

アベノミックスの最も中核をなす

金融緩和政策(リフレーション政策)の内容は、岩田規久男(現・日銀副総裁)、山本幸三(自民党衆議院議員)、中原信之(元・日銀審議委員)、高橋洋一(元内閣参事官)、本田悦郎(内閣官房参与)、浜田浩一(内閣官房参与)らが育てあげたもの。

リフレ政策とは、人々の「デフレが続く」という予想を、日銀による大規模な金融緩和策によって「今後は穏やかなインフレの状態が生じる」という方向に転換させ、投資と消費を喚起し、失業率を低下させ、景気を回復させる政策の総称である。

アベノミックスは、「大胆な金融緩和政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の3つの経済政策からなっている。

1 つ目の「大胆な金融緩和策は、需要（消費と投資）不足に陥っていた景気を金融政策で回復させようとするものである。

2 つ目の「機動的な財政政策」も、政府・財務省が実施する財政支出や減税によって、「総需要」を回復させるための政策である。総需要とは、一般家庭（家計）、企業、政府の3者が、その年に支出した消費と投資の合計額のことである。

3 つ目の「民間投資を喚起する成長戦略」は、需要に働きかける「金融緩和策」「財政政策」と違い"現在の"景気を直接回復させるための政策では無い。これは、企業の供給力（モノを生み出す力/生産性）を高めて、将来の日本の経済成長力、潜在成長力をかさ上げしていこうとする政策である。

テレビのニュースや新聞では、アベノミックスにおける「金融緩和策」と「財政政策」の達成目標と、「成長戦略」の達成目標の性質が違ふことを示さずに報道されている。現在における景気の話と、将来の日本における経済成長についての話が混同されているのである。一方、「成長戦略」の目的は、「日本の供給能力を増やして、将来の日本の GDP 成長率の上限を引き上げる」ことである。

GDP (国内総生産) とは何か

GDP (グロス・ドメスティック・プロダクト/国内総生産) とは、「国民が1年間に生み出した付加価値の合計金額」である。「付加価値」とは新しく生み出した価値のことで、分かりやすく言えば「粗利」のこと。単純に「国全体で1年間に追加で生み出した価値（粗利）の合計額」ととらえてもよい。

GDP には「名目 GDP」と「実質 GDP」の2種類がある。「名目 GDP」とは表面上(名目上)の GDP のことであり、「実質 GDP」とは「名目 GDP」から物価変動の影響を除いたものである。

GDP の動きが国民の生活にどう関わるかを見るには、実質 GDP の動きをみなければなら

ない。なぜなら、仮に見かけ上の名目 GDP が増えていても、物価が不必要に上昇している場合、国民の実際の生活は楽にならない。その時、実質 GDP は増加していることにはならないからである。

「現在の景気を回復させること」と「将来の日本の成長率の上限（天井）を引き上げること」は微妙な差に見えるかもしれないが、そこには決定的な違いがある。その違いを理解するためには経済学で言う「潜在成長力」と「実質 GDP 成長率」の違いを理解する必要がある。

「実質 GDP 成長率」とは、「現在の""実際の"経済成長率のことである（その時の実質 GDP 成長率を1年継続することで生み出される GDP (消費と投資の合計)が、実質 GDP である）。一方の「潜在成長力とは、「国の持つヒト、モノ、カネを総動員して、フル稼働した場合に達成可能な（概念上の） GDP 成長率の上限」のことである。「日本の生産能力の上限」「日本経済の底力の上限」だと理解しても良い（潜在成長力を1年の間にフルに発揮することで算出される GDP が潜在 GDP である）。

ここで押さえておくべきことは、「実質 GDP」は長期間にわたって、「潜在 GDP の上限」を超えることができないということである。

どの国の経済にも成長の天井、つまり潜在成長力と言う"限界ライン"がある。

しかし、実質 GDP が潜在 GDP の天井に到達していない時に、的確な金融政策や財政政策を行って総需要（消費と投資）を刺激すれば、その国は短期間のうちに（潜在成長の天井に届くまでは）実質 GDP を増やすこと（景気を回復させること）ができる。

この潜在成長の天井と実質 GDP の差を「GDP ギャップ」、あるいは「デフレ・ギャップ」という、GDP ギャップが存在する時、実質 GDP にはそのギャップ分、増加する余地が残されている。この余力がある限りは金融政策、あるいは財政政策の景気引き上げ効果は続くはずである。

アベノミクス以降、日本の実質 GDP 成長率は傾向としては上昇している。これは、これまでの日本には労働者（ヒト）も失業して余っており、生産資源と企業の生産設備（モノ）にも余裕があったからである。すなわち日本経済はこれまで潜在成長力を発揮できていなかったのである。

日本の生産能力（ヒト・モノ）に余力がある時には、金融緩和政策によって市場に追加マネー（カネ）を投入すれば、余っていたヒト・モノを稼働させることが可能になる。そうなると、日本全体の商品、サービスの供給量を増やせるし、生産とともに利益も増えてゆく。したがって金融緩和によって、実質 GDP 成長率を潜在成長力の天井まで回復させることが可能なのである。

アベノミクスの「金融緩和政策」によって、日本経済が短時間で急回復を遂げつつあるのは、こういう理屈通りに現実が動いたからである。

結局のところ、実質 GDP が潜在成長（潜在 GDP）の天井付近まで到達して（あるいは天井

を突き抜けている時が「景気の良い状態」であり、実質 GDP が潜在成長から大きく下方で停滞し、低い成長率（あるいはマイナスの成長率）しか実現できていない時が「景気が悪い状態」ということになる。

不況には 2 種類ある

1 つは、日本経済に底力（潜在成長力＝生産能力）はあるが、何らかの理由で総需要が不足し、日本はその底力（生産能力）を発揮できず、現実の実質 GDP 成長率が低下して起こる不況。これが狭い意味での不況である。

2 つは、日本の供給能力（モノを生み出す力）が低下するなど、供給面の制約から日本経済の底力（潜在成長力＝生産能力）が低下してしまい、そのために現実の実質 GDP 成長率も低下して起る不況。経済停滞と呼ばれる現象である。

どちらも「実質 GDP 成長率」が低下している（不況が生じている）ことに変わりはない。しかし、1 の「日本は本来の底力を発揮できていない」状態で不況が起っている場合、日本が何らかの政策手段（特に総需要に働きかける金融政策）を用いて本来の底力を発揮できれば、景気（実質 GDP 成長率）を短期間で回復させることができる。

一方、2 の「日本の底力（潜在成長力＝生産能力）が低下している」ために停滞が起っている場合、景気を"短期的に"回復させるために打つ手はない。なぜなら、日本の生産能力が落ち込んでいる（ヒト・モノに余力がない）ため、売るものが生産できないからである。得るものがなければ、当然利益はあげられない。利益を上げられなければ、日本の利益の合計である GDP も増えない。

「金融緩和」「財政政策」と「成長戦略」は全く別物

「金融緩和政策」と「財政政策」は、1 の不況に対応する政策なのである。

一方「成長戦略」は 2 の不況に対応するもので、民間設備投資、技術革新、自由貿易の促進、そして実効法人税率引き下げなどの構造改革によって、「日本全体の生産能力を引き上げる」と言う“中・長期的な視野”に立った政策である。

メディアの多くは、3 つの政策の関係を理解しないまま、どの政策をより重視すべきかばかりを報道している。そのため国民はいつまでも混乱したままである。

2%程度のインフレを超える不必要なインフレ（高インフレ）の兆しが明確に現れない限りは、「金融緩和」を維持することが重要である。

これまでの日本の不況が、1 の「本来持っている潜在成長力を日本が発揮できておらず、実質 GDP 成長率が低下していたために起っていた」からである。

ただし、GDP ギャップが縮まり、金融政策の「実質 GDP 成長率を伸ばす能力」に陰りが出てきたときには、何よりも「成長戦略」が必要となる。しかし政府が成長戦略を発動したからといってすばらしい技術が降ってくるわけではない。成長の原動力は、民間企業に

よる生産性向上への血のにじむような努力によって生まれるものである。

すでに日本の産業が世界の技術フロンティアの上に立つ今、政府が成長産業を育成すると言うような、昔の産業政策を繰り返す余裕もない。むしろ政府に必要なのは、民間企業の活動を阻害しないよう、様々な規制を撤廃する「規制緩和」を着々と実現して行くことである。

しかし、「成長戦略」として最も有効な具体的手段である「規制緩和」は、そもそも内在的な難題を抱えている。規制緩和を実現するには、公務員、官僚の手を借りなければならないが、規制によって利益や権威に与っているものは多くの場合、官僚である。官僚の利益を官僚によって狭めていくという困難な道筋を、規制緩和政策はたどらなくてはならないのである。

ところで、実質 GDP が潜在 GDP の天井に届くところまで成長しているときは、ヒトとモノがフル稼働しているため、失業率は限界まで低くなる。その状態を経済学では「完全雇用」と呼ぶが、完全雇用に近くなった日本経済に「成長戦略」は不可欠である。

第 1 の矢、第二の矢である金融緩和政策、財政政策は理論通りに行えば、その効果を遺憾なく発揮できるか、第 3 の矢の成長戦略を成功させるには、政府が官僚その他の抵抗勢力を断固としてはねのける胆力（ガッツ）が必要である。

景気回復のストーリー

従来、景気を回復させたいと考えた場合、日銀はまず、「銀行間取引市場」の金利（無担保コールレート翌日物）が低下するよう誘導する。ここで言う「銀行間取引市場」とは、例えば銀行(市中銀行)同士が、短期的な資金の貸し借りをを行う市場のことである。

一般の銀行同士が資金の貸し借りをを行うのは、預金の急な引き出しや預け入れなどで、短期的に手持ちの資金が少なくなったり多くなったりする状況が生じるからである。銀行同士が、銀行間取引市場で資金の貸し借りをを行う場合につけられる金利の 1 つが「無担保コールレート翌日物」である。

この金利が日銀の誘導によって下がった場合、銀行の貸し出し金利や、各種ローンなどの市場全体の金利も一緒に連動して下がる傾向にある。すると、企業や一般家庭は資金の借り入れを増やし、消費と投資に回し、景気（実質 GDP 成長率）が回復するのである。

日銀が、銀行間取引市場の金利が下がるよう誘導し、マネタリーベースを増やし、ひいては世の中に流通しているマネーの総量（マネーサプライ）を増やすのは、次のような経緯による。

1、かつては日銀が公定歩合（基本的には日銀が銀行に貸し出す金利）を下げると、銀行間取引市場（コール市場）の金利が低下した。だが現在は公定歩合ではなく、銀行間取引市場での短期金利（無担保コールレート翌日物）を、日本銀行が考える適正な水準に誘導している。

2、日本銀行がこの短期金利を誘導するための手段としては、「市場オペレーション」があ

る。銀行間取引市場で、資金を借りたいと言う銀行が、資金を貸したいと言う銀行より多い場合、銀行間取引市場で取引される資金の量が不足気味になる。そのため銀行間取引市場の金利には上昇圧力がかかる（その分、お金を借りたい銀行が資金を借り入れ辛くなる）。この金利の上昇が資金の流れを悪くし、景気回復を妨げかねないと日銀が判断すれば、日銀は銀行間市場に介入して金利を下げるべく働きかける。

具体的には、金融機関が保有する債権等（国債や社債等）を日銀が買い入れ、代わりに金融機関の当座預金口座の残高を増やし、銀行間取引市場の資金を潤沢にすることで、適正な金利水準を保とうとする（買いオペレーション）。

3、2の結果、短期的に資金が足りず困っていた銀行は、他の銀行から資金を借り入れやすくなる（結果としてマネタリーベースが増加する）。

4、通常、銀行は、一般の企業や個人に対して貸し出しなどの形で資金を運用したいと考えているので、日銀の資金供給によって、一般の企業や個人への融資が行いやすくなる。

5、それによって銀行貸し出しが（追加）行われると、経済全体に循環するマネーの量が増える（マネーサプライの増加）。

6、銀行間取引市場の金利が下がった時、前述したように他の金利（住宅ローンの金利や銀行貸出金利等）も連動して下がる傾向にある。すると企業も個人もさらにお金を借りやすくなるため、借り入れを増やし、消費や投資を増やそうとする。これにより世の中に循環するマネーの量が増える（マネーサプライの増加）。

このように、世の中に循環するお金の量が増えていけば、日本全体の経済取引（売り買い）が活性化され、景気が回復する（実質 GDP 成長率が上昇する）のである。

これが通常、つまり銀行間取引市場の金利が“ゼロではない”ときに、日銀の金融緩和政策が景気を変えさせるメカニズムであり、長らく日本のマクロ経済学の教科書で語られてきた話である。

「インフレ目標」が最も重要

しかし現在の日銀は、銀行間取引市場の金利を、既に 0 パーセントに誘導する政策を行っている。これが中央銀行による「ゼロ金利政策」である。

銀行間取引市場の金利が 0 パーセントになれば、一般の銀行は短期的に資金が足りなくなったとき、「ただで」他の銀行から資金を借り入れ得られるようになる。つまり、ゼロ金利政策も、銀行間取引市場の金利を極限にまで引き下げることで世の中にでもあるマネーの量を増やし、日本の景気自体を回復させようとする「金利金融緩和政策」の一つである(実際は"ほぼゼロ金利"

を目指すものであり、現実には 0・1 パーセント前後の金利は残してある)。

伝統的な金融緩和政策は、「金利の低下を通じて景気に働きかける」と説明されてきた。そのため、「金利がゼロになってしまうと、それから下がりようがないので、金融政策は無効

になる」という有識者が多かった。

しかし日銀は、金利調整政策以外にも、世の中のお金の量を増やし、景気を回復させるための「金融緩和」の手段を持っている。それが「量的緩和政策」である。これが当たったからこそ、日本経済はアベノミクスによってみるみる回復したのである。

量的緩和政策とは、ゼロ金利政策のもとで発動される金融緩和政策である。この政策は金利が0パーセントの時にも有効で、現在の金融緩和政策の柱となっている（ただし金利が0パーセントでない場合にも、中央銀行は市場で国債などの債権を買い上げる公開市場操作を行っている）。

量的緩和政策とは、その名の通り、日銀が一般の銀行の手持ちの資金を、“量的に”直接増やす政策である。それには次のような手段によるものがある。

- 1、市中銀行が保有している国債を、日銀が市場通して買い取る（買いオペ）。
- 2、日銀は買い取ったら国債の対価として、日銀にある市中銀行の当座預金口座の残高を増やす。当座預金口座とは、市中銀行が日銀に資金を預けている口座である。
- 3、手持ちの資金が増えた銀行は、何らかの手段（一般の企業や個人への貸し出しや株式への投資など）で、そのお金の運用を試みる。

こうして日銀は、一般の銀行の手持ち資金は直接“量的”に増やすことができる。量的緩和政策は、銀行の手持ち資金を潤沢にすることで、世の中に出回るマネーの総量（マネーサプライ）を増やし、景気を回復させようとする政策である。そして、2015年1月現在の日銀は、「ゼロ金利政策」と「量的緩和政策」に加え、「インフレ目標政策」を行っている。

インフレ目標政策とは、「今後日銀が、日本の物価上昇率をおおよそ何パーセントで推移させるかを宣言する政策」である。

日銀は市場に対し、インフレ目標をあらかじめ宣言して、「日銀は目標とするインフレ率が達成されるように金融政策を行うので、安心して投資や日々の経済活動を行ってください。」と言うメッセージを発信しているのである。日銀が物価上昇率をどの程度まで推移させようとしているかが不明であると、投資家も株式投資を躊躇し、企業も設備投資を差し控えてしまうのである。

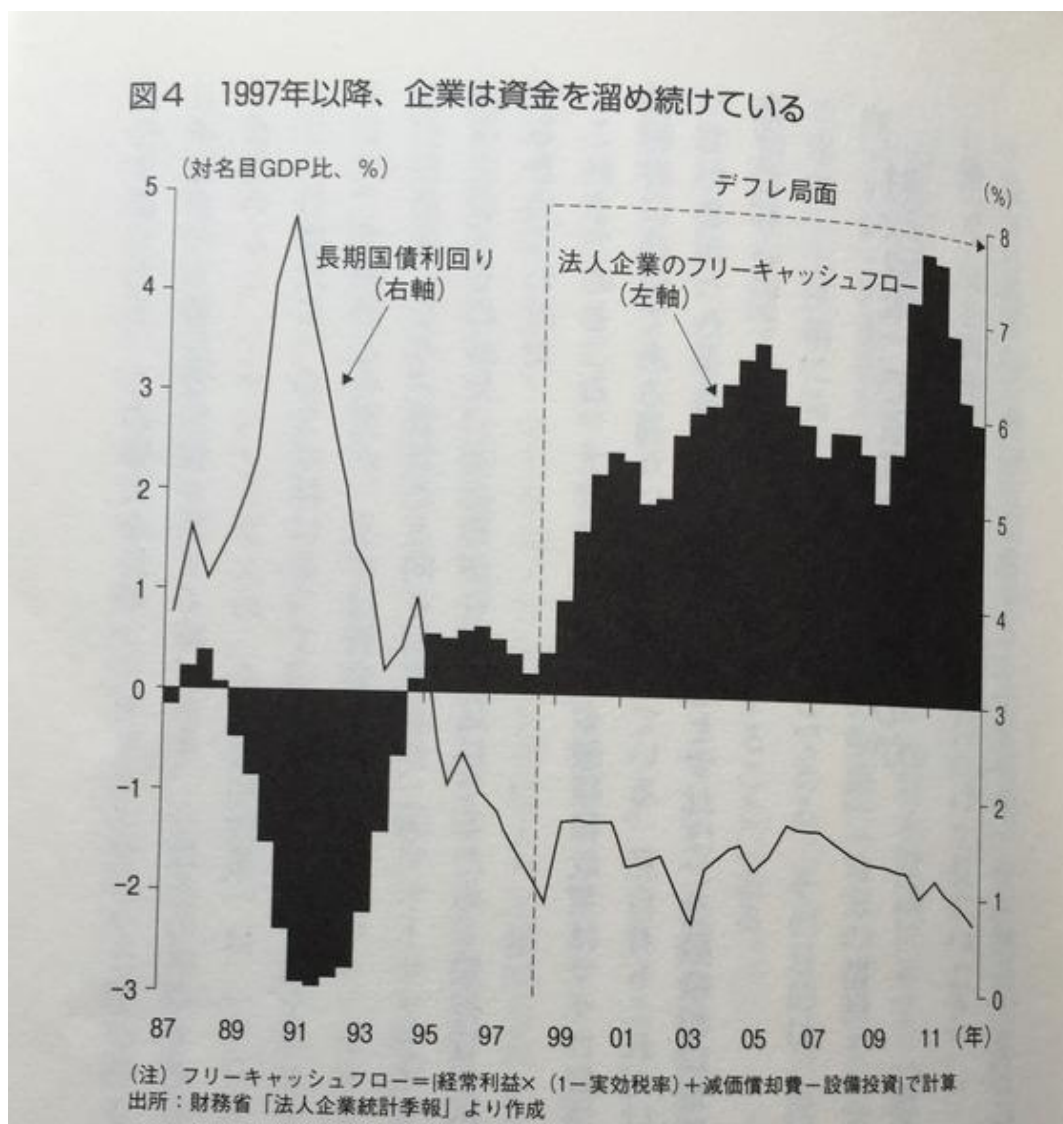
銀行貸し出しが増えないのに、なぜ景気が回復したのか

実質GDP成長率（経済成長率）が潜在成長力の天井に達するまでの過程における景気回復には、「銀行貸出の増加」は必ずしも必須ではないのである。なぜ銀行貸し出しが増えていないのに景気が回復しているのか。

これまで個人や企業は長引くデフレにより、「デフレ予想」を待ち続けてきた。デフレ予想とは、人々の「今後も長期にわたってデフレが続くだろうと言う予想」のことである。デフレ予想を待つとき、人々は将来に不安を感じるため、個人や企業は資金を消費や投資に回さず、貯蓄しようとする。お金はデフレで実質価値が高まるので、お金のしがみつこうとするのである。

ところがアベノミクスの発動により個人や企業の「デフレ予想」は、「今後は穏やかなインフレになる」と言う「インフレ予想」に大転換した。現金や預金の目減りの可能性が現れたのである。そのため個人や企業は溜め込んでいた現金や貯金を取り崩す形で、消費や投資を始めたのである。

その結果として起こっているのが、現在の「銀行貸し出し拡大なしの景気回復」なのである（ちなみに経済学では予想のことを期待と訳すため、「デフレ期待」「インフレ期待」と言う）。



この図は「企業の税引き後の純利益と減価償却費」から「設備投資」を引いた、「企業が新たに生み出した自由に使えるお金の量」(フリーキャッシュフロー)の推移である。日本の企業は1980年代末の金融締め期には資本不足にあったが、デフレが始まった1997年から、

懐に資金を貯め続けていたことがわかる。そしてアベノミクスが発動された2013年以降も、膨大な量のフリーキャッシュフローを懐に溜め込んだままである。この膨大な量のフリーキャッシュフローが動き始める（減り始める）時こそ日本経済の本格的な回復が始まる時であり、今はその序章である。

まとめると、アベノミクスの「金融緩和政策」は、「ゼロ金利政策」「量的緩和政策」「インフレ目標政策」の3本の柱によって、民間のデフレ予想をインフレ予想に大きく転換させる。そして、家計と企業が、まずは資金残高（フリーキャッシュフロー）を取り崩すことで経済取引が活発になり、景気が上向く。すると、マネーサプライも増加し、実質GDP成長率も回復する。その結果、企業が資金不足になるため、銀行貸し出しも増え、景気はさらに回復すると言うわけである。

これまでのところ、アベノミクスの金融緩和政策はマクロ経済学の原理そのままに、つまり教科書に書いてある通りにうまく働いているのである。

財政政策で景気は回復するか

財政政策とは、政府が実施する「公共事業」や「減税」などによって、総需要を増やす政策である。

公共事業とは国が国債の発行や税収を財源にして、「道路・港湾・空港などの維持管理費・更新・災害復旧」「全国の道路網の整備」「地方の情報インフラの整備」などの仕事を、民間の建設・土木業に発注する政策のことである。その目的は、民間ではおこなえない財・サービス（公共財）は国・地方公共団体が供給することにある。「財政政策」の効果を論じる場合に知っておくべき経済学の知識は、「マンデル・フレミング命題」である。

これは、コロンビア大学の経済学者ロバート・マンデルと、本IMF（国際通貨基金）調査局副局長のジョン・マーカス・フレミングによって提唱されたもので、「為替レートが自由に動く変動相場制下での財政政策（財政支出）は、市場全体の金利の上昇による自国通貨高をもたらすので、その景気引き上げの効果は限られる」という理論である。なぜ財政政策によって、市場全体の金利が上がるのか。それは財政政策を金融政策の助けなしに行うには、まず政府が国債を発行して、一般企業や家庭から借金をする必要があるからである。財政支出は総需要を増やす。しかし、同時に政府が市場からマネーを吸い上げるので、資金が少なくなった市場では、銀行の貸出金利や、住宅ローンなどの様々な金利に上昇圧力がかかる。資金が少なくなる時に借り入れようとするれば、高い金利を支払う必要が出てくるので、市場の様々な金利が上昇するわけである。

金利の上昇には国内の資金の借り入れを減らす効果があるため、国内の投資にマイナスになる（これを押しつけ効果と言う）。しかし、もっと重要なのは、金利上昇とともに生じる、通貨高圧力をつうじた総需要へのマイナスの影響である。

為替レートが自由に変動する変動相場制の下では、金利が上がった国の通貨に海外からの

資金が集まる。つまり、日本の金利が上がれば為替市場において円が多く買われる。そして、買われる通貨の為替レートは上昇するので、円高になる。円高になると海外への輸出が減るため、外需（海外からの消費と投資）が減り、日本の景気にはマイナスの影響を与える。そうなれば仮に財政出動によって、政府が内需（公共事業）を増やす一時的な景気回復の効果があっても、金利の上昇による内需の減少と、自国通貨高による外需の減少が、景気回復の効果を相殺してしまう。これがマンデル・フレミングの理論である。要するに、変動相場制下における財政支出は景気を回復させるという意味では十分な効果がなく、後には財政赤字の積み上げと言う問題を残すのである。

「成長戦略」

安倍政権下における「成長戦略」の目玉は、「規制緩和政策」である。「規制緩和政策」とは、「民間の自由な経済活動等を阻害している政府の規制を取り除く」政策のことである。もちろん、一国の経済が伸びていくためには、政府の規制が必要な分野もある。交通混雑、大気汚染防止、国防など、の行動が他人（外部）影響を直接に（価値を価格を経由せずに）及ぼすところ（専門用語では「外部不経済のあるところ」と言う）では、自由市場の動きに任せていると問題が生じることがあるので、政府による何らかの規制が必要となる。しかし、そういった政府の規制が必要ではない普通財（価格が上がれば消費量が減り、値段が下がれば消費量が増えるような通常の商品やサービス）の場合は、アダムスミスが「見えざる手」と言ったように、むしろ規制等せず、市場の需要と供給に任せておいた方が良い。例えば労働の需給を例にとってみても、労働時間は政府があれこれ言って規制するより、雇用者と被雇用者の間で決めた方が効率的であろう。

従って日本全体の生産能力を高めるためには、民間が生産性を上げる努力をしやすいように規制を取り払う「規制緩和政策」が必要となる。規制を取り除けば、企業は生産活動の幅が広がり、より効率的に多くの製品を生み出すことができる。これは日本企業の生産性を高め、日本の潜在成長力の天井を押し上げることにもなる。しかし現在において、この「成長戦略」が「金融緩和政策」「財政政策」に比べ、より重要な政策かと問われれば決してそうでは無い。先に「実質 GDP 成長率には、潜在成長力と言う天井がある」「実質 GDP と潜在 GDP の天井の差をデフレ・ギャップと呼ぶ」と述べたがデフレ・ギャップを埋めるには、金融政策だけで十分なのであるとは言え、当然のことながら、お金を印るだけで実質 GDP 成長率が促進できるのは、失業や過剰設備が存在している間だけである。デフレ・ギャップがゼロになると、国内の全ての資源がフル稼働することになるので、お金を印っただけ、それ以上の経済成長が起こるわけではない。デフレ・ギャップが解消し、日本の成長が潜在成長力の天井にまで到達した時には日本経済の天井そのものを引き上げなくてはならないのである。その時に必要になるのは規制緩和を軸とする「成長戦略」である。金融政策（第1の矢）から成長戦略（第3の矢）に軸足を移さなければならないのである。