

2014年9月2日
No.2014-031

2014年度下期の経済政策運営の焦点

～正念場迎える成長戦略・財政再建・金融政策～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ 4～6月期の実質経済成長率は大方の予想を上回る落ち込みとなり、夏場の消費には弱い動きもみられる。しかし、過度に悲観視する必要はないだろう。そもそも物価上昇率が3%を超える状況にあるわけであり、実質賃金の下落に伴って個人消費が下方にシフトし、前年比マイナスとなるのは不思議ではない。しかし、実質賃金は方向としては増えており、実質消費も緩やかに拡大に向かい、前期比はプラスが定着していくとみられる。
- ◆ 7～9月期の実質成長率は年率3%台半ば程度の伸びを回復すると予想される。ここで3%台半ばという数字は、4～6月期の大幅落ち込みからの立ち直り局面としては弱いといえるが、今回景気回復局面の特徴として、表面上の数字よりも景気の実態は底堅いと考えべきである。
 - ・名目GNI（国民総所得）で見れば4～6月期も小幅ながら拡大しており、輸出は増えなくとも、ロイヤリティーや投資収益、観光収入などの形で、海外景気回復の恩恵を受けており、GDPでみるよりも景気の実勢は強い。
 - ・建設投資が中期的な拡大局面にあり、景気はダウンサイドリスクに対して耐性を強めている。
 - ・高水準の公共投資の持続が景気を下支える。
- ◆ 経済ファンダメンタルズからすれば長期金利は1%台半ば程度になっても不思議でないが、それが現状ゼロ%台半ばという水準にとどまっているのは、①世界的な金利低下に引きずられているほか、②今後インフレ率が鈍化して日銀の追加金融緩和があるという観測が市場で支配的であるため。しかし、米国景気が順調に回復基調をたどっていけば、世界金利のアンカーである米国の長期金利は上昇に向かう。潜在成長率がゼロ%台前半にとどまるもとの、景気回復が続けば需給ギャップが早晚インフレギャップに転じ、インフレ率は緩やかに上昇していこう。
- ◆ その場合、長期金利はさしあたり1%に向けて上昇に向かい、その後さらに1%台半ばを目指すとするのは不自然ではない。金利を無理に抑え込むことは潜在成長率引き上げの誘因を削ぎ、財政再建への規律の緩みももたらすため、自然な金利上昇は容認すべきである。ただし、その際に財政再建の道筋が示されていることが重要で、それを欠く場合、厳しい財政事情にマーケットの関心が向かい、リスク・プレ

ミアムが顕在化して2%以上の水準まで高まっていく可能性を否定できない。この場合、名目成長率を上回る金利上昇となり、景気が腰折れするリスクは高まる。

- ◆ 以上を踏まえれば、今秋から今冬にかけての経済政策運営のポイントは、
 - ・第1に、消費税率再引き上げの決断。
 - ・第2に、自律拡大メカニズムを強める政策パッケージ。その要諦は、経済の好循環強化、すなわち、生産性向上と賃金増の拡大メカニズムの強化であり、企業の内外リンケージを強めて海外経済のダイナミズムを国内に取り込む成長モデルを確立するとともに、それによって得られる企業利益を家計に還元するルールを策定することが両輪に。
 - ・第3に、2020年度基礎的財政収支（P B）黒字化の道筋の提示。手法としては、2020年度P B黒字化のために必要となる収支改善額を算出し、この収支改善を実現するための施策を、社会保障部門（歳出と保険料）、非社会保障支出部門、税制部門に分けてそれぞれの制度改革を検討していくという形が望まれる。

- ◆ 第4に、異次元緩和の第2フェーズへの移行。1%台半ば程度のインフレ率は定着していくとみられ、すでにデフレ脱却はほぼ果たされたと考えられる。異次元緩和の意義は、ショックを与えることで各経済主体の期待を変え、いわゆるデフレ均衡から脱却することにあるならば、所期の目的はさしあたり達成されつつあると見てよく、これまでの異例の政策を見直すタイミングが近づいている。政策変更で市場が混乱して長期金利が急騰するリスクはあり、テーパリング（資産購入額の漸減）や縮小した規模での買い入れ継続など、政策変更の具体的な中身は検討の余地がある。だが、財政再建の道筋を示して財政リスク・プレミアムの顕在化を避け、政策変更後もバランスシートが拡大することは変わらないことを、丁寧なコミュニケーションによって市場に伝えていけば、市場はさほど混乱することなく受け入れる公算。

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

消費増税から5カ月、景気は回復に向かっているものの、そのペースは緩やかにとどまっている。4月には、「想定範囲内」が決まり文句となり、消費はむしろ予想以上に強いのではないかとの見方も浮上した。しかし、その後夏前頃から弱い動きもみられるようになり、現在は慎重な見方が増えてきている。今後秋から冬にかけて、アベノミクスの成否のカギを握る「日本再興戦略(改訂版)」の具体化がなされ、年末までには消費税率の再引き上げの是非の最終判断が行われる。金融政策も重要な局面を迎える。物価予想について日銀と民間コンセンサスとの乖離がみられる¹なか、日本銀行はどうか動くのかが注目される。以下では、成長戦略・財政再建・金融政策の各面で、アベノミクスが正念場を迎える今秋から今冬にかけて、経済政策運営がどうあるべきかを考える。

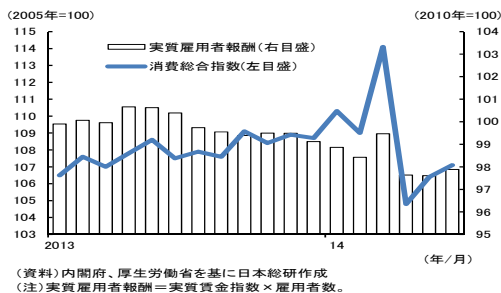
1. 景気の現状をどうみるか

まず、足元の景気動向からみておこう。4～6月期の実質経済成長率は前期比年率▲6.8%と、大方の予想を上回る落ち込みとなった。さらに、ここきての消費動向をみても、業界ではプラス転化が期待されていた7月の全国百貨店売上高が前年同月比▲2.5%にとどまるなど、弱い動きもみられている。消費税引き上げ直後、景気は意外に堅調ではないかとの見方が広がっていただけに、逆に慎重な見方が増えてきている。しかし、**過度に悲観視する必要はない**であろう。

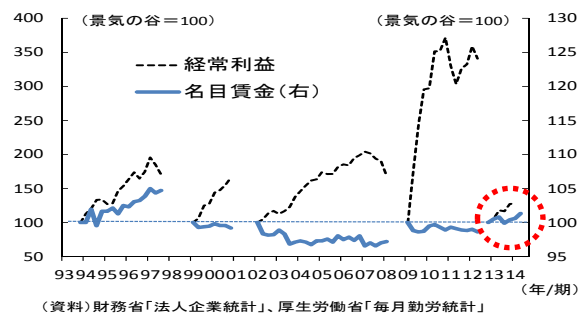
足元の消費の弱さには天候不順の影響があるほか、そもそも増税直後の動きが実勢よりも強かったため、過度な期待が生まれていた点を見逃せない。例えば、乗用車販売については、駆け込み需要の一部が受注残として残っていたほか、ウィンドウズXPのサポート切れに伴う買い替え特需も発生していた。その他、様々な小売店で割引クーポンを発行するなど、増税後の落ち込み対策の効果もあった。

そもそも物価上昇率が3%を超える状況にあるわけであり、実質個人消費が下方にシフトすることは不思議ではない。ここで重要なのは「水準」と「方向」を峻別して考えることだ。実質賃金の下落で個人消費の水準低下は避けられないにしても、賞与・所定外・所定内の各賃金が増え始めるなか、**実質賃金の方向は回復に向かっており、実質消費も緩やかに拡大に向かう**ことが期待できる。この背景にある動きとして注目されるのは、景気回復局面における企業業績と名目賃金の関係の変化である。90年代末以降、経常利益が回復しても名目賃金は下落基調を続けてきた。しかし、2012年末に始まる今回の回復局面では経常利益の増加に伴って、名目賃金が増え始めており、経済の自律拡大メカニズムが作動し始めていることが示唆される。

(図表1)消費動向と実質雇用所得の動向



(図表2)賃金と利益



¹ 日銀政策委員の見通し(2014年7月、中央値)によれば、2014年度の消費税を除く消費者物価(除く生鮮食品)は+1.3%となっているのに対し、民間エコノミスト42人の予測の集計であるESPフォーキャスト調査(日本経済研究センター)では1.14%にとどまっている。

2. 見かけより底堅い日本経済

こうしたなか、7～9月期の実質成長率は年率3%台半ば程度の伸びを回復すると予想される。ここで3%台半ばという数字は、4～6月期の大幅落ち込みからの立ち直り局面としては回復テンポが弱いといえる。しかし、今回景気回復局面の特徴として、表面上の数字よりも景気の実態は底堅いと考えらるべきであろう。

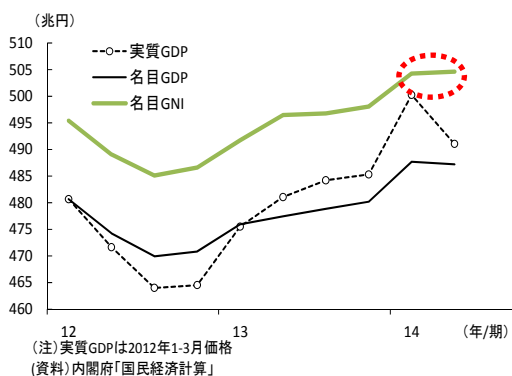
第1に、国民総所得ベースで見れば拡大トレンドが持続していることである。実質GDP（国内総生産）成長率は4～6月期には大幅なマイナスになったものの、主に消費増税によるデフレーター上昇の影響が大きく、名目GDPベースでは前期比年率0.3%のマイナスにとどまっている。さらに、名目GNI（国民総所得）で見れば、むしろ小幅ながら拡大している。経済グローバル化の進展と内外リネージの強まりを背景に、日本企業の海外事業拡大の成果の国内還流や増加する外国人観光客の日本国内での消費なども含めれば、日本企業の経済活動は活発化し、それに伴って国民が使える付加価値の総量は拡大傾向が持続しているのである。輸出は増えなくとも、ロイヤリティや投資収益、観光収入という方で、海外景気回復の恩恵を受けており、GDPでみるよりも景気の実勢は強いといえる。

第2に、建設投資が中期的な拡大局面に入り、景気はダウンサイドリスクに対して耐性を強めているとみられる。過去の推移をみると、民間の建築投資の対GDP比率は名目成長率と相関があることがわかる。ここ数年デフレ・低成長で名目成長率が低下したことに伴って投資比率が低まり、建築投資は低迷してきた。しかし、デフレ脱却が展望できるようになり、名目成長率の高まりが定着していくことで、投資比率が引き上がる局面に入っていくと予想される。足元では投資比率が名目成長率からみて低すぎる水準にあり、向こう数年にわたって建築投資が自律的に拡大することが期待できる局面にあると判断される。

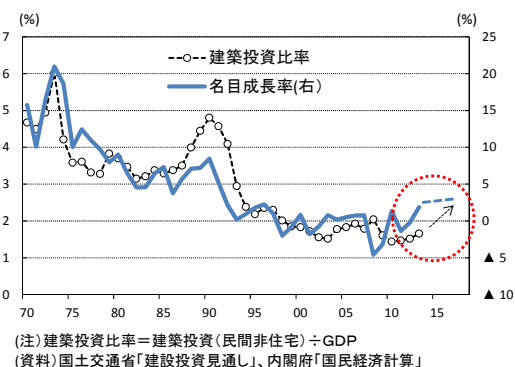
第3に、高水準の公共投資の持続が景気を下支えることである。人材面を中心としたボトルネックで公共投資の進捗が遅れ気味である。これは、当面の景気押し上げ効果を小さくする一方、景気押し上げ効果が長期間にわたって持続することを意味する。

このようにみれば、日本経済の腰は見かけより底堅く、ダウンサイドリスクに対する耐性は強くなっている。そうしたもとで、厳しい財政事情を考えれば、少なくとも来年秋に予定されている消費税率の再引き上げを中止する理由はないと思われる。

(図表3) 実質GDP、名目GDP、名目GNI



(図表4) 建築投資比率の推移



3. 長期金利の上昇リスク

さらに、予定通りの消費税率再引き上げを促すファクターも生まれている。それは物価動向からみた長期金利上昇リスクである。現状、長期金利は、例えば10年物利回りみてゼロ%台半ばの歴史的な低水準にあるが、ここまで低い水準はどのように合理的に説明できるのであろうか。

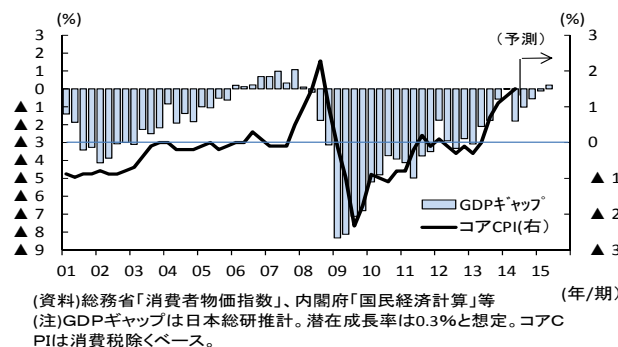
そもそも長期金利は

実質均衡金利（≒潜在成長率）＋ 期待インフレ率 ＋ リスク・プレミアム
で決まるとされる。

ここで潜在成長率はゼロ%台前半と考えられ、期待インフレ率が現状の実績の1%台前半とすれば、リスク・プレミアムを除外して、1%台半ば程度に長期金利はなるはずである。

それが現状でゼロ%台半ばという水準にとどまっているのは、①世界的な金利低下に引きずられているほか、②今後インフレ率が鈍化しているもとの、日銀の追加金融緩和があるという観測が市場で支配的であるためとみられる。しかし、米国景気が緩やかながらも順調に回復基調をたどっていけば、世界金利のアンカーである米国の長期金利は上昇に向かうであろう。一方、インフレ率についても、潜在成長率がゼロ%台前半にとどまるもとの、成長率が今後年平均1～2%程度で回復していくならば、需給ギャップが早晩インフレギャップに転じ、インフレ率は緩やかに上昇していくとみるのが自然であろう。

(図表5) 需給ギャップとコアCPI上昇率の推移



こうしてみれば、長期金利は早晩、さしあたり1%に向けて上昇し、後述のように異次元緩和の適切な修正の後にはさらに1%台半ばを目指すのは不自然ではない。ここで指摘したいのは、そうした金利の1%台前半に向けた上昇を許容すべきことだ。デフレ均衡から出た後は、低下した潜在成長率を引き上げることが経済政策の優先事項であり、それには一定程度の金利上昇が、収益性向上・事業構造見直しに向けたインセンティブとなるからである。逆に金利を無理に抑え込むことは潜在成長率引き上げの誘因を削ぎ、財政再建への規律の緩みももたらす。

ただし、長期金利の自然な上昇を受け入れる際、財政再建の道筋が示されていることが重要である。現状、未曾有の国家債務の累増にもかかわらずリスク・プレミアムが抑えられているのは、日銀の異次元緩和の効果に加え、財政健全化への信認があるからといえる。このため、異次元緩和が適切に修正されたとしても、それに伴う金利の上昇をきっかけに改めて厳しい財政事情に関心が行き、財政再建に対するマーケットの信認が揺らぐことでリスク・プレミアムが顕在化すれば、1%半ばでは止まらず、2%以上の水準まで高まっていく可能性を否定できない。この場合、名目成長率を上回る金利上昇となり、景気が腰折れするリスクは高まる。財政リスク・プレミアムによる金

利上昇ゆえに財政出動はできず、景気の悪化を避けるには、いわゆる金融抑圧で名目金利を人為的に抑制するしかなくなるかもしれない。だが、その際は円が持続的に下落し、2%を大幅に上回るインフレが起これ、国民生活水準が大きく押し下げられ、国家債務の実質価値の低減という形で調整が行われる。

4. 当面の経済政策運営の焦点

以上を踏まえれば、今秋から今冬にかけての経済政策運営のポイントは以下の4点といえよう。

第1に、**消費税率再引き上げの決断**である。底堅い景気を踏まえれば、予定通り、2015年10月における8%から10%への引き上げを実施すべきである。軽減税率の導入はさらなる引き上げ時の検討課題とすべきであろう。

第2に、**自律拡大メカニズムを強める政策パッケージ**である。再増税後の景気回復の持続を担保する意味で、自律拡大メカニズムの強化を促す政策パッケージをまとめる必要がある。その要諦は、経済の好循環強化、すなわち、生産性向上と賃金増の拡大メカニズムの強化であり、企業の内外リベンジを強めて海外経済のダイナミズムを国内に取り込む成長モデルを確立するとともに、それによって得られる企業利益を家計に還元するルールを策定することが両輪となる。具体的には、①法人実効税率引き下げの具体的スケジュールの明示、②農業再生のビジョンとTPP・FTAの積極推進、③医療・介護・環境をはじめとする岩盤規制の緩和断行、④政労使会議における労使合意による雇用流動化の推進と賃上げルール策定、が主要施策となる。

第3に、**2020年度基礎的財政収支(PB)黒字化の道筋の提示**である。手法としては、2020年度PB黒字化のために必要となる収支改善額を算出し、この収支改善を実現するための施策を、社会保障部門(歳出と保険料)、非社会保障支出部門、税制部門に分けてそれぞれの制度改革を検討していくという形が望まれる。具体的には、「日本総研・リサーチフォーカス No.2014-015」²に記したが、そのポイントは、a) 社会保障部門の改革について、現行制度のもとでの歳出額とGDP増加ペースを上回る支出に必要となる財源は、歳出削減か保険料・地方税の増額で賄うものとし、自治体や健康保険組合などの各財政単位で決定するという考え方を基本にすべきこと、b) 税制改革については、法人課税全体ではネット減税とし「法人課税軽減・消費課税強化」を基本的方向性とすることである。

5. 異次元緩和の第2フェーズへ

第4に、**異次元緩和の第2フェーズへの移行**である。1%台半ば程度のインフレ率は定着していくとみられ、すでにデフレ脱却はほぼ果たされたと考えられる。異次元緩和の意義は、ショックを与えることで各経済主体の期待を変え、デフレと低成長が常態化しているいわゆるデフレ均衡から脱却することにある。その意味では、所期の目的はさしあたり達成されつつあるとあってよく、これまでの毎月7兆円に上る国債買い入れという、異例の政策を修正するタイミングが近づいているといえよう。

² 日本総研リサーチフォーカス No.2014-015 「日本経済の局面変化と経済政策運営の課題」2014年7月2日
<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7507.pdf>

加えて、インフレ目標2%に強くこだわる必要性が薄れている面もある。確かに、デフレ脱却の障害となる円高阻止のためには、先進諸外国の期待インフレ率が2%である場合には、中期的に2%にインフレ率を誘導することが必要であるといえるかもしれない。しかし、欧州のインフレ率はゼロ%台にまで低下し、米国でもインフレ率は2%をやや下回り、そうした状況下でもテーパリングを始めた。むしろ仮に2%を達成した場合、長期金利に大きな上昇圧力がかかる恐れもある。このようにみれば2015年度に入れば、少なくともこれまでと同ペースでバランスシートを拡大していく必要はなくなると判断されよう。

もちろん政策変更で市場が混乱して長期金利が急騰するリスクはあり、テーパリング（資産購入額の漸減）や縮小した規模での買入れ継続など、政策修正の具体的な中身は検討の余地がある。だが、財政再建の道筋を示して財政リスク・プレミアムの顕在化を避け（金融政策の変更は、政府による2020年度基礎的財政収支（PB）黒字化の道筋の提示に呼応した形にする必要がある）、政策変更後もバランスシートの急激な縮小はないことを、丁寧なコミュニケーションによって市場に伝えていけば、市場は米国での経験も踏まえて混乱することなく受け入れるのではないか。なお、その際に市場に過度なストレスを与えないために、出口戦略という表現ではなく、異次元緩和の第2フェーズへの移行と説明し、国債買い入れ額は縮小するがさしあたりバランスシートは拡大することは変わらないと明言すればよいだろう。

以 上

◆『日本総研 Research Focus』は、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。