

2016年8月8日
No.2016-020

追加金融緩和・経済対策をどう評価するか ～「供給力不全」経済下での経済政策運営～

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆政府・日銀はともに新たな追加策を打ち出した。足元でデフレ再燃懸念もくすぶるなか、デフレ脱却・経済好循環に向けて日銀・政府が連携して再始動した形である。しかし、日本経済低迷の原因が供給サイドにあると考えられるなか、現実には金融・財政政策にできることは徐々に限られてきている。2014年4月の消費増税以降わが国の低成長が続いているのは、「需要不足」のためというよりも「供給力不全」によるもの—基本的には生産性が低迷するもとで労働供給がボトルネックとなって、潜在成長率が抑えられてきたことによるものである。
- ◆供給サイドの体質改善には国内投資が必要だが、人口減少による国内市場縮小観測が強いために、いくら投資コストが低減されても投資意欲が喚起されない状況にある。その意味で、今、まず政府に求められていることは、人口減少に伴う成長期待の低下を払拭するためのメッセージ性の強い総合政策—①思い切った子育て支援策の拡充、②外国人労働者受け入れ政策、③「交流人口」を増やすためのインバウンド観光促進策を連携・一体化した政策パッケージを提示することである。
- ◆投資停滞にともなう生産性低迷が、自己実現的にさらなる生産性低迷をもたらし、それが人手不足とともに成長制約になるという悪循環の構図を打破することも必要である。その構図の底流には、歪んだ労働市場のあり方のために、不採算事業が存置されるとともに実質赤字企業の存続が許され、そこに限られた人的資源が滞留することで、経済全体の生産性低迷が続いているとの事情がある。その意味で、労働市場改革が成長戦略の中核に位置づけられる必要があるが、生み出された企業部門の富が家計部門に分配・均霑されなければ内需拡大は実現できず、企業に蔓延する国内市場縮小観測を払拭できない。その文脈で考えれば、適正な成果配分—具体的には生産性向上に連動した賃金引き上げ—の仕掛けづくりがまずは重要になる。
- ◆雇用制度と賃金制度は表裏一体であり、賃金引き上げにはそれを担保する生産性向上が不可欠であり、そのためには企業を跨ぐ形での能力形成と効率的なジョブマッチングを可能にする労働市場改革が求められる。つまり、労働市場改革と賃金決定機構のセットでの見直しが必要で、それには政労使会議を再開してバージョンアップし、主要産業ごとに労使が膝を突き合わせて議論する仕組みを構築することが望まれる。

- ◆所得増は消費拡大に結び付く必要があるが、その点では近年若手世代の消費性向が低下していることが問題である。この背景には、雇用不安があることや将来の賃金上昇への期待が持てないこと、加えて、財政破綻で社会保障制度が崩壊するのではという懸念など、将来への強い不安が考えられる。その意味で、若手・現役世代のための社会保障の拡充と、財政再建の道筋を示すことが同時に求められている。具体的には、社会保障・税の一体改革を仕切り直し、①消費税を財源とする現役世代向け社会保障（教育を含む）の拡充、②消費税ほか所得税・資産税を含む包括的な税制改革、③年金・医療・介護分野の支出抑制策、をセットにした内容で再構成することが求められる。
- ◆以上を踏まえて、政府・日銀の追加策を評価すれば、まず、8月2日に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」については、事業規模を大きく見せて企業マインドの好転を狙う一方、厳しい財政事情を考慮して実弾を抑えようという工夫は窺える。それでも財源を手当てするのに新規国債が発行され、財政投融资は一般会計収支を悪化させないにしても国家債務を増やすことには変わりはない。債務を増やしてまで行う意義を見出すには、財政支出策が誘い水となって、あくまで生産性向上につながる民間の主体的な投資行動を誘発することが必要だが、そうした観点からは疑問な施策も多い。政策効果をあげるには、民間が納得して投資行動を起こすに足りる社会経済ビジョンを示すことが求められる。
- ◆7月29日、日銀は追加金融緩和に踏み切るとともに、次回会合で総括的な検証を行うとした。金融政策面でのこれ以上の深掘りは避け、今後の金融政策は、あくまで供給力強化・経済好循環のための構造改革を進めるための、環境整備策として位置付けることが求められる。長期国債の買入れは継続するにしても、マネタリーベースを増やす政策は、3年半経過してもその効果ははっきりしない以上、もはやその副作用の大きさからみて政策変更を決断すべきであろう。総括的な検証を経て次回会合でどのような答えが示されるかは、金融政策のみならず日本経済にとっても極めて重要な分水嶺になる。

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

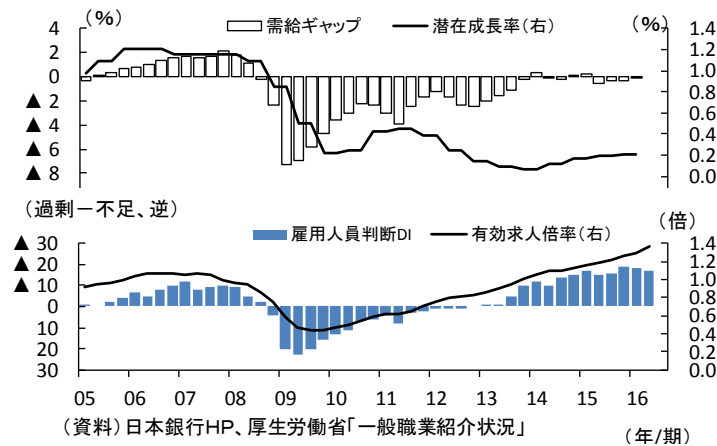
Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp

7月29日、日銀は追加金融緩和に踏み切り、8月2日には政府が新たな経済対策を閣議決定した。足元でデフレ再燃懸念もくすぶるなか、先の参院選での与党圧勝でアベノミクスの継続は国民の審判を経たとして、デフレ脱却・経済好循環に向けて日銀・政府が連携して再始動した形である。しかし、現実には金融・財政政策にできることは限られてきている。なぜならば、これらの政策は基本的には需要不足経済において有効であるが、需要不足が解消しつつあるにもかかわらず停滞が続いていることからすれば、日本経済低迷の原因は供給サイドにあるとみられるからである。以下では、日本経済の現局面の分析を踏まえたうえで、今後の経済政策運営のあるべき方向性について提言する。

1 経済停滞の底流に人口減少

わが国の15歳以上人口は2012年以降前年比マイナス基調にあり、労働供給制約が強まっている。そうしたなか、ここ2年程度、景気が横ばいからやや弱含みで推移しているにもかかわらず、労働需給がタイト化する方向にある。2013年11月以降有効求人倍率が1を超え、日銀短観・雇用人員判断DIが2013年に入って以降は不足超の状態が続いているのである(図表1)。これは、近年の日本経済の成長率は労働供給制約によって下押しされる状況にあることを示唆している。こうして労働供給が先細りするなか、労働生産性の低迷が続いてきたことが加わって、わが国の潜在成長率はゼロ%台前半にまで落ち込んでいる。このようにみれば、2014年4月の消費増税以降わが国の低成長が続いているのは、需要不足のためというよりも「供給力不全」によるもの—基本的には生産性が低迷するもとで労働供給がボトルネックとなって、潜在成長率が抑えられてきたことによるものと判断される。

(図表1) 潜在成長率と労働需給



こうした状況下では金融財政政策によって需要を追加しても、結局は人手不足で十分消化し切れず、効果は大きく減殺される理屈である。もっとも、マイナス金利政策の深堀りによって投資コストを引き下げ、生産能力増強につながる設備投資を喚起すれば供給不足経済は解消する、という反論があるかもしれない。しかし、企業は先行きに成長期待がなければ売れ残りを恐れ、設備投資は行わない。わが国の場合、人口減少による国内市場縮小観測が強いために、いくら投資コストが低減されても投資意欲は喚起されないのである。さらに、国内市場が将来縮むと考えているため、企業の前向き行動が出て来ず、需要不足が解消に向っても物価がなかなか上がらない。

その意味で、いま政府に求められていることは、改めて人口減少に伴う成長期待の低下を払拭する総合的な対応策を提示することである。それには、①思い切った子育て支援策の拡充と②外国人労働者受け入れ政策、加えて③「交流人口」を増やすためのインバウンド観光促進策を連携・一体化する形で提示し、短期的には国内における消費人口、長期的には生産人口の、それぞれ上乗せを実現するための包括対策¹が有効だと考えられる。

2 求められるのは供給サイドの構造改革

さらに、投資停滞にともなう生産性低迷が、自己実現的にさらなる生産性低迷をもたらし、それが人手不足とともに成長制約になるという悪循環の構図を打破することも必要である。この悪循環は以下のようなものである。投資停滞によって生産性が低迷すれば、賃金が伸び悩むことになる。賃金が伸び悩めば、人口減少社会のもとでは国内市場縮小に一層拍車がかかり、ますます企業の投資意欲を削ぐ。そうなれば生産性が一段と低迷して景気低迷でも人手不足が解消しないわけである。

この構図の背景には、対外・対内双方向でのグローバル展開の遅れや財・サービス市場における不十分な規制緩和など、様々なファクターが指摘できるが、底流には労働市場の歪みという構造問題が存在する。大企業セクターにおいては、雇用維持を最優先するために不況期対応が賃金調整に偏るという労使慣行の問題がある一方、中小企業セクターでは、労働サイドの交渉力が極端に弱いために雇用も賃金も容易に削減される傾向がみられる。こうした歪んだ労働市場のもとで、不採算事業が存置されるとともに実質赤字企業の存続が許され、そこに限られた人的資源が滞留することで、経済全体の生産性低迷が続いているのである。そして、この生産性低迷が実質賃金の伸び悩みをもたらして消費を低迷させ、需要不足が解消に向かっても物価が上がりにくい要因になっている。

このようにみれば、国境や業際の壁を低くし、新たな事業展開が行われやすい環境を整えるとともに、労働市場改革に正面から取り組むことが不可欠である。これらはいわゆる成長戦略の範疇であるが、それとともに分配戦略も重要である。成長戦略で生み出された企業部門の富が家計部門に分配・均霑され、さらにそれが支出増につながらなければ内需拡大は実現できず、企業に蔓延する国内市場縮小観測も払拭できないからである。その意味で適正な成果配分、具体的には生産性向上と連動した賃金引き上げがまずは重要になる。

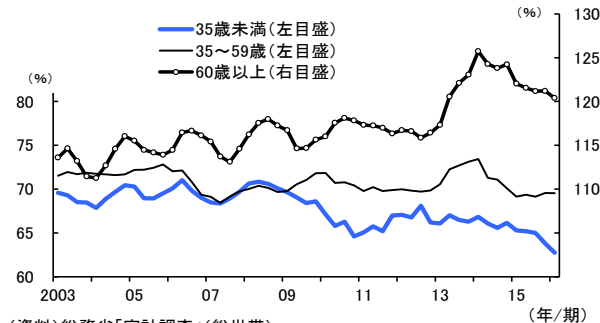
加えて、家計所得増を消費拡大までつなげるという点で必要なのは、社会保障・税一体改革による若手を中心とする現役世代への支援策の思い切った拡充と財政健全化である。このところみられる消費低迷の重要な要因は、世代別にみれば若手世代の消費性向の低下に求められる（図表2）。この背景には、雇用に不安があることや将来の賃金上昇への期待が持てないこと、加えて、財政破綻で社会保障制度が崩壊するのではないかという懸念など、将来への強い不安があると考えられる。その意味で、若手・現役世代のための社会保障の拡充と、将来にツケを回さないために財政再建の道筋を示すことが同時に求められている。

6月2日に閣議決定された「ニッポン一億総活躍プラン」は、ここでいう分配戦略に対応したもののだが、盛り込まれた具体的な施策については踏み込み不足が否めない。持続的な賃金引き上げを実現するには、同一労働同一賃金や最低賃金引き上げといった、賃金制度面での施策では十分ではなく、そのみでは返って歪みを生む恐れすらある。雇用制度と賃金制度は表裏一体であり、賃金

¹ 詳しくは 拙稿『『マイナス金利後』の経済政策運営』日本総研リサーチフォーカス（2016年3月10日）。

引き上げにはそれを担保する生産性向上が不可欠であり、そのためには企業を跨ぐ形での能力形成と効率的なジョブマッチングを可能にする労働市場改革が必要になる。つまり、労働市場改革と賃金決定機構のセットでの見直しが必要で、それには政労使会議を再開してバージョンアップし、主要産業ごとに労使が膝を突き合わせて議論を行う仕組みを構築することが求められる²。

(図表2) 世帯主年齢階層別の消費性向(総世帯)



(資料)総務省「家計調査」(総世帯)
 (注1)勤労者世帯。60歳以上は無職世帯と 勤労者世帯の加重平均。
 (注2)後方4期移動平均。

消費拡大につながる若手・現役世代のための社会保障の拡充という観点からも、「ニッポン一億総活躍プラン」に盛り込まれた子育て支援策のみでは十分ではない。保育施設・保育支援策の強化に加え、GDP比でOECD平均を下回る公的教育費³を拡充し、子育ての大きな負担となる教育コストを引き下げるとともに、社会人教育を強化することが必要である。その財源として消費増税は避けて通れず、野田政権下で策定された**社会保障・税の一体改革**をリセットし、①消費増税を財源とする現役世代向け社会保障(含む教育)の拡充、②消費増税ほか所得税・資産税を含む税制改革、③年金・医療・介護分野の支出抑制策、をセットにした内容で再構成することが求められる⁴。

以上のような、「人口減少に伴う成長期待の低下を払拭する総合政策」「政労使会議による労働市場改革と賃金決定機構のセットでの見直し」「若手・現役世代向け社会保障の拡充を主眼とした社会保障・税の一体改革の仕切り直し」を3本柱とする供給力強化・経済好循環のための構造改革パッケージこそ、政府が今後注力すべき政策課題である。これからの金融財政政策は、この構造改革パッケージを進めるための、環境整備策や呼び水策として位置付けられる必要がある。

3 新たな経済対策の評価

以上を前提に、今回の政府の経済対策、および、日銀の追加緩和を評価しよう。

まず、8月2日に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」であるが、事業規模28.1兆円、国と地方の財政支出は7.5兆円程度、そのうち2016年度第2次補正予算で国の一般会計として追加するのは4兆円程度とし、残りは2017年度予算などに盛り込む形となっている。今回の対策には6兆円超の財政投融资も計上された。英国のEU離脱や中国の構造調整など、海外情勢の先行き不透明感が強いなか、企業マインドが慎重化しやすい環境が続いている。そうしたもて事業規模を大きく見せてマインドの好転を狙う一方、厳しい財政事情を考慮して実弾を抑えようとい

² 拙稿「持続的賃上げの仕組みをどう再構築するか」日本総研リサーチフォーカス(2015年3月3日)

³ OECD平均は5.4%だが、日本は4.9%にとどまる。主な国の値をみれば、米国5.3%、英国5.3%、ドイツ4.5%、スウェーデン6.6%である(2009年値、文部科学省『教育指標の国際比較』)。

⁴ 「アベノミクス『3つの変調』を探る」日本総研リサーチレポート(2016年6月29日)

う工夫が窺える。それでも財源を手当てするのに新規国債の発行が必要となり、財政投融资についても一般会計収支を悪化させないにしても国家債務を増やすことに変わりはない。

それに、そもそも人手不足が問題になるわが国の現状で、単なる需要追加のために財政政策を行うことの効果は大きくないだろう。前倒し実行で下期に公共事業が減少することが予想されているだけに、今回の対策でその落ち込みを埋め合わせる意味はあるにしても、公的債務を増やしてまで行う意義があるとすれば、政府の財政支出を誘い水として、あくまで生産性向上につながる民間の主体的な投資行動を喚起することにつながる内容になっていなければならないであろう。

そうした観点から内容をみると、疑問な点が多い。「21世紀型のインフラ整備」として、輸出対応型施設の整備、クルーズ船受け入れのための港湾施設整備、宿泊施設の改修・建設支援、リニア中央新幹線の前倒しなど、民間の誘い水となる内容を工夫している面はみられ、その点は評価できる。しかし、6.2兆円程度とされるこの分野の財政措置のどこまでが該当するかは不明であり、従来型公共事業も多く含まれるとみられる。さらに、一人当たり1万5千円の低所得への現金給付は、その効果が1回限りということで「ばら撒き」との誹りを免れ得まい。最低賃金引き上げを支える生産性向上策や能力育成支援策といった、効果が持続するものに使うべきであろう。

さらに、民間の主体的な投資を喚起するためには、民間が納得できる社会経済ビジョンが示されることが大前提となる。政府に言わせれば、それが「日本再興戦略 2016」であり、「ニッポン一総活躍プラン」ということであろうが、前者は総花的に施策を羅列した印象で焦点がぼやけており、後者については、すでに指摘した通り、実現に向けた施策が不十分である。今回の経済対策の有効性を上げるには、前節最後に示した3本柱の供給力強化・経済好循環のための構造改革パッケージを示すとともに、経済対策の個別施策についてそれらとの関連付けを明確化することが必要と考える。

4 日銀追加緩和の評価

次に、日銀の追加緩和についてはどう評価すべきか。

今回の追加緩和における日銀のスタンスには、これまでとは異なるところがみられた。従来は市場の予想を超える「サプライズ」によって効果を狙ったが、今回は市場の予想の範囲内にどとまった。半面、市場が失望して大きく崩れることを避けるための工夫がみられた。「政府の取り組みと相乗的な効果を発揮する」加えて「次回の金融政策決定会合において、…政策効果について総括的な検証を行う」との文言を声明文に示すことで、次回での追加緩和への期待を繋ぎ止めようとした。

では、次に打つべき有効な手立てはあるのか。日銀は「量」「質」「金利」の3つの次元で採るべき手段はあると言ってきた。しかし、「量」については、導入当初の目論見が大きく外れ、2年の短期決戦であったはずの量的質的緩和はすでに3年を過ぎ、国債購入も累増するなかで技術的な限界に近づいているとみられる。その限界を乗り越えようとした「マイナス金利」の導入も、市場では評価されず、金融機関の収益を圧迫するものとしてむしろ株価押し下げ要因にもなっている。その意味では、「質」の面でしか打つ手はなく、何か実施しなければマーケットが大きく崩れるリスクがあったなか、今回はETFの買い入れ額の増額が選ばれたということであろう。だが、その後の市場の動きをみれば、その効果も限定的といわざるをえない。

このように「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が限界に近づいているならば、次に効果を

挙げようとするれば従来の枠を超え、市場の一部が期待する「ヘリコプターマネー」も選択肢に浮上してくる。しかし、それは採るべき政策ではない。将来的な国内市場縮小観測により企業の前向き行動が抑えられていることが、需要不足が解消に向かっても物価が上がってこない理由と考えられる。そのときに、需要追加策を講じても事態は大きく変わらず、むしろ前例のない政策が将来不安を高め、企業の慎重姿勢をかえって強めるかもしれない。政府債務を日銀が償還まで保有すれば国民負担が増えないとの主張もあるが、財政規律をますます失って債務が膨張し続け、いずれは円の価値が暴落することになるであろう。そうした先行きへの不安が強まれば、若年層のみならず全世界で消費性向が低下して、逆効果となるであろう。つまり、**金融政策面でのこれ以上の深掘りは避け、今後の金融政策は、あくまで供給力強化・経済好循環のための構造対策を進めるための、環境整備策として位置付けるべき**である。

この3年余りの「異次元緩和」を振り返れば、当初はサプライズによって円高・株安傾向を反転させ、デフレ・マインドを緩和させたことでは積極的な評価ができる。しかし、2014年10月末の追加緩和以降は、効果が急速に低減する一方、将来のコスト増につながりかねない日銀バランスシート規模の拡大が続いている。**マネタリーベースを増やす政策は、そもそもトランスマッション・メカニズム（政策の波及経路）が不明であったが、3年半経過してもその効果がはっきりしない以上、もはやその副作用の大きさからみて政策変更を決断すべき**であろう。具体的には、マネタリーベース目標を「残高を減らさない」という形に変更し、事実上のいわゆるテーパリングに踏み出すことが望ましい。その一方で、市場の混乱を避けるためには長期国債の年80兆円ペースの買入れを当面継続すればよい。このやり方であれば、長期国債の需給を悪化させない一方、国債購入の技術的な限界の問題がクリアできることになる⁵。政府との協調スタンスを演出する必要があるならば、セカンド・ベストとして、例えば2年間など期間を限定した、あくまで民間の前向きの動きを引き出すまでの暫定措置として、政府の経済対策原資として発行する新規国債のうち民間投資増に資すると想定される額のみだけ、長期国債の買入れを増額するというやり方があるかもしれない。

同時に、**インフレ達成目標も柔軟化すべき**である。そうしたことも踏まえるとこれまでの総括は以下の趣旨のものが妥当と思われる。すなわち、これまでのマイナス金利付き量的質的緩和は「物価の基調が持続的にプラスになる状況をもたらした」として効果を積極的に評価する。そのうえで、中国の構造調整局面入り、米国の潜在成長率低下、英国のEU離脱、原油価格の下落など、政策導入時からグローバル環境が大きく変化し、世界的にデフレーション傾向が強まっている状況下、インフレ目標2%の早期の達成は容易ではない状況にある、と。こうした総括評価を下したうえで、**インフレ率2%は引き続き追求するものの、その達成時期には拘らないとの修正方針を示す**という内容である。

総括的な検証を経て次回会合でどのような答えを出すかは、金融政策のみならず日本経済にとっても極めて重要な分水嶺になる。これまでを虚心坦懐に検討し、必要な修正が思い切って行われることを期待したい。

以上

⁵ 金融取引の担保などに用いるために、金融機関は国債を一定程度保有しておく必要があり、その結果、日銀が買い取れる量には限界があるとみられる。長期国債の買入れペースを増額しても、マネタリーベースの増加目標を外せば、日銀が保有している短期国債の大部分は市場に放出することが可能になり、金融機関はこれを担保に用いることができる（早川英男（2016）『金融政策の「誤解」』慶應義塾大学出版会、197-198頁）。