

2012年12月25日  
No.2012-013

## 新内閣の経済財政運営の課題

～リフレ策の在り方を中心に～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

### 《要 点》

- ◆ わが国の景気は春以降後退局面に入ったが、すでに底入れの兆し。厳しい財政事情を勘案すれば、単なる需要追加策は避けるべき。ただし、財政再建に向けて消費税率引き上げを確実に実施するには、即効性のある公共事業を軸とした経済対策を講じることは現実的な判断。ばら撒きを避け、いずれ必要になる既存インフラの更新を前倒して行うことが適当。
- ◆ 米国の経験では、量的緩和政策は市場の期待に働きかけることができれば株価や為替相場の変動を通じて効果が表れるが、不確実性を伴うもの。わが国で注目される金融政策による円安誘導も、タイミングよく行えば可能性はあるが、その程度や持続性には大きな不確実性。
- ◆ 一方、最近の貿易収支動向からは逆に円安が行き過ぎることのリスク。かつてに比べて日本の輸出品の競争力が低下しており、円安が進んでも輸出数量の回復は限定的にとどまる公算。その一方で、円安が進めば輸入が着実に増加していき、行き過ぎた円安はエネルギーコストのほか、材料・資材輸入コストを押し上げ、むしろ企業業績にマイナスに働くことが懸念。
- ◆ 産業競争力の低下トレンドが続き、貿易赤字が一段と拡大していけば經常収支の黒字も大幅に縮小し、財政赤字のファイナンスが不安定化。一方、急激な財政支出削減や増税は景気を深刻な後退に陥れ、かえって財政再建を遠のかせる。いま最優先で取り組むべきは、貿易赤字の拡大を止める産業競争力の強化であり、対外経済連携の締結や法人税率の引き下げ、研究開発の支援、電力コストの引き下げ、柔軟な労働市場の創出など、国内立地条件そのものの改善。デフレ脱却は、そうした構造改革によって日本の成長力が取り戻され、持続的成長軌道に乗ることの延長線上。リフレ政策に踏み込むのならば、あくまでこうした構造改革の実行が担保されるというコンディショナリティーを付与したうえで、実施することが肝要。
- ◆ 現状のわが国は、先行きに対する閉塞感が投資や雇用を減らし、縮小均衡が続いているという構図。リフレ政策はうまく市場や企業の期待に働きかけることができれば、こうした構図に風穴を空け、前向きの動きを引き出す呼び水として有効な役割を果たしう

る。

- ◆ リフレ策は大きな副作用をもたらしかねないものであり、慎重に政策効果を検討したものでなければならない。とりわけ、金融政策について、政府・日銀一体とは、政府から日銀に対してと同時に、日銀から政府に対しても積極的な発言をすべきであることを意味。デフレ脱却には産業構造転換によって付加価値生産性を高め、賃金が持続的に上昇する状況を作り出すことが不可欠であり、その意味で、デフレ脱却のために行うべきことは政府サイドに多くあるため。政府が日銀に対してインフレ目標を設定するのならば、デフレ脱却へのプロセスを示すと同時に、そこにおける政府の役割を明確化することが大前提。

(会社概要)

株式会社日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称:株式会社日本総合研究所(<http://www.jri.co.jp>)

創立:1969年2月20日

資本金:100億円

従業員:2000名

代表取締役社長:藤井順輔

理事長:高橋進

東京本社:〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代表)

大阪本社:〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代表)

**本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。**

**Tel:03-6833-0930**

**Mail:yamada.hisashi@jri.co.jp**

12月16日に投開票が行われた第46回衆議院総選挙は、自民党が圧勝する結果となった。12月26日には特別国会が召集され、自民党総裁・安倍晋三氏を総理大臣とする新内閣が発足する。

国内景気の後退、デフレの継続、未曾有の国家債務の累増等、新内閣は経済財政運営上、様々な難問を抱えての船出となる。すでに選挙戦において、安倍総裁は経済の立て直しを最重点政策課題に挙げ、大胆な金融緩和や積極財政など「次元の違う経済政策」によって局面を打開する意向を示してきた。しかし、その政策には更なる国家債務の累増や将来制御不能となるインフレといった大きな副作用を伴うことを懸念する声もある。

新政権の船出にあたり、安倍総裁が積極的な取り組み姿勢を示しているリフレ政策の在り方を中心に、経済財政運営について考える。

## 1. 景気動向を踏まえた財政政策の在り方

### <景気は底入れへ>

新政権の直面する経済の現状からみておこう。わが国の景気は今年春以降後退局面に入っており、まずはそれに歯止めに掛けることが課題となる。自民党は、政権公約において「新政権発足後、速やかに第1弾緊急経済対策を断行し、本格的な大型補正予算と新年度予算とを合わせ、切れ目のない経済対策を実行します」としており、年明けには経済対策が策定され、財源を手当てする補正予算も年度内に成立する見通しである。その大きさは10兆円規模といわれているが、問題はそれが景気動向と財政事情を考慮して妥当といえるかである。

景気動向については、実はすでに底入れの兆しが出ている。景気動向との連動性の高い鉱工業生産指数は、7~9月期に想定以上の急激な落ち込みを見せたが、10月には前月比+1.8%増となり、予測指数では11月微減の後、12月は+7.5%と増産が見込まれている。この背景には、エコカー補助金切れの影響で秋に大幅減産となった自動車分野で、生産水準を戻す動きが出てきたことがあり、景気は下げ止まりの動きにある。さらに、11月半ば以降の円安で、厳しかった輸出産業の業績も改善が見込める環境にある。

海外動向をみても、減速が続いてきた中国に持ち直しの動きがみられ、反日デモ後の中国現地法人の売上減も徐々に緩和される方向にある。米国も財政の崖の処理について予断を許すことはできないが、大方の見方では与野党で何とか妥協点を見出し、景気は回復傾向を続けるとの見通しである。

### <公共事業追加はインフラ更新に限定>

このようにみれば、公的債務残高がGDP比で200%を超えるという危機的な財政事情を勘案した場合、純粋に目先の景気浮揚のための単なる需要追加策は避けるべきといえよう。しかも、それが90年代の公共事業依存の経済対策復活につながるものであれば、問題は大きい。公共投資の生産誘発効果は一部産業に偏っているほか、地方の公共事業依存を再び強めれば地方の経済自立を一段と遅らせかねない。

もつとも、いまやわが国の公共投資はGDP比で4%台にまで低下し、社会資本ストックの老朽化問題も勘案すれば、公共投資を一方向的に削減していけばよい状況でもなくなっている。2013年1～3月には景気は底入れする見込みとはいえ、なお脆弱であり、米国が財政の崖への対応でつまずくリスクは消えない。財政健全化に向けてもはや先送りできない消費税率引き上げを確実に実施するには、景気を早く成長軌道に復帰させることが必要であり、各種構造改革の断行を前提に、即効性のある公共事業を軸とした経済対策を講じることは現実的な判断といえよう。

ただし、極めて厳しい財政状況を勘案すると、ばら撒きは絶対に許されない。本来、実効性のある成長戦略が策定され、その中に盛り込まれた社会資本整備があれば、それを前倒しで行うということが望ましいが、成長戦略策定には一定の時間がかかる。笹子トンネルの事故によって社会資本の老朽化が深刻化していることが明らかになったタイミングであり、いづれ必要になる既存インフラの更新を前倒しで行うことを中心に積み上げるのが適当であろう。

## 2. 金融政策の限界と貿易赤字の警鐘

### <量的緩和政策の効果は不確実>

経済政策上の課題としてよりフォーカスすべきは、リーマンショック以降の日本経済の体力が目立って低下してきていることにどう対処するかである。今年に入って、大手家電メーカーの業績不振が深刻化し、大幅な事業再編・人員削減が行われている。自動車産業も持ち直しの傾向にはあるものの、国内生産体制を維持できるか否かの瀬戸際にある。エレクトロニクス分野では韓国企業に世界シェアを奪われ、自動車分野では成長市場が新興国にシフトしたことで、国内で生産して輸出を増やすことの限界に直面しているといった事情が背景にある。

こうした製造業の弱体化の背景には、ファンダメンタルズから乖離した円高が長引いてきたことを指摘できる（生産者物価基準の購買力平価から算定される「適正水準」は80円台半ば）。さらに円高は、国内でデフレが続く原因にもなっており、売上低迷を通じて企業業績の不振をもたらし、債務者負担を増やすため投資を減らし、産業基盤に打撃を与えてきたとの見方ができる。そうした認識に立って、自民党は政権公約で「デフレ・円高対策」を重要政策課題に位置付け、大胆な金融緩和によって円高是正・デフレ脱却を目指してきたといえよう。

ここで問題は、大胆な金融政策によって、円高是正・デフレ脱却が本当に可能なのかという点である。大胆な金融政策とは、具体的なツールとしては様々な手法があるだろうが、基本的には中央銀行がバランスシート規模を拡大するという結果をもたらす。その過程で①中長期金利の低下、②為替相場の減価、③リスク資産価格の上昇などのルートを通じ、实体经济を刺激するという政策であると理解できる。米国中央銀行であるFRBは、リーマンショック以降積極的な量的緩和政策を実施してきており、その効果の検証から行ってみたい。

上記の政策ルートを念頭に、3回にわたるQE（量的緩和政策）の期間における株価、ドル相場、長期金利の変化をみたのが図表1である。これによれば、QE1では期待された効果が比較的大きく顕在化している。これに対し、QE2、QE3では効果は縮小ないし不明瞭化している。

このことから、量的緩和は多分に期待に働きかける政策という性格が強く、サプライズ（新規性）があれば効果が期待できるが、そうでなければ効果は限られることが示唆される。つまり、米国での経験では、量的緩和政策は市場の期待に働きかけることができれば株価や為替の変動を通じて効果を発揮するが、不確実性を伴うということができよう。

(図表1)米国でのQEのマーケットへの影響

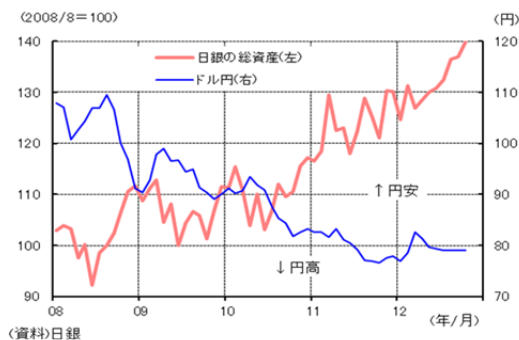
【QE期間における変動幅】		(ポイント、%)		
	期間	ドル名目実効レート(参考)10年債利回り		
		S&P500種株価		
QE1	2008/11~10/3	200.7	▲ 4.9	▲ 0.13
QE2	2010/11~11/6	137.4	▲ 3.6	0.56
QE3	2012/9~	19.6	▲ 2.0	0.17

(注)QE3は12/11まで

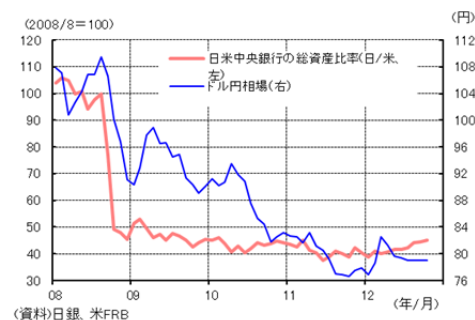
ではわが国ではどうか。日銀は米国より早くから量的緩和政策に着手しており、長期金利もすでに大幅に低下し、中長期金利の低下というルートは期待困難なのが実情である。リスク資産価格についても、デフレが長期化するなかで名目収益の低迷が続くことにより、小規模の購入では効果は期待できないだろう。大量に行えばリスク資産の正当な価格形成ができなくなり、将来の経済・金融危機を引き起こすバブルを形成するリスクが高まる。

これらに対し、円安誘導のルートは相対的に可能性が高く、メリットも多いように見える。では、量的緩和を通じた円安誘導は可能か。過去の日銀のバランスシート規模と円相場の推移をみる限り、両者の間には明確な相関は認められない。ただし、日銀以上にFRBが積極的に緩和すれば、日銀の緩和効果は相殺されることになる。そこで、日米の中央銀行のバランスシート規模の相対比率と円相場の関係をみてみた。それによれば、関係が認められる局面がある一方、そうでない局面もある。タイミングよく大規模に行えば、円安誘導の可能性はあるが、その程度や持続性には大きな不確実性がある、というのが公平な見方であろう。

(図表2)日銀の総資産とドル円相場の推移



(図表3)日米中央銀行の総資産比率とドル円相場



### <貿易収支赤字化の警鐘>

さらに、仮に円安誘導が可能であったとしても、逆に円安が行き過ぎるリスクにも注意が必要である。

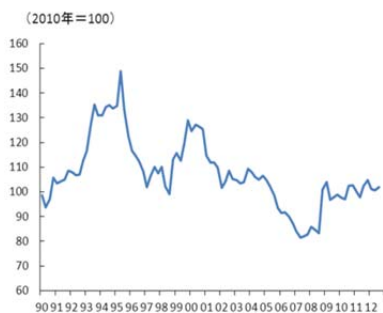
実は実質実効為替レートからすれば歴史的にはさほど円高ではない。にもかかわらず、企業業



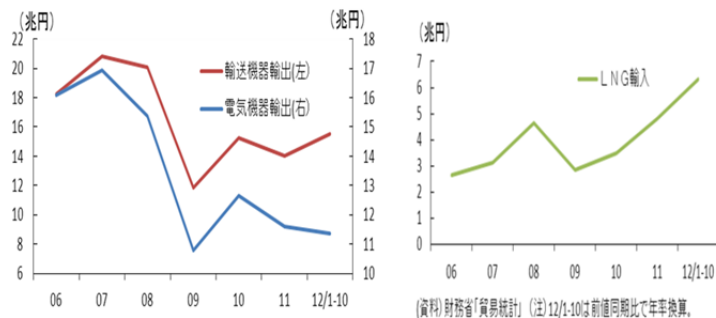
績が厳しいのは、かつてに比べて日本の輸出品の競争力が低下しているためと言わざるをえない。すでに指摘したように、エレクトロニクス分野では韓国企業に世界シェアを奪われ、自動車分野では成長市場が新興国にシフトしたことで、国内で生産して輸出を増やすことの限界に直面している。そうした状況下、円安が進めば輸出企業の利益は大幅に上振れするものの、生産拠点の国内回帰が進むかはかなり疑問である。つまり、円安が進んでも、輸出数量の回復は限定的にとどまる可能性が高い。

その一方で、円安が進めば輸入が着実に増加していく。輸入浸透度がじわじわ高まり、原発停止でLNG輸入が急増し、輸入が輸出を上回る現状、適正水準を超える行き過ぎた円安はエネルギーコストのほか、材料・資材輸入コストを押し上げ、むしろ企業業績にマイナスに働くことが懸念される。

(図表4)円の実質実効為替相場



(図表5)主要品目の輸出入の推移



ここで、近年日本経済に起こった重大な変化として貿易収支の赤字化に注目する必要がある。2011年に31年ぶりに貿易収支が赤字になったとき、一時的な現象との見方も多かったが、結局は2012年に入っても赤字が定着し、その幅も拡大している。これは原発稼働率低下に伴うLNG輸入増にもよるが、既に指摘したように、産業競争力低下に伴う輸出の伸び悩みによるところが大きい。産業競争力の低下トレンドが続き、貿易赤字が一段と拡大していけば経常収支の黒字も縮小し、国内民間部門の資金余剰の度合いが減っていく。そうなれば、GDPの1割に上る財政赤字のファイナンスが不安定になっていく。

そう考えれば、財政赤字の削減が改めて喫緊の課題であることがわかるが、急激な財政削減や増税は景気を深刻な後退局面に陥れ、かえって財政再建を遠のかせる恐れがある。つまり、いま最優先で取り組むべきは、景気の腰を強くするとともに財政赤字のファイナンスを安定化させるための、産業競争力の強化であり、貿易赤字の拡大を止めることである。すでに指摘した通り、行き過ぎた円安は逆効果を生み出しかねないため、早急に取り組むべきは対外経済連携の締結や法人税率の引き下げ、研究開発の支援、電力コストの引き下げ、柔軟な労働市場の創出など、国内立地条件そのものの改善である。これらによって経済体質を強化すると同時に、社会保障制度の抜本改革に取り組み、地方分権化にメスを入れ、財政健全化の道筋をつける抜本的制度改革・構造改革に着手することが不可欠である。デフレ脱却は、そうした構造改革によって日本の成長力が取り戻され、持続的成長軌道に乗ることの延長線上にある。リフレ政策に踏み込むのならば、

あくまでこうした構造改革の実行が担保されるというコンディショナリティーを付けたうえで、実施することが重要といえる。

### 3. 構造改革を進めるためのリフレ策

#### <構造改革とリフレ策の関係>

ここで、リフレ策の副作用のリスクについて敷衍しておきたい。

仮に大規模な財政刺激を数年間にわたって継続し、日銀が国債を含む様々な金融資産を大量に無制限に購入し続けた場合にいかなることが生じるか。当面は財政支出で成長率が高まり、日銀の大量の国債購入により金利上昇を抑えることができるであろう。しかし、構造改革による供給力強化が伴わなければ、財政赤字が拡大して経常収支が大幅に縮小していき、円安が進行することになる。輸出が伸びにくくなっているなか、すでに貿易赤字のもとでの円安進行は、経常収支を一層悪化させ、さらに大幅な円安が進むことになる。いずれ輸入インフレが始まり、2%どころか5%以上、場合によっては10%を超えるギャロッピング・インフレとなる公算が大きい。その場合、金利の大幅上昇は避けられず、すでに公的債務残高がGDPの倍に上る状況下、国家債務が雪だるま式に累増し、財政破綻を余儀なくされる恐れがある。

このようにみれば、「構造改革が主、リフレ策は従」という原則を確認しておくことが極めて重要である。もっとも、やり方によればリフレ策は大きな効果をもたらさう。現状のわが国は、先行きに対する閉塞感が投資を減らし、それによる縮小均衡がさらに閉塞感を深めるという構図にある。リフレ政策はうまく市場や企業の期待に働きかけることができれば、こうした構図に風穴を空け、前向きの動きを引き出す呼び水として、つまり構造改革につなげる先兵として、有効な役割を果たさうからだ。元来、構造改革は地道な取り組みであり、効果発現には時間がかかる。先行きに対する閉塞感が投資を減らす状況では、構造改革への取り組みも滞りがちである。現状を打破し、前向きの動きを引き出す呼び水として、つまり構造改革につなげる先兵として、リフレ策は重要な役割を果たさうわけである。ちょうど政権交代により変化に対する期待が高まっているタイミングでもある。リフレ策の本質は時間稼ぎに過ぎないが、構造改革を進めるための呼び水となることはできるのである。

#### <リフレ策の在り方>

しかし、リフレ策は大きな副作用をもたらしかねないものであり、内容は慎重に政策効果を検討したものでなければならない。すでに指摘した通り、財政政策として本格的な補正予算を組むのであれば、いずれ必要となる老朽化した社会資本の更新を前倒しで行うことを基本に行うべきである。成長戦略の推進のための基盤づくりに使うことも考えられるが、十分な戦略を練った後であることが条件である。

一方、金融政策としては、「中央銀行の取り組みのみで（望ましい形での）デフレ脱却は不可能である」という認識に立ったうえで、政府・日銀が一体でデフレ脱却に取り組むことが重要であ

る。つまり、政府・日銀一体とは、政府が日銀に対してと同時に、日銀が政府に対しても積極的な発言をすべきであることを意味している。そもそもデフレ脱却には産業構造転換によって付加価値生産性を高め、賃金が持続的に上昇する状況を作り出すことが不可欠である。つまり、ヒト・カネを収益性の低い分野から収益性の高い分野にシフトする構造改革が王道であるという文脈からすれば、デフレ脱却のために行うべきことは政府サイドにこそ多くあり、日銀は政府の政策に対して積極的に発言すると同時に、政府の構造改革を促すような働きかけを行うべきなのである。具体的には、財政健全化・構造改革の履行を条件とした国債購入プログラムを打ち出したECBのように、構造改革の実施——法人減税や研究開発減税、事業再編にかかわる税制優遇、人材育成策や積極的労働市場政策等、産業・雇用構造の転換を促進する政策の実施——を条件として、その政策に必要な原資調達のためのファイナンスを支援するといった、「攻めの金融政策」への取り組みを期待したい。

政府に求められるスタンスは、こうした点を十分に理解したうえで、中央銀行の独立性を尊重し、金融政策の限界を認識しつつ日銀に対して率直な意見を行う一方、日銀から積極的な働きかけがあればこれを受け入れるというものである。そうした観点からすれば、「政府がインフレ目標を設定し、その実現を日銀に課すべきである」といった議論が出ているが、それはあくまで政府が日銀にできる目標設定を行うことが前提になる。繰り返しになるが、デフレ脱却には産業構造転換によって付加価値生産性を高め、賃金が持続的に上昇する状況を作り出すことが不可欠であり、それは日銀のみでできることではない。政府がインフレ目標を設定して日銀にその達成というミッションを与えるのであれば、政府自らがデフレ脱却への具体的なプロセスを提示すると同時に、そこにおける政府の役割と中央銀行の役割分担を明確化することが大前提となる。そもそも中央銀行の独立性を重視すべきとされるのは、政府が中央銀行に無理なことを強いることで通貨の信用を喪失という、内外の歴史の教訓を踏まえたものである。目標達成のためのツールの選択を日銀に任せると同時に、そうした政府がなすべき責任を果たすことが、中央銀行の独立性を尊重するために不可欠といえよう。

以上

---

◆『日本総研 Research Focus』は、『政策観測』を引き継ぐ形で、政策 이슈、経済動向に研究員独自の視点で切り込むレポートです。