

# アベノミクスの成功確率

## 「リスク台風マップ」で予想する日本経済の行方

一橋大学国際・公共政策大学院

教授 有吉 章



ジャパン・マクロ・アドバイザーズ

チーフエコノミスト 大久保 琢史



アベノミクスは成功するのだろうか。量的・質的な金融緩和に対する評価は分かれており、2014年度からの消費増税、15年度に予想される大幅財政緊縮により、日本経済がふたたびデフレに落ち込むリスクは決して小さくない。さまざまな要因が絡み合う状況で将来を占うためには、シナリオ分析に基づく手法が有用である。本稿では、金融界でリスク管理に携わる有志を中心とした私的なグループであるジャパンリスクフォーラム（JRF）が開発している「リスク台風マップ」に基づく分析を紹介したい。

### 日本経済の

#### 三つのシナリオ

日本経済の将来像として、いくらでも違った恣意的なシナリオが描けそうな気もするが、外的条件がある程度一定にし、ストーリーとして内部的に矛盾し

ないようにシナリオを描けば、大まかな姿としてはいくつもの代表的シナリオに落とし込むことができる。われわれが代表シナリオとして想定しているのは、アベノミクス成功シナリオ、スタグフレーションシナリオ、デフレ継続シナリオである。具体的には次のとおりだ。

#### ＜アベノミクス成功シナリオ＞

アベノミクス成功シナリオでは、世界経済が徐々に回復するなか、緩い円安トレンドが持続することを想定する。外需の寄与のもと、日本経済には前向きなサイクルがみられ、短中期的に実質1.5〜2.0%前後の成長を維持する。デフレギャッ

プは2016年までに解消され、中長期的には構造改革の効果で1%強の潜在成長率を達成する。18年ごろまでにインフレ目標が達成され、その後もインフレは目標近辺で推移し、過度なインフレ圧力は顕現しない。一般政府財政収支も16年以降は毎年0.5%程度の財政再建ベースで、

20年には対GDP比3%程度とプライマリーバランスが均衡する。金融政策はインフレ目標の達成と需給ギャップの解消に合わせて利上げサイクルに入るが、財政の緊縮効果を相殺するため緩和的に運用され、18年以降の政策金利は平均2%と想定する（実質金利はほぼゼロ）。なお、このシナリオは政府・日銀が描く見通しとは若干異なっている点に留意されたい。

#### ＜スタグフレーションシナリオ＞

これに対し、インフレの上昇には成功するが、インフレ率の2%近傍へのソフトランディングができないリスクシナリオが考えられる。このシナリオでは輸出の円安への反応が弱い一方

響を懸念して長短金利の上昇を抑制しようとするが、資本の海外流出を招き、一層円安が進行し、金利の引上げを余儀なくされる。また、増税、歳出削減への政治的抵抗が強く、財政健全化が進まず、金利上昇による財政バランスの一段の悪化、ないし金融抑圧による経済成長率の一層の鈍化を招く。規制緩和など構造改革が進展せず、日本経済の供給能力は伸び悩む。世界経済の成長鈍化、逆に世界的なインフレトレンドに伴うコモディティ価格上昇による対外バランスの悪化や海外金利上昇に伴う資本流出が本シナリオの蓋然性を高める。

業・投資家はさらにデیفエンス・シブになり、海外投資も進まず、輸入も減少し、円高になる。消費、投資、輸出ともすべて離陸せず、14年以降、成長は急激に鈍化し、賃金・物価ともデフレが持続する。15年10月の消費税増税も延期され、プライマリーバランスも改善しない。イールドカーブはフラットな状態が続くが、名目成長率がマイナスで債務GDP比は上昇を続ける。世界経済成長が低調に推移し、世界的なデイスインフレが続き、欧米の量的緩和からのエグジットが後ずれする見込みとなった場合や、中国はじめ新興国の成長が鈍化した場合にはこのシナリオの蓋然性はさらに高まる。

長率+需給ギャップ幅）、縦軸にインフレ（具体的には国内需要デフレーター）において経済の位置を表わし、債務GDP比を円の大きさと表わして表示している。アベノミクス成功シナリオでは経済は右上に動き、円の大きさも徐々に縮小する。スタグフレーションシナリオでは当初は右上方に動くものの、インフレが昂進するとともに成長率は低下し、左上方に動き、円の大きさも拡大する。デフレ継続シナリオでは経済は左下に戻り、債務状況の悪化が続き、円は拡大を続ける（図表1）。

#### ＜デフレ継続シナリオ＞

逆にデフレ均衡から脱出できないとのシナリオも考えられる。このシナリオではインフレ期待がしほみ、円安、株高も解消し、デフレ心理に逆戻りする。国債等の買入れマネーはすべて日銀の当座預金に還流し、家計/企

逆にはシナリオ下での日本経済の推移を視覚的に表現したのが、リスク台風マップである。横軸に成長（具体的には潜在成

#### リスク台風マップ

これらシナリオ下での日本経済の推移を視覚的に表現したのが、リスク台風マップである。横軸に成長（具体的には潜在成

#### リスク・スコアリング

さて、リスク台風マップは日本経済の動きを視覚的に把握するための優れた道具であるが、われわれが知りたいのは、将来に向けてどうなるのか、どのシナリオの実現可能性が高いか、

示したように、アベノミクス成功シナリオのスコアは5割弱、スタグフレーションとデフレ継続のスコアはほぼ4分の1ずつと算出される。この数字をどうみるべきだろうか。

まず注意したいのは、前述のように、ベクトルの数値はどのシナリオに近いかを示すものであって、ストレートに「アベノミクスの成功確率が5割」と解釈すべきではないということである。たとえば、相対尤度が各シナリオとも3分の1になるケースは、どのシナリオが実現するかまったく判断がつかないということであって、それぞれの実現確率が等しいと主張するものではない。したがって、現状の数字は「アベノミクス成功シナリオが実現する方向に経済が動いている可能性がやや高い」というふうには読むべきである。

では、なぜ現時点でリスク・スコアリング・ベクトルの数値はこうなっているのか。アベノ

【図表2】 リスク・スコアリング・ベクトル (13年8月)

	アベノミクス成功	スタグフレーション	デフレ継続
成長軸スコア (合計100点)	44	33	22
インフレ軸スコア (合計100点)	50	25	25
総合スコア (合計100点)	47	29	24

(注) 小数点以下四捨五入

ミクスが成功するためには、金融政策が所期の効果を発揮することがクリティカルである。具体的には、期待成長・インフレ率が高まる反面、長期金利はさ

ほど上昇せず、為替が円安に振れることで輸出、投資が増加することがシナリオの中核にある。また、インフレ期待から株式・不動産など資産価格が上昇し、名目の消費が拡大し、企業収益も増加し、さらに賃金が上昇し始めることも重要だ。

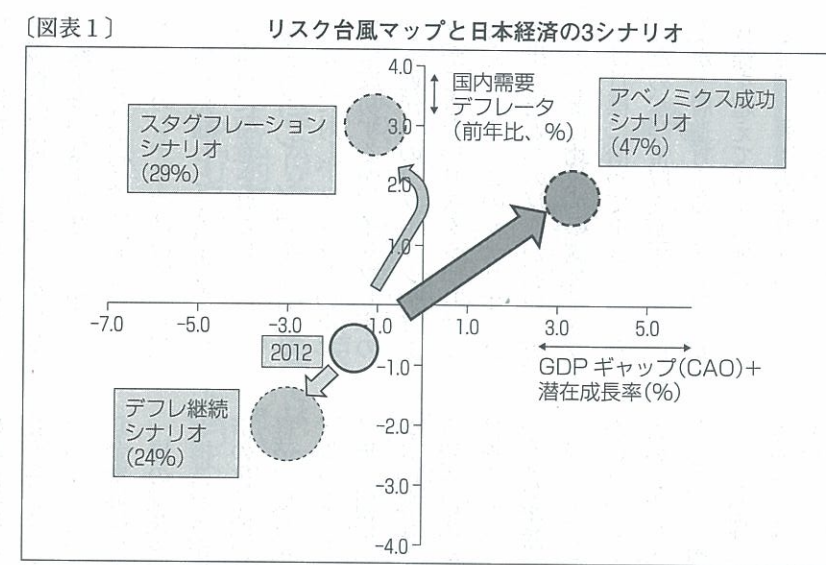
現時点の指標をみると、資産価格、期待インフレ率、為替レート、長期金利の動向、消費を中心とした国内景気の拡大が成功シナリオと矛盾しない方向に動いており、このシナリオのスコアが高くなる要因となっている。

他方で、これらの動向はデフレシナリオとは整合的ではなく、デフレ継続シナリオのスコアは反対に低くなる。

スタグフレーションシナリオでは、インフレが利上げなしに制御しにくい状況になることを想定している。現時点では、インフレ心理の状況はそこまでは至っていないものの、将来的に

ということである。そのため、リスク・スコアリング・ベクトルという評価システムを用い、各シナリオの相対的な尤度(もつともらしさ)を算出した。

されるリスク・スコアリング・ベクトルは、各シナリオの相対尤度のようなものである。ここであえて「相対尤度」という耳慣れない言葉を使うのは、ス



基本的には、現時点での金融経済の動きが、想定したシナリオとの程度整合的であるか、ということの評価している。つまり、個々のシナリオについて、そのシナリオが実現するとすれば、現時点で観察されているような経済動向になっっているだろうか、ということを検討している。

そうした判断を総合して算出されるリスク・スコアリング・ベクトルは、各シナリオの相対尤度のようなものである。ここであえて「相対尤度」という耳慣れない言葉を使うのは、ス

コアリング・ベクトルがそれぞれシナリオが実現する確率を示すのではなく、相対的にどのシナリオがもっともらしいかを示している点を強調したいからである。

具体的には、成長軸としては「直近の動向」「金融指標」「構造改革」「外部環境」の4分野、インフレ軸では「直近の動向」「金融指標」「外部環境」の3分野について各シナリオとの整合性を0〜2点(2点:シナリオどおりの動き、1点:いずれともいえない、0点:シナリオと整合的でない)で採点する。採点にあたっては、それぞれの分野で整合性の判断に有用と考えられる指標を選択している。

たとえば、成長軸の「直近の動向」では、GDP成長、外需、設備投資、財政スタンス、経常収支、労働参加率が含まれる。最終的には成長軸、インフレ軸それぞれについて各分野の採点を集計し、この2軸の点数平均

が各シナリオの「もつともらしさ」を表わす指数となる。この指数を3シナリオの点数合計が100になるように相対化したものが、リスク・スコアリング・ベクトルとなる。現時点でのそれぞれの軸でのスコア、および総合スコアは図表2のようになっている。

各分野においてシナリオとの整合性を判断する基礎となる指標は直接計測できる経済データだけではなく、規制緩和政策の進捗度判断なども含み、現時点では合計27の指標がベクトル作成の基礎となっている。各分野における選択指標、またリスク・スコアリング・ベクトル作成のより詳細な説明は今後、JRFのウェブサイト(www.japan-riskforum.org)をみて公開する予定である。

現時点では、図表1の矢印に

結果は何を示唆するのか

## 最強のリスク管理

中島 茂 [著]  
四六判・312頁・定価1,470円(税込)

あなたの会社が生き残るための  
実践ノウハウを満載!

▶ **リスクを知る** : リスクを感覚的に理解しただけで終わりにしていませんか。リスクを、どこから、どのように把握すればよいかが体得できます。

▶ **リスクを避ける** : リスクを個人の精神論だけで避けられると思っていませんか。企業としてリスクを回避するためには、何を、どのようにすればよいかが理解できます。

▶ **被害を最小化する** : それでも非常事態が発生した場合、時間が解決してくれると思いませんか。被害を最小化する、事態を早期に収拾するための方策が実践できます。

〒160-8520 東京都新宿区南元町19  
電話(03)3358-2891(直) FAX(03)3358-0037

一般社団法人金融財政事情研究会 お申込先→株式会社 きんざい

そうなることまでは排除できない。また、外需が脆弱で経常収支が悪化するともこのシナリオの特徴だが、最近の動向をみると実際に貿易赤字が続いており、スタグフレーションシナリオにあてはまる。

おおざっぱに言えば、日本経済の現時点での方向性はデフレからの脱却の可能性が高まっているが、うまく2%程度にインフレをソフトランディングさせられない可能性も排除できない、と考えるべきだろう。

ここ数カ月間の金融指標の動きが示すように、期待はきわめて流動的である。現時点ではややポジティブシナリオのウエイトが高くなっているが、リスク・スコアリング・ベクトルは時間とともに変化し、各シナリオの信憑性も変化する。とくにインフレ予想や長期金利の動向がどうなるかを注視すべきであろう。

また、成長軸では外需がシナ

リオの成否に大きな意味をもつので、中国経済の動向など外的条件の変化が重要だ。大規模震災や地政学的リスク、世界経済の大幅な変動はシナリオの前提条件を大きく覆し、各シナリオの実現可能性を大きく動かすだけでなく、シナリオ自体の見直しを必要とする事態も考えられる。

### 消費税増税と リスク台風の進路

最近議論を集めている消費税増税の影響は、リスク・スコアリング・ベクトルにどのように織り込まれているのだろうか。リスク・スコアリング・ベクトルは基本的に実体経済の動きと経済主体の期待をもとに評価するものであるから、現時点で経済主体がもっている増税時期等にかかる予想(予定どおり実施との予想が多いと思われる)を他の諸々の要素とともに取り込

んだものとなっている。その意味で、現状の増税プランを維持しても、アベノミクス成功シナリオの実現性が相対的に高いと判断できる。

経済が実際にどう反応するかを予測する信頼性のある手段をわれわれがもっていないからこそ、増税に関し、さまざまな意見が出ているのだと考えられる。消費税増税に関する議論は、アベノミクスが成功するかどうかの議論と同様に、持論のぶつけ合いになっている感がある。企業経営や投資に携わる者は、どうなるかをピンポイントで予測して行動しようとするのではなく、いくつかのシナリオをベースに、経済状況の変化に応じて柔軟に経営・投資判断を行うべきであろう。

リスク台風マップは、状況変化に柔軟に対応できる枠組みである。JRFとしては継続的にリスク台風マップとリスク・スコアリング・ベクトルを改訂し、

ホームページでも公開することで日本経済の進路とリスクについての議論を提起していきたいと考えている。

ありよし あきら

76年東京大学工学部卒業、大蔵省入省。81年オックスフォード大学大学院経済学博士。96年証券局総務課調査室長、98年国際通貨基金金融為替局長補、00年金融庁総務企画部企画課長、02年財務省国際局総務課長、03年同副財務官、04年同大臣官房審議官兼財務総合研究所次長、05年国際通貨基金アジア太平洋地域事務所長。10年4月から現職。

おおくぼ たくじ

97年東京大学経済学部卒、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ勤務後、ソシエテジェネラル東京支店チーフエコノミスト。12年11月独立系マクロリサーチ会社、ジャパン・マクロ・アドバイザーズ設立。欧州在住経験が長く、INSEAD(フランス)MBA取得後、ポンペオ・ファブラ大学(バルセロナ)で金融経済学博士課程前期課程修了。