

アベノミクスと日本経済の二つの課題

岡田 敏裕 教授（マクロ経済学）

アベノミクスは「3本の矢」といわれる3種類の政策で構成されている。「第一の矢」は大胆な金融政策、「第二の矢」は機動的な財政政策、「第三の矢」は民間投資を喚起する成長戦略である。この中でも特に注目に値するのは、「第一の矢」である金融政策である。他の二つの政策は程度の差はあれ、過去にも同様なことが行われてきた。また、中・長期的な成長を促す構造改革を意味する「第三の矢」には、農業改革、混合診療の拡大、労働時間の規制の緩和などがあるが、ほとんどが運用段階まで達しておらず影響はまだないと言ってよい。もともと、将来の景気に対する国民の期待を変化させ、それが現時点の経済に影響を与えるという側面もあると思われるが、この点に関しても政策が実際に運用されてある程度の道筋が見えない限り影響はほとんどないだろう。そこで本稿では、主に「第一の矢」を中心に話を進め、日本経済が抱える問題について話して行く。

「第一の矢」は金融政策のレジームシフトにより、人々の期待を変化させデフレ期待からインフレ期待への変換をもたらし、総需要を刺激し景気を浮揚させることを目的としている。この点で2013年4月の日本銀行の発表が特に重要である。日本銀行は既に2%のインフレターゲット（年率2%のインフレ率を目指すという意味）を公表していたが、この時にはいわゆる「異次元金融緩和政策」を発表した。簡単に言うと、銀行などが保有する資産を実質的に制限なく日本銀行が購入し、2年間で2%の目標を達成するという強い決意を示した。具体的には、2年間でマネタリーベースを2倍、長期国債や上場投資信託などの資産の買入れの拡大、日本銀行が保有する長期国債残高の上限の一時停止などである。これまでにない急激で大胆な政策転換であった。

米国の経済学者の最近の「研究」では、この金融政策によりデフレ期待がインフレ期待に変化したことが示されており、消費税の駆け込み需要の影響を考慮しても、2013年の経済成長の大部分は「第一の矢」の効果で説明されると分析している。インフレ期待の発生は、「名目利率がほぼ0%で、それ以下には下がれない」という状況のもとでも、実質利率を減少させる。これは利率に反応しやすい支出を増加させ総需要を刺激し、景気を上昇させることになる（学部で勉強したマクロ経済学を思い出そう）。このような効果を期待して「第一の矢」は発せられたが、2014年の初頭の時期、消費税率引き上げ以前でさえ、インフレ期待の上昇は十分とはいえないという意見が多くあった。上述の研究によると、どうやら「第一の矢」の2014年始めまでの効果は十分とはいえなかったようである。ノーベル経済学賞を受賞したクルーグマンも同様に主張していた。彼は増税以前に、「日本銀行は2%ではなく、もっと高めのインフレ率を目標として掲げる必要がある」と主張していた。彼の考えは次のようなものである。仮に、日本経済が20年以上も続いてきた景気低迷期を脱し持続的な成長軌道に戻るために必要とされるインフレ率が2%より高いとする。この状況

では、たとえ全ての人が政府の掲げる2%が達成されると信じ期待インフレ率が2%に上昇したとしても、景気低迷期を脱出することはできず、従って2%のインフレは達成できなくなり金融政策が失敗におわってしまう恐れがある(クルーグマンは、通常の経済なら2%程度が妥当な目標かもしれないが、長期間にわたり潜在的な成長経路のかなり下に位置してきた日本にとつては2%のインフレターゲットは低すぎるだろうと主張していた)。

2014年終わりごろの第2弾の消費増税に関する議論において、増税に反対したエコノミストはこれに関連した主張をしていたと考えられる(必ずしも根拠が明確なものばかりではなかったが)。その議論は以下のようなものである。増税によりそれまでの勢いが消え経済成長がそれほど達成できずに政府が目指した2%のインフレ率が達成できなければ、人々の期待を裏切ることになりデフレ期待が再度生まれてしまう。その場合には、その後にはどのような金融政策をしたとしても、人々の期待を変えることは容易でなくなり、名目金利が0%の状況では、金融政策により総需要を喚起することが飛躍的に難しくなる。非常に高い公的債務比率により財政政策が限定されるなかで、もしそのような状況に陥ると、需要を喚起し潜在的な成長経路に経済を引き戻すことが出来ず、更なる長期的景気低迷に日本経済が苦しむことになる。

シヤ債務危機のような状況の発生を危惧していた。現在では日本政府の抱える純債務の名目GDP比率はギリシヤのそれに近く、主要国中では圧倒的に悪い状況にある。増税先送りにより財政健全化に必要な期間と額が増大する可能性が高い。そして、増税のタイミングが遅れば遅れるほど、日銀が「異次元金融緩和政策」を将来終えようとする時に(国債の追加買入れを停止する時に)、もし現在と比べても非常に高い債務比率であるならば財政再建に対する不安が表面化し政府への信用が失われ、国債価格の暴落と金利の上昇を生じさせる債務危機が発生する可能性が高くなってしまふ。エコノミストの中には、増税先送りにより、債務危機が直ちに発生するかもしれないと主張する人さえいた(実際には起こらなかったが)。

第2弾の増税推進派に対して先送りを主張したエコノミストは、一つの点でギリシヤと異なっているため、当面の間はよほどのことがない限り政府への信用が失われ債務危機が発生することはないと主張している。ギリシヤとの相違点の一つは、日本国債の購入はほぼ日本国民が行っており、国民の貯蓄額からすると当面はまだ国債を吸収できる余力があること。2点目は、日本は自国通貨を保持しており、いざとなれば日本銀行がすべての国債を買い上げることが可能であることである。

しかしながら増税先送り派の主張が正しいとしても、財政の持続性のために何らかの根本的な政策をできるだけ早急に行わなければならないことは明確である。米国のアトランタ連銀のエコ

ノミストらの【分析²⁾】によると、社会保障制度などの制度を現水準で維持すると仮定すると、前提条件により消費税を30から50%程度に近い将来引き上げない限り財政は持続不可能となっている。また、歳出削減を行っても(例えば、高齢者による医療費の自己負担割合の30%への上昇)、近い将来に25%への引き上げが必要としている。これらの数字から財政問題の深刻度が分かるだろう。

日本経済は、長く続く景気低迷と深刻な財政問題という二つの大きな問題を抱えている。これまでの議論で分かる通り二つは密接に関連しており、増税政策の進捗スピードを速めすぎると、「第一の矢」そしてアベノミクスそのものの失敗につながりかねない。また、経済に致命的な傷を残さずに財政再建を行うための前提はアベノミクスの成功であるが、増税政策の進捗スピードの遅れはアベノミクスが仮に成功してもその果実を奪うとともに、長期にわたって日本経済に深刻なダメージを与えかねない。今後の日本経済は、需要を刺激し潜在成長経路に経済を乗せること、財政を持続可能なものにするということ、二つの目標を達成しなければならぬ。両立は簡単ではないが2つとも追い求める必要がある。

1 Hausman J.K. and J.F. Wieland (2014), "Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook," *Brookings Papers on Economic Activities* Vol.48, No.1(Spring), pp.1-62.

2 Braun, A. and D.H. Jones (2014), "The Implications of a Graying Japan for Government Policy," *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series* 2014-18.