慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	アベノミクス私見
Sub Title	Abenomics : an appraisal
Author	福岡, 正夫(Fukuoka, Masao)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2016
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.109, No.1 (2016. 4) ,p.49- 60
JaLC DOI	10.14991/001.20160401-0049
Abstract	本稿は去る1月18日に本塾経済研究所の主催で行われた同題の講演の記録であり, アベノミクスすなわち目下のわが国において安倍総理の下で進められている一連の経済政策に関する筆者の所見を平易に述べたものである。当該の政策を構成するいわゆる三本の矢「大胆な金融緩和」,「機動的な財政政策」,「民間投資を喚起する成長戦略」のそれぞれをめぐり,問題点と思われるところをその後の実績の経緯ならびに経済学の原理に照らして論評した。 This is the record of my lecture delivered on January 18, 2016 under the auspices of the Institute of Economic Studies at Keio University. The lecture presents my views on Abenomics, the economic policies advanced by Japanese Prime Minister Shinzo Abe. I discussed the effectiveness of the three arrows—massive monetary easing, functional fiscal policy, and growth strategy—from the viewpoint of the outcomes over the past couple of years and the principles of macroeconomics.
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20160401-0049

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」109 巻 1 号（2016 年 4 月）

アベノミクス私見

福岡正夫*

Abenomics: An Appraisal

Masao Fukuoka*

Abstract: This is the record of my lecture delivered on January 18, 2016 under the auspices of the Institute of Economic Studies at Keio University. The lecture presents my views on Abenomics, the economic policies advanced by Japanese Prime Minister Shinzo Abe. I discussed the effectiveness of the three arrows—massive monetary easing, functional fiscal policy, and growth strategy—from the viewpoint of the outcomes over the past couple of years and the principles of macroeconomics.

Key words: three arrows old and new, extradimensional quantitative easing, inflationary expectations, primary balance, innovationary growth strategy

JEL classifications: A11, E60

プロローグ

では始めさせていただきます。本日の講演は，ご案内のとおりアベノミクスすなわち目下のわが国におきまして安倍総理の下で進められております一連の経済政策をテーマとするものであります。このところ私はどういうわけかいろいろの会合でこのアベノミクスの話をする機会が数多くありま

本稿は去る 1 月 18 日に本塾経済研究所の主催で行われた筆者の講演の記録にほかならないが，同一の講演はまたそれに先立ち昨年 12 月 19 日に明治大学においても行われた。今般このような形での活字化にさいし，ご快諾を賜った関係者各位には，この場を借りてあつくお礼を申し上げたい。

* 慶應義塾大学
Keio University

して，実は昨年末も，これからお聴きいただくことになっているのと同趣旨の話を明治大学においてやったばかりのところであります。たまたまその折のことが一部の塾関係者の方にも伝わりまして，そういうことなら是非本塾でもということで，今回この席が設けられる運びとなりました。私といたしましては，とりわけ母校でその話をさせていただく機会に恵まれましたことを何よりも嬉しく存じます。以下，当面の主題をめぐりまして私の見るところ感ずるところをなるべく盛沢山に申し上げてみたいと思いますので，早速本題に入らせていただくことにいたします。

最初にまず申し上げておきたいことですが，私は安倍総理のこの政策が，こうこういう目的のためにこれこれのことをやるのだという一貫した政策理念を天下に公示することによりまして，それまでの民主党時代の何とも方針不明確な状況から国民が抱かざるをえなかったもやもやした気分を一掃しえた点，アベノミクスというものがそうした誰の目にも趣旨のはっきりした政策的シナリオを公にすることで，国民の閉塞した心理的状況を一挙に期待に満ちた明るい方向に転換させえたという点では，大いに評価されてしかるべきである，とかねがね思っております。

しかし，そのようにアベノミクスが政府の政策シナリオを明示することで，国民の判断を曇らせていた心理的不確実要因を取り除いたということと，ではその政策を行った場合に，果たしてそれが事実の上でシナリオの予定する効果を上げうるかどうかということは，元来別個の事柄でありますから，以下の話の意図するところといたしましては，そうしたアベノミクスの政策的処方箋が事実として本当にシナリオどおりの成果を上げてきたかどうか，これからも上げていけるかどうかという点を，その後の事態の経緯と経済学の原理に照らしまして私が問題点と考えますところを含めまして，逐一検討してまいりたいと思うわけであります。

新旧三本の矢

そこで問題のアベノミクスの処方箋でありますが，すでに皆様がよくご存知のように，アベノミクスという政策はもともといわゆる三本の矢，すなわちまず「大胆な金融緩和」という第一の矢，つぎに「機動的な財政政策」という第二の矢，さらにもう一つ「民間投資を喚起する成長戦略」という第三の矢，これら三本の矢から構成されております。このたび安倍総理の総裁再選を機に，アベノミクスもまたつぎの第二のステージに移行したとされまして，それに伴い「希望を生み出す強い経済」という新・第一の矢，「夢を紡ぐ子育て支援」という新・第二の矢，「安心につながる社会保障」という新・第三の矢が新たに掲げられましたが，説明によりますと，これら新三本の矢の的はそれぞれ設備投資の拡大・イノベーションをつうじて GDP600 兆円を達成すること，出生率 1.8 を目指して女性の労働と子育ての両立を図ること，介護サービスを充実してそのための離職をゼロにすること，となっています。すなわちそれらはいずれもが元来の旧三本の矢で言えば第三の矢の成長戦略に含まれる事柄でありまして，そのことからも分かるように，新三本の矢と申しましてもそれらは決して第一ステージの旧三本の矢にとって代わるというわけのものではなく，より適切に言

えば第四・五・六の矢として，もっぱら旧三本の矢をいっそう補強するもの，いわばそれへの追加分とも解すべきものであります。ということで，第二ステージになりましても当初の第一・第二・第三の矢は依然としてアベノミクスの基本としての枢要な役割を担っていくわけでして，アベノミクスという場合には引き続きその本体をなしていることにまったく変わりはありません。

そういうことでありますので，以下のアベノミクスの話といたしましても，私はやはり本来の旧三本の矢を三つの大きな柱として話を進めてまいりますのが筋に適(かな)っているのではないかと思います。そう思いますので，以下ではその方針にしたがってそれらを順次に取り上げていくことにいたします。

量的緩和は成功したか

まずは第一の「大胆な金融緩和」でありますが，これはご承知のように異次元的な量的緩和政策とも呼ばれている政策でありまして，読んで字のごとく中央銀行である日銀がケタ外れに大量のマネー，貨幣を日本経済の中に注ぎ込む政策を意味しております。

その手順を具体的に申しますと，まず日銀が各民間銀行の持っている国債などを大量に買い入れまして，その代金の分をそれら民間銀行が日銀に預け入れている当座預金の中に注ぎ込んでやる。すると各民間銀行の資金がその分ゆたかになるわけでありますから，それを貸出しに充てることで経済の中に多量の貨幣が行き渡ることになる。そうなれば実体経済の中の家計や企業はやがて物価が上がっていくであろうというインフレ期待を抱くようになるので，先を急いで消費需要や投資需要を増やすようになるであろう。そうしたことでデフレをインフレに転換させることができるであろう。そういうシナリオに立脚するものであります。

日銀は 2013 年 4 月の第一回目の黒田総裁による量的緩和政策の公表では，「2014 年末までの 2 年間にベース・マネーを 135 兆円から 270 兆円まで倍増させる」といたしました。そしてそのような緩和政策をつうじて「2015 年中には物価上昇率が 2 %に達するようになることを目標にする」といたしました。これは，そのようなインフレ目標を達成するために年間約 60 兆円ないし 70 兆円のペースでベース・マネーを増加していくことを意味しております。またそれから 1 年半後の 2014 年 10 月の第二回目の量的緩和公表では，さらに「ベース・マネーを年間約 80 兆円に相当するペースで増加する」というように一段と緩和政策を増強することになりました。

ここでベース・マネーといいますのは，念のため申し上げておきますと，日銀の裁量で自由に増減させることのできる貨幣を意味するわけでして，マネタリー・ベースとも呼ばれておりますが，その経済の中にある現金通貨と，民間銀行が日銀の中に預けている当座預金の合計を意味する概念であります。つまりそれには民間の家計や企業が市中の銀行に預け入れている預金などは含まれておりません。そうした預金の分をも含めて，その経済の中に全部でどれだけ貨幣があるかという総額はマネー・サプライあるいは最近はマネー・ストックと呼ばれているものでありまして，日銀が金融

政策としてまず自由裁量的に増減できるのはいま申した意味でのベース・マネーであって，マネー・サプライそのものではありません。後者を意のままに動かすことはできないのです。それはなぜかと申しますと，市中，民間の銀行がどれだけのお金を家計や企業に貸し出すか，換言すれば民間の家計や企業がどれだけのお金を市中の銀行から借り入れるかとか，またそれらの家計や企業がどれだけ自分のお金を市中の銀行に預金するかとかは，言うまでもなく民間の銀行や家計・企業が自分の自主的な意思決定によって決めることであって，日銀の命令で決めることではないからです。

この点を念頭に置きますと，当初の日銀の量的緩和政策が果たして見込みどおり十分な効果を達成できるかどうかという事情もおのずと明らかになってくるわけでして，もし当面の経済がデフレに落ち込んでいて，民間の家計が住宅投資のためにする資金需要もなければ民間の企業の設備投資のための資金需要もほとんどないとすれば，折角日銀が大量のベース・マネーを民間銀行に注ぎ込んでも，それは民間銀行の中にとどまったままで，実体経済の中には出回っていかないということになってしまいます。つまり貨幣量を増やさないと資金需要が生じないというよりも，資金需要がなければ貨幣量そのものが拡大していけないのです。

するとそのように過剰になって市中の銀行にとどまってしまったお金は，ただ遊ばせておいても無益なことですから，みな政府の国債などを買い入れることに充てられてしまいます。これは財務省にとりましては都合のいいことかもしれませんが，経済全体にお金を行き渡らせてインフレ期待を引き起こすという目標からすればはなはだ不都合なことで，そういうことでは本来のシナリオにもとづいて物価上昇率を目標値まで引き上げるという所期の目的からすれば，思ったほど顕著な効果は得られない，ということになるのであります。

なるほど黒田総裁による量的緩和公表の結果として，一時は 7000 円台まで下落した株価は 2 万円台を突破さえするほど急上昇いたしましたし，為替市場でも顕著な円安が進行いたしまして輸出企業の収益は大幅に改善されることになりました。ということで，アベノミクスは確かに株価上昇，円高是正という経緯をつうじて一応景気を持ち直すという成果を上げてきた，というのが大方の見解と言ってよろしいでしょう。そのような結果が異次元的量的緩和政策に負うものであることは，確かに疑うべからざる事実であります。しかし一方，それが必ずしもこの政策本来のシナリオであるインフレ期待の上昇をつうじてもたらされたものではないことは，ここで注目しておかねばならない事実認識ではないかと思われます。

資産価格の動きというものは，いわゆるアナウンス・エフェクトなるものをつうじて政策当事者の発言などに敏感に反応する傾きがありますが，それはまたその他の外的な出来事によりましても乱高下するところでありまして，ベース・マネーを増やしていくからといって着実に永続的な上昇が保証されるとは必ずしも申すことはできません。それからまた，株や外貨のような資産価格が上がったからといって，それと直結して実体経済における一般物価水準もまた必ず上昇するというわけでもありません。ここ 2 年ほどの市況の経過をご覧になっても明らかでありますように，異次元

緩和は確かに株高・円安をもたらしはしましたけれども，それが同時に実体経済における市場参加者のインフレ期待を顕著に高めるという波及経路は事実上ほとんど辿られてこなかったのではないでしょうか。実のところ，ベース・マネーを増やせば必ずインフレ期待が引き起こされるという主張は，マクロ経済学の教科書のどこを見ても見出すことのできない，虚構の定理なのです。

円安の功罪

一方，円安はなるほど輸出企業には有利に働きますから，その点で円安が景気を好転させる上で有力であったことは確かであります。しかし円安でさえ，いいことずくめであるわけではありません。

円安は輸出品の円建て価格を変えなければドル建て価格を引き下げますから，外需を増やす原因になりまして，したがって輸出量が増えることで景気の好転に役立つ，というのがオーソドックスな見解であります。しかし，その後の日本企業のやってきていることを見ますと，そのように輸出ドル価格を下げて輸出量の増加を図るというよりも，むしろ輸出ドル価格は据え置いて円の手取り額を増やすという道のほうを選んでいるように見受けられます。すなわち輸出製造業の収益が円安で大幅に改善されてきたことに変わりはありませんが，輸出数量そのものはそれほど増えておらず，したがって生産増強のために設備投資を増やすとか雇用を増やすとかいったような拡大効果はあまり促進されなかったのです。

またいっそう重要なのは，円安によって輸入するもののほうの物価が上昇することで，その結果として経常収支が悪化いたしますし，また非製造業は輸入原材料のコスト高によって収益が減少いたします。さらに輸入価格の上昇は国民の実質所得をも低下させますので，生活者にとりましてもマイナスとなるのであります。

わが国では何となく円安を歓迎して円高を困ったことのように見る癖がありますが，これは我々日本人全員がなぜか輸出産業の視点で為替レートの変動を評価するからにほかなりません。

その後の物価の動向を見ますと，依然としてまだ目標の２％上昇には達しないものの，及ばずながら若干上向きになった兆候はありますので，それが量的緩和政策のもたらした成果のように言われている向きもあります。しかし，このところわが国の物価の足どりは，例えばパンをはじめとする食料品の値上げであるとか電力料金の引上げとかに見られますように，いま申しました円安による輸入原材料の価格上昇，また原子力発電から火力発電への切替えに伴う燃料費の高騰といったような，コスト側の事情にも支配されるところが大きいわけでして，この点は，逆に原油が値下がりすれば立ちどころに物価の上昇率もまた鈍化するといったような事実からも明らかに窺われるところであります。つまり近時の物価の動きは，第一の矢のシナリオとなっているインフレ期待による需要の増大というよりもむしろ供給サイド，コスト・サイドの事情に左右されているところが大きいのです。

ということで，以上に述べてまいりましたような事情に鑑（かんが）みますと，量的緩和政策が事実上，株

価の上昇，円安をつうじて物価の動向をどうやら持ち直させた点は認めるにやぶさかではありませんが，だからと言ってそれをシナリオどおりインフレ・ターゲット政策として受け取る場合には，必ずしもオールマイティーとみなすわけにはいかないということがご理解いただけたのではないでしょうか。

今般の第二ステージの新三本の矢では，量的緩和政策というものの重要性がいささか背後に退きまして，政策当事者の側で需要重視の考え方が若干軌道修正されたかの観がなきにしもあらずですが，それというのもその辺の事情によるところがあるのではないか，そう思われてなりません。

国債増発の行方

ではこの辺でつぎの第二の矢「機動的な財政政策」のほうに移らせていただきます。財政政策によるデフレ克服という考え方は元来がケインズ経済学の発想そのもので，アベノミクスとしてとり立てて目新しいことろはないわけですが，ただ大きな問題となるのは，目下のところわが国の財政事情が大赤字の状況に陥っているという点で，その点を考慮に入れますと，果たしてどこまでそうした財政政策を賄うための国債の増発を無難にこなしていけるかということが重要な考察事項となります。アベノミクスの背後にあって大きな重荷となっているのはそうした巨大な財政赤字でありまして，第二の矢を考えるときにはそれを無視して論ずることはできないのです。

過去から年を追って積み重ねられてきました累積財政赤字，政府の累積債務の総額は皆様もよくご存知のとおり 1000 兆円を超える大きさになりまして，国内総生産 GDP の約 2.33 倍にも当たる巨額に達しております。ということは 2 年分の GDP を全部注ぎ込んでもまだ返しきれない債務というわけでして，国際的にも断然突出した最大の GDP 比率になります。これに比べれば財政破綻の危機がしきりに叫ばれているギリシャの累積財政赤字はその GDP の 1.77 倍で，まだしも日本よりはずっと小さいのです。それにもかかわらず，なぜギリシャについては財政破綻の危機が国際的にも大問題とされているのに対しまして，日本の財政赤字問題はそれほど大騒ぎされていないかと申しますと，これは日本には日銀という自国の中央銀行があって，必要とあれば自国の通貨である日銀券を発行してどんどん国債を買い入れることができる。それに対しまして，ギリシャは EU 加盟国であるために，貨幣はユーロであって，それを刷る権限は EU の中央銀行 ECB にしかないからです。つまりギリシャには日銀に当たる自国の中央銀行がないからなのです。

日本の政府はこの巨大な累積財政赤字を何とか減らす方向を目指して，プライマリー・バランスを 2020 年までに黒字化すると公約しましたが，ここでプライマリー・バランスすなわち基礎的財政収支というのは，毎年毎年の 1 年間の財政収支つまり歳入と歳出の中から国債に関する収入や費用の分を除いた収支を指すわけで，つまり税収のような本来の政府収入と公共事業や社会保障のような本来の政府支出のバランスがプラスかマイナスかを見る収支のことであります。それがマイナス，赤字であれば必要な公共事業や社会保障などの費用は税収だけでは賄えず，新たに国債を増発

して借金しなければ調達できないということですが，かりにこの収支がゼロになったとしてもそれは累積財政赤字がやっとそれ以上は増えるのが止まったというだけのことであって，なくなったというわけではありません。プライマリー・バランスを何とか黒字にすることができれば，累積赤字をいく分でも減らす目処がつき，ようやく財政再建への第一歩が踏み出されたということになりますが，それを続けていって累積赤字そのものをゼロにするというのは，気が遠くなるくらい大変なことなのです。

去年の7月に内閣府が経済諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試案」なるものによれば，かりにアベノミクスの成長戦略が成功したとして，今後5年間実質GDPが毎年2％以上の成長率を続けることができたとしても，2020年度のプライマリー・バランスは政府が公約したように黒字にはならず，なおマイナス6.2兆円の赤字が残らざるをえないということになっています。しかもそれは今後2％を超える実質成長率が続いたとしてということであって，そうした楽観的な前提が満たされる保証もないわけです。ということは，今後ともかなり長いあいだ我々は巨額の累積財政赤字が続いていくことを覚悟しなければならないということなのです。

ところが一方，黒田日銀総裁は量的緩和のため，先ほども述べましたように，年間約80兆円のペースで国債を買い増していくと公言しております。これに償還期日の来た国債の分をも買い埋めることを加えて考えれば，日銀のグロスの国債買入れ額は110兆円を超えるとされております。2015年度の予算ではすべてを含めての国債発行総額は170兆円となっていますから，そうしますと日銀は発行市場で供給される国債の約7割近くを買いとっているということになります。つまり量的緩和は，ある人が言うように，日銀をあたかも国債市場という池の中のクジラのような巨大な存在にしてしまっているわけなのです。

ここに私はアベノミクス第二の矢の大きな問題点があるように思います。かりにいまもし量的緩和政策が首尾よく功を奏して実際に物価が目標どおり2％で上昇していくときが訪れたとしてみましょう。そのときにはどういうことが起こるでしょうか。量的緩和政策というものが本当に2％の物価上昇率の達成を目的としているのであれば，その時点で目的は達成されたわけですから，量的緩和の使命は終わり，その政策は停止されなければなりません。つまり日銀にとりましては，いままでのペースで国債を買い入れていく名目はもはや失われるわけであります。しかし，どんな市場にせよ，いままで7割近くをも買い上げていた大口の買手が買うのを止めたとしたら，あるいは売りに転じたとしたら，どういうことになるでしょうか。そうなれば国債市場には巨大な供給過剰が生じ，国債価格は暴落を免れないことになるはずです。つまり長期金利が急上昇せざるをえません。すると，そのとき先ほど来述べてまいりました財政大赤字がまだ解消しないで残っているとすれば，政府は大きな債務を減らせないまま，支払金利など立ちどころに資金繰りに窮してしまい，いわゆるデフォルト，債務不履行の事態に当面しかねません。国の財政は破綻の危機に見舞われざるをえないのです。

目下のところ政府の累積債務が1000兆円を超えるという大赤字の状態でも，国債が低金利のままで無事に消化されておりますのは，先にも述べましたように，日銀という自国の中央銀行が国債を大量に買い入れてくれるという安心感がいまだに国債市場を支配し続けているからでして，実のところこれはデフレが続いているお蔭というか，いまだに量的緩和政策が２％のインフレ率という目標達成に成功していないお蔭なのです。

ですから，その点を突きつめて考えてみますと，実はそうした状態が平穏裡に保たれるというのと，２％インフレ目標が達成されてデフレから脱却するというのは，いわば車のアクセルとブレーキを同時に踏むような元来矛盾した事柄なのでして，そのあたりのことを黒田総裁がどうお考えか，経済学者としては大変気になるところです。つまり政策目標とされる２％の物価上昇が達成されたときのほうがむしろ怖(こわ)いのです。

出口は来るか

かりにもそうしたＸデーが到来したときには，いくら日銀が独立性を持っていると言っても，国の財政破綻の危機を見殺しにして放置しておくことはおそらくできないでしょう。そうであれば日銀は，すでにインフレ目標は達成しえたとしても，なお国債を買い続けて量的緩和をやっていかなければならず，いつになってもなかなか出口に向かうときは来ないことになってしまいます。またその場合には，日銀が国債を買い続けていく口実をどうつけるかも問題です。実は当初から量的緩和政策の隠れた目的はそこにあるのではないか，ただ政府は財政破綻を逃(のが)れるために日銀にファイナンスしてもらっているのだと言えば国民からの批判，非難を免れませんので，だからデフレを克服して景気をよくするための政策だというのが表向きの理由になっている，つまり「インフレ目標政策」というのは名目であって，真の目的は「財政破綻延命政策」なのだ，という一部のエコノミスト，例えば野口悠紀雄さんや藤巻健史さんなどの穿(うが)った見方もあるわけなのです。

しかしその場合も，量的緩和という政策を未来永劫にわたって限りなく続けていくことはできません。いつまでも国債の日銀引受けが続いていれば，民間部門にはやがて夥(おびただ)しい流動性が蓄積されることになりますから，その結果が大インフレということになれば，国の借金はチャラになるかもしれませんが，その負担が今度は債務者である国民に移転することになりますから，たまったものではありません。猛烈なインフレによって国民の資産はまったく目減りしてしまう，日用品さえ満足に買えなくなる，というような事態が起こりかねないのです。アベノミクスによる景気の持ち直しということで，現在の日本は妙な昂揚感に包まれていますが，その先には万が一にもそうした悪夢のような事態の可能性が待ち受けている，ということを誰しも肝に銘じておかねばならないのではないでしょうか。

物価上昇率が２％まで届かないで，名目上デフレ克服のための金融緩和が必要だと認め続けられているあいだは，そのような危機が顕在化することはありません。問題はかりにもデフレが２％イ

ンフレに転換して，もはや金融緩和を続ける口実がなくなったと考えられるにいたった「出口」の時点です。そのときまでに政府の財政健全化の目処がついていないと，いつ国債価格の暴落，金利の暴騰，財政の破綻という危機の発生を余儀なくされるか，さもなければいつ大インフレが勃発するか，といったリスクの心配を，私どもは心から完全に拭い去ることができないのです。

そういうことで，私はアベノミクスの功罪の評価というものは，たんに昨今の新聞の論調などに見られるように，景気がどれだけ持ち直したとか物価がどれだけ上がったとかいうような，現在進行中の状況だけでその成否を云々するのであってはならないと思います。いま申し上げましたような「出口」の時点でどんな事態が訪れるか，それにどう対処して経済を正常ルートに乗せる所存か，そういったことまでをもすべて含めまして，その全体をセットとして評価するのでなくてはならない。そう思うわけであります。

停滞の真因

時間も迫ってまいりましたので，第二の矢に伴う問題点といたしましてはそのくらいにいたしまして，最後に第三の矢「成長戦略」をめぐる問題点に移ることにいたしたいと思います。

成長戦略の目指すところは，このところ停滞気味である日本経済の実力国内総生産そのものを活性化し，その成長率を促進するということですから，それは需要面でデフレ・ギャップをなくすというのとはおのずから対象を異にしておりまして，金融政策や財政政策のみをもってしては根本的には解決することのできない実体経済の構造にかかわる供給面の問題と考えなくてはなりません。つまり，この問題につきましては，少子化・高齢化による人口の減少であるとか，新興国からの競争圧力，日本企業の国際的な競争力の劣化であるとか実体経済側の構造的な要因が非常に重要な意味を持ってくるのです。

少子化・高齢化にもとづく労働力の目減りにつきましては，今回の第二ステージの新三本の矢でも子育て支援で女子労働力を増強するとか，介護充実で離職をゼロにするとか，いろいろと労働力を増やすアイディアが盛り込まれていますが，今後の人口減少という巨大なモメンタムを考えますとそれらには限度がありますので，それでもなお経済成長促進をということになりますと，どうしても一人一人の労働がいままでよりもいっそう高い付加価値をつくり出していくこと，すなわち労働 1 単位当たりの生産性を抜本的に高めていくこと以外に途(みち)はありません。

ここのところ日本の経済はその点で失敗しておりまして，日本人 1 人当たりの GDP は IMF などの統計で見ますといまやシンガポールなどにも抜かれておりまして，近々韓国にも抜かれようとしている状況にあります。

どうしてそうなってしまったのかと言いますと，そこが第三の矢でももっとも重要な問題点となるところですが，これは日本経済の目下のあり方がその産業構造という点から見ていまや新しい時代の進展に適応しえないでいるという点に，つまりそういう動向にマッチした強い国際競争力を持っ

た新しい産業なり企業なりがどんどん出てこなくなってしまったという点に，根本的な原因があるのではないかと思われるのです。

例えば海の向こうのアメリカなどを眺めてみますと，アメリカの場合は世界の先進国にふさわしく，アップルにしてもツイッターにしてもあるいはグーグルにしてもフェイスブックにしても，ここ何年かで日本や中国には見られないようなユニークな情報サービス商品を新たに提供することのできる企業が続々と出てまいりまして，世界の情報の流れを一新しつつあります。ところが，そのように世界のいたるところで所望され歓迎されるような新しい商品を生み出しうる新企業というものが，このところ日本ではほとんど出てこなくなっているのではないでしょうか。アップルやマイクロソフトは創業が 1970 年代ですけれど，グーグルやアマゾンはもっと新しい企業で，世界の経済の中で活躍する主役のかなりのものがここ 20 年くらいに登場してきた若い会社です。が，一方日本の代表的な企業となりますと，大部分が創立から何十年も経ったような製造業の会社ばかりです。私は何も「重厚長大」な企業を否定するつもりはありませんけれども，それにしても目ざましい技術革新，イノベーションを導入して強い国際競争力を身につけた新企業がわれ勝ちに登場してこないで旧態依然たる会社が政府の補助や銀行の保護を受けて生き延びているといった状況は望ましくありません。そのような有様では，日本の経済が停滞し活力を失っていくのも当然のことではないかと思われるのです。

かつての高度成長の時代には，日本はアメリカから新技術を導入して自動車でも半導体でもアメリカを凌駕するような製品をずっと安いコストで生産して，それを逆にアメリカに輸出する，というような産業構造が日本をジャパン・アズ・ナンバーワンにのし上げたわけですが，アメリカへのキャッチ・アップがすでに終了した現在でもそのような産業構造がいまなお続くと考えるのは，文字どおり時代錯誤以外の何物でもありません。そういう産業構造は今日ではもはや中国やインドのものではあっても，日本のものではあってはならないのです。

第三の矢という成長戦略は，そうした意味で何よりも時代に即応した抜本的な新産業構造への改革を目玉とするものでなくてはならないはずであります。円安を誘導することで旧来の輸出型産業を救済するというのは，補助金を与えて一昔前の農業を保護するのとまったく同様な，退嬰的な保護政策でしかありません。

今日，日本の経済がデフレ経済という沈滞状況にあるのは，たんなるデフレ・ギャップという原因によるばかりでなく，そうしたことで世界の他の国々，アメリカにしても中国・インドにしてもその他の新興国にしても，それぞれが時代の進展に適応して，それなりに新局面にふさわしい様変わりをしてきたのに対しまして，ひとり日本だけがいわば「国のあり方」というものをいまだに変革することができないで，今日にいたっているからだと思われてなりません。

民間資金を新産業育成に

政府が公表した第三の矢の内容を一覧しますと，前にも触れた女子労働力の活用などのほか，都心の容積率緩和であるとか発送電分離であるとか……等々と細かい項目がそれこそ所狭しとばかり並べられていますが，先ほど来申し上げておりますような肝心の産業新陳代謝の抜本的な骨組みがそこからは浮かび上がってこないのが何とも残念です。再生医療，人工知能，ロボット，宇宙工学，ゲノム，何でもいいですから，ちょっとやそっとの円高くらいではびくともしない，革新的で世界でも広く歓迎されるような新製品を生み出す戦略的な新産業群の全体像を明示した上で，看板にもありますように，その開発に向けての民間投資を喚起してほしいものであります。

そのような革新的な成長産業を開発，育成するためには，まず何よりも民間からゆたかな資金が回っていくことが必要であります。アメリカのシリコンバレーの例に徴（ちょう）してみても，世界に冠たるあのIT企業群が開発されたのは政府の資金が投入された結果ではなく，民間からの投資が主軸になった結果であることに思いをいたすべきであります。そうした投資資金を確保する上でも，政府は全力をあげて財政バランスを改善し，国債発行額を減らしてもらうのではないと困ります。大切な民間資金を国債ばかり買うことに用い続けていれば，それだけ新産業の開発に回せる民間資金の余地が少なくなるわけでして，それでは目のさめるような産業の新陳代謝が促進されるはずはないのです。

エピローグ

さて時間もいよいよなくなってまいりましたので，この辺で私の話も閉じることにいたしたいと思いますが，安倍総理のご指南番であるイェール大学の浜田宏一さんのベストセラー『アメリカは日本経済の復活を知っている』を読みますと，日本経済がここのところデフレに落ち込んできたのは，一にも二にも日銀が十分な量的緩和を怠ってきたからで，ベース・マネーを時折増やすことはあっても，その量をチビってきたからである。異次元的に思い切って大規模な量的緩和さえやれば，インフレ期待を引き起こすことによって事態を立ちどころに転換させることができるのであって，デフレの要因を人口の減少などの実体経済側に求めるのは「床屋での素人談義」にすぎない，と決めつけられています。浜田さんは私の親しい知人ではありますけれども，以上の私の話をご理解いただけますならば，日本経済の現状と展望につきましてはそうした浜田さんのご意見とはまたいささか異なった見方もありうるということがご納得いただけたのではないでしょうか。もしそういうことでしたら，きょうの私の話もあながち無意味なことではなかったのではないか。最後にそうであることを心から念願いたしまして，結びにさせていただきたいと存じます。

どうも長時間こみ入った話をご清聴下さいまして，有難うございました。

追記

筆者のこの講演がなされたのち，日銀は 1 月 29 日に開かれた金融政策決定会合で，新たな追加緩和策としてマイナス金利政策の導入を取り決めた。民間の銀行が日銀に預け入れる当座預金の金利を従来の 0.1 %からマイナス 0.1 %に引き下げるというのがその仕組みである。ただし今回の決定は，民間銀行がこれから積み増す当座預金に対してのみ適用され，すでに預け入れられている当座預金の金利は現在のままプラス 0.1 %に据え置かれることになっている。つまり在来の当座預金からは民間銀行はこれまでどおり 0.1 %の金利収益を得ることに変わりはないが，新たに当座預金を増やす場合には逆に手数料として 0.1 %の失費を負担しなければならないということである。その狙いは，上記の措置によって民間銀行は日銀に預金することがかえって不利になるので，その分の資金を日銀内に眠らせる代わりに民間融資に回すことになり，貨幣が実体経済に流れるルートが太くなることで金融緩和の効果が増すであろう，という点にある。

しかし重ねて言うまでもなく，そのような効果が期待されうるのは，民間の家計や企業からの融資需要があってのことである。デフレ経済下で民間融資需要がはかばかしくない場合には，所期の効果はそれほど望めず，その分の資金は民間銀行自体の内部に滞留せざるをえない。いく分でもプラスの収益を上げるために，それが株式や債券の購入に向けられれば，なるほど株価や債券価格は一時的に上昇するであろうが，そうした資産価格の動きはその他の外部的な事情によっても乱高下するから，実体経済内に確実にインフレ期待を引き起こすとは必ずしも言えないであろう。その点に関するかぎりは，今回のマイナス金利の場合も，本講演の中で述べたこれまでの量的緩和の場合と何ら異なるところはないのである。

要旨: 本稿は去る 1 月 18 日に本塾経済研究所の主催で行われた同題の講演の記録であり，アベノミクスすなわち目下のわが国において安倍総理の下で進められている一連の経済政策に関する筆者の所見を平易に述べたものである。当該の政策を構成するいわゆる三本の矢「大胆な金融緩和」,「機動的な財政政策」,「民間投資を喚起する成長戦略」のそれぞれをめぐり，問題点と思われるところをその後の実績の経緯ならびに経済学の原理に照らして論評した。

キーワード: 新旧三本の矢，異次元的量的緩和政策，インフレ期待，プライマリー・バランス，産業構造の新陳代謝戦略