2016･2017 年度経済見通し（2016 年 8 月改訂）

2016年8月15日
株式会社富士通総研

1　世界経済―高まるリスクと不安定性

停滞感高まる世界経済

イギリスの EU 離脱（Brexit）決定による金融市場の混乱は落ち着きを取り戻しつつあるが、世界経済の先行き不透明感は残ったままである。IMF が 7 月 19 日に発表した世界経済見通しでは、今年の世界全体の成長率は 3.1%と 4 月時点の 3.2%から下方修正され、Brexit の影響次第では 2.8%まで減速する可能性があるとされた。世界経済の成長は 3%が好不調の境目とされるが、それを下回る可能性もある。世界経済は、中国など新興国の減速に加え、アメリカ、日本など先進国も鈍化し、牽引役が見当たらない状況となっている。世界的に貿易の伸びや成長率、物価上昇率が鈍化しており、世界経済は調整期に入っているともいえる。

こうした状況に対し、先進国、新興国はそれぞれ抱える課題が異なり、例えばリーマンショック後のような政策協調を図るのも難しい状況にある。7 月 24 日に閉幕した G20 では、必要に応じ、金融、財政、構造改革の政策手段を総動員することが改めて確認されたが、具体的な対応策が示されたとはいえなかった。

加えて政治や地政学上のリスクの高まりが、世界経済の先行きに影を落としている。イギリスの EU 離脱やアメリカのトランプ現象など、移民への嫌悪感や自由貿易への反発が顕著になっているが、20 世紀末からのグローバル化がもたらした格差拡大などの矛盾に対する庶民の怒りがその根底にある。また、イスラム国による相次ぐテロ事件も、大きな不安要因となっている。

イギリスの EU 離脱の意味

Brexit については、イギリス国民の近視眼的な選択を批判する声が少なくない。しかし、たとえ近視眼的選択の傾向もあったにせよ、これは必然の動きであったと考えられる。移民の大量流入などＥＵ加盟がもたらした問題に対する、イギリス国民の嫌悪感は臨界点に達していた。国境を越える自由な活動はグローバル企業に多大なメリットをもたらしたが、庶民にとっては、安価な労働力が大量に流入し、職を奪われることへの不満が高まっていた。本来、国が果たすべき、国民の生活

と安全を守るという役割は、国境をなくする理念の下で果たされなくなっていた。

EU では通貨危機後、危機に瀕した国を支援する枠組みが整備された。通貨危機後に明確になったことは、移動を自由化した以上、それによって生じる格差は、豊かな国からそうでない国に財政移転できる財政統合を進めることが不可欠であるということであった。これは最終的には、政治統合にまで至る。

今回のイギリス国民の選択は、イギリスはユーロまでは採用していないが、改めて EU の下で主権を放棄する道は選ばないと意思表示した。つまり、ＥＵの下で主権を放棄する道を選ぶのではなく、本来、国が果たすべき役割に責任を持つべきという意思である。

今後もこうした考えの下、EU を去る選択をする国が出てきても何ら不思議はない。その場合は、EU の崩壊につながる。EU が存続することを望むならば、各国が主権を放棄し、統合を深化させるのが論理的帰結であったが、今や、もう一つの崩壊という道も有力になった。

これは EU 内の問題に限らず、グローバル化に直面する　他の国にもあてはまる。行き過ぎた自由貿易を改め、自国の産業や雇用を守るべきとの主張は、トランプ氏が大統領候補に浮上したアメリカのみならず、日本などにも存在する。

グローバル化はかつて 19 世紀末にも進んだが、その後逆回転し、二度の大戦を経て現在の世界秩序が形作られた。今回のグローバル化も、格差拡大などその恩恵に享受できない層の反乱により、今後、逆回転の動きが強まっていくだろう。各種の自由貿易交渉も停滞する可能性がある。

グローバル化の隆盛と衰退

ここで 100 年前のグローバリゼーションを振り返っておこう。19 世紀末から 20 世紀初めにかけてのグローバル化は、現在よりも進んでいた。それは、第一次大戦前の方が多くの先進国で商品輸出の対 GDP 比や、商品生産に占める輸出の割合が高かったことに示されている。また、貿易でだけではなく資本移動や移民も活発となった。この時期は、イギリスをはじめとするヨーロッパ列強が植民地を求めて世界各地に進出し、世界の分割がほぼ終わった時期に当たる。しかし、当時のグローバル化は、第一次大戦を経て、世界恐慌に入ると、世界貿易の収縮や保護主義の高まりによって大きく後戻りした。

グローバル化の隆盛と衰退という減少は、実はこの時期以前にも何度も繰り返されてきた。イギリスの政治学者エマ・ロスチャイルドによれば、グローバリゼーションは 18 世紀ヨーロッパに始まる現象であり、その後ほぼ数十年のサイクルで、グローバル化の隆盛と衰退が繰り返されてきたという。グローバル化は、主として国境がなくなるという思想の運動であって、その勢いが強い時には現実を動かすが、その本質は実体とは別の増幅という面を持つため、やがて限界に突き当たり、後戻りを余儀なくされてきたという。そして、グローバリゼーションが後戻りした後に、決まって

浮上するのは国家の役割であった。

19 世紀末から 20 世紀初めのグローバリゼーションの流れは、各国の経済的利害対立を激化させ、保護主義や為替切り下げ競争を招き、世界恐慌につながっていった。その過程でグローバリゼーションの流れは大きく後退し、大恐慌を克服するために、国の統制色が強まるなど国家の役割が重要となっていった。

現在の状況もこれによく似ている。冷戦終結後の 1990 年代の進んだグローバル化、自由化の流れは限界に突き当たり、国民の安全を守るという面で、国家の役割が重要なものとして再浮上しつつある。

そもそも、グローバリゼーションや世界経済の一体化は、理念や考え方という面ではどこまでも突き詰めていくことは可能であるが、現実にはその何らかの矛盾が発生することは避けられない。そして、やがて完全なグローバリゼーションの実現などというものは、あくまでも人々の期待や願望に過ぎないものであり、現実には国民の生活や命を守る国家の役割が重要であると認識される段階に入る。まさに、ロスチャイルドの指摘したような現象が、今起こっている考えることができる。こうした世界経済の底流の変化は、地政学リスクの高まりと併せ、今後も世界経済を揺さぶる要因になると見ておかなければならない。

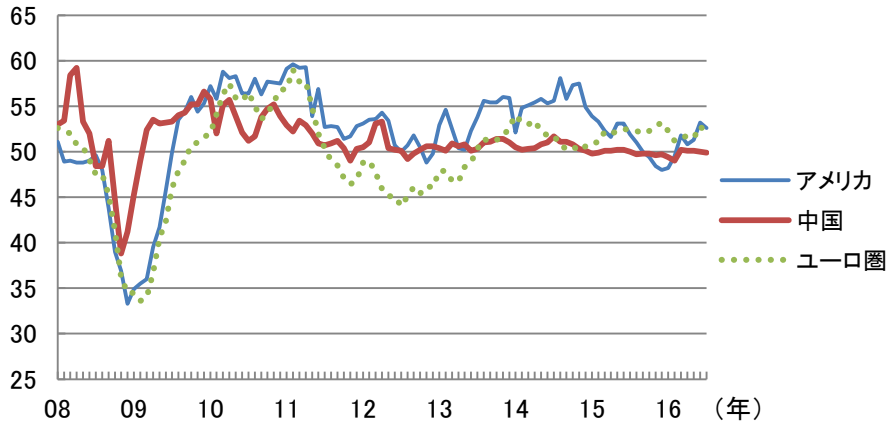
底堅く推移する米経済

アメリカの 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.2%と、前期（同 0.8%）に引き続き低い伸びにとどまった。耐久財消費、非耐久財消費とも好調で、個人消費は同 4.2%と 2014 年 10～12 月期以来の高い伸びとなった。しかし、設備投資が同-2.2%と 2 四半期連続のマイナスとなり、住宅投資も同-2.2%と 9 四半期ぶりのマイナスとなった。年初来の金融市場の混乱を受けたドル高や、原油安によるエネルギー関連企業の投資停滞が設備投資の足を引っ張った。7 月の PMI（ISM 製造業景況感指数）は 52.6 と前月をやや下回ったが、拡大・縮小の境目である 50 は 5 ヵ月連続で上回っている（図表 1）。

米経済は 3 四半期連続で巡航速度の年率 2%を下回る成長が続いているが、雇用の回復は続いている。7 月の非農業者部門の就業者数は前月比 25.5 万人の増加と 2 ヵ月連続の高水準となった。5 月の増加が 2 万人と急減速したことにより、雇用の見極めが難しくなっていたが、6、7 月は一転して回復した。ただ、昨年 12 月に 9 年半ぶりに利上げした際は、10～12 月平均の増加は 28.2 万人であったが、5～7 月の平均は 19.0 万人と好不調の目安とされる 20 万人には届いていない。

FRB は、7 月末の FOMC の時点では、Brexit により世界経済の先行き不透明感が高まったことにより利上げを見送ったものの、6 月の雇用回復を受け、米景気の現状判断については上方修正していた。また、過度なドル高やドル資金不足のリスクは薄れたことを受け、Brexit の影響

図表1　米欧中のPMI



（出所）ISM、Markit、中国国家統計局、中国物流購入連合会

は限定的とし、9 月 20、21 日の次回 FOMC での利上げ余地を残していた。

9 月の利上げは見送りか

FRB は 6 月時点では年内 2 回の利上げを想定していたが、その後の Brexit の影響による金融市場の混乱により、市場では利上げできても年 1 回との観測が支配的となっていた。次回 9 月を含め、11 月、12 月と年内 3 回ある FOMC のいずれかで利上げに踏み切れるかが当面の焦点となる。雇用は回復しているものの、設備投資が下振れていることが悪材料である。米経済はリーマンショック後の 2009 年 7 月から 7 年間拡大を続けているが、その間の平均成長率は 2%と戦後最低にとどまっている。利上げは設備投資に悪影響を与えるとともに、ドル高を招く要因となり、景気拡大の持続性にも関わる。また、物価上昇率は 1%台半ばにとどまり、2%には遠い点も利上げを急ぐ要因にならない。

今後、世界経済に想定外のことが起こらない限り、年 1 回の利上げは行われる可能性が高いが、9 月の利上げについては、今後発表される 4～6 月期の GDP 改定値、8 月の雇用統計が、景気の底堅さをより強く裏付けるものになった場合に限られる。

米経済は Brexit の直接的な影響はほとんど受けていないが、次の大統領が誰になるかに関わらず、TPP など各種自由貿易交渉への慎重姿勢など保護主義的な方向に傾斜せざるを得ない状況となっている。これが利上げペースと合わせ、アメリカが先行きの世界経済に不安定性をもたらす要因になる懸念は残る。

不安定性高まるユーロ圏

ユーロ圏の 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 1.2%と前期（同 2.2%）に比べ減速したものの、13 四半期連続のプラス成長となった。また、7 月の PMI は 52.0 と前月比 0.8 ポイント低下したが、引き続き 50 は上回っている（図表 1）。

Brexit の影響は 2016 年についてはわずかで、顕在化するのは 2017 年以降と考えられる。欧州委員会は、深刻シナリオではイギリスの 2017 年の成長率は-0.3%、軽微シナリオでは 1.1%に落ち込むと試算した（5 月時点の見通しは 1.9%）。また、ユーロ圏経済については、深刻シナリオでは 2017 年の成長率は 1.7%、軽微シナリオでは 1.5%になるとした（5 月時点の見通しは 1.8%）。

EU は金融市場の安定のため、できるだけ早期に不確実性を減らしたい考えであるが、イギリスは交渉までの時間稼ぎをしようとしている。ただ、イギリスと EU の関係は、形は変わってもモノやサービスの交流は途絶えるわけではなく、双方にとって現実的な道を見いだすことは可能と思われる。

ただし、EU は足元の不安定要因が増している。その一つは各国で反 EU、反移民の政党が台頭していることである。フランスでは、反ユダヤ、移民排斥などの過激な主張を繰り返す「国民戦線」のルペン党首が、来年の大統領選挙のふさわしい人物として、現職のオランド大統領を上回る支持率を得ている。ドイツでは、イスラム寺院の建設禁止を掲げる「ドイツのための選択肢」が党勢を拡大しており、来年の総選挙でも躍進する可能性が高い。オランダの「自由党」、イタリアの「五つ星運動」は EU からの離脱について国民投票を求めており、スペインでは反緊縮政策を掲げる「ポデモス」が支持を伸ばしている。ハンガリーでは、EU の難民割り当て策を問う国民投票を 10 月に実施される。EU 各国の政治的な不安定性は増すばかりである。

遠い金融、財政の再生

もう一つの不安定要因は、金融、財政の再生が道半ばという点である。金融については、EU の銀行監督機関である欧州銀行監督機構（EBA）が、7 月 29 日に主要 51 行の資産査定結果を発表した。総じて各行の資本増強は進んでいるが、イタリア 3 位のモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナが資本不足に陥る恐れが指摘された。イタリアの銀行は GDP 比 2 割の不良債権を抱えており、再生にはまだ遠い。今回の査定には含まれていないギリシャ、ポルトガルの銀行の不安も残る。EU では、経営難に陥った銀行を各国政府が独自に救済することを原則禁じる新ルールが始まり、公的資金に安易に頼れない状況にある。IMF が 7 月下旬にまとめたユーロ圏の年次審査報告では、不良債権問題を先行きのリスクと指摘した。加えて EU では、ECB によるマイナス金利政策の導入が、銀行の収益環境を悪化させているという問題もある。

財政については、7 月 12 日に EU の財務相理事会は、スペインとポルトガルが EU の財政ルー

ル（単年度の財政赤字を GDP 比 3%に抑える）に違反したと認定した。初の制裁発動に向けた手続きに着手したが、罰金は科さず、10 月 5 日までに追加の財政再建策の提案を求めることとした。制裁強硬で両国の反 EU 勢力が勢いづくことを恐れたためである。

EU では依然、金融、財政とも規律を守るためのルールを重視している。その適用は健全性を守るためではあるが、対象国の反 EU 感情を煽る結果になり、逆に EU の不安定性をもたらすジレンマに直面している。今後、EU が結束を維持していくことができるかどうかは、各国でどのような勢力が支持を得るかにかかっている。

公的投資頼みの中国経済

中国の 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 6.7%と前期（同 6.7%）から横ばいとなった。4 四半期ぶりに減速に歯止めがかかったものの、リーマンショック後の 2009 年 1～3 月期（同 6.2%）以来の低水準にとどまった。今年の成長率の目標である 6.5～7.0%の範囲には収まっている。なお、今回から GDP の算出方法を変わり、従来加算していなかった企業の研究開発投資が含められるようになり、これが 1～6 月期の成長率を 0.02 ポイント押し上げた。

分野別では、1～6 月期の社会消費品小売総額は同 10.3%と 1～3 月期から変わらず、消費は底堅く推移した。昨年 10 月に小型車向けの減税が開始されたことにより自動車販売が好調のほか、ネット通販が伸びている。一方、1～6 月期の固定資産投資は同 9.0%と 1～3 月期（同 10.7%）から減速した。国有企業の投資が同 23.5%と大きく増加する一方、民間投資は同 2.8%と振るわなかった。民間投資の 15 年通期の伸び率は 10.1%であり、大幅な減速となっている。7 月単月ではマイナスに陥った。

1～7 月の輸出は-7.4%と 2015 年通期の伸び率-0.8%からさらに減速した。昨年 8 月の中国人民銀行が人民元の大幅切り下げに踏み切って以来、今年 7 月末まで元相場は 8.7%切り下がったが、輸出は低調なままである。人件費高騰などで製造業が輸出競争力を失っており、多少の元相場の下落では競争力を回復できない状態にある。企業が中国からより人件費の安いベトナムなどに、生産拠点を移転させる動きも活発化している。

現在の中国経済は、長い間成長を支えてきた輸出が振るわず、減税や公的部門の投資が景気を下支えする形となっている。7 月の PMI は 49.9 と 5 ヵ月ぶりに 50 を割り込んだ（図表 1）。

進まない供給サイド改革

過剰生産能力の解消も道半ばである。1～6 月期の工業生産は自動車などの堅調で、前年比 6.0%と 1～3 月期（同 5.8%）よりも伸びを高めた。6 月の粗鋼・鋼材生産は 1 日平均で過去最高となった。国際的に中国の鉄鋼の過剰生産への批判が高まっており、米政府は 6 月下旬に中国製鋼板に高

率の関税を課すことを決め、7 月の G20 貿易担当相会議の共同声明には、鉄鋼の過剰生産問題が盛り込まれた。政府の補助金で安く生産し、世界市場をゆがめているとの批判が高まっている。旧式高炉などで操業停止の動きもあるが、早急にリストラを進めると、製鉄、炭鉱だけで 180 万人もの失業者が出るとの試算もある。それでなくても、今年だけで 80 万人の失業者が見込まれている。

中国では、経営破綻に近い状態に陥っている国有企業（ゾンビ企業）が、景気対策で繰り出された公共工事の受注によって息を吹き返している例も出ている。一方、金融機関は貸し倒れを恐れて民間企業には貸し渋り、融資対象を国有企業に絞っている例もある。過去に、過大な設備や不動産投資に絡みで融資した金融機関の不良債権が膨らんでいるためである。中国当局は 2015 年末の不良債権残高は 1 兆 2,744 億元（20 兆円）と発表しているが、実態はその数倍との見方は多い。企業の債務残高の GDP 比は現在の中国で 145%程度であるが、これは 1990 年代半ばの日本の水準に匹敵し、また、債務の半分以上を国有企業が占める。

中国指導部は構造改革の断行を繰り返し訴えているが、目立った進展は見られていない。現在の中国経済は、国有企業の過剰生産能力を温存する景気対策が、今回の成長率の下げ止まりにつながっているともいえる。国有企業は党や政府と政策、人事面のつながりが深く、生産性の低い国有企業を淘汰するのは容易ではない。7 月 26 日に開催された中央政治局会議では、今後半年の経済政策運営について、民間投資を後押しし、企業の経営環境の改善を図ることが決められた。具体的には、減税や規制緩和によるテコ入れを目指している。現在は何とか持ちこたえている中国経済が、先行き変調を来たすようなことがあれば、世界経済の大きなリスクとなることはいうまでもない。

2　日本経済―財政、金融の一体策で持ち直しへ

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.0%（同年率 0.2%）とわずかなプラス成長となった。消費は前期がうるう年要因によってかさ上げされ、今期はその反動減もあったが、実質賃金上昇など所得環境の好転により上向いた。輸出はマイナスに転じ、設備投資は 2 四半期連続のマイナスとなったが、住宅投資はマイナス金利政策に伴う住宅ローン金利の低下に伴い 3 四半期ぶりのプラスとなった。公共投資は 2015 年度補正予算に加え、2016 年度当初予算の前倒し執行が効き、2 四半期連続でプラスとなった。景気は全体としては、牽引役を欠く踊り場的な状況が続いている。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

輸出、生産、投資とも横ばい圏内

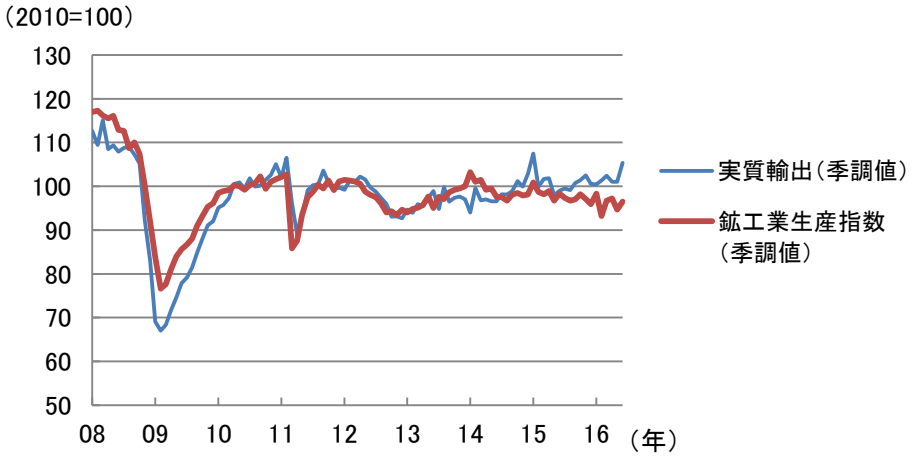
外需については、日銀ベースの実質輸出では、4～6 月期は前期比 1.1%と 2 四半期ぶりのプラスとなったが（図表 2)、海外経済の減速や円高の影響を受け、横ばい圏内の動きにとどまっている。地域別でみると、アメリカ向けは 2 四半期連続の増加の反動もあって減少に転じたが、EU 向けは引き続きプラスを維持した。先進国向けは、自動車関連を中心に増加を続けている。東アジア向けはプラスに転じたが、資本財･部品や情報関連の動きは弱いままである。

4～6 月期の生産は、前期比 0.1%とほぼ横ばいとなった（図表 2)。熊本地震の影響が残っていることに加え、新興国経済減速の影響で、はん用・生産用･業務用機械、電子部品・デバイスなどの動きが鈍くなっている。輸送機械は、地震によるサプライチェーン途絶の問題や燃費不正問題が足を引っ張ったが、先進国向けの出荷増はプラス要因となっている。出荷・在庫バランスは、在庫の伸びが出荷の伸びを上回る状態が解消されていない（図表 3)。

生産は 6 月単月では前月比 1.6%と回復し、製造業工予測指数は 7 月 2.4%、8 月 2.3%と 2 ヵ月連続でプラスとなっており、7～9 月期の生産はプラスに転ずると見込まれる。ただ、海外経済の回復力が弱いことに加え、円高による企業収益悪化が設備投資の重石になっているなどの悪材料があり、生産の停滞感が払拭されるところまでは難しそうである。

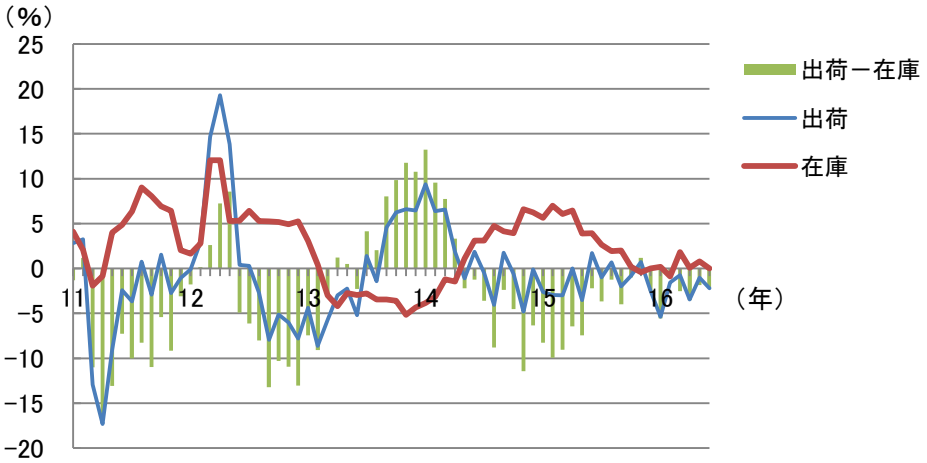
設備投資の先行指標である機械受注は、4～6 月期は前期比-9.2%と大幅なマイナスとなった（図表 4)。機械受注はここのところ一進一退を続け、横ばい圏内にある。また、4～6 月期の機械受注の実績値は、3 月末時点の見通しを下回った。7～9 月期は同 5.2%の増加が見込まれているが、実績がそれについていくかは不透明である。各種サーベイでは、更新投資や省力化投資に対する企業の意欲は強いが、それが実際の投資になかなか表れない状況が続いている。

図表2　実質輸出と鉱工業生産指数



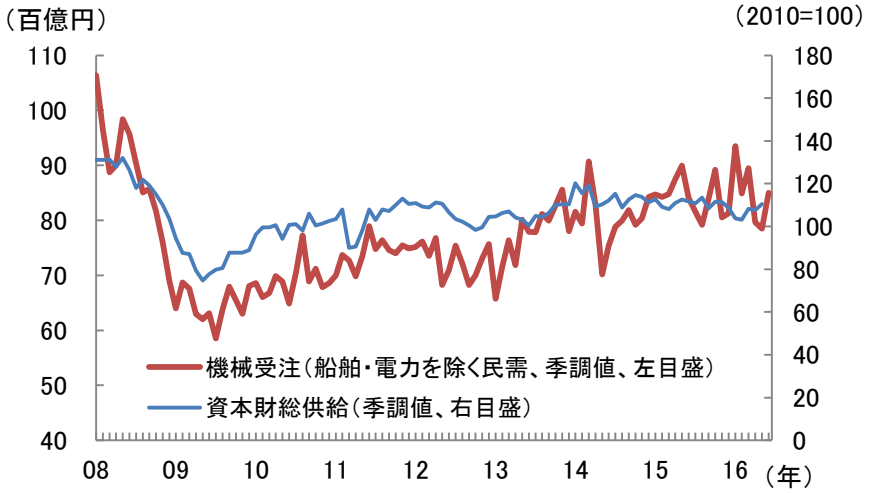
（出所）日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3　出荷・在庫バランス



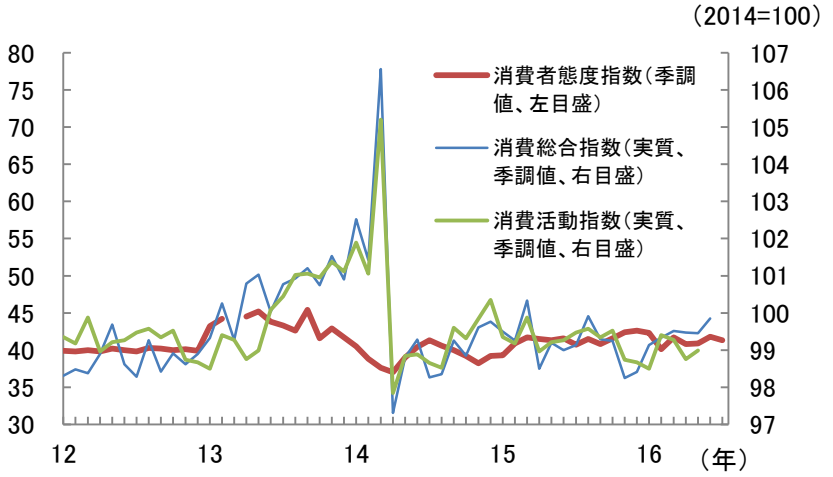
（出所）経済産業省「鉱工業指数統計」

図表4　機械受注と資本財総供給



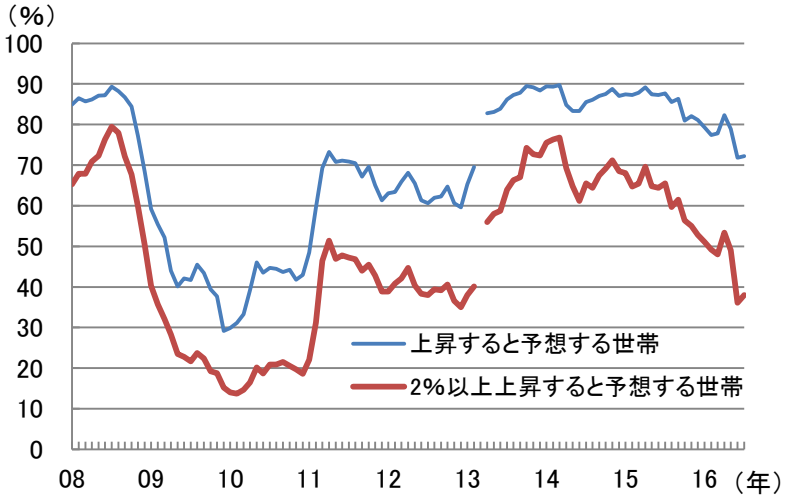
（出所）内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表5　消費者態度指数と消費総合指数



（出所）内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」、日本銀行「消費活動指数」
（注）1.消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている
2.消費活動指数は、旅行収支調整済（除くインバンド消費・含むアウトバウンド消費）

図表6　1年後の物価上昇予想世帯の割合



（出所）内閣府「消費動向調査」
（注）調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

実質賃金は上昇、消費はわずかに好転

消費については、GDP の速報値に近い消費総合指数は、4～6 月期は前期比 0.3%と前期（同 0.7%）に引き続きプラスとなった。前述のように、物価下落による実質賃金上昇など所得環境の緩やかな好転が寄与していると考えられる。一方、供給側の統計だけを合成して GDP の確報値に近い数値が月次で得られる「消費活動指数」でも、足元は持ち直しつつある（図表 5）。また、スーパー、コンビニエンスストアの売り上げや、外食、旅行などのサービス消費は底堅く推移している。マインド指標は横ばい圏内である（図表 5）。

6 月の実質賃金は前年比 1.8%と 5 ヵ月連続のプラスの上に高い伸びとなったが、これは特別給与の伸びのほか、実質賃金の算出に使う消費者物価のマイナス幅が拡大したことによる。円高は企業収益を悪化させる要因となったが、消費者にとっては物価下落の恩恵が及んでいる形になる。ただ、デフレ脱却は遠のいているのが現実で、アベノミクス下で高まった 2%以上の物価上昇期待は、現時点ではアベノミクス開始前に戻ってしまった（図表 6）。

もう一段のリフレーション政策としての経済対策

このように景気は足踏みが続いており、企業、消費者とも積極的に前向きの行動に踏み出せない状況にある。こうした中、政府は事業規模 28.1 兆円の「未来への投資を実現する経済対策」を策定した。以下では、この経済対策の位置づけをどのように捉えるか、また、現在の日本経済は過去

の歴史になぞらえればどのような局面にあるのかについて論じていこう。

日本経済は現在、円高により減益になったとはいえ、企業収益は依然高水準である。キャッシュフローが潤沢な企業は、本来は将来を見据えた投資に踏み切ってしかるべきである。しかし、人口減少下の国内においては、有望な投資先は見つけにくい。賃金も、需給が逼迫しているパート労働者などの上昇圧力は強いが、正社員の賃上げは将来にわたる負担となりかねないため企業は慎重である。日本の賃金決定の慣行は、まだ、物価が上がっていれば正社員の賃上げに踏み切りやすいが、現状では物価は上昇するどころかマイナスに陥っている。

このままでは景気回復の持続、デフレからの脱却、財政再建のいずれにも危うくなってしまう。企業がキャッシュフローを溜め込んだまま、前向きな投資に踏み切れず、賃上げも行わず、景気が停滞するという状態から抜け出す一つの道は、政府が民間に代わってお金を使い、将来への投資を行うことで民間の先導役となることである。その際の日銀の役割は、ヘリコプターマネーとまで言わなくても、政府の発行する国債購入を行い、財政ファイナンスの役割を担うことである。財政、金融一体となったもう一段の景気拡張策（リフレーション政策）が行われれば、先行きのインフレ期待を高め、また、現実に物価が上昇することが企業、消費者の行動を前倒しさせることにつながっていく。

もとよりこうした政策の枠組みは、戦前の高橋財政がそうであったように、インフレ高進のリスクを伴うものである。しかし、今回打ち出された新たな経済対策を大局的に捉えれば、そうした方向にもう一歩踏み出しているようにも見える。経済対策の柱は経済成長に資する「21 世紀型インフラ」であり、インフラ整備にお金を回しやすくするため長期債（40 年債）が増発されることになった。仮に増発した 40 年債を日銀が購入すれば、日銀が永久国債を買い入れる形で財政支出を行うヘリコプターマネーにより近くなる。

日銀はすでにマイナス金利政策で政府の国債発行を有利な状況にし、同時に国債の大量購入を行う形で財政を支援しているが、さらに長期債の購入という形で政府を支援することができる。一方、21 世紀型インフラについては、具体的には、大型クルーズ船が入る港湾整備、リニア中央新幹線の全線開通の最大 8 年前倒し、農産物の輸出施設の建設などが挙げられている、これらが本当に将来の成長に資するものであれば、需要を創出するのみならず、民間投資の呼び水にもなり得る。ヘリコプターマネーに近い枠組みで、インフレ期待が再び高まれば、大半が貯蓄に回ると懸念されている低所得者向けの 1 万 5 千円の給付も、受給者にとっては早目に使った方が得になる。

インフレによる政府債務解消へ

繰り返すがこうした施策は、度を越せばインフレ高進のリスクを伴うものである。しかし、デフレ脱却という目的のほか、こうした施策に向かわざるを得ないもう一つの理由は巨額の政府債務にある。

もう一段のリフレーション政策により、緩やかなインフレが実現すれば、政府債務の GDP 比は、分母の GDP が増加することで、政府債務残高が一定のままでも低下に向かう。政府債務がもはや GDP の 2 倍を突破している現状では、増税だけで債務を解消するのは難しくなっている。現実には多かれ少なかれ、政府債務の解消にはインフレ税も視野に入れなければならない状況になりつつある。インフレ期待が高まると長期金利が上昇する懸念があるが、この場合、日銀はマイナス金利の深掘りで抑制することが求められることになるだろう。

政府、日銀は今回の経済対策が、こうした方向性に向かっていることをどれだけ意識しているかはわからない。しかし、民間に代わって政府が積極的に前向きな投資を行い、日銀がそれをファイナンスする形を取れば、デフレ脱却と政府債務解消の一石二鳥となり得る。2%の物価目標を短期で達成できなかったばかりか、再び物価が弱含み、政府債務の累増にも歯止めがかからない中、最後の手段として、日銀の財政ファイナンスに基づくもう一段のリフレーション政策の方向に向かいつつあるのが、現在の日本経済の状況である。9 月 20、21 日の金融政策決定会合では、積極財政と足並みをそろえた追加緩和が議論のテーマの一つとなると考えられるが、国債購入額の積み増しのほか、2%の物価目標達成までは国債を保有し続けることの表明なども選択肢となる。

第二次大戦後のアメリカの国債管理政策

歴史的に見て、緩やかなインフレによって政府債務を解消した事例としては、第二次大戦後のアメリカがある。第二次大戦後のアメリカの政府債務比率（政府債務／GNP）は 110%と高い水準となった。政府債務の規模が経済規模を超えたという点で、現在の日本と共通している。

大戦終結後のアメリカは、民間の資金需要が高まっていく中で大量の国債をそのままにしておくと、国債価格が暴落し国債を保有する銀行が多額のキャピタルロスを被り、経済が混乱するという恐れがあった。戦時中、アメリカの銀行は、民間の資金需要が低迷する中で消去法的に国債投資を増やしていた。商業銀行の資産に占める国債の比率は 7 割にも達していた。こうした状況は、現在の日本の銀行がやはり消去法的に国債保有を大幅に増やしているのと類似している。

国債市場に混乱が起こらないようにするため、第二次大戦中の 1942 年に連銀と財務省が、国債の買い支えを行って金利が一定水準を上回らないような措置をとることで合意した。連銀はこれに基づいて公開市場操作を行い、国債価格支持政策（いわゆる釘付け政策）を展開した。この結果、長期国債の利回りは 2.5%以内の水準で維持された。

国債価格支持政策によって低金利が維持されたが、この代償として連銀は、民間需要が拡大して経済が過熱傾向を示しても、金融引き締めを行うことができなくなった。金融政策が制約を受けた結果、戦後のアメリカ経済は緩やかなインフレが続いた。このように連銀は、国債価格支持政策をとることによって金融政策の自主性を失ったが、これも大戦中に累増した政府債務をソフトランディングさせるために必要な措置と考えられていた。

1945～65 年の政府債務比率の変化を寄与度分解してみると、成長と物価上昇が同程度に寄与したことがわかる。国債価格支持政策の結果もたらされた緩やかなインフレが、政府債務比率の低下に寄与した。またこの間、政府債務残高はわずかながら増加したものの、政府債務比率の上昇には大きな影響を与えなかった。

その後、国債価格支持政策は、1950 年に朝鮮戦争が勃発して、先行きのインフレ懸念が深刻なものになったことで終わりを告げた。維持された 2.5%以内の金利水準では低すぎ、金融を引締める必要性が高まったからである。その結果、1951 年に連銀と財務省との間でアコード（合意）が成立し、連銀は国債価格支持政策から開放され、財務省は市場金利を前提とする国債発行を行うこととなった。アコードの成立によって、連銀は金融政策の自主性を獲得した。

このように第二次大戦後のアメリカは、巨額の政府債務を緩やかな形で解消させたが、これが可能であった背景としてはドルに対する信認があった点を指摘しておかなければならない。当時のアメリカは、戦争の勝利とその経済力によって、基軸通貨としての地位を揺るぎないものとしていた。またアメリカは、多額の経常黒字を計上する債権国でもあった。この点で、戦後のアメリカは政府債務が累増した状態にあっても、それが通貨価値には問題を生じさせなかった。また、政府債務をソフトランディングさせるために、連銀が国債価格支持政策をとっても通貨の信認には影響しなかった。

現在の日本も対外債権国であるとともに、経常黒字を維持しており、円の信認は簡単には失われない状況にある。現にアベノミクス後も円の価値は減価したものの、円の信認が失われ暴落する兆しは一切なかった。現在の日銀も当時の連銀のように、国債価格支持政策に踏み込んでいるといえるが、今後、財政と一体化する形でこれを強化せざるを得ない状況にある。

経済対策の効果

新たな経済対策の効果であるが、即効性が見込まれるものは、国と地方の財政支出として示されている 7.5 兆円（真水）である。国費分は 6.2 兆円で、およそ 7 割が 2016 年度 2 次補正予算、残りが 2017 年度予算に計上され、地方分 1.3 兆円も同程度の按分になるとすれば、2016 年度分が 5.3 兆円程度、2017 年度分が 2.2 兆円程度となる。これに基づき、2016 年度に 4 兆円程度公共投資が積み増さされ、給付金など他の予算措置の効果も含めると、2016 年度分の GDP 押し上げ効果

は 0.8%程度となる。また、2017 年度分については 0.3%程度の GDP 押し上げ効果となる。

ただし、実際に GDP に表れるのは工事の進捗ベースによるため、2016 年度は 0.8%よりは小さくなり、2017 年度については 2016 年度からずれ込む分増えるが、2018 年度にずれ込む分は減る。仮に各年度内の進捗が 5 割程度と想定すると、2016 年度、2017 年度とも、GDP 押し上げ効果は 0.3%程度となる。なお、今回の経済対策のうち、公共投資以外の、低利でインフラ整備などを支援する財政投融資 6 兆円の効果については、不確実性が高くどれだけ効果があるかは想定しにくい。

ケインズ政策の本来の意味と経済対策の到達点

今後重要になるのは、21 世紀型インフラが妥当なものかどうかである。経済対策としての公共投資は評判が悪いが、グローバル化が進展し、民間企業が国内投資に極めて慎重になる局面においては、本来、果たすべき役割が大きい。

この点については、19 世紀後半のイギリスが見舞われた、デフレを伴う長期不況の処方箋について、ケインズが展開した議論が参考になる。この時期は、それまでイギリスの繁栄をもたらしてきたグローバル化が、必要以上に海外投資を促し、資本の海外流出を招く状態になることで、逆にイギリスの国内経済衰退をもたらす要因に変わっていた。こうした場合に、いかにして経済を再生させることができるのか。これに対する一つの解答を示したのがケインズであった。

ケインズが『一般理論』を著し、公共投資の重要性を主張したのは大恐慌後のことであった（1936 年）。しかし、そもそも、国の果たすべき役割の重要性に注目するケインズの着想は、それ以前に長期不況に陥っていたイギリス経済に対する観察から得られたものであった。

ケインズが着目したのは、国内経済が停滞している場合には、民間投資が長期的な視点からみて有意義な部門に投資されることが期待しにくくなるという点であった。とりわけ国内需要が停滞するなかでは、資本が海外流出する傾向が強まる。こうした悪循環に陥ると、経済はこの罠から抜け出すことが難しくなり、その間にデフレがますます加速することになる。イギリス経済が陥った苦境の本質は、まさにこの点にあった。

ケインズはこうした場合には、自由放任主義を捨て、国家が国内の投資に積極的な役割を果たすべきであると考えた。政府が公共投資を行い、将来に資するインフラを整備することこそが、資本流出と経済停滞の悪循環から脱却する道であるとした。

現代においては、ケインズ経済学といえば、公共投資拡大による景気刺激という観点からのみ捉えられ、財政赤字の累増をもたらす元凶として、否定的な評価が下される場合が多い。しかし、ケインズの主張の本質は、経済がグローバル化するなかで、資本の海外流出と経済停滞の悪循環からいかにして脱却するかという点にあった。

経済がひとたびこうした状況に陥った場合には、民間の経済活動に経済再生の役割をほとんど期

待することができなくなる。民間の自由な活動の「私益」の追求が、「公益」に結びつかなくなるからである。そこでケインズは、こうした場合には、民間部門に代わって政府が資本を管理し、公共投資を行う必要性を指摘した。

このようなケインズの主張は、グローバル化を決して否定するものではない。むしろ、経済のグローバル化を前提とした場合に、国家の経済をいかにして守っていくかという視点を提供したものであったといえる。さらにいえばこの視点は、ケインズ自身はそこまで言及しなかったものの、グローバル化が進む過程で直面する国家の衰退に、いかにして歯止めをかけるかという大きな問題にも通じるものを含んでいたと考えることができる。このようにみれば、単に公共投資の拡大という部分に矮小化して、ケインズを批判するのは妥当ではない。

ケインズの思想は、世界恐慌後のアメリカ経済の立て直しに際して、結果として生かされることになった。大恐慌後のアメリカの経済政策は、ケインズの主張を直接取り入れたわけではなかったが、ケインズの主張する方向性と一致したからである。しかし、それ以前から進展していたイギリス経済の停滞に対しては、ケインズの思想が生かされることはなかった。

ケインズの主張は、貯蓄に対し投資が慢性的に不足している経済をどのように立て直すかという問題としても理解できる。大不況期以降のイギリスは、国内需要が停滞するなか、過剰となった貯蓄が海外投資に向かう構図となっていた。つまり、国内の貯蓄が国内の資本形成に向かわずに、海外の有価証券投資に向かうという状態である。そして、これがデフレをもたらす要因ともなっていた。ケインズはこうした場合には、国内の貯蓄を国内の資本形成に結び付けるために、国家が民間に代わって積極的に投資を行う必要があり、それが国内経済をデフレの罠から脱却させる方法であると考えたのである。

新たな経済対策の 21 世紀型インフラの整備は、こうしたケインズの本来の主張を取り入れたわけではないが、日本経済がなかなかデフレから脱却できない中、最終的に行き着いた答えの一つとして打ち出された。その中身が真に必要なものになっているかについては、今後、厳しく問われていくべきである。

成長率は 2016 年度、2017 年度とも上方修正

以上を勘案すると、今後の日本経済は、実質賃金上昇を受けて個人消費は緩やかに持ち直し、更新投資や省力化投資を中心に設備投資は底堅く推移し、これに新たな経済対策による公共投資が積み増されることで、現在の踊り場的な状況から次第に上向いていくと考えられる。2016 年度の実質 GDP 成長率は 1.1%、2017 年度 1.3%になると見込まれる。経済対策の効果により、各年度とも前回見通しより上方修正した。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）については、2016 年度 0.0%、2017 年度 0.7%を見込んでいる。ただし、先行きは世界経済の様々なリスクが高まっており、日本

経済の下振れリスクも大きいと見ておく必要がある。

参考文献

米山秀隆『世界恐慌―日本経済 最後の一手』ダイヤモンド社、2002 年

米山秀隆『デフレの終わりと経済再生』ダイヤモンド社、2004 年

予測表

年度	2015	2016	2017	2015	2016 →予測				2017				2018
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	0.8	1.1	1.3	-0.4	0.5	0.0	0.5	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3
（年率）	—	—	—	-1.7	2.0	0.2	1.9	1.8	2.6	0.8	0.7	0.9	1.2
個人消費	-0.2	0.6	0.5	-0.8	0.7	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
住宅投資	2.4	5.2	0.5	-0.5	-0.1	5.0	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.0
設備投資	2.1	1.3	1.7	1.2	-0.7	-0.4	1.0	0.9	0.8	0.3	0.1	0.1	0.0
在庫投資（寄与度）	0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府消費	1.6	1.8	0.9	0.8	0.9	0.2	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
公共投資	-2.7	4.3	7.0	-3.3	0.1	2.3	2.1	3.0	3.9	1.5	0.5	0.1	0.0
輸出	0.4	0.9	3.7	-0.9	0.1	-1.5	1.2	1.6	1.8	0.8	0.5	0.0	0.1
輸入	-0.0	0.5	1.7	-1.1	-0.5	-0.1	0.9	0.8	0.5	0.4	0.3	0.1	0.1
名目 GDP	2.2	1.7	1.9										
GDP デフレータ	1.4	0.6	0.6										

［実質 GDP 寄与度］

内需	0.8	1.0	1.0
外需	0.1	0.1	0.4

鉱工業生産	-1.0	1.3	3.3
CPI（除く生鮮食品）	0.0	0.0	0.7
失業率	3.3	3.2	3.2
経常収支	18.0	20.4	20.7
円ドルレート	120.1	106.0	109.0

［前回予測（2016.6.8）］

実質 GDP	—	0.8	1.1
名目 GDP	—	1.4	1.5

（注）各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

≪本件に関するお問い合わせ先≫

株式会社富士通総研 経済研究所 主席研究員 米山秀隆

電話：03-5401-8392（直通）

E-mail：yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

≪報道関係者お問い合わせ先≫

株式会社富士通総研 事業支援統括部）広報

電話：03-5401-8399（直通）