

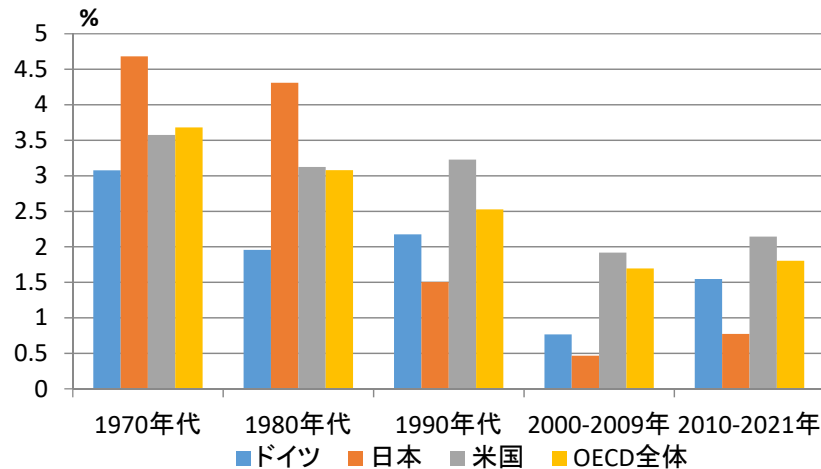
マクロ経済運営の在り方① (経済社会構造、財政規律等)

2023年3月

福田 慎一 (東京大学)

日本の長期停滞

主要国の経済成長率



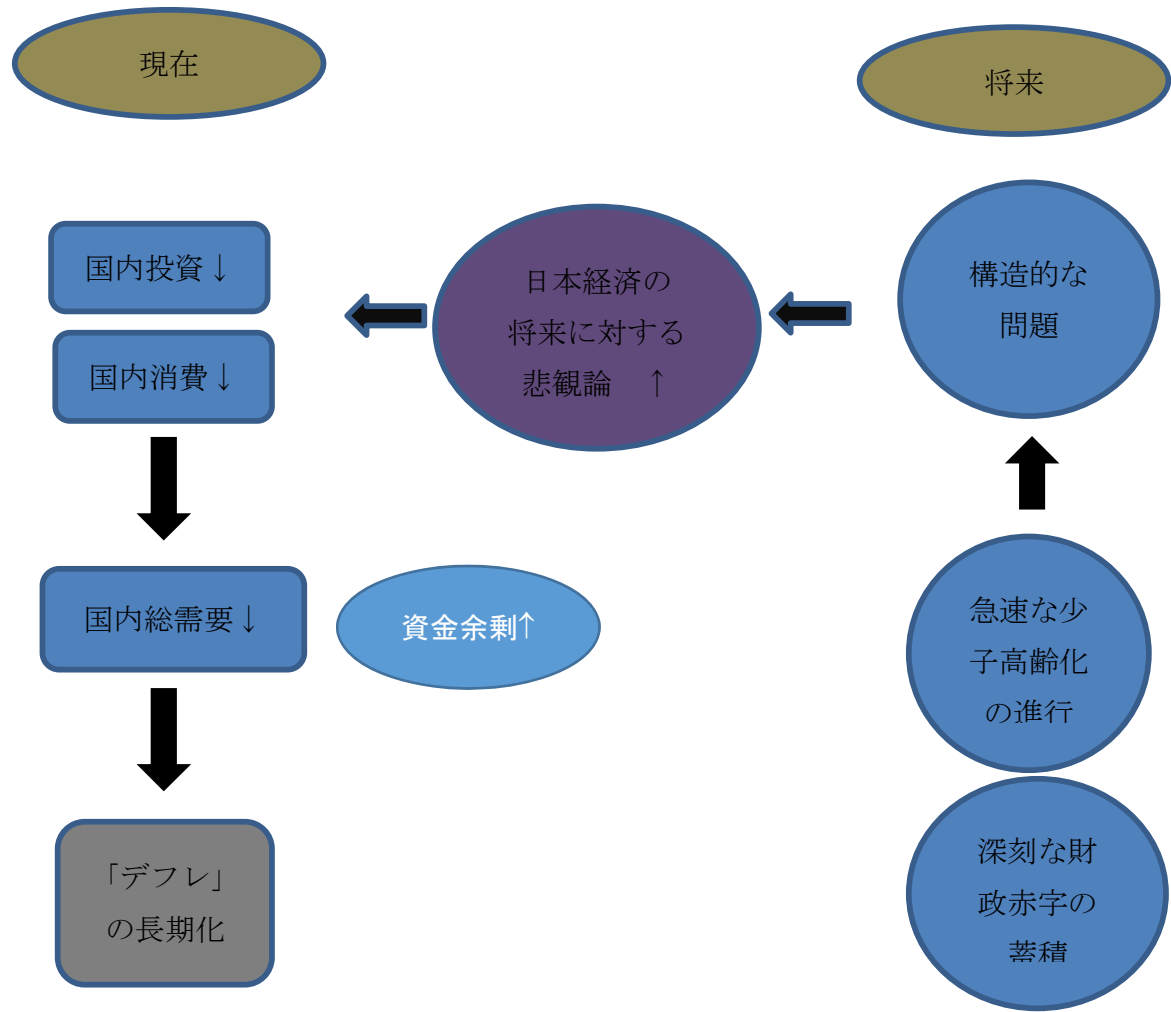
(出所) OECD, Main Economic Indicators.

- 1980年代まで日本は、高い経済成長
- 1990年代初頭、バブル崩壊
- 1990年代以降、先進主要国の中でももっとも成長率が低い国の1つに！
- 原因：抜本的な改革を避け、問題を先送り
- 1990年代＝最初の「失われた10年」：不良債権処理・金融セクター改革の先送り
- 2000年代＝もう一つの「失われた10年」：金融セクターの改革は進んだが、非金融セクターの改革が先送り
- 生産性は1990年代よりもさらに低下
- 緩やかな物価下落(デフレ)の顕在化。
- 特に、名目賃金は1998年以降下落に転じ、デフレに拍車。

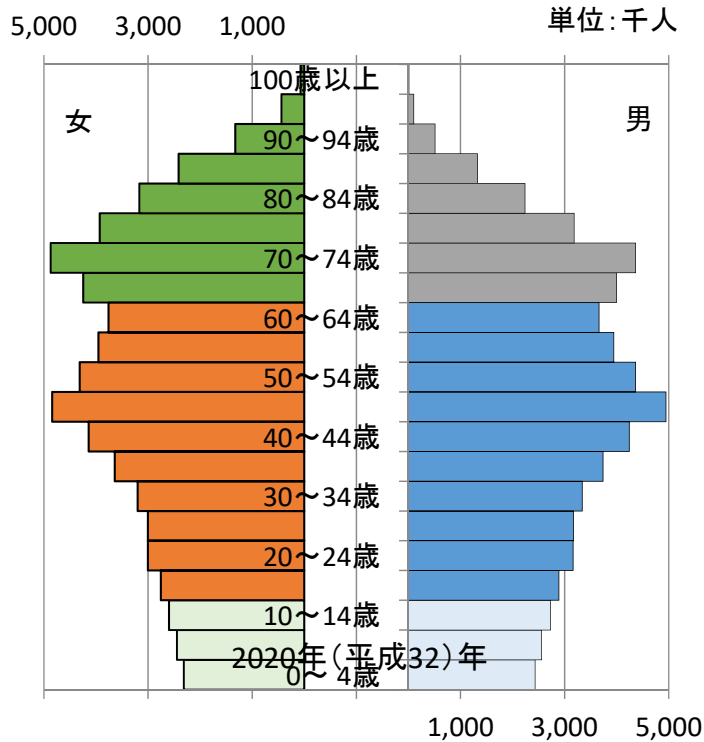
コロナ禍で従来からの構造問題が悪化

- 財政赤字
- 普通国債残高：805兆円(15年度末)→886兆円(19年末)→1029兆円(22年度末見込み)
- 少子高齢化
- 出生数：100万人(15年)→86.5万人(19年)→79.97万人(22年)
- 婚姻件数：63.5万人(15年)→59.9万人(19年)→51.98万人(22年)
- 資金余剰(現預金)
- 個人(家計)：927兆円(15年末)→1007兆円(19年末)→1099兆円(22年Q3末)
- 一般法人(民間非金融法人企業)：225兆円(15年末)→265兆円(19年末)→329兆円(22年Q3末)

構造改革の遅れがもたらすデフレ効果



世界各国、さまざまな構造問題を抱える。
 しかし、日本で進行する少子高齢化は突出したものの。
 今後、少子高齢化がより深刻になる。その前に対策が必要。



団塊ジュニアの高齢化に伴って、
 少子高齢化は今後より深刻に！
 加えて、コロナ禍を経て、少子化
 が予想以上に加速！

- 少子高齢化対策は喫緊の課題。
- 少子化対策に関しては、これまでもさまざまな取り組みが行われてきたが、結果的に出生率を引き上げることができなかった。
- これまでは、生産年齢人口の減少を、労働力参加率の上昇で補ってきた。
- しかし、労働力参加率の上昇には限界。
- 労働力人口の減少は、2040年代に加速。
- 今後、少子高齢化の影響がより深刻になる前に、抜本的な対策が必要。
- 「手段」と「目的」を明確にして、改革の効果を事後的に検証することが必要。
- 構造改革は、短期的に経済にマイナスの影響を及ぼすこともあるが、中長期的には持続的な成長を実現。

求められてきた「構造改革」

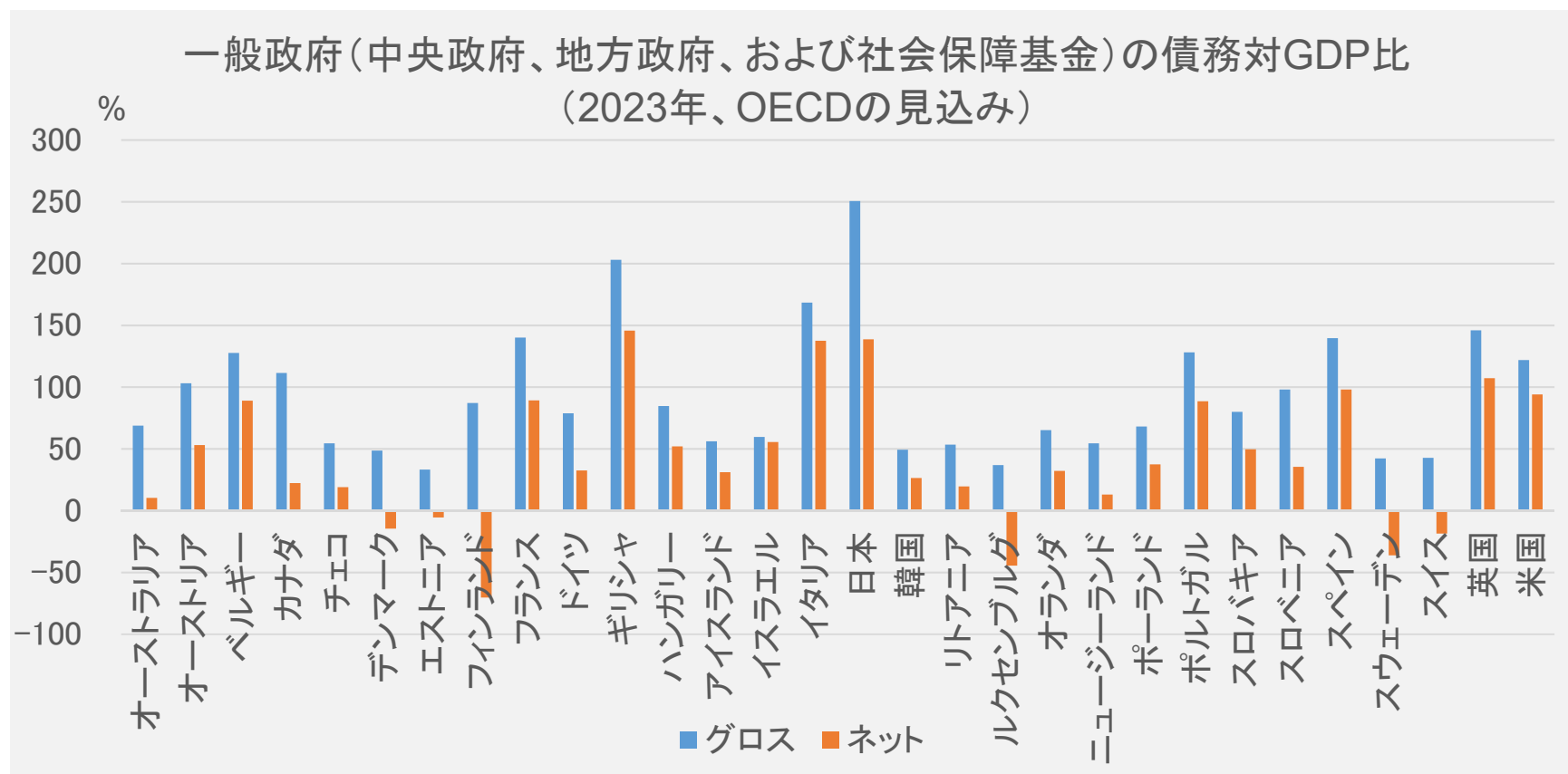
- (1) 財政規律とマクロ経済政策
- (2) 少子高齢化対策

本日のテーマ

主に(1)

日本の政府債務

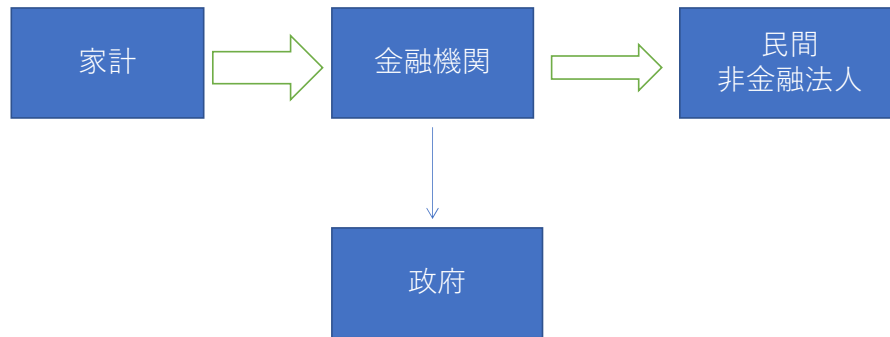
- 数字上わが国の現状はきわめて深刻。
- 政府が保有する資産を考慮しないグロスでは、他の先進国に類を見ない高水準。
- 資産を差し引いたネットでは大幅に低下。
- しかし、それでも比率は約140%と、財政事情が危機的なギリシャやイタリアと同程度で、深刻さには変わりがない。



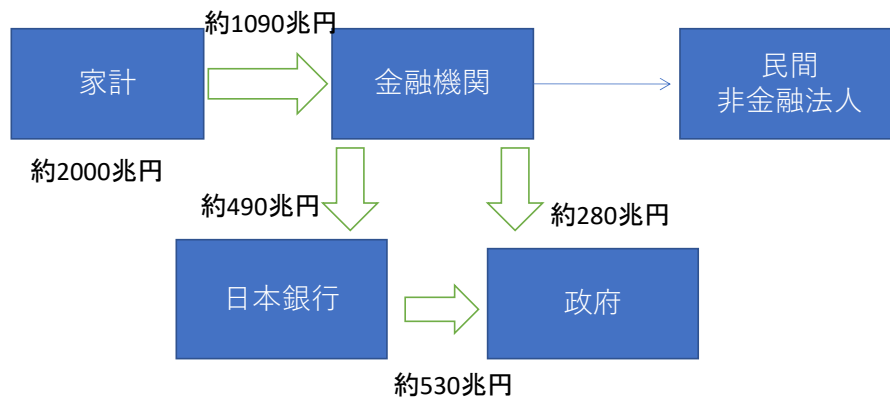
財政赤字が歪めてきた資金フロー

わが国の資金フロー（概念図）

バブル崩壊以前



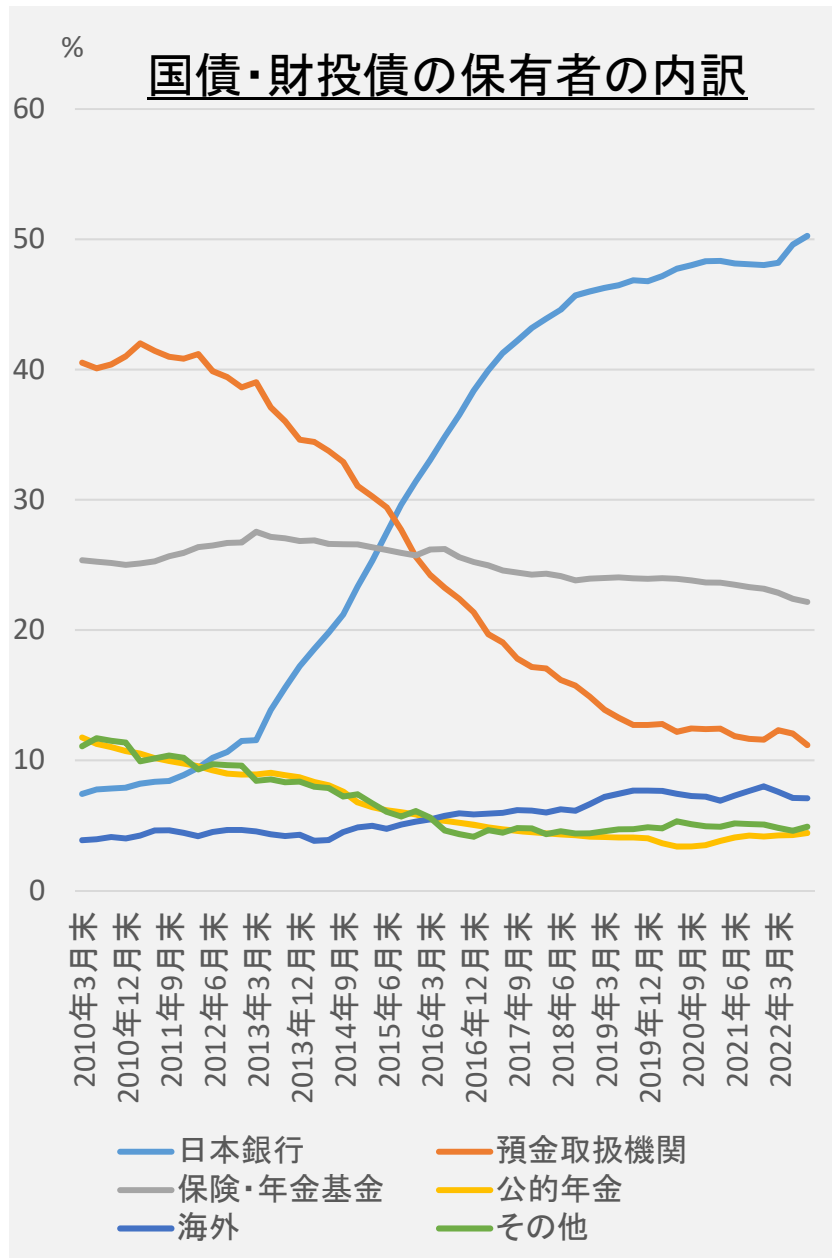
2000年代



- 望ましい資金フローは、資金が成長性の高い民間企業に流れること
- バブル崩壊以前は、このような資金フローが成長を支えた！
- しかし、1990年代以降、日本国内で大きな資金余剰が発生
 - 家計の現預金：約1090兆円（22年Q3）
 - 企業の現預金：約330兆円（22年Q3）
- 原因1：弱い企業の資金需要
- 背景：不確実性、新陳代謝の遅れ、スーパースター企業の不在
- 原因2：家計セクターの予備的貯蓄
- 背景：漠とした将来不安、将来の高齢化
- 原因3：巨額な財政赤字
- 背景：社会保障関係費の増大
- 対策：「貯蓄から投資の流れ」と「政府債務の削減」を同時に行う必要

巨額な政府債務残高を抱える日本の特異性

- わが国では、巨額な政府債務にもかかわらず、危機感は総じて希薄
- 理由：政府債務が拡大しても、市場からの警鐘が聞こえてこなかったから。
- 過去四半世紀、国債残高が大きく増加する一方、利回りは大きく低下し、10年物でさえほぼ0%近傍で推移。
- 原因1：貯蓄と投資のバランスが大幅な貯蓄超過
- 家計の金融資産：約2000兆円、企業セクターの大幅な資金余剰
- 民間部門の余剰資金が、政府部門の赤字を補う。
- 国債の外国人保有比率が高い諸外国との大きな違い。
- 原因2：日銀による異次元の金融緩和政策。
- 日銀の異次元緩和は、デフレ脱却に一定の効果はあったものの、その副作用として日本の資金フローを大きくゆがめてきた。



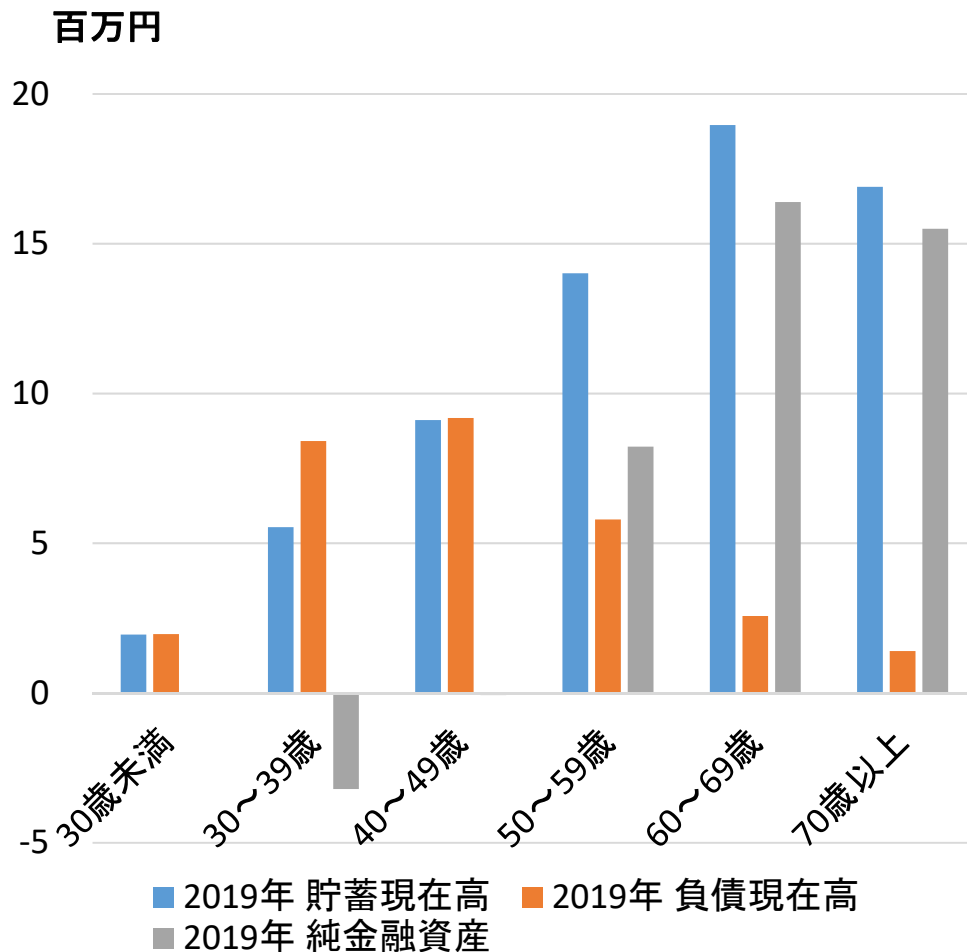
- 日銀の超低金利政策(壮大な社会実験)
- 1990年代末から、超低金利政策を継続。
- 2013年4月以降、異次元の金融緩和政策。
- 2016年9月以降、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)

いまや日銀が国債の最大の保有者

- かつては銀行、保険、年金基金などの保有残高が大きなシェア。
- しかし、近年では日銀が大きくシェアを高める。
- 売却先として日銀依存の体質が、国債の利回りを押し下げてきた。
- 徐々に、政策効果よりも、その副作用が大きくなってきたのではないか？

財政赤字の累積がもたらすもう1つの問題： 世代間の不平等

一世帯当たり金融資産額
(総世帯)、2019年

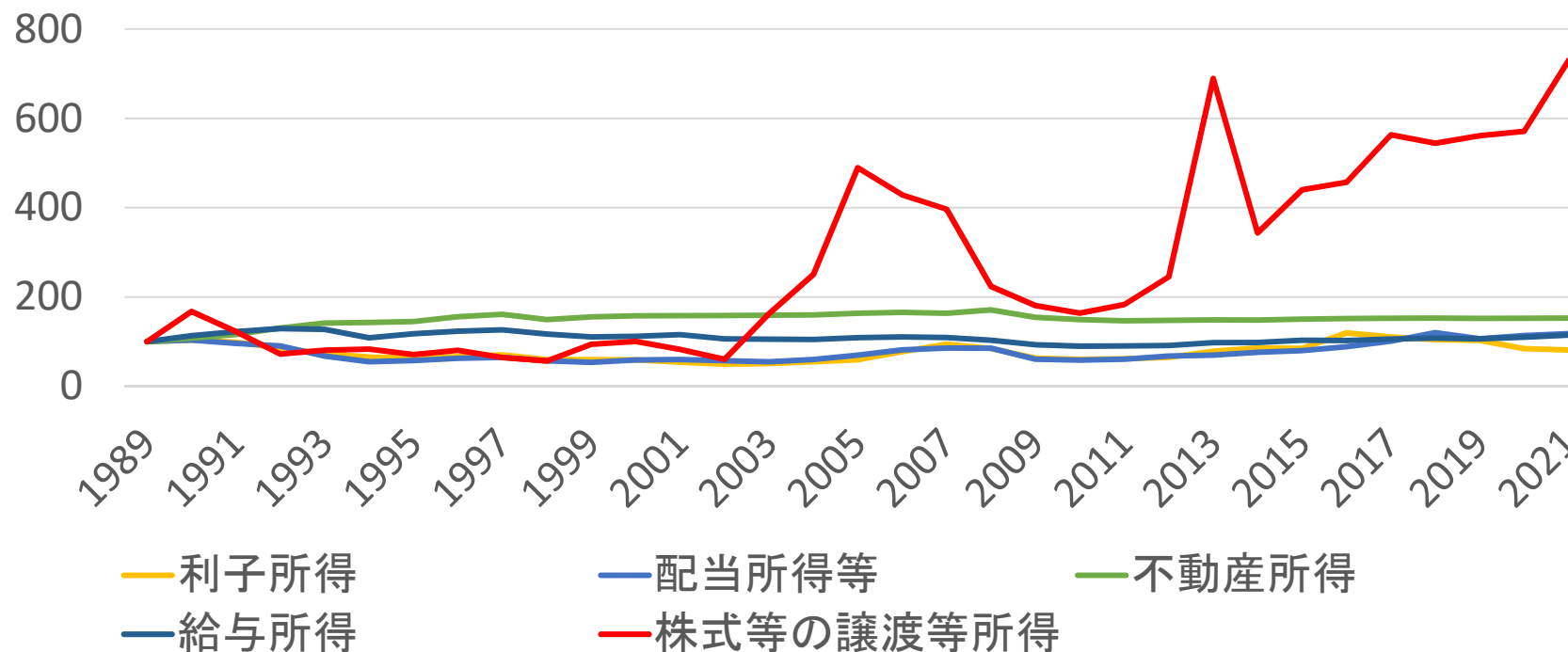


総務省「全国家計構造調査」

- 現在でも、金融資産は高齢者に偏在
- 巨額な財政赤字が累積は、さらに深刻な世代間の不平等をもたらす可能性
- 現役世代の将来不安を高める
- 世代間の不平等は、現存のセイフティーネットでは解消が難しい
- 現存のセイフティーネットは、世代内の格差是正が主
- 財政赤字は、本源的には政府の責任
- しかし、超金融緩和は、巨額な財政赤字の累積が起こりやすい環境を作ってきたのではないか？

超低金利の下で、近年、「株式等の譲渡等所得」の増加が著しい！ 一方、全体の約4割を占める給与所得は伸び悩み！
⇒ 資産を持つ階層と、持たない階層の格差の拡大

所得種類別（除く退職所得）の変化（1989年=100）

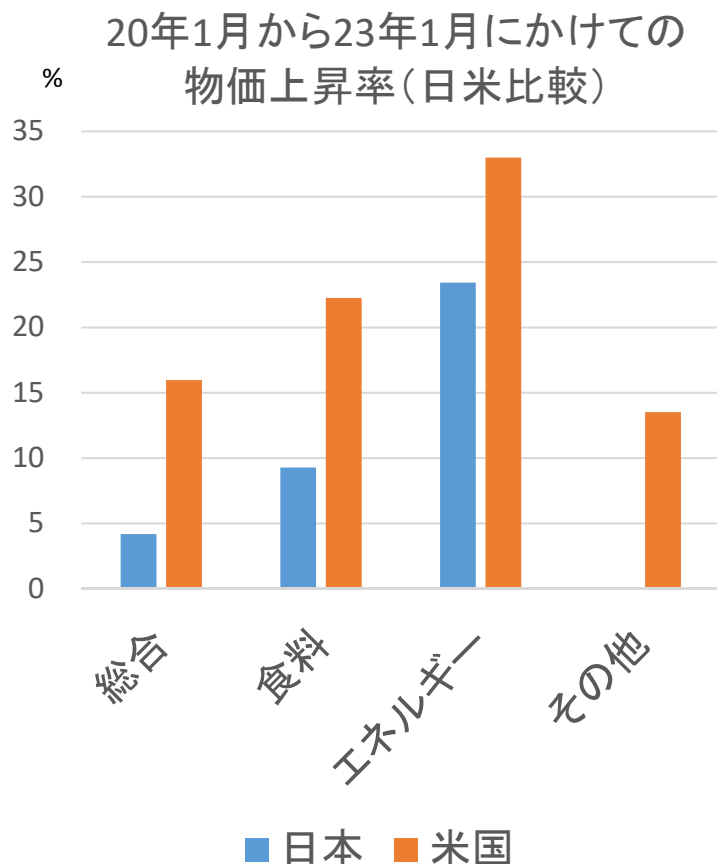


(出所) 国税庁「申告所得税標本調査結果」

足元でのマクロ環境の転機

- 昨年来の円安と物価上昇、
- 今後の賃金の上昇(?)
- これからも物価と賃金の上昇が続けば、異次元の金融緩和政策の見直しも。
- その場合、国債の利回りも上昇。
- 起こりうるリスク
- 現状では、国債利回りがすぐに急騰する可能性は小さい。
- しかし、ひとたび利回りが急上昇すれば、さまざまな副作用。
- たとえば、国債を大量に保有する金融機関では、大きなキャピタル・ロス(含み損)が発生。
- また、これまで抑制されてきた国債の利払いコストが増加し、巨額な政府債務がさらに拡大。
- 過去の諸外国の経験から、財政危機は突然訪れた点にも注意が必要。

足元の物価上昇がもたらす影響：相対価格の変化

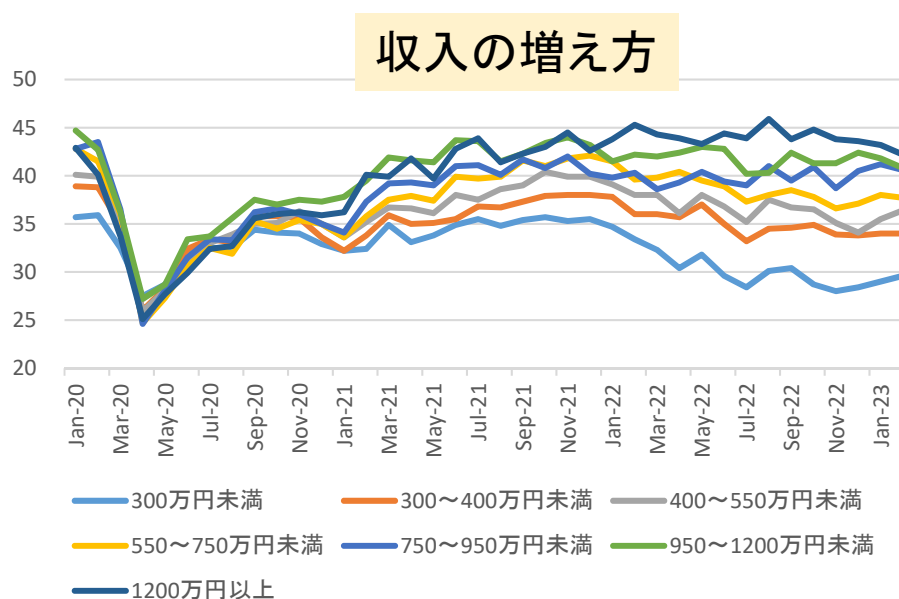
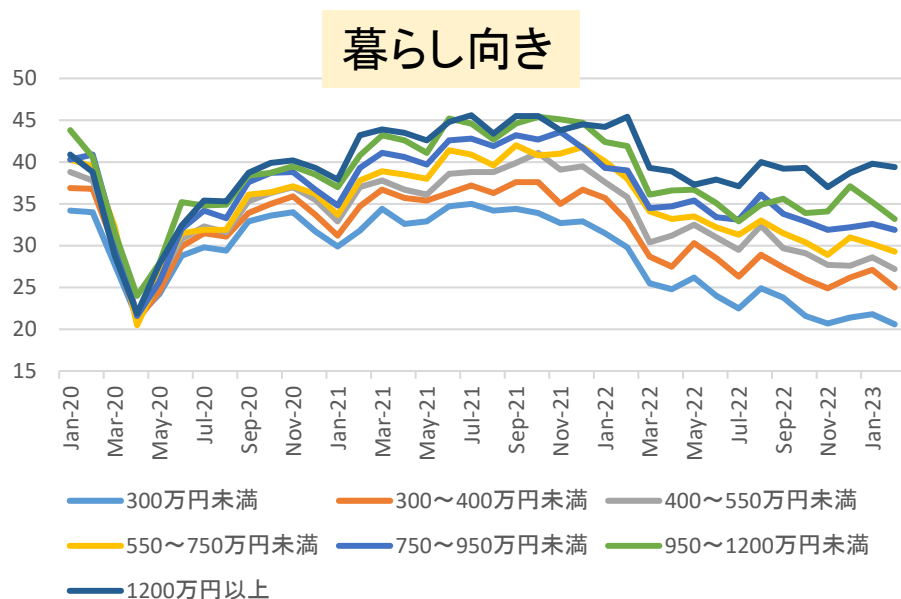


注) 日米いずれも、消費者物価指数にもとづいて
筆者が作成。

- 物価が上昇するもとでも、消費者物価指数は品目によって上昇するものと下落するものが存在
 - この傾向は、米国よりも日本で顕著。
 - 最近の物価上昇の特徴
 - 輸入物価↑ ⇒ エネルギー価格↑、食料価格↑
 - 生活必需品が上昇傾向
- ⇒ 所得格差が拡大していない場合でも、生活水準に格差が発生
- 輸入価格の上昇は、対外的要因が大半。
 - ただし、超金融緩和も円安を通じて相対価格を変化させた可能性

消費者態度指数を構成する消費者意識指標(二人以上の世帯)
 「良くなる・増える」(+1点)、「やや良くなる・やや増える」(+0.75点)、「変わらない」(+0.5点)、「やや悪くなる・やや減る」(+0.25点)、「悪くなる・減る」(0点)

- 今年に入って、「暮らし向き」は、年収の低い世帯ほどが悪化。
- 一方、「収入の増え方」は、低所得者層では悪化がみられるものの、それ以外では顕著な悪化は見られない！
- 物価上昇が、生活水準の格差を拡大させている可能性



(出所)内閣府「消費動向調査」

政府・日銀の政策連携によるポリシー・ミックスは、今後も重要

- 金融政策の副作用が顕在化するなか、現在の金融政策の枠組みの修正に関する検討は必要
- 例. 円安は物価上昇の一要因、昨年12月の修正は過度の円安を一時的に是正
- しかし、賃金上昇と物価上昇の好循環が起こらない限り、当面は、超低金利政策は続けざるを得ない。
- また、金融政策で、デフレマインドの背景にある構造的な問題は変えられない。
- 構造改革によって、日本経済の競争力と成長力の強化を図ることの必要性。
- また、賢い財政支出(ワイズ・スペンディング)で、社会問題を解決することも必要。

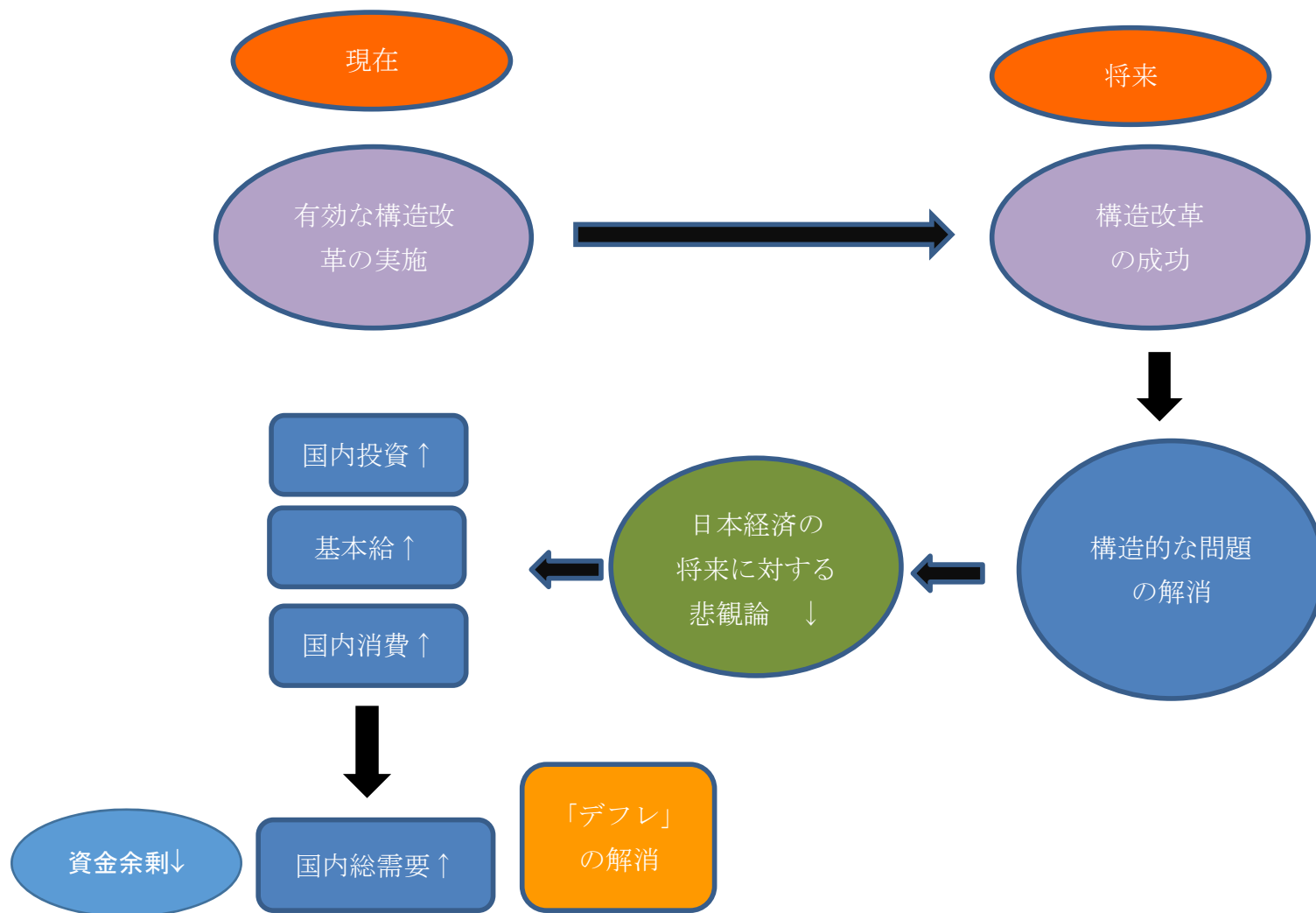
財政再建に求められること

- 賢い財政支出(ワイズ・スペンディング)の必要性
- 支出を一律に削減する緊縮財政は好ましくない。
- 民間の投資を誘発する政府支出は必要。
- また、少子化の流れに歯止めをかけるための対策も不可欠。
- ただし、政策目標を明確にし、効果が確認された支出のみを実施すべき。
- 財源
- まずは費用対効果が小さい歳出を削減することで確保。
- 社会保障関係費でも、メスを入れることは避けられない。
- しかし、わが国の政府債務は、それだけでは到底解消できない規模。
- 今後起こりうる危機に備え、平時のうちに財政の健全化が必要。
- 増税や社会保険料の引き上げの道筋を示すことは、危機を未然に防ぐと同時に、将来世代の負担軽減という点から不可避。

信認を伴う構造改革の重要性

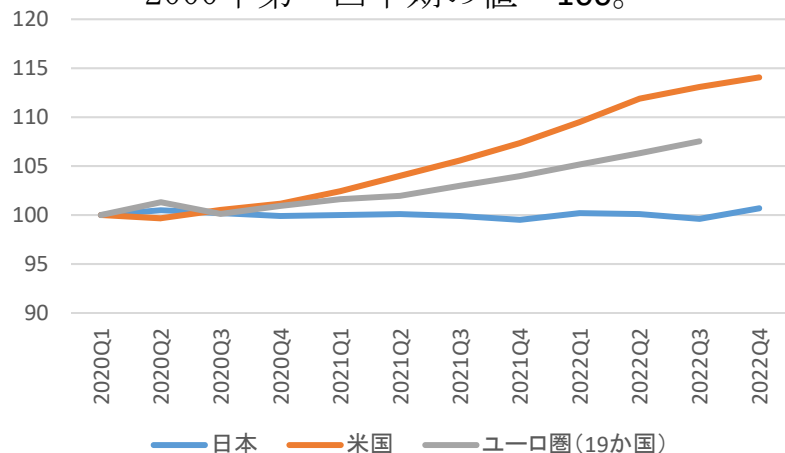
- なぜ改革は進まない？
 - 日本では、毎年6月、成長戦略(骨太の方針)を作成
 - 総論では、構造改革(=成長戦略)に対する反対は少ない
 - しかし、各論ではさまざまな反対。
 - 過去の成長戦略でも、既得権益層に配慮して改革の一部が骨抜きにされることがしばしば。
 - 戦略が策定されても、具体的な改革に手心
- ⇒ その効果にはおのずと限界。
- 動学的不整合性:当初は最善と思われる政策が、実行されるにつれて望ましいものでなくなる現象
 - 政府がその場しのぎのバラマキ政策を繰り返し行くと、結果的に経済の新陳代謝が遅れ、非効率な経済状況が実現。
 - 中長期的な観点からは、政府が一貫性のある政策を公約し、それを実行していくことが望ましい。
 - それが、「日本経済に対する悲観論」を取り除き、「デフレマインド」の解消につながる。

有効な構造改革の道筋を示すことは、人々の将来不安を解消し、持続的な経済成長につながる！



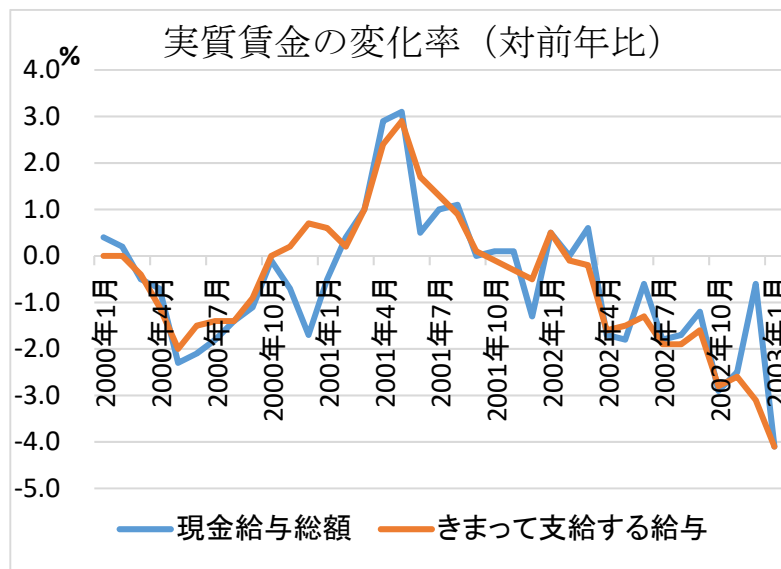
世界的インフレ下での日本の特異性

日米欧のGDPデフレーター動き
2000年第一四半期の値=100。

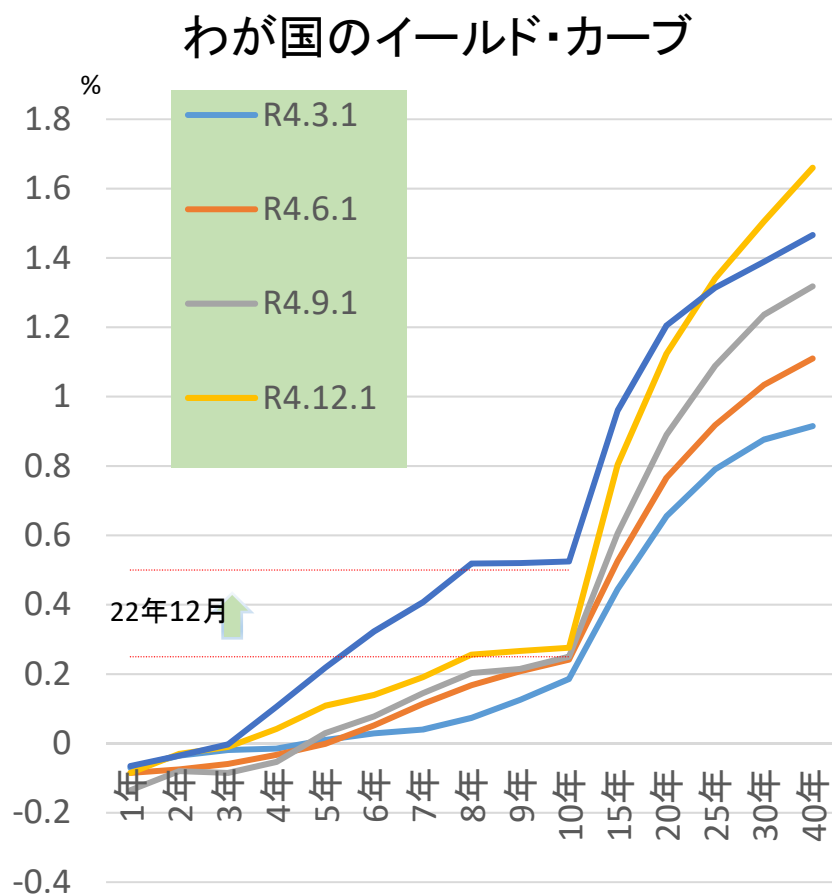


- 世界的インフレ(=コスト・プッシュ・インフレ)が進行するなか、日本では価格転嫁は限定的。
- 「川上」での物価の変化が「川下」の物価に波及しにくい「デフレ経済」の構造
- 米国や欧州では、消費者物価指数だけでなく、GDPデフレーター(国内付加価値の物価指数)も大きく上昇
- 一方、日本はGDPデフレーターは低迷。
- 国内企業が輸入価格の上昇を国内販売価格に転嫁できない実態。
- 実質賃金の下落: 消費者物価指数の上昇に賃金の上昇が追いついていない!
- 賃金上昇を伴わない物価上昇は、必然的に消費マインドを悪化させる。
- ただ、当面は、超低金利政策や2%のインフレ目標については堅持することが必要ではないか。

実質賃金の変化率 (対前年比)



現在の金融政策の枠組みとその変更
イールドカーブ・コントロール(長短金利操作、YCC)
 2016年9月～「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」



イールドカーブ・コントロール(YCC)とは

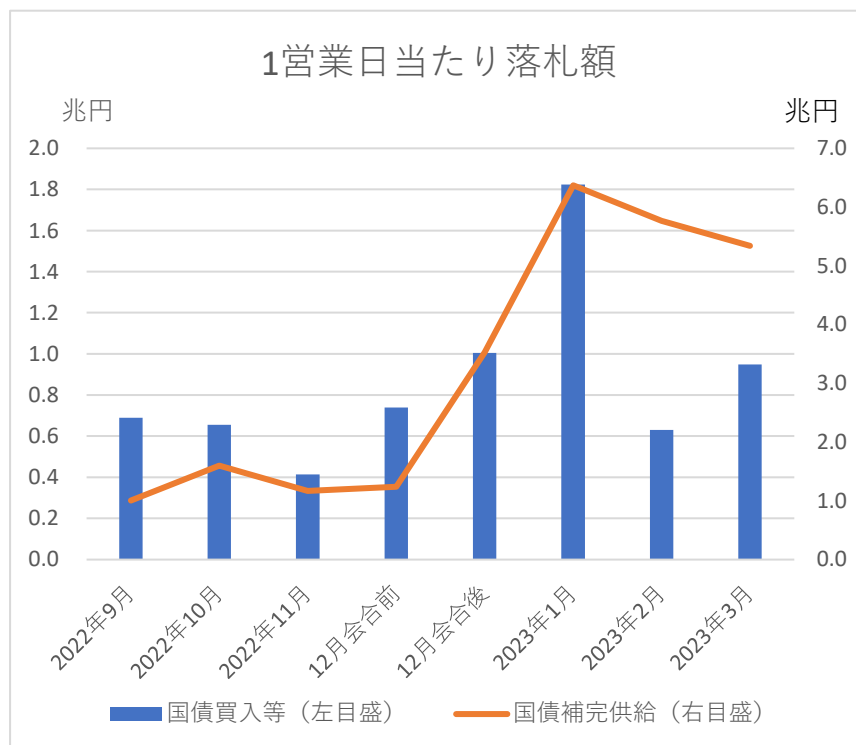
- 短期金利のマイナス金利政策に加え、10年物国債の金利が概ねゼロ%程度で推移するように買入れ
- 短期から長期までの金利全体の動きをコントロール

昨年12月19-20日の金融政策決定会合

- イールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化措置を決定。
- 変動幅を従来の「±0.25%程度」から、「±0.5%程度」へと拡大
- 直後に円高に(一時、1ドル=137円台から1ドル=131円台へ)

昨年12月の政策の修正がもたらしたものの

日銀のオペレーション



(注) 国債買入等＝共通担保オペと国債買入(含む固定金利タイプ)の合計

- 昨年12月の金融政策決定会合後の変化
- 10年物国債利回りが、しばしば上限の0.5%を超える
- ヘッジファンド等による日本国債の投機的売却
- 日銀による国債の貸出(国債補完供給)の増加が、投機的売却されることも
- 上限を維持するため、日銀の国債購入額の増加
- その結果、日銀の国債保有比率がさらに増加

当面の金融政策の見直しの方向性：YCCのさらなる柔軟化

- 国際通貨基金（IMF）の対日経済審査に関する声明
（今年 1月26日）
- 超低金利政策など大規模な金融緩和策の必要性は支持。
- その一方、現在の日銀の金融政策＝長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の見直しに関する提言
- 提言1：長期金利の変動幅のさらなる拡大
- 昨年12月：長期金利の許容幅を0.25%から0.5%へ。
- IMF：さらなる許容幅の拡大が必要。
- 提言2：金利操作の対象を10年債より短い期間の国債へ。
- 提言3：金利水準ではなく国債の買い入れ量を目標とする政策へ。

- 提言1や提言2がありうる方向性ではないか。

政府・日銀の政策連携についての共同声明（抜粋）

- ◆ 日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。
- ◆ 日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。
- ◆ 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。
- ◆ また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

急速に進む少子高齢化社会に向けた取り組み:「目的」と「手段」

- 目的:合計特殊出生率の増加(目標1.8)
- 手段1:異次元の少子化対策(児童手当など経済的支援、学童保育や病児保育、産後ケアなどの支援拡充、働き方改革の推進など)
- 手段2:地方再生
- 目的:労働力人口の維持
- 手段1:高齢者・女性の労働力としての活用
- 手段2:リカレント教育(学びなおし)
- 手段3:外国人労働者の活用

- EBPM(証拠に基づく政策立案):「手段」と「目的」を明確にして、改革の効果を事後的に検証することが必要。
- ただし、成果の「検証」ができるまでに時間がかかるものも多いため、諸外国の経験なども参考にした考察が必要。