



アベノミクス、日本丸は株式市場の歓声にわいて船出をきった

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
エクイティリサーチ部 チーフエコノミスト

佐治 信行

2013年度国家予算案が閣議決定され（1月29日）、日銀新総裁・副総裁候補者が決まり、安倍政権下で日本経済はデフレ脱却の船出を切った（離岸）。来年度予算における新規国債発行額は42.8兆円と本年度補正後の49.5兆円を下回り、借換債を含めた発行総額は170.5兆円と補正後比で10.0兆円の減額となった。しかしこれは国債整理基金の積立金取り崩し7.2兆円による圧縮。本予算の実態は7月参院選挙前の景気への悪影響を避け、デフ

〈目次〉

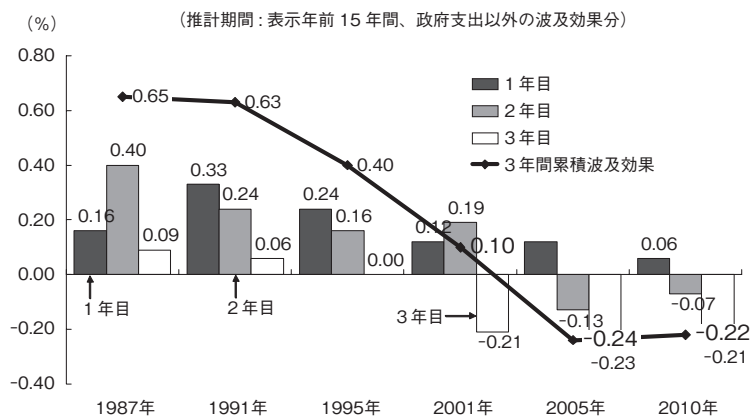
1. 2013年度予算、政府の工夫
2. 2年目以降の財政乗数マイナス
3. 国債消化と2014年
4. 国債消化と2017年
5. 日銀の役割
6. 2%物価上昇には1ドル=138円
7. 円安メリットは輸出企業にどれくらい残るか
8. 長期的には過激な円安進行も

レ脱却を目論んだ財政拡張型予算である。また、新日銀総裁・副総裁候補者は思い切った金融緩和を実行できる人物として金融市場では歓迎の声が多い。

■ 1. 2013年度予算、政府の工夫

2013年度の予算編成は国債発行額を如何に抑えて財政の規律をアピールし、デフレ脱却を目指せる予算にするかが自民党の注力点であったようだ。本予算で垣間見られる工夫とは、1) 国債整理基金の取り崩しによる国債総発行額の抑制（7.2兆円、緊急時は日銀から調達）、2) 想定長期金利の引き下げ（2012年度2.0%→2013年度1.8%）による国債費圧縮、3) 前年度計上「経済危機対応・地域活性化予備費」9,100億円の全廃の3つ。公共事業費の7,119億円増額からみて、2013年度予算の実態は7月参院選挙を睨んだ拡張型予算である。1) については、非常時の場合に日銀が一時貸付するものと

(図表 1) 財政乗数 (公的固定資本形成をGDP比1%増加ケース)



(出所) 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」よりMUMSS作成

日銀政策委員会は決定している(1月25日)。これは日銀法第43条第2号に基づき「対政府取引に関する基本要領」として決定したもの。これは日銀頼りの予算編成との解釈も可能であり、政府自民党は2012年度補正予算、2013年度当初予算でもって財政膨脹政策に舵をきった。自民党が野党時代に批判してきた農家個別所得保証制度、高校教育無償化といった前政権重点政策も今回解消を先送りした。更に、2012年度補正予算で追加施行を決めた公共事業費は、一旦膨らませると後の縮小が困難化する。これは日本の財政乗数が2年目以降マイナスになっているからで、一度財政支出を拡大すると国内需要を落とさせないために追加的な財政出動をしなければいけなくなる(図表1)。

ここでは内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」の財政政策シミュレーション結果をもとにして、公的固定資本形成(公共事業)をGDPの1%相当額だけ継続的に拡大した場合

のマクロ経済的効果を計測してみた。公共事業を追加するとその分のGDPが押し上げられるだけではなく、雇用の増加から個人消費が押し上げられ、国内需要の回復から企業は設備投資の増加に動く。これらが所謂、乗数効果である。内閣府計量モデルの2010年度版の試算では、1年目のGDPを0.07%押し上げるという結果であり、これは1%分の公共事業分とそれに誘発された民間需要の増加分の総和がGDPの0.07%分に相当することを意味している。この財政シミュレーション結果を過去の内閣府資料で遡ってみると、財政乗数効果が減衰してきていることが分かる。特に注目したいところは、2年目以降の財政乗数が著しく2000年以降低下してきている点である。中でも3年目の財政乗数はGDPを0.2%前後押し下げるという結果が定着してきている。経済構造変化により、財政拡張の効果は変化しているばかりか、負の作用が大きくなってきている。

■ 2. 2年目以降の財政乗数マイナス

マクロ経済的な公共事業追加によるGDP押し下げ要因として、1) 政府支出による物価の上昇、2) 政策反応による金利上昇、3) 金利上昇による為替の増価、4) 輸出余力低下による輸出の減少が挙げられ、これらがマクロ計量モデル内では作用している。加えて、2000年以降の3年目財政乗数のマイナス化については以下のことが考えられる。第一に、2000年以降に企業の海外工場移転が進展したことで、国内需要の輸入代替が進んでいる。名目GDPに占める輸入の割合が、2000年9.4%が2012年には16.6%へ上昇している(内閣府)。国内需要が政策的に増加刺激を受けても、そこで使われる財(一部サービス)は海外製品に代替され、所得が海外に移転されてしまう。つまり、国内空洞化による所得の漏れがその背景にある。第二に、高齢化社会の進展で2005年以降家計の平均消費性向が低下、貯蓄率が上昇している。総務省「家計調査報告」によれば、2005年の勤労者世帯の平均消費性向は74.7%、2012年は同73.9%へと低下している。特に25~59歳の現役就業者世帯の平均消費性向の低下が目立つ。高齢化社会が本格化する中で、将来への不安から貯蓄率を上げる現役就業者世帯が多く、自律的な所得循環メカニズムの作動力がここへきて落ちてきている。更に、第三に公共事業の追加等による財政赤字の拡張を受けて、民間経済主体が将

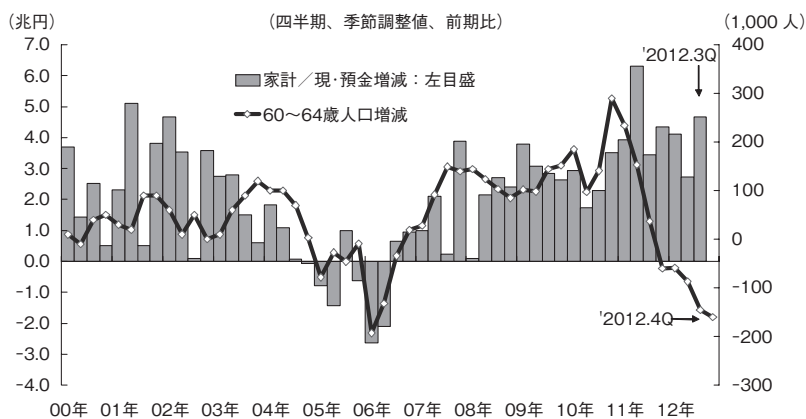
来の増税を意識して足元の支出を抑制する行動が3年目の財政乗数をマイナスに作用している要因の一つではないか、と推察される。

■ 3. 国債消化と2014年

そうした中、2014年4月からの消費税率引き上げ(現行5%から8%)については、2013年秋の景気実態が上向いていることが重要だ。なぜならば、2012年8月10日に成立した「消費税改正法」では附則第18条第2項に“景気条項”が含まれているからである。2013年1月15日閣議決定された2012年度補正予算は7月参院選挙までにその中心を占める公共事業の発注は出終わるものとみられる。自民党は昨年、消費税改正法案国会通過に協力して民主党から衆院解散を勝ち取った。その自民党は年末の税制改正日程の前の秋の段階で景気を回復させる責務を負っている。そうした中で、本年度予算の第一次補正予算処理が7月の参院選挙の後に施され、財政拡張路線を更に決定的なものにする可能性も皆無ではなかろう。その場合には今回の当初予算のような国債整理基金を使った国債増発回避は、その残高からみて困難とみられる。この更なる補正予算編成での国債の増発は不可避とみるべきであろう。

今日的な状況に至るこれまでににおいて、日本の国債が国内で順調に消化されてきた背景には、家計部門の貯蓄超過が充分であり、銀行の預金が着実に積みあがってきたからである。個人預金が銀行に流れ込み、その資金が

(図表2) 家計部門現預金増減/60～64歳人口増減



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」、総務省「人口推計月報」よりMUMSS作成

日本国債の購入資金に回されてきた。ただ、2014年頃からはこの先の日本の人口動態からみて、銀行の個人預金が継続的に増加しがたい局面に移行してくる。2000年以降のデータからは家計部門の現預金の増減をみると60～64歳の人口増減と関係が深いように窺われる(図表2)。日本では60歳が第一次定年退職、ここ最近65歳を定年退職年齢とする企業が増えてきているが、一般的には60歳代前半で多くの就業者は退職金を手にする。その退職金は個人の銀行口座に振り込まれ、銀行はその資金で安全な国債を中心に資金を運用する。この場合に株式保有制限がかけられている銀行が国内株式投資に預金者から預かった資金を回すことは限られる。言い換えると、60歳代前半の人口が増えている間は、長期金利が下がりやすい。しかし、700万人近い団塊世代は2012年から65歳に到達し始めている。国立社会保障・人口問題研究所の予測によれば、

2014年には60～64歳人口が急激に減少する。つまり、2014年には国債の大口購入主体であった銀行の預金に減少圧力が加わる。

4. 国債消化と2017年

更に人口動態に焦点を当てると、その先2017年にもイベントがある。団塊世代が70歳代に突入してくることである。70～74歳の財政的観点からの特徴は、医療費の増大である。厚生労働省「医療給付実態調査(平成22年度)」によれば、1人当たりの医療費は国民総計で15.5万円、60～64歳は同30.6万円と平均値の倍であるが、65～64歳は同40.1万円、更に70～74歳は同56.6万円に急増する。この医療費37.4兆円(2010年度)の国庫負担は25.9%、地方政府も含んだ公費負担は38.1%であるから、団塊世代が70歳を超えてくる2017年以降は国の医療費負担が激増することになる。高

齢化が進展すると、この医療費の他に国の介護給付費国庫負担金、年金国庫負担がそれに連動して増えることは言うに及ばない。また、総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」によれば、60～69歳世帯主（2人以上）の金融機関預金は平均2,363万円と10歳区切りの年齢階級別では最大、これが70歳以上の世帯になると同2,211万円へ減少に転じる。これらのことが示唆することは、今後日本の高齢化が進展するに連れて国費は膨脹加速し、家計預金の取り崩しから民間部門での国債消化が困難化する。その重要な転換点は人口動態からみて2014年、2017年が想定される、ということである。

■ 5. 日銀の役割

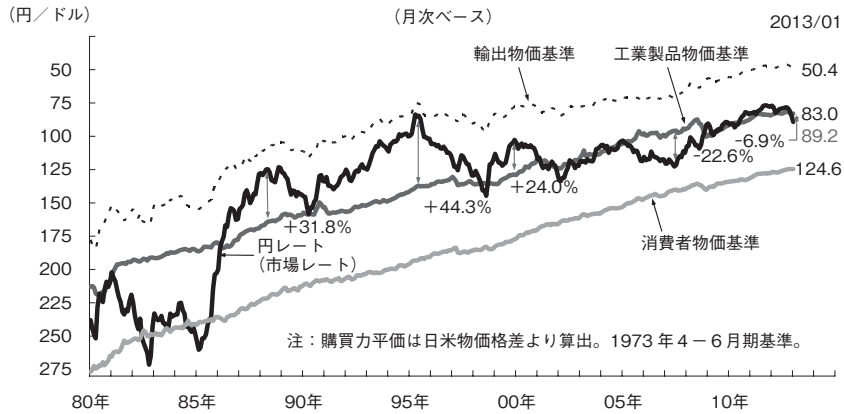
この間に為替円安が進むと、生活必需品のエネルギーと食料といった海外依存比率の高い支出項目を通じて、国内所得は海外に移転されてしまう。その過程では更に銀行の預金を取り崩されることを意味する。すると国債消化が困難化する民間に変わって、中央銀行の日銀が国債の購入額を増やさざるを得ない。そうしないと国債の金利は急騰することになる。2013年2月時点の日銀が保有する国債の残存年数は、資産買取等基金を除くベースで4.69年（日銀データから当社推計）と、国債の市中発行額の平均償還年限である2012年7.73年（2005年同6.66年、財務省）を大幅に下回っている。これまで日銀は米国FRB

と違って保有国債の残存年数上昇に歯止めをかけたオペレーションを続けているようにみえる。ただ、今後は保有国債の残存年数を引き上げるべく方向への圧力、つまり購入対象国債の年限延長要請が政府サイドから持ち込まれる可能性は高まってくることも考えられる。国債購入を増やしその残存年数を上げれば、これは円安要因である。

■ 6. 2%物価上昇には1ドル=138円

日銀は物価目標を2%（生鮮食品を除くCPI）としている。2012年のコアCPIは前年比で-0.1%。これを2%上昇にまでするには円レートをどれだけ円安方向にする必要があるのかを内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2011年版）」より試算してみると以下ようになる。2%物価目標を日銀の物価・経済見通しの予測期間である先行き2年、つまり2年後に達成するには42%の円安、3年後に達成するには30%の円安が必要になる。つまり、80円/ドルを基準にすると2年で物価目標達成には1ドル=138円、3年で達成には1ドル=115円という計算になる。ただ、このシミュレーションでは円ドル以外の外生変数は一定、CPI上昇率は2年及び3年の累計として計算している。このため、1年間の物価上昇率が前年比で2%に到達するには、このシミュレーション以上の円安が必要になる。因みに、われわれが試算する消費者物価基準の購買力平価は1ドル=124.6円

(図表3) 為替レートと購買力平価



(出所) 総務省「消費者物価統計」、日本銀行「企業物価統計」、米国労働省資料などよりMUMSS作成

(2013年1月)である(図表3)。

7. 円安メリットは輸出企業にどれくらい残るか

ここで過去の円安局面で日本企業が円安メリットを実際にどれくらい享受できたのかを検証してみよう。1990年以降の円安局面は3回、1995年から1998年、1999年から2002年、2004年から2007年。1990年代後半の円安はアジア、ロシア危機を受けた海外投資資金の国内回帰、2000年代の2回はどれも日銀のBS拡張政策がその背景であった。そこで各局面の円/ドル下落率と輸出価格の変動を比較してみると以下ようになる。1990年代後半の円安局面では円が72.7%大幅に下落(図表4)。この時、輸出価格は円ベースで20.1%上昇している。お互いの変動幅から円安により輸出企業は円の手取り額が増加したもの

の、全てを手にしたわけではなくて多くを海外競争激化の中で、ドル建て輸出価格の引き下げにまわした。これを機械的に計算すると、ユーザーへの円安メリット還元が72.3%、手元に残ったメリットが27.7%となる。同じように2000年代初めの円安局面では還元分が76.8%、メリット残存分が76.8%である。何れも企業はこの2回の円安局面で海外競争の激化と国内過剰設備による需給的条件からその意図如何に拘らず、円安メリットは25%前後しか享受することができなかった。ただ、2000年代半ばの円安局面、小泉政権中の円安局面では円安メリット享受率が57.3%と、その前2回と比較すると残存率が著しく高い。これにはこの時期の海外経済環境が影響したものと考えられる。具体的には、当時世界的な景気拡張の局面であり、OECDベースの消費者物価指数は年率8.5%上昇していた。米国の在庫調整進展、住宅需要の増加がインフ

(図表4) 円/ドル変動、輸出価格転嫁率

局面	期間	為替 ①		輸出価格 ②		転嫁率 ②/① ③: %	消失率 100-③ %	消費者物価指数				中国GDP 成長率 年率: %		
		円/ドル 同 変動幅: %	同 変動幅: %	2010年=100 同 変動幅: %	同 変動幅: %			OECD 2005年=100	年率: % 米国	1982-85年=100	年率: %			
円安局面	1995年5月	82.3		13.91		27.7	輸出 価格 引 下げ	72.3	69.9	4.7	17.06	2.4	9.0	
	1998年7月	17.34	72.7	13.34	20.1				89.0	15.37				
	1999年12月	12.20		17.61					84.5	3.4	17.87	2.6		
	2002年2月	19.33	31.0	11.52	7.2	23.2		76.8	99.1	3.4	11.98	2.6		
	2004年11月 2007年6月	12.30 12.32		12.31 18.52	11.1	57.3		42.7	94.8 14.50	8.5	13.89 24.01	7.4		12.7
円高局面	1990年1月	16.44		19.06		39.1	企業 負担	60.9	59.1	5.7	11.23	3.7	12.3	
	1995年5月	82.3	-42.5	13.91	-25.9				69.9	17.06				
	1998年7月	17.34		13.34	-18.6	35.7		64.3	89.0	3.9	15.37	2.1		
	1999年12月	12.20	-28.9	17.61	-9.5	58.5		41.5	84.5	2.5	17.87	1.7		
	2002年2月 2004年11月	19.33 12.30	-22.9	11.52 12.31	-9.5	58.5		41.5	99.1 94.8	2.5	11.98 13.89	1.7		10.1
	2007年6月 2012年10月	12.32 76.9	-35.4	18.52 97.4	-24.7	30.1		69.9	14.50 15.81	2.2	24.01 20.13	1.8		9.6

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、同「企業物価統計」、Main Economic Indicators, OECD、Bureau of Labor Statistics, U.S. よりMUMSS作成

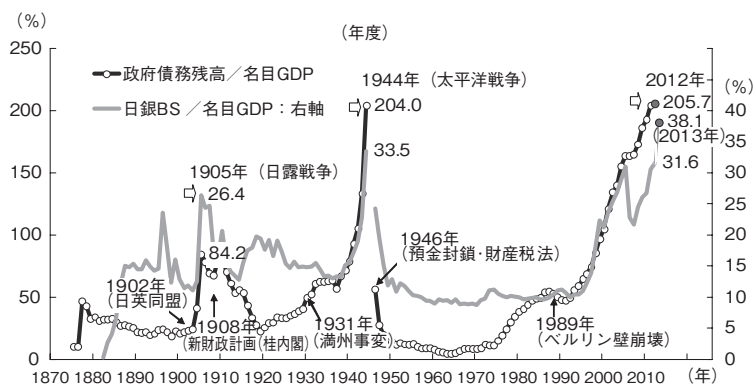
レ的な経済環境を作り出し、更に2001年にWTO加盟した中国の勃興が世界経済の新たな牽引役として出現した時期である。この円安局面での中国のGDP成長率は12.7% (年率) に達している。過去の円高局面でも2000年代前半、同じく中国GDPの成長率が10.1% (年率) と高かった円高局面では、為替転嫁率が58.5%と高い。ここで言う為替転嫁率は円高による円手取り減少分を、ドル建て輸出価格の引き上げで何%埋めたかを計算したもの。この時期を除くと為替転嫁率は35%前後であり、残り65%は企業の収益消失分ということである。円高分の輸出価格値上げによる吸収分は3分の1に過ぎない。つまり、円安メリットを享受できる、また円高デメリット分を値上げで吸収できるには、1) 中国という経済成長ドライバーの存在、2) 米国もしくはOECD先進国のインフレ的環境がその条件となる。今日的な世界情勢を勘案すると、中国の成長減速は顕著であり、この先中国の生産

年齢人口のピークアウトから10%前後の高成長を中国が実現することは難しい。そもそも日本の製造業の製品価格決定力に衰えが出てきているのである。むしろ、円安が輸入価格上昇を通じて家計の実質所得を減少させ、国内需要の重要な制約条件になることも見落としてはならない。

8. 長期的には過激な円安進行も

日本経済 (日本丸) は離岸して7月参院選を睨んで面舵をきった。自然に円安が進む。米国が金融緩和を止めれば、そして高齢化が進む2014年、日本は日銀の国債大量購入で一層の「面舵いっぱい」だ。1932年に高橋是清蔵相の下で金輸出再禁止、積極財政政策が執られた。しかし当時は政府債務が名目GDPに対して57.9% (1932年、日銀)、歳出総額の34.6%が陸軍省歳出 (同、3年後には46.2%へ膨脹) であった。今日では社会保障費と

(図表5) 日本政府債務・日銀BS【1870年～】



(出所) 財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」、日本銀行「日本銀行勘定」、内閣府「国民経済計算」よりMUMSS作成

公共事業費という“減らせない膨脹予算”が一般歳出の37.1%を占める点は、当時と似ている。しかし、政府債務対名目GDP比率は2012年で200%（財務省）と、当時の3.5倍の水準である（図表5）。中長期的には、1）円レートが米国及び欧州の金融政策次第で100円/ドルを突破、2）高齢化で国債民間消化が困難な中で日銀が物価目標2%に達するまで大量に国債購入、3）2%物価上昇達成するまで円安進行（125円、更なる円安も）、4）2%物価上昇率天井達成で日銀金融緩和解除、5）日銀保有の国債市中放出で長期金利上昇圧力、6）経常収支赤字が高齢化で多額化し財政政策の超緊縮化、という流れが、団塊世代の全員が70歳代に到達する2020年に向けて作動する可能性がある。「面舵いっぱい」から2%物価上昇率達成で一気に「取り舵いっぱい」。日本経済が「ようそろう（直進）」するまでに、この先の金融市場において大き

な波乱が待ち受けていそうである。航海ルール（右側航行）では正面衝突を避ける場合には「面舵」が基本、安倍政権は更なるデフレを避けるために、まずは「面舵」をきった。2013年6月を目途に策定する産業競争力会議の成長戦略では規制改革を「一丁目一番地」と位置付けられる様子だ。日本人だけ（国内利害調整）で構造調整を続けるのか、それとも外国人を入居させてか（市場開放）。「一丁目一番地」のご主人は誰か、注目していきたい。



佐治 信行（さじ のぶゆき）

昭和57年3月 関西学院大学法学部政治学科 卒業

昭和57年4月 日興証券株式会社（現、SMBC日興証券）入社

昭和57年5月 株式会社 日興リサーチセンターへ出向

平成11年4月 興銀証券株式会社（現みずほ証券）エクイティ調査部

平成18年5月 三菱UFJ証券株式会社（現三菱UFJモルガン・スタンレー証券）エクイティリサーチ部