

Discussion Paper No.250

アベノミクスの経済政策

中央大学経済学部教授 谷口 洋志

March 2015



INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH  
Chuo University  
Tokyo, Japan

# アベノミクスの経済政策

谷口 洋志 (中央大学経済学部教授)

## はじめに

2012年12月16日の衆議院議員総選挙での自由民主党の勝利を受け、公明党との連立政権として同年12月26日に安倍晋三内閣が誕生した。安倍氏は、2012年9月26日に自由民主党総裁に就任してから、日本銀行の金融政策批判を展開し、デフレ脱却と円高是正を叫び、大胆な金融緩和の実施を主張した。例えば、2012年11月7日の講演の中で、安倍総裁は3%のインフレ目標を導入すべきと主張した<sup>1</sup>。安倍内閣誕生以降、日本銀行に対する政治的圧力が一層強化された結果、2013年1月22日には、「日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする」政府・日銀共同声明が発表されるに至った。こうしてアベノミクスの「第1の矢」を放つ準備が整えられた。

## 1 アベノミクスの内容

### (1) アベノミクスの政策目標と3つの政策手段(3つの矢)

アベノミクスの目指す経済政策目標は、「持続的な経済成長」であり、具体的には年率3%の名目GDP(国内総生産)成長率を達成することである。この経済政策目標を実現するために3つの経済政策手段が順次発動される。この3つの経済政策手段の発動が「3つの矢」と表現されるものである<sup>2</sup>。

「3つの矢」のうちの第1の矢は、「大胆な金融政策」であり、ときどき「異次元の金融緩和」と表現されることがある。第2の矢は、「機動的な財政政策」であり、その内容は歳出増を通じての需要創出である。第3の矢は、「民間投資を喚起する成長戦略」であり、その内容は規制緩和を中心に民間投資を刺激することである。

アベノミクスにおける経済政策の内容は、以下のように理解できる。

- ① マクロ経済学的には、3つの矢の内容は、拡張的金融政策、拡張的財政政策、規制緩和政策という、いずれも総需要拡大を目指す政策と解釈できる。拡張的財政政策は総需要のうちの政府支出を、規制緩和政策は民間投資を、拡張的金融政策は名目総需要の拡大を目指したものと言える。
- ② 拡張的金融政策と拡張的財政政策は、総需要拡大を通じてデフレ・ギャップの解消を目指す「短期的な経済安定化政策」であり、規制緩和政策は、総供給の拡大を目指す「中長期的な経済成長政策」と解釈できる。民間投資の拡大は、総需要の拡大と供給力の拡大という「投資の二面性」を持つので、①と②の解釈は必ずしも矛盾しない。
- ③ 3本の矢は、時間的な順序を示す。最初に拡張的金融政策が実施され、次に拡張的財政政策が実施される。拡張的金融政策によってデフレ経済からの脱却の突破口を作り、拡張的財政政策を通じてそれを持続させる。最後に、規制緩和政策を通じて持続的な経済成長を確実なものとする。

<sup>1</sup> 「日銀と政策協定結びインフレターゲット設定へ＝安倍自民党総裁」2012年11月7日 (<http://jp.reuters.com/article/vcJPboj/idJPTYE8A507K20121107>) を参照。

<sup>2</sup> 首相官邸ウェブサイト (<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/sanbonnoya.html>) より。

- ④ 拡張的金融政策の狙いは、人びとの物価上昇予想をマイナスからプラスに転換すること、つまり家計や企業の「デフレ期待」を「インフレ期待」に変えることである。これは、縦軸にインフレ率、横軸に失業率をとったグラフ上に描かれる「短期フィリップス曲線」を上方に押し上げる政策と理解される。こうした目的を実現するために、貨幣供給（マネースtockやマネタリーベースで測られる）を潤沢に増やす「量的緩和政策」が導入される。

## (2) 具体的数値目標

政権の座に就く前の安部氏は自由民主党総裁として、2012年の政策パンフレット『J-ファイル 2012 自由民主党総合政策集』において、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成」するとし、「デフレ・円高からの脱却に向けて欧米先進国並みの物価目標（2%）を政府・日銀のアコード（協定）で定める」と宣言した。安倍内閣誕生後の2013年の『J-ファイル 2013 総合政策集』では、「10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長を達成」することと、「デフレからの早期脱却に向けて欧米先進国並みの物価目標（2%）を政府・日銀の政策連携で定めた」と述べている。また、2つのパンフレットでは、「経済規模の拡大・雇用の創出を図るため」、GDP（国内総生産）よりもGNI（国民総所得）の最大化を目指すとしている。

一方、インフレ目標について、安部氏は2012年11月7日の講演では3%を主張していたが、11月15日の会合では2~3%と若干下方修正し<sup>3</sup>、11月29日のネット党首討論会では2%と修正した<sup>4</sup>。最終的に、安部総裁率いる自由民主党は、2012年12月の総選挙向け選挙公約では2%のインフレ目標を掲げた<sup>5</sup>。この目標は、2013年1月22日に発表された「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」の中で、「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%」とし、日銀は「金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す」とされた。2013年4月4日に発表された日銀の『『量的・質的金融緩和』の導入について』では、「消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とされた。

以上より、アベノミクスにおける経済政策の具体的（数値）目標は、以下のようであると理解される。

- ① 中長期の名目成長率は3%、実質成長率は2%。
- ② GDPの最大化でなく、GNIの最大化を目的とする。したがって、成長率は、GNIで測られたものである。
- ③ 名目GNI成長率と実質GNI成長率の差は、GNIデフレーター変化率であるから、中長期の目標となるGNIデフレーター変化率は1%である。
- ④ 消費者物価の前年比上昇率で測られるインフレ目標は年率2%。

<sup>3</sup> 『インフレ目標2~3%へ無制限緩和』安倍氏言及『日本経済新聞（電子版）』2012年11月15日。

<sup>4</sup> 「首相『デフレ脱却悲願』、安倍氏『2%インフレ目標で円高是正』」2012年11月29日  
(<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTJE8AS00B20121129>)。

<sup>5</sup> 名目成長率と実質成長率を設定すれば暗黙的にインフレ目標が定まる。しかし、安部氏はこうした経済知識なしにインフレ目標について語っていた節がある。

## 2 アベノミクスの理解

### (1) 非伝統的な政策手段

アベノミクスにおける経済政策手段は、表面的には総需要拡大を目指した単純な拡張的政策に見えるが、いくつかの点で「非伝統的政策手段」と見なされる。

第1の拡張的金融政策は、名目金利が史上最低水準のゼロ金利水準に近い状況で導入された。すなわち、名目金利がゼロに近い水準にあるため、金利操作を中心とする金融緩和政策を導入する余地がなく、そこでマネタリーベース（流通現金と日銀当座預金の合計）の操作を中心とする金融緩和政策が導入された。具体的には、マネタリーベースが年間60～70兆円（2014年10月に80兆円へ拡大）増加するように金融市場調節を行う、長期国債の保有残高が年間50兆円（2014年10月に80兆円へ拡大）増加するように買入れを行う等の「量的・質的金融緩和」が2013年4月4日に導入された<sup>6</sup>。その結果、マネタリーベースは、2012年末の138兆円から、2013年末の202兆円、2014年末の276兆円へと増大し、日銀保有の長期国債残高も、2012年末の89兆円から、2013年末の142兆円、2014年末の202兆円へと増大している。

第2の拡張的財政政策は、国の長期財務残高が約800兆円、対GDP比160%という巨額債務制約下で導入された（2015年3月末の残高は842兆円、国・地方の合計は1009兆円の見込）。つまり、新規国債の発行で得た資金を公共事業等に充当するといった伝統的なケインズ政策が簡単には適用できない状況にあり、拡張的財政政策の「拡張性」は見かけほど大きくない。

例えば、安倍内閣誕生後の2013年1月15日に閣議決定され、同年2月26日に成立した補正予算規模は総額10.2兆円であったが、そのうちの2.6兆円は基礎年金国庫負担増加分（支出）と同額分の公債発行、0.4兆円は税収等の増収分、2.0兆円は前年度剰余金で賄われ、公債発行による事業費充当は5.2兆円にとどまる。2013年度以降の当初予算の規模も徐々に拡大しているものの、補正予算を含めた補正後予算規模では縮小ないし微増であり、決算ベースでもほとんど増えていない（表1参照）。

表1 国の一般会計の当初・補正・補正後予算と決算：2011～2015年度

会計年度	当初予算	補正予算	補正後予算	決算		
				歳入	歳出	余剰金
2011	92.4	15.1	107.5	110.0	100.7	9.3
2012	90.3	10.2	100.5	107.8	97.1	10.7
2013	92.6	5.5	98.1	106.0	100.2	5.9
2014	95.9	3.1	99.0	—	—	—
2015	96.3	—	—	—	—	—

（注）単位：兆円。2015年度は政府案。

（出所）財務省ウェブサイト予算・決算情報（<http://www.mof.go.jp/budget/>）より作成。

第3の規制緩和を中心とする成長戦略についても、その内容は、緩和・撤廃が難しい「岩盤規制」の改革、つまり規制の緩和・撤廃というより、制度やルールの変更に伴う新たな

<sup>6</sup> 上記の措置のほか、買入れ長期国債の残存期間を3年から7年程度に延長する、ETF（東証株価指数等に連動する投資信託）やJ-REIT（不動産投資信託）の買入れ拡大等の措置も導入された。

規制の導入というべきものである。つまり、規制の緩和ではなく規制の変更であり、そのために規制の強化・複雑化につながるケースも考えられる。

例えば、女性の活躍推進を目的とする「管理職等への女性の登用促進」政策は、企業の雇用政策に対する政府介入であり、人的資源の最適配置を妨げ、労働コスト増につながる可能性がある。電力事業における発電・送電・配電の一貫体制を、発電・小売事業と送配電事業に分割し、兼業を原則禁止する電力改革にしても、従来の地域独占に対する単純な規制から、事業区分に応じた複雑な規制（参入、兼業、投資、料金、相互接続等に関わる諸規制）の導入となり、電力料金下落につながるかどうかは不明である。たとえ料金下落が生じて電力投資の抑制から電力需給の逼迫を通じて停電を誘発する可能性もある。要するに、安倍内閣における規制緩和という用語は、現状を変えるためのスローガンでしかなく、コストや料金の下落、規制の簡素化・透明化につながるかどうかは不透明である。

## (2) 数値目標の意味

アベノミクスが目指す具体的数値目標（名目成長率 3%、実質成長率 2%、デフレーター変化率 1%）が GDP で測られたものであったとすれば、これは民主党政権時代の数値目標と事実上同じものである。民主党の鳩山由紀夫内閣時代に発表された「新成長戦略（基本方針）～輝きのある日本へ～」（2009年12月）では、中長期目標として、名目 GDP 成長率 3%超と実質 GDP 成長率 2%超が提示されていた。したがって、名目成長率 3%、実質成長率 2%、デフレーター変化率 1%を中長期の数値目標としている点で、アベノミクスも前民主党政権も共通している。

しかし、アベノミクスと民主党政権時代の数値目標には、2つの違いがある。

1つは、アベノミクスでは消費者物価指数（CPI）で測ったインフレ目標を年率 2%とするのに対し、民主党政権は明示的なインフレ目標を提示しなかったことである。だが、これは表面的なことであって、実質的には同じ目標を持っていると考えられる。

表 2 CPI 変化率（前年比）とデフレーター変化率（前年比）の差

期 間	CPI-GDP デフレーター		CPI-GNI デフレーター	
	年平均変化率	各年の算術平均	年平均変化率	各年の算術平均
1995-1999 年	0.9	0.9	0.8	0.8
2000-2004 年	0.9	0.9	0.7	0.7
2005-2009 年	1.1	1.1	0.6	0.6
2010-2014 年	1.1	1.1	0.5	0.4
1995-2014 年	1.0	1.0	0.6	0.6

(注) 単位：%ポイント。CPI は「生鮮食品を除く総合指数」。

(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」、経済社会総合研究所「統計データ」より作成。

表 2 の左側の欄は、CPI 変化率と GDP デフレーター変化率の差（%ポイント）を見たものである。これより、両者の間には平均 1%ポイントの差があること、例えば、CPI 変化率が年率 1%なら GDP デフレーター変化率は年率 0%、CPI 変化率が年率 0%なら GDP デフレーター変化率は年率マイナス 1%が予想される。したがって、アベノミクスの CPI 変化率 2%は、民主党政権時代の GDP デフレーター変化率 1%（これは名目と実質の GDP

成長率の差から自動的に導かれる)に相当する。その意味で、アベノミクスの具体的数値目標は、民主党政権時代のものと同質的に変わらない。アベノミクスが大げさに喧伝するインフレ目標は、民主党政権時代でも暗黙に支持されていたということだ。

もう1つの違いは、アベノミクスでは GNI 最大化を目標とし、民主党政権時代では GDP 最大化を目標としていたこと。GNI の水準は GDP の水準を上回る傾向があり、2000 年の名目 GNI は名目 GDP を 1.9%、金額で 6.5 兆円上回ったが、2014 年にはこれが 4.0%、19.7 兆円にまで拡大した。1994 年から 2014 年の 21 年間に、名目 GNI 成長率が名目 GDP 成長率よりも高かった年が 13 回、同一が 4 回、低かった年が 3 回で、平均的に名目 GNI 成長率は名目 GDP 成長率を 0.2%ポイント上回った<sup>7</sup>。したがって、名目 GNI 成長率 3% は名目 GDP 成長率 2.8%に相当するので、アベノミクスの目指す名目 GNI 成長率 3%は、民主党政権時代の名目 GDP 成長率 3%より低い数値目標になっている。アベノミクスの具体的数値目標は、決して野心的とは言えないのである。

ただし、実質 GDP ベースでは逆のことが成立する。すなわち、1994 年から 2014 年までの 21 年間に、平均的に実質 GDP 成長率は実質 GNI 成長率を 0.2%ポイント上回った<sup>8</sup>。したがって、実質 GNI 成長率 2%は実質 GDP 成長率 2.2%に相当するので、アベノミクスの目指す実質 GNI 成長率 2%は、民主党政権時代の実質 GDP 成長率 2%より高い数値目標である。

このように、アベノミクスが掲げる具体的数値目標は民主党政権時代の数値目標とあまり変わらないが、最後に整合性という問題が残る。表 2 より、CPI 変化率 2%は GDP デフレーター変化率 1%に相当する。かつての民主党政権がこれらの数値目標 (2%と 1%) を持っていたとすれば、

名目 GDP 成長率 3%超 - 実質 GDP 成長率 2%超 = GDP デフレーター変化率 1%  
となるので、民主党政権時代の数値目標は整合的である。一方、アベノミクスでは、

名目 GNI 成長率 3% - 実質 GNI 成長率 2% = GNI デフレーター変化率 1%  
となるが、CPI 変化率 2%を目標とした場合には GNI デフレーター変化率は 1.4%と予想される (表 2 の右側の欄より、両者の間には平均的に 0.6%ポイントの差がある) ので、成長率目標とインフレ目標の間には矛盾が生じることとなる。整合性を保つには、CPI 変化率 2%を目標とすれば GNI デフレーター変化率は 1.4%と想定せざるをえず、名目 GNI 成長率と実質 GNI 成長率の差も 1.4%ポイントとする必要がある。このように、アベノミクスにおける具体的数値目標の間では必ずしも整合性がとれていないのである。

### 3 アベノミクスの成果

#### (1) 最近の日本経済指標

安倍内閣の「首相官邸ウェブサイト」では、「すでに第 1 の矢と第 2 の矢は放たれ、アベノミクス効果もあって、株価、経済成長率、企業業績、雇用等、多くの経済指標は、著しい改善」が生じていると述べている。具体的には、2014 年第 4 四半期の実質 GDP (季節調整済) が前期比 1.5%増となったこと、企業の業況判断 DI (Diffusion Index) が 2013

<sup>7</sup> 0.2%ポイントの差は、年平均成長率でも、各年成長率の算術平均でも、同じである。

<sup>8</sup> この数値も、年平均成長率でも、各年成長率の算術平均でも、同じである。

年第3四半期から連続プラスであること、株価が政権発足後2015年2月26日までの間に84%上昇したこと、完全失業者数が政権発足後45万人減少したこと、2014年の外国人訪日者数が過去最高の1341万人を記録したことなどが誇らしげに掲げられる。

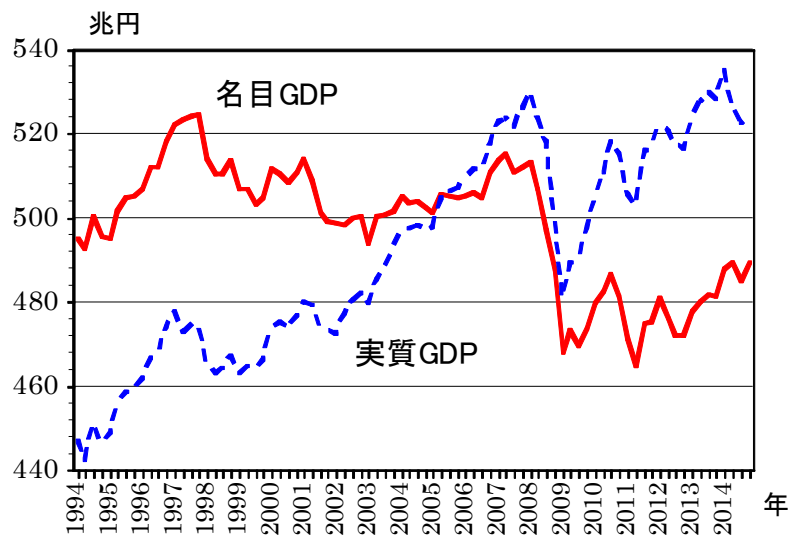
しかし、経済統計を注意深く観察すると、アベノミクスの成果の幾つかは疑わしく、また、別の幾つかはアベノミクスの成果とは無関係と考えられる。

## (2) 日本経済指標の解釈

### ① 成長率

図1が示すように、名目GDP（季節調整済、年額換算）は、安倍内閣誕生直後の2013年第1四半期の478兆円から2014年第4四半期の490兆円へと拡大したが、1995年半ばから2008年前半まで続いた500兆円台には達していない。また、実質GDP（季節調整済、年額換算）は、2013年第1四半期の524兆円から2014年第4四半期の525兆円へとほとんど増加しておらず、2014年第4四半期の水準は、2013年第2四半期～2014年第2四半期の水準を下回ったままである。すなわち、名目成長率も実質成長率も大きな成果を達成していない。

図1 名目GDPと実質GDPの推移：1994年第1四半期～2014年第4四半期

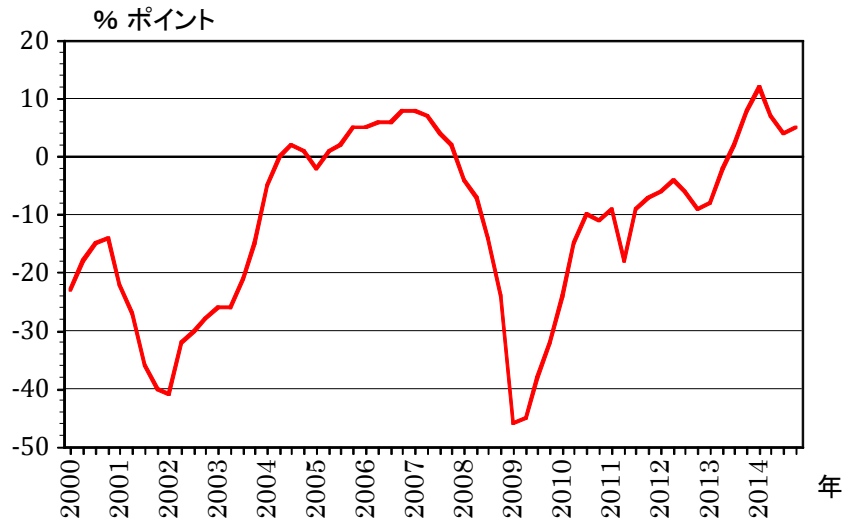


(注) 四半期別GDP（季節調整済、年額換算）の時系列データ。2014年10-12月期2次速報値。  
 (出所) 経済社会総合研究所「統計データ」より作成。

### ② 景気

図2の日銀短観データが示すように、企業業況判断DI (diffusion index、業況判断指数) が2013年第3四半期から連続プラスであることは確かである。しかし、図2を注意深く観察すると、リーマンショック直後の2009年後半から、企業業況判断DIもマイナス幅が徐々に縮小し、経済の回復基調が見られる。つまり、日本の景気は、2009年後半以降、2011年3月11日の東日本大震災の影響にもかかわらず、趨勢的に回復基調にあった。アベノミクスは、こうした日本経済の回復軌道にうまく乗ったのである。

図2 日銀短観における企業業況判断 DI



(注) 業況が「良い」と回答した企業の比率 (%) と「悪い」と回答した企業の比率 (%) の差。  
 (出所) 日本銀行「短観 (全国企業短期経済観測調査)」より作成。

### ③ 税収

安倍内閣の副総理兼財務相の麻生太郎氏は、アベノミクスによって税収が 12 兆円も増えたと主張する<sup>9</sup>。しかし、2012 年度税収総額 (決算) と 2014 年度税収総額 (補正後予算) を比較すると、増収額は 7.8 兆円であり、消費税増収分がそのうちの 64%、5 兆円を占める。2013 年度税収総額 (決算) と 2014 年度税収総額 (補正後予算) を比較した場合、増収額は 4.8 兆円で、うち消費税増収分がそのうちの 95%、4.5 兆円を占める。これらから、税収が増加した主因は、アベノミクスのおかげで所得税・法人税が増収となったためではなく、民主党政権時代の 2012 年 6 月における民主党・自由民主党・公明党の 3 党合意 (同年 8 月に社会保障・税一体改革法案として可決・成立) に従って 2014 年 4 月から実施された消費税増税 (消費税率を 5% から 8% へ引き上げ) によるものだ。もし消費税増税が実施されなかったならば、税収の増収はもっと小規模にとどまったであろう。アベノミクスが大幅税収増をもたらしたという麻生大臣の発言は、事実誤認である。

表3 2012年度～2014年度における一般会計の税収

税目	A	B	C	C-	C-
	2012年度	2013年度	2014年度	A	B
所得税	14.0	15.5	15.8	1.8	0.3
法人税	9.8	10.5	10.5	0.8	0.0
消費税	10.4	10.8	15.3	5.0	4.5
税収総額	43.9	47.0	51.7	7.8	4.8

(注) 単位: 兆円。2012年度と2013年度は決算、2014年度は補正後予算。  
 (出所) 財務省ウェブサイト予算・決算情報 (<http://www.mof.go.jp/budget/>) より作成。

<sup>9</sup> 磯山友幸「アベノミクスで税収は上振れ」『日経ビジネス ONLINE』2015年1月16日 (<http://business.nikkeibp.co.jp/article/report/20150115/276248/?rt=ocnt>) を参照。



#### ④ 失業者数

完全失業者<sup>10</sup>数（季節調整値）が、2012年12月の280万人から2015年1月の235万人へと45万人減少したことは事実である。しかし、民主党政権時代（2009年9月～2012年12月）に、完全失業者は356万人から280万へと76万人減少していたことも事実である。図2の企業業況判断DIのところでも触れたように、2009年後半から日本経済は回復基調にあり、このことは、完全失業者の動向を示す図3からも確かめられる。完全失業者数は、2009年7月の364万人をピークにして減少傾向にある。アベノミクスのおかげで突然減少したわけでは決していないのである。

図3 完全失業者数の推移：2009年1月～2015年1月



（出所）総務省統計局「労働力調査 長期時系列データ」より作成。

#### ⑤ 株価

日本の株価（日経平均株価）は、安倍内閣が誕生した2012年12月26日の1万230円（終値）から2015年3月23日の1万9,754円へと93%も上昇した。これこそアベノミクス最大の成果と言えるのではないかと。図4が示すように、株価水準は長期的な上昇傾向にあるように見える。しかし、図4を注意深く見ると、少なくとも3つの疑問が浮かぶ。

第1は、2012年11月13日の8,661円、翌14日の8,664円を底として2013年5月22日の1万5,627円に至るまで株価が80%上昇したことである。2012年12月26日の安倍内閣スタートの1カ月以上前から株価が上昇傾向を示したのはなぜか。

第2は、2013年4月4日に発表された日銀の「量的・質的金融緩和」の影響である。2012年11月13日から2013年4月4日までの間に株価はすでに46%上昇し、4月4日から5月22日までの間にさらに24%上昇した。しかし、5月22日以降、株価は一進一退を示し、2014年10月末になってようやく2013年5月22日水準を超過するようになった。

<sup>10</sup> 完全失業者とは、「仕事がなく調査週間に少しも仕事をしなかった（就業者ではない）」、「仕事があればすぐ就くことができる」、「調査週間に、仕事を探す活動や事業を始める準備をしていた（過去の求職活動の結果を待っている場合を含む）」という3条件を満たす者を言う（総務省統計局「労働力調査用語の解説」より引用）。

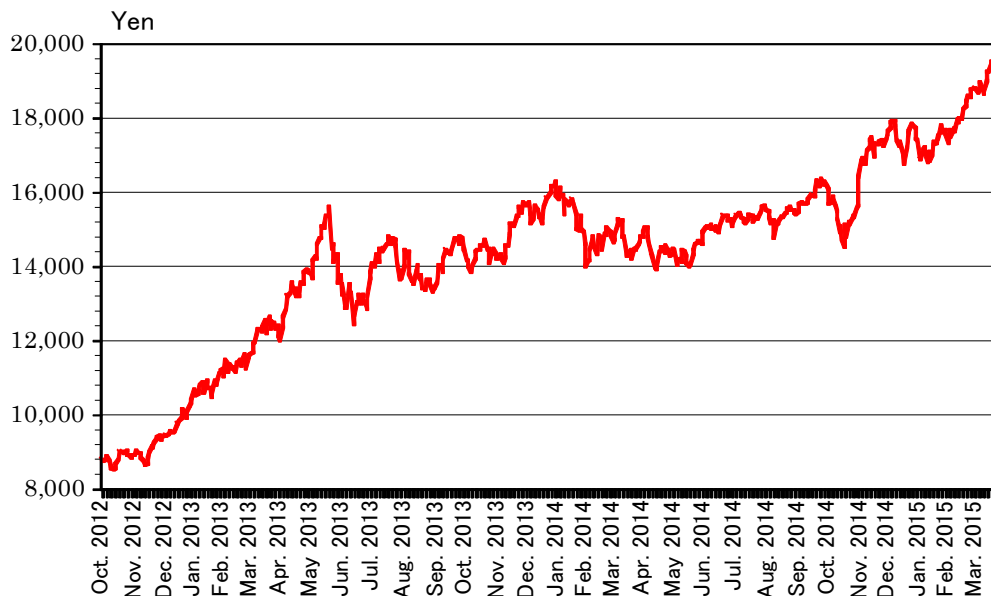
このように、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」の導入が、1年半もの間、株価水準に対して実質的かつ持続的な影響を与えることができなかったのはなぜか。

第3は、2014年10月末以降、株価が上昇し、その後一進一退を繰り返したあと、2015年2月以降に再び株価が上昇したのはなぜか。

第1の疑問について。2012年11月中旬に何か転機となるような出来事があったのか。2012年11月14日に、当時の民主党政権の野田首相は衆議院解散を決定した。新聞・テレビ等の報道機関は総選挙での自由民主党大勝利・民主党大敗北を予想していたので、自由民主党安倍内閣の誕生によって大規模な金融緩和が実施されるとの見通しが株価上昇を招いたのだろうか。安倍内閣の誕生予想が株価に影響を及ぼしたことは十分考えられるが、11月中旬を境に世界中で株価が上昇していたことも想起する必要がある。

2012年11月中旬から2013年2月1日までの間に、米国ではNYダウ、S&P 500、NASDAQの株価水準が12%、欧州では主要市場の株価水準が10%以上、経済・財政問題を抱えるスペインでも8%、イタリアで16%、ギリシアで26%、それぞれ上昇した。アジアの韓国とインドでは1桁台の上昇だったが、香港やシンガポールでは10%以上上昇した。底入れが1、2週間遅れた台湾、中国、ロシアでも約2か月間に10%以上、特に上海と深圳では20%以上上昇した。ブラジルでも2か月半の間に20%近く上昇した<sup>11</sup>。

図4 株価（日経平均、終値）の動向：2012年10月1日～2015年3月23日



(出所) Yahoo! JAPAN ファイナンスのデータより作成。

こうした世界同時株高現象は、欧米での危機対応や危機対策の影響と考えられる。例えば米国では、減税措置の期限切れと歳出の強制削減が同時に生じることで経済が打撃を受けるという「財政の崖」論争が白熱し、2012年11月16日には「財政の崖」の年内回避

<sup>11</sup> 谷口洋志「密度・中身の濃い政策論議を一日本の経済政策の混乱をただす」『月間 世界と日本』1226号、2013年を参照。

で合意がなされた。欧州では、2012年9月6日に欧州中央銀行（ECB）がユーロ圏諸国の国債の無制限購入を発表、10月8日にユーロ圏諸国に金融支援を行う欧州安定化メカニズム（ESM）が発足、11月12、13日にはギリシアの財政再建目標期限の2年間延長やEUによるギリシアへの3兆円融資が決定された。その後も、ユーロ圏銀行監督一元化、ギリシア支援の正式承認、ESMによる「問題銀行への資本直接注入」が合意されるなど、一連の危機対策が決定ないし導入された。こうした欧米の危機対応や危機対策が経済・金融・財政危機発生の可能性を後退させ、世界的規模の株価上昇を引き起こしたと考えられる。

第2の疑問について。これに答えるには詳細な分析が必要とされるのでここでは検討しないが、第1の疑問と第2の疑問を一緒に考えると、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」の導入が日本の株価上昇にほとんど寄与しなかったことは明白である。

第3の疑問について。2014年10月末以降と2015年2月以降の株価動向のうち、前者については日銀の金融政策が影響した可能性がある。日銀は、2014年10月31日に『『量的・質的金融緩和』の拡大』が必要であるとして、マネタリーベースや長期国債買入れ額の拡大などを発表した。長期国債の買入れ額が年間50兆円から80兆円に30兆円増額され、11月下旬には長期国債の買入れ額を毎月8～12兆円とすることを発表した（この方針は2015年3月現在も続く）。日銀による長期国債の買入れ拡大発表によって、長期金利は0.5%前後の水準から2015年1月中旬には0.2%前後にまで下落した。こうした長期金利低下が株価上昇にプラスに作用した。

なお、2015年2月以降の株価上昇については、幾つかの関連する動きがある。2015年1月22日、欧州中央銀行（ECB）は量的金融緩和の導入を決定し、2015年3月から少なくとも2016年9月までに、国債買入れを中心に毎月600億ユーロ、累計1兆ユーロの資金供給を行うことを発表した。一方、米国連邦準備理事会（FRB）は2014年10月末に量的緩和終了を発表したあと、金利引き上げの可能性を探ってきた。量的金融緩和をめぐるこうした日米欧の金融政策動向が、各国の株価水準や為替レートに一定の影響を及ぼしていると考えられる。

#### ⑥ 為替レート

総選挙直前の2012年11月29日に開催されたネット党首討論会において、自由民主党の安部総裁は、デフレ脱却のための2%のインフレ目標だけでなく、「デフレから脱却して円高を是正する」ことも主張した。2012年末の衆議院議員総選挙向けパンフレット『J-ファイル2012 自由民主党総合政策集』の中でも、安部総裁率いる自由民主党は、「デフレ・円高からの脱却を最優先に」、「デフレ・円高からの脱却に向けて」といった表現を用いて、「デフレからの脱却」と共に「円高からの脱却」を主張した。そして、これらの目的を実現する重要手段として「2%のインフレ目標」設定が位置付けられた。しかし、2013年6月の自由民主党パンフレット『J-ファイル2013 総合政策集』では、「円高からの脱却」という表現が消えた。その背景には、安倍内閣発足前から生じた急激な円安に対する諸外国からの批判があった。

2008年9月のリーマンショック以降、主要通貨に対して「円の独歩高」が生じていた。2008年8月の水準を基準にすると、円の実質実効為替レートが20～30%上昇する円高現象が4年あまりにわたって生じた（図5を参照）。しかし、民主党野田内閣が衆議院解散

を決定した2012年11月以降、円の実質実効為替レートは大幅に下落した。2012年11月から2013年5月までの間に円の水準は21%下落し、そのうちの16%分の下落は2013年3月までに生じた。「デフレ・円高からの脱却」を掲げる安倍内閣に対して、諸外国は、日本の政策を露骨な円安誘導策と非難したのである。そのため、2013年1月末にスイスのダボスで開催された世界経済フォーラム年次総会では、麻生財務相は「円安誘導」ではなく、「円高是正」であるという詭弁を使わざるを得なかった。また、自由民主党の広報では、「デフレ・円高からの脱却」から「円高からの脱却」を削除せざるを得なくなった。

図5 円の実質実効為替レート：2000年1月～2015年2月

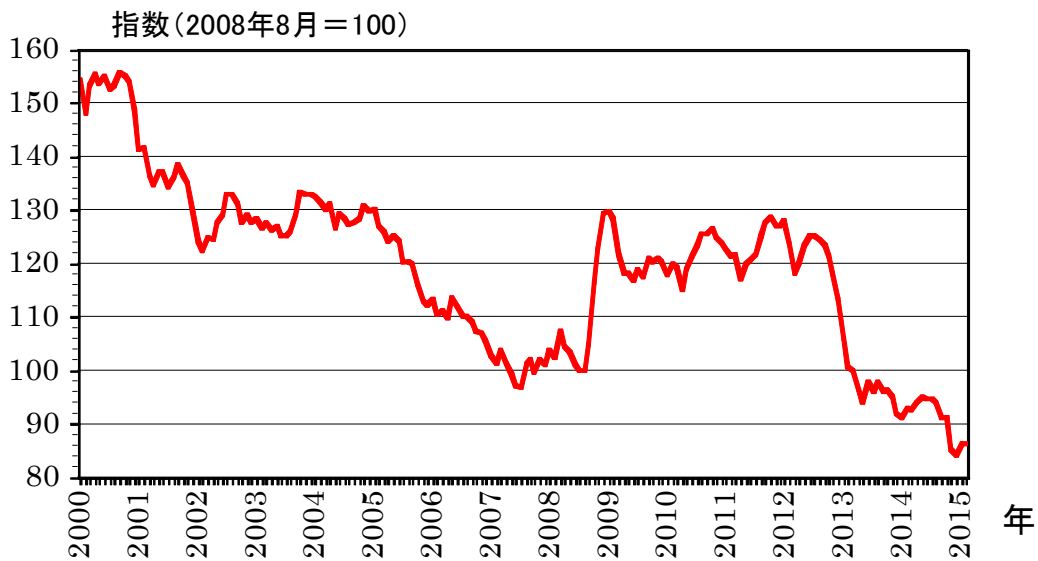
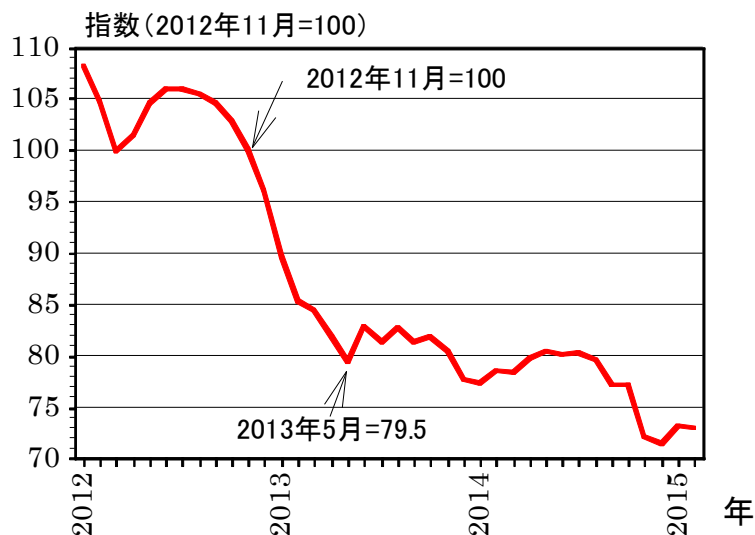


図6 円の実質実効為替レート：2012年1月～2015年2月



(注) 64地区の経済をバスケットに含む Broad index。

(出所) 図5、図6共に、Bank for International Settlements, “BIS effective exchange rate indices,” updated 16 March 2015 (<https://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>) .より作成。

ところで、アベノミクスの成果として株価上昇や円安を挙げる専門家が多い。しかし、株価の上昇と同じく、円安の進展についても、アベノミクスの成果と言いがたい面がある。

第1に、2012年11月中旬を境に円安がはじまった要因の1つとして、衆議院解散決定と安倍内閣誕生後の金融緩和に対する市場の期待があったことは否定できないとしても、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」導入以前の段階で、円安の大部分が実現してしまったことをどのように理解するか（図6を参照）。第2に、「量的・質的金融緩和」導入以降も円安は若干進行したが、2013年6月から2014年10月頃までは為替の大きな変動が見られなかった。言いかえると、金融緩和政策実施前に円安が進行し、政策実施後には円安がストップしたことをどのように理解するか。第3に、2014年11月に、大幅な円安が進展したのはなぜか。

第3の点については、日銀が2014年10月31日に発表した『『量的・質的金融緩和』の拡大』が影響したと考えられる。2014年10月末の金融緩和拡大は、安倍首相の消費税増税判断を支援するものであったが<sup>12</sup>、2014年11月に消費税増税の延期が発表されたため、金融緩和と財政引締（easy money and tight budget）のポリシーミックスが金融緩和（easy money）だけの政策で終わってしまった。これによって生じた長期金利の低下に加えて、同時期に米国では量的緩和終了が発表されたことから、日米における金融政策スタンスの違いが明確となり、これらの要因が円安・ドル高に作用したと考えられる。

第1と第2の点に関しては、株価上昇と円安が同じように進展し、その後停止したことが注目される。大規模な金融緩和実施前に大きな動きが生じ、金融緩和実施後には大きな動きが生じていない。その意味で、アベノミクスの「第1の矢」が効果を発揮したと考えることはできない。

私見によれば、2012年11月から2013年5月までの大きな変動は、従来からの経済的不均衡が修正されていった構造調整過程ではないか。株価上昇や円高の進展は、日本経済の実態をより正確に反映した株価水準・為替レート水準への移行過程であり、2013年6月以降の比較的安定した動きは、リーマンショック後に生じた不均衡と構造調整がほぼ収束したことを示唆するのではないか。欧米での危機対応や危機対策がアベノミクス発動前に導入されたことで世界経済の安定化が進行し、その趨勢の上でアベノミクスが発動されたことで、本来は別の要因に帰すべきものが、アベノミクスの成果と理解（誤解？）されたのではないか。

## 4 アベノミクスの評価

### (1) 最初の矢はどれか

アベノミクスの3つの矢では、「大胆な金融緩和」が第1の矢であり、その次に放たれる第2の矢が「機動的な財政政策」である。第3の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」の実施は現在進行中で、まだ放たれていない。その意味で、現段階でのアベノミクスの評価は、金融政策と財政政策の内容と効果に限定される。

ところで、第1の矢はいつ放たれたのか。政権奪取前から安部氏は大胆な金融緩和を主張していたが、その実施に向けた最初の動きは、2013年1月22日の「政府・日本銀行の

---

<sup>12</sup> 注13を参照。

政策連携（共同声明）」の発表である。しかし、当時の日銀総裁はまだ白川方明氏であり、アベノミクスを支持する黒田東彦総裁が誕生したのは2013年3月20日のことである。黒田総裁は、就任後の2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」の導入を発表した。これが事実上の「第1の矢」の開始であったと考えられる。さらに2014年10月31日には、「量的・質的金融緩和」の拡大を目指した第2弾の金融緩和が導入されており、第1の矢は1回だけで終わっていない<sup>13</sup>。

一方、機動的な財政政策の第1弾は、2012年度（平成24年度）補正予算であり、これが閣議決定されたのは2013年1月15日、国会提出・審議開始は1月31日、補正予算成立は2月26日であった。補正予算編成と同時に次年度予算編成も進行し、2013年度（平成25年度）予算の政府案は2013年1月29日に閣議決定され、2月28日に国会提出・審議開始、5月15日に予算が成立した。これら2つの予算、すなわち2012年度補正予算と2013年度予算は「15カ月予算」として一体的に編成されたので、機動的な財政政策の開始は2013年5月15日と言えるかもしれない。このように理解すると、アベノミクスの予定通りに、第1の矢は金融政策の発動、第2の矢は財政政策の発動であったと考えられる。

## (2) 第1の矢とインフレ目標

安部氏は、首相就任前から大胆な金融緩和によって、年率2%のインフレ目標を達成すべきであると主張してきた。このインフレ目標の実現は、「デフレからの脱却」を目指すアベノミクスの最重要課題であるが、それを達成すべき責任を負うのは、安倍首相ではなくて、日本銀行および日銀総裁の黒田氏である。

2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」導入決定の中で、日本銀行は、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」インフレ目標を達成することを宣言した。しかし、このインフレ目標が期限内に達成される可能性はゼロである。

インフレ目標の対象となっているCPI（消費者物価指数）の対前年同月比は、2012年5月から2013年5月までマイナスを続けたあと（2012年10月のみ0%）、2013年6月からプラスに転じ、2013年11月に1%台となり、消費税増税直前の2014年3月には1.3%となった。消費税増税が実施された2014年4月以降は3%台を記録したが、2014年10月以降は2%台となり、2015年1月には2.2%にまで下落した。

このように、2014年4月以降、2%のインフレ目標が達成されたように見えるが、アベノミクスと日本銀行が目指すのは、消費税増税の直接的影響を除いた2%目標である。この消費税増税の直接的影響を除いたCPIの変化率は、2014年5月に1.5%のピークを記録したあと下落し、2015年1月には0.2%にまで下落した。CPI変化率低下の背景にはエネルギー価格の下落があるとしても、消費税増税の直接的影響を除くCPIの変化率が最大1.5%しか記録しなかったのは、2%のインフレ目標達成が容易ではないことを示唆する。

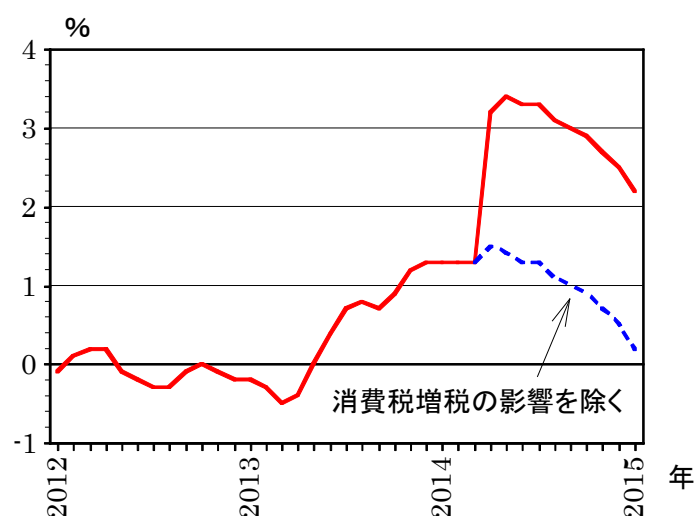
日本銀行『金融経済月報』2015年2月号では、「予想物価上昇率は、やや長い目でみれ

<sup>13</sup> ただし、日銀による2014年10月末の金融緩和拡大の決定は、2015年10月からの消費税増税（税率8%から10%への引き上げ）を見込んでの措置であったが、安倍首相は2014年11月中旬に、消費税増税の延期（2017年4月から）を発表した。つまり増税実施を支援する金融緩和拡大措置であったにもかかわらず、実際には増税を伴わない金融緩和拡大だけの政策となった。このあたりから、日銀・黒田総裁と安倍内閣との間に溝（見解の相違）が生じた可能性がある。

ば、全体として上昇している」(p.15)としている。しかし、日銀の短観「企業の物価見通し」の概要では、2014年12月段階での産業全体の物価上昇見通し(消費税増税の直接的影響を除いた数値の平均値)は、1年後1.4%、3年後1.6%、5年後1.7%であり、2%達成が難しいと予想されている。

第1の矢は、株価上昇や円安に一部寄与したとしても、アベノミクス最大の重要課題であるインフレ目標の達成には結びついておらず<sup>14</sup>、約束の2年後どころか、実現の目処もたっていない。しかも、2%のインフレ目標の実現が、デフレ脱却から持続的な経済成長を実現するための最初の一步と位置付けられていたため、アベノミクスは失敗したとは言えないまでも、約束を果たしていないと批判されざるを得ない。

図7 CPIの対前年同月比：2012年1月～2015年1月



(注) CPIは、生鮮食品を除く総合。

(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」、日本銀行「金融経済月報」より作成。

### (3) 第2の矢と財政健全化

第2の矢は、機動的な財政政策とは言うものの、単なるスローガンにとどまっている。その背景には、世界最大規模の公的債務の問題がある。

Reinhart & Rogoff<sup>15</sup>は、多数の歴史的事例をもとに公的債務の経済的影響を整理した有名な論文の中で、以下の結論を導いた。

- ① 先進経済では、中央政府債務の対GDP比が90%以下であれば成長率に大きな差はないが、90%を超過すると、成長率は90%以下のグループよりも1%ポイント(中位値)から4%ポイント(平均値)低い。インフレ率については、(公的債務の対GDP比率が異なる)各グループの間で明白なパターンは見られない。
- ② 新興経済では、中央政府債務の対GDP比が90%以下であれば成長率は4%(中位値)から4.5%(平均値)であるが、90%を超過すると、成長率は2.9%(中位値)か

<sup>14</sup> アベノミクスの支持者も、金融緩和によるインフレ目標の達成が最大の論点であると見ている。若田部昌澄『解剖アベノミクス』日本経済新聞社、2013年を参照。

<sup>15</sup> Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt," NBER Working Paper No. 15639, Jan. 2010.

ら 1.0% (平均値) となる。インフレ率については、公的債務の対 GDP 比率が高い経済ほど、高いインフレに直面する。

- ③ 新興経済の対外債務 (公共・民間合計) の対 GDP 比が 60% を超えると成長率が低下し、90% を超えると、成長率がより一層低くなるだけでなく、インフレ率も高まる。

日本における中央政府の長期債務残高は 800 兆円を超え、対 GDP 比も 160% を超えるので、上記①の結論が危惧されるところである。実際にも、過去 20 年間における日本の年平均実質 GDP 成長率は 0.8% であるから、中央政府債務の対 GDP 比が 90% 超の経済では、成長率が平均値 0%、中位値 2% であったという Reinhart & Rogoff の結論に近い状況にある。

このように、財政健全化の推進が求められる状況下で、「機動的な財政政策」と言っても、その範囲や規模は大幅に制約されざるを得ない。その意味で、第 2 の矢に期待する余地はほとんどない。実際にも、安倍内閣の下で成立した予算規模は、補正後予算ベースでも決算ベースでもほとんど増えておらず (表 1 参照)、拡張的財政政策の「拡張性」はほとんど存在しない。

#### 参考文献

- 磯山友幸 (2015)、「アベノミクスで税収は上振れ」『日経ビジネス ONLINE』2015 年 1 月 16 日 (<http://business.nikkeibp.co.jp/article/report/20150115/276248/?rt=ncnt>)。
- 自由民主党 (2012)、『J-ファイル 2012 自由民主党総合政策集』
- 自由民主党 (2013)、『J-ファイル 2013 総合政策集』
- 谷口洋志 (2013a)「密度・中身の濃い政策論議を一日本の経済政策の混乱をたどる」『月間 世界と日本』1226 号、2013 年
- 谷口洋志 (2013b)、『『取り戻した』のは民主時代：小泉内閣以降の経済状況をたどる』『改革者』639 号、pp.42-45。
- 内閣府・財務省・日本銀行 (2013)、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について (共同声明) 2013 年 1 月 22 日。
- 日本銀行 (2013)、『『量的・質的金融緩和』の導入について』2013 年 4 月 4 日。
- 日本銀行 (2014)、『『量的・質的金融緩和』の拡大』2014 年 10 月 31 日。
- 日本銀行 (2014~2015)、『金融経済月報』各月号。
- 若田部昌澄 (2013)、『解剖アベノミクス』日本経済新聞社。
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2010), “Growth in a Time of Debt,” NBER Working Paper No. 15639, Jan.