

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

平成 31 年 2 月 20 日

佐志田 晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

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

要約

本稿では、IMF（国際通貨基金）の対日 4 条協議のために作成されたスタッフ報告書と関連するワーキングペーパーに基づき、日本経済の長期的課題に関する IMF エコノミストの分析を紹介する。スタッフ報告書は、急速な高齢化と人口減少の影響に注目、構造改革強化の必要性を論じている。なお、当面の見通しについては、成長率は潜在成長力を上回るがインフレ率は低く、中期的には成長率はやや鈍化するが産出力ギャップは縮小、インフレ率は消費税増税で 2020 年に一時的に上昇し中期的にやや高まるが日銀のターゲットの 2%は下回るとしている。

スタッフ報告書では、人口動態変化という長期的な“向かい風”が日本経済に及ぼす影響に関して、①マクロ構造改革がマイナスの影響をどの程度まで軽減できるか、②退職、医療、長期介護などの高齢化関連の支出増加を賄う選択肢とその影響、③自然利子率の変動や金融システムへの影響、を取り上げて分析している。報告書は、“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が、同ワーキングペーパーは冒頭で“部分的にはできる”と記述しており、構造改革は一定の成果が期待できるが人口動態の影響の完全な解消は難しいことを示唆している。

ワーキングペーパーでは、2012～2017 年の趨勢が続くと想定した場合の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 29 年中位推計）の影響を推定、その上で構造改革（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に及ぼす効果を別に推定してモデルに投入、改革を踏まえた将来的な経路を求めている。

人口動態の影響を概観すると、40 年後（2057 年）には人口が約 25%減少し GDP の減少幅は 25%以上になる（年率約 0.8%）。これは労働供給減少に加え、資本ストックの低下や高齢化による生産性低下が GDP に影響するため。結果として一人当たり GDP も低下する。また、公的債務残高の対 GDP 比率上昇と民間貯蓄の減少による経常収支悪化が予想されている。

改革の効果は家計や企業が長期間行われる改革を信頼するかで変化する。改革の継続的な実施が信頼された場合、長期的に GDP が 15%以上改善、人口減の影響をある程度相殺する。一方、改革の実施が完全には信頼されない場合、実質ベースの改善効果は長期的には得られるが、設備投資や消費の短期的な増加幅は限定的であり、インフレ率やインフレ期待はあまり高まらない。名目ベースの改善効果は小さく、公的債務/GDP 比率の改善は小幅なものに止まる。

なお、人口減少・高齢化による公的債務/GDP 比率の上昇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と推定されている。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というメカニズムが働くことを前提としている。実際にはインフレ率がどれだけ上昇し GDP 成長率がどう推移するかに応じた対応が必要になると考えられよう。

日本の社会保障システムを前提とすれば、人口動態の変化により年金や医療などの支出増加が続く。報告書では、こうした高齢化関連費用をどう負担するか、費用の負担方法が経済成長と世代別・所得階層別の経済的厚生にどんな影響を及ぼすかを論じている。それによると、人口構成の高齢化に伴って年金と医療・介護費用の合計が増加し対 GDP 比でみて現状の 18% から 2057 年は 24% まで上昇する。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で歯止めがかかり、2030 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多い。

費用負担の問題に関して報告書が参照している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）を保つために消費税増税で対応する場合の税率が試算され、2030 年に 15%、2050 年に 20% への段階的な引き上げが必要だとしている。加えて、これを基本ケースとして代替的な調達方法の経済や経済的厚生への影響を対比し、世代重複モデル（世代内でスキルの違いあり）を用いた分析を行っている。

負担方法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、負担の程度は負担の方法や所得階層で異なるため、経済的厚生面の影響が生じる。ワーキングペーパーは、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を、①個人所得税増税などの抛増増加、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の引上げ、の場合について検討している。モデル分析の結果からは、負担増の先延ばしは GDP を低下させ将来世代の負担が多い。また、自己負担の引上げは低所得層の経済的厚生の低下が多い。

人口動態の変化は金融面に対しても影響が多い。スタッフ報告書は日本の高齢化・人口減少が自然利子率を低下させ、金融政策の効果に影響を及ぼしたかについて分析し、自然利子率への人口動態の影響（押し下げ）が時と共に大きくなってきたとしている。また、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“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”と指摘、人口減少・高齢化がコア収益性を低下させる要因だとしている。

IMF エコノミストが提起した諸問題や分析には、国内でも様々な論者が取り上げているものもある。ただし、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である。長期的・継続的な対応が必要で世代・所得階層毎に負担や影響が異なるだけに、中立的な立場からの分析を参考にして問題への認識を深めることは有用であろう。

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

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに～日本経済の長期的課題

本稿では、IMF（国際通貨基金）の対日 4 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に基づいて、日本経済の長期的課題についての IMF エコノミスト達の分析を紹介したい。スタッフ報告書では、今後の数十年を展望して急速な高齢化と人口減少の影響に注目、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ている。

また、報告書はいくつかのワーキングペーパーを参照しているが、IMF のエコノミストたちによる人口動態の影響の分析は、客観的な見方を提供するものとして興味深い。ワーキングペーパーで示された分析は各エコノミストの見解であり、IMF のものでない点には注意すべきだが、モデル分析を活用して前提となる諸条件を示し、政策の効果を比較・検討しており、今後の日本経済についての政策を論じる上で参考になると考えられる。

以下では、日本経済の現状についての現状評価と当面の財政・金融政策についての議論を簡単に紹介し、次いでマクロ構造改革の効果、社会保障関連支出を賄う手段の選択肢とその影響、自然金利の変動要因などについて、スタッフ報告書および関連するワーキングペーパーの分析を紹介したい。

1. 当面の見通しと政策措置

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（1.1%）と見込まれているがインフレ率は低く、下振れリスクが高まっている。中期的には成長率はやや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 2020 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である 2%は下回ると予想される⁽²⁾。

スタッフの分析は、アベノミクスがその力を完全に発揮するには互いに支え合う政策を再強化すべきだと指摘し、明確な中期的健全化計画に支えられた短期の（景気刺激的な）財政政策が、日銀のインフレに向けた努力を支援するとともに債務の持続性を確実にするとしている。

1 IMF Country Report No. 18/333 “Staff Report For The 2018 Article IV Consultation,” November , 2018 を参照。

2 IMF,プレスリリース <https://www.imf.org/ja/News/Articles/2018/11/28/pr18442-japan-2018-article-iv-consultation>

(IMF 理事会、2018 年の対日 4 条協議を終了、2018 年 11 月 28 日)を参照。

当面の財政・金融政策について、スタッフ報告書では大きな問題点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不確実性を減らすには明確な政策枠組みが必要である。経済・財政見通しの独立した評価に依拠する健全化の手段を設定し、補正予算の利用は制限するべきである。債務の増加を安定させ成長を維持するためには、2021 年以降は年次で GDP 比 0.5%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⁾。その基本的な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に、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“向かい風”が日本経済に及ぼす影響に関して、

- ①マクロ構造改革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
- などの点を取り上げて分析・検討している。

なお、スタッフ報告書では分析の結果を要約した記述となっているが、分析に用いられたモデルや様々な前提に基づく経済への影響や世代別・所得階層別にみた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公表されている。以下では、IMF スタッフによる報告書の概要を紹介し、ワーキングペーパーの分析から構造改革政策の効果についてを⁽⁴⁾まず取り上げ、次いで人口動態による退職・医療支出の増加を賄う財源の違いが経済に及ぼす長期的な影響⁽⁵⁾を紹介する。最後に自然利子率に対する人口動態の影響⁽⁶⁾、金融システムへのリスクの評価を簡単にまとめる。

3 スタッフ報告書の付属文書Vでは、財政の持続性の分析を行って 2030 年までの公的債務/GDP 比率の推移について、基本的な見通しとストレスシナリオでの悪化状況を示している。本稿の補論で簡単に紹介したい。

4 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 を参照。

5 Ellen R. McGrattan, Kazuaki Miyachi, and Adrian Peralta-Alva: "On Financing Retirement, Health, and Long-term Care in Japan", IMF Working Paper No. 18/249, November 2018 を参照。

6 Fei Han: "Demographics and Natural Rate of Interest in Japan". IMF Working Paper, WP/19/31, February 2019, Andrea Pescatori and Jarkko Turunen "Lower for Longer: Neutral Rates in the United States" WP/15/135, June 2015 を参照。

Ⅱ マクロ経済・構造的課題—構造改革の実施

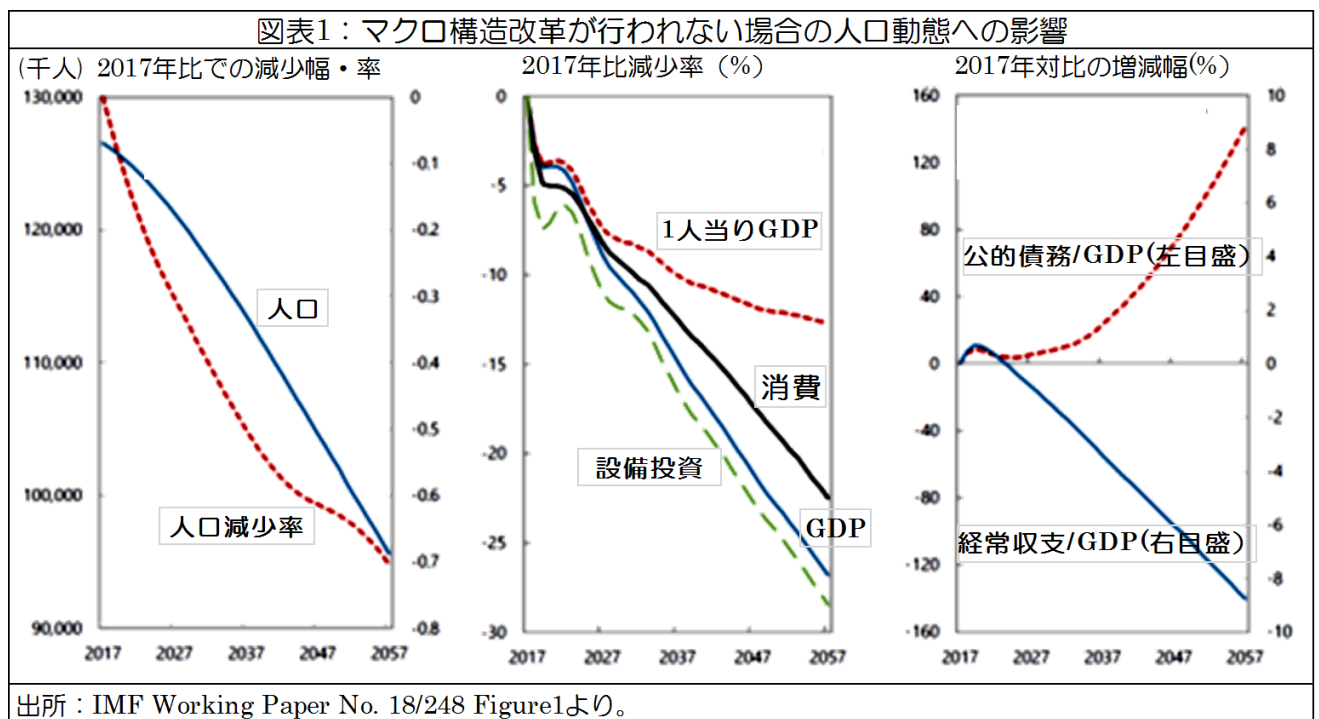
1. 構造改革は人口動態のマクロ経済への影響を覆せるか？

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。同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難い。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、2012～2017 年の趨勢が続くと想定した場合の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 29 年中位推計)の影響を推定、その上で構造改革(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に及ぼす効果を別途推定、それをモデル(Global Integrated Monetary and Fiscal Model: GIMF モデル)に投入して経済の将来的な経路がどう変化するかを推定している。

モデルには、構造改革による労働供給増加などの効果を見込んで成長期待が高まり、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否かが、支出に影響するという設定である。

人口動態の影響を概観すると(図表 1 参照)、40 年後(2057 年)には人口が約 25%減少、GDP の減少幅は 25%以上になる(年率で約 0.8%)。これは労働供給の減少に加えて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 GDP に影響するためである。一人当たり GDP も(緩やかだが)低下する。また、公的債務残高の対 GDP 比は上昇し、民間貯蓄の減少で経常収支は悪化すると予想されている。



2. 想定される構造改革政策

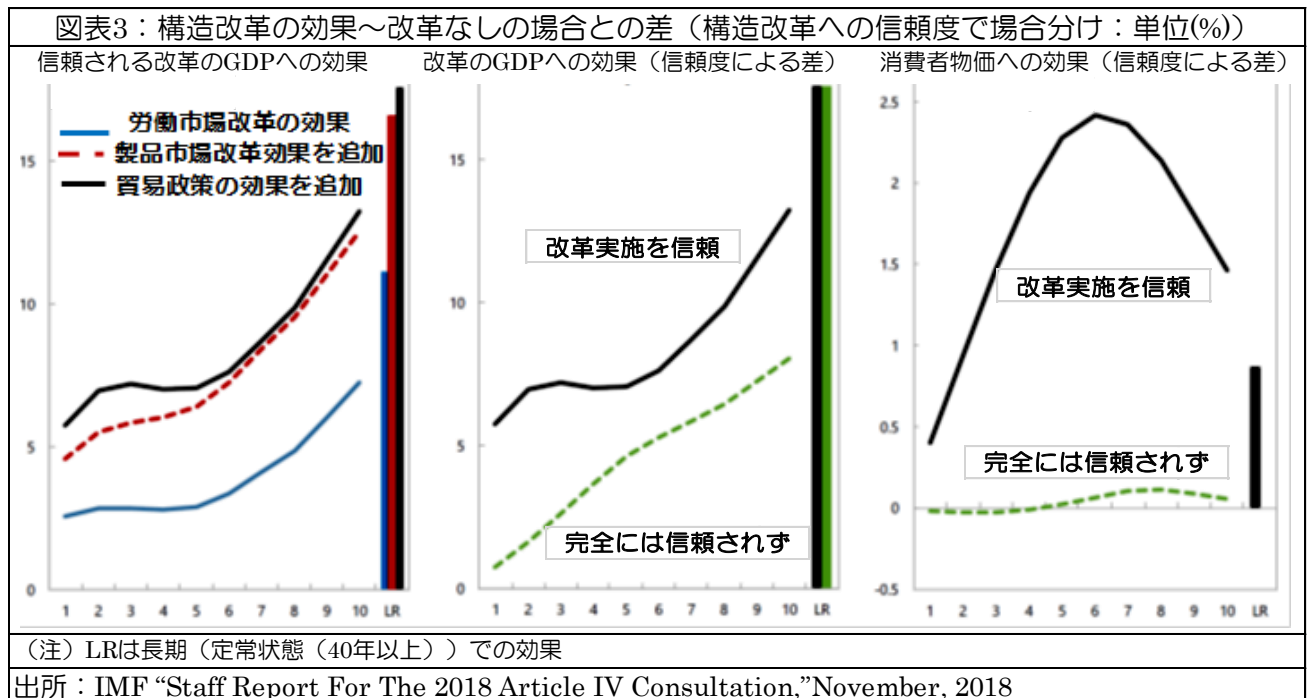
人口動態によるネガティブな影響を緩和するためには、構造改革政策によって生産性を向上させるとともに、労働参加率を引き上げていく必要がある。ワーキングペーパーでは、様々なマクロ構造改革政策の効果を分析して定量化した上で（図表 2 参照）、得られた結果をモデルに投入して経済全体への長期的な波及効果を推定している。

取り上げられている構造改革政策は、正規・非正規の区別を緩和することで非正規労働者に対する教育・訓練を増加させて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 3%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、製品市場改革や企業改革による生産性向上などである。

図表2：構造改革政策の効果想定（モデルへのインプット）		
改革分野	影響経路	効果の程度
労働市場改革（正規・非正規）	TFP改善	30年間で7.5%上昇
労働参加率の上昇	労働供給増	年0.2%の産出増加（20年間）
外国人労働者の増加	労働供給増	年0.1%の産出増加（10年間）
製品市場改革	TFP改善	5年間で2.4%上昇
中小企業改革	TFP改善	潜在成長力年0.2%上昇（10年間）
コーポレートガバナンス改革	投資/信用増	10年後に投資水準5%上昇
貿易政策	関税・非関税障壁	TPP及びEU諸国との関税、非関税障壁撤廃

出所：IMF Working Paper No. 18/248, Appendix C, Table 4より（種々の分析を参照、IMFスタッフ算出）

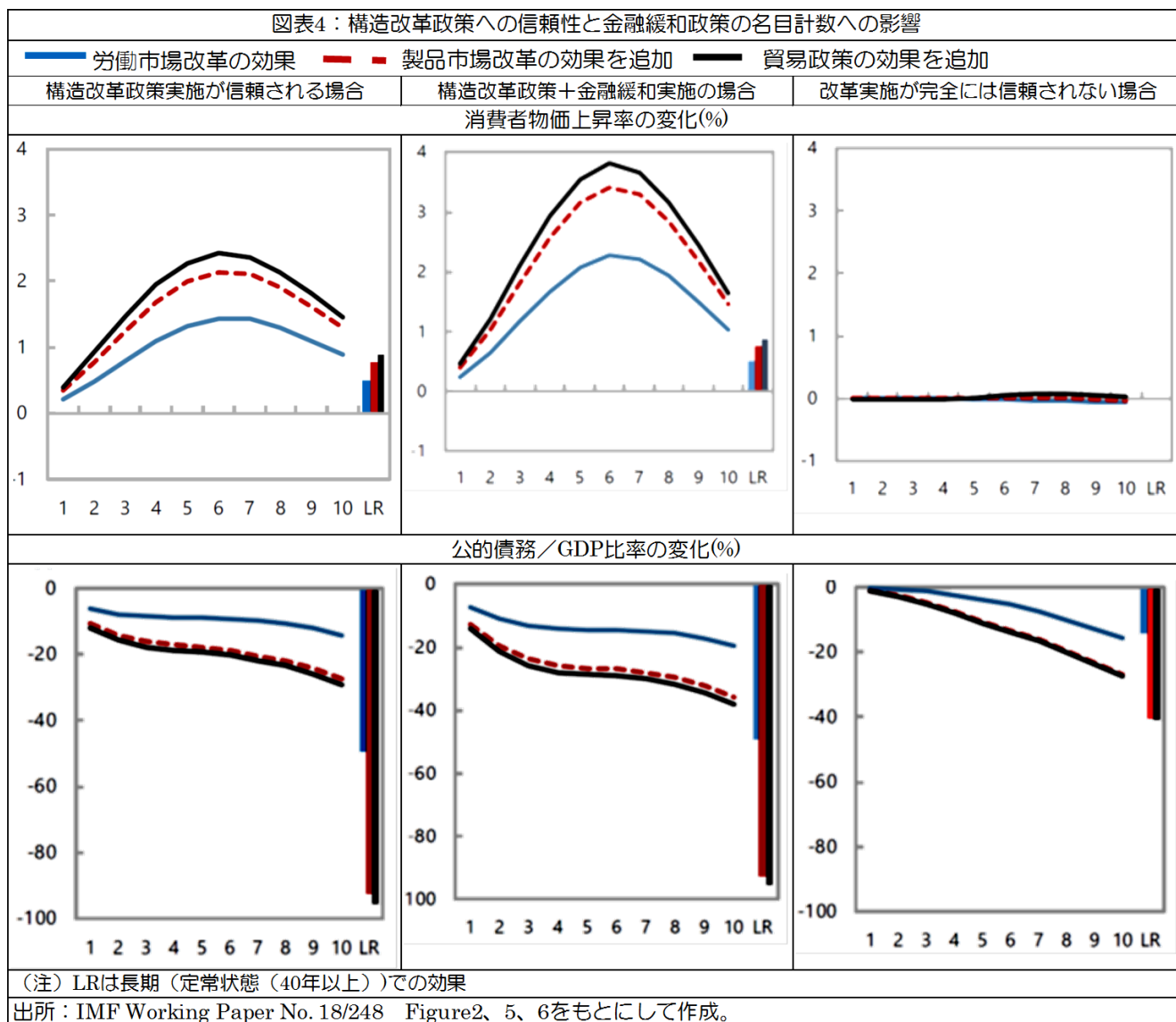
改革の全般的な効果は、家計や企業が長期間に亘って行われる改革を信頼するか（資本収益率向上を期待した設備投資増や恒常所得増加による消費増）で変化する。改革実施が信頼された場合には長期的に GDP が 15%以上改善し人口減の影響をある程度相殺する（図表 3 参照）。



3. 構造改革政策の効果～信頼性によって生じる相違

改革の継続的实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により金利が上昇すると想定する。家計や企業のインフレ期待は、当初は 1%と設定（日銀の 2%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想定しているためインフレ率は徐々に高まる（図表 4 左）。金融政策の運営を緩和的なものにすればインフレ率はさらに上昇する（図表 4 中央）。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 1 人当たりで一定で推移すると仮定している。

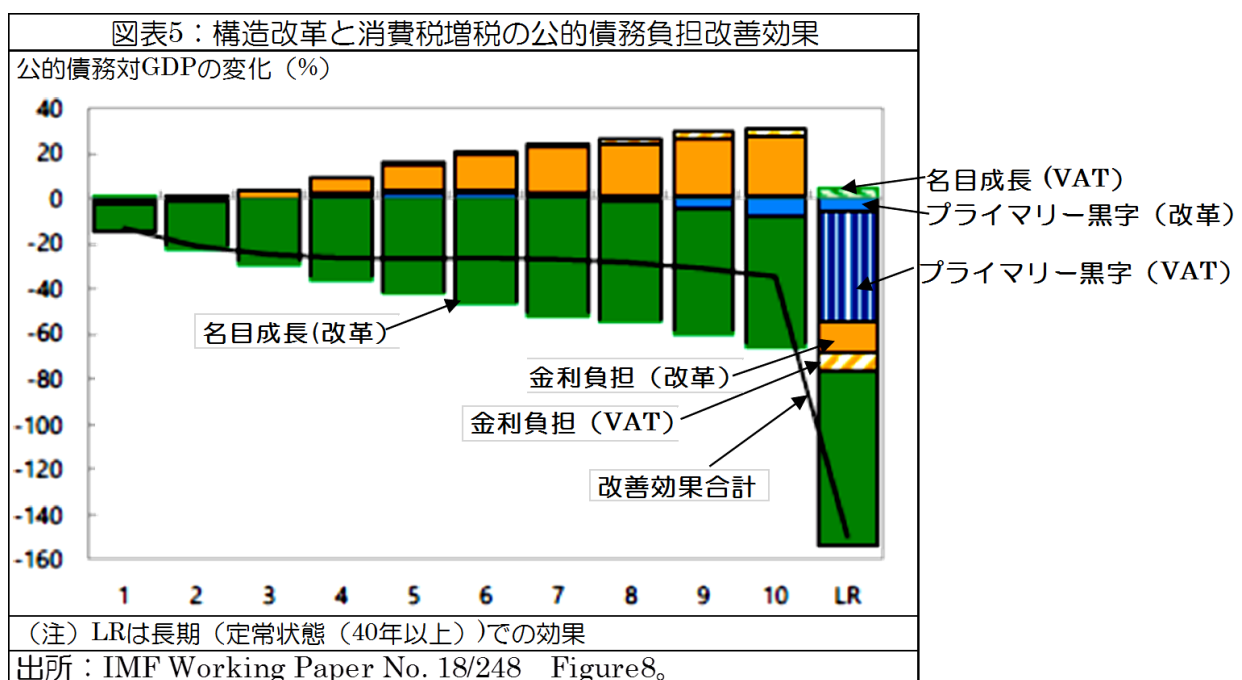
これに対して、将来の構造改革の実施が完全には信頼されない場合には長期的な実質ベースの改善効果は得られるが、短期的な設備投資や消費の増加幅は小さく、インフレ率、インフレ期待は高まらず、名目値ベースの改善効果は小さい。このため公的債務／GDP 比率の改善は小幅なものに止まる（図表 4 右）。



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”としている。

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 比率の安定化

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 成長率の向上および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。図表 5 はそうした政策の効果を変数別に示している。長期的な公的債務／GDP 比率改善の内訳（右端）では、構造改革による名目 GDP の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。



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ている。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止まるという分析結果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のかをみて対応していく必要があり、経済の実績次第では長期的な財政健全化のために、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あるだろう。

一方、財政健全化のための負担方法には消費税増税以外にも様々な手段がある。このため代替手段の経済への効果と分配面で影響を検討するべきだろう。負担増の選択肢とその影響については、スタッフ報告書及び関連するワーキングペーパーが、別途分析を行っている。

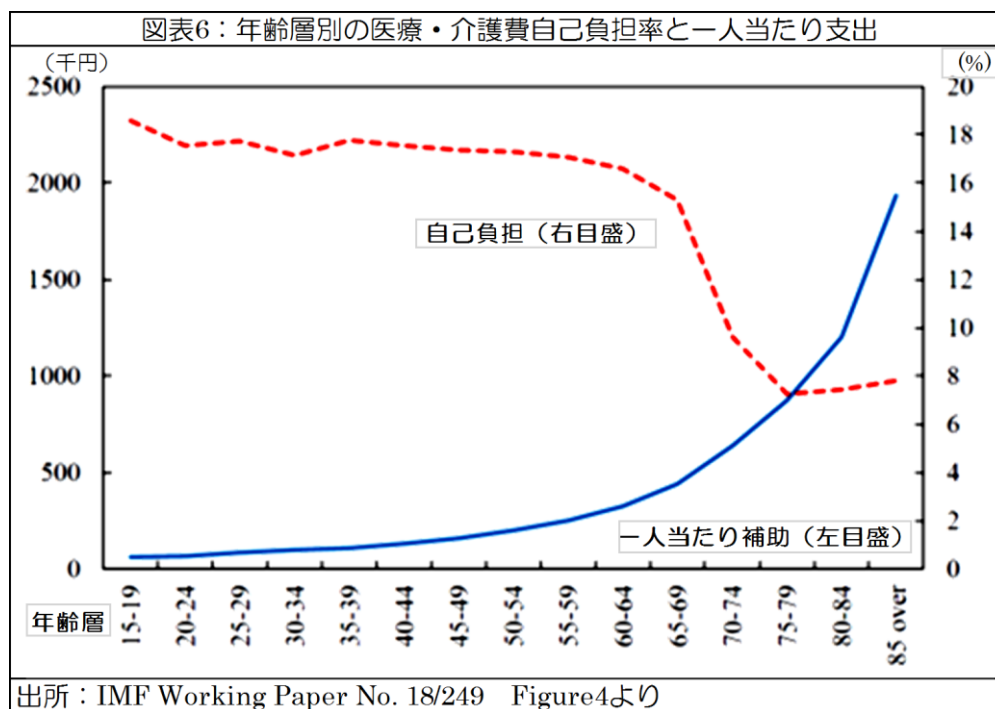
Ⅲ. 退職、医療、長期介護などによる高齢化関連支出増加の財源

1. IMF スタッフによる分析の問題意識と分析枠組み

日本の社会保障システムを前提とすれば、人口動態の変化により年金や医療などの支出は増加が続くものと予想される。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レポート“日本の選別された課題⁷⁾”および関連するワーキングペーパーで取り上げられ、費用の負担方法が経済成長と世代別・所得階層別の経済的厚生に及ぼす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に、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。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、また、企業（法人・個人）部門も税制の変化に反応する。これによって、負担方法の相違が経済主体の行動に影響し個人の労働供給や企業の設備投資を左右するメカニズムがモデルに組み込まれ、経済成長や階層別・世代別の経済的厚生にどう影響するかを分析対象にできる。

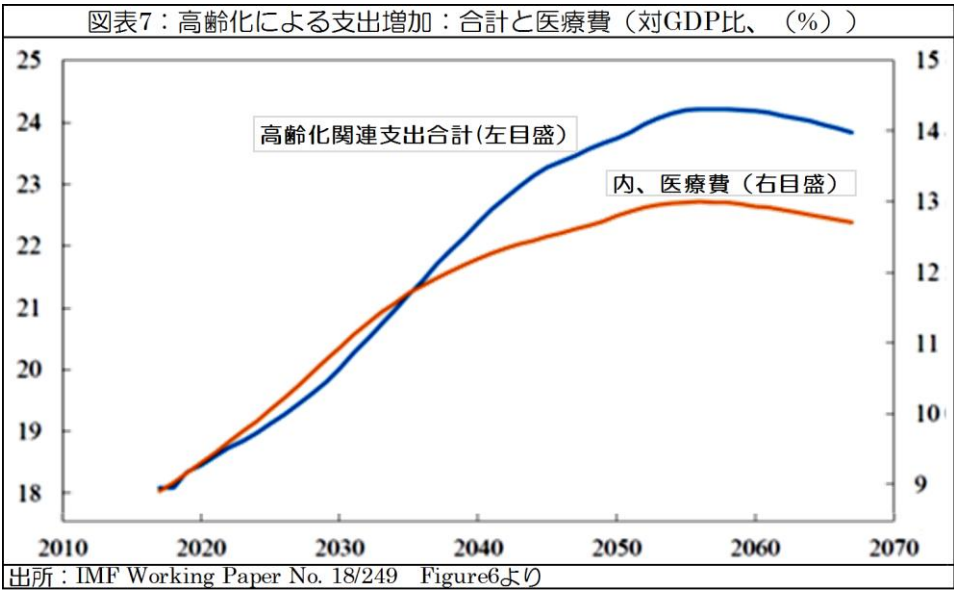
厚生労働省のデータに基づいて1人当たり医療、介護費用と自己負担率を年齢階層別にみると図表6のとおりであり、1人当たり支出は年齢の上昇と共に指数関数的に増加している。このため高齢者比率が上昇するとともに関連する支出の総額が増加すると考えられる。図表6では年齢階層別の自己負担率を合わせて表示している。20歳から64歳までの自己負担率は平均で17.3%なのに対して、65歳から69歳は15.3%、70歳から74歳は9.3%、75歳以上は平均



7 IMF Country Report No. 18/334, “JAPAN SELECTED ISSUES”, November 2018 の第2章“FINANCING THE COSTS OF JAPAN’S DEMOGRAPHIC TRANSITION” 及び注5のワーキングペーパーを参照。

で約 8.5%である。高齢化の進展で負担率が低い年齢層の比率が上昇していくことは、社会保障費を増加させて財政負担を増やし、世代間の差を広げる要因にもなりうる。このため年齢階層別の自己負担率引き上げを負担増の選択肢の一つとして検討する（詳細は後述）。

人口構成の高齢化に伴って年金と医療・介護費用の合計（高齢化関連支出）は増加し、対 GDP 比では現状の約 18%から 2057 年には約 24%まで上昇すると予想される。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り（物価上昇の効果）、2030 年までの高齢化関連支出の増加は医療・介護費用による部分が大きいと見込まれる。



ワーキングペーパーでは、高齢化関連の支出増を賄い財政の健全性（公的債務／GDP 比率を安定化）を保つための負担増加の基本ケースとして、消費税増税で対応する場合の税率を試算している。それによると 2030 年に 15%、2050 年には 20%への段階的引き上げが必要である。基本ケースと対比して代替的な調達方法の経済や経済的厚生への影響を分析している。

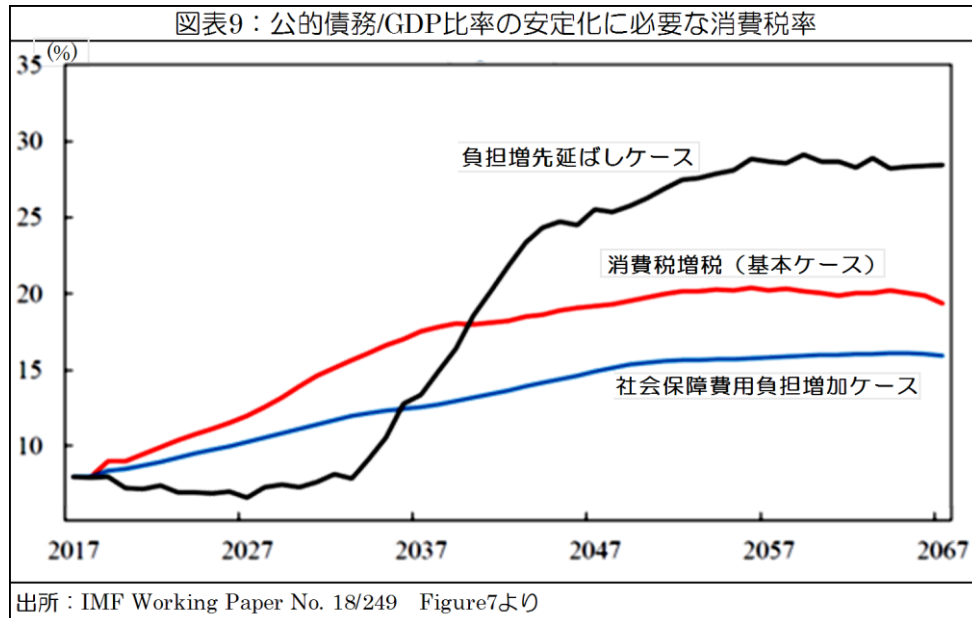
2. 負担方法の選択肢とその影響

負担増の代替手段として、個人所得税の増税（社会保障の負担を含む）、医療費などの自己負担比率引き上げ、負担増を先延ばしし政府債務増加（借入）で対処した場合を検討する。負担方法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（図表 8）、また、負担の程度が所得階層別に異なるため、分配・経済的厚生面の影響に注意が必要である。

図表8：高齢化による社会保障関連支出の負担方法	
社会保障等の財源	負担増の概要
消費税の段階的増税	2030年までに15%、2050年までに20%
消費税＋社会保障関連負担増	20年間で所得税率8%相当引上げ＋消費税8%増
消費税増税を先延ばし（15年間）	公的債務増を容認、2040年以降の債務比率を安定化
消費税増税＋医療費等自己負担増	20年間で65歳以上の負担を現役並みに引上げ
出所：IMF Working Paper No. 18/249を元に筆者作成	

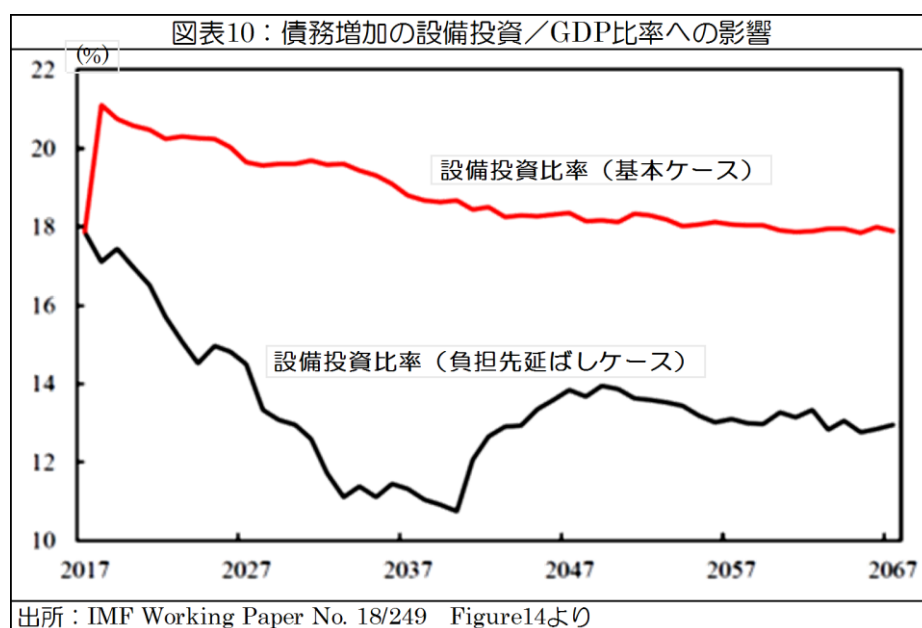
(1) 負担方法の違いによる GDP への影響

代替的な方法で負担増を(一部)賄う場合、公的債務/GDP 比率の安定化(基本ケースは 200%水準)に必要な消費税率は図表 9 のように変化する。個人所得税(と社会保障費)を引き上げる(段階的に 8%)場合は、引き上げ幅は約 8%に抑制できる(16%までの引き上げ)。

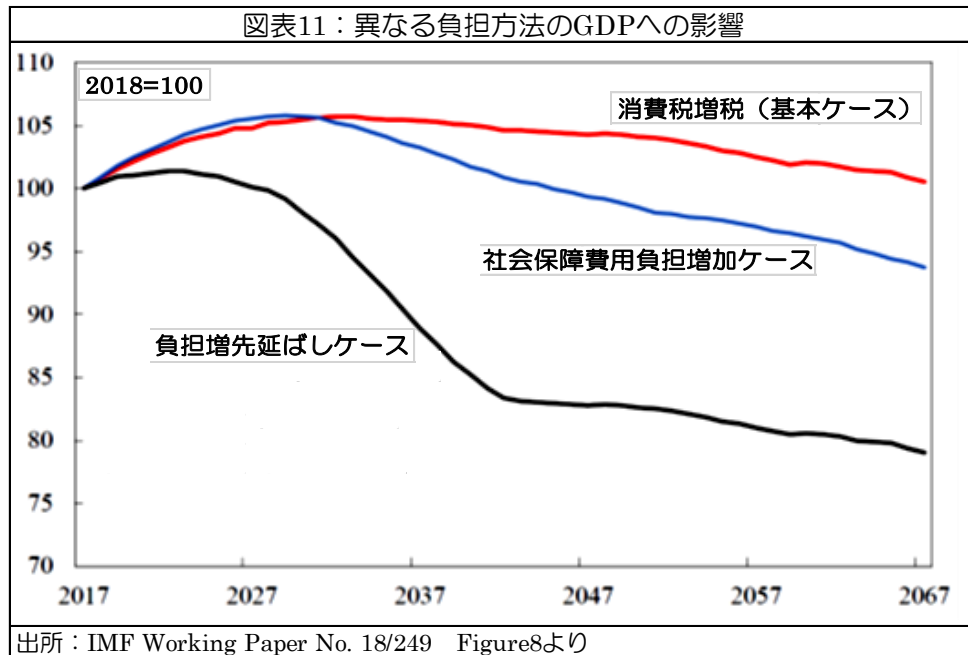


なお、モデル分析では、実効個人所得税率(社会保障負担を含む)の上昇が労働供給に影響するため、GDP が 25 年間で 4%低下、長期的には 7%低下すると推計される(図表 11)。

消費税増税による負担増を約 15 年間先延ばしして(2019 年の引き上げも実施しない)、2040 年以降には公的債務/GDP 比率を安定化(水準は 300%に上昇、実質金利 1%と仮定)させるように消費税を増税していく場合、29%まで税率を引き上げる必要がある(図表 9 参照)。



この場合、モデルによる分析では、クラウディングアウト効果が発生するため（民間貯蓄増などで需給を均衡させるため民間部門の資金調達コストが上昇する）、民間部門の設備投資が8%近く低下する（図表 10 参照）。この影響で GDP は、10 年後に基本ケースより 4%低くなり、20 年後には 15%以上、長期的には約 20%低下する（図表 11 参照）。



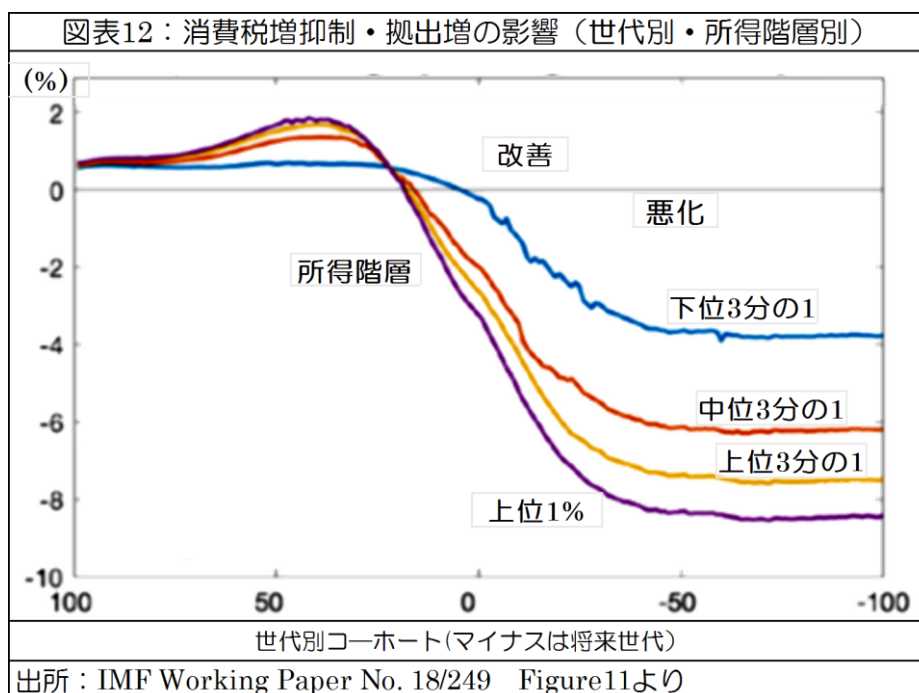
最後に、高齢者（65 歳以上）の医療・介護の自己負担率を、20 年間かけて段階的に現役世代（20 歳から 64 歳）並みに引き上げる場合には、医療・介護関連支出が 8%減少する。ただし、公的債務／GDP 比率を安定化させるために必要な消費税率引き上げの抑制効果は 3%程度に止まる（17%にまで引き上げ）。また、世代別・所得階層別の経済的厚生への影響が懸念される。

（2）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、世代別や所得階層別の所得や経済的厚生にも影響を及ぼす。経済的厚生水準の変化率を、①個人所得税増税など個人拠出増加、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き上げについて概観すると図表 12～図表 14 のようになる。

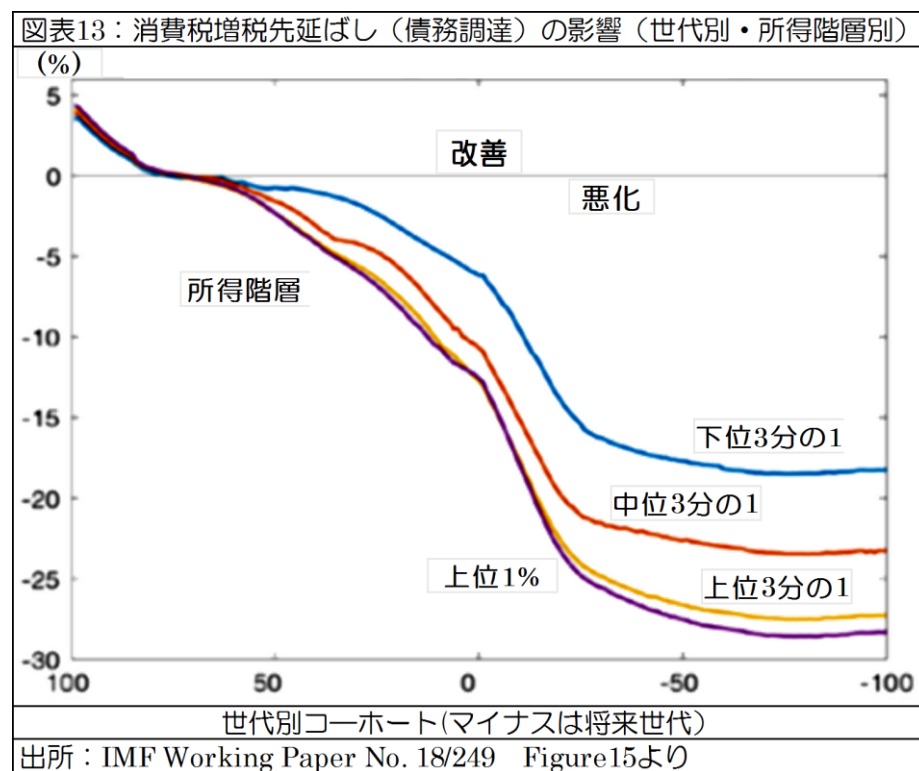
①社会保障関連拠出（個人所得税）引き上げの経済的厚生への影響（基準ケース対比）

退職者や高齢労働者では個人所得に応じた負担増の影響は限定的なため消費税率引き上げ抑制で経済的厚生は改善する（図表 12 の左側）。一方、若年労働者と将来世代は損失を被る（平均で生涯約 5%）。また、負担の累進性はスキル水準が高い（高所得）層への影響が大きい。下位 3 分の 1 の層では生涯損失は約 4%だが、上位 1%の層では約 8%の生涯損失になると推定される（図表 12 の右側を参照）。



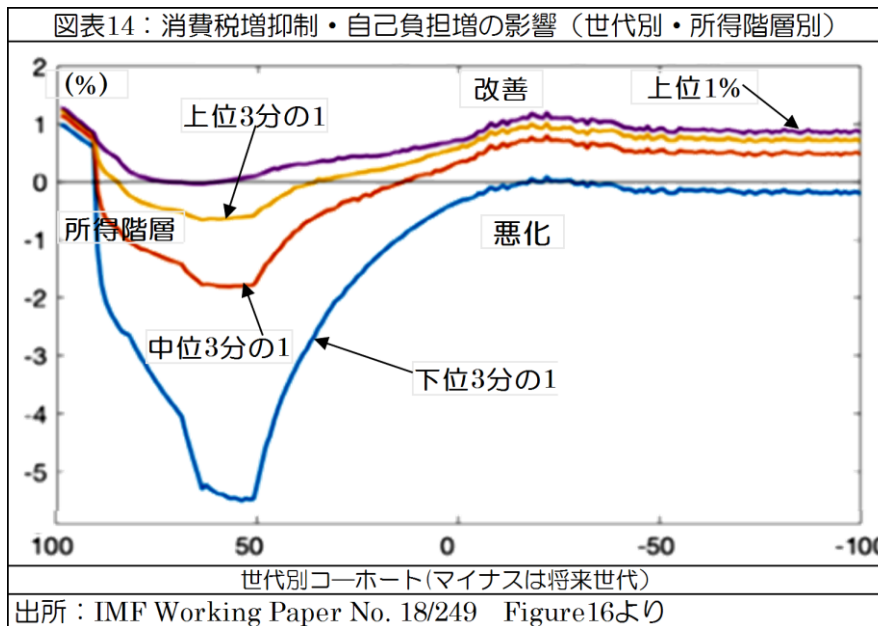
②負担増を先延ばしした場合の世代別の経済的厚生への影響（基準ケース対比）

先延ばしで現在の退職者の経済的厚生は改善するが、将来世代に加え現役労働者の多くが損失を被る。これは設備投資減少による経済水準低下が多くの世代に影響するため。平均では生涯の厚生は16%低下するとの結果が得られた（図表13右側を参照）。



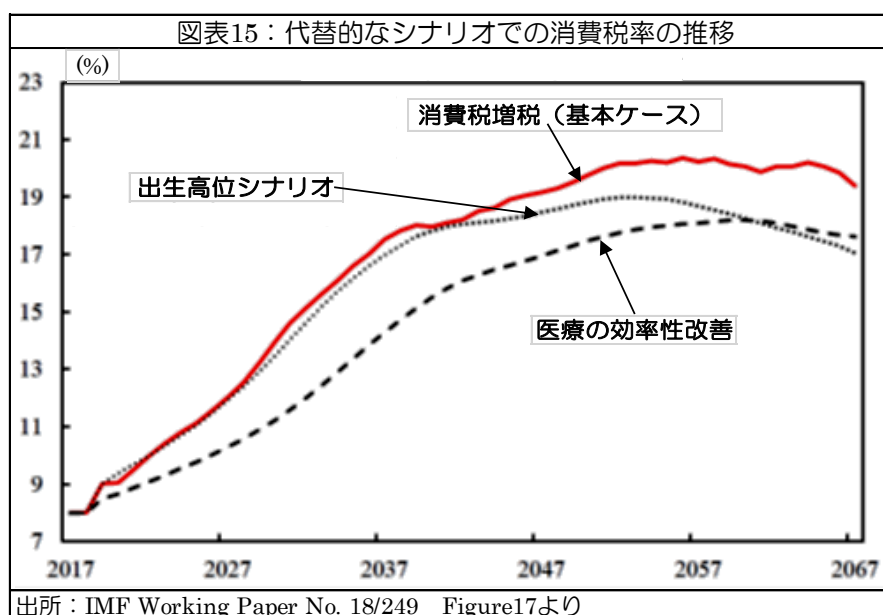
③高齢者（65歳以上）の自己負担比率引き上げの経済的厚生への影響（基準ケース対比）

消費税の増税幅抑制により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は異ならないため、逆進的な効果が生じる。現時点で18歳から90歳の年齢層では所得階層の下位99%で厚生損失が生じる（図表14の左側参照）。若年・低所得者層への影響が大きく、下位3分の1の所得階層は最大約6%生涯の厚生低下する。自己負担比率の引き上げでは低所得者層への補完的措置が必要だろう。



（3）財政健全化に必要な消費税率～代替的なシナリオ

人口動態の変化（出生率高位ケースを前提）や医療関連支出の効率化（12年間で10%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みると（図表15）、人口動態改善で3%医療関連の効率化で2%増税幅が抑制される。こうした対応策も重要である。

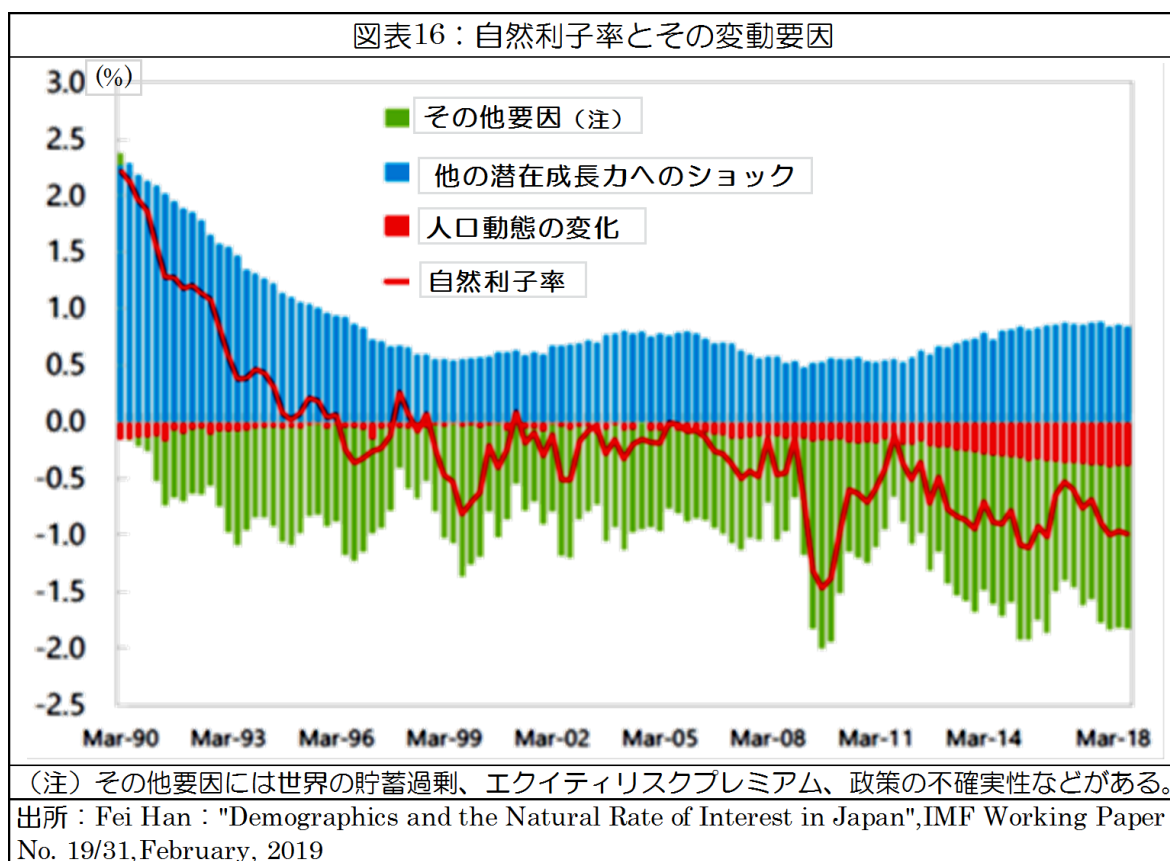


Ⅳ. 人口動態の変化と自然利子率、金融システムのリスク評価

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参照されたワーキングペーパーでは、日本の人口動態の変化が自然利子率を低下させ、インフレ期待の低さとともに融政策が効果を発揮しづらくなっていないかを分析⁽⁸⁾、自然利子率に人口動態がかなりの影響を及ぼし、それが時と共に大きくなってきたと指摘している（図表 16 参照）。

ワーキングペーパーでは、長期停滞仮説を考慮に入れた半構造（semi-structural）モデルを用いた分析で自然利子率を推定している。分析の結果に基づくと、生産年齢人口の減少で自然利子率はグローバル金融危機後の平均で約 0.3%低下したと推定される（この間に自然利子率は約 0.7%低下）。影響の大きさは 2010 年第 1 四半期には 0.2%未満だったが、2018 年第 1 四半期には 0.4%に達したとみられる。なお、人口動態以外の要因では世界的な貯蓄過剰やリスクプレミアムの変動が自然利子率に影響を与えたものと推定される。



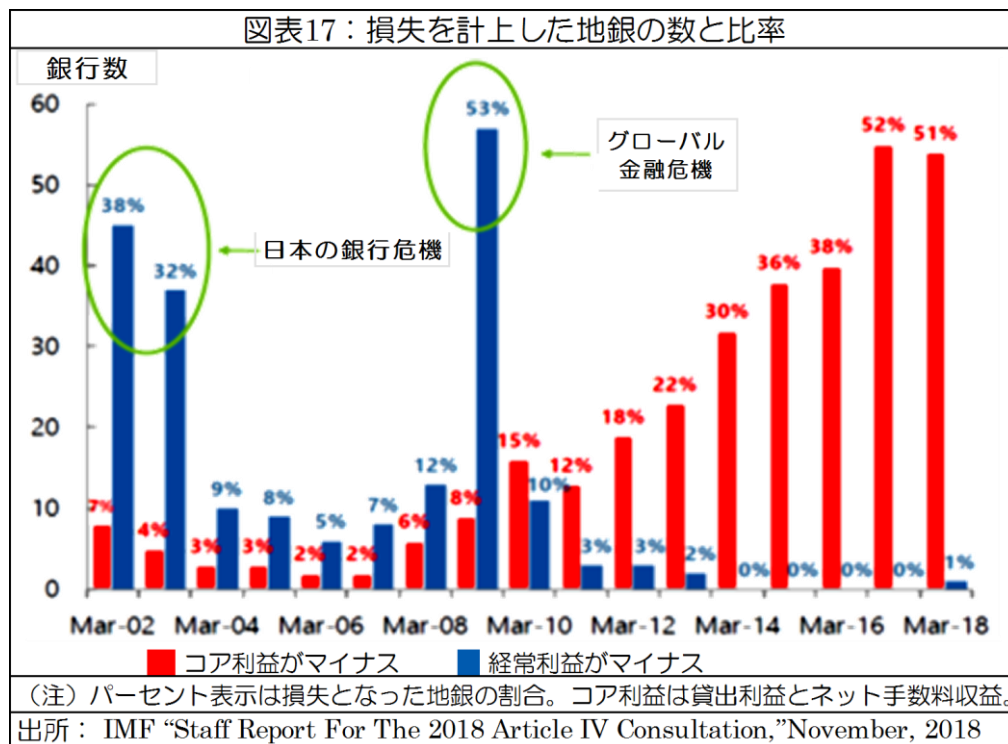
8 注（7）のワーキングペーパー参照。なお、日本の自然利子率の計測、変動要因分析では、水準や人口動態の影響に関してやや異なる見方もある。例えば、日本銀行：日銀レビュー 2016-J-18 “わが国における自然利子率の動向” 2016 年 10 月、日本銀行：リサーチラボ（Research LAB） No.18-J-2 “わが国の自然利子率の決定要因—DSGE モデルと OG モデルによる接近—” 2018 年 6 月などを参照。

分析結果を踏まえてワーキングペーパーでは、日本の自然利子率がマイナスになっている可能性が高く、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の低下がさらに進みかねない指摘している。この結果に基づけば、将来的には金融政策の効果がより制約され、構造改革によって潜在成長力を高めることがますます重要になるものと考えられる。

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。その内容は金融庁などの分析と大きく異なる点はないが⁽⁹⁾、簡単に紹介しておきたい。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によりコア収益性が低下していることを指摘している（図表 17 参照）。

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）に応じたリスク管理体制の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。



9 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 30 事務年度)～について” 平成 30 年 9 月 26 日、図表Ⅲ-4- (2) -3「地域銀行の本業赤字の状況」などを参照。

V. 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、対応の重要さと困難さ、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には疑問がある。長期的・継続的な対応が必要で世代・所得階層により負担や影響が異なる問題だけに、国民の認識を高め政策へのコンセンサスを形成していく努力が重要だろう。

なお、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への異論の余地はある。社会的な環境整備を行い高齢者や女性の労働参加率をさらに高めるなどの追加的措置が可能かもしれない。そうした議論を含め、高齢化・人口減少の課題先進国である日本としては、IMF などの分析も参考にしつつ構造改革政策に粘り強く取組むことが重要である。それは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⁽¹⁰⁾。

以上

10 日本が議長国である今年の G20、財務トラックでは“高齢化の課題・政策対応”を世界経済のリスクと課題の 1 つに取り上げている。金融庁 HP を参照。https://www.g20fukuoka2019.mof.go.jp/ja/outline/pdf/20190213_2.pdf

補論（1）—スタッフ報告書（付属文書V）の公的債務安定性分析概要

1. 基本ケース（2023 年までの中期予測と 2030 年までの長期予測）

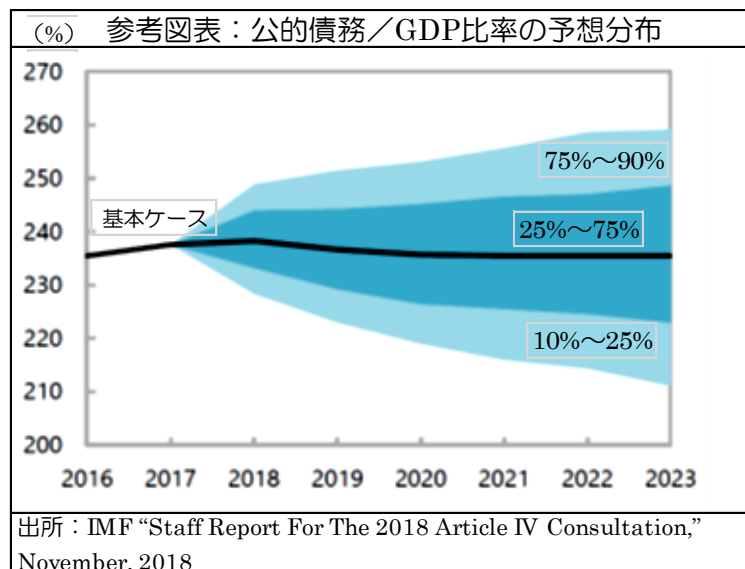
前提条件

- 中期の成長率は 0.5%、2030 年にかけて主に労働力の寄与度減少で徐々に 0.1%へと低下。
- 2%の消費税増税と補正予算の影響一巡で、構造的なプライマリー赤字は 2018 年の 3.3%から 2023 年に 2%程度へ縮小すると予想。その後、長期的には高齢化関連の支出増加が予想されプライマリー赤字は 2030 年に 2.7%へ悪化する。
- 金融政策は中期的に緩和的な状態が続くと想定。消費者物価上昇率は徐々に 1%に上昇すると想定。こうした前提から成長率が金利を上回る状態が当面は続く予想。長期的には、国債 10 年物の利回りは徐々に上昇し 2030 年には 2%に達すると想定。ただし、国債満期の長期化が寄与して公的債務の平均実効金利は 2030 年で 0.3%への上昇に止まる。

2. ショックとストレスシナリオ（2023 年までの基本ケースにストレス要因を加えた結果）

- 予測の不確実性（ファン・チャート）

マクロ経済変数とのフィードバック効果と歴史的データを用いた計測では、最悪の四分位では公的債務/GDP 比率が 2023 年に 260%に高まる。また、プライマリーバランスの黒字化が達成できないと想定した場合、公的債務/GDP 比率は約 4%上昇する。



- プライマリーバランス・ショック

プライマリーバランスに過去 10 年間の標準偏差の半分に等しいショックを想定。追加的な借入は金利を 25bp 高めると仮定すると 2023 年には公的債務/GDP 比率が約 3%悪化する。

- 成長率ショック

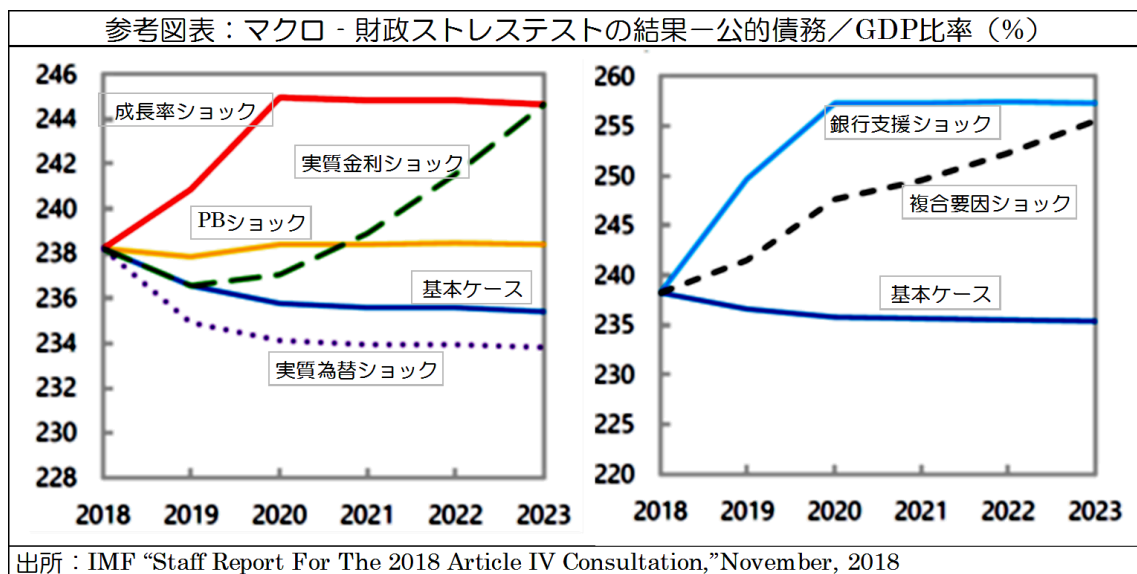
成長率に過去 10 年の標準偏差の半分に相当するショックが 2019 年から 2 年連続で発生と想定。プライマリーバランス悪化と金利上昇（プライマリーバランスの悪化 1%で 25bp）とインフレ率の低下（成長率が 1%低下すると 25bp）を想定する。公的債務/GDP 比率は 246%へと基本ケースより 9%上昇。これは短期的な財政引き締めは回避すべきことを示唆する。

・金利ショック

重要なテイルリスクである。2019年にショックが生じて継続すると仮定。国債の平均残存期間は7.8年であるため利子負担は徐々に増加、2023年には実効利率が1%以上高まり公的債務／GDP比率は9%上昇、影響は加速化する。また、金利ショックは金融部門に大きく影響する。

・条件付き債務（銀行支援）ショック

影響が最大。銀行部門の資産の3.6%（地域銀行の資産対比約10%）相当の公的資金を想定。政府支出がGDP比6%増加。プライマリー赤字1%毎に25bpの金利上昇を想定しGDPショックを組み合わせると、公的債務／GDP比率は2020年に260%と基本ケースを22%上回る。



3. 長期的な見通し

公的債務／GDP比率は中期的には比較的安定しているが、2023年以降は悪化し2030年には245%に達する。これは高齢化関連支出の増加と金利と成長率の差が徐々に悪化するため（やがて金利が上回ると想定）。成長率と金利の関係は、国内投資家のホームバイアスと日本銀行の国債買い入れで左右される。これは最も重要なリスクの一つであり、中期的な財政健全化計画を含む信頼できる財政政策枠組みがなければ、徐々に困難が生じかねないだろう。

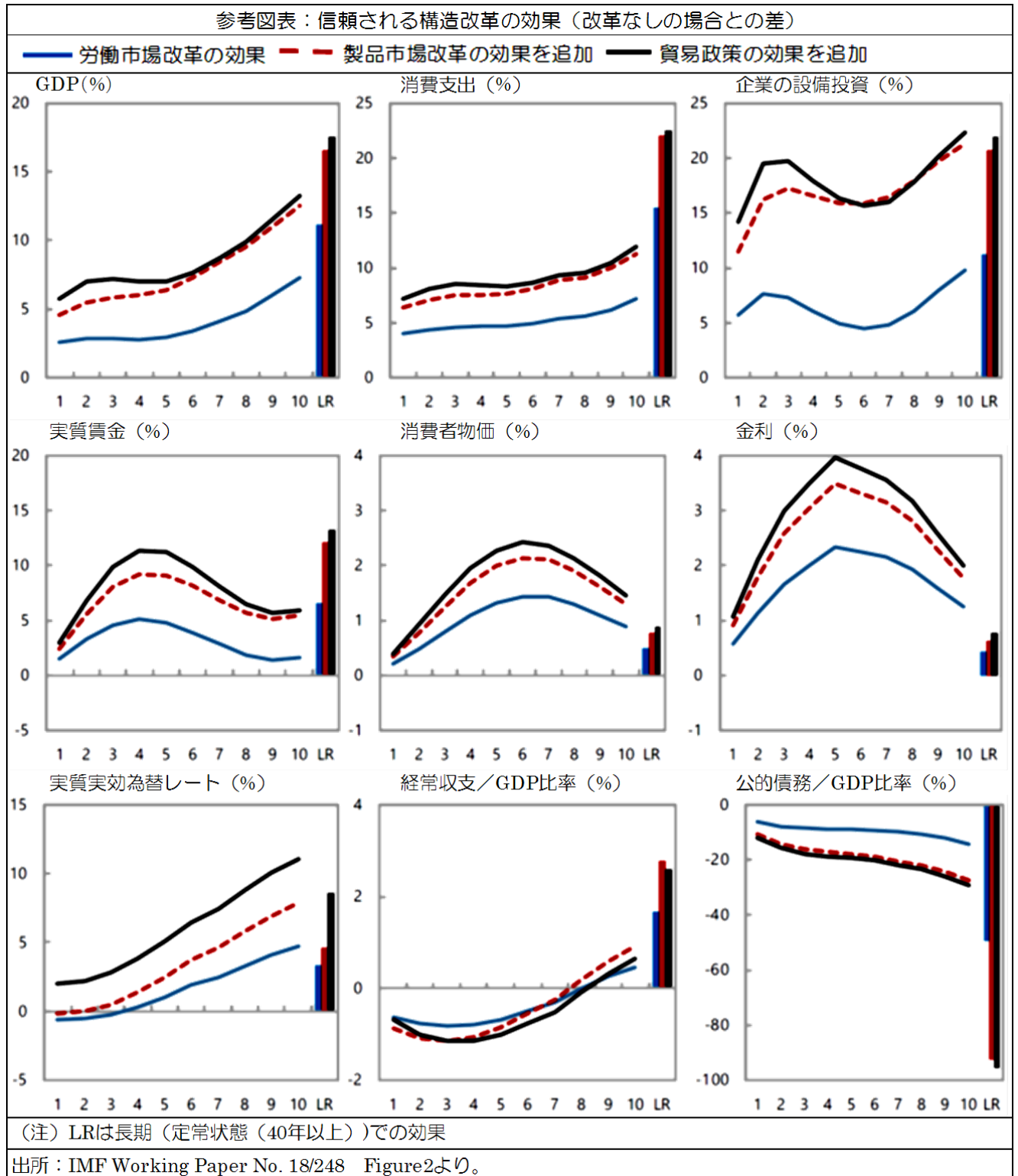
日本の公的部門債務持続性分析～基本ケース（対GDP比(%)）

	実績			予測											
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
公的債務／GDP比率	235.6	237.6	238.2	236.6	235.8	235.6	235.6	235.4	236.0	236.5	237.5	239.0	240.9	243.2	245.9
純公的債務／GDP比率	152.8	154.9	155.7	154.8	154.2	154.0	153.9	153.8	154.2	154.9	155.9	157.4	159.2	161.5	164.3
実質成長率	1.0	1.7	1.1	0.9	0.3	0.7	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
インフレ率	0.3	(0.2)	0.8	1.5	1.5	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
名目成長率	1.2	1.5	1.9	2.4	1.8	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
実効金利	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3
公的債務の増減	4.3	2.1	0.6	(1.6)	(0.8)	(0.2)	0.0	(0.1)	0.4	0.7	1.1	1.5	1.8	2.3	2.8
プライマリー赤字	2.9	3.8	3.3	2.6	2.0	1.9	1.8	1.8	2.0	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7
金利－成長率差	(0.8)	(1.6)	(2.8)	(4.2)	(2.8)	(1.9)	(1.7)	(1.9)	(1.5)	(1.1)	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	0.3

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

補論（２）-① 構造改革政策が信頼される場合のマクロ経済への長期的効果

- ・実体経済に一定以上の効果あり、インフレ率への影響も含め公的債務／GDP 比率が改善



補論（２）-② 信頼される構造改革政策と金融緩和、消費税増税のマクロ経済への長期的効果

- ・ 公的債務／GDP 比率への人口動態の影響を相殺する政策の組合せ

