

アベノミクスの何が問題なのか

(報告) 高田太久吉

I アベノミクスの経済学

①リフレ論とインフレターゲット論

Paul Krugman, Japan Steps Out, New York Times, (2013/01/13)

過去3年間先進国の経済は悲惨な状況が続いたが、その原因は、高失業率にも関わらず思い切った政策を実行できない「陰鬱な主流派」の政策である・・・日本はバブル崩壊後何度も財政支出と金融緩和によって景気を押し上げようとしてきたが、その都度景気回復の兆しが見えると腰砕けになり、持続的成長の実現に失敗してきた・・・アベノミクスは日本国民のしみついたデフレ期待を払しょくし、円安は輸出業者を喜ばせている・・・今後大胆な財政出動が想定されるが、国債金利は安定しており、財政を圧迫する心配はない・・・安倍首相の国粹的・復古的イデオロギーを警告してくれる向きもあるが、アベノミクスが成功すれば、それは世界経済への福音となるだろう(同様の見解をスティグリッツも公表している)

②インフレターゲット論の実態

現在、米英をふくむ多くの国がインフレターゲットを公表している。

ただし、それは、デフレ脱却のためのインフレ政策ではなく、物価安定のためのインフレ上限設定である。

物価を引き上げるためのインフレターゲットを前面に掲げた金融政策は例がない。

③金融政策と「コミュニケーション」

Janett L. Yellin(FRB 副議長で浜田幸一が米国での講演で言及している人物)のスピーチより。Communication in Monetary Policy(2013/04/04)

他の政策分野と比べて金融政策ではコミュニケーションが特別な重要性をもつ・・・金融政策は特殊である・・・金融政策の効果は、公衆が数カ月あるいは数年後にどのような政策が行われると受け取るかに、決定的にかかっている。

過去2年間に米国金融政策の運営では「コミュニケーション革命」が起きた。コミュニケーションの主要な手段はバーナンキ議長の記者会見とその放映である

直近の政策金利の変動はあまり重要ではない。重要なことは、公衆が、公開市場委員会が政策手段としての政策金利をどのように利用すると「期待」しているかである

「FRBが経済状態に影響を及ぼす能力は、公衆の将来期待を形成する能力にかかっており、この

ためには、とりわけ、これからFRBがどんな政策を実施するつもりなのか、それが経済状態にどのような意味をもっているのかを公衆が理解するのを助けることが重要である

目下の非伝統的な政策スタンスから、いずれノーマルな政策スタンスに戻すための「出口政策」が必要になるが、この転換が経済に混乱を招来しないように、FRBはコミュニケーションツールを賢明に利用しなければならない。

浜田幸一の講演”Advising Economics”, Peterson Institute for International Exonomics
(2013/02/15)

「デフレも円高も本質的に貨幣現象である・・・金融政策を経済を完全雇用の軌道にもどすのに効果的であり、財政政策はそれを支援するのに役立つ・・・このことから自然にでてくるデフレ克服の処方箋は、適切なやり方で通貨を増発すること・・・伝統的な短期証券だけでなく、長期債や外国債をふくむ多様な証券を買いオペすることである」(浜田幸一)

ただし、この単純な主張を裏付けるために利用されるのは、複雑な経済理論ではなく、マネーサプライ、為替レート、工業生産の過去10年間のトレンドである。

II 金融政策の国際的潮流

①FRB政策転換の意味

景気見通しの改善

根拠になっているのは、雇用の緩やかな改善と住宅市場の落ち着き

「第三次量的緩和」(非伝統的政策)の終了について慎重な表現で展望を示す

雇用回復を条件にして、数四半期をかけて非伝統的方法での買いオペを終了する

その条件は、2.5%程度へのインフレの安定化と、6.5%程度への失業率低下

インフレ重視から雇用問題重視へ(逆ボルカーショック)

政策の軸足を金融政策から財政・雇用政策へ移すことを示唆

通貨増発による景気下支えは、所詮、「時間稼ぎ」で、投資・雇用・需要が伴わなければ、いずれ限界に逢着する。とりわけ重要なのは雇用である。

②FRB政策転換が引き起こす混乱

ドルは依然として圧倒的に大きなシェアを占める基軸通貨

世界的なマネーフローの変化とバブル期待の抑制(資産急騰の転換)

この予想にもっとも敏感に反応したのはヘッジファンド

日本株の売買に占める海外投資家の割合は60%前後で、そのうち半分近くはヘッジ

ファンドによる売買と見られる

「ヘッジファンド・リサーチによると、2013 年末にはヘッジファンドの運用資産額が 2.2 兆ドルに達すると推測している。邦貨換算で 200 兆円をはるかに超える巨額だが、デリバティブを駆使してのレバレッジ運用となると、10 倍のギアリングがきくと見てもまだ控えめである。つまり、2,000 兆円のマネーが、有利な投資先を求めて徘徊しているわけだ（三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券『藤戸レポート』5 月 27 日付）

③欧州中銀の金融政策

欧州中銀は欧州金融危機と不況の長期化、ドイツ経済の減速、加盟国の政情不安などに押されて、危機緩和のための金融緩和をなし崩し的に強化している

米国 FRB が QE 3 の終了に向けて動き出そうとしている局面で、EU は日本のアベノミクスに複雑な「期待」を寄せている

G 7 G 2 0 等でのアベノミクスに対する比較的寛容な評価

III アベノミクスの 3 つの罠

国債の罠

成長戦略に伴う国債増発と財政健全化政策の矛盾

2 年以内にインフレ 2 % 達成目標と人為的な低率国債金利との矛盾

国債金利（長期利回り）の上昇が引き起こす深刻な金融・財政問題

ゼロ金利と流動性の罠

ゼロ金利状態では、量的緩和政策を強化しても、マネーサプライは増加しない（投資・消費の持続的拡大は起きない）日銀が供給するベースマネーは实体经济への投資に向かわず、さまざまな金融資産、不動産、キャリートレードなどに回るだけ

ゼロ金利・長期不況での超金融緩和継続はバブル再発へのもっとも確実なレシピ

約束と期待の罠

先の Yellin 講演にあるように、日銀・安倍政権には、アベノミクスの修正や方向転換はもはや不可能である。アベノミクスの方向転換は、「市場に織り込まれた期待」を瓦解させ、予想と期待に依存する金融市場にカストロフを引き起こす

その影響は国内だけにとどまらず、国際金融市場に大きな混乱を波及させる

期待先行の政策は、一度スタートさせれば、それ自体が自縄自縛に陥らざるをえない

IV 「3本の矢」はどこに向かうのか？

①インフレターゲット論的的外れ

時間稼ぎとしての円安、バブル効果の限界

昨年 11 月以降、バブルを見込んだヘッジファンドの株買い越し+円ショートが激増 円安・株高をもたらした（純粋な金融相場＝バブル）

このバブル気配は、FRB の非伝統的金融政策転換によってすでに方向感を失った（株価、円相場、国債利回りの「ジェットコースターのような」乱高下）

すでに FRB の政策は、時間稼ぎの QE3 から、財政出動による雇用政策にバトンが渡されようとしている。ただし、オバマ政権の雇用政策は、かれの政治的基盤がぜい弱で、成功する見通しは乏しい（これこそが根本的問題）したがって、QE3 からの脱却を可能にする雇用改善（失業率 7%以下）の実現には、予想よりも長い、綱渡りの期間が必要であろう。この間、不安定な政治経済状況が続くことになる。

②成長戦略と雇用問題

金融バブルは、所詮、制御の難しい「時間稼ぎ」の綱渡りにすぎない

日本でもできるだけ早期に経済政策の目標を的的外れの「デフレ脱却」＝物価上昇、から雇用創出に切り替える必要がある。しかし、「世界で企業がもっとも活躍しやすい経済」をめざす外資依存の成長戦略は、展望のある雇用政策を不可能にする

これまでのバブル依存のカラ景気政策が行き詰まりを見せている現在、次の成長戦略が期待をかけるのは、金融バブルにつづく不動産バブル（3 大都市再開発プロジェクト+東京オリンピック）であろう。そうなれば、不動産バブル（これはすでに始まっている）は、その資産効果を通じて、現在以上の大規模な金融バブルを引き起こす。金融バブルと不動産バブルの複合バブルは、80 年代末バブルの再現となる。

このシナリオを回避するためには、バブルと外資依存の経済政策を転換し、政府による大規模な雇用創出政策が必要

③財政の罨と消費税引き上げ

財政の罨からの脱却は、いわゆる「財政健全化」ではない

財政健全化を雇用創出に優先する政策は根本的に間違っている

財政健全化を言いながら「企業減税」を打ち出すアベノミクスの奇怪さ

消費税引き上げの撤回による内需増進は重要であるが、安倍政権のままで「撤回」すれば大きな政治的・経済的混乱が起きる（約束の罨）

したがって、政策転換は政治の転換を伴わなければならない。

雇用創出による経済回復の展望を提示できる強力な政治が必要である。