

2013年6月25日
No.2013-009

アベノミクス、半年間の評価

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ 5月中下旬以降の金融マーケットの調整により、アベノミクスは期待先行・市場先導の第1フェーズが終焉、実体経済そのものの改善が問われる第2フェーズに入りつつある。
- ◆ 金融政策主導であったアベノミクス・第1フェーズから得られる知見・教訓は、①非伝統的金融政策は「期待」に働きかける点で一定の成果を挙げ得ること、②金融政策のみに過度に依存することの不安定性・限界が露呈したこと、③想定外の金利上昇に財政再建への強い警告という意味合いが潜んでいること、の3点である。
- ◆ アベノミクスを、経済学的なフレームワークのもとで解釈すると、「デフレ均衡」の状態にある日本経済を、「正常な経済状態」に戻すための政策パッケージとしてとらえることができる。第1の矢である金融政策は、サプライズを与えることでデフレ期待の反転を試み、第2の矢である財政政策は、有効需要を創出して需給ギャップを解消する役割を果たす。これら金融・財政政策が効果を発揮している間に第3の矢である成長戦略の実効性を高め、持続的な成長軌道を取り戻しデフレ脱却を成し遂げる、というロジックである。
- ◆ ①消費税率引き上げ後に個人消費が腰折れするのを回避する、さらに、②インフレ期待が支出増に結び付く好循環を形成する、といった趣旨からすれば、アベノミクスにとっての成長戦略が目指すべきは、単に名目成長率を引き上げるにとどまらず、それを賃金の持続的上昇にまでつなげることでなければならない。
- ◆ 「日本再興戦略」は、「国家戦略特区」の設置など、既得権の壁を破るための仕掛けを工夫していることが評価される一方で、法人減税や規制改革の面で踏み込み不足の感が否めない。それら足らざる部分は「時間切れ」として捨て置かれることは許されない。そもそも成長戦略とはいかに取り組みを継続して実行していくかが重要、という観点からすれば、定期的に政策の成果をチェックし、必要に応じて施策を修正・追加していく、いわゆるPDCAサイクルを作り出すことが肝要。
- ◆ これまで幾度となく策定されてきた成長戦略に共通する弱点である「需要力の強化という視点が弱い」という問題をクリアするために、「政労使協議会」を首相直属

の機関として設置すべきである。そこにおいて、失業なき雇用流動化のための施策、および、事業再編への支援策を、政府が強力に支援することを条件に、労働組合は雇用流動化を受け入れ、経営サイドは賃金引き上げを実現する、政労使の三者合意が形成される必要がある。

- ◆ 骨太の方針に期待される一つの役割は、経済政策のフレームの全体的な整理と各政策の位置づけの明確化である。この観点では、雇用・所得の増加の必要性、財政再建の必要性といった、アベノミクスの3つの矢に欠けた観点を盛り込んだ点が評価できる。一方、これまでの政策の評価を行ったうえで、今後の政策の重点の置き方の指針（具体的には、①今後は金融・財政政策から成長戦略へシフトすること、②成長戦略は賃金増につながる施策を具体化していくこと）を示す必要もあったのではないか。
- ◆ 骨太の方針には、財政再建の道筋を示すことも期待されるところが大きい。「中期財政計画」の早期具体化が望まれるが、その際に重要なのは、財政赤字拡大の最大の要因になっている、社会保障分野の財政バランスをどう改善するかについての基本方針を示すことであろう。

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

第2次安倍内閣が発足してから今月26日で半年が経過する。昨年11月の衆院解散直後から円安・株高が進み、金利も低下した。家計・企業のマインドは好転し、安倍内閣の経済政策「アベノミクス」は当初の滑り出しは絶好調に見えた。さらに、4月4日に日銀が「量的・質的金融緩和」を導入して以降、円安・株高が一段と進んだ。しかし、長期金利は当初の予想に反して上昇、5月中下旬以降は為替相場が円高方向に修正され、株価は大幅に調整した。当初より「期待先行」と指摘されてきた不安が顕在化した形である。アベノミクス開始からほぼ半年、本レポートでは改めてその内容を検証する。

1. アベノミクス・第1フェーズの評価

アベノミクスは、大胆な金融政策（第1の矢）、機動的な財政政策（第2の矢）、民間投資を喚起する成長戦略（第3の矢）の3本の矢からなるが、これまでの半年間、その実情は金融政策に大きく頼った形であった。第1の矢は、金融市場を動かすことで実体経済に影響を及ぼすルートを想定してきたわけであるが、実際、日銀の積極的な金融緩和スタンスが円安を誘い、輸出企業の大幅増益期待から株価が上昇を続けてきた。しかしながら、輸出数量はそれほど伸びておらず、円安は輸入比率の高い内需産業ではマイナスに影響している面もある。5月までのデータでは高額品消費は好調だが、コモディティー消費はさほど状況は変わっていない。設備投資も、ここにきて機械受注などで回復の兆しが出てきているものの、なお不透明がところも残る状況である。つまり、総じて期待が先行する形であり、実体経済の回復ペースは緩やかであった。

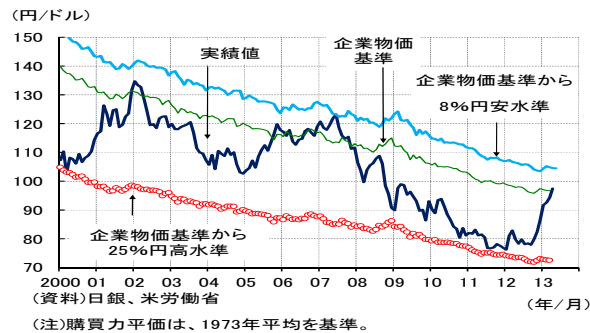
5月中下旬以降の市場の動きは、そうした「行き過ぎた期待」が実体に鞘寄せされる形で調整されたものといえる。そこに米国の金融政策の変更観測が台頭し、市場の動きが増幅されている。米国経済が堅調に推移するもとの、5月22日のバーナンキFRB議長の発言を受けてQE3の縮小観測が台頭し、緩和マネー縮小への懸念から、「安全通貨」円買いが先行され、株価が下落したのである。これにより、アベノミクスは期待先行・市場先導の第1フェーズは終焉し、実体経済そのものの改善が問われる第2フェーズに入りつつあるといえよう。

以上のような流れとしてとらえたとき、これまでの金融政策主導であったアベノミクス・第1フェーズからは、以下のような知見・教訓を得ることができる。

まず、**非伝統的金融政策は「期待」に働きかける点で一定の成果を挙げ得ることが確認された。**これにより、わが国が10年以上にわたって陥っている「デフレ均衡」からの脱出のきっかけが作られつつあり、その点はアベノミクス第1フェーズの成果として高く評価できる。このところ市場の揺り戻しはあるものの、半年前に比べれば円安・株高であることは変わらない（6月のFOMC後のバーナンキ議長の発言後、円相場・株価に反転の兆しもみられる）。実体経済にも前向きな動きが働き始めていることは大きな変化である。

その一方で、**金融政策のみに過度に依存することの不安定性・限界が露呈した**ともいえよう。株価の乱高下が何よりもそのことを示しているし、長期金利が上昇し、ボラティリティーも高まったことは想定外であった。さらに、円ドル相場が103円をピークに反転したのも、結局、金融政策は、実体経済に規定される一定の範囲内でしか影響を及ぼすことができないことを確認した形ではないか。過去十年來の購買力平価との関係からみた円安の上限が、1ドル=100円台半ばであるからである（図表1）。

(図表1)購買力平価からみた為替相場



もう一点重要なことは、長期金利が当初の予想に反して上昇したことが何を意味しているかである。「予想に反して」といっても、アベノミクスが目指すのが経済再生・デフレ脱却である以上、むしろ金利が上昇することは自然である。ただし、そこには**財政再建への強い警告という意味合い**が潜んでいることを見落としてはならない。従来はデフレ経済を前提にしていたため、金融機関は国債を強く選好し、金利が歴史的な低水準で安定していた。それが、アベノミクスによるデフレ脱却への期待が生まれ、金融機関が国債からリスク資産に運用先をシフトしはじめているのが金利上昇という形で表れているわけである。今後、デフレ脱却が現実味を増せば、金融機関の運用先シフトは本格化し、金利上昇は明確化するであろう。その際、財政健全化への信頼がなければ一気に国債から資金が流出し、金利が急騰するいわゆる「悪い金利上昇」が生じる可能性があるのだ。

2. アベノミクスの政策フレームワーク

ここで改めてアベノミクスを、経済学的なフレームワークのもとで解釈してみよう¹。全体像としてそれは、「**デフレ均衡**」の状態にある日本経済を、「**正常な経済状態**」に戻すための**政策パッケージ**としてとらえることができる。第1の矢である金融政策は、サプライズを与えることでデフレ期待の反転を試み、第2の矢である財政政策は、有効需要を創出して需給ギャップを解消する役割を果たす。そして、これら金融・財政政策が効果を発揮している間に第3の矢である成長戦略の実効性を高め、持続的な成長軌道に復帰してデフレ脱却を成し遂げる、というロジックである。

ここまでのところ、基本的には第1の矢の効果が表れている段階であり、想定されたパスを大きく外れたわけではない。金融市場が不安定化という想定外の面はあるものの、超円高や異常な株安が修正され、家計・企業に前向きの動きが出てきた点では期待された効果を収めているからである。今後は第2の矢である財政政策の効果が、緊急経済対策の執行に伴って本格化していき、経済成長を確実に支えていくことが想定される。内閣府の試算では、2013年1～3月期の需給ギャップは▲2.2%であり、2013年度の成長率は2%台半ばとみられることから、今年度中には需給ギャップは解消することが見込まれる。

ただし、金融政策は、金融市場の変化を通じたパスを想定しているがゆえにその効果には不確実性が高い。財政政策の効果も一時的に過ぎず、1年程度先には効果が一巡してしまふ。しかも、来年度初めには消費税率の引き上げが控えている。その意味で、**第3の矢である成長戦略を軌道に乗**

¹ ここでの議論は、内閣府経済社会総合研究所国際コンファランス（2013.5.30）における伊藤隆敏・東大教授、中曾宏・日銀副総裁、梅溪健児・内閣府経済社会総合研究所長の発表内容を参考にしている。

せることが、今年度内に政府が取り組むべき必達目標であり、消費増税を念頭に置けば、成長戦略は家計所得の増加＝賃金の増加につながるものであることが求められている。

さらに、アベノミクスがインフレ率の引き上げを目標としている点からも、成長戦略は賃金の増加につながるものでなければならない。これは、賃金の増加こそ、最も確実に持続性の高いインフレ率引き上げのファクターであるからである。それに、そもそもインフレ率のみを引き上げることが政策の目的ではなく、インフレ期待が支出増に結び付く好循環を形成することが本来の趣旨といえるためでもある。

確かに、金融政策による働きかけで、ブレイク・イーブン・インフレ率に示されるマーケットのインフレ期待を高めることは可能である。しかし、最終的な目標は消費者物価を引き上げることであり、家計のインフレ期待を高める必要がある。この家計のインフレ期待を高める最も確実な方法は、賃上げ率を高めることであろう。実際、消費者物価上昇率に対する、マネーサプライ、為替レート、名目賃金など、物価変動に関連する主要指標の影響度を 90 年代以降について計測してみると、名目賃金の影響力が最も強く認められ、次に為替相場の影響力が強く、マネーサプライの影響力は劣る、との結果が得られる（図表 2）。

(図表2)CPIの決定要因



(注1) 矢印に添えた数字は、クレンジャーの意味での因果関係がないとの帰無仮説を棄却する検定統計量(F値)で、大きいほど因果関係の有意性が高い。

(注2) 計測期間は1990/1-3～2012/10-12。ラグは12四半期として計測。

以上のように、①消費税率引き上げによる家計負担増で個人消費が腰折れを起こさないため、及び、②インフレ期待が支出増に結び付く好循環を形成するため、といった政策への要請からすれば、アベノミクスにとっての成長戦略が目指すべきは、単に名目成長率を引き上げるにとどまらず、それを賃金の持続的上昇にまでつなげることでなければならない。

3. 成長戦略の評価

以上の検討を念頭に、政府の成長戦略への取り組みを評価しよう。

まず、成長戦略に対する、安倍内閣のこれまでの取り組みを振り返ると、先送りされ続けてきたTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の交渉参加表明が3月中旬に行われた。これが呼び水となり、RCEP（東アジア地域包括的経済連携）をはじめとした、その他の広域の自由貿易協定（FTA）の交渉が進むこととなったわけで、人口減少にあるわが国の経済成長の前提となる、海外需要の取り組みの面で、TPP交渉参加表明は大きな意義があったといえよう。

さらに、産業競争力会議や規制改革会議において民間有識者による議論が精力的に行われてきた。そこでの議論を踏まえ、安倍首相は、4月に成長戦略第1弾として医療・女性・若者にフォーカス

をあてた施策を進める方針を示し、5月には民間設備投資の1割増や農業・農村の所得倍増に取り組み第2弾を発表した。さらに、6月5日には「国家戦略特区」の創設や、エネルギー、医療、インフラ整備といった「官業」の開放方針を謳った第3弾を明らかにし、同日の産業競争力会議で「産業再興」「市場創造」「国際展開」を3つ柱とする成長戦略・素案が示された。この素案をもとに6月14日、第2次安倍内閣の成長戦略である「日本再興戦略」が閣議決定された。

「日本再興戦略」の中味をみると、「国家戦略特区」の設置や「日本版NIH」の創設など、既得権の壁を破るための仕掛けを工夫していることが評価される。その一方で、法人税率の引き下げは見送られ、農業などの規制改革も踏み込み不足の感が否めない²。それら足らざる部分は「時間切れ」として捨て置かれることは許されない。そもそも成長戦略とは策定すること自体が目的ではなく、いかに取り組みを継続して実行していくかが重要である。その意味で、定期的に政策の成果をチェックし、必要に応じて施策を修正・追加していく、いわゆるPDCAサイクルを作り出すことが求められる。この点では「常に進化し続ける成長戦略」を目指す、とあるが、その有効な仕組みづくりが本当にできるかどうか最大のポイントといえよう。

しかし、その点がうまくいったとしても、不十分な点が残っている。これまで幾度となく策定されてきた成長戦略に共通する弱点であるが、それは基本的には供給力強化の発想に立ったもので、需要力の強化という視点が弱いという点である。

そもそも経済成長とは供給サイドの強化と需要サイドの拡大が相まって持続的なものとなる。金融財政政策が需要サイド拡大策ということかもしれないが、それはあくまで一時的な効果である。経済成長のメカニズムからすれば、最大の需要主体である家計の購買力＝所得が増えていかなければ持続的な経済成長は不可能である。端的に言えば、賃金が持続的に増えていく状態が生み出されなければ中長期的な経済成長は期待できず、デフレの完全脱却も達成できない。従来型の供給力強化策が成長戦略の「前工程」とすれば、「後工程」として需要力強化策＝家計所得増加策に取り組む必要がある。このようにみれば、前節の最後で、①消費増税への対応、および、②インフレ期待の引き上げ、といった面から、アベノミクスにおいて求められる成長戦略は賃金の持続的上昇につながる必要があると指摘したが、そもそも成長戦略自体が成功するには、賃金の持続的上昇が実現できていなければならない、といえるのである。

4. 求められる政労使合意の枠組み

では、賃金の持続的な上昇をどう実現するのか。原理的には、それには①「付加価値生産性の向上」と、②「景気回復時の労働分配率の維持」が必要になる³。前者には事業構造の転換が不可欠で、それには労働組合の雇用維持スタンスがネックになっている。一方、後者については、春闘における労組のバーゲニングパワーを強め、経営の賃金抑制スタンスを転換しなければ実現できない。し

² ①今後10年間で農地面積の8割が「担い手」に利用され、コメの生産コストを4割削減する、②2020年に6次産業の規模を10兆円にする、③2020年に農林水産物・食品の輸出額を1兆円とする、④今後10年間で農業・農村の所得を倍増させる、といった目標を設定。具体策として、都道府県単位で「農地中間管理機能」が農地を借り、担い手にまとも貸し出す制度を設ける。しかし、農地の「集約化」が重要だがその実現性が不透明。担い手として企業の参入が期待されるものの、企業による農地取得は見送られた。自由貿易協定の関わりからすれば、生産調整（減反）を廃止し、担い手に限定した直接支払制度への完全移行が重要であるが、「新たな直接支払制度の創設の検討を行う」とあるだけで、その意味付けが曖昧であり、ばら撒き政策になる懸念を払しょくでない。

³ 賃金＝人件費÷労働者数＝付加価値額×労働分配率÷労働者数＝付加価値労働生産性×労働分配率

かし、これらはそれぞれの行動に任せていても、決して実行はされない。

そこで、仲介役として間に政府が入って、労働組合には失業なき雇用流動化のための施策、経営には事業再編への支援策をそれぞれ強力に支援することを提案すべきである。そのうえで、労働組合は雇用流動化を、経営サイドは賃金引き上げを、それぞれ同時に受入れるという、政労使の三者合意を形成することを期待したい。そうした政労使合意を結ぶことができれば、生産性向上に裏打ちされた持続的な賃金上昇の展望が開けるであろう。

手続き論として、成長戦略の立案・実行にあたって労働組合にも積極的な関与を求めることが重要である。具体的には、「政労使協議会」を首相直属の機関として設置すべきである。この協議会を通じ、中長期的な産業構造の在り方のビジョンが共有され、その実現に必要な働き手のスキル転換・労働移動を支える現実的な解決策が得られ、改革が進み出す。

実は「日本再興戦略」には、政・労・使の三者が膝を交えて包括的な課題解決に向けた共通認識を得るための場を設定する、といったくだりがあり、それを上記のような「政労使協議会」を設置して具体化すべきである。もはや個別の政策を巡って経営側と労働側が対立し、改革が停滞することは許されない。より包括的視点に立ち、短期的には痛みを受け入れても長期的な成果を得るといふダイナミックな発想のもとで、持続的賃金引き上げのための取り組みが本格化することを期待したい。

5. 骨太方針の評価

「日本再興戦略」が公表された同日、「経済財政運営と改革の基本方針」いわゆる「骨太の方針」も閣議決定された。まずは、小泉政権下で財政構造改革の推進に効力を発揮した仕掛けが復活されたことを歓迎したい。しかし、その内容については、基本的には今後の取り組みメニューを提示した形であり、踏み込んだ基本方針が示されているとまでは言い難い。

今回の骨太方針に期待されたのは、まず、**アベノミクスの経済政策のフレームの全体的な整理**である。その意味では、「第1章 デフレ脱却・日本経済再生と目指すべき姿」において、一定の整理は行われている。雇用・所得の増加の必要性、財政再建の必要性といった、アベノミクスの3つの矢に欠けた政策を盛り込んだ点は評価できる。しかし、本稿が指摘したように、これまでの政策とりわけ金融政策の評価を行ったうえで、今後の政策の重点の置き方の指針（具体的には、①今後は金融・財政政策から成長戦略へシフトすること、②成長戦略は賃金増につながる施策を具体化していくこと）まで踏み込んで示す必要があったのではないかと。

さらに、**骨太方針に期待される役割で最も重要なのは財政再建の道筋を示すこと**である。この点では踏み込み不足であることは否めない。これは諮問会議自らが認めており、「中期財政計画」を早期に具体化するとしている。有言実行を期待するところであるが、その際に**重要なのは、財政赤字拡大の最大の要因になっている、社会保障分野の財政バランスをどう改善するかを示すこと**である。聖域なき見直しといった抽象的な表現にとどまらず、例えば、国の社会保障費の対GDP比に上限を設定し、これを上回る部分は自治体ごとに財源を確保したうえで上乗せするといった、財政制約を明示したうえで負担との見合いによる受益の選択を可能にするような、思い切った制度の構造改革につながる基本方針を示す必要があるだろう。

そのうえで、社会保障分野の歳出・歳入改革を具体化することを、前政権が設置した社会保障制度改革国民会議に諮問し、それを踏まえて「中期財政計画」を策定することが望ましい。ここで問

題は同会議がそうした期待に応える体制になっているかである。会議自体は党派を超えた形で設けられた点で画期的であった。しかし、問題の大きさ・専門性・複雑性の割には、構成メンバーも少なく、専門委員会も設置されていない。8月21日に迫る設置期限を延長し、体制を再構築し、踏み込んだ改革案の答申を、改めて諮問する必要があるのではないか。

* * *

5月中下旬以降の金融マーケットの不安定化にもかかわらず、開始から半年間のアベノミクスは基本路線として大きくは外れてはいない。しかし、その一方で、限界や欠けている面も明らかになってきている。過去20年間、改革が掛け声倒れに終わることが繰り返され、その間に成長率は低下し、国家財政は危機的状況に陥った。もはやこれ以上改革を先送りすることは許されず、今回こそ本当にラストチャンスである。その意味で政府は、客観的・中立的な視点で政策を検証し、謙虚に修正すべきは修正し、追加すべきは追加していくスタンスが求められているといえよう。

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。