

# 「失われた20年」と財政金融政策\*

岡本英男

## はじめに——本稿の課題——

本稿は、福祉国家論あるいは福祉国家財政論の視点から、バブル崩壊以降の日本の「失われた20年」と財政金融政策の関わりを明らかにし、続いて最近安部政権のもとで開始された「アベノミクス」、とりわけそのうちの「大胆な金融政策」の経済政策上の意義を客観的に評価することを目的としている。

福祉国家の中心は社会保障にあるが、それに劣らず重要な政策として完全雇用政策や成長政策がある。それゆえ、個別の経費や租税の操作にとどまらず、政府と中央銀行が一体となって財政金融全体を操作し、景気を高位に安定させて完全雇用・完全稼働を図るフィスカル・ポリシーと増大していく高齢人口を支えるに足る経済基盤を整えるための成長政策は広義の福祉国家政策のなかでも最も重要な政策の一つであるといえる<sup>1)</sup>。

そのことを、エスピン-アンデルセンは次のように述べている。

「社会民主主義的福祉国家レジームの最も顕著な特徴は、おそらく福祉と労働が一体となっていることであろう。それは完全雇用の保証に真にコミットすると同時に、完全雇用の達成にも全面的に依存しているのである。一方において、働く権利は所得保護の権利と同等の地位を占めている。他方においては、連帯主義的、普遍主義的、脱商品的福祉システムを維持するための膨大なコストは、福祉システムが社会問題を最小化し、歳入を最大化しなければならないことを意味する。このことは明らかに、大部分の人が就労し、社会移転によって生活する人の数をできるだけ少なくすることによって最もよく達成される<sup>2)</sup>」。

ここでアンデルセンは、①福祉国家は社会保障の付与と同様に完全雇用の保証にコミットしなければならないこと、②同時に完全雇用の達成によって社会問題は最小化し、社会保障水準の引き上げに要する税収増が可能になること、を明確に述べている。

このような観点に立てば、長期にわたる低成長と高失業を伴ったバブル崩壊後の日本の「失われた20年」は、日本の福祉国家の維持・発展にとって重大な危機を意味した。

日本においてなぜこのような長期にわたる低成長が続いたのか、そのことは福祉国家にとって何を意味しているのかについても、本稿のなかで明らかにしたい。

## 1. 「失われた 20 年」とその原因

図表 1 は日本を含む主要国の実質 GDP 成長率を、図表 2 は名目成長率を、そして図表 3 は物価上昇率を比較したものである。これらの図表によれば、1 年当たりの平均で見た過去 22 年間の日本の実質 GDP 成長率は 0.9%、名目成長率は 0.2%、物価上昇率はマイナス 0.7% となっている。実質成長率は、イタリア、スイス、フランス、ドイツなどもそれほど高くはないけれど、日本は最低の成長率である。とくに、顕著なのは、名目成長率がきわめて低いことである。これは物価上昇率がこれらの国のなかで唯一マイナスとなっているためである。このような世界的に見て特異な日本経済の長期停滞はしばしば「失われた 20 年」と呼ばれる<sup>3)</sup>。

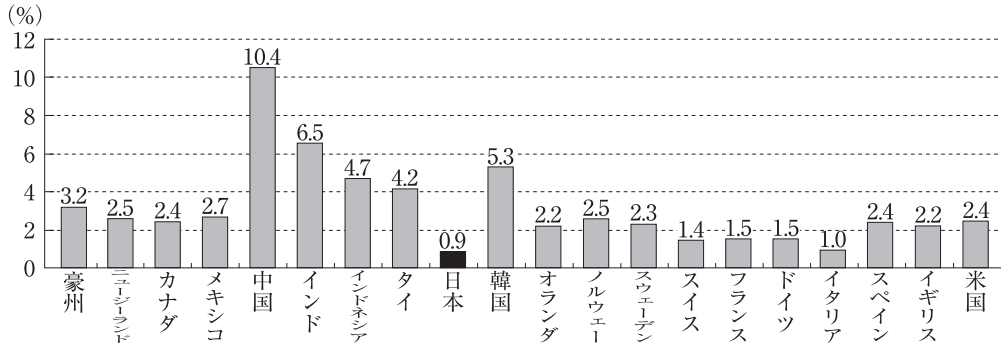
### (1) 原因をめぐるさまざまな議論

なぜ、日本経済はこのように長期にわたって停滞しているのであろうか。その原因をめぐるさまざまな議論が展開されているが、それらは大きく 3 つのタイプに分けることができる。第 1 のタイプは、供給の側に、すなわち日本経済の生産性の伸びの低迷に原因がある、とするものである。第 2 のタイプは、需要側に、すなわち需要が低迷していることに原因がある、というものである。第 3 のタイプは、金融の側に、すなわち日本の中央銀行である日銀の金融政策に原因がある、というものである<sup>4)</sup>。

供給側に問題があるとするものには、①生産性低迷説、②行財政改革不徹底説があり、需要側に問題があるとするものには、③消費飽和説、④民間の資金需要減退説がある。このほかに、バブル崩壊にともなう巨大な不良債権の発生と存続が長期にわたる経済停滞の原因だとする、⑤バランスシート不況説、とバランスシート不況を長引かせてしまった政策上の失敗を問う、⑥不良債権の処理の遅れ説、がある。不良債権処理が遅れてバランスシート不況を長引かせてしまったのが平成不況の原因であるということは多くの人が認めるところであるが、しかしそれだけが「失われた 20 年」の原因ではなく、そこには日銀の金融政策の失敗がからんでいる、というのが日銀の金融政策失敗原因説である。

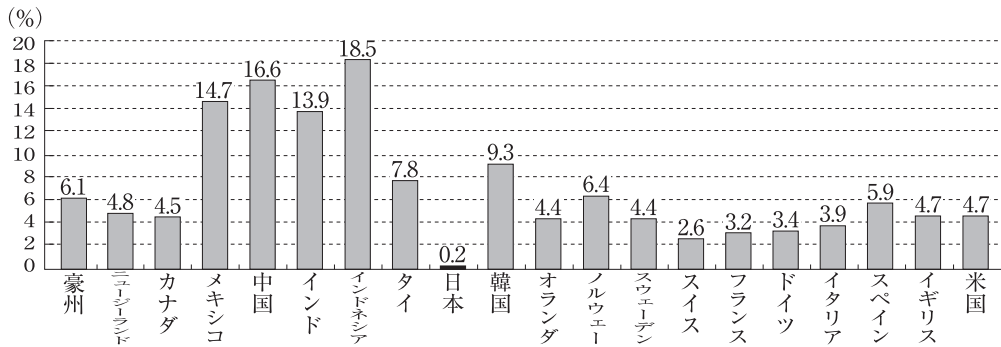
生産性低迷説とは、成長率の低迷は「一人当たり労働生産性」の伸びの停滞に帰着するという説であり、何らかの理由でバブル崩壊後の日本経済において生産性の向上がきわめて弱かったことが、失われた 20 年間の第一義的原因であると主張する<sup>5)</sup>。たしかに一般的に、「名目 GDP の値＝労働者人口数×労働者一人当たり名目生産性」なので、「名目 GDP 成長率＝労働人口増加率＋一人当たり名目労働生産性の上昇率」という式は論理的に正しい。したがって、日本の長期にわたる GDP の低迷は、労働生産性の低迷と結びついていることは間違いない。しかし、これを労働生産性の低迷が GDP の低迷を導いているというように「因果関係」としてとらえることは間違いである。盛山和夫が正しく指摘しているように、「GDP

図表 1 実質 GDP 成長率の各国比較 (1990 年～2011 年)



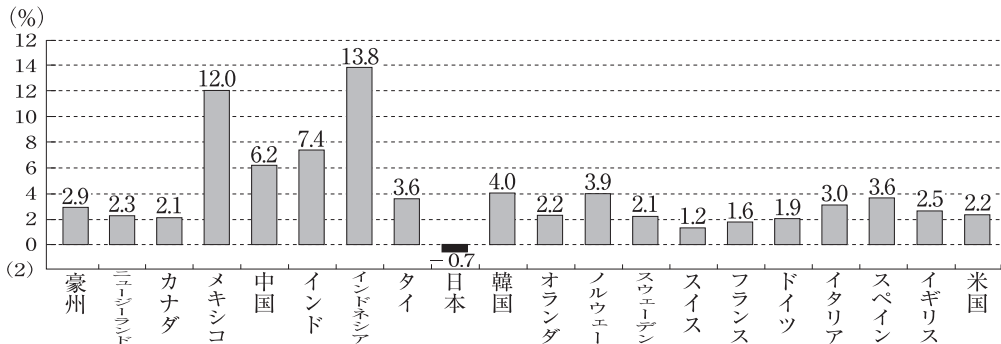
(注) 各国通貨建ての実質 GDP から年率平均の成長率を求め、比較を行ったもの  
 (資料) IMF 『World Economic Outlook』 片岡 (2013) より引用

図表 2 名目 GDP 成長率の各国比較 (1990 年～2011 年)



(注) 各国通貨建ての実質 GDP から年率平均の成長率を求め、比較を行ったもの  
 (資料) IMF 『World Economic Outlook』 片岡 (2013) より引用

図表 3 物価上昇率の各国比較



(注) 図表 4-4 の値から図表 4-3 の値を差し引き、比較を行ったもの  
 (資料) IMF 『World Economic Outlook』 片岡 (2013) より引用

の成長率の低さを生産性の伸びの低さで説明するのは、同語反復にすぎない」。生産性の伸びの低さは、GDP の伸びの低さと一体のものであり、むしろ、GDP が伸びないからこそ、「生産性が上昇しない」という結果が生まれているのである<sup>6)</sup>。

たとえば、2007 年から 09 年にかけて、日本の GDP は 516 兆円から 467 兆円へと 7.6% も下落した。労働人口はほとんど変化がないから、一人当たり生産性が 7.2% 下落したことになる。しかし、この変化は、「生産性が 7.2% 下落したので、GDP が同じだけ減少した」という因果関係を示すものではない。この場合は、明らかに生産性の下落が原因ではなく、リーマンショックによる内外の需要の落ち込みが原因で GDP が減少したのである。GDP に反映される「生産性」とは、あくまで「価格ターム」のものである。したがって、それは商品やサービスの「価格」に依存するのである。生産数量が増えても、もし価格が低下すれば、生産性は伸びてはいかない。つまり、生産性の伸び悩みには「デフレ」も大きく影響しているのである<sup>7)</sup>。

生産性が伸びていかない理由として、本来撤退すべき産業や企業が生き延びていて、それらに取って代わるべき成長産業が育成されていないことを強調する「行財政改革不徹底説」についても簡単に述べておこう。これは、生産性の低い産業や企業が生き延びているのは、それらを延命させている保護的な行政のせいであり、こうした旧態のシステムを改革し、規制緩和や経営規律を徹底し、より広範な経済分野に市場競争原理を導入して企業経営の効率性を高めなければならない、と主張する。2001 年に国民の熱狂的支持を得て成立した小泉内閣の「改革なくして成長なし」という政策方針は、このような考え方を代表するものであった。

それでは、規制を緩和すれば、商品やサービスを効率的に生産できるようになり、生産性も上昇し、GDP の低迷も克服できるようになるという議論は正しいであろうか。

多くの場合に規制緩和が経済を活性化させ、GDP の上昇につながるのは事実であるが、しかし、この議論は次の 2 点において誤りがある。第 1 に、1991 年以降の日本経済の長期低迷の原因を「規制緩和が進まなかったこと」に帰着させることはできない。実際上は、通信、運輸、金融、小売りなどの分野の規制はこの間にかなり緩和された。それにもかかわらず、長期低迷は続いたのである。第 2 に、規制緩和したからといって「価格タームの生産性」が向上するとはかぎらない。当該産業の売上げが全体として伸びない限り、生産性が伸びることはない。要するに、需要が大きく減退している状況では、いくら規制緩和しても、それ自体としては生産性の向上にはつながらない。需要が引っぱり張ってくれるのでなければ、生産性の向上は望めない。その意味で、失われた 20 年の原因を生産性の低迷に求めるのは誤りである<sup>8)</sup>。

図表 4 バブル期における米日資産増加額の比較

|          | アメリカ (億ドル) |        |       |                   | 日本 (兆円) |        |       |                   |
|----------|------------|--------|-------|-------------------|---------|--------|-------|-------------------|
|          | 1922 年     | 1929 年 | 増加額   | 対 1922 年<br>GNP 比 | 1982 年  | 1989 年 | 増加額   | 対 1982 年<br>GDP 比 |
| 株式       | 761        | 1,867  | 1,106 | 149%              | 129     | 890    | 761   | 281%              |
| 土地       | 928        | 1,135  | 207   | 38%               | 785     | 1,981  | 1,196 | 441%              |
| 合計       | 1,689      | 3,002  | 1,313 | 177%              | 914     | 2,871  | 1,957 | 722%              |
| GNP, GDP | 741        | 1,031  | 290   |                   | 271     | 400    | 129   |                   |

(注) 資産額は各年末値。

(資料) U.S. Department of Commerce, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*, 1989; 経済企画庁『国民経済計算年報』。土生 (2004) より引用

## (2) バブル崩壊と長期不況——財政政策の役割——

「バランスシート不況」説および「不良債権処理の遅れ」説とは、バブル崩壊にともなう巨大な不良債権の発生と存続が長期におよぶ経済停滞の主要因だと考えるものである。これらの説を検討していくことにしよう。1980年代後半の日本のバブルは近年例を見ないくらい大規模なものであったがゆえに、この説はかなりの説得力をもっている。ここでは、少し視野を広げて、土生 (2004) を参考にしながら、バブル崩壊と長期不況との関係、そして長期不況下における財政政策の役割を考えてみることにしよう。

土生はまず、1980年代の日本のバブルと1920年代のアメリカのバブルの大きさを比較する。図表4が示すように、株式と土地を合わせた資産額増加の対GNP比、対GDP比は、アメリカの177%に対して、日本は722%で、アメリカの4倍もの大きさとなっている。このように、バブルの規模が日本のほうがアメリカよりもはるかに大きかったことを重視する。アメリカのバブル崩壊は1929年秋のニューヨーク株式市場の暴落にはじまり、日本のバブル崩壊は1990年年頭の株価暴落ではじまり、両者ともその後長期にわたって株価と地価の下落がつづいた。株価や地価のこのような大幅な下落は、次のような3つの経路を通じて、強いデフレ作用をもたらす。土生は、ここでデフレ作用という意味を、総需要を減少させ、景気を悪化させるという意味で用いている。

第1の経路は、負の資産・所得効果を通じたものである。資産価格の下落が原因で資産額が減少したり、また資産の売却によって損失が発生し、それが消費や投資にマイナスの作用を及ぼす。第2の経路は、バランスシートの不調整とその修復を通じたものである。バブル発展期の株式や土地の購入は、その多くが銀行などからの借入に依存して行われるため、バブル崩壊によって資産価格が急落すると、負債が資産を大きく上回り、資産を売却しても負債の返済に足りなくなるケースが増えてくる。そうなれば、通常なら消費や投資に当てるはずの所得までも、債務の返済に当てざるをえなくなり、ますます消費や投資が減少していく。

第 3 の経路は、金融システムの動揺と破綻を通じたものである。

以上のように、バブルの崩壊はいくつかの経路を通じて、その国の経済に強いデフレ作用を及ぼすのであるが、土生は日本とアメリカの不況の違いに注目する。アメリカではバブル破たんが続く不況は大恐慌へと発展し、前例にない深刻な恐慌が生じたのに対して、日本がバブル破綻後に経験した不況は、これに比べるとずっと軽いものであった。バブルの規模が大きかった日本において、バブル崩壊後の不況がアメリカほど深刻なものとならなかった理由として、土生は次の 3 点を挙げている<sup>9)</sup>。

第 1 は、財政政策の違いであり、アメリカが 1932 年という大恐慌のどん底の年に「平時では史上最大」と言われる増税を断行したのに対して、今回の不況に対してとられてきた日本の財政政策は景気政策という観点からははるかに適切なものであった。第 2 は、大恐慌期のアメリカには預金保険制度というものがなく、景気が悪化し預金についての不安が高まるにつれて、預金の一斉引き出しが行われて多くの銀行が倒産に追い込まれたのに対して、日本における今回の不況時の銀行の倒産は比較にならないほど小規模なものにとどまった。第 3 は、社会保障制度の有無に関するものであり、大恐慌期のアメリカには社会保障制度と言えるようなものが存在していなかったのに対して、現在の日本では社会保障制度はかなり整備された形で存在している。これが、失業者とその家族の消費水準の維持に役立ただけでなく、就業者の失業と不安を和らげ、それを通じてその消費水準を維持するのに貢献した。

このように、アメリカでは当初、需要増大に役立つような財政政策はまったくとられなかったのに対して、日本では財政出動が繰り返し行われ、それが需要の拡大に役立った。また、預金保険制度や社会保障制度の存在が、需要を支える機能を果たしてきた<sup>10)</sup>。

以上のように考える土生にとって、1996 年に成立した橋本内閣が財政再建を最優先課題として、歳出の抑制を図るとともに、1997 年度予算として 9 兆円もの国民負担増となる予算を編成したことは政策上の大きな失敗であった。同様のことは、2001 年に成立した小泉内閣の構造改革を看板に掲げた性急な財政再建政策についても言える。これらのことは 1937 年のアメリカの急激な景気悪化と同様に、財政面からの強力な需要の支えが必要な時点で、その支えを弱めることによって景気の悪化を招いた典型例であった。

本論文における土生のもう一つの重要な主張は、日本財政危機論に対して正面から疑問を提示していることである。

近年において財政赤字の対 GDP 比、公債残高の対 GDP 比とも日本が主要国中最大であることを根拠にして、日本財政は主要国の中で最悪、破綻寸前の状況にあり、もはや公債増発の余力はほとんど残されていないという主張に対して、次の 3 つの事実に注目する必要がある、と述べる<sup>11)</sup>。

第 1 に、国債残高は急増しているが、国債利払い費は大幅に減少している。また、日本の国債利払い費は、国際的に見ても低い水準にある<sup>12)</sup>。第 2 に、市場利子率が、歴史的に見て



も、国際的に見ても、著しく低い。これによって、国債発行による利子負担の増加が少なくてすむし、国債発行によってクラウディングアウトを生み出す恐れがきわめて少ない。第3に、日本の租税負担率は国際的に見て、非常に低い。

以上のことから、過剰な財政危機意識から解放されることこそが必要で、それによって政策の選択の幅を広げ、より適切な政策の採用を可能にする道を開くことが強く求められている、という結論で締めくくっている。

筆者は、過剰な財政危機意識から解放される必要があるという土生の結論に賛成するものである。また、財政出動が行われてきたのにいまだに景気の悪いのは財政出動に効果がないことの証拠ではなく、財政出動の効果はあったのだけれど、性急な財政再建政策によってその効果が減殺されてしまったために、結果として不況が続くことになっている<sup>13)</sup>、という解釈も間違いではないと考える。しかし、この土生の解釈は十分とは言えない。というのは、この時期にとられた日本の金融政策との関連で財政政策の効果を問題にしていないからである。

というのは、財政政策の効果を上げるには金融政策との協力関係が重要であるからである<sup>14)</sup>。たとえば、金融引締めによって、企業や金融機関のリストラを促進しようとするれば、不良債権や倒産が増えるが、これを財政資金によって救済すれば、引締め政策のつけはみな財政にしわ寄せされる。デフレーションそのものも公債の実質負担を増すので、金融引締めのつけは、財政赤字の拡大と公債負担増加の形で跳ね返ってくる。

## 2. デフレと円高

### (1) 日銀の金融政策が果たした役割

「失われた 20 年」には日銀の金融政策の失敗が深くからんでいるという日銀の金融政策失敗説を検討する前に、それに対抗する理論である「民間の資金需要減退説」を見ることにしよう。この説は、いくら金融を緩和しても民間の資金需要が低迷しているのでマネー・ストックは増加しない、そのため、どんなに財政政策や金融政策を発動してみても景気がよくなるらない、それが、デフレ不況を長引かせてなかなかそこから脱却できない原因だという説である。

それでは、なぜ日本では民間の資金需要が弱いのであろうか。企業が資金を借りようとする目的は、基本的に設備投資の費用である。企業は設備投資をすることによって、事業を拡大したり、新規事業を開始したり、新商品の開発に取り組んだりする。したがって、資金需要が弱いということは、とりもなおさず企業の事業展開意欲が弱いということにほかならない。新規事業を開始しても、あるいは事業を拡大しても利益の見込みがたたないと企業の事業展開意欲は弱まる。これには二つの要因がからんでおり、一つは円高であり、もう一つは

急激に進行する少子化である<sup>15)</sup>。

「失われた 20 年」の背景に少子高齢化があるという指摘は最近多く見られるようになったが、その代表的なものは藻谷 (2010) がある。ここでは、少子化原因説を検討することはせず、1930 年代におけるスウェーデンの人口問題についての議論のなかで、グンナー・ミュルダールが、少子化は国民国家の存続に対する脅威であるのみならず、健全で持続的な経済の繁栄の維持にとって困難を突きつけると、と主張していたことを指摘しておこう。すなわち、「人口の衰退はあらゆる分野における投資リスクを大きくするだろうし、そのことを別にしても、新規投資の需要を小さくさせるだろう。高齢化社会では貨幣貯蓄は高いままにとどまるから、その結果として貯蓄に対して投資が不足するという傾向が持続するであろう」<sup>16)</sup>。このように、ミュルダールは人口減が投資リスクの増大を通じて経済にもたらす悲惨な状況を深刻に受け止め、定常規模の人口を達成するための福祉国家プログラムを提起した<sup>17)</sup>。

円高が「失われた 20 年」の大きな要因となっていると主張する優れた著書はたくさんあるが<sup>18)</sup>、円高と経済の停滞の関係を学問的に説得力あるかたちで明らかにした代表的研究は、岡田・浜田 (2009) である。そこで、以下においては、岡田・浜田の共著論文が何を問題にし、どのような形で、いかなる結論を導いたかを見てみることにしよう。

まず、岡田・浜田は次のような問題提起をする。

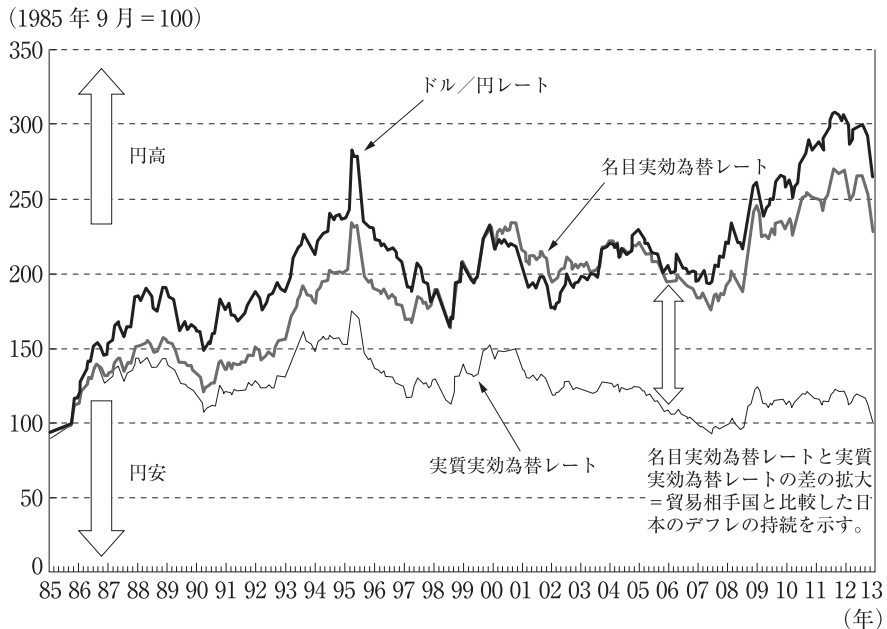
「日本の失われた 10 年」と呼ばれる長期停滞に関する研究の大部分は、90 年代初期に起こった実質経済成長率の急激で持続的な下方屈折を、TFP (全要素生産性) 上昇率の急激で持続的な低下、労働時間の減少、不良債権の大幅な増加による金融システムの機能不全、企業統治の欠陥、低生産性部門から高生産性部門への労働力移動の欠如、などといったもっぱら非貨幣的かつ国内的原因に求めている。これに対して、岡田・浜田の論文は、実物的要因と同様に、あるいはそれ以上に、実質的為替レートの過大評価された状態が長期間続いたことが、長期停滞の原因であると主張する。そして、この長期におよぶ為替レートの持続をもたらしたのは、国際的な要因と日本の金融政策の組み合わせであると主張する。

多くの先行研究において実質為替レートが高水準で持続したことと長期停滞との関連が無視されてきたのは、実質為替レートと交易条件と同一視してきたからである。岡田・浜田論文では、この両者を論理的に区別し、その区別こそが 90 年代の低迷に果たした実質的為替レートおよび金融政策の役割を理解するうえで本質的に重要である、と述べる。そして、交易条件の改善以上に実質的為替レートが上昇するとき、日本の輸出産業は外国の輸出産業に対して収益性でハンディを負う、と述べる<sup>19)</sup>。

この岡田・浜田論文の考え方にに基づき、ごく最近に至るまでの円高トレンドの持続が日本経済に与えた影響を明らかにした研究として片岡 (2013) がある。図表 5 は、プラダ合意がなされた 1985 年 9 月時点の為替レートを 100 とした場合の、指数の推移を示している。この図表には、3 つの折れ線グラフが描かれている。一つは、円とドルの比率 (為替レート) で



図表5 為替レートの推移



(資料) 日本銀行統計データベース

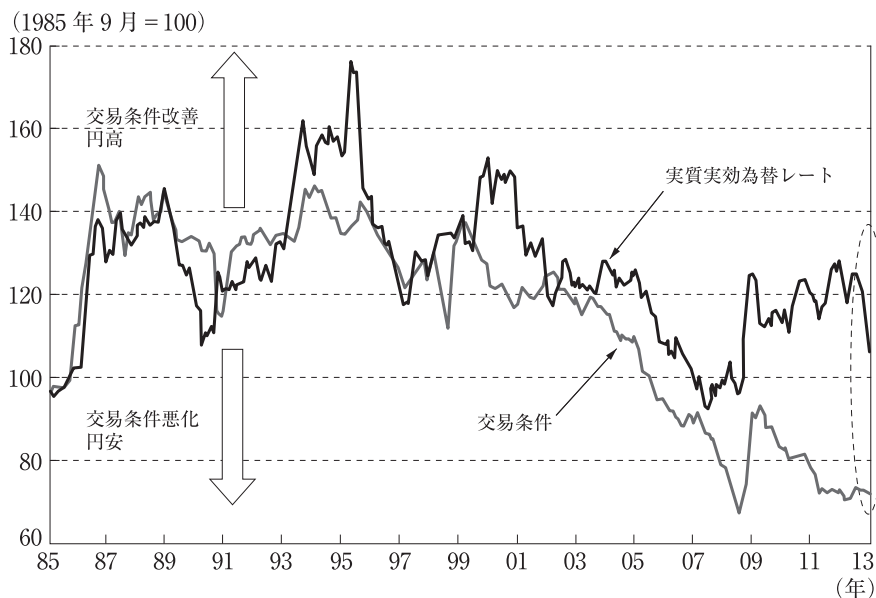
片岡 (2013) より引用

あるドル/円レートである。実効為替レート（日本の貿易相手国全体の通貨と日本円の比率を見たもの）は、名目と実質の両方で示している。名目実効為替レートは、日本と貿易相手国の物価変化の影響を考慮しない値であり、実質為替レートは、日本と貿易相手国の物価変化の影響を考慮した値である<sup>20)</sup>。

この図表から、90年代前半、とくに95年に円高が急激に進行したことがわかる。この95年の円高は96年に入ると一旦沈静化するものの、その後99年から2001年にかけて円高が進む。02年から07年にかけては少し円安に振れるが、07年になると円高が進み、08年9月のリーマンショック後と11年3月の東日本大震災以降には、円が急激に上昇していることが読み取れる。

実質実効為替レートは、日本が貿易相手国全体と比較して物価下落が進めば、輸出に有利になるため下落し、日本が貿易相手国全体と比較して円高となれば、輸出に不利になるために上昇する。名目実効為替レートが過去最高になっているのに対して、実質実効為替レートが上昇していないのは、貿易相手国と比較して物価下落が進んでいるためである。それゆえ、実質実効為替レートで見ると深刻な円高ではないので、円高は大きな問題ではないという円高楽観論は、デフレが進むことで他国に安価で輸出できるから有利だという主張と同じである。この主張は、円高が輸出企業や輸入品と競合する国内企業に弊害をもたらしていることを軽視した主張である。

図表 6 実質実効為替レートと交易条件との関係



(注) 交易条件=円建て輸出物価指数/円建て輸入物価指数

(資料) 日本銀行資料

片岡 (2013) より引用

図表 6 は、実質実効為替レートと交易条件指数<sup>21)</sup>の推移を、プラザ合意がなされた 85 年 9 月時点をも 100 として示したものである。交易条件指数は、輸出価格の上昇に対して輸入価格がより上昇すれば悪化（低下）する。日本における輸入の多くは原油等の原材料が占めており、原材料価格が上昇すれば交易条件が悪化する。また、円安が進むと、輸入価格が上昇するため、交易条件は悪化する。

85 年のプラザ合意後、交易条件の改善と実質実効為替レートは共に急速に上昇している。非常に緩慢な景気回復期であった 93 年から 95 年には、実質実効為替レートは交易条件の変化とは無関係に上昇している。99 年から 01 年の回復期にも交易条件の変化では説明できないほど大幅な実質実効為替レートの上昇が生じている。02 年から 07 年までの回復期は、これまでの回復期とは異なり、実質実効為替レートは交易条件の低下に見合う形で低下している。08 年秋のリーマンショック以降、原油価格急落に伴い交易条件は改善しているが、実質実効為替レートの上昇は交易条件の改善では説明できないほど急激に上昇している。その後、交易条件が悪化しているにもかかわらず、実質実効為替レートは高止まりし、12 年末から 13 年になってはじめて円安方向に振れている。

95 年の円高が進んだ時期や、IT バブル崩壊にともなう景気悪化が進んだ 2000 年から 2001 年にかけての時期、そしてリーマンショック後の 08 年から 12 年 11 月までの時期は、実質実効為替レートが大きく上昇する（つまり円高が進む）一方で交易条件指数が悪化する

時期であったので、日本の輸出産業の国際競争力が大きく低下することになる。輸出産業は日本の比較優位産業であり、かつ生産性の高い産業でもあるので、輸出産業の収益性を悪化させる円高は、日本全体の生産性を低下させることになる<sup>22)</sup>。

以上のような事実と分析結果を総合して、岡田・浜田は次のような結論を導き出している。

プラザ合意は、国内均衡に割り当てられるべきマクロ経済政策に対して、国際協調という足枷をはめることになった。しかし、このプラザ合意の時期が原油価格の急落による交易条件の大幅な改善という現象に重なってしまったために、過度の円高の悪影響は覆い隠されてしまった。さらに、その後には、バブル崩壊という現象が逆の意味で過度の円高の悪影響から識者の目を他の不良債権等の国内要因にそらせてしまったといえる。過度の円高が長期的な経済停滞の原因だとすると、そして円高は金融政策の過度の引締めの結果だとすると、実質為替レートを適度に抑えるのは金融政策の責任であることは明らかだ。物価がデフレ気味で推移しているなかで、金融政策当局者を含めた人々の「円高は当然だし好ましい」という通念をこの時代に払拭できなかったことは、非常に残念である<sup>23)</sup>。

この岡田・浜田のように、円高は金融の過度の引締め政策の結果であるデフレによってもたらされたものであり、長期におよぶデフレの責任は日本銀行にあるというのが、「日銀の金融政策失敗説」である。

この日銀の金融政策失敗説を早い時期から最も理論的かつ精力的に展開したのは、後に安倍政権下で日銀副総裁に就任する岩田規久男であった。岩田はバブル崩壊後の1992年に『週刊東洋経済』に書いた論文「景気後退・株価暴落の原因：「日銀理論」を放棄せよ」のなかで、「公定歩合操作は有効ではない。景気後退、株価暴落は「日銀理論」の誤りにも原因がある。ベースマネーはコントロールできないという日銀理論を捨て、その供給を増やすべきだ」と主張した。これに対して、日銀側からは翁邦雄が「「岩田論文」に反論する：「日銀理論」は間違っていない」という題名の論文のなかで、「ベースマネー減少は準備率引き下げが主因であり、金融引締めとは無関係。岩田教授のマネーサプライ増加策は非現実的。日本銀行は金利により適時適切な政策運営を行うべきである。」という反論を行った。このような日銀批判派と擁護派の論争は、浜田（1999）と小宮（1999）の間で、浜田（1999）と翁・白塚（2000）と浜田（2000）の間でも行われた<sup>24)</sup>。

その後リフレ派と称される岩田や浜田の主張は、おおよそ次のように要約しうる<sup>25)</sup>。

デフレに加えて、円がどの通貨に対しても軒並み高騰したままでは、政府がどんな成長戦略を取ろうとも、日本経済が安定した成長を達成し、それを維持することは不可能である。このような超円高を歓迎するべきだという主張も一部にはあるが、超円高は日本経済の強さの結果生じたものではなく、単に世界中で日本だけがデフレであるために生じているに過ぎない。超円高を歓迎する人は、日本だけがデフレであることを歓迎しているのである。

デフレと超円高は何よりも雇用を直撃する。失業率は5%台で高止まりしているが、失業

率がこの程度で止まっているのは、企業が国からの雇用調整補助金の支給を受けて正社員の雇用を守っているからである。さらに、雇用は失業率だけでは測れないほど悪化している。すなわち、雇用が増えるのは賃金が低く、雇用の不安定な非正規社員ばかりで、雇用者に占める非正規労働者の数はますます増大している。若年世代が職につけず、つけたとしても、非正規労働者であることは、若年世代にとって不幸であるばかりか、将来の日本経済を担う若者の仕事能力（つまり、労働生産性）が低下することを意味する。この世代の雇用が不安定で、その労働生産性も低くては、社会保障制度を支えることはできない。社会保障制度の維持のためにも、デフレを脱却して、若者世代の雇用を増やし、かれらが仕事をしながら労働生産性を向上できる環境を作らなければならない。

政府には雇用を増やす手段はほとんどない。なぜならば、雇用が悪化しているのは、デフレと超円高のためだからである。そして、超円高の原因はデフレである。政府にできることは、税金を使って、デフレと超円高で悪化する雇用の痛みを和らげることくらいである。経済界は政府に成長政策を求めているが、デフレと超円高のままでは、どんな成長政策をとってもその成果は望めない。

デフレと超円高を止めることができる唯一の機関は、政府ではなく日本銀行である。これを逆に言えば、デフレと超円高をもたらしている真犯人は、日銀だということである。デフレ下で有効な金融政策とは、人々の間におだやかなインフレ予想の形成を促すことによって、デフレと超円高から脱却する政策である。日銀では、日銀と多くのエコノミストがこの金融政策の波及経路を理解していないため、「日銀がおカネをばら撒いても、人々は買いたいものがないから買わない」とか、「日銀が貨幣を増やそうとしても、資金需要がないため、銀行貸出が増えないから、貨幣を増やすことができない。したがって、金融政策ではデフレから脱却できない」といった誤解や神話が横行している。しかし、日銀の金融政策のレジームを「デフレ・ターゲティング」から「おだやかなインフレ・ターゲティング」に転換させれば、インフレ予想が形成され、デフレと超円高から脱却することができる。

## (2) 国内価値切り下げ (Internal Devaluation) が意味するもの

竹森 (2013) は、東日本大震災の時に急激に円高が進んだこと、さらにその 16 年前の阪神・淡路大震災の時に円高が進んだことを、「難局で円高となる日本経済の不幸」と呼んでいる。そして、その原因を次のように説明している。日本では、金融機関や一般企業は、緊急に資金を必要とする時には、対外資産を売って、円に転換する。ドルが円に転換するために、為替レートは円高、ドル安になるのである、と<sup>26)</sup>。

このような深刻な危機に見舞われるたびに「円高」になるという日本経済の特殊性を、竹森は「正しい価格シグナルが伝達されない状態」と考え、このような「誤った価格シグナル」によって日本経済は「失われた 10 年」を経験し、現在も低成長と財政状態の継続的悪化に陥

っている、と述べている。そして、誤った価格シグナルの原因を日本が資本逃避の発生が生じにくい経常収支の黒字国であることに求めている<sup>27)</sup>。

このような日本の状況は、日本が変動相場制を採用しているにもかかわらず、国境間のショックに対する古典的調整である為替レートによる調整を譲り渡してしまったユーロ圏の諸国の状況に似ている。ユーロ圏の諸国、とくに GIPSI と呼ばれる、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアは、ソブリン債危機を回避する手段として、「名目の価値切り下げ (nominal depreciation)」なしに、すなわち為替レートが不変のまま「国内的価値切り下げ (internal depreciation)」をもつ必要性、すなわち他の国々に対して財とサービスの価格を下落させる必要性を迫られている。

Shambaugh (2012) によれば、1990 年代以降、「国内の価値切り下げ」の例はたった次の3つしかない。2000 年代初頭の香港（その時、中国との併合後の香港の財とサービス需要の下落が、ドルにペッグされた名目為替レートの不変のまま物価の下落をもたらした）、1990 年代後期と 2000 年代初めの日本（その時、デフレは日本の価格が下落していることを意味したが、為替レートは不変か、ゆっくりと価値切り下げという状態であった）、そして通貨危機時のアイルランド（その時、賃金と物価は下落した、そしてユーロは相対的に不変のままであった）の3つのみである。そして、これらの低いインフレまたはデフレの環境のもとで国内価値の切り下げを経験した3か国は、深刻なりセッションまたはディプレッションに陥る傾向にあった。つまり、失業率は以前の水準を相当程度超え、名目 GDP は何年にもわたって停滞または低下する<sup>28)</sup>。

国内の価値切り下げにはもう一つの困難が伴う、とシャンボーは述べる。賃金と物価が下落すれば、たとえ実質 GDP が成長するとしても、名目 GDP が下落しうる、ことを意味する。かくして、国債の累積債務の対 GDP 比率は増大することになる。「2010 年における日本の名目 GDP は 1992 年における名目 GDP と同じである（その期間に実質 GDP は 16% も増加したにもかかわらず）」という事実は、累積債務の対 GDP 比率が日本で急激に上昇している一つの理由である」とシャンボーは日本の例を挙げて、国内の価値切り下げがいかに財政再建や債務の維持可能性にとっても困難を突き付けるかという問題を的確に指摘している。そして、「GIPSI の国々が国内の価値切り下げを通じて実質成長を再開したとしても、名目成長が再開するまではそれらの国の債務の維持可能性を助けるようになるにはならない」と警告を発し、ユーロ圏における「国内の価値切り下げ」を通じた経済調整のやり方ではソルベンシーに対する持続的な緊張状態から GIPSI 諸国、とりわけギリシャはなかなか解放されないだろう、と正しい警告を発している<sup>29)</sup>。

クルーグマンもまた、「国内の価値切り下げ」を通じた現在のユーロ圏における調整方法を批判し、ドイツをはじめとしたユーロ圏中核国でのインフレが GIPSI 諸国の調整を比較的容易にすると述べている<sup>30)</sup>。



それゆえ、国内の価値切り下げあるいは切り上げは単純な為替レートの変更よりもずっと困難であるゆえに、変動相場制に賛成するミルトン・フリードマンの次のような古典的議論は、われわれが福祉国家の財政金融政策を考える場合、改めて重要性を帯びてくる。

「国内物価が為替相場と同じくらい弾力的であれば、調整が為替相場の変動によって行われようと国内物価の同様の變動によって行われようと、経済的にはほとんど差異がないだろう。しかし、このような条件がみたされないことは明らかである。……なかでも賃金は、ややもすると弾力性に乏しい価格である。したがって、当初の国際収支の赤字に対処して物価を下落するままにさせたり、その下落を促進させたりする政策がとられると、賃金が下がるよりはむしろ、あるいは賃金下落に加えて、失業が生み出されやすい。……もし国外の変化の根が深く持続的なものであれば、失業は物価と賃金をいよいよおし下げ、デフレーションが悲劇的なコースを走るまで調整は完成しないであろう」<sup>31)</sup>。

日本の場合は、ユーロ圏諸国と異なり、独立した独自通貨を有しており、また独立した中央銀行を有している。それにもかかわらず、シャンポーがいう 1991 年以降「国内価値の切り下げ」を経験した例外的な 3 つの国の一つとなってしまった。それは竹森が指摘するように、経常収支の黒字国であるがゆえに「正しい価格シグナルが伝達されない状態」に長い間日本が陥っていることに原因があるが、それと同時に政策形成者の側にも大きな責任があった。すなわち、デフレが国民経済の土台を確実に浸食しているにもかかわらず、「強い円」こそ日本が求めるべき方向」であり、「通貨は強くて安定し、使い勝手のよいことによって信認を得るのであって、先進諸国の中央銀行では、皆このような通貨の強さを目指している<sup>32)</sup>」という強い信念を抱く中央銀行総裁をもった国の悲劇でもあった。

速水元日銀総裁は、「円安誘導がなぜ悪いのか」の一つの理由として「円が強いことは相手国通貨ドルが弱いのが原因であって、当方から手をつけるべきことではない」という議論を挙げている<sup>33)</sup>。この速水総裁の姿勢は、リーマンショック後の FRB のベン・バーナンキによる大胆な金融緩和（その結果もたらされたドル安）に比べると消極的な金融緩和策しかとれなかった（その結果もたらされた円高）白川総裁の姿勢にも受け継がれたといえる。

### 3. アベノミクスの登場とその評価

#### (1) アベノミクスの登場

2012 年 9 月の自民党総裁選で安倍晋三が選出された。安倍は総裁選の出馬表明会見において、「政府と日本銀行が政策協調をしつつ、2~3% の緩やかな安定したインフレを目指す」と宣言した。「アベノミクス」の最初の萌芽をここに見ることができるが、この時まですでに元日銀審査委員の中原伸之や浜田宏一を中心とするリフレ派の指南があったことがわかる<sup>34)</sup>。

2012 年 12 月 16 日に行われた衆議院選挙において、自民党が公明党と合わせ総定数の 3 分

の2を超えて圧勝し、約3年3か月ぶりの政権奪還を果たした。10日後の12月26日に自民党と公明党の連立による第2次安倍晋三内閣が発足し、安倍首相は就任後の記者会見にて、「政権に課せられた使命はまず強い経済を取り戻すことだ」と述べ、金融・財政政策と成長戦略を総動員して景気回復を目指す考えを表明した。これ以降、「アベノミクス」と呼ばれる政策がはじめて政府の政策となった。

アベノミクスは、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長政策、といういわゆる「三本の矢」から構成される。金融政策のベースとなるのはインフレターゲットである。財政政策に関しては、「国土強靱化」というキーワードに基づく公共投資が軸となっている。成長政策の方向性は、製造業の復活、企業の海外展開支援、新産業の育成などからなっている。首相自らが主導する産業競争力会議が主導することが決まっているものの、具体的なプランはまだ出ていない。アベノミクスにおける斬新で、最も重要な政策は金融政策であるので、本稿では金融政策についてのみ扱うことにする。

金融政策の重要な最初の動きは、2013年1月23日に政府と日銀によってなされた、デフレ脱却と経済成長に向けて連携を強めるための共同声明であった。その共同声明のポイントは、次のようなものだった。

- ①デフレ脱却に向け政府と日銀の連携を強化する。
- ②日銀は物価上昇率目標2%の「できるだけ早期の実現」を目指し、金融緩和を続ける。
- ③政府は財政への信認を確保し、日本経済の競争・成長力強化に向けて取り組む。
- ④経済財政諮問会議で金融政策と物価情勢を定期的に検証。

しかし、この共同声明はインフレターゲットの達成時期について言及していなかったこと、そして日銀の白川総裁が政府の要求にいやいや応じたこともあり、株式市場と外国為替市場もそれほど大きな反応を示さなかった。市場が大きな反応を示すのは、黒田新総裁率いる日銀政策委員会の4月4日の初会合における「量的・質的金融緩和策」の導入決定であった。その決定の主なポイントは以下の通りである。

- ①無担保コール翌日物金利の誘導をやめ、代わりにマネタリーベース残高をコントロールする。同残高を2014年末までに12年末の約2倍である175兆円に増加する。
- ②長期国債を毎月7.5兆円購入し（従来は4兆円弱）、購入する国債の平均残存期間をこれまでの2倍の7年に延ばす。
- ③ETF（上場株式投信）とJ-REIT（不動産投信）の購入額を増加する。
- ④こうした「量的・質的金融緩和策」は、目標であるインフレ率2%が持続するために必要な時点まで継続する。

この決定を受けて、円安・株高が急激に進行する一方で、国債先物市場では価格の乱高下から、サーキット・ブレーカーが何度か発動される混乱がしばらく続いた。

## (2) アベノミクスに対する評価

以下では、アベノミクス、とくにその大胆な金融緩和の成功のシナリオ、海外の代表的研究者のアベノミクスに対する評価、そして日本における代表的なアベノミクス批判を紹介し、それらの検討を通じて報告者のアベノミクスについての考えを最後に述べることにする。

成功シナリオは、次のような形にまとめることができる<sup>35)</sup>。

(1) 日銀が、マネタリーベースを十分に供給しつづける。すなわち、日銀が銀行の当座預金口座に現金を十分に供給しつづける。すると、銀行内部で予想インフレ率が上昇し、日銀から振り込まれた資金を原資に、株や外債での運用を増やす。その結果、株高と円安が生じる。さらに、銀行が引き起こした株高と円安を目にした一般の投資家が株式投資と為替取引を活発化させ、株高と円安に拍車がかかる。このような期間が、日銀のマネタリーベースが増額することで続けば、株高と円安によって、銀行を含めた投資家に株の運用益と為替差益が入り、かつ輸出企業と輸入品競合産業の収益が改善しはじめ、景況感が改善する。同時に、日本全体の予想インフレ率が上昇しはじめる。

(2) 日本全体の予想インフレ率の上昇がはじまり、さらに日銀のマネタリーベースの増額がそれを後押ししつづけ景況感の改善が広がれば、日本全体の予想インフレ率の上昇が本格的なものとなり、銀行以外の一般の投資家も、株式投資と為替取引をさらに活発化させ、株高と円安にさらに拍車がかかる。このような状態が続き、日本全体に予想インフレ率の上昇が浸透していく過程で、株価の反転によりバランスシートが改善しはじめた企業や、同時に円安によって収益が改善した輸出産業や輸入品競合産業は、インフレの到来を予想するようになるので設備投資を行ったり、工場の稼働率を上げたりする。そのことを通して、日銀の金融緩和から端を発した経済へのプラス効果が、産業周辺の取引先企業や下請け企業に波及しはじめ、日本の景況感がさらに改善しはじめる。こうなると、徐々に消費者の消費も増えはじめ、日本全体の予想インフレ率がさらに上昇し、実際のインフレ率も徐々に上昇しはじめ、デフレからの脱却過程が始まる。

(3) 上に述べた過程でまず、業績の回復した企業が従業員のボーナスを増額する。基本給のアップをする。そして日本全体の企業の活動が活発になる過程で、新規雇用も増え、新卒採用を増やす企業も出てくる。日本全体で給料が増え、雇用情勢も改善されれば、多くの人が消費活動を活発化させる。この過程で、日本全体の予想インフレ率がしっかり上昇し、実際のインフレ率もさらに上昇して、日本はデフレから脱却する。日本がデフレから脱却し、本格的な回復局面に入れば、いよいよ銀行はリスクをとって、企業への貸出を拡大させる。これによって資金を借りられるようになった中小企業の活動が本格的に活発化することになり、日本経済全体で景気回復が定着化する。

以上がアベノミクス賛成派の成功シナリオであるが、続いて海外の経済学者のアベノミクスについての見解についてみてみよう。ここでは、とくに著名な国際経済学者である、アイ

ケングリーン、クルーグマン、サックスの見解を日本経済新聞のインタビュー記事に拠りながらみていくことにする。

#### ①バリー・アイケングリーンの見解<sup>36)</sup>

日銀による金融緩和策の強化は極めて妥当である。デフレが続き実質金利が高止まりした結果、企業は投資を抑え、消費も振るわない。日銀が2%の物価上昇率の目標のもとで緩和策を進め、緩やかなインフレが実現すれば、状況は大きく改善できる。ただし、私は財政政策には懐疑的だ。過去の日本の財政による景気刺激政策の実績はいまひとつだし、純債務のGDP比率が高く、人口構成は良好でなく、成長率が低い日本では長期金利の上昇リスクもある。金融政策こそが先に来るべきである。

当局による円安誘導という批判もあるが、アベノミクスの主な狙いはデフレの解消で、円相場の押し下げではない。低成長のなかでの円の下落は妥当だし良いことだが、金融緩和が経済に利益を及ぼすいくつかの経路の一つにすぎない。資本流入などに直面した国々は米国や日本への批判をやめ、自身の政策で対応すべきだ。中国やブラジルは財政の引き締めで内需を抑え、物価を押し下げられる。デフレ懸念があるユーロ圏などは利下げで対応できる。

現状を通貨戦争と呼ぶなら通貨戦争はもっと必要だ。米国、英国、ユーロ圏、日本が金融緩和を進めれば、資産価格は上がり、景気回復が早まる。1930年代の通貨価値の切り下げは世界経済に悪影響を及ぼしたとの誤解もあるが、金利が下がり投資も増え、物価は上がった。英米仏は5年に及ぶ通貨切り下げを経てデフレが解消し、大恐慌を切り抜けられた。ただし、資産インフレには警戒すべきだ。不動産価格の急騰や融資基準の緩みなどには注意が要る。資産価格の上昇は量的緩和が波及する経路の一つだが、行き過ぎれば経済への危険を高める。

#### ②ポール・クルーグマンの見解<sup>37)</sup>

日本はバブル崩壊後の対応が遅くデフレが物価期待に染み込んだ。人口構成など実体経済の問題は、デフレが必然という理由にはならない。したがって、黒田総裁は、デフレ解消に向けて何でもすると宣言すべきだ。早すぎる金融引き締めは行わないと投資家や企業に納得させるのが大事である。必要なのは米国型の量的緩和であり、非伝統的な資産の大量購入だ。

構造改革は常に望ましいが、短期の需要を創出する効果は薄い。財政政策はこの点で有効である。金融・財政の2本足の政策というのが実情だ。金融政策は効果の多くを人々の期待に依存するので、人々が信頼しない場合に備え効果が明確な財政政策を一緒に行うべきだ。財政悪化で金利が急騰するというシナリオに説得力はない。日本が破綻しない限り長期金利は短期金利の見通しを反映し、短期金利は日銀が景気のみを決める。長期金利が上がっても短期金利が上がる理由がなければ国債の買い手が現れる。マネタリゼーションの懸念が日銀の信頼を損なうことはない。日銀は信頼があり過ぎるのが問題だ。人々は1970年代の物価高騰を前提に中銀の役割を考えがちだが、今はデフレの1930年代と似て中銀の厳格な姿勢



が有害だ。

③ジェフリー・サックスの見解<sup>38)</sup>

アベノミクスで日本の政策は大きく前進した。特に大胆な金融緩和は円安を通じて経済を刺激するはずだ。経済の長期低迷を考えれば、円はずっと前に1ドル=100円以下に下がってよかった。円安には各国が報復するとの見方が日本にあったが、それは誤りである。金融政策は為替相場でなく国内に向けるべきだという主張もあるが、政策の狙いが国内需要の刺激か為替相場の押し下げかは見極めが難しい。金融が緩和すれば両方の効果が出るからだ。日本は円の過大評価を長年放置したためデフレが生じた面もあり、円の下落は健全だ。1930年代のデフレにおける大事な教訓は、日本の政策を各国が批判しないことだ。若干の円安になっても日本以外の国への影響は小さく、むしろ日本の成長は世界の利益になる。必要なら各国も金融を緩和すればいい。

構造改革は極めて大事だ。長期の成長を決めるのは競争力であり、技術力や質の高い労働力の確保、有望市場の開拓はマクロ政策以上に重要だ。グローバル経済の構造変化のもと産業をどう転換してどの市場を狙い、どんなインフラが必要か長期の戦略を練るべきだ。この観点からすると、米国との貿易協定に大した意味はないが、新興国経済への関与は強めるべきだ。真の成長機会はアジアやアフリカにある。日本が強みをもつ環境、新エネルギー、交通インフラなどの分野でノウハウを提供すれば、多くの利益が得られる。

以上、3名の海外の経済学者によるアベノミクス評価を見てきた。アイケングリーンが財政政策の景気刺激効果に対して懐疑的なものに対して、クルーグマンは、財政政策は短期の需要を創出する効果が高いので、金融と財政の2本足の政策がデフレ脱却にとって必要だと述べている。サックスは、真の成長機会を強めるために新興国経済への関与を強めることを強調している。このように、それぞれ力点の置き方は異なっているが、いずれも日銀の金融緩和策の強化は妥当な政策であるという点で一致している。

しかし、このような海外の経済学者の評価とは異なり、アベノミクス、とくにインフレターゲットによる大胆な金融緩和は失敗に終わる可能性が高い、と述べるエコノミスト、経済学者は日本では非常に多い。以下、その代表的な議論を紹介する。

①当面は、成功シナリオが実現するものの、これは「ミニ景気回復」に終わり、14年度の成長率は再び低下することになるだろう。金融緩和が成長をもたらすのは、それが金利を引き下げ、投資を促進するからだが、その効果も疑問である。これまで日銀は大々的な金融緩和を続けてきたが、国内投資は一向に盛り上がらなかった。これは金利が高すぎるからではなく、企業の投資意欲が衰えているからだ。大胆な金融緩和も公共投資の増大も、基本的には短期的な需要の拡大を目指すものであり、成長政策の王道である供給力の側面が弱い<sup>39)</sup>。

②安倍政権がいくら強力にリフレ政策を推し進めても、デフレからは脱却できない。デフレ



の原因は、マネーの供給量が少ないために発生する貨幣現象ではないからである。デフレ脱却には名目GDPを増やす必要があるが、売り上げを大きく伸ばすのは難しいだろう。国内では少子高齢化が進み、需要そのものが減っていく。需要が見込まれる新興国では、販売競争が激しく製品価格を値上げして売り上げを伸ばす環境ではない<sup>40)</sup>。

③日本では2001年から「量的緩和」という緩和政策が実行された。アメリカでは経済危機後にQEと呼ばれる緩和策が実行された。しかし、これらの緩和政策は、経済活性化という目的を達成できなかった。安倍政権の2%というインフレ目標は実現不可能だ。現在の日本経済が抱える問題は、金融緩和や財政拡大などのマクロ経済政策で解決できるものではない。とくに金融緩和は、問題を一時的に見えなくする「麻薬」でしかない。日本経済を活性化するには、構造改革が不可欠である<sup>41)</sup>。

④「大胆な量的緩和」は量的緩和からの出口時点で巨額な財政コストを発生させようことを通じて将来の金融政策運営に大きな影響を与える。財政の持続可能性の観点からは、金利が低く、インフレ率が高いことが望ましい。デフレ脱却まで日銀はゼロ金利でインフレ率を上げようとしているから、当面、財政当局と日銀の利害が衝突することはない。しかし、インフレ目標達成後は、財政の持続可能性のために低金利・高インフレが望ましい財政の論理と、物価安定のために金利を引き上げ、インフレに歯止めをかけることを必要とするインフレ目標の論理がいずれ衝突することは避けられない<sup>42)</sup>。

⑤これは「壮大な実験」である。1990年前後と異なり、人口減少が明瞭になっている現在において、日本経済の将来に対するユーフォリアは実際どの程度高まるのか。資産価格が上昇するにしても、どの程度のバブルならば一般物価のインフレ率は2%になるのか。中央銀行がバブルを発生させることに成功した場合、逆に多方面でモラルハザードが生じて出口政策が困難になるのではないか。日本経済の潜在的成長力が高まっていかなければ、今回の政策は資産価格を歪めるだけに終わってしまう。それゆえ、アベノミクスの第三の矢である成長政策は今後非常に重要となる<sup>43)</sup>。

⑥第1に、海外への雇用流出や国民の消費購買力の低下によって深刻化している現在の「デフレ不況」を、現金通貨の量を増やせば、需要が拡大し景気が上向くと考えている点で、根本的に誤っている。第2に、「デフレ不況」を打開するためにインフレを引き起こすというアベノミクスは、インフレを管理可能と捉えたうえで、「通貨の番人」である中央銀行の独立性を政府が否定する、危険な国家運営である。第3に、インフレを現代資本主義の経済矛盾の発現形態として位置付けていない。今日、インフレは経済成長のための必要悪にとどまらず、どんな低率のインフレであっても年金・貯蓄生活者にとっての生活破壊につながる<sup>44)</sup>。

## むすびに代えて

「アベノミクス相場」の起点は、民主党政権の野田首相が衆議院解散を表明した2012年11月14日であると言われる。それからちょうど半年後の2013年5月14日とその日の相場を比較すると、円・ドルの為替レートは1ドル=79円90銭から101円38銭へと推移し、21円48銭の円安となった。日経平均株価は8664円から1万4758円へと70%も上昇した。また、長期金利（新発10年物国債）は0.75%から0.845%へと上昇している。また、起点から約10か月が経過した2013年9月10日における、円・ドルの為替レートは1ドル=100円06銭、日経平均株価は1万4423円となっている。長期金利は、5月の時期よりは下がり、0.735%となっている。このように、長期金利は一時期上昇傾向を示したが、8月以降は0.7%台を維持している。

次に、内閣府が2013年9月9日に発表した2013年4～6月期のGDP改定値を見ると、名目成長率が0.9%（年率3.7%）、実質成長率が0.9%（年率3.8%）、また同年7月の完全失業率は一年前の4.3%から3.8%へと改善を示している。景気回復のバロメーターである設備投資は、前期比で1.3%増となり、6四半期ぶりにプラスになったが、製造業における設備投資に関しては依然としてマイナスである。

また、2013年度の最低賃金の改定額は、全国平均で前年度より15円高い時給764円となった。2ケタの上げ幅は2年連続であり、所得増による景気の押し上げを期待する安部政権の方針を反映したものとされている。

このように、アベノミクスの宣言以降の日本経済の経済指標は今のところ幅広く改善されている。そのため、2014年4月から引上げが予定されている消費税増税のための経済環境は整いつつある。

しかし、5月23日の東京株式市場で日経平均株価の終値が前日より1143円（7.3%）も下落した（13年ぶりの下落幅）ことが示すように、一直線に成功のシナリオ通りに進んでいるわけでもない。このところ落ち着きを見せている長期金利が突然上昇する可能性はまだ完全に消えてはいない。したがって、アベノミクスは、緒戦は勝利を収めたとは言えるものの、3～5年後に最終的に勝利できるかどうかは定かでない。「物価が上がって経済が成長すれば、長期金利も上がり国債の利払い費が増える。構造的にアベノミクスは成功すればするほど財政再建に失敗するリスクが高まる」<sup>45)</sup>という小林慶一郎の発言は、確かにアベノミクスが本来的に抱えるリスクの一面を正しく指摘していると言える。

しかし筆者は、世界的にも特異な「失われた20年」、そしてその原因となっている根強いデフレから日本経済が脱するには、現実的には「異次元の金融緩和」しか残されていなかったと考えている<sup>46)</sup>。そういう意味で、他の2本の矢はともかく、第1の矢であるリフレ政策については、筆者は高い評価を与えている。大胆な賭けともいえる「壮大な実験」は始まっ

たばかりであり、財政学者として、そして政治経済学者として、今後の推移を冷静に見守っていききたい。

\*本稿は、韓国社会政策学会 2013 年大会（高麗大学，5 月 31 日）に提出したフルペーパー「日本の「失われた 20 年」と福祉国家財政」をベースにし、それに加筆修正を行ったものである。学会報告に際して、コメンテーター役を引き受けて下さり、適切なコメントをして下さった李承潤先生（梨花女子大学）に感謝申し上げる。

#### 注

- 1) このことについては、岡本（2007）pp.55-56、林（1992）pp.83-85 を参照せよ。
- 2) Esping-Andersen（1990）p.28、邦訳、p.31.
- 3) 1990 年代の日本経済を「失われた 10 年」と悲観的にとらえることに異論を述べたものとして、柴垣（2001）がある。そのなかで、柴垣は、1990 年代の日本経済は GDP の実質成長率では年平均わずか 1% ときわめて低かったにもかかわらず、「全体としての経済パフォーマンスという点では、言われるほど悪くはなく、むしろ安定した時代だった」、さらに「意図的にマイナス成長やゼロ成長を追求したものではなかったにしても、結果的には 1% 成長でも社会的安定が維持できることを実証した、貴重な経験だった」という「逆説的 90 年代日本資本主義論」を展開している。
- 4) 本節の叙述は、盛山（2011）pp.47-83 に負っている。
- 5) 生産性低迷説の代表的なものとして、宮川（2004）、林（2003）がある。
- 6) 盛山（2011）p.68.
- 7) 盛山（2011）pp.73-77.
- 8) 盛山（2011）pp.27-32、pp.78-79.
- 9) 土生（2004）pp.40-43.
- 10) このような土生の主張に対して、Posen（1998）は、政府が投入した実際の額は（公共支出、減税で）23 兆円、公表された額の 3 分の 1 でしかなく、1990 年代の現実の財政政策は結局のところ失望させられるものでしかなかった、と述べている。「総じて 1990 年代の日本の財政上の立場は、かろうじて前向きというところで、最低限の結果を生むのは刺激策としての純投入額である。事実上、財政政策のたび重なる変更と、公表と実施との金額の乖離のために、“ゼロに近い投入”というも言い過ぎでないかもしれない。」（pp.29-30、邦訳：pp.47-48）と。
- 11) 土生（2004）pp.46-50.
- 12) 土生が示した 2002 年と最近の値である 2012 年における主要国の一般政府純利払い費の対 GDP 比（%）は、日本 1.4、1.8、アメリカ 2.0、2.4、イギリス 1.7、2.9、ドイツ 2.5、2.2、フランス 2.7、2.7、イタリア 5.4、4.7 と両年において日本が一番小さい（OECD の資料に基づく）。
- 13) 土生（2004）p.45.
- 14) フィスカル・ポリシーというのは、通常は財政を手段として景気調整をおこなう政策として理解されているが、今日では財政は金融政策と何らかの形で組になって運用されるがゆえに、フィスカル・ポリシーを財政＝金融政策として広義にとらえる方が有益である、という考え方については、大内（1976）、林（1992）、岡本（2007）を参照せよ。とくに、変動相場制の下では

## 「失われた 20 年」と財政金融政策

財政と金融の一体的運用が重要になってくる。というのは、貨幣供給量が一定のところでは財政政策だけを発動しても、クラウドイングアウトを生み、金利の上昇＝民間投資の減少を生むことになるからである。この国内金利の上昇は、変動相場制の下では円建て資産の魅力を増すために、外国からの資本流入が増え、為替を円高の方向に動かし輸出を減らし、財政で需要を増やしても輸出の減る分だけ需要を減らしてしまうことになる。これとは逆に、金融緩和政策は金利引き下げによる需要拡大に加えて円安をももたらし、二重に需要拡大効果がある。

- 15) 盛山 (2011) p. 83.
- 16) Myrdal (1940) p. 164.
- 17) 1930 年代の人口問題論議がスウェーデン福祉国家の建設に強い影響を及ぼしたことについては、岡本 (2012) を参照せよ。
- 18) 代表的なものとして、安達 (2007), 安達 (2012), 武者 (2011), 盛山 (2012), 竹森 (2013) がある。
- 19) 岡田・浜田 (2009) pp. 5-6.
- 20) 以下については、片岡 (2013) pp. 34-38 に依拠している。
- 21) 交易条件とは、日本の円建て輸出価格を、円建ての輸入価格で割った値である。
- 22) 片岡 (2013) pp. 39-41.
- 23) 岡田・浜田 (2009) p. 20.
- 24) これらの日銀の政策をめぐる経済学的論争はその後になされた論争の展開や他の論者の見解をも含めて、岩田編著 (2000) に収められている。
- 25) 以下の叙述は、岩田 (2011) pp. 9-17, 60-72 の要約である。
- 26) 竹森 (2013) p. 30.
- 27) 竹森 (2013) pp. 44-46.
- 28) Shambaugh (2012) pp. 19-21.
- 29) Shambaugh (2012) pp. 21-22.
- 30) Krugman (2012) pp. 179-184, 邦訳, pp. 233-238.
- 31) Friedman (1953) p. 165. 邦訳は日本銀行調査局 (1964) p. 6. なお、変動相場制の優位性はマネタリストのフリードマンとは立場を異にするケインジアンの A. P. ラーナーによっても主張されている。彼は、「外国為替の安定化は呪物となってきている」、「国際経済協力の基本的な条件は、為替レートの固定ではなく経済の繁栄である」、「為替レート固定化の狂信は、主として感傷的な国際主義に基づいている」、「物価が完全には伸縮的でないとすれば、為替の硬直性は不況をひき起こしうる」という理由に基いて、固定相場制に固執することに強い懐疑を示している。Lerner (1951) pp. 342-368, 邦訳, pp. 412-444 を参照せよ。
- 32) 速水 (2005) p. 154.
- 33) デフレ脱却のために日銀と政府はより積極的な政策をとるべきとするバーナンキの考え方については、Barnanke (2003) を参照せよ。
- 34) 同時に、この時期までにリフレ派の経済学者も研究会を重ね、相互に連携をとり、政策担当能力を強化しつつあった。リフレ派の原点ともいえるテキスト『昭和恐慌の研究』が 2004 年に出版されたことなどがその象徴的出来事である。この著書は、岩田規久男をリーダーとする「昭和恐慌研究会」が 1920 年代のデフレと昭和恐慌、そしてそこから脱却する過程を研究し、リフレ政策の妥当性を検証するために出版したものである。

- 35) 成功シナリオの叙述については、安達 (2012), pp.190-193 を参照した。
- 36) 『日本経済新聞』2013年2月16日のバリー・アイケングリーンに対するインタビュー記事を要約したものである。なお、アイケングリーンのこの主張は、Eichengreen (2013) の中でより専門的に述べられている。また、同様の考え方は、「デフレは一貫して貨幣的現象であり、物価の安定を実現しうる唯一の継続的政策は、各国の中銀が現実的で信頼に足るインフレ目標を採用し、利用可能なあらゆる手段を駆使してこの目標を追求することである」というかたちで、アイケングリーン (2003) においてすでに述べられている。
- 37) 『日本経済新聞』2013年3月27日のポール・クルーグマンに対するインタビュー記事を要約したものである。なお、クルーグマンのこの主張のバックボーンになっているものは、Krugman (2009), とりわけ同書の3章と10章である。
- 38) 『日本経済新聞』2013年5月30日のジェフリー・サックスに対するインタビュー記事を要約したものである。サックスのこのような主張の背後にある考え方は、Sachs (2011) にて述べられている。
- 39) 小峰 (2013) pp.98-99.
- 40) 水野 (2013) pp.94-95.
- 41) 野口 (2013) pp.i-v.
- 42) 翁 (2013) pp.62-68.
- 43) 加藤 (2013) pp.74-76.
- 44) 米田 (2013) pp.11-12.
- 45) 「日本経済新聞」2013年5月16日掲載の「日本経済新聞討論会」での小林の発言。
- 46) 経済学的に望ましい政策としては、日銀による国債の直接引き受けや政府紙幣の発行が存在するが、これらの政策を実行することは現在の日本においては政治的に不可能である。これについては、井堀ほか (2010) における岡本発言を参照せよ。

### 参考文献

- アイケングリーン, バリー (2003), 「デフレ, 貨幣的現象は一貫」『日本経済新聞』2003年8月7日。
- 安達誠司 (2007), 『円の足枷』東洋経済新報社。
- 安達誠司 (2012), 『円高の正体』光文社。
- 板谷敏彦 (2013), 「リフレ派の原点『昭和恐慌の研究』を読み解く」『エコノミスト』2013年3月5日号。
- 井堀利宏・岩田一政・岡本英男・小野善康 (2010) 「シンポジウム ケインズは甦ったか」日本財政学会編『財政研究第6巻 ケインズは甦ったか』有斐閣。
- 岩田規久男 (1992), 「景気後退・株価暴落の原因 「日銀理論」を放棄せよ」『週刊東洋経済』1992年9月12日号。
- 岩田規久男編著 (2000), 『金融政策の論点: 検証・ゼロ金利政策』東洋経済新報社。
- 岩田規久男編著 (2004), 『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社。
- 岩田規久男 (2011), 『デフレと超円高』講談社。
- 大内力 (1976), 「現代財政の基本問題」大内力編『国家財政』東京大学出版会。
- 大蔵省大臣官房調査企画課 (1977), 『大蔵大臣回顧録』大蔵財務協会。
- 岡田靖・浜田宏一 (2009), 「実質為替レートと失われた10年」『季刊政策分析』第4巻1・2合併号。



「失われた 20 年」と財政金融政策

- 岡本英男 (2007), 『福祉国家の可能性』 東京大学出版会。
- 岡本英男 (2012), 「危機における福祉国家：福祉国家と愛国心 (patriotism)」『第 8 回社会保障国際論壇報告集：新しい社会リスクと社会保障・福祉の変容』2012 年 9 月 8 日 (『東京経済大学学術研究センター年報 2012 年度』第 13 号, pp.15-16, 2013 年 9 月 17 日発行)。
- 翁邦雄・白塚重典 (2000), 「非不胎化介入論の「錯覚」」『週刊東洋経済』2000 年 1 月 15 日号。
- 翁邦雄 (2013), 「「異次元緩和」の効果とリスク」『金融財政事情』2013 年 4 月 29 日号。
- 片岡剛士 (2010), 『日本の「失われた 20 年」』 藤原書店。
- 片岡剛士 (2013), 『アベノミクスのゆくえ』 光文社。
- 加藤出 (2013), 「大量発行を吸収してきた国債市場の「安定」を破壊」『金融財政事情』2013 年 4 月 29 日号。
- 加藤榮一 (2006), 『現代資本主義と福祉国家』 ミネルヴァ書房。
- 河野龍太郎 (2003), 『円安再生』 東洋経済新報社。
- クルーグマン, ポール (2002), 「私なら四パーセントのインフレをめざす」『中央公論』2002 年 1 月号。
- 小峰隆夫 (2013), 「アベノミクスでは中長期の経済成長は期待できない」『エコノミスト』2013 年 3 月 5 日。
- 小宮隆太郎 (1999), 「百鬼夜行の為替・金融政策論議を正す」『週刊東洋経済』1999 年 12 月 25 日号。
- 小宮隆太郎 (2002), 「日銀批判の論点の検討」小宮隆太郎・日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』 日本経済新聞社。
- 柴垣和夫 (2001), 「覚書・逆説的 90 年代日本資本主義論」『武蔵大学論集』第 48 巻 3 号。
- 盛山和夫 (2011), 『経済成長は不可能なのか』 中央公論新社。
- 侘美光彦 (1998), 『「大恐慌型」不況』 講談社。
- 竹森俊平 (2002), 『経済論戦は甦る』 東洋経済新報社。
- 竹森俊平 (2013), 『通貨「円」の謎』 文芸春秋。
- 日本銀行調査局 (1964), 『ミルトン・フリードマン 変動為替相場論』 調欧米特第 1 号。
- 野口悠紀雄 (2013), 『金融緩和で日本は破綻する』 ダイアモンド社。
- 土生芳人 (2003), 「誇張された財政危機」『岡山商大論叢』第 39 巻第 2 号。
- 土生芳人 (2004), 「長期不況と財政」『学会会報』No. 844。
- 濱條元保 (2013), 「リフレの正体」『エコノミスト』2013 年 3 月 5 日号。
- 浜田宏一 (1999), 「日銀の不胎化政策は間違っている」『週刊東洋経済』1999 年 11 月 13 日号。
- 浜田宏一 (2000), 「ゼロ金利下の金融政策にも経済回生の手段あり」『週刊東洋経済』2000 年 3 月 11 日号。
- 林健久 (1992), 『福祉国家の財政学』 有斐閣。
- 林文夫 (2003), 「構造改革なくして成長なし」岩田規久雄・宮川努編『失われた 10 年の真因は何か』 東洋経済新報社。
- 速水優 (2005), 『強い円 強い経済』 東洋経済新報社。
- 水野和夫 (2013), 「マネーの供給量の不足がデフレの原因ではない」『エコノミスト』2013 年 3 月 5 日。
- 宮川努 (2004), 「日本経済の長期停滞と供給サイド」浜田宏一・堀内昭義・内閣府経済社会研究所編『論争 日本の経済危機—長期停滞の真因を解明する』 日本経済新聞社。

- 武者陵司 (2011), 『「失われた20年」の終わり』東洋経済新報社。
- 藻谷浩介 (2010), 『デフレの正体』角川書店。
- 藻谷浩介・河野龍太郎・小野善康・萱野稔人 (2013), 『金融緩和の罫』集英社。
- 米田貢 (2013), 「「アベノミクス」批判：金融緩和—バブル発生と紙幣減価の危険性」『経済』新日本出版社, 2013年6月号。
- Barnanke, Ben (2003), Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, May 31, 2003.
- Eichengreen, Bary (2013), *Currency War or International Policy Coordination?*, emlab. Berkley. edu/~eichengr/curr\_war\_2013.pdf
- Esping-Andersen, Gosta (1990), *The Three Worlds of Welfare Capitalism*, Polity Press. G. エスピーン-アンデルセン著, 岡沢憲美・宮本太郎監訳『福祉資本主義の三つの世界』ミネルヴァ書房。
- Friedman, Milton (1953), *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press.
- Krugman, Paul (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company. ポール・クルーグマン著, 三上義一訳『世界大不況からの脱出』早川書房, 2009年。
- Krugman, Paul (2012), *End This Depression Now*, W. W. Norton & Company. ポール・クルーグマン著, 山形浩生訳『さっさと不況を終わらせろ』早川書房, 2012年。
- Lerner, Abba P. (1951), *Economics of Employment*, McGraw-Hill Book. A. P. ラーナー著, 高川清明訳『雇用の経済学』文雅堂銀行研究社, 1965年。
- Myrdal, Gunar (1940), *Population: A Problem for Democracy*, Harvard University Press.
- Posen, Adam S. (1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute for International Economics. アダム・S・ポーゼン著, 三原淳雄・土屋安衛訳『日本経済の再挑戦』東洋経済新報社, 1991年。
- Sachs, Jeffrey (2011), *The Price of Civilization: Economics and the Ethics after the Fall*, The Bodley Head. ジェフリー・サックス著, 野中邦子・高橋早苗訳『世界を救う処方箋』早川書房, 2012年。
- Shambaugh, Jay C. (2012), "The Euro's Three Crises," *Brookings Papers on Economic Activity Spring 2012*, March 12<sup>th</sup> 2012.