

これから日本経済の直面する課題

ニッセイ基礎研究所 金融研究部上席研究員

徳島 勝幸



1. アベノミクスの振り返りと課題

野田前首相が衆議院を解散すると党首討論で明言したのは、2012年11月14日であった。日本国民は既に“決められない”民主党政権に愛想を尽かしており、同時に、長期にわたる低金利・株安・円高とデフレに倦んでいた。解散表明を受けて、株価は上昇し円の相対価値が低下した。堰を切ったような強い流れは、翌月の衆議院総選挙と自由民主党の政権復帰といった動きの中でも、変化しなかった。低迷からの脱却という“期待”に裏打ちされた

— 目 次 —

1. アベノミクスの振り返りと課題
2. スポーツイベントの多い2014年と経済の行方
3. より長期の課題である人口減少
4. おわりに

動きであったが、その後、第一の矢である「大胆な金融政策」、第二の矢としての「機動的な財政政策」、そして第三の矢と呼ばれる「民間投資を喚起する成長戦略」の三つを柱とする諸施策によって、経済の回復が支えられることになった。これらを米国のレーガノミクスにちなんでアベノミクスと呼ぶ。ところが、本家のレーガノミクスが、レーガン大統領と同じ共和党の対立候補であったジョージ・ブッシュ（後の大統領）から、実体を伴わない“ブドゥー経済学”であると批判されたのと同様に、アベノミクスも実効性を伴わない“まやかしの経済政策”となる危険性が依然として存在する。

第一の矢については、最終的にはリフレ派と目される黒田前アジア開発銀行総裁を日銀総裁に指名し、強力な金融緩和政策を導入させた。2013年4月に導入された量的・質的金融緩和は異次元の金融緩和とも呼ばれ、物価上昇率2%という目標を実現するまで緩和を

維持するとされる。また、“戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた”（4月4日総裁会見）とするものの、経済情勢が悪化した場合には、“その時々状況をみて、必要があれば躊躇なく調整”（同）するとしている。2014年に入っても引続き、強力な金融緩和の継続が期待できるし、円安・株高・低金利という基調も続くだろう。

第二の矢については、東日本大震災による被災からの復興に向けた財政支出のみならず、中央自動車道でのトンネル天井板落下事故を契機とした老朽インフラの更新を中心に、国土強靱化のため積極的な財政出動が行われている。過去の自由民主党政権によるばら撒きの復活であるとも批判されるが、同時に2015年度までにプライマリーバランスの赤字を対GDP比半減させ、2020年度までに黒字化するという財政健全化目標を維持し、メリハリのある財政運営を行う姿勢を示している。4月から消費税率が8%に上げられる他、歳出抑制の観点からは、少子高齢化の更なる進行を考えると社会保障費用の大幅な削減が必要となる。また、公務員人件費の削減や政府関係機関等の見直しも断行せねばならない。結局のところ、歳出の膨張に対し収支が増えない分を国債で補填する構造から脱却しない限り、将来の国民への赤字の付回しが続いているのである。

第三の矢に関しては、昨年6月の「日本再興戦略」を含め様々な取組みが打出されている。しかし、従来の発想から脱却できていな

いという批判も強く、大胆な改革を期待していた外国人投資家を失望させる結果になっている。TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）交渉が年内にまとまらなかったことを含め、成長戦略の具体的な成果は乏しい。海外の目からは改革が遅々として進まないように見えるし、“失われた20年”を引延ばす結果にならないかという危惧が依然として残っている。

日本経済の先行きを考えると、アベノミクスが“まやかしの経済政策”ではないことを明確に示す必要がある。強力な金融緩和の継続は最低限として、財政面では一層メリハリを付けた歳入歳出の管理が求められる。先進国の中でも、日本の財政赤字は突出している。日本国債のほとんどが国内で消化されているとは言え、早期の改善姿勢を示さないと政府の統治能力を疑われる可能性もある。また、成長戦略に関しては、より大胆かつ広範な改革の実施が望まれる。引続き、日本が従来とは異なる取組みを行っている姿勢を示し、成果が着実に生まれていることを見せることが求められているのである。

アベノミクスの成功を左右する重要な要素が、金利水準である。異次元の金融緩和によって短期から中期の金利水準は低位安定しており、長期から超長期の金利も昨夏以降徐々に安定するようになっている。しかし、日本銀行による介入は、中期年限までが中心で超長期年限の買入れは少額に留まる。このことは、金融緩和の出口を考えても理解が容易である。日本銀行の保有国債は償却原価法によ

って計理されるため、評価損益が財務諸表に影響することはない。売却しない限り損失は顕在化しないが、現在の日本銀行は最大の国債保有者となっており、金利上昇によって巨大な含み損が生じた際の説明責任は重い。

日本銀行は国債を買入れ、金利上昇を抑えているが、むしろ中長期的には、物価上昇率の目標を2%にすることを帰結として、金利は2%以上の水準に上昇せざるを得ない。経済学的には、フィッシャーの方程式により名目金利は実質金利と物価上昇率の和で近似される。短期的には、観測される名目金利と物価上昇率から実質金利がマイナスになったと評価するが、長期的に見れば、実質金利を人為的にコントロールすることはできない。実質金利水準はマネーに対する需要と供給から定まるものであり、ほぼ実質経済成長率に収斂すると考えられる。実質ベースで経済成長を達成するならば、実質金利は正の値を取る。負の実質金利はテクニカルな要因や極端な受給の偏りによるもので、経済が成長し物価の上昇する局面で、名目金利を抑えこむことは極めて難しい。

景気回復による良い金利上昇の他にも、日本の金利上昇をもたらすリスクが複数潜んでいる。一つには、政府が財政健全化に失敗し、大きな財政プレミアムが国債利回りに乗せられる局面である。当面、対外公約であるプライマリーバランスの確保に向けて努力していれば、内外の投資家からの日本国債に対する信認は揺るがないと期待するが、財政健全化

に违背した場合には、格付けの引下げというトリガーを引いてしまう可能性が高い。国債発行残高は、徐々にネットの個人金融資産に近づくまで積み上っている。家計による貯蓄から投資へのシフトが進み、資金余剰になっている非金融法人が手元資金を活用し更に借入れを起こして投資を拡大するならば、これまでの預金金融機関等に依存した国債の消化構造は崩れてしまうだろう。また、強力な金融緩和によって資産バブルの生じる可能性も考えられる。实体经济に即しない価格上昇をバブルとするならば、一部の不動産やコモディティ等にはバブルの兆候が見られる。これらの価格上昇は債券からの資金シフトを生み、結果的に金利を上昇させる可能性がある。更に、経済成長が達成できず、一方で、物価の上昇するスタグフレーションが発生する場合でも、債券からの資金流出が生じると考えられる。これら複数の経路で金利が上昇した場合、必ずしも日本銀行が金利水準を制御できるとは期待できない。

■ 2. スポーツイベントの多い 2014年と経済の行方

次に、2014年の固有の課題について、述べておきたい。新年は明るい年になってほしいと誰もが期待する。先行きの株価や金利を上昇すると予測するのは、期待に伴う上方バイアスのかかったエコノミストの常であるが、12月16日に公表された日銀短観の業況判断指

数を含め、明るい見通しを持っている企業が多い。4月の消費税率引上げまでの駆込み需要を考慮すると、春先までは良好な消費とセンチメントを期待することができよう。2月にはロシアのソチで冬季オリンピックも開催され、スキージャンプやフィギュアスケート等メダルの期待される種目もあって、消費の下支えムードを醸成してくれることだろう。

(図表1) 2014年の主なイベント

2月7日	冬季オリンピック開幕 (ロシア・ソチ)
3月7日	冬季パラリンピック開幕 (ロシア・ソチ)
3月	近鉄「あべのハルカス」(大阪) 完成予定
4月1日	消費税率引上げ (5%→8%)
4月8日	Windows XPのサポート期間終了
4月15日	皆既月食 (日本の一部で部分月食)
4月29日	金環日食 (南極付近)
6月4日	G8サミット開幕 (ロシア・ソチ)
6月12日	2014 FIFAワールドカップブラジル大会開幕
9月19日	第17回アジア競技大会開幕 (韓国・仁川)
10月8日	皆既月食 (日本全国)
11月4日	アメリカ合衆国中間選挙投票日

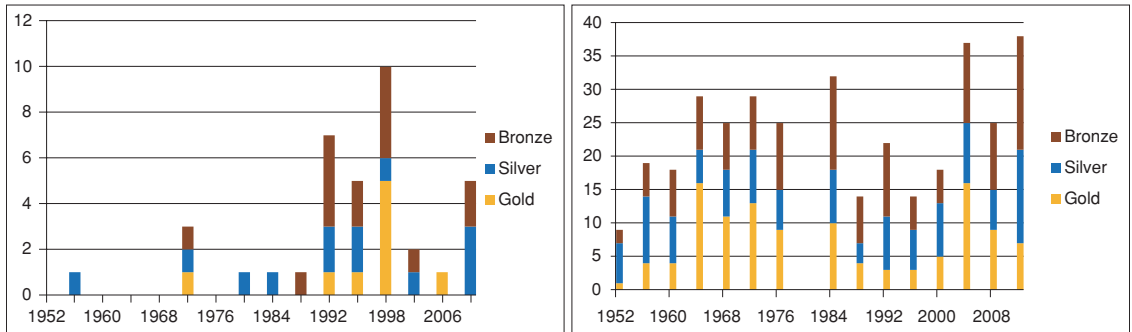
ところが、4月の消費税率引上げを越えると、先行きの展開は厳しくなることが予想される。何しろ高額商品を中心に消費を先食いしてしまっている。駆込み需要が好調であればあるほど、4月以降に買い控えの生じる影響は大きくなる。しかも、今年のゴールデンウィークは5月3日から6日の4連休が中心で、昭和の日や土日との繋がりが乏しく大型連休にはならない。この辺りから消費の息切れが目に見えて来るのではなかろうか。更に、6月に入ると、サッカーのワールドカップがブラジルで開幕する。4年前の南アフリカ大会では、当初あまり期待されていなかった日

本代表が快進撃を続け、一次リーグを突破したことで経済への良い刺激もあった。今回は、コートジボワール・ギリシャ・コロンビアとの同組であり、突破を楽観視する見方があるものの、いずれもFIFAランキングでは日本より上位にある国ばかりで決して楽な相手ではない。サッカーと同じように、その頃の日本経済は苦戦しているのではなかろうか。消費税率引上げの悪影響を緩和するため、日銀が更なる金融緩和に踏み込む可能性があり、それが唯一の期待材料だろうか。

一方で、日本の周辺には、景気の手を引っ張りかねない材料が散在している。まずは、経済の好調さを反映した米国による量的金融緩和 (QE3) の規模縮小である。既に昨年12月に縮小開始を決定しているが、今後、新興国へのマネーフローに影響するだけでなく、為替の変動を經由して先進国経済全般にも影響しよう。次に、東アジア諸国の経済情勢も警戒しておきたい。ウォン高によって輸出が低迷している韓国では、外需に依存し内国市場が脆弱な経済システムの問題を顕著に示している。依然として重要な貿易相手国である中国の経済情勢についても懸念は強い。中国における不動産バブルの崩壊や共産党政権による統治体制が揺らぐような状況になると、経済全般にも悪影響が生じるだろう。生産国としての中国という側面のみならず、巨大な人口を抱える消費国としての影響も看過できない。

11月に米国では中間選挙が行われる。シリアでの内戦処理にリーダーシップを発揮でき

(図表 2) オリンピックのメダル獲得数推移 (左が冬季・右が夏季)



(出所) 日本オリンピック委員会

ず、また、オバマケアと呼ばれる医療保険の導入で支持率を下げってしまったオバマ政権としては、国民へのアピール材料を見出すのが難しい。このような状況下で懸念されるのが、イランを中心とする中東や北朝鮮の問題である。支持率の低下した政権が、国民の不満を外部に向けさせるために外交や軍事で目立った行動を取るの、古今東西の通例である。中東の原油輸出に支障が生じれば、徐々にオイルショックの発生も考えられる。シェールガス等代替エネルギーもあり、欧米は中東に対するエネルギー依存を引き下げているものの、日本や中国の依存度は引き続き高い。その他に、北朝鮮の核開発問題が大きな経済的影響を及ぼすとは考えられないが、昨年末の政権内部での権力闘争・粛清の動きを見ていると、現政権が崩壊する可能性も意識しておくべきだろう。その場合、周辺諸国の経済に少なからぬ影響を与える可能性もある。

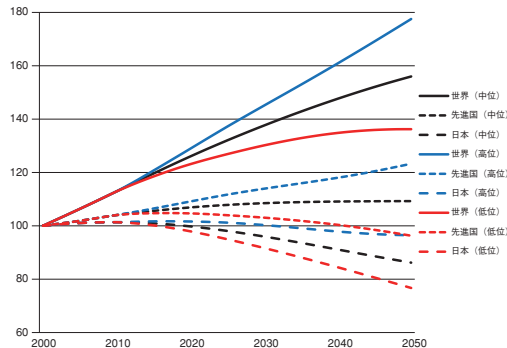
海外のリスク要因ばかりを述べてきたが、日本において引き続き懸念されるのが、2020年

オリンピックの東京招致でも懸念されていた福島第一原発の汚染水処理を含む原発関連の問題である。事態は、決して政府や東電の完全なコントロール下にあると思えない。除染コストの負担も含め、国と東京電力の密接な連携が必要である。電力会社のあり方の見直しや東京電力の債務処理問題が検討の俎上に乗って来る可能性もあろう。引続き、クレジット市場では電力会社への与信を躊躇する投資家は少なくなく、放射性廃棄物の処理問題を含め、安心できる状態にはない。原発に対して十分な地震・津波等への対策を講じるとともに、ヨーロッパのような再生可能エネルギーの活用が一層求められるだろう。

3. より長期の課題である人口減少

これからの中期的な経済を展望する際、人口問題が極めて重要なテーマになるだろう。経済学を勉強した学生なら知っているように、中期的な経済成長に影響を与える要素は、

(図表3) 出生率想定別の人口見通し



※2000年を100として相対化

(出所) United Nations “World Population Prospects: The 2012 Revision”

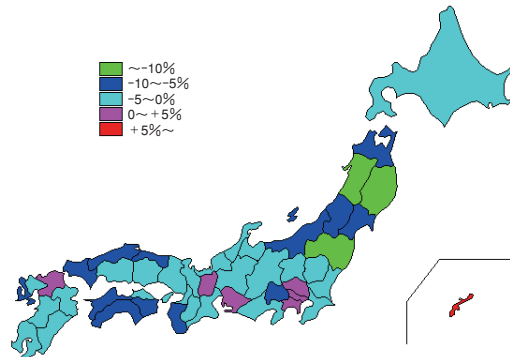
生産年齢人口数・労働生産性・技術生産性等の伸びが主成分であるとされる。少子高齢化の初期段階には、生産年齢層がより多くの高齢者を支えなければならなくなるため、マクロベースでの労働生産性は低下するだろう。更に少子高齢化が進展すると、生産年齢人口そのものが減少に転じてしまう。日本の少子高齢化は先進国の中で最速のペースで進んでおり、総人口ベースで見ると日本の人口は減少に向かっている。世界史的に見ても、大幅な人口減少を経験した社会はローマ帝国後半の混乱期や、致死性の高い疫病の大流行した欧州、更には、欧州からの侵入者によって既存文明が破壊され大規模な殺戮を受けた中南米くらいしかない。現代の医療や科学技術の発達した高度文明社会に入ってから人口減少は、人類が経験したことのない未知の世界である。そこで直面する問題は、まず、様々な行政サービスや私的ビジネスの継続可否である。例えば、過疎地域の小売店舗や世帯に

は、物資が容易に届けられないだろう。インターネットが発達しネット経由で商品やサービスを購入できるから、人口減少の影響は回避できるというのは誤りである。物流そのものが、より大きなコストを要求するようになるだろう。

総務省の統計では、日本の総人口が最大であったのは、2004年である。つまり、私たちが生きている現在は、既に人口減少がはじまっているのである。国連の推計では、出生率の前提を中位もしくは低位に置くと、人口の大きな減少は遅くとも2020年までに顕在化する。高位の出生率を想定しても、2025年以降には日本の総人口が減少する。出生率の低下に対して現在の政権はほぼ無策であり、しかも、出生率を短期間に引上げることは容易でないから、日本の人口減少が顕著な問題になることを覚悟しておいた方がよい。

国全体で見ると時間の猶予があるようにも見えるが、都道府県単位で見ると、既に人口

(図表4) 都道府県別推計人口増減率 (2013年)



(出所) 総務省統計局統計調査部国勢統計課「人口推計年報」

減少への対応は喫緊の課題となっていることがわかる。総務省による平成23年の都道府県別推計人口を見ると、人口が増加しているのは東京都・神奈川県・埼玉県・愛知県・滋賀県・福岡県・沖縄県の計7つのみである。逆に、人口が5%以上減少している都道府県は、東北や中四国地方の各県を中心に計16県にも及んでいる。それ以外の24道府県では5%以内の人口減少となっている。大都市圏のみを見ていると誤った判断をしかねない。既に日本の各地では人口減少が現実になっているのである。

日本の実質経済の成長率が小さく、潜在成長率も低水準になっているのは、まさに人口構成の変化によるものである。生産年齢人口を増やせないのであれば、大きな経済成長を実現するために、労働生産性や技術生産性の劇的な発展が必要になる。ところが、少子高齢化によってマクロベースの労働生産性が低下するため、目覚ましい技術革新や社会の変革等によって分配構造を改革しない限り、全般

的な生産性の上昇は期待できでない。アベノミクスの第三の矢である成長戦略には、まさに構造面での革新が求められており、生産性の向上を達成できるかどうか、アベノミスクが成功できるかどうかの鍵なのである。

■ 4. おわりに

新春早々からやや気の重くなるテーマとなってしまったが、日本の社会が直面している課題は、容易に解決できるものではない。日本国民すべての叡智を集め、人口減少社会に対応した新しい経済・社会モデルを率先して確立することが必要である。株式関係者は楽観主義者で、債券関係者は悲観主義者になりがちであると巷間よく言われるが、筆者の危惧が思い過ごしとなることを願いつつ、新春の問題提起としたい。

