

第2節

物価動向と金融資本市場

本節では、最近の物価動向と金融資本市場の動きについて検討する。物価動向については、マクロ的な需給の動向や人々の期待物価の変化を中心に、デフレ状況の緩和に向けた動きを点検するとともに東日本大震災による影響を検討する。また、構造的かつ国際的な視点から、人口構造の変化とデフレの関係を実証的に整理する。金融資本市場については、短期的な動きとして東日本大震災後のマーケット動向、中長期的な傾向として、貸出の減少とマネーストックの伸びの鈍化について議論する。

1 物価の現状

最初に、物価動向について過去1年程度の動きを検証し、デフレ状況が改善に向かっているかを検討する。その上で、最近の物価動向を巡る議論の特徴として、我が国の人口構造の変化に着目した議論が多くなっていることを踏まえ、人口構造、特に生産年齢人口の減少とデフレの関係について考え方を整理する。

(1) 物価の動向と需給ギャップ

以下では、消費者物価の最近の動向を検討し、デフレ状況に変化の兆しが見られるかどうかを調べる。また、マクロ的な需給ギャップを表す各種の指標と物価上昇率の関係を分析し、物価予測指標としてのGDPギャップの有用性について議論する。

(物価下落のテンポが緩やかに)

物価の基調的な動きを捉えるため、消費者物価の「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合(コアコア)」の動きを見ると、2010年初めを底に下落幅が徐々に縮小しており、2011年には前年比 -0.5% を下回るマイナス幅まで縮小している¹⁹(第1-2-1図(1))。幅広い品目で価格の下落幅が縮小しており、2009年以降のデフレの特徴であった対個人サービス価格の下落についても、最近は下落テンポが緩やかになっている。特定品目の価格ではなく、全般的な物価の下落テンポが緩やかになっており、デフレ状況に変化の兆しが見え始めていた。なお、2010年10月以降、公共料金が前年比プラスとなっているが、これは、傷害保険料の引上げという制度要因が反映されている。

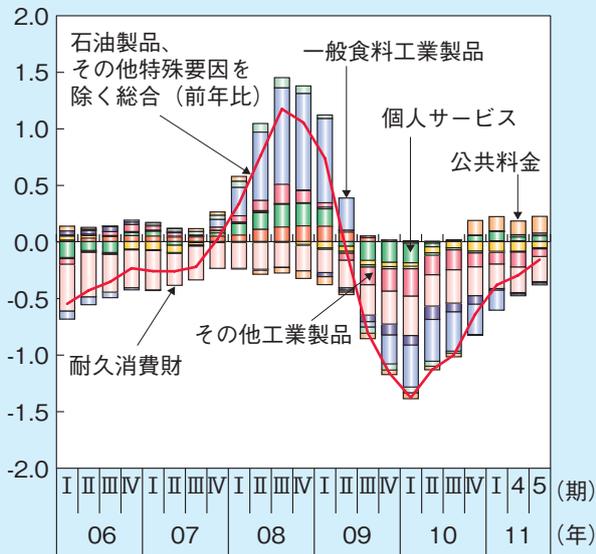
注 (19) コアコア指数は、内閣府経済財政分析担当が消費者物価の基調的な動きを捉えるために試算している指標であり、消費者物価の生鮮食品除く総合(コア)から、石油製品、電気・都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通信用料、診療代、介護代、たばこ、公立高校・私立高校授業料を除いたもの。したがって、2010年4月の高校授業料の実質無償化や同年10月のたばこの値上げの影響は、コアコア指数に反映されない。

第1-2-1図 購入頻度別、基礎的・選択的支出の消費者物価指数

物価下落のテンポが緩やかに

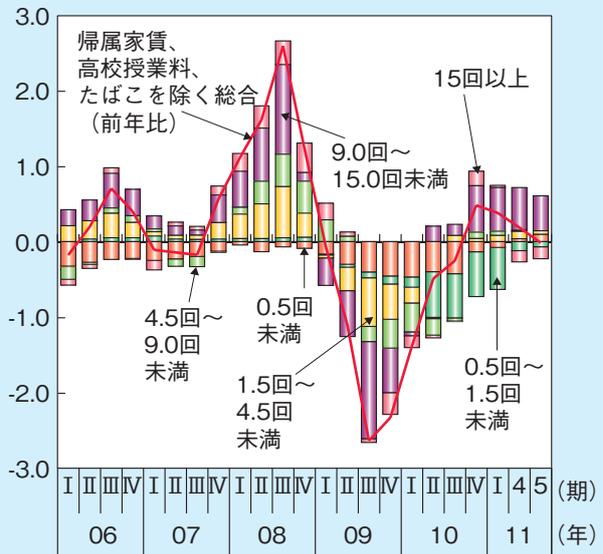
(1) 消費者物価指数（コアコア）の推移

(前年比寄与度、%)



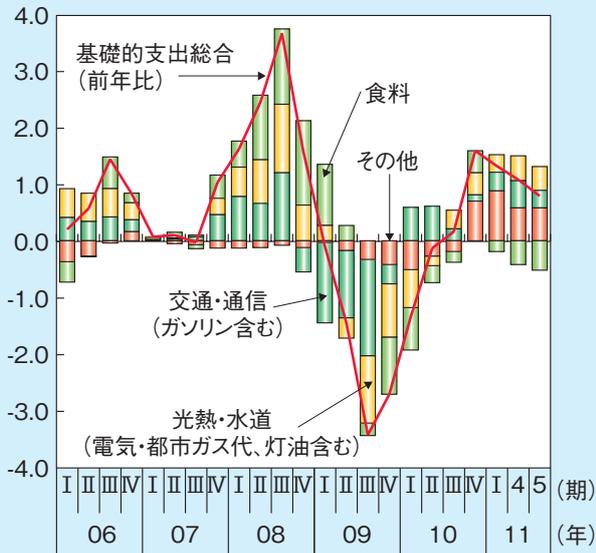
(2) 購入頻度別の消費者物価指数

(前年比寄与度、%)



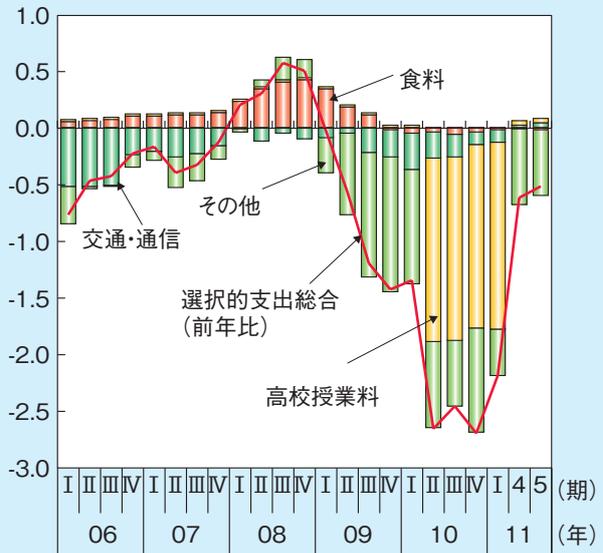
(3) 基礎的支出の消費者物価指数

(基礎的支出総合に対する前年比寄与度、%)



(4) 選択的支出の消費者物価指数

(選択的支出総合に対する前年比寄与度、%)



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」により作成。

2. (1) 図について

コアコアを指数の除去から求めることから生じる寄与度との開差は、符号別に調整を行った。

3. (2) 図について

指数より「たばこ」と「高校授業料」は除いている。四捨五入の関係で寄与度の合計が総合の前年比と一致しない月がある。購入頻度は、1年間当たりの購入頻度。

各階層に含まれる主な品目は付注1-2参照。

4. (3)、(4) 図について

生鮮食品のウエイトを固定しているため、公表値と異なる月がある。

基礎的支出品目は支出弾力性1未満の品目、選択的支出品目は支出弾力性1以上の品目。

基礎的支出品目は、CPI調査品目585品目中367品目。ウエイト比は、基礎的支出：選択的支出=64：36。

「その他」は、住居、家具・家事用品、被服及び履物、保健医療、教育、教養娯楽、諸雑費が含まれる。

次に、最近の下落テンポ緩和の特徴を探るため、購入頻度別の消費者物価（帰属家賃を除く総合。ただし、高校授業料とたばこを除く）の動向を見ると、2010年における下落幅の縮小は購入頻度が比較的高い品目の価格上昇によってもたらされている（第1-2-1図（2））。特に、年間の購入頻度が9回～15回未満の品目（電気代やガソリン、食料品などが含まれる）の押し上げ寄与が目立っており、原油価格上昇等の影響が表れている。また、パソコンやテレビ等の耐久財が多く含まれる購入頻度の低い品目についても、下落基調は続いているものの、下落テンポは緩やかになっている。一般物価のデフレ基調は続いているが、消費者が物価下落を実感する機会は少なくなっているといえよう。後述するが、実際、家計の期待物価についても高まりが見られている。

また、基礎的支出（支出弾力性が1未満の品目）と選択的支出（支出弾力性が1以上の品目）に分けて消費者物価の動向を見ても、2010年半ば頃から、基礎的支出の物価が前年比で上昇に転じており、食料品やエネルギーといった購入頻度の高い生活必需品の価格が上昇していることが確認できる。ここにも世界的な資源価格の上昇が反映されている。なお、選択的支出の物価についても、前年比下落を続けているものの、高校授業料による下落を除いて考えれば、マイナス幅は徐々に縮小している。デフレ基調は継続しているが、物価下落のテンポは着実に緩和しているといえる。

（物価の景気感応度は2000年代半ばに低下）

それでは、物価下落テンポの緩和は、マクロ的な需給状況の変化に沿ったスピードで進んでいるのだろうか。需給状況をGDPギャップで測れば、2009年1-3月期を底にGDPギャップのマイナス幅は縮小傾向を続けている（第1-2-2図（1））。過去の経験則によると、GDPギャップの変化は、1年程度の遅れを伴って物価上昇率の変化につながる傾向にある。今回においても、消費者物価（食料及びエネルギーを除く）では、GDPギャップの縮小開始1年後の2010年1-3月期を底に下落幅の縮小が始まっており、GDPギャップと物価上昇率の間の時間的關係は保たれている。問題は、GDPギャップの変化に対する物価上昇率の変化の度合い、いわば物価の景気感応度も過去と同程度に保たれているかである。

この点を見るため、消費者物価の前年比変動率を4四半期前のGDPギャップで説明する式を期間ごとに推計し、GDPギャップが1%ポイント変化するときの消費者物価の変化率（物価の景気感応度）が期間によってどのように変化しているかを比較してみよう（第1-2-2図（2））。結果を見ると、物価の景気感応度は90年代末から2000年初めにかけてはおおむね安定的に推移していたが、2002年頃から感応度が低下し始め、2008年から2009年においては物価の景気感応度が0.1前後にまで低下した。GDPギャップが1%ポイント改善しても、物価は前年比0.1%程度の押し上げにしか寄与しないことになる。ここでの物価は食料品とエネルギー価格を除く基調的な動きを推計の対象としているが、2000年代半ば以降においては、原油価格や穀物価格の上昇など国内の景気要因とは別の要素を起点として、物価の基調的な動きが規定さ

第1-2-2図 GDPギャップに対する消費者物価の感応度

物価の景気感応度は2000年代半ばに低下

(1) GDPギャップと消費者物価



(2) 物価の景気感応度の推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」等により作成。
 2. $GDP \text{ギャップ} = (\text{現実のGDP} - \text{潜在GDP}) / \text{潜在GDP}$ 。
 3. 消費者物価は食料、エネルギーを除くベース。
 2010年第2四半期以降は高校授業料、たばこを除く値を使用。
 4. 右図について推計手法はローリング回帰で1989年第1四半期を始期、1999年第1四半期を終期とするサンプルを、始期と終期を1四半期ずつ後方にずらして推計している。1999年第1四半期の係数は1989年第1四半期から1999年第1四半期までをサンプルとして得られた係数推計値。図の点線部分は係数推計値が5%水準で有意でないことを示している。推計式は、 $CPI_{(t)} = \alpha + \beta \text{GAP}_{(t-4)} + \varepsilon_{t0}$

れることが多く見られた。このことがGDPギャップの変動に対する物価の感応度を弱めた可能性が指摘できる。

しかし、物価の景気感応度は2009年末以降に再び上昇に転じている。リーマンショック後の大幅な景気変動を背景に、物価が再び景気要因によって変動する度合いを強めていることが示唆される。

(国内需給に対する物価感応度も2000年代半ばに低下)

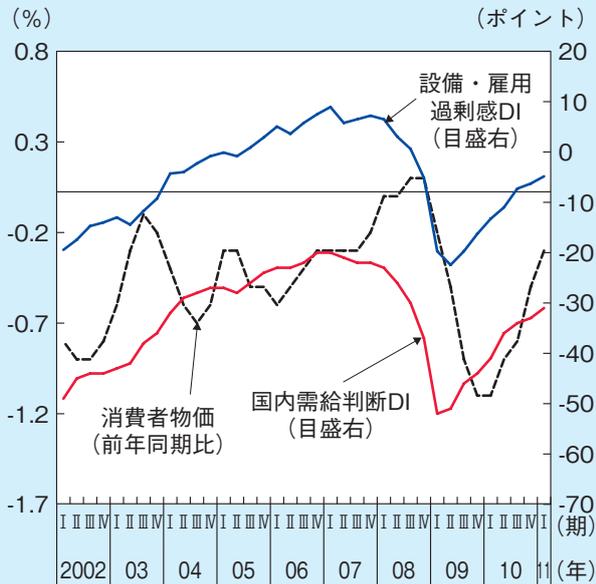
以上の傾向は、GDPギャップ以外の需給ギャップ指標についても当てはまるのだろうか。単に、GDPギャップの物価説明変数としての性質が弱まっているだけであれば、予測に当たって需給要因を表す他の指標を用いることも考えられる。

ここでは、GDPギャップに替わる指標として、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の国内需給判断DI、設備過剰感と雇用過剰感の加重平均DIを用い、物価変動をどの程度説明できているかを見てみよう。GDPギャップと比較すると、国内需給判断DIは内需に特化した需給バランスを表し、設備過剰感と雇用過剰感の加重平均DIは生産要素の需給バランスを端的に表していると捉えることができる。ただし、いずれの指標も企業の判断DIであり、「過

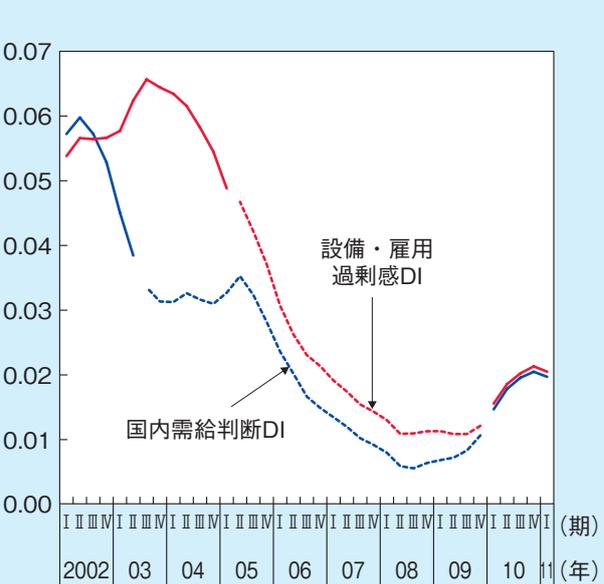
第1-2-3図 短観DIに対する消費者物価の感応度

国内需給に対する感応度も2000年代半ばに低下

(1) 短観DIと消費者物価



(2) ローリング回帰係数の推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 消費者物価は食料、エネルギーを除くベース。2010年第2四半期以降は高校授業料、たばこを除く値を使用。
 3. 設備・雇用過剰感DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員DIを資本・労働分配率（90年代と2000年代の平均）で加重平均したものにマイナス1を乗じている。
 4. DIは全規模全産業の系列を使用。
 5. 右図について推計手法はローリング回帰で1989年第1四半期を始期、1999年第1四半期を終期とするサンプルを、始期と終期を1四半期ずつ後方にずらして推計している。
 1999年第1四半期の係数は1989年第1四半期から1999年第1四半期までをサンプルとして得られた係数推計値。図の点線部分は係数推計値が5%水準で有意ではないことを示している。推計式は、 $Y_t = a + \beta X_{(t-4)} + \varepsilon_t$

剩」、「不足」といった選択肢に基づくため、リーマンショックのような大規模な経済変動が起きた場合には、GDPギャップのように量的な変化を表現しきれない点には留意する必要がある。

結果を見ると、国内需給判断DI、設備・雇用過剰感DIで物価変動を推計しても、GDPギャップによる推計と同様、2000年代半ばに物価の景気感応度は低下している。また、景気感応度とともに物価変動に対する説明力も低下しており、特に、国内需給判断DIにおいては、2003年から2009年までの期間、物価変動に対する説明力を失っている。デフレ基調の背景としてしばしば内需の弱さが指摘されるが、この結果を見る限り、内需だけでは近年のデフレ傾向を説明することは難しい。物価動向を予測するに当たっては、GDPギャップのようなより総合的な需給ギャップ指標を利用した方がよさそうである。また、両指標において、2010年に入り再び物価変動を説明する力が回復している点は、GDPギャップと同様である。

これらを踏まえると、GDPギャップが物価変動を説明する指標としての優位性を失っているのではなく、2000年代半ば以降の物価変動が、需給要因以外の要素により大きく影響を受け

コラム

1-4 消費者物価の基準改定の影響見込み試算

2011年8月に消費者物価指数は2010年基準に改定される。5年前の2005年基準への改定時には、前年比で平均-0.5%ポイント程度の下方改定が行われた。デフレ状況の緩和あるいは脱却に向けた進展を見る上で、決して無視できない改定幅といえる。本報告書公表後に総務省統計局から基準改定による影響が正式に発表されるものの、現時点での限定的な情報の下で機械的な試算を行い、ある程度のイメージを予め掴んでおくことは有用であろう。

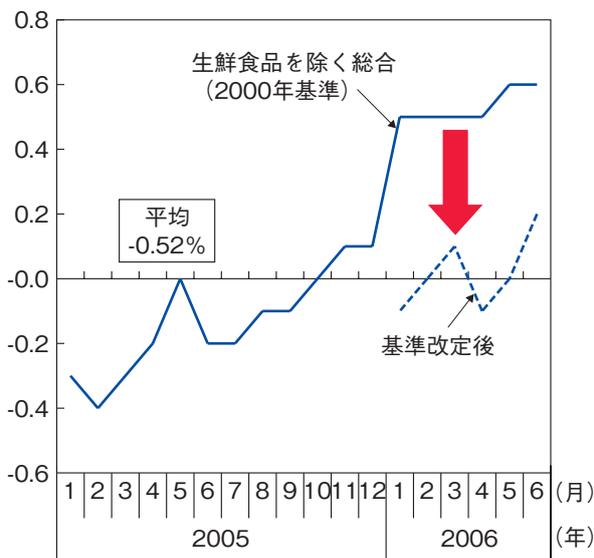
現時点で把握できる品目の入れ替えや、指数の基準時を2010年に変更することの算術的な効果（指数のリセット効果）を踏まえ、消費者物価のコアとコアコア指数を試算すると、2011年1～6月の前年同期比は平均で-0.7～-0.8%ポイント前後の押下げ効果が見込まれる（コラム1-4図）。モデル式の変更等その他の基準改定に伴う影響を捨象しているため、単純な比較はできないが、5年前の基準改定と同様に下方改定が見込まれる試算結果となった。

コラム1-4図 消費者物価基準改定の影響試算

基準改定により物価上昇率の下方改定が予想される

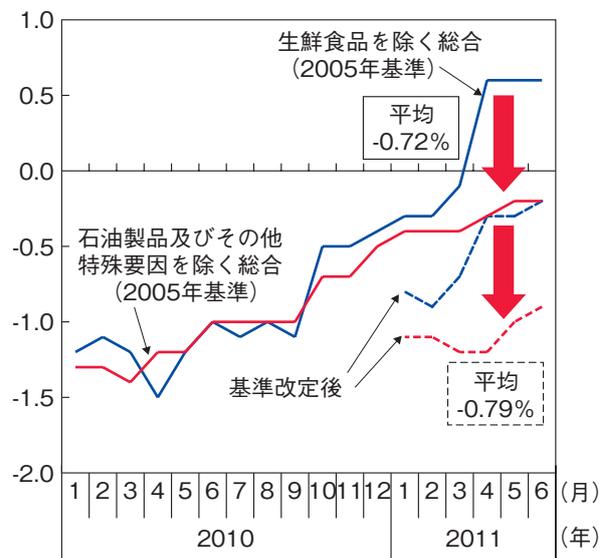
(1) 前回の基準改定の影響

(前年同期比、%)



(2) 今回の基準改定の影響（見込み）

(前年同期比、%)



- (備考)
1. 総務省「消費者物価指数」、「家計調査」等により作成。
 2. 「石油製品及びその他特殊要因を除く総合」は、生鮮食品を除く総合から、石油製品、電気代、都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通信料、診療代、介護料、たばこ、公立高校授業料、私立高校授業料を除いたもの。
 3. 改定前の値については、品目別に加重平均した試算値のため、公表値とは誤差が生じている。
 4. ウェイトについては2010年のウェイトを用いた。2011年6月の指数は、各品目の5月の前年比を用いて延長。ただし、エネルギー構成品目の指数について推計値を用いるなどしている。また、追加品目については試算に加えていない。

ていたと考えることが適切ということになる。

(2) 期待物価、物価下落予想の変化

物価動向を規定する要素として、需給ギャップとともに重要な要素は人々の期待物価上昇率の変動である。将来的な期待物価上昇率が安定していれば、例えば一時的に石油価格が上昇しても他の価格には波及しにくく、物価全体としてはインフレになりにくい。逆に、人々が物価下落の長期化を予想すれば、需給状況が改善しても最終価格への価格転嫁は難しく、デフレ傾向は改善し難い。すなわち、デフレ脱却のためには人々の期待物価自体を安定的なプラスにする必要がある。以下では、期待物価の動向とデフレ状況について見ていこう。

(各種の期待物価は2010年に下落幅を縮小)

まず、各種の期待物価上昇率の変化を確認しよう。家計、企業、エコノミスト、金融市場参加者（物価連動債と名目債の利回り格差に基づくブレーク・イーブン・インフレ率）それぞれの期待物価上昇率の最近の動きをプロットすると、どの指標でも2010年は下落幅の縮小が見られる（第1-2-4図）。

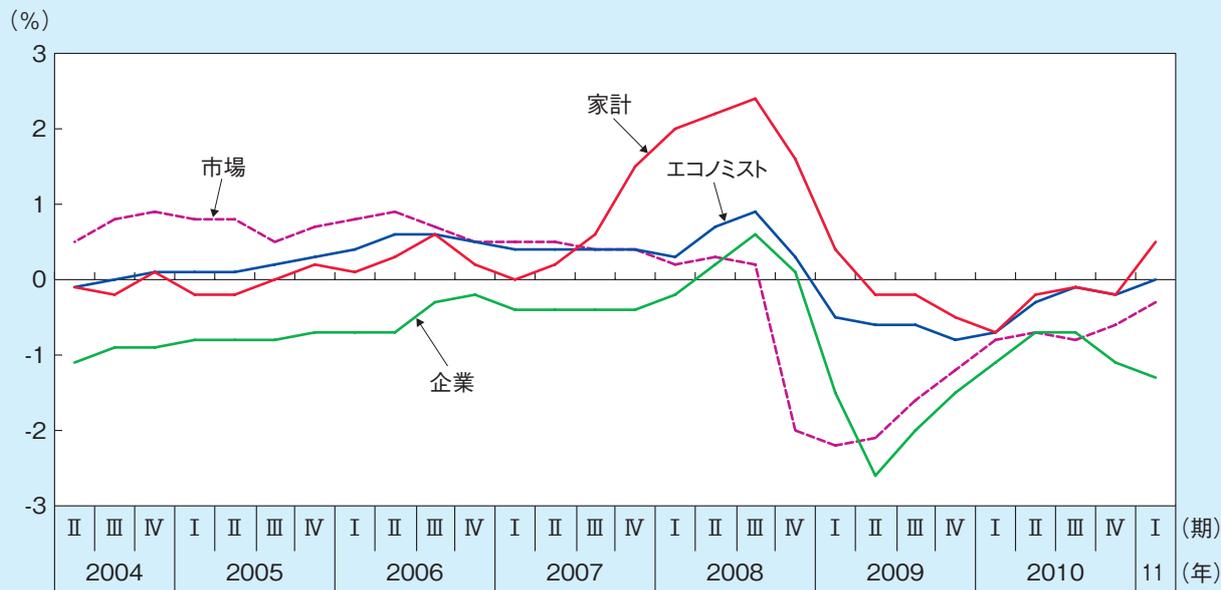
なかでも、家計の期待物価上昇率は、2011年1-3月期にプラス、エコノミストについてはゼロとなっている。両指標とも調査時点を始点とした1年間の期待物価上昇率を表しており、その点でいえば、2011年中に物価下落が止まると予想していることになる。こうした人々の物価に関する期待形成が、デフレ状況の緩和に寄与することが期待される。

また、ブレーク・イーブン・インフレ率の動向を見ても、2011年1-3月期でも依然としてマイナスではあるが、下落幅は着実に縮小してきており、特に、2010年秋頃の景気の足踏みでいったん縮小テンポが鈍化したものの、直近では再び下落幅が縮小し始めている。後述するが、今後、東日本大震災の影響が期待物価上昇率にどのように織り込まれていくか注視していく必要がある。

他方、企業の期待物価上昇率については、下落幅の縮小テンポが2010年後半以降、鈍っている。企業の期待物価は算出上1年後ではなく3か月後の期待物価上昇率を捉えているため、足下の景況感をより敏感に反映している可能性がある。また、一次産品を始め輸入価格が上昇傾向にあるなかでも、企業の期待物価（販売価格の予想）は下落を続けていることから、企業は、販売価格への転嫁が難しく収益環境が圧迫されると予想していることになる。

第1-2-4図 各主体の期待物価上昇率の推移（家計、企業、エコノミスト、市場）

各種の期待物価は2010年に下落幅を縮小



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」、日本銀行「企業物価指数」、「全国企業短期経済観測調査」、(社)経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、Bloombergにより作成。
2. 家計の期待物価上昇率は加重平均による期待物価上昇率を、カールソン=パーキン法を合理的期待形成仮説により一部修正した方法により算出した期待物価上昇率との差(0.9%程度)により段差修正した。加重平均による期待物価上昇率は、1年後の物価水準の予測に関する回答のうち、「-5%以上」(「-10%以上」と「-10%未満~-5%以上」の合計)を-5%、「-5%未満~-2%以上」を-3.5%、「-2%未満~-1%」、「0%程度」を0%、「~2%未満」を1%、「2%以上~5%未満」を3.5%、「5%以上」(「5%以上~10%未満」と「10%以上」の合計)を5%として算出。
3. 企業の期待物価上昇率(販売価格)は、カールソン=パーキン法を合理的期待形成仮説により一部修正した方法により算出。2010年第2四半期以降の推計に際しては、2011年第2四半期以降、2011年第1四半期と同じ物価上昇率になると仮定して算出。
4. エコノミスト予測は調査時点における1年後の予測値の平均を抽出。
5. 市場の期待物価上昇率は、期間10年のブレイク・イーブン・インフレ率。ただし2009年第2四半期以降は期間8年。

(物価上昇を予想する家計が増加)

次に、内閣府「消費動向調査」による家計の物価見通し(「あなたの世帯が日ごろよく購入する品物の価格について、1年後どの程度になると思いますか」との質問への回答)を利用して、家計の期待物価の動きをやや仔細に検討しよう。

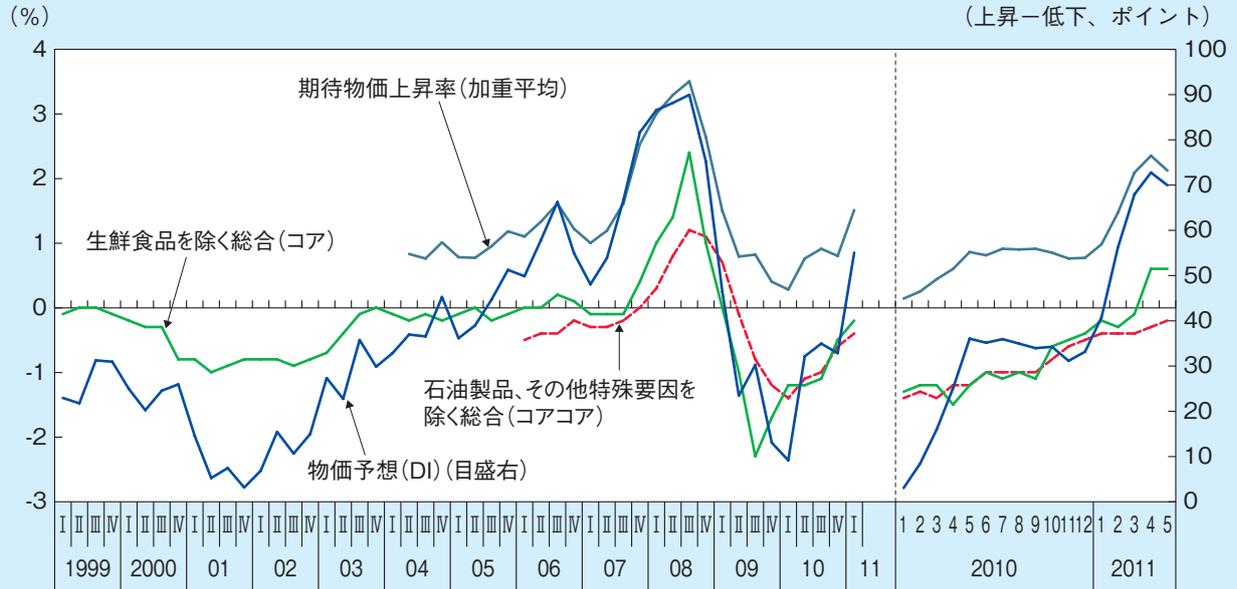
生鮮食品を除く消費者物価総合(コアCPI)と石油製品、その他特殊要因を除く総合(コアコアCPI)の前年比の動向と、物価予想DI(消費動向調査での物価見通し「上がる」-「下がる」)、期待物価上昇率(消費動向調査の回答結果の加重平均)を並べてみると、期待物価上昇率はコアコアCPIの動向と方向性がよく似ていることが分かる(第1-2-5図(1))。家計へのアンケート調査による期待物価の計測においては、1%程度の上方バイアスがあることが知られており²⁰、その点を考慮すれば、両者はおおむね等しい動きをしているといえる。

注 (20) 前掲第1-2-4図の家計の期待物価上昇率では、こうした上方バイアスを調整した値を算出して掲載した。詳細は「日本経済2010-2011」(内閣府政策統括官室(経済財政分析担当))第3章を参照されたい。

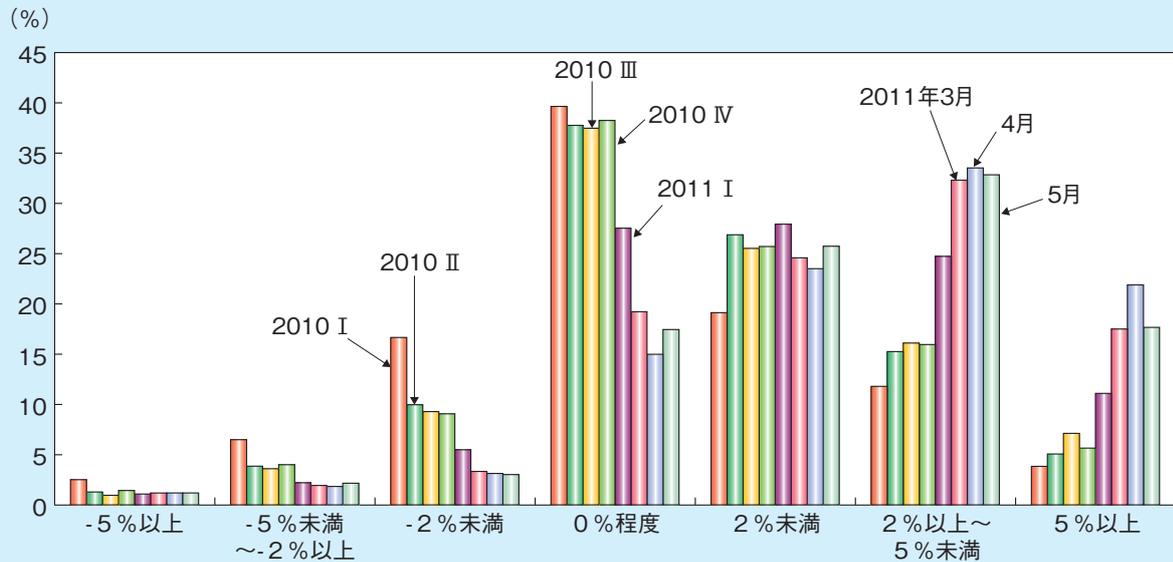
第1-2-5図 家計の物価予想の推移

物価上昇を予想する家計が増加

(1) 家計の物価予想と消費者物価上昇率



(2) 家計の物価予想の分布の推移



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. 加重平均による期待物価上昇率は、1年後の物価水準の予測に関する回答のうち、「-5%以上」（「-10%以上」と「-10%未満～-5%以上」の合計）を-5%、「-5%未満～-2%以上」を-3.5%、「-2%未満～」を-1%、「0%程度」を0%、「～2%未満」を1%、「2%以上～5%未満」を3.5%、「5%以上」（「5%以上～10%未満」と「10%以上」の合計）を5%として算出。
 3. 「石油製品、その他特殊要因を除く総合」（コアコア）は、「生鮮食品を除く総合」（コア）から石油製品、電気代、都市ガス代、米類、鶏卵、切り花、診療代、固定電話通信料、介護料、たばこ、公立高校授業料、私立高校授業料を除いたもの。
 4. DI、加重平均、分布とも、「分からない」と回答した世帯を除く割合を使用。

我が国の消費者は、生鮮食品や石油製品などの一時的な変動が生じやすい価格動向よりも、物価の基調に沿った期待形成をしていると捉えることができる。

(バイアスを調整していない) 期待物価上昇率は、2010年以降高まりが見られる。景気が足踏みに入った2010年秋頃にあったん横ばいになったものの、2011年に入ってから再び上昇に転じている。特に、2月と3月は比較的大幅な上昇となった。中東・北アフリカ情勢の不安定化等による原油価格の上昇、さらに3月の東日本大震災直後のガソリン価格上昇等が背景として考えられる。実際、この期間における期待物価上昇率は、これまでの傾向と異なり、コアコアCPIよりも石油製品を含むコアCPIの動きに近い。石油製品価格の動きに一時的に反応している可能性があり、また、4月末から原油価格が下落したことや震災後のガソリン価格上昇に落ち着きが見られることも踏まえれば、こうした期待物価の上昇は一時的にとどまることも考えられる²¹。震災後の期待物価に基調的な変化が生じているか見極める必要がある。

家計の物価予想の分布を見ると、2010年4-6月期以降、「-2%未満」との物価下落予想の回答が減少する一方、「2%未満」の物価上昇予想が増加している(第1-2-5図(2))。デフレ予想世帯が減少するとともに、緩やかな物価上昇予想世帯が増加していることになる²²。また、2011年3月においては、「0%程度」と横ばいを予想する世帯が減少し、「2%以上~5%未満」、「5%以上」の比較的高い物価上昇予想世帯が増えている。2010年春以降、人々のデフレ予想がインフレ予想に転換した可能性がある。以下では、「消費動向調査」の個票を用いて、家計がデフレ予想からインフレ予想にどのように変化したか、また、どのような経済状況に反応してデフレ予想が緩和したかを検討してみよう。

(2009年末にインフレ予想からデフレ予想に転換した世帯が多い)

個票データを利用すると、各世帯の回答の変化を継続的に捉えることができる。ここでは、各世帯の物価見通しについて、前月に「下がる」と回答し、当月に「上がる」と回答した世帯を「インフレ予想への転換世帯」、前月に「上がる」と回答し、当月に「下がる」と回答した世帯を「デフレ予想への転換世帯」と定義し、それぞれ物価予想を転換した世帯が全体に占める割合を見ることで、物価予想の転換がどのようなタイミングで起きたかを探ってみよう(第1-2-6図)。なお、「消費動向調査」は毎月サンプル世帯の入れ替えが行われるため、同一世帯の継続調査となるよう2か月連続で物価見通しを回答した世帯数を分母にして割合を算出した。

最初に、デフレ予想への転換世帯の割合を見ると、2009年12月に大きな突起があることが分かる。前月まで物価が上がると予想していた世帯の8%程度が、2009年12月に物価が下がると予想を転換した。調査基準日は毎月15日であることから、2009年11月後半から12月前半にかけて、家計のインフレ予想をデフレ予想に転換する出来事が起こったことになる。一つ考えられるのは、同年11月下旬のいわゆるドバイショックとその後の円高・株安、金融資本市場の不安

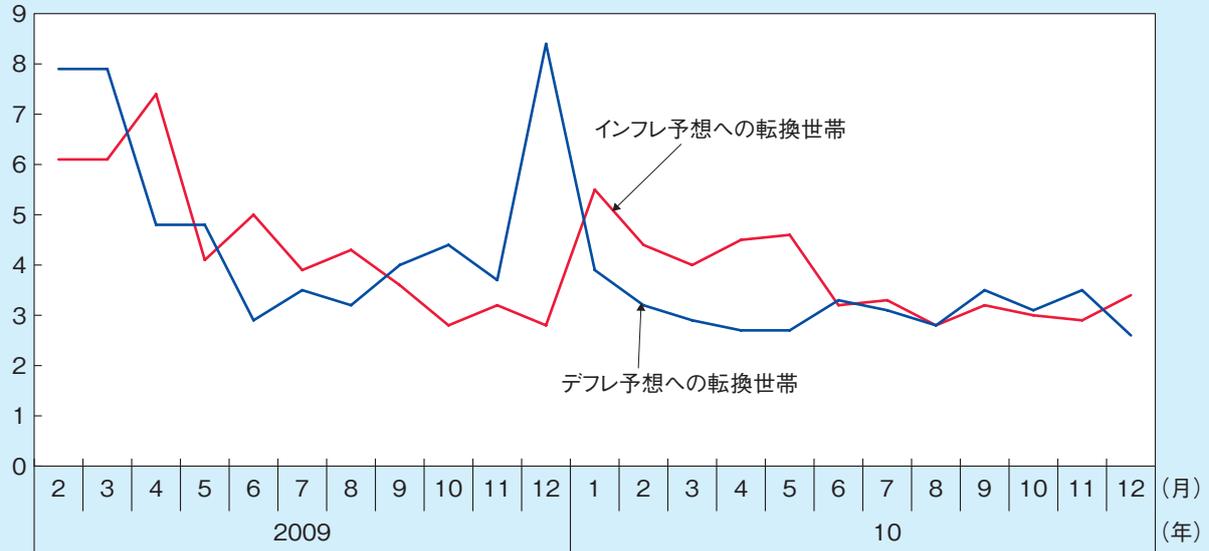
注 (21) 東日本大震災前後の石油製品価格の動向については、コラム1-5参照。

(22) デフレの定義は「持続的な物価下落」であるが、以下では、便宜的に、今後1年間の物価下落予想をデフレ予想、物価上昇予想をインフレ予想と呼ぶ。

第1-2-6図 物価予想転換世帯の割合の推移

2009年末にインフレ予想からデフレ予想に転換した世帯が多い

(2ヶ月連続で回答した世帯のうち物価予想を転換した世帯の割合、%)



(備考) 1. 内閣府「消費動向調査」により作成。

2. グラフは、「あなたの世帯が日ごろよく購入する品物の価格について、1年後どの程度になるとお思いますか。」との問いに対し、前月に「下がる」と回答し、当月に「上がる」と回答した世帯を「インフレ予想への転換世帯」、前月に「上がる」と回答し、当月に「下がる」と回答した世帯を「デフレ予想への転換世帯」とし、2ヶ月連続で回答した世帯(対象期間：2009年1月～2010年12月調査、期間中平均4,649世帯)に対する割合をとったもの。

定化が家計のデフレ予想を促した可能性が指摘できる。また、消費者物価の下落が半年以上続くなかで、政府が同年11月の月例経済報告において、持続的な物価下落、「緩やかなデフレ状況」と判断したことが、足下の物価下落の継続性を家計にも広く認知させた可能性も指摘できよう。

他方、インフレ予想への転換については、2010年1月にインフレ予想への転換世帯が増加している。デフレ予想への転換が大きく生じた翌月に、インフレ予想への転換が生じていることになるが、これは金融政策が期待に影響を及ぼした結果という見方もできる。日本銀行は2009年12月1日に固定金利オペの導入(固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション(期間3か月)の導入、10兆円規模)、同月18日に「中長期的な物価安定の理解の明確化」の公表など、緩和的な金融政策スタンスを明確に示した。こうした金融政策による金利低下を背景に、2010年1月には円高・株安に一服感が見られた。こうしたことが、インフレ予想への転換を促した可能性がある。後述するが、株価動向と物価予想の転換には統計的にも正の相関が観察されている。

(資産価格の将来予想が一般物価に関する期待形成に影響)

次に、統計的手法を用いてインフレ予想への転換とデフレ予想への転換をもたらした要因を

探ってみよう。「消費動向調査」の質問事項の中に、今後半年間の「暮らし向き」や「収入の増え方」、「所有株式・土地の資産価値」といった将来予想を聞く質問項目がある。これらの回答と前述のインフレ予想への転換、デフレ予想への転換の関係を統計的に検証する。結果を見ると次のような点が指摘できる（第1-2-7図）。

まず、インフレ予想への転換と有意な正の関係がある項目としては、株式・土地の「資産価値」、有意な負の関係がある項目としては、「耐久消費財の買い時」がある。逆に、デフレ予想への転換と有意な正の関係がある項目としては、「暮らし向き」と「耐久消費財の買い時」、有意な負の関係がある項目としては、「資産価値」がある。他方、「収入の増え方」と「雇用環境」については、インフレ・デフレどちらの予想への転換に対しても有意な影響は観察されない。

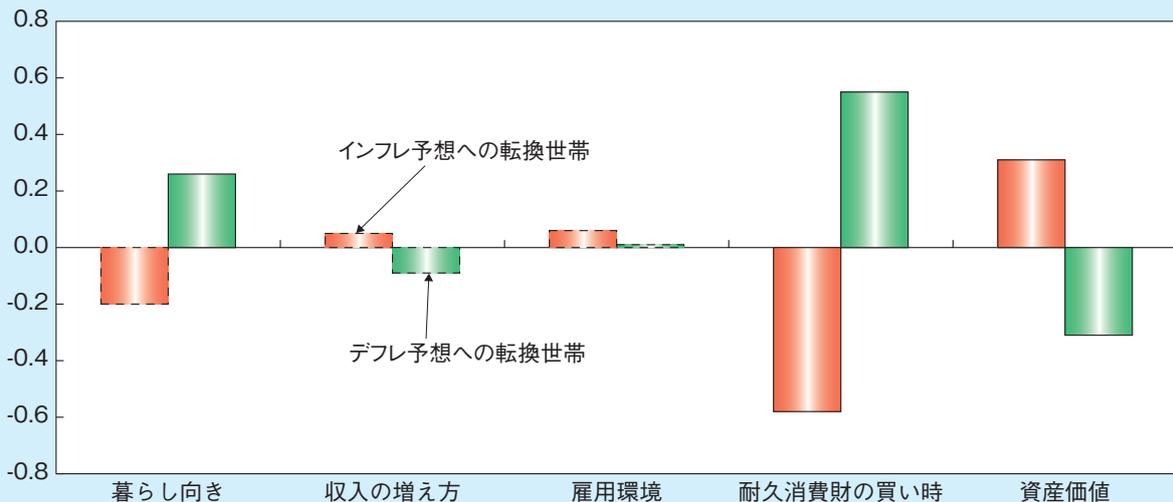
これらを解釈すると、暮らし向きの改善とデフレ予想の相関については、家計は、物価が下落することによって暮らし向きが良くなると考えている可能性がある。また、耐久消費財の買い時が今後良くなるとの回答とデフレ予想も共存しており、物価下落予想が耐久消費財の購入を先延ばしするインセンティブになっていることが示唆される。

他方、所有株式・土地の資産価値との関係については、資産価値が増加すると見込む世帯はインフレ予想に転換しやすく、資産価値が低下すると見込む世帯はデフレ予想に転換しやすい傾向が表れている。株価や地価といった資産価格の上昇は、インフレ期待の醸成を通じて、一般物価の下落圧力を緩和する可能性が示唆される。もっとも、資産価格は貨幣的な要因に加え

第1-2-7図 物価予想の転換要因

資産価格の将来予想が一般物価に関する期待形成に影響

(各項目の改善方向への変化が物価予想の転換に与える影響、%)



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」の2009年1月～2010年12月調査を用い、多項ロジットモデルにより推計。
 2. 実線は係数が5%水準で有意であること、点線は有意でないことを示す。
 3. 推計結果については付注1-3参照。
 4. 被説明変数は、物価予想の変化（1 = インフレ予想への転換世帯、2 = デフレ予想への転換世帯、0 = その他）であり、インフレ、デフレ予想への転換世帯の定義は第1-2-5図と同様。
 説明変数は、今後半年間の暮らし向き、収入の増え方、雇用環境（職の安定性、みつけやすさ）、耐久消費財の買い時、所有している株式・土地などの資産価値に関する質問に対する「前月の回答番号 - 今月の回答番号」。回答番号は、1から5の順に悪化する5段階。

コラム

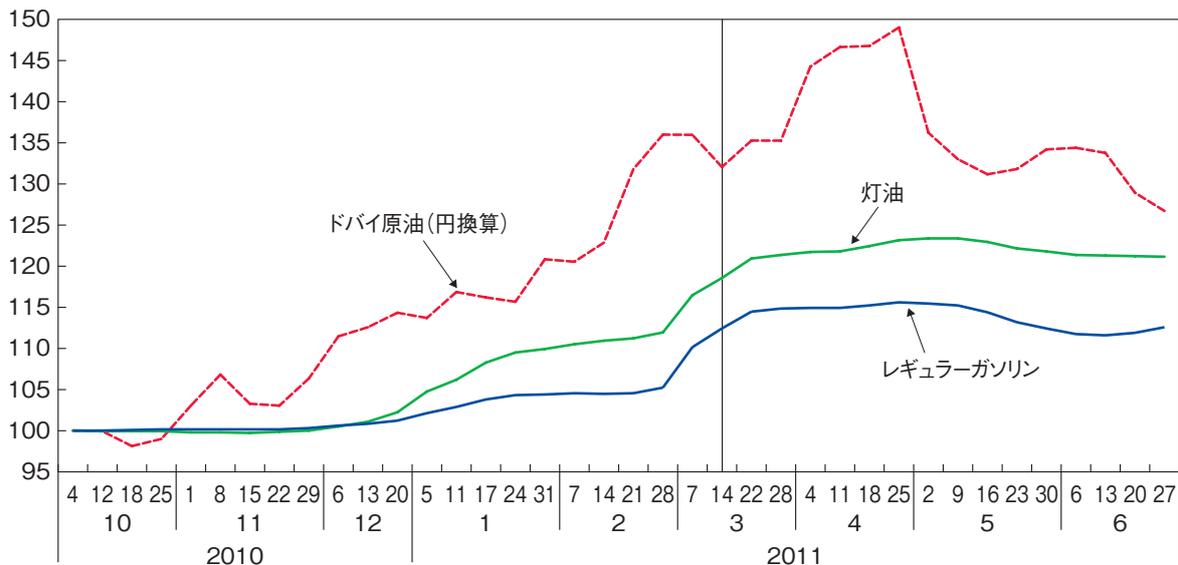
1-5 東日本大震災前後の石油製品価格の動向

東日本大震災直後、石油生産施設の被災等により、ガソリンや灯油など石油製品価格が一時的に上昇した。実際、東北地方のガソリン価格は、震災後に全国平均を超える上昇となった。こうした石油製品の動きは期待物価上昇率の高まりにも寄与していると見られる。しかし、石油製品価格は中東・北アフリカ情勢の不安定化等を背景に震災前から上昇傾向にあり、むしろ震災後2週間程度で上昇傾向は止まっている（コラム1-5図）。東北地方のガソリン価格についても、供給制約の緩和とともに全国平均とのかい離が徐々に縮小、5月末以降は全国と同水準となっている。また、国際的な原油価格は4月末から下落し、5月半ばには震災前の水準以下となっており、石油製品価格についても落ち着いた状態が続いている。

コラム1-5図 東日本大震災前後の石油製品価格の動向

灯油・ガソリン価格は原油価格上昇に伴い震災以前から上昇

(2010年10月第1週=100)



(備考) 1. (財)石油情報センター「給油所ガソリン・軽油・灯油週次調査」、日経NEEDSにより作成。
2. ドバイ原油の円換算に用いた為替レートは月間平均値。レギュラーガソリン、灯油は店頭価格。

実体経済の成長を先取りすることで形成される側面がある。適切な金融政策の実施とともに期待成長率を高めていくことで、結果として資産価格経由の好影響も期待することができよう。

2 人口動態と物価

我が国のデフレ基調が続くなか、マクロ的な需給要因だけでなく、より構造的な要因として、人口構成の変化、特に生産年齢人口の減少に着目する議論が増えている。例えば、生産年齢人口の減少が生産年齢世代の旺盛な消費需要の減少に結び付くこと、また、成長期待の低下

コラム

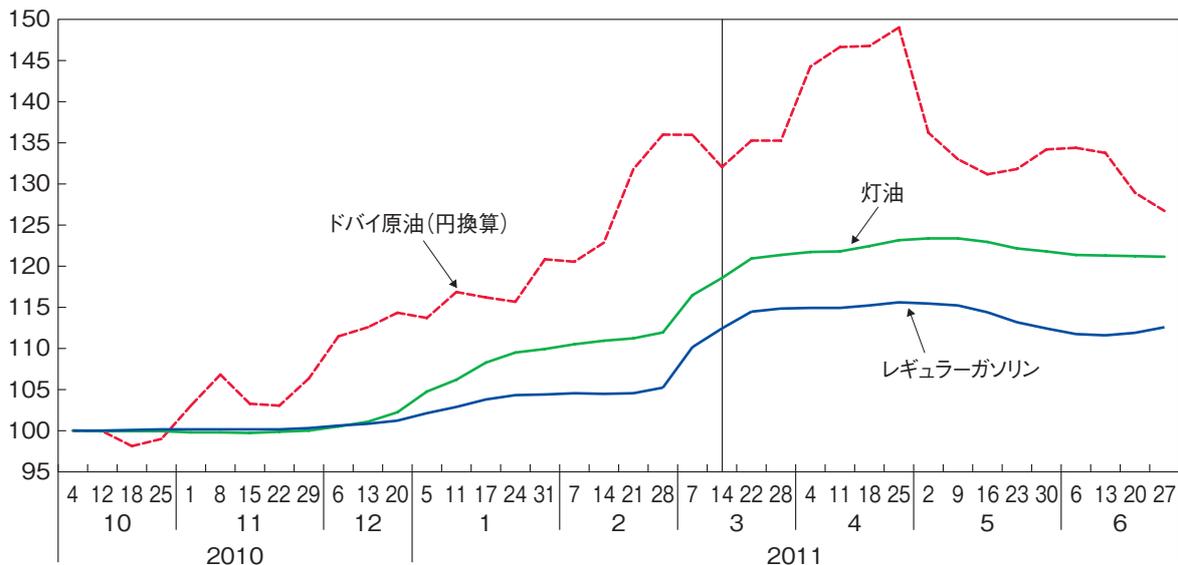
1-5 東日本大震災前後の石油製品価格の動向

東日本大震災直後、石油生産施設の被災等により、ガソリンや灯油など石油製品価格が一時的に上昇した。実際、東北地方のガソリン価格は、震災後に全国平均を超える上昇となった。こうした石油製品の動きは期待物価上昇率の高まりにも寄与していると見られる。しかし、石油製品価格は中東・北アフリカ情勢の不安定化等を背景に震災前から上昇傾向にあり、むしろ震災後2週間程度で上昇傾向は止まっている（コラム1-5図）。東北地方のガソリン価格についても、供給制約の緩和とともに全国平均とのかい離が徐々に縮小、5月末以降は全国と同水準となっている。また、国際的な原油価格は4月末から下落し、5月半ばには震災前の水準以下となっており、石油製品価格についても落ち着いた状態が続いている。

コラム1-5図 東日本大震災前後の石油製品価格の動向

灯油・ガソリン価格は原油価格上昇に伴い震災以前から上昇

(2010年10月第1週=100)



(備考) 1. (財)石油情報センター「給油所ガソリン・軽油・灯油週次調査」、日経NEEDSにより作成。
2. ドバイ原油の円換算に用いた為替レートは月間平均値。レギュラーガソリン、灯油は店頭価格。

実体経済の成長を先取りすることで形成される側面がある。適切な金融政策の実施とともに期待成長率を高めていくことで、結果として資産価格経由の好影響も期待することができよう。

2 人口動態と物価

我が国のデフレ基調が続くなか、マクロ的な需給要因だけでなく、より構造的な要因として、人口構成の変化、特に生産年齢人口の減少に着目する議論が増えている。例えば、生産年齢人口の減少が生産年齢世代の旺盛な消費需要の減少に結び付くこと、また、成長期待の低下

を通じて企業の設備投資需要が減退することから、生産年齢人口の減少によってマクロ的な需要不足が長期化し、デフレの原因になっているとの指摘がある。こうした点を踏まえ、以下では、デフレと人口構造の変化の関係について、複数の視点から検討する。

(1) 物価下落と生産年齢人口減少の併存

デフレと生産年齢人口の減少を結びつける議論を解釈すれば、生産年齢人口の減少を労働投入の減少という供給サイドの抑制要因と見るだけでなく、需要面を抑制する要因と捉え、かつその影響が供給抑制以上に大きいと見ていること、すなわち生産年齢人口の減少が需要不足を拡大すると見ていることが特徴といえる。その際、短期的な需給ギャップの変動とは分けて、基調的な需要不足の要因と見ていることも特徴である。以下ではこうした特徴を踏まえ、経済データから検証する。

(生産年齢人口の減少と物価下落が併存している国は日本だけ)

議論の出発点として、そもそも生産年齢人口の変化率と物価上昇率の間に、統計的に有意な関係が認められるかどうかを確認することから始めよう。その際、我が国だけを議論の対象とするのではなく、国際的な比較を行うことでより一般的な事実を探るよう努める。そうすることにより、我が国の置かれた状況もより明確になることが期待される。

最初に、できるだけ幅広い国が対象となるよう、日本を含む先進国（OECD 諸国）と新興国（ブラジル、ロシア、インド、中国（BRICs）、シンガポール、香港）を対象に、生産年齢人口の変化率と物価上昇率の関係を単純にプロットしてみよう。結果を見ると次のような点が指摘できる（第1-2-8図）。

まず、90年から2010年にかけて、生産年齢人口の変化率と物価上昇率の間には明確な相関関係は確認できない。95年以降、日本のほかに、イタリアやドイツ、ハンガリー等において生産年齢人口の減少が見られたが、同時に物価下落が生じた国は日本だけである。また、2000～2005年においては、香港でも物価下落が生じているが、生産年齢人口はプラスとなっており、生産年齢人口の減少が物価下落の必要条件ということもいえない。当時の香港では、不動産バブルの崩壊が生じており、資産価格の下落とともに一般物価も下落した。生産年齢人口といった経済社会構造ではなく、経済状況そのものの変動が物価下落をもたらしたと考えられる。

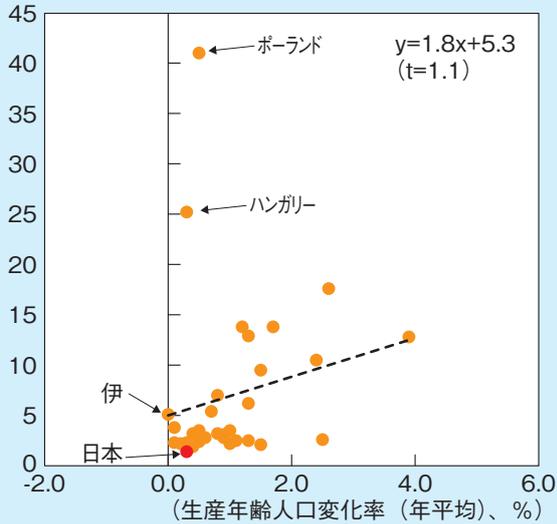
次に、2005年から2010年における関係を見ると、統計的には有意ではないが、傾向線としては、緩やかな正の関係、すなわち生産年齢人口の増加率が高い国ほど物価上昇率が高い傾向が観察される。その理由として、一つは新興国の経済成長率が近年世界的に高まったことが挙げられる。また、そうした高成長の新興国は、先進国に比べて人口構成が若く、生産年齢人口の増加率は高い。このため、生産年齢人口増加率と経済成長率には若干の正の相関に近い関係が表れてくると推測できる。ただし、生産年齢人口が減少している日本、ドイツ、エストニア、

第1-2-8図 生産年齢人口変化率と物価上昇率の関係

生産年齢人口の減少と物価下落が併存している国は日本だけ

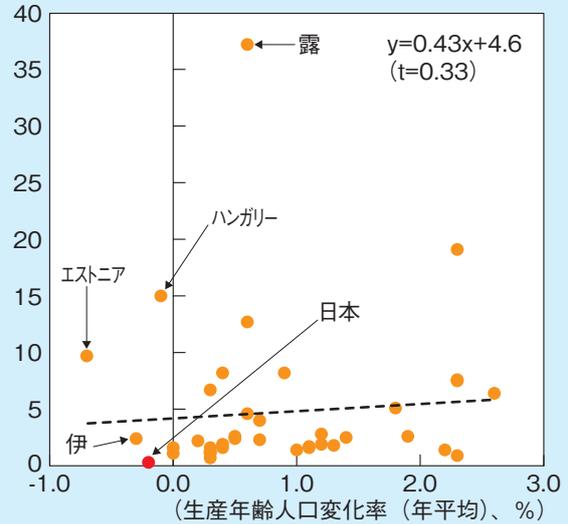
(1) 1990～95年

(物価上昇率(年平均)、%)



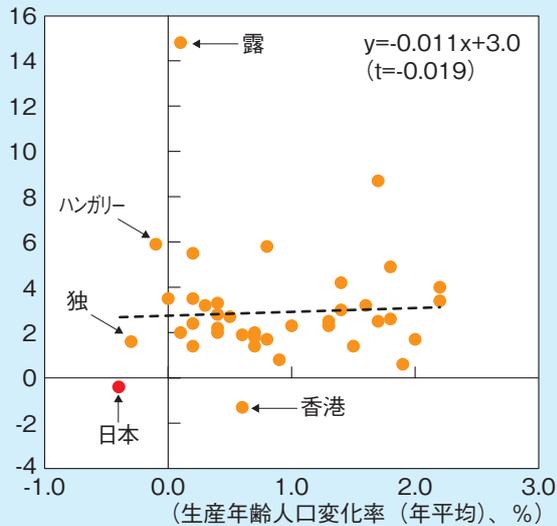
(2) 1995～2000年

(物価上昇率(年平均)、%)



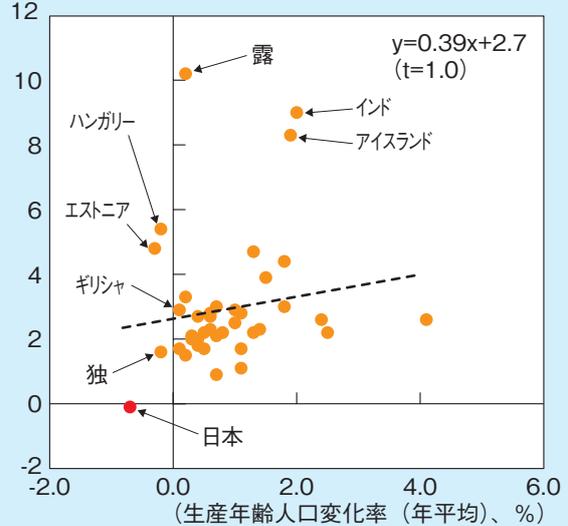
(3) 2000～2005年

(物価上昇率(年平均)、%)



(4) 2005～2010年

(物価上昇率(年平均)、%)



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook, April 2011”、UN “World Population Prospects : The 2010 Revision” により作成。
2. 採用国は、OECD諸国(トルコを除く)、香港、シンガポール、ブラジル、ロシア、インド、中国の計39か国。
ただし、1990年～95年はデータのないチェコ、エストニア、ロシア、スロバキア、スロベニア及び物価上昇率の極端に高いブラジルを除く。

ハンガリーについては、物価上昇率はまちまちであり、5%を超える物価上昇率のハンガリーから物価下落の日本まで相当の幅がある。ここでも、生産年齢人口の減少と物価下落が併存しているのは我が国だけである。

こうした単純な相関関係を見る限り、生産年齢人口が減少しているからといってデフレにな

るとはいえない。生産年齢人口の減少が物価下落に結びつくための仲介的な、第三の要因があって初めて、我が国のような生産年齢人口の減少と物価下落の併存が生じていると考える方がよさそうである。

(物価下落の主要因はマクロ的な需要不足)

次に、生産年齢人口の変化率と物価変動率の関係について、やや分析的に調べてみよう。ここでは、データの制約から対象国を OECD 諸国に限定したうえで、90年から2009年における全ての観察データを活用し、パネル分析を試みる。また、物価変動率を説明する変数として、生産年齢人口の変化率だけでなく、GDP ギャップと1年前の消費者物価上昇率（物価上昇率の慣性や期待物価上昇率の代理変数とみなせる）を加え、物価変動に対する生産年齢人口の相対的重要性も確認する（第1-2-9図（1））。

推計した関係式に実績値を代入して寄与度分解すると、我が国の場合、GDP ギャップのマイナスが物価上昇率の低さに最も寄与していることが分かる。生産年齢人口の寄与度については、生産年齢人口が増加している国が多いことから、ほとんどの国で物価に対してプラスに寄与しているものの、我が国やドイツ、ハンガリーにおいて、物価を押し下げる方向に寄与している。特に、我が国においては、生産年齢人口の減少幅が他国に比較して大きくなっていることが特徴である。しかしながら、それでも GDP ギャップに比べると物価下落に対する寄与度は相対的に小さく、生産年齢人口の減少が物価下落を主導している要因とはいえない。この分析からは、生産年齢人口の減少は物価の基調を押し下げている可能性は指摘できるが、それだけで我が国がデフレになったわけではないということになる。

なお、生産年齢人口の変化率と消費者物価の変化率について、全ての対象国及び対象期間の値をプロットすると、右上がりの関係が観察できる（第1-2-9図（2））。ただし、生産年齢人口の増加率がゼロあるいは減少している国だけに限定すると、生産年齢人口と物価上昇率の相関は統計的に有意でなくなる。この単純な相関関係から見ても、生産年齢人口の減少が物価下落の主要因と捉えることには無理がありそうである。

こうした事実観察を踏まえ、次項では、生産年齢人口の減少と物価下落が同時に起こるメカニズムをより詳細に分析しよう。

(2) 人口動態が物価に影響する経路

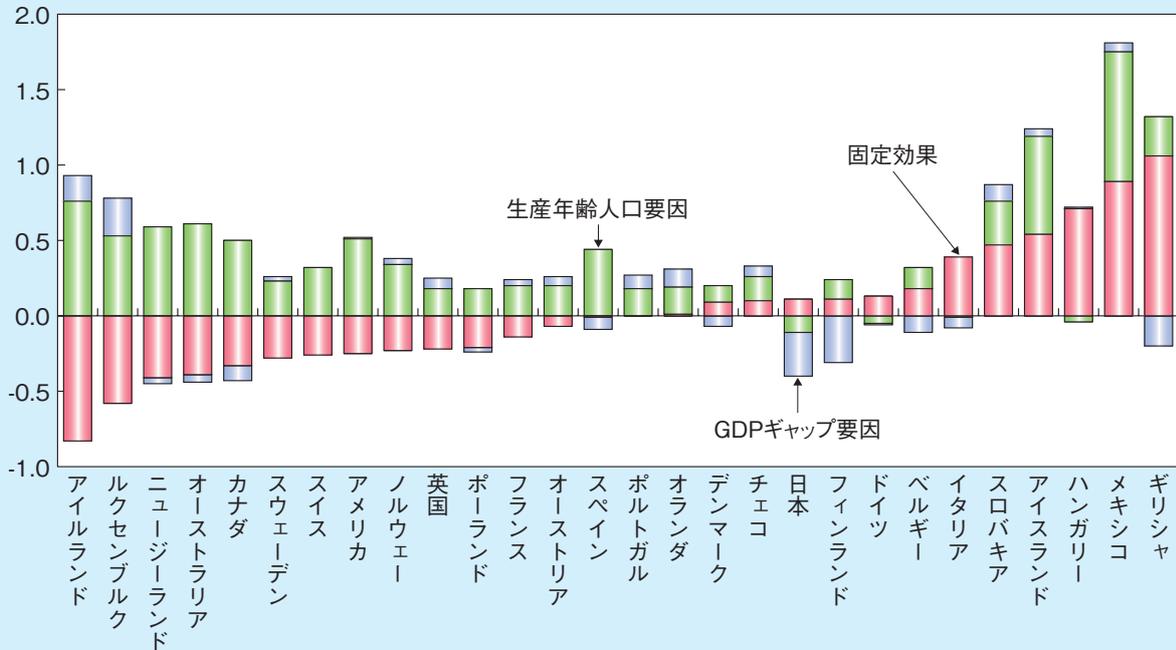
生産年齢人口の減少と物価下落に単純な相関関係は見当たらなかった。むしろ、生産年齢人口の減少と物価下落が同時に生じている日本が例外的な存在であった。以下では、生産年齢人口の減少が、实体经济の需要面と供給面のどちらにより大きく働きかけて、物価下落につながる可能性があるかという点について検証しよう。

第1-2-9図 OECD 諸国の生産年齢人口と物価上昇率

物価下落の主要因はマクロ的な需要不足

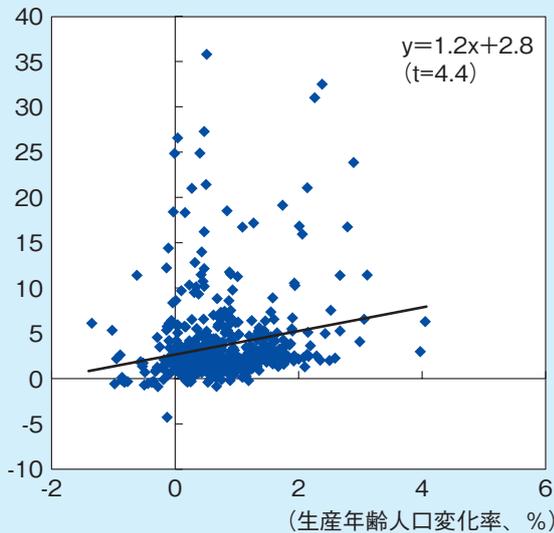
(1) 物価上昇率の決定要因

(前年比、%)



(2) 生産年齢人口と食料・エネルギーを除く消費者物価の関係

(消費者物価変化率、%)



- (備考) 1. OECD. Stat により作成。
 ただし、日本の GDP ギャップは内閣府推計値。
 2. 対象国は OECD 諸国、期間は1990~2009年。
 ただし、データ欠損時点(国)、トルコ及び生産年齢人口増加率の極端に高い91年のドイツを除く。回帰式の下括弧内は t 値。
 上図は、推計式 $CPI_{i,t} = \alpha + \beta POP_{i,t} + \gamma GAP_{i,t-1} + \zeta CPI_{i,t-1} + \theta + \varepsilon_{i,t}$ ($i = \text{国}, t = \text{時間}$) で β, γ, ζ を各国共通にしたとき、それぞれの国の θ (=「固定効果要因」) を算出。「生産年齢人口要因」、「GDP ギャップ要因」はそれぞれ全期間の平均値に β, γ を乗じたもの。
 $\alpha = 0.28$ (t 値 = 1.2)、 $\beta = 0.43$ (t 値 = 2.1)、 $\gamma = 0.22$ (t 値 = 5.5)、 $\zeta = 0.76$ (t 値 = 15.0)。

(生産年齢人口比率と需給ギャップに相関は見られず)

最初に、OECD 諸国を対象に、実体経済の需要面を表す指標として GDP ギャップ (現実の GDP と潜在 GDP の差を潜在 GDP で除した指標)、供給面を表す指標として潜在成長率を用いて、生産年齢人口と実体経済の需給両面の関係を確認する。ただし、GDP ギャップは需給水

準を表す指標であるため、これを生産年齢人口比率と比較することとし、他方、潜在成長率は変化率であるため、生産年齢人口の変化率と比較することとする。

結果を見ると、生産年齢人口比率と GDP ギャップの間に統計的な関係性は見られない（第1-2-10図(1)）。生産年齢人口を現役世代とみなせば、現役世代比率が低いからといって、経済が需要不足の傾向になるというわけではない。

他方、生産年齢人口の変化率と潜在成長率の間には正の相関が確認される（第1-2-10図(2)）。潜在成長率は、経済の供給サイド、すなわち資本や労働の投入と技術進歩など全要素生産性によって規定される経済成長率である。そのため、生産年齢人口が変動すれば、労働投入量の変化を通じて直接的に潜在成長率が変動することになる。生産関数の想定にも依存するが、生産要素のインプット量の増減がアウトプットの増減に比例的につながる傾向が確認できる。

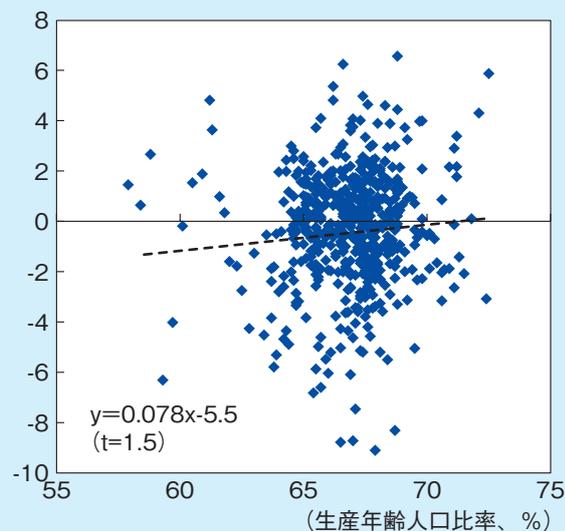
我が国に即して考えれば、生産年齢人口の減少は潜在成長率の引下げを通じて、中長期的な経済の供給能力を押し下げるが、それが必ずしも需要不足につながるとは限らないことになる。それでは、生産年齢人口の減少が需要不足につながるメカニズムとして、どのようなことが考えられるだろうか。

第1-2-10図 OECD 諸国の生産年齢人口と需給

生産年齢人口比率と需給ギャップに相関は見られない

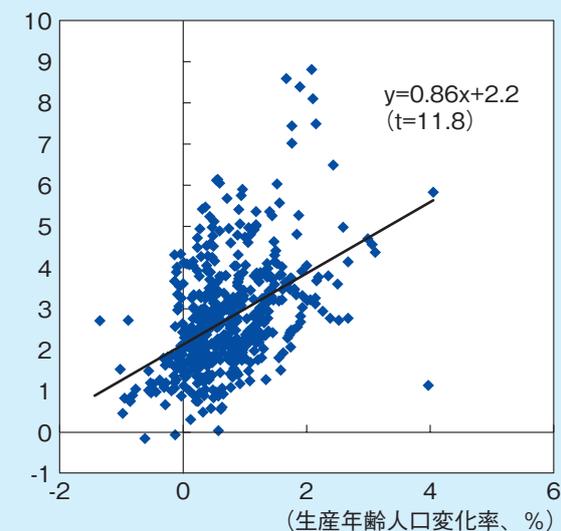
(1) 生産年齢人口比率とGDPギャップ

(GDPギャップ、%)



(2) 生産年齢人口と潜在成長率の関係

(潜在成長率、%)



(備考) 1. OECD. Statにより作成。

2. 対象国はOECD諸国、期間は1990～2009年。ただし、データ欠損時点(国)及び(2)では生産年齢人口増加率の極端に高い91年のドイツを除く。

3. 回帰式の下括弧内は t 値。

(生産年齢人口の将来予想が期待を通じて物価上昇率に影響する可能性)

ここでは、生産年齢人口の減少が、人々の期待形成を通じて需要の弱さにつながる経路を考えてみよう。例えば、企業は、将来の需要動向、すなわち成長予想に沿って設備投資計画を練ること、価格設定においては、将来の需要動向とともに人々の物価予想にも配慮しつつ、価格設定を行うことなどを想定する。将来的に生産年齢人口が減少する見込みであれば、こうした経路を通じて現実の物価上昇率も低いものになる可能性がある。

ここでは、将来的な生産年齢人口の見込みとして、国連による先行き5年間の生産年齢人口変化率の予想値を使い、期待成長率と期待物価上昇率にはOECDによる先行き2年間の実質GDP成長率予測と物価上昇率予測を用いる。これらの相関関係を確認すると、生産年齢人口が将来的に増加傾向にあると考えられる国では、期待成長率と期待物価上昇率はともに高まる傾向が認められる(第1-2-11図(1)(2))。

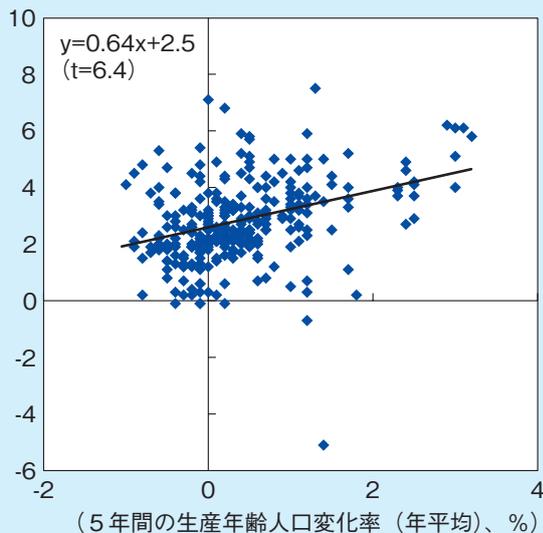
生産年齢人口の増加予想と期待成長率の高まりに相関があるのであれば、期待形成を仲介にして、生産年齢人口の増加が物価上昇圧力に結びついている可能性が指摘できる。すなわち、生産年齢人口の増加予想が期待成長率を高め、それを受けて企業が設備投資需要を拡大する。家計も将来の所得増加を予想することにより、消費や住宅需要が拡大する。こうした結果として、現実の需給ギャップがプラス方向に変化し、物価上昇圧力につながるという経路である。

第1-2-11図 先行き5年間の生産年齢人口変化率の予測と各変数の関係

生産年齢人口の将来予想が期待を通じて物価上昇率に影響する可能性

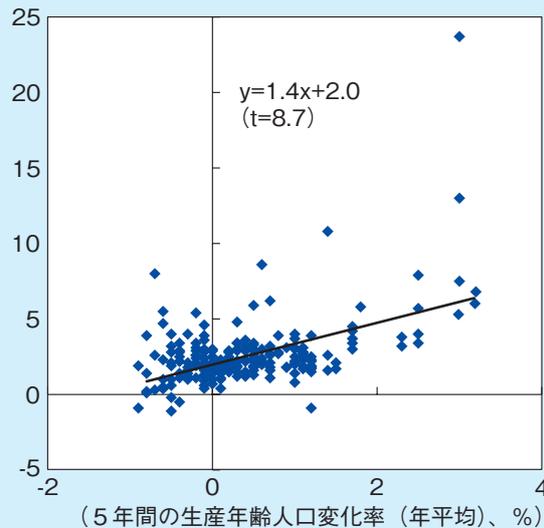
(1) 生産年齢人口変化率の予測と期待成長率の関係

(2年後の期待成長率(年平均)、%)



(2) 生産年齢人口変化率の予測と期待物価上昇率の関係

(2年後の期待物価上昇率(年平均)、%)



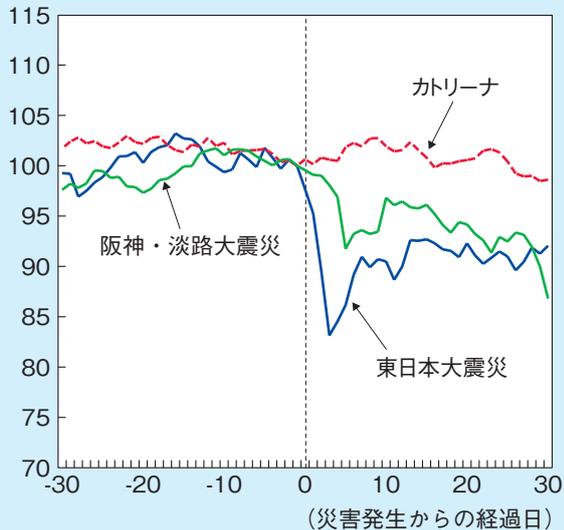
- (備考) 1. OECD Stat, UN “World Population Prospects” により作成。
 2. 2000年～2009年(期待物価上昇率は2001年～2009年)のデータを用いた。
 2001年については、1年後の期待物価上昇率。先行き5年間の人口変化率は、OECDによる各年実績値と、国連データの各revisionの5年ごとの予測値から線形補間して求めた5年後の予測値との変化率。
 3. 回帰式の下括弧内はt値。

第1-2-12図 災害発生前後の株式市場動向

短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る

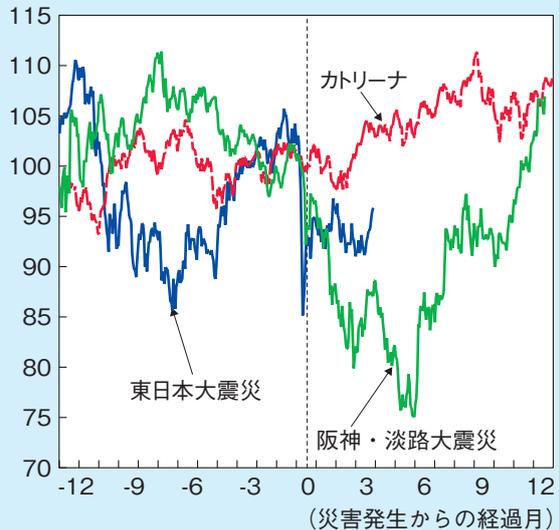
(1) 株価動向 (日次)

(被災前日=100)



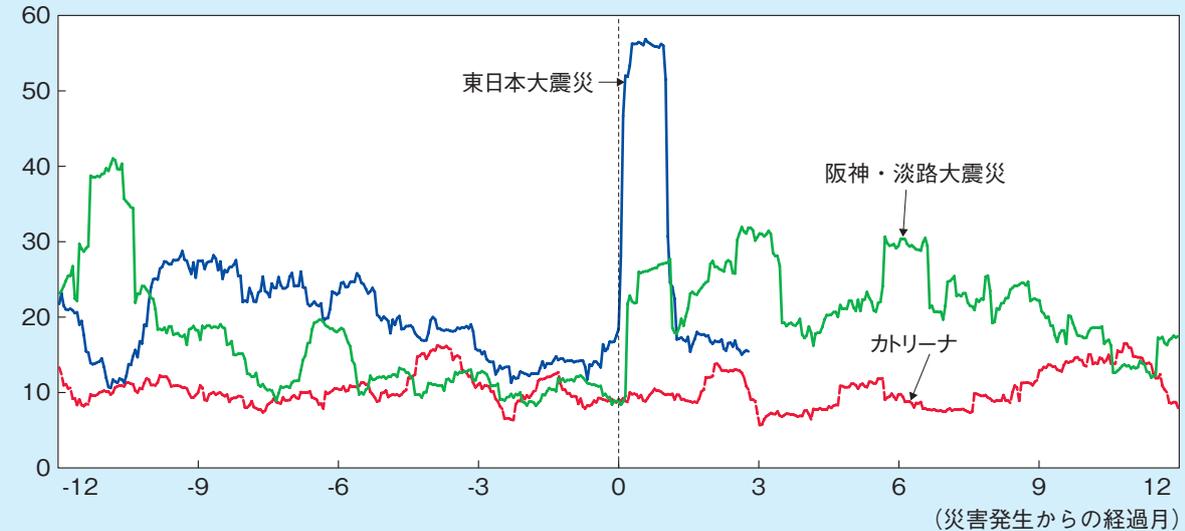
(2) 株価動向 (月次)

(被災前月=100)



(3) 株価変動の大きさ (ヒストリカル・ボラティリティ)

(%)



(備考) 1. Bloombergにより作成。阪神・淡路大震災と東日本大震災については日経平均株価を、カトリナについてはNYダウ平均株価の推移を参照した。

2. ヒストリカルボラティリティは、日次の株価(終値)について過去20日間の変化率の標準偏差を算出し、年率(250日間)に換算して求めた。

生産年齢人口の将来予測と期待物価上昇率にも正の相関が認められる。期待物価上昇率の高まりは、それ自体が現実の物価上昇圧力につながりやすい。将来の物価予想と現実の物価上昇率は、特に基調的な動きに関して、密接に連動する傾向がある。また、ここでの相関関係を見ると、生産年齢人口の増加が見込まれる国では、将来の成長期待が高まるとともに、期待物価上昇率も高めになる傾向にある。こうしたことから、成長期待を通じた需要拡大と期待物価の

両面から、現実の物価上昇圧力がもたらされている可能性が指摘できる。

生産年齢人口の減少は、期待形成を通じて、我が国の基調的な経済成長率や物価上昇率に影響を及ぼしている可能性がある。将来の生産年齢人口の減少は、経済的な予測を立てる場合に前提として受入れやすく、かつ、論理としても分かりやすい。しかし、人口は基調的な経済成長率に寄与する一要因にすぎない。人口以外の要因は、まさに「一人当たりの生産性」に集約される。この部分の持続的な上昇が展望できるような環境整備こそが、経済政策に期待される基本的な役割である。

3 金融資本市場と資金需要

以下では、最近の金融資本市場の動向について振り返る。視点は二つあり、一つは、短期的な動きとして、東日本大震災前後の株式、為替、債券市場の動向について、内外の大規模災害時の動向と比較する。二つ目は、中長期的な課題として、デフレ脱却に向けて重要となる金融機関の貸出動向について、資金需要と資金供給の両面から議論する。

(1) 震災前後の金融資本市場の動き

東日本大震災発生後、株式市場や為替市場は短期的に大きな変動を経験した。ここでは、金融資本市場が大規模災害という外生ショックをどのように消化したかという視点から、今回の震災後の市場動向について、95年1月の阪神・淡路大震災前後、アメリカにおける2005年8月末のハリケーン・カトリーナ上陸前後と比較し、その特徴を議論する。

(短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る)

東日本大震災発生後、日経平均株価は大きく下落した。地震が3月11日（金）の市場取引終了直前（午後2時46分頃）に発生したことから、マーケットは週明けに、週末に明らかになった甚大な被害状況等の情報も含め、震災の影響を消化することになった。週明け月曜日（14日）の日経平均株価（終値）は震災前の10日に比べて8%の下落、火曜日（15日）には震災前比18%の大幅な下落となった。

こうした短期間での急落は、阪神・淡路大震災時と比べても大幅であった（第1-2-12図（1））。東日本大震災の被害規模や範囲の広さに加え、原子力発電所における事故といった今回の震災に特有の不確実要因が、株式市場の下押し圧力になったと見られる。なお、アメリカの株価動向（ダウ工業平均）を見ると、ハリケーン・カトリーナの上陸に対して大きな反応はしていない。当時のアメリカは順調な景気拡大が続いていたことに加え、被災したメキシコ湾岸が石油施設の集積地ではあったものの、その経済的な影響は限定的なものにとどまると見られていたことが示唆される。例えば、2001年9月のニューヨークとワシントンDCにおける同

両面から、現実の物価上昇圧力がもたらされている可能性が指摘できる。

生産年齢人口の減少は、期待形成を通じて、我が国の基調的な経済成長率や物価上昇率に影響を及ぼしている可能性がある。将来の生産年齢人口の減少は、経済的な予測を立てる場合に前提として受入れやすく、かつ、論理としても分かりやすい。しかし、人口は基調的な経済成長率に寄与する一要因にすぎない。人口以外の要因は、まさに「一人当たりの生産性」に集約される。この部分の持続的な上昇が展望できるような環境整備こそが、経済政策に期待される基本的な役割である。

3 金融資本市場と資金需要

以下では、最近の金融資本市場の動向について振り返る。視点は二つあり、一つは、短期的な動きとして、東日本大震災前後の株式、為替、債券市場の動向について、内外の大規模災害時の動向と比較する。二つ目は、中長期的な課題として、デフレ脱却に向けて重要となる金融機関の貸出動向について、資金需要と資金供給の両面から議論する。

(1) 震災前後の金融資本市場の動き

東日本大震災発生後、株式市場や為替市場は短期的に大きな変動を経験した。ここでは、金融資本市場が大規模災害という外生ショックをどのように消化したかという視点から、今回の震災後の市場動向について、95年1月の阪神・淡路大震災前後、アメリカにおける2005年8月末のハリケーン・カトリーナ上陸前後と比較し、その特徴を議論する。

(短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る)

東日本大震災発生後、日経平均株価は大きく下落した。地震が3月11日(金)の市場取引終了直前(午後2時46分頃)に発生したことから、マーケットは週明けに、週末に明らかになった甚大な被害状況等の情報も含め、震災の影響を消化することになった。週明け月曜日(14日)の日経平均株価(終値)は震災前の10日に比べて8%の下落、火曜日(15日)には震災前比18%の大幅な下落となった。

こうした短期間で急落は、阪神・淡路大震災時と比べても大幅であった(第1-2-12図(1))。東日本大震災の被害規模や範囲の広さに加え、原子力発電所における事故といった今回の震災に特有の不確実要因が、株式市場の下押し圧力になったと見られる。なお、アメリカの株価動向(ダウ工業平均)を見ると、ハリケーン・カトリーナの上陸に対して大きな反応はしていない。当時のアメリカは順調な景気拡大が続いていたことに加え、被災したメキシコ湾岸が石油施設の集積地ではあったものの、その経済的な影響は限定的なものにとどまると見られていたことが示唆される。例えば、2001年9月のニューヨークとワシントンDCにおける同

時多発テロの直後では、ダウ工業平均株価は1週間で10%を超える下落を示した。大規模災害後のマーケットにおいては、その規模とともに地理的な影響の広がりを内外の市場参加者がどう予想するかといった点が重要となろう。

次に、同様の比較を月単位で見ると、今回の株価下落は比較的短期間で収まったことが分かる(第1-2-12図(2))。阪神・淡路大震災後は、急激な円高(ドル安)もあり、株価は震災後6か月程度の間、下落基調を続けた。それに対し、東日本大震災後の株価は震災直後の1か月程度は下落したものの、その後はおおむね横ばい傾向で推移している。

また、株価変動の大きさをヒストリカル・ボラティリティで測ると、今回の震災後の変動は、阪神・淡路大震災やハリケーン・カトリーナ後の変動に比べて際立って大きな変動となっている²³(第1-2-12図(3))。株価の振幅がマーケットにおける不確実性の高まりを表現していると考えれば、今回の震災の特徴として、サプライチェーン寸断の影響、原子力発電所の事故に伴う電力供給制約の問題や放射能被害、さらに風評被害などに起因する震災後の経済的な不確実性の高まりを挙げることができる。

(為替レートは一時的に円高に振れた後、安定化)

次に、為替レートの動向について見てみよう(第1-2-13図)。東日本大震災後、円ドルレートは円高方向に推移し、3月17日早朝には海外市場で一時76円25銭の史上最高値を更新した。その後、為替市場への欧米諸国との協調介入もあって円高傾向は反転し、震災前の水準に戻ったものの、円市場は震災後1週間程度不安定な動きを続けた。急激な円高の背景としては、保険会社を始めとする日本企業が震災後の保険金支払い等のために外貨建て資産を売却し、円建て資金を確保するとの思惑、さらに、95年の阪神・淡路大震災後に円高が進んだことから今回も円高になるとの思惑等から、海外投資家を中心に円が買われたことなどが指摘される。しかし実際には、巨大災害に備えた準備金の存在や再保険の制度があることなどから、外貨建て資産を売却しなくても、本邦保険会社は十分な支払い余力を有しており、実際に外貨建て資産を売却しているとの事実もなかった²⁴。投資家の思惑によって為替市場に過度の変動がもたらされた例といえる。

これを月単位で見ると、東日本大震災後の円ドルレートはおおむね安定して推移しており、むしろ、阪神・淡路大震災後の方が急激な変動を示している。震災後3か月程度経過した後一時80円を超える円高(4月19日に一時79円75銭)となり、その後半年程度かけて震災前の水準に戻している。こうした阪神・淡路大震災後の円高傾向が想起され、今回も円買いに向かった海外投資家がいたと指摘される。しかし、当時は94年12月からのメキシコ通貨危機によるドル資産からの資本逃避、アメリカ財政赤字の拡大懸念といったドル安要因が、円高ドル安の背景

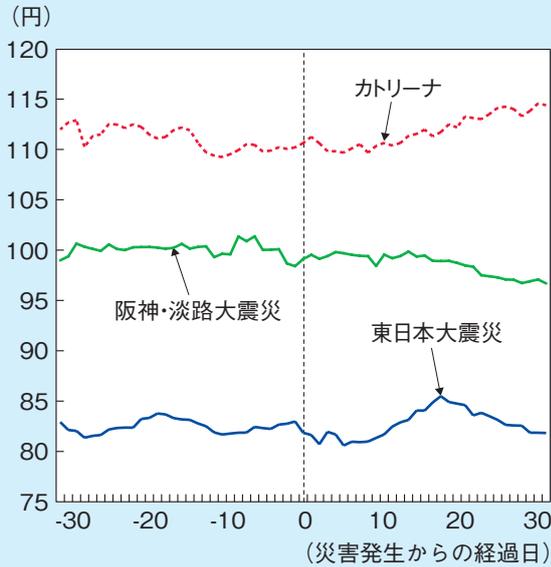
注 (23) ヒストリカル・ボラティリティは過去の一定期間の価格変動を表す指標。ここでは、過去20日間(1か月相当)の日経平均株価の日次変化率の標準偏差を年率換算した値を使用。

(24) 例えば、社団法人日本損害保険協会会長ステートメント(2011年3月17日)。

第1-2-13図 災害発生前後の為替動向

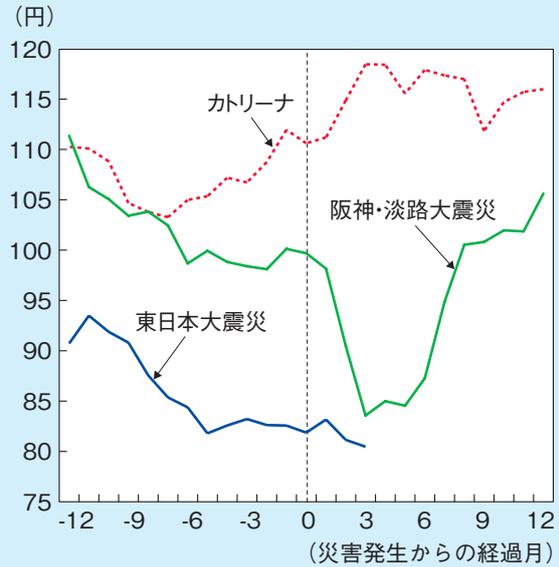
為替レートは一時的に円高に振れた後、安定化

(1) 円ドルレート (日次)



(備考) Bloombergにより作成。

(2) 円ドルレート (月次)



にあった。一部の市場参加者は阪神・淡路大震災と円高を単純に結びつけた行動を今回の震災後に取った可能性がある。

(一段の金融緩和により、短期金利はさらに低下、長期金利は安定して推移)

東日本大震災後、日本銀行は、被災地への現金供給など金融・決済機能の維持に向けた取組に加え、金融市場の安定確保のための大量の資金供給オペレーション、さらに景気下振れリスクへの対応として、コマーシャルペーパー（CP）や社債等のリスク性資産を中心とした資産購入等基金の増額による一段の金融緩和を行った。

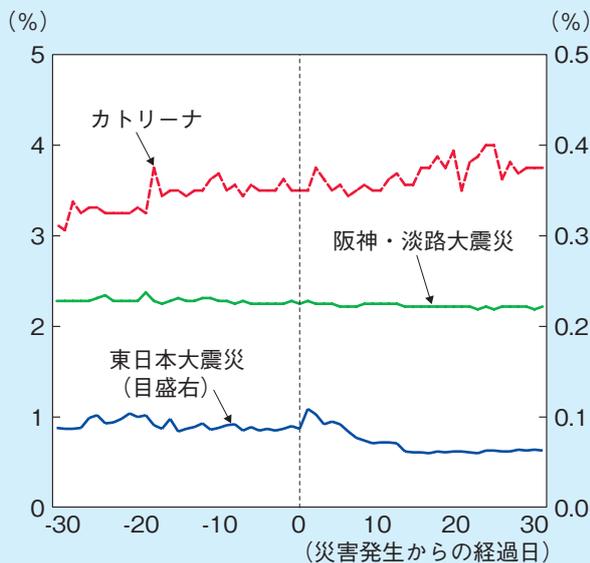
こうした動きを受け、市場の短期金利は低下した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は東日本大震災直後から0.1%を下回る水準に低下している（第1-2-14図（1））。同レートの誘導目標は、震災前から0～0.1%程度と変更はないものの、上記のような金融緩和の一段の強化を受け、市場レートがさらに低下したことになる。他方、阪神・淡路大震災後においては、短期金利はほとんど変動していない。短期金利の動向から推察すれば、阪神・淡路大震災は被災地に対して甚大な被害を与えたものの、被災地以外を含めたマクロ経済に与える影響は限定的であると理解されていた可能性が指摘できる。実際、政策金利（公定歩合）が変更されたのは、震災発生から3か月程度後であり、その目的も、震災対応というよりも、急激な円高の進行に伴う景気悪化懸念への対応という側面が強かった。

東日本大震災による経済的影響は、各種供給制約を通じて被災地のみならず広く全国に及ぶ影響を与えている。こうしたマクロ的な景気の下押し圧力を震災直後に判断し、一段の金融緩

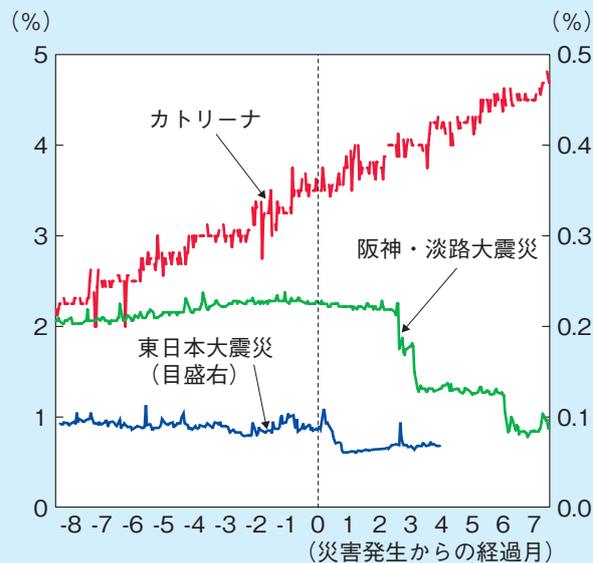
第1-2-14図 災害発生前後の金利動向、ブレイク・イーブン・インフレ率の推移

一段の金融緩和により、短期金利はさらに低下、長期金利は安定して推移

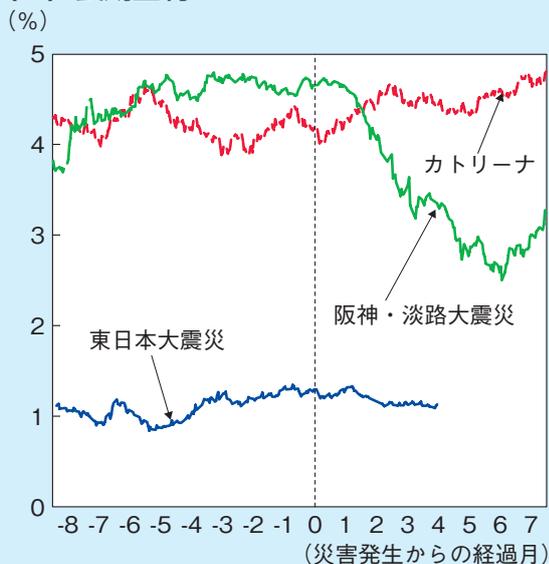
(1) 短期金利 (日次)



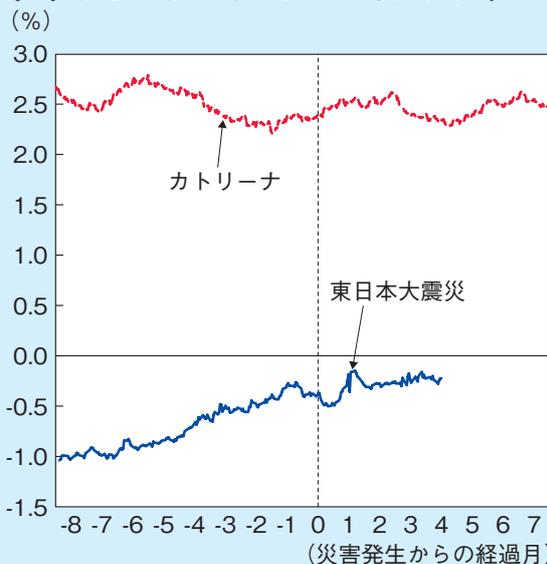
(2) 短期金利 (月次)



(3) 長期金利



(4) ブレイク・イーブン・インフレ率



(備考) 1. Bloombergにより作成。短期金利の算出に当たって、阪神・淡路大震災と東日本大震災については無担保コールO/Nレートを、カトリーナについてはFFレートを使用。長期金利の算出に当たって、阪神・淡路大震災と東日本大震災については日本国債(10年債)、カトリーナについてはアメリカ国債(10年債)の値を使用。
 2. ブレイク・イーブン・インフレ率の算出に当たっては、カトリーナについてはアメリカ国債(10年債)の物価連動債と同年限の普通国債の差を用いて、また、東日本大震災については日本国債(残存7年)の物価連動債と当該年限の普通国債の差を用いて算出した。

和を行ったことは適切な対応であったと考えられる。さらに、震災後3か月程度が経過し、東日本大震災の影響により、実際に景気は弱い動きとなっていること、先行きについても、サプライチェーンなど各種供給制約の改善の遅れによる景気の下振れリスクが存在していることを踏まえれば、金融政策による経済の下支えは引き続き必要である。今後とも、政府・日本銀行

は緊密な連携を保っていく必要がある。

長期金利の動向を見ると、東日本大震災後の金利動向は比較的安定して推移した（第1-2-14図（3））。阪神・淡路大震災後は、震災後数か月して長期金利が低下傾向を示しているが、これには95年4月の政府の「緊急円高・経済対策」と同日に決定された公定歩合の引下げ（0.75ポイント引下げて1.0%に）、同年7月のオーバーナイト・コールレート誘導目標の引下げ（0.75%）といった金融緩和政策が寄与している（第1-2-14図（2））。今回は、震災後に潤沢な資金供給オペレーションを行ってはいらぬものの、すでに実質的なゼロ金利政策下にあることから、長期金利の低下余地は相対的に少ない。逆にいえば、震災後の復旧・復興のための資金需要が予想されるなかでも、長期金利は抑制されて推移しているともいえる。なお、アメリカにおいてハリケーン・カトリーナ上陸後に長期金利は上昇傾向を示している。当時、アメリカの連邦準備制度理事会（FOMC）は2004年夏から段階的に政策金利（FFレート）を引き上げている途中にあり、カトリーナ災害が起きても、従前の引上げペースを維持し、2006年中央まで金利引上げを行った。カトリーナ被害は、エネルギー価格上昇とも相まって、一時的な景気下押し要因と捉えられたものの、金融政策の変更をもたらすような持続的な下押し圧力にはならないと認識されたことがこの背景にある。

最後に、マーケットの期待物価上昇率を示すブレイク・イーブン・インフレ率を確認すると、東日本大震災直後に一時的にマイナス幅が縮小したものの、震災後3か月程度は-0.3%前後で安定的に推移している（第1-2-14図（4））。ブレイク・イーブン・インフレ率は、震災前の景気の持ち直しとともにマイナス幅が縮小傾向にあったが、景気の足踏みとともにいったんマイナス幅が拡大していた。その後、東日本大震災後にやや期待物価に上昇圧力が加わったが、ならして見れば、比較的安定した動きとなっている。

（中央銀行による潤沢な資金供給が金融部門の外に波及せず）

中央銀行による潤沢な資金供給は金融市場の安定に寄与している。その一方で、デフレとの関係を考える場合、中央銀行による資金供給が金融部門の外にも行き渡り、経済全体の資金循環が活発化することが重要である。こうした視点から、中央銀行による資金供給量を示すマネタリーベース、金融部門から経済全体に供給されている通貨総量を示すマネーストック（M2）の動き、そして経済取引量を表す名目GDPの動向について、日米を比較しつつ見てみよう（第1-2-15図）。

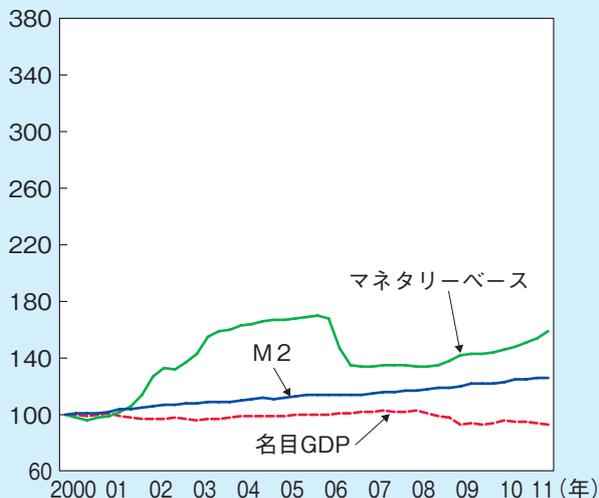
通常時であれば、これら3つの経済指標動向に大きな違いはなく、おおむね似通った動きを示す。すなわち、貨幣乗数（マネタリーベース1単位当たりのマネーストック量）や貨幣の流通速度（マネーストック1単位当たりの名目GDP）は安定的に推移することが多い。しかし、リーマンショック後の大幅な金融緩和や我が国における2000年代前半の量的緩和政策時には、中央銀行によるマネタリーベースの増加が金融部門から先につながらず、貨幣乗数は低下している。特に、リーマンショック後のアメリカにおけるマネタリーベースの拡大は大規模

第1-2-15図 マネタリーベース、マネーストック、名目GDPの動向

中央銀行による潤沢な資金供給が金融部門の外に波及せず

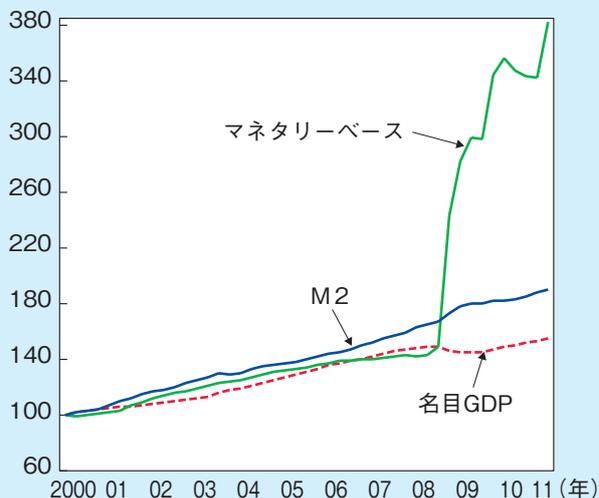
(1) 日本

(2000年第1四半期=100)



(2) アメリカ

(2000年第1四半期=100)



- (備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」「マネーストック」、内閣府「国民経済計算」、FRB「Money Stock and Reserve Balances」、BEA「National Economic Accounts」により作成。全て季節調整値を使用。
 2. 日本の名目GDPについては2011年6月発表の四半期別GDP速報を使用。
 3. アメリカの名目GDPについては2011年6月発表の暫定値を使用。

であり、マネーストックの増加率を大きく上回っている（貨幣乗数は大きく低下）。

我が国においても、2001年の量的緩和導入時以降にマネタリーベースが大きく拡大しているが、リーマンショック後のアメリカの拡大ペースに比べると緩やかな伸びにとどまっている。また、マネーストックも、我が国では相対的に緩やかな伸びとなっており、マネタリーベースの拡大に対してほとんど反応していない。名目GDPにおいては、2000年代半ばの一時期を除いて下落傾向が続いている。日本銀行が潤沢な資金供給を行っても、それが金融部門の外に出でいかず、経済全体の通貨総量はそれほど拡大せず、また、名目GDPも成長していない。日銀の資金供給が経済全体に行き渡るようになることが、デフレ状況の緩和のためにも重要である。次項では、この点について検討していこう。

(2) 資金供給と貸出

以下では、中央銀行の潤沢な資金供給にもかかわらず、金融機関による貸出が増加しない背景を探る。特に、金融機関の側から見て、貸出よりも国債を始めとする債券購入を増加させる要因について検討する。

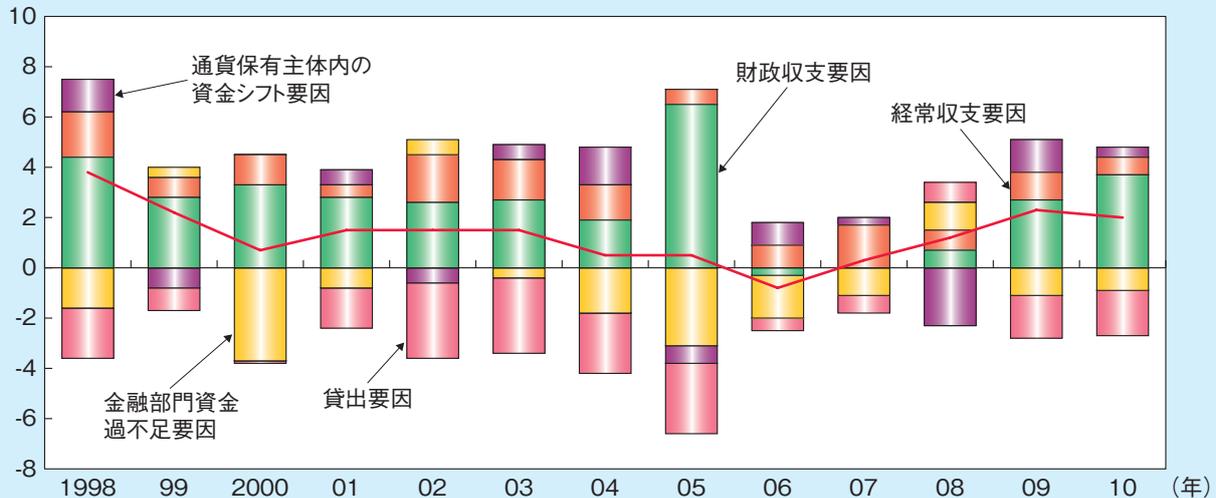
(マネーストックの伸び悩みは貸出の弱さが主因)

最初に、経済全体への通貨供給量が伸び悩んでいる原因を探るため、マネーストックの増加

第1-2-16図 マネーストック変動の要因分解

マネーストックの伸び悩みは貸出の弱さが主因

(前年比寄与度、%)



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。

2. ここで用いているマネーストックは、「資金循環統計」における「中央銀行」「銀行等」「郵便貯金」の負債勘定における「現金・預金」から通貨保有主体以外の資産勘定における「現金・預金」を差し引いて作成したものであり、概念上M3に近いものの、期末残高の前年比である点などで厳密には一致しない。

率を要因分解してみよう。マネーストックが通貨保有主体（家計、企業、政府）の金融資産であることに着目し、その変動要因を、①金融機関から家計や企業に対する貸出の増減（貸出要因）、②通貨保有者のマネーストックから他の金融資産（国債や株式等）へのシフト（通貨保有主体内の資金シフト要因）、③政府の資金過不足（財政収支要因）、④海外部門の資金過不足（経常収支要因）、⑤金融部門の資金過不足、に分けて分析する（第1-2-16図）。

過去10年程度の動向を見ると、2008年を例外として、貸出要因は恒常的にマネーストックの伸びを抑制する要因となっている。2008年はリーマンショックによる金融市場の混乱から、企業の銀行借入れが一時的に大きく増加した年であり、基調としては、貸出要因は常に経済全体の通貨供給量を減少させる方向に寄与してきたといえる。金融機関が貸出に慎重であっただけでなく、家計や企業が借入金の返済を進めた結果でもあった。2006年、2007年とデフレからの脱却が近づいていた頃には、貸出要因のマイナス圧力は小幅になっていたが、再びデフレ状況となった2009年にはマイナス幅が拡大し、2010年も2009年と同程度のマイナス寄与となっている。

他方、マネーストックの増加要因となっているのが、政府の財政赤字拡大と経常収支黒字の増加である。ただし、寄与度で見ると、圧倒的に財政赤字の拡大による資金需要増が大きい。財政赤字が拡大することによって、辛うじて経済全体の通貨供給量が増加していることになる。経済の面でも財政の面からも決して望ましい姿とはいえない。

(近年では利鞘と銀行貸出に相関が見られない)

次に、貸出が伸びない要因を探るため、銀行の預金量と貸出金の動向や貸出利鞘の動きを見てみよう。過去5年程度の銀行預金と貸出金の推移及びその差（預貸ギャップ）を見ると、預金はコンスタントに増加する一方、貸出金の方が、リーマンショック直後を除き、おおむね横ばい、もしくは低下しており、特に、2009年以降は低下傾向が定着している（第1-2-17図（1）、（2））。結果として、預貸ギャップは2009年以降拡大傾向にある。預金増加により、銀行の資金調達容易である一方、それに見合った貸出先が探し出せていない。銀行に資金は集まるものの、銀行から外の経済主体に資金が出て行かず、マネーストックの伸びにはつながっていない。

こうした資金調達と貸出の動向を利回りの面から見ると、2006年から2009年にかけて、調達利率、貸出利率ともに大きく低下しているが、貸出利率の低下幅の方が相対的に低いため、貸出利鞘は若干の改善傾向にあった（第1-2-17図（3）、図中の45度線を上回る領域では、貸出利率の伸びが資金調達利率の伸びを上回るため、利鞘は改善する）。利回りの点からいえば、貸出の伸び悩みの要因とはいえない。

実際、貸出利鞘の変化と貸出金の増減を散布図にしても、両指標の間に明確な相関は見られない（第1-2-17図（4））。貸出金が増加した年だけに限っても、利鞘動向はむしろ悪化していたケースが見られる。貸出利率と調達利率の比較考量によって、銀行が貸出態度を決めているとは、少なくともこの結果からはいえない。銀行が、潤沢な預金量にもかかわらず、貸出を増加するインセンティブが弱い理由を別に求める必要がある。

(銀行の貸出減少と国債保有拡大の背景には企業の手元資金の厚さ)

銀行の保有資産に占める貸出のシェアは、2008年後半以降、低下傾向にある（第1-2-18図（1））。その間、株式や社債の保有シェアに大きな変化がない一方、国債・国庫短期証券のシェアは拡大しており、保有資産の内容が貸出から国債等にシフトしている姿となっている。結果として、銀行部門が国債増発の受け皿となっているといえる。しかし、銀行の収益構造を見ると、必ずしも国債保有の収益性が貸出に比べて高まっているという姿はうかがえない。例えば、個別銀行ごとの財務諸表を総合すると、貸出金利息による収益は経常収益の5割以上を占めており、最大の収益源であることに変わりはない（第1-2-18図（2））。2008年から2009年にかけて貸出量は減少しているが、同時期の貸出金利息の経常収益に占めるシェアは下がっておらず、むしろ若干上昇している。収益構造を考えれば、銀行にとっては貸出増の方が国債保有よりも望ましいとも考えられる。

他方、資金需要は依然として弱い。2010年半ば以降、設備投資は持ち直してきたにもかかわらず、企業の設備投資用の資金需要は依然として前年比マイナスを続けている（第1-2-18図（3））。デフレ状況が続くなか企業の期待成長率は低下しており、設備投資の持ち直しのペースは鈍い。その一方で企業収益は改善傾向にあることから、企業は設備投資の増加を手元資金で賄える状態にある。実際、企業の現預金残高は2009年以降高い伸びを示している（第

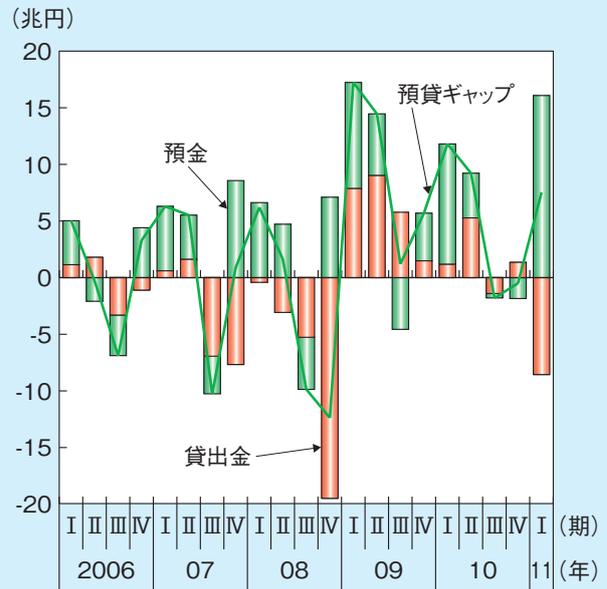
第1-2-17図 預貸ギャップと貸出利鞘

近年では利鞘の状況と銀行貸出に相関が見られない

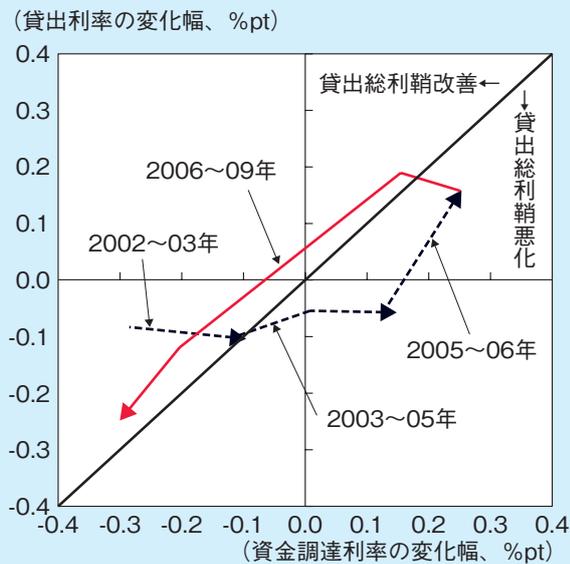
(1) 預貸ギャップの動向



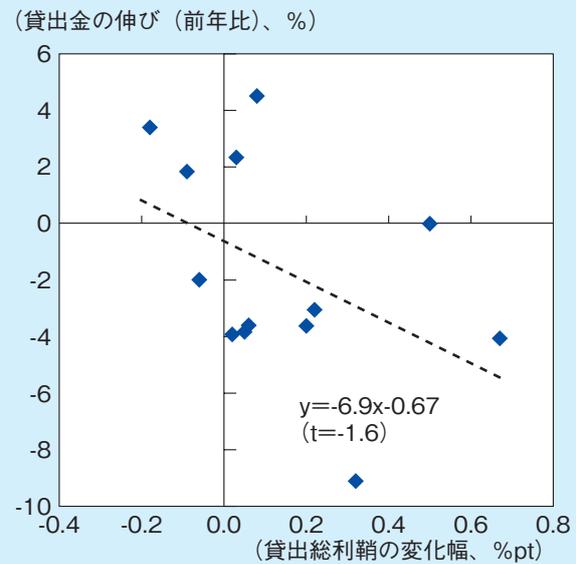
(2) 預貸ギャップの伸び (前期比)



(3) 貸出総利鞘の状況



(4) 貸出金の伸びと貸出総利鞘の関係



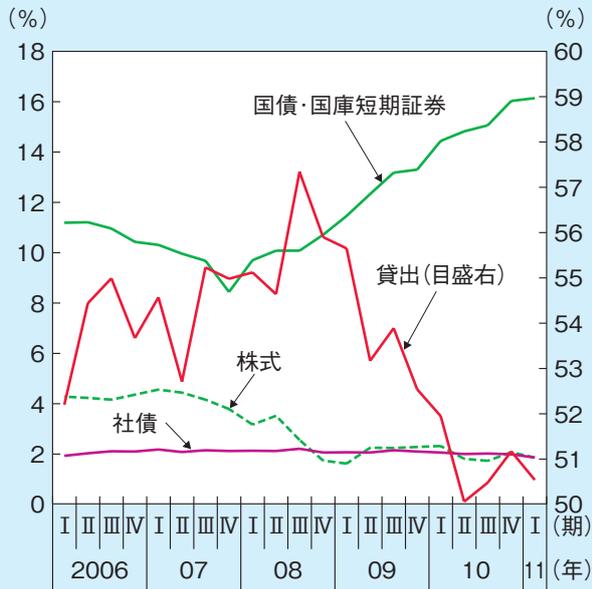
(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」により作成。
 2. 貸出総利鞘の状況の算出に当たっては、全国銀行の各年度末データを合算して算出した。
 $貸出総利鞘 = 貸出利率 - 資金調達利率$ 、 $貸出利率 = 貸出金 \div 貸出利息$ 、 $資金調達利率 = 資金調達 \div 資金調達費用$ とした。
 3. 貸出金の伸びと貸出総利鞘の関係の算出については、1997年～2009年度の貸出金の伸び（前年比）と貸出総利鞘の変化幅をプロットした。

1-2-18図(4))。企業の潤沢な手元資金とそれに比べて弱い設備投資需要、さらに、財政赤字拡大による国債発行の増加といった要素が組み合わさることによって、銀行保有資産の貸出から国債等保有へのシフトが生じていると考えられる。

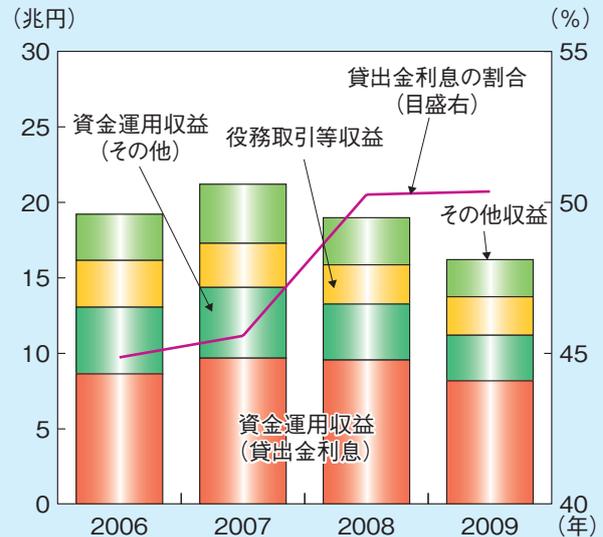
第1-2-18図 貸出減少と国債保有の増加

銀行の貸出減少と国債保有の拡大の背景に企業の手元資金の厚さ

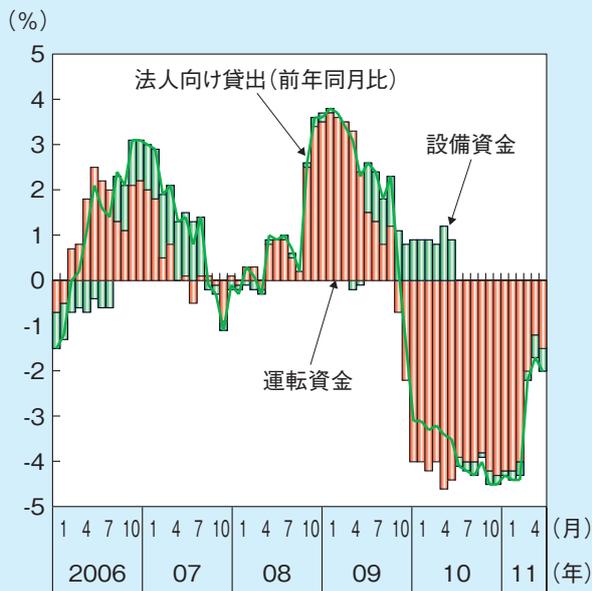
(1) 銀行保有資産の推移



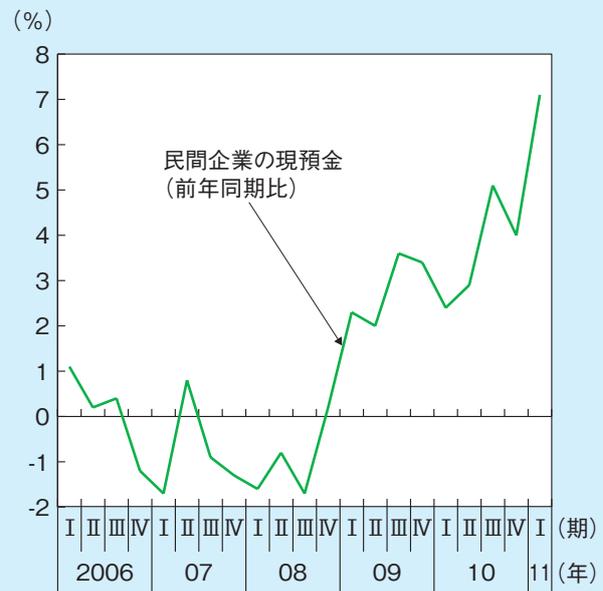
(2) 銀行の経常収益の内訳



(3) 法人向け貸出の用途別貸出内訳



(4) 民間企業の現預金の動向



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、「貸出先別貸出金」、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」により作成。
 2. 銀行の経常収益の内訳の算出に当たっては、全国銀行総合財務諸表(単体)における損益計算書(全国銀行計)を参照した。
 3. 民間企業の現預金については、民間非金融法人企業の資産のうち現金・預金の増減(前年同期比)を参照した。また、運転資金は、法人向け貸出全体から設備資金を差し引いて算出した。

第3節

財政・社会保障の現状と課題

本節では、財政・社会保障の現状と課題について、フローとストックから見た我が国財政の状況、財政再建と経済成長の両立、社会保障支出増への対応と成長産業としての社会保障といった三つの視点から検討する。

1 財政の現状

ここでは、まず、構造的財政収支や歳出・歳入の動向といったフローの面から財政の現状を概観した上で、ストック面について債務残高累増の要因分解、我が国政府部門のバランスシートの作成を試みる。

(1) 財政収支の動向

まず、国と地方を合わせたフローの財政状況を概観するため、財政収支の動向を循環的財政収支変動（景気変動に伴う受動的な財政収支変動）と構造的財政収支変動（景気変動以外の裁量的な財政収支変動）に分けて、最近の動向を確認しよう。

(リーマンショック後の財政出動以降、収支改善ペースは緩やか)

過去20年程度の財政収支の内訳を概観すると、主たる変動は構造的財政収支の変動によって生じており、景気循環に伴う受動的な変動が小さな割合しか占めていない(第1-3-1図)。そのなかで、近年の財政収支悪化の特徴として次のような点が指摘できよう。

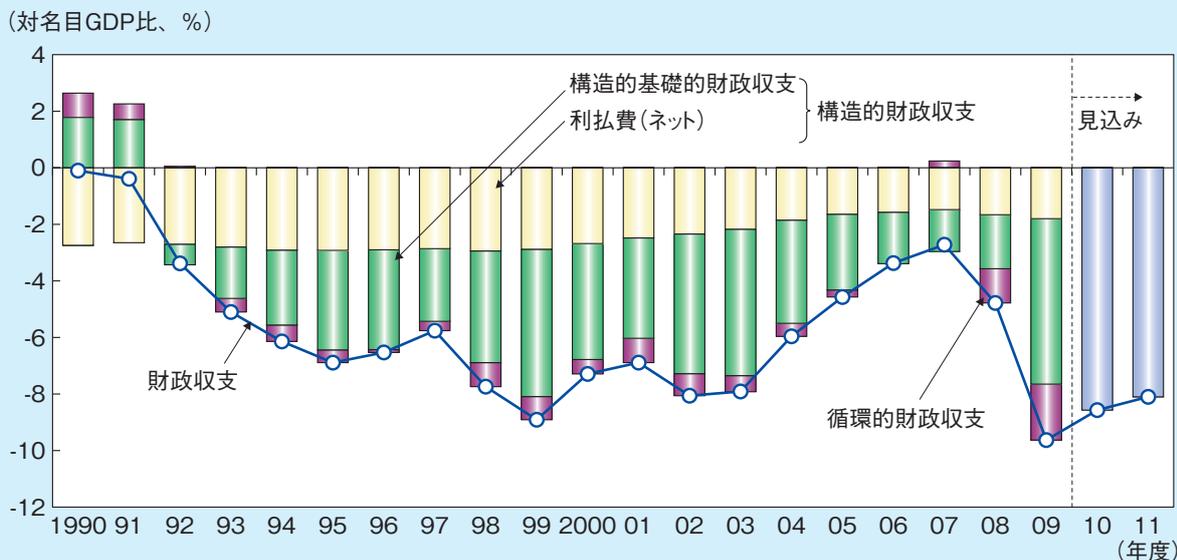
一つは、循環的財政赤字の拡大が過去20年間で最大規模となっている点である。90年代初頭のバブル崩壊後の景気悪化や90年代末のアジア通貨危機後の景気停滞時と比較しても、2008年度から2009年度にかけての循環的財政赤字の拡大は急激であった。リーマンショック後の世界的な景気後退が我が国経済財政にもたらした影響の大きさが表れている。

もう一つは、循環的財政赤字の拡大に加え、特に2009年度において、裁量的政策による構造的財政赤字が大幅に拡大していることである。リーマンショック後の世界需要の急減を受け、我が国においても需要喚起策として財政出動を行った。結果として、2009年度の構造的基礎的財政赤字は2008年度の倍以上に拡大している。

また、わずかな変化ではあるが、2008年度以降、利払費（ネット）の増加が財政赤字の拡大要因になっていることも指摘できる。99年度から2007年にかけて、利払費は一貫して低下傾向にあった。この間、国・地方の債務残高は増加傾向にあったため、こうした利払い負担の低下は低金利政策による恩恵といった面が強い。利払費はその時々市場金利だけではなく、債券

第1-3-1図 国・地方の循環的・構造的財政収支の動向

リーマンショック後の財政出動以降、収支改善ペースは緩やか



- (備考) 1. 2009年度までの実績は、内閣府「国民経済計算」により作成。2010年度、2011年度の見込みは、2011年5月時点の推計値（2011年度補正予算（第2号）は織り込んでいない）。
2. 推計方法については、付注1-4を参照。
3. 98年度については、日本国有鉄道清算事業団及び国有林野事業特別会計からの継承債務分約27兆円を除く。
4. 2005年度については、道路関係4公団より日本高速道路保有・債務返済機構が継承した、中央政府の土地の購入分約9.3兆円を除く。
5. 2006、2008～2011年度については、財政融資資金特別会計から国債整理基金特別会計又は一般会計への繰入れ分等（12兆円、11.3兆円、7.3兆円、5.8兆円、2.6兆円）を除く。
6. 財政収支＝循環的財政収支＋構造的財政収支
 ＝循環的財政収支＋構造的基礎的財政収支＋利払い費（ネット）
 ＝基礎的財政収支＋利払い費（ネット）。
7. 2010年度・2011年度の見込みは、構造的財政収支と循環的財政収支の合計。

発行時や借換え時の金利によって影響される。このため、2000年代におけるゼロ近傍の低金利政策の影響は徐々に債務の利払い費に表れてくることになるが、こうした低金利の恩恵も、債務残高累増による利払い負担増加を上回るほどの効果はなくなってきたといえよう。短期金利がゼロ近傍にあるなか、これ以上の金利低下は望みにくく、今後は、利払い負担が財政収支を悪化させる可能性は高い。この点は今後の財政運営において注意を要する点である。

さらに、リーマンショック後の財政出動が縮小した2010年度以降においても、財政赤字が続く見込みとなっている。我が国財政の健全化に向けた更なる努力が必要である。

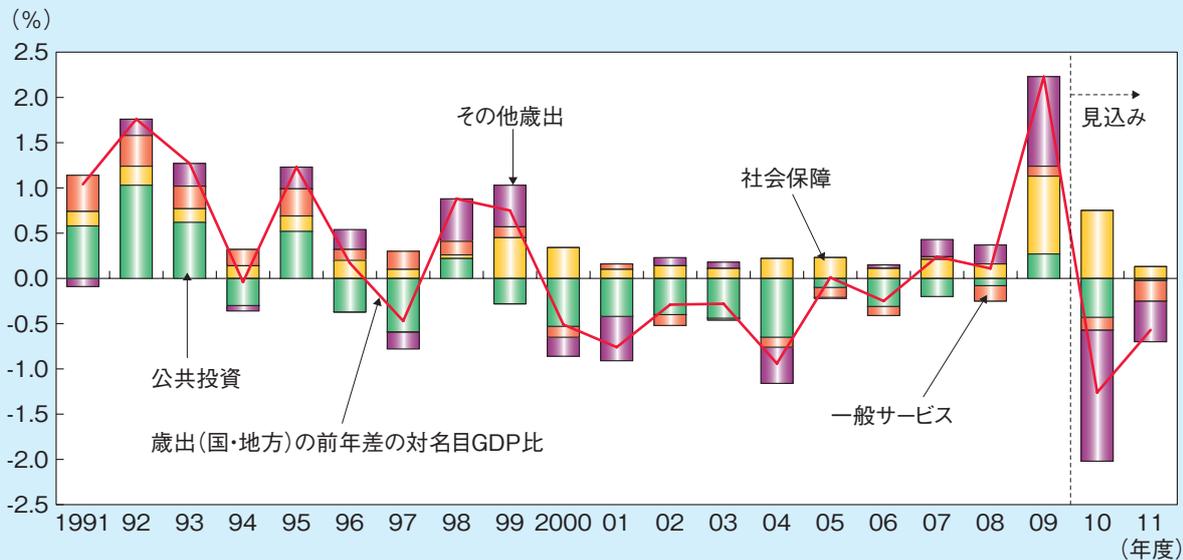
(リーマンショック後、振れの大きな歳出動向に)

次に、歳出と歳入の動向について順次見ていこう。まず、国・地方の歳出動向の名目GDP比について、各年の変化を要因分解すると、次のような点が特徴として指摘できる（第1-3-2図）。

一つは、2009年度の歳出拡大は過去20年間において例を見ないほどの単年度の拡大幅であった。90年代のバブル崩壊後の数度にわたる経済対策と比べても、単年度における歳出拡大は大

第1-3-2図 国・地方の歳出の動向

リーマンショック後、振れの大きな歳出動向に



- (備考) 1. 2009年度までの実績は、内閣府「国民経済計算」により作成。2010年度、2011年度の見込みは、2011年5月時点の推計値（2011年度補正予算（第2号）は織り込んでいない）。
2. 国・地方間の経常移転は相殺した。
3. 「その他歳出」の要因には、民間企業への補助金、資本移転（純）、固定資本減耗（控除）等が含まれる。
4. 1998年度は、国鉄・林野一般会計承継債務分（約27兆円）を除く。
5. 2005年度は、道路関係4公団より日本高速道路保有・債務返済機構が継承した、中央政府の土地の購入分（9兆2,918億円）を除く。

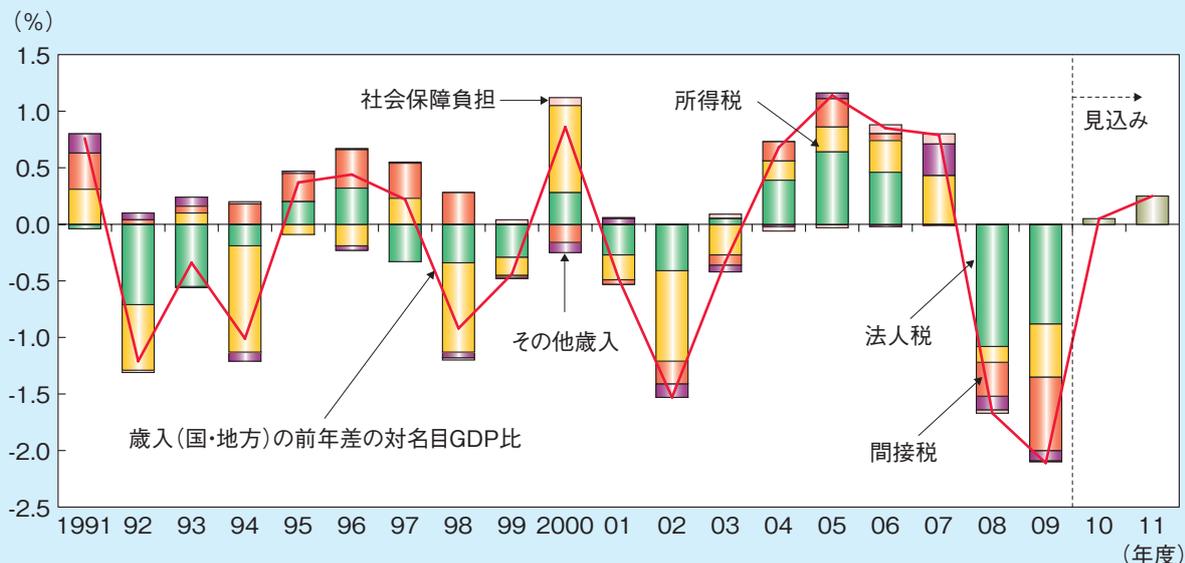
きい。ただし、支出内容については、当時が公共投資主体の歳出拡大であったのに対し、2009年度は社会保障や資本移転（基金の造成等を含む）の歳出増加が目立っていることも特徴である。

二つ目の特徴は、2010年度において、2009年度の歳出増がほとんど取り返せるほどの歳出減となっていることである。すなわち、一時的な歳出拡大による財政出動については、補正予算の活用ということもあり、それほど後に尾を引くことはないということを示している。しかし、それでも社会保障費については、2010年度においても前年度比増加が続いている。社会保障の増大という構造的な財政課題に取り組む必要性を示している。

また、2011年度においては、東日本大震災からの早期復旧に向けた対応として、応急仮設住宅の供与や津波等により発生した災害廃棄物（がれき等）を処理するための経費等を含む補正予算（第1号）を編成した。その際、東日本大震災関係経費として4兆153億円の歳出増がある一方、歳出の見直し等による既定経費の減額（3兆7,102億円）を併せて行い、追加の国債発行を回避することとした。大規模災害後であっても、財政健全化に対する姿勢を崩さない財政運営を行っているところである。

第1-3-3図 国・地方の歳入の動向

社会保障費の増加に見合う安定的な歳入項目がない



- (備考) 1. 2009年度までの実績は、内閣府「国民経済計算」により作成。2010年度・2011年度の見込みは、2011年5月時点の推計値（2011年度補正予算（第2号）は織り込んでいない）。
 2. その他歳入には公債金収入を含まない。
 3. 国・地方間の経常移転は相殺した。
 4. 上記の社会保障負担は、中央政府・地方政府の帰属社会負担（公務災害補償等）を示し、社会保障基金の受取となる保険料負担は入らない。
 5. 2010年度以降については、歳入合計のみを表示。
 6. 2006年度、2008年度～2011年度は、財政投融资特別会計財政融資資金勘定（2006年度は財政融資資金特別会計）から国債整理基金特別会計又は一般会計への繰入れ等（12兆円、11.3兆円、7.3兆円、5.8兆円、2.6兆円）を除く。

(社会保障費の増加に見合う安定的な歳入項目がない)

同様に、歳入動向を点検すると、歳出動向とは異なるいくつかの特徴が見えてくる。一つは、90年代以降の我が国の歳入動向は、景気悪化や減税によって大きく落ち込むことがあったものの、歳出とは異なり、その翌年に歳入減を取り戻すような歳入増加は生じていない。例えば、2008～2009年の歳入の大幅減の後、2010年度における歳入の改善はわずかなプラスでしかない。この点は歳出の動きと大きく異なる点であり、歳入については単年度限りの歳出拡大のような短期的かつ裁量的な財政政策の手段として用いなかったことを示している。さらに、歳入は景気動向に沿って受動的に変動する割合が高く、景気の持ち直しテンポが緩やかであれば歳入の増加テンポも緩やかになる可能性が高い。このため、2010年度及び2011年度において、歳入増加ペースは極めて緩慢な見込みとなっている。

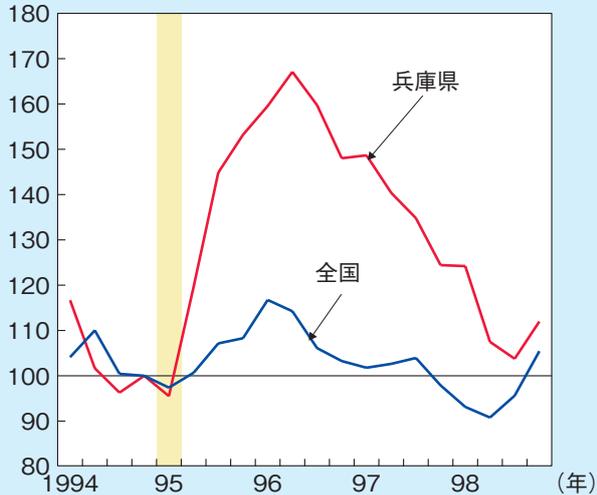
また、歳出の動向と比較すると、歳出における社会保障支出に対応するように、歳出全体の増減とは独立して安定的に推移する項目が歳入には見当たらないことも特徴である。社会保障支出には高齢化等による自然増の要素があるため、毎年構造的に支出が増加しているのに対し、歳入面においては、それに見合う安定的な財源が確保できていない状態にある。我が国財政の収支構造は、特に歳入構造の面で脆弱であるといえよう。

第1-3-4図 阪神・淡路大震災後の財政状況の変化

復旧・復興支出の一時的増加と中期的な財政健全化の両立

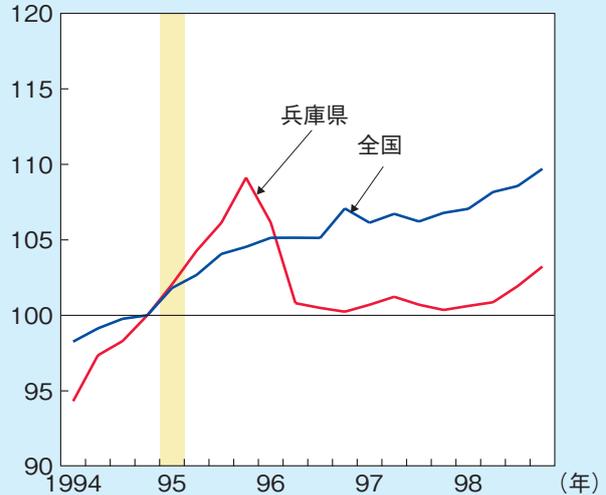
(1) 公的固定資本形成

(1994Ⅳ=100)



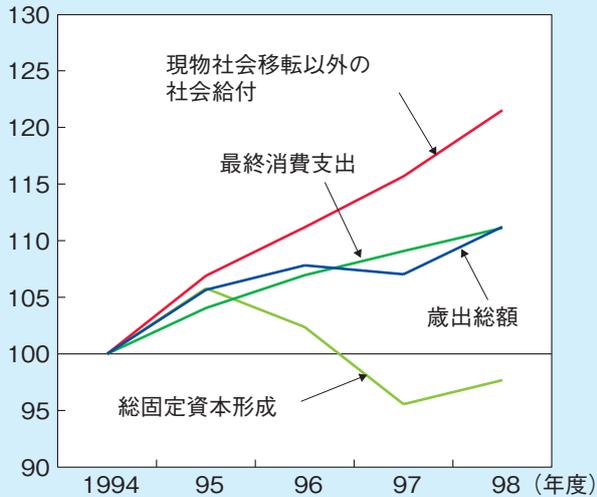
(2) 政府最終消費支出

(1994Ⅳ=100)



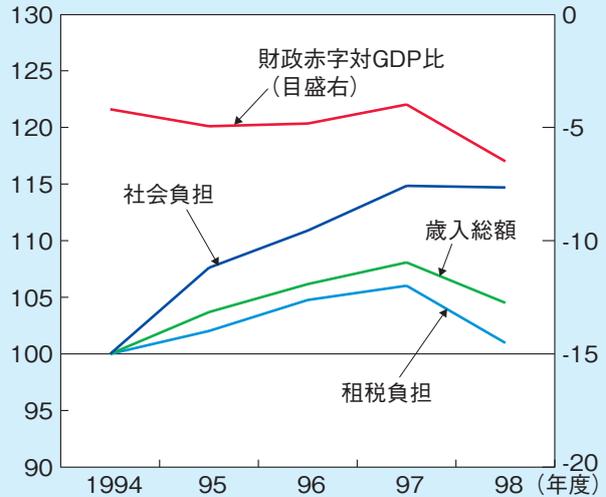
(3) 歳出総額の推移 (一般政府)

(1994年度=100)



(4) 財政赤字、歳入総額の推移 (一般政府)

(1994年度=100)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、兵庫県「四半期別兵庫県内GDP速報」により作成。
2. (1)と(2)は実質、季節調整値。

(復旧・復興支出の一時的な増加と中期的な財政健全化の両立)

前述のとおり、東日本大震災後の復旧に向けた財政面での対応が始まっている。今後、官民を挙げた更なる復旧・復興に向けた取組が本格化することが見込まれる。その一方で、我が国の財政健全化に向けた取組に不断の努力が必要なことはいうまでもない。以下では、阪神・淡路大震災後の財政動向を振り返ることにより、復旧・復興に向けた取組と財政健全化の両立に向けたインプリケーションを探る。

まず、財政支出の主要項目である公的固定資本形成（公共投資）と政府最終消費支出につい

て、被災地を含む兵庫県と全国における動きを見てみよう。95年1月の阪神・淡路大震災発生後、兵庫県の公的固定資本形成は大きく増加し、震災後1年間で7割増となった（第1-3-4図（1））。全国についても、規模は兵庫県ほどではないものの、震災後1年程度の間公的固定資本形成は増加を続けた。96年初頭をピークとする山の形も同じであり、復旧・復興需要による公的固定資本形成の増加が、全国ベースの統計でも確認できるといえる。96年以降、兵庫県、全国ともに公的資本形成は前期比で縮小していくが、全国ベースで見ると、97年初には震災以前の水準におおむね戻っており、2年程度で震災後の公的固定資本形成の一時的な増加は終了している。その後も、傾向としては縮小を続け、97年後半には震災以前の水準を下回ることとなった。他方、兵庫県の公的固定資本形成については、96年初頭の山から98年半ばまで3年程度かけて縮小しており、被災地においては、震災直後の迅速な財政支出増とその後の緩やかなペースでの縮小が特徴となっている。

政府最終消費支出については、兵庫県では95年に大幅な増加が見られるものの、全国ベースでは目立った増加は確認できず、長期的な増加傾向の中に吸収される程度となっている（第1-3-4図（2））。むしろ、全国の政府最終消費支出については、96年にそれまでの増加ペースが緩やかになっており、財政健全化努力を行っていたことがうかがえる²⁵。こうした財政支出の動きを踏まえ、我が国全体としての中期的な財政動向を見てみよう。

歳出面を見ると、総固定資本形成は95年度をピークに減少したものの、政府最終消費支出や社会給付の増加が続いたことから、歳出総額はおおむね増加傾向を続けた。復旧・復興需要が主として固定資本形成に顕在化すると考えれば、財政健全化との両立においては、復旧・復興以外の支出増加をいかに抑制するかが重要ということになる。また、歳入面を見ると、97年度までは歳入は増加基調を続けており、財政赤字が大きく悪化することはなかった。なお、98年度の財政赤字は大きく拡大しているが、これは景気悪化や減税政策による歳入減少が主因である。

復旧・復興需要は一時的な歳出増加をもたらすかもしれないが、他の歳出動向も含めた中期的な財政健全化の枠組みを堅持することによって、財政再建と両立することは十分可能である。むしろ、阪神・淡路大震災後の財政動向を踏まえると、中期的な財政健全化に関するインプリケーションとしてより重要なのは、復旧・復興需要による一時的な歳出増加の懸念は当然のことながら、高齢化等による一時的ではない歳出増加圧力をいかに抑制し、歳出全体の増加ペースを抑えることであり、同時に、歳入増加努力を継続することといえる。

（2）ストック面から見た財政状況

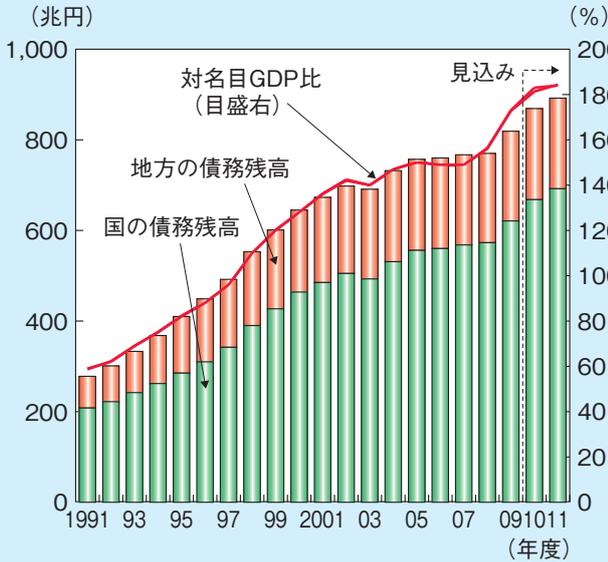
以上は年々の歳出・歳入のフロー面から見た財政状況の概観であった。次に、フローの蓄積

注 (25) 例えば、96年度当初予算における一般行政経費（政府最終消費支出の一部）は前年度比マイナス15%と95年度の同10%から削減幅を拡大した。

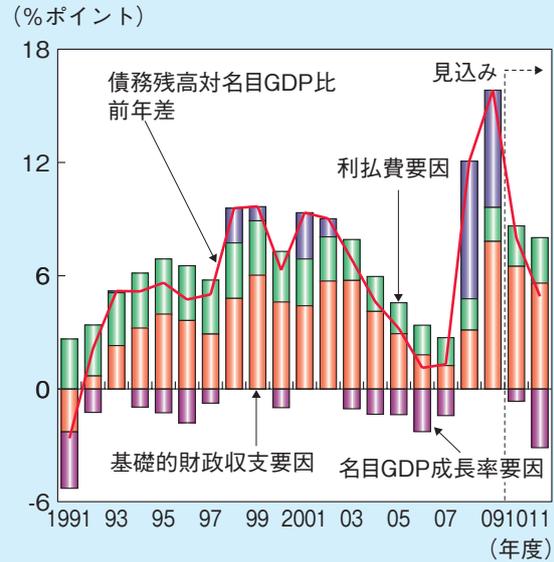
第1-3-5図 国・地方の債務残高の推移

債務残高の累増が継続

(1) 長期債務残高 (GDP比) の推移



(2) 債務残高 (GDP比) の変動の要因分



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、財務省資料により作成。2010～11年度の見込みは推計値。

2. 債務残高 (GDP比) の変動については以下の式により要因分解した。

$$\left(\frac{B_t}{Y_t}\right) - \left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) = i_t \times \left(\frac{B_{t-1}}{Y_t}\right) - g_t \times \left(\frac{B_{t-1}}{Y_t}\right) + \frac{PB_t}{Y_t}$$

B: 債務残高、Y: 名目 GDP、PB: 基礎的財政収支、i: 名目利率 (当期利払費 / 前期債務残高)

g: 名目 GDP 成長率、利払費要因: 金利変動と債務残高変動の両方に起因する要因、

基礎的財政収支要因: 国と地方の基礎的財政収支に起因する要因

名目 GDP 成長率要因: 債務残高対 GDP 比の分母となる名目 GDP の増減に起因する要因。

3. 上記のような要因分解式を用いるため、債務残高系列は、以下のものを用いた。

90年度: 「国民経済計算」による国と地方の負債残高。

91年度以降: 90年度の値に、それ以降の純貸出の累積を加算した値。

4. 98年度については、日本国有鉄道清算事業団及び国有林野事業特別会計からの承継債務分約27兆円を除く。

5. 2005年度については、道路関係4公団より日本高速道路保有・債務返済機構が継承した、中央政府の土地の購入分約9.3兆円を除く。

6. 2006, 2008～2011年度については、財政融資資金特別会計から国債整理基金特別会計又は一般会計への繰入れ分等 (12兆円、11.3兆円、7.3兆円、5.8兆円、2.6兆円) を除く。

結果であるストックの面から、我が国の財政状況を検討しよう。

(債務残高の累増が継続)

最初に、財政赤字の累積である債務残高の状況を確認する。国・地方の長期債務残高の推移を見ると、債務残高は過去20年程度一貫して増加基調で推移しており、その GDP 比は上昇を続けている (第1-3-5図(1))²⁶⁾。その要因を基礎的財政収支要因、利払費要因、名目 GDP 成長率要因に分解すると、次のようなことが分かる (第1-3-5図(2))²⁷⁾。

まず、債務残高が累増していくなかでもそのペースには緩急があり、特に、2005年度から

注 (26) 2003年度に国の長期債務残高が減少しているが、これは同年の郵政公社発足に伴い、郵政事業特別会計及び郵便貯金特別会計の借入残高 (49兆円程度) が公社に承継されたことが影響している。

(27) 右図の要因分解においては、90年度の「国民経済計算」による国と地方の負債残高を基にそれ以降の純借入を累積して算出しているため、左図の長期債務残高とは厳密には一致しない。

2008年度にかけては、債務残高はほとんど横ばいに近い動きをしていた。その要因としては、基礎的財政収支の着実な改善（基礎的財政赤字の縮小）とともに、名目 GDP がプラス成長を続けたことが寄与している。なかでも、2006年度においては、基礎的財政赤字による債務残高増加寄与を上回る名目 GDP 成長率要因が観察される。ただし、逆の見方をすれば、名目成長率要因が基礎的財政収支要因を上回った時期は93年度以降では2006年度のみであり、名目成長率を引き上げるだけでは債務残高 GDP 比の抑制に十分ではないことが示唆される。

また、利払費と名目 GDP 成長率の債務残高 GDP 比の増加への寄与の大きさを見てみると、これについても92年度以降は2006年度の1回を除いて利払費要因が名目 GDP 成長率要因を上回っている。すなわち、過去の借金に伴う利払費の増加が名目 GDP の増加を上回る期間がほとんどであり、たとえ基礎的財政収支が均衡したとしても、債務残高 GDP 比は名目 GDP の増加以上の利払負担額分だけ上昇することになる。したがって、我が国の場合、債務残高 GDP 比の上昇を止めるためには、基礎的財政収支を均衡させるだけでなく黒字化することが必要条件となる。同時に、利払負担をできるだけ抑制することが重要であり、そのためには、財政健全化のスタンスを明確に市場に示し、長期金利の不必要な上昇を起こさないようにすることが求められる。

（政府は債務超過の状態）

財政のストック面を考える際には、負債とともに資産側にも着目し、資産・負債の両面から財政状況を把握することも有用である。いわば、企業会計におけるバランスシート（貸借対照表）の考え方を一国の財政にも援用して、各年度の財政状況をストック面から確認するということである。

以下では、最新版の2009年度「国民経済計算」（確報）を基本に、国、地方、社会保障基金からなる一般政府ベースのバランスシートを作成することを試みる。政府のバランスシートとしては、国の一般会計と特別会計を対象にした「国の財務書類」（財務省）があるが、ここでは、地方公共団体等も含めた政府全体の財政の姿を捉える。

また、「国民経済計算」では、公的年金の積立金や過去期間対応の給付現価²⁸のうち公費負担分が負債に含まれていないため、この点を加味することとする。公的年金に係る負債については、次の考え方がある。

- (i) 我が国の公的年金は、賦課方式を基本として運営されており、各年の給付は各年の収入により賄われるため、会計上の負債として認識しないとの考え方
- (ii) 公的年金は、保険料の支払いによって国に年金を支給する義務が生じることから、過去期間対応の給付現価を負債として認識する考え方

このように、公的年金に係る負債計上については様々な議論があるが、上述の「国の財務書

注 (28) 過去期間対応の給付現価とは、当該時点ですでに年金を受給している人の給付額及び当該時点まで公的年金に加入した期間に対応する給付額の合計を、その時点の価格に割り戻したものを。

第1-3-6表 政府のバランスシート

政府は債務超過の状態

1999年度末 (兆円)

	一般政府			
	中央政府	地方政府	社会保障基金	
資産	887.0	206.7	444.5	235.9
非金融資産	470.8	85.3	382.6	3.0
金融資産	416.2	121.4	61.9	232.9
負債… (A)	914.0	495.2	191.1	227.7
うち国債・地方債等	467.9	413.9	54.1	0.0
退職金債務	33.6	8.6	24.8	0.2
年金積立金	201.5	0.0	0.0	201.5
資産・負債差額	-27.0	-288.5	253.4	8.2

(別表)

年金の公費負担分… (B) (過去期間対応分、現価)	147.7	137.3	10.4	0.0
(A) + (B)	1,061.7	632.5	201.5	227.7

2009年度末

(兆円)

	一般政府			
	中央政府	地方政府	社会保障基金	
資産	985.8	342.9	438.7	204.2
非金融資産	470.1	101.6	365.3	3.2
金融資産	515.7	241.3	73.3	201.1
負債… (A)	1,231.2	830.4	203.7	197.0
うち国債・地方債等	795.8	731.4	64.4	0.0
退職金債務	25.4	4.9	20.4	0.1
年金積立金	181.6	0.0	0.0	181.6
資産・負債差額	-245.3	-487.4	234.9	7.2

(別表)

年金の公費負担分… (B) (過去期間対応分、現価)	273.2	257.6	15.6	0.0
(A) + (B)	1,504.4	1,088.0	219.4	197.0

(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等により作成。

2. 「国債・地方債等」には、国債や地方債のほかに、政府短期証券や政府関係機関債等が含まれる。

3. 公的年金について、本表では積立金分のみを計上している。これに公費負担分を含めて見ると、別表の姿となる。

4. 年金の公費負担分(過去期間対応分、現価)について、1999年度末は基礎年金国庫負担割合が1/3を前提、2009年度末は基礎年金国庫負担割合が1/2を前提としている。

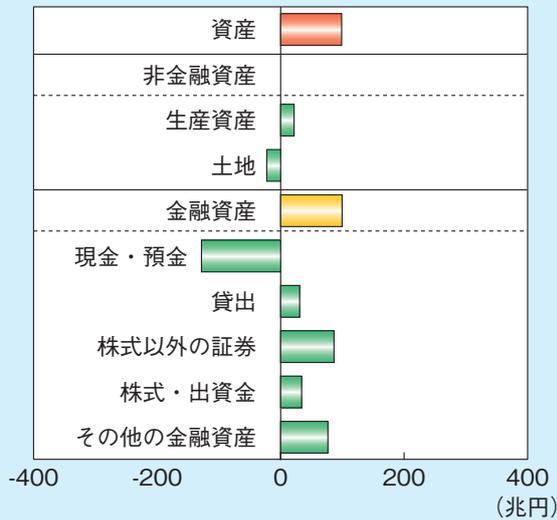
類」においては、(i) の考え方等に基づき、過去期間対応の給付現価の全額を計上するのではなく、将来の年金給付財源に充てるために保有していると認められる積立金に見合う額のみを負債計上している。

ここでも、「国の財務書類」の考え方を踏まえ、積立金分を負債計上することを基本とするが、一方で、公的年金給付が財政のストック面に与えた影響をより広範に見るために、(ii) の考え方に立った計上も試みる。より具体的には、(i) の考え方に基づく負債の額に過去期

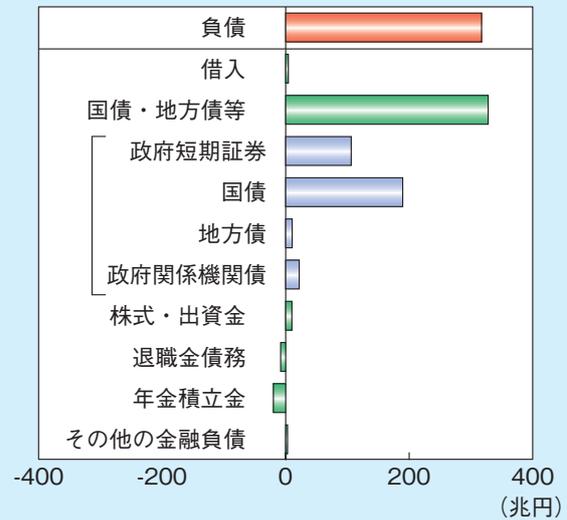
第1-3-7図 政府のバランスシートの変化

国債発行の増加が負債残高を押し上げ、年金の公費負担分も増加

(1) 資産の変化



(2) 負債の変化



(参考)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等により作成。
 2. 一般政府ベース。
 3. 年金の公費負担分は過去期間対応分の現価である。

間対応の給付現価のうち公費負担分を加算した額を示すこととする²⁹ (第1-3-6表、付注1-5)。

まず、我が国の政府資産は2009年度末時点で986兆円程度あり、名目GDPで見た経済規模のおおむね2倍程度の資産を有している(再取得価格ベース)。そのうち固定資産などの非金融資産が470兆円程度、証券等の金融資産が516兆円程度と金融資産が非金融資産を上回っている³⁰。その多くは、中央政府が保有する外国国債や社会保障基金が年金積立金の運用として保有する国債等の証券である。また、年金運用という社会保障基金の特殊性にかんがみ、それを除いた国・地方のベースで見れば、固定資産等の生産資産や土地といった非金融資産、すなわち流動性の低い実物資産の方が多い。財政健全化の一助としての資産売却は、持続可能でないだけでなく、一時的であっても容易なことではない。

一方、2009年度末時点の負債総額は、1,231兆円程度と経済規模の2.5倍以上に上ると推計される。その結果、245兆円程度、名目GDP比50%を超える債務超過が生じている。負債総額の内訳を見ると、国債・地方債等の「株式以外の証券」が796兆円程度と負債総額の半分以上を占めて最も多く、次に、年金積立金が182兆円程度となっている。これに、年金の公費負担

注 (29) こうした額(過去期間対応の給付現価のうち公費負担額)は、中長期的な年金財政の赤字を意味するものではない。
 (30) 2011年3月の東日本大震災は、道路や港湾等の社会インフラにも多大な被害を与えた。6月時点の内閣府(防災担当)の試算では、2兆2千億円程度の毀損が推計されている。

分（過去期間対応分に限る、273兆円程度）を加えると、その額は1,504兆円程度に上ることになる。

（国債発行の増加が負債残高を押し上げ、年金の公費負担分も増加）

政府のバランスシートについて、2009年度末と10年前の1999年度末とを比較して、どのような資産・負債項目が変化することで債務超過が拡大しているか見てみよう（第1-3-7図）。

資産の部について過去10年間の変化を確認すると、非金融資産はほとんど変化がない一方、株式や債券といった金融資産が増加している。金融資産の増加については、その大部分が社会保障基金による増加であり、年金保険料収入等の運用のために国債等の証券を購入したことによる。他方、非金融資産においては、地価の下落傾向等から、土地の資産価値が減少していることが、資産価値の減少に寄与している。

負債の部については、財政赤字のファイナンスのための国債・地方債等の発行残高の累増が主たる要因となって負債残高が過去10年間で増加した。国債・地方債等について内訳を見ると、特に、国債及び政府短期証券といった国が発行主体となっている債務の残高の伸びが著しく、国の財政状況の厳しさが示されている。また、年金の公費負担分（過去期間対応分に限る）を含めて見ると、その増加は更に顕著なものとなる。年金積立金は大きく変化していない一方で、基礎年金国庫負担割合の引上げや高齢化の進展等に伴い、公費負担が増大した結果を反映した動きとなっている。

財政赤字の削減による国債発行残高の抑制、年金制度を始めとする社会保障改革が、我が国財政の喫緊の課題である。

2 財政再建と経済成長の両立

以上見てきたように、我が国の財政状況にかんがみれば、財政再建が喫緊の課題であることは明確である。しかし、財政再建を行うに当たっては、常に経済との関係に注意を払いつつ具体論を進める必要がある。以下では、OECD諸国の経験から、財政再建と経済成長の両立に成功した国の特徴を抽出するとともに、過去の増税時の経済変動について議論する。

（1）OECD諸国における財政再建前後の経済動向

財政再建と経済成長率については、少なくとも短期的には、緊縮財政による景気下押し効果を通じて負の関係があると議論されることが多い。他方、財政再建は、中長期的に見て、一国全体の資源配分を適正化すること、また、財政再建への取組み自体が市場に評価されることなどを通じ、経済成長の押し上げに寄与するとの見方もある。順次検討しよう。

分（過去期間対応分に限る、273兆円程度）を加えると、その額は1,504兆円程度に上ることになる。

（国債発行の増加が負債残高を押し上げ、年金の公費負担分も増加）

政府のバランスシートについて、2009年度末と10年前の1999年度末とを比較して、どのような資産・負債項目が変化することで債務超過が拡大しているか見てみよう（第1-3-7図）。

資産の部について過去10年間の変化を確認すると、非金融資産はほとんど変化がない一方、株式や債券といった金融資産が増加している。金融資産の増加については、その大部分が社会保障基金による増加であり、年金保険料収入等の運用のために国債等の証券を購入したことによる。他方、非金融資産においては、地価の下落傾向等から、土地の資産価値が減少していることが、資産価値の減少に寄与している。

負債の部については、財政赤字のファイナンスのための国債・地方債等の発行残高の累増が主たる要因となって負債残高が過去10年間で増加した。国債・地方債等について内訳を見ると、特に、国債及び政府短期証券といった国が発行主体となっている債務の残高の伸びが著しく、国の財政状況の厳しさが示されている。また、年金の公費負担分（過去期間対応分に限る）を含めて見ると、その増加は更に顕著なものとなる。年金積立金は大きく変化していない一方で、基礎年金国庫負担割合の引上げや高齢化の進展等に伴い、公費負担が増大した結果を反映した動きとなっている。

財政赤字の削減による国債発行残高の抑制、年金制度を始めとする社会保障改革が、我が国財政の喫緊の課題である。

2 財政再建と経済成長の両立

以上見てきたように、我が国の財政状況にかんがみれば、財政再建が喫緊の課題であることは明確である。しかし、財政再建を行うに当たっては、常に経済との関係に注意を払いつつ具体論を進める必要がある。以下では、OECD諸国の経験から、財政再建と経済成長の両立に成功した国の特徴を抽出するとともに、過去の増税時の経済変動について議論する。

（1）OECD諸国における財政再建前後の経済動向

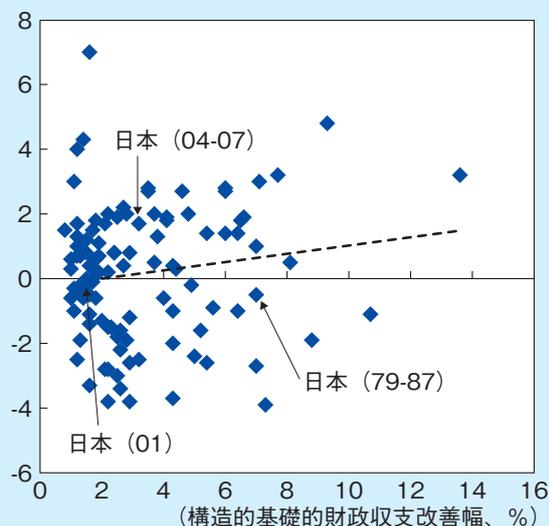
財政再建と経済成長率については、少なくとも短期的には、緊縮財政による景気下押し効果を通じて負の関係があると議論されることが多い。他方、財政再建は、中長期的に見て、一国全体の資源配分を適正化すること、また、財政再建への取組み自体が市場に評価されることなどを通じ、経済成長の押し上げに寄与するとの見方もある。順次検討しよう。

第1-3-8図 財政再建努力と経済成長

財政再建努力後に経済成長率は高まる傾向

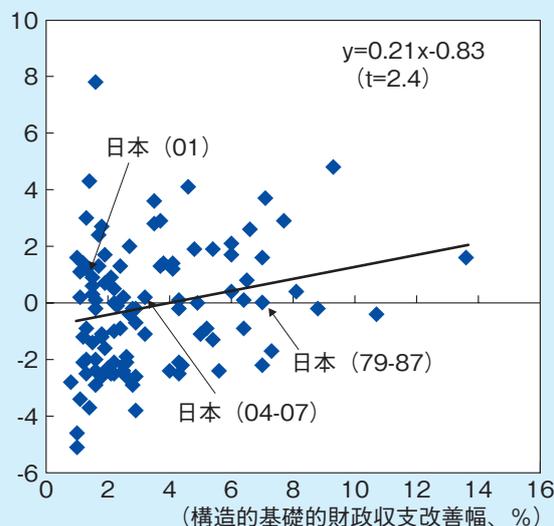
(1) 再建期間と再建前3年

(GDP成長率変化幅、%)



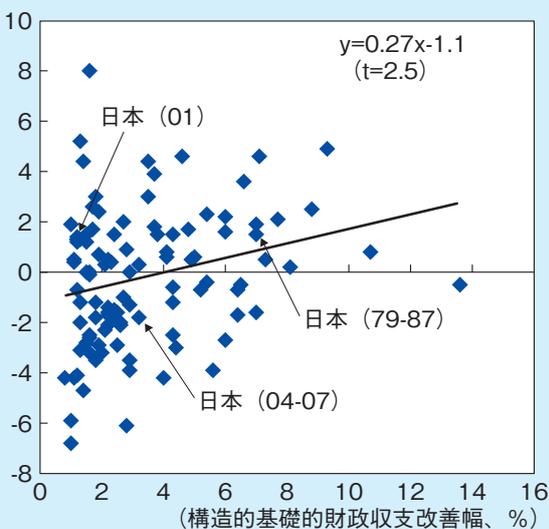
(2) 再建期間及び再建後3年と再建前3年

(GDP成長率変化幅、%)



(3) 再建後3年と再建前3年

(GDP成長率変化幅、%)



- (備考) 1. OECD. Statにより作成。
 2. 財政再建期間については、Guichard et al (2007) を参考に、構造的基礎的財政収支（潜在GDP比）が1年で1%ポイント以上あるいは2年間で1%ポイント以上（ただし初年度に0.5%ポイント以上）改善した時期を再建開始期とし、構造的基礎的財政収支が悪化あるいは改善幅が0.2%ポイント以下にとどまりその後悪化した場合を再建終期とした。合計で105国・期間。該当国・期間については付注1-6を参照。
 3. 構造的基礎的財政収支改善幅は潜在GDP比。
 4. 回帰式のカッコ内はxの係数のt値。有意水準5%を満たさないものについては、回帰線を点線で示した。

(財政再建努力後に経済成長率は高まる傾向)

ここでは、OECD 諸国を対象に、財政再建努力と経済成長の関係について、過去の経験からどのようなインプリケーションが得られるかを考察する。海外の先行研究や「平成22年度年次経済財政報告」と同様に、各国の財政再建期間を構造的基礎的財政収支（景気循環要因を除いた基礎的財政収支の潜在GDP比）が1年で1%ポイント以上改善するか、2年間で1%ポイント以上改善し、かつ初年度に0.5%ポイント以上改善した場合を財政再建開始期と定義し、構造基礎的財政収支が悪化するか、改善幅が0.2%ポイント以下にとどまるとともに更に翌年

悪化した場合を財政再建の終期と定義した³¹。

まず、財政再建期間中の経済成長率が、再建前の成長率と比べて実際に低下しているかを確認しよう。各国の財政再建期間中の年平均経済成長率と財政再建前の3年間の平均成長率との差と収支改善幅を比較すると、両者に明確な相関は見られない(第1-3-8図(1))。OECD諸国の経験からは、財政再建期間中であっても必ずしも経済成長率が下がるとはいえないということになる。

次に、やや中長期的な視点として、財政再建期間とその後3年間を合わせた期間の平均経済成長率と財政再建前の3年間の平均成長率との差を取って、収支改善幅との関係をプロットすると、統計的に有意な右上がりの関係が見られる(第1-3-8図(2))。すなわち、構造的基礎的財政収支の改善幅が大きい国ほど、財政再建期間及びそれ以降の経済成長率が高まる傾向にある。財政再建努力を行えば、結果として、将来的な平均成長率が高まる可能性が示唆されている。前述の財政再建期間中の収支改善規模と経済成長率との無相関と合わせて考えれば、OECD諸国の経験からは、財政再建努力を行った後はそれ以前よりも高い平均成長率を期待できるともいえる。

この点を明確化するために、財政再建期間を除いた再建後3年間の平均成長率と再建前3年間の平均成長率との差と収支改善幅の関係を確認しよう。両者の関係をプロットすると、より傾きの大きい右上がりの関係が見られ、統計的にも有意な相関を示している(第1-3-8図(3))。少なくとも、過去のOECD諸国の財政再建の事例をマクロ的に捉えれば、財政再建努力は将来的な経済成長率の向上につながっている例が多いということになる。

(歳入増加努力は各国共通、歳出抑制と成長加速に相関)

しかしながら、こうした関係はあくまでも傾向であり、財政再建後に経済成長率が低下した国も存在する。財政再建後に成長率が加速した国と低下した国の違いはどこに起因するのであろうか。ここでは、財政再建期間中及び再建後3年間の平均経済成長率が財政再建前の3年間の平均成長率より高まった国(以下、成長加速国と呼ぶ)と逆に経済成長率が低下した国(以下、成長低下国と呼ぶ)に分類して、両者の特徴を探ってみよう。

まず、財政再建の方法として、歳出と歳入に分けてどちらに重心を置いて財政収支改善を実現しているか確認する。成長加速国では、歳入総額(対名目GDP比)は増加しつつ、歳出総額(対名目GDP比)は減少している国が大部分を占めており、歳入・歳出両面から収支改善が行われていることが分かる(第1-3-9図(1))。歳入増加と歳出削減の組合せを行った国・期間は、成長加速国51か国・期間のうち36か国・期間(70.6%)に上る。歳入と歳出のどちらか一方に偏った財政再建策がとられたケースはわずかである。

他方、成長低下国については、歳入総額の対名目GDP比は増加している国が多いものの、

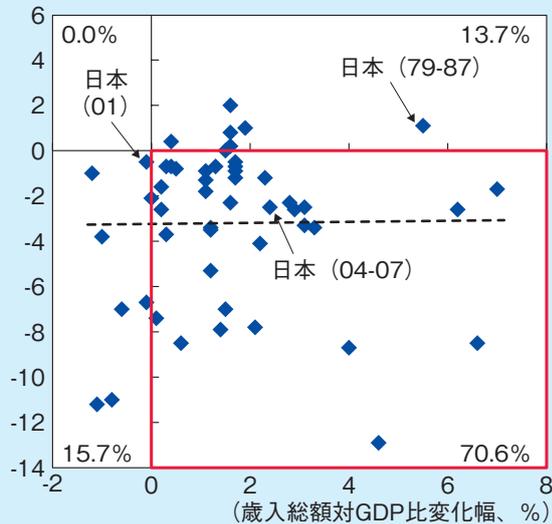
注 (31) 定義に該当する国と時期は付注1-6参照。

第1-3-9図 成長加速国と低下国の歳出と歳入

歳入増加努力は各国共通 歳出抑制と成長加速に相関

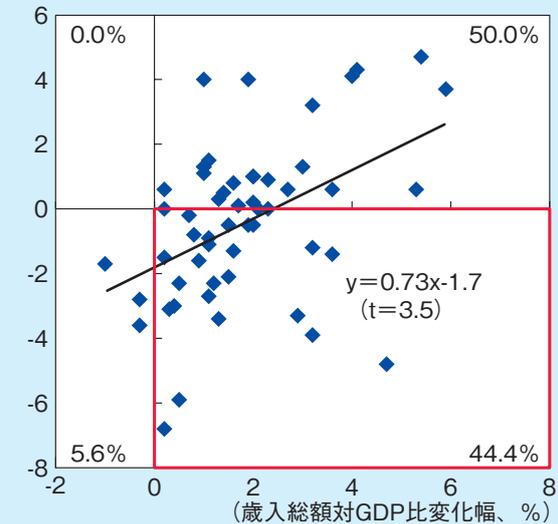
(1) 成長加速国における歳出と歳入の変化

(歳出総額対GDP比変化幅、%)



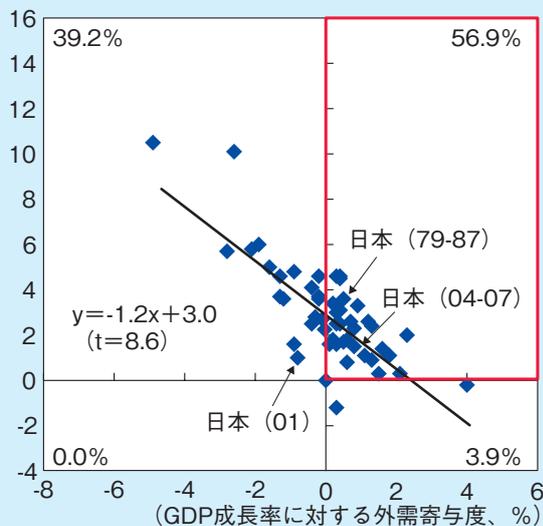
(2) 成長低下国における歳出と歳入の変化

(歳出総額対GDP比変化幅、%)



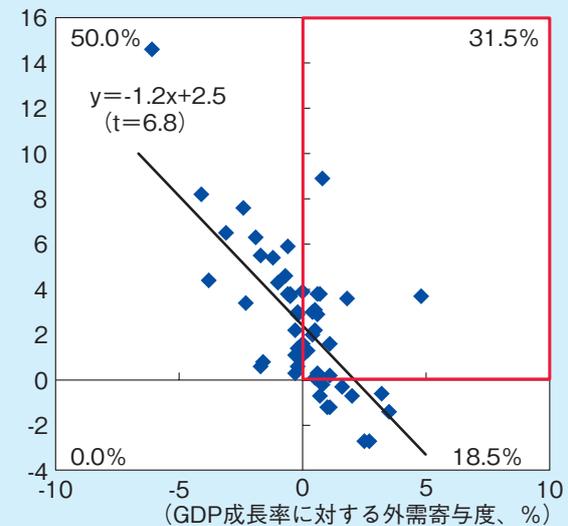
(3) 成長加速国における内需と外需の寄与

(GDP成長率に対する内需寄与度、%)



(4) 成長低下国における内需と外需の寄与

(GDP成長率に対する内需寄与度、%)



(備考) 1. OECD. Statにより作成。

2. 第1-3-8図における財政再建国・期間のうち、財政再建期間及び再建後3年と再建前3年のGDP成長率の変化幅が0%以上であった国を成長加速国・期間、0%未満の国を成長低下国・期間とした。

3. (1)、(2)の太枠内は歳入増加と歳出削減を両立させた国。(3)、(4)の太枠内はGDP成長率に対する内需、外需の寄与がともにプラスであった国。

グラフ内の%表記の数字は、成長加速国(51)及び成長低下国(54)のうち、第1~4象限それぞれに含まれる国・期間の割合。

4. 回帰式のカッコ内はxの係数のt値。有意水準5%を満たさないものについては、回帰線を点線で示した。

歳出総額については、必ずしも低下している国ばかりではない(第1-3-9図(2))。むしろ、歳出総額の対名目GDP比はプラス・マイナス両方にばらついており、成長加速国で見られたように、歳入面と歳出面の両方から厳しい財政改善努力を行っているわけではないことが

示される。

財政再建においては、歳入増加は成長加速国、低下国ともに見られる現象であるが、歳出抑制については、成長加速国の方により顕著に認められる。OECD 諸国の経験を踏まえると、歳入増加が財政再建にとっての必要条件である一方、歳出抑制は再建後の経済成長にとって鍵を握る要素といえることができそうである。なお、景気循環による受動的な変動を除いた歳出と歳入（構造的歳出と構造的歳入）で確認しても、同様の傾向が観察された。財政再建と経済成長の両立には、歳入増加努力と合わせて歳出抑制努力を行うことが重要といえよう。

それでは、成長加速国は財政再建期間中どのような需要項目に頼って成長を加速させてきたのだろうか。一つの可能性は、財政面からの総需要抑制効果を外需によって補う方法であろう。この点を確認するため、財政再建期間中の年平均内需寄与度と外需寄与度について、成長加速国と成長低下国に分けて散布図を描いてみると、成長加速国では内外需ともに成長寄与度がプラスの国が過半を占める（成長加速国中56.9%、第1-3-9図（3））。他方、成長低下国では、内外需ともにプラスの国は3割程度であり、（成長低下国中31.5%）、外需寄与はマイナスで内需寄与だけがプラスであった国が半数を占める（同50.0%、第1-3-9図（4））。さらに、成長低下国については、内需寄与がマイナスで外需寄与のみがプラスの国の割合が、成長加速国に比べて多いことも特徴である（成長低下国中18.5%）。財政再建期間中の成長を外需だけに頼った国は、再建後の経済成長率が低下するケースが多かったことになり、外需だけでは財政再建中の需要抑制効果を補うことは難しいといえる。逆に、内需だけに頼った国でも同様であり、再建期間中の成長を内外需どちらか一方に依存した国は再建後の成長加速に成功していな場合が多い。我が国においても、外需を取り込むとともにそれを内需の拡大に結びつけ、財政再建と経済成長の両立を目指すことが望ましい。

（財政再建と成長を両立させた国は政府消費の抑制に成功）

成長加速国と成長低下国の違いの特徴として、歳入増加とともに歳出抑制を行っているかどうかという点を指摘した。成長加速国では、歳入増加に加え、歳出抑制も同時に行われる傾向が認められた。それでは、どのような歳出項目を抑制あるいは削減しているのだろうか。ここでは、歳出の性質別に政府消費（政府最終消費支出）と政府投資（公的固定資本形成）に分け、さらに、移転支出を含む社会保障支出を考慮して、特徴的な違いがあるか確認しよう。

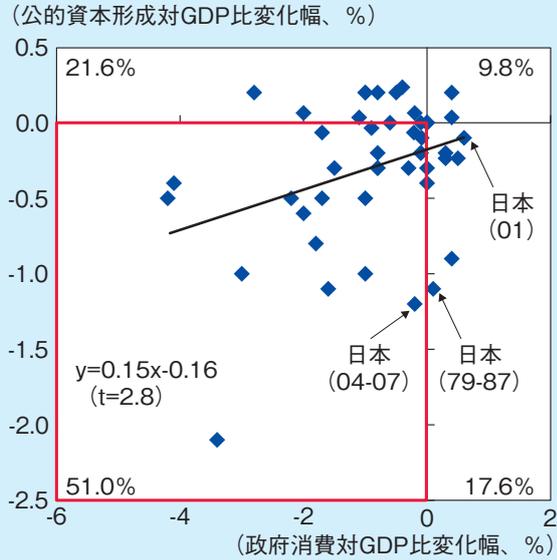
最初に、財政再建期間中の政府最終消費支出と公的固定資本形成それぞれの変化幅（対名目GDP比）をプロットし、成長加速国と成長低下国で違いがあるかを調べる。結果を見ると、成長加速国においては、政府消費と政府投資の両方とも抑制している国が多いのに対し（図の第3象限）、成長低下国では政府投資の抑制には取り組んでいるものの、政府消費については支出を拡大している国が多い（第1-3-10図（1）（2））。

また、政府消費と政府投資の相関をとると、成長加速国では統計的に有意な右上がり（左下がり）の関係が見られ、財政再建期間中は政府消費と政府投資の両方を抑制している国が多い

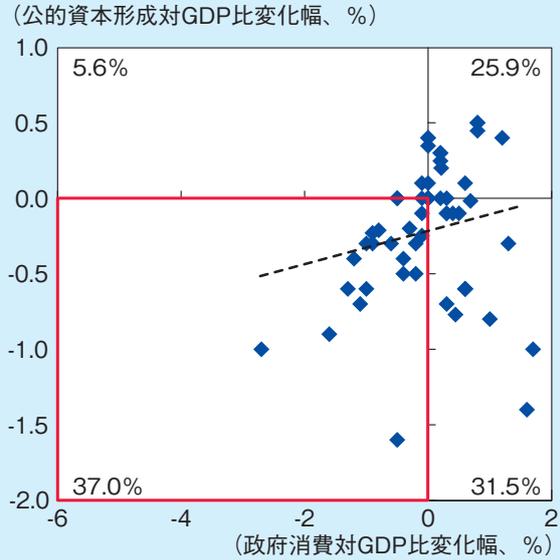
第1-3-10図 成長加速国・低下国における政府消費と政府投資

財政再建と成長を両立させた国は、政府消費の抑制に成功

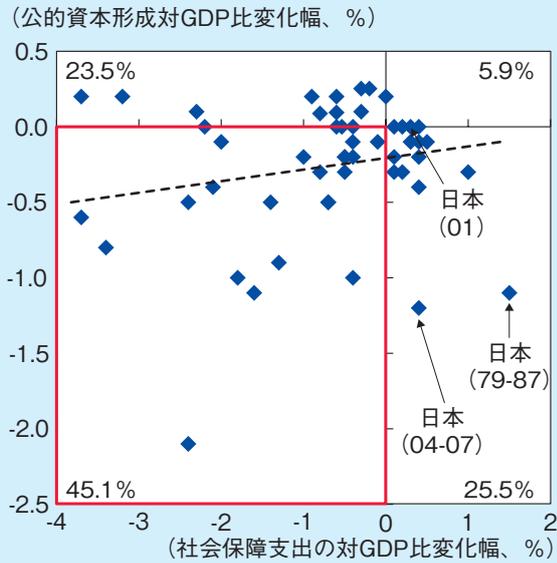
(1) 成長加速国における政府消費と公的資本形成



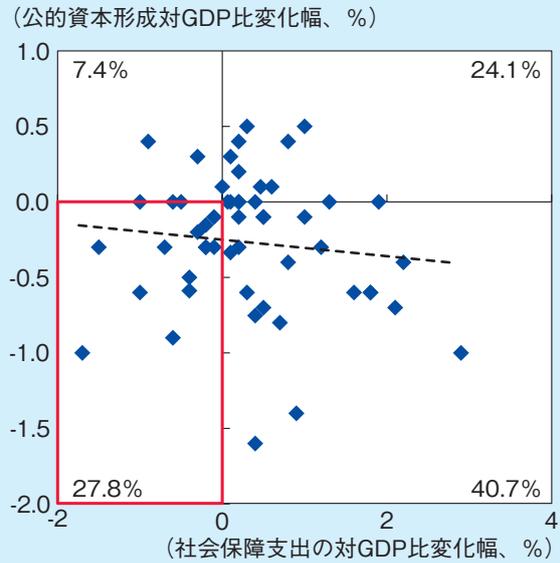
(2) 成長低下国における政府消費と公的資本形成



(3) 成長加速国における社会保障支出と公的資本形成



(4) 成長低下国における社会保障支出と公的資本形成



- (備考) 1. OECD. Statにより作成。
 2. 第1-3-8図における財政再建国・期間のうち、財政再建期間及び再建後3年と再建前3年のGDP成長率の変化幅が0%以上であった国を成長加速国・期間、0%未満の国を成長低下国・期間とした。
 3. (1)、(2)の太枠内は公的資本形成削減と政府消費削減を両立させた国。
 (3)、(4)の太枠内は公的資本形成削減と社会保障支出削減を両立させた国。
 グラフ内の%表記の数字は、成長加速国(51)及び成長低下国(54)のうち、第1~4象限それぞれに含まれる国・期間の割合。
 4. 回帰式のカッコ内はxの係数のt値。有意水準5%を満たさないものについては、回帰線を点線で示した。

ことが確認できる（成長加速国のうち51%）。他方、成長低下国では消費抑制と投資抑制について明確な関係を得ることができない。投資支出の抑制が成長加速国と成長低下国で共通に見られる傾向があることを考えれば、政府消費の抑制に成功することが成長加速国と低下国を分ける鍵になっている可能性がある。一つの解釈としては、財政再建後の中期的な経済成長率を高めるためには、政府消費も含めた歳出抑制に取組み、資源配分の適正化を図っていくことが重要と捉えることができる。

次に、政府消費を社会保障支出に替えて同様の関係を見てみよう。ここでは、社会保障支出として、OECDの定義に基づき、年金給付などの現金給付と医療費などの現物給付の合計とした。結果を見ると、公的固定資本形成と政府消費の関係と同様、成長加速国では公的資本形成と社会保障支出を同時に抑制している国が多くなっているのに対し、成長低下国では両者に明確な関係は確認できない（第1-3-10図（3）、（4））。ただし、成長加速国においても、政府消費の抑制と比べると、社会保障支出の抑制に成功している国は少ない。また、成長低下国においては、財政再建期間中、むしろ社会保障支出が増加している国の方が多くなっている³²。

（2）過去の増税時のケーススタディ

少子高齢化が続くなか、増大する社会保障に関する財政需要をどのように賄うか。これが我が国財政の喫緊の課題の一つであることは論をまたない。政府・与党は社会保障改革の全体像とともに、必要な財源を確保するための、消費税を含む税制抜本改革の基本方針を示すべく、議論を進めてきた。こうした議論を踏まえ、2011年6月30日には「社会保障・税一体改革成案」が政府・与党社会保障改革検討本部において決定された³³。以下では、過去の内外の消費税率（付加価値税率）引上げ時の経済変動を中心に、財源確保が経済に与える影響を考えてみたい。

（駆け込み需要とその後の反動減は所与の条件に）

ここでは、89年4月の消費税導入時と97年4月の消費税率引上げ時について、GDP統計から経済動向を確認する。ただし、それぞれの年度において、消費税以外の種々の税目についても併せて抜本的な税制改革を行っているため、単純な比較ができない点には十分留意する必要がある。

まず、両期間における共通の動きとして指摘できるのが、増税前後の大幅な個人消費の変動

注 (32) なお、歳入面について、直接税と間接税に分けて同様の分析を試みたが、成長加速国と成長低下国に間に明確な違いは抽出できなかった。

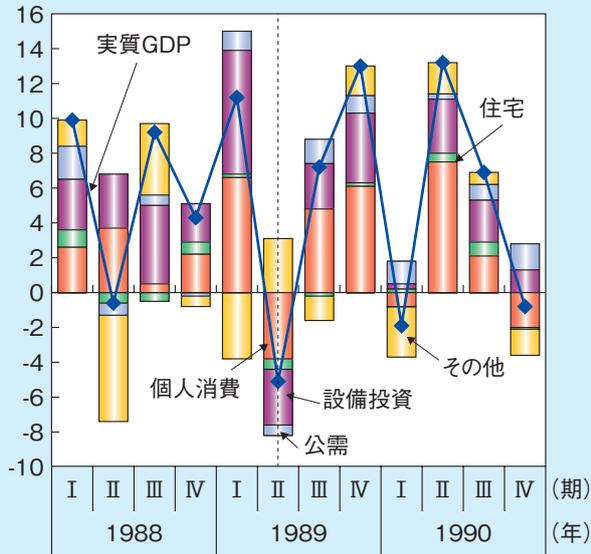
(33) 「社会保障改革に関する集中検討会議」においては、消費税の逆進性や消費税率引上げがマクロ経済に与える影響等について、学識経験者の見解及び行政の知見をとりまとめたものとして、「社会保障・税一体改革の論点に関する研究報告書」（内閣府・平成23年5月30日）及び「消費税の税率構造のあり方及び消費税率の段階的引上げに係る実務上の論点について」（社会保障・税一体改革における消費税の実務上の論点等に関する研究会・平成23年5月30日）が報告されている。

第1-3-11図 日本の消費税導入・税率引上げ時の経済変動

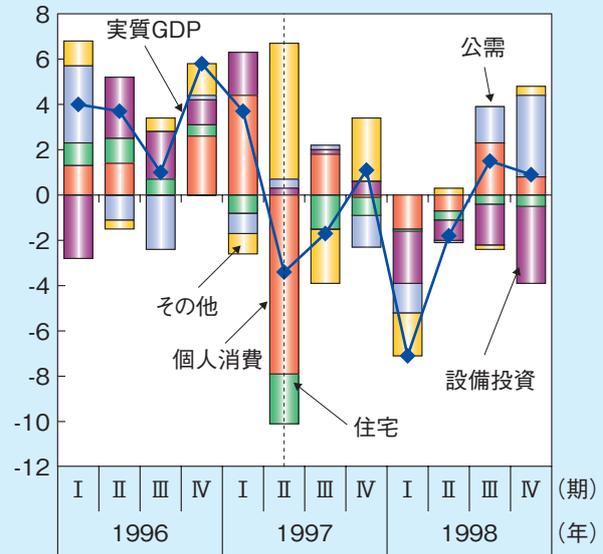
駆け込み需要とその後の反動減は所与の条件に

(1) 実質GDPの寄与度分解

①消費税導入時
(季節調整済前期比年率、%)

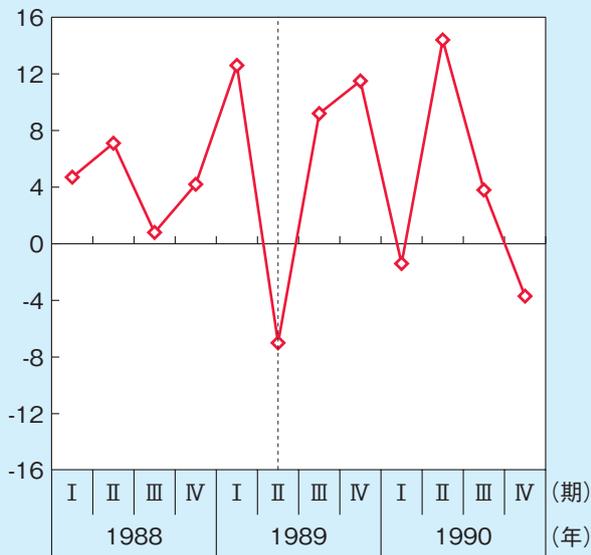


②消費税率引上げ時
(季節調整済前期比年率、%)

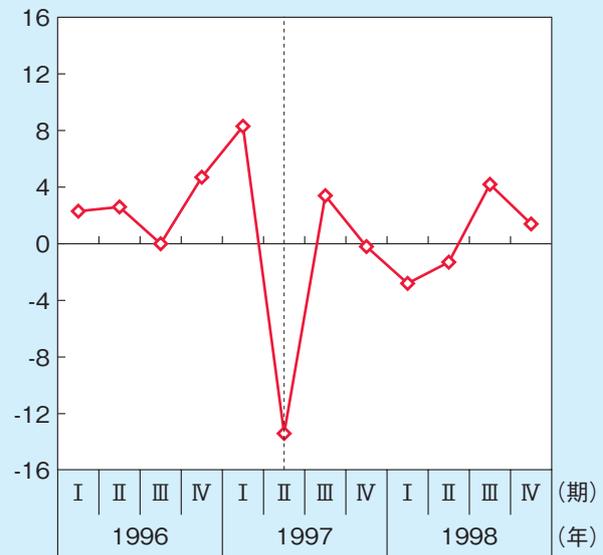


(2) 実質民間最終消費支出

①消費税導入時
(季節調整済前期比年率、%)



②消費税率引上げ時
(季節調整済前期比年率、%)



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

である (第1-3-11図)。増税前に個人消費は前期比で大きく増加し、増税後に大きく反落する。いわゆる駆け込み需要とその後の反動減が顕著に見られる。税率変更は、相当の時間的余裕をもって事前にアナウンスされるものであるが、実際の消費者行動としては、増税前の駆け込みとその後の反動減は避けがたいものとなっている。この点については、次項で他国との

比較を試みる。

また、駆け込み需要後の反動減が起きた翌期に再度の増加がある点も、両期間共通の現象である。すなわち、増税実施の翌期には個人消費の前期比はプラス化しており、増税時の消費減は1四半期限りにとどまっている。問題はその次の期である。増税前の駆け込み需要増とその反動減、さらにその翌期の戻しは両時期共通であるが、その後、増税後2四半期後の消費動向は異なっている。89年の消費税導入時にはさらに消費は増加し、増税時の落ち込みを上回る消費の戻しが見られたのに対し、97年の税率引上げ時には、97年10-12月期に再び消費は減少した。これについては、両期間の景気局面の違いが影響している可能性が高い。89年当時は景気拡張局面に位置していたが、97年の状況を振り返ってみると、5月には景気の山を迎え³⁴、半ば以降はアジア通貨・金融危機や大手金融機関の破綻が生じるなど、年後半の景気を取り巻く環境は急速に悪化する局面となっていた。

消費税導入や税率引上げは、消費者の立場からいえば、いわば前もってアナウンスされた物価上昇に等しい。この点、世界情勢の変動等による予期せぬ石油価格の上昇等とは異なる。だからこそ、耐久財を中心とした増税前の駆け込み需要とその後反動減は避け難い現象といえる。ある意味消費者の合理的な判断に基づく行動であり、消費者としては石油価格上昇等の攪乱的な物価変動よりも適応しやすい面がある。消費税率の変更之际には、経済状況等を十分に考慮しつつ、駆け込み需要とその反動減を所与の条件として経済財政運営を行うことが重要である。

(税率引上げ後の消費動向は国や時期によってまちまち)

次に、我が国以外において、消費税率（付加価値税率）を引き上げた際にどのような消費の動きが生じているか見てみよう。消費税率（付加価値税率）を引き上げた際の消費の動きには、価格転嫁の大きさや時期、当時の経済財政状況等、種々の要因が影響を与えるため、一概に比較することは困難であるが、ここでは、近年のドイツと英国の事例をケーススタディとして考える（第1-3-12図）。なお、英国については、リーマンショック後の2008年末に、景気対策として付加価値税率の時限的引下げを行っていることから、そのケースも含めている。したがって、2008年12月の英国の事例については、符号が他の事例と逆向きになることに留意する必要がある。

また、四半期の振れをある程度調整するため、税率変更の直前期の前期比と変更前4四半期（変更期の2～5四半期前）の平均前期比との差を「駆け込み需要」、税率変更期の前期比と変更前4四半期（変更期の2～5四半期前）の平均前期比との差を「反動減」、さらに、税率変更後4四半期の平均前期比と変更直前4四半期の平均前期比との差を「税率変更後の動向」と定義し、それぞれについて各国比較を行った。結果を見ると次のような点が指摘できる。

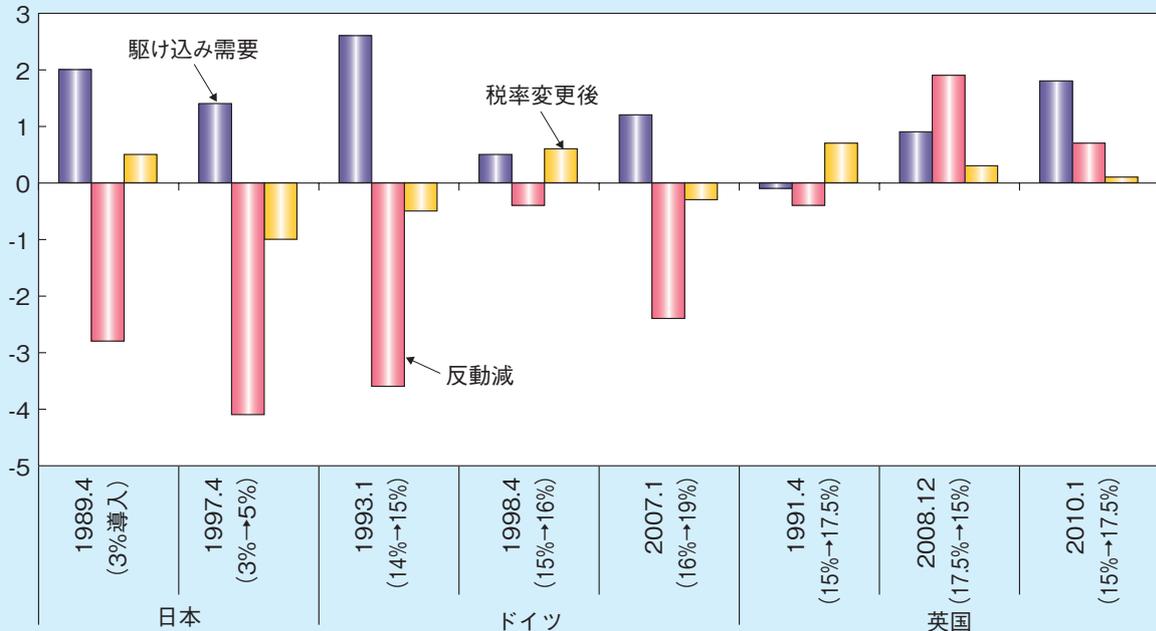
注 (34) ただし、バブル崩壊後の低迷の後、景気は93年10月から拡張局面に入り、96年には家計や企業の景況感も改善し、景気回復が広く人々に認識されるようになっていたことも事実である。

第1-3-12図 日独英における消費税率変更時の個人消費及び各種税収の変化

税率引上げ後の消費動向は国や時期によってまちまち

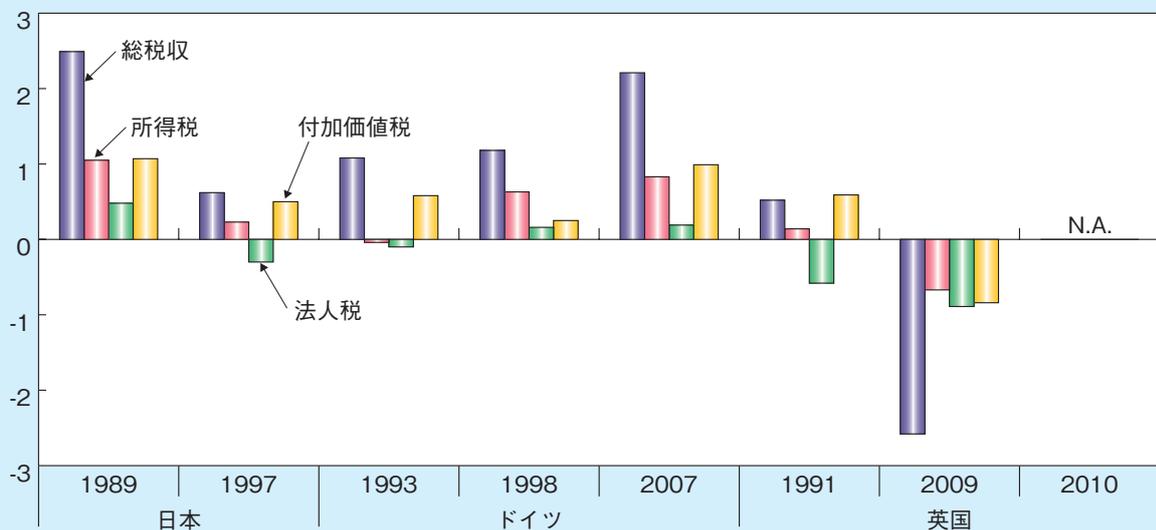
(1) 消費税率（付加価値税率）変更時の実質個人消費の変化

(季節調整済前期比、%)



(2) 消費税率（付加価値税率）変更時の各種税収増収額

(対前年名目GDP比、%)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、Eurostat、OECD、Statにより作成。
 2. (1) 図の「駆け込み需要」とは、税率変更の直前期の前期比と変更前4四半期（変更期の2～5四半期前）の平均前期比との差。「反動減」とは、税率変更期の前期比と変更前4四半期（変更期の2～5四半期前）の平均前期比との差。「税率変更後の動向」とは、税率変更後4四半期の平均前期比と変更直前4四半期の平均前期比との差。
 3. (1) 図における英国の2008年12月の税率引下げ時については、「駆け込み需要」、「反動減」及び「税率変更後の動向」全て符号がマイナス。

まず、我が国とドイツでは、消費税率（付加価値税率）引上げ前後において、駆け込み需要とその後の反動減が明確に認められる。駆け込み需要の規模については、おおむね増収額の大きさと連動しているが（第1-3-12図（2））、同様の増収規模であった97年の日本と93年のドイツを比較すると、日本の方が駆け込み需要後の反動減が大きく表れている³⁵。日本の消費者は、駆け込み消費を前期だけでなくより長い期間にわたって行う傾向が示唆される。その一方で、反動減は税率引上げ期に一気に現れるため、日本の反動減がより大きく見える可能性がある。また、税率変更後の個人消費の動向については、97年の日本や93年及び2007年のドイツでは、増税後の消費の伸び（前期比伸び率の4四半期平均の差）が増税前よりも低くなっている一方、89年の日本や98年のドイツでは増税後の消費は増税前を上回っている。増税時期は前もってアナウンスされるため、増税直前の駆け込み需要でなくても、増税前に購入可能な財は前倒しで購入することが可能である。こうしたことを考えると、増税前と増税後の個人消費の4四半期平均を比較すれば、増税後の個人消費の伸びが小さくなることは理にかなっているが、89年の日本や98年のドイツのように消費の基調が強い場合などには個人消費が増税によって必ずしも停滞するわけではないといえよう³⁶。

しかしながら、英国について見ると、駆け込み需要もその後の反動減も、日本やドイツのように明確なものとなっていない。91年の付加価値税率引上げ時には、駆け込み需要は検出されず、税率変更時に幾分消費の減少が見られるだけである³⁷。一つ考えられる理由として、英国では、政令で付加価値税率が変更できるなど³⁸、短期間で柔軟な税率変更が可能な仕組みとなっていることが挙げられる。このため、駆け込み需要が生ずる時間的余裕が少なかったことが考えられる。

なお、英国における2008年12月の時限減税については、減税時の消費増加は確認できるものの、減税前後の4四半期平均を比較すると、個人消費はほとんど増加していない。その一方で、付加価値税の減収は確実に表れている。時限的な付加価値税率の引下げは、税収減という財政コストの割には消費増というベネフィットが小さ過ぎるように見える。少なくとも2008年の英国の例からは、付加価値税率の時限的引下げが景気対策として有効であるという見方は支持されない。

（定率減税の縮減・廃止時には目立った経済変動が見られず）

これまで消費税率（付加価値税率）の変更時の経済変動を検討し、一つの大きな特徴が個人

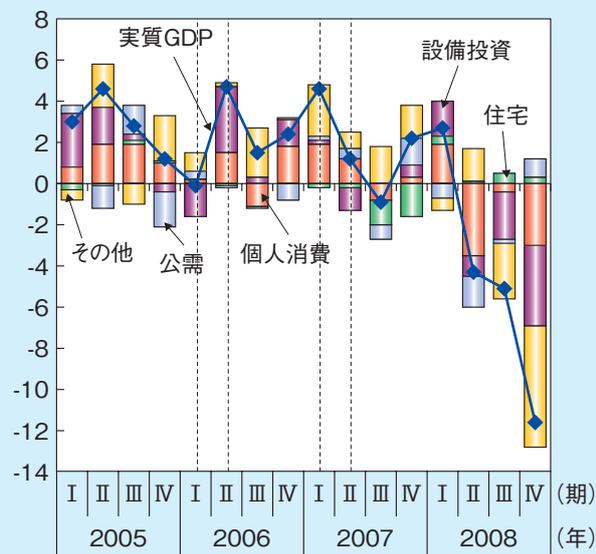
- 注 (35) ただし、93年のドイツにおける付加価値税率の引上げ幅が1%（14%から15%）であったのに対し、日本における消費税率の引上げ幅が2%（3%から5%）と日本の引上げ幅が大きかった点にも留意する必要がある。
- (36) 97年の日本についても、前述の「社会保障・税一体改革の論点に関する研究報告書」では、マイクロデータを用いた研究を基に、4月の税率引上げの消費に対するマイナスの所得効果は約0.3兆円（対GDP比0.06%）と試算し、「消費税増税が当時の景気後退の「主因」であると考えるのは困難である」としている。
- (37) なお、2010年の英国においては、駆け込み需要後の反動減の符号が逆転しているが、これは対比している前年の消費がリーマンショックによって大きく落ち込んだことが影響している。実際、税率変更時の2010年1-3月期の実質消費支出は前期比-0.2%と減少している。
- (38) 1年間の時限的措置として、政令による税率変更が可能。

第1-3-13図 日本の定率減税縮減・廃止時の経済変動

定率減税の縮減・廃止時には目立った経済変動が見られず

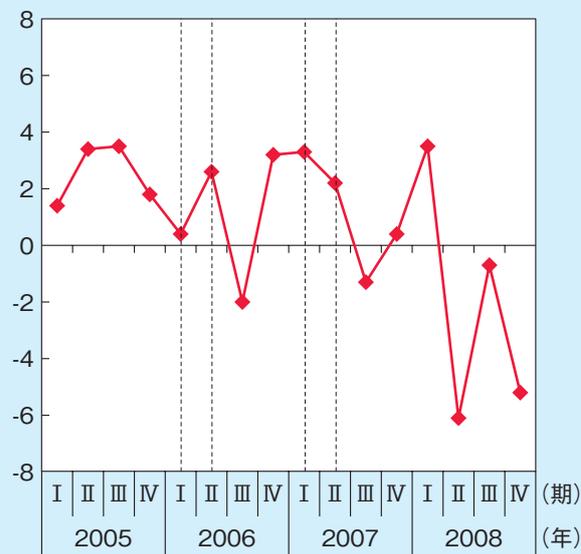
(1) 実質GDPの寄与度分解

(季節調整済前期比年率、%)



(2) 実質民間最終消費支出

(季節調整済前期比年率、%)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。

2. 定率減税は、所得税の税額20%相当額を25万円を限度に控除、個人住民税の所得割額の15%相当額を4万円を限度に控除する制度であり、99年度の税制改正で導入された。これが2006年1月より所得税、同年6月より個人住民税において縮減(1.7兆円程度)、2007年1月より所得税、同年6月より個人住民税において廃止された(1.5兆円程度)。

消費における駆け込み需要とその後の反動減であることを確認した。また、増税前の駆け込み需要が大きい分、増税期の反動減は大きくならざるを得ないが、増税前後の4四半期程度を均せば、個人消費が増税によって必ずしも停滞するわけではないことも確認した。それでは消費税以外の増税時にはどのような経済変動が起きているのだろうか。ここでは、比較のため、2000年代半ばの我が国における定率減税の縮減・廃止時の経済変動を検討する(第1-3-13図)。

所得税の増税においては、当然、駆け込み需要もその後の反動減も起こり得ない。その意味では一時的な消費の変動は生じない。実際、2006年と2007年における定率減税の縮減・廃止時には、消費税の増税時のような大きな上下変動は見られなかった。例えばボーナスのために一時的に大きく所得が変動しても、個人の消費行動はそれほど大きく変動しないことが知られている。こうした消費のスムージング効果を考えれば、定率減税の縮減・廃止時に目立った動きが起らないことは納得ができる。

他方、増税時の経済環境が重要であることは所得税の増税時においても同様である。2006年や2007年当時、我が国経済は2002年1月から5年9か月に及ぶ景気拡張局面にあった。税制改革の実施の際には、財政状況とともに経済環境を合わせて総合的に判断することが重要である。

3 社会保障を巡る論点

今後の財政健全化を考えていくうえで、増大を続ける社会保障支出を全体の財政抑制のなかでどのように取り扱うかが重要な論点となる。また、社会保障に対する需要増は、公的・民間を問わず、産業としての社会保障の成長可能性を意味する。ただし、持続的な経済成長のためには、需要増に見合う供給増が単なる投入量の増加によるものではなく、生産性の上昇を伴った成長となる必要がある。こうした視点の下、財政健全化と持続的成長と社会保障の関係を考えてみたい。

(1) 社会保障支出の増加と歳出全体の抑制

先進国においては、程度の差こそあるものの、高齢化に伴う社会保障支出の増加が財政健全化における主要課題となっている。なかでも、年金給付や医療支出の増加ペースが速く、これらの支出をいかに賄うか、あるいはどう抑制するかが先進国における共通の課題となっている。以下では、先進国間の国際比較を通じて、社会保障支出の増加と財政健全化の両立に関する我が国へのインプリケーションを探る。

(他の先進国では社会保障支出が増加しても歳出総額は抑制)

最初に、我が国の社会保障支出を含めた歳出構造について、OECD 諸国と比較し、その特徴を確認しよう。歳出全体の規模については、日本は名目 GDP 比で40%以下であり、アメリカと並んで先進国の中では小さな歳出規模となっている(第1-3-14図(1))。他方、社会保障支出の規模に着目すると、歳出が同程度の国々と比べ、我が国の社会保障支出は相対的に大きく、歳出規模ほどには社会保障支出の規模は小さくない。したがって、歳出全体に占める社会保障支出のシェアは相対的に高いことになる。

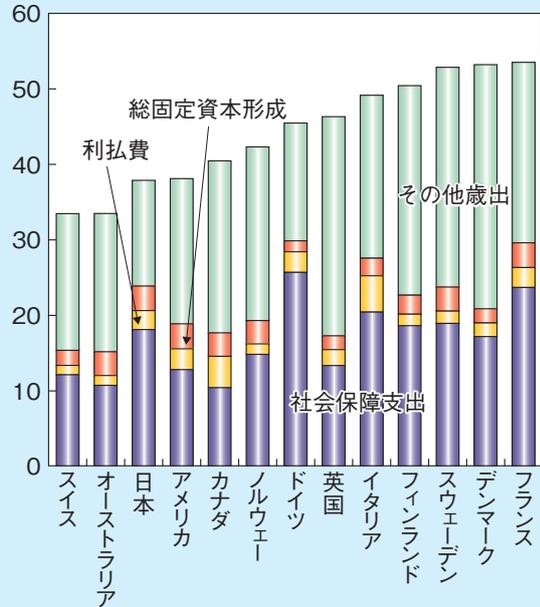
しかし、財政にとって重要な問題は、支出の規模とともにその増加テンポである。90年代初頭と現在の歳出構造について主要項目ごとの変化を見ると、我が国の社会保障支出の増加幅はここでの対象国中最も大きい(第1-3-14図(2))。我が国においては、90年代前半と比べ、総固定資本形成と利払費は名目 GDP 比で低下した一方、社会保障支出の名目 GDP 比が上昇することによって、歳出総額全体の名目 GDP 比が増加していることが分かる。また、社会保障支出が増加している国は複数あるものの、同時に歳出規模も拡大している国は我が国だけである。例えば、ドイツやイタリア、スイスのように、90年代初頭に比べて社会保障支出が増加しても、歳出規模はむしろ縮小している国、あるいは、アメリカやフランスのように、社会保障支出の増加と見合うだけ他の歳出抑制を行い、歳出全体の規模を90年代初頭と同等程度に抑えている国がある。少なくともここで対象とした先進国においては、人口構造の変化に伴う社

第1-3-14図 社会保障支出増加の国際比較

他の先進国では社会保障支出が増加しても歳出総額は抑制

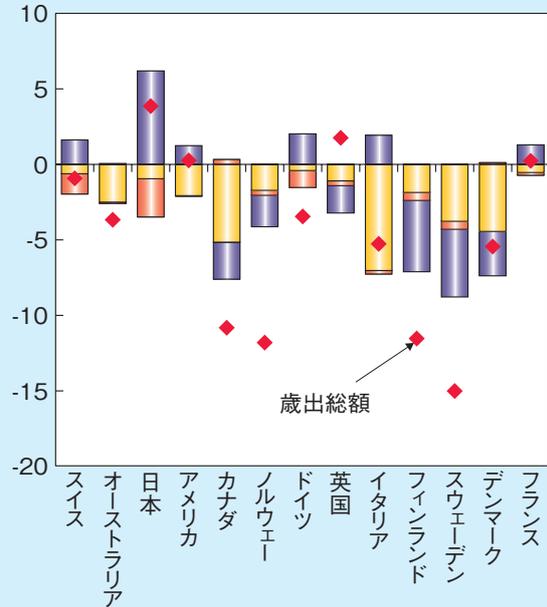
(1) 各国の歳出構造 (直近)

(名目GDP比、%)



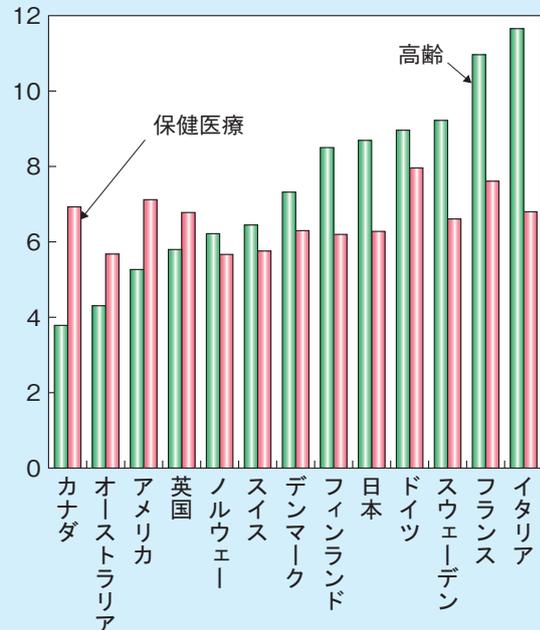
(2) 90年代初頭との比較

(%pt)



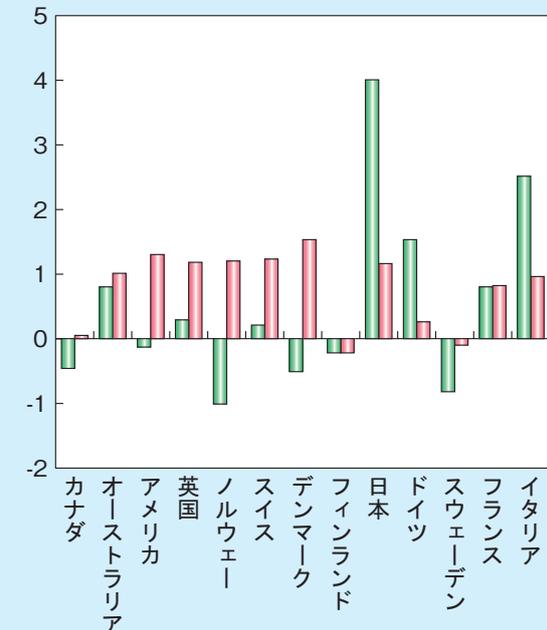
(3) 各国の社会保障支出 (直近)

(名目GDP比、%)



(4) 90年代初頭との比較

(%pt)



(備考) 1. OECD. Statにより作成。

2. (1) (2) の直近は2005年～09年の平均。(3) (4) の直近は2005年～07年の平均。

90年代初頭は1991年～95年の平均。高齢関係支出は退職によって労働市場から引退した人に提供される給付であり、我が国の場合、各種老齢年金や介護保険給付等が含まれる。

保健医療支出には各種健康保険制度の療養給付・出産給付、傷病手当金等が含まれる。

会保障支出の増加があるからといって、歳出規模も比例的に増大するとは限らないということはある。

次に、OECD の分類に従い、社会保障支出の大部分を占める高齢関係支出（各種年金給付が主体）と保健医療支出（高齢者医療を含む医療費が主体）に分けて、我が国の社会保障支出の増加の特徴を捉えよう³⁹。直近（2005～2007年平均）の内訳を見ると、我が国では、保健医療支出よりも高齢関係支出の方が多い（第1-3-14図（3））。こうした傾向は、アメリカ、英国、カナダ、オーストラリアのいわゆるアングロサクソン諸国を除き、多くの先進国で観察される。

ただし、90年代初頭からの増加幅を比較すると、我が国における高齢関係支出の伸びが際立って高い（第1-3-14図（4））。我が国では、保健医療関係の現物給付ではなく、年金給付等の高齢関係支出の増加が、社会保障支出ひいては歳出規模の増加の主要な要因といえる。

（高齢人口の大幅増に対し、経済成長と一人当たり支出の抑制が追い付いていない）

社会保障支出の増加圧力は各国に共通して存在するが、その一方で、それが必ずしも歳出全体の規模拡大につながるとは限らないことを指摘した。人口構造が高齢化すると、年金給付や医療支出等の社会保障支出は増加する可能性が高い。しかし、問題はその程度である。ここでは、OECD 諸国を対象に、90年代前半から2000年代後半にかけての社会保障支出（対名目 GDP 比）の増加について、①人口高齢化（65歳以上人口比率）、②高齢者一人当たりに対する社会保障支出の増加、③一人当たり GDP の増加の3要素に要因分解し、我が国の特徴を検討しよう。なお、各国の物価上昇率の違いを考慮するため、②と③については、それぞれ GDP デフレーターで実質化して比較する。

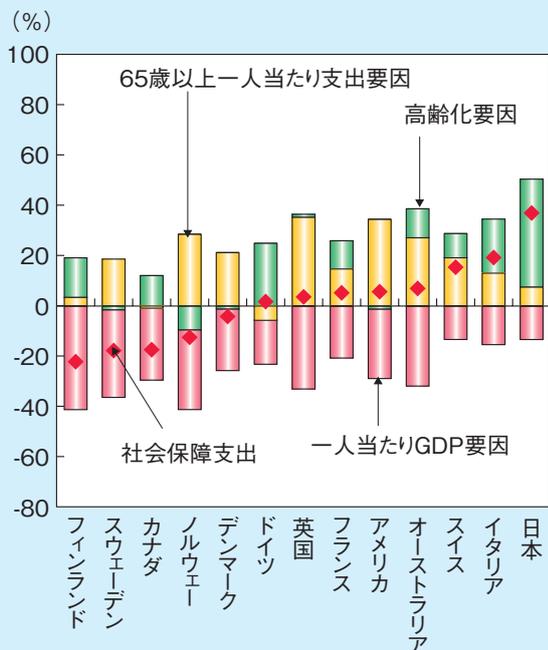
まず、社会保障支出全体の増加について要因分解を行うと、我が国の高齢化要因が際立って大きいことが分かる（第1-3-15図（1））。65歳以上人口比率の高まりが、我が国社会保障支出増加の最大の理由ということになる。他方、高齢者一人当たりの社会保障支出については、欧米先進国に比べると相対的に低い伸びにとどまっている。一人当たりの社会保障支出の増加を抑制しても、それでは追いつけないほどの高齢者人口の増加が生じている。その一方で、我が国では、一人当たり GDP の成長による社会保障支出（対 GDP 比）の抑制が小さくなっていることも特徴である。経済成長率が十分に高ければ、例えば、英国のように高齢者一人当たりの社会保障支出を大きく増加させても、あるいは、ドイツのように日本に次ぐ高齢者比率の上昇があっても、社会保障支出の規模はおおむね経済規模の範囲に収めることができる。また、北欧諸国（フィンランド、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク）やカナダにおいては、高齢比要因と高齢者一人当たり社会保障支出の増加要因を上回るほどの経済成長率を

注 (39) 高齢関係支出は、退職によって労働市場から引退した人に提供される給付であり、我が国の場合、各種老齢年金や恩給、介護保険の給付等が含まれる。保健医療支出は、病気、傷害、出産による保護対象者の健康状態を維持、回復、改善する目的で提供される給付であり、我が国の場合、各種健康保険制度の療養給付・出産給付、傷病手当金等が含まれる。また、高齢者医療費は保健医療支出に含まれる。

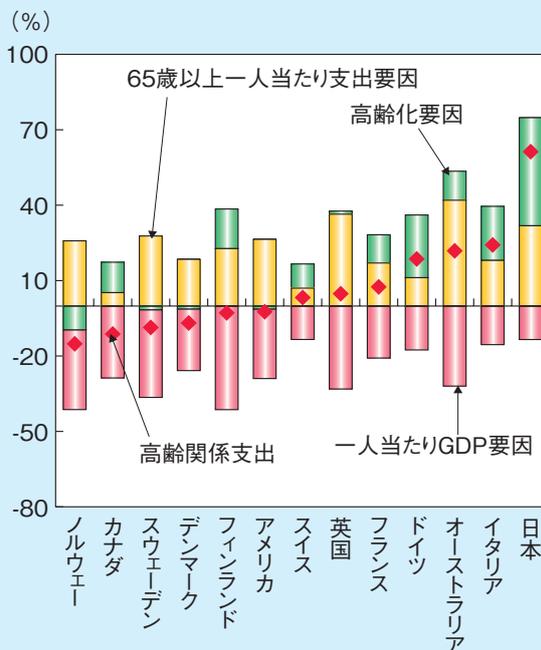
第1-3-15図 社会保障支出増加の要因分解

高齢人口の大幅増に対し、経済成長と一人当たり支出の抑制が追いつかず

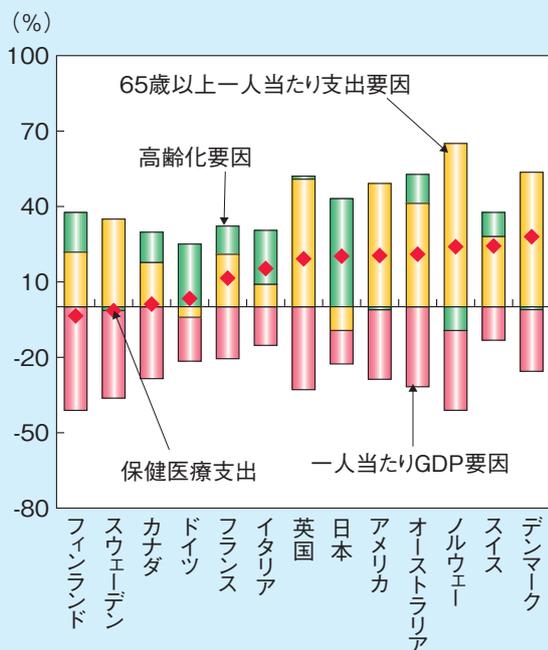
(1) 社会保障支出全体



(2) 高齢関係支出



(3) 保健医療支出



- (備考) 1. OECD, Statにより作成。
 2. 要因分解は $\Delta \log$ (社会保障支出の対名目GDP比) = $\Delta \log$ (実質社会保障支出/65歳以上人口) + $\Delta \log$ (65歳以上人口/総人口) + $\Delta \log$ (総人口/実質GDP)。実質化にはGDPデフレーターを用いた。
 3. 2005～07年平均と1991～95年平均の比較。
 4. 高齢関係支出には各種老齢年金や介護保険給付等が含まれ、保健医療支出には各種健康保険制度の療養給付・出産給付、傷病手当金等が含まれる。

実現していることから、社会保障支出の対GDP比はむしろ低下している。我が国の場合、高齢化の進展を所与とすれば、一人当たり社会保障支出の抑制とともに経済成長率を高めることが、社会保障支出の持続可能性にとって極めて重要である。

次に、社会保障支出の内訳として、高齢関係支出と保健医療支出の増加について要因分解を

行ってみよう。高齢関係支出についても、我が国の増加はOECD諸国の中で突出して大きい（第1-3-15図（2））。しかし、その要因については、人口高齢化とともに高齢者一人当たりの支出の増加が大きく寄与している。この点は社会保障支出全体の増加要因と異なる点である。他方、保健医療支出については、総額の伸びとしては、日本は中位程度に位置している（第1-3-15図（3））。高齢化要因は欧米諸国に比べて圧倒的に高いものの、高齢者一人当たりの保健医療支出を削減していることもあり、全体の伸びを抑制していることになる。我が国の場合、2000年の介護保険制度導入によって保健医療支出から高齢関係支出に支出内容がシフトしたことも影響しているが、期間を2000年以降に限った比較を行っても、高齢者一人当たり的高齢関係支出の増加と高齢者一人当たりの保健医療支出の減少という関係は同じである。高齢人口比率の上昇が続くと見込まれるなか、社会保障支出の拡大を経済規模との対比で持続可能なものにするためには、経済成長の促進とともに、特に高齢関係支出について、高齢者一人当たりの支出を効率化する努力が求められる。

（2）産業としての社会保障

社会保障に関する需要の拡大が見込まれるなか、それを持続的な経済成長の一つの原動力にしていくという考え方がある。その際重要なことは、官民合わせた社会保障を成長産業として捉え、単なる需要増ではなく、イノベーションを伴った持続的な成長経路に結び付けることである。こうした問題意識の下、社会保障産業の成長促進効果について検討する。

（医療・福祉産業は国際的に雇用吸収産業）

社会保障を産業として捉えた場合、それは基本的に対人サービスであることから、製造業等に比べ労働集約的であり、生産性の上昇が難しいといわれる。その一方で、労働集約的であるがゆえに、社会保障需要の増大が雇用の拡大に結びつきやすい点を評価する見方もある。

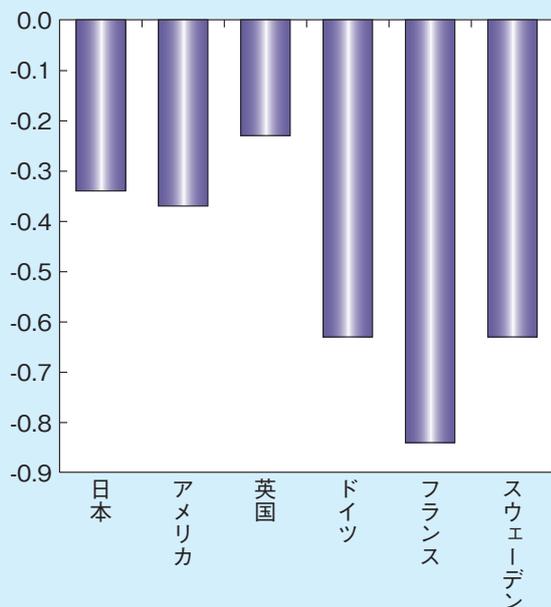
ここでは、OECDデータベース等による国際比較が可能な医療・福祉産業について、産業連関分析を用い、生産誘発効果と雇用誘発効果を比較する（第1-3-16図）。生産誘発効果とは、ある産業（ここでは医療・福祉産業）の需要が1単位増加したときに各産業の生産がどの程度増加するかを示す指標であり、関連産業の裾野の広さに比例する。逆から見れば、医療・福祉産業への需要増を満たすために産業全体でどの程度生産量を増加する必要があるかを表している。雇用誘発効果とは、ある産業の需要が1単位増加したときに各産業の就業者数がどの程度増加するかを見る指標であり、1需要当たりの雇用吸収力の大きさが分かる。結果を見ると次のような点が指摘できる。

一つは、医療・福祉産業の生産誘発効果は、各国ともに産業平均以下となっていることである。関連産業の多さ、すなわち裾野の広さという点においては、医療・福祉産業の裾野は必ずしも広くない。これは先進国共通の現象であり、医療・福祉産業の産業としての性質ともいえ

第1-3-16図 医療・福祉産業の生産、雇用誘発効果（国際比較）

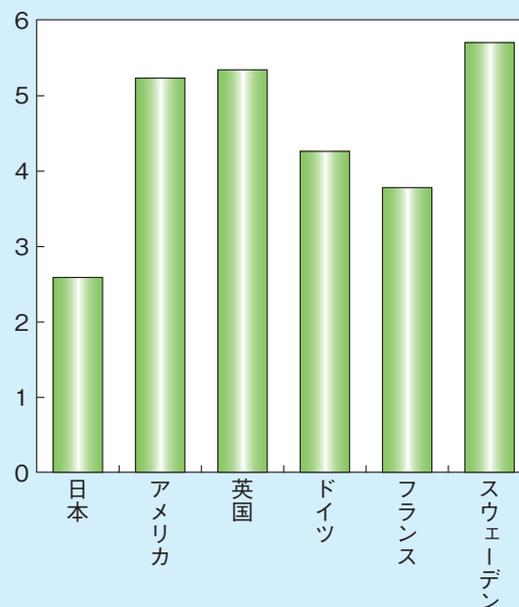
医療・福祉産業はどの国でも雇用吸収産業

(1) 医療・福祉産業の生産誘発効果
(各国の産業平均値との差)



(2) 医療・福祉産業の雇用誘発効果
(各国の産業平均値との差)

(人/百万ドル)



- (備考) 1. OECD. Stat、EU KLEMSにより作成。
 2. OECD. Statでは2000年代半ばの数値、EU KLEMSでは2005年の数値を使用している。
 3. 生産誘発効果は、対象産業の需要が1単位増加したときの全産業での生産の増加量。
 雇用誘発効果は、対象産業の需要が百万ドル増加したときの全産業での就業者の増加人数。
 4. 産業平均値は、産業ごとの効果の単純平均。産業分類については次のとおり。
 生産誘発効果：OECD. Statの産業連関表の分類による37産業から、「雇主としての世帯活動及び世帯による
 区別されない生産活動」を除いた36産業。
 雇用誘発効果：OECD. Stat及びEU KLEMSの産業分類を結合した28分類。ただし、アメリカはさらに「教
 育」を除いた27分類。
 5. 医療・福祉産業には、生活保護が含まれ、雇用保険は含まれない。

る。他方、各国間で比較すると、我が国の医療・保険産業の生産誘発効果は、英国に次いで産業平均に近い位置にある。国際比較の視点からは、我が国では、医療・福祉産業における需要増大が他産業の生産増に結びつく程度はそれほど低くないといえる。

次に、雇用誘発効果について見ると、どの国においても、医療・福祉産業の雇用誘発効果は産業平均を上回る高い値となっている。医療・福祉産業が労働集約的であることもあり、医療・福祉需要の増大が雇用拡大に結びつきやすいことが示されている。ただし、各国比較を行うと、我が国の医療・福祉産業の雇用誘発効果は、他の先進国に比べて産業平均からのかい離が大きいことも分かる。国内の他産業に比べれば、医療・福祉産業の雇用誘発効果は高いものの、まだ伸びる余地があるのかもしれない。例えば、医療・福祉産業において、イノベーション等を通じて生産性を高めることで持続的な成長を実現できれば、これまで以上に成長と雇用拡大を両立させることが可能かもしれない。以下では、医療・福祉産業と成長について考察していこう。

(我が国の医療・福祉産業は労働投入の拡大に偏った成長)

ここでは、経済成長率（付加価値成長率）を労働投入量の増加による寄与と労働生産性の上昇による寄与に分け、さらに、労働生産性を資本労働比率と全要素生産性それぞれの寄与に分けて議論し、医療・福祉産業の特徴を検討する。

まず、我が国の各産業について、2000年代における付加価値成長率と労働生産性上昇率の相対関係をプロットし、医療・福祉産業の位置を見てみよう（第1-3-17図（1））。付加価値成長率については、医療・福祉産業は2000年代平均で年5%前後の成長率となっており、精密機械や一般機械、輸送機械に次ぐ高さを示している。付加価値を生み出しているという意味において、医療・福祉産業は成長産業と呼ぶことができる。他方、労働生産性を見ると、医療・福祉産業は2000年代平均で1%に満たない生産性上昇率となっており、産業平均を下回る。すなわち、医療・福祉産業の相対的に高い付加価値成長率は、その多くが労働投入の増加によってもたらされている。雇用吸収力の高さを表している反面、労働投入が無尽蔵に増加することは期待できないことから、成長の持続可能性については疑問が生じる。

次に、労働生産性の伸びと全要素生産性（TFP）の伸びの相対関係をプロットすると、医療・福祉産業は労働生産性以上にTFPの上昇率が低いことが示される（第1-3-17図（2））。TFP上昇率は2000年代平均でゼロ近傍であり、労働生産性の上昇が専ら資本・労働比率（資本装備率）の上昇に依存していることを意味している。現在の成長構造のままでは持続的な成長を確保することはできない。

それでは、このような医療・福祉産業の成長構造は国際的にも見られる現象なのだろうか。医療・福祉産業の付加価値成長率と労働生産性の伸びについて国際比較すると、我が国では付加価値成長率の高さに比して労働生産性の伸びが低いことが際立っている（第1-3-17図（3））。例えば、両者の関係が平均的な（傾向線上に位置する）英国では、1%強の労働生産性上昇率に対して3%程度の付加価値成長率が対応しているのに対し、我が国では1%弱の労働生産性上昇率に対して5%強の付加価値成長率となっている。労働投入量の拡大に偏った付加価値の増加が我が国医療・福祉産業の特徴ということができよう。

また、労働生産性とTFP上昇率の相対関係を見ると、我が国は傾向線上に乗っており、両変数は国際的な平均的な関係を示している（第1-3-17図（4））。そもそも労働生産性とTFP上昇率の関係については、各国ともおおむね傾向線に近く、ばらつきが少ない。すなわち、医療・福祉産業の資本労働比率の変化が先進国間でそれほど大きく変わらないことを意味しており、労働生産性を引き上げていくためには、TFPを上昇させることが各国ともに求められているといえる。ここでの対象国の中では、ドイツの医療・福祉産業が労働生産性、TFP上昇率ともに高く、注目すべき国の一つといえよう。

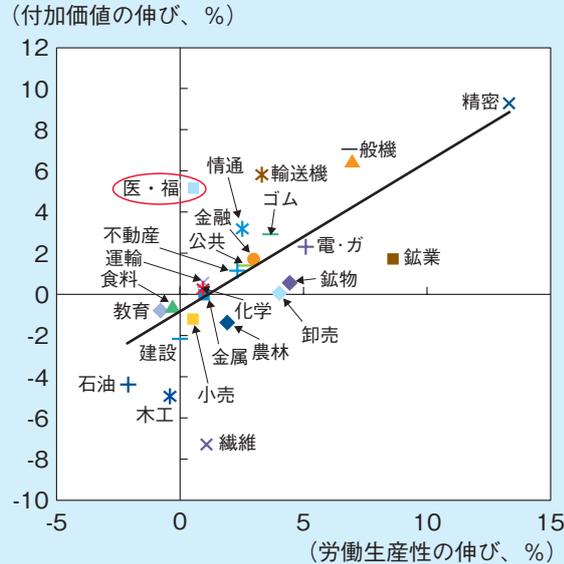
(関連産業では医薬品産業の生産性が近年上昇)

社会保障産業を経済成長のけん引役に期待する場合、高齢化に伴う需要増加だけではなく、

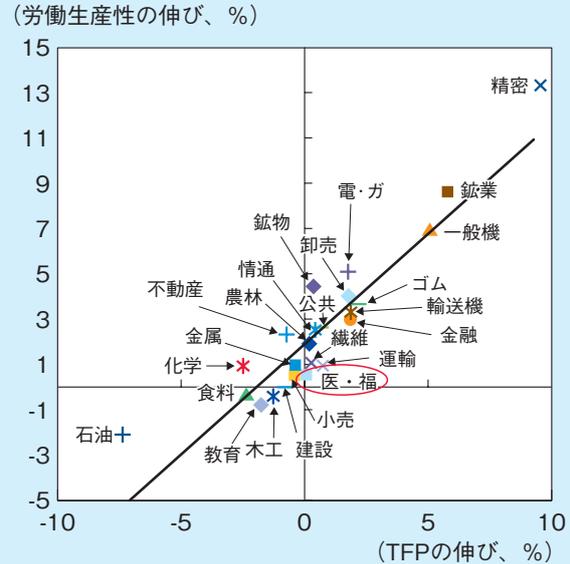
第1-3-17図 医療・福祉産業の付加価値と生産性

我が国の医療・福祉産業は労働投入の拡大に偏った成長

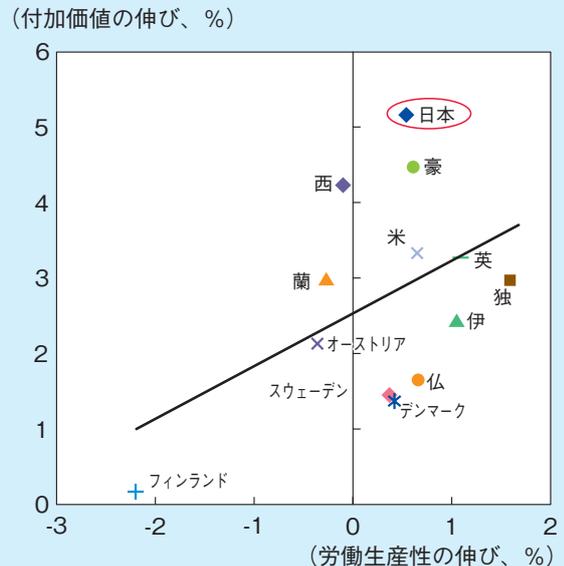
(1) 労働生産性上昇率と付加価値成長率 (日本・産業別)



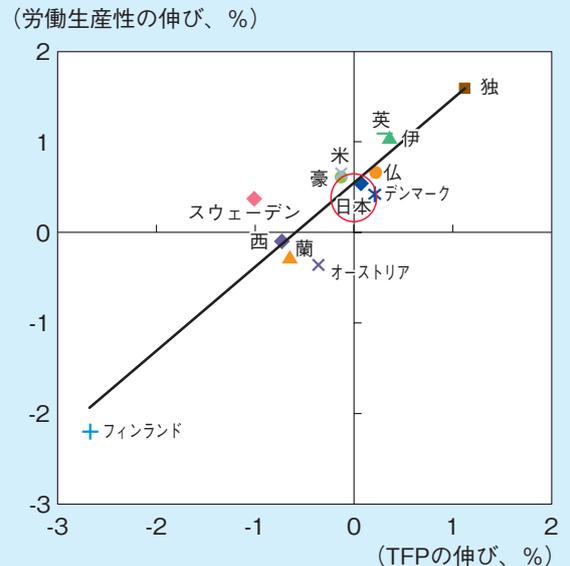
(2) TFP上昇率と労働生産性上昇率 (日本・産業別)



(3) 労働生産性上昇率と付加価値成長率 (国際比較)



(4) TFP上昇率と労働生産性上昇率 (国際比較)



(備考) 1. EU KLEMSにより作成。伸び率は2000年代平均。斜線は傾向線。

2. (1) (2) で用いている略称は以下のとおり。

農林：農林漁業、鉱業：鉱業及び採石、食料：食品、繊維：繊維製品、木工：木工品、紙・パ：紙・パ・出版、石油：石油・石炭、化学：化学、ゴム：ゴム・プラスチック、鉱物：非金属鉱物、金属：基礎金属・金属製品、一般機：一般機械、精密：精密機械、輸送機：輸送機械、電・ガ：電気・ガス・水道、建設：建設、車販：自動車販売、卸売：卸売、小売：小売、運輸：運輸・保管、情通：情報通信、金融：金融・保険業、不動産：不動産、教育：教育、医・福：医療・福祉

供給サイドから見ても、生産性の上昇を伴う持続的な成長要因であり続けることが必要である。ここでは、医療・福祉産業の経済成長への寄与度を国際比較するとともに、医療・福祉産業に付随する医療機器産業や医薬品産業も含めた産業全体としての生産性上昇を取り上げ、成長のけん引役としての社会保障産業について考える。

まず、医療・福祉産業の経済全体に対する成長寄与を国際比較すると、我が国の医療・福祉産業の成長寄与は相対的に高く、成長のけん引役として国際的に遜色ない位置を占めている（第1-3-18図（1））。他方、一国の付加価値全体に占める医療・福祉産業のシェアについては、我が国の水準は相対的に低い。すなわち、医療・福祉産業の寄与度の高さは、同産業の高い付加価値成長率に依存していることになる。

その高い付加価値成長率の源泉を探るため、付加価値の伸びを労働投入と労働生産性の伸びに分解すると、前述の結果の再確認になるが、我が国医療・福祉産業の付加価値成長率の高さの大部分が、労働投入の増加によって生み出されていることが分かる（第1-3-18図（2））。労働生産性の寄与度は先進國中相当程度低い位置にある。高齢化等による医療・福祉産業の需要増は、我が国では専ら労働投入量の増大によって賄われていることになる。生産性の拡大を伴わない付加価値の増加は持続可能とはいえない。

そこで、医療・福祉産業に関連する産業として、医療機器・精密光学機器や医薬品産業を考慮し、それらを含めた産業としての生産性の上昇率がどの程度であるか探ってみよう。たとえ医療・福祉産業の生産性上昇率が低くても、関連産業を合わせた生産性が高ければ、経済成長のけん引役として期待できる。データの制約から、我が国とドイツについてそれら3産業の労働生産性を比較すると次の二点が特徴として指摘できる（第1-3-18図（3）（4））。

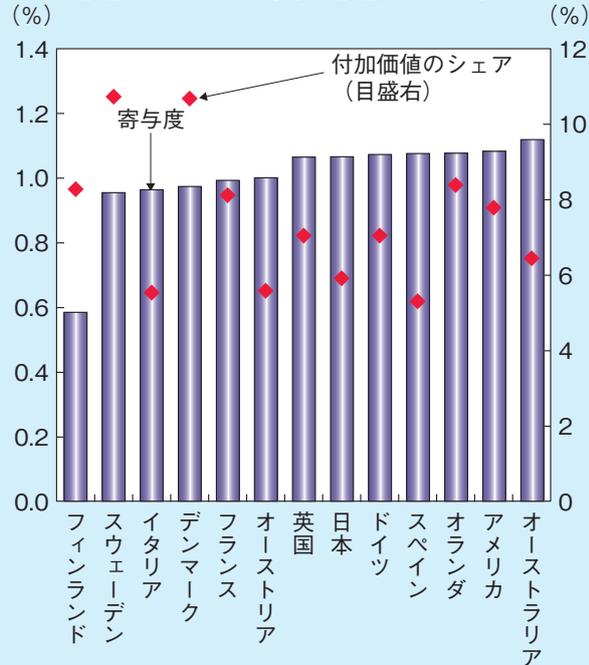
一つは、我が国において、医薬品産業の労働生産性が急速に伸びており、全産業平均を大きく上回る労働生産性の伸びとなっている。他方、医療機器・精密光学機器の労働生産性は2000年代に再び上昇しているとはいえ、伸び率は全産業平均よりも低く、経済成長のけん引役とはなっていない。今後、医療・福祉産業とともに医療機器・精密光学機器の生産性を高めることが、社会保障が成長産業となるためには重要である。

もう一つは、ドイツにおいては日本と異なり、これらの医療・福祉関連産業は全て、産業平均の生産性上昇率を上回っている。特に、医療機器・精密光学機器産業における生産性上昇率が高い。関連産業を含めた医療・福祉産業が、産業全体の生産性を引き上げる役割を果たしているといえる。先に見たように、ドイツの医療・福祉産業は労働生産性とともにTFP上昇率も高かった。医療・福祉産業が持続的な経済成長をもたらすための条件が揃っていると見ることができよう。

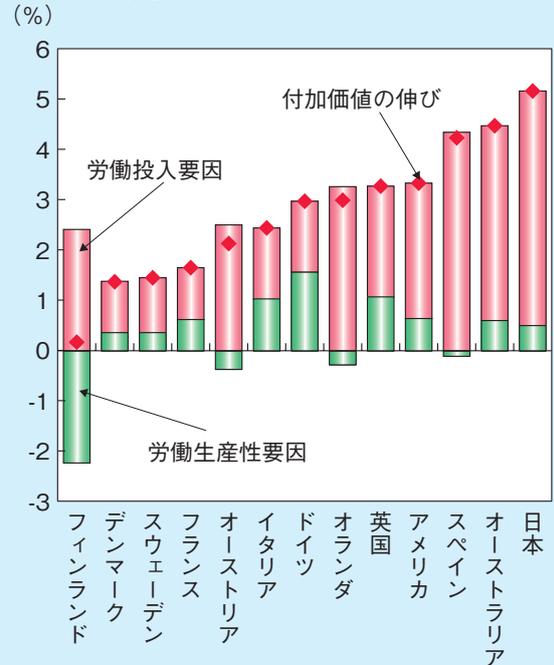
第1-3-18図 医療・福祉産業の成長寄与と関連産業の生産性

関連産業では医薬品産業の生産性が近年上昇

(1) 医療・福祉産業の成長寄与度と付加価値のシェア (付加価値ベース)

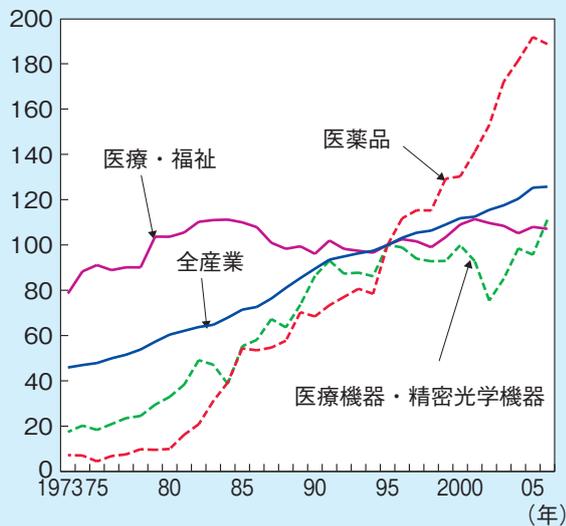


(2) 付加価値の伸びに対する労働生産性の寄与度



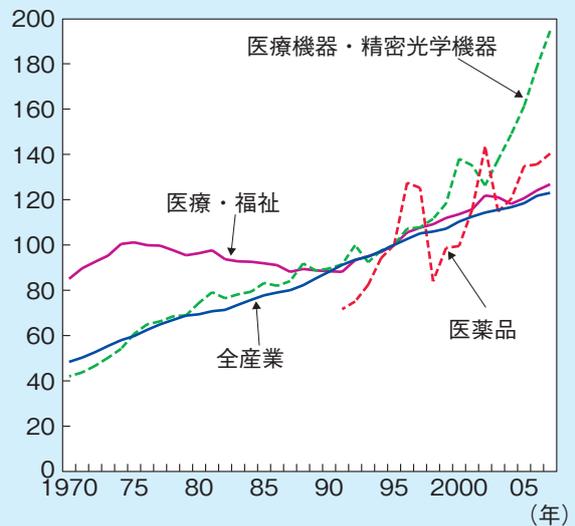
(3) 関連産業の労働生産性 (日本)

(1995年=100)



(4) 関連産業の労働生産性 (ドイツ)

(1995年=100)



(備考) 1. EU KLEMSにより作成。

2. (1) の寄与度は (2007年の付加価値額 - 2000年の付加価値額) / 2000年の全産業の付加価値額の年率換算。

3. (1) のシェアは医療・福祉産業の付加価値額 / 全産業の付加価値額。2000年代平均。

4. (2) の数値は2000年代 (各国は2000～07年、日本は2000～06年) の平均。

5. (3) 及び (4) の全産業は一国全体の産業平均。

第4節 まとめ

本章では、東日本大震災の影響を中心に、実体経済面、物価や金融資本市場の動向について分析するとともに、中長期的な視点を重視しつつ、財政・社会保障の現状と課題を明らかにした。要点をまとめると次のようになる。

（景気の先行きの注目点は所得環境や外需の動向、中長期の鍵は「無形資産」）

東日本大震災は、我が国経済に対し、供給と需要の両面で大きな影響を与えている。供給面については、サプライチェーンの寸断や電力供給の制約といった経路を通じ、我が国の生産活動を大きく低下させた。生産活動の低下は、95年の阪神・淡路大震災や2005年のアメリカのハリケーン災害といった過去の内外の大規模災害と比べても、極めて大幅なものとなった。災害による経済的被害が、被災地のみならず全国的な影響を及ぼしたことが今回の震災の一つの特徴であった。需要面から整理すれば、生産活動の低下に伴う輸出の減少、在庫払底による耐久財消費の落ち込み、百貨店等の営業時間短縮による消費活動の停滞といった供給制約に端を発する需要の減退が生じた。さらに、自粛ムードや原子力災害を背景とした消費者マインドの悪化やそれに伴うレジャー支出や外食、高級品等の消費需要の抑制も見られた。今後、電力供給制約等により生産活動の回復が遅れる場合、企業や家計の所得環境の悪化を通じ、民間需要の停滞につながる懸念もある。また、海外経済の回復テンポが緩やかになるなかで、IT関連財の需給が軟化しており、外需面からの景気下押しリスクにも注意が必要である。

さらに、マインド悪化のような短期的な影響だけでなく、将来の成長期待の低下を通じた設備投資意欲の縮小など、震災が中長期的な経済成長経路に影響を及ぼす可能性にも注意が必要である。内外の災害と生産性、経済成長に関する先行研究によると、災害とその後の経済成長の関係は必ずしも一意的ではないが、ストック再建の新技术の取り込みや人的資本への投資拡大などを通じた生産性の向上が中長期的な成長の鍵となる。こうした点を敷衍すると、我が国の今後の復興に際しては、「無形資産」が重要であるといえよう。

（個別価格の上昇は見られるがデフレ基調は継続）

過去1年程度の物価動向を点検すると、物価の下落テンポは着実に緩やかになっている。また、食料品や日用品など日頃購入する機会の多い品目ほど、価格が上昇あるいは価格の下落テンポが緩やかになっており、家計が物価下落を実感する機会は少なくなっている。こうしたこともあって、バイアスを調整した家計の期待物価上昇率はプラスに転じている。しかしながら、個別商品価格の上昇や下落幅の縮小については、世界的な一次産品価格の高騰、あるいは直近では震災後の一部品目の一時的な価格上昇も影響しており、一般物価のデフレ基調は依然として継続している。また、震災による生産能力の低下を考慮しても、需給ギャップのマイナ

ス幅は依然として大きい。デフレ脱却に向けた課題は引き続き残る。

我が国でデフレ傾向が長期化している要因としては、マクロ的な需給の緩和基調が続いていること、そうしたなかで低めの期待物価上昇率が定着していることが挙げられる。一方、これらの要因の背後にある根本的な問題として、将来の期待成長率の低さが指摘されている。そこで、成長期待の構成要素のうち特に人口動態に着目すると、生産年齢人口の予想増加率の低い国は期待成長率が低く、期待物価上昇率も低くなる傾向が観察された。我が国では生産年齢人口の減少が続くと見られることから、デフレ脱却のためにも、生産性上昇率を高めることで期待成長率を引き上げていく必要がある。

金融資本市場については、株価や為替を中心に、震災直後に大幅な変動を示した。しかし、日本銀行による潤沢な資金供給や欧米諸国との協調介入もあり、こうした市場の変動は震災後1週間程度で安定化した。震災の実体経済への影響が続くなかで、金融資本市場の安定は極めて重要である。より長期的な課題としては、潤沢な資金供給が金融部門の外にまで広がり、経済全体の資金量が拡大することがデフレ状況の改善のためにも必要である。

(震災復興のための財政対応は中期的な財政健全化の枠組みと整合的に)

我が国の財政は、フローで見てもストックで見ても赤字である。歳出面では、社会保障支出の継続的な増加という構造要因に加え、毎年の振幅の大きな財政運営が歳出動向を不安定にしている。歳入面では、社会保障の継続的な増加に対応する安定財源がないことが、収支悪化の要因となっている。ストック面として財政のバランスシートを試算すると、国債の増加等により、債務超過が拡大している。財政健全化は喫緊の課題であり、東日本大震災の復旧・復興対応と中期的な財政健全化のフレームは両立させる必要がある。阪神・淡路大震災後においては、被災地の財政支出拡大と全国ベースで見た財政動向は必ずしも一対一ではなく、選択と集中が行われていたことが示唆された。

また、財政健全化と経済成長の両立は我が国経済にとって不可欠な要素であるが、OECD諸国の過去の事例を調べると、財政再建期間中であっても必ずしも経済成長率の低下は生じていないこと、さらに、財政再建期間の終了後に経済成長率がむしろ高まった国が多いことも明らかになった。その内容を見ると、財政再建後に経済成長率を高めた国は、歳入増加努力とともに歳出抑制、特に政府消費の抑制に取り組む傾向があった。

高齢化等による社会保障支出の増大は、先進国に共通する財政面での課題である。しかし、欧米諸国においては、社会保障支出の増大が歳出全体の拡大につながっているとは限らず、社会保障支出の増大と歳出全体の抑制を両立している国が多いことも示された。また、官民合わせた社会保障部門を成長産業と捉えた場合、我が国では成長の源泉が労働投入の拡大に偏っていることも明らかになった。社会保障産業は、我が国の雇用拡大には寄与しているが、それが持続的な成長産業となるためには生産性の向上に取り組むことが重要である。