

共通論題

[アベノミクスと金融市場・実体経済]

『証券経済学会年報』第50号 2015年9月

概要

佐賀卓雄

日本証券経済研究所

伊豆久

久留米大学

いわゆる「アベノミクス」は金融政策（異次元の金融緩和）、財政政策（公共投資）、そして成長戦略の「三本の矢」から構成されている。2013年3月に黒田東彦氏が日銀総裁に就任し、日銀の国債などの金融資産の大量買入れによる「量的・質的緩和」、つまり「第一の矢」が放たれた。これ以前から株価は上昇し始めていたが、日銀による金融市場への積極的な介入を好感して、株価はしばらく上昇基調を続けた。「第二の矢」は「国土強靱化政策」と呼ばれ、災害に備えて10年間に200兆円の公共事業を実施する計画である。さらに「成長戦略」は日本経済の成長力を高め、それによって税収増と財政再建を目指すものである。

現在のところ、日銀の「異次元の金融緩和」が先行し、特に「成長戦略」については議論が続けられ、企業の「稼ぐ力」の向上などについての一部の政策（ステewardシップ・コードの制定、コーポレートガバナンス・コードの制定に向けた取り組み）が提示されているものの、その全体的な輪郭と成果らしいものはみられない。振り返ってみれば、最初に「成長戦略」が掲げられたのは小泉政権の時であるから、それから10年間、歴代内閣が半ば呪文のように唱えてきたのである。その結果は改めて説明するまでもない。

したがって、この時点で安倍政権の経済政策（特に実体経済との関連）を論じるのはやや時期尚早の感がない訳ではないが、金融市場に重大な影響を及ぼしているため、今後の展望を行う意義は大きいといえる。

翁邦雄氏（京都大学）は、「アベノミクス」が円安誘導、景況感の好転に成功し、一定の成果を上げたと評価する。しかし、安倍内閣の経済政策はアベノミクスの「三本の矢」と同一ではなく、2000年代前半に提

案されていたデフレ脱却手法（スベンソンの円安コミットメント、バーナンキのマネタイゼーション、フェルドスタインの消費税の持続的引上げ）を組み合わせたものであるが、そこには大きな副作用が存在する可能性があるとする。

現状は、実体経済の好循環は未だ実現しておらず、「2年間で2%のインフレ目標達成」は実現困難であるものの、労働力減少経済で潜在成長力の天井が低く、人手不足も顕在化していることから、2%のインフレ率達成はいずれ可能という。しかし、財政の持続可能性とインフレ目標の両立は困難で、日銀保有の長期国債売却による金融政策の「正常化」（「出口戦略」）は不可能であると結論する。

地主敏樹氏（神戸大学）は、日米の金融政策（アメリカの2008年11月以降の信用緩和（量的緩和）（QE1～3）、日本の黒田日銀総裁の下での量的質的緩和（QQE、異次元緩和））の効果を分析する。そして、前回の日銀の量的緩和と比較して、今回の異次元緩和が、①2%という目標インフレ率の明示、②マネタリーベース倍増という量的目標の明示、③長期国債の購入、といった点の変更点であることを指摘し、積極的に分かりやすい一方で、具体的な方策や日銀当座預金残高についての情報開示が十分でないことを指摘する。

地主氏はアメリカのフォワードガイダンスの内容を検討して、最適金融政策の考え方の下ではゼロ金利や低金利の継続の可能性が強いという。

川北英隆氏（京都大学）は、アベノミクスと株式市場の関連について報告した。川北氏は、各国の企業業績と株価水準、PBR、PERの動向について紹介した

上で、京都企業の海外展開に注目して、その高業績の要因を析出する。アベノミクスの柱の一つが地方創生にあるから、この点は重要な論点であろう。

川北氏はスチュワードシップとコーポレートガバナンスにも注目する。前者については2014年2月にコードが策定され、後者については同年11月にコードの骨格が提示され策定に向けた議論が続けられている。これらの取り組みはいくつかの課題があるものの、わが国企業が株主を含めた多様なステークホルダーを意識した経営に向かわせる効果が期待できる。

しかし、これらの取り組みとアベノミクスが今後の企業業績の回復をもたらすかどうかははっきりしないと結論する。

吉野直行氏（アジア開発銀行研究所）は、アジアの高い成長に注目し（世界のGDPに占める割合が1990年の23%から2050年には50%になる見込みである）、その旺盛な資金需要に応えるための債券市場の育成が不可欠であることを指摘する。アジア諸国の金融市場は銀行中心であったが、その背景には、①長期の投資を行う生命保険や年金基金などの機関投資家が十分に育っていないこと、②担保付社債（covered bond）の発行もほとんどなく安全性に見劣りする、③多様なリスク・プロフィールを有する社債がなく投資家のニーズに応えることができない、といったことが指摘できる。しかし、バーゼル規制の影響もあり、銀行はリスクの高い分野への融資を行いにくくなっており、「ふるさと投資ファンド」、「再生ファンド」、「風力ファンド」など、様々なファンドの組成とその育成が急務の課題となっている。

四氏の報告はアベノミクスの当面の成果についてはどちらかといえば肯定的なものの、その副作用と将来的な展望については悲観的あるいは危惧する指摘が多かったように思われる。

一つは、高齢化と少子化により労働力人口が減少し潜在的成長力に対して抑制的な力が働くため、現状のままでは成長戦略による税収増加および財政再建は困難なのではないかという共通の認識である。これに対しては、四氏とも高齢者および女性労働力の積極的な活用を支持されたが、移民の本格的な受入れについては、これまでの日本が十分な経験とノウハウの蓄積がなく、それにともなう社会的軋轢の処理という困難な問題を考えれば積極的に勧めることはできないという点で意見が一致した。

第二に、吉野氏は、財政再建について社会保障費と地方交付金のカットが避けられないが、それに加えて増税も必要と指摘した。この問題は2011年頃から「財政再建か成長か」という形で論じられ、アメリカではオバマケアの導入に関連して大きな論争点になった。負債の累積が成長率を引き下げる圧力になっているという認識が広まりつつあり、日本でももっと積極的に議論されるべき問題であろう。

第三に、日銀の「出口戦略」に関連して、その保有国債の売却損（あるいは評価損）の処理について質問が寄せられた。これについては、翁氏はゼロ金利からどのような方法で脱するか（長期国債の売却による正常化は不可能なため、超過準備への付利や大規模な準備率の引き上げ）に関連しているが、いずれの方法も簡単ではないと指摘した。

最後に、アジア諸国のインフラ整備のため民間と公的資金の組み合わせによるインフラ整備投資が必要であるが、さらには日本の「ふるさと投資」の定着・拡大のためには、クラウドファンディングなどの新しいチャネルの活用が必要であることが指摘された。

(2014.11.2 第82回全国大会)