

アベノミクスの問題点と日本の経済財政の展望

熊倉 正修

駒澤大学経営学部教授

1 はじめに

第二次安倍晋三内閣の下で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。日本銀行も金融緩和を通じて政府を支援してきたが、これらの目標は達成されていない。

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、目標がもともと現実的でなかったからである。労働不足の日本において年率2%の経済成長は野心的にすぎ、無理にそれを追求すると経済が不安定化する。また、近年のインフレ率の低迷には産業・就業構造の変化が関与しており、日銀がそれを自在に操作できるとは考えにくい。それにも関わらず既定路線が再考されない一つの理由は、現行の政策が財政の延命役を演じていることだと思われる。本稿ではアベノミクスの目標と成果を再検討し、今後の日本の経済財政の行方を展望する。

本稿の構成は以下の通りである。次節ではアベノミクスの目標が達成されていないことを確認する。第3節では労働力と賃金の動向に注目しつつ、アベノミク

スの成果が乏しい理由を考察する。第4節では財政破たんが近づいていること、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節は本稿のまとめである。

2 アベノミクスの実績

安倍首相は2013年の首相就任演説において「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ないため、「これまでとは次元の違う大胆な政策パッケージを提示」と宣言した。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一連の政策である。同年に政府が発表した「日本再興戦略」によると、デフレと低成長の悪循環を断ち切ることができれば、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長が実現し、2010年代後半以降はさらに高率の成長が可能だという。それではその進捗状況を見てみよう。

2.1 経済成長

まず、**図表1**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。参考として、それ以前に実質GDPが2012年第4四半期とほぼ同じ水準にあった2006年第4四半期の値を一番上に示している。また、2014年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。

日本の実質GDPは2012年第4四半期から2014

くまくら まさなが

東京大学文学部卒、ケンブリッジ大学博士課程修了 (PhD. in Economics)。大阪市立大学等を経て2013年より現職。

近著に『入門・現代日本経済論—グローバル化と国際比較—』(昭和堂、2011年)、『国際日本経済論—グローバル化と日本の針路—』(昭和堂、2015年) など。

図表1 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	110.2	91.7	112.0	103.5	95.4
2012Q4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2013Q1	101.0	100.8	100.9	97.7	100.6	104.7	104.0	100.7
2013Q3	102.2	102.0	106.5	101.0	101.4	114.3	106.7	105.6
2014Q1	103.4	104.9	112.2	106.6	101.2	112.2	113.2	115.3
2014Q2	101.3	98.6	100.3	102.2	101.0	109.3	113.3	110.4
2014Q4	101.3	99.4	92.8	101.9	101.6	111.4	118.6	112.2
2015Q2	102.0	98.4	97.0	103.5	102.3	111.7	115.5	111.4
2015Q4	101.9	97.7	97.3	105.7	103.0	106.6	117.5	111.2

(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。

(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。

年第1四半期にかけて3.4%増加した(年率換算で約2.3%)。しかし図表1によると、この時期の成長はもっぱら公共投資と輸出の増加、そして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、この時期には輸出数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急増した。しかし消費税率引き上げ後は景況が悪化し、今日まで低迷が続いている。アベノミクス開始から2015年末にかけての通期の成長率の年率換算値は0.6%にすぎず、それ以前の15年間とほぼ同じだった。

個々の需要項目に関して2006年第4四半期と2015年第4四半期の値を比較すると、家計最終消費と設備投資が横ばい、民間住宅投資が大幅減、政府最終消費と輸出入が大幅増であり、これらが各項目のトレンドを表している。日本では住宅総数が世帯数を上回っている上に世帯数も減少しつつあるため、住宅投資が減少するのは自然である。しかし自民党政権はかねてから景気対策や建設業支援を意識した持家奨励策を行っており、現政権もそれを踏襲している。

一方、政府最終消費の増加は高齢化によるところが大きく、とりわけ医療費等の支払いが急増している。日本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支出を絞る必要がある。2000年代には公共投資が相当削減されたが、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いる。

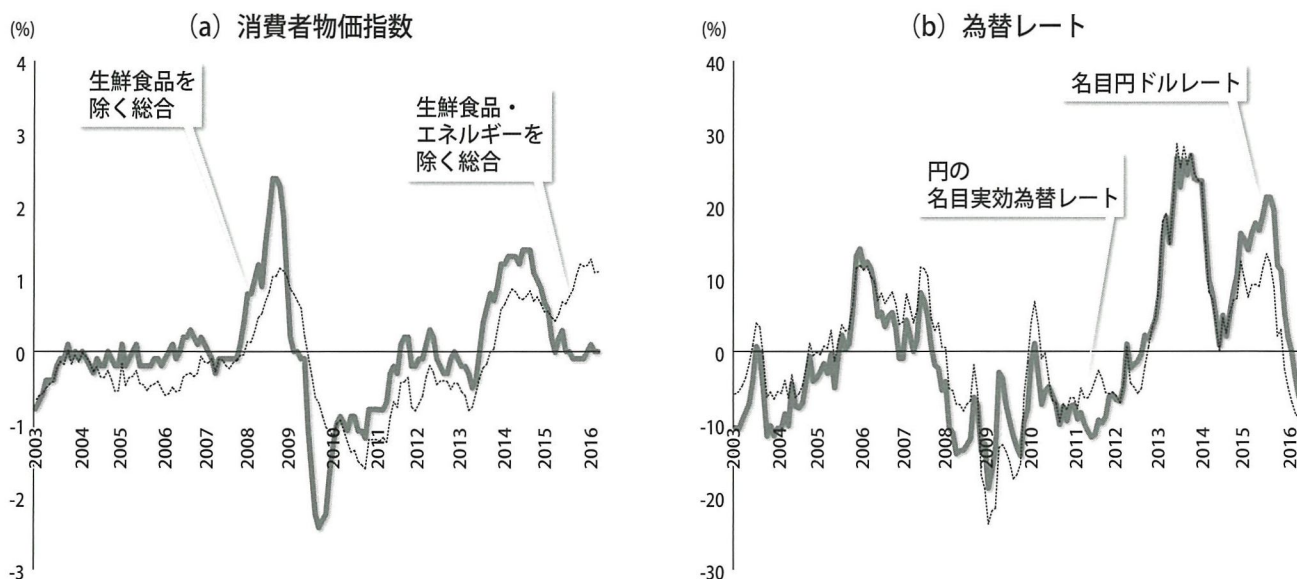
最後に、輸出と輸入が同時に増加したのは経済のグローバル化が進んでいるためである。ただし高齢化によって家計の貯蓄超過が縮小していることや、国内の工業部門が縮小傾向にあることを考慮すると、輸入が輸出を上回って増加することが自然である。しかし現政権は相変わらず輸出促進による経済成長を志向し、経常黒字の増加を追求している。

2.2 物価

次に物価の推移を確認しよう。安倍政権は発足直後から政府の意向に沿う人物を日銀政策委員会に送り込んできた。その筆頭である黒田東彦現総裁の下、2013年4月に「量的・質的金融緩和」が開始された。この政策は消費者物価指数(CPI)の対前年上昇率を二年程度で2%に引き上げることを目指し、長期国債等を大量に買い入れるものである。CPIベースの物価上昇率はGDPデフレーターの上昇率を1%程度上回ることが多いため、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。

総務省が作成するCPI統計にはさまざまな指数の系列があるが、日銀は従来から「生鮮食品をのぞく総合」指数を重視してきた。図表2(a)によると、この指数の対前年同月上昇率は量的・質的金融緩和開始時点でほぼゼロだったが、その後急上昇し、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、2015年5月以降はほぼゼロに戻っている。

図表2 物価と為替レートの推移



(注) いずれも対前年同月比変化率。消費者物価指数は機会的な方法で消費税率引き上げの影響を除去している。為替レートは正の数値が円安を表す。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。

ただし過去数年間の「生鮮食品を除く総合指数」は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。実際、エネルギー価格の下落によるデフレ効果に慌てた日銀は、2016年初から公式のCPI統計を独自に再集計した「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。図表2(a)によると、この指数で測ったインフレ率は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難しい。第一に、日銀がもともと「生鮮食品を除く総合」指数を念頭に置いて金融政策を運営してきた以上、後になって別の指標を持ち出すのは一貫性を欠く。第二に、ガソリンや電気料金などのエネルギーは家計の生計費を左右する重要品目である。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てインフレ期待を醸成することを狙っている。その場合、国民の予想形成への影響が大きい品目はむしろ重視すべきだという考えも成り立つ。

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、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ある。生鮮食品とエネルギー以外でアベノミク

ス開始後に目立って価格が上昇した品目の多くは輸入比率が高い品目(IT機器や衣料品など)であり、サービスの価格上昇率は押し並べて低い。また、2015年末に円が増価に転じた後、「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っている。したがって物価に関しても政府の目標はまったく達成されていないと見るべきだろう。

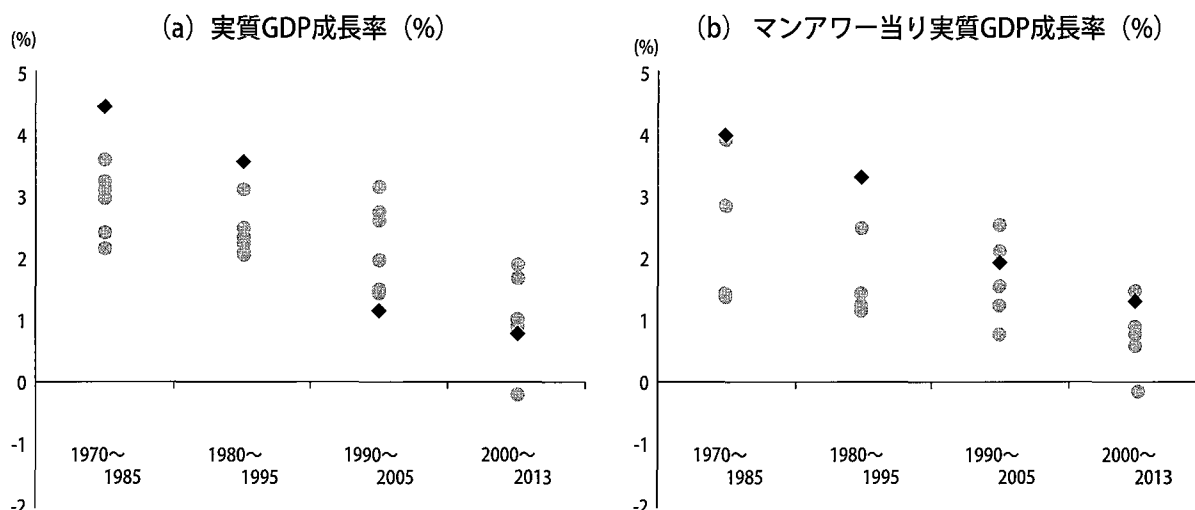
アベノミクスの目標の妥当性

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どうかを検討しよう。まず、「今後10年間の平均で2%程度、長期的にはそれ以上」という実質経済成長の目標について考え、後にインフレ目標について検討する。

3.1 経済成長

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。パネル(a)において各国の実質GDP成長率を比較すると、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。これを見ると、近年の日本経済のパフォーマンスがいかに悪く、その本領が発揮されていないと思われるかも知

図表3 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。

れない。また、他の G7 の中に年率 2% 前後の成長率を維持している国がある以上、日本もそれができるはずだ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現れている。

しかしここで注意したいのは、近年の日本の成長率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% 以上の速度で引き上げることが可能だから、実質 GDP も年率 2% ないしそれ以上で成長できると説明している¹。労働生産性とは労働投入 1 単位当たりの付加価値のことである。したがって政府は日本の総労働時間が将来に渡って不変だと言っていることになる。

図表 3 (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りの実質 GDP の伸び率を示したものである²。パネル (a) に比べて日本の成長率の落ち込みは小さく、直近の 2000 ~ 2013 年はアメリカに次ぐ第二位だった。近年の日本において実質 GDP とマンアワー当り実質 GDP の成長率の乖離が大きかったのは、少子高齢化によって労働人口が減少し始めていることに加え、国民の平均労働時間が減少傾向にあるためである。

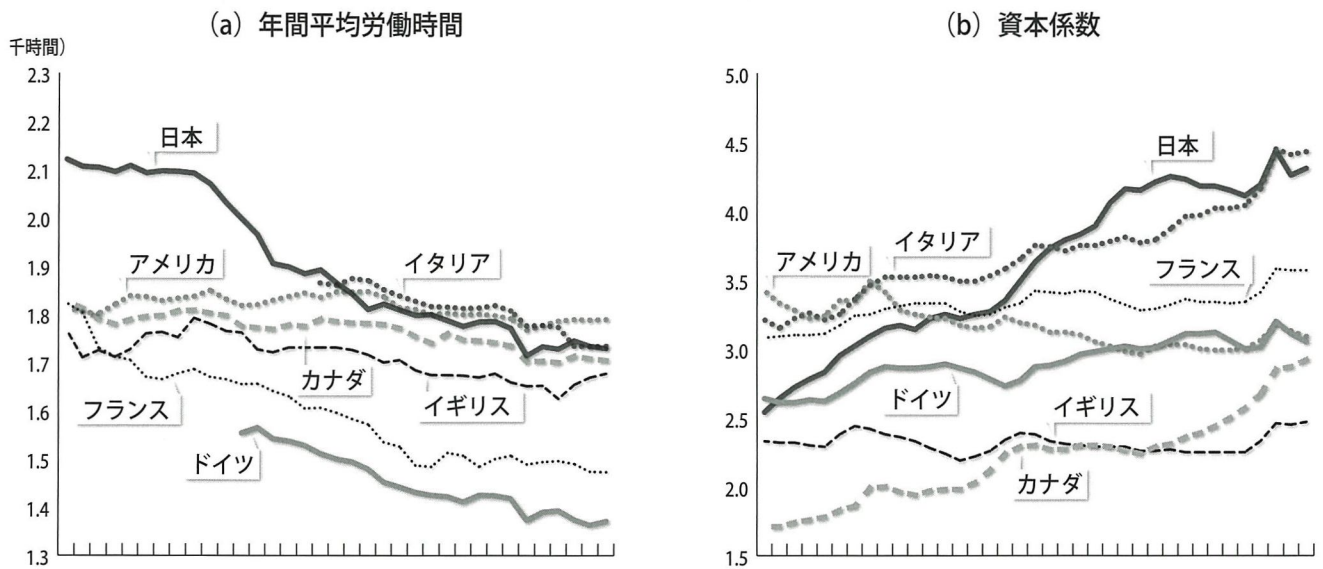
図表 4 (a) に示されているように、日本の被用者の平均年間労働時間は週休二日制が普及した 1990 年前後に大きく減少し、その後も少しずつ減少している。

しかし 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、正規労働者の平均労働時間はあまり変化していない。また、日本では雇用側と被用者の報告する執務時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疑いがある。

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 11.4% 程度減少し、その後の 10 年間にさらに 14.1% ほど減少する³。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。政府は女性や高齢者の就労促進によってそれを達成しようとしているが、そうした効果は原理的に一過性のものである。厚生労働省所管の労働政策研究・研修機構がアベノミクス効果を織り込んだ将来労働力の推計を行っているが⁴、ここでは所得が急増するにも関わらず男女ともあらゆる年齢層において労働参加がいちじるしく進むことが想定され、過去の日本のトレンドとも諸外国の経験とも矛盾するシナリオになっている。

上記の点を考慮すると、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% 弱のスピードで減少する可能性が高い。したがって政府が目指す年率 2% 超の実質 GDP 成長が実現するためには、年率 3% 程度の労働生産性の上昇が必要となる。しかし G7 の中で 1990 年代以降にこ

図表4 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。

うした高い生産性上昇率を維持している国は存在しない。2000～2015年の日本の労働生産性上昇率が年率1.3%程度だったことを考えると、今後は0.5%未満の実質成長率が基調になると考えるべきだろう。

それでも政府は、高い目標を持つこと良いことだ、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、安倍政権は企業の設備投資を成長戦略の中心に位置づけており、日銀も各種の融資プログラムを通じて企業に設備投資を促している。しかしこの種の投資奨励策は目先の総需要を増やすだけで、持続的な経済成長にとってはむしろ有害である。図表4 (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)は諸外国に比べて高く、しかも上昇傾向にある。これは非効率な投資が行われているか資本が有効活用されていないためであり、それを助長するような政策を追求すべきでない。

3.2 物価

次にCPIで年率2%というインフレ目標の意義を再考してみよう。図表5は、日銀と内閣府のアンケート調査における1年後までのインフレ率の予想に関する回答結果を整理したものである。日銀の調査では家計に直接予想インフレ率を訊ねているので、回答の平均値と中央値の推移をパネル(a)に示した。各時点にお

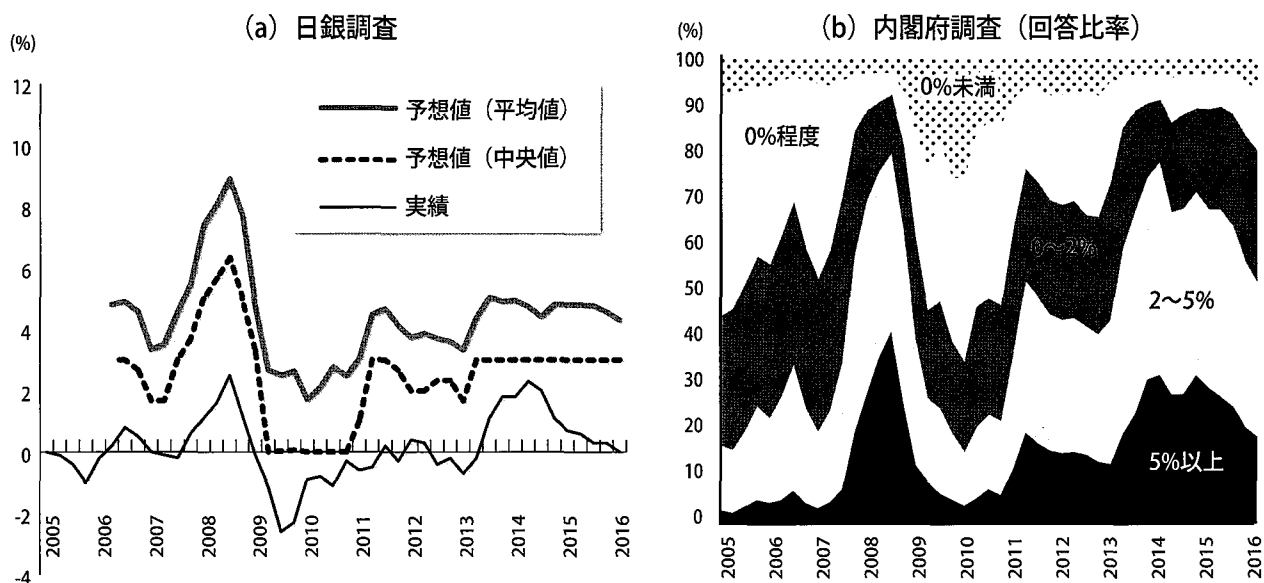
けるCPIの対前年同期比変化率も示している。一方、内閣府のアンケートは「5%以上上昇」「2%以上5%未満」などの選択肢から回答する形になっているので、「分からない」を除く各選択肢のシェアの推移をパネル(b)に示している。

パネル(a)によると、現行方式で統計がとられるようになった2006年6月以来、回答の平均値や中央値が0%を下回ったことは一度もない。パネル(b)でも物価が「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。この種のアンケートの解釈には技術的に難しい点があるが、少なくともこれらの結果からデフレ期待が蔓延しているという結論を導くことは難しい。

図表5においてもう一点気づくのは、家計のインフレ予想が各時点の物価上昇率と強く連動していることである。この図によると、足元のインフレ率が2%近くに達すると予想のばらつきが顕著に大きくなり、平均的な家計の予想インフレ率も上昇する。したがって、デフレが望ましくないことは事実としても、2%を超えるインフレも望ましくないと思われる。

近年のCPI上昇率はプラスのときもマイナスのときもあり、慢性的なデフレだったわけではない。しかし1990年代後半に趨勢的な物価上昇率が大きく下落

図表5 家計によるインフレ予想



(注) パネル (a) の実績は消費税率引き上げの影響を機械的な方法で除去している。内閣府調査は月次統計の平均値をとって四半期ベースに変換した。

(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。

したことは事実なので、次になぜそれが生じたかを考察してみよう。図表6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の推移をグラフに描いたものである。なお、この図では消費税率導入や引き上げの影響を補正せず、代わりに該当する時期のデータを隠避している。

上段のパネルには、「生鮮食品を除く総合」指数と、それに含まれるすべての品目を財(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。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。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を辿ったのが中段パネルである。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IT機器と一部の家電製品が含まれる。電子機器の物価下落がいちじるしいのに対し、他の財の物価は横ばいである。最近まで電子機器の物価下落が激しかったのは、店頭価格の下落が早かったことに加え、売れ筋商品の交代とともに価格調査の対象商品が入れ替えられ、新商品の品質改善を考慮した価格調整が行われてきたためである。日本のCPIのIT機器の

系列の中には諸外国に比べて下落率が極端に大きいものがあり、統計上の価格変化率が実態を過大評価していた形跡が認められる⁵。

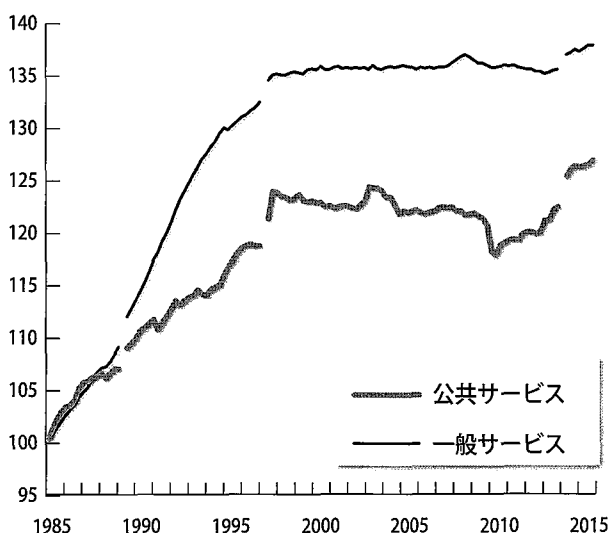
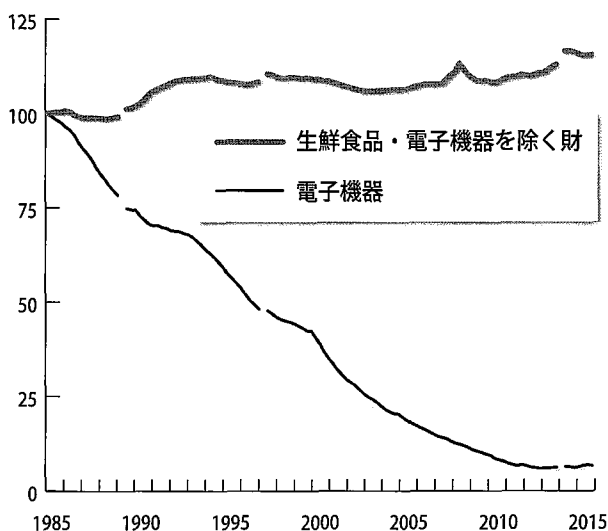
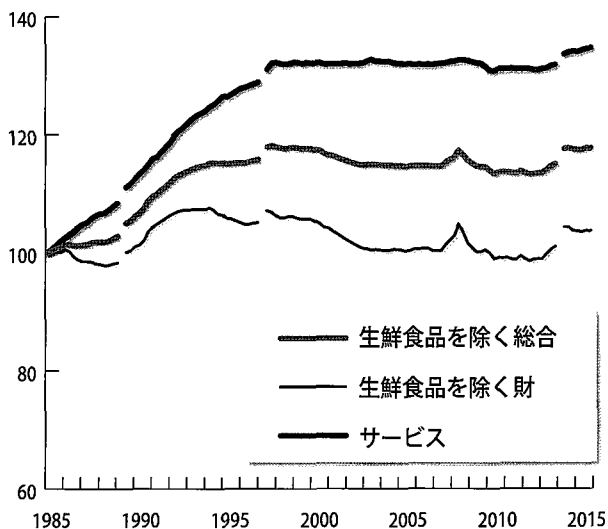
最後に、サービスを「公共サービス」と「一般サービス」に区分し、夫々の物価の推移をプロットしたのが下段のグラフである。どちらの物価も1997年末に上昇が止まったが、その後、多少なりとも下落したのは公共サービスだけである。公共サービスの中でも下落幅が大きいのは教育サービスや通信サービスなどに限られ、前者は2010年の高等学校授業料無償化、後者は固定電話通信料の下落を反映したものである。

上記の観察を総合すると、公的価格政策や統計作成時の調整の影響が大きい品目を別とすると、消費者物価はデフレと言うより横ばいだったと言うべきだろう。財の物価に関しては1990年代以前と以後のトレンドに明瞭な変化が認められないことから、サービス物価が上がら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。

3.3 物価と賃金の関係

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、サービス価格は商品価格以上に賃金と密接な関

図表6 品目分類別の消費者物価の推移



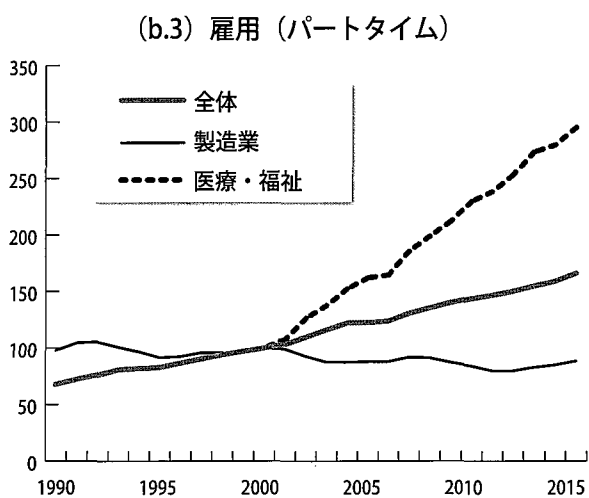
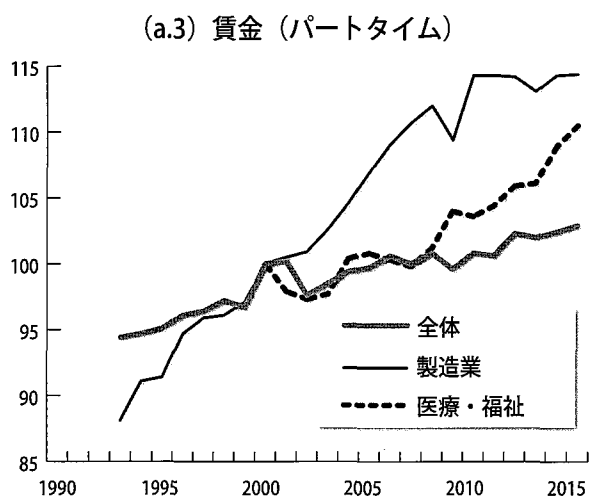
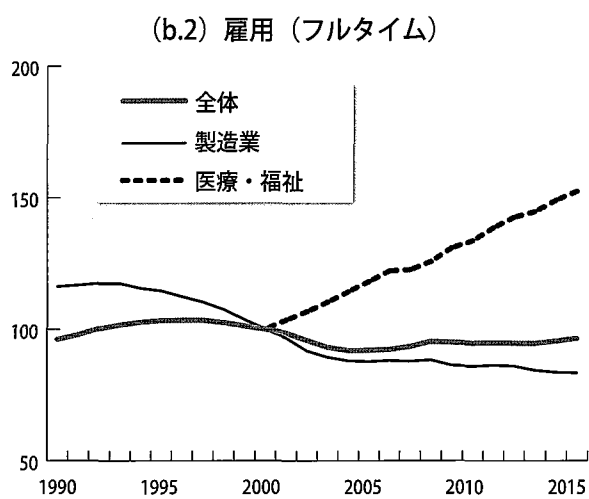
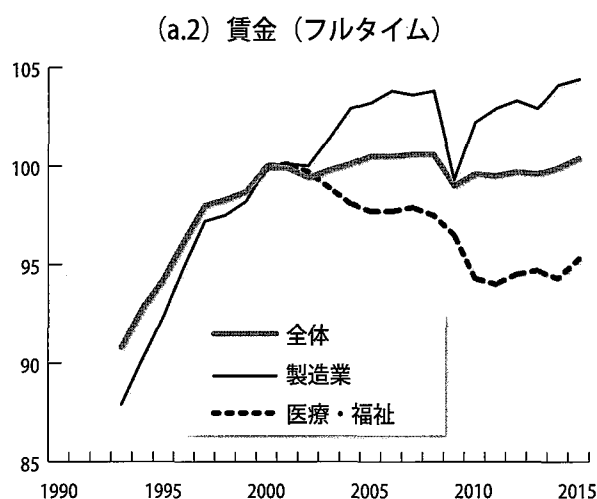
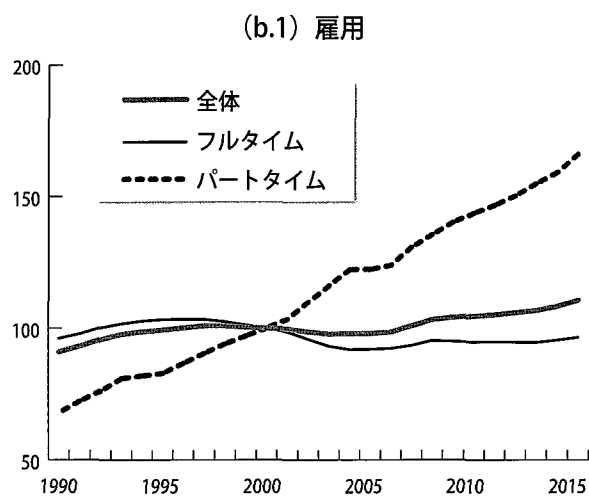
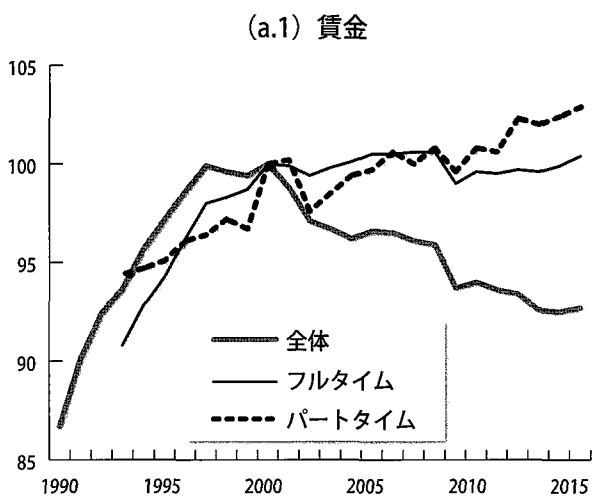
(注) いずれの系列も季節調整を施した上で1985年第1四半期の値が100になるように調整した。
 電子機器の品目構成に関してはKumakura (2015) 参照。
 (出所) 総務省統計局「消費者物価指数」をもとに集計。

係を持っている。一般に、製造業では生産性上昇率が高く、名目賃金が上昇しやすい。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、工業部門が賃金上昇の牽引役となり、それがサービス業に波及する。しかし生産性上昇が不十分なサービス業ではコスト・プッシュによって価格が上昇するため、一般物価の押し上げ要因となる。一方、先進国では工業部門が縮小し始めるため、こうした効果は働きにくくなる。製造業の代わりに拡大するのはサービス業だが、サービス業の多くは相対的に賃金が低い労働集約産業である。

ここで図表7を見てみよう。この図は厚生労働省の「毎月勤労統計」における常用雇用者の数と平均賃金の推移を辿ったものである。最初に左上のパネル(a.1)を見ると、全常用雇用者の平均賃金が1990年代半ばすぎまで急上昇したのちに緩やかに下落している。この動きは先に見た一般物価の推移とよく似ており、賃金と物価の関係を裏付けている。しかし常用雇用者をフルタイムとパートタイム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上昇しつづけており、フルタイム賃金も伸び悩んでいるが下落してはいない。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しれないが、パネル(b.1)を見るとその理由が分かる。常用雇用者の総数はあまり変化していないが、フルタイム労働者が1990年代後半から2000年代前半にかけて減少する一方、パートタイム労働者は急増している。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。

過去20年間に雇用がもっとも減少したのは製造業、もっとも増加したのは医療・福祉サービス業である。図表7のパネル(b.2)と(b.3)によると、製造業では1990年代半ばからフルタイム労働者が減少したが、パートタイム労働者数は微減にとどまっている。医療・福祉サービス業ではフルタイム・パートタイム両方の雇用が増加しているが、増加率はパートタイムの方が高い。医療・福祉サービス業ではもともとパートタイ

図表7 賃金と雇用の推移



(注) いずれも2000年を100とする指数。医療・福祉サービス業のデータは2000年以降のみ。

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」をもとに集計。

ム労働者の比率が高かったことで、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。

最後に左のパネル(a.2)と(a.3)を見ると、製造業ではフルタイムとパートタイムの賃金がともに増加傾向にあるが、医療・福祉サービス業ではフルタイム賃金が

減少する一方でパートタイム賃金が増加している。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、前者の離職者は定年を迎えた男性が中心で、後者の就業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、正規職とそれ以外の職の労働市場の関係が弱いためだろう。

これらのことを考えると、政府と日銀の物価政策が適切だとは考えにくい。金融緩和がインフレ期待を強めると言っても、個々の事業者の立場からすると、生産コストが増えていないのに他社に先駆けて値上げを行う誘因は乏しい。企業の生産費の中で最も重要なのは賃金であり、名目賃金が持続的に増加すれば物価も上昇する。しかし近年の日本では製造業主導で賃金が増える効果が失われているため、サービス業独自の賃上げメカニズムが必要である。しかしサービス業の中で唯一雇用が持続的に増加している医療・福祉は典型的な規制産業であり、政府は社会保障費の膨張を嫌って最近まで同分野の価格と賃金を抑え込んできた。これでは一般物価と名目賃金が軟調で推移するのも当然である。

4 財政延命策としてのアベノミクス

これまで分析したように、アベノミクスの目標はもともと妥当でなく、その成果も得られていないが、政府と日銀がそれらを見直す気配は認められない。その一つの理由は、「全員参加・世界で勝てる人材」といった標語に表れているように⁶、官民一体で外国との競争に打ち勝つことが一国の繁栄をもたらすという古い国家観を引きずっているからだろう。もう一つの理由は、ひとたび現実的な見通しにもとづいて政策を運営しようとする、財政の破たんが避けられないこと、量的・質的金融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白になってしまうからだと思われる。本節ではこの点について詳述する。

4.1 財政の現状

財政に関する議論では中央政府の一般会計に関心が集中しがちだが、一般会計と特別会計、地方の各会計や社会保障基金の間では毎年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8(a)は、日本を含むG7にお

ける一般政府の債務残高の対GDP比率の推移を描いたものである。それによると、諸外国の政府の債務・GDP比率がおおむね100%未満に収まっているのに対し、日本の値は250%近くに上っている⁷。

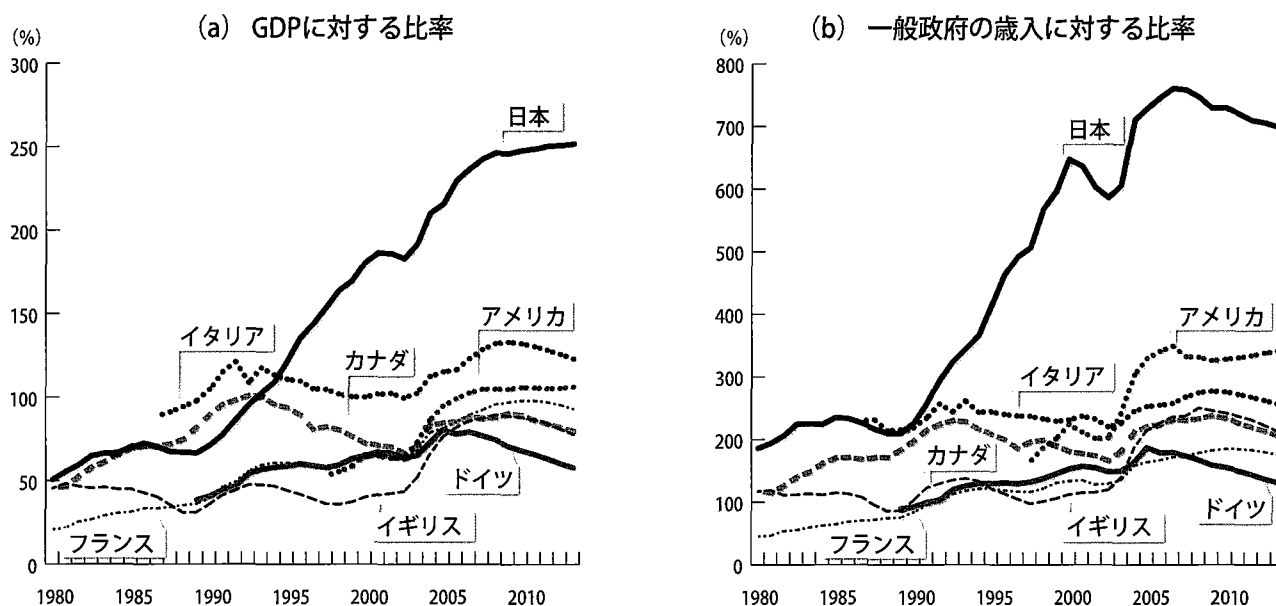
財政の持続性分析では上記のように債務の対GDP比率に注目することが多いが、この指標には欠点もある。個人の債務を評価する際には負債総額の年収に対する比率が重要な判断材料になるが、GDPは政府の収入ではなく一国の付加価値である。この点を考慮し、各年の一般政府の総収入(社会保険料等を含む)に対する債務残高の比率を計算してプロットしたのが図表8(b)である。それによると、日本政府の債務・年収比率はすでに700%を上回っている。パネル(a)よりパネル(b)において諸外国との差が大きいのは、日本政府が巨額の負債を負っているにも関わらず、返済の原資となる税や社会保険料の徴収ベースが大きくないためである。

このように負債が累積してしまったのは、過去に景気対策の名目で減税や公共投資をくり返してきたことに加え、高齢化により社会保障支出が急増する中でそれに見合う収入を確保できていないからである。近年は社会保障関係の収入不足だけで名目GDPの5~7%に上り、それが一般政府の赤字の大半を占めている。したがって赤字は構造的なものであり、景気が多少上向いてもそれが自然に解消されることはない。

4.2 現政権の財政政策の問題点

図表8を見ると日本の財政はいつ破たん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れを回避するつもりなのだろうか。安倍内閣は2013年に「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」という目標を掲げた。しかし安倍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というフローの指標より債務・GDP比率というストックの指標を重視するようになった⁸。しかし以下で説明するように、巨額の公的債務を抱える国の首相がPBより債務・GDP比率を重視することは、本気で財政再建に取り

図表8 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。

組む意思がないと言っているのと同じである。

一国の政府債務・GDP比率は

債務・GDP比率の一年間の増減

$$= (\text{長期金利} - \text{経済成長率}) \times \text{年初の債務} \cdot \text{GDP比率} - \text{その年のPB} \cdot \text{GDP比率}$$

という式に従って変化する。この式の長期金利は既存の債務の平均利回りを意味している。いま、政府がGDP比1%分の国債を発行して財政支出を増やしたとしよう。そして財政支出の増分だけGDPが増加し、金利は変化しなかったとする。その場合、財政支出が上式の値に与える影響は

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

である。したがって年初の債務・GDP比率が1(100%)を上回っている国の場合、年末の債務・GDP比率が低下し、財政状況が改善したかの印象を与える。

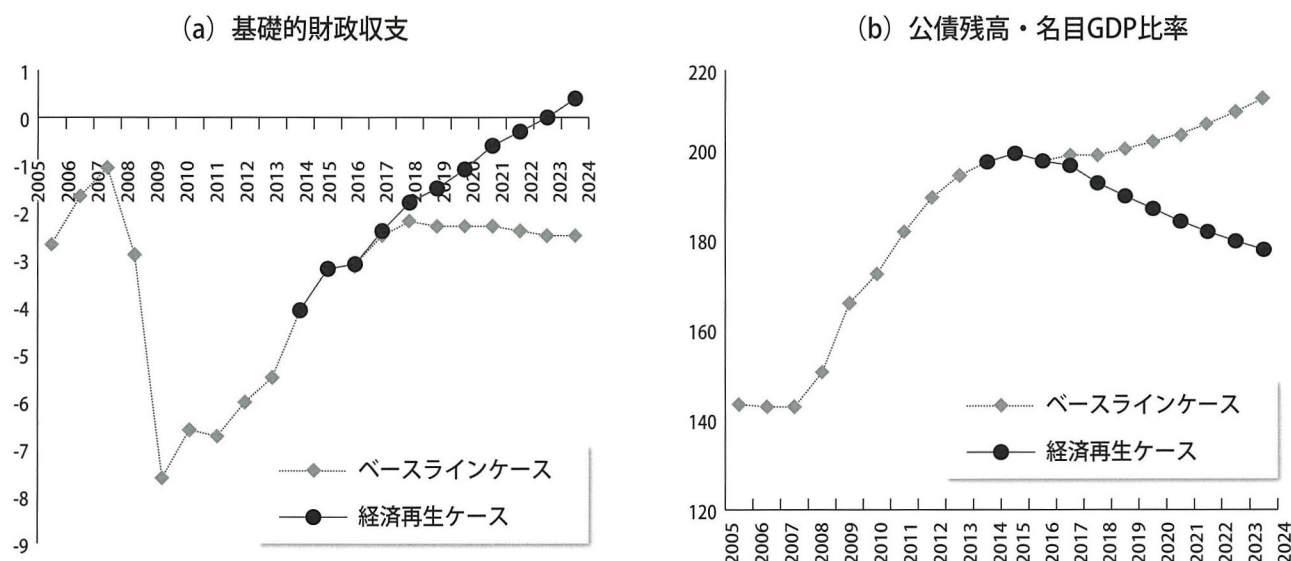
しかし上記の理由で債務・GDP比率が低下する効果は一時的なものにすぎない。第2節で見たように、財政支出はその年のGDPを増やすが、止めればもとに戻ってしまう。より重要な点として、中長期では経済成長率が上昇すれば金利も上昇するため、経済成長率の上昇によって債務・GDP比率が下落する効果は

早晩剥落する。今後の日本では労働制約によって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(長期金利-経済成長率)はむしろ上昇してゆく可能性が高い。そうした中でPBの改善を先送りしていると、いずれ財政危機が不可避になるだろう。

日本において特徴的なのは、公的債務が累増しているにも関わらず、財政の長期計画がまったく存在しないことである。財政見通しに関する数少ない定量的分析として、内閣府が年二回発表する「中長期の経済財政に関する試算」があるが、この試算には2024年度までの見通ししか示されていない。首相や閣僚が内閣府に長期の財政見通しを求めないのは、そうした見通しが提出されては困る理由があるからである。

その理由を理解するために、最新の「中長期の経済財政に関する試算」(2016年1月)を見てみよう。この試算には「経済再生ケース」と「ベースラインケース」の二つのシナリオがあり、前者はアベノミクスの目標達成を織り込んでいる。図表9はこの試算におけるPBと公的債務・GDP比率の推計値を過去の実績に接続する形で示したものである。どちらのケースでも「2020年度までにPBを黒字化する」という目標は達成され

図表9 内閣府による財政シミュレーション



(注) いずれも年度ベース（東日本大震災の復旧・復興対策の経費と財源を含まないケース）。2014年度以前は実績。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（平成28年1月21日）」等をもとに作成。

ないが、「経済再生ケース」では2024年度に何とか黒字化が実現する。公債・名目GDP比率に関しても、「ベースラインケース」において上昇が続くのに対し、「経済再生ケース」では2015年度をピークに下落に転じている⁹。これらの試算を見た人は、アベノミクスの目標が達成されるという条件つきではあるものの、まだ財政再建の余地があると考えよう。

しかしそうした考えは誤りである。政府の成長目標や日銀のインフレ目標は絵に描いた餅だが、仮にそれらがすべて実現しても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現象にすぎず、その後ふたたび急激に悪化するからである。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）と債務残高の積を上回る黒字にならない限り、債務・GDP比率は上昇する。「経済再生ケース」の2024年度においても、PBに利払いを加えた通常の意味の財政収支の対GDP比率は4%強の赤字が見込まれている。それにも関わらず2015年度から2024年度にかけて債務・GDP比率が低下するのは、これらの時期に債務の平均金利が長期金利を大幅に下回るからである。

内閣府も経済成長率が高まると長期金利が上昇することは認めており、たとえば2023年度の名目GDP成長率と名目長期金利の予想値はそれぞれ3.8%と

4.6%である。ただし現時点では日銀が長期金利を人為的に抑え込んでいるため、政府はいちじるしい低利で公債を発行できている。そしていったん発行された債券のクーポンは償還日まで変わらないから、低金利時に発行した債券が既発債全体の平均利回りを引き下げる効果は当面継続する。内閣府は各年の既発債の平均利率を示していないが、他の計数をもとに2023年度の平均利率を計算すると2.7%となり、この値から先の名目GDP成長率を引くと $2.7 - 3.8 = -1.1\%$ という負の値になる。すなわち、内閣府は債務残高が大きいほど翌年度の債務・GDP比率が下落する特殊な時期を選んで試算を行っている。逆に言うと、そうした工夫なしには債務・GDP比率が無制限に上昇することを糊塗できないところまで追い込まれているわけである。

過去にも経済成長率が一時的に長期金利を上回ることはあったが、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。しかし量的・質的金融緩和開始後にこの関係が逆転し、これまで3年続けて名目GDPの成長率が長期金利を上回っている。日銀は現行の政策はデフレ克服や企業の設備投資促進を意図したものであり、財政ファイナンスでないと主張しているが、民間銀行の融資の多くが数年程度のものであることを考えると、日銀が満期30～40年の長期

国債を積極的に買入れる理由は乏しい。また、そうして日銀が長期金利を抑え込んでいる間に、財務省は新発債の平均償還期間を引き伸ばしたり、翌年以降の発行分の前倒し発行も行っている。これらは国の債務管理のためには妥当だが、政府はそうして節約された国債費の多くを補正予算を組むなどして使ってしまう。

5 おわりに

本稿では、アベノミクスの成果を検証し、政府と日銀が現行の政策を改める意思を見せない理由を考察した。その結果をまとめると以下ようになる。

第一に、日本の労働制約を考慮すると、年率2%強の実質成長目標は野心的すぎる。円安誘導や公共投資によって一時的にそれを達成することは可能かも知れないが、そうした政策は経済を不安定化させるだけで有害である。

第二に、政府と日銀は日本経済がデフレによる縮小均衡状態に陥っていると言うが、日本の「失われた20年間」のマンアワー当たり実質GDP成長率は他のG7諸国と比べて遜色がなかった。また、CPI統計を粒さに観察すると、統計作成技術や政府の価格政策の影響が強い品目以外に明瞭なデフレ傾向は認められない。1990年代半ばからインフレ率が下落した背景には、賃金が高くフルタイム労働者が多い製造業から賃金が低くパートタイム労働者の多い対人サービス業への産業構造の変化があり、それを金融政策によって自由に操作できると考えるべきでない。

それにも関わらず現政権がいつそう過激な政策に邁進している一つの理由は、景気が後退して内閣支持率が低下した場合、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ろう。もう一つの理由は、すでに財政状況がきわめて悪く、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う。現時点では日銀が大量の国債を買入れて長期金利を抑え込んでいるため、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。しかし今の政府が財政管理に対する責任感を持っていない以上、現行の日銀の政策は破たん状態にある企業への追い貸しと同じである。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のと同様に、財政破たんが顕在化した時点で円という通貨の信頼も失われる可能性が高い。

これらのことを考えると、政府と日銀がいまやるべきことは短期的な景気浮揚策によって財政危機を糊塗することではなく、すでに財政が破たん状態にあることを率直に認め、その処理方法を真摯に考えることである。戦後70年を経て、日本は現実的な将来展望をもとに理性的に行動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るべきである。■

《注》

- 1 「日本再興戦略～JAPAN is BACK～」(2013年6月23日) 2頁。
- 2 ただどの国でも自営業者の労働時間に関する正確な統計は存在しないので、被用者と自営業者の労働時間の変化率が同一だと仮定している。
- 3 「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。
- 4 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。
- 5 2012年ごろに電子機器の消費者物価が下げ止まったのは、品質改善の調整方法が変わったことや、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ためである。Masanaga Kumakura, "Deflation? What deflation? Statistical Origins of Japan's declining price levels," *World Economics*, vol. 15, issue 2, 2015.
- 6 「日本再興戦略～JAPAN is BACK～」 4頁。
- 7 日本政府は多額の金融資産を保有しているため、債務から債権を引いた純債務の対GDP比率は120～130%程度にとどまっている。しかし日本政府の金融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(簿価で経理が行われている外貨準備など)が少なくない。また、これらの資産が生む収入の多くは中央政府の一般会計歳入に繰り入れられているため、債務と毎年の財政赤字を紐づけて分析する場合、純債務でなくグロスの債務残高に注目すべきである。
- 8 「幻の歳出上限59兆円」『日本経済新聞』(2015年6月30日朝刊)などを参照。
- 9 このグラフの公債・GDP比率が図表8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。