

テーマ：アベノミクスに対する誤解

2013年6月12日(水)

～鍵を握る財政規律と成長戦略の実現可能性～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 異次元の金融緩和に伴う円安により、輸入物価が上がり、家計や中小企業に影響が出ているとの批判がある。しかし、年明け以降の値上げを円安の副作用と一括りにするのは誤りであり、むしろ原材料そのものの価格高騰が主因といえる。
- アベノミクスでは物価が上がっても収入が上がらないことが懸念されている。しかし、我が国でもインフレ率が高まる局面では労働需給の逼迫が起こっていることが予想され、必然的に収入も上がる状況になっている可能性が高い。既に残業代と雇用者数は増加に転じている。大幅増益が期待される今期業績を踏まえれば、来年のボーナスは更なる増加幅の拡大が期待される。
- 小泉政権下の戦後最長の景気回復局面を引き合いに出して、景気が良くなっても基本給は上がらないと懸念する向きがある。しかし、小泉政権当時は労働生産性見合いで高すぎる賃金の調整局面にあった。肝心の基本給については、高すぎる賃金の調整が片付いている現状を踏まえれば、早くて再来年ぐらいには増加が期待できる可能性がある。
- 大胆な金融政策でデフレは脱却できないとか、バブル経済の再燃を指摘する向きもある。しかし、既にリーマンショック後の米国で実施された大胆な金融緩和はデフレを阻止し、個人所得にも効果を及ぼしている。何よりも、これまでバブルとその崩壊を繰り返してきた日本以外の国々と、デフレに陥ってから15年以上脱却出来ていない日本の経済パフォーマンスを比較すれば、明らかに前者が上回っている。
- ただ、現在の米国経済の復活も金融政策だけではなく、積極的な通商政策やシェール革命の貢献も大きかった。従って、我が国でも金融緩和の成果を高めるには、成長戦略の後押しが不可欠。我が国で米国並みの金融緩和の成果を得るには、家計の貯蓄から投資への流れや経済連携協定の推進に加えて、輸入原材料やエネルギーコストを抑制することが必要といえる。
- これらの項目の多くは成長戦略に含まれる。従って、第一の矢の効果を高めるためにも、財政規律を守ることと、第三の矢を効果的に放つことがアベノミクス成否の鍵を握ることになるといえる。

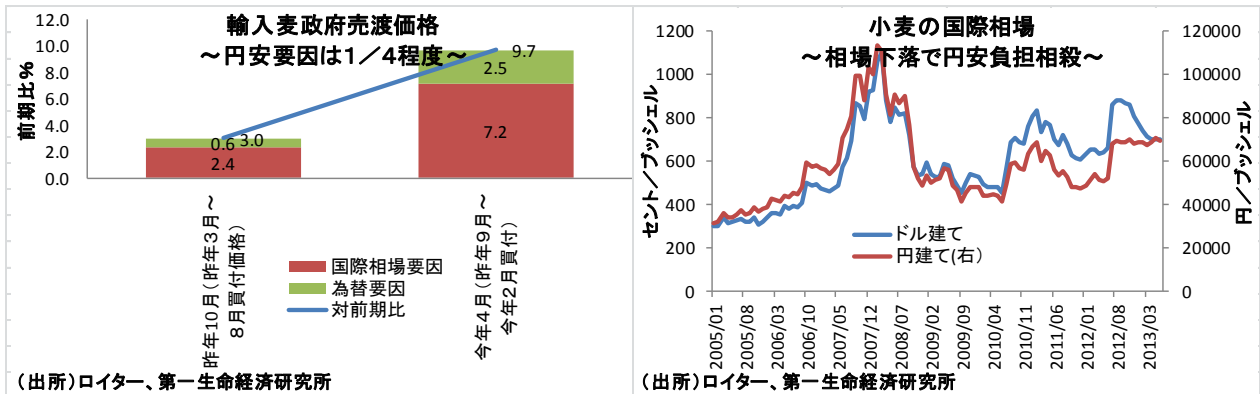
※本稿は日経ビジネスオンラインへの寄稿を基に作成したものの。

●円安の副作用？

異次元の金融緩和に伴う円安により、輸入物価が上がり、家計や中小企業に影響が出ているとの批判がある。実際、年明け以降に値上げが報じられた品目は、CPIベースで10品目以上にも及び、そのCPI押し上げ効果は+1%程度と試算される。そして、そのうちの+0.7ポイント以上は小麦、電気、ガソリン、自動車保険の計4品目の値上げ分のみで説明が可能となる。

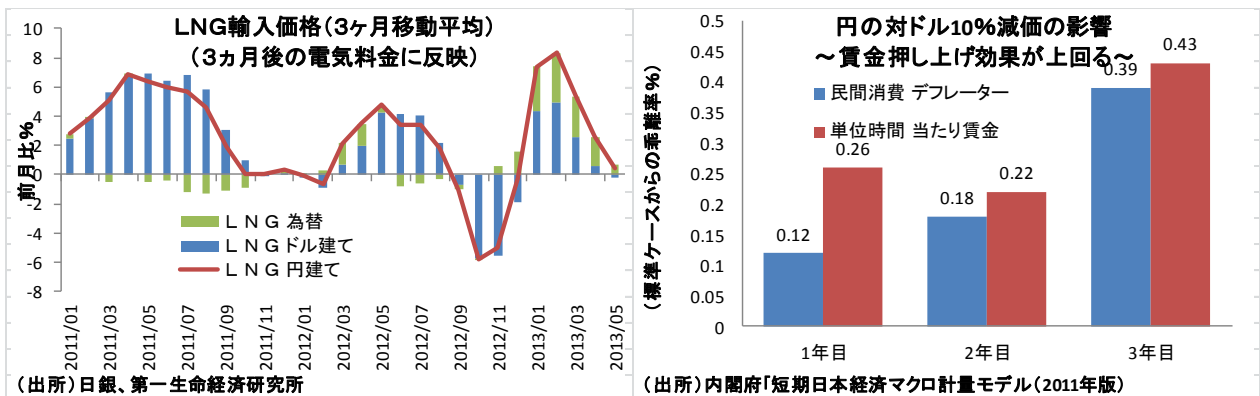
ただ自動車保険は円安とは無関係である。また、4月からの小麦値上げの要因となった昨年9月か

ら今年2月までの円建て小麦相場の価格を分解すると、円安要因は1/4程度にとどまる。更に、10月以降の小麦売り渡し価格を左右する今年3月以降の買い付け価格は、国際相場の値下がり円安要因を相殺しているため上昇していない。同様に、原油の輸入価格も国際相場の値下がり円安を相殺しており、ガソリン価格も3月から8週連続で下がっている。



一方、3カ月平均の化石燃料輸入価格が3カ月後の燃料費に反映される電気料金についても、これまでの値上げの半分以上はLNG（液化天然ガス）そのものの上昇によるものである。従って、年明け以降の値上げを円安の副作用と一括りにするのは誤りであり、むしろ原材料そのものの価格高騰が主因といえる。

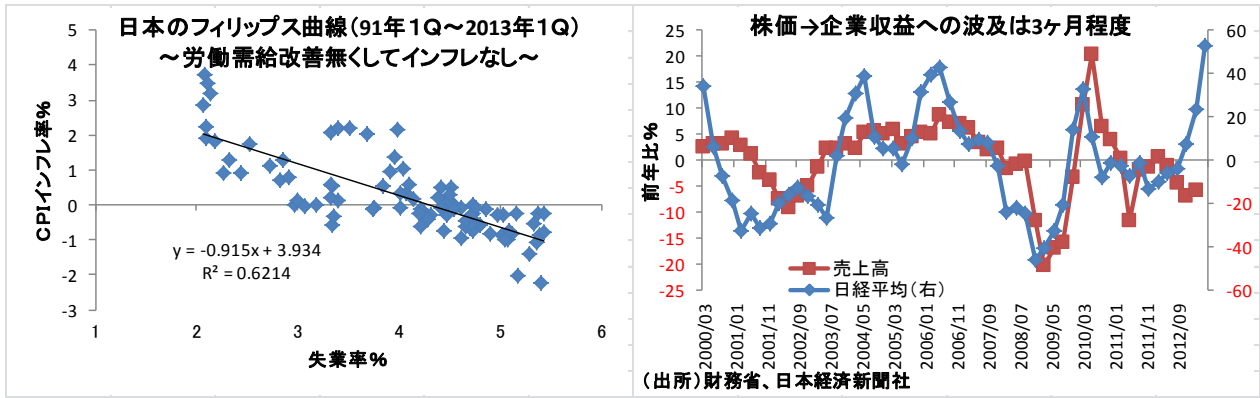
むしろ、円安の恩恵はJカーブ効果により遅れて現れることが広く知られている。実際、内閣府の最新短期日本マクロ計量モデル（2011年版）によれば、円の対ドルが10%減価すると、民間消費デフレータの上昇率よりも賃金上昇率のほうが高い。一方で、IMFやOECDによれば、足元の対ドル購買力平価は100円強である。従って、これまでの円安は少なくとも購買力平価から高すぎる円高の是正であり、悪と捕らえるべきではない。むしろ、輸入原材料価格そのものの負担増をいかに抑制するかが重要な問題といえる。



●物価が上がっても収入は上がらない？

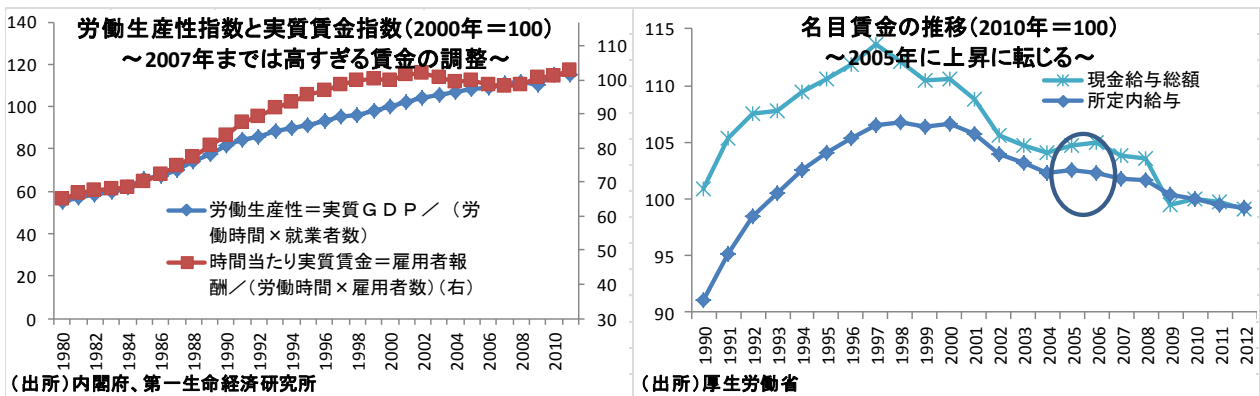
また、アベノミクスでは物価が上がっても収入が上がらないことが懸念されている。しかし、経済学においてインフレと失業率の関係を示した我が国のフィリップス曲線を計測すると、安定したトレードオフの関係にあることが分かる。従って、我が国でもインフレ率が高まる局面では労働需給の逼迫が起こっていることが予想され、必然的に収入も上がる状況になっている可能性が高い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



なお、マクロ賃金は雇用者数、基本給、ボーナス、残業代の4種類に分けることができるが、既にアベノミクスの効果等から残業代と雇用者数は増加に転じている。また、今夏のボーナスについても、殆どの民間シンクタンクの見通しでは増加に転じることが予想されている。大幅増益が期待される今期業績を踏まえれば、来年のボーナスは更なる増加幅の拡大が期待される。

これに対し、小泉政権下の戦後最長の景気回復局面を引き合いに出して、景気が良くなっても基本給は上がらないと懸念する向きがある。しかし、小泉政権当時は労働生産性見合いで高すぎる賃金の調整局面にあった。むしろ、そうした局面でデフレ下にある中でも、2005年に基本給は一時的に上昇している。従って、肝心の基本給については、過去の厳しい経験を踏まえても遅くとも3年、むしろ高すぎる賃金の調整が片付いている現状を踏まえれば、早くて再来年ぐらいには増加が期待できる可能性がある。



●より効果を増す第三の矢

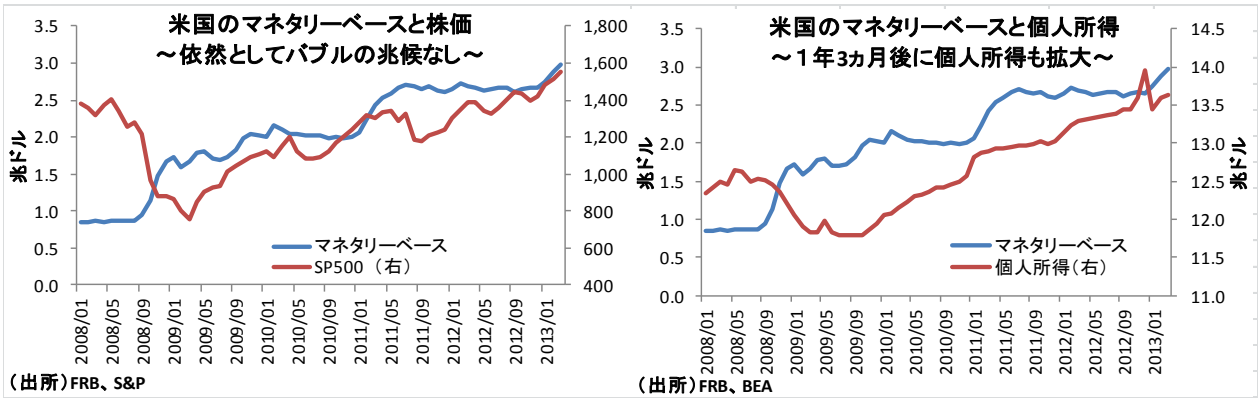
一方、大胆な金融政策でデフレは脱却できないとか、バブル経済の再燃を指摘する向きもある。しかし、既にリーマンショック後の米国で実施された大胆な金融緩和はデフレを阻止し、個人所得にも効果を及ぼしていることは紛れもない事実である。

また、今のところ米国経済は世界経済の中でも相対的に好調であり、バブルの兆候も表れていない。なぜなら、株価の水準を評価する予想PERを見れば、現在の株価が今後の将来の企業利益の何倍に相当するかを投資家が評価しているかがわかるが、これが1985年以降の平均である15倍前後より低いためである。

そして何よりも、これまでバブルとその崩壊を繰り返してきた日本以外の国々と、デフレに陥ってから15年以上脱却出来ていない日本の経済パフォーマンスを比較すれば、明らかに前者が上回っている。従って、デフレで苦しむ我が国でバブルを恐れずグローバルスタンダードな金融緩和を行うこ

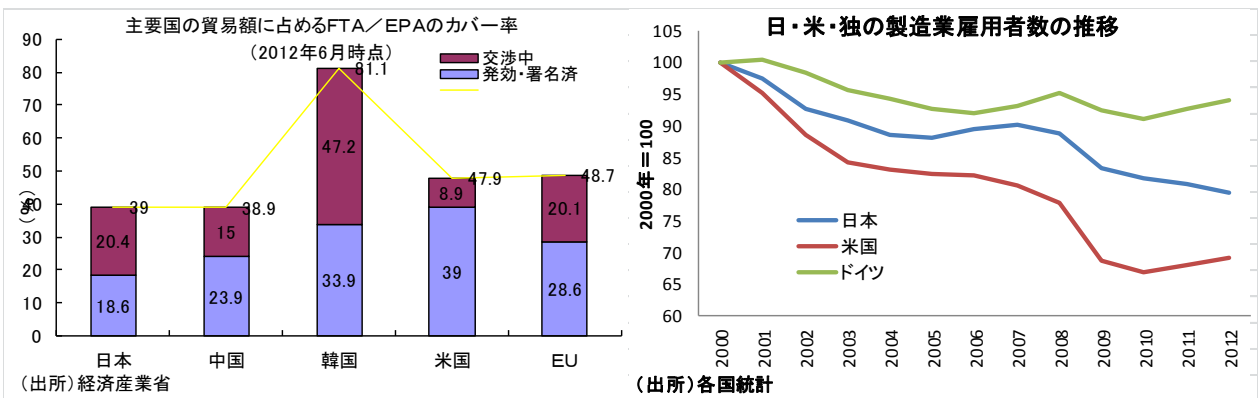
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

とは理に適った政策といえる。



ただ、現在の米国経済の復活も金融政策だけではなく、積極的な通商政策やシェール革命の貢献も大きかったことは事実である。従って、我が国でも金融緩和の成果を高めるには、成長戦略の後押しが不可欠といえよう。

特に、基軸通貨である米国でのドル安は、輸入原材料上昇の副作用がなかったことに加え、経済連携協定は主要国で最も進んでおり、家計のリスク資産比率が高い。従って、我が国で米国並みの金融緩和の成果を得るには、家計の貯蓄から投資への流れや経済連携協定の推進に加えて、輸入原材料やエネルギーコストを抑制することが必要といえる。



具体的には、経済連携協定の推進により、関税分だけ輸入コストを下げるのが期待されよう。また、シェールガスをはじめ調達先の多様化を交渉カードとしたLNGジャパンプレミアムの解消、低コストとなる石炭火力発電の活用等により、エネルギーコストを抑制することも効果的といえる。

これらの項目の多くは成長戦略に含まれる。しかし、6月に打ち出された成長戦略は市場の期待を裏切る内容になった。具体的には、自民党が政権公約に掲げていた法人税率の国際水準並みの引き下げが見送られただけでなく、公的年金の運用方針の見直しも小幅なものにとどまった。また、労働規制の緩和や混合診療の解禁、更には株式会社の農地取得の自由化までもが先送りされた。従って、第一の矢の効果を高めるためにも、財政規律を守ることと、一旦期待外れとなった第三の矢を効果的に肉付けして、それを着実に実行に移すことがアベノミクス成否の鍵を握ることになるといえる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

