

# (IV 続き) 2 アベノミクス以後の経済政策の検証

# IV章構成

- 1 現代資本主義におけるマクロ経済政策
- 2 アベノミクス以後の経済政策の検証
  - 2–(1) アベノミクスの概要
  - 2–(2) 「量的・質的金融緩和」
  - 2–(3) 財政政策
  - 2–(4) アベノミクスの結果
  - 2–(5) アベノミクスと経済政策の持続可能性
- 3 小括

## 2-1(1) アベノミクスの概要

# なぜアベノミクス以後か

- 詳しく論じるため現状分析にフォーカスするという便宜的事情
- 21世紀のマクロ経済政策の一つの極地
  - 財政政策より金融政策を主眼とする(前節参照)
  - 長期停滞傾向に対して大胆な金融緩和で対処する
  - しかし対処しきれなくなって、財政を拡張する
  - その成否の経済学的検証は非常に重要

# アベノミクスの特徴

- 経済政策を前面に出した内閣
  - 中途より(新「三本の矢」)社会政策に拡大
- 政策総動員
  - 金融政策と財政政策双方を強調
    - だが、目玉は金融政策であり、もっとも強力に実行されたのも「異次元の金融緩和」
    - 金融政策を選挙公約にして成立した内閣は異例
  - 需要拡大と構造改革(生産性向上)双方を掲げる
- 低成長と少子高齢化対応を正面から掲げる

# 安倍内閣の経済目標

- 消費者物価上昇率2%
  - 内閣府・財務省・日銀「共同声明」(2013年1月22日)に明記
- 10年間平均で名目GDP成長率3%
- 10年間平均で実質GDP成長率2%
  - 以上2点は「日本再興戦略」(2013年6月14日)に明記
- 600兆円経済
  - 「日本再興戦略」(2016年6月2日)に明記

# 安倍内閣(2012年12月～)の経済政策の柱(1)

- 旧「三本の矢」(第2次安倍内閣。2013年1月)
  - 大胆な\_\_\_\_\_
    - 企業・家計に定着したデフレマインドを払拭
    - 日本銀行は、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現
  - 機動的な財政政策
    - デフレ脱却をよりスムーズに実現するため、有効需要を創出
    - 持続的成長に貢献する分野に重点を置き、成長戦略へ橋渡し
  - 民間投資を喚起する成長戦略
    - 民間需要を持続的に生み出し、経済を力強い成長軌道に乗せていく
    - 投資によって生産性を高め、雇用や報酬という果実を広く国民生活に浸透させる

# 安倍内閣(2012年12月～)の経済政策の柱(2)

- 新「三本の矢」(第3次安倍内閣。2015年9月)
  - 希望を生み出す強い経済
    - 名目GDP500兆円を戦後最大の600兆円に
    - 成長戦略を含む従来の三本の矢を強化
  - 夢をつむぐ子育て支援
    - 結婚や出産等の希望が満たされることにより希望出生率1.8がかなう社会の実現へ
    - 待機児童解消, 幼児教育の無償化の拡大(多子世帯への重点的な支援)等
  - 安心につながる社会保障
    - \_\_\_\_\_をゼロに
    - 多様な介護基盤の整備, 介護休業等を取得しやすい職場環境整備
    - 「生涯現役社会」の構築等

## 2-1(2) 「量的・質的金融緩和」

# 日本銀行による通貨供給の仕組み

- 通貨供給ルート: 前節参照
- 日銀当座預金の供給と日銀券の供給
  - ものとしての日銀券は独立行政法人国立印刷局が製造し, 日本銀行が製造費用を支払って引き取る。1枚\_\_\_\_\_程度。
  - 日銀は銀行券や当座預金で財・サービスは購入できない。金融資産購入や貸し付けなどの金融取引のみできる
  - 銀行への貸し付けや金融資産代金の振込は, 銀行が日銀に持つ当座預金に行われる。これはキーストロックと事務的手続きで可能
  - 日銀当座預金は通貨供給の準備金になるが, 市中への通貨供給には含まれない
  - 日本銀行券は, 銀行が\_\_\_\_\_, そこではじめて「発行」とみなされ通貨供給量(現金通貨)に含まれる

# 日本銀行のバランスシート(資産側)

- 2021年3月20日現在残高。
- 倍率・寄与度1はアベノミクス開始期の2012年12月20日との比較
- 倍率・寄与度2は1年前の2020年3月20日との比較

資産	金額 (百万円)	倍率1	倍率2	増額寄与度1	増額寄与度2
金地金	441,253	1.0	1.0	0.0%	0.0%
現金	190,064	0.6	0.9	0.0%	0.0%
買現先勘定	0-	-	-	0.0%	0.0%
国債	544,119,965	4.8	1.1	76.9%	38.7%
コマーシャル・ペーパー等	4,269,554	1.8	1.9	0.3%	1.6%
社債	7,437,250	2.5	2.5	0.8%	3.5%
金銭の信託(信託財産株式)	566,504	0.4	0.8	-0.2%	-0.1%
金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)	35,723,179	24.3	1.2	6.1%	5.1%
金銭の信託(信託財産不動産投資信託)	657,492	5.9	1.2	0.1%	0.1%
貸付金	117,027,864	3.8	2.3	15.4%	53.4%
外国為替	7,351,392	1.5	0.7	0.4%	-2.2%
代理店勘定	45,870	1.5	0.5	0.0%	0.0%
雑勘定	751,751	1.6	1.0	0.1%	0.0%
合計	718,582,139	4.6	1.2	100.0%	100.0%

単位:百万円。 出所:日本銀行『営業毎旬報告』。

# 日銀バランスシートの読み方の注意

- 日本銀行券は日銀の負債
- 資産側にある「現金」は政府から交付された、流通に投じられる前の硬貨。
- 日銀券は日銀に戻ると紙幣としての価値が消滅し、資産にはならない(日銀の債務証書だから。厳密にはただの紙になる)
- 負債・純資産側の資本金と準備金はごくわずかだが、発券銀行なのでそれで成り立つ

# 金融緩和下の日本銀行バランスシート(資産側)の特徴

- 貸付金より国債の方がはるかに多い(アベノミクス以前から)
- 9年間で4.6倍, 1年間で1.2倍という大規模拡張(資産・負債／純資産とも)
- 国債が伸び率, 増加額とも著しく伸びている。9割以上が長期国債(量的金融緩和)
- 信託財産指数連動型上場投資信託(ETF)と信託財産不動産投資信託(J-REIT)の伸び率が著しい(質的金融緩和)
- 2020年以後に限っては, コロナ危機対応で, むしろ貸付金が倍率・増加額とも著しく伸び, コマーシャルペーパー, 社債も相対的に倍率が上がっている

# 日本銀行のバランスシート(負債・純資産側)

- 2021年3月20日現在残高。
- 倍率・寄与度1はアベノミクス開始期の2012年12月20日との比較
- 倍率・寄与度2は1年前の2020年3月20日との比較

負債・純資産	金額(百万円)	倍率1	倍率2	増額寄与度1	増額寄与度2
発行銀行券	115,736,838	1.4	1.1	5.6%	5.1%
当座預金	488,565,737	10.1	1.2	78.5%	76.3%
その他預金	26,624,397	135.5	0.8	4.7%	-6.0%
政府預金	75,202,601	45.6	1.7	13.1%	25.4%
売現先勘定	122,549	0.0	0.1	-3.0%	-1.2%
雑勘定	2,602,986	4.5	1.1	0.4%	0.1%
引当金勘定	6,410,146	2.0	1.0	0.6%	0.2%
資本金	100	1.0	1.0	0.0%	0.0%
準備金	3,316,785	1.2	1.0	0.1%	0.1%
合計	718,582,139	4.6	1.2	100.0%	100.0%

単位:百万円。 出所:日本銀行『営業毎旬報告』。

# 金融緩和下の日本銀行バランスシート(負債・純資産側)の特徴

- 日銀当座預金が伸び率・増加額とも著しく拡大。日銀券発行高を凌駕(量的金融緩和)
  - 金融緩和とは「お札を刷ること」ではない。まず供給されるのは日銀当座預金
- 政府預金が拡大。国債発行額の増大によると思われる
  - 民間銀行が国債を引き受けると、ここに代金が振り込まれる
- 「その他預金」は外国中央銀行等の預金。ドル資金供給オペレーションが拡大するときに活用される

# バランスシートで見る金融調節の論理(買いオペの場合)

- 日銀は、自行に銀行がもつ当座預金口座に代金を振り込んで国債を購入できる
  - 発券銀行だから
- 日銀が国債を購入すると、日銀側はバランスシート拡大
  - 負債側：日銀当座預金が増加
  - 資産側：国債が増加
- 銀行側では資産側で内容が変わる
  - 日銀当座預金増，国債減

# 金融調節による利子率の変動(金融緩和の場合)

- 国債購入価格により金利が変動
  - 債券価格上昇＝利子率低下(逆なら逆)
  - 購入(売却)した債券の返済までの期間に応じて短期・長期利子率が低下(上昇)
- 銀行の動機づけ
  - 日銀当座預金増加→短期金融市場の供給増→短期利子率低下
    - 貸し出し利子率も下げて, 貸し出し拡大を図るはず
    - 限界: ゼロ金利
  - 日銀当座預金増加→預金利子率は「超過準備に0.1%」と低いので, 資産の収益性が低下
    - 他の資産を求めてリスクある資産への投資, 貸し出し拡大などをするはず
    - 限界: 銀行の収益性が低下すると効きにくい
- 市中銀行による貸出や金融資産投資が増えると通貨供給増となる
  - 預金通貨が増える→預金が引き出されるとその分だけ日銀券に置き換わる

# マネタリーベースとマネーストック(1)

- マネタリーベース(通貨供給の基礎)
  - 日銀が直接供給するお金
  - マネタリーベース = 日本銀行券発行高 + 貨幣流通高 + 日銀当座預金残高
  - 日本銀行券発行高 + 貨幣流通高はマネーストックにも含まれるが、日銀当座預金残高は含まれない

# マネタリーベースとマネーストック(2)

- マネーストック(通貨供給量)。代表的指標はM2またはM3
  - 日銀+銀行が民間非金融部門に対して供給するお金
  - $M1 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨}$  (預金通貨の発行者は, 全預金取扱機関)
    - 現金通貨 = 日本銀行券発行高 + 貨幣流通高 - 金融機関保有現金
    - 預金通貨 = 要求払預金(当座, 普通, 貯蓄, 通知, 別段, 納税準備) - 調査対象金融機関保有小切手・手形
  - $M2 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨} + \text{準通貨} + \text{CD}$ 
    - 準通貨 = 定期預金, 据置貯金, 定期積金, 外貨預金
    - 預金通貨, 準通貨, CDの発行者は, 国内銀行等
  - $M3 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨} + \text{準通貨} + \text{CD}$ 
    - 預金通貨, 準通貨, CDの発行者は, 全預金取扱機関でゆうちょ銀行, 農協, 漁協, 労働金庫, 信用組合などを含む
  - 広義流動性 =  $M3 + \text{金銭の信託} + \text{投資信託} + \text{金融債} + \text{銀行発行普通社債} + \text{金融機関発行CP} + \text{国債} + \text{外債}$
- 広義流動性は個別主体から見た流動性であり, 社会的に見た通貨量ではない。重複計算を含んでいる

## マネタリーベースとマネーストック(3)

- 日銀の伝統的金融調節は利子率を調節して銀行による貸し出しや投資の拡大・縮小を図るもの→ゼロ金利より緩和することは困難
- 量的金融緩和は、マネタリーベースの拡大・縮小によってマネーストックの拡大・縮小ができるという見地に基づいて実行されている→これが正しいなら、ゼロ金利でも緩和できるはず
- 結果は後述

# 「量的・質的金融緩和」の経過

- 背景: デフレについての日本銀行の責任論(リフレーション派)(浜田, 2013; 岩田, 2013)の見解
  - デフレは貨幣的現象であり, 金融政策による通貨膨張で止めることができる
  - 金融緩和を十分に行っていない日銀にデフレの責任がある
  - マネタリーベース拡大とともにインフレ・ターゲットを掲げてインフレ期待を醸成すれば, デフレから脱却できる
  - 首相就任前の安倍周辺で実際に動いたリフレ派のブレイン: 本田悦朗(財務省, 現駐スイス大使), 浜田宏一(イェール大学), 高橋洋一(財務省, 現嘉悦大学), 中原伸之(日銀審議委員)(軽部(2018)第2章)
- 日銀の見地(白川方明総裁時代)(白川, 2018)
  - 金融緩和は十分に行っている
  - 日銀が直接物価を上昇させることはできない
- 安倍政権の方針: 日銀に政府と協定を結ばせる
  - インフレ・ターゲット達成は日銀の責任とする(政府ではない)
  - 目標と達成時期を明示させる
  - 妥協の末に「共同声明」(内閣府・財務省・日銀, 2013年1月22日)
    - 「日本銀行は, 物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする」

# 「異次元」の「量的・質的金融緩和」へ

- 黒田東彦総裁＋岩田規久男副総裁のリフレ路線（岩田, 2013, 2018）
- 就任直後の「量的質的緩和」（2013年）
  - インフレ・ターゲット:2年程度で\_\_\_\_\_を実現することを目標とする
  - 量的緩和:金融政策の操作目標を, 伝統的な短期金利(コールレート)からマネタリーベースの量とし, 2年で2倍とする
  - 非伝統的資産購入:長期国債, リスク資産(ETF:上場投資信託, J-REIT:不動産投資信託)を大量購入し, 2年で2倍とする
    - リスク・プレミアム縮小のため
    - 買い入れ自体は白川総裁時代(2010年)の「包括的金融緩和」から実施
  - 時間軸政策:以上を\_\_\_\_\_目標が安定的に実現するまで継続する

# 追加緩和と調整

- マイナス金利付き量的・質的金融緩和(2016年1月)
  - 「超過準備」部分を含め, 日銀当座預金を3階層に分割し, 階層ごとにプラス金利, ゼロ金利, マイナス金利
  - 日銀当座預金のうち「政策金利残高」に▲0.1%のマイナス金利を適用
- 長短金利操作付き量的・質的金融緩和(2016年9月)
  - イールドカーブ・コントロール: 長短金利差がなくならないようにする
    - 日銀当座預金の「政策金利残高」マイナス金利を継続
    - 10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう, 長期国債を買入れ
  - オーバーシュート・コミットメント
    - 生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで, マネタリーベースの拡大方針を継続する

# 新型コロナウイルス経済危機に対応した緩和策 (2020年3-4月)

- ETF, J-REITの買入れをペースを約2倍とし, それぞれ年間約12兆円, 約1,800億円とする
- 社債・CP買入れ枠拡大
- 「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」
  - 幅広い民間債務(住宅ローン等含む)を担保とした貸し付け
  - 対象金融機関の拡大(個々の信用組合, 農協など)
  - 日銀当座預金への付利による利用インセンティブ強化
- 国債購入枠(80兆円)の撤廃

# 日銀が想定したメカニズム

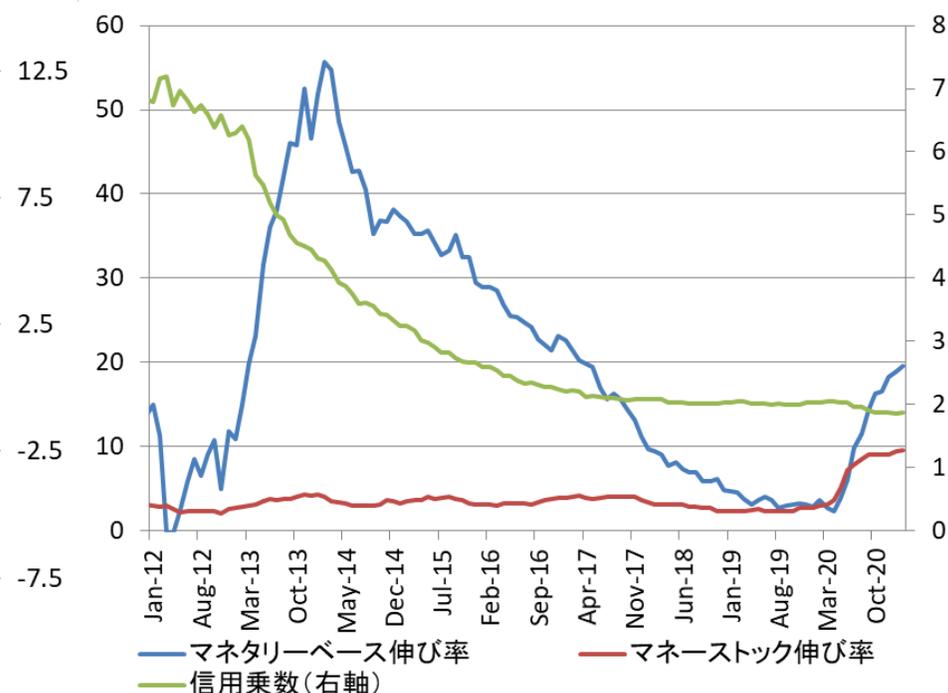
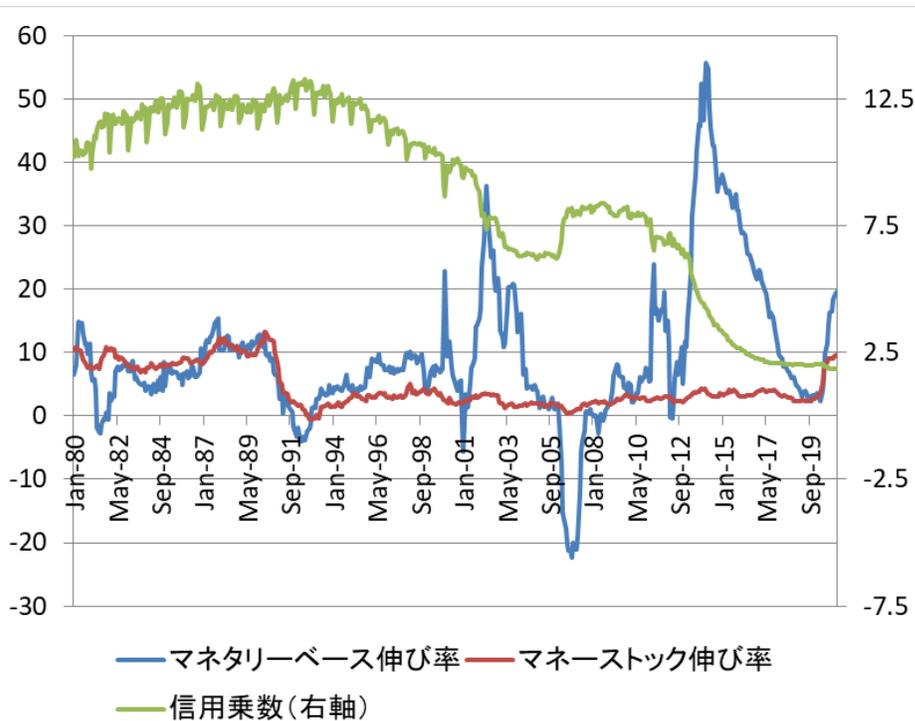
- 金利と予想物価上昇率を操作することで需要を拡大できるというリフレ派の見地をよく表現している

[\(スライドジャンプ用リンク\)](#)

# マネー供給の実績

- マネタリーベースを増やしても\_\_\_\_\_は増えなかった
  - 日銀当座預金が積み上がった([前掲スライド参照](#))
  - 信用乗数(マネーストック/マネタリーベース)が急速に低下
- コロナ危機でようやくマネーストックも増え始めた ([スライドジャンプ用リンク](#))

マネー供給の推移(1980-2021.2)と拡大図(2012-2021.2)



注: マネーストックはM2。2003年3月までマネーサプライ。

出所: 日本銀行時系列統計データ(2021年3月23日閲覧)より作成。

# 株高・円安の狙い(1)

- アベノミクス支持者は、株高・円安を目標にしていたことは明らか(軽部(2018))
  - 為替切り下げ競争と批判されるので、円安誘導は公式には言わないが
  - 実際にも右図のような因果関係を想定していた(高橋(2014))。

[\(スライドジャンプ用リンク\)](#)

出所:高橋(2014, p.105)<sup>27</sup>

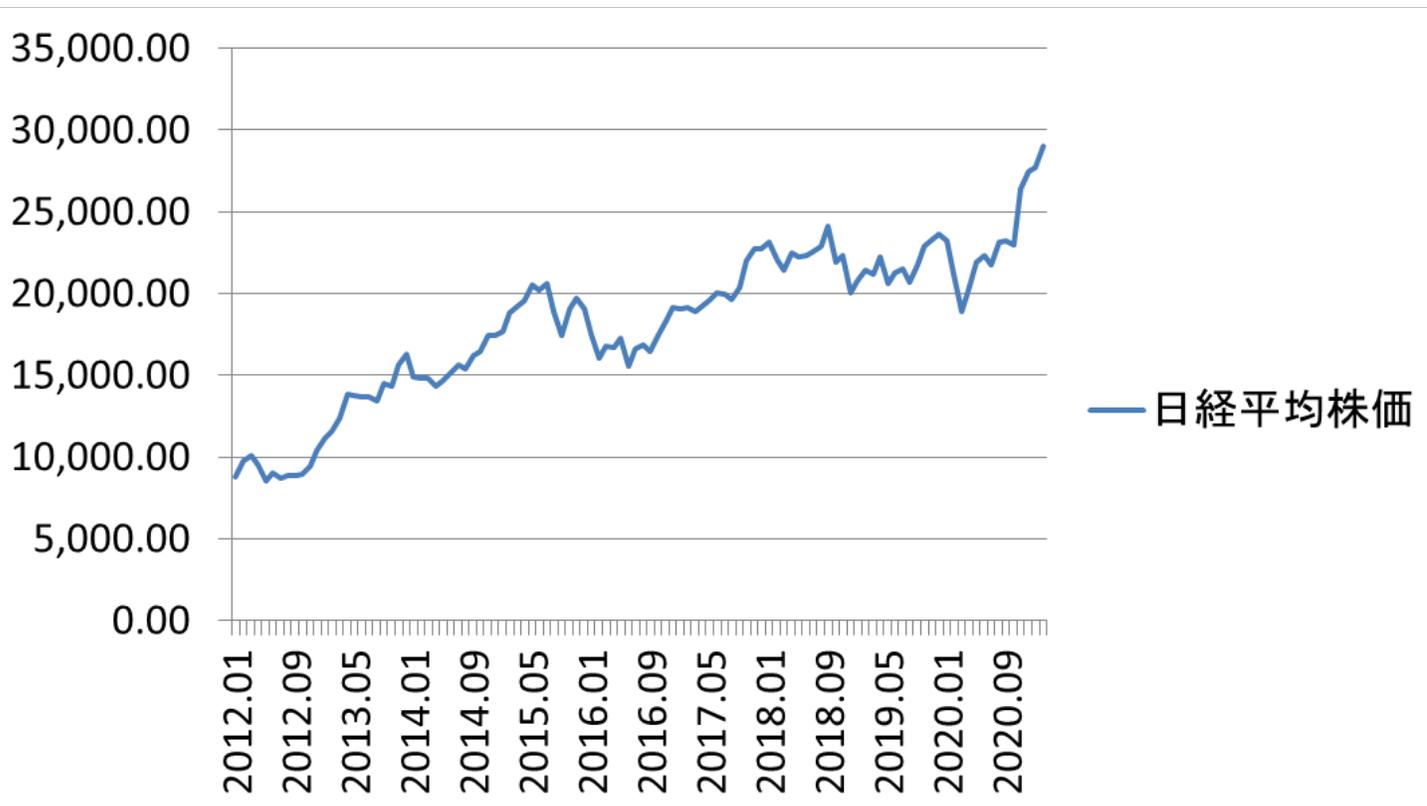
## 株高・円安の狙い(2)

- 一般論としては金融緩和は株高・円安につながりやすい
  - 低金利→資本還元により債券・株式価格上昇
    - 期待利益10円の権利 × 利子率5%→200円
    - 期待利益10円の権利 × 利子率1%→1000円
  - 国際的には金利狙いの投資は高金利の国にシフトするので円安に
  - 低金利→投資拡大期待は実物より金融資産への投資に素早く反映されるため、株高に
  - 具体的な経済事情に左右されるため、必ずこうなるわけではない

# 当初，株価上昇と円安は実現した

年平均の円ドル為替相場推移

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
円／ドル	79.79	97.6	105.94	121.04	108.79	112.17	110.42	109.01	106.77



原資料:IMF, Data(2021年3月23日  
閲覧)。

日経平均株価の推移(月次終値)

出所:日経平均プロフィール  
ヒストリカルデータより  
作成(2020年3月31日  
閲覧)。

# 株式を誰が買い，誰が売ったのか

## ● 注意

- 日銀ETFは参考。売買主体内訳では「自己取引」に含まれる(楽天証券2017年12月20日ほか)
- GPIF(年金積立金管理運用独立法人)の株式売買は「信託銀行」に含まれる

## ● 買い越したものは.....

- 2013年は海外投資家(アベノミクスに期待)
- 2014年以後は日銀と信託銀行(GPIF含む)，事業法人

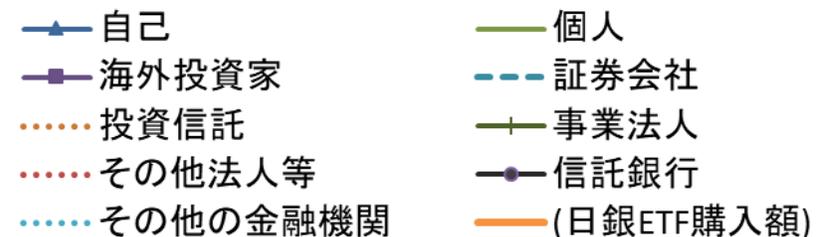
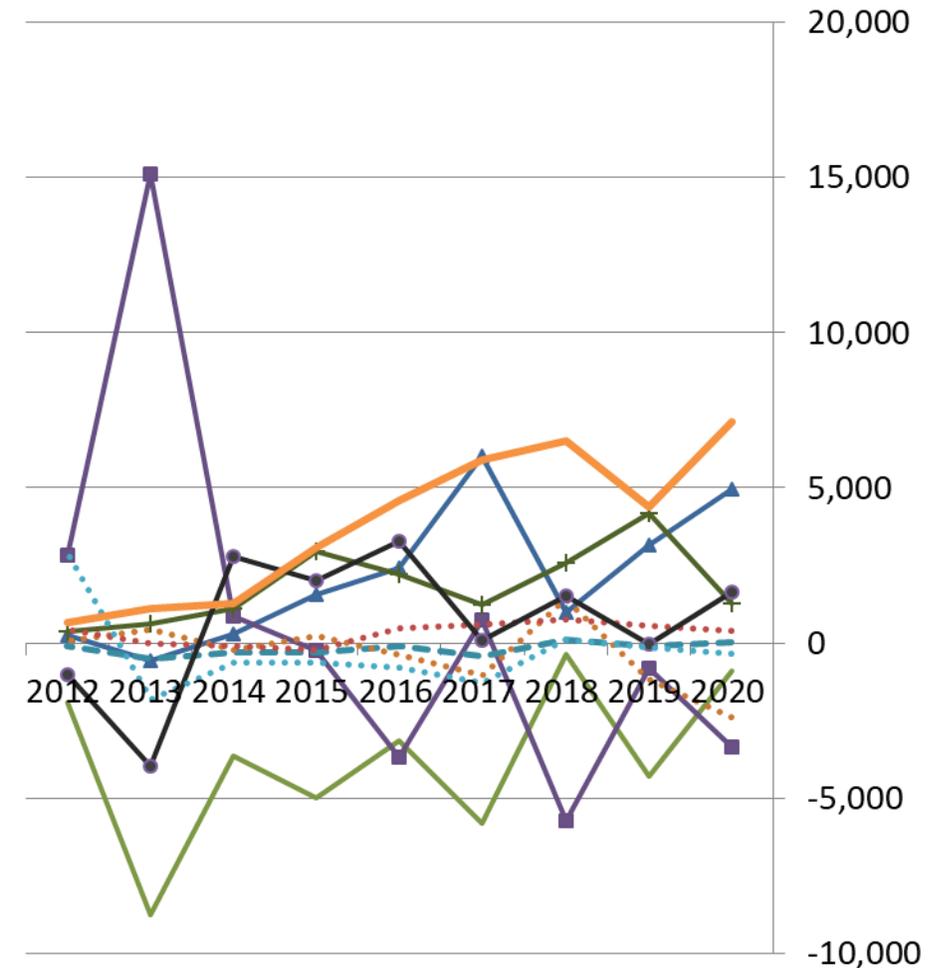
## ● 売り越したものは.....

- 個人

注:単位は10億円。

出所:日本取引所グループ「投資部門別株式売買状況」および日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果」より作成(いずれも2021年3月23日閲覧)。

投資部門別株式売買状況推移(単位:10億円)



# GPIF改革と株価(1)

- 旧「第3の矢」の1つ
- GPIFは厚生年金・国民年金の積立金を一元的に管理・運用している。厚生労働省管轄
- 安倍内閣の下, 運用成績改善を求めてポートフォリオを変更。

— 高齢社会への対応

出所: 明石(2017, p.123)及びGPIFウェブサイト。

## GPIFの基本ポートフォリオ構成

	国内債券	国内株式	海外債券	海外株式	短期資産
2006年第1期中期計画	67%	11%	8%	9%	5%
2013年6月改訂	60%	12%	11%	12%	5%
2014年10月改訂	35%	25%	15%	25%	-
2020年4月改訂	25%	25%	25%	25%	-

## GPIF改革と株価(2)

- 2017年3月末時点で、上場企業の半数以上にあたるほぼ2000社で、保有比率が上位10以内の大株主に
- 資産のうち国内株式が45兆2732億円(2020年12月末)
- 日銀のETF購入とともに株式市場に影響があると言われる
- 発足以来収益を上げているが、2015年度、2019年度は赤字

出所:GPIFウェブサイト(2021年3月23日閲覧)。

# 株価上昇の意味

- 2013年は海外投資家がアベノミクスに期待し、その後引き上げた
- 2014年以後事業法人が自社株買い
  - 株主への利益還元
- 2014年以後は公的機関買い支えの要因が加わる
  - 日銀のETF購入
  - GPIFの買い向かい
- 個人投資家は売り向かっている
  - 個人への資産効果は期待できない
- 無理のある官製相場であることは否めない

# 日銀のETF購入は金融政策を逸脱

- 日銀は民間企業株主の立場にふさわしくない
  - 日銀は\_\_\_\_\_を負って運用益を追求する主体ではなく、運用損益も厳しく問題にされない(原田, 2016)。
  - 自己の利益を追求するわけにも、自己の利益に反して企業を支援するわけにもいかない。ではどういう立場なのか？
- 事実上の財政政策なのに国会のコントロールが効かない
  - 債権者は「貸した金を返せ。金利を払え」という姿勢でよいが、株主は、特定企業の成長にコミットせざるを得ない
  - たとえ上場企業の構成を反映するETFであっても、上場企業のみコミットしており、上場企業優遇策である
- 価格形成のゆがみ。上場大企業の救済による産業構造転換の遅れ

# 円安効果の一般的説明

- 輸出入への影響
  - 輸入: 価格上昇 → 輸入数量減少
  - 輸出: 以下の中間のどこか
    - 円建価格固定。ドル建て価格下落。輸出数量増加
    - 円建価格上昇。ドル建て価格維持。輸出数量一定
- 貿易収支への影響
  - 当初は赤字方向に, やがて黒字方向に作用
- 企業業績への影響
  - 輸出企業には黒字方向に作用
  - 輸入品の販売やオフショア・アウトソーシング(サービスの海外外注・輸入)に依存する企業には赤字方向に作用
- 物価の上昇

# 2013-2014年円安の実際の効果

- 円建輸出価格の引き上げ
- 輸出数量の伸びが小さい
- 貿易収支へのプラス効果が大きい
- 企業業績の向上
  - 輸出産業の影響力
- 物価上昇

# 輸出製品の高付加価値化

- 高付加価値指数 =  $\frac{\text{輸出価格指数}}{\text{輸出物価指数}}$ 
  - 輸出物価指数は品質一定の製品の価格変化をとらえている
- 日本産業の高付加価値志向
  - 価格競争では多少円安でも新興国製品に勝てない、製品差別化で勝負
- 2015年までは、円安 → 企業業績の好転、という関係は実現できた

## 2- (3) 財政政策

# 安倍政権の経済対策と財政運営方針

- 日本経済再生に向けた緊急経済対策(2013年1月11日)
- 好循環実現のための経済対策(2013年12月5日)
- 地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策(2014年12月27日)
- 未来への投資を実現する経済対策(2016年8月2日)
- 安心と成長の未来を拓く総合経済対策(2019年12月5日)
- コロナ危機以前の内閣府「骨太方針」(2017年6月9日→2019年6月21日)
  - 2020年度の \_\_\_\_\_ 目標(=プライマリーバランス黒字化)の達成→2025年度に
- 歳入強化:消費税引き上げ
  - 5%→2014年4月8%→2019年10月10%(軽減税率あり)

# コロナ危機以前の経済対策

- 日本経済再生に向けた緊急経済対策(2013年)(財政支出10.3兆円)
  - 東日本大震災復興, 成長刺激
- 好循環実現のための経済対策(2013年)(5.5兆円)
  - 復興, 国土強靱化, 競争力強化
- 地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策(2014年)(3.5兆円)
  - 消費税増税悪影響緩和
- 未来への投資を実現する経済対策(2016年)(13.5兆円)
  - 「新3本の矢」対応の保育・介護の受け皿整備, 給付型奨学金など
- 安心と成長の未来を拓く総合経済対策(2019年12月)(13.2兆円)
  - 災害対策, 景気の下振れ対応, Society5.0
  - 新型コロナ危機で, 次の対策に吸収される

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策(2020年4月7日決定, 4月20日変更)(1)

- 新型コロナ危機対応
- 一度閣議決定した政策を変更。給付金を, 世帯主の月間収入が減少した世帯に30万円からすべての個人への10万円に変更

出所: 内閣府ウェブサイト(2020年5月4日閲覧)。

## 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策

～国民の命と生活を守り抜き、経済再生へ～

令和2年4月7日 閣議決定  
※同年4月20日 変更の閣議決定

### 経済の現状認識と経済対策の考え方

- 新型コロナウイルス感染症は内外経済に甚大な影響。世界経済は、戦後最大とも言うべき危機に直面。我が国経済は、感染症拡大の影響により大幅に下押し、国難ともいうべき厳しい状況。先行きも、厳しい状況が続くと見込まれ、内外経済をさらに下押しするリスクに十分注意。
- 「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」に加えて、新たに補正予算を編成し、前例にとらわれることなく、財政・金融・税制といったあらゆる政策手段を総動員することにより、思い切った規模の本経済対策を策定し、可及的速やかに実行に移す必要。
- 第一は、感染症拡大の収束に目途がつくまでの「緊急支援フェーズ」、第二は、収束後の反転攻勢に向けた需要喚起と社会変革の推進を図る「V字回復フェーズ」。時間軸を十分意識しながら、緊急事態宣言下での本経済対策の各施策を戦略的に実行。国民の命と健康と生活を守り抜くとの重大な決意で、感染症の影響をしのぎ、その後の経済のV字回復につなげ、日本経済を持続的な成長軌道へ戻すことを確実に成し遂げる。
- 引き続き、内外における事態の収束までの期間と拡がり、経済や国民生活への影響を注意深く見極めるとともに、各方面からの要望を踏まえ、必要に応じて、時機を逸することなく臨機応変かつ果敢に対応。

### 緊急支援フェーズ

事態の早期収束に強力に取り組むとともに、その後の力強い回復の基盤を築くためにも、雇用と事業と生活を守り抜く段階

#### I. 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発

1. マスク・消毒液等の確保
2. 検査体制の強化と感染の早期発見
3. 医療提供体制の強化
4. 治療薬・ワクチンの開発加速
5. 帰国者等の受入れ体制の強化
6. 情報発信の充実
7. 感染国等への緊急支援に対する拠出等の国際協力
8. 学校の臨時休業等を円滑に進めるための環境整備

#### II. 雇用の維持と事業の継続

1. 雇用の維持
2. 資金繰り対策
3. 事業継続に困っている中小・小規模事業者等への支援
4. 生活に困っている人々への支援
5. 税制措置

⇒本経済対策の全ての事項についての対応として、地方公共団体が地域の実情に応じてきめ細やかに必要な事業を実施できるよう、「新型コロナウイルス感染症対応地方創生臨時交付金(仮称)」を創設。

### 本対策の規模

	総合経済対策 <sup>1</sup>	緊急対応策 第1弾・第2弾 <sup>2</sup>	新たな追加分	合計
財政支出	9.8兆円程度	0.5兆円程度	38.1兆円程度	48.4兆円程度
事業規模	19.8兆円程度	2.1兆円程度	95.2兆円程度	117.1兆円程度

(注1)「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」(令和元年12月5日閣議決定)のうち、今後効果が発現すると見込まれるもの。

(注2)「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策」の第1弾(令和2年2月13日新型コロナウイルス感染症対策本部決定)及び第2弾(令和2年3月10日新型コロナウイルス感染症対策本部決定)に係るもの。

### V字回復フェーズ

観光・運輸、飲食、イベントなど大幅に落ち込んだ消費の喚起と、デジタル化・リモート化など未来を先取りした投資の喚起の両面から反転攻勢策を講じる段階

#### III. 次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復

1. 観光・運輸業、飲食業、イベント・エンターテインメント事業等に対する支援
2. 地域経済の活性化

#### IV. 強靱な経済構造の構築

1. サプライチェーン改革
2. 海外展開企業の事業の円滑化、農林水産物・食品の輸出力の維持・強化及び国内供給力の強化支援
3. リモート化等によるデジタル・トランスフォーメーションの加速
4. 公共投資の早期執行等

#### V. 今後への備え: 新たな予備費の創設

### 本対策の効果(4月24日内閣府公表)

- 支出が直接的にGDPを下支え・押し上げる効果は、実質GDP換算で4.4%程度
- 資金繰り支援や納税猶予等は、事業の継続・雇用の維持を強力に支えるセーフティネット効果

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策(2): 緊急支援フェーズの内容

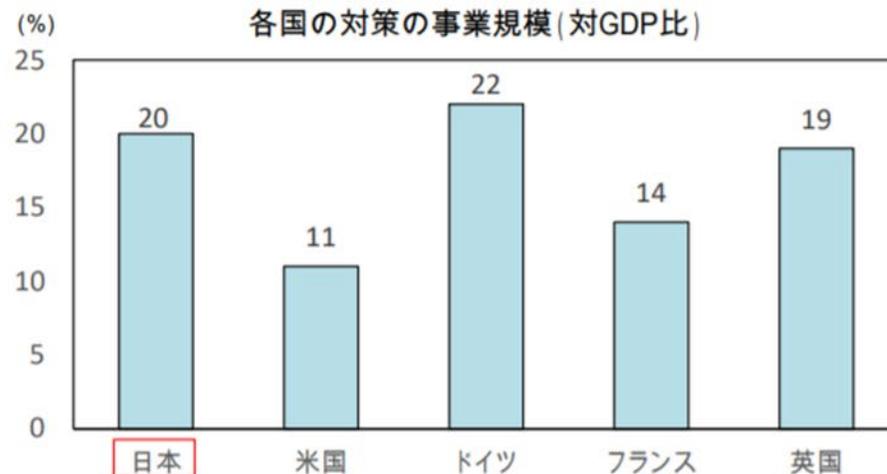
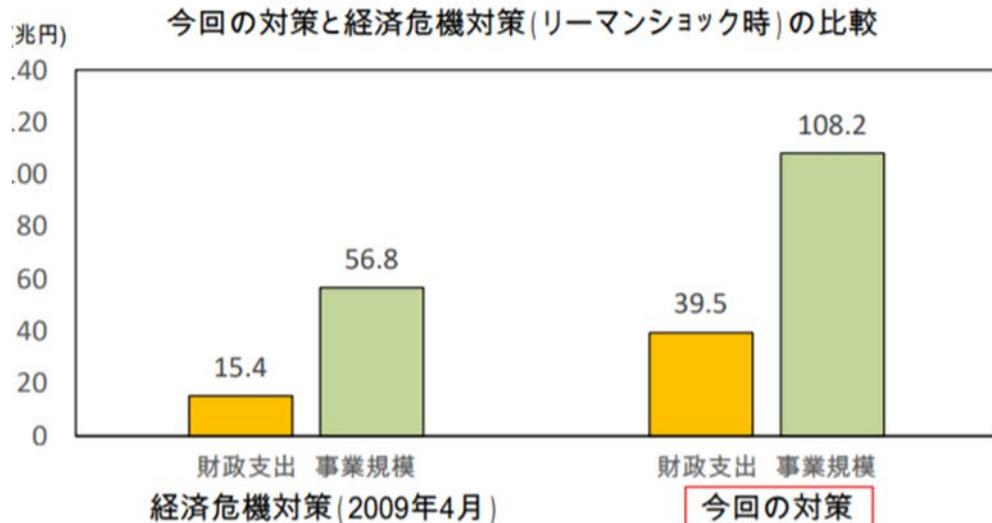
- 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発
  - マスク・消毒液確保(アベノマスク含む), 検査体制強化, 医療提供体制強化, 治療薬・ワクチン開発, 帰国者受け入れ, 学校臨時休校
- 雇用の維持と事業の継続
  - 雇用の維持: 雇用調整助成金の特例措置拡大
    - 事業主が, 労働者に対して一時的に休業, 教育訓練又は出向を行い, 労働者の雇用を維持した場合に, 休業手当, 賃金等の一部を助成する制度
    - 助成率を中小企業は5分の4, 大企業は3分の2に引き上げ(→後に中小企業10分の10, 大企業4分の3から10分の10に引き上げ)。非正規労働者も対象
  - 資金繰り対策
    - 中小企業向けに日本政策金融公庫等による実質無利子・無担保貸し付け。借り換え
    - 中堅・大企業向けに日本政策投資銀行および商工組合中央金庫から危機対応融資
  - 事業継続対策
    - 中堅・中小企業(上限200万円), 個人事業主(上限100万円)にたいする持続化給付金
    - テナント賃料支払い猶予(要請のみ)
  - 生活支援策
    - すべての個人に10万円給付(特別定額給付金)

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策(3):V字 回復フェーズの内容

- 官民を挙げた経済活動の回復
  - 観光・運輸業, 飲食業, イベント・エンターテインメント事業支援
    - Go Toキャンペーン。消費者への割引・ポイント・クーポン券付与
  - 地域経済活性化
    - 農業, 水産業, 文化芸術・スポーツ, 飲食店換気設備, ホストタウン.....
- 強靱な経済構造の構築
  - サプライチェーン改革: 国内回帰支援, 多元化
  - 海外展開企業の事業円滑化, 農林水産物・食品輸出支援
  - テレワーク, 遠隔授業支援

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策 (4): 対策の規模

- 事業規模117.1兆円はリーマンショック時を上回り他国とも遜色ない。コロナ危機でようやく積極的財政政策に転換した
- ただし財政支出は48.4兆円であり、前の「総合経済対策」でこれから効果が出ると予想される分9.8兆円も含めている(水増し)



(注) 各国公表資料により作成。ドイツは別途、政策金融機関に対する保証枠拡大を実施。各国のGDPは2019年(暦年ベース)の数値。

「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策の経済効果試算」, 2020年4月15日, 内閣府。

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策 (5): 対策の構成

	事業規模	財政支出	うち 国・地 方の 歳出	うち財 政投 融資
<b>緊急支援フェーズ</b>				
I. 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発	2.5	2.5	2.5	-
II. 雇用の維持と事業の継続	88.8	30.8	21.1	9.7
<b>V字回復フェーズ</b>				
III. 次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復	8.5	3.3	2.8	0.5
IV. 強靱な経済構造の構築	15.7	10.2	8.0	2.3
V. 今後への備え	1.5	1.5	1.5	-
<b>合計</b>	<b>117.1</b>	<b>48.4</b>	<b>35.8</b>	<b>12.5</b>

- 支出の中心は雇用の維持・事業継続
- 次に多いのは経済構造強靱化
- 医療・保健対策は十分だったか

出所:「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策: 国民の命と生活を守り抜き、経済再生へ」2020年4月20日閣議決定。

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策

## (6): 財源としての赤字国債

- 2020年度+補正予算歳出128.3兆円(過去最高), 新規国債発行額58.2兆円
- 赤字抑制から一気拡大へ
- 2018年度33.7兆円
- 2019年度32.7兆円
- 2020年度予算32.6兆円
- 補正予算25.6兆円(歳入全額)

出所:『河北新報』2020年5月4日。

→赤字抑制から積極的支出に転換

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策

## (7) : 実施状況(家計向け)

- 特別定額給付金が圧倒的に大きい
- 雇用調整助成金は計画以上に使用され財源問題に
- 休業支援金・給付金が有効に支出されてない
- Go Toキャンペーンは執行残あり(無理があったとみるべき)

	財源	2月確認時点	備考
特別定額給付金	12.88兆円	同左	給付額。給付額の予算は12.73兆円。
緊急小口資金等	7594億円	6030億円(79.4%)	決定額。※3次補正で4199億円措置
ひとり親世帯臨時特別給付金	2102億円	1499億円(71.3%)	決定額(12月末時点)。12/11に予備費737億円追加
子育て世帯臨時特別給付金	1654億円	1473億円(89.1%)	給付額(11月確認時は7月末時点、2月確認時は9月末時点)
住居確保給付金	319億円	258億円	決定額(1月末時点)。財源は国費のみ記載。実績は、2年度当初予算(227億円の内数)からの交付並びに地方負担分を含む。
雇用調整助成金等	2.2兆円	2.8兆円	決定額。財源には特会内の流用は含まず。※3次補正で1.5兆円追加
休業支援金・給付金	5442億円	725億円(13.3%)	決定額
小学校休業等対応助成金等	1719億円	487億円(28.3%)	決定額。うち助成金(雇用者向け)は435億円、支援金(フリーランス向け)は52億円
Go Toトラベル	1.7兆円	5437億円(32.6%)	支払額。12/11に予備費3119億円追加 ※未精算分等あわせると1兆円程度使用。3次補正で1兆円追加
Go To イート	2003億円	1183億円(59.1%)	支払額(1月末時点)。※3次補正で515億円追加
マイナポイント活用策	2499億円	694億円(27.8%)	決定額。※3次補正で250億円追加

出所:内閣府「経済対策の実施状況」(2021年2月24日)より作成。

# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策

## (8): 実施状況(事業者向け)

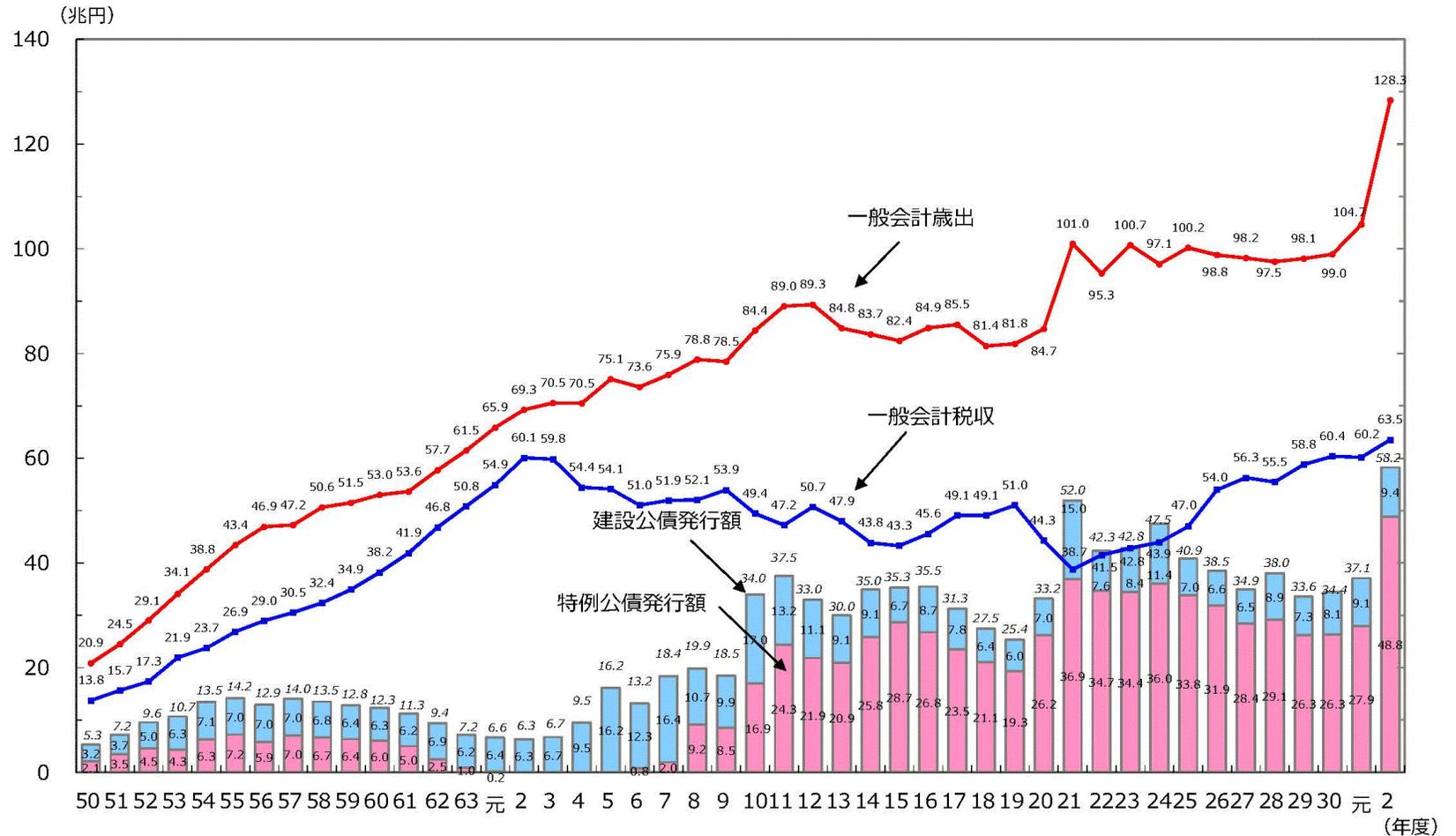
- 持続化給付金が圧倒的に大きい
- その他, かつてない規模の事業支援

	財源	2月確認時点	備考
持続化給付金	5.7兆円	5.5兆円(96.3%)	給付額。12月末までに家賃支援給付金から持続化給付金に約0.5兆円, 1月に家賃支援給付金から一時支援金に約0.3兆円流用。2月15日受付終了。
家賃支援給付金	1.2兆円	8600億円(71.7%)	
J-LODlive補助金	878億円	664億円(75.6%)	決定額。※3次補正で401億円措置
文化芸術・スポーツ活動継続支援	509億円	383億円(75.2%)	決定額。※3次補正でコロナ禍における文化芸術活動支援370億円, ポストコロナに向けた全国規模のスポーツイベント等開催支援55億円措置。
地域公共交通感染拡大防止対策	138億円	134億円(97.1%)	交付額。※3次補正で地域公共交通活性化・継続150億円を措置
実質無利子・無担保融資等	事業規模 99兆円	41.9兆円(42.4%)	承諾額(1月末時点)。実績は融資+信用保証。 ※3次補正後事業規模110兆円
中小企業生産性革命推進事業(コロナ特例)	1700億円	1274億円(74.9%)	決定額 ※3次補正で2300億円措置
サプライチェーン強靱化事業	3295億円	3283億円(99.6%)	決定額。国内投資, 海外多元化の合計。 ※3次補正で約2225億円措置
高度無線環境整備推進事業	532億円	463億円(87.0%)	決定額
国産農林水産物等販売促進緊急対策事業	1368億円	794億円(58.0%)	決定額。 ※3次補正で販路多様化対策に250億円措置
農林漁業者の経営継続補助金	641億円	604億円(94.2%)	決定額。※3次補正で571億円措置

出所: 内閣府「経済対策の実施状況」(2021年2月24日)より作成。

# 財政赤字(政府債務)の縮小から再拡大へ(1)

- コロナ危機まで、安倍政権は歳出を抑制してきた
- 金融は超緩和、財政はやや引き締め
  - 赤字は続くが各年度の赤字幅は縮小



出所:財務省ウェブサイト

([https://www.mof.go.jp/tax\\_policy/summary/condition/a02.htm](https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/a02.htm)) (2021年 3月30日閲覧)。



## 2-4) アベノミクスとコロナ対策の諸結果

# 経済成長率の推移

- 名目3%は達成されていない
  - GDP算出基準の変更で2015年が上ブレしている
    - 2008SNAに対応。各種概念，定義，推計手法上の変更
    - 変更により1994年度から再計算されたが，2015年度は最大幅で上方修正されている
- コロナ前でも，実質2%を達成したのは2013年のみ

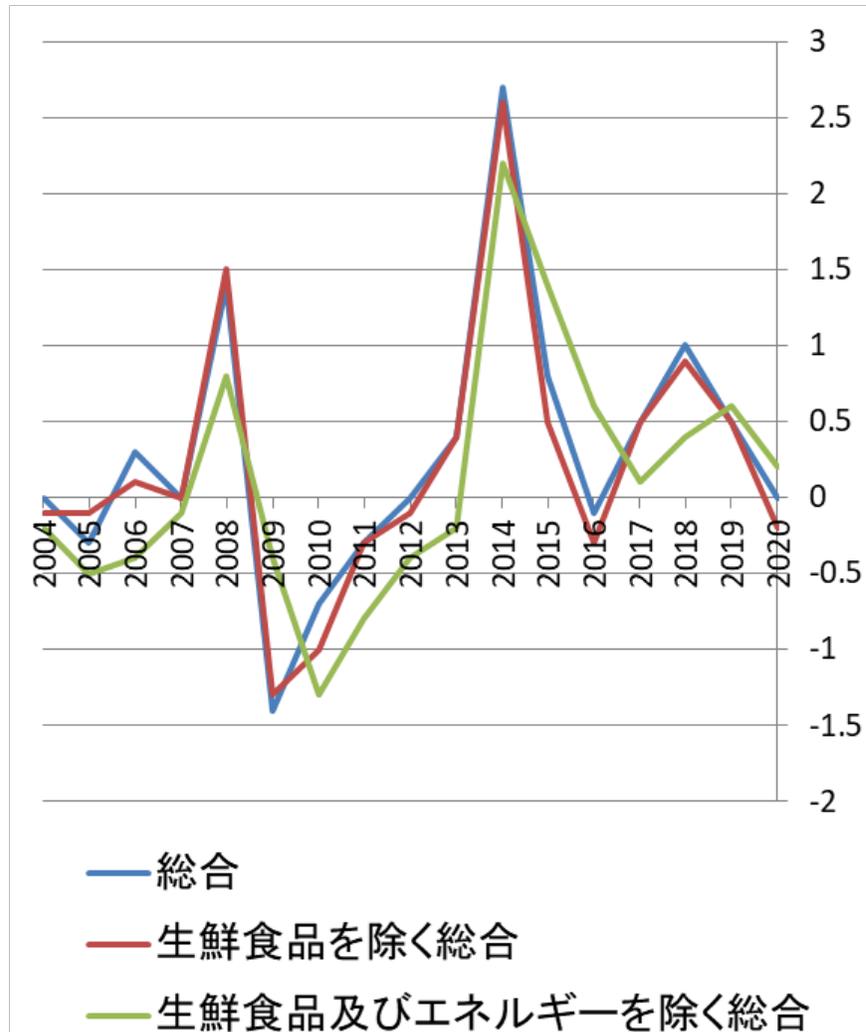
GDP成長率の推移

暦年	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
名目 GDP	-6.2	2.1	-1.6	0.6	1.6	2	3.7	1.2	1.6	0.6	0.9	-4
実質 GDP	-5.7	4.1	0	1.4	2	0.3	1.6	0.8	1.7	0.6	0.3	-4.8

# 物価上昇率実績

- 物価の下落は止まった。デフレではなくなった
- 物価上昇率は年平均2%には遠く及ばない
  - 2014年は消費税増税分による物価上昇率が2%含まれている

2015年基準消費者物価指数(前年比)推移

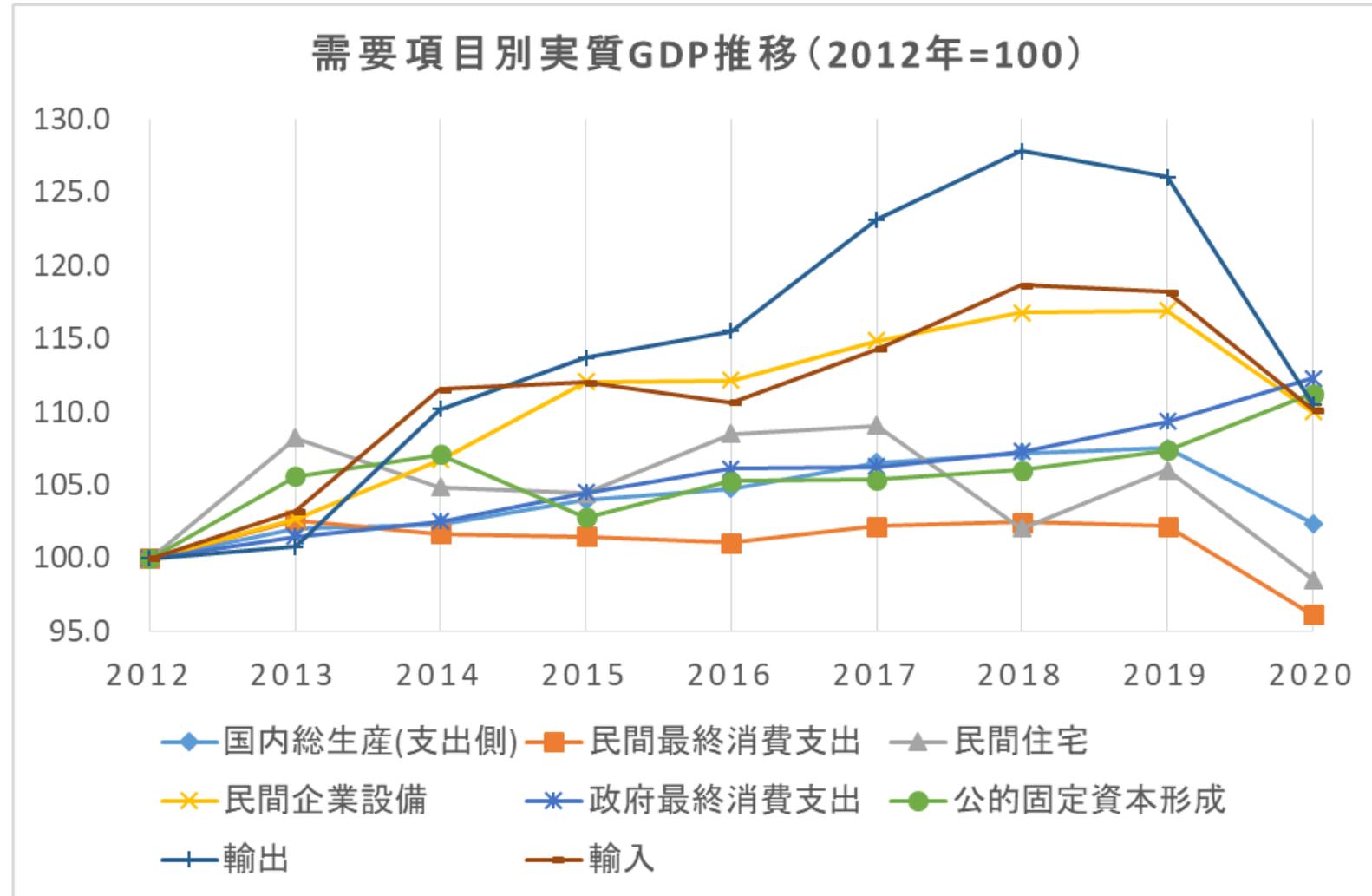


注：横軸は暦年。  
出所：総務省統計局「消費者物価指数年報」2021年3月26日より作成。

# 何が成長し、何が停滞したか(1)

- アベノミクス下の低成長は輸出と設備投資が主導
- 2012-2019年平均伸び率
  - 民間最終消費0.3%
  - 民間企業設備投資2.3%
  - 政府最終消費支出1.3%
  - 公的固定資本形成1.0%
  - 輸出3.4%

スライドジャンプ用

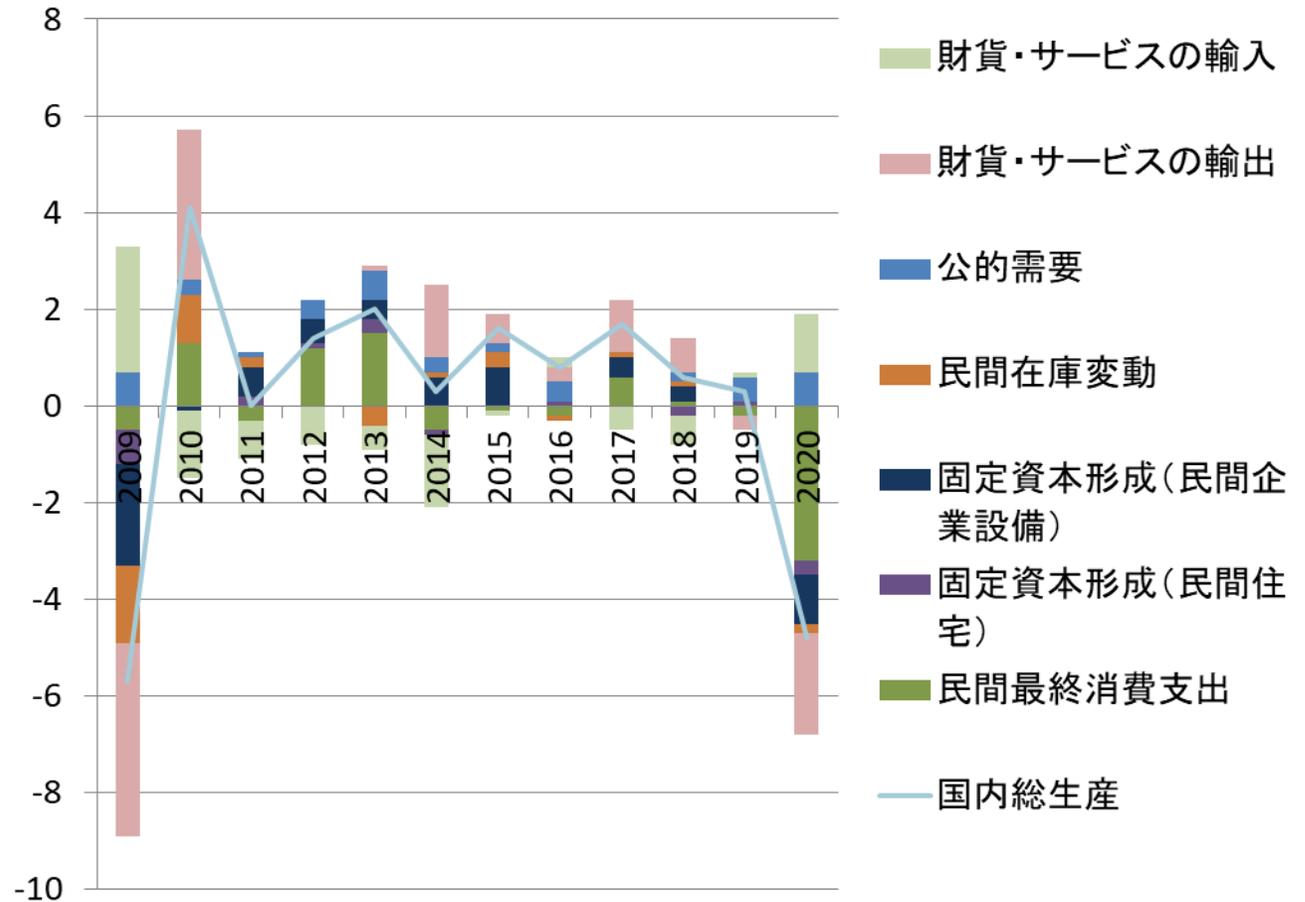


出所:内閣府「国民経済計算」(四半期別GDP速報)(2021年5月11日閲覧)より作成。

# 何が成長し、何が停滞したか(2)

- アベノミクス期最大の寄与要因は輸出(2013-2019年平均0.6%ポイント。以下単位同じ)
- 続いて設備投資(同上0.4)
- 民間消費は停滞したまま(同上0.2)
  - 消費税増税前の駆け込み需要(2013年度)とその後の落ち込みで相殺
- 公的需要の寄与は2013年度以外は小さい(同上0.3)
- コロナ危機のマイナス寄与度は消費(-3.2), 輸出(-2.1), 設備投資(-1.0)の順に大きい。公的需要(0.7)で相殺するも、その寄与度は小さい

実質GDP需要項目別成長寄与率

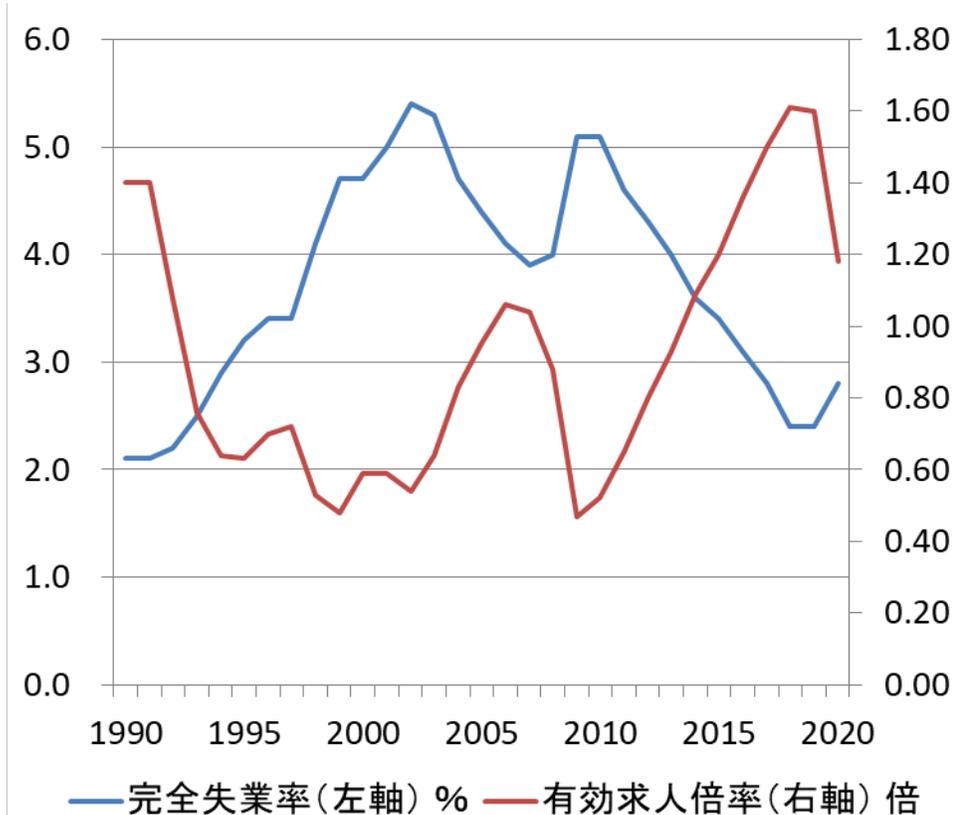


年度統計。単位は%。

出所:内閣府「国民経済計算」(2021年5月13日閲覧)より作成。55

# 雇用の変化

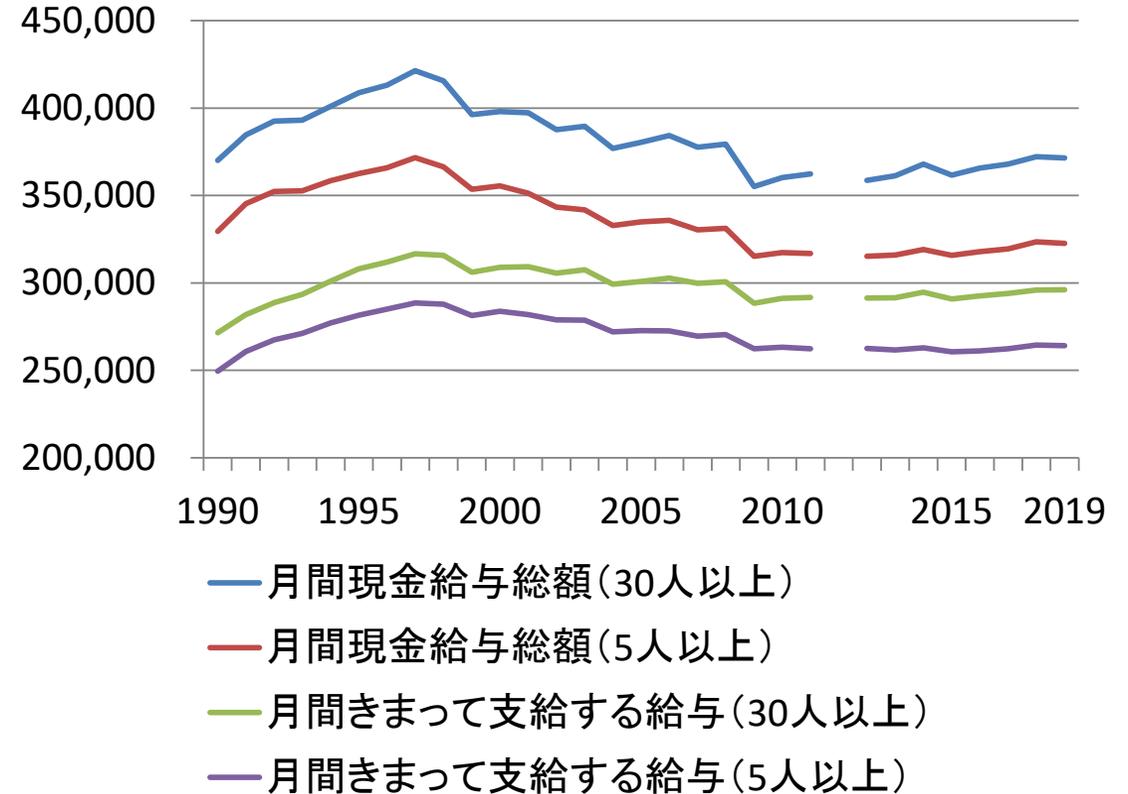
- 失業率は下がり、有効求人倍率は上がった。コロナ危機で変調
  - 人口減で求職者が構造的に減少していることが大きい(金子, 2019)
- 賃金が上がらない。とくに小規模企業



有効求人倍率は新卒除きパート含む。

原資料:総務省「労働力調査」と厚労省「一般職業紹介状況」。

出所:労働政策研究・研修機構「統計情報」(2021年5月13日閲覧)より作成。



注:人数は事業所規模。単位は円。統計不正を補正するための再集計が2012年以後のみ行われている。そのため、2011年までと2012年以後はデータが連続しない。

原資料:厚労省「毎月勤労統計調査」。

出所:労働政策研究・研修機構「統計情報」(2020年5月8日閲覧)より作成。

# アベノミクス下での人手不足の発生

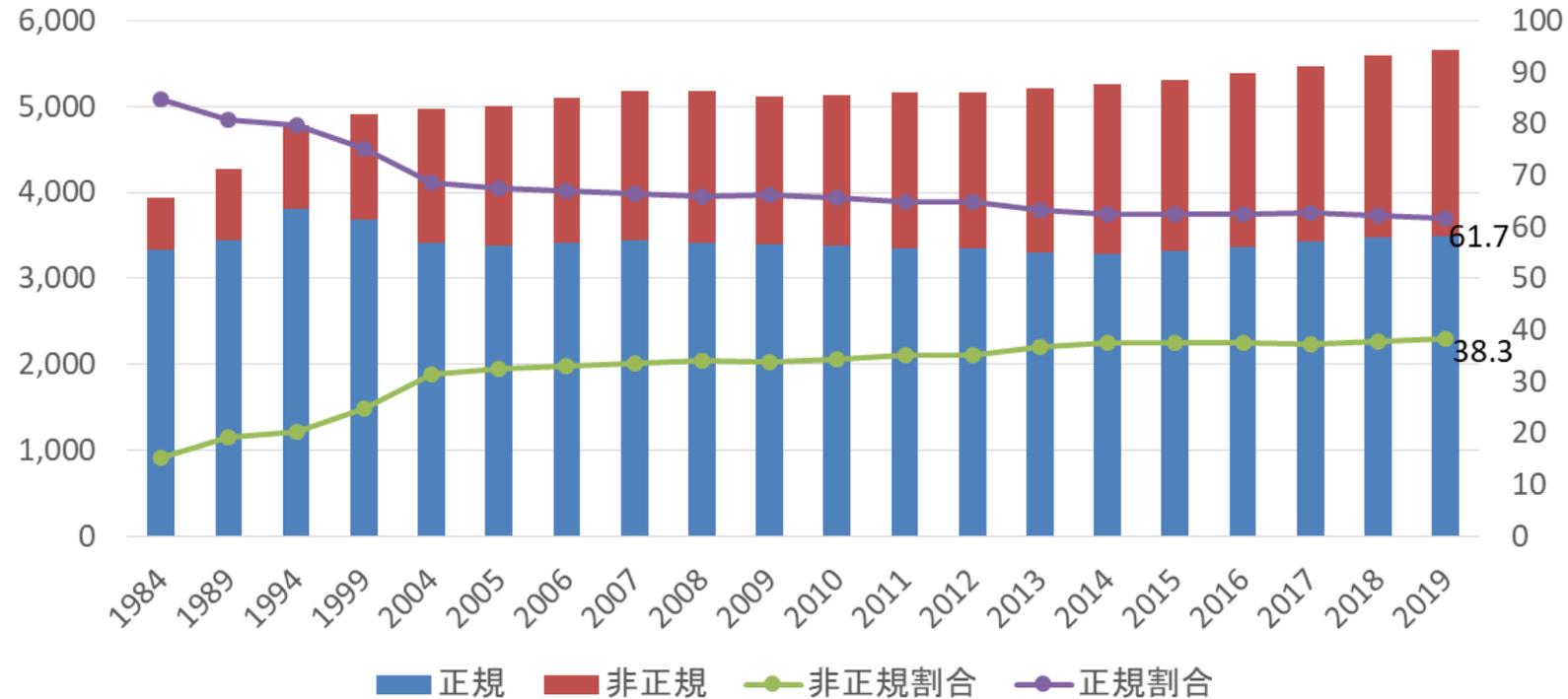
- 「全部雇用」にはなっていた
  - 統計上のGDPギャップが解消したこと([第Ⅲ章スライド](#))と符号
- しかし、賃金や物価が上がらなかった
  - 「完全雇用」ではない

# 非正規労働者比率の拡大

- 雇用が増えているのが非正規労働者であるため、1人当たり賃金が上がりにくくなっている可能性がある

出所:『厚生労働白書』  
2019年版資料編より作成。

雇用形態別労働者数推移



資料出所:平成11年までは総務省「労働力調査(特別調査)」(2月調査)長期時系列表9、平成16年以降は総務省「労働力調査(詳細集計)」(年平均)長期時系列表10  
 (注)1. 平成17年から平成21年までの数値は、平成22年国勢調査の確定人口に基づく推計人口の切替による遡及集計した数値(割合は除く)。 2. 平成22年から平成28年までの数値は、平成27年国勢調査の確定人口に基づく推計人口(新基準)の切替による遡及集計した数値(割合は除く)。 3. 平成23年の数値、割合は、被災3県の補完推計値を用いて計算した値(平成27年国勢調査基準)。 4. 雇用形態の区分は、勤め先での「呼称」によるもの。 5. 正規雇用労働者:勤め先での呼称が「正規の職員・従業員」である者。 6. 非正規雇用労働者:勤め先での呼称が「パート」「アルバイト」「労働者派遣事業所の派遣社員」「契約社員」「嘱託」「その他」である者。 7. 割合は、正規雇用労働者と非正規雇用労働者の合計に占める割合。

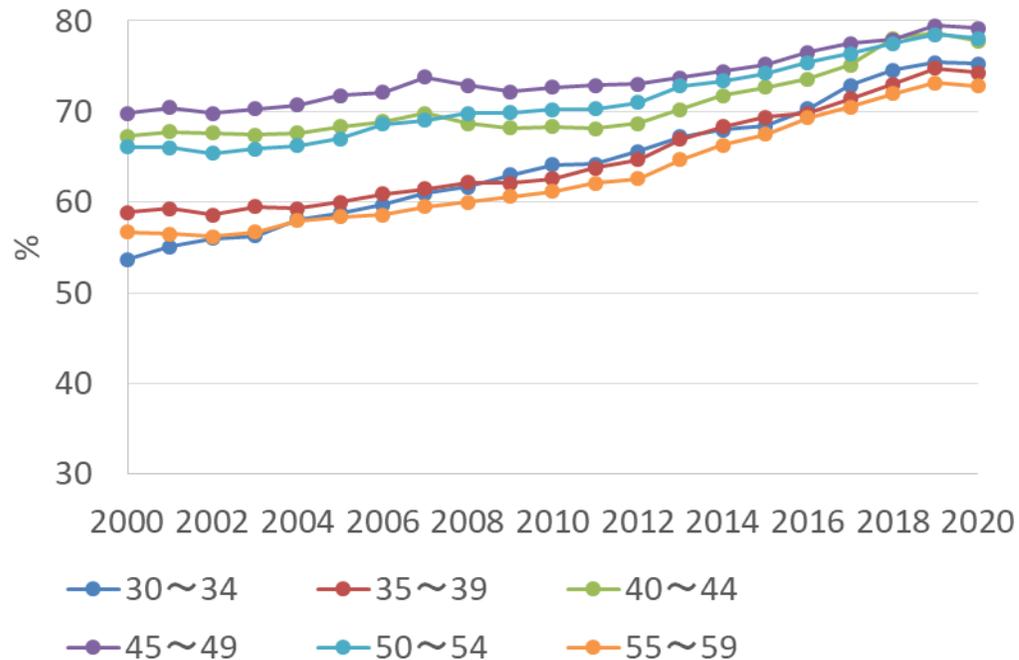
# パート比率上昇の賃上げ抑制効果

- 2015年までは、パート労働者比率の上昇が、所定内給与(国全体の総額)抑制に強く作用していた。
- 2016年以後、所定内給与が上がり始めるが、その要因は一般労働者の賃上げ
- パートの1人当たり\_\_\_\_\_  
は一般労働者より高いのだが  
(日本銀行, 2019, p. 23), 1人当たり絶対額が低いので、社会全体の所定内給与総額への影響が小さい

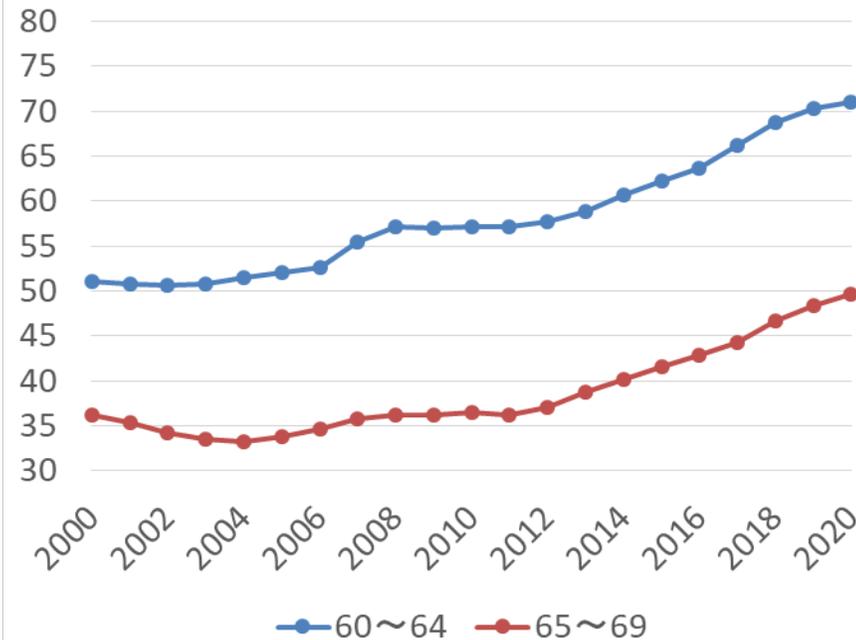
# 多数の女性と高齢者が労働市場に参入

- 非正規として雇われる割合が高い（Ⅵ章で詳細に述べる）
- 2019年まで実は需要超過ではなく、まだ労働供給量も賃金も伸びる余地があった＝**縁辺労働力の拡大による「\_\_\_\_\_」**であった（[Ⅲ章スライド24参照](#)）
  - 「労働力人口」にカウントされていない高齢者，女性が潜在的供給源

30-59歳女性就業率



高齢者就業率(男女)



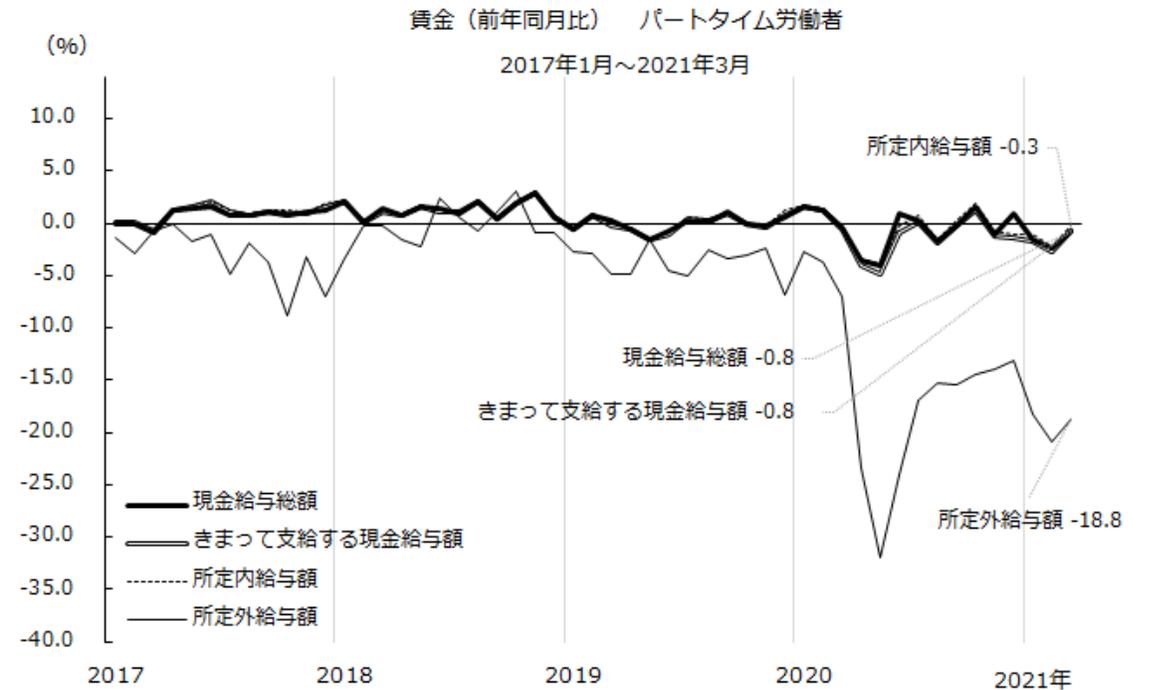
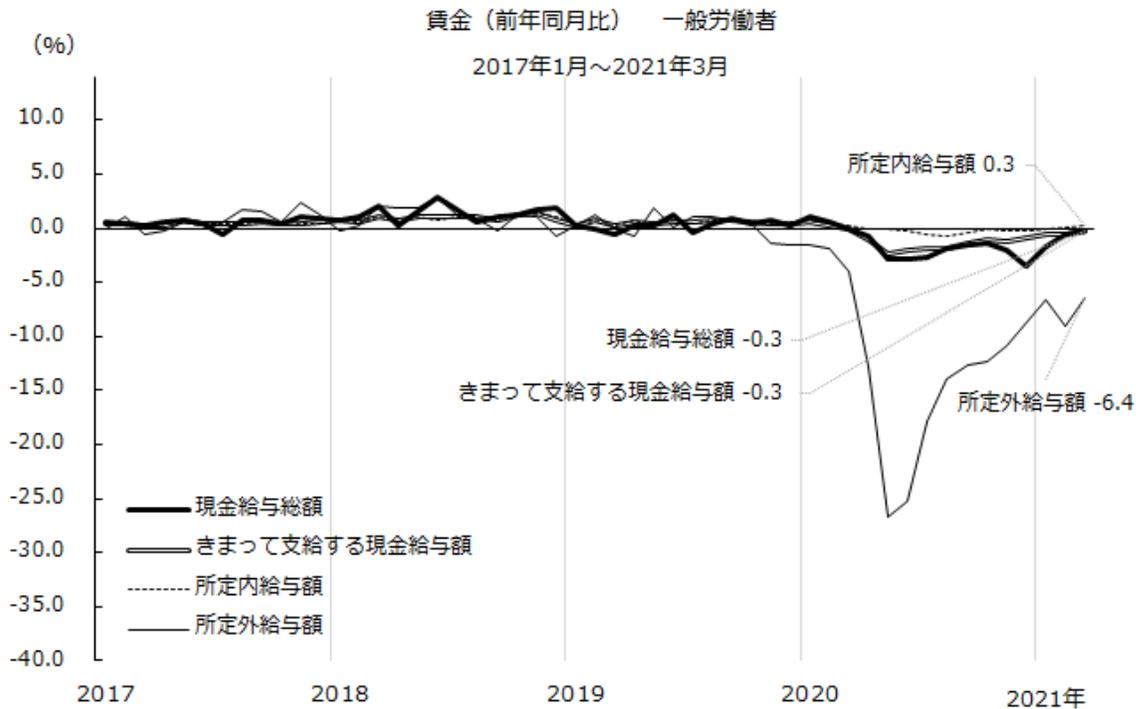
出所：総務省『労働力調査』より作成。

# コロナ危機下の2020年の雇用

- 失業（総務省「労働力調査」。以下このスライドは同じ）
  - 完全失業者は191万人（前年比+29万人。11年ぶり増加）
  - 完全失業率2.8%(+0.4%)
  - しかし、問題は失業だけではない
- 休業→その背後には就業時間圧縮も
  - 休業者は256万人（前年比+80万人）
    - 増加分のうち女性非正規29万，女性正規10万，男性正規13万，男性非正規13万
- 非労働力人口
  - 7万人増加（8年ぶり）
- 雇用は急減していないが，十分に就業できていない人が増えている

# コロナ危機下の賃金

- 賃金の停滞。所定外給与額の激しい下落



注1 2019年6月分から「500人以上規模の事業所」について全数調査による値。

注2 2012年～2017年は東京都の「500人以上規模の事業所」は再集計値。

注3 2021年3月は速報値。

原資料：厚生労働省『毎月勤労統計調査』。

出所：労働政策研究・研修機構「統計情報」（2021年5月13日閲覧）。

# 中間的まとめと残る問題

- 「異次元」の金融緩和と、抑え気味の財政政策の結果.....
  - 輸出企業を中心に企業業績は回復している
  - 賃金は上がっていない→民間消費の停滞
  - 民間企業の固定資産形成(投資)も停滞(消費よりは伸びているが)
  - 財政赤字は縮小傾向だったがコロナ危機で再拡大の見込み
- 残る問題1: では企業利益は投資に向かずにどうなったのか?
- 残る問題2: 財政赤字をどう評価すればよいか?
  - 大きすぎて持続可能性に問題があるのか?
  - 小さくしようとした結果, 景気回復をくじいているのか?
  - 規模とは別に, 中身はどうだったのか。効果的に景気を刺激できたのか

# 大企業は利益を再投資したか(1)(小栗, 2017)

- 21世紀に入ってから、大企業が純資産＝広義の内部留保の  
1)絶対額を増やすとともに2)総資産に占める割合を大きくする  
傾向(＝負債を抑制する傾向)
  - 広義の内部留保＝企業の純資産＝利益剰余金＋資本剰余金＋各種  
引当金・準備金
  - 狭義の内部留保＝公表内部留保＝利益剰余金(利益のうち株主に配  
当せずに社内に留保した部分)
- 利益剰余金／総資産(小栗, 2017)
  - 1990年:12.0%→2000年:14.7%→2010年:19.5%→2015年:22.4%

# 大企業は利益を再投資したか(2)(小栗, 2017)

- 内部留保の増加要因と使途(2001-2015年度)

注

- ・対象は資本金10億円以上の企業。
- ・従業員給付とは従業員給与・賞与と福利厚生費の合計額。
- ・従業員給付削減分と法人税減税分とは、2001年の水準を支払っていた場合と現実との差額。
- ・新株発行や合併などによる資金の増加分は資本剰余金で測っている。

# 大企業は利益を再投資したか(3)(小栗, 2017)

- バランスシートの負債・純資産側
  - 製品・サービスの販売増や高付加価値化などで得た利益は、留保されずに株主に配当されたと解釈できる
    - 同時期の配当増分の累積は84.8兆円
  - 従業員給付削減と法人税減税が公表内部留保増を説明できてしまう
- バランスシートの資産側
  - 金融資産(現金・有価証券), 自社株を購入した金庫株, 子会社投資は増大
  - 設備ストック(有形固定資産)は減少している(217.9兆円→195兆円)
- 利益増が設備増に結び付いていない＝投資が伸び悩んでいる
  - フローではアベノミクス開始以後増大しているが([前掲スライド](#)), 償却・除却されるものと相殺されている
  - 金融資産購入や他社の合併・買収は, 当該企業にとっては「投資」でもマクロ的には投資ではないことに注意(新資本を生み出していない)

# 企業は利益があがっても投資しなかった

- 固定資産比率の縮小
- 大企業では株式(固定資産)すなわち関係会社株式等の増加に投じられている
- 中小企業では現預金比率が増大
  - 借り入れ制約に直面する中堅中小企業ではいざという時のために現預金を保有するという予備的動機(福田, 2017)

# ISバランスと資金循環（再論）

- 資金循環の各部門の合計はゼロになる
  - 民間部門資金過不足 + 政府部門資金過不足 + 海外部門資金過不足 = 0
- これはISバランスによる
  - $Y=C+I$ ,  $Y=C+S$ に政府支出 ( $G$ ), 税 ( $T$ )と輸出入 ( $Ex, Im$ )を加えると
  - $Y=C+I+G+(Ex-Im)$  (支出側)
  - $Y=C+S+T$  (所得処分)
  - よって, 以下の恒等式が事後的に成り立つ
  - $Ex-Im=(S-I)-(G-T)$
- 貿易・サービス黒字 = 民間貯蓄 - 民間投資 - (財政赤字)
- 貿易・サービス黒字 + 財政赤字 = 民間貯蓄 - 民間投資

# 資金余剰となった民間企業

- 長期時系列(1998年までの時期はⅢ章スライド33で表示)
  - 企業が資金不足＝投資超過から資金余剰＝貯蓄主体に移行している
    - 利潤が債務の返済と金融資産蓄積に用いられ、設備投資が停滞したことの反映
  - 政府が資金不足＝財政赤字＝支出超過で需要を底支え

## 部門別資金過不足の推移

注：年は暦年

出所：日本銀行『資金循環統計』「参考図表 2020年第4四半期の資金循環(速報)」。

# コロナ危機で2020年に何が生じたか(1)(峯岸, 2021)

- 家計資産は12月末に前年比2.9%増。主要因は預金
  - 賃金減額によるマイナス
  - これを上回る消費減＋経常移転(給付金等)＋社会給付(雇用保険給付, 生活保護等)によるプラス
  - 税・社会負担の減によるプラス
- 民間非金融企業は資産増
  - 利潤→内部留保は大幅に減少するもマイナスにはならず
    - 世界金融危機の際はマイナスに
  - 借入金を増やしている
    - 世界金融危機の際は借り入れより返済が大きかったが, 今回はそうではない
  - 設備資金, 運転資金需要は停滞するも, 現預金大幅増。加えて大企業では株式, 対外直接投資が増大

# コロナ危機で2020年に何が起きたか(2)

- 休廃業は従来の延長線上で拡大した
- 倒産は減少した。給付金や金融支援策の効果
- 新型コロナ関連破綻は1397件(2021年5月14日現在)。2-4月に122, 139, 150件と増加中(東京商工リサーチ)

# コロナ危機で2020年に何が生じたか(3)

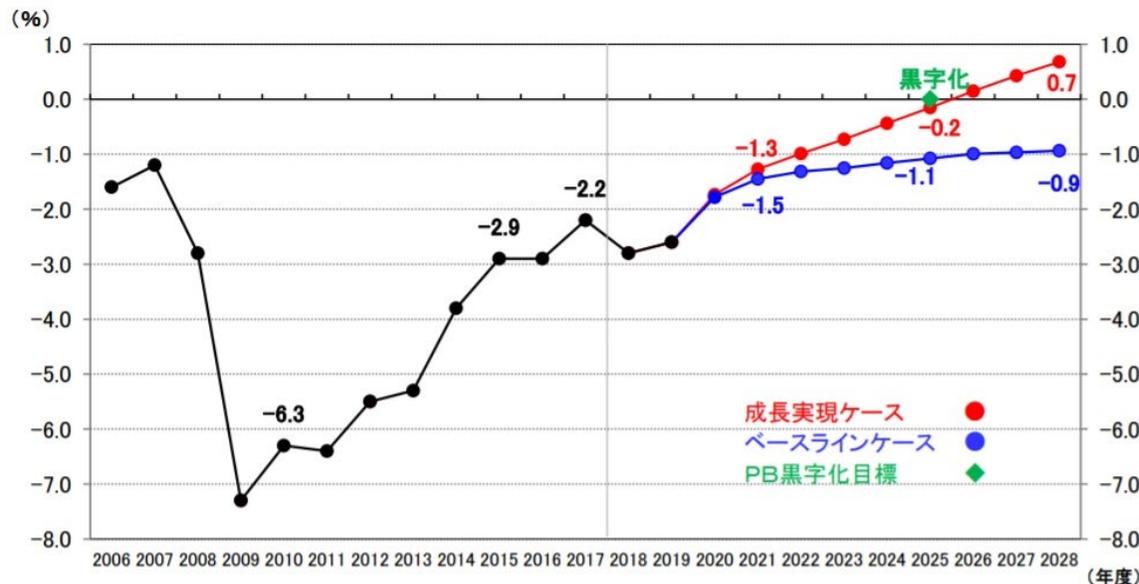
- 日銀・政府の資金供給・財政支出はマクロ的には相当な影響
  - 家計の底抜けや、企業の大量倒産は防いでいる。まだ問題が終わってはいないが
- 家計の状態: 全体として貯蓄がだぶつくが、内部で格差が拡大するおそれ
  - 全体としては貯蓄を積み上げている。この貯蓄が今度どう動くかが問題
  - しかし、非正規労働者、低所得者に厳しい状態
- 企業の状態
  - 全体としては資金ショートは起こさず、負債返済に追われてはいない
  - 設備投資は停滞し、現預金をつみあげている
  - 大企業ではM&Aや対外直接投資が一定程度生じている

→つまり金融・財政支援を受けて、アベノミクス期の延長線上で行動している

## 2- (5) アベノミクス後の財政の持続可能性

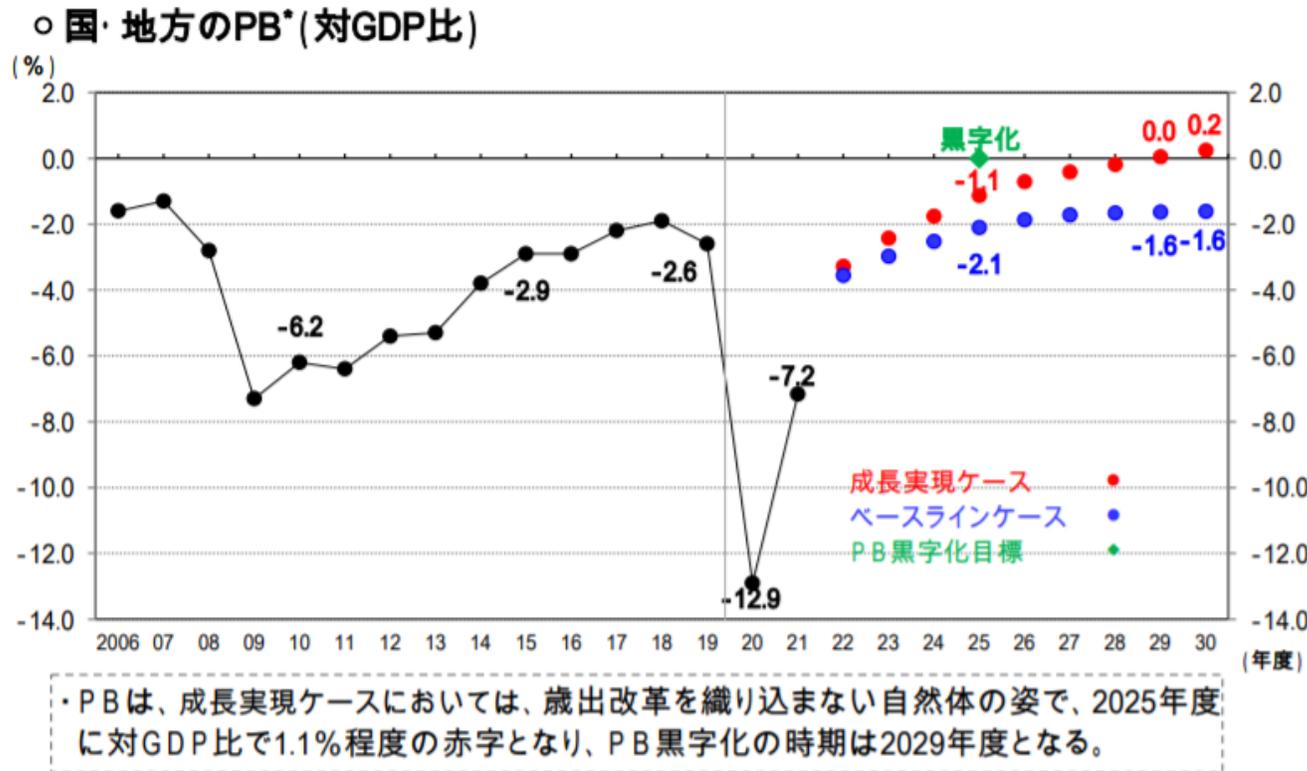
# 政府の財政シナリオ(1)

- 目標(内閣府「骨太方針」2017年6月9日)
  - 600兆円経済の実現
  - 2020年度(平成32年度)の財政健全化目標(=プライマリーバランス(PB)均衡)の達成
- 「骨太方針」(2018年6月15日)
  - PB均衡は2025年度目標に変更
- 2019年10月消費税引き上げ
  - 引き上げ増収分の半分を教育負担の軽減・子育て層支援・介護人材の確保等に充当し、さらに軽減税率制度を実施する予定
  - あわせてポイント還元支援、すまい給付金、防災・減災、国土強靱化対策、住宅ローン減税の拡充等も実施
- 「成長実現ケース」でも2025年度PB均衡。「ベースラインケース」だとシミュレーション期間内に達成不可能だった



・PB赤字対GDP比は、成長実現ケースでは、2025年度に0.2%となり、PB黒字化の時期は2026年度となる。

# 政府の財政シナリオ2)



出所：内閣府(2021)。

- もともと無理だったが、コロナ危機でシナリオは瓦解
    - 内閣府(2021)ではPB黒字化を成長実現ケースで2029年度に変更。ベースラインでは黒字化しない
  - 「成長実現ケース」のハードルの高さ
    - 2021年以降、毎年3.2%以上の名目GDP成長率が必要
- 非現実的なかけ越えと裏腹に、現実には赤字財政で経済を支えざるを得ない

# 財政規律をめぐる論点

- 安倍政権は機動的な財政政策をうたったが、初期を除いて公的需要の拡大は見られなかった
- 量的金融緩和＝日銀の国債購入によって財政規律は弛緩したが(河野, 2014), 政府はPB赤字のGDP縮小をめざしていたので, 支出を拡大しなかった([IV2\(3\)スライド49](#))
- しかしコロナ危機により, 議論の余地なく財政を拡大して雇用と生活を防衛し, 需要の急減に立ち向かわざるを得なくなった
  - 2020年度補正予算は全額国債発行にて調達

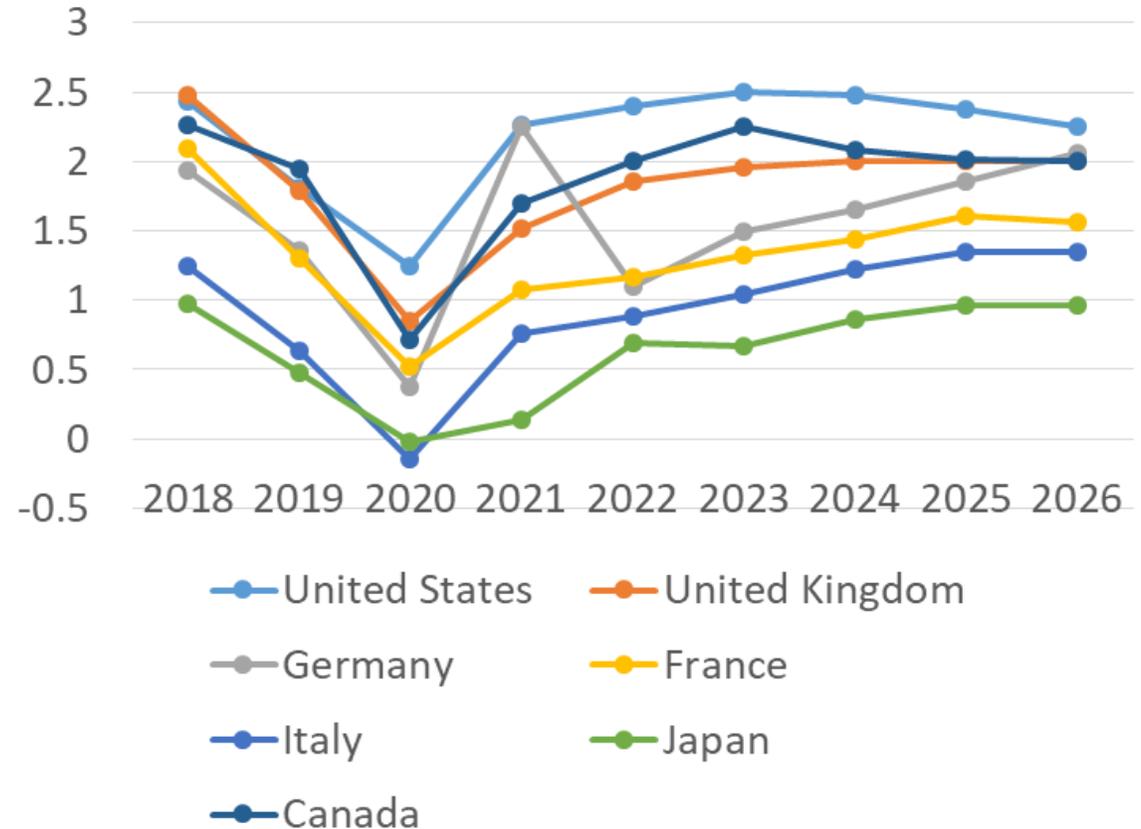
# 政府債務累積をめぐる問題の所在

- 円建て国債であり，政府と日銀が協調する限りは，デフォルトという形での財政破綻はありえない。この意味で「財政破綻論」は全く間違っている
  - 国債を借り換え，日銀が買い支え，日銀が黒字になれば納付金を政府に納めることで問題ない
- 金利上昇＝(カネの)クラウディング・アウトが財政拡張を制約するという常識的主張もまちがい(ここまで[IV1スライド41](#)参照)
  - 国債発行による財政支出の拡大により，通貨供給量は膨張し，日銀当座預金はプラマイゼロになる
- 景気回復とともに起こりうる問題は悪性インフレ(と連動した為替レート下落)とバブル
  - その時は財政を引き締めねばならない。インフレやバブルが不況と同時に来ると財政はジレンマになり危険

# 政府債務累積をめぐる問題の展望

- 景気回復とともに起こり得る問題
  - 全般的供給制約(人とモノのクラウディング・アウト)や原燃料価格上昇などによる必要以上のインフレ→経済回復とともに現実的な問題になり得るが、欧米の方が強い
  - 為替レート下落: 欧米の方がインフレ率が高く、むしろ円高に振れる可能性の方が高い
  - バブルの発生→企業・家計に貯蓄がだぶついているので、ありうる。2020年に景気悪化のもと株価が上昇し続けたのはその表れか
- もう一つの可能性: インフレもバブルも起こらないが、そもそも景気があまり回復せずに家計・企業は現預金を抱え込み続ける
  - アベノミクスの続きに戻る

G7諸国の消費者物価インフレ率予測



# 財政支出の内容に関する評価(1)

- 財政支出は、ただ総額を増やせば需要が増えるというものではない。以下の諸要因によって制約される
  - ボトルネックの所在によりインフレになってしまうおそれ
  - 独占の存在により企業利益の増加に帰結してしまうおそれ
  - 需要の偏りで、既に安定した職で雇用されている労働者の賃金が上がり、低賃金労働者や失業者が救済されないおそれ
  - 輸入が拡大してしまい、需要が海外に漏出するおそれ
- これを防ぐ方法としては、財政支出の軸を公的雇用の拡大におくという方法があるが(レイ, 2019), 慎重な設計が必要
  - 民間の労働需要と競合しないような賃金水準にする必要
  - 民間からは供給されないが、社会的には必要な事業内容を設計する必要

# 財政支出の内容に関する評価(2)

- アベノミクス期の財政は企業優先・家計後回しの結果になっている
  - 設備投資, 輸出に対して家計消費は伸びていない([本スライド4, 5](#))
  - 家計間の格差は拡大もしていないが縮小もしていない([Ⅱ章スライド16-19](#))
- 新型コロナ危機下の巨額の財政支出の効果
  - 家計全体, 企業全体を見れば, 破たんを防ぐことに貢献している
  - 家計全体, 企業全体としては貯蓄を急増させる結果になっており, 現預金でお金が眠っている。財政支出が効率的に効いてない([本スライド21-23](#))
  - 一方, 低所得層, 非正規労働者, 零細飲食店などは困窮している([本スライド11, 12](#))。必要なところに十分な支援が届いていない。

# 3 小括

# アベノミクス以後の経済政策評価の視点

- 安倍内閣自ら掲げた目標を達成したか
- 日本経済をそれ以前より望ましい状態に導いたか
- 日本経済の将来に向かって望ましい展望を開くことができたか
- アベノミクスの実施と結果から、どのような経済学的教訓を引き出すべきか

# 安倍内閣自ら掲げた目標を達成しなかった

- 消費者物価上昇率2%→未達成
- 10年間平均で名目GDP成長率3%→未達成
- 10年間平均で実質GDP成長率2%→未達成

# アベノミクスで想定されたメカニズムは一部しか実現しなかった

- 当初想定
  - [IV 2\(2\)スライド25](#), [スライド27](#)
- 量的金融緩和→利子率低下→円安と株高→輸出産業中心に企業業績回復, は実現した
- 企業業績回復→雇用拡大, は非正規雇用中心だが実現した
- 雇用拡大→賃金上昇→家計消費拡大, は弱かった
- 企業業績回復→投資拡大, は弱かった
- 利子率低下→投資拡大, は弱かった
- 利子率低下→デフレマインド脱却→物価上昇→投資・消費拡大は実現しなかった

# アベノミクスは日本経済をどう動かしたか

- アベノミクスの功績といえること:金融・財政を引き締めなかった
    - 需給ギャップが存在する下で成長促進策をとったことは合理的だった
  - その結果,投資・消費は拡大はし,雇用は拡大して,見かけ上の需給ギャップは解消したことは成果と言える
    - 緊縮政策(財政赤字削減を優先した財政緊縮,市場機能回復のための金融緩和終了)を行っていたら,不況になった可能性が高い
  - しかし超金融緩和のわりに成果が小さい。統計上は需給ギャップが解消して失業率も下がりきっても好景気の実感がない人が多い
    - 企業利益は回復しても
    - 投資はそれに見合うほどは伸びずに企業は現金・金融資産を持て余し
    - 消費はさらに伸び悩み
    - 物価も目標ほどは上がらない
    - 人手不足なのに賃金が上がらない
    - 格差も解消しない
- これは何を意味しているのか？

# なぜ需要が弱いのか：小川(2020)を参考に(1)

- 家計の予備的貯蓄の増大→消費停滞→企業による長期経済見通し悪化→収益性が高くても設備投資停滞
  - 日本の設備投資の低迷は、収益性に設備投資が反応しないことによる
  - その理由は企業による長期経済見通しの悪化
  - この悪化を規定する最大の要因は過去から現在にかけての消費成長率の低迷
  - 消費の低迷を規定するのは、家計、とくに貯蓄の取り崩しに慎重な家計が持つ、公的年金制度の脆弱性への不安による予備的貯蓄の増大
  - その慎重さは夫婦において両方または片方が正規雇用ではないことに影響されている
- このような因果関係はアベノミクス以前から始まっており、アベノミクス期でも変わっていない
- ケインズ的な有効需要のメカニズムで説明できる([IV1スライド24](#))

# なぜ需要が弱いのか：小川(2020)を参考に(2)

- 小川(2020)のインプリケーション
  - 企業利益だけ底上げしても、投資は増えない
  - 投資だけを促進しようとしてもうまくいかない
  - 家計の不安を緩和して消費を増やすことが投資を増やすことにもつながる
  - 雇用を安定させる改革は消費拡大につながる
- アベノミクスの結果とコロナ経済対策の現状をみても、小川(2020)のインプリケーションは貴重
  - 株高と円安・輸出促進だけでは家計消費は増えなかった
  - 給付金と金融支援は家計と企業の手元に現預金を滞留させている
- 小川(2020)の持つ限定的性格
  - 小川(2020)は中間層の不安を捉えた(貯蓄増→消費減)
  - 消費すべくもない低所得者層の増大が景気に与える影響(所得減→消費減)は、別の角度から把握する必要がある

# 需要拡大への道すじ(1)雇用改革

- 賃金が上がりにくことはマクロ経済政策だけでは変えられない。制度・慣行の改革が必要
- 労働市場改革＝賃金が上がりにくい制度・慣行を変える
  - 女性，高齢者の非正規労働者としての参入によって雇用が拡大したため，労働市場の賃金引き上げ圧力が弱い
  - 全部雇用のため失業者と表示されないが，労働市場に参入しうる女性・高齢者はまだ存在するし，彼／彼女らを非正規としてしか雇わない制度・慣行，そして賃金の在り方に改善の余地がある
- 賃金増→消費増→投資増のベクトルを働かせる必要
- 詳細は第VI章で解説する

# 需要拡大への道すじ(2) 格差・貧困の緩和

- アベノミクスは需要拡大によって格差を抑制したが、その内容は格差拡大効果をもっていた。これらは相殺し合ったと思われる
  - 投資家に利益(株高・円安・企業業績回復)
  - 正社員とその家族に不十分な利益(賃金引き上げの遅れ)
  - 非正社員にさらに小さな利益(雇用は拡大。賃金格差是正の遅れ)
  - 金融資産のない高齢者非勤労世帯には打撃(上記の恩恵なし。消費税引き上げ)
- 格差は消費をおしとどめる
  - 放置すると高齢化による格差・貧困は拡大する
  - 富裕層がお金を使いきれず、中間層は将来不安から貯蓄を抱え込み、貧困層は消費する原資を失うというベクトルを持つ
- 裏返すと、格差と貧困の拡大を止めれば消費は確実に増える

# アベノミクスは「不十分だった」のか, 「間違っていた」のか

- 「不十分だが, もっと徹底すれば賃金も物価も上がって成功する」という意見もある(野口, 2018など)。川端はそうは考えない
- 「金融緩和してインフレ期待を起こせばいい」と主張は, どこが誤っていたか
  - 「デフレだから不況」(デフレをなくせば不況でなくなる)という理論は誤っていた。素直に「不況だからデフレ」(需要を盛り上げて不況をなくせばデフレでなくなる)の方が正しい
  - また「金利をどこまでも下げれば, 投資と消費が増える」という理解(期待利潤率の不確実性を取り除いたケインズ解釈)が間違っていた
  - 「日銀のコミットメント一つで通貨供給量を拡大して金融を緩和できる」というリフレ派の外生的貨幣供給論には根拠がなかった
    - 企業の借り入れ意欲停滞をそのままにして, インフレだけ起こすことは不可能

# 投資と消費停滞の理論的理解

- 問題は国内の投資機会と消費意欲
  - 企業にとって、新規投資の期待利潤率が極度に不確実で低迷。だから現在の利潤率は高くても、新規投資をせず、金融資産を抱え込む。企業が銀行からお金を借りないので、量的金融緩和をしても銀行は日銀当座預金を積み上げるだけ
  - 中間層以上の個人にとって、格差と不安が消費の足を引っ張っており、利子率が下がっても流動性選好は弱まらない→現金や預金で持ったままにする
  - 低所得層は所得が低すぎる
- 貨幣の世界だけで「インフレ期待」を起こして解決しようというのが誤っていた。実物の世界を変えねばならない
  - 「期待に働きかける」というのなら、家計の将来不安や企業の期待利潤率に働きかけるべき
  - 人口減少・高齢社会の将来展望を示して、家計の将来不安を緩和し、消費を促進
  - 雇用改革により家計の不安を緩和し、消費を促進
  - 格差・貧困を緩和して消費を促進

# 結局、アベノミクスとは何だったか

- 経済理論的には、リフレーション論によって歪んだケインズの需要拡張政策であった
  - 不況期にケインズの需要拡張策を取るのは妥当。リフレ派による貨幣論の歪みが問題
- 歴史的には(過去から現在に向かってみれば)「高成長期の夢よ、もう一度」であった
  - 「低金利→円安→輸出増」や「低金利→株価のつり上げ→投資と消費増」が経済全体に波及することに賭けていた
  - まず企業利益が増えれば賃金も上がり、家計に波及すると考えていた
  - しかし、高成長期と異なり、企業経営者の委縮、中間層の不安、低所得者の拡大に足を取られている。この方式では成長しないし、分配は改善しない
  - 低成長期の日本は、まず中間層の不安を解消し低所得者を救わないと経済全体が動かないようになった
- 社会変化への経済的対応としては(現在から将来を見通す視点からは)「日本型平等社会」への改革の姿勢が不十分
  - 安倍政権は労働市場問題を意識してはいたが、非正規労働が増えるだけでは家計の不安も緩和されず、収入も十分に増えないという問題を改善できなかった

# アベノミクスに代わるマクロ経済政策の方向性

- (1) 緊縮政策をしないところは継承し、むしろ財政を拡張する。ただし財政支出の内容を変える
- (2) 人口減少・高齢社会の持続性を大きな目標とし、人々の将来不安を緩和することを優先する
- (3) 消費の回復を先行させながら投資も回復させる
- (4) とくに中低所得者層の消費を優先する
- (5) 大企業男子正社員を中心とした雇用システムを改革して、非正規雇用から来る不安と低所得をなくす
- 具体的には各論が必要で本講義の範囲を超える。ただし(1)についてごく簡単に以下で補足する。(5)についてはVI章で詳しく述べる

# 人口減少・高齢社会と格差に対応した財政・試論

- インフレとバブルにならない限り財政赤字は常時あっても増え続けてもよい→必要金額まるまるの「財源」は不要
- ただし社会保障や教育の費用が構造化すると、景気に応じた削減ができなくなるおそれがある→赤字が発散しないように、税収が順循環的に（税の作用が反循環的に）なるように設計しなければならない
  - 不況には財政赤字で、インフレやバブルには財政黒字で対処できる柔軟性を確保する
- 同時に、中低所得者層重視の分配政策のツールとして財政が必要
  - かつて実施されていた程度に所得税や法人税の累進性を回復させる。その程度で企業や超高所得者の海外逃避が起こるとは考えにくい
  - 資産課税の強化の検討。有効に使われていないお金から徴税するのであって、投資をクラウドアウトしない
  - 不況期には政府による直接雇用を増やす。それによる事業内容を検討
- 以上の見地から、適切な財政赤字水準、課税の在り方を検討
  - 課税は「財源」のためでなく、インフレとバブル抑制、再分配、人々の動機付けのために行う(レイ, 2019)

# 再分配促進の考察例

- 井手(2018)を参考にするが、財政均衡を重視する部分は採用しない
- 教育無償化と医療費無償化に必要な税収:19-20兆円
  - 自己負担解消12兆円プラス関連経費7-8兆円
- 富裕層課税で増える税収:4.6-4.7兆円
  - 富裕層の所得税率を5%上げる→7000億円税収増
  - 法人税率を現在の23.2%から第2次安倍政権以前の30%に戻す→3.4兆円税収増
  - 相続税の平均税率を5%上げる→5000-6000億円税収増
- 差額:14.3-15.4兆円
  - まるまる「財源」確保しようとするとして\_\_\_\_\_5.1-5.5%引き上げに相当するが、それでは需要を冷え込ませる
  - 1)恒常的赤字でも問題ない範囲を設定した上で、2)残額のさらなる増税を検討する。資産課税など要検討。3)景気循環に応じた税制の反循環性を設計

# 次章以後の課題

- 日本企業の投資行動はどうなっているのかを具体的に見る（V章）
- 家計消費の背景となっている雇用システムの日本的特徴とその変化を見る（VI章）

## 2-3節参考文献

- 明石順平(2017)『アベノミクスによろしく』集英社インターナショナル。
- 井手英策(2018)『幸福の増税論』岩波書店。
- 岩田規久男(2013)『リフレは正しい』PHP研究所。
- 岩田規久男(2018)『日銀日記』筑摩書房。
- 小川一夫(2020)『日本経済の長期停滞』日本経済新聞出版。
- 小栗崇資(2017)「大企業における内部留保の構造とその活用」『名城論叢』17(4), 名城大学経済・経営学会, 3月, 1-14頁 ([http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no17\\_4/06\\_oguri.pdf](http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no17_4/06_oguri.pdf))。
- 金子勝(2019)『平成経済 衰退の本質』岩波書店。
- 軽部謙介(2018)『官僚たちのアベノミクス』岩波書店。
- 川口大司・原ひろみ(2017)「人手不足と賃金停滞の併存は経済理論で説明できる」(玄田有史編(2017)『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会)。
- 河野龍太郎(2014)「金融政策の財政政策化は危険」(原田泰・斎藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社)。
- クー, リチャード(川島睦保訳)(2019)『「追われる国」の経済学』東洋経済新報社。
- クリステンセン, クレイトン M. & ビーバー, デレク・バン(2014)「資本家のジレンマ」『ハーバード・ビジネス・レビュー』12月号。
- 小峰隆夫(2016)『最新日本経済入門(第5版)』日本評論社。

## 2-3節参考文献

- 小峰隆夫・村田啓子(2020)『最新日本経済入門(第6版)』日本評論社。
- 白川方明(2018)『日本銀行』東洋経済新報社。
- 高橋洋一(2014)「現在の金融緩和に危険はない」(原田泰・斎藤誠編著『徹底分析アベノミクス』中央経済社)。
- 内閣府(2013)「日本再興戦略」6月14日  
( [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf) )。
- 内閣府(2016)「日本再興戦略2016」6月2日  
( [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016\\_zentaihombun.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf) )。
- 内閣府(2019)「中長期の経済財政に関する試算」1月30日  
( <https://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/h31chuuchouki1.pdf> )。
- 内閣府(2021)「中長期の経済財政に関する試算」1月21日  
( <https://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/r3chuuchouki1.pdf> )。
- 内閣府・財務省・日本銀行(2013)「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」1月22日  
( [https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122c.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf) )。
- 中井雅之(2017)「マクロ経済から見る労働需給と賃金の関係」(玄田有史編(2017)『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会)。
- 日本銀行(2016)「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」9月21日( [https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/rel160930d.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/rel160930d.pdf) )。

## 2-3節参考文献

- 日本銀行(2019)『経済・物価情勢の展望』1月( <http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1901b.pdf> )。
- 日本銀行金融市場局(2013)「2012年度の金融市場調節」BOJ Reports and Research Papers, 5月( [https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2013/ron130509a.htm/](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2013/ron130509a.htm/) )。
- 服部茂幸(2017)『偽りの経済政策』岩波書店。
- 浜田宏一(2012)『アメリカは日本経済の復活を知っている』講談社。
- 原田喜美枝(2016)「公的マネーと株式市場」『証券レビュー』56(10), 日本証券経済研究所, 117-130( <http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5610/04.pdf> )。
- 福田慎一(2017)「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』132, 財務省財務総合政策研究所, 10月, 3-26( [http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial\\_review/fr\\_list7/r132/r132\\_01.pdf](http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r132/r132_01.pdf) )。
- 御園一(2015)「今回の円安方向への動きと輸出数量に関する一考察」『ファイナンス』2015年8月号, 財務省, 30-35。
- 峯岸直輝(2021)「日本の経済主体別にみた資金需給と金融資産・負債の動向」『内外経済・金融動向』No. 2021-2, 信金中央金庫地域・中小企業研究所, 1-23( <https://www.scbri.jp/PDFnaigaikeizai/scb792021y02.pdf> )。
- ●レイ, L. R. (島倉原監訳・鈴木正徳訳)(2015=2019)『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社。
- 『厚生労働白書』2018年版, 厚生労働省( [https://www.mhlw.go.jp/toukei\\_hakusho/hakusho/index.html](https://www.mhlw.go.jp/toukei_hakusho/hakusho/index.html) )。

## 2-3節 使用サイト・データベース

- 厚生労働省「職業安定業務統計」  
( <http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/koyou/ippan/detail/> )
- 総務省統計局統計データ( <http://www.stat.go.jp/data/index.htm> )
- 内閣府( <https://www.cao.go.jp/> )
- 内閣府「国民経済計算」( <https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html> )
- 日経平均プロフィールヒストリカルデータ( <https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data> )
- 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果」( [https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu\\_etf.htm](https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm) )
- 日本銀行時系列統計データ( <http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html> )
- 日本取引所グループ「投資部門別株式売買状況」  
( <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/00-02.html> )
- 年金積立金管理運用独立行政法人( <https://www.gpif.go.jp/> )
- 労働政策研究・研修機構「統計情報」( <http://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/index.html> )

※インターネットリソースは2021年5月15日に最終閲覧。