

日本経済の長期的課題～IMF（国際通貨基金） エコノミストの分析

佐志田 晶 夫

一、はじめに～日本経済の長期的 な課題

ており、今後の日本の経済政策を検討する上で参考になると考えられる。

(1) 当面の見通しと政策

本稿では、IMF（国際通貨基金）の対日四条協議用に作成されたスタッフ報告書⁽¹⁾とそれに関連するワーキングペーパー⁽²⁾（執筆した各エコノミストの見解）に基づいて、日本経済の長期的課題の分析を紹介したい。スタッフ報告書等では、急速な高齢化と人口減少の影響に注目してマクロ経済政策や構造改革を見直し・強化する必要性を論じ

IMFスタッフによれば、当面の日本の成長率は潜在成長力を上回って推移する（一・一％）と見込まれるがインフレ率は低く、下振れリスクがやや高まっている。中期的には成長率は若干鈍化するが産出力ギャップは縮小する。インフレ率は、消費税増税で二〇二〇年に一時的に上昇した後で中期的に高まるものの、日本銀行のターゲット

トの二％は下回ると予想される。

スタッフ報告書は、当面の財政・金融政策については大きな問題は指摘していないが、政策運営枠組みの強化が望ましいとして以下のような問題提起をしている。

①不確実性の削減には明確な政策枠組みが必要。経済・財政見通しの独立した評価に依拠する健全化手段を設定し、補正予算の利用は制限すべきである。債務の増加を安定させ成長を維持するには、二〇二一年以降は年次でGDP対比〇・五％程度の構造的なプライマリーバランス改善策を講ずべきである³⁾。その基本的手段には、消費税の漸進的かつ着実な増税と医療費の抑制が含まれる。

②日本銀行による長期金利をターゲットとしたフォワードガイダンスとインフレ目標との関係をより明確にし、国債買入れの量的ガイダンスは停止することを提案する。インフレ目標政策の枠組

みを強化しインフレ期待を高めるため、日銀スタッフによるインフレ予測を前提となる政策と合わせて公表すべきである。

(2) 長期的な課題と対応策

報告書は人口動態変化という長期的な⁴⁾向かい風⁵⁾が日本経済に及ぼす影響に関し、

①構造改革政策がマイナスの影響をどれだけ軽減できるか、

②退職、医療、長期介護などの支出増加を賄う負担増の選択肢とその影響、

③人口動態の変化と自然利子率の変動、金融システムへの影響

などを取り上げて分析・検討している。

なお、報告書で用いられたモデルや分析にあたっての様々な前提、経済および経済的厚生への影響の詳細については、IMFのエコノミストに

よるワーキングペーパーが参照され、公表されている。本稿はこれらの資料を参考にしている。

二、マクロ経済・構造的課題—構造改革の実施

(1) 構造改革は人口動態のマクロ経済への影響を覆せるか？

スタッフ報告書は「Macroeconomic Effects of Japan's Demographics: Can Structural Reforms Reverse Them?」（日本の人口動態のマクロ経済的な影響：構造改革はそれを覆せるか）と題したワーキングペーパーを参照している。ワーキングペーパーは冒頭で「Yes, partly.（部分的にはできる）」としている。構造改革は一定の成果が期待できるが、人口動態の影響を完全には解消しづらい。そうであれば、構造改革の早期かつ着実な

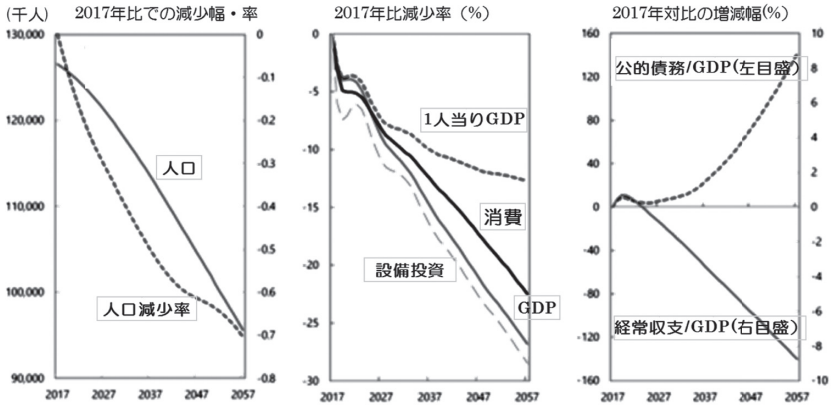
実施を行うべきかもしれない。

ワーキングペーパーでは二〇一七～二〇一七年の趨勢が続くと想定した日本経済の経路を求め、人口の高齢化・減少（将来人口推計—平成二九年中位推計）の影響を推定した上で構造改革（労働市場改革、製品市場改革と企業統治改革、貿易・対内投資促進など）の生産性や労働供給への効果を別途推定してモデル（GIMFモデル）に投入、経済の将来的な変化を推定している。

モデルには、構造改革で労働供給等が改善すると成長期待が高まり、企業の設備投資と家計の消費（将来所得の増加を期待）が増えるメカニズムが組み込まれている。企業や家計が改革の成果を信頼するかが期待要因として支出に影響することが想定されている。

人口動態の影響を概観すると、四〇年後（二〇五七年）には人口が約二五%減少し、GDPの減

図表1 マクロ構造改革が行われない場合の人口動態の影響



〔出所〕 IMF Working Paper No.18/248 Figure1より。

少幅は二五%以上になる（年率で約〇・八%）。これはGDPには労働供給減少に加え、資本ストックの低下（資本収益率低下が影響）や高齢化による生産性低下も影響するためである。結果として一人当りGDPも（緩やかだが）低下する。また、公的債務残高の対GDP比率は上昇し、民間貯蓄の減少で経常収支は悪化していくと予想されている（図表1）。

(2) 想定される構造改革政策

人口動態によるネガティブな影響を緩和するには、構造改革政策による生産性向上と労働参加率の引き上げが必要である。ワーキングペーパーでは、様々なマクロ構造改革政策の効果を定量化し経済全体への長期的な波及効果を推定している。取り上げられた構造改革政策には、正規・非正規の区別を緩和し非正規労働者に対する教育・訓練

を増加させ生産性引き上げを図る政策や女性（北欧水準へ）や高齢者（さらに三〇程度）の労働参加率上昇、外国人労働者増加による労働供給増加（累計で一〇の供給増）、製品市場改革や企業改革による生産性向上などがある。

改革の全般的な効果は、家計や企業が長期間にわたって行われる改革を信頼するか（資本収益率向上を期待した設備投資増や恒常所得増加による消費増が発生）によって変化する。改革実施が信頼された場合は、長期的にGDPが一五％以上改善し人口減の影響をある程度相殺する。

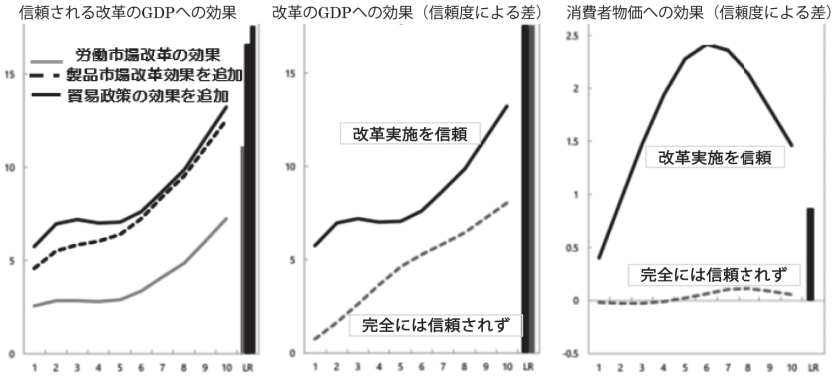
(3) 構造改革政策の効果と信頼性によって生じる相違

改革の継続的な実施が信頼された場合、短期的には需要増の効果が潜在生産力を上回るためインフレ圧力が生じ、抑制的な金融政策運営で金利が

上昇すると想定される。家計や企業のインフレ期待は、当初一％と設定（日銀の二％目標は信頼されていない）、実績が上回れば修正されるメカニズムを組み込み、インフレ率は徐々に高まる。もし、金融政策を緩和的にすれば、インフレ率はさらに上昇する。なお、財政支出は、高齢化に関連する支出は高齢化の進展に応じて増加し他の支出は一人当たりで一定で推移すると仮定している。

将来の構造改革の実施が完全には信頼されない場合、実質での長期的な改善効果はあるが短期的な設備投資や消費の増加は小さく、インフレ率が高まらずインフレ期待修正も進まない。名目GDPなどの増加は小さく（図表2）、公的債務/GDP比率の改善は小幅なものに止まる。ワーキングペーパーでは、改革への完全な信頼は達成が困難なことを踏まえれば、改革実施がもたらす効果は両者の中間になるだろうとしてしている。

図表2 構造改革の効果～改革なしの場合との差（構造改革への信頼度で場合分け：単位：%）



（注） LR は長期（定常状態（40年以上））での効果

〔出所〕 IMF “Staff Report For The 2018 Article IV Consultation,” November, 2018

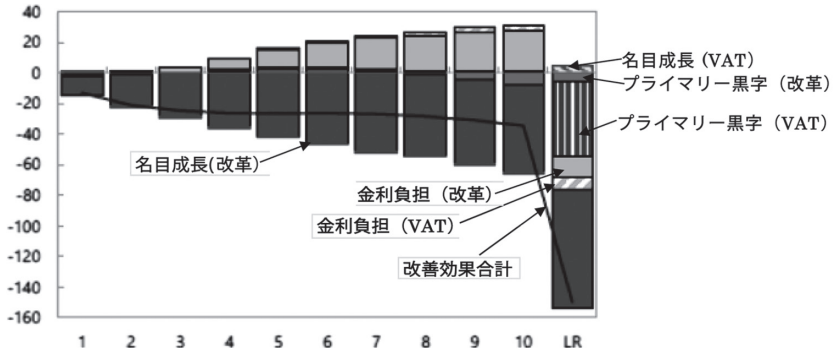
(4) 構造改革、金融緩和に加えて消費税増税による公的債務/GDP比の安定化

ワーキングペーパーは、人口減少・高齢化による公的債務/GDP比率の悪化を完全に相殺するには、構造改革による名目GDP成長率の向上と金融緩和での金利負担抑制に加え、消費税増税によるプライマリーバランス黒字化が必要だとしている。長期的な公的債務/GDP比率改善の内訳では、構造改革による名目GDP増加と消費税増税によるプライマリーバランス改善の寄与が大きい（図表3）。

ただし、この結果は継続的な構造改革実施が信頼されて設備投資や消費の増加が生じ、インフレ率の上昇とインフレ期待の改善につながるというメカニズムを前提としたものである。筆者は、改革が完全な信頼を得られなかった場合には、インフレ率や名目GDPなどへの効果は小幅なものに

図表3 構造改革と消費税増税の公的債務負担改善効果

公的債務対GDPの変化 (%)



(注) LR は長期（定常状態（40年以上））での効果

[出所] IMF Working Paper No.18/248 Figure8。

止まるとの分析を踏まえた対応を図る必要がある
と考える。

実際にはインフレ率がどれだけ上昇しGDP成長率はどう推移するかに応じて対応していくことが必要になるだろう。長期的な財政健全化のため、追加的な消費税増税の段階的な実施などによるプライマリーバランス黒字化の必要性がより高まることも考えられる。

三、退職、医療、長期介護など社会保障支出増加の財源

(1) IMFスタッフによる分析の問題意識と分析枠組み

現行の日本の社会保障システムを前提とすれば、人口動態の変化で年金や医療などの支出増加が続くと予想される。高齢化の費用をどう負担す

るかが、スタッフ報告書とカントリールレポート
 『JAPAN SELECTED ISSUES (日本、選別され
 た課題)』⁴⁾や関連するワーキングペーパーで取り
 上げられ、経済成長と世代別・所得階層別の経済
 的厚生への影響が論じられている。

代替的な政策の影響を評価するため、マクロ構
 造改革の分析で用いられたのとは別のモデルが使
 用されている。これは世代重複型モデルの枠組み
 で、同一世代内でスキルの差があると前提、企業
 (法人・個人)部門は税制の変化に反応するも
 の。このモデルにより、負担方法の相違が経済主
 体の行動に影響して個人の労働供給や企業の設備
 投資を左右し、経済成長や階層別・世代別の所得
 にどのように影響するかを分析対象にできる。

高齢化による医療や介護関連の支出増加を推定
 するため、厚生労働省のデータに基づいて一人当
 り医療、介護費用と自己負担率を年齢階層別にみ

ると、一人当たり支出は年齢の上昇と共に指数関
 数的に増加する。このため高齢者比率が上昇する
 とともに関連する支出の総額が増加すると考えら
 れる。

一方、医療費などの年齢階層別の自己負担率
 は、二〇歳から六四歳までが平均で一七・三%な
 のに対して、六五歳から六九歳は一五・三%、七
 〇歳から七四歳では九・三%、七五歳以上は平均
 で約八・五%である。人口構成の高齢化で低負担
 率の年齢層の比率が上昇していくことは、社会保
 障費用関連の財政支出を増やし、世代間で負担の
 差を広げる要因ともなりうる。こうした課題への
 対策として、増税や年齢階層別の自己負担率引き
 上げが選択肢として検討されている。

高齢化に伴って年金と医療・介護費用(高齢化
 関連支出)が増加し、対GDP比では現状の約一
 八%から二〇五七年に約二四%まで上昇すると見

込まれる。モデル分析では年金関連の負担増はマクロ経済スライド制度によってある程度は歯止めがかかるため（物価上昇の効果）、二〇三〇年までの高齢化関連支出増加は医療・介護費用による部分が大きい。

ワーキングペーパーでは、高齢化関連支出の増加を賄い、長期的な財政の健全性（公的債務/GDP比率の安定化）を保つ負担増加の基本ケースとして、もっぱら消費税増税で対応する場合に必要な税率が試算されている。それによると二〇三〇年に一五%、二〇五〇年には二〇%への段階的な消費税率引き上げが求められる。ワーキングペーパーは、この基本ケースと対比して、代替的な調達方法の経済や所得分配への影響を分析している。

(2) 負担方法の選択肢と経済への影響

代替的な負担増の手段として、消費税、個人所得増税（社会保障の負担を含む）、医療費などでの自己負担比率の引き上げ、負担増を先延ばしして政府債務増加（借入）で対処した場合を検討する。調達手段の違いは経済主体の行動変化を通じて経済活動に影響し、また、負担の程度が所得階層（スキルの差を反映）別に異なるため、経済的厚生面の影響が生じる。

代替的な方法で負担増を（一部）賄う場合には、公的債務/GDP比率を安定化させる（基本ケースでは二〇〇%水準）ために必要な消費税率が変化する。個人所得税（社会保障費）を引き上げる場合（段階的に八%）、消費税率の引き上げも必要だが、引き上げ幅は約八%に抑制できる（二六%にまで引上げ）。モデルによる分析では、実効個人所得税率（社会保障負担を含む）の上昇

が労働供給等に影響し、GDPは二五年間で四%低下、長期的に七%低下すると推計される。

消費税増税による負担増を約一五年間先延ばしして(二〇一九年の引き上げも実施しない)、二〇四〇年以降には公的債務/GDP比率を安定化

(水準は三〇〇%に上昇、実質金利は一%と仮定)させるように消費税を増税する場合、二九%まで税率を引き上げる必要がある。この場合、モデル分析ではクラウディングアウト効果が発生、民間部門の設備投資が八%近く低下、GDPは一〇年後に基本ケースより四%低くなり、二〇年後には一五%以上、長期的には約二〇%低下する(図表4)。

最後に、高齢者(六五歳以上)の医療・介護の自己負担率を二〇年間かけて段階的に現役世代(二〇歳から六四歳)並みに引き上げる場合、医療・介護関連の支出は八%減少する。一方、公的

債務/GDP比率の安定化に必要な消費税率引上げの抑制効果は三%程度に止まる(一七%にまで引上げ)。また、世代別・所得階層別の経済的厚生への影響が懸念される。

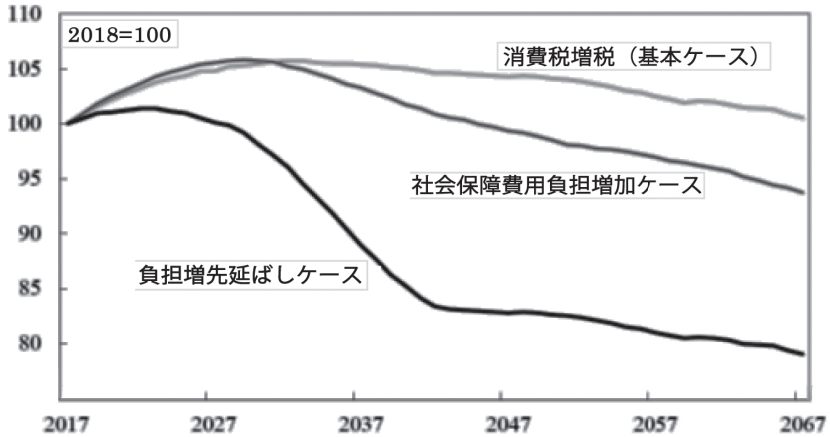
(3) 世代別、所得階層別の経済的厚生への影響

負担方法の違いはマクロ経済面だけではなく、世代間や所得階層別の所得や経済的厚生にも影響を及ぼす。消費税増税のケースを基準とした経済的厚生水準の変化率を、①個人所得税増税など負担増加、②負担増を先延ばしした上で消費税増税、③医療費などの自己負担率引上げ、について概観する。

①社会保障負担(個人所得税) 引上げの厚生への影響

退職者や高齢労働者には個人所得に応じた負担増の影響は限定的であり、消費税率の引上げが抑

図表4 異なる負担方法のGDPへの影響



〔出所〕 IMF Working Paper No.18/249 Figure8より。

制されると経済的厚生は改善する。一方、若年労働者と将来世代は損失を被る（平均で生涯約五％）。加えて、累進性によりスキル水準が高い（高所得）層への影響が大きい。下位三分の一の層は生涯で約四％の損失だが上位一％の層では約八％の損失と推定される。

② 負担増を先延ばしした場合の厚生への影響

先延ばしにより現在の退職者の厚生は改善するが、将来世代に加え現役労働者でも損失を被る者が少なくない。これは設備投資減少による経済水準低下が多く世代に影響するため。平均では生涯の厚生が一六％低下するとの結果である。

③ 高齢者（六五歳以上）の自己負担率引上げの厚生への影響

この場合は、消費税の増税幅抑制によって将来世代の厚生は若干改善する。ただし、医療・介護の利用は所得水準で大きく異なるために逆進

的な効果が生じる。現時点で一八歳から九〇歳の層でみると所得階層の低位九九%で経済的厚生が低下する。若年・低所得者層への影響が特に大きく、低位三分の一の所得階層では生涯の経済的厚生は最大六%になる。自己負担率引上げを行う場合には低所得者層への補完的な措置が必要だろう。

なお、人口動態の変化（出生率高位ケースを前提）や医療関連の効率化（一二年間で一〇%改善）が、公的債務/GDP比率安定化に必要な消費税率をどう変化させるかをモデルで分析すると、人口動態の改善では三%、医療関連の効率化では二%強の増税幅抑制が見込まれる。こうした面での対応も合わせて行うことが必要だろう。

四、人口動態の変化と自然利子率、金融システムのリスク評価

(1) 人口動態と自然利子率

人口動態の変化は金融面への影響も大きい。スタッフ報告書および関連のワーキングペーパーでは、日本の高齢化・人口減少が自然利子率を低下させ、金融政策の効果を低下させてきた可能性を取り上げ、自然利子率への人口動態の影響は時と共に大きくなったとしている。

ワーキングペーパーでは、生産年齢人口の減少によりグローバル金融危機後の平均で、自然利子率は約〇・三%低下したと推定している。影響の大きさは、二〇一〇年第一四半期は〇・二%未満だったが、二〇一八年第一四半期には〇・四%に増加したとみられる。日本の自然利子率はマイナ

スになっている可能性があり、今後は人口動態（生産年齢人口減少）の影響による自然利子率低下がさらに進みかねない。このため構造改革によって潜在成長力を高めることがさらに重要になると考えられる。

(2) 地域銀行の収益環境悪化

スタッフ報告書では、日本の金融情勢に関連して地域銀行の収益状況を取り上げている。これは内容的には金融庁などの分析と大きくは異ならないが、簡単に紹介したい。報告書は、地域銀行の伝統的なビジネスモデルは、悪影響を及ぼす人口動態の動きと長引く低金利により困難が生じている。として、人口の減少・高齢化が貸出需要を減少させることなどでコア収益性が低下していると指摘している。

スタッフ報告書は、地域銀行は収益の多様化や

効率化（ITの活用）、統合などを行うべきであり、また、資産保有の多様化（投資信託、外債投資、不動産ファンド）に応じたりリスク管理体制強化を行うべきだとしている。これは日本の当局も同様な認識だとみられる。地域銀行の経営陣がビジネスモデルの再構築を行っていくことが、ますます重要になってきている。

五、結びに代えて

以上で概観したように、スタッフ報告書は短期的な経済政策運営には大きな異論や問題点を指摘していないが、人口動態の影響を踏まえた中期・長期的な課題については、対応の重要さと難しさ、政策の実施に対する信頼を得ることの必要性を様々な分析に基づいて論じている。

スタッフ報告書が提起した課題や分析と類似し

た議論は、国内でも様々な論者が取り上げている。だが、マクロ構造改革の必要性や財政の健全性維持の重要性が幅広く国民に共有されているかは疑問がある。長期的・継続的な対応が必要であり、世代・所得階層毎に負担や影響が異なるだけに、国民の問題への認識を深め政策へのコンセンサスを形成する努力が重要である。

もちろん、IMFスタッフの分析には一定の客観性、信頼性があるが、前提やモデルの枠組みなどへの異論の余地はある。例えば、社会的な環境整備を行って高齢者や女性の労働参加率をさらに高めることは可能かもしれない。とはいえ、高齢化・人口減少の課題先進国である日本が、こうした分析を参考にして問題の困難さを認識し、代替的な構造改革政策にむけて粘り強く取組むことは重要であり、同様な問題に向かう他の諸国にも参考になると考えられる⁽⁶⁾。

(注)

- (1) IMF Country Report No. 18/333 “Staff Report For The 2018 Article IV Consultation,” November, 2018 <https://www.imf.org/ja/News/Articles/2018/11/28/pr18442-japan-2018-article-iv-consultation> (IMF理事会、二〇一八年の対日四条協議を終了、二〇一八年一月二八日)を参照。
- (2) Mariana Colacelli and Emilio Fernandez Corugedo: “Macroeconomic Effects of Japan’s Demographics: Can Structural Reforms Reverse Them?”, IMF Working Paper No. 18/248, November 2018, Ellen R. McGattan, Kazuaki Miyachi, and Adrian Peralta-Alva: “On Financing Retirement, Health, and Long-term Care in Japan”, IMF Working Paper No. 18/249, November 2018, Fei Han: “Demographics and Natural Rate of Interest in Japan”, IMF Working Paper, No. 19/3, February 2019,を参照。
- (3) 報告書の付属文書Vでは、財政の中長期見通し(二〇一三年までおよび二〇三〇年まで)とストレスシナリオでの分析を行っている。二〇二三年までは公的債務/GDP比率は悪化しないが、その後は人口動態の影響などで悪化する⁽⁶⁾ことが懸念される。
- (4) IMF Country Report No. 18/334, “JAPAN SELECTED

ISSUES”, November 2018 ④第二章“FINANCING THE COSTS OF JAPAN’S DEMOGRAPHIC TRANSITION”を

参照。

- (5) 金融庁…変革期における金融サービスの向上にむけて…金融行政のこれまでの実践と今後の方針（平成三〇事務年度）…平成三〇年九月二六日、図表Ⅲ-4-②-3 地域銀行の本業赤字の状況などを参照。
- (6) 日本が議長国の今年のG 20、財務トラックでは…高齢化の課題・政策対応…を世界経済の課題の一つに取り上げている。

（さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー）