

テーマ：衆院選後にアベノミクスが辿る道 2014年12月9日(火)

～80年代後半に似た経済の好環境整うも、PB赤字半減が課題～

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)

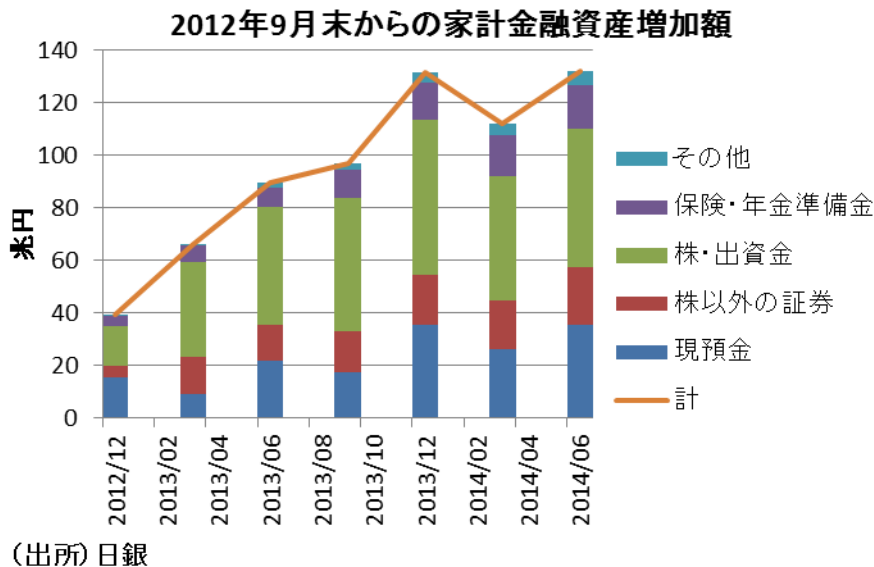
- 安倍政権が消費税率引き上げ見送りの是非を国民に問うために、早期に衆議院の解散総選挙に打って出ることになった。既に観測を織り込んで、株高・円安という反応が出ていたことからすれば、市場では消費税率引き上げ見送りについて今のところ前向きな評価をしている。長期的に見ても、これをきっかけに今後の政権基盤が強化され、政策遂行が加速すれば、円安、株高、金利上昇要因となるとみられている。
- しかし、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動をきっかけに陥った景気後退局面は、少なくとも2014年中に回復局面に転じ、来年以降も当面の景気上振れが想定できる。消費税率引き上げに対する景気対策が必要なくなることから、無駄な補正予算が抑制される可能性も期待される。また、幸いにもここへきて米国の早期利上げ観測によるドル高や需給バランスの崩れから原油価格の水準が下がっており、2015年の景気の神風となる可能性を秘めている。
- 消費税率引き上げが先送りされても、15年度プライマリーバランスの赤字半減の達成可能性が高い。そのためには、補正予算の規模の抑制が求められよう。金利上昇懸念についても、現在日銀が大量の国債購入を行っていることからすれば、実際に長期金利が急上昇するリスクは低い。ただ、見送られた消費税率引き上げがその後も実施することができず、2020年度のPB赤字解消目標が達成できない、もしくは政府が社会保障を中心とした歳出削減に本腰を入れずに将来日銀が量的・質的金融緩和の出口に向かうことになれば、将来的に国債価格下げを通じた金利上昇のリスクが高まることが懸念される。
- こうした中、2014年の日本の経済状況については1986年との類似点を見出すことができる。1985年のプラザ合意に伴う円高不況を受け、積極的な金融・財政政策と原油安により日本経済は長期的な景気回復を実現するとともに、株式市場や不動産市場に過剰な資金が流入することでバブルを引き起こした。今回も消費税率引き上げに伴う景気後退局面入りを受けて、積極的な財政・金融政策が実施される可能性が高まっている。また、今回もOPECによる価格コントロールが効かず、原油価格が下げていることもあり、1986年当時の状況と類似する点が多い。
- 一方で、土地神話がすでに崩壊していることや、生産年齢人口が減少に転じているため、1980年代後半ほどはバブル発生の可能性が高いとは言えないが、いずれにせよ、短期的には日本経済における良い環境が期待できると判断できよう。そして、少なくともいえることは、2000年代以降でここまで経済の好循環が実現したのはアベノミクスというグローバルスタンダードなプロビジネス的な政策が初めてである。こうした実績と自信を礎に、2015年はアベノミクスの進捗が更に加速されることを期待したい。

(注) 本稿は日経ビジネスオンラインへの寄稿をもとに執筆。

●アベノミクスの光と影

安倍政権が消費税率引き上げ見送りの是非を国民に問うために、早期に衆議院の解散総選挙に打って出ることになった。既に観測を織り込んで、株高・円安という反応が出ていたことからすれば、市場では消費税率引き上げ見送りについて今のところ前向きな評価をしているといえよう。長期的に見ても、これをきっかけに今後の政権基盤が強化され、政策遂行が加速すれば、円安、株高、金利上昇要因となるとみられている。

ただ、当初プラスに転じるとみられていた7-9月期の経済成長率がマイナスになったことによって、そもそもアベノミクスの是非が問われることになったことには注意が必要だろう。確かに日本経済はアベノミクスというプロビジネスな政策に転換したことによって、経済のパイの拡大という側面ではデフレに陥った以降の日本経済において、最高のパフォーマンスを示していることに疑いはない。この二年間で株価は二倍、雇用者数も100万人以上増加、20年ぶりの賃金上昇率などによって、家計の金融資産は130兆円以上増加している。しかし、一方で経済の好循環が道半ばでの3%にも及ぶ消費税率の引き上げ等もあり、実質賃金は15か月連続マイナスとなっている。また、購買力平価を上回る円安は、上場企業の業績や国の税収には大きくプラスに働いているものの、中小企業や家計には負担増を強いている側面もある。従って、選挙の結果次第ではせつかくプロビジネスに転じた日本の経済政策に修正が迫られる可能性があることには注意が必要だろう。



●消費税率先送りの効果

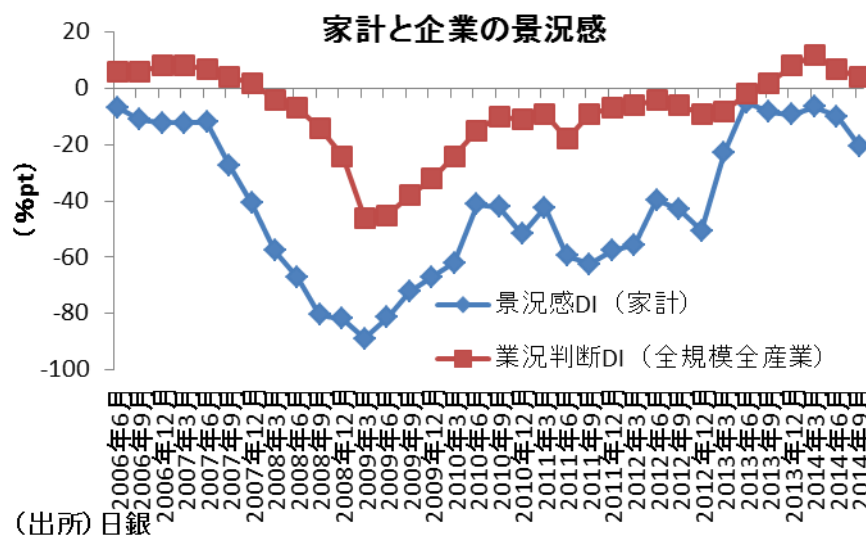
しかし、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動をきっかけに陥った景気後退局面は、少なくとも2014年中に回復局面に転じることが期待される。

8月まで調整が続いた鉱工業生産も、予測指数に基づけば9月から反転の兆しが見えている。また、4-6月期まで低下傾向にあった輸出数量も7-9月期に上昇に転じている。内訳をみると、輸出の半分以上を占めるアジア向け輸出が反転の兆しを見せており、アジアから米国向けの輸出が増加していることからすれば、米国経済の持ち直しがアジアを経由してようやく日本の輸出に波及しつつあるといえる。

そもそも今回の景気後退は、過剰設備が積みあがった資本ストック調整ではなく、消費税率引き上げに伴う需要減を通じた在庫調整である。その傍証として、消費マインドに比べて企業マインドの落ち込みは軽微にとどまっている。そして、生産調整の最中でも2014年度の企業の設備投資計画は大企業製造業を中心に力強い。

また、来年以降も当面の景気上振れが想定できる。なぜなら、15年10月からの家計所得の実質的な目減りがなくなることに加え、16年度後半には17年4月の消費増税を前にした駆け込み需要が想定される。更に、消費税率引き上げに対する景気対策が必要なくなることから、無駄な公共投資が抑制される可能性も期待される。

一方、現在開会中の臨時国会での法案審議に影響が出るとの見方もある。また、来年の通常国会でも景気対策の審議と次回の消費税率引き上げ時期の法案審議が優先されるため、成長戦略の推進ペースが落ちると懸念する向きもある。しかし、消費税率引き上げ見送りに加え、円安・株高・原油安の恩恵により景気を好転に持ち込むことができれば、アベノミクスが政治的な求心力を高め、むしろ成長戦略の推進ペースが加速する可能性も期待できる。

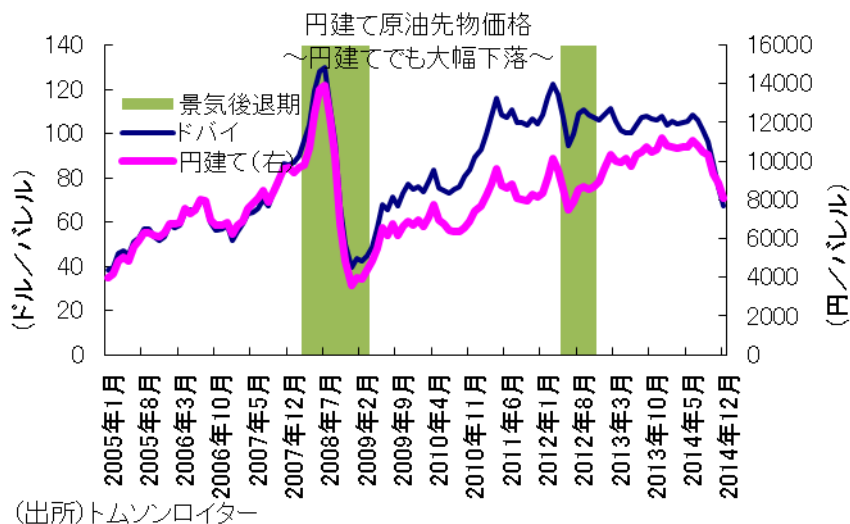


●原油価格下落の神風

また、幸いにもここへきて米国の早期利上げ観測によるドル高や、需給バランスの崩れから原油価格の水準が下がっている。特に原油価格は、14年の夏場をピークに3割以上も急落している。この背景には、サウジアラビアと米国が結託してイランとロシアに圧力をかけようとしているという見方もあるが、基本的には欧州の景気低迷や新興国の景気もたつきにより需要が減少する一方、アメリカのシェール革命による増産等に伴う供給増加により、需給バランスが崩れていることがある。こうした状況下では、当面原油価格は低位で推移することが予想される。仮に15年の原油入着価格が前年比で2割程度割安となれば、日本経済全体で3兆円以上のコスト削減効果となる。従って、原油価格の急落は2015年の景気の神風となる可能性を秘めている。

確かに、ユーロ圏や中国の政策対応の遅れによる景気低迷は懸念材料だが、日本における所得の海外流出を主導してきた原油価格の低下は、家計や企業の購買力低下を緩和し、駆け込み需要の反動減の影響を徐々に緩和することが期待される。年明け以降は景気の反転を確認する指標が増えてこよう。

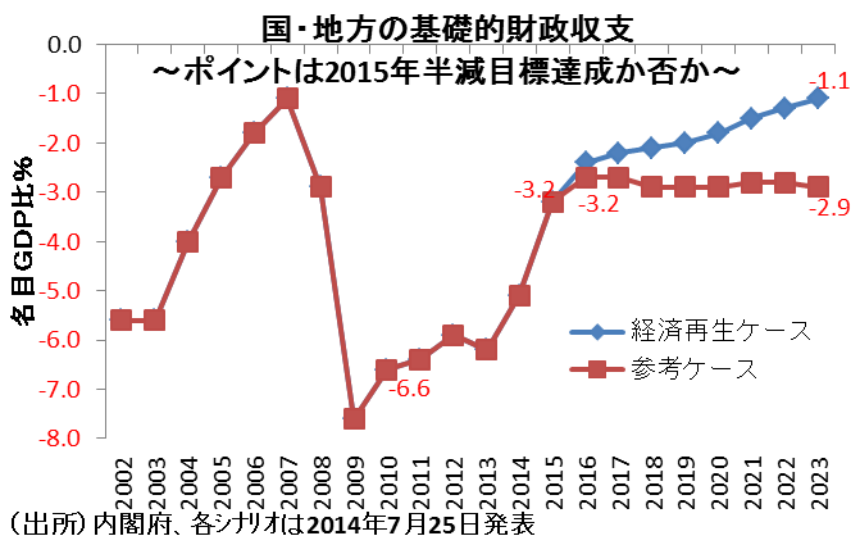
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



●プライマリーバランス半減目標の達成は可能か？

一方、消費税率引き上げが先送りされても、15年度プライマリーバランスの赤字半減の達成可能性は高いと評価できよう。というものの、アベノミクスに伴う円安・株高と企業業績の改善により今年度の法人税収の上方修正が想定されるからである。この土台を反映して来年度税収予算額が更に上振れれば、繰越欠損金の減少に伴う欠損法人割合の低下により課税ベースが拡大することも期待できるため、来年度のプライマリーバランス半減の目標達成の可能性は高い。

ただ注意が必要なのは、今年度の税収の上振れ分を財源とした補正予算編成の影響である。景気の腰折れを回避するために2-3兆円規模の経済対策を盛り込む方針である。しかし、この中で来年度に繰り越されて支出された分は2015年度のプライマリーバランスの赤字拡大要因となる。このため、補正予算の判断は規模の抑制が求められよう。



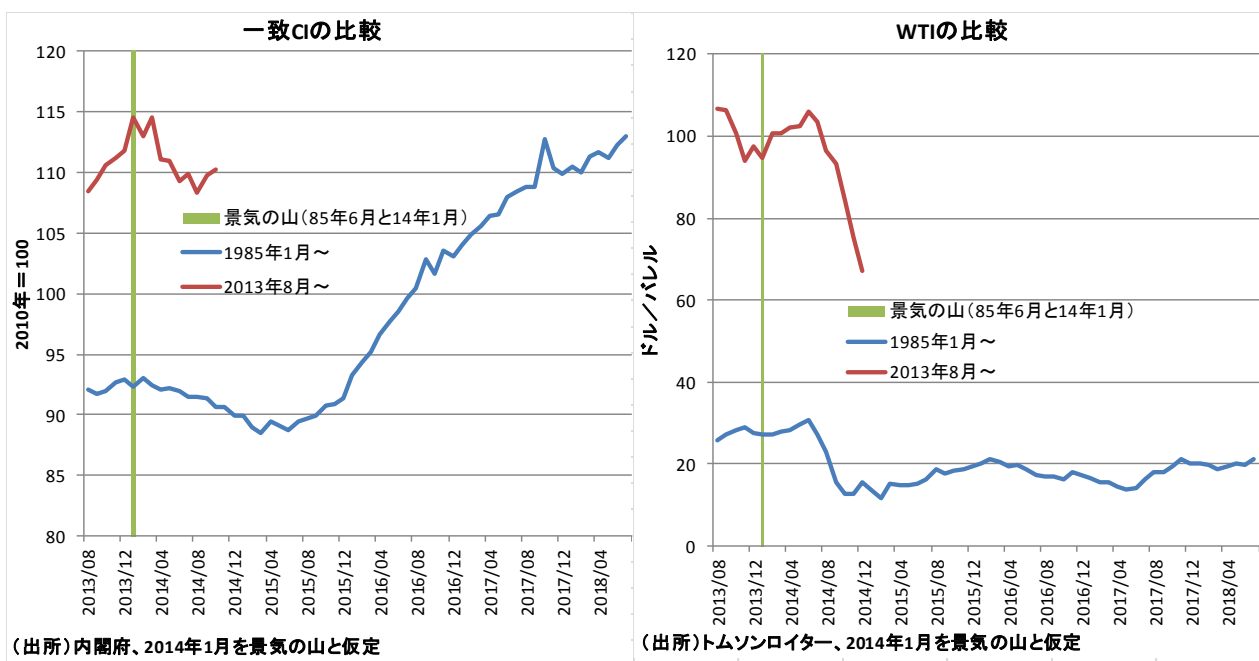
なお、金利上昇懸念についても、現在日銀が大量の国債購入を行っていることからすれば、実際に長期金利が急上昇するリスクは低いだろう。ただ、見送られた消費税率引き上げがその後も実施することができず、2020年度のPB赤字解消目標が達成できない、もしくは政府が社会保障を中心

とした歳出削減に本腰を入れずに将来日銀が量的・質的金融緩和の出口に向かうことになれば、将来的に国債格下げを通じた金利上昇のリスクが高まることが懸念される。事実、先だって打ち出された日銀のサプライズ緩和においても、黒田総裁は予定通り消費税率再引き上げ実施が前提だったと発言している。今後の政府と日銀の協調関係に変化が生じる可能性があることには注意が必要だ。

●選挙の争点は、景気対策、財政再建、成長戦略

以上のとおり、アベノミクスは2015年も依然として課題山積である。従って、今回の選挙では、所得の改善以上の物価上昇に苦しむ消費者や原材料コスト上昇に悩む中小企業に対する対策に加え、進捗ペースの遅れが懸念される成長戦略、更には将来の財政再建についてどれだけ明確なメッセージを打ち出すことができるかが重要となろう。

こうした中、2014年の日本の経済状況については1986年との類似点を見出すことができる。背景には1985年のプラザ合意に伴う円高不況がある。そもそも、プラザ合意に伴う事実上の通貨切り上げは、それまで外需主導で成長してきた日本経済に円高不況をもたらした。これを受けて、日本の政策当局は内需主導の経済成長を促すために積極的な財政・金融政策を実施した。また、当時は原油価格が三分の一近くに下がり、結果的に旧ソ連崩壊に伴う東西冷戦終結に結び付いた。こうした積極的な金融財政政策と原油安により日本経済は長期的な景気回復を実現するとともに、株式市場や不動産市場に過剰な資金が流入することでバブルを引き起こした。



今回も状況は似ている。背景には、先に指摘した通り消費税率引き上げ直後の経済成長率が大きく落ち込み、景気後退局面入りしたことがある。これを受けて、予定されていた消費税率の再増税を2017年4月に先送りすることを余儀なくされたが、逆に積極的な財政・金融政策が実施される可能性が高まっている。

また、今回も原油価格が急落していることもあり、1986年当時の状況と類似する点が多い。一方で1980年代後半との相違点としては、土地神話がすでに崩壊していることや、生産年齢人口が減少

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。

に転じている点などが挙げられる。従って、1980年代後半ほどはバブル発生の可能性が高いとは言えないが、いずれにせよ、短期的には日本経済における良い環境が期待できると判断できよう。そして、少なくともいえることは、2000年代以降でここまで経済の好循環が実現したのはアベノミクスというグローバルスタンダードなプロビジネス的な政策が初めてである。こうした実績と自信を梃に、2015年はアベノミクスの進捗が更に加速されることを期待したい。