵にあずかるのはむしろ少数派になってしまっているを意味する。むしろ家計部門も含めた大多数の経済主体は円安によって海外からの輸入価格が上昇するデメリットを受けることになっている。実際にも国内市場向けのサービ産業ではアベノミクス実施時期に継続した原油価格上昇局面では費用上昇の影響を製品価格に波及する程度をいかに抑制するかという点で多大な苦勞を強いられた。

日本の輸出に占める最終製品の比率が 10 パーセント台となっていることを踏まえれば、アベノミクス実施以降に進行した円安に日本の輸出が反応しなかったのは当然の結果であろう。日本企業が輸出している部品、中間財はその技術的な優位性から他製品では代替困難なものが多く、価格の変化にもかかわらず安定的な輸出が確保される傾向にある。これらの輸出は最終的には世界需要の動向に強く依存するので、円レートの変更に影響される程度は弱い。

このような理解は政府部内でも認識されており 2015 年度通商経済白書の分析では近年の日本の輸出数量の変化の大部分が世界需要の変動を反映していることが示されている。分析の中で為替レート変化の寄与についても言及しているが、実際にはアベノミクス実施後の円安の輸出数量に対する寄与度はきわめて限定的で、分析結果はむしろ為替レートの変化が輸出数量に与える影響が弱いことを示していると解釈すべきであろう^{xviii)}。

2016 年度経済財政白書ではアベノミクスによってもたらされた円安が輸出増加に結びつかなかったことを認めているが、その理由として為替レートの輸出数量に与える影響が最近になって低下して生きたという指摘を行っている^{xix)}。分析手法としては為替レートを説明変数に含む輸出関数を推計する際に推計期間をずらしながら為替レートのパラメーターの大きさが変化することを確認している。しかし、90 年代以降に為替レートが日本の輸出数量にほとんど影響をあたえていなかったことはすでに紹介した通商経済白書の分析にも示され

ているとおりであり、その要因は日本の輸出構造の変化にある。経済財政白書の分析は、円安による輸出拡大というアベノミクスの目標が実現しなかったことに対して、事後的な釈明を意図したものと推察されるが、事前に十分予測可能な失敗であったと考える。

結局、円安による輸出拡大を通じての景気刺激効果は全く実現しなかった。一方、円安は輸入価格の上昇を通じて国内物価を押し上げる効果を持った。これは家計部門の実質所得をおし下げる方向に作用し消費の低迷を引き起こす要因となった。

(2) 企業所得の拡大と家計所得の縮小

アベノミクスは実施された時期を通じてみると日本経済の活動水準については大きな変化がなかったことがGDPの規模から示される。国内総生産（実質・季節調整済）は2012年10-12月期の517.5兆円から消費税駆け込み需要が発現した2014年1-3月期の535.1兆円まで増加した後、反動減により低下した後横ばいで推移し2016年4-6月期に531.7兆円となった。これは期間全体の平均で見れば年率0.7パーセント程度の増加率となるが、水準で見れば消費税導入後はほぼ横ばいで推移した形となる。しかしながらこの期間内には企業所得の増加と家計所得の縮小が同時に発生していた。全体のパイが制約されていた以上、企業所得の増加は家計所得の縮小をもたらし、これは労働分配率の低下となって現れることとなった。このような動きはミクロベースでは人件費の抑制という形で現れたと見られる。賃金引き下げという対応が難しい状況を勘案すると、非正規雇用比率の引き上げなどを通じて平均賃金を押し下げることで雇用者所得の圧縮を実現したと考えられる。

こうした費用圧縮の努力は企業側から見れば望ましい対応であるかもしれないが、マクロベースで見れば総需要の抑制という結果をもたらし日本経済全体の生産水準の低迷につながったと考えられる。

一方、企業所得の増加は設備投資の拡大などの需要面での増加には結びついた形跡が見られない。将来的な需要の拡大が見込まれないため企業として積極的な投資を実施する意欲は弱く、業績改善によりある程度の余剰資金が発生する場合でも内部留保として保持する傾向がみられる。

(3) 低迷する家計消費

家計所得の停滞は家計消費の低迷をもたらしした。特にアベノミクスによりもたらされた円安と同時期に進行した原油高などのエネルギーコストの上昇は実質ベースでの所得の停滞をもたすこととなり、これがそのまま家計消費を押し下げる方向に作用した。

国民経済計算ベースの家計消費の動向をみると民間最終消費支出（実質季節調整済）はアベノミクス開始時の2012年10-12月期で308.5兆円から消費税駆け込み需要があった2014年1-3月期の321.5兆円まで増加した後、低水準で推移し、2016年4-6月期でも307.7兆円

という水準にとどまっている。アベノミクスを実施してから3年が経過して開始時点よりも低い水準まで消費が後退したことになる。同期間の雇用者報酬（実質季節調整済）の推移を見ると2012年10-12月期の260.1兆円から2015年4-6月期まではほぼ横ばいで推移した後、2016年4-6月期には267.9兆円まで増加した。これは期間全体の平均で見ると年率0.7パーセントの伸びにはなるが、消費の拡大につながるだけの十分な所得増加とはならなかった。

このような所得と消費の乖離は消費者心理の悪化を反映したものと考えられる。消費者態度指数は安倍政権成立時に約40から約45まで急上昇したもののその後消費税導入直前の2014年初に約35まで低下した。その後は40近辺で横ばいに推移している。家計調査で見た平均消費性向は消費税導入直前の駆け込み需要が発生した2014年春に78パーセントまで上昇した後は急激に低下を続け2016年夏には71パーセント程度まで低下した。

アベノミクスの成果として雇用面の改善が強調される。確かに有効求人倍率や失業率などの労働市場における需給関係を示す指標の改善には顕著なものもみられる。しかしこのような指標が実際に家計消費の増加に結びついていないことには十分理由があると考えられる。実質賃金（現金給与総額）の動きをみると前年比で2013年マイナス0.9パーセント、2014年マイナス2.8パーセント、2015年マイナス0.9パーセントと縮小し続けてきている。2016年に入り前年比でプラスに転じる動きをみせているが、それまでの落ち込みを取り戻すことは難しい。労働市場の逼迫とこのような賃金状況の乖離の要因としては企業が人件費圧縮を図るために雇用者に厳しい条件を課していることがあげられる。企業としては非正規中心の低賃金労働者の雇用拡大を積極的に進めており、その結果として労働市場では需給の引き締まりが見られるが、雇用者からすれば劣悪な条件での採用となるためマッチングが進まず、実際に採用されても全体の給与水準を引き下げる方向に作用し、家計部門の所得を引き上げる力は弱い。このような所得環境は家計の消費態度にも影響を及ぼし、すでに指摘したような消費の停滞につながっているものと考えられる。

5. おわりに

マクロ経済政策としてのアベノミクスは特に金融政策に焦点を絞って評価すると当初の目標達成とはかけ離れた実績に終わった。2パーセントのインフレ実現は、そもそも目標として適切なものかどうかという議論さえ必要であり、実績としては完全な失敗に終わった。その他にも、経済成長率の回復、生産性の上昇など様々な目標が掲げられていたが、目標を達成した指標をあげることが難しい状況にある。

しかしながら驚くべきことに2016年8月の改造後の安倍内閣においてもアベノミクスの推進が経済政策の中心に据えられており、日本銀行もさらに強力な金融緩和の可能性を示唆し続けている。そこで最後になぜこのような経済政策が採用され、これまであきらかになっ

た実績にもかかわらず依然として方針転換が行われないのかということについて考えてみる。

（デフレ脱却は真の政策目標か？）

アベノミクスに対する批判の多くは、ベース・マネーの増加が金利低下や生産拡大にどのように波及するのかという経済理論上の観点や実際にそのような効果が発現したのかについての実証研究を根拠に行われてきた。実際には経済理論上の議論はアベノミクス支持者と反対者の理論的な枠組みが違いすぎて相互にすれ違いの結果となる傾向があり、実証研究についてもモデルの選定、採用データの選択次第で様々な結論が導出されてしまう。实体经济における実績としては、2 パーセントのインフレ実現とはほど遠く、2016 年秋時点でコア・インフレではほぼ前年比ゼロ状態となっているにもかかわらず、アベノミクス支持派と反対派の両者間の論争は依然として続いている。

ここで野口の興味深い指摘を紹介する。野口は 2 パーセントのインフレ実現は政策当局の真の目的ではなく、これは日銀の国債購入を容認するためのみせかけの政策目標であるとの指摘を行った^{xx)}。この仮説を検証することは不可能であるが、その論理的な整合性を考えると説得力のある考え方と言える。すでに 2000 年代に日本銀行が量的緩和に踏み切ったからの実績をみると、量的緩和が日本経済のマクロ的な活動水準に与えた影響はきわめて軽微であった。むしろ巨額の財政赤字の結果として政府負債が膨れあがり、マクロ経済政策として財政政策が発動できなくなったため、一方的に金融政策に景気刺激の負担を押しつけられながらも、日本銀行は意図的に慎重な政策運営を行うことで極度のバランスシートの悪化などを避けていた。こうした日本銀行の対応に政府はフラストレーションを高め、金融緩和への圧力を高めていた。

しかしながらアベノミクスの実施以降は、日本銀行は歯止めを失ったかのように国債購入を推し進めるとともに株式市場への直接的な介入も行うに至った。国債発行残高に占める日本銀行の保有比率はアベノミクス実施以前は 10 パーセント程度で推移していたが、異次元金融緩和の実施以降は急激に上昇し 2016 年には 30 パーセント程度まで上昇しており、この勢いはそのまま持続している。

もともと日本銀行が国債を購入するための論理としてはベース・マネーの供給を増やすという要請があった。これはベース・マネーを増加させることで銀行貸し出しを増加させて民間企業設備投資の拡大などにより総需要が拡大し景気がよくなるという考え方で、アベノミクスの基礎となる経済理論であった。しかし実際にはアベノミクス実施期間だけでもベース・マネーが 150 兆円から 350 兆円まで増加したにもかかわらず銀行貸し出しの増加もマネーストックの増加も起こらなかった。これは同じ期間に貨幣乗数が 8 から 3 程度まで急激に低下したことでベース・マネーの増加が打ち消されてしまったことで説明できる。このような貨幣乗数の低下はアベノミクス実施以前の量的緩和期においても観察されていた事実であ

り、十分予測できたはずである。しかしながら日本銀行はアベノミクス実施後に急激な国債購入の増加を実施したのである。

(財政ファイナンスを可能とした2パーセントインフレ目標)

2パーセントのインフレ達成が非現実的で達成が困難であるほど、日本銀行は国債やETFなど購入を続けることになる。これは日本銀行からすれば回避したい状況であろうが、政府からすれば異なる解釈が可能となる。少なくともGDPの2倍に相当する政府債務が積み上がった状況で、人口減少が進む中で名目成長率の上昇は望めず、日本政府としては財政再建のシナリオを提示することさえ困難な状況に陥っている。このような状態から抜け出す見込みがないまま財政赤字が継続する事態に対応するためには日本銀行による財政ファイナンスが避けられない。しかしながら公式にそのような要請を行うことは困難である。ただ現実のアベノミクスで実施されている政策は事実上の中央銀行による財政ファイナンスにきわめて近い状況となっているのである。

そうなるとアベノミクスの2パーセントインフレの実現は財政当局にとってはきわめて都合の良い設定となると考えられる。実現困難な目標の下では日本銀行は際限なく国債の購入を続けざるを得ない。しかも目標達成の責任は日本銀行にあるとされるであろうから、政府の責任は間接的なものとなる（最終的には政府も責任を取る必要があるだろうが、それは先送りできていると考えているのであろう）。つまり国債購入を増やしてベース・マネーを増加しても景気は回復しないのではないかという批判はそもそもの外れであり、国債購入そのものが政策目的であったと理解するとアベノミクスの政策体系はより整合的に説明できることになる。

(日本銀行の引き受けた重荷)

このような仮説を検証することはできない。仮に関係者を問い詰めたところで実は真の政策目的は違うところにあったという回答を得ることなどできるはずがない。ただこれまで説明してきたようにこれだけ非現実的なアベノミクスという壮大な社会実験が明らかに失敗したことが経済データから示された段階でも依然としてアベノミクスが維持されていることについては、単純に経済理論上の視点から説明することも難しくなっている。

問題は、このような真の政策意図の所在にかかわらず、現在の日本銀行はきわめて厳しい状況に立たされていると言うことである。米国では世界金融危機発生後の対応としてFedが大規模なバランスシートの拡大を行ったが、すでにこの問題の深刻さに気がつき早くから出口戦略を検討し、すでに利上げを探る段階に入っている。ECBでも制度の上の制約に抵触するぎりぎりの選択として大量の国債購入やマイナス金利の導入まで踏み切ったがいっこうに経済状況の改善がみられないために、今後の政策の正常化に向けての議論を行っている。

これに対して日本銀行は国債の大量購入をさらに進めるとともにマイナス金利の導入まで至った。日本銀行が単独でこれだけ大量の国債を保有してしまうと国債価格への影響を与えずに処分しきことは困難で、その時には日本銀行には巨額の損失が発生することになる。アベノミクスによる株価上昇効果も剥落してきており、今後中国経済のバブル崩壊、欧州経済の停滞などが表面化すればさらなる株価下落の可能性もある。その場合は市場で ETF の半分以上を保有している日本銀行の資産への影響は深刻なものとなるであろう。

アベノミクスの真の意図がどこにあるとしても、すでに日本銀行がアベノミクスに組み込まれて金融政策を実施してきた結果は、日本銀行にとって経験のしたことのない厳しいものとなると予測される。しかもその最終的な負担は税による埋め合わせという形で国民に向けられることになると考えられる。

注

- i) 植田 (2005)
- ii) 鶴飼博史 (2006)
- iii) 北浦修敏 (2009)
- iv) 梅田雅信 (2013), 111 ページ
- v) Nobuyuki Oda and Kazuo Ueda (2005) “The Effects of the Bank of Japan’s Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach,” Bank of Japan Working Paper Series, No. 05-E-6, April 2005
- vi) 翁邦雄・白塚重典 (2003)
- vii) 齊藤雅士・法眼吉彦・西口周作 (2014)
- viii) 本多佑三・黒木祥宏・立花実 (2010)
- ix) 原田泰・増島稔 (2008)
- x) 野口悠紀夫 (2013), 第 2 章, 効果がなかった量的金融緩和
- xi) 日本銀行総裁 黒田東彦なぜ「2%」の物価上昇を目指すのか—日本商工会議所における講演—, 2014 年 3 月 20 日日本銀行
- xii) 梅田雅信 (2013), 第 3 章 物価の真実—なぜ日本のデフレに金融政策は効きにくいのか
- xiii) 生活意識に関するアンケート調査」(第 66 回) の結 (2016 年 6 月調査), 日本銀行
- xiv) 投資部門別売買状況 | 日本取引所グループ, <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/>
- xv) 増田悦佐 (2016), p. 135-138
- xvi) GPIF 平成 27 年度業務概況書, http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h27_q4.pdf
- xvii) 年金積立金管理運用独立行政法人, 最新の運用状況ハイライト, http://www.gpif.go.jp/operation/highlight.html#tab_02
- xviii) 2015 年度通商経済白書, 第 II-1-1-1-17 図 輸出数量 (季節調整前) の変動要因分解 (p. 54), 経済産業省
- xix) 平成 28 年度年次経済財政報告, 内閣府, p. 14-16
- xx) 野口悠紀夫, 第 4 章日銀による財政赤字のファイナンス, 効果がなかった量的金融緩和, 金

融緩和で日本は破綻するダイヤモンド社, 2013年

参 考 文 献

- 井上裕行 (2015)「経済政策の有効性を考える：アベノミクスの政策評価」, 東京経大会誌 (経済学), 東京経済大学経済学会
- 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
- 岩田規久男・浜田宏一・原田泰 (2013)『リフレが日本経済を復活させる—経済を動かす貨幣の力』中央経済社出版
- 植田和男 (2005)『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞出版社
- 鶴飼博史 (2006), 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.06-J-14, 日本銀行
- 梅田雅信 (2013), 『超金融緩和のジレンマ』, 東洋経済新報社
- 翁邦雄 (2011)『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社
- 翁邦雄・白塚重典 (2003)「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検証」, 金融研究 (2003.12), 日本銀行
- 北浦修敏 (2009)『マクロ経済のシミュレーション分析—財政再建と持続的成長の研究』, 京都大学学術出版会
- 斉藤雅士・法眼吉彦・西口周作 (2014)「日本銀行の国債買入に伴うポートフォリオ・リバランス：資金循環統計を用いた事実整理」, 日本銀行
- 白井さゆり (2014)「量的・質的金融緩和政策とポートフォリオ・リバランス」月刊 資本市場 No. 350, 資本市場研究会白川方明 (2008)『現代の金融政策—理論と実際』日本経済新聞出版社
- 竹田陽介・矢島康次 (2013)『非伝統的金融政策の経済分析—資産価格から見た効果の検証—』日本経済新聞出版社
- 中澤正彦・吉川浩史 (2011)「デフレ下の金融政策：量的緩和政策の検証」, PRI Discussion Paper Series (No. 11A-03), 財務省財務総合政策研究所研究部
- 野口悠紀夫 (2013), 『金融緩和で日本は破綻する』, ダイヤモンド社
- 原田泰・増島稔 (2009)「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 デフレ経済と金融政策』第8章, 内閣府経済社会総合研究所 企画・監修 吉川 洋編, 慶應義塾大学出版会
- 本多佑三・黒木祥宏・立花実 (2010)「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析」フィナンシャル・レビュー, 財務省財務総合政策研究所
- 堀雅博・伊藤靖晃 (2002)「財政政策か金融政策か：マクロ時系列分析による素描」, 『デフレ不況の実証分析：日本経済の停滞と再生』第3章, 原田泰・岩田規久男編著, 東洋経済新報社
- 増田悦佐 (2014).『99%の国民が泣きを見る アベノミクスで貧乏くじを引かないたった一つの方法』, マガジンハウス
- 増田悦佐 (2016), 『日銀の金融政策はなぜ効果がないのか？ 中央銀行がわかれば世界経済が分かる』, ビジネス社