

アベノミクスと日本の経済財政の行方

熊倉正修（駒澤大学経営学部）

要約

アベノミクス開始から三年余が過ぎたが、政府が約束した経済成長率やインフレ率の目標は達成されていない。それにも関わらず現政権が既存の政策を再考しようとならないのは、日本経済の状況を客観的に評価する意思がないことに加え、成長第一主義を標榜することによって財政がすでに破綻状態にあることを糊塗しようとしているためだと思われる。日本には長期的・現実的な展望の下で政府に責任ある経済・財政運営を求めるしくみが欠如しており、それが公的債務のとめどない累積の一因になっている。

1 はじめに

2012 年末に第二次安倍晋三内閣が発足し、アベノミクスと呼ばれる一連の経済政策が開始されてから三年半が経過した。安倍政権はデフレ脱却と経済再生を目標に掲げ、名目で年率 3%、実質で年率 2%の経済成長を目指している。日本銀行もそれに寄り沿う形で消費者物価の上昇率を年率 2%に引き上げることを約束し、2013 年から「量的・質的金融緩和」（通称「異次元緩和」）と呼ばれる金融緩和政策を推進してきた。しかし本稿の執筆時点でこれらの目標はいずれも達成されていない。

アベノミクスが所期の成果を挙げていないのは、想定外の事態が発生したためではなく、政府と日銀の日本経済に関する認識が誤っているからである。労働力の制約が強まっている日本において年率 2%の実質経済成長を維持することは難しく、無理にそれを達成しようとするか経済の安定性と効率性が損なわれる可能性が高い。また、近年のインフレ率の低迷には産業・就業構造の変化が深く関与しており、日銀が通貨量の増減を通じてそれを自由に操作できるとは考えることは誤りである。

アベノミクスの成果が捗々しくもないにも関わらず、政府と日銀はその妥当性を再検討しようとならず、いっそう過激な政策にのめり込んでいる。その一つの理由はそれを支持する人が少ないことだが、もう一つの理由はアベノミクスと日銀の金融緩和が政府財政の延命策の役割を果たしていることである。現政権は「経済

成長なくして財政再建なし」というスローガンを掲げているが、日本政府が負っている巨額の債務を考慮すると、仮に政府の成長目標が実現しても財政が再建される見込みはほとんどなく、現行の金融財政政策は事後的に成長政策の衣を借りた財政破綻の弥縫策だったと評価される可能性が高い。本稿において論じるように、今日の日本には現実的・長期的な将来展望の下で政府や日銀に責任ある政策運営を求めるしくみが存在せず、それが冒険主義的な政策を助長している。

本稿の構成は以下の通りである。まず、次節においてアベノミクスの方針を確認し、所期の目標が達成されていないことを確認する。第 3 節では、労働力の制約と賃金の動向に注目しつつ、アベノミクスの成果が捗々しくない理由を考察する。第 4 節では近い将来に財政の破綻が避けられないことを示し、アベノミクスがその延命役を演じていることを指摘する。第 5 節では本稿の議論をまとめ、今後の経済財政の展望とありかたを論じる。なお、本文の議論に関連するややテクニカルな分析を末尾の補論にまとめているので、必要に応じて参照されたい。

2 アベノミクスの方針と成果

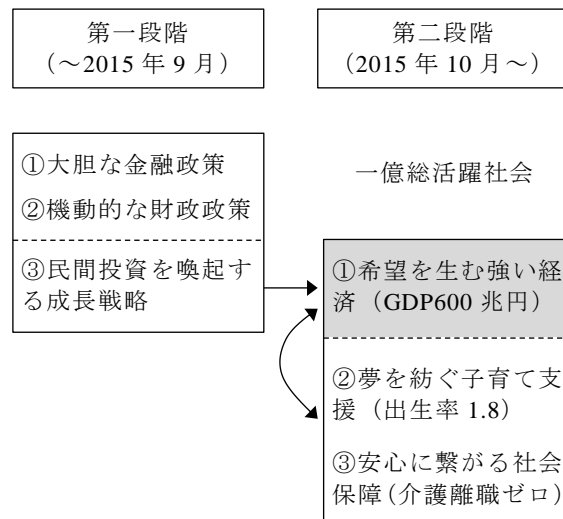
安倍首相は 2013 年 1 月の首相就任演説において、「長引くデフレや円高が、「頑張る人は報われる」という社会の信頼の基盤を根底から揺るがしている」「これまでの延長線上にある対応では、デフレや円高から抜け出すことはできませ

ん」と述べ、「だからこそ、私は、これまでとは元の違う大胆な政策パッケージを提示します」と宣言した⁽¹⁾。この「大胆な政策パッケージ」が後にアベノミクスと呼ばれることになる一連の経済政策である。上記の発言からも分かるように、アベノミクスは、近年の日本において「デフレ→消費・投資の低迷→経済停滞→さらなるデフレ」という悪循環が定着してしまっているという認識にもとづいている。また、現政権の発足から約半年後に発表された「日本再興戦略」には、「攻めの経済政策」によってデフレと低成長の悪循環さえ断ち切ることでさえできれば、「今後10年間の平均で名目GDP成長率3%程度、実質GDP成長率2%程度」、「2010年代後半には、より高い成長」の達成が可能だという認識が示されている⁽²⁾。

よく知られているように、当初のアベノミクスは、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略という「三本の矢」によって構成されていた。これらのうち、①は家計のインフレ期待を醸成して消費を喚起することや、実質金利を引き下げて企業の設備投資を増やすことを目的としていた。しかし国民のデフレマインドが払拭されて経済が動き出すまでに一定の時間がかかるとの予想の下、その間に政府が自ら需要を増やして景況を上向かせようとしたのが②である。そしてこれらの総需要管理政策が奏功している間に③によって供給力の増強を図り、自律的な経済成長に繋げてゆくというのが政府の筋書きだった。

その後、安倍首相は2015年9月に自民党総裁に再選された機会を捉え、「アベノミクス第二ステージ入り」を宣言した。第二段階のアベノミクスは「一億総活躍社会」のスローガンを掲げ、「希望を生む強い経済」、「夢を紡ぐ子育て支援」、「安心に繋がる社会保障」を新しい三本の矢に位置づけている。政府の説明によると、「希望を生む強い経済」は従来の第三の矢を発展させて経済成長の加速を目指すもの、「夢を紡ぐ子育て支援」と「安心に繋がる社会保障」は育児や介護の負担を軽減して女性の労働参加と出生率の上昇を目指すものだという⁽³⁾。

図表1 アベノミクスの基本方針



(資料)一億総活躍国民会議資料などをもとに作成。

第二ステージ入りを宣言する際には第一ステージの成果に関する客観的な評価があつてしかるべきだが、政府の文書や首相の国会答弁の中にそうしたものは見当たらない。そこでまず、当初のアベノミクスの目標が達成されているかどうかを確認しよう。図表2は安倍政権発足後の実質GDPとその主要項目の推移を示したものである。いずれの系列もアベノミクス開始直前の2012年第4四半期の値を100とする実質値である。比較の参考として、それ以前の時期において実質GDPが2012年第4四半期とほぼ同じだった2006年第4四半期の値を一番上の行に示し、その下に点線を引いている。また、2014年4月の消費税率引き上げ後に状況が一変したことを考慮し、2014年第1四半期と第2四半期の間にも点線を引いている。

図表2によると、2012年第4四半期から2014年第1四半期にかけて実質GDPは3.4%増加した。これは年率換算で約2.3%の成長率であり、政府の目標を上回る数値だった。しかし他の列を見ると気づくように、この時期の前半の成長は公共投資と輸出の増加によるところが大きく、後半の成長はもっぱら消費税率引き上げ前の駆け込み需要によるものだった。また、この時期には輸出の総量が堅調に増加しただけでなく、円安によって輸出企業の収益が大幅に改善した

図表2 アベノミクス開始後の実質国内総生産の推移

	実質GDP	家計最終消費	民間住宅	民間企業設備投資	政府最終消費	公的固定資本形成	輸出	輸入
2006Q4	100.1	97.1	133.8	110.3	91.7	112.2	103.4	95.3
2012Q4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2013Q1	101.0	100.7	101.1	97.8	100.7	105.3	103.7	100.4
2013Q2	101.7	101.8	102.4	100.7	101.3	108.7	107.1	104.1
2013Q3	102.2	102.1	106.2	101.0	101.4	114.0	106.6	105.7
2013Q4	102.1	102.1	109.8	101.9	101.4	114.7	106.8	108.8
2014Q1	103.4	104.8	112.6	106.7	101.3	113.2	112.7	114.8
2014Q2	101.3	98.7	100.3	102.4	101.0	108.9	113.2	110.6
2014Q3	100.6	98.7	92.8	101.9	101.3	110.2	114.9	111.3
2014Q4	101.2	99.4	92.9	101.8	101.7	111.4	118.7	112.6
2015Q1	102.4	99.4	95.3	104.9	101.9	109.7	120.7	113.8
2015Q2	102.0	98.5	97.0	104.0	102.3	111.0	115.6	111.8
2015Q3	102.5	99.0	98.0	104.7	102.5	108.9	118.6	113.1
2015Q4	102.0	97.9	97.5	106.0	103.3	105.3	117.5	111.9
2016Q1	102.5	98.7	97.4	105.2	104.2	105.4	117.6	111.3
2016Q2	102.6	98.8	102.2	104.9	104.5	107.8	115.8	111.3

(注)いずれも季節調整済の実質値。家計最終消費は持ち家の帰属家賃を含まない。輸入は控除項目。2016年第2四半期は一次速報値による。

(出所)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」をもとに集計。

ため、それが設備投資を下支えする効果を持ったと思われる。

消費税率引き上げ後に景況は悪化したが、これは一時的な駆け込みの反動ではなく、その後二年経ってもそれ以前のピークが回復されていない。実質GDPは2014年第2四半期から2015年末にかけてほぼゼロ成長となり、アベノミクス開始から2016年第2四半期までの通期でも年率0.7%の成長に留まっている。この成長率はアベノミクス開始前の15年間の成長率の平均値とほぼ同じであり、成長率のトレンドは変化していない。

個々の需要項目に関して2006年第4四半期と2016年第2四半期の値を比較すると、家計最終消費と民間設備投資、公共投資（公的資本形成）が横ばいないし微減、民間住宅投資が大幅減、そして政府最終消費と輸出入が大幅増となっており、これらが各項目のトレンドを表していると考えられる。今日の日本では住宅総数が世帯数を大幅に上回っており、世帯数も減少に

転じつつあるため、住宅投資が減少するのは当然である。しかし自民党政権はかねてから景気対策や建設業への利益誘導のために持家奨励策を続けている。現政権も住宅ローン減税の拡充や相続税の特例措置などによって住宅の購入や建て替えを促しているが、こうした政策は住居の供給過剰を深刻化させるだけで持続性に乏しい。次に、政府最終消費が増加しているのは高齢化によって医療費の支払いが急増しているためである。医療や年金などの社会保障制度は抜本的な改革が必要だが、政府がそれを躊躇うなら他の裁量的支出を思い切って絞る必要がある。2000年代には公共投資を削減する努力が行われたが、安倍政権はそれを景気対策や地方への利益誘導に活用する従前の手法に回帰してしまっている。

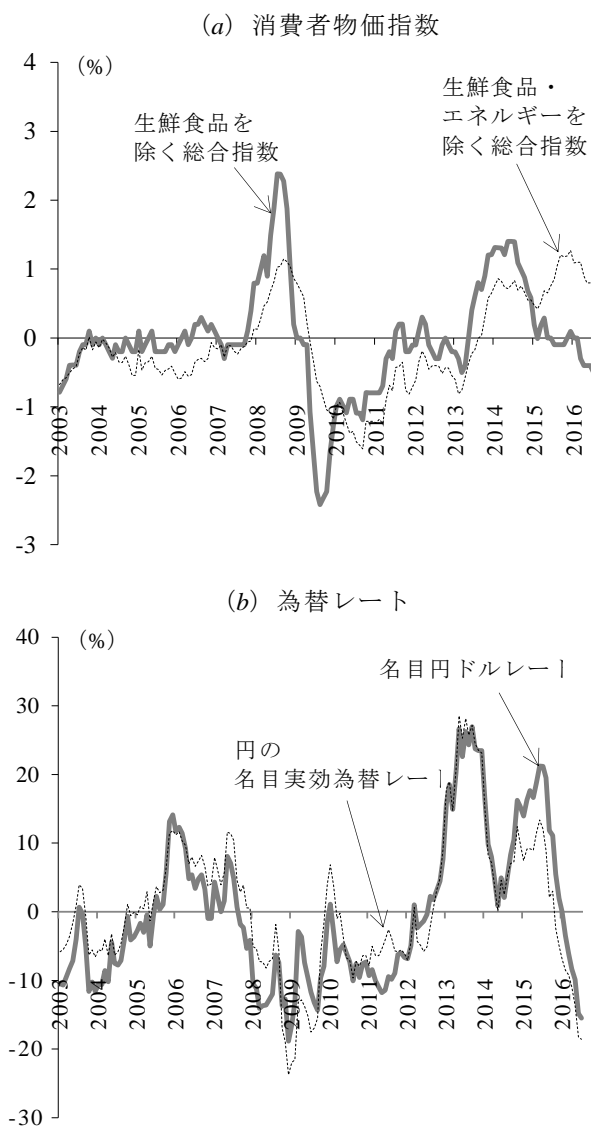
最後に、輸出と輸入が同時に増加したのは、経済の国際化によるものである。しかし日本では諸外国に比べてまだ外国との分業が十分に進んでいないため、こうした傾向は今後も続く

予想される⁽⁴⁾。ただし高齢化によって家計の貯蓄超過が縮小していることや、国内の工業部門が縮小傾向にあることを考慮すると、輸入が輸出を上回って増加することが自然である⁽⁵⁾。しかし「日本再興戦略」において「グローバル競争に勝ち続ける製造業の復活」や「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」といったスローガンが掲げられていることから分かるように、現政権は円安誘導や輸出促進による経済成長を志向している。これらのことを考慮すると、アベノミクスは「当初はうまくいったが後に息切れした」わけではなく、今日の経済状況に合わない需要喚起策によって景気を不安定化させただけだったと見るべきだろう。

次に物価の推移を確認しよう。安倍政権は「大胆な金融政策」を実施させるために、日銀の政策委員会に政府の意向に沿う人物を次々に送り込んできた。その筆頭が2013年3月に総裁に就任した黒田東彦氏である。黒田氏のリーダーシップの下、日銀は2013年4月に異次元緩和政策を開始した。この政策はCPI（消費者物価指数）の対前年比上昇率を2年程度の間、2%に引き上げることを目指し、長期国債などの金融資産を大量に買い入れるものである。過去の経験によると、CPIで測った物価上昇率はGDPデフレーターの上昇率を1%程度上回ることが多い。したがってCPIで年率2%というインフレ目標は名目3%、実質2%という政府の経済成長目標と整合的であり、日銀の目標が達成されなければ政府の目標も達成されない計算になる。

ただしここで注意したいのは、総務省が作成しているCPIの統計にはさまざまな指数の系列があり、どの指数を利用するかによって計算上の物価上昇率が異なってくることである。日銀はどの指数を基準として2%のインフレ率を目指すのかを明示していないが⁽⁶⁾、天候の影響が大きい生鮮食品をのぞく総合指数を従前から重視してきた。政策委員会のメンバーもこの指数の変化率を予想する形で将来の物価見通しを公表しているため、この指数で測ったインフレ率を2%に引き上げることを目指していると見るべきだろう。

図表3 物価と為替レートの推移



(注)いずれの系列も対前年同月比変化率。パネル(a)の消費者物価指数は機械的な方法で消費税率引き上げの影響を除去している。パネル(b)の為替レートは正の数値が円安を表す。円の名目実効為替レートは国際決済銀行のBroad Indexによる。(出所)総務省統計局「消費者物価指数」及び Bank for International Settlements, *Effective Exchange Rates* をもとに集計。

図表3のパネル(a)によると、「生鮮食品を除く総合」指数で測った対前年同月比変化率は異次元緩和開始時点でほぼゼロだったが、その後急速に上昇し、2014年半ばにいったん1.4%程度に達した。しかしその後再び急落し、2016年2月以降はマイナスになっている。したがってこの指標を基準とした場合、「2年程度でCPI上昇率を2%に引き上げる」という目標が達成されなかっただけでなく、異次元緩和時点の状

況と何ら変わっていないことになる。

ただし過去数年間の「生鮮食品を除く総合指数」の変化率は原油等の燃料品の輸入価格から大きな影響を受けており、その点を考慮する必要はある。エネルギー価格の下落による消費者物価の押し下げ効果が強まったことに慌てた日銀は、2016年初から公式のCPI統計を再集計した「生鮮食品とエネルギーを除く総合」指数を発表するようになった。パネル(a)に示されているように、この指数で測ったインフレ率は消費税率引き上げ後にいったん軟調になったが、2014年末から再び上昇している。

しかし「生鮮食品とエネルギーを除く総合」指数をもとに日銀の金融政策を肯定的に評価することは適切でない。第一に、もともと日銀が「生鮮食品を除く総合」指数を念頭に置いて金融政策を実施してきた以上、後になって別の指標を持ち出して「物価は上昇基調にある」と主張するのは一貫性を欠くだけでなく、国民の混乱を招く原因になる。第二に、ガソリンや電気などのエネルギーは家計の生計費を左右する重要な品目であり、CPIの総合指数に占めるウェイトも高い⁽⁷⁾。政府や日銀は単に物価を引き上げたいわけではなく、足元の物価上昇率を引き上げることによって国民のインフレ期待を醸成することを狙っているため、予想形成への影響が大きい品目は重視すべきだという考えも成り立つ。日銀が過去にエネルギーを含む指数に注目してきたのもそのためだった。

第三に、「生鮮食品とエネルギーをのぞく総合」指数に関しても、その上昇がインフレ期待の高まりによるものとは考えにくく、為替レートの動向を反映している形跡が認められる。図表2のパネル(b)に示されているように、2012年秋から2015年秋にかけて円の名目為替レートは近年経験したことがないほど大幅に減価した。生鮮食品とエネルギー以外の品目の中でアベノミクス開始後に目立って価格が上昇した品目を拾ってみると、IT機器や家電製品、衣料品、生鮮食品以外の食品など、いずれも輸入比率が高い品目であり⁽⁸⁾、海外との関係の薄いサービスの価格上昇率は押し並べて低い。また、2015

年末に円がドルに対して増価に転じると「生鮮食費とエネルギーを除く総合」指数の上昇にもブレーキがかかり、その後はほぼ横ばいで推移している。

安倍首相は就任演説で円高脱却の必要性を力説していたが、円の為替レートはアベノミクス開始時点でおおむね長期的な均衡水準にあったと思われる⁽⁹⁾。したがってその後の円安は均衡値から乖離する動きであり、2015年末以降の円高はその修正過程(の始まり)だったと思われる。リーマン・ショック前に急上昇した物価上昇率がその後の円高と輸出不振によってあっさりマイナスに舞い戻ってしまった経験も想起すると、安倍首相や黒田総裁の「デフレ脱却は目前」や「これほど持続的な物価上昇は、1990年代後半に日本経済がデフレに陥って以降、初めての経験」⁽¹⁰⁾といった発言には説得力がなく、希望通りに事態が展開していないことを糊塗するための強弁に近い。

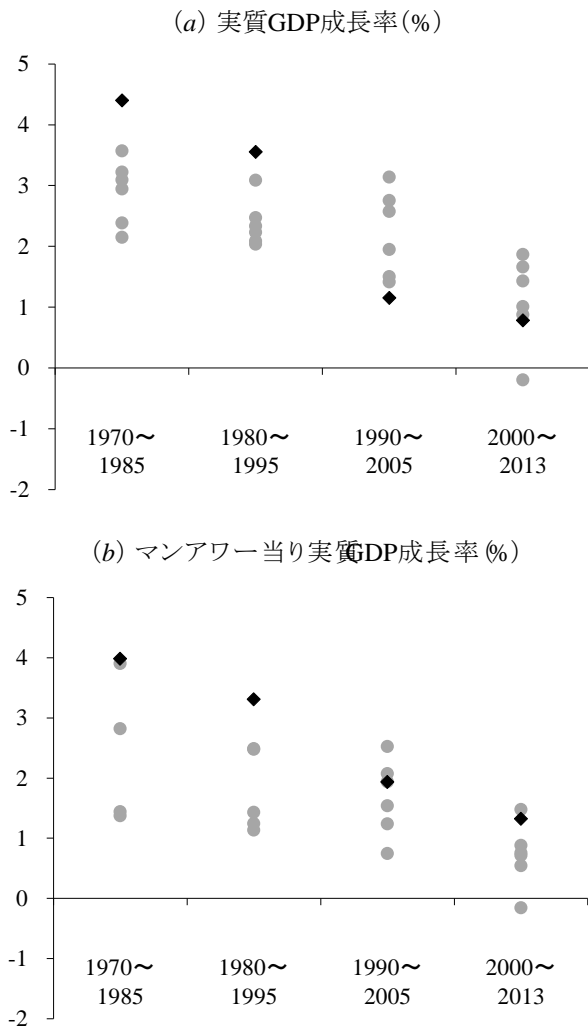
3 アベノミクスの目標の妥当性

次に、アベノミクスの目標がそもそも妥当なものだったのかを検討しよう。先述のとおり、安倍政権は「今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度、長期的にはより高い成長率を達成可能」だという前提で経済政策を運営している。名目経済成長率は物価上昇率によって左右されるため、以下ではまず「実質2%(以上)」という成長率の目標について考え、後に日銀のインフレ目標について検討する。

「年率で実質2%」という成長率の目標は特に野心的に感じられないかも知れないが、労働力の制約が強まっている日本においてそれが現実的かどうかは大いに議論の余地がある。図表3は、日本を含むG7諸国の経済成長率の推移を辿ったものである(短期的な景気変動の影響を均す目的で15年間の平均値を示している)。パネル(a)において実質GDPの成長率の推移を観察すると、日本の値は1980年代までG7の中で格段に高かったが、その後に大きく落ち込み、最近是最下位に近い水準で低迷している。この

グラフを見ると、近年の日本経済のパフォーマンスがいかに悪く、その本来の力が発揮されていないように見えるかも知れない。また、他の国々の中に年率 2%に近い成長率長率を維持している国がある以上、日本にそれができないはずがないと考える人もいるだろう。政府の「日本再興戦略」にもそうした考えが示されている。

図表 4 G7 の実質経済成長率の推移



(注) 濃い四角が日本、薄い丸が他の G7 諸国 (アメリカ、カナダ、イギリス、フランス、ドイツ、イタリア) を表している。

(出所) OECD.stat をもとに集計。

しかしここで注意すべきなのは、近年の日本の経済成長率の低下の相当部分が労働投入量の減少を反映していることである。政府は、中長期的に労働生産性を年率 2%以上のペースで上昇させることが可能だから、実質 GDP も年率

2%ないしそれ以上のスピードで成長できると説明している⁽¹¹⁾。労働生産性とは労働投入量 1 単位当たりの付加価値のことである。したがって政府は将来に渡って日本の総労働時間が不変にとどまると言っていることになる。これは現実的な想定だろうか。

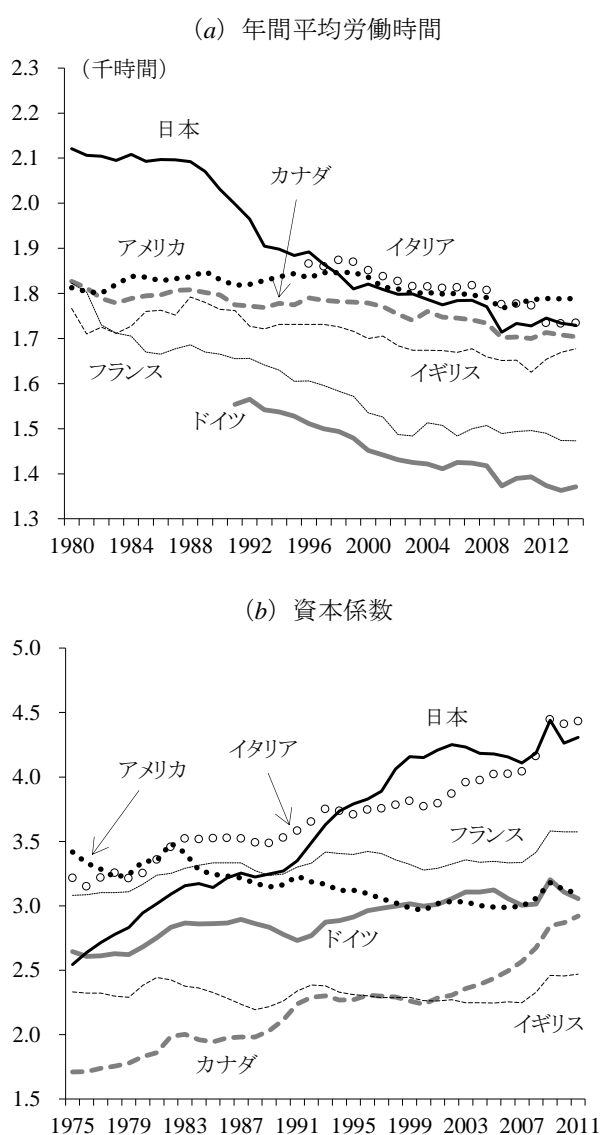
図表 3 のパネル (b) は、先の実質 GDP 成長率から各国の総労働時間 (就業者総数×平均労働時間) の変化率を引いて算出したマンアワー当たりの実質 GDP の伸び率を示したものである⁽¹²⁾。パネル (a) に比べて日本の成長率の落ち込みは小さく、1990 年代以降も 1.5%前後の水準を維持している。直近の 2000~2013 年はアメリカに次ぐ第二位であり、G7 の中ではかなり良好なパフォーマンスだったと言える。

近年の日本において実質 GDP 成長率とマンアワー当たり実質 GDP 成長率のギャップが大きかった理由は、少子高齢化によって労働人口が減少し始めていること、そして国民の平均労働時間が減少傾向にあることである。図表 5 のパネル (a) に示されているように、日本の被雇用者の年間平均労働時間は週休二日制が普及した 1990 年前後に大きく減少し、その後も少しずつ減少している。ただし 1990 年代以降の減少はもっぱらパートタイム労働者の増加によるもので、正規職のフルタイム労働者の年間平均労働時間はあまり変化していない⁽¹³⁾。また、日本では被用者が報告した執務時間と雇用側が記録した執務時間間に大きな乖離があり、相当のサービス残業が行われている可能性が指摘されている⁽¹⁴⁾。これらのことを考えると、日本人の労働時間はまだまだ長いと見るべきである。

国立社会保障・人口問題研究所の推計によると、日本の 20~64 歳人口は今後 15 年間に年率 0.8%程度のスピードで減少し、その後の 10 年間には年率 1.6%程度のペースで減少する⁽¹⁵⁾。その中で総労働時間が一定にとどまるためには、国民の労働参加と平均労働時間が持続的に増加する必要がある。第二段階のアベノミクスでは女性や高齢者の労働参加促進が重視されているが、仮にそれが奏功したとしても、それによって総労働時間の減少が軽減される効果は一過性

のものにすぎない。労働政策研究・研修機構（厚生労働省所管の独立行政法人）がアベノミクスの目標を織り込んで将来の労働力を推計し、2030年までほとんど労働投入量が減少しないというシナリオを描いているが⁽¹⁶⁾、その内容を検討すると、そうしたシナリオがいかに非現実的かがよく分かる。なお、この推計は他の政府機関の推計のインプットとしても利用されているため、稿末の補論Cにおいてその問題点を議論する。

図表5 G7の労働時間と資本係数の推移



(注) 年間平均労働時間はパートタイム労働者を含む被雇用者の平均値。

(出所) OECD.stat と Penn World Table をもとに集計。

上記の諸点を考慮すると、今後女性や高齢者

の就業が多少進んだとしても、日本の総労働時間は中長期的に年率1%前後のスピードで減少する可能性が高い。このことは、政府の目標である2%超の実質GDP成長を実現するために、年率3%以上の労働生産性の上昇が必要であることを意味している。しかし図表4のパネル(b)に示したように、G7の中で1990年代以降にこうした高い生産性上昇率を維持している国が存在しない。2000~2015年の日本のマンアワー生産性の平均上昇率が年率1.3%程度だったことを考えると、将来の実質経済成長率はゼロ%の近傍で推移することになると思われる。

それでも政府は高い目標を持つことは悪いことでない、あるいは労働力が減少しても資本を増やせば2%成長は可能だと主張するかも知れない。事実、アベノミクスは一貫して企業の設備投資を成長戦略の中心に位置づけている。日銀も「成長基盤強化を支援するための資金供給」や「貸出増加を支援するための資金供給」などを通じて企業に投資資金を供給だけでなく、投資に積極的な企業の株式を集めたETF（上場投資信託受益権）を優先して買い入れることにも着手している。

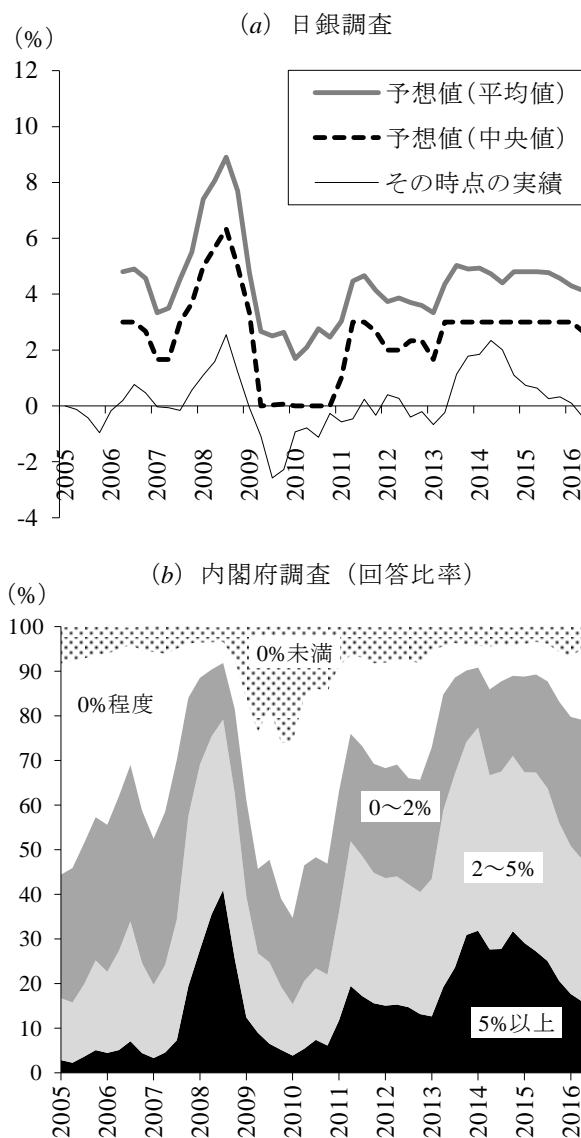
しかしこうした人為的な投資奨励策は目先の総需要を増やすことには貢献しても、持続的な経済成長にとってはむしろ有害だと思われる。図表5のパネル(b)によると、日本の資本係数（資本ストックの実質GDPに対する比率）は他の先進諸国に比べて高く、しかも上昇傾向にある。このことは、機械や建物を大量に投入してもなかなか付加価値に結び付かなくなっていることを意味しており、非効率な投資が行われているか、あるいは資本が有効活用されていないことを示唆している⁽¹⁷⁾。日銀は長期金利を引き下げて企業の設備投資を促進しようとしているが、異次元緩和開始時点で民間銀行の新規貸出の実質金利（約定金利からCPI上昇率を引いた値）は1.2~1.5%程度にすぎず、図表1において設備投資が堅調だった2013年末から2014年初頭にかけていったんマイナスになった後、再び異次元緩和開始時の水準に回帰している。したがって日銀が主張するように異次元緩和が

投資刺激効果を持ったとすると、ほとんどリターンが見込めない質の低い投資プロジェクトを大量にファイナンスしてしまったことになる。そうした投資は日本経済の長期的な成長力を損なうだけでなく、資本の維持費用を増加させ、国民の可処分所得を減少させてしまうだろう。

次に、CPI ベースで年率 2% というインフレ目標の意義を再考してみよう。黒田首相はかねてから「2%のインフレ目標はグローバル・スタンダード」だと強調している⁽¹⁸⁾。とはいえ、インフレ目標を達成するためなら何をやってもよいわけではないし、インフレ率が 2% に達すれば経済活動が一気に活性化することが保証されているわけでもない。実際、最近では諸外国でも単純なインフレーション・ターゲティングの弊害に関する問題意識が強まり、物価の管理と他の政策目標（金融システムの安定など）をいかに両立するかが真剣に議論されている⁽¹⁹⁾。政府と日銀は国民の間にデフレ予想が定着したことが日本経済の長期停滞の主因だと主張しているが、先に見たように、近年の日本の経済成長率は他の先進諸国と比べて遜色がなく、それを長期停滞と呼ぶことが適切だとは思われない。また、以下で見るように、国民の間にデフレ予想が蔓延していると言えるかどうか大いに疑問である。

図表 6 は、日銀と内閣府が家計を対象として定期的実施しているアンケート調査のうち、1 年後にかけての物価の見通しに関する質問に対する回答結果を整理したものである。日銀の調査では回答者に直接予想インフレ率を記入させているので、回答の平均値と中央値の推移をパネル (a) に示した。予想と足元の物価上昇率を比較するために、各時点の CPI の対前年同月比変化率も併せて示している。一方、内閣府のアンケートは選択式であり、1 年後までの物価上昇率に関して「5%以上上昇」や「2%以上 5%未満」などの選択肢から回答する形になっている。そこでパネル (b) において「分からない」を除く各選択肢のシェアの推移を面グラフの形で示している。

図表 6 家計によるインフレ予想



(注) パネル (a) の実績は各時点の対前年同期比変化率で 2014 年の消費税率引き上げの影響を機械的な方法によって除去している。内閣府の調査は毎月実施されているので、月次統計の平均値をとる形で四半期ベースに変換している。

(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」をもとに集計。

パネル (a) を見てまず気づくのは、現行の方式で統計が採られるようになった 2006 年 6 月以来、回答の平均値と中央値が 0% を下回ったことが一度もないことである。平均値は一部の極端な回答の影響を受けやすいが、中央値ですらゼロを下回ったことがない以上、平均的な家計はデフレ予想を抱いていないと言っしかない。パネル (b) においても物価が「低下する (0%

未満)」という回答は少なく、それに「変わらない(0%程度)」を加えてもほとんどの時期において過半に達していない⁽²⁰⁾。この種のアンケート調査の解釈には技術的に難しい点があるが、政府と日銀が自ら実施している調査の結果を無視しているのは不思議である。

図表6においてもう一点気づくのは、家計のインフレ予想が足元の物価上昇率と強く連動していることである⁽²¹⁾。国民のインフレ予想が現実のインフレ率を動かす可能性はあるが、この図のような短期的な連動性は「現実のインフレ率→予想インフレ率」という因果関係を反映していると解釈することが自然である。図表6の二つのパネルによると、現実のインフレ率が2%を超えて上昇すると予想のばらつきが大きくなり、平均的な家計の予想インフレ率が急上昇する傾向がある。したがって2%のインフレ目標が金融政策のグローバル・スタンダードだと言っても、現実のインフレ率がそれを若干でも上回るとかえって経済が混乱する可能性が考えられる⁽²²⁾。

図表3と図表6によると、過去のCPI上昇率はプラスのときもマイナスのときもあり、現実にも常にデフレが生じていたわけではない。しかし1990年代後半になって日本の物価上昇率が大幅に下落したことは事実である。そこで次になぜそれが生じたのか、その対策として政府と日銀の現行の政策が有効かどうかを検討しよう。

図表7は、1985年以降のCPIの「生鮮食品を除く総合」指数とそれに含まれる主要品目の物価指数を四半期ベースに変換した上でグラフに描いたものである。ただしこの図では対前年変化率ではなく、各指数の水準の推移を示している。消費税の導入や税率引き上げの影響は補正せず、代わりにそれらが実施された季のデータを隠蔽することによってその影響を推察できるようにしている。

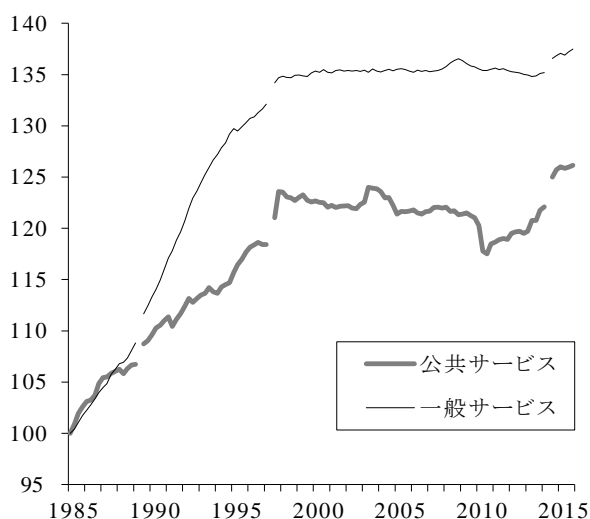
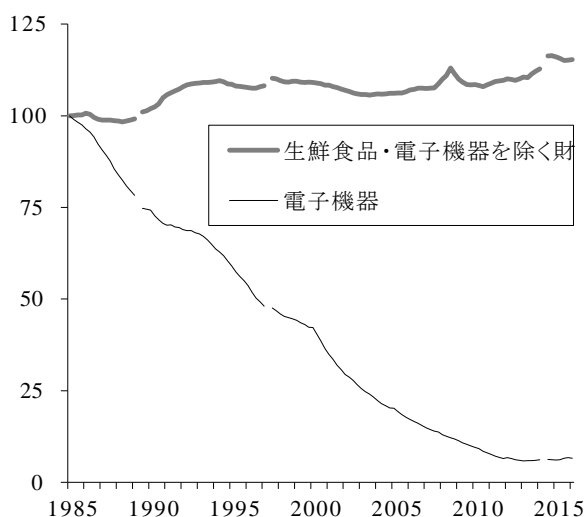
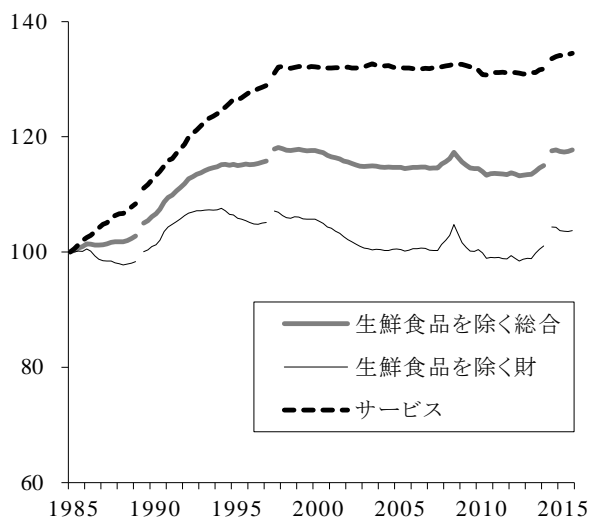
まず、上段のパネルには、「生鮮食品を除く総合」指数と、それに含まれる品目を財(商品)とサービスに分けて集計した物価指数の推移を示している。それによると、総合指数は1990

年代半ばまでに頭打ちになり、2000年代初頭から2010年代初頭にかけてわずかに下落した。これが政府と日銀の言う長期デフレである。ただしこの時期に物価がはっきりと下落したのは財だけで、サービス物価はほぼ横ばいだった。

次に、財を電子機器とそれ以外の財に分類して各々の物価の推移を辿ったのが中段のパネルである。これらの物価指数は著者が独自に集計したもので、「電子機器」にはパソコンや携帯端末などのIT機器と一部の家電製品が含まれる。このパネルによると、電子機器の消費者物価は下落スピードがきわめて早く、それ以外の財の物価は横ばいである。最近まで電子機器の物価指数の下落が激しかったのは、技術革新によって既存製品が陳腐化しやすかったことに加え、売れ筋商品の交代とともに価格調査の対象商品が頻繁に入れ替えられ、新商品の価格指数を旧商品の価格指数に接続する際に品質改善を考慮した調整が行われてきたためである。この種の調整は諸外国でも行われているが、日本のCPIのIT機器の系列の中には外国に比べて下落率がいちじるしく大きいものが多く、品質調整の方法から無視できない影響を受けている⁽²³⁾。ただし2012年ごろを境に電子機器の物価は下げ止まり、最近ではむしろ上昇している

最後に、サービスを「公共サービス」と「一般(民間)サービス」に区分し、夫々の物価の推移をプロットしたのが下段のグラフである。どちらの系列も1997年末を境に上昇が止まっているが、その後には多少なりとも下落したのは公共サービスだけである。公共サービスの中でも2000年代に価格がはっきりと下落したのは教育や通信サービスなどに限られる。教育サービスの価格下落は2010年の高等学校授業料無償化による一回限りの現象であり、通信サービスの価格下落はもっぱら固定電話通信料の下落によるものである。国民にとって公共サービス価格の下落は実質所得の増加を意味し、それを問題視する理由は見当たらない。

図表7 品目分類別の消費者物価の推移



(注) いずれの系列も季節調整を施した上で1985年第1四半期の値が100になるように調整した。「電子機器」と「生鮮食品・電子機器を除く財」は著者による集計値。電子機器の品目構成に関してはKumakura(2015)参照(出所)総務省統計局「消費者物価指数」をもとに集計。

政府や日銀は1990年代末にデフレが定着したと説明しているが、上記の分析によると、公的な価格政策や統計作成上の特殊要因の影響が大きい品目を別とすると、消費者物価は横ばいだったと言うべきだろう。また、財の物価に関しては1990年代以前と以後でトレンドに大きな変化が認められないことから、サービス物価が上がりなくなったことが一般物価が横ばいで推移するようになった主因だと考えられる。それでは1990年代後半からサービス物価が上昇しなくなったのはなぜだろうか。

よく知られているように、サービスの価格は商品の価格以上に賃金と密接な関係を持っている。さまざまなアンケート調査によると、企業が自社の商品やサービスの価格引き上げに慎重になりがちなのは、それによって競合他社に顧客を奪われる可能性があることや、顧客が値上げをアンフェアだと受け止め、それまで培ってきた信頼関係が失われることを恐れているからである。逆に企業が価格引き上げに積極的になるのは、賃金や原材料費が目に見えて上昇し、放っておくと事業の収益性がいちじるしく悪化する場合や、コスト高を顧客に理解してもらいやすい環境になったときである⁽²⁴⁾。日銀は将来のインフレ期待が現在の物価上昇をもたらす効果を強調するが、個々の事業者の視点からすると、生産コストが大きく変化しない中で他社に先駆けて値上げに踏み切る理由は乏しい。どの産業においても賃金は事業コストの相当部分を占めるが、サービス業ではとくにその傾向が強いため、結果的に賃金と物価が似通った推移を示しやすいのだと思われる。

一般に、製造業はサービス業に比べて生産性の上昇率が高いため、名目賃金も上昇しやすい環境にある。したがって工業化が進展して製造業の雇用が増加している中進国の場合、製造業が一国の賃金決定のリーダーシップ役となり、それがサービス業に波及する。しかしサービス業では生産性の改善が不十分であるため、コスト・プッシュによって価格が上昇し、一般物価を押し上げる。ただし一国の所得水準が十分に上昇して先進国になると、工業部門が縮小し始

め、こうした効果は働きにくくなる。貿易財を生産する工業製品メーカーは常に外国企業との競争に晒されているため、収益を確保するために海外に生産拠点を移転するか、名目賃金の上昇を抑えて価格競争力を維持することを迫られる。サービス業の中にも情報通信業のように生産性の高いものがあるが、これらは技術・資本集約産業であり、雇用吸収力は大きくない。雇用が拡大しやすいのは医療・福祉などの対人サービスだが、これらの多くは労働集約産業であり、他の産業に比べて賃金が低い傾向がある。

ここで図表 8 を見てみよう。この図は厚生労働省の「毎月勤労統計」における常用雇用の数と名目賃金の推移をたどったものである。ここで言う常用労働者はフルタイム労働者だけでなく、極端な短期契約以外のパートタイム労働者も含んでいる。また、賃金は毎勤統計の定義による「きまって支給する給与（定期給与）」であり、ボーナス等の特別給与を含まないが、時間外手当を含んでいる。

最初に左上のパネル (a.1) を見ると、全常用雇用の平均賃金が 1990 年代半ばすぎまで比較的急ピッチで上昇したのちに緩やかな下落に転じている。この動きは先に見た一般物価の推移とよく似ており、賃金と物価の密接な関係を裏付けている。しかし常用雇員をフルタイムとパートタイムの労働者に分けて賃金の推移を観察すると、パートタイム労働者の賃金は一貫して上昇しつづけており、フルタイム賃金も伸び悩んではいないが下落していない。

フルタイムとパートタイムのどちらの賃金も下落していないのに全被用者の平均賃金が下落するのは不思議に思われるかも知れないが、パネル (b.1) を見るとその理由が分かるはずである。常用雇員の総数はあまり変化していないが⁽²⁵⁾、フルタイム労働者の数が 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて若干減少する一方、パートタイム労働者の数は全期間を通じて急増を続けている。日本ではフルタイム労働者とパートタイム労働者の賃金格差が大きいため、企業がフルタイム雇用を減らしてパートタイム雇用を増やした場合、被用者全体の平均賃金は

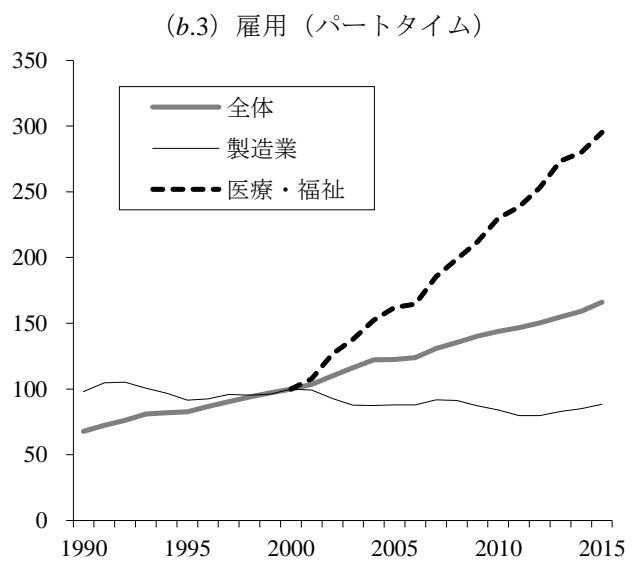
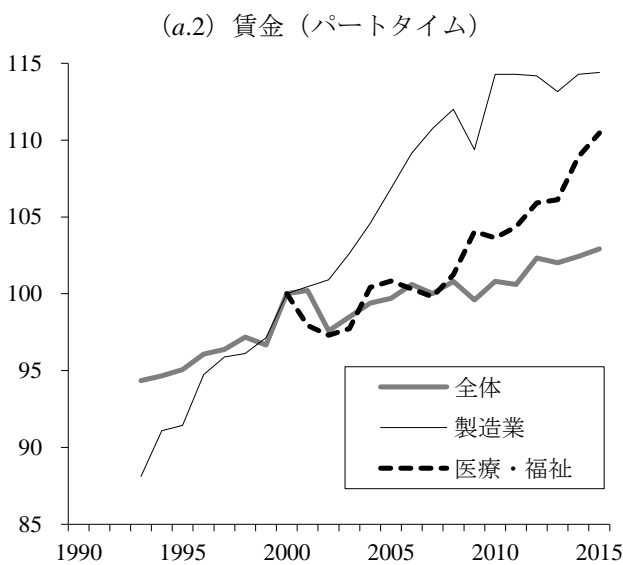
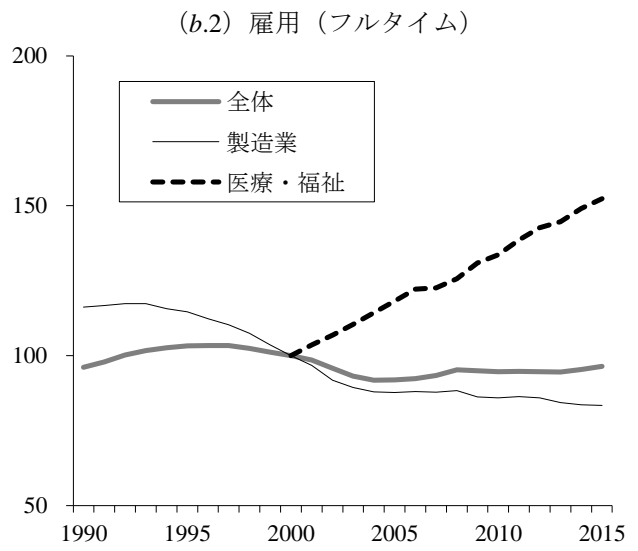
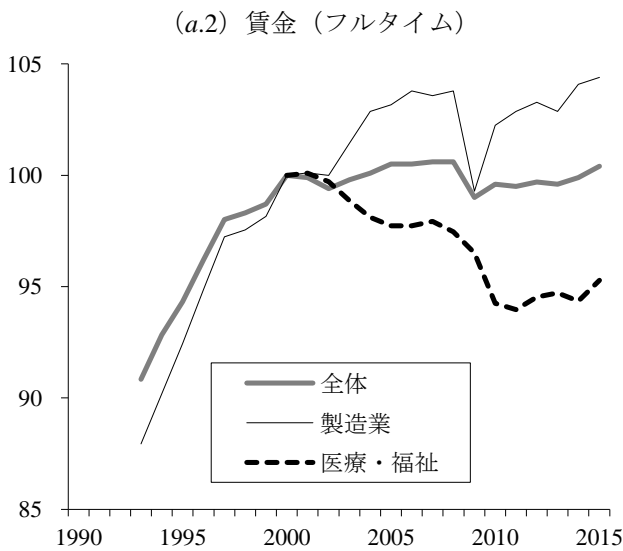
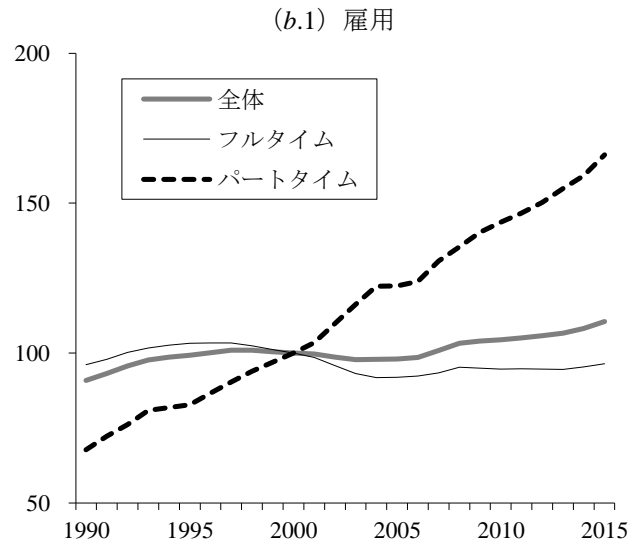
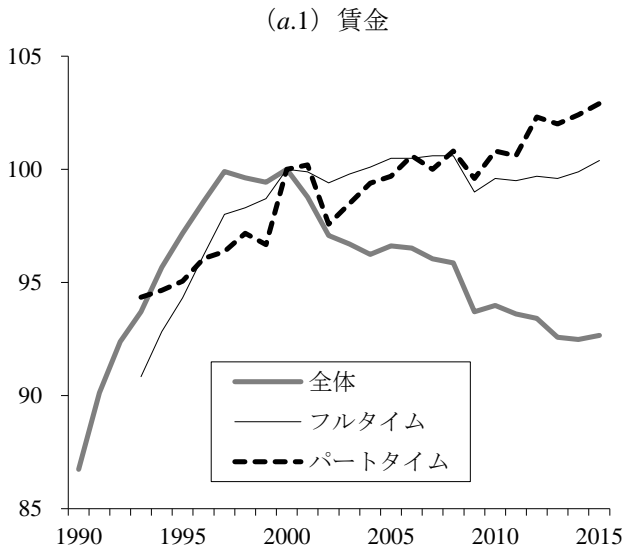
下落する。

次に中段と下段のパネルにおいて産業・雇用形態別の雇用者数と賃金の推移を追ってみよう。過去 20 年間に雇用がもっとも大きく減少したのは製造業であり、もっとも増加したのは医療・福祉サービス業である。右側のパネル (b.2) と (b.3) によると、製造業では 1990 年代半ばから 2000 年代前半にかけてフルタイム労働者が相当減少したが、パートタイム労働者数は微減にとどまっている。一方、医療・福祉サービス業ではフルタイムとパートタイムの雇用がともに増加しているが、増加率はパートタイム労働者の方が高いく。また、ここには示していないが、医療・福祉を含むサービス業ではもともと製造業に比べてパートタイム労働者の比率が高かったため、近年になるにつれて産業間のパートタイム比率の格差が拡大していることになる。

最後に左側のパネル (a.2) と (a.3) を比較すると、製造業ではフルタイム労働者とパートタイム労働者の両方の賃金が増加傾向にあるが、1990 年代末後半以降はフルタイム賃金の上昇率が低下しており、製造業が先述したマクロの賃金上昇の牽引役を果たしにくくなった可能性が示唆されている。また、医療・福祉サービス業ではフルタイム賃金が減少する一方、パートタイム賃金だけが上昇しているが、最近では医療・サービス業におけるフルタイム賃金が下げ止まり、パートタイム賃金の上昇率が加速しているように見受けられる。

このように産業別の賃金動向にばらつきが認められるのは、各産業において要求される能力やスキルが異なり、産業間の労働移動が容易でないためだろう。過去 20 年間に製造業の雇用が減少して医療・福祉サービス業の雇用が増加したと言っても、前者の離職者の中に男性の定年退職者が多かったのに対し、後者の就職者の多くは女性である。また、同一産業においてすらフルタイムとパートタイムの賃金上昇率に大きな格差が存在するのは、日本において期限を定めずに雇用される正規職とそれ以外の労働市場の関係が弱く、一方の市場の需給の変化が他方の市場に波及しにくいためだと思われる。

図表 8 賃金と雇用の推移



(注) いずれも 2000 年を 100 とする指数。医療・福祉サービスサービス業の統計は 2000 年以降のみ。
 (出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」をもとに作成。

ただし最近ではマクロの労働供給制約が強まる中で高齢者の医療やケア・サービスに対する需要が急増しているため、医療・福祉などの対人サービス業の賃金が十分に上昇すれば、いずれそれが他の産業に波及し、物価を押し上げる効果が期待できる。ただしそうした効果が実現するためには、政府が医療・福祉分野の規制を思い切って緩和し、市場の自由化を進めることが不可欠である。それが行われれば事業者の新規参入と競争が促進され、多様なサービスが提供されるとともに賃金やサービス単価も合理的な水準に上昇するからである。

本節で検討した点を考慮すると、これまで政府と日銀がデフレ対策として実施してきた政策が適切なものだったとはおよそ考えがたい。先に見たように、金融緩和自体に物価を押し上げる力は乏しいし、公共投資による需要増も持続的な物価上昇には結び付きにくい。一方、雇用とサービスの需給が逼迫している医療・福祉分野の自由化はそれ自体が望ましいだけでなく、賃金とサービス価格の上昇を通じて一般物価を押し上げる効果も期待できる。政府は最近になって企業に賃上げや同一労働・同一賃金を迫るようになったが、今日の日本において必要なのは外的な圧力による人為的な賃上げではなく、賃金の自然な調整を阻む規制や慣行を取り除くことである。

4 財政延命策としてのアベノミクス

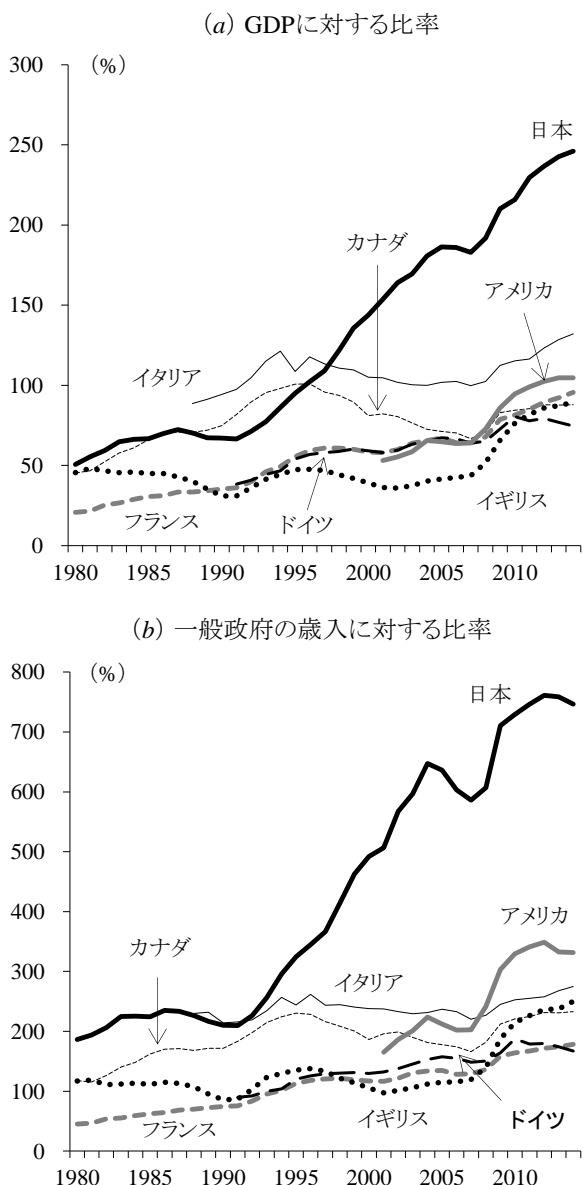
これまでの分析によると、アベノミクスが所期の目標を達成していないのは、その前提となる経済の理解が誤っているからだと思われる。しかし安倍首相は「デフレ脱却はもう目の前だ」「3年間のアベノミクスは、大きな果実を生み出しました」と自画自賛しているし⁽²⁶⁾、黒田総裁も「量的・質的金融緩和」は、所期の効果を発揮している」「日本経済は(...)2%の物価安定の目標」の実現に向けた道筋をしっかりと辿っています」と主張し⁽²⁷⁾、現行の政策を再考する意思を示していない。その一つの理由は、安倍首相や黒田総裁が過去の高成長の経験を忘

れられず、今日の日本経済の置かれた状況を客観的に評価できていないからだろう。しかしより重要な理由は、政府と日銀が現実的な見通しの下で経済政策を運営しようとする、財政の破綻が避けられないこと、異次元緩和が財政ファイナンス以外の何ものでもないことが明らかになってしまうからだと思われる。安倍首相や黒田総裁がそのことをどれだけ自覚しているかは別として、アベノミクスと異次元緩和は事後的に単なる財政の延命策だったと評価される可能性が高い。本節ではこの点について詳述する。

議論の出発点として、最初に政府財政の状況を確認しておこう。日本で財政を議論する際には中央政府の一般会計に関心が集中しがちだが、我が国では一般会計と特別会計、地方政府の各会計、社会保障基金の間で巨額の資金がやりとりされているため、これらを包含する一般政府に注目した方がよい。図表9のパネル(a)は、IMFの統計を用いて日本を含むG7諸国における一般政府債務残高の名目GDPに対する比率の推移をグラフに描いたものである。それによると、ほとんどの外国の債務・GDP比率が100%未満に収まっているのに対し、日本の値は突出して高く、すでに250%近くに上っている。

ただし日本政府は多くの金融資産を保有しているため、負債から資産を引いた純債務の対GDP比率はパネル(a)の値の約半分になる。しかし我が国では政府資産が生む収入の大半が一般会計歳入に算入されているため、ストックの債務とフローの財政赤字を関連づけて分析する場合、グロスの債務残高を利用した方がよい。また、政府資産の中にはその価値に疑問があるもの(政府関係機関への出資金など)や適切なリスク管理が行われていないもの(外貨準備など)が少なくなく⁽²⁸⁾、将来それらが新たな支出を生む可能性がある。日本政府の金融資産が外国政府に比べて多い背景には、公的部門のやるべきことと民間に任せるべきことの境界が曖昧なこと、一般会計の赤字を圧縮するために投融资型の特別会計が利用されがちなこと、や公的部門が厳格な財産管理を義務付けられていないことが関与しており、それ自体が問題である。

図表 9 G7 の一般政府債務の推移



(注) 2014 年は IMF による推計値。
 (出所) International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database* をもとに作成。

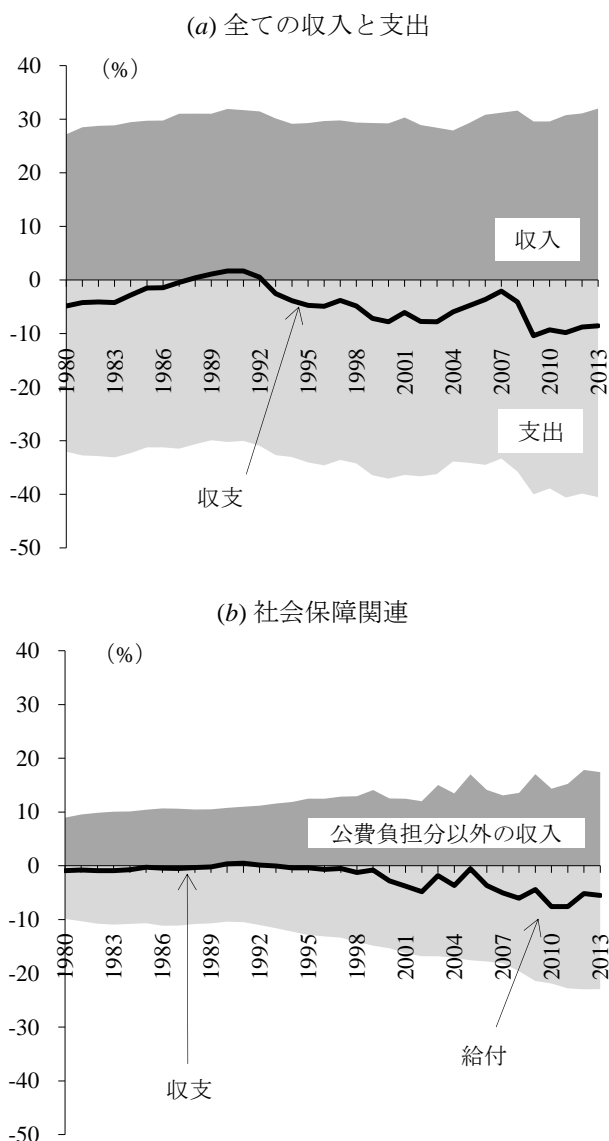
なお、一国の財政の持続性を分析する際、図表 9 のパネル (a) のように債務の対 GDP 比率に注目することが多いが、この指標には欠点もある。家計や企業の財務の健全性を評価する際に負債総額の年収（利潤）に対する比率は重要な判断材料になるが、GDP は政府の収入ではなく一国の付加価値である。その中には固定資本減耗のように実質的に誰の所得にもならないものも含まれているし、それらを税や社会保険料の形で徴収することには大きな政治的軋轢が伴う。この点を考慮し、名目 GDP の代わりに各年

の一般政府の総収入に対する債務残高の比率を計算してプロットしてみたのが図表 9 のパネル (b) である。この総収入には社会保険料等も含まれているが、債券発行等によって調達した借金は含まれていない。このパネルによると、日本政府の債務の年収に対する比率はすでに 700% を上回っている。パネル (a) よりパネル (b) において日本と他の G7 諸国の差が大きいのは、日本政府が巨額の負債を負っているにも関わらず、将来の返済の原資となる税や社会保険料の徴収ベースが大きいからである。

次に、債務のストックではなくフローの統計を用いて財政の状況を確認しよう。図表 10 のパネル (a) は、日本の一般政府の毎年の総収入と総支出、そして総収入から総支出を引いた財政収支の名目 GDP に対する比率の推移を示したものである。それによると、最近は一一般政府の収入が GDP の 30% 前後で推移しているのに対し、支出は 40% 近くに達し、GDP 比で 6~8% 前後の赤字が発生している。これは金額ベースでは 30~40 兆円というきわめて大きな赤字である。2014 年度は一時的な要因によって 20 兆円台にまで減少したようだが、後述するように、それを財政状況の改善と解釈することは誤りである。

過去 20 数年間に一般政府の収支が悪化したことには景気対策のために公共投資や減税を多用したことも影響を与えているが、より根本的な要因は、高齢化とともに社会保障給付が増加しているにも関わらず、それに見合う収入を確保できていないことである。この点を確認するために、先の総収入と総支出の中から社会保障に關係するものだけを取り出してグラフ化したのが図表 10 のパネル (b) である。それによると、近年は社会保障の財源不足が GDP の 5~7% 程度に上り、それが一般政府赤字の大半を占めている。中央政府の一般会計における社会保障費用の負担は毎年 1 兆円弱のペースで増加しており、政府はそれを 5,000 億円程度に抑えることを目指しているが、負担額そのものの縮減は望めない状況にある。

図表 10 日本の一般政府の収入と支出の GDP に対する比率の推移



(注) いずれも年度ベース。「公費負担分」は国庫負担分と国の制度に基づいて地方自治体が負担している分を意味している。

(出所) IMF, *World Economic Outlook Database*、国立社会保障・人口問題研究所「社会保障費用統計」、内閣府「国民経済計算」をもとに集計。

図表 9 と図表 10 を見る限り、日本の財政はいつ破綻してもおかしくないように思われるが、政府はどのようにしてそうした事態を回避するつもりなのだろうか。安倍内閣は 2013 年 8 月に「2020 年度までに国・地方のプライマリー・バランス(基礎的財政収支、以下 PB)を黒字化し、その後に債務・GDP 比率の安定的な引き下げを目指す」という目標を閣議決定し、その後もこ

の方針を堅持することをくり返し確認している。しかし首相はしだいにこの目標によって目先の財政政策が拘束されることを嫌うようになり、最近では財政健全化の指標として PB より政府債務の対 GDP 比率というストックの指標を重視する姿勢を示している⁽²⁹⁾。最新の「経済財政運営と改革の基本方針」の副題「経済再生なくして財政健全化なし」にも表れているように、現政権は思い切った増税や歳出削減を避けながら、経済成長の促進によって GDP を増加させることによって債務・GDP 比率を引き下げることを目指している。第二弾のアベノミクスが GDP600 兆円を目標に掲げている一つの理由もそのことにあると思われる。

しかし安倍首相が国民の眼を PB から債務・GDP 比率に移そうとしているもう一つの理由は、今日の日本のように公的債務が巨額に膨れ上がっている国の場合、短期的には PB より債務・GDP 比率の方が操作しやすいことだと思われる。このことは以下のように考えれば理解できるだろう。一国の政府債務・GDP 比率は

債務・GDP 比率の一年間の増減

$$= (\text{名目長期金利} - \text{名目経済成長率}) \times \text{年初の債務・GDP 比率} - \text{当該年の PB・GDP 比率}$$

という式に従って変化する。この式の名目長期金利は正確には既存の公的債務の平均利率を意味し、(名目金利 - 名目経済成長率)は(実質長期金利 - 実質経済成長率)と表現することもできる。この式は単なる会計式であり、原則として議論の余地がないものだが、その意味が正しく理解されていないことが少なくない。そこで末尾の補論 B において政府と日銀の会計を統合した予算制約式としてこの式を導出し、その正確な意味を確認することにする。

さて、いま、政府が GDP 比で 1% 分の新規国債を発行して財政支出を増やしたとしよう。そして財政支出の分だけ GDP が増加し、金利は変化しなかったとする。その場合、財政支出が上式の左辺の値に与える影響は

$$-1\% \times \text{年初の債務・GDP 比率} + 1\%$$

であり、年初の債務・GDP 比率が 100%を上回っている国では年末の債務・GDP 比率が低下する。既存の債務・GDP 比率が高いほどその効果が強まるため、日本政府が国民の目を PB より債務・GDP 比率に向けようとするのは当然である。

しかし上記のような操作によって債務・GDP 比率が低下する現象は一時的なものであり、それによって財政が再建されることはありえない。第 2 節で見たように、公共投資などの財政支出はその時点の総需要を増やすことには貢献するが、やりすぎると経済活動のバランスが崩れ、後の経済成長を阻害する。より重要な点として、中長期では経済成長率（正確にはマンアワー当たりの GDP 増加率）が上昇すれば金利も上昇することが自然であり、経済成長率の上昇によって債務・GDP 比率が下落する効果は早晚剥落するはずである。また、第 3 節で論じたように、今後の日本では労働力の制約によって趨勢的な実質経済成長率が低下する可能性が高いのに対し、内外の投資家は日本国債の利回りが低ければ外国に資金を移すことが可能なので、上式の（名目長期金利－名目経済成長率）と（実質長期金利－実質経済成長率）の値はむしろ上昇してゆく可能性が高い。そのような中で経済成長頼みの財政運営を行い、PB の改善を先送りに行っていると、いずれ本格的な財政危機が発生するだろう。

日本の財政政策において特徴的なのは、すでに巨額の公的債務が累積しているにも関わらず、長期的な財政計画がまったく存在しないことである。将来の財政の見通しに関する定量的な資料としては内閣府が年二回公表する「中長期の経済財政に関する試算」があるが、この文書は経済財政諮問会議の参考資料にすぎず、政府の財政政策を拘束する力を持っていない。また、この試算には 2024 年度までの見通ししか示されておらず、「中長期」と言ってもせいぜい中期の試算に過ぎない。首相が議長を務める経済財政諮問会議が内閣府に長期の財政見通しを求めているのは、そうした見通しが提出されては困る理由があるからだと思われる⁽³⁰⁾。

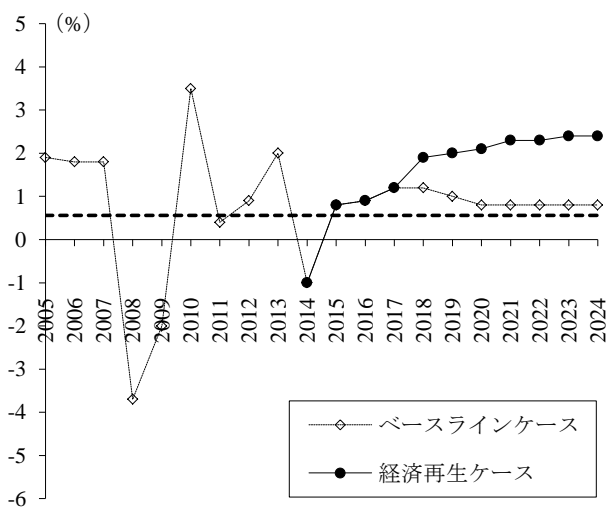
上記の点を理解するために、本稿の執筆時点で最新の「中長期の経済財政に関する試算」（2016 年 7 月版）を見てみよう。この試算には「成長率、物価及び金利などはモデルから試算されるものであり、あらかじめ設定したものではない」と但し書きされているが、実際に「経済再生ケース」と「ベースラインケース」の二つを想定し、前者はアベノミクスの目標が達成されることを前提としている。図表 11 はこの試算に示されている主要な変数の 2024 年度までの推計値を過去 10 年間の実績に接続する形でグラフに描いたものである。

まず、上段のパネル (a) と (b) は実質 GDP と名目 GDP の成長率の推移を示している。これらは実質的に外生変数であり、「経済再生」の場合、名目成長率は 2018 年、実質成長率は 2019 年にアベノミクスの目標を上回り、2024 年度にそれぞれ 2.4%と 3.8%になると想定されている。また、「ベースライン」ケースにおいても、実質 GDP と名目 GDP の成長率が 2020 年度に 0.8%と 1.9%に達すると見込まれている。これは「経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移」するケースだと説明されているが、名目 GDP の成長率は過去の実績に比べて格段に高く、早期のデフレ解消を読み込んだシナリオだと言える。

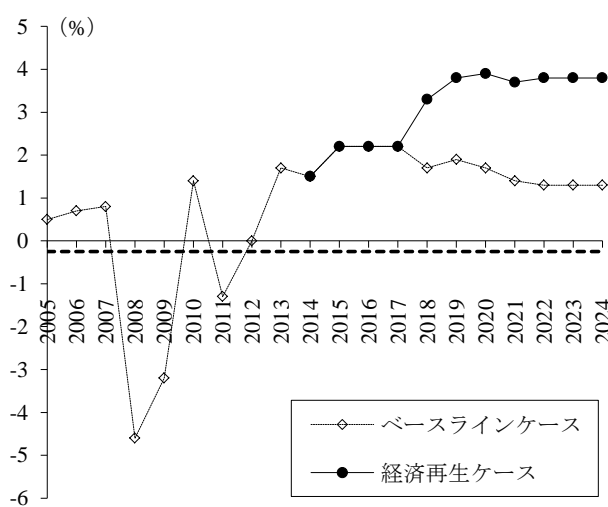
次に、名目長期金利の見通しを示したのがパネル (c) である。上述したように、経済成長率が高まれば金利も上昇するため、名目金利は 2024 年までに経済再生ケースで 4.4%、ベースラインケースで 1.9%に上昇すると想定されている。ただしこれらは同年の名目経済成長率の想定値に比べてそれぞれ 0.6%と 0.54%高いだけであり、過去のトレンドに比べると相当低い値だと言ってよい。より重要な点として、パネル (b) とパネル (c) に示されているように、経済成長率が 2010 年代のうちに中期の均衡値に達するのに対し、名目金利の上昇は 2020 年代にかけて上昇してゆくことが想定されている。後述するように、このことは 2024 年度までの財政展望において重要な意味を持つ。

図表 11 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2016年7月版)

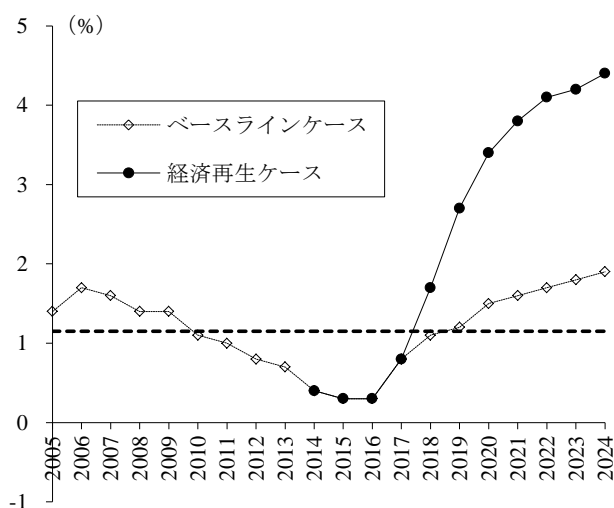
(a) 実質GDP成長率



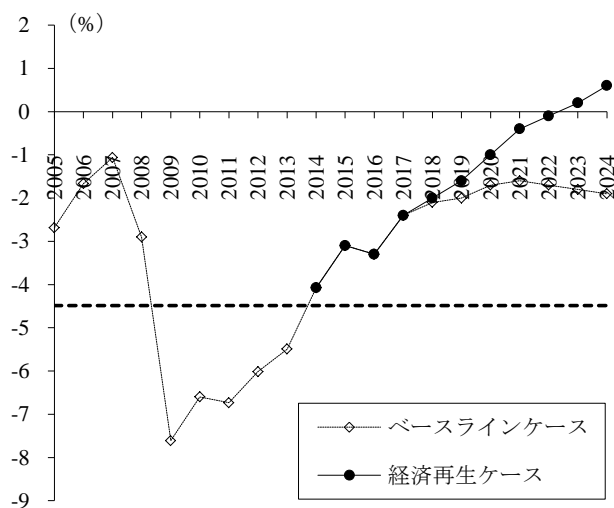
(b) 名目GDP成長率



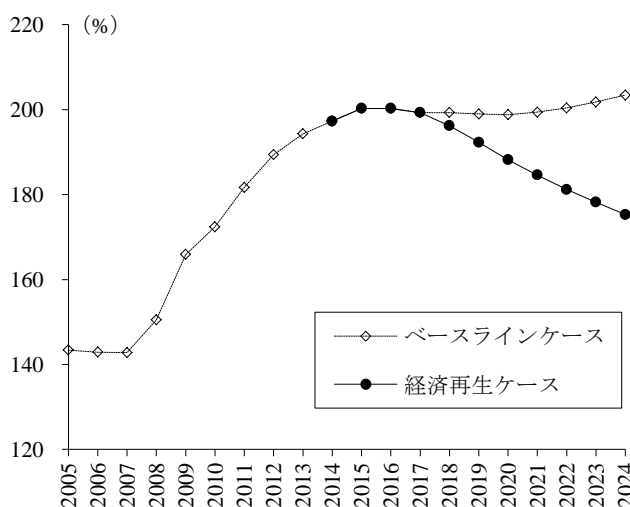
(c) 名目長期金利



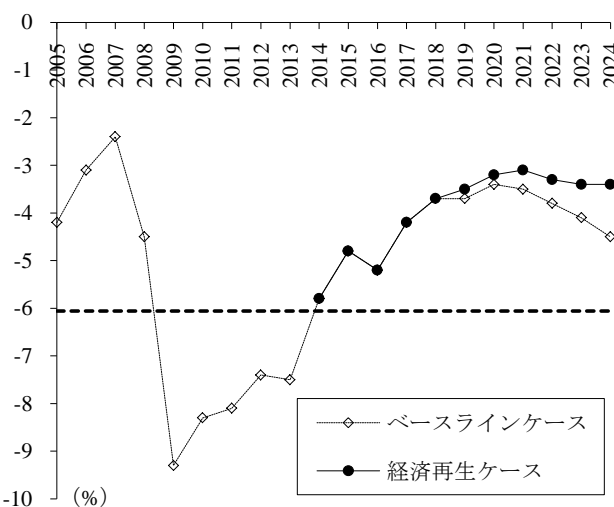
(d) 基礎的財政収支



(e) 公債残高・名目GDP比率



(f) 財政収支



(注) いずれも東日本大震災の復旧・復興対策の経費と財源を含むケースで年度ベース。ベースラインケースの2014年度以前の値は実績。点線は2005~2014年度の平均値を表す。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成28年7月26日)」等をもとに作成。

「経済再生」ケースでは、上記の経済成長率と長期金利の想定に加え、厚生労働省の「平成27年度雇用政策研究会報告書」における「経済成長と労働参加が適切に進むケース」に従って労働投入量が推移することや、IMFの世界経済見通しに従って外需が順調に増加することなどが想定され、およそ考え得る好条件をすべて盛り込んだ形になっている。上記の「経済成長と労働参加が適切に進むケース」は先述した労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」に依拠しているが、この推計もアベノミクスの成功を織り込んでいる。「経済成長と労働参加が適切に進むケース」では2030年にかけて労働投入が微減にとどまることになっているが、この推計は明らかにおかしく、むしろアベノミクスの目標が非現実的であることの証左になっている。この点は将来の日本の労働制約がどれだけ深刻なものになるかを理解する上でも重要なので、末尾の補論Cにおいて詳しく解説する。

「ベースライン」ケースは「経済再生」ケースほど楽観的でないが、それでも全要素生産性の上昇率が足元の水準から倍増することなどが織り込まれ、決して悲観的なシナリオではない。さらに、いずれのケースにおいても2019年10月に消費税率引き上げが予定通り行われ、軽減税率導入に伴う減収の財源が確保されることや、社会保障以外の歳出が実質横ばいに抑えられること、社会保障支出の増加を抑える努力も行われることなどが織り込まれている。しかし先の参議院選挙において与野党がこぞって社会福祉の充実や子育て支援、大学生の学資支援の拡大などを謳っていたことや、この試算公表後すぐに平成28年度二回目の補正予算が組まれたことなどから判断すると、これらの仮定の多くは実現しない可能性が高い⁽³¹⁾。

さて、こうした楽観的な仮定の下で計算されたPBと公債残高の名目GDPに対する比率の推移を示したのがパネル(d)と(e)である。パネル(d)に示されているように、どちらのケースにおいても「2020年度までにPBを黒字化する」という目標は達成されない。しかし「ベースライン」ケースにおいてGDP比2%程度のPB

の赤字が継続するのに対し、「経済再生」ケースでは2023年度にPB黒字化が実現すると予想されている。また、パネル(e)によると、「ベースライン」ケースでは公債・名目GDP比率が上昇しつづけるのに対し、「経済再生」ケースでは2015年度をピークに下落に転じ、そのまま2024年度まで低下しつづけると試算されている。これらの試算を見た人は、一連の楽観的な仮定が実現するという条件つきではあるものの、まだ財政再建の可能性が残されていると考えるだろう⁽³²⁾。

しかしそうした考えはまったくの誤りである。前節の分析による限り、実質2.4%の経済成長は絵に描いた餅であり、足元でデフレ傾向が強まっている物価が直ちに上昇すると予想する合理的な根拠もない。しかしより重要な問題は、これらがすべて実現する「経済再生」ケースにおいてすら、財政ポジションが改善するのは2020年代前半までの一時的な現象にすぎず、その後ふたたび急激に悪化することである。先の式で確認したように、長期金利が経済成長率を上回っている場合、PBが(長期金利－経済成長率)と既存の負債残高の積を上回る黒字にならない限り、債務・GDP比率は増加しつづける。パネル(f)においてPBに既存債務の利払い費を加えた通常の意味での財政赤字の対GDP比率を見ると、「ベースライン」ケースはもちろん、「経済再生」ケースにおいても大幅な赤字が続くことが予想されている。それにも関わらず2024年にかけて債務・GDP比率が減少するのは、これらの時期に総債務の平均金利が名目GDPの成長率を大幅に下回るからである。

たとえば、「経済再生」ケースでは2022年時点の名目長期金利と名目GDP成長率がそれぞれ4.1%と3.8%、債務・GDP比率が180.0%になると想定されているから、仮にこの金利が債務の平均金利に一致していたとすると、(名目長期金利－名目GDP成長率)×債務・GDP比率は $(4.1-3.8) \times 1.8 = 0.54\%$ となる。そしてこの年のPB・GDP比率は-0.2%だと想定されているため、翌年にかけて債務・GDP比率は $(0.54+0.2) = 0.74\%$ 上昇するはずである。しかし試算

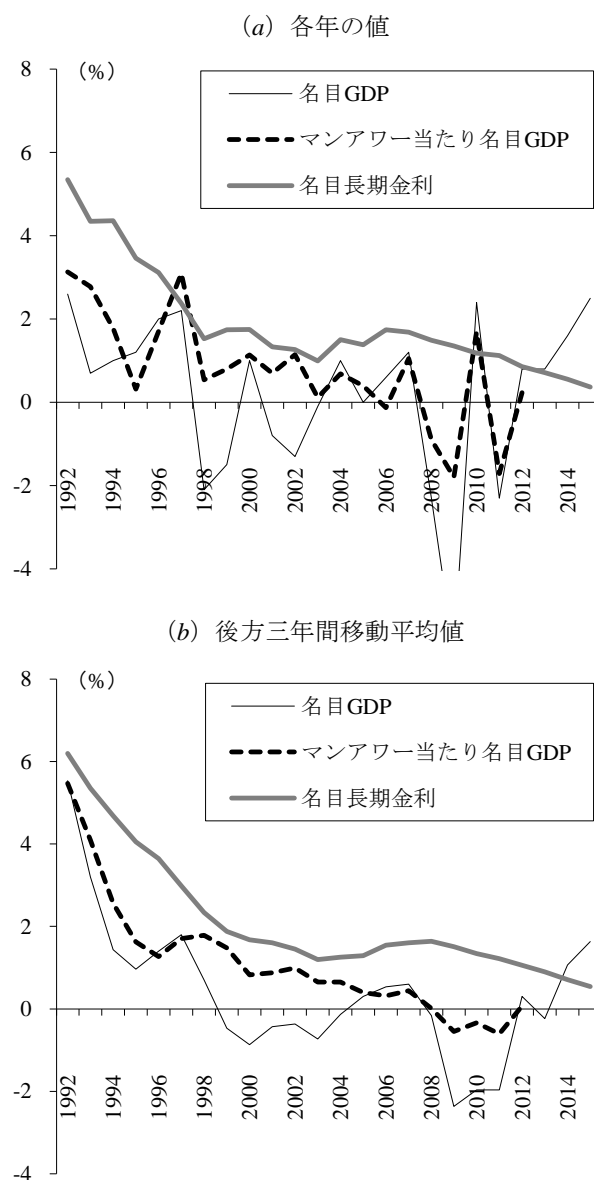
によると翌 2023 年度の債務・GDP 比率は 177.0%であり、前年度から 3.0%も下落している。これはそれ以前の低金利時に発行した公債の一部がまだ償還を迎えておらず、既発債全体の平均金利が長期金利に追いついていないからである。この試算には毎年度の債務の平均金利が示されていないが、他の計数をもとに各年度の平均金利を計算すると、すべての年においてその値が経済成長率を下回る。すなわち内閣府の試算は、債務残高が大きいほど翌年度にかけて債務・GDP 比率の下落が大きくなる特殊な時期だけを選んで実施されている。内閣府の公表資料は PB・GDP 比率と公債・GDP 比率に関してパネル (d) と (e) と同様のグラフを描いて積極的にアピールしているが、パネル (f) の計数は数値を示すだけにとどめ、公債・GDP 比率が 2025 年以降にどうなるかについても一切言及がない。これでは国民を欺くために試算を行っていると言われても仕方がないだろう。

図表 12 に示されているように、過去にも好況期に名目 GDP やマンアワー当たり名目 GDP の成長率が名目長期金利を上回ることがあったが、これは一時的な現象にすぎず、数年間の平均値をとると長期金利の方が常に高くなっていた。ただし異次元緩和開始後にこの関係が逆転し、名目 GDP の成長率が名目長期金利を 3 年続けて上回っている。言うまでもなく、これは日銀が大量の長期国債を買入れて人為的に金利を抑え込んでいるからであり、財政延命のための金融抑圧 (financial repression) がすでに始まっていることを示唆している。なお、財政ファイナンスの手段としての金融抑圧の正確な意味に関しては補論 B において解説する。

日銀は異次元緩和による長期国債の買入れはデフレ脱却と企業の投資促進を目的とした金融政策であり、財政ファイナンスでないと主張している。しかし民間金融機関の法人向け融資の大半が 10 年未満のものであることを考えると、日銀が 30 年物や 40 年物の超長期国債を積極的に買入れる理由は乏しい。また、そうして日銀が力づくで長期金利を引き下げている間に、財務省は 40 年物など超長期の国債の発行額を

増やし、翌年以降に発効する予定だった国債を前倒して発行することも行っている。財政管理の視点からするとこれらの行動は妥当だが、現政権はそうして節約された国債費をすべて既発債の償還に回さずに、地方再生などの名目で支出してしまっている。これらのことを考えると、現政権は国民を欺きながら目先の集票を追求している、そして内閣府や政府関係機関もこぞってそれに加担していると言ふべきだろう。

図表 12 経済成長率と長期金利の推移



(注) 名目長期金利は 10 年物国債の流通利回り。マンアワー当たり名目 GDP 比率の成長率はデータの制約により 2012 年まで。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、産業経済研究所「JIP データベース」、財務省資料等をもとに集計。

5 おわりに：今後の見通しと望まれる経済財政制度改革

本稿では、過去三年間のアベノミクスを総括し、それがなぜ所期の成果を挙げなかったのか、政府と日銀が現行の政策を再考する意思を見せないのはなぜかを考察した。その結果をまとめると以下ようになる。

第一に、今後の我が国の労働力の制約を考慮すると、アベノミクスが目標としている年率2%強の実質経済成長率は野心的にすぎる。人為的に輸出や住宅・設備投資を促進したり公共投資を増やしたりすれば、一時的にそれを達成することは不可能でないかも知れない。しかしそうした政策は後の景気の落ち込みを大きくして経済を不安定化させるだけでなく、資本の質を低下させ、日本経済の長期的なパフォーマンスを悪化させてしまうだろう。

第二に、政府と日銀は近年の日本経済がデフレによって特殊な縮小均衡状態に陥っていたと主張しているが、そうした理解が正しいかどうかも疑問である。労働人口と一人当たり労働時間の変化を考慮したマンアワー当たり実質GDP成長率を基準とした場合、「失われた20年間」における日本の経済パフォーマンスは他のG7諸国と比べて何ら遜色がなかった。また、品目別のCPIを粒さに観察すると、統計作成上の技術的要因の影響が強いIT機器や政府が管理可能な公的サービス以外に物価が持続的に下落している品目は見当たらない。1990年代半ばを境に一般物価の上昇率が大きく下落したことは事実だが、その背後には賃金水準が高くフルタイム労働者が多い製造業から賃金水準が低くパートタイム労働者の多い医療・福祉サービス業への産業構造の変化があり、それを貨幣量の増加によって自由に操作できると考えることは誤りである。

こうした問題が明らかになりつつあるにも関わらず、安倍首相は「アベノミクス第二ステージ入り」を宣言して2020年までに名目GDPを600兆円に引き上げることを目指すなど、いっそう短期的な景気浮揚策にのめり込んでいる。

現政権がこうした政策を止められない一つの理由は、景気が後退して内閣支持率が低下した場合、自民党の悲願である憲法改正などへの道筋がつけづらくなるからだだろう。しかしもう一つの理由は、すでに政府の財政状況がいちじるしく悪化しており、高成長シナリオを描き続けることなしには財政管理の失敗が誰の目にも明らかになってしまうからだと思われる。

現政権は「経済成長なくして財政再建なし」のスローガンの下、毎年度の財政収支の改善ではなく経済成長を通じて財政の持続性を回復することを目指している。しかし政府が望む高率の経済成長が非現実的であるだけでなく、仮にそれが実現しても債務・GDP比率が持続的に下落する見込みはほとんどない。すなわち「経済成長なくして財政再建なし」ではなく、「経済が成長しても財政再建なし」が正しい現状認識であり、そうである以上、我が国の財政は事実上の破綻状態にあると見るべきである。政府関係者の間でもそのことはある程度理解されていると思われ、だからこそ現行の超低金利政策による利払い圧縮効果が剥落する長期間の財政再建シナリオを示すことを拒んでいるのだろう。

現時点では日銀が大量の国債を買入れて長期金利を人為的に引き下げているため、財政赤字のファイナンスや既発債の借換えは円滑に行われている。しかし当の政府が債務管理能力を失っている以上、現行の日銀の政策は破綻状態にある企業への追い貸しと同じである。そしてそうした追い貸しを続ける銀行がいずれその企業と運命を共にせざるを得なくなると同様に、財政破綻が顕在化した時点で円という通貨に対する信頼も失われ、国外への資本逃避や物価の急上昇など、深刻な経済不安が発生するだろう。そうした現象が顕在化した場合（あるいはその予兆が現れた場合）、政府と日銀は対外資本規制や価格統制、一時的な預金封鎖など、あらゆる手を尽くして事態を收拾しようとするだろうが、そうした政策は抜本的な解決策になりえず、むしろ経済の混乱を長期化させてしまう可能性が高い⁽³³⁾。

このように考えると、今日の政府と日銀がや

るべきことは短期的な景気刺激策によって財政危機を糊塗することではなく、すでに財政が破綻状態にあることを率直に認め、どのようにしてそれを処理するつもりなのかを国民に真摯に説明することである。そして既存の債務を管理可能な水準にまでリスケジュールした上で、現実的な将来予想の下で責任ある財政管理を行うしくみを構築する必要がある⁽³⁴⁾。野党やマスメディアも政府に対して今後どのように財政を運営するつもりなのかを厳しく問い、現実性のない楽観的なシナリオを語って国民を欺く道を塞ぐ必要がある。第二次世界大戦終了から70年を経て、日本は現実的・客観的な将来展望をもとに自己を律して行動することのできない国であることを再び証明しつつある。私たちは今回の経験から学ぶべきことを十分に学び、将来世代に対して責任のとれる国家に生まれ変わらなければならない。

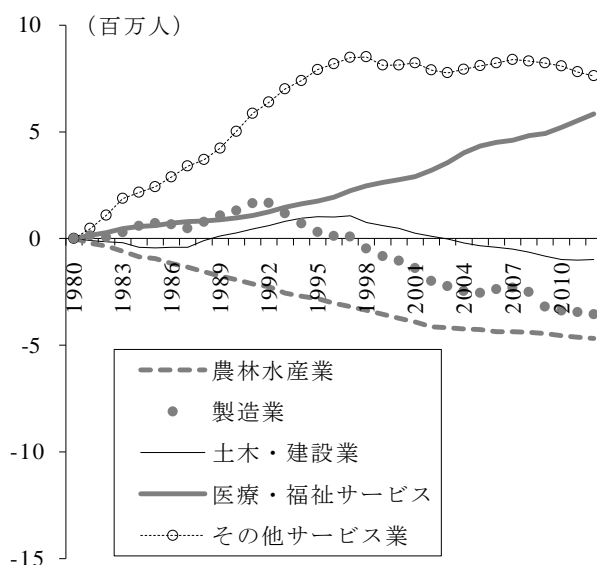
補論 A 雇用・賃金のダイナミクスと実質為替レート

第3節では、1990年代後半以降に日本の物価上昇率が低迷した背景要因として、製造業からサービス業への産業構造の調整が本格化したことに伴い、製造業における賃金上昇がサービス業の賃金と物価の上昇を誘発する効果が弱まったことを指摘した。国際経済学では、製造業の賃金上昇が一般物価の上昇をもたらし、それが自国通貨の実質為替レートを増価させる効果がバラッサ・サミュエルソン効果と呼ばれている。日本において製造業が賃金決定の主役の座から退いたことは、バラッサ・サミュエルソン効果を生み出す要因が失われたことを意味している。この点は円の為替レートの適正水準（均衡為替レート）を考える際にも重要なので、以下でやや踏み込んだ分析を行っておこう。

まず、図表 A1 は 1980 年以降の主要産業の就業者数の増減（累積値）をプロットしたものである。ここに示した産業のうち、1980 年から 2012 年にかけて就業者がもっとも減少したのは農林水産業である。ただし農林水産人口の減

少は 1970 年代以前のほうがずっと激しく、その後は高齢者の離職が中心になったため、他産業の労働市場への影響は大きくなかったと思われる。製造業と土木・建築業の就業人口はそれぞれ 1990 年代初頭と後半がピークであり、その後は減少に転じている。

図表 A1 主要産業の就業者数の増減



(注) いずれも 1980 年以降の累積値。その他サービス業は電力・ガス・下水道・廃棄物処理以外の公的サービスを含む。

(出所) 産業経済研究所「JIP データベース」をもとに集計。

他の先進諸国の経験を鑑みると、日本の製造業の雇用は 1980 年代に減少し始めてもおかしくなかった⁽³⁵⁾。しかし 1980 年代前半のドル高・円安によって外需が急増し、1980 年代末のバブル経済によって内需が急増したため、工業部門の雇用調整は進まなかった。しかしバブル崩壊後には内需が急減しただけでなく、円高と外国の景気後退によって外需も伸び悩み、同時に中国など近隣諸国の製造業が目覚ましく成長し始めたため、国内の生産と雇用の大幅な調整が不可避となった。地方部ではかねてから土木・建設業が農林業や製造業の余剰人員の受け皿の役割を果たしてきたが、民間投資の減少と公共投資の削減が進む中、1990 年代後半以降はそうした役割を果たすことが難しくなった。

その間、サービス業では就業者が一貫して増加した。ただし 1990 年代半ばすぎまで多数のサ

サービス業において雇用が増加したのに対し、その後は医療・福祉サービス業の雇用増加だけが突出しており、他の大半のサービス業の就業者は伸び悩んでいる。たとえば、運輸や卸・小売などの流通業の就業者は 1990 年代前半まで増加したが、その後は大幅な減少に転じている。これらのことから、デフレ傾向が指摘されるようになった 1990 年代後半までに就業構造のトレンドに大きな変化が生じていたことが分かる。

次に、こうした産業構造の変化が物価と実質為替レートに与える影響を簡単な数式を用いて表現してみよう。まず、日本の貿易財と非貿易財の価格をそれぞれ P_T と P_N と書き、外国の貿易財と非貿易財の価格をそれぞれ P_T^* と P_N^* と書くことにする。日本の場合、貿易財の多くは工業製品、非貿易財の多くはサービスである。サービスの中には資本・技術依存度の高い金融や IT サービスも含まれるが、以下では主として医療・社会福祉などの対人サービスを思い浮かべてもらいたい。 P_T と P_N 、 P_T^* 、 P_N^* は生産国の通貨建ての価格であり、 P_T と P_N の単位は円、 P_T^* と P_N^* の単位は外国がアメリカならドル、中国なら人民元である。同様に、日本の貿易財産業と非貿易財産業の名目賃金をそれぞれ W_T と W_N 、外国の貿易財産業と非貿易財産業の名目賃金をそれぞれ W_T^* と W_N^* と表記することにする。

次に、上記の価格と賃金の間に以下のような関係を仮定する。

$$\begin{aligned} P_T &= \frac{\theta_T}{a_T} \times W_T & P_T^* &= \frac{\theta_T^*}{a_T^*} \times W_T^* \\ P_N &= \frac{\theta_N}{a_N} \times W_N & P_N^* &= \frac{\theta_N^*}{a_N^*} \times W_N^* \end{aligned} \quad (\text{A1})$$

ここで a_T 、 a_N 、 a_T^* 、 a_N^* は国別・産業別の労働生産性を表す無名数である。 θ_T 、 θ_N 、 θ_T^* 、 θ_N^* は各産業における労使の交渉力を表すパラメーターであり、経営者側の賃金交渉力が高まると上昇する。ただし以下では「外国」を日本と関係のあるすべての外国だと考えるので、 a_T^* と a_N^* は多数の外国の平均的な生産性を意味する。また、国によって労組の交渉力にばらつきがあり、各国の θ_T^* と θ_N^* の変化が相殺されることを想定し、

以下では $\theta_T^* = \theta_N^* = 1$ で一定だと仮定する。

次に、為替レート（円で測った外国通貨 1 単位の価格）を S 円と書くことにすると、外国の貿易財と非貿易財の円表示価格はそれぞれ $S \times P_T^*$ 円と $S \times P_N^*$ 円である。貿易財に関しては国際間で価格裁定が働き、

$$P_T = S \times P_T^* \quad (\text{A2})$$

という関係が成立するが、非貿易財に関してこうした関係は成立しない。また、貿易財産業と非貿易財産業の賃金は必ずしも同一でないが、一国内であれば裁定圧力が働くため、両者の比率は長期的に一定に保たれると考える。すなわち、一般的に

$$W_T \neq W_N, \quad W_T^* \neq W_N^* \quad (\text{A3})$$

だが

$$\Delta w_T = \Delta w_N, \quad \Delta w_T^* = \Delta w_N^* \quad (\text{A4})$$

という関係が（おおむね）成立するものと仮定する。ただし (A4) 式のデルタつきの小文字の変数は (A3) 式の大文字の変数の変化率を意味している。以下ではこの変化率の表記方法を他の変数にも適用する。

次に、自国と外国の一般物価をそれぞれ P と P^* と書くことにし、それらを

$$\begin{aligned} P &= P_T^\omega P_N^{1-\omega} \\ P^* &= (P_T^*)^\omega (P_N^*)^{1-\omega} \end{aligned} \quad (\text{A5})$$

と定義する。 ω は一般物価指数における貿易財のウェイトを表している。さらに、自国通貨（円）の実質為替レートを

$$R = \frac{S \times P^*}{P} \quad (\text{A6})$$

と定義する。したがって R の上昇が実質ベースの円安を意味し、 R の下落が実質ベースの円高を意味する。

これで準備ができたので、円の実質為替レートがどのような要因によって変化するかを調べてみよう。まず、(A1) 式を (A2) 式に代入し

て整理すると

$$S = \theta_T \times \frac{a_T^*}{a_T} \times \frac{W_T}{W_T^*} \quad (\text{A7})$$

となり、これを各変数の変化率の関係として書き直すと

$$\Delta s = \Delta \theta_T + (\Delta a_T^* - \Delta a_T) + (\Delta w_T - \Delta w_T^*) \quad (\text{A8})$$

となる。次に、(A2) 式と (A5) 式を (A6) 式に代入して整理すると

$$R = \left(\frac{S \times P_N^*}{P_N} \right)^{1-\omega} \quad (\text{A9})$$

となり、これを各変数の変化率の関係に書き換えると

$$\frac{\Delta r}{1-\omega} = \Delta s + \Delta p_N^* - \Delta p_N \quad (\text{A10})$$

となる。最後に、(A8) 式を (A10) 式に代入して整理すると、

$$\begin{aligned} \frac{\Delta r}{1-\omega} &= (\Delta \theta_T - \Delta \theta_N) + (\Delta a_T^* - \Delta a_T) - (\Delta a_N^* - \Delta a_N) \quad (\text{A11}) \\ &= \underbrace{(\Delta \theta_T - \Delta \theta_N)}_{\text{①}} + \underbrace{(\Delta a_T^* - \Delta a_T)}_{\text{②}} - \underbrace{(\Delta a_N^* - \Delta a_N)}_{\text{③}} \end{aligned}$$

となる。

一般に、工業化の過程にある中進国では先進国の技術を模倣して生産を効率化する余地が大きいいため、(A.11) 式の②が負になることが多い。一方、サービス業に関しては国による生産性上昇率の格差が必ずしも大きくないため、③は比較的小さな値にとどまることが多い。①も一定だとすると、②が負値をとることは左辺の Δr が負値をとること、すなわち自国通貨の実質為替レートが増価することを意味している。これがバラッサ・サミュエルソン効果である。

図表 A2 は (A.6) 式の P と P^* に日本と諸外国の消費者物価を用いて計算した円の実質実効為替レートの推移を示したものである。実質実効為替レートは短期的には名目為替レートによって左右されるが、長期的には各国の物価の動向を反映して変化する。この図を見る限り、日本では 1990 年初頭までバラッサ・サミュエルソン

効果が働いていたが、その後、以下の理由でそれが機能しなくなったと思われる。第一に、日本の多くの工業品メーカーの欧米への追い上げが終焉する一方、近隣諸国から追い上げられる立場になったため、②が正の値に転じた。第二に、それに伴って国内の工業製品メーカーの海外生産移転が進み始め、国内の雇用が縮小する中で被雇用者の賃金交渉力が低下した。その結果、生産性の上昇が必ずしも完全に賃金に反映されなくなり、それ以前に比べて θ_T が上昇しやすくなったと思われる。そのときに θ_N が一定にとどまれば①が上昇し、(A11) 式の Δr は正の値をとる。 θ_T の上昇とともに θ_N も上昇すれば①が実質為替レートを減価させる効果は弱まるが、その分だけ Δp_N が下落して一般物価が伸び悩むことになる。1990 年代後半に円の実質実効為替レートが上昇（円の実質減価）に転じる中でデフレ傾向が顕在化したのはそのためだと思われる⁽³⁶⁾。

図表 A2 円の実質実効為替レートの推移



(注) 円の実質実効為替レートは国際決済銀行の統計にもとづく。1993 年までは先進国通貨に対する実質為替レートを加重平均した Narrow Index、1994 年以降は先進国と開発途上国の通貨に対する実質為替レートを加重平均した Broad Index による。これらを接続した上で 2010 年の値が 100 になるように調整した。数値の上昇が実質ベースの円安を表す。点線は二次曲線による近似値を表している。

(出所) Bank for International Settlements, *Effective Exchange Rate Indices* をもとに集計。

補論 B 政府債務・GDP 比率のダイナミクスと財政再建

第 4 節では、一国の政府債務・GDP 比率が

債務・GDP 比率の一年間の増減

$$= (\text{名目長期金利} - \text{名目経済成長率}) \times \text{年初の債務・GDP 比率} - \text{当該年の PB・GDP 比率}$$

あるいは

債務・GDP 比率の一年間の増減

$$= (\text{実質長期金利} - \text{実質経済成長率}) \times \text{年初の債務・GDP 比率} - \text{当該年の PB・GDP 比率}$$

という式に従って変化すること、これらの式をもとに客観的に評価する限り、日本政府は実質的な破綻状態にあることを指摘した。

しかし日本政府はこうした評価を認めないだろう。政治家の中には、日本の公債のほとんどが自国通貨建てで発行されており、いざとなったらいくらでもそれらを日銀に引き受けさせることができるので、日本政府が債務返済に行き詰まることはありえないと考える人が少なくないようである。また、日銀がインフレ目標を達成した後も過去に購入した国債を売却する必要はなく、新規に発行する貨幣を用いて少しずつ償却すればよいという意見もある。

しかしこうした考えはいずれも誤りである。確かに日銀が国債の買入れをどこまでも続ければ、政府が明示的なデフォルトを避けることは可能である。しかしそれは日銀が物価管理を放棄することを意味し、高率のインフレーションが発生する可能性がある。また、そうしたハイパーインフレーションが発生しない場合、潜在的な財政破綻の可能性が高まり、すでに始まっている金融抑圧が強化されてゆくだろう。これらはいずれも強制的な債務のリスケジュールに該当し、財政破綻の一種である。この補論では、先の式を厳密に導出することによってその意味を正確に理解した上で、それが今後の日本においてどのような含意を持っているかを論じる。

日銀が財政にどれだけ貢献できるかを考える

場合、政府と日銀を含む広義の政府（以下ではそれを「統合政府」と呼ぶ）の会計を考えることが有益である。国によっては中央銀行が政府債務や財政赤字のファイナンスに協力することを厳しく禁じている国もあるが、日本の場合、国会の議決さえあれば政府が日銀にどのような支援を求めることも可能である⁽³⁷⁾。また、法律の条文がどうであれ、財政が破綻の危機に直面している時に日銀がそれを放置することは難しく、仮にそうしたことが行われた場合、政府は世論を動員して日銀に圧力をかけるだろう。したがって日銀が財政のファイナンスに協力することは事前に予見されていると考えられ、だからこそ財政の持続性を議論する際に統合政府の会計が注目されるのである⁽³⁸⁾。

まず、日銀を含まない政府の毎年度の予算制約式を以下のように書くことにしよう。

$$B - B_{-1} = i \times B_{-1} - [(T + i \times H_{-1}) - E] \quad (\text{B1})$$

上式のうち、添え字のない変数は当該年度中ないし当該年度末の値であり、添え字の -1 がついた変数は前年度末ないし当該年度期初の値である。 B は通常の意味での政府債務の残高を表し、債務が国債の形でファイナンスされている場合、国債の発行残高と一致する。 T は税収や公的社会保険の保険料収入、 E は債務の利払い以外の歳出を表している。 i は政府債務の平均金利を表し、 $i \times B_{-1}$ が当該年度中の利払いに対応する。

最後に、(B1) 式の H_{-1} は当該年度期初の日銀の負債のうち、利払いの必要がないものの残高を意味している。マクロ経済学の教科書では H_{-1} = ベースマネーと書かれていることが多いが、以下ではこれらを厳密に区別する。日銀の定義によるベースマネーとは、現金と日銀当座預金、自己資本の和であり、自己資本には資本金と各種の準備金や引当金が含まれる。これらのうち、現金と自己資本は日銀にとって無利子の負債（ないし純資産）だが、日銀当座預金の中で無利子の所要準備は一部にすぎず、それ以外の超過準備の大半には年率 0.1% の付利が行われている⁽³⁹⁾。現時点で超過準備の利率は非

常に低い、それが現金化されて高率のインフレーションを生むことを日銀が望まない場合、市場金利の変動に合わせて利率を調整する必要がある。したがって超過準備は日銀にとって無利子負債とは言えず、潜在的には国債と同じ有利子負債である。また、現金（日銀券）の流通残高は過去四半世紀間に急増し、本稿の執筆時点で約 96 兆円に膨れ上がっているが、これはゼロ金利政策によって現金保有の機会費用が消失したことによるところが大きい。たとえば、1992 年度には GDP が 2014 年度とほぼ同じ 490 兆円でインフレ率が現行の日銀の目標値とほぼ等しい年率 2% 程度、長期金利は 4% 前後だった。この年の現金流通高が 40 兆円弱だったことを考慮すると、いずれ物価と金利が正常な水準に回帰した場合、市中に滞留している現金の多くが日銀に回帰するだろう。したがって正常な金融政策が回復された時点で日銀にとって無利子負債と呼べる現金は一部にすぎず、残りは超過準備と同じ潜在的な有利子負債だと考えるべきである。

以下では金利が正常な水準にある時の日銀の現金発行残高と所要準備、自己資金の和をベースマネーと呼ぶことにし、これを先の H という記号を用いて表現する。この H は日銀にとって正真正銘の無利子負債なので、それをどのような資産に投じても原則的に金融政策に抵触しない。そこで以下では日銀が H をすべて長期国債に投資し、毎年度の投資収益（国債のクーポン）をただちに国庫に返還（納付）するものと仮定する⁽⁴⁰⁾。(B1) 式の $i \times H_{-1}$ がこの国庫納付金を意味し、 $(T + i \times H) - E$ が基礎的財政収支 (PB) に相当する。

ここで注意したいのは、通常の意味のベースマネーが中央銀行の操作変数であるのに対し、上記の意味でのベースマネーを日銀が自由にコントロールすることはできないことである。金利が一定なら現金流通高と所要準備は名目 GDP とほぼ比例的な関係にあると予想されるため、名目 GDP が増加しない限り H も増加しない。もちろん現時点で実際に行われているように、日銀が上記の H を上回る国債を買入れる

ことは可能である。しかし統合政府の視点に立った場合、それは対民間債務の一部を国債から日銀の超過準備に転換しているにすぎず、債務残高は同一である⁽⁴¹⁾。本稿の執筆時点で日銀の自己資金（準備金や引当金を含む）と所要準備（法定準備預金）の残高はそれぞれ 8 兆円弱と 9 兆円弱なので、 H は $40 + 8 + 9 = 57$ 兆円程度ということになる。このことから、日銀が将来のことを心配せずに保有できる国債の金額が多くないことが分かる⁽⁴²⁾。

さて、次に (B1) 式を統合政府の予算制約式に書き直すことを考えよう。上述したように、統合政府にとって H は原則として返済不要の債務なので、実質的な債務残高は $B - H$ である。以下ではこの値を D と書くことにする。(B1) 式の両辺から $H - H_{-1}$ を引き、さらに $D = B - H$ という表記を用いて両辺を整理すると

$$D - D_{-1} = i \times D_{-1} - (T - E) - (H - H_{-1}) \quad (\text{B2})$$

となる。これが統合政府の予算制約式である。右辺の $i \times D_{-1}$ が当該年度の民間部門に対する債務の利払いを表し、 $T - E$ が（政府・日銀間の資金の出入りを相殺した）PB に相当する。 $H - H_{-1}$ は今年度中のベースマネーの増減を表し、通貨発行益（シニョレッジ）と呼ばれるものに近い意味を持っている。当該年度中に名目 GDP が増加すれば現金流通残高や所要準備が増加して H が増加するため、日銀がその分だけ国債を買入れ、統合政府の対民間債務を削減することが可能である。ただしすぐ後に見るように、その金額は小さなものである。

次に、(B2) 式の各項を名目 GDP に対する比率の形に書き直そう。左辺の D_{-1} を右辺に移項した上ですべての項目を $P_{-1} \times Y_{-1}$ で除し、さらに若干の書き換えを行うと

$$\frac{D}{PY} \frac{PY}{P_{-1}Y_{-1}} = (1+i) \frac{D_{-1}}{P_{-1}Y_{-1}} - \frac{T-E}{PY} \frac{PY}{P_{-1}Y_{-1}} - \frac{H}{PY} \frac{PY}{P_{-1}Y_{-1}} + \frac{H_{-1}}{P_{-1}Y_{-1}} \quad (\text{B3})$$

となる。上式の大文字の変数の名目 GDP に対する比率を小文字のアルファベットを用いて表現

することにし、名目経済成長率を g と書くと、

$$(1+g)d=(1+i)d_{-1} - (1+g)(t-e) - (1+g)h+h_{-1} \quad (\text{B4})$$

となる。インフレ率が一定で経済が正常に機能している限り $h=h_{-1}$ であることに注意し、(B4) 式の両辺を $1+g$ で除して整理すると

$$\Delta d = \frac{i-g}{1+g} d_{-1} - \left[(t-e) + \frac{g}{1+g} h \right] \quad (\text{B5})$$

となる。ここで Δd は当該年度中の債務の対 GDP 比率の変化 ($=d-d_{-1}$) を表している。 g があまり大きくない場合、 $1+g$ をほぼ 1 とみなし、

$$\Delta d \approx (i-g) \times d_{-1} - [(t-e) + g \times h] \quad (\text{B6})$$

と読み替えても大きな支障はない。物価上昇率を π と書き、実質金利と実質経済成長率をそれぞれ r と g^* と表記すれば、(B6) 式を

$$\Delta d \approx (r-g^*) \times d_{-1} - [(t-e) + (\pi+g^*) \times h] \quad (\text{B7})$$

と表現することもできる。

(B6) 式と (B7) 式の右辺のうち、日銀のインフレ目標が関係するのは最後の $g \times h$ ないし $(\pi+g^*) \times h$ の項だけである。先の H の値を前提とすると、名目金利が正常な水準にある場合の日本の h は 0.1 弱だと考えられる。そこで、以下ではこれを長期的に妥当な h の水準だと考えよう。 g はインフレ率 π と実質経済成長率 r の和であり、この π は CPI ではなく GDP デフレーターの上昇率に相当する。政府は年率 2% 超の実質経済成長率を目指しているが、本文において分析したように、現実には 0% 前後の値を見込むべきだろう。デフレーターベースのインフレ率に関して政府の目標とほぼ等しい $\pi=0.01$ を仮定し、これに $g^*=0$ を加えると $g=0.01$ になる。さらにこれに先の h をかけると $g \times h=0.01 \times 0.1=0.001=0.1\%$ となり、これが日銀が一年間の通貨発行を通じて償却可能な公債 (の対 GDP 比率) を表している。

仮に将来の実質経済成長率が目に見えて上昇したり、日銀が財政貢献を意識してインフレ目標値を多少引き上げたりしても、上記の結論は

あまり変わらない。たとえば、仮に実質経済成長率が政府の目指す 2% に上昇し、GDP デフレーターの上昇率が 2% に達したとしよう。これは CPI ベースで約 3% のインフレ率に相当し、これ以上の物価上昇を望む人は少ないはずである。その場合、 $g=\pi+g^*=0.02+0.02=0.04$ であることから、 $g \times h=0.04 \times 0.1=0.004=0.4\%$ となる。この値は先の 0.1% より大きいですが、それでも消費税 1% 分の税収にも満たない小さな金額である⁽⁴³⁾。これらの例から、日銀が物価管理を犠牲にすることなく実施可能な財政貢献がそれほど大きなものでないことが理解できるだろう。

政府が日銀を頼りにすることができないとすると、日本の財政はどのようにして再建されるのだろうか。政府が債務の明示的なデフォルトを行わないとすると、論理的に言って、債務・GDP 比率の上昇に歯止めをかけて低下させる方法は

1. 毎年度の財政収支の十分な黒字化
2. 金融抑圧
3. ハイパーインフレーション

の三つしか存在しない。以下では分析の簡略化のために (B6) 式の $g \times h$ と (B7) 式の $(\pi+g^*) \times h$ を捨象し、

$$\Delta d \approx (i-g) \times d_{-1} - (t-e) \quad (\text{B8})$$

$$\Delta d \approx (r-g^*) \times d_{-1} - (t-e) \quad (\text{B9})$$

という式を用いて上記の三つのオプションについて考えてみよう。

図表 B1 は、(B8) 式ないし (B9) 式の d_{-1} と Δd をそれぞれ横軸と縦軸にとり、これらの式をグラフに描いたものである。PB が赤字の場合、縦軸の切片は 0 より大きい。また、金利 (政府債の平均利回り) が経済成長率を上回っている限り、グラフの傾きは正である。

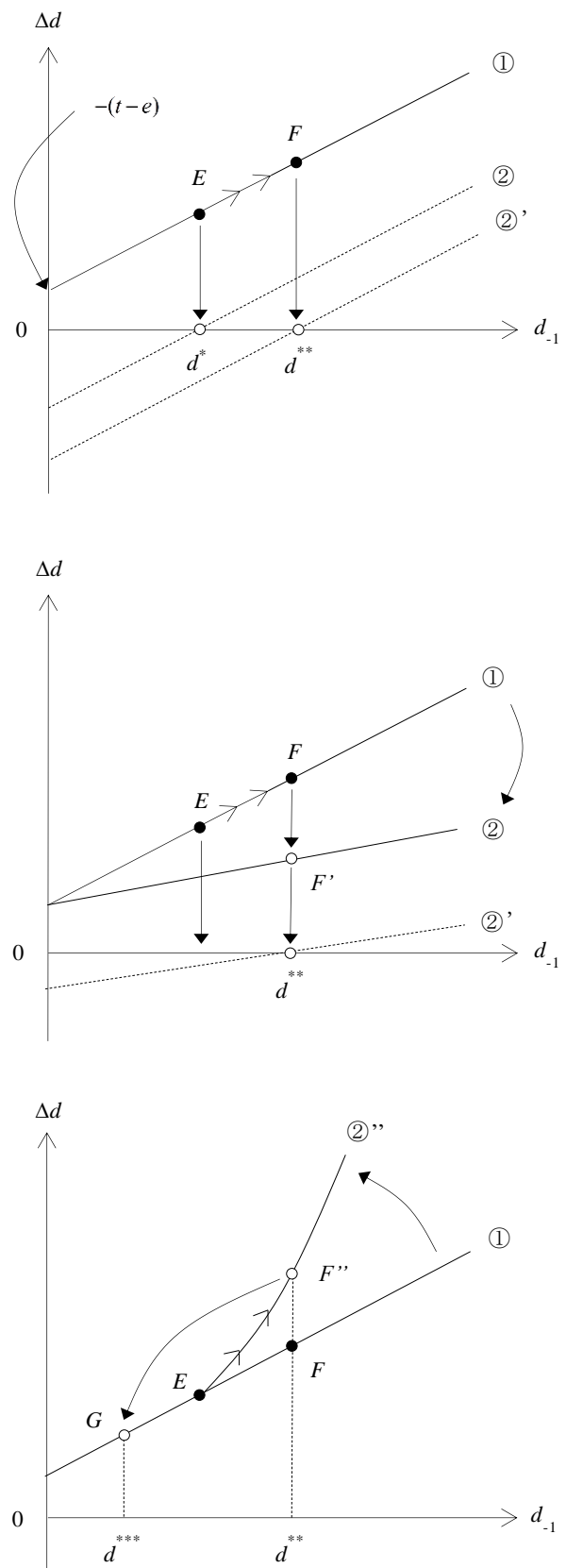
政府が財政再建を成し遂げる正攻法は、毎年の財政収支を黒字化し、債務を返済してゆくことである。いま、政府の財政赤字と債務残高の関係が上段パネルの①の直線だとしよう。前年度末の債務・GDP 比率が d^* だったとして、政府が今すぐ債務・GDP 比率の上昇を止める場合、

E 点から横軸に下ろした垂線の長さの分だけ PB を改善させる必要がある。しかし政府が調整を先送りし、債務・GDP 比率が d^{**} に達した時点で財政再建を行う場合、必要となる PB の調整幅は F 点から横軸に下ろした垂線の長さとなる。このことから分かるように、財政再建を先送りすればするほど大きな歳入・歳出の調整が必要となり、その実現可能性が問われやすくなる。しかし財務省の推計によると、日本政府がただちに債務・GDP 比率の上昇を停止させ、2060 年までに同比率を 100%程度に引き下げようとする場合、GDP 比で 10%近い PB の改善が必要となる⁽⁴⁴⁾。これは現時点の政府の税收総額より大きな値であり、GDP 比で 1%弱にすぎない消費税率引き上げに躊躇している政府にそうした大きな改革ができるとは考えられない。

第 4 節で解説したように、現時点で政府は PB の調整ではなく、経済成長による財政再建を目指している。しかし経済成長とともに金利が上昇する場合、経済成長率が上昇しても (B8) 式の $i-g$ と (B9) 式の $r-g^*$ が一定にとどまり、財政再建に何ら貢献しない⁽⁴⁵⁾。それでも政府がそうした方針を掲げているということは、金利を操作して $i-g$ と $r-g^*$ を引き下げ、利払い費を圧縮することを狙っていると解釈すべきだろう。これが第二のオプションの金融抑圧である。

いま、政府ないし日銀が人為的に長期金利を抑え込み、 $i-g$ と $r-g^*$ を引き下げること成功したとしよう。図表 B1 中段のパネルにおいて、これは政府の予算制約線が①から②にシフトすることを意味する。 $i-g$ と $r-g^*$ が大幅に低下しても、 PB の赤字が多ければ $\Delta d > 0$ となり、債務・GDP 比率は上昇しつづける。しかし①線上で債務・GDP 比率が d^{**} に達した場合と②線上で債務・GDP 比率が d^{**} に達した場合を比べると、後者の方が債務・GDP 比率の上昇を停止させるために必要な PB の調整幅が小さくなる。したがって長期金利と経済成長率が接近している時や後者が前者を上回っている場合、財政再建を行いやすいことは事実である。

図表 B1 政府債務のダイナミクス



(出所) 著者作成。

しかし第4節で指摘したように、国債の利回りが経済成長率より低い（あるいは金利が経済成長率とほぼ等しい）状態は本質的に不自然であり、政府が長期的にそうした状態を持続させようとする場合、あらゆる手段を総動員する必要がある。こうした手段の例として、民間金融機関に対する国債の強制的な割り当てや売買制限、その代償として提供される国債保有の税優遇措置、日本政府の圧力が効きにくい海外資本に対する規制強化などが考えられる。しかしこれらの政策を実施することは金融抑圧そのものであり、1970年代以前の金融統制に逆戻りすることを意味する。

また、上記のような政策が長期化した場合、実体経済に無視できない悪影響が及び、(B8)式の g と(B9)式の g^* が低下してゆく可能性がある。さらに国債の流動性が低下してリスク・プレミアムが付与されるようになると、(B8)式の i と(B9)式の r も上昇してゆくだろう。発行済み公債が累積するほどこうした効果が強まるとすると、(B8)式と(B9)式は直線ではなく、図表B1の下段パネルの②”のように右上にそり上がった曲線だということになる。その場合、 d_{-1} が d^{**} に達した時点で債務・GDP比率の上昇を食い止めるために必要なPBの調整幅は、 F 点ではなく F'' 点から横軸に下ろした垂線の距離である。これほど大幅なPBの調整を一気に進めることは政治的にも経済的にも不可能であり、誰もその実効性を信じないだろう。

そうしたときの最後の手段が第三オプションのハイパーインフレーションである。(B8)式と(B9)式の d_{-1} は債務残高 D_{-1} を名目GDPの Y_{-1} で割った値だった。政府の借入金や公債の償還額は名目値で決まっているので、 D_{-1} は物価が変化しても一定である。一方、実質GDPが一定だとすると、物価が2倍になれば名目GDPが2倍になるため、 d_{-1} は半分になる。仮に物価が3倍になると、日本の公債・GDP比率は他のG7諸国の平均程度にまで下落する。

ただしハイパーインフレによる財政再建は実質的に政府債務の強制的なリスケジュールングであり、財政破綻に近い意味を持っている。

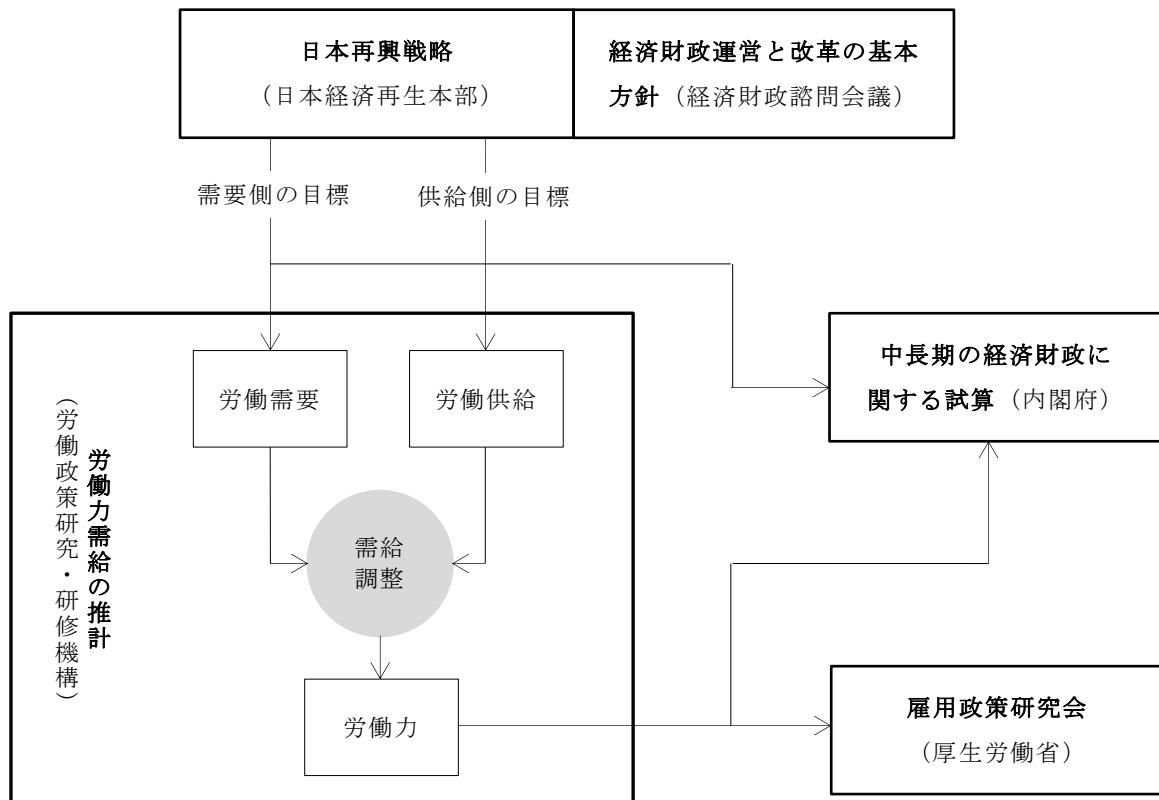
また、現実にかような高率のインフレーションが発生した場合、やはり経済活動が混乱して実質GDPが収縮してしまうかも知れない。より重要な点として、いったんこうした形で財政再建が強行されても、PBの十分な調整が行われな限り再び債務・GDP残高が上昇し、いずれもとの状態に戻ってしまう。したがって、日本政府が近い将来に標準的でない方法による債務調整を迫られる可能性が高いとしても、毎年の歳入出を調整して財政を健全化する努力を放棄してよいことにはならない。

補論C 政府の成長目標と労働制約

安倍政権の経済政策の大きな問題点は、野心的な短期目標ばかりが乱立し、それらの実現可能性や相互の整合性を科学的に検証する姿勢が見られないこと、そして長期的な財政管理の問題から目を背けていることである。第4節において述べたように、現政権の経済財政政策の方針としては、従前から毎年発表されている「経済財政運営と改革の基本方針」と、安倍政権発足後に発表され、その後毎年改訂されている「日本再興戦略」がある。これらのうち、「日本再興戦略」は成長戦略に関する文書であり、財政の問題は取り扱っていない。また、最近の「経済財政運営と改革の基本方針」においても財政に関する記述は乏しく、「日本再興戦略」のダイジェスト版に近い内容になってしまっている。

「日本再興戦略」には「実質2%、名目3%」というマクロの成長目標だけでなく、さまざまな分野に関するミクロ的な数値目標が列挙されている。これらの中には、「2020年に農林水産物・食品の輸出額を1兆円(現状約4,500億円)とする」のように需要増を目指すものと、「ビジネス環境ランキングで先進国3位以内を目指す」など供給力増強を意図したものが含まれている。しかしいずれの目標に関してもそれを実現するための施策は例示に止められ、施策の費用対効果の分析も行われていない。したがってこれらの施策が実施されると本当にミクロの数値目標が達成されるのか、それがどれだけの財政費用

図表 C1 アベノミクスと政府関係機関の将来推計



(出所) 各機関の資料をもとに著者作成。

を伴うのか、ミクロの目標を積み上げるとマクロの目標が実現するのかは分からない。

第4節において見たように、内閣府は年二回「中長期の経済財政に関する試算」を発表している。ただし最近の試算の「経済再生ケース」はアベノミクスの成長目標をそのまま取り込んでおり、目標の妥当性や実現可能性は検討していない。最新の「試算」の「経済再生ケース」では中期的に全要素生産性が年率 2.2%程度のペースで上昇するという前提の下で実質 GDP も年率 2.2%で増加すると推計されているが⁽⁴⁶⁾、資本増強による成長率押し上げ効果が小さいとすると、これは中期的に労働投入量がほぼ一定にとどまると言っているのと同じである。内閣府は将来の労働力を直接推計せず、労働政策研究・研修機構の「労働力需給の推計」における「経済成長と労働参加が適切に進むケース」の計数を借用している。労働政策研究・研修機構の「経済成長と労働参加が適切に進むケース」

においても「日本再興戦略」の目標達成が前提とされているため、すべてはアベノミクスの成功頼みということになる。

しかし労働政策研究・研修機構の「労働力需給の推計」の結果を詳しく検討すると、それがおよそ現実的なシナリオでないことに気付く。もともと「労働力需要の推計」は厚生労働省の雇用政策研究会の検討資料であり、そこにおかしな点があれば、我が国の財政危機の元凶である社会保障政策にも影響が及ぶ可能性がある。そこで、以下でこの推計がどのように行われ、そこでどのような結果が得られているのかをやや詳しく見ておきたい。

2014年版の「労働力需給の推計」の「経済成長と労働参加が適切に進むケース」によると、日本全体の労働投入量（マンアワー）は2014年から2020年にかけて年率 0.2%程度の微減にとどまり、2020～2030年も年率 0.5%程度の減少に抑えられるという。「労働力需給の推計」で

は、性・年齢別の労働需要関数と労働供給関数を独立に推計し、賃金の調整を通じて需要と供給が均衡するという想定の下で将来の労働力人口や労働投入量を推計している。試算の過程において計量経済学的手法が多用されているため、一見すると科学的な推計が行われているように見えるが、各段階の推計の前提や結果を見ると、必ずしもそうとは言えないことに気付く。

第一に、労働の需要関数と供給関数の推計そのものは過去のデータを用いてオーソドックスな方法で行われているが、将来の需要と供給の推計はそれらの説明関数に「日本再興戦略」の目標達成の影響を反映させる形で行われている。たとえば需要側に関しては、「2020年に約26兆円（現状8兆円）の内外のエネルギー関連市場を獲得する」、「医薬品、医療機器、再生医療の医療関連産業の市場規模を2020年に16兆円（現状12兆円）に拡大する」などの目標がすべて達成され、生産増に応じて労働需要も増加することを仮定している。供給側に関しても、過去のデータを用いて労働供給関数を推計した上で、「2020年に女性の就業率（25歳から44歳）を73%（現状68%）にする」、「今後5年間で、失業期間6か月以上の者を2割減少させ、一般労働者の転職入職率を9%（2011年：7.4%）とする」などの目標が実現することを想定し、他にも労働力を増やすいくつかの仮定を置いた上で将来の値を計算している。したがって個別に推計される将来の労働の需要量と供給量は現政権の目標そのものであり、過去のトレンドから客観的に推計したものではない。

「日本再興戦略」が多数の目標の羅列にすぎない以上、上記の方法で算出された労働の需要量と供給量が一致する保証はない。そこで次の段階で労働の需要と供給の関係を説明変数（の一つ）とする賃金決定式を推計し、それによって算出された賃金上昇率を労働需要関数と労働供給関数にフィードバックさせている。そうして新たに算出された労働需要・供給を再び賃金決定式に代入することによって賃金上昇率を算出し、需要と供給が一致するまで同じ手順をくり返すという方法が採られている。

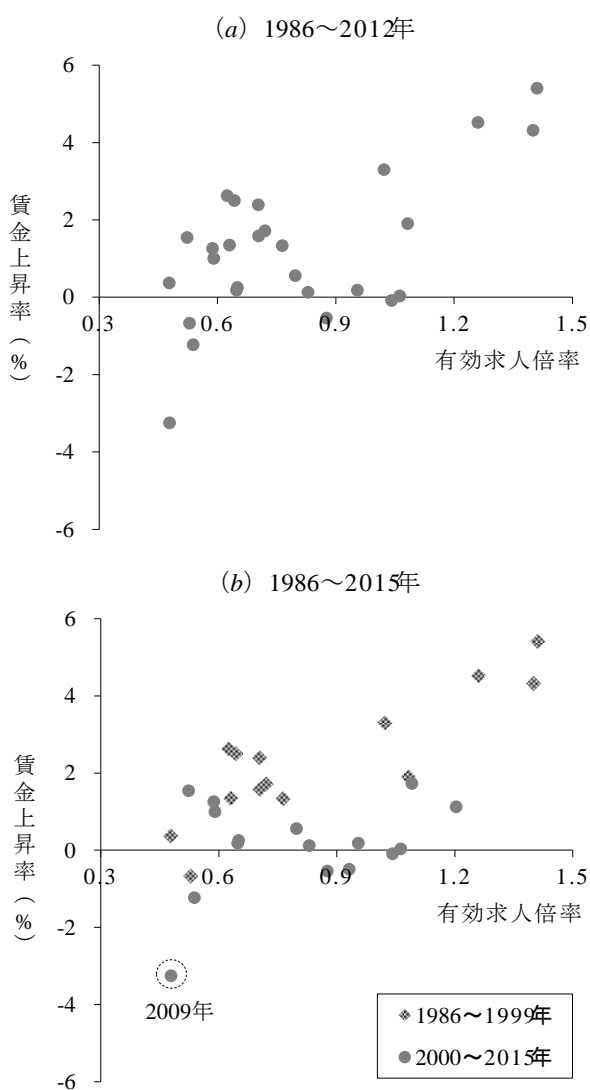
しかしここで利用されている賃金決定式は明らかに労働市場の現状を反映していない。この関数の被説明変数は名目賃金上昇率であり、説明変数には（労働の需給関係を表す）有効求人倍率やCPI変化率などが含まれている。先の需要関数と供給関数がおおむね1990年代後半以降のデータを用いて性別・年齢階層別に推計されているのに対し、賃金決定式は1986～2012年という長期間のデータをもとに単一式によって推計されている。推計結果を見ると、有効求人倍率の係数が正、CPI変化率の係数が約0.5になっているため、マクロの労働需給がタイト化すると賃金が上昇するが、物価が上昇すると実質賃金が下落するため、インフレが進むと企業が雇用を増やしやすいために想定になっている。

しかし第3節において見たように、近年の日本では「製造業→医療・福祉サービス」という産業構造の変化と「正規・フルタイム→非正規・パートタイム」という就業構造の変化が一国全体の平均賃金に大きな影響を与えており、マクロの有効求人倍率と賃金上昇率の間に安定的な関係が存在するとは考えにくい。図表C2のパネル(a)において上記の推計期間における有効求人倍率と名目賃金上昇率の関係を確認すると、確かに右上がりの散布図になっており、労働需給がタイト化すると賃金上昇が加速するという関係になっている。しかしデータを直近の2015年まで伸ばし、1990年代以前と2000年代以降に分けてグラフを描き直したパネル(b)を見ると、パネル(a)の右上がりの関係が主として1990年代以前の実績を反映していること、リーマン・ショックの影響が大きかった2009年を別とすると、2000年代以降に縦軸と横軸の値にはっきりとした関係が存在しなくなっていることが分かる⁽⁴⁷⁾。「労働力需給の推計」では物価や名目賃金の推計値が示されていないため、最終段階の推計によって労働投入量がどれだけ左右されているかは不明である。しかしそれが現実の労働市場の姿を正しく捉えていないことは間違いない。

「労働力需給の推計」の第二の問題点は、上記の方法で推計された将来の労働力が明らかに

過大であることである。この点を確認するために、直近の G7 諸国の労働力率とこの推計に示されている将来の日本の労働力率を比較したのが図表 C3 である。この図の折れ線グラフは日本以外の G7 における 2014 年の性・年齢階層別労働力率の平均値を表し、棒グラフは同年の日本の実績と「労働力需給の推計」の「経済再生・労働参加シナリオ」における 2020 年と 2030 年の推計値を表している。

図表 C2 労働需給と賃金上昇率の関係



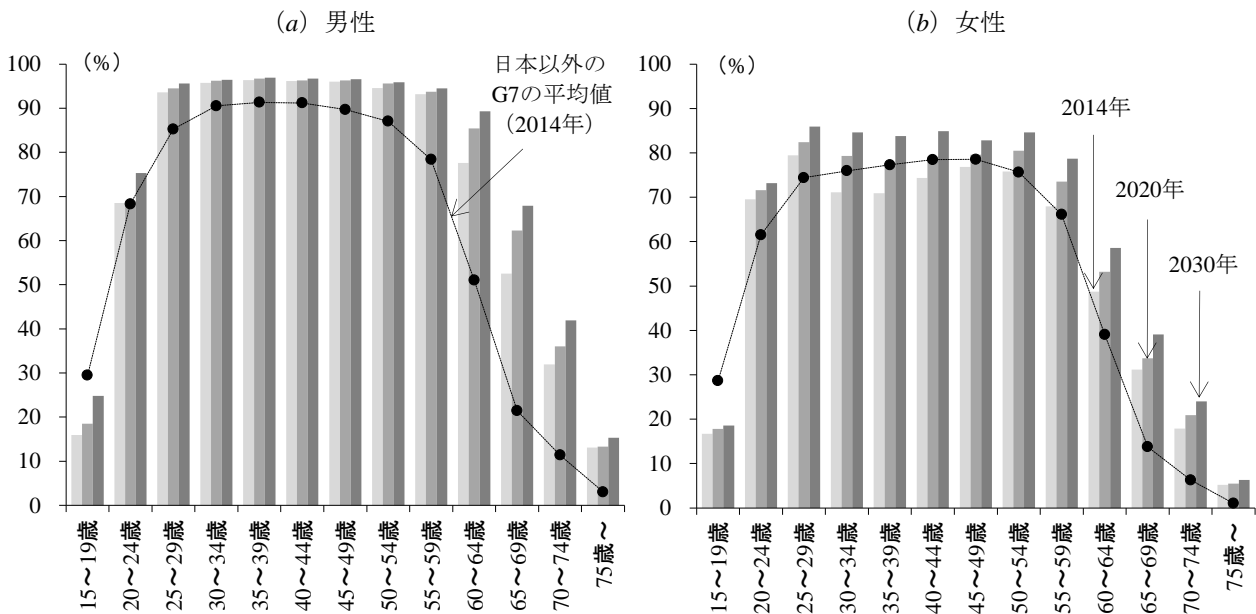
(注) 賃金上昇率は「賃金構造基本統計調査」における「きまって支給する現金給与額」(産業計・一般労働者、企業規模 10 人以上の民営)による。
 (出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」及び「職業安定業務統計」をもとに集計。

日本の労働参加に関しては多くの女性が出産とともに離職する「M 字カーブ」に注目が集

まることが多く、女性の就労が進むと労働力が急増するかの主張が行われることが少なくない。しかしそうした議論の前に確認しておくべきことは、日本ではもともと国民の就労意欲が強く、現時点でも育児期の女性以外のほぼすべて年齢層の労働力率が他の先進諸国の値を上回っていることである⁽⁴⁸⁾。現時点で育児期の女性の中に環境さえ整えば就労することを望む人が少なくないことは事実であり、これらの人々の労働参加が進む余地は存在するだろう。しかし第 3 節において指摘したように、日本では正規職のフルタイム労働者の就労時間が非常に長く、西欧では法的に許されない長時間勤務を強いられている人が少なくない。これらの人々の労働時間は減少してゆくことが望ましいし、今後夫婦間で育児や家事、介護の分担が進み、女性の労働参加やフルタイム化が進んだ場合、男性のフルタイム労働者の労働時間は大幅に減少する必要がある。しかし「経済再生・労働参加シナリオ」では女性の労働参加とフルタイム化が相当進むことを想定する一方、現時点で男性が多いフルタイム労働者の労働時間は有給休暇の消化と極端な長時間労働者の比率が半減することを見込んでいるだけで、平均年間労働時間がほとんど減少しないことになっている。図表 C3 の棒グラフを見ると分かるように、このシナリオでは若年層や高齢者を含むあらゆる年齢層の就労が進むことが想定され、それが勤労年齢人口の減少にも関わらず総労働時間がほとんど減少しないという結果を生み出している。この図には示していないが、現実には過去四半世紀間に男性の労働参加率がほとんどの年齢層で低下しており、女性も勤労世代の労働力率の上昇が若年層の進学率上昇や高齢化の影響によって相殺され、全世代の労働力率はやや低下している。したがって上記のシナリオは過去のトレンドが突然反転し、それが 2030 年まで継続すると言っていることになる。

上記のシナリオは、経済の基本原則とも矛盾している。図表 8 で見たように、もともと日本より労働時間が少なかった他の G7 諸国においても、過去数十年間に就業者の平均労働時間は

図表C3 G7の労働力率と将来の日本の労働力率の推計結果



(注) 日本の2014年の値は実績。2020年と2030年の値は「労働力需給の推計」(経済再生・労働参加進展シナリオ)による。
 (出所)厚生労働省「平成27年度雇用政策研究会報告書」付属資料及びOECD, *Employment and Labor Market Statistics*をもとに集計。

漸減している。その背景にはさまざまな要因が関与しているが、一国の経済発展が進んで実質賃金が増加した場合、多くの国民が就労時間を減らして余暇や他の活動に多くの時間を割くことを望むのは当然である。そもそも経済成長はそれ自体が目的でなく、国民の選択の幅を広げ、各人がより多様で充実した生活を送ることを可能にしてこそ意味のあるものである。

「労働力需給の推計」の「経済成長と労働参加が適切に進むケース」では、今後労働生産性の上昇率が加速し、2020年代に年率2.7%に達することになっている。この値は「日本再興戦略」の目標である年率2.0%の実質経済成長率から上記の手法で推計した国民の総労働時間の変化率を差し引いて求めたものだと思われ、そうした高い生産性上昇率がどこから来るのかは明らかでないが、仮にそれが実現した場合、平均的な国民の実質賃金は大幅に増加するはずである。そうした状況の中で国民が劇的に労働投入量を増やすという推計は、将来の日本人が諸外国の国民とも過去の日本人とも異なる行動を突然とり始め、豊かになったことの果実を摘みとることよりもどこまでも豊かになることを望む

と言っているのに等しい⁽⁴⁹⁾。

「労働力需給の推計」の他の問題点として、短期予測に適したモデルを用いて中長期の推計を行っている点も指摘しておきたい。たとえば、労働供給を推計する関数の説明変数の中には前期の失業率が含まれており、短期のダイナミクスを記述するのに適した推計式になっている。また、先に解説した賃金上昇率の推計式も、それが有効求人倍率や消費者物価上昇率を説明変数としていることから分かるように、典型的な短期モデルである。今後15年間の労働市場の大きな変化を推量する上で、こうした短期モデルが適切かどうかは議論の余地がある。

短期モデルを用いて長期のシミュレーションを行うことの問題点は、その間に生じる経済構造の変化が無視されてしまうことである。このことは「労働力需給の推計」における産業別の就業者数の推計値を見るとよく分かる。「経済再生・労働参加進展シナリオ」の場合、今後15年間にマクロの労働力がほとんど変化しないだけでなく、補論Aで確認した製造業の雇用の減少が突然停止し、2030年までほぼ横ばいで推移することが予想されている。

図表 C4 G7 の就業者総数に占める製造業従事者の比率の推移 (%)

年	カナダ	フランス	ドイツ	イタリア	イギリス	アメリカ	日本
1970～1974	21.9	23.6	47.9	39.5	33.2	21.8	27.1
1975～1979	19.8	22.9	44.7	31.8	30.2	19.7	25.0
1980～1984	18.5	20.5	32.8	25.5	25.8	17.8	24.7
1985～1989	17.3	18.0	31.9	22.8	23.5	15.8	24.4
1990～1994	15.1	15.9	29.3	23.2	21.0	14.3	23.9
1995～1999	15.3	14.4	24.3	24.3	18.6	13.4	21.8
2000～2004	14.9	13.0	23.5	22.9	15.3	11.3	19.3
2005～2009	12.1	11.4	21.8	20.7	11.7	9.4	17.9
2010～2014	9.9	10.0	19.8	18.7	9.8	8.3	16.6
2014(実績)							15.8
2020(推計)							16.1
2030(推計)							16.0

(注)ドイツの1989年以前の統計は旧西独に関する数値。
(出所)厚生労働省「平成年度雇用政策研究会報告書」
付属資料及びOECD, *Employment and Labor Market Statistics* 及び各国統計をもとに集計。

工業製品の輸出を国力の源だと考える人にとって上記の推計は耳当りのよいものだろうが、図表 C4 に示されているように、G7 の中で過去半世紀間に就業者総数に占める製造業従事者の比率が減少していない国は存在しない。補論 A において見たように、これは製造業の生産物の大半が貿易財であり、賃金水準が上昇すると労働集約度の高い製造業の比較優位が失われることに加え、高齢化によって医療・福祉サービスの需要が増加し、労働力の一部がそれらのサービスの生産に回る必要があるからである。図表 C4 を見る限り、日本の製造業従事者比率は他の先進諸国に比べてまだ高い。仮に日本の製造業が何らかの点で特別に優れているとしても、賃金水準が上昇する中でそれが対外的な価格競争力を維持するためには生産性が急上昇する必要があり、それが実現した場合には労働需要が減少するため、やはり就業者総数に占める製造業従事者の比率は減少するはずである。このように考えると、図表 C4 に示した将来の製造業従事者比率の推計値は明らかにおかしい⁽⁵⁰⁾。

「労働力需給の推計」が過去のトレンドから逸脱した不自然な結果になっている理由は、「日本再興戦略」の目標が非現実的であることに加

え、既存の産業構造を前提として将来の労働需要を推計しているためだと思われる。この推計では(2000年基準の)2007年のSNA産業連関表をもとに将来の最終需要の変化を産業別の労働需要の変化に読み替えているので、2007年の産業・技術構成が2030年まで不変だと想定していることになる。マクロの生産性がいちじるしく高まる中でミクロの産業連関構造が一定にとどまるというのは明らかにおかしいが、それとともに「インフラシステムの海外受注額が2020年までに19.5兆円に増加(2012年比12兆円増)」などのアベノミクスの目標達成を想定した場合、製造業の労働需要が劇的に増加するという推計結果になるのは当然である。

同様の問題は、内閣府の「中長期の経済財政の試算」にも存在する。この試算は内閣府の経済財政モデルを用いて行われているが、モデルの詳細は公表されていない。内閣府はこれを中期分析用のマクロ計量モデルと呼んで短期予測に使用する計量モデルと区別しているが、産業構造の変化などは考慮されていないようである⁽⁵¹⁾。おそらくそのことを反映して、最新版の試算では2014年から2024年にかけて経常収支(海外部門の純借入)の黒字が急増し、対GDP比率で5%弱に達することが見込まれている。これは我が国が過去にほとんど経験したことのない高い数値であり、貿易収支の悪化に伴う経常黒字の縮小という近年のトレンドから大きく逸脱するシナリオである。現実にもそのようなことが起った場合、諸外国との間で深刻な経済摩擦が発生するだろう。

日本では今日でも「経常黒字＝経済的繁栄」と考える人が多く、そうした考えは「日本再興戦略」にも色濃く反映されている。しかし高齢化が進む先進国では過去に蓄積した対外資産が少しずつ取り崩され、それによって国民の所得が補填されることが合理的である。重商主義的・輸出立国主義的な傾向の強い現政権の成長政策を無批判に取り込み、すでに過去のものとなっている経済構造を前提として将来の推計を行った場合、上記のような結果が得られるのは当然だが、そうしたシナリオは単に非現実的な

だけでなく、将来の日本の見取り図としてきわめて不適切なものである。

【注】

- (1) 『日本経済新聞』(2013年1月29日朝刊6面)。
- (2) 「日本再興戦略～JAPAN is BACK～」(2013年6月23日)2ページ。その後、「日本再興戦略」は毎年改訂され、最近の版では経済成長率に関する記述が見られなくなっている。これは当初掲げた目標が達成されておらず、それを達成することの難しさが理解されつつあるためだと思われる。しかし後述する「第二段階のアベノミクス」では「2020年ごろまでに名目GDP600兆円」という目標が掲げられており、それを達成するためには同年までの平均値で当初の目標通りの成長率が達成される必要がある。
- (3) 旧「三本の矢」がデフレ脱却・成長率引上げという目標を追求するための手段だったのに対し、新「三本の矢」はいずれも政策目標であり、「矢」と言うより「的」である。計画の発表時点でこれらの的を射るための具体的な手段は示さず、本稿の執筆時点でも様々な施策が五月雨式に実施されている。旧「三本の矢」の中でも「民間投資を喚起するための成長戦略」の内容は最後まで曖昧だった。
- (4) 熊倉(2011)第5章参照。
- (5) その場合、貿易収支は減少するが、所得収支が増加すれば経常収支は必ずしも減少しない。ただし、成熟した先進国において経常収支の黒字(海外への貯蓄)がいつまでも持続する必然性はなく、人為的な方法でその減少を食い止めようとすることは望ましくない。補論C参照。
- (6) 他のインフレ・ターゲティング採用国では、金融政策の参照指標となる物価統計が厳格に定められており、中央銀行が事後的にインフレ率の定義を変えることはありえない。日本はこの点に関する例外であり、そのことにも日本の政策運営におけるガバナンスの欠如が現れている。
- (7) 2010年基準のCPI総合指数に占める生鮮食品とエネルギーのウェイトはそれぞれ4.4%と7.7%である。なお、総務省は「食料(酒類を除く)及

びエネルギーを除く総合」という物価指数も公表しているが、食料のウェイト(24%)が大きいことから、日銀はこの指数を重視していない。

- (8) IT機器や家電製品の消費者物価に関しては第3節において改めて分析する。
- (9) 熊倉(2016a)参照
- (10) 「首相が総裁再選会見」『日本経済新聞』(2015年9月25日朝刊1面)、黒田(2015)などを参照。
- (11) 「日本再興戦略～JAPAN is BACK～」(2013年6月23日)2ページ。
- (12) ただし自営業者の労働時間を正確に記録した統計は存在しないので、その変化率が被雇者の労働時間の変化率と同じだと仮定して計算している。
- (13) 黒田祥子(2013、2014)参照。
- (14) 被雇用者が複数の事業所において就業している場合、サービス残業が行われていなくても雇用側と被雇用者が報告する就労時間が乖離する可能性があり、統計の解釈には注意を要する。古田(2010)第5章参照。
- (15) 「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」死亡中位・出生中位のケース。
- (16) 厚生労働省職業安定局「平成27年度雇用政策研究会報告書」(2015年12月1日)付属資料。
- (17) 一国全体の資本係数はその国の産業構造に依存しており、資本集約度の高い製造業の比率が高い国において高くなる傾向がある。しかし経時的に資本係数が上昇している国では資本が浪費されている可能性が高い。
- (18) 黒田(2014)など。
- (19) Frankel(2012)参照。
- (20) もとのアンケートでは0%未満の選択肢として「-5%以下」、「-5%以上-2%未満」、「-2%以上0%未満」の三つがあるが、ほとんどの時期において「-5%以下」と「-5%以上-2%未満」を選択した人は1~3%程度にとどまっている。
- (21) 最近の日銀スタッフの研究の中には、上記のアンケート調査の結果に一定の調整を施した上で異次元緩和開始後に家計の予想インフレ率が日銀の目標値の近傍に収束しつつあると報告しているものがある(西口他2014)。もともと平均的な家計が将来のインフレ率を具体的な数値によって予想していたとは考えにくく、そうした中で日銀が

2%のインフレ目標を声高に連呼すれば、それに近い数値を回答する家計が増えてもおかしくない。インフレ・ターゲティングには確かにそうした効果を狙っている面があるが、そのことと日銀がインフレ率を目標値の近傍にペッグする能力を持っていることは別の話である。後述するように、日本政府は独力で財政を管理する意欲と能力を失っているから、将来のどこかの時点でインフレ率が2%を上回って上昇し始めたとしても、日銀は国債の買入れを続けざるを得ないはずである。しかしそうしてインフレ率の上昇を許容した場合、日銀のインフレ目標値がどうであれ、家計の予想インフレ率も足元のインフレ率とともに上昇してゆくだろう。

(22) 過去の経験でも、CPIの対前年上昇率が3~4%に達すると品目間・地域間の価格上昇率のばらつきが顕著に大きくなり、価格の情報機能が低下している。熊倉（2016b）参照。

(23) たとえば2000年から2012年にかけて、日本のCPIにおけるパソコンの系列が年間平均で28.4%下落したのに対し、アメリカとEU、イギリスのCPIにおける同等商品の価格下落率はそれぞれ15.4%、13.9%、16.8%にとどまっている。2013年に電子機器の消費者物価が上昇に転じたことには、品質改善分の調整方法が変わったこと、そしてIT機器の輸入浸透が進み、円安による輸入価格の上昇が小売価格に反映されやすくなったことが影響している。熊倉（2015a）参照。

(24) Blinder et al. (1998) や Carlin and Soskic (2015) の第2章を参照。

(25) ただしこの統計に含まれない自営業者の数は減少している。

(26) 安倍晋三首相の施政方針演説（2016年1月22日）。

(27) 黒田（2015）。

(28) 政府出資機関が債務超過に陥ったときに政府がその補填を求められることは確実なので、これらの出資金の実質的な価値はマイナスである可能性もある。日本政府の外貨準備の運用管理の問題点については熊倉（2016c）参照。

(29) 「幻の歳出上限 59 兆円」『日本経済新聞』（2015年6月30日朝刊2ページ）などを参照。

(30) 財務省の「我が国の財政に関する長期推計」ではEUの方法を援用した2060年までの推計が行われているが、この推計は財政制度等審議会（財政制度分科会）の審議資料にすぎず、他の政府機関からは完全に無視されている。

(31) 2016年8月に成立した第二次補正予算には約4.1兆円の追加歳出が盛り込まれているが、内閣府の財政試算には反映されていない。

(32) このグラフの公債・GDP比率が図表9の値に比べて低いのは、短期国債や借入金、政府関係機関の債務が除外されているためである。

(33) 熊倉（2016b, 2016d）参照。

(34) そうしたしくみの中で最も重要なのは、定期的な長期財政推計を政府の恣意性を排除した形で実施すること、それと整合的な形で目先の財政運営を行うことを政府に義務付けることである。熊倉（2016d）参照。

(35) 熊倉（2011, 2015b）参照。

(36) 最近、企業が人件費を抑えて確保した収益を株主に還元せずに留保していると批判されることが多く、政府が内部留保への課税を検討していることも報道されている。企業が賃金を圧縮して収益を増やすことは θ_T （や θ_N ）が上昇することを意味し、この補論の分析と整合する。

(37) 財政法第5条。

(38) 熊倉（2016b）参照。

(39) 2016年2月から一部の超過準備にマイナス金利が適用されるようになったが、本稿の執筆時点でその金額は比較的少額にとどまっている。

(40) これは異次元緩和以前に日銀が採用していた政策とほぼ同じものである。

(41) ただしそれによって長期・固定金利の債務（国債）が即時換金可能・変動金利の債務（日銀当座預金）に変換されるため、統合政府の財務の脆弱性は高まってゆく。熊倉（2016b）参照。

(42) 過去20年間にクレジットカードやインターネットバンキングなどが急速に普及したため、決済手段としての現金需要は相当減少していると予想される。したがって今日の H の残高はこの値より少額だと考えるべきだろう。

(43) 厳密には、インフレ率が上昇すると貨幣保有の機会費用が増加して h が低下するため、通貨発

行益のネットの増加分はこれより小さくなる。熊倉（2016b）参照。

(44) 「我が国の財政に関する長期推計（改訂版）」（2015年10月9日）。

(45) ただし名目経済成長率に対する政府歳入の弾力性が歳出の弾力性を上回っている場合、PBが若干改善する可能性はある。

(46) 年率2.2%の全要素生産性成長率は1983～1993年の平均値から算出したものである。過去に経済成長率が高かった時期を選んで算出した全要素生産性の成長率を将来の試算に適用することはおよそ科学的と言えない。

(47) 「労働力需給の推計」も有効求人倍率の上昇が賃金を引き上げる効果が弱まっていることは認めており、推計式の説明力を高める目的で説明変数に交易条件（輸出物価指数の輸入物価指数に対する比率）を追加している。これは最近、一部の経済学者や内閣府の『経済財政白書』が交易条件の悪化が経営者を賃上げに慎重にさせていると主張しているためだと思われるが、筆者が別稿で詳しく論じたように、この見解は統計の解釈の誤りに起因している。日銀が集計している輸出物価指数と輸入物価指数の比率が2000年代に目に見えて下落したのは、エネルギー輸入価格が上昇したことに加え、輸出に占める割合の大きい電子・電気機器に関して品質向上を反映した価格の下方調整が行われているためである。こうした処理を行わない財務省の輸出価格指数と輸入価格指数をもとに交易条件を算出すると、それがはっきりしたトレンドを持っていないことを確認できる。熊倉（2015c）参照。

(48) 10歳代の労働力率が他のG7の平均値より低いのは、高等学校や大学への進学率が高いためであり、それを問題視する理由はない。

(49) 第4節と補論Bにおいて論じたように、今日の日本はいつ財政危機が表面化してもおかしくない状態にあり、財政破綻が現実のものになった場合、政府は増税や社会保険料の引き上げ、公的年金の支給額削減や支給開始年齢引き上げ、医療費の自己負担率の引き上げなど、これまで避けてきた政策に一気に乗り出さざるを得なくなるだろう。そうして国民の可処分所得が大幅に減少した場合、

これらの人々が止むを得ず就労時間を増やし、結果的に図表C3のような労働参加率が実現してしまう可能性はある。しかし現政権はそうした可能性を否定しているし、「労働力需給の推計」もそうした事態を想定しているわけではない。

(50) 現時点でドイツの製造業従業者比率は日本よりかなり高いが、これはユーロ導入後に為替レートの変動を通じた近隣諸国との相対価格の調整が行われなくなり、工業製品の輸出超過が増加しているためである。それによってドイツの経常黒字が膨れ上がり、今日のユーロ危機の一因になっている。また、イタリアの製造業従事者比率も日本より高いが、同国ではGDPに占める製造業の付加価値の比率が一貫して下落傾向にあり、賃金の下落によって雇用が保たれていることが分かる。熊倉（2016a）参照。

(51) 内閣府計量分析室「『経済財政モデル』と試算の紹介」第35回経済政策フォーラム「経済政策とマクロ計量モデルの活用」報告資料。

【参考文献】

- 熊倉正修（2011）『入門・現代日本経済論—グローバル化と国際比較—』昭和堂
- 熊倉正修（2015a）「デフレと消費者物価指数の品質調整」『経済統計研究』第43巻I号
- 熊倉正修（2015b）『国際日本経済論—グローバル化と日本の針路—』昭和堂
- 熊倉正修（2015c）「物価指数の特性と日本の交易条件」『経済統計研究』第43巻II号
- 熊倉正修（2016a）「政府と日銀は円安依存の経済政策からの脱却を」『世界経済評論 IMPACT+』No.2
- 熊倉正修（2016b）「異次元緩和と物価の行方」『駒大経営研究』第47巻第3・4合併号
- 熊倉正修（2016c）「日本の金融通貨政策と財政ファイナンス」『駒大経営研究』第47巻第3・4合併号
- 熊倉正修（2016d）「日本の財政危機と民主主義」『世界経済評論 IMPACT・PLUS』No.4
（http://www.world-economic-review.jp/impact/plus/impact_plus_004_kumakura.pdf）
- 黒田祥子（2013）「日本人の働き方と労働時間に関する現状」内閣府規制改革会議雇用ワーキンググループ

ープ資料 (2013 年 10 月 31 日)

黒田祥子 (2014) 「中間の年齢層の働き方ー労働時間
と介護時間の動向を中心に」『日本労働研究雑誌』
No. 653

黒田東彦 (2014) 「なぜ「2%」の物価上昇を目指す
のか」日本商工会議所における講演 (2014 年 3 月
20 日)

黒田東彦 (2015) 「転換点を迎えて」日本経済団体連
合会審議会における講演 (2015 年 12 月 24 日)

西口周作・中島上智・今久保圭 (2014) 「家計のイン
フレ予想の多様性とその変化」『日銀レビュー』
2014-J-1

古田裕繁 (2010) 『わかりやすい労働統計の見方・使
い方』経営書院

Blinder, Alan A., Elie R. Canetti, David E. Lebow, and
Jeremy R. Rudd (1998) *Asking about Prices: A New
Approach to Understanding Price Stickiness*, Russell
Sage Foundation

Carlin, Wendy, and David Soskice (2015)
*Macroeconomics: Institutions, Instability, and the
Financial System*, Oxford University Press

Frankel, Jeffrey A. (2012) “The Death of inflation
targeting,” *Project Syndicate*
([https://www.project-syndicate.org/commentary/the-de
ath-of-inflation-targeting?barrier=true](https://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting?barrier=true))

Kumakura, Masanaga (2015) “Deflation? What deflation?
Statistical Origins of Japan’s declining price levels,”
World Economics, vol. 15, issue 2