

経済政策の有効性を考える

——アベノミクスの政策評価——

井上裕行

1. 経済政策をめぐる環境変化とアベノミクスの登場

(日本でバブル崩壊後に実施された大規模なマクロ経済政策)

経済政策は政府が市場に介入するために実施する様々な経済活動や法律行為、行政行為などの包括的な組み合わせである。これらの中でも、財政政策のように政府が投資活動を直接行ったり、中央銀行と連携をとりながら金融政策を通じて企業の投資活動や家計の消費行動に影響を与えることで、経済活動水準を調整することは、マクロ経済政策として位置づけられている。特に日本ではバブル経済崩壊以降は、ゼロ金利政策と量的緩和という異例の金融緩和の実施してきた。それにも関わらず長期間にわたってデフレが進行してきたことから、マクロ経済政策運営については厳しい批判が加えられるなど、様々な議論が展開されてきた¹⁾。

より長期的・構造的な視点から見ると少子高齢化が急速に進行しつつある日本においては人口減少という制約が強まってきている。このような制約下で経済成長をいかに維持すべきかという観点から政府が成長戦略を提示することも行われおり、これも経済政策の中で重要な柱とされてきた。ただし成長戦略の重要な政策目標としてはマクロ的な名目経済成長率、実質経済成長率が掲げられているものの、個別の政策手段は労働市場、金融市場などの個別市場の効率性の向上を目指すミクロ経済理論を裏付けとするものが多い。

(世界経済におけるマクロ経済政策の変化)

経済政策は、民間経済主体に任せただけの場合の経済活動の達成水準が不十分な場合にそれを補完するために政府があえて実施するものである。したがって経済パフォーマンスが良好な場合は経済政策への期待は小さくなるし、実際に発動される機会も減少する。

欧米先進国では1980年代以降は安定した低インフレの下で雇用の拡大と経済的活況が持続し、グレート・モデレーションとも呼ばれる時期となった。さらに新興国経済の急成長が実現する中で、マクロ経済政策の必要性が低下し、マクロ経済政策そのものに対する関心が薄れる傾向さえあった。理論的にも実務的にも金融政策による物価安定さえ確保しておけばあとは民間経済の活力にまかせるだけで満足できる経済パフォーマンスが実現するという見

経済政策の有効性を考える

方が支配的となっていた。

このようなマクロ経済政策を取り巻く環境が激変したのは、2007年以降にリーマン・ショックを契機として顕在化した世界金融危機の発生ととそれともなう世界規模での景気悪化である。これらがもたらした深刻な経済状況に対しては財政金融政策を中心とする異例の規模のマクロ経済政策が有効に機能し、一定の成果を収めたとの評価もみられる。世界金融危機対応の政策対応においては、日本でバブル崩壊後に各国で実施された様々な経済政策に対する評価・分析の蓄積も活用されることとなった。しかし、皮肉にも日本経済はいまだにデフレ的な状況を完全に克服できてない状況が続いている。

(アベノミクスの登場)

これまで以上に踏み込んだ形で強力なマクロ経済政策を実施するという公約を掲げた自民党安倍政権は2012年末に民主党からの政権奪還を果たした。その後、安倍政権が採用した一連の経済政策はアベノミクスという通称で呼ばれ、市場からの期待が高まる中で実際に円安、株高などの面でマクロ経済活動の実績にも影響が表れてきた。

本稿では、このような経済環境の変化の中で実施されつつあるアベノミクスという一連の経済政策を検証することで、マクロ経済政策の有効性について考察するとともに、望ましいマクロ経済政策のあり方を検討する。

2. 経済政策としてのアベノミクス

(1) アベノミクスの基本概念²⁾

(アベノミクスが掲げる目標—デフレ脱却)

アベノミクスの最も重要な目標は「デフレから脱却して経済を活性化する」というものである。この発想の基本には日本経済が90年代以降に長期間にわたって停滞を続けてきた最も重要な原因がデフレにあり、これを改善することで経済が活性化するという論理が存在する。

このような政策目標の設定は単なる技術的な側面だけでなく、政治的な広報という観点も意識したものであると考えられるが、「デフレ脱却」という目標設定は本来経済政策が最終的に目指すべき国民生活水準の向上という目標を曖昧にしている恐れがある。

後で述べるように、デフレはそれ自体が理論上必然的に経済の停滞を伴うものではないし、歴史的な経験からみてもデフレによって経済停滞が固定化するというのを裏付けることはできない。むしろインフレの方が債権者から債務者への所得の配分を通じて社会公正上の問題を引き起こす可能性が高い。

「デフレ脱却」という政策目標を「経済活性化」と結びつけることで当然その成果が国民経済全体に波及することを目指しているように見せることは、政治広報的な観点からはよく考えられた戦略のようにも見える。しかしその実態は後で述べるように特定の産業セクターの利潤を確保するという結果につながり、そのためには家計側の賃金、消費面にしわ寄せが出る恐れがあるという点に留意が必要である。

実物面での理論上の説明としては、需要不足で経済活動の停滞が発生し、物価上昇圧力が低下しているような状態では、需給バランスを改善することで価格下落現象としてのデフレを収束させ、同時に経済活動水準が上昇するという流れが一般的である。これに対してアベノミクスの理論では価格上昇を起こすことが最優先され、その結果として経済活動水準の回復が実現するという事となる。しかも価格上昇を実現するために最も重要な要素は「将来に対する物価上昇期待」であるとされる。

このようにアベノミクスの政策目標は「物価が上昇すれば経済が活性する」というきわめて素朴で分かりやすい説明で国民の将来に対する明るい期待を持たせる標語を作り出したことになるが、実態としては本来の政策目標である「国民生活水準の上昇」までの経路がきわめて不明瞭な仕組みとなっている。以下、本稿ではその理由について説明をしていくことにしたい。

（政策内容—三本の矢）

アベノミクスの具体的な政策内容は三つの分野にくくられ、それぞれ「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」と呼ばれ、これらは通称「3本の矢」と呼ばれることとなった。

しかしこれらの政策内容を具体的にみていくと、特に日銀の総裁が黒田総裁に交代してからの金融政策はこれまでにみられなかったような踏み込んだ形での金融緩和措置が実施されたものの、それ以外の財政政策、成長戦略がこれと並び立つような影響力を有する政策体系であるという説明には違和感が伴う。

財政政策に関しては、自民党が伝統的に実施してきた公共事業中心の追加的な財政支出政策そのものである。90年代に実施された公共事業拡大による景気刺激策が経済成長率の上昇に寄与することなく膨大な財政赤字の累積だけを残したという経験からするとその妥当性には疑問が多い。

成長戦略も個別の政策の方向性としては評価できるものもあるかもしれないが、マクロ経済的な成長率を押し上げるような影響力を持つ政策を見つけることは困難であり、あえて3本の矢の一つとして取り上げるほどの政策体系であるかという点については疑問が残る。

政策目標の設定と、「3本の矢」という標語は、アベノミクスを政治広報的な観点から一般国民が受け入れやすい環境を作ることを強く意識したものとなっている。アベノミクスが

経済政策の有効性を考える

採用した具体的な政策は個別にその仕組みと成果について実証的に評価することが求められ、その際に「三本の矢」の一分野として先験的に重要な役割が分担されているかのような前提は排除する必要がある。

(アベノミクスの政策効果が発現する仕組み)

アベノミクスの最重要政策である金融緩和が経済にどのように波及していくかについてのアベノミクス支持者の合意内容は以下のようなものであると考えられる。

金融緩和がもたらす最も重要な変化はインフレ期待形成である。これは「異次元の」金融緩和を続けることで企業や家計の将来インフレ率が上昇するという安定的な期待が形成されることを意味する。インフレ期待の上昇は将来の実質金利の低下を引き起こし、これは為替面で円安をもたらすことから輸出拡大を通じて企業収益も改善し、設備投資も増加し、総需要が拡大すれば実物面でも実際に価格上昇が実現してデフレを脱却できるという説明となる。また強力な金融緩和は市場に出回るマネーの総量を増加させ、これらのマネーが株式や土地などの資産市場に流れ込むことで株価、地価の上昇も実現し、資産効果を通じて総需要の拡大が加速されることも期待される。

このような金融政策の効果に比べると財政政策の効果は単純である。すなわち、公共事業の増加など財政支出の増加は直接総需要の拡大につながり、この結果実物面での需給ギャップが改善することでデフレ脱却が実現するという考え方となっている。

成長戦略の波及効果も単純な仕組みと考えられている。成長戦略に盛り込まれた各種の政策が実現されると供給面で生産性が上昇するため、これがマクロ経済的な成長率の上昇に寄与し、需要と供給がバランスする形で拡大するためにデフレも脱却するというシナリオを想定している。

(2) アベノミクスで具体的に実施された政策措置

i. 金融政策

金融政策については安倍政権の意向を強く反映する形で実現した黒田総裁への総裁交代以降に採用された各種の金融緩和措置は、それ以前の措置と一線を画する異例で大胆な内容となっている。

(行き詰まったゼロ金利政策と量的緩和)

もともと、日銀がバブル崩壊後のデフレ下での経済停滞に対応するためにゼロ金利政策を採用した段階で、理論上は中央銀行が金利を通じて金融緩和を行うという経路は完全に閉ざされたこととなっていた。金融政策の有効性に対する批判が高まる中で、さらに強力な金融

緩和措置として量的金融緩和がとられたが、これも実務上は民間銀行が大量の超過準備預金を日銀に積んだままの状態になっただけであり、これによる長期金利の低下、銀行貸し出しの増加という具体的な成果についての実証的な判断は難しい状況が続いた。

標準的な金融理論による理解に従えば、中央銀行による金融緩和の成果は金利低下を反映した企業向け貸し出しの増加とそれを利用した設備投資の増加、雇用の拡大などが想定される。しかしその前提には、政策金利の制御を通じた市中金利水準の低下があり、もし政策金利がゼロ金利まで低下してしまった後はこうした理論が通用しない完全に異なる世界に入ってしまうことにある。当然、そこでは更なる金利水準の低下は不可能となる。実質金利で議論すればインフレ率の上昇による実質金利の低下が実現できることになるが、日本の実態でいえばこれだけ長期間にわたりデフレが定着した状況で期待インフレ率の上昇を通じて実質金利を低下させることは難しく、ゼロ金利実現以降は金融緩和という政策手段を事実上失ったことになる。

このような状況に対して日銀が追加的に行った量的緩和は、金利政策を失った中でもなんとかして銀行貸し出しの増加につなげたいという強い願望を示したものであったが、結果としては民間銀行の超過準備が拡大するだけの結果となった。実際に日銀が量的緩和で行ったことはある程度短期の残存期間となっている国債の民間銀行からの買い取りであり、これは民間銀行からみればきわめて金利水準が低い状況での国債から準備預金へのポートフォリオの変更にすぎず、これが銀行の貸し出し行動に変化を与えることはなかったと考えられる³⁾。

(異次元の金融緩和)

これに対して黒田総裁以降の日銀が採用した「異次元の」金融緩和は実際に過去に採用された量的緩和と比較すると質的に異なる次元となる措置を含んでいると考えられる。

量的緩和としてはマネタリー・ベースの拡大が実施されるが、その規模は2年間で2倍(140兆円から270兆円へ)という大規模なものとなっている。またマネタリー・ベースの増加の裏側で実施する資産の買い入れの内容は長期国債、ETF保有額の拡大となっており、特に残存期間の長い国債の購入(平均残存期間3年から7年へ)という点が質的な金融緩和という点で目立っている。質的な金融緩和という点ではETF、REITの積極的購入拡大も大きな特徴としてあげられる。

(日銀によるリスク・テイクと財政ファイナンス)

特に、市場参加者からみて重要な変更は、日銀による積極的なリスク・テイクと日銀による財政ファイナンスの可能性という点にある。アベノミクスによる金融緩和の具体的な措置として日銀は残存期間が長期となっている国債を積極的に買い入れることとしたし、マーケットのリスク要因が組み込まれているETFやREITの買い入れも積極的に行うという姿勢に

経済政策の有効性を考える

転換した。黒田総裁以前の日銀は量的緩和を実施しつつも中央銀行のバランスシートの質の毀損を慎重に回避する方針を堅持しており、結果的にいくら民間銀行から国債を買い入れても事実上は準備預金とほぼ代替可能な資産を買い入れるだけで民間銀行のポートフォリオへの影響は限定的だった。しかし、今回採用された方針では、国債の価格変動リスク、株式・不動産市場の価格変動リスクを中央銀行としての日銀が積極的に取り込む姿勢を明確に示しており、重要な方針転換を行ったことになる。

さらに日銀から大量の資金を供給するという点で、事実上の財政ファイナンスに近い役割を日銀が担う可能性さえ示している。これまでの日銀はいわゆる「銀行券ルール」を堅持してきたが、これはあくまで現金需要という具体的な数値目標を明示的に意識しながら、国債買い入れについて一定の制約を課すという形で、日銀自ら国債買い入れによる財政への資金供給に縛りをかけるという仕組みを維持してきたものだった。アベノミクスに対応して日銀はこの銀行券ルールを一時停止するという措置をとったことは、市場参加者にとっては日銀が財政ファイナンスにたいする拒否反応をあえて示さないという大きな姿勢の転換であると受け止められる可能性が高い。実際に、いまや日銀は国債発行額の7割にも上る金額の国債を購入する巨大な国債の買い入れ主体となっており、これは国債市場における大きな環境変化となっている。

日銀による積極的なリスク・テイクの増加という点ではETF、REITの日銀による買い入れ強化も市場に対して大きな影響力を持つと考えられる。日銀は収益上の観点からは政府と会計上は一体的な関係にあり、その利潤は国に納入される仕組みとなっている。当然損失が発生した場合の最終的な負担は政府に割り当てられる可能性が高い。こうした仕組みを前提とする限り本来は株式市場や不動産市場の価格変動リスクを日銀が引き受けることには問題がある。もしリスクが日銀保有資産の価値の減額という形で顕在化するとその負担が最終的に増税などの形で国民に押し付けられる可能性があるからである。しかし、アベノミクスの一環としてこのような資産市場におけるリスクを日銀が積極的に受け入れることになると資産価格形成も影響を受けることになるだろう。資産価格形成の歪みの程度によってはバブル的な状況をもたらす可能性も否定できない。

ii. 財政政策

既に述べたようにアベノミクスについて財政政策について分析的に語るべき部分はそれほど多くない。アベノミクスの「第二の矢」としてあげられるのは2013年1月にまとめられた「緊急経済対策」を中心とする13兆1千億円程度の補正予算である。2013年度予算を合わせて15ヶ月予算として実施されるとして安倍政権はその影響度を強調していたが、その内容を見ると自民党が伝統的に採用してきた公共事業の追加支出以外に特に注目すべき項目は見当たらない。

アベノミクスで「デフレ脱却」という目標が強調される中、明らかに総需要抑制に寄与するとみられる消費税増税は予定通り実施された。この結果、消費税増税前の駆け込み消費が発生したために足下での需給ギャップの実態が把握しにくくなり、駆け込み需要を過大評価することにより経済活動水準の判断を誤る恐れが出てきている。消費税増税は財政構造改革というより長期的な枠組みの中での決定事項とされているものであるとの整理も可能であるが、アベノミクスで先に述べたような異常な金融政策を採用したことを踏まえると、財政面での完全に逆方向となる消費税引き上げの時期については依然として検討の余地が残っていると考えられる。

iii. 成長戦略

2013年6月に発表された「日本再興戦略」に引き続き、そのフォローアップとして「日本再興戦略（改訂2014）」が2014年6月に発表された。内容としては自民党、民主党政権を通じて過去に繰り返し発表されてきた成長戦略とさわめて類似したもので、むしろその違いを見つけることの方が難しい。基本的に各種の制度を変更することで、企業活動の効率性を高め、労働市場改革や教育制度の改善、エネルギーや医療、IT分野など将来の発展が期待できる分野へ資金や人材を重点配分することで、マクロ・レベルでの生産性を向上し中長期的な成長率を高めることを目指している。

3. アベノミクスを評価するための視点—インフレとデフレ

（理論上はゼロ・インフレが望ましい）

アベノミクスの支持者は特にデフレを問題視し、逆に言えばデフレから脱却しさえすれば日本経済が直面している景気上のほとんどの問題が解決するという見方をしている。しかし、このデフレの解釈については理論上も歴史上の経験からみても偏りがあると考えられる。

経済活動の実態は生産量、雇用者数、労働時間、消費、投資など実質ベースで把握する必要がある。最も単純に考えれば価格水準に変化がない経済では経済主体は観測された価格シグナルだけに対応して行動すれば最適な資源配分が実現することになる。これに対して価格水準が変化する経済では市場で表示される価格で評価された名目値はインフレ、デフレの影響を受けるため、その影響を除去して考える必要が出てくる。効率的な資源配分の実現という観点からは、インフレもデフレもなく価格水準のない経済が最も望ましい状態といえるだろう。価格水準の変化に対して将来予測が完全であれば経済主体は正確に実質値を把握することができるはずであるが、現実にはインフレ率は様々な要因で変化するので正確に予測することは困難である。

ただし消費者物価など統計上の価格水準指標の作成の際に発生する計測バイアスを考慮す

経済政策の有効性を考える

るとゼロ・インフレよりも若干のマージンを確保したプラス・インフレの方が望ましいという考え方もあるが、これも理論上は望まし状態としてゼロ・インフレを前提としていると考えられる。

(非現実的なデフレ・スパイラル予測)

経済現象としてのデフレは持続的な価格水準の下落と定義され、持続的という言葉でおおむね2年以上の期間を意味するものと解釈されている。デフレの実体経済への影響としては、デフレ予想が定着することにより実質金利が高止まりし、これが企業の投資意欲を減退させ総需要に対して負の影響が出るということを問題視する。またデフレを問題視する考え方として、デフレによる需要減退が景気悪化を招き、それによる企業収益の悪化はさらに将来にわたるデフレの定着、収益悪化、需要減退を引き起こし、この悪循環が重なることで際限なくデフレと景気悪化が繰り返されるというデフレ・スパイラル現象を主張することが多い。

しかしいったんデフレになるとデフレ状況が固定化したり、デフレ・スパイラルが発生するという考え方はマイクロ経済理論における市場の価格調整機能を完全に無視した見方のように思われる。通常は価格の低下が発生すれば十分低下した水準で需給の調整が完了し新しい均衡価格が決まるはずで、将来の価格低下を期待していつまでも需要が発生しないような現象ははじめから発散を前提とする特殊なモデルでないと成立しないであろう。歴史上の経験振り返ってみてもデフレ現象は19世紀まではごく普通の出来事で、インフレとデフレは交互に繰り返されていた。またデフレが必然的に深刻な景気後退をもたらすということはなく、1880年代後半以降に世界的にみられた長期間にわたるデフレの最中には多数の技術革新が生まれ、生活水準の向上も実現したのである。

(社会的な弱者に不利な方向に所得配分を歪めるインフレ)

このような資源配分・効率性の問題に比べて過小評価されているのがインフレによって生じる所得移転効果という公正上の問題である。インフレとデフレの違いは債権者と債務者間の所得移転効果に現れる。インフレは将来債務の返済価値を低下させることにより債権者から債務者への所得移転が発生する。これに対してデフレは将来債務の返済価値を増加させることにより債務者から債権者への所得移転が発生する。

問題は、現実の経済において債権者と債務者に分類される集団は社会的な弱者と強者と重なる部分があり、さらにこれが社会内部の格差を拡大する原因にもなっているという点である。実際にインフレによる利益を得るのは、低金利で繰り返し大量の資金調達を行い、投資活動を行うことが可能な大企業、大規模な資産を保有する富裕層、政府と、これらの経済主体が資金調達を行う際に様々なサービスを提供して資金調達の仲介を行う金融機関があげられる。これに対してインフレにより不利益を被るのは銀行などへ預金をすることによって資

金供給を行っている家計部門となる。家計部門の中でも住宅ローンを組んだり消費者信用を利用している家計も存在するが、家計部門全体としては企業、政府向けの資金供給主体となっている⁴⁾。

4. アベノミクスの政策評価

(1) 政策評価のあり方

小泉内閣以来、政策評価についての関心が高まり、政策評価を行う手法の開発、情報公開という観点から政策評価の公表方法の改善がはかられてきている。しかし、実際に各省レベルで実施される政策評価は、政策評価しても問題ものがないものにあえて限定される傾向があり、政策評価によって問題点が指摘されそれによって政策体系が大幅に見直されるような事例がほとんどみられない。

本稿では、アベノミクスの政策評価を行う際には、理論面、実証面での裏付けを示すことが必要と考える。一方で、政策評価である以上、実際に意図した結果が実現したかという結果責任も問われることは当然である。もし意図せざる仕組みによってたまたま最終目標が実現したということであれば、それによる弊害が限定的である限り評価面でのマイナスはある程度減殺される可能性がある。しかし、政策波及の仕組みも理論上の想定と間違っており、しかも実現した経済パフォーマンスが最終目標と乖離するような場合は実証的に厳しい評価が行われる必要がある。

(2) インフレ（デフレ脱却）は実現したのか？

（マネタリー・ベースが急増する一方でマネー・ストックは安定して推移）

既に指摘したように黒田総裁就任以降の日銀が実施している金融緩和は文字通り「異次元の」ものとなっている。ただ、アベノミクス支持者たちの多くが主張していたようなマネタリー・ベースの拡大がマネー・ストックの増加をもたらし、この結果貨幣現象としてのインフレが実現するという状況とはかけ離れた実態となっている。もともとマネタリー・ベースの拡大が直接マネー・ストックの増加につながる訳ではなく、その中間段階に民間経済主体の貨幣需要行動によって決まってくる貨幣乗数が介在する。仮に日銀がマネタリー・ベースを拡大することに成功しても実際に民間経済主体がマネーを必要としなければマネーは増加しない。これらの変数相互の関係については90年代以降活発な議論があり、単純に貨幣除数が安定していると考えようとする論者は存在しないが、中央銀行が何らかの手段を通じて貨幣乗数を制御できるからマネー・ストックも日銀が増加させることができるという主張も根強いものがある。

経済政策の有効性を考える

マネタリー・ベースとマネー・ストックの伸びについて過去の推移を見ると90年代以降量的金融緩和の実施と打ち切りなどでマネタリー・ベースが大幅に変化した局面でもマネタリー・ストックの変化はきわめて限られていたことがわかる(図1)。アベノミクス実施期間中について、残高よりも変化がより大きく現れる伸び率でみても、マネタリー・ベースが前年に比べて60パーセント程度まで増加したのに比べてマネー・ストックの伸び率は3パーセントから4パーセント程度まで増加したにとどまっている(図2)。これはマネタリー・ベースの増加をほぼ打ち消す形で貨幣乗数が低下したことによるもので、日銀が民間経済主体のこのような対応を事前に予測したり制御したりすることはできないことを意味している。このような実績をみても、日銀がマネタリー・ベースの増加を通じてマネー・ストックの伸びを制御することはきわめて困難で、実務的に政策手段としてこの経路に依存することは難しいと言えよう。

これまでマネタリー・ベースを拡大することで民間経済主体の期待に働きかけインフレ期待を作り出すことによりマネー・ストックが増加し、インフレが実現すると主張していたいわゆるリフレ派の支持者がアベノミクスのプレーンとして政策運営に関与している。彼らの主張はこれまで日銀が実施してきたマネタリー・ベースの拡大が不十分であったため人々のインフレ期待が作り出せなかったため、今回は拡大規模をさらに大幅にすることによってインフレ期待は形成できるというものであった。確かに図1をみればアベノミクスによるマネタリー・ベースの増加がいかに異常なものであったかは確認することができるがマネー・ストックへの影響はほとんどみられない。実績からみる限りはリフレ派の主張する「期待」の仕組みは機能しなかったと言わざるを得ない。

金融政策当局者は以前からマネー・ストックの政策目標としての位置づけをかなり低くしているという点にも留意する必要がある。既に述べたようにマネー・ストックを中央銀行が制御することは現実的に困難であるという経験が蓄積されてきた。さらに近年では預金に代表されるようなマネー・ストックに対して代替的な機能を有する金融決済手段が増えるにつれて、マネー・ストックと経済活動水準との間の相互連関が著しく低下してしまったという事実も指摘できる。したがって、今では金融当局は金利やリスク・プレミアムなどの指標を重点的に監視して金融政策を運営しており、実際にこれらの指標に働きかけることができなくなると金融政策の運営そのものが難しくなってくる。このような環境の下で日銀がマネー・ストックの制御によりインフレ率を上昇させるような金融政策運営を行うと想定することには無理があると言える⁵⁾。

(急速な円安の進行)

今回のアベノミクス実施以来の物価状況を考える際に最も重要な条件変化は円安の進行である。為替レートの決定理論については膨大な理論的な蓄積があり、経常収支不均衡による実

図1 マネー・ストックとマネタリー・ベースの推移 (残高)
マネタリー・ベースの急増に反応しないマネー・ストック

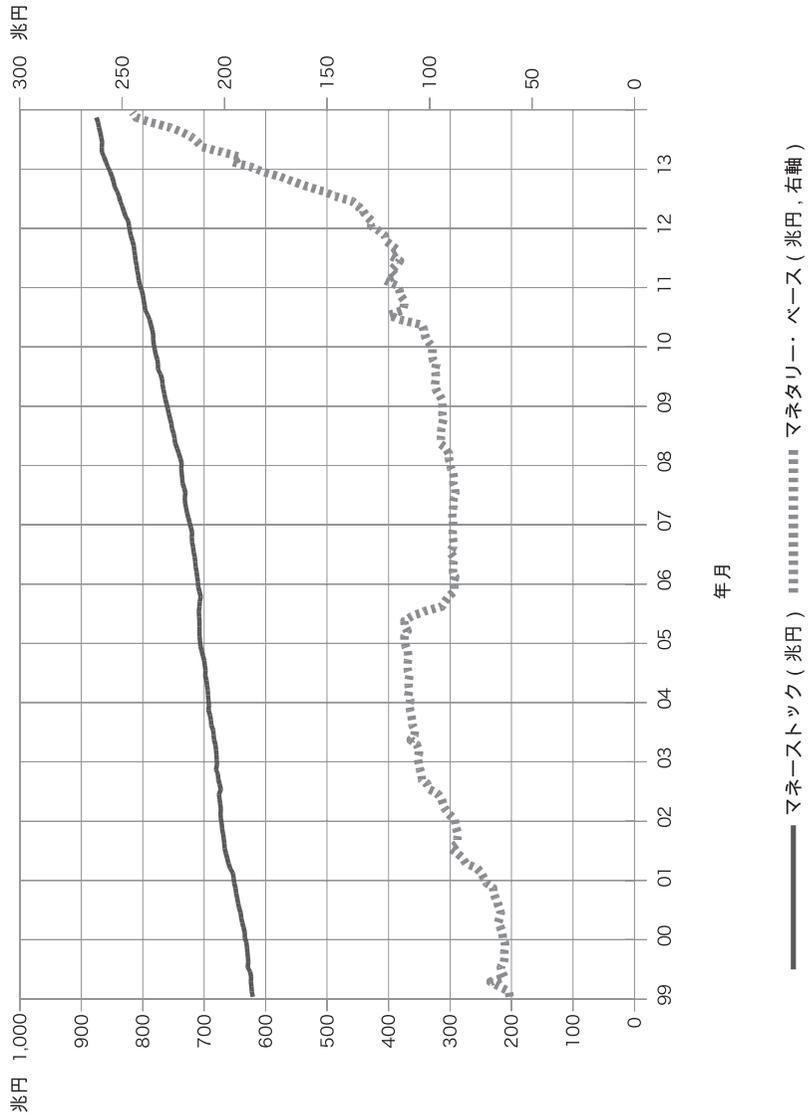
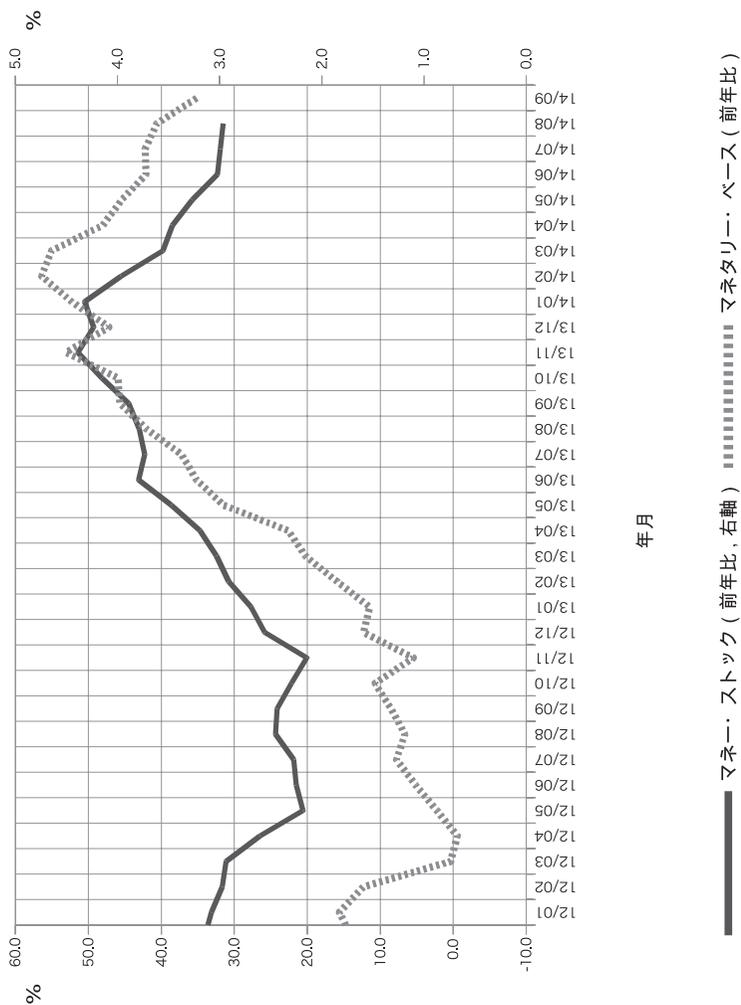


図2 マネー・ストックとマネタリー・ベースの推移 (前年比)
マネタリー・ベースの急増に比べて安定したマネー・ストックの伸び



需要因、金利差などの金融要因、さらには中長期的な購買力平価の影響などいくつかの要因が指摘できる。ただ、数週間から数ヶ月単位での為替レートの水準変化をこれらの理論をもとに正確に予測することは困難で、理論上の解説は必然的に後付け的なものにならざるを得ない。今回の円安については、アベノミクスの実施による将来の円金利の低下を見込んだものであるとの説、期待インフレが高まったことで将来の円の価値が低下を見込んだものであるとの説などアベノミクスの効果を強調する見方がある。一方、世界的に資金供給余力が高まりリスク・テイク姿勢が強まったことを受けて円以外の通貨が高くなったことの裏返しによるものであるとの説などもあり、決定的な要因の特定は難しい。ただ、アベノミクス関連の政策転換と円安の進行は時期的に同期していることと、市場関係者の反応としてアベノミクスに対応して円安のポジションを意識していることなどを考えると、国内でのインフレ期待の形成は実現されなかったものの、円安の進行にはアベノミクスがある程度寄与したものと考えられる。

(輸入物価の上昇が波及した消費者物価)

こうした円安による輸入物価の上昇はコスト面での価格上昇要因として国内経済波及してきており、この結果国内の消費者物価を押し上げる方向に作用した。

さらに日本の場合には原発事故発生以降、特に天然ガスなどのエネルギー価格の上昇が顕著であっただけに、さらに円安によるエネルギー価格上昇の影響が強まりこれが国内の消費者物価上昇率を押し上げる結果となった。

このような円安を背景とした消費者物価上昇は、アベノミクスの政策目標であるデフレ脱却とはむしろ逆行するものと考えられる。もともとアベノミクスの想定する物価上昇と需給バランスの改善の順序は理論上は逆であると考えられるが、少なくとも需給ギャップの改善とデフレ脱却は一つの組み合わせで考えられていた。しかしアベノミクス関連政策実施以降に実現した消費者物価の上昇は円安による輸入物価上昇を企業がやむを得ずに価格に転嫁したために発生したコスト・プッシュ型のインフレであり、アベノミクスで目指している需給関係が引き締まったことを反映して価格が上昇したわけでない。しかも結果として発生したこのインフレは家計や価格競争力が弱くて価格転嫁ができないような中小企業などに負担が集中する形となるため、経済厚生上も望ましいインフレとは評価できないと考えられる。消費者物価指標の上昇率が加速したことだけをもって「デフレ脱却」目標の達成と位置づける政府の評価には疑問が残る。

経済政策の有効性を考える

(c) 景気回復は実現したのか？

(株高の進行)

円安と並んで政府がアベノミクスの重大な功績の一つとして誇るのが株高の展開である。確かに時期的には安倍政権発足後に顕著となった株高の進行はこれまでの経済に関する閉塞感を打ち払うものとして歓迎する声が強かった。安倍総理も株高の展開についての説明として、「アベノミクスの実施により将来の経済実態の好転期待が高まっており、それが株価に織り込まれたもので、現在の株高は将来の経済状況の改善の先行指標である」との発言を繰り返してきた。

しかしながら今回の株高の進展をそのまま経済実態の好転と解釈することには問題が多いと考えられる。景気の実態をみる限り4月の消費税導入の影響で駆け込み需要とその反動などの不規則要因が混入しており基調的な方向を見ることは難しいが、アベノミクス実施以降経済状況が安定的に改善を続けていると判断する根拠は十分とはいえない。消費税実施以降の消費の落ち込みが予想以上に大きなものとなっているとの指摘もある。

むしろ株価の上昇については、既に述べたように日銀がリスク・テイクについて積極的な姿勢を示したことから株式市場、不動産市場での価格形成に遅滞して歪みを与えた可能性がある。金融緩和政策を「異次元」なものとするための覚悟の上での政策転換であるとの説明も可能であろうが、資産市場で中央銀行がリスクをとる姿勢を示せば、低金利で大量の資金を調達できる合理的な民間経済主体は最終的に日銀にリスクを移転することで自らの利益を確保するようなポートフォリオ管理が可能となるわけで、今回の株価上昇にはこのような日銀の金融政策の転換が作用した面が強いと考えられる。潤沢な資金供給の行き先としての株式市場で発生している株価上昇は、将来の実体経済の改善の先行指標というより現在の金融バブル的な状況の反映とみるべきであろう。

(期待はずれだった円安による輸出増加効果)

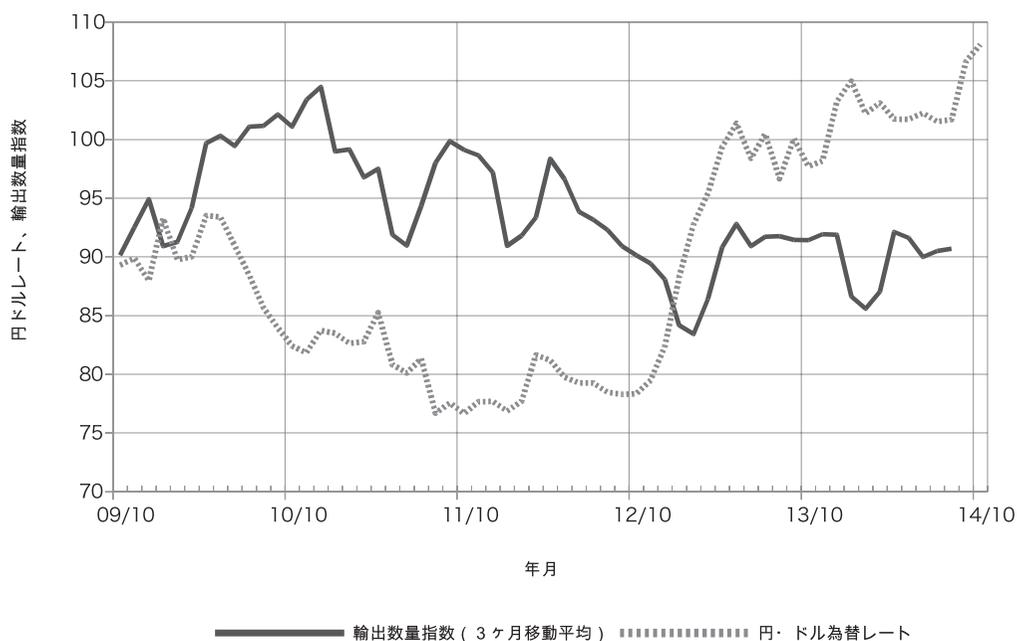
アベノミクスの金融政策の波及経路の問題を伴いながら円安は実現したものの、アベノミクスが想定していた円安による輸出増を背景とした景気改善という成果は実現しなかった。アベノミクス実施以降、実質輸出はほぼ横ばいという状況が続いている(図3)。

(日本の輸出構造からみてメリットのない円安)

日本経済の実態をみると円安による輸出増加効果は低下してており、マクロベースで円安が輸出を拡大することは難しく、むしろ円安によるデメリット(輸入価格の増加、外貨建ての国内資産価値の低下)のほうが大きくなってきている点を理解する必要がある。

まず、現在の日本では円安による輸出競争力向上効果が期待できる業種は限定となってい

図3 円ドルレートと輸出数量指数の推移
円安の進行にも関わらず輸出は横ばい



る。日本における輸出の対 GDP シェアは 15 パーセント程度程度で、これは国際比較するとアメリカ並みでそれ以外の諸国に比べると突出して低い水準にある。1980 年代の日米貿易摩擦の経験などの記憶が強く残る人たちは日本が外需依存型の構造となっているとの誤解があるが、データからみる限り日本経済の実態は既に十分内需主導型なのである。こうした経済構造の中で最終消費材の対輸出総額シェアをみると 15 パーセント程度にとどまっている。したがって、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材の輸出が GDP に占める比率は 2 パーセント程度すぎない。むしろ日本の輸出の中で重要な構成要素となっているのは中間財、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。

これらの中間財、資本財はまさに日本企業の強みを生かした競争力の強い製品となっている。これらの財は企業対企業の取引となるので、最も重視されるのは品質であり取引の信頼性である。企業は相互に専門知識を有しており品質や製品の価値について理解を共有しているために一方的に有利な価格設定をすることはできない。しかしながら他企業の製品との代替可能性が低いことから安定的な取引となっている可能性が高い。こうした取引における日本企業の製品は価格競争力が強いが、需要の価格感応度は低い。したがって為替レートの変化に対して輸出量は変化しにくい傾向がある。日本企業の製品の品質が重視される取引にお

経済政策の有効性を考える

いてはそもそも円建ての取引になっているケースが多い⁶⁾。

このような経済構造を理解すれば円安効果による輸出増で成長率を押し上げるという期待に無理があったことがわかる。さらに現在の世界経済のおかれた状況を見ると、リーマン・ショック以降はアメリカが大幅な経常赤字を出しながら世界の需要を牽引するというグローバル・インバランスの維持が不可能になり、日本のような規模の経済が成長率を外需で実現できるような状況ではないという点についても理解しておく必要がある。結果的にアベノミクスが想定した輸出増による景気回復は実現しなかったし、理論上もそのような効果を期待すること自体に無理があったということになろう。

(円安による貿易収支赤字の拡大)

円安は貿易収支の悪化という点でも日本経済に対して悪影響を及ぼしている。日本の貿易収支が赤字に転じたのは2011年に発生した原発事故後に核燃料に代替するために原油、天然ガスなどの化石燃料を大量に輸入することになったからである。アベノミクス以降の円安は輸入エネルギー原料価格の更なる上昇を引き起こす一方、すでにみたように実質輸出が横ばいで推移したため、貿易収支の赤字が一段と拡大することとなった。

(円安による企業収益の改善と低迷が続く設備投資)

アベノミクスでは円安による輸出増で企業収益が改善し、設備投資意欲も回復するという期待シナリオを想定した。実際に円安が進行する過程で特に海外事業部門を持つ企業では顕著な収益改善実績が観察されたが。しかしこれは既にみたように輸出増によるものではなかった。国内企業も含めて企業収益の売上高による改善分は国内売りに依存している。海外事業部門を有する企業の収益改善は海外事業収益分を円建てに換算したことによって発生する差益によるものであった。

これはグローバルに展開する企業としては皮肉な結果となったといえる。本来グローバル企業として長期的な企業戦略をたてるのであればそれぞれ現地ベースでの実績を評価すべきであり、資金調達、資産運用をグローバルに考えるのであればむしろドル建てを中心に考えるべきであろう。長期的には円高傾向が不可避な流れの中で、一時的な円安を利用して円建てで収益を膨らませてみせようとしているような企業にグローバルな事業展開を期待するのは難しいだろう。

さらに企業投資の動向についてみると円安による収益の改善や株高はみられても企業設備投資の増額まで結びつくような動きはみられない。結局、アベノミクスによる金融政策の転換は中央銀行によるリスク・テイクの増加という経路で資産市場に影響を与えたものの、そこから実物市場への波及はまだ限定的な状況となっている(図5)。

図 4 輸出入と貿易収支の推移
円安による輸出増加で拡大する貿易赤字

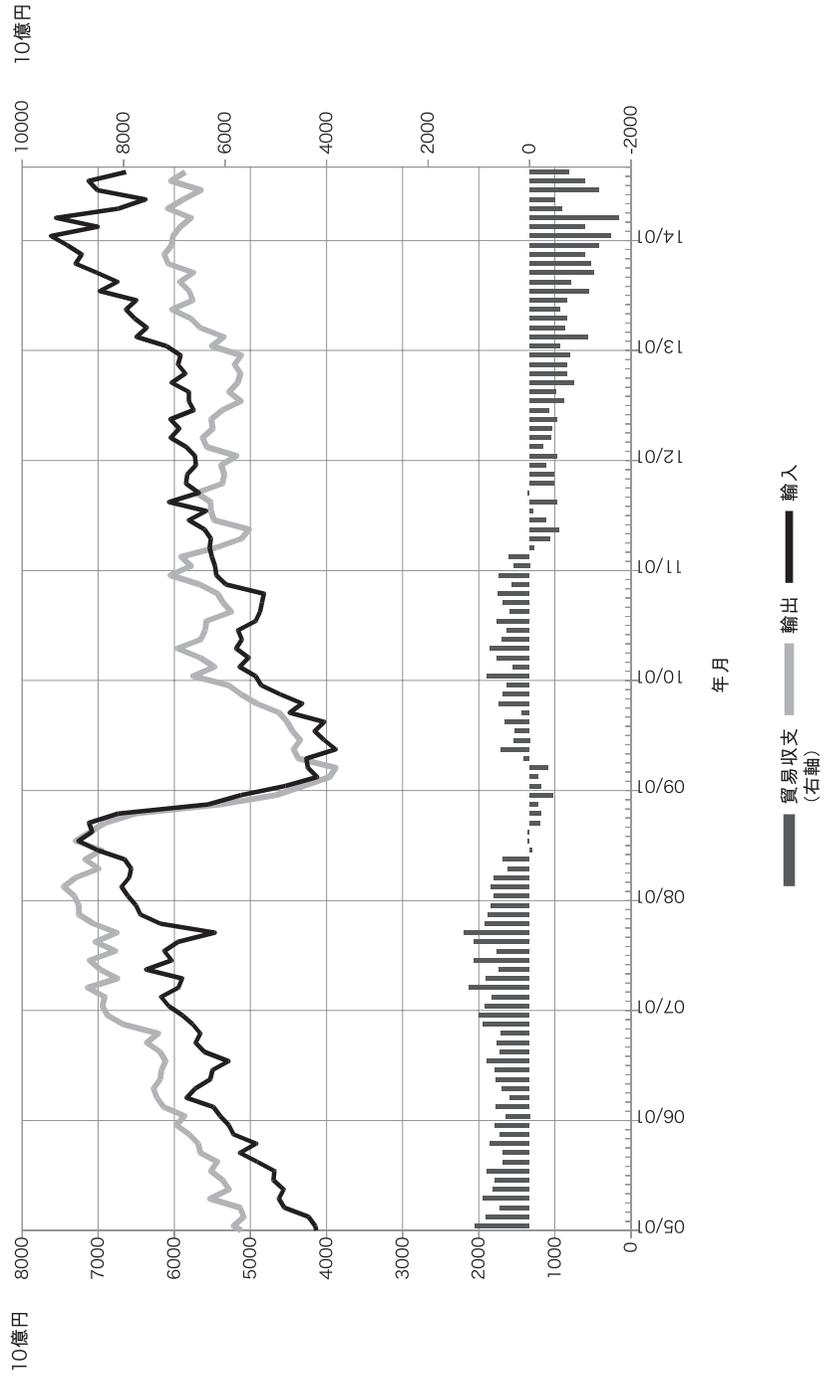
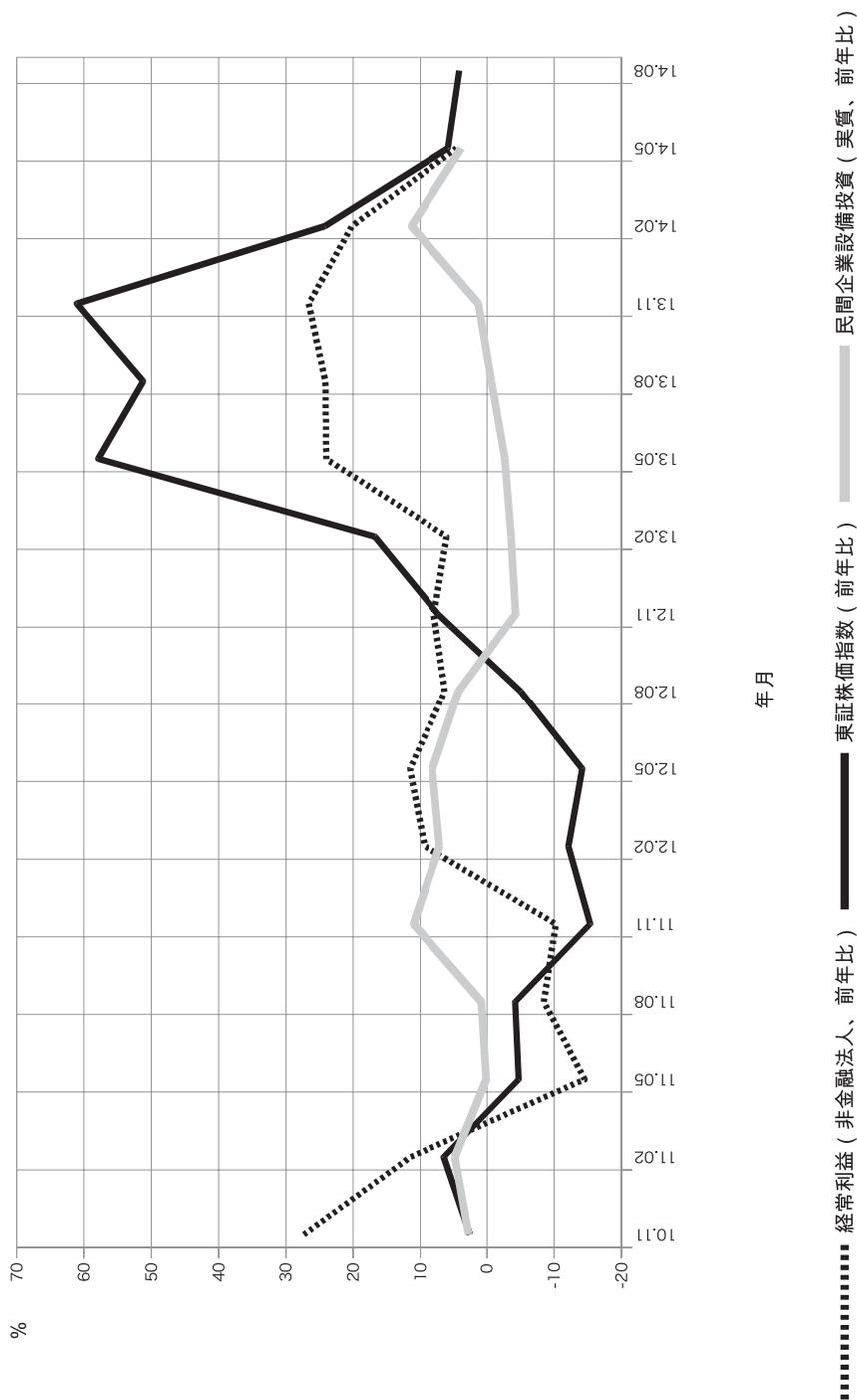


図5 株価、企業収益、企業設備投資の推移
株高、収益改善にも関わらず低調な設備投資



（停滞する家計の実質所得）

アベノミクスの実績として名目ベースでの経済指標の改善が強調される傾向がある。たとえば緩やかな名目所得、名目賃金、名目消費の改善などがアベノミクスによる経済改善の成果として強調されてきた。しかし国民生活水準を考える際には、実質ベースでの評価が基本であり、その観点からは、結果的に停滞が続く家計の実質所得の動向には注意が必要である。

一般的には90年代以降のデフレ下で経済停滞が問題視され、名目賃金、名目所得の低下などが深刻な問題として指摘されることが多かった。特に非正規雇用の拡大で低下した名目賃金はデフレ問題の象徴的な問題として取り上げられる傾向が強かった。しかし実際には当該期間を通じてきわめて緩やかではあるが安定した実質家計所得の改善が実現しており、家計サイドから見ればデフレはそれほど大きな問題ではなかったという評価も可能である。むしろインフレの高進期に賃金引き上げが遅れることで実質所得が低下するような状況と比較すると、家計にとってはより望ましい環境であったともいえる。

アベノミクスの実施以来名目ベースでの経済指標の改善がみられたことは事実であるが、2014年に入ってくると実質ベースでみた環境には大きな変化が見られる。それまではデフレにより名目ベースでは伸び悩んでいたものの実質ベースでは改善がみられる局面もあった所得、賃金、消費などが、消費者物価の上昇に追随できなくなり実質ベースでみると減少に転じている（図6）。今後、これらの指標がどのような方向に進むかについては現時点で判断することは難しいが、アベノミクスを政策評価の対象とする場合には基本的に実質ベースでの成果指標を判断する必要があると考える。

（3）財政政策による景気刺激は何をもたらしたのか？

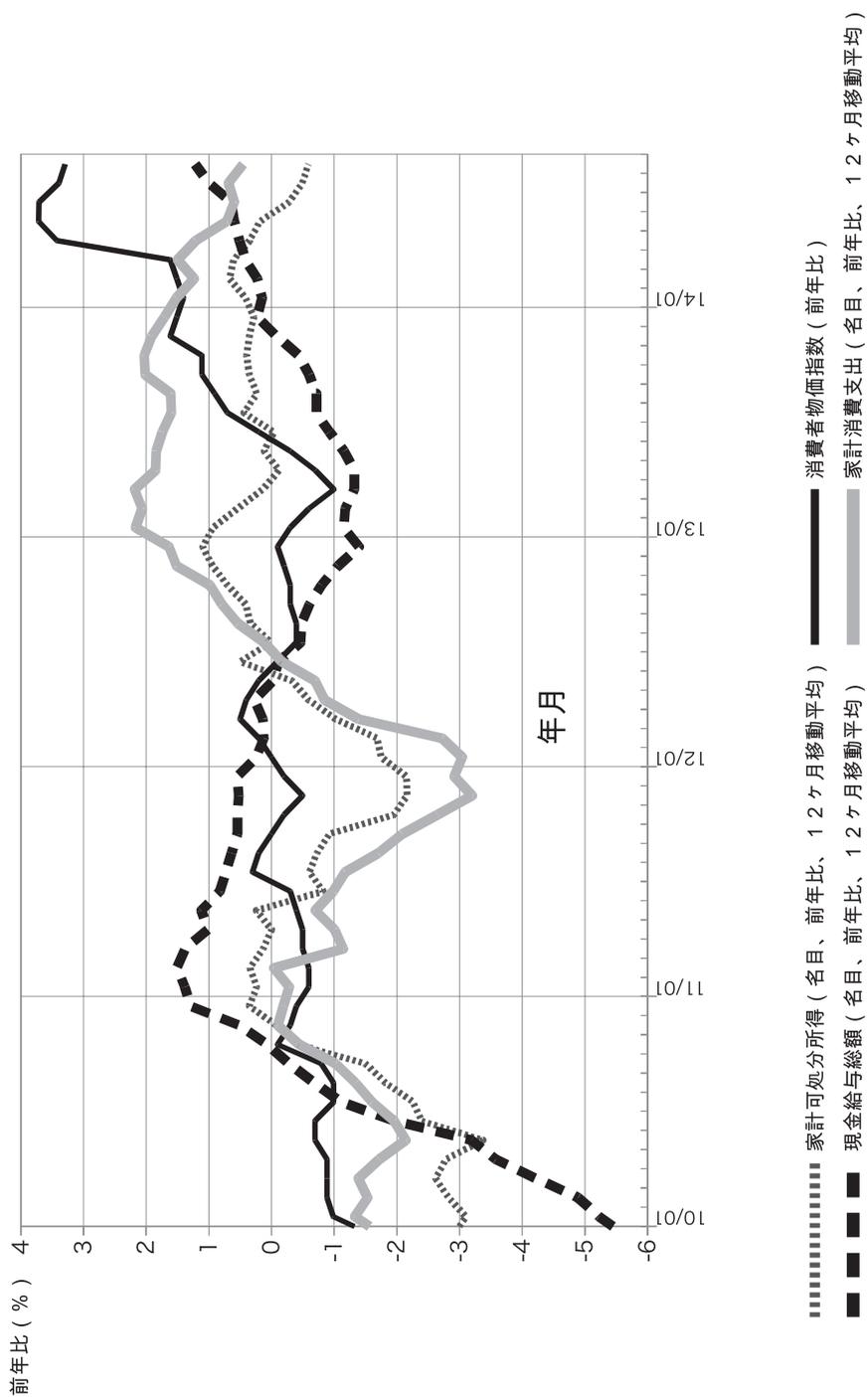
（限界がある財政刺激による需要創出）

既に述べたようにアベノミクスが採用した財政支出拡大による景気浮揚政策の内容は公共事業中心の従来型の施策で効果は支出額に依存する形になっている。公共事業支出の乗数効果が低下してきているかどうかについては見方が分かれることもあるが、現時点ではほぼ1程度にとどまり、場合によっては民間投資を押しつけるような弊害の方が大きいとの報告もある。現状ではきわめて低金利で資金調達が可能であるにも関わらず企業が設備投資を控えている状態なので、公共事業の実施により資金需給が逼迫して金利が上昇し民間投資を圧迫する可能性は低い。しかし、金利がプラスの水準に戻り、経済が正常化した状態では公共事業の実施が民間企業活動に与える負の影響を考慮する必要があるであろう⁷⁾。

（公共事業プロジェクトの実施判断基準）

そもそも公共事業は個別プロジェクトごとに費用効果分析を行ってその事業を実施すべき

図6 物価、所得、消費の推移
消費者物価の上昇で実質所得、実質消費は減少



かどうかを判断すべきものである。実際にも公共事業についてはそれぞれの分野で中期的な計画が作成され実施前に費用効果分析は行われる仕組みになっている。景気を刺激する必要があるからある公共事業を実施するという判断を行うことは資源配分の観点からは問題が多い。経済対策という形で公共事業支出が追加的に認められるような状況だと個別プロジェクトの社会的な妥当性という観点からのチェックが甘くなってしまうことは避けられないだろう。ケインズ自身が景気対策としての公共事業の無駄については十分認識していたことはよく指摘される場所であるが、それは日本における公共事業実施の判断を緩める根拠にはならない。

ここで公共事業に関する日本の特殊事情として留意しておく必要があるのが、公共事業工事執行に関する中小企業優先策である。日本では中小企業政策の一環として公共工事を発注する際に地元中小企業が優先して受注できるような仕組みを採用してきた。これは公共事業の発注によって流れ込む資金を地元経済に還元するという政策目的にそった仕組みであると考えられるが、結果的には地元での利権配分の道具となるとともに、大型プロジェクトになると地元の中小事業者だけでは受注できなくなるなどの弊害も発生している。特に事業規模が大型の経済対策を実施した場合にこの制度が障害となって実際の執行局面で問題が発生し、執行計画に比べて進捗が大幅に遅れるという事態が発生しているという指摘もある。

(景気刺激財政政策と財政構造改革の不整合)

アベノミクスの財政政策の問題は景気刺激策としての財政政策の評価と中長期的な財政構造改革の一環として財政緊縮の流れについて整合的な説明を十分行っていないことだろう。景気刺激策として財政政策を発動すれば当然それだけ財政構造改革が先延ばしされることになる。現在政府部門が抱え込んだ大規模な公的債務の状況をみると景気浮揚にそれほど大きな効果が期待できない財政政策に「第2の矢」という位置づけを与えていることは、政府の財政再建に対する取り組み姿勢を問われかねない。

(アベノミクスの国債市場への影響)

財政政策との関連でアベノミクスと国債の問題について簡単に触れることになる。アベノミクス批判の立場から、アベノミクスにより国債価格の暴落が発生し、日本経済が混乱するという批判がある。この主張が想定するシナリオとしては、アベノミクスで日銀が無制限にベース・マネーを供給する過程で膨大な国債を購入し、これが結果的に国債の日銀直接引受けと同じ効果を持つことになるため、市場での日本国債に対する信頼が失われ国債が投げ売られることで国債価格が暴落するというものである。

これとは異なるシナリオとしてはインフレ期待が実現するなどして現実のインフレが発生すると名目金利の上昇がおり、それによる評価増をさけるために国債の投げ売りが発生し、

経済政策の有効性を考える

結果として国債の価格が暴落するという考え方もある。

実際にアベノミクス開始直後には超金利が一時急上昇したことからこのような国債市場の崩壊シナリオが議論された局面もあった。しかしながらその後は長期金利が一方的に上昇することは回避され、むしろアベノミクス支持者たちからこのようなシナリオに対する批判がなされている⁸⁾。

このようなシナリオを検討することは思考実験としてはそれなりの意味があるとは思われるが、理論的な枠組みに対して現実のデータを当てはめて検証することは困難な問題であり、反論も主観的なものが多くなりがちで、議論を尽くしたからといって合意に達することは難しい性質の問題設定になる可能性が高い。

今後の国債市場をみる際に最も注意が必要なのは、今回の黒田総裁就任以降に日銀が採用したアベノミクスの金融緩和の施策により、実際に日銀がどこまで国債市場で影響力を及ぼすことになるかということであろう。日銀は今回の金融緩和施策の中でこれまで決して許容してなかった資産市場でのリスクをとるという対応を示しており、これは結果的に民間金融機関から大量の残存期間が長めの国債を買い上げるという措置につながっている。日銀がこれだけ大規模な取引主体として国債市場に参加することで、国債市場の価格形成を歪めたり、市場機能を阻害したりしている恐れも出てきているといえよう。当面の国債変動価格というリスクは日銀に集中しており、もし緊急時に政府と日銀が一体化して行動するというシナリオを想定すると、もし国債が暴落するような状況になれば日銀も政府も一体となって全力でそのような事態を回避するであろう。最悪そのような事態になったとしたら国民の負担で対処することになる。

(アベノミクス以降の国債市場を理解するためのリスク・テイクという視点)

さらにマクロ経済レベルで深刻な問題となる可能性があるのは、日銀がそこまで国債、株式、不動産という資産市場にコミットしたことによって、民間金融機関のとるべき選択の幅が狭められてきているということである。これまで民間金融機関は企業の資金需要が弱いという不満を持ちつつも大量の国債を保有することで少なくとも実質ベースでの損失を出さない範囲での資産運用が可能な状況を楽しんできたといえる。しかし日銀が民間金融機関にかわり大量に国債を保有することになると、民間金融機関は国債保有による価格変動リスクからは解放される代わりに、国債保有よりも大きなリスクがある他の資産運用を行う必要に直面することになる。超過準備預金に極めて低いプラスの利子がついたとしても、そのみに収益を依存すること困難だろう。今後、経済実態の改善が進み、実際に企業から資金需要が出てきて貸し出しが増加すれば問題ないが、これまでのアベノミクスの展開をみる限りはその可能性はかなり低い。

こうした状況の中で最悪のシナリオは民間金融機関のリスク・テイク意欲だけが高まり、

十分なりリスク評価なしで積極的なリスク・テイク伴う資産運用へ転換するというものであろう。特に、日銀が株式市場、不動産市場でのリスク・テイクの度合いを強めていることから、民間金融機関がこうした市場に参入していく可能性は否定できない。これまでの日本の金融機関はバブル崩壊のトラウマが残っており、国債のようなもうけの薄いものでしか資産運用を行わないという消極的な経営方針を容認してきたことでリーマンショックのような一連の世界金融危機や欧州のソブリン危機の直接の影響を回避できたとの見方もある。しかしながら、アベノミクスの一環としての日銀のリスク・テイクのルール変更で、特に日本の金融機関が最も不慣れなリスク・テイクを伴う資産運用に引き込まれることで欧米金融機関並みの損失を献上するような事態が発生すると、その処理には膨大な費用が必要となることには十分留意しておく必要がある。

(4) 成長戦略は機能するのか？

(各省予算要求施策の寄せ集めとしての成長戦略)

成長戦略という考え方は既に2000年代を通じて政府から繰り返し提示されてきたもので小泉内閣が作成した「骨太の方針」(2002年6月)を初めての試みとすると、その後も第1次安倍内閣の「成長力加速プログラム」(2007年4月)、福田内閣の「経済成長戦略」(2008年6月)、麻生内閣の「未来開拓戦略」(2009年4月)、鳩山内閣の「新成長戦略～輝きのある日本」(2009年12月)、菅内閣の「新成長戦略～元気な日本復活のシナリオ」(2010年6月)、野田内閣の「日本再生戦略」(2012年7月)という形で作成・公表されてきた。安倍政権成立後は「日本再興戦略」(2013年6月)に引き続き、そのフォローアップとして「日本再興戦略(改訂2014)」(2014年6月)が策定された。

これらの成長戦略をみてまず気がつくことは相互間のきわめて強い類似性である。中長期的に生産性を上昇させる政策を選択していけば10年程度の期間でもほぼ同一の施策が維持されるであろうということを考えると、類似性そのものに問題があるとは言えない。これらの成長戦略はそれぞれ盛り込まれた政策の詳しさなどにより、具体的に掲載された施策数で見るとある程度の差がみられる。しかし工程表などを付属資料で組み込んだもの同士で比べると細かいレベルで見ればみるほど、ほぼ同一の政策がいろいろな分類の中に配分されていることが確認できる。

成長戦略は、実際には各省の施策の秩序のない寄せ集めにすぎないという批判が強いが、中長期的な観点から正しい政策を選択しているのであれば特に問題はないはずで、むしろ政権担当政党がわかるごとに全く異なる成長戦略が出てくる方が説明に窮することになるであろう⁹⁾。

経済政策の有効性を考える

(ターゲット設定方式の誤り)

しかし、これまでの成長戦略が「正しくない」各省の政策の寄せ集めとなっていうことだとすると話は全く異なってくるし、実態としてはこの可能性が高い。特に問題となるのはターゲット設定的な分野での施策である。これまでの成長戦略は、グローバル化、IT化などの流れを前提としてそれに対応できるような産業政策を推奨することが多く、その他、医療、環境、教育などが成長分野として特定されそうした分野での生産性向上策の提言が行われることが多かった。しかしながら過去の日本における産業政策の実績をみる限り、こうしたターゲット設定的な分野で政府の産業政策が成功した事例はほとんどなく、研究レベルでもそのような結論が共有されている¹⁰⁾。

それにもかかわらずこのような成長戦略が毎年のようなペースで作成されているのは政治広報的な観点からの需要がある一方で、行政側でも各省が予算確保の道具として活用できるものは活用するというきわめて実務的な判断もあるように思われる。実際にもマクロ経済への影響が確認できないようなものの寄せ集めであり、したがって成長戦略そのものを評価すること自体はあまり意味がなく、政策評価も個別政策ごとに実施すればすむだけのことである。

(競争環境の整備と人材育成の可能性)

むしろ成長戦略という観点から政府が取り組むべき政策があるとすれば、従来とは全く異なる政策枠組みを提示する必要がある。少なくともこれまで2000年代を通じて実施されてきた伝統的な「成長戦略」でマクロレベルでの生産性が押し上げられた実績はなく、今後期待することも難しい。

可能性がある重要な選択肢の一つとしては企業間の有効な競争が実現するような市場環境の整備があげられる。現在、各省が提出してくる成長戦略の発想では既存の企業強化・救済が中心となっており、政策の最終目標である国民生活水準の向上にまで結びついていない。企業の中でも特に経済政策策定に影響力を行使できる伝統的な輸出タイプの大企業の要望は、競争制限的で人件費を中心に費用カットをしやすい環境整備の要望が強すぎて、これでは特定企業の競争力強化はできても国民生活がむしろその犠牲になる可能性がある。政府が今後成長や発展が期待できるような特定産業セクターや特定企業にターゲットを絞った施策を打ち出すことは無理であるしすべきでない。むしろ企業間の適正な競争が確保されてその競争を通じて良質で安価な製品・サービスが消費者に提供されるような市場の枠組みを再設計することが政府に求められる最も重要な役割である。これは現在政府の諮問会などで議論されている規制緩和を実施すればすむものではない。企業間の競争を促進するような規制緩和は望ましいが、そのような場で要求が出てくる規制緩和は特定事業者に有利な形での規制変更にすぎない場合が多い。特定企業が市場への影響力を行使できないようにするなど、有効競争の観点からの市場環境整備が求められる。

これまでの成長戦略の中で重点的に取り上げられてきた補助金や減税措置などの価格面でのインセンティブ付けで投資や企業活動のある特定方向に誘導しようとするターゲット設定型の政策として位置づけられる。政府がこのような判断を行う能力を有している可能性は低く、結果として市場を歪めて既存企業の支援策、救済策となってしまう恐れがあることは既に指摘した通りです。これに対する代替案としてはよりソフト面で特に人材育成に対する重点的な資源配分は有力な候補となりうると考える。これも政府が特定の方向性を示すことが目的ではない。教育を通じてより高い能力を身につけた個人がそれぞれの判断で適切と判断される方向に企業を経営したり、自分の働く場所を見つけ出したりすることを可能とすることで、全体としての経済パフォーマンスをあげるという発想が重要である¹¹⁾。

注

- 1) 岩田一政 (2011) の「第 2 章 第 2 セッション：デフレと経済政策」では特に期待の役割に関する議論が紹介されている。井堀利宏 (2009), 吉川 (2009) にはバブル崩壊対応で実施されたマクロ経済政策 (財政金融政策) に関する総括的な分析が収録されている。
- 2) アベノミクスの公式な解釈がある訳ではないが、安倍政権のブレーンと言う立場にある人たちが行っている説明から共通する考えを抽出して考察を加える。アベノミクス実施担当者からの説明としては、浜田宏一 (2012), 本田悦朗 (2013), 岩田規久男 (2012) などがあげられる。
- 3) ゼロ金利, 量的緩和政策の限界については池尾和人 (2013) が詳しい。植田和男 (2005) は量的緩和政策が一定の成果をあげたとの評価を行っている。
- 4) 増田悦佐 (2014a) の「第 1 章 インフレと寡占化は一般大衆の敵」, 増田悦佐 (2013a) の「第 1 章 インフレ待望論は, 貧乏人からかすめ取って金持ちにばら撒く「逆・鼠小僧経済学」」は歴史的な事実と経済の実態を踏まえてインフレによる所得移転の問題を指摘している。
- 5) アベノミクス支持者は政策担当者は貨幣乗数を適切に予測, 制御できると主張し, そのための「期待」の重要性を強調している。上念司 (2013) はそのような主張を紹介している。
- 6) 増田悦佐 (2013a) の「第 2 章 円安誘導論は, 国民をいじめればいじめるほど景気が良くなるというサディスト経済学」で日本の輸出にしめる中間財, 資本財の重要性についての指摘がなされている。
- 7) 猿山純夫 (2010) は日本の財政乗数の変化についてこれまで行われた分析などについて総括的な評価を行っている。
- 8) 小幡績 (2013b) と上念司 (2013) は国債暴落について対立するシナリオを主張している。
- 9) 成長戦略の問題点については小幡績 (2013) が詳細に指摘している。
- 10) 三輪芳朗 (2002) は高度成長期ですら政府の産業政策は機能していなかったという分析を行っている。増田悦佐 (2014a) の「第 5 章 産業政策の不毛性」も政府の産業政策についての問題点を指摘している。
- 11) 小幡績 (2013a) でも政策としての人材育成支援の重要性を指摘している。

参考文献

池尾和人, 連続講義・デフレと経済政策 アベノミクスの経済分析 単行本, 日経 BP 社, 2013

経済政策の有効性を考える

- 井堀利宏（編集），財政政策と社会保障（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，2009
- 岩田一政 + 内閣府経済社会総合研究所，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，2011
- 岩田規久男，日本銀行 デフレの番人，日本経済新聞出版社，2012
- 岩田規久男，デフレの経済学 単行本，東洋経済新報社，2001
- 岩田規久男，インフレとデフレ，講談社，2012
- 植田和男，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，2005
- 小幡績，成長戦略のまやかし，PHP 研究所，2013a
- 小幡績，リフレはヤバイ，ディスカヴァー・トゥエンティワン，2013b
- 北岡孝義，アベノミクスの危険な罫 繰り返されるマネーの暴走 単行本，PHP 研究所，2013
- 榊原英資，経済政策のカラクリ アベノミクスを仕切るのは誰か，朝日新聞出版，2013
- 猿山純夫，マクロモデルからみた財政政策の効果～「政府支出乗数」に関する整理と考察，経済のプリズム第 79 号（2010 年 5 月），参議院調査室
- 上念司，「アベノミクス亡国論」のウソ 投資シミュレーションで読み解く「復活」の根拠，イースト・プレス，2013
- 浜田宏一，アメリカは日本経済の復活を知っている，講談社，2012
- 浜矩子，「アベノミクス」の真相，KADOKAWA，2014
- 文藝春秋編，アベノミクス大論争，文藝春秋，2013
- 堀雅博，鈴木晋，萱園理（1998）「短期日本経済マクロ計量モデルの構造とマクロ経済 政策の効果」『経済分析』第 157 号，経済企画庁経済研究所
- 本田悦朗，アベノミクスの真実，幻冬舎，2013
- 増田悦佐，「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，2014a
- 増田悦佐，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，2014b
- 増田悦佐，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，2013a
- 増田悦佐，デフレ救国論 ～本当は怖ろしいアベノミクスの正体～，徳間書店，2013b
- 三輪芳朗，J. マーク ラムザイヤー，産業政策論の誤解—高度成長の真，東洋経済新報社，2002
- 吉川洋（編集），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，2009
- 読売新聞経済部，図で読み解く—「アベノミクス」のこれまで・これから，中央公論新社，2013