ポイント

- アベノミクス成功は今後の中心的シナリオ
- 思うような成果出ないリスクも無視できず
- 自然災害と地政学的リスクも影響が大きい

有吉 章　一橋大学教授

経済教室

アベノミクスのリスク度合い

新ツールで予測し対応を

安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の発動により20年にわたるデフレ状況から脱する展望が見え始めてきた。一方で、その効果を疑問視する意見もある。通貨の過度の増発はハイパーインフレーションにつながるという意見から、金融政策は物価と景気の回復には効かず、単に政府債務の膨張を助長するだけだというものまで、様々な批判や疑問が出ている。

アベノミクスが成功するかどうかは実際にやってみないと分からない面がある。政策の効果は人々の期待と心理と行動に大きく左右されるので正確な予測は難しい。大胆な金融政策でデフレ心理が払拭されれば需要が回復し、構造改革が進展して経済成長が軌道に乗り、財政健全化を進めれば財政の破綻リスクが低下し、持続的な経済成長パスに乗ることができる。これが今後の日本経済の中心的なシナリオであろう。

◆◆◆　◆◆◆

しかし、アベノミクスが思うような成果をあげられないリスクも無視できない。経営者が楽観的なシナリオだけを想定して行動すれば、リスクシナリオが実現した場合には大きな損失を被る。他方で、リスクを過度に心配すると収益機会を逃し、長期的な衰亡にもつながりかねない。

では具体的にはどうすればよいのだろうか。アベノミクスが成功するというシナリオをベースにおきつつ、他のシナリオが現実化した場合の対応を準備しておくことが必要であると考える。経済がどのシナリオに進む可能性が高くなっているかを判断し、予想の変化に応じて対応していくことにより、アベノミクスが成功した場合の利益を確保しつつ、成功しない場合のロスを限定することができよう。

ハイパーインフレーションのリスクはごく小さいが、次のようなリスクシナリオは考えておかなければならない。

一つ目のリスクシナリオはインフレと円安が想定以上に大幅に進行してしまうというものである。円安にもかかわらず外需低迷や輸出競争力の不足から輸出が伸びなければ、インフレという目標を達成できても経済が好転しない。円安期待が定着して円安・インフレの悪循環が起こり、日銀もこのスパイラルの暴走を阻止するため金融引き締めに転じる必要が出てくる。しかし、これは国債利払いを増加させ、利上げによる景気低迷ともあいまって債務状況を急速に悪化させる。我々はこれを「スタグフレーションシナリオ」と呼んでいる。

インフレと成長 軸に

財政状況の悪化も視覚化

二つ目のシナリオは、金融緩和と円安にもかかわらず国内物価が反応せず、むしろ輸入原材料価格の上昇を吸収しようとしてさらに賃金の引き下げが起こり内需の低迷が続く、というものである。この場合、株価などの資産価格も一時的な上昇から反落し、ミニ資産デフレの再現により経済も後退し、税収も低下するなど政府債務の状況悪化が続くことになる。これに海外需要の低調などが重なると状況はさらに厳しくなる。これを「デフレ継続シナリオ」と呼ぶことにしよう。

難しいのは政策の発動から間もない時点でどのシナリオに向けて経済が動いているかを判別しがたいことである。

◆◆◆　◆◆◆

我々は、金融機関などでリスク管理に深く関わっている仲間でジャパンリスクフォーラム（JRF）という勉強会を立ち上げ、私的な立場で日本経済に関わる様々なリスクについて議論している。中でも多くの議論を積み重ねて来たのが日本財政のリスクである。アベノミクスはデフレ脱却という点から議論されることが多いが、その本質は、財政破綻のリスクを避けることができるかどうか、という点にあると考えている。財政破綻リスクが深刻な意味をもつのは、政策対応の余力がないため、リスクの封じ込めが不可能となるからである。

経済がどのシナリオに向かって行く可能性が高いかを判断するツールとしてJRFで調査会社ジャパンマクロアドバイザーズの大久保琢史氏らと現在開発しつつあるのが「リスク台風マップ」と呼ぶ枠組みである（図参照）。

ここでは横軸に、潜在成長率と需給ギャップを合成した実体経済の状況を示す指標をとり、縦軸にはインフレ率をとる。円の大きさは政府債務残高の国内総生産（GDP）比で、財政破綻リスクという「台風」の勢力を表しているといえる。

この台風はすでにかなり大型化しており、現状、低成長下のデフレという、図の左下の位置にある。アベノミクスが成功すれば、インフレ率が2％程度に上昇し、潜在成長率が上昇しつつ需給ギャップが縮小するので、台風の中心は右上に移動する。また、財政健全化が進めばリスクを示す円は徐々に小さくなる。

一方で、スタグフレーションシナリオが現実化するとインフレが進むものの実体経済は改善せず「台風」は上に向かう。特にインフレ制御のために日銀が金融引き締めに転じると国債利払いが急増し、しかも景気が悪化するため債務状況は悪化し「台風」は大型化しつつ左上方に向かう。

デフレ継続シナリオのもとではインフレ率も上昇せず、実体経済も改善しないので「台風」の位置は再び左下方に戻り、しかも財政も改善せず「台風」の勢力は拡大する。

2つのリスクシナリオのいずれにおいても最終的には債務危機が発生し、経済は債務不均衡を抱えたまま急激に悪化することとなる（「台風」は左に移動）。肝心なのはこの「台風」の予想進路であり、これを判別しようとするのが開発しつつある「リスクベクトル」である。これは市場指標やJRFのメンバーの予想を集計し、「台風」の向かっている方向と規模の変化を予想しようとするものである。

リスクベクトルは、リスク台風マップの各軸と、円の大きさに対応した、それぞれ数系列の指数から合成される。まだ開発途中だが、例えば横軸（経済成長）は、世界景気先行指数、実質長期金利、実効為替レートなどが構成系列となるだろう。これらの構成系列の変化度合いから、リスク台風が今後、どの方向に、どのようなスピードで向かうかを判断する。円の大きさの変化度合いについては、進路を示す矢印の色（悪化の程度により赤、黄、青など）によって示すことができる。

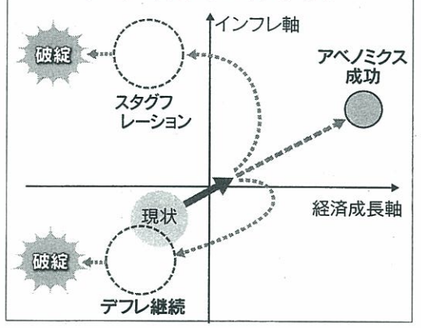
◆◆◆　◆◆◆

以上の議論では財政破綻リスクを巡るマクロ経済的なリスクに焦点をあてているが、他にも重要なリスクがある。JRFではマクロ経済リスク以上の時間を自然災害リスクと地政学的リスクの検討に割いてきた。いずれのリスクも経済、財政への波及により財政破綻リスクを劇的に増大させる可能性をもつ。

自然災害リスクで最も重要なのは大規模地震のリスクである。南海トラフ地震の最悪想定では資産の被害総額が170兆円にのぼり、これは日本の生産資産1570兆円の一割以上にあたる。資産の大幅な消失は潜在GDPを低下させ、50兆円とも想定される二次的被害の影響も含めた税収減と復旧コストのため財政状況は大きく悪化し、経常収支の赤字化も相まって財政リスクは一挙に高まると予想される。リスク台風マップでいえばリスク円が拡大すると同時に左に大幅にシフトする。

地政学リスクも様々なものがあり、東シナ海における日中の対立激化、北朝鮮情勢の緊迫化、中東情勢の悪化による原油価格の高騰などが考えられる。これらもリスク台風の勢力を強め、大きく左に動かす結果となる。

リスクの前にいたずらに保守的になる必要はないが、今ほど冷静で多面的なリスクの評価が経営者に求められる時期はない。

ありよし・あきら　東大工卒、旧大蔵省へ。オックスフォード大博士。専門は国際金融

アベノミクス3つのシナリオ