

2017年7月31日  
No.2017-001

## 改造内閣の経済政策課題 ～アベノミクス4年半の評価と今後の政策プライオリティー～

理事/首席研究員 山田 久

### 《要 点》

- ◆ アベノミクスの4年半を振り返ると、景気の回復軌道への復帰と脱デフレという面では、相当の成果を挙げたと評価できる。もっとも、「三本の矢」の支柱であった非伝統的な金融政策の威力が示される一方、その限界も明らかになった。それはあくまで期待に働きかけるものであり、短期的な効果はあるものの、経済主体が行動を持続的に変えなければ効果は続かない。さらに、潜在成長率を高めることは難しいことも確認された。非伝統的な金融政策は短期決戦で使う場合は一定の効果があるにしても、持久戦になれば、むしろその弊害が大きくなっていくといえよう。
- ◆ 潜在成長率の向上の鍵を握るのはやはり成長戦略である。以前の政権に比べ、この4年半で成長戦略への取り組みは相当程度進んだとみることができる。とはいえ、改革が道半ばであることは否定できず、中途半端な面も多くある。さらに言えば、世界でも稀に見るスピードで少子高齢化が進むもとで、日本経済が中長期的にどのようなメカニズムで持続的成長を遂げていくのか、ビジョンが明確ではないという問題もある。そうしたもとで、企業は史上最高益を挙げているにもかかわらず、中長期的な不透明感が強いことで賃上げには慎重姿勢を続け、手元流動性を積み上げている状況にある。
- ◆ ここにきて改めて問題視されているのは、家計活動の回復力が弱いことである。なかでも目立つのは、若年層の消費が停滞している点である。この背景には、4年半の間、「財政再建」と「再分配政策」がなおざりにされてきたことを指摘できる。若年層や子育て世代の生活が厳しくなるもとで、現役世代からシニア世代への所得移転という従来からの構図は大きく変わっておらず、国債残高が累増していることも勘案すれば、若い世代で先行きも閉塞感が高まるのは必至といえよう。
- ◆ 以上の認識からすれば、改造内閣が取り組むべき経済政策上の優先課題は以下の3点となる。
  - ① 家計所得の底上げにつながる成長戦略…新興国中間層の拡大、デジタル革命の新たなフェーズ入りというグローバルな潮流変化を戦略的に捉えて、人口減少による国内市場縮小圧力を乗り越える、新たな成長ビジョンを描く必要。そのうえで、成長をリードする分野に人材・資本をシフトしていけるように、規制改革・労働市場改革に取り組むとともに、生産性向上と賃金上昇を持続的なものとするルールづくりを政府のアレンジもとで労使が共同して構築し、企業のグローバルな成長と家計所得の底上げがリンクする状況を創出することが併せて重要。
  - ② 包括的な再分配政策の展開…景気に過度なストレスをかけない形で、財政再建を達成するとともに適切な再分配政策を講じるために、社会保障制度における受益と負担のリンケージを強め、消費増税や所得増税が結果としてきちんと家計に還元されることが実感できる状況を作り出すことが肝要。歳出の見直しを経てなお必要となる財源は、消費税（付加価値税）および所得税の増税によって賄うことが妥当であ

るが、給付つき税額控除の導入も含めて、とくに所得税の控除の在り方について所得再分配機能を強める方向で見直す必要があり、若い現役世代が受益実感をもって将来展望が開けるように、子育て支援や就業・教育支援策を拡充することが求められる。

- ③ 金融・財政政策の緩やかな正常化…急激なスタンス変化は円相場の急伸を招くリスクがあるため慎重さは求められるが、欧米の正常化テンポに合わせてつつ、例えば長期金利の変動上限を徐々に引き上げるなど、漸進的スタンスで緩やかに金融政策の正常化プロセスに着手すべき。一方、補正予算を伴う経済対策については打ち止めとし、公共投資は現状維持からやや縮小する方向を基本スタンスとする必要。

**日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。**

**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](mailto:yamada.hisashi@jri.co.jp)**

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## 1. はじめに

8月初旬、安倍首相は内閣改造を実施する意向である。内閣支持率の急落や東京都知事選の敗北を受けて態勢の立て直しを図る狙いだが、首相は6月19日の記者会見で経済最優先のスタンスを表明しており、新体制では改めて経済政策の有効性が問われることになる。そこで、安倍政権の経済政策・アベノミクスの4年半を検証したうえで、改造内閣が取り組むべき政策課題について取りまとめた。

### 1. アベノミクス4年半の経緯

まず、アベノミクスの4年半のこれまでの経緯を振り返っておこう。それは3つのフェーズに分けて整理することができる。

<第1フェーズ：2012年末～2014年3月>

安倍政権は発足後、大胆な金融政策・機動的な財政政策・民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」を掲げ、名目3%・実質2%の経済成長率の達成をKPIとして、経済再生・デフレ脱却を最優先課題として施策を展開した。手始めに講じられたのは財政面からの景気刺激策であり、補正予算全体で13.1兆円規模にのぼる緊急経済対策を2013年1月にとりまとめた。

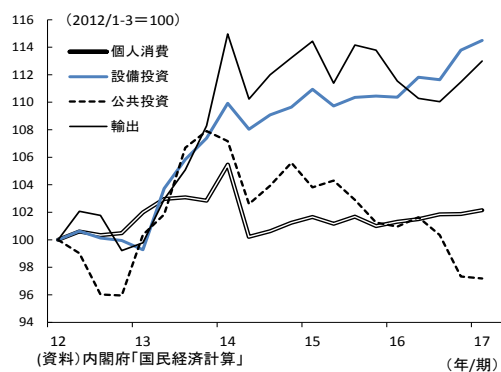
第1フェーズで政策の支柱となったのは何と言っても金融政策であり、2013年4月に就任した黒田総裁のもとで、日銀による「異次元緩和」が開始された。具体的には、インフレ率2%の物価安定の目標を2年程度のできるだけ早期に実現するため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する「量的・質的金融緩和政策」を導入した。それは従来とは非連続的で大胆な施策を打ち出すことで、市場や企業の期待に働きかけ、前向きな行動とインフレ期待を醸成することを意図したものである。実体経済面では、大胆な金融緩和は結果として円安進行を誘導することで、企業収益を改善させるとともに、輸入価格下落によるデフレ圧力を払拭する効果を狙ったものであった。

当初、大方が事前に予想していた以上に、それは順調な成果をあげる。円安が大幅に進んで企業業績が改善し(図表1)、株価も大きく上昇した。マインドの好転から消費が盛り上がりを見せて景気は回復傾向に転じ(図表2)、原油価格が上昇したこともあって、消費者物価はプラス基調に転じた。生鮮食品を除くベースのいわゆるコアCPIは2014年1月に前年同月比+1.3%に達し(図表3)、黒田総裁が掲げた2年で2%という目標は、達成可能なようにも思われた。

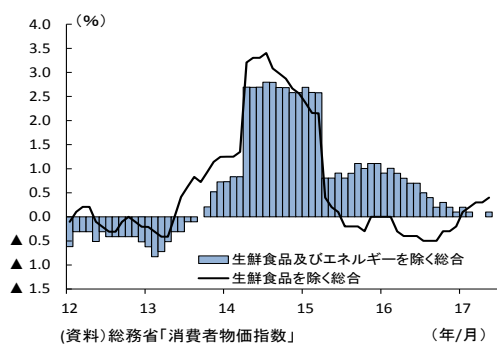
(図表1)円ドル相場



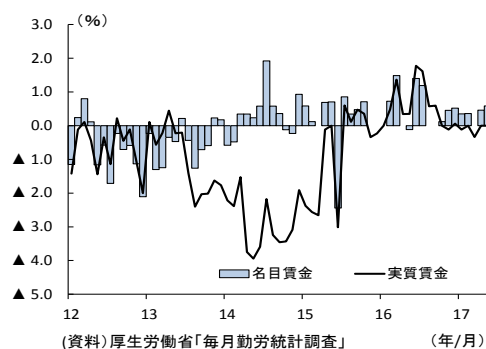
(図表2)需要項目別GDPの推移



(図表3) 消費者物価(前年同月比)



(図表4) 平均賃金(前年同月比)



### <第2フェーズ：2014年4月～2015年秋>

しかし、2014年4月の消費税率の引き上げ以降、状況は変化する。個人消費の低迷が長引き、景気停滞が続いた。そうした流れのもとで、2014年10月末、日銀は資産買入れのペースを拡大するサプライズ緩和を実施し、円安がさらに進行することになった。一方、政権は2015年10月に予定されていた消費税率の追加引き上げの先送りを決定、12月には国費3.5兆円を投入した経済対策を発表した。失速懸念もあった景気は、これらの政策対応を受けて再び回復傾向に転じ、インフレ率のプラス圏での推移が定着した。

もともと、景気の回復ペースは目立って加速せず、そうした状況下でも人手不足が深刻になっていった。景気回復力が弱いのは需要の弱さによるというよりも、人口減少に伴う労働供給制約がボトルネックになっているためとの認識が広がっていった。一方、一段の円安による食料品やエネルギー価格の上昇は、賃上げペースが微弱にとどまるもとで実質賃金を押し下げ(図表4)、地方を中心に生活者の不満を高め、金融緩和への批判の声も聞かれるようになった。

### <第3フェーズ：2015年秋以降>

異常ともいえる金融緩和に頼った政策運営の限界が徐々に露呈するなか、政権は2015年10月、「一億総活躍社会の実現」を新たなスローガンとし、希望を生み出す強い経済・夢を紡ぐ子育て支援・安心につながる社会保障の「新三本の矢」を掲げる政策シフトを行った。一方、日銀は2016年入り以降、マイナス金利を導入し(1/29)、さらにはイールドカーブコントロールの導入(長短金利操作付き量的・質的緩和、9/21)によって、2%のインフレ目標の早期達成を事実上断念し、持久戦へと金融政策運営の戦法を切り替えた。

そうした政策の見直しが行われるなか、景気は一時の停滞局面を脱し、足元にかけて成長率はやや高まる方向にある。2016年入り以降5四半期連続で実質成長率は年率1%を超えてきている。もともと、目標とする実質2%成長にはなお遠く、消費者物価上昇率も2%はおろか、このところ伸び率鈍化傾向が目立ってきているのが直近の状況である。

## 2. アベノミクス4年半の評価

以上の経緯を踏まえた、アベノミクス4年半の評価は以下の通りである。

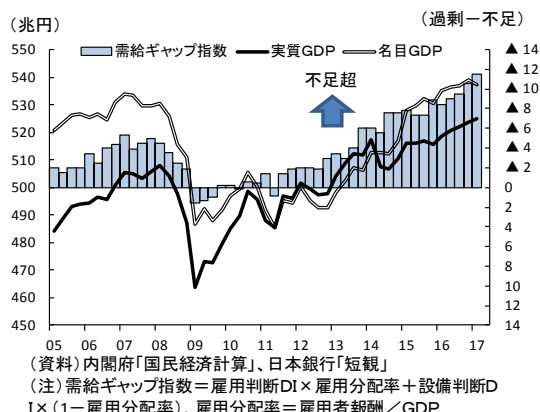
### <非伝統的金融政策の功罪>



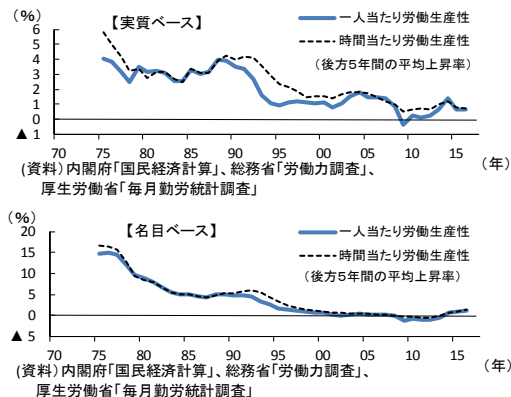
名目3%・実質2%の経済成長率、インフレ率2%というKPIからすれば、この4年半は目標未達ということになる。もっとも、成長率はなお低いとはいえ、景気は底堅さを増している。米国トランプ氏の政権運営をはじめ政治面での不透明感は強いものの、新興国での中間層の成長、世界規模でのデジタル革命の新たなフェーズ入りから、世界経済は上昇基調にある。そうした追い風を受けて、インバウンド需要の取り込みやICT関連の事業拡大が景気を支え、東京五輪・オリンピックを見越した建設関連需要も盛りあがってきている。そうしたもとの、向こう数年にわたって需給ギャップ面からは物価押し上げ方向に力が働くとみられ(図表5)、少なくとも消費者物価が持続的に下落する局面からの脱却は果たされたと判断してよいだろう。つまり、**景気の回復軌道への復帰と脱デフレ(デフレ・スパイラルからの脱出)**という面では、**相当の成果を挙げたといえる。**

これは、非伝統的な金融政策とはそれが人々の期待に働きかけることができれば景気や物価に対して影響を及ぼし、少なくとも短期的な効果はあることを証明したといえよう。だが、この4年半の政策的な壮大な実験をトータルで見れば、その限界も明らかになったといわざるを得ない。それはあくまで期待に働きかけるものであり、**経済主体が行動を持続的に変えなければ効果は続かない**ということである。

(図表5) 需給ギャップとGDP水準



(図表6) 労働生産性伸び率



さらに、**大胆な金融政策によって脱デフレ状態に持っていくことはできても、潜在成長率の向上につながる生産性を高めることは難しいことも確認された(図表6)**。むしろ超低金利が長引くことで、各企業の低収益事業を温存させて既存分野での過剰供給体質の解消を遅らせ、価格引き上げの動きを阻害するようにも作用している。人手不足下で生産性向上への取り組みも出てきたが、既存事業での物的生産性を高めることは、かえって過剰供給体質を強めるという矛盾が露呈しているわけだ。その結果、収益体質の改善が遅れ、未曾有の人手不足でも賃金上昇が明確化しないという事態を招いている。いわゆる自然利子率(中長期的にはほぼ潜在成長率に相当)が低くなっているため、非伝統的金融緩和で期待インフレ率を高めて実質利子率を引き下げ、リフレ効果を狙ったはずが、超低金利が長引くことでそれが自然利子率自体を引き下げる結果を招いているという、皮肉な現象が起こっていると解釈できる。**非伝統的金融政策は短期決戦で使うには効果があるにしても、持久戦になれば、むしろその弊害が大きくなっていくといえよう。**

なお、補正予算を伴う経済対策については、アベノミクス開始にあたって打ち出した2013年1月の緊急経済対策は効果があったといえようが、その後、ほぼ毎年繰り返されてきた対策は効果が疑問視される。とりわけ公共投資に関しては、建設業で人手不足が深刻化しており、供給のボトルネックから景気押し上げ効果はかなりの程度減殺されたと考えられる。

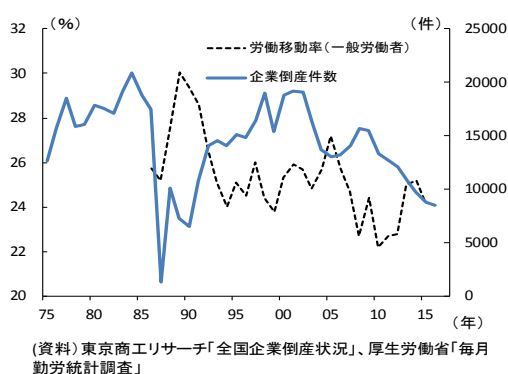
## <道半ばの成長戦略>

潜在成長率の向上につながる生産性向上の鍵を握るのは、やはり成長戦略である。その成長戦略への取り組みについて、巷間みられる紋切型の評価は「遅々として進んでいない」「効果が表れていない」といったものであろう。だが、そもそもその効果発現には一定の時間を要する。以前の政権に比べて、この4年半で成長戦略への取り組みは相当程度進んだとみるのが公平な見方ではないか。

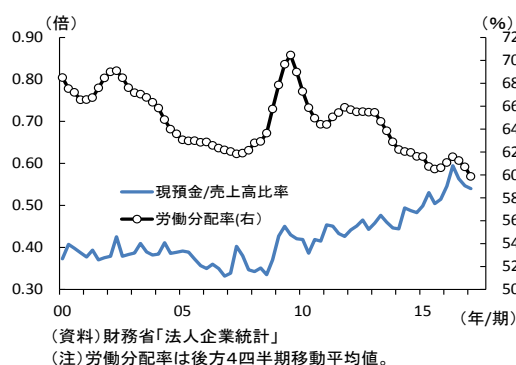
具体的には、トランプ政権の誕生で大幅な軌道修正を余儀なくされているとはいえ、TPPをまとめあげたことは高く評価してよい。それは日欧EPAの成果へと活かされた面があり、TPP11の進展も期待できる。「稼ぐ力」の向上を促すため、法人実効税率の引き下げを実現し、コーポレートガバナンス改革にも取り組んだ。岩盤規制とされた農業・医療・雇用の各分野における改革もこれまでにない踏み込みが行われた。先送りされ続けてきた農協改革が着手され、医療分野では患者申出療養制度などが新たな仕組みが創出された。ジェネリック医薬品の普及など、様々な効率化への取り組みも行われてきた。残業上限・同一賃金同一労働の導入などの働き方改革も進行中である。

とはいえ、改革が道半ばであることは否定できず、中途半端な面も多くある。例えば、残業削減などの働き方改革を生産性向上という最終目標につなげるには、成長産業への労働移動を円滑化するための取り組みが欠かせないが、その面での改革は進んでいない(図表7)。成長力底上げという面で効果はなお表れておらず、PDCAを通じた改革の継続が極めて重要である。さらにいえば、個別の施策はこれまでの政権に比べて取り組まれているとはいえ、重要な要素が欠けている。それは、世界でも稀に見るスピードで少子高齢化が進むもとの、日本経済が中長期的にどのようなメカニズムで持続的成長を遂げていくのかについてのビジョンが明確ではないことである。今年6月に策定された未来投資戦略の「Society5.0」は興味深いコンセプトではあるものの、今一つわかりにくい印象をぬぐえない。そうしたもとの、企業は史上最高益を挙げているにもかかわらず、中長期的な不透明感が強いことで賃上げには慎重姿勢を続け、手元流動性を積み上げている状況にある(図表8)。

(図表7) 労働移動率と企業倒産件数



(図表8) 現預金比率と労働分配率

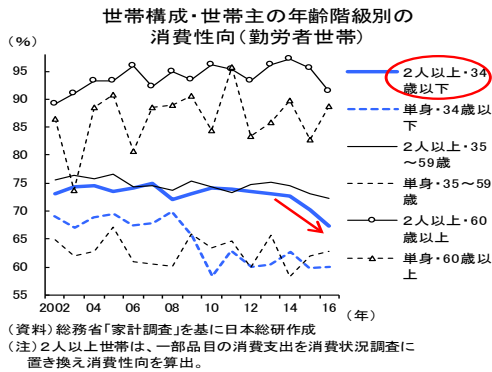


## <「財政再建」「再分配政策」はなおざり>

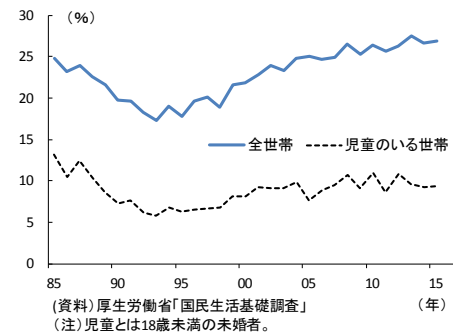
ここにきて改めて問題視されているのは、家計活動の回復力が弱いことである。なかでも目立つのは、若年層の消費が停滞している点である。34歳以下の層で消費性向の低下が目立ってきているのである(図表9)。こうした家計行動慎重化の背景には、4年半の間、「財政再建」と「再分配政策」がなおざりにされてきたことを指摘できる。

「経済成長なくして財政再建なし」のスタンスのもと、抜本的な税制改革は先送りされ、歳出構造の見直しも不十分なものとどまってきた。この結果、公債残高は2012年度末の705兆円から2017年度末には865兆円にまで増加する見込みである（財務省ホームページ）。公債は全て将来世代へのつけ回しというの言い過ぎにしても、さすがにGDP比で156%に上る公債残高は異常と言わざるを得ない。

(図表9) 年齢階層別消費性向

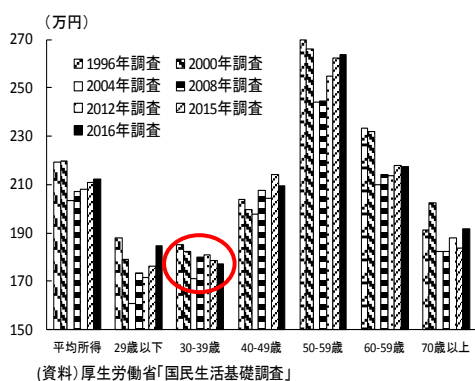


(図表10) 所得金額250万円未満の世帯割合

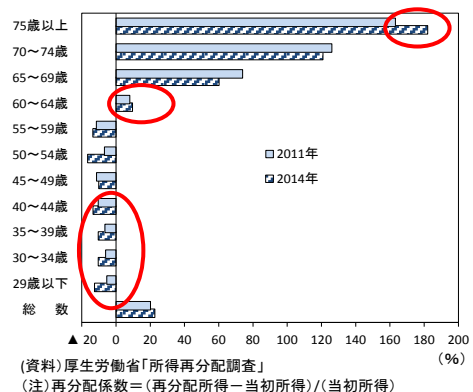


90年代半ば以降、わが国では年収が250万円に満たない低所得層がジリジリと拡大している。これは人口構成の高齢化による側面もあるが、児童（18歳未満の未婚者）のいる世帯で、90年代半ばから2000年代にかけて増えた低所得層の割合が高止まっていること（図表10）、さらに、30歳代の子育て世代の家計所得の減少傾向に歯止めが掛かっていないことも看過できない（図表11）。そうした状況下、厚生労働省「所得再分配調査」によれば、現政権下の2014年時点での年齢階層別の所得再分配の度合い（再分配係数）を、政権発足前の2011年時点と比較すると、現役世代とくに若い世代でのネット負担が増加する一方、75歳以上や60歳前半のシニアでのネット受け取りが増えている（図表12）。これは、若年層や子育て世代の生活が厳しくなるもとの、基本的には現役世代からシニア世代への所得移転の構図が続いてきたことを物語る。すでに指摘した公債残高の累増は、現在の国民の購買力を高めるために将来の国民の購買力を引き下げていることを意味していることも勘案すれば、若い世代で先行き閉塞感が高まるのは必至といわざるを得ない。

(図表11) 世帯人員一人当たり平均所得の年齢階層別推移



(図表12) 世帯主の年齢階層別再分配係数



もともと、政府はこうした状況を放置してきたわけではなく、少子化や介護不安に対応すべく、待機児童解消および介護離職防止が新三本の矢に盛り込まれた。これらは重要ではあるがピンポイントの対応策にとどまっている形であり、しっかりした現状分析を踏まえたトータルで包括的な再

分配政策が実施されてきたとは言い難い。そうした状況下、国民の先行き不安は緩和されていない。

### 3. 求められる政策転換

ここまでの議論を要約しよう。アベノミクスは景気の回復軌道への復帰と脱デフレという面では十分な成果を挙げたと評価してよい。潜在成長率を引き上げる取り組みについてはそれなりに進捗しているが、なお道半ばであり、成長戦略の継続が必要であるとともに、環境変化を踏まえた新たな成長ビジョンの提示が求められている。デフレ脱却には貢献した非伝統的金融政策も、その効果よりも弊害が大きくなる段階に入っており、今後、タイミングを見極めながら正常化を念頭に置いた修正局面に入っていくことが望まれる。一方、財政再建と再分配政策への取り組みが遅れており、それが国民の先行き閉塞感をもたらしている。これを払拭するには、家計所得の増加をもたらす成長戦略を追求するとともに、財政健全化を前提とした持続可能な社会保障制度の構築に正面から取り組むことが求められている。

以上の認識からすれば、改造内閣が取り組むべき経済政策上の優先課題は以下の3点となろう。

第1に、**家計所得の底上げにつながる成長戦略**である。真の経済再生・デフレ脱却のためには、ヒト・カネの経営資源を低収益部門から高収益部門に不断にシフトさせ、財・サービスの価値に見合った価格引き上げと賃上げが当たり前に行われる状況を生み出す必要がある。それには新興国中間層の拡大、デジタル革命の新たなフェーズ入りというグローバルな潮流変化を戦略的に捉えて、人口減少による国内市場縮小圧力を乗り越える、新たな成長ビジョンを描く必要がある<sup>1</sup>。その成長をリードする分野に人材も資本もシフトしていけるように、規制改革・労働市場改革に取り組む必要がある。その際、生産性向上と賃金上昇を持続的なものとするルールづくりを、政府アレンジのもとで労使が共同して構築し、企業のグローバルな成長と家計所得の底上げが連動する状況を創出することが併せて重要である。

第2に、**包括的な再分配政策の展開**である。景気に過度なストレスをかけない形で、財政再建を達成するとともに適切な再分配政策を講じるには、社会保障制度における受益と負担のリンケージを強め、消費増税や所得増税がきちんと家計に還元されることが実感できる状況を作り出す必要がある。そのためには、今後最大の歳出増圧力になる医療・介護保険制度において、①保険者機能の強化、②データヘルス化による医療供給体制の効率化、③医療財政への国庫補助の厳格化などにより、自律的な給付抑制メカニズムを制度に内在化させることが求められる。そのうえで、税構造の国際比較からすれば、歳出の見直しを経てなお必要な財源を消費税（付加価値税）および所得税の増税によって賄うことが妥当であるが、給付つき税額控除の導入も含めて、とくに所得税の控除の在り方について所得再分配機能を強める形で見直す必要がある。加えて、若い現役世代が受益実感をもって将来展望が開けるように、子育て支援や就業・教育支援策を拡充することが望まれる。ただし、その前提として、幼児教育や大学・大学院教育について教育内容を有効性の高いものに変えていくことが不可欠である。そうした内容について、改めて国民会議を設置し、一定の時間をかけ

---

<sup>1</sup> 具体的には、日本総研 Research Focus 『「マイナス金利後」の経済政策運営～民間の前向き姿勢を引き出す5つの施策～』 No.2015-054 で提示したように、a) 短期対策としての訪日観光客の誘致策、b) 中期対策としての外国人労働者受け入れ・移民政策、c) 長期対策としての出生率回復を3本柱とする『人口減の影響緩和に向けた3段階の対策』を打ち出して、当面から将来にわたって「広義の人口（国籍を問わず日本国内で経済活動を行う個人）」の減少に歯止めをかける政策意志を示すとともに、『インバウンド消費を起点とする内外事業拡大循環の形成』という「成長循環ストーリー」を示し、好循環の実現を誘導する一連の施策をトータルに展開すべきと考える。



た十分な議論をしたうえで、社会保障・税の一体改革のビジョンを取りまとめることが求められよう<sup>2</sup>。

第3は、**金融・財政政策の緩やかな正常化**である。Fedはすでに緩やかながらも利上げ局面に入り、ECBも早晚、金融政策の正常化の局面に入っていく。そうした状況で日銀のみ従来スタンスを維持することは円安を誘導することになるが、購買力平価からみて1ドル=110円台後半以上の円安はファンダメンタルズとの対比で行き過ぎとみられる。もちろん、急激なスタンス変化は円急伸を招くリスクがあるため慎重さは求められるが、欧米の正常化テンポに合わせつつ、例えば長期金利の変動上限を徐々に引き上げるなど、漸進的スタンスで金融政策の正常化プロセスに着手しはじめるべきであろう。一方、補正予算を伴う経済対策については打ち止めとし、公共投資は現状維持からやや縮小する方向を基本スタンスとするべきであろう。

以上の基本方針からすれば、現在浮上している、**教育国債の発行や消費税再々延期という選択肢には慎重であるべき**であろう。それらは当面の景気浮揚にプラスかもしれないが、将来不安を高め、むしろ中長期に経済を下押しする方向に作用する。世界的に緩やかな景気回復とデフレーション傾向が向こう数年は続くともみられるなか、当面わが国の経常黒字が残り、その間、問題は顕在化しないかもしれない。しかし、現状が続けば生産性は高まらずに人口減に従ってマイナス成長が常態化し、徐々に貯蓄超過は縮小していくことになろう。いずれかの段階で世界景気の上振れや資源価格の急騰で経常収支が大幅に縮小すれば、その時、円急落・金利上昇で大幅な国民生活レベルの引き下げを余儀なくされるという経済危機リスクを決して過小評価すべきではない。

すでに日本経済は、未曾有の国債残高の累増と前例のない規模での日銀による国債保有という異常事態にあるわけで、いずれ金利の引き上げが必要な時期が来た段階で、果たして大きな混乱なしに収束させることができるかは、もはや保証されない状況に達しているのかもしれない。重ねて言えば、アベノミクスが90年代以降の日本経済の止め処の無い下降傾向に歯止めをかけ、経済再生とデフレ脱却の可能性をもたらしていることは評価されるべきである。しかし、急速に弊害が大きくなりつつあるなか、今後も従来路線が継続されれば、来るべき混乱の度合いをますます大きくし、上で指摘した経済危機発生の蓋然性を加速度的に高めることになる。今回の内閣改造が、政策転換の絶好の機会として活かされることを切に期待したい。

以 上

---

<sup>2</sup> 日本総研 Research Focus 『「こども保険」をどう考えるか～社会保障・税の抜本改革につなげるために～』 No.2017-011 で述べたように、①財源の多様化（拠出金方式での創設）、②使途の検証、③消費税（付加価値税）増税との整合性を考慮した制度設計を前提として、抜本改革までの過渡的対応と位置づけ、「こども保険」を当面の政策として導入することはあり得ると考える。