

日本総研シンポジウム
2020年までに何をすべきか
～持続可能な経済社会の構築に向けて～

「アベノミクスの中間評価と残された課題」

2013年12月9日

株式会社日本総合研究所
チーフエコノミスト／調査部長
山田 久

【目 次】

1. アベノミクスの意義と課題

2. 「投資拡大⇔成長持続⇔賃上げ」の循環を可能にする成長戦略

3. 経済と財政、両立の条件

【ポイント】

【アベノミクスの位置づけ】

アベノミクスは「**デフレ脱却＝経済の正常化**」を目指すものであり、**日本の経済社会の持続性を取り戻すには最終的に財政再建が必要**。財政再建にはデフレ脱却が不可欠である点で、アベノミクスは**日本再生のためのいわば「前工程」**。「後工程」として、**財政健全化・金融政策正常化**に取り組むことが不可欠。

【アベノミクスの中間評価】

異次元緩和により円高是正に成功し、財政支出による需給ギャップ縮小で**デフレ均衡を脱するきっかけを与えている点は高く評価**。もっとも、金融政策・財政政策の効果は一時的かつ不確実性を伴うものであり、真のデフレ脱出を果たすには、その延長線上に「**投資拡大⇔成長持続⇔賃上げ**」の循環を作り出す必要。それには、①持続的賃上げの条件としての事業再編＝雇用流動化の環境整備、②、「海外生産・収益還流・国内開発」型のビジネスモデルの確立による「投資拡大⇔成長持続」の好循環形成、③将来不安を緩和して賃金増を消費増につなげる社会保障制度改革、が必要。

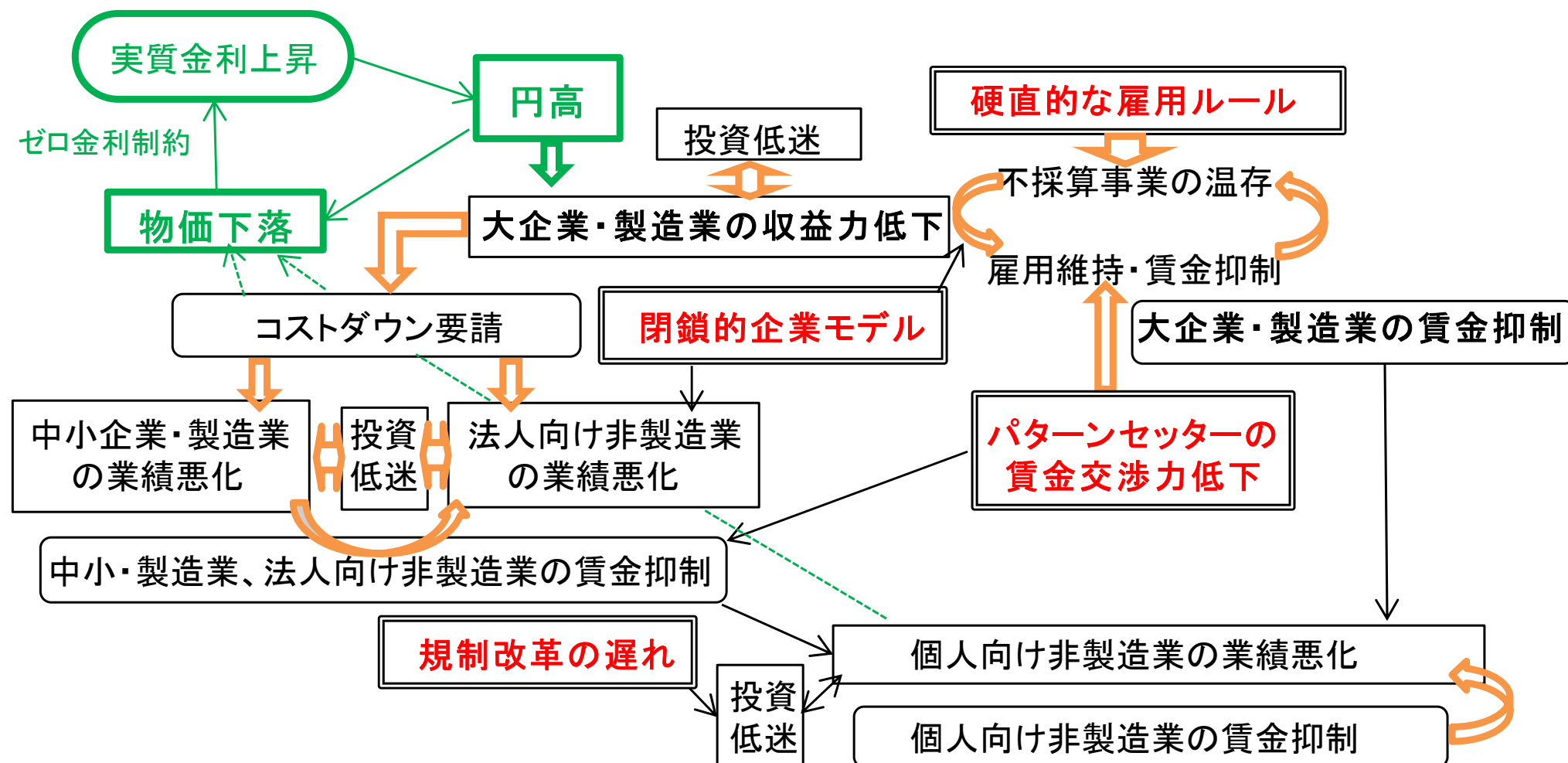
【経済と両立する財政健全化目標】

10年以上先を展望すると長期金利が本格的に上昇する公算が大きいもとで、現状200%を超える公的債務のGDP比率をそれまでに一定レベルに引き下げておく必要。その意味で、「**2020年度までにPB（プライマリーバランス）黒字化**」という**財政健全化目標を堅持するとともに、2020年度半ばごろにはPB/GDPを4%程度に持っていくことが望ましい**。この観点から、ベースライン（現行制度維持）対比の財政赤字削減の目安として「2020年度までに18兆円」、「2025年度までには45兆円」を基本とした、歳出・歳入構造改革に取り組むべき。

■アベノミクス開始前の日本経済の状況～「デフレ均衡」

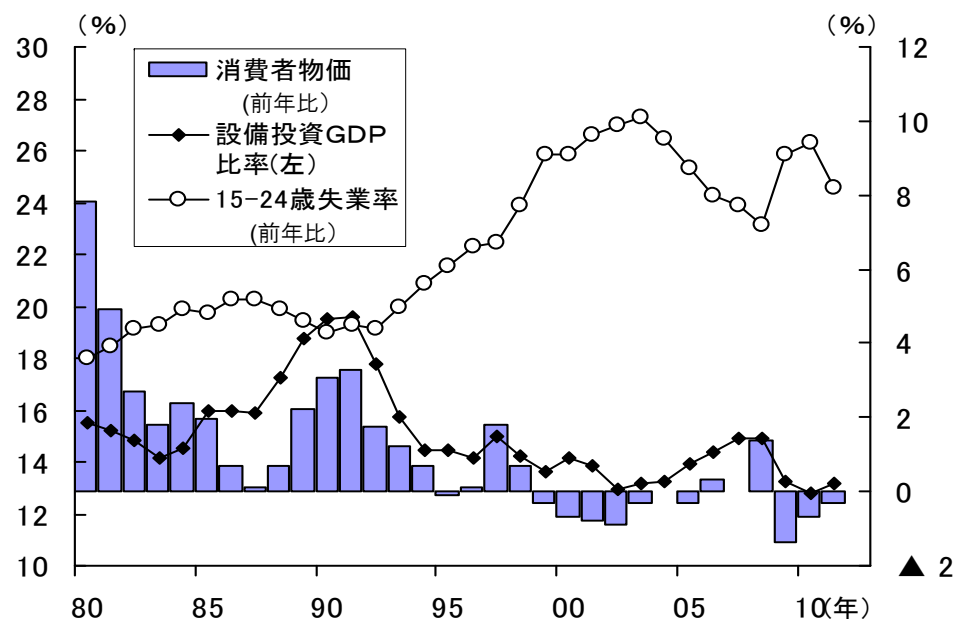
「投資低迷⇔低成長⇔賃下げ⇔デフレ⇔円高」の縮小均衡の罠

(図表1)「縮小均衡の罫」の構図



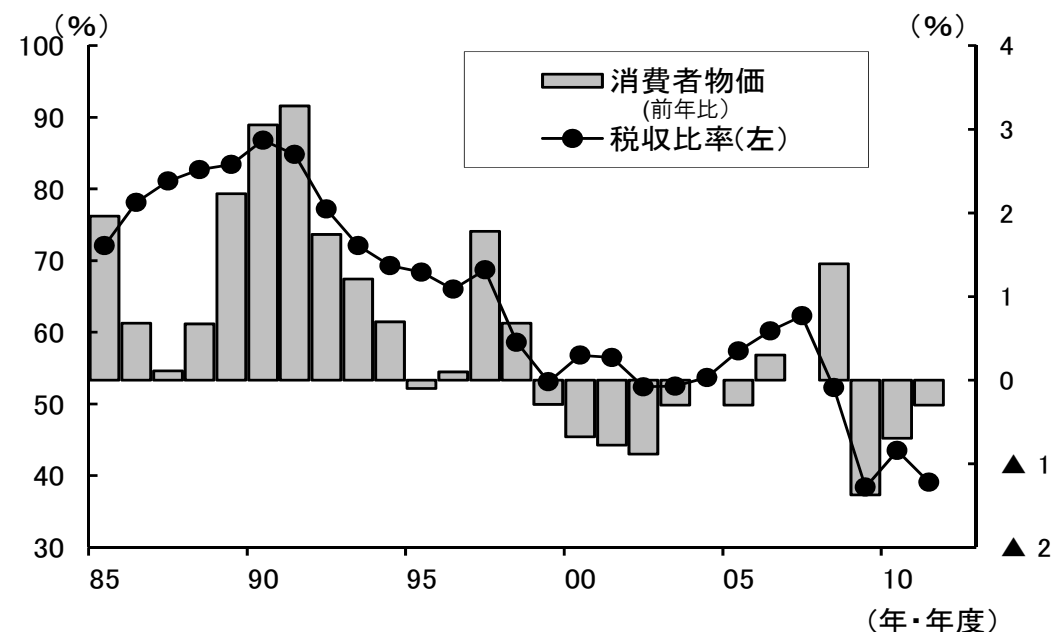
■「デフレ均衡＝縮小均衡の罠」から抜け出せなければ、若年雇用悪化・投資抑制を通じて潜在成長率が低下傾向を続け、歳入が歳出を大幅に下回る状況から抜け出せず、いずれ財政破綻は不可避。

(図表2)消費者物価、設備投資比率、若年失業率



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「国民経済計算年報」、総務省「労働力調査」

(図表3)消費者物価変動率と税率比率

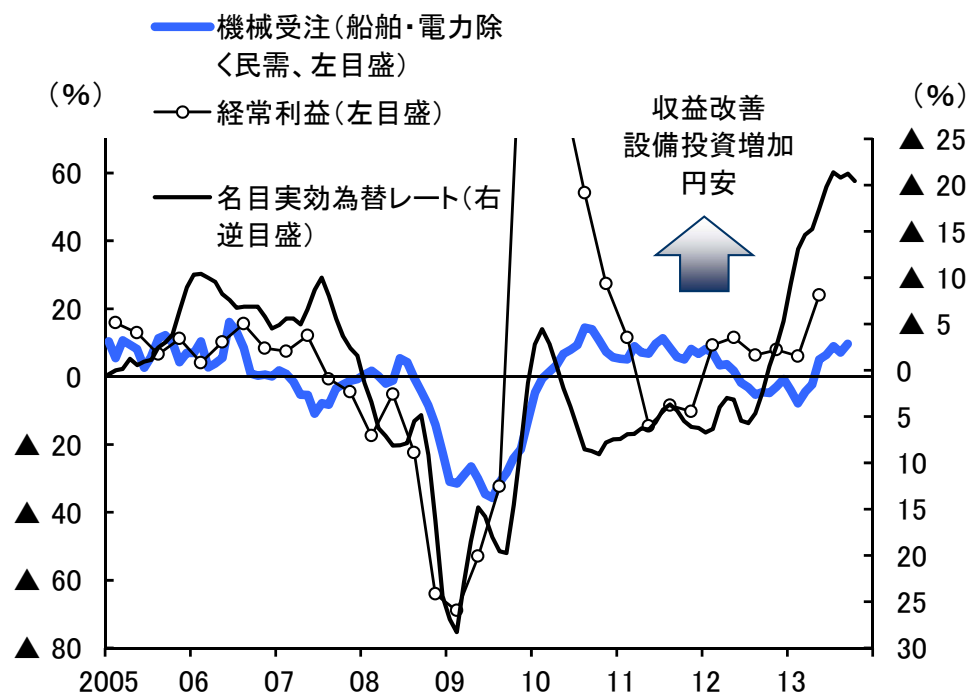


(資料)総務省「消費者物価指数」、参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」(注)税率比率は一般会計歳出総額に対する租税及び印紙収入の比率。決算ベース。ただし11年度は補正後。

■アベノミクスはこれまでのところ、異次元緩和により円高是正に成功し、デフレ均衡＝縮小均衡の罫を脱するきっかけを与えている。円安が定着し、輸出産業を中心に企業業績改善。株価の上昇で企業・個人マインドが好転し、個人消費や設備投資にも前向きの動き。財政支出(緊急経済対策)も公共投資を増やして景気を下支え。需給ギャップが縮小するなか、物価もプラス傾向に。

■もっとも、金融政策・財政政策の効果は一時的かつ不確実性を伴うものであり、真のデフレ脱出を果たすには、その延長線上に「投資拡大⇔成長持続⇔賃上げ」の循環を作り出す必要。

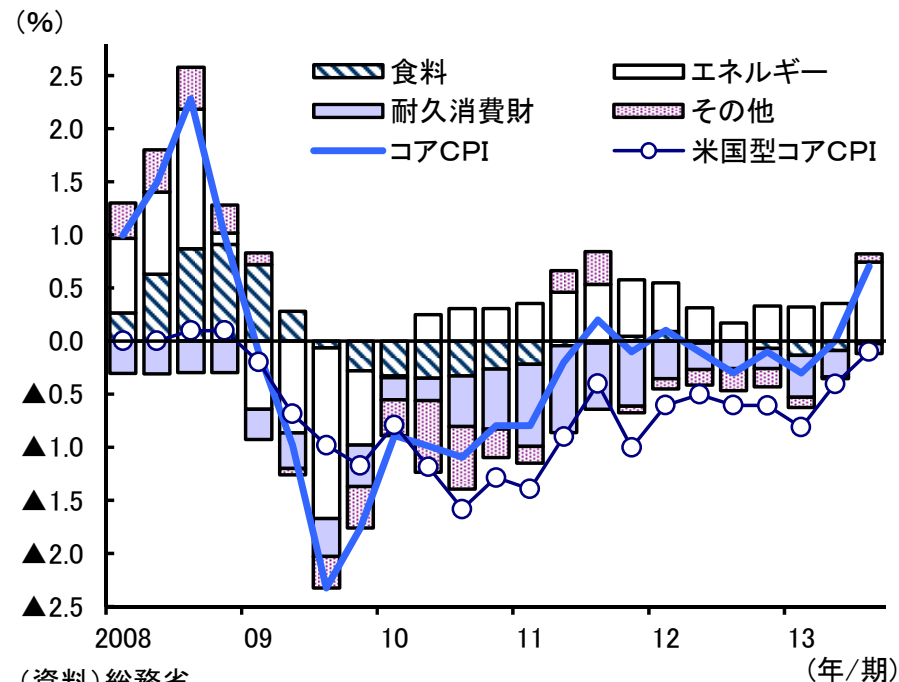
(図表4)円相場と企業収益・設備投資(前年比)の推移



(資料)内閣府、日本銀行、財務省

(注)経常利益は四半期値、それ以外の計数は月次データの3ヵ月移動平均。

(図表5)消費者物価の推移(前年比)



(資料)総務省

(注)コアCPIは生鮮食品を除くベース。米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除くベース。

■一方、アベノミクスには、これまでに**将来的な問題の種子**を植え付けている面も。

日本銀行の国債大量保有は、将来の日銀BS(バランスシート)の悪化をもたらす可能性→財政悪化・円安によるインフレ高進の恐れ

「当面の低金利」と「将来の金利上昇」の非整合性→遅かれ早かれ金利は上昇することになるが、当面の低金利下で財政健全化を先送りすれば、いずれ金利が上昇した際にその分深刻な形で財政危機が訪れることになりかねず。

(図表6) 日銀のBS

【2016年まで緩和拡大継続。2017年～出口、当座付利3%へ段階的引き上げ】ケース

西暦 年末	「出口」着 手からの 経過年数	日銀資産		日銀負債				超過準備 付利率	支払利息	
		長期国債	うち根雪分	マネタリーベース			年当たり		「出口」着手 以降累計	
					日銀券	当座預金				超過準備
		(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(兆円)	(%)	(兆円)	(兆円)
2012	0	89	65	138	87	47	39	0.1	0.0	—
2013	0	140	66	200	88	107	99	0.1	0.1	—
2014	0	190	68	270	90	175	167	0.1	0.1	—
2015	0	240	69	340	92	243	234	0.1	0.2	—
2016	0	290	70	410	94	311	302	0.1	0.3	—
2017	1	280	72	400	96	299	290	0.1	0.3	0.3
2018	2	246	75	366	99	262	252	1.0	2.7	3.0
2019	3	212	77	332	102	224	215	2.0	4.7	7.7
2020	4	181	79	301	105	191	180	3.0	5.9	13.6
2021	5	150	82	270	109	157	146	3.0	4.9	18.5
2022	6	123	84	243	112	126	115	3.0	3.9	22.4
2023	7	96	87	216	115	95	84	3.0	3.0	25.4
2024	8	79	89	199	119	75	64	3.0	2.2	27.6

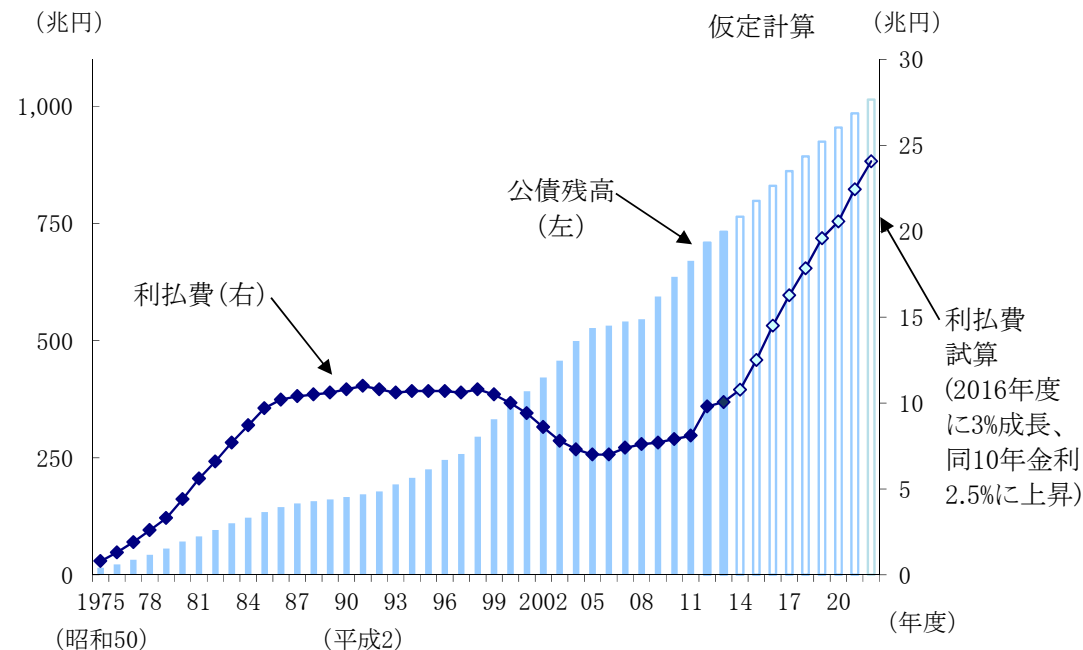
【想定する状況】

- ①2014年末にかけて、「見通し」に沿ったB/S拡大が図られるも、物価安定目標未達。
- ②2016年末にかけて、長期国債+50兆円/年、マネタリーベース+70兆円/年の「異次元緩和」を継続。
- ③2017年から、「出口」プロセスに着手。保有長期国債の満期償還に任せたB/S縮小を開始(国債売りオペは実施せず)。
- ④2018年から利上げ開始。2020年にかけて3%まで段階的に引き上げ。その後は据え置き。

【前 提】

- ①各年の満期償還額は、日銀の国債保有構造分析をもとに、今後の買いオペについて一定の前提をおき試算。
- ②「出口」プロセスの完了は、保有する「長期国債」残高が「根雪(成長通貨供給)分」相当額まで縮小した時点、とする。
- ③根雪分は、2012年末の保有「長期国債」から「資産買入等の基金」分を除く65兆円を起点に、名目成長率見合いで増加。
- ④日銀券は名目成長率見合いのペースで増加。貨幣流通高は近年の安定水準で一定。
- ⑤名目経済成長率は、16年まで+2%、2017年から+3%。

(図表7) 利払い費のシミュレーション



(資料)財務省『日本の財政関係資料』平成24年9月、同『国債整理基金の資金繰り状況等』についての仮定計算』平成25年3月。

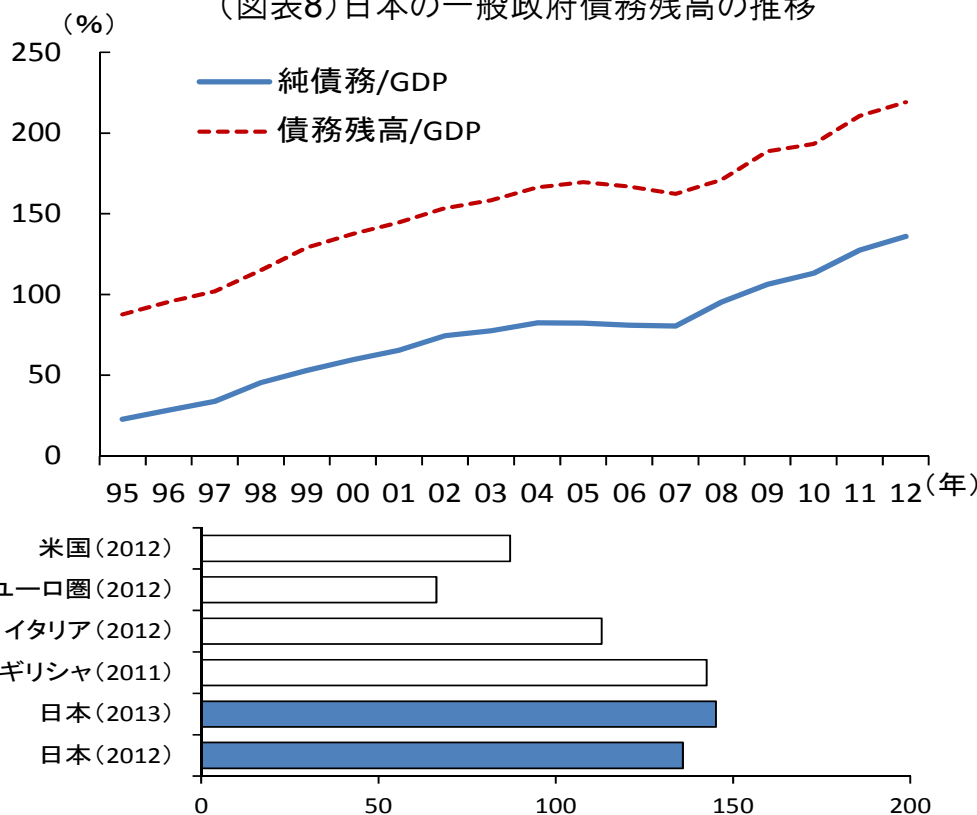
(注)利払費は『平成25年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』の[試算A-1]を前提。すなわち、名目成長率は2013年度2.7%→16年度3%に上昇。10年金利は13年度1.8%→16年度2.5%に上昇し、17年度以降は横ばい。

■ アベノミクスは「デフレ脱却＝経済の正常化」を目指すものであり、日本の経済社会の持続性を取り戻すには最終的に財政再建が必要。 財政再建にはデフレ脱却が不可欠である点で、アベノミクスは日本再生のためのいわば「前工程」。「後工程」として、財政健全化・金融政策正常化に取り組むことが不可欠。

■ とりわけ財政は異常な状況で、リーマンショック以降悪化に拍車。

■ 異次元緩和は財政ファイナンスと隣合わせのものであり、財政への信認がかりうじて保たれていることで、低金利が維持。逆に言えば、**いったん財政への信認が失われれば、金利急騰のリスク。その意味で、財政再建こそ優先的に取り組むべき喫緊の課題。**

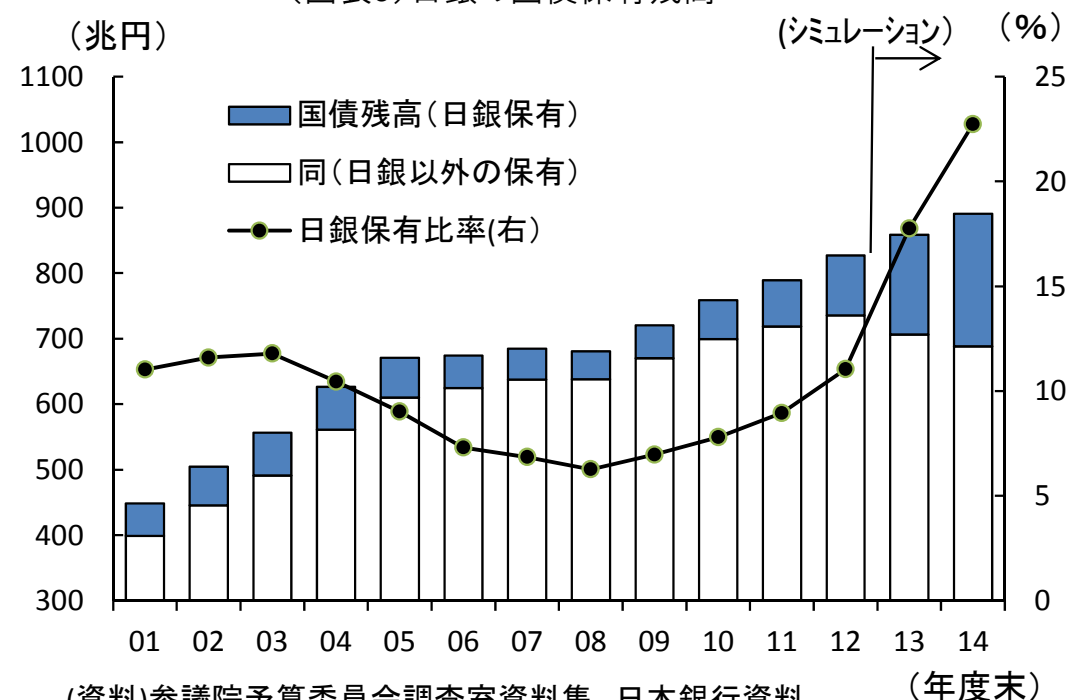
(図表8) 日本の一般政府債務残高の推移



(資料) OECD "Economic Outlook"

次世代の国づくり

(図表9) 日銀の国債保有残高



(資料) 参議院予算委員会調査室資料集、日本銀行資料

(注) 国債残高合計の12~13年度は見込み。14年度は前年度と同額増加すると想定。日銀保有は「量的・質的金融緩和の導入について」に示されたペースで増加(15/1~3は14年のペースで増加すると想定)。

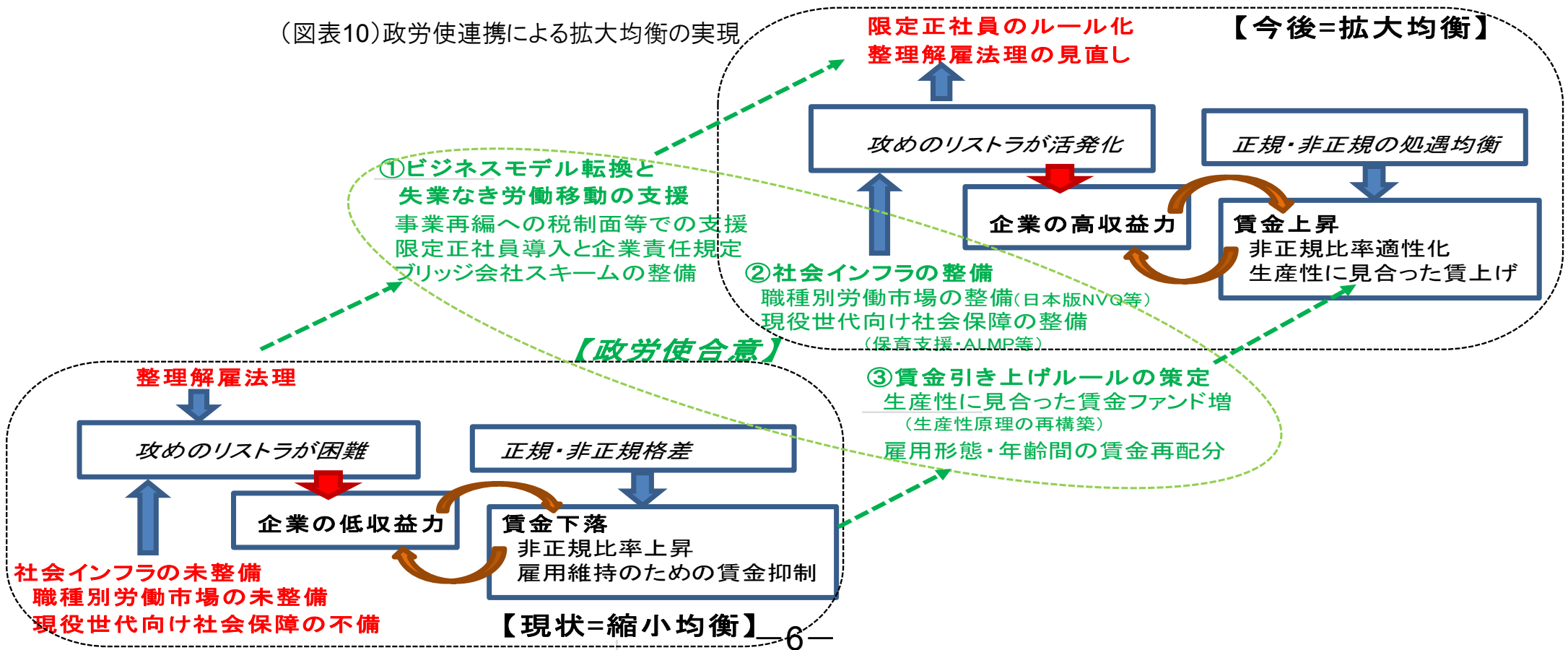
2. 「投資拡大⇔成長持続⇔賃上げ」の循環を可能にする成長戦略

■「成長持続⇔賃上げ」好循環の形成

緩やかなインフレ定着のため、並びに、内需の持続的成長のため、**名目賃金の持続的上昇**が不可欠。

名目賃金の持続的上昇には、①**事業構造転換による企業の収益性向上**、並びに、②**生産性に見合った賃金引き上げルール**の構築、が不可欠。その実現には図表の3本柱からなる政労使合意を締結し、a) 企業はビジネスモデル転換に取り組むとともに賃上げを行う、b) 働き手は労働移動を受け入れ、新たなスキル獲得に取り組む、c) 政府は事業環境・社会インフラ整備を進める、という**政労使連携への継続的な取り組み**により、収益増と賃金増の好循環を作り出す必要。とりわけ、**円滑な労働移動を進める雇用システム改革**が残された課題。

(図表10) 政労使連携による拡大均衡の実現

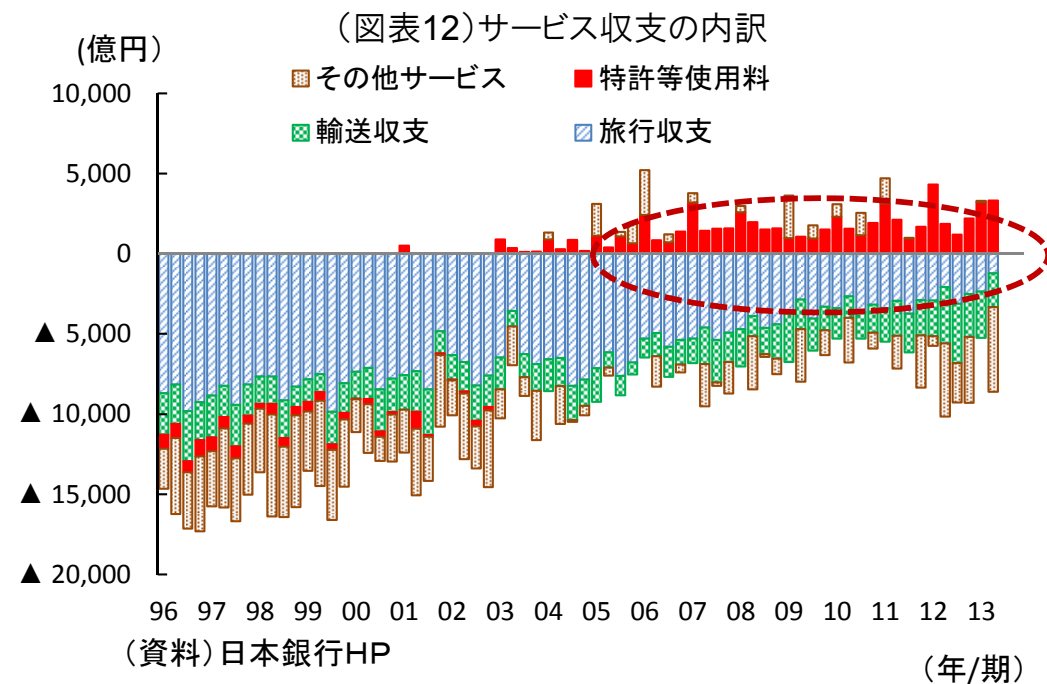
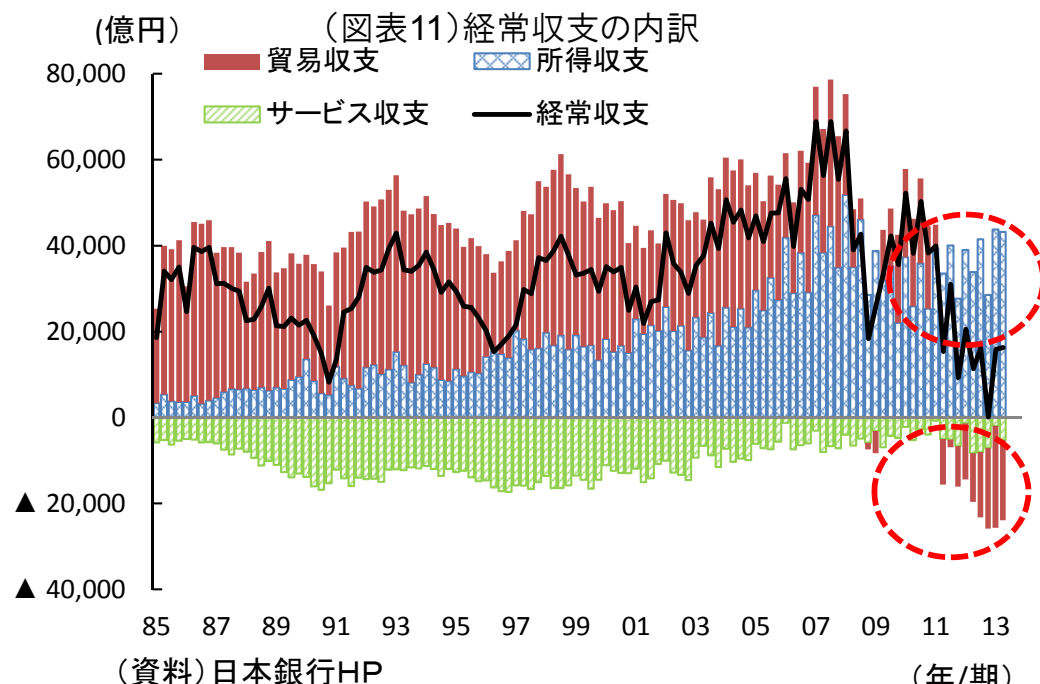


■「投資拡大⇔成長持続」好循環の形成

前項により、収益増と賃金増の好循環メカニズムは構築されても、それが、本格的な人口減少局面に入ったわが国で、拡大均衡に結実するには、さらに2つの条件をクリアする必要。

(1) 人口減少のもとで拡大均衡を目指すには、外需取り込みが不可欠。その意味で、外需取り込みの潜在力の高い製造業のビジネスモデル転換が起点となる必要。具体的には、コモディティー分野では市場成長力・生産優位性から新興国シフトは避けられず、国内拠点では高収益分野に特化すると同時に、海外事業で上げた収益を還流させ、先端事業の開発に投資する、「海外生産・収益還流・国内開発」型のビジネスモデルを確立する必要。これにより、「投資拡大⇔成長持続」の好循環が形成される。

(2) さらに賃金上昇を内需成長につなげるには、家計の将来不安を緩和して賃金増で増えた家計所得が支出される必要がある、それには社会保障制度改革が重要。透明性の高い社会保障制度構築が、先行き不透明感を払拭して消費行動にプラスに影響するほか、現役世代のための社会保障サービス(保育・職業訓練など就業支援)の拡充(民間サービス含む)がそれ自体、需要を創造。



■持続的経済成長経路における名目成長率をどう考えるか

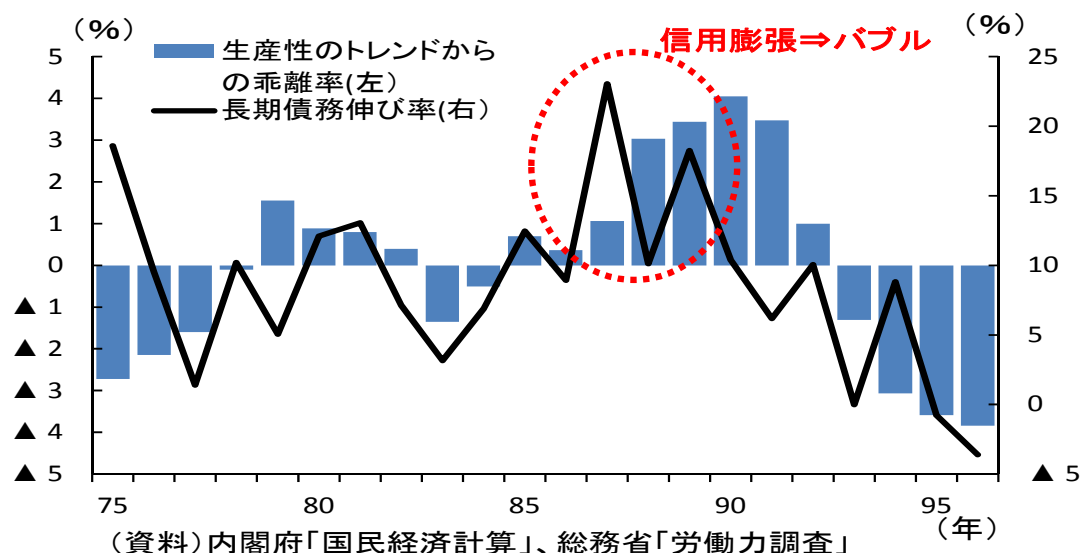
名目経済成長率＝労働力伸び率＋トレンド的な生産性上昇率＋望ましいインフレ率

ここで、

◇生産性上昇率が高すぎれば「バブル」...日本の80年代後半、米国の90年代後半～2000年代前半の経験、トレンドを上回って生産性が上昇しているときは資産効果による需要の先食いが発生しているケースが大半。

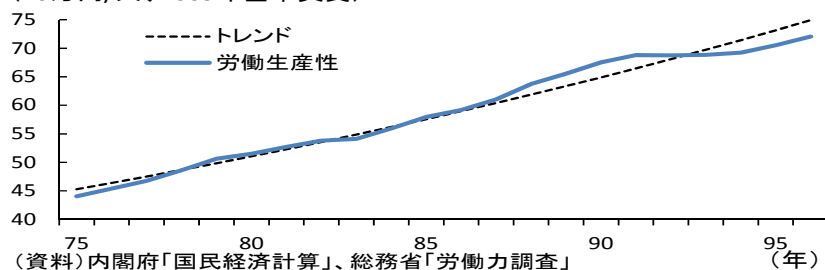
◇高すぎるインフレ目標→インフレ率を意識的に高めるために引き締めを遅らせるとバブルを発生させるリスク大。また、財政再建の目途が立たない下では利払い費を雪だるま式に増やす恐れ。

(図表13)80年代後半日本におけるバブル時の生産性動向

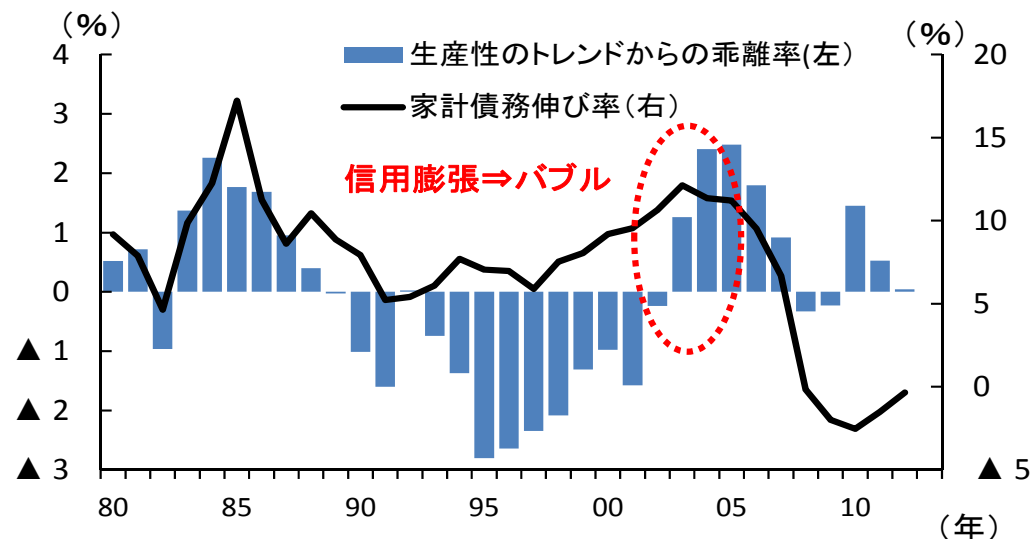


【前提となる生産性のトレンド】

(10万円/人、2005年基準実質)



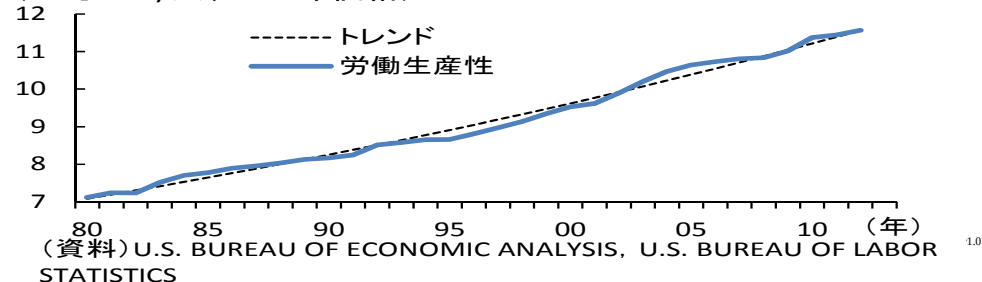
(図表14)80年代以降米国におけるバブル時の生産性動向



(資料)U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS, U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

【前提となる生産性のトレンド】

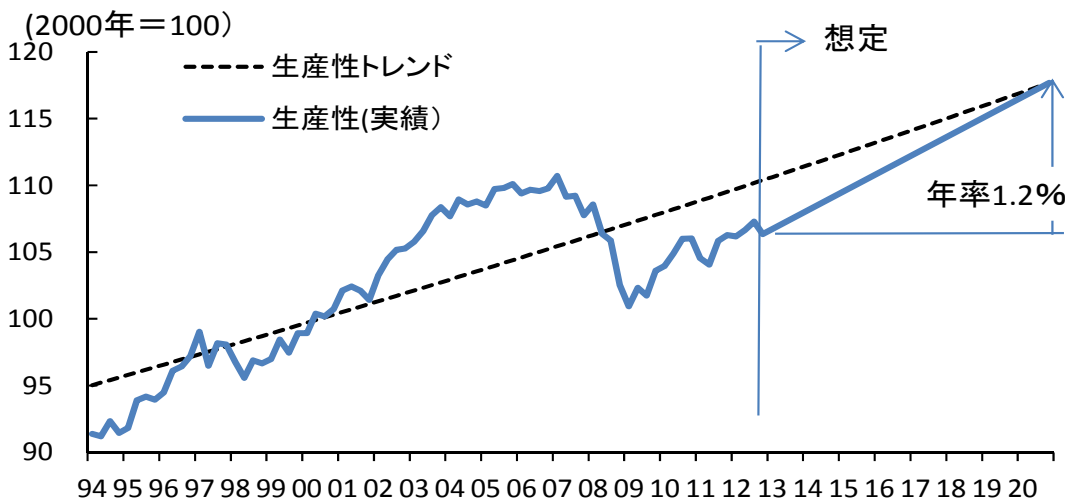
(10万ドル/人、2010年価格)



以上のように考えれば、目指すべき実質経済成長率は1%程度と考えるのが妥当。物価目標についても、1～2%と幅を持たせたうえで、過去の動向からみて、当面(財政再建・金融政策正常化が達成されるまで)は1%程度とすべきではないか。この結果、**目指すべき名目成長率は2%程度**となる。金利水準も名目成長率並み(2%程度)とするのが妥当。

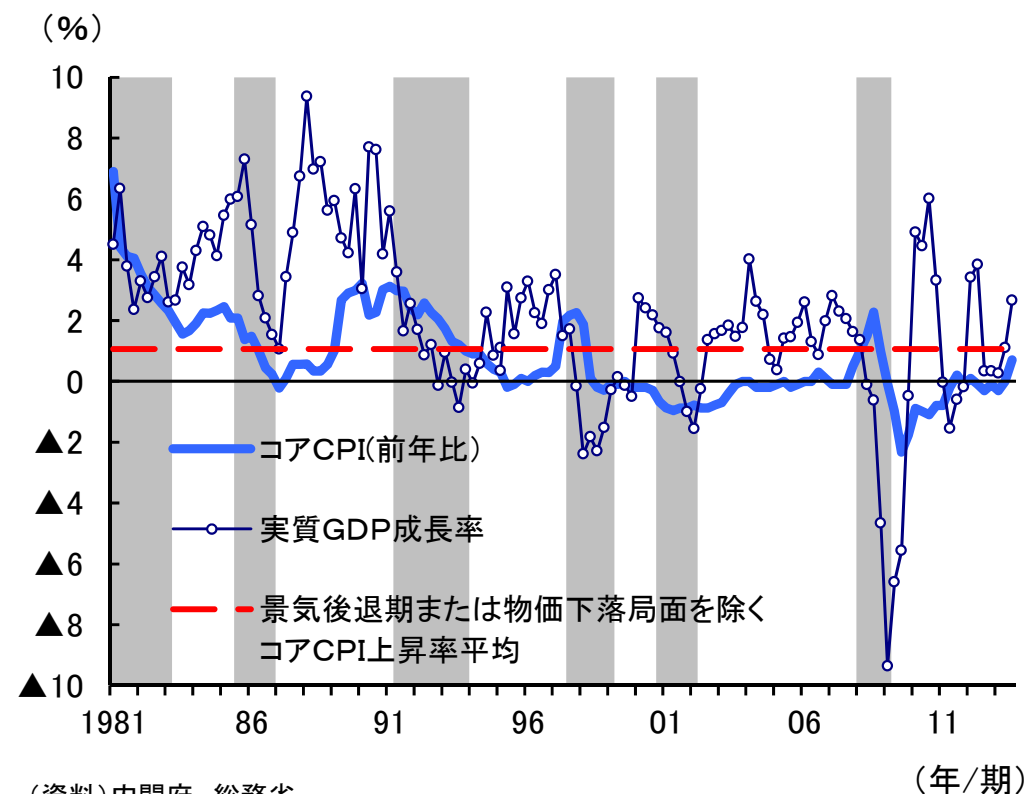
(図表15)2020年ごろまでの実質潜在成長率の推定

	2013～2020(年率)	備考(想定)
生産年齢人口	▲ 1.1	2012年人口推計(IPSS 出生中位・死亡中位) 女性労働力率は2020年に米国並みに上昇 失業率は2020年に3%まで低下
労働力人口	▲ 0.4	
就業者数	▲ 0.2	
労働生産性	1.2	1992-2012年のトレンドに復帰
実質平均成長率	1.0	



(資料)内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

(図表16)実質GDPとコアCPI(前年比)



(資料)内閣府、総務省

(注1)シャドー部は景気後退期を表す。

(注2)1981～1994年の実質GDPは、基準改定(2000→2005年基準)以前の系列。

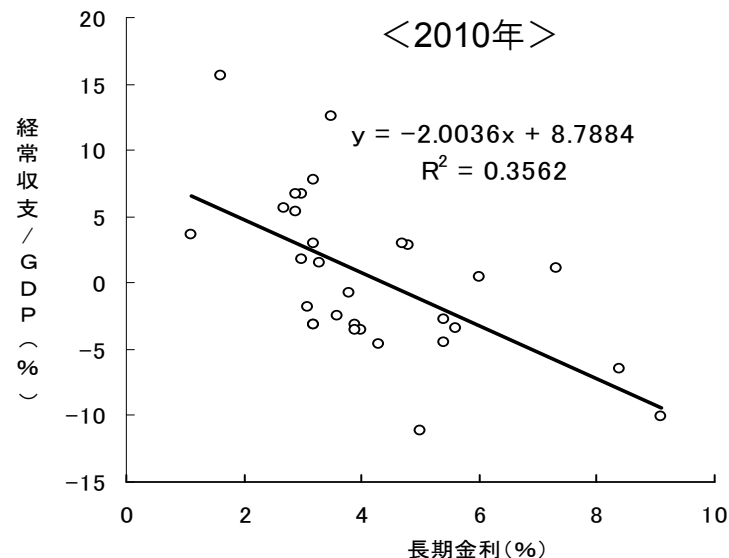
3. 経済と財政、両立の条件

■財政再建のあり方

◇経常黒字国にとっての財政赤字の問題の所在...直ちには財政危機には直結しない。しかし、**生産要素が非効率な公的セクターで浪費され、潜在成長力を低下させていることに問題の所在**。その状態が続けば民間の資金余剰が漸減し、いずれ経常赤字国に転落、財政危機を顕在化させる。その意味で、公的セクターを縮小しつつ民間活力を高めることが重要で、それこそが成長戦略の意義。さらに**財政危機の顕在化を避けるには、経常黒字をできるだけ残すことが重要で、貿易黒字に期待できないなか、所得収支黒字・サービス収支黒字を目指す必要**。それは正に、「海外生産・収益還流・国内開発」型のビジネスモデルが構築されることで達成される。

◇社会保障...本質的には所得移転であり、財政をバランスさせれば規模の大小自体は必ずしも経済成長に影響しない。その意味で、税投入はシビルミニマム部分に限定して行い、基本原理は社会保険方式に基づいて受益者が負担との関係を考慮してサービス内容を選択する仕組みにすべき。規模は問題ないが、社会保障サービスの内容は経済成長に影響する点には留意の必要(現役世代向けの割合が高い方がよい)。

(図表17) 経常収支と長期金利の相関(OECD諸国)



(資料) OECD Economic Outlook 90 database

(図表18) 社会保障と経済成長の関係

非説明変数: 実質平均成長率(1997~2009年)

説明変数	パラメータ	t値	p値
社会支出の対GDP比率	-0.102	-3.136	0.004
積極的社会支出比率	7.177	1.732	0.094
定数項	3.835	4.908	0.000

サンプル数	31
自由度修正R ²	0.238

(参考)

説明変数	パラメータ	t値	p値
社会支出の対GDP比率	-0.092	-2.796	0.009
定数項	4.553	6.647	0.000

サンプル数	31
自由度修正R ²	0.185

(注1)説明変数は2000~009年の平均値。

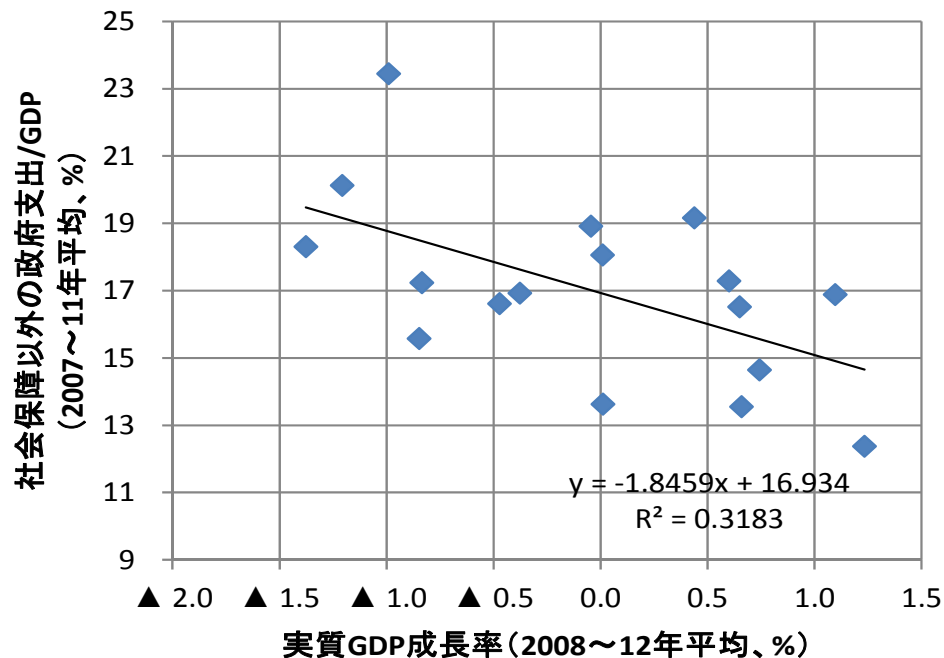
(注2)積極的社会支出は家族政策および積極的労働市場政策。

(注3)推計に用いた国は推計期間のデータが取れる31カ国(オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、チリ、チェコ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシア、アイスランド、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルグ、メキシコ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェイ、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロバニア、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国)

(資料) OECD.stat

◇その他裁量的支出...一定規模は必要であるが、支出規模が小さいほど経済成長にはプラスの関係。国防・外交・科学技術等に関わる部分は国家存立の基盤であり、国税で賄うべきもの。しかし、それ以外の産業・生活インフラ関連の支出については、既存ストックの老朽化で更新投資需要が今後増加することも勘案すれば、**予算制約を無視して新規投資を行うことには大きな問題。**

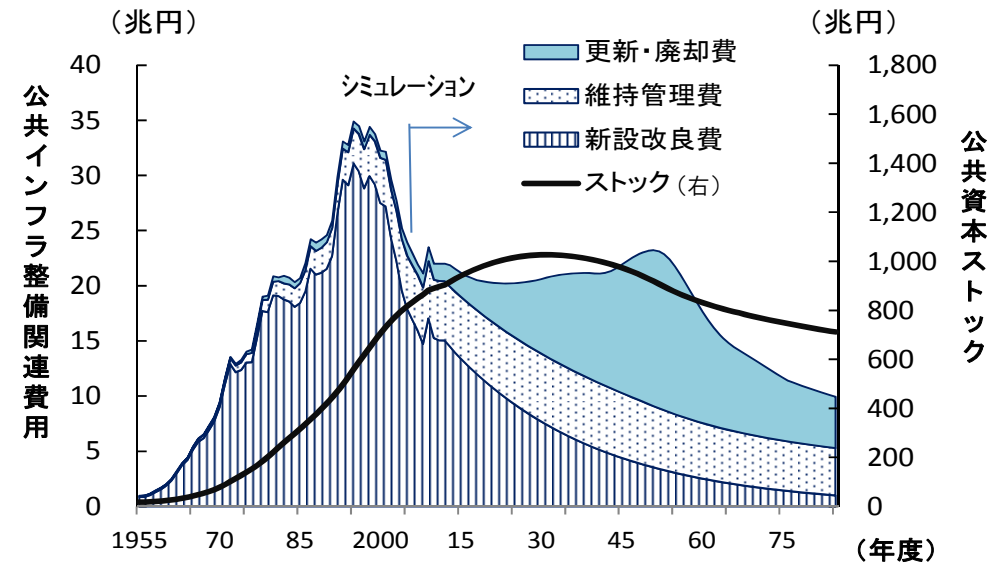
(図表19)非社会保障支出と経済成長の関係



(資料)OECD stat

(注)OECD加盟34か国のうち、一人当たりGDP(名目、PPPベース)上位20か国を対象。ただし、政府支出のデータがない国(カナダ、オーストラリア)および日本は除く。

(図表20)公共投資額をほぼ横ばいに抑える場合の更新投資・新規投資の状況シミュレーション



(資料)内閣府「内閣府社会資本ストック推計データ」、国土交通省「国土交通白書2012」をもとに日本総研作成。

- ①新設投資の抑制:新設を毎年▲3.6%ずつ削減する
- ②更新の前倒し:以後10年間で発生することが予見される更新費の平均値を、各年の更新費として投入
- ③インフラの積極廃却:更新時期を迎えたインフラの5割を廃却(ただし廃却費用がかかるため更新・廃却費は減らず、その後の維持管理費が減る)

■経済と財政の両立は可能か？

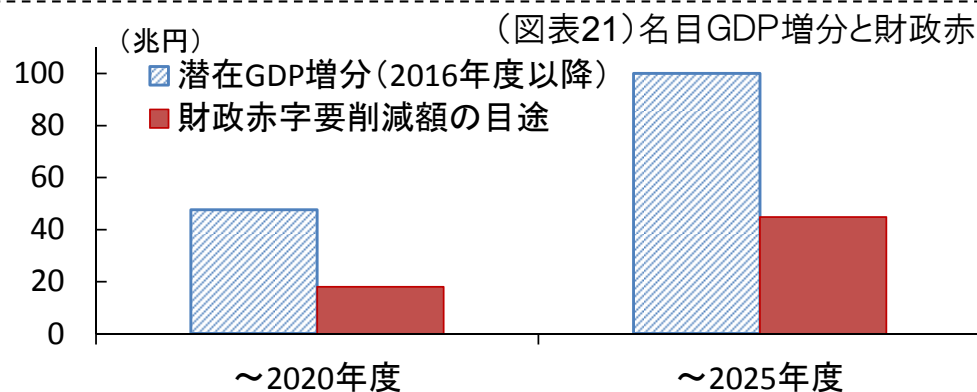
◇10年以上先を展望すると長期金利が本格的に上昇する公算が大きいもとで、現状200%を超える公的債務のGDP比率をそれまでに一定レベルに引き下げておく必要。その意味で、「**2020年度までにPB黒字化(*)**」という**財政健全化目標を堅持**するとともに、**2020年度半ばごろにはPB/GDPを4%程度(**)**に持っていくことが望ましい。ここでは、より具体的に、2020年度のPB/GDP=0%、2025年度のPB/GDP=4%を目標とすれば、名目約2%成長等の前提のもとで、2015年度消費税率10%を織り込んだうえで、ベースライン(現行制度維持)対比求められる財政赤字削減額の目安は2020年度までに約18兆円、2025年度までに約45兆円となる。

(*)2013年6月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針」に明記。

(**)OECD(対日審査報告書)が財政健全化に必要とするPB/GDP比

一方、名目2%成長を前提とすれば、2016年度以降2020年度までに潜在GDPは約50兆円、2025年度までには約100兆円増加する計算。つまり、上記の求められる財政赤字削減を2016年度以降に行うとして、**財政再建に必要とされる民間部門での富の減少額(増税・社会保険料増・歳出削減の合計)が、民間部門において創出可能な富の増加額の半分以下となるわけであり、財政再建を進めつつ経済成長を持続させることは可能。**

◇ただし、この間、民間部門が拡大を続けるには「中長期的な成長期待」が維持される必要があり、そのためには持続可能な経済社会のビジョンとその道筋が提示され、確実にその歩みが進んでいることが条件に。財政赤字削減の成長率下押し影響は無視できないが、取り組みが遅れるほど将来の財政破綻のリスクが大きくなる点を考慮すれば先送りは許されない。⇒柔軟な対応は必要だが、**基本路線としては、財政赤字削減の目安として「2020年度までに18兆円」「2025年度までには45兆円」とした、歳出・歳入構造改革に取り組むべき。**



(注)2025年度のPB/GDPを2023年度と同じと想定。

【内閣府・参考ケース(中長期の経済財政に関する試算2013.8.8)の諸前提等】

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2020年度	2023年度
名目GDP成長率	2.6	3.1	2.3	2.2	1.6	1.8	1.8
実質GDP成長率	2.8	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
消費者物価上昇率	0.5	3.3	2.0	2.0	1.1	1.2	1.2
名目長期金利	1.1	1.4	1.8	2.2	2.3	2.9	3.4
PB/GDP	▲ 7.0	▲ 4.3	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.1	▲ 3.2	▲ 3.3

(参考)わが国の所要財政緊縮額に関する、国際機関の見方

国際機関名	所要財政緊縮額の尺度・時期	所要財政緊縮幅	公表時点	公表媒体
経済協力開発機構 (OECD)	公的債務残高比率を2020年までに安定化させるために必要な改善幅	プライマリー・バランスを4%の黒字 (2012年▲9%)となるよう改善することが必要	2013年4月23日	対日審査報告書
国際通貨基金 (IMF)	今後10年で、債務残高対GDP比を確実に引き下げるために必要な改善幅	GDP比11% の構造的財政調整が必要 (←2012暦年の名目GDP475.8兆円から計算すれば、 52.3兆円 規模)	2013年5月31日	対日4条協議終了後の声明
国際決済銀行 (BIS)	2040年までに債務残高GDP比を200%に引き下げるために必要な、構造的プライマリー・バランスの調整幅(対潜在的GDP比率)	「政府債務平均金利」－「名目成長率」の格差(日本は2013年0.2%)によって場合分け 2013年並みで推移する場合 対潜在的GDP比13.3～14.9% 今後5年間で1%に上昇する場合 対潜在的GDP比17.9～19.6%	2013年6月23日	第83次年次報告 (2012年4月～13年3月)

(資料)OECD, OECD Economic Surveys JAPAN, April 2013,

IMF, 2013 Article IV Consultation with Japan Concluding Statement of the IMF Mission, May 31 2013,

BIS, 83rd Annual Report, Basle, June 23 2013を基に日本総合研究所作成。