

# 日本経済の現状と金融・財政政策の展望： アベノミクスの再起動に向けて



早稲田大学 政治経済学術院 教授

**若田部昌澄**

## ■ I. 日本経済の現状

現時点でアベノミクスは何を達成し、何が足りないのか。本稿ではこの問題を世界の金融・財政政策をめぐる動向と日本経済の文脈との二つの視点から考察する。

安倍晋三政権における経済政策、いわゆるアベノミクスは着実に成果を上げている。それはデータから明らかだ。国内総生産では需給ギャップが解消しつつある。また、名目の経済成長率はまだ弱いながらもプラスに転じた。雇用は特に良い。失業率は下がり、有効求人倍率は上がり、就業者数は増えている。アベノミクス登場前の民主党政権でも失業率が下がっていたことをもってアベノミクスの

成果を無視しようという向きがあるが、就業者数が飛躍的に増えている。その内容も当初の非正規雇用者だけでなく近年では正規雇用者にも及んでいる。また、企業収益が増加し、倒産件数が減少し、賃金も増え始めた（1人あたり実質賃金はともかく名目雇用者総報酬は増えている）。さらに、自殺者数、強盗犯罪件数、貧困といった社会指標も改善している。物価上昇率は、日銀が目標とする2%には到達していないが、白川総裁時代に比べると平均するとマイナス圏には落ち込んでおらず、はるかに進歩している。名目成長率の上昇といった経済の復調を受けて、日本の財政状況も改善している。名目成長率が名目利率を上回り、名目国内総生産（GDP）が増えたことで税収が伸び、財政収支赤字の対GDP比、総債務残高の対GDP比は改善している（注1）。

ただし、安倍首相が強調するように「道半ば」というのも正しい。アベノミクスを「デフレからの完全脱却を達成し経済再生を果た

### 〈目次〉

- I. 日本経済の現状
- II. 経済危機後のマクロ経済政策の進化
- III. アベノミクス再起動に向けて

すプロジェクト」と捉えるならば、現状は（継続的に物価が下がるという意味で）「デフレではない状況」までは来たが、完全脱却には至っていない。ここで完全脱却というのは、日銀が設定する物価上昇率2%を一時的ではなく、安定的に（例えば2年以上）達成することと定義しよう。この意味で、1990年代から日本を苦しめてきたデフレ・レジームからのマイルド・インフレ・レジームへの転換は未完成に終わっている。

その理由としては財政政策の大小の緊縮が大きい（日銀2016）。本来、アベノミクスは「三本の矢」からなる。しかし、第二の矢であるはずの財政政策は、2013年こそ拡張的であったものの、それ以降は2014年4月の消費税増税に代表されるように緊縮的に推移している。その後、消費税増税は今のところ2019年10月まで先送りされているが、小さな増税が矢継ぎ早に進行中である。また社会保険料はそもそも逆進的であり、その増額も効いている（注2）。

世界経済に目を転じると、3点注目点がある。第一に、米国、イタリアを除く欧州、そして中国経済の回復が続いてきた。ただし、日本は完全にそれを生かし切れていたとはいえない。世界経済の回復はどこまで続くのか。これから先は世界経済もある程度の景気後退を覚悟しなくてはならないという意見もあり、日本経済にとっては向かい風が吹くかもしれない。第二に、最近の世界経済の話題は、2017年は金融危機ほっ発の10周年であった。

来年はリーマンショック10周年がやってくる。次の金融危機への備えは十分か。第三に、米英の中央銀行が出口を模索する中で、特に米英では問題関心が変わってきている。次なる経済危機、景気後退にいかにも備えるか。こうした変化がマクロ経済政策にも及んでいる。次節ではそれを見ていこう。

## ■ II. 経済危機後のマクロ経済政策の進化

2007年からの金融・経済危機後、マクロ経済学、マクロ経済政策については静かな変化が起きている。今回の危機は第二次大恐慌の到来を未然に食い止めたこともあり、経済学の世界での変化は革命的なものではない。もっともケインズ革命ですら、実態はそれまでの経済学の発達によっているという考え方もあり、そもそも危機の後に経済思想の大変革が突然起きるわけではないのかもしれない。しかし、変化は静かながらも着実である。

### 1. 二分法の見直し

そうした変化を一言でいえば、経済学において重視されてきた二分法の見直しといえよう。第一に、金融危機の到来で名目値と実質値の二分法への見直しが加速している。名目値は実物経済に大きな影響を与えうる。特に物価、資産価格、為替レート、債務は経済の実質的な成果に影響を及ぼす。こうした要因を取り組んだ経済モデルは経済危機前から存

(表1) 経済危機前後でのマクロ経済政策の変化

	経済危機前の世界	経済危機後の世界
特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気循環</li> <li>・正常化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期停滞（低金利、低インフレあるいはデフレ、低成長の持続）？</li> <li>・履歴効果？</li> </ul>
政策目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフレ目標</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・目標インフレ率引き上げ、物価水準目標、名目GDP水準目標？</li> </ul>
政策手段	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融政策中心</li> <li>・金利政策中心</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・非伝統的金融政策（フォーワード・ガイダンス、量的緩和、マイナス金利政策、イールドカーブコントロール）</li> <li>財政政策の復権</li> <li>・金融政策と財政政策の融合（シナジー）</li> <li>ヘリコプターマネー</li> </ul>
政策機関のガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中央銀行の独立性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独立性の見直し</li> <li>・統合政府？</li> <li>・財政ルールの設定？</li> <li>・独立財政機関？</li> </ul>

(作成) 筆者

在したが、経済危機後にはマクロ経済モデルの大きな潮流となっている（Reis 2017；田代2017）。第二に、景気循環と経済成長の二分法についても見直しが進んでいる。経済学の世界では、好況と不況といった景気循環と、長期的な経済成長を切り分ける考え方がある。しかし、金融・経済危機後、現実の経済成長率がそれまでの潜在成長率（経済の資源が最大限に利用された時の成長率）に達せず、むしろ潜在成長率が引き下がる傾向が見られた。逆に、現実の経済成長率が上がると潜在成長率は上がる傾向にある。2015年、ラリー・サマーズ（元米国財務長官・ハーバード大学教授）が提唱した長期停滞論は、この二分法に挑戦したものである。彼は、金融・経済危機後に潜在成長率を下回る低成長が持続すると論じ、それを説明する要因としては好況・不況の持つ履歴効果を挙げた。これはもともとサマーズらが1970年代に提唱した概念だが、不況によって離職ないしは就職できない労働者の人的資本が減る影響が持続すること

を指している。加えて、企業の投資が減ることが技術革新の停滞をもたらすという「停滞の罫」（Benigno and Wren-Lewis 2017）の概念も提唱されている。

## 2. 財政政策の復権と金融政策との融合

マクロ経済政策のあり方については、端的に言えば2007年からの経済危機後の新たな合意事項を模索しているとまとめられるだろう。そうしたまとめとしては、2017年10月、米国ワシントンDCにあるシンクタンク、ピーターソン国際経済研究所で開催された会議「マクロ経済学再考」で発表された論文が参考になる。そこでは、オリヴィエ・ブランシヤール（元IMFチーフエコノミスト、現ピーターソン国際研究所研究員）とサマーズの論文やベン・バーナンキ（前FRB議長、現ブルッキングズ研究所研究員）らが寄稿している。それをまとめると、表1のようになる。

経済危機前の合意は以下のようなものだった。第一に、かつては景気循環で不況に陥っ

---

てもやがては正常化するという合意があった。第二に、危機前の政策目標といえど何といってもインフレ目標であった。第三に、マクロ経済政策の手段はインフレ目標の設定と軌を一にして、金融政策、それも金利操作政策であった。第四に、政策担当機関としては金融政策を担当する中央銀行の役割が主となり、この中央銀行の賢明な運営のために中央銀行の独立性が有用であると考えられたのである。こうした合意が形成されるにあたっては、かつての経済危機、すなわち1970年代に世界各国が経験した大インフレの影響が大きい (Blanchard and Summers 2017)。当時の課題は高インフレの鎮圧であり、緩和的マクロ経済政策、とりわけ金融政策の行き過ぎが原因とされた。そして高インフレの鎮圧には金融政策の自主性を保証することが望ましいと考えられたのである。

しかし、新たな経済危機はまた新たな合意、あるいは正確にいうと次なる合意の種を作り出す。経済危機後の事情は変わった。第一に、今でこそ世界経済は回復基調にあり長期停滞論は後退しているものの、インフレ率は各国中央銀行の設定する目標インフレ率2%に届かず、低金利状態が続いている。長期停滞論の提起した問題は消え去ってはいない。第二に、政策目標としてはインフレ目標の次が課題になっている。インフレ目標の改善として、ブランシャールやポール・クルーグマン (ニューヨーク市立大学教授) は、目標インフレ率の4%程度への引き上げを提唱している。

また、物価水準目標、あるいは名目GDP水準目標も議論されている。ことに興味深いのはバーナンキの提案である。彼はゼロ金利のときには物価水準目標に切り替えることを提唱している。

第三に、政策手段については、経済危機後に政策金利がゼロの近傍に張り付いたこともあって、まずは非伝統的金融政策が試され、現在でもそれが継続している。また、財政政策は重要なマクロ政策の手段として復権を遂げた。ゼロ金利下では財政政策の乗数効果が増大するという研究もあり (Auerbach 2017)、むしろ危機後の過度な緊縮政策が長期停滞の原因ともみなされた。そこから、デフレの危険も伴うときに必要な経済政策は金融政策と財政政策を融合 (シナジー) させることであるという意見も出ている (注3)。ただし、具体的な融合のあり方は様々なものがありうる。政府が国債を発行して財政支出を増やす、その一方で市場で中央銀行が国債を購入するのも一形態であるし、中央銀行が国債を直接引き受けるのも、中央銀行が直接家計にマネーを配布するヘリコプターマネーも一形態である (Bernanke 2017a, Turner 2015) (注4)。第四に、中央銀行の独立性については、見直しの議論が高まっている。そもそも高インフレへの備えが中央銀行の独立性を必要としたのであれば、低インフレ、あるいはデフレの懸念が高まっている状態では必要なのは財政政策と金融政策の融合であるから、中央銀行の独立性は不要であるどころ

かかえって危険、という議論もある (Eggertsson 2013)。ただし、日本の経済論壇では独立性というときに目標の独立性と手段の独立性を区別しないことが多いが、欧米ではその区別はきちんとなされている。重要なことは中央銀行の独立性そのものに価値があるわけではなく、重要なのは経済を適切に運営することにある。

### 3. 量的緩和政策への批判に答える

量的緩和政策 (QE) はこれまで大きな批判にさらされてきた。この批判については「新時代の金融政策」と題されたバーナンキの論文 (Bernanke 2017b) が参考になる (注5)。

- ① 効果がないのではないかとすでに効果があることは実証済みである。
- ② 副作用があるのではないかとインフレ率は低く、金利も急騰していない。
- ③ バブルを引き起こすのではないかと金融緩和政策によって資産価格が上昇するのは経済のファンダメンタルズの変化なので当然。問題はそうしたファンダメンタルズの変化以上の上昇が起きているかどうか。これは検証するのは難しいが、米国の場合はすでに3年前から資産購入の増加をやめているのでバブルが起きているとしたら極めて時間的ラグが長いと考えざるをえない。また、仮にバブルであると考えたとしてもバブル潰しのコストはベネフィットよりも大きい (Svensson 2017)。

- ④ 金融市場を「歪める」のではないかとよくある批判だが、「歪める」の意味が不明である。むしろ、経済には価格と賃金の硬直性や独占的競争や市場の摩擦から生じる歪みがある。金融政策は完全雇用と物価の安定と統合的な金融環境を作り出すために、経済の歪みを「正す」政策である。
- ⑤ 所得分配の格差を拡大するのか？確かに資産価格が上がるので資本所得は増えるかもしれないが、一方で (米国の場合) 住宅を資産として抱えている大部分の人たちの資産を増やし、金利支払いを減らす。なによりも失業を減らして人々の賃金、所得を増やすので、平等化効果もある。
- ⑥ 長期金利が急激かつ予想外に上昇すると中央銀行の資本が毀損するのではないかと中央銀行は時価会計を取っていないので損失がすぐに計上されるわけではない。それよりも経済が回復することで通貨発行益が入るし、政府税収も増える。社会全体への便益は中央銀行の財務コストをはるかに上回る。

以上からわかるように、バーナンキは名目値の重要性を認識し、統合政府の観点から中央銀行を捉えている。また、量的緩和政策をはじめとする非伝統的金融政策は、危機後も金融政策の道具として残っていくと考えられる。その時には非伝統的、という形容詞はふさわしくなくなるだろう。

### ■ Ⅲ. アベノミクス再起動に向けて

現時点で危機後のマクロ経済政策に完全な合意が形成されていくわけではなく、政策担当者、経済学者が模索をしている最中といえるだろう。しかし、現在論じられていることは日本の政策の方向を考えるうえでも極めて有用である。なお、世界でのマクロ経済政策の見直しには、1990年代からの日本の経験が大いに関連している。今回の危機が起きるまで日本の「失われた20年」は例外と捉えられてきたが、現在では長期停滞の前哨、先駆けとして捉えられることが多い<sup>(注6)</sup>。そして、日本もまた今回の危機での欧米の経験から学べることは多い。

アベノミクスを再起動するには何が必要だろうか。現在は雇用情勢が良くなっているのに、財政側で極度の引き締めがなく、海外情勢が危機に陥らなければ、徐々にマイルド・インフレに持っていくことは可能かもしれない。しかし、現時点で必要なのは現行の政策で安心することではなく、マイルド・インフレ・レジームを積極的に再建することである。その観点からアベノミクスを再起動する必要がある。

#### 1. 金融政策：財政政策との融合とコミットメントの強化

理論的に整理すると、リフレーション政策

の理論的基礎は次の3つある。

- ① クルグマン提案。インフレ目標設定、金融緩和、一時的には財政政策が必要。
- ② バーナンキ提案。インフレ目標、あるいは物価水準目標設定。金融緩和による財政政策 (money-financed fiscal policy)。財政政策とのシナジーを強調。シムズの物価の財政理論は結論的にはこの同類とみなすことができる。
- ③ スヴェンソン提案。物価水準目標に応じた為替水準ターゲット。そのもとの金融緩和。

これをレジーム転換の観点から読み直したのが、日本銀行副総裁岩田規久男の理論であり、具体的にはここまでの日銀の対応は①が主体と考えられる。そこからさらにデフレ脱却を目指すならば、②、③を検討することになる。なお、どの提案も物価、為替レートといった名目値に注目していることは重要である。そして②、③ともに現状では政府との協調が不可欠である。

以上を踏まえると、今後の金融政策は政府との緊密な連携が必要である。そもそも日本銀行法は、第4条で「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」とうたっている。この精神からして、政府との緊密な連携は常に日銀の金融政策の基本であるべきだが、経済

危機後のマクロ経済政策の議論を踏まえても、特に政府と日銀との緊密な連携が必要になる。より具体的には、次の2点が考えられる。

#### ① 目標の進化

最も望ましいのは名目GDP水準目標である(注7)。そしてその下地はすでにできている。安倍首相は2020年までの600兆円達成を宣言している。これを改めて名目GDP水準目標として正式に宣言することが可能である。すでにみたように名目GDP水準目標についての注目が集まっているので、インパクトは大きい。ただし、そのためには日銀単独ではできず、2013年1月の政府と日銀との共同声明の見直しが必要。そのもとで、政府と日銀がコミットする形になる(注8)。

#### ② 日銀法の再改正

共同宣言の精神を生かすためにも、日銀法の再改正が考慮に値する。1998年の改正からすでに20年が経過しているし、当時は長期デフレを想定していなかったこともあって、その後の日銀の金融政策運営の迷走の原因ともなった。なお、政府との協調が必要とされる時代には、再改正は中央銀行としての日銀の「手段についての独立性」を明確化するから日銀にとっても有用である(注9)。

## 2. 財政政策：緊縮から積極財政への転換

レジームの再建には積極財政への転換が必要である。第一に、前回の消費税増税がマイ

ルド・インフレ・レジームへの転換を毀損したとしたら、現時点で最も効果的なのは消費税減税、あるいは、名目GDP600兆円目標に到達し安定的な成長経路に乗るまでの増税凍結である。仮に増税を前提とする場合には、それ以上の政府支出が必要になる(注10)。

第二に、政府支出の用途としては、需要拡大、成長促進、貧困撲滅の一石三鳥が可能である。カギは「広い意味でのインフラ、未来への投資」である。具体的には次のものが考えられる。

- ① インフラ投資：社会インフラには継続的な補修が必要になるので、むしろ重要なのは継続的な支出へのコミットメントである。省庁の自動車買い替えなども小さなアイテムだが有効だろう。
- ② 教育：大きなアイテムは教育無償化だが、学校へのクーラー設置、PC買い替え・普及、図書館の充実など小さなアイテムでも効果はある。
- ③ 科学技術振興：日本の科学技術力の低下は目を覆うばかりであり、中国、韓国、他の先進国の後塵を拝している。これは安全保障上も問題である。ノーベル医学・生理学賞受賞者である京都大学山中伸弥教授の研究室も資金不足に苦しんでいるのは信じがたい(注11)。
- ④ 防衛費：現時点では最も優先度が高い。③と関連して、現在の戦争はサイバー、宇宙、宣伝が戦場であり、ますます科学技術戦の様相が強くなっている。サイバ

一セキュリティは民間にとっても喫緊の課題であり、金融危機の原因ともなりかねない。

- ⑤ 貧困対策：アベノミクスのもとで貧困状況に改善はみられるとはいえ、20年のデフレ不況の傷跡は深い。特に子供の貧困は深刻であり、三度の食事を欠く子供の存在は嘆かわしい。例えば、貧困層の子供に食事を直接供給するのも一案である。

第三に、よく財源についての懸念があるが、アベノミクスのもとで財政状況が着実に改善していることを考えればデフレから脱却するまでは懸念するに及ばないというべきである。むしろ財政再建を懸念するとデフレからの脱却と経済再生を頓挫させかねない。

### 3. 成長政策：予算措置と政策イノベーション

金融・財政政策と連動させて、成長政策も改善が可能である。第一に、各種の規制緩和が重要であるのは当然としても、これまでの規制緩和論は「予算のかからない」緊縮政策と関連しすぎたきらいがあった。むしろ「未来への投資」という観点から「予算を伴う実効性のある成長政策」へと転換し、財政政策と成長政策の融合を進めるべきだろう。第二に、「停滞の罫」についての最近の研究が正しければ、マクロ経済政策は成長政策も支えするはずである。興味深いことに、日本の潜在成長率は景気循環と正の相関関係があ

り、近年日銀の推計でも上昇している。第三に、民間部門にイノベーションが必要であるように、政府部門には政策イノベーションが必要である。日本は課題先進国ではなく、政策後進国である。「失われた20年」で遅れに遅れた日本の各種政策を世界標準のものに見直すだけで、日本に成長余地はある。よくいわれる少子高齢化の影響は、それほど大きくない（これからの20年くらいで、マイナス0.2から0.5%程度である）。日本にキャッチアップと成長の余地は十分にある（若田部2015）。

世界に課題は山積している。そうした課題に取り組むためにも、日本はデフレからの完全脱却と経済再生を果たさなければならない。今は、20年近く継続してきた日本がデフレから完全に脱却する最大かつ最後のチャンスである。このチャンスを逃さずにアベノミクスを強化し完遂すべきである。

#### 〔参考文献〕

- ・ Auerbach, Alan J. 2017. "Fiscal Policy." Paper presented at Rethinking Macroeconomic Policy.
- ・ Benigno, Gianluca, and Luca Fornaro. 2017. "Stagnation Traps". [http://personal.lse.ac.uk/benigno/stagtraps\\_march2017.pdf](http://personal.lse.ac.uk/benigno/stagtraps_march2017.pdf)
- ・ Bernanke, Ben S. 2017a. "Some Reflections on Japanese Monetary Policy". [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/05/es\\_20170523\\_bernanke\\_boj\\_remarks.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/05/es_20170523_bernanke_boj_remarks.pdf)
- ・ ——. 2017b. "Monetary Policy in a New Era". Paper presented at Rethinking Macroeconomic Policy.
- ・ Blanchard, Olivier, and Larry Summers. 2017.

- “Rethinking the Stabilization Policy. Back to the Future”. Paper presented at Rethinking Macroeconomic Policy.
- ・ Eggertsson, Gauti. 2013. “Fiscal Multipliers and Policy Coordination,” in Luis Felipe Céspedes and Jordi Gali (eds.), *Fiscal Policy and Macroeconomic Performance*, Central Bank of Chile, Chapter 6, 175-234, 2013, [http://si2.bcentral.cl/public/pdf/bancacentral/pdf/v17/Vol17\\_175\\_234.pdf](http://si2.bcentral.cl/public/pdf/bancacentral/pdf/v17/Vol17_175_234.pdf).
  - ・ Reis, Ricardo. 2017. “Is something really wrong with macroeconomics?” <http://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/17-wrong.pdf>
  - ・ Svensson, Lars. 2017. “Cost - benefit analysis of leaning against the wind.” *Journal of Monetary Economics*, 90 : 193-213.
  - ・ Turner, Adair. 2017. Turner, Adair (2015), *Between Debt and the Devil : Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton : Princeton University Press. (高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔』日経BP社、2016年)
  - ・ Yellen, Janet. 2017. “Opening remarks : The Federal Reserve monetary policy toolkit : Past present and future.” Economic Policy Symposium - Jackson Hole.
  - ・ Williams, John C. 2017. “Preparing for the Next Storm : Reassessing Frameworks & Strategies in a Low R - Star World,” Remarks at the Shadow Open Market Committee, New York, New York, May 5th, 2017.
  - ・ Wren - Lewis, Simon. 2017. “Why recessions followed by austerity can have a persistent impact,” *Mainly Macro*, July 12, 2017.
  - ・ 安達誠司. 2017. 「日本経済は本当にデフレから脱却しつつあるのか? 意外な検証結果」現代ビジネス、2017年5月18日。
  - ・ 沖本竜義. 2017. 「日本における期待インフレ率の変遷」『経済分析』193号、197 - 225頁。 <http://www.esri.go.jp/jp/archive/bun/bun193/bun193i.pdf>
  - ・ 鯨岡仁. 2017. 『日銀と政治 暗闘の20年史』朝日新聞出版。
  - ・ 田代毅. 2017. 『日本経済 最後の戦略』日本経済新聞出版社。
  - ・ 豊田永康. 2017. 「ネイチャーの「日本の研究力失速」記事と研究開発費9千億円上積みニュース」ある医療系大学長のつぼやき、2017年4月26日。 <http://blog.goo.ne.jp/toyodang/e/28ce2f95f9d40d860e07adc325bc11e3>
  - ・ 日本銀行. 2016. 「[量的・質的金融緩和] 導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」。 [https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160921b.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf)
  - ・ 原田泰・片岡剛士・吉松崇編. 2017. 『アベノミクスは進化する：金融岩石理論を問う』中央経済社。
  - ・ 吉松崇. 2017. 「中央銀行の出口の危険とは何か」原田泰他編『アベノミクスは進化する：金融岩石理論を問う』中央経済社、第9章。
  - ・ 若田部昌澄. 2015. 『ネオ・アベノミクスの論点』PHP新書。
- (注1) 実際には政府は債務だけでなく資産も有しており、純債務は小さくなる。また、日銀による長期国債の保有が続く限り政府と日銀を連結した統合政府で見た時の負債はさらに小さくなる。
- (注2) きわめて重要な課題にもかかわらず、日本における金融政策のレジーム転換についての研究は少ない。沖本(2017)は日本における期待インフレ率の動向が金融政策のレジームと強い関係にあることを示し、2013年初頭からの量的質的金融緩和(QQE)がデフレ脱却に貢献したことを明らかにしている。ただし、この研究では2014年4月の消費税増税の影響は考慮していない。安達(2017)は、インフレ率の変化が企業や家計に徐々に浸透していく過程をロジスティック曲線で近似した平滑推移(LSTAR)モデルを用いて、消費税増税の

影響も考慮している。結論として、①QQE前後に「インフレ・レジーム」に転換したこと、②2014年にレジームにある確率は大きく低下したが、その原因として消費税増税が考えられること、③2014年10月の「ハロウィン緩和」以降の円安でインフレ・レジームに復帰したこと、④2016年第一四半期以降、円高と原油価格の下落で再びインフレ・レジームの確率は下がったものの、⑤2016年第四四半期以降は円安と原油価格の下げ止まりで再びインフレ・レジームに復帰しつつあること、を明らかにしている。

(注3) Yellen (2017) が金融政策による安定化に自信を示している一方で、Bernanke (2017) は金融政策だけの安定化政策には楽観的ではない。これは Williams (2017)、Blanchard and Summers (2017) も同様である。ただし、これは金融政策の無効を意味するものではない。

(注4) 今回の金融危機が示したように、中央銀行の「最後の貸し手機能」には財政政策としての側面が強く、これは財政政策と金融安定化政策との融合の事例と考えられる。

(注5) 日銀の金融政策に向けられた批判に対する反論としては、原田他編 (2017) が有益である。特に出口において日銀の資本がどうなるかについては、吉松 (2017) が明快かつ詳細な整理をしている。

(注6) 日本の一部メディアでは、クルーグマンやバーナンキが日本に対して「謝罪」したかのような文脈でとらえられることがある。しかし、彼らの真意は日本のようなひどい事態が自国でも起きたことに対する反省であり、決して日本の失敗を免罪しているわけではない。

(注7) GDP統計は、集計に時間がかかることや速報値と確定値に誤差が大きいといった技術的な問題はあつた。しかし、2020年までの600兆円目標は中長期の目標であるので、問題は大きくないと考えられる。また月次GDP推計で代替するなど短期的な運用は工夫ができるだろう。

(注8) 現在一部で取りざたされている1%への目標インフレ率の引き下げ論はデフレ脱却の観点から

して危険である。ここまでのアベノミクスの成果は、旧日銀が0%程度としていた目標インフレ率を2%に引き上げたことの結果と考えられる。また、安達 (2017) は、マイルド・インフレ・レジームのもとでの最適インフレ率は1.9%と算出している。さらにかりに引き下げをすると、アメリカ連邦準備制度理事会、欧州中央銀行、イングランド銀行など海外の主要中央銀行は公式には2%を目標としているから、日本経済には恒常的なデフレ圧力がかかることになる。すでにみたように海外での議論は引き上げ論が主流である。ただし、日本では変更にはいづれにせよ共同宣言見直しが必要になるだろう。

(注9) 具体的な内容については、2012年4月27日に自民党財務金融部会でまとめられた「日本銀行法の一部を改正する法律案」(通称自民党案) がたたき台として極めて参考になる(鯨岡2017)。その内容は以下の通りである。

- ① 物価変動率(物価安定化)目標の明文規定。これは共同宣言の精神を法的に明確化するうえで必要。これによって、物価安定化が具体的にになるし、ありうべき中央銀行独立性を達成できる。
- ② 金融政策の目的として雇用の安定への言及。
- ③ 政府及び国会に対する説明責任の制度化。
- ④ 日銀総裁、副総裁、審議委員の解任権。
- ⑤ 物価変動率にかかわる目標の達成を目的とする外国為替の売買。

以上に加えて、国会同意人事における衆議院の優越原則の確認も検討すべきだろう。

(注10) その支出規模については2%のインフレに持っていくためにはGDPギャップでみてさらに4%程度のプラス(20兆円程度)が必要になる。

(注11) 日本の科学技術力を韓国なみに挽回するための予算は、専門家によれば7,500億円程度である(豊田2017)。

