



アベノミクスを考える

慶應義塾大学 経済学部 教授

池尾 和人

1. 安倍政権発足100日

安倍政権発足100日の時点における経済面での成果は、大方の予想を（たぶん政権担当者自身の予想をも）上回る大きなものであったと評価できる（注¹）。こうした成果が生じた理由は、大きくいって以下の2つであると考ええる。

1つは、安倍政権の登場自体が「政策の不確実性（policy uncertainty）」を大きく削減することにつながったことである。

当然であるが、将来に関わる不確実性が大きく、先行きの見通しが立てづらいつきほど、

〈目次〉

1. 安倍政権発足100日
2. 金融緩和は不十分だったのか
3. 新たな量的緩和の効果
4. 第2の矢と第3の矢

そうでないときに比べて、家計は消費を抑制して貯蓄を増加させようとするし、企業も設備投資等を先送りしようとする。そして、政府の政策運営自体が将来の不確実性を増大させる原因となっている場合を「政策の不確実性」と呼んでいる。すなわち、先行きの経済政策の動向が予測しがたく、そのこと自体がもっぱら将来の不確実性を高める要因になっているというのが、「政策の不確実性」である。

昨年末の総選挙の直前には、「決められない政治」と揶揄されるような状況に陥ってしまっており、いつどのような政策対応がとられるのかが全く読みがたくなってしまっていた。この意味で、「政策の不確実性」が極度に増大していたといえる。それに対して、総選挙で自民党が圧勝し、衆参のねじれ構造はまだ残されているものの、それまでの「決められない政治」からの脱却が進むと期待できる状況に変わったことは、「政策の不確実性」を大きく低下させることになった。

政治の機能不全という将来の見通しを曇らせていた要因の少なくとも1つが除去されたことは、人々や企業のマインドを改善させて、それまで抑制されていた支出を回復させることになると期待される^(注2)。

ただし、いつどのような政策対応がとられるかが予測しやすくなったということと、その予想される政策の内容が妥当なものであるかどうかということとは、別の話である。方針が不明確なときよりも方針が示されたときの方が、たとえその方針が支持しがたいものであっても、対処が容易になるということである。それゆえ、安倍政権がとろうとしている経済政策の内容の妥当性に関しては、別途検討されるべき問題である。

もう1つは、環境が自律的に好転しはじめた時点で政権が発足したというタイミングの良さである。後知恵的に振り返ると、今年の11月頃が「陰の極」にあり、「陰極まれれば陽転す」タイミングにあった。

実際、為替レートの円高是正の動きは、安倍政権の発足に先立って、この昨年11月頃の時点から始まっている。その基本的な背景は、欧州の信用不安が小康状態になってきたことに加えて、米国の景気回復がかなり手堅いと思込まれるようになってきたことから、海外の投資家の態度がいわゆるリスク・オフ（リスク回避的）からリスク・オン（リスク許容的）に変化したことである。イタリアの総選挙結果、キプロスの預金封鎖といった出来事が起こる度に、一時的に円高に振れることか

らも分かるように、為替レートの決定には海外要因の影響が大きい。

政治家の発言等が相場に与える影響は非対称的で、相場のトレンドに沿った方向の内容の場合にはインパクトが大きく、相場のトレンドに反した方向の内容の場合にはインパクトが小さいという傾向がある。安倍首相自身や政権幹部の発言は、円高是正のトレンドに沿ったものであったことから、市場参加者から「材料」として大きく取り上げられ、円高是正の動きを加速化させる効果をもったとみられる。そして、世間に対しては安倍政権の経済政策によって円安になったという印象を与えることになった。

円高是正は、輸出型製造業の企業にとっては収益改善要因であり、「政策の不確実性」が後退したことと相まって、輸出型製造業企業の比重の高い日経225等の株価指数の上昇につながった。そして、株価の上昇がさらに投資家のマインドの改善につながるというかたちで、好循環が生じつつある。ただし、2009年9月の民主党政権発足以降、日本の株価はそれ以前よりも米国やドイツの株価の動きに比べて出遅れてきており、現在の株価上昇は、その出遅れ分を取り戻すという範囲にまだとどまっているとみられることから、資産価格バブルが生じているといえるような状況ではないと思われる。

■ 2. 金融緩和は不十分だったのか

周知のように、安倍政権の経済政策は、第1に「大胆な金融緩和」、第2に「機動的な財政出動」、そして第3に「民間投資を喚起する成長戦略」のいわゆる3本の矢からなるとされる。なかでも「大胆な金融緩和」の必要性が、当初から強調されている。「大胆な金融緩和」が必要だということは、逆からいうと、これまでの金融緩和は不十分なものだと認識に立っているということである。新たに日本銀行の総裁に就任した黒田東彦氏も、はっきりと従来の日本銀行の金融緩和は不十分だったとの認識を示している。

しかし、どういう意味で「金融緩和は不十分」ということなのだろうか。デフレ脱却を果たせず、円高の継続を許してしまったという意味で、すなわち結果が出ていないことから、不十分だといわれているのではないか。経済政策には結果責任という面があることは否めない。結果がでなかったことは真摯に反省しなければならない。けれども、それが努力不足のゆえのことか、能力不足のゆえのことかは明確に識別される必要がある。能力不足の場合には、「不十分」ではなく、「限界」といわれるべきだからである。

換言すると、金融緩和は不十分だったという言い方は、中央銀行には能力があるが、努力が不足していたという認識に立っていることを含意する。しかし、そうした認識は、い

ささか中央銀行の能力を買いかぶりすぎているのではないかと筆者には思われる。もちろん、今後、黒田新体制の下での日銀が「やればできる」ことを実証してみせてくれば、筆者の判断の方が間違っていたことがはっきりする。中央銀行の能力が高いに越したことはない。その場合には率直に誤りを認めたいと思う。けれども、現状ではまだその段階には至っていないので、私見をもう少し述べておきたい。

例えば、リーマン・ショック以降に円高が進行したことに関して、日本銀行のバランスシートの拡大規模（あるいはそのペース）が米欧の中央銀行のそれらよりも小さかった（あるいは遅かった）ことが通貨高につながったという見方がすっかり通説化しており、そうした見方に基づいて、日銀が円高をもたらした犯人であるといわれたりしている。確かに中央銀行のバランスシート規模の相対比が為替レートを決めるという説が正しいのであれば、日銀はバランスシートの規模を米欧の中央銀行に見劣りしないように拡大させれば、円高を回避できたはずだということになる。

しかし、中央銀行のバランスシート規模の相対比が為替レートを決めるという説にどのような理論的、あるいは実証的な根拠があるのか。見せかけの相関だけに基づいた俗説に過ぎないのではないか。

リーマン・ショックから半年足らずの時点で、筆者は次のように書いたことがある。

「世界的な不均衡の是正が進むことは、好ましいことのようにも思えます。けれども、(…) 実際は世界が縮小均衡に陥ることを意味していると考えられます。少なくとも日本にとっては、財と資本を輸出する市場が小さくなることを意味しています。当然、為替レートは、円高ドル安になります。」^(注3)

ここで「世界的な不均衡」といっているのは、国際的な経常収支の不均衡、すなわち、ほとんど米国だけが大幅な経常収支の赤字を拡大させ、中国や日本をはじめとした他の多くの国々が経常収支の黒字を拡大させていたという、いわゆるグローバル・インバランスと呼ばれる現象を指している。今般の金融危機の以前から、グローバル・インバランスについては持続可能なものではないという指摘が多くの論者によってなされていた。そして、リーマン・ショックを契機に、その強制的な巻き戻し（不均衡の是正）が進行することになった。その是正過程では、予想したとおりに円高が進行した。

しかし、是正過程自体は、北米市場への依存を強めていた日本の輸出型製造業にとってとても厳しく辛いものであった。それゆえ、そうした厳しく辛い是正過程を甘受しなくても済むように願ったのは当然であり、政策的対応によって円高を止めてもらいたいと要望するようになった。上記の通説は、そうした要望を正当化するものとして広く受け入れられていったと思われる。けれども、グローバル・インバランスの是正の必要性といった問

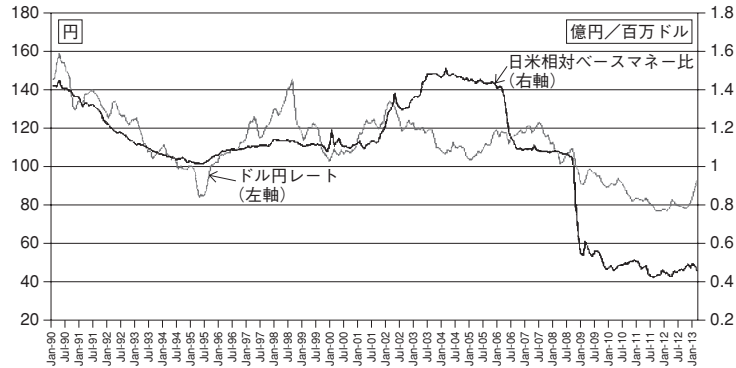
題は、通説の中では全く考慮の外の話になってしまっている。

換言すると、通説は、暗黙のうちに、日本銀行が頑張れば、持続可能でないはずのグローバル・インバランスがあたかも持続可能になるかのような主張になっている。筆者は、中央銀行がそれほどの能力をもっているとは思えない。

もちろん金融政策の動きは、マーケット参加者によって「材料」とされ、日々の為替レートの動向に大きな影響を与えたりする。しかし、中期的にみた為替レートの決定要因は、経常収支と資本移動が基調的にどのようなものかである。経常収支の黒字を続けているわが国の場合、その黒字幅を上回る額の資本の純流出が生じれば円安になるが、資本の純流出が少なければ円高になってしまう^(注4)。金融政策は、それが経常収支と資本移動の基調に影響する限りにおいて、中期的にみた為替レートの動きに影響を与えられるに過ぎない。

ところが、ゼロ金利制約（Zero Lower Bound；ZLB）に直面するようになって以降、金融政策が経常収支と資本移動の基調に追加的に影響を与えられる度合いは、きわめて限定的になっている。事実の問題としても、まだゼロ金利制約下になかった1990年代には、円ドル相場が日米のベースマネー量の相対比と極めて相関の高い動きを示していた（この事実には、ソロス・チャートの名でよく知られている）。けれども、日本が、そしてその後には米国が、ゼロ金利制約に直面するように

(図) ソロス・チャート



なり、量的緩和政策をとるようになってからは、そうした関係は崩れてしまっている。

リーマン・ショック以降は、米国の経常収支赤字が急激に収縮し、それに伴って日本からの資本の純流出も少なくなった。しかし、日本はまだ経常収支の黒字を出していたので、円高になったということである。直近は、グローバル・インバランスは世界的には未だ是正されたとは言いがたいが、わが国については、貿易収支の赤字基調が定着するようになり、にわかに経常収支まで赤字化することは見込まれないにしても、従来のように大幅な経常収支黒字を出す存在ではなくなってきた。

この意味で、わが国に限れば、グローバル・インバランスの是正はすでに課題ではなくなっている。加えて、いくつかの理由から日本からの対外直接投資が増加傾向にある。こうした状況になって、円高の是正が進行しはじめたのは全く不思議なことではない。円レートの動きには、大胆な金融緩和への期待感とい

った表層的な話を越えた、構造的な力の変化が生じていると理解すべきであろう。

3. 新たな量的緩和の効果

しかしながら私見とは異なって、実際には、これまでの金融緩和は不十分であったとして量的・質的に一層の金融緩和が行われることになった。その具体的な内容は、従来よりも満期までの残存期間が長い国債やリスク資産を大量に購入し、今後2年間でベースマネーの残高を2倍にするというものである。こうした政策が人々や企業の「期待」という掴み難いものにどのような影響を及ぼすかは不確実だが、もう少し実体があると思われるレベルでの効果については、多少は推論してみることが可能である。

満期までの残存期間の長い国債（以下、単に「長期国債」と呼ぶ）を中央銀行が買い上げたときに、代わりに提供するものは準備預

金である。現状、すでに必要準備額をはるかに上回る額の準備預金が存在しているので、追加的に供給される準備預金については、「貨幣」としての側面は重要ではなく、ほとんど短期国債（満期までの残存期間が短い国債の意）と同等の金融商品である考えることができる。したがって、長期国債の購入を増やすという政策は、機能的には民間銀行の保有する長期国債を減らして、短期国債に等しい準備預金の保有を増やさせるというものにはかならない。

こうした「民間銀行の保有資産の満期構成を短縮化させる政策」は、どのような効果をもつと考えればよいのであろうか。その点を明らかにするためには、そもそも民間銀行が長期国債と準備預金の交換に応じるのは、どのような場合かを確認しておくことが有益である。仮説例として、100の市場価格の長期国債を満期まで保有していると、累積で3の収入が得られるのに対して、同じ期間の間、100の準備預金を保有しても1の収入しか得られないとしよう。このとき、中央銀行が長期国債を102の価格で買い取るといわなければ、損になるので、長期国債の買いオペに応じる民間銀行は出現しないということになる。

ところが、現在100の市場価格の長期国債を中央銀行が102の価格で買ってくれるということになれば、長期国債は市場で買い進められ、その市場価格は102まで上昇することになる。その結果、長期国債の流通利回りは、以前に比べて低下することになる。現状で現

実に起こっていることは、こうした現象だと解釈できる。日本銀行が長期国債の購入を実際に増加させる前から、増加させるとの予想が生じた時点で、長期国債は市場で買い進められ、その流通利回りは一層低下するという動きが起こっている。

以上のようなメカニズムが働くことから、日銀が長期国債を際限なく購入していけば、最終的には長期国債から期待される収益率は準備預金を保有するのと変わらなくなるまで低下していくことになるかと推論できる。すなわち、利回り曲線（イールド・カーブ）を期限の短いところに留まらず、期限の長いところも潰していくようなかたちで、そのフラット化が進んでいくことになろう。ここまでは確かだと考えられるとして、真の問題は、こうした利回り曲線の低位フラット化がどのような効果を及ぼすかである。

金利が全期間にわたって低下することは、それだけを取り上げれば設備投資をはじめとした支出活動を刺激するものだということができる。しかし、金利水準は、すでに以前からきわめて低位になっているので、その一層の低下余地はきわめて限られている。それゆえ、定性的に刺激効果があるといえるにしても、その定量的な大きさは限定的ではないかと思われる。また、そもそも現状で「投資の利子弾力性」が大きいともみられない。設備投資に関しては、金利水準以上に実物面での投資機会の不足という要因の方が重要であり、最近の企業マインドの改善は好材料ではある

けれども、それに一層の金利低下が付け加えられるものはさほど大きくないのではないか。

しかし、資産価格（株価や地価など）に関しては、金利の低下幅というよりも金利低下の率に関連するとみられることから、かなり大きな上昇をもたらす可能性がある。また、民間銀行にとって、保有資産の満期構成が短縮化することの影響は、金利変動リスクの負担が少なくなるという面と、ますます利ざやを稼ぐことが難しくなるという面の2つがある。前者の面はリスク負担キャパシティの復元でもあるので、後者の面と相まって、収益を求めて（search for yield）、よりリスクをとった運用を行う動きが生じる可能性がある。この面からも、資産価格全般に上昇圧力がかかる可能性はある（注5）。

資産価格の上昇は、定性的には、いわゆる資産効果から消費支出等を刺激することにつながるといえる。しかし、これらの効果の定量的な大きさにはかなりの不確実性が伴う。この限りで、今回日銀が決定した「量的・質的金融緩和」が、物価上昇につながるという明確な波及経路が存在しているようには思われない。実際、4月4日付けの日本銀行の声明文にも、「長めの金利や資産価格を通じる波及ルート」という一般的な表現があるだけで、いわゆる期待への働きかけに望みが託されているという印象である。ところが、「市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待される」と記されているが、どのようなメカニズムでそう期待できるかについて

の説明は全くない。

他方、中央銀行の方は、長期国債を保有して短期国債同等の準備預金を提供するということだから、「短期で借りて、長期で貸す」という満期変換を大規模に行うということになるので、満期変換に伴う金利変動リスクを大規模に抱え込むことになる。いわば、金利変動リスクが民間銀行から中央銀行に移転させられることになる。このことは、金融システムの安定という観点からは望ましいともいえるけれども、出口時点での財政コストを確実に増加させるものになると考えられる。それゆえ、出口戦略に実際に着手するのはずっと先のことであるとしても、出口戦略をもっていることは不可欠である。

■ 4. 第2の矢と第3の矢

去る2月26日に昨年度の補正予算が成立したが、2013年度予算については国会で審議中である（暫定予算が組まれた状態）。また、大型の補正予算を組んだ結果として、財政収支の一層の悪化が生じており、基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の黒字化を図るという中期的な財政再建目標の達成年度は、さらに先送りされた状況にある。そして、新たな財政再建計画はいまだ検討にすら着手されていないようにみえる。したがって、第2の「機動的な財政出動」の内容は、まだ不明であるというのが本当のところであろう。単なるばらまきに終わるのか、そうではない

のかは、もう少し事態の推移をみてみないことには断言できるものではない。

同様に、第3の「民間投資を喚起する成長戦略」に関しても、TPPへの参加表明がなされたことは大きな前進だと評価できるし、日本経済再生本部の下に設置された産業競争力会議において解雇規制の緩和等の労働市場改革に焦点を当てた議論が進められていることには期待している。しかし、そのとりまとめが出されるのは6月以降のことであり、いまの時点で成長戦略に関して確たる論評が可能な段階にはない。換言すると、安倍内閣発足100日あまりの時点では、ほとんど第1の矢だけに経済再生の重責が課されているというのが実態である。

しかし、「三子教訓状」に由来する毛利元就の3本の矢の教えの要諦は、「1本の矢では簡単に折れる」というものであり、けれども「3本纏めると容易に折れない」というものであったはずである。この意味で、大胆な金融緩和のみで経済再生が図れるかのような風潮には危惧を覚える。冒頭で「政策の不確実性」が低下したと書いたが、まだ社会保障制度と財政の持続可能性が失われているがゆえの基本的な政策の不確実性は残されている。この不確実性が除去されない限り、本当の意味で民間主体が積極的な支出活動に踏み出すための環境は整わないといえる。

それゆえ、できるだけ早期に、信頼の足る中期的な財政再建計画を伴った財政政策と既得権におもねたものではない成長戦略の内容

が明らかにされ、着実に実行に移されていくことを期待したい。

(注1) 月刊誌であることから、この論考が読者の目にとまるのはもっと後にならざるを得ないが、この論考自体は、安倍政権発足100日過ぎの4月上旬までの情報に基づいて書かれている。

(注2) 筆者は、約1年前に『「政策の不確実性」こそが景気回復の障害』と題したブログ記事を書いたことがある。<http://agora-web.jp/archives/1460045.html>

(注3) 池尾和人、池田信夫『なぜ世界は不況に陥ったのか』日経BP社、2009年のp.17。

(注4) 事後的には、外貨準備残高に変化がないとすると、資本の純流出額は経常収支黒字額に等しくなる。同様に、あらゆる財サービスについても需要と供給は事後的には等しい。しかし、需要が供給を上まわれば価格が上がるという言い方をする。本文の記述の意味は、こうした言い方と同趣旨のものだと理解されたい。

(注5) よりリスクをとった運用が外貨建て資産の購入であった場合には、円安を進行させる可能性もある。

