

「日本化」現象をもう一度考えてみる(上編) 発表日：2012年10月24日(水) ～ 財政再建と経済成長の二兎を追わざるを得ない～

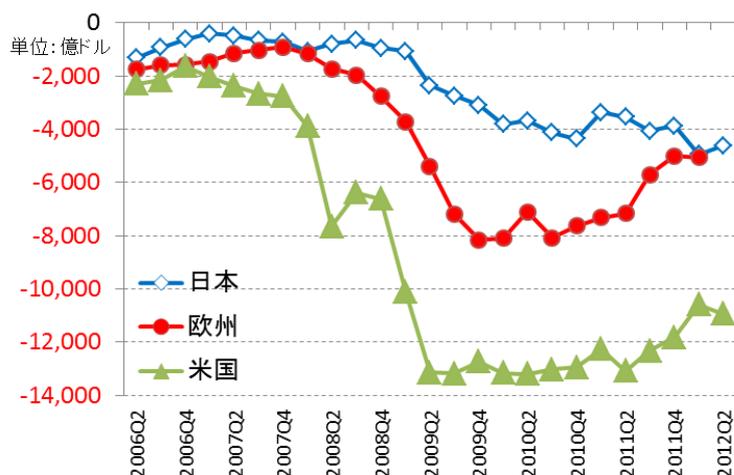
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL:03-5221-5223)

欧米経済の停滞が長引くのをみるにつけ、日本が陥ったのと同じような長期低迷のプロセスを辿りはしないかと心配になる。もはや 2008 年の危機時のように、財政政策を自由には使えない。米新政権にとって、財政の崖への対処は、財政再建と経済成長の両立を考えると、苦渋の選択になろう。景気低迷からの脱出に手間取っていると、後からゆっくりと進んできている高齢化・人口減少圧力に巻き込まれて、景気対策によるてこ入れは一段と効きにくくなる。今の日本もまた、欧米の政策対応を見て学ぶところが少なくない。

長いトレンドでみて大局を掴む発想

一頃、日本化 (Japanization) という言葉が流行した。欧米経済がリーマンショックを経て、一旦は大規模な財政出動が行われて、小康状態を得ることができたが、時間が経過すると景気回復力の弱さが目立つようになった。一方、財政赤字や政府債務は高止まりして、欧米当局者には日本の「失われた 10 年」と同じ道筋を辿るのではないかと心配させた (図表 1、2)。

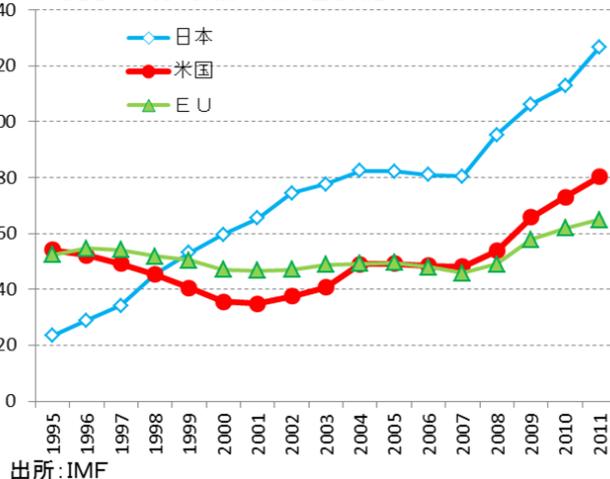
(図表 1) 日米欧の財政赤字の推移



出所: 日本銀行、FRB、EUROSTAT
日本と欧州は4四半期累計、米国は季節調整値。

(図表 2) 日米欧の政府純債務残高の推移

%、対名目GDP比 純債務は債務-金融資産



出所: IMF

人間の知性は、めまぐるしく起こる変化には機敏に反応できても、ゆっくりと着実に進んでいく構造変化に対して鈍感であり、政策的に適切に対処できない限界がある。少子化対策しかり、環境問題への対応しかりである。長期的課題が後回しにされやすいのは、成果が顕在化しにくいからである。政治プロセスを通じると、政策はさらに答えが得られやすい目先の問題の方に注目が集まるバイアスが働く。

日本と欧米経済の状態を重ね合わせるとき、米国・欧州経済を取り巻く環境がそれぞれに異なっていて、単純に日本と同じ長期停滞を繰り返すようにみえない部分があるかもしれないが、そうした批判を甘受しながらも、重視したいのは大局的に見比べて相互に似ている特徴があることだ。筆者は、相違よりも相似形を重視したい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

そこで特徴点を列挙すると、

- ① 長い期間をかけて生じている変化が、政策対応で早期に改善すると錯覚されやすいこと、
 - ② 景気悪化とともに政治的求心力が低下して成すべきことができなくなる政治状況に陥ること、
 - ③ 長期停滞の犯人が明確に特定できずに、単純明快に処方箋を国民に描いてみせられないこと、
- が共通点だと考えている。

金融・財政政策を一気呵成に動員しさえすれば、以前の状態に戻れると考えることは、上記のような性格を軽視することになりかねない。日本はそうした認識が長く続いたことによって、金融・財政政策のカードを切り尽くすことになっている。欧米も、すでにそうした道のりをなぞっているようにみえる。長丁場になるかもしれない経済停滞に対して、短期的な対策だけではなく、構造的な視点で長期的に影響を持つような政策対応を割り当てて、がまん強く効果が発現するのを待たなくてははいけない。

長期停滞の段階説

リーマンショックが2008年9月15日から始まってはや4年が経過する。それ以前にサブプライム問題が2007年8月から表面化していることを考えると、5年以上が過ぎていることになる。言うまでもなく、5年を経過しても経済活動は、2000年代半ばまでの勢いを取り戻してはいない。2000年代の米国景気拡大期はテロ事件発生後の2001年11月に谷をつけて、FRBの超低金利政策が奏功して、2007年12月の山まで6年間もの拡大を遂げていた。日本のバブル崩壊が、長い景気拡大期の後でそれ以上に長い低迷期を迎えた経験からすれば、2012年以降の米国経済も予断を許さない。

リーマンショック以降の米経済運営を振り返ると、経済政策の対応が変化していることに気付く。まず、リーマンショック後に、オバマ政権が誕生して、グリーン・ニューディールを標榜し、2009年2月に総額7,870億ドルの米国再生・再投資法を成立させた。当時は、欧州や日本を含めて、「ケインズ政策の復権」が異様なほどに喧伝されていた。そこにあったのは、需要サイドの対応こそ有効だという認識であった。

しかし、米国では、財政政策の方針が転換していく。折から金融機関救済に対する世論の反発が強く、2010年からティーパーティー運動が吹き荒れた。そして、2010年10月の中間選挙では、下院の多数派を共和党に奪われて、オバマ政権は財政拡張路線の修正を迫られた。2011年5月からは、議会調整がうまく行かず、債務上限を引き上げられなくなったオバマ政権は、財政再建へ軸足を移さざるを得なくなり、2011年8月には米国債がAAA格を失う事態が起こった。

総括すると、2008～2010年が財政出動を軸にした経済建て直しの「第1ラウンド」だとすれば、政治的対立を背景にして、財政再建と景気拡大の両立を目指さなくてははいけなくなった時期、2011年から現在に至るまでが「第2ラウンド」と言えよう。日本を含めて欧州も米国も財政赤字が拡大した状態が、危機が去った後で続いているという特徴がある。

「第2ラウンド」における苦悩は、財政出動ができなくなっていることである。財政出動だけでは持続的な景気回復が得られずに、政府債務が増嵩したのは、前掲のグラフで示した通りである。目先の米国経済が、財政の崖の対応に逡巡している背後には、政府債務の膨張によって、もはや財政出動には限界があるという問題意識がある。難しいのは、たとえ財政赤字を増やすことになっても、財政要因で生じる段差をできる限り少なくして景気への悪影響を最小化しなくては、再び財政悪化にネガティブ・フィードバックが起りかねないというジレンマである。

こうした方針転換は、欧州でも多かれ少なかれ同様である。ギリシャ問題は、2009年5月のギリシャの政権交代を発端とし、財政赤字額の修正を余儀なくされて、南欧諸国の財政再建が大きく問題視された。IM

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

F支援に追い込まれる状態が、2010年5月のギリシャ、2010年12月のアイルランド、2011年5月のポルトガル、と連鎖的に起こっている。銀行問題に苦しむスペインは、財政全体の支援を受け入れるかどうかに関わらず問題が発展し、もしかするとイタリアにも火種が残る。欧州もまた財政再建と経済成長の両立を目指さなくては行けない立場に追い込まれている。やはり、2011年辺りから局面が変わり、「第2ラウンド」へと移行している。

政治対立の図式

大きな経済ショックが起こった後に政権交代が起こったことは、偶然ではないだろう。日本では、1993年8月に細川護熙政権ができた。鳩山政権は2009年9月に成立した。景気悪化による不満が、与党政権への求心力を低下させ、与党批判のエネルギーが次の選挙で野党を勝利させたと理解できる。欧州をみても、リーマンショック前のリーダーは、ドイツのメルケル首相以外はほとんど残っていない。

政治環境が変化する問題点は、従来の政策がひっくり返されることで起こる混乱である。例えば、財政政策で言えば、積極財政から緊縮財政へと数年おきに方針が変わり、結局、いつまで経っても財政再建が成功しないことである。欧米で、2008・09年の「ケインズ政策の復権」から、2011年以降は「ソブリン・リスク」への配慮に転換した背景には、政治の作用も小さくはない。

これまでの日本の教訓として、財政政策が首尾一貫せず、数年置きに右左に揺れたことが財政再建を成功させなかったという遠因にもなっている。90年代からの事例では、財政緊縮→財政拡張→財政緊縮への移行は、橋本龍太郎政権から小渕恵三政権へ、そして小泉純一郎政権へと渡ったことが思い出される。特に、経済危機が起こると、財政政策だけでは構造問題を解消しきれないという教訓が吹き飛んで、それまでの財政緊縮の反動として一気呵成の財政拡張が起こる。財政再建が成功しないことは、こうした政治サイクルの存在を抜きにしては考えられないだろう。

ところで、財政政策のスタンスが、当初の景気拡大の目的から離れてしまう理由は、どこにあるのだろうか。筆者は、社会心理が「税金の無駄遣い」、「血税の無断利用」に厳しい目を向けられることがあると考える。「税金の無駄遣い」という批判は、国民の反発を生みやすい。日本では、1995年の住専問題で金融システム対策に公的資金が投じられたことで政治的に強烈なアレルギーが生じた。米国でも、金融機関救済に税金が使われて、それが経済格差を温存するようなイメージがつけられた。そうした気運が、ティーパーティー運動の隆盛につながり、オバマ大統領の医療保険制度改革への批判にもなった。政党の対立が伯仲すると、政党行動が政権奪取に重きを置かれやすくなり、こうした近視眼的なポピュリズムに便乗することが容易に起こってしまう。極端なポピュリズムの欠点は、過激な政策提言が掲げられ、仮にその政策が実行されて失敗に終わったとしても、無残な結果への責任が取られないことである。米国債がAAA格を失ったことはそうした象徴的事例である。政策決定の責任論が曖昧になりがちなのは、「みんなが騒いだから実行したに過ぎない」という付和雷同の心理が働きやすいという理由もあろう。こうしたスタンスは、本来、保守・リベラル政党が依拠している理念と乖離したものだ。

翻って、現在のわが国で渦中にある特例公債法も、経済問題が政治対立に巻き込まれている好ましからざる事例である。本来は、国民生活にかく乱が起こすことを財政運営を材料にするのは慎むべきなのに、政治的な優先順位の中ではそうした認識がいつの間にか薄らいでしまう。こうした傾向は、税金の使い道を国民が気にしないくらいに景気情勢が良くなならないと解消されないの、景気停滞が続く限りは、政府の財政運営は国民批判を気にしながら行われることになる。

同じようにみえて、やや異なっているのは、欧州の財政問題である。そこでは国内問題でなく、域内問

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

題として国家の利害対立が表面化している特徴がある。統一通貨ユーロの下で、ドイツは域内市場拡大、ユーロ安の恩恵を受けるが、資金流出で財政難にあえぐギリシャ、スペインなどの南欧諸国を救済する代償を支払わなくてはならない。南欧諸国の財政再建については、国際協調による管理が効いているので、景気局面が変わって財政拡張に転じるというかたちでの反動は表れにくいと考えられる。むしろ、問題は支援する側の機軸であるドイツが我慢できるかという協調体制の乱れである。ドイツにとっては、域内景気が良かった時期には気にならなかった「税金の無駄遣い」への反発が、景気情勢が悪化した現在、南欧諸国の財政再建が進捗しないことへのいらだちに変換されている。南欧諸国の財政管理が頓挫するとき、金融市場では通貨体制が揺らぐという別のハードランディング・シナリオへと展開するだろう。

孤軍奮闘を迫られる金融政策

日本で起こったことが、欧米でも再現されていると言えるのは金融政策である。財政出動への反対が強まると、自ずと金融政策への要請が強まる。また、政府債務の膨張を抑えることを念頭に長期金利低下を促すことが要請されることも、金融緩和の背景となっている。

FRBは、量的緩和策を、QE1として2009年3月～2010年3月に実施、次いでQE2を2010年11月～2011年6月に実施、そしてQE3を2012年9月から開始している。FRBは、オバマ政権が財政拡大から財政抑制へと方向転換を余儀なくされた後でも、しんがり役として景気刺激に止まらなくてははいけなかった。QE3に関しては、株価上昇を通じた効果を大きく期待する人もいたが、持続的な影響力を懐疑的にみる人も少なくない。筆者は、QE3の効果で十分な景気拡大が得られるとは考えておらず、日銀がそうであったように、時間が経てば刺激効果は著しく乏しくなると予想する。これは、FRBが何もしなくてよいという議論ではなく、何をやっても大きくは期待できず、景気対策を金融政策だけに依存する態度は誤りだという見解である。

日本の場合、2000年と2006年にゼロ金利を解除する試みを行ったが、成功せずに再びゼロ金利に戻っている。さらに、1990年代の日本では、日銀がインフレを人為的に作れば、それでバランスシート調整を一挙解決できるという幻想が経済論壇を賑わした。FRBのバーナンキ議長は日本の経験に学んで、低金利政策を解除することには慎重であり、調整インフレを起こそうという誘惑にもなびいていない。しかし、今後、財政政策が動けない中で、FRBへの無理な要求が浴びせられ、金融緩和が足りないという批判が出ないとは限らない。

一方、金融政策が壁に直面しているのは欧州である。ECBは、ESMと歩調を合わせて、南欧諸国の財政再建を進捗させることを条件にして、3年以下の国債購入を認める方針を明らかにしている。南欧諸国の資金繰り不安に対して、遂に中央銀行までは協力する格好になったことは、一歩間違えば財政ファイナンスになる。南欧諸国が課されたコンディショナリティの履行という条件がなし崩しになるリスクと、中央銀行の国債購入は隣り合わせのリスクを背負い込んでいる。

第3ラウンドとしての人口減少

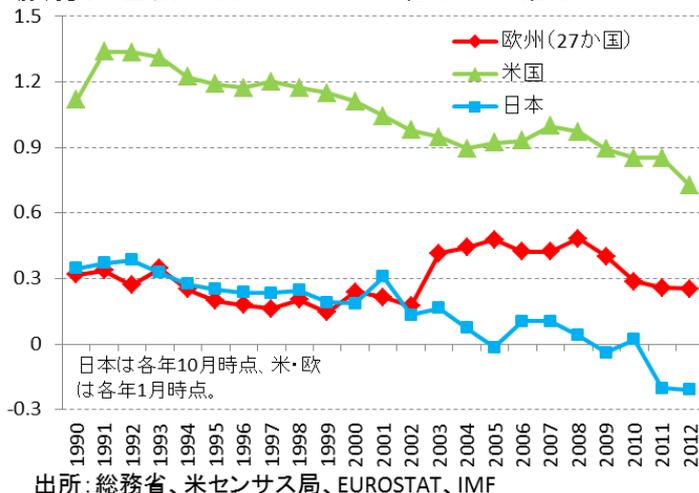
日本経済の場合、財政政策が余力を失い、金融政策も戦線が延び切った後で、デフレ経済が長期化した。景気回復が十分に図られない中で、90年代後半に人口減少という成長への下押し圧力が加わって、長期停滞を構造的に抜け出せなくなった。後から追い駆けてくる人口減少圧力に飲み込まれて、低成長状態が固定化してしまった。

日本だけではなく、欧州も米国も人口の伸び率は趨勢的に鈍化している（図表4）。欧州では、リーマンショック前の2000年代半に、一時的に人口が増加している。これは、域外からの移民の流入によってもの

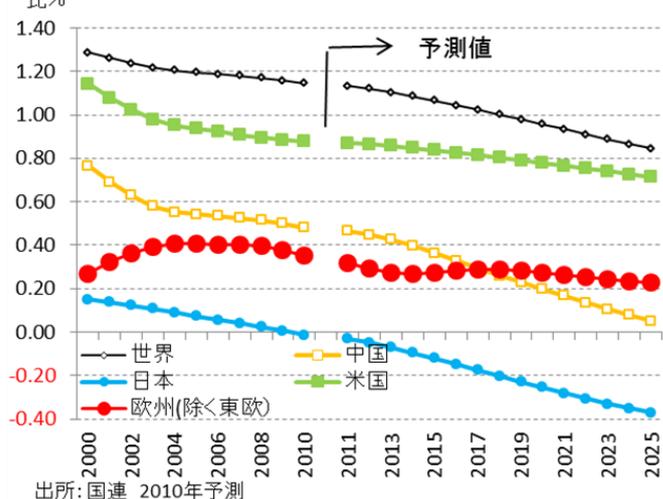
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

で、リーマンショック後はそうした寄与が剥落して、人口の伸び率は低下している。こうした人口動態の変化は、欧米を含めてアジア経済にも、近い将来、それらの地域の経済成長の下押し圧力へつながることが心配される。国連の人口推計では、総じて人口減少圧力が高まるような見通しが示されている（図表5）。現在、人口減少の最先端を走っている日本、ドイツ、ロシアのほかに、将来はイタリア、ポルトガル、中国も人口減少社会に移行する見通しである。フランス、イギリス、米国も人口増加率は鈍化していき、世界の人口増加率も平均で前年比1%を割り込んで鈍化していく見通しである。

前年比% (図表3) 日米欧の人口増減率の推移



前年比% (図表4) 主要国・地域の人口増減率の予測

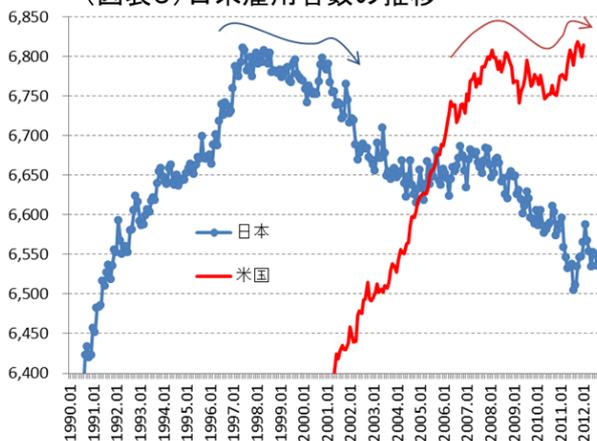


人口動態の変化は、単に労働投入量の増加が勢いを失うだけではなく、社会保障費の重みとして財政運営の柔軟性を一段と奪っていくことが予想される。日本の事例でも、90年代バブルの崩壊後は、巨額の景気刺激策を数年おきに打ち出したことが政府債務の膨張を作ったが、この10年間にはむしろ重い社会保障関係費によって財政運営が身動きできなくなっている側面が強まっている。

リーマンショックの後遺症に苦しんでいる欧州や米国は、本格的な人口減少が、財政負担や経済成長の重石として存在感を増す手前で、ある程度の安定成長を取り戻しておく必要がある。日本の教訓は、経済が正常化する前に人口減少社会に迫り着かれてしまえば、政策的にも手詰まりになってどうしようもなくなることだ。その前で手を打っておかなくてはならないという反面教師の経験と言える。

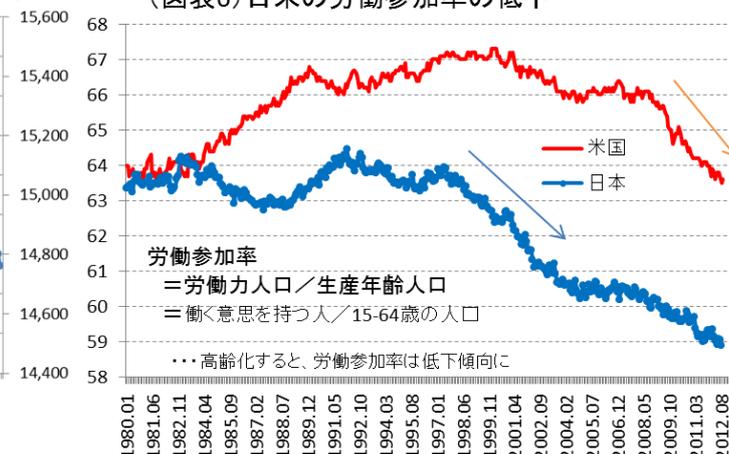
なお、米国の雇用情勢をみていると、すでに人口動態の変化の影響が表れている印象がある。毎月初の雇用統計では、前月比の非農業部門雇用者数が増えにくくなっている（図表5）。一時は、+20万人以上のペースで伸びていても、最近ではせいぜい+10万人前後までしか増えない。

万人 (図表5) 日米雇用者数の推移



出所: 総務省、米労働省

万人 % (図表6) 日米の労働参加率の低下



出所: 総務省、米労働省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ここには、年長者になっていくベビーブーマーの非労働力化がある。非労働力化とは、求職活動をしなくてもなかなか職が得られないので、求職活動を手控えてしまい、労働力人口に数えられなくなった人を指す。1946～1964年生まれのベビーブーマーは、年齢が48～66歳へと年長化して、労働市場から退出することが多くなっているようだ。生産年齢人口の中から非労働力人口に転じる人が増えることは、労働参加率の低下として捉えられる（図表6）。日本では、1990年代後半に団塊世代が年長化する中で、労働参加率が急激に低下したことがある。これは、人口高齢化が、景気悪化と相まって、労働参加率を低下させたことが作用しているのだろう。最近の米国でも、労働参加率が急低下していることは、日本と同じことが起こっている兆候かもしれない（図表7）。

日本化に歯止めをかけるために

日本化の教訓は、マクロ経済政策だけに頼って、延々と時間を費やしていると、成長できない構造が固定化してしまうことである。問題視されるのは、バブル崩壊という大きな経済ショックの後に、次なる経済成長のための体制づくりに成功しなかったことであろう。この点は、通説というよりも筆者の見解である。

歴史を振り返ると、英国病やオランダ病という長期停滞に陥った事例があった。英国病は、1960・70年代に経済停滞が進む中で、左派政権が社会保障拡充や産業保護のための国有化を行ったことにより、国際競争力が低下した経験である。労働運動は過激になり、政府は極端な累進所得税を敷き、勤労意欲を失わせた。国際競争力を弱ったところに2度の石油危機が見舞って、経済停滞を抜け出しにくくなった。現在では、英国病よりも、新自由主義的な政策運営で構造問題を治療したサッチャー政権や、市場経済の利点を熟知して周到に政権交代を果たした労働党のブレア政権の方が、有名になっている。金融市場のグローバル化を果たして活性化を果たしたロンドン市場のエピソードは、金融ビッグバンとして15年前に日本に輸入済みである。

また、オランダ病は、1970年代後半から80年代前半に起こったオランダの経済停滞である。天然ガスの産出されるオランダでは、石油危機後の価格高騰で輸出額が増加して、為替レートが極端な割高になる。それによって産業の国際競争力が低下する。資源国でしばしば聞かれる「資源の呪い（Resource Curse）」の現象である。競争力低下によって失業率は上昇し、高齢者向けの社会保障も大幅に拡充した。オランダが有名なのは、1982年にワッセナー合意であり、労働団体と政府が高すぎる賃金水準を削る代わりに、ワークシェアリングを通じた雇用確保に合意したことである。オランダも、その後、長期経済停滞から抜け出している。今は当時の成功談が「オランダの奇跡」と呼ばれて賞賛されている。

重すぎる社会保障負担と各種制度の既得権益化、超円高による競争力低下、正社員と非正規に分かれて柔軟性を欠いた労働市場、など、現在の日本経済は、あちらこちらが英国病やオランダ病と似通っている。日本化に苦しむ日本が学ぶべきは、ひたすらにマクロ安定化政策に依存する発想から距離を置き、産業の競争力強化のための制度改正、構造調整を進めることが必要だろう。これまでの構造調整の中では、デフレを助長する見直しと、生産性を上昇させるための見直しのうち、デフレ型改革に流されることが多かったようにも思える。今後は、構造調整の中身を吟味しながら生産性上昇に資する見直しを選択していく必要がある。

おそらく、米国も欧州では、長期停滞の圧力が強まるとともに、将来的にはそうした構造問題を視野に入れた形での政策調整を進めていくと考えられる。その場合のテーマは人口高齢化・人口減少の下での競争力強化になるだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。