

# 世界経済の構造変化とアベノミクスの行方 先進国経済の長期停滞に金融政策は無力

「骨太の方針」と「日本再興戦略」は成長戦略の総合的な政策パッケージであるが、いくつかの重要な問題点が見受けられる。第1の矢「金融緩和」、第2の矢「財政出動」による現在の景気回復は、在庫投資と設備投資の増加に由来する景気変動の上昇局面であって、論理的にも実際上も第3の矢「成長戦略」が目指す持続的経済成長と財政再建に直結するものではない。

「成長戦略」では、日本を含む先進国経済が低金利と量的緩和によっても正常な自律成長に復帰しない構造的長期停滞にあることの認識が見当たらない。加えて日本には、人口減少と過大な公的債務という固有の構造問題がある。財政再建の鍵とされる実質2%の経済成長の達成は容易ではない。その間に、物価上昇に伴って、あるいは、QQE（量的・質的金融緩和）からの「出口」に際し、金利が上昇して財政再建が危うくなる局面が予想される。

本稿では、日本経済再生を目指す安倍政権の成長戦略の行方と歴史的使命を探る。

## 無力だったゼロ金利と量的緩和

他の先進諸国に先立って資産価格バブル崩壊に見舞われた日本では、当初は設備投資の循環的な調整が終了すれば、再び経済成長が始まると考えられていた（白川方明日銀総裁

〈当時〉2009年4月23日、ジャパン・ソサエティNYにおける講演）。当然のごとく、日銀は金利引き下げで対応した。金利引き下げが投資と消費を刺激して景気は回復するはずであったが、バブル崩壊後はゼロ金利も量的緩和も無力であった。

米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長は、14年10月にも量的緩和を終える見込みが、経済の潜在成長率が低下しているので、フェデラルファンド・レートは16年末まで本来の水準以下に維持することになるだろうと語っている（14年6月

伊藤忠商事理事・国際経済評論家  
石田 護  
いしだ・まもる 広島大政経卒。  
56年伊藤忠商事入社、商社財務現場で欧州統合、金融グローバル化、為替市場の波乱を体験。早大大学院法学研究科講師、阪南大教授を歴任。現在は対外経済貿易大学、北京城市学院大学、武漢大学の客員教授。広島県出身。

18日記者会見）。欧州中央銀行（ECB）は域内銀行がECBに持つ預金の金利に0・1%の負の金利を課すことを決めたが、それによって深刻な構造的失業が目に見えて減少するとは考えられない。先進国経済は過激な量的金融緩和によっても、自律成長過程に復帰する見込みが立たないでいる。

ローレンス・サマーズ元米財務長官は13年11月に国際通貨基金（IMF）で行った講演で、アルヴィン・H・ハンセンが1930年代のアメリカ経済について主張していた長期停滞論を持ち出した（Lawrence Summers' speech at the IMF Economic Forum, Nov.8,

2013)。当時ハンセンは、アメリカ経済の停滞は、消費が飽和状態であり、国内投資機会がほぼ尽くされたからだと主張していた。現在の先進工業国も同様な状況にあるのではないか。日本の1980年代後半のバブル、アメリカの2007年までのバブルにおいて、資産価格は高騰したが一般物価が安定していたことは慢性的需要不足の経済構造の反映である。自然利子率（完全雇用を達成する短期実質金利）がゼロ以下であるため、ゼロ金利でさえ十分の投資を喚起しない。ポール・クルーグマンは、サムズズの考えは彼が主張してきた「流動性の罠」のことであり、今やそれが「常態」であると考えている（Paul Krugman, *Secular Stagnation*, Coalmine, Bubbles, and Larry Summers, New York Times, Nov.16 2013）。

## 日本が抱える二つの難題

先進工業国の中でも日本は、過大な公的債務と人口減少という二つの難題を抱えている。クルーグマンは、日本の長期停滞の主因は生産年齢人口の減少と考えている。彼は、自然利子率が人口増加率に等しいという

ポール・サミュエルソンの命題について、現実はいずれよりはるかに複雑であるが、自然利子率が人口減少率とほぼ同程度に低下すると考えても外的外れではあるまいと述べている（Why stagnation might prove to be the new normal' *Financial Times*, Dec.15, 2013）。アメリカの人口は2013年の3億2000万人が2050年には4億人に増加するが、日本の人口は2013年から2060年にかけて1億2700万人からは6570万人に減少すると推計されている。

経済成長とは、人口に1人当たりの年生産額（付加価値）を乗じた国内総生産（GDP）が年々増加することである。日本の実質成長率は、1974～90年は年4.2%、1991～2012年は年0.9%であった。日銀は最近の日本の潜在成長率を「0%台半ば」と見ている（経済同友会における黒田東彦日銀総裁の講演、14年6月23日）。1人当たりの生産性が人口減少を補う以上に上昇して、政府が「再生の10年（13～22年）」の前提とする実質2%の平均成長率を達成することは容易ではない。

需要面では、住宅と消費財の多くがほぼ行きわたっている上、今後は人口が減少するので需要が大きく拡大するとは期待できない。供給面では、拡大する市場と低コスト国を求めて製造業が海外に生産を移してきたので、供給力が低下している。QQEで円安になっても輸出はさほど増加しないが、内需増により輸入はたちまち増加し、人手不足も急速に表面化した。従来、日本経済成長の制約要因は需要側にあると考えられてきたが、労働力人口不足が日本の潜在成長率を制約することが判明した。

生産年齢人口減少に歯止めをかけるには、「骨太の方針」の少子化対策をすべて実施したとしても数十年はかかる。外国人の活用について「骨太の方針」は、移民政策によってではなく、必要な人材を選択的に入れると述べている。日本は移民による経済拡大を決断することができないまま、結果的に経済縮小を選択することになると思われる。納税者が減少し、財政再建は一層難しくなるだろう。

アルヴィン・ハンセンは、1930年代のアメリカについて、

「国内の投資機会を尽くしたが、外延的経済拡張が終わったのではない。一国経済のフロンティアは国境によってではなく、全世界にわたる投資の可能性によって決まる」と主張した（都留重人訳「財政政策と景気循環」日本評論社、1950年、原著『Fiscal Policy and Business Cycles』は1941年）。70年以上たった今、オバマ政権はアジア回帰や環太平洋連携協定（TPP）によってアジアに経済のフロンティアを拡大しようとしている。

人口減少や財政の制約を受ける日本は、アメリカ以上に切実に外なるフロンティアを必要としている。東アジア、とりわけ、日本の輸出入の2割を占め、13億人の消費者を持つ中国が特に有望であるが、日中の政治対立が日本企業の中国ビジネスに悪影響を与えている。経済の低迷打破と財政再建に後がない日本も、所得格差や環境悪化などの難題を克服しなければならぬ中国も、角を突き合わせる余裕はないはずだ。軍事力・経済力を背景とする中国の強硬な外交姿勢は問題であるが、安倍外交にも問題があることは、中国とだけでなく、価値観を共有する韓国と

正常な関係が持てないことからも推察できる。その間、米独仏英は首脳が大型経済ミッションを率いて訪中し、中国ビジネスの取り込みに余念がない。安倍外交は成長戦略との整合性の視点からも、見直しが求められている。

## 金融・財政政策の限界

アメリカも日本もバブル期に、本来であれば5〜10年にわたって建設されるはずの住宅を建ててしまった。その間は、住宅市場も経済全体も好況を謳歌したが、バブルが崩壊すると一転不況に陥った。バブルとは、壮大な需要の先食いによる熱狂的好況である。興味深いことに、アベノミクスのアーキテクトの一人の岩田規久男・日銀副総裁は、デフレを「支出の先送りによる総需要の縮小」と語っている（国際東アジア研究センターにおける講演、14年3月24日）。リフレ論者たちのインフレ目標と過激な金融緩和政策は、先送りされた総需要を現在に引き戻し、さらに将来の需要を先食いする試みであるということが出来る。それが持続できないことも、持続できなくなった後の結末も容易に想像できる。

カーメン・ラインハートとケネス・ロゴフは、過去800年、66カ国のバブルと金融危機を分析して、バブル崩壊に先立つ10年は信用拡大に推動された好況期であり、崩壊後その縮小過程は同じくらい長く続くというパターンを確認した。（カーメン・ラインハート、ケネス・ロゴフ「国家は破綻する」日経BP社、および、Carmen Reinhart, Vincent Reinhart "After the Fall", National Bureau of Economic Research Working Paper, September 2010）。バブル生成・崩壊・金融危機という「ブーム・バースト・サイクル」の間に、あるいは、それと重なって、設備投資・在庫投資の増減による通常の景気循環が起きる。さらに長期的には、第2次世界大戦による破壊、世界経済の復興、次いで多様なイノベーションと開途上国の市場参加による世界規模の経済拡大、最後に大バブルと金融危機から現在の先進国経済低迷に至る大波動が観察できる。先進国経済の長期停滞を考える文脈である。

じ、10年間で430兆円の公共投資計画を決定、その後、200兆円を上乗せした。政府債務を増大し続けなければ低成長すらできない日本の経済構造の起源である。バブル崩壊後の20年余の間、経済低迷にあつて税収は低下したが、支出増加を迫られたため、日本の財政は急速に悪化した。各時点の財政赤字は景気を維持するために必要と判断されたが、それを年々続けるといずれば訪れる財政危機に国家として備えることを怠った。このことから教訓をくみ取るのであれば、Q&QEなど短期的に必要と判断した措置を講じる場合には、事前に必ずその帰結を想定し、リスクとコストが最少な出口の在り方を構想することである。

1930年代の長期停滞から脱出し、大戦後は戦火を免れた優位性を生かして経済を拡大し、政府債務を削減した。すべてをご破算にして再出発する戦争は論外である。過度の金融緩和を長期に続けると、実際にバブル発生に至る可能性がある。われわれは、バブルは必ず崩壊し、その後に深刻な問題を残すことを思い知ったはずである。先進国経済の課題は、戦争によつてではなく、新たなバブルによつてもなく、内なるフロンティアと外なるフロンティアを開拓することによつて、経済を持続可能な成長軌道に復帰させることである。

## 金融政策偏重のリスク

現在の先進国経済では、自然利子率がゼロ以下であるため、ゼロ金利すら十分な量の投資を喚起しない。しかし、名目金利をゼロ以下に下げることができない。黒田日銀のQQEは、インフレ期待を高めることによつて実質金利（名目金利マイナス期待インフレ率）をゼロ以下に引き下げ、投資を活性化する試みである。実際にインフレ期待が高まると、長期金利（短期金利+インフレ・

プレミアム)が上昇するので、日銀は大量の国債を購入することによって長期金利の上昇を抑えている。

黒田日銀総裁は、「潜在成長率が上昇しないからといって、金融政策運営上、物価安定目標の達成が困難になることはない」と語っている(14年6月23日、経済同友会会員懇談会における講演)。黒田日銀は2年で2%の物価上昇を達成すると公約している。他方、潜在成長率引き上げは、企業の資本ストックの蓄積や、女性や高齢者の労働参加促進、規制や制度の改革を通じて生産性向上に至る5~10年はかかる息の長い過程である。問題は、物価上昇と潜在成長率上昇のタイミングのズレである。その間に、物価上昇に伴い長期金利が上昇すると、「2020年までに国・地方のプライマリーバランスを黒字化する」という政府の構想がつかずことになる。

日銀の佐藤健裕審議委員は「量的・質的金融緩和の出口のはるか前に長期金利が急騰している可能性が高い」と語っている(国際銀行協会における講演「グローバルな日本国債の有効活用に向けて」後の質疑応答 14年2月27日)。金利が急騰す

ると利払い費が増加して、財政再建の展望が一举に悪化するであろうことは、14年度の予算で利払い費が1・2%の低利率でも10兆円で、一般会計支出の10・6%を占めていることから、容易に想像できる。

QQEの継続によって一定期間は潜在成長率を超える成長を実現することは可能である。しかし、供給力不足の日本では需要が供給力を超えて拡大すると、物価が上昇するか、あるいは、経常収支が悪化するかと考えられる。意図したレベル以上に物価が上昇すると、日銀は金利引き上げを迫られる。国債価格が下落し、公的債務の利払い費が増加する。また、金利引き上げで為替レートが高に転換する可能性が高まる。アベノミクスの当初の成功は、QQEが招いた円安によって輸出製造業を中心に企業利益が拡大したことであった。物価と賃金は上昇に転じ、経済も拡大基調に入った。しかし、為替が円高に転換すると、上昇した物価と賃金は日本のコスト高として表面化する。

経常収支の赤字化はさらに気掛かりである。日本の公的債務のGDP比が200%を超えても国債市場が

安定を維持してきた最大の要因は、そのほとんどが国内貯蓄で賄われていたからである。アメリカは機軸通貨ドルの特権を利用して双子の赤字をファイナンスしたが、日本はアメリカのまねはできない。双子の赤字はいずれ日本の国債への信認を揺るがしかねない。

海外のエコノミストたちも懸念を隠さない。経済協力開発機構(OECD)経済開発検討委員会のウィリアム・ホワイト委員長は「私は日本のことが最も心配である。物価が上昇すると、市場は突然日本国債を保有しなくなるかもしれない」と述べている(<http://www.fhw.ch/article/i-see-speculative-bubbles-like-in-2007/>)。ライプチッヒ大学ギンスター・シュナーブル教授はアベノミクスの過度な金融緩和と依存について、「アベノミクスは永続的な健全化戦略というより経済政策のカミカゼである。欧州諸国が日本から学ぶ教訓は、永続的改革とマクロ経済健全化に優る経済成長への道はないということである」とコメントしている(Gunther Schnabel, "Das wirtschaftspolitische Kamikaze

von Ministerpräsident Abe?", Dec.6, 2013 他)

黒田日銀総裁は、日本経済再生には構造改革が重要であると述べ、政府に成長戦略の強力な推進を求めているが、同時に、物価上昇目標を達成するまでQQEを続ける決意を変えていない。アベノミクスの金融政策偏重はその出生に由来する。安倍晋三首相が重用したリフレ論者たちあり、金融政策で治癒できると言い続けてきた。01年以降の事実上のゼロ金利政策と量的緩和が日本経済の低迷脱出に効果がなかったことから彼らが学んだことは、金融緩和が十分に過激でなかったことであつた。彼らは日本経済の構造問題が金融政策で治癒できないことを認めたくなかったようである。彼らが安倍首相に提出した処方箋は一層過激な金融緩和策のパッケージQQEであつた。

## 結語

現在の日本経済の苦境は、過去数十年にわたり目先の景気対策に終始するばかりで、国家としてその帰結への備えを怠ってきたことの結果で

ある。財政再建に残された時間がわずかな状況で、安倍政権が経済成長と財政再建の日本再生計画を提出したことは評価されなければならない。しかし、日本経済再生は複数の政権にわたる中長期の国家プロジェクトであって、安倍政権の使命は日本経済再生の仕事をよい形で次の政権に引き継ぐことである。

そのためにも金利は急騰してはならない。日銀は2%の物価上昇目標を達成するためQQEを続ける構えであるが、物価上昇とともに、あるいは、QQEからの出口に際し、金利が上昇して財政再建を脅かすリスクが大き過ぎる。その上、金融政策で日本の構造問題を解決することはできない。効果が少なく、潜在的リスクが大きいQQEは早い機会に軌道修正した方がよい。すでに物価上昇や景気回復基調などQQEが一定の成果を上げた今、金利上昇に伴うリスクが実現する蓋然性を抑えておくことが決定的に重要である。