

アベノミクスの4つのシナリオ

デフレ継続か、金融抑圧か、高インフレか、それともハッピーエンドか

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

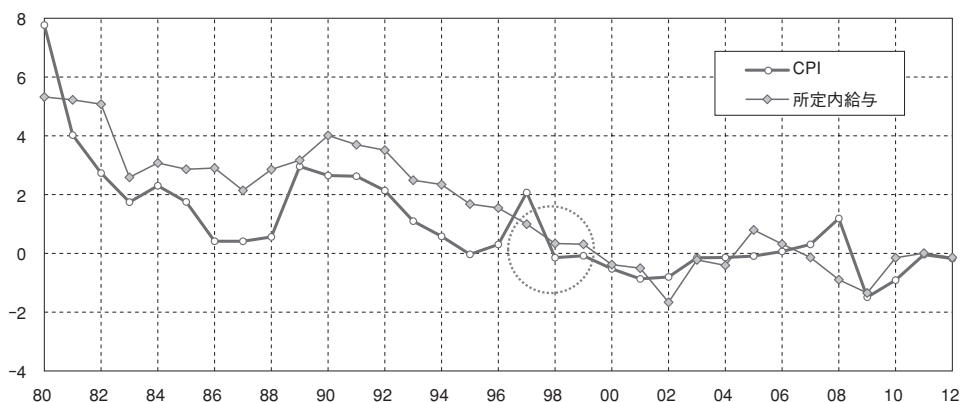
■デフレ克服と経済政策

8月のコアCPI前年比は0.8%まで上昇したが、大半はエネルギー価格の上昇など、円安による輸入物価の上昇である。長引くデフレの最大の要因である家賃やサービス価格に、上昇の兆しは未だ見られない。前者は人口減少による住宅需要の低迷という人口動態要因が影響し、後者には賃金下落が続いていることが影響している。変化が全くないわけではないが、多くの非製造業は賃金抑制による低価格戦略を続け、それがサービス価格が上昇しない大きな原因となっている。

1997年の金融危機の後、日本では名目賃金の下方硬直性が失われた。現在では下方に伸縮的、上方に硬直的となっている。昨年末からの景気回復を反映し、企業業績は改善傾向にある。しかし、企業はボーナスの増額で対応すると見られ、来年度の賃金（所定内給与）の引上げはかなり限定的なものになるだろう。また、正規社員の賃金に多少の上昇が見られても、正規社員の比率そのものの低下トレンドが続くため、マクロ的には賃金は簡単に上がらない。賃金やサービス価格の上昇が生じなければ、円安などで一時的にインフレ率が上昇しても、デフレからの脱却は難しい。

それでは、より積極的な金融緩和に踏み切れば、インフレ醸成は可能だろうか。伝統的な金融政策の波及メカニズムは、政策金利の引下げで長期金利などを低下させ、消費や投

(図1) 賃金とCPIコア (前年比、%、年度)



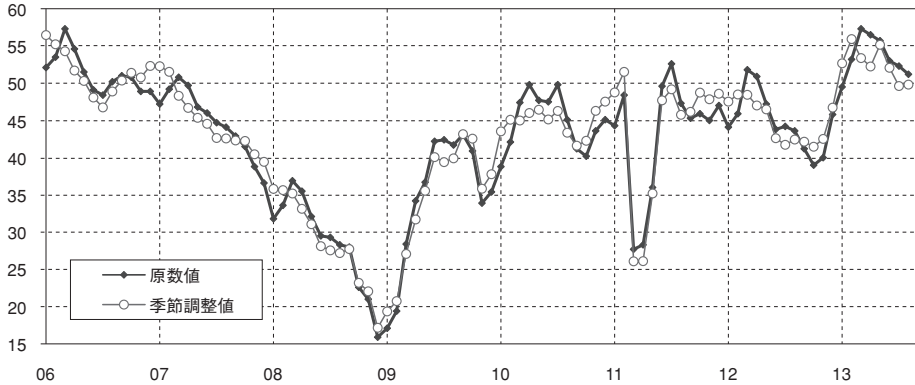
(出所) 総務省、厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

資などの総需要を刺激するというものである。その結果、需給ギャップが改善し、インフレ率は上昇していく。しかし、政策金利がゼロまで低下すると、景気刺激効果は小さくなり、インフレ醸成も難しい。非伝統的な金融政策として、ゼロ金利を将来も続けるというコミットメント（フォワード・ガイダンス）や大量の長期国債の直接購入（量的緩和）によって長期金利を低下させることができれば、多少の景気刺激効果は期待できる。しかし、日本のように長期金利の水準そのものが低くなれば、非伝統的な金融政策の景気刺激効果は限定的となる。そうなると、インフレ上昇になかなか辿りつかない（1ポイントのインフレ率引上げには、4ポイント程度の需給ギャップの改善を要する）。日銀の掲げる2年で2%のインフレは、達成困難だと思われる。2015年初頭の段階では、最大でも1%程度の物価上昇に留まるだろう。それでは、アベノミクスは日本経済にどのような帰結をもたらすのか。以下、改めて4つのシナリオを考えてみた。

■ デフレ継続シナリオ

前述した通り、現在、インフレ率が上昇している主たる要因は、円安による輸入物価の上昇である。また、追加財政によって需給ギャップも改善が続いており、それがデフレ圧力の沈静に寄与している。金融緩和ではインフレを醸成することはできないと述べたが、円安誘導や追加財政を伴えば、理論上、インフレ醸成は可能である。歴史上、デフレからインフレに転換する際には、為替レート的大幅下落が見られたが、ここからさらに円安に

(図2) 景気ウォッチャー調査・現状判断DI



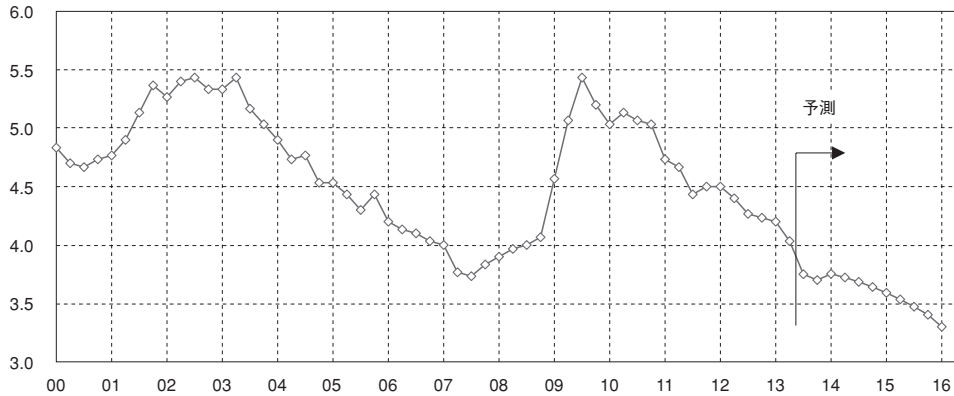
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

誘導するのは、各国からの批判を考えると難しい。公的債務もGDPの2倍まで膨張しており、ここから財政支出を大幅に増やすのも大いに問題である。円安誘導や追加財政が禁じ手として封じられ、これまでの円安効果や財政刺激の効果が徐々に剥落してくると、インフレ率を押し上げる要因が不在となり、日本経済は再びデフレ的な様相が強まってくる。低い長期金利、デフレ、円高の状況は変わらない。後述する通り、成長戦略の効果も限定的で、トレンド成長率も低いままであろう。デフレ継続シナリオの生起確率は35%である。

デフレ継続シナリオが実現する場合、これまで異次元緩和がもたらしたと考えられていた株高や円安、それに伴うユーフォリアは、結局、プラシーボ効果(偽薬効果)による一時的なものであったことが判明する。実際、5月下旬以降、株価は調整が始まり、その前後から景気ウォッチャー調査や消費者態度指数など多くのセンチメント・インデックスもピークを打ち、悪化傾向が続いている。ただ、2012年秋以降の株高や円安には、欧州危機が小康を得たことや日本の経常収支黒字が大幅に減少したことなどファンダメンタルズの変化も確かに影響していた。昨秋以降の株高や円安の全てがプラシーボ効果というわけではないため、元の水準まで株価や円レートが戻ることはないと思われる。

黒田日銀総裁は2%のインフレ目標が達成されるまで、オープンエンド型の異次元緩和を続けると言明している。このため、デフレ継続シナリオの生起確率はそれほど高くはないと考える人も多いだろう。しかし、前述した通り、長短金利ともに極めて低い水準にあるため、いくら日銀が長期国債を大量に購入しバランスシートを膨らませても、その効果は乏しい。民間の金融部門の保有資産残高はほとんど変わらず、内訳が長期国債から日銀

(図3) 完全失業率(％、季節調整値)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

当座預金に振り替わるだけである。日銀と民間金融機関のバランスシートを併せて考えれば、何も変わらない。また、日銀がバランスシートを拡大させるには、より高い値段で長期国債を民間部門から購入していく必要があるため、長期金利は相当に低い水準まで低下する可能性がある。ただ、長期金利の低下幅には限界があるため、民間金融機関からの長期国債買入だけであれば、いずれかの段階で日銀のバランスシートの拡大そのものも限界に達する(ただし、次に述べる財政ファイナンスを通じた、バランスシートの拡大は可能である)。

■金融抑圧シナリオ

金融政策は限界に達したが、中央銀行ファイナンスによる追加財政を続ければ、デフレからの脱却は可能となる。2012年度補正予算に続き、2014年4月の消費増税の悪影響を相殺するため、2013年度も追加財政が準備されることがほぼ確実となった。筆者が早くから懸念していた通り、大規模追加財政が再び編成される可能性がある。2015年10月の2度目の消費増税の実施の際にも、その悪影響を相殺するため、追加の財政刺激策が打たれることになるのだろう。この結果、日本経済はトレンド成長率を上回る成長が続く。需給ギャップの改善によって、経済は完全雇用に達し、賃金上昇を伴ったインフレ醸成が可能となる。2年で2%のインフレ達成は難しいが、2015年後半には失業率は3.5%を割り込み完全雇用状況に入ってくる。

如何にデフレ予想が根強いといえども、クリティカル・ポイントを超えた後も、中央銀行ファイナンスによる追加財政によってトレンド成長率を上回る成長が続けば、デフレ脱却は視野に入る。なお、ここで総需要が増えるのは、金融緩和が進むからではなく、財政支出が増えるためである。また、ベース・マネーだけでなく、広義のマネー・ストックが増えるのも、財政による支出が増えるからであり、中央銀行はそのファイナンスを担うに過ぎない。インフレやマネーを作り出す主体は財政政策であり、金融政策は従である。

しかし、デフレ脱却に成功すると、新たな問題が発生する。日本の均衡実質金利は1%程度と考えられるが、2%のインフレ予想が織り込まれると、長期金利は少なくとも3%まで上昇する。リスクプレミアムが織り込まれれば、4~5%に上昇するリスクもある。公的債務がGDPの2倍にまで膨らんでいる日本では、長期金利が急騰すれば、財政破綻確率は急激に高まる。デフレ脱却に成功すると、今度は、財政危機回避のため、長期金利を安定させることが日銀や政府の主たる目的に変わる。

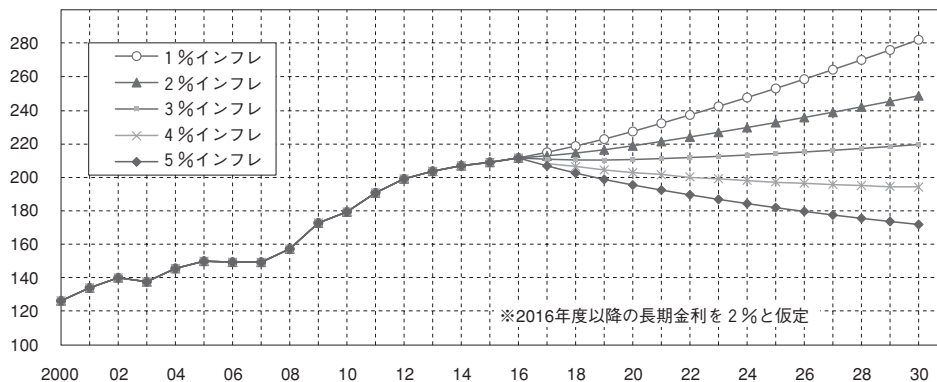
このため、デフレから脱却しても、日銀はゼロ金利政策や長期国債の大量購入政策を継続せざるを得ない。大量の長期国債の購入だけでなく、1942年のFED型国債価格支持政策（Pegging Operation）を導入し、長期金利に暗黙のキャップを設ける可能性がある。3%台に長期金利が上昇すると、財政危機と金融システム危機のスパイラルが始まる恐れがあるため、国債価格支持政策が導入されるタイミングは、長期金利が2%台に乗せた段階ではないだろうか。金融抑圧シナリオが筆者のメインシナリオだが、その生起確率は40%である。

後述する通り、インフレ上昇にも拘わらず長期金利を低く抑える政策は、マイナスの実質金利を作り出すことに他ならず、預金者へのインフレ・タックスによって公的債務の圧縮を行うことを意味する。試算では、長期金利が2%に抑えられる場合、4%を超えるインフレを醸成することによって、つまりマイナス2%の実質金利を作り出すことによって、公的債務の対GDP比の低下が可能となる。なお、金融抑圧による公的債務の圧縮は、そのグランドデザインが政策当局者によって描かれ実行に移されるというより、長期金利上昇がもたらす危機を回避するため財務当局や中央銀行が「火消し」戦略に走った結果、意図せずして開始されるという類のものだと思われる。

■ 高インフレ・シナリオ

歴史的に見ると、公的債務の圧縮には、デフォルトを除くと、理論上、3つの手法が考

(図4) 国と地方の債務残高(対GDP比、%、年度)



(出所) 財務省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

えられる。①増税や歳出削減による財政調整、②トレンド成長率向上による税収増、③マネタイゼーション(金融抑圧もマネタイゼーションの一種である)。本来なら、増税や歳出削減によって公的債務を圧縮するのが、正当な手続きだが、議会制民主主義の下で、選挙に直面する政治家は、有権者に直接的な負担を求める決定を躊躇する。公的債務の発散を止めるためには、消費税を少なくとも20%まで引き上げ、ある程度のプライマリー収支黒字を達成する必要があるが、わずか3ポイントの引上げですら簡単ではないことを考えると、①の手法は絶望的である。多くの政治家は、②のトレンド成長率を引き上げて税収増によって問題を解決しようと画策するが、成長戦略を策定しても、芳しい成果はなかなか得られない。後述する通り、トレンド成長率の引上げは容易ではないのである。

結局、③のマネタイゼーションによって公的債務問題を解決せざるを得なくなる。問題は、4~5%の比較的モデレートなインフレを維持することができるかどうかである。前述した金融抑圧シナリオではそうしたインフレ率を想定していた。しかし、果たして上手くいくのか、極めて不確実である。インフレが醸成された段階では、フィスカル・ドミナンスに陥っているため、金融政策ではインフレ加速を抑えることはできない。インフレ・ターゲットは、長期金利が急上昇した段階で、フレキシブル・インフレ・ターゲットの名の下に(目の前の危機を回避するために)、事実上放棄されている。マイナスの実質金利を嫌気し、海外への資金シフトが生じ、通貨安とインフレ加速の悪循環が続く。この結果、二桁近い高率のインフレとなる可能性がある。中央銀行への信認も崩れ、強い金利規制を敷かなければ、長期金利も急騰する。常に人々は財政危機を意識せざるを得ない。高イン

フレ・シナリオの生起確率は15%である。

4～5%のモデレートなインフレを伴う金融抑圧シナリオの場合でも、資源配分の歪みからトレンド成長率は低下するが、二桁近い高率のインフレとなると、企業や家計は将来の資本収益率や将来の実質所得を把握することが難しくなる。不確実性が増すため、資源配分や所得分配はより大きく歪み、トレンド成長率はさらに低下する。過去30年間の日本の平均インフレ率は0.6%であり、4～5%のモデレートなインフレでも社会が容認するのか心配だが(ただし、大幅増税に比べるとインフレ政策の方が選好される可能性が高い)、二桁近いインフレ率となると、マクロ経済のみならず、社会そのものも相当に不安定化する。完全な「協調の失敗」である。財政のみならず、社会全体が危機的状況に陥るかもしれない。

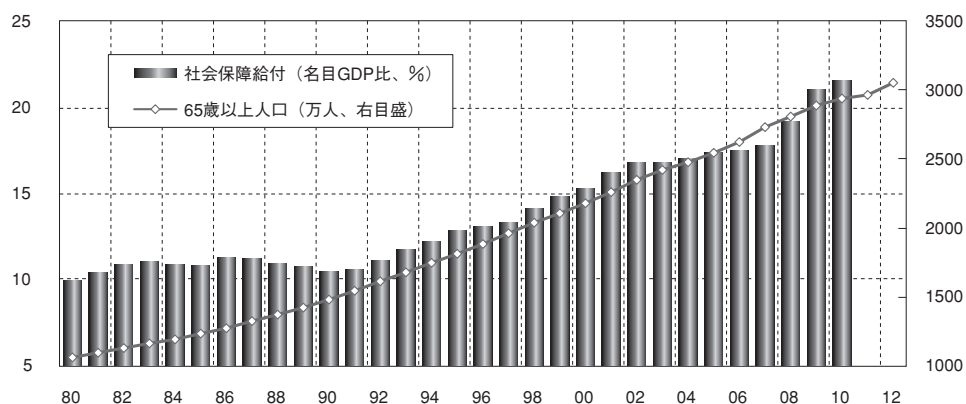
■ハッピーエンド・シナリオ

常々論じている通り、財政政策や金融政策はそれ自体が新たな付加価値を生み出すわけではない。一時的に効果があるとしても、それは「将来の所得の前借り」や「将来の需要の先食い」に過ぎない。トレンド成長率を高めるには、規制緩和や規制改革など成長戦略の推進が不可欠である。これまで日本では、労働力の減少によってトレンド成長率が低下すると共に、成長期待の低下から企業や家計が支出を抑制してきた。このため、需給ギャップも同時に悪化し、トレンド成長率の低下と共に、デフレが続いてきた。トレンド成長率が低下しているのなら供給不足でインフレになるのであり、デフレになっていることから総需要不足でトレンド成長率は低下していないという主張が見られるが、それは動学的センスに欠けた、誤った考えである。経済が構造問題を抱え、トレンド成長率が低下する際、企業や家計の支出が先行して低迷するため、総需要の悪化からデフレ圧力が高まるケースも十分あり得る。

今後、成長戦略が劇的な成功を収め、トレンド成長率を大幅に向上させれば、同時に成長期待の回復から家計や企業の支出も増加し、需給ギャップも改善、一気にデフレ解消につながる。トレンド成長率が改善すると共にデフレ脱却も可能となるハッピーエンド・シナリオの生起確率は10%である。

筆者がハッピーエンド・シナリオにそれほど高い生起確率を想定していないのは、成長戦略に成功しても、その効果は控えめなもので、劇的な効果が得られるわけではないと考えるからである。安倍政権は今後10年間のトレンド成長率を2%としているが、そのこと

(図5) 65歳以上人口と社会保障給付(年度)

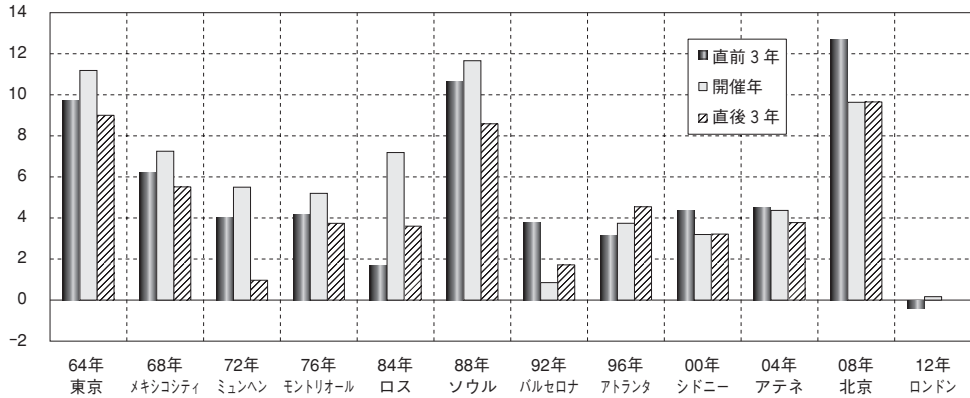


(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より、BNPパリバ証券作成

は1人当たりのトレンド成長率が2.7%まで上昇することを意味する。過去30年間、3%近い1人当たりトレンド成長率が観測されたのは、80年代後半のバブル期のみであった。今後、労働力が毎年0.7%程度減少することを前提とするなら(この数字には女性の就業率の上昇を織り込んでいる)、仮に1人当たりのトレンド成長率を現在の1%程度から1.5%程度に引き上げることに成功しても、経済全体のトレンド成長率は0.8%程度に留まる。現在の米国の1人当たりのトレンド成長率は1%強、欧州が0.5%程度だと考えると、1.5%の見通しですらかなり楽観的である。政府はそれ以上の数値(2.7%)を目標にしていることになるが、現実には、魔法の杖は存在しない。

なお、ハッピーエンド・シナリオが実現する場合でも、それだけで公的債務問題や社会保障制度問題が解消に向かうわけではない。もちろんトレンド成長率が高まり、デフレが克服されることは、財政健全化や社会保障制度改革を進める際に大きなサポートにはなる。しかし、それだけで問題は解決できないのである。日本の公的債務が膨張を続ける最大の原因は、社会保障給付を受ける高齢者が急激に増加し、負担を担う現役世代が減少していることにある。さらに、公的債務がGDPの2倍に膨れ上がっていることから、理由は何であれ、財政システムは金利上昇に相当脆弱になっている。このため、ハッピーエンド・シナリオが実現しても、社会保障制度改革を前提とした財政健全化策は必要であるし、利払い費を抑えるという視点から、ゼロ金利政策や長期国債大量購入政策も長期間、継続せざるを得ないと見られる。

(図6) 五輪開催前後の成長率(前後3年と開催年、前年比、%)



(出所) Reuters EcoWin Proより、BNPパリバ証券作成

東京オリンピックはどう影響するか

最後に、2020年の東京オリンピック開催の影響について。1964年の東京オリンピック以降、開催国の経済成長率の推移を見ると、ごく一部の例外を除き、オリンピックの開催前の3年間の成長率は高く、オリンピック開催後の成長率は低いことが分かる。一般にオリンピックが開催されると、オリンピック・レガシーが問題となるが、それは結局、オリンピック前の高い成長が「将来の所得の前借り」や「将来の需要の先食い」によってもたらされたものであるためである。当然ながら、その傾向は新興国で強い。社会インフラが整備された先進国では新たな投資の必要性は小さいが、新興国では一等国に仲間入りしたことを国際社会に示そうと、必要以上に社会インフラの整備を行い、そのことが一時的な高成長をもたらす。政府部門の支出増によって生じたユーフォリアは、オリンピック前の投資ブームとオリンピック後のブーム崩壊を一国経済にもたらす。

オリンピック前の高成長とその後の低迷という傾向が全く観測されなかったのは、1984年のロスと1996年のアトランタである。既存の社会インフラで済ませたということもあるのだろうが、米国では(国防費を除くと)社会インフラ整備のために、公的支出を大幅に増やすという発想がないことが影響しているのかもしれない(むしろ社会インフラは常に不足気味である)。社会の高齢化が最も進む日本では、成熟国のオリンピック開催のモデルケースとして、最低限の新規投資に留め、既存の社会インフラを活かすという発想が必

要である。その中には、効率性、利便性を向上すべく、首都圏で規制緩和を一気に加速させるといったことも含まれる。しかし、首都圏の大規模な再開発を目指すべきといった主張ばかりが産業界や政界から聞こえてくる。

今回の五輪招致によって、震災復興や原発災害の克服が事実上の国際公約となった。両者は極めて重要だが、大きな費用を要する。さらに大盤振舞の支出によって首都圏の再開発を進めることが国策となれば、財政資金はいくらあっても足りない。2020年のプライマリー収支の黒字化という大目標があったはずだが、五輪招致のユーフォリアの前に、財政制約はすっかり忘れ去られているようである。ユーフォリアが続いている間は、表面上、ハッピーエンド・シナリオの蓋然性が高まっているように見えるだろう。しかし、そのユーフォリアをもたらすのは、「将来の所得の前借り」や「将来の需要の先食い」であり、そのことは財政破綻確率の上昇と共に、金融抑圧シナリオや高インフレ・シナリオの蓋然性が高まっているということである。今回提示した各シナリオの生起確率には2020年の東京オリンピック開催決定の影響も盛り込んでいる。

〔参考文献〕

- ・翁邦雄『日本銀行』筑摩書房 2013年
- ・池尾和人『連続講義・デフレと経済政策—アベノミクスの経済分析』日経BP社 2013年

