

## 政策当局への道標： アベノミクスは今後も参考にすべき教訓である

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

新型コロナウイルス禍の最中はもちろんのこと、その発生以前から、経済成長を促進し、インフレ目標を達成するため、先進諸国は矢継ぎ早に財政・金融刺激策を打ち出してきた。欧州各国によって最近合意された欧州復興基金などの経済の構造的な改善に焦点を当てた取り組みは、むしろ例外的なケースである。最も楽観的なシナリオでも、粗雑な景気刺激策がもたらすのは、新型コロナウイルスの発生以前に見られた緩慢な経済成長およびインフレ率の上昇でしかない。しかも、こうした財政・金融刺激策によって資産バブルが誘発され、既に多額の債務を抱えている世界経済の債務をさらに拡大させる（そのように誘導しているわけではないが）ことにもなるため、将来的に不安定な状況がもたらされるリスクを孕んでいる。また、政策当局が過去数十年にわたって目の当たりにしてきたように、現在の景気サイクルは格差の拡大にも一役買ってきた。

今回の安倍晋三首相の辞任は、アベノミクスの成果、特に、巨額の財政赤字、高齢化社会がもたらす逆風といった一筋縄ではいかないような難題の解決に的を絞ったアプローチについて省察する良い機会だと言える。

しかし、アベノミクス以前にも、日本から学ぶことは多くあった。例えば、高齢化社会であっても賃金と物価のインフレ・スパイラルをもたらすような労働者不足には陥っていないように見える。債務負担の増加や継続的な財政赤字が必ずしも長期金利を押し上げているわけではなく、また通貨下落や高インフレを引き起こしているわけでもない。そして、現代貨幣理論（量的緩和に下支えされた包括的な財政刺激策）が世界的な問題を解決すると期待する人々に対しては、たとえ数十年にわたって大規模な金融・財政緩和政策を続けても、より高い経済成長を成し遂げることは出来ないことを日本は実証した。さらに、量的緩和が行き過ぎる可能性を例示している。すなわち、債券の過度な購入が市場を圧迫し、金融機関と個人投資家の双方のリターンにマイナスの影響を与えている。そのため日本は、良かれと思って導入したものの結局は効率的でない数々の政策を撤回してきた。

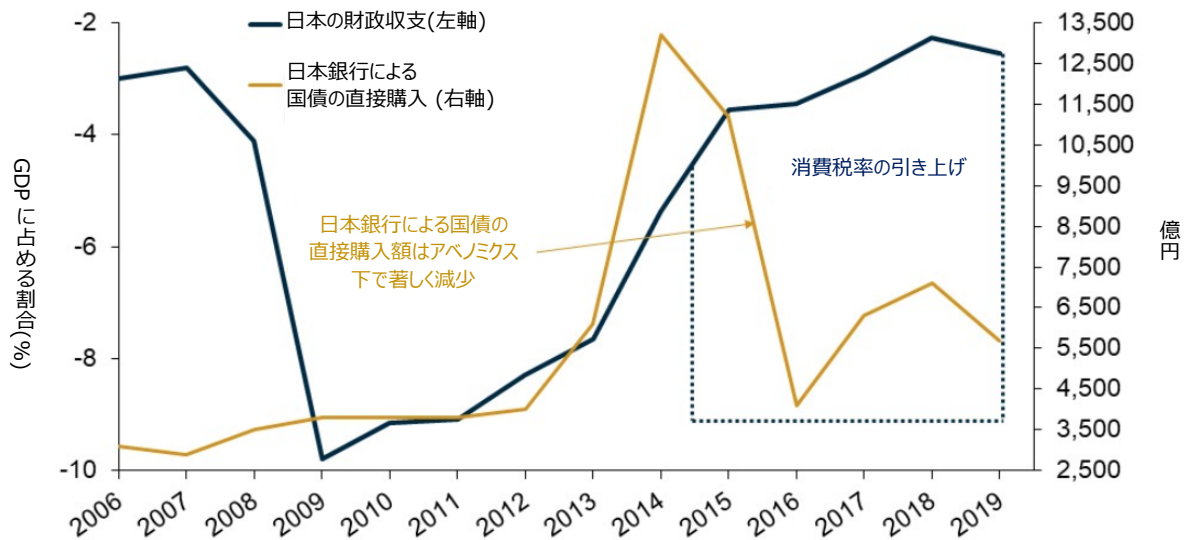
多くの国が日本の経験を看過し、不首尾に終わった財政・金融政策の轍を踏み、専門家は相変わらず金利、インフレ、もしくはその両方の上昇が避けられないとの危惧を抱いている。しかし、彼らも気付いているように、そして日本の例によって既に十分に実証されているように、そういった展開にはならないであろう。

アベノミクスはどの様な点で優れているのだろうか？近年、日本の経済成長は精彩を欠き、インフレ率も概してゼロを上回りつつも2%の目標に近づく気配は見られない。では、どのような点が成功と呼べるのか？アベノミクスから得られる教訓とは何か？

### アベノミクスの再検証：マイクロ経済に焦点を当てた、実験的かつ積極的な政策運営

日本では金融・財政政策における伝統的手段の調整が続けられる一方で、アベノミクスの一つの特徴的な側面は、伝統的政策の行き過ぎと、その規模の縮小の必要性を暗黙のうちに認識していたことである。海外の中央銀行が債券購入を拡大する中、近年、日本銀行は市場機能の回復とイールドカーブのステイプ化を目的として債券購入を縮小してきた。同様に、財政面では、日本政府は財政赤字の増大がもたらす恩恵が過大評価されていることを認識した上で日和見的な財政再建に取り組み、機会に乗じて財政赤字の削減を図った。その結果、2度の消費税率引き上げを含む計画的な財政再建策により、財政収支は均衡に向かった。（図1参照）

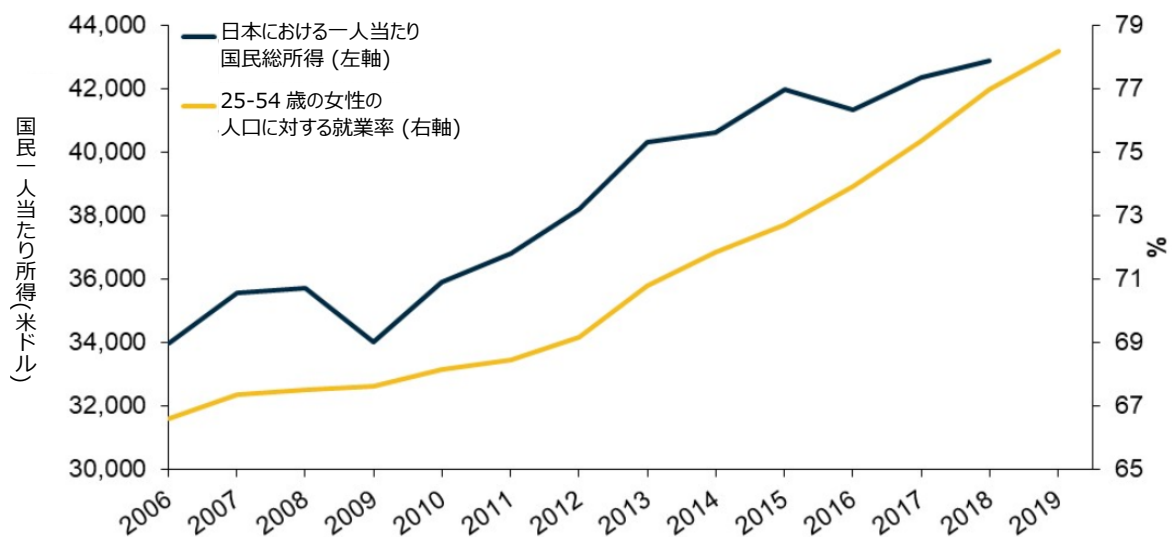
図1：近年、日本は財政赤字の削減および資産購入の縮小ために具体的な措置を講じた



出所：ブルームバーグ

財政再建よりも重要な成果として挙げられるのが、構造改革だろう。もしも、高齢化社会に伴う国民一人当たり所得の低下が最終的な脅威だとすれば、アベノミクスの優れた点は、日本における労働者人口を増加させるための実用的な解決策を見出したことだ。例えば、保育施設や高齢者施設の利用拡大によって明らかに女性の労働参加率が上昇し、国民一人当たり所得も大きく増加した。(図2参照)

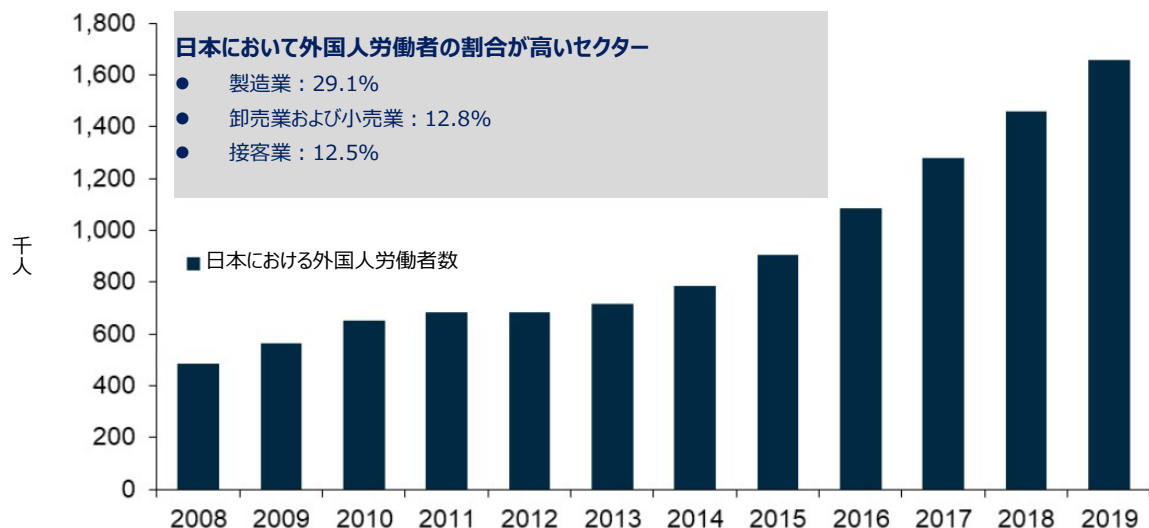
図2：日本における女性の労働参加率が上昇したことに伴い、所得水準も上昇



出所：PGIM フィクスト・インカム、経済協力開発機構、ブルームバーグ

また、アベノミクスによって日本での外国人労働者数が増加しているが、今までのところ人口の高齢化と人口減少を相殺するまでには至っていない。日本における外国人労働者数は、安倍政権以前は伸び悩んでいたものの、2013年から2019年にかけて2倍以上に増加した。（図3参照）

図3：日本における外国人労働者数は増加を続けている



出所：PGIM フィクスト・インカム、厚生労働省、スタティスタ

アベノミクスがもう1つ重視したのは、日本の社会利益のためにも企業部門の効率性を高めることであった。そのために、経営者責任を強化して収益性を重視させる、雇用増や賃金上昇を促すなど多岐にわたる施策が講じられた。経営者責任の強化に伴って、社外取締役も増加した。ベンチマーク指標であるTOPIXに含まれる企業のうち、2名以上の社外取締役を選任している企業は2014年には22%に留まっていたが、2019年には95%にまで増加している。<sup>1</sup> 安倍氏の後を引き継いだ菅政権は、アベノミクスの恩恵を受けた大企業の成功をさらに発展させるべく、企業統合を通じた中小企業の生産性向上に努めるものと思われる。

アベノミクスは、企業業績の改善を下支えしただけでなく、日本の大規模な公的年金にも大きな影響を及ぼすような新たな方策が採られた。つまり、日本国債への投資を通じた国家財政の支援に代わり、より高いリターンが期待できる国内外の株式や外国債券へ投資先を振り向けた。

課題解決に向けた日本の揺るぎない且つ柔軟で実験的な取り組みは、目に見える成果を残したように見受けられる。就労者数および外国人労働者の増加、企業業績の改善、より持続可能な金融・財政政策への転換は、今後の政策に頭を悩ます他国の政策担当者にとって教訓となるかもしれない。特に、新型コロナウイルスの流行が終息に向かった後は、多くの国の政策担当者は焦点の定まらない包括的な金融・財政刺激策から方向転換し、現実離れた水準の経済成長とインフレの達成に向けた方策を検討すべきである。それどころか、創造的かつ柔軟性に富み実験的で積極的なアプローチを取りつつ、政策バランスの回復と構造的な経済的障害の解決に焦点を当てることとが有益であろう。アベノミクスから得られた教訓は、今後何年にもわたって他国の政府や中央銀行が参考にすべき道標だと言えるだろう。

<sup>1</sup> <https://www.japantimes.co.jp/news/2020/09/14/business/corporate-governance-abenomics-japan/>

本資料は2020年9月25日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIM フィクスト・インカム。2020-6029

## 留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供することに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

## 留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"A PATH FOR POLICYMAKERS : THE LASTING LESSONS OF ABENOMICS"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会  
PGIMJ75646