

アベノミクスと日本経済：展望

FPJCブリーフィング
(2016年2月5日)

富士通総研・経済研究所
エグゼクティブ・フェロー
早川英男

アベノミクスと異次元緩和(QQE)

■ アベノミクス「3本の矢」

1. 大胆な金融政策
2. 機動的な財政政策
3. 民間投資を喚起する成長戦略

■ 日本銀行が行なった大胆な金融政策＝量的・質的金融緩和(別名「異次元緩和」、英語ではQQE)

1. 消費者物価上昇率2%のインフレ目標を2年程度で達成する
2. そのために、マネタリーベース(銀行券+日銀当座預金)を大幅に増やす
3. 金融市場から長期国債などの資産を大量に購入する(長期国債購入額は当初月7兆円、14年10月の追加緩和以降は10兆円)。

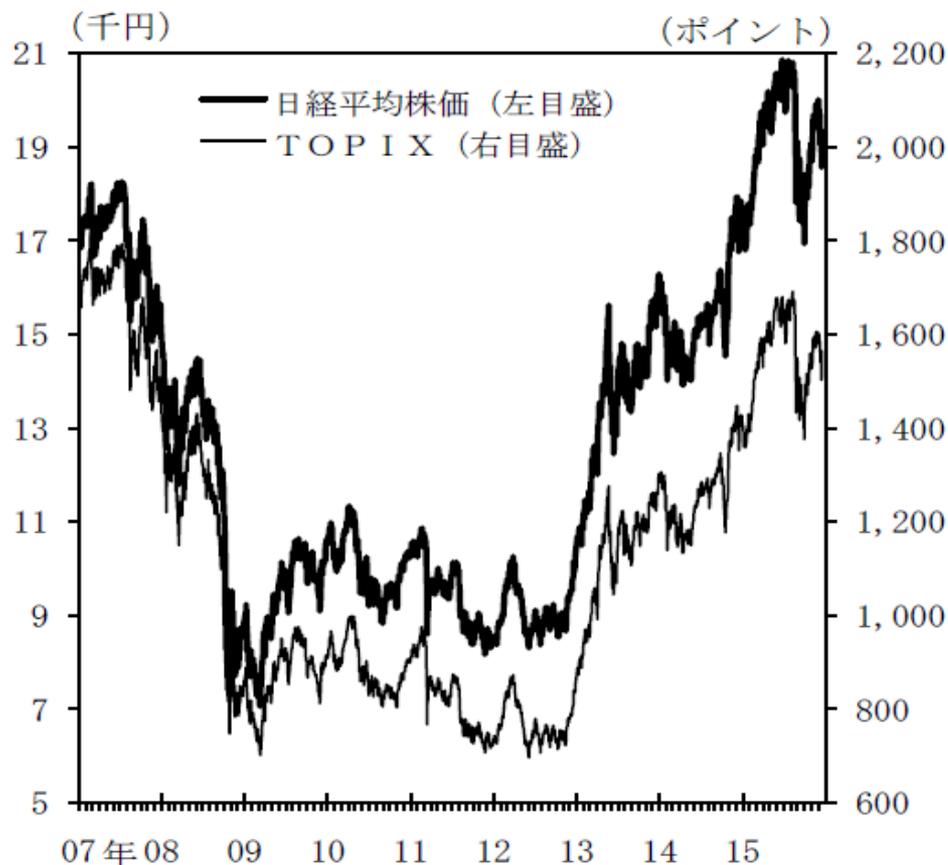
■ 長期国債買い入れが徐々に限界に近づく中、日銀は先月末ECB型のマイナス金利を導入。

- 超過準備に対してマイナスの預金金利を付すもの。

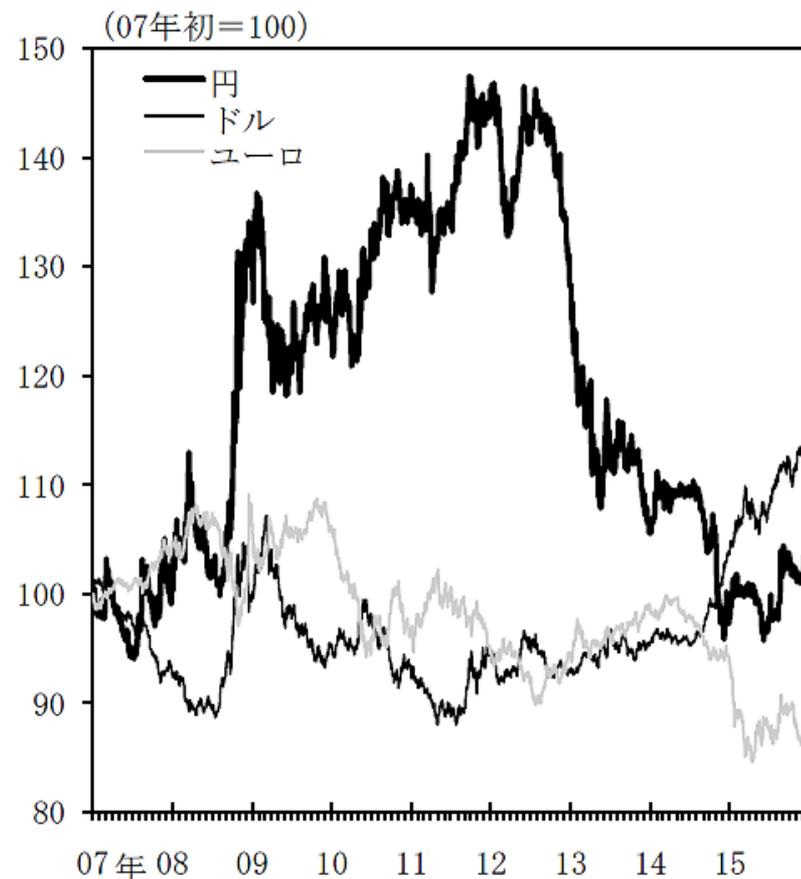
アベノミクスの成果(1)

■ アベノミクス、QQE は資産価格に大きな影響を与え、大幅な円安、株高が実現した。

(1) 国内



(2) 名目実効為替レート

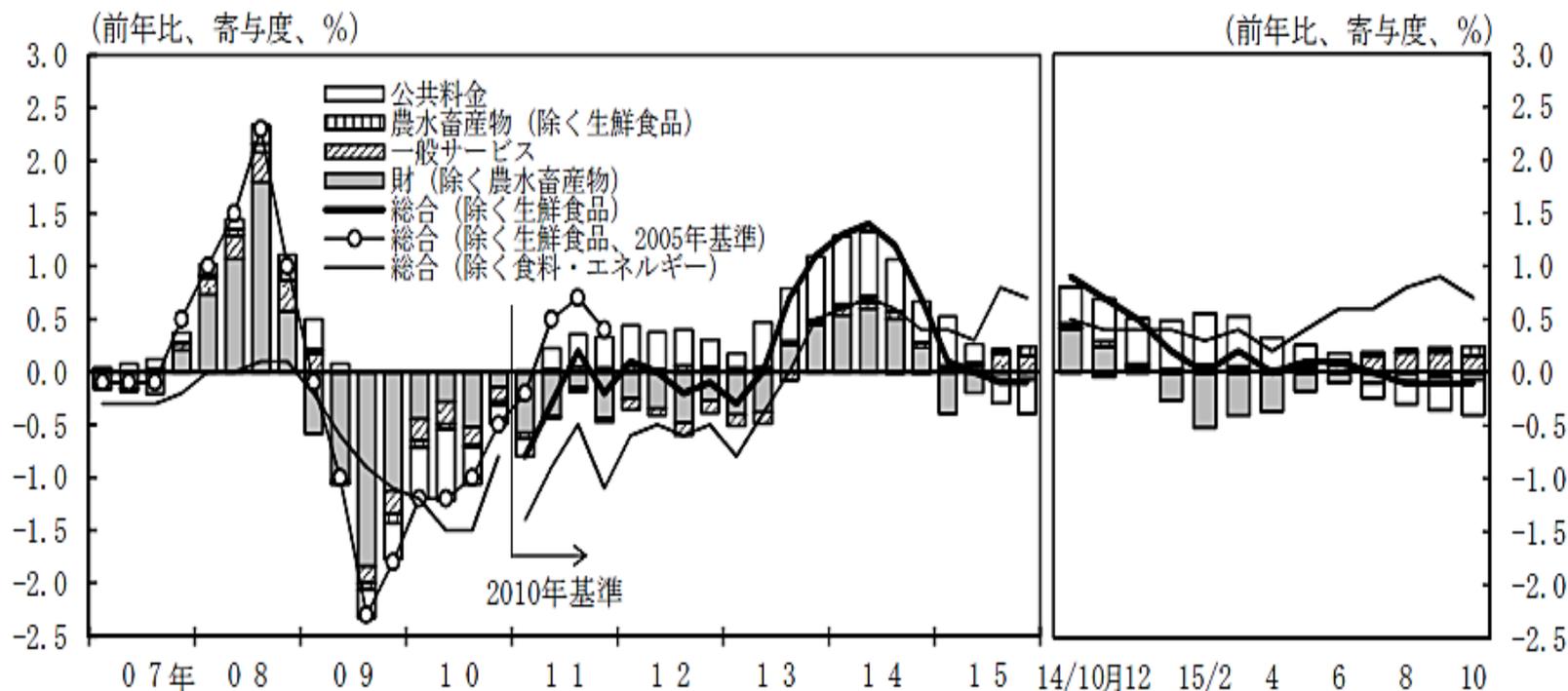


出所) 日本銀行「金融経済月報」

アベノミクス、QQEの成果(2)

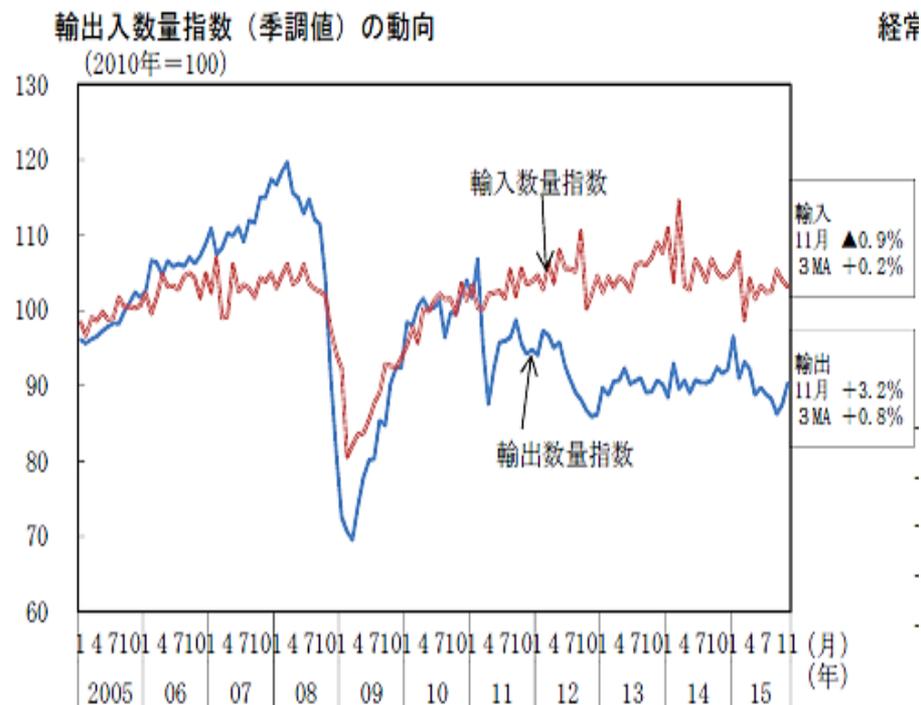
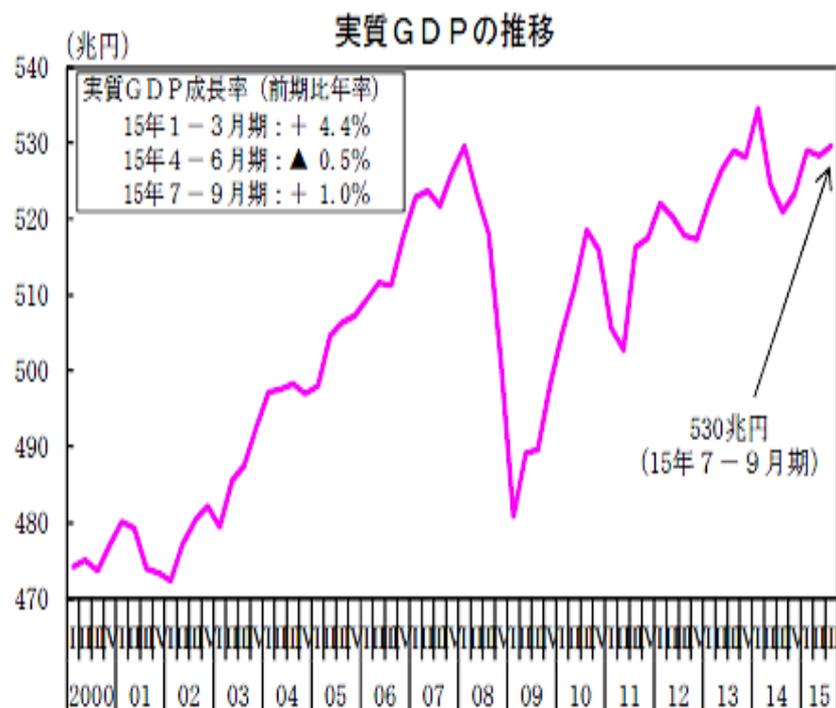
- コアCPI(消費者物価、除く生鮮食品)の前年比は、13年半ばから基調的にプラスに転じた(もうデフレではない)。足もとの前年比はゼロ近傍だが、エネルギーを除けば+1%超。
- ただし、日銀が目指す2%のインフレ目標はまだ遠い。

消費者物価(除く生鮮食品)前年比の推移



アベノミクス、QQEの誤算(1)

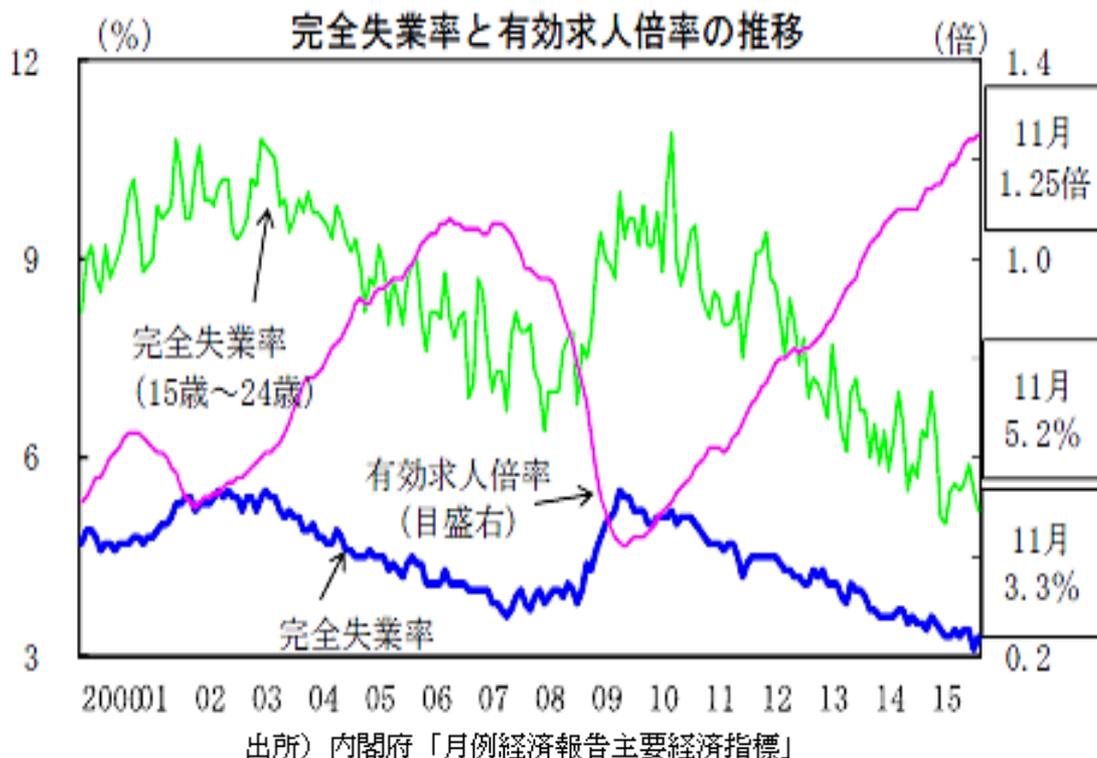
- デフレが終わっても、経済成長率は加速していない(安倍政権下の平均実質成長率は年率+0.9%)
- とりわけ大きな驚きは、大幅円安にもかかわらず実質輸出が殆ど増えなかったこと。
- ただし、輸出は増えなくても、円安は企業収益の改善には大いに貢献。



出所) 内閣府「月例経済報告主要経済指標」

人手不足時代の到来

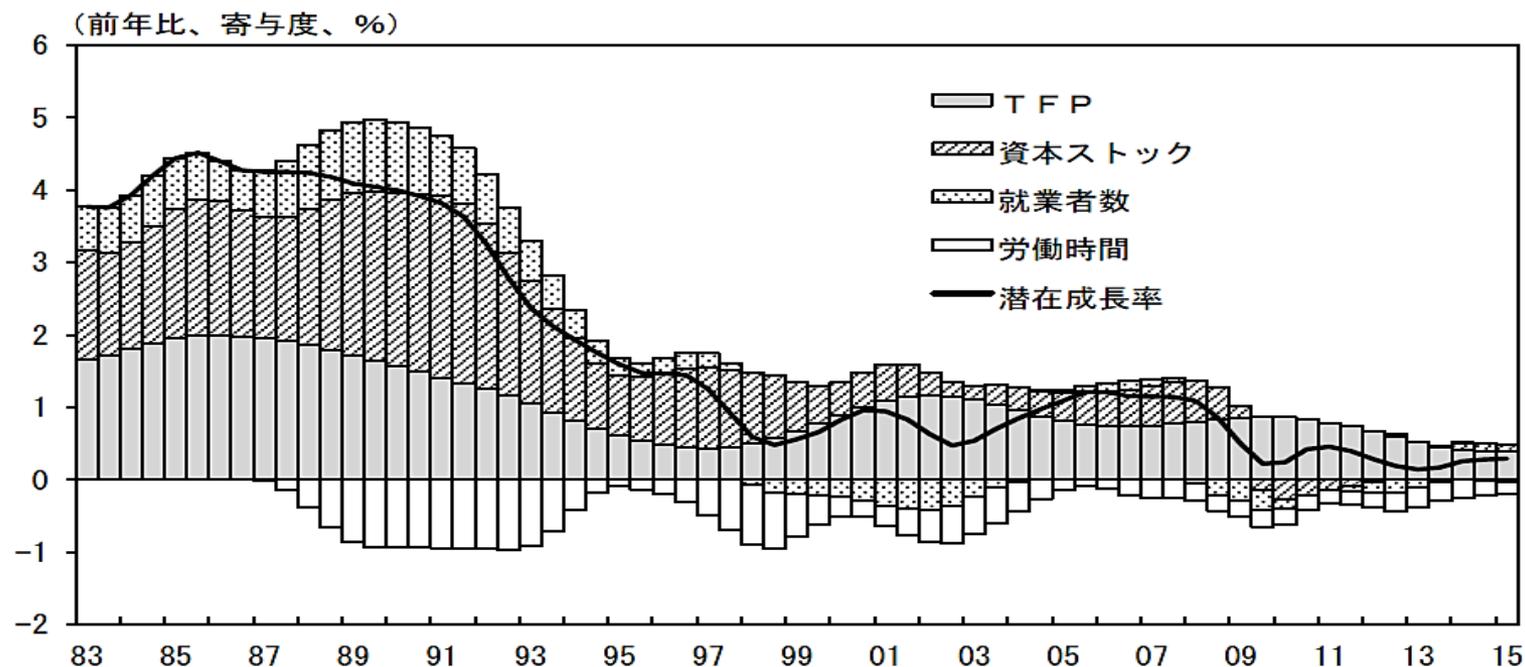
- 低成長にもかかわらず、14年半ばには失業率が3.5%以下にまで低下し、完全雇用が実現した（構造失業率は3%台半ば）。
- これは、主に人口高齢化に伴う労働供給減少の結果であり、日本は構造的な人手不足時代に入ったことを意味する。
- 有効求人倍率1.27は、平成バブル真っ只中の1989年央と同じ水準。



アベノミクス、QQEの誤算(2)

- 低成長下での労働需給逼迫は、生産性上昇率の鈍化を示唆。
- 足もとの潜在成長率は0.5%以下まで低下(日銀の推計では0.2%程度、内閣府の推計でも0.5%)
- 内閣府推計値は安倍政権初期の0.8%から0.5%へ低下。農協改革やTPP交渉妥結など成長戦略は一定の成果を挙げているが、成長力の回復は見られない。

日銀推計の潜在成長率

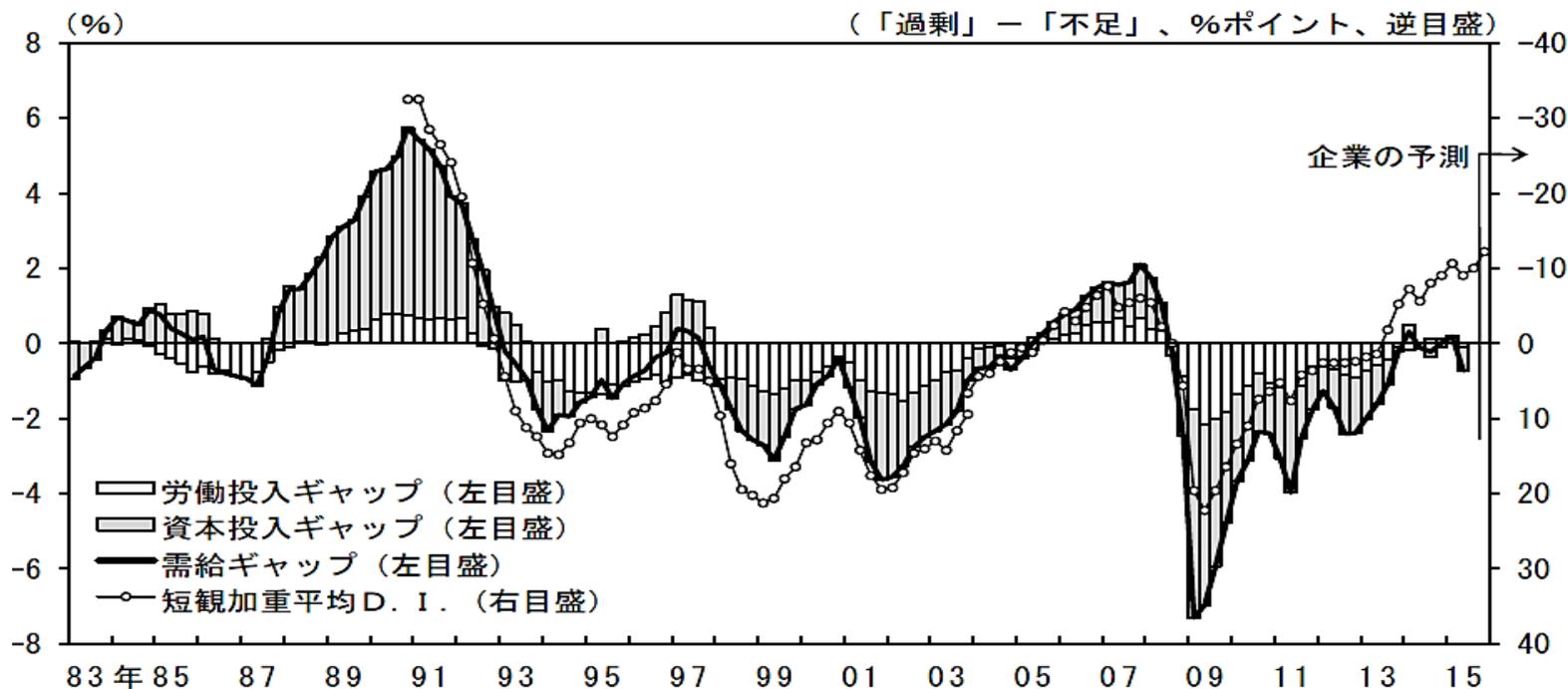


出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望(2015年10月)」

デフレ脱却の原因？

- 日銀推計による需給ギャップは、14年や15年のマイナス成長時にもゼロ近傍を維持。
- 日銀短観の雇用判断や設備判断から考えると、現状はむしろ需要超過。
- こう考えると、デフレ脱却の実現もアベノミクスやQQEの成果ではなく、単に成長力が衰えた結果？

日銀推計の需給ギャップ

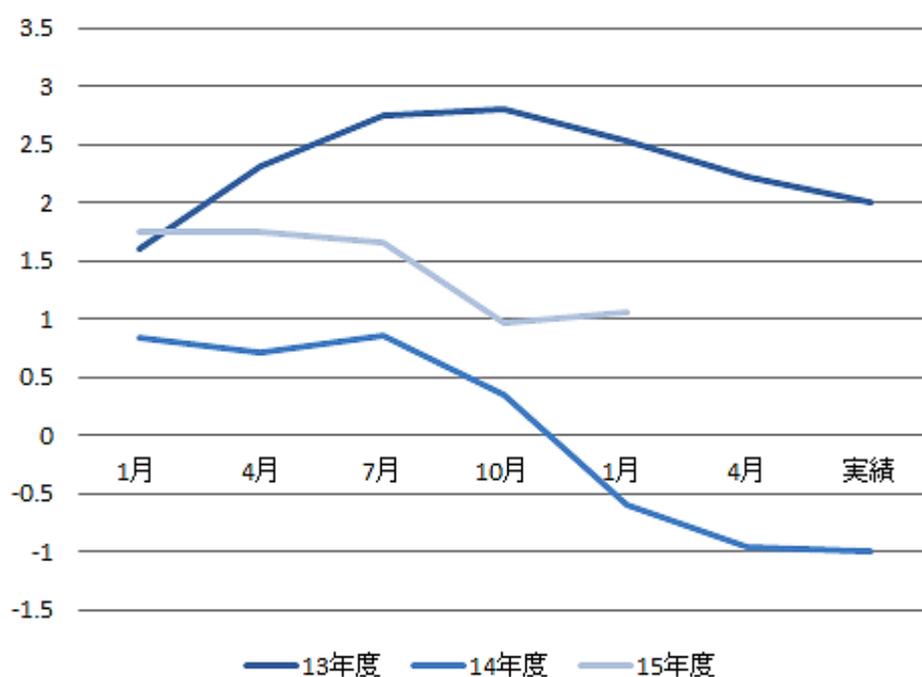


出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2015年10月)」

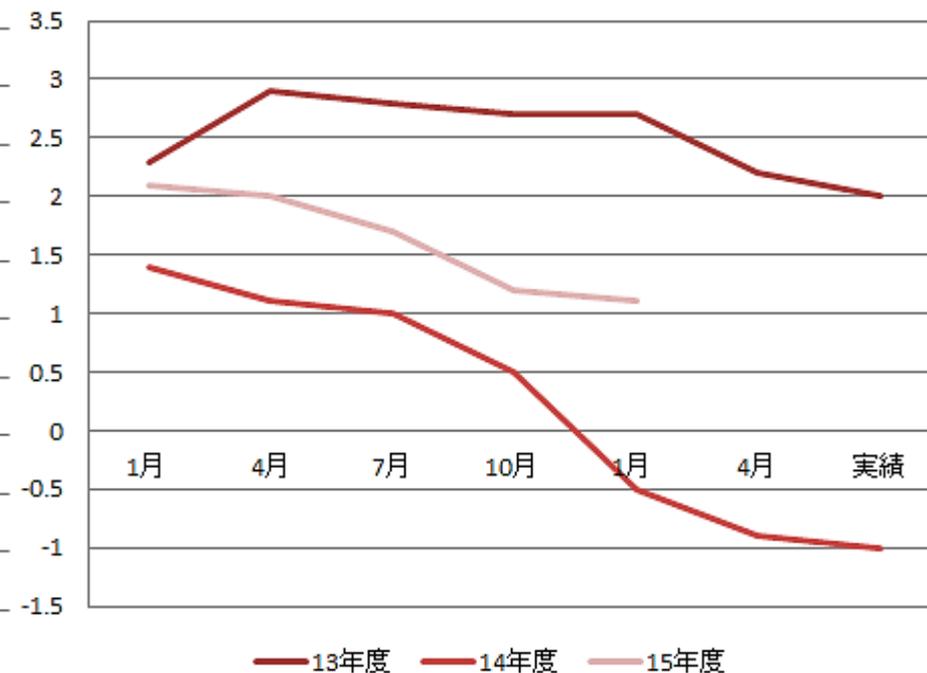
景気の現状(1)

- 15年度の日本経済は好調が予想されたが、期待外れに終わった模様。14、15年度と2年連続で成長予想は大きく下方修正。
- 14年度は消費税、15年度は中国ショックのせいとされるが、根本的には潜在成長率が低下しているためではないか。

民間の成長率見通し(%)



日銀の成長率見通し(%)

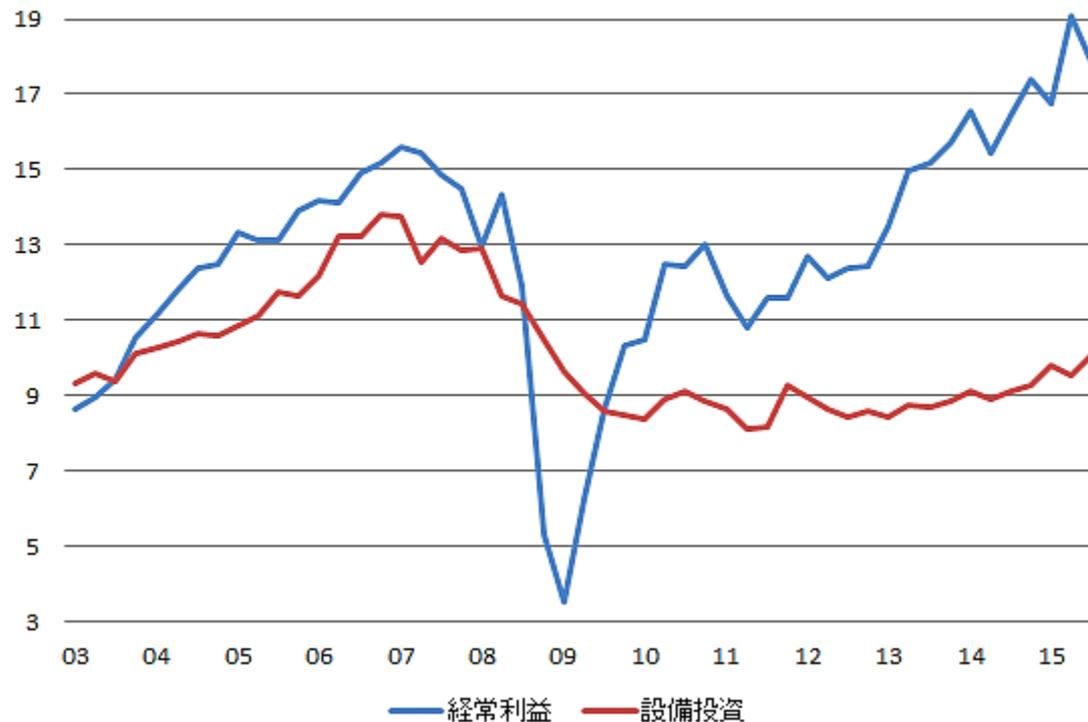


注) 民間見通しは ESP フォーキャスト調査 (日経センター調べ)

景気の現状(3): 企業

- 円安効果に原油安の恩恵まで加わって、企業収益は極めて好調（過去最高水準）。その割に設備投資の伸びは鈍い。
- 謂わば、企業のブラックホール化。政府は苛立ちを募らせており、安倍首相を経済界に企業に賃上げや投資の増加を要請。

企業収益と設備投資(兆円)



16年度の経済見通し(1): 成長率

- 日本経済は、16年度も緩やかな回復を続ける見通し。主なリスクは海外要因(米国利上げ、中国経済減速など)。
 - 17年4月の消費増税を控えて、年度後半には駆け込み需要が発生する。
 - しかし、1.5%程度の成長見通しは楽観に過ぎるのではないか？
1. 世界経済は、今年も目立った加速を期待できない。
 2. 企業収益は高水準だが、円安、原油安の恩恵をダブルで受けた15年度に比べ増益率は鈍化する。
 3. 今春のベア率は昨年を下回る 公算大。エネルギー価格のマイナスが縮小してインフレ率が高まれば、実質賃金は伸び悩む。

15～17年度の実質 GDP 成長率の見通し (%)

	15年度	16年度	17年度
政 府	1.2	1.7	N.A.
日 銀	1.1	1.5	0.3
民 間	1.1	1.4	0.1

注) 政府は、「政府見通し」。日銀は 1 月展望レポート
(中央値)。「民間」は ESP 調査 1 月分 (平均)。↵

16年度の経済見通し(2): 物価

- コアCPI前年比は足もとゼロ近傍だが、エネルギー価格のマイナス寄与が縮小するにつれて、伸びは徐々に高まる見通し。
 - 昨年の12月の食料・エネルギーを除いたCPI前年比は+0.8%だった。夏頃には1%超の可能性も。
- しかし、賃金の弱さを踏まえると、CPIの伸びは+1%がせいぜい。日銀の2%目標には届きそうにない。
 - なお、多くの予測機関は1バレル40ドル台の原油価格を前提としている。仮に、現在の30ドル前後が続けば、インフレ率はさらに低下。

15～17年度の消費者物価前年比（除く消費税）の見通し（%）

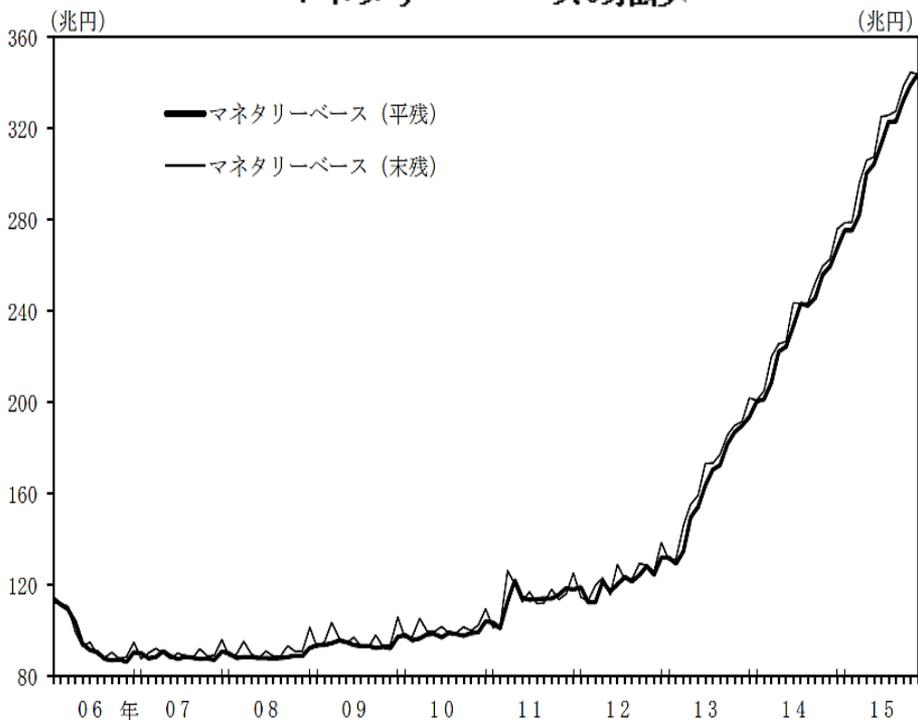
	15年度	16年度	17年度
政 府	0.4	1.2	N.A.
日 銀	0.1	0.8	1.8
民 間	0.1	0.8	1.1

注) 政府は、「政府見通し」。日銀は1月展望レポート+(中央値)。「民間」はESP調査1月分(平均)。+政府は消費者物価総合、日銀、民間は除く生鮮食品。

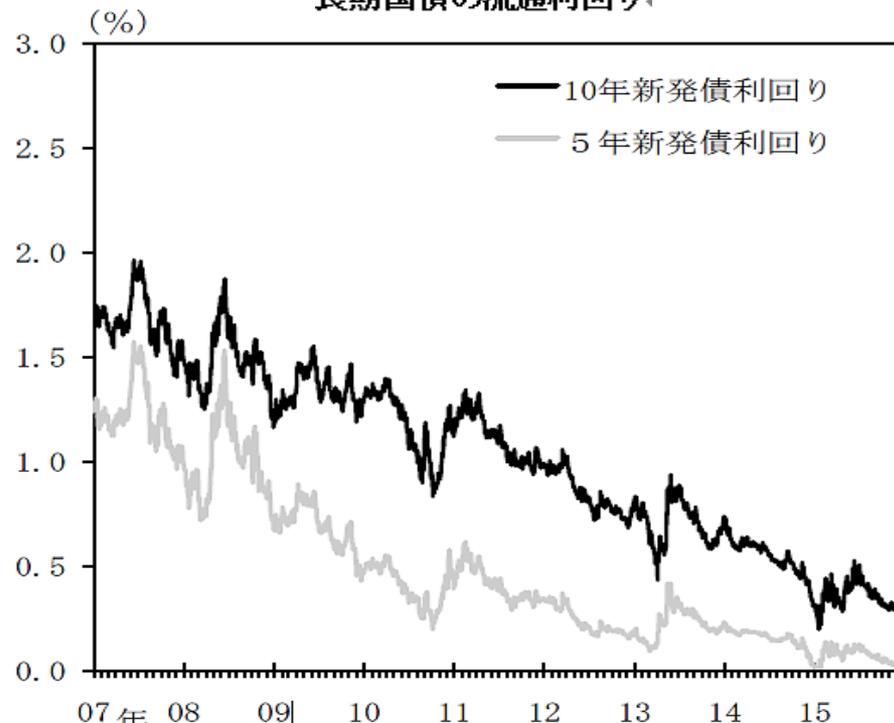
将来のリスク(1)

- 日銀はマネタリーベースを増やすため、毎月10兆円もの長期国債を買っており、長期金利は0.2~0.3%の超低水準で推移。
- 2%のインフ目標はまだ暫く実現しないため、日銀による長期国債大量購入は当面続く見込み。しかし、2%目標が達成され、日銀の大量買入れが終わったら何が起こるのか？

マネタリーベースの推移



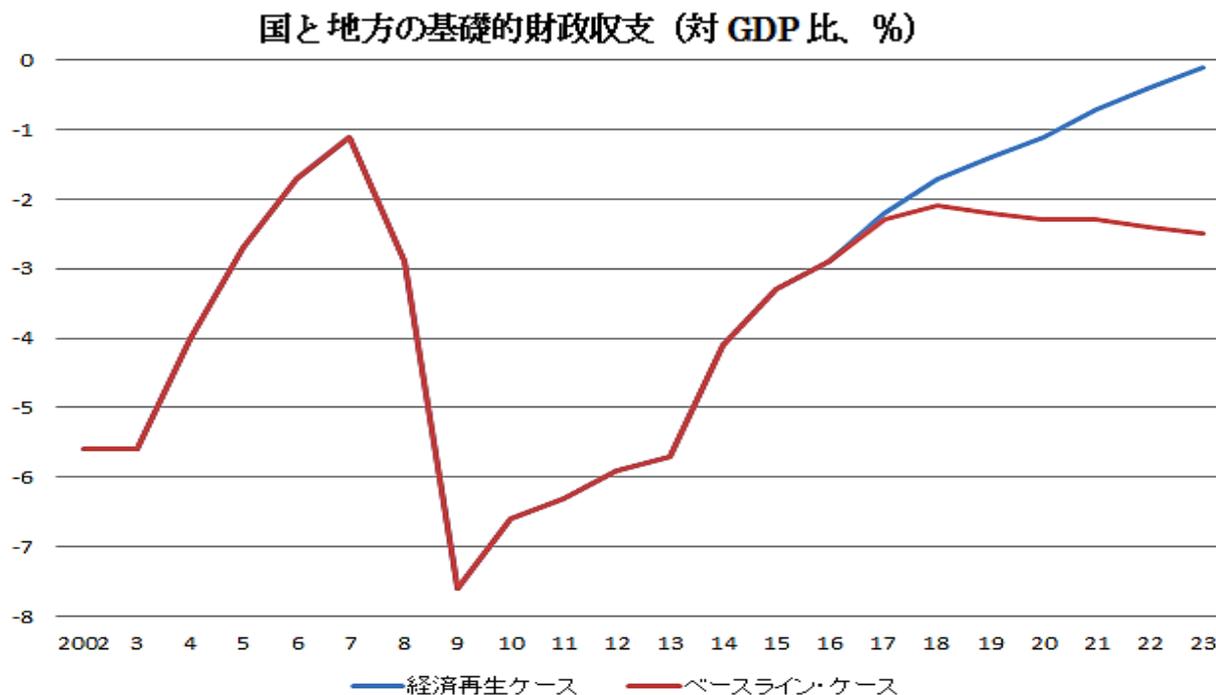
長期国債の流通利回り

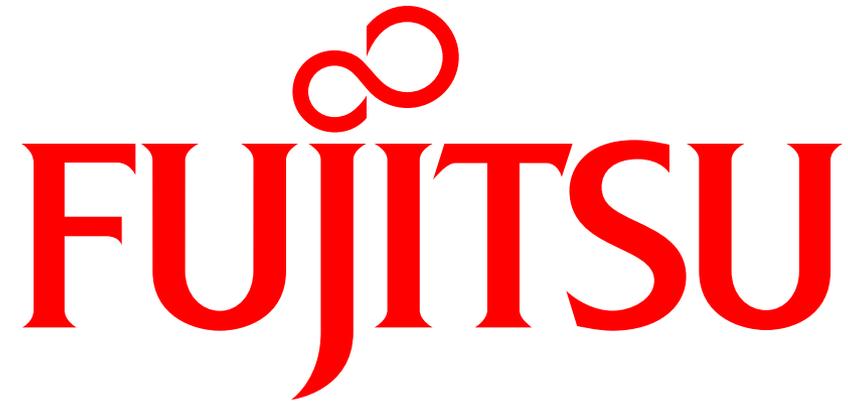


出所) 日本銀行「金融経済月報」

将来のリスク(2)

- 日本経済にとってアキレス腱は巨額の財政赤字。政府債務/名目GDP比率は200%を大きく上回り、ギリシャより高い。
- 安倍政権は2020年度の基礎的財政収支黒字化の目標を掲げているが、その前提は名目3%台、実質2%台の非現実的な高成長。
- 財政健全化への市場の信認がないと、QQEからの「出口」で市場が混乱に陥るリスク。消費税率に引上げと社会保障改革が不可避。





shaping tomorrow with you