

アベノミクスは成功するか。 日本の過去 20 年の遺産の克服



李 昌 鏞

2015 年 4 月 1 日

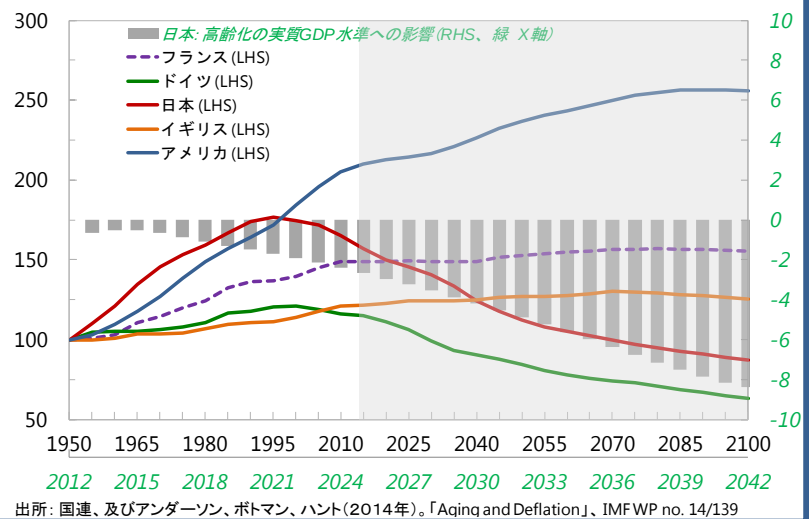
我々が発表した最新の書籍で述べているように、最近の成長とインフレの後退を踏まえても、アベノミクスは、3本の矢を等しくかつ同時に確実に前進させることで、日本経済を活性化することができます。これはまた、過度の円安を回避し日本の近隣諸国、アジア、そして世界経済にプラスの波及効果を確実に行き渡らせるためにも不可欠です。

遺産：失われた 20 年の間で起こった構造的変化

日本の情勢を熱心に追っている人々のほとんどが、2013 年の日本の名目 GDP レベルが 1990 年代半ばの水準を 6%近く下回っているという衝撃的な統計について、良く知っていることでしょう。この間、三つの重大な構造的変化が、成長とデフレ脱却に向けた努力のブレーキとなっています。

- **高齢化。** 1990 年代のころに本格化した高齢化が、労働投入量、土地の価格、総需要を押し下げることによって成長の足かせとなり、デフレ圧力につながっていました（図 1）。これは、伝統的な税基盤の侵食と医療そして社会保障面の政府支出の拡大につながり、日本の財政問題の深刻化を引き起こしています。さらに、「安全資産」への需要を高め、金融部門の、リスク資本を提供して成長の触媒になる能力を阻害しています。

図1. 生産年齢人口（1950年～2050年）



- 生産のオフショア化は当初、企業のレバレッジ解消プロセスに貢献していました。しかし最近では、国内投資と日本からの輸出がその犠牲となっています（図 2）。一方で、増大した企業収益は、企業が手元に現金としてますます多く残すようになりました。
- 労働市場の分断。かつて日本は、終身雇用のモデルとして知られていました。とくに大企業の男性はそうでした。しかし近年、女性や高齢者といった非正規雇用の出現により、劇的な変化が生じました。労働市場の行き過ぎた二重構造が、最近になり、総名目賃金と生産性の伸びを抑制するなど、デフレ脱却のための取り組みの妨げとなっています（図 3）。

こうした逆風を克服するためにこれまでさまざまな政策努力が行われてきましたが、概して一貫性に欠け継続的に行われず、また、アジア金融危機やドットコムバブルの破裂、世界金融危機、さらには 2011 年の地震と津波など、状況が改善を始めた途端に日本を襲った大きなショックにより概ね不成功に終わりました。

3 本の矢を全て放つことによる相乗効果

2013 年のはじめに、日本は、金融の安定性を維持しながら、デフレに終止符を打ち、成長を押し上げ、財政の持続可能性を確保するための、良く調整された包括的な一連の政策に乗り出しました。いわゆるアベノミクスの 3 本の矢は、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、そして野心的な構造改革から成っています。

図2. 輸出 VS 海外子会社の売り上げ

(兆円)

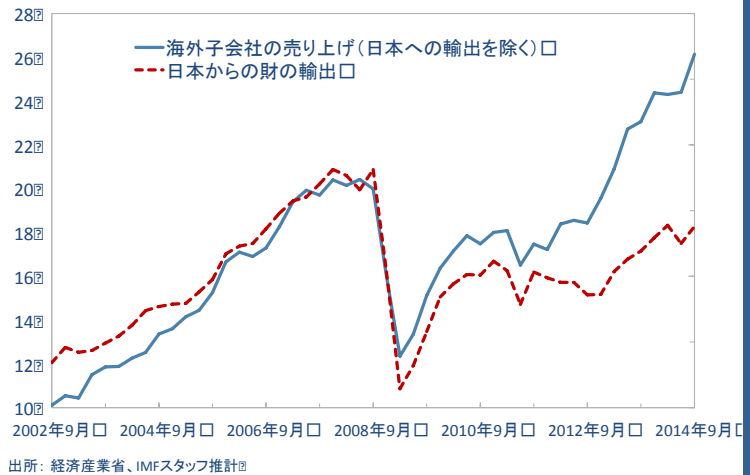
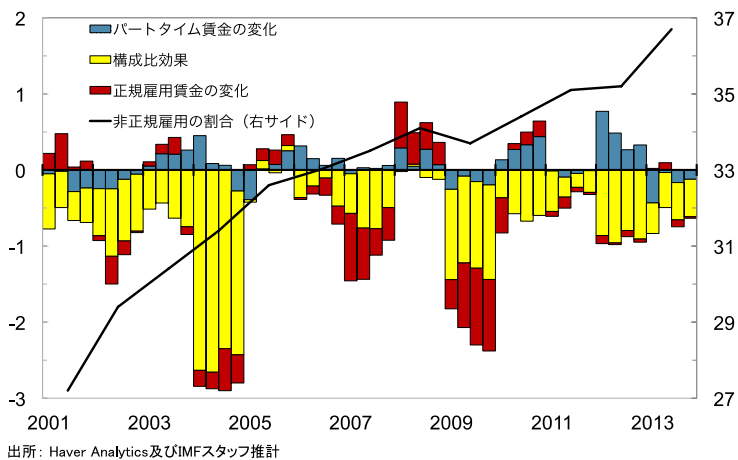


図3. 非正規雇用と賃金の伸び

(%, 前年比)

(スタッフ全体に占める割合、%)



第1の矢で、デフレに終止符を打つことで政府の債務比率を減らすとともに、伝統的な金融政策の実効性が回復するでしょう。さらに、活気を取り戻し生産性の伸びを刺激することもできるかもしれません。ですから、日本銀行による積極的な金融緩和は、実際そして予想インフレ率を押し上げるうえで、引き続き適切であり重要となっています。

とはいえ、政策の伝播は相対的に限られているようです。実質金利がマイナスであるにもかかわらず投資は依然低調で、円安にもかかわらず輸出には活力がありません。また、高利回り資産へのポートフォリオのリバランスは引き続き限定的です。インフレ予想の上昇と労働市場のタイトな環境の影響は、極めてゆっくりと基本給の上昇に反映されている状態です。このように効果がわずかなのは、高齢化、生産のアウトソース化、労働市場の二重構造からくる先に述べた構造的な逆風も理由となっており、**2%のインフレ目標の達成を支える**うえで、構造改革は不可欠であることを示しています。

第2の矢は、政府の財政調整戦略の信頼性に少なからず依存しています。これにはバランスを取る難しい作業が必要です。財政政策で経済回復を支えなければなりません。しかし同時に、巨額で増加を続ける過剰債務の存在を忘れてはなりません。歳入措置と給付金制度改革を通じた、債務を減少軌道に乗せるための具体的な中期財政健全化が、こうしたジレンマを解決する望ましい手段であることに変わりはありません。こうした計画は債務の返済を担保し、下振れリスクが現実のものとなったり、構造的な財政措置が採られた場合に短期的に刺激策を講じる余力を拡大することができるでしょう。

野心的な構造改革という**第3の矢**は、アベノミクスの短期的そしてより長期かつ持続的な成功に不可欠です。画期的な構造改革が、短期的には信認と恒常所得の期待が上昇するなか需要を支えるでしょう。さらに、欧州の例で明らかなように、成長の加速なき財政健全化が成功する可能性は低いといえます。この点から、女性、高齢者、外国人労働者の雇用を増やすための大胆な措置が、高齢化の影響を直接的に中和することから、大いに必要となっています。

最後に、金融部門はこの議論の第三者というわけではありません。ここでの改革は、新規ビジネス向け資金のより迅速な拡充に向けた、証券化市場の活性化とベンチャーキャピタルへの刺激、また、生存不可能な中小企業（SMEs）のリストラや清算を主軸とすべきです。SMEsについては、日本のSMEsの開業率・廃業率は平均して先進国・地域の約3分の1と、新規企業の参入を妨げ、健全な企業が拡大し、銀行のリスク評価能力を低下させるなど、金融仲介とリスクテイクを妨げています。

IMFの新刊「アベノミクスは成功するか。日本の過去20年の遺産の克服」：著者デニス・ボトマン、ステファン・ダニンガー、ジェラルド・シフが、アベノミクスの効果と今後の改革課題に関する2年間の研究をまとめた。

李 昌鏞: 国際通貨基金（IMF）アジア太平洋局長。IMF 勤務以前は、アジア開発銀行（ADB）のチーフエコノミスト。李博士は、ADB の経済及び開発トレンドのスポークスマンを務めるとともに経済調査局を監督。また、韓国の大統領直属 G20 首脳会議準備委員会企画調整団長も務める。FSC 勤務以前は、ソウル大学の経済学教授、ロチェスター大学の講師。また、韓国大統領府、財政経済部、韓国銀行、韓国証券保管機関及び開発研究院などで、韓国政府の政策アドバイザーとして活躍。主な研究対象分野は、マクロ経済学、金融経済学、韓国経済などで、多くの論文を発表している。ハーバード大学で経済学博士号を取得。ソウル大学で経済学士号取得。