

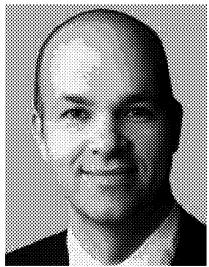
今月に入って、米国での金利の先高観から、ニューヨーク市場の株価が大きく下がった。その後は回復したものの、金利動向次第で株価も不安定になる懸念を露呈した。

低金利時代に転機が訪れているとみるのは、慶応義塾大学教授の櫻川昌哉氏（2月14日付経済教室）である。先進国の長期金利と経済成長率の動向をみると、1990年代は成長率が2・9%に対し長期金利は4・7%と高金利の時代だった。2000年代になると、両者はほぼ同じとなり、低金利の時代となった。金融グローバル化が進む中で住宅バブルが生じたが、リーマン・ショックで幕を閉じた。2010～17年は、長期金利は成長率を下回る水準まで大きく低下した。このところの低金利は、世界金融危機後の規制強化の効果もあり、中国の住宅バブルを除けば大きな不動産バブルは生じておらず、むしろ低金利の利点のみが目立ち、短所が覆い隠されているとみる。

株価の決定理論に基づき、低金利下では株価は乱高下しやすいと、櫻川氏は解説する。企業業績の将来見通しはそのままとして、実質金利が3%から3・1%に上昇すると、株価は3・3%下落する。だが実質金利が1%から1・1%に上昇すれば、上昇幅は同じ0・1%でも、株価は約9%下落する。長期金利が上昇に転じていることで生じる影響の大きさを物語っている。



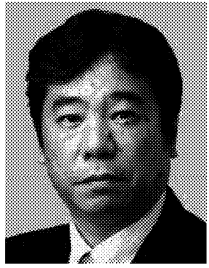
櫻川昌哉氏



フラッシャー氏



川渕孝一氏



加藤久和氏

株価と長期金利の先行きは

日本の株価の変動性（ボラティリティ）の抑制に寄与していると思われるのが、上場投資信託（ETF）を通じた日銀の株式買い入れである。買い入れの問題点を指摘するのが、早稲田大学教授の大村敏一氏（2月16日付経済教室）である。ETF純資産総額は、10年の2・6兆円から17年末には30兆円に拡大した。その74%程度が日銀の

買い入れ分である。企業業績は改善しており、足元の相場を見れば、ETF買い入れの継続に疑義を呈する。元来は株式のリスクプレミアム（投資家が求める超過収益）の縮小を促す目的で副次的に導入された政策だった。ETF市場の形骸化と、安定株主構造の復活による企業統治強化の停滞をもたらす、過剰な介入の継続が中長期的な弊

害につながることを懸念する。神戸大学教授の松林洋一氏（2月9日付経済教室）は、20年代後半に日本国内で資金供給が逼迫し、経常収支が赤字になる前に長期金利が上昇する可能性を指摘する。目下、政府の財政赤字を民間の資金余剰で補填している。しかし、いずれその余剰が減ってゆくの洞察は鋭い。

ドイツに学ぶ増税の条件

ドイツでは、今月、メルケル首相率いるキリスト教民主同盟と社会民主党が大連立政権樹立で合意した。ドイツ経済研究所所長のマルセル・フラッシュヤー氏（週刊東洋経済2月24日号）は、新たな大連立政権で講じられようとしている財政政策が、トランプ米政権の政策と酷似している点に警鐘を鳴らす。減税や歳出拡大は、短期的に限られた一部の層に恩恵をもたらすだけで、残る多くの層に巨額のコストを押し付けることになるという。

ドイツの輸出企業に競争力があり、立大学講師の嶋田崇治氏（週刊エコノ

ミスト2月20日号）。日本の消費税率は、一般消費税率の提起から約40年でドイツの1968年時点とほぼ同水準に達した。一方、ドイツは標準税率を19%まで引き上げている。それを実現した条件として70年代の増税を挙げている。石油危機を契機に財政危機に直面したドイツは、不況期にもかかわらず75年に付加価値税増税を核とした財政構造改善法を成立させた。改革を実行できた条件として、財政赤字が物価安定の見地から望ましくないという国民的合意の存在を指摘。また、児童手当の普遍的給付など低所得層に受益感の高い政策で生活を下支えし、増税への懸念を払拭したことを強調する。

医療・介護改革の道筋探る

医療サービスの公定価格である診療報酬と介護サービスの料金体系である介護報酬が、同時に改定される18年度。同時改定で、医療と介護の連携が進むと期待されるが、前途は未知数と評するのは、東京医科歯科大学教授の川渕孝一氏（経済セミナー2・3月号）である。改定では「儲かると必ずしも外す」のが習わしで、算定要件を厳しくしたり、減算したりして、そこで

浮いたお金を赤字分野や国のやっつけしいサービスにつけるといふ。適正化の最たるものが、比較的羽振りの良い通所介護。事業所数が大きく伸び、15年度末で制度開始時の4・5倍に増えた。今後は、通所リハビリとの役割分担が1つの論点となるとみられる。医療・介護分野は合意形成が難しいので、まずは診療・介護報酬の簡素化に舵を切ってはどうかと提案する。

医療・介護費を、ただ削っても問題は解決しない。明治大学教授の加藤久和氏（経済セミナー2・3月号）は、医療の高度化による健康増進などの恩恵、介護保険導入で介護サービス供給が社会化され、介護の担い手も多様化された点に着目。他方、財政への影響、現役世代の負担拡大も見逃せない。そこで3つの考え方を提示する。まず、公的負担の見直し。所得や資産を多く有する者が多く負担するという再分配原理をより適切に組み込むこと。次に、保険がカバーするリスクの再検討。軽症などリスクが低く費用も大きくない場合には高い自己負担を求める。そして、自助の見直しである。民間医療・介護保険の活用を広め公的負担の程度を引き下げることや、将来の医療や介護費用を賄うための民間ペー

スの貯蓄口座の普及などを提案する。