

2015年の日本経済を展望する

～アベノミクスを超えて成長する日本経済～

Outlook for the Japanese Economy in 2015: Going beyond Abenomics, the Japanese economy will grow

2014年12月の衆議院選挙は3年目を迎えたアベノミクスに国民の信任を与える結果となった。しかし、円安・株高・低金利、さらに物価の上昇とアベノミクスの思惑通り進んだにもかかわらず、景気後退が始まってしまった。この不都合な事実を前にして、世の中のムードはあまり良くない。信任を与えたというよりは、アベノミクスで本当にうまくいくのかという不安感がでてきているようだ。

それでも、2015年の景気は何とか持ち直してくるだろう。世界経済の緩やかな成長が続く輸出や生産が持ち直してくる。円安による物価の上昇が実質所得を目減りさせるが、原油価格の下落が消費者物価の上昇を抑え実質所得を下支えする。個人消費は底堅いだろう。これまで抑えていた設備投資の増加が加わってくれば、回復のシナリオが見えてくる。

同時にデフレ脱却後の課題も明らかになってきた。世界経済の成長力低下を背景に需要の伸び悩みがこれからも続く一方で、これまで設備や人に対する投資を抑制していたこともあり潜在成長力が低下している。需要不足に加えて、供給制約の問題が生まれてきたわけだ。まさしくアベノミクス第3の矢である成長戦略の出番というところだが、潜在成長率ゼロの壁を打ち破るのはアベノミクスではない。成長分野を開拓して前に進もうという民間部門の活力だ。

2015年は、日本経済を救うにはアベノミクスしかないという固定観念を抜け出して、民間部門が前向きな発想に変わってこないといけない。人々がデフレ的な行動様式から脱してくることで、本当の意味でのデフレ脱却が可能になってくる。



The results of the December 2014 lower house elections are viewed as a public endorsement of Abenomics, which had been in place for more than two years at the time. However, the economy has started to contract despite the quantitative goals of Abenomics being achieved: yen depreciation, high stock prices, low interest rates, and rising prices. The mood of the country is worsening as it faces these troublesome facts. Concerns about the future success of Abenomics seem on the verge of outweighing confidence in the policy. In spite of this gloomy picture, the economy is expected to recover somewhat in 2015. The gradual growth of the global economy will continue, and export and production will rebound. Although rising prices resulting from yen depreciation decrease real income, falling crude oil prices have curbed increase in consumer prices and shored up real income. Consumer spending will resist downward pressure. If there is an increase in plant and equipment investment, which has been limited to now, we will be able to see a scenario for recovery more clearly. At the same time, post-deflation issues have been brought into sharper focus. While demand has continued to falter against a backdrop of slowing growth of the global economy, investment in facilities, equipment, and human resources has been reduced. These factors have resulted in diminished growth potential. That is, supply is restricted and demand is lacking. Such a situation definitely calls for a growth strategy, with the third 'arrow' of Abenomics playing this role. However, it is not Abenomics that will lead the economy away from the predicament of zero potential growth: it is the vitality of the private sector that will push the economy forward by creating new growth sectors. In 2015, the private sector must think more positively, discarding the fixed idea that only Abenomics can save the Japanese economy. The economy can truly see an end to deflation only when people shift away from deflation-inducing behavioral patterns.

1 | はじめに

2014年の日本経済は4月の消費税率引き上げを前にした駆け込み需要の盛り上がりの中でスタートした。増税が実施された後も「反動減は想定内」という言葉がなかなば決まり文句となる等、世の中のムードはそんなに悪くなかった。

雲行きが怪しくなってきたのは夏ごろからである。天候不順で売り上げが伸びないという声が流通業界から聞こえ始めた。もっとも、天候要因は局所的に見れば影響が大きいとしても、日本経済全体の方向を決定づけるものではない。全体に影響したとしても一時的なはずだ。景気の下降をもたらしたのは天候要因ではなく、実質所得の減少だろう。

円安の進展で輸入物価が上がり、消費者物価も1%台前半の上昇を始めたところで、消費増税が実施されたのは不運であった。実質賃金は前年比3～4%減少することになったからだ。リーマンショック直後と同様、あるいはそれ以上の勢いでの実質所得の減少に直面して、財布の紐が締まらないわけがない。皮肉なことに、アベノミクスのおかげで物価が上昇に転じていたことが、消費増税の影響と相まって景気を後退させたということになる。

景気に対する見方を決定的に悪くしたのは、11月になって7～9月期の実質経済成長率が2期連続のマイナス成長と発表された時であった。駆け込み需要の反動減からの持ち直しでプラス成長は確実と見られていただけに失望感は大きく、15年10月に予定されていた10%への消費税率引き上げはあっさりと17年4月へ1年半の先送りとなった。

さらに12月になると、アベノミクスの是非を問うとして、唐突感の否めない中で衆議院選挙が実施され、自民・公明両党の勝利によってアベノミクスは信任を得ることになった。2015年も円高阻止・デフレ脱却をスローガンにしたアベノミクスが続くことになる。いよいよアベノミクス第三の矢である成長戦略が動き出し、日本経

済は活性化するとも言われているが、本当にそうか。確実に言えることは、効果の程はともかくとして、大胆な金融政策がこれからも続くということだろう。

残念ながら国民の間にアベノミクスを信任したという意識はあまりないのではないか。そもそもアベノミクスの是非を問われても、どう判断して良いのか分からなかったというのが実際のところだろう。12月の選挙では、一方は「行き過ぎた円高が是正されて輸出企業は復活した」とアベノミクスの成果を主張し、もう一方は「円安で輸入物価が上昇し、原材料価格や燃料コストの上昇で中小企業は困っている」、「賃金が上がらない中で消費者物価が上昇したので、実質所得が減少し消費者が困っている」とアベノミクスの問題点を指摘していた。しかも、どちらも間違いではない。

為替がどちらに動いても、得する人と損する人が出てくる。為替は安定していることが重要であり、円安に持って行けば問題が解決するという考え方そのものに問題があったのではないか。そして、この考え方については自民党と民主党との間にそれほど差はない。日銀に金融を緩和させて円を安くしようという政治的圧力は昔からあった。民主党が政権を取るとその傾向が一段と強まって政治圧力が露骨になり、アベノミクスが登場するとその流れが中央銀行の存在を否定するかというレベルにまで高まっただけのことだ。

自民党も民主党も程度の差こそあれ、行おうとしたことは同じだ。民主党がアベノミクスを批判しても有権者に訴える力はあまりなかったのではないか。アベノミクスの対立軸となりうる政策が現れないなかで、有権者は現状を信任するという選択肢を選ばざるを得なかったと言えよう。

政府与党が選挙に勝って第3次安倍内閣が誕生したからといって、景気が緩やかな回復基調を維持しているという政府・日銀の景気判断が支持されたわけではない。また、アベノミクスを推進するほかに景気回復を実現する手段がないと皆が思っているわけでもなかろう。それどころか、日本経済が直面する課題を解決するのに果た

してアベノミクスが有効なのかという疑問が広がってきているのではないかと。2015年は、国民の信任を得たとしてアベノミクスを推進する政府と、実は信任していない国民感情とのギャップが広がってくる予感がする。

2 景気が後退していた2014年

2014年12月の衆議院選挙は、自民・公明両与党が引き続き多数の議席を獲得し、3年目を迎えたアベノミクスは国民の信任を得たとの評価だ。たしかに、デフレ脱却・円高阻止というスローガンから見る限り、アベノミクスは2014年も大いに活躍したということになる。

しかし、金融市場や物価におけるアベノミクスの成果とは裏腹に、肝心の景気は後退が始まってしまった。政府・日銀は、景気は緩やかな回復基調を維持しているという判断を続けているが、14年の初めから景気は下降トレンドに入り、景気後退と認定されてもおかしくない状況になったと考えられる。

(1) デフレは終わった

14年もアベノミクスの第一の矢、すなわち大胆な金

融緩和に対する期待を背景に円安と株高が続いた。急速に円安と株高が進行したのは、2012年11月にアベノミクスが登場してから最初の半年間であり、その後は比較的大きな幅での不安定な変動を続けていた。14年もそうした不安定な変動の中にあり、アベノミクス効果は一巡したとの見方もできるが、10月の日銀による追加の金融緩和も加わってもう一段の円安・株高を窺う動きも出てきた。不安定であることに変わりはないが、少なくとも安倍政権誕生前の日経平均9,000円、ドル・円レート80円の水準と比べると、大幅な円安・株高を維持したことは間違いない。

アベノミクスの第一の矢には、金利をさらに低下させる効果もあった。13年4月に黒田日銀総裁のもとで量的・質的金融緩和がスタートした時は、長期金利が急上昇するといった波乱もあったが、その後は大胆な金融緩和の効果が金利を一段と低下させ、14年10月の追加緩和を経て金利はさらに低下してきている。

アベノミクスが登場する前の金融市場には、円高・株安・低金利というトライアングルが形成されていたが、これまでのところ円安と株高を実現したうえで低金利を

図表1 原油価格は大幅に下落したが、消費者物価はほぼ横ばい



維持しており、アベノミクスの思惑通りの展開となっている。

そして物価も上がっている。消費税率引き上げ以降消費者物価の上昇率は前年比3%台となり、消費増税の影響を除いても1%台前半の上昇となった。政府・日銀の目標である2%に達しておらず、足元では原油価格が大幅に下落して消費者物価にもその影響が及んで上昇幅が縮小している。それでも物価はデフレ状況を脱しているという評価に変わりはない。原油価格が、14年6月から半年でほぼ半値になってしまうほど下落しているのに、消費者物価はわずかに低下しただけだ(図表1)。円安の影響もあって石油関連以外の商品の価格が上がっていることが影響していると考えられる。

それでは、デフレを脱却したのはアベノミクスのおかげか。そうだとも言えるし、そうではないとも言える。まず、そうではないと考えられる理由は、12年終わりに安倍政権が誕生する前から物価のトレンドに変化が生じているからだ。物価動向を決める要因はまずGDPギャップ(需給ギャップ)だ。リーマンショック後にGDPの8%の規模まで拡大していたGDPギャップが10年中ごろ

には半分以上の水準まで縮小していたことが、物価が下がらなくなった背景として考えられる。

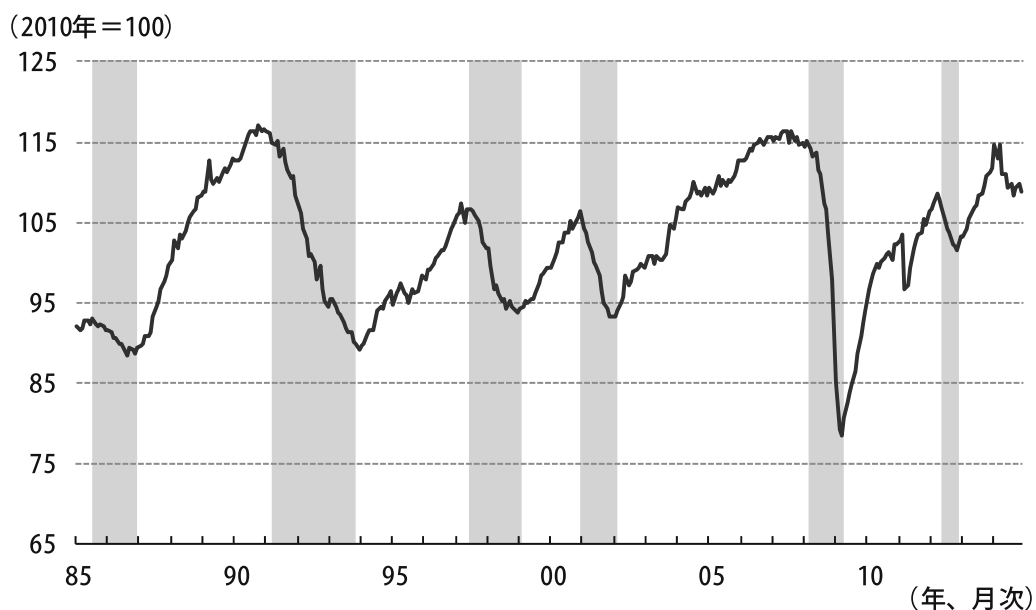
また、リーマンショック後にボーナスを中心にカットされていた賃金が下げ止まってきたのもこのころだ。また、円高は続いていたが、どんどん円が高くなっていくという状況ではなくなってきていた。こうした賃金や為替の動向も物価の下げ止まりに影響したはずだ。

一方、安倍政権の誕生を境に大胆な金融緩和への期待もあって円安が加速したことは、輸入物価の上昇をもたらした、国内の消費者物価の上昇を決定づけたと言えよう。こちらが、デフレ脱却がアベノミクスのおかげとも考えられる理由だ。両者を考え合わせるならば、アベノミクス登場前から、景気回復によるGDPギャップ縮小の動き等がデフレ脱却への流れを作っていたが、アベノミクスの登場がその流れを一気に加速させたということになる。

(2) デフレを脱却したのに景気は下向き

円安、株高、低金利、しかも物価は上昇に転じ、アベノミクスの思惑通りに事が運んできたのに、2014年は景気が下降トレンドに入った。

図表2 景気動向指数は2014年に入って低下、8月以降は下げ止まりの動き



そもそも、円安・株高を背景に景気の「気」の字、すなわちマインドは盛り上がっていたのだが、その割には経済の景色、風景を意味する「景」の字はそれほど盛り上がらなかった。アベノミクス登場とともに景気は回復を始めたが、それは減速していた世界景気の持ち直しにともなう輸出の増加によるものであり、普通の景気回復であった。また、回復のペースは緩やかなものであり、「アベノミクス効果」という言葉が連日新聞紙上を賑わせた割には驚くほど景気が回復したわけではなかった。

その景気が、2014年になると下を向いてきた。景気の「景」の字を見るのに適している景気動向指数(CI一致系列)や鉱工業生産指数等の経済指標は、14年の初めをピークに低下基調を続けており、12年の景気後退の時とほぼ同じような状況になっていた(図表2)。それでも、政府・日銀は「景気は緩やかな回復基調を維持している」という判断を続けている。確かに今回の景気の下降が正式に景気後退と認定されるかどうかは分からないが、それでも「景気は2014年になって下を向いており、いったんは後退した可能性がある」と考える方がより妥当であり的確だ。金融市場や物価においてはアベノミクスの思惑通りに事が進んでいながら景気が下を向いてきたという事実は、アベノミクスの妥当性に疑問を投げかけるものだ。

(3) 消費増税がいけなかったのか

なぜ、アベノミクスがうまくいっているはずなのに、景気は下を向いてしまったのか。消費税率の引き上げ前の駆け込みの反動が出てきたからだと政府は考えている。こうした考えに基づいて、15年10月に予定されていた10%への消費税率引き上げは1年半先延ばししようということになった。

たしかに、4～6月期の個人消費を中心とする大幅なマイナス成長は消費税率引き上げ前の駆け込みの反動減による影響が大である。しかし、消費増税にともなう駆け込み、反動減、そして持ち直しという上がり下がりとは予想されたところであると同時に、均してみれば景気に対して中立と考えられる。

景気が下を向いてきた理由としては、まず輸出の回復が一服して弱含んできたことが挙げられる。米国の景気は堅調だが、中国や欧州の景気が減速していることがその背景として考えられる。景気の後復をもたらしたのが輸出の増加であれば、後退をもたらすものが輸出の減少であるというのは自然な出来事だ。もっとも、輸出の減少は緩やかであり、それだけならば景気は下を向かず踊り場状態にとどまったかもしれない。

今回、景気を下向きにさせたより強い要因は個人消費の減少である。消費税率引き上げにともなう駆け込みと反動減の大きな波に隠れているが、個人消費の実勢は13年の後半から弱くなっている。円安の影響によって消費者物価は同年4月以降上昇しており、それによる実質所得の減少が消費の頭を押さえるようになっていたと考えられる。そこに14年4月の消費増税の効果が加わり実質所得が一気に減少し、個人消費の大幅な減少、景気の後退をもたらした。

アベノミクスが目指していた円安が実現しても、輸出が増えるわけでもなく逆に弱含む。デフレを脱して物価が上昇してきても、かえって個人消費を減少させてしまう。結局、日本経済に対してアベノミクスは期待された効果を発揮していないことになる。こうした見方に対して、実質所得の減少はもっぱら消費増税によってもたらされたものであり、アベノミクスによる物価上昇はそれほど影響していないという意見も聞かれる。しかし、そうであれば、消費増税の影響を除いて2%という物価目標を達成して、人々が4%台のインフレに直面していたらどうなっていたのか。

デフレを脱却して物価が上昇したからといって日本経済が元気になるということはない。これが、2014年の経験から学ぶべき教訓ではないだろうか。

3 | なんとか持ち直してくる2015年

2014年の景気がいったんは後退していたとなるとムードは悪くなる。アベノミクスの効果が出てないのではないかと思えばなおさらだ。結果として、2015年の

展望も暗くなってくるかもしれない。しかし、そんなに悲観になる必要はない。2014年は景気が後退していたとしても、それは過去の話であり、そこから景気が持ち直してくることが重要だ。そして、景気はなんとか持ち直してくるのではないかな。

(1) 2期連続のマイナス成長に惑わされるな

2014年7～9月期の実質経済成長率は小幅ながらプラス成長という事前の予想に反して2期連続のマイナス成長となった。このことが驚きとして受け止められ、世の中のムードを悪くしてしまった。しかし、同年1～3月期に消費税率引き上げ前の駆け込みで大幅なプラス成長(前期比+1.4%)となり、4～6月期に反動減の影響で大幅なマイナス成長(同-1.7%)となったのち、7～9月期はマイナス成長とはいえマイナス幅は大きく縮小した(同-0.5%)。つまり、消費税率引き上げにともなう駆け込み、反動減、そして持ち直しという波は事前の予想通り現れたことになる(図表3)。

政府・日銀が言うように、景気が緩やかな回復基調を維持しているのであれば、2期連続のマイナス成長は驚きということになるが、2014年初めから景気は後退し

ていたと考えるならば、2期連続のマイナス成長は驚きではない。2012年の短い景気後退の時も3四半期連続でマイナス成長となった。

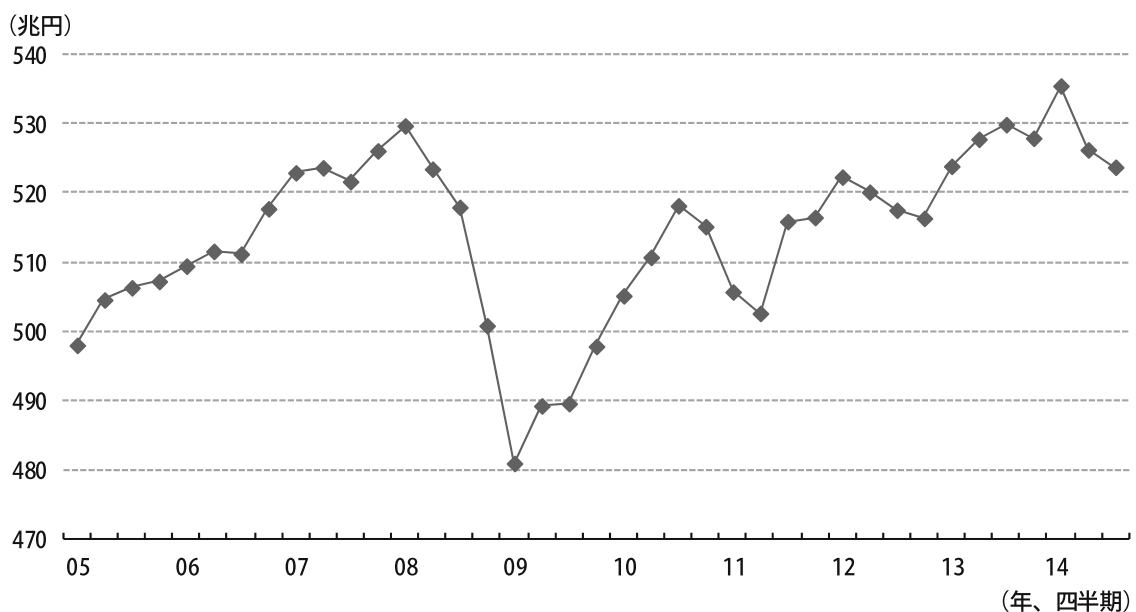
2期連続のマイナス成長を必要以上に悲観にとらえるのは賢明ではない。重要なことは、2014年に入っていったんは景気が後退局面に入たと認識したうえで、これからどうなるかを考えることだ。

(2) 足もとで見てきた持ち直しの動き

消費税率引き上げによって個人消費を中心に実質GDPの水準は下方にシフトした。物価が下落から上昇に転じ、そこに消費税率引き上げの影響が加わったので、実質個人消費は2～3%下方シフトすることになる。これをもとの水準に戻すことは難しいのだが、この水準シフトを受け入れたうえで、その後の景気には持ち直しの動きが見られる。

まず、足元では企業部門の活動を中心に景気に下げ止まりの動きが出ている。2014年の前半に低調であった輸出は後半になってやや増加している。鉱工業生産は8月をボトムに持ち直しの動きが出てきている(図表4)。景気の山・谷を示してくれる景気動向指数(CI一致系列)

図表3 2期連続のマイナス成長は驚きではない



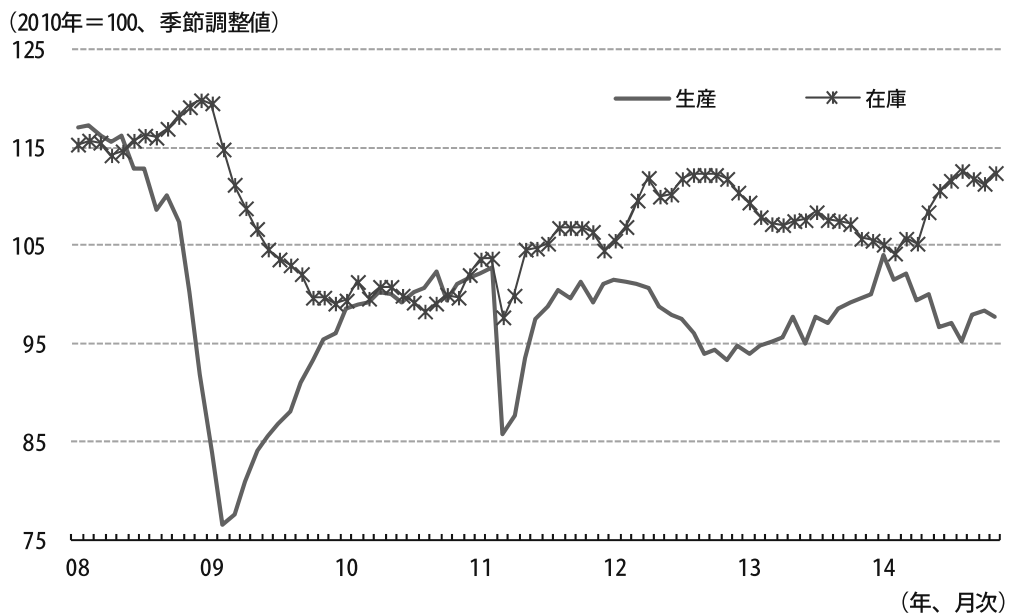
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

は低下傾向が続いて景気後退の可能性を示唆する「下方への局面変化」というシグナルが点灯したが、図表2をもう一度よく見てみると足元では8月をボトムに下げ止まってきていることが分かる。

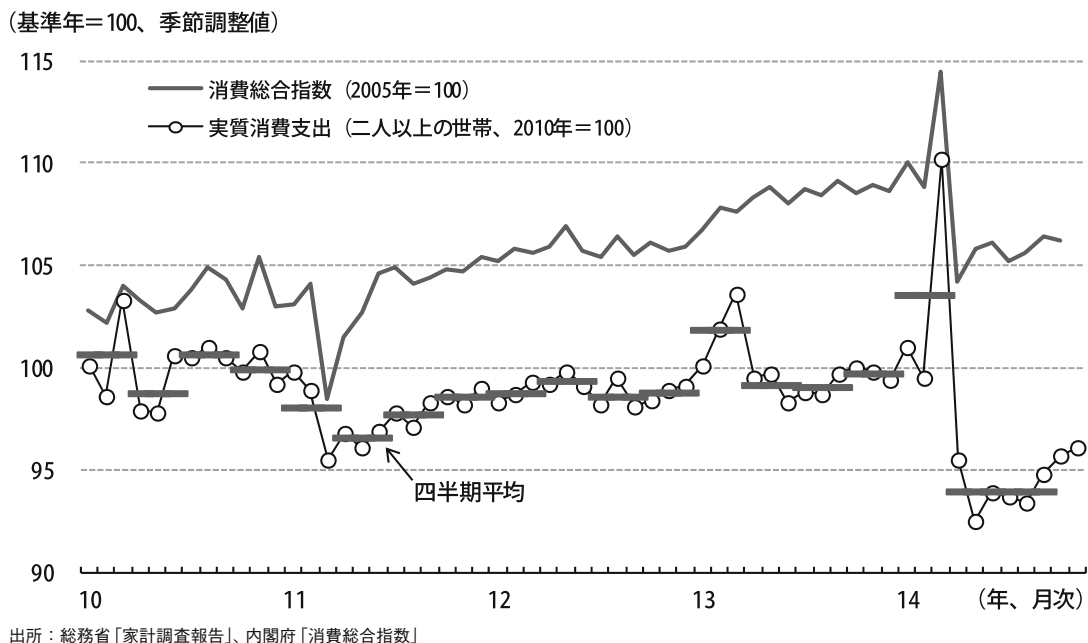
また、家計部門は消費税率の引き上げや実質所得の減

少の影響が大きく、個人消費や住宅投資の水準が大きく低下している。しかし、それでも下げ止まりから持ち直しの動きが出ている（図表5、図表6）。消費増税の物価や実質所得に与える影響は前年比で見れば2015年3月まで1年間続くが、実際に実体経済にインパクトを与え

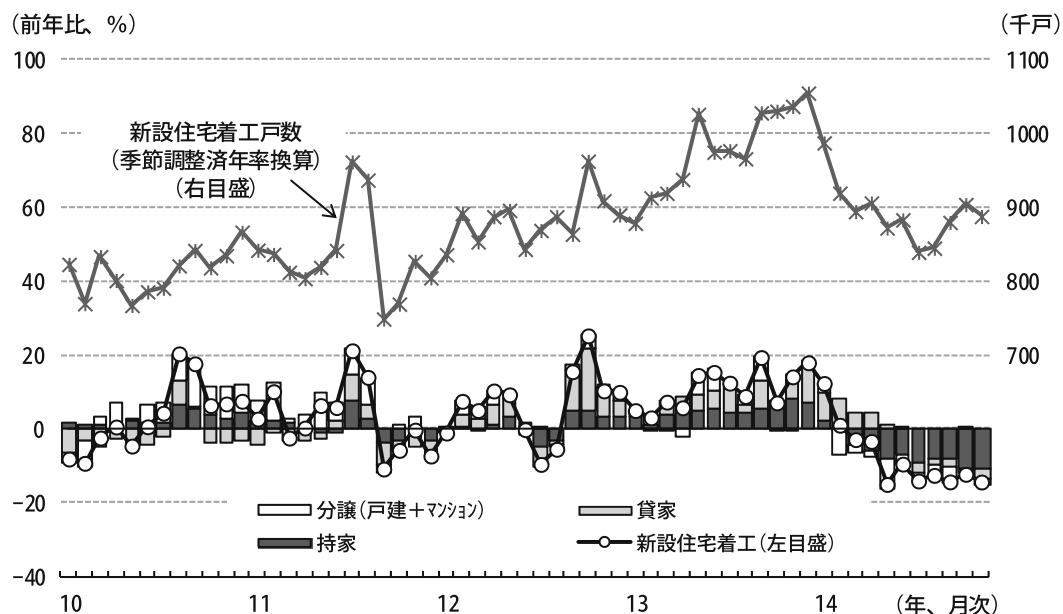
図表4 生産は14年夏を底にして持ち直しの動き



図表5 個人消費は2014年4月、5月を底に持ち直し



図表6 住宅着工は反動減の後は下げ止まり



出所：国土交通省「建築着工統計」

たのは消費税率が引き上げられた14年4月であり、影響がずれこんだとしても5月までである。その後は物価に対して中立であり、景気にさらなるマイナスの影響は与えていない。その一方で、名目賃金は賃上げやボーナスの増加によって実質所得を押し上げる方向で効いてくる。

円安による輸入物価の上昇は実質所得の減少要因となるが、原油価格の大幅下落のおかげで消費者物価には下落圧力が働いている。原油価格の大幅下落によって政府・日銀の2%の物価目標達成が危うくなるとの見方もあるが、実質所得の持ち直しに寄与することであり、プラス材料ととらえるべきだ。2014年の景気後退は、デフレ脱却による実質所得の減少によってもたらされた要素が強い。原油価格の大幅下落がこのタイミングで起きたことはインフレ圧力を抑えるという点で幸運な出来事であった。

(3) 世界経済は緩やかに持ち直し

持ち直しの動きが出ているとはいえ、世界経済の安定成長がなければ、景気の回復は続かない。2015年の世界経済はどうなるのか。

まず、欧州経済は、財政金融危機の落ち着きとともに

持ち直しが続いていたが、14年に入って日本経済と同様に下を向いている。財政再建の先行きや政局に対する不安もあり、ギリシャのような周縁国の金利が再び上昇している。EUや欧州中央銀行の危機管理体制は数年前の財政金融不安の時より進んでおり、財政金融危機が再燃する可能性は小さいであろうが、ゼロとは言えない。そこまでは至らないとしても、15年にかけて景気が後退してくるリスクには注意が必要だ。

また、中国経済は2ケタ成長から7%台に減速した成長軌道にシフトしている。中国は、70年代前半の日本と同様に高度成長から安定成長への減速過程にあり、中期的にはさらに成長率が下がる可能性がある。同時にかつての日本と同様に成熟経済へのソフトランディングに失敗してバブルが崩壊するのではないかと懸念もしばらく続くだろう。もっとも、15年の見通しとしては7%前後に減速したペースでの成長がメインシナリオとなる。

これに対して米国経済は、雇用が着実に増加してしっかりした回復が続いている。リーマンショック前から始まっていた雇用者の減少は2010年の初めまでに累積で900万人弱に達していたが、その後5年近くをかけて雇

用者数は1000万人強増加してリーマンショック前の水準を超えてきた。雇用の順調な回復を背景に個人消費が拡大し、米国の景気は着実に回復している。

非伝統的な金融政策QE3を終了し、15年には金利引き上げが実施される見込みであるが、これは経済状況から判断して自然な流れである。たしかに、FRBの資産の拡大は大きく、金融政策の正常化の過程で世界の金融市場やグローバルな資金の流れに影響する可能性はある。しかし、景気動向に注意を払いながらの漸進的な政策変更であり、景気の腰折れをもたらす可能性は小さいと考える。

15年の世界経済は、米国の成長に牽引されながら3%台の成長を維持すると予想する。日本からの輸出が景気回復を先導するには少し力不足だが、リーマンショックの時のように輸出の減少が景気を下押しすることもなく、景気回復を下支えする役割を果たすことが期待される。

(4) 設備投資の増加に期待

設備投資の回復は遅れており、リーマンショック前の水準をまだ回復していない。個人消費がリーマンショッ

ク前の水準をすでに超え、消費増税による反動減の後もリーマンショック前の水準を維持していること、あるいは輸出がリーマンショック前とほぼ同水準にまで戻っていることと比べると、設備投資の回復の遅れが目立つ(図表7)。が、それでも2010年初めを底に緩やかに回復してきている。

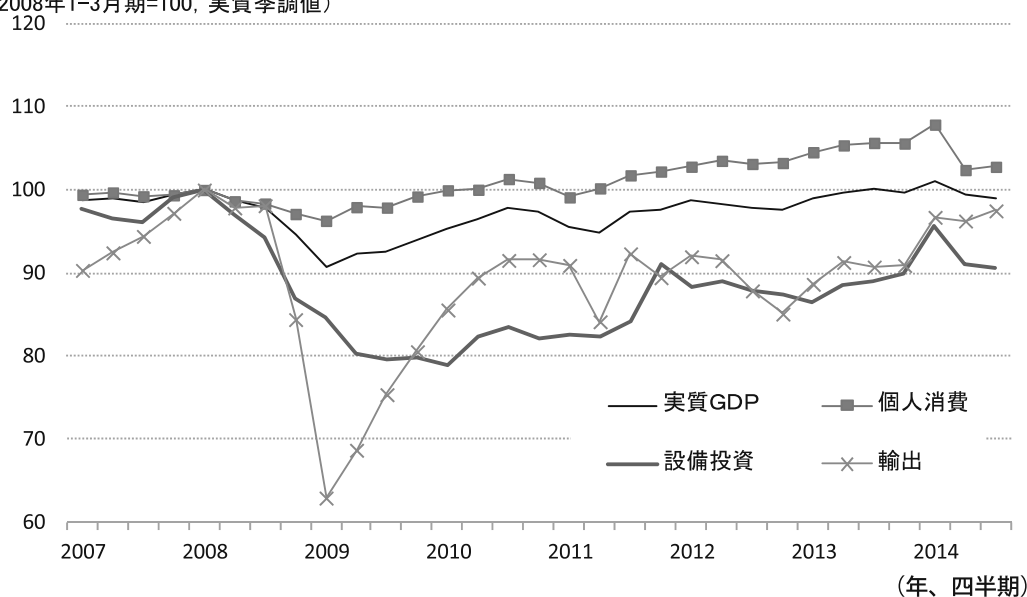
設備投資においても、消費税率引き上げにともなう駆け込みと反動が発生した模様で、2014年1～3月期に大きく増加した後、4～6月期は反動で減少し、7～9月期も小幅ながら2四半期連続で減少している。しかし、設備投資の回復基調は続いており、2015年の設備投資は増加すると期待できる。生産水準が大きく高まっているわけではないので能力増強のための設備投資は出てきにくいだろうが、これまで設備投資を抑制してきており更新投資や情報化投資、人手不足を補うための省力化投資等を中心に設備投資は緩やかに増加すると見込まれる。

(5) 2015年は何とか持ち直してくるが……

2015年は、世界経済が3%台の成長を続ける中で、輸出や生産が持ち直しに転じ、日本の景気は緩やかに回

図表7 設備投資はリーマンショック前を下回っているが、緩やかに回復

(2008年1-3月期=100, 実質季調値)



出所：内閣府「四半期別GDP速報」

復してくると予想する。円安傾向が続くこともあって物価の上昇が実質所得を目減りさせる状況は続くが、限界的には原油価格の下落が消費者物価の上昇を抑え実質所得を下支えするため、個人消費も底堅くなる。そこに設備投資の増加が加わってくれば、景気の回復にプラス材料となる。

もっとも、このメインシナリオは少し楽観的過ぎると感じられるかもしれない。たとえば、中国経済が抱える構造的な問題が顕在化してくれば、世界経済の3%台での成長はおぼつかなくなる。世界経済が成長しても日本からの輸出がちゃんと伸びてくるのか。最近は思ったように輸出が伸びないようだ。

円安が進んでも、原油価格の大幅な下落によって実質所得の減少が回避できる。そんな幸運がいつまで続くのか。円安による物価上昇圧力が勝って実質所得が減少するリスクは常にある。

さらに設備投資の増加はメインシナリオといっても期待も込めた予測だ。多少企業収益が改善しても国内での設備投資はなかなか増えてこない。リーマンショック後の設備投資の戻りの弱さはこれからも続きそうだ。

こうしたリスクの多くは、日本経済が抱える構造的な問題と関係してくるものであり、後述の「5 | 見えてきたデフレ脱却後の課題」において検討することにした。

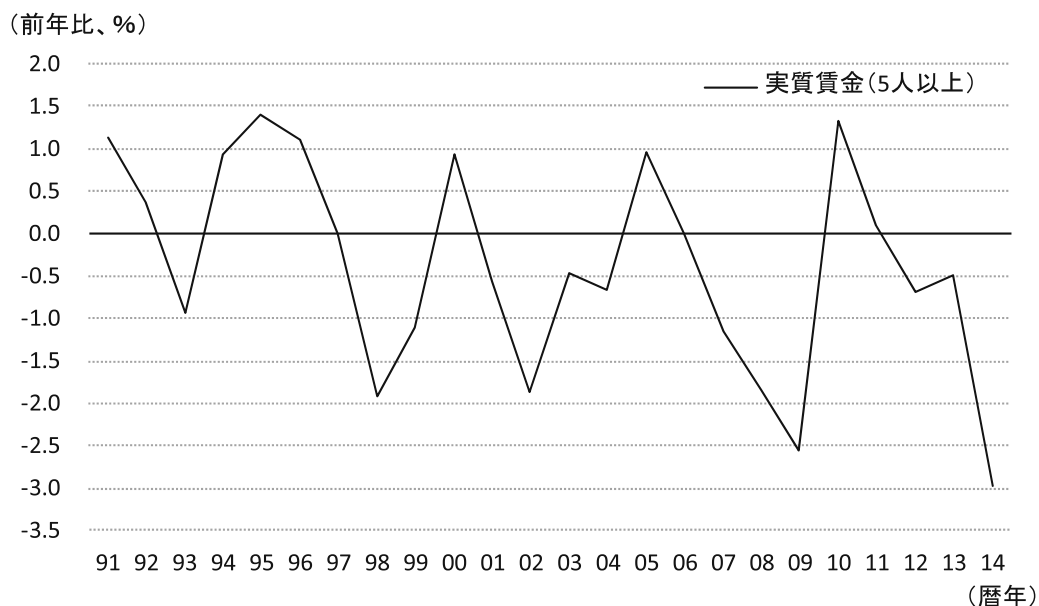
4 | 景気を持ち直しても残る不安感

2015年の日本経済は緩やかに持ち直してくるとしても、日本経済の先行きに対する不安感が残る。経済が下振れるリスクシナリオが存在するからだと言ってしまうまでもそれまでだが、リスクシナリオはいつでも存在する。今広がっている不安感は少し複雑だ。アベノミクスにうまくいってほしいと願う気持ちはあるものの、本当にアベノミクスで大丈夫なのかという不安がどうしても拭えない。

(1) デフレ脱却とともに始まった景気後退

日本経済の先行きに対する不安感が拭いきれない最大の要因は、繰り返しになるが、アベノミクスが金融市場や物価に対しては思惑通りの効果を上げているのに、景気が下を向いてきてしまったという不都合な事実だ。円安とインフレを実現すれば経済は活性化するというシナリオから外れてきている。

図表8 実質賃金はリーマンショック時を上回る落ち込み



注：14年は1～11月の平均値の前年同期比
出所：厚生労働省「毎月勤労統計」

円高が修正されて円安になり、デフレを脱却してインフレになれば、日本経済は元気になって生活も楽になると思っていたのにそうならない。それは、消費増税の影響だと言われても、デフレ脱却による物価上昇も増税による物価上昇も消費者から見れば同じインフレだ。アベノミクスに対する期待が失望に変わってきた。特に、実質所得の減少に直面している消費者のマインドの悪化が鮮明だ。総選挙の結果は自民・公明両与党が引き続き多数の議席を獲得し、アベノミクスに対する国民の信任が得られたということになるのだろうが、それで人々の日本経済の先行きに対する明るい展望が広がってくることはない。

アベノミクスがうまく働いてデフレを脱却したら景気が後退してきた。とするとこれはかなり悪い冗談だ。しかし、最近の消費の低迷に、消費税率引き上げの影響も含めた物価上昇による実質所得の減少が影響していることは間違いない。確かに名目賃金はベアの復活やボーナスの増加も影響して増加に転じてきたが、平均すればせいぜい1%程度の伸びにとどまる。消費者物価上昇率を差し引いた実質賃金の減少はリーマンショックの時と同じか、それ以上の強烈さだ(図表8)。

こうした状況に対して、政府は何が何でも賃金を上げて実質所得をプラスに持っていこうとしている。当初は、デフレ脱却すなわち物価を上げることがアベノミクスの最重要の目標であったが、実質所得の減少が問題だとの見方が広がると、賃金の引き上げこそがアベノミクス実現を確かなものにするための最優先の課題となってきた。

しかし、消費増税も含めた2014年の物価上昇に見合うほどの賃金の上昇(定期昇給を除くベースアップ分)を実現するのはかなり難しいだろう。これまで名目賃金が増えなくてもデフレによって実質所得がかさ上げされ、個人消費も拡大していくという微妙なバランスが保たれていたが、デフレ脱却によってこのバランスが崩れてしまった。これはかなり厄介な問題だ。

(2) アベノミクスに内在する問題点

デフレ脱却・円高阻止というスローガンを達成できているのに、日本経済が思ったほど元気にならないのはなぜか。円安になれば、輸出が拡大して景気が良くなるはずだった。デフレを脱却すれば、これまでお金を使うのを先送りしていた消費者が、価格が上がってしまう前に購入しようとするので、消費は拡大するはずだった。そして、インフレ期待が高まって実質金利が低下すれば、企業は設備投資を拡大するはずだった。残念ながら現実の世界は思惑通りには運ばない。こうした思惑は、理屈の上では正しいのかもしれないが、現実の世界はそれほど単純ではない。

まず、円安になったら輸出が拡大するという理屈は、円高でも現地の販売価格を据え置いて頑張ってきた日本企業には当てはまらない。円高が進んでも、輸出を維持するために歯を食いしばってコスト削減し、利益を削りながら現地の販売価格を据え置いてきたのだ。円安が進んだからといって販売価格を引き下げる余裕はない。販売価格を引き下げれば販売数量が大幅に増加するというならまだ検討の余地もあるが、他の輸出国との競争はそんな甘くない。仮に、販売が増えるとしても日本から輸出するのではなく、現地で生産したり、海外の生産拠点から輸出したりする選択肢も広がっている。円安でも輸出が増えないことはもともと分かっていた。輸出企業は、「こんな円高ではとても日本から輸出できない(国内生産を維持できない)」と訴えてはいたが、「円安になれば設備投資をして日本からの輸出能力を拡大する」とまでは言っていなかった。そこに政府・日銀の誤算がある。

それでは、インフレ期待が高まったら実質金利が低下するので設備投資が増えるのか。この思惑にも現実の世界とのかい離がある。設備投資の判断に迷っている企業経営者が、消費者物価が消費税率引き上げの影響を除いて前年比2%上がるかどうか、固唾を呑んで見守っているということはまずない。企業が設備投資を行うのは、投資にともなって発生する資金の流出(借入金の返済等)を上回る資金の流入(販売の増加等)が見込めるとき、つ

まり設備投資が採算に合うと判断できる時だ。

たしかに、物価が上がって実質金利が低下するとき、売上が増加によって流入する資金が増える可能性がある。同時に、金利が低く抑えられていれば実質的な返済負担は軽減される。結果として投資採算が高まりやすいので設備投資も拡大するというロジックが成り立ちうる。しかし、実際のキャッシュフローを決めるのは実質金利の動きだけではない。むしろ、実質金利の変化が及ぼす影響は全体から見て小さいのではないか。

少なくとも消費者物価が2%上がったら、企業の売り上げも2%増えるという単純な話ではない。設備投資がなかなか増えてこないのは、実質金利が高かったからではなく、そもそも採算の取れそうな投資案件が国内では見つけにくかったからだろう。輸出企業が国内での設備投資を抑える一方で海外生産能力を高めてきたのは円高やデフレが理由ではない。人口が減少している日本ではなく、成長性の高い海外に投資チャンスを見いだしたからだ。

インフレ期待が広がれば消費が増えるというのも現実的ではない。毎年10%、20%と物価が上がっていく、あるいは需給がひっ迫して早くしないと必要なものが本当になくなってしまったといった状況であれば、たしかに消費者は買い控えせずに前倒しで消費するかもしれない。第一次石油ショックの時にスーパーの店頭からトイレットペーパー等が消えてしまったのは、そういう状況だったからだ。また、消費税率引き上げのように、ある日を境に確実に価格が上がるというのであれば、駆け込みで購入しようという人が出てくるだろう。これはまさしく14年初めに起きたことだ。しかし、毎年2%物価が上がるだろうという程度の期待では、買い急ぐ気にはならない。

そんな期待に働きかける効果よりも、物価上昇による実質所得の減少という実弾の方が個人消費に影響する。デフレを脱却してインフレになれば消費にマイナスに作用するのは当然の帰結だ。デフレという長いトンネルを抜けても、そこがこれまでと同じ世界であるならば、デフレ脱却・円高阻止のスローガンも色あせてくる。

5 | 見えてきたデフレ脱却後の課題

政府はアベノミクスが信任を得られたとしてこれからも続けようとしている。一方で、国民の間に信任したという意識は希薄だ。むしろ、日本経済はそんなに元気になっていないのではないか。アベノミクスで本当にうまくいくのか、といった不安感がある。

もっとも、発想を変えれば、アベノミクスの効果がなくても2012年11月からの景気回復は実現していたことに気がつく。2014年になって景気がいったん後退し、また持ち直そうとしているが、こうした景気の変動もアベノミクスという言葉を使わなくても説明できる。そうであれば、アベノミクスで大丈夫なのかなどとあまり心配することもない。大事なことは、デフレ脱却後の日本経済が直面している問題は何かよく考えてみることだ。円安になっても輸出が増えない、デフレを脱却しても経済活動が活発にならないという、日本経済に対する疑問が、問題の所在とその解決法を考えるヒントになる。

(1) デフレ脱却後の日本経済

① 需要の伸び悩みは続く

人口減少、少子高齢化が続く中で国内の需要が伸びにくい状況は、70年代前半に高度成長期が終わって以降、とりわけ90年代初めにバブルが崩壊してからずっと日本経済を悩ましていた問題だ。この40年ほどの間、日本経済は需要不足との戦いを続けてきたといっても過言ではなからう。

国内需要の伸び悩みに対する処方箋は、もっぱら外需である輸出の伸びに依存することであった。世界経済が成長率を高めれば日本の成長率も高まってくる。逆に、リーマンショックのような世界経済の落ち込みがあれば、日本の成長率も大きく低下する。日本経済の成長率は世界経済の成長率とほぼ連動してきた。2015年も、輸出や生産が底打ちし景気も持ち直してくるというオーソドックスな景気回復パターンがまた起ころうとしている。しかし、その力は弱い。

残念ながら、日本経済だけではなく世界経済の潜在成

長力も低下してきているようだ。70年ごろは世界の人口が毎年2%増えていたが、今は1%強である。1人あたりGDPの水準は70年当時の2倍になり世界は豊かになったが、それだけにここから先の伸び率は低下してくる。米国が膨大な経常赤字を計上して世界からの輸出を受け入れていた時は世界経済の高い成長が可能であったが、リーマンショックによってそういう時代は終わりを告げた。

世界経済がリーマンショック前の5%成長に戻るのは無理である。3%台の成長を続けていればかなり良好と見ておくべきだろう。今後は世界経済の成熟化が進み、さらに成長力が低下する可能性がある。日本経済はデフレを脱しても、需要不足に悩むことになりそうだ。

②円安とインフレの時代へ

需要不足は相変わらず続いているが、デフレは脱却してきた。これからも物価は下がりにくい状況が続くだろう。円安が続くそうだからだ。東日本大震災後に始まった貿易収支の赤字基調は、それから4年近くが経過しようとしているが、まだ続いている。経常収支もなんとか黒字を維持している状況でリーマンショック前の大幅な黒字とは様変わりである。こうした国際収支構造の大きな変化を背景に、1985年のプラザ合意以降続いていた円高の大きな流れは変化してきている。日銀の大胆な金融緩和が円安を加速していることはその通りだが、国際収支構造の変化がまずあって、大胆な金融緩和が効果を持ちえたと言えよう。

2015年も円安の流れが続き、輸入物価の上昇を通じて消費者物価の上昇をもたらすだろう。一方、15年も14年のようにベアを実施する企業が増えて名目賃金は上昇しそうだが、賃上げに応じるだけの収益が上がっている企業とそうでない企業との間のばらつきは広がっている。全体の実質所得を増やすというのはそんなに簡単ではない。

円安の進行にもかかわらず足元で物価が上昇していないのは、原油価格が急落しているからだ。中国や欧州を中心とした世界経済の減速に加えて、エコカーの普及等、

原油需要が抑制される要因がある一方で、シェール革命と呼ばれるような供給力の増加があり、原油価格は低い水準での推移がしばらく続きそうだ。

しかしこうした幸運がいつまでも続く保証はない。世界景気の加速、シェールオイルの開発抑制、地政学リスクの高まりといった要因が原油価格の反発につながると輸入物価の上昇をもたらす、消費者物価も上がってくる。また、一段と円安が加速してくると、それも物価の上昇要因となってくる。そうになると、名目賃金が多少上がったとしても実質所得は減少してくる。

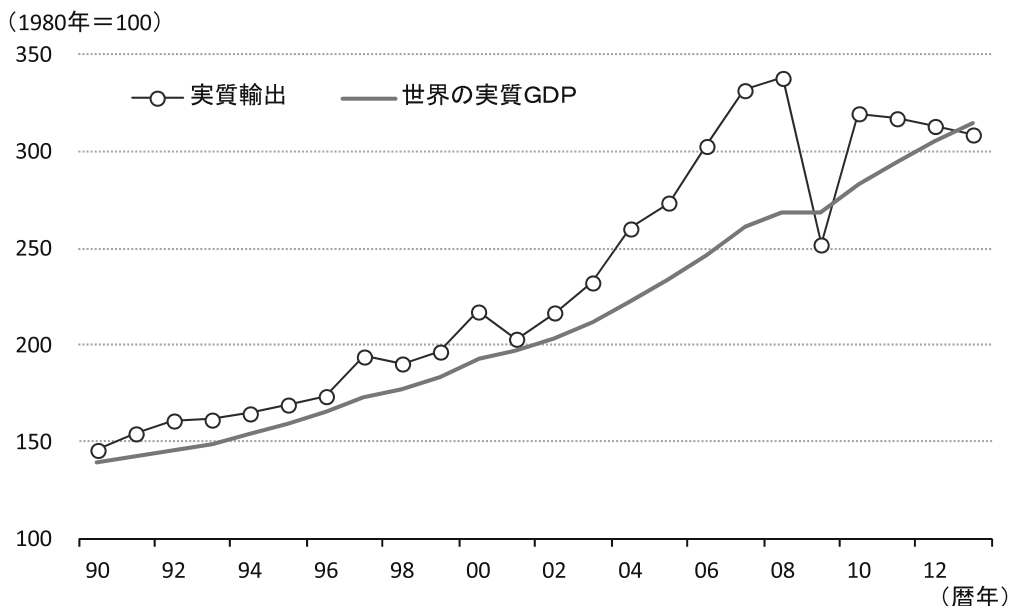
国際収支構造の変化を背景に円高から円安への大きな流れの変化が起きて、物価が下がりにくくなっている。需要の伸び悩みは続くが、一方でコストが拡大し、物価が上がりやすい状況になっている。輸入に依存している企業を中心にコストの拡大への対応が必要であり、個人は物価上昇による実質所得の目減りに直面するようになっている。これまでの円高とデフレの時代とは異なる企業行動や消費行動が必要になっている。

(2) 世界経済とともに成長できない日本経済

1985年のプラザ合意以降続いていた円高の流れが、国際収支構造の変化を背景に円安方向に大きく舵を切ってきていると述べたが、貿易収支の赤字はなぜ続くのか。理由としては、まず東日本大震災後の原子力発電の停止がエネルギー輸入の拡大をもたらしたことが挙げられる。もっとも、この要因は、原油価格の大幅下落にともなうエネルギー価格の下落によりやわらいできている。ただ、それだけでは貿易赤字はなくなる。輸出の伸び悩みも貿易赤字をもたらす要因のひとつになっているからだ。

前述の通り、世界経済の潜在成長力が低下していることが、輸出の伸び悩みの理由としてまず考えられる。これは需要サイドの要因である。リーマンショック後の輸出の減少はまさしくこの需要サイドの問題の表れだが、需要要因だけでは輸出がリーマンショック前のピークに戻れないことを説明できない。70年代初めに高度成長が終わり、90年前後にバブルが崩壊し、日本経済は需要不

図表9 世界経済が成長しても日本からの輸出は減少



足の問題と戦い続け、それは今も続いているが、新たに需要があっても輸出できないという供給サイドの問題が出てきている可能性がある。

リーマンショック後は世界経済が成長しても日本からの輸出が増加しないという新たな課題に直面している(図表9)。背景としては、企業は成長が見込める海外に生産拠点を移しており、現地での需要の増加は日本からの輸出の拡大ではなく現地生産の拡大で対応するようになっていること、同時に、国内での設備投資を抑制したため国内の供給に余力が乏しくなっていること、設備の老朽化もあって競争力の低下を招いていること等が挙げられる。

2015年は設備投資が増加すると予想しているが、設備投資の増加がこうした供給制約を解消していかないと、経済成長を続けることが難しくなっている。原油価格の下落、世界経済の成長といった環境に恵まれても、供給制約の壁を破っていかないと成長できないという新たなリスクが2015年は強まってくるだろう。

(3) デフレのトンネルからの抜け方に問題があった

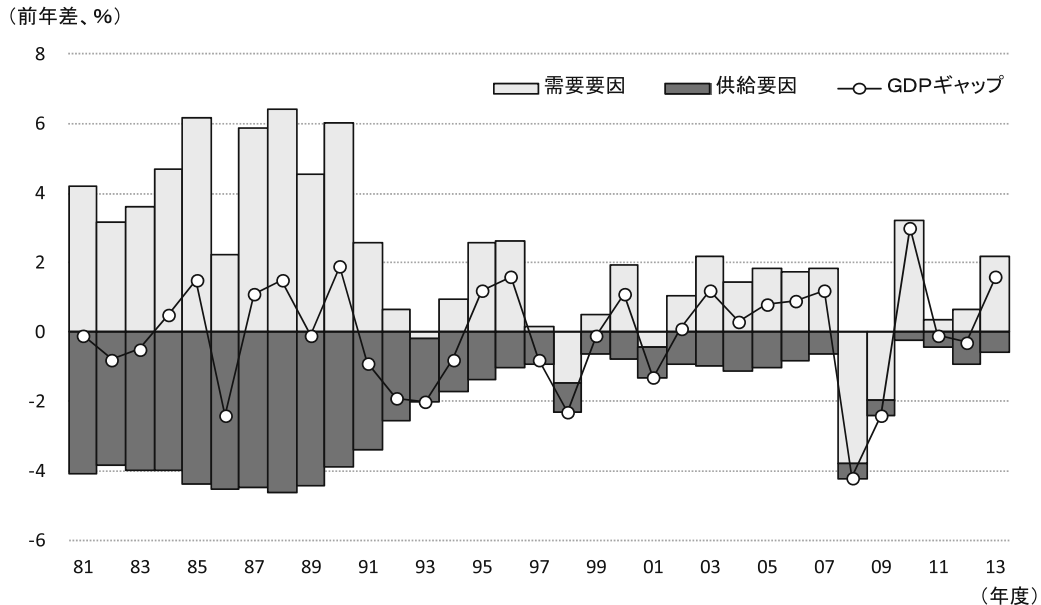
GDPギャップはゼロに近づき供給力の過剰が解消している。日銀短観の数字で、企業経営者が感じている設

備や雇用に対する過不足感を確認すると、設備の過剰感が解消し、雇用に対する不足感が出てきている。これは大きな変化のはずだが、なぜか閉塞感が続いている。供給制約の問題を感じ始めたからだろう。20年続いたデフレを脱却してきたら、供給制約の問題が生じてきた、というのは困った話だが、見方を変えれば、供給制約というデフレ脱却後の日本経済の課題がはっきりしてきたということだ。

それではなぜ供給制約の問題が出てきたのか。デフレからの脱却の方法に問題があったのではないか。GDPギャップ、すなわち「(現実のGDP－潜在GDP)÷潜在GDP」がマイナスの時は、現実のGDPが供給能力を示す潜在GDPを下回っているので、余剰供給力が存在しデフレ圧力が生まれてくる。バブル崩壊後の20年間はおおむねGDPギャップがマイナスで推移している。デフレのトンネルを抜けるということは、GDPギャップのマイナス幅を縮小させることだが、その方法は2つある。ひとつは現実の成長率すなわち需要の伸びを高めること、もうひとつは潜在成長率、つまり供給力の伸びを抑えることだ。

高度成長期であれば、景気が後退している時に過剰な

図表10 GDPギャップの解消に一役買った潜在成長率の低下



注：季節調整値。公表値をもとに要因分解。需要要因は現実のGDPの変化が与える影響。供給要因は潜在GDPの変化が与える影響。
出所：内閣府「GDP統計」、「GDPギャップと潜在成長率」

供給力を抱えることがあっても、いずれ需要が拡大してGDPギャップは自然に解消した。つまり、デフレ脱却の前者の方法だけでも供給過剰の解消が可能であった。しかし、高度成長期が終わればそうした需要サイドの調整だけでは十分でなくなる。需要があまり伸びないことを前提に、供給力の調整もあわせて行わなければならない。すなわち、後者の方法に依存する度合いが高まってくる。それがバブル崩壊から学んだ教訓であった。

図表10は、GDPギャップの前年差を折れ線グラフで示し、その中身を需要要因と供給要因で分解したものである。GDPギャップの前年差がプラスとなるのは、GDPギャップのマイナス幅が縮小しているか、プラス幅が拡大しているかのどちらかであるが、バブル崩壊後は前者のケースがほとんどだ。このグラフを見ると、GDPギャップの前年差の動きは現実の成長率の動向で決まってくるのが分かる。バブル崩壊後であってもGDPギャップを縮小するには現実の成長率を高めることが重要であったことは明白だ。ただ、バブル崩壊後は供給要因によるマイナス幅の拡大がほぼゼロに近づいており、潜在GDPの伸びを抑えることがGDPギャップ縮小に一

役買っていることも忘れてはならない。

需要の拡大によってトンネルを抜けるのも、供給力の調整によってトンネルを抜けるのも、ともにGDPギャップが解消するためのプロセスという点では変わりはないが、トンネルを抜けた先の世界が異なる。日本経済はこの20年間、設備投資を抑え、人の採用も抑えて供給力の拡大を抑制する中で、ひたすら需要の回復を待ち続けることで、デフレのトンネルを抜け出したことになる。リストラやコストカットといった守りに徹してしのぐ力は日本経済の強さかもしれないが、そうして抜け出したトンネルの先にあるものは、潜在成長率ゼロの世界である。

6 | アベノミクスを超えて成長する日本経済

潜在成長率ゼロの壁を打ち破るのはアベノミクスではない。政府が成長戦略を提示しても、民間部門のマインドが積極的にならないと設備投資も出てこない。個々の企業や個人が成長分野を開拓して前に進まないと供給制約は解消しない。アベノミクスを軸に据えて議論を続けていても潜在成長率ゼロの壁は打ち破れない。2015年は、日本経済を救ってくれるのはアベノミクスだけだと

いう固定観念から抜け出し、民間部門が前向きな発想に変わってこないといけない。人々が縮小均衡に陥るような行動様式から脱してくることで、本当の意味でのデフレ脱却が可能になる。

(1) 潜在成長率ゼロの壁

デフレ脱却後の課題ははっきりしている。身を縮めて過剰な供給力を削減してきたこれまでとは発想を変えて、潜在成長率ゼロの壁を打ち破っていかなければならない。潜在成長率ゼロの世界では需要の拡大が供給制約に結びつきやすい。ボトルネックが生じることによってコストが上がり、物価も上がりやすくなる。

デフレ脱却をもたらしたものが円安であれ、需給ギャップの縮小であれ、コストが上がることに変わりはない。もはや、円高に助けられて原材料を安く仕入れることはできない、賃金も上がってくるので人件費を抑えることは難しい。デフレを脱却したらしたで、これまでと違う悩みを抱えることになる。高度成長期以降の需要不足という悩みに、40年の時を経て供給制約も加わってきた。

需要不足を解消するにはリストラ、コスト削減、事業の縮小等に対応することができた。またそれが日本経済の強さでもあった。失われた20年などと言われているが、バブル崩壊後の供給力過剰の問題を解消してきたのは、こうした日本経済の強さが発揮されたからだろう。ここまでの日本経済の成果は「失われた」などと言われるほど悪くない。

しかし、供給制約を解消するためには、設備投資や雇用の拡大等、前向きな企業活動によって供給力を拡大していけないといけない。そして供給制約を解消しながら、高まった競争力を活かして需要を開拓していかなければならない。需要と供給という車の両輪をまわして潜在成長力を高めることによってはじめて、持続的な成長を実現することができる。

(2) アベノミクスを超えた発想の転換が必要

ハードルが高くなったと悲観する必要はない。バブル崩壊から20年の時を経てようやく前向きに行動する環

境が整ってきたわけだ。成長分野を見つけて、ビジネスプランを作り、設備投資を行い、必要な人材を確保する。そうした戦略的な企業活動にチャレンジできる環境が整ってきたということだ。厳しい環境を理解したうえで前向きな動きが広がってくるならば、悪い話ではない。ただ、この発想の転換がなかなか難しいのも事実だ。

雇用や設備の過剰感が縮小して、一部では不足感も出ている。それでも、生産能力の拡大や新製品の導入には慎重で設備投資や雇用の本格的な拡大になかなか踏み切れない。脱却しなければならないのは、デフレ、すなわち消費者物価の持続的な下落という表面上の事象ではなく、需給が引き締まってきても設備や雇用の拡大、賃金アップになかなか踏み切れないデフレにつながるような行動様式、あるいは縮小均衡に陥りやすいデフレマインドではないか。賃金が上がらないことが問題というより、賃金の引き上げを一国の首相が企業経営者に働きかけるということに問題がある。

なぜデフレマインドが続くのか。過去の教訓がしっかり経営者の心に刻まれているからだろう。企業経営者の間では「雇用や設備の不足感があってもそれは一時的であって、人口が減少している日本で持続的な需要の拡大は期待できない」、そして「積極的な設備投資や人の採用は裏目に出て過剰な設備と雇用を抱えてしまう」という教訓が根強く、それが慎重にしてひたすら身をかがめるような企業行動やマインドをもたらしている。これを打ち破るのは容易ではない。バブル崩壊を避けるという点ではこの教訓は正しい面もあるからだ。

2015年の日本経済を考える時、「アベノミクスでデフレを脱却するのに今が正念場だ」、「アベノミクスを何とかしてでも成功させなければならない」、あるいは「アベノミクスを成功させる他に進むべき道はない」といったように、まずアベノミクスありきの議論が主流だ。

しかし冷静に考えてみると、アベノミクスの第一の矢がもたらした円安とインフレは想定していたような経済の活性化をもたらしていない。また、第二の矢による成長率の押し上げは財政赤字の問題を抱える中で限界があ

る。そもそも、財政出動による需要の追加は供給制約という問題にはマイナスに作用こそすれプラスには効かない。たしかに、第三の矢である成長戦略は、供給力や競争力を高めて潜在成長力を高めていくという発想に立っているが、過去の成長戦略がそうであったように、政策の力で成長力を高めるのは難しい。

まずアベノミクスありきで悲壮感を漂わせながら日本経済の先行きを考えても、潜在成長率ゼロの壁は崩れず、閉塞感は打ち破れない。アベノミクスを批判するのではないが、今の日本が直面している問題に対しては、政策より前に個々の企業や人々のマインドが変わっていくことが重要だ。そうしないと前に進むことはできない。リストラで目先の業績悪化をしのぐことができて、設備や人に投資しなければ持続的な成長は実現せず、稼ぐ力も付いてこない。

アベノミクスに何かを期待するのではなく、自分たちが新しい成長分野を目指して一歩前に踏み出さないと日本経済は変わらない。そういう認識が広がって、人々がデフレマインドから脱却して前向きな行動に転じてくれば、2015年は本当の意味でデフレを脱却する年になるう。