

### 第3セッション：「アベノミクスの経済政策」

進行役：岩田 一政 日本経済研究センター理事長  
報告：伊藤 元重 経済財政諮問会議議員・東京大学教授  
梅溪 健児 内閣府経済社会総合研究所長  
アダム・ポーゼン ピーターソン国際経済研究所所長  
討議：若田部 昌澄 早稲田大学教授  
吉川 洋 東京大学教授

#### 【報告1】

#### 「アベノミクスと日本経済について」

“On Abenomics and the Japanese Economy”

#### 伊藤 元重

アベノミクスはリーマンショック後の円高・株安による「失われた3年半」からの再生に重点を置いており、金融政策によってその基礎を築いたことは重要な成果である。失われた20年に根ざすデフレ期待を払拭することは容易ではないが、金融政策が「失われた3年半」の間に実行されたものとは異なることを示し、人々の期待を変えることが必要である。今回の政策の注目すべきことの第一は、金融緩和の規模が従来に比べ遥かに大きく、小出しではなく一気に行われたことである。第二は、日銀が長期国債を大胆に購入する点である。日銀が長期債の購入にこれまで消極的であった理由は、長期債の売却は債券価格の下落をもたらすことから、将来の出口を見つけるのが難しくなるためであった。したがって、今回日銀が大量の長期債を購入することの意味は、日銀が長期間にわたって金融緩和を続ける強いコミットメントを示したことに他ならない。デフレ下において家計セクターは金融資産、特に預金を積み上げた。しかし、株価上昇が持続し、物価上昇も始まれば、国民が預金から株式・投信に資産をシフトし始めると見込まれ、これにより実体経済が活性化するであろう。

現状では、日銀による大量の国債購入は、金融政策の枠内に収まっている。しかし、このような日銀の行動が政府に対し、財政赤字をより長期にわたって続けることが可能であるとの誤ったメッセージを送ることとなった場合、市場は日銀による財政ファイナンスととらえ、国債利回り上昇のリスクが生じる。また、民間の資金が民間投資に回ることとなれば、国債購入に回る分は少なくなり、長期金利が上昇し、「クラウディングアウト」となるおそれがある。これを回避するためには、民間投資を阻害しないように財政赤字を減少しなければならない。

機動的な財政政策のための国債の追加発行と、巨額の政府債務の存在は別の次元の問題であり、機動的な財政出動と財政健全化は両立しうる。機動的な財政出動は、景気後退を回避し、増税の政治的承認を得るために必要である。

デフレ脱却により債務の実質価値は大きく減少するが、インフレは財政健全化を部分的に助けるに過ぎず、社会保障制度の改革が必須である。短期的目標としては、デフレからの脱却と 2015 年度までのプライマリーバランス赤字の半減（2010 年度比）を実現する必要がある。消費税率は予定どおり引き上げていくことが不可欠である。

民間セクターの需要を増大させ、需給ギャップを埋めることが、デフレ脱却の実現と経済を成長軌道に乗せていくために必要である。「失われた 20 年」の間、企業、家計、金融機関のバランスシートは調整され、その意味で消費と投資の活性化に向けての環境は整備されている。これを実際に引き出すインセンティブを与えるためにも、デフレ脱却が重要であり、政府としては、大胆な規制改革を行う必要がある。

## 【報告 2】

### 「家計の期待上昇と新たな経済成長への意義」（梅溪健児、上野有子、多田洋介） “Improving Household Expectations and Implications for Renewed Growth of the Japanese Economy”

#### 梅溪 健児

2012 年末の安倍政権発足後、政府と日銀は「三本の矢」と呼ばれる政策を次々に実施してきた。2013 年 4 月末時点で、その効果は金融市場やマインド指標に顕著に現れている。特に株価については、海外投資家がアベノミクスに対していち早く期待を上方修正し、株価上昇の牽引役となってきた。簡単なイベントスタディで検証すると、市場参加者のアベノミクスに対する前向きな期待が株価上昇に反映されていると考えられる。

次にマインドの変化をみると、消費者心理が政権発足後に明確な改善を示したのに対し、日銀短観からみた企業マインドの変化は控え目であった。賃金や雇用統計に明確な改善はないものの、株価の大幅かつ持続的な上昇やアベノミクスに好意的なニュース等が消費者心理の改善に貢献した可能性がある。

今回のマインドの動きは、2002 年初からの景気回復期と対照的である。当時は、海外景気の回復が輸出業種を中心に企業マインド改善に弾みをつけたのに対し、生産コスト削減のため賃金や雇用の改善が遅れ、消費者心理改善は鈍かった。その結果、家計部門の確かな内需に裏付けられた景気回復ではなかったこともあり、リーマンショックによる世界貿易のメルトダウンに直面すると、我が国は急速に深刻な不況に陥った。

消費者マインドが家計支出に及ぼす影響に関する理論研究には幅広いものがあるが、複数の実証研究では、消費者マインドと現在や将来の家計支出とのリンクが示されている。そのうちキャンベルとマンキューは、恒常所得仮説に従って支出を決定する家計がある一

方で、一部の世帯では現在の所得と支出を一致させる、との枠組みを提示した。本稿では、そのモデルが日本の消費行動を説明できるかを調べるため、将来所得に関する消費者マインドの変化を織り込んで分析を行った。その結果、2000年代以降の我が国家計の消費行動はこのモデルと整合的であり、マインドの上昇（特に収入の増加見通し）は可処分所得の将来の増加を通じて、家計支出増につながるものが統計的に有意に示された。

この推計結果を用いて、消費者マインドが2013年を通じて高い水準を維持し、家計収入の増加がそれを裏打ちすると想定すると、2013年の実質消費支出は3%弱程度増加するとの示唆が得られた。

以上の分析から、マインドの改善がその実現を伴って強化されると、それが実体経済に対して持続的な押し上げ効果を発揮しうることが期待される（アカロフ・シラー両教授の言う「期待の乗数効果」）。すなわち、企業から家計への好循環の下で、賃金上昇や雇用改善など実体経済の好転が先行き期待の持続的な上昇につながるものが経済再生に必要である。

### 【報告3】

#### 「財政の矢の的中—アベノミクスの最大の課題—」

#### “Getting the Fiscal Arrow on Target—Abenomics’ biggest challenge—”

##### アダム・ポーゼン

日本経済の回復は世界にとって重要である。三本の矢のうち最も的に当てるのが難しいのが、財政政策である。「三本の矢」は、単に政策分野が金融、財政、構造改革の3つであるということではなく、三本セットになって初めて意味がある。アベノミクスはこの戦術を正しく理解している。

20年来日本を苦しめたデフレ状態から脱却するために、先般、日銀が行った一連の措置（第一の矢）はそれまでの政策を大転換したものであり、中央銀行が行うべきことをまきに行ったということである。

第三の矢である構造政策については、女性の熟練労働力をどう活用するのかが最も重要である。女性労働力を活用すれば、少子高齢化の悪影響を減殺する。また、TPPへの参加は構造改革にとって非常に重要であると考えている。

第二の矢である財政政策は的に当てるのが最も難しい。日本の場合、金利は低く、公的債務の海外保有分が非常に少ないこと等から、公的債務に関して直ちにリスクが生じるわけではない。しかし、高い公的債務水準には以下のコストが発生する。政府は利払い費に多くを回さなければならないため、より有効な公共投資にシワ寄せが行く。金融機関が大量に国債を保有することにより市場における資金の投資配分が損なわれる。円が大幅に減価するおそれがあり、その場合には、エネルギーの輸入コスト増大をもたらす。

来年以降に予定されている消費税増税は実施されなければならない。他方、増税に伴う影響をならすことが必要である。1997年の消費税増税の影響は大したことではなかったと

言う人がいるが、信じ難いことだ。増税の負の乗数効果はかなり大きいものである。大幅な金融緩和によってインフレが起こっているのに、経済成長を伴わないならば、人々や国債市場のコンフィデンスにとって最悪のシナリオとなる。

消費税増税に伴うGDPの変動をならすために一時的な政策が必要である。その手段としては、投資税額控除や加速度償却等の時限特例措置が考えられる。また、消費税増税前の2014年の春闘で、公共部門を含め、賃上げを実現することも賢明である。

### 【コメント1】

若田部 昌澄

アベノミクスは、第一の矢と第二の矢によるインフレ期待の増大が実質金利の低下をもたらし、直接間接に需要を高め、需給ギャップの縮小を通じて物価を上昇させる。そして資金需要の増大により貸出が増加し、労働需要の増加により賃金が上昇すると考えられる。今回はうまくいっているが、今後も日銀が引き起こす不況を繰り返さないために、日銀に大きな独立性を認めた1998年の日銀法は見直されなければならない。

財政健全化の必要性は誰も否定しないし、私がリフレ政策を支持する理由の一つも、財政健全化を実行できる環境にするためである。しかし、1997年の消費税増税による景気悪化の例もあることから、予定されている消費税増税については、増税の大きさとタイミングが問題となる。政府、日銀がその政策スタンスについて誤ったシグナルを送り、再びデフレレジームに戻るおそれがある。大恐慌から脱したものと誤認して緊縮政策に転じ、不況に逆戻りした1937年の米国の失敗も参考になる。こうしたことから、私は、消費税増税の延期を提案したい。政府は、増税のための経済的条件を再度強調すべきである。その条件の一つが名目3%、実質2%の成長であるが、これは一時的なものではなく長期継続的な条件と考えるべきである。たとえ増税延期が認められないとしても、法人税減税や投資減税など、その影響を和らげる方策がなされるべきである。

リフレレジームは、一時的なものであり、第三の矢である成長戦略が重要だが、「魔法の杖」はない。第三の矢は次のレジームの形成に重大な影響を与える。成長戦略に関する政府主導か市場主導かという考え方の違いについては、これまでの産業政策はほとんど機能してこなかったため、規制緩和による市場主導を支持する。

### 【コメント2】

吉川 洋

日銀の積極的なリフレ政策により、株価は急上昇し、円安となった。ただし、4月以降、金利が上昇している。日本では物価とベースマネーの相関はほとんどなく、金融緩和によりインフレ目標を達成できるかは不明瞭である。根強いデフレの要因は1990年代の不況における賃金決定のレジームチェンジにある。1990年代半ば以降、アメリカ、ユーロエリアの賃金が上昇しているのに対し、日本では賃金が低下している。金融政策により「インフ

レ期待」を直接変化させることだけでは、賃金・物価に影響を与えられないだろう。消費者心理も世代によってまちまちであり、今年1～3月期で、50～64歳は消費が増加しているが、40歳代以下では増加していない。

財政拡張ではなく、財政健全化が持続的な経済成長にとって必要不可欠である。2015年までに消費税率を10%に引き上げることは必要な第一歩である。引上げを避けることは国債市場の不安定化リスクを生み出す。1990年以降の財政収支の変動要因を見ると、財政赤字拡大の主因は高齢化による社会保障関連費用の増大である。このため、社会保障制度の改革が必要である。

日本の高度経済成長期に人口はそれほど急速な増加はしておらず、これまでの経済成長は、人口増ではなくイノベーションによるものであった。企業部門は借入より貯蓄をするようになってしまい、企業部門のイノベーションの欠如が現在の日本経済の大問題であり、デフレを悪化させている。第三の矢でこれが変わることを期待している。

### 【パネル討議】

**伊藤 元重**: 1997年の金融危機時とは異なり、現在の民間のバランスシートは良好だが、政府の財政状況は悪化している。基礎的財政収支の改善目標のためには消費税増税が必要であるが、円滑な増税を行うために何らかの調整は必要かもしれない。重要なのは市場がそれをどう捉えるかであり、市場が将来の財政健全化を信じていれば大丈夫である。債務の対GDP比はイタリアのほうが日本より大きいですが、前者は市場で問題とされ、後者は大きな問題とはされていない。

**アダム・ポーゼン**: 人口動態は運命であるからそれが引き起こすデフレ等の経済問題についてやるべき政策はないなどと主張する者がいるが、そうではない。吉川教授が図で示されたとおり、経済成長は人口の増加ではなくイノベーションによって起こるものである。

**岩田 一政**: 消費税増税は予定どおり行うべきだが、実施に伴う影響を補完することが重要である。日本経済研究センターでは、具体的な補完的措置（法人税減税、自動車2税の廃止）について提言している。

**吉川 洋**: 消費税増税による消費の短期的変動として、駆込み需要とその反動減がある。こうした短期的変動もならず必要があるのだろうか。

**若田部 昌澄**: 増税について、イタリア等は他に選択肢がなかったから実行したが、日本は金融政策の自由がある。増税の影響を和らげる補完的措置の必要性を強く支持する。歴史的にみると、デフレ局面にある中で財政健全化に成功した国は思いつかない。

### 【フロアとの質疑・応答】

**ジョセフ・スティグリッツ**: 「期待」が需要を高めるという点がかかり強調されていたように感じる。ポーゼン所長も述べていたが、投資税額控除は、現在と将来の投資にかかる相対価格に影響を与えるがゆえに、非常に重要なものである。異なる税は異なる効果と

副作用がある。消費税は逆進的であり好ましくない一方、環境税、炭素税などは、企業の投資を促進するなど、税収以外の効果もある。産業政策については、若田部教授は、機能していないと述べたが、バイオ産業など機能したのもあったはずである。財政健全化のデフレ的影響の相殺の仕方についてであるが、小規模な法人税減税は、新規投資に結びつかず内部留保を増加させる一方で賃金に影響しないと考えられ、分配の問題を悪化させるのではないかと。

**ジェフリー・サックス**：根本的な疑問として「経済危機」とは何なのか。日本の失業率は欧米より低く、果たして日本は「経済危機」であるといえるのか。

**リチャード・クーパー**：ポーゼン所長の「人口動態は運命ではない」というのはそのとおりである。退職年齢の引上げは日本で検討されているのか。年金問題に関係するだろうが、財政健全化への影響はどうか。

**浜田 宏一**：金融緩和について、吉川教授は効果が薄いと述べたと思うが、最近公表された内閣府「地域経済動向」では、すべての地域で雇用が改善していることを示している。ただちに物価上昇には影響がないかもしれないが、雇用に対する好影響も考えられるのではないかと。

**梅溪 健児**：我々の分析では、「期待」の上昇は消費者心理の改善を通じて家計消費に好影響を与えるという結果を得た。ただし、賃金上昇など実体経済の好転を持続的に伴っていることが必要である。また、退職年齢は、60歳から65歳に引き上げられつつある。

**吉川 洋**：現在は「危機」ではなく、「失われた20年」というのも誇張ではないか。過去20年間には、不況だけでなく実に多くのことがあった。日本の成長率が低いという者もあるが、高いとは言わないまでも妥当な水準ではないか。一方、失業率は低いというが、非正規労働者の割合が1/6から1/3に増えている。大企業にはキャッシュがあるのに、賃金は低いままであるなど分配面の問題があり、特に若者は将来を悲観的に見ているのではないかと。

**若田部 昌澄**：環境税については、スティグリッツ教授の言うとおりである。産業政策については、最近のコンセンサスでは、日本や韓国では疑問符が付くものである。なお、アメリカでは特定の産業というよりは、研究開発活動全般に措置を行っていると認識している。「危機」については、人的被害の増大、貧困層の増大、それにデフレのままでは財政や社会保障やそのほかの制度が維持できないといった点から定義づけられるのではないかと。