

正念場迎えるアベノミクス

植田和男 東京大学教授



安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の効果が正念場を迎えている。14年に入って株価は調整し、大胆な金融緩和の成果も出尽くしたように見える。もしもインフレ率が予想以上に高まれば、国内投資家が債券売りに動くだろう。日銀の金融政策をはじめ、マクロ経済政策はかじ取りが難しくなりそうだ。

2012年後半から続いてきた安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の下、資産市場や経済が好転する動きは、今、難しい局面に差し掛かっている。当初期待されたのは、大胆な金融政策(第1の矢)でインフレ期待を高め、これが資産価格を押し上げるとともに財・サービスへの総需要をも高めて景気や物価上昇率を上昇させること、財政政策(第2の矢)を当初拡張的に運営して金融政策を側面から援護しながら、次第に財政再建を重視する路線に移行すること、そして経済の供給サイドを改善する政策(第3の矢)とともに健全で持続可能な経済の長期均衡を目指すこと——の3点だった。

円安の進行や株高、景気の好転等、上記で述べた期待はある程度実現されている。ただ2%のインフレ目標達成まではまだかなりの道のりが残っているし、供給サイドの強化や財政の維持可能性の実現に至ってはめどが立っていない、と言わざるを得ない。以下では、これまでの経緯を振り返りながら、当面の問題を論じてみたい。

為替や株といった資産市場と経済の好転は、当初期待されたものとはやや異なったメカニズムによって生じている。すなわち家計やエコノミスト、市場関係者などの予想物価上昇率から判断して、インフレ期待は高まっているが、金融緩和に強く反応したというよりは、現実の物価上昇率を後追いで上昇している格好だ。むしろ「大胆な金融緩和が実施されれば資産価格が上昇する」と考えた投資家が先回りして行動した結果、円売り・ドル買いと株価上昇が起こり、加えて拡張的な財政政策が景気とインフレ率に好影響を与えてきたのである。

しかも、日本株の投資家別売買動向によれば13年末までの株価上昇をリードしたのは外国人投資家であり、この間、国内投資家は一貫して売り越しだった。08年以降の金融危機で欧米の中央銀行が果敢に対応し、資産市場と経済の好転をもたらした経

験から、外国人投資家は日本でも大胆な金融緩和が実施されれば、少なくとも資産価格は上昇すると考えたのだろう。一方、株を売り続けた国内投資家は長期間のデフレと経済停滞の経験から、金融政策を含む経済政策への期待感が低かったのである。

14年以降の株価は、年初からの不安定な海外経済情勢と、国内投資家の売買不参加に失望した外国人投資家の売りによって半年以上も調整し続けている。大胆な金融緩和も、当初投資家の期待をあおった後は、大きな成果をあげていない。ゼロ金利下でさらに大量に流動性を供給する、という政策の景気刺激効果は疑問であるし、残存期間の長い国債の大量購入は、残念ながら大規模なポートフォリオ・リバランス効果を引き起こしていない。金融規制強化もあって、金融機関のリスクテイクの能力は限られ、ヘッジファンドのような投資家層も国内にはほとんど存在しない。国債とリスクが大差ない格付けの高い社債や、ヘッジ付き外債へのリバランスは観察できるが、国内経済に大きなプラス効果を引き起こしているには見えない。

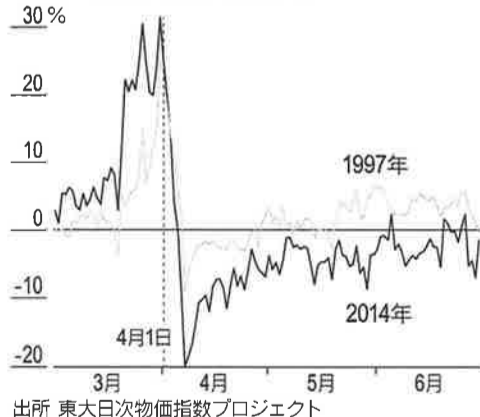
業を煮やした政府が、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の資産運用をよりリスク選好型に転換し、資産市場と経済に一段の活を入れようとしている。いわば、将来の年金受給者の資産の当面のマクロ経済政策への流用である。経済の一段の活性化に成功するか、年金基金によるリス

ク資産の高値つかみになるか賭けである。

足元の経済情勢は、消費税率引き上げ後の経済停滞が予想以上に長引いており、予断を許さない。グラフは東大日次売上高指数について、1997年と2014年の消費税率引き上げ前後の動きを比べたものである(伸び率は前年同日との比較)。14年の方が、消費増税後の反動減が大きいとわかる。もちろんこのデータはスーパーマーケット取扱商品に限られ、消費者物価指数に占める割合は20%程度をカバーしているにすぎないので過度の一般化は危険だが、1つの懸念を示す材料ではある。

夏から秋にかけて、資産価格、経済、物価上昇率動向のどれをとっても、アベノミクスの成否を占う重要な正念場を迎える。注意を要するのは、仮に経済と物価上昇率が好転の軌道に復帰したとしても、手放しでは喜べないことである。現実の物価上昇率が予想以上に上昇し、結果的に期待物価上昇率が高まる場合、これまではっきりとした反応を見せなかった国内投資家のインフレ期待に火が付き、債券を投げ売りする危険がある。物価上昇率そのものがある程度以上のレベルに達すれば、日銀は長期国債の買い手の役割を止めざるを得ない。インフレに加えて、財政を維持できるのかという不安でも起こる名目金利の上昇をどのように制御できるのか、できないのか。マクロ経済政策は難題を抱えたままである。

東大日次売上高指数
(対前年比伸び率、7日移動平均)



出所 東大日次物価指数プロジェクト

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年、日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱にな

る。2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として21世紀版「前川レポート」となる報告書「グローバル経済に生きる—日本経済の『若返り』を—」をまとめた。静岡県出身。62歳。

関連ニュース

2014年7月5日付日本経済新聞朝刊5面
公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は4日、3月に国内株を約2500億円買い増したと発表した。今秋に発表する新しい資産構成の目安で株の比率を引き上げることに備える。4月以降も積極的に買い続けているとみられ、しばらくは年金マネーが株価を支えしそうだ。

キーワード

■期待物価上昇率 市場関係者や企業などが予想する将来の物価上昇率を指す。代表的なのはBEI(ブレイク・イーブン・インフレ率)と呼ばれる指標で、10年物国債の利回りから物価連動国債の利回りを差し引いて算出する。日本では2012年に入ってプラスになり、足元では1%台で推移している。BEIの推移は日本相互証券のホームページで確認できる。