

日本経済が直面する課題と今後の展望

井上裕行

1. 「課題先進国」日本が直面する課題

(1) 長期的な経済停滞とデフレ

日本経済は90年代初めのバブル経済崩壊後に10年以上にわたり長期的な低迷を続けた。

バブル経済発生の背景には80年代後半以降に急速に進行した円高による景気悪化に対応して過度の金融緩和政策を実施したことがある。急激な円高による輸出不振で外需が減少し景気が悪化することを避けるために政策支援による国内需要拡大が要請された。政府と日銀は公共事業を中心とする財政支出の拡大と金利引き下げを盛り込んだ大規模な経済政策を数次にわたり実施した。その後経済の自律的な回復力にくわえて景気刺激的な政策の効果もあり日本経済は回復過程に戻った。しかし87年秋に発生したブラックマンデーへの対応として国際的に金融緩和が維持されることとなり日銀は金利引き上げの機会を失うこととなった。その後も継続された金融緩和により国内で過剰に出回ったマネーは株式や土地などのストックに対する投機的な投資に振り向けられ、資産価格バブルが発生した。

バブル経済の崩壊は90年代に入り突然に訪れた。89年末には日経平均株価指数でみると4万円直前までに上昇した株価は90年代に入り急落過程に入り、年内に2万円を割り込みその後も90年代を通じて1万5千円から2万円の間で推移し、2003年には8千円台を割り込む水準にまで低下した。地価は株価に遅れる形で91年頃をピークに下がり始めその後も低下を続けた。このような資産価格の急落は歴史的なバブル崩壊事例に典型的に見られる現象であり、これはその後の実経済に大きな負の影響を及ぼすこととなった。

バブル期には企業、家計は資産価格の高騰に伴う実物経済における需給逼迫をそのまま実体経済の実力と誤解し、企業も長期的な経営計画などもそれあわせて作成した。このためバブル崩壊後は、バブル時に過剰に積み上がった資本・雇用・負債のストック調整が企業にとって重い負担としてのしかかった。企業は過剰な資本ストックを調整するために新規投資を抑制し、それによって得られる手元流動資金を過度に借り入れていた銀行などからの借金の返済に充てた。過剰人員を一挙に解雇することは雇用制度上難しかったので、自主退職を募ったり定年退職後の新規採用を抑制することで正規職員の人数を減らす一方、賃金水準の低い非正規雇用を拡大することで労働費用の圧縮につとめた。景気が悪化する中で企業の資金繰りも悪化し、バブル期にずさんな審査の下で大量に発生した不良債権問題はさらに深刻化

日本経済が直面する課題と今後の展望

し金融システムの機能不全まで招くにいたった。銀行は90年代を通じて不良債権処理に終われ、この間は家計の余剰資金が銀行を通じて企業の整備投資に回るという正常な資金循環が停止し、日本経済全体の経済活動水準が低迷する結果となった。さらに人口減少による需要減退なども日本経済を下押しした可能性もある。

バブル崩壊後の日本経済の長期的な停滞により90年代後半以降は戦後の先進国では経験されなかったデフレが発生し、その後定着するに至った。デフレは日本経済が長期的な停滞から抜け出すことを阻害する要因として問題視された。物価の持続的な下落現象としてのデフレそのものは需要不足による価格調整の結果として解釈することが可能である。しかし当時は戦後経験したことのない異常な現象として注目された。特に貨幣要因を強調する立場からはデフレによる各下落自体が経済に悪影響を与えることとなり、デフレ脱却を最優先して経済政策運営を行うべきであるという主張がなされた。資金循環を見ると不良債権処理などもあり金融機関から民間部門へのマネーの供給機能が失われている状態であったにもかかわらず、日銀が積極的に強力な金融緩和を行うことでマネー供給量は増加しデフレから脱却することが可能だという主張につながっていった。

(2) 巨額の財政赤字により制約される財政政策

すでに80年代の段階で日本の財政は諸外国と比較しても際立って厳しい状況におかれていたが、90年代以降に日本の財政はさらに深刻な状況に陥っていった。バブル崩壊後の90年代には景気刺激策として実施された大規模な公共事業支出を伴う度重なる経済対策の結果として財政赤字が拡大し累積債務も増加した。2000年代に入ると小泉内閣下で財政再建が重視され地方での公共事業が大幅に縮小されたことは画期的な政策転換であった。しかしその一方で高齢化の進展に伴い急速に拡大した年金や医療関係の社会保障分野における財政支出が増加した。このため2000年代以降も財政状況の悪化が続き、財政の維持可能性までも懸念されるような事態となっている。

政府債務残高はGDPの約2.3倍（2016年）と先進国の中では突出して高い水準となっており、政府が示す財政に関する中期試算でも2020年までに基礎的財政収支を黒字化するという目標達成は絶望的で2025年での黒字化も危ぶまれるような状況となっている。

今後も人口高齢化は進行することが確実で現行制度の社会保障制度が維持される限り社会保障分野での歳出拡大を背景とする財政赤字拡大が続くものと見込まれる。29年度予算でみると100兆円程度の歳入規模に占める財政赤字は35兆円程度になっている。これを明確に縮減させるためには17兆円規模の消費税の税率を2~3パーセント・ポイント程度引き上げるだけでは不十分であり、年金と医療保険の給付と負担の水準についての見直しが必要となるだろう。しかし経済の先行きが不透明な現段階では増税も社会保障制度改革も政治的な議論の対象とはしにくい状況が続いている。

(3) 少子高齢化による人口構造の変化

日本経済を長期的に展望する際に確実に重要な環境変化となるのは、少子高齢化の進行により人口が減少し、労働力人口も減少するということである。日本の総人口は2010年には1億3千万人近くまでとなりピークに達した後長期的な減少局面に入っている。2065年には9千万人を下回るまで減少すると予測されており、ピーク時と比較すると4千万人程度の人口減少となる。

人口減少と同時に高齢化も急速に進行する。2005年には2割程度であった高齢人口比率は2065年に頃には4割近くに達すると予測されている。労働供給の減少はマクロ・レベルでの生産の減少につながり、経済成長率も低下する。このような人口構造の変化が確実に予測される現時点で可能な限りの政策対応を十分にしておく必要がある。その際特に重要な分野として指摘されるのは女性と高齢者の活用であろう。女性と高齢者の労働参加率を高めることで労働力人口の減少分をある程度補完できることが期待される。さらにロボットの活用、AI技術の活用も含めて技術革新を進めないと日本経済はマクロレベルで極めて厳しい状況に追い込まれると予測される。

2. 経済政策としてのアベノミクス

(1) 民主党政権から自民政権への交代

ここで近年における政治的な情勢を振り返ると、リーマン・ショック後に混乱する世界経済の中で民主党政権は有効な経済政策を実施できずに2012年末に総選挙で大敗し、自民党への政権交代が行われことが大きな変化として指摘できる。

民主党政権は自民政権に対する失望感からの選択という形で2009年に与党となり、当初は自民政権時代とは異なる政策を積極的に打ち出そうとしていた。しかし経済政策について見ると独自の政策路線を形成するための主導力もないまま次第に官僚に政策を丸投げするような姿勢に転じ、国民の失望を招くに至った。特に終盤においては財務省主導の財政再建のための消費税増税を国民への十分な説明がないまま推し進めたため国民からの強い反感を買うこととなった。世界的な金融危機への対応としても有効な政策対応がとられず経済混乱が続いたことも民主党政権に対する批判を高める結果となった。

このような民主党に対する失望の裏返しとしての自分党安倍政権に対する期待感が高まり、2012年末の総選挙では自民党が圧勝し安倍政権の誕生に至った。安倍総理はすでに選挙期間中から民主党の経済政策を批判し、自民政権が誕生した後に取るべき経済政策を積極的にアピールした。これは後に経済政策としてのアベノミクスとして実現することとなった。

日本経済が直面する課題と今後の展望

(2) アベノミクスが目指したもの

アベノミクスが目指した最重要課題はデフレからの脱却だった。アベノミクスの主張を単純化すれば、デフレから脱却すれば日本経済は活性化し、これまで国民を苦しめてきた経済停滞、生産性の停滞、所得の低迷、財政赤字など全ての問題が解決できるという論理構成であった。

アベノミクスの根幹を成したのは「3本の矢」と呼ばれる政策の柱であった。これは①大胆な金融政策、②機動的な財政運営、③民間投資を喚起する成長戦略という三分野にわたる政策パッケージだった。これらの政策は実際には短期的な需要喚起による成長とインフレ実現を目指した政策パッケージで、長期的な課題（巨額の財政赤字、少子高齢化）への対応は先送りされた形となった。

個別の政策の内容を見て見ると財政政策については伝統的な公共事業支出拡大による財政刺激策でありこれは厳しい財政状況による政策の下ではその実施には限界があった。成長戦略は一見長期的な成長を目指す政策のように見えても、実際にまとまったものを見ると各省庁が既存の政策の見せ方を変えただけで成長戦略として再構成したものの寄せ集めに過ぎず、日本経済の成長経路へマクロレベルで影響を与えるような内容とはならなかった。

これらと比較するとアベノミクスの核として位置付けられたのは異常とも言える金融緩和政策であった。金融政策は特に2013年4月以降に実施された異次元の金融緩和政策によりそれまでとは異なる強力な金融緩和を推進した。すでに2000年代前半に日銀は量的金融緩和の実施に踏み切り、政策目標を金利（短期市場金利）から量（準備預金）に切り替えるという大胆な政策転換を行っていた。しかし、実際には日銀は金融市場への影響を配慮しながら慎重に量的緩和を行ってきたために、むしろ緩和の程度が不十分であるとの批判も受けるような状況であった。これに対してアベノミクスにおける金融政策は、これまであえて避けてきた2%の物価上昇率目標を明示するとともに、残存期間の長い国債保有を目指すなど、市場関係者からは大きく踏み込んだ政策転換と評価される変更を行った。ETFやREITの積極的な購入など、金融市場への直接の影響力を行使するような政策も採用された。

(3) アベノミクスの仕組み

アベノミクスの最重要課題はデフレからの脱却であり、そのために2パーセント・インフレの実現という現実離れた困難な政策目標を設定した。インフレの実現によって経済状況が改善する仕組みとしてはいくつかの経路を想定していた。

第一は、金融緩和によりインフレ期待が形成され実質金利が低下することで円安誘導を行い、輸出拡大を通じて生産を押し上げる効果である。国際的な政策協調のルール上は自国通貨を減価させることで輸出を増加し景気を改善するという政策は認められないことになっている。なぜならば各国が自国の都合のみを優先して自国経済の改善を目指す通貨引き下げ

競争を引き起こし国際金融市場が不安定になる恐れが強いからである。しかし2012年の民主党政権下では日本経済は深刻な低迷状態が続き、日本の経済政策への不信任は株価水準の下落にも現れていた。こうした状況では各国も日本政府の政策的な円安誘導についてはあえて黙認するという対応を取ったものとみられる。

第二に金融緩和により将来の経済活性化による企業収益増加期待が株価を押し上げ、資産効果を通じて需要が拡大するという効果である。民主党政権下で低迷が続いた株価を押し上げることでその資産効果が需要拡大を通じて実物経済の活動水準を押し上げるという効果が期待されていた。

第三にインフレが実現すれば賃金上昇も実現し、所得の増加を通じて消費も拡大し、景気が回復するとの期待もあった。特に将来に対するインフレ期待の形成が需要拡大に決定的な役割を果たすと考えられ、将来にインフレが実現するということを国民に確信させる必要があるとされた。日銀があえて2パーセント・インフレというハードルの高い目標を設定し、そのためにこれまでとは大きく異なる姿勢で異次元の金融緩和を実施したのも、なんとしてもインフレ期待を形成させたいとの意図があったものとみられる。

以上のような仕組みで金融政策を通じて経済が改善すれば、中長期的な適正な経済成長が実現することになり、インフレ実現と実質成長率の確保により税収も回復し、財政再建にも寄与することも期待された。

経済成長を押し上げるという観点からは成長戦略の個別施策も貢献することが期待された。しかし、この点についてはすでに指摘したように成長戦略に盛り込まれた個別政策は各省庁の既存の政策を説明を工夫して組み替えただけに過ぎず、マクロレベルでの成長率押し上げ効果について検証が行われていたわけではない。

このようにアベノミクスの実施に際しては上記のような経済的な仕組みが説明されていたものの、経済理論上の議論としてこのような想定について幅広い合意が形成されたわけではない。むしろアベノミクス支持者のようにデフレを貨幣現象そのものにとらえて金融政策によってインフレが実現し経済が改善するという主張に対しては、より実物を重視し総需要とそう供給のバランスが改善しない限りデフレの解消は困難で、日銀がやみくもに量的緩和を実施しても实体经济には影響を与えることはできないという主張との間で決着のつかない議論が続いていた。

実はアベノミクスの開始時点でも2000年代前半に実施された日銀の量的緩和政策の効果に関する実証分析の研究蓄積はすでに十分存在し、量的緩和の有効性については評価は分かれていた。政策を分担する立場からも予想されるように、日銀関係者は量的緩和の有効性については慎重な見方が多く、長期金利水準の押し下げなど金融市場でのある程度の影響は見られたもののマクロレベルでの経済押し上げ効果については懐疑的な見方が多かった。これに対して政府関係機関から公表された分析では量的緩和が十分効果があり、金利水準の低下だけ

日本経済が直面する課題と今後の展望

でなくマクロレベルでも輸出、生産、株価などを押し上げる効果があったことを指摘したものが多し。学会でも量的緩和政策の有効性については多様な見解が示されており、理論的にアベノミクスが根拠として主張した上記のような仕組みについて幅広い合意が形成されていたとは言いがたい状況だった。

こうしたなかでアベノミクスは政府主導のもとで日銀が忠実に従う形で強引に実施されたとの印象が強い。量的緩和の効果については実証分析からは積極的な支持がなされたわけではなく、アベノミクス支持者は、むしろこれまで効果がなかったことの原因を日銀の努力不足に求めることで、より大規模な量的緩和を実施すればいずれはインフレ期待が発生し、先に説明したような仕組みで経済が改善するという論理を展開した。アベノミクス支持者と反対者の議論は信念のぶつかり合いのような様相を呈し、最終的にはアベノミクス実施後の経済状況をふまえて検証することが必要となった。

3. アベノミクスの実績評価

(1) 3年間の実績は明らかな失敗

アベノミクス実施後の2013年から2016年までの実績を見る限り明らかな失敗であった。

最も重要な目標である2パーセント・インフレは実現猿見込みさえ立たない状況となった。2014年には消費者物価上昇率は2%を上回ったが、これは消費税増税という単なる特殊要因によるもので、インフレ期待の形成や需給の逼迫などを背景とした安定的なインフレとは異なる。実際、その後は再びインフレ率は低迷し、0%近傍で推移する状況が続いた。

円安による輸出増効果も期待はずれに終わった。アベノミクス効果で円安が実現した時期でも輸出拡大は実現しなかった。その後も輸出数量指数はアベノミクス開始時点とほぼ同水準で推移している。

株価も伸び悩みが続いた。2015年夏に日経平均株価指数で2万1千円程度まで上昇したものの、その後急落し1万6千円程度まで低下。特に日本の株価は米国など海外の株式市場への連動性が強まっており、2016年に中国経済などの変調を背景に中国、米国などでの株価下落が発生したことに伴い日本の株価も低迷する状況となった。ただそのなかでもETF購入などを通じて日銀が株式を買い支え株価を下支えする役割が高まっており、これが大幅な株価下落を回避している要因の一つとなっていると考えられる。

マクロ経済レベルで見てもGDPの停滞が続いている。アベノミクスが実施された3年間の平均成長率(実質)は年率0.6パーセント(2012年10-12月期 517兆3654億円⇒2015年10-12月期 527兆9969億円)にとどまっており、異次元の金融施策の効果に匹敵する成果とは言にくい実績となった。

(2) 家計からみたアベノミクス

家計の視点から見てもアベノミクスの成果は乏しく、生活実感としても改善効果を確認することは難しい。実質消費で見るとアベノミクスが実施された3年間の平均増加率（実質）は年率マイナス0.4パーセント（2012年10-12月期 308兆5320億円⇒2015年10-12月期 304兆3899億円）となり消費は縮小した結果となる。実質雇用者所得をみるとアベノミクスが実施された3年間の平均増加率（実質）は年率0.2パーセント（2012年10-12月期 260兆9222億円⇒2015年10-12月期 263兆2378億円）となり、所得の伸び悩みも確認された。

4. アベノミクスの問題点

これまで見たきたように、2000年代に実施された量的緩和に関する実証分析の活用もなく、一方的な論理で実施されたアベノミクスはほぼ3年間の実績で明らかな失敗に終わったと考えられる。しかしながら政府は2015年の時点でアベノミクスの成功と第2ステージへの移行を宣言し、一億総活躍社会の実現などを目指した新たな政策を発表した。こうした動きは迷走するアベノミクスを示すものとみるべきであろう。

アベノミクスの最も重要な政策である異次元の緩和を伴う金融政策の失敗について適切な評価をすべき段階に来ていると考える。

(1) 金融政策への過剰な依存

アベノミクスでは金融政策が中心となっていくが、その背景には景気刺激のためのマクロ経済政策としての財政政策の発動に限界が来ているという状況があげられる。

既に述べたように90年代後半に実施された度重なる大規模な景気刺激策によっても景気回復が実現せず、巨額の政府債務が累積し財政面からの景気刺激は困難になった。さらに2000年代に入り高齢化の進行にともない社会保障関連支出が急激に増加する中で財政状況はさらに悪化した。

財政政策がマクロ経済政策としての役割を放棄する一方で金融政策にその負担が押し付けられる形となり、ゼロ金利、量的緩和などによる金融面からの景気刺激策が実施されたが、实体经济への効果は限定的だった。

しかしアベノミクスでもデフレ脱却を目標とする限りマクロ経済政策としては金融政策に依存せざるを得なかった。三本の矢として機動的な財政政策による景気刺激を表明したものの財政支出拡大は規模的に不十分で一時的なものにとどまった。政府債務の規模などから見ても財政状況の悪化は限界に近く、財政政策から景気刺激を持続することは今後も現実的な選択肢とはなり得ないだろう。アベノミクスにおける金融政策は従来の金融緩和手段を大

日本経済が直面する課題と今後の展望

幅に増強することで実体経済への波及を期待したもので、特に、家計や企業の期待に働きかけることでインフレを実現することを目指していた。

しかしすでにみたような経済実績を踏まえれば、量的金融緩和がインフレ期待形成に影響を与え、実際にインフレが実現するという波及の仕組みそのものにも問題があったと考えられる。結局は、金融政策に過剰な役割が押し付けられそれを正当化する説明としてアベノミクスの金融理論が存在したという解釈が可能であろう。

(2) 経済政策の有効性に対する過剰な信頼

さらにアベノミクスの問題は経済政策の有効性に対する過剰な期待があったという点も指摘できる。

アベノミクスの中心が金融政策となった理由としては、財政政策による景気刺激という選択肢を奪われた後に逃げ道を失った金融政策に押し付けられたという背景があったわけで、金融政策の有効性に着目した結果金融政策が重視されたのではない。

しかしアベノミクス支持者は「金融緩和により金利、貸出をコントロールできる」という主張に過剰な自信を持っていた。貨幣を中心にマクロ経済の動きを整理する見方として、貨幣数量説、貨幣乗数理論という考え方があり、下記のような数式で表現される。

単純（素朴）な貨幣数量説： $PQ = MV$

(P：物価水準，Q：取引量，M：貨幣数量，V：貨幣の流通速度)

単純（素朴）な貨幣乗数理論： $M = mH$

(M：貨幣供給量，m：貨幣乗数，H：ハイパワード・マネー（ベース・マネー）)

アベノミクス支持者は、日本銀行（もしくは政府）がベース・マネーを増加することで貨幣供給量を増加させ、取引量（GDP）を増加させることができると主張した。ただしこの主張が成立する条件としては貨幣乗数が定数であ流ことが前提とされ、その条件のもとでは日銀がハイパワード・マネーを増加させれば（量的緩和を実施すれば）貨幣供給量が増加することになる。さらに貨幣の流通速度、取引量が一定であるという条件の下では物価水準が上昇する。このように日銀がハイパワード・マネーを変化させることで物価水準をコントロールさせることができるという主張には様々な前提が必要とされている点に留意する必要がある。

このようなアベノミクス支持者の説明にもかかわらず、なぜすでに2000年代に強力な金融緩和を実施していたにもかかわらず景気回復が実現しなかったのか？ この点についての彼らの説明は金融緩和の程度が不十分だったという点を強調する。より強力に金融緩和を実施すれば銀行貸し出しが増加し、貨幣供給量も増加し、GDPの増加が実現するとはずだという論理である。これは結局量的緩和の効果が出なかったのはまだ十分な規模で実施していなかっただけで、規模を増やし続ければいずれは効果が出るという論法になってしまい、反

証不可能な命題となる。実は日本における 90 年代後半の財政政策が景気回復につながらなかった理由として財政政策を重視する立場からは「財政政策の規模が不十分だから」という主張がなされていた。アベノミクスにおける量的金融緩和をとにかく拡大すれば金融政策の効果が現れ経済が好転するという論理はまさにこれと同じ発想にと言えるだろう。しかし 2000 年代に入ると巨額の政府債務が蓄積し、大幅な財政赤字が存在している状況では財政政策による景気刺激は困難となったため、このような主張を行うことは無理になってしまった。

政策への過剰な信頼感という点ではケインジアンもマネタリストも共通している点を指摘しておく必要があるだろう。アベノミクス支持者が金融政策の有効性について過剰な信頼を持ち、金融政策で問題が全て解決できるという主張を行う背景には「賢い政府（中央銀行）」が経済活動を管理できるという強い信念がある。財政政策重視のケインジアンと金融政策重視のマネタリストの間ではマクロ経済政策運営について対立する立場にあると考えられるが、ある特定のエリート集団が正しい政策を実施することができその結果として望ましい経済状態が実現するという発想については共通している。

「賢い政府が経済が管理できる」という発想の問題はマーケットにおける民間金融経済主体は政策に反応することへの理解が欠落しているところにある。

先ほど示した貨幣数量説や貨幣乗数理論を例にとれば、量的緩和の実施により日銀が強力にベース・マネーを拡大したにもかかわらず貨幣供給量は伸びなかった。資金需要のない企業はベース・マネーの増加にもかかわらず銀行借入を増加して設備投資を拡大するという対応は行わなかった。結果的に貨幣流通速度が大幅に低下して GDP の停滞が続いた。これは民間経済主体が自分たちの判断で行動した結果、貨幣乗数や貨幣流通速度が変化してしまい、単純な数式で予想されるのとは異なる結果がもたらされたことを意味する。これはマクロ経済理論では「ルーカス批判」として古くから指摘されて来た問題の応用とも考えられる。

アベノミクスを実施している政策当局は民間経済主体の反応に対する理解が不十分であったために政策の失敗自体を認めることもできず、失敗の理由も理解することができていない。より強力な金融緩和を実施すれば民間経済主体が「正しく理解し」反応することでインフレが実現し、貨幣流通速を上昇すると依然として期待しているようにみえる。実際には民間経済主体は自らの判断で行動し、アベノミクスの経済論理を否定する結果となった。

(3) 円安誘導による輸出拡大の難しさ

円安誘導による輸出拡大が失敗した背景にはそもそも日本経済は輸出依存型ではないという基本的な認識が欠如していたことが指摘できる。

日本経済の構造を見ると日本の輸出の対 GDP シェアは 15 パーセント程度程度にすぎず諸外国と比較すると米国と並んで最も低い水準にある。さらに円安により製品価格が下落す

日本経済が直面する課題と今後の展望

ると期待される最終消費財の対輸出総額シェアをみると15パーセント程度にすぎない。つまりメディアで国際競争力が失われて深刻な状況にあると騒がれている家電、自動車などの最終消費財の輸出がGDPに占める比率は2パーセント程度に過ぎないというのが現実の日本経済の実態である。

日本の輸出の中心は中間財、資本財であり輸出総額に占めるシェアはそれぞれ20パーセント程度、50パーセント程度となっている。これらは高品質、安定供給という点で高い国際競争力を維持し、為替レートによる影響は限定的である。日本経済は円安で輸出が伸びるという構造にはなく、世界経済の需要が増加すればそれに応じて中間財、資本財への需要も高まるという仕組みになっている。したがって日本からの輸出の根幹をなす中間財、資本財については為替レートなどの変動の影響は軽微で単純に世界経済の動向に応じて需要が変化することになっている。こうした経済構造を理解すれば円安による輸出増という仕組みそのものが日本の経済実態から乖離した期待であったことがわかるだろう。

実際には円安による企業収益の増加が実現したが、これは会計処理上の効果にすぎない。日本企業が海外での利益を円建てで評価した結果企業収益が増加した。輸出拡大による生産増加を通じて企業収益が増加したのではなかった。

(4) 株価と実体経済の乖離

アベノミクス支持者は株高を通じた経済活性化効果を強調したが、日本では株価の上昇が経済活動を刺激するという効果は少ない。マクロレベルで見れば家計部門の金融資産に占める株式資産は10%以下にとどまっており、実際に消費行動に影響を与える規模で株式を保有しているのは一部の富裕層に限定される。株価上昇が実現しても家計部門で消費拡大につながる経路は極めて狭いと考えられる。

アベノミクス支持者は経済活性化の結果としての株価上昇が実現したという説明を行なっているが、2013年以降の株価上昇は、アベノミクスが想定していた「経済成長の実現による将来の企業収益増加を織り込んだ株価上昇」とはかけ離れた現象であったことに留意する必要がある。

株式の取引主体別の動きを見ると、2013年以降に株式を大量に購入したのは外国人投資家だった。海外の投資家にとっては、アベノミクスで「円安」が確約されている状況では安心して円キャリーで株式投資を増やして利益を確保することが可能となった。

海外の投資家としては、円安のメリットと株高のメリットを享受しながら適当な時期にドル建ての利益を確定することで確実に利益を得られる。アベノミクスが円安と株高を明示的に約束した状況は海外投資家にとってはリスク・フリーの投資環境を提供することとなったと見られる。

海外の投資家が利益を確定する裏側で国内では年金基金などの政府部門の投資主体が巨額

の損失を計上した。これは政府からの要請に基づく投資行動であるが、そもそも公的資金を預かる投資主体の資産運用能力が極端に欠如しているという構造的な問題が存在する。さらに政府からの圧力で株価低下局面で株式を買い支え、リスクの高い海外株式への投資配分を増やすようなことをすれば損失被害が拡大しておかしくない。

2015年夏以降の株価急落局面での公的投資主体が抱え込んだ損失は今後もさらに拡大する可能性もある。これは将来の株価の動向に依存するもので単純に結論づけることはできないが、やはり将来の株価次第で年金給付の原資が大幅に既存する可能性があるような資産運用形態が国民経済全体にとって望ましいものかどうかについては慎重な検討が必要であると考える。

(5) 企業と雇用者の配分の問題の顕在化

アベノミクスの最大の問題は企業収益を増加させそのしわ寄せを家計部門におしつけたことにある。

既に指摘したように3年間のアベノミクスの期間を通じてGDPは総じて見れば停滞傾向にあった。アベノミクス実施当初はGDPの増加もみられる局面を存在したが、その後GDPのは停滞し、四半期ベースでプラス成長とマイナス成長が混在する状況であった。

このように全体のパイが停滞する一方で、企業所得の好調な増加が続いた。これは円安による会計上の収益拡大要因もあったが、労働費用削減効果も寄与していた。

全体のパイが限定される中で企業所得が伸びれば雇用者の取り分が減少するのは当然の帰結である。政府は企業に対して賃金引き上げを要請するがこれは政策的に無理がある対応と言える。そもそも計画経済の仕組みでもとらない限り政府が企業に対して賃金水準についての指示を出す立場にはない。実際に影響力を行使する気も無くメディア向けのメッセージとして政府からの賃金引き上げ要請を発信しただけの対応に終わった。自由主義経済において価格は市場で決定されるもので、政府は介入すべきではない。

結果的にアベノミクスは家計の犠牲の上に企業（一部の輸出型大企業）の利益を確保したことになる。家計の実質所得が低減する中で消費も低迷が続くことになり、その一方で企業部門は収益の改善を実現した。これは家計部門と企業部門の所得配分のゆがみの問題としてとらえることができる。

アベノミクスでは家計部門への恩恵の成果として労働市場の改善を強調するが、これも解釈のわかれるとことである。アベノミクス支持者は労働市場の需給逼迫の証拠として有効求人倍率が過去最高水準に達していることを強調する。しかしその中身を見ると非正規雇用への需要の高まりが中心となっており、正規雇用の需給は必ずしも逼迫しているわけではない。企業としては収益確保のために低賃金労働者のみの採用拡大を狙っている状態で、これではいくら雇用者が増えても家計部門として十分な所得増が望めるような環境にはない。

5. 今後の展望

(1) 2016年度に入ってから金融市場の混乱

2016年に入ってから世界規模での株価暴落が発生しており、先行きに対して不透明な状況が続いている。

2015年夏以降の中国で株価暴落が発生、それに追従する形で各国でも株価が暴落した。中国の株価は過剰流動性による不動産価格も含めた資産価格バブル崩壊の可能性が高い。米国の株高は実体経済の好調ではなく自社株買いによる影響が大きい。米国経済はこれまでの蓄積があるのでこのような自社株買いによる株価上昇の仕組みをある程度の期間維持することは可能である。しかしその実態はあくまで過去からの蓄積の吐き出しであり、将来に向けての業績改善を見込んだ株価上昇とは全く異なる仕組みであることを認識する必要がある。株価上昇はストック・オプションを通じて企業経営者の報酬を押し上げることから企業経営者は株価上昇を目指すインセンティブが強い。これが米国で経営実績から乖離する形で株価上昇が続いていることの背景となっていると考えられる。

2016年には世界規模での原材料価格の暴落も発生した。そして商品市況の暴落、特に原油価格の暴落は株式市場にも影響を及ぼしている。海運市場での運賃暴落も商品市況の暴落を反映する現象と考えられる。資源価格の暴落は政治的に不安定な地域へのマイナス要因として深刻な影響が懸念され、特に原油輸出に依存する経済であるサウジアラビア、ロシアにとっては政治的不安定要因となるおそれがある。

こうした中で特に懸念されるのは世界規模での供給過剰の問題である。地域別に見ても深刻な状況となっているのは中国であろう。中国経済を中心とする供給過剰型経済システムの行き詰まりが顕在化する中で、中国市場の拡大を前提とした原油、石炭、鉄鉱石の輸出を前提とするオーストラリアなど資源輸出国経済への影響は甚大となるだろう。

中国経済の最大の問題は需要構造に偏りがみられる成長構造にある。中国経済はリーマン・ショック以前は輸出依存型の成長であったが、リーマン・ショック後は国内投資依存型の成長に転換した。どちらも国民生活上のメリットは少なく、単にGDP統計上の成長率を維持するための政策的な成長パターンに過ぎなかった。しかも輸出によって得られた利益は米国債投資へ向けられたため民生工場へ活用されることはなく、国内投資は地方でのほとんど経済的に意味のない公共事業支出へ向けられたため将来的には国民に対する負債のみが押し付けられる結果となると予想される。

このように地域別のリスクが蓄積する中で世界規模での過剰流動性の懸念が強まっている。世界金融危機発生後に中央銀行の極度に膨張したバランス・シートは依然として正常な水準に回帰する気配も見られない。欧米の中央銀行は国債以外にも各種金融資産を購入したままの状況にある。アベノミクスはこのような世界規模での供給過剰リスクを配慮せずに日本経

済固有の問題への対処として異常な規模の量的金融緩和を実施してきた。日本政府と日銀は世界経済規模で大規模な供給過剰が存在しているという状況を配慮する必要がある。

(2) 日本経済の可能性

日本経済の重大な制約としてはエネルギー資源についてそのほとんどを海外から輸入する必要があるという点が挙げられる。これは原発事故時に強く意識された問題であるが、基本的にはエネルギーの国債市場において価格調整機能によって処理される。エネルギー以外にも輸入全体でGDP全体の15パーセント程度の規模となっているが、これは規模の大きな国内市場で適当な付加価値を付けて生産活動を行うことで十分確保できる輸入規模となっている。不必要に日本経済の脆弱性を強調して危機を煽る必要はなく、企業、家計が本来できるべきことをやっていけば十分日本経済全体として自律的な経済活動が成立するという好条件が成立していることを認識すべきである。

アベノミクスでは実現不可能な2パーセント・インフレという目標をかかげたため、成果実現について株価、円安、企業収益、有効求人倍率など恣意的に選択されたデータの改善を強調することでアピールすることになった。特にその際に重視されたのは企業面での業績回復であり、その裏側で家計が負担を押し付けられていることに対する評価を避ける傾向があった。GDPが停滞する中で企業面が改善すればその分は家計への圧迫要因となることは当然の結果であった。これが民間経済主体の自主的な判断に基づく市場の調整機能を通じた結果であればそれほど問題視する必要はないが、アベノミクスの場合には特に異常な金融緩和政策を通じて金融市場の機能を制約した中で発生した歪みである点は問題となる。

確かに財政状況の悪化を考慮すれば政府が財政政策を通じて役割を果たす機会は大きく制約されており、今さら金融政策が変わって財政政策を発動するような余裕はない。むしろ経済全体にとって望ましい制度設計を行うという政府本来の役割に立ち戻って経済政策全体を再検討すべきであろう。効果が現れなかったら強引に量的緩和の規模と期間を拡大するというような手法ではますます経済全体のバランスを歪めていってしまうことになるだろう。

繰り返しになるが、基本的に市場では自由な経済取引が行われることが前提であり、日本経済はまさにこの条件に適した環境を有している。歴史的にも高度成長期など日本経済が実力を発揮した時期には政府からの市場の介入が極めて限定的であったという事実も再認識すべきである。

特に政府の市場介入については、景気調整のための財政金融政策の発動については特に慎重な見直しが必要と考える。今回のアベノミクスのケースで明らかになったのは、政府・日銀当局者は「賢いエリート集団」が市場を管理できるという過剰な自信を持っており、市場で活動する民間経済主体の自主的な判断・行動に対する理解が不足する傾向があることだ。古くから「ルーカス批判」の議論として提起されてきたように、民間経済主体の反応は政府

日本経済が直面する課題と今後の展望

の政策に対してそれを打ち消す方向で作用する場合があります、必ずしも政府の意図がそのまま実現するとは限らない。特に景気調整に関する経済政策はこの問題が当てはまる分野と考えられる。

政府としての役割は、市場の失敗が明らかに存在する分野でのそれを補完するための介入に限定すべきである。現在の日本では公的年金制度、公的医療制度などがまさにそのような分野として注目を浴びている。確かに、給付・負担の見直しを含む政策については政治的な国民の合意形成が必要となるため調整が難しい問題ではあるが、これは避けて通れない課題である。このような分野での政策については政策設計を十分行い合意を形成するだけでなく、政策実施後にも継続的に政策評価を行なっていくことが必要と考える。

日本経済は基本的に内需主導型の経済である。特に家計部門の豊かな生活を支えるための消費水需要は大きく、企業部門も設備投資を行うことで生産を増加させ収益を改善することに対する意欲は十分持っている。国内市場だけでも十分に自律的に成長を実現するだけの規模を持っている日本経済の将来は決して暗いものではない。

経済政策の最終目標は「国民生活水準の充実」にある。経済成長はあくまでその一つの手段にすぎない。アベノミクスも従来のマクロ経済政策と同様に経済成長を重要目標としているが、経済成長が実現しても企業収益のみ増加するような社会は望ましくないということはこれまで述べてきたとおりである。

少子高齢化はむしろ「国民生活水準の上昇」のチャンスとも言える。少子高齢化の進行により労働力人口が減少し経済成長が鈍化することがよく問題視されるが、マクロレベルでの経済成長よりも一人あたりの所得、消費水準を上昇させることが重要であることを再認識すべきである。一国全体のGDPを拡大することが政策目標にすべきではない。

すでに日本では少子高齢化が進行する中で、一人一人の希少性が増加する社会となっている。大学への進学率は傾向的に上昇しており、これは人的資源の向上の観点からも国民一人一人への投資が充実し個人の稀少性が高まっていることを示している。このような流れを後押しする形で個人の生活水準が上昇することを目指した政策は支持される。単に、社会全体の一部の利益集団の利権拡大に資するような政策は厳しく排除する必要がある。

アベノミクスの今後の最大の課題はマイナス金利導入まで追い込まれた金融政策をどのような過程を経て正常化させるかという出口問題になるだろう。2パーセント・インフレの実現可能性が失われた中で日銀は金融緩和の規模をさらに拡大することで政策効果の実現を期待するのみの状況となっている。2000年代のゼロ金利、量的緩和が景気回復に結びつかなかったこと、アベノミクスの3年間の失敗についての評価なしに、さらなる金融緩和を続けることは今後出口戦略を模索する上で大きな禍根を残すことにさるだろう。

量的金融緩和政策と関連して、事実上は株価を政府と中央銀行が管理するような状況となっていることも大きな問題となっている。株価下落局面で海外投資家が利益確定して売り抜

けることを一方的に保証するような利益供与はマクロベースで見れば国内資産の減少につながることになる。

今後はいかにして日本経済の自律的な調整能力を発揮させるかが政府として果たすべき課題となる。特殊な経済理論に基づきごく一部の集団に利益を偏った形で配分するようなアベノミクスは経済政策として不適切であり、その実績に基づく実証的な検証をもとに今後の経済政策のあり方を議論すべき段階にきている。

参 考 文 献

- 池尾和人 (2013) 『連続講義・デフレと経済政策 アベノミクスの経済分析』, 日経 BP 社,
- 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」, 東京経済学会誌 289号 (経済学), 東京経済大学経済学会
- 井上裕行 (2017) 「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?」, 東京経済学会誌 (経済学) 293号, 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
- 岩田一政+内閣府経済社会総合研究所 (2011) 『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策~我々は何を学んだのか』, 佐伯印刷,
- 岩田規久男 (2012) 『インフレとデフレ』, 講談社,
- 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
- 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
- 榑原英資 (2013) 『経済政策のカラクリ {500} アベノミクスを仕切るのは誰か』, 朝日新聞出版
- 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』, ダイアモンド社
- 浜田宏一 (2012) 『アメリカは日本経済の復活を知っている』, 講談社,
- 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 {500} 企画・監修 吉川 洋 編, 慶應義塾大学出版会
- 文藝春秋編 (2013) 『アベノミクス大論争』, 文藝春秋
- 本田悦朗 (2013) 『アベノミクスの真実』, 幻冬舎

日本経済が直面する課題と今後の展望

- 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
- 増田悦佐（2014）『「景気は操作できる」と思っているエリートたちの大間違い』，PHP 研究所
- 増田悦佐（2013）『経済学「七つの常識」の化けの皮をはぐ アベノミクスで躍り出た魑魅魍魎たち』，PHP 研究所
- 吉川洋（編集）（2009）『デフレ経済と金融政策（バブル デフレ期の日本経済と経済政策）』，慶應義塾大学出版会