

時論

海外環境に左右されるアベノミクスの成否

参議院議員選挙は大方の予想通り与党が大勝した。国民は景気回復、暮らしの向上をアベノミクスに託した形となったが、そもそもアベノミクスについてはさほど議論が深まることも、緊張度の高い争点にもならなかったように見える。

すでに良く知られるように、アベノミクスの政策思想は人々の期待に働きかけることを政策効果の起点とするものだ。期待の変化に真っ先に反応するのは資産価格である。昨年11月以降、株価が上昇し、為替は円安に転じ、地価も先高感が強まったが、設備投資や賃金といった実体経済ではさほどの改善がみられないという「期待先行」となるのは当然である。2%上昇目標を掲げた物価も、現在は経済の体温上昇の反映としてのホームメイドインフレではなく、円安による輸入インフレが専らで、家計からすれば生活コストが上がるだけとなることも、物事が起こる順序としてはやむを得ず、想定範囲内だ。

安倍政権が発足して約7カ月しか経過していない現在は、まだ「期待先行」「輸入インフレ先行」のフェイズであり、今後、円安メリットを受けた輸出企業をフロントランナーとして企業収益全体が回復し、成長戦略に刺激されて企業が設備投資を増やし、家計部門にも雇用・賃金の増加という形で果実が還元されるかどうか、勝負はこれからである。

このように今の段階でアベノミクスへの評価を下すのは時期尚早であることを考えれば、選挙の争点として盛り上がらなかったのは当然かもしれない。

もちろん、現実が追い付けないほど期待が先走っては問題だが、現在の株価水準は、80年代後半のバブル期やリーマン・ショック直前期のように、東証時価総額(約430兆円)は名目GDP(約475兆円)を上回っているわけではなく、円ドルレートもOECD試算の購買力平価(1ドル=106円)を超える円安でもなく、行き過ぎた株安・円高が修正されたレベルのものである。

しかしこの間、海外では①米国景気が徐々に回復色を強め、QE3の縮小ないし解除が現実味を帯び、②米国の大量の緩和マネーの巻き戻し観測から、新興国の通貨や株価、資源価格が下落し、③新興国の通貨当局は、景気減速、国内インフレ率の高止まり、自国通貨安に直面して身動きが取れなくなり、④中国は、不動産価格の再上昇、地方政府の野放図な投資、シャドーバンキング等の諸問題対応に手間取って速効性のある景気テコ入れ策が打てず、また欧州向け輸出が伸び悩んだことから景気減速が続く一という、半年前の前提とは大きく様相を異にする環境変化が起こった。

アベノミクスは、もともと①目標とする物価上昇は国債金利の上昇を伴う可能性が高い、②国債金利の上昇ピッチが速すぎると、利払い費の増加により財政事情を悪化させたり、国債を大量に保有する銀行の資産を大きく毀損しかねない、③為替円安は輸入金額ひいては貿易赤字を膨ら

ませ、国債の国内消化原資と見なされる経常収支黒字の縮小要因となる（その場合、日本国債に対する信認も低下しかねない）、④大胆な金融緩和、機動的な財政出動に比して、成長戦略の効果発現には時間がかかる（三本の矢の時間軸は一致していない）とともに、その実現性・実効性は不透明である—というリスクと矛盾を構造的に内包している。

このため、デフレ脱却に向かう過程では国債金利の上昇ピッチを緩やかなものに抑えることが必要であり、そのためにも、成長戦略の効果発現までの景気のドライバーとしてのみならず、経常収支黒字の縮小に歯止めをかける役割として、輸出の拡大は欠かせない。さらに一時的な財政出動は許容するとしても、財政規律を守る姿勢を示し続けて日本国債の信用を維持するとともに、成長戦略が着実に実施され、それが企業の成長期待や投資意欲の喚起、国際競争力の向上、雇用・賃金の増加につながるなどの期待を、相応の期間、つなぎ止めなければならない。

アベノミクスの成就のためには、こうした諸条件を1つも欠くことなく満たす必要があるが、前述の海外環境の変化は、自らの力では如何ともしがたい他力本願のファクターが増したという意味において、政策運営の難度をさらに高めるものとなった。

米国の景気回復は、QE3 縮小・解除観測の急速な台頭や米国債金利の急上昇を惹起しないような緩やかなものであるほうが望ましい。前者は新興国経済に打撃を与えて日本の輸出拡大の阻害要因となりかねず、後者は日本の国債金利の上昇要因となりかねないためである。

また新興国の政策当局は、デモの頻発や国内抵抗勢力の反対に直面しつつも、ポピュリズム的政策に流れず、成長力の底上げにつながる直接投資を呼び込む諸改革を実行することが求められる。さもなくば新興国へ向かうマネーはさらに細り（あるいは流出し）、目先の成長率や各国通貨が更に下振れる恐れもある。

難しいのは、一つのショックがグローバルに伝播する今日においては、各国政策当局がいずれも適切かつ賢明に立ち振る舞う必要があることだ。

アベノミクスの成否を見極める上で、海外環境の変化から目が離せない。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。