

アベノミクスを考える

今井, 亮一
九州大学留学生センター : 准教授

<https://doi.org/10.15017/4782084>

出版情報 : 九州大学留学生センター紀要. 24, pp.29-48, 2016-02. 九州大学留学生センター
バージョン :
権利関係 :



アベノミクスを考える

今井 亮一*

要旨

本稿では、開始3周年を控えて、これまでのアベノミクスの成果と問題点を考察する。本稿ではアベノミクス「第1の矢」金融政策に考察を絞る。2013年4月に開始された「量的・質的緩和」の顕著な効果は円安と景気拡大に現れたが、物価上昇率目標については目覚ましい成果は上がっていない。さらに、物価が上がらないのは賃金が上がらないから、という近年の議論を踏まえ、1997年の金融危機によって日本経済の体質、特に雇用慣行が変化したことが物価および賃金の上方硬直性をもたらした可能性を検討する。

目次

1. はじめに
2. アベノミクスのこれまでの展開
3. 量的緩和の効果
4. 為替レート
5. 日本経済の転換点
6. 消費税の効果
7. 交易損失
8. 「一億総活躍社会」
9. おわりに

1. はじめに

アベノミクスも3周年を迎え、第2弾として「一億総活躍社会の実現」を打ち出した。しかし、これまでの3年間の政策効果について、まだ本格的な総括はなされていない。2012年末に打ち出されたアベノミクス第1段では、「三本の矢」として「金融政策・財政政策・成長戦略」が掲げられたが、これらがこれまでどのような効果を上げたか、詳細な検討はなされていないようである。なんとなく、これまでの政策の効果

の検証については曖昧なまま、「それは措いて」国民の目先を変えるために新たなスローガンを掲げたという印象がなくもない。

特に、「三本の矢」の目玉として、政治的抵抗を排して導入された大胆な金融政策は、為替レートや株価については大胆な効果をもたらしたものの、物価目標については顕著な成果を上げているとは言い難い。2014年4月には1%を超える、生鮮食品価格とエネルギー価格を除いたいわゆる「コアコア物価指数」の上昇を記録したものの、その後の物価動向は低迷を続けて

*九州大学留学生センター准教授。メールは imryoichi@isc.kyushu-u.ac.jp

いる。最近、同指数の顕著な上昇が見られるという一部指摘があるが、原油価格の下落によって計算上、国内物価が国内要因で高止まりしているように見えているという可能性も否定できない。これに対して日本銀行は、「量的質的緩和」を継続して対応しているが、金融緩和の効果について疑問の声は広がっている。

本稿は、アベノミクスが停滞している原因を大胆に総括しようとするものではなく、関連する論点を思いつくまま経済学的に整理したものである。

2. アベノミクスのこれまでの展開

2012年11月14日、民主党政権の野田佳彦首相は、自民党安倍晋三総裁との党首討論で、「議員定数削減の実現に協力すると確約してくれるなら衆議院を解散してもよい」と発言。アベノミクスは事実上、この日から始まったと言ってよい。というのも、為替市場、株式市場はただちに反応して、急速な円安と株高の進行が開始されたからである。

これに先立つ9月26日、安倍は自由民主党総裁に選出されており、すでにこの時から大胆な金融政策によるデフレ脱却を訴えていた。12月16日の衆議院議院総選挙において、自民党が294議席を獲得して圧勝すると、首相に指名された安倍は、翌2013年1月7日の財界祝賀会において、「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戦略」という「三本の矢」によって経済再生を達成すると発言した。

特に金融政策については、大胆な緩和のため

には日銀法改正も辞さないという積極的なものであった。これを受けて、当時の日本銀行総裁・白川方明は、任期満了を待たず、3月19日に辞職した。翌20日、元財務省財務官の黒田東彦が日銀総裁に就任した。4月4日、日本銀行政策委員会は、「量的・質的金融緩和」を導入した¹。

「量的・質的金融緩和」という新しい金融政策の枠組みで重要なのは次の2点である。第1に、日本銀行は2%の物価目標を達成するまで金融緩和を続ける。第2に、マネタリーベースを2012年末の実績138兆円から2014年末までに270兆円まで拡大する。このうち、長期国債の保有額は89兆円から190兆円まで拡大する。この政策は、これまでの日本銀行の控えめな緩和姿勢を大胆に転換するものと市場およびメディアに受け止められた。

その後の主要経済指標の推移をまとめると、次のようになる。為替レートは、2012年末の1ドル=80円前後から2013年末の100円前後まで下落し、2014年を通じてほぼ100円台で推移した。その後、2014年10月末に追加的金融緩和措置（いわゆる「ハロウィン緩和」）が取られると、円安はさらに進行して、2015年には1ドル=120円前後で推移している²。

日経平均株価指数は、2012年11月初の9,000円前後から2015年5月には20,000円を超えるところまで上昇し、2006年に記録した18,000円台の、いわゆるバブル崩壊後の高値を更新した。その後、いわゆる「中国ショック」を受けて調整し、2015年9月には18,000円前後で推移している³。

失業率は、2012年平均の4.33%から、2014年平均の3.58%まで低下した⁴。名目GDPは、2012年

1 日本銀行「量的・質的緩和とはどのようなものですか」<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/seisaku/b27.htm/>

2 世界経済のネタ帳 http://ecodb.net/exchange/usd_jpy.html

3 世界経済のネタ帳 <http://ecodb.net/stock/nikkei.html>

の475兆円から2015年には500兆円まで拡大すると予想されている⁵。名目GDP成長率は、2011年は東日本大震災の影響で-0.45%とマイナスを記録したが、2012年には1.75%、2013年には1.61%とプラス成長を記録した。2014年には消費税率引き上げ後の需要低迷を受けマイナス成長に転じたが、2015年は1%程度のプラス成長が見込まれている。

さて、問題は物価上昇率である。IMF統計によれば、2012年から2015年にかけて、消費者物価上昇率はマイナス0.04、プラス0.36、プラス2.74、プラス1.01と推移するが、「量的・質的緩和」開始時点に想定されていたような大きな上昇にはなっていない⁶。

そもそも日本銀行が目標とする物価とは何か、という問題がある。日本銀行は詳細に語っていないが、総合指数の上昇率の安定化を目指しているようである⁷。

消費者物価指数には、三つの代表的指数がある。総合指数、生鮮食品を除く総合指数（コア指数）、食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く総合指数（コアコア指数）、の三つである。このうち、生鮮食品を除くのは、生鮮食品の供給が天候に依存し不安定であり、その価格変動に対し政策が及ぼす効果は小さいと考えられるからである。さらにエネルギーを除くのは、エネルギーがもっぱら輸入品であり、その価格変動が国内政策の効果ではないと考えられるからである。このように考えれば、金融政策が目標とすべき消費者物価とは、コアコア指数であると考えられる。

それでは具体的に消費者物価指数の推移を見よう⁸。総務省によれば、コアコア指数（対前年比上昇率）は1998年の中頃からほぼ一貫して1%弱のマイナスである。アベノミクス開始によってマイナス幅は縮小したが、2013年8月まではマイナス傾向は変わらない。これが同年9月にプラスに転じている。安倍首相は2013年10月1日に、2014年4月の消費税率8%への引き上げを表明したが、その後、コアコア指数はプラスで推移し、4月の税率引き上げ以降1年間、翌2015年3月までは2%を超える物価上昇が続いた。しかし、2015年4月からは、コアコア指数の上昇幅は大きく縮小し、最近の上昇率は1%以下である。

さて、コアコア指数の推移をどのように評価すべきであろうか。まず2014年秋にプラスに転じたことは、安倍首相が消費税率引き上げを正式表明したことを受けて、年度末に向けて駆け込み需要が予想され、企業が強気の価格設定をしたと解釈できる。続いて4月以降1年間の上昇はもっぱら消費税率引き上げによるものであろう。税率引き上げ幅が3%だったのに物価上昇幅が2%台にとどまっているのは、教育費や家賃など、金額が大きいかかわらず非課税であるサービスが存在するからである。

問題は消費税率引き上げの効果が一周した2015年4月以降のプラス上昇をどう見るかである。ついに量的・質的緩和の効果が出て、人々の期待形成が変わり、インフレ期待が現実化してきたと見る人もいるが、筆者は同意しない。これはもっぱら2014年中頃から急速に光熱水費

4 世界経済のネタ帳 http://ecodb.net/country/JP/imf_persons.html

5 世界経済のネタ帳 http://ecodb.net/country/JP/imf_gdp.html

6 世界経済のネタ帳 http://ecodb.net/country/JP/imf_inflation.html

7 日本銀行「日本銀行の「物価の安定」についての考え方および「物価安定の目標」について教えてください。」<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/seisaku/b29.htm/>

8 総務省「消費者物価指数（CPI）結果」<http://www.stat.go.jp/data/cpi/1.htm>

が低下しているためと思われる。特に、2015年6月以降は下げ幅が2%近い。これはもっぱら世界的な原油価格の低下による。これには、中国ショック（2015年6月の上海指数急落）による世界的な総需要の縮小の影響も含まれる。すなわち、国内価格に何らかの硬直性がある中、エネルギー価格が下がると、計算上、消費者物価が上がったように見えるのではないか。というわけで、現在、金融政策の効果と判断されてもよい物価指数は、引き続き0%前後で推移していると推測される。暫定的な結論を言えば、量的・質的緩和はこれまでのところ、消費者物価に対しては大した影響を与えていないと判断される。

今日までの経済指標の推移に影響を与えたとされるその他のイベントを、二つ指摘しておこう。一つは、2014年10月に安倍首相が表明した、消費税率再引き上げの1年半延期である。当初、消費税率は2014年4月に5%から8%へ、2015年10月に8%から10%へと、それぞれ引き上げられる予定であった。8%への引き上げは予定通り実施されたが、10%への引き上げは延期され、2017年の4月に実施される予定に変更された。これは2014年4月の8%への引き上げ以降、消費が低迷してGDPが下がったという認識が広がったからである。消費税率引き上げ延期には、財政当局からの強い反発が予想されたので、安倍首相は国民の信を問うとして衆議院を解散して総選挙（11月21日）を行った。結果、自民党は291議席を得て大勝し、税率引き上げ延期は国民の信認を得ることとなった。

もう一つは、2014年10月31日に公表された量的・質的緩和の拡大、いわゆる「ハロウィン緩和」⁹である。これによって、金融緩和のペース

は引き上げられ、例えば長期国債の日銀による年間買入額は60～70兆円から80兆円に引き上げられた。結果的にこの追加緩和の効果は大きく、1ドルは120円を超え、日経平均株価は2万円を超えた。

経済指標の推移をまとめると、アベノミクスの第1の矢「大胆な金融緩和」は、為替レート、株価、失業率については目覚ましい効果があったが、名目GDP成長率やインフレ率（コアコア指数）に対しては顕著な影響を与えなかったと思われる。

3. 量的緩和の効果

そもそもアベノミクスは、いわゆる「主流派」の経済学者に支持されていなかった政策である。金融政策論議は日本が金融危機に陥った1990年代末から繰り返されているが、基本的な対立の構図は、日銀執行部および主流派の経済学者が「量的緩和に効果なし」とするのに対し、少数派の経済学者や民間エコノミストが反論するというものである。

主要な論点は「ゼロ金利の下で量的緩和に効果あるか」である。日本銀行の政策金利は1998年ごろから0.1%～0.25%で推移している¹⁰。長期国債金利も低下を続け、新発10年国債利回りは2011年には1%を切り、最近では0.3%台を推移している。このようにほぼゼロ金利の状態では、債券と現金の間の代替関係が失われ、金融政策の効果が失われるというのが経済学者（主流派）の意見であるが、有力な少数派の意見として、「将来の貨幣供給量にコミットすることによってインフレ期待を醸成することができる」というものがある¹¹。また、いわゆる名目GDP目標

9 日本銀行 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf

10 <http://seisakukinri.nekokuro.jp/547>

や為替レート目標にコミットすることでインフレ期待を引き上げることができるという見解も存在する¹²。しかし、今日までの消費者物価指数（コアコア指数）の推移を見る限り、金融政策の効果はほとんどなかったと思われる。最近、クルーグマン本人が、自らの予想に反して日銀の量的緩和の効果が乏しかった理由について、考察している¹³。

当初、なぜ量的緩和に効果があると考えられたのか。教科書のマクロ経済学では、量的緩和によって市中銀行の日銀預け金（超過準備）が増えると、ほぼゼロ金利で資金を寝かしておくのはもったいないと次第に考えられるようになり、銀行貸出が増えると考えられた。実際、わずかだが有意に銀行貸出は増えたという報告（塩路 [2015]¹⁴）もある。しかし、そもそも市場の収益率が上向かないのに、資金供給だけ増やしても需要は増えないという反論がある。

他方、「仮にどれだけ貨幣供給を増やしてもインフレが起きないというのなら、政府は財政資金を国債の日銀引き受けによって無限に貨幣調達できるはず」という、いわゆる「バーナンキの背理法」¹⁵がある。実際、今のところ、事実上すべての新発国債を日本銀行が買っているような状態で、長期金利はますます低下して、政府は事実上金利ゼロで資金調達できているようなものである。

教科書的な物価水準の理論は、簡単な数式で書き表すことができる。M を貨幣供給量、V を貨幣の回転速度、P を物価水準、Y を実質 GDP とすると、これらの間には次のような関係がある。

$$MV = PY$$

平たく言えば、M という貨幣供給量を V 回、回せば名目 GDP が生み出されるというわけである。さて、貨幣の回転速度を一定とすれば、M を増やせば PY は増える。お金を回すだけでは実質 GDP は増えないとしても、最低限物価水準 P は増える。これがもっともシンプルな物価理論である。

問題は、はたして貨幣の流通速度が一定であるかどうかだ。この式を少し書きかえると、

$$k = \frac{M}{PY}$$

を得るが、この k は「マーシャルの k」と言われるものである。実はマーシャルの k は長期的に上昇しているのである。すなわち、貨幣供給増に対する名目所得の感応度は長期的に下がっている。

そこでここに、「そもそも物価は貨幣供給量によって決まらない」という考え方が出て来る。これは吉川洋・東京大学教授が提唱する「物価は足し算」という考え方である¹⁶。教科書的な理論では、一般物価を決めるのは貨幣供給の総量

11 これはクルーグマンによって提案された。Krugman [1998] "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," Brookings Papers on Economic Activity, http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1998%202/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogooff.pdf

12 為替レート・ターゲットについては、例えば、Svensson [2003] "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others," *Journal of Economic Perspectives* 17 (4) (Fall 2003) 145-166。

13 小黒一正 [2015] 「クルーグマンの潔さ：異次元緩和の限界」、アゴラ言論プラットフォーム、<http://agora-web.jp/archives/1660925.html>

14 塩路悦朗 [2015] 「ゼロ金利下における日本の信用創造」日本経済学会・石川賞講演、2015年5月24日。

15 三木谷良一；アダム・S. ポーゼン 編、清水啓典 監訳「自ら機能麻痺に陥った日本の金融政策」、『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』（東洋経済新報社）167-168頁、2001年。

16 吉川洋 [2013] 『デフレーションー“日本の慢性病”の全貌を解明する』（日本経済新聞出版社、2013年）

であり、個別の財・サービスの価格を決めるミクロの事情は問題にならないとされているが、そもそも企業や消費者にとって貨幣総量はどうでもいいものであって、個別価格は貨幣供給と関係ない所で決まり、それを足上げたもの一般物価水準である、というわけである。

残念ながら「物価は足し算」論にはこれまでのところ、経済学によるサポートはない。しかし、脇田成・首都大学東京教授をはじめ、「企業が賃上げしないので物価も上がらない」という議論は有力である¹⁷。アベノミクスで好業績となっている大企業が賃金を上げれば、消費者の購買力が高まり、いずれ物価上昇圧力となるというわけである。ついに日本銀行まで、「物価上昇には賃金上昇が伴うことが必要であると公式に表明するに至った。黒田総裁は11月6日の講演で次のように語る¹⁸。

(賃金と物価の関係)

「この点に関して、賃金と物価の関係について、もう少し詳しく申し上げたいと思います。わが国の過去のデータをみると、賃金上昇率と物価上昇率は概ねパラレルに動いていることが分かります。しばしば、「物価だけが上がって、賃金上昇がそれに追いつかなければ、実質所得が低下し、消費にマイナスの影響を与える」といった意見が聞かれますが、少なくとも経済全体としては、そうした事態が持続的に生じることはありません。物価上昇に賃金が追いつかなければ、消費が減少し、値上げを維持することが困難になります。逆に、賃金が上昇すれば、企業は利益を確保するため、値上

げを行う必要が生じ、物価は上がります。つまり、実際に生じるのは、「賃金も物価も上がる」状況か、「賃金も物価も上がらない」状況のいずれかです。賃金上昇と物価上昇は、いわばコインの裏表のようなものです。日本銀行が現在行っている「量的・質的金融緩和」は、決して無理に物価だけを引き上げる政策ではなく、経済のメカニズムに従って、賃金の改善を伴うかたちで緩やかな物価上昇を実現しようとするものです。」

4. 為替レート

質的・量的緩和がもっとも顕著な効果を上げたと思われるのは為替レートへの影響である。白川総裁時代終盤の2012年末の1ドル=80円から、2015年10月現在の1ドル=120円まで、円は実に33%も下落した。しかしこれがはたして金融政策の効果と言えるかということ、そう簡単ではない。

市場関係者の間で為替レートの推移を予測する指標としてポピュラーな「ソロス・チャート」というものがある。これは、例えば日米の相対的なマネーサプライの比率の変化が為替レートを動かすというものである。具体的には、日本のマネーサプライが米国のそれに対して、10%増えれば、10%円安になるということである。つまり、より多く供給されたものはその分安くなるという、しごく単純なメカニズムであるが、市場関係者の間では広く信頼されている。実際、有名な投資家ジョージ・ソロスはしばしばこの関係を利用して為替市場で投機を行い莫大な利

17 脇田成 [2014] 『賃上げはなぜ必要か』筑摩書房。

18 黒田総裁講演 (2015) 「2%の「物価安定の目標」実現に向けた課題」http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/ko151106a.htm/

益を上げたという。

もちろん、このように単純な話をただちに支持する経済学者はほとんどいない。しかし、大雑把に言って、日米の金融緩和の方向が為替レートを動かすことは広く支持されている。例えば、日本が引き締め、米国が緩和すれば円高になる。日本が緩和しても米国がもっと大きく緩和すればやはり円高になる。このように予想することはおおむね筋が通っている。問題はこれに経済学的表現を与えることができるかである。

白川日銀時代、「ソロス・チャートはおおむね正しい」と主張してエビデンスを提示していた数少ない経済学者が、本多祐三・大阪大学教授（当時）である。本多教授は、2010年12月14日付日本経済新聞「経済教室」において、「2007年1月から2010年10月までの円高進行は、この間FRB（米連邦準備銀行）が大胆な貨幣供給量の拡大を行ったのに対し、日本銀行は特段の緩和を行わず、その結果日米のベースマネー比が大きく低下したことが原因である」と主張したのである。当時、筆者はこの記事を読みながら目からうろこが落ちる思いをした。当時、本多教授と共著者らによる研究は財務省の研究誌に掲載されていたが¹⁹、多くの経済学者にそれほど知られてはいなかった。アベノミクス開始後、本多教授は日本経済学会長に選出されたのは、時の流れであろう。

その後、ソロス・チャートにミクロ的基礎付けを与えるという研究が登場した。加納隆・一

橋大学準教授による研究がそれである²⁰。加納氏は、必ずしも平易とは言えない内容紹介論文加納（2013）において、「為替レート変動の大部分は、低い市場割引率の下、貨幣供給のトレンド要素に対する2国間格差に対するショックによって生成されるランダムウォーク過程によって極めてよく近似される」と述べている²¹。

加納氏の一連の研究から示唆される重要な帰結の一つは、為替レートの変動が相対マネタリーベースの変動から乖離する度合いが、割引率とともに大きくなることである。すなわち、ソロス・チャートのあてはまりが今日良くなっているように見える原因の一つは、世界的低金利の進行であると考えられるのである。

これまで見てきたように、量的・質的緩和は為替レートに対しては大きな効果があったが、国内物価水準についてはほとんど影響を与えなかった。これは金融政策のショックがほぼ100%為替レートの変動によって吸収されてしまったからと解釈できる。もちろん、輸入物価は上昇し、相対的に国産品は安くなるという相対的变化は起こっている。しかし、日本のGDPにおける輸出入比率いずれも10%前後であり、それほど大きくない。また、交易条件は円安進行によって影響を受けない。日本の輸出品の輸入品に対する相対価格は、世界全体の需給関係で決まるから、日本国の金融政策の影響を受けないのである。

しばしば、円安になると交易条件が悪化するように考える人がいるが、交易条件は相対価格

19 本多祐三・黒木祥弘・立花実 [2010] 「量的緩和政策－2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析－」『ファイナンシャル・レビュー』99巻1号。https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list5/fr99.htm

20 Kano and Morita (2015) “An equilibrium foundation of the Soros chart”, *the Journal of the Japanese and International Economies*, 2015, 37, 21-42., Kano (2014) “Exchange rates and fundamentals: closing a two-country model” Discussion Paper Series 2013-07, Graduate School of Economics, Hitotsubashi University, 2014.

21 加納隆 (2013) 「為替レートのランダムウォークネスとファンダメンタルズ：動学的確率的一般均衡分析からの視点」全国銀行協会。

なので、円で考えてもドルで考えても、同じである。円安で高くなった輸入品の国内価格を、輸出品の国内製造コストと比較して交易条件が悪化したと考えるのは誤りである。実際には、輸出品の国際価格は変わらない一方、円換算の輸出価格は上昇するので、円安で上昇した輸入価格と釣り合いがとれるのである。その結果、交易条件は変化しないのである²²。

5. 日本経済の転換点

ここでは、日本経済の体質が変わったのは1997年である、とする最近の議論を紹介する。まず、1997年はどうして重要なのか。

1. 1997年、金融危機が起こった頃が転換点。
2. 1997年ごろから、日本的雇用慣行が失われてきた。
3. ゼロ金利が導入され、貨幣供給と名目GDPの関係が失われた。

日本経済の転換点はいつだったのか。通常それは、1990年、バブル経済が崩壊した時と考えられている。確かに、バブル崩壊とともに、経済成長率は急低下したが、今日のようなデフレにはならなかった。実際、1996年には実質経済成長率が3.8%となり、政府はバブル崩壊後の景気後退は終了したと判断して、翌1997年には消費税率の引き上げ（3%→5%）を断行した。

しかし、この増税はタイミングが悪かった。折からアジア通貨危機が発生し、それに連動する形で、わが国を金融危機が襲った。北海道拓殖銀行や山一証券の破綻は大手金融機関の倒産

として、経済界に強い危機感を呼び起こした。

金融危機の実態経済への影響は、いわゆる「貸し渋り」、「貸し剥がし」と呼ばれる信用収縮となって現れた。金融機関が信用収縮に走った理由は二つある。一つは、金融機関それ自体のリスク回避である。不良債権を抱えることが景気後退時の破綻リスクを高めることは、北海道拓殖銀行や山一証券の倒産によって明らかであった。

もう一つは、国内的、国際的に、不良債権処理を加速するような政治的、制度的圧力が高まったことである。いわゆる BIS（国際決済銀行）規制が強化され、国内業務の場合は4%、国際業務の場合は8%、それぞれ自己資本比率を維持することが求められた。自己資本比率は、取引先を整理して預金を減らすことによって高めることができるから、銀行は債権の圧縮に走ったのである。

同時に、政府部内で、景気回復より不良債権処理を優先すべきという認識が高まった。これには、低成長の長期化の原因の理解が、需要サイド重視から供給サイド重視へと転換したことが重要である。

バブル崩壊直後のベストセラーとして、宮崎義一（1991）『複合不況』（中公新書）がある。ここでは、バブル崩壊後の不況が、通常の景気循環に加えて、土地や株などの資産価格低迷による需要低下や信用収縮が重なった複合的なものである、という認識が提示されていた。このように、目下の不況の原因が需要縮小によるものという認識は、当時の政府にも共有され、その結果、大規模な公共事業によって総需要を追加するという景気刺激策が採用された。

その効果もあって、1996年には3.8%という高

22 他に、竹中正治「交易条件悪化招かず 将来の円高回帰に備えを」2015年6月30日付、日本経済新聞「経済教室」。

めの実質経済成長率が達成されたのだが、翌1997年に発生したアジア通貨危機と我が国の金融危機は、景気回復の持続期待を打ち砕いた。この頃、にわかに台頭してきたのが「長引く低成長の原因は、不良債権処理の遅れによる低生産性企業の延命である」という、供給サイド重視の見方である。

これについては、経済学者の貢献も重要である。低成長の原因として供給サイドに注目した重要な研究は二つある。一つは、Hayashi and Prescott (2002) である²³。林文夫とエドワード・プレスコットは、1990代後半、単純な新古典派成長モデル、すなわち貯蓄率を所与とするソロー・モデルに、TFP (Total Factor Productivity、全要素生産性) を外挿することによって、日本の低成長を簡単にシミュレートすることができると主張した。TFPはイノベーションあるいは技術進歩の指標であり、イノベーションの低迷が日本経済低迷の原因であると断じたわけである。

彼らの方法について異論がないわけではない。彼らは、日本経済におけるTFP成長の低迷を、成長会計 (Growth Accounting) という方法で明らかにした。成長会計では、実質経済成長を、労働人口、労働時間、資本およびTFPそれぞれの成長に分解する。この時、前三者 (労働人口、労働時間、資本) については直接測定することができるが、最後のTFPについてはそれができず、結局、経済成長率から労働人口、労働時間、資本それぞれの成長率を差し引いた残差 (Residual) をTFP成長率とみなすことにな

る。つまり、労働人口、労働時間、資本それぞれの成長によって説明できない、いわば残りの部分を、技術進歩と解釈しようということである。目的が技術進歩率の測定にあるなら問題はないが、しょせん説明できない残差にすぎないものを実体化して低成長の原因を特定したと主張するのは、疑問なしとは言えないであろう。しかし当時、この議論はにわかに影響力を持ち、全要素生産性成長の低迷を引き起こした、いわば「戦犯」を特定化しようという研究プロジェクトが実施された²⁴。

もう一つの重要な研究は、Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) によって提案された「ゾンビ経済学」である²⁵。これは、金融機関による金利減免や「追い貸し」が低生産性企業を延命させ、新興企業の参入を阻止し、結果的に経済全体の生産性を下げている、という議論である。彼らの研究は90年代末から知られており、不良債権処理を急ぐ金融規制当局を後押しした。この議論にもいくつかの批判が行われた。一つは、景気後退時に金利を下げたり、返済を猶予したり、必要があれば追い貸しするのは、金融機関本来の機能ではないか、という批判である。もう一つ、流動性不足 (liquidity shortage) と債務超過 (insolvency) を区別することは難しい。金融機関の機能は、債務の持続可能性を判断し、短期債務の返済に必要な現金を提供する一方、持続可能ではない債務者については破綻処理を求めることであろう。Caballeroらは、独自の方法で金利減免を受けた企業をゾンビ認定したのだが、その多くの企業がその後の景気回復で正

23 Hayashi and Prescott (2002) "The 1990s in Japan : A Lost Decade", *Review of Economic Dynamics*, 5(1), 206-235.

24 林文夫編集 (2007) 「経済制度の実証分析と設計」(「経済停滞の原因と制度」「金融の機能不全」「経済制度設計」) 勁草書房。

25 Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan." *American Economic Review*, 98(5): 1943-77.

常金利を払える状態に復帰した。これを受けて、福田・中村（2008）は、ゾンビ認定する方法の変更を提案した²⁶。

しかし、ゾンビ経済学の提案者としては、「ゾンビは死なないからゾンビ」と言いたいところであろう。景気低迷時に金融機関の援助を受けて生き延びた企業が、景気回復で元気になるのは半ば当然である。会社更生法や民事再生法によって債権放棄などを受けて再生した企業が、政府や金融機関の支援を受けずに自立していた企業から疎まれるのはもっともである。債権放棄や金利減免を受けなければならないような企業には退場してもらい、そういう支援を受けなかった企業と新規参入企業によって産業が活性化される方がむしろ効率的、という見方も当然あり得る。

いずれにしても、1990年代末の不況を受けて、需要サイドより供給サイドを重視する政策論が強まり、不良債権処理が加速したことは確かである。著者は、小泉政権で経済財政担当相と金融担当相を兼ねて、不良債権処理を推進した竹中平蔵氏が、論壇誌に「景気対策より不良債権処理を先に進めよ」という論文を寄稿していたことを鮮烈に記憶している²⁷。

結果的には、不良債権処理を加速した小泉政権後期には景気が順調に回復し、2005年の衆議院総選挙、いわゆる「郵政解散」で自民党に大勝利がもたらされた。しかし、不良債権処理を加速したことが景気回復の原因であるとか、不良債権後の日本経済のTFP成長率が高まったという、有力な証拠はまだ発見されていない。

そもそも、小泉政権下で景気回復の起点となったのは、2003年6月の、当時深刻な経営危

機に陥っていた、りそな銀行への公的資金投入決定である。その直前まで、政府は金融機関に厳格な資産査定や、バランスシートへの時価反映を強く求めていたので、貸し渋りや貸し剥がしへの不安から株価は低迷し、日経平均株価はバブル崩壊後の最安値を更新していた。突然、掌を返したような公的資金投入に市場は驚き、株式市場はそれを底として回復を開始した。

積極的に評価すれば、厳格な資産査定で持続可能な債務者を認定し、持続可能だがリスクが大きくて民間金融機関の支援が得られない、りそな銀行には公的資金を投入して救済した、という言い方もできるかもしれない。しかし、政府支援が得られないと破綻するような金融機関はむしろ退場してもらった方が、経済全体の生産性は高まる、というのがゾンビ経済学の見方である。実際、政府は数年前、北海道拓殖銀行や山一証券については破綻処理したわけである。残すべき企業のみ残し、淘汰されるべき企業を排除した結果になっているかどうかには、議論の余地がある。

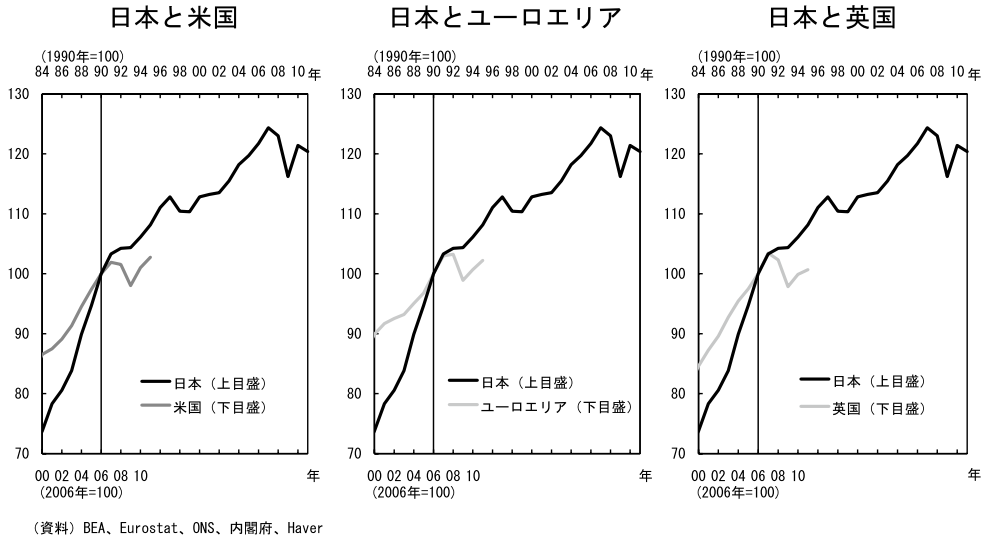
金融機関の破綻・清算がことさら重要なのは、それによって金融支援されていた低生産性企業も同時に破綻処理されて、経済の「創造的破壊」が一気に進む可能性もあるからだ。しかし同時に、景気回復の起点となったのが、不良債権を抱える大手金融機関への公的資金投入による救済だったこともまた事実である。

不良債権処理の加速は、日本企業の雇用慣行を大きく変えた。いわゆる年功賃金や終身雇用象徴された「日本的経営」が大きく変わり始めたのは、1990年代末である。例えば、日本企業の賃金プロファイルの傾きが下方修正されだ

26 福田慎一・中村純一（2008）「いわゆるゾンビ企業はいかにして健全化したのか」日本政策投資銀行。<http://www.rieti.go.jp/projects/cgp/09.html>

27 『中央公論』『文芸春秋』いずれかだったと思うが、確認できない。

不動産価格ピーク後の実質GDPの推移比較 日本：1990年～、米国：2006年～



金融危機後の実質GDPの推移比較 日本：1997年～、米国：2008年～

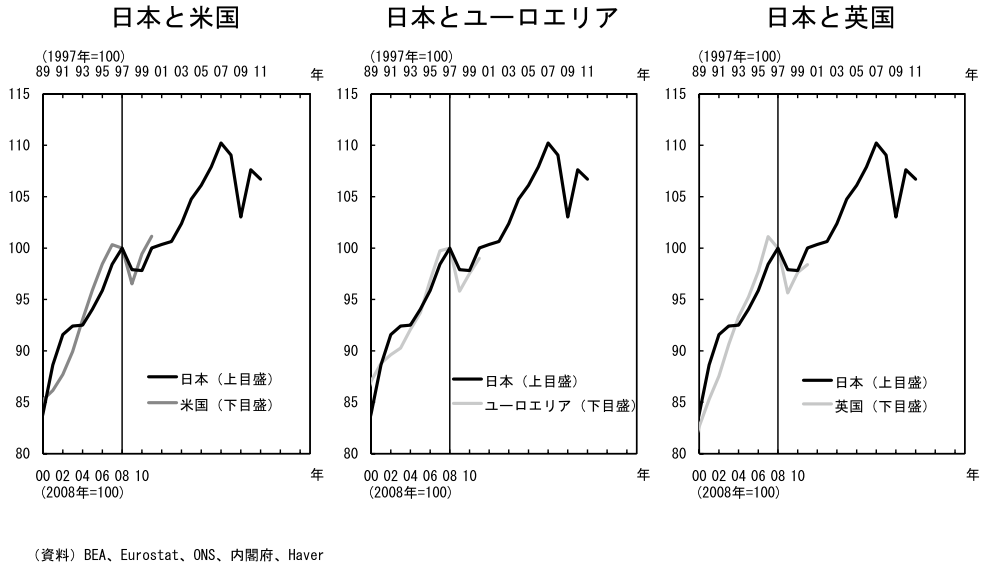


図1 白川総裁講演 2012年3月

http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120326a2.pdf

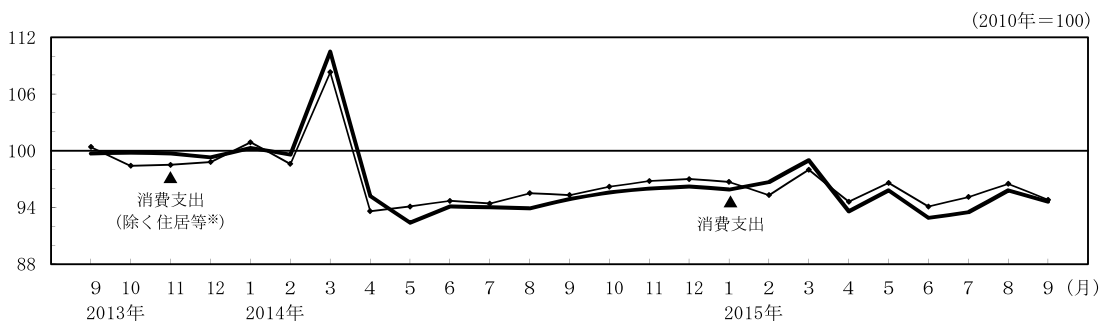
したのもその頃である²⁸。前述したように、日銀総裁まで賃上げを企業に訴える御時世だが、平均賃金が上がらなくなったのは、要するに年功賃金が見直され、中高年正社員の賃金が上がらなくなったことに因るのではないか。

「デフレの原因は賃金が上がらないこと」これについて直接的な証拠はないが、日本経済の転換点が1990年代末にあったことは、様々な証言から確かである。例えば、日本銀行の白川方明・前総裁は2012年3月の講演で、次のように発言した²⁹。

『我々の感覚では、金融緩和が資産価格

の下支えや景気回復につながらなかったのは、下振れショックを十分にオフセットしなかったからであって、金融政策の波及メカニズムが棄損してしまったからではない。... 1990年代前半の日本において、金融の脆弱性が、追加金融緩和の有効性を取り除いたわけではない。』

それからしばらく時が経過して、今度は米欧で住宅・信用バブルが崩壊し、金融危機が発生した。米国で不動産価格がピークを記録した後、あるいは、リーマン・ショックという形で大規模な金融危機が発



	2014年				2015年								
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
消費支出 (除く住居等*)	94.9	95.6	96.0	96.2	95.9	96.7	99.0	93.6	95.8	92.9	93.5	95.8	94.6
対前月変化率(%)	1.1	0.7	0.4	0.2	-0.3	0.8	2.4	-5.5	2.4	-3.0	0.6	2.5	-1.3
消費支出(除く住居等*)	95.3	96.2	96.8	97.0	96.7	95.3	98.0	94.6	96.6	94.1	95.1	96.5	94.8
対前月変化率(%)	-0.2	0.9	0.6	0.2	-0.3	-1.4	2.8	-3.5	2.1	-2.6	1.1	1.5	-1.8

※：「住居」のほか、「自動車等購入」、「贈与金」、「仕送り金」を除いている。また、実質化には消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）を用いた。

注1 季節調整の方法は、センサス局法(X-12-ARIMA)を用いた。

2 季節調整値は、毎年1月結果公表時に、過去に遡って改定している。

図2 家計調査速報 2015年9月

(http://www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/tsuki/pdf/fies_mr.pdf)

28 連合『賃金レポート2014』「8. 標準労働者賃金の推移」https://www.jtuc-rengo.or.jp/roudou/shuntou/2014/shuukei_bunseki/08.html

29 白川総裁講演(2012)「セントラル・バンキングー危機前・危機の渦中・危機後ー」http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/ko120326a.htm/

生した後の実質 GDP の推移を1990年代の日本と比較すると、両国は驚くほど似通っている。政策面でも、実質的なゼロ金利や中央銀行のバランスシートの大幅な拡大は言うに及ばず、非常に似通っている。日本銀行がゼロ金利政策や量的緩和政策、将来の金利水準についてのコミットメント、今日の言葉で言う信用緩和政策等の政策を苦勞しながら導入した頃、同じような政策を数年後にFRBが採用することになるなどは私自身、想像もしていなかった。我々は過去四半世紀における各国の経験をもっと真剣に研究し、そこから将来の政策運営に役立つ真の教訓を引き出す努力をしなければならぬことを痛感する。

ここで白川・日銀前総裁はまず、日本の1990年代の低成長がもたらしたバブル崩壊の需要の下振れを中央銀行が十分にオフセットしなかったことが原因であるとする欧米専門家の見方を引用した上で、資産価格暴落（日本は1990年、欧米は2008年）後の日米欧の経済状況はそれほど似ていないのに、金融危機（日本は1997年、欧米は2008年）後の日米欧の経済状況や政策対応がきわめて似通っていることを指摘している（図1）。いずれにしても、日米欧を問わず、金融危機の後で中央銀行は、ほぼゼロ金利と量的緩和に追い込まれて、通常の金融政策波及メカニズムを失ったと指摘している。つまり経済システムを根本的に変えるのはバブル崩壊そのものではなく、金融システム危機というわけだ。

1990年代後半が日本経済の転換点だったこと

は、岩本康志・東京大学教授も指摘している³⁰。岩本氏によれば、1995年まではベースマネーと名目 GDP の間には顕著な比例関係が成立する。すなわち1995年までは、ベースマネーが増えると名目 GDP が比例的に増加していた。しかし、90年代後半の金融危機で日銀がゼロ金利や量的緩和に追い込まれて以降は、名目 GDP はベースマネー増加にほとんど反応しなくなってしまった。ゼロ金利に到達すると金融政策は物価に対して効果を失うというのは経済学者の共通理解であるが、これが日本経済の現実で確認されたというわけである。

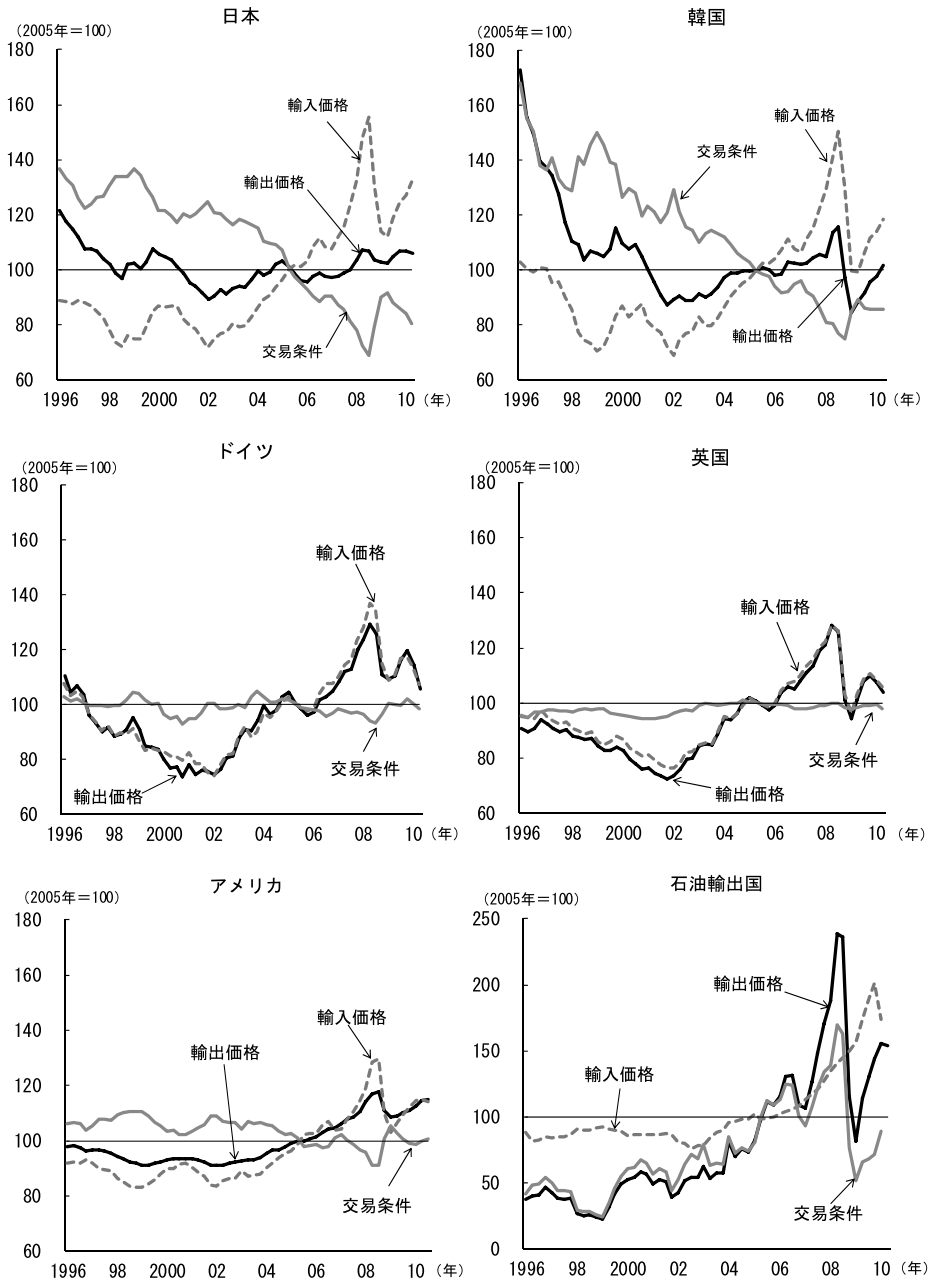
要するにこういうことではないか。90年代、政府・日銀は財政金融政策を駆使して景気刺激を試み、それは半ば成功して1996年の高めの経済成長として現れた。しかし、折悪しくアジア通貨危機が起こり、先送りしていた不良債権処理が金融危機を招いた。銀行依存を脱却しようとした企業はコスト削減に努め、日本的雇用を脱却して賃金プロファイルの傾斜低下を進めた。その結果、平均賃金が上がらなくなったことが、結果的に物価と賃金の好循環上昇、良い意味のインフレ・スパイラルを阻止して長期デフレを定着させた。元より、ゼロ金利下では金融政策そのものに物価上昇を起こす力はない・・・。

6. 消費税の効果

アベノミクスおよび量的・質的緩和は2014年4月までは順調に景気を回復させ、日本経済がデフレ脱却する出口が見えたかのようだが、その後の経済状態は一進一退である。この現状を

30 岩本康志のブログ「貨幣数量説と流動性の罫」2011年4月3日。<http://blogs.yahoo.co.jp/iwamotoseminar/35329635.html>

日韓は悪化、欧米諸国は安定、石油輸出国は輸出価格の動きにほぼ同調



(備考) 1. IMFより作成。
 2. 交易条件は、輸出価格を輸入価格で除した値。
 3. 輸出入価格はドルベース。

図3 交易条件の推移

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh11-01/pdf/sl-11-1-1-04.pdf

受け、安倍首相は2014年11月、消費税率の8%から10%への延期を掲げて衆院を解散して、翌2月の投開票で再び勝利を収めた。結果的に、消費税率引き上げ延長は国民の信任を得たが、はたして景気停滞の原因は消費税だったのか。

総務省の消費動向調査をつぶさに追うと、消費税率引き上げ後、家計消費支出は消費税引き上げ後、長期にわたって低迷していることがわかる(図2)。

実は、このような長期低迷は、前2回(89年、97年)の消費税率引き上げ時には観測されていない。97年には年末から大きな低下が起こったが、それはもっぱらアジア通貨危機および金融危機によるものと考えられている。

前2回の消費税率引き上げと今回の大きな違いは、増減税均等化のための所得減税が行われなかったことだ。しかし、新古典派経済学による消費者理論では、消費税率引き上げは、駆け込み需要とその反動をとまうが、その影響は一時的にとどまり、消費はほどなく元のトレンド

に戻ると考えられる。というのは、新古典派理論によれば、消費は恒常所得にのみ依存し、増税は課税タイミングの変更にすぎず、恒常所得を変えるものではないので、駆け込み需要とその反動を除いた影響はほとんどないと考えられるからである。この効果は短期的な増減税均等化を意図した所得減税の効果を考慮に入れても変わらない。前2回は確かに理論通りの推移を示しているが、今回のデータはあたかも消費増税を恒常所得の低下のように家計が受け取ったことを示唆している。

これは経済理論的にはいささかパズルである。家計が新古典派的でなくナীবに消費行動している、すなわち可処分所得の一定割合を消費に充てているとみなせば、所得減税がなかった分だけ家計の可処分所得がなくなり、それに見合った分、消費を減らすのもおかしくない。しかし、この解釈は正統的な経済理論と整合しない。通常、可処分所得の一定割合を消費に充てるようなナীবな家計は、家計全体の

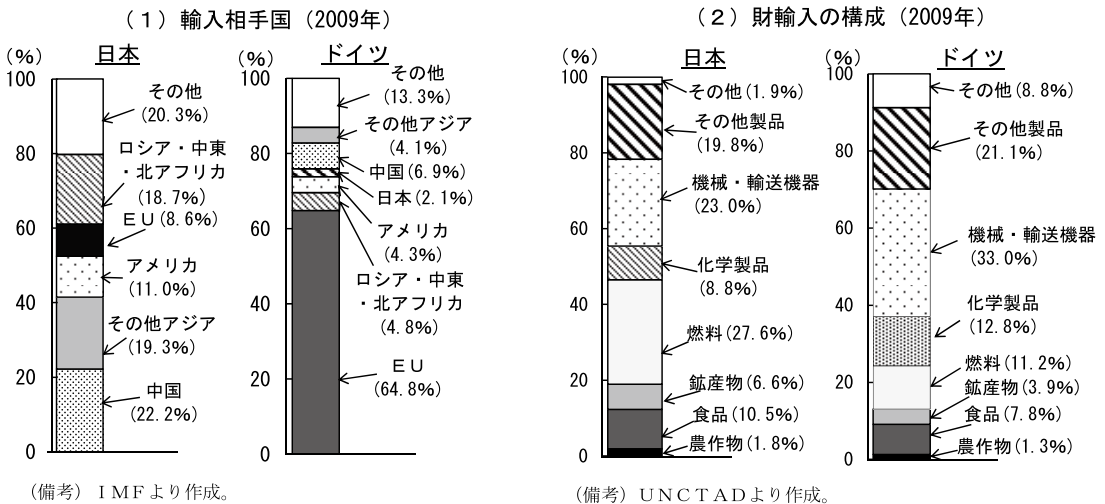


図4 日本とドイツの貿易構造

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh11-01/s1-11-1-1/s1-11-1-1-27z.html

高々 30%程度と考えられているからである。

それでも2015年3月までは、経済学の教え通りに、消費は緩やかに元の水準に戻ろうとしていたかのように見える。ところが、この4月以降、にわかに低下し不安定な傾向を見せているのはなぜだろうか。「中国ショック」など、世界経済の不安定化を背景に株式市場が動揺したことが、恒常所得の低下として意識された可能性は確かにあるとはいえ、やはり落ち込み幅が大きすぎると思われる。いずれにしても、昨今の消費の変動は、経済理論でうまく説明できないところが多い。

7. 交易損失

アベノミクスについては、「実感なき景気回復だ」という指摘がある。つまり、株価が上がり失業率も低下したが豊かさが実感できない、というわけである。これについては様々な説明がすでに提出されているけれど、一言でいえば、円安による輸出促進の景気回復は交易損失を拡大するからであろう。

すでに指摘されているように、日本経済の交易条件は悪化の一途をたどっている(図3)。同時に、2006年頃から交易利得はマイナスに転じている³¹。これは、交易条件が悪化しているので、円安によって輸出企業の円換算の手取りが増える以上に、円換算による輸入コストが増えるので海外に所得が流出するというわけである。交易利得あるいは損失が拡大すると、GDPとGDIの乖離が大きくなる。後者は交易利得を含んでいるので、交易損失が発生するとGDPがGDIを上回る。

しかし、交易損失が発生するからと言って貿易をやめてしまえ、というわけではない。日本経済の現在の体質は、GDP拡大のコストとして交易損失が発生する構造になっているというべきである。貿易をやめたらそもそもGDPそのものがなくなる。実際、交易損失を考慮したGDIは、景気拡大とともに増加する。すなわち、貿易だけ取り上げれば損であるが経済は拡大・発展するというだけのことだ。

GDIに海外からの利子・配当を加えるとGNIが得られる。これはかつてGNPと言われていたものだ。日本経済では近年、海外資産からの投資収益が大きくなっているため、GNIとGDIの乖離は大きくなっている。リーマン危機以来、GNIはGDPを下回る傾向が続いたが、原油価格下落のおかげで2015年は久々にGNIがGDPを上回る見込みである³²。

GNIがGDPより高いということは、海外との関係で投資収益の流入が流出を上回るということだ。それだけ日本の国内経済が海外からの投資対象として魅力がないということの裏返しでもある。したがってGNIを過度に目的とする経済運営は妥当でないというべきであろう。

そもそも、交易条件が悪化しているのは、日本経済がいわゆる加工貿易で、エネルギーや食料品を輸入して、工業製品を輸出する構造であるからだ。そのため、工業製品輸出のライバルとして新興国が台頭して、一次産品価格が上昇すれば、交易条件は急速に悪化する。これに対してしばしば日本経済との類似性が指摘されるドイツでは、EU内での産業内貿易が中心なので、交易条件の悪化はそれほど観測されていない(図4)。そもそも交易条件の悪化は比較優位

31 交易利得については、早川英男 [2015] 「円安 vs 原油安の経済学：鍵は「交易条件」」(富士通総研ホームページ)が興味深い指摘を行っている。<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/201412/2014-12-3.html>

32 竹中正治「日本の2015年国民総所得(GNI)は3%の高成長になる」Blogos、2015年3月29日。

を追求した結果でもあり、交易条件悪化を避けるために近隣に産業内貿易相手国を見つけると言っても相手が要ることであって、経済政策の目的化することは妥当ではないだろう。

交易条件の悪化は、いわゆる実質実効為替レートの推移とも重要な関係がある³³。我々が親しんでいるのは名目為替レートである。しかし、為替レートが割高か割安かを、名目為替レートを見るだけでは判断できない。まず、物価が高ければその分を為替レートは減価してしかるべきだ。もう一つ、貿易金額の多い国の通貨との交換比率は、少ない国の通貨との交換比率より重

要なはずである。この二点を考慮して、通貨の価値を指数化したものが、実質実効為替レートである。伊藤隆敏・コロンビア大学教授は、円の実質実効レートは、1995年まで上昇を続けたが、その後、今日に至るまで下落を続け、現在の1米ドル=120円前後の水準は1973年前後の水準であるという。1973年ごろの1ドルは300円前後だったから、この40年間ではアメリカのインフレ率が日本より平均的にみて高かったことを示唆しているという³⁴。

伊藤氏は、実質実効レートが1995年を境に上昇から下降に転じたのを、バラッサ・サミュエル

団塊ジュニア世代の雇用をめぐる動向

- 男性の就業率は、25～34歳、35～44歳、45～54歳といった働き盛りの層で低下傾向にある。
- 役員を除く雇用者に占める非正規の職員・従業員の割合は増加している。
- 不本意非正規の割合は、特に男性の働き盛りの層で高くなっている。

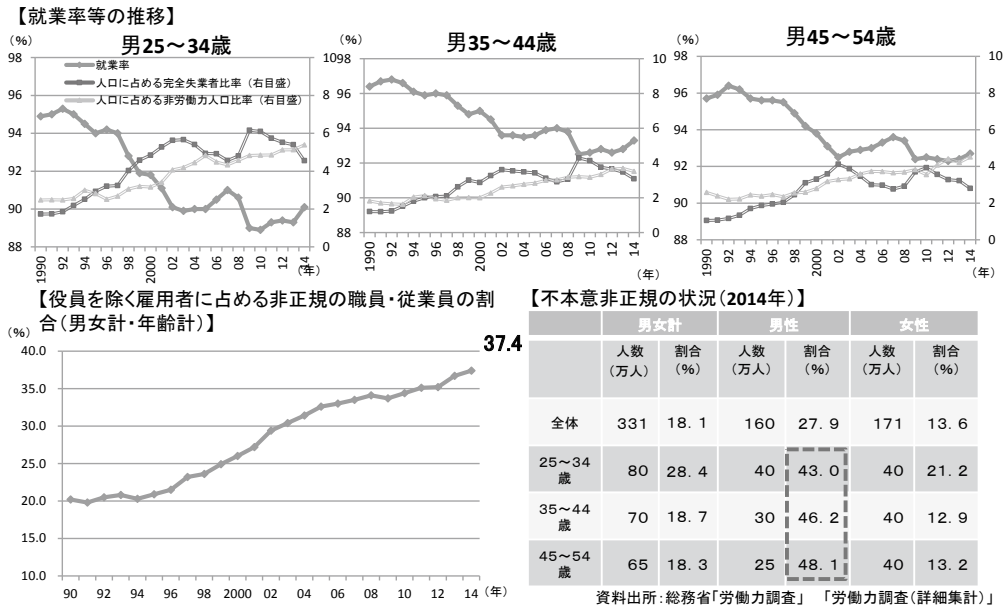


図5 介護離職問題

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/ichiokusoukatsuyaku/dai1/siryou4-9.pdf>

33 実質実効為替レートの推移については、次のページを参照されたし。<http://www2.ttcn.ne.jp/honkawa/5072.html>

34 伊藤隆敏 [2015]「経常収支、為替レートとバラッサ・サミュエルソン効果」、日本金融学会報告要旨。2015年5月17日、東京経済大学。

ルソン効果として説明している。一般に、長期的な為替レートが貿易財の一物一価 (Purchasing Power Parity, PPP) によって決まるとすれば、貿易財と非貿易財の生産性成長率が異なり、前者が後者より高い時は、実質実効為替レートは増価し、その国の物価水準は国際的にみて割高になる。1995年まで円の実質実効レートで見た円高が進んだのは、変動相場制移行後の製造業の生産性成長率がサービス業のそれをはるかに上回っていたからである。これに対して1995年以後は、製造業の生産性成長率が鈍化し、サービス業のそれが規制緩和などで上昇した結果、実質実効レートが低下したというわけだ。

交易条件の悪化は、国民の生活感の低下と分かちがたく結びついている。川口大司・一橋大学教授は、実質賃金は、GDP デフレーターで実質化するとあまり低下していないが、デフレートの基準を消費者物価水準 (CPI) に変えると、大きく低下すると指摘している³⁵。実質化に用いる価格指数によって結果が大きく異なるのは、GDP デフレーターが GDP を構成する財を対象とする一方で CPI は消費財を対象としているからである。

8. 「一億総活躍社会」

2015年10月、第4次安倍内閣の開始にともない、安倍首相は「アベノミクス第2ステージ」と銘打って、新たに「一億総活躍社会の実現」を掲げた。何とも仰々しいタイトルではあるが、官邸に新たに開設されたホームページによれば、「一億活躍社会」とは次のようなものであるらしい。

〈我が国の構造的な問題である少子高齢化に真正面から挑み、「強い経済」、「夢をつむぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」の「新・三本の矢」の実現を目的とする「一億総活躍社会」〉³⁶

今一つ具体性に欠けるスローガンではあるが、どうやら国民の労働力化を推進し、それによって少子化・人口減少による経済成長の低下を少しでも食い止めよう、という新たな成長戦略のようだ。

具体的には、次のような論点が検討される模様である。第一に、女性の労働力化を進める。女性の職業進出が進んだとはいえ、女性の労働参加率は30台で低下し40歳前後に回復 (いわゆるM型) することが知られている。これは、結婚にともなって女性がいったん退職し、出産・子育ての終了とともに労働市場に復帰するからである。この時、例えば最初の就職では正規雇用であっても、復帰時には非正規雇用という場合が多く、女性の平均賃金が男性に比べて低いことの原因であるとも指摘される。女性の賃金が低い理由として他に、結婚・出産・子育てにともなっていったん退職する女性従業員に対して、企業が十分な職業訓練=投資を行わないからである、というものもある。そこで、退職せずに結婚・出産・育児を行える雇用環境の整備が課題となる。

第二に、そもそも女性が家事に専念しなければならぬのは、男性の働き方が問題であるとされる。つまり、しばしば「社畜」などと揶揄される男性労働者の長時間労働が典型とされ、女性もこれにしたがわされる結果、出産・育児のために労働供給を減らさなければならなくなる。そこで、男性の働き方を見直し、男性も育

35 川口大司「交易条件の改善こそ本筋」日本経済新聞、2015年3月6日付「経済教室」。

36 官邸ホームページ <http://www.kantei.go.jp/jp/headline/ichiokusoukatsuyaku/>

児を一定程度負担するいわゆる「イクメン」を促進することが必要だが、それには、男性に育児休暇を認めるだけでなく、広く労働者一般の働き方を見直し、フレックス・タイムの導入や「短時間正社員」などいわゆる「柔軟な働き方」を促進する制度整備が必要であるとされる。

おそらく、出産・育児を考慮すると、女性の雇用コストは男性より高い。もちろん出産・育児は社会にとって必要なことであるが、私企業にとってはあくまでコストである。このコストは賃金ではなく、女性従業員の数に比例して人頭税のように企業にかかってくる。従業員に占める女性の割合が低い間は、負担配分もそれほどたいへんではないが、女性雇用が普及して来ると、負担をどう公平に割り振るかが深刻な問題となる。最近、資生堂が出産・育児を理由に女性の勤務シフトを優遇することをやめると報道され、大きく話題となった³⁷。

つまり、出産・育児を抱える女性従業員を勤務時間や営業ノルマで優遇したら、出産・育児をしていない女性従業員から不公平との批判が出て、ついに優遇措置を見直さざるを得なくなったようである。これは、資生堂のように女性従業員の割合が高く、女性雇用のコストが大きい企業だから起こった問題と言える。

第三に、最近急増している介護離職の問題がある。両親の介護のため40代ぐらいの現役戦力と思われる社員が退職してしまう、という問題である。特に40代以上の会社員ではリストラ圧力があるので、「生活費は両親がもらっている年金に頼って、この際介護に専念しよう」と考える男性社員がけっこう多いようなのである。実際、「一億総活躍国民会議」委員である樋口美雄・慶応大学教授が提出した資料によれば、近

年、20代～50代の男性の労働参加率が顕著に低下傾向にあるようだ(図5)³⁸。

介護離職については、労働市場の問題というより社会保障制度の問題かもしれない。介護保険制度が整備されたといっても自己負担が高いので、制度を利用するより自分でやった方がよい、と思う人が多いのである。介護保険については、介護職員の報酬が低すぎるという問題もある。いずれも介護保険料を引き上げれば相当程度解消する問題と思われるが、現在以上の保険料負担に対する政治的合意が確立していないのである。

女性の労働力参加と男性社員の介護離職予防には、共通の目的がある。それは「家事の市場化」だ。つまり家事を自分でやらずヘルパーや家事代行サービスを使えばその分雇用とGDPが増える、だから成長戦略になる、というわけである。しかし、介護にしても家事一般にしても、現状ではコストが高すぎる。だから他人を雇うより自分でやる方が安上がりということになるのだ。

9. おわりに：残された論点

以上、アベノミクス開始後3周年を控えて、関連する論点を展望してきた。もちろん、多くの重要な論点が言及されずに残っているが、今後の課題としたい。

例えば、アベノミクス第2の矢とされた財政政策についてはほとんど何も触れなかった。実際、安倍政権が財政支出を増やしたかどうかをどのように議論すべきか、まだ視点が定まっていない現状である。例えば、財政支出と言っても公共投資か、社会保障給付かで性格が異なり、

37 NHK オンライン「資生堂ショック」(2015年11月9日) <http://www.nhk.or.jp/ohayou/marugoto/2015/11/1109.html>

38 樋口美雄「中年層ニート・フリーターの増加と介護離職問題」国民総活躍社会国民会議第1回会合提出資料、2015年11月。<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/ichiokusoukatsuyaku/dai1/siryou4-9.pdf>

一律に議論することはできない。関連して、財政再建は進んでいるのか遅れているのか。最近の景気回復で基礎的財政収支は確かに改善している。しかしこれを以て、安倍政権は緊縮財政と断ずることもできない。同じことは、消費税率引き上げの効果についてもより緻密な議論が必要である。

また、アベノミクス第3の矢とされた成長戦略はどうであろうか。法人税減税、規制緩和、労働市場規制改革、地方創生、いずれも重要な論点だが、筆者はまだこれらいずれについても経済学的に語る準備ができていない。

引用文献一覧

1. 岩本康志のブログ「貨幣数量説と流動性の罠」2011年4月3日。http://blogs.yahoo.co.jp/iwamotosemi-nar/35329635.html
2. NHKオンライン「資生堂ショック」(2015年11月9日)http://www.nhk.or.jp/ohayou/marugoto/2015/11/1109.html
3. 加納隆 (2013)「為替レートのランダムウォークネスとファンダメンタルズ：動学的確率的一般均衡分析からの視点」全国銀行協会。
4. 小黒一正 [2015]「クルーグマンの潔さ：異次元緩和の限界」、アゴラ言論プラットフォーム、http://agora-web.jp/archives/1660925.html
5. 塩路悦朗 [2015]「ゼロ金利下における日本の信用創造」日本経済学会・石川賞講演、2015年5月24日。
6. 白川総裁講演 (2012)「セントラル・バンキング危機前・危機の渦中・危機後」http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/ko120326a.htm/
7. 竹中正治「日本の2015年国民総所得 (GNI) は3%の高成長になる」Blogos、2015年3月29日。
8. 竹中正治「交易条件悪化招かず 将来の円高回帰に備えを」2015年6月30日付、日本経済新聞「経済教室」。
9. 早川英男 [2015]「円安 vs 原油安の経済学：鍵は「交易条件」」http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/201412/2014-12-3.html
10. 林文夫編集 (2007)「経済制度の実証分析と設計」(「経済停滞の原因と制度」「金融の機能不全」「経済制度設計」) 勁草書房。
11. バーナンキ [2001]「自ら機能麻痺に陥った日本の金融政策」三木谷良一；アダム・S. ポーゼン 編、清水啓典 監訳、『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』(東洋経済新報社) 167-168頁、2001年。
12. 樋口美雄「中年層ニート・フリーターの増加と介護離職問題」国民総活躍社会国民会議第1回会合提出資料、2015年11月。http://www.kantei.go.jp/jp/singi/ichiokusoukatsuyaku/dai1/siryou4-9.pdf
13. 福田慎一・中村純一 (2008)「いわゆるゾンビ企業はいかにして健全化したのか」日本政策投資銀行。http://www.rieti.go.jp/projects/cgp/09.html
14. 本多祐三・黒木祥弘・立花実 [2010]「量的緩和政策－2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析－」『ファイナンシャル・レビュー』99巻1号。
15. 連合『賃金レポート2014』「8. 標準労働者賃金の推移」https://www.jtuc-rengo.or.jp/roudou/shuntou/2014/shuukei_bunseki/08.html
16. 吉川洋 [2013]『デフレーションー “日本の慢性病” の全貌を解明する』(日本経済新聞出版社、2013年)
17. 脇田成 [2014]『賃上げはなぜ必要か』筑摩書房。
18. 黒田総裁講演 (2015)「2%の「物価安定の目標」実現に向けた課題」http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/ko151106a.htm/
19. Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan.” *American Economic Review*, 98 (5) :1943-77.
20. Hayashi and Prescott (2002) “The 1990s in Japan : A Lost Decade” , *Review of Economic Dynamics*, 5 (1) , 206-235.
21. Kano (2014) “Exchange rates and fundamentals: closing a two-country model” Discussion Paper Series 2013-07, Graduate School of Economics, Hitotsubashi University, 2014.
22. Kano and Morita (2015) “An equilibrium foundation of the Soros chart”, *the Journal of the Japanese and International Economies*, 2015, 37, 21-42.,
23. Krugman [1998] “It’s Baaack; Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brukkings Papers on Economic Activity*,
24. Svensson [2003] “Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others,” *Journal of Economic Perspectives* 17 (4) (Fa