

時論

日本経済の制約条件となった人口動態

アベノミクスと異次元金融緩和がスタートして約2年半が経過した。

「物価目標2年2%」は未達となり、成長戦略は格段には進まず、デフレ脱却は道半ばといったところだが、いずれも多くの国民やエコノミスト(ひょっとすると政策当局者自身も)にとっては想定の範囲内であり、大きなサプライズとはなっていない。

その一方、景気回復が2年続いただけで人手不足感が強まり、建設工事繰越高が増加していることに表れているように、わが国の人口動態問題(人口減少・少子高齢化・生産年齢人口減少の同時進行)が供給制約となって現れ、日本経済の潜在成長率がかくも低くなっていたということは、政府・日銀・エコノミストいずれにとっても大きな誤算、あるいは見落としであった。

すなわち、足元の有効求人倍率(5月)は1.19倍と23年2ヶ月ぶりの高水準に達し、失業率(5月)も3.3%まで低下、日銀「短観」の雇用判断DIは不足超幅が拡大するなど、欧米諸国も羨むような完全雇用に近い状態にあるが、実質GDPの推移を見ると、アベノミクスと異次元金融緩和の始動期(2013年1-3月期:517兆円)から直近(2015年1-3月期:529兆円)の間、年率0.5%の低い成長に止まっている。日本経済は、成長率の低迷は需要不足だけではなく、供給力不足にも起因するという経済に変質しつつある。

ただ、日本銀行推計による潜在成長率の推移とその要因別寄与度を見ると、1990年代初頭には4%前後に達していた潜在成長率を、現状のゼロ%台前半まで押し下げた最大の要因は「就業者数要因」ではなく「資本ストック要因」、すなわち国内設備投資の抑制である。かつてはそれだけで2%強も潜在成長率を支えた「資本ストック要因」は、90年代半ば以降は急速にそのプラス寄与度を縮小させ、リーマンショック後にはマイナス寄与に転じた。最近の景気回復によってようやくプラスに戻したものの、その度合いはごく小幅である(「就業者数要因」はマイナス寄与が定着している)。

この背景にも人口動態の問題が横たわっており、企業が人口減少とそれに伴う国内市場縮小を視野に入れて投資行動を行ったと考えるのが自然であろう。このことは、企業の期待成長率(内閣府「企業行動に関するアンケート調査」による)がアベノミクス後もほとんど上向かず、1%台前半で推移していることにも表れている。

このように人口動態を起点とした直接的・間接的要因によって潜在成長率が低下している日本経済において、景気回復が続けば、教科書の一般論としては労働需給はさらに引き締め、賃金が上昇し、物価は上昇する筋合いにある。今後、生鮮食品・エネルギー関連を除いたコアオブコアで見れば物価はじり高となる蓋然性は高いと言えよう。

しかし、潜在成長率も企業の期待成長率も高まらない中であっては、企業は賃金コストの価格転嫁に確信が持てないため、自らの収益を確保すべく、雇用・賃金・その他の諸経費・投資支出の抑制に動くだろう。その結果、企業と家計の支出、ひいては成長率も経済全体の需要の伸びも頭打ちとなり、物価上昇圧力は徐々に低減するのではないか。すなわち、今後実現する物価上昇は、需要・生産・所得・供給が相乗的に拡大することによって実現する「望ましい、あるいは良い物価上昇」というよりも、供給制約に

よる「望ましくない形の物価上昇」の側面があり、それゆえに需要抑制要因ともなり、「2%物価上昇」の実現を阻む要因ともなるのではないか。

もしそうなった場合、異次元金融緩和策と超低金利はさらに長期化することになるが、このことは先月号の拙稿で指摘したように、「運用難に直面した金融機関や投資家が少しでもリターンを高めるべく、止むに止まれぬ形で、相対的にリスクが低い安全資産に運用資金を集中させ、その結果、安全資産が安全でない価格まで買い進められ、安全資産でなくなる」というパラドックスが生じる「草食系バブル」の温床となる。通常のバブルは潜在成長率も現実成長率も高まることによって起こるが、潜在成長率が低下しても、あるいは潜在成長率が低下するからこそ「草食系バブル」が起こるとも言える。

潜在成長率の低下は、財政再建を難しくすることは言うまでもなく、国債金利の急騰というテールリスクを高めることにもなる。

2020年度基礎的財政収支黒字化(あるいはゼロ)という目標は、人口動態を勘案すると安易に先送りできない。2022年から団塊の世代(1947～1949年生まれ)が後期高齢者になり始め、医療・介護費用がさらに膨らむと見込まれるためである。

しかし、この目標を達成すべく「骨太の方針2015」等において練られている財政再建計画は、実質2%成長の持続が前提となっている。潜在成長率の低下は、こうした前提と計画の非現実性を露見させ、わが国財政の持続可能性に対する信認を損ないかねない。

以上見てきたように、一国経済の成長力を左右する長期的要因と考えられていた人口動態は、今日の日本経済では、供給制約となって足元の成長の足かせとなり、企業の期待成長率の下押し要因となり、資本ストック・就業者数の両面から潜在成長率と現実成長率を低下せしめ、財政再建を困難化させ、異次元金融緩和策を長期化させて草食系バブルを生む—という具合に、様々な因果となって短期的・中期的要因としても制約条件となりつつある。

人口減少・少子高齢化・生産年齢人口減少の同時進行という流れ自体はもはや止めようがないが、その制約をどう跳ね返していくか、政府レベルのみならず、企業レベルでもこれまで以上に知恵を絞る必要があるだろう。

私見では、「若年女性が多いにもかかわらず、低水準に止まっている東京圏の出生率をどう引き上げるか」という点にフォーカスし、女性の立場に立って、女性活用の障害を取り除くための諸施策—①在宅勤務やサテライトオフィスの推進、②メンバーシップ型偏重の昇格・処遇制度の是正、③ジョブ型雇用の(専門職制)の拡大、④頻繁な転勤・配置転換策の見直し、⑤勤務地・勤務時間の選択性の導入、⑥これらの施策による長時間労働・長時間通勤の是正—等が必要かつ有益であり、これに先んじた企業が競争力の面でも優位に立つのではないかと思う。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。