

講演録

第 177 回定期講演会 講演録

日時:平成 26 年 4 月 3 日 (木)

会場: 日本消防会館

「2 年目を迎える異次元金融緩和！ 日本経済はどう変わるのか」

ゴールデンエイジ総研 代表 小松 英二

ただ今ご紹介に預かりました小松英二です。今日は、異次元金融緩和により日本経済がどう変わるかといったテーマで約 2 時間話しを進めてまいります。

プロフィールの補足ですが 2007 年にファイナンシャル・プランナー事務所を開業し、主に資産運用、相続対策を中心に個人向けにコンサルタント業を営んでおります。東京都は大田区に住んでおり年代的には、昭和 33 年生まれ、東京タワーと同じ年という紹介をさせて頂いております。

今日の進め方ですが、お手元のレジュメをスライドで映しながら、話を展開します。アベノミクスがスタートし、4 月に異次元金融緩和が 1 年を迎えましたが、これまでの道程を辿り、デフレからの脱却の実情と展望を見ていくのが最初のテーマです。2 点目は、アメリカの金融緩和が、1 月より縮小局面（テーパリング）入りしましたが、背景にある金融・経済環境を見ていきます。3 点目は、世界的にテーパリングで金利が上昇する可能性が出てきた中で、日本は異次元金融緩和で金利を抑える局面にあります。こうした動きを踏まえて日本経済の課題や展望を見ていきたいと思っております。

1. 物価・雇用・賃金事情から見るデフレ脱却事情

まず、デフレ脱却事情ですが、お手元の資料はアベノミクス（大きく捉えると自民党）の政策を整理しています。基本的に政府が企業に向いているのか、あるいは家計（国民）に向いているのかという観点で見ると、アベノミクスは明らかに企業、産業界に向かって政策を打ち出しています。公共事業、規制緩和などで企業が元気になり、企業収益が広く国民に所得という形で波及していく

ことが期待されるという図式です。企業が稼いで、国民に行き渡らせるというのは、経済学的にはトリクルダウン（したたり落ちる）効果といいます。ポイントは、成長の果実が国民に広く行き渡るかどうかです。ダムの水が下流に行き渡るかどうかといった目線で、今後ベアの動向が注目されます。

それに対して、先の総選挙で政権を失った民主党の場合、家計部門へのアプローチが特徴といえます。こども手当や給付金という形で、政府が家計に直接お金を渡すことによって、モノを買うようになり、結果的に産業界も潤うといった考え方が軸にあります。しかしながら民主党は、給付金などの財源問題にぶつかり、立ち往生し、最終的に政権を手放すに至りました。私たち国民は、政権交代を経て、両党の考え方の違いを知ることができたといえるでしょう。

そんな中で、アベノミクスの三本の矢が登場しました。

第一の矢は、昨年 4 月 4 日に黒田日銀総裁が打ち出した大胆な金融緩和です。アベノミクスは物価上昇率 2% を事実上の国家目標としました。具体化に向けた手段としては、マネタリーベース（日銀が供給するお金の量）をこれまでの 2 倍に増やすものです。その狙いは期待インフレ率の上昇です。期待というのは予想を意味します。皆がインフレ率（物価上昇率）2% を目標として共有化して、経済活動を進めていこうとするものです。金利には、名目金利と実質金利がありますが、従来の金融緩和政策は名目金利を引下げるといった手段を採ってきました。しかしながら、名目金利はゼロまで低下し、もう下げられません。では、どうするかというと、実質金利（＝名目金利－期待イン

フレ率)を下げる策が浮上します。期待インフレ率を高めることで実現しようと考えているのが異次元な量的金融緩和の本質です。名目金利がゼロであっても期待インフレ率が2%になれば実質金利はマイナス2%となります。これは、預金を銀行に置いたままでは目減りすることを意味します。こうした実質金利の低下は、日米金利差の拡大から円安の流れとなり、この1年間でドル円相場も1ドル80円前後から100円を超えるところまで上昇しました。

第二の矢は、機動的な財政出動です。これまで凍結していた公共事業費を復活しています。国土強靱化といった目玉政策もあります。

そして期待されるのが第三の矢である成長戦略です。去年6月に日本再生プランが出されましたが、色々盛り込みすぎた、何が特徴かわからないとして、特に外国人投資家には不評でした。政府はこの6月に改めて新成長戦略を打ち出す予定ですが、相当に大胆な戦略を打ち出さないと株式市場で冷ややかに扱われる可能性があるといえでしょう。

まとめますと、第一の矢で、インフレ率は現在1.3%まで上昇しました。以前のマイナス局面を脱してインフレ率は着実に上昇し、一定の成果を出しています。ただ、かなりの部分は円安効果によります。第二の矢は短期的に効果が高い公共事業が奏功しました。このように第一の矢、第二の矢は一定の成果を出していますが、鍵を握るのが第三の矢です。6月の発表に向けて国内外の関心が高まっています。

それでは異次元金融緩和をもう少し詳しく見ていきます。

物価2%目標を2年間で実現する取り組みにより、インフレ率は前年比1.3%といった成果を出しましたが、問題は2%といった数字は実現可能性のあるものかどうかです。これについて、企業の経営者や民間のエコノミスト等は1.5%程度ではないか、との控えめな見方が少なくありません。日銀が打ち出した2%という数字を巡り、一波乱ありそうです。

また、追加緩和を巡っては、財政ファイナンスの日銀依存を強めることとなり賛否が分かれています。国債の市中消化の原則から逸れる日銀買入れは、副作用を懸念する指摘もあります。国債以外でも、ETFやREITの買上げ限度額を引上げる可能性もあるでしょう。2013年は、東証REIT指数の

年間上昇率が3割を超える大幅な上昇となりましたので、更なる追加緩和の中味として、注目されます。

次に進みます。ここで長年日本経済が苦しめられている「デフレ現象」を需給ギャップの推移で見えていきましょう。1992年位から、デフレに陥っていることが分かります。日本経済は需要が供給を下回る状況「需要不足」が長く続いています。こうした現象は、先進国の共通の悩みとなっていますが、日本のデフレは、世界的にはフロントランナーである、との指摘もあります。アベノミクスは、こうした需給ギャップの解消を狙って施策を打ち出していますが、ギャップは次第に解消されてきています。

もう少し、身近なところでアベノミクスの成果を見ていきましょう。まず、成果を享受する人は、株を持っている人です。何といても株価が50%以上、上がった訳ですから真っ先に成果が得られます。外貨建てで投資をしている人も同様です。輸出関連企業に勤めている人も好調なベアが報道されています。ただ、問題は他業種、とくに中小企業まで行き渡るかどうかです。今年一年に限ってみれば、格差の広がる1年となりそうです。

サラリーマンの給与から見ていきましょう。株価が上がって、企業の売り上げが伸び、その反映として、残業代は確かに伸びました。続くボーナスもおおむね手応えがありました。そして、いよいよ所定内給与が本当に上がるかどうか注目されます。正念場に差し掛かったといえるでしょう。

それではここから、アベノミクスの成果を幾つかの統計で確認していきます。まず消費者物価指数(前年比)です。年率ベースでプラス1.3%といった数値は、昨年1年で均すとプラス0.4%、その前年がマイナス0.1%ですから、マイナス領域からプラス領域に転換したことが分かります。ただ、かなりの部分が円安効果であることは否めません。昨年1年間で18%ドル円相場が円安方向に動いたことが強く影響しています。昨年の円安トレンドが今年も持続することはなかなか難しいでしょう。消費者物価指数(前年比)が、すんなり2%まで上昇することは描き難いように思われます。これから暫くストレスの溜まる数字、つまり1.5%ぐらいが続くようだと、次の一手が登場する可能性が少なくないと思われます。日銀総裁が公式に2%に言及していながら、2年以内といった達成時期がドン

ドン迫りますと、そのギャップは日銀のプレッシャーになるのではないのでしょうか。政府は、4月から消費税を5%から8%に引き上げました。続いて8%を10%にすることを決断しなければいけません。決断のタイミングはこの秋となりますが、その決断に当たっての判断材料は、7~9月のGDP統計などです。

続いて雇用関係の統計ですが、かなり雇用は回復しています。失業率はこれまで5%超えの状況まで悪化しましたが、何とか3.6%まで回復しました。有効求人倍率は、リーマンショック後0.4倍まで落ち込んでいましたが、1.05倍まで回復しました。有効求人倍率は、ハローワークが受け付けた求人と求職で算出され、ちょうど数字が合うのが1倍ですから、相当良いところまで雇用は回復しました。ただ、問題は賃金ですが、きわめて緩やかな動きです。賃金の動きは時間が掛かりそうです。

次に公共事業の動きですが、公共工事請負金額が停滞局面から急激に伸びています。これまで公共事業は、抑制方向にありましたが、政権交代や国土強靱化政策も絡んでこのところ急伸びしています。短期的な即効性のある政策として、公共事業は上手く効いているといえるでしょう。地価についても、かなりゆっくりですが回復途上にあります。もちろん、東京圏を中心として回復し、全体を引っ張る構図は毎度お馴染みのパターンです。それから住宅着工についても、ここ数年伸びてきていることが確認できます。家計消費は、百貨店、スーパーの時代から、だんだんコンビニの時代へと構造変化があり、先行きが読みにくくなっています。主流であるコンビニの動きがかなり回復しており、個人消費も着実に上向いていると言えるでしょう。

ここまで、アベノミクスがかなり有効に働いていることを確認しましたが、停滞している部門もあります。それは、設備投資と輸出です。

まず、設備投資ですが、経営者はかなり慎重です。

もう一つは輸出です。通常、円安が進むと数量ベースである実質輸出も次第に伸びていくことが過去のパターンです。しかしながら今回は伸びていません。その背景を見ていきましょう。これは、1ドル80円前後から100円前後になった際に、日本製品の海外販売におけるドル建て価格を下げるのが容易でないといった事情が背景にあります。

かつては、ドル建て価格を下げたことにより割安感を得た海外の消費者は、日本の製品をさらに多く買ことができ、日本製品の購入数量が増えました。しかし、今回の円安では数量効果が現れていません。円安が進んだからといって、外貨建ての現地販売価格を下げるような余裕がない、すなわち、日本製品の魅力が相対的に低下していることが窺われます。日本製品と同等の製品が、新興国で安く作れるようになっていくことが背景にあります。

その辺の事情等を含めて、今回の円安が日本経済にどのような影響があるかを整理してみましよう。

まず、輸入ですが、日本は、エネルギー・資源をその供給国から大量に輸入していますので、円安により円換算の輸入金額は大幅に増えます。原油や天然ガス等のエネルギー・資源を輸入せざるを得ない国ですので輸入数量はなかなか減らせません。日本からは、輸入による「持ち出し」が増える傾向にあります。

一方輸出ですが、先ほど、日本製品の外貨建ての現地販売価格を下げて数量を伸ばす効果が上手く働いていないことを指摘しました。加えて、日本の国内産業の空洞化現象も進んでいる点も、せっかくの円安効果を減殺する方向で働いています。日本の企業は、エネルギー事情、長引く円高、社会保険料負担等のコスト増などから海外に工場等を移す企業が増えています。そうしますと、海外に進出した工場で作成した中間品までを作り、それを輸入して最終製品として加工して輸出する形態が増えてきています。こうした海外との「生産ネットワーク」の形成は、円安により輸出を伸ばしても、同時に輸入も増えてしまい、円安効果が現われにくくなっています。スマートフォンに代表される通信機などは、かつて日本の得意技であったわけですが、海外で生産された最終製品を大量に輸入する時代に入ってしまったといえるでしょう。

そもそも、製造業を中心とする貿易立国も捉え直す必要が出てきているようにも思われます。製造業だけではなく、これまで国内消費にとどまっていた農産物の販路を海外に展開する流れも注目されています。小麦を輸入してパスタに加工して輸出するイタリア、ブドウに付加価値を付けてワ

インとして輸出するフランス、小国でありながら農産物輸出で米国に次ぐ世界第2位のオランダなど、手本とする事例は少なくありません。製造業に偏った輸出構造を見直す局面に入ってきたといえるのではないのでしょうか。

ここまでアベノミクスの成果を見てきましたが、ここで当面の課題である消費増税に触れたいと思います。17年ぶりとなる消費増税ですが、懸念材料は4月以降の景気の落ち込み具合です。前回の消費増税実施の1997年と対比して展望してみましょう。

1997年は、橋本龍太郎総理の時期です。消費税を3%から5%に上げましたが、今の状況に比べると、かなり悪い環境でした。例えば、社会保障関係で医療費の自己負担をそれまでの1割負担から2割負担に上げた時期です。政府支出も橋本総理は財政健全化を優先していましたので、公共事業を中心にかなり削りました。金融システムも拓銀や山一証券の破綻があり、さらにアジア通貨危機が重なりました。諸々悪い現象がかさなり、増税後の景気後退に繋がりました。

それに対して今回の消費増税を巡る環境は、前回の経験を踏まえて、相当な準備を進めてきたといえます。公共事業を復活させた大型の補正予算は、景気に対して即効性が期待されています。金融システムは安定局面が続いています。海外景気は米国の景気回復が鮮明で、3%成長といった強気の見方もあります。これらの状況を踏まえると、駆け込み需要後の反動減はあるにしろ、深刻な景気後退は回避できるように思われます。

ただ、7-9月期まで景気が回復しない場合は、日銀の追加金融緩和が現実味を帯びてきます。今後の消費増税(8%から10%への引上げ)実施を今秋にも判断しなければならぬ情勢も視野に入れると可能性が高まります。

そもそも追加金融緩和とはどのようなことを行うのか。日銀と金融機関のバランスシートの動きを見ていきましょう。

図表は、金融緩和政策をやる前とやった後のバランスシートの変化です。金融緩和は買いオペレーションと言い、日銀が金融機関から国債等を買上げ、代わりにお金を日銀に置いている金融機関の当座預金口座に入金します。日銀のバランスシートと、金融機関のバランスシートを簡単に図解しています(バランスシートの仕組みの説明は

省略します)。

では、日銀の追加金融緩和によりバランスシートにどのような変化があるかを見ていきましょう。仮に、国債を100、リスク資産100の買いオペレーションを実行したとします。まず、日銀のバランスシートに買入れた資産が載りますが、金融機関の日銀当座預金口座にも同額の入金があります。こうした形で、日銀のバランスシートが両建てで膨らみます。

一方、金融機関のバランスシートですが、リスクが減って身軽になったことが分かります。金融機関は、リスクを取りながら収益を上げていきますので、次なる収益機会を狙うことになります。ここでは3つのお金の流れが期待されます。

まず、融資の伸びです。ただ、これは企業が前向きに借りてくれないと実現されません。6月に政府が発表する新成長戦略など、企業のモチベーションを高める政策と両輪で進んでいくことが期待されます。

次に外債の購入があります。金融機関が外債を購入すると、円安に向かう効果が出てきます。円安は、株式市場では株価上昇につながる傾向がありますので、経済にはプラス要因となります。

第3に株の購入です。株価上昇につながりますので保有者が消費を活発化する「資産効果」が期待されます。

以上、身軽になった金融機関のバランスシート(ポートフォリオ)を起点にお金が回り出すことが、金融緩和の期待されることとなります。この先、追加的に金融緩和があるかどうかを巡り日銀総裁の発言にはますます目が離せません。

それでは追加金融緩和の中でもREITの購入を展望したいと思います。去年1年間は日銀のREIT購入も手伝って東証REIT指数の年間上昇率は30%を大きく超えました。アベノミクスによって、日本の企業収益は増加するであろうといった期待もプラス材料です。ただ、全国一律ではなく、都心回帰的な動きが特徴であることも否めません。この先は難しい局面に差し掛かりつつあるようにも思われます。日本の1980年代の地価や株価の高騰は、好景気か、バブルか、見極めが難しく、当時の政府・日銀の政策判断が鈍ったといった経緯があります。金融庁などは、行き過ぎた資産価格の上昇に神経質になっているのではないのでしょうか。この点は投資家目線に立てば注意が必要です。

ここでもう少し地価の動きを見ていきます。図表は地価の上昇要因と下落要因です。

下落要因として人口減少といった土地需要の低下のほか、容積率の緩和、工場・大学の移転など土地供給の増加が挙げられます。一方、インフレへの経済転換は地価上昇要因となる可能性があります。このように上昇要因と下落要因が相まって、先行きが読みにくくなっていますが、今後のキーワードは「二極化」ではないでしょうか。政府は国土計画を描くにあたり、より一層、メリハリを打ち出すように思われます。これから人が住まない地域が増えていくとの分析がある一方、国家戦略特区の指定は、メリハリの表れだと思われます。東京圏と関西圏を大きな軸として、沖縄、福岡、新潟、兵庫県養父市といった地方都市などが名を連ねていますが、これらの動きは注目です。

こうした二極化の流れを見ると、アベノミクスといった一連の経済政策は、格差拡大はやむを得ないとの前提で進んでいるようにも思われます。しっかりと稼いだ所から、トリクルダウン効果が全体に波及する姿が、全体像として浮かび上がります。

2. 米国の金融緩和縮小と世界経済への影響

それでは、二番目の話に移ります。米国の金融緩和縮小のことをテーパリングと言いますが、FRBはこの1月にスタートさせました。リーマンショック後に10%を超えた失業率を下げるのが金融緩和の最大のターゲットでしたが、その雇用の状況がかなり回復しましたので、そろそろ出口に入ろうかとの判断です。

実はテーパリングの話は、昨年5月の前FRB議長のバーナンキ氏の発言から浮上し、その時期から米国の長期金利が急上昇しました。米国の金融政策に変化がありそうだと察した金融市場の反応を映したものです。

その雇用の数字ですが、注目すべき二つの経済指標があります。

まず、米国非農業部門雇用者変化数です。この指標は雇用が前月に比べて増えたのか減ったのかといったデータです。2008年のリーマンショック後に深刻な雇用の減少がありました。その後、次第に改善し、直近ではかなり良好なデータが発表されています。この指標を見るとときには、期待値として大体「20万人プラス」が望ましいとされて

いますが、それに近い水準まで戻ってきました。ただ、テーパリングを開始してからは発表される指標が冴えません。これは大寒波の影響です。住宅建築などがストップして、雇用や消費の悪化につながったようです。その後、指標も改善していますので、テーパリングは予定どおり進められています。

もう一つの統計が米国の失業率です。2月の6.7%といった水準は、一頃の10%超える水準からするとかなり改善しています。ただ、数字の低下を手放しで喜べない事情もあります。それは、失業率を計算する際の「失業者数」は、職安で仕事を探す意志のある人が定義ですので、職探しを諦める人が増えても失業率は低下してしまいます。このところの長引く不況で長期失業者が増え、こうした長期失業者が職探しをあきらめる現象が失業率低下の一要因となっています。改善したように見える米国の失業率のデータですが、留意が必要です。

では、テーパリングの進み具合を見ていきます。昨年12月までは、月間850億ドルの規模で、FRBは金融緩和を進めていました。その金融緩和の「蛇口」を絞るのがテーパリングです。FRBは、国債等を850億ドル買い続けてきましたが、1月から、100億ドル減らして、750億ドルとしました。その後も100億ドルペースで減額し、4月現在550億ドルというところまでできました。今後も金融政策決定会合(FOMC)の都度減額していくと、年内には量的金融緩和が終わるスケジュールとなります。

それでは、テーパリングと金融市場の関係を整理してみましよう。

まず、金融緩和の継続ですが、米国の長期金利低下、ドル安・円高方向が基本的なトレンドです。一方、金融緩和縮小(テーパリング)となると、米国長期金利は上昇し、ドル高・円安方向が基本的なトレンドとなります。長期金利や為替相場は、一筋縄ではいかない面がありますが、あくまで基本的なトレンドとして押さえておきます。

なお、テーパリングが終了してもその先に大きな課題があります。それはゼロ金利解除の時期です。早ければ来年の真ん中くらいとの憶測が飛び交いますが難しい決断です。バーナンキ氏を引き継いだイエレンFRB議長の手腕が注目されています。もともと学者であり、ライフワークは失業の研究です。雇用問題には深い思い入れがあると思われまますので、テーパリングには慎重なスタンス

を垣間見せます。

当面はいかに円滑にテーパリングを進めていくかが課題となりますが、気になるのは長期金利の上昇です。意図しない水準の金利上昇は景気を冷え込ませる可能性があります。一方、このままズルズルと金融緩和を続けると、バブルを再発させてしまうといった警戒感もあります。長期金利上昇とバブルの狭間で、微妙なコントロールを求められているのがイエレン氏の立場となります。

それではテーパリングが及ぼす世界経済への影響を見ていきます。ここでは、「リスクオン」と「リスクオフ」がキーワードとなりますので、まず、その意味するところを押さえていきます。リスクオンというのは、積極的にリスクを取っていく姿勢を指します。その逆がリスクオフでリスク回避型投資行動を指します。

リーマンショック後、世界的なリスクオフとなりました。リスクを取る投資行動を控えて、比較的安全な金融資産にマネーを移す流れです。図では「アウェー」から「ホーム」にマネーが流れる状態を示しています。ここでアウェーとホームですが、金融用語ではありません。サッカーなどで用いている言葉です。そもそも、世界の投資家は、圧倒的にドル建てで資産を持っている人が多く、二番手は円建て資産を持っている投資家です。こうした観点からドルと円がホームの中心的存在となります。リーマンショック時に、アウェーの通貨を売って（新興国通貨安）、ホームの通貨を買う（円高、ドル高）動きが見られましたが、典型的なリスクオフの姿です。

一方、リーマンショック後、FRBや日銀の量的金融緩和で世界的に余剰なマネーが新興国等に大量に流れ込み、世界的なリスクオンとなりました。積極的にリスクを取る投資を増やし、比較的安全な金融資産を減らす流れです。図では「ホーム」から「アウェー」にダイナミックにマネーが流れる状態がそれに当たります。

ここで話をテーパリングに戻しますが、金融緩和による世界的なリスクオンの状態のなかで、部分的に新興国通貨等から、マネーが引き揚げられています。いわば、「部分的なリスクオフ」状態が起きているといえるでしょう。

次にテーパリングと新興国経済の関係を見ていきます。結論を先取りすると、テーパリングで米国の長期金利が上昇して行くと、新興国等の長期

金利にも伝播していく可能性が高いということです。

順を追って見ていきましょう。まず、米国でテーパリングに入り、国債購入等を減らすということは、先程見たように、長期金利の上昇要因となります。それとともに「部分的なリスクオフ」によりマネーが米国に逆流を始めます。そうしますと、新興国通貨は、売り圧力が高まり、下落していきます。現に、ブラジル・レアルやインドネシア・ルピアなどは下落しました。この通貨の下落は、そのままにしておくと、新興国内のインフレに繋がります。新興国は、インフレを非常に恐れています。インフレは、一旦起きると、経済を台無しにしてしまう惧れがありますので、インフレの芽を摘むことが急務となります。そのためには、自国通貨が安くなりすぎないように為替介入（外貨売り・自国通貨買い）を行います。利上げも、自国通貨安を食い止める有力な手段となります。利上げは当面の経済成長を抑制しますが、目の前にあるインフレの芽を摘むことが優先されます。このようにしてテーパリングは、米国の金利のみならず、新興国の金利も上げざるを得ない状況に追い込みます。

この様に米国のテーパリングは世界的な金利上昇の可能性を示唆しますが、日本と欧州は特殊な事情を抱えています。日本の場合、アベノミクス真っ盛りですから金利上昇はアベノミクスの効果を腰折れさせる可能性があり、政府・日銀は低金利を維持する施策を繰り出すことでしょう。欧州もデフレ懸念が広がる中で金利を押さえ込むことに躍起となることでしょう。先進国は、高金利が進む米国と低金利を維持する日本、欧州に分かれる可能性が高いと見ています。

3. 日本経済の課題と展望

では、日本の課題を見ていきましょう。世界的な金利上昇の可能性を見てきましたが、日本の金利は暫くは今の水準を続けるものと考えます。そもそも、日本の長期金利は、指標である10年物国債で0.6%台です。歴史的にも低い水準にあり、「2%の壁」があるといわれています。1997年に2%の壁の中に入り、低い状態を続けています。遡ること1990年頃は、8%位にあったわけですが、急激に低下し2%の壁に入りました。この日本の低い金利は、そもそも国債の消化構造に原因があります。日本

政府は、たくさんの国債を発行していますが、その92%までは国内で保有されています。逆に海外の保有は8%位と極めて低いシェアです。先進国では米国やドイツは、約半分が海外保有、フランスや英国は、1/3程度ですので、日本の事情とまったく違います。そして日本の場合、大半が個人で直接国債を買うよりも、金融機関や生命保険会社、年金基金などが大量に保有しています。こうした状況が日本の低金利の背景にあります。政府にしてみると資金の調達環境は言うことなしの状態です。

こうして低金利の背景が分かったとしても、問題は先の金利です。経済がデフレから脱却して元気になれば、いずれは今の米国と同様に長期金利が上昇していくものと思われれます。こうした中で、アベノミクスがあろうがなかろうが、中長期的には長期金利が上がりやすい構造変化が起きる可能性も指摘されています。以下ではそのメカニズムを見ていきます。

鍵を握るのは、経常収支の推移です。経常収支というのは、貿易や金融収益等で日本が海外から儲けているか、持ち出しているか、といったことが分かる統計です。日本は、貿易等で稼げていた時代が長く、典型的な経常収支黒字国です。しかしながら、2007年位から、経常収支の黒字幅が縮小し、このままでは経常赤字国になってしまう懸念が広がっています。要因は貿易赤字国への転化です。日本の輸出競争力が低下したこと、製造業の工場が海外に移転していること、逆に、スマートフォンなどの輸入依存度が高まってきていること、などの事情があります。経常収支については、民間のエコノミストなどから、2020年位までには経常収支赤字国に転化するのではないかと指摘が目立つようになってきました。

現在の日本経済を俯瞰すると、経常収支黒字国ですので、海外からは資金が流入している構造です。そのため、政府の財政収支赤字が大幅に広がっても、民間貯蓄・投資差額がそれを上回る構造にあり、財政ファイナンスは容易です。しかしながら、経常収支赤字国となっていけば、政府の財政収支赤字を民間貯蓄・投資差額で埋めきれず、海外の投資家の資金を巻き込まないことには、財政ファイナンスが難しい局面を迎えることになります。

次のページでもう少し詳しく見ていきます。経常収支黒字国と経常収支赤字国の財政ファイナン

スの状況を対比させていますが、問題の所在は経常収支赤字国となった段階での財政ファイナンスの道筋です。民間貯蓄・投資差額では財政収支赤字を埋めきれず、他に活路を求めていくことになります。

一つは対外純資産を取り崩す案です。この対外純資産は、毎年発表されていますが約300兆円にもおよび、世界ナンバーワンの保有高です。これを原資に財政収支赤字を埋めてはどうか、との議論もありますが、対外純資産の保有者である投資家や企業が、0.6%程度の利回りに過ぎない国債をあえて積極的に購入することは考えにくいのではないのでしょうか。

もう一つの手立ては、海外投資家にもっと積極的に日本国債を購入してもらうことです。日本国債を保有する海外投資家は、現状8%しかいませんが、経常収支赤字国になれば、その比率を高めていくほかありません。

ただ、1%にも満たない金利は、日本国債を購入するインセンティブになるのでしょうか。先進国の長期国債の利回りは、3~4%が当たり前の状況ですので、海外投資家の要求水準は、一定のリスクプレミアムを求めてくるように思われます。これを端緒に日本の長期金利も上昇局面に入る可能性があることを指摘したいと思います。

それでは、金利が上がる場合、どのように上がるかを考察したいと思います。過去の上昇時のパターンが参考となりますが、1980年代以前の金利上昇は、長期金利が先に上昇する傾向にあります。それは、短期金利は日銀が低くコントロールできるのに対して、長期金利は十分にはコントロールできず、国債流通市場での需給環境により、急激に動く可能性があるということです。

例えば、年金基金、生命保険などの機関投資家の間で、先行き金利が上がりそうだと観測が広がったとしましょう。機関投資家は、保有している長期国債をわれ先に売ります。それは、もたもたしていたらドンドン債券価格が下がる（金利は上がる）からです。こうして保有債券を売れば売ればほど、金利が上昇していきます。こうした金利上昇プロセスは、日本の国債流通市場において長い間起きていませんので、過去に学ぶといった視点も大事です。今後、長期金利の動きには注意を払っていききたいところです。

最後に中・長期的なマクロ経済シナリオを展望

したいと思います。

日本経済は、デフレ脱却が展望されるところまで持ち直してきました。しかしながら、アベノミクスがあろうがなかろうが、日本経済には中・長期的には「供給不足」が生じる可能性が指摘されています。先程、需給ギャップの説明時に当面は、「需要不足」の克服が課題であるとしましたが、中・長期的には、逆の現象が起きる可能性があります。ここで少し触れておきたいと思います。

先行きの「供給不足」を示唆する具体例を見ていきましょう。

- ・まず、日本企業がコストダウンのために、海外に生産拠点を移していることです。
- ・2点目は、自動車メーカーが海外に拠点を移すと、関連のフロントガラスやタイヤ等のメーカーも一緒に出ていかなければ商売が成り立たず、国内産業の空洞化が進むことです。
- ・また、新興国の消費パワーが強くなると、世界的に見た売れ筋商品が低価格化し、コストダウンが急務となり、勢い日本企業の海外生産比率が上昇することです。
- ・さらに日本の生産年齢人口は、90年代後半から絶対数が減ってきていることも挙げられます。

こうした「供給不足」は、モノ不足経済を意味しますので、先行き「供給不足インフレ」が起きる可能性には留意が必要です。「物の値段である物価」から始まりまして、賃金、金利、地価が、モノ不足経済の中でそれまでの停滞局面から一転して上昇する可能性もあります。

アベノミクスの第一の矢「大胆な金融緩和」、第二の矢「機動的な財政政策」はともに「需要不足」に対する需要創出政策であり、デフレ経済を終わらせることを狙い成果をあげています。それに対して第三の矢である「成長戦略」は、実はその先の「供給不足」に向けた大胆な構造転換でなくてはなりません。例えば、本格的な観光立国の展開、つまり眠っている観光資源の掘り起こし、女性の働く機会の飛躍的な拡大など、日本経済の潜在能力を引き出す大きな方向転換が待たれるところです。