



2014年に向けての日本経済の課題

アベノミクス三本の矢はどこまで飛んでいるか

オーストラリア国立大学（RIETI客員研究員）

藤原一平

2013年12月5日 第6回RIETIハイライトセミナー

プレゼンテーションの構成

- 2014年に向けての論点
- 三本の矢
- まとめ



- 2014年に向けての論点
- 三本の矢
- まとめ

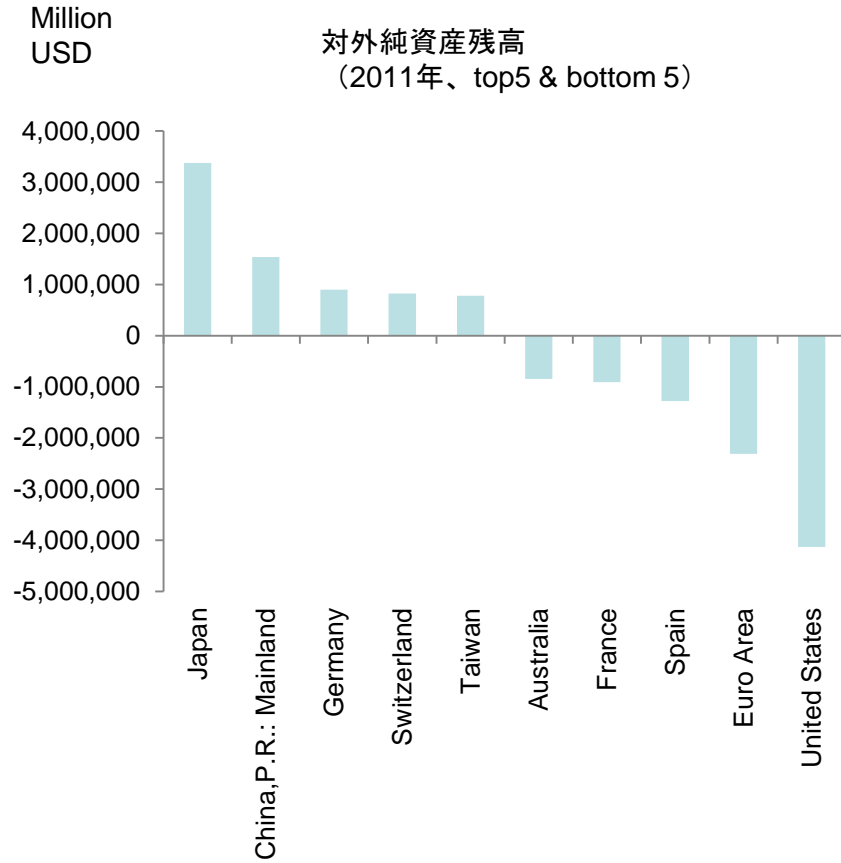


2014年に向けての論点

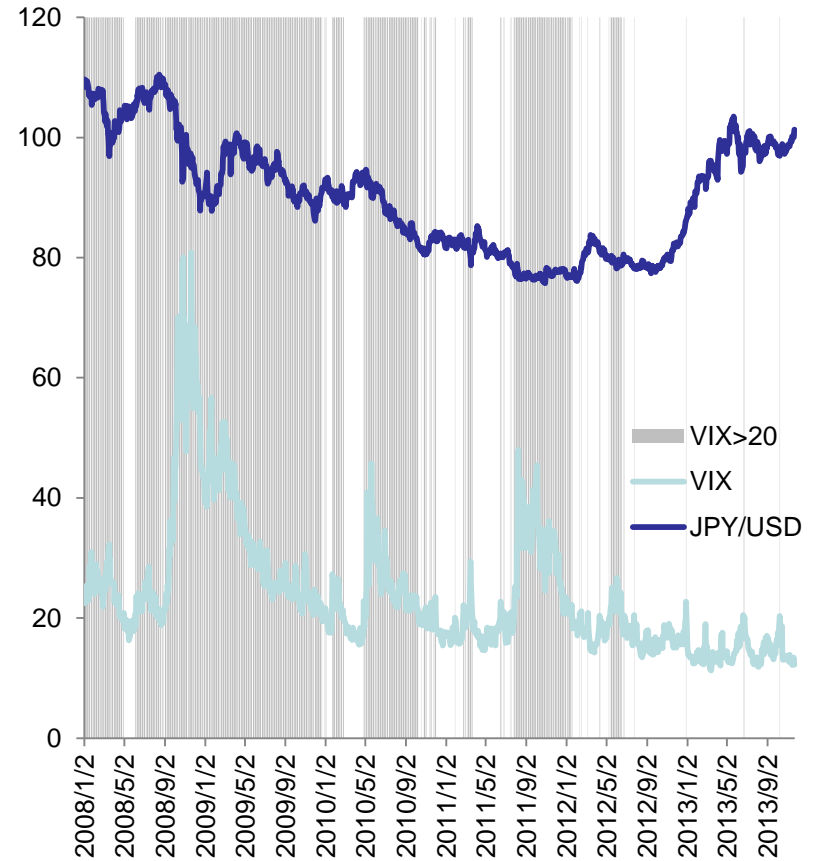
- 海外経済動向
- 消費税引き上げの影響
- 貿易収支の動向

海外経済動向： 為替相場と国際金融資本市場動向

- 近年、日本の景気循環は海外経済動向に最も大きく左右される傾向。
- さらに、金融面では、日本が世界最大の債権国ということもあり、米国経済情勢、欧州財政問題等を通じて、国際金融資本市場がリスクに対して敏感となっている（いわゆるリスクオン）時期には、円高が進展する傾向。
- 逆に、リスクオフと呼ばれる状況には、円安が進展する傾向。



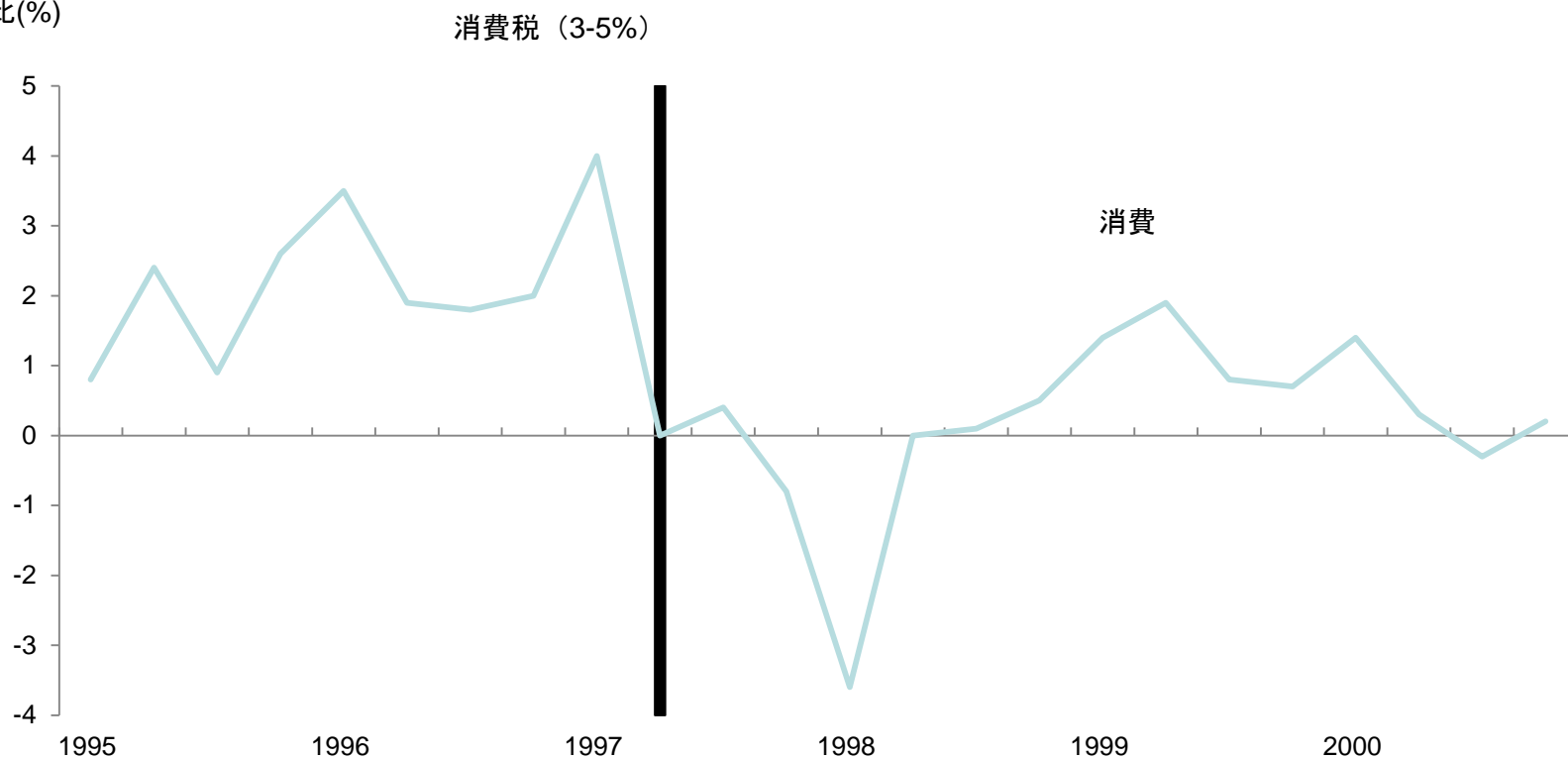
出所 : External Wealth of Nations



出所 : FRED (FRB St Louis)

消費税引上げの影響： 消費税と異時点間代替

前年比(%)



出所：国民経済計算

貿易収支の動向

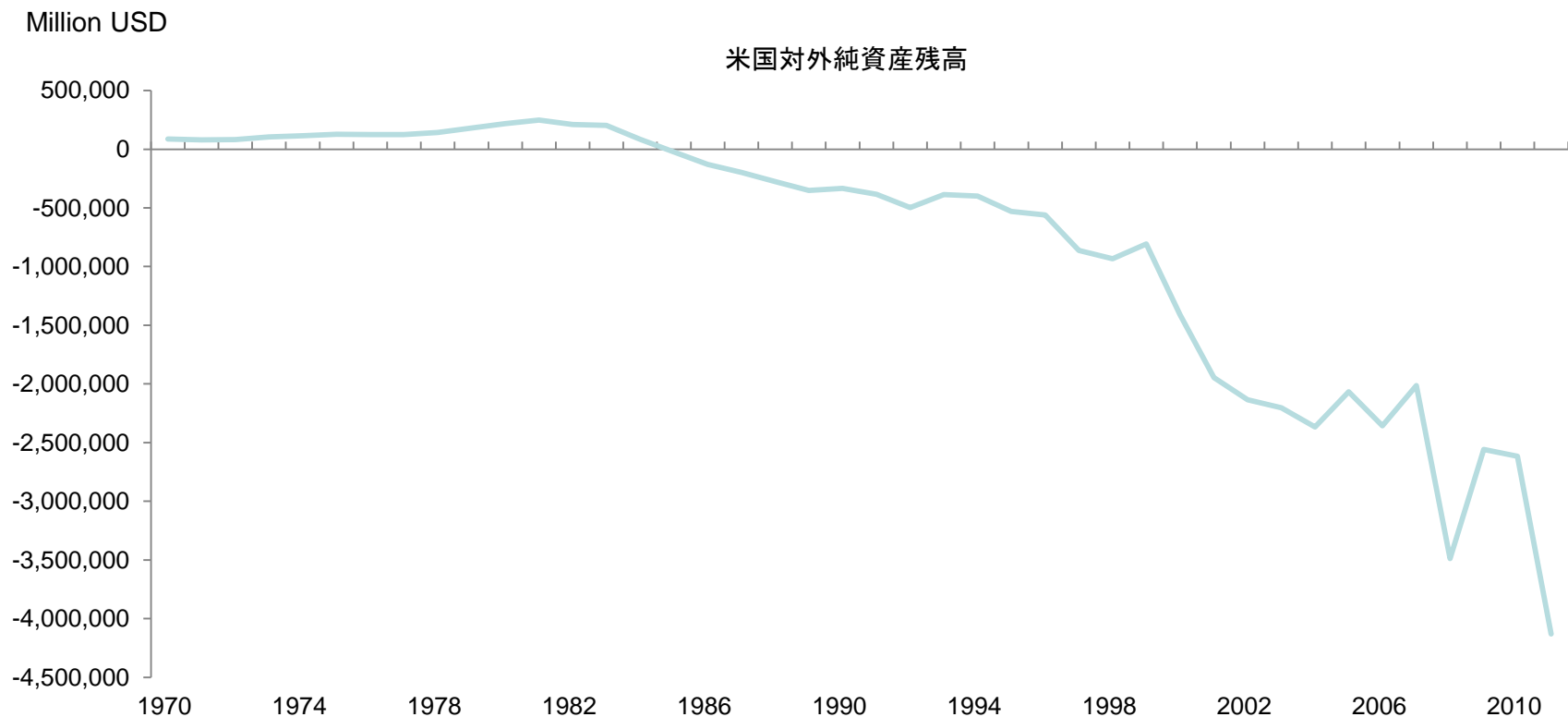
- エネルギー問題はあるが、貿易収支は黒字化するのか？
- 円安は再び日本経済を救うのか？
- 貿易収支黒字を維持し続けることは可能か？
 - 消費税引上げ後も消費が堅調であれば、経常収支プラス、貿易収支マイナスの新しい定常状態。
 - 消費が大きく反動減する場合には、再び経常収支、貿易収支ともに、プラスの状態に回帰。
- これらは、今後の日本の姿を考える上で最も重要な論点の一つ。

GDP vs 消費ないし外需 vs 内需

- 高齢化が進展する日本経済では、経済厚生を計る指標として、GDPよりも消費の方が重要となってくるのではないかと？
 - 将来の高齢化を展望するような経済では、為替相場を減価方向に維持し、輸出（GDP）を増やし、国内貯蓄を高めることが望ましい可能性。
 - 一方、高齢化が進展した経済では、交易条件を改善（為替を増価）させ、所与の生産の下で、消費を増やすことが望ましい可能性。

グローバル・インバランス

- 米国の対外負債残高は増加を続けている。
- どうして、資金は成長率の高い途上国から米国に流入するのか（Lucas, 1990）？ どうして、途上国の貯蓄水準は高いのか（Global Saving Glut）？
 - 保険としての外貨準備（Obstfeld, Shambaugh and Taylor, 2010）
 - アジア諸国の高齢化
 - アジア諸国の社会保障制度の未整備
 - 安全資産としての米国債（Cabarelllo, Farhi and Gourinchas, 2008）
- こうした資金流入が、資金調達コストを低下させた結果、米国金融機関のリスクテイク能力を高め、リスクーな商品開発を促した可能性。
- このようなグローバル・インバランスは当面続くのか？
 - グローバル・インバランスは是正されるべき？



出所 : External Wealth of Nations

日本の対外バランス

- 高齢化、グローバル化が進展する経済において、
 - 引き続き、製造業による輸出主導型の成長が日本にとって望ましいのか？
 - 製造業の立地には歴史依存性があるとの見方。
 - それとも、前川リポート以来の内需主導の経済に転換しなくてはならないのか？
 - 高齢者向けの財、サービスの技術進歩を通じて、日本が世界の技術をリードする可能性。
- 円安ないし交易条件の悪化は、望ましい将来像と整合的か？
- そうでなければ、将来、景気循環周りの政策スタンスを変化させることが必要となる。
- 貿易収支の動向は、こうしたニーズを示唆する可能性。



- 2014年に向けての日本経済の展望
- 三本の矢
- まとめ

三本の矢

- 景気循環
 - ① 金融緩和
 - ② 財政拡張
- 経済成長
 - ③ 構造改革
- ③が最も重要で、その短中長期的な負のインパクトを①、②で軽減するというもの。

構造改革

- 成長率が高まることで多くの経済問題は解決する可能性。
- しかし、構造改革は容易ではない。
 - 経済学は、パレート最適（すなわち、誰もが得をするような状況）以外に、有効な社会厚生基準を持たない。
 - 成長率は政策変数ではない（金融政策では金利、財政政策では税、財政支出が政策変数）。
- 構造改革は、前川レポート以来、常に日本の課題。

財政拡張

- 財政破綻は、国債実質価値を大幅に下落させる。
- 日本人保有が多いとはいえ、保有者には偏りがみられることから、所得移転を通じて、国際価値の下落は、大きなマクロ的インパクトをもたらす（例えば、銀行による国債保有）。
- 財政規律を維持することは極めて重要。
- 財政破綻は、将来の純名目税収入が、足もとの国債残高をカバーできないことを意味するため、物価が非連続的に上昇（Leeper, 1991）。
- 財政の持続可能性に疑問がある下で、インフレ期待をコントロールすることは可能なのか？

金融緩和

- 波及経路については不明な点が多いが、目的は、（期待）インフレ率の上昇（および為替の減価（？））。
- 現代マクロ経済学では、「期待の管理」は、公共政策にとって最も重要な概念（Woodford, 2003）。
- しかし、期待も政策変数でなく、政策を通じて決定されるもの。波及経路が明確でない政策は、アンカーされない期待を通じて様々な均衡を生み出す可能性。
- それでも、インフレ期待を醸成することが重要という政策スタンスと解釈できる。
- しかし、前述の財政環境にも鑑みると、こうした状況の下で、インフレ率を中長期的にコントロールすることは可能なのであろうか（Cochrane, 2011）？



- 2014年に向けての日本経済の展望
- 三本の矢
- まとめ

まとめ

- 短期的には、海外経済情勢、消費税引き上げの反動減の度合いを見極める必要。
- 中長期的には、構造改革が潜在成長率を引き上げることができれば、多くの問題は解決する。しかし、その達成手段は明確ではない。
- 景気循環周りの政策については、長期的にみた望ましい日本の姿をサポートする政策へのシフトが重要となる可能性。
 - インフレ率のコントロールおよびこれを通じた為替への影響も含め、政策スタンスのスムーズなシフトを可能にできるように準備しておく必要がある。

参考文献

- Cabareello, Ricardo, Emmanuel Farhi and Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, 98(1), 358-393.
- Cochrane, John, 2011, “Determinacy and Identification with Taylor Rule,” *Journal of Political Economy*, 119(3), 565-615.
- Leeper, Eric, 1991, “Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies,” *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Lucas, Robert, 1990, “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries,” *American Economic Review*, 80(2), 92-96.
- Obstfeld, Maurice, Jay Shambaugh, and Alan Taylor, 2010, “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57-94.
- Woodford, Michael, 2003, *Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.