

欧州債務問題が混迷を深める中、先進国経済の先行きも不透明感が強まっており、欧米では「日本化」という表現も度々登場するようになった。「日本化」の意味するところは各人捉え方に差があるものの、概ね、資産価格の大幅な下落による企業あるいは家計のバランスシート調整と、これによる需要の減少・成長率の低下が長期化する現象であり、また、デフレを伴って経済の復元を一層困難にする状況と言えよう。

図1と2は日本と米国の80年代以降のGDPの推移を示したもののだが、景気の谷を100として景気回復局面でのGDP規模の拡大を視覚的に表している。日本の場合、バブル崩壊後の90年代以降は、景気回復期にあっても景気拡大のペースは極めて緩慢であり、特に2000年以降はデフレの顕在化により、名目GDP(細線)と実質GDP(太線)が逆転する所謂名実逆転が起こっているのが判る。人々が感じる景気実感は概ね名目GDPに近いと言え、景気拡大期間がいざなぎ景気を抜いて戦後最長となったとされる2002年以降に、景気回復の実感が乏しかったことも頷ける。

一方、米国の場合、近年拡大のペースが幾分緩やかになったとは言え、景気回復期には適度のインフレを伴って名目GDPは右肩上がり軌跡を描いている。この経路が果たして今後「日本化」していくことは考えられるだろうか。

日本と米国の経済環境を見た場合、成長・物価上昇率の鈍化、長期金利の歴史的な低水準など、現象面で幾つかの類似点が見られる。

一方、相違点も幾つか指摘できる。それは、①金融・財政政策の発動スピードの違い(日本は漸進的、米国は迅速)②バランスシート調整の主体の違い(日本は企業、米国は家計)③労働市場の調整スピードの違い(日本は緩慢、米国は迅速)④通貨調整の方向性の違い(円高とドル安)⑤人口動態の違い(日本は人口減少、米国は人口増加)などである(図3参照)。本稿ではこのうち、最も長期的な構造要因である人口動態の面から日米の違いを確認してみたい。

図4と5は日本と米国の各種人口推移を示したものである。ご存知の通り日本の人口は既に減少局面に突入しているが、少子高齢化の進行により、生産年齢人口(15歳~64歳の

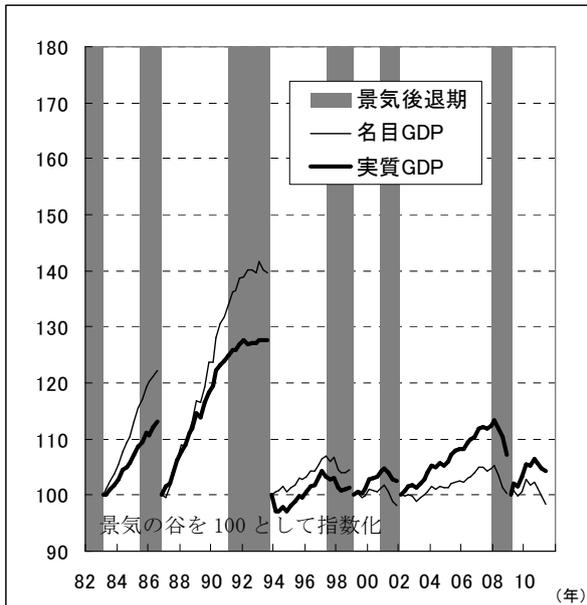
人口)は既に95年をピークに減少に転じていた。労働力化率(生産年齢人口のうちの労働力人口(就業者+失業者)の占める割合)の上昇により、労働力人口の減少は比較的緩やかなものに留まったとは言え、働き手の減少が需要の減少とデフレの進行の一つの背景となったことは想像に難くない。また、出生数の減少が続き、団塊世代(47年~49年生まれ)の本格退職が始まる今後については、労働力人口の趨勢的な減少が避けられない。

一方、米国は先進国では特異な安定成長型の人口動態を有しており、現在でも年率約1%の人口成長が続いている国である(図5参照)。年間100万人程度の移民の受け入れと全体で2倍を超える(特にヒスパニック系は3倍を超える)合計出生率が人口を押し上げ続けており、国連や米センサス局の人口見通しでは、今後もこの傾向が続くと推測されている。米国においても、47年~64年生まれのベビーブーマーが今後65歳に到達することから、生産年齢人口の伸び率は幾分鈍化することが予想されるものの、母集団の増加もあって出生数が増加し続けることから、絶対数ベースの働き手は増え続けることになる(逆に言うと十分な働き口がないと失業率はなかなか下がらない)。住宅バブルの崩壊で家計のバランスシート調整が始まった2007年以降は、図に見られるように、実際に職に就いている就業者数が大幅に減少しており(2010年以降は幾分持ち直し)、これが「日本化」の懸念を強める一因となっているようだが、循環的な減少と構造的な人口動態は分けて考えるべきである。日本の人口推移と比べて判るように、母集団が増え続けている米国において、長期的に就業者数が減少し続けることは考えにくく、バランスシート調整の一巡と共に、人口トレンドに収斂していくと考えるべきであろう。「デフレの正体」は様々な要因が複合しており、人口動態だけが決定要因ではないものの、少なくとも米国において人口要因がデフレに繋がるリスクは低いと言えよう。

本稿では人口動態のみを取り上げたが、他にも経済のダイナミズムの諸点から米国の「日本化」は杞憂に終わるものと見ている。一方で、図4からも直感的に窺われるように、真に憂慮すべきは、本家日本の一層の「日本化」ではないかと思われる。

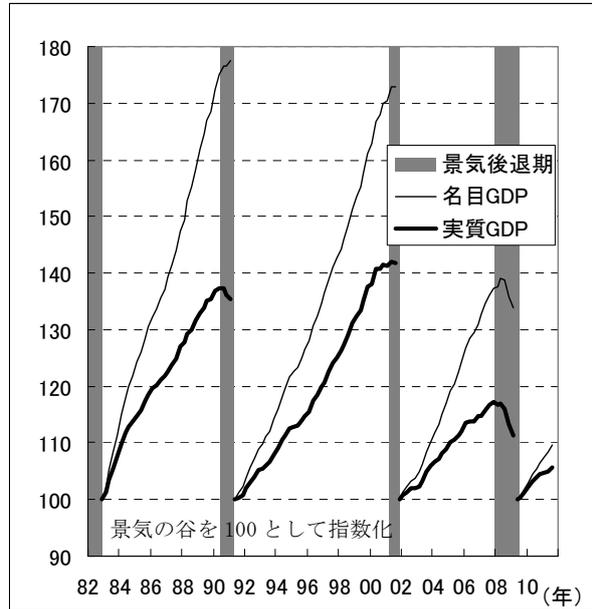
(2011年11月22日 記)

図1：日本の景気循環



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：米国の景気循環



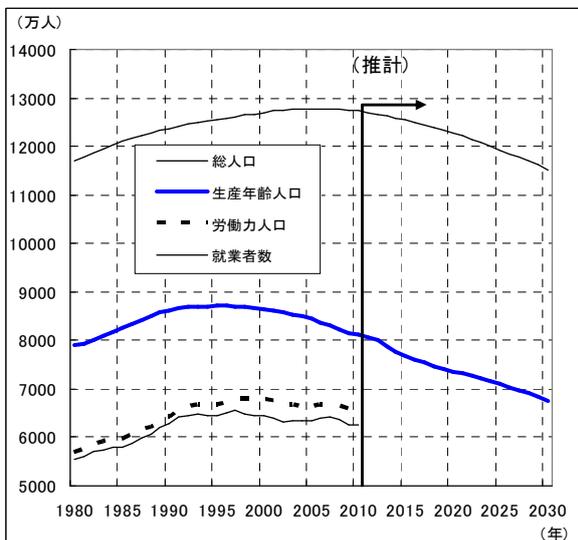
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図3：「日本化」日米の類似点と相違点

(類似点) 成長率鈍化、インフレ率低下、長期金利が過去最低水準まで低下		
(相違点)	日本	米国
①金融・財政政策の発動スピード	金融緩和が遅れ、財政出動も小出し	早期に大規模な金融緩和と財政出動を実施
②バランスシート調整の主体	企業部門が中心で企業活動が萎縮	家計部門が中心であり、企業活動は活発
③労働市場の調整スピード	雇用調整が進まず雇用コストが高止まり	急速に雇用調整を進めて企業の負担を軽減
④通貨調整の方向性	円高が進行し、景気・物価を抑制	ドル安が進行し、景気・物価を下支え
⑤人口動態	人口が減少し、需要減退・デフレ深刻化を助長	人口は増加傾向にあり、需要を下支え

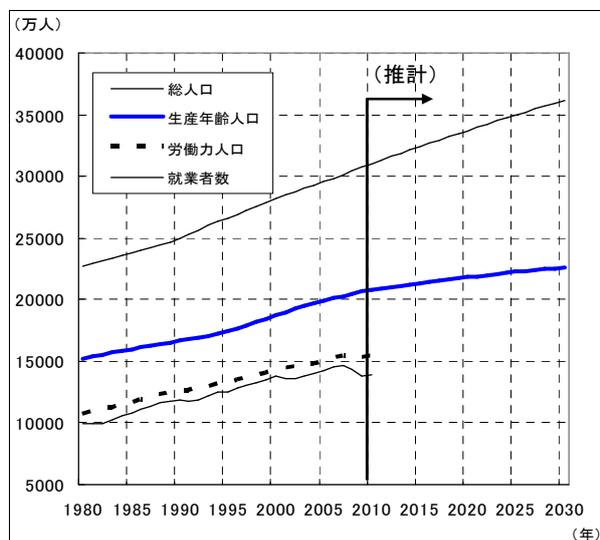
出所：三菱UFJ信託銀行作成

図4：日本の人口動態



出所：人口問題研究所、厚生労働省資料より三菱UFJ信託銀行作成

図5：米国の人口動態



出所：国連、米労働省資料より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）