

## 検証・アベノミクス(1) 期待先行で株高と円安が進む

担当：福田慎一、東京大学

2013/10/7 付 日本経済新聞 朝刊

自民党の安倍晋三政権が誕生してから約10カ月がたった。同政権の経済政策「アベノミクス」への国内外の関心が一段と高まっている。(1)大胆な金融緩和(2)機動的な財政出動(3)民間投資を喚起する成長戦略——を「3本の矢」として、長引くデフレ経済から脱却することが最大の目的である。



このシリーズでは、現段階で利用できるデータに基づき、アベノミクスとはどのような政策なのかを簡単に整理する。そのうえで中間評価の意味を含め、浮き彫りになってきた課題を指摘する。

アベノミクスにまず好意的に反応したのが金融市場だった。日経平均株価は大幅に上昇。安倍政権の誕生前は9000円を割り込んだが、2013年5月には一時1万5000円を上回った。外国為替市場でも円安が急速に進んだ。アベノミクスが始まる前は1ドル=80円前後だった対ドル相場は13年4月以降、同100円前後で推移する。

実体経済も個人消費を中心に回復し、13年の実質成長率は4～6月期まで2四半期連続で前期比年率3%を超える高い伸びを示した。足もとでは遅れ気味だった企業の設備投資も持ち直す兆しを見せ、景気回復はさまざまな経済指標に裾野を広げている。金融市場はやや不安定ではあるが、デフレ脱却に向け、ようやく明るさが見えてきた。

デフレが長引く日本の状況は異常だ。その閉塞感を打破することが持続的な成長を実現するうえで望ましく、大胆な経済政策も必要になるだろう。だが、現状はなお期待先行で、実体経済が本当にどれだけ回復するのかを見極めるにはもう少し時間がかかりそうだ。

(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(2) 大胆な緩和でインフレ予想喚起

担当：塩路悦朗、一橋大学

2013/10/8 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」のうち最初に大きな影響を与えたのが、「第1の矢」である大胆な金融緩和だった。それには2つの大きな転換点があった。



1つ目は日銀が2013年1月下旬に発表した消費者物価指数を年率2%に引き上げる「物価安定の目標(インフレ目標)」の導入。2つ目は黒田東彦総裁を中心とする新体制の日銀が4月4日に決めた「質的・量的金融緩和」の採用だ。

インフレ目標率の導入は、日銀が政策目標の設定を含め独立性を持って金融政策を実施するそれまでの慣習が事実上変更されたという点で重要だ。ただ、それに代わる新しい枠組みが法改正などで確立されたわけではない。政府と日銀の共同声明ではデフレ脱却が双方の連帯責任とされた。

これに対し、質的・量的金融緩和の採用は、日銀から市中に出ていくお金であるマネタリーベースを2年間で2倍に増やすことが軸の「異次元の金融緩和」だった。これまでとは違うという「レジームチェンジ(体制転換)」を印象づけることで、人々のインフレ予想(期待)に働きかけようとした点である。予想インフレ率とともに現実のインフレ率がスムーズに上がれば、年率2%を達成できるかもしれない。

日銀のような中央銀行が人々にインフレ予想を抱かせることができるのは、緩和姿勢が将来も続くと確信させたときである。それには大胆な行動が伴うことが重要だ。だから日銀は長期国債の大量購入に踏み切った。だが長期国債を買えば、保有期間は長くなる。満期前に売れば国債市場への影響も懸念される。

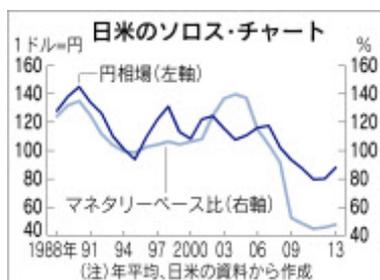
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(3) 為替相場への緩和効果は不鮮明

担当：加納隆、一橋大学

2013/10/9 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の「大胆な金融緩和」の効果を考察する際、名目の外国為替相場への影響が無視できない。2012 年末から進んだ大幅な円安は、輸出企業を中心に日本経済にプラスの影響を与えた。しかし、それがどこまで金融緩和策に起因する効果かは、議論が分かれている。かつて「ソロス・チャート」として金融緩和と為替相場の相関が知られたが、最近はずしも明確でない。



ソロス・チャートとは名目為替相場が2国間のマネタリーベース(市中に出回るお金の量)比率と強い正の相関を持つという経験則である。これが成立すれば、日銀が金融緩和でマネタリーベースを拡大すればするほど円安が進むことになる。

円ドル相場と日米マネタリーベース比率(日本の数値を米国の数値で割った)を1988年から比べると、短期的にはかい離しながらも2002年までは同じ傾向を示していた。だが、その後は2つの変数に明確な相関が見あたらない。アベノミクス導入後の円安・ドル高も日米マネタリーベース比率に劇的な反転がない段階で急に進んだ。

これは、為替相場を決定するうえでは、どのような金融政策を実施したかだけでなく、どんな政策を採用するかという期待形成が重要だと示唆する。

アベノミクスの下で円安が進む背景には貿易赤字の拡大や海外経済の影響もあった。それよりも重要だったのは政府と日銀が将来の政策運営への強いコミットメント(関与)を示したことだ。それが市場の期待を一変させ、ソロス・チャートのような経験則を超え、円高の修正につながった。

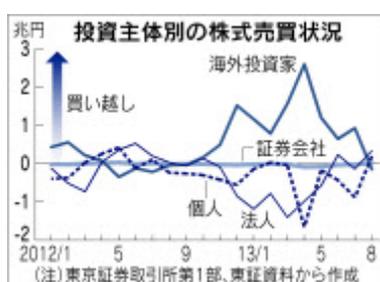
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(4) 海外投資家による資産価格上昇

担当：福田慎一、東京大学

2013/10/10 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の大きな特徴は、従来とは根本的に異なる大胆な経済政策を表明してデフレ脱却を目指す斬新な方法にある。株高という資産価格の上昇は消費者心理を改善し、消費主導の景気回復を実現した。円安も進み、輸出企業を中心に業績が大幅に改善した。



アベノミクスによる実体経済の着実な回復はいまだ、急に進んだ株高や円安に支えられている側面が多いという事実には留意する必要がある。景気に関する過去の様々な指標や調査をみても、消費者や経営者の意識は資産価格の動きとともに振れることが多い。仮に株価や円相場がアベノミクスが始まる前の水準に戻れば、景気が再び腰折れする事態もあり得る。

重要な点は、このような市場環境の一変を主導したのが国内の投資家ではなく、海外の投資家であったという事実だ。

例えば、東京証券取引所1部に上場する企業の株式の売買状況を投資主体別にみると、2012年11月ごろまでは国内外の投資家の間に顕著な差は見られなかった。だが、同年12月の安倍政権の誕生後、株価調整が進んだ13年8月を除き、海外投資家は大きく買い越した(買いが売りを上回った)。一方、国内投資家は法人、個人ともに売り越しの幅を広げた。

アベノミクスによる市場期待の好転は海外投資家に支えられてきたといえる。裏を返せば、海外投資家の期待が悪化する場合、これまでの好循環が反転するリスクがあることも示唆している。デフレ経済からの自律的な回復が本格化するまで、アベノミクスの成否は海外投資家が握っている。

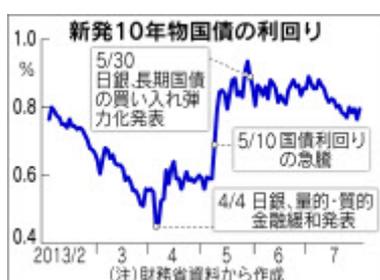
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(5) デフレ脱却は長期金利にらんで

担当： 山田潤司、富山大学

2013/10/11 付 日本経済新聞 朝刊

日本銀行は量的および質的な金融緩和により、年率2%のインフレ目標に向け市場の期待を上向かせることに成功した。だが、政府債務が引き続き拡大するなか、安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の副作用の一つとして、長期金利の上昇リスクが懸念される。



長期金利は2013年4～5月ごろに乱高下した。5月10日から14日までの3営業日では10年物国債の利回りが0.69%から0.845%に急騰した。日銀が保有する長期国債の残高が膨らんだために国債市場の流動性が低下したからだ。

長期金利の高騰は、貸出金利の上昇を通じ設備投資や住宅投資を抑制するだけでなく、国債の利払いを増やして政府債務を一段と増加させる可能性がある。国債は利回りが上がると価格が下落するので、長期国債を大量に保有する金融機関の健全性を損ないかねない。

この乱高下をみた日銀は5月30日、長期国債の買い入れを弾力的に実施すると発表した。一本調子の大量購入を避ける内容だった。その後、長期金利は落ち着き、7月以降はむしろ低下傾向にある。だが、長期金利の動向は人々が抱く将来のインフレ率や経済成長率の予想などが左右する。

デフレ懸念が払拭され、インフレ期待が一段と高まれば、名目の長期金利には再び上昇圧力がかかるはずだ。政府と日銀は長期金利をにらみながら、デフレ脱却を目指さなければならない。

財政赤字を抑える努力も必要だ。財政再建のメドが立たなければ国債の信用が揺らぎ、長期金利は上昇しやすくなる。財政政策は機動性と健全化の両立が欠かせない。

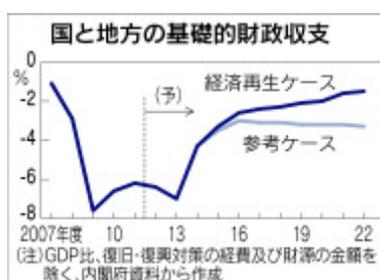
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(6) 基礎的財政収支の黒字化は困難

担当：土居丈朗、慶應義塾大学

2013/10/14 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の「第2の矢」が、機動的な財政出動である。2012年12月の安倍政権発足から間もなく、東日本大震災からの復興、事前防災・減災、地域活性化などを狙いとして12年度補正予算が編成された。総額13兆1千億円にのぼる財政支出が追加された。



このうち公共事業費は4兆7千億円増え、12年度の当初予算で計上できず補正で扱った基礎年金の国庫負担を除くと、支出増額分の約45%を占める。補正予算の財源は主に国債の増発で得た。

安倍政権はさらに、12年度補正と一体で位置づけた13年度当初予算を編成した。これも財源が乏しいまま歳出を拡大、一般会計では92兆6千億円の歳出のほぼ半分の財源が公債発行に依存する。

機動的な財政出動はデフレ脱却に向けた短期的な景気対策である。ところが、財政健全化との両立が厳しく問われ、財政出動の効果は大きな印象を世間に与えなかった。

安倍政権は13年1月に閣議決定した13年度の予算編成の「基本方針」において、基礎的財政収支(プライマリーバランス)の国内総生産(GDP)比を15年度までに10年度の水準から半減、20年度までには黒字に転換させる計画を明記した。だが、財政はなお危機的だ。

14年度と15年度に予定する消費税率の引き上げを織り込んでも20年度の基礎的財政収支の黒字化にメドが立たない。内閣府は当面の同収支の見通しを図のように示す。経済の急回復を見込む「経済再生ケース」でも黒字化はできない。回復が遅れる「参考ケース」ではさらに深刻な事態を迎えることになる。

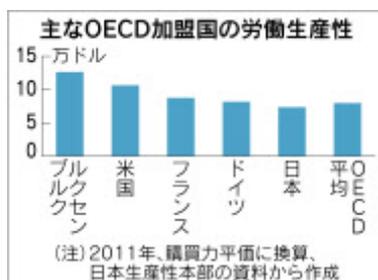
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(7) 成長戦略には既得権者が抵抗も

担当：塩路悦朗、一橋大学・福田慎一、東京大学

2013/10/16 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権が6月に閣議決定した日本再興戦略が経済政策「アベノミクス」の「第3の矢」である。これは新たな成長戦略で(1)産業の新陳代謝の促進(2)ベンチャー企業参入の加速(3)規制改革(4)人材の活用(5)科学技術の振興——などが柱。生産性を高めて民間投資を促し、10年間平均の国内総生産(GDP)の伸び率は名目で約3%、実質で約2%を目標にする。



大胆な金融緩和による景気回復の動きを今後も続けるには、人々の期待通りに实体经济を拡大させる必要がある。そのために日本再興戦略は、民間の力を最大限に引き出し、新たな成長への道筋を示そうとしている。

日本の労働生産性(就業者1人あたり名目GDP)は回復傾向だが、主要先進国のなかでは低水準だ。日本生産性本部の資料によると、2011年は約7万3千ドルで、経済協力開発機構(OECD)加盟国の平均(約7万9千ドル)を下回った。

生産性を高める政策の目的は、全員に分配できるパイを拡大することであり、疑いの余地なく望ましい。安倍政権の前にも多くの内閣が成長戦略を策定してきたが、十分に実行された例は皆無といえる。総論で賛成しても、各論では反対する関係者が多かったためだ。

既得権益を持つ人から反発を受ける一方、効果は広く薄く行き渡るので賛成の声はあまり大きくない。例えば、首相の諮問機関として1月に設けられた規制改革会議は、競争力の高い農業の育成を目指す。株式会社の参入規制の緩和を含む政策には抵抗する農業関係者が多い。日本再興戦略の実現には政治家の強い指導力が必要だ。

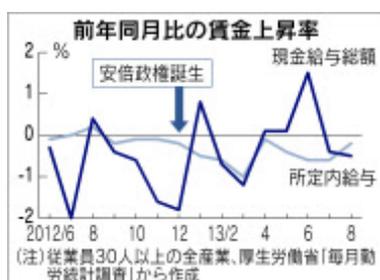
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(8) 景気回復でも賃金上昇は遅れる

担当：川口大司、一橋大学・福田慎一、東京大学

2013/10/17 付 日本経済新聞 朝刊

日本経済において最大の需要項目は個人消費である。このため家計の購買力(所得)が増えなければ本格的な景気回復は難しい。安倍晋三政権の経済政策であるアベノミクスがデフレ脱却を実現するためにも賃金を引き上げる必要がある。实体经济は2012年末の安倍政権誕生後に消費を軸に回復しているが、賃金の上げ足は鈍いままだ。



厚生労働省の毎月勤労統計調査によると、従業員30人以上の事業所の現金給与総額(所得税や社会保険料などを差し引く前の給与総額)は13年6月、前年同月比1.5%増の顕著な伸びを示した。ところが、上昇の主因はボーナスなど特別に支払われた給与や残業時間が増えたことによる所定外給与の増加だった。

ボーナスや残業代などを除いた所定内給与(所定労働時間の労働の対価として支払われる賃金)は13年8月まで12カ月連続で前年同月の実績を下回った。下落幅はパートタイム労働者がフルタイム労働者より拡大する傾向である。だが、フルタイム労働者の所定内給与もいまだ明確な上昇を確認できていない。

アベノミクスによる大胆な金融緩和や円安による輸入価格の上昇が消費者物価を押し上げつつあるなか、賃金に先行して物価が上昇する傾向が顕著になり始めている。

多くの経営者はなお景気の見通しに慎重で、本給の引き上げに踏み切れない。安倍政権は経済界に賃上げを求めた。しかし、賃金は労働生産性の向上に伴い上昇することが自然だ。賃上げの実現には、安倍政権の新成長戦略である日本再興戦略で労働生産性を着実に高めることが近道になる。

(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(9) 雇用改善の背景に非正規の増加

担当：川口大司、一橋大学・福田慎一、東京大学

2013/10/18 付 日本経済新聞 朝刊

安倍晋三政権の新成長戦略である日本再興戦略は産業の新陳代謝を促すことで若者、女性、高齢者が活躍できる社会の実現を目指す。労働人口が減っていくと見込まれる日本経済では、新たな成長分野でこうした人たちの雇用機会を広げ、人材を育成することが持続的な成長の達成に大きく貢献すると考えられる。



安倍政権の経済政策アベノミクスのもとで有効求人倍率(厚生労働省)、完全失業率(総務省)をはじめとする雇用関連指標が改善。女性に限っても2013年7月の失業率(季節調整値)は3.3%で1997年9月以来の低水準だ。8月はやや上昇したが、基調変化の兆しはみえない。

数値上は、全体に雇用環境が大幅に改善しているように見える。だが被雇用者数の増減を雇用形態別で見ると、パートタイマー、契約社員をはじめとする非正規の従業員数が13年初めから大きく増える一方、正規の従業員数は13年の1~3月期、4~6月期にいずれも前年同期を下回った。この傾向は性別のデータで男女とも当てはまる。

雇用指標の改善は、雇用環境が不安定な非正規雇用の増加が主因であることを示唆している。

相対的に賃金水準が低い非正規雇用の増加はマクロでは賃金の回復を遅らせる一因といえる。

若者の間で非正規雇用が増加することで、将来を担う人材の育成が進まない可能性もある。労働者と雇用主の情報の偏在を解消して双方を組み合わせるマッチングの効率性を高め、学費補助などで一般技能を習得する職業訓練を強めて、労働市場の構造変化に対応する政策も求められる。

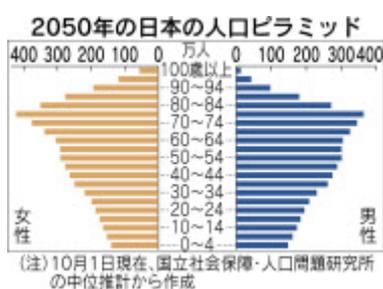
(東京経済研究センター)

## 検証・アベノミクス(10) 平時への金融政策転換など課題

担当：塩路悦朗、一橋大学・福田慎一、東京大学

2013/10/21 付 日本経済新聞 朝刊

デフレ脱却に向け、安倍晋三政権の経済政策のアベノミクスは一定の成果をあげている。前の民主党政権からの大胆な政策転換は金融市場で外国人を中心に投資家を強気にさせ、株価を大きく上げた。個人消費は刺激され、輸出企業を中心に企業業績は改善している。



それでも、これまでの効果は期待先行の金融市場が支え、賃上げを伴う实体经济の本格回復はこれからだといってよい。

日本の中長期的な課題が解消されたわけではない。とりわけ、急速に進行する少子高齢化が日本経済に与える影響は依然として深刻である。国立社会保障・人口問題研究所の中位推計による2050年の日本の人口ピラミッドは、65歳以上の高齢者が総人口の4割近くに達し、社会保障では現役の労働者1人が高齢者1人を支える形となる。

減り続ける労働人口と増え続ける社会保障費を放置すれば、持続的な成長は不可能である。

これを可能にするには構造改革である安倍政権の日本再興戦略を、多くの利害衝突を乗り越え着実に実行すべきだ。イノベーション(技術革新)は持続的な成長のために重要な源泉だ。予測通りに労働人口が減っても生産性を高め、成長分野の雇用を増やせば、経済を成長軌道に乗せられる。

アベノミクスは壮大な社会実験だ。だが、デフレ脱却の時期は、政策当局のかじ取りが最も難しい局面になり得る。金融政策を大幅な緩和から平時へと、大きな混乱なく転換できるだろうか。国債市場の信認はこのまま保たれるのだろうか。その回答は将来の世代が歴史から学ぶことになる。

(東京経済研究センター)

＝この項おわり