

第2回RIETIハイライトセミナー  
「新春セミナー ～ 今後の経済政策」  
プレゼンテーション資料

2013年1月24日

**深尾 光洋**

RIETI プログラムディレクター・ファカルティフェロー  
慶応義塾大学商学部 教授

# 安倍新内閣の政策運営と日本経済の展望

経済産業研究所ハイライトセミナー資料

2013年1月24日

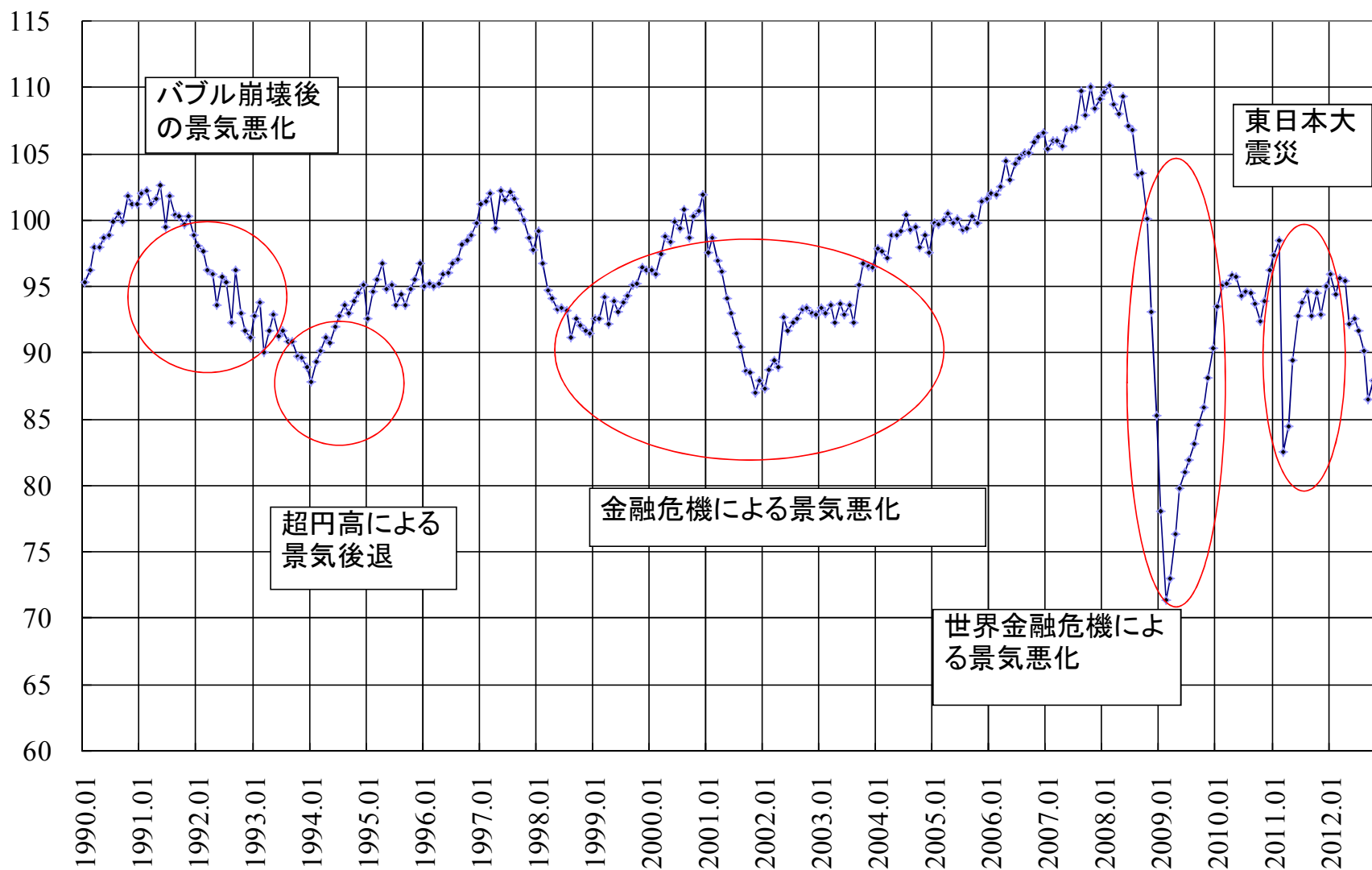
経済産業研究所ファカルティフェロー

慶応義塾大学商学部教授

深尾光洋

# 1. 景気の現状と見通し：現状は景気後退

鉱工業生産指数(2005=100)



## 2. 景気の現状と見通し：当面は比較的明るい

2012 年度の GDP 成長率：1%程度

欧州の景気悪化、中国の一時的な停滞、尖閣諸島を巡る日中関係の悪化  
輸出の減少、原発停止による化石燃料の輸入拡大で GDP 成長率が低下  
復興需要などの公共投資は堅調  
しかし安倍政権による公共投資の追加もあってすでに回復は近い

2013 年度の GDP 成長率：2.0%程度

比較的高水準の公共投資の継続  
消費税引き上げ前の住宅投資や消費の前倒し  
円安と海外景気の改善による輸出増加  
まずまずの回復、雇用も徐々に改善

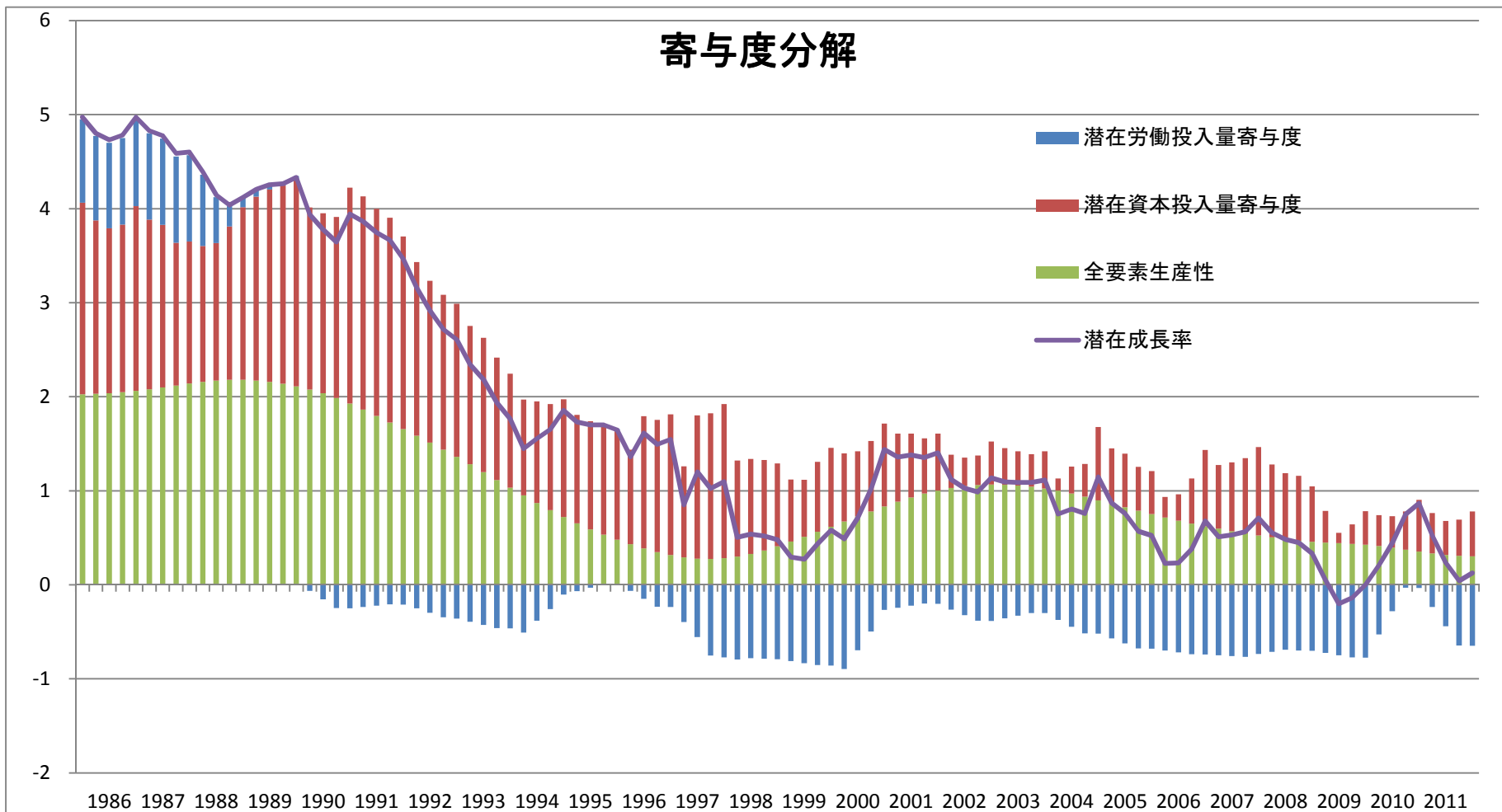
2014 年度は 0~1%程度

消費税増税による反動  
公共投資は東北の人手不足などで執行に時間がかかり刺激効果は暫く継続する  
2015 年 10 月の消費税引き上げも支出を多少前倒しにする

2013 年度までは潜在成長率を上回る成長を達成するため、雇用環境も徐々に改善する。

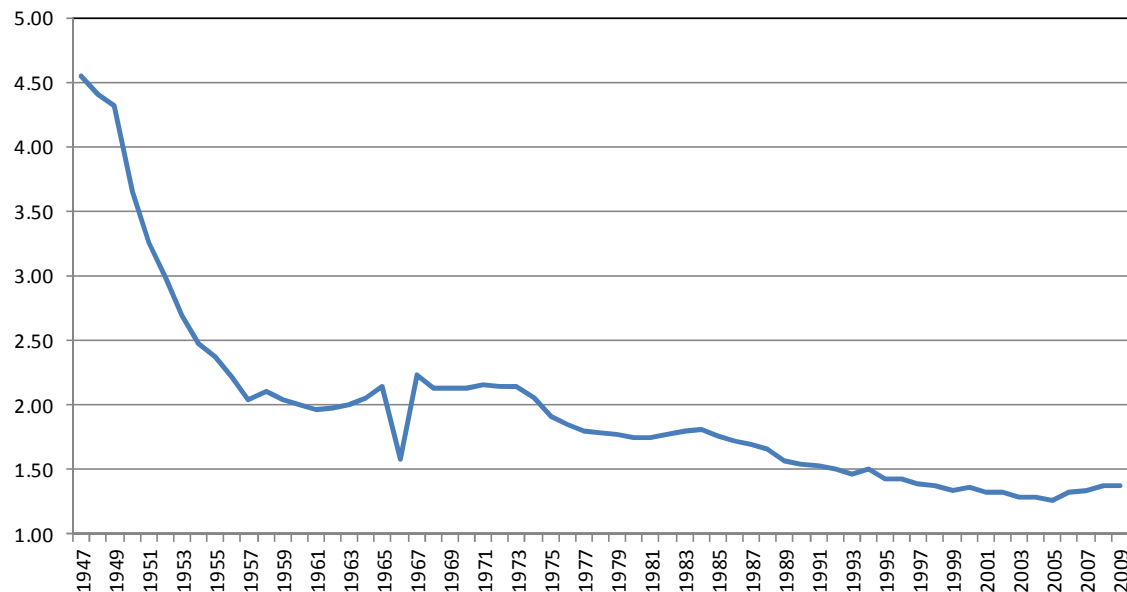
### 3. 景気判断のポイント

日本経済の巡航速度を基準にする必要がある：潜在成長率は0.5%程度



## 4. 日本経済の巡航速度が0.5%程度の理由

### 合計特殊出生率の推移

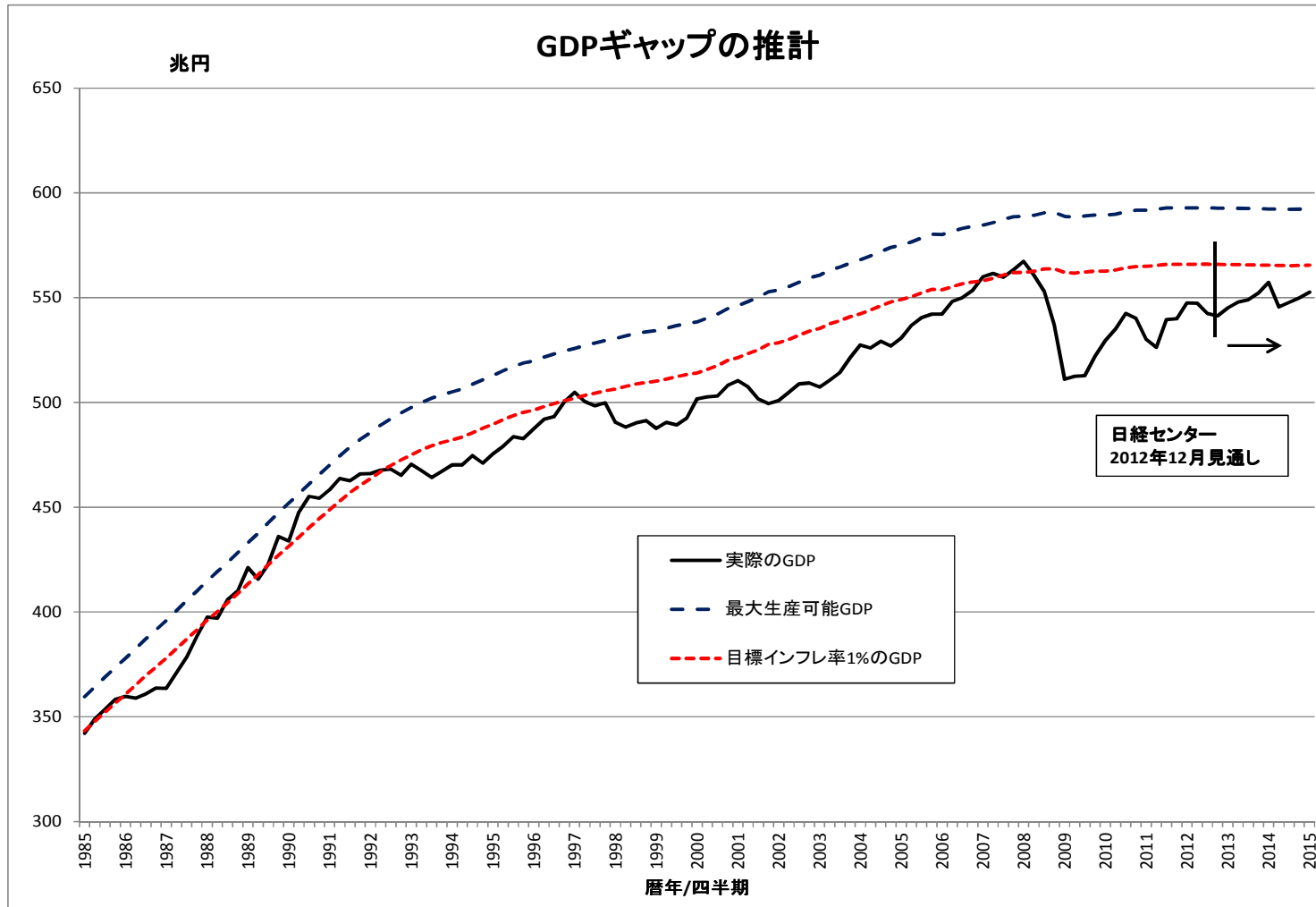


出所:2009年人口動態統計、厚生労働省。

出生率は回復しても1.4程度 ⇒ 約70年(2世代)で人口は半減するペース  
日本の労働力人口が年平均1%減少していく ⇔ 米国では年平均1%の増加  
米国の潜在成長率は2.5%ないしそれを若干下回ると推定されている  
日本の生産性の伸びが米国と同じでも日本の潜在成長率は0.5%  
リーマンショック以後の平均成長率(2009Q1から2012Q3まで1.08%)は低い  
失業率は低下し有効求人倍率も上昇:1%成長なら雇用環境は回復していく

## 5. デフレ脱却には何が必要か（1）

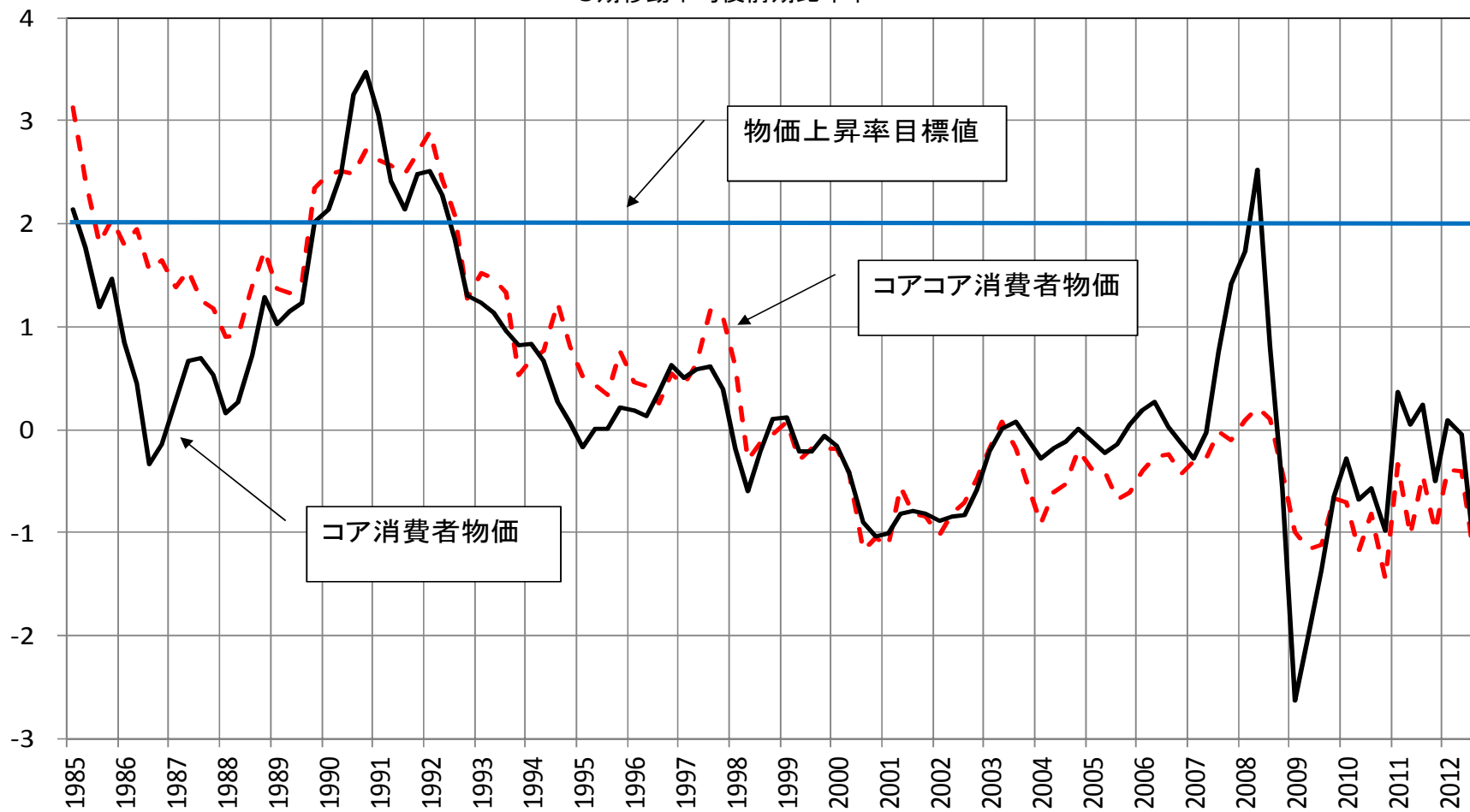
コアコア CPI インフレ率 1%を達成するためには、GDP ギャップを 4%縮小する必要  
潜在成長率を 1%上回る成長（年 1.5%）を達成しても、4 年間必要。



## 6. デフレ脱却には何が必要か（2）

日銀が設定した2%のインフレ目標を2-3年で達成するのは不可能に近い

消費者物価指数の推移  
3期移動平均後前期比年率





## 7. 安倍政権の経済政策の評価（1）

### 金融政策

当初は「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株高と円安が実現

やり方には問題があった

政策委員会開催中に発表する政策内容を安倍氏が公表

日銀法改正するとの脅しをかけてインフレターゲット設定を強要

選挙のタイミングなどで禍根を残すような政策が行われないように決めて

ある日銀の独立性を危うくする

二回の大きな政策失敗

1972-73年に円の切り上げを避けるために過度の金融緩和を実施

=> 第一次石油危機とも重なって大インフレが発生

=> しかし物価上昇の大部分は国内需給の逼迫と賃金コスト上昇

1986-88年のバブル景気に過度の金融緩和

=> 不動産価格と株価を大幅に上昇させた

=> 後の不良債権問題の原因になった

しかし結果オーライであることは事実

大幅な為替相場の円安化と株価の上昇

むしろ日銀自らがアナウンスメント効果を使っておくべきであった

## 8. 安倍政権の経済政策の評価（2）

日銀の目標は誰が設定すべきか

日銀は国会が定めた法律で設立された機関

国会が金融政策の最終的な目標を決めるのは当然

金融政策の目標は、政治家が日銀、財務省、学者の意見を十分聞いた上で、国会の議決で決めるべき

リスクや副作用を理解した上で、国会でインフレターゲットを設定するのなら日銀は与えられた目標を達成する最大限の努力をすべき。

金融政策の手段

現在のような超低金利の下では、金利のさらなる引き下げが不可能  
目標インフレ率を実現するための副作用の小さい政策の手段が無い

## 9. 安倍政権の経済政策の評価（3）

### 金利引き下げ以外の金融政策の政策手段

#### （1）偽薬効果

米国のバーナンキ FRB 議長のように、「金融政策にはもっともっとやれることがあり、量的緩和や信用緩和政策には絶大な効果がある」と、いわば虚勢を張ることで市場の期待を大きくしておいて、緩和を実施してみせる

市場の期待をうまくコントロールできれば、株価や為替相場の変動を通じて、金融緩和効果を発揮することが可能だ。総選挙に勝利した安倍総裁の発言により、株価上昇と円安が発生したが、これが期待を動かすことによる効果（アナウンスメント効果）である。私は、この効果を偽薬効果と呼んでいる。薬効のない薬であっても、医者が有効な薬だと言って処方すると、相当の効果を持つ場合があるのと同じだからである。しかし、実行可能な金融緩和手段が、従来と大差ないことが市場に理解されると、効果は大幅に弱まるだろう。実際、量的緩和や信用緩和を行ってきた米国や英国でも、バーナンキ議長やキング総裁は、その効果の限界を認める発言をし始めている。

## 10. 安倍政権の経済政策の評価（4）

### （2）円安誘導

二つ目には、2003－04 年のように財務省によるドル買い円売り介入と連動した量的緩和を発動して、円安誘導を行うこと。

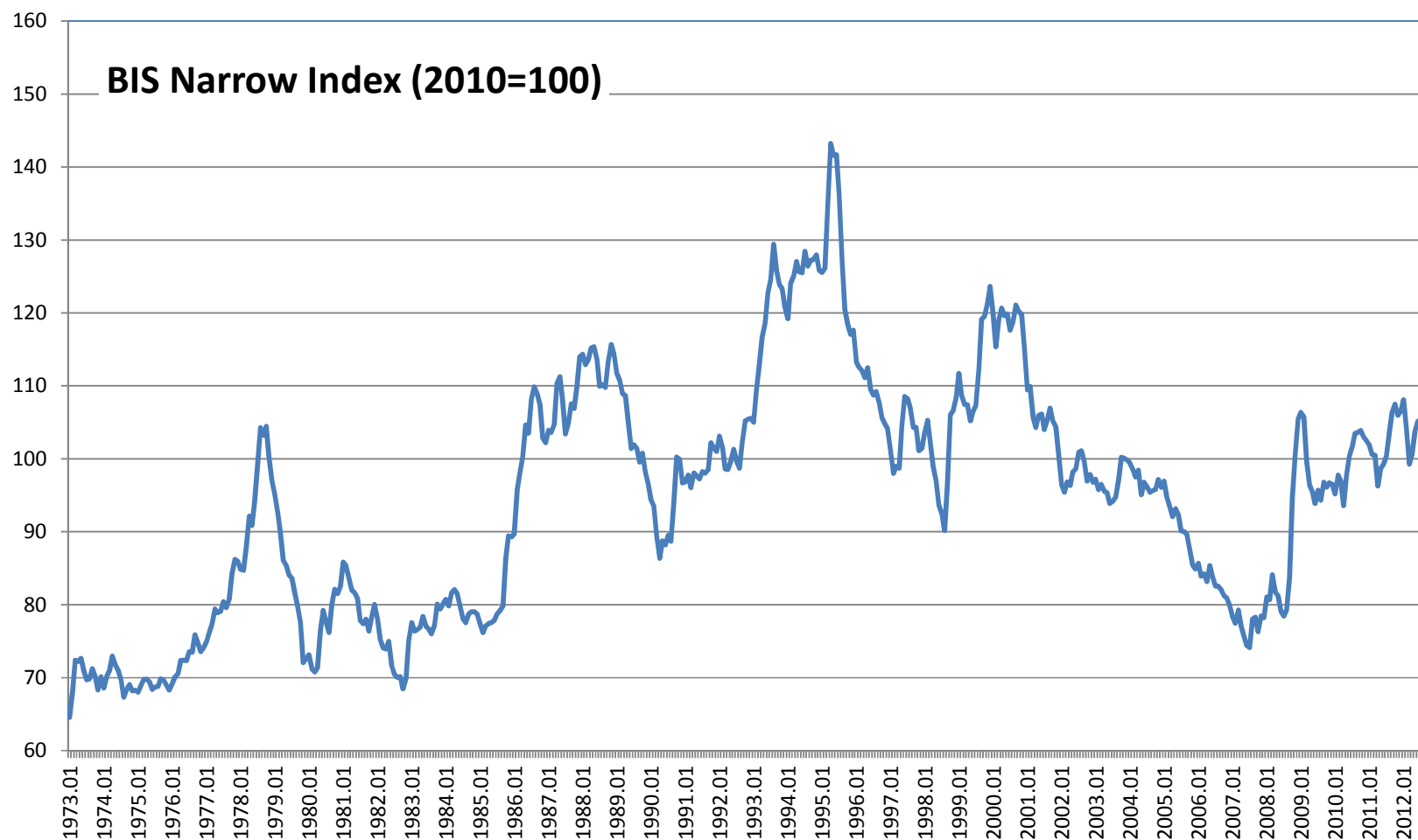
内閣府参与の浜田教授が提唱する政策手段で、かなり有効。

しかし、欧米諸国も景気回復が思わしくない状況での円安誘導には外交上問題。すでに米国の大手自動車会社が、円安誘導を批判し始めている。

日中関係が懸念される中で日米の経済関係を悪化させると、日本の安全保障にも悪影響を与える。

## 1 1. 安倍政権の経済政策の評価（5）

日本の実質実効為替相場は、過去 20 年ほどの平均に比較してもさほど高くない。世界金融危機直前の円相場は、それまでの 30 年間で最も安かったが、海外の金利低下で円安が是正された。



## 1 2. 安倍政権の経済政策の評価（6）

### （3）株式やREITの大量購入

日銀が株式や不動産投資信託（REIT）を大量に購入すれば、一時的に株価・地価は上昇する。しかし、その効果は一時的なもの。理由は、株価・地価は中長期的には必ず企業の利益や不動産の賃貸料というファンダメンタルズによって決まってくるから。また日銀による民間企業の国有化の弊害を避けるためには、日銀は購入した株式をいつかの時点で売却しなければならない。これも効果を弱める。

### 結論

どんな人物が金融政策を行うにしても、不可能に近い政策目標の達成を義務づけると、危険の伴う政策運営を行うだろう。無理な利益目標達成を目指した会社経営者が闇雲なM&Aに走って失敗し、株主に大きな損害をもたらすエピソードは時折見られるが、日銀がそのような行動をする場合の国民経済に与える悪影響は大きなものになるだろう。

### 1 3. 安倍政権の経済政策の評価（6）

#### 財政政策

2012 年度予算の補正予算で公共事業などを 10 兆円程度上乗せ

景気回復を持続できる点ではプラス

しかし財政出動も財政再建を困難にする

財政赤字や政府債務 GDP 比率はギリシャに近い悪さ

政府に対する信用を喪失させるリスクが徐々に上昇する

しかし当面は国債価格の値崩れは避けられるし、低金利も維持できると見込まれる

日銀によるゼロ金利政策が維持されている間、政府はゼロ金利での

無制限の短期国債発行が可能

投機筋が国債を売り崩そうとしても財務省は短期国債を発行すればよい

#### 参考：海外の例

デフレ気味で独自の中央銀行を持っている国では、財政赤字が大きくても

長期国債金利は低金利が維持できている：イギリス、アメリカ、日本

欧州ソブリン危機は、独自の中央銀行を持たないユーロ圏周辺国

しかしデフレから脱却すると長期金利の上昇リスクが高まる

## 1 4. 世界経済の動向 (1)

世界経済 (70 兆ドル) のリスク、日本は約 6 兆ドル

ユーロ圏 (12 兆ドル、日本の 2 倍の経済規模)

欧州の財政危機がリーマンショック並になるリスクがあったが、現状では大幅に後退  
ギリシャは 2012 年に実質 2 回デフォルトしている。

1 回目は春に民間保有の国債を 7 割以上カット

さらに年末に他の欧州諸国が保有する政府債務を実質カットした

ギリシャがユーロから追い出される可能性があるを見たが、援助を続けることに

欧州中央銀行の大きな政策転換もリスクを大幅に削減

財政危機に陥った国でも財政再建計画について EU と IMF の合意を得て進めれば

欧州中央銀行はその国の満期の短い国債を無制限に買い支えると表明 (OMT)

万一その国がデフォルトした場合には欧州中銀も損失を受け入れると発表

⇒ これで国債価格が暴落して発行金利が急上昇しても、短期国債発行でしのげる

この制度はまだ使われていないが、万一の場合の資金繰りが確実にになった

⇒ 長期金利は低下し安定性が増した



## 15. 世界経済の動向（2）

欧州中央銀行は財政赤字の直接ファイナンスを厳格に禁止されている

しかしユーロ防衛のためであれば、ユーロ圏内の金融政策の均質性

（短期金利の収斂）維持のために、短期国債を買えるというロジックで正当化。

ブンデスバンクは反対したがメルケル氏がこれを支持したので実行できた。

財政赤字の削減が実行されるので高い成長は無理だが、大きく崩れることはない。

世界経済の大きな不安要因が一つ解決された

米国（14兆ドル、日本の2倍強の経済規模）

不動産価格は底を打った

物価上昇率がプラスの下でのゼロ金利政策は景気刺激力が強い

失業率が一定率に低下するまでゼロ金利を続けると宣言

これは強力な拡大効果がある

債務上限の引上法案や減税の継続法案などの問題はあるが、2%程度の回復が見込める

中国（日本と同じ6兆ドル程度）

政治的安定性が最大の懸念材料

不動産バブルについての懸念も強い

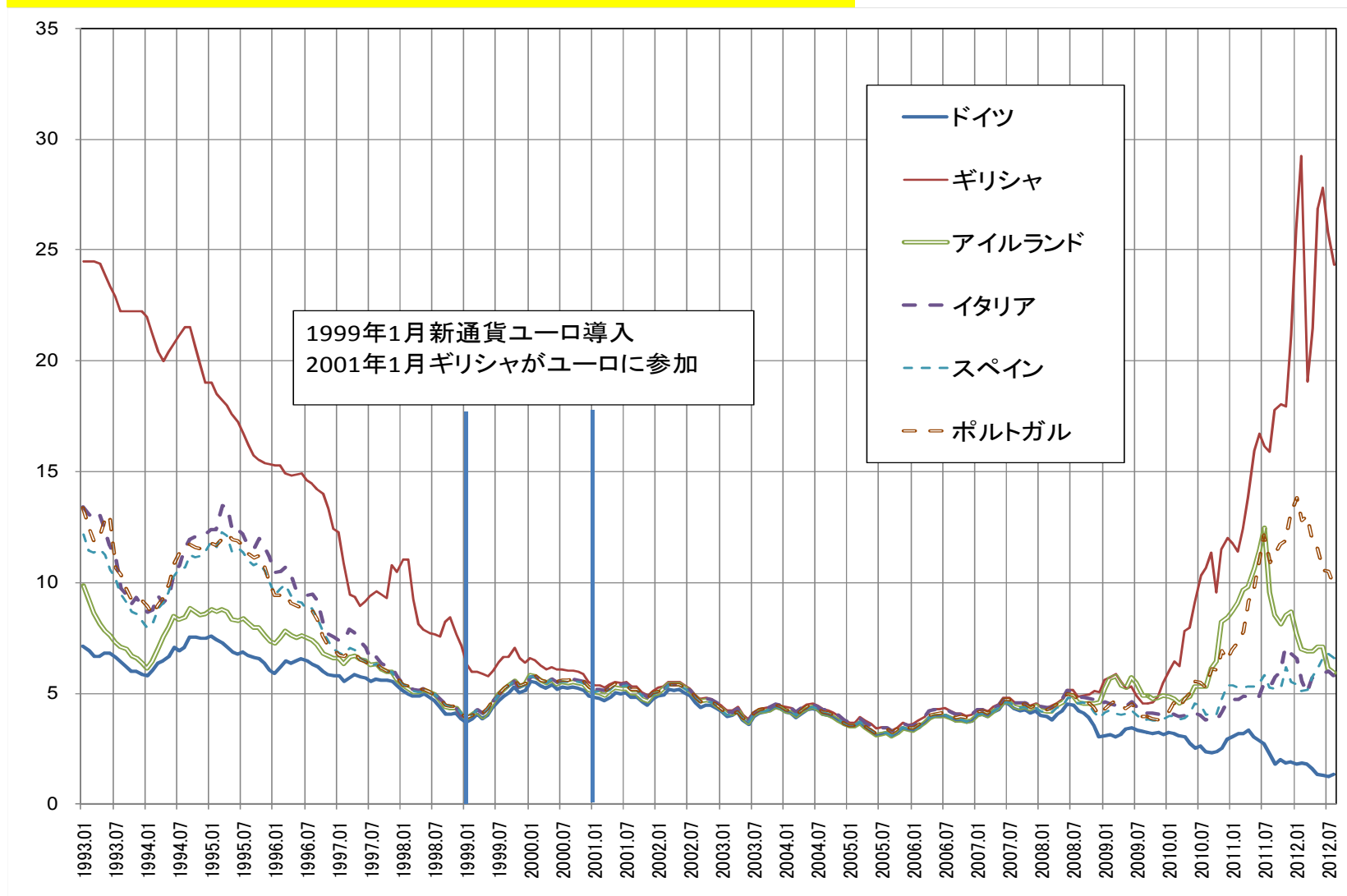
政治的安定が維持できれば、これまでよりは低いが堅調な成長が可能ではないか

⇒ 国際環境はそう悪くない。

## 16. 財政出動のリスク：欧州財政危機から学ぶべきこと

- (1) 先進国であっても政府の信用には限界がある
- (2) 政府に対する信用は一夜にして崩れる  
ギリシャ、イタリア、スペインの例を見ても、ほんの数ヶ月間で長期金利が数%も上昇しうる
- (3) 国債金利の上昇は、2%程度であっても日本政府を破綻させうる  
政府純債務は GDP 比 140%程度  
利払い増加の GDP 比率 =  $140\% \times 0.02 = 2.8\%$   
これは 14 兆円にも相当し、消費税率で 6%分にも相当する
- (4) 財政危機と金融危機は平行して発生する  
銀行部門の経営悪化 ⇒ 政府による援助が巨額化 ⇒ 政府の破綻  
政府の信用低下 ⇒ 国債価格の下落 ⇒ 金融機関の経営悪化
- (5) 金融危機は貸し渋りを経て、实体经济を悪化させる  
経済の悪化 ⇒ 税収の減少 ⇒ 政府信用の低下

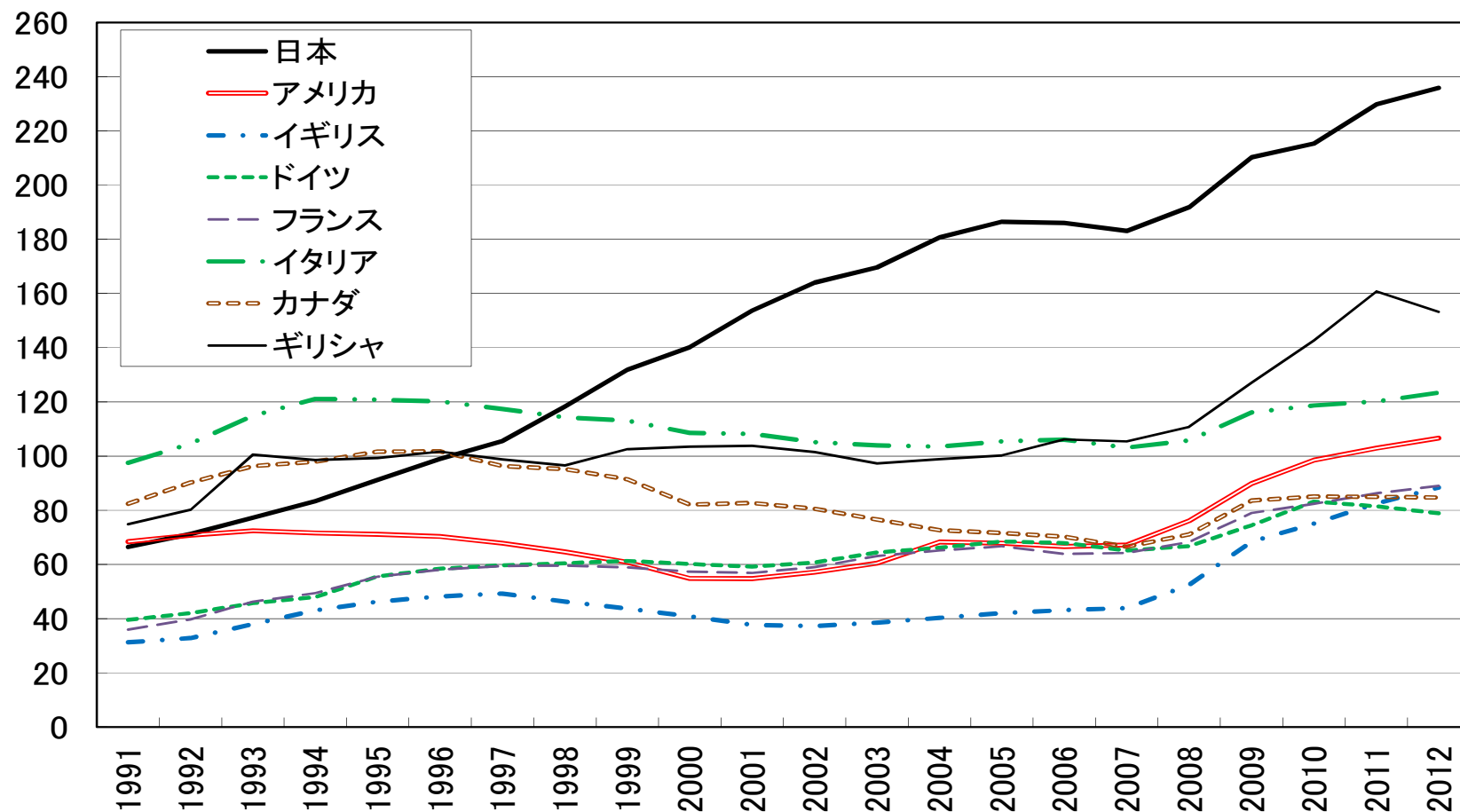
## 17. ユーロ圏諸国の10年もの国債金利の推移



出典：Eurostat のデータにより筆者作成。

## 18. 日本の政府総債務 GDP 比率はギリシャ以上に高い

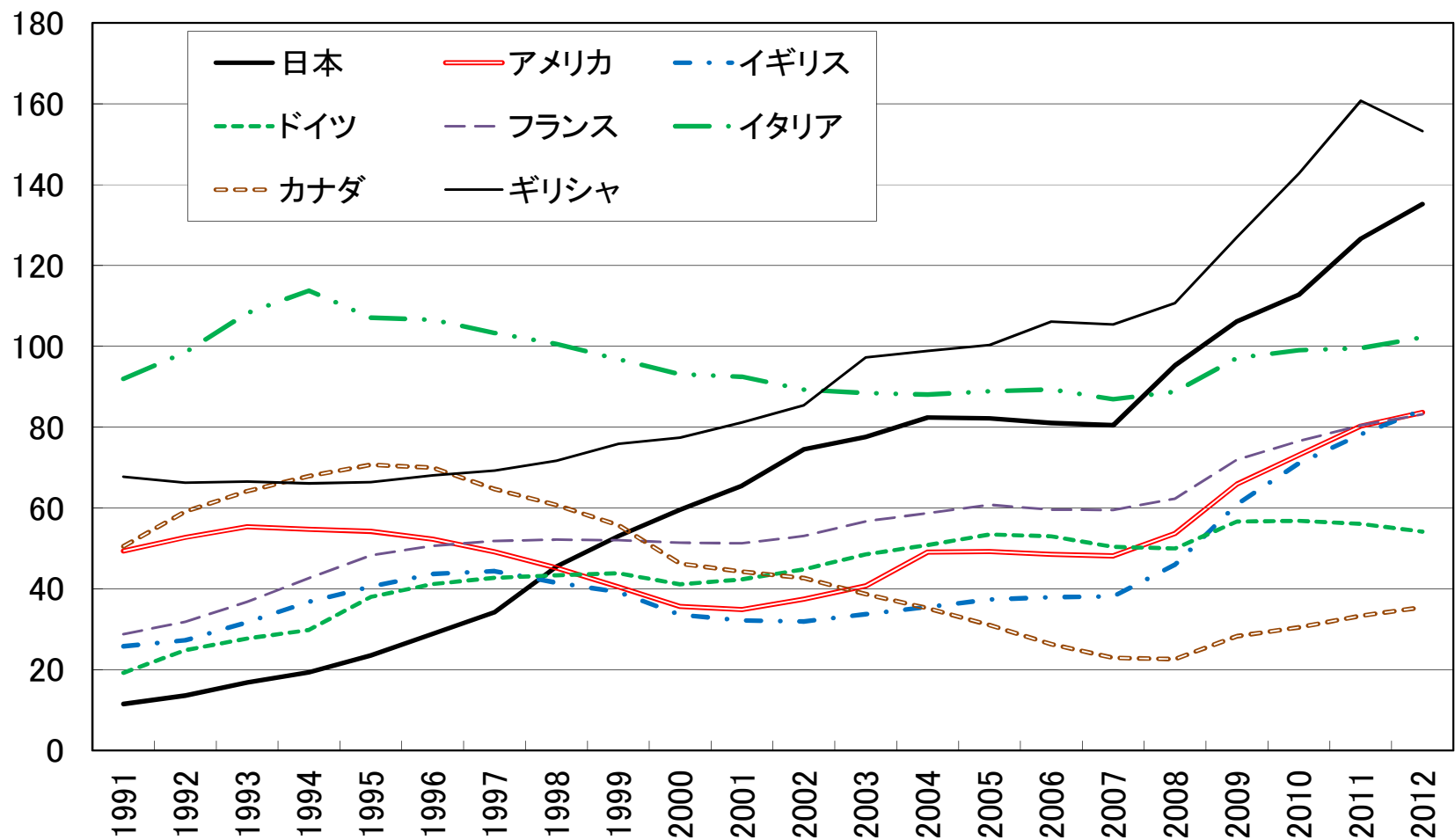
主要国とギリシャの政府総債務・GDP比率



出所：IMF, *World Economic Outlook*, April 2012

# 19. 日本の政府純債務 GDP 比率もギリシャに迫りつつある

## 主要国とギリシャの政府純債務・GDP比率



出所：IMF, *World Economic Outlook*, April 2012

## 20. 日本の財政危機の可能性

- 日本と、PIIGS 諸国との違を考慮する必要がある。
- 日本は純対外資産が GDP 比 60%、そのうち外貨準備が GDP 比 20%ある債権国  
資本逃避が発生しても、政府と民間部門は円安で利益が得られる
- 財政赤字による国債残高の急増が懸念材料だが、当面長期金利はあまり上昇しない  
デフレ経済の下では日銀は実質ゼロ金利政策を続けられる  
長期国債金利が上昇しても、政府は当面、短期国債をゼロ金利で発行できる  
楽観は出来ないがここ数年程度は、問題は深刻化しないのではないか
- しかし財政赤字は GDP 比 10 パーセント前後、政府純債務 GDP 比率も 100 パーセントを超えており、ギリシャ・アイルランドよりも悪い状況。  
主要国で最悪の財政状況の放置は非常に危険  
近い将来、長期金利が上昇し始めるリスクは高い
- 財政を維持可能な状態にするためには、少なくとも 50 兆円前後のプライマリーバランス改善が不可欠 ⇒ 利払いと日本の潜在成長率低下を考慮すると黒字化が必要

## 2 1. 財政破綻のシナリオ、その 1

(1) 選挙民を恐れる政治家が増税を先延ばし続けて政府の累積赤字が拡大する。この結果、金利上昇による利払い負担増加のリスクが蓄積されていく。

(2) 日本の金融資産の大部分を保有する 50 歳以上の高齢者層も、政府に対する信頼を徐々になくし、円から不動産、株式、外貨、金等に資金を移動し始める。

(3) 長期国債価格が下落し、長期金利が上昇を始める。

(4) 新規発行や借り換え国債の利払い負担増加に直面した政府が、発行国債の満期構成を短縮し、主に短期国債で赤字をファイナンスするようになる。日銀がゼロ金利政策を続けている間は、政府の利払い負担は増加せず、財政破綻を先延ばしできる。しかし同時に、国債の満期構成の短期化は、将来の短期金利の上昇で、政府の利払いが急増するリスクを増大させる。

(5) 政府の財政悪化に伴い、上記(2)の資金シフトが加速する。特に高齢化に伴う貯蓄率の低下や財政赤字の拡大によって経常収支が赤字化すると、大幅な円安になるリスクが高まる。実際に円安、株高が発生すれば、景気にはプラスとなりバブル的な景気回復を達成する可能性もある。そうなればインフレ率も上昇し始める。景気回復は税収を増大させ、財政赤字を減少させる。この時点で大幅な増税と赤字の削減が出来れば、財政破綻は避けられる可能性がある。

⇒この場合、政府はタイミングの良い増税で健全化を達成できる。

しかし政府が増税に躊躇すると、以下のシナリオに突入する。

## 2.2. 財政破綻のシナリオ、その2

(6) 日銀はインフレ率の上昇に対して金利引き上げによる金融引き締めを行うが、これで政府の利払いが爆発的に増大し、政府の信用が急激に低下する。

(7) 政府が日銀の金融政策に介入して、低金利を強制したり、国債の買い取りを強制したりすれば、インフレがさらに加速し、国債価格は暴落する。

(8) 金利の急激な上昇で長期国債を大量に保有する銀行が、巨額の損失を被り、政府に資金援助を要請する。

(9) 政府が日銀に国債の低利引き受けを強制する場合には、政府は利払い増加による政府債務の急増を避けることが出来る。この場合は、敗戦直後のインフレ期と同様に、政府債務を大幅に引き下げることが可能で、政府は財政バランスの回復に成功する。しかし、所得分配の上では、国債や生命保険、個人年金などの金融資産を保有する人々が、その実質価値の喪失で巨額の損失を被る。

⇒この場合、政府はインフレタックスにより財政を健全化できる。しかし金融資産の実質価値の大幅低下により、生活資金に困る多数の人々を生み出す。



## 23. 日本経済の悪化を食い止めるための政策手段

### ○金融政策による景気刺激は困難

日銀当座預金への付利は停止すべきだが、量的緩和の効果は限定的  
量的緩和は「偽薬効果」が重要であり、アナウンスメント効果が鍵  
しかし金利の上昇期待を生ずるような政策には大きなリスクがある

### ○円安は望ましいが、円安誘導は米国、EUとの深刻な経済摩擦を発生させる 現時点ではタイミングが悪く実施は困難

### ○消費税の段階増税はある程度の景気刺激効果を持つ

現在予定されている消費税の10%（14年4月8%、15年10月10%）への引き上げは  
正しい方向だが幅は大幅に不足で、増税が一段落すると消費の反動が発生する  
消費税増税による支出の前倒効果と社会保険料カットによる雇用拡大効果が必要

### ○炭素税の段階的な導入と、その歳入の一部を使った法人税率引き下げや投資補助金も有効 例えば2014年1月からCO2トンあたり2000円の炭素税を導入し、その後も引き上げる 歳入の一部を断熱工事の補助金、法人税減税の財源にして景気を刺激する

### ○不動産などの資産課税強化は考え得るが、納税者のキャッシュフロー負担に注意が必要 固定資産税を引き上げつつ実際の課税は相続まで延納を認める =>実質的な相続税の強化

国債残高に対する課税は臨時的なものでないと国債金利を上昇させる危険がある