

金融政策と日本経済の環境変化

翁 邦雄

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました翁でございます。

昨日、米国の株価が下落し、今日（一〇月一日）も日本の株価が大幅に下がっています。このような中、わざわざ時間を割いて講演を聞こうとされる方は少ないのではないかと思っていたのですが、このように多くの方に御参加いただきありがとうございます。

余談ですが、二週間ほど前、ノーベル賞経済学者のロバート・シラー・エール大学教授が「目を見張る企業収益は株価を正当化するか」という論考を発表しました。その中で、シラー教授は、米国の株価が最近二〇ヶ月で二四%上昇したこと、これが企業の利益の伸びとほぼ見合うものであることを指摘した上で、このことから米国株価が妥当と考えるとすれば、それは正しくないと断言しています。

シラー教授は、企業の利益は非常に揮発性が高く、急に利益が増えた場合、数年以内に逆転する

傾向がある、にもかかわらず、米国の投資家は今のブームがこれからも続くと考えているか、又は、他の投資家がそう考えていると思っっているらしい、自分にはこのような自信の理由がわからないと述べています。さらに、弱気市場は警告や明白な理由なしに生じるものであり、今後、そのようなことが起きるとすれば、むしろ歴史的なパターンと適合するものであるとも言っています。

シラー教授の指摘をかみ砕いて申しますと、要は、今後の米国を取り巻く環境変化を踏まえ、中長期的に見た企業の利益の見通しが、今の米国の株価の高さと適合するのかわかるといって問題にしているわけです。私が、今日お話しする発想もこれとかなり重なっており、長い目で日本経済のあり方を捉える必要があるという問題意識を背景としています。

今日は、第一に、金融政策の来し方と現状につ

いてスナップショット的に見たお話をします。第二に、一つ目のお話を踏まえつつ、中期的に注目すべき環境変化として、リスク要因としての貿易摩擦を取り上げます。第三に、長期的に注目すべき環境変化として、賃金を左右する人口動態の変化に関連して、今、足元で何が起こっており、今後どのようなことがもたらされそうかについてお話しするつもりです。

一、インフレ目標と金融政策の現状

(1) 黒田総裁の金融政策スタンス

黒田日銀総裁は、二〇一三年三月の総裁就任後の五年間、二%のインフレ目標達成に全てをかけたと言えましよう。黒田総裁は就任記者会見において、同年一月に政府と日銀が出した共同声

明の解釈を問われ、「日本銀行としては、二%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することに尽きる」と述べました。その後、黒田総裁は、そのためにはインフレが到来するという確信が持たれる必要があると言ってきました。代表的なものとして、二〇一五年六月のスピーチにおいて、「飛べるかどうか疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう。大切なことは、前向きな姿勢と確信である」と述べています。インフレが到来することを信じるのが重要、だというわけです。

(2) 五年後の状況

黒田総裁の就任後、五年余りが経ちました。

今、生鮮・エネルギー価格を除いた、いわゆる消費者物価のコアコア指数の上昇率は〇・四%にとどまっています(図表1-1)。また、黒田総裁就任後、インフレ予想が上昇したかと申します

とそうではありません(図表1-2)。二〇〇八年にリーマンショックが起きてから、白川前総裁の下でインフレ予想は急激に上昇しました。二〇一三年に黒田総裁が就任してから、インフレ予想はむしろ停滞しているのが実情です。

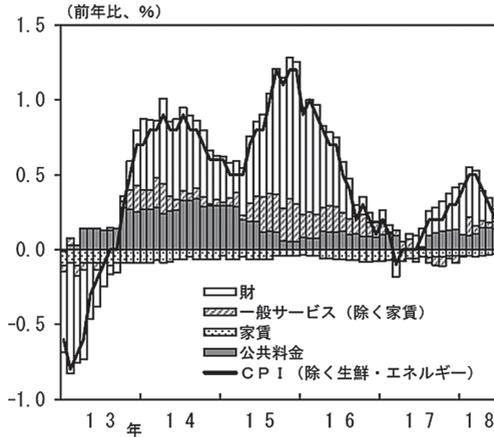
こうした点を見ますと、二%のインフレ目標を達成する、そのため、インフレ予想を引き上げるという異次元緩和の試みは、好景気という追い風の中でも挫折したというのが実態であると言えます。

今後の五年間を考える上で重要なのは、日銀は引き続き二%のインフレ目標の達成を最優先課題と位置付けるべきかということです。この点について、現状では相反する圧力が存在しています。

一方で、政権、海外投資家、リフレ派政策委員などは、緩和の継続、あるいは強化を期待しています。

図表1 異次元緩和導入後の物価・期待物価動向

1-1 生鮮・エネルギー価格を除いたCPI指数では0.4%どまり

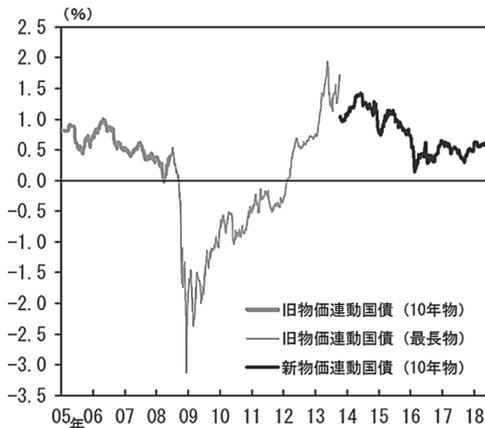


(出所) 総務省

(注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
2. CPIは、消費税調済み。

[出所] 日銀展望レポート2018年7月

1-2 インフレ予想：黒田総裁就任後に停滞



(出所) Bloomberg

(注) 固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債 (2018/6月償還の銘柄) の利回りをを用いて算出。

[出所] 日銀展望レポート2018年7月

他方、利ザヤが稼げなくなってきた銀行の経営は、目に見えて危ないというわけではないにせよ、非常にぜい弱になってきています。長期国債市場の機能は明らかに低下しています。ETFの大量購入によって市場の株価形成機能がゆがめられています。政府の財政規律も弛緩していると言わざるをえません。このように、累積的な副作用が大きくなってきている中で、今のような緩和政策を続けていると、過去に経験したのと同じような過ちを繰り返すかもしれないというリスクが強まっています。

(3) 七月に採用された日銀の新しい政策枠組み (概要)

このような状況の中で、七月に大きな政策の組みかえが行われました。「緩和強化」パッケージと言われるものです。日銀が公表したステートメ

ントでは、「政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、『物価安定の目標』の実現に對するコミットメントを強めるとともに、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の持続性を強化することを決定した」とされています。緩和強化の柱はフォワードガイダンスの導入です。

しかし、パッケージの個々の内容を見ますと、とても緩和強化のように見えないため、マーケットに戸惑いが広がりました。雨宮副総裁は、八月初めに京都で行った講演で、このパッケージについて「全体として金融緩和効果は強化されることになる」と述べました。この発言は、日経新聞において「緩和強化という位置付けに理解を求めた」ものとして報道されました。今回の政策の組みかえに当たっては、公式のステートメントで緩和強化を表明しながら、まさにその点について改めて理解を求めるといふ異例の展開になりました

た。

〔緩和強化〕の柱としての「フォワードガイダンス」

ここから、今回の緩和強化の柱となったフォワードガイダンスについて見ていきます。フォワードガイダンスとは、金融政策の将来の動向について示唆を与えるステートメントです。

七月の政策枠組みのステートメントでは、「日本銀行は、二〇一九年一〇月に予定されている消費税率の引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」とされています。これが、将来の政策のヒントとしてのフォワードガイダンスになるわけです。

一般に、フォワードガイダンスには二つのタイプがあると言われています。一つはデルファイ型、

もう一つはオデッセイ型と呼ばれているものです。

デルファイ型のフォワードガイダンスは、ギリシャの中部にあるデルファイのアポロンの神殿の神託に由来しています。古代ギリシャでは、重要な決定をするに当たって、神殿の巫女の口を借りて神託を受けました。神の預言を尊んで決定を行うわけです。その意味で、預言や予想がデルファイ型のフォワードガイダンスに当たります。コミットメントではなく、あくまでも見通しですので、情勢が変化すればフォワードガイダンスから離れることもありえます。

それに対して、オデッセイ型のフォワードガイダンスは、自分を縛るコミットメントを意味しています。ホメロスの叙事詩の中に、主人公のオデッセイが魔女セイレーンのすむ海を航海する場面が出てきます。セイレーンは非常に歌がうま

く、その声を聞いた船員は彼女に近づこうとして海に飛び込んでしまいます。オデッセイはそのことを知っており、帆柱に自分を縛りつけさせ、船員の耳にろう栓をさせて、セイレーンの歌を聞いて海に飛び込もうとしますが、帆柱に縛りつけられているため飛び込めません。このように、オデッセイ型のフォワードガイダンスは、情勢の変化が生じてても行動を変えないためのコミットメントになるわけです。

二〇〇八年のリーマンショック後の金融緩和の過程で、アメリカの連邦準備制度が使ってきたのがデルファイ型のフォワードガイダンスです。それに対して、オデッセイ型のフォワードガイダンスの例としては、かつての日本銀行の時間軸政策が挙げられます。

(デルファイ型フォワードガイダンス)

日本銀行が今回導入したのは、デルファイ型のフォワードガイダンスです。このことは、七月のステートメントにおいて「経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」と書かれていることから窺えるところですよ。

デルファイ型フォワードガイダンスによる金融緩和効果は弱いとされています。デルファイ型のフォワードガイダンスにおいては、期待への働きかけにプラスの要素とマイナスの要素が混在していることが知られています。プラスの要素とは、超低金利がかなりの期間続くという予想です。マイナスの要素とは、低金利の想定の前提として、中央銀行が経済の先行きなどについて悲観あるいは懸念を持っていることが伝わることです。

七月のステートメントについて言えば、将来の

不確実性に言及することで、将来、日本経済に暗雲が立ち込める可能性がある、あるいは物価が上がる可能性が低いという、日銀の悲観的な予想を伝えてしまうことになるわけです。このことは、

設備投資を行ったり、製品価格を引き上げたりしようとする企業に対して、慎重な意思決定を促すメッセージとなる可能性があります。このため、デルファイ型のフォワードガイダンスの緩和効果は、オデッセイ型に比べて弱いと言われることになるわけです。

そもそも、七月以前から、日銀は、長期金利を多少修正することはあっても、二〇一九年一〇月の消費税率の引き上げ前に、短期金利を引き上げようなどとはしないだろうと思われるままでした。その意味で、低金利が続くことにサプライズの要素は全くありません。したがって、今回のフォワードガイダンスの導入が強力な金融緩和

効果を持つようなことはあり得ないと考えるべきだろうと思っています。

それでは、なぜ日銀は、あまり効き目がないフォワードガイダンスを導入したのでしょうか。

一つ考えられるのは、緩和強化の看板を立てることで、市場、政治、政策委員会内部の緩和派の反発を緩和する効果があるということだと思います。政策パッケージを緩和強化と位置づける看板になれば、実際に緩和効果がなくてもよいと考えたのかもしれません。その意味で、日銀執行部と政策委員会内部の緩和積極派のいわば妥協の産物という見方ができるのではないのでしょうか。

(緩和強化の看板にくるまれた副作用緩和政策群)

ここで、政策パッケージの具体的な中身を見ていきます。

一つ目として、市場機能回復のために、一〇年

物国債金利の変動幅をプラス・マイナス〇・一％ポイントから〇・二％ポイントに引き上げました。その結果、一〇年物国債金利の水準は〇・一％ほど上方修正されました。しかし、八月二九日に新発国債の取引が不成立になるなど、市場機能の回復は見られない状況です。ストレートに長期金利を引き上げるとは言えないのですが、長期金利の変動幅を拡大することによって、結果的に長期金利の水準は正が図られたというのが実際に起きたことだと思えます。

二つ目として、ETFについて、「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうる」と書かれています。実際には、これまでのところ日銀のETF買い入れによってリスクプレミアムが下がるような状況にはなっていません。このため、リスクプレミアムを下げようとはします

と、むしろETFの買入れ額を増やさなければならぬところです。しかし、マーケットでは、日銀はETFの買入れ額を減らすのだろうと受け止められています。

その他、実務的な対応として、「政策金利残高の見直し」「ETFの銘柄別の買入れ額の見直し」が掲げられています。これらは、いずれも金融緩和がもたらしたゆがみや副作用を緩和する性格が強いものとなっています。

(今後の金融政策の展望と課題)

今後の金融政策を考えるに当たっては、先ほど申し上げた二つの相反する圧力をどう調和させるかが問題になります。一方で、政権、海外投資家、政策委員会の緩和派などの期待や政策の連続性が、政策継続圧力として働くことになるでしょう。他方で、累積的な副作用や政策の持続性の限

界は、政策変更圧力を及ぼすことになると思われる。また、

そのような目で七月の政策変更を見ますと、インフレ目標達成のための緩和強化というレトリックで一つの目の圧力に対応し、ステルステーパリング（隠れた量的緩和の縮小）で政策変更圧力に対応していることになりました。こうした日銀の対応に関し、日銀は上手くやっていると受け止める人もいると思います。実際にも、七月の政策変更に対し、海外投資家の反応はそれほど大きくありませんでした。

問題は、政策運営に関する建前と政策実態の乖離が広がってきていることです。結果的に、日銀の公式説明の信頼性はますます低下してきていると言わざるをえません。

（金融政策の体制の立て直し）

私は、二〇一三年一月の政府・日銀共同声明に立ち戻って、体制を立て直した方がよいと考えています。安倍総理も黒田総裁も、共同声明は今でも生きていると言っています。その意味では、共同声明を再確認する必要はないはずです。黒田総裁は、共同声明の一部だけを取り上げて、日銀としては、二%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することに尽きると言い続けています。しかし、共同声明は二%の物価安定目標達成を優先的に位置づけてはいません。このため、私は共同声明本来の全体像をバランスよく再確認することが望ましいと考えているわけです。

共同声明では、「二%のインフレ目標を早期に実現することを目指す」と書かれている一方、「金融面での不均衡などの問題が生じていないことが前提」であることが明記されています。共同

声明が公表された三日後、当時の白川総裁は、「金融の不均衡などのリスクを考慮し、インフレ目標達成時期にこだわらない」と明言しています。

さらに、共同声明では、政府は「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」と書かれています。日銀としては、政府から、超低金利に頼らない財政構造を確立するための取組みを推進するとの担保を取っておきたいと考えたのではないかと思います。その意味で、共同声明の全体像を再確認することの意味は大きいと考えています。

以上、金融政策の来し方と現状についてスナップショット的に見たお話をさせていただきます。

二、中期リスク要因としての経済摩擦

(1) いくつかの論点

(トランプ大統領のやっていること)

今後の中期的なリスク要因として最も意識されているのは、経済摩擦の問題だと思います。経済摩擦がどのくらい大きな問題なのか、以下ではこの点について整理していきます。

トランプ大統領は、中国に対して第三弾の関税引き上げを行うとともに、NAFTAの見直しにおいて、メキシコとカナダを押し切りました。日本も、米国との間で、TAG（物品貿易協定）に関する交渉入りに合意しました。事実上のFTA交渉を始めることになったわけです。安倍総理は、記者から「これはFTAか」と問われて、

「日本がこれまで締結してきた包括的なFTAではない」と答えました。ややらずらした答弁になっているのは、TAGがFTAではないと言えないためだと思います。米国内では、FTAとして報道されています。

日銀も、通商問題を大きなリスク要因として懸念しています。黒田総裁は、九月一九日の記者会見で、「保護主義的な動きは…世界経済全体に影響を及ぼす可能性があることはその通りであり、…懸念しつつ状況をみている」と述べています。

(有識者の見方―米国の貿易赤字解消は失敗する)

有識者の間では、米国の貿易赤字解消は失敗するだろうというのがコンセンサスになっています。八月二三日付けの日経新聞の「大機小機」に「トランプ氏と孫悟空」という文章が載っています。そこでは、米国の貿易赤字解消が失敗する

のは、米国の貿易赤字はこれとは別のところで決まっているからだ、としています。仮にトランプ大統領が、自動車の対日輸入関税を引き上げて、日本からの自動車輸入が減ったとしても、他の国からの自動車輸入に頼らざるを得ないので、米国の貿易赤字総額は減らない、というわけです。

「大機小機」のコラムでは、結びの言葉で、めったやたらと如意棒を振り回した孫悟空が喝采を浴びたが、結局はお釈迦様の手のひらの上でやった気になっているだけだった、トランプもそのようなものだと書かれています。とてもウィットナーに一つの見方を展開している文章だと思いましたが、御紹介した次第です。

(問題はそれでは終わらない)

米国の貿易赤字が別の理由で決まっているというこのコラムの指摘自体は正しいと私も思いま

す。マクロ経済学の観点から国際収支を見ますと、国内の所得から消費と投資を引いたものが経常収支となります。米国の経常収支赤字は過剰な支出の結果です。財政赤字を膨らませるなど、過剰な支出を続けておきますと、高関税をかけてもトータルの経常収支赤字が減るはずがありません。高関税でマクロバランスが変わらないとしますと、ドル高が起きて関税の競争力効果が概ね相殺されることになります。

問題は、赤字が減らなかった、では話が終わらないだろうということです。高関税が貿易赤字の是正に有効でないことがまさに問題であり、さまざまな追加的な議論・要求に波及する可能性があります。米国は、当然、ドル高を問題視するはずです。実際、トランプ大統領はドル安を志向しています。

(2) 日米摩擦の歴史的経験

(日米摩擦の歴史的起点)

トランプ大統領が起こしている経済摩擦は、トランプ現象と言えるのでしょうか。このことを考える上で、日米摩擦の歴史的経験と今の米中摩擦を比較しておくのがよいと思います。

振り返ってみますと、日米摩擦は一九八〇年代、世界経済における日本のプレゼンスが急速に肥大化していた時期に起きました。私が強い印象を持っているのは、一九八九年に公開された「バック・トゥ・ザ・フューチャー」シリーズ第二作の一場面です。この映画では、主人公がタイムスリップして過去と未来を行ったり来たりします。第二作では、主人公は、映画の公開二五年後の二〇一五年に飛びます。そこで主人公は、上司に片言の日本語で「コンニチハ」と挨拶しています。上司に対して「首を切らないでほしい」と哀

願する姿も出てきます。日本人の社長に仕えるうだつの上がないアメリカ人という設定が苦い笑いをとる一場面になっています。それは、当時のアメリカ人にとって、強い恐怖と警戒感を感じる悪夢の将来像でした。

そのような中、米国から対外不均衡とドル高解消の要請が寄せられるようになり、これが日米摩擦の歴史的起点となりました。米国議会は、一八八六年の中間選挙を前に、八五年の春頃から日本たたきを強めました。上下両院で対日批判決議が採択され、対日輸入等への輸入課徴金法案、対日不正貿易是正法案などが続々と提出され審議されました。一八八五年九月には、米国の呼びかけで、G5各国はドル高是正のための協調介入に合意しました。いわゆるプラザ合意です。

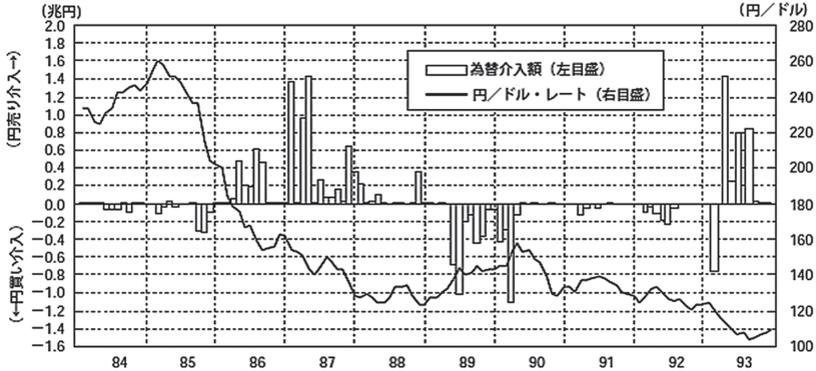
米国は、保護貿易とドル高の是正の両面から仕掛けてきたこととなります。この結果、一時二八

〇円に近かった円ドルレートは、間もなく一二〇円を割り込むところまで円高化しました。当初、日銀は、プラザ合意に沿って円買い介入をしていたのですが、その後は、マーケットの勢いに押され、日銀が大量の円売り介入をしても、なお円高が進むという状況になりました(図表2)。

(低金利政策と資産価格バブル)

プラザ合意後、アメリカは各国に低金利政策を要請しました。これは、米国が、プラザ合意後のドル安進行がドル暴落につながることを懸念したためです。このような中、日本は長期にわたって金融緩和を続け、主要国の中で最後に利上げに踏み切ることになりました。この背景には、日本は円高恐怖症の下にあり、「内需拡大による経常黒字縮小」論が強く台頭したことがあります。結果的に、長期にわたる金融緩和期待がもたらされ、

図表2 為替レートと為替介入規模



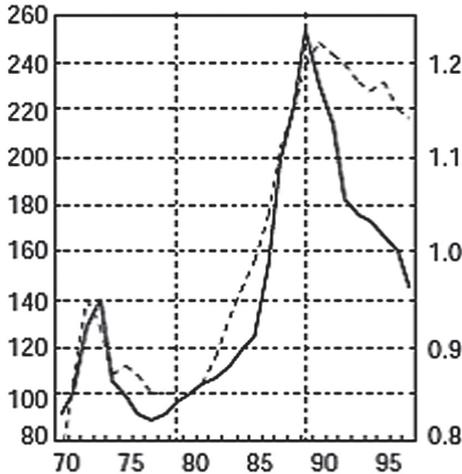
〔出所〕 翁・白川・白塚「資産価格バブルと金融政策」

バブルの発生につながるようになりました。

プラザ合意後、金融緩和の下で資産価格バブルが急激に膨張しました。実質資産価格指数（株式と住宅・商用不動産の価格を消費者物価指数で実質化した指数）の動向を見ますと、プラザ合意の後一九九〇年にかけて急騰しており、バブルが急激に膨らんでいったことがわかります（図表3）。

一九八八年以降、日銀は金融引き締めへの転換を模索し始めました。当時の状況を指して、三重野副総裁は、「今の状況は乾いた薪の上にいるようである」と言いました。これに対して、国内でも金融緩和縮小への反対論が強力に展開されました。第一は、日銀の使命は物価の安定であり、日銀は資産価格の急騰を懸念するより、物価の安定に特化すべきだという議論です。第二は、米国の協調体制を守り、円高を阻止することが重要だという議論です。第三は、低金利の維持こそ国際

図表3 バブル期の実質資産価格推移



〔出所〕 翁・白川・白塚「資産価格バブルと金融政策」

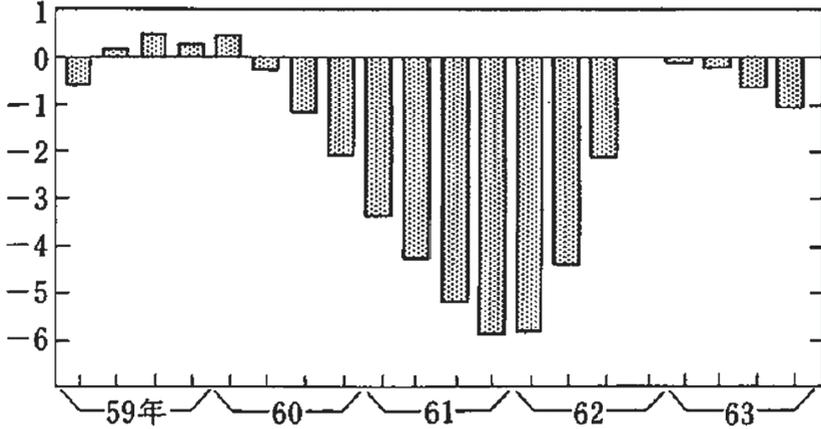
的な政策協調に資するという議論です。日銀が金融緩和を継続せざるをえなかった背景には、金融政策における物価重視の建前、対米協調重視という世論の影響が大きかったように思います。

実際にこの時期の物価の動向を見ますと、地価・株価が急騰する下で、卸売物価は、一九八五年、八六、八七年と大幅な下落を続けました(図表4)。消費者物価を見ても、一九八八年の総合指数(生鮮食品を除く)上昇率は〇・五%程度にとどまっています(図表5)。

なお、日本の経常収支黒字対GDP比は、プラザ合意後も高止まりしたままで推移しています。しかし、日本がバブル崩壊後の「失われた一〇年」に入ってしまったからには、最近まで貿易摩擦は再燃しませんでした(図表6)。

図表4 バブル期の卸売物価指数推移

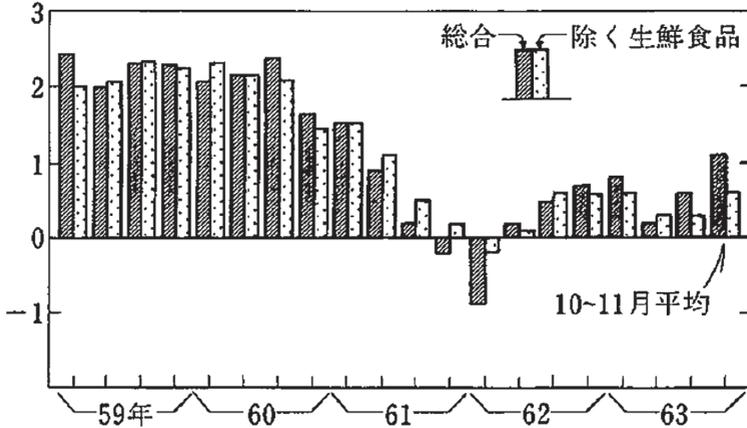
(前年比・%)



[出所] 日本銀行「情勢判断資料 平成元年冬」

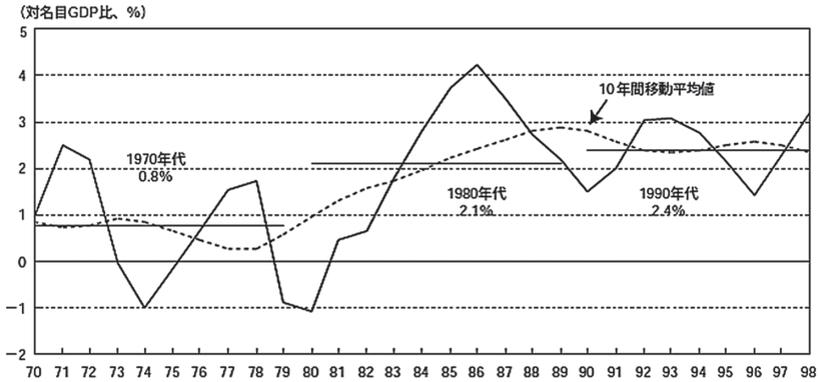
図表5 バブル期の消費者物価指数推移

(前年比・%)



[出所] 日本銀行「情勢判断資料 平成元年冬」

図表6 日本の経常収支黒字対GDP比の推移



資料：日本銀行『国際収支統計月報』、経済企画庁『国民経済計算』

備考：経常収支については、1984年以前の計数は、新旧両基準を並行して利用可能な1985年から1995年の平均値を使って、旧基準の計数を接続。

〔出所〕 翁・白川・白塚「資産価格バブルと金融政策」

(3) 中国は米中摩擦にどう反応するか

このような日本の経験は、中国からはどのように見えるのでしょうか。中国の人は、以前から日本のバブルの生成と崩壊に強い関心を持っていました。私自身、日銀在職時、中国の人から「日本のバブルはどうしてできて、どうして壊れたのか」と随分聞かれました。

最近の「フォーブス」に、中国ウォッチャーの「中国は日米摩擦の経緯と本質を深く研究している」という論文が掲載されました。

この論文の筆者は日米摩擦の展開を以下のように整理しています。まず、米国は貿易法第三〇一条を使って日本に対応を求め、日本は自主規制に同意した。その後、米国は、日本への輸入増を強く要求し、日本は、内需拡大のため大規模緩和を継続した。次に、米国は、円安によって輸出業者に不公正な利益を供与しているとして日本を非難

し、それがプラザ合意につながった。日本と米国が、日本の内需拡大による経常黒字縮小という命題に合意した結果、極度の金融緩和が続き資産バブルが発生して崩壊し、日本の「失われた二〇年」につながっていった、という理解です。

その上で、筆者は、北京は「日米摩擦の教訓は明らか」と考えている、とします。最も重要なことは、日本のように米国の圧力に屈服してはならないということ。そのためには、日本のように輸出市場として米国に大きく依存し過ぎないことも重要です。彼によれば、中国は、当時の日本よりはるかに強いポジションにいてと考えています。なぜなら、一九八〇年代半ばの日本のGDPは米国の約四割にとどまっておりましたが、今の中国のGDPは米国の約七割に達しています。また、当時の日本は、輸入市場として国際的に強い影響力を発揮できるほどは大きくなかったのに対

し、今の中国は、日本、オーストラリア、ブラジル、ロシア、南アフリカ、韓国などにとって世界最大のマーケットになっています。このようなことから、今の中国は、米国との貿易戦争において第二の日本になつてはならないし、ならないだろうと考えているとされています。

もう一つ、最近話を聞いた別の中国関係者は、中国は、日本のように戦線を拡大せず、あくまで貿易戦争の範囲の中で、米国との貿易戦争を闘っていくことに努めるだろうと言っていました。

(4) トランプ政権下の貿易摩擦リスクについての

暫定的結論

以上から、トランプ政権下の貿易摩擦リスクについて暫定的結論を申し上げますと、おそらく二つの流れが混在しているということが言えるかと思えます。

一つは、貿易収支を重視するトランプ政権の重商主義的な発想です。これが、中国だけでなく、日本、メキシコ、カナダ、ヨーロッパ等に対して強い圧力をかける背景にあります。

もう一つは、アメリカ・アズ・ナンバーワンへの米国の伝統的な国家意思です。これを、先ほど申し上げた中国サイドの姿勢と照らし合わせますと、それほど簡単に米国との貿易摩擦の問題は終わりそうにありません。

日本への影響に関しては、米中の覇権争いの影響と対米不均衡是正圧力が絡み合っており、問題が長期化し、大きな負担になる可能性もあるように思っています。

以上、中期的に注目すべき環境変化として、リスクとしての貿易摩擦についてお話ししました。

三、インフレ圧力と人口動態―日本 の経済社会の長期展望

(1) 足元の労働市場

(失業率と有効求人倍率の推移)

ここから、長い目で日本経済を展望して、インフレ圧力と人口動態についてお話しします。

日本の労働市場は、二〇〇八年のリーマンショックで悪化した後、一貫して回復してきており、足元では需給がタイト化し人手不足が劇的に進んでいます。

失業率及び有効求人倍率の推移を見ますと、二〇〇九年以降、一貫して失業率が低下し、有効求人倍率は改善してきています（図表7）。この背景にある最大の要因は、生産年齢人口がどんどん減少していることです。アベノミクスによって失

図表7 リーマンショック後の完全失業率と有効求人倍率の推移



(出所) 日銀の展望レポート2018年7月

業者が大幅に低下していると言われることがありますが、統計上そうした政策的影響による屈折の形跡は見られず、人口動態のトレンドが圧倒的に大きな影響を及ぼしていると思います。

(介護離職の状況)

ここで、介護離職の動向を見てみます。アベノミクスのセカンドステージである二〇一五年九月の「新・三本の矢」において、「介護離職ゼロ」がうたわれました。しかし、実際には、介護離職は、二〇一三年以降九万人前後となり、それ以前の五万人前後の倍の水準になりました。介護離職ゼロへの道のりは相当遠いように思えます。

(名目賃金の伸び悩み)

人手不足が深刻なわりには、名目賃金は伸び悩んでいます。日銀は、七月に政策パッケージを打

ち出した際の展望レポートにおいて、名目賃金伸び悩みの理由を二つ挙げています。

一つ目は、有利な立場にある正規雇用の賃金の伸び悩みが顕著であることです。これは、日本の場合、待遇のよい正規雇用者は、賃金の伸びより今のポジションを確保することを優先し、企業も、正規雇用の賃金を底上げて将来まで払い続けるほど経済の先行きに自信がないこと等の事情によるものと考えられます。企業と正規雇用の双方に、賃金の引き上げを抑える動機が存在するわけです。

二つ目は、これまで労働参加率の低かった女性と高齢者が、どんどんマーケットに参入してきていることです。生産年齢人口に対する労働者の比率には、本来、下方トレンドがあります。豊かになるにつれて、高学歴化が進み、今まで高校しか行かなかった人が大学に行き、大学にしか行か

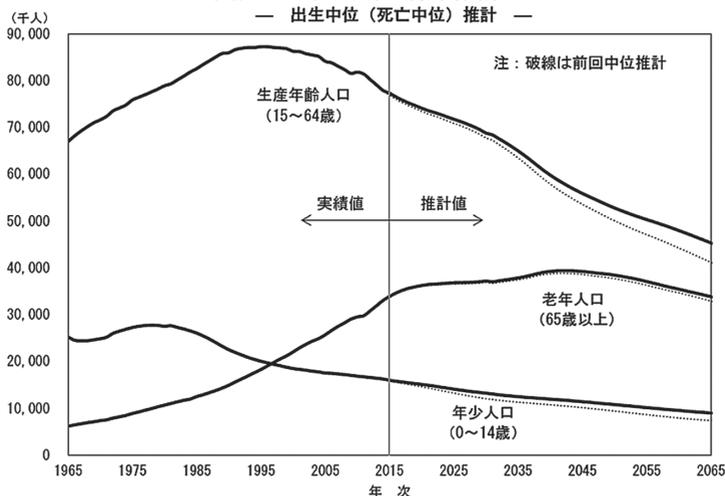
なかった人が大学院に行くようになるからです。

日本では、人手不足が深刻化する中で、女性や高齢者を中心に労働力率が上昇するという現象が起きています。しかし、生産年齢人口が減少するという大きな流れの中では、労働力率の引き上げによつてつじつまを合わせることは限界に近くなってきているのではないかと思います。

(2) 日本の生産年齢人口はどうなるのか？

問題は、これから日本の総人口、特に労働力人口がどうなるのかということです。社会保障・人口問題研究所（以下「社人研」と呼びます）は、日本の将来推計人口について非常に悲観的な展望を描いています（図表8）。二〇六五年までの生産年齢人口（一五〜六四歳）と老年人口（六五歳以上）の推計を見ますと、生産年齢人口がどんどん減っていく一方、老年人口が増えていく見通し

図表8 社人研の将来推計人口



〔出所〕 社人研「日本の将来推計人口」平成 29年推計

なっています。社会保障制度を運営する観点からは、これまで複数人で一人を支える騎馬戦型であったのが、いずれは一人を支える肩車型になっていくことが予想されています。このような見通しは、五年前の推計とそれほど変わっていません。その意味で、この推計は、よくも悪しくも現実性が高いように見えますが、実は必ずしもそうではありません。

総人口の推移は、二つの要因を反映しています。一つは国内の出生率・死亡率、もう一つは外国人の流入です。

出生率がほぼ二ですと、二人の親から二人の子どもが生まれますので、総人口は減少しないことになります。これを人口置換水準と言います。過去の社人研の推計を振り返りますと、一九七六年推計、八六年推計、九二年推計では、足元で二を割っていたにもかかわらず、先行き出生率が大幅

に回復するという前提で推計を行っていました。

その後、九七年以降の推計では、出生率の大幅な回復は見込めないとの想定を踏まえて推計が行われるようになりました。最近の二〇一二年推計では、出生率はほぼ横ばいで推移すると見込まれています。ここでは、出生中で一・四四という出生率が想定されておりますが、足元の出生率は、二〇一五年が一・四五、一六年が一・四四、一七年が一・四三とじりじり低下しておりますので、近い将来、出生率が大幅に上昇することは考えにくいように思います。

(3) 外国人労働者数・構成は激変している

次に、外国人の動向を見てみます。社人研は、外国人増加数についてほぼ横ばいに近い微増を想定しています。具体的には、二〇一六年の増加見込みが男女合わせて六万八七七七人、三五年の増

加見込みが六万九二七四人となっております。外国人増加数の増え方は約二〇年間で四九七人にとどまり、極めてわずかなものとなっております。

しかし、足元では外国人労働者は激増しています。一時的な労働者の受け入れに関するOECDの統計を見ますと、日本は世界第六位に位置し、スイス、ベルギー、イギリス、カナダなどの移民大国を上回る状況にあります。

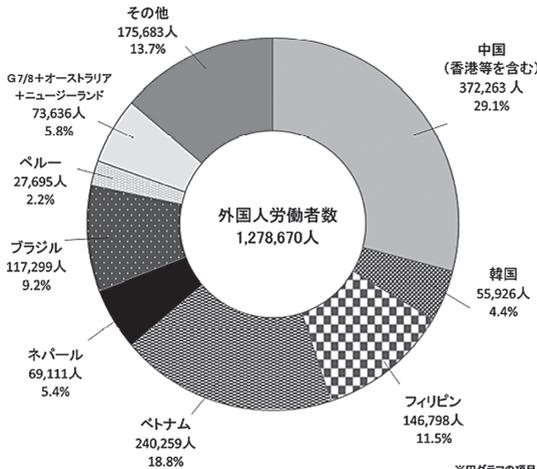
私は、以前、移民の受け入れによって日本の人口減を食いとめることは難しいと考えていました。二〇〇九年の外国人雇用状況統計を見ますと、外国人労働者の出身国は中国が五割近く、ブラジル・ペルーなどの南米が二割強となっております。南米から来ているのは日系人です。正確な日系人の数は不明ですが、おそらく三〇〇万人程度ではないかと言われています。このため、外国人労働者として日系人を受け入れようとしても、ほ

とんど伸びしろがありません。他方、中国の人口は一三億人を超えておりますが、中国からそれほど多くの労働者を受け入れることは現実的ではないように思います。このようなことを踏まえて、外国人労働者の数はモデルートな伸びにとどまらざるを得ないと考えていたわけです。

ところが、二〇一三年の外国人雇用状況統計を見ますと、中国、南米が減少する一方、ベトナムが5%を占めるようになりました。さらに、二〇一七年では、ベトナムとネパールが激増し、両国合わせて二割を超えています（図表9）。中国は三割以下まで落ち込みました。

受け入れの中核である技能実習生の国籍別在留者数を見ますと、長年中国がトップを占めていましたが、二〇一六年に初めてベトナムが中国を上回りました。一七年では、一位のベトナムが四割以上、二位の中国が三割、三位のフィリピンが一

図表9 2017年時点の外国人労働者の構成



〔出所〕 厚労省「外国人雇用状況」

割となっています。留学生は、二〇一七年で、一位の中国が一人万人程度、二位のベトナムが六万人となつています。ベトナムからの留学生は、二年には六〇〇〇人しかおりませんでしたので、この五年間で一〇倍に増えたことになります。

(4) 政府の方針転換とドイツの経験

このような環境変化を受けて、政府も、外国人労働者の受け入れ方針を転換することになりました。今年の「骨太の方針」では、「従来の専門的・技術的分野における外国人材に限定せず、即戦力となる外国人材を幅広く受け入れていく」という方針が打ち出されました。さらに、ここが重要ですが、「移民政策とは異なるものとして、外国人材の受け入れを拡大するため、新たな在留資格を創設する」「外国人が円滑に共生できるような社会の実現に向けて取り組む」と書かれています。

す。介護の関係でも、ベトナムからの介護人材の受け入れを拡大することで合意したと報道されています。

こうした方針転換は、日本社会にどのような影響を及ぼすことになるのでしょうか。先例はドイツにあります。ドイツでは、自然増減ベースの人口は減っておりませんが、移民が増加しているため、総人口は増えている状況です。

ドイツは、労働力不足を背景に、一九六〇年代にトルコなどから大量の労働者を受け入れました。当初は、出稼ぎ期間が終了したら本国に戻るとされ、家族の呼び寄せも厳しく制限されていました。

その後、就労・滞在期間が長期化するにつれ、家族の呼び寄せに関する規制が次第に緩和され、多くの外国人がドイツにとどまることになりました。現在、ドイツの総人口の二三％が外国人で、

このうちの一五%がドイツ生まれも含めたトルコ系となっています。その結果、自国民の雇用拡大を掲げる勢力との衝突が起きたり、トルコ人が襲撃されたりする事件が頻発しています。

仮に移民の受け入れを制限しますと、サービス部門、建設部門など、移民の就労比率の高い労働集約型の産業で大きな影響が生じると言われています。移民か、反移民か、移民を受け入れてうまく社会統合できるかは、非常にデリケートで、ドイツの政権内でも意見の対立が見られるところですから。

(5) 外国人流入の長期的影響

(外国人の流入増は高齢化・人口減少を緩和)

日本でも、外国人の流入増は、既に高齢化や人口減少の影響を有意に緩和していると言えます。

それでは、なぜ社人研は、外国人増加数が二〇

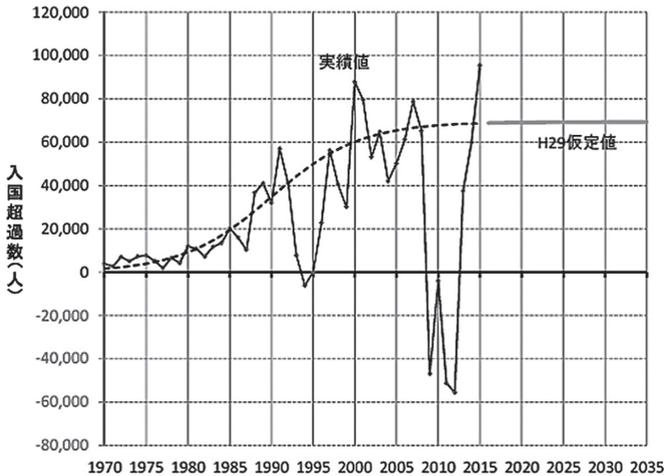
年間で四九七人しか増えないという想定を置いているのでしょうか。これは、外国人増加数の実績値が極めて大きく振れるためです(図表10)。中国や韓国などの近隣諸国との政治的緊張が高まったり、福島原発事故の風評被害が生じたりしたことによって、これまででも、その時々で外国人増加数は大きく振れてきたのが実情です。

法務省統計によって在留外国人数を見ますと、二〇一七年末から一八年六月末の間に七・五万人増加しました。一八年六月末の在留外国人数は二六三万七千人となっています。国別の伸び率は、ベトナムが一一%、ネパールが六・六%、中国は一・五%となり、ベトナムの台頭が非常に大きくなっています。

(外国人労働者問題は移民問題になる)

ドイツの経験を見ますと、外国人労働者問題は

図表10 外国人の流入超過数の推移と社人研の想定する流入動向



〔出所〕 社人研・社会保障審議会人口部会説明資料

必然的に移民問題になってしまいます。

政府の方針では、新たな在留資格を設けるに当たって、単純労働者の在留期間は最長五年、家族の帯同は認めない、と報道されています。これは、永住を前提とする移民と区別するためです。

移民を受け入れることになりますと、社会保障をどうするのか、子弟の教育をどうするのかといった問題が生じます。欧米でも世論が二分されている問題です。政府は、こうした議論を避けるために、有期労働者の受け入れを志向しているのだと思います。

しかし、ドイツの例を見ましても、五年間滞在した外国人労働者を母国に帰せるのかと申しますと、なかなか難しいところがあります。長期滞在を認めたときに、いつまでも家族を呼べないこととしてよいのかという問題も起きてきます。また、当初の五年間、単純労働者として就労した場

合でも、その間に高度技能や専門性を身につけま
すと、在留資格が変わることになりそうです。し
たが、いまして、日本も、いずれは、社会保障や子
弟の教育などの移民政策上の課題に直面すること
になると思われます。

(日本は外国人労働者に選ばれる国になれるか)

もう一つの問題は、日本が外国人労働者から選
ばれる国になるかということです。五年間の期限
付きで受け入れ、その後のことは知りませんとい
うやり方が続けられるでしょうか。外国人労働者
が潤沢な状態が続くのであれば、そのようなやり
方も可能かもしれません。現在のところ、例えば
ベトナムの場合、若年者の失業率が高いため、日
本に来るインセンティブは高いと言えます。

しかし、日本と同様、今後、アジア諸国でも高
齢化が進行することは避けられません。高齢化の

進行スピードは、国によってかなりの差異があり
ます。中国、韓国、タイなどで、高齢化が早く進
行する一方、ベトナム、ネパール、フィリピンな
ど、日本に多くの外国人労働者が来ている国々で
は、幸い、高齢化の進行は比較的遅い状況です。

とは言え、今後、スピードに差はあるにせよ、
いずれの国でも高齢化が進行していくことを考慮
しますと、外国人労働者の争奪戦が起きることは
避けられません。外国人を日本に受け入れること
が民意であるとしても、早急に外国人受け入れ
体制を整備しないと、他国との競争に負ける可能
性が高くなります。早急な体制整備が課題になっ
てきます。

(高齢人口比率の見通し)

今後の高齢人口比率の推移に関し、社人研が社
会保障審議会に提出した資料があります(図表

11)。

これを見ますと、出生中位・死亡中位で、外国人移動が〇の場合は、将来の老年人口比率は約四〇%になると見込まれています。外国人移動が二〇万人の場合はこの比率は約三五%、五〇万人の場合は約三〇%と見込まれています。約三〇%という老齡人口比率は、今とそれほど変わらない水準です。なお、二〇万人の外国人移動は日本の足元の状況に見合っています。

以上のとおり、外国人流入水準次第で、将来の老齡人口比率の見通しは大きく変わってきます。この問題にどう対応するかによって、わが国の将来像は大きく変わることになります。現在、わが国は、非常に難しい局面に直面していると言えましょう。

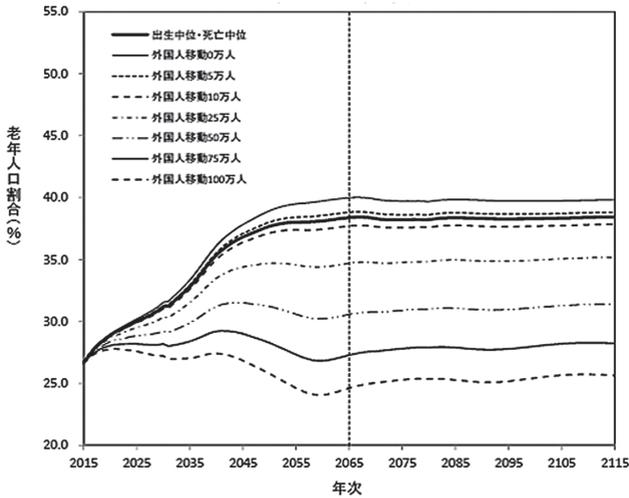
四、まとめ

今日は、金融政策の来し方・現状からお話を始めましたが、日本の中長期的な課題やリスクに照らして、物価目標の優先度はそれほど高いとは思えません。日本の課題やリスクの核心はそのようなところにはないと考えています。

九月一四日の自民党総裁選の公開討論会で、安倍総理は「異次元緩和をずっとやっていいとは全く思っていない」、出口の道筋は「私の任期のうちにやり遂げたい」と述べました。また、二%の物価安定目標について「一つの指標として目指していくが、目的は実体経済、つまり雇用をよくしていくこと」であるとも述べています。

このような安倍総理の姿勢と対比して、日銀が二%の目標達成最優先の建前にこだわっているの

図表11 外国人流入水準による高齢人口比率の将来展望の変化



〔出所〕 社人研・社会保障審議会人口部会説明資料

は、ある種異常に見えます。錦の御旗にこだわりますと、政策を硬直化させて、大局を見失う可能性があります。急速に変わる環境変化に合わせて、適時、錦の御旗を切り替えていく必要があるということをお話のまとめとさせていただきます。

御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

増井理事長 翁先生、どうもありがとうございました。

短期、中期、長期の課題について、大変示唆に富むお話をいただきました。せっかくの機会ですので、御質問等がありましたらお出しただけだと思います。いかがでしょうか。

質問者A 先生は冒頭で、この政策を継続すると過去と同じような過ちを招くとおっしゃいます。

た。この点に関し、具体的にどのような見通しを持っておられるのでしょうか。例えば、一九八〇年代後半と同じように、超低金利、金融緩和が続いて、結果的にバブルが生じ、その後、デフレになって、失われた一〇年、二〇年につながるようなことを予想されているのでしょうか。あるいは、日銀の四〇〇兆円の超過準備が暴れ出して、一九七〇年代のような二桁のインフレが生じることを想定されているのでしょうか。また、仮に四〇〇兆円の超過準備が暴れ出すとしますと、どのような形で暴れ出すのでしょうか。

翁 過去と同じ過ちということで私がイメージしているのは、錦の御旗の話です。例えば、私が日銀に入った頃、固定相場制は何としても守らなければならぬ、円の切り上げはあつてはならないと考えられていました。また、今日のお話の中で申し上げましたように、一九八〇年代半ば以降、

内需を拡大して経常収支黒字を縮小するという命題が動かしがたいものとして意識されてきました。

同様に、二%のインフレ目標達成を錦の御旗として、それを守り続けようとしていますと、結果的に大きな問題が生じる可能性があることを申し上げたかったわけです。実際にどのような問題が起きるかは局面によって変わってきます。いろいろな可能性があり、そうした可能性は、先に行けばいくほど枝分かれしていきます。バブルはそうした可能性の一つです。高率のインフレもそうでしょう。具体的に何が起きるかは、その時々でどのような選択をするかによって変わってくるようになります。

金利を引き上げていく過程で、日銀の超過準備が問題になるかということに関しては、超過準備が暴れ出すようなことは考えにくいと思います。

なぜなら、米国の連邦準備制度がやったように、超過準備に金利を付けてやればよいからです。誰がその負担を負うかは、政治的には難しい問題になるかもしれませんが、暴れさせない方策に関しては原理的には簡単なことです。

今、マーケットが落ちついている理由があるとするれば、ゼロ金利解除がいつになるかわからないくらい先のこと、という認識があると思います。

マーケットからは、二〇一九年一〇月の消費税率引き上げまで、日銀は金利を上げることはできないだろうと見られているように思います。その先に関しても、マーケットは、世界景気が悪くなつてきて、とても金利を引き上げられる状況にならないうと見ているかもしれません。このように見ている可能性は十分にあると思います。

質問者B 最後の長期展望に関連して、ヨーロッパでは、一〇年ぐらい前から、婚外子に対して、

法的な側面でも、相続税などの経済的な側面でも、実子と同等の扱いがなされるようになりました。その結果、フランスやドイツなどでは合計特殊出生率がかなり上がってきています。日本で、このような婚外子の問題についてあまりコメントされないのは何か理由があるのでしょうか。

翁 日本で婚外子の問題に触れない理由はよくわかりません。

婚外子への対応は、欧州でも国によってまちまちなのが実情です。御指摘のとおり、婚外子に対して寛容な国の出生率が上がっている一方、婚外子に対してネガティブな、例えばイタリアなどでは出生率は上がっていない状況にあります。

しかし、これが、インセンティブの問題なのか、あるいは、より深いカルチャーの問題なのか、よくわからないのが正直なところです。日本の場合、婚外子のままで育てるのではなく、子ども

もができれば結婚する人が多いのではないのでしょうか。もし日本のカルチャーがそのようなものであるとしますと、日本で必要なのは、婚外子をサポートする体制より、結婚しやすい環境を作るということになるかもしれません。以前、京都大学の演習でこのような問題について学生と議論したことがあります。その際、学生は「出生率を高める上で最もよいのは独身税ではないか」と言っていました。結論として、婚外子をサポートすることによって、日本で出生率が上がるかと申しますと、私にはそこまで言い切る自信がありません。ただし、海外で婚外子に対する許容度が出生率に大きな影響を与えていることは、おっしゃるとおりだと思います。

増井理事長 そのほかに何かございますでしょうか。——よろしゅうございますか。

それでは、このあたりで今日の「資本市場を考

える会」を終わらせていただきます。今日は、大変勉強になるお話を聞かせていただきありがとうございます。ありがとうございました。（拍手）

（おきな　くにお・法政大学大学院政策創造研究科客員教授）

（本稿は、平成三〇年一月一日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

翁 邦 雄 氏

略 歴

| | |
|----------------------|---|
| 1974年3月31日 | 東京大学経済学部卒業、 |
| 1974年4月1日～85年11月30日 | 日本銀行（調査局、静岡支店、統計局、金融研究所） |
| 1980年10月1日～83年12月9日 | シカゴ大学留学（Ph.D. Economics 取得） |
| 1985年12月1日～2月28日 | 筑波大学・社会学系助教授 |
| 1988年3月1日～89年7月6日 | 日本銀行・総務局・企画課調査役 |
| 1989年7月7日～92年4月30日 | 日本銀行・金融研究所・調査役 |
| 1992年5月1日～94年4月11日 | 日本銀行・調査統計局・企画調査課長 |
| 1994年4月12日～97年11月30日 | 日本銀行・金融研究所・研究第1課長 |
| 1997年12月1日～98年4月7日 | 日本銀行・企画室参事 |
| 1998年4月8日～06年9月30日 | 日本銀行・金融研究所長 |
| 2006年10月1日～07年3月31日 | 中央大学・研究開発機構教授 |
| 2007年4月1日～2009年3月31日 | 一橋大学・国際公共政策大学院特任教授（併任） |
| 2007年5月1日～08年3月31日 | 中央大学・ビジネススクール準備室・特任教授 |
| 2008年4月1日～2009年3月31日 | 中央大学・大学院戦略経営研究科・特任教授 |
| 2009年4月1日～2017年3月31日 | 京都大学・公共政策大学院教授 |
| 2017年4月1日～現在に至る | 法政大学・大学院政策創造研究科客員教授 京都大学・公共政策大学院名誉フェロー |

現在の兼職

東京大学大学院経済学研究科・日本経済国際研究センター顧問

主要著書

翁邦雄『金利と経済』ダイヤモンド社、2017年2月
翁邦雄『経済の大転換と日本銀行』岩波書店、2015年3月（2016年石橋湛山賞受賞）
翁邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013年7月
翁邦雄『金融政策のフロンティア』日本評論社、2013年1月
翁邦雄『ポストマネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社、2011年6月
翁邦雄・北村行伸（共編著）『金融業と人口オーナス経済』日本評論社、2011年6月
香西泰・白川方明・翁邦雄（共編著）『バブルと金融政策』、日本経済新聞社、2001年12月
K. Okina and T. Inoue (co-edited) “Monetary Policy in a World of knowledge-based Growth, Quality Change and Uncertain Measurement” Palgrave, 2001
翁邦雄・白塚重典・田口博雄（共編著）『ポストバブルの金融政策』、ダイヤモンド社、2001年4月
翁邦雄・河合正弘・須田美矢子・村瀬英彰『ゼミナール国際金融』東洋経済新報社、1993年
翁邦雄『金融政策 中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社、1993年
翁邦雄・植田和男『金融・入門』JICC 出版局、1990年
翁邦雄『金利の知識』日本経済新聞社、1988年
翁邦雄『期待と投機の経済分析』東洋経済新報社、1985年（1985年度日経経済図書文化賞受賞）