

# BBLセミナー コメント資料

2015年9月30日

「アベノミクスの光と影」

深尾 光洋

※資料からの引用は不可

資料からの引用は不可

「アベノミクスの光と影」  
経済産業研究所講演資料

2015年9月30日

経済産業研究所プログラムディレクター

慶応義塾大学商学部教授

深尾光洋

## 1. 安倍政権の経済政策の考え方

○三本の矢、『大胆な金融政策』『機動的な財政政策』『成長戦略』

○巨額の財政赤字と政府債務の累増を考えると財政再建が早急に必要。

○そのためには消費税などの増税と歳出削減が必要だが、景気が悪化してしまうと財政はむしろ悪化してしまう可能性がある。

○財政再建の定石としては、金融緩和による景気刺激と財政の引き締めを組み合わせ。

⇒しかし名目金利の引き下げがゼロ金利制約で不可能に近い

⇒金融緩和による景気刺激には、インフレ率引き上げによる実質金利引き下げが必要

○日銀は2%のインフレ目標を設定し、それを強力な金融緩和で実現する。

○財政面では消費税の引き上げができる環境を整備するために、短期的には景気刺激的な予算を作成する。

○長期的な財政バランス改善のために、構造的な成長率引き上げを行う。

⇒これについては、過去の政権で何度も提案されては棚晒しになってきた経緯。

## 2. 安倍政権の経済政策の評価（1）：金融政策

### 物価上昇率目標の採用

安倍氏は当初「3%のインフレ目標を従来とは格段に違う金融緩和で実現する」と表明  
アナウンスメント効果で日銀の緩和実施前から株高と円安が実現  
その後物価上昇目標値を2%に下方修正。

量的緩和に積極的な黒田総裁を任命し、国債を中心とした大量の買いオペを実施  
2年間で日銀の国債等の保有とマネタリーベース（銀行券と民間金融機関の  
当座預金の合計額）を2倍に増加させ、平均満期も2倍に伸ばす  
=>分かりやすい金融政策運営で、アナウンスメント効果を最大限生かした

### 金融政策の手段

日銀の「金融緩和政策」は「ヘリコプター・マネー政策」ではない  
金融政策は等価交換により実施される。日銀は銀行券（ないしはそれと等価の  
日銀預金）と国債、REIT等を等価交換する  
日銀が大量の国債を買い切ることで、低い長期金利をさらに押し下げた  
米国を上回る量的緩和を実施することで、円安誘導に成功

### 3. 安倍政権の経済政策の評価（2）：日銀の量的・質的緩和の効果

○2013年4月4日に発表された量的・質的緩和政策による長期国債の買い入れ額は、2012年末から2014年末までの2年間で、約100兆円（注：日本銀行、「量的・質的緩和の実施について」、2013年4月4日）。

○この買い入れ額は、日本政府が同じ2年間に発生させると予想される財政赤字を上回る金額であり、財政赤字継続にもかかわらず民間が保有する国債を買い上げる形になる。また、買入対象となる国債も従来の満期3年以下から、満期40年ものまでの全てとなる。この買いオペは、長期金利を低く維持する効果がある。

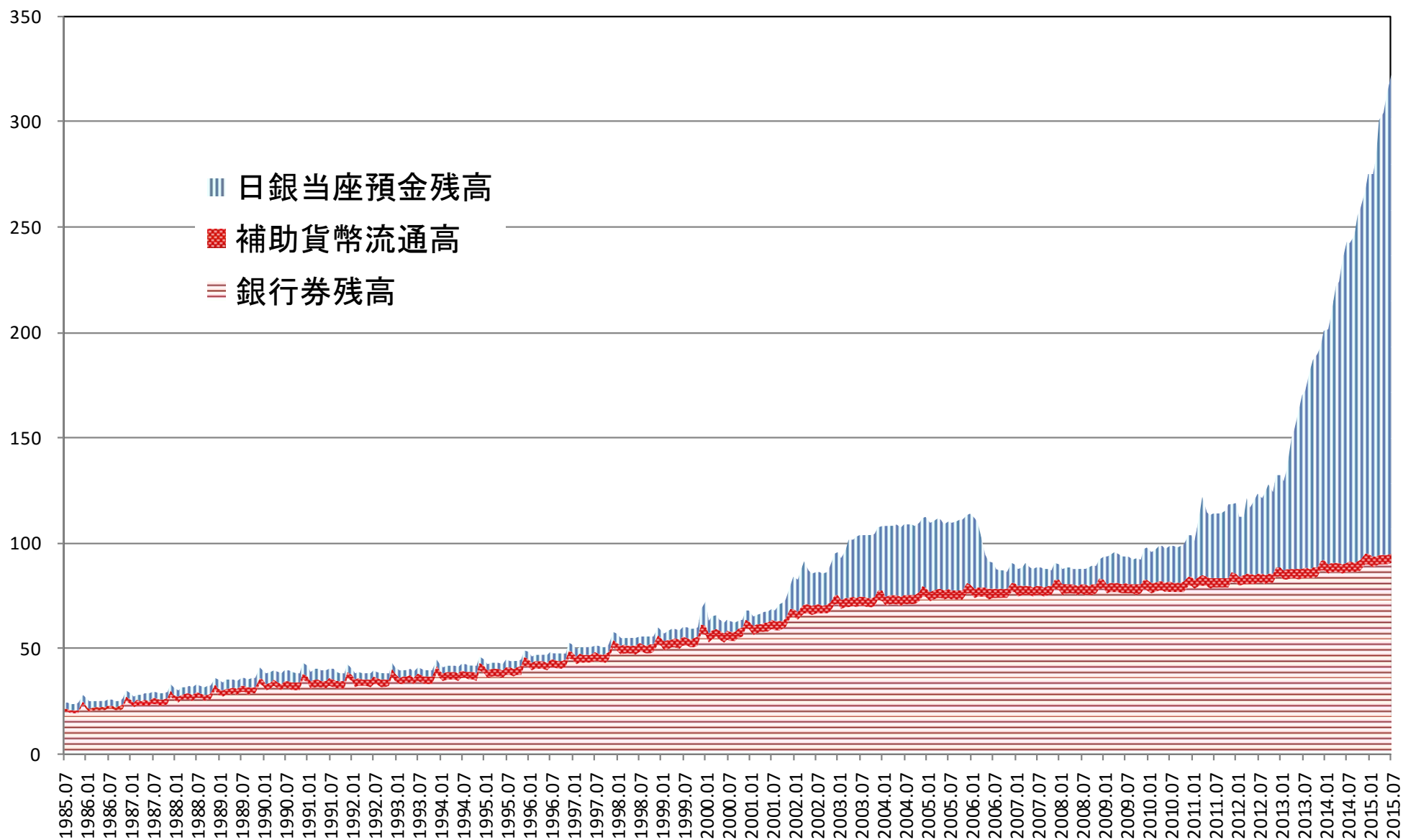
○相対的に高めの金利であった長期国債を日銀が買い入れ、その代わりに補完当座預金制度により金利0.1%が付されている日銀当座預金を同じ金額供給することにより、民間金融機関は平均運用利回りの低下に直面することになる。これは、民間金融機関に対して貸出を拡大するインセンティブになる。

○欧米の投資ファンドでは、中央銀行のバランスシートの拡大率（金融緩和姿勢の代理変数）を材料にして為替相場の動向を占うことが流行っていたので、今回の日銀の政策で日銀のバランスシートの拡大率が連銀やECBよりも高くなったことは円安に寄与した。

○2014年10月23日には、量的・質的緩和の拡大を発表。2015年10月に予定されていた消費税再引き上げの援護射撃とみられたが、安倍政権は増税の1年半先延ばしを決定。

## 4. マネタリーベースの動向（兆円）

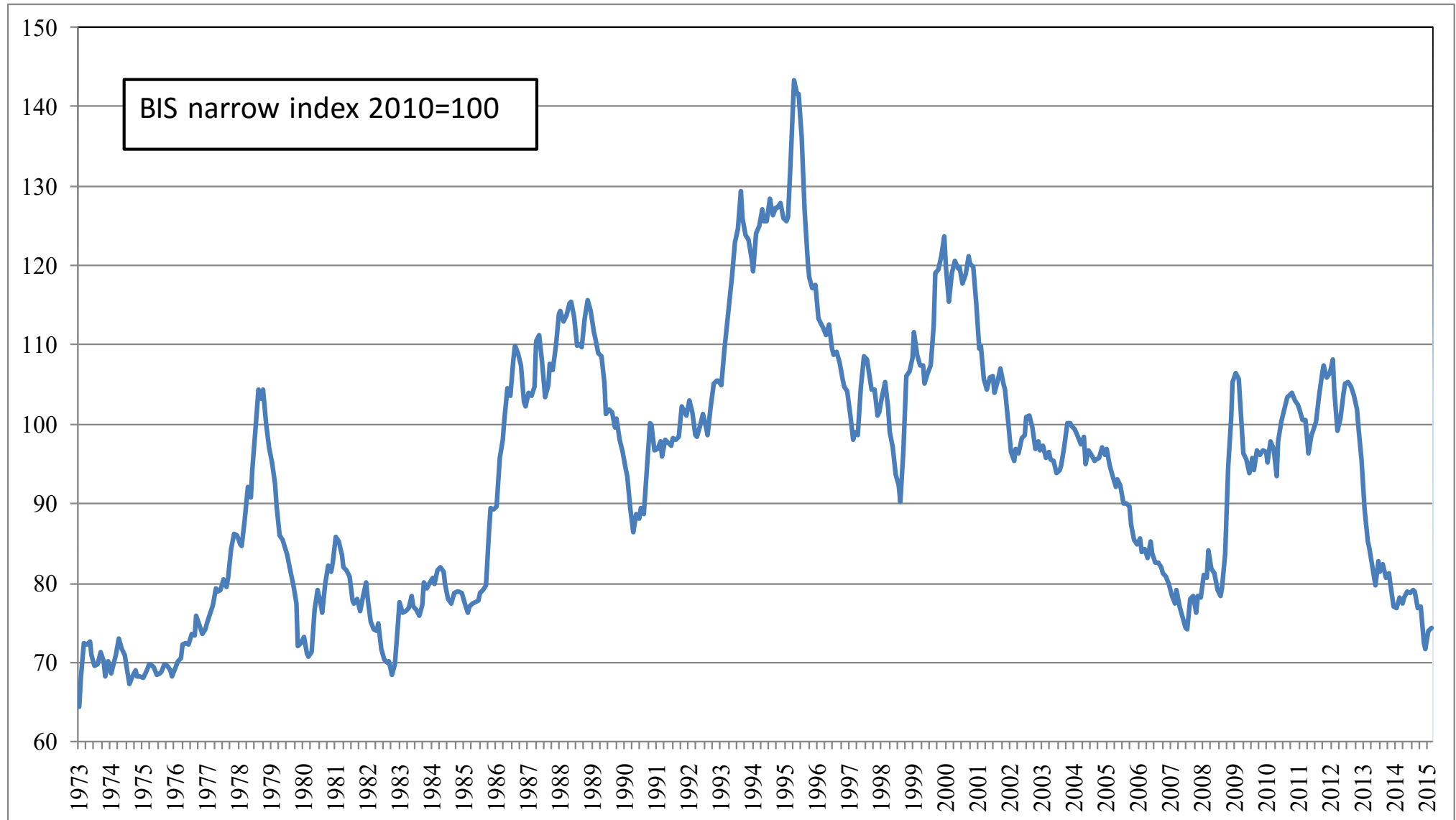
日銀による買いオペで、民間金融機関が保有する日銀当座預金が急増



## 5. 安倍政権の経済政策の評価（3）：円安誘導は発表のタイミングも良く成功

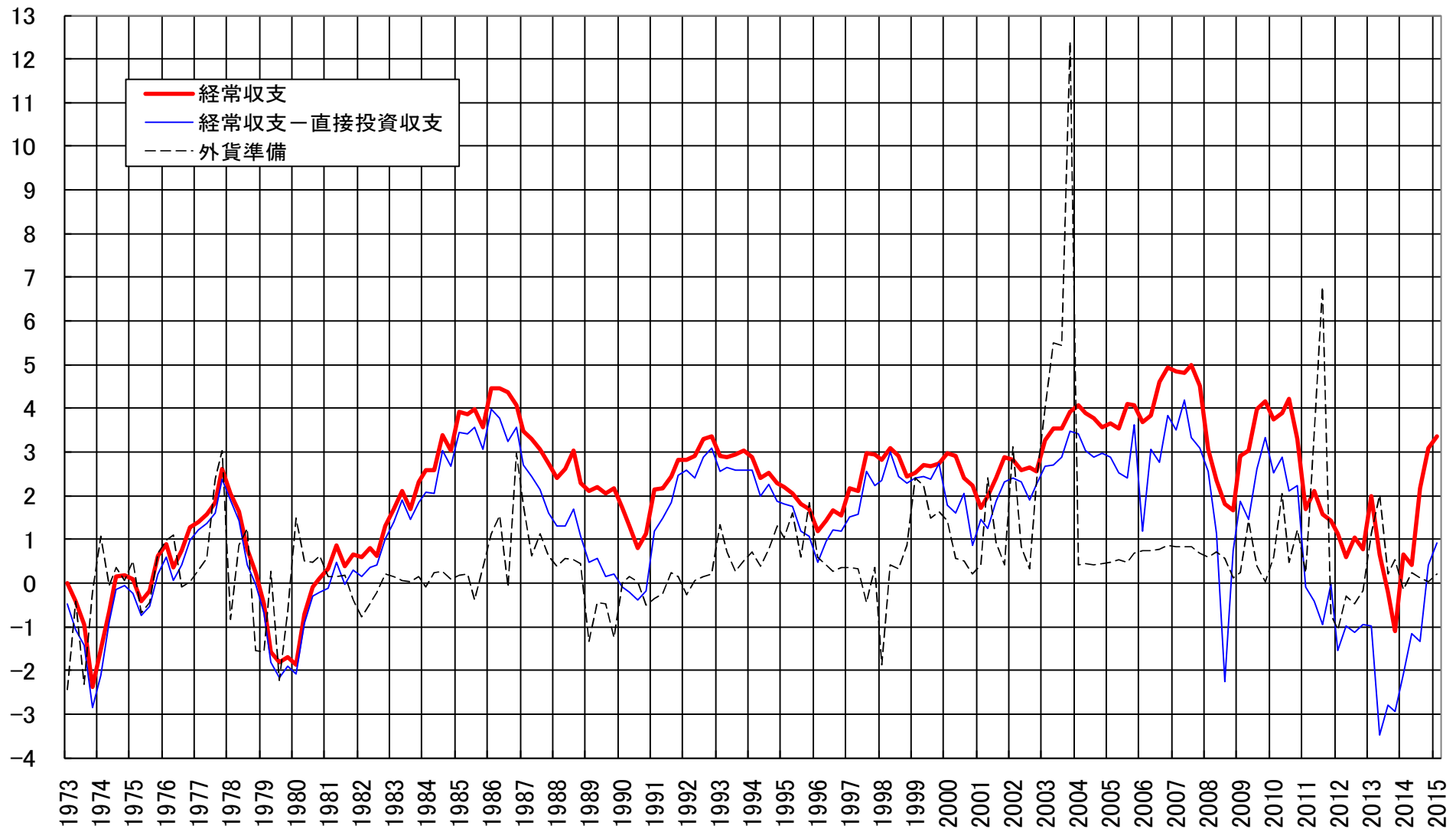
2008 年末からの円高は、金融危機による欧米諸国のゼロ金利・量的緩和導入が原因。

2012 年末からの円安は、安倍新政権によるアナウンスメント効果や経常収支悪化が重要



## 6. 円高是正の背景には、原発停止などによる日本の国際収支悪化も重要

国際収支のGDP比率(%)

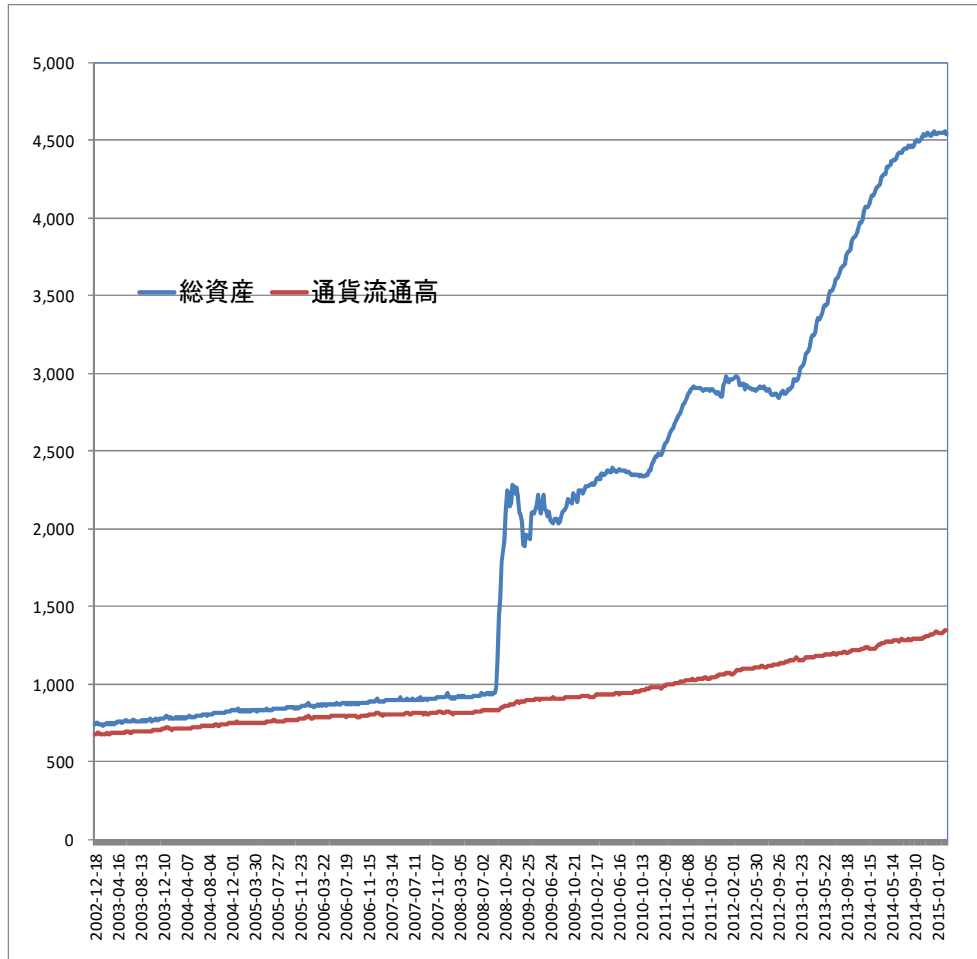


○日本企業の海外企業買収ブームによる対外直接投資の拡大も円安に寄与した。なお、2014 年後半からは、輸入品価格の低下により、経常収支黒字が拡大している。

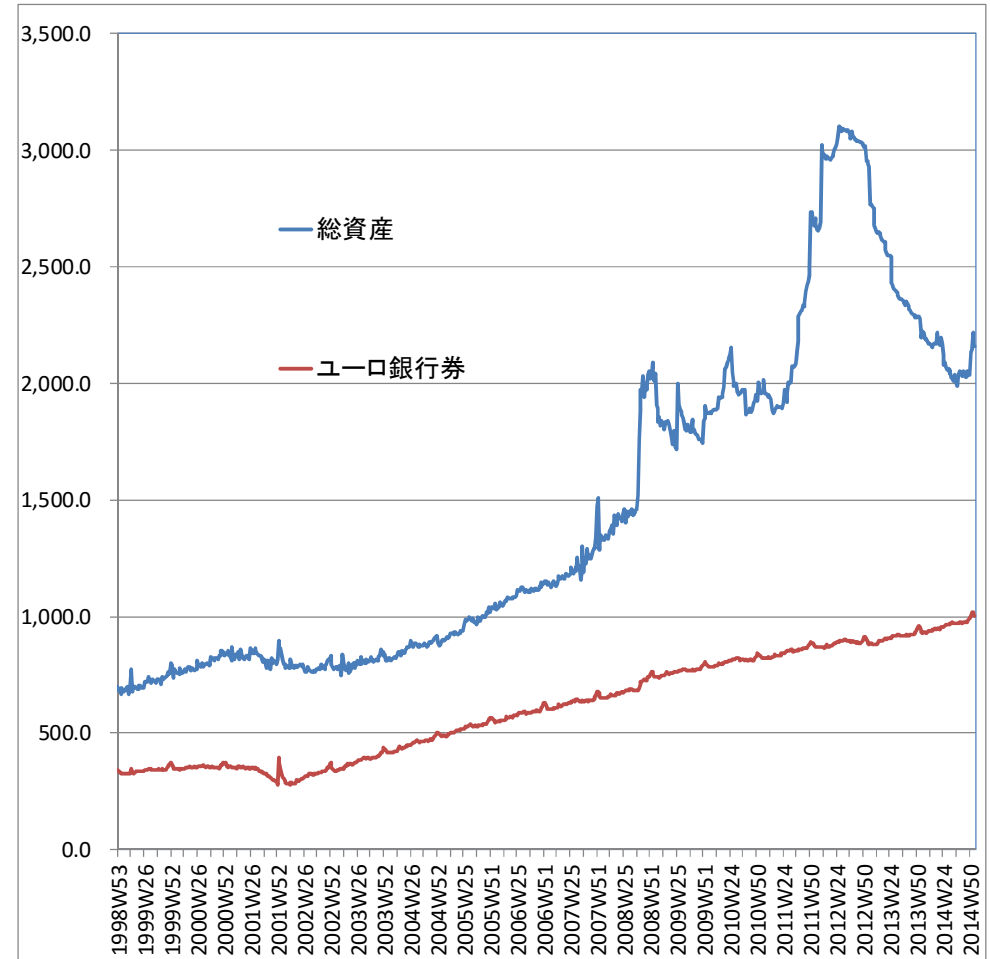


## 7. 日銀が量的緩和を強化する中で欧米の金融緩和が弱まったのも円安に寄与した

米国連銀(中央銀行)の銀行券と総資産の推移(単位:10億ドル)



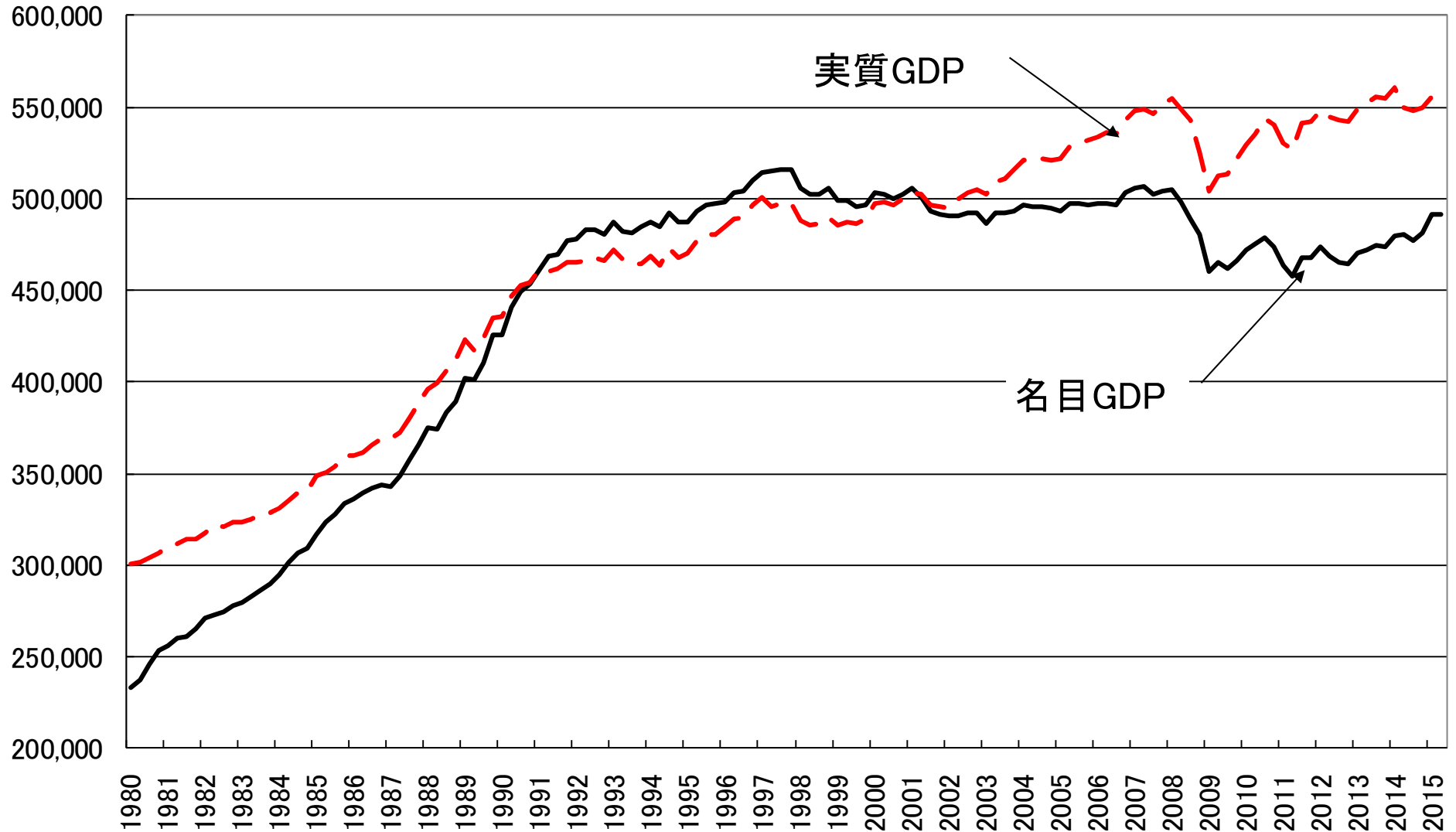
欧州中央銀行の総資産・銀行券の推移(単位:10億ユーロ)



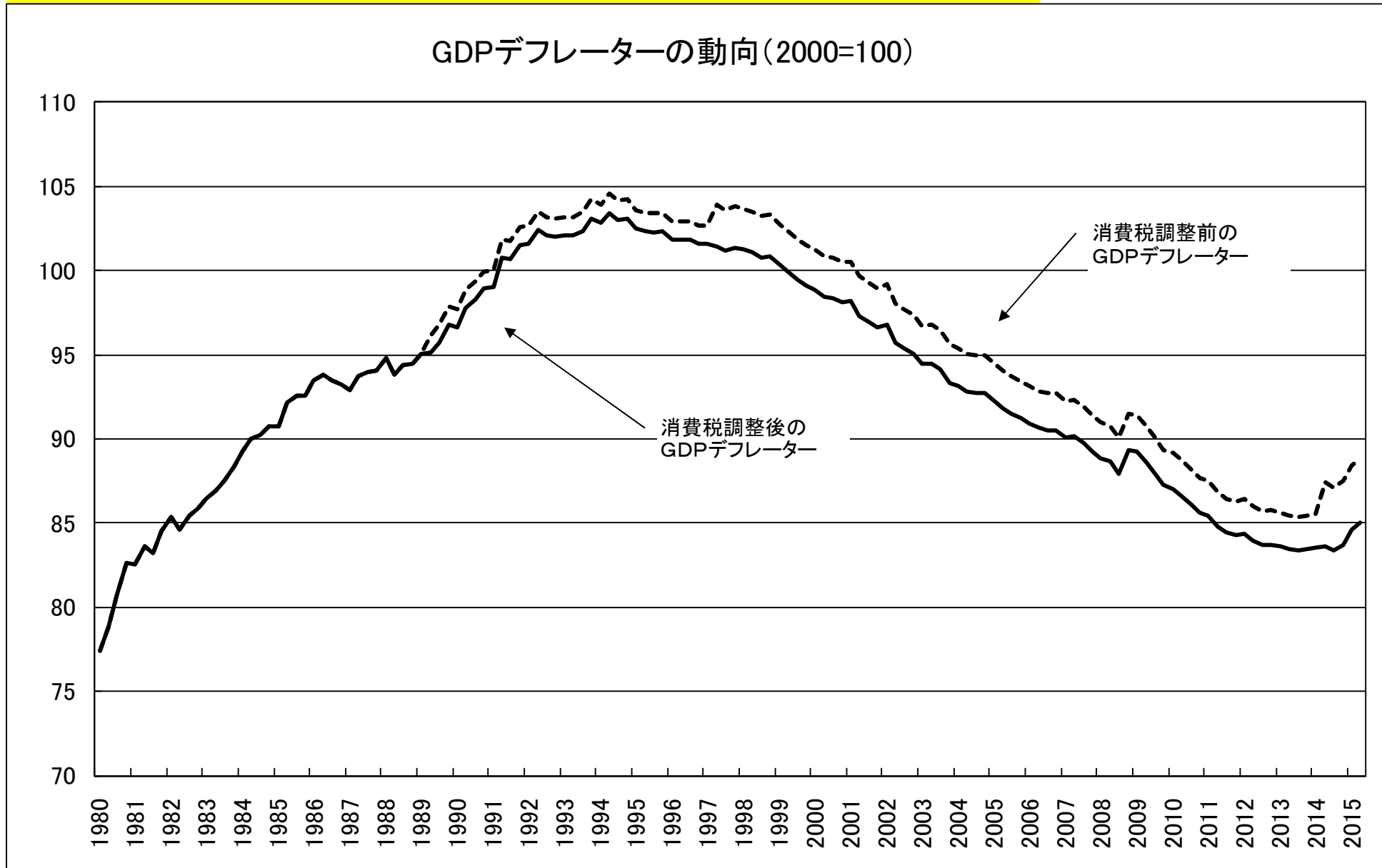
## 8. 実質 GDP もリーマンショック前の水準にまで回復

### 日本の名目GDPと実質GDPの推移

2000年基準、10億円



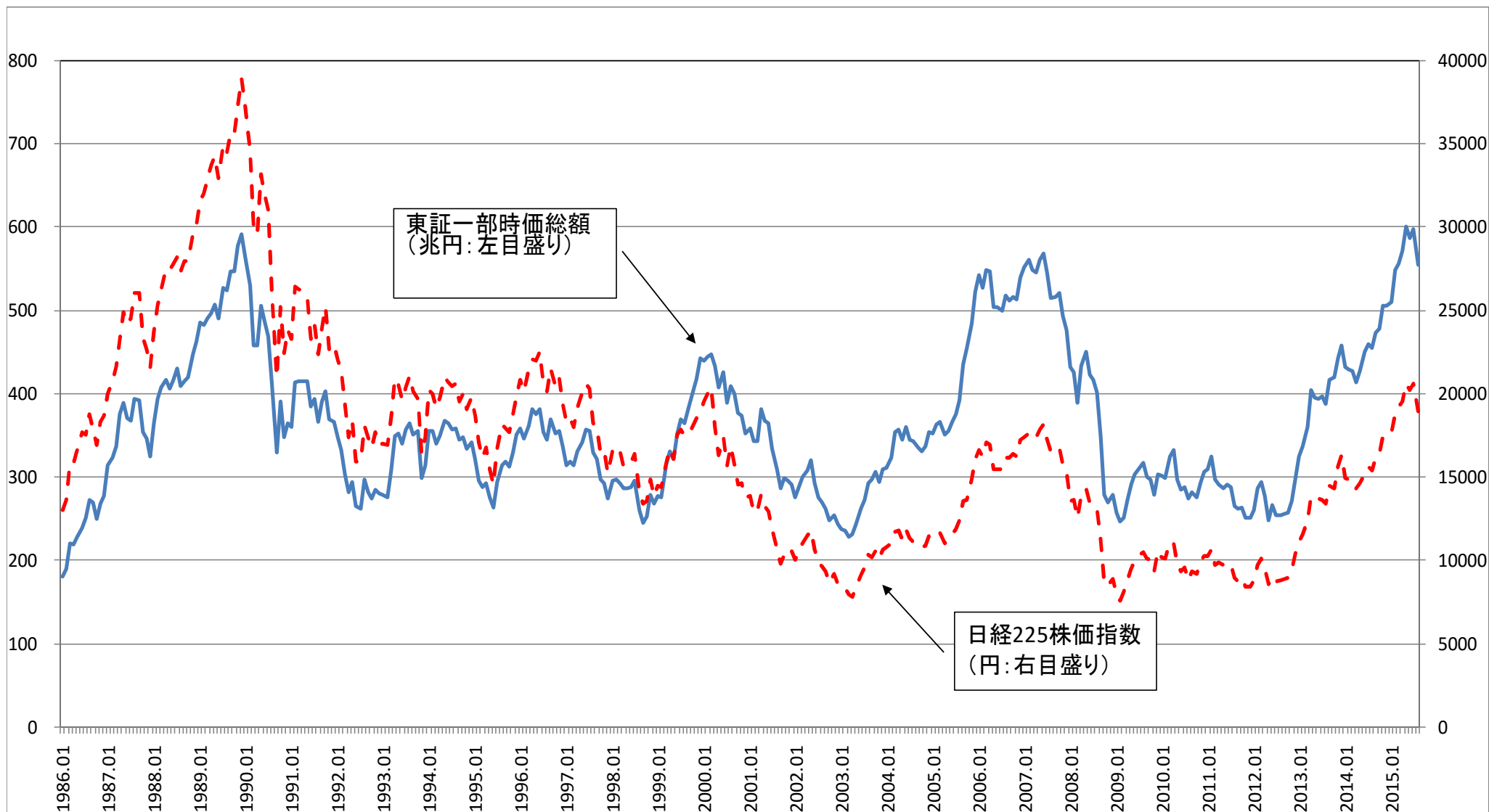
## 9. 円安による景気回復で GDP デフレーターも下げ止まりつつある



○消費者物価の伸びは低いですが、輸入品価格の低下がデフレーターを一時的に押し上げている。輸入品以外のデフレーターは下げ止まりつつあり、消費者物価も1%程度の上昇率が維持できる可能性が高い。

# 10. 株価もかなり高い水準にまで回復

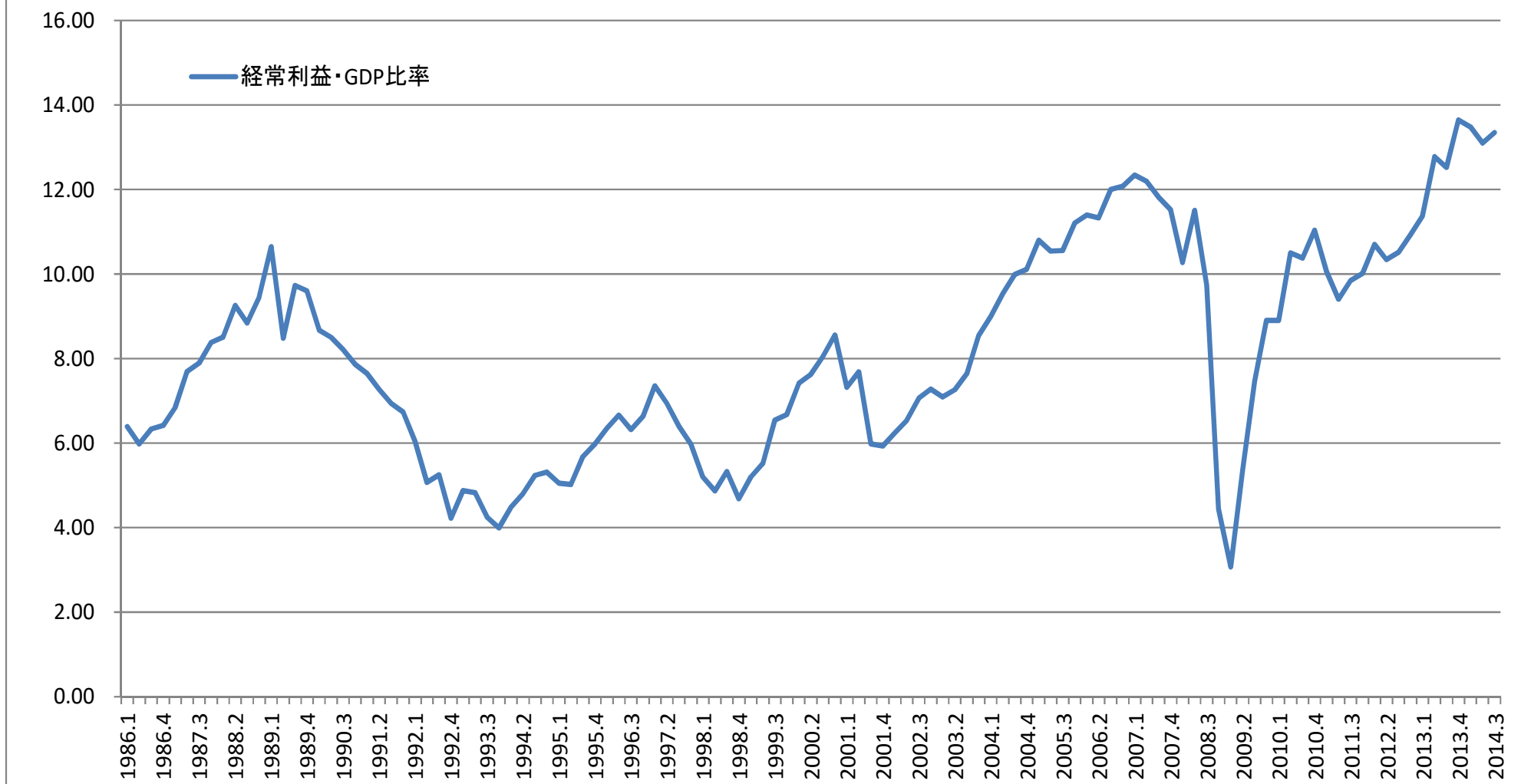
東証一部時価総額と日経225株価指数(1991年1月~2015年8月,月末値)



○日経平均にはやや下方トレンドがあるので長期比較には時価総額の方が無難。

## 1 1. 企業収益の GDP 比率はバブル期を大幅に上回って非常に好調

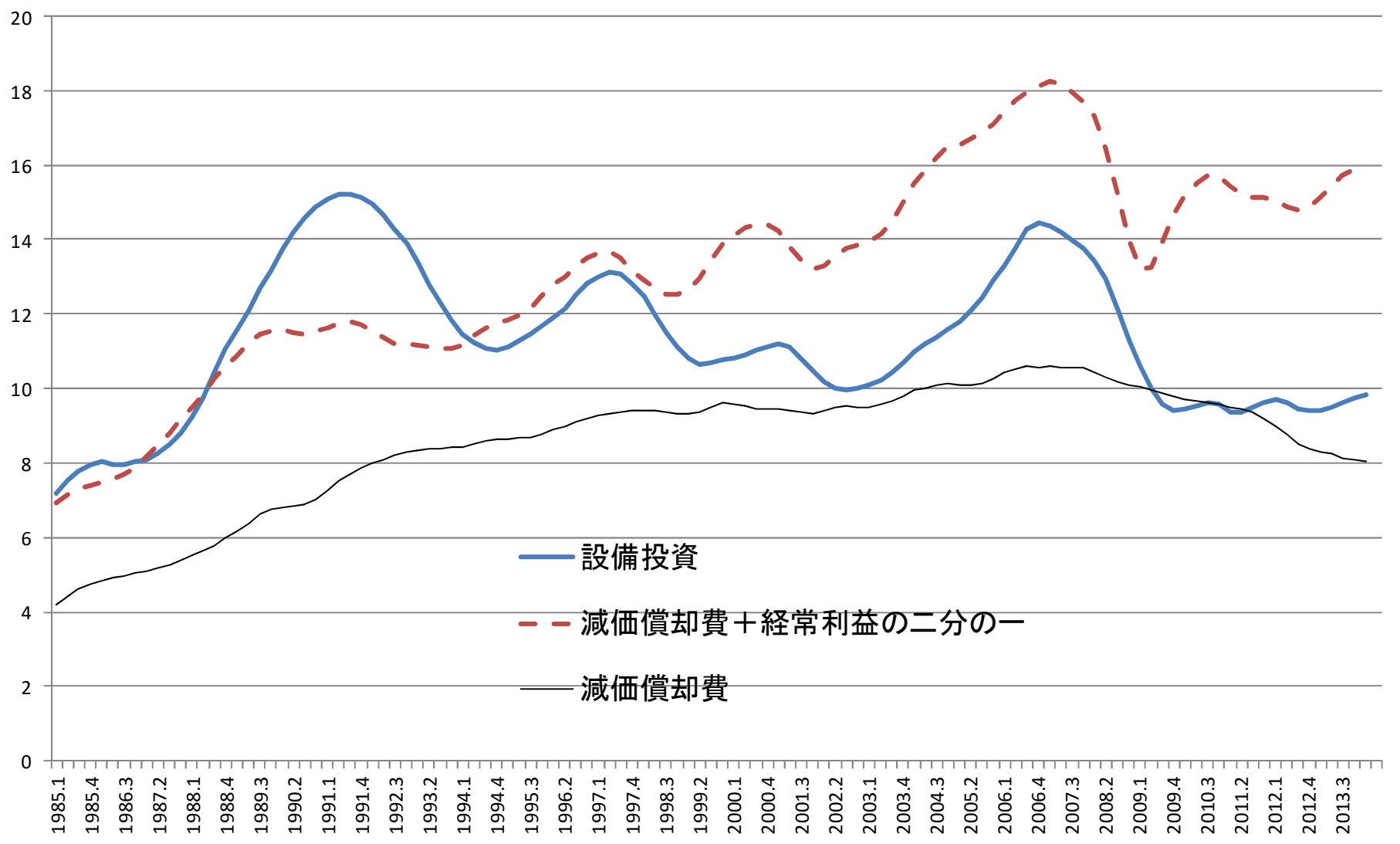
### 経常利益・GDP比率



出所：法人企業統計季報、季節調整済み、金融保険以外の全産業、経常利益の名目 GDP 比率

## 12. しかし設備投資の水準は内部資金を大幅に下回り伸びも低い

企業部門の設備投資と内部資金(兆円)



出所: 法人企業統計季報、中心化5期移動平均による簡易季節調整値

### 1 3. 日本経済のリスク要因はむしろ長期的な問題

(1) 消費税増税の1年半先延ばし (2015年10月→2017年4月)

短期的にはややプラス、長期的には財政赤字問題の深刻化

2017年春の景気が良い保証はない

(2) 労働力人口の減少による人手不足化

医療・介護労働者の不足が深刻化

現役世代の介護負担が増大し、生産性が低下するリスクも重要

(3) 金融緩和に過度に依存した経済政策

現状は日銀による実質的な国債引受

日銀の国債保有残高増加目標：年間80兆円 (2014年10月31日発表文)

日本政府 (中央政府、地方政府、社会保障基金) の2015年中の

赤字予想額：31兆円 (IMFの2015年4月見通し)

## 14. 消費税上げ先延ばしの評価（1）

### （1）長期的な観点からの判断

巨額の財政赤字を抱え、主要国で最悪の政府債務水準。

今後も、年金に加え医療・介護保険の負担が大幅に増加する可能性が高い。

日本政府に対する信任を維持するためには、消費税率の引き上げは不可欠。

### （2）景気局面からの判断

2014年4月の引き上げによる消費・住宅関連支出の反動減で景気は中だるみ状態。

しかし雇用環境が悪化するほどの景気停滞ではない。

日銀の強力な追加緩和により、株価、為替相場も景気にプラスに寄与していた。

#### 緩やかな回復が見込まれた

2015年10月の消費税率引き上げを決めておけば、2015年度前半には駆け込み支出が発生するので、景気回復を多少なりとも強めることが可能であった。



## 15. 消費税引き上げの是非に関する判断（2）

### （3）政府に対する信頼維持からの判断

株価も高水準で景気も底堅い状況において、消費税率引き上げを先延ばしすることは、内外の投資家に対して「日本政府は財政再建を遂行できない」という強い印象を与える。これは、株価の下落要因、将来の金利上昇要因になる。

⇒ 実際ムーディーズは12月に日本国債をAa3からA1に格下げした。

（S&Pの表記でAA-からA+）Baa2のイタリアに次ぐ低さ。

### （4）政治的判断

民主党政権の下で決めた政策を引き継いだ安倍政権にとって、野党である民主党が強く反対できない消費税の引き上げをそのまま実施することは、政治的なコスト面からも極めて有利。野田政権が使った大きな政治的資本を無駄に捨ててしまった。

○消費税引き上げの先延ばしは、長期的には大きなマイナスを生む可能性。

## 16. 成長戦略の強化が急務

○第三の矢である成長戦略にパワーが欠けていること。大胆な政策を打ち出すことによって、中期的な成長率の引き上げを実現すべき。

○日本の潜在成長率を規定する要因は二つ： 労働力人口の成長率と生産性の伸び率。

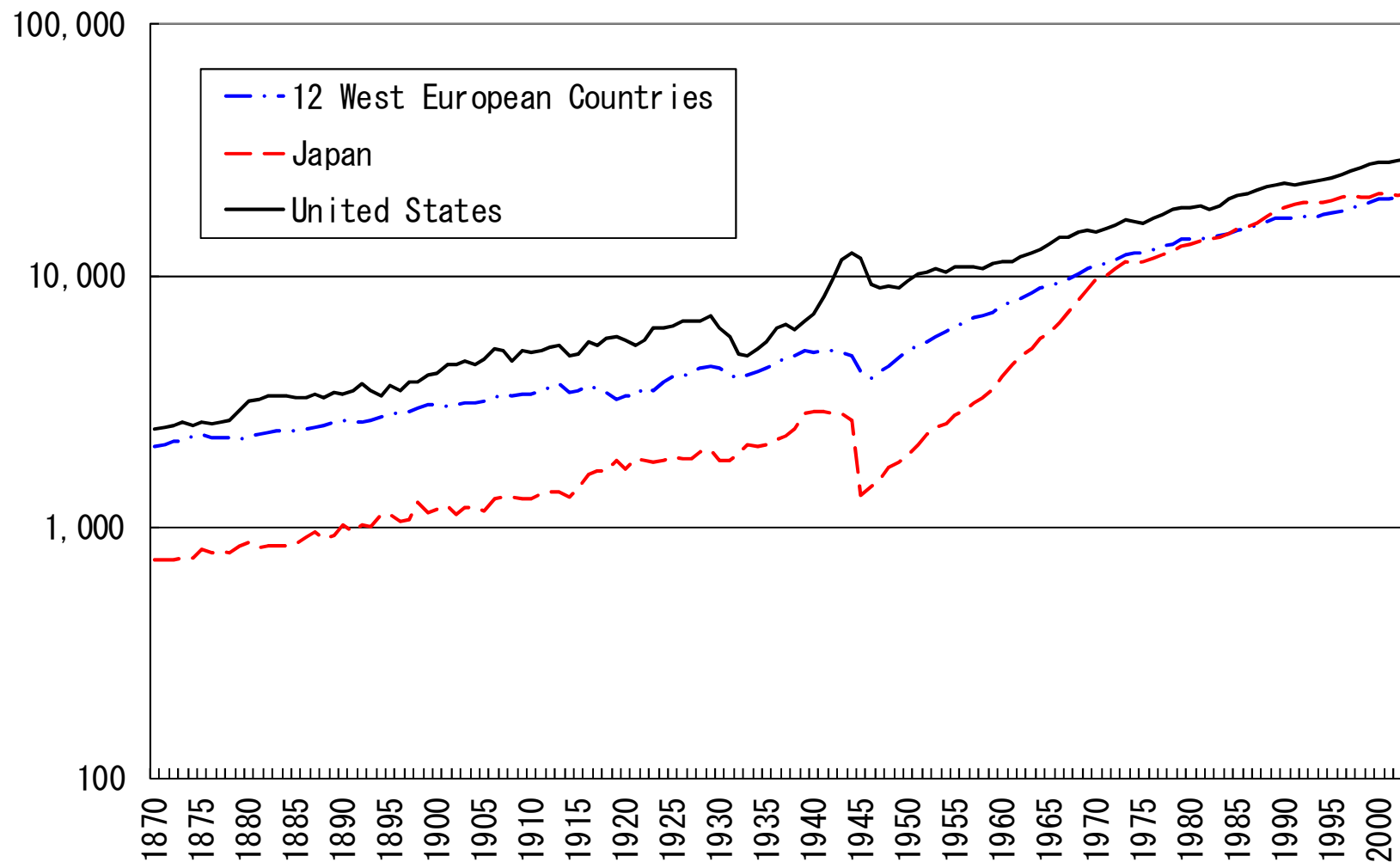
労働力人口の大宗を占める生産年齢人口（15歳以上65歳未満）は、今後20年間で年率1%弱減少し、累計で17%減少する（将来推計人口、中位推計、2012年1月）。

一人当たり所得が米国水準に近づいた先進諸国における生産性の伸び率は、概ね1.5%程度。

日本が欧米先進国から技術を導入することによる高成長は、1990年までにほぼ終了

## 17. 日本の先進諸国へのキャッチアップは1990年までにほぼ終了

### 一人当たりGDPの長期動向



Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD, Angus Maddison  
1990年価格(International Geary-Khamis dollars)

## 18. 人口が減少する日本の潜在成長率は0.5%程度

○米国の潜在成長率は2~2.5%と言われているが、人口の成長率がプラス1%寄与している。

○日本の潜在成長率は0.5%程度であり、女性や高齢者の雇用を促進するなどしても、せいぜい1%程度に引き上げるのがやっと。

	人口要因	生産性要因	潜在成長率	一人当たり GDP 成長率実績 (1994-2013 年平均)	
米国 :	1%	+	1.5%	= 2.5%	1.55%
日本 :	-1%	+	1.5%	= 0.5%	0.78%

○潜在成長率引き上げには、人口減少に対する強力な対策が必要

出生率の引き上げが基本だが、今すぐ引き上げが実現しても労働力になるのは約20年後。

成長戦略の柱として、移民政策を位置づける必要がある。

現在は、一時的に労働力を導入する政策にとどまっている。

## 19. 日本語能力を重視した移民政策の実施

○日本語能力の高い移民を積極的に受け入れることで、日本の経済社会に対するマイナスを最小限に抑えつつ、日本の潜在成長率を高めることが可能になる。

○具体的には、日本語能力試験一級レベル（N1 レベル）のバイリンガルの外国人に対して、5年程度の就労ビザを発給し、5年間平穩に就労した後は、永住権を与えるか帰化を認めてはどうか。

日本語能力試験：世界 64 カ国、206 都市で実施、毎年 60 万人前後が受験

○年間 6 万人程度の N1 レベル合格者があるが、こうした政策を打ち出せば合格者はかなり増加するため、当面年間 5 万人程度の良質の移民を受け入れられる可能性がある。将来はこれを 10 万人以上まで増加させてはどうか。

## 20. 移民受け入れ政策のプラスとマイナス

### プラス面

今後多くの人手を要する介護、医療の人材を確保できる

良質なアジア系人材を確保できれば日本をアジアのビジネス・金融センターに出来る

医療サービスの拠点化も可能になる

人材供給の見通しが明るくなれば、国内設備

投資にもプラス

海外の企業の日本進出の増加を見込める

良質な移民は納税者として自立していくので、財政改善にも寄与

移民第一世代の出生率は高めになる傾向があるため、少子化対策になる

人口の減少率を軽減できれば不動産価格にもプラス

アジア諸国との相互理解を深めることで地域紛争を防止できる

医療・介護分野におけるマンパワー必要量の推計(万人)

年度	2011	2015	2025
医師	29	30-31	32-34
看護職員	141	155-163	195-205
介護職員	140	165-173	232-244
医療その他職員	85	91-95	120-126
介護その他職員	66	79-83	125-131
合計	462	520-546	704-739

参考

	2011	2015	2025
15-64歳人口	8130	7682	7085

注：厚生労働省、「医療・介護にかかる長期推計」、2011年6月  
国立社会保障・人口問題研究所、「日本の将来人口推計」、中位推計、2012年  
将来人口は、各年の10月1日時点の推計値。

## 2 1. 移民受け入れ政策のプラスとマイナス

### マイナス面

地域社会への順応、教育、社会福祉システムへの負担が増加する可能性

欧州等ではイスラム教徒との文化摩擦が激化している

○マイナス面を最小限にとどめるためには日本語能力を重視した移民が最適。

両親の日本語能力が高ければ、子弟も日本の学校にスムーズに適応できる

カナダ、オーストラリアも移民受け入れにあたっては英語の能力を重視

○既に、わが国の最も伝統的な団体の「日本相撲協会」は、多数の外国人力士の導入により、その伝統を維持している。成功の大きな要因は徹底した日本語習得の重視。

○日本全体としても移民を早急に導入して、医療・介護のマンパワーを十分確保しないと、将来の高齢者に対する良質の介護、看護の供給は絶望的に困難になる。

○年配層が高額の貯蓄を維持している理由は、老後のケアに対する不安が大きいため。しかしマンパワーが不足すれば、介護・医療の総コストが高騰し、貯蓄の実質的な価値が大きく低下する可能性が高い。

## 2.2. 量的緩和強化の副作用：緩和終了時に金利上昇・日銀保有国債価格下落のリスク

量的緩和をやめるときに、金融市場に大きな衝撃を与える可能性

国債価格の暴落、金利上昇による影響

政府の利払い費急騰と変動型住宅ローンの支払額増加

住宅ローン債務者は金利キャップと支払キャップの区別を理解していない

日銀の金融調節力低下のリスク

日銀保有国債の価値下落で売りオペをしても余剰資金を回収できなくなるリスク

日銀保有の国債価格下落損失の概算

国債残高 × 平均残存期間 × 金利上昇幅

2016 年末には、日銀の長期国債保有額は約 360 兆円に達する見込み。

2014 年 10 月末保有高 187 兆円 + 年間購入額 80 兆円 × 2 年 2 ヶ月 = 360 兆円

平均残存期間：7~10 年を目標

金利が全体で 2 パーセント上昇する場合の日銀が被る評価損額

$360 \text{ 兆円} \times 8 \text{ 年} \times 2\% = 58 \text{ 兆円}$



## 23. 日銀のロス負担能力

○現状の銀行券残高であれば、日銀は最高 80 兆円近いロス負担が可能

2014 年 4 月末時点で日銀の引当金、資本金、準備金勘定の合計は 6 兆円強。

またゼロ金利で資金調達できる銀行券の残高も 87 兆円。

日銀はお札の交換コストだけで、86 兆円の資金をゼロ金利で調達できる。

これに対して日銀の経費は年間 2000 億円程度。

10 兆円の資産があれば、2%で運用すれば 2000 億円の運用益が得られる。

ロス負担能力は  $87 \text{ 兆円} + 6 \text{ 兆円} - 10 \text{ 兆円} = 83 \text{ 兆円}$

○しかし金利上昇に伴い銀行券需要が減少する可能性が高い

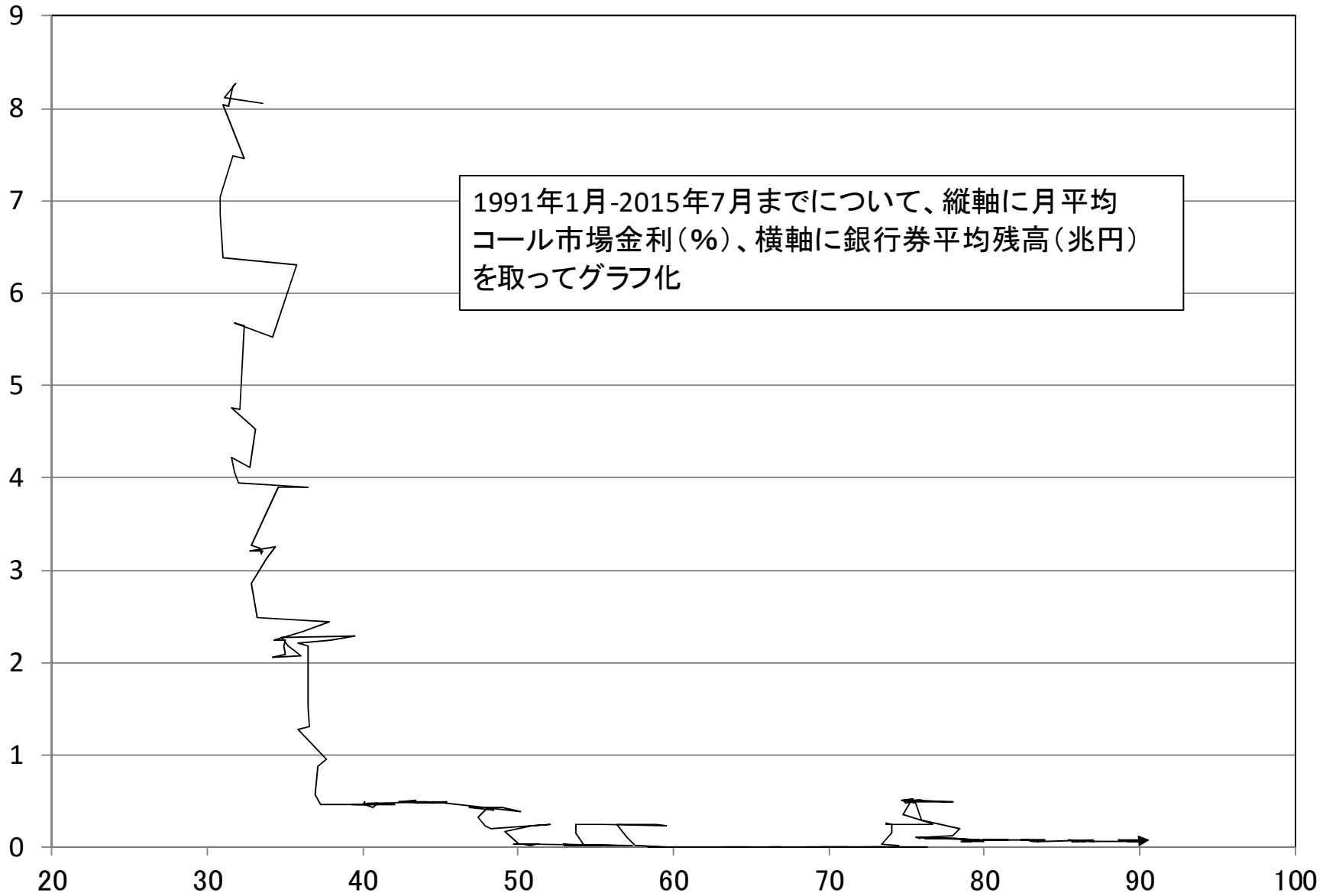
国債金利が 3%台になれば、銀行券需要は 50 兆円以下に減少する可能性

流通している銀行券が銀行に預金として持ち込まれ、銀行は受け入れた銀行券

をさらに日銀の当座預金に預け入れる  $\Rightarrow$  銀行券発行高が減少する

## 24. 金利と日銀券需要

### 銀行券需要関数



## 25. 日銀が赤字を負担した場合の処理方法

(1) 損失が30兆円までで銀行券残高を下回れば日銀納付金の削減で処理可能

日銀は資産の運用益から超過準備額に対する0.1%の利払いコストや年間約2000億円前後の経費を差し引いた金額の大半(2012年度決算で5472億円)を国庫に納付。

国債価格の下落に伴う損失が発生すると、この納付金を停止して赤字を処理する必要性が生ずる。これは、政府にとっては歳入の減少。しかし長期的には日銀のバランスシートは修復される。

(2) 損失が40兆円を超え銀行券残高を上回ると日銀は損失の自力処理不能になり得る

○日銀が納付金の支払いを停止しても日銀が赤字を出し続ける。これは、日銀の損失が銀行券需要額を上回る場合に発生する。

○国債価格下落で、保有国債を全て売っても、マネタリーベースの残高を十分削減できなくなる。

○日銀が日銀売り出し手形(日銀の利付きの債務)を売り出して、マネタリーベースを回収するか、日銀当座預金の金利引き上げで利上げを行う必要性が生ずる。

○日銀の利払い負担が累増していく

## 26. 日銀が赤字を負担した場合の処理方法

(3) 国民に負担を押しつける処理方法：インフレないし準備預金引き上げ

○預金準備率の引き上げによる民間金融機関へのロスの転嫁や、インフレにより銀行券需要を増大させることが行われる可能性もある。

○日銀は預金準備率を引き上げることで、民間銀行に対してゼロ金利ないし低利の日銀当座預金の保有増大を強制して低利の資金を集め、それを国債などで運用することで黒字化を図ることが考えられる。この場合、民間銀行はゼロ金利ないし超低金利の日銀当座預金を持たされるため、日銀に利益を吸い取られることになる。

○日銀は物価安定のために利上げが必要になっても、低利を維持することで過度に景気刺激的な金融政策運営を行うことが可能である。これによってインフレを加速させ、物価を上昇させることが出来る。

結論：日銀による巨額の国債買い入れは限界に来ている。

以上