

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：アベノミクスと金融政策

執筆者：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング（株） 主任研究員 片岡 剛士氏

要旨（以下の要旨は1分50秒でお読みいただけます。）

昨年（2013年）のメインピックスは、何と云ってもアベノミクスだということに異論を唱える向きは少ないでしょう。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3本の矢（政策）からなる安倍首相の提案によるデフレ脱却策です。ただ、アベノミクスに関しては現在でも賛成・反対が入り乱れた状況にあり、中々その実情を把握することが難しいようです。

今回は、「アベノミクスのゆくえ」（光文社新書）などを著わされアベノミクス全般にご造詣が深い三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング主任研究員の片岡剛士氏に、アベノミクス導入1年の成果と背景、今後のシナリオが崩れない条件などについて、金融面に重点を置いて解説していただきます。

先ず、経済政策には、経済安定化政策、成長戦略に加えて所得再分配政策がありますが、アベノミクスは3本の矢を駆使することで経済安定化と成長に特化した政策パッケージです。アベノミクス前の2012年には、潜在GDPが実質GDPを17兆円程度上回るデフレギャップの状態でした。それに対し、第一の矢、第二の矢を放つことによりデフレギャップを脱却し、第三の矢で今度は潜在成長経路自体を引き上げることが期待されているといえます。2013年各四半期毎の実質GDP推移等を見る限り、アベノミクスは着実に実体経済にも好影響を及ぼしてきている、と言えるでしょう。

では、なぜアベノミクスは機能しているのでしょうか？その一つ目の理由として、将来に対する予想が現在の経済活動に作用する、とする「合理的予想（期待）」仮説理論があります。「政府・日銀が過去と違った政策を実行する」ことを予想（期待）した人々の行動が現実の経済に影響する訳です。二つ目の理由は、「大胆な」金融政策を起点とする予想インフレ率の上昇が、「機動的な」財政政策と相まって、景気回復という形で経済を動かすメカニズムです。経済には金利が大きく影響しますが、将来の予想実質金利は名目金利から予想インフレ率を差し引いたものなので、現在のように名目金利が低位だと予想インフレ率が上昇するに連れ予想実質金利が低下します。これが、円安による輸出の増加、投資や消費の増加につながってきます。また、「機動的な」財政支出は政府支出の増加として寄与してきます。

昨年（2013年）の日本経済は概ねアベノミクスの波及経路に沿って推移してきたと考えられますが、今年（2014年）4月からは消費税増税（8%）が始まります。景気の落ち込みを防ぐため、人々の予想に働きかける新たな工夫として、①雇用の最大化を政策目標に追加した日銀法の改正を行うこと、②日銀法改正のタイミングで2%の物価上昇を単なる共同声明から格上げした政策協定とすること、を提案されています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

テーマ：アベノミクスと金融政策

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 主任研究員 片岡剛士

はじめに

昨年（2013年）の日本経済のメインピックはアベノミクスであった。アベノミクスとは、安倍首相が提唱した「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3つの政策から成る。アベノミクスに関しては当初から様々な議論があり、現在も賛成・反対入り乱れた状況だが、2013年1-3月期及び4-6月期の実質GDP成長率は年率4.5%、3.6%、同7-9月期の実質GDP成長率も年率1.1%となり、物価上昇率も高まり、完全失業率も改善が進んでいるというように、着実に実体経済にも影響を及ぼしている。

本稿では、アベノミクスの全体像をおさらいするとともに、昨年（2013年）の日本経済の動きを敷衍（ふえん）し、金融政策の今後について簡単に検討することにした。

1. アベノミクスとは

先に述べたように、アベノミクスとは「大胆な」金融政策、「機動的な」財政政策、「民間投資を喚起する」成長戦略の三つからなる政策パッケージである。

金融政策と財政政策は、景気変動の波を安定化させ、ケインズの言う「準好況状態」を維持し続けるための「経済安定化政策」に位置づけられる。成長戦略は、生産のために必要な資源をより効率的で無駄のない形で使用できるようにし、生産性の底上げを図るための「成長政策」である。経済政策には、経済安定化政策、成長政策に加えて、税や社会保障といった手段を通じて社会の公平度を高める「所得再分配政策」があるが、アベノミクスは経済安定化政策と成長政策の二つを駆使するという意味で経済成長に特化した政策パッケージである。

こうした整理に加えて、アベノミクスを考える際には、金融政策、財政政策、成長戦略の三つの政策の関係を押さえておくことが必要である。「大胆な」金融緩和政策なくして「機動的な」財政政策を行うと、実質金利高から円高につながり財政政策の効果は半減してしまう。「投資を喚起する」成長戦略が実を結ぶためには「大胆な」金融政策を通じて企業が予想する実質金利を低位で安定化させることが必要である。こうした意味で、「大胆な」金融政策はアベノミクスが予定通りの効果を達成するための必要条件であると言える。だが、「大胆な」金融政策はアベノミクス成功のための十分条件ではない。「大胆な」金融政策が十全に機能する中で、適切な財政政策・成長戦略を行うことが肝要なのである。

アベノミクスの進捗をおさらいしておこう。第一の矢については、2012年11月14日の野田首相（当時）と安倍総裁の党首討論で衆院解散が決まり、安倍総裁は誰もが想像すらしなかった「デフレ脱却のための金融政策」を最大の争点として衆院選を戦うことになる。こうした動きが将来の大胆な金融緩和策の実現を予感させ、「消費者物価+2%の物価安定目標」を含む政府・日銀の共同声明（2013年1月22日）、デフレ脱却に積極的な日銀新体制の成立・始動（同3月21日）、新体制の下での量的・質的緩和策の公表・実行（同4月4日）という形で具体化していった。第二の矢については2012年度補正予算として「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（2013年2月26日成立）、2013年度予算（同5月15日成立）が決まり、第三の矢については日本経済再生本部や

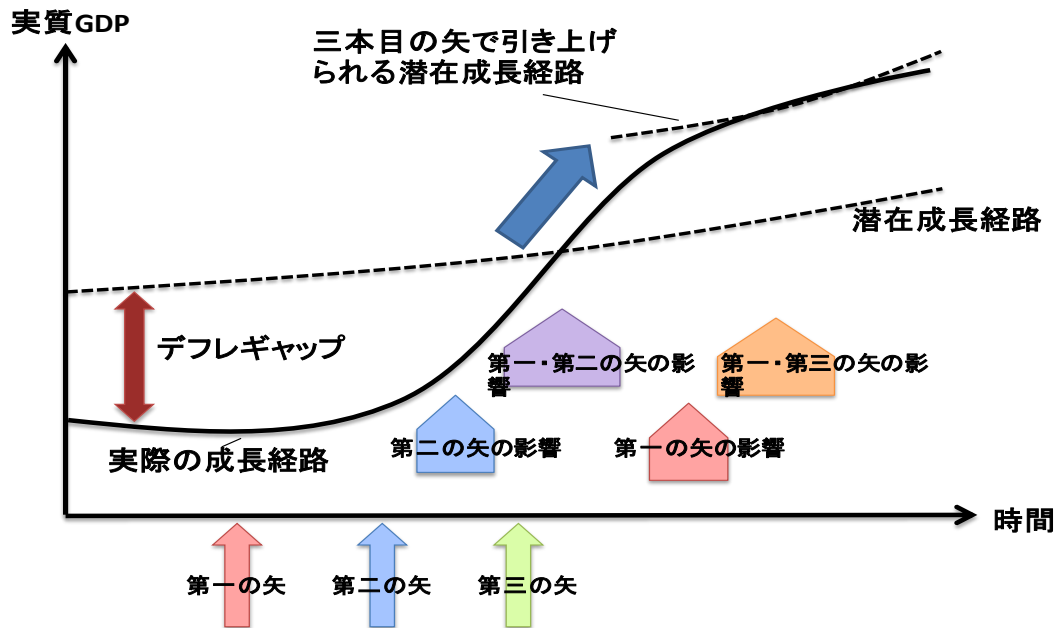
産業競争力会議で議論が進められて新成長戦略「日本再興戦略」が閣議決定され、秋の臨時国会で関連法案の一部が成立した。今後成長戦略の具体化が進められる予定である。

2. 金融政策、財政政策、成長戦略の関係

以上の形でアベノミクスは進捗しているが、金融政策（第一の矢）、財政政策（第二の矢）、成長戦略（第三の矢）はどのような形で経済に影響していくと考えられるのか。図1は三本の矢の関係を図示している。

図では時間軸に沿って第一の矢、第二の矢、第三の矢が順番に書かれているが、これは先ほど紹介したアベノミクスの進捗を踏まえたものだ。アベノミクス前の2012年末の日本経済は、潜在GDPが実質GDPを17兆円程度上回る状態（デフレギャップ）にあった。デフレギャップが存在する場合には、第一の矢である「大胆な」金融政策・第二の矢である「機動的な」財政政策で実質GDPを増やすことにより、潜在GDPのレベルまで実質GDPを拡大させることが可能となる。第二の矢には即効性はあるものの、持続性には乏しい。一方で第一の矢には即効性は乏しいものの、時間が経過する中で徐々に効果を高めて持続的に日本経済に好影響を及ぼしていく。図中ではまず第二の矢の影響が働き、その後第一の矢及び第二の矢の影響が、そして第一の矢の効果が働くとしているが、これらは以上の理解を反映している。そして第三の矢の役割は日本の潜在成長経路を引き上げることにある。デフレギャップが存在する状態では、第一の矢及び第二の矢で潜在成長率以上の成長率を達成することが可能だが、デフレから脱却することが可能となれば実質GDP成長率は潜在成長率の動きに沿った形で推移すると考えられる。第三の矢には潜在成長経路を引き上げることで実質GDPをより高い水準に導く可能性を高めることが期待されているのである。

図1 三本の矢の関係



(出所) 岩田規久男日銀副総裁講演資料「量的・質的金融緩和」のトランスミッション・メカニズム－「第一の矢」の考え方－から引用。

3. アベノミクスと金融政策—予想が経済に与える影響

第一の矢、第二の矢、第三の矢のうち、2013年の日本経済に影響を及ぼしたのは第一の矢と第二の矢である。1990年のバブル崩壊以降も財政政策や金融政策は行われたが、デフレを伴った経済停滞から脱却することはできなかった。先に述べたように物価上昇率は政府と日銀が目標とした2%には達していないもののプラスに転じ、景気回復が進んでいる。なぜ過去の政権とは異なり、アベノミクスは機能しているのだろうか？

アベノミクスが機能した理由を検討する際には二つの視点が重要であろう。一つ目の視点は、「予想」が経済に与える影響についてである。

そもそも予想が現在の経済活動に与える影響としては、将来に対する予想が現在の経済活動に作用するという側面と、過去から現在に至る経路が将来に対する予想を形成するという双方向の側面がありえる。「適応的予想（期待）」とは、後者の過去から現在に至る経路が将来に対する予想を形成するという仮説だが、「合理的予想（期待）」とは、前者の「予想を形成する時点で利用可能な情報とモデルの構造に関する知識を利用して人々は予想を形成する」という仮説である。

合理的予想（期待）の考え方に照らした場合に経済政策が人々の予想を変化させるためには、新たな経済政策の採用という情報が人々に広く認知され、新たな経済政策の採用という情報を元に人々が行動する、という2つのステップが必要となる。新たな経済政策の採用という情報が人々に広く認知されるには、新たな経済政策に適切な名称やスローガンを設定することが助けになる。つまり「アベノミクス」や「異次元緩和」といった名称は「政府・日本銀行が過去とは違った政策を実行する」ということを人々に認知させ、その政策を実行することを予想した人々が行動することを支援する役割を有している。

そして政府・中央銀行による新たな経済政策の採用と人々の行動との関係は、ニューヨーク大学教授トーマス・サージェント（2011年ノーベル経済学賞受賞）によって整理されている。サージェントは経済活動を「アクション」と「レジーム」に区分した。レジームとは人々の行動（アクション）を規定する政策についての基本原理の体系を指す。具体的には、法律や省令、政府・日銀によって表明された基本方針などの「ルール群」がレジームに相当する。サージェントは第一次世界大戦の敗戦国である4カ国（ドイツ、ハンガリー、オーストラリア、ポーランド）で生じたハイパーインフレの成立と終焉を考察する。サージェントによれば、ハイパーインフレが終焉したのは独立した中央銀行の創設、均衡政府予算の措置、金本位制への復帰といった政策の基本方針の変更（レジーム・チェンジ）が、人々に従来の基本方針の変化を広く認知させたことが理由であった。つまりハイパーインフレの終焉は、貨幣量の急減ではなくレジーム・チェンジが主因であった。マサチューセッツ工科大学教授ピーター・テミンはサージェントの考え方を世界大恐慌からの脱却過程の分析に応用して「大恐慌からの回復の開始は、経済状況に対して期待が大きな役割を果たすこと、そしてこれらの期待の形成に政府が重要な役割を演じることを強く示している。」と述べている。

さらにサージェントの考え方を日本の昭和恐慌（昭和5年<1930年>から翌6年<1931年>にかけての戦前最大の恐慌）からの脱却過程の分析に応用したのが岩田規久男・現日銀副総裁を中心とするリフレ派（注）である。井上財政によって始まった昭和恐慌は日本経済に破滅的な影響を及ぼした。当時の政権は浜口内閣から若槻内閣をはさみ犬養内閣へと変わった。犬養内閣で大蔵大臣に就任した高橋是清は金本位制の放棄と国債の日銀引き受けによる金融緩和の実行という「2段階のレジーム・チェンジ」を行ったが、それが昭和恐慌からの脱却を可能にさせた。



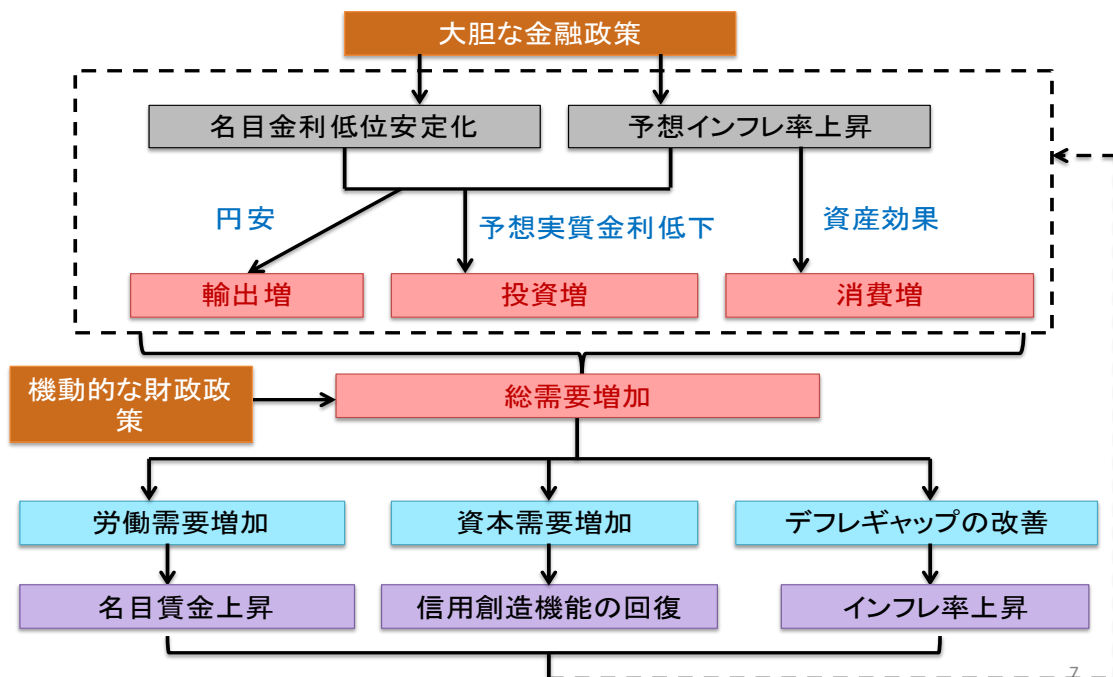
(注) リフレ派：デフレ脱却のために緩やかで安定的なインフレ率を目指すことによって、雇用と生産を回復させ安定化させる政策（リフレ政策）が、デフレと経済停滞に苦しむ日本において必要だ、と考える人々の総称。

政府・日本銀行による2%の物価安定目標の表明に沿って日本銀行が実行している量的・質的金融緩和策の特徴は、2%の物価安定目標を達成・安定的に持続するまで金融緩和策を継続し、現在表明している緩和額で不足ならば追加緩和も辞さないと表明している点にある。これが2%の物価安定目標の実現というレジーム・チェンジへの信認を高め、レジーム・チェンジは予想インフレ率の上昇という形で人々の行動変化を促しているのである。

4. アベノミクスと金融政策—予想インフレ率上昇が経済を動かすメカニズム

アベノミクスが機能した理由を検討する際に重要な二つ目の視点は、「大胆な」金融政策を起点とした予想インフレ率の上昇が「機動的な」財政政策も相まって景気回復という形で経済を動かすメカニズムである（図2）。

図2 アベノミクスの波及経路



(出所) 筆者作成。

予想インフレ率の上昇が経済を動かすメカニズムについては、まず予想実質金利を通じた経路が考えられる。予想実質金利は名目金利から予想インフレ率を差し引いた値だが、現状は名目金利が低位で推移しているため、予想実質金利を大きく低下させるには予想インフレ率の上昇が必要である（言い換えれば、名目金利が上昇に転じても予想実質金利が低位安定していればよい）。予想実質金利が低下すれば投資が増える。また予想実質金利の低下は円安にもつながる。円安は輸出を増加させ、輸出企業や海外からの

輸入財と競合する輸入競争企業の競争環境を改善させることを通じて企業利益や投資の増加をも促す。また、予想インフレ率の上昇は資産価格の上昇を促し、投資や消費を増やす。「機動的な」財政政策は政府支出増という形で総需要の増加に寄与する。こうして総需要の増加が生じると、労働需要の増加が生じて、失業率の改善や名目賃金が上昇する。また、デフレギャップが改善してインフレ率の上昇につながる。更に、資本需要が増加して信用創造機能の回復にもつながっていく。失業率の改善や名目賃金上昇は雇用者所得の増加という形で消費を刺激する。信用創造機能の回復は投資の増加にもつながるだろう。そして、インフレ率の上昇は名目金利や予想インフレ率の上昇にもつながる。こうした循環が続くことで経済は回復への道を歩んでいく、というわけだ。

5. 2013年の日本経済

前節で述べたアベノミクスの波及経路を念頭においた場合、2013年の日本経済はどうみることができるだろうか。順を追ってみていこう。

(1) 円安・株高の進行

2013年の日本経済は「大胆な」金融政策が予想インフレ率を引き上げることに成功し、円安・株高につながった。円安はリーマン・ショック直前期から2012年8月までの円高をほぼ打ち消すインパクトであり、わが国の輸出企業の国際競争力（相対的な収益性）を大幅に改善させた。株高の背景には海外投資家の買い越しが影響している。これは米FRBの金融政策の動きと無縁ではなく、昨年（2013年）5月22日以降の株価下落のきっかけとなったのはバーナンキ米FRB議長の債券購入ペースを今後縮小させる可能性があるという発言であった。その後、株価は緩やかに上昇に転じている。

日銀が打ち出した量的・質的緩和策は2%の物価安定目標を達成するための大規模な金融緩和策である。「市場の番犬」である日銀がデフレ脱却を目指し本格的に行動を開始したことを敏感に察知した海外投資家が、株価上昇を下支えしているのが現状である。海外投資家を中心とした買い越しの動きが国内投資家にも波及していくのか否か、また米FRBの買取り額の規模縮小が海外投資家の買い越しの動きをどの程度制約するのか、といった点が今後のポイントとなるだろう。

(2) 実体経済の改善

円安や株高といった資産市場の好転は実体経済の改善に結びつかないとの指摘もあったが、実質GDP成長率は2013年に入り大きく上昇した。

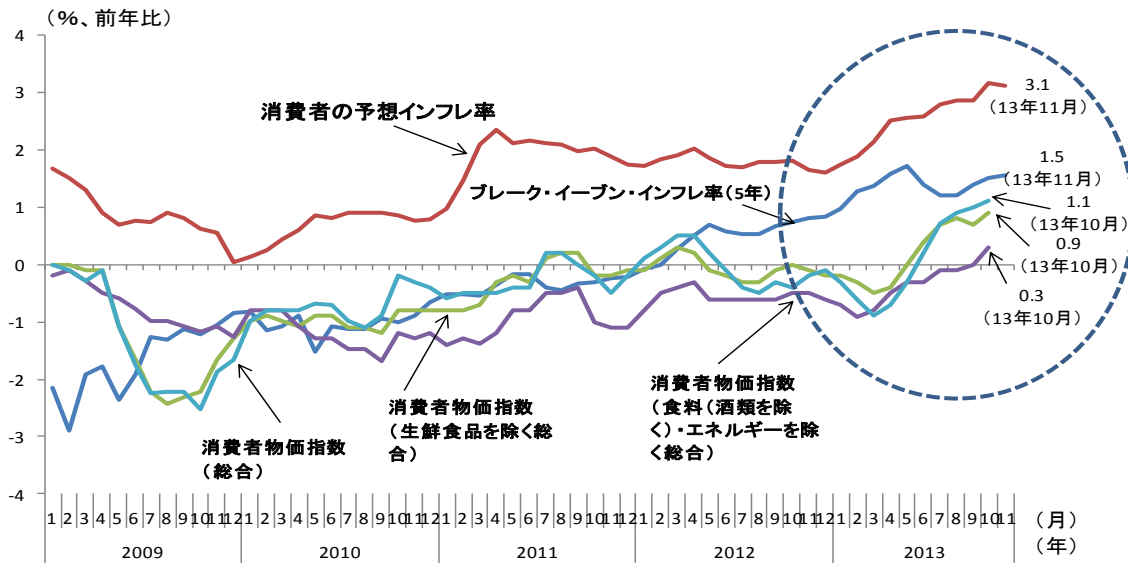
2013年の実質GDPの成長に最も寄与したのは民間消費である。これは円安・株高による資産効果が大きく影響している。ただし、これまでのところ消費の増加が幅広い年齢層・所得階層・財に及ぶほど浸透しているわけではない。予想インフレ率の上昇は予想実質金利を低下させ、筆者の推計によれば2000年以降で最低の水準まで低下している。しかし民間企業設備投資の拡大は緩慢であり、対外直接投資の増加もあって製造業の設備投資が増加していないことが影響している。円安は、輸出を増加させる。為替レートを通じた輸出量拡大効果は作用しているものの、昨年4月まで改善傾向にあった中国及び米国向け輸出が停滞していること、昨年6月以降タイやインドネシアなどのアジア（除く中国向け）輸出が減少したことが輸出量の拡大にブレーキをかけている。輸出先の景況悪化も輸出量に影響するが、輸出先における日本製品の位置づけ低下という要因も影響しているとも考えられる。輸入は、内需の拡大やエネルギー価格の高騰もあつ

で増加した。公共投資は「機動的な」財政政策の影響によって大きく拡大し、民間消費に次いで2013年の実質GDPの成長に寄与した。

こうした動きにより、GDPギャップは縮小に転じ、消費者物価指数でみたインフレ率もマイナスからプラスへと反転し、さらに消費者物価指数を構成する品目で見ても、価格上昇の動きは食料やエネルギーのみならず他の財にも波及していることが、消費者物価指数の推移からはみとれる(図3)。インフレ率の動きは予想インフレ率の上昇や輸入物価の上昇が大きく影響しているが、今後GDPギャップの縮小や名目賃金の上昇をより織り込んでいくと考えられる。

名目雇用者報酬の動きをみると、名目賃金(現金給与総額)の上昇はマイルドである一方で、雇用者数の増加が大きく影響している。雇用の増加は製造業よりも非製造業、男性の場合は65歳以上、女性の場合は15歳から64歳までの年齢で生じており、正規雇用者数の減少と非正規雇用者数の増加を伴いながら全体として増加していると言えよう。2013年の一般労働者及びパートタイム労働者の現金給与総額が伸びないのは、所定内給与が伸びていないこと、特にパートタイム労働者の所定内給与が伸びていないことやパートタイム労働者比率の高まりが影響している。

図3 予想インフレ率・消費者物価指数の推移(月次)



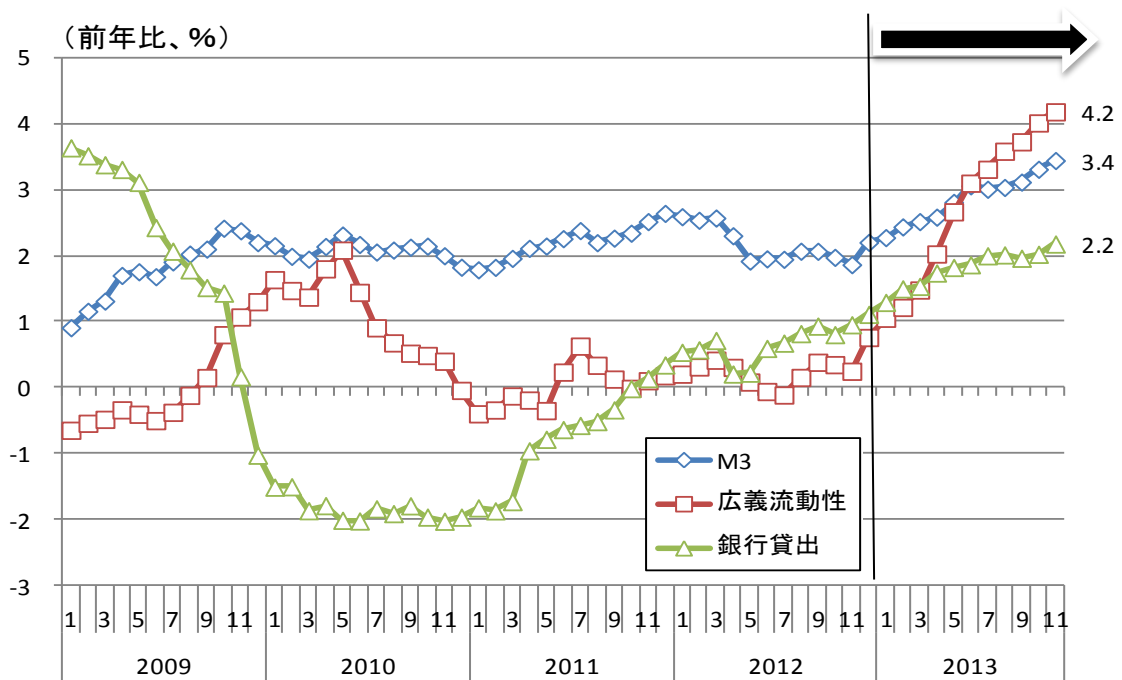
(注) ブレイク・イーブン・インフレ率(5年)には、10月8日に新たに発行された10年物物価連動債は含まれていない。

(出所) 内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」、ブルームバーグ

(3) 着実に動き出したマネー

「大胆な」金融政策に対しては、「日銀が市場にいくらお金を供給しても、マネーストックや貸出は増えないために無駄に終わる」という批判がなされてきた。しかし広義流動性の伸び率は4.2%となり、1997年以来の高さである。またM3(図4<次頁>の注参照)の伸び率は2002年以来の高さ、銀行貸出の伸び率は2009年7月以来の高さである。マネーは着実に動き出しているのである。

図4 マネーストック（M3、平残）と銀行貸出の推移（月次）



(注) M3＝現金通貨＋預金通貨＋準通貨 CD、広義流動性＝M3＋金銭信託＋投資信託＋金融債＋銀行発行普通社債＋金融機関発行 CP＋国債＋外債。銀行貸出は銀行及び信金を含む。

(出所) 日本銀行

5 金融政策のゆくえ

以上からは、2013年の日本経済はアベノミクスの波及経路（図2<5頁>）に概ね沿った形で推移したと言えるだろう。しかし波及経路をつなぐ糸は細く、大きなショックが加わると切れてしまう可能性も否めない。今年（2014年）の4月からは消費税増税が始まる。今年（2014年）の日本経済は、アベノミクスの再強化を行う年とすべきだし、そうでなければデフレ・経済停滞からの完全脱却は遠のくだろう。今年（2014年）は正念場となるのではないか。

2014年の「大胆な」金融政策の行方を展望すると、消費税増税のショックにどう対処していくのかをにらみながら、更なる政策の強化を図ることが必要となるだろう。

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」（2013年12月6日公表）によると、今年度の民間エコノミストの実質GDP成長率の見通しは0.8%、とくに消費税増税が始まる2014年4-6月期の実質GDP成長率は年率でみて△4.6%と急落の見込みである。しかし円安や株高の進行、景気の改善、そして想定通りの物価の動きが進むという現状からは、「消費税引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな改善を続ける」という日銀の見通しに変更される材料は、少なくとも消費税増税前までは乏しいのではないか。

黒田日銀総裁は昨年12月20日の金融政策決定会合後の記者会見で消費税増税の影響について問われた際に、「消費税増税に伴う駆け込みと反動減の動向は注視する必要がある」と述べた。

あるものの、駆け込みと反動減は相殺されるため、むしろ重要なのは消費税負担が増えたことによる（実質所得減少を通じた）個人消費への影響がどの程度あるか」だとし、さらに「多くの既存研究では、実質所得減少を通じた個人消費への悪影響はそれほど大きくない」と述べた。他方、「毎月開催される金融政策決定会合において上下双方向のリスクを点検し、必要に応じて調整を行う」ことを改めて強調している。

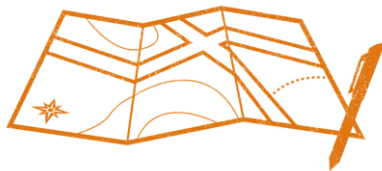
以上の黒田総裁の発言を考慮すると、追加緩和を行うのは消費税増税を行った後のタイミングで、かつ日銀が想定する「潜在成長率を上回る成長が続き、デフレギャップが次第に縮小する」という現在のシナリオが崩れたと判断した場合、ということになるのではないかと。一方で日銀が現在描いているシナリオが崩れ、景気の腰折れが鮮明だという判断が早期になされるのであれば、追加緩和の決断は早いと考えられる。

金融政策が実体経済に十分な効果を及ぼすまでには1年から1年半のタイムラグがあるため、追加緩和に個人消費や住宅投資の落ち込みをピンポイントで抑制する効果を期待するのは難しい。他方で、追加緩和は予想インフレ率や株価・為替レートの悪化への対抗策としては意味がある。その場合には単に緩和額を増やすのではなく、人々の予想に働きかけるための新たな工夫が必要となる。

そのための工夫として筆者が提案したいのが、次のような強化策の実行である。この強化策には政府のリーダーシップが不可欠だ。安倍首相は政権発足から1年が経過した昨年（2013年）12月26日に黒田総裁と会談したとのことだが、こうした動きを具体策につなげていくことである。具体的には、①政府が近い将来（2年程度）に日銀法改正を行うことを表明した上で、雇用の最大化を日銀の政策目標として新たに追加すること、②2%の物価安定を盛り込んだ昨年の政府・日銀共同声明を日銀法改正のタイミングで政策協定（アコード）へと格上げし、日銀法に紐付けされた法的根拠を持つものとする、といった修正が考えられる。

これらの方策は政府と日銀との政策枠組み強化を通じて物価安定目標への信認を高めることに寄与するだろう。今年4月30日には展望レポートの公表も控えている。「量的・質的緩和策」で公表している2014年末以降のマネタリーベースの見通しや経済・物価情勢の展望を明確化して、政策意図のさらなる浸透を図ることも必要だろう。

以 上





執筆者紹介

片岡 剛士(かたおか ごうし) 1972年 愛知県生まれ
三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 主任研究員

<学歴・職歴>

1996年 慶應義塾大学商学部卒業
1996年 株式会社三和総合研究所(現三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社)入社
2001年 慶應義塾大学大学院商学研究科修士課程修了

<大学講師等>

2010年 東北大学大学院法学研究科客員教授
2012年 早稲田大学経済学研究科非常勤講師
～現在