

2018. 8 No.76

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

インバウンド需要拡大の鍵は二つの分散..... 1

経済の動き

企業の生産面からみた人手不足..... 3

財政健全化の遅れが招く負のスパイラル..... 8

ばらつきが出始めたアジア新興国の物価の基調とその背景..... 14

時論

インバウンド需要拡大の鍵は二つの分散

海外からのインバウンド需要が堅調である。2017年に訪日客数、消費額共に過去最高を更新したのに続き、1～6月の訪日客数も1,589万人と上半期で初めて1,500万人を突破した。消費額の方は統計の拡充により、前年との比較は困難になったが、増勢は持続している。民泊新法施行に伴う混乱の影響は現れておらず、目先は地震と豪雨の影響が懸念されるものの、増加トレンドに大きな変化はなさそうである。

今年は奇しくも成田空港の開港40周年に当たることも踏まえ、2年後に迫った東京オリンピック・パラリンピックを睨みつつ、日本経済になくてはならない存在になったインバウンド需要を展望してみたい。

まず、大震災直後の2012年から2017年までのインバウンド需要を振り返ってみると、変化してきた点と変化していない点が浮かび上がる。

変化していない点は、中国を中心とする東アジアからの旅行者による買物が、インバウンド需要を牽引していることである。中国人旅行者は2012年以降、消費額の最大シェアを堅持しており、2017年には38%に達した。中国に韓国・台湾・香港を加えた4か国で、消費額の70%を占めるに至っている。

支出項目の内訳では、東アジア4か国で買物代が2012年以来、常に4割を超えており、欧米4か国(アメリカ・イギリス・フランス・ドイツ)で宿泊代が同じく4割を上回り続けているのと好対照である。特に、中国人旅行者の買物重視は今も変わらず、支出総額の5割強の水準で高止まっている。

変化してきた点は、東アジア旅行者が団体ツアーを利用する割合が減り、1人当たり消費額もピークアウトしてきたことである。団体ツアー利用率は、東アジア4か国平均で2017年に25%と5年間で▲21ポイント低下し、中国だけに限れば72%から38%へとほぼ半減した。その分、個人ツアーや自ら予約を取る個人手配の割合が欧米並みに高まってきている。

訪日客の消費総額は過去5年間で4.1倍に拡大したが、これは訪日客数の増加に支えられたものであり、1人当たり消費額は2015年の1.4倍をピークに、2017年は1.2倍にまで縮小してきている。

このように、中国人団体ツアー客の「爆買い」は過去のものになりつつあるが、中国を含む東アジア4か国からの旅行者の購買力は衰えておらず、日本経済への影響力も日に日に高まってきている。実際、百貨店売上高は国内消費の伸び悩みを訪日客消費の盛り上がりで下支えする構図が定着している。

ところで、日本は文化遺産や観光資源が豊富で安心安全、しかも「おもてなしの心」も行き届いているとの評価が一般的である。果たして、インバウンド需要の活況は、こうした潜在力を活かした結果なのであろうか。興味深いデータがある。

世界経済フォーラムの「旅行・観光競争力ランキング」は、世界136か国の自然・文化資産、観光インフラ、官民観光施策などを総合評価しており、日本は2017年に5段階アップで、過去最高の4位となった。主因は、ホテル等関連サービスの充実、航空料金等価格競争力の改善にある。トップ3は、いずれも観光大国のスペイン・フランス・ドイツであり、まさに胸を張っていい結果である。

それに対して、旅行者受入数の国際ランキングは2016年時点で16位と見劣りする結果となっている。1位のフランスを筆頭に、競争力ランキングのトップ3はすべて受入数ランキングでも8位以内に入ってお

り、日本は観光関連のポテンシャルの高さを十分に集客実績に繋げられていないように見える。

さらに、訪日客数と所得水準や為替変動の関係からは、中国を除く韓国・台湾・香港では各国 GDP が1%増えると訪日客が2～3%増加し、円安・現地通貨高が1%進むと訪日客が1～2%増加することが分かる。これらの値は欧米各国に比べて高い水準にあり、しかも最近になるほど高まる傾向にある。

この結果は、東アジアからの訪日客増加の要因として、距離の近さ、中国の個人海外旅行の解禁、日本のビザ取得要件の緩和、LCCなど航空便の拡大、官民一体の誘客施策などが複合的に影響しつつも、やはり各国の経済成長と円安定着という環境面での追い風が大きく寄与していることを示唆する。

事実、世界各国の経済成長と海外旅行の分析からは、1人当たり GDP が1千ドル増えると、海外旅行率(延べ出国数/総人口)が2ポイント高まるとの結果が得られた。施策面での課題はあるにしても、今後の伸びしろという意味では、経済成長の続く、近隣のアジア諸国の潜在需要は期待が持てそうである。

こうした好条件を活かし、着実に訪日実績や消費拡大に繋げていくための鍵は「二つの分散」にある。一つは訪日相手国の分散であり、もう一つは国内訪問先の分散である。

前者の訪日相手国は足元、中国と韓国に偏り、合計すると訪日客数の5割強を占めるなど、集中リスクが高い。一例を挙げれば、中国人の海外旅行先(旅行社経由)は2015年に長年トップだった香港がタイに取って代わり、2016年のトップ3はタイ・韓国・日本の順となった。それが中韓関係の悪化により、2017年(9月末時点)では韓国のシェアが13%から3%へと急落し、日本に2位の座を譲っている。

このように特定の国の政治や外交、風評などに左右されないよう、幅広い国からの誘客が課題になる。そのためには、訪日客を平均的な姿で理解せず、国毎の特性や嗜好を木目細かく把握する必要がある。例えば、和食や富士山は共通するが、欧米人は日本庭園や神社仏閣、東アジア人は花見や温泉を好む。同じ東アジアでも、満足度の高い買物は中国人が化粧品、韓国人がお菓子、台湾人は医薬品、香港人はファッションと綺麗に分かれる。訪日国別の誘客戦略や施策が求められているのである。

後者の国内訪問先の分散とは、端的に言えば、東京・富士山・京都・大阪という「ゴールデンルート」以外に、地方への誘客を図ることである。そして、データを見る限り、地方への誘客は緩やかながらも、既に着実に進んでいる。例えば、国際線の就航状況は成田・羽田・関空よりも北海道・九州・沖縄の合計シェアがより高まり、外国人の延べ宿泊者比率も関東圏では低下し、その他地域では逆に上昇している。但し、いずれも東日本より西日本が優勢であり、地方誘客には「西高東低」の傾向が見られる。

今後、全国により幅広く、地方誘客を本格化させていくためには、官民連携して地元の自然・文化資源を磨き上げると共に、各種アンケート調査でも訪日客の要望が強い、英語や多言語標記、宿泊施設でのネット環境整備、キャッシュレス決済対応など、滞在期間中の利便性の向上も欠かせない。

2020年の東京オリンピック・パラリンピックは日本訪問の絶好の機会になると考えられるが、都心を始めとして首都圏の混雑は避けられない。ぜひこの機会に、各地域の創意工夫により、訪日国に応じた「オリパラ・プラスアルファ」や「地方イン・地方アウト」の周遊ルートを打ち出してみるのも効果的であろう。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

企業の生産面からみた人手不足

<要旨>

2012年11月以降、日本経済は企業部門主導の景気回復が続いている。労働需要は高まり、雇用者数は増加が加速し、失業率はバブル期と同水準まで低下している。一方で企業の人手不足が深刻化しており、将来、十分な労働者を確保出来なくなることで、企業の財・サービスの生産能力の低下が懸念される。

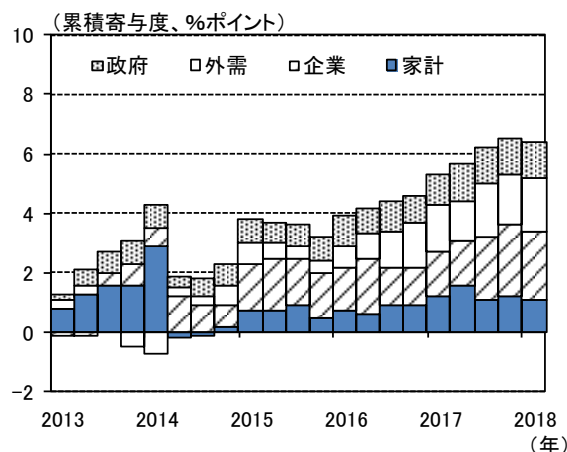
本稿では企業の生産能力に着目し人手不足との関連を分析した。業種別にみると、非製造業では労働生産性の低さ故に、資本ストックと雇用者数の増加がサービス生産能力向上につながっていない。そのことが、人手不足感を強めるという悪循環に陥っている。

政府は、今後も高齢者雇用の活用、女性の社会進出の促進、外国人労働者の拡大等で労働力確保を目指しているが、人手不足の解消のためには、労働者のスキルを伸ばし、質を高める政策も求められる。

1. 景気回復の裏にある人手不足の深刻化

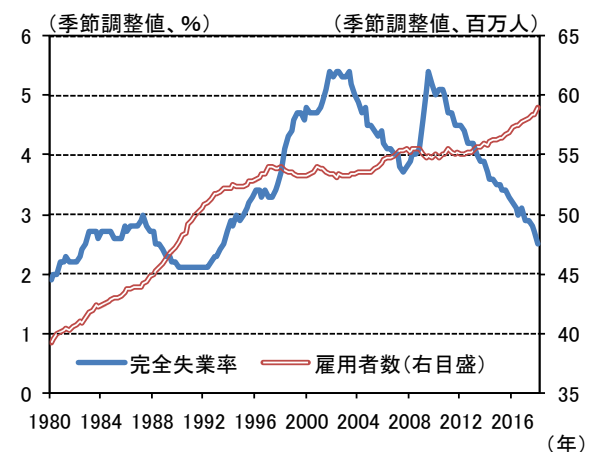
日本経済は2012年11月以降、景気回復が続いている。2018年1～3月期こそ実質 GDP は天候要因でマイナス成長となったが、2016年1～3月期から8四半期連続でプラスとなった。回復局面に入ってから実質 GDP の累積寄与度を項目別にみると、世界経済の回復で好調な外需の盛り上がりは内需に波及し、特に設備投資の寄与度を拡大させ、企業部門が主導した景気回復だったことが分かる(図表1)。企業部門が景気を牽引したことで、労働需要も高まりをみせ、雇用者数は増加し、失業率はバブル期と同水準まで低下している(図表2)。

図表1 GDP 項目の累積寄与度



(資料)内閣府『国民経済計算』

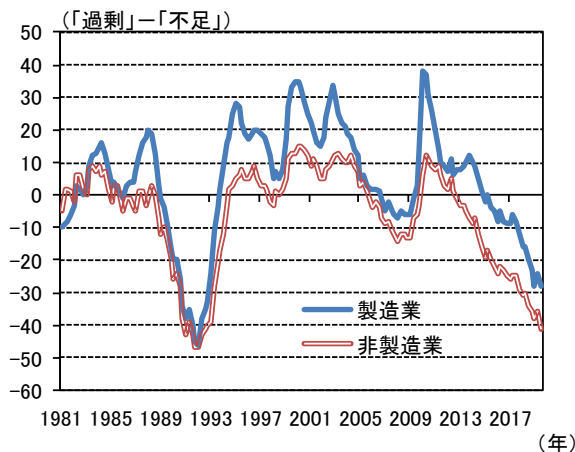
図表2 失業率と雇用者数



(資料)総務省『労働力調査』

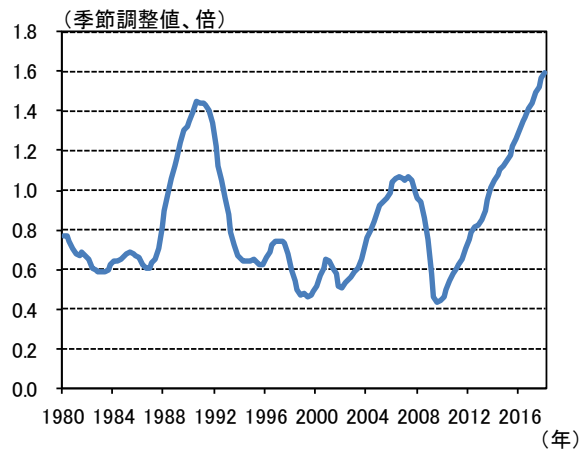
短観によると企業の人手不足感は雇用者が増加しているにも関わらず強まっており(図表3、4)、有効求人倍率はバブル期を超えて上昇する等、労働市場の逼迫度合いは高まり続けている。景気回復が続くことは日本経済にとって好ましいものであるが、人手不足の深刻化は、企業が十分な労働者を雇えないことで、高まっている財・サービスの需要に追いつかずに、日本の経済成長の足枷となる可能性がある。そこで本稿では、企業の生産活動と人手不足との関係を分析することで、日本経済の先行きを考察する。

図表3 雇用判断DI



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表4 有効求人倍率

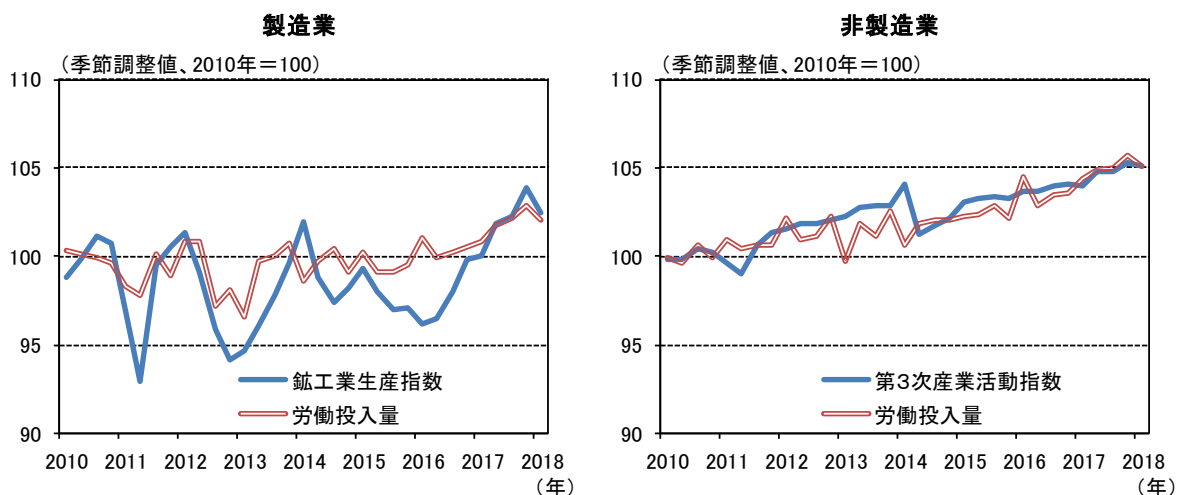


(資料) 厚生労働省『一般職業紹介状況』

2. 高まらない非製造業の生産能力

最初に、労働投入量(雇用者数×総実労働時間)と、どれだけ財の生産やサービス供給が行われたかを表す生産指数(製造業は「鉱工業生産指数」、非製造業は「第3次産業活動指数」を使用)を比較すると、製造業・非製造業共に、概ね生産指数に合わせて労働投入量を増やしていることが分かる(図表5)。

図表5 鉱工業生産・第3次産業活動指数と労働投入量

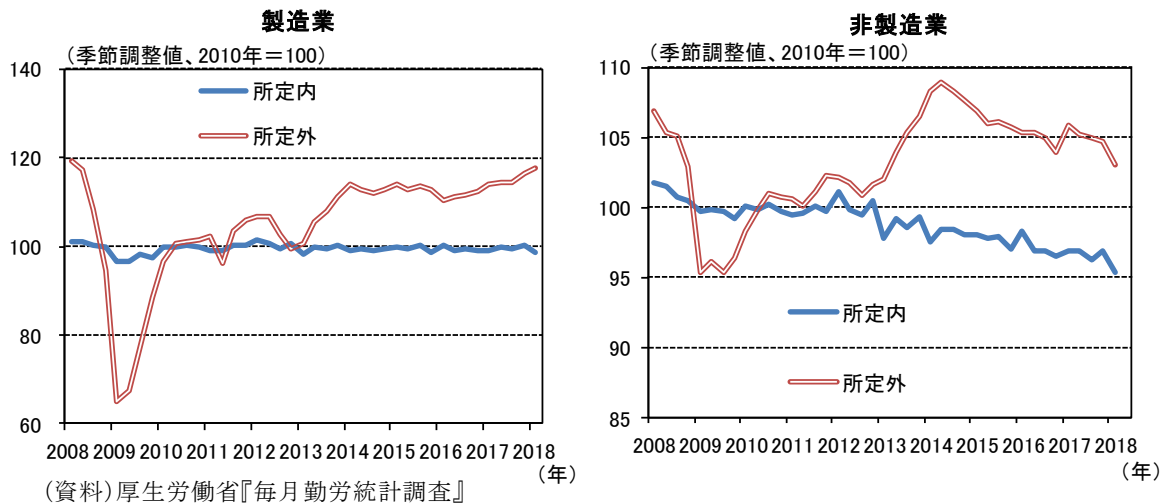


(資料) 経済産業省『鉱工業指数』、『第3次産業活動指数』、総務省『労働力調査』、厚生労働省『毎月勤労統計調査』

また、労働投入量増加の背景をみると、製造業は所定外労働時間を増やし続けている一方で、非製造業は足元で減少傾向にある。また非製造業は労働時間が短いパートタイム労働者の比率

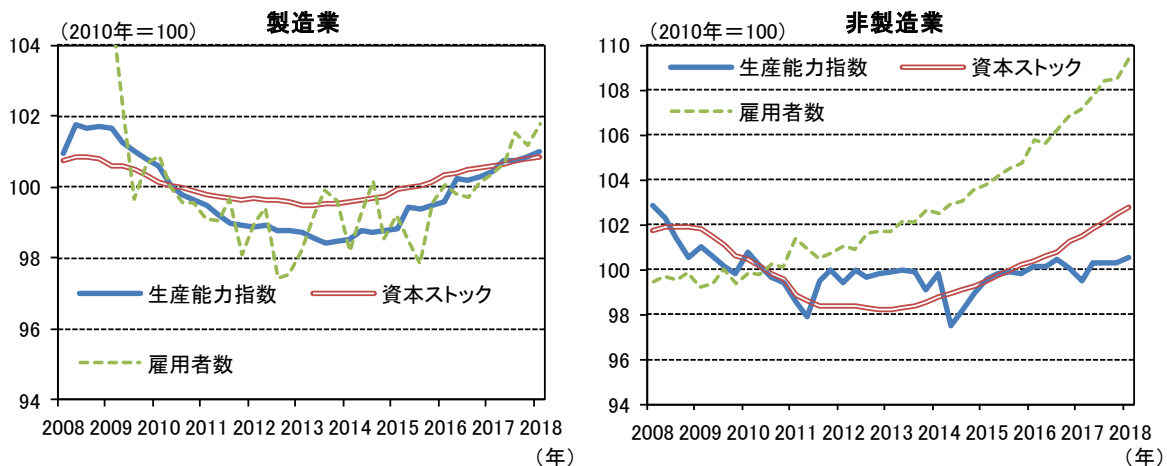
が上昇することによって所定内も減少している(図表6)。このことから、製造業と比較すると、非製造業の労働投入量の増加は、雇用者増に拠るところが大きいことが分かる。

図表6 所定内・所定外労働時間



企業の生産活動をみるためには、労働投入量だけでなく、資本ストックの動きも加える必要がある。そこで図表7では業種別に生産能力指数¹、資本ストック、雇用者数の動きをみた。生産能力指数は標準的な設備や労働投入の下で生産可能な最大生産量を指数化したもので、資本ストックと雇用者数の動きから生産能力を把握することが出来る。

図表7 生産能力指数・資本ストック・雇用者の推移



¹ 経済産業省の定義によると、「製造工業の生産能力を、操業日数や設備、労働力に一定の基準を設け、これらの条件が標準的な状態で生産可能な最大生産量を能力として定義し、これを指数化したもの」とされている。また指数を作成するにあたり使用されている採用系列数は160品目で、生産指数の496品目に比べ少なくなっており、生産指数に対する生産能力全体を捉えられていないことに留意を要する。製造業の生産能力指数は、日本銀行が需給ギャップを推計する過程で作成している、トレンド修正済みの生産能力指数と同様の手法で作成した。非製造業の生産能力指数については、まず日本銀行と同様にして非製造業の稼働率指数を作成した後、第3次産業活動指数から除することで作成した。詳細については、日本銀行『需給ギャップと潜在成長率の見直しについて』を参照。

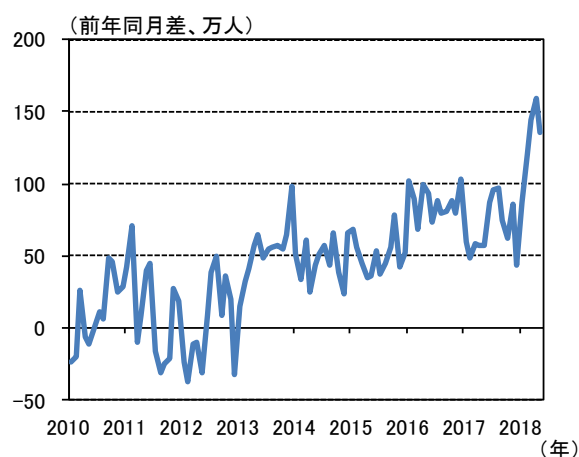
これをみると、2013年以降の製造業の生産能力指数は、資本ストックと雇用者数が増加するに従って上昇しているが、非製造業は資本ストックと雇用者が伸びているにも関わらず、ほぼ横ばいに留まっている。

非製造業で資本ストックと労働力がサービス生産能力向上につながらない要因はいくつか挙げられる。まず、非製造業では業種によって設備増強がサービス提供の増加につながりにくい面がある。労働力については、雇用者数が大幅に伸びているものの、全体的にはパートタイム労働者比率が高いため労働時間を増やすには限度があり、前掲図表5で見た通り労働投入量の増加は緩やかである。更に労働投入量が増えても生産能力が増えない状況を見れば、労働者のスキル蓄積が進まず、設備をうまく扱えない等、資本ストックの利用効率化が妨げられていることが伺える。労働集約的な非製造業で生産能力を上げるには、労働の量のみならずスキルアップ等労働者の質も求められるところ、とにかく雇用者数の確保を優先するあまり、企業の求めるスキルと雇用者の持つスキルにミスマッチが広がり、労働生産性が落ちている可能性がある。こうした要因が重なって、非製造業では、設備投資と労働者の数を増やしてもサービス生産能力が上がらず、更に人手不足感を強める、といった悪循環に繋がっていると見ています。その結果が、非製造業の雇用判断DIにおける深刻な人手不足にもつながっている(前掲図表3)。

3. 求められる労働生産性の向上

以上のように生産面からみると、非製造業の労働生産性の低さが、企業の人手不足を深刻化させる要因になっている。足元では雇用者の増加幅は前年同月差でみて100万人を超えており、その多くは非製造業への流入で、依然としてサービスの生産能力が向上しないまま、需要の高まりに対して雇用者の数を増やすことで対処し続けている(図表8)。

図表8 雇用者の増加幅

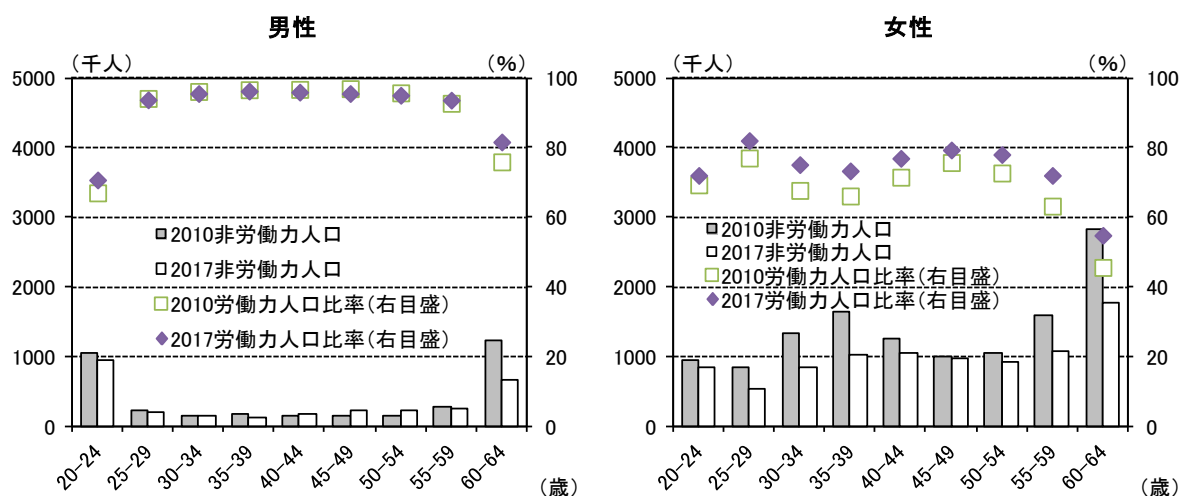


(資料)総務省『労働力調査』

政府は、今後も高齢者雇用の活用、女性の社会進出の促進、外国人労働者の拡大等で労働力確保を目指している。しかし、国内の労働力人口比率は既に高水準で、これまでのペースで労働力人口が増加するとは考えにくく、外国人労働者の受け入れを考慮しても、人手不足の解消までは至らない可能性が高い(次頁図表9)。非製造業における労働生産性の低さが人手不足を深

刻化させる一要因となっていることから、労働者の数を増やすだけでなく、労働者のスキルを伸ばし、質を高める政策が求められる。

図表9 年齢階級別の非労働力人口と労働力人口比率



(注) 労働力人口比率は労働力人口÷生産年齢人口。

(資料) 総務省『労働力調査』、『人口推計』

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

財政健全化の遅れが招く負のスパイラル

＜要旨＞

「骨太 2018」で示された財政健全化目標のうち、「2025 年度基礎的財政収支の黒字化」は達成困難と見られるが、「債務残高対 GDP 比の安定的な引下げ」は長期金利が名目 GDP 成長率を明らかに下回り続けることから、達成されると見られる。

このことは、基礎的財政収支の黒字化という財政健全化の出発点にすら辿り着けない中で、財政健全化の道筋がついたとの誤った認識・主張が台頭しかねない危うさをはらむ。その場合には、基礎的財政収支黒字化がまたも安易に先送りされるのみならず、「金融抑圧の固定化」「財政健全化の遅れと金融政策の出口戦略の遅れの相互作用」「草食系バブルの広がり」「テールリスク発生時のマグニチュードの蓄積」といった事象がスパイラル的に進行していくことが懸念される。

財政健全化の遅れは財政に止まらず、その影響は様々な領域に及ぶことを念頭に置いたリスク認識と、健全化に向けた着実な取り組みと進捗の監視が、従来にも増して求められる。

「骨太 2018」において新たな財政健全化目標が示され、基礎的財政収支の黒字化目標が従来からの 2020 年度から 2025 年度に先送りされた。さらに7月には「中長期の経済財政運営に関する試算（以下「財政試算」）」が更新・公表され、財政健全化目標の前提となる主要経済金融指標の見通し¹が、既往の政策がその効果を十二分に発揮する成長実現ケース、これまでの実績を踏まえて政策効果を現実的かつ慎重に見るベースラインケースに分けて示された（次頁図表1）。

これらの素材からは、とかく目が向けられがちな基礎的財政収支以外にも、今後の財政事情の姿やその関連領域への影響について、以下のような重要な示唆を得ることができる。

1. 道筋が見えない基礎的財政収支の黒字化

第一は、2025 年度の基礎的財政収支の黒字化は困難であるということである。これは既に多くの論者から指摘されており、もはや多くの説明は不要であろう。

すなわち、①成長実現ケースでは、2023 年度には潜在成長率も実質 GDP 成長率も消費者物価上昇率も2%まで高まる、②それでも国の基礎的財政収支は、2025 年度においても対名目 GDP 比▲1.4%（▲9.9 兆円）の赤字となる、③しかし地方の基礎的財政収支は、同+1.1%（+7.5 兆円）の黒字となり、国の赤字の相当部分を穴埋めする、④それでもなお残る同▲0.3%（▲2.4 兆円）の赤字については、何らかの努力で収支改善を図ることで2024 年度の黒字化も視野に入れる—というシナリオは非現実的であり、信頼に足るものではない（次頁図表1）。2025 年度に設定された基礎的財政収支黒字化目標は、さらに先送りされる可能性が高い。

¹ 「財政試算」では「成長率、物価及び金利などはモデルから試算されるもの」となっているが、本稿では想定値・予測値に相当するものと解する。

地方の基礎的財政収支の見通しを比較的楽観的に見ているのは、「財政試算」における現実的かつ慎重シナリオであるベースラインケースでも同様であり、2018年度では対名目GDP比+0.1%(+0.8兆円)と見込まれる地方政府の黒字が、2027年度には同+0.7%(+4.6兆円)まで拡大する姿となっている。

確かに、地方政府の貯蓄投資差額(概ね財政収支に相当)を見ると、90年代までは年度平均▲10兆円超の投資超過(資金不足)だったのが、近年は収支ゼロ近傍まで改善してきた。しかしその中身を見ると、収支の改善は税収入が増えたためではなく、利子支払いの減少と固定資本形成(公共投資)の圧縮に因るところが大きかった(図表2)。

しかし今後は、金利に低下余地はほとんどなく、固定資本形成(公共投資)も、老朽化した公共インフラの更新や震災・風水害等災害対策の必要性を考えれば更なる圧縮は難しいだろう。人口動態から考えれば、税収入の安定的な伸びは期待し難い一方、社会保障関連の支出は増加していくことは避けられない。地方交付税交付金等を通じた国からの資金移転(図表2では受取項目中の「その他の経常移転」)があるため、地方の基礎的財政収支が国と同様の大幅赤字に転じることはないとしても、黒字が拡大するかどうかについては、不透明感が拭えない。

図表1 中長期の経済財政運営における主要経済指標

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.2	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
名目GDP成長率	1.0	1.7	1.7	2.8	2.8	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
消費者物価上昇率	▲0.1	0.7	1.1	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
長期金利	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.8	1.4	2.0	2.6	3.2	3.5
基礎的財政収支 対名目GDP比率	▲3.0	▲2.9	▲2.8	▲2.3	▲1.5	▲1.4	▲1.2	▲0.9	▲0.6	▲0.3	0.0	0.3
国	▲3.5	▲3.3	▲3.0	▲2.5	▲2.2	▲2.1	▲1.9	▲1.8	▲1.6	▲1.4	▲1.2	▲1.1
地方	0.5	0.4	0.1	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
公債等残高 対名目GDP比率	187.6	188.2	189.2	186.9	183.7	180.3	176.3	172.0	167.9	164.0	160.4	157.1

【ベースラインケース】

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.2	1.6	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
名目GDP成長率	1.0	1.7	1.7	2.8	2.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
消費者物価上昇率	▲0.1	0.7	1.1	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
長期金利	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.7	1.3	1.8	2.0	2.1	2.1
基礎的財政収支 対名目GDP比率	▲3.0	▲2.9	▲2.8	▲2.3	▲1.5	▲1.5	▲1.5	▲1.4	▲1.3	▲1.3	▲1.2	▲1.1
国	▲3.5	▲3.3	▲3.0	▲2.5	▲2.2	▲2.1	▲2.1	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲1.8	▲1.8
地方	0.5	0.4	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
公債等残高 対名目GDP比率	187.6	188.2	189.2	186.9	185.0	183.8	182.7	181.7	180.9	180.3	179.8	179.8

(資料)内閣府「中長期の経済財政運営に関する試算(平成30年7月)」

図表2 地方政府の貯蓄投資差額の推移(年度平均)

年度	95～99	00～05	06～10	11～16
貯蓄投資差額	▲12.1	▲4.5	▲0.4	▲0.3
受取				
間接税	74.5	73.2	72.3	75.6
直接税	16.9	17.7	17.0	17.4
その他の経常移転	18.7	17.1	20.3	18.8
支払				
利子配当支払	26.5	27.9	24.7	29.4
その他の経常移転	86.5	77.6	72.7	76.3
国公立諸施設維持管理	5.4	3.6	2.3	1.9
一般行政サービス・警察等	6.2	7.8	11.6	13.6
純固定資本形成	16.5	15.6	14.5	14.3
	26.9	28.3	27.2	27.3
	13.4	5.8	0.9	1.2

(資料)内閣府「国民経済計算年報」

2. 懸念される「債務残高 GDP 比率の安定的低下」の誤解釈

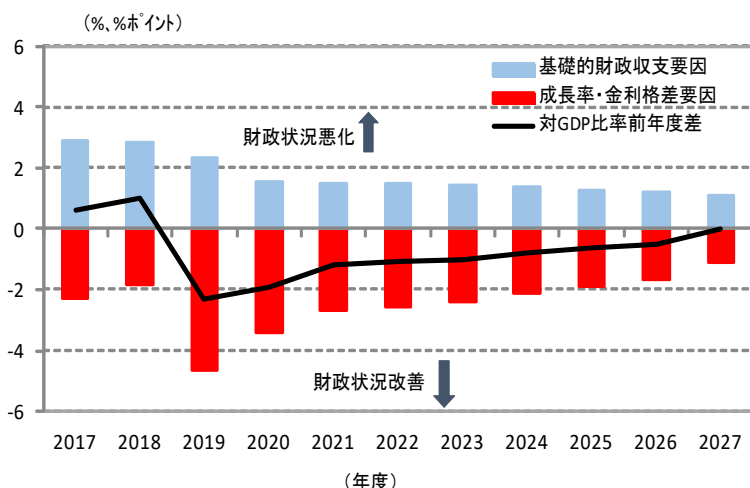
第二は、このように基礎的財政収支の黒字化が依然見通せない中であっても、2020～2021年度にかけては、我が国の財政は健全化に向かい始め、維持可能性が改善しつつあるとの見方が浮上しかねないことである。

これは、「骨太 2018」において「2025 年度基礎的財政収支の黒字化」とともに健全化目標に掲げられた「債務残高対 GDP 比率の安定的低下」が、向こう2～3年程度の間は達成される蓋然性が高いためである。「財政試算」でもそのような姿となっており、成長実現ケースではもちろん、ベースラインケースにおいても、公債等残高対名目 GDP 比率は 2018 年度をピークに緩やかに低下している(前頁図表1)。

既に知られるように、公債等残高対名目 GDP 比率が前年度より上昇するか低下するかは、①基礎的財政収支の赤字が増加することによる同比率押し上げ効果(基礎的財政収支要因)と、②名目 GDP 成長率が長期金利²(ここでは国債金利)を上回ることによる同比率押し下げ効果(成長率・金利格差要因)によって左右される。

ベースラインケースにおける公債等残高対名目 GDP 比率の低下の中身を上記2要因に分けてみると、①基礎的財政収支の赤字は続くことから、基礎的財政収支要因は同比率を押し上げる方向に寄与し続ける、②名目 GDP 成長率は、消費税率引き上げに伴う振幅を除けば概ね 1.7%程度で推移する一方、長期金利は 2020 年度まで 0%が続き、その後の上昇ピッチも極めて緩やかである、③このため、2023 年度までは名目 GDP 成長率が長期金利を上回り続ける、④このため、成長率・金利格差要因は同比率を押し下げる方向に寄与し続け、2019 年度以降はその度合いは基礎的財政収支要因を上回る、⑤このため公債等残高対名目 GDP 比率は低下し続ける一ことが分かる(図表3)。

図表3 公債等残高対名目 GDP 比率の変動要因(前年度差)



(注) 要因分解は下記ドーマーの条件式に基づく。右辺第1項が成長率・金利格差要因、第2項が基礎的財政収支要因。第1項については、「財政試算」ではストックベースの長期金利は不明なので、対 GDP 比率前年度差全体から第2項を差し引いた分を第1項の寄与度とみなした。

$$Dt/Yt - Dt-1/Yt-1 = Dt-1(i-g)/Yt - St/Yt$$

$$S = T - G$$

D: 公債等残高 Y: 名目 GDP i: 長期金利

g: 名目 GDP 成長率

S: 基礎的財政収支 T: 税収 G: 政府支出(除く利払費)

(資料) 内閣府「中長期の経済財政運営に関する試算(平成 30 年 7 月)」

² ここでの長期金利は日々、市場で観察されるフローベースではなく、ストックベースである。「財政試算」に示されているのはフローベースである。

ベースラインケースにおいて、名目 GDP 成長率の想定(1.7%程度)は、2012年度～2017年度の年度平均成長率が2%強であることと比較しても特段高いものではない。従って、公債等残高対名目 GDP 比率が低下する主因は、長期金利が2020年度まで0%が続き、その後も極めて緩やかにしか上がらないという想定にある。

この長期金利の「2020年度まで0%」との想定は、①日本銀行は今なお、「2%物価上昇目標」「オーバーシュート型コミットメント」を掲げており、政策委員会のメンバー構成から見ても、これらが近い将来大幅に変更されるとは考えにくいこと、②日銀は長期金利操作においてコントロールビリティを発揮しており、長期金利は0%近傍の水準が2年半続いていること(図表4)、③「貿易戦争」「地政学」など海外にリスク要因が存在する中では、日銀は景気回復に水を差しかねない円高を回避すべく、長期金利誘導目標の引き上げには慎重にならざるを得ないこと一を勘案すると、向こう2～3年の間は、「0%不動」とまでいかなくとも、「0%～(名目 GDP 成長率を明らかに下回る)ごく小幅のプラス」というレンジで現実化する蓋然性は相応にあると考えられる。

かくして公債等残高対名目 GDP 比率はベースラインケースに示された姿に近い形で、2020～2021年度までは低下ないし横ばい圏内で推移すると見られる(前掲図表1)。



公債等残高対名目 GDP 比率は、財政の維持可能性を判断する指標として、財政健全化指標の中で最も重視されてよい。だが、これが「安定的に低下する」と言い切るためには、名目 GDP 成長率が常に長期金利を上回ることが保証されない以上(実際、「財政試算」でも対象期間の終盤は長期金利が名目 GDP 成長率を上回る想定となっている)、基礎的財政収支が黒字化し、その黒字幅が拡大し、財政収支の黒字さらには債務残高の圧縮までも視野に入ってくるのが必須要件である。

従って、公債等残高対名目 GDP 比率が低下したとしても、基礎的財政収支の赤字が続いている以上、財政の維持可能性が改善したとみるのは不適切である。懸念されるのは、こうしたロジックが十分理解されないまま、財政が健全化に向かい始めた(少なくとも最悪期は越えた)との誤った解釈が広がり、基礎的財政収支の黒字化への意欲・覚悟が薄れ、財政出動を要請する声すら出てくることである。長期金利を超低位水準に抑えこむことの副作用として、財政赤字に対するアラーム機能が発揮されない点が指摘されるが、まさにそれが起こることでもある。

政府は公債等残高対名目 GDP 比率が低下したからと言って、財政健全化が進んだかのように説明することは慎むべきであり、歳出・歳入改革の手を緩めてはならない。

3. 明らかになる「金融抑圧」の固定化

第三は、「金融抑圧(長期金利を人為的に低く抑えることにより、政府債務や利払い負担を減らすこと)」と「財政ファイナンス」の固定化が一層、明らかになることである。

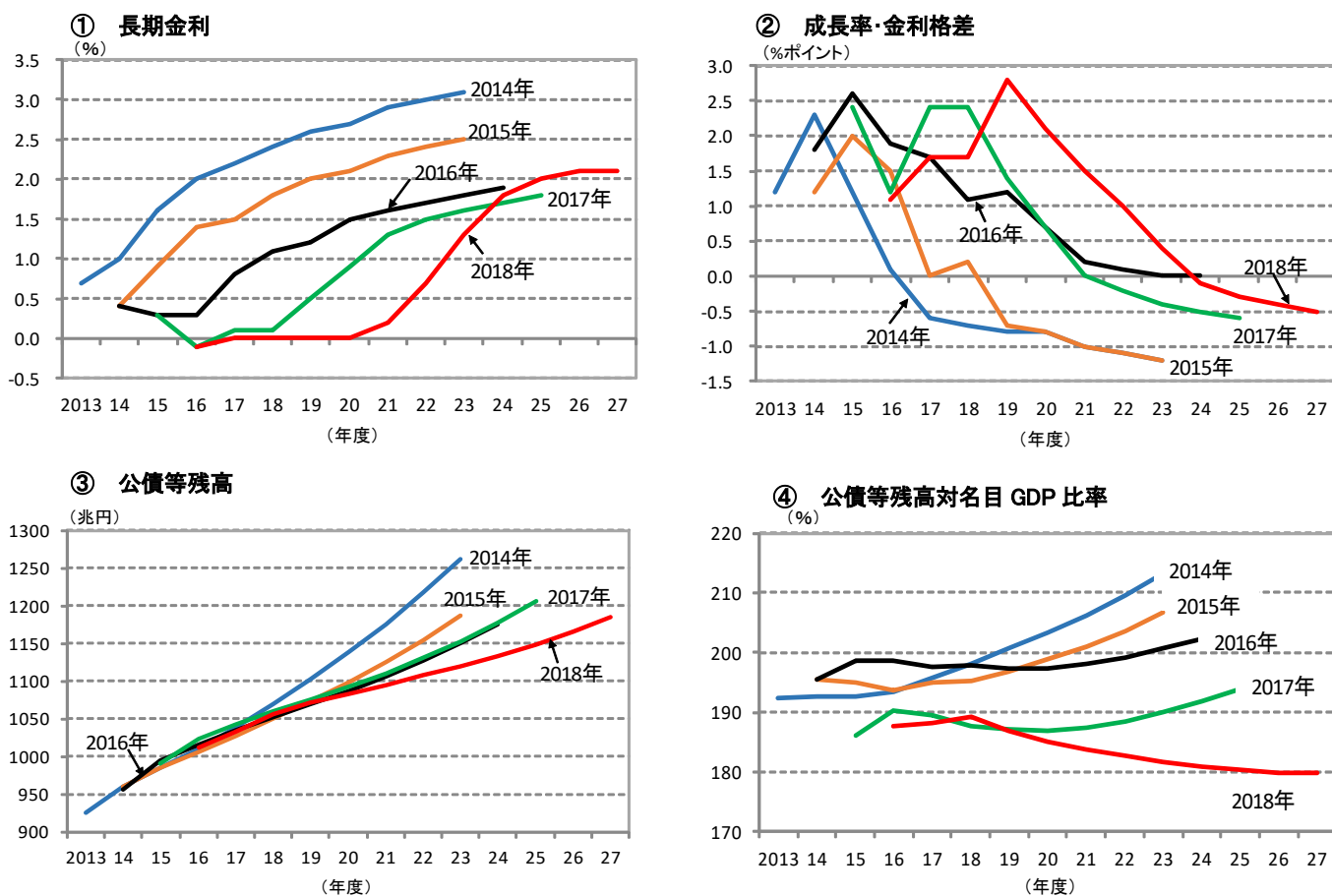
これは基礎的財政収支が赤字から脱せない中、公債等残高対名目 GDP 比率の低下は、国債大量買入れや指値オペを通じた「長期金利0%政策」によってもたらされることから見て当然であり、政府が日銀にそれを強いたものではなくとも、現れた現象は「金融抑圧」と解するべきであろう。

「金融抑圧」の進行は、既に「財政試算」にも表れている(図表5)。

2014年度から2018年度にかけての「財政試算」における想定値・予測値の推移を見ると、①長期金利は下方修正され(2020年度の長期金利は、2014年度試算:2.7%→2016年度試算:1.5%→2018年度試算:0.0%)、②名目GDP成長率と長期金利の格差は広がり(2020年度の成長率・金利格差は、2014年度試算:▲0.8%→2016年度試算:0.7%→2018年度試算:2.1%)、③公債等残高が増え続ける中でも、④公債等残高対名目GDP比率は低下した(2020年度の同比率は、2014年度試算:203.4%→2016年度試算:197.3%→2018年度試算:185.0%)。

財政健全化指標の見かけ上の改善を、長期金利の超低位安定すなわち日銀の「量的・質的金融緩和」「長短金利操作」に頼り、そのスタンスが年々強まっていることが分かる。金融政策の独立性が危ぶまれる姿でもある。

図表5 各年度「財政試算」における主要指標の推移



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(各年度7月公表分)

4. 財政健全化の遅れと出口戦略の遅れのスパイラル

第四は、さまざまな領域で金融の歪みが徐々に進行し、テールリスク発生時のマグニチュードが蓄積されることである。

2016年1月末から始まった長期金利0%近傍が2020～2021年度まで続いた場合、投融資機関が直面している厳しい運用難、収益減少傾向も続くことになる。このため、①投融資機関は、リスクを抑えつつ、少しでもリターンが乗る安全資産に集中的に投融資し、この結果、安全資産の価格がバブル的水準まで上昇する、②投融資機関はやむなく準／準々安全資産まで運用対象を広げ、その結果、準／準々安全資産の価格もバブル的水準まで上昇する—という「草食系バブル」が進行し、投融資機関にはリスクリターンのバランスを失調し、大幅な価格下落リスクを内包した資産が蓄積されることが懸念される。

また、日銀が出口戦略を進める際には、不可避的に長期金利に上昇圧力がかかるため、これを長期金利の急騰を招くことなくスムーズに進めるためには、日本国債に対する信認が維持されなければならない。にもかかわらず、基礎的財政収支の赤字は続き、赤字が続くゆえに(対名目GDP比率は一時的に低下するとは言え)公債等残高の増加にも歯止めがかからない。日本国債の信認に係る不透明な要素が増し、日銀の出口戦略の妨げとなる可能性がある。

こうして、財政健全化の遅れが日銀の出口戦略を遅らせ、出口戦略の遅れが長期金利を0%～ごく小幅なプラスという超低位に留め、それが公債等残高対名目GDP比率の低下を招き、そのことが財政事情への危機感を弛緩させ、財政健全化を遅らせることに陥りかねない。

それは何かしらをきっかけに長期金利が急騰した際、利払費急増による財政事情の大幅な悪化、日本国債の格下げ、(保有国債の会計処理は償却原価法を採用しているとは言え)国債を大量に保有する日銀の資産の急速な悪化といった、テールリスク発生時のマグニチュードが膨らみ続けるということでもある。

以上のように、向こう3年間程度を展望すると、①2025年度の基礎的財政収支黒字化の達成は困難であることが明らかになる、②公債等残高対名目GDP比率は低下ないし横ばい圏内で推移するので、財政事情の悪化に歯止めがかかったとの誤った認識が台頭する、③それとともに、「金融抑圧・財政ファイナンスの固定化」「財政健全化の遅れと出口戦略の遅れの相互作用」「草食系バブルの広がり」「テールリスク発生時のマグニチュードの蓄積」といった負のスパイラルが進行することが予想される。

財政健全化の遅れは財政のみに止まらず、その影響は様々な領域に及ぶということを十分念頭に置いたリスクの把握、シナリオの吟味が必要ということでもある。むろん、財政健全化に向けた着実な取り組みと進捗の監視が最も重要であることは言うまでもない。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

ばらつきが出始めたアジア新興国の 物価の基調とその背景

＜要旨＞

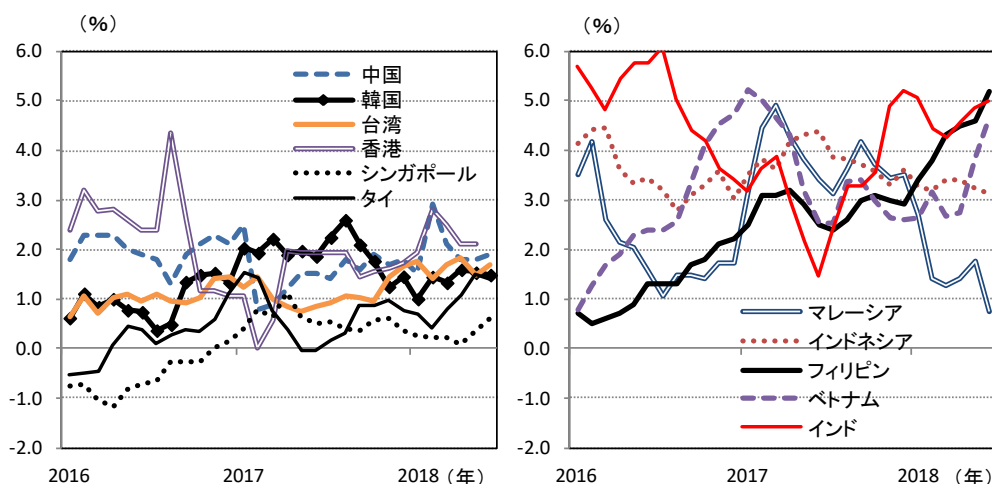
アジア新興国の景気は総じて堅調を維持しているが、一方で物価の基調には再び「ばらつき」が出始めている。フィリピンやインドなどではインフレが加速しつつある一方、中国や韓国、台湾、シンガポール、タイでは2%を下回る低インフレが続いている。物価の基調にばらつきをもたらしている要因としては、原油価格や為替相場といった短中期的要因に加え、人口動態の違いという長期的要因が考えられる。

高齢化の度合いとインフレ率の間にある負の関係を考えると、アジア新興国の中でも人口の若い国、具体的にはタイを除く ASEAN 諸国やインドは潜在的にインフレ圧力にさらされているとみるべきであり、それには物価が目下比較的安定的に推移しているインドネシアやマレーシアも含まれる。対照的に、中国や韓国、タイなど高齢化が進む国では、先進国同様、2%を超えるインフレ率の実現はますます困難になっていく可能性がある。うち韓国とタイでは金融政策としてインフレ・ターゲット制度が採用されているが、両国が現行の目標に拘泥し続けた場合、緩和的な金融政策から抜け出せない膠着状態に陥り、そのことが実態経済に歪みをもたらしていくことも十分想定される。

1. ばらつきが出始めたアジア新興国の物価の基調

主要アジア新興国・地域（以下、アジア新興国という）の景気は総じて堅調を維持している。ただし、図表1が示すとおり、物価の基調には足元で再び「ばらつき」が出始めている。各国の総合消費者物価指数(CPI)上昇率の推移をみると、フィリピン、ベトナム、インドではインフレが加速し足元では前年同月比4%台後半～5%台前半に達する一方、中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアでは低インフレが続き直近の上昇率は2%を下回っている。

図表1 CPI 上昇率(前年同月比)



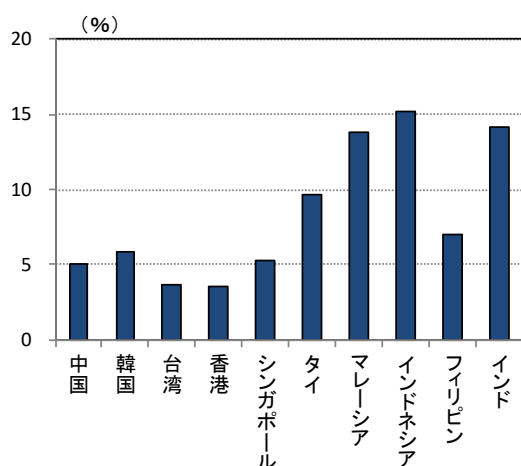
(資料) CEIC

以下では、こうしたアジア新興国における物価基調のばらつきの背景について、短中期的要因と長期的要因から考察する。

2. 短中期的要因

短中期的な要因としては、まずエネルギー価格の上昇が挙げられる。代表的な原油価格指標であるWTIでみると、原油価格は2017年6月末から2018年6月末の1年間で65%ポイント上昇しているが、こうした油価上昇は、CPIに占めるエネルギー関連のウェイトが高い国(図表2参照)に対しインフレ圧力を加えている。

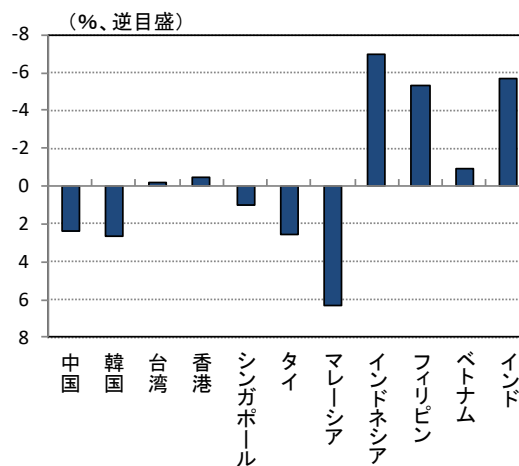
図表2 CPIに占めるエネルギー関連ウェイト



(注) 調査時点:2010年、ベトナムはデータなし

(資料) IMF, Regional Economic Outlook,
October 2010: Asia and Pacific

図表3 対ドル為替相場騰落率
(2017年6月末～2018年6月末)



(資料) CEIC

その典型はインドである。同国の6月のCPI上昇率は、前年同月比+5.0%と5か月ぶりに5%の大台を超えたが、中でも原油価格の影響を受けやすい燃料・光熱と輸送・通信はそれぞれ同+7.1%、+6.2%の伸びとなり、CPI全体の伸びを牽引している¹。

フィリピンの6月のCPI上昇率は前年同月比+5.2%と現行基準での最高を更新した。インフレ加速には、2018年1月に施行された税制改革法(TRAIN)に伴う物品税引き上げの影響が大きい。油価に左右されやすい運輸関連で同+7.1%の大幅上昇となったことも影響している。

ベトナムの6月のCPI上昇率は前年同月比+4.7%と2015年以降で最高の伸びとなった。その要因の一つとして原油価格に敏感な交通費の上昇(同+5.7%)が挙げられる。

インドとフィリピンのインフレ加速には、通貨の大幅下落も寄与している。図表3は、2017年6月末から2018年6月末の間の各国通貨の対ドル相場の騰落率をみたものである。インドネシア、インド、フィリピンは大幅なマイナスとなっているが、前年同月比ベースでの通貨下落率は輸入物価の上昇を通じて前年同月比ベースでのCPI上昇率の上昇につながっている。

一方で、CPIに占めるエネルギー関連ウェイトの高さにもかかわらず、タイとマレーシアでインフレ率が安定しているのは「前年同月比」ベースでみた通貨高がエネルギー価格の上昇を相殺して

¹ CPI(2012年基準)全体に占める構成比は、燃料・照明が6.8%、運送・通信が8.6%である。

いることが挙げられる。加えてマレーシアにおける物価の安定には、2018年6月の政権交代に伴い物品・サービス税(GST)が実質的に廃止されたことも寄与している。

インドネシアのCPI上昇率は、CPIに占めるエネルギー関連ウェイトの高さ、また通貨安にもかかわらず、比較的安定的に推移している。それは政策要因、すなわち2019年の大統領選挙を見据え、現政権が物価抑制策の一環としてガソリン販売価格を据え置き続けていることによるものであり、裏返せばそうした物価抑制策がなければインフレは加速していたものと推測される。

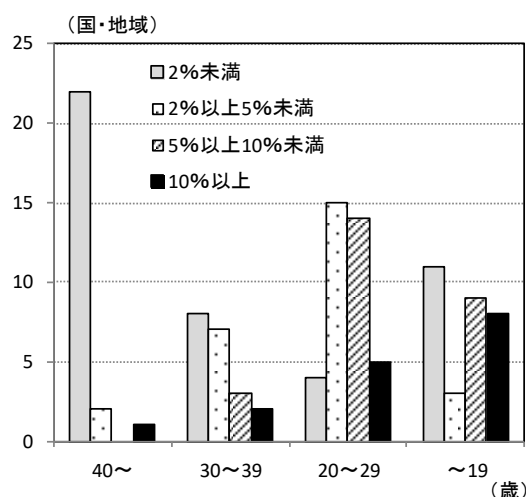
他方、中国やNIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)では物価は安定を維持しているが、それは原油や為替などの価格変動の影響をあまり受けていないことが要因として挙げられる。

3. 長期的要因

アジア新興国の物価動向に違いをもたらしている要因としては、こうした短中期的な要因の他、長期的な要因として、高齢化の進行度合いという人口動態上の差異も重要である²。高齢化は成長期待の低下を促すとともに将来に対する不安を高めることで、消費需要を減退させ、インフレ期待を押し下げるからである。

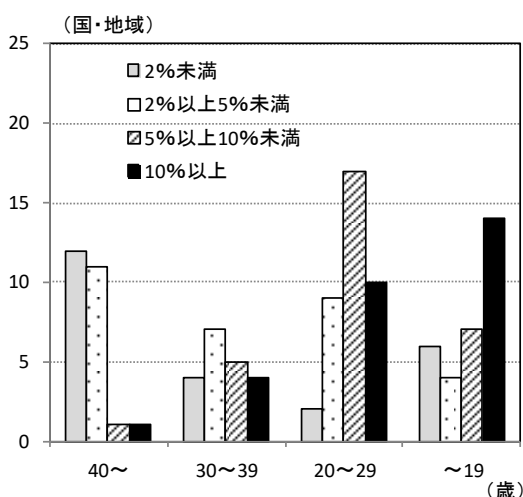
各国国民の中位年齢とインフレ率の間には密な関係がある。図表4は2015年における人口500万人以上の国・地域(対象:計114か国)の中位年齢(横軸)と平均CPI上昇率(2013~17年における年間上昇率の平均値)(縦軸)の関係をみたものである。中位年齢とは、「人口を年齢順に並べてその中央で全人口を2等分する境界点にある年齢」を指す。

図表4 中位年齢(2015年)と
CPI上昇率(2013~17年平均値)



(資料) 国連、IMF

図表5 中位年齢(2015年)と
CPI上昇率(2013~17年最大値)



(資料) 国連、IMF

2015時点での中位年齢を基準に平均CPI上昇率が2%以上だった国を数えると、40歳以上の国では25か国中3か国にとどまるのに対し、30歳以上40歳未満の国では20か国中12か国、20歳以上30歳未満の国では38か国中30か国、20歳未満の国では31か国中20か国にのぼる。

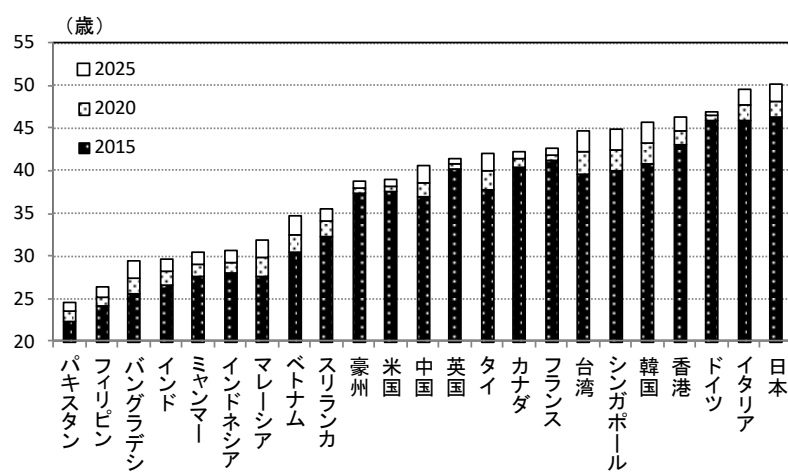
² 人口動態とインフレの関係については、たとえば Mikael Juselius and Elod Takats, “The enduring link between demography and inflation”, BIS Working Papers No 722, May 2018 参照。

つまり、中位年齢が高まるにつれて平均 CPI 上昇率は縮小する傾向にある³。

逆に、中位年齢が低いほど平均 CPI 上昇率は高まる傾向にある。中位年齢が 30 歳未満の国では、平均 CPI 上昇率が 5% 以上である国が 69 か国中 39 か国を占め、うち 13 か国では 10% 以上となっている。なお、中位年齢が 40 歳以上であるにもかかわらず平均 CPI 上昇率が 10% 以上だったのはウクライナのみで、これには内戦という特殊な事情がある。

前頁図表5は、2015 年の中位年齢(横軸)と最大 CPI 上昇率(2013～17 年における年間 CPI 上昇率の最大値)(縦軸)の関係を示したものである。中位年齢が 40 歳以上だった 25 か国のうち最大 CPI 上昇率が一度も 2% を超えなかった国・地域は約半数の 12 か国を数える。

図表6 アジア新興国と G7 諸国の中位年齢



(注) 2020 年および 25 年の数値は中位推計

(資料) 国連

図表6は 2015 年時点におけるアジア新興国と G7 諸国の中位年齢を左から若い順に並べたものである。フィリピンとインド、インドネシア、マレーシアは 20 代、ベトナムは 30 代前半であり、いわば「若いアジア」である。これに対し、中国とタイ、台湾は 30 代後半、シンガポールと韓国、香港は 40 代、いわば「老いゆくアジア」である。

以上にみた中位年齢と CPI 上昇率の関係を踏まえると、「若いアジア」は「老いゆくアジア」に比べ潜在的にインフレ圧力にさらされやすいものと考えられる。加えて、「若いアジア」は、CPI に占めるエネルギー関連ウェイトが高い国と概ね重なっており、エネルギー価格の変動に対しぶらされやすい。にもかかわらずインドネシアとマレーシアの物価は足元落ち着いているが、既に言及したとおり、それは物価抑制策や税制変更など短中期的要因によるものであり、両国についてもインフレ期待は高まりやすいとみるべきと考える。

「若いアジア」に対し、「老いゆくアジア」は、少子高齢化が急速に進んでいる国々である。合計特殊出生率をみると、NIEs では既に日本を下回っており、タイと中国も日本に迫っている。前述の

³ 中位年齢とインフレの間にある密な関係は、高齢化が世界で最も進んでいる日本とドイツの例からも確認できる。両国ではともに 1990 年代後半に中位年齢が 40 歳を超えたが、2000 年以降 2017 年までの 18 年間で年間 CPI 上昇率が 2% 以上になった年は、日本では消費税率の引き上げが行われた 2014 年の 1 度のみ、ドイツでも 4 度にとどまり、低インフレが常態化している。

とおり、香港、韓国、シンガポールの中位年齢は 2015 年時点で既に 40 歳を超えていたが、2020 年までに台湾とタイ、2025 年までに中国がこれに加わる見通しである。これらの国では 2010 年代後半以降、低インフレが続いているが、この低インフレには高齢化という長期的要因も影響している可能性がある。だとするならば、これらの国では今後、先進国同様、2%を超えるインフレ率の達成はさらに困難になっていくことも十分想定される。

4. まとめ

本稿では、アジア新興国において物価動向にばらつきをもたらしている要因について、短中期的要因として原油価格や為替相場の変動など、また長期的要因として人口動態の違いを挙げた。

フィリピンやインドなど「若いアジア」は、長期的要因からもとインフレになりやすい傾向があるが、これに短中期的要因が重なったことで足元インフレ率が加速している。そうした中、インドネシアやマレーシアの物価はこれまでのところ安定を維持している。だが潜在的にはインフレ圧力にさらされているとみるべきであり、両国を含め「若いアジア」にはインフレ高進のリスクに留意する必要があるものと考ええる。

一方、中国や NIEs、タイからなる「古いゆくアジア」では低インフレが続いている。こうした低インフレには、CPI に与える原油価格や為替相場の影響が小さいということも要因として挙げられるが、それ以上に、高齢化という長期的要因が影響している可能性がある。それを踏まえると、2%を超えるインフレ率の実現は、先進国同様、これらの国でも困難になっていくことが想定される。

さらに付言するならば、これらの「古いゆくアジア」のうち、韓国とタイはインフレ・ターゲットを採用している。現行のインフレ・ターゲットは韓国が総合 CPI 上昇率前年比 2.0%、タイが同 2.5±1.5% であるが、現行水準の目標に拘泥し続けた場合、両国の中銀は緩和的な金融政策から抜け出せない膠着状態に陥り、そのことが実態経済に歪みをもたらしていくことも十分想定される。

(シンガポール分駐 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。