

## KAMIYAMA Reports vol. 52

# アベノミクスは崩れていないが 世界の逆風にさらされている

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 海外投資家の関心事は「アベノミクスは失敗したのか？」
- 金融政策は物価上昇を示現、ヘリコプター・マネー導入の可能性は低い
- 拡張的財政政策は、金融刺激策と共に継続される

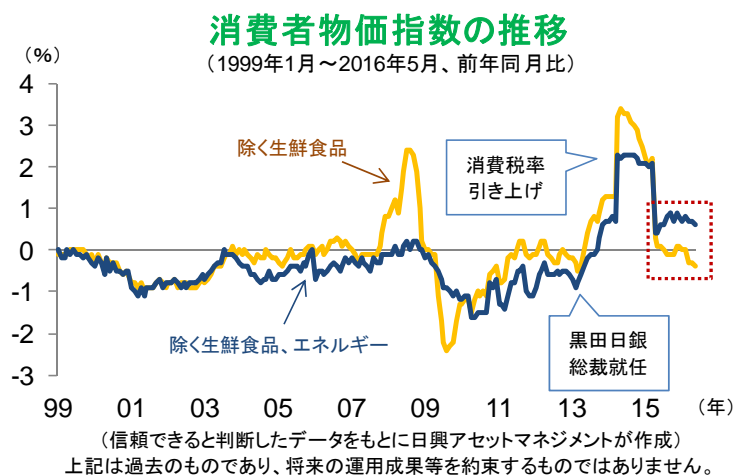
## 海外投資家の関心事は「アベノミクスは失敗したのか？」

7月10日の参議院議員選挙で与党が勝利し、アベノミクスは国内ではある程度の信任を得たと理解できる。しかし、安倍首相もコメントしているように、政策の果実についてはまだ十分収穫できていないし、財政政策を含む追加が期待されている。日本経済の成長見通しは、アベノミクス当初の予想とは異なっており、国内の個人消費も未だ伸び悩んでいる。選挙結果に関わらず、海外投資家が「アベノミクス」に危うさを感じるのも無理はないのではないか。

アベノミクスに改善すべき点はある。しかし、いくつかの分野で一定の成果を残している。景気刺激策は世界需要の回復まで痛みを和らげて下支えをするものであり、構造改革は長期的な取り組みなので、実際に効果が現れるまでに時間を要する。アベノミクスは未だ多くの不満や課題に直面しているが、成功か失敗かを判断するには時期尚早ではないか。市場には前向きな変化もみられ、この変化に対応できるならば、大きな投資機会を得る可能性が高まるだろう。今回の選挙での与党の勝利は、アベノミクスの効果が現れるまでの推進力になる。

そこで、今回、アベノミクスの第1と第2の「矢」である金融政策と財政政策について、アベノミクスが当初の計画通りに機能したのかどうか、点検しておこうと思う。その中で、日本銀行に期待される施策や、「ヘリコプター・マネー」導入の可能性、円相場への影響、についても整理しておく。

## 金融政策は物価上昇を示現、ヘリコプター・マネー導入の可能性は低い



2012年に発足した安倍政権は、長引くデフレからの早期脱却と日本経済の再生を目指して、アベノミクスを掲げた。その第1の矢の象徴が、黒田日銀体制の2%の物価目標設定と大規模な質的・量的金融緩和の実施だ。

実際、当初は物価上昇の押し上げ効果がみられたが、15年に生鮮食品やエネルギーを除く消費者物価指数は低下している。しかし、少し長い期間で見れば、前年同月の伸び率がゼロからマイナス前後の推移から、1%近くに上昇していることが見てとれる。

このことは、日銀の2%の物価目標を下回っているものの、過去15年間で初めて持続的な物価上昇を示しており、デフレに逆戻りするリスクが低くなっているといえそうだ。

円の高騰や最近のFRB(米連邦準備制度理事会)のハト派的な発言を考慮すると、日銀は、市場を安定させるために金融緩和を継続し、さらに金利のマイナス幅を拡大させる可能性が高いとみている。しかし、理論上、消費を喚起するため効果的と考えられている「ヘリコプター・マネー」については、黒田氏が日銀総裁である間に導入される可能性は低いと思われる。黒田総裁が言うとおりに、そもそも「ヘリコプター・マネー」は金融政策を決定する中央銀行と財政政策を担う政府との役割が曖昧になってしまうため、現行の財政法などでの実行は難しい。「ヘリコプター・マネー」は興味深い概念と考えるが、いまのところ具体策として捉えなくてもよさそうだ。長期的な観点からは、世界経済が大きく後退した場合に導入される可能性は排除できないが、短中期的に導入されるとは想定しづらい。

## 拡張的財政政策は、金融刺激策と共に継続される

アベノミクス第2の矢である財政政策は、13年1月に公共事業などに焦点を当てた10.3兆円の緊急経済対策、14年4月に5.5兆円の経済対策、15年12月には3.5兆円の補正予算が組まれている。この緊急経済対策で一部恩恵を受けたのは保育サービスであり、保育所不足が解消しつつあることは、アベノミクス第3の矢の目標の1つである女性の活躍推進につながった(ただし保育士不足が問題になっている)。さらに、今回の選挙で与党が大勝し、今秋の臨時国会で大型の経済対策が見込まれている。市場では、補正予算規模を10兆円程度と期待している。

財政政策のもう一つの側面は、日本の公的債務の整理および20年の基礎的財政収支(プライマリーバランス)黒字化などを目的とした消費税率引き上げである。14年4月に消費税率を5%から8%へ引き上げたが、経済成長に大きなマイナス効果となり景気の下押し要因となった。その後、17年4月に8%から10%へ引き上げる予定であったが、世界の総需要が伸び悩んでいる現状に鑑み、引き上げ時期を2度先延ばしして19年10月としている。

消費税率引き上げの延期は、長期的にみれば財政の改善に大きな影響を与えるものではないが、短期的には景気の下振れリスクを抑えられると考えられる。政府の財政状況の悪化が一時的にも懸念されることは投資家にとってリスクだが、次回引き上げが実行されれば心配は薄らぐだろう。しかし、米国の個人消費の伸びや安定的な景気回復による需要増が日本の輸出企業を下支えし、結果として日本企業からの税収増が期待されることもあり、安倍首相は20年までに財政を黒字化するという目標は維持する、と述べている。今回の延期は、想定より伸び悩んでいる世界需要に対する短期的かつ必要な解決策と言える。消費税率引き上げがさらに延期となれば財政規律上は憂慮すべきことだが、現時点でその可能性は低いとみている。

最後に、当面の円相場とリスク資産の見通しについて触れておこう。

当面は、英国が国民投票でEU(欧州連合)離脱を選択し世界景気の回復に不安感が出たことで、米ドルが円に対して弱くなった。これは、日本の輸出企業にとって業績悪化リスクを高めたが、日銀の積極的な金融緩和スタンスの継続や、英国の新首相が早期にリーダーシップを発揮することなどから不確実性が低下すれば、市場のセンチメントは次第に改善しよう。

長期的には、米国経済の回復で円安米ドル高、さらには世界金融危機(リーマン危機)後の世界経済の正常化で輸出数量も回復し、日本企業の収益や物価が上昇、アベノミクスにとってポジティブな成果を示すとみている。市場の高い変動性は続くものの、このポジティブトレンドが変動性を徐々に弱め、日本株などのリスク資産のリターンが改善すると考えている。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)