

# アベノミクスにおける期待の創出と喪失

水上 啓吾

大阪市立大学大学院創造都市研究科准教授

## 1. アベノミクスの効果と評価

安倍政権の経済政策は、アベノミクスという用語とともにその効果について大きな関心を集めてきた。当初の政策内容は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、の3点を「3本の矢」として掲げるものであった。政権発足後の株価上昇や大企業の業績回復によって、政策に対する広範な支持を得ることに成功したといえよう。ただしその一方で、全ての経済指標がこの3年間に改善したわけではない。また、当初アベノミクスの成果とされた指標も政策との直接的な因果関係は必ずしも明らかになっていない。

そのため、アベノミクスについては、評価が定まっているとはいいがたい。見解が別れる理由は、現在進行している事態を評価対象にしていることであろうが、実態が単線的な動きではないことにも原因

があると思われる。錯綜する評価の中で、本稿では、直近のデータまで含めて3年間の経済状況について検証することを課題としたい。

## 2. アベノミクスの政策体系と成果

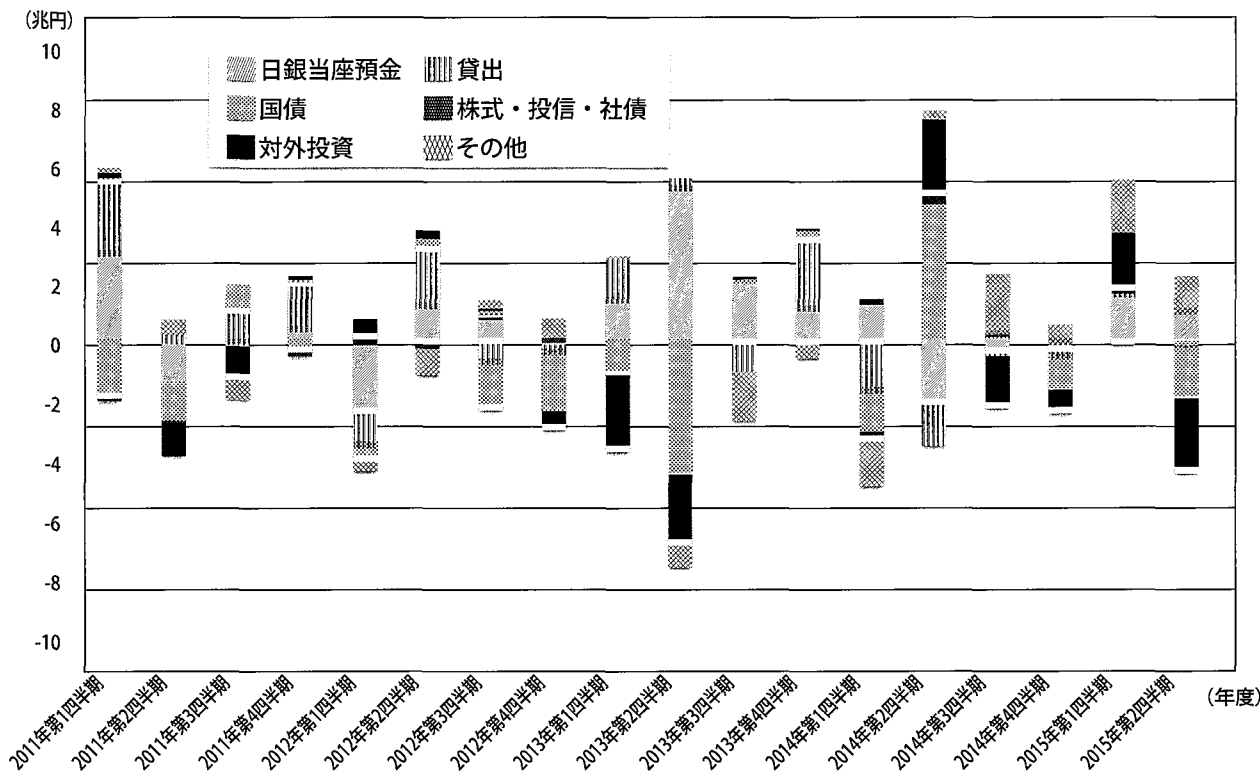
安倍政権発足後の経済政策において、最初に注目が集まったのは、第1の矢である大規模な金融緩和政策であろう。2013年1月には物価安定目標を掲げ、同年4月には量的・質的金融緩和政策を導入することで、日本銀行による大規模な長期国債買入を含めた更なる金融緩和がはかられたのである。ここでは、日銀が長期国債を買入れてマネタリーベースを増加させることにより、日銀当座預金が増大するものと想定されている。国債利回りよりも金利の低い当座預金がふくれあがるため、ポートフォリオ・リバランスが生じて市中銀行の貸出や投資が増大することが考えられる。その結果、需給ギャップが改善すれば期待どおりの成果があがったものといえよう。なお、こうした非伝統的な金融政策は、金利動向への直接的な影響とともに、市場参加者の期待に働きかけるという間接的な側面でも機能する可能性がある。

以上の金融政策体系は2013年中には政策意図に近い結果が出ていたものと評価することができる。図1は国内銀行の資産の変化である。2013年の第1四半期及び第2四半期には日銀による長期国債の大規模な買入がおこなわれており、それ

### みづかみ けいご

2010年、東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。博士(学術)。専門分野は、財政金融論。とっとり地域連携・総合研究センター研究員、鳥取環境大学地域イノベーション研究センター講師を経て、現職。著書に『日本財政の現代史2—バブルとその崩壊 1986～2000年』(共著、有斐閣、2014年)、『危機と再建の比較財政史』(共著、ミネルヴァ書房、2013年)、『交響する社会』(共著、ナカニシヤ出版、2011年)など。

図1 国内銀行の資産構成の変化



注: 四半期毎の値は後方4期移動平均値を使用した。「貸出」はコールローンを除く。  
出所: 日本銀行「資金循環統計(2015年9月17日公表分)」より作成。

にあわせて国内銀行の国債保有は減少したものと考えられる。他方、日銀の国債買入によってベースマネーが膨れあがり、国内銀行の日銀当座預金も増大することとなるが、2013年中は第3四半期を除いて貸出が増大している点を確認できる。

このように、日銀の長期国債の買入をおこなうことで長期金利が低下すれば、アメリカ国債との利回りの差が生じ、円安になることも想定できる<sup>1</sup>。安倍政権下で進行した円安の傾向は、輸出関連企業の業績の向上に直結するものと考えられ、実際に自動車や電化製品等の企業は2013年以降、軒並み業績を回復させることに成功した<sup>2</sup>。ただし、後述するように、輸出関連企業の業績回復が輸出の増大や日本国内の経済成長に結びつくとは限らない<sup>3</sup>。

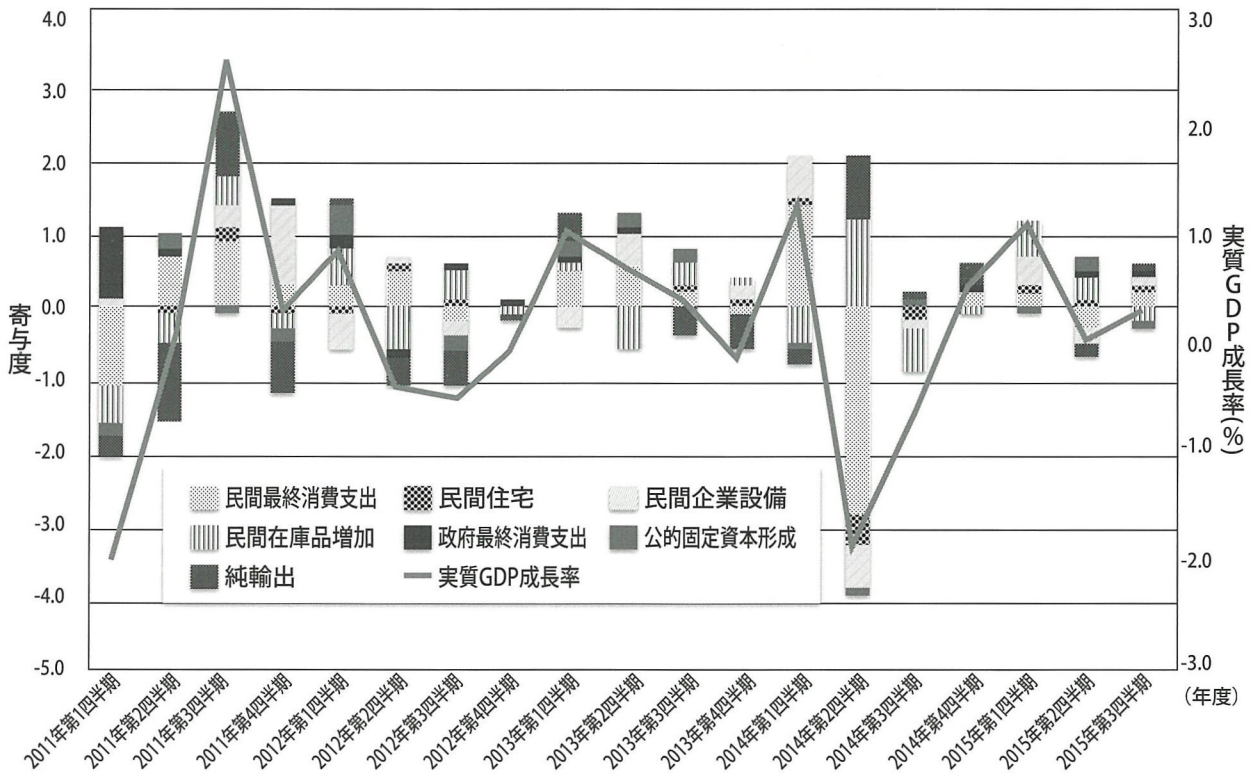
他方、安倍政権下でデフレ脱却と同等かそれ以上に注目されてきたのが株価の動向であろう。日経平均株価は安倍政権発足から2015年12月時点までは上昇傾向にあり、既にリーマンショック直前の水準にまで回復している。ただし、こうした株

価の変化は、上記の金融政策のみによってもたらされたとはいえない。

たとえば、世界最大規模の投資ファンドである年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は安倍政権下で内部統制の変更がなされ、株式投資を含む積極的な運用をおこなうようになってきた<sup>4</sup>。GPIFは2013年3月末時点の資産構成における国内株式は14.57%であり、時価総額は17兆5575億円であった。それが2015年3月末時点には資産構成における国内株式は22.00%であり、時価総額は31兆6704億円にまで増大している<sup>5</sup>。

さらに、日銀による特定分野への融資も強化されてきた。日銀では2010年6月以降、成長基盤強化を支援するための資金供給がおこなわれていたが、2012年12月には貸出増加を支援するための資金供給制度が導入された。前者が成長基盤を強化するか否か内容を審査するものであり、後者はそのための金融機関の貸出資金を日銀が供給する仕組みである。この貸付残高は2015年11月

図2 需要項目別寄与度の推移



出所:内閣府「国民経済計算(2015年12月8日公表)」より作成。

末時点で5兆円超にまで達している。なお、分野別で主なものとしては「環境・エネルギー事業」28.4%、「医療・介護・健康関連事業」15.6%、「社会インフラ整備・高度化」9.3%の3項目で過半数を占めている<sup>6</sup>。

GPIFの改革や特定分野への融資の強化については、安倍政権発足以前から賛否がありながら進められてきたことであったが、政権発足後に、より政府部門が資金の配分に介入する形で方向付けられたものと解釈できる<sup>7</sup>。

ただし、奏功しているようみえる金融政策の評価をする際に重要なのは、その成果が実体経済にもあらわれているか否かである。そこで、図2を使い、実質GDP成長の需要項目別に寄与度について四半期別に確認しよう。政権発足直前の2012年第4四半期から2014年第1四半期までは安定的に民間最終消費支出の寄与度が正の値を記録している。2013年はそこに公的固定資本形成の寄与度が加わり、安定的な経済成長が達成できたことを確認できる。民間最終消費支出と公的固定資本形成の寄与度の上昇はアベノミクスにおける第

1と第2の矢との関連性がある。

民間最終消費支出がどのような要因によって増大したのかについても検討する必要がある。2013年の家計消費状況調査をみる限り、二人以上の世帯の消費支出は対前年度比で1.0%の増大である。その中でも特に顕著なのが「家具・家事用品」であり、当該項目は対前年度比で4.3%の増である。他にも「教養娯楽」「被服及び履物」がそれぞれ2.7%、2.3%増加している。いずれの項目も世代別でみれば30歳未満の世帯の伸びが大きく、とくに「家具・家事用品」は30歳未満の世帯において対前年度比で13.1%の増であった<sup>8</sup>。

なお、需要面では、アベノミクスの第2の矢として掲げられた財政政策についても検証すべきだろう。当初の目標額は10年間で200兆円という規模であった。その実施の是非についてはここでは問わないとしても、デフレ脱却のために財政出動をおこない需給ギャップを埋めることが期待されていた。この目標自体が実現不可能な10年間という期限には達していないものの、年間平均20兆円と

いう規模の公共投資を続けることは現状では考えられない。実際、2013年にはGDP成長に公的固定資産形成の寄与を確認することができるが、2014年以降には同項目がGDP成長に寄与しているとはいいがたい。

### 3. アベノミクスの体系のほころび

こうした中、2014年第2四半期からは当初の好評価につながっていた経済指標が変化していくこととなる。引き続き図2をみると、消費税率が8%に引き上げられた2014年第2四半期には第1四半期に1.4を記録していた民間最終消費支出の寄与度は-2.9にまで低下している。消費税率引き上げ前のいわゆる駆け込み需要が無くなったことが影響していると考えられる。2014年第2四半期以降は民間最終消費支出が増加する時期も確認できるが反対に減少に転じる時期もあり、増大し続けていた2013年とは状況が異なる。

他方、民間住宅は増減を繰り返す最終消費支出の寄与度に比べると、安定して推移してきたといえる。GDP成長率に寄与しなかった2014年の前半を除けば、常に0.1前後の寄与度を記録し続けている。ただし、民間住宅の寄与度は安倍政権発足前の2012年第2四半期から継続して0.1程度であったため、アベノミクスの影響によって好転したとは評価できない<sup>9</sup>。

本来、内需の伸び悩みをカバーできるのは外需であろうが、寄与度に限ってみれば、変動が大きく安定的な経済成長に結びついていないとはいいがたい。円安は輸出関連企業において、仕向地での価格競争に優位に働くため輸出の増大に結びつく要因となるはずだが、実際には安定的にGDP成長の寄与するものではないことがわかる。加えて、依然として不安定な国際金融状況を考慮すれば外需ではなく内需が重要である。

こうした国内の需要を考える上では雇用や賃金の問題についても避けて通ることはできない。年々労働力人口が減少する中で、2013年1月から2015年10月にかけて雇用者数は増加している。

ただし、その内容を見ると、同期間に正規雇用労働者が5万人減少し、非正規雇用労働者が174万人増大している<sup>10</sup>。とくに近年の非正規雇用労働者の増大は若年層のみで生じているのではなく、中高年層での増大が顕著である。正規雇用労働者には年功序列型賃金体系が適用されることが多いものの、非正規雇用労働者はそのような賃金体系になっていないため、中高年層の非正規雇用労働者の増大は所得格差の拡大に直結する可能性が高い。

非正規雇用労働者と正規雇用労働者の賃金水準に関するこうした傾向は先にみた家計調査での支出の伸びともかかわってくる。というのも、2013年に消費支出を増加させているのは若年層中心であり、中高年層は消費支出を増やしていないのである。雇用問題によって期待が形成されず、消費が伸び悩んだ一つの要因であると考えられる。

このように実体経済の動向をみる限り、期待によって形成される民間最終消費支出の増大は、消費税率の引き上げによってほぼ無くなったものと考えられる。期待を強調するアベノミクスの政策体系においては重要な転換点であり、2014年第2四半期以降はその政策体系が行き詰まっていたといえる。他方、国内の消費が増加しなくとも外需によって成長する道も残されているが、持続的な経済成長に結びつく輸出の増加はみられない。

加えて、2013年中に成功しているようにみえた金融政策も行き詰まっている。図1で確認できた2013年中の国内銀行の貸出の増加は2014年に入ると減少に転じる。金融政策による需給ギャップの改善も明確な成果としてはとらえられなくなっているのである。

そうであれば、供給面で力を入れてきた産業分野は需給ギャップを埋めることができないままに行き詰まっていったことが考えられる。非伝統的な金融政策や政策金融によって上流から資金を流しても末端に届く前に、人々の欲求や期待は縮小した可能性があるだろう。

## 4. 届かない金融政策

以上で検討したように、当初多くの支持を集めたアベノミクスの効果は、2014年の前半で大きく変化してきた。あらためて振り返れば以下の通りとなる。

まず、実体経済への影響は消費税増税前の2013年中には堅調な動向であった。若年層を中心とした民間最終消費支出の伸びは実質GDPを押し上げることになった。ただし、この需要は消費税引き上げ前の駆け込み需要という側面があったことも忘れてはならない。2014年の第2四半期以降は、需要面で経済成長を支える要因は定まっていない。株価が上昇傾向にあったとしても、実体経済の成長に持続性が見込めない中で人々が期待を抱くことは難しい。

加えて、アベノミクスを支える政策体系も展望がみられない。当初10年間で200兆円と掲げられた財政出動も財政再建の圧力から画餅となっている。政府の裁量性は金融政策でのみ発揮できる可能性が残されているものの、そのことも実際には余剰資金の方向付けという側面が強い。かつ、産業への融資が増大しても国内の需要が伸びなければ、外需に頼らざるを得ないが、この間の円安基調にもかかわらず輸出は増加していない。既に政策の効果は期待できないものとなっている。

では、本当の期待はどこから生まれるのだろうか。家計調査から明かなように、この間所得の増加がみられなかった中高年層では消費支出の伸び幅は小さかった。暮らしの安定による不安の排除は期待に結びつく物と考えられる。しかし、生活を保障するはずの財政支出は消費税の増税にもかかわらず目にみえるものとなっていない。財政の健全化を大儀として診療報酬や介護報酬の引き下げが続くなかで、健康に生活する基盤さえも奪われることとなれば、将来不安が原因で他の支出を削減してでも貯蓄をする可能性も否定できない。

高度成長期の日本経済の特質として語られる加工貿易は外需に依存した経済成長を連想させる

が、国内の市場取引を増大させることによる内需の掘り起こしという側面があったことも忘れてはならない。外需にのみ活路を見出して国際競争力の向上に躍起になれば、足下の内需が減少するということにもなりかねない。とくにそのための施策が金融政策に傾倒してしまえば、株価の上昇は支えることができたとしても実体経済の活性化は困難となり、十分な効果はみられないのである。■

### 《注》

- 1 服部 (2014) pp.98-99
- 2 伊東 (2014) は株価の上昇が2012年の衆議院解散以前から始まっていることを指摘し、株価の上昇の主要因を海外からの投資の増大としている (伊東 (2014) pp.16-21)。また、野口 (2013) は円安の影響が大手製造業の増益の主因とせず、収益を悪化させているケースについても言及している (野口 (2013) pp.102-120)。
- 3 こうした円安傾向も公式の為替相場介入に比べると大規模に進んだようにみえるが、伊東光晴氏が指摘するように、公表されている介入時期が必ずしも実質的に影響を与えた時期と重なるとは限らず、民主党政権時代から埋め込まれていた可能性も否定できない (伊東 (2014) pp.25-27)。
- 4 根岸 (2015) pp.73-78
- 5 年金積立金管理運用独立行政法人「平成24年度業務概況書」および「平成26年度業務概況書」 (<http://www.gpif.go.jp/operation/archive.html>)
- 6 日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」 ([http://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt\\_ope/len\\_b/](http://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/len_b/))
- 7 安倍政権の金融政策に対する政府の介入と国家先導主義との関係については柿崎 (2015) において詳細が論じられている (柿崎 (2015) pp.62-71)。
- 8 総務省統計局「家計消費状況調査年報 平成25年」および「家計消費状況調査年報 平成26年」 (<http://www.stat.go.jp/data/joukyou/12.htm>)
- 9 ただし、消費税増税に合わせて住宅需要が減少することが懸念される中、住宅ローンの金利見直しはおこなわれた。とくに住宅金融支援機構の融資拡大や住宅ローン控除の増大により、民間住宅投資を下支えしてきたものと考えられる。
- 10 総務省統計局「労働力調査」 (<http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/List.do?bid=000000110009&cycode=0>)

《参考文献》

伊東光晴（2014）『アベノミクス批判—四本の矢を折る』岩波書店。  
柿崎明二（2015）『検証 安倍イズム—胎動する新国家主義』岩波書店。

根岸隆史（2015）「GPIF—年金積立金の運用体制の見直し」『立法と調査』第369号、pp.60-79。  
野口悠紀雄（2013）『虚構のアベノミクス—株価は上がったが、給料は上がらない』ダイヤモンド社。  
服部茂幸（2014）『アベノミクスの終焉』岩波書店。

