

世界経済の見通し：もはや高い成長に復帰できないのか

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

■ I. グローバル：もはや高い成長には戻れないのか

過去2年間、世界経済に関し筆者が強調してきたのは、2000年代の世界経済を牽引してきた中国を始めとする新興国の長いブームが終焉し、現在はその調整局面にあるということである。そのため、僥倖に恵まれなければ、当面、新興国経済は停滞が続き、世界経済も2000年代のような高い成長には復帰できない。まず、中国が2010年前後にルイスの転換点を迎え、高成長期が終焉、潜在成長率の下方屈折が生じた。2000年代に世界経済が高い成長を遂げた要因の一つは、中国が「世界の工場」となるべく資本蓄積を進め、高成長を続けたことにあったが、もはや中国は以前のような高成長が難しい（中国の潜在成長率の下方屈折については後述する）。

二つ目は、リーマンショック後の2009～2011年だけでなく、リーマンショック前の2005～2008年前半についても、多くの新興国では潜在成長率を上回る高成長が続き、その間、様々な過剰（不均衡）が蓄積された点である。調整は2011年後半から始まったと見られるが、現在でも、ブラジルでは労働力不足、インドでは社会インフラ不足などの供給制約に直面し、高インフレと低成長が共存している。潜在成長率を上回る高成長が続いていたのだから、これらの国ではリーマンショック後に調整が始まってもし思議ではなかった。し

かし、中国を始め多くの新興国は大規模な追加財政を続け、また同じタイミングで、FEDのアグレッシブな金融緩和（QE 1、QE 2）の効果が波及し、金融面でも相当に景気刺激的な環境となった。リーマンショック後に新興国に訪れたのは、調整ではなく「ブームの延長」であり、不均衡のさらなる蓄積だったのである。

多くの新興国で高成長が相当期間続いたため、潜在成長率が上昇したと考える人が少なくなかったが、実際にはアグレッシブな財政・金融政策やFEDのアグレッシブな金融政策の波及などによって、持続可能ではない高成長が長引いただけだったのである（むしろ、その間、中国は潜在成長率の下方屈折を迎えた）。経済がすっかり伸び切り供給制約に直面しているだけでなく、高成長期に積み上がった様々な過剰（過剰消費、過剰投資）の調整が続くため、当面、新興国は停滞を脱することができないだろう。

対外収支の調整についても全く同様で、QE 3の早期tapering観測をきっかけに新興国から資金流出が始まったが、それは単にここ数年のFEDのQE 1、QE 2がもたらした新興国への資金流入のポジション調整だけではない。2000年代の長期のブームの間に進んだ資金流入の調整もあるため、資金流出の規模も大きなものとなっている。幸いなのは、新興国がドルに対し固定的な為替レート制を取っているといても、厳密な固定レート制ではないため、通貨防衛のための急激な金融引き締め策が必要ないことである。1990年代のアジア通貨危機、2000年前後の中南米危機のような事態に陥ることは、今のところ予想していない。

■ II. 中国：回復の遅れとバブルの原因は潜在成長率の下方屈折

前述した通り、2010年前後に中国は潜在成長率が下方屈折し、それまでの10%成長から6～7%成長に低下したと見られる。1979年に開始された一人っ子政策の影響が浸透し、農村の若年余剰労働がほぼ吸収され、ルイスの転換点に到達、高成長期が終焉したのである。ルイスの転換点について簡単に説明すると、農村の余剰労働が都市部で吸収される過程で高成長が続き、農村の余剰労働が枯渇した段階で高成長は終わる。需要サイドからの説明も可能だが、最大の要因は産業間の労働移動であり、低生産性部門である地方の農業部門から高生産性部門である都市部の商工業部門に労働移動が続く間、経済全体の生産性が高まり高成長が維持され、労働移動の終結と共に高成長が終わる。

アーサー・ルイス教授は、18-19世紀の産業革命期の欧州でこうした現象を発見したが、1950年代半ば～1970年代初頭の日本では、地方の農村の若年層が三大都市圏で吸収される

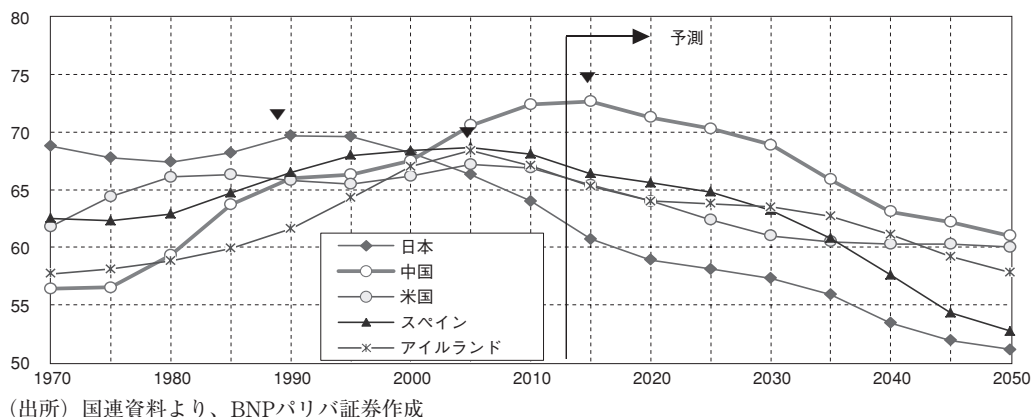
過程で高度成長が続き、労働移動が収束する1970年代初頭に高度成長が終焉した。地方で生まれた団塊世代が就業のため三大都市圏に移動した段階で、ルイスの転換点を迎え、高度成長が終わったのである。前述した通り、2010年前後の中国では1979年に導入された一人っ子政策が30年を経た後、効果が広く浸透し地方の若年余剰労働が枯渇、1970年代初頭の日本と同様、ルイスの転換点を迎え、高成長期が終焉したと見られる。中国の農村にはまだ余剰労働が存在しルイスの転換点には達していないという見方もある。余剰労働の存在は認めるが、重要なのは若年の余剰労働である。日本でも移動したのは、新卒の若者であった。何処の国でもそうだが、30代になると、新たな就業機会を求めて住み慣れた土地を離れるということは、余程のことがない限り生じない。

さて、問題はここからである。潜在成長率が低下した際、リアルタイムではそのことを政策当局者は認識できない。また、社会もそれを受け入れようとはしない。潜在成長率の低下は、多くの人々にとって「不都合な真実」なのである。その結果、目の前の減速を一時的なものと誤認し、大規模な財政・金融政策で解決にあたらうとするが、それが潜在成長率低下による過剰ストック問題をさらに拗らせる。日本では、1970年代あるいは1990年代に潜在成長率が屈折した際、それを一時的な景気減速と捉え、政府は裁量的なマクロ安定化政策を積極化し、過剰ストック問題をさらに深刻化させた。

タイミングの悪いことに、2008年秋にリーマンショックが生じ、胡錦濤前指導部は4兆元の大規模な財政投融资策を発動してしまった。4兆元は当時のGDPの13%に相当するが、その政策によって収益性の低い資本蓄積がさらに促された。未だに中国経済が過剰ストック問題を抱えるのは、潜在成長率が低下したためだけでなく、その後の大盤振舞の政策が問題を拗らせているのである。昨年7月の景気挺入れ策で一旦、景気は持ち直したように見えるが、過剰ストック問題、その裏側にある過剰債務問題が尾を引いているため、力強い回復は期待できない。今回の景気挺入れ策そのものが過剰ストック問題や過剰債務問題をさらに深刻化させる可能性もある。

中国の抱える経済問題の二点目はバブルである。筆者の仮説は、人口動態の影響で潜在成長率が低下する時にこそ、バブルが生じ易いというものである。多くの人が認識するのは、バブルによって過剰ストックや過剰債務が作られ、バブル崩壊後、その調整によって潜在成長率が低下するというメカニズムである。この点は筆者も同意するが、筆者の仮説は逆の因果関係も同時に生じているというものである。潜在成長率の低下は、一国の平均的な資本収益率の低下を意味するが、ミクロで考えれば、収益性の高い投資プロジェクトが枯渇するという他にない。そうした状況で、緩和的な金融環境が続けられると、

(図1) 生産年齢人口(15~64歳人口)の総人口に占める割合(%)



民間部門の資金が向かう先は、古今東西、不動産市場となる。実際、戦後の日本で大規模な不動産バブルが発生したのは、1970年代前半と1990年前後の二度である。前者はルイスの転換点、後者は人口ボーナスの終焉期に当たり、いずれも潜在成長率の下方屈折が生じた局面であった。

図1は、各国の総人口に占める生産年齢人口の割合を示している。上昇局面（人口ボーナス期）には、一国における働き手の割合が増えるため、資本ストックは不足気味で資本収益率は高く、設備投資が大きく増える。低下局面（人口オーナス期）には、働き手の割合が低下し、資本ストックが過剰気味で資本収益率は低く、設備投資が増えづらい。興味深いのは、各国とも、人口ボーナス期が終焉する局面で、大規模バブルが起こっている点である。生産年齢人口の比率のピークは日本が1990年、米国、スペイン、ポルトガルが2005年といずれもバブルのタイミングと一致する。これは偶然ではなく、人口動態の影響で資本収益率（=1人当たり潜在成長率）が低下する時に、バブルが起こっているのだと解釈できる。国連のデータは、中国が2015年にピークを迎えるとしており、筆者の仮説が正しければ、当面バブルが生じ易い局面が続く。

一点言い忘れたが、ルイスの転換点を迎え高度成長が終わった1970年代前半の日本では、その後、15年に亘って中成長期が続いた。中成長期は人口ボーナス期が終焉する1990年代初頭まで続いたのである。しかし、今回、中国ではルイスの転換点と人口ボーナス期の終焉がほぼ同時に訪れる。生産年齢人口の減少は2015年に始まるが、2020年までには人口オーナスの影響が社会・経済に強く現れる。このため、習近平体制は厳しい経済運営を迫られる。

■ Ⅲ．米国：高齢化で潜在成長率の低下は避けられないのか？

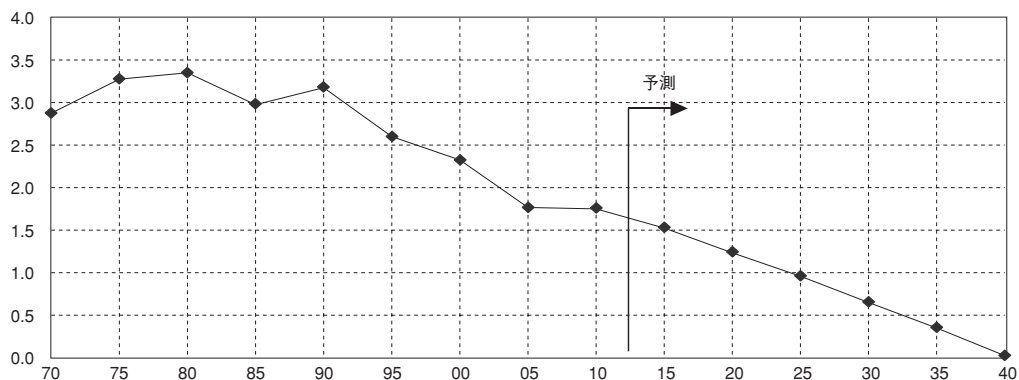
多くの人は、米国は移民流入があるため、労働力の高い伸びが維持され、潜在成長率も低下しないと考えている。もちろん、既に労働力が減少している日本や足元で減少が始まった欧州とは異なり、米国では労働力の減少は見込まれていない。しかし、移民の流入が需要サイド、供給サイドの要因によって抑制されるため、国内の高齢化要因で、米国の労働力の伸びがかなり低下し、潜在成長率の低下は避けられそうにない。米国でも、潜在成長率の低下を政策当局者が直ぐには認識できないため、成長率の低迷を潜在成長率からの下方乖離と受け止め、いつまでもゼロ金利政策が続けられる可能性がある。

米国への最大の移民供給国はメキシコだが、2010～2011年には、メキシコから米国に向かった人より、米国からメキシコに戻った人の方が多かった。純減である。米国の景気低迷も影響したが、米国内の雇用への配慮から、移民規制が強化されたことも影響している。これらは、言わば移民に対する需要側の事情だが、供給側のメキシコでも移民を抑制する要因が生じている。メキシコにおいても、豊かになるに従って出生率が徐々に低下し、生産年齢人口の伸びが低下しているのである。既に2000年代にメキシコの実年齢人口の伸びは2%を割り込み、2015年には1.5%まで低下する。生産年齢人口の伸びの鈍化にもかかわらず、2000年代に多くのメキシコ人が米国に向かったのは、当時、米国で大規模な住宅バブルが生じ、米国の建設業界で就業すれば、一攫千金を狙えたからだだが、そうした状況が今後訪れる見込みはない。

既にメキシコの農村の余剰労働はかなり吸収されているが、NAFTAのおかげで、メキシコに製造業の生産拠点が aumentando していることも、米国への移民を抑制する。2000年代のような速いペースで米国に移民は向かわない。もちろん、メキシコ以外からの移民も存在する。しかし、メキシコ以外で米国への移民が多い国々の動きをみても、いずれも生産年齢人口の伸びは大きく低下している。新興国でも先進国と同様、豊かになるに従って出生率が低下し、労働力の伸びが低下しているのである。

移民の流入ペースが鈍化すれば、当然にして、米国内の労働力は国内の高齢化の影響を大きく受けることになる。米国では55歳から引退が始まるが、55歳以上の人口に占める割合は2000年代以降、急激に上昇している。これは、ベビーブーマー（日本と異なり、米国のベビーブーマーは1946～1964年までの長期に亘る）が引退期に入ったためである。一方、働き盛りの25～54歳人口の割合は着実に低下している。2012年9月、バーナンキ議長は、

(図2) メキシコの生産年齢人口の伸び(15~64歳、年率、%)



(出所) 国連資料より、BNPパリバ証券作成

労働力率の低下は循環的な要因で、早晚反転すると論じていたが、今のところ筆者が予想した通り、低下が続いている。低下は高齢化による構造的なもので、景気が相当に良くならなければ下げ止まらない可能性がある。

さて、筆者の分析では、米国の銀行問題は9割程度片付いた。それでは、米国経済は、早晚、以前のような比較的高めの潜在成長率に復帰するだろうか。実はこうした期待は、2000年代初頭の日本でも見られた。当時、日本では金融問題こそが低成長の主因であり、金融問題さえ解決されれば成長率は回復すると多くの人が考えていた。しかし、現実には金融問題が解決されても成長率は回復しなかった。2000年代には、人口オーナスの影響が強く現れるようになったのである。そもそも大規模なバブルが生じた理由は、人口動態の影響で資本収益率が低下(=潜在成長率が低下)したためであった。それ故、銀行問題が解決されたからといって、潜在成長率が回復するとは限らないのである。

米国の銀行問題が解決しても、潜在成長率そのものが人口動態の影響で低下しているため、一時的に成長率が高まることがあっても、それを持続させることは難しい。また、他国と同様、政策当局者が潜在成長率の低下をリアルタイムで認識できないため、目の前の低い成長を潜在成長率からの下方乖離と捉え、景気刺激的な金融政策を相当期間、継続すると見られる。米国では、共和党の存在によって日本のような追加財政は余程のことがない限り選択されないから、裁量的なマクロ安定化政策は金融政策に皺寄せされる。このことは、相当期間に亘って、ゼロ金利政策が継続されるということである。QE3についても、12月17-18日のFOMCで資産購入額の縮小が決定され、今年1月から実際にtaperingが始まったが、必ずしも強くない経済指標が見られると、潜在成長率の過大評価によって、目

の前の景気減速を過大評価することになるため、直ちにEXIT完了ということにはならないのだろう。

■ IV. 欧州：ジャパナイゼーションは避けられないのか

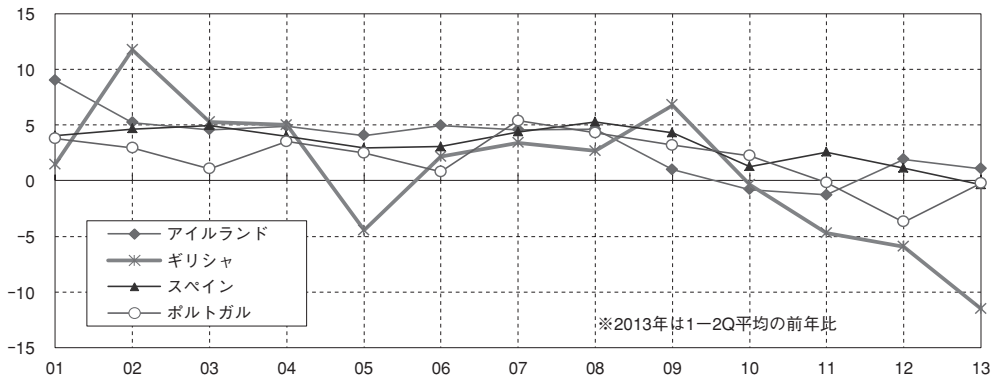
ギリシャ危機直後から、筆者は、欧州はジャパナイゼーション（デフレ経済化）が避けられない、という仮説を立てている。ジャパナイゼーション仮説は、以下のような簡単な経済モデルからの帰結である。バブル崩壊や緊縮財政など大きなショックが経済を襲った際、内需低迷を補うべく、名目為替レートが減価し、外需が刺激される。しかし、何らかの要因で、名目為替レートの減価が阻害されれば、賃金下落やデフレという痛みの大きな経路で実質為替レートの低下が生じ、外需が刺激される。実質為替レートの調整には、名目為替レートの調整か、物価・賃金の調整の二つの経路があるが、当然にして名目為替レートの調整の方が経済に対する負荷は小さい。

バブルが崩壊すると、通常、その国の通貨は減価する。1980年以降、唯一の例外が日本であり、円安ではなく、円高が訪れた。バブル崩壊で内需が低迷しただけでなく、円高の影響で外需も低迷した。最終的には外需が回復し内需の低迷を補うようになるが、外需回復をもたらしたのは、円安による競争力の回復ではなく、名目賃金と物価の下落による競争力の改善である。先進国では、名目賃金の下方硬直性が存在するため、簡単にはデフレには陥らない。しかし、橋本財政構造改革、アジア危機、金融危機という一連のショックが1997年の日本経済を襲い、名目賃金の下方硬直性を消失させ、デフレがもたらされた。

南欧などのユーロ圏周辺国では、バブル崩壊や金融危機、財政危機、その後の緊縮財政によって、名目賃金の下方硬直性が失われつつある。ユーロ加盟によって、自国通貨を減価させることができないため、日本と同様、賃金・物価下落の経路で実質為替レートの調整が進んでいるのである。現在、循環的な景気回復が始まったものの回復は極めて脆弱であり、一方で、デシインフレ傾向が続いている（12月のユーロ圏のHICP前年比は0.8%と、1%を割り込んでいる）。直ちにではないにしても、次回、景気後退局面に入れば、ユーロ圏のデフレ確率は相当に高まると思われる。測定誤差などを考慮すると既にユーロ圏はゼロインフレに入ったと言えるが、そのことは今後も続く財政・金融のバランスシート調整において、経済への負荷を相当に大きくする。

ECBがもう一度利下げに踏み切れば、政策金利はゼロ金利制約に直面する。それでは、日米英と同様、最終的には量的緩和に追い込まれるのだろうか。米国や英国、日本を見れ

(図3) ユーロ圏 名目賃金 (前年比、%)



(出所) Eurostatより、BNPパリバ証券作成

ば明らかのように、伝統的な金融政策の有効性が失われた後、量的緩和などの非伝統的な金融政策を採用しても、極めて限定的な効果しか得られていない。非伝統的政策という、絶大な効果があるようなイメージで語られるが、現実にはそうではない。効果が本当に大きいのなら、平時において伝統的な金融政策の代わりに非伝統的な金融政策が採用されているはずである。コストの割に効果の小さい効率性の悪い政策だからこそ、通常、採用されていないのである。とは言え、デスインフレあるいはデフレを傍観することもできないため、わずかな効果を期待し、結局、ECBも量的緩和を採用することになるのだろうか。

■ V. 日本：金融抑圧かデフレ継続か

日本経済の2年後（2014年末～2015年）の姿について、筆者は以下の4つのシナリオを提示してきた。①デフレ継続シナリオ（生起確率35%）：円安効果、財政刺激の効果が剥落した後、日本経済は元のデフレ状況へ。低金利、デフレ、円高、低成長は変わらず。②金融抑圧シナリオ（生起確率40%）：2年で2%のインフレ達成は困難だが、中央銀行ファイナンスによる追加財政の継続によって、早晚、デフレ脱却に成功。長期金利上昇による財政破綻確率上昇の顕在化を避けるため、政府・日銀は金融抑圧を採用。マイナスの実質金利による公的債務圧縮が進捗するまで、ゼロ金利政策、長期国債の大量購入政策を継続。③高インフレ・シナリオ（生起確率15%）：デフレ脱却後、金融抑圧を採用するが、インフレ率は二桁近い水準まで上昇、社会は混乱へ。④ハッピーエンド・シナリオ（生起確率10%）：アベノミクスの成長戦略が機能し、デフレ脱却と共に、潜在成長率も向上。

ただし、財政への配慮から、ゼロ金利政策、長期国債の大量購入政策は継続。①のデフレ継続シナリオの生起確率も低くはないと考えるが、今のところ②の金融抑圧シナリオをメインシナリオとしている。

これまで論じたように、世界経済は様々な問題を抱え、2013年も多くの国で経済は足踏みが続いた。しかし、日本経済は好調な拡大を続け、今後もしばらくは堅調に推移する。ただ、回復の牽引役は2012年度補正予算による追加財政であり、アベノミクスの第二の矢が効いているということである。追加財政の効果の本質は、あくまで「将来所得の前借り」であり、持続はしない。効果が剥落すれば、それまでである。また、第一の矢である金融政策は、短期金利のみならず、長期金利もゼロ近くまで低下しているため、その有効性は大きく低下している。昨年5月までの株高は、言わばプラシーボ（偽薬効果）だったとも言える。第三の矢である成長戦略に期待したいところだが、その効果が現れるまでには相当に長い時間を要し、劇的な効果が得られるわけでもない。このため、是非はともかくとして、さらなる追加財政が無ければ、2014年末に景気が失速する可能性がある（追加財政はコストが大きいだけでなく、効果剥落時には景気が減速しメリットも小さいため、安易に行うべきではない）。

さらにCPIコア前年比についても、11月は1.2%まで上昇したが、上昇品目の殆どが円安効果によるものである。円安が進んだのは、主に2012年秋から2013年5月までだが、CPIに効果が現れるまでには6～12ヶ月程度のラグがあり、今年4～6月頃までは改善が続き、CPIコア前年比は1%台前半での推移が見込まれる。しかし、さらなる円安がなければ、CPIコア前年比は今年7～9月から低下する。つまり、円安効果、財政刺激効果が剥落すると、2014年末以降、日本経済は景気停滞色が強まり、2015年はデフレ経済に舞い戻る可能性がある。そうした状況となれば、今年末に決定される2015年10月の2度目の消費増税についても先送りという判断がなされるだろう。追加財政が選択されなければ、日本経済は①のデフレ継続シナリオを辿る可能性がある（生起確率は35%）。

そうした動きをマーケットが事前に織り込めば、今後半年の間に、長期金利はさらに低下する可能性がある。既に多くの金融機関は、再投資リスクを恐れ、日銀への長期国債の売却を躊躇し始めている。民間金融機関は長期国債を日銀に売却すると、わずか0.1%の金利しか生まない日銀当座預金を積み増すことになる。日銀当座預金に対する需要は飽和しつつあり、マネタリー・ベースを2年で2倍にすることは容易ではない。それでも達成するには、民間金融機関に補助金を払い、日銀当座預金の残高を増やしてもらうしかない（元々、効果の不確実な政策であるため、2年で2倍の目標を諦めるというのも選択肢だが、

信認の問題からそれも難しいのだろう)。

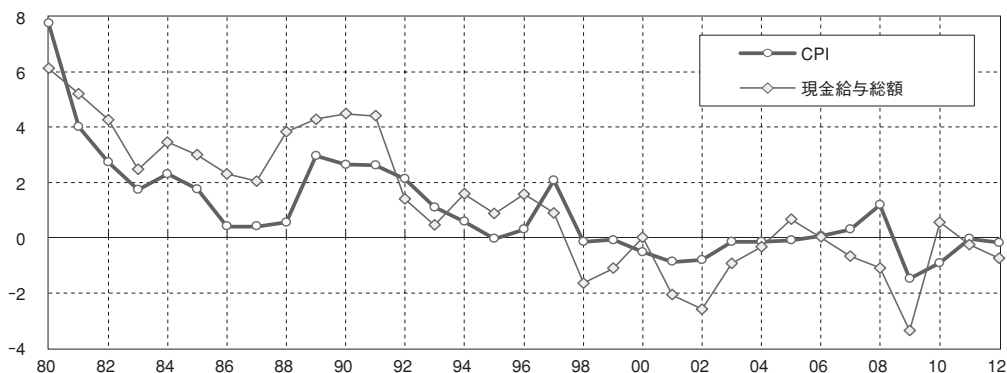
民間金融機関の日銀当座預金に対する需要が飽和する中で、マネタリー・ベースを増やすには、理論上、二つの方法がある。一つは付利の引上げである。日銀当座預金の利回りが高まれば、金融機関は残高を増やすはずである。しかし、そのことは金融引締めであるため、現実的な選択肢とは言えない。もう一つは、長期国債を市場価格よりも相当に割高な値段で買い上げることである。民間金融機関の再投資リスクを補償するほどの価格ということであれば、それはマイナスの金利での購入ということになるかもしれない。市場で長期債利回りがマイナスまで低下することはないと思われるが、長期金利は史上最低水準まで低下する可能性がある。もちろん、株式や不動産などリスク資産についても、市場価値を上回る価格で日銀が買えば（これも補助金である）、マネタリー・ベースを増やすことにはつながるが、規模を追求する場合、それらのリスク資産は日銀のリスク許容量を大きく超えるため、やはり主たる購入資産は長期国債ということになるのだろう。

ただし、金融市場がデフレ継続シナリオを織り込む場面があるとしても、日本経済の2015年の失速を安倍政権が最終的に甘受するだろうか。2016年には衆参両院の選挙が予定され、政府・与党は2015年の景気悪化は何としても避けたいところであろう。むしろ、2015年は好景気を演出したいはずである。そのため、今年半ばにも追加財政措置が取られると考える。2015年の消費増税を実施する環境を作るために、前倒して追加財政が決定される可能性もある。追加財政が継続される結果、潜在成長率を大きく上回る成長が2014年度、2015年度も続く。

景気刺激策を取る場合、追加財政ではなく、追加金融緩和という選択肢はないのだろうか。本来なら、コストの大きい追加財政ではなく、金融緩和で対応すべきである。とはいえ、前述した通り、伝統的な金融政策のみならず非伝統的な金融政策の有効性も今の日本では大幅に低下している。短期金利のみならず長期金利もゼロ近くまで低下し、文字通りゼロ金利制約に直面している。このため、金融緩和だけであれば、極めて限られた景気刺激効果しか得られない。あるいは、日銀が民間金融機関に対し補助金を払う形で、マイナスの金利で長期国債を購入すれば、市場金利に低下圧力がかかり、円安が多少進むのだろうか。

筆者は、政治的な要因から、金融政策ではなく、財政政策が採用されると考えている。2014年4 - 6月にCPIコア前年比は1.2%まで上昇すると論じたが、この数字はあくまで消費増税の影響を取り除いたものである。3ポイントの消費増税が実施されると、その影響でCPIコアは2ポイント程度押し上げられる。つまり、消費増税の影響を加えると、2014

(図4) 賃金とCPIコア (前年比、%、年度)



(出所) 総務省、厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

年4-6月のCPIコアは前年比3%強まで上昇する。政治家を含め多くの国民は、「デフレ脱却=賃金上昇」だと考えており、依然として物価上昇を嫌っている。にもかかわらず現実に生じることは、名目賃金がほとんど上昇しない中で、円安と消費増税の影響で物価が3%強も上昇し、実質購買力が大きく損なわれることである。さらなる円安につながる可能性のある金融緩和を求める声は果たして広がるだろうか。円安は、当初は輸出企業の収益改善効果が強く現れたが、現在は、輸入物価の上昇を通じ、徐々に負の影響が広がっている。

追加財政が選択され、潜在成長率を上回る成長が続けば、何が起こるか。日本の潜在成長率はわずか0.3%程度であり、1%程度の成長が継続すれば、2015年半ばにも完全雇用達成し、賃金上昇が始まる。根強いデフレ予想が存在するため、失業率が徐々に低下しても、賃金上昇はあまり期待できないが、失業率が閾値を下回る中で、潜在成長率を上回る成長が続けば、賃金上昇も予想される。安倍政権は、デフレ脱却には賃金上昇が不可欠であることを認識し、大企業経営者に来春の賃上げを要請している。ただ、現段階では、一部の企業が賃金を引上げても、非正規雇用比率の上昇によって相殺され、マクロ賃金の上昇は限定的だろう。賃金下落が続いている最大の理由は、賃金水準の低い非正規雇用の比率上昇である。しかし、一旦、完全雇用状況まで失業率が低下すれば、非正規雇用比率の上昇が頭打ちになると同時に、正規、非正規の賃金共に上昇し、マクロ賃金の上昇が本格化、サービス価格の引上げなども始まると見られる。

2年で2%のインフレ達成は困難だが、2015年半ば以降には、経済が完全雇用達成し、デフレ脱却の道筋が見えてくる。しかし、インフレ予想の醸成に成功すると、長期金利が

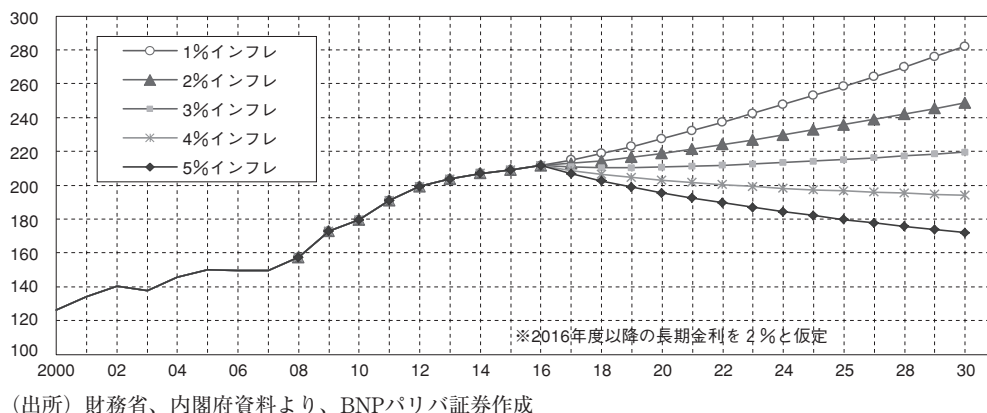
大幅に上昇する恐れがある。日本の均衡実質金利（1人当たりの潜在成長率に相当）は1%程度と考えられるが、例えば2%のインフレ予想が織り込まれれば、長期金利は少なくとも3%程度、リスクプレミアムが加われば4~5%程度まで上昇しても不思議ではない。日本の公的債務残高はGDPの2倍を超えるため、急激な長期金利上昇が生じると利払い費急増が公的債務の発散をもたらす。大量の長期国債を抱える金融機関のバランスシートも急激に悪化する。筆者の分析では、長期金利が3%を超えると、金融危機と財政危機の負のスパイラルが始まる。デフレ脱却に成功すると、その成功ゆえに財政破綻リスクが高まるため、政府・日銀は長期金利の安定化が至上命題となる。長期金利を低位に維持するため、インフレ率の上昇にもかかわらず、ゼロ金利政策や長期国債の大量購入政策を継続せざるを得ない。つまり、日本経済は、②の金融抑圧シナリオを辿る（生起確率は40%）。これが筆者のメインシナリオである。

長期金利安定のため、日銀のみならずあらゆる公的金融機関は長期国債を大量に買い増すが、それだけでなく日銀は1942年のFED型国債価格支持政策を導入し、長期金利に暗黙のキャップをかけると見られる。長期金利にキャップがかけられる結果、民間の金融機関はインフレ率の水準に関わらず、長期国債への投資からキャリーを稼ぐことが可能となる（危機の引き金となる3%台の長期金利を回避するという視点から、キャップの水準は2.5%程度となるのだろうか）。

また、実質金利がマイナスとなることから、公的債務の対GDP比を低下させることが可能となる。インフレ率の上昇によって名目GDPが増えて税収が増加する一方で、金融抑圧で利払い費が抑制される。この時、犠牲になるのは、マイナスの実質金利に直面する預金者や保険契約者、年金契約者である。言い換えれば、預金者へのインフレ・タックスによって、公的債務が圧縮される。この時、必要となるマイナスの実質金利は2~3%であり、そのためには4~5%のインフレが実現されなければならない。

4年前にカルメン・ラインハート教授らが、金融抑圧を公的債務の圧縮方法として議論し始めた時、筆者は、実行可能性は相当に低いと考えていた。グローバリゼーションの下では、マイナスの実質金利に直面する預金者が資金を海外にシフトさせ、預金流出に直面する民間金融機関は長期国債売却を迫られ、長期金利の急騰が避けられないと考えたためである。しかし、今では殆どの先進国の中央銀行は、自国の膨れ上がった公的債務を考慮し、超低金利政策の解除をためらうであろう。量的緩和を解除することはできても、政府の利払い費の膨張を避けるために、ゼロ金利政策を簡単には解除できないはずである（タフな中央銀行を演じると、そのことが財政危機の引き金を引くことになる）。もし全ての

(図5) 国と地方の債務残高(対GDP比、%、年度)



国がゼロ金利政策を続けるのなら、金融抑圧を行っても、海外へ預金が出流する心配はない。また、新興国バブル崩壊で、新興国からは資金流出が続いており、新興国に資金が逃げ出す可能性も低下している。

それでは、②の金融抑圧はスムーズに進むのか。金融政策が国債管理政策に割り当てられ(Fiscal Dominance、財政従属)、ゼロ金利政策を継続せざるを得ないため、インフレが加速し始めると、それを止める手立てが無くなる(恐らく、緊縮財政がインフレ抑制の主たる手段となるが、機動性に欠ける)。この場合、二桁近いインフレとなる可能性ある。これが③の高インフレシナリオである(生起確率は15%)。

高インフレシナリオは、1950年代~1970年代の英国の状況をイメージしている。1950年代に金融抑圧を採用した英国では、公的債務の圧縮にある程度成功するが、インフレ体質が社会にすっかり根付き、痛みを伴う改革を避け、多くの問題をインフレで解決する風潮が広がった。政府は問題解決能力を喪失、家計部門はポンド安を背景としたインフレ進行で実質購買力を喪失、労使紛争も絶えず、財政不安に晒されるだけでなく、社会は大きく不安定化した。未曾有の公的債務を抱える日本では、他国に比べより大きなマイナスの実質金利か、あるいはマイナスの実質金利の長期化を必要とする。それが継続的な円安を招けば、高率のインフレがもたらされる。②のケースでは4~5%のインフレを念頭に置いていたが、そうしたスムーズな金融抑圧が可能なら、公的債務の圧縮が進むだけでなく、マイナスの実質金利を背景に、株価や不動産価格などリスクアセットの価格上昇も見込まれる。しかし、インフレ率が③のケースのように二桁近いインフレとなる場合には、英国のように財政不安だけでなく、社会不安が生じ、当然にして、リスク資産の価格も低迷する。

④のハッピーエンド・シナリオについて一言。経済学の教えは、「魔法の杖はない」ということであり、アベノミクスの成長戦略が劇的な成果を収め、デフレ脱却と共に、潜在成長率も向上するというシナリオの生起確率が高いとは思われない（生起確率は10%）。ただし、経済は複雑系であり、あらゆる可能性は排除できない。もし日本経済が複数均衡を持ち、現在、低い均衡（悪い均衡）に陥っているとすると、人々の期待が突如として変わり、高い均衡（良い均衡）にジャンプする可能性はゼロではないのかもしれない。とは言え、期待が劇的に変わり、インフレ予想がジャンプする場合でも、潜在成長率が同時に劇的な改善を見せる根拠があるわけではない（デフレからは脱却するが、低成長は変わらないということも十分考えられる）。

安倍政権が掲げる今後10年間の2%の実質成長率、3%の名目成長率（CPIベースのインフレ率は2%）というのには相当に楽観的だが、試算すると、もし達成された場合でも、それだけで公的債務を圧縮することは困難である。増税や歳出削減などの財政調整が選択されないのなら、この場合もマイナスの実質金利が必要で、ゼロ金利政策や長期国債大量購入政策は長期間継続せざるを得ない。つまり金融抑圧は避けられないということである。

理論上、公的債務を圧縮する方法は二つしかない。一つは、歳出削減や増税などの財政調整であり、もう一つはマネタイゼーションによるインフレ・タックスである。日本のみならず殆どの先進国では、リーマンショック後に公的債務残高が大きく膨らんだ。本来、財政調整を選択しなければならないが、あまりにも公的債務の規模が大きく、各国とも有権者から不評を買う財政調整を先送りしている。安倍政権は、成長戦略で潜在成長率を高めて財政問題を解決するというが、その実現可能性は低く、財政調整の先送りでしかない（ただし、効果が小さくなくても、規制緩和などの成長戦略で潜在成長率を高める努力は常に必要である）。

財政調整の先送りが続く結果、公的債務の膨張が続き、意図するか、意図しないかにかかわらず、最終的には、マネタイゼーションによるインフレ調整で問題解決を図ることになるのだろう。各国の中央銀行はアグレッシブな金融緩和を続けているが、それは結局、財政調整が社会的に選択できず、事実上のマネタイゼーションが始まっていると捉えるべきだろう。事実、英国や米国では、マイナスの実質金利が公的債務の圧縮に寄与しており、金融抑圧は既に始まっていると解釈できる。議会制民主主義の下で、財政調整では解決不可能なほどの大規模な公的債務を抱えてしまったということに尽きる。後は、③の高インフレシナリオの回避を祈るばかりである。

///