

2014年9月

アベノミクス： 矢筒に残された矢は？



鹿島美由紀
日本株式運用本部長
BNYメロン・アセット・
マネジメント・ジャパン
株式会社



サイモン・コックス
(Simon Cox)
マネージング・ダイレク
ター兼投資ストラテジスト
BNYメロン・インベストメ
ント・マネジメント、アジ
ア・パシフィック

日本の安倍晋三首相は、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略という「三本の矢」の組み合わせによって日本経済の再生を図ろうとしている。多くの投資家は、三本の矢のうち構造改革が最も重要と捉えている。しかし、第一の矢がなければ、第三の矢は無価値である。

安倍氏が再び政治的脚光を浴びるようになった2012年9月時点で日本経済がどんな状態にあったか、忘れられがちである。当時、日本は4年間で3度目の景気後退に苦しめられていた。為替は大幅な円高水準にあり(対ドルで78円)¹、株式市場の低迷が常態化し(株価指数TOPIXはおよそ743)¹、消費者物価(食品・エネルギーを除く)は45カ月連続して低下していた¹。それからまだ2年しか経っていないのに、もう遠い昔のこのように感じられる。

2012年9月26日、安倍氏は、当時野党だった自民党の総裁に返り咲いた。同氏はもともとタカ派のナショナリストとして知られていたが、金融政策ではハト派であることがすぐに明らかとなった。従来から中国の強引な動きには不服を唱えていたが、これに加え、決断力に欠ける日本銀行の政策にも不満を示すようになった。安倍氏の党首選勝利から数日以内に、より大胆な金融政策への期待から、為替は円安方向に動き始めた。

安倍氏の日本再興戦略の「第一の矢」は大胆な金融緩和だった。まもなく、巨額に上る日本の公的債務にもかかわらず歳出拡大を認める機動的な財政政策および民間投資を喚起する成長戦略という他の2本の矢がこれに加えられた。自公連合が衆議院で絶対安定多数の議席を獲得し、安倍氏が2012年12月に再び首相に就任するまでに、3つの要素から成るこの計画はすでに「アベノミクス」と呼ばれるようになっていた。

当初、アベノミクスは、誰もが予想できなかったような好結果を生み出した。円は急落し、株式市場は急騰し、日銀は新たな総裁の下で異次元の金融緩和を進めた(図表1参照)。エコノミスト誌の表紙には、スーパーマンの衣装で広い青空を突き進む安倍氏の姿が描かれた。

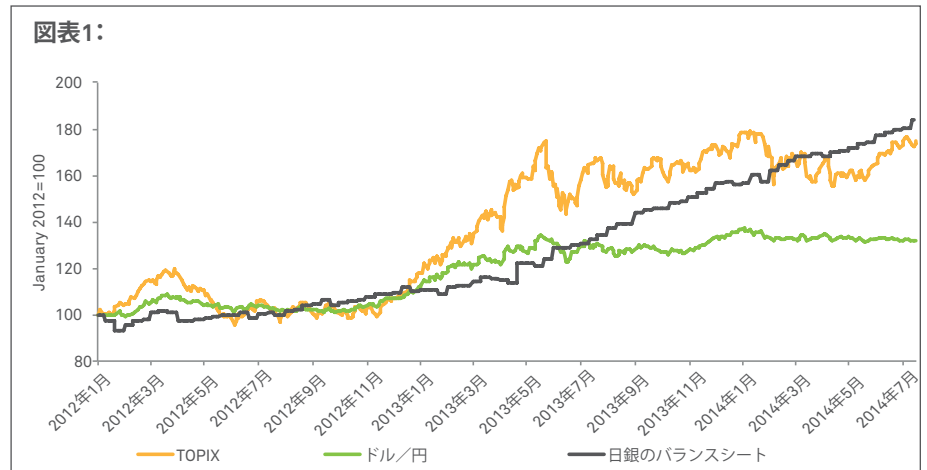
しかし、2014年に入ると期待が一部後退した。懐疑的な人々は、首相の構造改革の公約を疑問視し、4月1日に実施された消費税の大幅増税に不満を唱え、さらに、物価の上昇は益よりも害を及ぼすのではないかと懸念した²。こうした懸念は株式市場の重石となり、TOPIXは2014年初頭からの7カ月間で1%下落した。目下のところ、日本が、2012年の安倍氏の再登場以前より良好な状態にあることを否定する見方はほとんどない。しかし、2013年末に期待していたほどうまくいってないと感じる人は少なくない³。

1 ブルームバーグ、2012年9月
2 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bebeb5c8-fb8c-11e3-9a03-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz37as2uuui>
3 ブルームバーグ



BNY MELLON

アベノミクスは経済膨張という点で
かなりの成功を収めた。



これまでの成果

名目GDP

このようにアベノミクスに対する熱狂が冷めかけているのは理に適ったものだろうか。4月1日に実施された消費税増税(2013年第4四半期には増税前の駆け込みによる成長率の急上昇、2014年第1四半期には反動減による急降下をもたらした)が、日本の公式統計に混乱を引き起こし、最近の経済パフォーマンスの評価を複雑化している。それにもかかわらず、アベノミクスは景気の浮揚という点でかなりの成功を収めた。この点における進展を示す最良の指標は、経済活動の拡大と物価の上昇を同時に捉える名目GDP(物価変動の影響を取り除く前の円ベースの国内生産額)である。名目GDPは、安倍政権発足から18カ月の間に年率2.3%で成長した⁴。これは、日本が世界金融危機から回復した2009年4月以降の期間を除くと、過去15年における同等の期間の成長ペースとして最高の水準である⁴。

インフレ

こうした名目GDPの高い成長は、国内で生み出された「実質的な」付加価値の増大(1.4%)と物価上昇の両方を反映している⁵。消費税の影響を差し引いても、最近のコア・インフレ(食品物価とエネルギー・コストを除く)の指標は、過去15年で最も高い水準にある(図表2参照)⁶。この上昇は少数の業種に限定されたものではない。このところ物価は、日本の消費バスケットに含まれる項目の半分以上で上昇しているのである⁷。



4 http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/sokuhou/sokuhou_top.html

5 前掲資料

6 http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140709a.pdf

7 前掲資料

農業、医薬品、電力および株式

安倍首相は、こうした景気の浮揚に加え、法人税減税、コメの生産調整の縮小、医薬品販売の自由化、および電力市場における段階的な自由化など、経済改革の点でも一定程度の進展を実現した。また、家計に対して株式の保有を促し、企業に対して株主重視の姿勢を強めさせるような施策も実施した。

税制 政府は4月1日、消費税率を引き上げると同時に復興特別法人税を廃止した。2011年の大震災後に導入されたこの特別税は、元々もう1年実施が継続されることになっていた。この前倒しの廃止によって、実効税率が平均2.4%引き下げられた⁸。

農業 政府は、1970年代から続けられてきた減反政策を段階的に廃止することを決定した。この制度は、米価を人為的に高く維持するために課される生産量の縮小を遵守したコメ生産農家に報奨を供与するというものである⁹。実際には、コメを生産しない農家に補助金を支払う形をとっている。これに代えて、政府は、小麦や大豆、家畜用もみ米などの代替的穀物を生産する農家に報奨を供与するとともに、耕作放棄地を洪水防止などの代替的な用途に使用することを農家に奨励することになる。

医薬品 安倍首相は農家だけでなく薬局にも旋風を巻き起こした。従来型の薬局の強い反対にもかかわらず、今ではほぼすべての「店舗販売」医薬品（処方箋を必要としない医薬品）が、インターネット販売できるようになっている。（処方箋なしに販売できるようになって間もない23品目は、今後さらに3年間インターネット販売ができない。また、4品目の性機能障害改善薬を含む他の5品目も、危険性が高いとみなされ、インターネット販売が禁止される）。

電力 医薬品のインターネット販売を巡る攻防は、象徴的な意味で重要である。経済的な意味合いがより大きいのは、日本の小売電力市場の段階的な見直しである。現在、国内電力市場は、発電と送電をともに支配する強力な地域独占会社（米軍占領下にあった1951年に設立）によって分割されている。昨年、安倍首相は、2015年4月にナショナル・グリッド（全国一体で送電の運営管理を行う会社）を設立する法律を成立させた。これにより、ある地域の電力会社がこれまで以上に多くの電力を他地域の電力会社に販売することが可能となる。6月に成立した法令では、消費者は電力供給会社を選べるようになる。2018～2020年に予定される改革の最終段階では、競合する発電所が同じ条件で基幹送電網を使用できるようにするために、価格が自由化され、発電と送電が分離される。国際通貨基金（IMF）は最近、この見直しは「潜在成長力に著しい影響を与える可能性が高い」と述べた¹⁰。

株式 しかしながら、投資家にとって最も期待できるのは金融改革である。政府は、家計が現金以外の資産を保有するのを奨励するために、この1月、税制上有利な運用口座（少額投資非課税制度、通称NISA）を導入した。家計は年間最大100万円をこの口座に投資することができ、最初の5年間は非課税扱いを受けられる（総額は5年間で最大500万円）。政府はまた機関投資家向けの「スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）」を導入したが、これは、機関投資家が株主利益を主張し、企業の経営者が常にそれへの配慮を怠らないようにするものである。

8 <http://www.meti.go.jp/english/aboutmeti/policy/fy2014/pdf/fy2014tax.pdf>

9 <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21590947-government-abolishes-previouslysacrosanct-agricultural-subsidies-political>

10 <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41800.0>

懐疑的な人々の論拠

安倍首相は、景気の浮揚という点でかなりの進展を達成し、また経済改革という点でも一定程度の進展を実現したにもかかわらず、その戦略に対する疑念が根強く残っている。懐疑的な人々は、少なくとも5つの論拠を挙げて自らの主張を行っている。

1. 日本のインフレは益よりも害をなし、家計の実質所得を減少させる。
2. 1997年の前回増税時と同様、4月1日の消費税増税後に日本の景気回復が失速する。
3. 日本は、理論的には支持されても実際には激しく反対される不快な構造改革を実施しない限り、これ以上先に進めない。
4. (3番目の仮定に内包されているもので)黒田東彦日銀総裁はこれ以上打つ手がない。
5. 最後の論拠は、インフレの上昇は、もはや支えきれない日本の公的債務の利払いの増大をもたらすため、アベノミクスは成功できない。

我々の見解では、以上の論拠のいずれも説得力に欠ける。以下では、それぞれの論拠を順次検討していく。

1. インフレは益よりも害をなすか

インフレは、その反対の状況に長い間苦しめられてきた日本においてさえ評判が悪い¹¹。国民の意識では、インフレは単にすべてが高価になることを意味する。もしそうなら、日銀はなぜそれほど熱心にインフレ率を2%に引き上げようとしているのか¹²。なぜ誰もが日銀のこの野心的な試みを賞賛するのか。

一般的な認識とは異なり、日銀の目的は単にすべてのものをより高コストにすることではない。経済全体が膨張すると、すべての価格が上昇するため、相対的にみれば1つのものだけが他よりも高価になることはない。とりわけ、同時に膨張するものの1つとして所得がある。物価が上昇すれば、それに応じて給料袋も膨らむ。デフレではその反対のことが言える。つまり、物価の下落とともに給料袋も薄くなる。これまでのところ、賃金インフレ(時間外給与および賞与を除いた「所定内給与額」は、この6月に過去2年間で初めて上昇)は物価上昇に立ち遅れている¹³。実質賃金は7月までの1年間で1.4%下落した¹⁴。批判者にとっては、こうした実質賃金の下落は安倍首相の計画の致命的な欠陥である。アベノミクスは、物価上昇を導くことによって労働者の実質購買力を低下させている。これによって、結局は需要が拡大するのではなく縮小する。

しかしながら、実質賃金の下落は労働市場の弱さを反映したものではない。それどころか、安倍政権の下で雇用は急速に回復している。その結果、実質賃金の下落にもかかわらず、賃金労働者数は増加した。これまで収入のなかった多くの人が今では一定の収入を得ている。こうした雇用増が、日本の労働者の全体的な購買力を下支えしている(図表参照)。

また、実質賃金の下落は一時的な現象に終わるものと思われる。企業が、賃金の支払額を増やすことなく、より高い価格を課すことができれば、利益が増大する。この増大を受けて企業は経営を拡大し、また新たな競争相手の市場算入が促される。その結果、雇用が拡大し、いずれは物価上昇に見合った水準に賃金が上昇する。日本の景気の浮揚は、実質賃金に対する脅威ではなく、実質賃金上昇の前触れとみるべきである。

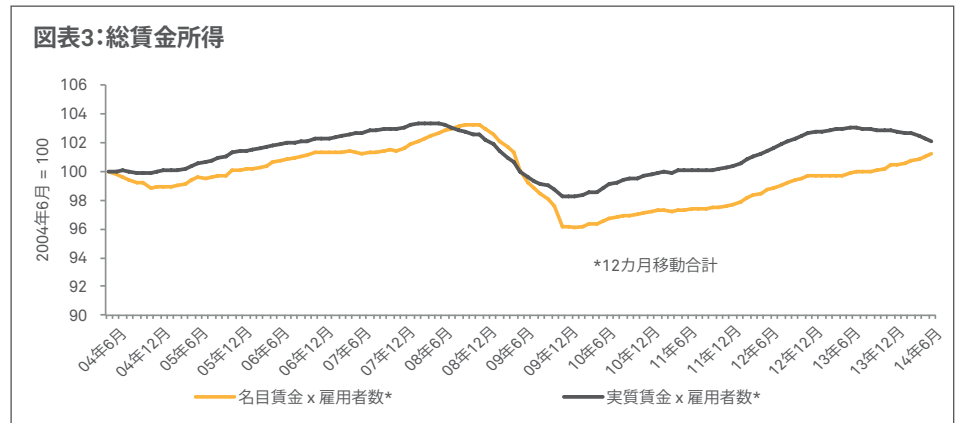
11 日銀が6月に実施した世論調査によれば、物価が上昇傾向にあると感じている人々の78.1%が、この上昇は「どちらかといえば望ましくない」と答えている。
https://www.boj.or.jp/en/research/o_survey/ishiki1407.pdf

12 <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>

13 <http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-l/26/2606re/2606re.html>

14 出所:厚生労働省

現在、日本経済と銀行システムは以前より良好な状態にある。



出所: 日本厚生労働省(トムソン・ロイター・アイコンから入手)

2. 日本は消費税増税の影響を乗り切れるか

実質賃金の下落は、4月1日に5%から8%に引き上げられた消費税(付加価値税に相当)の増税も部分的に反映している。これは、1997年以降初めての消費税増税であり、投資家の中には、前回と同様、有害な結果をもたらすのみではないかと懸念する向きがある。17年前の増税は、期待されていた景気回復の芽を摘み取り、日本の財政を支えるのではなく損なったとみられている¹⁵。

しかし、今日の日本は1997年とは全く異なる状態にある。当時、消費税増税は、社会保障費の引き上げや所得税減税の打ち切りなど、全般的な財政引き締め策の一環として実施された。また日本経済は、アジア通貨危機の余波を受けると同時に、国内金融の脆弱性に苦しめられる寸前の時期にあった。実際、1997年11月には大手証券会社2社と銀行2行が破綻した¹⁶。さらに、日本の金融当局はデフレの危険性を予期しておらず、対応が遅れが生じた¹⁷。

現在、日本経済と銀行システムは以前より良好な状態にある¹⁸。また金融当局も、財政引き締めによって生じ得るデフレの副作用を打ち消す義務を自覚している¹⁹。

言うまでもなく、増税直後に現れた影響はデフレとは全く異なるものだった。人々は、増税分の3%を支払わないようにするために消費を前倒し、小売売上高を押し上げた。この増税前の支出の急増後には、予想通り、増税後の反動減が続いた。全体的な経済指標も同様のジグザク・パターンを示し、実質GDP成長率は2013年第4四半期に年率6.1%のペースで伸びた後、2014年第1四半期にはマイナス6.8%と落ち込んだ²⁰。我々の見解では、このような激しい変動に関する見通しが、短期的な投資家を慎重にさせたため、株式市場は2014年初頭からの4カ月間に下落した。

しかしながら、増税の悪影響は消えつつあるように思われる。内閣府によれば、消費者信頼感増税後の3カ月間で上昇した²¹。小売売上高の回復は、1997年の増税後の数カ月における消費者の反応に比べて力強く、日本がその不幸な経験の再現を運命づけられてはいないことを示している(図表4参照)。投資家心理も上向いており、TOPIXは7月末に、4月半ばの安値から13%以上上昇した²²。

15 <http://zlgc.swfc.edu.cn/sy/jx/hgjjx/fiscal%20Policy%20effectiveness%20in%20Japan.pdf>。これに対する反論として、<http://www.computer-services.e.u-tokyo.ac.jp/p/seido/output/fujiwara/fujiwara25.pdf>を参照。

16 <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap06.pdf>

17 消費税引き上げの6カ月前の1996年11月、当時の日銀総裁は、「昨年、懸念的となったデフレ・スパイラルのリスクは、実質的に解消された」と述べた。https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_1996/ko9612a.htm

18 <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/fsr140423.htm>

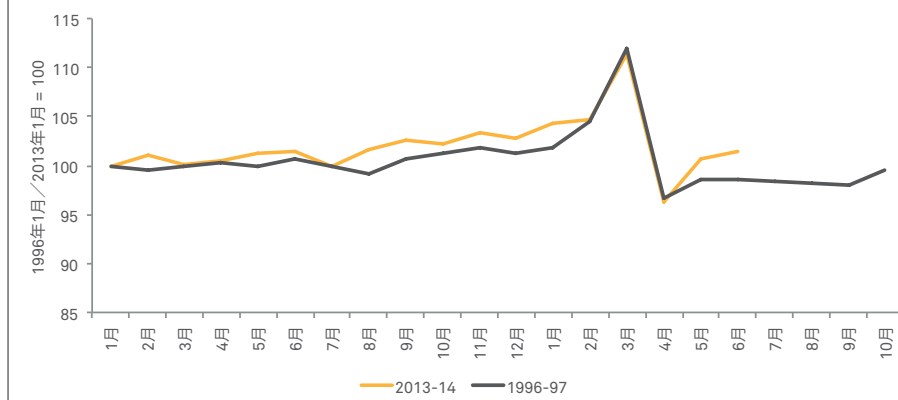
19 日本銀行政策委員会審議委員の森本久久氏は次のように述べている。「今年の夏にかけて、消費税増税後の需要減退...を受けて消費者物価指数(CPI)の上昇ペースが鈍化した場合、それがインフレ期待にどう影響するかについて、引き続き十分な注意を払う必要がある」。http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140709a.pdf

20 マスコミに大々的に報じられたこれらの数値は、前期比の成長率を年率換算(すなわち、4倍)して表示することによって、GDPの変動の大きさを誇張している。前年同期と比較した数値はそれほど大幅な変動を示さない。第2四半期のGDPは、前年の同じ四半期と比較した場合、ほとんど動いていない。http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/sokuhou/sokuhou_top.html

21 <http://www.esri.cao.go.jp/en/stat/shouhi/shouhi-e.html#cci>

22 ブルームバーグ

図表4:小売売上高の推移



出所:トムソン・ロイター(キャピタルエコノミクスに基づく)

3. 日本は構造改革なしに先に進めるか

安倍氏は首相再任後、多岐にわたる構造改革を提案し、それらが全体としてアベノミクスの第三の矢を構成している。労働市場への女性の参加の促進や細分化された農地の統合に加え、安倍首相は、(観光を促進するために)日本を「クール・ジャパン」として再ブランド化したりヘルスケアを成長産業としようとする日本の目標の一部として、ロボットによる手術支援の研究を拡大するなど、様々な野心的試みを表明している。

成長戦略の改訂

安倍首相は、「日本再興戦略」を最初に発表してから1年後の2014年6月、それを更新した改訂版の詳細を発表した。改訂戦略は10の「主要」改革に焦点を合わせているが(図表5参照)、そのうち5つは日本企業の収益性の改善を目指すものである。その中には、「数年内に」法人税を35%から30%以下に引き下げるとともに、減少した歳入を課税標準の拡大によって補填する計画が含まれている²³。政府はまた、コーポレート・ガバナンスの改善も望んでいる。そのために、東京証券取引所上場企業に対して来年中にコーポレート・ガバナンス・コードを採用すること、採用しない場合はその理由を説明することを義務づけることによって、経営者に対して株主利益により大きな注意を払わせようとしている。

政府は、株主利益追求のため、立法者としてだけでなく株主としてもその影響力を行使する。例えば、126兆6,000億円(1兆2,000億ドル)の資産を保有する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、新株価指数のJPX日経400をベンチマークとして資金の一部を運用すると述べた²⁴。この株価指数は、高水準のROE(株主資本利益率)のほか、社外取締役や英文の決算情報資料といった定性的な要素による加点を行い構成銘柄を選定している²⁵。

図表5:改訂日本再興戦略(2014年6月) - 10の「主要」改革

収益性の改善	労働改革
1. コーポレート・ガバナンスの強化	6. 労働市場への女性の参加および労働市場における地位向上の促進
2. 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)など、公的(および準公的)資金の運用の在り方の見直し	7. 柔軟な働き方の促進
3. 新規ベンチャーおよび新規参入者の支援	8. 熟練した外国人材の受け入れ
4. 法人税減税	立ち遅れた分野を中心とする新たな成長エンジン
5. ロボット工学を中心とした技術イノベーションの奨励	9. 農業改革
	10. 医療および他の高度サービスの改革

出所: <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/10challenge02shousaiEN.pdf>

23 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunEN.pdf>

24 http://www.gpif.go.jp/topics/2014/pdf/gpifs_selection_en.pdf

25 http://www.tse.or.jp/english/market/topix/jpx_nikkei.html

他の3つの改革は、より多くの女性や熟練した外国人を労働力に取り込むことによって、日本の人口減少の影響を軽減することを目指すものである。租税や給付に関連する日本の現行法は、主婦が年間103万円を超える給与と収入を得る意欲を失わせる仕組みになっている²⁶。すなわち収入が給与のみで103万円以下であれば所得税は課税されず、夫も所得税控除が受けられる（配偶者控除）。また、社会保障制度においては、会社員を夫に持つ主婦の年収が130万円未満であれば、健康保険・厚生年金の保険料を納付する事なく夫が加入する制度の被扶養者となり、将来は年金が受給できる（第3号被保険者制度）²⁶。女性の活躍を成長戦略の柱に据えた政府は、「103万円・130万円の壁」と称されるこれらの制度の見直しに意欲を示している。

安倍首相の再興戦略は、人々の晩年の期間を新興の産業に変えることによって、日本の人口動態上の問題を成長機会に転じさせることを望んでいる。

また、この成長戦略は、日本の労働力の国際色をわずかながら強めることも目指している。現在、日本の就労者全体のうち、外国人はわずか約1.1%を占めるにすぎない²⁷。6月、安倍政権は移民法を改正して、高度に熟練した外国人が永住者となれる在留期間を従来の10年から3年とした²⁸。さらにこの改正では、発展途上国の実習者に対する制限が緩和された。来年から、建設業の実習者は、実習終了後2~3年間、日本で就労することが可能となる。同様の規定は造船業にも適用される。

より多くの女性や外国人を労働力として取り込もうとするこれらの2つの取り組みは、指定された6つの「特区」において後押しされる。特区とされたモデル都市では、外国人の家政婦を雇うことが認められ、就労女性が、通常負担している家事の一部から解放されるようになる。

最後の2つの改革は、対をなす農業とヘルスケアという産業の規制緩和を目指すものである。こうした改革は、日本の高齢者（農業従事者の30%以上が75歳以上²⁹）および、牛肉とマンゴーで名を知られ、ほぼ30年に及ぶ研究開発によって2013年11月にキャビアの生産を開始した日本南部の宮崎県のような周辺地域のどちらにとっても重要である³⁰。

第三の矢のみが重要か

投資家はこうした取り組みをどのように評価すべきか。安倍首相の再興戦略は期待できそうなアイデアに満ちている。提案の大部分は極めて望ましいものであり、多くはもっと早く実現すべきだったものである。挙げられた改革の中には、日本経済の効率と公平性を高め、地域電力会社のような独占企業が労せず利益を上げることがないようにし、さらには女性や高齢者の機会を拡大するために著しく必要な施策が含まれている。法人税減税などの施策は、企業の利益に直接寄与するであろう。その他の施策は、より多くの人々に就労を促したり、勤労年数を延長するなど、労働力不足を補うことによって間接的に企業を支援することになる³¹。この戦略は、人々の晩年の期間を成長産業に変えることによって、日本の人口動態上の問題を成長機会に転じさせることさえ期待させるものである。

多くの解説者はさらに踏み込んだ見解を示し、実際には安倍首相の第三の矢のみが重要であり、「金融刺激策や財政刺激策は一時的な手段にすぎない。良くて、構造改革の痛みを和らげる働きしかない。悪くすれば、構造改革の必要性を覆い隠してしまうかもしれない。」と主張している。

これらの改革擁護派が、日本経済が無用な規制によって足かせをはめられていると主張している点は正しい。そうした規制には、大都市における建築物の高さ制限や、競争の障壁（割り当てを越えるコメの輸入に対しては1キロ当たり341円の禁止的関税が課される³²）、さらには、男性を必要以上に長時間オフィスに居残らせ、女性を完全に労働力から排除する硬直的な労働慣行などがある。

26 前掲資料

27 「Japan: new growth strategy no game-changer (日本: 新たな成長戦略によっても流れは変わらない)」、JPモルガン、2014年5月9日
<http://fukuoka-now.com/news/miyazaki-caviar-to-go-on-sale-next-month/>

28 <http://www.japantoday.com/category/national/view/highly-skilled-foreigners-to-be-allowed-to-stay-permanently-in-japan>

29 <http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/ListE.do?bid=000001037762&cycode=0>

30 https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140206a.pdf

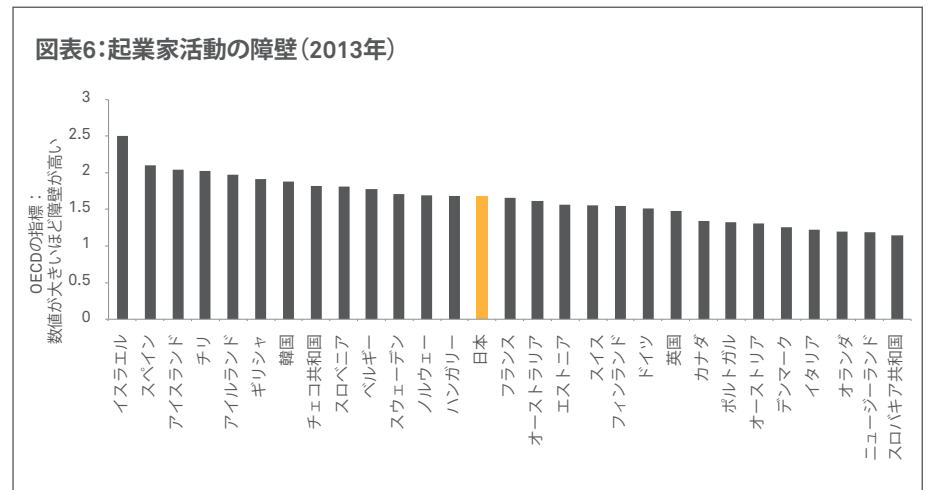
31 日本の労働年齢人口は過去5年間に320万人以上減少した。

<http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/OtherListE.do?bid=000001007603&cycode=1>

32 日本はコメに対して77.7%の関税を課していると報じられることがよくある。これは、WTO（世界貿易機関）が、日本の円ベースの関税の従価換算率（ad valorem equivalent）を算定したときに、輸入米の市場価格がたまたま43.85円だったことによるものであり、その限りでのみ正しい数値である。

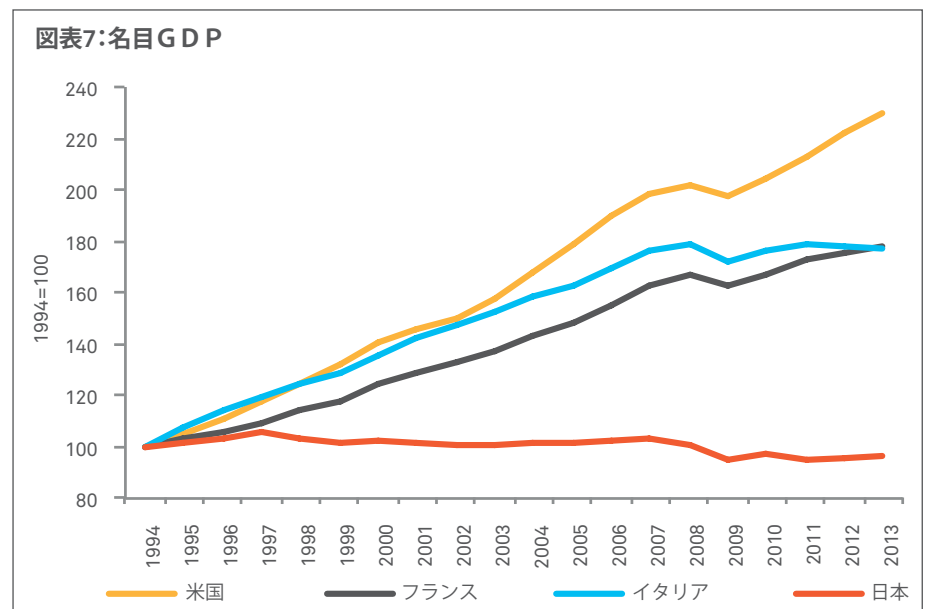
<http://www.japantimes.co.jp/news/2005/06/10/business/rice-tariff-778-with-new-wto-formula/#.U8ZBGZSSySo>

しかし、この点は何も日本に限ったことではない。日本の近隣国や類似国の大半は、程度の差こそあれ構造的問題を抱えている。フランスには、ブルーカラーの週間労働時間に対する厄介な制限がある。イタリアでは女性の労働参加が限定されている。韓国や香港は出生率が低い(ただし、どちらの人口もまだ日本ほど高齢化してはいない)。米国の法人税率は魅力的とは言えず、医療費は非常に高い。経済協力開発機構(OECD)が考案した指標によれば、日本における起業家活動の障壁は、他の多くの先進国ほど高くない(図表6参照)。実際、それらの障壁が打破されるペースは、OECD加盟国の中で日本が最も速い³³。



出所: OECD, 2013年12月現在。

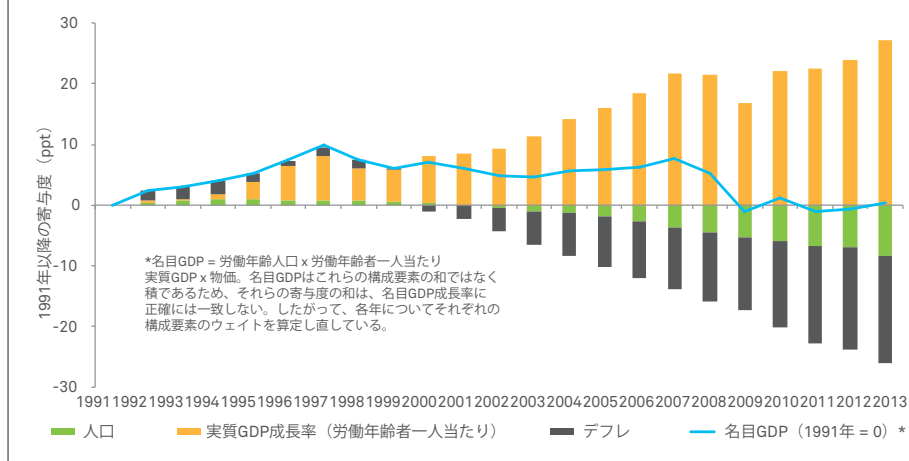
しかし、日本以外のそれらすべての国々は、欠点を持ちながらも、1つの重要な経済的達成を果たしたという点で日本と区別される。それは、様々な構造上の短所にもかかわらず、名目GDPが過去20年間伸びてきたということである。信じがたいことに日本はそうではなかった。このことが、日本を際立たせる特異なシンドロームなのである(図表7参照)。



出所: IMF

33 日本の内閣府が作成し、星岳雄とアニル・カシャップが拡張した規制指標も1995年から2005年の間に低下している。ただし、低下のペースは非製造業よりも製造業の方が速い。
http://www.nira.or.jp/pdf/1002english_report.pdf

図表8:名目GDP成長率(1991年以降の累積ベース)



出所:IMFおよびOECDのデータに基づくBNYメロンの算定

耐えがたい名目GDPの平坦さ

構造的な問題に苦しんでいるのは日本だけではない。従って、構造的問題のみが名目GDP停滞の原因とはなり得ない。名目GDPは、労働者一人当たり産出量、労働者数および物価という3つの構成要素に分解できる。日本の名目GDPが横ばいで推移した背後には、それらの構成要素の大幅な変動があった。

労働者一人当たり実質産出量は、2003年から2007年にかけての小泉政権下の好況時を中心に、かなり伸びる時期があった。ピーターソン国際経済研究所のアダム・ポーゼン所長の言葉を借りれば、そのパフォーマンスは「平坦な直線ではなく鋸歯状」であった³⁴。近年、その伸びは人口減少によって部分的に打ち消された。仮に15～64歳人口が1991年以降一定だったとすれば、日本の現在のGDPは8%以上高い水準にあるはずである(図表8参照)³⁵。

しかしながら、人口減少は決して名目GDPの最大の足かせではなかった。そうした作用を及ぼしたのは日本の根強いデフレだった。仮に物価が1991年以降横ばいで推移したとすれば、日本の現在の名目GDPは20%以上高い水準にあるはずである。また物価が、物価の安定性に関する国際基準並みに毎年2%上昇したとすれば、名目GDPは80%以上大きくなっているはずである³⁶。

つまり、日本が独自なのは名目GDPが横ばいであることであり、その最大の原因はデフレにある。しかし、日本の継続的なデフレはどのように説明されるのか。そして、それは重要なことなのか。

デフレ論争

エコノミストたちは、このマクロ経済の異常に対して様々な説明を行ってきた(「補足」を参照)。彼らの主張は大まかに言って3つに分類できる。1つの見解は、デフレはより根源的な問題が反映されたものにすぎないと主張する。リチャード・カツツは最近、「インフレを作り出すことによって日本の病気を治そうとするのは、体温計に氷を当てて熱を下げようとするようなものだ」と述べた³⁷。

34 <http://www.piie.com/publications/wp/wp10-7.pdf>

35 連邦準備銀行経済データベース(Federal Reserve Economic Database)から入手可能な米国およびOECD諸国の統計データに基づくBNYメロンの算定

36 前掲資料

37 <http://www.foreignaffairs.com/articles/141480/richard-katz/voodoo-abenomics>

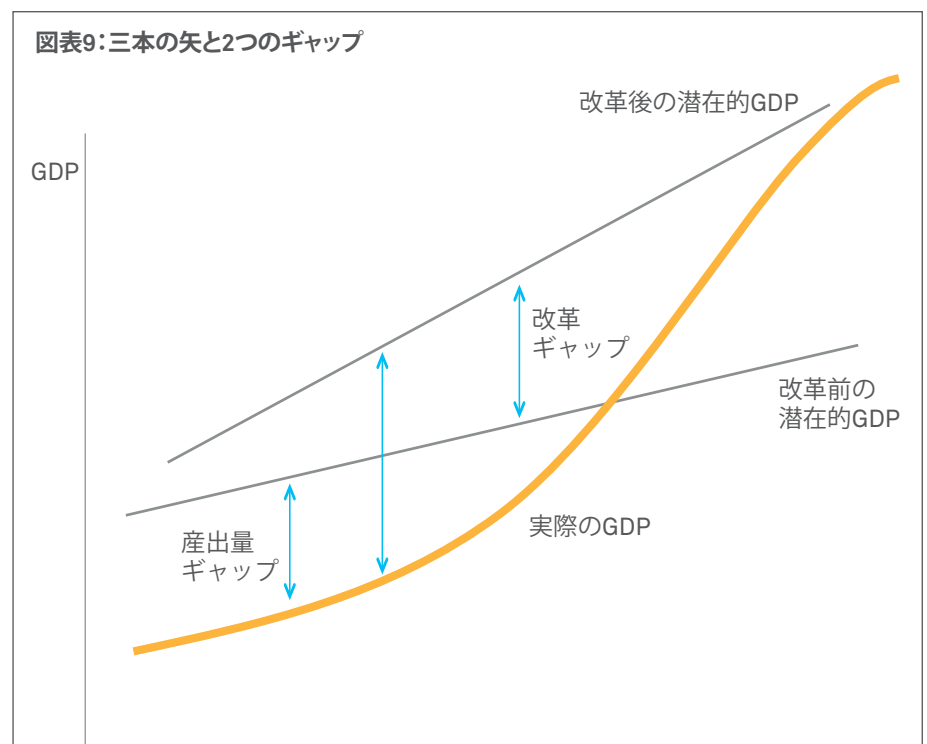
第2の見解は、デフレはそれらの問題の重要な原因の1つと考える。デフレは、「景気低迷の結果であるだけでなく、その景気低迷が長引く原因にもなる」と、日銀総裁は今年の講演で述べた³⁸。デフレは、現金や債務の実質価値を引き下げて、借入れを行う意欲を失わせ、貯蓄を促す。また、金融政策の効果を弱め、経済を景気下降から守る中央銀行の能力を低下させることがある。

第3の見解は、上記どちらの見解とも異なり、物価の下落はもはや景気悪化の主な原因あるいは結果ではなくなっていると主張する。この見解によれば、デフレは、その原因が何であれ、すでに独り歩きを始めている。デフレが続くのは主に、人々がそのように予想するからである。今や経済はデフレの継続に慣れきっているため、デフレはほとんど害を及ぼさない。

2つのギャップ

以上のような主張の可否を決めるには、少し寄り道をして、以下のグラフを使って基本的なマクロ経済学の論理を理解する必要がある。このグラフは、日銀副総裁の一人である岩田規久男氏が最近の講演で示したものと類似している。このグラフでは、日本の実際のGDPと潜在的GDPとの間、すなわち、経済が実際に生産する量と、エンジン全開時に生産し得る量との間の単純な違いを示している。

潜在的GDPは一国の生産能力の指標である。潜在的GDPは、その国の労働力の規模や技能のほか、工場や設備、インフラの規模や洗練度を含む基本的なファンダメンタルズを反映している。これらの基礎的な「サプライサイド」の要因が、経済が潜在的に生産し得る量の上限を定める。しかし、経済が実際に生産する量は別の要因によって決まる。それは、需要の強さ、すなわち、消費者や企業、政府、外国人が一国の財・サービスに支出する能力と意思である。需要が強ければ、実際のGDPは潜在的なGDPに合致、もしくは上回る。労働者は完全に雇用され、設備もフルに稼働する。賃金上昇圧力がかかり、物価が上昇し、最終的にはインフレにつながる。反対に、需要が弱く、支出が抑制されているときは、生産能力が遊休化し、労働者は不完全雇用の状態となる。実際のGDPは潜在的GDPを下回り、エコノミストが「産出量ギャップ」と呼ぶ状況が発生する。賃金低下圧力がかかり物価が下落する。最終的にはデフレにつながる。



出所：岩田規久男日銀副総裁が2014年6月3日に行った講演、「Japan's growth Potential and quantitative and qualitative Monetary easing (日本経済の潜在成長力と量的・質的金融緩和)」を基にBNYメロンが作成。例示のみが目的。

日本の潜在的GDPは明らかに本来の水準を下回っている。第三の矢である構造改革のみが、この「改革ギャップ」を埋めて、グラフ上に示されたより高い成長軌道まで潜在的GDPを引き上げることができる。しかし、日本のデフレ不況は、それとは異なるギャップ、すなわち需給ギャップが存在することを示すものである。物価に対する根強い下方圧力は、経済が常に既存の潜在力を下回っていることを示唆している。

この需給ギャップを埋めるのに、第三の矢の構造改革は不要である。実際、構造改革はそれ自体、需給ギャップを拡大する可能性がある。例えば、移民は労働力の供給を増やし、賃金に下方圧力をもたらすことにより、日本のデフレ傾向を強めるであろう³⁹。

岩田氏も講演で同様の趣旨の発言をしている。

「[構造改革は]日本経済の生産能力を拡大するサプライサイドの政策です。そうした新たな生産能力に見合った総需要がない場合、デフレ圧力が一層悪化する結果となります。こうした理由によっても、構造改革から発生するデフレ圧力を和らげるための金融緩和が必要となるのです」

日本の合成の誤謬

なぜ日本の需要は、生産力の全面的な活用ができないほど脆弱な状態に陥ったのか。なぜ慢性的な需給ギャップに悩まされてきたのか。現日銀総裁の黒田東彦氏は、日本は「合成の誤謬」に巻き込まれたと主張している。合成の誤謬とは、個人にとって真であることはより大きな集団にとっても真であるはずだと思込むことをいう。映画館で一人だけ立てば、画面がよく見える。だからといって、観客全員が立てば、誰もよく見ることはできない⁴⁰。

日本で作用している合成の誤謬はどのようなものか。それぞれの個別企業は、利益を貯め込めば、バランスシートが改善して繁栄を享受できると考えている。しかし、個別企業にとって真であることは、必ずしも企業全体で見て真であるとは限らない。ある企業が設備投資を行えば、それは別の企業の利益となる。ある企業が賃上げすれば、それが別の企業の製品に支出される。したがって、個々の企業が節約すれば、他の企業の売上が奪われる。その結果、それらの企業の財務に追加的な負担が加わり、更なる節約を促すことになる。エコノミストはこれを「儉約のパラドックス」と呼んでいる。

儉約のパラドックスは古くからある考え方である。しかし、今もなお直感には反する。人々は、国全体が単に支出し続けるだけで繁栄できるという考え方をごく当然のように退ける。そして、繁栄は、創意工夫やイノベーション、勤勉性など、より基礎的な要因が蓄積された結果であると直感的に感じる。しかし、この基本的な知恵は完全ではない。創意工夫やイノベーション、努力は、一国の生産能力を拡大し、その潜在的GDPの水準を決める。しかしながら、一国が、潜在的に生産可能な量のすべてを実際に生産することを保証するわけではない。一国がその生産能力を全面的に使用するかどうかは、需要の強さに左右されるのである。

39 直感に反するこの結果は「精励のパラドックス」と呼ばれる。 http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf

40 吉川洋氏は最近のインタビューでこれに似た比喩を示している。

<http://blogs.wsj.com/japanrealtime/2014/03/12/behind-pm-abes-wage-push-in-japan-dueling-economists/>

この単純なマクロ経済学的論理は、アベノミクスにとって強力な意味合いを持つ。この論理によれば、日銀はまず支出を十分に拡大して、日本が既存の生産能力を全面的に使用するよう図らなければならない。厳密に言えば、それが実現された場合にのみ、構造改革を通じて既存の生産能力を拡大することが必要となる。生理学的な比喩を使えば、日本はまず血液循環を良くしなければならない。その後で、筋肉の強化を図ることが必要になる。

日銀はまず支出を十分に拡大して、日本が既存の生産能力を全面的に使用するよう図らなければならない。

4. 日銀はこれ以上打つ手がないか

上記の分析から2つの疑問が生じる。それは、日本の需給ギャップはどれほどの規模か、そして、日銀はそれを埋められるかというものである。日銀の資産買い入れを受けて、買い入れ対象の有価証券やそれに類似した代替的な有価証券は、価格が高止まりし、名目利回りは低水準に留まっている。しかし、日銀は実質金利（インフレ率を差し引いた金利）も引き下げようとしている。その戦略は、今後は物価上昇や支出の伸びのペースが速くなることを、言葉と行為によって日本全体に納得させるというものである。インフレ期待が上昇すれば、それに伴って借入コストが低下し（返済時には借入金額の価値が低下しているため）、保有する現金の便益も減少する（物価上昇により現金の価値が低下するため）。このことと、将来の成長に対するより楽観的な予想が相まって、企業の投資意欲や、消費者の消費意欲が高まるはずである。

デフレ心理が自己強化的であると同様、リフレ心理も自己増殖的に強まることもある。消費者は価格が上昇する前に急いで購入しようとする。企業は、競争相手に先を越される前に、成長する市場から素早く利益を上げようとする。かつては最初に動く危険を恐れて身動きのとれなかった人々が、最後に動く危険を恐れて活発に行動するようになる。

一部のウォッチャーは、日銀が、インフレ上昇に向けた決意を公衆に確信させるために、今年後半に追加的な措置を講じるとみている⁴¹。日銀は、2014年末までにマネタリーベース（流通現金（「日本銀行券発行高」＋「貨幣流通高」）と「日銀当座預金」の合計値）を約270兆円に拡大することをすでに約束しているが、これは2年前のほぼ2倍の規模に当たる。しかし、必要があれば、日銀はさらにその量を自由に増やすことが可能である。

日銀の権限の全容については、必ずしも市場参加者に十分に理解されていない。原則として、日銀は望む量の通貨を発行できる。発行量が多すぎれば、言うまでもなく、物価が上昇し、いずれ通貨の価値が下落する。そのため、インフレが中央銀行の権限に対して自動的に限度を定める。しかし、日本の場合、インフレ上昇は制約ではなく目標となっている。

日銀は、無制限に通貨を発行できるため、価格水準を引き上げることもできる。第2の命題は第1の命題から直接導かれる。仮に日銀が物価を引き上げる力を持っていないとすれば、筋の通らない結果が生じるだろう。中央銀行がどれだけの通貨を生み出したかにかかわらず、その通貨は購買力を維持することになる。もしそうなら、中央銀行は国内外のあらゆる資産を購入することが可能となる⁴²。

日本の需給ギャップはどれほどの規模か

日銀の戦略が有効であるとしても、経済はどれほどの寄与を需要拡大のみから受ければよいのか。公式の推定によれば、その答えは比較的少量である。第1四半期における需給ギャップの日銀自身の評価はマイナスだった。つまり、今や実際のGDPは潜在的GDPを上回っている⁴³。これが正しければ、需要が伸びるのに伴い、日本経済はすぐにサプライサイドの制限にぶつかることになる。

41 http://en.nikkoam.com/files/english_press_releases/2014/release_140530_e.pdf

42 この明白な要点を表明することを恐れなかった元中央銀行幹部の一人がベン・バーナンキ氏である。
http://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf

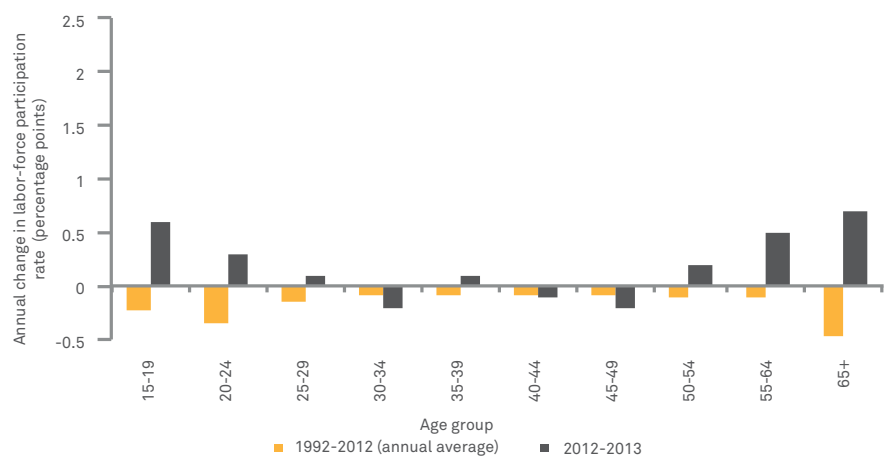
43 <http://www.bloomberg.com/news/2014-07-16/demand-exceeds-supply-in-japan-for-first-time-since-2008.html>, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140801a2.pdf

しかし、我々の見解によれば、潜在的 GDP に関する日銀の評価は過度に保守的であり、結果として需給ギャップを過小評価している。そのため、第一の矢の潜在的な効果も過小評価されている。

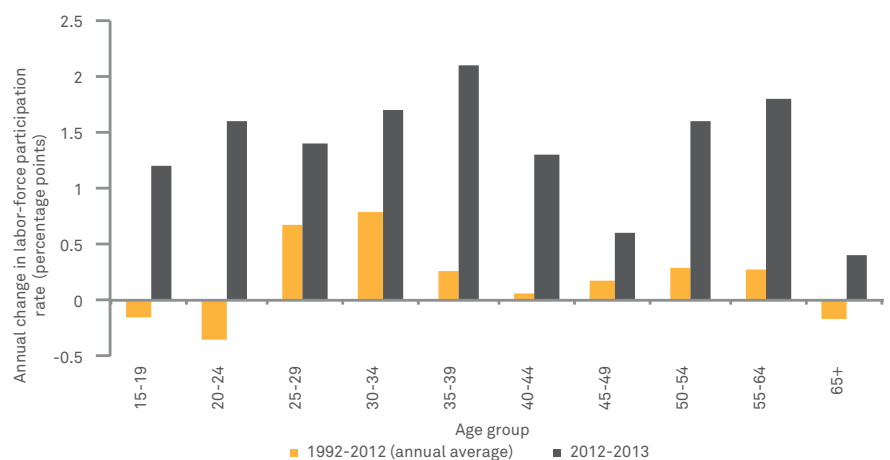
第一に、日銀の需給ギャップの評価は、日本の実際の GDP と平均産出量（最大産出量ではなく）の差異を反映している。その結果、日本の経済力の推定値が、実際のパフォーマンスに合わせて低下する傾向が生じる。根強い需要低迷に直面して、多くの人々はフルタイムで働くことを止めるか、求職活動を全く行わなくなってしまう。こうした状況では、潜在的な労働投入量に関する日銀の指標も、それに合わせて低下する⁴⁴。

しかしながら、景気が回復すれば、そうした人々の多くが再就労する気になる可能性がある⁴⁵。労働力に加わる女性や高齢者の数はすでに増加傾向にある（図表10参照）。したがって、日本の潜在的な労働供給能力は、雇用主の需要に応じて一定程度伸びる余地があると思われる。もしそうなら、日銀の経済力の評価は、実際の規模の拡大に応じて上昇することになろう。

図表10:日本の労働力率(男性)



図表10:日本の労働力率(女性)



出所：トムソン・ロイター・データストリーム

44 日本の労働力率は1990年代初頭以降、大幅に低下している。大方の見方によれば、その原因は人口の高齢化にあるとされる。しかし、同じ年齢層でみても、労働力率が低下している。1992年には、65歳以上の男性の約38%が労働力の一部を構成していた。2011年には、この比率が28.4%にまで低下した。

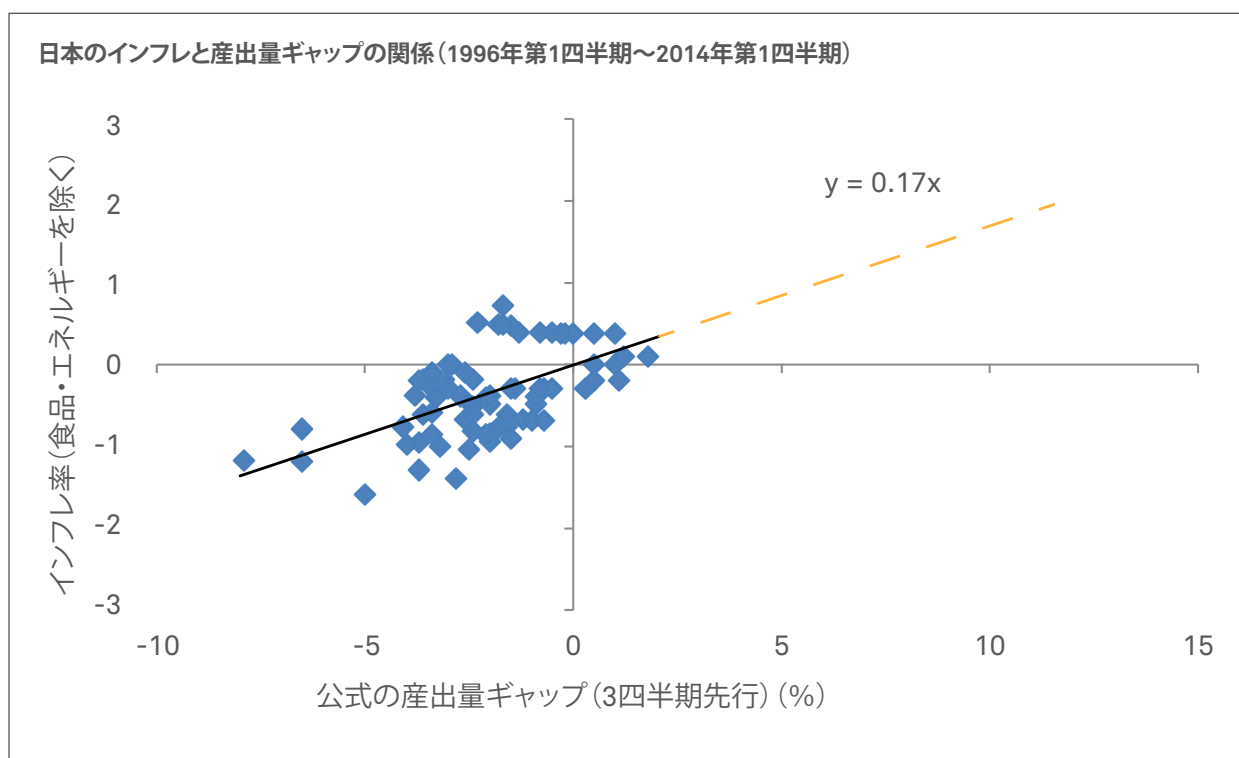
45 日本銀行政策委員会審議委員の森本直久氏によれば、女性や高齢者が、小売業などの労働力不足を受けて日本の労働力に参加している。
https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140709a.pdf

日本のスピード制限

一国の経済の潜在的産出量は直接観察できないため、それを捉える1つの方法として、その制限を超えたときに生じる物価圧力がある。経済が過熱しているかどうかは、それが発するインフレの蒸気を見れば分かる。

しかし、日銀のスピード制限は異なっている。経済がその水準に達しても蒸気が目に見えない。日銀の指標による需給ギャップとインフレの関係が下のグラフに示されている*。ここから分かるように、(日銀の指標で)需給ギャップがゼロでもインフレは全く発生していない。実際、日銀の計算によれば、経済がその潜在力を1%越えた場合でも、コア・インフレ率は0.17%にすぎず、ほとんど過熱の兆候は現れない。

このグラフの単純な解釈によれば、日銀のインフレ目標の2%を達成するには、日本経済がその潜在力を11.7%も上回る必要があることになる。このことは、日本経済の潜在力に関する日銀の見方が過度に保守的であることを示唆している†。



最近の学術研究でも、日本の需給ギャップは日銀の計算よりかなり大きいという主張がなされている。ミシガン大学のジョシュア・ハウスマンとカリフォルニア大学サンディエゴ校のジョハネス・ウィーランドの論文によれば、日本の実質GDPは最大産出量を4.5%以上下回っている可能性がある」と推計される。

4.5%という数字が大したことはないと思われるようなら、構造改革がもたらすと試算される増分と比較してほしい。例えば、IMFによれば、日本の細分化された農地の統合という賛否両論ある取り組みは、日本のGDPをわずか0.3%拡大するにとどまる。これは、農業が日本経済のごくわずかな比率(約1%)を占めるにすぎないことによる。別の例として貿易の自由化がある。日本は現在、11カ国を相手国とする貿易協定案である環太平洋連携協定(TPP)の交渉を進めている。改革支持者はこれを、自由化に対する政府の本気度を測る極めて重要な試金石と捉えている。しかし、内閣府の試算によれば、この協定に基づいて関税を撤廃したとしても日本のGDPは0.66%増えるにすぎない。

* 黒田東彦氏のプレゼンテーションの図9参照: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140623a2.pdf

† 黒田氏は、インフレ期待の上昇を受けてこの直線が上方に移動したため、所与の経済の余剰量(amount of slack)はインフレ率の上昇に関連していると主張している。

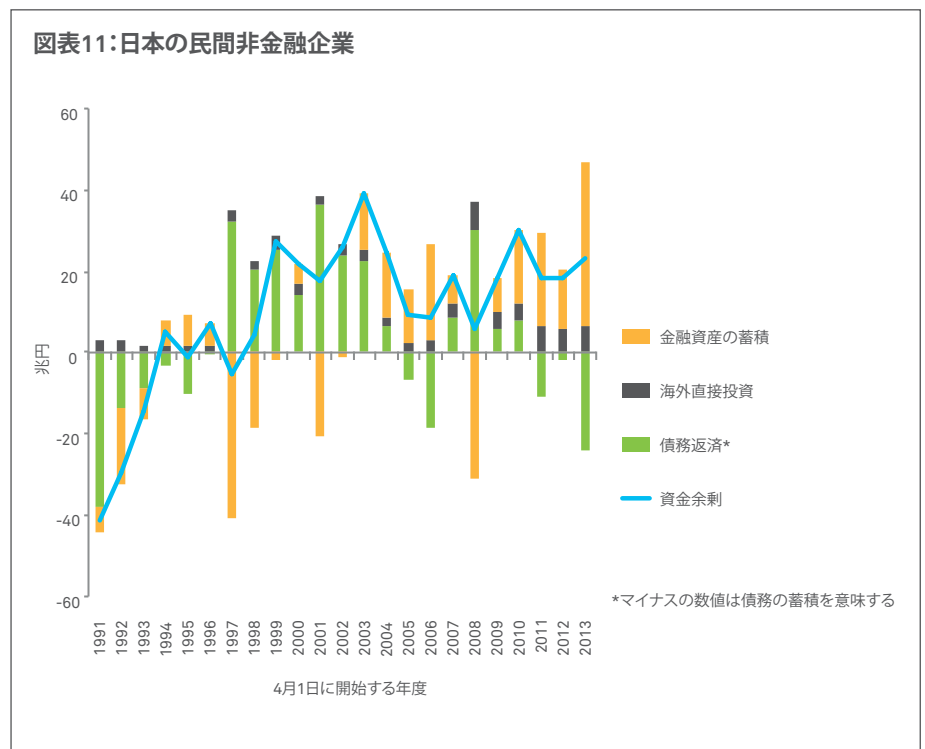
企業の貯め込み

望みを失い、不完全雇用の状態にある日本の労働者が元気を取り戻すには、企業が元気になることが前提となる。しかしながら、日本では企業の特異なコーポレート・ファイナンスほどそのデフレ心理が最も明瞭に現れている領域はない。ユーロ圏や米国など他の国であれば、企業は留保利益の大部分を設備投資に投入する。条件の良い時期には、融資を受けたり債券を発行して他の経済主体から追加的な資金を借り入れて、有望な新規事業に投資することもあり得る。資本主義はこのようにして進歩するものとされている。

しかし日本では、国内の民間非金融企業は2013年度に、GDPの4.8%に相当する23兆円以上もの資金余剰を有していた（図表10参照）。新規生産設備への支出総額は、留保利益を使い尽くすのにさえ十分ではなかった。また企業は、株主に還元する資金や社員に支払う給与を増やす切実な必要性を感じていなかった。

さらに下のグラフは、この余剰の内訳が変化していることも示している。1997年度から2004年度にかけては、企業は債務や他の負債を積極的に返済するために余剰資金を使用した。それ以後は、例えば2011年度と2013年度がそうであるように、資金の調達と蓄積を同時に行って、金融負債と金融資産をともに積み増した。言い換えれば、日本の「非金融」企業は幾分、金融仲介機関のように機能した。

2013年度には、企業は他の経済主体から約24兆円の資金を調達した。しかし、この借入額をはるかに上回る47兆円の資産の蓄積があった（この資産には6.6兆円の海外直接投資が含まれているが、その大部分に相当する約40兆円は何らかの種類の純粋な金融証券だった）。企業は、一国の余剰貯蓄を有効に活用するものと想定されているが、日本では企業がむしろ余剰貯蓄を増やしている。



出所：日本銀行

5. 日本経済は公的債務に押しつぶされるか

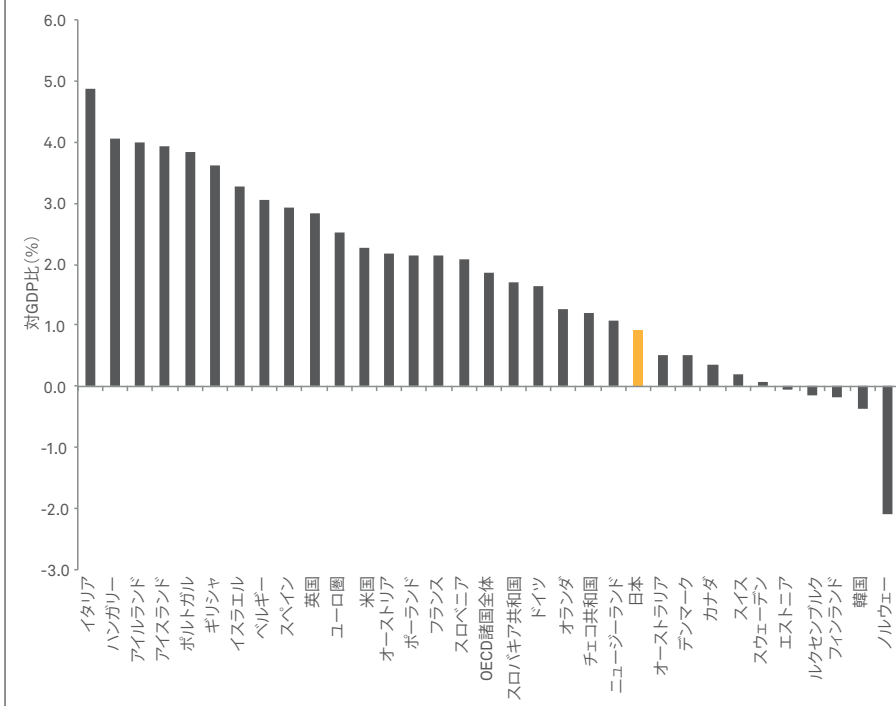
企業が純債務者という伝統的な役割を放棄したため、企業に代わり日本政府がその役割を引き受けることになった。政府の慢性的な赤字は、民間部門の継続的な資金余剰の裏返しである。企業は、銀行から借り入れる代わりに社内に貯金を蓄積し、銀行は、企業に融資する代わりに政府に貸し出している。

したがって、日本の放漫財政は企業の儉約と表裏をなしている。日本政府は確かに大規模な債務を抱えている。だが日本全体はそうなっていない。それどころか、日本は世界最大の債権国であり、2013年末の対外純資産は3兆ドルを超えていた⁴⁶。

日本の財政赤字は議論的となっている。政府は借入資金を必ずしも有効な用途に使用してこなかった。しかし、少なくとも一定の用途には使用した。仮に政府が需要を拡大しなかったとすれば、日本はもっと深刻なスタグフレーションに苦しんだはずである。家計と企業のどちらも収入を上回る支出をしようとなし、他の経済主体がその反対の行動を取る必要がある。そうしないと、企業や家計の所得が徐々に減少して、最終的には、企業や家計が支出する用意のある金額と同じ水準に達することになる。

したがって、日本の政府赤字は民間部門の余剰を相殺するために必要であった。そして、それが必要であったため、政府赤字は意外にも、持続可能なものであった。日本国債の利回りは依然として極めて低い（7月末時点の10年債の利回りは約0.5%）。このため、日本の公的債務の対GDP比はOECD諸国中最も高いものの、その利払いの負担は依然として驚くほど軽い。

図表12: 政府の純利払い額 (2013年)



出所: OECD.

言うまでもなく、借り入れや債券による資金調達に対する企業の需要が高まった場合、政府は銀行に債券を売ることがより困難になるだろう。しかし、企業の需要が高まれば、政府がそうした国債を発行する必要性も低下する。財政赤字は、民間部門の余剰が縮小する場合に限り、減少し得る。したがって、日本の赤字は、それが必要である限り持続可能であると言える。赤字が容易に持続できなくなった時点では、その必要性も消失しているであろう。

日本は現在、名目GDPの縮小の時期から確実な拡張の時期に移行する、めったにない転換点にある。

以上述べたように、アベノミクスに反対する5つの論拠は誤った思い込みに基づいていると考えられる。第一に、実質賃金の下落が労働需要の増大を覆い隠しているが、需要増大を受けて、いずれは物価に見合った水準まで給与が上昇するであろう。

第二に、日本は今年実施された消費税増税を、17年前の増税時よりも順調に乗り切りつつある。増税は消費者信頼感を落ち込ませることはなかった。また、たとえ経済が予想以上の打撃を受けることがあっても、日銀がその打撃を緩和する準備を整えている。

第三に、安倍首相は構造改革という点で一定の望ましい進展をなし遂げた。もっとも、日本の構造的欠陥はどんな場合でも成長を阻害する制約ではない。第四に、日本は依然として支出の伸びによって大きな効果を上げられるが、日銀はそれをうまく達成できるであろう。最後に、日本の公的債務は脅威のようにみえるものの、金利負担は意外なほど軽い。景気回復に伴い、金利は上昇する可能性が高い。しかし、景気回復によって、金利上昇を支える能力が高まるであろう。金利上昇は成功の結果であって、失敗の原因とはならない。

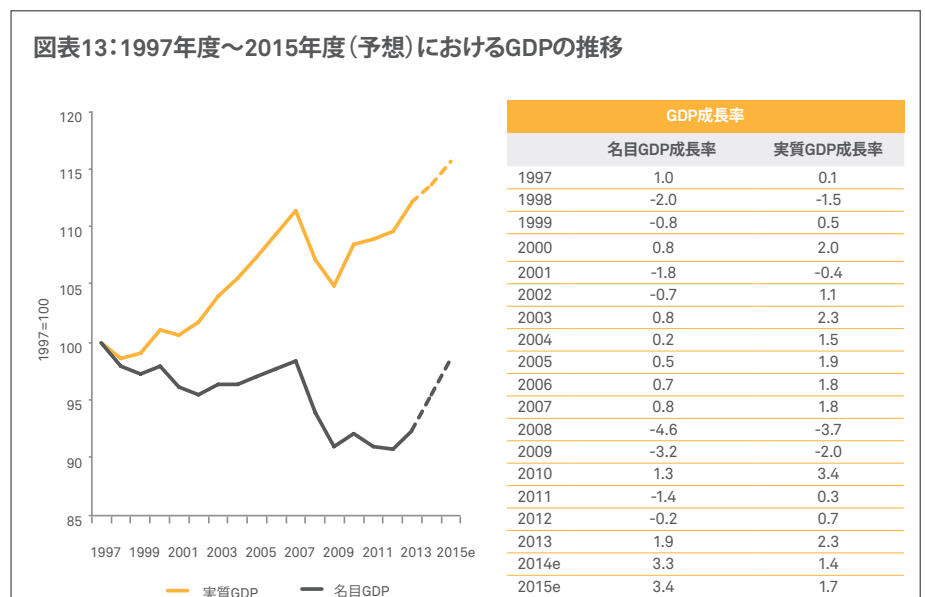
これらの論拠は、アベノミクスの進展に伴い、株式市場でどのように作用するであろうか。

株式市場の視点

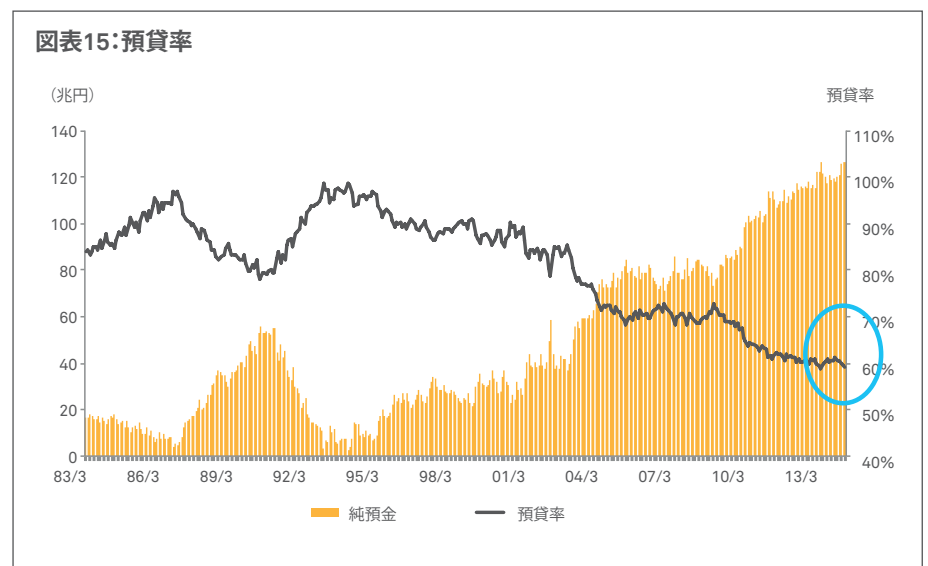
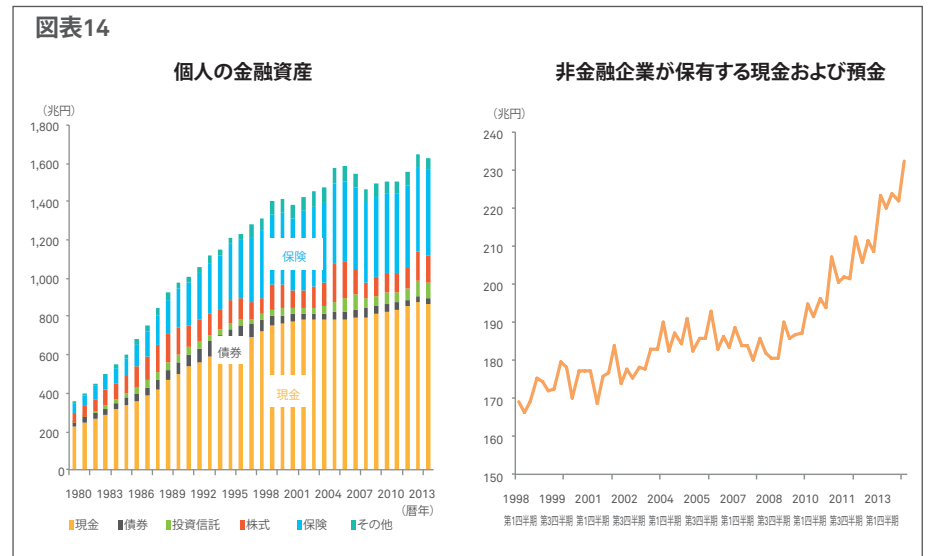
名目GDPの方が実感に近い

上述のように、日本は現在、名目GDPの縮小の時期から確実な拡張の時期に移行する、めったにない転換点にある。この転換は投資家心理に著しい影響を与える可能性がある。日本では過去20年間、縮小する名目GDPが往々にして、インフレ調整後の数値よりも「現実味 (real)」をもって実感されてきた。断続的とはいえ、確かに実質 (real) GDPも成長した。しかし、給料袋が薄くなり、円ベースの利益が減少している以上、たとえ物価がそれを上回って下落したとしても、豊かになったと感じるのは困難である。

図表13: 1997年度～2015年度(予想)におけるGDPの推移



この低迷期に、家計や企業は、相当規模の現金保有を含め、金融資産を貯め込んだ。これに並行して、銀行のバランスシートは伸び悩みの状態が続いた。銀行の預貸率は現在60%にとどまっている(図表13および図表14参照)。



マイナスからプラスへの名目GDP成長率の転換は、企業や個人の心理を上向かせ、借入れや支出を促すものと思われる。そうなれば、日本は家計や企業のバランスシートの着実かつ長期的な再レバレッジから恩恵を受ける可能性がある。すでに一部に明るい兆しが見え始めている。2013年12月には、上場企業の有利子負債が前年同月比で10%以上増加した⁴⁷。

日本では、2013年の大幅な上昇にもかかわらず、株価の回復が依然として収益の回復に著しく立ち遅れている。企業収益の成長見通しが大幅に改善している。上場企業の今年度の収益は過去最高に達すると予想されている。日本の回復は不動産価格にも現れている。一等地の不動産に関する国土交通省の調査によれば、今年第1四半期に全地点の79%で地価が上昇した。下落した地点は3%を下回った⁴⁸。東京のオフィス空室率は今年も低下基調をたどり、2012年6月の約10%から6.5%に低下した⁴⁹。

47 2014年3月16日付日経新聞。計算は、3月期を事業年度とする上場企業約1700社(金融企業と電力会社を除く)に基づく。
48 <http://tochi.mlit.go.jp/english/wp-content/uploads/2014/06/f444672ca1c9bea08a5117bdd46b20971.pdf>
49 出所: 三鬼商事。http://www.e-miki.com/market/download/sikyo/F1407_TO.pdf

国内株式市場は依然として収益の回復に立ち遅れている

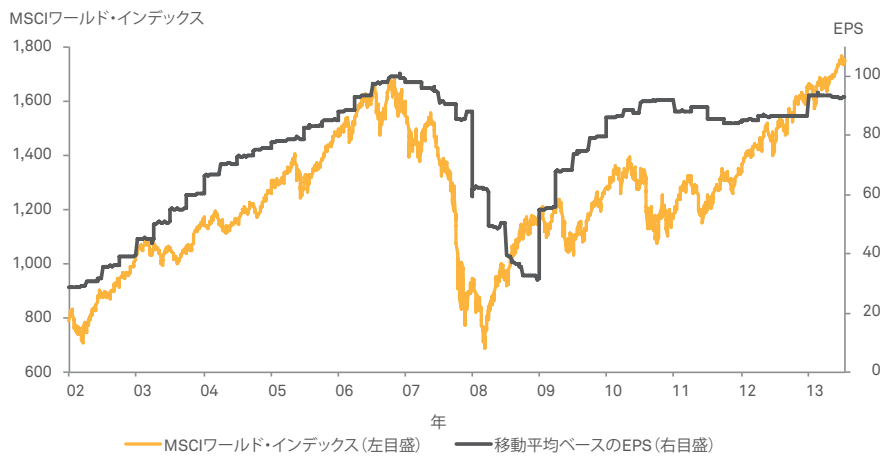
これらの変化の重要性を考慮した場合、これまでの株式市場のパフォーマンスは極めて精彩に欠ける。大半の株式市場では、株価は1株当たり利益（EPS）の増減を反映している（図表15参照）。日本では、2013年の大幅な上昇にもかかわらず、株価の回復が依然として収益の回復に著しく立ち遅れている。TOPIXが1株当たり利益の回復に追いつくには、40%上昇する必要がある（図表16参照）。

日本では、2013年の大幅な上昇にもかかわらず、株価の回復が依然として収益の回復に著しく立ち遅れている。

投資家は、過去5年間に日本に降りかかった一連の厄災の影響をまだ脱し切れないでいる。そうした厄災には、1,000年に一度の大地震のほか、約500社の日本企業が生産設備を保有しているタイで発生した50年に一度の大洪水、極めて脆弱な民主党が政権の座にあった3年間などが含まれる。

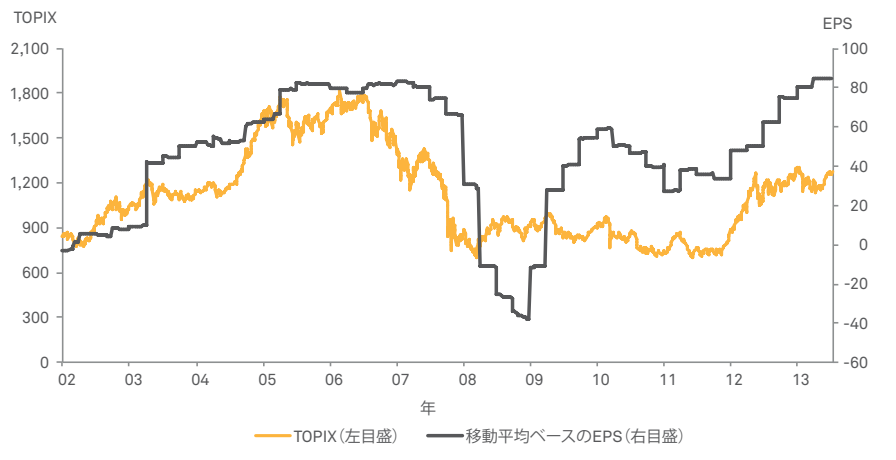
これまでの株式市場の上昇は、今世紀の変わり目におけるインターネット・バブルや金融危機に先立つ世界的な好況など、主に世界の動向を反映したものだ。日本は現在、独自の国内要因を反映した独特の「地場産（homegrown）」の回復を初めて享受している。投資家は、結局のところ日本のGDPの85%以上を占める内部志向の国内経済が持つ上振れの可能性をまだ十分に認識していないと考えられる⁵⁰。

図表16: MSCIワールド・インデックスと移動平均ベースの加重EPSの比較



出所: ブルームバーグ、野村證券。2014年7月17日現在。12カ月移動平均ベースのEPSを使用。

図表17: TOPIXと移動平均ベースの加重EPSの比較



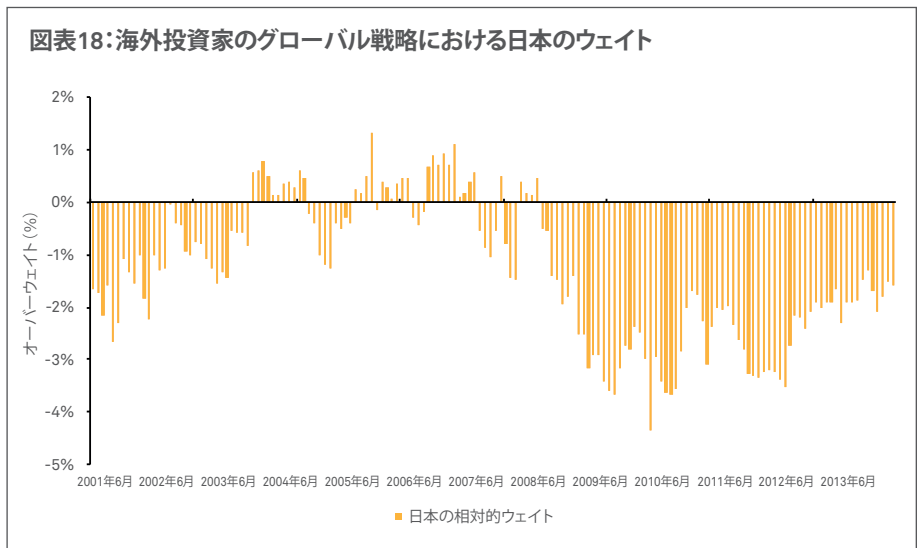
出所: ブルームバーグ、野村證券。2014年7月17日現在。12カ月移動平均ベースのEPSを使用。

50 2013年には日本のGDPの14.9%が総輸出で占められた。しかしながら、世界貿易機関およびOECDによれば、グロスベースの数値には部品やコンポーネントの輸入が含まれており、これにより、その数値から約2.2パーセントポイントが差し引かれる。一方、日本の国内投資（GDPの約24%を占める）の一部は輸出志向である。
http://www.oecd.org/sti/ind/TiVA_JAPAN_MAY_2013.pdf

依然として不人気

世界の投資家は、日本の見通しが大幅に改善しているにもかかわらず、依然として日本をアンダーウェイトとしている(図表17参照)。これに対し、日本の機関投資家の一部は国内株式への投資を拡大しようとしているように思われる。世界最大の公的年金基金である(約1兆2,000億ドルの資産を保有)年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、日本株式の長期保有を増やすと予想されている⁵¹。これまでポートフォリオに占める株式の比率が10%を越えることがなかった個人投資家も、2014年には積極的な買い手になった⁵²。2014年初頭からの3カ月間に、税負担の軽い新設投資口座であるNISAに1兆円以上を投入したのである⁵³。1月の個人投資家の株式買越額は過去最高を記録した(ただし、その後市場の軟化を受けて売り越しに転じた)。

世界最大の公的年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人は、日本株式の長期保有を増やすと予想されている。



出所: 野村證券

年初来の株価が低調な理由

日本のTOPIXは、2013年に50%以上上昇した後、今年上期には2%の下落となった⁵⁴。この下落は、極めて劇的な景気回復を遂げつつある国としては、期待はずれと受け止められるかもしれない。しかし、昨年の急上昇を踏まえれば、こうした反落は十分理解できるものである。

この下落の一因は、4月に消費税が5%から8%に増税されたことにあると思われる。この異例の事態を受けて、企業は、4月から始まる新年度について極めて保守的な収益予想を示さざるを得なかった。そのため、4月から12カ月間の成長見通しのコンセンサスが押し下げられた。

また一部の投資家は、日銀が今年上期に追加的な緩和策を発表しなかったことにも失望した。インフレ率がプラスの領域にあったことから、そうした緩和策はもともと起こりそうにはなかった。しかし、2013年4月に日銀が市場にサプライズをもたらした後、投資家は黒田日銀総裁について、市場の期待がどれほど大きくても、その期待を越えることを好むものと思いついてきた。

現在の状況を踏まえれば、今年の株式市場の低迷は、市場に投資する魅力的な機会を提供している。今年下期には消費税増税の影響からも脱するとみられる。したがって、投資家は、日本の名目GDPが拡大する段階への移行に再び焦点を合わせる事が可能となるだろう。

51 日経新聞によれば、GPIFは9月までにポートフォリオの見直しを終えるようである。専門家の調査における予想の中央値をみると、GPIFはポートフォリオに占める国内債券の比率を引き下げて(現在の60%から40%に)、国内株式の比率を引き上げる(12%から20%に)ことが見込まれる。http://www.bloomberg.com/news/2014-05-28/japan-s-gpif-to-cut-local-bonds-to-40-survey-says.html

52 2014年2月15日付日経新聞

53 既述のように、NISAの投資では、年間100万円以下の投資は5年間非課税扱いとなる。

54 ブルームバーグ

結論：アベノミクスが有効に機能する理由

安倍首相が復帰するまでの15年間に、日本には1年を大幅に超えて在職した総理大臣が1人しかいなかった。日本は適切なリーダーを欠いていた。自民党が衆参両院で安定多数を占める状況にあって、日本は現在、めったにない政治的安定の時期を享受している。さらに、通常は急激な変化を嫌う国民が、今はそれを受け入れる用意があるように見える。安倍首相は、消費税の引き上げや、相続税の実質的な増税、10%から20%への高齢者の医療費負担の引き上げなど、不人気な変更を断行したにもかかわらず、その支持率はかなりの高水準を維持している⁵⁵。

アベノミクスは新しいが、安倍首相自身はそうではない。安倍氏が首相の職を務めるのが2回目であるという事実が、おそらく同氏の成功の別の理由であろう。安倍首相は、始動のプロセスを飛ばして一気に仕事に着手することができた。アベノミクスが発表されたのは、2012年の総選挙からわずか数日後のことである。アベノミクスの実施も、日本の基準からすれば光速のスピードで進行した。

日本の苦境はめったにないものである。経済史をみても、これほど長期間低迷する名目GDPに苦しめられた国はほとんどない。つまり、そうした呪縛から解き放たれた国はほとんどないことになる。物価が上昇し、起業家精神が旺盛になり、労働者が向上心を取り戻し、老朽化した設備が一新され⁵⁶、経済の潜在力が再び最大限に発現されるようになるにつれ、日本がどのように対応するかは誰も正確に予想できない。2人の著名なエコノミストが指摘したように、「日本が達成可能なことについて明確な見通しを持たない限り、日本が失いつつあることを把握するのは難しい」⁵⁷。

これから日本が達成していくかもしれないことが、多くの人々にサプライズをもたらす可能性があると考ええる。

55 http://www.nikkei.com/article/DGXNASFS0504G_V01C13A2EA2000/

56 日本の製造会社が使用する資本設備は、使用年数が平均16年を越えていると推定され、米国に比べ3~4年古い。
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14141.pdf>.

57 Takeo Hoshi and Anil Kashyap (星岳雄およびアニル・カシャップ)、「Why did Japan stop growing? (日本の成長が止まった理由)」。
http://nira.or.jp/pdf/1002english_report.pdf

補足：診断によって医者を知る

経済に関する説明は反景気循環的で、不況期に活発になる。日本経済は低迷しているが、その苦境に関する説明は盛り上がっている。しかしながら、このように盛んに行われている解釈はまだ一致するに至っていない。エコノミストの間には、日本は需要不足に苦しんでいるとする見方が依然としてある一方、不十分な供給に主な原因があるとする主張もなされている。「需要重視」の陣営は、対策は金融緩和策だけで十分とする見方と、それに加えて（あるいは、それに代えて）財政刺激策を必要とする見方に分かれる。

さらに、金融刺激策の支持者の間にさえ違いがある。一方には、日本は流動性のわなに陥っており、そこから抜け出るには、日本の金融制度全体を変更して新たな目標や新たな手段を導入しなければならないとする考え方がある。これに対し、単に日本の中央銀行幹部が臆病なだけにすぎないとする考え方がある。また、銀行貸出が決定的に重要とする見方と、銀行貸出を付随的なものとみる見方の対立もある。

これに比べれば、恐らく供給重視派の方が統一がとれている。しかし、この陣営の中にさえ、日本の人口動態的要因の悪化を強調する見方、原因として企業が成果を上げられないことを挙げる見方、さらには日本の長期的なデフレの原因は企業の硬直性ではなく、その逆の賃金の柔軟性にあるとする見方の違いがある。

対立する主張を整理する1つの方法は、医師のチェックリストと同様、エコノミストが日本の希有な経済状況を診断する際に考慮する質問のリストを作成することである。日本に関して意見を異にする学派が下記の質問にどう答えるか、その違いを基にそれらを区別することが可能である。

1. 日本は「需給ギャップ」に苦しめられているか。需要が弱く、生産能力が十分に使用されず、労働者が不完全雇用の状態にあるが、支出を拡大すれば、過度のインフレなしにGDPを拡大できるか。

この回答が「いいえ」なら供給重視派であり、質問8に飛ぶ。回答が「はい」なら需要重視派であり、質問2へ。

2. 日本が需給ギャップに苦しめられているとするなら、なぜ支出が低迷しているのか。

- 消費者が、将来の価格下落を見越して購入を先延ばししているから。
- 家計や企業が、将来の増税を見越して貯蓄しているから。
- 企業が利益を貯め込んでいるから（例えば、現金を含む金融資産を蓄積することによって）。

3. 企業が利益を貯め込んでいるとすれば、企業はそれ以外に利益をどのように処理すべきか。

- 利益を設備投資に投入する、または株主に分配する。
- 賃金を引き上げる。労働者はそれを消費財に支出するであろう⁵⁸。

4. 日本が需給ギャップに苦しめられているとすれば、これまで金融刺激策がそれを埋められなかった理由は何か。

- 企業が、債務をより心地良い水準に削減するまでは、金利がいくら低くても、借り入れに慎重であるから⁵⁹。
- 銀行が、資本不足のため、および不良債権を懸念するため、中央銀行が資金調達コストをいくら引き下げても、貸し出しに慎重であるから⁶⁰。
- （名目）金利はゼロを下回ることができず、金利水準がゼロであっても支出を回復させるのに十分低くないから。
- 人々が、必要なマネー・サプライの拡大が永久に続くと考えていないから⁶¹。

58 この見解の提唱者の1人はアンドリュー・スミザーズ氏である。

<http://blogs.ft.com/andrew-smithers/2014/07/abes-thirdarrow-the-second-time-round/>

59 こうした主張で有名なのはリチャード・クー氏である。

60 この主張は、銀行のバランスシートが改善する2000年代半ばまで広く支持されていた。この見解の証拠を早くに提示したのは小川一夫氏と北坂真一氏だった。http://www.iser.osaka-u.ac.jp/library/dp/2000/dp0505.pdf

61 ポール・クルーグマン氏が著名な1998年の論文でこの見解を表明した。

http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1998%202/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogooff.pdf

- e) 金利が低下すると、金利収入に依存する人々が消費に慎重になり、不動産価格が上昇すると、より高価な不動産を購入しようとする人々が貯蓄に積極的になるから⁶²。

5. 中央銀行はこれ以上打つ手があるか。

答えが「いいえ」ならフィスカリスト(財政主義者)であり、質問7へ。答えが「はい」ならマネタリスト(通貨主義者)あるいは「ニュー・ケインジアン」であり、質問6へ。

6. 中央銀行にこれ以上打つ手があるとすれば、それは何か。

- a) 期待インフレ率を差し引いた「実質」金利がゼロを十分下回る水準にまで低下して支出が回復するように、人々のインフレ期待(あるいは物価水準)を引き上げる⁶³。
b) 必要なマネー・サプライの拡大が永久に続くことを人々に確信させる。

7. 金融刺激策に効果がなくても、財政刺激策には効果があるか。

- a) ある。その理由は、企業にとってレバレッジ解消(債務を返済できるように収益を下回る支出を行うこと)が容易になるからである。政府はその反対のを行う際、徴収する租税を上回る支出を行うことになる⁶⁴。
b) ある。その理由は、直接的な需要の拡大と同様、財政刺激策も最終的には金融政策のコントロール力を回復させるからである。それは、貯蓄を吸収して、(名目上の)「自然」利子率をゼロを上回る水準に引き上げる(自然利子率とは、インフレを招くことなく、経済が最大の生産能力で活動し続けるのに十分な需要を生み出す利子率をいう)⁶⁵。

8. 日本が需給ギャップに苦しめられていないとすれば、GDP成長率がこれほど低いのはなぜか。

- a) 労働年齢人口が減少しているから。名目GDPが横ばいでも、労働年齢者一人当たりの実質GDPは妥当なペースで増大してきた。
b) 経済の広い分野、特にサービスや農業が規制によって競争から保護され、停滞したから。
c) 日本では創造的破壊が行われないから。銀行が寛容なため生き延びている「ゾンビ」企業が、消滅途上にある業種に労働力や資本を滞留させているため、より有望な業種がそれらを利用できなくなっている⁶⁶。

9. 日本が需給ギャップに苦しめられていないとすれば、物価が過去15~20年間下落してきたのはなぜか。

- a) 自己実現的な期待のため。最初の原因が何であったにせよ、デフレが現在続いているのは、単に人々がそれを期待するようになり、それに合わせて自身の価格や賃金を設定しているからである。
b) 賃金に柔軟性があるため。日本では、需要が減退すると、企業は雇用ではなく賃金を削減する。こうした賃金引き下げにより、企業は価格の引き下げが可能となり、デフレに寄与する⁶⁷。

62 John Muellbauer and Keiko Murata (ジョン・ミュエルバウアーおよびケイコ・ムラタ) 参照。
<http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac%3A111219>

63 クルーグマン氏およびラルス・スベンソン氏がこうした主張をよく知られている。

64 Koo (クー) 参照

65 アダム・ポーゼン氏が1998年にこうした主張を行った。同氏は現在、日本の公的債務が財政刺激策の余地をほとんど残していないことを懸念している。

66 Takeo Hoshi and Anil Kashyap (星岳雄およびアニル・カシャップ) はゾンビ企業の広がりを書き出した。

67 前日銀総裁の白川方明氏がこの点を強調している。
<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap77e.pdf>

BNYメロンは、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションのコーポレート・ブランドであり、会社全体またはその傘下のさまざまな子会社を指す総称として利用されることがあります。商品およびサービスはバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの子会社、関連会社およびジョイントベンチャーによって、それぞれの国で必要な認可を受け、規制に従って、さまざまな国でさまざまなブランド名の下で提供される場合があります。これには、ニューヨーク州の法律に準拠して組織された銀行(連邦預金保険公社(FDIC)のメンバー)であり、英国においてはその英国支店(One Canada Square, London E14 5AL, England)を通じて業務を行うバンク・オブ・ニューヨーク・メロン(One Wall Street, New York, New York 10286)が含まれる場合があります。イングランドおよびウェールズで登録(FC005522およびBR000818)を受け、英国の金融サービス機構(FSA)の認可と規制を受けています。すべての商品およびサービスがすべての拠点で提供されているわけではありません。本文書の金額表示はすべて米ドル建てです。

本文書に含まれる内容は、一般的な情報の提供および参考を目的としており、法務、税務、会計、投資、金融またはその他の専門的アドバイスを提供することを意図したのではなく、そのように利用されるべきではありません。本文書および本文書に含まれる記述は、記載されている商品(金融商品を含む)またはサービスに関する売買のオファーまたは勧誘ではなく、そのように解釈されるべきではありません。本文書は配布または利用が現地の法規に反する国における人物または組織に対する配布または利用を意図していません。また、オファーまたは勧誘が違法であるか認められない国、あるいは配布のために新規または追加的な登録が必要となる国において、オファーまたは勧誘の目的での本文書の配布または利用は認められません。本文書を入手する人物はそれぞれの国において本文書の配布に適用される規制について情報を収集し、当該規制を遵守することを求められます。サービスの継続的な改善およびセキュリティの観点から、通話をモニターおよび／または録音する場合があります。

商標およびロゴはそれぞれの所有者に帰属します。

日本のお客様へ

本書に記載されているすべてのサービスは、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションおよびその子会社、関連会社、関係会社および第三者のプロバイダーが提供しています。本書は一般的な情報として、参考目的でのみ作成されたものであり、投資アドバイスではありません。本書は、本書の配布または使用が現地の法または規制に違反することになる法域または国における個人または法人への配布、それらの個人または法人による使用を意図するものではありません。

バンクオブニューヨークメロン証券株式会社はバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの100%子会社です。

第一種金融商品取引業者、登録番号：関東財務局長(金商)第147号、日本証券業協会会員。

ニューヨークメロン銀行東京支店は日本で銀行業務(送金、貿易金融)を行っています。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社は金融商品取引法に定められた金融商品取引業者です。(登録番号：関東財務局長(金商)第406号)。また一般社団法人投資信託協会と一般社団法人日本投資顧問業協会にも加入しています。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社はバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの子会社であり、投資運用サービスを主力業務としています。

ニューヨークメロン信託銀行は日本に設立された信託銀行で、法人顧客向けの受託サービスを主業務としています。登録金融機関(登録番号：関東財務局長(登金)第607号)。



BNY MELLON

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会