講演要旨1

「アベノミクス」で日本経済は復活するか？

熊谷　亮丸
（大和総研チーフエコノミスト）

■はじめに

まず、最初に「アベノミクス」の定義についてですが、私は、三本の矢をアベノミクスととらえています。ただ１つ議論が分かれるとすれば二本目の矢です。一本目は大胆な金融政策ですから、二本目の矢はとにかく財政を出せばいいということではなく、柔軟な財政政策です。これは、短期的には大胆に出動するけれども、中長期的には財政規律を保つことまで織り込んでいるのがアベノミクスの第二の矢であると考えています。

それから、デフレの原因については、複合的なものであって、１つは、日銀の金融政策はやれることを全部やっていたかといえば、まだできることはたくさんあったと思います。例えば、政権交代の前後から株の時価総額は、わずか４か月余りで120兆円以上増えている。さらには、為替で見れば14円の円安。その意味では金融政策でやらなくてはならないことが残されていました。

他方、需要サイドか供給サイドかという神学論争的な考え方があります。しかし、私は、需要か供給か、内需か外需かという不毛な神学論争を超えて、需要サイドと供給サイド、内需と外需、これらをバランスよく刺激していくことが必要だと基本的には考えています。

■「アベノミクス」をどう捉えるか？

私は、三本の矢の中で、金融政策は非常にうまくいって、方向性としては正しいと考えています。他方で、二本目の矢の財政規律の維持と、三本目の成長戦略は、まだまだ改善していく余地が残っている。具体的には３つの懸念がある。まず、１点目の懸念は、二本目の矢である財政規律が崩れてしまうと、トリプル安（債権安・株安・円安）が進行する可能性がある。それから、２つ目は、三本目の矢である中長期の経済体質の改善が本丸であって、今のところはカンフル剤で良くなっている状況なので、この三本目の矢を従来以上に強化していくことが必要です。３点目は、インフレが進行する中で雇用者の所得だけが取り残され、むしろ生活が苦しくなることを避ける政策があるのか。この３つの懸念を今後、アベノミクスは課題としてしっかりと埋めていく必要があると思います。

今後の経済成長は、アベノミクス効果に加えて、消費税増税の駆け込み需要などもあり、2013年度は2.7％とかなり高めの成長率になる。ただ、2014年度はその反動もあって、0.4％程度となるが、この2013年度、2014年度をならしてみれば、比較的底堅い経済成長を想定し

ています。

大胆な金融政策は、非常にうまくいっているが、二本目の矢である財政政策は、国土強靱化で一説によれば10年間で200兆円の公共投資をするとのことなので、無駄な公共投資が行われると、将来的に財政赤字が拡大して国債が売り込まれることになる。さらには、悪い円安や株安が進み、いわゆるトリプル安のリスクが存在する。ですから、二本目の矢は、しっかりと財政規律を守っていくことがポイントになる。それ以上に重要なのは、三本目の矢の構造改革ですが、ＴＰＰへの参加、さらなる規制緩和、法人税減税など、しっかりと日本が中長期的に成長するような基盤をつくっていく必要がある。今のところはまだカンフル剤だけで良くなっている状況なので、今後の最大の課題は、三本目の成長戦略を強化できるかどうかです。

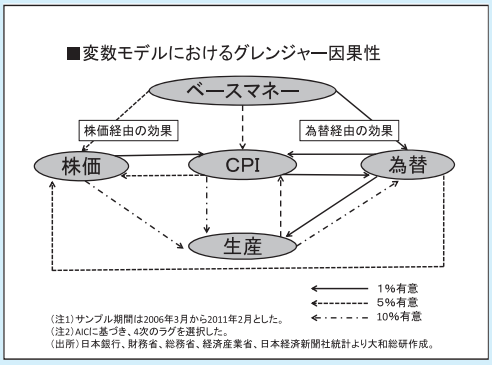
<アベノミクスのプラス効果>

まず、アベノミクスのプラス効果についてです。いわゆる日本企業の七重苦、また、「追い出し５点セット」というものがある。すなわち、①円高、②自由貿易の遅れ、③環境規制、④高い労働コスト、⑤高い法人税、⑥原発の停止による電力不足、⑦日中関係の悪化です。日本の政策はアンチビジネス、ビジネスの足を引っ張る政策だと、海外の投資家などが考えてしまった。その結果進行したのが空洞化です。2009年前後から、日本企業の国内での設備投資額に対して海外での設備投資額の割合が、急速に上昇しており、かなり悪い形での空洞化が進行する兆しが生じています。

また、民主党政権は、ディマンドサイドと内需にかなりウエイトを置いた政権だと多くの海外の投資家が思ってしまった。経済のパイを大きくするよりは、子ども手当を中心とした分配政策にウエイトが置かれ過ぎた。今の政権は、サプライサイドと外需にも目配りする形で、アンチビジネス的な政策からプロビジネスに転嫁し、もっと拡大均衡型で経済を動かしていく政策だという認識です。

金融政策に関して、従来、日本銀行は「世の中にお金がジャブジャブに余っていて、企業は資金需要がなくお金を借りないので、これ以上お金を出しても意味がない」と主張していた。ところが、変数モデルにおけるグレンジャーの因果性などを見ると、ベースマネーが伸びたことがストレートに景気や物価に効くというよりは、為替市場で円安を起こし、株式市場で株高を起こす。このように、めぐりめぐって最終的に実体経済にもプラスの影響を及ぼしていく（**図表－１参照**）。その意味では、従来、日本銀行が言ってきた間接金融の古い発想ではなく、もっとストレートに国民の期待とか、株高、円安を起こすことでデフレ脱却に日銀が寄与することができると考えています。

【図表－1】



例えば、アベノミクスのブレーンである浜田宏一先生の事例を引用して、私なりに解釈して話をします。日本銀行という胃の医者がいて、患者は胃が悪いので、ずっと20年間、「胃の薬を出してくれ」とお願いしてきた。ところが日本銀行は、「あなたは呼吸器に問題がある」（財政赤字が積み上がっている）、もしくは、「あなたは循環器に問題がある」（構造改革が進んでいない）と、話をはぐらかして、なかなか胃の薬を出してくれなかった。たまに胃の薬を出しても、「この薬は効かないかもしれない。副作用があるかもしれない」と、言わなくてもいいことを言って、結果的に金融政策の効果を削いでしまった。確かに、呼吸器の病気（財政赤字）とか循環器の病気（構造改革）は、治療しなければいけないことですが、ただ日銀が心配する話ではなく、政府が責任を持ってしっかりとやることである。ですから、今回の黒田総裁の金融政策は、情報管理の徹底や市場との対話、市場を驚かす必要があるといった点を含め、極めて良好な方向へ向かっていると思います。

<アベノミクスの３つの課題>

他方、アベノミクスの３つの課題について触れます。まず、１点目は財政規律の維持の必要性についてです。公共投資と景気との関係では、公共投資はあくまでカンフル剤であって、一時的には景気が上がるが、これが切れると景気が悪くなって財政赤字が積み上がるということを繰り返してきた。実際、公共投資の経済効果を時系列で見ると、公共投資による経済刺激効果は低下している。そのため、財政支出はあくまで一時的なものであって、中長期にしっかりとしたマクロ、ミクロの両面で見た財政規律の維持が必要です。

かなり大胆な試算ですが、ほかの先進国の公共投資のＧＤＰ比は2.5％程度ですので、日本も戦後ずっと2.5％だったと仮定すると、現存の社会資本ストックとの差は370兆円近くになる。今の社会資本ストックは過剰な状態なので、国民の生命・財産を守るという美名のもとに何でも更新していくのではなく、例えば、５本ある橋のうち本当に必要な３本を補修して、残りの２本はフェードアウトしていく選別的な財政支出が必要です。

また、選挙になると、増税の前にやることがあるとずっと言われてきた。この増税の前にやることがあるという理屈は、70年代の大平内閣のときから30年以上にわたって同じことが言われてきた。増税の前にやることは成長戦略であったり、シロアリ退治であったり、その時々によって変わってきたが、これは、日本銀行の態度と同じで、論点をずらして結果的に問題を先送りし、何もやらないため日本が世界最悪の財政状況になってしまった。

名目成長率が長期金利よりも高いという「ドーマー条件」が満たされ、プライマリーバランスが均衡していれば、財政は自然に改善の方向へと向かっていく。ところが、日本では70年代からの40年間で、このドーマー条件を満たす勝率はわずか25％で、10年間しかなかった。80年以降の30年間では、勝率は１割で、ドーマー条件を満たした年は３年間しかない。金融の自由化をした80年以降は、ＯＥＣＤの国の中でも、よほどのバブルが起きない限りはドーマー条件を満たせなくなっている。これらの点を考えると、増税の前にやることがあるというのは詭弁で、最後はある程度の増税と歳出カットをしていかないと、財政再建は難しいといえます。

実際、成長率と社会保障費の伸び率との関係で、2020年度のプライマリーバランスのＧＤＰ比をシミュレーションしてみると、唯一黒字になるシナリオがある。そのシナリオは、名目成長率3％を達成して、消費税率10％の引き上げを織り込み、さらに、社会保障を2010年代後半から毎年4％ずつ削っていくというものです。高成長と増税と社会保障の合理化、この３つを三位一体でやって、ぎりぎり財政再建の入り口に立てることから、成長だけで今の財政が再建できるほど甘い状況ではありません。

２つ目の課題は、成長戦略です。労働生産性と乗数効果を見ると、広い意味での環境関連のセクターは非常に生産性が高く、かつ乗数効果が大きい。医療・介護を中心としたサービス業は、効率も悪く、他産業への波及効果も小さいが、圧倒的に雇用吸収力がある。このことは、医療・介護、農業などの分野で大胆な規制緩和をやっていけば、今後かなり伸びしろが期待できる。全体的に、規制緩和を軸にしながら日本の成長戦略を徹底的に強化していくことが必要です。

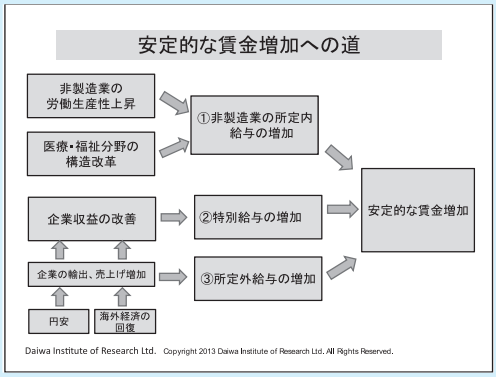
３つ目の課題としては、賃金が増えるのかどうかです。実は売上高と名目賃金、消費者物価とは、一定のタイムラグで大体同じような傾向をしています。最初に売上げが伸びて、半年から１年ぐらいで賃金に波及する。そこから半年ぐらいすると物価が上がってくるということです。こういう時系列で見ると、経済政策としては、安倍政権がやろうとしている１本目の売上げをしっかり伸ばして、まず企業を元気にするというやり方は、極めて真っ当な考え方です。逆に、賃金から先に上げてしまうと、諸外国の事例などからも、むしろ雇用が減ってしまったり、空洞化が進んでしまう。そのため、手順としては、最初に売上げを伸ばして、その後で賃金引き上げにつながっていくようなトランスミッションメカニズムをさらに強化していくことが必要になります。

その意味では、雇用を増やしたり、賃金を引き上げた企業に対して一定の法人税の減税措置があるが、そういった政策、もしくは、

一部で言われている逆ワッセナー合意的な労使協調で賃金引き上げをするような政策を従来以上に強化していくことが必要です。

日本の労働分配率は、長い目で見れば上がってきており、ここ20年間ぐらいは概ね横ばいで推移している。そのため、おそらく企業の業績がよくなってくれば、家計にもプラスの影響が出てくる。ただし、順番としては、まず残業が増えて、所定外賃金が増え、それから少しずつボーナスとか雇用者数などが増えていく。その先の所定内賃金を持続的に増加させるには、アベノミクスの第三の矢をしっかりやること、もしくは生産性の低い非製造業や医療・介護分野などの構造改革によって所定内給与を上げていく仕組みを強化していく必要があります。

【図表－2】



賃金に関する大胆な試算をすると、景気がよくなれば、所定外給与と特別給与はある程度までは戻ってくるが、所定内給与はかなり構造改革にまで踏み込んでいかないと、ピークの水準まで回復するのも難しい。その意味では、賃金の面でも、安倍政権は課題を残しているということです。

■日本経済のメインシナリオ

日本の景気は昨年11月が底で、もうかなり明確に底入れの方向に来ている。輸出も戻っているし、エコ経済対策関連の出荷、エコカー、エコポイントの出荷も戻っている。それから、復興需要に関してもしっかりした動きをしているので、全体的には日本経済は今後順調な景気拡大をたどると考えています。

今後、日本経済を支える要因は大きく３つあります。１点目はアメリカと中国の経済が拡大の方向に向かうことです。２点目は、復興需要の本格化に加えて、２月に組まれた大型の補正予算は私どもの計算ですと日本のＧＤＰを0.7％程度押し上げる。そして、３点目が日銀のインフレ目標導入等によって、大幅な株高、円安が進行し、これが消費者のマインドを刺激し、また輸出を支えていく。この３つの理由から、メインのシナリオは日本経済の拡大を想定しています。

■日本経済の４つのリスク要因

ただ、日本経済には４つのリスク要因があります。最大のリスクは、ヨーロッパで本当の危機が起こることで、これはリーマン・ショック並みのインパクトがある。この蓋然性は１割以下だと思っていますが、最悪のケースをシミュレーションしてみると、日本のＧＤＰが4.1％、21兆円程度落ち込むことになる。リーマン・ショックの時が大体３％台後半ぐらいの落ち方でした。これは、あくまでテールリスクであり、蓋然性は低いが、万が一起こると大変なことになる。２つ目が日中関係の悪化。そして、３つ目がアメリカの財政赤字問題。４つ目は、地政学的リスクとして、もちろん北朝鮮の問題もあるが、中東で問題が起きてホルムズ海峡が閉鎖されるなどで、例えば、原油が50ドル上がると、おそらく日本のＧＤＰは１％程度落ちることになる。大体これぐらいのマグニチュードで日本に対するマイナスの影響を一定程度警戒しておくことが必要です。

全体の話をまとめますと、私はアベノミクスの三本の矢の構成自体は正しいし、国際的な経済学の標準から見れば常識的な考え方だと思います。ただ、３つの課題があって、二本目の矢の財政規律の維持、三本目の矢の成長戦略、そして、雇用者の所得がしっかり上がっていくこと、そこのトランスミッションメカニズムを構造的な面からも強化をしていくという課題を抱えていると考えています。