

「金利ゼロの世界」は本当に新しい世界なのか

日銀がゼロ金利を導入してから 20 年、アベノミクスが開始されてから 5 年になる。しかし日本の経済成長率は低迷したままで、デフレ傾向も払拭されていない。他の先進国を見ても、低成長と低インフレ率、低金利に悩まされている国が少なくない。

こうした状況がこれほど長く続いているのは、世界経済が何か新しい段階に入ったからなのではないか。それが今回の特集の問題意識らしい。最近、こうした観点から「長期停滞論」を論じる経済学者も増えている。

いつの時代でも足元で起こっていることの本当の意味は後にならないと分からないが、筆者は今のところ、「新時代の到来」の類の議論には懐疑的である。以下でそれがなぜかを説明する。

「金利ゼロ」は日銀が強引に生み出したもの

最初に金利の話をしたい。「日銀がゼロ金利を導入してから 20 年も経つのに」景況が回復しないのはおかしいという人が多いが、私にはそうは思えない。

まず、日銀が 1999 年に 0%に引き下げたのはコールレートと呼ばれる（超）短期金利である。コールレートが 0%だと金融機関の破たんが起こりにくくなるので、金融危機対策としては有効である。日銀のゼロ金利も、当初は一時的措置の予定だった。

しかし実体経済にとって重要なのは、家計や企業の資金調達に適用される長期金利である。しかし長期金利（10 年物国債の総合利回り）がゼロになったのはつい最近のことで、これは日銀が異次元緩和の名目で国債を買い集めるようになったからである。

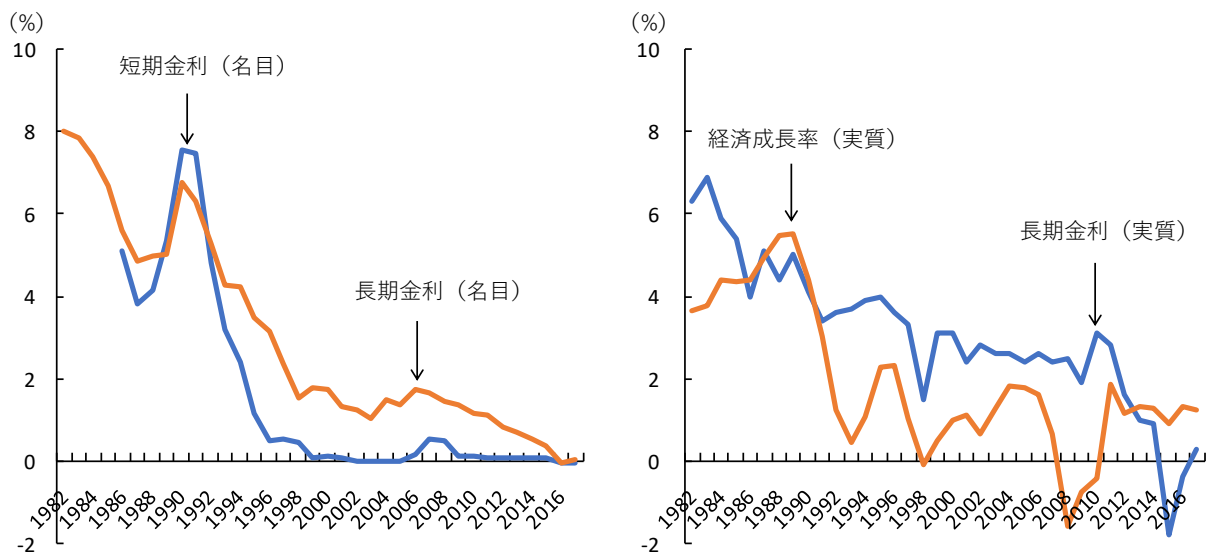
景気の波を均して見ると、もともと長期金利は経済成長率を 1~2%上回るのが常態だった。「デフレで実質金利が高騰したから景気が悪くなった」という人が多いが、図 1 によると、2010 年ごろまで長期金利と経済成長率の関係はおおむね維持されていた。

異次元緩和によって長期金利が下がったのはよいことだと言う人が多いが、本当にそうだろうか。計量分析をやったことがある人なら分かるはずだが、金利が設備投資や住宅投資に与える影響はそれほど大きなものでない。また、もともと 1~2%にすぎなかった長期金利を日銀がゼロにしたことで建設・設備投資が刺激されたとすると、それらはほとんど収益が見込めない粗悪なプロジェクトだったはずである。そんな投資ばかり煽っていると、かえって日本経済の成長力が低下してしまうのでないか。

より重要な問題は、日銀が人為的に長期金利をゼロに固定すると、政府の財政危機に対す

る危機感が失われてしまうことである。通常、赤字財政が続くと国債の利回りが上昇して利払い費が増加し、それが財政再建へのインセンティブとなる。日本ではそれが実現する前に長期金利がゼロになってしまったので、政府が改心する可能性はなくなったと言ってよい。

図1 金利と経済成長率の推移



(注) 短期金利 (名目) は無担保コールレート (オーバーナイト物) の年率換算値。長期金利 (名目) は残存期間 10 年の国債の総合利回り。長期金利 (実質) は長期金利 (名目) から GDP デフレーターの前年変化率を引いた値。経済成長率 (実質) は実質 GDP の対前年増加率 (前後三年間の移動平均値)。(出所) 内閣府及び日本銀行の統計をもとに筆者集計。

こう書くと、欧米の中央銀行も量的緩和を行っていると言われそうだが、日本と欧米では事情が異なる。中銀が国債を買い入れる量的緩和は、所期の目的を達成したのちに国債を売却し、もとの状態に復帰できる見通しがある限りにおいて金融政策である。事実、FRB と ECB はすでに量的緩和から脱却するか脱却を図っている。

しかし日本のように財政が潜在的な破綻状態にある国において、中央銀行がいったん買った国債を簡単に売れるはずがない。その意味で異次元緩和はもともと金融政策ではなく、正真正銘の財政ファイナンスである。

低成長 = 停滞という考えは誤り

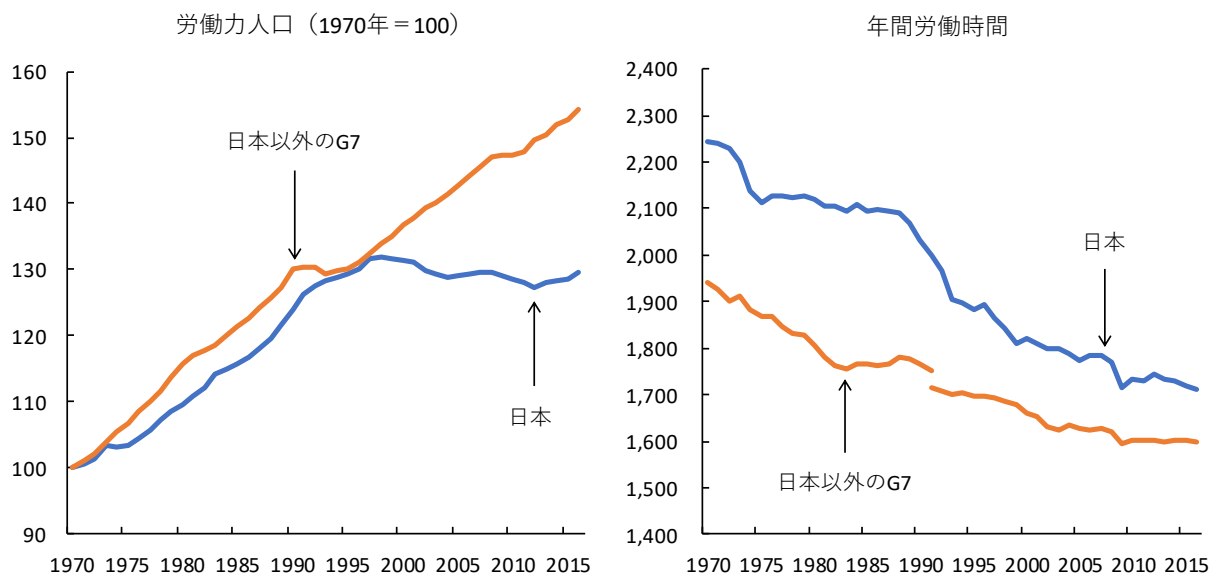
次に指摘したいのは、「実質 GDP の増加率の低下」 = 「経済の停滞 (深刻な病)」と考えるのは誤りだということである。このことには二つの理由がある。

第一の理由は、成熟した先進国では労働力と労働時間が減少に向かい、その分だけ実質 GDP

が増えにくくなることである。これは当たり前だが、当たり前のことを忘れて「長期停滞」を議論する人が少なくない。

図 2 は、日本と他の G7 諸国の労働力人口と一人当たり平均労働時間の推移を辿ったものである。他の G7 諸国では今日でも労働人口が増加しているが、増加率は低下している。労働時間は日本でも他の G7 諸国でも減少している。一国の労働投入量は労働人口×平均労働時間なので、これらは二重に GDP を引き下げる効果を持っている。

図 2 G7 の労働力人口と労働時間の推移



(注) 左パネルの「日本以外の G7」は各国の各年の対前年増減率の単純平均値をもとに指数化した値。右パネルの「日本以外の G7」はイタリアをのぞく 5 か国の単純平均値。いずれも 1991 年の東西ドイツ統合の影響を調整した。年間労働時間は被雇用者の平均値。

(出所) OECD, *Labor Force Statistics* をもとに筆者集計。

しかしこれは豊かになった国民が所得の増加より余暇の充実を愛好するようになったためであり、何ら問題でない。したがって「長期停滞」を議論する際に参照すべきは、実質 GDP の成長率ではなく、実質 GDP を総労働時間で割った労働生産性の成長率である。筆者が別所で指摘したように、後者で測った日本の成長率は今日でも G7 のトップクラスである。

なお、日本の労働力人口のグラフが 1990 年代末に大きく屈曲したのは、女性の社会進出による正の効果と少子高齢化による負の効果の大小関係が逆転したためである。また、1990 年代初めに日本の平均労働時間が大きく下落したのは、週休二日制の普及によるものである。その後の低下はパートやアルバイトの増加によるもので、フルタイム労働者の労働時間はあまり減っていない。日本の正規労働者はまだまだ働きすぎである。

対人サービスの生産性は GDP 統計では測れない

「実質 GDP 成長率の低下」＝「経済停滞」とは言えない第二の理由は、経済発展とともに、経済活動の中心がサービスにシフトしてゆくことである。

一国の経済発展とは、必要度の高い財を生産する産業から順に生産性が上昇し、これらの産業が縮小してゆく過程である。必需品の筆頭は食べ物、次が身の回り品である。

食料品を生産する農業は経済発展の初期に生産性が急上昇するが、需要の増加が緩慢なため、産業としては縮小してゆく。次に工業化が進み、機械化や技術革新により生産性が上昇する。しかしいくら性能が良くても何十台も自動車や冷蔵庫を買う人はいないので、需要が追い付かず、やはり産業としては縮小に向う。住宅も同じである。

こうして、先進国では例外なくサービスが生産と消費の中心になる。サービス業にもいろいろあるが、全体的には製造業より生産性が上昇しにくい傾向がある。

いま、ある国に A 産業と B 産業の二つがあり、GDP に占める比率が 50%ずつだったとする。そして A 産業の生産性上昇率が年率 5%、B 産業の生産性上昇率が年率 1%だとしよう。その場合、この国の GDP の成長率は年率 3%である。

次に、各産業の生産性上昇率が同一のまま、GDP に占める A 産業の比率が 25%に低下し、B 産業の比率が 75%に上昇したとする。すると、この国の GDP の成長率は 2%に低下する。

この例から分かるように、一国の経済成長率の低下は「経済活動が停滞している」ことの必要条件でも十分条件でもない。サービス化が進む先進国の経済成長率が 1~2%ていど低下したからといって、「今日と明日が変わらない中世の再来」などと考えるのは早計である。

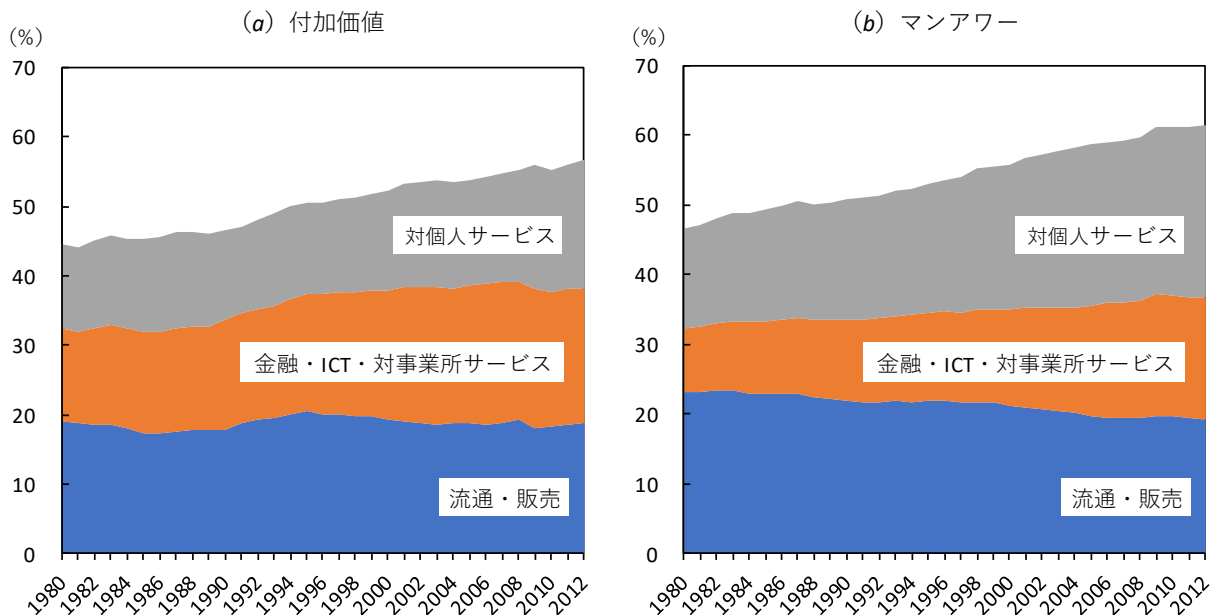
もちろん、サービス部門でも低生産性を放置しておいてよいわけではない。しかしサービスの中には、むやみに生産性を高めればよいわけではないものが含まれている。

ここで図 3 を見てみよう。この図は、日本の GDP（付加価値総額）と総労働時間に占めるサービス部門の付加価値と労働時間のシェアの推移を描いたものである。

三つのサービス部門のうち、対個人サービス業では付加価値のシェアに比べて労働投入のシェアがずっと大きく、しかも両者の格差が拡大傾向にある。このことは、対個人サービス業の労働生産性が他部門に比べて低く、その上昇率が低いことを意味している。

対個人サービスにもいろいろあるが、例として飲食店を考えてみよう。個人経営のレストランや喫茶店をすべてチェーン化し、注文や支払を自動化して作り置きした料理しか出さないことにすれば、統計上の労働生産性は劇的に高まるだろう。物理的にそれが不可能なわけではないが、現実にならなっていないのは、消費者がそれを望んでいないからである。

図3 GDPと就業者総数に占めるサービス部門のシェアの推移



(注) いずれも公務を除く。GDP (付加価値) は家賃を除く。
 (出所) JIP データベースをもとに筆者集計。

私たちは、本能的に「他人に何かしてもらいたい」という欲求を持っている。貧しいときにはそんな贅沢は言われていられないが、ある程度豊かになると、そうした欲求が消費行動に表れてくる。

世界的に標準化されている GDP 統計 (SNA と呼ばれる統計の一部) は、戦間期から第二次大戦直後にその基礎が開発されたものである。これらの統計は暗黙裡にモノづくり中心の社会を想定しており、少しずつ改訂が加えられているものの、先進国経済のモノサシとしてそぐわない部分が増えている。

「他人に何かしてもらおう」ことに価値を感じる人は、美容院がシャンプー要員を減らして自動洗髪機を導入したり、学校が教員を解雇してビデオ授業ばかりにすることを望まないだろう。日本は「おもてなし」の国らしいが、「おもてなし」とは「対価を受け取らずに他人に何かをしてあげる」ことである。人々がそうしたことを高く評価するようになると、GDP 統計で測った経済成長率は低下するが、それによって私たちが貧しくなるわけではない。

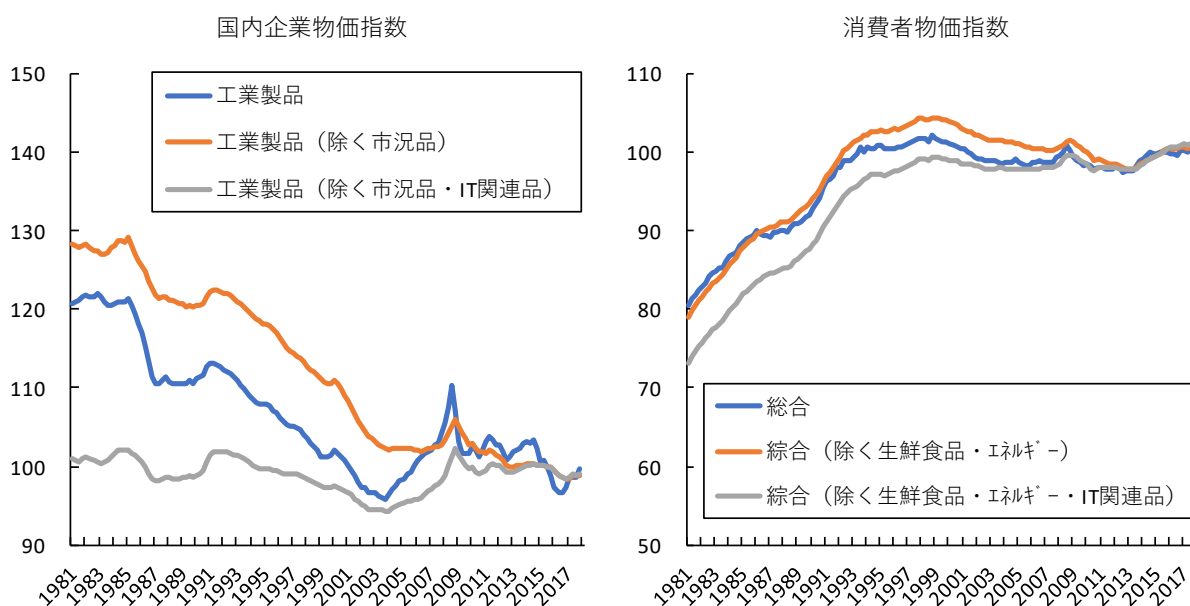
インフレ率の低迷には別の解釈も

それでは過去 20 年間にわたって物価が上がらないのはなぜなのか、「デフレの罠」にはまってしまったからなのではないかという人もいるだろう。しかし物価の問題に関しても、私

はもう少し常識的な説明が可能だと考えている。

ここで図 4 を見てみよう。左パネルは、国内企業物価指数の推移を示したものである。企業物価指数は、原則としてサービスを排除して計算されている。ここでは工業製品に関する公式の物価指数に加え、それから価格変動の激しい市況品と IT 関連機器をのぞいて再集計した指数を示している。

図 4 企業物価と消費者物価の推移（2015 = 100）



(注) 左パネルの市況品は燃料品、石油化学系基礎製品、鉄鋼、非鉄金属。右パネルの IT 関連品はサービス（携帯電話接続料など）を含む。

(出所) 日本銀行「企業物価指数」及び総務省統計局「消費者物価指数」をもとに作成。

公式の指数や市況品だけを除いた指数は過去 30 年間にかなり下落したが、それらから IT 機器をのぞいた指数は横ばいである。IT 機器は個別商品の価格下落率が高いだけでなく、品質調整と呼ばれる統計作成上の事情によって急激に物価が下落した。

このパネルから分かるように、出荷時点の工業製品の価格は今も昔も横ばいで、日本がデフレの罠にはまっただと言われる 1990 年代末の前と後で何も変わっていない。このことは、工業製品メーカーが今も昔も生産性改善の範囲内でしか賃上げを許さないことを意味している。

次に右パネルの消費者物価指数 (CPI) を見てみよう。日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く」CPI 総合指数は過去 20 年間にやや低下した。しかし左パネルと同様に、IT 関連品をのぞいて計算した指数はほぼ完全な横ばいで、デフレと呼ぶべき現象は生じていない。

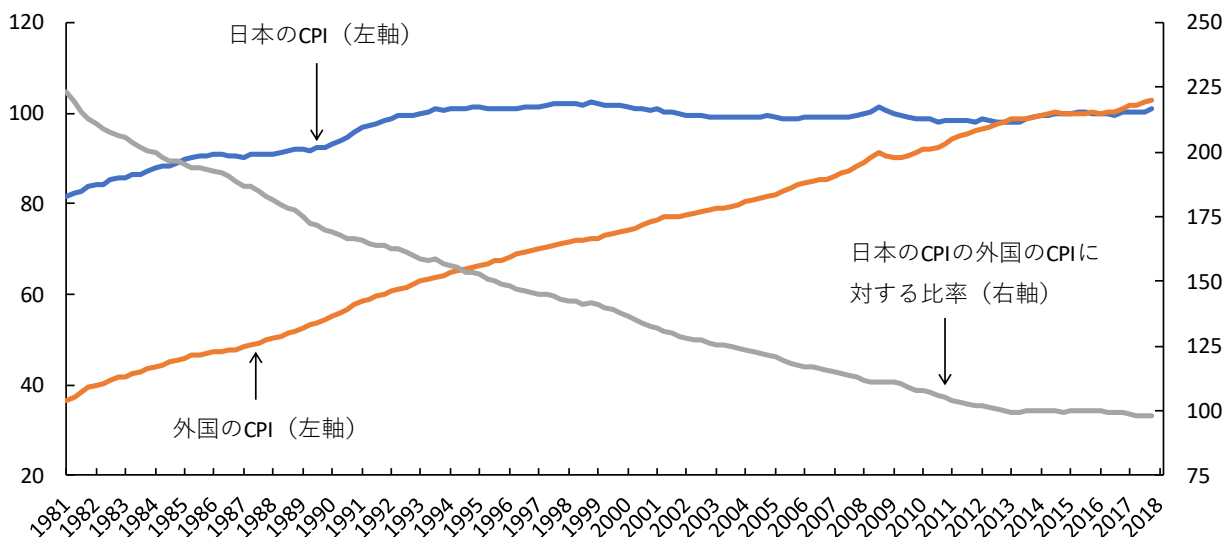
それでも CPI が 1990 年代後半に上昇しなくなったのは確かである。しかしこれは製造業の雇用が減少し始め、賃金上昇のけん引役を果たせなくなったからである。上述したように、

サービス業では製造業に比べて生産性が上昇しにくい。しかし製造業において生産性ととともに賃金が上昇し、しかも雇用が増加すると、サービス業も賃上げせざるをえず、それが価格に転嫁されることによって物価が上昇する。

しかし1990年代半ばから中国が「世界の工場」として浮上し、旧東欧諸国の西側経済への統合が進んだことなどにより、先進国では工業部門の縮小のペースが加速した。その結果、これらの国々において製造業の賃上げがエンジンとなって一般物価が上昇するメカニズムが働きにくくなった。

図5は、日本と他の先進国のCPIの推移を比較したものである。他の先進国のCPIは、貿易を通じた日本との関係が強い国ほどウェイトを大きくして計算した加重平均値である。

図5 日本と他の先進諸国の消費者物価の推移（2015 = 100）



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

図5を一瞥すると、日本のCPIだけが1990年代末に突然横ばいになったように見えるかもしれない。しかしこの時期には他の先進国のCPIの上昇率も低下している。その証拠に、日本のCPIの他の先進諸国のCPIで割った値を計算すると、1990年代末以前も以降も同じペースで少しずつ低下している。この比率が下落傾向にあったのはもともと日本の賃金上昇率が低かったためで、日本だけがある時点で突然「デフレトラップ」にはまりこんでしまったからではない。

ついでに指摘しておく、2013年初を境に日本と他の先進国のインフレ率の格差は縮小した。これはアベノミクスや異次元緩和の成果ではなく（そうだと考えるにはタイミングが早すぎる）、日本の労働不足が深刻化したことにより、それまでのように賃金を抑制することが

難しくなったからである。こうした傾向は今後さらに強まるだろう。

「非常事態」を理由に政府と日銀に無責任な政策運営を許すべきでない

過去 20 年の日本では「長期不況」や「デフレの罨」ばかりが問題視され、それを克服するためなら政府と日銀が何をしても構わないという世論が形成されてしまった。しかし今日の日本は掛け値なしの完全雇用状態である。その中で政府や日銀がさらに需要を増やしてどうなるというのか。

政府には他にまずやるべきことがある。先に、先進国では対人サービスへの需要が増えるが、生産性が上がりにくいことを指摘した。今日の日本の対人サービス部門の中で、需要と雇用がもっとも増加しているのは高齢者向けの福祉サービスである。

私たちが「他人に何かしてもらおうこと」に価値を見出すとは言え、高齢化が劇的に進行する日本では、高齢者向けの医療・介護サービスの効率改善が不可欠である。しかし政府は高齢者の反発を恐れ、医療・介護分野の賃金と価格を統制し、借金でその費用を穴埋めすることを続けている。

こうした持続性のない政策は止め、賃金と価格を自由化し、新事業者の参入を促進すべきである。すると競争原理が働いて生産性が上がることは確実だし、医療・介護分野の賃上げが他分野に波及し、一般物価にも強い上昇圧力が働くようになる。省力化のためには設備・研究投資が不可欠なので、企業の資金需要も上向くだろう。

「私たちは新しい時代を生きているのではないか」という疑問に思いを馳せるのは楽しいものである。そしてもしかするとそれは正しいかもしれない。しかしそれを根拠に政府や日銀が無責任な政策に傾斜するのは大問題だし、私たちはそれを許すべきでないだろう。