

SFC ディスカッションペーパー
SFC-DP 2014-005

経済政策「アベノミクス」の評価における2つの盲点
-期待依存と円安依存の限界-

岡部光明

慶應義塾大学名誉教授
okabe@kvp.biglobe.ne.jp

2014年12月

経済政策「アベノミクス」の評価における2つの盲点*

- 期待依存と円安依存の限界-

岡部光明

【概要】

日本経済の再生を掲げる安倍政権の経済政策、いわゆるアベノミクスは、当初から急速に円高の修正（円安化）をもたらし、日本経済におよそ6年ぶりに明るさを取り戻させるなど一定の成果を挙げている。一方、政策手段の「3本の矢」のうち、第3の矢（多様な側面を含む成長戦略）は依然十分に発射されずにとどまるなど、なお幾つかの課題を残している。それらを含む全体的評価は別途行った（岡部 2015）ので、本稿では、アベノミクスを評価する場合に従来見過ごされがちであった2つの側面（期待依存と円安依存という問題）を指摘し、考察した。その結果（1）金融の量的・質的緩和は「(a)民間部門のインフレ予想上昇による実質金利の低下を出発点として波及して行く、(b)国内経済に直接働きかける経路ならびに為替円安化を起点とする経路の2つの経路から作用する」と日本銀行は説明しているがその理解には無理がある（観察される事実とも齟齬をきたしている）、（2）円安化は標準的な教科書が示すとおり短期的には確かに景気拡大効果を持つが、長期的にはむしろ緩やかな円高こそ日本の資産や所得を増やすのでそれを政策目標にするのが望ましい、などを主張した。

はじめに

第二次安倍内閣の経済政策「アベノミクス」は、当初から急速に円高の修正（円安化）とそれを反映した輸出関連業種を中心とする株高をもたらし、日本経済におよそ6年ぶりに明るさを取り戻させている。

アベノミクス政策パッケージの要約と当初時点での評価（岡部 2013）、ならびにその後2

* 本稿は、岡部（2015：2014年10月20日脱稿）を補足するため、2つの論点に絞って取りまとめた研究ノートである（2014年12月15日脱稿）。

年弱を経過した時点（2014年秋）での評価（岡部 2015）は別途行ったので、本稿では、それらに共通するが独立して取り上げることしなかった二つの論点を補足的に議論することにしたい。すなわち第一に、金融政策（第一の矢）の効果波及経路をどう理解するか、第二に、円安は確かに景気上昇に大きな役割を果たしているが、それを長期的視点からどう理解するべきか、という2つの問題である¹。

以下、第1節では、金融政策の効果波及経路に関する日本銀行（副総裁）の見解を紹介するとともにそれを批判的に検討する。第2節では、円安の効果を短期的な側面と長期的な側面に分けて理解する必要があることを指摘するとともに、長期的にはなぜ円高方向こそ望ましいかを説明する。第3節は、簡単な結語である。なお、付論1では、日本銀行による金融緩和の拡大（2014年10月31日）とその概要をまとめ、付論2では、消費税率引き上げの延期決定と衆議院解散について言及した。

1. 金融政策の効果波及経路の理解についての問題点

波及経路の一般的な理解

従来の国内外における研究をもとに金融政策の効果波及経路を整理すると、一般的には**図表1**のように理解することができる²。ところが、最近の金融政策の効果を理解するうえではこれをそのまま適用することはできず、2つの条件ないし制約を理解しておくことが肝要である。

第一に、近年は短期金融市場における金利が事実上ゼロである³ので、市場金利低下の効果はもはや存在せず、金融緩和の強化という場合にはもっぱら「量的緩和」とその効果を意味することである。したがって、アベノミクス（その金融面を担当する黒田日銀総裁）において金融緩和を強化する（異次元の金融緩和をする）とは、日銀がまずマネタリーベース⁴を一段と積極的に増加させること、そしてその結果マネーストック⁵の増加を図ることを意味している。

¹ その他にも、財政再建問題、それに密接に関係する社会保証制度改革問題、貿易面でのTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）など重要な政策課題があるが、本稿では扱わない。

² 金融政策の効果波及経路についての詳細は、岡部（1999：第14章）を参照。

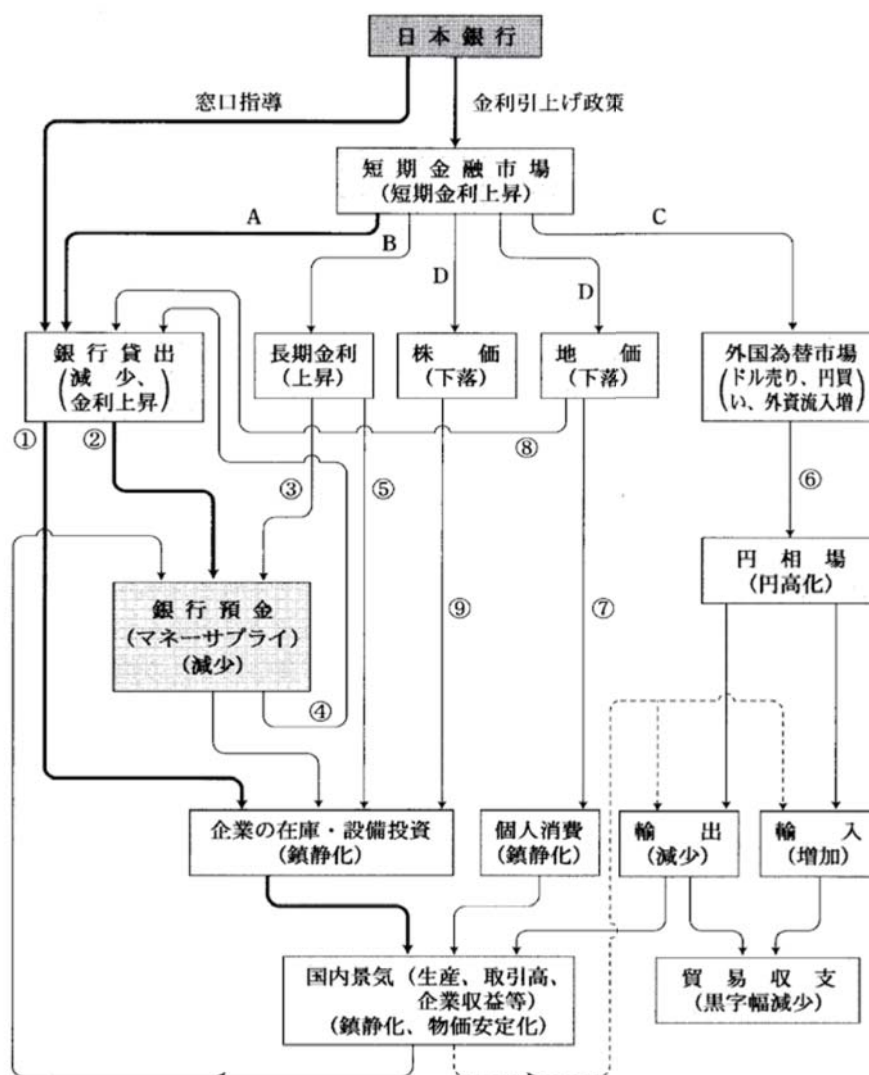
³ 日本銀行は、2010年10月以降「無担保コールレートを0～0.1%程度で推移するよう促す」政策を取ってきている（日本銀行『金融経済統計月報』「金融市場調節方針」2014年9月号2ページ）。

⁴ マネタリーベースとは、日本銀行が民間金融機関に供給する通貨の量。統計上は、現金通貨と民間金融機関の日銀当座預金残高を合計したもの。ちなみに、超緩和が推進される前の2013年1月末における残高は130.9兆円（日本銀行『金融経済統計月報』2013年2月号）。

⁵ マネーストックとは、民間金融機関から経済全体に供給されている通貨の総量。一般企業・個人・地方公共団体・地方公営企業など、金融機関や中央政府を除く経済主体が保有する通貨量の総額。ちなみに、2013年1

図表 1 金融政策の効果波及経路

(標準的環境を前提とした引締め政策の場合)



(出所) 岡部 (1999 : 図表 14-5) 。原図は岡部 (1991) および Okabe (1995)。

第二に、国内企業部門を全体としてみると、1990年代半ば以降は従来の資金不足から資金余剰に転じており (岡部 2013 : 図表 7)、「企業部門は代表的な資金不足部門」とする教科書的な理解は、かつては妥当したものの現在は現実でなくなっていることである。この現実を理解することが必要かつ重要である。

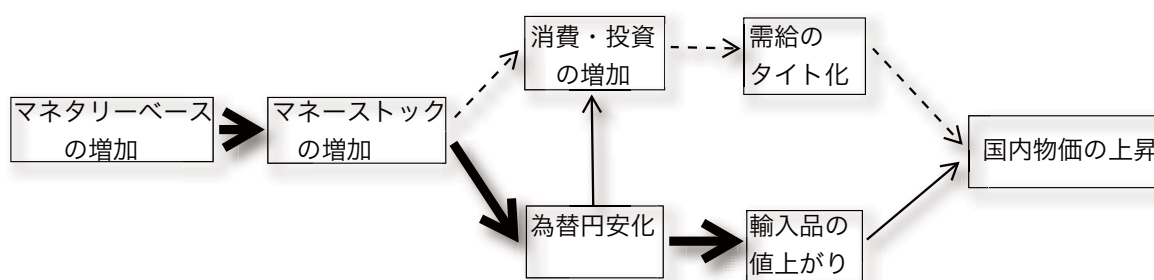
したがって、このような2つの制約 (市場金利がゼロパーセント、企業部門の資金余剰状態) を前提とした場合の金融緩和の効果波及経路の大筋を簡略化すれば、図表 2 のようになる。まず、金融政策の効果としては (市場金利を引き下げる余地がないので) 量的緩和の経路だけが残ることである。そして、その波及経路としては、大別すると (1) 国内要因を介

月末の残高は 829.9 兆円 (日本銀行『金融経済統計月報』2013年2月号)。

して波及する経路（図の上方に点線で示した経路）、(2) 為替相場を介して波及する経路（図の下方に実線で示した経路）⁶の二つがあると理解できるが、企業部門が資金余剰であるため(1)の経路はほとんど機能しない一方、効果はもっぱら(2)の経路によって顕現化することになる。

図表2 金融の量的緩和によって期待される効果：二つの経路

（国内的な経路、為替相場経由の経路の二つがある）



（注）市場金利はゼロなので金利低下の効果はない。

（資料）岡部（2013：図表4）。

つまり、日銀が金融の量的緩和をすれば、円という通貨の供給量増大をもたらすので円相場場の下落（為替円安化）をもたらす（上記の経路2）。その結果、とくに輸出増大が見込める輸出産業において収益が改善すると予想されるので、同産業を中心に株価が上昇することになる。そして株式市場における裁定取引を通じてその他業種の株価も上昇、その結果、国内での消費や投資を回復させる可能性がある（同図中央部の上向き矢印）。2013年初以降2014年秋にかけて1年半以上に亘って見られた動きは、基本的にこの経路に他ならない。

ちなみに、ここ1年半の国内需要を民需、公需別にみると、図表3のとおり、国内需要のうち伸びが比較的高いのは公的需要であり、民需の伸びは、一高一低があるものの超緩和政策の割には緩やかにとどまっている。

一方、マネーストックの増加が直接的に国内での消費や投資押し上げること（上記の経路1）も一般論としてはありうる。それは（1）銀行貸出の積極化によって企業投資や住宅投資が増大する効果、（2）金利低下によって設備投資を増大させるとともに貯蓄を減少（消費を増大）する効果、（3）資産価格上昇によって設備投資を増大させ（「トービンのq」効果）、

⁶ 経路(2)として示した為替相場を介して波及する効果を最も重視するのがマンデル=フレミング・モデルと称されるケインズ型開放経済モデルである（岡部1999：476ページ）。

消費も刺激する効果（資産効果）、などによって作用する。しかし、上記2つの制約条件のもとでは、この経路が作用する余地は限られる。またアベノミクスにおいては、こうした経路が有効に作用した形跡はみられない。つまり、これまで顕著に見られた円安化・株価上昇という金融緩和効果は、もっぱら為替円安化による景気押し上げ効果（経路2の効果）が現れたものであること、そして国内的要因を経由する景気押し上げ効果（経路1の効果）が大きく作用したわけではないこと、が分かる。ここにアベノミクスの金融効果の特徴と限界がある⁷。

図表3 四半期別の実質成長率（季節調整値の前期比増減率、%）

	2013/7-9	10-12	2014/1-3	4-6	7-9
民間最終消費支出	0.3	-0.1	2.2	-5.1	0.4
民間企業設備投資	0.5	1.0	6.2	-4.7	-0.4
公的需要	0.8	0.4	-0.8	0.5	0.5

（注）内閣府「2014（平成）年7～9月期四半期別GDP速報（2次速報値）」2014年12月8日。

アベノミクスは金融の一段緩和を標榜していたが、当初の声明（内閣府・財務省・日本銀行2013）をみると（1）そこでいう「緩和」は具体的にどのような状況を政策的に作り出すことなのか、（2）その状況はどういう手段で達成できると考えていたのか、そして（3）それがどのようなメカニズム（経路）で景気上昇をもたらすと想定できたのか、（4）その副作用（リスク）をどう考えていたのか、などの基本的な論点は明らかにされていなかった^{8 9}。その後2013年3月、日銀総裁に黒田氏が就任し、（1）と（2）については「量的・質的緩和

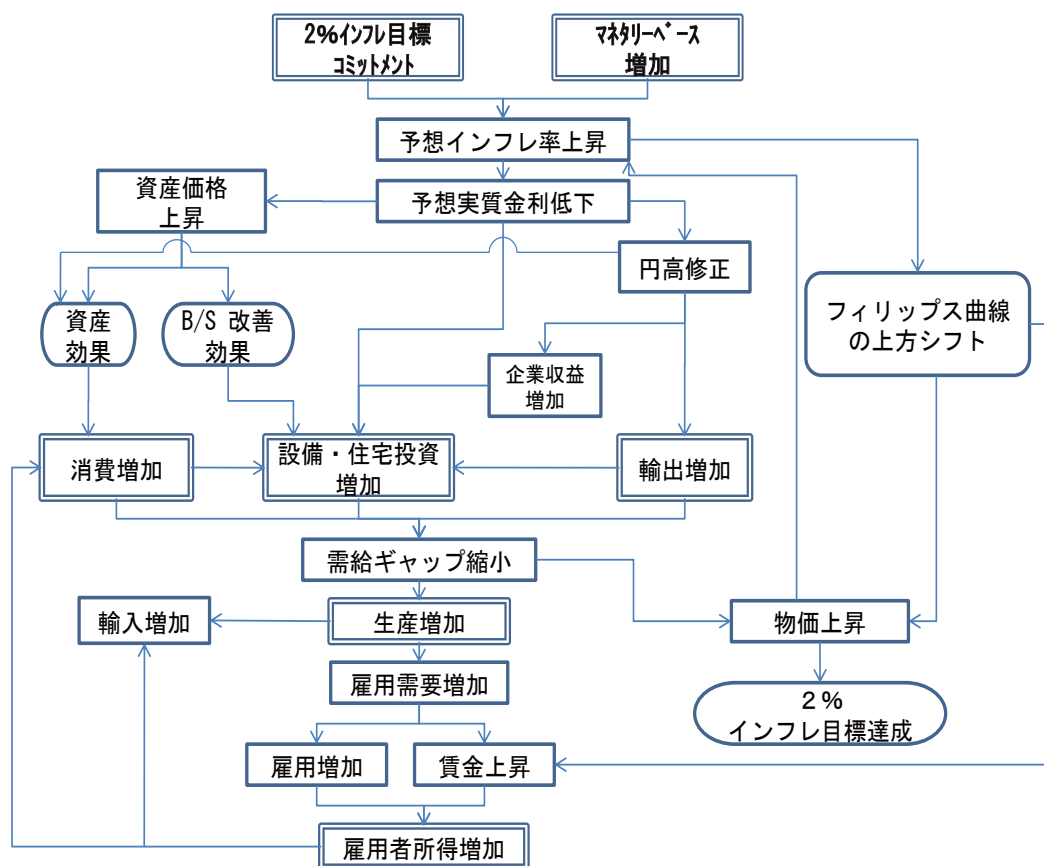
⁷アベノミクス金融政策の留意点と効果の限界についてのやや詳細な説明は、岡部（2013）を参照。

⁸ 閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（内閣府2013）、あるいは「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。内閣府・財務省・日本銀行2013）のいずれにおいても、これらの点についての具体的な言及はみられない。なお、The Economist誌（2013年2月16日号、13ページ）は「インフレ（目標値2%）の発生を国民に確信させることによって実質金利（インフレ率を差し引いた金利）が低下し、その結果、投資や消費支出の増加が期待できる」と指摘、これが金融緩和が作用するメカニズムであるという「解説」を与えている。

⁹ 金融政策は従来、物価安定を主目標として運営することで事足りたが、最近20年間はその前提が大きく変化してきている。すなわち、金融政策と金融システム安定化政策の一体化、短期金利がゼロに低下したことに伴う操作手段の喪失、金融政策と財政政策の境界不明確化などである。これらの詳細は翁（2013）に詳しい。アベノミクスの金融政策は、端的に言えばこうした面での認識が乏しいことに問題がある。

政策」すなわち異次元の金融緩和として具体的に打ち出された¹⁰。また (3) については、日銀副総裁の岩田規久男氏が 2013 年 8 月に行った講演 (岩田 2013) が唯一のやや詳細な説明である。なお (4) に関しては、その後も依然として明確かつ説得的な説明がなされていないように思われる。

図表 4 「量的・質的金融緩和」の波及経路 (日本銀行岩田副総裁)



(出所) 岩田 (2013) 図表 6。

そこで以下では、金融超緩和政策の効果が波及するメカニズム (transmission mechanism) を岩田 (2013) がどう説明しているかをみよう。その説明 (図表 4) によれば (1) 日銀がインフレ目標の設定とそれに向けた大胆な金融緩和を行うことにより人々が予想する将来のインフレ率が上昇する、その結果 (2) 予想される実質金利 (名目金利から予想インフレ率を引いた値) が低下するので様々な経路を通じて三つの需要 (消費、投資、輸出) の増加

¹⁰ 量的緩和に留まらず「質的」にも緩和するとは、日銀が国債の買い入れ額を拡大するだけでなく、リスク性資産 (ETF<Exchange-Traded Fund: 上場投資信託>および J-REIT<Real Estate Investment Trust: 不動産投資信託>) の買い入れ額も拡大する (日本銀行 2013) という意味で従来にないリスクを日銀が負う行動に乗り出し

につながっていく、としている。そして結論として「『人々の期待に働きかける』という私の説明を聞いて、おまじないのような話だと思われた方もいらっしゃるかも知れません。しかし、金融政策というのは本来『人々の期待に働きかけること』を通じてその効果を発揮するものなのです。[これが]現在取り組んでいる金融緩和政策の最も重要なポイントだというのが私の考えです」と述べている。

ここには2つの問題があろう。一つは、政策効果の出発点としている「期待に働きかける」ということ自体のあいまいさ、そしてその効果の不確実さである。確かに金融市場では、日銀の「インフレ率2%目標化」決定によって物価上昇予想が台頭する気配もあった¹¹。しかし金融政策は、一時的に金融市場の期待を大きく動かすことはあっても、基本的には金利や資金量を介して効果を現してゆくというのがこれまでに蓄積された実務上ならびに研究上の知見であり（岡部 1991）、期待に働きかけてそれが実質金利低下をもたらすことを波及経路の中心に据えるのはやや無理がある。

現に日本銀行の量的緩和に関する国内外の研究結果を展望しても、その政策が市場金利水準（短中期を中心としたイールド・カーブ）を押し下げる効果を持ったことは明確に確認される（Oda and Ueda 2005）一方、総需要・物価への直接的な押し上げ効果は限定的であった（鵜飼 2006）とされている。また、英国の量的緩和（QE）政策についても、同様に市場金利低下効果は認められる（Kapetanios et al. 2012）が、政策目標とされる名目GDP（インフレ率と実質成長率の合成指標と理解できる）への効果は、ほとんど観察されなかった（Lyonnetta and Werner 2012）とされるなど、筆者が各種論文を検索した限り、インフレ率予想上昇による実質金利低下効果の作用によって国内民需が拡大したという実証研究（日本および主要国）は見当たらない。

もう一つは、現在の日本経済の状況を前提とした場合、そこで説明されている効果波及メカニズムに妥当性があるかどうかという疑問である。岩田（2013）は、政策効果発現の経路として三つの需要（消費、投資、輸出）の増加を説明しているが、これは標準的な環境条件（金利がプラスの領域にあり企業部門は資金不足状態にあるという状態）を前提とした教科書的な理解であり¹²、現在の日本経済の条件（上述したとおり従来資金不足部門であった企業部門も1990年台半ばを境に資金不足から資金余剰に転じた状況）を前提とした理解とし

て緩和を強化することを意味している。

¹¹ 普通国債と物価連動国債の利回りの差として算出される期待インフレ率をみると、2012年半ば以降は0.6～0.7%にとどまっていたが、日銀の「インフレ率2%目標化」を決定したあとでは1%を超え、2013年3月初めには1.16%にまで上昇している（「日本経済新聞」2013年3月4日）。

¹² ちなみに前掲図表1（岡部 1999: 第14-5図）も、その場合の効果波及経路を整理したものである。

ては妥当性を欠く。なぜなら、政策効果の波及に際して、国内的な経路（前記の経路1）は、既述のとおり効果発現の条件をほぼ失っており、今では金融政策の効果は為替相場経路が中心にならざるをえないという経済実体の認識を欠いているからである。

アベノミクス金融政策の結果、確かに株価上昇によって国内景気を押し上げるという経路（資産効果）がみられてきた。しかし、効果波及メカニズムとして捉えた場合、株価上昇の発端は為替相場であるので通常の国内経路とは区別する必要がある。2つの基本経路のうちあくまで為替相場を介して効果発現をみていると理解（マンデル=フレミング型モデルによる政策効果の理解）する必要がある。一方、もし日銀が岩田（2013）の説明どおり為替相場経路以外の国内的経路による景気上昇効果が現に重要な作用をしたと判断しているとするれば、それは現実とかなり齟齬をきたしているように思われる（前出図表3）。いずれにせよ、日銀は近年の超緩和の効果がどのような経路で作用しているかと理解しているのか、その実証的根拠を提示すべきであろう。政策は、理由なく結果が良ければそれでよい、というわけではない。日銀がこの点をどう判断しているかが不明瞭なので、これまでの量的・質的緩和政策の評価には、この面で留保条件が付く。

2. 円安の短期的利点と長期的問題点

アベノミクス第2の盲点は、政策運営上の為替レートの位置づけについてである。円安は、輸出増大（あるいは増加期待）による企業収益改善の予想を通じて株価を上昇させ、これが需要刺激効果を持った。このため、短期的には明らかに景気回復効果を持ち、確かに円安はアベノミクスが一定の成果を挙げるうえでその基本要因として作用した。

しかし、円安は長期的にみた場合も日本経済にとって望ましいことなのであろうか。以下では、長期の視点からみると、短期的視点とは異なり、円相場はむしろ（緩やかな）円高基調をたどる方が日本にとって望ましいことを明らかにしたい。

長期的にみた場合、円安は(1)輸入価格上昇による国民負担の増大(交易条件悪化による実質所得減少。後述)、(2)日本の保有外貨の目減り、(3)日本の国際的発言力低下、など見逃せないマイナス面を幾つか持っている。このため、円安化は、短期的には景気面で利点を持つものの長期の政策目標とするには問題がある。以下では、これら3つの論点のうち一般に見逃されがちである(1)の点について、やや詳しく説明を加えておきたい。結論を先取りすれば、円安は日本の「実質所得」を低下させる一方、円高はそれを増大させるので長期的観点からは円高が望ましいことである。

円安化は交易条件悪化と実質所得減少の要因

いま日本の輸出価格と輸入価格（両方とも同一通貨で表示）の比率（これを交易条件という）を考える。もしその比率が上昇（交易条件が好転）すれば、かりに輸出量と輸入量が一定とした場合、日本の輸出受取額は輸入支払額よりも大きくなる。このため、日本国内における購買力がその分（純受取額の増加分）だけ追加されることになる。つまり、交易条件の好転は日本の実質所得を増やす（これを交易利得という）。景気動向との関連でいえば、これは国内所得の増加であるため国内需要増加要因となる。逆に、交易条件の悪化は、国内での購買力が失われること（日本の所得の海外へ流出）を意味する（交易損失）。景気との関連でいえば、これは国内需要減少要因となる。

ここで重要なのは、日本の交易条件はどのような要因によって変化するかである。そうした要因としては(a)基本的に世界市場で決定される原油など輸入原材料の価格（ドル建て）、(b) 円相場、の2つがとくに重要である。いま仮に原油価格が上昇すれば（aの要因）、それは日本の輸入品全体としての価格（交易条件を規定する分母）を上昇させるので、日本の交易条件を悪化させ、それに伴い国内所得が産油国に吸い取られることを意味している。

一方、円相場の影響（bの要因）については、例えば円安化する場合、輸入原油価格（円換算額。交易条件の分母）が上昇する。一方、輸出業者は現行の輸出価格（円換算）で損失が生じるわけではないので、輸出価格（円換算、分子）を変えることはない。このため、交易条件が悪化する傾向がある。逆に、円高化する場合には、交易条件が好転する傾向がある。このように、日本の貿易決済通貨は、輸出よりも輸入で外貨建て比率が高いことから、為替が円安方向に推移すると交易条件は従来から悪化する傾向にある（内閣府 2014：195 ページ注 22）。そして、逆に円高化する場合には、日本の輸出品の品質の良さを背景に従来「円高調整（ドル建て価格）値上げ」がなされる傾向があるので、交易条件はこの面からも改善する傾向があった（岡部 2011：22- 23 ページ）。

このように、日本の交易条件は、円安局面では悪化する一方、円高局面では好転する傾向が従来観察される。その結果、円安は交易損失を通じて日本の「実質所得」を引き下げ、円高は逆に「実質所得」を引き上げる効果を持つ¹³。円高に伴うこうした長期的効果（所得増大効果ないし景気拡大効果）は、以前から指摘されてきたことである（岡部 1988：139 ページ）。

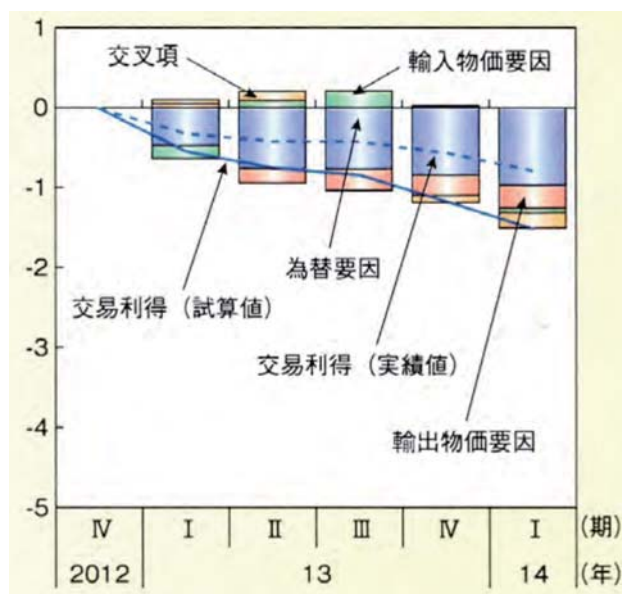
¹³ 円高は短期的には輸出減少効果（景気にとってマイナス効果）を持つので、実質所得増大効果（景気にとつ

国内景気の動向を判断する場合、確かに「実質 GDP (Gross Domestic Product)」はきわめて重要な指標であるが、そこには (a) 海外から得る所得や (b) 海外との貿易に係る交易条件の変化に伴う実質所得 (購買力) は反映されない。そこで実質 GDP に (b) の要因を加えた指標が「実質 GDI (Gross Domestic Income)」として、またその上に (a) をも加えた指標として「実質 GNI (Gross National Income)」が定義されている (内閣府経済社会総合研究所 2013)。これらの指標においては交易条件の変化が反映され、交易利得が生じれば国内での購買力が増加する (国内需要にとって増加要因となる) 一方、交易損失が生じれば国内での購買力が失われること (日本の所得が海外へ流出し国内需要が減少する要因になる) を意味するものになっている¹⁴。

以上の理解がどの程度妥当するかを最近の動向をもとに検証すると、2013 年初め以降、交易条件の悪化 (交易損失) 傾向が続いているが、その大きな要因は金融超緩和による円安化であったことがわかる (図表 5)。

図表 5 交易利得の悪化とその要因分解

(2012 年 10-12 月期差 GDP 比、寄与度)



(資料) 内閣府 (2014 : 196 ページ) 第 3-1-7 図 (2)。

てプラス効果) は、最終的にはそれと比較衡量する必要がある。

¹⁴ 以上の現象は、直感的に次のように理解できる。すなわち、円安化すれば日本品は海外諸国にとって従来より割安化するので日本に対する輸出需要が増える。その結果、日本企業は生産を拡大し、雇用者を増やすので、雇用者の手取り所得が増える。一方、交易条件の悪化は、日本の輸入品の価格が (輸出品の価格に比べて) 従来よりも相対的に値上がりすることを意味するので、仮に同一量を輸入するにしても従来以上の代金支払を余儀なくされる。この結果、雇用者が所得をもって消費財 (国内製品と輸入品の両方から成る) を購入する場合、購入可能量は従来よりも減少する可能性が大きくなる。つまり、雇用者の実質的な所得 (実質 GDI) は減少する。

この結果、2013年度の実質GNIの前年度比増加率(2.2%)を要因分解すると、下記のとおり交易損失が-0.6%ポイントとマイナスの寄与をしており、実質GNIを引き下げる要因となった(内閣府経済社会総合研究所 2014)。

$$\begin{array}{cccc} \text{実質GNI} & = & \text{実質GDP} & + & \text{海外からの実質純所得} & + & \text{交易利得} \\ (2.2) & & (2.2) & & (0.5) & & (-0.6) \end{array}$$

以上みたように、円相場は、長期的には円安化を目指すのではなく、生産性の向上とそれを反映させる為替政策、つまり円高方向での相場安定こそが追求すべき政策目標になる。それは国際的にみても、また経済史的に見ても基本方向だと考える必要がある。現に、一国の通貨が増価(appreciate)する場合、そのテンポが急激な場合を除けば、それが国内経済を大きな混乱に陥れるといったケースはなく、逆に通貨価値が減価(depreciate)ないし下落する場合には間違いなく国内経済を大きな混乱に陥れる、というのが経済史の教訓である。

例えば1997~1998年のアジア通貨危機においては、その発端となったタイをはじめ、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンなどで急激な自国通貨の下落(減価)が発生、それを契機とする金融危機から経済全体が危機に陥った。また最近では、2010年にギリシャ(国家財政の粉飾決算の暴露が契機)から始まり、スペイン、イタリアなどに経済危機が連鎖、これに伴って共通通貨ユーロが大幅に下落、これら多くの国で経済情勢が深刻化した。

ちなみに、国際金融の専門家であった元日銀総裁の速水優は『強い円 強い経済』(2005)で次のように述べている。

「日本円の購買力は[かつての]1ドル=360円から[ニクソン・ショック後33年を経て]110~100円と3倍以上強くなっている。このような国は他にみられないし、これほど長期にわたって自国通貨が強くなり、3倍にもなった国は他にない。内外での円の保有者、使用者、第三者が円の価値をどれだけ高く評価しているかは計り知れない」(159ページ)。

「通貨は強く安定し、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。そして、その国の通貨の強いことがその国の国力や発言力に直接、間接に影響を持つのである。このことを、私は半世紀を超える国際金融の現場での経験から特に強調しておきたい」(154ページ)。

6. 結語

政策手段の「3本の矢」から成る安倍政権の経済政策（いわゆるアベノミクス）の全体的評価は別途行った（岡部 2015）ので、本稿では、従来見過ごされがちであった2つの側面を考察した。それらは、金融政策の効果波及経路をどう理解するか、短期的に景気上昇をもたらした円安は長期的にも望ましいと理解できるのか、という2つの問題である。

これらはいずれもやや専門的な議論を要するだけに、一般には馴染みにくい側面を持つが、本稿において検討した結果、次のことを主張した。すなわち (1) 金融の量的・質的緩和は「(a) 民間部門のインフレ予想上昇による実質金利の低下を出発点として波及して行く、(b) 国内的経路ならびに円安化という2つの経路から作用する」と日本銀行は説明しているがその理解には無理があること（観察された現実とも齟齬をきたしている）、(2) 円安化は標準的な教科書が示すとおり短期的には確かに景気拡大効果を持つが、長期的にはむしろ緩やかな円高こそ日本の資産や所得を増やすのでそれを政策目標にするのが望ましいこと、である。アベノミクスの評価を行ううえでは、この2点を踏まえる必要がある。

以上

【付論1】 日本銀行による金融緩和の拡大

日本銀行は2014年10月31日、「これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスク（中略）の顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため」量的・質的金融緩和の拡大を決定した（日本銀行 2014）。

具体的には (1) 日銀の長期国債保有残高増加（年間約30兆円追加して約80兆円にする）ならびに買入れ国債の平均残存期間の長期化（最大3年程度延長して7年～10年程度にする）、(2) ETF および J-REIT の日銀保有残高増加（それぞれ年間3倍に増加して約3兆円、約900億円にする）、そして (3) そうした対応によるマネタリーベース増加額の拡大を図る（年間約10～20兆円追加して約80兆円にする）、という措置である。なお、この政策に対しては、議決権のある審議委員のうち5名が賛成する一方、4名が反対する（日本銀行 2014：注1）、というきわどい決定であった。

この追加緩和に伴い、株価が上昇、円相場は下落した（追加緩和発表から約1か月経過した11月末時点では、日経平均株価は17000円前後と約11%上昇¹⁵、円相場は118円前後と約9%円安化した）。

今回の追加緩和は、日銀の意図とは別に国の財政赤字を事実上補填する色彩を濃く帯びており、すでに指摘（岡部 2013）したとおり、財政健全化を遅延させる懸念を不可避免的に持っている。また、株価の上昇は、株式保有家計の資産を増大させるため、経済政策のいま一つの課題である資産格差の是正策の必要性をさらに高める面を持つことにも留意する必要がある。

〔付論2〕 消費税率引き上げの延期決定と衆議院解散

安部首相は2014年11月18日、当初2015年10月に予定していた消費税率引き上げ（8%→10%）を2017年4月に1年半先送りすることを発表した。これは、実質経済成長率が、消費税率引き上げ（2014年4月）前の駆け込み需要増大から1~3月期に大幅に伸びた（前期比+1.6%）あと、4~6月期にはその反動で減少（同-1.9%）、さらに7~9月期も減少継続（速報値同-0.4%。その後の改定値同-0.5%）が判明した結果、「アベノミクスの成功を確かなものとする」（安部首相会見発表）ための決定だと説明した。それとともに、衆議院を11月21日に解散する意向を表明した（衆議院選挙は12月2日に公示、14日に投票の結果、安倍政権の継続が決定した）。

実質経済成長率が2四半期続けてマイナスになる状況に陥っていた以上、増税延期はやむを得ない措置といえよう。ただ、アベノミクス開始から2年近く経過したにもかかわらず、中期的な財政再建プランの策定がほとんど手付かずになっていた点には留意する必要がある。

¹⁵この間の株価上昇には、約130兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用資産の構成割合を見直し、国内株式の比率を引き上げること（12%→25%）をほぼ同時の10月31日に発表したことも影響している。

[引用文献]

- 岩田規久男 (2013) 「『量的・質的金融緩和』のトランスマッション・メカニズム — 『第一の矢』の考え方—」 京都商工会議所における講演、8月28日。
<https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130828a.htm/>
- 鶴飼博史 (2006) 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」 『金融研究』 25 巻 3 号、10 月。
<https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06j14.pdf>
- 岡部光明 (1988) 「円高基調下での金融政策—理論的整理」、金融学会編『金融学会報告』第 65 号 (61 年秋季大会号)、137-144 ページ。
- 岡部光明 (1991) 「日本の金融政策：1975-89 年における政策運営とその効果波及過程 (展望論文)」、金融学会編『金融学会報告』第 71 号。
- 岡部光明 (1999) 『環境変化と日本の金融—バブル崩壊・情報技術革新・公共政策—』 日本評論社。
- 岡部光明 (2011) 「為替相場の変動と貿易収支：マーシャル＝ラーナー条件の一般化と J-カーブ効果の統合」 明治学院大学『国際学研究』 39 号。
<<http://repository.meijigakuin.ac.jp/dspace/handle/10723/1482>>
- 岡部光明 (2013) 「第 2 次安倍内閣の経済政策『アベノミックス』の評価」、慶應義塾大学 SFC ディスカッションペーパー-SFC-DP2012-007。
<http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/publication/dp_list2012.html>
- 岡部光明 (2015) 「第 2 次安倍内閣の経済政策『アベノミックス』の中間的評価」 明治学院大学『国際学研究』 第 47 号、2015 年 3 月刊行予定。
- 翁 邦雄 (2013) 『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策—』 日本評論社。
- 内閣府 (2013) 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」 平成 25 年 1 月 11 日閣議決定。
<<http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/keizaitaisaku.html>>
- 内閣府 (2014) 『平成 26 年度年次経済財政報告 (経済財政白書) —よみがえる日本経済、広がる可能性—』 7 月。
- 内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部 (編) (2013) 「交易利得・損失」 『国民経済計算年報』 571-572 ページ。
- 内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部 (2014) 「2014 (平成 26) 年 7~9 月期四半期別 GDP 速報 (1 次速報値)」 参考[1]GNI (国民総所得) の動向、11 月 17 日。
- 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)」 1 月 22 日。<<http://www5.cao.go.jp/keizai1/seifu-nichigin/>>
- 日本銀行 (2014) 「『量的・質的金融緩和』の拡大」 10 月 31 日。
<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf>
- 速水優 (2005) 『強い円 強い経済』 東洋経済新報社。

The Economist (2013) “Phoney Currency Wars,” February 16.

Kapetanios, George, Haroon Mumtaz, Ibrahim Stevens and Konstantinos Theodoridis (2012) “Assessing the economy-wide effects of quantitative easing”, Bank of England Working Paper No. 443, January.

Lyonneta, Victor and Richard Wenera (2012) “Lessons from the Bank of England on ‘quantitative easing’ and other ‘unconventional’ monetary policies”, International Review of Financial Analysis, Volume 25, December, pp. 94–105.

Oda, Nobuyuki and Kazuo Ueda (2005) “Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach”, Bank of Japan Working Paper Series No.05-E-6, April.
<https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2005/data/wp05e06.pdf>

Okabe (1995) “Monetary Policy in Japan: A Perspective on Tools, Transmission Channels and Outcomes,” in Mitsuaki Okabe ed., The Structure of the Japanese Economy: Changes on the Domestic and International Fronts, Macmillan Press.