

日本経済最後の戦略～債務と成長のジレンマを超えて

田代 毅 日本経済出版社

(はじめに)

日本のようになるな、日本は政策を十分に活用していれば今の停滞を経験することはなかった筈だ～これは筆者がハーバード大学に留学していた時に耳にした言葉、同大学のサマーズ教授は長期停滞論で「日本はまともな政策を行っていたらもっとGDPは高かった筈だ」と、又2014年には「アベノミックスで日本は変わったが消費税が心配だ」と消費税引き上げを前に憂慮の念を示していた、そして近年は金融危機後の世界もバブル崩壊後の日本と同様に長期の経済低迷に陥るリスクが高まっていると。

本書は日本に長期低迷をもたらす原因とその帰結としての現状を検証し今後の日本経済が進むべき方向を提示することが目的。

{ 長期停滞に陥る日本と世界 } 世界が落ち込んだ長期停滞の正体

金融危機後に需要不足が発生しその穴埋めが十分に行われないうちに低成長が長期化し企業は新規投資より借金の返済を優先、政府も積みあがる債務を前に公共投資を抑制してしまう、その為に貯蓄と投資が望ましい水準でバランスする金利は実現することなく投資不足そして需要不足は長期に亘って続いてしまう、経済学での「セーの法則」の道である「需要不足が供給不足を生み出す」状況が発生、実際に米国の長期停滞で見ると2007年時点での推計では年2、5%成長が2017年時点での推計は年1、6%と1%近くも下ブレした。

日本は非正規労働化が深刻化してしまった、これは雇用関係悪化により経済全体の人的資本の蓄積が長期的に低下することを意味する、又労働だけでなく投資もイノベーションも停滞している、このように労働・資本・生産性の低迷をもたらすものがサマーズの云う需要不足。

長期停滞の対処方法～需要を直接手に入れる公共投資の増大、その為に有効な手段は財政の拡張でありインフラへの投資であるとサマーズは主張、その結果は長い目で見ると将来の税収が増加、現在の財政支出は将来増加する税収によって賄われると、均衡実質金利がマイナスであり貯蓄が投資を上回る状況への対処として即座に行動を起こし得る長期的な提言だ。

ニューヨーク市立大学のポール・クルーグマンは金融政策単独ではインフレ期待を高めることが難しい場合は財政の助けが必要であると長年主張してきた。
～債務スーパーサイクル～金融危機後には日本でも世界でも P 1

家計や企業は債務の調整過程に入り経済対策や企業の救済等で政府の債務が拡大しては経済成長の重石となってしまう。

債務の循環これは一国に閉じこもるものではなく国家間の関係にもサイクルの発生、米国では金融機関だけでなく異例にも自動車産業すら救済の財政出動、併せて行われたのがFRBによるゼロ金利政策と量的緩和政策だった。

世界金融危機後は中国が世界の牽引役となり債務を拡大させた、又 高金利・高収益を求めて途上国に資金が流出し途上国の対外債務が拡大した。

2015年12月のFRBによる利上げに伴う途上国からの資金の流出やジャンクボンドの価格下落は債務の循環が終着点に差し掛かっているという診断。

～世界経済の不均衡～前FRB議長バーナキンの警鐘はアジア新興国等の貯蓄過剰・国家の資本が米国など先進国へ流れ込みそれが世界の低金利環境を作り出し米国の過剰消費が組み合わさった世界経済不均衡が世界経済のリスクを高めていると長年主張。

推奨手段としては資本移動の自由化や輸出促進の為の為替介入を抑止等世界経済の不均衡是正となる。

～投資の停滞～世界経済の不均衡と安全資産の不足、経済危機発生前の安全資産がその後は安全資産でなかったと判明、及び希少となった安全資産に投資が集中することで低金利が更に進行。

{ 債務と日本経済 } 日本の債務～企業や家計は債務を縮小・政府に移る

GDP比 家計1980年 48% 90年71% 00年74% 15年66%

GDP比 企業 同上 99% 94年149% 04年104% 同上101%

GDP比 政府1981年51% ～継続的に増加～ 2015年248%

米国家計債務2000年70% 2009年95% 2015年79%

2007年からの世界金融危機は家計消費の急激な下落を伴ったが日本ではバブル崩壊で消費の急拡大が止まり横ばいの推移で消費の急激な減少という程の状況には至らず特異であると云える。

*家計債務と家計資産～資産価値の下落と債務の高止まり資産サイドの代表的な土地の価格は連動していたがバブル崩壊後は土地価格の下落が急速であった、債務は依然として残り、資産価値は下がり家計は圧迫された。

*貯蓄を有しない世帯2001年8%が2013年には16%に。

金融資産を保有しない世帯2002年15%が2015年30%に。

貯蓄・負債のストックは20年前迄は30代・40代の金融資産は貯蓄超過だったが今ではネットで負債超過となっている。

*企業債務と経済停滞～3つの過剰な債務・雇用・設備解消に尽力した結果により企業の債務問題は論じられなくなった。

アベノミクス以降も企業はレバレッジ（社債＋短期・長期借入/当期末純資産）を行っていない、1975年は「3」程度が現在では「1」を切っている。
一方政府が公的債務を拡大したものの経済全体の総需要は拡大していない。

{ 日本の公的債務 }

ギリシャ悲劇2017年1月のフィナンシャル・タイムズによる生活特集では失業率増加、五分の一の家庭では暖房や電話がない2009年極貧人口2%が2015年には15%に、病院や学校・社会保障への支出削減、改善の目途も立たない。

～悪化を続ける日本の公的債務～2016年10月の見通し総債務対GDP比は2015年に248%と先進国で最悪（ギリシャ178%イタリア133%）過去高債務の歴史的事例と比較し日本の破綻確率は40%そして過去の経験と現在の先進国にも過去の経験が当てはまる場合は70%

～日本の公的債務は警戒アラームが鳴っているのか～

国外への依存は2015年海外保有100兆円超、2016年末10%超

- ① 対外債務とGDP比2003年30%→2015年71%と急拡大。
対外債権の内、短期と外貨準備比率1、34を超えて閾値を超えているか
→現状は直ぐには想定されない
- ② 支払余力評価、公的債務と歳入が2、15又は3、1倍→直ぐには想定外
- ③ 実質経済成長率マイナス5、45%が閾値→日本は上回っている
- ④ インフレーション10、47%超で危機の可能性→日本は低位
- ⑤ 短期金利9、72%が閾値→日本は低位

現状①について、日本は巨額の対外純資産を保有している為に流動性や支払い余力の問題が発生するとは考えにくい。

*コロンビア大学のデビット・ワインシュタインは2014年に日経新聞紙上で日本の債務問題は経済成長で解決可能と、その理由として

- ① 政府部門が既発債を多く保有
- ② 連結決算で公的企業の資産と負債を含めるべき
- ③ 日銀の保有する国債を政府のバランスシートに含める場合では日本の公的純債務他對GDP比は80%となる

～偶発債務～日本の未積立の債務は仮に公的年金を積立方式に切り替えた場合厚生年金と国民年金分で約700兆円程度＝GDP比150%位、2006年時点でヨーロッパ諸国は300%超の国も多い、米国・カナダは100%程度で日本が極端に悪いわけではない。

～財政余地～財政政策を活用できる余地は2014年時点で格付け会社ムーデーズは日本・イタリア・ギリシア・キプロスには

財政余地が存在しない状態と、先進国におけるデフォルトは日本とドイツが第二次世界大戦中に行ったものが最後の経験、但し戦間期の1920～30年代には先進国において多くの債務再編やデフォルトがあった。

- * 2016年10月に発表されたIMFのスタンスは長期的な財政の維持可能性を保ちつつ信用に足る中期的なフレームワークの元で各国の財政余地を踏まえながら短期的には成長促進的な財政政策不可欠であると。
- * OECD 2016年11月公表の経済見通しは低金利下に於ける財政余地を特集で成長率そして金利の見通しを踏まえ2年程度の期間で見ると日本には潜在GDP比で2%程度の財政余地が存在と、又日本が均衡財政で公共投資を行っても公的債務が対GDP比で低下することもOECDは示している。

{ 日本の法外な特権 } 日本の対外資産による特権を評価

- ～世界金融危機以降に頻繁に耳にする「円が安全資産である」のは何故か？
法外な特権とは仏元大統領の造語でドルを用いて低金利で調達した資金を元に投資を行うこと、つまりドルの特権を享受していたと。
- ～米国は経常赤字と財政赤字・対外債務国にも拘らず投資収益を多く上げることができている大きな謎。
- ～日本は世界最大の対外債権国としての地位を25年間維持している、この為に投資家が世界的な金融危機に於いて円資産を「安全」と考える、ドル危機のヘッジとしての役割を果たす日本は米国同様に流動的な市場を有している。
日本にとって重要な問題は日本の対外債務が主に低利の長期借入金であり日本の対外債権資産がより長期の高利のもので、その満期返還の効果がある事。
- ～日本の対外資産の拡大～2015年には対外純資産2、8兆ドル保有、二番目はドイツで約1、6兆ドル、米国の純負債は7、4兆ドル、GDP比では日本70%程、ドイツは48%程、米国の純負債は41%程と日本は特別といえるほど対外純資産を保有。
- ～近年対外資産の満期長期化と対外負債の「満期短期化」が進み金利の上昇リスクに対して脆弱しかも短期債務は政府のものが多く長期債務は主に民間のもの、政府は外貨準備を通じ長期の対外資産も保有、この資産・負債構成からのリスクのかじ取りが重要。

{ 公的債務の蓄積と経済低迷の関係 }

公的債務対GDP比が30%未満の時に投資対GDP比は平均で35%、同じく30%以上60%未満の場合は31%、60%以上90%未満は30%、90%以上は23%と低下
～日本の外貨準備の蓄積と投資の低迷～外貨準備と投資は負の関係、外貨準備は90年代半ばから上昇、反対に投資は90年代半ばから低下

92年にGDP比で 2%しかなかった外貨準備の水準が2015年には30%まで上昇
92年にGDP比で 31%あった投資の水準は2015年には22%に低下。

{ 債務に対する7つのオプション }

1. 経済効果～経済再生なくして財政再建なし～とアベノミクスは両立を目標にした
2015年には第二ステージとして名目GDPで600兆円を目指す目標設定
2. 第三の矢～構造改革の必要性～電力市場改革は今一の評価、労働市場改革、
羽田空港国際化などは成果。
3. 財政調整(増税・支出削減)～総需要の縮小と経済の縮小に陥る可能性、世界
金融危機後の研究では欧州の国々で緊縮策の結果、税収やGDPの低下に繋
がり公的債務対GDP比はむしろ高くなったと推計、日本の支出の大きな割合を
占める社会保障制度の改革(含む年金)の是非
4. デフォルトや債務の再編～ギリシャの例、途上国では頻発・歴史的に對外債務に
対して行われる例が多い、しかし日本政府の債務は国内債であり国内金融不安
に繋がる可能性、いずれの場合もデフォルトが起きるとその後は政府による国債
発行が困難になる～アルゼンチンでは15年間も発行不可。
5. 日本に於ける創造的な債務の再編の可能性～短期国債を長期に組み換えでは
金利負担のコスト低減と国債保有の安定化に繋がる。
6. インフレーション(異端の手段)～公的債務の満期が短い場合、突然かなり高率
なインフレが要求される、又は高率の名目金利を要求される。
7. 金利抑制による債務の縮小(異端の手段)～日本の第二次世界大戦の戦時債
務は戦後預金封鎖や数百%の激しいインフレを通じて対処された。

{ 世界的な金融抑圧の再来と日本の状況 }

スペインではポートフォリオの50%をスペイン債券に投資していた年金基金はスペイ
ン国債の保有を97.5%にする政策がとられた。

米国では銀行が保有する米国債の額も記録的な規模になっている、世界的に銀行・
保険会社・年金基金は自国の国債の保有を増加させ続けている。

～日本の政策～

- ① マイナス実質金利は日銀の異次元緩和により「デフレではない状況」にあると表現
されるようになった
- ② 囚われの国内投資家に関する改革2015年11月日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命
の三社が東京証券取引所上場により基盤の一つが失われた。
- ③ 年金基金の改革、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は国債保有を減少
させ株式による運用を増加させた→金融抑圧からの逸脱と評価。
- ④ 日銀が異次元緩和で国債保有増加の中、

金融機関は国債保有を急速に減少、以上の状況から日本に於いて金融抑圧は公的には推進されていない、日銀の保有国債は2016年12末で400兆円超、あと1年強でマネタリーベースの対名目GDP比で100%を超える可能性があり量的緩和が低い名目利子率に貢献と評価されよう、他方でインフレを高める手段が日銀にはないというラインハートの指摘もある。

{ 公的債務に対処する政策努力の比較 }

～経済成長～ 税収の増加による債務の減少、GDP拡大による公的債務対GDP比の低下の可能性が考えられる、GDP比で1%の税収増加には概ね1%の名目経済成長が必要、政府が目標とする3%名目成長率でGDPが成長の場合は他の経済条件が変わらないと公的債務対GDP比は7、5%程度低下する。

～財政調整～ 消費税2%引き上げでGDP比1%税収増と概ね同程度の効果、尚歳出削減を手段とする場合は年間約5兆円が必要となる、インフレ・金融抑圧～0、4%のマイナス実質利子率はGDP比で1%の公的債務対GDP比の縮小。

～異端の手段としてのデフォルトは日本の現時点では想定すべきではない。

～低金利環境を利用した長期債の発行増は検討の余地がある。

～民営化には適さないものもあり試算される純債務より高いものとなる可能性もある。

～資産課税は一定程度の税収を上げると考えられる、課税逃れを防ぐ国際的な取り組み余地は十分ある。

{ アベノミクス下での公的債務の安定化 }

* 政府の総債務対GDP比はこれまで増加を続けてきたが2015年には前年比で低下している、純債務でも低下。

* 国と地方の公債等残高対GDP比は2016年度189、5%から2025年には169、6%に低下見込み。

* 社会保障基金を含めた一般政府の公的債務他 GDP 比はIMFの見通しでは2016年から2021年迄平均1、3%名目成長を実現見込みで公的債務対GDP比は250%から254%と4%弱しか増加せず安定的推移見込み。

* アベノミクスが始まった2012年から15年迄歳入面22兆円増、支出は7兆円増で名目GDPは475兆円から499兆円と5%増、この間に公的債務は100兆円程拡大、一般政府の公的債務対GDP比は238%から10%程度の上昇に止まっている。

* 消費税引き上げ(2014年4月)で年間8兆円の税収増と

* プライマリーバランスは潜在GDP比2012年△7%が2015年△4、5%と債務縮小

* インフレ率はGDPデフレーターで2012～15年の平均で毎年1%上昇

* 財務省によると国債の利払い金利は約1%で毎年低下を続けている。

* 一般政府の資金過不足は2012年43兆円資金不足から

2016年には11兆円の資金不足迄急速に縮小。

{ アベノミクス開始以降の経済政策運営 }

2013年の財政支出10兆円と宣伝されていたが前年比では数兆円しか拡張されず2014年と15年を合わせて潜在GDP比3%も財政を引き締めていたので景気の力強さを欠くことも不思議ではない。

「 長期停滞からの脱出に向けて 」

* 日本経済はここ25年間新しいトレンドとして低成長に落ち込んでいる、その要因の一つが需要不足であり、需要不足の供給力の低下への転換。

* 最近ではFRBのイエレン議長が「高圧経済」と名付け、需要の拡大が労働参加や投資そしてインベーションを促す可能性を指摘し一定程度の景気の過熱を許容すべきだと

* 労働・資本・生産性は経済成長の源泉である

① 労働～働き盛りの25～39歳就業率1996年には95%その後低下90%、2016年には92%と回復傾向にある。90年代以降リストラが多く行われ雇用の非正規化が進んだ、アベノミクスで雇用環境は良好で高齢者再雇用・新卒の採用活発化・女性の労働参画も進み失業率は3%にまで低下、生産年齢人口減少にも拘らず労働者数は保たれている。

② 資本～1990年代末から2000年代初め厳しいリストラで雇用・設備・債務の過剰解消で企業は強固な経営体質、しかし継続的な需要不足、投資は減価償却の範囲内で供給力の行方に影、今後求められるのは事業環境を好転させ経済成長を継続的に実現させること。

③ 生産性～クルーグマンは長期的に生産性が全てを決めると、日本の長期停滞の特徴は新興企業の登場が少なくゾンビ企業の生き残りであり、新しいものが生まれてくる環境が一つのカギと。労働者一人当たり実質GDPの成長率は2000年以降平均1%で米英に劣るがドイツと同じ。

* 長期停滞における債務に対処～家計の債務ストックは緩やかに低下し、アベノミクス以降に企業は純負債を拡大、一方家計は純資産を拡大、60歳以上の世帯の保有する資産割合は2002年には52%が2014年には70%に上昇。

{ もう一度金融・財政・構造改革の再起動が求められている }

インフレ期待や成長期待を取り戻すために金融財政構造改革を現時点でフル活用すべし、日本は賃金上昇からインフレを実現すべし、それが債務問題の解決に繋がるとの指摘もある、公的債務対GDP比が低下していく中で経済や生活を支える為に債務を活用して成長率を高めるべき、日本の根本的な課題は将来に向けた成長期待で、安定した総需要管理を実現させる政策運営である。

{ 600兆円経済に向けて成長期待 } 成長率 > 金利を実現する

- ① 安定的な金融政策
- ② 安定的な財政政策
- ③ 安定した所得増加

以上の政策で総需要拡大へ、GDPの6割は消費であり、1994年ピーク時の一所帯当たり平均雇用者所得は462万円から約80万円低下、これを取り戻すには5年間で平均4%の所得増が必要で消費拡大が期待できる、それによって成長期待の拡大が日本経済を再浮上させて「脱出速度」を得る為に求められる事であり、政府債務の懸念が薄らいでゆくことすら期待できる。

以上