長期経済停滞を脱するための方策 ～まずは前向きな意識を持つことから～

井上知行
放送大学

1. はじめに

バブル破裂後の日本経済は、多数の大企業を含む倒産や金融危機を引き起こし、長期にわたる経済停滞の時代に入った。生産年齢人口もバブル破裂から数年遅れでピークアウトし、長期にわたる減少期に入ったこともあり、潜在成長率も低下トレンドが鮮明になった。その結果、長期にわたる一人当たり GDP の伸び悩み、社会保障制度の持続性懸念、巨額の公的財政赤字という課題を惹起した。人々の意識も、保守的な方向に変化した。

バブル破裂から 30 年余が経過し、ミレニアル世代と Z 世代と呼ばれる人々が総人口の 35% を占め社会の中核となってきた。この世代は、バブル破裂時の社会経験はなくデジタル社会の中で成長している。この世代交代の中で、望ましい方向に変化しつつある事実を見つけ出す。成功体験は自信につながり、チャレンジ精神を持つことができる。

2. 潜在成長率の三要素からみたバブル破裂後の長期停滞

バブル破裂後の日本経済は、低成長を基調にしながらマイナス成長に陥ることを繰り返している。バブル破裂前には、米国、英国、ドイツといった先進主要国を凌駕する経済成長率を達成していた。しかし、バブル破裂後は長期停滞に陥り、93 年-1.5%、98 年-1.1%、99 年-0.3%、2008 年-1.1%、09 年-5.4%、11 年-0.1%、20 年見通し-5.6%と景気後退期にはマイナス成長を繰り返すようになった。

1980 年代には年平均 4%前後だった潜在成長率も、バブル破裂を境に低下トレンドに入った。潜在成長率を構成する 3 要素とも長期停滞という現実を裏付ける事実を示している。

2-1. 低成長が続く日本経済

1980 年代の先進 7 か国と新興/発展途上国の経済成長率は、ほぼ同程度だった。90 年代に入り先進 7 か国の経済成長率は新興/発展途上国を下回る年が多くなり、2000 年代は毎年下回っている。80 年代の日本経済は、米・英・独をほとんどの年で上回る 4~6%程度の安定成長を続けていた。しかし、90 年のバブル破裂を契機にほとんどの年で米・英・独の成長率を下回っている。日本経済は、低成長の続く先進 7 か国の中でもひととき停滞が目立っている。

2-2. 潜在成長率も長期低迷

景気循環の影響を除いた経済成長率を示す潜在成長率も、バブル破裂以降一貫して低下している。80 年代は 4%前後だった潜在成長率は、90 年を境に減少に転じ、1991~2012 年平均 1.09%、

13～19年平均0.86%と長期にわたる低下トレンドにある。

潜在成長率を構成する労働投入量、資本ストック及び全要素生産性(TFP)の3要素は、いずれもバブル破裂前後に減少に転じた。特に、労働投入量はマイナス寄与となる年が多くなった。他の2要素も1%を下回る年が多くなり、近年ではゼロ%台の潜在成長率が常態化している。

2-3. 潜在成長率を構成する3要素の推移

80年代には年率1%程度で増加していた生産年齢人口は、90年代半ばにほぼゼロ%の増加率となり、その後は減少が続く時代に入った。2010年代も年率1%程度の生産年齢人口は減少しているものの潜在成長率はゼロ%台後半で推移している。

80年代の資本投資を減価償却費の推移でみると平均8.8%だった。しかしバブル破裂を契機に急減し、ITバブル崩壊やリーマン危機の局面においてはマイナスの伸び率を示すようになった。アベノミクス期には0～5%にまで戻った。なお、アベノミクス初期には対米ドル為替レートが大きく円安に振れ、円安が2～3年続いた。

全要素生産性(TFP)の寄与度は、1980年代後半にピークを迎え、バブル破裂を前に下落に転じた。90年代前半から中盤にかけては一貫して低下し、1998年には0.7%に落ち込んだ。その後、ITバブルの発生もあり数年は上昇したものの、リーマン危機時には0.5%に下落した。リーマンショックからの回復期には1%程度まで上昇したものの、2019年には0.3%に低下した。

3. 長期停滞がもたらした保守的な考え方

バブル破裂からすでに30年超が経過した。1990年のバブル破裂を契機に1997-8年には金融危機、2001年頃をITバブルの崩壊や2008年のリーマンショックといった経済的な出来事が次々に発生した。この間に、1995年の阪神・淡路大震災や2011年の東北地方太平洋沖地震をはじめとする数々の天災も発生した。生産年齢人口は1995年にピークをつけ、長期減少期に入った。この間の度重なる財政出動により政府は巨額の財政赤字を抱え、公的年金等の社会保障制度とともにその持続性が憂慮されている。このようなネガティブな出来事の連続により、企業/家計ともに経済成長に係る保守的な考え方が定着してしまった。

3-1. 直線本能 - 新規事業や設備投資を抑制

生産年齢人口は1995年頃をピークに長期減少期に入った。このタイミングは、総人口が減少し始めるより15年程度早い。国立社会保障・人口問題研究所の推計によると1995年には8716万人だった生産年齢人口は、2065年には4529万人に減少する。総人口のピークは2010年頃の1億2805万人だったが、2065年には8807万人に減少する。

長期停滞の最中に生産年齢人口が減少に転じ、続いて総人口も減少トレンドに入ったという事実を前提に将来の経済成長率を予想すると、低成長が続くであろうと考えるのはごく普通と言える。また、経済低迷を予想する以上、経営者の先行き見通しは慎重にならざるを得ない。このような状況では、新規事業に挑戦しようという動機は生まれにくい。また、設備投資計画を作成すると、実際より保守的なものになってしまう。

3-2. ネガティブ本能 - 増税懸念や財政赤字の持続性懸念

2021 年度予算における国債残高は 1129 兆円に達する。2021 年度もコロナ禍が続く財政赤字が拡大すれば、国債増発は必至となる。長期にわたりマイナスを続けている基礎的財政収支は、コロナ禍による歳出増により 2020 年度は-12%を超える。21 年度以降もマイナスが続く見通しとなっている。日本の一般政府債務は主要国の中で唯一 GDP の 260%を超えている。突出して高く、財政赤字の拡大は更に続く。この巨大な財政赤字額拡大の持続性について否定的である人は多い。

3-3. 恐怖本能 - 国内消費を抑制

年金制度については、制度を改悪されるかもしれないという心配と、公的年金と定年時の保有資産だけで定年を迎えた場合、一生を過ごしていけるかという心配がある。

2019 年度の年金給付額は約 59.9 兆円だった。2019 年度予算上の保険料は 38.9 兆円に国庫からの拠出金 13 兆円を加えた額となっている。不足分は 2018 年末で 160.5 兆円ある年金積立金を取り崩すことになる。2019 年の夫婦の年金の所得代替率は 61.7%となっているが、50%を下回ると見込まれる場合には、給付と費用負担の在り方を検討することとされている。50%を下回らないためには、2017 年度 0.3%の全要素生産性を徐々に上昇させ、23~28 年度は 1.2%、それ以降は 0.9%推移が必要となりハードルは高い。

年金を満額受け取るには、公的年金に 40 年間加入し保険料を支払った後、65 歳到来を待つ必要がある。従って、定年になってから 65 歳までの収入を心配する必要がある。また、受け取る年金額には個人により差がある。厚生年金受給者の平均年金月額が 14.3 万円だが受給者 16 百万人の 54%は 15 万円未満となっている。老齢年金月額の平均は 5.5 万円だが、32.6 百万人のうち 28%は 5 万円に満たない受給額となっている。大多数の人は公的年金だけでは不足するため、老後資金の準備が十分かどうかの心配をしなければならない。

4. 統計数値からみるポジティブ思考への変化の芽生え

ミレニアル世代と Z 世代が総人口の 35%を占めるようになり、経済主体の考え方が変化しつつある。日銀は金融政策総動員により資産デフレ解消を図り、自信回復を支援している。その結果、ベンチャービジネスの IPO が増加し、投資未経験層による証券投資が増加した。この動きは、巨額財政赤字の持続性向上と個人の定年後に備えた行動を可能した。

4-1. 世代交代 - ミレニアル世代と Z 世代が経済活動の中心へ

1980 年から 1995 年に生まれたミレニアル世代や 1996 年から 2015 年の間に生まれた Z 世代が総人口の 35%を占め、経済活動の中心をなすようになってきた。ミレニウム世代は、インターネット環境の整備が飛躍的に進んだ時代に育ち、情報リテラシーに優れ、インターネットでの情報検索や SNS を利用したコミュニケーションを使いこなす。Z 世代はデジタルが当たり前の時代に生まれてきたことから、「デジタルネイティブ」とも呼ばれる。両世代とも IT に高い親和性を持つ。

両世代は、バブル破裂と資産価値下落およびその後の相次ぐ企業倒産や金融危機を、社会人と

して体験していない世代でもある。従って、起業や IPO の良い面に目が行きやすく、株式や不動産市場についても白紙から取組むことができる。

4-2. 金融政策総動員もセンチメントと資産価格の回復に貢献

日本銀行はアベノミクスの3本の矢の中の第一の矢としてマイナス金利政策にイールドカーブコントロールを加え、さらに国債だけでなく ETF や REIT の購入という質的量的金融緩和を続けている。目標としている 2% のインフレーション達成は形骸化しているように見えるが、資産価格は回復してきた。

円/米ドル為替レートも円安方向に大きく振れた。リーマンショック後の 2011 年から 12 年にかけては 1 米ドル 70 円台で推移していた時期もあったが、2012 年後半から円安に転じ 2015 年には 125 円台に至った。2016 年には 100 円をつける動きもあったものの、2017 年初頭に 120 円に戻った。その後は、今日に至るまで 110 円台から 100 円台への緩やかな円高が続く安定した動きとなっている。

4-3. IPO 件数の増加

ベンチャービジネス (VB) の新規株式公開 (IPO) が増加してきた。東京証券取引所への IPO はリーマンショック前に増加したものの、リーマンショックにより大幅に減少した。しかし 2014 年からは、年間 70~100 近い数の企業が IPO を果たしている。その時価総額についても公開価格ベースで 2020 年 1.25 兆円にのぼる。

IPO 企業の業種をみると、情報通信業とサービス業に集中している。2020 年には情報通信業への一層の集中がみられる。第四次産業革命の進行とデジタルへの親和性の高い世代が中心になってきたことを考えると当然の流れであり、今後とも継続する。

4-4. 証券投資への前向きな姿勢

日銀のリスクマネーの供給が呼び水となり、株式市場は日経 225 で 30000 円を窺うレベルまで回復した。REIT の時価総額は、2014 年 8 月 8.7 兆円だったが 2020 年 2 月 15.5 兆円となり、拠点都市を中心に大型再開発が盛んになる一助となっている。株式市場や不動産市場の好調と、NISA やイデコといった制度的な後押しを背景に、株式市場に目を向ける人が増えてきた。ミレニアム世代や Z 世代の NISA 口座数占有率は数年前に比べて上伸している。特に、つみたて NISA 口座の 7 割は 40 歳代以下で占めている。つみたて NISA は長期積立投資を企図した制度設計であることと、ミレニアム世代や Z 世代は長期投資が可能な年齢であることを考えると、長期的には投資残高は積みあがってくる。

4-5. 財政赤字の持続可能性向上

日本国債の保有主体構成について 2010 年度末と比較すると、日銀が 9% から 44% に上昇する一方、銀行等が 46% から 15% に減少した。海外投資家による保有についても 7% から 13% に増加している。日銀の国債保有額は巨大になっているものの、その評価法は償却原価法である点を考慮すると、貸借対照表上の影響は小さい。海外投資家の保有占率は 6% 上昇し 13% にはなっているも

の、金利政策に決定的な影響を及ぼす水準ではない。

国の歳入と歳出はバブル破裂からリーマン危機まで拡大傾向にあり、ワニの口に例えられてきた。アベノミクス下では2回の消費税上げもあって、歳入と歳出の差は縮小する方向にある。コロナ禍下の財政出動により一時的に拡大するものの、緊急避難的なものに留まることが期待される。

日銀のマイナス金利+イールドコントロール政策により、発行済国債の平均利率は低下傾向が続いている。国債発行残高は増加しているものの、利払費は横這い推移している。利払いの仮定計算においても2020年計算の上昇角度が2010年や2015年計算より緩やかという結果になっている。

70歳以上の高齢者世帯の平均金融資産保有額は2565万円となっている。日本株市場の回復基調により株式を多く保有している高齢者の金融資産額は増加する。しかし、人は自身の寿命を知ることができないため、高齢者は資産の大半を残しがちになる。相続税の基礎控除は2015年から縮小され最高税率は上昇した。その結果、相続税額は2010年代に入って上昇トレンドにある。

4-6. 老後に備えた貯蓄と投資

雇用者報酬は2013年度から毎年上昇している。2人以上の勤労者世帯の黒字率も2014年の24.7%を底に2019年度には32.0%に上昇した。女性や高齢者の労働参加についても増加した。夫婦共働き世帯については、夫婦とも厚生年金に加入できれば年金額はかなり上昇する。また、高齢者の労働参加については、年金開始時までの収入を補うことができ、退職金等の金融資産を温存し年金だけでは不足する分を補うことができる。更に余裕があれば、年金開始時期を繰り下げることで、年金額を増額することが可能となる。家計は堅実にリタイア後に備えつつある。

5. 変革の時代を生き抜くために何をすべきか(課題)

第一に必要なものは出生率の向上である。しかも、生産年齢人口が増加に転じるために必要な期間を考えると、可及的速やかに効果が上がるような取り組みをしなければならない。

次に、オフィス労働における環境変化への対応も挙げられる。この変化を活かして生産性向上の機会とするためには、労働制度や慣行を変え、労働者自身も学び直しが必要になる。

さらに、金融政策総動員の副作用にも備える必要がある。

5-1. 長期間放置された出生率低下トレンドの転換

日本の出生数は、1973年の209万人以来45年間右肩下がりが続いている。2016年には100万人を割り込み、18年は91万人になった。1947~49年の年間出生者数260万人の35%にまで減少した。一旦減少しはじめた人口が増加に転じ、生産年齢人口が増加しはじめるのには長期間が必要となる。出生率の向上は、急いで強力に取り組むべき最重要課題である。出生率を高めるには、子どもをもち育てるための費用や労力、子どもの教育や母親のキャリア形成への不利益緩和等について、社会全体として取り組む必要がある。

5-2. 労働者の意識と制度・慣行の変革が必要

バブル後の30年間の停滞でデジタル化は停滞していた。しかし、ミレニウム世代やZ世代が社会

の中心となり、工場だけでなくオフィスにもデジタルが実装され始めた。AI をもつ仮想ロボットは単純作業やマニュアル化されている仕事を受け持ち、人間より正確かつ効率的に働く。マニュアル化されている事務作業はボリュームゾーンでもある。従って、多くの事務職は専門的な仕事にシフトするか、機械化するコストより人件費のほうが安いと残る仕事にシフトすることになる。アナログ世代は学び直しにより専門スキルを身につけて、機械を使う側に回ることを目指す必要がある。

日本の学び直しに対する意識は低い。学びたくないという意識を持っている人が81%を占め、米英独韓のなかで最高率になっている。このような数字になるのは、日本の年功序列制という給与体系にも一因がある。会社に就職した後は勤続年数が長くなれば給与は次第に上昇するため、あえて学び直しをするインセンティブに欠ける給与体系になっている。

女性のキャリア形成にも課題がある。女性の年齢階級別年間所得推移をみると25～29歳以降は横這いになっている。男性の年間所得は50歳代後半に向かって上昇していくの比べると、20歳代後半以降の女性には付加価値を高めることができる可能性がある。

5-3. 現在の金融政策の更なる長期化による弊害

日本は現在の金融政策を長期的に続けざるを得ない状況にある。膨大な債務残高を抱える財政にとって、金融引き締めは財政の持続性を損なう結果をまねく。主要国が金利を上げたとしても日本は追従できない。内外金利差の拡大は、資本流出を招く恐れがある。安易な増税はリセッションを招く恐れがあり、政治的にも耐えられるものではない。日本は、急激な資本流出を引き起こさないためにも経済成長を必要とする。

6. おわりに

バブル破裂から30年余を経て、デジタル変革(DX)の成果を実装する時代に入ってきた。社会の中核は、バブル破裂を経験していない新しい世代が占めるようになってきた。軌を一にして、日銀の金融政策総動員や当局の新しい投資制度創設により、資産価格の回復が明瞭になってきた。

この環境変化を背景に、デジタル時代に育ったミレニウム世代とZ世代は、情報通信業を中心とした新しい産業を起業し、IPOにより成功を手にする事例が増えてきた。IPOに成功した起業家は、新たな起業家による起業への動機となり、メンターとしての役目を果たし、成功への道筋を示す。株式市場の回復は、起業家とベンチャーキャピタルにIPOという目標を提供している。

ミレニウム世代とZ世代は、将来や自身の老後のためのNISAやイデコといった制度の利用にも積極さをみせている。株式や投資信託への投資はリスクマネーを長期に渡って供給するという面も持っており、企業の投資を支える。資産価格の回復は、配当収入や売却益、資産相続の際の課税を通じて政府債務や年金資産の持続性に好影響を及ぼす。

私たちは日本経済の明るくなってきた面に目を向けて好循環を構想しつつ、早急な出生率増加策の構築/実施と、学び直しに取り組む必要がある。経済成長率が回復すれば、低金利の長期化による資本流出リスクの顕在化も回避できる。

謝辞

本稿の作成に際して、お茶の水女子大学名誉教授の増田優先生にたくさんのすばらしい意見や助言をいただいた。

ここに改めて感謝申し上げたい。