

APIR Commentary No.39

アベノミクスとオバマノミクス

オバマノミクス

米国のオバマ政権は2009年2月に発足した。その頃米国経済は2008～09年の世界大不況の真っただ中であつたが、連邦政府は議会の定めた負債上限に縛られて、国債増発による伝統的な財政支出は不可能な状態にあつた。勢い、不況への対応は連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策に頼らざるを得なかつた。

不況の中で短期金利はほぼゼロに近く、学会でも政策担当者の間でも、伝統的な金融緩和策によってさらなる金利低下から設備投資を刺激する方法は機能し得ないと考えられていた。そこでFRBがとった手段は、国債だけでなく、住宅債権を背景とした証券等も大量に買い、金融市場への資金供給を増やすことだつた。この一連の政策は「量的緩和政策（QE）」と呼ばれ、FRBが買い入れる債券の規模や範囲が大幅に拡大されたことは「非伝統的金融政策」と呼ばれた。

量的緩和政策は3次にわたって発動された。¹発動のたびに長期金利は下落に転じた。当然短期金利は動きようがなかつたが、資金は株式市場に回り、直ちに株価の上昇が始まつた。米国では株式を中心とする証券が庶民の貯蓄手段として、あるいは年金の運用先として広く保有されている。

資産価格の上昇は「資産効果」を生み、個人消費支出を押し上げた。他方、積みあがっていた家計負債の対可処分所得比率も改善していった。連邦政府の側では、09年にアメリカ復興・再投資法（ARRA）を制定し、雇用対策に乗り出した。

アベノミクス

それから4年後の2012年12月、日本では安倍内閣が誕生した。安倍内閣は日本銀行総裁にデフレ対策に積極的な黒田東彦氏を任命し、着任後ただちに黒田総裁は「量的緩和」政策を実行した。²この拡張的金融政策はアベノミクスの第一の矢と呼ばれた。他方で安倍内閣は、東日本大震災からの復興を名目に、伝統的な公共事業費の積み増しによる積極財政を展開した。これが第2の矢だつた。第3の矢としては、大胆な規制緩和策を含む構造改革が構想されているが、それが実行されたとしてもGDPに目立った効果が出るのは数年先と思われる。

日本でも量的緩和政策の効果は株価の上昇となって現れた。ただ日本では家計のポートフォリオに占める証券の割合は米国における預金の割合と同程度で、小さい。したがって、株価上昇の恩恵は、主として公的年金基金の運用実績改善と株式を保有する企業のバランスシートの改善効果に消えてしまい、資産効果によって個人消費が拡大するという効果は大きくなかつたと思われる。³

以下ではアベノミクスとオバマノミクスが導入された後の両国のGDPの動きに注目してみよう。

¹ 第一次量的緩和（QE1）は08年、QE2は10年、QE3は12年に実行された。

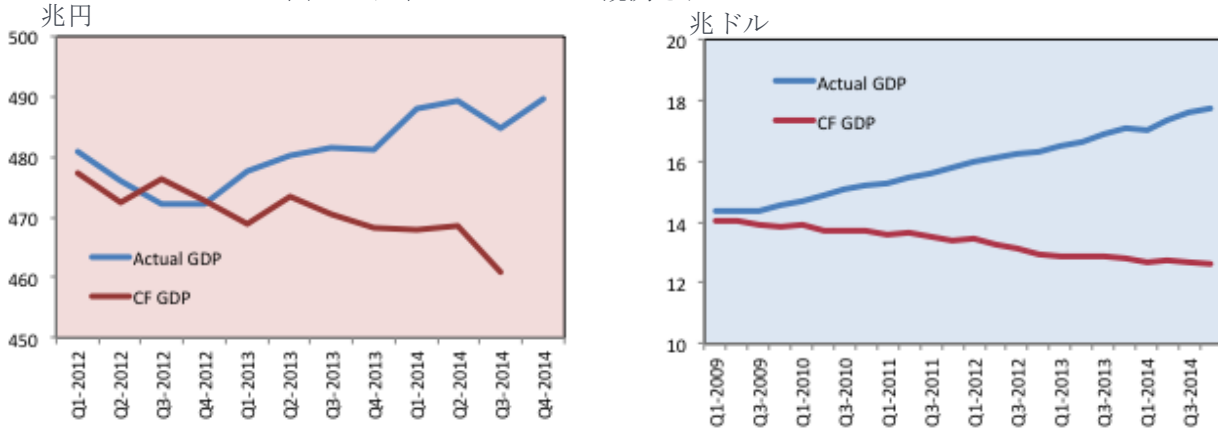
² 日銀が初めて量的緩和策を導入したのは2001年である。

³ 本多佑三氏は、日本でも非伝統的経済政策が資産効果を通じて実体経済にプラスの影響を与えたと評価する。Yuzo Honda (2014), "The Effectiveness of Nontraditional Monetary Policy: The Case of Japan," The Japanese Economic Review, Vol.65, No.1, pp.1-23.

カウンターファクチュアル分析

実は日本の GDP はドイツ(+)、ノルウェー(+)、トルコ (-)、インドネシア (-)、オランダ (-)、イギリス (+)、スロバキア (+) の GDP でよく説明がつく。米国についてはノルウェー (-)、スペイン (+)、オランダ (-)、南アフリカ (-) の説明力が高い。カッコ内の符号は影響の方向である。

図1 日米の CF-GDP と観測された GDP



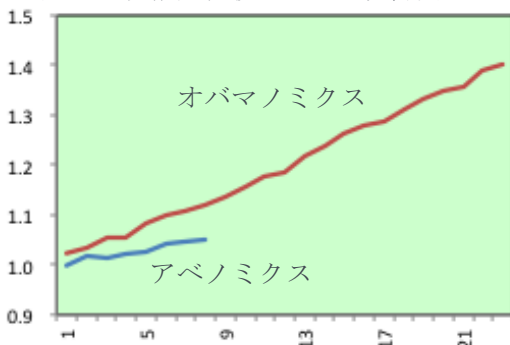
この結果に基づいて、安倍政権とオバマ政権以前の統計的構造が不変のまま続いていたとしたら両国の GDP はどう推移していたかを推定したのが、図1の赤線のグラフ (CF-GDP) である。CF-GDP にはアベノミクスの影響もオバマノミクスの影響も含まれていないため、それをアベノミクスやオバマノミクスが採られなかった場合に実現されていたはずの可想的な GDP とみなすことができる。その CF-GDP は両国においてともに下降を続ける運命にあった。

アベノミクスとオバマノミクス

これに対して、実現された GDP は上図の青線で示したような推移をたどり、両国とも CF 値を上

回って上昇した。この結果は、間接的ながら、アベノミクスもオバマノミクスも、あり得た GDP を引き上げることに成功したことを示している。⁴

図2 政権交代後の GDP 改善度



最後に、CF-GDP を基準にした GDP の改善効果を両国で比較したのが図2である。横軸は政権誕生から経過した四半期数を表している。これによると、新政権誕生後の GDP 改善効果は、日本が 2014 年 Q3 で 5% だったのに対して、米国のそれは 2014 年 Q3 で 40% だった。明らかにオバマノミクスの方がアベノミクスよりも大きな効果を発揮したのである。

<研究統括 林 敏彦 contact@apir.or.jp 06-6485-7690>

・本レポートは、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
 ・本レポートは信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された内容は、今後予告なしに変更されることがあります。

⁴ どの程度、どのような道筋をたどって政策変更が GDP に影響を与えたのかについては、分析に必要なデータが揃った後に行われるはずの伝統的マクロ経済分析を待たなければならない。