

2018年9月19日
No.2018-011

アベノミクス3期目に望まれる経済政策

～旧3本の矢は平時向けに再設計が必要～

調査部 主席研究員 杵村秀樹

《要 点》

- ◆ 過去5年半のアベノミクス下で経済状況は大きく好転。良好な世界景気にも支えられつつ、安倍政権が発足当初に適切な政策パッケージを講じたことが背景。もっとも、昨今の経済情勢の変化に鑑みれば、アベノミクスを非常時モードから平時モードに組み替えていくべき。
- ◆ 金融政策に関しては、大胆な金融緩和から、持続性ある金融政策に転換することが必要。金融政策の限界・副作用が明らかになるなかで、日銀の政策枠組みは袋小路に。2%インフレという高すぎる目標を掲げている政府・日銀間のアコードは見直すべき。
- ◆ 財政政策に関しては、不況対応から好況モードに切り替えることが必要。経済が正常化した以上、景気刺激策としての財政支出は不要。さらに、実現可能性のある財政再建の道筋を固めておくことも重要。消費税を1%刻みで、複数回にわたって引き上げていくべき。
- ◆ 成長戦略に関しては、実行力を重視することが不可欠。アベノミクス下の成長戦略は、作成ばかりに労力が費やされた結果、潜在成長率を引き上げることに失敗。サンドボックス制度を本格活用して、成長戦略の取り組みをスピードアップすべき。

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、下記宛てにお願いいたします。

Tel: 03-6833-0929 Mail: matsumura.hideki@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。

失われた20年からの脱却

9月20日に予定されている自民党総裁選では、安倍晋三・現総裁の勝利が有力視されている。安倍氏が勝利した場合、2012年12月に始まった安倍政権は3期目を迎えることになる。当然、安倍政権の経済政策パッケージ「アベノミクス」も、今後3年間は継続することになる。わが国景気の帰趨を左右するという意味で、引き続きアベノミクスは重要な役割を担うことになるだろう。

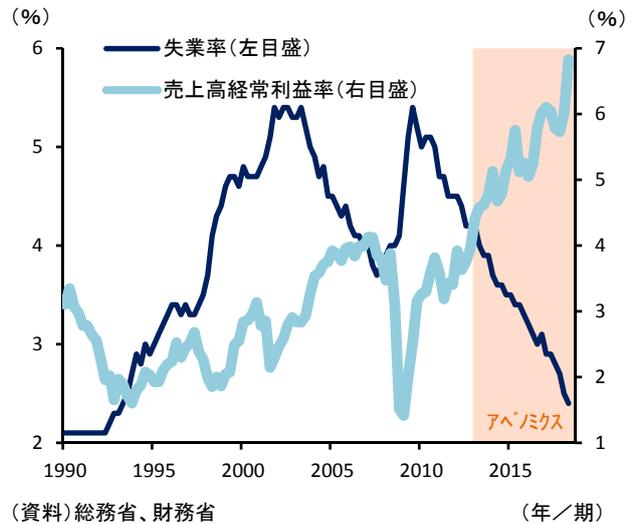
今後を展望する前に、まず、これまでのアベノミクスの成績を確認しておきたい。過去5年半にわたるアベノミクス下で、経済状況は大きく改善した。とくに好転したのは、雇用環境と企業業績である。失業率は2%台まで低下し、バブル期の水準まであと一步というところまで来た(図表1)。売上高経常利益率も急ピッチで上昇し、足元ではバブル期の2倍の水準に達している。

もちろん、これら全てがアベノミクス効果というわけではない。失業率の低下や収益改善はアベノミクス前から始まっていたし、アベノミクス期間中は世界経済が堅調に回復し、景気後退の誘因が少なかったという環境面の幸運にも恵まれた。総裁選中に石破茂氏が「ラッキーな状況があった¹」と評したのは正鵠を射ている。

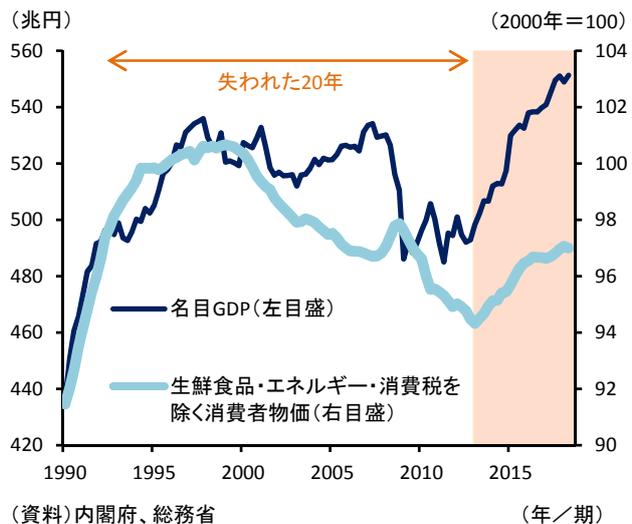
しかし、アベノミクスがわが国経済にパラダイムシフトを起こしたのも事実である。これは、二つの面に現れている。一つは消費者物価である。消費者物価は2000年ごろから下落に転じ、その後10年以上にわたって下がり続けた²(図表2)。ところが、アベノミクス開始と同時に上昇に転じ、足元まで緩やかながらも上がり続けている。もはやデフレ的な状況ではなくなったと判断して差し支えない動きである。もう一つは名目GDPである。物価下落と相次ぐ景気後退で低迷が続いた名目GDPは、アベノミクス開始とともに力強く拡大するようになった。政府は600兆円を目指しているが、現在のペースで増えていけば、近い将来この目標は確実に達成されるだろう。

このように、戦後2番目の長さとなった今回の景気回復は、良好な外部環境にも支えら

(図表1) 失業率と企業収益



(図表2) 名目GDPと消費者物価



¹ 日本経済新聞 2018年9月8日。

² 2008年に一時的に上昇したのは、資源価格の上昇が原因である。資源価格が落ち着くにしたがい、消費者物価も元のトレンドに戻っている様子が読み取れる。

れつつ、安倍政権が発足当初から適切な政策パッケージを講じたことでもたらされたものといえる。わが国経済を「失われた20年」から脱却させたという点で、これまでのアベノミクスは及第点といってよい。

では、3期目も従来アベノミクス路線の継続が望ましいだろうか。答えはノーである。アベノミクスの開始当初は、需要不足を解消して経済を正常化することが大きな政策課題であった。だからこそ、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というポリシーミックス（旧3本の矢）が有効に機能した。しかし、わが国経済はすでに正常化を果たしている。GDPギャップは2017年からプラス圏が定着しており、来年1月には戦後最長景気を更新する見込みである。所期の目標を達成した以上、ポリシーミックスは適宜修正しなければならない。病状が改善したのに処方箋を書き換えないと、かえって人体に害を及ぼすことになるからだ。

安倍政権3期目に求められる政策目標は、景気を失速も過熱もさせず、回復を継続させることである。だが、アベノミクスの旧3本の矢は、この目標の手段として適合しなくなっている。旧3本の矢を非常時モードから平時モードに組み替えていくことが必要なのだ。具体的には、以下のような見直しを提言したい。

第1の矢：大胆な金融政策は、持続性ある金融政策へ

まず、金融政策に関しては、緩和の規模よりも継続性を重視すべきである。

過去5年半を振り返ると、日本銀行の金融緩和政策は一定の効果を発揮してきた。最も象徴的な実績は、為替相場と株価に与えたプラス影響である。アベノミクス開始時点で1ドル＝80円前後を推移していた為替レートは急ピッチで円安が進み、企業業績を大きく改善させた。1万円を割っていた日経平均株価も、2年半で2倍以上に上昇した。前述したようにデフレにも歯止めがかかり、消費者物価は緩やかに上昇するようになった。まさに、目覚ましい成果であった。

しかし、金融緩和が長期化するにつれ、様々な問題点が指摘されるようになってきた。とくに大きな問題と考えられるのは、日銀に対する信認が低下していることである。これは、日銀がとっている一見矛盾ともいえる行動が背景にある。

まずは、目標に対する姿勢である。日銀は2%インフレを目標に金融政策を運営している。しかし、この目標はまだ未達である。消費者物価は上昇に転じたとはいえ、目標を大きく下回る伸び率にとどまっている。このように、既往の金融政策で目標を達成できなかったのであれば、本来なら追加の金融緩和策を講じるところである。日銀の片岡委員が追加緩和の必要性を主張しているのは、ある意味、極めて筋の通った意見である。しかし、追加緩和を訴えるのは、9人の審議委員のうち片岡委員一人にすぎない。この結果、傍目からは目標未達を傍観することが日銀の総意であるようにみえる。こうした追加緩和に消極的な姿勢は、2%インフレ目標を放棄しているとのメッセージと解釈されてもおかしくない。

それだけでなく、日銀は金融緩和政策の出口を想起させる政策変更を行っている。2016年9月に、長期国債の買入ペースの目標を緩め、実質的な量的緩和の縮小（ステルステーパリング）に乗り出した³。今年7月には、長期金利の変動幅を拡大し（実質的な上限引き上げ）、ETFの買入額にも変動幅を許容した（実質的な縮小？）。一連の流れからは、日銀が極めて慎重に出口政策を模索し始

³ それまで日銀の国債保有残高は目標通り年80兆円ペースで増加していたが、足元の増勢は年30兆円ペースにまで低下している。



めたと捉えることも可能である。

これらの行動は、日銀の政策スタンスに対して疑心暗鬼を生むことになった。日銀は7月31日の政策決定会合で金融政策を微修正し、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と説明した。しかし、マーケットでは「出口政策を一段と進めたのではないか」との声も多かった。「強化」と言いながら特段何も強化せず、むしろ緩和縮小を連想させる行動をとり続ける。日銀が建前と本音を曖昧にするばかりに、マーケットとの対話に失敗するようになっている。

では、なぜこのような事態に陥ったのか。必ずしも日銀に非があるわけではないと思う。それよりも、5年半の異次元緩和で、三つの問題点が浮上してきたことが大きい。

第1に、緩和効果の限界が明らかになったことである。日銀は、金利・量ともに最大限の規模で金融緩和を行ってきた。GDPギャップの解消も物価上昇要因として働くはずであった。それにもかかわらず、2%インフレ目標に到達するメドは全く立っていない。この背景には、「失われた20年」の間に蓄積された根強いデフレマインドをなかなか払拭できないことが主因と考えられる。こうした現実を目の当たりにして、景気回復下でも2%インフレを早期に達成するのは困難で、相当長期にわたる取り組みが必要というのが共通認識になってきた。おそらく日銀でさえ、近い将来に2%インフレを達成できるとは信じていないのではないだろうか。

第2に、量的緩和政策の持続性に限界がみえてきたことである。国債市場における日銀の保有割合はすでに4割を超えているため、いつまでも大量の国債を買い続けることはできない。むしろ、国債買い入れが長期化すればするほど、将来の弾切れを意識させるようになってくる。もともと量的緩和政策は、長期戦には向かない政策なのである。

第3に、副作用が無視できなくなってきたことである。マイナス金利の導入は金融機関の利鞘縮小・収益圧迫をもたらし、金融仲介機能を低下させるとの批判が根強い。また、日銀によるETF購入で「物言わぬ株主」の保有シェアが高まり、企業のコーポレートガバナンスを阻害しているとの見方もある⁴。国債市場における日銀のプレゼンス拡大で、価格発見機能⁵も働かなくなった。こうしたマイナス影響が強まっていけば、全体としてみた金融緩和効果は限界的に低下してしまう。

結局のところ、問題噴出で日銀の打つ手がなくなってきたのに、高すぎる目標を掲げ続けていることが問題の根因といえよう。非現実的な2%目標の下で、日銀は自縄自縛に陥ってしまったのである。日銀が何か行動を起こしても、あるいは何も行動を起こさなくても、2%目標の下では必ず批判的になる。これでは、マーケットとも対話のしようがない。

こうした事態の解決策は、2%インフレ目標を掲げた政府とのアコード（政府・日本銀行の共同声明）を見直すことである。アコードを締結した経緯からしても、日銀の方から積極的に2%目標の変更を申し出るとは難しい。まず政府が2%目標の見直しに前向き姿勢を示す必要がある。その際に重要なのは、2%目標の見直しは決して出口政策への転換を意味するものではなく、日銀の金融緩和政策の持続性を担保し、日銀に対する信認を回復するためという点を明示することだ。いま必要なのは、2%インフレの早期達成ではなく、デフレマインド払拭という長期戦に耐えうる金融政策の自由度を回復することである。現在のまま市場との対話を蔑ろにし続けると、日銀に対する不信感が累積し、日銀の金融緩和政策は早晚行き詰まってしまうだろう。

⁴ 根本寛之『日銀のETF買入政策の功罪』2018年3月30日。

<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/10382.pdf>

⁵ 金融経済状況に対する市場参加者の見方を価格に映し出す「鏡」としての機能（『日銀レビュー：金融混乱下のスワップ市場と国債市場の価格発見機能』2009年7月）。

第2の矢：機動的な財政政策は、好況期の財政政策へ

次に、財政政策に関しては、不況対応から好況モードに切り替えることが必要である。

もともとマクロ政策としての財政政策に与えられた役割は、不況期に財政支出を拡大して景気を下支えする一方、好況期には財政支出を抑制し、景気変動を平準化することである。アベノミクス開始前は景気後退の渦中にあつたため、即効性のある財政政策は望ましい政策手段であつた。しかし、アベノミクスの5年半を経て、景気はすでに好転している。これから求められる財政政策は、景気刺激策としての財政支出を最小限に抑えることである。

こうした観点からみると、安倍氏の財政政策スタンスには一抹の不安が残る。安倍氏は総裁選中に、消費増税対策として「思い切った駆け込み反動減対策を講じたい⁶」と発言していた。たしかに一定の駆け込み反動減対策は必要であろう。しかし、好調な経済状況下で、「思い切った」規模で行うのは本当に必要なのだろうか。大盤振る舞いの財政支出の問題点は、いたずらに財政収支を悪化させるのもさることながら、景気を過熱させて、その後の後退局面入りを早めかねないという面も指摘できる。米国トランプ政権の財政政策が懸念されているのも、まさにこれと同じ理由である。財政政策のあり方に関しては、財政規律への配慮の必要性を訴えた石破氏の方が時宜に適っているように思われる。

もちろん、好況期に財政を抑制するのは、経済的には正しい理屈でも、政治的にはハードルの高い政策である。とくに、毎年のように選挙を控えて国民の審判を仰がなければいけない局面では、余計に言い出しにくい。しかし、財政状況が厳しいことは国民も十分に理解している。諸外国でとられているポピュリズム的な財政拡大策は、わが国ではかえって国民の不安を煽るだけではないだろうか。消費増税時の対応も含め、財政政策を使った景気刺激策に関しては慎重に検討すべきである。

さらに、長期的視野に立った財政政策を策定することも必要である。財政状況が深刻なわが国では、好況期にこそ、実現可能性のある財政再建の道筋を固めておかなければならない。

財政再建の手段は、大きく歳出改革と歳入改革とに分けられる。歳出改革は社会保障制度の見直しや支出効率化など様々な切り口があるが、ともすれば総論賛成・各論反対に陥りやすく、実施にこぎつけるのは容易ではない。一方、歳入改革では、消費増税が必要なことで意見はおおむね一致しているように思われる。そのため、消費税をどのように上げていくかという方法論から着手するのがよいだろう。

ここで重要な論点は、消費増税が景気の下振れ要因として働くということだ。消費増税で景気を失速させて税収を減少させたら元も子もない。国民の間でも、消費税に対する印象がさらに悪化してしまう。したがって、消費増税で景気を失速させないことが最低限の条件である。

景気への影響という文脈で考えると、物価上昇で消費者の実質所得が減少しないかどうかが大きなポイントになる。実質所得が減少すれば個人消費も減少するし、実質所得の増勢を維持できれば個人消費の落ち込みも避けられる。こうした点を念頭に、過去3回の消費増税を振り返ってみると、最初の2回は成功、直近の3回目は失敗だったと整理することができる。

⁶ 日本経済新聞 2018年9月8日。

1989年の消費税導入時（0→3%）の直後には、物価は前年比2.7%上昇したものの、雇用者報酬が同7.9%増加したため、実質所得はプラスを維持することができた（図表3）。バブル経済のピークという絶好のタイミングだったため、消費増税は景気にほとんどマイナス影響を与えなかった。

1997年の増税時（3→5%）も同様、物価が2.0%上昇したのに対し、雇用者報酬はそれを上回る3.6%増加したため、実質所得は減少しなかった。このときは、直後に景気後退に陥ったため、消費増税は失敗だったとの見方もある。しかし、景気後退の直接の原因はアジア通貨危機と国内金融危機であった。もしこの二つが起きなければ、景気後退は避けられたと考えられる。

唯一失敗したのは、3回目の増税となった2014年（5→8%）である。このとき、物価が3.5%も上昇したのに対し、雇用者報酬は1.4%しか増えず、実質所得が大きく落ち込んだ。アベノミクス開始直後で好循環メカニズムが十分に作動しなかったにもかかわらず消費増税を断行した結果、景気は低迷を余儀なくされたのである⁷。

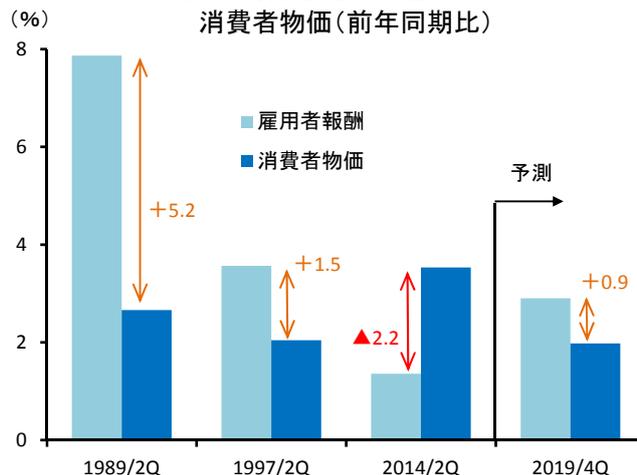
では、次回2019年の増税（8→10%）はどうなるだろうか。おそらく、懸念するには及ばないだろう。その理由は、消費税の引き上げ幅が前回よりも小さいことに加え、所得環境が一段と改善するため、雇用者報酬の伸びが物価上昇率を上回ると予想されるからである。ただし、100%大丈夫とは言いきれない。予想される実質所得の伸びはそれほど大きくないため、経済状況が悪化すれば実質所得が減少するリスクもある。

このようにみえてくると、消費税の引き上げ幅が小さいほど、実質所得を押し下げる力が弱くなることに気付く。したがって、1%ずつの消費増税が経済に最もストレスをかけない方法といえる。1%の引き上げであれば、景気後退局面さえ避けられれば、実質所得が減少することはまずなさそうである。増税幅を最小化する代わりに、増税の回数を増やすという方法が、わが国にとって最も現実的な選択肢である。

予想される反対論は、メニューコストがかかるという企業からの不満である。確かに、消費税を導入した1989年には多大なメニューコストがかかったと思われる。しかし、これだけIT化が進んだ社会で、メニューコストが負担になるというのは言い訳にすぎない。経済界も消費増税の必要性を強く主張するのであれば、多少のコスト負担は受け入れるべきである。

1%ずつの増税であれば、景気へのマイナス影響もそれほど大きくなりたくないため、長期的な財政再建のスケジュールを組み立てやすい。これに対して、2%、3%と一気に消費税を上げる方法は、慎重にタイミングを見計らうことが必要になるほか、直前になって先送りするインセンティブを生み出してしまふ。結果的に、1%ずつ消費税を上げていく方が、財政再建の近道になる可能性が高い。

（図表3）消費増税時の雇用者報酬と消費者物価（前年同期比）



（資料）内閣府、総務省

⁷ ただし景気後退とは認定されていない。

第3の矢：民間投資を喚起する成長戦略は、実行力を重視する成長戦略へ

最後に、成長戦略に関しては、とにかく実行力を重視することが求められる。

アベノミクス3期目では、二つの理由から成長戦略の重要性がこれまで以上に高まることになる。

第1に、潜在成長率の引き上げが待たなしのテーマになるからだ。アベノミクスの前半は需要不足経済であったため、まず需要を創出することが大きな課題であった。そのため、成長戦略の優先順位は相対的に低かった。需要不足下で潜在成長率を引き上げすぎると、需要不足をさらに深刻化させる恐れがあるからだ。しかし、GDPギャップはすでにプラス圏に転じ、需要不足から供給不足の世界に変わっている。こうした状況下では、需要創出策の議論はもはや不要で、代わって、いかに供給力を拡大するかが重要な課題になる。とくに、人材や資源などに供給制約が強まるなかでは、成長戦略を通じて供給力の天井を引き上げることが不可欠である。

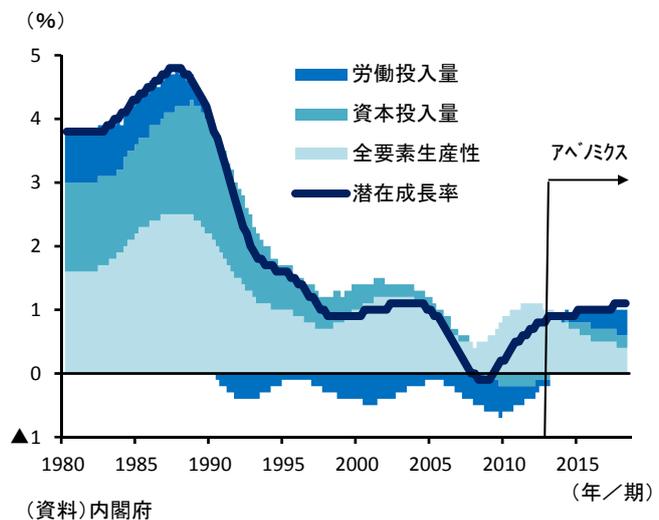
第2に、来るべき景気後退に備えるためである。わが国の景気後退の原因は、たいてい海外からもたらされる。輸出の減少が企業業績を悪化させ、設備投資と雇用者所得を押し下げて、内需が減少トレンドに変化していくというコースである。とくに、「失われた20年」の間は内需が脆弱な状態が続いたため、外的ショックに翻弄されることが多かった。足元の状況をみると、貿易戦争、新興国危機、過剰債務問題など、世界経済は下振れリスクが懸念されるようになってきた。こうした外的ショックに耐えて、景気後退入りを回避するためには、内需の景気牽引力を高めることが最善手である。幸い、足元では設備投資と雇用者所得の回復が明確化している。成長戦略を通じてさらに自律回復力を強めれば、海外からの景気後退圧力の波及を食い止めることも可能になるだろう。

しかしながら、これまでの成長戦略の成績は決して芳しくない。むしろ、アベノミクス期の成長戦略はほとんど効果を発揮してこなかったというのが実情である。実際、潜在成長率は2012年からほとんど上昇していない(図表4)。それどころか、成長戦略の成果が現れるべき全要素生産性の伸び率は逆に低下している。第1の矢、第2の矢は一定の効果を示したものの、第3の矢は完全に期待外れだったといえよう。

では、なぜこのような結果になったのだろうか。様々な原因が考えられるものの、一つの理由として、成長戦略の実行力が欠如し、「絵に描いた餅」で終わったことを指摘できる。

アベノミクス下の成長戦略は、最初は産業競争力会議で、その後は未来投資会議で議論されてきた。しかし、いずれの会議でも、成長戦略を実行することよりも、策定すること自体が重視されてきたように見える。例えば、成長戦略に盛り込まれる政策リストがあまりにも多岐にわたり、優先順位が不明瞭になっている。例年6月に取りまとめられる成長戦略の資料は、あたかも政策候補の総花的カタログであり、全て実行できるとは到底思えない内容だ。さらに、この膨大な量の成長戦略が毎年作り直される。本来、優先的に取り組むべき政策課題は、たった1年でそう大幅には変わ

(図表4) 潜在成長率



らないものである。こうして貴重な政策資源が毎年の作成作業で浪費されてしまい、実行に回す余力が残らなくなってしまったのだ。

結局、わが国の成長戦略は作成だけに労力が費やされ、実行が軽視されてきたと言わざるをえない。成長戦略が進展しなかったのであれば、潜在成長率が高まらないのも当然の話である。安倍政権3期目では、これまでの失敗の経験を踏まえ、いかに実行に移すかに焦点を絞るべきである。

実行力を高めることを考えたとき、スピード感が非常に重要となる。現在世界各国が取り組んでいる成長戦略は、以前に比べて大幅にスピードアップしている。典型例は中国である。中国は、まずやってみて、ダメだったら見直すことを繰り返しながら、急ピッチで新しい取り組みにチャレンジしている。その結果、日本とは比較にならないくらいのスピードで新技術・サービスが広がっている。最近の事例でも、ライドシェア、キャッシュレス化、無人店舗、自動運転などは、日本よりも数歩も先んじている。もちろん、失敗例も枚挙にいとまないが、「失敗は成功の母」と前向きに捉えられていることも特筆に値する。このような中国の実行力は、わが国も参考にすべきところが多い。

では、中国並みのスピードで成長戦略を実行していくにはどうしたらよいだろうか。昨年と今年の成長戦略に記載されているサンドボックス制度を活用するのが最も近道だろう。これは、事前規制を最小限に抑えて「まずやってみる」ことを優先し、先進技術の開発・実証をスピードアップさせるための仕組みである。似たような仕組みとして特区制度が用意されているが、実際には多くの規制がかかっており、まだ使い勝手の悪い一面が残っている。サンドボックス制度を本格活用すれば、これまで遅々として進まなかった成長戦略も、スピード感をもって実現に向かっていくことが期待できるようになる。そのうえで、効果が認められた施策については、これまでの遅れを取り戻すべく、規制や制度を速やかに見直していくべきである。当然、こうした取り組みの第一歩として、まずサンドボックス制度を迅速に導入すべきなのは言うまでもない。

おわりに

総裁選での発言をみる限り、3期目の安倍政権は、社会保障、働き方改革、憲法改正などに意欲的に取り組む構えである。もちろん、これらを含む新3本の矢⁸の重要性は論をまたないし、憲法改正という誰も手をつけられなかった政策にチャレンジするのも大事である。成功すれば、3期目を飾る大きなレガシーになるだろう。

しかし、安倍政権が景気拡大に支えられていることも忘れるべきではない。各種調査によれば、安倍政権に対する国民の支持は決して盤石とはいえない。それでも政権が継続しているのは、若年層を中心に、景気拡大という実績が認められたからだ。もし景気に変調を来すことになれば、政権支持率がさらに低下し、新たなチャレンジも水泡に帰すことになりかねない。悩ましいことに、景気のコントロールは過去5年半に比べて格段に慎重さが求められるようになっている。その意味でも、経済政策の土台を形成している旧3本の矢の再設計も喫緊の課題である。

以 上

⁸ 2015年9月に打ち出された「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」からなる新しい3本柱。旧3本の矢は「希望を生み出す強い経済」に包摂されたものと位置付けることができる。