

# (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:コロナ対策を挟んでの変容
  - 2–(4) アベノミクスとコロナ対策の諸結果
  - 2–(5) ポスト・アベノミクス:その持続可能性
- 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
  - 金融政策を目玉にした経済政策
    - 金融・財政政策総動員とうたったが、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

# 第2次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～2020年9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～2020年9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であって資産ではない(IV-1参照)
- 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
  - 銀行だから、預金債務を発行できる
- 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)

- 銀行は日銀当座預金を互いにコール市場で貸し借りして、日々の資金過不足を調整している
- 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 17

# 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 + 貨幣流通高はマネタリーベースとマネーストックの両方に含まれるが, 日銀当座預金残高はマネタリーベースだけに含まれる
  - マネタリーベースは, まだ経済内への通貨供給ではない

# 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金利を調節して銀行による貸し出しや様々な資産購入の拡大・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→これが正しいならば、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月開始)

- 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
  - 2022年3月現在, 残高86兆8372億円(日銀発表)
- 国債購入枠(80兆円)の撤廃



# 金融緩和で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
- 期待に働きかけることがカギ
  - ①。日銀には物価を上げる力が実際にあることが前提
  - その上で、まだ需要が増えていないのに、人々に物価上昇を予想させる

[\(スライドジャンプ用リンク\)](#)



# 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
  - しかし、右図のような因果関係を想定していた(高橋, 2014)。

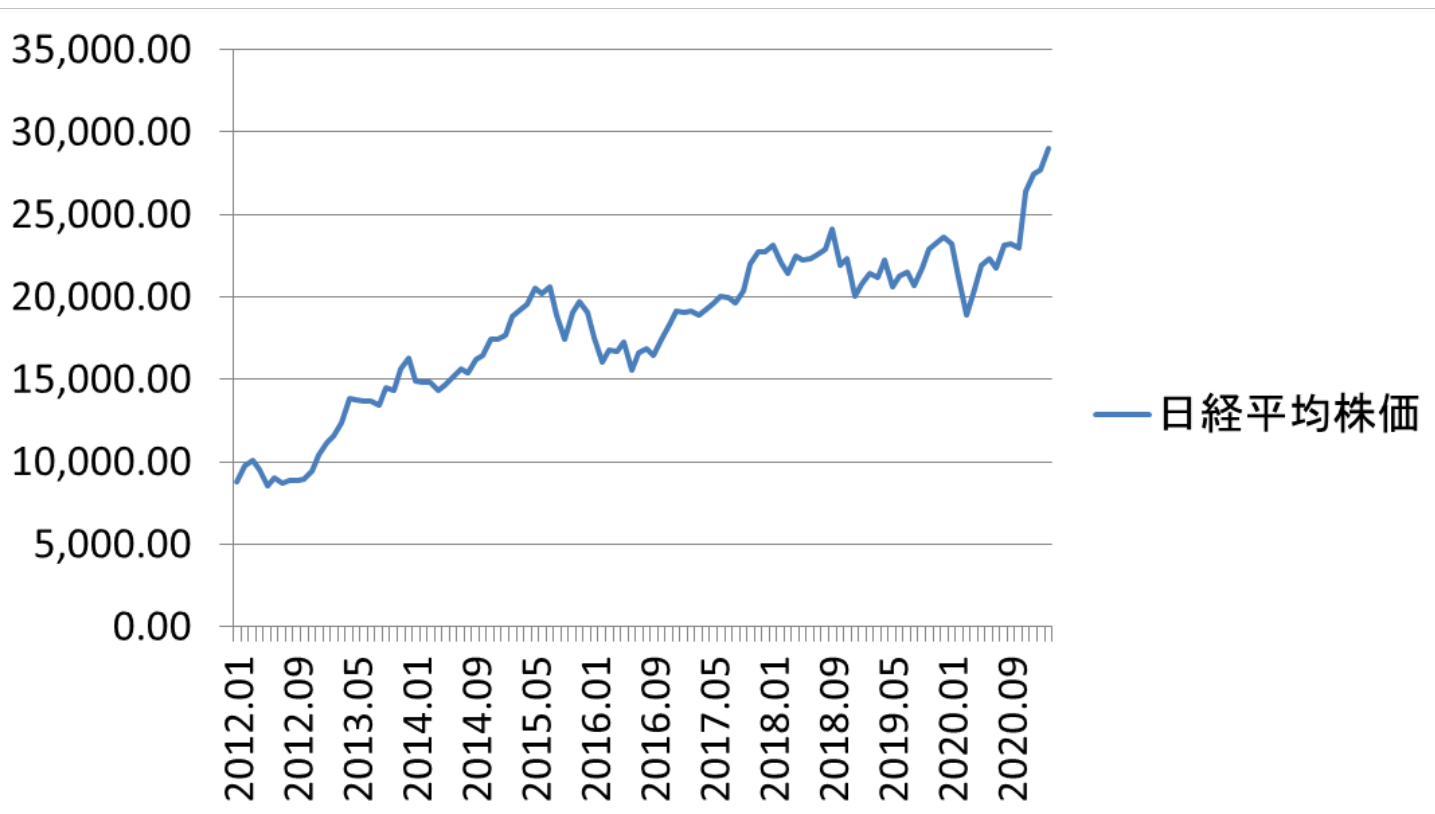
## 株高・円安の狙い(2)

- 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 × 利率5% → 200円
    - 期待利益10円の権利 × 利率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、まずは株高に
  - 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

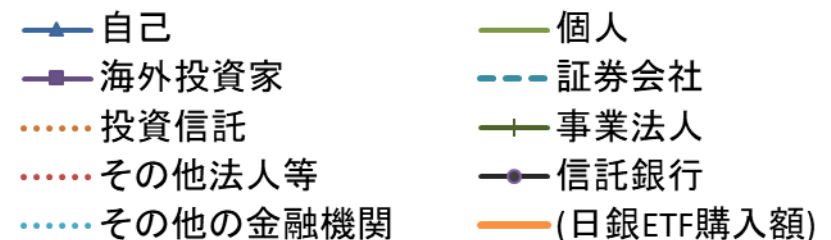
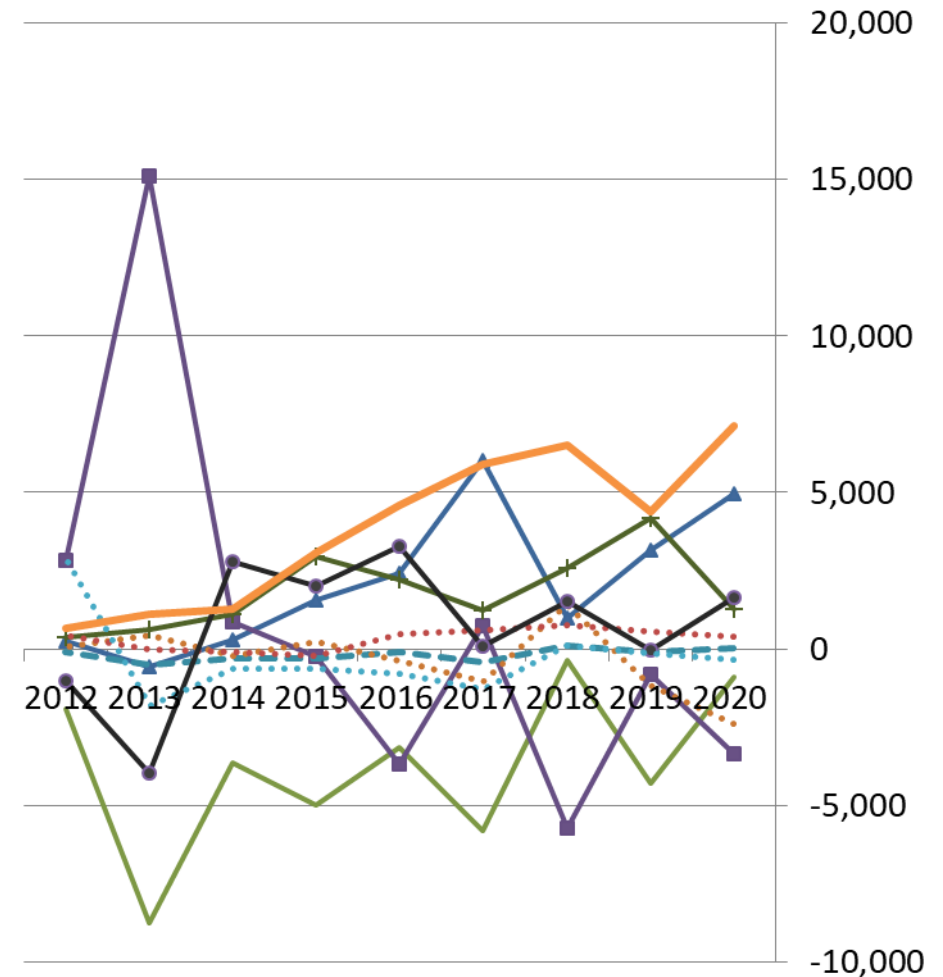
## • 売り越したものは.....

- 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



# 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
- 2022年以後の変調は、もう少し観察する必要がある

# 日銀のETF購入は金融政策を逸脱

- GPIFは受託者責任を負っているので、投資決定が歪まず、リスクコントロールをすれば投資家として成り立つ
- しかし、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＝輸出  
価格指数／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
- 2022年については後述

## 2-1(3) 財政政策:コロナ対策を挟んでの変容

# 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



# コロナ対策の推移(2020年度まで)(池上, 2022)

- 2020年度一般会計補正予算を3度にわたって組み、予算規模を73.0兆円(71.1%)拡大
- 補正予算のために国債発行を80兆円増加させた

出所:池上(2022)。

# 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)

- 第1次補正予算分を見てみる
- 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。

### 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

### 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

(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。

# 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

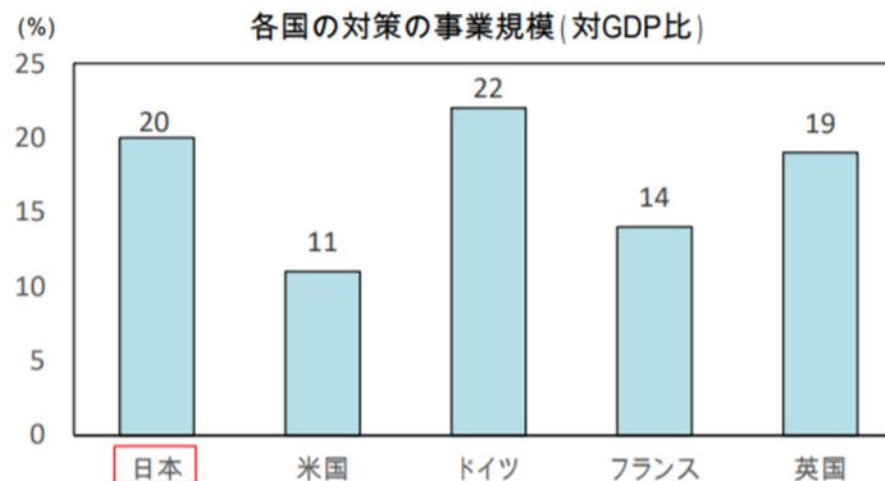
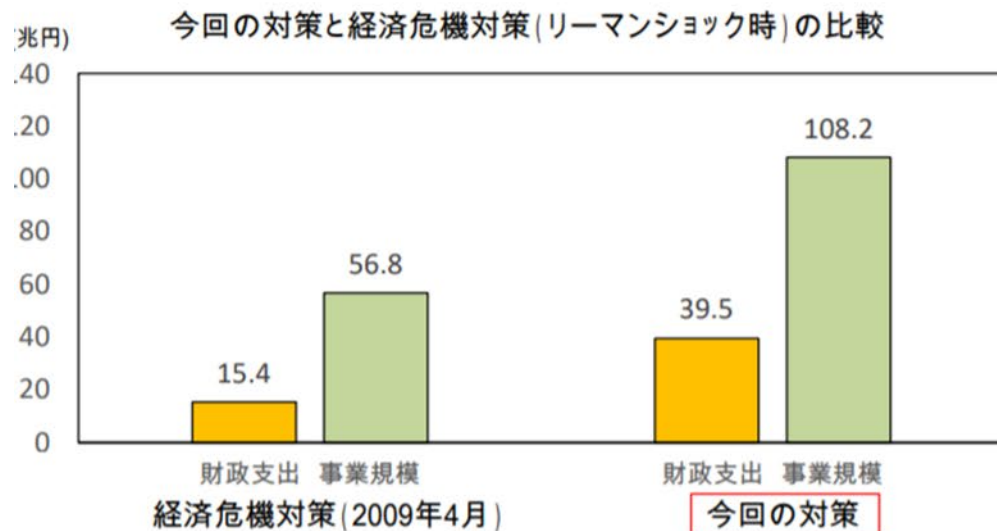
- 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発
  - マスク・消毒液確保(アベノマスク含む), 検査体制強化, 医療提供体制強化, 治療薬・ワクチン開発, 帰国者受け入れ, 学校臨時休校
- 雇用の維持と事業の継続
  - 雇用の維持: 雇用調整助成金の特例措置拡大
    - 事業主が, 労働者に対して一時的に休業, 教育訓練又は出向を行い, 労働者の雇用を維持した場合に, 休業手当, 賃金等の一部を助成する制度
    - 助成率を中小企業は5分の4, 大企業は3分の2に引き上げ(→後に中小企業10分の10, 大企業4分の3から10分の10に引き上げ)。非正規労働者も対象
  - 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(投融資込み)



(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

単位: 兆円

	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。

# 第2次補正予算の「新型コロナウイルス感染症 対策関係経費」(池上, 2022)

- 雇用調整助成金の拡充等(4519億円)
- 資金繰り対応の強化(11兆6390億円)
- 家賃支援給付金の創設(2兆242億円)
- 医療提供体制等の強化(2兆9892億円)
- その他の支援(4兆7127億円)
- 新型コロナウイルス感染症対策予備費(10兆円)
- 合計31兆8171億円の事業規模(うち財政支出72.7兆円・投融資込み)

# 第3次補正予算の新型コロナウイルス感染症 対策関係経費（池上，2022）

- 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策（4兆3581億円）
- ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現（11兆6766億円）
- 防災・減災，国土強靱化の推進など安全・安心の確保（3兆1414億円）
- 合計19兆1761億円の事業規模（すべて財政支出）
- 次第に医療・衛生対策から経済対策に傾斜



# 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策 (7): 実施状況(2次補正まで。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(2次補正まで。事業者向け)

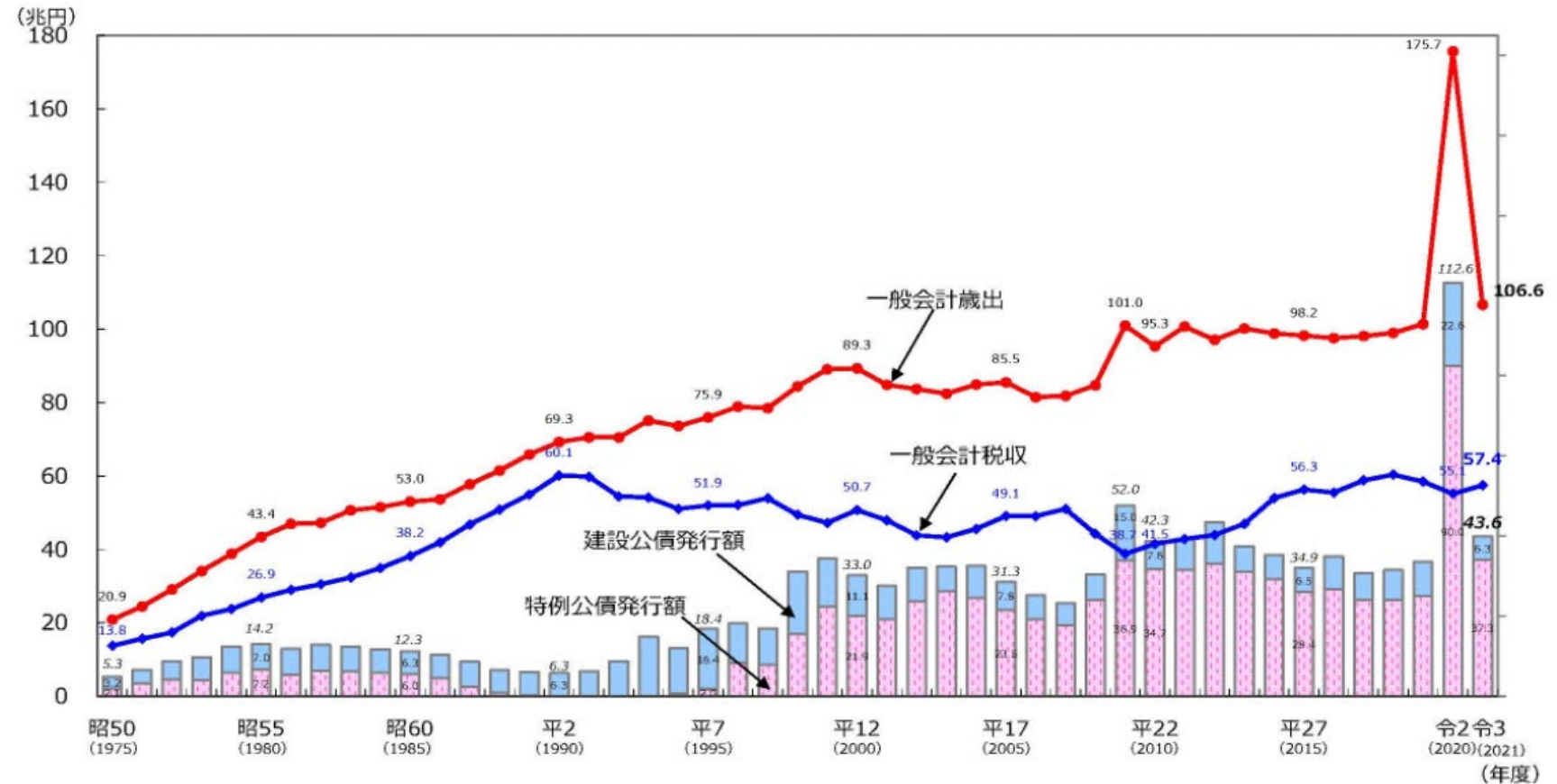
- 持続化給付金が圧倒的に大きい
- 無利子・無担保融資は想定ほど使われていない

	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

- コロナ危機直前まで, 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
- コロナ危機で2020年度は一気に拡大。2021年度は従来トレンドに戻る



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)) (2022年3月31日閲覧)。

# 安倍政権時の財政赤字(政府債務)縮小方針(1)

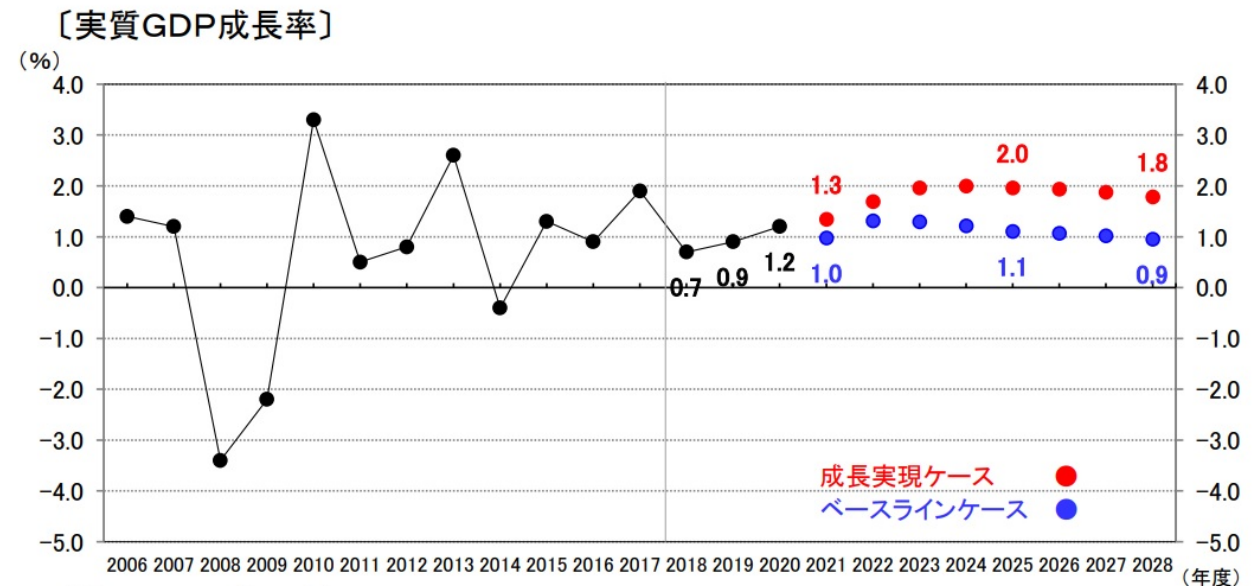
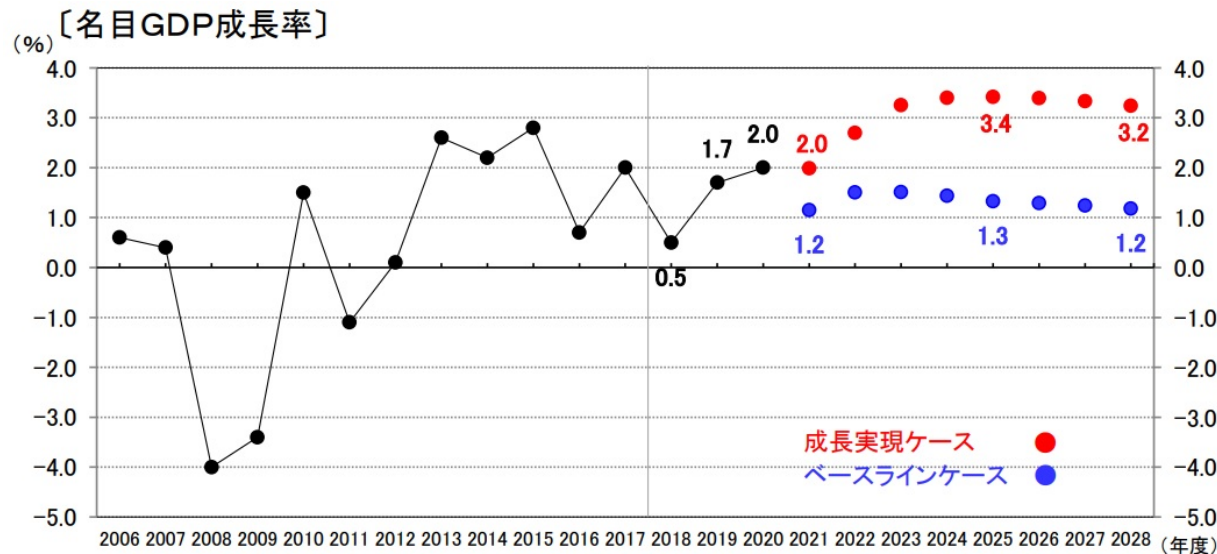
- 安倍内閣時の内閣府「骨太方針」(2017年6月)
  - 600兆円経済の実現
  - 2020年度(平成32年度)の財政健全化目標(＝プライマリーバランス(PB)均衡)の達成→翌年には2025年度目標に変更
- 2019年10月消費税引き上げ
  - 引き上げ増収分の半分を教育負担の軽減・子育て層支援・介護人材の確保等に充当し, さらに軽減税率制度を実施する予定
  - あわせてポイント還元支援, すまい給付金, 防災・減災、国土強靱化対策, 住宅ローン減税の拡充等も実施

# 安倍政権時の財政赤字（政府債務）縮小方針（2）

- 財政赤字が続いているので、債務残高の名目GDP比は上昇の一途
- それでも安倍政権下では財政は引き締め気味だった。
  - プライマリーバランス（PB：基礎的財政収支）赤字幅のGDP比は縮小して来た
  - PB：公債金以外の政府の収入と、利払い費および債務償還費以外の支出との収支。均衡していれば、その年の必要な政府支出を\_\_  
\_\_\_\_\_  
ことになる
- しかし、コロナ危機対策で一気に政府債務増大

# 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の 推移(1-1)2019年7月版

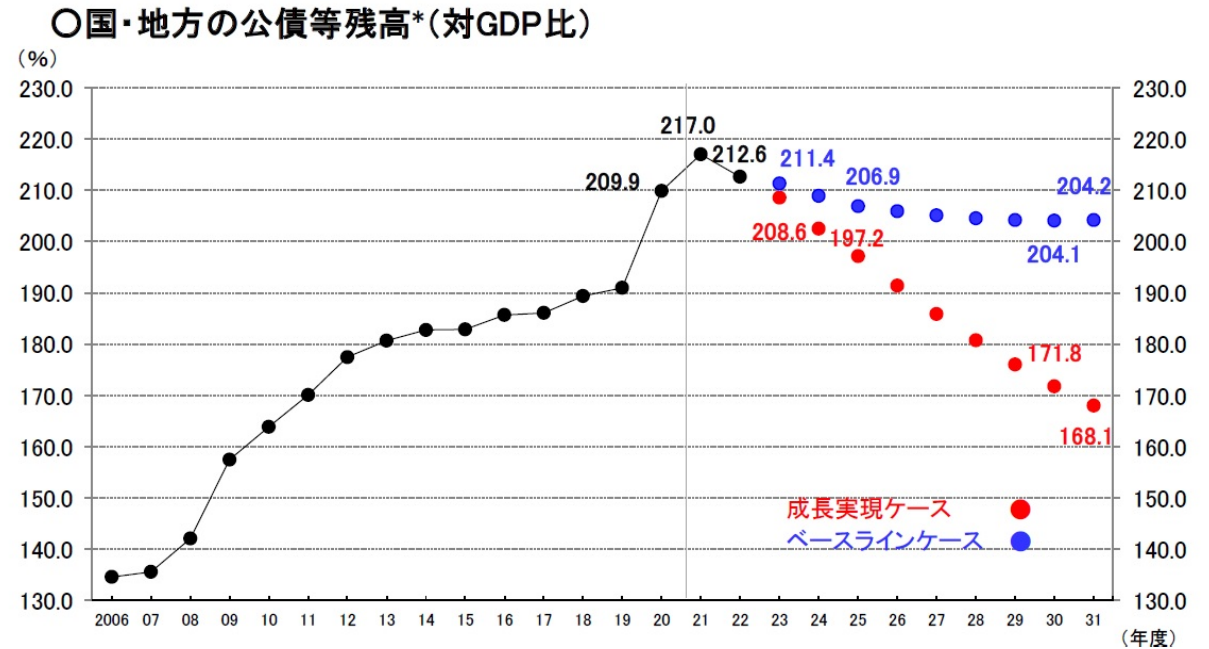
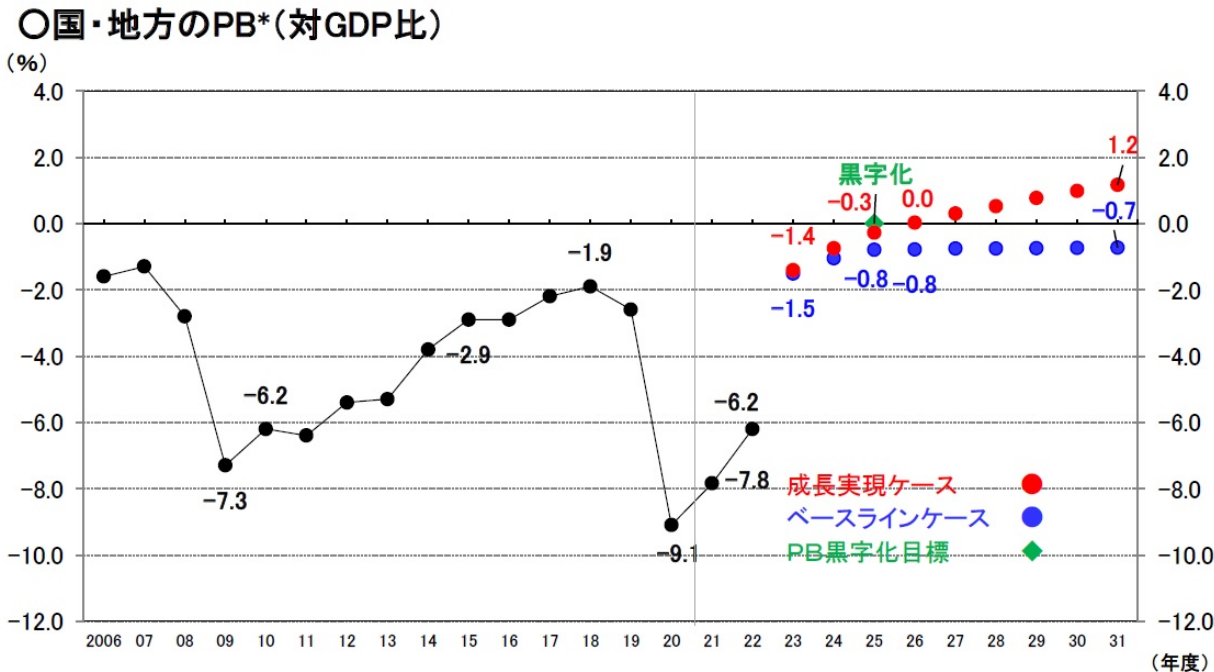
- 「成長実現ケース」と「ベースラインケース」で成長率を予測
- 「成長実現ケース」は今後の成長率拡大を想定



出所：内閣府(2019)。

# 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の推移(1-2)2019年7月版

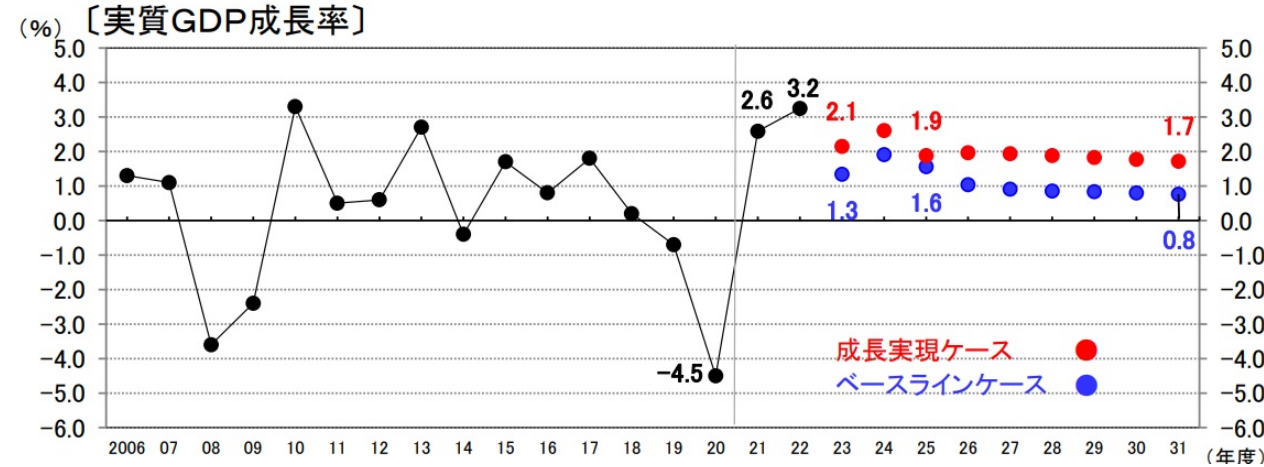
- 「成長実現ケース」では2026年度PB黒字化, 「ベースラインケース」では黒字化せず



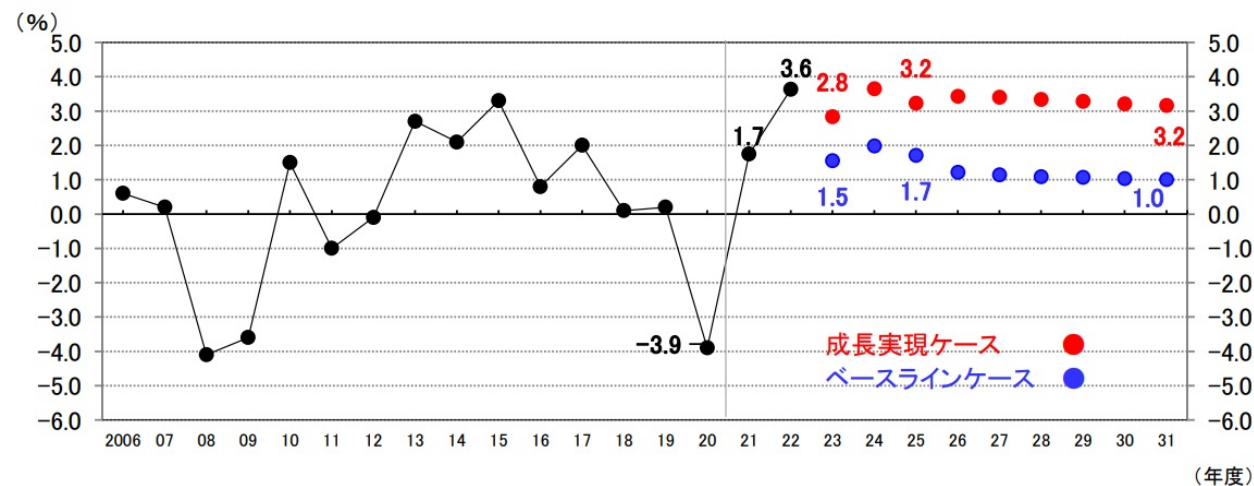
出所:内閣府(2019)。

# 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の 推移(3-1)2022年1月版

- コロナ禍で一時的にマイナス成長になるが、結局、コロナ以前の予測並みに成長率が上がると想定



[名目GDP成長率]

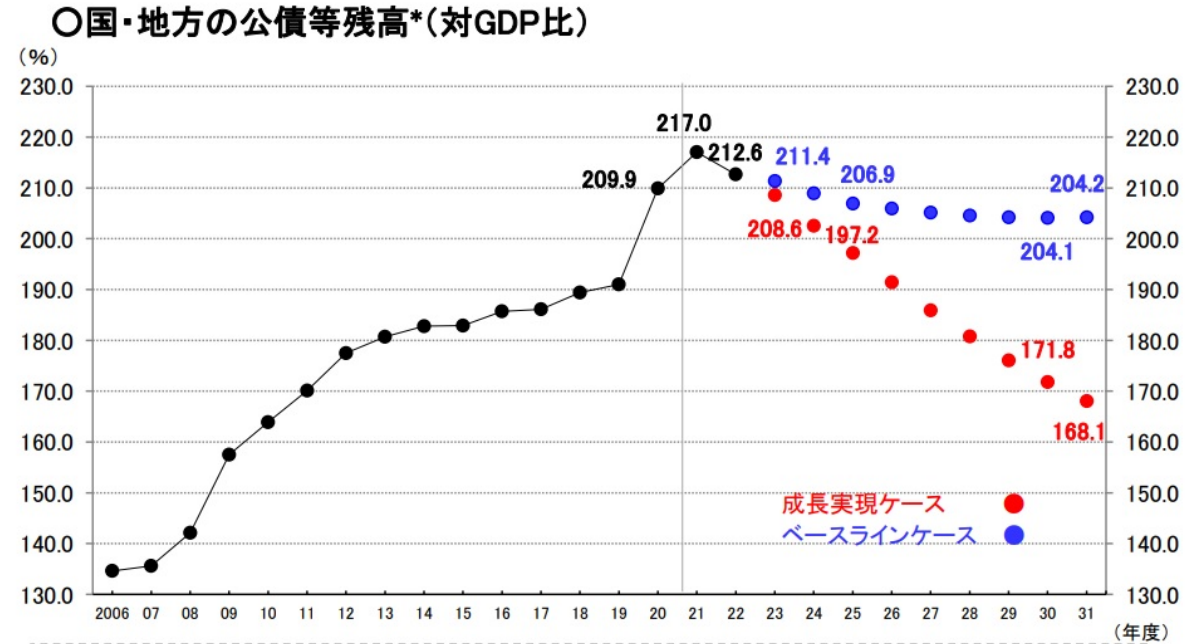
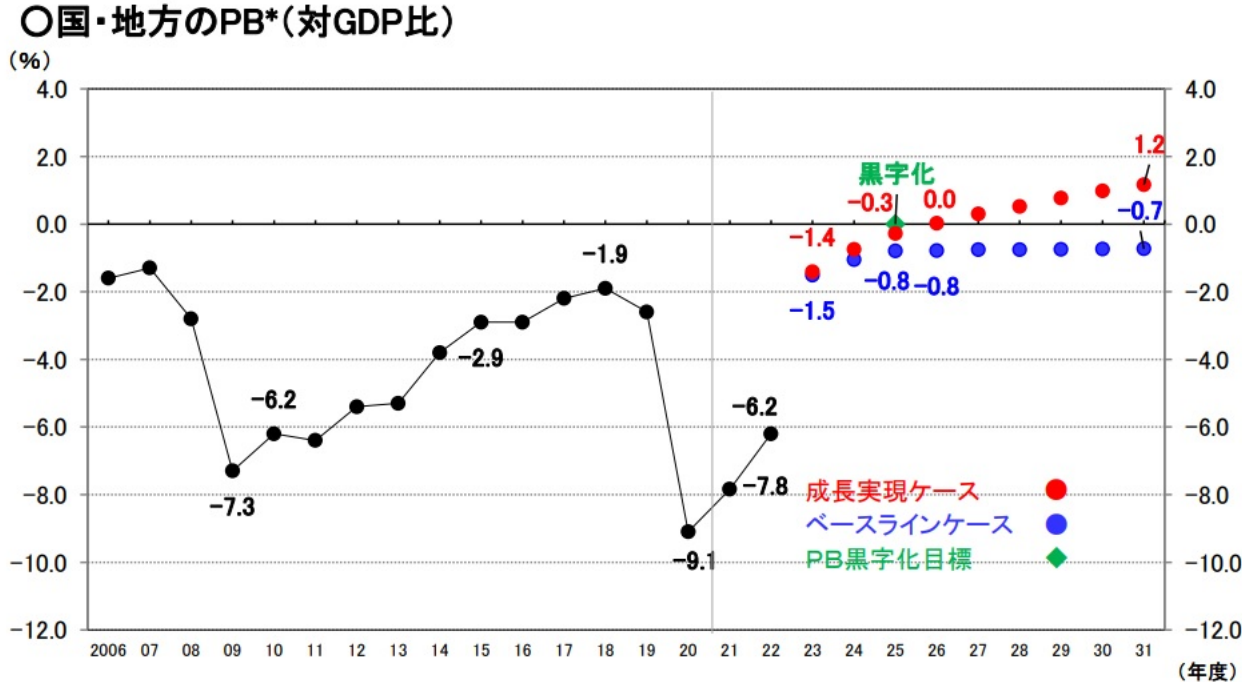


内閣府(2022)。



# 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の 推移(3-2)2022年1月版

- コロナ前と同じく、「成長実現ケース」では2026年度にPB黒字化。「ベースラインケース」では黒字化せず



出所：内閣府(2022)。

# PB黒字化の必要条件をどう見るか(1)

- 「成長実現ケース」の前提条件(内閣府, 2022, p. 1)
  - 全要素生産性(TFP)上昇率が、足元の水準(0.4%程度)から1.3%程度まで上昇する→生産性向上, かつ雇用拡大の手立て必要
  - 労働参加率が、平成30年度雇用政策研究会において示された「経済成長と労働参加が進むケース」の労働力需給推計を踏まえて推移する→女性, 高齢者の就業環境改善必要
  - 外国人労働者が、国立社会保障・人口問題研究所の「日本の将来推計人口」における外国人数と、特定技能の在留資格に係る外国人労働者の「受入見込み数」を踏まえて推移する

# PB黒字化の必要条件をどう見るか(2)

- 歳入に関する条件

- 予想外に好調だった2020年度税収を起点としてその後も増えること(熊野, 2021:原田, 2021:土居, 2021)
- 2020年度の税収増の要因を, コロナ緊急対策が終了しても維持できるか?
  - 消費税増税
  - 株式譲渡益増, 雇用者報酬の底支え(←雇用調整助成金等の効果)による所得税増
  - 好調業種の大企業による法人税増(←金融支援の効果)

- 歳出に関する条件(内閣府, 2022)

- 歳出は2022年度以後, コロナの影響を脱する
  - その後, 社会保障関係費の支出は伸び続けるが, 他の支出はコロナ以前と同等か抑制する
- 社会保障関係費以外の歳出を抑制できるか。すべきか

## 2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。
- 池上岳彦(2022)「コロナ対策の財政政策」『季刊経済理論』58(4), 39-49。
- 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。
- 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)。
- 熊野英生(2021)「税収増加の謎を追え～名目GDP▲4%でも税収4%増加～」Economic Trends, 7月8日, 第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部  
( <https://www.dlri.co.jp/files/macro/157516.pdf> )。
- 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, 24-37。
- 小峰隆夫(2016)『最新日本経済入門(第5版)』日本評論社。

## 2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)。
- 土居文朗(2021)「2025年度のプライマリーバランス黒字化目標は達成可能:積算根拠を全公開」東京財団政策研究所, 12月24日( <https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3888> )。
- 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」7月31日  
( <https://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/r1chuuchouki7.pdf> )。
- 内閣府(2022)「中長期の経済財政に関する試算」1月14日  
( <https://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/r4chuuchouki1.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) )。
- 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> )。
- 原田泰(2021)「コロナ不況でも国の税収が過去最高、「当たり前」だといえるカラクリ」Diamond online, 8月20日 ( <https://diamond.jp/articles/-/279791> )。
- 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。

## 2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2022年4月3日に最終閲覧。