

巻頭言：アベノミクスが見落としていること

吉川 紀夫

アジア近代化研究所理事、明星大学経済学部教授

2012年12月に発足した第2次安倍内閣が打出したいわゆる“アベノミクス”、ほぼ1年半が経過した。この間、当初の一気に呵成の勢いは薄れてきたものの、2012年11月末に9,446円だった日経平均株価はその後急速に上昇（因みに現時点である5月23日の終値は14,462円）、景況感には明るさが増し経営者マインドも前向きな姿勢に変化してきている。そして、それを支えるかのように物価水準はデフレ幅が縮小した後、インフレの方向へと緩やかに転じてきている。本年3月のCPI（除く生鮮食品）は前年同月比で+1.3%の上昇、日銀も2年間で+2%を達成することへの自信を幾分見せ始めている。さらに、為替レートは13年度平均で前年比2割方円安化し、輸出企業の採算も大きく改善している。

安倍首相自身も外遊した際には海外に向け声高に「アベノミクスの成功」を喧伝し、この施策は今や世界経済の範になるとまで言い切っている。しかし、回復感が実感として今一つ感じられないとか、個人的に所有している株式の株価は一時的には回復したものの現状は再び値下がりしてかなりの損失が出ているという国民の声も少なからず聞こえてくる昨今である。

アベノミクスは3本の柱、つまり、大胆な金融政策、機動的な財政政策、成長戦略、から成り立っている。日銀は国債の買い入れをはじめとした過剰な規模でのマネタリーベースの増額を図るなどCPI前年比+2%上昇を標榜した政策を打出してきた。また、財政支出面でも追加的歳出増を図ってきた。こうした動きを受け、企業経営者や市場関係者も政府・日銀が本気で景気対策に乗り出してきたと判断し、先行きの本格的景気拡大に期待感を繋げつつ新規の設備投資や雇用の拡張、賃金引上げなど前向きな対応を始めてきている。その結果、日銀短観などでも経営者の業況判断に大きな改善が継続的に見られ、これまでのリストラ効果などとも相俟った形で好決算の発表が目白押しになっている。こうした景況感の中で、本年4月に消費税率は3%引上げられ8%の水準になったわけである。これらの動きを見た場合、アベノミクスは成功の一途を辿っていると言い切っても良さそうな気もするし、成功することを期待したいところでもある。しかし、残念ながら幾つかの根本的な問題点がそこには伏在していることを見逃すわけにはいかない。すなわち、CPIの前年比+2%というイン

フレ幅の目標値はこれまでのデフレマインドを払拭するという意味では効果があったと評価できるにしても、さらに先行きを展望した場合、実効性のあるインフレ目標幅と言えるのかどうかという点、景気動向や企業業績の指標としての日経平均株価の動きを全面信頼し政府や企業が経済政策や経営計画を実行していても本当に大丈夫なのかという点、そして、拡大の一途を辿っている財政赤字幅縮小策として実施した消費税率引上げが適切な選択だったのかという点、がそれである。

第1点目はCPI目標値についての問題である。これは、きわめてテクニカルなCPI統計上の問題でもある。現在、多くの国では速報性に優れていることや集計コストが安いことなどからラスパイレス方式によるCPI統計が採用されている。この方式では、5年間にわたり基準時のウエイトが固定されているなどのために幾つかの統計上のバイアスが発生してくる。具体的には実勢の物価変動に比べかなりの上方バイアスがかかった計算結果が算出されてしまうことである。日本のCPI上方バイアス幅については、2000年に日銀の白塚重典氏が前年比で+0.35%~2.00%の範囲で平均的には+0.9%、2004年には第一生命経済研究所が+0.99%~1.20%、中心値は+1.09%という計算結果を発表している。これらの試算結果からすれば、日本のCPI前年比は平均的には+1%前後、最大で+2%の上方バイアスが付き纏っていることになる。となれば、アベノミクスが目標とする+2%というCPI目標は実勢としてのCPI目標値に引き

直せば、平均的バイアス下では+1%程度、最大バイアスの+2%の場合には±0%、つまり横這いということになってしまう。

それでも長年のデフレの解消、つまりマイナスのインフレ率がプラスに転じていくというリフレの持つ経済マインド上の意味は決して小さくない。しかし、実勢CPIの変動、つまり製品価格等の実際の上昇率が±0%から+1%程度の中で、公表されたCPI統計上の表面的上昇率が+2%だからということで同率の賃上げを企業が実施したとすれば企業の内部留保取崩しは必至となる。それを承知で企業は賃上げを継続することはできないはずだ。アベノミクス成功への鍵が賃上げへの連鎖にあるとすればその時点でアベノミクスは破綻してしまうことになる。賃上げのための糊代を確保するためにもCPI前年比+2%という目標値は何とも低過ぎる。

第2点目は、欠陥が多くなってしまった日経平均株価をもってアベノミクスが景況判断の基準としていることのリスクである。日経平均株価はNYダウと同じ計算方式でその前身である東証平均として1949年5月にスタートした。しかし、2000年頃から日本独自の計算方式に結果的には改悪され、それ以前の日経平均株価と比べると格段に精度が落ちてしまった。「株価は経済の鏡である」といわれるが、日経平均株価がいかに不正確で実勢株価を反映していないかについての研究は、宮川公男一橋大学名誉教授の大著『日経平均と「失われた20年」』（2013年7月刊 東洋経済新報社）に詳細な実証分析がなされている。宮川教授自身、

今の日経平均株価は本来のNYダウ式平均株価から離脱し、「ユニクロ・ソフトバンク指数」とでも言える歪められた信頼の置けない指標になってしまったと警告する。すなわち、日経平均株価を構成する225の銘柄の中で極端に株価水準の高いユニクロ（ファーストリテイリング）やソフトバンクの株価によって日経平均株価水準が決まってしまう日本経済の柱となっている基軸企業の個別株価の真の変動の影響はほとんど反映されなくなってしまった。そこでは基軸企業の個別株価自体が日経平均株価の影響、つまりユニクロやソフトバンクの株価の影響を大きく受けざるを得なくなってくるという奇妙な状況が発生している。しかも、日経平均株価という指標自体、日本国内はもとより世界中の市場参加者・企業経営者に日本の株式市場や景気動向に関する重要な判断データを提供しているだけにそこにミスリーディングな要素が入り込んでくれば事態は極めて深刻かつ根深い問題になる。

1989年12月29日に日経平均株価が最高値38.915円を付けた以降の2000年4月に日経平均株価構成銘柄に関しては30銘柄の入替えを一挙に実施したが、その接続時のダウ式株価計算上の除数が実務上の大ミスにより歪んでしまったため現在の日経平均株価にはそれ以前と比べ構造的に2割程度の水準押下げ要因が定着してしまった。それにも拘わらず相変わらず以前の日経平均株価水準と現在の同水準とを単純に比較したりしている。さらに悪いことには、本来のダウ式の計算方法ではタブーとされる

「みなし額面方式」を2005年6月から実施し始めるなどして、その精度を一段と落としてしまったのである。しかし、アベノミクスではこの日経平均株価を政策効果測定や景況判断のための重要なメルクマールにしているのである。このことが個別企業や個人が実際に所有する株式の損益感と日経平均株価の動きとが食い違う要因にも繋がっている。

第3点目は、成長戦略とも絡むことであるが、施政者（政治家）が公共投資主導型のケインズ政策の正当性を明確に表明できないままに中途半端な形でケインズ政策を取り入れていることである。財政赤字が累積化する中で公共投資を増やすことは更なる財政赤字の累積化に繋がるとする批判が多方面から発せられているのは事実である。しかし、あまり働いていない公務員が高い給与をもらうなどの無駄使いとケインズ政策とを混同してはならない。アベノミクスでも経済再生措置という名目の財政出動対応がなされてきてはいるが、民間サイドの景気への起爆剤点火が不可能な状況下では公共投資に依存せざるを得ないのは当然なのである。公共投資によって短期的な政策結果を得るのは難しいのはあろうが、国民に対して公共投資の持つ長期的な意味やその効果について説明することは十分に可能なはずである。今の日本では企業経営者も施政者も短期重視の米国型経営思想に毒されているためか、短期的な目先の結果だけに關心が行き過ぎてしまっており、長期的な効果を期待できる対応には臆病になってしまっている。本来、アベノミクスは短

期的な政策手段としては馴染まない長期的な視点からの施策であるはずだ。

これまでに実施されてきたアベノミクス施策を改めて振り返って見ると、それを発表することによってもたらされたメンタル面からの経済浮揚効果が高かったことは明白である。しかし、それで終わってしまうのであればアベノミクスは一種のバブルでしかなく、そこに生まれかかってきた果実も剥落してしまう。

賃金、金利、財政を含めた債務残高などは名目値からインフレ率を差し引いた実質値の幅で判断することが長期の実体経済へ影響を考える中では求められることを十分に銘記した上で、アベノミクスを短期的な経済マインドの昂揚感から発生する単なるバブルで終わらせないよう留意する必要がある。

そのためには、かつて1960年から池田内閣で実施された所得倍増計画の結果なども踏まえCPIの目標値は最低でも+5%程度は絶対に必要なこと、信頼性を失っている日経平均株価に依存した景気判断を今後は避けるのと同時に本年1月から公表され始めた「JPX日経インデックス400」など

を新たにマクロ株価指標として本格的に使うことも検討し、マスコミにも協力のためのPRをお願いすること、ケインズ政策を打ち出すのであれば堂々かつ明確に財政難と公共支出の関係を国民に対し説明し、東日本大震災復興向けの公共投資の拡大などを思い切って実施していくこと、さらに、

財政赤字の縮小には長期的な視点が必要であり、消費税の引上げは一時的には財政赤字の縮小に繋がっても消費の減退や実質賃金の減少がもたらされ、やがては税収減による財政赤字幅の再拡大（つまり財政収支の逆Jカーブ効果）に繋がっていくリスクもあることを再認識し、長期的な視点に立脚した慎重な対応をすべきこと、などが今後の政策運営には要請されてくると思われる。

ケインズ理論では消費税引上げは有効需要の減退要因として否定され得る政策だといえようが、短期的な効果は期待し得ないとしても長期的に見た場合にケインズ政策は力を持ち得るはずである。これらの点も今後アベノミクスを継続していく中で学者も含めて大いに研究していかなければならない課題なのではなかろうか。