

政策評価としてのアベノミクス中間レビュー

－ニューマネーを創出する新規スキームの提案－

Middle Review of Abenomics as Policy Evaluation :

A Proposal of a new Scheme to Create new Money

松 田 学

MATSUDA, Manabu

要 旨

有権者が選挙を通じて的確に政権選択をなし得るために必要な民主主義のインフラとして政策評価機能を充実させることは、日本の学界にも問われる重要課題である。これを安倍政権の政策の中核である「アベノミクス」について試みれば、それは実体経済の改善に効果を挙げないまま、むしろ経済破綻リスクを高めており、持続的な成長と財政健全化という日本経済の最大の課題に答を見出すには至っておらず、加えて、安倍政権が立脚する政治的立場である保守主義の考え方からも乖離しているという評価になる。

「第一の矢」、異次元の金融緩和策については、予想インフレ率2%への引上げも、それに必要なマネーサプライの増大も、金融機関から大量に国債を購入することでマネタリーベースを拡大する現行方式には、銀行がその壁となることによる限界がある。米国Fedの事例にならって購入資産を多様化するなど、市中マネーを直接増大させる新たな方式を金融政策に導入する必要がある。アベノミクスの唯一の成果は円安がもたらした株価上昇とされるが、これ以上の円安は超高齢化社会が進展する日本にとって必要な長期的な経済力増強の観点からみると、弊害の方が大きく、さらなる追加緩和策で過度な円安をもたらすことは極力、慎むべきである。大量の国債購入によって長期金利を力づくで抑制する異次元緩和策は、金融の健全な機能をも抑圧しており、持続可能ではない。いずれ来たる「出口」までの間に財政健全化の道筋を描かなければ、層の厚みを失った国債市場において長期金利が急騰するリスクが増大している。金融政策をソフトランディングさせる前に、政府は消費税率10%超への引上げも含めた具体的な財政再建計画を策定して、これにコミットすべきである。政府の中期試算は財政の深刻な実態を糊塗するものであり、今後10年以内に60兆円程度の国民負担増なくして財政の辻褄は合わない。「第二の矢」、機動的な財政政策は、財政健全化の要請の下では効果は小さく、経済成長の阻害要因にもなりかねない。政府投資は長期計画の下に、段階的、継続的、戦略的に行うべきである。「第三の矢」、民間投資を喚起する成長戦略は、新たな経済成長の実現を専ら民間投資の促進に期待する政策のあり方そのものに限界があるのであって、国が政府にしかできない国家基盤の強化に注力し、日本の将来像を示して次世代に向けた投資を推進すべきである。これらの問題を是正し、アベノミクスが奏功してその所期の目的を達成するために、日本銀行に基金を設置し、銀行による信用創造を通さずに実体経済に直接ニューマネーを投入する新たな政策スキームを提案する。これは、民間では不可能な30年程度先の超長期を見据えた投資として政府が国家戦略分野を特定し、その財源としての債券に政府保証を付し、日銀の基金がこれを購入するものであり、今後10年にわたり必要となる財政の国民負担増を相殺する規模で実施することで、経済成長

と財政再建を両立させるべきである。

Keyword

保守主義の立場に立つ経済政策、安価になった日本経済、中長期の経済財政に関する試算、次世代国家基盤構築計画、日銀基金

Economic policy in the position of conservatism, The Japanese economy which became cheap, Test calculation about the medium-and-long term economy and finance, Plan to build a next-generation national base, The fund established in the Bank of Japan

安倍政権誕生後2年半が経過した。2014年12月には、同政権が最優先の政策として掲げる「アベノミクス」と呼ばれる経済政策について、その継続の是非を争点として設定する形で総選挙が行われたが、その評価を有権者に求めることには、内容的にも時期的にも無理があり、結果として政治上の意味ある選択肢が見えない選挙に対する有権者の関心は低いものとなり、史上最低の投票率を示す国政選挙となった。

一般国民が国政選挙を通じて的確に政権選択をなし得るためには、政権が掲げる重要政策を国民が評価できるための視点を評価基準として提供する営みが欠かせないが、アベノミクスについてはその準備が不十分なまま選挙が行われたといえよう。そうした評価機能の整備が健全なる「民主主義のインフラ」として問われるところであるが、日本は他の成熟先進国に比べてもその面では遅れており、ここに専門家集団としての学界の在り方を問う上での一つの課題がある。政策科学学会に期待される役割の一つであると考えられるべきよう。

ここで留意すべきは、こうした政策評価には「中立性」が必要とされることが多いが、およそいかなる社会現象も、純粋に価値中立的な観点から意味ある議論は形成されないということである。必要なのは党派的な意味で

の中立性である。特に社会科学の場合、事象の分析に当たっては、経済社会についての一定の理念型が想定されているのが通例である。従って、学問的な視点から経済政策についての意味ある評価を行うに際しては、ある程度の価値判断や立場性に立脚しなければ、およそ無味乾燥なデータ分析に終わりかねず、広く国民に政策選択の視点を提供するには至らないことになる。

本稿は、以上のような問題意識に基づいて、アベノミクスの成果についての中間レビューを行い、併せて、今後採るべき政策を展望しようとするものであるが、これは、これからの学界に期待される新しい役割としての政策評価機能の構築に向けた一つの試みでもある。その際、安倍政権が政治的には保守主義の立場に立つものであることに鑑み、本稿も評価に際しての価値判断の視点をあえて保守主義に置くことで、政権が目指すはずの理念からみて実際の成果はどうかという観点を加味した評価を行うよう努めてみた。

1. 実体経済上の成果

1-1. 実体経済の改善に成果を挙げたか。

内閣府が2015年3月に発表した国民経済計算速報によれば、日本の実質GDPは、四半期別の季節調整済み前期比年率では、2014年第1四半期は消費税率引上げ前の駆け込み需

要で+5.1%の高い伸びとなったが、4月に消費税率が5%から8%に引き上げられた第2四半期は▲6.4%、第3四半期は▲2.6%となり、第4四半期になって+1.5%と、2四半期連続のマイナス成長（景気後退）からは形式的には脱した。

他方、暦年ベースでみると2014年の日本経済は実質でゼロ%成長となった。また、この前年の2013年も、1.6%の実質経済成長率に過ぎなかった。これに対し、民主党政権下では、2012年には1.8%、東日本大震災があった2011年には▲0.5%だったが、2010年には4.7%の高めの成長率だった。

この数字からみれば、不手際な経済政策運営と批判された民主党政権時よりも、パフォーマンスが低いという結果を示したのが、最近2年間余りのアベノミクス下の日本経済であった。

すなわち、アベノミクスは实体经济に未だ十分な成果を挙げていないという評価となる。

消費税率引上げの先送りも、増税可能な環境を作るはずだったアベノミクスが、期待通りの成果を实体经济にもたらしことが遅れたことを示すものといえる。

1-2. アベノミクスには実態があるのか。

アベノミクスが实体经济に与えた最大の効果は円安とされるが、円安はもともと、国際金融情勢がもたらしたものであり、アベノミクス以前から始まったものだった。当時の国際金融情勢とは、具体的には、欧州債務危機の一段落であり、国際的な投機的資金の動きであった。アベノミクスがもたらしたとされる株価の上昇も、こうした国際金融情勢がもたらした円安によるものだった。しかも、日本の株式市場取引の3分の2が外国勢であり、

為替も株も外国勢の動きによるものであって、国内経済の動きを映じたものとはいえなかった。

これまでのアベノミクスに実態があったとすれば、それは超緩和的金融政策のひとつに尽きる。それが与えた効果は、悲観論で極端に割安だった株価を、超金融緩和をきっかけにして修正したことだった。

しかし、この修正は2013年4月末で終了した。少なくとも現時点までは、これがアベノミクスのメリットの全てだったとすらいえる。その後の株価は、異次元緩和でバブル的になった市場において、投資家がアベノミクスとは無関係に上下させているものである。

1-3. マネーは実際に増えたのか。

「デフレは貨幣的な現象」としてデフレ克服策をマネーの増大に求めるリフレ派の立場に立つのがアベノミクスであるが、これまで異次元の金融緩和で起こったことは、マネタリーベース（日銀の負債）の拡張で日銀のバランスシートが拡大したことだけである。いわば、金融部門でリザーブが積み上がっただけであり、肝心の实体经济で回っているマネーサプライは顕著には増えていない。

マネタリーベースは2012年度は平均残高で125.7兆円（前年比8.7%）だったのが、日銀は、異次元緩和策が開始された2013年第二四半期には155.8兆円（前年比30.2%）と約30兆円増やし、その後も2014年第四四半期まで前年比35~55%増の勢いで増やし続け、2014年第四四半期は260.8兆円と、2012年度に比べて2倍の水準にまで増やした。

しかし、マネーサプライは、2013年第二四半期以降、前年比2.8~3.4%の伸びにとどまっている。民主党政権下でも2%台の伸

びだったのであり、アベノミクスによって顕著な増大に転じたとはいえない。

日銀は市中銀行保有の国債を大量購入することでマネタリーベースを増やしているが、市中銀行の側では、国債を日銀に売却して得たマネーを日銀当座預金に積んでいるだけ（俗に「ブタ積み」と呼ばれる）で、本来、そのマネーを市中（民間）への運用（信用創造）に回さなければ、マネーサプライは増えない。期待されたのは、銀行の資産構成（ポートフォリオ）が、国債から市中への貸付、運用へとシフトすること（ポートフォリオ・リバランス）だったが、実際には、国債から日銀当座預金にシフトしただけである。

日本経済での資金の流れは、相変わらずの「民から官へ」の金融社会主義であるといえよう。

2013年中はマネーサプライの伸びは少し高まっていたが、それは公共事業と消費増税前の駆け込み需要による住宅投資増という、いずれも政策要因によるものだった。

「第一の矢」は、このままではマネーを増やせない。アベノミクスはマネーを増やそうとする方向としての「べき論」(sollen)としては正しいが、政策手法としての sein 論としては、効果が未だに不十分である。

結局、実体経済で最終需要が増えなければマネーサプライは増えないと考えられる。

1-4. 量的緩和の政策手段としての妥当性

非伝統的な金融政策の一環としての LSAP (Large Scale Asset Purchases) は、各国の金融市場の特性に応じてその中身が異なる。

米国のような直接金融中心の市場構造の国では Fed は債券購入の道を採用し、ECB (欧州) のような間接金融中心の場合は、銀行に

対するリファイナンスの道が中心だった。

日銀の場合、日本が間接金融中心の市場構造の国であるにも関わらず、異次元緩和では大規模な債券購入の道を選択した。この場合、日本が間接金融中心の国であるがゆえに、銀行保有の国債を購入することにならざるを得ず、銀行という「壁」が存在することで、マネーサプライ増大の効果は薄いということになる。

米国 Fed でも ECB でも、マネタリーベースの拡大がマネーサプライの増大に与えた影響は小さく、両者とも、むしろ、リーマンショック後の急激な金融収縮という事態を、中央銀行がリスク分担することで回避することが政策の主眼だった。すなわち、「リスクオフ」状態を是正して「リスクオン」状態にすることを目指した政策だった。

1-5. 「第二の矢」と「第三の矢」の成果

第二の矢の「機動的な財政政策」も、数次にわたる補正予算をみても、新規国債発行増によらないとしており、あくまで財政再建路線から逸脱しない範囲内のものにとどまっている。新しい財源面での工夫が出ているわけではなく、従来の政策対応と本質的に異なる新規性はみられない。景気対策としては、どの政権でも採ろうとするものといえる。これが、例えば国土強靱化のための大盤振る舞いであれば、突出した政策として「アベノミクス」としての存在感になるが、そこまで踏み込んでいるものではない。

「第三の矢」も、アベノミクスとして特徴づけられる大きな目玉とはいえない。現状では、どの政権でも官僚が許す範囲で盛り込むであろうメニューの羅列にとどまっている。

1-6. 成長シナリオは描かれているのか

国債大量購入で人為的に長期金利の抑制を図る道は持続可能ではなく、いずれ来る出口戦略がもたらす長期金利の急騰で経済や財政が破綻に至らないためには、相当な工夫が必要である。

国際経済金融動向の荒波に翻弄されず、日本自らが成長に向けた力強い新たなストーリーを歩むことが必要である。保守主義の立場に立つのであれば、経済政策を単なる経済の問題として捉えるのではなく、現状のような脆弱な日本経済の構造を打破するために国家基盤を強化することに、より一層注力すべきである。

その手段として、国家経営のシステムを樹立し、国全体をバランスシートで管理して財政の持続可能性を確保しつつ、社会保障制度の持続可能性につき、ゆるぎない信頼を与える計画を策定する必要がある。安倍政権が「新しい国づくり」を掲げるのであれば、その中身を具体化すべきであり、地方創生に当たっては、地域づくりの「公共計画」を明確化する必要がある。

2. 消費税率引上げ

2-1. 増税が实体经济に与えたインパクト

消費税率8%へのアップによる2014年4-6月期の成長率落ち込みのあと、14年7-9月期にはリバウンドが期待されたが、それがなく、マイナス成長が続いたのは、在庫調整と、増税前の駆け込み需要が大きかったことによるものであって、「消費税ショック」とは言い切れない。

より本質的な問題は、GDPのマイナス成長は消費税率引上げから始まったものではないということである。2013年10-12月期以来、

経済の趨勢はマイナス成長だった。

日本経済は安倍政権誕生直後の2四半期(2013年/1-3月期、4-6月期)は好調だった(年率でそれぞれ実質5.6%、3.3%の成長)。しかし、13年7-9月期は実質成長率は年率1.4%に低下し、消費の伸びも季節調整済み前期比で13年4-6月期の+0.8%から+0.3%へと大きく低下した。

その後、実質GDPは年率で13年10-12月期は▲1.2%に、消費も季節調整済み前期比で▲0.2%へと、マイナスに転じ、それも政府投資と駆け込み需要による住宅投資という政策要因が支える姿だった。14年に入ってから成長率の推移は前述のと通りの低迷を示した。

総じていえば、アベノミクスが实体经济を目に見えて良くしていたのは総理就任後の半年間だけであり、その後は経済停滞が続いていた中での消費税率引上げだった。

2-2. 消費増税引上げとデフレ

97年4月の消費増税(3%→5%)の際、同年7-9月期にいったん成長に復した日本経済が一挙に落ち込んだのは、同年10-12月期だった。同年11月の大手金融機関破綻から経済指標は急激に悪化し、過剰負債という莫大なストック処理で信用収縮状態に入った日本経済は、翌年から、その後15年続くデフレ経済に突入した。

この間も日本経済の労働生産性は他国並みに上昇してきたが、その上昇分は過剰負債の返済に充てられた。負債の返済=貯蓄の増大ゆえ、ISバランス上、それに見合う投資の増加がなければ国民所得は縮小する。しかし、負債の処理と財務の立て直しに追われる民間企業は設備投資を手控える。企業は収益を上

げても、投資ではなく内部留保に回す。

民間投資が委縮する状態では、政府投資を拡大しなければ経済は縮小均衡するという意味で、高水準の政府投資が求められたのは確かである。

保守系論者や一部の経済学者も、デフレの原因を公共投資の縮小に、そしてデフレ対策を公共投資の拡大に求めている。

しかし、数字をみると、91年のバブル崩壊後、景気対策で40兆円台まで膨れ上がった政府投資（名目公的資本形成）は、日本経済がデフレ入りする時期の97、98年度とも40兆円台を維持しており、99、2000年度も30兆円台後半の高さ（ピークは95年度の44.4兆円、それが近年は、08年度の21.2兆円まで縮小、最近は、アベノミクスで25兆円程度までアップ）となっていた。国の建設国債発行額は、当時、17兆円とピーク（現在は6兆円前後まで縮小）となっており、政府投資の縮小がデフレの原因とはいえない。

21世紀初頭まで政府投資は日本経済を下支えする役割を十分に果たしていた。

しかし、そもそもデフレの原因が財政要因ではなく、民間の過剰ストック問題（過剰債務→フローのマクロバランス悪化、過剰設備→民間投資の低迷、過剰雇用→リストラによる非正規労働・ワーキングプアの拡大）だったため、財政政策の効果は、経済の下支えが精一杯だった。

3. 「第二の矢」の財政政策

3-1. 政策手段としての妥当性

2014年度補正予算による追加財政の規模は3.1兆円となった（政策的経費3.9兆円、東日本大震災復興特別会計への繰入額が約1兆円、この両者の合計4.9兆円から国債費などの減

額分1.8兆円を差し引いて3.1兆円）。

これは2012年度補正予算の約10兆円、2013年度補正予算の約5.5兆円と比べ、日本経済の景気の悪化に照らしても、規模は小ぶりであり、景気浮揚と財政健全化の二兎を追う結果、「二兎追う者は一兎も得ず」となっているとの見方がある。2015年度当初予算も、政策経費は72兆8,900億円と、2014年度当初予算に比べて、約2,800億円の増に過ぎない。

積極財政がアベノミクスの「第二の矢」と位置付けられているにせよ、財政政策は財政再建との関係で腰が引けているといえよう。

累次の補正予算では、財源を税収増や経費の圧縮に求め、国債発行増は回避してきたが、マクロバランス上、財政政策が有意になるのは、政府部門の投資超過の拡大（財政赤字拡大＝国債発行増）の分である。そもそも、税収増や経費圧縮分を財政支出に回すのは、景気中立的な自然体の財政運営である。これらを国債償還に充てれば、マクロバランス上、景気にはマイナスになる。そうではなく、財政支出に回すのは、その分だけ、財政再建努力を放棄したというだけのことになる。

つまり、財政再建はそもそも景気にはマイナスであり、財政再建を掲げる限り、財政をマクロ経済政策として大きく位置付けることには自己矛盾の面がある。上記の状況は、財政再建を政権として掲げる以上、国債発行増による景気対策、つまり、マクロ経済にとって積極的な意味のある財政政策は打てないという制約を、政権自身が認めていることになる。

ましてや、消費税率10%への引上げが先送りされた以上、財政再建への姿勢が政権により厳しく問われることになり、「第二の矢」への制約はより大きくなったといえる。

3-2. 「第二の矢」と成長戦略、地方創生

第二の矢の経済効果をみると、2012年度補正予算の効果が大きく出た2013年度の実質政府投資は10.3%もの大幅な伸びとなり、同年度の実質GDP成長率(2.1%)への寄与度は0.5%もの効果があった。しかし、その後、14年度政府見込みでは、実質GDP成長率予想が▲0.5%(名目1.7%)の中にあって、実質政府投資は2.4%の伸びに低下し、15年度政府見通しでは、実質GDPは1.5%成長(名目2.7%)という中であって、実質政府投資の伸びは、補正を想定していない現段階で▲15.0%の大幅マイナスであり、実質GDP成長率に大きなマイナス寄与をする姿となった。

四半期ごとに推移をみると、政府投資は12年度補正で大きく積み上げたため、その後三四半期にわたり、前期比年率で二桁の伸び(13年/1-3月期+21.1%、13年/4-6は+13.4%、13年/7-9は+23.6%)で経済成長率を支えた。しかし、それが失速(13年/10-12月期+2.6%、14年/1-3は▲6.6%)してから、GDP全体の伸びも大きく低下した。

一般論として、日本経済そのものが成熟経済に至っている。その中で「戦後レジーム」型の政策で無理に成長率を引き上げようとすると、その反動でかえって成長しなくなる。

現局面の特殊状況に即して考えてみても、日本経済は全体として完全雇用状態にある。失業率は3%台前半まで低下しており、潜在成長率はゼロ%台である。現実の成長率はほぼそれに見合った数字であり、この面では、普通の状態ともいえる。これを無理やりに高めると、その後の反動も大きくなる。

「第二の矢」のもう一つの問題は、それが一時しのぎの需要創出であると、現在のよう

な人手不足経済の場合、たとえ公共事業で高賃金を出しても、将来に向けて継続して能力を高められる雇用機会をあきらめて一時的に公的需要に応えることになるため、その人にとっては、その間の機会費用(他の労働者に代替されてしまう)が大きくなるということにある。元の雇用に戻れず、貴重な人的資源の質の向上の機会を逃す(他の人たちはその業界の知識、経験を身につけている)。これは生産性上昇の阻害要因といえる。つまり、一時しのぎの景気対策の仕事をつくることは、長期の成長機会を失わせる。

地方創生も、一時的な仕事を地方に配るのであっては、同様に、地方経済を殺すことになる。政府投資は継続的、計画的、戦略的なものであってこそ、初めて意味あるものになる。

3-3. 保守主義の立場と積極財政

政府投資について大事なものは、フローとしての額(マクロ的景気刺激効果)ではなく、その質、中身である。それによってストック効果(生産性を高める)が発生する。そのためには「計画」が必要であるが、国土計画を妨げてきたのが財政の単年度主義だった。

いわゆる新自由主義とは、人間不信の経済学でもある。「ハーヴェイロードの前提」を頭から否定し、人間の英知を信じない。確かに、政府の民間への過剰な介入は排すべきだが、次世代に向けた国家の方向性を明示することは、人間の英知の営みに属するものであろう。これがないままでの「改革」は、円滑な社会運営を阻害し、経済主体を覆う不確実性を拡大させる。

新自由主義も社会主義もともに否定してきたのが「次世代への投資」である。「第二の

矢」は、次世代への投資によって初めて効果を発揮する。これが保守主義の立場である。

4. 「第三の矢」の成長戦略

4-1. 成長戦略は成果を挙げているか。

現段階では、「第三の矢」は奏功していない。

2015年版世界銀行のビジネス環境ランキングでは、日本は29位で、前年の27位から低下した。先進国の中での順位も前年の15位から19位に低下したが、「2020年までに先進国3位以内に入る」が成長戦略で掲げた目標だった。2015年版でトップ3位以内にランクインしたのは韓国であり、安倍政権が掲げる「日本を世界でいちばんビジネスしやすい国にする」とは逆の結果になっている。

日本の開業率と廃業率はいずれも5%未満と、10%前後の英米に大きく水をあけられている。新陳代謝無くして潜在成長率アップは困難である。

「第三の矢」とは、正確には「民間投資を喚起する成長戦略」であり、安倍政権は民間投資を妨げる「岩盤規制に穴を開ける」として規制緩和を中心に「日本再興戦略」を策定しているが、国民経済計算速報が示しているのは、実質GDPが消費税増税後、2015年10~12月期にプラス成長を取り戻す中であっても、民間設備投資はマイナス（季節調整済前期比で▲0.1%）を脱していない姿だった。

4-2. 潜在成長率の低下

人々が「消費税ショック」を受けた2014年7-9月期の実質GDPは、水準でみても08年1-3月期に及ばないが、失業率は、当時よりも低い。

これは何を示しているか。もし、この間に

供給力が伸びていたのであれば、08年当時よりもより少ない需要（現実のGDP）であれば、需給ギャップが拡大して失業率が上がっていたはずである。つまり、これは潜在成長率がほとんどゼロだったことを示している。

物価上昇率が大方の予想より早くプラスに転じたのは、円安や政策の効果だけでなく、成長の天井自体が低下しているからでもある。

歴代内閣が策定してきた成長戦略が成果をあげていないことが潜在成長力の低下に示された。アベノミクスで発見されたのは、日本の潜在成長率の低下だった。

4-3. 問題は需要不足ではなく供給力不足

日本経済の潜在成長率の低下、すなわち、供給力不足の原因は、投資を怠ってきたことにある。バブル崩壊後、民間企業では実物投資も人的資源への投資もリストラで委縮してきた。

供給力を高めるためには、単に外国人労働者を増やす、女性や高齢世代の労働力化を進めるというだけではなく、また、単に設備投資をすればよいといった量的な課題ではなく、質の高い労働力、ニーズに合った実物資本、将来にわたってニーズをつかみ続けるような柔軟な研究開発能力こそが求められている。

日本の民間企業がどこまで、この時代的な要請に応えられるかが課題であるが、右肩上がりの「戦後システム」から、不確実性と変動性、多様性が拡大した経済へと移行している現在、「成長戦略」は民間の設備投資に大きな期待ができなくなっている。

すなわち、「戦後システム」が前提としていたような、右肩上がりで需要が持続的に拡大する経済ではなくなり、現在のような成熟

経済のもとでは、設備投資は今日の需要にはなるが、明日の供給力として有用とは限らない。21世紀の世界は変化が激しく、今年売れるものが来年売れるとは限らず、今期有用な設備が来期も有用で効率的とは限らない。量的、質的両面で不確実性が高く、無駄な投資となり、過剰設備になりかねない。現在の経済は複雑で多様性に富み、変化も激しく、市場も世界に広がっている。

経済成長を目指すなら、国家が国家しか担えない分野で、自ら国家主導のイニシアチブをとって未来への投資を推進する必要がある。「戦後レジーム」を超えた新たな枠組みでの成長戦略として、国家の役割を再認識すべきである。

4-4. 保守主義（自立型）の経済政策の理念

保守主義に立脚した経済政策とは、第一に、政策に頼らない経済と、政策に頼らない人々の姿勢をつくるための政策である。現状は円安と低金利に頼った株高景気であり、これは自立型の景気パターンではない。第二に、国家と民間とが明確に役割分担をして、国家は国家にしかできないこと、国家がやるべきことに、国家主導で注力することである。それは次世代への「新しい国づくり」投資である。

現状の成長戦略や地方創生は、民間や地方の自立を表面では標榜しながらも、それを大義名分とした事実上の官の介入強化につながる要素が強い（国家戦略特区、産業競争力会議など）。国は民間投資の障害は除去しても、民を手厚い促進策に頼らせるのではなく、国家は国家としての仕事、民間は民間で自立、という明白な区分をすべきである。

国家主導は民間経済に対しては慎み、次世代の「新しい国づくり」（安倍総理）に向け

て、国家にしかできない投資で未来の国家基盤づくりに専念すべきである。

5. インフレーターゲット政策

5-1. 予想インフレ率上昇で問題解決するか

数十パーセントもの物価下落ではなく、▲0%台程度の物価下落であれば、それは、消費や投資を停滞させる原因にはならない。消費者は必要なもの、欲するものを、物価が下がるという理由で何年も買い控えることはない。買いたいものは買いたい時期に買う。企業も、ビジネスチャンスがあるにも関わらず、物価の下落で投資を先送りすれば、商機を失うことになる。

スパイラル的な価格下落が起こるのは金融市場である。資産価格が下がれば売り急ぎ、買い控える、皆がそうするから、資産価格下落予想は自己実現し、スパイラルとなる。大恐慌もリーマンショックも、1997~98年の日本の金融危機も、こうした現象は金融市場で生じた。

実体経済での消費や投資の委縮は、物価下落ではなく、将来に対する悲観的想定蔓延が主因である。

同様に、裏返せば、円安、株高は物価上昇期待によるものではなかった。2013年にマインドが変化し、円安、株価上昇で高額消費が盛り上がり、資産効果によって消費が増えるなど、アベノミクスの効果が発現したように見えたのは、物価上昇期待によるものではない。円安はコストプッシュを通じて、むしろ景気にはマイナス要因になる。物価とは無関係に株式市場、金融市場が盛り上がり、多くの投資家が資産を購入するだろうという金融市場の自己実現の論理が働いた。円安も、多くのトレーダーが円売りに動くだろうという

予想によるものだった。

5-2. インフレ目標への固執の弊害

人々は物価予想がマイナスから+2%になっても消費は増やさないだろう。消費の水準は将来の所得の予想によって決まる。インフレ予想はかえって、将来の消費可能性が減少するというマインドになる。インフレ=所得増加、という思考回路は、あまりみられるものではない。

日銀が目指す2%のインフレ率について、社会全体の安定的なコンセンサスができれば、確かに期待インフレ率は2%になる。しかし、日本の場合、それは1%という説もある。

消費を増やす上で大事なものは、将来の不確実性の軽減である。インフレ期待が安定的に2%よりも低い水準となっている場合、それを変えようとする政策は、安定的な予想を攪乱して不確実性を拡大する。それ自体が消費や投資の抑制要因になりかねない。

欧米では現実の物価上昇率は2%よりも高い状況が続いたため、2%の目標設定はあり得るが、日本では15年間も物価下落が続いた。

米国FRBの物価目標は一つの参考指標としての位置づけであり、大事な指標は雇用に置いている。ゆえに、物価が達成されなくても雇用改善がみられるから出口戦略（テーパリング）を志向し始めた。インフレ目標2%は先進国の国際標準だが、各国とも期待インフレ率を2%に上げることを最優先目標にしているとは限らない。

量的緩和政策の要諦は、経済がバブリーになったところで逃げ切り、うまく手じまいすることにある。米国ではこれが可能なのは、FRBがインフレ目標を目的ではなく手段と

認識しており、2%のターゲットを掲げながらも、それに達しなくても出口に向かい始めたからである。目的は米国経済であり、失業率が下がれば出口に向かうという判断ができた。

日本が2%目標を最重視すると、現状のように原油価格が大場に低下することによる物価下落要因に不適切な向き合い方をすることになる。原油価格の低下は物価を低下させ、インフレ期待も低下させる。これを防ぐためにさらなる緩和政策を採ると、原油安でせっかく生じた交易条件改善効果を円安が潰してしまい、本末転倒の政策になる。

ちなみに、2003年～07年の「実感なき景気回復」においては、生産も雇用も実質GDPも伸びていたが、資源高と円安による資源輸入関係への支出増に可処分所得を奪われていた。

5-3. 予想インフレ率の操作可能性

予想インフレ率の引上げは、現実のインフレ率がある程度の期間、2%を継続して初めて実現することである。アベノミクスで円安にし、コストプッシュで無理やり2%のインフレ率を実現したところで、経済のマイナス要因（コスト高）を組み込んだ2%インフレは、かえって消費者マインドを冷やし、「景況感なき物価上昇」となって、経済停滞を長引かせることになる。

特定のインフレ率を達成する直接的な手段はない。期待に働きかけることが可能なのは、中央銀行がコントロールする変数である金利である。現在、日銀は名目長期金利を人為的に下げることには成功している。

5-4. インフレ率よりも名目経済成長率目標

異次元緩和策について、浜田宏一氏などリフレ派の主張は、金融政策でまず、予想インフレ率が上昇するということが出発点になっている。その効果経路は、インフレ期待が2%へと高まることを前提として発動されるとの説明である。

確かに、予想インフレ率が上がれば、実質金利の低下、株価の上昇、資産効果、設備投資の上昇、担保価値増大等々を通してマネーサプライが増大し、実際の物価上昇につながる。

しかし、最大の問題は、予想インフレ率の上昇は、原油価格の下落など政策ではいかんともしがたい外生的な要因によっても左右される不確実なものであるということである

(日銀は2015年度の物価上昇見通しを1.7%から1%に引き下げたが、それはそのまま原油価格低下分だった)。15年にわたりデフレが継続した日本では、実際に物価上昇がある程度継続しなければ、予想インフレ率自体が簡単には上昇しない。

デフレ脱却の手段をインフレマインドの醸成に求めているからこそその物価目標であり、そもそもデフレの何が問題なのかを考えれば、それは経済活動の委縮である。

原油価格下落は実質成長率を押し上げる要因であり、大事なものは名目成長率である。日銀と政府がその目標を共有し合い、政策の整合性を確保していくことがより重要である。

原油価格低下の日本経済への効果をみると、政府経済見通しは、2015年度名目2.7%であり、その前提は原油輸入価格69.3ドル/バレルであるが、14年度の94.5ドル/バレルを26.7%下回る。50ドルを下回れば(50%の原油安)、政府の想定よりも下落率は23.3%大

きくなる。50%の下げが1年続けば、日本の名目GDPは年1.2%、金額で5.6兆円、押し上げられるというのが内閣府の試算であり、50%で1.2%であれば、23.3%であれば0.55%の押し上げ効果ということになる。ゆえに、2.7% + 0.55%で、15年度は3.25%の名目成長率という計算になる。政府の目標は3%ゆえ、15年度はこれを達成して上回る。これはバブル崩壊直後の91年度以来の高い成長率である。

原油価格半減の経済効果は6~7兆円とされ、この効果を発現させるために、これ以上の過度の円安にしないことが、経済対策の要諦になる。

6. 円安の評価

6-1. 円安と実質賃金

マネーが経済に回って現実の物価上昇が将来にわたって期待される状態にならなければ、人々の抱く予想は変化しないが、そのためには名目賃金の上昇が力強く起こらねばならない。

しかし、そもそも実質賃金は、生産性上昇率と労働分配率と交易条件によって決まっており、近年の日本の場合、生産性は上昇しても、交易条件の悪化がそれを相殺する形となって、実質賃金は上昇しなかった。

21世紀入り後、成長しているようにみえる時期でも回復感の乏しい景気だった元凶は、資源価格高騰による所得の海外漏出の継続だった。

円安は交易条件を悪化させるため、追加金融緩和など、現状以上に円安をもたらす政策は、賃金上昇を抑制してしまう。

企業の内部留保を吐き出させて賃金アップに回せという主張があるが、企業の内部留保

とは、利益から税金と配当を差し引いたものであり、貸借対照表上は、負債の側に「利益剰余金」として積み立てられている。日本企業全体では内部留保は2013年度末で328兆円、うち、資本金1億円以上の企業では、206兆円であり、これは、リーマンショック時の08年度末以降の5年間で34兆円増加したに過ぎない。資産の部に長期有価証券（活発化した海外M & Aなど）や現預金・短期有価証券が積み上がっているわけであるが、流動性の高い資産が大幅に積み上がっているわけでは必ずしもない。

「景気回復を全国津々浦々まで届ける」（安倍総理）ためには、全般的な賃金上昇によって家計が広く潤うことが不可欠である。しかし、円安、低金利に依存した成長パターンは、家計の購買力や利子収入の低下と裏腹であり、「実感なき景気回復」になる。消費が伸びない背景には、これによる家計から企業への所得移転がある。

6-2. 円安のデメリット

円安は本質的には交易条件の悪化であり、円安がファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）以上に進めば、経済にはメリットよりもデメリットのほうが大きい。円安はコストプッシュで大半の層にマイナスであるだけでなく、日本経済全体に損害を与えている。

2012年の一人当たりGDPは世界第15位だったが、1ドル80円を120円の現状に変えて試算すると、日本は世界第28位に転落し、韓国にほぼ追いつかれる水準にまで落ち込む。1,600~1,700兆円の個人金融資産は20兆ドルから13兆ドルに激減した。日本経済はフローでもストックでも4割縮小し、国富の4割が失われた。

黒田日銀総裁は「ファンダメンタルズを反映した円安なら経済にプラス」とするが、日本の技術力などからみて、一人当たり韓国並みの経済になる円安がファンダメンタルズを反映した円安といえるのか、議論の余地がある。

基本的国力を反映しない為替レートに甘んじるのは、国家としてのプライド、長期的な国力涵養という意味でも、保守主義政権の採るべき道ではないかも知れない。そもそも円安は、日本国家が安価になることであり、海外勢によって、美しい日本の国土、優れた企業を始め、日本国が次々と買収されることは、保守政治が目指す目的にも逆行する。円安を奇貨として、海外の投資家や企業が日本の不動産、知的所有権、水資源、企業、ノウハウ、人材など、価値ある資産を買収していけば、安倍政権が標榜する「つよい国、ニッポン」とは逆方向の結果になりかねない。

日本の国富（負債を除いた正味資産）は、2012年度末で約3,000兆円であり、1ドル80円であれば37.5兆ドルだが、1ドル120円であれば25兆ドルにまで下がる。12.5兆ドルと国富の3分の1を円安（アベノミクス）で失った計算になる。この12.5兆ドルを世界で運用していれば得られたはずの利回り収入は莫大なものになる。

2013年度の家計貯蓄率は、国民経済計算で▲1.3%（マイナスの貯蓄率）にまで低下した。高齢化により、日本はいよいよ貯蓄取り崩し段階に入った。円の価値を高めることで世界への運用機会を拡大することは、超高齢化社会を乗り切る基本的な国力として必要なことである。

アベノミクスは円安による株価上昇の資産効果で2013年の前半は消費を盛り上げるなど、

効果を発揮したが、そこで効果はいったん止まった。短期的な景気効果を狙う利那的な政策から、中長期的な力強い成長軌道に乗せる政策へのバージョンアップが必要ではないか。その際、日本経済の実力を低下させる円安は食い止めるべきである。海外資産で有利なポートフォリオを組むためにも、円高のほうが有利である。

6-3. 円高がもたらす国益

国内で生産して輸出することだけが日本経済の道ではなくなった（円安が国益の時代ではなくなった）。それも「戦後レジーム」の経済運営だったのであり、安倍政権が真に戦後レジームから脱却した強い新しい国づくりを目指しているのであれば、第一に、「戦略的投資国家」（所得収支で黒字を出す成熟債権国）という投資国家の道と、第二に、日本経済の繁栄基盤を日本列島から広大なアジア太平洋地域へと拡大する新たな経済秩序の樹立こそを目指すべきである。その基本となるのも、ある程度の円高である。

円高は生産拠点を海外に移転させる効果があるが、それはポジティブに捉えるべきものである。成長する海外市場に近い位置で生産活動を行うメリットは大きい。大事なものは「儲け」である。日本国内は広大なアジア太平洋プラットホームにおいてバリュー創造のセンター機能を担う方向を目指すべきであろう。

既に日本は、フローで豊かさを追求する時代から、ストックの活用で豊かさを実現する時代に入った。その際、日本の資産価値を低下させる円安は、上記のような新たな国益に反する。

7. 金融市場の混乱と破綻リスクの管理

7-1. 国債市場の混乱

日銀が莫大な国債購入により、力づくで超低金利を演出している。結果として、国債は金利が低すぎて投資対象にならない、いつかは限界が来るとの市場の不安が台頭している。長期金利が乱高下する事態もみられる。

国債市場の機能が劣化すれば、異次元緩和策自体の効果が低下する。金利の乱高下で、国債を市場で買って日銀に売ってくれる投資家が減少することになる。国債売買が円滑になされず、日銀の思惑通りに金利を動かさない事態になる。

アベノミクスの異次元緩和で「ブタ積み」という現象だけは起こったが、銀行の側からすると、保有の国債を日銀に売却して、それが日銀当座預金に入れ替わるというポートフォリオの変化が起きていることになる。日銀当座預金は金利はわずか0.1%であり、銀行としては、それが、国債を保有し続けることよりも有利でない限り、日銀による国債購入には応じないはずである。応じているということは、0.1%のほかに、日銀に国債を転売することによって得られる利益が大きいからだということになる。

すなわち、国債を保有し続けることによって得られる利回りよりも、0.1% + 日銀に国債を売却することによって得られる利益(α)が大きいということであり、この α とは具体的に何なのかということになる。

実際に起きていることは、日銀に持ち込むために業者（証券会社や信託銀行の自己売買部門など）が、銀行から値段に関わらず国債を買っているということである。日銀は値段に関わらず、金額を先に決め、一か月の購

入量を公言している。市場関係者は、「日銀は金利が上昇に転じて損を出す直前に最も国債を抱えることになることを分かった上で、このような無謀な政策を遂行している」と認識している。

7-2. 金融の機能不全

銀行の不良債権の処理は終わっているため、日本の金融機関にとって低金利は必要ない。むしろ、長短金利の利ザヤが薄くなり、融資の収益性が低下し、これが銀行による信用創造（マネーサプライの増大）の抑制要因にもなっている。

金融機関の側からは、現在の超緩和政策は日本の金融機関を破産に追い込み、外資系に買収させるものだとの声すら出ている。国内のインフラ開発などよりも外債投資に向かわせ、外債の高値つかみを日本の金融機関にさせる「売国奴政策」であるとの見方すらある。

確かに、ここまで長期金利が低いと、銀行の利ザヤがあまりに薄く、銀行の収益にはマイナスというのが異次元緩和策である。

いまや日本の機関投資家は、足元の短期金利は2%程度、10年金利は4%程度で推移して欲しいと考えている。現在の、足元金利ゼロ、10年金利0.4%では、金融機関に死を宣告しているようなものかも知れない。金融緩和で借りやすくなる投機ファンドだけが利益を得る政策だということになりかねない。

7-3. 出口の模索

但し、先進各国がそろって金融緩和をする中で（米国も「テーパリング」としながらも緩和を継続）、異次元緩和を停止するわけにはいかない。急激な円高は避けるべきだろう。

しかし、年間の国債発行総額約150兆円か

らみて、日銀の国債購入を現在のペースより拡大することは難しい。2012年より、名目GDP成長率が長期金利を上回る局面に入ったが、この状態は1980年代後半～90年代初のバブル期以来の現象である。その後は基本的に逆が続いてきた。この状況を支える日銀の総資産は、現状でGDPの約6割に達する。現状の継続はバブルにつながる恐れが大きい。バブルは必ず崩壊し、その後、10年にわたって経済を停滞させる。いつまでも異次元緩和は続けられるものではない。

まずは、これ以上、マネタリーベースの増加ペースを拡大させずに、現状ペースを維持しつつ、量的には少しずつスローダウンさせ、それが市場の思惑を呼ばないように、異次元緩和の手法にさまざまな工夫を凝らすべきである。

7-4. 銀行の融資姿勢

アベノミクス以前の問題として銀行の融資姿勢が市中マネー増大の壁になっているという問題がある。日本経済の「負け」の真因は、金融機関を含め、日本の民間大企業組織が全体としてサラリーマン的な責任回避体質のもとで、リスクテイクに係る自立的な判断を回避しようとする傾向が強いことにある。このことが、国（官僚）のパターナリズム（父性主義）とも相まって形成された、他者依存型の「戦後レジーム」ともいえる。保守主義の政策の要諦の一つは、経済主体の行動を自立型へと転換することにある。

日銀が異次元緩和で自らの負債（マネタリーベース）を拡大しても、肝心の銀行がそれを信用創造に回さずに日銀当座預金に積んでいるだけでは、マネーは増えない。追加緩和でこれを上積みするよりも前に、こりまで

積み上げたマネタリーベースのもとでマネーサプライを増大させ、緩和効果を浸透させることが先決であろう。

この銀行の壁を打ち破る上で、赤字企業への融資が自動的に要注意債権に分類されてしまう（銀行は引当金を積むという負担を負う結果になる）金融庁の検査マニュアルを改訂し、表面上は赤字であっても、事業性、収益性が十分に見込めると判断される融資については正常債権とできるようにすべきである。中小零細企業や新規ビジネスの勃興を妨げてきたのは、こうした銀行の壁によるところが大きい。

金融庁が設定した基準に依存し、専ら担保価値（不動産鑑定士）に判断を委ね（責任回避になる）、銀行の本来の使命である融資判断を自ら放棄してきたことが、本来は赤字企業を育てることで涵養される銀行員の資質も劣化させてきた。

金融庁など政府の規制をエクスキューズしてきた銀行の融資姿勢を改革することは、マネーサプライの増大のみならず、自らの自立判断によるリスクテイクを怠ってきた日本の大企業組織全体の弊を改める突破口にもなるであろう。

7-5. 日銀の購入資産

金融機関の保有国債を市場で大量購入する手法が限界に直面していることが、アベノミクスの問題を大きくする。金融緩和政策の手法を、「量から質へ」の観点から工夫する余地がある。

その一つの方策として、現状のように、（ETFのような一部の例外を除き）国債一辺倒となっている日銀の購入資産について、リスク性資産まで含めて、購入対象を拡大し

てはどうか。

各国で採られている量的緩和、すなわち、LSAP（Large Scale Asset Purchases）においても、米国FRBはQE 1～3の中で、MBS（住宅ローン担保証券）や政府支援企業（GSEs: ファニーメイやフレディマックなど）が発行するエージェンシー債を大量購入している。後者は、事実上、政府が保証しているとみなされている。

7-6. 日銀保有国債の減価と当座預金の金利

日銀の政策スタンスの変更として受け止められるような事態（量的緩和のこれ以上の拡大はしない等）が少しでも生じれば、市場の思惑による国債価格の暴落が避けられない可能性がある。

その際、前述のように、実勢よりも高値で国債を買っている日銀は大きな含み損を抱えることになるが、実際には、日銀の会計では、国債は取得原価で計上することになっており、洗い替えの必要もない。国債を満期保有していれば、日銀には何ら損失は発生しないことになる。

但し、日銀の財務上は、資産である国債金利が負債である当座預金の付利を上回っていないことが、日銀に損失が発生しない条件である。

この際、日銀当座預金への付利をやめて、貸し出しに回しやすいことを考えてもよいのであろう。ECBなど欧州では、中央銀行がマイナス金利を付す事例もある。

7-7. 日銀による国債直接引受け

日銀が国債を直接引き受けることについては、財政ファイナンスへの懸念から長期金利が急上昇するリスクがあるとされてきたが、

マーケットは本当にそのような反応をするだろうか。

現状でも、2014年10月の追加緩和で、毎月発行される長期国債のほとんどが日銀に吸収されていくことになった。これは限りなく財政赤字ファイナンスに近く、実質的にはすでに日銀による直接引受が行われているに近い。

それが野放図な財政ファイナンスではないということの証（あかし）は、日銀があくまで市場を通じて国債を購入していることにある。そうであれば、金融機関からの力づくでの国債購入で市場に混乱をもたらすのではなく、日銀も他の金融機関と同じ立場で国債発行時点での入札に参加し、発行市場で国債を購入してはどうか。

もはや、タブーは実質的には破られている。

確かに、日銀は、既存の国債保有者（銀行や年金など）が抱えていた膨大な国債保有リスクを一括して肩代わりし、リスクシェアをすることで、金利のパニック的な急上昇を防いできた。しかし、今やそれが市場実勢から乖離した購入となっている以上、日銀自らが発行市場に参画することが妥当であろう。

今後、出口戦略の中で、量的緩和の縮小が長期金利の急騰をもたらす事態になるのであれば、その時こそ国家緊急事態として、日銀による国債買い支えが必要になるのであり、国債直接引受そのものをあらかじめ排除すべきではない。

8. 日本の財政の持続可能性

8-1. 財政破綻懸念と国債暴落

消費増税の先送りなど、財政の持続可能性に懸念が生じる材料が出ると国債の投げ売りが起こり、長期金利が上昇するリスクが高いとする財務省などの警告の根拠の一つに、国

債の売買金額に占める外人の比率が高いことが挙げられてきた。しかし、実際には、（短期債を除く）国債の売買金額に占める外人の比率は低下している。金額自体は過去最高だが、数年前に8%程度だったのが、昨年末では5%弱になっている。国債発行残高が増えているからである。

国債の投げ売りが起こる心配は実際にはほとんどないというのが、マーケット関係者の見方である。国債は地方の機関投資家にとっても大切な運用先であり、しかも担保価値が高い。

そもそも対外純資産が約325兆円（2013年末）と、世界で群を抜いて一位を20年以上継続してきた日本には、海外の金融市場に莫大な「貯金」があり、最終的にはこれがバッファになる。破局的な大規模災害の事態を除けば、デフォルトという意味での財政破綻は生じない。

むしろ懸念されるのは、中央銀行のスタンスである。消費増税の延期で日本国債の格付けが下がったが、信用の下がった国債の購入に日銀が慎重姿勢を示すことになると、異次元緩和が終局するとの思惑で、市場で投げ売りという事態になりかねない。政権と日銀総裁との間でよく調整する必要がある。問題はむしろ、国債購入に過度に依存した量的緩和の手法の方にある。

8-2. 異次元緩和の出口と財政再建の道筋

デフォルトという意味での財政破綻は生じないとしても、国債投げ売りが起こらないといえるのは、異次元緩和策が現状のペースで続いていることが前提である。しかし、そうした日銀オペレーション自体が持続可能ではない。

アベノミクスによって日本経済が異次元緩和を「手じまい」できるだけの成長が実現したとしても、前述のように潜在成長率自体が低下した以上、経済成長で財政赤字を解決するとのシナリオも、当面は成り立たなくなった。

従って、異次元緩和を「手じまい」する前に、日本の財政再建の道筋を描いておく必要がある。

しかし、現状ではそれは描かれていない。描かれていない限り、「この道しかない」とするアベノミクスは「破綻への道」になりかねない。その際の破綻とは、金利の上昇で日本国債の大半を保有する日本の金融機関の資産が毀損し、それが金融の機能不全を招くことが、实体经济に重大な悪影響を与える「経済破綻」である。

特に避けるべきなのは金利が数%も急上昇する事態であり、その場合、2015年度末に800兆円を超える見込みである普通国債（国の一般会計が元本利子の償還負担をする赤字国債、建設国債、及びそれらの借換債）の発行残高を抱える財政の側でも、利払い費が急増する。現行ゼロ%台の異常に低い長期金利下でも2015年度予算には10.1兆円の利払い費が計上されており、金利上昇でこれが2倍、3倍の規模で膨らむことになる。これによって必要になる国債の追加発行が、さらに金利を上昇させる悪循環に陥る可能性もある。ここにアベノミクスの副作用として、異次元緩和策で国債の市場流通量が日銀に吸い込まれて枯渇していくという問題が加わる。市場の厚みが低下していると、何らかの原因で大量の売買ニーズが発生した時に市場は大混乱に陥る。売りたいくても売れず、買いたくても買えず、となり、価格が急激に変動する。

こうした「流動性の蒸発」現象は、1987年の日本国債の「タテホシヨック」の際にもみられた。当時、長期金利が真空地帯を抜けるように、半年足らずの間に2%台から6%台へと急騰したことを忘れてはならない。

8-3. プライマリーバランス達成目標

政府は2020年度に、国と地方の財政のプライマリーバランス（基礎的財政収支）を達成するという目標を掲げてきた。しかし、[表]が示すように、最近の政府の中長期試算でも、2017年度に予定通り消費税率を10%まで上げ、そして、経済再生ケースで今後の名目成長率を3.5%前後、実質成長率2%台前半という相当な楽観的想定を置いてみたところで、2020年度の国と地方のプライマリーバランスは▲9.4兆円もの赤字である。ベースラインケースは、名目成長率1%台半ば、実質成長率は1%弱と、手堅い想定であるが、その場合、2020年度のプライマリーバランスは▲16.4兆円もの赤字となる。

経済再生、デフレ脱却でできることは、両ケースの差の約7兆円を埋めるにとどまるわけである。これは、3.5%超へと名目成長率を高めることで実現できる税収の上振れ分に相当する。

そもそも、成熟経済どころか人口減少局面に入った日本経済にとって、名目成長率3.5%前後の成長が一貫して継続すると考えること自体、空想的ともいえる。ユートピアを描いて国民に夢を振り撒き、それに向けて努力する姿勢は、政治の一つのあり方かも知れない。しかし、百歩譲って、それが本当に実現するとしても、経済成長による税収増で財政を改善できる限度は、経済再生ケースとベースラインの差分の約7兆円に過ぎないということ

[図] 中長期の経済財政に関する試算（平成27年2月12日 経済財政諮問会議提出）より抜粋

年度	2013 平成25	2014 平成26	2015 平成27	2016 平成28	2017 平成29	2018 平成30	2019 平成31	2020 平成32	2021 平成33	2022 平成34	2023 平成35
経済再生ケース											
実質 GDP 成長率 %	2.1	▲0.5	1.5	2.1	0.8	2.6	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3
名目 GDP 成長率 %	1.8	1.7	2.7	3.3	3.1	3.9	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7
消費者物価上昇率 %	0.9	3.2	1.4	1.8	3.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
名目長期金利 %	0.7	0.4	1.2	1.8	2.3	3.0	3.5	4.0	4.3	4.5	4.6
基礎的財政収支(国+地方) 兆円	▲27.8	▲25.4	▲16.4	▲15.4	▲15.1	▲12.0	▲10.7	▲9.4	▲7.2	▲6.3	▲4.9
(対名目 GDP 比) %	▲5.7	▲5.2	▲3.3	▲3.0	▲2.8	▲2.1	▲1.8	▲1.6	▲1.2	▲1.0	▲0.7
公債等残高 兆円	926.6	959.6	985.2	1009.3	1034.6	1059.2	1085.9	1115.0	1146.4	1181.0	1218.8
(対名目 GDP 比) %	191.8	195.3	195.1	193.6	192.5	189.6	187.7	186.0	184.6	183.4	182.6
ベースラインケース											
実質 GDP 成長率 %	2.1	▲0.5	1.5	1.3	0.0	1.3	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
名目 GDP 成長率 %	1.8	1.7	2.7	1.6	1.4	1.8	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
消費者物価上昇率 %	0.9	3.2	1.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
名目長期金利 %	0.7	0.4	1.2	1.5	1.7	2.0	2.2	2.3	2.5	2.5	2.7
基礎的財政収支(国+地方) 兆円	▲27.8	▲25.4	▲16.4	▲16.0	▲16.8	▲15.7	▲16.0	▲16.4	▲16.7	▲17.6	▲18.4
(対名目 GDP 比) %	▲5.7	▲5.2	▲3.3	▲3.1	▲3.2	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.2	▲3.3
公債等残高 兆円	926.6	959.6	985.2	1009.9	1036.2	1062.7	1091.4	1122.4	1155.8	1192.2	1231.8
(対名目 GDP 比) %	191.8	195.3	195.1	196.8	199.1	200.6	203.5	206.4	209.6	213.2	217.2

が肝心なのである。

問題は、経済の先行きについて最大限の理想である楽観ケースでも、9.4兆円ものギャップがあり、これは歳出削減か増税かで埋め合わせる以外に選択肢はないということにある。

異次元緩和は永続できない。その出口が意識され始めた頃に、金利急騰の大混乱を招かないためには、相当な説得力ある財政健全化の道筋が描かれなければならない。政府は2015年夏までに具体的な計画を提示するとしたが、その中身が具体的であればあるほど、政治的な困難は大きくなる。年金の大幅削減か、10%を上回る水準までの消費税率引上げを書き込むなど、税の自然増収には頼れない部分について、どこまで具体策に踏み込んだ絵を描くかが問われる。

現実に大幅な歳出削減効果がある費目は社

会保障費しかない。相当な政治的困難を伴うが、医療や介護などで抜本的な自己負担増を国民が受け容れれば、社会保障の自然増を4～5兆円程度、抑制できる可能性はある。しかし、それでも目標には届かない。

安倍政権は、消費増税は5年に一度が限度であり、10%より先は考えないとしているが、そこまで踏み込んだ消費税率引上げを想定しなければ、異次元緩和の手じまいが金利急騰をもたらすリスクを十分に軽減できるまでに財政健全化の道筋が描かれたことにはならないだろう。

8-4. 公債等残高対 GDP 比率の引下げ

理論的には、プライマリーバランスよりも国民経済にとってより意味がある指標は、政府債務残高の対名目 GDP 比が拡大的発散を

止めて一定値に収束し、できれば安定的に低下していくことである。政権として逃げ道があるとすれば、これを目標として前面に打ち出すことかもしれない。安倍総理もこの指標を重視するようになってきている。経済が成長することによって分母の名目 GDP が大きく増えていけば、この比率は低下していく。まさに、「上げ潮」派の発想である。

[表]における「公債等残高の対名目 GDP 比」をみると、確かに、政府は、経済再生ケースにあっては、この比率が2014年度をピークとして、その後はほぼ横ばいの中で若干低下する姿を描いている。ベースラインケースの場合、それが次第に拡大する姿になっているから、もし2020年度にプライマリーバランス目標が達成されなくても、経済が成長すれば、公債等の対 GDP 比率が低下して財政は持続可能になる、アベノミクス成功の結果である、と政権が誇示することは十分に考えられるところだろう。

しかし、ここには大きなまやかしがある。

[表]にある通り、政府の本試算の推計期間は2020年度までとなっている。日本の財政の大問題は、その先にあるが、日本政府はこれまで、2024年度以降の推計を公表したことがないのである。

2024年は、団塊の世代が全員、75歳以上の後期高齢者世代入りを完了する年に当たる。それまでは年金給付が膨らんできた社会保障給付は、その頃から、今度は医療と介護を中心に急膨張していく。現状では恐らく、その頃以降に公債等の対名目 GDP 比率が安定的に低下する姿は、描かれ得ないはずである。ゆえに政府も、そこまでの推計はあえて避けていると考えられる。

8-5. 財政の長期的な要対応規模

2024年度以降までは時間があり、そこまで考える必要はないという発想が、必ずしも成り立たないことを示したのが、2014年春に、政府の財政制度等審議会に提出された2060年度までを推計期間とする長期推計である。ここでは、今後、日本経済が何十年にもわたって名目成長率3%を続けるという、これも理想的な想定を置いた上でも、そして、2020年度にプライマリーバランス目標が達成されたとしても、その直後の数年間で46兆円もの収支改善を行うことで初めて、一般政府の債務残高の対 GDP 比率が一定水準に収束する可能性が出てくるということが示された。46兆円を消費税率に換算すると、15%程度に相当する（2014年通常国会衆院内閣委員会における甘利経済再生大臣答弁）。

以上から計算すると、アベノミクスが成功して経済が理想的な成長を一貫して継続するようになったとしても、公債等残高の対 GDP 比率の安定を専ら消費税増税によって実現するためには、東京五輪の年の2020年度におけるプライマリーバランスとのギャップ9.4兆円が消費税率3%分だとすれば、その後の2020年代の数年間で消費税率をさらに15%アップして、10+3+15、つまり、現在から10年後の2025年度頃には28%程度の消費税率になっていなければならないことになる（公表された数字から単純計算した数値）。

もちろん、財政の改善努力のすべてを消費税の増税に頼るわけにはいかない。消費税率を10%台に抑えるために、消費税率10%相当分の歳出削減をする選択肢は当然ある。ただ、それは社会保障に強烈なインパクトを与えることになる。社会保障給付の削減とは裏返せば、年金の削減か医療や介護の自己負担の増

加であり、それも国民負担の大幅な増大にはかならない。

そうであるがゆえに、筆者は、その大半を高齢世代が保有する日本の巨額な個人金融資産が個々人の選択の結果として社会保障分野へと回ってくよう、「コストからバリューへ」を基本とする社会システム再設計を提案するものであるが、それでも、消費税率が10%で済むようになると考えるのは非現実的であろう。

(注) 以上に示した政府試算については、税収弾性値の想定が低すぎるとして、高橋洋一氏のように税収弾性値を4程度とする見方があり、それによれば税収の増え方が大きく高まるため、財政は政府試算より大きく改善することになる。しかし、この弾性値は推計期間の取り方によって大きく異なってくる。景気回復の初期局面などでは企業の累積欠損が急速に消えるため、急激に税収が増えるが、その後は長期トレンドの弾性値にならざるを得ない。景気による変動が最も大きい法人税収は累進課税ではなく、長期的にみれば、税収は経済規模とほぼ比例的に増大するとみるべきである。現実の弾性値が、政府想定が想定する1.1~1.2を大きく上回るとは考えにくい。

まとめ アベノミクス修正提案

以上、本稿が試みたアベノミクスの評価をまとめると、①第一の矢、異次元の金融緩和策については、予想インフレ率2%への引上げも、それに必要なマネーサプライの増大も、金融機関から大量に国債を購入してマネタリーベースを拡大する現行方式では限界がある。②これ以上の円安は超高齢化社会が進展する日本にとって必要な長期的な経済力増強

の必要性の観点からみると、弊害が大きい。

③異次元緩和策は持続可能ではなく、いずれ来たる出口までの間に財政健全化の道筋を描かなければ、日本経済が大混乱に陥るリスクが増大している。④第二の矢、機動的な財政政策は、財政健全化の要請の下では効果は小さく、経済成長の阻害要因にもなりかねない。⑤第三の矢、民間投資を喚起する成長戦略は、専ら民間投資の促進に新たな経済成長の実現を期待する政策には限界がある。

これらの問題を是正し、限界を突破することで、これまで経済の実体面を改善させる効果が必ずしも十分でなかったアベノミクスを真に成功させるためには、①については、マネーサプライ増大の壁となっている銀行を通さずに市中マネーを増大させる新たな方式を金融政策に導入する必要がある。②については、これ以上の追加緩和策で過度な円安をもたらすことは極力、慎むべきである。③については、異次元緩和策の終了はソフトランディングを目指し、政府は消費税率10%超への引上げも含めた具体的な財政再建計画を策定して、コミットすべきである。④については、政府投資は長期計画の下に、段階的、継続的、戦略的に行うべきである。⑤については、国は国にしかできない国家基盤の強化に専念し、日本の将来像を示して次世代に向けた投資を推進すべきである。

これらを踏まえ、アベノミクスを一部修正するべく、次の「日銀基金構想」を提案したい。

(a) 日銀購入資産が国債に偏っていることが金融市場の混乱と機能不全をもたらし、出口における長期金利上昇リスクをも高めている現状を是正するとともに、銀行を通さずに実体経済に直接、マネーを供給する

- ことでマネーサプライ増大に実効をあげるために、日銀に基金を設置して、金融緩和政策に新しい手法を導入する。
- (b) 日銀は前述の米国 Fed の事例（政府支援企業発行のエージェンシー債を大量購入）にならって、本基金の運用として政府保証債を購入する。
- (c) 政府は30年後の2045年頃の次世代における日本の将来像を構想し、その構築に向けて国家のみが担い得る超長期の「未来への投資」分野を特定する「次世代国家基盤構築計画」（仮称）を策定する。
- (d) その対象分野としては、例えば次が想定される。①世界を先導する新エネルギー体系の構築（技術開発、実用化、普及促進）、②人口減少、超高齢化に対応すべく人体機能を代替する高度知的ロボット技術の開発、普及（介護ロボット3,000万台、人工知能、一人当たり生産性の向上など）、③食料安全保障の強化と「食」の価値創出国家の実現に向けた全国里山計画による新たな列島改造地域創成計画の推進、④交通や情報のネットワーク機能の基礎インフラの整備・高度化による列島強靱化及び道州制分権国家基盤強化の推進（交通については高規格幹線道路網の完成やリニアモーターカー、新交通システムなど）、⑤地下共同溝（電柱地中化）による都市基盤整備、⑥防災インフラの整備とインフラ老朽化への対応、⑦シニアリビングタウンなど共同体形成の基盤整備、⑧宇宙開発、海洋開発、⑨先進医療・創薬・バイオ等の研究開発の基盤構築等々。
- (e) これらはいずれも、民間では担えず、国家が主導すべき性格の投資分野であり、国家のみが展望し得る超長期の時間軸での投資によって初めて採算性が見込める分野である。長期にわたって国家が目指す方向が明確化することは、民間投資を方向付け、これを喚起することになる。
- (f) 政府の計画に基づき指定された各分野において行われる長期投資については、その担い手は法人（主として独立行政法人や政府出資企業などの政府系法人が想定される）とし、その財源は財政（税や国債）に依存せず、投資の実現に政府の関与による財源調達が不可欠と判断される部分について、法人は債券を発行し、これに政府保証を付けることを基本とする。この政府保証債は30年程度の超長期債券を中心に据える。
- (g) 政府が政府保証の対象を審査し、予算とともに国会の議決対象とすることで規律を確保する。
- (h) この政府保証債は金融市場での発行の形を採るとしても、主として日銀基金が購入する。現状では、日銀の資産購入は国債に過度に偏重しているが、政府保証債が新たに日銀のポートフォリオに加わることになる。
- (i) これを購入する日銀側からみれば、国債と同様の信用度の高い資産を保有することになり、日銀が政府保証債を購入したことによる負債側でのマネタリーベースの拡大は、民間金融機関という壁を通すことなく、実体経済に直接、ニューマネーを供給することになる。
- (j) 他方で、財政の側では、2020年度プライマリーバランスの達成と、公債等／GDP比率の収束との財政再建目標を堅持し、そのために必要な国民負担の増大（社会保障費の抑制と消費税率引上げ）を実現する。
- (k) 「次世代国家基盤構築計画」に基づく

「未来への投資」により、政府試算の経済再生ケースが想定する経済成長率の達成を確実なものにする。そのため、政府保証債の発行規模は、財政再建のためになされる国民負担増を相殺する規模とすることを基本とする。

- (1) その国民負担増とは、経済再生ケースにおける2020年度プライマリーバランス目標との乖離9.4兆円に、その後の財政の収束条件達成との乖離46兆円を加えた約60兆円であるとすれば、そして、これを2025年までに埋めるために毎年度均等に6兆円ずつの国民負担増を実施するものと想定すれば、その規模で各年度に生ずるデフレ効果を相殺するものとして、毎年度平均6兆円ずつの政府保証債を発行する（「次世代国家基盤構築計画」に基づく投資による総需要の追加）ことが考えられる。これを2016年度から実行すれば、結果として、10年後の2025年度には、政府保証債残高は60兆円程度になる。

以上、本提案の詳細にわたる制度設計を政治主導で進めて実行に移すことで、アベノミクスがもたらすリスクを回避し、アベノミクスを持続的な成長経路につなげていく道が拓かれることを期待するものである。

参考文献等

- ・松田学 [2014] 『国力倍增論』, 創芸社
- ・松田学 [2012] 『ニッポン興国論』, kk ロングセラーズ
- ・松田学他 [2009] 『永久国債の研究』, 光文社
- ・松田学「日本再生の経済・財政学－ナショナリズムと経済－」, 遠藤浩一編著 [2013] 『日本文明の肖像 I』, 展転社
- ・野口悠紀雄 [2014] 『金融政策の死』, 日本経済新聞出版社
- ・佐伯啓思 [2012] 『経済学の犯罪』, 講談社新書
- ・浜田宏一・安達誠司 [2015] 『世界が日本経済をうらやむ日』, 幻冬舎
- ・小幡績 [2015] 『円高・デフレが日本を救う』, ディスカヴァー携書
- ・伊東光晴 [2014] 『アベノミクス批判』, 岩波書店
- ・松元崇 [2014] 『リスク・オン経済の衝撃』, 日本経済新聞出版社
- ・トマ・ピケティ [2014] 『21世紀の資本』, みすず書房
- ・藤巻健史 [2014] 『迫り来る日本経済の崩壊』
- ・小黒一正 [2013] 『アベノミクスでも消費税は25%を超える』, PHP ビジネス新書
- ・日本銀行 [2015] 「資金循環統計」
- ・財務省 [2015] 「27年度予算のポイント」, 「27年度予算参考資料」
- ・内閣府 [2015] 「中長期の経済財政に関する試算」(平成27年2月12日経済財政諮問会議提出資料)
- ・財政制度等審議会・財政制度分科会 [2014] 「我が国の財政に関する長期推計」(平成26年4月28日起草検討委員提出資料)