

2016年3月10日  
No.2015-054

## 「マイナス金利後」の経済政策運営 ～民間の前向き姿勢を引き出す5つの施策～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

### 《要 点》

- ◆ 日銀の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、円高・株安への歯止め効果のほか、不動産価格押し上げ等を通じて、今後、景気へのプラス効果が一定程度顕在化してくる可能性がある。しかし、大局的にみれば、今回のマイナス金利導入は金融政策の限界を露呈させたといえ、中央銀行がマーケットを思惑通りに誘導することは困難であることが証明された。本来的に金融緩和政策にできるのは「時間稼ぎ」に過ぎず、そのみでは経済再生は実現できない。非伝統的金融政策の「期待に働きかけることで経済主体の行動を変える」という効果が減衰するなかにあっては、そもそもはデフレ脱却を目指すはずの金融政策が、实体经济の収益性の低下を通じて経済停滞・デフレ圧力になり始めるという、皮肉な状況を生みかねない。
- ◆ 持続的な経済再生・デフレ脱却には、直接的に实体经济の収益性を高める取り組みを行う以外に道はなく、それは①企業が期待成長率を高めて投資行動を積極化させるとともに、②雇用・賃金への分配を適正に行い、③収入が増えた家計が消費を拡大する、という経済好循環の3つのステップの流れが定着することが不可欠である。しかし、現状はいずれのステップにも滞りがみられている。
- ◆ 企業は必ずしも防衛姿勢を強めているのみではなく、グローバルな視点から発想し、成長が期待できる海外事業を拡大する一方、人口動態から見て市場の拡大が期待薄な国内では従来型の設備投資を抑制している。現段階では、競争力の源は国内拠点にあるとの発想から、研究開発投資を着実に増やしているが、国内市場が縮小し続ければ、いずれ研究開発投資も海外で行われるようになるであろう。その意味では、国内市場の成長期待の回復によって、国内にもハード面での設備投資が増加していくことが望まれる。それには、人口減少で国内市場が先細りしていくという「マイナスの期待」を払拭することが不可欠である。
- ◆ 労働分配率が歴史的にみて大きく低下していることから判断して、現状はマクロ的には労働への配分が過小になっている。これは、賃金引き上げに慎重な企業のスタンスが反映された形であるが、労働組合の行動様式の影響も無視できない。わが国の労働組合は正社員が中心の組合であり、雇用保障を最優先に考える傾向が強い。そのため賃金引き上げ圧力は減衰する一方、結果的に不採算事業の存続を可能にしている。この状況からの脱出には、何らかのやり方で適度な賃金押し上げ圧力を常態化させることによって不採算事業の整理・縮小を促すとともに、企業を跨ぐ形での雇用保障の仕組みの創出によって、収益事業への労働移動の円滑化を推進することが求められる。

- ◆ このところ消費性向は低下傾向にあり、家計の慎重姿勢の強まりが確認される。賃金の伸び悩みや老後の不安が強いことが、家計のマインドに影を落としていると考えられるが、年齢階層別にみると、若年世帯の消費性向が低下傾向にある一方、シニア世代の消費性向は高まる傾向にある。引退世代の安心のために医療・介護の財政支出増を放置すると、その財源のために膨張する国家債務が若者世代の先行き不安を高めてしまうという、トレードオフ関係が強く出はじめたことが示唆される。
- ◆ 政府が行うべきは、①人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ、②持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築、③社会保障構造改革・財政健全化による世代間の安心感の再配分、の3点の同時実施である。
- ◆ 「人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ策」としては、まず『人口減の影響緩和に向けた3段階の対策』、すなわち、a) 短期対策としての訪日観光客の誘致策、b) 中期対策としての外国人労働者受け入れ・移民政策、c) 長期対策としての出生率回復、を打ち出して、当面から将来にわたって「広義の人口(国籍を問わず日本国内で経済活動を行う個人)」の減少に歯止めをかける政策意志を示すことが重要である。次に『インバウンド消費を起点とする内外事業拡大循環の形成』という「成長循環ストーリー」を示し、好循環の実現を誘導する一連の施策をトータルに展開すべきである。
- ◆ 「持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築策」としては、『自律的なキャリア形成を軸とした企業を跨ぐ形での雇用保障の仕組みの創出』および『第三者機関による賃上げの目安の提示』をセットで実施し、適切な賃上げ圧力を生み出すことによって不採算事業の整理を通じた労働力の成長事業へのシフト＝労働生産性の向上を実現すべきである。こうして賃金の持続的な増加を実現したうえで、「社会保障構造改革・財政健全化による世代間の安心感の再配分」(①引退世代向け給付の所得再配分機能を高めると同時に全体を抑制する、②現役世代向けの給付を増やす、③消費増税を行うとともに所得税の所得再配分機能を高める)の青写真を描き、着実に実施していくことが望まれる。

**本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。**

**Tel: 03-6833-0930**

**Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp**

年明け以降、国際金融市場が大きく動揺し、それへの対応策として導入された日銀のマイナス金利政策も、かえって市場の混乱に拍車をかける形となった。金融政策の限界を指摘する声が高まり、今後、政府は財政出動を伴う新たな経済対策を検討する構えである。しかし、財政刺激で経済再生を導くことができなかったのは、ほかならぬわが国自身が 90 年代以降に繰り返し経験したことである。政策の手詰まり感も漂うなか、いま政府が着手すべき経済政策は何か。

## 1. 日銀「マイナス金利政策」の評価：露呈した金融政策の限界

まず、日銀のマイナス金利政策の評価を行うことから始めよう。

1月29日、日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。背景には、年初来の金融市場の混乱終息に向けてECB、Fedが市場に配慮した動きをみせるなか、日銀にも何らかの措置を求められる状況となったことがある。そこで日銀は、量的・質的緩和の技術的な限界への市場の懸念が高まるなか、新たなスキームの導入を決断した。金融機関が預ける日銀当座を3層に分け、限界的部分にのみマイナス金利を適用する。ただし、大半部分には引き続き0.1%の付利を継続することで、金融機関収益への最大限の配慮を行ったものであった。しかし、ちょうど欧州金融機関の経営不安が高まった時期に重なったことから、利ザヤ縮小への懸念から日本株は銀行セクターを中心に急落した。本来、期待される円安も一時的なものに終わり、通貨切り下げ競争の連想などから国際金融市場の「リスク・オフ」ムードを助長して、円高を誘発し、さらなる株安をもたらすという、日銀には想定外の反応をもたらした。

もともと、ここにきて市場は落ち着きを取り戻しつつある。2月の末に、G20財務相・中央銀行総裁会議で、金融・財政・構造改革のあらゆる面での政策対応と為替安定化に向けた協調スタンスが示され、3月4日発表の米国雇用統計がほどよい米景気堅調を示す内容であったことなどから、株価は戻し、円高には歯止めが掛かっている。日銀の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、イールドカーブを下方にシフトさせたことにより、円高・株安への歯止め効果のほか、不動産価格押し上げ等を通じて、今後、景気へのプラス効果が一定程度は顕在化してくる可能性がある。

しかし、大局的にみれば、今回のマイナス金利導入は、**金融政策の限界を露呈させたこと**に変わりはない。何よりも、中央銀行がマーケットを思惑通りに誘導することは困難であることが証明された。本来的に金融緩和政策にできるのは「時間稼ぎ」に過ぎず、2014年度以降、すでに4四半期もマイナス成長となっていることにみられる通り、そのみでは経済再生は実現できない。非伝統的金融政策は、資産価格には一定の押し上げ効果が認められるものの、実体経済面においては、金利というツールが使えなくなっている以上、「サプライズ」によって市場の好反応や民間の前向きな行動を一時的に誘発はできても、それは「頓服薬」のようなものであり、何度も使用していると効果が低減する。むしろ、それが長期化すると、実体経済の自律回復力を削いでしまう。すなわち、市場金利は企業の投資行動の限界的な収益率を決めるため、マイナス金利の長期化は損失が生じる事業でも存続できることを意味する。これらを踏まえると、**少なくとも金融政策単独でのこれ以上の踏み込みには慎重であるべき**だろう。非伝統的金融政策の「期待に働きかけることで経済主体の行動を変える」という効果が大きく減衰するなかにあっては、そもそもはデフレ脱却を目指すはずの金融政策が、実体経済の収益性の低下を通じて経済停滞・デフレ圧力になり始めるという、皮肉な状況を生みかねない。

## 2. 経済好循環の3つのステップの流れに支障

以上みてきたように、金融政策が経済再生・デフレ脱却に果たす役割には限界がみえつつある。ならば持続的な経済再生・デフレ脱却には、直接的に実体経済の収益性を高める取り組みを行う以外に道はなく、それは①企業が期待成長率を高めて投資行動を積極化させるとともに、②雇用・賃金への分配を適正に行い、③それで収入が増えた家計が消費行動を拡大する、という経済好循環の3つのステップの流れが定着することが不可欠である。しかし、現状はいずれのステップにも滞りがみられている。

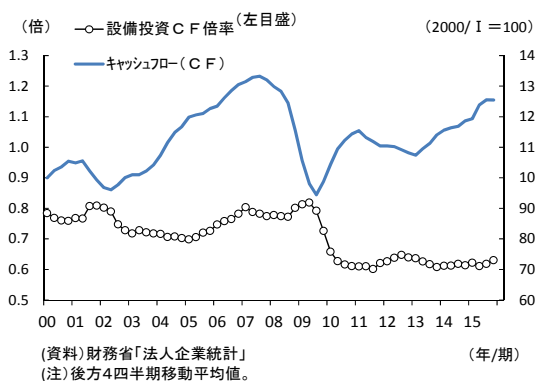
### a) 企業の期待成長率の低下

まず、企業の期待成長率については、「企業行動に関するアンケート調査（内閣府）」によれば、調査時点 2016 年 1 月（2015 年度調査）において、向こう 3 年の予想実質成長率が 1.0%と、前年度・前々年度の 1.4%から大きく低下している。昨年後半以降、世界景気の先行き不透明感が強まっていることが直接的な要因と考えられるが、底流には人口減少で国内市場に収縮圧力がかかっていることが影を落としていることは否定できまい。

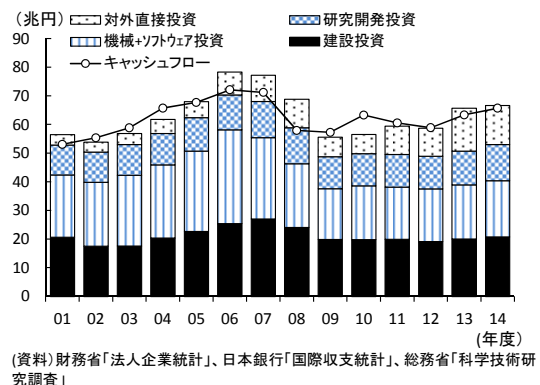
ここで注目したいのは、企業がキャッシュフローをどのように活用しているか、という点である。設備投資のキャッシュフロー倍率をみると、近年低下傾向にあり、日本企業の防衛的なスタンスが窺われる（図表1）。しかし、設備投資を研究開発投資や対外直接投資まで含めた、より広い概念でとらえれば、見え方が異なってくる。実はそうした「広義の設備投資」の合計は、ほぼキャッシュフローと見合っているのである（図表2）。つまり、企業は必ずしも防衛姿勢を強めているのみではなく、グローバルな視点から発想し、人口動態から見て成長が期待できる海外事業転換を拡大する一方、市場の拡大が期待薄な国内の従来型の設備投資は抑制している。ただし、競争力の源は今なお国内にあるとの発想から、研究開発投資は着実に増やしている、ということであろう。

もともと、研究開発投資は工場や市場に近いところで行われる方が望ましく、国内市場が縮小し続ければ、いずれ研究開発投資も海外に流れてしまうであろう。その意味では、国内市場の成長期待の回復によって国内にもハード面での設備投資が増加していくことが望まれる。それには、人口減少で国内市場が先細りしていくという「マイナスの期待」を払拭することが不可欠といえよう。

(図表1) 設備投資・キャッシュフロー倍率の推移



(図表2) 「広義の設備投資」の内訳

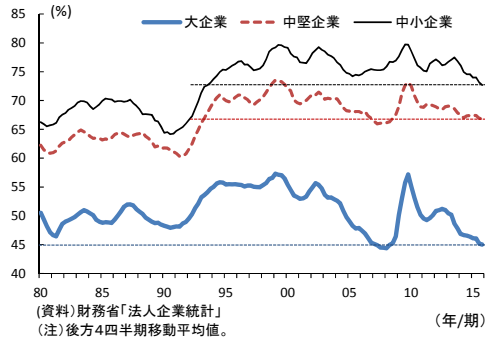


### b) 賃上げ＝生産性向上圧力の消滅

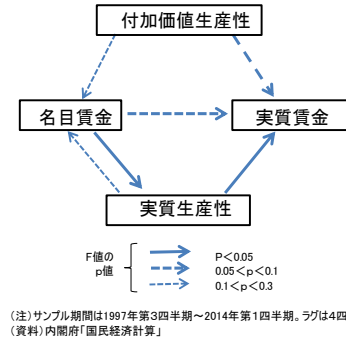
雇用・賃金への分配状況については、労働分配率が歴史的にみて大きく低下していることからす

れば、マクロ的には労働への配分が過小になっている状況である（図表3）。これは、企業がとりわけ賃金引き上げに慎重であることが反映された形であるが、労働組合の行動様式も無視できない。わが国の労働組合は正社員が中心の組合であり、一企業での雇用保障を最優先に考える傾向が強い。それは企業内での技能・スキルの蓄積を通じて製品・サービスの品質改善・能率向上に大きく寄与し、かつて経済が右肩上がりのトレンドにあって消費者の嗜好にも広がりやが少なく、インフレ圧力がかかりやすい時代には、非常にうまく合致した。

（図表3）労働分配率の推移



（図表4）賃金と生産性の因果関係(グレンジャーテスト)



しかし、今やマイナス成長が頻発し、消費者の嗜好の多様化や変化スピードの高まった時代となり、社外からのノウハウ・知見を積極的に取り込むことによって新たな製品・サービスを開発することの重要性が格段に増している。それには、従来に増して事業構造をダイナミックに改廃することが必要になり、人材面では必ずしも一企業での雇用保障ではなく、働き手の自律的なキャリア形成を軸とした企業を跨ぐ形での雇用保障の仕組みを創出することが重要になっている。現状ではそうした行動様式はとられず、雇用保障を優先するために賃金引き上げ圧力は減衰し、その結果、不採算事業の存続を可能にしている（図表4）。この状況からの脱出には、何らかの手によって適度な賃金押上げ圧力を常態化させることによって不採算事業の整理・縮小を促し、企業を跨ぐ形での雇用保障の仕組みを創出することによって、収益事業への円滑な労働移動を推進することが求められるのである。

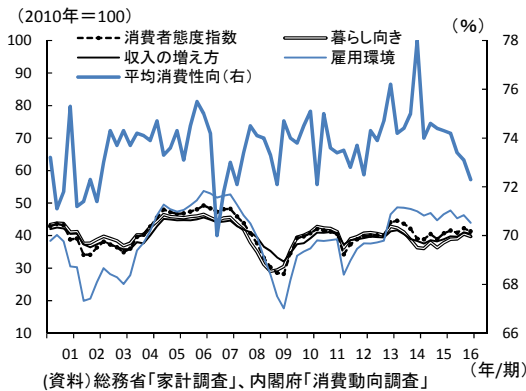
c) 将来不安から消費性向が低下

家計の消費行動についてのスタンスは、消費性向の動きに現れるが、このところそれは低下傾向にあり、家計の慎重姿勢の強まりが確認される。2014年4月の消費増税から2年近くが経過し、むしろ低下傾向を強めていることからすれば、消費増税が主因とは考えにくい。消費者態度指数（内閣府調べ）をみると、歴史的な低水準が続いており、「暮らし向き」「収入の増え方」が重石になっている（図表5）。賃金の伸び悩みや老後の不安が強いことが、家計のマインドに影を落としていると考えられる。

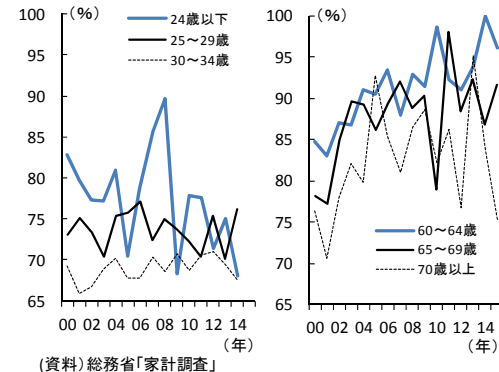
加えて注目すべきは年齢階層別の動きである。29歳以下の若年世帯の消費性向が低下傾向にあり、「自分たちの世代は年金を受け取れない」「親の代より豊かになれない」といった、若い世代の閉塞感が消費を下押ししているものと考えられる（図表6）。対照的に、60歳以上のシニア世代の消費性向は総じて高まる傾向にある。現状のわが国の社会保障給付の構造は、引退世代向け中心で現役世代に薄く、その財源は毎年巨額の財政赤字で将来世代に付け回している。年齢別の消費性向の動きの違いは、引退世代の安心のために医療・介護の財政支出増を放置すると、その財源のために膨

張る国家債務が若者世代の先行き不安を高めてしまうという、トレードオフ関係が強く出はじめたことを示す。消費の面からも、現役世代に薄く引退世代向けに手厚いわが国の社会保障制度の構造はもはや放置できず、財政健全化に着手する緊要性が高まっている形である。

(図表5) 平均消費性向と消費者態度指数



(図表6) 2人以上勤労者世帯の平均消費性向



### 3. 政府が行うべきこと

以上のように見てくれば、政府が行うべきは、[1] 人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ、[2] 持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築、[3] 社会保障構造改革・財政健全化による世代間の安心感の再配分、の3点の同時実施である。以下、そのための5つの具体策を述べる。

#### <1> 『人口減の影響緩和に向けた3段階の対策』: 人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ策①

企業の期待成長率の低下には、日本の人口が先行き減少していくことに伴う不透明感がある。その意味で、人口減少に歯止めを欠けることが必要であり、政府も出生率回復を目標にしてそれに着手し始めている。しかし、出生率が回復するには相当の時間がかかり、より即効性のある対応策が求められている。その有力な候補は、「訪日観光客の誘致」である。このことを喝破したのが、デービッド・アトキンソン氏の「短期移民」というコンセプトである。「(外国人観光客は)一定期間とはいえ日本に滞在するわけですから、実態としては日本にいる人間の数が急激に増えることと同じ<sup>1)</sup>」になるからである。

加えて、移民の受け入れに対しても正面から議論を行う必要があるだろう。ただし、それはまずは労働力不足への対応のための外国人労働者の受け入れを正面から取り組み、その延長線上に移民を位置づけるという手順であろう。わが国では入管法(出入国管理及び難民認定法)上、いわゆる単純労働力としての外国人労働者の受け入れは認められていないが、実態的には「技能実習生」という名目で労働力不足対応として受け入れてきている。しかし、これまでも制度の見直しを行ってきたが、制度と実態の乖離から雇用管理上の問題は解消されず、現在国会で継続審議となっている改正案も実効性が疑問視される。わが国同様の制度と問題を抱え、2000年代半ばに正面から単純労働力の受け入れに取り組んだ韓国<sup>2)</sup>の経験に学ぶべき時であろう。より具体的には、1)「労働市場

<sup>1)</sup> デービッド・アトキンソン (2015) 『新・観光立国』東洋経済新報社、10頁。

<sup>2)</sup> 野村敦子 (2005) 「外国人材の活用に向け求められる制度の再構築—海外事例にみる外国人政策の視点—」『JRI

テスト」により、日本人の雇用を奪わないことを条件にするとともに、2) 二国間協定を結び、送り出し国と連携してあくまで定住しないことを前提として、未熟練外国人の適切な受け入れ制度を整備すべきである。加えて、技能資格の習得や日本語能力、素行などの条件をクリアした場合に限り、永住権を認めるなどの段階的な移民受け入れにも踏み込むべきではないか。

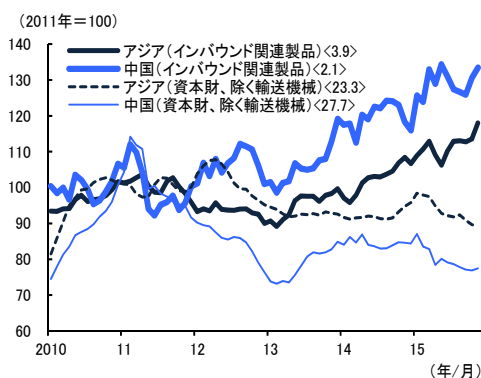
すなわち、a) 短期対策としての訪日観光客の誘致策、b) 中期対策としての外国人労働者受け入れ・移民政策、c) 長期対策としての出生率回復、として3段階で位置づけ、当面から将来にわたって「広義の人口（国籍を問わず日本国内で経済活動を行う個人）」の減少に歯止めをかける政策意志を示すことが重要であろう。

## <2> 『インバウンド消費を起点とする内外事業拡大循環の形成』: 人口減への対応を軸とする企業の期待成長率の引き上げ策②

さらにポイントになるのは、短期対策としての訪日観光客の誘致策は、「広義の人口」を増やすこと以外の効果も持っていることである。それは、インバウンド消費を起点にして、アジア地域を中心とした海外事業と国内事業との間に新たな拡大循環を形成する可能性である。具体的には以下の通りである。

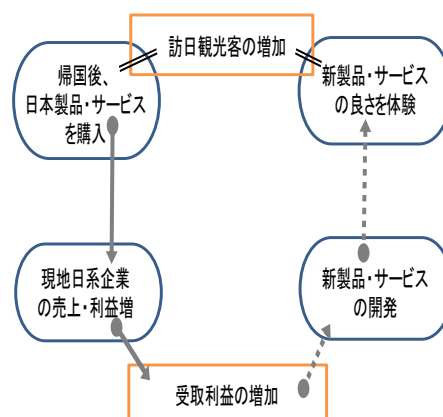
訪日観光客が増え、日本ファンになった観光客は帰国しても日本製品を買い続ける。実際、このところインバウンド関連製品の輸出が伸びている（図表7）。これは、訪日観光が日本発の製品・サービスの魅力を外国人に知ってもらう絶好のマーケティング機会になっていることを示唆している。この結果、資生堂、花王などが化粧品や紙おむつなどの増産投資に着手する動きもみられ<sup>3</sup>、インバウンド消費の波及効果は思いのほか大きい。さらに、帰国した日本ファンの日本製品への需要を取り込むルートは輸出のみではない。現地生産して「日本製品」ブランドとして現地販売すれば、収益機会をもっと拡大するであろう。そうしてあがった海外事業利益を国内に還流させ、新たな商品・サービスの開発に投入し、それがまた訪日観光客の関心を引くことになれば、新製品の海外展開の成功を促すという好循環も形成される（図表8）。

（図表7）インバウンド関連製品と資本財実質輸出



（資料）財務省、日本銀行、総務省などを基に日本総研作成  
（注）インバウンド関連製品は、飲食料品、医薬品、化粧品、家庭用電機、衣類、身の回り品、などの合計。凡例◇内は、2014年度におけるそれぞれの地域向け輸出全体に占めるシェア。

（図表8）インバウンド消費を起点とする内外事業拡大循環



ここでのハードルは、アジアの人々の興味を引く新たな商品・サービスを日本国内で次々に開発できるかであるが、高齢化や環境保全の分野での「ウォンツ（未実現欲求）」はまだまだ多く、総人

レビュー』 Vol.6, No.25、佐野孝治（2014）「韓国の「雇用許可制」と外国人労働者の現況」『地域創造』、佐野孝治（2015）「韓国における「雇用許可制」の社会的・経済的影響」『地域創造』、を参照。

<sup>3</sup> 日本経済新聞・記事（2016年2月3日）「資生堂、37年ぶり国内工場 アジアで「日本製」に需要」

口が減っても成長できる分野である。例えば、介護ビジネス分野では、ハウスメーカーや自動車部品メーカー、電機メーカーなどが参入し、新たな介護ビジネスが次々に生まれている。日本は「社会的課題先進国」であり、これらの分野での課題解決につながる商品・サービスが開発され続けていけば、後を追うアジアでも潜在需要は今後大きく拡大する。アジアで日本へのあこがれが強まれば、この潜在需要が顕在化するにつれ、日本の先端商品・サービスを多く買ってくれるという、好循環が実現する。政府としては、以上のような「成長循環ストーリー」を示し、好循環の実現を誘導する一連の施策をトータルに展開すべきである。従来の成長戦略はそれ自体望ましい施策が多く実施されてきたが、あくまで個別施策にとどまり、効果は限られてきた。政府が方向性を示すことには反論もあるだろうが、長きにわたり経済低迷が続き、期待成長率が低下してしまっている現下のわが国で、企業が成長期待を高めるには、環境変化の方向性を先取りした形での「成長循環ストーリー」を政府が示し、多くの企業がその方向性に沿って動き出すことでムーブメントを起こすことが必要だと考える。

### <3> 『自律的なキャリア形成を軸とした企業を跨ぐ形での雇用保障の仕組みの創出』: 持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築策①

人口減少社会のもとで希少になった労働力を有効活用するには、収益性・生産性の低い事業から収益性・生産性の高い事業に働き手をシフトする需要が高まる。インバウンド消費を起点とする内外事業拡大循環の実現など、環境変化を先取りした事業展開を行うにも、古い事業から新しい事業に人をシフトする需要が出てくる。そのためには、まずは企業内での労働移動が優先されるべきであるが、事業の改廃や売買が活発に行われる必要から、企業を跨ぐ労働移動も増加せざるを得ない。それをスムーズに進めるには、業界横断的な基礎的なスキルの共通化を進めたり、ハローワークと民間人材企業が連携してジョブマッチング機能を高める必要がある。加えて、キャリア・チェンジを支える社会人大学院プログラムを整備するなど、企業を跨ぐ形での雇用保障のためのセーフティネットの仕組みを充実させる必要がある。そうしたうえで、整理解雇が是とされる欧米型の職種限定の無期雇用を、再就職支援や割増退職金の付与といった一定のルールのもとで導入すべきである。

### <4> 『第三者機関による賃上げの目安の提示』: 持続的賃上げを可能とする賃金・雇用システムの再構築策②

賃金の引き上げは、消費喚起になることで経済再生に資するのみならず、とりわけ労働力不足の状況では、不採算事業の整理を通じて労働力の成長事業へのシフト＝労働生産性の向上に寄与する。しかしながら、春闘が機能不全に陥り、職能資格制度の見直しで賃金引き上げの仕組みが弱まっている。そうした状況下、政労使会議・官民対話を通じた政府の働きかけによって、ここ数年、小幅ながら賃金が上がり始めている。しかし、本来、政府の介入は行うべきではなく、かといって個別労使に任せれば賃金上昇の期待は薄い。そこで、有識者をメンバーとする第三者機関が、客観的な経済情勢分析を踏まえて賃上げの目安を示すことを提案したい。それを基に最終的には個別労使が議論し、適切な賃上げを決め、事業構造改革のドライブにもなることが期待される。

### <5> 社会保障構造改革・財政健全化による世代間の安心感の再配分



社会保障構造の改革・財政健全化は、賃金の持続的な増加のもとで実施しなければ効果はないことを前提として確認しておく必要がある。パイが一定のもとでの引退世代から現役世代への配分の見直しは引退世代の不安を大きく高めることになり、消費失速を招くからである。社会保障の中心的な財源は賃金所得であり、これを持続的に増やすための上記の< 1 >～< 4 >の実施が大前提となるのである。そのうえで、①引退世代向け給付の所得再分配機能を高めると同時に全体を抑制する、②現役世代向けの給付を増やす、③消費増税を行うとともに所得税の所得再分配機能を高める、といった社会保障・税の一体改革の青写真を描き、着実に実施していくことが必要である。

以 上