

NIRA  
政策レビュー

伊藤元重 編集

2011.1

No.50

2011年の経済を  
読む

## Policy Review

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤元重

## 世界的課題から個別問題へ

2011年、世界経済は新たな局面に移行しようとしている。2008年9月のリーマンショック以来の世界的な経済危機に対して、世界中の国がほぼ同じような政策をとってきた。大胆な金融緩和策をとり、前代未聞の規模とも言える財政刺激策をとり、世界的金融危機からの脱却を図った。先進国も新興国も例外なく、世界中の国がこうした政策をとってきたのだ。世界全体が協調路線をとって、世界的な経済課題に対応してきたと言ってもよいだろう。

2010年の世界経済の成長率が高かったのは、こうした大規模な政策が成功したからだと言ってよい。世界経済は金融危機からの脱出に成功した。しかし、前代未聞とも言える大胆な経済政策にもかかわらずというのか、あるいはそのような政策の結果というべきなのか、世界のそれぞれの地域は新たな経済的課題に直面している。2010年の後半、こうした問題が次第に顕在化してきた。2011年は、この新たに生じている問題への対応が各国の経済政策上、大きな課題となる。

2010年が、金融危機からの脱却という共通の課題への対応であるとしたら、2011年は各地域がそれぞれ異なった課題への対応に追われることになりそうだ。世界の各

地域が直面している課題については、この号で専門家の方々が詳しく分析している。

米国では、長期的なデフレ（1990年代の日本の状態を想定した「日本化」）を避けて景気を浮揚させることが大きな課題となっている。欧州では、ギリシャやアイルランドで起きた財政危機が他の国へ波及しないように努めるとともに、共通通貨ユーロを守るために財政面での協調にまで踏み込んだより強固な通貨制度への移行を模索することが求められる。そして、中国をはじめとした新興国では、インフレや資産バブルを抑制しながら高い成長を維持することを目指す。

それぞれがまったく異なった政策課題に取り組むことが求められる中で、為替レートの動向が国際的な場で論議されることが続くだろう。米国の緩和的金融政策は新興国への大量の低金利資金の移動を招き、新興国で資産バブルを起こす原因になっていると、新興国は批判する。一方の米国は、中国の為替管理政策を強く批判し続ける。そうした中でも、米国の経常収支赤字や中国の経常収支黒字はピーク時に比べれば相当程度縮小しており、ある意味ではグローバルインバランスの問題は緩和されつつある。

為替レートが国際的な場で大きな論議になっていることは、日本にとっても無関係ではない。米国は積極的な

## 視点 論点

ポール・シェアード…………… 4  
野村証券 グローバル・チーフ・エコノミスト  
兼 経済調査部部長

伊藤隆敏…………… 7  
東京大学大学院経済学研究科 教授

白川浩道…………… 10  
クレディ・スイス証券 経済調査部長  
兼 チーフエコノミスト

河野龍太郎…………… 13  
BNPパリバ証券会社 チーフエコノミスト

金融緩和を続けていかざるをえないだろうし、欧州も財政問題の不安の中にある。ドルやユーロを大きく引き上げる要因は今のところない。中国の人民元への切り上げ圧力は続くだろうが、中国政府は切り上げのスピードをできるだけ遅くしたいようだ。結果的に円高の圧力が今後とも強まる可能性は否定できない。日本経済の実態を反映した円高であるわけではない。ただ、日本に円高を避ける政策手段があるわけではない。円高が続けば、日本の景気がさらに失速することが懸念される。

もっとも、今の円高が以上で述べたようなグローバルなマクロ経済動向の結果で起きているものであり、日本経済の好調さから生まれているものではない。グローバルな資金の流れが変化すれば、一気に円安方向に動く可能性も否定できない。為替レートは今年も大きな波乱要因となりかねない。

## 日本はデフレから脱却できるのか

各国、各地域がそれぞれまったく異なった問題に直面しているように、日本経済も独自の問題を抱えている。その一つがデフレの問題である。この10年、日本は基本的にデフレ基調であった。こうした例は他にはない。慢性的な需要不足という問題の結果がデフレであるが、同時にデフレが経済回復を妨げているのだ。

デフレが続くかぎり日本経済の早期回復は難しい。膨大な債務を抱えている政府にとって、デフレは財政運営をさらに厳しいものにしていく。債務は名目値で固定されているのに、デフレで税収の絶対額は縮小しているからだ。デフレが解消して穏やかなインフレになれば、政府の財政運営も少しは楽になるのだが。

家計や企業にとっても、デフレのもたらす問題は大きい。人々のデフレマインドの強いことがデフレの続く大きな要因であるが、デフレマインドの中では消費も設備投資も簡単に拡大するものでもない。消費や設備投資が低調であれば、雇用も増えようがない。政府は雇用拡大のために様々な政策を行おうとしているが、デフレマインドが解消しないかぎり、雇用に拡大させていくことは難しい。デフレという現実が人々のデフレマインドをさらに強固なものにしていく。デフレマインドが強まれば、ますますデフレから脱却することが難しくなる。日本経済は深刻なデフレスパイラルに陥っているのだ。

デフレは日本経済が抱えている様々な構造問題の結果でもあるが、同時にデフレが日本経済の問題をますます深刻にしている面もある。早急にデフレから脱却することが日本経済の回復にとって必須の条件であるが、残念ながらその特効薬はなさそうだ。

デフレ解消のために金融政策が重要であることは間違いない。ただ、一部の人たちが主張しているように、金融緩和政策を積極的に行えば魔法のように物価が上がり始めるものでもないだろう。比喩的な言い方をすれば、デフレは人間の体温が下がっている状況のようでもある。いろいろな問題で体温が下がっている。しかし、体温を上げるために熱いお湯の中に入れてよといふものでもない。体温を下げた根本原因を是正しないかぎり、対症療法的に体を温めるだけでは意味がないのだ。

日本経済の抱えているデフレが、金融的な問題だけでなく、より構造的なものであることは明らかだ。20年近く、日本のマクロ経済はデフレギャップを抱えてきた。潜在的供給に比べて需要が大幅に不足している。デフレギャップが続けば、物価も下落基調となる。デフレギャップの原因は、この号で専門家の方々が論じている点と関わっている。少子高齢化とグローバル化の中で、産業構造や雇用構造の変化、そして社会保障制度の変革が必要である。しかし、政府も産業界もそうした変化を先送りにして、目先の景気対策ばかりに追われてきた。そうしたものが積み積もって、デフレの罠から抜け出せないでいる。

こうした構造問題から脱却することが、デフレ脱却のためには是が非でも必要である。政府が実行しようとしている成長戦略の重要性もそこにある。経済が成長を続ける実感を感じ、実際に需要が出てこないかぎり、なかなかデフレマインドから抜け出せるものでもない。もちろん、金融政策も重要である。中央銀行に、より積極的なデフレ対策を打ち出すことを求める声は多い。2%程度の物価上昇が実現するような明示的な目標を中央銀行として打ち出すことは検討する必要がある。狭義のインフレーションターゲットの導入には中央銀行は消極的であるが、何らかの物価目標をより積極的に打ち出す必要はあるように思われる。

## 景気対策よりも長期的な政策を

経済成長率という景気指標で見ると、2011年はあまりよい年にはなりそうもない。そのように政府も民間の多くのシンクタンクも予想している。リーマンショック後に行ってきた経済対策のカンフル剤がそろそろ切れようとしている。エコポイントが終了すれば家電や自動車への需要が大きく落ち込むことはその典型的な例だ。金融危機からの脱出は実現したものの、欧米の先進国はいろいろと難しい問題を抱えている。中国のような新興国も経済の過熱で資産バブルやインフレが深刻になることを防ぐために、金融引き締め策に転じようとしている。こ

れまでの日本の景気回復の牽引車であった日本の輸出も、2010年の終わり頃から伸びが落ち始めている。

景気が悪くなると、また景気対策を求める声が出てくるだろう。ただ、過去の景気対策には、目先の苦しさを回避しようとする姿勢が強く、経済を本当の意味で元気にするものではなかったものが多い。対症療法的な景気対策を繰り返しているだけでは、日本経済の状況はいつにも改善しない。

2011年に日本が経済政策で何をやるべきか、国民の多くは分かっているのではないだろうか。一つは少子高齢化への対応として、社会保障制度を抜本的に改革することだ。消費税率引き上げのような国民への負担増を受け入れてもらうためにも、社会保障費の抜本的な改革が求められる。家計部門の消費が低調である一つの理由が、漠然とした将来への不安であることを考えると、社会保障改革を実現することで家計部門のより積極的な支出も期待できるはずだ。

第二に必要なのは、社会保障改革とセットとなった、増税である。90兆円以上の歳出に対して税収が40兆円にも満たない状況をいつまでも続けておくわけにはいかない。消費税率の引き上げが増税の中心になりそうだが、実際に税率を引き上げるまでには時間がかかることから、一刻も早い増税の決断が求められる。財政健全化の道をきちっと示しておくことは、経済を活性化させる重要なステップであるのだ。

第三は、成長戦略をスピーディーに推し進めることだ。成長戦略には様々な政策が含まれるが、ここでは中でも重要な位置を占める市場開放の重要性を強調しておきたい。昨年、TPP（環太平洋自由貿易協定）への参加を巡って国内で大きな論議が起きた。今年も、一方で農業の競争力をつける政策に積極的に取り組むと同時に、TPPをはじめとして、今取り組んでいる経済連携協定に早期に決着をつけてほしい。

これらの政策の重要性は今に始まったものではない。多くの専門家がその重要性を主張し続け、政府もそれに取り組むような姿勢は見せながらも、現実には本格的な取り組みもないまま現在にまで至っている。長期を見据えた大胆な制度の改革や政策の導入のなかったことが、現在の日本経済の低調の根本原因であると考えべきだろう。

## 異時点間の資源再配分を

急速な少子高齢化は、日本に大胆な異時点間（inter-temporal）の資源の再配分を求めている。現在から将来にかけての、産業活動、投資、グローバル展開、資金

活用などの長期的な資源配分である。将来さらに高齢化が進んでも国民が安定的な生活をおくることができるような資源配分が求められるのだ。残念ながら、これまでの日本はいくつかの点で資源配分の歪みを生み出してしまった。

第一は社会保障政策の改革の遅れである。将来予想される膨大な社会保障費の手当てが十分でないままに、政府債務だけが膨れ上がっている。公的分野で異時点間の資源配分の歪みが生まれている。第二は、産業構造が旧来の姿から大きく変化できないままに現況だ。建設土木、流通、国内製造業、住宅など、旧来の多くの産業で明らかな過剰供給が生まれている。マクロ的にはこれがデフレギャップになっているし、雇用面でもこうした分野からは大きな新規雇用は生まれにくい。需要が急拡大しているアジア向けに産業構造をシフトさせ、同時に高齢化で需要が拡大する医療や介護の分野に資源が移行するような制度設計が必要である。そうした資源の再配分が、高齢化する日本の経済を支えることになる。

こうした資源配分の歪みがあるので、国民は防御的な意味もあって、これも歪んだ行動をとる結果になっている。デフレマインドが広がっていることはその一つの現象でもある。将来の生活が不安なので支出を抑制して、巨額の金融資産を抱える家計部門。海外などに積極的な投資をしないで、手元資金を溜め込む企業。膨大な資金の運用先に困り国債の購入だけを増やす金融機関。潤沢な国債購入資金がもたらす低金利のおかげで、社会保障制度の改革に踏み込まないで債務を増やし続ける政府。こうした家計、企業、金融機関、そして政府の行動も、大きな異時点間の資源配分の歪みをもたらしている。

今こそ、こうした歪みを根本的に是正する大胆な改革が求められる。それが、公的分野における社会保障改革と財政健全化であり、民間分野の投資を刺激する経済の開放化であるのだ。少子高齢化とグローバル化という流れは、大変な規模の環境変化であるのだ。日本における資源配分についても、それに合わせた大胆な変化を実現することが求められている。

2011年の始めは、様々な不安と閉塞感で始まった。しかし、将来振り返ったとき、2011年あたりが日本経済の大きな転換点であった、と言えればよいのだが。

### 伊藤元重（いとう・もとしげ）

NIRA 理事長。東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学 Ph.D.。専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部教授、96年同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。最新編著は『東アジアの地域連携を強化する』（2010年9月）、総合研究開発機構。





# 金融危機の影が差す 世界経済の回復

ポール・シェアード

野村証券グローバル・チーフ・エコノミスト兼経済調査部部长

- 米国は家計の債務返済が、景気回復の足かせに
- ユーロ圏の財政危機の拡大は、世界経済における最大のリスク要因に
- 日銀は、強い決意でデフレからの脱却をはかれ

世界経済は、大恐慌以来最悪となる金融危機と景気後退を経験したが、その後順調に回復し、2010年は4.9%程度の成長となるだろう（購買力平価ウエートによる総計。以下同）。経済は、生産が急激に落ち込んでも、安定し、回復するという自律性を備えているが、今回の回復では、各国の政府及び中央銀行が危機に対応して積極的な金融、財政、金融安定化政策をとったことの方が重要な意味もっている。政策的措置により、グローバルな金融システムの崩壊や大恐慌の再来を回避し、さらに経済を回復軌道に乗せることができた。今後も景気の回復は持続し、2011年の世界経済は4.4%の成長となり、その内訳は、新興市場経済は6.6%、先進国経済は2.4%となる<sup>注1</sup>。

しかし、依然として世界経済は不安定な状態にある。好景気／バブル期に積みあがった“過剰”と金融危機の後遺症が、引き続き各国経済に対する重石となっているためだ。日本が自らの経験から熟知しているように、今回のような100年に一度か二度といわれるような危機は、長期にわたり経済に影を落とすこととなるだろう。政策担当者や政策当局は、必要な政策対応をもって金融危機の後遺症を克服する（特に、毀損したバランスシートを健全かつ正常な状態に回復させる）とともに、金融危機を引き起こす原因となったマクロ、構造及び規制上の不備を修正する必要がある。しかし、これは難しい課題であり、道を間違える可能性も高い。

大幅かつ持続不可能な経常収支の不均衡は、今回の世界金融危機の唯一の原因ではないが、重要な要因であった。この不均衡問題の核心は、膨らみ過ぎた中国の黒字と、膨らみ過ぎた米国の赤字にある。つまり、米国の過剰消費を賄うために、中国が過大な資金を米国に貸出し、

米国では、住宅価格の高騰と強いドル（人民元のドルペッグにより助長されていた）によって、収入以上の生活を享受することに家計が慣れきってしまったのである。

## 米国は家計のレバレッジ解消の逆風に直面

米国の家計は、過去と比較しても非常に高い水準の住宅関連債務を抱えており、債務を徐々に減らす必要があると考えている。家計の負債の対可処分所得比率はバブル期に約1.35倍まで上昇し、現在約1.2倍まで低下したが、この調子でいくと過去の水準（約0.9倍）に戻るにはさらに4～5年かかると見込まれる。家計が債務水準の引下げに熱心であれば、新たな住宅投資や消費のための借入れをしなくなり、金融政策（金利の引き下げ）がもたらす景気刺激効果は通常よりもかなり小さくなると思われる。家計の債務返済は、消費や投資の低迷を通じて、2011年以降も経済成長の足かせとなるだろう。

しかしながら、景気の二番底が起こる可能性は低い。連邦準備制度理事会(FRB)は金融危機の最中もその後も、金融面から景気を刺激するため極めて積極的に行動してきたし、今後も経済が徐々にデフレへと陥らないように、引き続き「必要なことは何でも」すると思われるからだ。バブル後の債務返済が進む中での金融政策は、通常よりも景気刺激効果が小さいことを、FRBは理解しているからこそ、政策対応をしかるべく修正してきた。フェデラル・ファンド金利をゼロ近くにまで迅速に引き下げ、より長期の債券を積極的に購入し、2008年8月末以降、バランスシートの規模を163%拡大したのである（2001年3月から06年3月にかけて日銀が量的緩和を実施した際、バランスシートは約35%しか拡大しなかったことを考え

れば、これがいかに積極的であるかは明らかである)。また、ブッシュ政権時代の減税及びその他の租税措置が2年間延長されたことにより、財政政策も引き続き景気回復を支えると思われる。住宅及び耐久消費財需要は、過去の平均と比べて非常に低い水準にあるが、このことは、これ以上落ち込むリスクが小さいことを示唆している。

米国経済の成長率は、2010年2.9%、2011年3.0%と予想される。潜在成長率をわずかに超える程度の成長では、失業率を引き下げる効果はほとんどないことから、2011年第4四半期の失業率は9.0%と高水準のままで推移することになろう。また、インフレ圧力が生じることは、米国経済に力強さが欠けることからまったく考えていないが、それよりむしろ、FRBのいわゆる“QE2”(量的金融緩和第2弾)が奏功すると考えられることから、段階的かつ緩やかにデスインフレ圧力が解消されるものと予想している。

## 財政危機に苦しむ欧州

欧州は2008年の金融危機がもたらした財政への後遺症に対処しようと努力しており、経済成長への厳しい逆風にさらされている。2010年初めにユーロ圏で発生した財政危機は、財政面での何らかの統合を進めなければ、欧州の通貨統合は持続可能ではないという厄介な事実を明らかにした。

1999年にユーロが導入されて以来、ドイツは特に周辺諸国と比較して競争力が増しているが、周辺諸国の多くは政府・民間部門に過剰な債務を抱えている。ギリシャのような国、つまり、ユーロ圏全般と比べて競争力が劣り、多額の政府債務残高を抱えている国でも、自国の通貨を減価したり、政策金利を引き下げることができない。その二つの手段をユーロ圏に委譲しているからである。競争力や財政上の資金繰りに対する市場の信頼を回復するためには、厳しい緊縮政策を実施しなければならないが、短期的に緊縮財政は経済成長を押し下げ、財政の持続可能性に懸念が生じる。ギリシャのような国では、ユーロ圏の各国政府やIMF(国際通貨基金)からの強力な公的金融支援を受けない限り、デフレを伴う緊縮政策を実施したり、債務不履行に追い込まれることを回避することはできないのである。

ユーロを崩壊させず、また、いかなる加盟国も債務不履行させないという決意で、ギリシャ向けに1,100億ユーロの金融救済措置を導入するとともに、欧州金融安定化制度(EFSF) - 常設の欧州通貨基金(EMF)の前身 - に5,000億ユーロを拠出することにより、欧州の政策立案者はユーロ圏を事実上の財政統合の方向へと押し進め

ようとしている。政策担当者は消極的かつ面倒な政治プロセスを経つつ、こうした措置を実施しているが、そうしなければ財政・金融両面での危機拡大という好ましからざるリスクを冒すこととなり、最終的にユーロの崩壊へとつながりかねない。

競争力が向上したドイツは、長期金利低下、ユーロ安、輸出需要の回復による恩恵を受けて、速やかに景気回復を続けていくだろう。しかしユーロ圏の周辺国では、一部では住宅バブルの崩壊、また緊縮財政による逆風に直面することにより、苦しい状況が続くと思われる。2011年のユーロ圏全体の成長率はわずか1.9%と予想しているが、これでは二桁の失業率を大幅に減らすには低すぎる。欧州の財政危機が拡大を続け、域外まで波及することが、2011年の世界経済にとっておそらく最大の下方リスクとなろう。

## デフレから抜け出せない日本

日本のGDPは、不況時に驚くことに10.1%も減少したが、これは、輸出が37%落ち込んだためである。その後、日本経済はかなり急速に回復してきたが、それでもなお実質GDPの水準は金融危機以前のピークを3.4%下回っている。日本経済は2010年に4.4%程度の成長が見込まれるが、2011年にはわずか1.1%の成長にとどまるだろう。2010年の成長は、純輸出と、家計消費を支えている財政措置によるところが大きい。海外の回復が減速し、円が強くなっているため、日本の回復はこのところ勢いを失いつつある。回復のペースは2011年上半年期を通じて急速に減速し、下方リスクが高まると予想される。しかし2011年半ば頃から、財政・金融政策や、アジアをはじめとする海外経済の回復ペースの再加速に支えられて、再び回復の足場を見いだすものと見込まれる。

日本の問題点は、バブルの崩壊後、1990年代に陥ったデフレから本当の意味で脱却していなかったこと、そして最近の金融危機や不況がデフレを悪化させていることである。デフレは日本経済に根付いてしまっており、日本が簡単にデフレから脱却できるとは考えにくい。現代のインフレ理論は、長期的なインフレの決定要因として、人々のインフレ期待の役割を重視し、またそうした期待を望ましい水準に固定する上で中央銀行の役割が重要と考えられている。人々のインフレ期待を望ましい水準にするには、中央銀行が信頼されることが必要だ。すなわち、望ましいインフレ率を達成するための手段を持ち、それを目標達成のために活用するという決意を持たなければならない。

経済がデフレにある、あるいはその脅威にさらされて

いる場合、政策金利がゼロまで引き下げられていたとしても、中央銀行には金融緩和を行う方法がまだひとつ残されている。それは、中央銀行のバランスシートの規模を拡大し、その構成を変えることである。それは、民間部門から資産を購入し、しかも、余剰準備金を購入資金に充てることによって実現される。これはいわゆる「量的緩和」であり、日銀は先駆者であるが、今回の金融危機に際しては、FRBとは違って不思議なくらいこの措置を利用することをためらってきた。FRBがバランスシートを163%拡大したのに対して、日銀は18%しか拡大しなかった。しかし、その後、日銀は10月に新たな「包括的緩和」政策を発表した。これは正しい方向に向かうための重要な一歩であるが、重要なことは、今こそ日銀が政府と協調してこの新しい政策手段を積極的に活用し、デフレをきっぱりと克服することを目指して、必要とされるだけ資産の買い取り規模を拡大することである。

## 中国の投資の巨大化

中国経済については、依然として非常に楽観的にみている。中国の2010年の成長率は10.2%、2011年は9.8%と、過去30年間の平均成長率の延長線上にあると予想している。金融危機及び世界的景気後退に対して、中国は、特に中西部へのインフラ投資を強化することにより対応した。世界の大半が景気後退に陥っていたにもかかわらず、与信の拡大を通じた急速な投資の伸びにより、中国は引き続き力強い成長を示した。農村部の所得が上昇し、都市部の中間所得層が育つにつれて、家計消費も活発化している。中国は金融危機を利用して、急速な経済発展にさらなる拍車を掛けてきた。

しかし、GDPにおける投資のシェアが50%に近づくことにより、中国経済は自らを投資の悪循環に追い込んでいる。投資の伸び率の著しい低下は全体としての経済成長率を大きく引き下げることになるので、中国は投資の高い伸びを維持する必要がある。世界経済の成長に対する中国の寄与は約3分の1と他のいかなる国よりもはるかに大きいことから、中国経済の減速は世界の経済成長に大きな影響を及ぼすと考えられる。日本を含むアジア経済への影響はとくに深刻となるであろう。

国内需要を積極的に独自の方法で刺激することにより、中国は世界の不均衡の是正に貢献している。世界的なリバランス、すなわち経常収支をより正常な持続可能な水準に戻すためには、「国内」（国内の消費、貯蓄、投資行動の変更）及び「対外」（為替レートの再調整を含む）のリバランスを組み合わせることが必要である。中国は、国内のリバランスを積極的に追求する一方で、

対外的なリバランスを取り入れることにはあまり積極的ではなかった。中国はむしろ、事実上のドルペッグ制により為替レートの管理を続けている。

こうしたアプローチの問題点は、資本がより自由に動くようになると、「中国が為替レートをターゲットとすること」と、「インフレ抑制を目的として国内の金融政策を運営すること」を両立させることは不可能だということである。経済が急速に成長し、所得水準が上昇していることから、中国の実質為替レートは時間とともに増価せざるを得ない。それが名目為替レートの増価を通じて起きることが許されないのであれば、国内インフレを通じて起きるであろう。これに対処するためには様々な引き締め策が必要となるが、あまり多くの策を一度に取ろうとすると、投資の抑制につながり、経済成長に悪影響をもたらすというリスクがある。

こうした現象は中国に限ったものではない。新興市場経済が力強く成長する一方で、先進国経済は強い逆風に直面し、長期間にわたり低金利を続けると見込まれる中で、資金は新興市場経済に大規模に流れ込んでいる。このことが為替レートに上昇圧力を与えており、これに対して政策担当者は為替介入や、資本規制やマクロの金融安定化政策を使いながら少しずつ抵抗している。こうした政策は国内経済の過熱やインフレを引き起こすというリスクがあり、それがまた政策による引き締めや、その行き過ぎによる景気悪化を招く可能性もある。

## 日本の責務

世界経済は依然として潜在的なリスクを抱えており、世界的な不均衡を是正しようとしているおりに、日本の政策担当者は自らの管理下にある国内政策に集中することが重要である。日本経済における最も顕著な特徴は、長期にわたり景気を悪化させているデフレである。デフレと闘うことこそ、中央銀行が真っ先に取り組むべき任務である。経済を名目不況から脱却させることができれば、あらゆる構造改革がはるかに実施し易くなるであろう。

「原文は英語。 [http://www.nira.or.jp/pdf/e\\_review50\\_psheard.pdf](http://www.nira.or.jp/pdf/e_review50_psheard.pdf)」

●注

注1 本稿で使われているデータは、下記の出典による。

Global Weekly Economic Monitor, NOMURA

連邦準備制度理事会、米国商務省、英国国家統計局、日本銀行、内閣府、総務省、China Economic Information Network

### ポール・シェアード (Paul Sheard)

オーストラリア国立大学Ph.D. (日本経済)、経済修士。リーマン・ブラザーズ・アジア・チーフ・エコノミスト、同グローバル・チーフ・エコノミスト兼経済調査部部長を経て、2008年より現職。現在、米国在住。日本には通算17年間在住、橋本内閣・小淵内閣では経済審議会小委員会委員を務めた。日本語による著書に、『メインバンク資本主義の危機』(1997年)、東洋経済新報社、ほか。



# 問われる先進国の政策対応

伊藤隆敏

東京大学大学院経済学研究科教授

- 新興市場国は内需がけん引役となり、先進国とディカップリングへ
- 中国の為替政策とアメリカの量的緩和に対して「通貨安競争」の批判
- 財政危機がスペインに波及すれば、現在の欧州金融支援体制では対処不可能に

2011年の世界経済は、基本的に2010年の傾向が継続することになろう。先進国の景気回復の足取りは重く、成長のエンジンは引き続き新興市場国である。アメリカでは、連邦準備制度が量的緩和を継続してデフレの防止と景気刺激に取り組む。ユーロ圏は、市場において、財政規律の弱い国（たとえば、ギリシャ、アイルランド）の国債の不履行懸念を抱えながら、欧州中央銀行（ECB）による国債買い入れが継続されるであろう。日本もデフレからの脱却は難しくデフレと低成長が続きそうだ。労働人口の減少が予測される中、企業の投資意欲も低調であり、デフレからの脱却はまったくメドがたたない。

一方、中国、インドをはじめとする新興市場国は、高度成長が続くであろう。経済は、先進国からの資本流入が続き、むしろ過熱気味となり、インフレの制御が大きな問題となる可能性のほうが高い。中国以外のアジアの新興市場国も中国への輸出が伸びることや、先進国からの投資の拡大により、成長率は高くなると思われる。特に、新興市場国はこれまでの欧米への輸出依存から、中国への輸出、また新興市場国地域内（たとえば、アセアン内）の内需がけん引役になっていることから、先進国の景気からの独立（ディカップリング）が起きつつある。

2010年に発生した「通貨戦争」（日本では「通貨安競争」と訳されている）は、2011年には、さらに戦線が拡大する可能性がある。通貨戦争では、アメリカが中国に対して人民元を切り上げるように圧力をかけ、新興市場国が、アメリカや先進国に対して金融緩和をしすぎないように抗議する、という図式となっている。新興市場国が通貨切り上げに抵抗して資本規制をかけるなどしていること、先進国の金融緩和状態がしばらく継続しそうなことから、

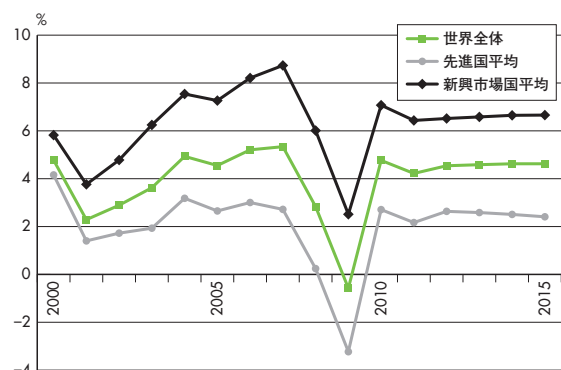
通貨戦争がおさまるとは思えない。

以下では、アメリカ、ユーロ圏、通貨戦争などのトピックについて簡単に説明しつつ政策対応についても考察する。

## 1. 成長センターは新興市場国

IMF（2010年10月WEO）によると、2011年の先進国平均の成長率は2.2%、一方、新興市場国平均は、6.4%と予想されている。2000年以降、成長率において、新興市場国は先進国を大きく上回ってきた。2006-07年において、新興市場国の平均成長率は、先進国のそれを、6%ポイントも上回っていた。リーマン・ショックの影響を受けた2009年は、先進国平均がマイナス3%に落ち込んだのに対して、新興市場国はプラス2.5%を確保した。2010年から2015年にかけても、新興市場国は先進国より4~5%ポイント上回ると予想されている。

【図表1】 経済成長率の推移



(出所) IMF, WEO, 2010年10月  
<http://www.IMF.org/external/pubs/ft/WEO/2010/02/WEOdata/WEOselagr.aspx>

## 2. アメリカの「苦悩」

アメリカは住宅バブルの崩壊に伴って、低い成長率、高い失業率が長期化、インフレ率が徐々に下落して、デフレに落ち込むのではないかと、政策担当者は心配している。つまり、1990年代の日本のような「失われた10年」になるのではないかと心配している。金融政策は、事実上のゼロ金利（政策金利を0.0～0.25%の間に誘導する）になり2年を経過したが、景気回復のモメンタムは弱い。2010年11月の中間選挙の結果、共和党が躍進したため、積極的な財政政策は打ち出しにくくなった。年末に減税の延長は決まったが、量的緩和と減税の組み合わせから、長期金利の上昇が起きて、景気刺激がますます難しくなっている。

2010年11月3日にその後8カ月かけて国債を6000億ドル購入するという量的緩和を行うこととした。しかし、量的緩和の効果について懐疑的な人もアメリカには多く、ゼロ金利・量的緩和にもかかわらず景気回復が起きない経済の「日本化」を心配している。

量的緩和（QE2）については、予想外に批判が多い。国外（新興市場国）からも通貨戦争を仕掛けているのではないかと、という批判もある。アメリカ国内では、QE2がもたらす実体経済の景気浮揚効果について疑問視し、これでは不十分だとする批判と、将来インフレ率が高騰する危険があるという批判がある。この二つは互いに矛盾した批判である。

前者の主張は、QEは日本でも効果がなかったし、アメリカでも量的緩和の効果のチャンネルが判りにくいとする。2009年1月の「信用緩和（CE）」（市場で買手を失った債券をFRBが直接購入）する際には、日銀が過去に行った「量的緩和」とは違うということが強調された。アメリカにおける金融崩壊を防いだとして、CEを導入したバーナンキ議長の評価は高い。これに対して今回のQE2が、過去の日銀のQEとどう違うのか、違わないのか、などについては、疑問を残したままである。

ハイパーインフレの懸念に基づくQE批判は、特にインフレ嫌いの共和党から出ている。11月15日には、元当局者やエコノミストら23人は連名で、バーナンキ議長に対し、「計画されている資産購入は通貨の価値引き下げやインフレへのリスクを伴い、雇用促進というFRBの目標達成にはつながらないと考える」とする公開状を発表した。

FRBは法律で物価の安定と完全雇用の維持という二つの目標を課されているが、デフレを防ぐためには、より鮮明にインフレ目標政策を採用すべきという議論も盛

り上がってきた。さらにインフレ目標政策の中でも、長期的に一定の率で消費者物価を上昇させることにコミットする「物価水準目標」（ある年にインフレ率が目標を下回ると、翌年以降にそれを取り戻すように高めのインフレ率を許容する）にコミットすべき、という議論もでてきた。

## 3. ユーロ圏の試練は続く

通貨ユーロは、2010年大きな試練にさらされた。5月には、財政危機に陥ったギリシャに対して、1100億ユーロにおよぶIMFとユーロ圏による支援、11月末には銀行危機を救済するために財政危機に陥ったアイルランドも総額850億ユーロにのぼるEUとIMFによる支援が行われた。財政問題を抱える欧州の国々（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン、頭文字をとってPIIGSとニックネームされた）へ危機が波及するのをおそれた、EUとIMFがいろいろな意味で異例の支援に踏み切った。しかし、アイルランド危機回避のあとも、ギリシャやアイルランドの国債CDSレートは高止まりしたままで、さらに財政危機・銀行危機がポルトガル、スペインへ波及するのではないかと、市場では受け止められている。もし、危機がスペインにまで波及した場合、現在の、EUとIMFによる金融支援の枠組み（欧州金融安定メカニズムと同ファシリティー）では規模が不足すると考えられている。

2011年の第一の課題は、金融危機がスペイン国債の発行や借換を難しくするような状況が発生するかどうかである。さらに、ギリシャやアイルランドが、支援の条件をみたしつつ財政再建をすすめ、2013年以降、現在のEUとIMFの支援から卒業できるのか、が中期的課題である。2013年度以降、欧州金融安定ファシリティーを発展的に解消して欧州版IMFを設立しようという議論も始まっているので、この中期的な課題の解決にメドがたてば、2011年度中にも、国債利回りスプレッドやCDSレートの低下などの欧州資本市場の落ち着きが期待できる。ただ、この欧州版IMFの交渉も、規律を求めるドイツとそれ以外の国の間で、交渉難航が予想される。

ECBは設立以来、原則として、伝統的に域内の国債の購入はしてこなかった。ユーロ圏の国債は格付けも異なり、特定の国の財政支援と取られることを嫌っていたからである。リーマン・ショック後の金融危機の中でも、域内の国債は購入しないという方針を貫いていた。しかし、ギリシャ危機をEU全体で支援することが決まると、2010年5月にこの原則を放棄、ギリシャ国債など域内国債の購入に踏み切った。これは、ECBが財政支援のた



めに国債を購入することを禁じた、リスボン協定125条に違反している、と考える欧州の学者は多い。2011年度もECBによる低格付け域内国債の購入は続くであろう。時価評価でECBが損失を出す可能性も高い。このため、ECBは増資を求めている。通貨ユーロの安定を図る意味でも、ECBの信認の強化は2011年の重要な課題の一つである。

ユーロ危機の中で、ギリシャ型の放漫財政に起因する財政危機と、アイルランドの銀行救済に起因する財政危機は区別して考えることも重要だ。アイルランドの2大銀行が海外からの資金を取り込んで、アイルランド国内の不動産バブルに貸し付けていたが、これがバブルの崩壊とともに不良債権化した。この2大銀行に資本注入をする、債務を保証するなどして、アイルランド政府は、銀行部門救済のために巨額の債務を負うことになった。これは、1997-98年のアジア通貨危機の折、健全財政であったアジア諸国が、通貨下落、国内経済停滞とともに銀行が債務超過となり、国による資本注入や債務保証のために財政危機に転化したことと同じメカニズムである。数年にわたり、生活水準を切り下げながら債務の返済を続けるということを意味している。

アジアでもそうであったように、通常の通貨危機であれば、通貨価値の下落を伴って、輸出振興による経済再建がてっとり早い方法である。しかし、統一通貨を持つユーロ圏の各国の場合は、この景気回復の手段がない。これはユーロ創設当初から、よく指摘されていた単一通貨圏の弱点である。

2011年度に、ユーロ圏の金融危機がより悪化する可能性はあるだろうか。財政危機がユーロ圏第4位のGDP規模のスペインに波及した場合は、現行の仕組みで対処が不可能となり、独仏がより巨額の支援に乗り出すのかが焦点となるであろう。

#### 4. 通貨戦争の焦点：中国

以上みてきたように、アメリカとヨーロッパはともに、通貨が減価する可能性が高い。アメリカはQE2による金融緩和、ヨーロッパは財政危機による通貨の信認の下落である。そうすると、消去法で円高になる可能性が高い。しかし、通貨動向の最大の焦点は、中国である。

低成長の先進国（特にアメリカ）は、高成長の新興市場国（特に中国）の為替切り上げが（先進国のみならず、新興市場国にとっても）望ましいと考える。高成長を遂げながら事実上、ドルへのペッグを継続する中国に対しては、アメリカからの政治的圧力は強まるばかりだ。アメリカは、中国が人民元の対ドル増価を嫌って、多額の

介入によるドルペッグを維持していることは、通貨価値を過小に維持する通貨安政策であると批判している。

一方、中国は慎重な姿勢を崩さず、名目為替レートの引き上げよりも、国内の賃上げとインフレによる実質為替レートの増価を選択している。

一方、新興市場国（特に中国）からは、アメリカはQE2によりドルの供給を増やして、新興市場国通貨を押し上げた、との反論が出ている。QE2は事実上のドル安政策である、と位置づける。グリーンSPAN前FRB議長も11月11日付の英フィナンシャルタイムズ紙への寄稿で、同様の議論を展開した。

さらに、QE2によるドル流動性の潤沢な供給は、新興市場へ資金が流入することとなり、経済過熱や資産価格の上昇（バブル）を引き起こしているとの批判も出ている。

#### 5. 日本の課題は財政再建

日本経済の最大の課題は「財政再建」である。2年連続で、税収が歳出の半分も賄えない事態が続いている。国債発行残高は、小泉首相時代には、30兆円を限度とする、ということで支出の抑制が行われていたが、世界金融危機を経て、いつの間にか、上限が44兆円になってしまった。債務が雪だるま式に増えていく維持不可能な経路にのっている。

OECDの計測による債務/GDP比率も、200%に近づいている。極めて異常な状態であるにもかかわらず、日本国債の利回りがいまだに2%以下である。このことから、まだまだ国債を吸収する余力はある、と考える人が多い。しかし、国債が低金利で取引されているということは、国債保有者は、一方に偏った金利リスクを負っていることになる。いったん、売り圧力が顕在化すると、売りが売りを呼ぶ状況にならないとも限らない。昨年春のギリシャと同じ状況になる。そのとき、どのような対処法があるのか、あまり選択肢は多くない。そのような危機になってからでは、危機対応には大きな生活水準の切り下げしかなく、国民の生活水準の大きな犠牲を伴う。そのようなことが起こらないように、一刻も早く、消費税率の引き上げを検討して、財政を健全化すべきだ。

#### 伊藤隆敏（いとう・たかし）

一橋大学経済学部卒業。ハーバード大学大学院経済学博士課程卒業（Ph.D.）。ミネソタ大学経済学部助教授、同准教授、一橋大学経済研究所助教授、同教授、東京大学先端科学技術研究センター教授を経て、2004年より現職。近著に、『日本経済の活性化—市場の役割・政府の役割』共編著（2009年）、日本経済新聞出版社、ほか。

# 構造改革は労働市場の 流動化に軸足を置き

白川浩道

クレディ・スイス証券経済調査部長兼チーフエコノミスト

- 雇用維持政策や高齢者再雇用等の企業慣行は見直しを
- 小幅の消費税増税では、社会保障制度の維持は不可能
- 長期失業の削減により、消費性向の高い若年層の消費マインド改善を

## 外生需要に偏った景気回復、国内個人消費活性化が急務

国内景気は2009年1-3月期を底に2010年7-9月期まで6四半期回復しているが、この間の実質GDPの増加は年率で4.9%に達した。しかし、成長のバランスは悪い。すなわち、需要項目別の寄与度をみると、純輸出が2.8%ポイント程度、耐久財消費が2.5%ポイント程度であり、両者を足し合わせると、5%ポイントを超える(図表1)。耐久財消費の大幅増が政府による家計向け所得支援措置(具体的にはエコカー減税・家電エコポイント制度)を背景としたものであることは明らかであり、過去1年半程度の国内景気回復は、ほぼ100%、外生需要(外需と政策需要)に依存したものであると解釈される。民需の自律的な回復の芽は全くみられていないに等しい。

こうした日本経済の現状は、“民需の自律的な回復を促進することが経済政策の最優先課題である”ことを再確認したが、民需の自律的な回復は国内個人消費の持続的な回復を必要とする。以下では、国内個人消費の持続的な回復を達成するための政策運営の方向性を論じる。

【図表1】 実質GDP成長率(年率)と寄与度分解

(2010年7-9月期の2009年1-3月期対比、%、%ポイント)

実質GDP	民間最終消費支出	(うち耐久財消費)	民間企業設備投資	政府最終消費支出	純輸出
4.9	1.7	2.5	-0.1	0.5	2.8

(出所) 内閣府、Credit Suisse

## 国内個人消費の構造的、趨勢的抑制要因①：高齢化

国内個人消費活性化のための政策を論じる前に、国内個人消費・所得の伸びを抑制している構造的、趨勢的な要因をみておこう。

第1には、高齢化の進展である。

高齢化の進展が個人消費に下押し圧力を与えるルートとしては、ライフ・サイクルを反映した1人当たり所得・消費の減少(日本の場合、給与所得・消費水準は40代終わり頃にピークアウトする傾向がある)が代表的なものである。また、少し長い目でみた場合、高齢化に伴って日本の技術革新力が低下するため、労働分配率が変化しなければ、家計所得が縮小する可能性もある。

さらに、高齢層の労働参加率が上昇傾向を続ければ、就業者所得に下押し圧力をもたらす。65歳以上の高齢層の労働参加率が不変であれば、向こう1、2年のうちに労働力人口が明確に減少を始める可能性があり、その結果、完全失業率が低下すれば、就業者の1人当たり賃金に上昇圧力がかかる可能性が高い。完全失業率と所定内給与前年比をプロットした、ごく単純なフィリップス曲線は日本ではそれなりに安定しているからである。しかし、60-64歳の労働参加率は上昇傾向にあり(図表2)、団塊世代の就労意欲は高い。65歳以上の労働参加率が上昇を始めれば、労働需給の引き締りによる賃金上昇は望めない(次に指摘するように、企業が過剰雇用を抱えているとすれば、なおさらである)。

## 国内個人消費の構造的、趨勢的抑制要因②：過剰雇用の存在

第2には、過剰雇用の存在である。

まず、1990年代初め以降、労働時間が趨勢的に減少傾向を辿っており（図表3）、その傾向は景気が循環的に拡大する局面においても変わらない。すなわち、2002年から2007年にかけての前回景気拡大局面においても年間実労働時間の平均は1830時間程度（総労働者）から1800時間弱まで緩やかに減少した。パートタイマー化が進展する中でパートタイマーの総労働時間が平均1160時間強から1110時間強に減ったことが基本的な背景である。

景気が拡大局面にあっても労働時間が縮小したことは、企業内に正規社員の過剰雇用が残存していることを強く示唆しているが、こうした過剰雇用の存在を確認したのが、足元2009、2010年における労働時間の下方屈折である。2008年秋のリーマン・ショック発生を受けて、2009、2010年の総労働時間は1720～1740時間まで一気に50時間以上（率にして4%程度）も減少した。

また、新規採用の削減も過剰雇用の傍証といえよう。日銀短観調査によれば、全産業・全規模のベースで2010年度の新規採用者数は前年度比23%弱も削減されたが、2011年度計画も2%減と緩やかな削減が継続する見通しとなっている。

### 国内個人消費の構造的、趨勢的抑制要因③：長期失業の増加

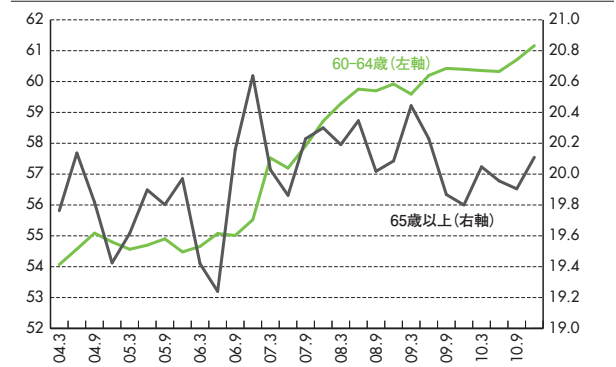
第3には、長期失業の増加である。

直近データ（2010年7～9月期）によれば、完全失業者325万人のうち、1年超にわたって失業している長期失業者は130万人弱と全体のおよそ4割に上る。国内金融危機が発生し、名目GDP水準がピークアウトした1997、98年における長期失業者比率は2割程度であり、過去13、14年という名目GDPの縮小局面において同比率はほぼ2倍になった（図表4、5）。

こうした長期失業の増加は消費マインドにかなり大きな下押し圧力をもたらしている。つまり、失業に伴う所得の期待損失は、基本的には、失業の予想確率、失業の予想期間という2つの変数の影響を受けるが、複数の実証分析の結果によれば、予備的な貯蓄動機の高まりは主として失業期間の長期化によって説明される。失業した場合、その期間が長期化するリスクを意識している就業者が消費支出を抑制する傾向があることが確認されているわけだ。

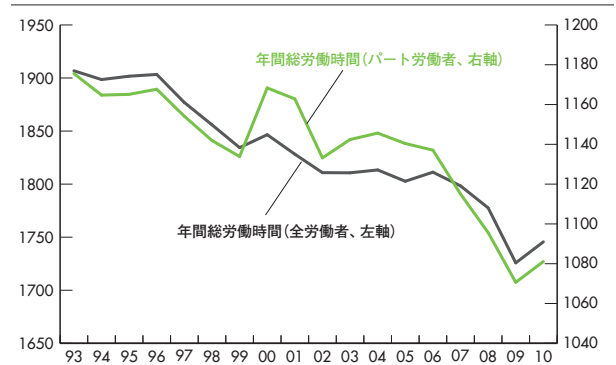
懸念されるのは、20代から30代前半の若年層で長期失業率が高いことである（図表5）。同世代は、限界消費性向が相対的に高い世代である。こうした世代の予備的

【図表2】 60-64歳、及び65歳以上の労働参加率



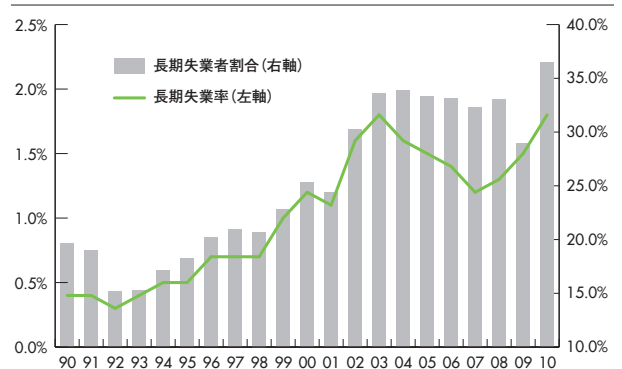
(出所) 総務省、Credit Suisse

【図表3】 実総労働時間（平均、年間）の推移



(出所) 厚生労働省、Credit Suisse

【図表4】 長期失業率と長期失業者割合



(出所) 厚生労働省、Credit Suisse

注：2010年は7-9月期までのデータ

【図表5】 長期失業率と長期失業者比率の年齢階層別の動き

	総数	15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	65-
<b>1997年平均</b>							
長期失業率	0.7%	1.2%	0.7%	0.5%	0.5%	1.0%	0.6%
長期失業者比率	20.9%	18.2%	17.5%	19.4%	22.5%	25.0%	42.9%
<b>2010年7-9月平均</b>							
長期失業率	1.9%	2.3%	2.5%	1.8%	1.7%	2.0%	1.0%
長期失業者比率	38.2%	26.5%	40.2%	39.1%	41.1%	39.6%	41.9%

(出所) 総務省、Credit Suisse



貯蓄動機が高まれば、個人消費に対する限界的なマイナス・インパクトも大きくなる。

## 労働市場の流動性を高めることが最優先課題

構造的、趨勢的な個人所得・消費の下押し要因が存在する中で国内個人消費の持続的回復を達成することは至難の業である。その意味においては、個人消費を下押しするリスクのある政策を可能な限り回避する、というのは1つの考え方である。

そうした観点に立った場合、まず問題となるのは、企業向けの雇用助成金のような雇用維持策である。場当たりの雇用維持策の最大の問題点は、過剰雇用の解消を遅らせ、労働市場の流動性を低下させることによって失業の固定化・長期化を促進する可能性があることである。

上記で論じたとおり、過剰雇用が存在しており、雇用者数が全体として伸びにくい状況で消費マインドを改善させるためには、長期失業者と現就業者の入れ替えを行うしかない。長期失業者を削減し、平均的な失業期間を短縮することで若年層就業者の予備的貯蓄動機を弱めるしかないのである。雇用拡大が困難であるという制約の下では労働市場の流動性を向上させる策に注力せざるを得ない。

しかし、当然のことながら、倒産していない企業が従業員を解雇することは容易ではない。政府も解雇を後押しすることはできないであろう。従って、現実的な対応策は、企業による定年退職制度の厳格化であろう。最近では、定年後もパートタイマーや非正規職員の形での就業継続を望む人が増えている。採用する企業も一定の技術や知識を身につけた高齢労働者を定年後に再雇用することに意義を見出していると考えられるが、こうした雇用慣行を見直さない限り、労働市場の流動性は低下し、若年層の就業機会が奪われるとともに、予備的貯蓄が増加するばかりとなる。

なお、1990年代の終わり頃から2000年代の半ばにかけて雇用リストラが拡大し、それが雇用不安、社会不安を招いたことへの反省が近年の労働市場の膠着状態を招いている可能性はあろう。しかし、当時の雇用リストラは、期待成長率が下方に屈折する中で、大手企業やその下請け企業が過剰雇用の削減に取り組んだものであり、雇用の流動化、人材の流動化とは異なる性質を持つ。この点をきちんと認識しておく必要がある。

## 問題ある消費税増税論

消費税増税論にも大きな問題がある。消費税増税によって社会保障制度の維持可能性を高めれば、将来不安がある程度解消され、消費性向が上昇する、との見方もある。しかし、こうした見方には与せない。

最大の問題は、小幅の消費税増税によって社会保障制度の維持可能性を高めることは不可能であるという点だ。単純に言えば、小幅の消費税増税によって社会保障制度に対する国民の信頼を高めることはできない。広く財政学者が利用している財政の維持可能性モデルに基づいて、政府負債GDP比の長期収束条件（社会保障制度の現状維持を前提）を求めると、名目トレンドGDP成長率がゼロの場合、所要消費税率は30%前後になる。

政府負債GDPの発散的な上昇を回避しつつ、社会保障制度の維持可能性を高めるためには、公的年金支給額や高齢者医療費の削減、年金運用の変更（目標運用利回りと非国債運用比率の引き上げ）といった構造改革を同時に断行することがどうしても必要になる。

## 国内個人消費活性化と構造改革

国内個人消費を活性化させることを目的にした経済構造改革のあり方を整理しなおせば、以下のようになろう。

最重要課題は、いうまでもなく、政府、企業が一体となった労働市場改革である。労働市場の流動性を高め、長期失業者を大きく削減することで、若年層消費者のマインドを改善させる必要がある。そこでは、過剰雇用の削減といった旧来型のリストラ策とは一線を画した対応が望まれる。政府の役割は長期失業者に対する職業訓練の強化、企業の役割は高齢者再雇用制度の見直しであろう。

もう1つの方向性は、社会保障制度と税制の一体的な改革である。社会保障支出の抑制に向けた年金マクロ経済スライド制の見直し、公的年金運用体制の強化（日本版SWFの創設を含む）と税制改革のコラボレーションである。税制改革については、個人消費の下振れリスクを最小化する目的から資産・貯蓄課税の強化を優先させるべきであろう。

### 白川浩道（しらかわ・ひろみち）

1983年に日本銀行入行。1991～1994年にOECD（経済協力開発機構、パリ）経済総局に出向。1999年に日銀を退職。2006年3月までUBS証券チーフエコノミスト、2006年4月から現職。

# 目標とすべきは一人当たり成長率 繰り返される過ち

河野龍太郎

BNPパリバ証券会社チーフエコノミスト

- 人口減少による「経済の老化」が深刻化。社会保障制度改革と税制改革が喫緊の課題
- 財政資金は需要の先食いではなく、雇用のセーフティネット拡充にこそ充当を
- 「一人当たりの潜在成長率」を高めるため、TPPへの参加など一層の規制緩和の推進が必要

## 失われた20年の原因

戦後最長であった2002～2007年の景気拡大局面は、結局、米欧の信用バブルや超円安によって支えられたものに過ぎなかった。それが持続可能なものでなかったことは、その後の輸出や生産の大幅な落ち込みを見れば明らかであろう。2009年の実質GDPは、欧米でバブル的色彩が強まる前の2004年を下回る。また、名目GDPを見ると、2009年の水準は1992年を下回る。既にそう呼ぶ人もいるかもしれないが、「失われた20年」という呼び方がいずれ定着することになるのだろう。

ただ、「失われた20年」の原因は一つではない。主たる原因は二つあり、「失われた20年」は二つのフェーズに分けることができる。周知の通り、フェーズ1（前半）における停滞の原因は、バランスシート問題（不良債権問題）である。1990年代初頭までのバブル期に積み上がった過剰ストックによって、資本収益率（自然利子率）は大幅に低下した。1995年に政策金利は0.5%まで引き下げられたが、自然利子率がゼロ近傍で低迷したため、景気を刺激することは出来なかった。大規模な財政政策も行われたが、成長率の押し上げは一時的で、自然利子率の回復には全く繋がらなかった。不良債権問題が解決し、自然利子率が回復するのは、厳格な会計基準が適用された2002年以降である。

フェーズ2（後半）における停滞については、未だに意見が大きく分かれるが、筆者は生産年齢人口や総人口の減少が主たる原因だと考える。人口減少は、総供給を抑制すると同時に、雇用者所得の低迷を通じ、内需を抑制する。バランスシート問題を解決し、ようやく経済の

正常化が始まると期待したら、2000年代に入って、「経済の老化」の影響が深刻化し始めたのである。

既に生産年齢人口（15～64歳）は1997年にピークを打ち、1998年から減少が始まっていたが、2000年代に入って減少が加速し、今や減少率は年率1%程度に達する。2006年には遂に総人口の減少も始まった。今のところ総人口の減少は小幅だが、労働の対価として所得を稼ぎ、消費を活発に行うという点から見れば、2000年代に入って生産年齢人口が減少を加速させていることの総生産、総所得、総支出への影響は大きい。

ただ、2002～2007年の景気拡大局面では、人口減少の内需への影響はあまり問題視されていなかった。これは、前述したように当時の日本経済が米欧の信用バブルと超円安によって空前の輸出ブームに沸いていたためである。グローバル化の進展を背景とした世界的な分業体制の一段の深化によって、ハイエンド商品の世界的な供給地として、日本に新たな成長機会、投資機会、雇用機会が生まれたのだと多くの人が錯覚した。人口減少がもたらす内需低迷も日本経済がグローバル化の波にうまく乗り、克服することができると楽観視された。しかし、米欧の信用バブル崩壊と超円安の修正に伴って、人口減少がもたらす内需への影響が顕わになってきた。

ちなみに、2005～2007年の円安は、実質ベースで見ると1985年のプラザ合意以前の円安に匹敵する。こうした超円安が生じた原因の一つは、日本の量的緩和政策や超低金利政策の長期化である。当時の欧米の信用バブルの膨張も、日本の超金融緩和が円キャリートレードを通じ、助長していた可能性がある。マクロ安定化政策として金融政策は有用だが、超低金利政策を長期化・固定化させ

ると大きな副作用が現れるということであろう。

## 人口減少はインフレ要因か、デフレ要因か

総人口や生産年齢人口の減少は、総供給の減少を意味するのであるから、需要超過をもたらすインフレ的に作用する、と考える人も少なくないであろう。そう考える人は、経済の低迷やデフレ環境が生じていることに対し大きな疑問を持つ。しかし、多くの構造問題と同様、潜在成長率を低下させる要因は、次のようなメカニズムによってデフレ的に作用する。まず、総人口や生産年齢人口の減少が予想されることで、企業の成長期待が低下し、設備投資や雇用、ひいては個人消費が抑制され、総供給に先行し総需要の伸びが低下する。その結果、需給ギャップが悪化し、デフレ圧力が生まれる。

あるいは、次のように考えることもできる。高齢化が進み人々の嗜好が大きく変化する。しかし、既存の供給構造は直ちに変わらない。特に高齢者が欲する新たな需要は、医療、介護の周辺分野に多いが、同分野には様々な規制が存在し、潜在的な需要が存在するにもかかわらず、新たな財・サービスを供給する経済主体の出現が阻害されている。一方、現役世代が減少するため、既存の財・サービスについては、過剰な供給力が恒常的に発生する。その結果、既存の財・サービスを供給する企業は恒常的な価格引き下げ圧力に直面する。

もちろん、この問題の本質は、相対価格の問題であり、適切な金融政策が取られていれば、理論上、一般物価への影響は遮断できる。ただ、相対価格に大きな影響をもたらす構造問題が頻出し始めた段階で、既に日銀はゼロ金利制約に直面し、伝統的な金融政策の有効性が失われていた。それゆえ、人口動態の変化がもたらす一般物価への影響を伝統的な金融政策で相殺することが困難になっていたのである<sup>注1</sup>。

## 誤った政策が事態を深刻化させる

経済成長率の低下が生産年齢人口や総人口の減少でもたらされているとすれば、それに対して、財政・金融政策などマクロ安定化政策を発動しても、効果がないことは明らかであろう。現在、筆者が懸念しているのは「失われた20年」のフェーズ1と同様、フェーズ2でも誤った政策対応が取られ、事態がさらに悪化するのではないかと、ということである。フェーズ1では、自然利子率を回復させるために、バランスシート問題を出来るだけ早く解決し、自然利子率を高めなければならなかった。しかし、監督当局が2002年まで採用していたのは猶予政策(forbearance policy)で、経済が回復し、資産価格が元

に戻るまで問題解決を先送りすることを容認した。監督当局が金融機関に先送りを促した、とも言える。一方、積極的な財政・金融政策を続けたが、バランスシート問題の解決にはならず、トレンド成長率は回復しなかった。

現在、「経済の老化」によって、設備投資は盛り上がりを見せ、状況が続いている。多くの企業は、海外での販売拠点、生産拠点の拡充に注力し、国内投資にはあまり積極的になっていない。多くの人は、「設備投資の増加こそ、経済成長の源泉」と考え、何とか国内の設備投資を刺激しなければならないと考えているであろう。確かに、持続的な経済成長のためには、資本ストックを充実させる必要がある。しかし、それはあくまで収益性の高い資本ストックを増やさなければならない、ということであり、どんな投資プロジェクトでも良いというわけではない。

2010年11月26日に4兆9千億円の緊急総合経済対策を盛り込んだ補正予算が成立した。「景気の踊り場」程度で拡張財政を行っていたのでは際限がないし、そもそも追加財政で需要を作る発想自体が適切ではない。残念ながら、未だに過ちが繰り返されているというべきであろう。裁量的な財政政策は、実施された段階では一時的にGDPを押し上げるが、公的債務の返済まで考えれば、長期的な財政乗数はゼロとなる。財政支出が民間の資源配分を歪め、資本収益性を低下させることを考えれば、長期的な乗数はマイナスとなる。

さらに、今回改めて明らかになったのは、追加財政が不要な経済の振幅を生むということである。緊急総合経済対策が策定された背景の一つには、エコカー購入補助金の2010年9月打ち切りによる乗用車販売の落ち込みへの対応がある。政策が自動車販売を相当に持ちあげたのは事実だが、新たな付加価値を生み出したわけではない。大規模な需要の先食いが行われ、政策や駆け込み需要の反動減から2010年10-12月は一時的にマイナス成長に陥る可能性もある。同じような振幅が家電でも生じている。

リーマンショック後の経済の落ち込みを緩和するため、追加財政は止むを得なかった、という反論はあるだろう。確かに、危機時には所得の落ち込みに対し、財政で将来の所得を前借りすることで、消費水準を平準化すれば、民間部門は経済厚生を高めることが理論上、可能となる。しかし、バブルで失われた需要は元には戻らない。つまり、欧米の信用バブル崩壊で落ち込んだ自動車や家電への需要を支える政策は正当化できないのである。

もちろん、何の処方箋も取るべきではなかったと言うのではない。総需要の悪化がもたらす失業に対し、雇用のセーフティネットを拡充することは大いに意味があっ



た。それは、所得の落ち込みに対し消費水準を平準化させるための有効な手段となり得る。需要を政府が作り出すのではなく、非正規雇用のセーフティネット設置・拡充のために財政資金を充当すべきなのである。

一方、日銀は2010年10月5日に包括的金融緩和として、資本コストやリスクプレミアムを低下させるため、ETFやJ-REITの購入を含む非伝統的な金融政策を決定した。積極的な金融政策を行ったという評価もあるだろう。ただ、資本コストやリスクプレミアムの一時的な低下によって投資が促されても、成長分野が現れ資本収益率が高まらなければ、新たな過剰ストックが生まれるだけという恐れもある。

### 一人当たり成長率を目標とせよ

それでは我々はどのような政策を行わなければならないのか。まず、政策の目標を「成長率のトレンド(=潜在成長率)」ではなく、「一人当たりの成長率のトレンド(=一人当たりの潜在成長率)」とすべきであろう。こうすれば、マクロ安定化政策によって、生産年齢人口や総人口の減少の影響を相殺しようという無謀な政策も取られなくなるのかもしれない。経済政策の中間目標として参照されるのも、「経済全体の成長率」ではなく、「一人当たりの成長率」でなければならない。早期に発想の転換が望まれる。

正しい政策目標を掲げた上で、喫緊の課題は、社会保障制度改革と税制改革であろう。人口増加を前提で作られた現在の社会保障制度や税制は、人口減少社会では持続可能性を失っている。膨張する公的債務の背景には、少子高齢化の進展による社会保障予算の膨張がある。財政破綻リスクが高まっているだけでなく、年金や医療、介護といった社会保障制度を通じて、現役世代から高齢

者に大規模な所得移転が発生していることも大きな問題なのである。社会保障制度の持続可能性に対する不信から、現役世代は支出を抑制し、「一人当たりの成長率」を低下させる大きな要因ともなっている。

税制や社会保障制度を人口減少社会の下でも持続可能なものに改革すると同時に、我々が行うべきことは、「一人当たりの潜在成長率」を高めていくための、規制緩和の推進である。それは、経済活動をより自由にすることを通じて、人々の創意工夫を引き出し、一人一人の生み出す付加価値をより高めていくことに他ならない。具体的な政策の一つは、TPP(環太平洋戦略的経済パートナーシップ協定)に参加することで、ヒト、モノ、カネの経済資源が国内外を自由に移動可能とすることである。「国を開くこと」は重要な成長戦略となる。

そもそも経済政策の目標は、人々の経済厚生の上向上であるが、その意味するところは、一人当たりの実質消費水準を持続的に向上させることであり、それを可能にするのは、一人当たりの所得水準を持続的に向上させること以外にない。つまり、「一人当たりの潜在成長率」を高めることである。「経済全体の成長率」の追求ではなく、「一人当たりの成長率」を追求することは、決して「豊かさ」の追求を放棄することではないのである。もちろん、経済全体の成長率を高めることができれば、それに越したことはないが、総人口や生産年齢人口の減少そのものは厳然たる事実として、抗うことなく、受け入れなければならない<sup>注2</sup>。そこから全てが始まる。

●注

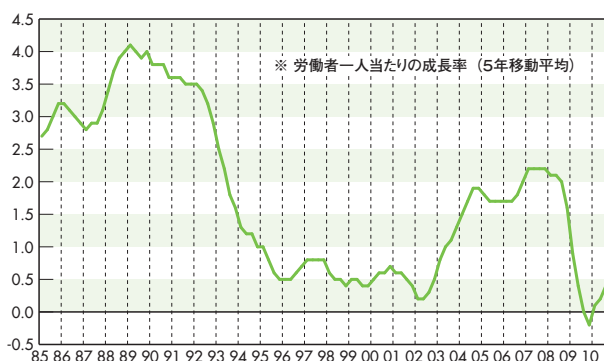
注1 それではデフレ圧力をどのようにして吸収すべきか。構造改革を進めることで自然利子率を引上げ金融政策の有効性を復活させる方法と、非伝統的金融資産をアグレッシブに購入しインフレ予想を醸成する2つの方法がある。

注2 生産年齢人口の減少を止めることは難しくても、就業率を高めることで、労働力人口の減少ペースを和らげ、労働供給の減少を多少抑えることは可能である。実際、高齢化の進展によって、労働市場から退出する人が増える一方で、女性の就業率の継続的な上昇によって、労働力人口は生産年齢人口の減少ほどには減少していない。今後、高齢者や女性の継続就業を促す政策は積極的に行うべきであろう。特に、女性の継続就業を可能とする政策は、平均的な日本の労働者の人的資本の水準を高めることから、「一人当たりの潜在成長率」の上昇にもつながると考えられる。

●参考文献

- 齊藤誠、2006年、『成長信仰の桎梏 消費重視のマクロ経済学』勁草書房。
- 西村清彦「最近の金融経済情勢と金融政策運営(包括緩和と成長基盤強化)」広島県金融経済懇談会における挨拶、2010年10月20日。
- 細野薫、2010年、『金融危機のミクロ経済分析』東京大学出版会。
- 藻谷浩介、2010年、『デフレの正体—経済は「人口の波」で動く』角川書店。
- 脇田成、2010年、『ナビゲート!日本経済』筑摩書房。

[図表1] 一人当たりのトレンド成長率(=自然利子率、%)



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

河野龍太郎(こうの・りゅうたろう)

1987年、住友銀行入行。大和投資顧問、第一生命経済研究所を経て2000年から現職。国家戦略室・財政運営に関する検討会、行政刷新会議・事業仕分けに参加。日経ヴェリタス「債券エコノミスト人気調査」3年連続首位。

世界経済は、2010年には想定以上のスピードで回復し、IMFの10月の見通しでは4.8%の成長が見込まれている。主要国で一斉に採用された財政刺激策が、連動しあうことで予想以上の効果を持って景気回復を進めた年だった。しかし、自律的な回復が進まない中で、景気対策や金融機関救済により主要国などで財政赤字が急拡大し、財政の持続性が問題となった年でもあった。ここにきて先進諸国では政策効果が一巡し、幾分回復速度にも停滞感がみられ、新興経済諸国ではインフレが進みつつあることから金融政策は引締め基調となり成長率は幾分鈍化している。2011年初にかけて、世界経済は幾分停滞気味となる可能性が高いが、その後は緩やかな回復を続けると見込まれる。

各国の経済情勢をみると、様々なリスクが存在する。アメリカでは、大幅な金融緩和策が継続される中、減税策の継続や追加対策が決定された。追加対策により回復が明確になることが期待されるが、財政赤字の拡大から長期金利をさらに上昇させる可能性がある。また、EUでは、財政危機問題に

よりユーロは大幅に下落し、ドイツは高い経済成長を実現したが、南欧諸国は依然低迷状況にある。ギリシャ、アイルランドで発生した財政危機は、大幅な国際的支援が行われ一応の安定を見ているが、危機がポルトガルやスペインに広がるのが懸念され、ドイツではさらなる支援策の採用に対する警戒感強い。南欧諸国では、財政健全性を確保するため大幅な財政削減を余儀なくされている。財政再建には、歳出削減だけでは難しく、輸出を増加させ経済成長することで税収を増加させることも必要となる。しかし、単一通貨制度の下ではこれらの国々に輸出増加のために十分な為替レートの下落が起こらず回復が遅れ、信用不安が再燃する恐れが残されている。アメリカをはじめとする先進諸国での超金融緩和は、高い経済成長に戻った新興経済諸国への資金の流入を促し、資産価格の高騰やインフレの要因となっている。また、過剰な資金供給は、金や原油といった資源価格の上昇も引き起こしている。

2010年の回復は各国の政策スタンスがそろったことで実現したが、2011年にはアメリカ、EU、新興経済諸国の経済情勢や政策スタンスが異なったものとなりつつある。経済政策は、金融緩和策が継続される中、EU諸国では、財政赤字削減を進めているのに対し、アメリカではさらなる財政赤字の拡大をいとわない政策が採用された。新興経済諸国では、人為的に為替を安めに維持しながら、金融政策を引締め基調に転換している。新興経済諸国ではインフレ、先進諸国ではデフレへの対応が求められており、こうした各地域の情勢の違いや政策スタンスの違いが続くことは今後の世界経済のかく乱要因となりうる。

日本経済も、2010年秋までは当初の想定以上の高い経済成長が実現したが、2010年秋口から2011年前半にかけては幾分減速することが見込まれる。しかし、企業の円高対応が進んだこともあり年央以降は世界経済の拡大から次第に回復軌道に戻ると見込まれる。しかし、依然としてデフレ状況から脱することはできず、財政赤字も拡大を続け、将来の財政負担増への恐れが家計の心理に悪影響を及ぼす可能性があり、景気回復が進むことで長期金利が上昇し、財政負担増となるとともに設備投資の抑制要因となることも考えられる。

[図表1] 国際通貨基金の10月見通し (2010年)

	見通し			2010年7月見通しとのかい離		4月と7月とのかい離	
	2009	2010	2011	2010	2011	2010	2011
世界	-0.6	4.8	4.2	0.2	-0.1	0.4	0.0
先進地域	-3.2	2.7	2.2	0.1	-0.2	0.3	0.0
アメリカ	-2.6	2.6	2.3	-0.7	-0.6	0.2	0.3
ユーロ圏	-4.1	1.7	1.5	0.7	0.2	0.0	-0.2
ドイツ	-4.7	3.3	2.0	1.9	0.4	0.2	-0.1
フランス	-2.5	1.6	1.6	0.2	0.0	-0.1	-0.2
イタリア	-5	1.0	1.0	0.1	-0.1	0.1	-0.1
スペイン	-3.7	-0.3	0.7	0.1	0.1	0.0	-0.3
日本	-5.2	2.8	1.5	0.4	-0.3	0.5	-0.2
イギリス	-4.9	1.7	2.0	0.5	-0.1	-0.1	-0.4
アジアNIEs	-0.9	7.8	4.5	1.1		1.5	-0.2
新興・途上地域	2.5	7.1	6.4	0.3	0.0	0.5	-0.1
中東欧	-3.6	3.7	3.1	0.5	-0.3	0.4	0.0
CIS	-6.5	4.3	4.6	0.0	0.3	0.3	0.7
ロシア	-7.9	4.0	4.3	-0.3	0.2	0.3	0.8
アジア途上地域	6.9	9.4	8.4	0.2	-0.1	0.5	-0.2
中国	9.1	10.5	9.6	0.0	0.0	0.5	-0.3
インド	5.7	9.7	8.4	0.3	0.0	0.6	0.0
ASEAN5	1.7	6.6	5.4	0.2	-0.1	1.0	-0.1
中南米	-1.7	5.7	4.0	0.9	0.0	0.3	0.0
ブラジル	-0.2	7.5	4.1	0.4	-0.1	1.6	0.1
メキシコ	-6.5	5.0	3.9	0.5	-0.5	0.3	-0.1
中東・北アフリカ	2.0	4.1	5.1	-0.4	0.2	0.0	0.1

(出所) IMF "World economic outlook 2010 October" などから作成

[NIRA ホームページ]

<http://www.nira.or.jp/index.html>

NIRA 政策レビューのバックナンバーをはじめ、NIRA の諸活動を紹介するホームページをご利用ください。

※ 本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。E-mail : info@nira.or.jp

NIRA 政策レビュー [No.50]

2011年1月31日発行 ©財団法人総合研究開発機構

編集発行人：伊藤元重 ●NIRA 理事長

編集主幹：加藤裕己 ●東京経済大学教授 / NIRA 客員研究員

NIRA 総合研究開発機構

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3 恵比寿ガーデンプレイスタワー 34階  
Tel. 03-5448-1735 Fax. 03-5448-1744 E-mail. info@nira.or.jp

再生紙を使用