

2013年1月18日 全7頁

日本経済見通し：「アベノミクス」をどう捉えるか？

安倍政権の成立の影響などを考慮し、経済見通しを暫定的に改訂

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 安倍政権成立の影響などを考慮し、経済見通しを暫定的に改訂：当社は、2012年12月26日（水）に、安倍政権が成立した影響などを考慮し、経済見通しを暫定的に上方修正した。改訂後の実質 GDP 予想は2012年度が前年比+1.3%（前回+1.0%）、2013年度が同+2.2%（同+1.1%）、今回新たに予測した2014年度が同+0.3%である。大型補正予算の編成や日銀の大胆な金融緩和などが、今後の日本経済を大きく押し上げるものと予想している。
- 「アベノミクス」をどう捉えるか？：今回のレポートでは、安倍新政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）について考察した。当社は「アベノミクス」は日本経済再生の大きな起爆剤になり得ると考えている。ただし、①規制緩和や TPP 参加など日本経済の体質を改善する政策がとられること、②選別的に公共投資を行い財政規律を維持すること、という2点が最大の課題であると考えている。

1. 経済見通しを暫定的に改訂

安倍政権成立の影響などを考慮し、経済見通しを暫定的に改訂

当社は、2012年12月26日（水）に、安倍政権が成立した影響などを考慮し、経済見通しを暫定的に上方修正した。改訂後の実質 GDP 予想は2012年度が前年比+1.3%（前回+1.0%）、2013年度が同+2.2%（同+1.1%）、今回新たに予測した2014年度が同+0.3%である。大型補正予算の編成や日銀の大胆な金融緩和などが、今後日本経済を大きく押し上げるものと予想している。

今回の経済見直し改定の主なポイントは、①現時点で入手できる基礎統計を元に、2012年10-12月期の実質 GDP を上方修正、②2012年末からの円安進行を受けて、為替レート的前提を円安に修正、③2013年1月11日閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」による景気押し上げ効果を反映、の3点である。

2012年10-12月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.9%（前回▲0.3%）と、3四半期ぶりのプラス成長を予想する。上方修正の主な要因は、従来予想においては減少を見込んでいた個人消費が増加に転じる見込みであること。従来予想では、2012年初からの景気悪化を受けた賃金の減少が個人消費を下押しすると想定していたが、気温低下を受けて冬物衣料等の季節商材の消費が堅調であった模様。また、エコカー補助金終了の影響で低調に推移すると見込んでいた自動車販売は、四半期ベースで見れば減少が続いているものの、11月以降、速やかに持ち直しており、10-12月期の個人消費に与える悪影響は想定よりも軽微に留まった模様である。

為替レート的前提は、従来予想の80円/ドル（2013年度）から、足下での円安進行を受けて、88円/ドルへと修正した。為替的前提を円安に修正したことで、輸出が従来予想に比べて押し上げられると予想した。また、輸出増加に伴う企業収益の改善が設備投資にも波及し、成長率を押し上げる見込みである。

経済対策による公共投資の増加は、2013年度の実質 GDP を+0.7%押し上げると想定した。今回の経済対策においては10.3兆円の財政支出が行われる見込みとなっているが、そのうち公共事業（建設国債追加発行額）は5.5兆円となっており、GDPベースの公共投資を4兆円程度となると見込んでいる。一方、2014年度に関しては、経済対策効果が剥落することから、公共投資の大幅減が GDP を下押しすると予想する。

2. 「アベノミクス」をどう捉えるか？

2.1 「アベノミクス」は日本経済再生の起爆剤になり得る

「アベノミクス」は経済成長重視の政策

2012年12月16日に実施された第46回衆院選の結果、自由民主党と公明党の連立による安倍晋三政権が成立した。

今回のレポートでは、安倍新政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）について考察した。当社は、以下の二つの点で、「アベノミクス」が日本経済再生の起爆剤になり得ると考えている。

第一に、「アベノミクス」は経済成長重視の政策である。

そもそも経済政策を大別すると、①経済の「供給サイド（サプライサイド）」の政策と「需要サイド（ディマンドサイド）」の政策、②内需と外需、という四つの象限に分けることができる。

分かりやすくいえば、「供給サイド」とは企業のこと、「需要サイド」とは個人や家計のことである。

この四つの象限の中で、2009年に成立した民主党政権は、「供給サイド」や「外需」に一定の目配りをしてきた自民党へのアンチテーゼという意味合いもあり、「需要サイド」の「内需」に大きなウエイトを置いた。

この結果、日本の株式市場のキー・プレーヤーである外国人投資家の多くが、民主党政権は子ども手当を中心とする「内需」の「需要サイド」——つまりは経済政策全体の四分の一の部分にしか関心がない、非常にバランスの悪い政権だと捉えるようになってしまった。

これに対して、「アベノミクス」は、民主党政権の「アンチビジネス（反企業）」的な姿勢とは対照的に、「プロビジネス（企業寄り）」的なスタンスを鮮明化している点が高く評価できる。

重点分野は「環境」と「医療・介護を中心とするサービス」

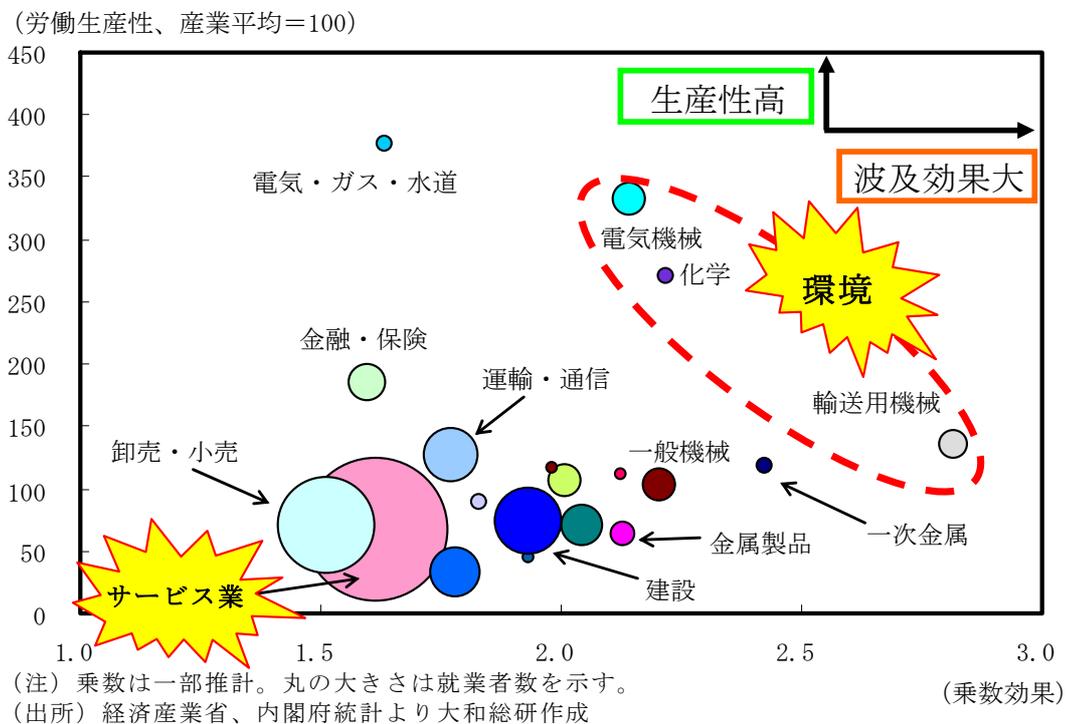
図表 1 に示した通り、わが国の産業構造を俯瞰すると、今後の重点分野としては、①効率性、他産業への波及効果、成長性が高い「環境分野」、②雇用吸収力が大きい「医療・介護を中心とするサービス分野」が柱になるだろう。

グラフでは丸の大きさが就業者数を示しているが、成長性が高い「環境分野（電気機械、化学、輸送用機械）」の雇用吸収力はたかが知れている。わが国の国内総生産（GDP）に占める製造業のウエイトは僅か 26%に過ぎない。従って、雇用を吸収する意味では、左下の「医療・介護を中心とするサービス分野」を刺激することが不可欠である。

「成長戦略」の議論では、「製造業か？非製造業（サービス業）か？」「外需か？内需か？」といった不毛な神学論争が繰り返られることが少なくない。

「製造業」や「外需」は効率性が高く、他産業への波及効果が高いのに対して、「非製造業（サービス業）」や「内需」には圧倒的な雇用吸収力がある。両産業の特性をしっかりと見極めた上で、一国の産業戦略としては、双方向に産業のウイングを広げて行くこと（＝「両面作戦」）が極めて重要なポイントになるだろう。

図表 1：労働生産性と乗数効果



日銀の大胆な金融緩和

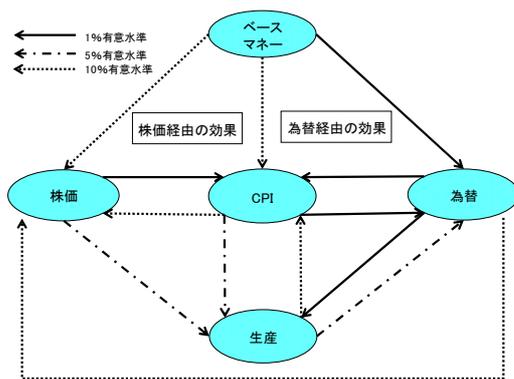
第二に、「アベノミクス」が日銀に大胆な金融緩和を求めている点も高く評価できる。

筆者は、積極的な金融緩和を通じた円安・株高の進行が、デフレ脱却に極めて有効であると考えている。

図表 2に、当社が作成した「5変数モデルにおけるグレンジャー因果性」を示した。なお、「グレンジャー因果性」とは、「変数 X に関する過去の情報が、変数 Y の予測の改善に役立つ場合には、変数 X から変数 Y に対して『グレンジャー因果性』がある」と定義付けられる。当社が行った分析によれば、ベースマネーの拡大が、株価や為替を通じて、CPI に影響を与えている可能性が示唆される。さらに、CPI の分散分解を行うと、為替が物価に対して一定の影響を与えている可能性が指摘できる。

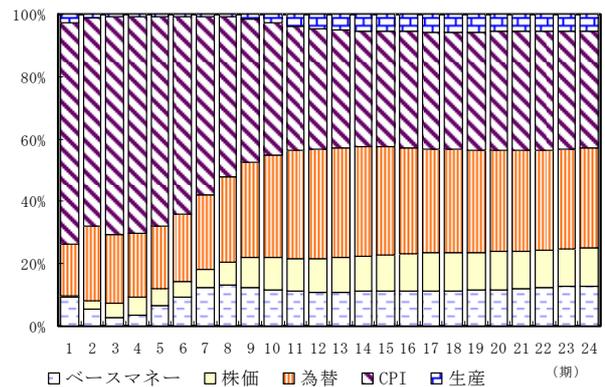
図表 2：5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性

【 5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性 】



(注1) サンプル期間は2006年3月から2011年2月とした。
 (注2) AICに基づき、4次のラグを選択した。
 (出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

【 CPI の分散分解 】



(注1) サンプル期間は2006年3月から2011年2月とした。
 (注2) AICに基づき、4次のラグを選択した。
 (出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

【 モデルの詳細 】

サンプル期間		5変数モデル(対前年同月比)
2006年3月～2011年2月		
変数の定義	ベースマネー	マナターベース平均残高. 準備率調整後. 季節調整済み
	株価	日経平均株価. 東証225種. 月中平均
	為替	外国為替相場実効為替レート. 2010年基準. 名目(BIS方式)
	生産	全産業活動指数(農林水産業生産指数及び公務等活動指数を除く)(2005年基準)季節調整済指数
	CPI	消費者物価指数(2010年基準)全国. 基本分類指数. 生鮮食品を除く総合

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

2.2 「アベノミクス」の2つの課題

「アベノミクス」の課題は構造改革と財政規律維持

最後に、「アベノミクス」に関して、二つの課題を指摘しておきたい。

第一に、現時点で「アベノミクス」は、公共投資や金融政策などのカンフル剤が中心となっている。しかし、中長期的に経済成長力を高めるためには、規制緩和や TPP（環太平洋連携協定）参加などの構造改革への取り組みが必要である。

法人税減税や成長分野の投資減税、さらには起業を促す環境整備なども不可欠だ。こうした施策を通じて、日本経済の体質を改善できなければ、株高・円安は一過性のものに終わることが懸念される。

第二に、財政規律を維持することが重要なポイントである。

現在、自由民主党は「国土強靱化計画」を掲げ、10年間で200兆円とも見られる大規模な公共投資を実行する方針だ。橋梁、道路、港湾などのインフラは、通常50年程度で更新の時期を迎える。したがって、日本では1960年～70年代に造られた大規模なインフラが2020年代にかけて本格的な更新時期に差し掛かる。

確かに「国民の生命・財産の保護」は国家にとって最も重要な仕事である。しかし、「安心・安全」の美名の下に、無駄な公共投資がなし崩し的に行われれば、経済効率は低下し、財政赤字が積み上がってしまう。

大切なことは、国民の生命・財産を守るために不可欠な公共投資と、その他の公共投資を峻別して議論することである。前者については、投資効率が少々悪くとも行う必要があることはいうまでもない。他方で、後者に関しては、費用対効果の観点から経済的な効率性を厳格にチェックした上で、ピンポイントで行うべきである。

現在、国内債券市場では、20年債、30年債といった償還期限の長い債券の価格が大きく下落（＝長期金利は上昇）している。その理由は、金融市場参加者が、「アベノミクス」を通じて財政規律が失われることを警戒しているからである。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション（負債の現金化）」の色彩を帯びる。もし、日本で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

結論として、当社は「アベノミクス」に大きな期待を抱きつつも、規制緩和や TPP 参加など日本経済の体質を改善する政策がとられること、選別的に公共投資を行い財政規律を維持すること、という2点が最大の課題であると考えている。

図表 3 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2011. 10-12	2012. 1-3	4-6	7-9	10-12	2013. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.3 -0.2	5.7 3.4	-0.1 3.9	-3.5 0.5	1.9 1.0	1.7 -0.1	0.3	1.3	2.2	0.3
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	5.9	6.1	3.8	4.8	5.3	7.6	5.0	6.6	9.6
失業率 (%)	4.5	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5	4.3	4.1	4.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.2	0.1	-0.0	-0.2	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	2.3
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	1.03	0.97	0.85	0.78	0.75	0.80	1.05	0.79	1.00	1.20

(出所) 各種統計より大和総研作成