

アベノミクスを振り返る

【ポイント】

1. アベノミクスは異次元緩和導入を起点とすると開始後3年超が経過した。
2. 金融資本市場は、米国の金融政策が引締め方向となるなか、円安・株高が進行するなど劇的に変化したが、足元ではリスクオフの動きが重石となっている。
3. 実体経済面では、企業収益・雇用環境が大幅に変化したものの、行き過ぎた円安の影響などにより民間需要は伸び悩み、日本経済は足踏み状態が続いている。
4. 金融政策の効果が薄れるなか、今後は成長戦略の迅速な実行が求められる。

アベノミクスの起点を日銀の異次元緩和導入とすると、既に3年超が経過したことになる。その起点前の野田元首相の衆議院解散発言以降、新政権への期待から円安・株高方向に振れ、その後の日銀の金融緩和も加わって、円安・株高の流れが継続することになった。その効果を反映して実体経済が力強さを増していくことが期待されたが、今のところデフレ脱却には至っていない。ここでは、このおよそ3年間の金融資本市場、実体経済の変化を振り返ってみたい。

1. アベノミクスとは

日銀の異次元緩和導入の後、2013年6月に閣議決定された日本再興戦略において、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の3本の矢が示された。これがデフレ脱却に向けたアベノミクスの第1次ステージで、需要不足の解消に力点が置かれた。それを埋めるべく2012年度補正予算（約13.1兆円）による「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が実施されて以降、毎年度補正予算が組まれたが、財政制約により予算規模は縮小傾向となっている。2015年秋には成長戦略が見直され、アベノミクス第2ステージとして「一億総活躍社会の実現」に向けて、従来の3本の矢を束ねて強化した「強い経済（GDP600兆円）の実現」に加え、「夢をつむぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」が新3本の矢となった。労働需給がタイト化するなか、労働生産性の向上が不可欠との認識の下、供給サイドの改革を進めることとしている。当初の成長戦略を示して以降、農業・電力などにおける規制改革、国家戦略特区の創設、TPP（環太平洋パートナーシップ）協定の大筋合意、法人税率の引下げ、保育所の増設、クールジャパンの推進など数多くの施策を講じているが、TPPなど一部を除くと国民合意を得やすい痛みを伴わない政策にとどまっている。そのなか導入時のコストが小さい金融政策がアベノミクスの柱となった。

2. アベノミクス以降の金融資本市場の変化

アベノミクスによって劇的に変化したのは金融資本市場である。2013年4月4日に決定された「量的・質的金融緩和の導入（以下：異次元緩和）」、2014年10月31日の「量的・質的金融緩和の拡大（同：追加緩和）」、2016年1月29日の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入（同：マイナス金利）」と一連の日銀の金融緩和がそれを演出したと考えられる。ただし、円安・株高の動きは、大胆な金融政策などへの期待から、

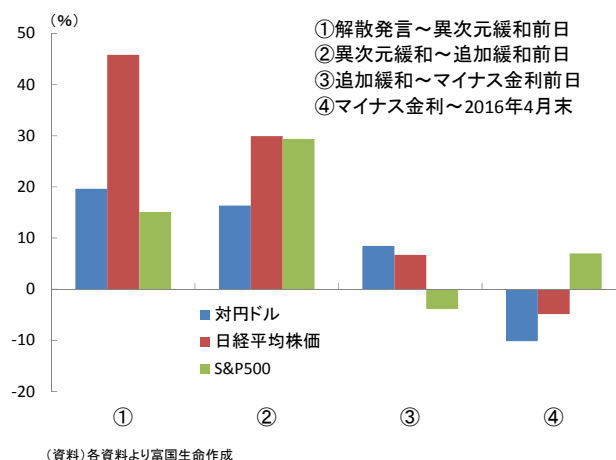
野田元首相の衆議院解散発言を起点に始まっている。円安進行につれて株価は上昇し、2013 年半ばから 1 年程度続いたレンジ相場の後、追加緩和前に再び円安・株高にふれて、2015 年央には、為替は対ドルで 125 円、日経平均株価は 15 年ぶりに 2 万円台を回復する局面もあった（図表 1）。ここまでの局面は、日米金融政策の方向性の違いが鮮明だったことで日銀の金融政策が円安に効きやすい状況にあった。日銀が金融緩和を進める一方で、米国では 2013 年 5 月にバーナンキ議長がテーパリング（量的緩和の段階的縮小）を示唆するなど、米金融政策は緩和から引き締め見通しへと変化していった。その後同年 12 月にはテーパリングを始め、2014 年 10 月には QE3（量的緩和第 3 弾）の終了を決定し、次は利上げ時期が焦点となった。ただし、製造業の景況感が悪化するなどドル高が実体経済の重石となり、2015 年 12 月に利上げに踏み切った以降、これまでのドル高容認姿勢に変化がみられ、現状では据え置きが続いている。2015 年夏場以降の中国経済への懸念によるリスクオフの動きが強まるなかで、米国の順調な利上げというシナリオが崩れるなど米金融政策の変化が、為替相場における日銀の金融政策の効果を打ち消している。

図表 1. 日経平均株価と為替レート



また、株式相場もグローバルの経済・金融環境の影響を受けることになる。日本の金融資本市場では、円安＝株高と連動性を強めていたが、これはグローバル株式相場の良好な地合、すなわちリスクオンが続いたことも影響した。米国の S&P500 の推移を振り返ると、2011 年秋を直近のボトムとして 2015 年半ば近くまではほぼ一本調子で上昇し、投資家はリスクを取りやすい環境が続いていた。2013 年、2014 年と株を買い越し、日本株の上昇に寄与したのは外国人投資家である。日本の金融政策を区切りとして騰

図表 2. 日米株価等の騰落率



落率を比べると、当初、日経平均株価は S&P500 を上回るペースで上昇したが、図表 2 の②は同程度となっている。そこまではドル高が進行しても米株は上昇していたが、2015 年夏のリスクオフ以降は、ドル高円安となった③は、日経平均がプラスになる一方、S&P500 がマイナスとなり、ドル安円高となった④は反対の動きとなっている。

3. アベノミクス後の実体経済の動き

アベノミクス開始以降、金融資本市場はこのように劇的に変化したが、実体経済の改善の動きは極めて鈍い。2013 年以降の実質 GDP 成長率の内訳をみると、消費増税による変動（2013 年の駆け込み需要と 2014 年の反動減）があるなか、外需の回復に加えて、公的需要に支えられている（図表 3）。東日本大震災後の復興需要や機動的な財政政策が

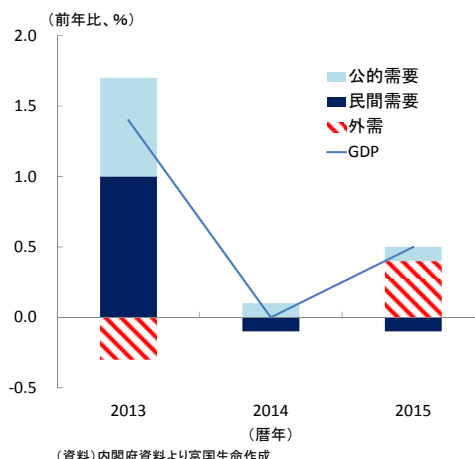
寄与している。ただし、肝心の民間需要は、2014年、2015年と2年連続で前年割れとなっている。2014年は消費増税の反動減によるものであるが、2015年も個人消費の低迷が続き民間需要を押し下げた。また、景気動向一致CIをみても、この1年程度横ばい圏内の推移と景気は足踏み状態が続いていることが確認できる。

ただし、本来なら民間需要の押し上げ要因となる企業収益や雇用環境については、目覚ましい改善がみられる。前者は円安が最大の要因であろう。輸出採算が改善し、海外現地法人の円ベース利益も増加したことなどで製造業の収益

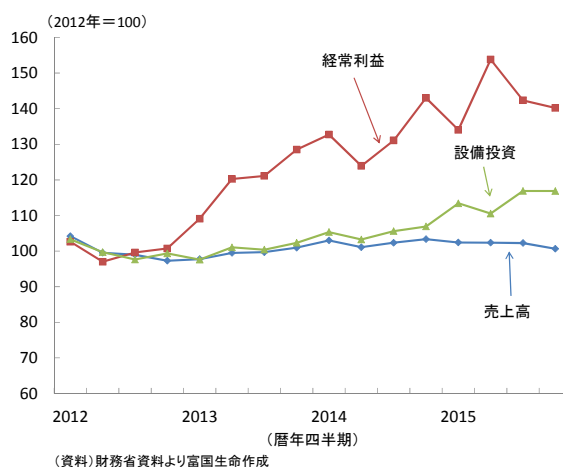
性は高まり、また、インバウンド需要の増加などにより非製造業も経常利益が拡大した。法人企業統計をみると、売上高は横ばい推移にとどまる一方で、経常利益は過去最高を更新するなど拡大している(図表4)。これを映して設備投資が緩やかに増加しているが、企業収益の改善幅に比べると弱い動きにとどまっている。大手自動車メーカー社長が今期の業績見通しを説明した際の「ここまでの数年間は追い風参考記録だった」との発言が象徴的であるが、為替変動という“水物”によって嵩あげられた利益を基準に中期の事業計画を建てることは出来ない。そのため設備投資の増強やベースアップなどに対し、企業は慎重な姿勢を継続せざるを得なかったのだろう。内閣府の企業行動アンケートをみても、今後3年間の実質成長率の見通しは、前年調査より0.4ポイント低下し、リーマンショック後を除くとこの10年で最も低くなっている(図表5)。強力なアベノミクスを推進しても、売上増が伴わなければ、企業の先行き期待を高めることは難しい。

また、雇用環境は、有効求人倍率が1990年前後のバブル期に次ぐ水準まで上昇するなど極めて良好である。これは少子高齢化の進行という人口動態の影響が大きく、失業率も足元では3.2%とほぼ完全雇用状態である。非製造業を中心に人手不足感が強まるなど労働需給がタイト化し、企業収益の改善もあって一部の大企業でベースアップが復活するなど名目賃金は回復の動きはみられる。しかしながら、消費税率引上げや円安による物価高もあって実質的な購買力は落ち込んだままである。それに社会保障費の負担増や高齢者世帯の増加など様々な下押し要因も加わって、消費を低迷させている。それについて政府は消費増税が主因とみているようであるが、筆者は日銀の追加緩和による円安進行ではな

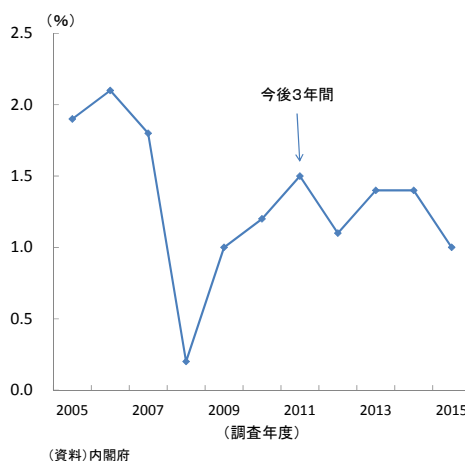
図表3. 実質GDPの内訳



図表4. 経常利益と売上高等の推移



図表5. 実質経済成長率の見通し



いかと考えている。消費増税による負担増の影響が癒えぬ状態のなかで、円安を通じた食料品価格の上昇が家計に追い打ちをかけてしまった。消費支出に占める食料費の割合であるエンゲル係数は、1985年以降前年差で最も高い伸びは0.4ポイントであったが、2015年は同1ポイント上昇した。図表6はエンゲル係数（前年差）と実質消費支出（前年比）であるが概ね連動しており、エンゲル係数が上昇すると消費は鈍化もしくは減少している。「円安→企業収益増→賃金増」<「円安→物価高」の状態のなかで、家計は節約志向を強め、GDPの最大の需要項目である個人消費の減少につながったとみられる。

日銀の金融政策によって円安・株高、企業収益の改善、税収の回復などプラスの側面も当然あるが、結局、円安進行は、均衡購買力平価に対し行き過ぎてしまうと企業の期待を高めることは出来ず、家計にとっては賃金増が伴わなければ単なる物価高にすぎない。いずれにせよアベノミクス後3年経過したが、企業・家計の根強いデフレイマインドを払拭するには至っていない。

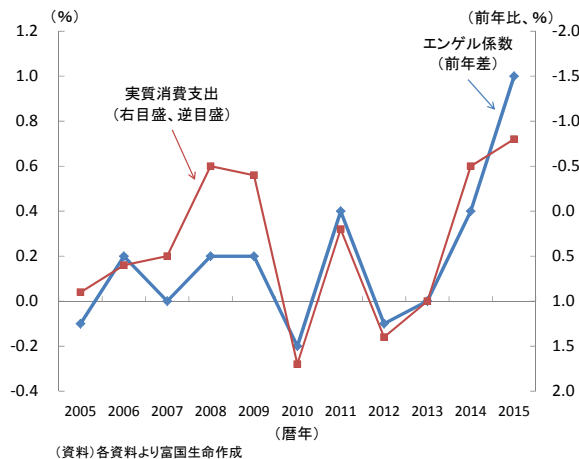
4. まとめ

足元の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合で前年比▲0.3%。潜在成長率がゼロ%台半ばくらいしかない日本において、消費者物価2%を維持する物価安定の目標は高すぎる。それに固執する日銀は、とうとうマイナス金利政策という現時点で効用がはっきりしない副作用の大きい新薬を投入した。米国、ユーロ圏、日本の失業率を、足元とリーマンショック前のピーク時と比較すると、米国が0.6ポイント、ユーロ圏が3.0ポイント上回っているのに対し、日本は0.4ポイント改善している（図表7）。利上げに踏み切っている米国より良い日本が、雇用環境の改善が明らかに遅れているユーロ圏と同様のマイナス金利政策を選択したのである。日銀は「物価安定のため」とするが、当初、2年程度を目途に踏み切った異次元緩和も効用の見方が分かれる。3年過ぎた今、実体経済等にどう効果があったか説明が求められる。

金融資本市場の変動とリンクする金融政策が、これまでのアベノミクスで目立っているが、10年国債金利までマイナスとなった現状、今後は成長戦略が鍵を握る。スピード感を欠き物足りなさはあるものの、既に成長戦略でも効果は一部に出ているだろう。GDPの押し上げの点では、ビザ緩和なども後押しとなったインバウンド需要増が最も貢献している。「一億総活躍社会の実現」におけるGDPの数値目標は達成困難だし、本格的な外国人の流入に及び腰なのは不満が残るが、政策のラインナップは概ね悪くないと考えている。迅速かつ確実な実行を期待したい。

（財務企画部 森実 潤也）

図表6. エンゲル係数と消費支出



図表7. 主要地域の失業率

