

アベノミクスと日本経済の行方



講師 西村 清彦氏 (にしむら きよひこ)

東京大学大学院経済学研究科教授 (前日本銀行副総裁)

日時：9月25日(水) 18:00～19:30

講演会出席者数：112名 内訳 教職員23名、高校教員1名、学生・院生12名、年間会員28社43名、一般26名、関係者7名

講師略歴

東京大学経済学部卒業、同大学院経済学研究科修士課程卒業。

米国イェール大学Ph.D(経済学博士)取得。

東京大学経済学部助教授、同大学院経済学研究科教

授、内閣府経済社会総合研究所総括政策研究官、日本銀行政策委員会審議委員を経て、日本銀行副総裁。2013年3月20日から東京大学大学院経済学研究科教授。

報告要旨

1. はじめに

この講演では、日本経済、及び北東アジア経済が直面している課題を取り上げ、それらを、アベノミクスのからみの中で論じていく。ただ、本講演では、これから表面化するであろう問題点を指摘するが、その具体的な解決策については踏み込まないでいく。この点に関しては、セミナー参加者それぞれが、自分自身の問題としてとらえ、お考えいただきたい。

2. アベノミクスと日銀の金融政策

アベノミクスは、その導入から最初の5カ月間については、十分な経済効果を伴った。アベノミクスに対する海外での評価も高く、日本の政治への国際認識を変えることにつながったといえる。しかし、アベノミクスは大きなリスクも含んでおり、金融市場では、この政策に対して楽観論と警戒論が混在しているとみるべきだ。まず、アベノミクスとはどういうものであるのかを、概観しよう。

アベノミクスは、「三本の矢」から成り立っている。第一の矢は、日銀による大胆な「金融政策」。第二の矢は、機動的な「財政政策」とこれに基づくインフラ投資の推進。第三の矢は、投資を喚起する「構造改革」。以上の3点である。

以下では、アベノミクスを日銀金融政策とのからみから述べていく。

新規の経済政策を反映し、今年4月4日から日銀による量的・質的金融緩和策がはじまった。「量的金融緩和」は、徹底した日銀のバランス・シート(及びマネタリーベース)の拡大を意味している。このために、大規模な日本国債の買入が実施される。「質的金融緩和」は、資金供給が行われる市場の拡大を更に推し進めることを意味している。以前から長期国債市場とともに、ETF(上場投資信託)市場、J-REIT(日本不動産投資信託)市場、などを用いて資金放出に乗り出しているのだが、それを更に大幅に強化する。アベノミクスにおいては、こうした金融緩和策とともに、「2年間で2%」のインフレ達成目標も掲げられている。

3. 日銀政策の効果と問題性

日銀の今回の金融政策は、「バズーカ砲を文字通り発射した」とたとえる事ができる。(バズーカ砲というのはリーマンショック時にポールソン財務長官が使った言葉である。)ただし、「バズーカ砲の発射」は、リスクを伴うものである。リスクの一つは、インフレ期待値の上昇がもたらす長期金利の大幅上昇である。日銀はフローの視点から、10年国債の買入れによりその

需要が増えるため、10年もの金利はむしろ低下するだろうと主張する。しかし、インフレ期待の高まりが本当に到来すると、これに実質金利を加算すると名目金利上昇が高まるというリスクはやはり否定できない。金融市場もこの点から混乱したと言える。金融市場の動きをみると、株式、為替、債券などの金融商品市況がアベノミクス導入当初は大きく上昇していたのだが、その後市況の上昇に歯止めがかかり、さらに価格のボラティリティ（変動幅）が極めて大きくなっている。この状況が発生するきっかけを作ったのが実は日銀の金融政策の変更そのものであった。

不動産市況や、実体経済の動向についても、様々な指標から、決して楽観的とはいえず、今年5月以降は、センチメントを見ると失速しはじめている様子すらみてとれる。（とはいえ、東京オリンピック招致実現で足下は回復しているがその持続性には疑問が残る。）

4. アベノミクスと真の構造改革

アベノミクスが掲げる「2年間で2%」のインフレ率達成目標は重要な政策課題の1つである。しかし、最近の統計、指標をみると、物価上昇率は2%値を依然下回っているというのが現状である。アベノミクスは、国民のムードを変えることはできた。この点では、大きな成功といえる。しかし、経済の構造改革プログラムは、まだ本格的には稼働していない。「第三の矢」の投資を喚起する構造改革に関しては、大部分のプログラムがなお稼働を待つ状態にある。

アベノミクスは可能性を持つが、繰り返しとなるが、大きなリスクも含んでいる。日本の国債市場は「リスク・フリー・レート指標」の提供者として十分に機能することが不可欠なのだが、金融政策の量的・質的金融緩和の結果として、この機能が停止しないかという懸念を払拭できない。さらに、本当に「2年間で2%」というインフレ達成目標が達成された場合、名目長期金利は現在の0.8%から急上昇しないかという点も懸念される。

また、雇用と所得に反映される実体経済の点についてみると、第三の矢（構造改革）はそもそも本当に政策当局により放たれるのか、また、膨大な額に積み重なった国債発行残高の再建はどのように実現されるのか、という点にも関心が向かう。日銀は、新規国債発行額の大半を買い入れている状況にある。日銀が政府の赤字の主要補填者になっていくことには、大きな懸念要因が残されている。

以上の様々な懸念が残される中、日銀は以下の疑問について説明する必要があるだろう。

- 1) インフレ期待（消費税引き上げ分を控除したインフレ率の期待）を2年で大幅に引き上げるのは、本当に可能か？
- 2) 2年で2%の目標達成に成功した場合、現在から2年後にどのような財政状態（そして長期国債利回り）が予想されるのか。インフレ・ボラティリティ・プレミアムなどを考慮すると高い金利水準となってしまうのか？

一方、日本政府は以下の疑問に答える必要があるだろう。

- 1) 潜在成長力（投資）を引き上げ、人口の高齢化（労働）に対処するために有効となるどのような構造改革を安倍政権は実行するのか？
- 2) 大胆で、かつ説得力を持つ現実的な財政再建の指針とはどのようなものか？

5. 北東アジア経済の課題とアベノミクス

さて、ここで、日本をとりまく世界経済に目を転じてみよう。現在の世界経済に影を落としている深刻な問題として、以下4点が指摘されるだろう。①世界的な金融危機後の厳しいバランスシート調整、②世界的な、とりわけ北東アジア諸国における人口の高齢化、③急速に進展

する技術革新とビジネス社会における雇用環境に関する問題、④生産と消費のグローバル化をもたらす問題、である。これら諸問題の中で、とりわけ、(日本と関係の極めて深い)北東アジア諸国における人口の高齢化の問題を取り上げ、アベノミクスの関連において検討してみたい。

人口構成の視点からすると、日本は高齢化、人口減少の動きがみられるが、同じ現象は中国や韓国、その他のアジア地域でも観察されている。人口問題は、経済構造に深刻な影響をもたらすことになる。

世代重複モデルによると、ベビーブーム世代(団塊の世代)が労働年齢になった時に一人当たりの成長が伸び(非生産的な高齢者の割合が減少)、ベビーブーム世代が退職した時に一人当たりの成長が急速に低下する(非生産的な高齢者の割合が増加)現象が生じる。しかし、こうした影響は予想され、事前に資本ストックの調整が行われる。したがって、一人当たりの成長のピークは「労働世代人口/非労働世代人口」比率のピーク時に対し先行する傾向がある。換言すると、「労働世代人口/非労働世代人口」比率がピークを迎える時期には、一人当たりの成長率は、既に低下しはじめているのである。そして、「労働世代人口/非労働世代人口」比率が上昇する時期から人口オーナス(同比率が低下)への転換は、雇用及び所得の一人当たりの成長の急激な低下をもたらす要因となる点も留意する必要がある。

こうした状況下、北東アジア諸国も日本以上に厳しい経済リスクを抱えていることが指摘される。世界経済の状況は放置すれば改善するような状況にはない。何か政策を打たねばならない時期にある。アベノミクスは、実質的にはこれから出発する段階にあるのだが、世界は、これから展開されるアベノミクスの中身に注目をしている。アベノミクスが本当に成功するためには、世界的な成長減速問題や世界的に進行する人口の高齢化に対処するための政策も備える必要がある。そのためには、生産性を意識した社会資本の整備など生産性を意識した構造改革に取り組む必要があるだろう。膨大なコストとそこから生じるベネフィットをきちんと計算した上で、自らの政策を社会に説得し、さらに実行していく「コミュニケーションポリシー」も必要となっていると考えられる。

これからはじまろうとするアベノミクスの本当の構造改革を我々は注目していく必要があるだろう。

以上