

日本経済～持続的成長に向けての中期的展望

野村証券投資情報部 木下智夫

I. アベノミクスの歩みとその成果

2012年に発足した安倍晋三内閣の下で導入された数々の政策は、アベノミクスと総称される。アベノミクスの最大の課題は1998年から長期にわたって日本経済の成長力低下をもたらしたデフレ環境からの脱却であったと言って差し支えないであろう。デフレは日本経済に対して様々な悪影響をもたらしたが、その重要な特質は、いったんデフレ環境に入ると、脱却することが非常に難しいという点であった。

そもそも一国の経済は簡単にデフレに陥るものではないが、日本の場合は、97年4月に消費増税が実施されて景気が落ち込むなかで、97年後半からアジア経済危機が勃発して輸出が急減速、そこに北海道拓殖銀行の破たんをはじめとする金融危機が襲い、景気が急激に冷えたのがきっかけであった。マクロ的な需要が急激に冷え込み、景気後退に陥った日本経済は、98年からデフレ期に入った。

現在多くの専門家は、デフレは経済の持続的な拡大にとって障害になるという見方を共有しているように思えるが、当時の日本では社会全体としてそのような認識は共有されておらず、むしろデフレは消費者にとってプラスになるという面も意識されていた。しかし、実際には、デフレは、企業にとって実物投資よりも現金保有インセンティブを高めることで設備投資の停滞をもたらし、さらに需要が名目で伸びないことに直面した企業はコスト削減に積極的に取り組むことになった。こうした対応はデフレ継続に寄与することになった。この間に中国や他のアジア諸国・経済の産業高度化が進じたため、中国からの輸入品が日本に入りやすくなり、日本企業のコストカットに向けての努力が加速したことも見逃せない。

政策対応がなかったわけではない。日本銀行は99年にゼロ金利政策を、01年に量的緩和政策を、それぞれ他国に先駆けて導入した。日本政府も不良債権問題の処理に積極的に取り組み、日本の金融業は健全性を回復することができた。小泉政権の下では構造改革も実施された。ただ、構造改革自体は重要ではあったものの、需要を拡大支えるための成長戦略的な発想はあまり強くなかったことから、構造改革は逆にデフレを助けてしまった面もある。このように政策的には試行錯誤が続いたものの、デフレの時代は継続してしまった。

デフレに陥った国がインフレ環境に戻りにくいメカニズムとしては、労働市場において賃金の下落が続くことが重要であると考えている。名目での需要拡大が望みにくくなった企業は、労働コストの削減に積極的となり、フルタイム労働者が退職する分はパートタイム労働者を多く雇うことで補充されることが増えてきた。パートタイム労働者の割合は、97年には18.1%（非正規比率は23.2%）であったが、アベノミクス開始前の12年には28.7%（非正規比率は35.2%）にまで上昇した。パートタイム労働者の平均時給は、ボーナスも含めて、フルタイム労働者の40%程度である。

その一方で、フルタイム労働者の給与も引き下げられた。ベースサラリーは横ばい圏で推移したが、ボーナス部分は減少トレンドが続いた。こうして日本では2000年代に中高所得者層がトレンドとして減少する事態が生じた。日本の統計のなかで給与所得を包括的に把握できるのが国税庁調査であるが、これを基に給与所得階層別にみた就業者の変化をみると、年間給与所得が500～700万円の層は、02年の789万人からアベノミクス始動直前の12年には694万人へと90万人以上減少した。年間給与所得が700万円以上の層も、02年の689万人から12年には550万人へと、140万人程度減少した。なお400～500万円の層も同じ期間において21万人減少していた。

2012年12月に発足した安倍内閣では、長期間継続したデフレからの脱却をめざし、金融・財政政策、成長戦略を含めて大きな政策変更が実施された。アベノミクスと呼ばれる新しい政策フレームワークの下で、「三本の矢」が実施された。これにより、日本経済はデフレからほぼ脱却することができたと考えている。第1の矢が果たした役割は特に大きい。2%という他の多くの先進国と同様のインフレ目標が設定されるとともに、従来から実施されてきた量的緩和政策（QE政策）が強化され、量的・質的金融緩和政策（QQE政策）として実行された。国内のベースマネーが大きく増加するとの期待は、過度な円高の是正につながり、円安の持続的な進行によって物価ははっきりとした形で上昇に転じた。日本銀行の資産規模は2013年以降、非常に速いペースで拡大し、2015年末には、GDP比でみた日本銀行の総資産残高は70%を超える水準となった。これは米国やユーロ圏の中央銀行の水準を大きく上回るものとなった。円安の恩恵によって企業業績が回復してくると、企業による価格設定行動は徐々に変化し、消費増税の影響が剥落した2015年には、エネルギーと生鮮食品を除くベースの消費者物価上昇率は1%を超える水準にまで加速した。

アベノミクス第2の矢である財政政策も短期的に日本の景気を浮揚させる効果をもたらすことになった。財政刺激政策は、2013年度の日本経済の成長を押し上げる効果をもたらした。財政政策による景気浮揚効果は一時的であったが、デフレ的な状況から早期に脱却することが求められていた2013年には十分な効果が発揮されたと考えている。

その一方で、第3の矢である成長戦略は、目指されている全ての分野で十分な成果を上げることができたわけではないものの、外国人訪日客の受け入れ推進やインフラ輸出の拡大、国家戦略

特区でのプロジェクトの推進、電力自由化など多くの分野で重要な成果を残した。また、法人税制の面でも、2014年度に続いて2015年度、2016年度も法人実効税率が引き下げられることが決まった。これは、企業活動に小さからぬ活性化効果をもたらしたと考えている。

2015年に入ると、アベノミクスは新しい段階に入った。「新・三本の矢」が打ち出され、「一億総活躍社会」の実現に向けて、600兆円の名目GDP、出生率1.8、介護離職ゼロが目指されることになった。従来の3本の矢は、新・第1の矢に含められることになった。これは、これまでの短期的なアベノミクスの成功の上に立ち、日本経済が抱える中長期的な課題に真正面から取り組むものと言えよう。日本の人口は2010年代に入るとはっきりとした減少傾向に転じた。国立社会保障・人口問題研究所による推計では、日本の年間人口減少率は、2020年には0.5%程度、2030年には0.7%強に達する見込みである。労働力人口も今後減少が見込まれている。「一億総活躍」プランでは、長期的に1億人の人口を維持することが目標とされた。

ここで、アベノミクス始動後の労働市場に目を転じると、人口の減少とアベノミクスによる景気浮揚により、労働市場では大きな変化がもたらされた。勤労者世帯について単身世帯と共働き世帯をみると、15年(年平均、以下同様)における単身世帯は12年に比べて100万世帯弱増加していた。これは労働市場のタイト化に伴って就業機会が増えてくると、いままで親に依存していた人々が親から独立して暮らすようになるケースが増えたのではないかと考えている。共働き世帯も、同期間に64万世帯もの増加をみた。

世帯における配偶者の就業は、2000年代以降にはゆっくりと増加するだけであったが、アベノミクス以降にその勢いが増してきた。労働市場の需要サイドからみると、企業の人手不足感が強まっていることが主因とみられるが、その一方で、これまでよりも短時間での労働で働けるように制度を変更するような工夫がみられたことも影響しているとみている。これは、それまで労働市場の外にいた女性や高齢者が新たに労働市場に参入したことによる部分が大きい。このように労働力供給が増加したことで、労働市場は当初一部のエコノミストが想定していたほどはタイト化せず、賃上げの動きも比較的落ち着いたペースで進むことになった。それでも、就業者の増加もあって、マクロ賃金は着実に増加基調にあり、実質ベースでのマクロ賃金の伸びは2%台半ば程度に高まってきた。こうした動きは、広い意味で人口減少によって生じていると言え、人口減少がマクロ所得環境改善につながっていると判断することができよう。

人口減少のプラス面はこれにとどまらない。人手不足の問題がより深刻な非製造業企業では、マージンの改善が経常利益の伸びを牽引しているが、これは、人手不足という供給不足の問題が生じることで、企業が、これまでよりも価格設定力を強めた結果、サービスや財価格を引き上げることができた結果であると考えている。つまり、人口減少は、企業に、経常利益の増加というメリットをもたらしているわけであり、今後は強化された収益力が、賃上げや設備投資の原資として活用

されていくことが予想される。設備投資は既に増加基調に転じており、製造業・非製造業を問わず、緩やかに増加していくことが見込まれる。これが企業の生産性の向上につながり、ひいては、さらなる賃上げにつながっていくと考えている。こうしたプロセスが本格的に始動すれば、日本経済は供給不足を梃子にした好循環に入っていくとみている。我々は、こうしたメカニズムの存在を前提に、日本経済が 2025 年くらいまでは年平均で 1%強の実質 GDP 成長率を達成することができるかと予想している。

II. マイナス金利導入とその影響

1 月 29 日、日本銀行はマイナス金利の導入を決定し、2 月 16 日から実施された。これまで、黒田総裁は付利の引き下げを検討していないと繰り返し述べていたため、今回の金融政策決定会合でマイナス金利を採用するとの予測はほとんどなく、金融市場では大きなサプライズとなった。日銀がこのタイミングで追加緩和に動いた説明として、金融市場の混乱が企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換を遅らせ、物価の基調に悪影響を及ぼすリスクが増大していた点を挙げている。年初来、原油価格の下落や中国をはじめとする新興国景気など不透明感が高まる中で、日銀は 2%の物価安定目標の達成に向けて強いコミットメントを維持していることをアピールしたかったと考えられる。

緩和の手段としては、これまで長期国債の買入れが中心であった。1 月の会合で国債の買入れ額の増額ではなく、マイナス金利政策が導入されたのは、長期国債の買入れ額がほぼ限界に近づいているためであると考えている。我々で試算したところによれば、日銀が 15~17 年度の 3 年間で購入可能な長期国債(ネットベース)は、(1)既存の投資家が保有するうち 154.8 兆円分、(2)政府が年間に発行するネットベースの発行額である 89.2 兆円、(3)15 年 12 月に公表された日銀の担保緩和措置による効果である 20 兆円程度、これらを合わせて 264 兆円程度となる。現行プログラムでは、日本銀行は年間で 80 兆円の長期国債を買入れていることから、3 年では 240 兆円となる。このため、17 年度末までは、現在のペースで長期国債を買入れることは可能であるように思われる。しかし、18 年度中には買入れが困難となる可能性が高く、その観点からは、現時点で長期国債買入れ額を増額すれば、それだけ現行の量的質的金融緩和(QQE)の継続期間を縮めてしまうことになる。日本銀行が 2%インフレ達成を予想するタイミングを継続的に後ずれさせてきたことから考えると、急激な円高局面になるなど緊急対応が必要になる場合を除いて、長期国債買入れ額増額は避けたいところであったであろう。

マイナス金利の効果として日銀が期待しているのは、(1) ポートフォリオ・リバランス、(2) 民間需要の喚起、であろう。(1) については、金利リターンの低下により、金融機関がより有利な運用先を求めて、リスク資産への投資を積極化させることが期待されている。金融機関が海外資産への

投資を増やせば、円安が進み、国内株式への投資を増やせば、国内株価が上昇する。資産価格の変化は景気や輸入物価を通じて、物価上昇圧力になりうる。現時点では、一部金融機関で為替ヘッジ付きで外債に投資する動きが強まってきており、今後の動きが注目される。一方、(2)については、金利の低下が設備投資や消費を刺激することを狙っている。民間需要が旺盛になれば、経済全体の需給がより逼迫し、インフレ期待の上昇と相俟って、物価を押し上げるという算段であろう。内閣府のマクロ計量モデルによると、金利変動は設備投資に大きな影響を及ぼす。1%ポイントの短期金利低下は、1年後の設備投資を2.93%押し上げる。実質GDPに対しては0.32%のプラス効果になる。ただし、金利低下が設備投資を強く刺激するのは、企業が資金不足に陥っており、借入れを必要とするときであると考えられる。現状では、企業の資金は潤沢であり、金利コストの低下が設備投資を起点に需要を押し上げる効果については控えめに見ておくべきだろう。

もっとも住宅市場では、取引の活発化がもたらされている模様であり、マイナス金利政策の効果が既に生じていると考えて良いだろう。総じて、現時点では、マイナス金利政策の導入による実体経済への影響は限定的であるという暫定的な評価をすることができそうである。

それでは日銀の思惑通りに、こうした効果が実を結び、インフレ率は2%に達するのだろうか。(1)では、金利差の影響を受けやすい為替レートに影響を及ぼしやすいと見られる。例えば、低金利通貨で資金を調達し、高金利通貨で運用して利鞘を稼ぐキャリートレードが促される可能性が高い。加えて、為替のヘッジコストが高まることで、ヘッジ付きの海外投資のインセンティブも低下する可能性がある。長い目で見れば、マイナス金利政策の導入は、為替を円安方向に動かす要素になると考えている。

マイナス金利政策は、欧州での導入が先行し、実績が積み上げられてきた。ここで日本とユーロ圏におけるマイナス金利による影響について考えてみたい。ユーロ圏でマイナス金利が導入された14年時点では、ユーロ圏金融機関は資産の健全性や流動性、景気減速に伴う資金需要の低迷、などの面で少なからぬ問題に直面しており、金融機関の貸出態度は慎重化する方向にあった。こうしたなかでマイナス金利が導入されて利ざやの縮小に向けての圧力がかかったことで、金融機関には貸出を増加させるインセンティブが生まれた。ユーロ圏の金融機関による民間への貸出残高は、マイナス金利導入時点では、前年比で減少していたが、15年5月から非常に緩やかではあるが増加に転じ、直近の1月時点でも、前年比で1%弱の増加を記録している。これに対して、日本では量的質的金融緩和の導入以降、金融機関はより積極的な融資姿勢に転じ、直近でも積極化姿勢は続いていた。貸出増加率は、前年比2%を超える水準で推移している。こうした現在の日本の環境下では、金融機関が貸出に対してさらに積極化する度合いはマイナス金利導入時点の欧州と比較すると限定的であると考えられる。

一方、新規の約定貸出金利を日本、ユーロ圏で単純に比較すると、16年1月の段階で日本では0.8%、ユーロ圏では2.1%と、ユーロ圏の貸出金利は日本のそれを1%ポイント程度上回っていた。

ユーロ圏の貸出金利は14年6月のマイナス金利導入直前では3%弱であったことから、現在までに0.9%程度低下したことになる。日本の場合、マイナス金利導入直前の金利の絶対水準が低い
ため、ユーロ圏と同程度の貸出金利の引き下げを行うことは難しいとみられる。その一方で、預金
金利は、預金者は、預金の代わりに金利ゼロ%の現金(銀行券)を保有することが可能であること
から、日欧を問わず、マイナス金利下でも多くの金融機関では預金金利の水準がゼロ%を超える
水準に設定されている。16年1月の段階では、ユーロ圏における平均的な預金金利水準は、普
通預金で0.12~0.13%、引き出しにあたって事前に通知する必要のある預金では0.62%であった。
これに対して、日本では16年1月段階の普通預金金利は0.02%と既にかなり低く、新規受け入れ
平均定期預金金利も同0.1%と、手数料等を徴収して事実上のマイナス金利化を図らない限り、こ
れ以上の大幅な引き下げは難しい水準である。こうした金利の絶対水準をふまえると、日本では、
欧州以上に、貸出金利を引き下げること(それによって貸出需要を喚起すること)が難しそうで
ある。

続いて、日本、ユーロ圏金融機関の中央銀行への超過準備金を比較し、その意味合いについて
考えてみたい。ユーロ圏の超過準備には、法定準備金にはMRO金利が適用される一方、これを
超える当座預金残高、預金ファシリティ残高には今回の利下げによって-0.4%の金利が付さ
れることになった(金融機関は中銀に預け入れることで、0.4%の金利を支払っていることになる)。
ユーロ圏では超過準備の総額は直近で6970億ユーロと、GDP比では6.6%にあたる。これに対し
て、日本の金融機関の場合は、超過準備高は235兆円、GDP比では51.8%と遥かに規模が大き
い。ここでの大きな差異が、日銀がなぜ超過準備の階層構造を採用せざるを得なかったかを示唆
している。仮に日銀が階層構造を導入せずに当座預金の付利を全面的にマイナス化していれば、
金融機関収益に対する悪影響はユーロ圏金融機関と比べて格段に大きくなっていくことになる。
日銀の推計では、マイナス金利導入当初にマイナス金利が実際に適用されるのは当座預金のう
ち23.8兆円部分であるが、これはGDP比でいうと5%弱程度であり、マイナス金利が適用される
超過準備の相対的な規模はユーロ圏と大きくは変わらない水準となった。超過準備の規模の違
いは、ユーロ圏・日本の超過準備に対する付利政策を比較するうえで意識しておくべきであらう。

III. 金融政策の展望

1) 金融政策の短期的展望

現行の金融政策フレームワークでは、2%インフレの達成が最重要も目標として掲げられており、
それをできるだけ早く達成するための政策が実行されている。日本銀行は、2%インフレを達成す
るためには、成長率上昇による需給ギャップの縮小だけでは難しく、期待インフレの上昇が不可
欠であるというスタンスである。執筆時点(4月27日)で、日本銀行は2%インフレの目標達成時期
について、「17年度前半頃」としているが、今後、原油価格の下落を含む外部環境の変化以外の

理由によって、その達成があやぶまれるような状況になる際には、追加的な金融緩和措置が視野に入ることになろう。

追加緩和の具体的な手段としては、(1)政策金利の引き下げ、(2)リスク資産の買取り額増額、(3)貸出支援基金による貸出金利のマイナス化、が軸になるとみている。(1)については、これまでに ECB が行ってきたのと同様に、マイナス金利の効果・副作用をモニターしながら実施していく可能性が高い。一方で、(2)については、株式 ETF や JREIT の買入れ額が増額される可能性が高いとみられる。先にふれたように、長期国債の追加的な買入れには制約が存在していることから、日銀は、資産買入れプログラムの面では、リスク資産を中心として買入れを強化する公算が大きい。(3)は、日銀が現在貸出支援基金を通じて金融機関向けに行っている貸出を政策金利で行うというもので、これにより、金融機関が日銀からマイナス金利で借り入れることができることになる。マイナス金利下の金利をさらに引き下げる際には、金融機関収益への悪影響が懸念されるが、この方法を用いれば、金融機関への悪影響をある程度相殺することが可能になる。

2) 金融政策の中期的展望

以上で議論した短期的な緩和策は、円安や株高方向に相場を動かす潜在力を有していると言えようが、インフレ引き上げ効果は限定的であり、2%インフレを短期的に達成することは困難であると考えられる。日本銀行は 18 年度中のどこかのタイミングで国債買入れ額を減額する(テーパリングする)必要が出てこよう。長期国債買入れ額の減額が避けられないとすると、日銀としては、「(国債買入れ額を)いくら減額したら、イールドカーブをどの程度の水準に誘導できるか」を考えながら政策を遂行する必要に迫られる。日銀がイールドカーブを事実上のターゲットに据えて政策を遂行する必要があることを意味する。

景気に中立的なイールドカーブを「均衡イールドカーブ」と名付けることができようが、これをある種のベンチマークとしてとらえ、金融緩和時には、景気に中立的な「均衡イールドカーブ」からどの程度下方に離れた「イールドカーブ」を目指すかという点が金融政策の核心になっていくと考えている。

こうしたイールドカーブを事実上のターゲットにする政策は、一般論として、量的緩和政策の次のステップに位置づけることができると考えている。米国のように、3 次にわたる量的緩和政策が功を奏して出口に至る場合には問題は生じないが、日本のように、2%というインフレ目標が高めである場合には、その目標達成に比較的長い時間がかかり、そのプロセスで大量の資産を買入れることに伴う政策は、買入れ対象資産の市場における入手可能性(availability)が低下するのに伴って、限界に近づいてしまう。しかし、資産買入れ額を減額せざるをえないとしても、イールドカーブ自体が「均衡イールドカーブ」よりも低い水準にあれば、緩和効果自体は持続している。本来の金融緩和効果の源泉となっているイールドカーブの水準による金融緩和効果に焦点を当てるの

は自然なことであると言えよう。

一方、イールドカーブをターゲットにする政策は量的緩和政策の実施によって中央銀行のバランスシートが拡大したことで可能になる面もある。今後、インフレや海外金利等の環境変化によってはイールドカーブを低下させることだけでなく、上昇させるような政策を求められる局面が到来する可能性がある。バランスシートの規模が膨らめば、中央銀行が国債を売却することでイールドカーブを上昇させることも可能となる。

我々の予想するマクロ経済状況を踏まえると 2%インフレの達成は 2023 年ごろになる可能性が高いことから、今後とも「均衡イールドカーブ」よりも低い水準にイールドカーブを誘導する政策が採用されると見込む。この際、現在マイナス金利となっている政策金利については、2%のインフレ達成が視野に入るまではマイナス金利が維持されることになろう。また株式 ETF 等のリスク資産についてもインフレ期待を生み出す効果をふまえて継続されていくと考えられる。

IV. 財政政策の課題

2013 年度の日本の政府債務残高は 1,165 兆円 (GDP 比で 243%) まで増加した。1993 年度以降、財政収支は一貫して赤字が続いており、この 20 年間で政府債務残高は GDP 比で約 3 倍まで膨れ上がった。基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字を GDP 比で見ると、2009 年度に赤字のピークを付けた後、徐々に改善してきており、15 年度では 3.3%に達した。日本政府は 2020 年度に同収支を黒字にするという政策を掲げているが、実質ベースで 1%程度の成長率をふまえると、その達成は困難であると思われる。しかし、GDP 比でみた公的債務の残高の水準はここ数年、240%付近で安定してきている。これは、日本経済のデフレからの脱却に伴って、分母である名目 GDP が増えていることによる面が大きい。今後についても、2025 年までは比較的安定的に推移すると考えている。もっとも、これは、2025 年以降に財政状況が安定することを意味するものではない。2025 年くらいから、団塊の世代が後期高齢者(75 歳以上)の領域に入ってくるが、平均的にかかる医療費は 75 歳以上になると大きく増加する傾向にあることから、2025 年以降は医療費・介護費の増加に伴う社会保障支出の大きな増加が見込まれる。こうした問題が予見できる以上、日本にとっては、できるだけ早い段階で、社会保障費の削減や消費増税の実施によって財政を安定化させる努力が必要となろう。