

## アベノミクスの真価

日本銀行は2013年4月から大胆な金融政策、量的・質的金融緩和(QQE)政策を行っているが、にもかかわらず物価は2%の目標を達成できず、景気も一本調子には改善していない。

ただし、雇用は継続的に改善し、消費も2016年後半からは伸び、財政赤字も大幅に縮小している。

2013年3月の失業率は4.1%であったが、18年8月には2.4%となっている。

GDP統計の中の実質民間最終消費支出は、13年1~3月期に比べて、18年4~6月期には1.6%増加していた。

消費税増税の影響での伸びが小幅であるが、消費税増税がなされず、その増税分8兆円分が消費に回っていたとすると、13年1~3月期に比べ、18年4~6月期には4.3%増加していたことになる。

この間、実質GDPは6.7%増加し、名目GDPは、13年1~3月期の498兆円から18年4~6月期の553兆円へと11.0%の増加となった。

一般政府財政赤字の対GDP比率は、12年度の8.3%から16年度には3.4%と低下した。

消費者物価上昇率(生鮮を除く総合)は、13年3月度対前年比マイナス0.4%から18年8月のプラス0.9パーセントとなった。

生鮮・エネルギーを除く総合では、マイナス0.7%からプラス0.4%となった。

物価はデフレ基調を出してはいるが、2%の目標を達成できていない。

QQEは、効果はあったが当初期待していたほどの効果はなかった、ということだろう。

そこで、以下のような疑問が生じる。

大胆な金融緩和政策を行っているにもかかわらず、なぜ経済の回復が遅いのか。

人手不足なのに、なぜ物価も賃金も上がらないのか。

企業はなぜデフレ的な行動しか取れないのか。

利益も雇用者所得も上がっているのに、なぜ投資も消費も伸びないのか。

為替が下がっているのに、なぜ輸出が伸びないのか。

公共投資や減税の景気刺激効果は小さいのに、なぜ消費税増税の景気抑圧効果は大きいのか

また、大事なのは金融政策ではなく、生産性を引き上げる成長戦略である、

生産性を引き上げないとデフレ脱却はできないと言う議論がある。

さらに、QQEが長期化するにつれて喧伝されているようになった、

QQEには限界がある。

銀行の金融仲介機能を低下させ、かえって金融緩和効果を抑圧する。

出口は危険である---物価上昇が見えるようになってからの金融緩和政策の縮小、

正常化で金利が高騰し、

日銀の財務、政府の財務、金融機関の損益に過大な負担を与えると言う議論もある。

本書の考察により、次のことが明らかになった。

量的・質的金融緩和(QQE)は、経済を持続的に改善していること、物価上昇を妨げる様々な要因を超えて、確実に物価を引き上げていること、QQEの副作用と言われているものは誤認であり、そのようなものはないということである。

デフレから脱却し、経済を成長軌道に乗せるために金融政策を用いると言う考え方をする人々は、リフレ派と呼ばれている。

日本では、なぜ金融政策は無力で、物価を上げることも実質成長率を高めることもできない、と言う考え方が、エコノミスト、経済学者の間で根強く、リフレ派の考えは異端のように見なされている。

しかし、世界的に見れば、リフレ派の考えこそが主流である。

世界的なベストセラーとなっているハーバード大学のグレゴリユー・マンキューの経済学の教科書には、

金融政策は、名目変数（名目 GDP、物価、為替レート）に影響を与え、短期においては、実質変数（実質 GDP、生産、雇用）に大きな影響を及ぼすと書いている。

すなわち、金融政策によって2%の物価上昇率目標を達成し、かつ、短期的には（短期といってももう5年以上続いている）実質 GDP や雇用を拡大させることができるということである。

現在「あなたは物価は下がった方が良いと思っているデフレ派ですか」と問われて「はい、そうです」と答える人はいないと思う。

そういう意味ではいまは全ての人がリフレ派であると思う。

### 大胆な金融緩和にもかかわらず、物価はなぜ上がらないのか

量的・質的金融緩和政策(QQE)で実質成長率が高まり、雇用が継続的に改善し、初期には物価も2%に向けて反転した。

大胆な金融緩和政策 + 拡張的財政政策でインフレ期待が高まり、生産と物価がともに高まった。

ただ、2014年の消費税増税などからインフレ期待が低下し、その後、実際のインフレ率も伸びなやんだ。

2%の物価目標実現には、インフレ期待を高めて安定させる必要がある。

そのためには、金融緩和政策が必要不可欠である。

### 労働需給が逼迫しても賃金と物価が上がらないのはなぜか

深刻な人手不足が叫ばれるようになっているにもかかわらず、賃金も物価も上がらず、2%の物価上昇率の目標達成が難しいのは何故かと言う議論がある。

しかし、この議論は、より根本的な観点を見逃している。

現場程度の労働需給の引き締めでは、賃金や物価の十分な上昇には力不足と言う点だ。

だが、今後もアベノミクスによる景気回復が続く中で、

失業率はさらに低下し、賃金や物価の上昇を押し留めている要因は解消され、

賃金、物価は近い将来上昇し始める。

### 企業行動はなぜデフレ的なのか

企業がデフレ的な価格設定行動を続けるのはなぜか。

デフレ期に定着した価格を据え置くと言う企業の「ノルム(規範・基準)」は根強い。

製造業はグローバルな競争に直面しており、サービス業は価格を据え置き賃金を抑制している。

しかし、超過需要状態を続けていれば、

やがて賃金が増加してサービス価格も上昇し、

いずれデフレの「ノルム」から脱却できる。

宅配便等の値上がりの動きは、新しい「ノルム」の形成を示唆している。

### 所得が伸びても支出が伸びないのはなぜか

企業収益の改善や家計所得の増加が見られる中、投資や消費は、これらの収入対比でごく穏やかな伸びにとどまっている。

設備投資が企業収益ほどではない理由として、企業の期待成長率が低迷しているなどの議論がある。

消費の弱さについては、社会保障の将来に対する不安があるからなどの議論がある。

しかし、いずれの要因も弱まり、今後、利益に応じて投資が伸び、所得に応じて消費が伸びるようになることを示す。

### なぜ、為替が下落しても輸出数量は伸びなかったのか

#### 一 為替レートの変動と経済安定性の議論 一

QQE 後、円安となったにもかかわらず、輸出の増加は限られている。

このような状況で円安はむしろ実質消費を減らすとの指摘も見られる。

ここでは、

- ①為替下落にもかかわらず、なぜ輸出が伸びなかったのか？
- ②日本の輸出比率は低いのに、なぜ日本の景気は為替や世界経済の影響を大きく受けるのか？
- ③なぜ日本の為替は安定していないのか？

の3つの問いを分析する。

分析の結果、これらの懸念は払拭され、輸出回復し、景気は安定し、為替自体も安定するようになることがわかった。

### 消費税率引き上げの影響が予想外に大きかったのは何故か

消費税率が引き上げられた後、日本の景気は落ち込み、消費者物価上昇率も鈍化した。8兆円規模の消費増税に対して、5兆円規模の減税と公共投資が打ち出されたが、その効果は限定的である

これまで、その理由として、増税が永続的であるのに、公共投資は一時的であること、公共投資や減税の乗数効果の低下、政策ラグなどによる増税と財政支出のタイミングのズレなどが指摘されている。

以上の検討を通じ、真の理由を明らかにする。

### 生産性が上がると物価は上がるのか

生産性が上がらないと賃金が上がらず、賃金が上がらないと物価も上がらないと言う主張がある。

生産性が上がると、実質賃金が上昇して国民の経済厚生が高まる。

しかし、生産性が上がると単位労働コストが低下して、物価には下落圧力がかかる。

生産性上昇とともに物価が上昇していくためには、金融緩和を継続するとともに、新しい製品やサービスに対する需要の発生や生産性を高める設備投資の増加などを通じた事業の拡大が必要である。

### 金融緩和政策に限界はあるのか

- ① 一部金融機関は国債を手放さないで、国債買い入れには限界がある
- ② マイナス金利は、金融機関経営を悪化させ、金融機関の金融仲介機能を弱め、かえって緩和効果を阻害する
- ③ 金利低下が社会保障制度や民間年金に悪影響を及ぼすなどと言う QQE に限界がある

と言う議論がある。

しかし、QQE に限界は無い。

QQE 限界論は、マクロ経済への影響よりも、特定の業界への悪影響を述べているだけである。

デフレを許容したが故に、QQE が求められているのであり、QQE を批判するのは的外れである。

### 債券市場の機能と金融政策の誤解

QQE には根深い批判がある。

その中には、

- ① 債券市場の価格発見機能を阻害する。
- ② 金利を低位に押さえつけることで、債券市場を歪め、長期的に過度のインフレをもたらす。
- ③ イールドカーブをフラット化させ、国内投資機会を喪失させて、邦銀の外貨調達コストを上昇させる。
- ④ 国債市場を不安定にして金利急騰リスクを高める。
- ⑤ 金融緩和によって生じる低金利は、将来の需要を前倒しするだけである。

という批判的な議論がある。

しかし、これらの議論は、いずれも根拠がない。

### 成長戦略で成長率を高めることができるのか

金融緩和政策は小手先の政策であり、成長戦略こそが真の採用すべき政策と言われる。

もちろん、長期的に成長率を高める戦略があるなら、それをすべきである。

しかし、ここで3つの疑問がある。

- ① 成長戦略と金融政策・財政政策は相互に相反する政策なのか。
- ② 成長戦略でどれだけ高い成長もたらすことができるのか。
- ③ 実際に行われている、あるいは行われようとして成長戦略は、十分に高い成長をもたらすものか、

という疑問である。

### 金融緩和政策で銀行経営は苦しいのか

QQE の副作用で銀行経営が悪化するという議論がある。

しかし、これは QQE の故では無い。

日本の貯蓄投資バランスを見ると、非金融法人部門は貯蓄増加でマクロ的に見れば借りる必要がない。

日本の上場企業の半分以上が無借金である。

日本の低金利は低成長とデフレの結果である。

QQE が銀行の経営を困難にしていると言うよりも、経済構造の変化で賃金の需給構造が変わり、銀行が変化に応じ出来なくなっていることが、経営困難の主因である。

### 日銀の「出口」が政府財政と金融機関収益に及ぼす影響

出口とは、金融緩和を取りやめ、金利を引き上げ、日銀のバランスシートを縮小することである。

その影響を①日銀、②財政、③金融機関、に分けて考える。

- ① 日銀が赤字になっても、原理的に、物価や金利に対して何の影響もない。
- ② 出口までは財政収支が改善する。ただし、出口において金利が上昇するので、財政改善は永久には続かない。
- ③ 出口までは、金融機関の貸し倒れ損失は明らかに減少する。

一方、金融機関の金利リスクには負の影響を与える。常識的には、信用コストは金利リスクより大きいので、金融機関経営へのインパクトはプラスと考えられる。

以上、QQE から出口までのすべての影響考えれば、いずれの主体にも QQE はプラスの影響を与える。