

2016年5月19日
No.2016-004

アベノミクスをどう見直すか ～政策総動員のもと金融・財政政策を主役から脇役に～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ 開始から約3年半が経過した「アベノミクス」は正念場を迎えている。その最大の推進力であった異次元の金融緩和政策は、急速にその効力を失いつつあるようにみえる。消費者物価上昇率は2%には遥かに及ばず、経済成長率もこのところ弱さがみられている。しかし、日銀による大量の国債購入という「後戻りのできない」政策を採ってきた以上、ここで政策を大きな混乱なく従前のあり方に戻すことはもはや不可能である。半面、面子にこだわって的外した政策を継続していくことはさらに市場に歪みを蓄積し、将来取り返しのつかない甚大なしっぺ返しを受けることになる。ここは虚心坦懐にこれまでのアベノミクスの評価を行ったうえで、必要な政策の修正を大胆かつ細心の注意を払って行うというスタンスが求められている。
- ◆ 2013年度における異次元金融緩和の予想を上回る成功は、幸運が重なったからといえる。「円安・原油高」という脱デフレにとっての好環境が存在したからであるが、その環境は予想以上に早く消滅し、当初のシナリオに大きな狂いが生じている。とりわけ「マイナス金利付き量的・質的緩和」の導入以降の市場の動きは、黒田日銀のこれまでの金融政策手法の歯車が狂いはじめたことを白日の下に晒した。实体经济面からみたインフレ圧力はなお弱いため、円高阻止のために追加金融緩和が求められる局面は長期化する公算が大きい。それは供給過剰体質を温存させてむしろデフレを定着させてしまう恐れがある。加えて、黒田日銀の採用してきた「サプライズ」によって期待に働きかけるという手法の限界も明らかになってきた。
- ◆ 日銀の異次元緩和を現段階で総括すれば、その本質は期待に働きかけるものであり、最初は大きな効果が得られたが、回を追うごとに効果は減衰したということであろう。非伝統的金融緩和のリフレ効果は「きっかけづくり」にはなっても、实体经济面での前向きの変化が続かなければ効果は持続しない、と結論付けられるのではない。せっかく創り出したデフレ脱却のチャンスを何とか活かすには、金融政策にできることとできないことを改めて確認したうえで、その他の経済政策ツールを総合的に組み合わせることが不可欠である。非伝統的金融政策にできることとは、タイミングを合わせることでマーケットの方向性を後押しすることに限られ、日銀が政策の先兵を務める局面は終わった。4月のG20財務相・中央銀行総裁会議の声明通り、金融政策に加え、財政政策や構造対策を総合的に組み合わせる必要が高まっている。その意味では2016年に日本がG7サミットの議長国となっているのは好機といえ、「為替相場の安定」を大義名分に円高の急進を防ぐべく、あらゆる面での国際的な政策協調を粘り強く引き出していく姿勢が、政府にとって強く求められる。

- ◆ 財政政策についても、単純に拡張すればよい状況ではない。国家債務の膨張を放置することは、欧米の格付け会社による日本国債の格下げにつながる恐れがあり、財政拡張が日本株を下落させるという副作用を引き起こしかねない段階が近づいている。さらに、最近の消費性向の低下は若い世代で顕著であることを踏まえると、財政赤字の累増による負担のつけ回し等を背景に日本の若年層には将来生活水準が低下するとの不安が強く、いわゆる「予備的動機」から貯蓄率を高めている可能性がある。
- ◆ これまでのように「とりあえず金融・財政政策で景気を浮揚して」というばかりでは済まされず、あくまで構造改革を進めることを主軸に置いたうえで、補完的に金融・財政政策を用いるという方向に、政策の基本的なスタンスを変える必要がある。ここでいう構造改革とは、従来型の規制緩和・市場開放のみではなく、トリクルダウンの前提が崩れていることが明らかになった以上、最終的に実質賃金の底上げにつながるような、成長戦略・分配政策の統合戦略のことである。
- ◆ 世界的に景気下振れリスクが高まり、金融政策の限界が指摘されるなか、当面、わが国が財政面での拡張政策を求められる状況にあるのは確かである。ただし、その場合に重要なのは、持続的な成長につながる支出項目を工夫すべきことであり、加えて、中長期的な財政再建の道筋を示すことが不可欠になる。前者については、改めて成長戦略を総花的なものではなく効果的なものにするために優先順位づけを行い、優先度の高い政策に支出を重点配分することが求められる。後者については、最大の財政赤字要因である社会保障財政の在り方を巡り、今一度、社会保障・税の一体改革を仕切り直すことである。
- ◆ 財政再建を現実的に考えていく場合、①歳出抑制、②歳入増加、③自然増収、をいかにうまく組みあわせていくかが問われるが、アベノミクスが始まってから自然増収が大幅なものとなっていることに注目したい。つまり、ダイナミックに考えれば、デフレ脱却・景気回復の持続が税収を増やすことで財政再建に寄与する面がある。これこそ現政権が経済成長なくして財政再建なしと主張する根拠であり、景気腰折れを招きかねない消費増税に慎重な理由といえよう。
- ◆ だが、いつ実施するかは別にして、中長期的には社会保障の安定化のために消費増税が必要なことは否定できない。現下の消費低迷は消費増税の影響が長引いているからではなく、単に待っていても消費増税に耐えるだけの消費の強さが戻る保証はない。消費増税と景気回復が両立できる状況をどう創り出すかを工夫することが求められている。そうした観点からすれば、消費増税を財政健全化の手段として位置づけるのではなく、むしろ消費安定化のための手段として位置づけるという発想が必要ではないか。具体的には、消費増税による増収分の多くをまずは子育てや低所得層向けの社会保障の充実に配分することとすれば、消費性向を高めることになるため消費安定化効果を持つと考えられる。同時に、景気回復の持続による自然増収を余程のことがない限り財政再建の他に回さないことをルール化するべきである。そのうえで、デフレ脱却が実現した後も消費増税を段階的に実施して社会保障の増分に充てるとともに、その「後代への負担のつけ回しの軽減」への配分を段階的に増やしていけば、財政赤字は着実に縮小に向かうであろう。

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

1 正念場を迎えるアベノミクス

開始から約3年半が経過した「アベノミクス」は正念場を迎えている。その最大の推進力であった異次元の金融緩和政策は、急速にその効力を失いつつあるように見える。安倍政権が重視してきた賃上げについても、2016年の春闘賃上げ率が前年に比べて大きく鈍化する形で終わりそうである。そうしたなか、消費者物価上昇率は2%には遥かに及ばず、経済成長率もこのところ弱さがみられている。こうした状況下、政府は目下、財政面での景気刺激策に頼ろうとしている。相当規模の2016年度補正予算による経済対策の策定がささやかかれ、2017年4月の消費増税の先送りもほぼ既定路線になりつつあるように見える。しかし、未曾有の国家債務の膨張が放置されたままであり、前例のない経済政策がいずれ深刻な事態を招くのではないかという懸念は大きい。政策の手詰まり感が漂うなか、アベノミクスの失敗を認め、本格的な政策転換を行うべきだという主張も増えてきている。

しかし、まさに日銀による大量の国債購入という「後戻りのできない」政策を採ってきた以上、ここで政策を大きな混乱なく従前のあり方に戻すことはもはや不可能である。半面、面子にこだわって的外した政策を継続していくことはさらに市場に歪みを蓄積し、将来取り返しのつかない甚大なしっぺ返しを受けることになる。ここは虚心坦懐にこれまでのアベノミクスの評価を行ったうえで、継続するものは継続するとともに、必要な政策の修正を大胆かつ細心の注意を払って行うというスタンスが求められているといえよう。

以上の基本認識に立って、以下ではアベノミクスをどう見直すかべきかを考えていく。

2 異次元緩和「成功」の実像

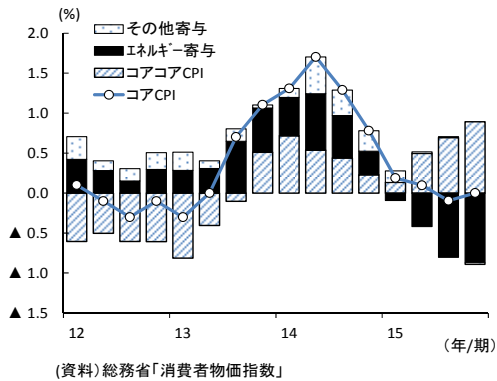
まず、金融政策の評価から行っていこう。黒田総裁が就任して以来、日本銀行は3回の大きな政策変更を行ってきた。最初はいうまでもなく、2013年4月の量的・質的緩和政策の導入である。2年間でマネタリーベースを2倍にし、インフレ率2%を達成することに強くコミットするというものであった。それは当初、大方の予想を上回る成果を上げた。円安が劇的に進み、株価が大きく上昇した。そうしたもとで個人消費が活発化し、インフレ率が徐々に上昇、コア・インフレ率（生鮮食品除く消費者物価指数）は2014年1～3月には1%台後半（消費税除くベース）にまで高まった。

重要なのは、こうしたデフレ脱却に向けた動きが、どのようなメカニズムで進んだかである。黒田日銀のロジックの中心にあるのは「インフレ期待」であり、いわゆるリフレ派の立場に立てば、日銀の大胆な政策変更が市場や国民のインフレ期待の引き上げに奏功したという説明になる。しかし、期待とは移ろいやすいものであり、やはり経済実体（ファンダメンタルズ）面での裏付けが伴わなければデフレ脱却への動きが確かなものになったとはいえないであろう。そうした観点から、実体経済面でインフレをもたらすルートを列挙すれば、①円安進行による輸入価格上昇を通じたコストプッシュ要因、②一次産品とりわけ原油の価格上昇によるコストプッシュ要因、③景気拡大に伴う需給ギャップに縮小によるデマンドプル要因、が主なものとして挙げられる。

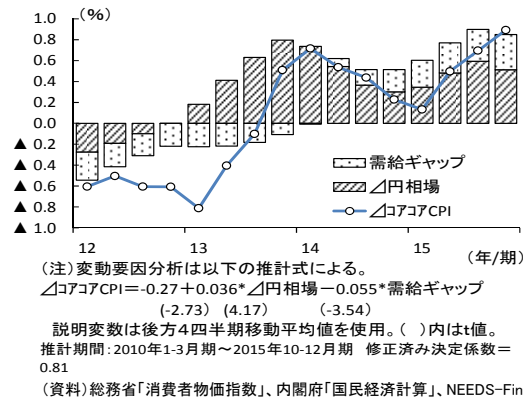
これを念頭にコアCPI（生鮮食品除く消費者物価指数）の前年比の推移をみると、2013～14年にはエネルギー価格の上昇が0.3～0.7%程度押し上げに働いていたことが確認できる（図表1）。次に、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除いた「コアコアベース」で簡単な消費者物価決定関数を推計し、「円安要因」および「需給ギャップ要因」の大きさを推定してみた。それによれば、

2013～15年にかけて円安が平均0.5%物価を押し上げていたと試算される(図表2)。すなわち、円安と原油高という外部要因が物価押し上げ要因の過半を占めていたことがわかる。

(図表1) 消費者物価(前年比)の推移



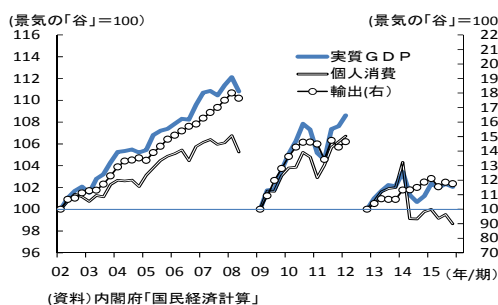
(図表2) 消費者物価(コアコア・前年比)の変動要因分析



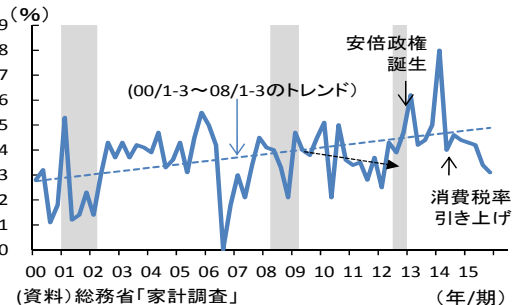
一方、需給ギャップ要因も2014年以降は物価押し上げに寄与している。ここで見ておく必要があるのは、その需給ギャップがどういう形で縮小したかである。大別すれば、「需要の回復による場合」と「供給力の抑制による場合」があるが、最近の局面ではどちらかというとな後者が大きく寄与していたといえる。アベノミクス開始後の景気回復テンポは、過去と比較すれば実は相当緩やかなものにとどまっているからである(図表3)。にもかかわらず、需給ギャップが急ピッチで縮小したのは、供給力が大きく抑えられていたためである。実際、オーケン法則を前提に潜在成長率を推計してみると、2000年代前半の1%弱から2010年代には0.2%程度まで低下していたことがわかる¹。

さらに、その緩やかな需要回復の中身にも注意が必要である。円安の急速な進展のもとで、通常期待されるのは輸出の増加である。しかし、2013年度にみられた景気回復局面では輸出はさほど伸びなかった。リーマンショック後に製造業の海外生産移転が進み、国内の生産能力が低下していたからで、それが潜在成長率の低下の背景でもあった。代わって増えたのは個人消費であった。ただし、それは所得増加に裏打ちされたものではなく、消費性向の高まりによるものであった。これは、株価上昇に伴う資産効果として説明できる面もあるが、消費増税前の駆け込みに加え、そもそもそれ以前の低すぎた消費性向の反動増という面が強かった(図表4)。それは以下の事情による。リーマンショック後、東日本大震災の発生、円高の急進、政権運営の混迷など、日本経済には不運が続いたことで、国民の先行き不安は頂点に達していた。そうしたもとで、国民は将来不安に向けて貯蓄をため込んでいた。それがアベノミクスの開始によって、円高が是正されて株価も上昇した。一息ついた国民が、節約疲れもあって、一気に消費を増やしたというわけである。

(図表3) 回復局面における成長スピードの違い



(図表4) 消費性向の推移



¹ 拙稿「日本経済の局面変化と経済政策運営の課題」日本総研 Research Focus No.2014-015 (2014.7.2) をご参照。

ちなみに、こうしてみれば、足元の消費低迷の原因として消費増税の影響が長引いていることを指摘するのは妥当でないことがわかる。消費増税前の2013年度の消費が出来過ぎだったのであり、その後の低迷は実質賃金の伸び悩みからすれば当然ともいえる。加えて消費性向の低下が消費を一層下押ししているが、後ほどみるように、その背景には若年層での財政面を含む将来不安があり、消費増税イコール消費悪化とは単純には言い切れない構図が生まれている。

さらに、アベノミクス開始後の円安の進行もタイミングによる面が大きかった。2012年夏に欧州債務危機が一巡し、同年9月には米国 Fed の QE 3 が終了したことで、当時は欧米通貨が上昇しやすい地合いにあった。加えて、為替相場は中長期的には購買力平価を挟む一定レンジで推移するという経験則があるが、アベノミクス開始以前は購買力平価から算定される円高の上限にあった²。その状態での政策転換が円高是正のきっかけとなり、円安は進むべくして進んだといえるのである。

このようにみれば、2013年度における異次元金融緩和の予想以上の成功は、幸運が重なったからともいえる。もちろん、黒田総裁はそれを計算したうえで大きな賭けに出たのであろう。そして、以下のようなシナリオを描いていたのではないか。「やや減速しても新興国の中期的な成長持続が期待され、ピークオイル説もささやかれるなか、原油価格の上昇・高止まり傾向は続く。金融危機からの脱出をいち早く遂げた米国は世界に先駆けて利上げ局面に入り、ドル高傾向は続く。こうして、原油高・円安が向こう数年にわたって期待できるなか、景気回復が続けば需給ギャップは確実に縮小し、インフレ目標の達成は決して不可能ではない」と。

3 露呈した金融政策の限界

しかし、大きな誤算が生じる。それは、中国が本格的な構造調整過程に入り、想定以上にその構造調整圧力が強いことが明らかになってきたことである。中国の高成長が2000年代に入ってから原油を含む資源高を底流で支えてきただけに、同国の成長率の鈍化は原油価格の大幅な下方シフトをもたらすこととなった。加えて、近年グローバルな金融市場の統合が深化し、従来は国内ファクターのみで判断された米国の金融政策も海外ファクターを考慮せざるを得なくなるという状況変化も生じた。結果として、円安・原油高という脱デフレにとっての好環境は予想以上に早く消滅し、シナリオに大きな狂いが生じた。

そうした状況変化は2016年に入ってはっきりしてきているわけであるが、今から振り返れば、2014年11月に日銀が2回目の政策転換となる大幅追加緩和に踏み切ったことは、潮目の変化を見落とし、政策の修正を行うタイミングを逸する結果となった。原油価格の下落によってエネルギーによる物価押し上げ寄与の0.3~0.7%が無くなるわけであり、それを踏まえて「当面のインフレ目標」を1%台前半~半ばに修正することは十分に納得性のある説明であったと考えられる。しかし、日銀は原油価格の下落を一時的と判断した結果、その後、インフレ目標の達成時期の数度にわたる延期を余儀なくされることになる。それでも当時はまだ米国経済に強さがあったため、円安が進み、株価も持ち直した。

円安・株高に加え、政府が2015年10月に予定されていた消費増税を先送りするとともに、緊急経済対策を策定したことで、景気は2015年に入れば回復軌道に乗るとみられた。しかし、景気は低迷を脱することができなかった。中国経済への不安が頭を押さえたほか、国内消費の予想以上に

² 拙稿「アベノミクス、半年間の評価」日本総研 Research Focus No.2013-009 (2013.6.25) をご参照。

鈍い回復で、在庫がなかなか掃けなかったためである。

さらに 2016 年に入ると、中国経済の下振れへの懸念が一段と強まり、原油が暴落したことで、国際金融市場は大きな調整を余儀なくされた。「リスク・オフ」のムードが広がり、世界的に株価は大幅に下落し、円高も進んだ。こうした事態に対し、1月 21 日、ECB のドラギ総裁が追加緩和を匂わせ、同月 27 日には FOMC が利上げを見送ったことで、市場の下落には歯止めが掛かった。そうした状況で、市場の期待に働きかけるために何かをせざるをえない日銀が決めたのは、3 回目の政策変更、「マイナス金利付き量的・質的緩和」の導入であった。それは一時的に円安・株高をもたらしたものの、数日後には金融機関の収益悪化懸念から株価が暴落し、円ドル相場も元に戻ってしまった。

この「マイナス金利付き量的・質的緩和」の導入以降の市場の動きは、黒田日銀のこれまでの金融政策手法の歯車が狂いはじめたことを白日の下に晒した。そもそも日銀の異次元緩和はデフレ脱却を目的としており、金融緩和の結果としての円安誘導をその主要ルートと想定していたと考えられる。それは、円安が進みやすいマーケットの地合いを前提にしていた。しかし、2014 年後半以降大幅なドル高が進み、米国企業は事業グローバル化で自国通貨高のマイナス影響が無視できない収益構造となり、米国はこれ以上のドル高を望まない段階に入った。2012 年末以来の円安トレンドが終焉したとみざるをえない状況になっている。こうした局面では、金融緩和を通じた円安誘導をデフレ脱却のエンジンに据えることは難しくなる。市場にはむしろ円高へのモメンタムが強まってきており、金融緩和にできるのはせいぜい円高の進行を緩やかにとどめる程度であろう。

そうした状況下、**実体経済面からみたインフレ圧力はなお弱いため、円高阻止のために追加金融緩和が求められる局面は一層長期化する可能性が高まっている**。それゆえ、さらなる政策対応の余地を広げるという意図から、黒田日銀は「マイナス金利付き量的・質的緩和」に踏み切ったのであろう。しかし、皮肉にもそれは逆効果となった。市場は先を読み、銀行収益の悪化を見越して株価下落につながった。それが「リスク・オフ」のムードを助長し、結局は円高要因となってしまった。さらに、問題は**マイナス金利が長期化した場合、むしろデフレを定着させてしまう恐れがあること**だ。なぜならば、マイナス金利とは収益性が悪い企業の存続を可能し、人口減少社会のもとでは過剰供給体制をもたらしてむしろデフレを促進しかねないからだ。

加えて、黒田日銀の採用してきた、「サプライズ」によって期待に働きかけるという手法の限界も明らかになってきている。4月 28 日の政策決定会合では現状維持となったが、それが市場の予想を裏切る「サプライズ」となったことから円高が進むという、皮肉な形となった。予想を上回る大胆な措置で市場の期待形成に働きかけてきた結果、市場が過大なサプライズを期待するようになり、それが実現しないことで政策意図とは裏腹の逆効果を生むというパターンがみられたのである。「サプライズ」が使えるのは 1～2 回に限られる。今後は市場との密接な対話によって市場に織り込ませたうえで政策変更を実施するという、世界の中央銀行が通常行っている手法への転換が求められよう。

以上を踏まえて、日銀の異次元緩和を現段階で総括すれば、その本質は期待に働きかけるものであり、最初は大きな効果が得られたが、回を追うごとに効果は減衰したということであろう。したがって、非伝統的金融緩和のリフレ効果は「きっかけづくり」にはなっても、実体経済面での前向きな動きが続かなければ効果は持続しない、と結論付けられるのではないか。しかしながら問題は、いまさら異次元緩和の効果が限界に來たと言ってしまうと、マーケットの崩壊は避けられないことで

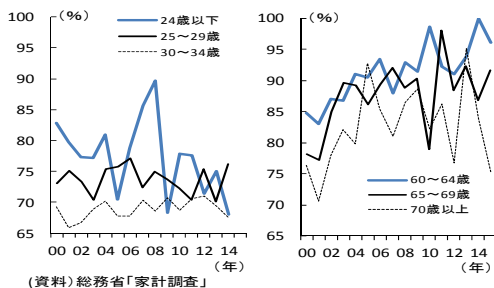
ある。とりわけ、購買力平価からすれば、円相場が1ドル=100円割れの円高水準まで戻ってしまうことも否定できない状況にあり、その場合、景気は完全に腰折れし、日本経済はデフレ状態に逆戻りであろう。アベノミクスは失敗の烙印が押され、結局は国家債務の累増とバランスシート毀損リスクにつながる日銀の膨大な国債保有という「負の遺産」だけが残ることになる。せつかく創り出したデフレ脱却のチャンスをも何とか活かすには、金融政策にできることとできないことを改めて確認したうえで、その他の経済政策ツールを総合的に組み合わせることが不可欠である。

まず、非伝統的金融政策にできることは、タイミングを合わせて実施することでマーケットの方向性を後押しすることに限られる。つまり、その本質は期待に働きかけて時間を買うことであり、それだけでデフレ脱却を実現することはできない。デフレ脱却には、「持続的な通貨高を阻止する」と同時に、「インフレ・ギャップの持続的発生」、さらには「個人のインフレ期待を定着させる名目賃金の持続的上昇」が不可欠となる。国際情勢の変化により、金融政策のみで通貨高を阻止することは難しくなっており、日銀が政策の先兵を務める局面は終わったと言わざるをえない。4月のG20財務相・中央銀行総裁会議の声明通り、金融政策に加え、財政政策や構造対策を組み合わせる必要性が高まっている。その意味では2016年に日本がG7サミットの議長国となっているのは好機ともいえる。「為替相場の安定」を大義名分に円高の急進を防ぐべく、あらゆる面での国際的な政策協調を粘り強く引き出していく姿勢が、政府にとって強く求められる。

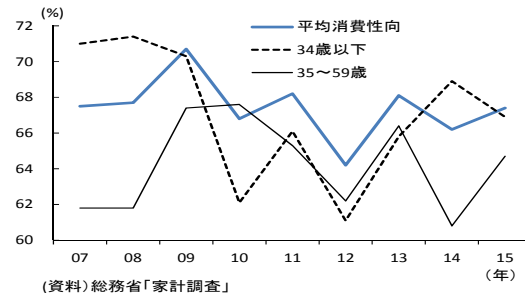
4 財政政策にも過度な期待は禁物

では、財政拡張策が今後の主軸となるべきか。財政政策についても、単純に拡張すればよい状況ではない。国家債務の膨張を放置することは、欧米の格付け会社による日本国債の格下げにつながる恐れがある。それは、日本の金融機関の海外での資金調達コストを高めることにつながり、マイナス金利に加えて銀行収益悪化の懸念を高める要素となる。国債の格付けは優良企業の格付けのキャップになるとの指摘もあり、財政拡張が日本株を下落させるという副作用を引き起こしかねない。さらに、最近の消費性向の低下の内訳をみると、若い世代で顕著である(図表5・6)。財政赤字の累増による負担のつけ回し等を背景に日本の若年層には将来生活水準が低下するとの不安が強まっていることから、いわゆる「予備的動機」から貯蓄率を高めていると解釈できる。いわゆる「リカードの中立命題」が、わが国でも作用し始めた可能性がある。加えて言えば、「マンデル・フレミングの法則」からすれば、財政刺激策自体は円高要因となることにも注意が必要である。

(図表5)二人以上勤労者世帯の消費性向



(図表6)単身勤労者世帯の消費性向



このようにみれば、財政政策が金融政策に代わって先兵を務めるべきともいえない。結局、金融・財政政策は緊急措置・時間稼ぎの政策であり、持続的成長・デフレ脱却を確実なものとするのは実

体経済の構造改革である。もはや金融・財政政策面の余地も限られるなか、これまでのように「とりあえず金融・財政政策で景気を浮揚して」ということでは済ませられない。あくまで、構造改革を進めることを軸に置いたうえで、補完的に金融・財政政策を用いるという方向に、政策の基本的なスタンスを変える必要がある。なお、ここでいう構造改革とは、従来型の規制緩和・市場開放のみを意味しない。トリクルダウンの前提が崩れていることが明らかになった以上、最終的に実質賃金の底上げにつながるような、成長戦略・分配政策の統合戦略が今後追求すべき構造改革であるが、それは「人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ策」と「持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築策」を両輪とするものである必要がある³。

もともと、世界的に景気下振れリスクが高まり、金融政策の限界が指摘されるなか、当面、わが国が財政面での拡張政策が求められる状況にあるのは確かである。その場合に重要なのは、持続的な成長につながる支出項目を工夫すべきことであり、加えて、中長期的な財政再建の道筋を示すことが不可欠になる。前者については、改めて成長戦略を総花的なものではなく効果的なものにするために優先順位づけを行い、優先度の高い政策に支出を重点配分することが求められる。後者については、最大の財政赤字要因である社会保障財政の在り方を巡り、今一度、社会保障・税の一体改革を仕切り直すことである。

野田政権の際に与野党で合意した社会保障・税の一体改革は画期的なものであったが、今から考えれば短期的・直接的な財政再建にこだわりすぎた面があった。消費増税分の大半を既存の歳入欠陥に充てるとしていたため⁴、景気下押し効果が嫌われて政治的に実行不可能となったからである。財政再建を現実的に考えていく場合、①歳出抑制、②歳入増加、③自然増収、をいかにうまく組みあわせていくかが問われるが、アベノミクスが始まってから自然増収が大幅なものとなっていることに注目したい。つまり、ダイナミックに考えれば、デフレ脱却・景気回復の持続が税収を増やすことで財政再建に寄与する面がある。これこそ現政権が経済成長なくして財政再建なしと主張する根拠であり、景気腰折れを招きかねない消費増税に慎重な理由といえよう。

しかし、いつ実施するかは別にして、中長期的には社会保障の安定化のために消費増税が必要なのは多くが合意するところであろうし、社会保障負担を主に消費税収で賄うことはかつて民主・自民・公明の三党合意で確認され法制化されているところである。ここで想起すべきは、現下の消費低迷は消費増税の影響が長引いているからではないことである。つまり、単に待っていても消費増税に耐えるだけの消費の強さが戻る保証は全くない。すでに指摘した通り、むしろ足元の消費性向の低下の背景には若年層の財政不安が反映されている可能性がある。ならば、今必要なのは、消費増税と景気回復が両立できる状況をどう創り出すかを工夫することであろう。そうした観点からすれば、消費増税を財政健全化の手段として位置づけるのではなく、むしろ消費安定化のための手段として位置づけるという発想が必要なのではないか。具体的には、消費増税による増収分の多くをまずは子育てや低所得層向けの社会保障の充実に配分することとすれば、消費性向を高めることになるため消費安定化効果を持つと考えられる。そのうえで、景気回復の持続による自然増収を余程のことがない限り財政再建に回すことをルール化するのである。

³ 具体的には、拙稿「マイナス金利後の経済政策運営」日本総研 Research Focus No.2015-054 (2016.3.10) をご参照。

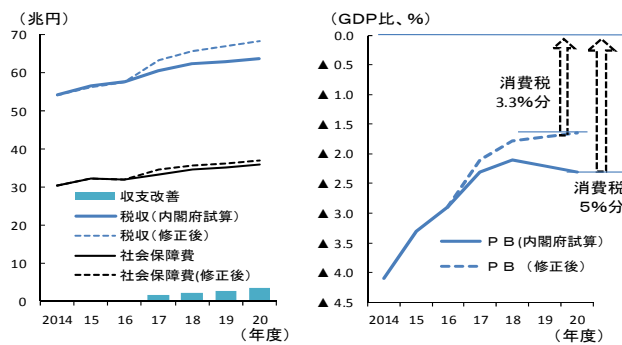
⁴ 2014年4月に実施された消費増税による増収額5兆円(2014年度)は、基礎年金国庫負担2分の1に2.95兆円振り向けたうえで、残額を社会保障の充実および消費税率引き上げに伴う社会保障4経費の増加分、および、後代への負担のつけ回しの軽減、に概ね1:2で配分した。



安倍内閣は昨年9月にアベノミクス第2ステージ入りを宣言し、一億総活躍社会の実現をスローガンに掲げている。その目玉政策として子育て支援および介護サービス拡充を掲げているが、以上の考察からすれば、その社会保障充実の財源として、2017年4月の消費増税による税収を充てるべきである。すなわち、17年4月の消費増税は予定通り実施したうえで、社会保障・税一体改革を組み直し、消費増税2%分の大半を既存社会保障の増分と現役世代向けの社会保障の充実に充てること望ましい。政治判断で17年4月の増税を先送りする場合でも再増税の時期は極力早く、遅くとも18年4月に再設定すべであらう。同時に、自然増収は財政再建に回すというルールを構築・実行し、デフレ脱却が実現した後も消費増税を段階的に実施して社会保障の増分に充てるとともに、その「後代への負担のつけ回しの軽減」への配分を段階的に増やしていけば、財政赤字は着実に縮小に向かう。

この点を確認するために簡便な試算を行ってみた。内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2016.1.21)」によれば、「ベースラインケース(名目成長率1%半ば)」では2020年度のプライマリーバランス均衡化に必要な財政収支改善額はGDP比で2.3%である(消費増税を前提とすれば、名目成長率3%超の経済再生ケースは非現実的であり、せいぜい「ベースラインケース」が妥当な見通しと判断される)。一方、2017年4月に消費税率の2%引き上げを実施し、それによる税収増分(約3兆円)の5分の4(約2.4兆円)を社会保障費(既定施策費の増分原資に1.4兆円+新規分に1兆円)に充てることとし、名目成長率2%が維持できたとした場合⁵⁾の2020年度における必要な財政収支改善額を試算するとGDP比で1.6%となる(図表7)⁶⁾。これは消費税換算(軽減税率なし)で約3.3%ポイント分にあたり、例えば消費税率の2%追加引き上げと2017~20年度の4年間にGDP比で年平均0.3~0.4%程度の歳出抑制の積み上げで達成できる数字であり、財政健全化目標の実現は可能といえよう⁷⁾。

(図表7) 財政収支のシミュレーション



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2016.1.21)

加えて重要なのは、受益と負担のリンケージを強めて自律的な財政健全化の仕組みを社会保障制度の中に組み込むことである⁸⁾。現状の社会保障制度は必要な支出は歳入と無関係に増える形であり、いわば穴の開いたバケツになっている。これを、基本的には支出=受益が増えるのならば連動して

⁵⁾ ①1兆円の新規支出による子育て支援・介護サービス拡充による、需要喚起効果および労働力供給増効果、加えて、②成長戦略・分配政策の統合戦略による実質賃金増加効果、により、成長率が押し上げられると想定。

⁶⁾ この試算では、景気回復の持続で各税目の税収のGDP比が2000年度半ばの回復局面並みに回復することなどを前提に自然増収を想定しており、税収はベースラインケース対比5兆円強増える。ベースラインケースはそもそも税収弾性値を保守的に想定しているため、それが前提とする1%台半ばの成長率では実際の税収は上振れするとみられる。ただし、現状維持では名目成長率がそれ以上に低迷する可能性もある。

⁷⁾ 次の消費増税が18年4月に先送りされた場合も2020年時点の試算結果は基本的に変わらない。

⁸⁾ 拙稿「参院選後内閣の優先課題」日本総研 Research Focus No.2013-018 (2013.7.26) をご参照。

歳入＝負担が増える仕組みにすることで、支出増へのブレーキが自ずとかかるメカニズムとすることが求められる。

もう一つ重要なのは、経済成長率およびインフレ目標について、中長期的には現状の水準を維持するにせよ、中間目標として当面はより現実的なものに修正すべきことである。あまりに高い目標は政策的な無理が生じるとともに、市場や国民に過度な期待を抱かせ、その実現不能がそれだけにとどまらず状況を一段と悪化させることになるからである。具体的には、実質成長率1%、インフレ率1%、名目成長率2%に修正するのが適当ではないか。

5 あるべき政策修正

以上のようにみれば、今後のあるべきマクロ政策として、以下の点を指摘できよう。

- [1] 金融・財政政策面の余地も限られるなか、これまでのように「とりあえず金融・財政政策で景気を浮揚して」ということでは済まされない。あくまで、構造改革を進めることを主軸に置いたうえで、補完的に金融・財政政策を用いるという方向に、政策の基本的なスタンスを変える。
- [2] 政策の主軸に据えるべき構造改革とは従来型の規制緩和・市場開放のみを意味しない。トリクルダウンの前提が崩れていることが明らかになった以上、最終的に実質賃金の底上げにつながるような、成長戦略・分配政策の統合戦略を策定・実行する。
- [3] 改めて成長戦略を総花的なものではなく効果的なものにするために優先順位づけを行い、優先度の高い政策に支出を重点配分する。
- [4] 世界的に景気不振リスクが高まり、金融政策の限界が指摘されるなか、当面、わが国が財政面での拡張政策が求められる状況にあるのは確かである。その場合に重要なのは、持続的な成長につながる支出項目を工夫すべきことに加え、中長期的な財政再建の道筋を示すことが不可欠になる。
- [5] 17年4月の消費増税は予定通り実施（政治判断から先送りする場合でも18年4月には実施）したうえで、社会保障・税一体改革を組み直し、消費増税2%分の大半を現役世代向けの社会保障の充実に充てるとともに、自然増収は原則財政再建に回すというルールを構築する。そうしたうえで、デフレ脱却が実現した後も消費増税を段階的に実施する一方、その「後代への負担のつけ回しの軽減」への配分を増やしていくことで財政赤字を縮小させる。
- [6] デフレ脱却に向けて急激な円高の進行は避けなければならない。国際協調による為替相場の安定を基軸に据えつつ、急激な円高が進むときは為替介入を効果的に活用する。金融政策については、円安誘導と取られるような措置は避け、中期的視点から物価安定のベースとなる為替相場安定化に資するよう、海外中銀の行動と平仄を合わせながらタイミングよく効果的に実施する。

以 上