

# 中間層復活に向けた 経済財政運営の大転換

報告書

2022年6月

# 目 次

研究委員一覧	vi
<b>第1章 エグゼクティブ・サマリー</b> …………… 永濱 利廣	1
1. 問題意識および本研究会の目的	1
2. 本報告書の要旨	2
3. 現状分析	4
(1) 需要不足	4
(2) 中間層の衰退	5
(3) 企業行動	8
(4) ネットの資金需要の不足と60年償還ルールの問題	10
(5) 財政破綻論への反論	12
4. 政策提言	14
(1) 新たな価値観に基づく投資の活性化	14
(2) 高圧経済・労働流動化による賃上げ	16
(3) 公共部門の賃上げ・雇用増と競争政策の強化	17
(4) 地域経済循環の改善	18
5. まとめ	20
<b>第2章 ネットの資金需要の不足と国債60年償還ルールの問題</b> …………… 会田 卓司	21
1. ネットの資金需要の消滅がデフレ構造不況の原因	21
(1) 企業の過剰貯蓄と政府の過小支出	21
(2) ネットの資金需要の消滅で家計に所得が回らない	23
(3) インフレとデフレの因果関係は逆	25
(4) 名目GDP 3%成長は可能	28
2. 国債60年償還ルールは廃止すべき	31
(1) 生のプライマリーバランス黒字化目標は異常	31
(2) ワニの口は国債60年償還ルールによる幻想	34
(3) 望ましい財政再建	38
(4) 新しい財政運営の提言	40

3. 高齢化は財政の問題か？	41
(1) 高齢化への前倒しの過度な準備がデフレを産んでしまう	41
(2) 高齢化でも国際経常収支は黒字を維持	42
(3) 長期金利のシミュレーション	44
4. 日本の政府債務残高は過剰ではない	47
(1) スマイルカーブ	47
(2) 企業のネットの金融負債は消滅	50
5. 新しい資本主義の稼働	51
(1) 新しい政策哲学は誤解で警戒感を生みやすい	51
(2) 新しい資本主義の定義	52
(3) 予算の単年度主義からの脱却	54
第3章 財政破綻論への反論	永濱 利廣 59
1. 政府債務残高は後世へのツケではない	59
(1) 誤った政府債務残高の議論	59
(2) 統合政府論とは	61
2. 今の海外主流派は統合政府論	62
(1) 統合政府論の考え方が生まれた経緯	62
(2) 金融機関の国債需要も旺盛	64
(3) 主流派経済学と MMT の違い	65
(4) 流動性の罫に限れば財政政策主導に	66
3. インフレ率が低い間は財政を大幅に拡大できる	68
(1) 統合政府論の下での政府の予算制約はインフレ率	68
(2) 異なる財政健全化目標	69
4. 将来不安をあおる罪	71
(1) 非ケインズ効果は日本では当てはまらない	71
(2) 日本の将来をどうみているか	75
第4章 新しい価値観に基づく投資の活性化	青木 大樹 79
1. 中間層の衰退	79
(1) 何故、所得が増えていないのか？	79

(2) 企業の貯蓄体質の所得構造への影響	81
(3) 中間層の衰退と消費への影響	83
2. 中間所得層の底上げに向けた打開策	85
(1) 企業貯蓄・所得低下・消費低迷のスパイラル構造	85
(2) 転換が求められるサプライサイドの経済政策	87
3. 新たな価値観に基づく投資の活性化	88
(1) 新しい価値観	88
(2) デジタル化と安全保障の新しい価値観	90
(3) 高齢化が生み出す新しい価値観	92
(4) 脱炭素・持続可能性に向けた新たな価値観	95
4. 2030年に向けた戦略投資計画の策定	98
第5章 好循環実現のための高圧経済政策と労働市場・ 社会保障改革	星野 卓也 101
要旨	101
1. はじめに：なぜ経済の好循環は実現しなかったのか？	102
2. 企業から家計への労働者還元強化：高圧経済政策＋労働市場流動化	104
(1) アベノミクス期の人手不足の経験	104
(2) 高圧経済を巡る議論	107
(3) 非賃金面でも低待遇？：企業 VS 労働者のパワーバランスが 企業に偏っている可能性	108
(4) アベノミクス期は過剰な人手不足だったのか？	110
(5) 需給計測に GDP ギャップを用いる限界	112
(6) 労働市場流動化が労働市場のメカニズムを強くする	114
(7) 政府・企業・労働者に求められるエンプロイアビリティの視点	116
(8) 循環と構造は二項対立ではない	118
3. 家計の将来不安緩和：「長く稼ぐ」社会を目指すための制度改革を	119
(1) なぜ将来不安が生まれるのか？	120
(2) なぜ「長く稼ぐ」が必要なのか？	121
(3) 繰り下げ選択による「働き損」をなくす制度改革を	122
(4) 高圧経済政策は高齢労働者の待遇改善や生産性改善を促す可能性	126
4. おわりに	126

第6章 公共部門の賃上げ・雇用増、競争政策の強化	鈴木 章弘	129
1. 財政破綻があり得ないことを踏まえたマクロ経済運営の目標		129
(1) 物価の安定		129
(2) 「完全雇用」		131
2. 分配構造		131
(1) SNA を基にした分配構造の見方		131
(2) パイ (GDP) の拡大と財政政策		133
(3) 分配構造を踏まえた政策の方向性		134
3. 公共部門の賃上げ・雇用増		135
(1) 公共部門の増員・賃上げによる効果		135
(2) 人事院の給与勧告の見直し		137
(3) 公共サービスのアウトソースの見直し		139
(4) 非正規公務員の正規化		141
(5) 公的価格の引き上げ		143
4. 競争政策の強化		144
(1) 競争政策と分配構造		144
(2) 競争政策の強化 (価格転嫁支援とデジタル・プラットフォーマー)		147
5. まとめと今後の課題		149
補論 わが国の資産格差について		150
第7章 地域経済活性化による中間層再生	飯田 泰之	153
1. はじめに		153
2. 東京一極集中が生む格差と停滞		154
(1) 中間層であることの困難		155
(2) 東京は日本の Growth Center ではない		156
3. 地域経済の危機と東京圏経済		159
(1) 人口減少は第一義的課題ではない		160
(2) 「穴の開いたバケツ」としての地域経済循環		164
(3) 地域経済と東京本社モデルの危機		166
4. 地域経済循環の回復をめぐって		167
(1) 投資と本社機能の誘致に向けて		168

(2) 新たなインパクト投資と地域金融機関	169
(3) 中心市街地の活性化と消費の回復	171
5. 地域経済の未来と残された課題	173

## 研究委員一覧

### 研究主幹

永濱利廣 第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト

### 研究委員（順不同）

会田卓司 岡三証券 チーフエコノミスト

青木大樹 UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント  
日本地域最高投資責任者 兼 日本経済チーフエコノミスト  
マネージングディレクター

飯田泰之 明治大学政治経済学部 教授

星野卓也 第一生命経済研究所 経済調査部 主任エコノミスト

鈴木章弘 21世紀政策研究所 研究員

## 第1章 エグゼクティブ・サマリー

第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト

永濱 利廣

### 1. 問題意識および本研究会の目的

1990年代初頭のバブル崩壊とそれに続く金融危機以降、わが国経済は長きにわたり低迷している。経済を成長軌道に戻すべく、政府の内外において幾度となく成長戦略が取りまとめられ、それらに基づいて経済財政運営を行ってきたが、経済成長率は他の先進国と比較しても大きく見劣りしている。特に賃金がほとんど伸びていないことから、中間層の衰退が著しく、かつての「一億総中流社会」からは程遠い状況となっている。

これまで取りまとめられてきた成長戦略は、いわゆるサプライサイドを重視するものであった。2001年の小泉政権が掲げた「聖域なき構造改革」がその最たるものであり、公共サービスの民営化によって、民間活力の発揮を目指したほか、生産性の向上や新たな需要創出を企図して、規制改革・緩和を進めてきた。こうした政策の理論的根拠として成長会計に基づく分析があり、サプライサイドの構造改革を推し進めることで、全要素生産性が高まり、経済全体も成長するとの道筋を描いてきた。しかし、度重なる成長戦略の取りまとめと、その実行、およびその工程管理を行ってきたが、長期低迷から抜け出せない状況が続いている。

長期低迷から脱し、経済を成長させ、国民生活を向上させていくためには、従来型の思考や学説にとらわれず、抜本的な検討をしなければならないのではないかと。こうした問題意識から、経済構造研究会を立ち上げ、検討を進めてきた。本書はこれまでの検討成果をまとめたものである。

本報告書では、第2章以降において、各研究委員が様々な観点から日本経済の長期低迷とその打開策について分析を行っている。そして、本章は、それらの分析内容を踏まえたエグゼクティブ・サマリーという位置付けである。本章の2. は要旨であり、3. は現状分析、4. は政策提言について、それぞれ概説している。

この報告書が、これからの政策論議に一石を投じるものとなることを期待したい。

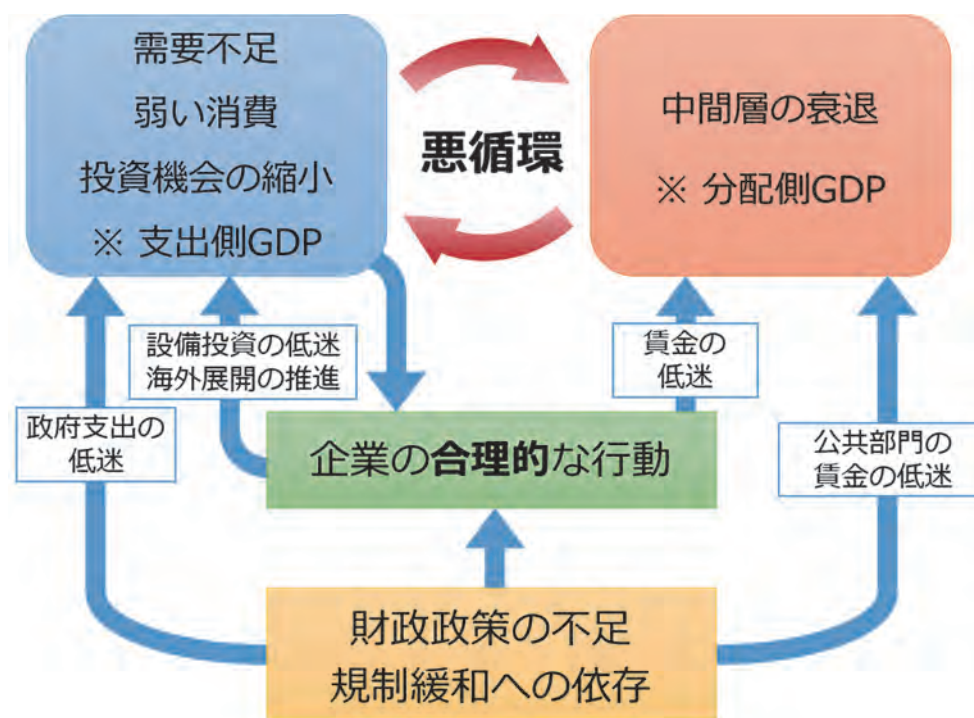


## 2. 本報告書の要旨

図表 1-1 は、現状分析に関する全体のイメージである。まず、需要不足と中間層の衰退が悪循環を引き起こしており、需要不足は弱い消費や投資機会の縮小といった形で現れる。家計の経済状況が改善しない状況においては、消費を拡大することは困難である。また、需要が弱い中であっては、企業は国内で設備投資を行うインセンティブに乏しいため、海外に活路を見出そうとするが、それにより国内設備投資は停滞し、さらなる需要の低迷を招くという悪循環の一因となる。さらに、このような環境下では、賃上げによって雇用者の維持・拡大に努めようというインセンティブも働かない。こうしたマクロの需要不足が、中間層の衰退につながるという悪循環を形成している。

こうした悪循環に陥ったのは、緊縮的な経済財政運営の継続にある。民需が総じて弱い中、「将来世代へのツケを回さない財政健全化」や「持続可能な社会保障制度改革の確立」を名目に、政府支出を抑制し、増税や社会保険料の引き上げも続けた結果、マクロの需要を押し下げてきた。また、政府支出のうち、公的セクターの賃金や雇用も抑制されてきたことが、中間層の衰退にも拍車をかけた。

図表 1-1 現状分析の全体イメージ



出所：経済構造研究会

図表 1-2 は、悪循環を起こしている現状を打開するための政策提言に関する全体のイメージ図である。まずは、根本的な原因となっているマクロの需要不足を打開すべく、財政ルールを見直さなければならない。これまで、財政破綻の懸念から、需要不足の中でも財政健全化のため、歳出抑制や増税・社会保険料の引き上げが進められてきたが、わが国のように、自国通貨建て国債を発行する国において、財政破綻の可能性は極めて低く、需要不足の状況の中ではむしろ十分な規模で財政出動をしなければならない。

財政出動の仕方は様々であるが、その一つとして、新たな価値観に基づく投資の活性化に向けた財政の活用が重要である。設備投資需要を拡大させると同時に、よりよい社会の実現に向けたイノベーションの創出やインフラ整備を進めるべく、長期計画的に財政政策を展開する。政府が長期の計画に基づいて投資し続けられれば、企業も新たなイノベーション創出に向けて、国内投資を加速させる。

財政出動を起点に総需要の拡大を確実に賃上げにつなげ、中間層の底上げを進めることも不可欠である。ここでの「中間層の底上げ」とは、主に低・中所得者層の経済環境の改善を意味している。そのためにまずは、財政拡大による高圧経済<sup>1</sup>を継続することで賃上げ圧力をかけ続けるとともに、雇用流動化を進め、企業間の賃上げ競争を促さなければならない。雇用の流動化にあたっては、法制度の見直しに限らず、民間企業の雇用慣行の見直しも必要となる。また、公共部門の賃上げと雇用拡大により、直接的に中間層の底上げを図りつつ、民間企業においても賃上げせざるを得ない環境にしていくべきである。

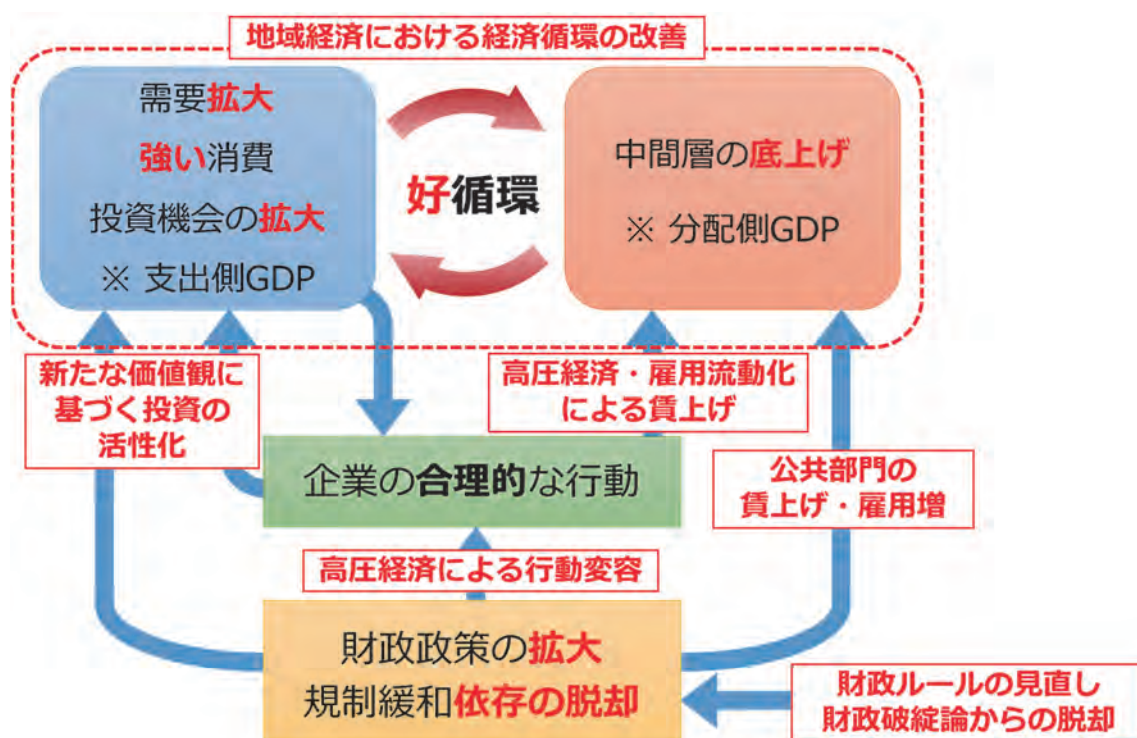
一国のマクロ的な循環に限らず、国内の各地域における経済循環の改善も課題である。財政支出によって各地に供給される資金が、その地域において循環し、経済成長していくことが望ましい。本社機能の分散化、地元企業の経営支援拡大、地域金融機関の役割強化等により、地域内の経済循環を改善させていく必要がある。

こうした一連の政策により、これまでの「需要不足と中間層衰退の悪循環」から、「需要拡大と中間層の底上げの好循環」へと移行させていく。

---

<sup>1</sup> 供給能力よりも需要が上回り、投資などが活発化してさらに需要圧力が高まる傾向にある経済状況。

図表 1-2 政策提言の全体イメージ



出所：経済構造研究会

### 3. 現状分析

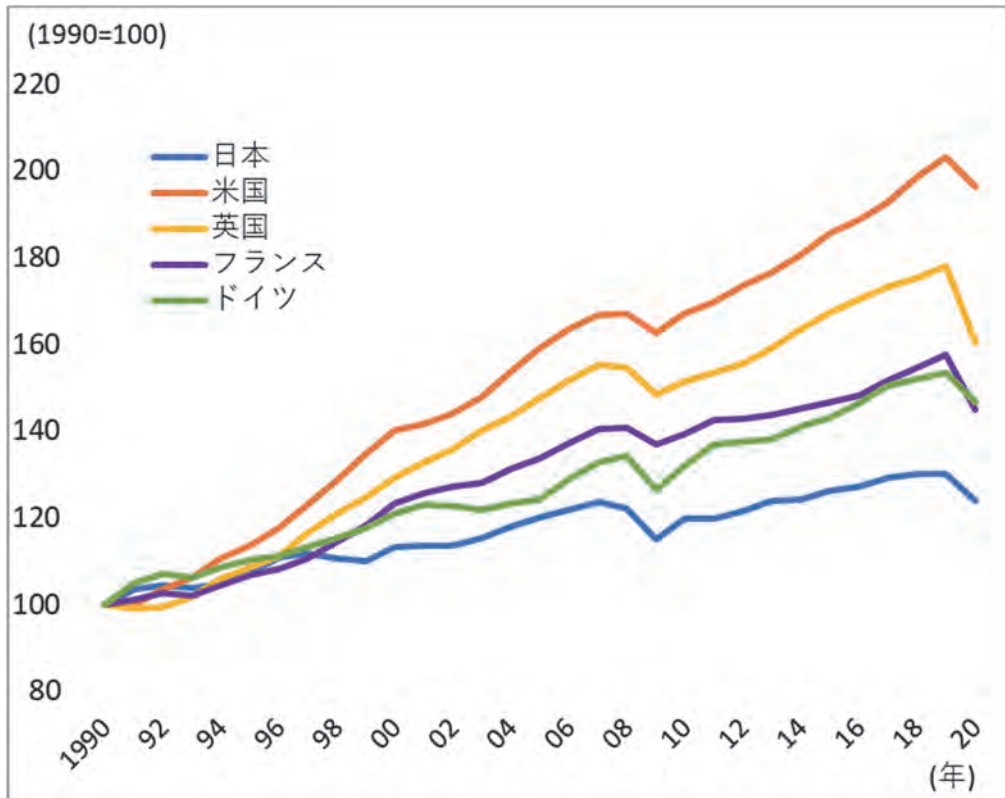
#### (1) 需要不足

需要の低迷は GDP の推移に如実に表れている（図表 1-3）。この 30 年間、日本は他の先進国に比べて、実質 GDP は伸びてこなかった。デフレ・デイスインフレが長期化しているわが国においては、供給能力に比して需要が不足していることは明白である<sup>2</sup>。

この需要不足の背景には、後述する様々な要因がある。

<sup>2</sup> 内閣府や日本銀行の需給ギャップ推計において、需要が供給を上回っている時期がある。しかし、第 5 章、6 章で述べるように、現行の需給ギャップ推計には様々な点で限界がある。

図表 1-3 主要先進国の実質 GDP の推移



出所：IMF

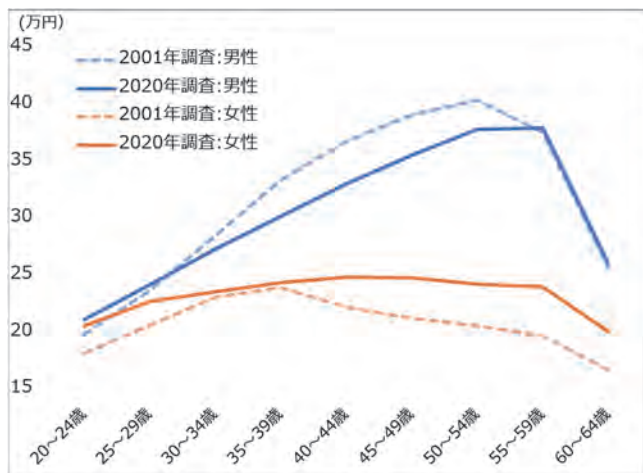
## (2) 中間層の衰退

家計の消費が持続的に拡大するためには、当然ながら家計の所得が増加し続けなければならない。しかし、わが国の中間層の家計所得は減少しており、貯蓄も低迷している。こうしたことから、中間層は総じて衰退してきていると言える。

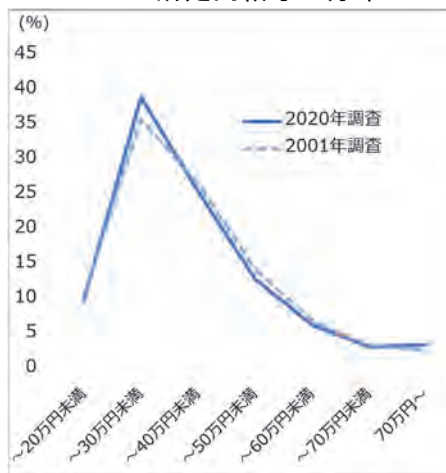
まず、所得について、年齢階級別の所定内給与の中央値は、男性の 30～54 歳では、この約 20 年間で下落したことがわかる (図表 1-4)。一般的に、所得の中央値の低下は、所得分布の下方シフトを意味することから、中間層の衰退として捉えられる。事実、20～59 歳の所定内給与の分布は、20 万円以上～30 万円未満の層が拡大する一方、30 万円以上～60 万円未満の層が縮小している (図表 1-5)。

なお、女性の所定内給与の中央値は全般的に上昇しており、男女の賃金格差は縮小している (図表 1-4)。しかし、国民全体の豊かさという観点からすれば、男女双方の賃金上昇しつつも、特に女性の賃金上昇率のほうが高いという状況を作り出すべきである。

図表 1-4 年齢階級別の所定内給与の比較



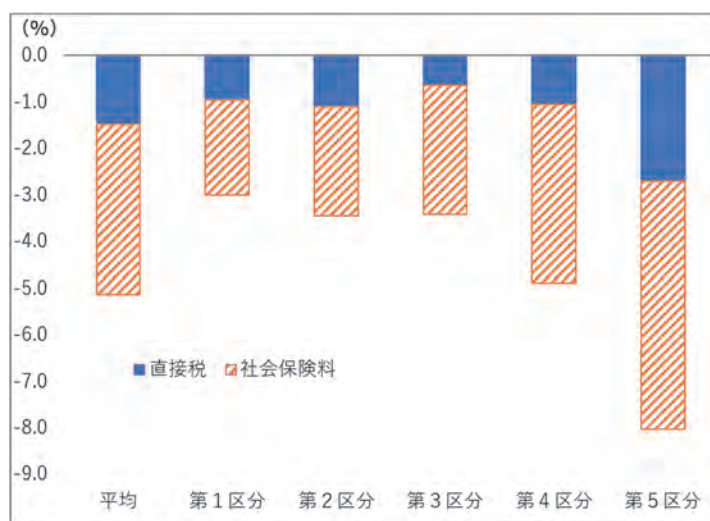
図表 1-5 男性（20～59歳）の所定内給与の分布



出所：いずれも厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より作成

さらに、直接税や社会保険料負担の増大により、可処分所得にも大きな下方圧力が生じている。図表 1-6 は、2000 年から 2020 年における年間収入階級別の直接税・社会保険料による可処分所得への寄与度を示したグラフである。すべての区分において負担が上昇しており、特に社会保険料負担の上昇が顕著になっている。この間、消費税も 5%から 10%へと引き上げられていることも踏まえると、家計の負担は確実に増加しており、消費を抑制せざるを得ない状況にあったと考えられる。

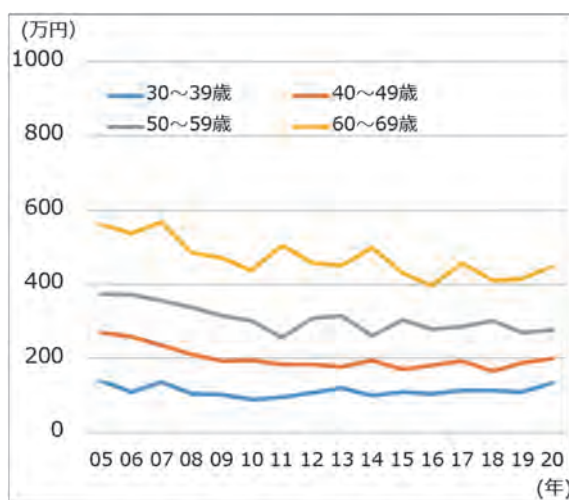
図表 1-6 年間収入階級別の直接税・社会保険料による可処分所得への寄与度（2000 年から 2020 年）



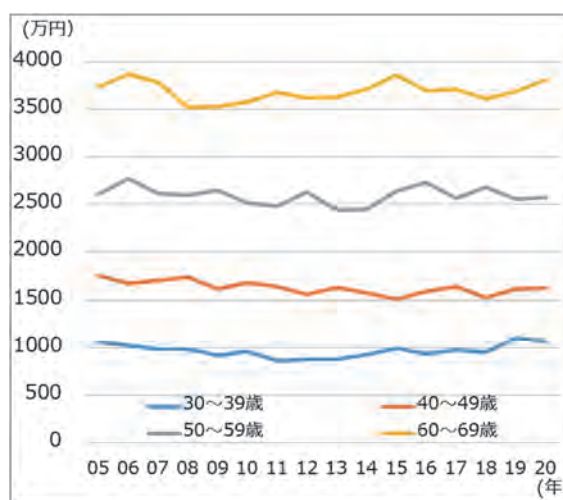
出所：総務省「家計調査 家計収支編 二人以上の世帯」より作成

貯蓄についても停滞が目立っている。家計調査によると、二人以上世帯の貯蓄は全般的に伸び悩んでおり、特に中高年の低貯蓄層で低迷が顕著である（図表 1-7、1-8）。また、金融広報中央委員会の調査では、単身世帯の貯蓄の平均値および中央値が、二人以上世帯と比べて極めて低いという結果になっている（図表 1-9）。単身世帯割合は一貫して増加傾向にある（図表 1-10）ため、家計調査の結果よりも深刻な可能性がある。

図表 1-7 貯蓄下位 20%ラインの推移  
(二人以上世帯)

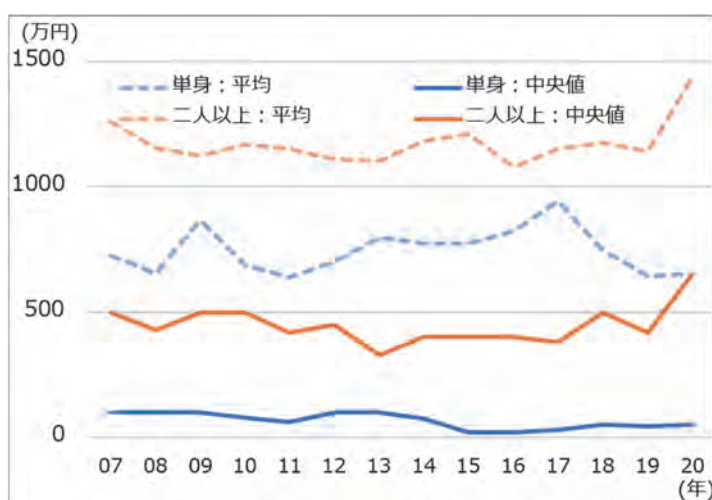


図表 1-8 貯蓄上位 20%ラインの推移  
(二人以上世帯)

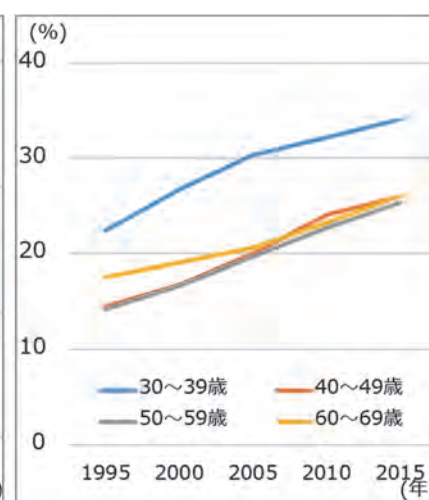


出所：いずれも総務省「家計調査 貯蓄・負債編」

図表 1-9 単身・二人以上世帯別の貯蓄の推移



図表 1-10 単身世帯割合の推移



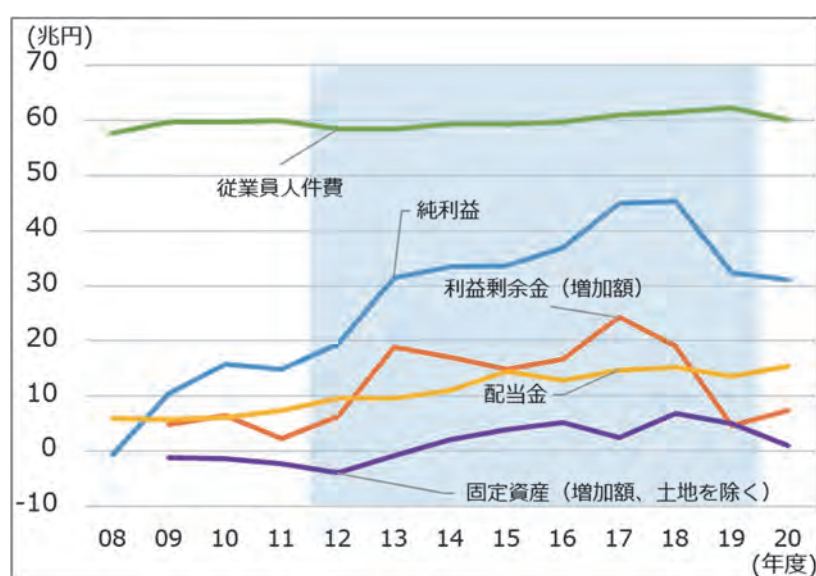
出所：金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」

出所：総務省「国勢調査」

### (3) 企業行動

次に企業行動について、合理的な行動を行ったものの、マクロ経済の悪循環に寄与している点を検証する。まず、アベノミクス期間中（2012年度～2019年度）、大企業（資本金10億円以上）の純利益は増加傾向にあり、利益剰余金や配当金も増加を続けた（図表1-11）。他方、固定資産（有形・無形）は、利益剰余金の伸びほど大きくはない。さらに、従業員人件費は増加に転じたものの、上昇ペースは乏しい。

図表 1-11 大企業（資本金 10 億円以上）の財務指標の推移



注：「従業員人件費」は従業員給与、従業員賞与、福利厚生費の合計、  
シャドーはアベノミクス期間（12～19年度）  
出所：財務省「法人企業統計」

このように、企業は利益拡大を図る中で、相対的に国内での投資や賃上げを抑制してきたが、その一方で海外に積極的に投資してきた。図表 1-12 は対外直接投資残高の推移だが、非金融法人企業においては、2010年以降その伸びが顕著になっており、2020年までの10年間で53.1兆円から157.0兆円と、約3倍にも拡大している。

図表 1-12 対外直接投資残高の推移



出所：日本銀行「資金循環統計」

このほか、ROE（自己資本利益率）やROA（総資産利益率）といった経営指標を重視する方向性も、企業行動に影響を与えてきた可能性も考えられる。例えば、政府が取りまとめた「日本再興戦略改訂 2014」や「未来投資戦略 2017」において、それぞれROEやROAを目標達成の目安やKPI（重要業績評価指標）として設定する旨が記載されている。しかし、人件費の増加は利益を圧縮させるため、ROEやROAの低下をもたらしてしまう。また、設備投資も、内需が弱く十分な収益が見込めない中にある場合は、ROE・ROAの低下につながる利益の下押し要因となるリスクがあるほか、融資等でバランスシートを拡大させて設備投資を実施した場合には総資産も増えてしまうため、ROAを低下させてしまう。

他方、配当や自社株買いは自己資本と現預金を削減させる効果があるため、ROE・ROAの改善につながる。実際、図表 1-11 の通り、配当金は2010年度の6.2兆円から2020年度の15.4兆円と倍以上にまで拡大している。また、アイ・エヌ情報センターによれば、2019年度の自社株買いは約7.7兆円と過去最高となり、2兆円弱の2012年度から4倍近くにまで増加している。配当や自社株買いは株主還元策であり、中間層の底上げに直接的に寄与するとは考えにくい。

ROE・ROAをKPIとすることについて、現預金を削減し、収益性の高い資産ポートフォリオに移行する中で、利益だけでなく、賃金や設備投資も拡大することが目されていたと考えられる。しかし、上述のように、ROEやROA重視の方向性は、総需要が弱い状況下



では、期待収益率の低さから設備投資が抑制され、賃金上昇圧力も弱いために賃上げにもつながらなかった。こうした中では企業貯蓄率が高まりやすいが、その低減策として株主還元が選ばれやすい傾向もみられている。したがって、個別企業の事業戦略としてはともかく、国の成長戦略として ROE や ROA を重視することについては、再考が必要と考えられる。

#### (4) ネットの資金需要の不足と 60 年償還ルールの問題（詳細は第 2 章）

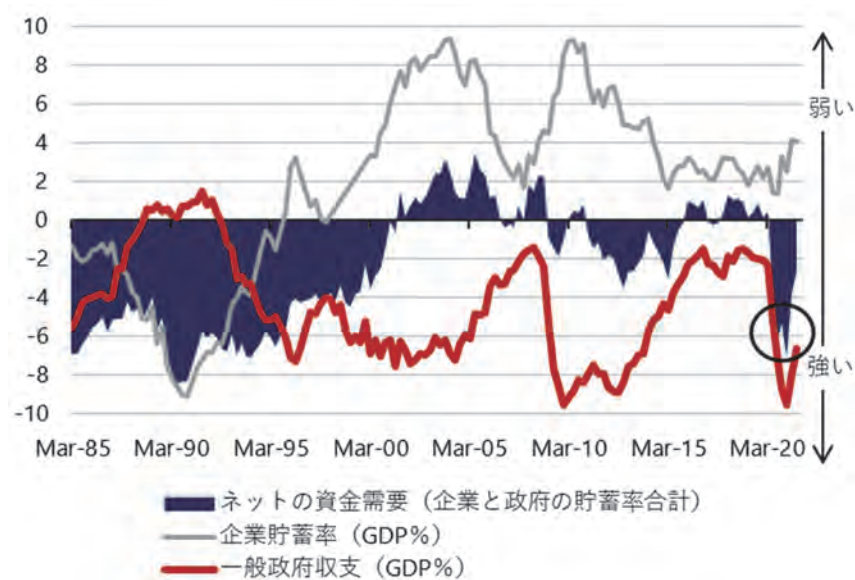
これまでの日本では、将来の経済成長が期待できず、企業にとっては投資よりもリストラなどのコスト削減が重要であった。賃金が減少し、家計も苦しくなった。普通の経済では、企業は事業を展開するために資金を調達する。企業が資金を借り入れることは、貯蓄率ではマイナス（資金需要があること）だ。しかし、企業が家計と同じように支出を抑えて貯蓄に励み、デレバレッジとして借金を返済し続け、貯蓄率は異常なプラス（資金需要がないこと）になってしまった。異常なプラスの部分は支出が減った結果としての過剰貯蓄であり、総需要の下押し圧力になる。その結果、1990 年前後のバブル崩壊後、日本経済は国内の総需要の弱さとデフレに苦しんできた。企業から過剰貯蓄として総需要を破壊する力がかかったら、政府が需要を拡大して補うべきだ。

しかし、企業に資金需要がないにもかかわらず、政府は財政拡大に消極的であり続けた。海外経済が好調で景気が少しでも良好な状態になると、国内の総需要の弱さとデフレから脱却する前に、増税や財政支出削減を行ってしまった。弱者を救済するセーフティーネットも削られた。賃金の減少とともに、家計の体力が衰えて需要は減少し、それが企業活動をさらに弱らせる悪循環となった。賃金は減少するもの、ビジネスのパイは縮小するもの、そして総需要の弱さで物価は下落するものという観念がいつしか経済の中で固定化してしまった。

市中のマネーの拡大には、政府と企業を合わせた支出の拡大が必要になる。企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要（GDP 比、マイナスが強い）が、市中のマネーの拡大・縮小を左右するリフレ・サイクルを表す。これまで財政赤字を過度に懸念し、恒常的なプラスとなった企業貯蓄率が表す企業の支出の弱さに対して、政府の支出は過少であった。結果として、ネットの資金需要が消滅した。国内の資金需要・総需要を生み出す力がなくなり、貨幣経済と市中のマネーが拡大できなくなった。ネットの資金需要が消滅すると、家計に十分な所得が回らなくなる。マクロ経済では、誰かの支出が誰かの所得に

なるからだ。一定の生活水準を維持するもとの家計貯蓄率は低下し、家計のファンダメンタルズは悪化していく。ネットの資金需要が消滅するというツケを、日本はほぼすべて家計に押し付け、家計のファンダメンタルズが著しく悪化した。ネットの資金需要が消滅して20年以上も経ち、家計が疲弊し、中間層は没落した。企業の貯蓄行動が総需要を破壊してしまったのであれば、政府は財政支出を拡大し、ネットの資金需要の消滅を回避し、家計の負担を緩和すべきであった。しかし、政府は消費税率や社会保険料を引き上げるなど、家計にさらなる負担をかけてしまった。今こそ、財政政策の運営方法の新しい考え方が必要になってきている。

図表 1-13 ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）



出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

財政政策が過度に緊縮的にならないために、日本の異常な財政運営方法を、グローバルに行われている普通の形にする必要がある。修正すべきは、①プライマリーバランスの黒字化目標と、②国債の60年償還ルールである。この二つの異常な財政運営方法が、日本の財政政策を異常な緊縮にしてしまう原因となり、日本経済がデフレ構造不況から脱却することの障害になっている。

①について、景気を考慮したプライマリーバランスではなく、生のプライマリーバランスの黒字化を目指してきた。これを改め、ネットの資金需要が景気と経済のファンダメンタルズを考慮したプライマリーバランスと同じ意味合いを持つことから、このネットの資

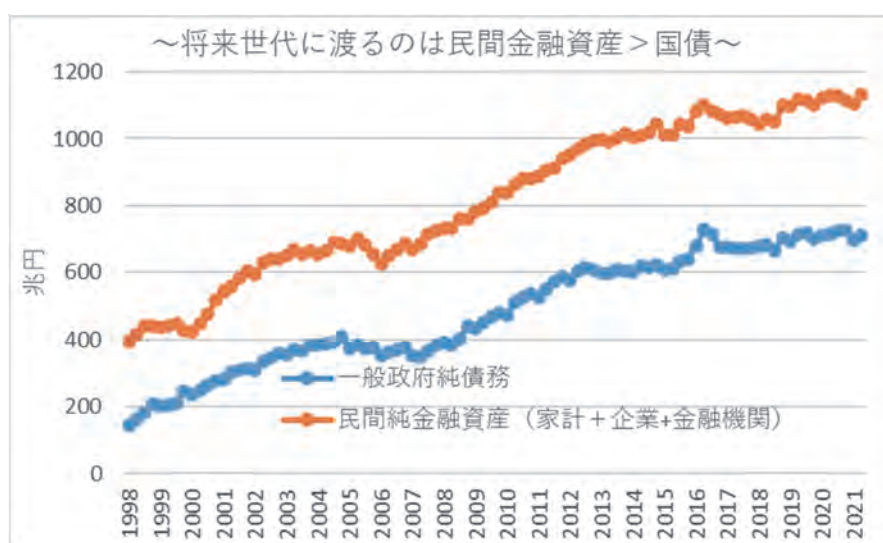
金需要を十分な水準に維持することを新たな財政政策の目標とすべきだ。

②について、日本には、財政赤字により発行した国債は 60 年で現金償還することを定めた「60 年償還ルール」がある。国の債務は完全に返済することはなく、事実上永続的に借り換えされ、残高は維持されていくことは、グローバル・スタンダードの財政運営方法である。償還ルールに基づき国の債務を「完全に返済する」という恒常的な減債の考え方を先進国で持っているのは日本だけである。60 年償還ルールの存在で、政府の歳出構造が硬直化していて、債務を早く返済しなければいけないという切迫感がポリシーメーカーの束縛となり、機動的な財政政策の運営を妨げている。

### （５）財政破綻論への反論（詳細は第 3 章）

政府債務残高だけを捉えて議論することは適当ではなく、日本は財政危機とは言えない。政府が国債を発行して支出すれば必ず同額が資産になるため、債務のみをみることは誤りだ。債務残高が政府のバランスシート上負債であっても、その裏側には必ず資産がある。このため、政府債務残高は「孫子の代へのツケ」ではなく、必ず減らさなければならぬものでもない。減らせば民間の資産も減っていく。財政政策と金融政策は経済活動を活発化させ、物価や雇用をどう安定させるかが重要であり、何が何でも政府債務残高対 GDP 比を下げなければいけない、という議論は間違いである。

図表 1-14 政府純債務以上に膨大な民間純金融資産

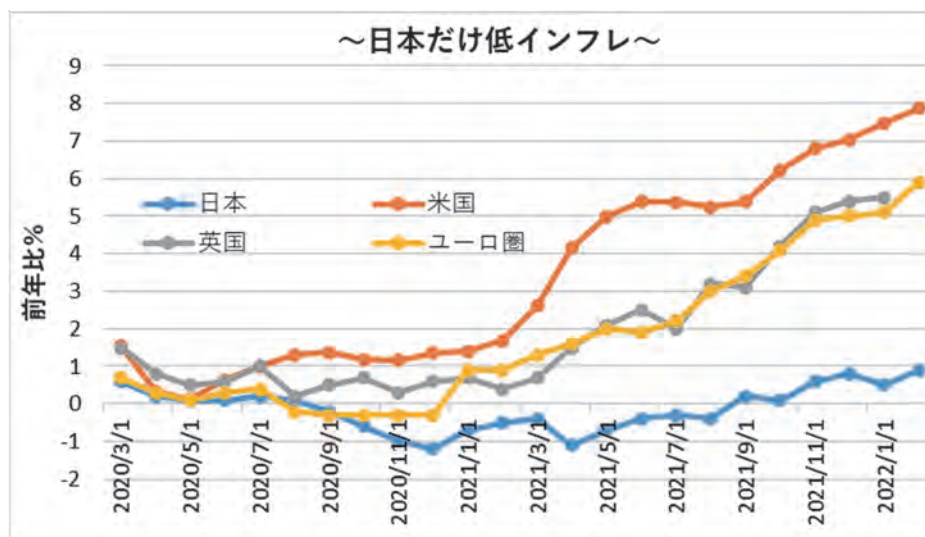


出所：日本銀行「資金循環統計」

日本政府は家計や企業と違って通貨発行権を持ち、自国通貨を発行して債務を返済できる。ただし、政府が支出を野放図に拡大すると、いずれ需要超過となって高インフレとなる。そうすると、政府はインフレが行き過ぎないようにするために財政支出を抑制しなければならない、中央銀行も金融を引き締めなければならない。つまり、政府の財政支出の制約となるのは、政府債務残高ではなくインフレ率である。

現在の欧米のように、インフレ率が目標の+2%を大きく超えてしまっている国は、財政出動が限界にきている。しかし、日本の場合はインフレ率がそこまで上がっていない。今後コストプッシュ型のインフレがあるかもしれないが、輸入物価の上昇に伴うインフレで持続性は低い。

図表 1-15 主要先進国の消費者物価指数



出所：各国統計

日本で出すべき財政支出の規模が足りず、30年間デフレ経済で成長しない間、海外では当たり前のように政府債務を増やして、景気を回復させて賃金が上がっている。新興国も日本の賃金に追い付き、国によっては抜かれそうになっている。この状況が続けば、日本だけ購買力が上がらず、輸入品の値段が上がってしまい、戦争直後のように輸入物の食料品がぜいたく品になってしまう。

財政危機をあおられれば国民はお金を使いたがらない。民間部門が委縮してお金を貯めこんでしまう中で政府部門も財政健全化で支出を削減してしまったら、過剰貯蓄で中立金利が大幅にマイナスになり、金融政策が効かない。財政も大して支出しないので縮小均衡

の一途をたどるだろう。今の日本は「栄養失調なのに肥満を恐れている」状況と言える。政治家が日本の本当の危機が何かを、グローバル・スタンダードな最先端のマクロ経済政策論の下にしっかりと判断できることが重要である。

#### 4. 政策提言

##### (1) 新たな価値観に基づく投資の活性化（詳細は第4章）

中間所得層の停滞の要因は産業別に雇用者数の変化をみることによって如実にみることができる。図表 1-16 の通り、日本はこの 20 年間、相対的に賃金の高い製造業や建設業での労働者を失い、相対的に賃金の低い飲食・宿泊、医療・介護業といった産業の労働者が増えている。これが意味することは、製造業では労働者数を減らさずに生産性を上昇させることができているならば、日本全体の賃金低下にはつながらなかったということである。また、飲食・宿泊や医療・介護といったサービス業でも、労働者が増えているものの賃金が低い状況にあることから、コストを減らして生産性を改善させるのではなく、付加価値額を増やしていくことが重要なのである。

しかし、企業はデフレマインド、安全志向の経営を続ける中、製造業でもサービス業でも付加価値額を増やせていなかった。こういった状況で、企業への減税や、コスト軽減につながる規制改革を行ってきたが、企業貯蓄率のさらなる拡大につながるだけであった。

したがって、これまでの減税やコスト削減中心の規制改革などのサプライサイド政策から、継続的な需要を生み出すように方向転換をしていく必要がある。そして、継続的な需要の創出には、経済社会や人々の新しい価値観に基づく需要の活性化に向け、財政の戦略投資や大胆な規制改革を充実させていくべきである。

では政府による戦略投資を継続的な需要創造につなげていく新たな価値観とは何か。それは、長引く低成長下で生まれ育ってきた新しい世代の価値観、急激にデジタル化が進む中、コロナによる意識変化の中で生まれてきた新しい価値観、また欧米とロシアや中国との分断が深化していく中での経済社会に求められる新しい価値観、そして持続可能性や脱炭素といった新しい価値観、などである。こういった経済・社会、人々の新しい価値観に基づく需要の創造には、企業だけの努力では限界があるだろう。デジタル化や経済安全保障に絡む分野、持続可能性などはその実現に向けて多額な資金を必要とする。また、個々の企業の努力では、グローバルでの変化のスピードについていけないリスクは大きい。なによりも、安全志向の企業経営マインドを変えていくことが求められる。

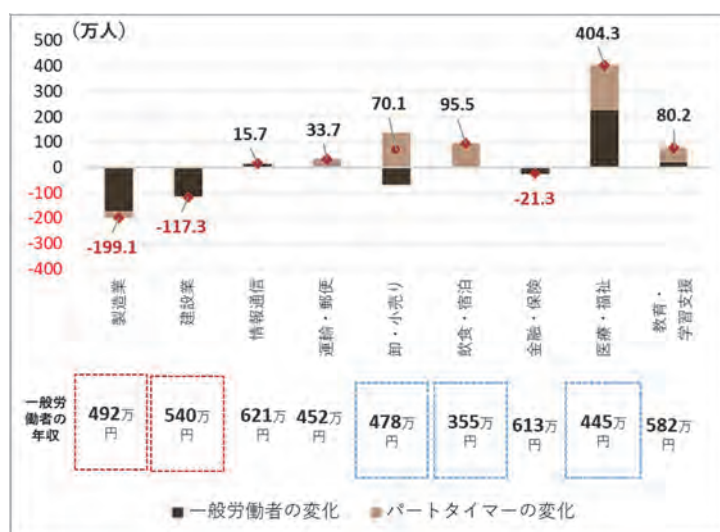
具体的に、「新しい価値観を需要創造につなげる戦略投資」として、既存の通常予算に加えて 2030 年に向けて総額で少なくとも 100 兆円の投資支出計画を提言したい。世界経済のデカップリングや地政学リスクの高まりの中、サイバー攻撃に対する耐性強化などサイバーセキュリティの整備、国内への重要製造部品、半導体部品の生産拠点誘致とそれを活かした製品開発支援は、製造業の自立化と競争力強化を両立すべく政府として主導すべき分野であろう。

また、気候変動や災害に対する強靭性を高めるインフラ整備、次世代自動車の普及促進に向けては、既存のガソリン車よりも優位な条件で購入できる規模の補助があってもよい。またクリーンエネルギーの拡大に向けた発電・送電能力の強化は、エネルギー依存度の低下、自立化を目指した大規模な投資が求められる。

様々な分野において、新しい価値観に基づく需要を創造していくためには、政府は従来の政策を根本的、構造的に変えていく必要がある。従来の減税や規制価格を中心としたサプライサイド政策から、新しい価値観に基づく需要創造に向けた戦略投資へと転換していくべきである。

ただし、政府による戦略投資だけで継続的に需要を作れるとは考えていない。政府による支援により、民間企業が安全志向の経営姿勢に陥ることなく、新しい需要創造に向けた発想・創意工夫、イノベーションにより継続的な雇用の創出、賃金の上昇につなげていくことにある。

図表 1-16 産業別労働者数の変化（2000 年→2019）



出所：厚生労働省、UBS

## (2) 高圧経済・労働流動化による賃上げ（詳細は第5章）

日本における経済の好循環は、①企業による労働者還元の弱さ、②家計の貯蓄性向の高まり、の2点によって妨げられてきた。この対応に主眼を置いた政策対応が必要だ。

企業にとって根源的な賃上げインセンティブは「労働者をつなぎ留めたい・新しく採用したい」という必要性である。日本では賃金のみならず従業員エンゲージメント等の非賃金面での待遇も低い。労働需給の逼迫のもとで、労働者自身のより良い待遇を求めて労働移動を行う、という行動が企業による人材獲得競争を活発化させ、賃金面・非賃金面における労働者還元を促す。しかし、日本ではこの労働市場のメカニズムが十分に機能してこなかった。これを機能させるためには、労働需給の逼迫環境を持続させること：高圧経済政策と、労働市場の流動化につながる改革：日本型雇用慣行などの見直し、の両方を推し進める必要がある。両者は互いにその効果を高めあうものだ。労働需給の逼迫は中途採用者の市場価値を高めて労働移動を促す。労働移動の拡大は、企業が日本型雇用慣行に基づく仕組みを改める誘因になる。逆に労働需給の逼迫がない状態での労働市場流動化は、企業の単なる人件費カットにもつながりかねない。

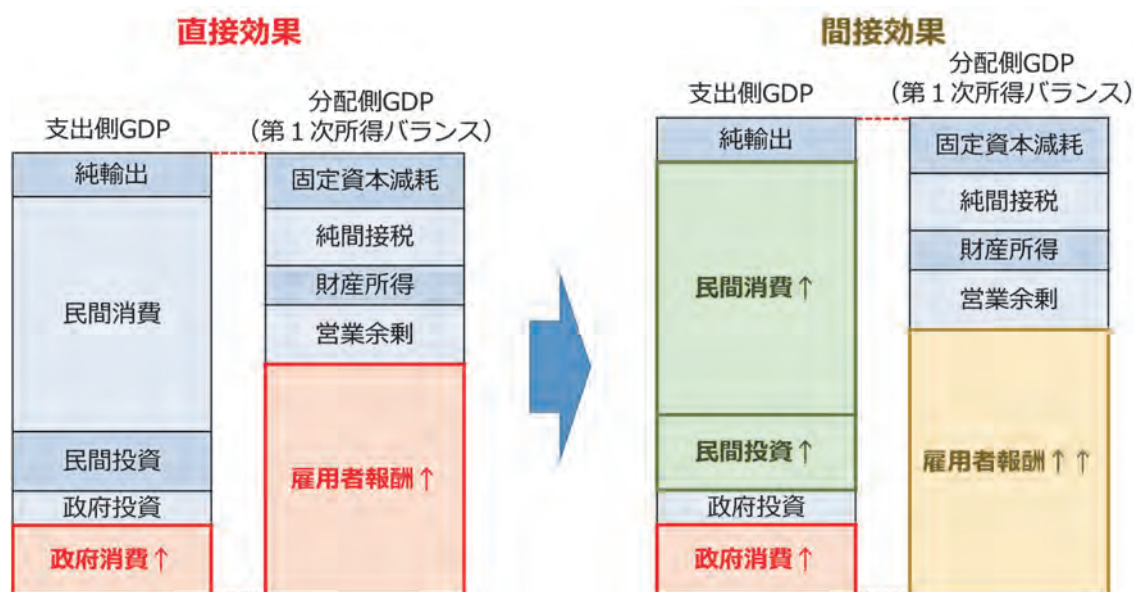
家計の所得増が消費の増加につながるようにするためには、予備的貯蓄動機を低減させる必要がある。予備的貯蓄の根源である将来の経済不安は、主に若年層において雇用環境、壮年層以上では社会保障サービスの低下に起因する。雇用不安は先の労働者還元強化に向けた高圧経済政策＋労働市場流動化が有効なアプローチだ。老後の経済不安を抱える家計にとって、既存制度の公的年金の繰り下げ受給は非常に有用なオプションであるが、利用は広がっていない。繰り下げ選択を避ける誘因となる制度—①繰り下げ受給を選ぶともらえなくなる加給年金や②あらゆる社会保障給付に取り入れられている所得制限—は見直しが求められる。②は「負担能力のある人に多く負担を」という理念で取り入れられているものだが、年金繰り下げで所得が増えることで、医療・介護費の自己負担が急増するという状態を生んでいる。超高齢社会を迎えるにあたり、高齢者が自ら稼いで豊かになる、という選択を妨げる制度は積極的に見直すべきだ。また、繰り下げ中の高齢者就労を促す観点でも、高圧経済政策＋労働市場流動化による労働者待遇の改善は親和的だ。高齢者が長く稼げる経済社会を作ること、現役世代の老後不安を和らげることになり、予備的貯蓄動機を低減させることにもつながる。

### (3) 公共部門の賃上げ・雇用増と競争政策の強化（詳細は第6章）

3.(5)で論じた通り、わが国において、財政破綻の可能性は極めて低い。したがって、パイ（GDP）の拡大を目指すだけであれば、財政支出や減税等の政府債務拡大（つまり政府以外の資産の拡大）で事足りる。しかし、政府債務の野放図な拡大は、インフレ圧力を生じさせ、場合によっては高インフレと高失業率の併存という、スタグフレーションが発生するおそれがある。そのため、国民生活の維持・向上という観点からは、マクロ経済運営の目的を、物価の安定と「完全雇用」の実現の2つとすべきである。なお、ここでの「完全雇用」は、単に失業率が低いというだけでなく、賃金やその他の処遇も担保された質の高い雇用をできる限りすべての国民に提供することを目指した概念である。中間層の底上げを進めていくうえで、良質な雇用の確保は不可欠であることから、この「完全雇用」の観点が重要となる。

物価の安定と「完全雇用」の実現に向けては、「完全雇用」の実現にダイレクトな財政出動が求められる。その方策として、公共部門雇用者の賃上げ・雇用増が考えられる。これによる直接的な効果として、政府消費と雇用者報酬の両方が増加することになる（図表1-17）。さらに、増加した雇用者報酬が民間消費の拡大につながるほか、内需全般の拡大を受けて、企業の設備投資も増加するという間接効果が期待される。

図表 1-17 公的部門の賃上げ・雇用増による効果のイメージ図



出所：鈴木研究委員



また、消費や投資といった新たに拡大する民需は、支出側 GDP として捉えられるが、その分配先として、民間雇用者報酬の増加が期待される。公共部門の賃上げと雇用拡大が行われる中であっては、民間部門は雇用流出を防ぐ必要に迫られ、その方策として賃上げがなされると考えられるためである。一口に公共部門と言っても、そこで雇用される職種はスキル面・賃金面ともに多種多様である。それらすべてで賃上げと雇用拡大がなされれば、幅広い民間雇用者が転職を考えるようになり、多くの民間部門で賃上げ圧力が生じることになる。

同時に、競争政策の強化も重要である。公共部門の賃上げ・雇用増により、民間部門でも賃上げに迫られるが、交渉力の弱い中小企業においては、賃上げ分を十分に価格転嫁できない可能性がある。さらに公共部門の賃上げ・雇用増に伴い拡大した民需について、その事業者間での分配が独占力のある大企業に偏れば、付加価値の分配が、投資家等の富裕層に集中するとの懸念もある。従来型の競争政策では、消費者余剰等に着目した部分均衡分析が中心とされてきたが、マクロの分配構造にも留意した政策運営が求められる。

#### (4) 地域経済循環の改善（詳細は第7章）

中間層の喪失とその再生を考えるにあたっては、人口と企業活動の地域性に注目する必要がある。過去 10 年のわが国の所得分配状況をみると、主要な格差指標は顕著な悪化をみせているわけではない。それにも関わらず、階層の分離、つまりは中間層の解体が強く認識される一因は人口の東京圏への一極集中に求められよう。所得分布が一定であったとしても、固定費が高騰すると、所得から固定費を除いた裁量支出可能額の格差は大きくなる。加えて、近年、東京圏の経済成長率や平均所得の伸びは全国平均よりも低く、日本経済にとっての **Growth Center** としての役割を喪失しつつある。東京圏への人口集中は成長の観点からも限界を迎えている。

中間層の再生と日本経済の成長のためには、人口・経済活動の地理的分散が求められる。その一方で、人口分布は経済活動の結果であって原因ではない点にも注意しなければいけない。人口増加率と経済成長率の関係はそれほど明確なものではない。

地域間の経済・資金循環を概観すると、東京以外の多くの地域において資金の地域外流出が生じていることが認められる。資金の東京への集中は、地域経済の規模を縮小させるのみならず、本社機能の地方への「販売」を所得源とする東京自体の停滞をも招いている。地方経済の資金循環は「穴の開いたバケツ」に例えられる。財政支出は穴の開いたままの

バケツに水を注ぐことよりも、その穴を埋めるために用いられなければならない。

地域からの資金流出要因は多岐にわたるが、本編では＜消費＞＜投資＞＜本社機能＞の三点に絞って地域内循環回復のための施策を提示している。三者は密接に関連している。

消費収支の回復には、その域外流出を防ぐとともにビジネス・観光消費の流入を促す消費の場としての中心市街地の活性化をめぐる基礎自治体へのさらなる支援を行うべきだ。中でも個店や地域企業によって経営される店舗の集積を促進する必要がある。さらに、資産保有者であり消費主体となる中高年層・高齢者の移住のハードルとなっている国民健康保険制度のさらなる改革が求められる。

資産・所得が地域内に投資される環境を整えるにあたっては地域金融機関（地方銀行・信用金庫・信用組合等）が大きな役割を担う。これから返済が本格化するコロナ関連融資の債券譲渡を進めることで、地域金融機関のリレーションシップ・バンクとしての機能回復を支援する必要がある。加えて、狭義の ESG 投資に限定されない地域経済再生へのインパクトを指標とした新たな価値観に基づく投資を金融機関・各地経済団体がともに後押しすることで地域内再投資を通じた資金循環の改善を目指していくべきである。

少なからぬ都市圏において、地域内に本社機能が乏しいことが最大の資金流出要因となっている。その改善には、本社または本社機能の地方移転促進税制の充実とともに、地域企業・自営業者の経営拡大が欠かせない。各地域での中心都市への公的投資の促進や中心市街地活性化は、長らく続いてきた地域経済の縮小の中で毀損した、地域企業・自営業者の経営支援の側面を重視しながら進められる必要がある。さらに、地域の中小企業間のアライアンスを通じた系列・下請けからの脱却を進めるための行政・金融機関・大企業からの資金・人材両面からの支援が求められる。

地方創生は地域経済の再生なしには果たされない。そして地域経済の再生は日本にとっての成長政策でもある。さらに自然災害やテロ等の脅威に鑑みても経済拠点の分散化は経済的な安全保障戦略としての側面もあわせもっている。これらの目的を達成するために、高圧経済を活用した労働力移動の活性化、女性の安定雇用を内包する公的雇用の拡大は欠くことのできない前提ともなろう。財政支出は無限に行うことができるわけではない。そこには供給能力・インフレーションという限界が存在する。だからこそ、生産性の成長余地を残す地方経済の立て直しを通じた供給サイドの強化（生産性向上）のための戦略的需要政策（財政支出）の活用が求められる。

## 5. まとめ

本報告書は、わが国経済における長期低迷の構造的要因の解明とその打開策について検討してきた内容を取りまとめたものであり、エグゼクティブ・サマリーである本章では、報告書全体の内容を概観してきた。様々な観点から検討を行ってきたが、従来のマクロ経済に関する考え方を抜本的に改める必要性を再認識させられた。また、新たなマクロ経済運営を展開していく中で、企業においても、様々なイノベーション創出に向けた投資の拡大や、賃上げや処遇改善、労働市場の流動化につながる自社制度の見直し等の進展が期待される。

2020年代に入り、コロナショックやロシアによるウクライナ侵略が相次いで起き、これまでの人々の価値観に大きな変化をもたらし、国際的な秩序をも揺るがす状況となっている。いかなる事態になったとしても、国民生活の維持・向上には、盤石なマクロ経済運営が不可欠である。この報告書が、そうしたあるべきマクロ経済政策をめぐる議論に一石を投じるものとなることを期待したい。そしてなにより、読者諸君の視野を広げ、理解を深める一助となれば幸いである。

## 第2章 ネットの資金需要の不足と国債 60 年償還ルール の問題

岡三証券 チーフエコノミスト

会田 卓司

### 1. ネットの資金需要の消滅がデフレ構造不況の原因

#### (1) 企業の過剰貯蓄と政府の過小支出

これまでの日本では、将来の経済成長が期待できず、企業にとっては投資よりもリストラなどのコスト削減が重要であった。賃金が減少し、家計も苦しくなった。普通の経済では、企業は事業を展開するために資金を調達する。企業が資金を借り入れることは、貯蓄率ではマイナス（資金需要があること）だ。しかし、企業が家計と同じように支出を抑えて貯蓄に励み、デレバレッジとして借金を返済し続け、貯蓄率は異常なプラス（資金需要がないこと）になった。異常なプラスの部分は支出が減った結果としての過剰貯蓄であり、総需要の下押し圧力になる。その結果、1990年前後のバブル崩壊後、日本経済は国内の総需要の弱さとデフレに苦しんできた。企業から過剰貯蓄として総需要を破壊する力がかかったら、政府が需要を拡大して補うべきだ。企業の貯蓄が大規模な財政支出のファイナンスを支えるため、金利は極めて低い水準に維持される。企業に資金需要が存在する（企業貯蓄率がマイナスである）中で財政赤字が金利高騰のリスクとなるそれまでの古い常識から脱せなかった。企業に資金需要がない（企業貯蓄率がプラス）にもかかわらず、政府は財政拡大に消極的であり続けた。海外経済が好調で景気が少しでも良好な状態になると、国内の総需要の弱さとデフレから脱却する前に、増税や財政支出削減を行った。弱者を救済するセーフティーネットも削られた。賃金の減少とともに、家計の体力が衰えて需要は減少し、それが企業活動を更に弱らせる悪循環となった。賃金は減少するもの、ビジネスのパイは縮小するもの、そして総需要の弱さで物価は下落するものという観念がいつしか経済の中で固定化した。

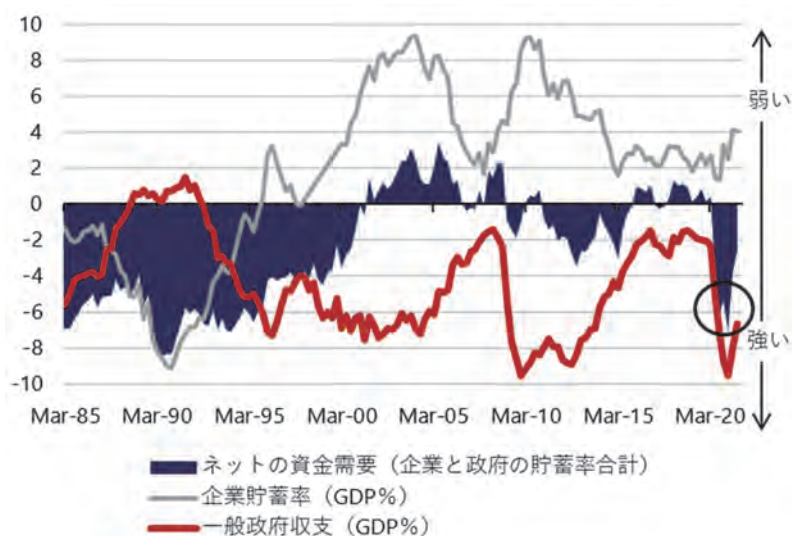
図表 2-1 企業貯蓄率と消費者物価指数



出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

財政収支の赤字が続く中で、企業貯蓄率は上昇してきた。企業貯蓄率の上昇は、デレバレッジやリストラが強くなるなど企業活動の鈍化を意味し、景気下押しとデフレ悪化の圧力となる。1990年代から企業貯蓄率は恒常的なプラスの異常な状態となっており、企業のデレバレッジや弱いリスクテイク力、そしてリストラが、企業と家計の資金の連鎖からドロップアウトする過剰貯蓄として、総需要を追加的に破壊する力となり、内需低迷とデフレの長期化の原因になった。企業の支出の力が弱く、過剰貯蓄として総需要を破壊する力となったのであれば、政府が支出を増やさねばならない。市中のマネーの拡大には、政府と企業を合わせた支出の拡大が必要になる。企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要（GDP比、マイナスが強い）が、市中のマネーの拡大・縮小を左右するリフレサイクルを表す。これまで財政赤字を過度に懸念し、恒常的なプラスとなった企業貯蓄率が表す企業の支出の弱さに対して、政府の支出は過少であった。結果として、ネットの資金需要が消滅した。国内の資金需要・総需要を生み出す力がなくなり、貨幣経済と市中のマネーが拡大できなくなった。ネットの資金需要が消滅すると、日銀が供給した流動性が市中に回る力もなくなり、量的金融緩和の効果も削がれる。

図表 2-2 ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）



出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

## （２） ネットの資金需要の消滅で家計に所得が回らない

ネットの資金需要が消滅すると、家計に十分な所得が回らなくなる。マクロ経済では、誰かの支出は誰かの所得だ。一定の生活水準を維持するもとの家計貯蓄率は低下し、家計のファンダメンタルズは悪化する。家計貯蓄率（資金循環統計ベース）は、1980年代の平均9.4%、1990年代7.7%、2000年代2.4%と急低下してきた。家計貯蓄率の低下は高齢化が主原因との見方が多い。しかし、高齢化が更に進行した2010年代以降の家計貯蓄率の平均は3.8%と2000年代と比較して上昇していることは、高齢化が主原因ではないことを示す。ネットの資金需要が消滅したツケを、日本はほぼすべて家計に押し付け、家計のファンダメンタルズが著しく悪化した。ネットの資金需要が消滅して20年以上も経ち、家計が疲弊し、中間層は没落した。企業の貯蓄行動が総需要を破壊したのであれば、政府は財政支出を拡大し、ネットの資金需要の消滅を回避し、家計の負担を緩和すべきだった。しかし、政府は消費税率や社会保険料を引き上げるなど、家計に更なる負担をかけてしまった。

図表 2-3 家計貯蓄率とネットの資金需要



出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

家計はどんどん追い込まれていき、家計の縮み志向とデフレ期待が経済とマーケットにロックインした。日本化の完成である。ネットの資金需要が消滅し、家計に十分な所得が回らない状態では、企業が投資をして魅力的な商品やサービスを提供しても、家計の反応は鈍い、または反応できるほどの余裕はなく、投資がリターンを生めなくなる。投資が魅力的なものではなくなり、企業はデレバレッジやリストラを継続し、企業貯蓄率は低下せず、恒常的なプラスの異常な状態が総需要を破壊し続けてした。2000年代から2010年代に家計貯蓄率が若干上昇したのは、アベノミクスなどの積極的な経済政策によりネットの資金需要の平均が+0.6%から-0.6%へ改善した効果が大きい。しかし、家計のファンダメンタルズを修復するには、まだまだ足りなかった。新型コロナウイルスの感染拡大の影響を抑制するために財政政策は拡大に転じ、ネットの資金需要は復活して大きなマイナスとなり、市中のマネーが膨らむ力であるリフレサイクルが上振れ、マネーの拡大が強くなり、株価の大幅な上昇（リフレ）につながったとみられる。家計に所得が回る形となり、家計貯蓄率は上昇した。第四次産業革命や脱炭素などの中長期的なテーマで企業の投資が活性化し、企業貯蓄率が低下するとともに、財政が拡大した状態を維持できれば、ネットの資金需要が強い状態が継続し、家計のファンダメンタルズが修復される。これまで長い期間をかけて家計は疲弊してきたため、ファンダメンタルズの修復には時間がかかり、財政拡大でネットの資金需要を長期間拡大しておく必要がある。企業が投資をして魅力的な商品やサービスを提供すれば、家計が反応できる余地が生まれ、投資の高リターンが更な

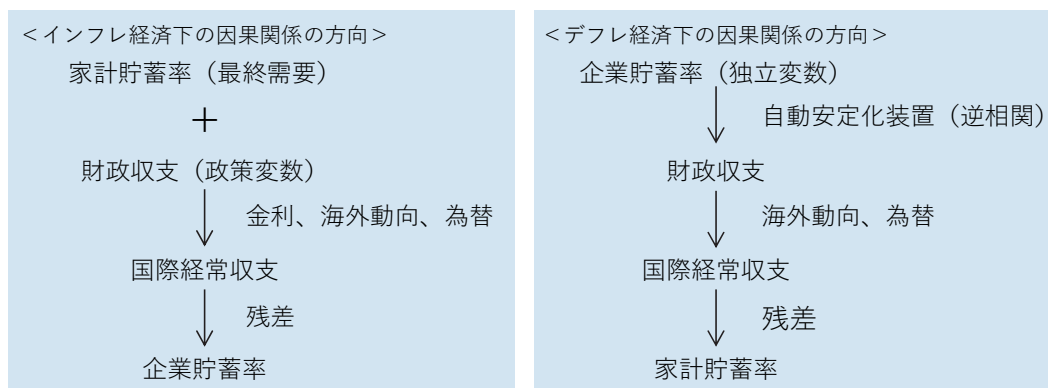
る投資につながる好循環が企業貯蓄率を正常なマイナスに戻す。総需要を破壊する力が一掃され、デフレ完全脱却となる。それまで家計支援の財政拡大がまだまだ必要だ。

### (3) インフレとデフレの因果関係は逆

インフレ的な状況とデフレ的な状況など、経済の環境が違えば、分析手法やとるべき経済政策は異なる。一般的に主流派的な経済学では、企業は資金調達をして事業を行う主体であるので企業貯蓄率はマイナスで、物価上昇率もしっかりとしたプラスの領域で推移していることが暗黙の前提としてあるようだ。インフレ経済下の通常のエconomic分析では、需要超過の状態、最終需要の動向から景気を説明することが多い。最終需要としての家計消費の動きは雇用、賃金、消費者心理、または人口動態などに影響され、それと同時に家計貯蓄率が決まる。財政収支は、独立的な政策要因で決まるとされる。この二つに加え、中央銀行の金融政策の動向に影響を受けながらマーケット・メカニズムで金利が決まる。そして、海外経済の動向の影響も受けながら為替が動き、国際経常収支が決まる。家計貯蓄率、企業貯蓄率、財政収支を足したものが国際経常収支となるのが貯蓄投資バランスである。三者が決まれば、残りとして企業貯蓄率は決まる。よって、分析の残りである企業貯蓄率はあまり注目されない。新古典派経済学は、企業は利潤を最大化するために経済の状況に応じて柔軟に変化する単なる生産要素の集まりとされ、過剰貯蓄による需要不足は起こらないとされる。

貯蓄投資バランス：家計貯蓄率 + 企業貯蓄率 + 財政収支 = 国際経常収支

図表 2-4 インフレ・デフレ経済下の因果関係の方向



出所：岡三証券



企業の投資意欲が強くなり、企業活動が回復すれば、企業貯蓄率が低下し、総需要を破壊してきた過剰貯蓄が小さくなることで、企業活動が景気を押し上げ、デフレ緩和の力となる。企業活動の強弱が、景気サイクルを決めていると考えられ、企業貯蓄率はその代理変数となる。金利が既に消滅していたため、企業心理の動きで半ば独立的に企業貯蓄率が決まるようになった。企業貯蓄率がプラスで、物価上昇率がマイナスの領域で推移していることで、主流派的な経済学の分析がうまくいなくなる。企業貯蓄率が低下して景気が回復すれば税収は増加し、財政収支は改善する。企業貯蓄率が上昇して景気が悪化すれば税収は減少し、景気対策の支出も増え、財政収支は悪化する。財政収支と企業貯蓄率は強い逆相関の関係にあるという「景気の自動安定化装置」が働き、財政収支は決まる。そして、海外経済の動向の影響も受けながら為替が動き、国際経常収支が決まる。三者が決まれば、残りとして家計貯蓄率は決まる。この因果関係の向きの川上にある企業貯蓄率と財政収支の動きが、デフレ経済下の分析として重要になる。

結果として、日本経済は、物価下落、名目 GDP 縮小、そして円高に苦しめられ続けた。所得が回らない中で、家計は追い込まれていき、中間層は疲弊した。家計に所得が回らない財政政策をとり続けた結果、生活を維持しながら行える家計の貯蓄額は小さくなった。ネットの資金需要が拡大し、家計に所得が回るようになれば家計は消費を増やす。一方、ネットの資金需要が縮小し、家計に所得が回らなくなれば家計は消費を減らす。インフレ経済下で、家計が因果関係の川上にいるのとは対極的に、家計のファンダメンタルズの悪化により、家計は反応することしかできなくなったことが、家計が因果関係の川下にいる理由である。家計が疲弊した履歴効果が因果関係を強くしたとも言える。国際経常収支の動きが因果関係に割り込んでくることもあるが、日本の場合、国際経常収支は安定しているため、デフレは供給過多より需要不足の影響が強い。

インフレとデフレの貯蓄投資バランスの因果関係の方向感が一方的に強くなり、インフレやデフレの問題が深刻になると、その負荷は最後の経済主体に大きくかかる。インフレ経済下では企業、そしてデフレ経済下では家計になる。この負荷が大きくかかった部分が改善しない限り、因果関係をひっくり返し、インフレやデフレの問題を解消することはできない。1980年代にインフレで苦しんだ米国や英国が、レーガノミクスやサッチャリズムというサプライサイドの新自由主義的政策で企業を支えたことは理にかなっていた。しかし、それを単純に真似して、デフレ経済下の日本で規制緩和などの構造改革で企業ばかり刺激しようとしても、家計が疲弊して総需要が極めて弱いので、企業の投資の期待リターン

は一向に上がらず、企業の投資活動は強くなり、経済政策の果実は実らない。これまでの緊縮路線は新型コロナウイルスとの戦いで所得環境の悪化に苦しむ国民からの支持を失ったとみる。政府が懐事情の厳しさを強調すればするほど、それ以上に厳しい懐事情の国民に寄り添っていないと感じるからだ。国民への支援を「ばらまき」と批判する意見も、新型コロナウイルスとの戦いで安全圏にいる強者の論理だと受け入れられなくなっただろう。これまでは家計が疲弊していて総需要が足りず、投資の期待リターンが低いため、企業は投資に躊躇していた。企業の投資活動を活性化するためにも、財政を拡大し、家計に所得を回すことがまず必要になる。インフレ経済下の処方箋が効いた経験を持つ海外投資家の評価を期待して、構造改革のみを推進しても、財政拡大による家計支援で総需要を拡大しなければ、デフレ構造不況は脱却できず、結局のところ海外投資家の失望を生み、日本の株式市場の上昇は持続的にはならないだろう。ただ、政府の財政負担を懸念して、増税のみの強引な所得分配は、リフレサイクルを腰折れさせ、経済とマーケットに縮小圧力をかけるリスクがあるので注意だ。

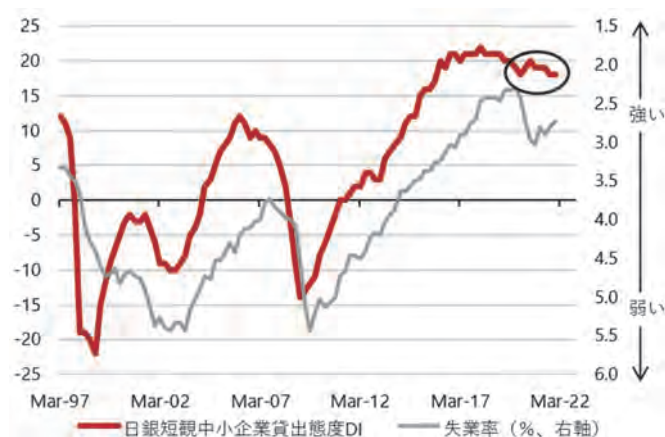
もちろん厳密に言えば、両方の因果関係は常に存在している。家計貯蓄率、企業貯蓄率、財政収支、国際経常収支は、一般均衡の貯蓄投資バランスの要素として同時に決定されるというのが、主流派的な経済学の認識だろう。価格メカニズムなどにより、需要と供給がいつでも均衡している理論上の美しい経済の姿である。いつでも美しく均衡する姿を前提にしているから、エコノミストは資金循環を経済の分析にうまく応用できず、資金循環のこれらの要素間の因果関係を分析することにイデオロギー的な拒否反応を示すことも多い。因果関係を否定することは、非自発的な失業は存在しないという新古典派経済学の非現実的な前提に通じるものを感じる。しかし、一方向の因果関係がかなり強くなるのが、経済の構造問題の原因になる。家計貯蓄率と財政収支から企業貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要超過で、インフレが構造的な問題となる。一方、企業貯蓄率と財政収支から家計貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要不足で、デフレが構造的な問題となる。言い換えれば、一方向の因果関係がかなり強いことが構造問題で、因果関係が弱くなって一般均衡の同時決定に戻れば構造問題は解消したことになる。日本がデフレ構造不況を脱却するには、因果関係の川上であるネットの資金需要を財政政策で拡大し、家計に所得を回し、履歴効果を打ち消して因果関係が弱くなるまで家計のファンダメンタルズを修復することがまず必要である。一方、インフレ経済下の川下にある企業を改革で活性化するのが新自由主義的な成長戦略であるが、家計に所得を回すようなマクロの構図への

改革が必要なデフレ構造不況からの脱却の処方箋にはならない。

#### (4) 名目 GDP 3%成長は可能

リフレサイクルを示すネットの資金需要を 0%に誘導する（企業貯蓄率と財政収支をバランスさせる）かのような緊縮的な財政政策がとられてきた。マネーを膨らませられる管理通貨制の利点を活かし、財政拡大でネットの資金需要を十分に確保し、総需要を生み出す力、資金が循環し経済と市中のマネーが拡大する力、家計に所得が回る力を維持するという発想が欠けていた。企業の支出が弱く企業貯蓄率が異常なプラスとなり総需要を破壊する力になったなら、政府の支出の拡大でオフセットする必要がある。リフレの力は二つの要素がある。一つ目のリフレの力は支出の力である。企業の支出力は弱く、企業貯蓄率はプラスという異常な状態が長く継続し、弱い総需要とデフレの原因になってきた。二つ目のリフレの力は、民間の信用が拡大できる環境なのかを示す信用サイクルだ。中小企業がどれだけ金融機関から借り入れしやすいと感じているかを測る日銀短観の中小企業金融機関貸出態度 DI（「緩い」－「厳しい」）が信用サイクルをきれいに示す。アベノミクスによる大規模な金融緩和などにより、信用サイクルは上振れ、DI は+20 程度というバブル崩壊後の圧倒的な高水準に上昇し、安定化した。日銀の大胆な金融政策と政府の信用保証や無利子無担保融資などの経済政策が効果を発揮してきたことは否定できない。強い信用サイクルが、総需要が弱い中でも、新型コロナウイルス前までの景気回復を支えていたと言える。信用サイクルを押し上げると、日銀の金融政策のみで景気を押し上げることは難しくなり、政府・日銀の連携で強い信用サイクルを維持し続ける必要がある。

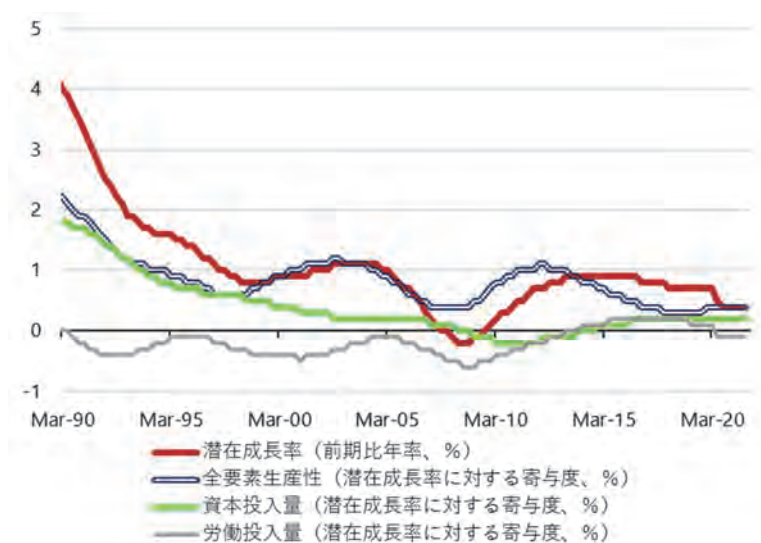
図表 2-5 日銀短観中小企業金融機関貸出態度 DI と失業率



出所：内閣府、総務省、日銀、Refinitiv 作成：岡三証券

ネットの資金需要の消滅による総需要の弱さは、総供給をも蝕んできた。日本経済の潜在成長率は大きく低下した。企業貯蓄率のプラス化は、投資活動の弱さを意味し、資本蓄積の潜在成長率に対する寄与度は大きく低下し、潜在成長率の大きな低下の原因となった。生産性の問題が指摘される中で、1997・8年の日本の金融危機や2007・8年のグローバルな金融危機の中で、企業は断固としたリストラで、全要素生産性を押し上げる局面もみられた。しかし、総需要の弱さにより、投資の拡大がイノベーションを生み、全要素生産性が向上するという好循環が生まれなかった。総需要が弱いので、企業の投資の期待リターンが低く、企業は生産性や収益力の向上のための投資拡大に前向きになれない。バブル崩壊後、日本はリストラでしか全要素生産性を上げることができていない。アベノミクス後に、信用サイクルの上振れで、企業が少しは前向きになり、資本蓄積のトレンドは上向いたがまだ弱い。女性や高齢者の労働参加率の上昇も潜在成長率の押し上げにつながってきたが、資本蓄積の弱さにより、全要素生産性には逆に押し下げ圧力となったようだ。総需要の弱さの中の改革で生産性を向上させるという新自由主義型のマクロ政策の限界だろう。

図表 2-6 潜在成長率と寄与度



出所：内閣府、 作成：岡三証券

政府は3%の名目GDP成長率を目標にしてきた。名目GDP成長率は、ネットの資金需要、資本ストックの積み上げ（潜在成長率に対する寄与度）、日銀短観中小企業金融機関貸出態度DI、そして景気サイクルとして雇用不足感を表す日銀短観全規模雇用判断DI（前年差）でうまく推計できる。ネットの資金需要が十分に存在し、信用サイクルが強く、資

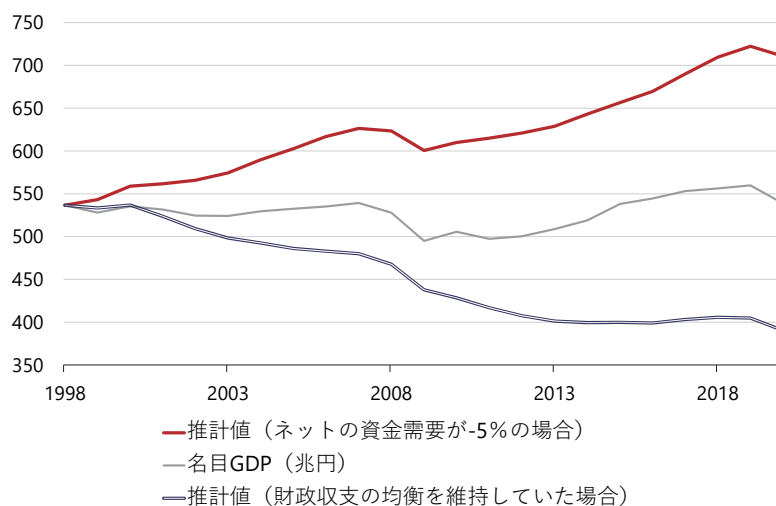
本蓄積が大きくなり、雇用不足感が強くなるほどの総需要の拡大があれば、名目 GDP 成長率を押し上げる。日銀短観全規模雇用判断 DI に変化がないと、景気サイクルは中立的とする。日銀短観中小企業貸出態度 DI が+20 で、2%の物価上昇を目指す日銀の緩和的な金融政策により、アベノミクス以降の安定的な水準を維持する。ネットの資金需要が-5%程度あれば、市中のマネーを拡大する力としてのリフレサイクル、そして家計に所得がしっかり回る力が維持される。そして、官・民一体となった投資拡大により、資本蓄積が+0.7%程度まで強くなれば、名目 GDP 成長率は3%程度まで上昇できる。官・民の資本蓄積に、政府の直接的な所得分配機能をフル稼働し、緩和的な金融政策とともに総需要を拡大しながらデフレ構造不況からの脱却を目指す必要がある。一方、財政拡大が不十分でネットの資金需要が消滅すれば、3%程度の名目 GDP 成長率には+1.4%程度のバブル期なみの資本蓄積が必要にあり、事実上、不可能となる。

$$\begin{aligned} \text{名目 GDP 成長率} = & -1.0 - 0.13 \text{ 日銀短観雇用人員判断 DI (前年差、景気循環要因)} \\ & + 0.041 \text{ 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断 DI} - 0.28 \text{ ネット} \\ & \text{の資金需要 (2期ラグ)} + 2.1 \text{ 資本蓄積 (1期ラグ)} + 0.15 \text{ 米国実質} \\ & \text{GDP (前年比、海外要因)} ; R^2=0.81 \end{aligned}$$

1997・8年の金融危機以後、企業のデレバレッジとリストラの動きが強くなり、1999年から2012年までの企業貯蓄率の平均は+6.0%となった。企業貯蓄率が0%である場合と比較し、名目 GDP 成長率を1.7%も押し下げる力となった。単純計算で1999年から2012年まで、名目 GDP は累計で20.6%程度も下押し圧力を受けた。名目 GDP で、128兆円程度の損失となる。2013年からの日銀の大規模金融緩和以降、企業貯蓄率の平均は3.0%となった。大規模金融緩和により信用サイクルを押し上げ、企業のデレバレッジとリストラの動きを弱めたことは大きな進歩である。しかし、まだプラスの異常な状態にとどまった。2013年から2020年まで、名目 GDP 成長率を0.8%も押し下げる力が残っていた。名目 GDP で、67.4兆円程度の損失となる。1999年から2020年までに、合計で名目 GDP は195.4兆円も失われた。しかし、緊縮的な財政政策となったため、企業貯蓄率の異常なプラス幅を、財政収支のマイナス（赤字）で十分にオフセットすることができず、ネットの資金需要が消滅してした。景気回復の実感は得られなかった。緊縮的な財政政策は雇用の拡大で立ち直りかけた家計の大きな負担となり、企業と政府の支出が弱いことで賃金の

拡大も弱くなり、国内の総需要の弱さとデフレからなかなか脱却できない原因となった。1999年から2020年までのネットの資金需要の平均は-0.3%と、ほぼ消滅した状態となった。ネットの資金需要が0%と消滅した状態は、名目GDP成長率を1.4%も押し下げる力となった。単純計算で1999年から2020年まで、名目GDPは累計で32.0%程度も下押し圧力を受けた。名目GDPで、172.1兆円程度の損失となる。企業貯蓄率がプラスという異常な状態でも、財政政策が拡張的で、ネットの資金需要を-5%に維持できていれば、それだけの国力が維持できたとみられる。一方、財政原理主義で財政収支の均衡を維持した場合は、日本経済は恐慌に陥り、名目GDPは27.6%程度も縮小しただろう。

図表 2-7 ネットの資金需要が-5%に維持していた場合と財政収支の均衡を維持していた場合の名目GDP



出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

## 2. 国債 60 年償還ルールは廃止すべき

### (1) 生のプライマリーバランス黒字化目標は異常

日本の国の債務を含む財政政策の運営方法に関する議論は歪んだようだ。財政再建派とMMT派の対立のような形に歪曲化された。財政政策の議論に對立は必要ない。必要なことはシンプルで、日本の異常な財政政策の運営方法を、グローバルに行われている普通の形にするだけだ。あえて對立にすれば、日本の独自の財政運営方法の堅持派とグローバル・スタンダードへの修正派の軸となる。修正すべき日本の異常な財政運営方法は、生のプライマリーバランスの黒字化目標と国債の60年償還ルールである。景気を考慮したプライマリーバランスではなく生のプライマリーバランスの黒字化を目指したり、国の債務を完

全に現金償還する恒常的な減債制度を実行したりする日本の財政運営方法は異常である。国の債務は完全に返済することではなく、永続的に借り換えされ、残高は維持されていくことは、MMT とは全く関係なく、グローバル・スタンダードの財政運営方法である。この二つの異常な財政運営方法が、日本の財政政策を異常な緊縮にする原因となり、日本経済がデフレ構造不況から脱却することの障害になった。異常な財政運営方法を堅持し、日本経済をその実験場とし続けるのであれば、デフレ構造不況で困窮している家計を納得させる十分な理由が必要だろう。

日本では生のプライマリーバランスそのものを黒字化する目標になった。しかし、グローバル・スタンダードでは、景気を考慮したプライマリーバランスの黒字化目標となった。景気が低迷している時は、税収の減少や経済対策の支出でプライマリーバランスが赤字になるのは当然だ。景気が悪い時に、財政は税や社会保障の動きで経済を支える力として景気自動安定化装置となる。景気が中立的な時に残る財政赤字は構造的なものとなる。よって、この構造的なプライマリーバランスを黒字化するように、景気を考慮したプライマリーバランスの黒字化を目標とする。日本のように生のプライマリーバランスそのものを黒字化する目標を持つのは異常で、財政の景気自動安定化装置を棄損させる。景気が悪い時の財政支出拡大の足かせとなり、景気の振幅、特に景気の悪化を大きくするリスクとなる。プライマリーバランスの黒字化目標は、グローバル・スタンダードの景気を考慮したものに修正すべきだろう。景気には方向性だけではなく水準感がある。企業貯蓄率が異常なプラスで総需要を破壊する力があり、デフレ構造不況から脱却していない間は、望ましいプライマリーバランスは一定の赤字である。特にコロナ禍の現在は、支援がまったく足りていない困窮世帯、そしてこれまで支援が受けられなかった中間層を、生活費や教育費を含む給付金や減税などで政府が支える必要がある。

税収などを通じた財政の景気自動安定化機能などもあり、企業活動と景気の強さを表す代理変数である企業貯蓄率と財政収支は逆相関の関係にある。企業活動が弱ければ、企業貯蓄率は上昇し、景気は悪くなる。企業活動が強ければ、企業貯蓄率が低下し、景気は良くなる。この関係を利用すると、財政収支を成長通貨供給と景気要因と構造要因に分解できる。小泉内閣が発足した 2001 年 4-6 月期から、新自由主義的な政策哲学が前面に出てきて、小さな政府を目指す動きの中で、財政収支は平均で GDP 比 3.4% も上振れていた。

$$\text{財政収支 (GDP 比\%)} = -4.7 - 0.73 \text{ 企業貯蓄率} + 3.4 \text{ 新自由主義ダミー} + \text{残差}$$
$$; R^2=0.79$$

$$\text{財政収支 (GDP 比\%)} = \text{成長通貨供給} + \text{景気要因} + \text{構造要因}$$

成長通貨供給＝貨幣経済の拡大に必要な国債発行などに使われる財政収支の部分

(かつての日銀の国債買い切りオペは成長通貨の供給が目的であった)

景気要因＝景気の影響を受ける財政収支の部分。企業貯蓄で国債供給をオフセット。

構造要因＝残差政策や構造改革で調整が可能な財政収支の部分。赤字が発散すれば、財政破綻懸念。

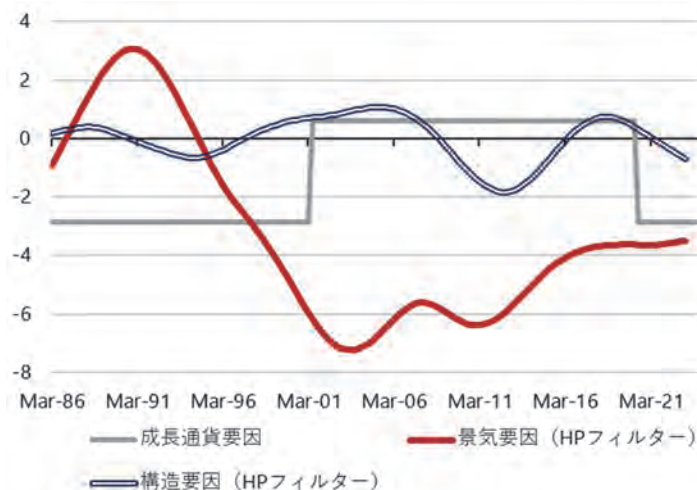
通常の経済では、企業貯蓄率のレンジは景気が悪い時の0%から景気が良い時の-5%まで変動すると仮定する。そして、景気中立的な水準を望ましいネットの資金需要の半分の-2.5%とする。この場合、景気要因の財政収支は企業貯蓄率に2.5%を足したものに推計係数の-0.73を掛けたものとなる。企業貯蓄率はまだプラスの異常な状態で、景気要因の財政収支はまだ大きな赤字だ。日銀が経済活動の拡大に伴う成長通貨を一定量供給する必要があるとする。かつて日銀は国債買い切り（輪番）オペをそのような名目で行っていた。その分の国債発行、即ち財政赤字が常時必要である。成長通貨供給は、推計の定数の分である-4.7%に景気中立的な水準の企業貯蓄率とする-2.5%に推計係数の-0.73掛けたものを足し、新自由主義ダミーを更に足したものとなる。推計値は0.6%となり、新自由主義的な政策運営が成長通貨供給を妨げ、市中のマネーが拡大できなかった。デフレ構造不況脱却には、新型コロナウイルス対策の財政支出の拡大と、それに次ぐ新しい資本主義の方針に基づく財政政策で、新自由主義による上振れ分を葬り去る必要がある。

財政収支の中で、景気要因と成長通貨供給で説明できない残差が、構造的財政収支になる。構造的財政収支には、消費税を含む社会保障関連など、景気要因以外の政策が含まれる。高齢化などによる社会保障支出の拡大や、「将来世代に負担を押し付ける」ような野放図な財政支出が手に負えない状況になったのであれば、この構造的な財政収支の赤字幅は拡大（発散）傾向にあるはずだ。しかし、企業貯蓄率を基にした日本の構造的な財政収支の推計は、新型コロナウイルス感染拡大前には既に黒字化していた。更に、HPフィルターのトレンドでみると、現在までGDP比2%程度の安定的なレンジに収まった。景気要因を除いた構造的プライマリーバランスを目標にするグローバル・スタンダードでは、日本の財政は既に健全化していた。生のプライマリーバランスの黒字化を目標とする異常な日



本の財政運営は、グローバル・スタンダードの構造的なものに修正すべきだろう。

図表 2-8 構造的財政収支の推計



出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

## (2) ワニの口は国債 60 年償還ルールによる幻想

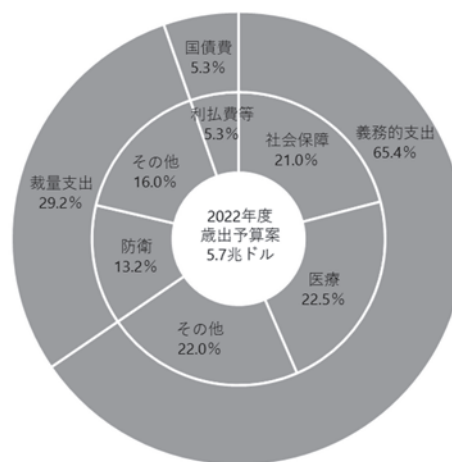
新型コロナウイルス問題に対処するため、財政支出が拡大し、赤字も大きく増加している。財政赤字をファイナンスするための債務である国債は、現世代が負担を免れるための将来世代へのツケ回しであり、悪いものであるという考え方が支配的だった。一方、国債は国の負債であるが国民の資産でもあるため、政府の過度な支出が景気過熱やインフレ高騰につながる限り悪いものではないという考え方も徐々に受け入れ始めているようだ。両者のどちらが正しいか、決着はつかないようだ。理由は、見方によってはどちらも正しいからだ。日本の 2022 年度の国の一般会計当初予算政府案は 107.6 兆円となり、歳出は過去最大となった。過去の借金に対応する利払費と債務償還費を含む国債費は歳出の 26.5% を占めている。過去の借金への対応で歳出構造が硬直化している（首が回らない）と言われる。米国の国債費の歳出に占める割合である 5.3% と比較し、とても悪いように見え、日本には財政拡大余地はないという見方を支配的にした。しかし、各国の予算の計上の仕方や項目が違うため、国債費の歳出に占める割合を単純に比べることは、りんごとりんご（基準が同じもの）の比較になっていない。りんごとみかん（基準が違うもの）を比較しているようなものであり、財政の議論としてはほとんど意味をなさない。日本の予算を米国の予算に準じる形にしてみると、実はそれほど高くないことが分かる。日本には、

財政赤字により発行した国債は 60 年で償還することを定めた「60 年償還ルール」がある。新規の債務は借り換えを経ても 60 年（1 年に 60 分の 1 ずつ）で完全に償還する必要があるため、毎年の予算に国債の利払費だけではなく、償還費も計上している。よって、この「60 年償還ルール」があることを前提とすれば、日本では国債は将来世代へのツケ回しであり、悪いものであるという考え方は正しくなる。しかし、償還ルールに基づき国の債務を「完全に返済する」という恒常的な減債の考え方を先進国で持つのは日本だけである。減債は民間の所得・需要を奪うので当然だ。他国では、償還の期限を定めるルールがなく、国債は永続的に借り換えされ、債務残高は維持される。予算に償還費は含まれず、利払費だけが含まれる。償還費は予算外で処理されるのがグローバル・スタンダードだ。日本の予算をグローバル・スタンダードに準じる形にしてみると、償還費はなくなり、利払費のみとなる国債費の歳出に占める割合は 10.9%と、実はそれほど高くない。なお、日本の当初予算ベースの利払費等は、多めに見積もられる傾向にあるため、実際の利払費等は当初予算よりも小さい。

図表 2-9 日本の国家予算の歳出



図表 2-10 米国の国家予算の歳出



出所：財務省、govinfo 作成：岡三証券

グローバル・スタンダードでは、原則的に、政府の債務（国内で自国通貨で発行されたもの）は完全に返済（債務をゼロ）にすることはなく、事実上は永続的に借り換え（満期が来た国債を償還する際、償還額と同額の国債を発行する）され、債務残高は維持されていくことはほとんど知られていない。完全返済は、税収が増え過ぎた時など、国債需給調整の例外的なもので、明示的なルールはない。財政黒字の半分を減債に回すことを定めて

いる日本のルールも異常だ。グローバル・スタンダードでは積み上がった国の債務をどう返していくのかという問いそのものが存在せず、利払いを続けながら債務残高を経済状況も安定させながらどう維持していくのかという問いのみ存在する。その理由は、政府の負債の反対側には、同額の民間の資産が発生し、国債の発行は貨幣と同じようなものとみなされるからだ。日本には、「60年償還ルール」がある。借り換えを経ても60年で完全に現金償還する必要があるため、毎年の予算の歳出に利払費だけではなく、償還費も計上している。完済しなければいけないという恐怖感が、セーフティーネットなどの現在世代に必要な支出を削減したり、増税の切迫感につながり、社会保障費の増加に対する拙速な消費税率の引き上げなどの緊縮を生み、デフレ構造不況からの脱却のモメンタムを何度も殺してきた。「60年償還ルール」はポリシーメーカーの手足を縛り、機動的な財政政策の実施を妨げた。国債は国の負債であるが、国民の資産であり、政府の過度な支出が景気過熱やインフレ高騰につながらない限り悪いものではないという考え方が正しい。国債を大規模に発行して、政府が成長投資を行い、新たな投資フィールドをニューフロンティアとして民間投資の呼び水とすることは、将来世代の負担では決してないだろう。

一般歳出に償還費が計上されても、財政赤字であるため国債によって借り換えされて、60年償還ルールは事実上機能していないので、廃止する必要はないという意見もある。しかし、償還費が計上されることで、財政収支に対する過剰な警戒感、それが緊縮的な財政政策につながるリスクがある。財政緊縮の必要性の根拠として、政府の歳出と税収の推移を示した「ワニの口」というグラフがある。膨張している歳出に税収が追い付かず、歳出と税収の乖離がどんどん大きくなり、「ワニの口」のように大きく開いている姿だ。新型コロナウイルス問題による各国の財政拡大などを経て、先進国の財政赤字が膨張しても財政破綻には至らなかった。よって、赤字だけを注視する一企業の会計のような古い財政運営から、マクロ経済の資金需給を総合的に考慮する新しい財政運営に転換してきている。古い財政運営の典型的な議論が「ワニの口」である。赤字だけを注視しているだけでなく、ワニの上顎となる歳出と下顎となる歳入に何を含めるかで、結論にバイアスがかかりやすい。先進国の一般的な財政運営の概念を前提とすれば、ワニはいなかった。

図表 2-11 バイアスのかかった典型的な「ワニの口」の歳出と歳入の乖離

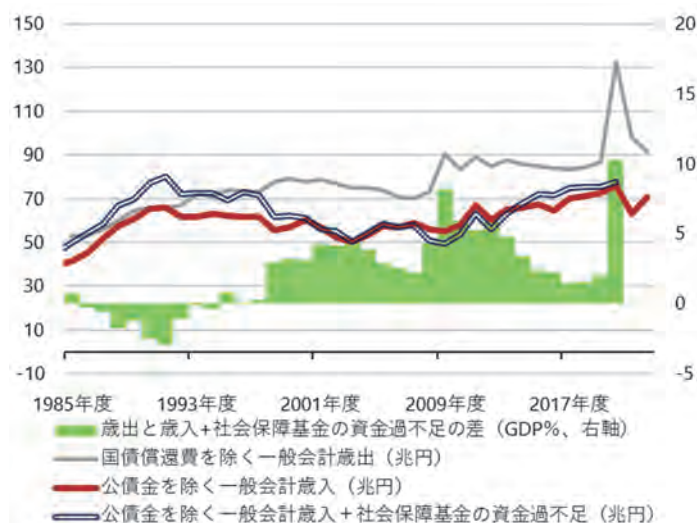


注：2019年度までは決算、2020年度は第2次補正予算、2021年度は当初予算  
出所：財務省 作成：岡三証券

典型的なワニ口の上顎には、過去の債務を現金償還する債務償還費が含まれている。しかし、先進国の一般的な財政運営では、国債は永続的に借り換えされるため、歳出には債務償還費は含まれない。そして、典型的なワニ口の下顎は税収のみとなる。しかし、官業益金及官業収入、政府資産整理収入、雑収入、前年度剰余金受入、日銀国庫納付金などの税外収入も存在するが含まれていない。日本の歳入に占める税外収入の割合は年々大きくなった。税収と公債金を除く税外収入の合わせた歳入に占める税・公債金以外の収入の割合は、1990年代の平均10.4%から2010年代の平均13.7%に上昇している。更に、「ワニの口」は金額であることで、実質的に「ワニの口」を閉じる方向に作用する名目GDPの増加が考慮されていない。よって、上顎が上に、下顎が下に動くことで、典型的な「ワニの口」は大きく開く方にバイアスがかかっていた。財政収支は典型的な「ワニの口」が含む歳出と歳入だけではなく、社会保障基金などの特別会計、地方政府、国として扱われる団体などの収支も含まれる。更に、歳出に計上されていても、実際には支出されていないものも存在する。10兆円の歳出計画があり、国債を発行して資金調達しても、使われず現金として維持されていれば、見かけ上の赤字は増加するが、政府の資金ポジションは支出されるまではほとんど動かない。更に、長期的に支出される基金が単年度の歳出に計上されることもある。よって、財政収支の現実的な姿は、日銀資金循環統計の一般政府の資金過不足で補足するのが適切となる。「ワニの口」の上顎と下顎に何を入れるかは極めて恣意的であり、バイアスのかからない公正な財政議論にはならない。

「ワニの口」のグラフを作る時には、歳入は税込だけではなく公債金を除く税外収入も計上し、歳出から国債償還費を控除することが、グローバル・スタンダードに基づく適切な手法となる。結果は、グラフは「ワニの口」にはならず、ある一定の乖離を維持しながら、安定的に推移している。「ワニの口」のグラフで、日本の財政事情の深刻化を訴えるのは、緊縮財政にバイアスがかかった方法である。確かに、バイアスを修正しても、歳出と歳入の一定の乖離は存在し、財政赤字であることは変わらない。しかし、企業部門が貯蓄超過でマクロの資金需要を必要としていない中、政府部門が赤字で資金需要を提供しなければ、経済は縮小均衡に向かう。民間にマクロの資金需要が存在しないため、政府の赤字のファイナンスは極めて容易だ。更に、高齢化が進行する中、社会保障基金はまだ積み上げられてきた。社会保障基金の収支が黒字になっていた2017年度から2019年度は、社会保障基金を合わせた乖離はかなり閉じている。2019年度は「ワニの口」では43兆円程度だが、社会保障を合わせたものでは14兆円程度の乖離でしかない。GDP比で見れば改善が更に顕著だ。そして、ここには含まれない地方政府は黒字基調だ。

図表 2-12 グローバル・スタンダードに基づく適切な手法の歳出と歳入の乖離



注：2019年度までは決算、2020年度は第2次補正予算、2021年度は当初予算  
出所：財務省 作成：岡三証券

### (3) 望ましい財政再建

望むべき財政再建は、企業活動の活性化で企業貯蓄率が-5%程度まで低下し、景気拡大による税収の自然増と過熱抑制の財政引き締めで、財政収支が0%に戻り、望ましい水準のネットの資金需要のすべてが企業によって生まれる形になることだろう。企業貯蓄率が

異常なプラスで過剰貯蓄と総需要不足の状態、緊縮財政で無理に財政収支を 0%に改善させようとし、ネットの資金需要が消滅し、デフレ脱却に失敗し、景気悪化で財政の状態が更に悪化したこれまでの間違いは反省すべきだろう。その失敗のツケを回された家計はもう限界にきている。投資活動を促進するためには、投資が報われやすい景気が少々加熱した高圧経済と、それに伴う企業活動を刺激する株価の上昇が必要だ。企業の投資行動が活性化し、企業貯蓄率が低下するとともに、緩和的な財政スタンスを維持しても、景気拡大による税収の自然増などで財政収支が改善していく。企業貯蓄率の 1pt の低下に対して、財政収支が 1pt の改善となるペースであれば、ネットの資金需要は GDP 比-5%程度で安定化し、リフレサイクルが強いままで財政再建に向かっていく。緩和的な財政スタンスを辛抱強く維持すれば、企業活動の活性化で企業貯蓄率が-5%程度まで低下し、財政収支は 0%に戻り、望ましい水準のネットの資金需要のすべてが企業によって生まれる形になることだろう。これが望ましいデフレ脱却と財政再建の形である。企業貯蓄率がまだプラスで総需要を破壊する力が残った現在は、ネットの資金需要を-5%程度に誘導するような積極的な財政拡大を続ける必要がある。これまで景気の自動安定化装置などの力により 0%程度に誘導することに成功しており、GDP 比 5%程度の財政支出を恒常的に追加すれば、-5%程度に誘導することは可能だ。2000 年代前半にこの形になっていれば、既にデフレ脱却と財政再建の両目的は果たせていただろう。当然ながら、バブル期なみの-10%程度のネットの資金需要となれば、景気の過熱と物価の強い上昇が起こるとみられ、財政政策の引き締めが必要となる。

しかし、財政収支を気にするあまり、プライマリーバランス黒字化を拙速に目指すなど、ネットの資金需要を 0%で安定させる金本位制のような財政運営で、家計の大きな負担になった。まだデフレ期待が経済とマーケットに完全にロックインする前の 2000 年代前半にリフレサイクルを押し上げて名目 GDP の拡大基調を維持できていれば、企業の投資行動を活性化することができたはずだ。まだチャンスはある。第四次産業革命を背景とした AI・IoT・ロボティクスを含む技術革新、デジタル・トランスフォーメーションという新しいビジネスモデル、遅れていた中小企業の IT 投資、脱炭素への取り組み、老朽化の進んだ構造物の建て替え、都市再生、研究開発、そしてウィルス問題後の新常态への適応などの投資テーマが、コロナショック下での IT 技術の活用経験もイノベーションを促進し、設備投資サイクルを押し上げ、企業貯蓄率が低下していくことが見込まれる。企業貯蓄率がマイナスの正常な状態に戻れば、総需要を破壊する力がなくなり、デフレ脱却となる。

リスクは、2025年度の基礎的財政収支黒字化の従来の目標が変更されていないことだ。これまでの財政拡大の反動で、財政赤字と政府債務残高の大きさをまた単純に懸念し、民間経済が新型コロナウイルス問題による打撃からまだ完全に立ち直っていない状態で、早急な黒字化を目指す緊縮財政に転じれば、ネットの資金需要はまた消滅する。リフレサイクルの腰折れと景気悪化で企業貯蓄率は再度上昇し、総需要を破壊する力が強くなり、デフレ脱却に失敗するだろう。第四次産業革命や脱炭素で日本企業は遅れをとり、イノベーションが停滞することで生産性の上昇の機会を逸する。進行中の高齢化の負担を考えれば、痛恨の一撃となる。復興税のようなコロナ増税や、再度の消費税率引き上げをすれば、1ptの企業貯蓄率の低下に対して、財政収支は数ptも改善し、ネットの資金需要は消滅して、経済に極めて大きなダメージを与える。

#### (4) 新しい財政運営の提言

##### <1> 国債の60年償還ルールは廃止

- ・ 恒常的な減債制度を実行するとともに、剰余金による減債を強制しているのは日本のみ  
減債制度が原因である歳出と歳入のギャップのワニの口の拡大で財政破綻への恐怖感を煽るのはやめるべき
- ・ 国債の発行による財政支出は民間の資産の増加となり、税収による減債は民間の所得と需要を奪うことになるため、国債は特別会計で永続的に借り換えていくべき
- ・ 減債は景気過熱を引き締める必要があるときの例外的な措置に

##### <2> 景気を考慮したプライマリーバランスの黒字化目標にすべき

生のプライマリーバランスの黒字化を目標にしているのは日本のみ（公共投資も別枠とすることも一般的）

- ・ 景気と物価の動向を左右する企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要をGDP比-5%に誘導
- ・ ネットの資金需要は家計に所得が回る力となるため、新しい資本主義と整合的な目標となる
- ・ 投資活動が強くなり企業貯蓄率が-5%となるまで、家計に所得を十分に回すため、財政赤字が必要

### ＜3＞財政の景気自動安定化装置を信頼すべき

- ・財務省は財政の景気自動安定化装置を利用して、ネットの資金需要を0%に安定的に誘導することに成功
- ・ネットの資金需要を正しい目標である-5%に誘導するため、GDP比5%の恒常的な財政支出が必要
- ・グリーンやデジタルなどの成長投資、経済安全保障、国土強靱化、教育、貧困世代連鎖の防止などに支出拡大
- ・安定財源の消費税は財政の景気自動安定化装置を破壊するため、長期的な税収中立での所得減税を柔軟に実施  
(単年の税収中立に拘っているのは日本だけで、財政の単年度主義は脱却すべき)

## 3. 高齢化は財政の問題か？

### (1) 高齢化への前倒しの過度な準備がデフレを産んでしまう

高齢化では労働市場から引退した人の全人口に占める割合が増える。資本蓄積と生産性が一定であれば、労働投入が減退するため、潜在成長率（資本蓄積＋労働投入＋生産性）を押し下げる。高齢者も一定の消費を続けるため、総需要の押し下げ幅は潜在成長率という総供給の押し下げ幅よりも小さくなる。結果として、総供給に対して総需要が相対的に強くなり、高齢化はインフレ圧力を生む。日本では高齢化の進行とともに、インフレではなく、デフレが進行してきた。高齢化はデフレ圧力であるという間違った見方が広がったようだ。高齢者・女性・外国人の労働者は増加したが、労働需給は逼迫している。資本蓄積と生産性が大きく上昇したことは確認できない。潜在成長率という総供給が大きく増加したわけではない。高齢者は一定の消費を続けるが、現役時よりは減少する。しかし、その需要の減少幅は、労働市場から引退したことによる供給の減少幅より小さい。何らかの総需要を追加的に減退させる力が存在していることが理由である。過度に高齢化を恐れると、高齢化に備えた準備が前倒されて、過度になる。家計の老後不安が現役時の消費を減らし、貯蓄の増加が、総需要を減退させる。しかし、デフレの進行とともに家計貯蓄率は上昇してきたわけではなく、現役世代の貯蓄が増えたとしても、高齢者の貯蓄の取り崩しでオフセットされて、家計の動きは総需要を大きく減退させたわけではない。国際経常収支の黒字も大きく縮小したわけでもなく、海外の動きが原因でもないようだ。デフレの問題は、残る部門の企業と政府にあるようだ。



日本では、財政政策が緊縮的で、高齢化が進行する中でネットの資金需要を消滅した。高齢化による需要の減退を過度に恐れた企業が投資不足になり、そのデフレ圧力をオフセットすべき政府が、高齢化の準備を前倒すような消費税率や社会保険料の引き上げを行い、役割を果たさなかった。緊縮財政がデフレの大きな原因になった。消費税率を 5% から 10% に引き上げる過程で、半分強は社会保障や教育などの充実に使われたが、半分弱の 2% 程度は事実上の赤字の抑制に使ったことが、高齢化などに伴う財政赤字の過度な懸念を示す。

高齢化による需要の減退を過度に恐れて企業の貯蓄行動というデフレ圧力が続いたら、ネットの資金需要を十分な大きさに維持する必要があった。リフレサイクルが堅調なら、投資行動がしっかりとしたリターンを上げることができ、高齢化に対する企業の過度な懸念もなかっただろう。企業貯蓄率の低下は、企業の投資意欲が強くなり過剰貯蓄が総需要を破壊する力が弱くなり、企業活動の回復により景気押し上げとデフレ脱却の力となる。デフレ脱却に伴い税収も増加し、財政再建も可能となる。しかし、高齢化などに伴う財政赤字への過度な懸念により、リフレサイクルが腰折れる 0% に誘導するというミスを犯した。その結果、ネットの資金需要が消滅した。企業の心理は悪化をたどり、企業貯蓄率は異常なプラスという総需要を破壊する形が継続した。景気の悪化により税収は減少し、財政収支は更に悪化し、それが財政スタンスを更に緊縮的にしてデフレ圧力を強める悪循環に陥った。高齢化などに伴う財政赤字の過度な懸念による緊縮財政が、日本では高齢化に伴いインフレではなくデフレが進行した原因であろう。新型コロナウイルス感染拡大の影響を抑制するための財政政策の拡大などでネットの資金需要は復活し、リフレサイクルが腰折れた状態から急激に上振れた。家計と企業を支援する更なる財政拡大で -5% 程度のネットの資金需要を死守すべきだろう。高齢化への過度な懸念による準備の前倒しとして、過去の借金の返済に回ってしまい巨大なデフレ圧力になった消費税率の 2% 程度の分は即刻引き下げるべきだろう。

## (2) 高齢化でも国際経常収支は黒字を維持

貯蓄投資バランス（資金循環統計ベース）では、家計貯蓄率と企業貯蓄率と財政収支の合計は必ず国際経常収支となる。貯蓄投資バランスは、企業貯蓄率と財政収支をまとめてネットの資金需要とすると、次のようになる。

貯蓄投資バランス：家計貯蓄率 + 企業貯蓄率 + 財政収支 = 国際經常収支

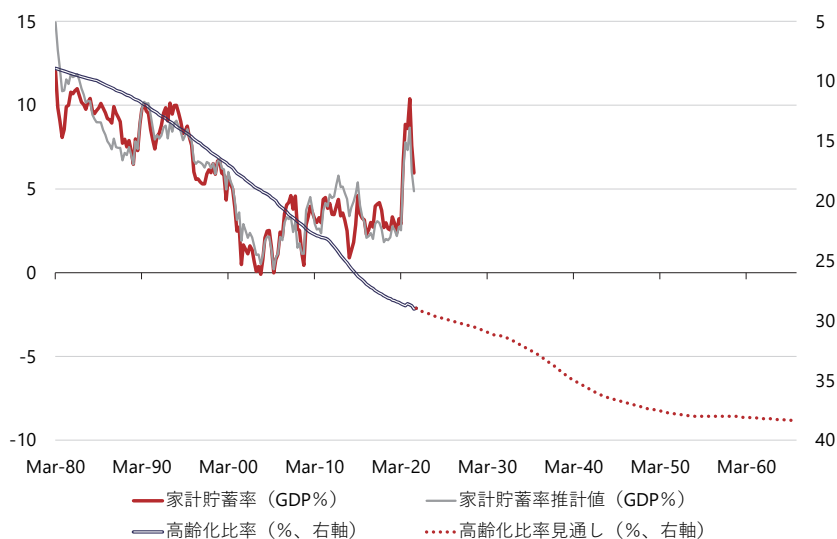
貯蓄投資バランス：家計貯蓄率 + ネットの資金需要 = 国際經常収支

高齢化は、貯蓄を取り崩して生活する人が増えるため、家計貯蓄率を押し下げる要因となる。家計貯蓄率は、ネットの資金需要と高齢化でうまく説明できる。家計貯蓄率へのインパクトは、高齢化よりも、ネットの資金需要の方が圧倒的に大きい。財政収支を含むネットの資金需要が変化すると、家計貯蓄率が連関して動く。供給能力が余剰なデフレの環境では、財政拡大でネットの資金需要が拡大した部分は、家計貯蓄率の上昇した部分で相殺され、国際經常収支の悪化はその差分で小さい。この家計貯蓄率の推計式を、貯蓄投資バランスに代入すると、財政収支を含むネットの資金需要と国際經常収支の関係が分かる。現在の国際經常収支の黒字は推計値を大きく上回っており、消費の低迷が内需の弱さとして黒字を押し上げ、デフレや円高の圧力になった。

家計貯蓄率 = 4.7 - 0.75 ネットの資金需要 - 0.078 高齢化比率 ; R2 = 0.92

4.7 + 0.25 ネットの資金需要 - 0.078 高齢化比率 = 国際經常収支

図表 2-13 家計貯蓄率の推計と高齢化比率



出所：内閣府、日銀、INDB、国立社会保障・人口問題研究所、岡三証券 作成：岡三証券

ネットの資金需要と高齢化比率を前提にすれば、国際經常収支のシミュレーションできる。高齢化が更に進行すると、家計貯蓄率が大きく低下し、国際經常収支は赤字になり、

国債が国内でファイナンスできなくなり、金利に大きな上昇圧力がかかるとともに、財政不安が引き起こされると言われる。高齢化に備えて、前倒しで財政再建をしなければいけないことの根拠になった。現在 30%程度である高齢化比率は更に上昇し、団塊ジュニアが高齢者になったところでピークとなり、2050 年台以降は 40%程度で安定するとみられる。

ネットの資金需要が-5%を前提にすると、高齢化が進行しても、国際経常収支は+0.5%程度の若干の黒字で安定化していき、杞憂に過ぎないことが分かる。一方、バブル期なみの水準である-10%を前提にすると、国際経常収支は-0.8%程度の若干の赤字で安定化していく。まずは高齢化が更に進行しても、国際経常収支はなかなか赤字にならない。そして、かなり強い前提をおくことで赤字となるが、その規模は小さく、財政ファイナンスが不安定になるようなものではない。結果として、ネットの資金需要が消滅した。

図表 2-14 2050 年の国際経常収支のシミュレーション

ネットの資金需要 (GDP%)	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
国際経常収支 (GDP%)	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.3	0.5	0.8	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	2.3	2.5	2.8	3.0

出所：内閣府、日銀、INDB、国立社会保障・人口問題研究所、岡三証券 作成：岡三証券

ネットの資金需要を 0%に誘導すれば、高齢化が進行しても、国際経常収支は+1.7%程度の大きな黒字を維持する。問題は、ネットの資金需要の消滅による日本化が継続すれば、企業の投資意欲が更に衰えることである。そうなれば、投資による生産性の向上は見込めないため、推計式の定数が大きく下落し、将来の国際経常収支は赤字になる可能性が高い。推計式の定数を一定に維持するためには、企業の投資活動を強く維持し、生産性が向上する必要がある。高齢化による財政赤字を過度に懸念し、財政緊縮を前倒すると、経済状況の悪化による投資不足で、生産性の向上の機会を逸する。団塊ジュニアが高齢化するまではまだ十分な時間があり、まずは財政拡大でネットの資金需要を十分な水準に誘導することで経済状況を良好なものにし、第四次産業革命などを背景に企業の投資活動を活発にすることが最も重要である。コロナ増税や消費税率引き上げなどによる拙速な財政再建で投資活動を委縮させてしまえば、将来的に大穴が開くだろう。

### (3) 長期金利のシミュレーション

長期金利（10 年金利）の動きは、ネットの資金需要が左右している。基軸通貨である米

ドルの長期金利をアンカーとして、米国の 10-30 年金利差も影響を与える。両要因の基調の動きに、日銀の金融政策要因（コールレート、流動性供給、イールドカーブコントロール）などが加わり、長期金利が決定する。マイナス金利政策とイールドカーブコントロールが実施されている時を 1 とする YCC ダミーで調整する。更に、短期的な需給要因などによる変動を考慮するため、1 標準誤差を上回った時を 1 とするダミー変数で調整する。大きな財政赤字が継続しても、金利の高騰や財政破綻とならない理由は、企業貯蓄率が異常なプラスで、ネットの資金需要が弱いからだ。長期金利の動向は、民間の資金需要の動きも総合的にみないといけない。民間の過剰貯蓄が財政収支をファイナンスする力となるからだ。民間の過剰貯蓄が縮小すれば、長期金利には上昇圧力がかかる。総需要を破壊する力が小さくなることを意味し、景気回復が税収を増加させる。企業貯蓄率の低下と財政収支の改善がバランスすると、ネットの資金需要に変化はなく、民間の過剰貯蓄の縮小がすぐに長期金利の大きな上昇につながるわけでもない。日銀の金融政策も上昇のブレーキ役となる。

$$10 \text{ 年金利} = -0.36 + 0.47 \text{ コールレート} + 0.36 \text{ 米 10 年金利} + 0.45 \text{ 米 10-30 年金利差} - 0.062 \text{ ネットの資金需要} - 0.024 \text{ 日銀長期国債買い入れ GDP 比} - 0.23 \text{ YCC ダミー} + 0.54 \text{ アップダミー} - 0.45 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

図表 2-15 長期金利の推計



出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

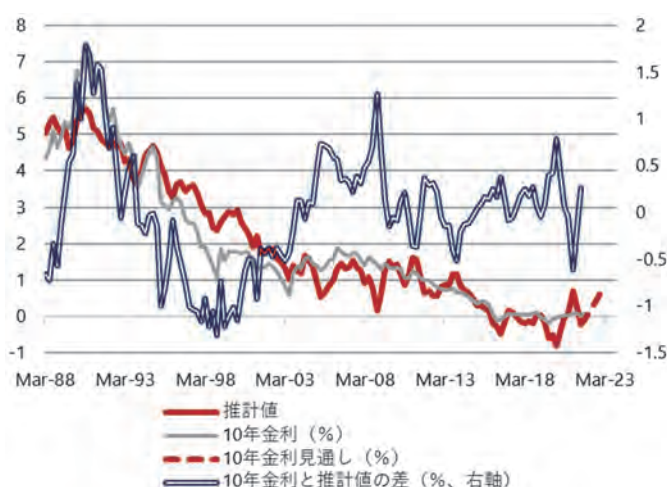
経済が新型コロナウイルス問題から立ち直り、デフレを脱却するためには、財政拡大で

ネットの資金需要を膨らませたまま維持する必要がある。「成長と分配の好循環」が生まれる。そうやって初めて、ネットの資金需要を一定にしながら慎重に財政再建を進めるべきだろう。新しい資本主義では、家計への所得分配と成長投資を二つの柱として、財政支出を高水準に維持することになる。

ネットの資金需要が強ければ、景気の過熱や物価の上昇が生まれ、日銀はそれに対応して政策金利を引き上げるなどの金融政策の調整を行う。一方、これまで財政赤字を過度に懸念し、恒常的なプラスの企業貯蓄率が表す企業の支出の弱さに対して、政府の支出は過少で、ネットの資金需要が消滅し、物価下落、名目 GDP 縮小、円高という日本化の原因になってきた。日銀はそれに対応して、政策金利を引き下げ、長期国債買い入れを増やし、イールドカーブコントロールなどの新たな金融政策を試みる。景気や物価の動向に日銀が対応していると考えられ、長期金利のモデルから日銀の金融政策要因（政策金利、長期国債買い入れ、イールドカーブコントロール）を除いても、長期金利のトレンドをうまく捕捉できる。ネットの資金需要の長期金利に対する説明力は飛躍的に強くなる。長期金利のトレンドは、米国の金利動向とネットの資金需要が決めているようだ。財政赤字が大きくても、企業貯蓄率が高く、ネットの資金需要が消滅していたことが、長期金利が上昇しない理由である。

$$10 \text{ 年金利} = -2.3 + 0.75 \text{ 米長期金利} + 1.1 \text{ 米 } 10\text{-}30 \text{ 年金利差} - 0.17 \text{ ネットの資金需要} ; R^2 = 0.90$$

図表 2-16 長期金利の推計（日銀なし）



出所：内閣府、日銀、INDB、国立社会保障・人口問題研究所、岡三証券 作成：岡三証券

新型コロナウイルスに対応するために、財政拡大が起こった。2021年7-9月期の財政赤字は-6.7%（GDP比）。企業貯蓄率が4.1%であるため、ネットの資金需要は-2.6%。長期金利には0.4%の上昇圧力。必要な財政赤字の水準は、企業活動の強さを表す企業貯蓄率が左右する。しかし、現在は、企業貯蓄率はプラスで、財政拡大が必要である。米国の長期金利が2%、10-30年金利差が0.75%という標準的なシナリオで、日本のネットの資金需要を-5%程度に誘導すると、日本の長期金利は0.9%程度になる。日銀が金融政策（政策金利、長期国債買い入れ、イールドカーブコントロール）で0%に押し下げ、十分にコントロールすることが可能な範囲だろう。この推計値と日銀のコントロールによる実際の水準の差が金融緩和効果となる。更なる財政拡大で、ネットの資金需要が-10%となっても、長期金利は1.7%程度になる。暴騰というほどのことでもない。デフレ構造不況からの脱却と、名目GDP成長率を目標の3%へ引き上げるために、日銀の粘り強い金融緩和の継続とともに、更なる財政拡大の余地はある。ネットの資金需要をコントロールすればよいだけだ。いつかは金利が暴騰するので現世代は苦境を耐え忍ばなければならないという非科学的で精神論的な思い込みを計量的に脱し、家計にしっかり所得を回し、将来世代に正常で強い経済を残すため、困窮世帯への支援と人への投資を含めた所得分配とグリーン・デジタル・経済安全保障を中心とした成長投資などに財政拡大の余地を使うべきだろう。

#### 4. 日本の政府債務残高は過剰ではない

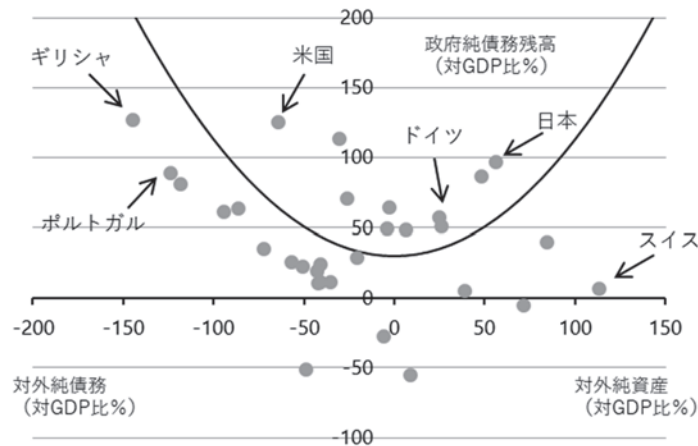
##### (1) スマイルカーブ

日本の政府の債務残高は2021年7-9月期で261%（GDP比、資金循環ベース）と先進国の中で圧倒的に大きく、困窮している人々への支援などの「ばらまきの支出」の余地はないとの意見がある。債務から資産を引いたネットの債務残高は131%と、米国の126%とそれほど違いはないが、それでも巨額である。2025年度のプライマリーバランスの黒字化目標を放棄すれば、日本の財政運営に対する信認が失われると言われる。民間投資と財政支出が大きく、国内貯蓄を上回れば、貯蓄・投資バランスとして、国際経常収支は赤字になる。日本の国際経常収支は黒字であり、民間投資と財政支出が過剰ではない。もし財政支出が過剰で国際経常収支が赤字であれば、海外からの借り入れが必要になり、政府純債務残高（GDP比）が上昇するとともに、対外純債務残高も上昇していく。財政危機に陥った国々は、政府純債務残高と対外債務残高がともに大きい。一方、国内経済が豊かで

成熟化し、国内貯蓄が潤沢にもかかわらず、国内投資需要が小さければ、国際経常収支の黒字が継続し、海外への貸付が大きくなり、対外純債務残高は低下する、または対外純資産残高は上昇する。もし国内投資需要と海外からの資金需要の合計が国内貯蓄より小さければ、国内の所得はそれが釣り合うところまで減少する。しかし、その足りない分だけ、財政支出が増加すれば、国内の所得を維持できる。裏を返せば、そのような状態であれば、市場経済の失敗の是正、教育への投資、生産性の向上や少子化対策、長期的なインフラ整備、防災対策、地方創生、そして貧富の格差の是正と貧困の世代連鎖の防止を目的とした財政支出の増加の余裕がある。財政支出による所得分配が可能になる。

国が豊かになるとともにそのような財政支出が増加する傾向がみられ、社会厚生は向上し、対外純資産残高が上昇するとともに、政府純債務残高も上昇していく。横軸に対外純資産残高をとり、縦軸に政府純債務残高をとれば、スマイルカーブ(U字型)になる。OECDのデータで多くの国を集めてグラフを作ってみると、確かにスマイルが確認できる。左の方は、対外純債務残高(GDP比)が大きく、政府純債務残高も大きい、財政危機に陥りやすい国々になる。一方右の方は、対外純資産残高が大きく、政府の純債務残高も大きいが余裕のある国々になる。豊かな国々では、政府純債務残高を増加させても、財政支出で社会厚生を向上する余裕がある。まさにスマイルである。日本は、右の方の極にいる。確かに、同じ対外純資産残高を持つ国々よりも政府の純債務残高は大きい。しかし、それが財政支出による社会厚生の上昇の効果であり、日本の社会が安定している理由であろう。政府純債務残高だけに注目し、社会厚生の上昇の役割を軽視して、プライマリーバランスの黒字化に向けて財政支出を抑制してしまえば、日本の社会不安は確実に大きくなるだろう。プライマリーバランスに拘って、本当に困っている人々を助けない、未来を担う子どもたちに投資をしないことは大きな問題がある。政府純債務残高に厳しい顔をしていることばかりが正しいわけではなく、困っている人々に向けるスマイルが必要で、財政支出による所得分配を目指す新しい資本主義の方針は正しい。

図表 2-17 政府純債務残高と対外純資産残高

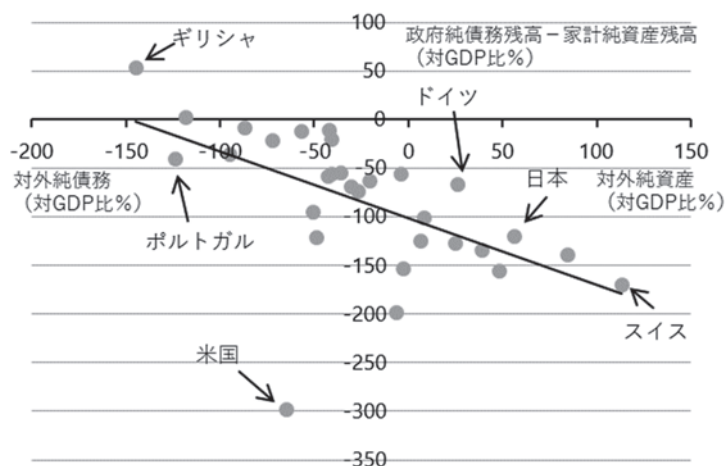


出所：OECD、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

スマイルカーブを、より直感で理解しやすいきれいな直線にする方法もある。スマイルカーブの左の方の財政危機に陥りやすい国々は所得に対して支出が大きく家計の純資産の蓄積は小さい。一方、右の方の豊かな国々は所得に対して支出が小さく家計の純資産の蓄積は大きい。横軸に対外純資産残高をとり、縦軸に政府純債務残高と家計純資産残高の差をとれば、予想通りに右下がりのきれいな直線になる。日本やスイスなどは、右下の政府負債の問題が小さい国々に属する。右下の領域に存在することが、グローバル経済が不安定になった時、円やスイスフランが安全資産として買われてきたことの背景だろう。米国は左下の独立した領域に存在する。巨大な家計純資産残高を考慮すれば、日本やスイスより更に右下にいても不思議ではない。しかし、ドルが基軸通貨であるため、グローバルにドルを供給するために国際経常収支は赤字になり、対外純債務が存在するのが理由だろう。言い換えれば、米国はドルが基軸通貨であることで、巨大な家計純資産を維持しながら、購買力を増大できる。米国のように左下の領域に安定して存在できる国はないとみられ、ドルが基軸通貨である体制は続くだろう。緊縮財政ではなく、民間投資を促す成長戦略や家計への分配と成長投資を含む財政支出の拡大で、「成長と分配の好循環」を目指す岸田新政権の方向性は正しいと考える。スマイルカーブが確認でき、更にそれを家計純資産残高できれいな直線にできることは、ミクロ・会計的な発想の財政緊縮＝財政改善ではなく、マクロ的な発想の支出と所得の増大によるリフレ政策＝財政改善が、日本の経済成長を強くするための効果的な処方箋である。



図表 2-18 家計純資産を考慮した政府純債務残高と対外純資産残高



出所：OECD、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

## (2) 企業のネットの金融負債は消滅

日本の政府の負債残高は 2021 年 7-9 月期に GDP 比 260.8% となり、米国の 152.7%、ユーロ圏の 133.2% を大きく上回り、先進国で最悪の財政状況にあると言われる。日本の政府は巨額の金融資産を持っていて、グロスの負債残高だけでは公平な比較はできない。保有金融資産として、現金・預金が 19.0%、財投投融资や政府関連機関債などの債務証券が 13.7%、株式などが 32.1%、外貨準備などの対外証券が 46.5% などが含まれる。保有金融資産の総額の 129.9% を控除すれば、日本の政府のネットの負債残高は 130.9% となる。ユーロ圏の 72.8% より大きい、米国の 125.6% と同水準である。マクロの資金需給の環境の違いもあるため、ネットの負債残高でさえ、公平な比較にはならない。米国では、家計のネットの金融資産は 429.1% あり、企業の株式で 139.5% と Debt で 325.0% の合計 464.5% のネットの資金調達を支えている。更に、政府のネットの金融負債が 125.6% とあるため、差し引きで海外から 160.9% のネットの資金調達をし、対外純債務国になった。貯蓄・投資バランスとしては、家計のネットの金融資産の 429.1% から国内のネットの金融負債の 590% を引いたものが、海外からの 160.9% のネットの資金調達となる。米国はドルが基軸通貨であるため、グローバルにドルの需要があり、十分な供給を維持するため、その裏側に対外純債務がある。

日本では、家計のネットの金融資産は 307.1% あるが、企業は 105.2% しかない。株式が 120.9% である。長い間、企業はフローで貯蓄超過部門となってしまうと、貯蓄率は異常なプラスだった。企業の Debt のネットの資金調達残高が減り続け、-15.7% となって、他

部門に資金を貸し出している。このままでは、民間需要が過小で、民間所得が減少し、家計のネットの金融資産が企業のネットの資金調達残高に等しいところまで減少する経済の収縮が起こる。経済の縮小均衡を避けるためもあり、政府が 130.9%のネットの資金調達をし、ネットの負債残高となった。しかし、それでも資金需要は足りず、海外に 70.0%のネットの資本輸出をしている。貯蓄・投資バランスとしては、家計のネットの金融資産の 307.1%から国内のネットの金融負債の 236.1%を引いたものが、海外への 70.0%のネットの資本輸出となった。日本の企業の Debt でのネットの資金調達残高は消滅して、株式の資金調達には海外投資家からの資金流入もある。よって、政府と企業が資金を取り合い、民間の資金調達が困難になるなどして金利が高騰するクラウドファンディング・アウトは起こりようがない。日本の金利水準が極めて低い理由でもある。もし、政府のネットの負債残高を減少させようと、緊縮財政でプライマリーバランスの黒字化を目指しても、その結果は、総需要の不足で、民間所得の減少とともに家計のネットの金融資産を減少させるデフレ・スパイラルを生むだけだ。強い財政再建の動きは、企業貯蓄率がマイナスとなり正常化するまで必要とはならない。逆に、グリーンやデジタル、そして新技術などの投資フィールドをニューフロンティアとして政府の成長投資で拡大する余地、そして家計支援の財政支出の余地がある。日本は政府のネットの負債残高が足りないくらいだ。

図表 2-19 2021 年 7-9 月期のストックのネットの金融資産 (GDP 比%)

	一般政府 総負債	一般政府	海外	家計	企業 (除株式)	株式等	合計	中央銀行 総資産
日本	-260.8	<b>-130.9</b>	-70.0	307.1	<b>15.7</b>	-120.9	0.0	140.1
米国	-152.7	<b>-125.6</b>	160.9	429.1	<b>-325.0</b>	-139.5	0.0	38.4
ユーロ圏	-133.2	<b>-72.8</b>	5.9	168.5	<b>-78.0</b>	-23.6	0.0	100.4

注：ネット金融資産＝金融資産－金融負債、時価ベース

出所：FRB、ECB、日銀、内閣府、岡三証券 作成：岡三証券

## 5. 新しい資本主義の稼働

### (1) 新しい政策哲学は誤解で警戒感を生みやすい

新しい政策哲学はマーケットの誤解などで警戒感を生んで、最初は拒絶される。評価の尺度がそれ以前の政策哲学のものからなかなか変化しないからだ。新しい資本主義もそう。新しい資本主義は、効率重視の新自由主義型アベノミクスから、成長と分配の好循環

を目指すアベノミクスに変化し、不完全であったリフレ政策が家計に所得を回すようなより完成したものになる。金融政策は、「財政拡大との合わせ技の緩和で2%の物価目標を目指す」、財政政策は、「成長による増収を家計に分配することで、財政の複数年度主義に基づき、しばらくは十分な財政赤字を維持する大きな政府（政府の機能向上）」、成長戦略は、「政府の成長投資と所得分配で企業と家計を支えて総供給と総需要の相乗効果の拡大」となる。これまでの新自由主義型アベノミクスは、金融政策は「日銀の異次元緩和のみで2%の物価目標を目指す」、財政政策は「プライマリーバランス黒字化目標重視による、財政の単年度主義に基づく小さな政府（政府の機能縮小）」、成長戦略は「規制緩和やコスト削減による総供給の効率化」であった。政府は、企業の邪魔をしないように機能を縮小し、非効率とされる財政支出を伴わない規制緩和などの成長戦略を改革と呼ぶ。新自由主義の政策哲学の尺度では、家計への分配と政府支出を伴う成長投資などの成長戦略を軸とする新しい資本主義は高い評価を得ることができない。

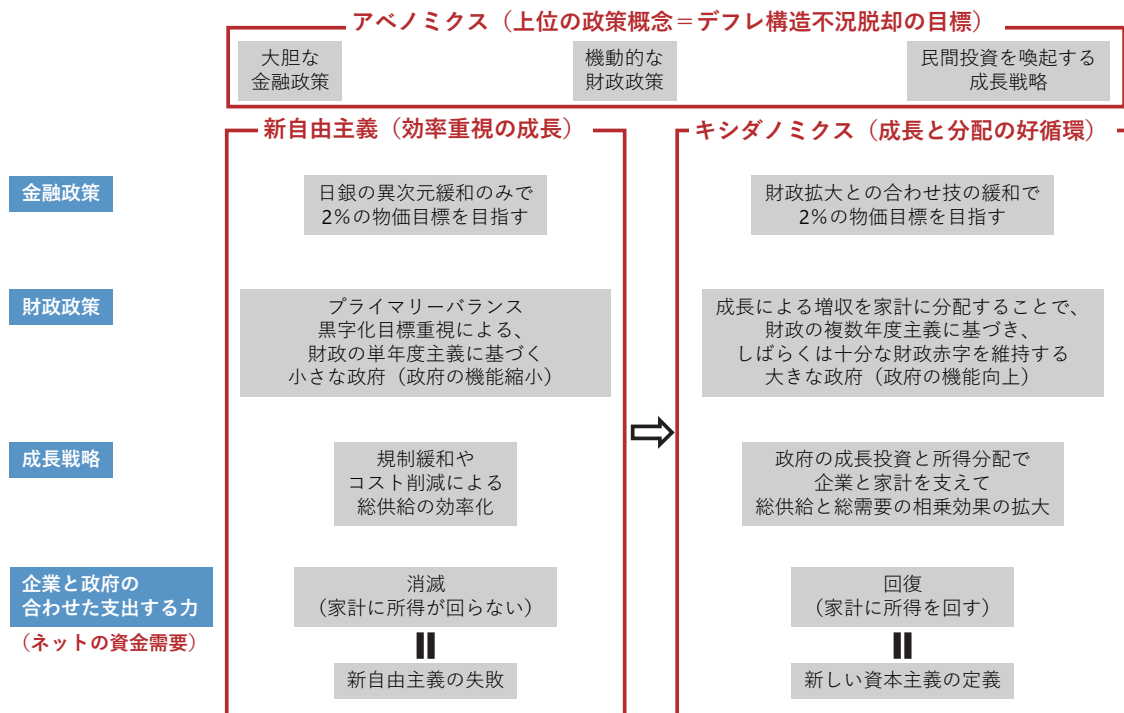
これまでの政策哲学による運用が現実合わなくなり、限界に来ることで、新しい政策哲学が生まれる。当然ながら、評価の尺度も変わるべきだが、これまでの言説を覆したくないエコノミストの思考が柔軟ではないことも一つの理由であろうが、マーケットはしばらくは尺度を変えることを拒むようだ。新自由主義の政策哲学を表に出した小泉内閣の時もそうだった。非効率な企業や金融機関は、倒産などで退出させ、新陳代謝で経済の生産性を上げ、そのために金融機関の不良債権処理を加速させる清算主義に対する警戒感で、最初の2年間は株式市場が大きく下落した。株式市場が上昇に転じたのは、金融機関への公的資金の注入と日銀の量的金融緩和の拡大により、痛みを軽減しながらの漸進的な改革手法へ、政策がよりプラグマティックになってからだった。容積率緩和など含む都市再生特別措置法などの規制緩和がようやく効果を発揮し始めた。そして、郵政解散の自民党の圧勝で政治の安定化が改革の促進につながる期待と、グローバル化による貿易拡大と円安の恩恵で、株式市場は大きく上昇した。分配政策に加えた成長投資のアイデアなどで、新しい資本主義の全容が明らかとなり、マーケットにより理解されるのかに注目だ。

## （2）新しい資本主義の定義

新しい資本主義はアベノミクスと違う政策の枠組みになるというのは間違いである。大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の三本の矢の政策の枠組みでデフレ構造不況脱却を目指すという方針は変わらない。ただ、三本の矢の政策の中身

が変わる。企業の前にある、規制や税金という障害を取り除けば、企業が自律的に投資を拡大し、収益拡大のトリクルダウンとして、賃金上昇で家計が潤うという、これまでの新自由主義型の成長戦略はうまくいかなかったようだ。岸田内閣の成長戦略は、コスト削減中心の改革から、政府の投資中心の改革へ転換する。財政資金を伴わない効率化のミクロ改革から、財政資金を伴う投資と分配のマクロ改革に軸を移す。前者は主に総供給のみに働くが、後者は総供給と総需要の両方に働く。「新自由主義」モデルの効率化による強い総供給がトリクルダウンで強い総需要を作るという思考から、「分配・成長」モデルの財政拡大の分配と政府投資による強い総需要が企業の投資を誘発することで生産性の向上を含む強い総供給を作る思考に転じる。岸田内閣の家計への分配は、給付金などのミクロなものに加え、ネットの資金需要を政府と企業の支出で拡大させるマクロの分配が主となる。日本では不足している家計への所得分配を財政支出で促進することが「成長と分配の好循環」の起点となる。ネットの資金需要を消滅させたままにしていたのが「新自由主義」型アベノミクスで、財政拡大で十分な水準に維持しようとするのが「分配・成長（新しい資本主義）」型アベノミクスの定義である。

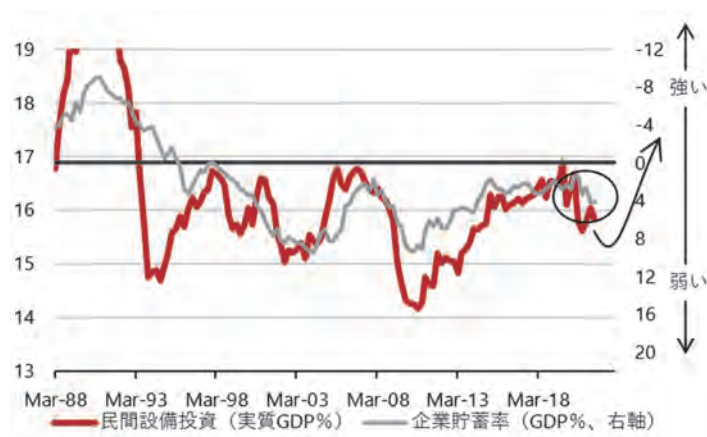
図表 2-20 新自由主義から新しい資本主義へ



作成：岡三証券

新しい成長戦略は、分配政策で家計に所得を十分に回して消費を増加させること、政府投資を呼び水としてグリーンやデジタルなどの投資フィールドをニューフロンティアとして活性化させることで、投資の期待リターンが上昇し、企業が刺激されて投資を拡大するようにすることで達成する。官・民一体となった投資拡大で、資本ストックの積み上げ（資本投入量の増加）を目指す。企業の投資がイノベーションを生み、生産性が上昇し、雇用は拡大し、実質賃金も増加する。コロナショック下での IT 技術の活用の経験もイノベーションを促進するだろう。経済活動が回復してくれば、労働需給の逼迫で、生産性と収益率を投資によって向上させる必要性が強く意識されるだろう。企業の新たな商品・サービスの投入が消費を刺激する好循環が、ニューフロンティアを拡大する政府の成長投資を含む経済対策の効果と合わせて、景気回復を経済活動の停滞感が残る U 字型から強い V 字型に変えるだろう。設備投資サイクルを示す実質設備投資の GDP 比率はバブル崩壊後初めて 17% 弱の強固な天井を打ち破り、企業の期待成長率・収益率が上振れ始めたことを示す。株式市場が大きく上昇するきっかけとなるだろう。バブル崩壊後のデフレ構造不況からの脱却の転換点に来たことをマーケットは感じ、新しい資本主義への過小評価は高評価に転じ、株式市場は大きく上昇するだろう。

図表 2-21 民間設備投資の GDP 比



出所：日銀、内閣府、岡三証券 作成：岡三証券

### (3) 予算の単年度主義からの脱却

財政出動に関して「賢い支出 (ワイズ・スペンディング)」の議論がある。短期的な家計・企業支援より、中長期の成長力に結び付く財政支出に限定すべきだという意見を伴う場合が多いようだ。ワイズ・スペンディングを実現するためには、会計年度ごとに予算を編成

し、当年度の歳出は当年度の歳入でまかなうべきであるとする財政の単年度主義を脱する必要がある。ワイズ・スペンディングは、政府の成長分野への投資と、政府ではなく民間に本当に必要な支出する先を選択させる減税（究極のワイズ・スペンディングとも言える）を複数年度の視野で実施することが重要であるからだ。新しい資本主義は、財政の単年度主義の弊害是正で、科学技術振興、安全保障、重要インフラの整備などの国家的な課題に計画的に取り組んでいく。これまでも、アベノミクスの「機動的財政政策」の運営での束縛・障害になっていたのは、財政の単年度主義に基づく「税込中立」というイデオロギーであった。経済対策の補正予算も税込の上振れや剰余金などを主財源として、国債発行をできるだけ回避して編成されることが多かった。早急な経済対策の手段となりうる減税には、代替財源の手当てが必要である「税込中立」が原則のため、その他の増税で効果が打ち消されることが多かった。「税込中立」の原則の下では、税制のゆがみを正す経済効果しか期待できず、経済活動を刺激する効果が乏しくなる。日本では、「税込中立」を長期間ではなく単年という極めて短期間で実践する財政イデオロギーが、「機動的財政政策」の束縛・障害なのは確かだ。グローバルには「税込中立」という概念はあったとしてもあくまで長期間のものであり、短期的に財政収支が悪化しても、将来の成長率の押し上げで税込が増加するため、長期では財政収支へのインパクトは大きくないという柔軟な考え方の中で、経済対策としての減税が実施されることが多い。長期間の「緩い税込中立」は減税効果の説明責任を果たすためのものであり、短期間の「強い税込中立」のように「機動的財政政策」の束縛・障害とはならない。

「強い税込中立」の下では、経済対策で景気を刺激する場合、減税が使えないため、政府支出の増加に過度に依存する。短期間で優良なプロジェクトを伴う政府支出を決めることは困難であり、安易な政府支出に依存せざるを得なかったことが、景気対策が「バラマキ」と批判を浴びる原因となった。そして、「バラマキ」という批判を政府が浴びることを恐れ、大胆な経済対策を実施できなくなる本末転倒なことが起きやすくなる。財政の単年度主義の下では、まず使える財源からの逆算で政策が決められるため、政策の必要性和効果、そして機動性を重視した議論が深まらない。各省庁も、複数年度にわたるプロジェクトは、財政の単年度主義の弊害で採用されにくいいため、中長期の成長力に結び付く政策を立案するインセンティブが弱くなる。更に、政策の実現のための財源を各省庁が探すように要求されることもあるようだ。政府の成長投資や減税が将来の成長率を押し上げ、税込の増加につながることを期待でき、それが財源となるという柔軟な財政運営とワイズ・スペン

ディングを可能にするため、まずは財政の単年度主義を脱し、複数年度主義への是正が必要だろう。新しい資本主義は、規制緩和を含むコスト削減中心の改革から、政府の投資中心の改革へ転換する。財政資金を使わない効率化のマイクロ改革から、財政資金を使う投資のマクロ改革に軸を移す。前者は主に総供給のみに働くが、後者は総供給と総需要の両方に働く。財政の複数年度主義に基づき、減税や家計支援の支出を増やすことが、家計のファンダメンタルズを改善させ、政府と企業の成長投資と合わせて、総需要と総供給を拡大させる。そして、将来の成長率の上昇が、税収の増加として経済政策の財源になる。自民党の衆議院選挙公約で最も力が入っているのは、成長投資で、「成長投資とは、日本に強みのある技術分野を更に強化し、新分野も含めて研究成果の有効活用と国際競争力の強化に向けた戦略的支援を行うこと」と定義している。成長投資のメニューにしっかり予算を付け、実行する必要がある。新たな政策は未来への投資であるため、財源は主に国債で、必ずしも増税や他の支出の削減が必要であるとは考えず、政策の実行が最優先で、その足かせとなる不毛な財源論からは距離をおくだろう。キンダノミクスの成功には財政の単年度主義をまず脱する必要がある。

図表 2-22 自民党の政権公約の成長投資のメニュー

- ・ 衛星・ロケット新技術の開発や、ベンチャー支援。
- ・ 宇宙・海洋資源、G空間など、新たな産業フロンティアを官民挙げて切り拓く。
- ・ ロボット、半導体、アニメ・ゲームなどに支援を行う。
- ・ AIの活用による生産性向上や5Gの全国展開、6Gの研究開発。
- ・ 国産量子コンピュータの開発、量子暗号通信などの技術領域を支援。
- ・ 温室効果ガス削減、2050年カーボンニュートラル実現に向け、政策を総動員。
- ・ カーボンニュートラルによる環境と経済の好循環実現のため、投資を後押し。
- ・ 核融合開発を国を挙げて推進し、次世代の安定供給電源の柱として実用化。
- ・ 日本に国際金融都市を確立するべく、資本市場の魅力向上を図る。
- ・ 未来の成長を生み出す民間投資を喚起するため、財政投融资を積極的に活用。
- ・ スタートアップへの徹底的な支援。
- ・ インフラの老朽化対策、高速交通ネットワークの維持・活性化、地域での支援。

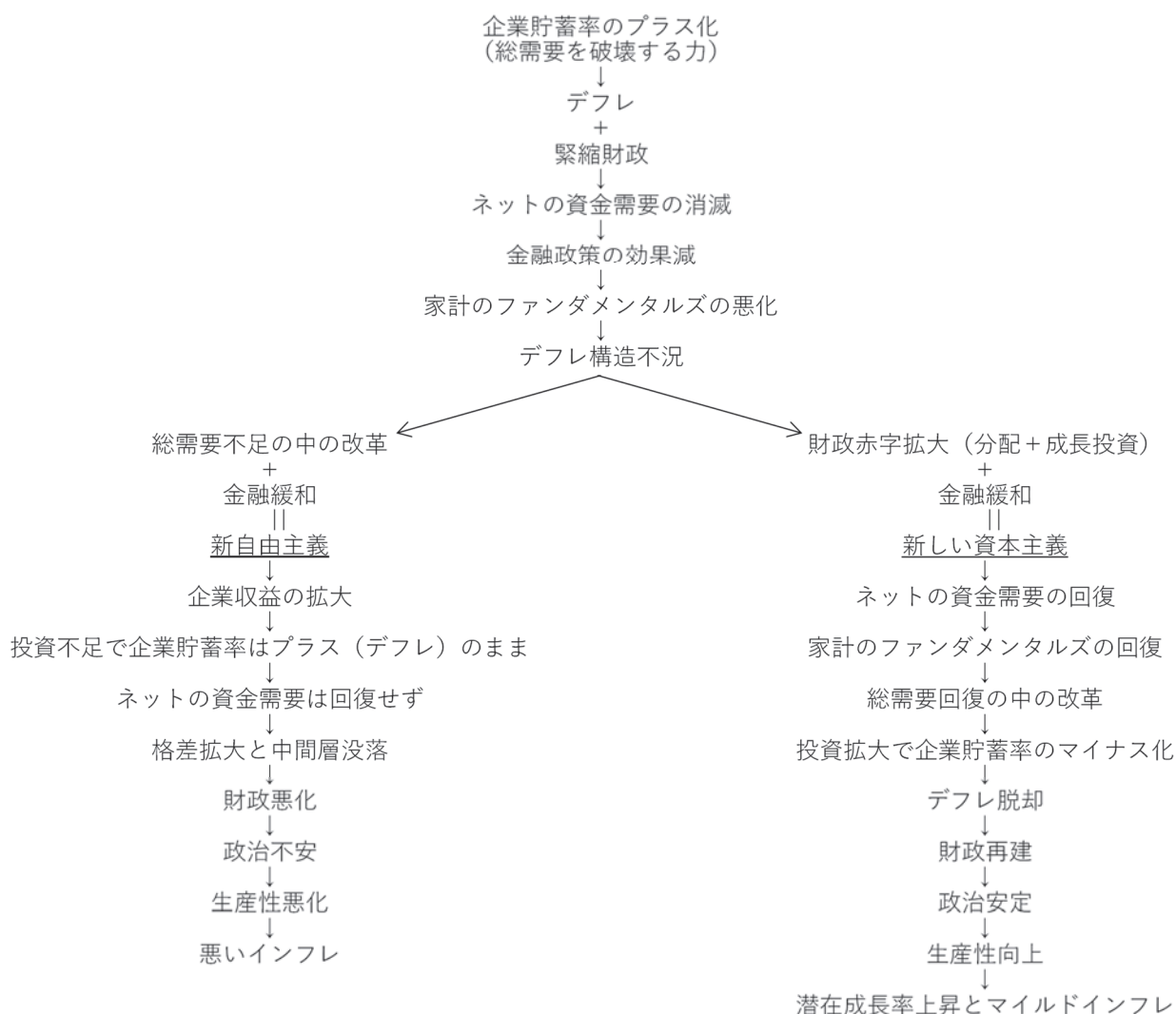
出所：自由民主党 作成：岡三証券

欧米では、政府や政党から独立した機関（独立財政機関）による財政見通しの策定・検証が財政規律を高めているため、日本でも設立するべきだという意見も多いようだ。まずは、財政の単年度主義を維持するのであれば、長期的な財政見通しを議論したところで、単年度の予算に反映するには限界があり、財政規律を高める効果は小さいだろう。独立財政機関は、財政の単年度主義を脱し、複数年度の視野で財政運営がなされることで効果を発揮する。OECD に加盟する 38 か国の内約 30 か国で独立財政機関のような機能が存在し、財政は複数年度の視点で運営されているとみられる。独立財政機関の設立は、財政の単年度主義からの脱却と表裏一体である。独立財政機関の設立によって、欧米のように、成長投資や減税が複数年度の視野で、国債を主な財源に積極的に推進できるだろう。

独立財政機関の効果が、財政規律を高めることのみを強調するのは間違いで、経済政策が単年度の財源の制約から自由になり、複数年度の視野で推進できるようになることの効果の方が大きい。究極のワイズ・スペンディングである減税を経済政策として実施する余地を大きくする。柔軟な財政運営に、独立財政機関が複数年度の視野でお墨付きを与えるからだ。成長投資や減税に単年度の増税や支出削減などの財源が不要になる。または、成長率が十分に高まり、景気が過熱した後の増税が財源となる。新たな経済政策は未来への投資であるため、財源は主に国債であるという考え方が正当になる。ネットの資金需要が緊縮財政で消滅し、新型コロナウイルスによる経済活動の下押しもあり、日本の中間層は瓦解前の最終防衛ラインまで既に追い込まれたように感じる。金融危機とアジア通貨危機による景気後退に対するため、1999年に導入された定率減税（2007年に廃止）が検討されてもよいだろう。もちろん、困窮している家計への支援は急務だ。家計支援による家計ファンダメンタルズの強化は、新たな商品・サービスの提供に消費を反応しやすくさせ、企業の投資の期待リターンを押し上げる可能性がある。給付金などの家計支援も、成長率を押し上げるなら、主な財源は国債でも問題ない。



図表 2-23 デフレ構造不況脱却のマクロ・ロジックのフロー



## 第3章 財政破綻論への反論

第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト

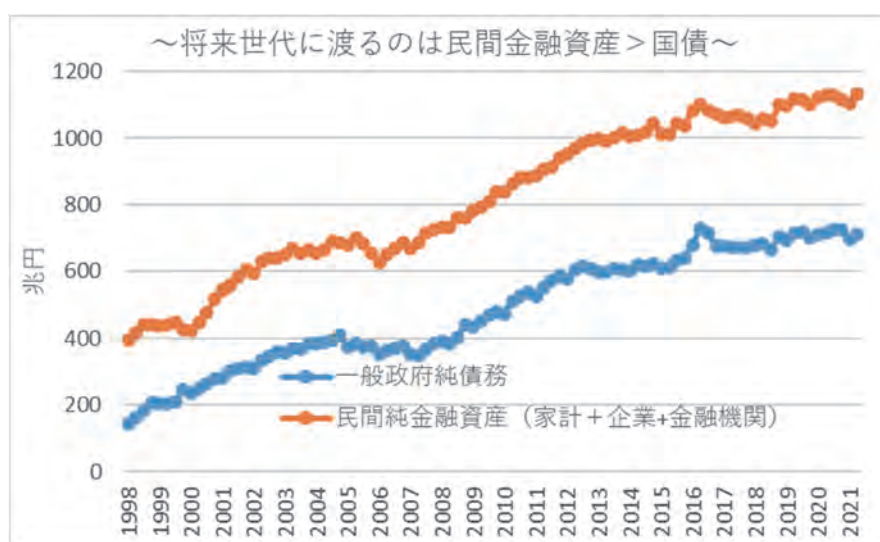
永濱 利廣

### 1. 政府債務残高は後世へのツケではない

#### (1) 誤った政府債務残高の議論

政府の債務残高の対 GDP 比はコロナ禍で 250%を超えた。しかし、政府債務残高だけを捉えて議論することは、本質的にあまり意味がない。というのも、政府・日銀のバランスシートを合わせた「統合政府」論で考えると、債務残高が政府のバランスシートでは負債であっても、その裏側には必ず資産があるからである。実際、日銀の資金循環統計を用いて一般政府の純債務と民間の純金融資産を比較すると、一般政府の純債務残高は 2021 年度上期時点で 700 兆円を超えている一方、民間の純金融資産高は 21 年 9 月末時点で 1,100 兆円を超えていることがわかる。

図表 3-1 政府純債務以上に膨大な民間純金融資産



出所：日本銀行「資金循環統計」を基に筆者作成

そして、この関係からすれば、政府債務残高が将来に引き継がれることは、その裏にある資産も引き継がれることになる。つまり、政府債務は「孫子の代へのツケ」ではなく、必ず減らさなければならないものでもない。逆に、減らせば民間の資産も減っていくこと

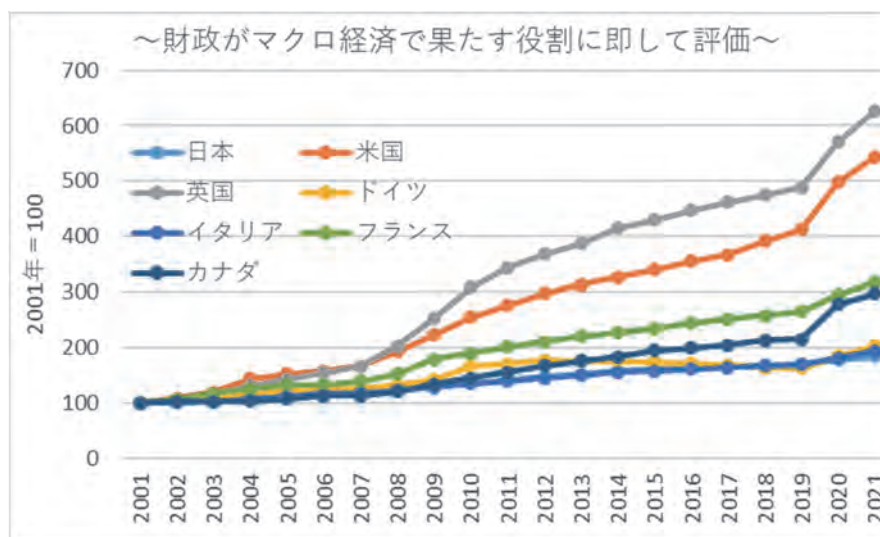
になる。

そもそも、財政政策と金融政策は経済活動を活性化させ、物価や雇用をどう安定させるかが重要であり、「何が何でも政府債務残高対 GDP 比を下げなければいけない」という議論は間違いである。

この背景には、ラーナ一流の機能的財政論に基づく財政の理解がある。ラーナーの機能的財政論とは、「財政の健全性」といった基準ではなく、「雇用の最大化」や「物価の安定」といった実際に財政がマクロ経済で果たしている役割に即して財政を評価すべきという主張である。

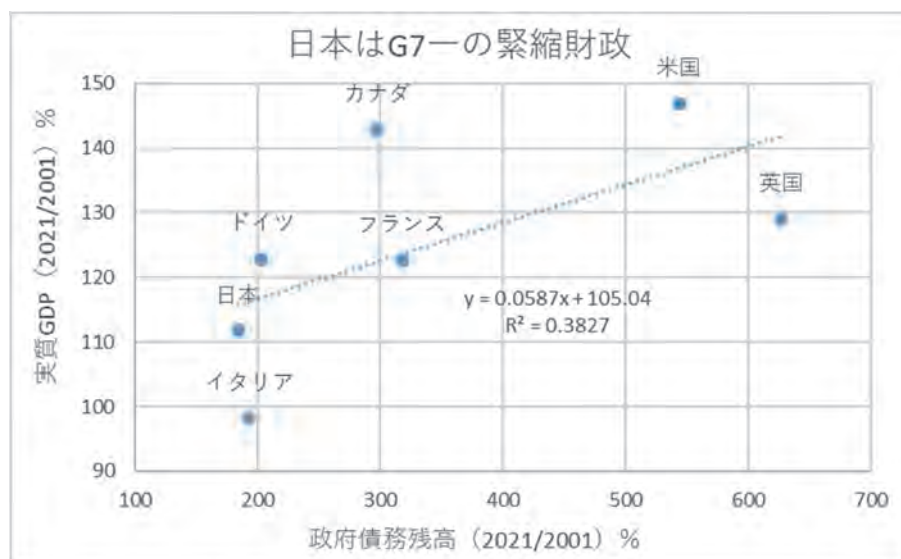
そのことは、過去 20 年間における G7 諸国の政府債務残高の推移を見れば明らかである。事実、2001 年を基準に各国の政府債務残高を比較すれば、政府債務残高を減らしている国は皆無である。そして、過去 20 年間の政府債務拡大規模を比較すれば、英国の 6 倍超を筆頭に、米国は 5 倍超、フランス・カナダは約 3 倍、ドイツ・イタリアが約 2 倍に対して、日本は 1.8 倍しか拡大してない。そして、過去 20 年間における G7 の政府債務残高拡大ペースと実質 GDP 拡大ペースを比較すれば、明確な正の相関関係が見いだせる。こうした関係からすれば、日本経済が長期停滞を続けるのも当然の帰結である。

図表 3-2 G7 諸国の政府粗債務残高



出所：IMF データを基に筆者作成

図表 3-3 G7 諸国の政府粗債務残高



出所：IMF データを基に筆者作成

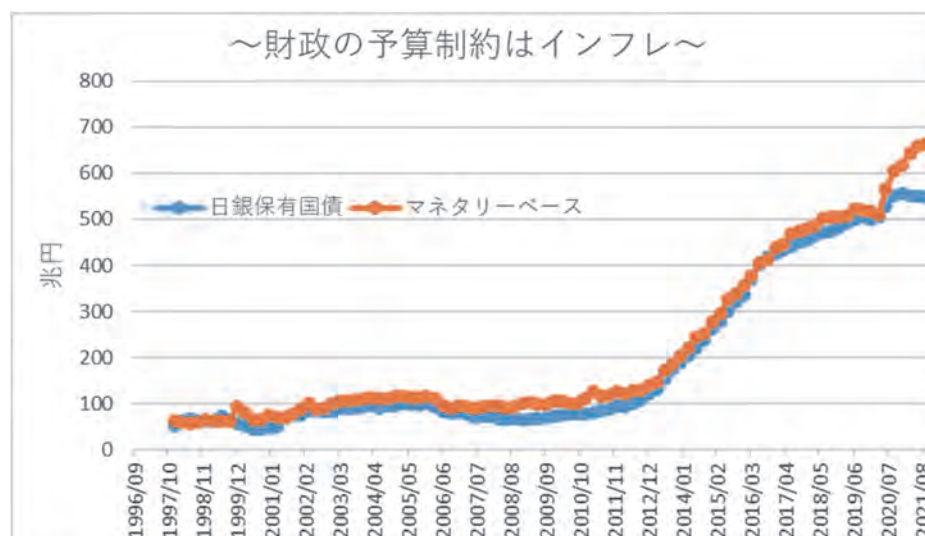
## (2) 統合政府論とは

海外の主流派経済学者の間で主張されている統合政府論では、政府と中央銀行を同じ政府部門と考える。例えば、日銀が持っている国債は、日銀にとっては資産、政府にとっては負債になる。しかし、民間企業が連結決算で関連会社のバランスシートを統合するように、政府・日銀の連結決算で見ると、関連会社間のお金の貸し借り、つまり日銀が保有する国債は連結決算で相殺される。日銀が保有する国債に対して政府が支払う利払い費は、最終的に日銀が政府に支払う納付金で戻ってくる。

その結果、残るのは日銀当座預金、すなわちマネタリーベースとなる。したがって、統合政府論では、日銀が保有する国債がマネタリーベースに変化する。実際、日銀の統計を基に、日銀保有国債残高とマネタリーベースを比較すると、両者は連動しており、日銀保有国債が貨幣化していることがわかる。

このように、国債発行による政府の財政出動と、マネタリーベースの拡大をもとに需要を刺激することで、統合政府論に基づく財政・金融政策のポリシーミックスとなる。そして、ポリシーミックスがなぜ必要かという点、深刻なまでに需要が落ち込めば、金融政策による需要喚起策だけでは不十分になることがあるためである。

図表 3-4 日銀保有国債は通貨発行



出所：日本銀行「資金循環統計」を基に作成

ある国の経済状況に応じて、緩和的でも引き締めのでもない金利水準を中立金利といい、それよりも実際の金利を引き下げることが狭義の金融緩和となる。しかし、深刻な不況になると、民間部門が委縮してお金を貯めこみ過ぎる現象が起き、中立金利が大幅に引き下がり、マイナスまで低下することになる。マクロ経済学上、中立金利がマイナスまで低下することを「流動性の罠」というが、マイナス金利政策を実施している日本銀行であっても、金融機関経営への影響など副作用が大きいことを考えると、政策金利をどんどん深掘りしていくことは難しい。マクロ経済学的には、金利を下げられなくなったら、中立金利をある程度プラスにもっていくまでは、財政政策が需要を刺激するメインの手段になる。

その際、中央銀行は政府が発行した国債を市中から吸収してマネーを供給する。流動性の罠に陥っていなければ、市中銀行の貸出増加が促されて信用創造が生じ、金融政策だけで経済活動を活発化させることができる。しかし、過剰貯蓄で流動性の罠に陥っている長期停滞の状況では、政府が国債を発行して創造されたマネーを有効に支出すること、すなわち財政政策が経済活動を活性化させる役割を担うことになる。

## 2. 今の海外主流派は統合政府論

### (1) 統合政府論の考え方が生まれた経緯

歴史をたどれば、もともと中央銀行という存在はなく、政府が通貨発行をしていた。しかし、政府が通貨発行権を持っていると、戦争などよからぬものにお金を使ってしまった

り、制御不能なインフレが進行したりすることがしばしばあった。そこで、マネー供給をコントロールする独立した機関を作ったのが中央銀行の始まりである。

日本はバブル崩壊以降、マクロ安定化政策に失敗し、デフレ経済を長期間放置してしまった。海外では、バブルが崩壊した時に日本の二の舞にならないためにはどのようなマクロ安定化政策が望ましいのか、という研究が進んだ。その結果、それまで政府は中央銀行の独立性を重視していたが、デフレに陥らないために、不況になった時には中央銀行と政府が連携して積極的なポリシーミックスを行うこと、つまり財政出動と金融緩和を同時に行うことが処方箋だという見解が広がった。その後にリーマンショックが起これ、欧米を中心にポリシーミックスを実施して、結果としてデフレに陥らずに済んだ。

統合政府論はすでにクルーグマン、スティグリッツ、サマーズ、バーナンキといった海外の主流派経済学者の間で支持されている。それまで中央銀行の独立性を重視し、財政政策と金融政策を切り分けて考えていたことからすると、統合政府論は財政金融政策のイノベーションといえる。

なお、フランスを中心としたユーロ圏でも、この統合政府論を用いて ECB や各国中銀保有の国債 3 兆ユーロ（約 390 兆円）の帳消しを求める議論が出ている。背景には、新型コロナウイルス対策で政府債務が膨張したことがあり、経済学者を中心に過度な増税や緊縮財政を防ぐ手段と主張している。

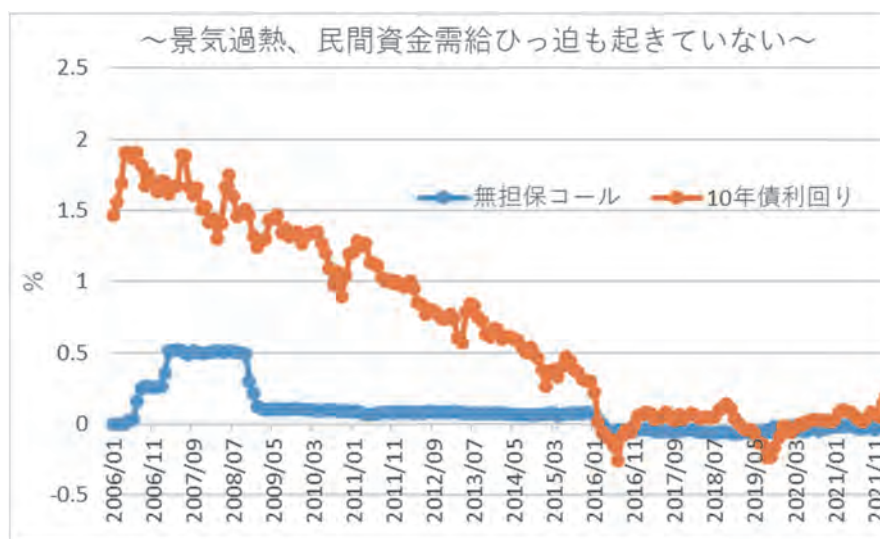
きっかけは 2021 年の 2 月である。ベストセラーとなった『21 世紀の資本』の著者で有名なフランスの経済学者であるトマ・ピケティ氏をはじめとしたフランス・ドイツ・イタリア・スペイン等の約 150 人の経済学者が共同で、中銀保有国債の帳消しを求める意見書を発表した。

具体的には、統合政府論に基づき、ECB や各国中銀の国債買い取りは自分で自分に借金しているのと同様と主張し、ユーロ圏各国が発行した国債の約 3 割を保有する ECB をはじめとした各国中銀が国債償還を求めないことで、機関投資家や個人が保有する国債に基づいて各国政府の財政を健全化すべきと提言している。そして、政府が国債償還を求めないことで財政リスクが低下し、国債の信頼性が高まることで市場の安定につながるとしている。こうした提言は、日本の財政健全化を考える上でも参考になるだろう。

## (2) 金融機関の国債需要も旺盛

日本の政府債務は GDP の 240% に達し、主要先進国で突出して高い。しかし、円建ての日本国債を日銀が半分近く買い上げるだけでなく、民間貯蓄を裏付けとした国内の金融機関等が買い入れることで長期金利は低位安定している。そして何よりも、景気過熱、民間資金需給ひっ迫も起きておらず、海外に対する低インフレが依然として解消されていない。

図表 3-5 低位安定の長短金利



出所：日本銀行、日本相互証券

実際、財務省は毎年 11 月に国債市場特別参加者会合と国債投資家懇談会を開催し、いずれもその翌日にその場で繰り広げられた論点を整理した『議事の要点』が公表される。そこで、昨年 11 月に公表された要点をまとめると、まずは超長期ゾーンの発行増額、中でも 40 年債のニーズが高かったことである。中でも、現時点での 40 年債は 2 カ月に一回の発行だが、発行を毎月化して発行を増額する要望も一部あったようだ。また、高い応札倍率が続く残存 1~5 年の流動性供給入札についても多くの参加者から増額の要望が強かったようだ。さらに、物価連動債についても、インフレ期待の高まりを受けたブレイク・イーブン・インフレ率の上昇に対して、現存額を増加させるニーズが強かったことがわかる。

なお、財務省は短期ゾーンの国債発行額を抑制することで短期国債を減額する方針のようだが、参加者からは担保目的のニーズがあることから現状維持を希望する意見も聞かれたようである。

このように、国際市場の特別参加者や投資家からの国債ニーズは強いことがわかる。

### (3) 主流派経済学と MMT の違い

統合政府論をベースにしているという点では、近年台頭している MMT (Modern Monetary Theory=現代貨幣理論) も同様である。しかし、MMT ではマクロ経済を安定させるための中心的手段が財政政策であり、金融政策を軽視する内生的貨幣供給論の立場をとっている。主にこの点について、海外の主流派経済学者は否定的であり、MMT を支持していない。彼らは、長期停滞の中での財政政策の有効性を強調するものの、金融政策も重要視している点が MMT と異なる。

そもそも MMT は、完全雇用と物価安定を達成するには金融政策ではなく、財政政策への依存度を高める必要があるとする点で海外の主流派経済学者の考えとは異なる。つまり MMT では、完全雇用の機会を作るのは金融政策ではなく財政政策である。このため MMT では、インフラや教育、研究開発へ投資することで国の長期的な潜在成長率が高まるとしており、景気が回復すれば、政府が保証した雇用は民間部門に移り、財政赤字も縮小するとしている。

実際、MMT の提唱者であるニューヨーク州立大のケルトン教授は、日本経済新聞社の取材で「日本が『失われた 20 年』と言われるのはインフレを極端に恐れたからだ」と述べており、日本がデフレ脱却を確実にするには財政支出の拡大が必要との認識を示している。

また、MMT ではハイパーインフレ懸念への対応も必要となる。実際にケルトン教授は、財政拡張策にインフレ防止条項を入れることを提唱している。例えば、5 年間のインフラ投資計画を通したとしても、2 年目にインフレの兆しが出れば支出を取りやめるべきと提案している。つまり、MMT は財政で物価をコントロールすると結論付けているのである。

主流派の経済学者も長期では財政再建が必要としながらも、流動性の罍にはまり金融政策が効きにくい現状では、景気刺激のための財政出動を容認している。実質金利が低い環境では国債を発行してインフラ整備等をすべきと主張してきたサマーズ氏らも「想定より財政余地はありそう」と認めている。また、MMT を批判していた MIT (マサチューセッツ工科大学) 名誉教授のブランシャール PIIE (ピーターソン国際経済研究所) 上級研究員も「長期金利が成長率を下回る環境にあれば財政拡張できる」と指摘している。

実際に 2013 年以降、サマーズ氏は、先進国経済が「長期停滞」にあると診断し、積極財政が最も有効と主張している。そして、ファーマン元大統領経済諮問委員長と共著の「低金利時代の財政政策の再考」(2020 年 11 月) でも、低金利で国債償還費は低下することからすれば、それを考慮しない「政府債務/GDP」はミスリードとしている。また、政府は



予算均衡よりも利払いを GDP 比で抑える運営が望ましく、今後十年間は償還費の急騰や GDP 比 2%以上になるのを避けつつ、成長を促進する分野に焦点を当てた財政政策を行うべきであり、ゼロ金利で不況下における財政拡張は財政の維持可能性をむしろ改善・安定させるとしている。

ブランシャール氏も、2019年1月に公表した「公的債務と低金利」で、経済成長が金利を上回るような低金利の米国では、公的債務は財政コストにはならず、厚生面でのコストも小さいと主張している。同年5月に公表した「日本の財政政策の選択肢」でも、日本は悪性の「長期停滞」にあると診断しており、需要不足で金融政策の限界にある日本では、プライマリーバランス赤字が長期にわたって必要になると主張している。

さらにイエレン財務長官も、FRB議長だった2016年当時の講演「危機後のマクロ経済研究」で従来の供給側中心の成長理論を批判し、需要不足が低成長を恒久化させる恐れを指摘しており、長期の成長のためにはマクロ経済政策により総需要を拡大し、高圧経済にする必要があると主張している。そして財務長官になって以降も、今年1月の上院財政委員会指名承認公聴会にて、低金利下における大規模な財政出動による成長戦略は、財政の持続可能性を改善すると主張している。

#### （４）流動性の罠に限れば財政政策主導に

特にブランシャール氏は、2019年5月に公表したPIIE客員研究員の田代毅氏との共同執筆の政策提言の中で日本経済のデータを分析し、「日本は財政均衡を忘れて無限の将来まで財政赤字を出すべき」としている。そして、2019年10月に実施された消費税率の引き上げを中止する代わりに、新たな財政政策で財政赤字を増やすように要請していた。

しかし、MMTは財政政策を何よりも重んじ、中央銀行の役割を軽視する傾向がある一方で、主流派はMMTが一定とする政策金利水準について中央銀行が能動的に決める金融政策を重視し、「そもそも金利水準をいくらに設定するか」が重要だと考えている。

つまり、金融政策の効果が出にくい流動性の罠の下に限って主流派もMMTと同様に財政政策主導で景気を回復させ、流動性の罠から脱出したなら主流派は金融政策と財政政策で経済を安定させようとするのに対し、MMTは財政政策主導で経済は安定させられると主張している。

また、主流派が完全雇用下の財政支出はマンデルフレミングモデルを通じて利子率が上がり、クラウディングアウトにつながると考えるのに対し、MMTは財政赤字によるクラ

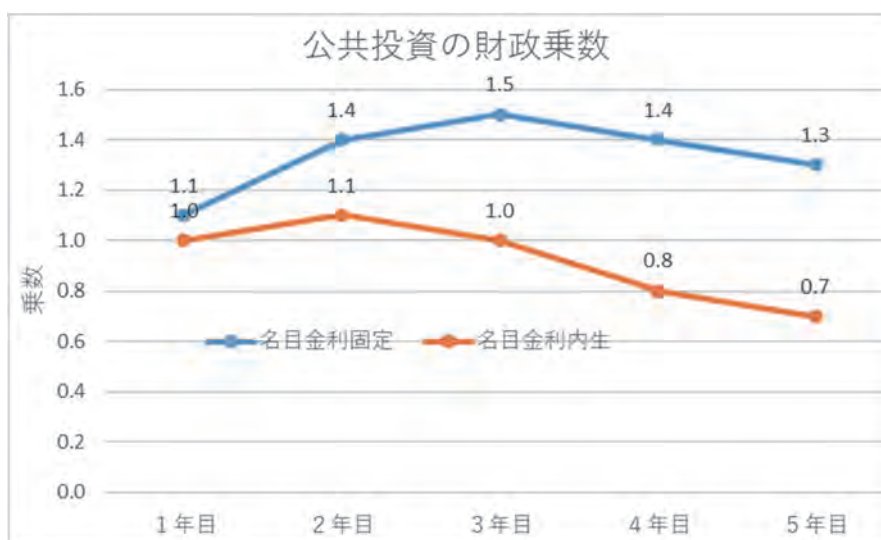
クラウドイングアウトは起きないと考えている。そして、不完全雇用下においては主流派も MMT も財政赤字を容認するが、完全雇用になったら財政赤字がクラウドイングアウトを招くと考える主流派に対し、MMT は財政収支均衡の必要はないと考えている。

さらに、MMT は政府には個人と違って寿命がなく、クラウドイングアウトも起きない以上、政府の予算制約はなく、財政均衡の必要はないと考えるが、主流派は単年度での財政均衡を求める緊縮派ほどではないにせよ、長い目で見れば政府にも予算制約はあると考えている。そして、財政均衡は景気循環の中で達成すればいいというのが主流派の考え方であり、不景気の時に限って MMT 同様に積極的な財政出動を求めている。

なお、現状の日本では、日銀のイールドカーブコントロール導入によりクラウドイングアウトは回避でき、財政の助けで金融緩和がより効果を発揮するという状況になっている。このため、日銀においても、2016年11月に公表した展望レポートの中で、大規模な財政出動と強力な金融緩和の合わせ技が為替レートや GDP、インフレ率に与える影響を評価するシミュレーションを披露している。そして、名目金利を固定すれば、公共投資がベースラインから名目 GDP 対比 1%分増加したケースで財政乗数が+0.6程度上昇することが示唆されている。

以上のことから、流動性の罠に陥った状況であれば、MMT を持ち出さなくても、主流派の経済理論で思い切った財政出動は正当化できるといえよう。

図表 3-6 日銀マクロモデルの財政乗数



出所：日本銀行

### 3. インフレ率が低い間は財政を大幅に拡大できる

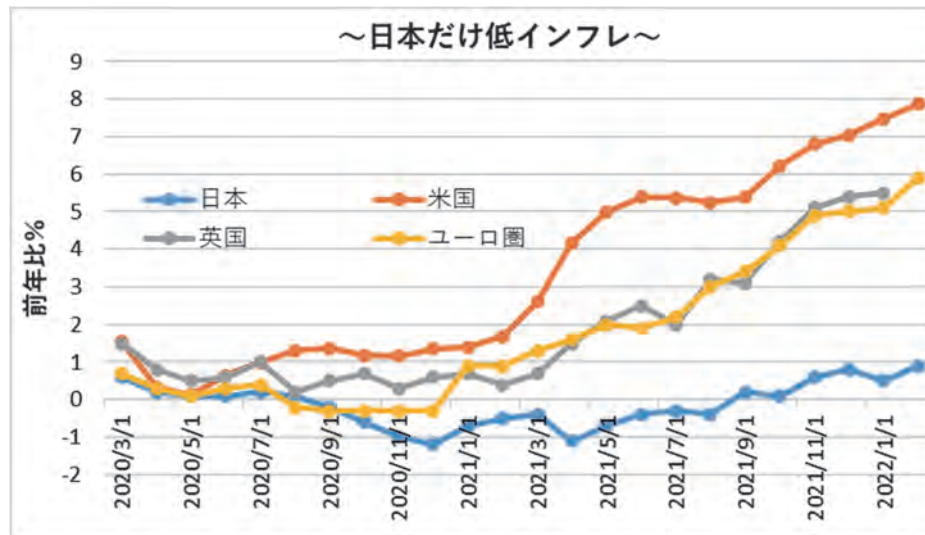
#### (1) 統合政府論の下での政府の予算制約はインフレ率

日本政府は家計や企業と違って通貨発行権を持ち、自国通貨を発行して債務を返済できる。ただし、政府が支出を野放図に拡大すると、いずれ需要超過となって、高インフレとなる。そうすると、政府はインフレが行き過ぎないようにするために財政支出を抑制しなければならず、中央銀行も金融を引き締めなければならない。つまり、政府の財政支出の制約となるのは、政府債務残高ではなくインフレ率である。

現在の欧米のように、インフレ率が目標の+2%を大きく超えてしまっている国は、財政出動が限界にきている。しかし、日本の場合はインフレ率がそこまで上がっていない。今後コストプッシュ型のインフレがあるかもしれないが、輸入物価の上昇に伴うインフレで持続性は低い。

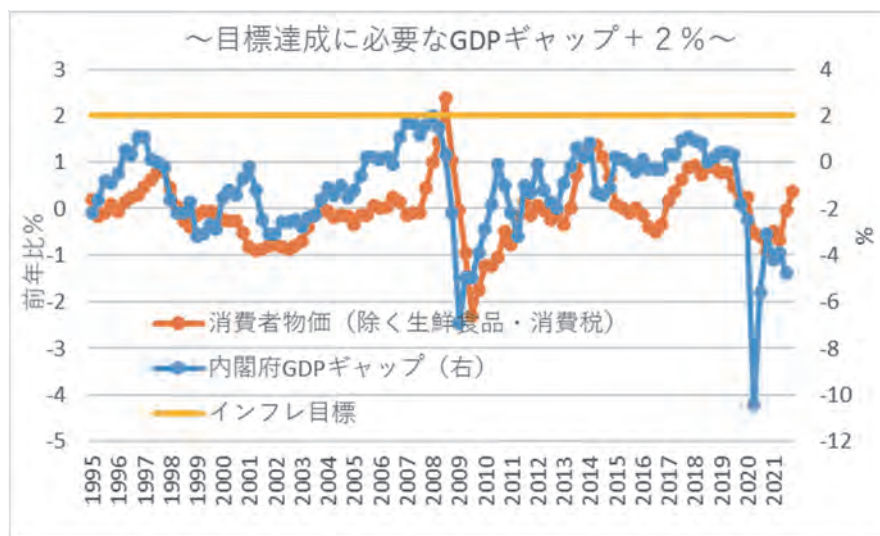
このため、財政の予算制約を考える上では、表面上のインフレ率よりも GDP ギャップの方が重要になる。実際のインフレが行き過ぎているかどうかを見る上で、コストプッシュ型のインフレが捨象される上、実際のインフレ率よりも先行して動く性質があるためである。

図表 3-7 主要先進国の消費者物価指数



出所：各国統計

図表 3-8 インフレ率と GDP ギャップ



出所：総務省「消費者物価」、内閣府「GDP ギャップ」

実際、1990年代後半以降の消費者物価インフレ率と内閣府版 GDP ギャップの推移を見ると、GDP ギャップがインフレ率に対して 2 四半期ほど先行して動いており、インフレ目標 2%を達成するには+2%程度のインフレギャップが必要になることがわかる。そして、足元で内閣府が公表する GDP ギャップはマイナス 5%程度であり、金額にすると約 27 兆円となる。このため、内閣府の GDP ギャップをプラスにもっていくには、まず+27 兆円の財政支出が必要になる。しかし、そこからさらに GDP ギャップを+2%にするまでには、金額にして+11 兆円程度必要となるため、合計で+38 兆円の需要拡大余地があることになる。つまり+38 兆円の需要拡大がないうちは、消費者物価指数のインフレ率が持続的に+2%に届かないことになり、それだけまだ財政の拡大余地があることになる。

## (2) 異なる財政健全化目標

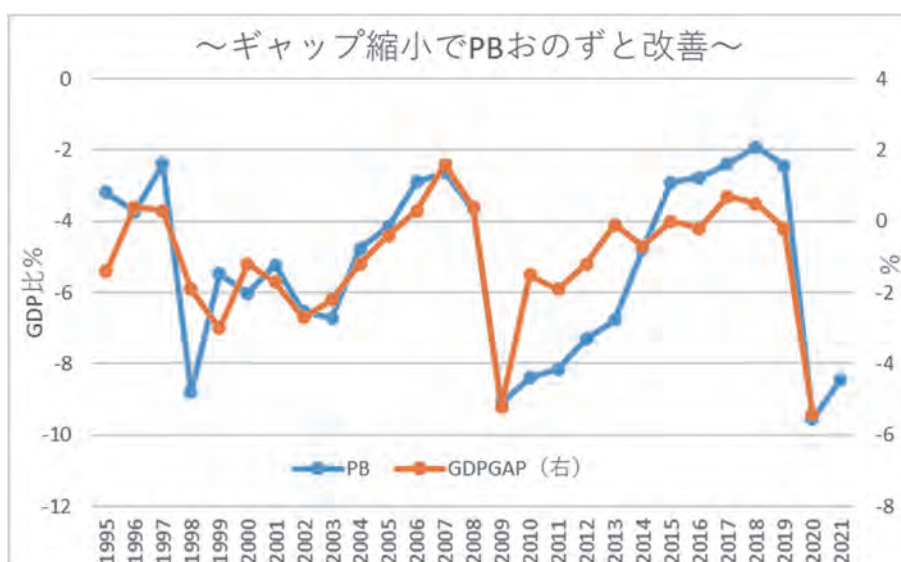
政府は財政健全化目標として 2025 年のプライマリーバランス（以下、PB）の黒字化と債務残高対 GDP 比の安定的引き下げを掲げている。しかし、これまでみてきた通り、統合政府論では財政健全化目標も異なる。

ただ、単純に財政健全化目標をなくすことで国債の格下げが起きれば、影響は無視できない。その観点からすると、財政健全化目標の完全撤廃は行き過ぎだろう。しかし、財政健全化目標が、財政金融政策や経済の正常化を進める上での支障となってはならない。実は、PB と GDP ギャップの連動性は高く、経済が正常化すれば自ずと財政も健全化する。

実際、1990年代後半以降のプライマリーバランスと内閣府版 GDP ギャップの関係をみると、連動して動いていることがわかる。そして、プライマリーバランスにおける2010～2013年の下方乖離は民主党政権によるビジネスフレンドリーでない経済政策、2015～2019年の上方乖離はアベノミクスによるプロビジネス政策が影響していると推察されるが、考え方次第では、GDP ギャップ対比で財政を引き締めすぎた可能性も示唆される。

このため、当面は GDP ギャップをプラスにすることを最優先して、財政健全化目標をいったん「メド」として見直し、「財政目標」を導入すべきだろう。財政目標は「+2%のインフレ率」、「中央銀行保有分を除く政府債務残高 GDP 比を安定させること」、「財政支出の有効性を高めること」の三つが適当と思われる。統合政府に基づけば、インフレが行き過ぎる状態こそが財政が不健全であることになるため、+2%で安定化させるインフレ目標は「健全化」の意味も含んでいる。現在の「政府債務残高対 GDP 比の安定的引き下げ」という財政健全化目標では、無理に下げても民間資産を減らすだけだ。前述のとおり、中央銀行が持っている国債は政府が利子を払っても、最終的に国庫納付金で戻ってくるので、中央銀行保有分を除いた比率を安定化させるように目標を変更すべきだろう。また、「支出の有益性」を掲げるのは、いくら財政支出をしても需要が増えなければ意味がないためである。

図表 3-9 PB に最も関係が深い指標は GDP ギャップ



出所：IMF、内閣府

図表 3-10 一般政府債務残高の推移



出所：日本銀行「資金循環統計」

その後、GDPギャップのプラスが達成できれば、三つの「財政目標」に「(GDPギャップがプラスになってから) 数年以内にPBの黒字化を目指す」といった財政健全化目標を加えたらどうだろうか。GDPギャップが+2%を超える局面を迎えれば、財政はまず歳出削減、それでも足りなければ増税し、健全化に向かうべきだろう。

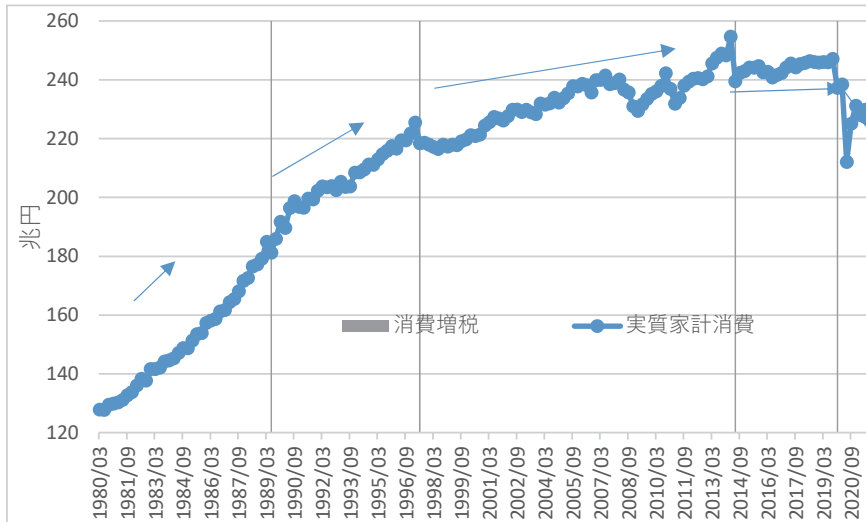
内閣府版 GDPギャップが+2%に近づけば、インフレ率も目標の+2%に近づく。そうなれば自然と金融政策も出口が見えてくるだろう。

#### 4. 将来不安をあおる罪

##### (1) 非ケインズ効果は日本では当てはまらない

債務削減を優先した方が人々の将来不安が軽減されて現在の消費活動が活発化する、という「非ケインズ効果」は日本では当てはまらない可能性が高く、その実証事例がある。というのも、非ケインズ効果が正しいのであれば、消費税率を引き上げれば将来不安が軽減して消費が増えるはずだ。しかし、過去を振り返ると消費税を上げるたびに個人消費の上昇トレンドが下方屈折していることがわかる。

図表 3-11 実質家計消費と消費増税

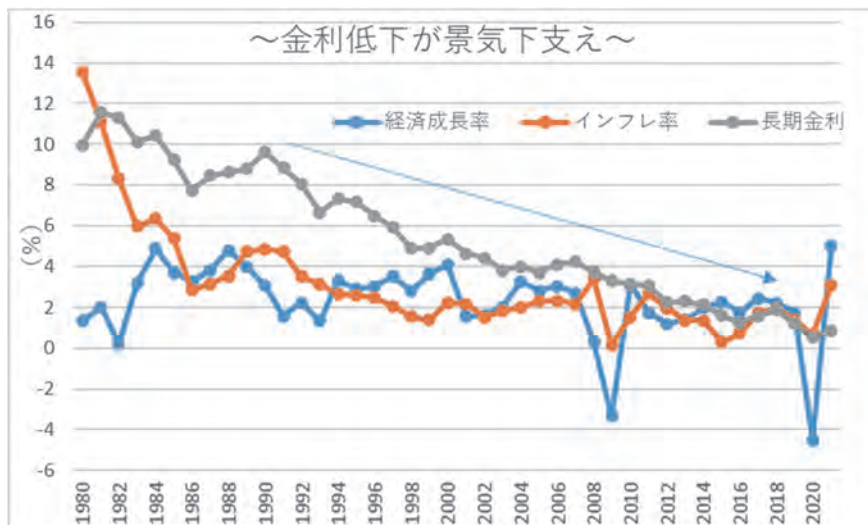


出所：内閣府「国民経済計算」

1990年代に欧米諸国が財政健全化して景気が良くなったという主張があるが、これについてパネル分析を使って検証したことがある。結論は、財政健全化で消費マインドが上がったというよりも、財政健全化によって金利が下がる「クラウドイン効果」で景気が良くなった、という理解が正しい、というものだった。

ただ、日本でクラウドイン効果が見込めるかという点、答えはノーである。なぜなら、すでに金利が底辺まで下がっているからである。底辺まで下がったところに財政健全化をしても、金利の下がりようがない。

図表 3-12 低下してきた先進国の長期金利



出所：IMF

将来不安については、メディアや学校教育にも責任がある。ほとんどのメディアは日本の財政が危機的だと報道している。また、高校の政治経済の教科書を見ても「日本の財政は危機的だ」と書いてある。

よくメディアが、政府債務残高が 1,200 兆円というのを、「国民 1 人当たり 900 万円の借金を背負っている」と書くが、むしろ民間はその 1,200 兆円のうちの約半分の債権者と書くべきだろう。また、企業の決算を見ても、借入れだけを見て倒産の危機だ、とは思わないだろう。それは、資産や収益などを総合的に判断するからである。

日本の金利が上がらないのは、日本国債の信認があるからである。なぜ信認があるかという点、経常黒字が世界第 3 位であり、世界で首位の対外純資産国でもある上、国債の 9 割が国内で消化されているからである。総合的に考えれば危機ではない。

そして、このことは財務省もよく理解している。というのも、2002 年に日本国債が格下げされた時に、財務省は外国の格付け会社あてに意見書を提出しているが、その要旨には以下のように記載されている。

1. 貴社による日本国債の格付けについては、当方としては日本経済の強固なファンダメンタルズを考えると既に低過ぎ、更なる格下げは根拠を欠くと考えている。貴社の格付け判定は、従来から定性的な説明が大宗である一方、客観的な基準を欠き、これは、格付けの信頼性にも関わる大きな問題と考えている。

従って、以下の諸点に関し、貴社の考え方を具体的・定量的に明らかにされたい。

(1) 日・米など先進国の自国通貨建て国債のデフォルトは考えられない。デフォルトとして如何なる事態を想定しているのか。

(2) 格付けは財政状態のみならず、広い経済全体の文脈、特に経済のファンダメンタルズを考慮し、総合的に判断されるべきである。

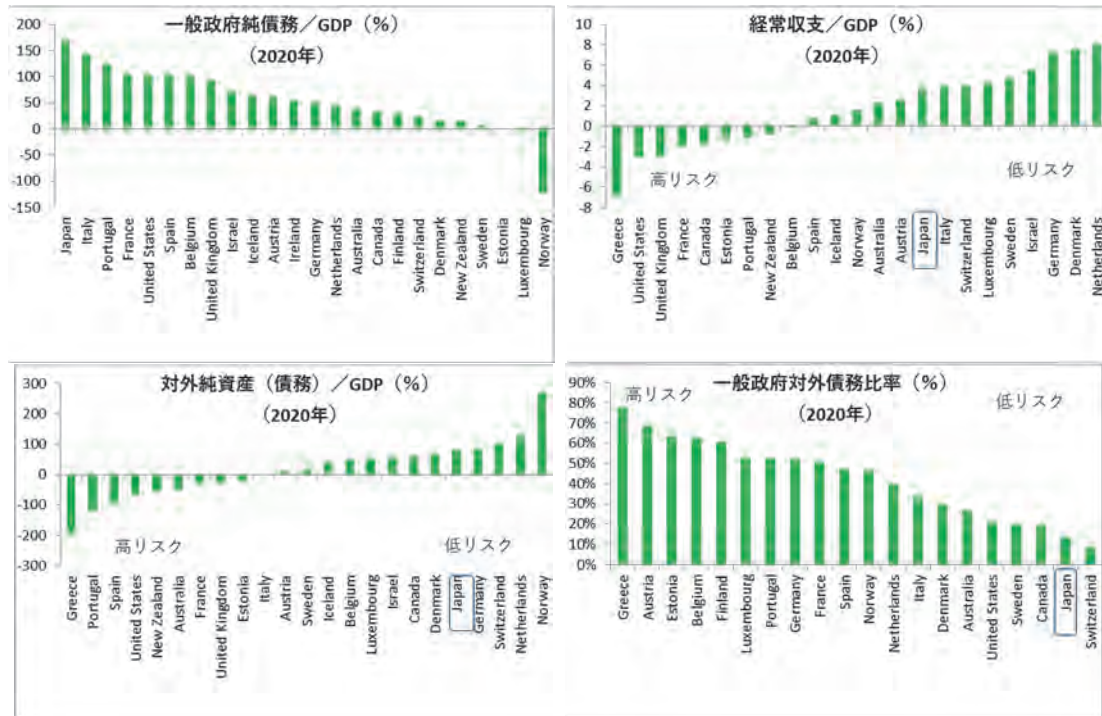
例えば、以下の要素をどのように評価しているのか。

- マクロ的に見れば、日本は世界最大の貯蓄超過国（※現在 3 位）。
- その結果、国債はほとんど国内で極めて低金利で安定的に消化されている。
- 日本は世界最大の経常黒字国（※現在 3 位）、債権国（※現在も最大）であり、外貨準備も世界最高（※現在 2 位）。



2. 以上の疑問の提示は、日本政府が改革について真剣ではないということでは全くない。政府は実際、財政構造改革をはじめとする各般の構造改革を真摯に遂行している。同時に、格付けについて、市場はより客観性・透明性の高い方法論や基準を必要としている。

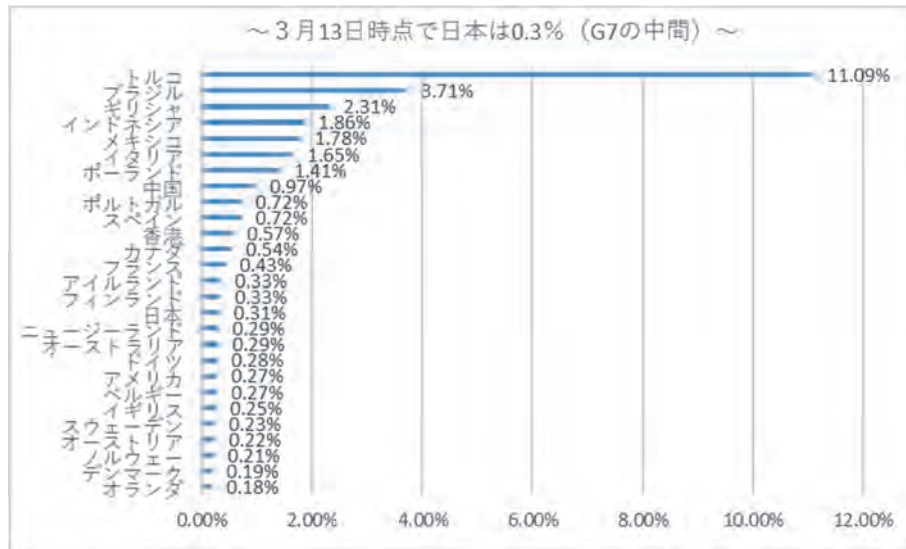
図表 3-13 国債信任に関係する経済ファンダメンタルズ



出所：IMF、世界銀行

こうしたことは、市場関係者もよく理解しており、クレジットデフォルトスワップでみた日本国債の5年以内のデフォルト確率はドイツ国債や米国債同様に0.3%程度しかないことがわかる。

図表 3-14 CDS から算出した 5 年以内国債デフォルト確率



出所：トムソンロイター

## (2) 日本の将来をどうみているか

国の財政を説明する際に、一般的に家計に例えて説明することがある。例えば、給与収入が毎月 30 万円に対し、生活費が 40 万円かかっているほか、借金の利払い、元本の返済が 10 万円もあって毎月 20 万円の借金をしなければいけない、という具合である。借金は毎月積み上がって家計が火の車であることが強調されることが多いが、一つ明らかな間違いは中央銀行の存在がないことである。しかし、一般の人たちはそんなことはわからないため、何となく「借金が 1,200 兆円もあってこのままではまずい」「将来増税されるかも」と感じてしまう。そうすると不安が高まり、経済は回らなくなる。

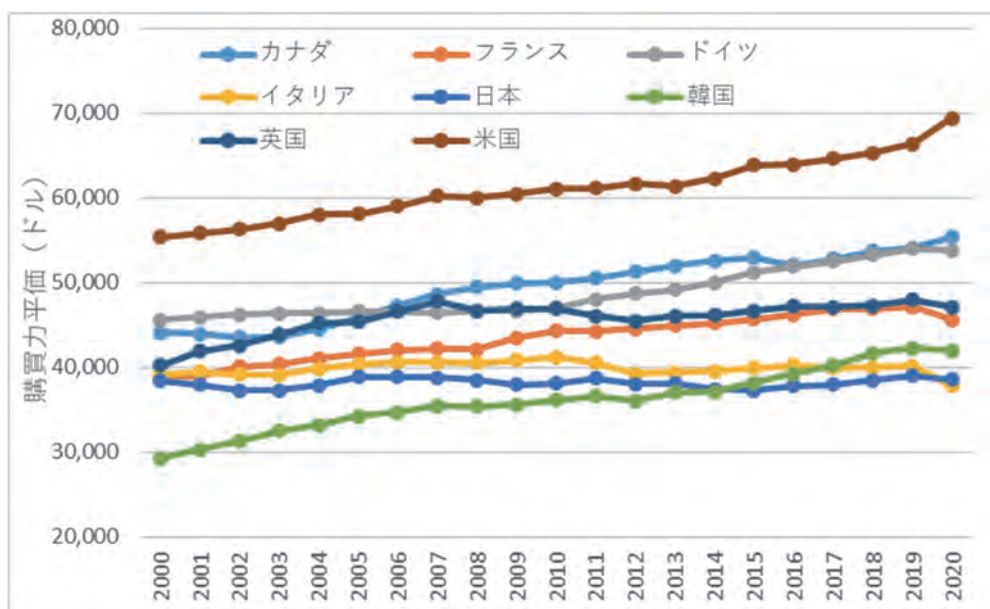
日本では出すべき財政支出の規模が足りず、30 年間長期停滞で経済成長しない間、海外では当たり前のように政府債務を増やして、景気を安定させて賃金が上がってきた。新興国も日本の賃金に追い付き、国によっては抜かれそうになっている。この状況が続けば、日本だけ購買力が上がらず、輸入品の値段が上がってしまい、輸入物の食料品がぜいたく品になってしまう可能性がある。

財政危機をあおられれば国民はお金を使いたがらない。民間部門が委縮してお金を貯めこんでしまう中で政府部門も財政健全化で支出を削減してしまったら、過剰貯蓄で中立金利が大幅にマイナスになり、金融政策が効きにくくなってしまう。こうした中で、財政も大して支出しないので縮小均衡の一途をたどるだろう。このままでいいのだろうか。

今の日本は「栄養失調なのに肥満を恐れている」状況といえる。政治家が日本の本当の

危機が何かを、グローバルスタンダードな最先端のマクロ経済政策論の下にしっかりと判断できることが重要だろう。

図表 3-15 G7 諸国+韓国の実質賃金



出所：OECD

### (参考文献)

- オリヴィエ・ブランシャール、田代毅「日本の財政政策の選択肢」PIIE（2019年5月）
- 経済産業省「経済産業政策の新機軸～新たな産業政策への挑戦～」(2021年6月)
- 経済産業省「経済産業政策の重点について」(2021年4月)
- 白石透冴（2021）「欧州でコロナ債務「帳消し」論 ピケティ氏ら提唱」（日本経済新聞）
- 高橋洋一（2016）「日銀当座預金に債務性はあるはずがない。田中秀明教授に再反論」（ダイヤモンドオンライン）
- 永濱利廣（2020）『MMTとケインズ経済学』（ビジネス教育出版社）
- 永濱利廣（2022）『日本にはまだ38兆円の需要拡大余地がある』（金融財政事情）
- 日本銀行「物価・経済情勢の展望」（2016年11月）
- 早川英男（2019）『MMT（現代貨幣理論）：その読解と批判』（富士通総研）
- 門間一夫（2020）『政府の借金は将来世代への負担の先送りなのか』（みずほ総合研究所）
- ローレンス・サマーズ、ベン・バーナンキ、ポール・クルーグマン、アルヴィン・ハンセン、山形浩生（2019）「景気の回復が感じられないのはなぜか 長期停滞論争」（世界思想社）

Summers, Lawrence H. 2015. Have We Entered an Age of Secular Stagnation? *IMF Economic Review* 63: 277-328.

Blanchard, Olivier. 2019. Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review* 109, no. 4: 1197-1229.

## 第4章 新しい価値観に基づく投資の活性化

UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント  
最高投資責任者 兼 日本経済チーフエコノミスト

青木 大樹

この章では日本の中間所得層の衰退に焦点を当て、中間所得層の拡大のために継続的な雇用・需要を作り出すため、新しい価値観に基づく投資の活性化が求められていることをみていきたい。政府には、企業の投資を誘発するような戦略的な投資支援策が益々重要となっている。

企業は 1990 年代初頭のバブル崩壊以降、将来の期待成長が低下する中で安全志向の経営に陥り、企業収益が拡大しても賃金に還元せず、企業貯蓄を高めていった。この状況では、企業に対する減税や規制改革を行っても、企業貯蓄率の更なる拡大につながるだけであった。政府はこれまでのサプライサイド中心の経済政策から、新しい価値観に基づく需要の活性化に向けた政策によりシフトしていくべきであると考えられる。

### 1. 中間層の衰退

#### (1) 何故、所得が増えていないのか？

不動産バブル崩壊後の 1990 年代、不動産価格の下落や長引く低成長は不良債権の拡大を通じて銀行システム不安につながり、低成長と低インフレ率化を長期化させ、定着化させていった。この時代、日本経済は「失われた 10 年」と呼ばれるようになっていたが、低成長・低インフレ率の時代は 2000 年代以降も続く。国際貿易競争が激化していく中で、中国や韓国、台湾などのアジア勢の企業が台頭し始め、日本の製造業の競争環境は益々厳しくなっていたのである。

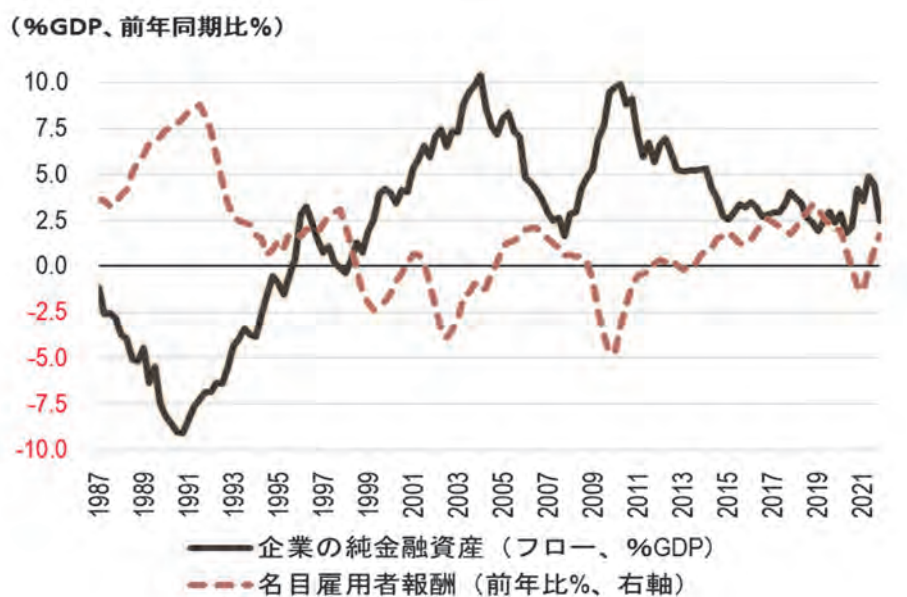
バブル崩壊や国際競争激化の中、企業は生き残りの経営戦略として、安全志向型の経営に舵を切っていく。企業の安全志向経営はグローバルな景気回復の中でも変わらず、将来に向けた大胆な投資は出てこず、そして賃金も十分に引き上げることはなく、市場シェアを維持していくことで精いっぱいとなっていた。

リーマンショック後の急激な円高を受け、海外生産をさらに加速させ、一部の企業は海外での収益が業績拡大のけん引役となる一方、国内に向けた投資や賃上げは益々保守的と

なっていた。この頃になると、継続する低成長と低インフレは「失われた30年」と呼ばれるようになる。しかし、この間企業収益は決して伸びていないわけではない。日本企業の純利益をみると、2000年からコロナ前の2018年の間に1.5倍も拡大した。配当は同期間に4.4倍にまで拡大している。ところが、この間に人件費はわずかに3%しか増加していない。

企業による投資・賃上げの減少は企業の貯蓄率上昇の裏返しである。図表4-1の通り、日本銀行の資金循環統計より企業の純金融資産の変化を名目GDPで除した企業貯蓄率をみていくと、1990年代の後半以降の企業による将来の先行き不安、グローバルの競争激化の中で経営の安全志向を強めるスタンスが見て取れる。企業の現金・預金などの金融資産の変化をGDP比でみた企業貯蓄率と雇用者報酬をみると、逆相関性がみられる。雇用者報酬の弱い伸び率が継続してきたことは、企業が継続的に貯蓄を拡大させてきたことの裏返しでもある。

図表 4-1 企業の貯蓄率と名目雇用者報酬



注：企業の貯蓄率は、資金循環表における企業の純金融資産（4 四半期移動平均）を名目 GDP（4 四半期移動平均）で除して計算。

出所：内閣府、UBS

企業貯蓄率は1990年の-9%がピークであった。マイナスの企業貯蓄は、企業はそれだけ人件費や設備投資に資金を投じていたことの裏返しでもある。しかし、1990年代を通じ

てマイナスの企業貯蓄率は徐々に縮小していき、90年代後半にはプラスへと転化、貯蓄超過となった。2000年代、リーマンショックの前までは実質GDP成長率は平均1.5%で推移していた（2000～2007年の平均）が、企業の貯蓄率をみると2004年まではプラス幅は拡大し、その後は縮小していたとはいえプラスを維持、企業の貯蓄体質は続いていた。

2007年のリーマンショック後、企業貯蓄率は再び10%まで拡大する。2010年の超円高や2011年の東日本震災も、一部の企業は貯蓄を減らし対外投資を拡大する契機となったが、多くの国内企業の安全志向を強める結果となった。その後誕生した安倍政権の3本の矢による政策運営によって企業貯蓄率は減少し始めるものの、企業貯蓄率はマイナスとなることはなかった。それでも企業貯蓄率が減少傾向の中、名目雇用者報酬は、1990年代後半以降でみれば最大となる3%半ばまでの拡大はみられた。

結局のところ、2000年代以降企業貯蓄率がマイナスとなった年は一度もない。1990年初頭のバブル崩壊以降のマクロ経済の回復の遅れ、特に物価が継続的に下落していくデフレ経済となってしまったことが、企業が将来の成長に向けて積極的に投資や賃上げを行うよりも、負債削減や貯蓄拡大といった安全志向を強めてしまったと考えられる。

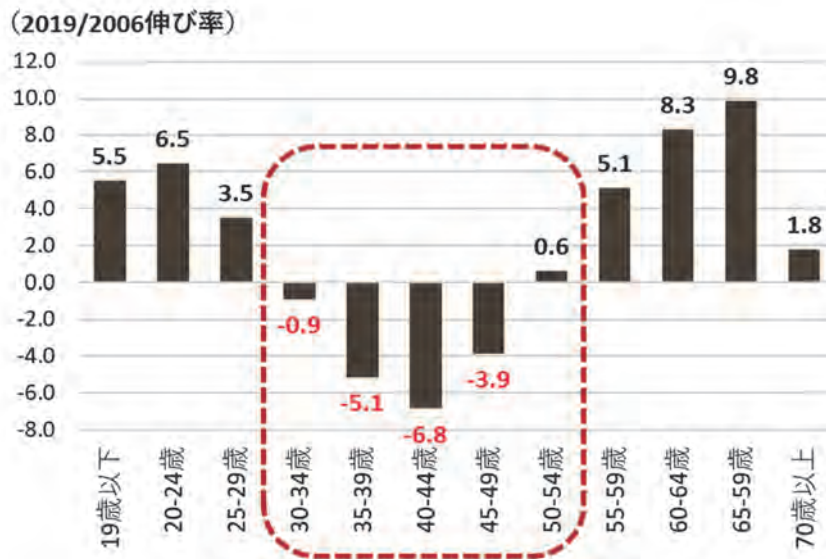
## （2）企業の貯蓄体質の所得構造への影響

前節では1990年代後半以降、企業は将来に向けた投資や賃上げを行わず、貯蓄体質化していた経緯をみてきた。本節ではこの企業の貯蓄体質化は、所得構造にどのような影響を与えたのかみていきたい。

まず一般労働者の一人当たりの月額給与である現金給与額の変化（企業規模は10人以上の労働者）について、2006年と2019年を比較したものを年齢別にみると、図表4-2の通り、若年層や60歳代高齢者の給与は拡大している一方、30～50歳代の所得の伸びは顕著に低迷している。特に40歳代のマイナスは大きく、中間層を担うべき年齢の所得低下が著しい。

この歪な伸びの背景の要因としては、まず最低賃金の引上げがあげられる。最低賃金は2000年代前半に0%台の伸びであったのが、2000年代半ば以降2%程度の伸びとなり、2016年以降は3%の伸びとなっている。図表4-2はパートタイマーを除く一般労働者の比較であるが、若年層の賃金上昇には最低賃金の引上げも影響していると思われる。また、2010年代半ばからは非正規社員の正規社員化が進むようになり、これも若年層を中心に恩恵を受けた可能性がある。

図表 4-2 年齢別にみた現金給与額の伸び（2019年／2012年）



注：金構造基本統計調査において、令和2年調査と同じ推計方法を用いた過去分の集計のうち、最も過去に当たる2006年とコロナショック前である2019年を比較している。

出所：厚生労働省、UBS

一方、企業にとって最低賃金引上げによる負担増は30～50歳代の賃金、中間層が多いとみられる層の件費を抑えることでバランスがとられた可能性がある。定期昇給額の削減、残業時間の低下などによって、30～50歳代の中間所得を担うべき労働者の賃金が抑えられてきたかもしれない。またこの年代は就職氷河期に採用された労働者が多いとみられる。雇用環境が厳しい中で、適職ではない仕事に就いた人たちが相対的に十分に報いられていなかった可能性もあろう。

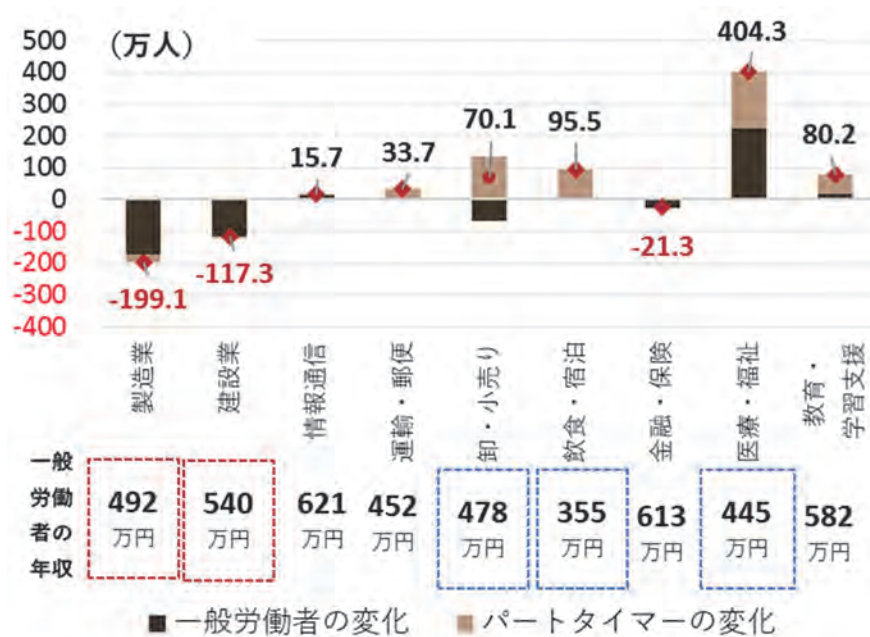
そして、中間所得層の停滞の要因は産業別に雇用者数の変化をみることで、産業構造の変化の観点からも確認することができる。図表4-3は、産業別に2000年から2019年にかけて労働者の変化をみたものである。製造業や建設業ではこの20年間で100～200万人といった数の減少がみられるのに対して、卸・小売業や飲食・宿泊業、医療・介護業では労働者が拡大している。医療・介護業では400万人以上雇用が増えている。重要な点は、製造業や建設業は相対的に賃金が高い職種に対し、飲食・宿泊や医療・介護の賃金は低い。つまり日本はこの期間、相対的に賃金の高い産業の労働者を失い、賃金の低い産業の労働者が増えていた。

製造業では労働者数を減少させることで生産性の改善、賃金の上昇につながっていたかもしれない。しかし、労働者数を減らさずに生産性を上昇させることができれば、つまり



製造業の生産量・付加価値額を増やすことができているならば、日本全体の賃金低下にはつながらなかったであろう。また、飲食・宿泊や医療・介護といったサービス業の雇用は拡大しているものの、これらの産業の賃金は相対的に低い。これらの産業でも、労働者を減らして生産性を改善させるのではなく、生産量・付加価値額を増やしていくことが重要となってくる。

図表 4-3 産業別にみた労働者数の変化（2019年／2000年）



出所：厚生労働省、UBS

### (3) 中間層の衰退と消費への影響

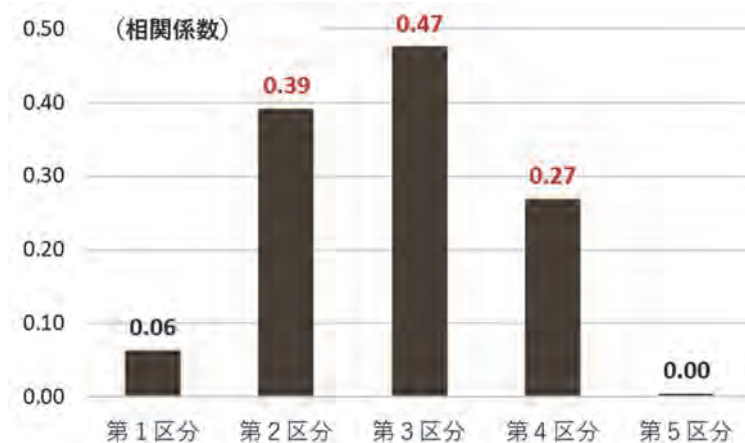
中間層の所得低迷は消費への影響も小さくない。図表 4-4 の通り、5 区分の年収別にみた所得と消費の相関をみると、中間所得層ほど消費との相関が強い傾向にある。ここで、最も低い階層（第 1 区分）は世帯所得が 350 万円程度未満、そして最も高い階層は 820-850 万円程度以上（第 5 区分）であり、低所得層や高所得層を含まない第 2～4 区分は中間層とみなすことができるだろう。

低所得層は生活必需品の消費割合が高いことから、所得との相関は低い可能性があり、高所得層の消費は資産価格の変動による資産効果の影響などもあるため、所得だけの動きに依存しない可能性がある。実際、資産効果をみるために、図表 4-5 の通り年収別にみた

所得と株価の相関をみると、中間所得層ほど収入と株価の相関が低い傾向が見て取れる。低所得者層は高齢者を中心とした資産保有者も多いとみられ、第5区分の所得者同様に、消費と株価の相関が高くなっている。

もう1つ、所得階層別に老後の心配が消費に影響を与えているのかどうかをみていきたい。図表4-6の通り、年収別の消費と内閣府の「家計の金融行動に関する調査」にある老後の心配度合いとの関係を見ると、低所得者層ほど老後の心配が消費に影響を与えている可能性がある。第4区分や第5区分など所得者層は老後の心配と消費の相関は比較的小さい。

図表 4-4 所得階級別にみた消費支出と世帯収入との相関（2019年／2003年）



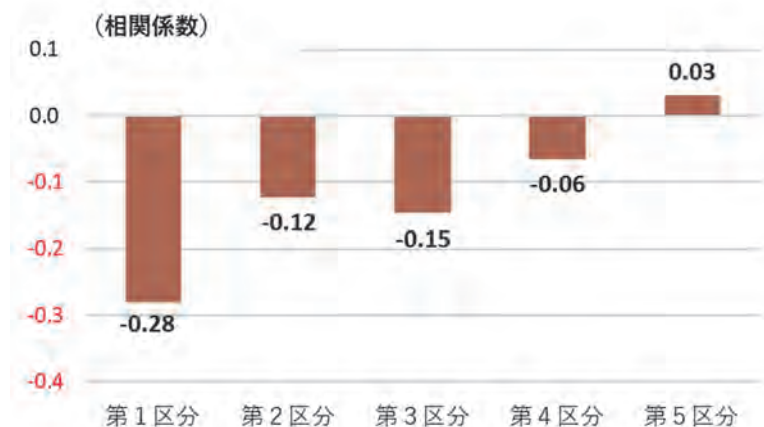
注：各区分の消費支出の前年比と世帯収入の前年比の相関（2003年から2019年まで）  
出所：内閣府、総務省、UBS

図表 4-5 所得階級別にみた消費支出と日経平均との相関（2019年／2003年）



注：各区分の消費支出の前年比と日経平均の前年比の相関（2003年から2019年まで）  
出所：総務省、ブルームバーグ、UBS

図表 4-6 所得階級別にみた消費支出と「老後の心配」との相関（2019年／2003年）



注：各区分の消費支出の前年比と「老後が心配である」と回答している割合の前年差の相関（2003年から2019年まで）

出所：内閣府、総務省、UBS

これらの分析から、1) 中間層の所得拡大は消費へつながる影響が大きいこと、2) 中間層の資産効果は小さい傾向にあり、中間層の資産形成もまた、消費活性化のためには重要であること、3) 安心できる社会保障もまた、低中間所得層で見れば消費拡大に向けたテーマであること、といった観点がみえてくる。

## 2. 中間所得層の底上げに向けた打開策

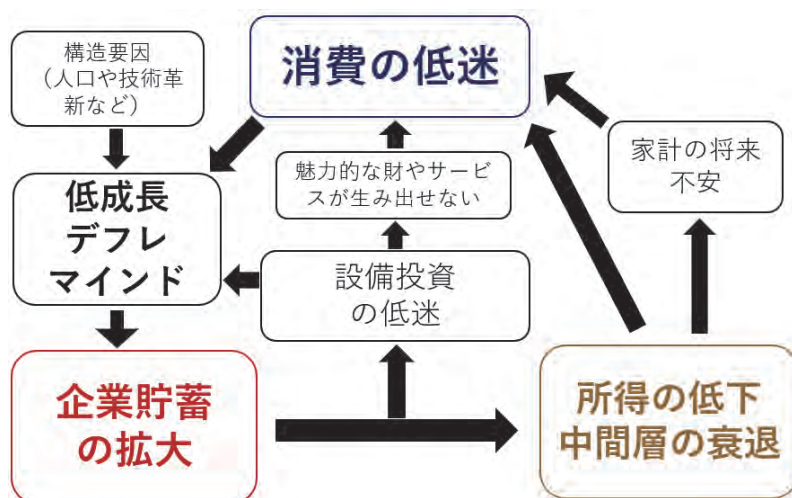
### (1) 企業貯蓄・所得低下・消費低迷のスパイラル構造

前節までのところで、所得低下の背景として企業が収益を拡大させてきたにもかかわらず、その収益を企業貯蓄として蓄積してきたことをみてきた。そして、所得低下を構造的にみると、若い年齢層ほど、最低賃金引上げにより賃金が上昇しているが、中間所得層を担う年齢層の所得が低下していること、そして産業別にみると、所得が相対的に高い製造業の雇用は減少し、医療・介護業といった相対的に賃金の低いサービス業の雇用が拡大している点を見てきた。

企業の安全志向型の経営、デフレマインドは企業貯蓄を拡大させ、所得の低下、特に中間層の所得衰退を招いてきた。そして、中間層の衰退は家計の将来や老後に対する不安にもつながり、消費の低迷・低成長をもたらし、企業マインドをますます保守的にさせていった。

図表 4-7 のようなスパイラルが、日本の「失われた 30 年」の構造であると考えている。

図表 4-7 企業貯蓄・所得低下・消費低迷のスパイラル構造

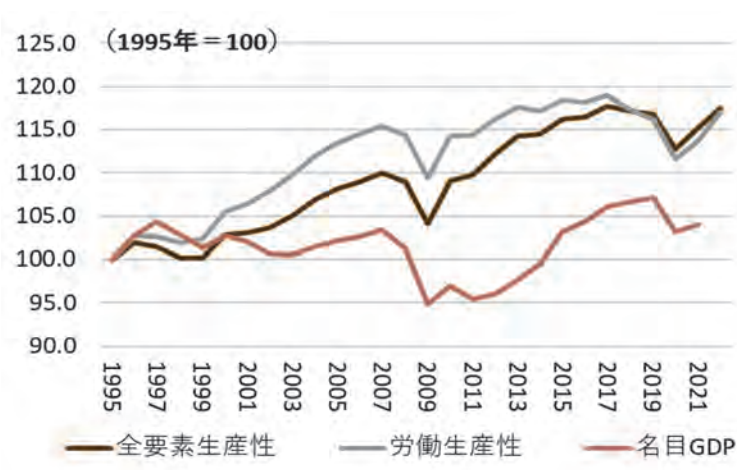


出所：UBS

賃金を上昇させるためには生産性を上げるべきだ、とする議論があるが気を付けるべき点がある。生産性は一単位当たりの資本や労働に対する生産量や付加価値額で計算されるため、生産量・付加価値額が同じでも、投入する資本や労働が減少すれば生産性は拡大する。実際、企業が安定志向型の経営を続ける中、政府が生産性を上げようとしても、企業は投入する資本や労働の削減、つまりコストカットに走っていた可能性がある。図表 4-8 は、日本の生産性と名目 GDP を示しているが、日本は 1995 年以降で見ると、米国に比べれば上昇は鈍いものの、一定程度生産性を上昇させてきた。しかしながら、名目 GDP の上昇は非常に限定的にとどまっている。効率化、コストカットを進める一方で生産量・付加価値額を増加させてこなかった結果であろう。生産性を上げるべき、というのはその通りかもしれないが、それはコストカットによる効率化ではなく、生産量・付加価値額を拡大していくことで結果的に達成されるものと解釈されるべきであろう。

そして、マクロでみた生産性と賃金上昇率の相関は、米国などでは強くみられるものの、日本ではそこまで強くない。企業貯蓄率の拡大が示唆するように、コストカットによる生産性の向上によって企業収益が拡大しても、その果実を設備投資や賃金に還元してこなかったためである。

図表 4-8 日本の生産性と名目 GDP



出所：OECD、内閣府、UBS

図表 4-8 をみる限り、生産性をさらに上昇させていったとしても、これまでと同じやり方であれば、名目 GDP は上昇しないだろう。「失われた 30 年」の問題は、生産性がある程度上昇しても賃金は上がっておらず、企業貯蓄は増え続けたこと、その結果として名目 GDP は横ばい傾向であったこと、である。このような状況で求められる経済政策は、これまでのように利益を上げている企業に対して減税をするのでもなく、コストカットのための規制緩和を行うことでもない。生産量・付加価値額を拡大させるべく、新しい需要を作り出すための税制や規制改革、そして政府支出を考えていくべきである。

## (2) 転換が求められるサプライサイドの経済政策

サプライサイド経済学は、イギリス首相であったマーガレット・サッチャーによる改革や、米国大統領であったロナルド・レーガンによるレーガノミックスに代表されるように、1970-80 年代頃から盛んになり、減税や規制改革によって企業に資金を供給し、企業にお金を使ってもらうべきだと主張した。この背景には第 2 次世界大戦後の復興や貿易が活発化する中、需要の拡大に資金や生産などの供給面がついてこなかった、供給不足からインフレが定着していた点などが挙げられよう。また、戦後の大きな政府による支出拡大は、社会保障費の肥大化や国有企業や既得権益の拡大により、労働意欲や企業のイノベーションの低下につながっていた要因も挙げられるだろう。

しかしながら、現在の民間企業には潤沢な貯蓄がある。供給不足によるインフレではなく、需要不足による低インフレ化がとりわけ日本では慢性的となった。こういった状況で

は企業の減税によって資金を渡すよりも、お金を使いたいと思わせるような、需要の創出が重要になる。規制改革も、企業のコストカットを後押しするのではなく、新しい財やサービスに対する需要の創出を促すものである必要がある。これまでのようなサプライサイドの政策の有効性は低下していると考えられる。

特に日本では、90年代初頭のバブル崩壊以降、企業の安定志向、デフレマインドが定着する中で、規制緩和を行っても、新しいイノベーションに向けた投資を行うよりも、コスト削減に向かいやすかったとみている。したがって、減税や規制改革などのサプライサイド政策は、継続的な需要を生み出すように方向転換をしていく必要がある。そして、継続的な需要の創出には、企業の積極的な資金の活用、貯蓄率の低下が不可欠となろう。そのため、デフレマインド脱却に向けた高圧経済政策や企業の創意工夫を促す抜本的・大胆な規制改革の推進は重要である。そして、経済社会や人々の新しい価値観に基づく需要の活性化に向け、財政の戦略投資を充実させていくべきである。

### 3. 新たな価値観に基づく投資の活性化

#### (1) 新しい価値観

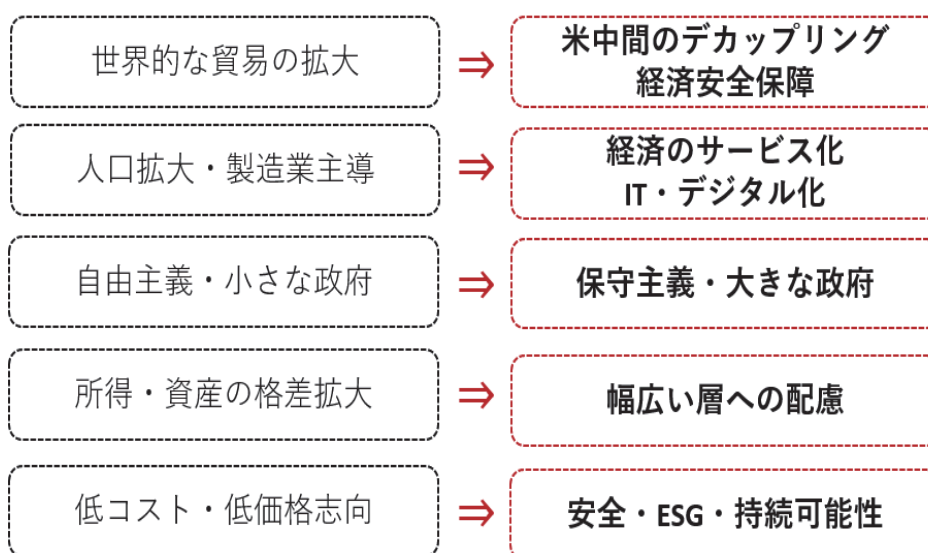
2020年のコロナショック、2022年のウクライナ危機は、民間だけでは対応できない経済的、社会的課題を多く提示した。コロナ感染によって人々に移動が制限される中、家計や企業に対する一時的な給付は経済社会が混乱に陥らないためには必要な支出であった。また、サプライチェーンの寸断による供給不足は、アジアなどに集中していた半導体工場などについて、国内回帰を含めた分散化を早期に進める必要性に迫られており、政府による支援が重要となっている。ウクライナ危機に伴うエネルギーや食料、金属の供給制約は、資源の多くを海外に頼る日本にとって、再生可能エネルギーを含めたエネルギー供給の在り方を考えるきっかけとなろう。食料安全保障に関しても、国内生産に対する投資や収穫量の改善に向けたサプライチェーンの強化、農業テックによる効率性改善などが重要となろう。また、物理的な軍事力ではなく、サイバー攻撃の脅威に対しても、新しい取り組みを強化していく必要がある。

こういった新しい財やサービスによる需要創出に向けては、民間企業の創意工夫によるイノベーションがカギとなる。しかし、安定経営、低成長率・低インフレの継続といったマインドが長く定着してきた状況ではなかなか新しいイノベーションが出てこない。規制改革は新しい需要につながるよりも、政治的に実現のしやすい小粒のものであったり、企

業のコストカットの活用にとどまっている感がある。

それでは、経済や社会、政治そして人々の新しい価値観とは何か。図表 4-9 に例示しているように、第 2 次世界大戦後、1960 年代以降のグローバル経済の成長を支えた世界貿易の拡大は、米国と中国、ロシアなどとの対立から分断化（デカップリング）が進んでおり、経済安全保障が強く意識され始めている。また、これまでの経済成長の主要因であった人口増加や製造業の拡大は、サービス化やデジタル化が急激に進む中で、「モノからサービス」であったりオンライン空間での活動であったり、人々の新しい価値観を作り出している。

図表 4-9 大きく変わる経済、政治、人々の価値観



出所：UBS

また、グローバル規模で経済構造が変化する中、政府の役割は大きく変化している。上述の経済安全保障の観点のほか、格差拡大の対処、また今回のコロナウイルスのような将来の不確実性が高まる中、自由主義・小さな政府への志向から保守主義・大きな政府への志向が強まっている。同時に、政府や企業は幅広い層への配慮が重要視されてきている。

そして、短期的な成長を目指すのではなく、経済社会の持続可能性や脱炭素を目指す動きは、国家レベルの強いコミットメントにとどまらず、企業や消費者の意識、価値観を大きく変えている。

こういった経済・社会、人々の新しい価値観に基づく需要の創造には、個人や企業だけ

の努力では限界があろう。デジタル化や経済安全保障に絡む分野、持続可能性などはその実現に向けて多額な資金を必要とする。また、個別の努力では、グローバル規模での急激な変化のスピードについていけない可能性もあるだろう。

新しい価値観に基づく需要創造に向けて、政府は従来の政策を構造的に変えていく必要がある。もちろん、政府による投資だけで新しい価値観に基づく需要創造が継続的に続くわけではない。民間企業が安全志向の経営に陥ることなく、新しい需要創造に向けた発想・創意工夫、イノベーションにより、継続的な雇用の創出、賃金の上昇につなげていくべきである。

## （２）デジタル化と安全保障の新しい価値観

イノベーションは今後も経済成長の大きなけん引となろう。しかし、経済構造や人々の価値観が大きく変化していく中、民間企業だけの取り組みでは不十分となってきた。とりわけ、人工知能（AI）、ビッグデータ、サイバーセキュリティは、将来の先端テクノロジーの基幹技術として今後様々な産業で活用が進むと考えられるが、民間企業で取り組みが進む一方で、各国政府の長期目標や政策においても中核分野として位置付けられている。

これらの技術は、コロナによる意識変化や高齢化社会での新しい需要もあり、人々の生活や企業行動、公共事業などあらゆる分野において活用が進んでいこう。人工知能やビッグデータの活用は、デジタルネイティブであり SNS での結び付きの強い Z 世代（1990 年後半から 2000 年代に生まれた世代）の消費需要喚起のカギとなるかもしれない。また、米中対立といった世界経済の分断の観点からみれば、これらの技術は国防や安全保障の一環として強化することが重要となってきた。こういった技術は、民間部門での商業的・経済的に実現が難しい研究開発を育成する上で、政府の支援は極めて重要となろう。

例えば、マサチューセッツ工科大学（MIT）の科学者ニール・トンプソン氏らの研究チームによると、現在使われている機械学習と関連アルゴリズムの 82%は、政府資金によるプロジェクトや大学発の研究開発から生まれたものであり、民間企業が開発主体のものは 18%にとどまっている。

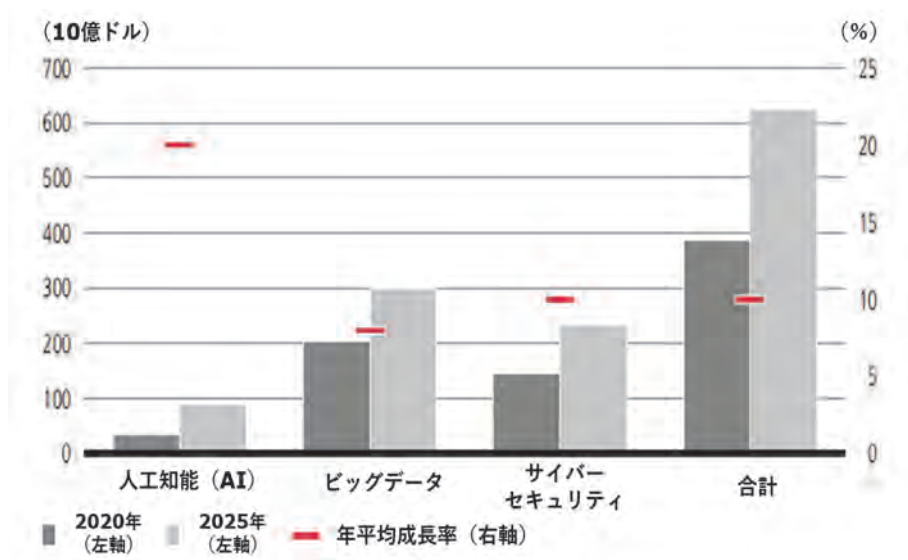
図表 4-10 の通り、UBS ではこれら 3 つの技術を合計したグローバルでの市場規模は 2020 年の 3,860 億ドルから 2025 年には 6,250 億ドルまで成長すると予想している。このうち、最も高い成長率が見込まれている分野は人工知能の分野であり、年率 20%の高い成長となろう。ビッグデータやサイバーセキュリティの分野でも年平均成長率は 8~10%程



度をみている。

とりわけサイバーセキュリティの分野は、2022年のウクライナ危機に伴うサイバー攻撃に対する防衛として大きく注目された。ノートンライフロック・サイバーセーフティ・インサイトレポート 2021によると、過去12か月間に何らかのサイバー犯罪の被害を受けた人は10か国で約3億3,000万人に上り、その対応に27億時間が費やされた。サイバー犯罪は1年間だけで世界経済に数十億ドルの損害を与えており、金額は増加傾向にある。IBMセキュリティがスポンサーとなり、ポネモン・インスティテュートが行った試算によると、サイバーセキュリティ違反による平均損失額は米国では910万ドル、日本では460万ドル、世界平均でも400万ドルを超えることが示されている。

図表 4-10 AI、ビッグデータ、サイバーセキュリティの市場規模と予想成長率



出所：UBS

安全保障の強化の観点では、ウクライナ危機により、食料やエネルギー分野の安全保障も注目度が高まっている。ロシアとウクライナはエネルギーだけでなく食料のサプライチェーンにおいても重要な役割を担っており、世界の小麦・大麦の輸出量の25%以上、トウモロコシの20%程度を担っている。また、ロシアやベラルーシは肥料の一大生産地であり、世界のカリウム生産のおよそ35%を占めている。今回の危機により、農産物価格や肥料等の価格は急激に高騰しており、こうした混乱はサプライチェーンの多角化に向けた投資やデジタル技術の活用などにより農産物の国内生産を高める必要性を改めて認識させる

こととなろう。

食に対する新しい価値観は、安全保障の観点にとどまらない。高齢者によるたんぱく質需要の拡大や健康促進に向けた需要の拡大、若い世代でも低カロリー・低糖質・低脂質などの健康志向がみられるほか、オンラインデリバリーのように消費の方法にも変化がみられる。

### （３）高齢化が生み出す新しい価値観

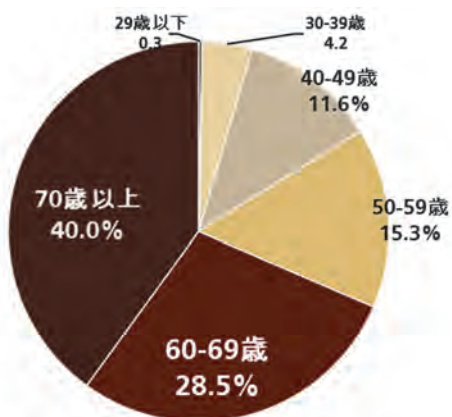
人口の高齢化は生産能力の低下という意味では成長率の低下要因となりうるが、余暇時間の拡大やストックの資産活用の観点では、需要拡大を通じて成長率の上昇要因にもなりうる。製造業大国であった日本は高齢化＝生産能力の低下＝低成長化、という発想になりやすいかもしれないが、少子高齢化が進んだとしても、膨大な家計貯蓄は減少しない。日本の膨大な家計・企業の貯蓄を、高齢化社会の視点から新しい発想で継続的な需要創造につなげていくことも重要な政策テーマであろう。

家計の金融資産をみると 2021 年 9 月末時点で約 2,000 兆円あり、これを総務省の家計調査より年齢別の資産保有を試算すると、図表 4-11 の通り 60 歳以上の世帯で家計の金融資産全体の約 69%（約 1,380 兆円）保有している（世帯数の割合は全世帯の 53.2%）。

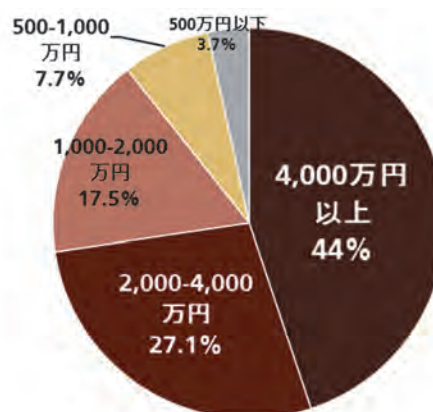
また、図表 4-12 の通り、金融資産残高別で見ると、金融資産を 2,000 万円以上保有している世帯（全世帯の 23%の割合）で家計金融資産の 71%（約 1,420 兆円）、金融資産を 4,000 万円以上保有している世帯（全世帯の 12%の割合）で家計金融資産の 44%（約 880 兆円）も保有している。金融庁の報告書によると老後に必要な資金は 2,000 万円とされているが、それを大きく上回る 4,000 万円以上保有しているわずか 12%の家計が、日本の家計全体の 44%を保有している状況である。

そして、これらの資金は多くは使われることなく滞留してしまっている可能性も大きい。2020 年の平均寿命は女性が 87.74 歳、男性が 81.64 歳であった。ここから相続人である子供の年齢を逆算すると、相続を受ける平均年齢は 50～60 歳と推測される。そして、年間の相続資産額は調査機関によって差はあるものの、50～85 兆円程度とされている。これらの資金を再びフローとして消費や投資に回すことができれば、新しい需要創出につながるだろう。

図表 4-11 世帯主年齢別でみた  
家計金融資産保有割合



図表 4-12 金融資産残高別でみた  
家計金融資産の保有割合



出所：総務省、UBS

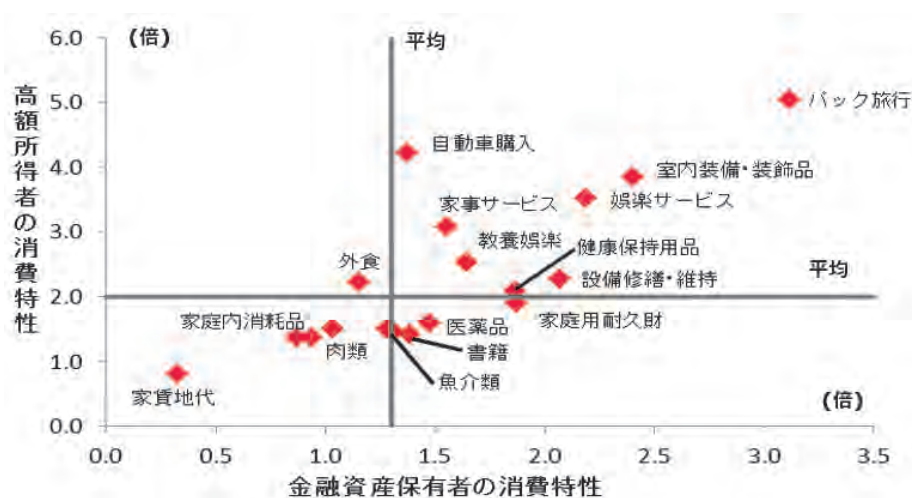
相続をより早期に、資金が必要となる中間所得層の年齢層である 30～50 歳代への相続をしやすいことは重要であろう。また、高齢化を需要につなげるという観点か、彼らがどのような消費特性を持っているのかをみてみよう。

図表 4-13 は、高額所得者や金融資産保有者が、それ以外の人々と比べて消費傾向がどのように異なるかを図示したものである。具体的には、横軸であれば 4,000 万円以上の金融資産を保有者が金融資産 4,000 万未満と比較して、それぞれの財・サービスに何倍使っているか、縦軸であれば年収 1,500 万円以上と 1,500 万円未満とを比較して、それぞれの財・サービスに何倍使っているか、を示している。

いくつか特徴的な点を見ると、金融資産保有者や高額所得者は、パック旅行には 3～5 倍、室内装備・装飾品や娯楽サービスには 2～4 倍、消費支出を拡大する傾向がある。一方、外食や医薬品などは 1.3～2 倍程度支出する傾向であるが、他の財・サービスと比較すると支出規模は小さい。金融資産や高額所得を需要につなげていくためには、彼らの消費特性を把握した上で、付加価値の高い財・サービスの提供をしていく必要がある。

高所得や高資産保有者は付加価値の高い旅行や住宅関係、医療サービスなどに対する需要が高い。世界的な高付加価値消費の例をみてみよう。

図表 4-13 高額所得、高額資産保有者の消費特性



出所：総務省、UBS

#### <世界的な高額付加価値消費の具体例>

- ・ 旅行：ホテルプレジデントウィルソン（スイス）：900万円/泊
- ・ セカンドハウス：コンドミニウム（ハワイ）：3～5億円
- ・ サービス付き高齢者向け住宅：パークウェルステイト西麻布：1億円/入居費
- ・ アンチエイジング：幹細胞治療による再生医療：300万円/回、クリニック・ラ・プラーリー滞在（スイス）：200万円～900万円
- ・ 癌治療：光学免疫治療：600万円、CAR-T細胞療法（米国）：3,000万～5,000万円

ここに掲載した例はごく一例であるし、日本であればそこまで贅沢はしたくないという人も多いかもしれない。しかし、数は少なくとも一部の国内富裕層の需要を満たす視点は重要であろう。また、訪日外国人が再び増え始めれば、海外の富裕層を引き付けることもできる。また、遺伝子治療など医療・介護の分野では新しい技術を用いた治療方法に対しては高額な料金を払ってでも受けたい人もいるだろう。自分のためではなくても、子供や孫の娯楽や教育、健康などで付加価値の高いサービスを贈りたい人もいるだろう。

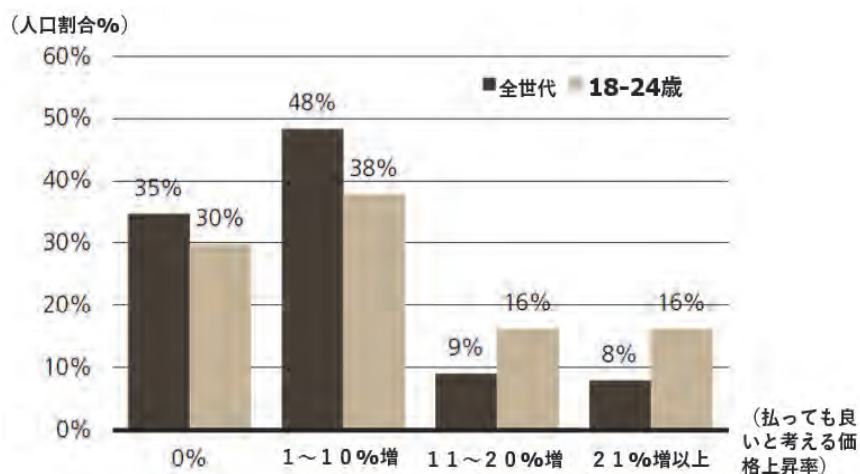
ここでも政府の果たす役割は大きい。例えば、遺伝子治療の研究開発や生産体制などは政府支援の必要性が大きいだろう。コロナ感染に対する欧米の開発の早さと日本の遅さが良い例である。米国ではコロナ感染対策のワクチン支援として2020年に1兆円以上を計上したが、日本は2,000億円にとどまっていた。旅行やサービス付き高齢者向け住宅の分

野でも、大胆な規制改革により医療・介護サービスと組み合わせた医療ツーリズムなど新しいサービス需要を生み出す余地は大きいと考えている。

#### (4) 脱炭素・持続可能性に向けた新たな価値観

高齢化社会に伴う生産能力の低下、産業のデジタル化の急激な進展、グローバル経済の分断と経済安全保障の役割の拡大といった課題は、低成長・低インフレが定着しつつあるグローバル経済において、脱炭素や持続可能性の社会構築、未来に向けた経済成長という新たな価値観をもたらしている。これは、世界的に多発する異常気象災害やパンデミックウイルスによる社会活動の停止など、予想できない経済リスクに対する耐性強化の視点も含まれる。

図表 4-14 日本の消費者意識—環境に配慮した商品にどれだけ高く払うか



注：UBS 証券株式会社が日本在住の消費者 1,000 名を対象としたオンライン調査によるもの。調査機関は 2020 年 8 月 19 日から 20 日までであり、人口調査に基づき、年齢、性別、居住地の分布が日本全土と同じになるように回答者が選定されている。

出所：UBS

とりわけ低成長・低インフレが定着してきた時代に生きていた若年層は、高い経済成長やインフレ率を目指すよりも、脱炭素といった経済社会の持続可能性を重視する傾向があるかもしれない。UBS では全国 1,000 名を対象に、環境や社会性に配慮した消費への意識調査を行った結果、日本の消費者の ESG 消費に対する意識の高まりや新しい価値観が示された。図表 4-14 の通り、特に、「環境に配慮した商品を購入するために、いくら高い価

格を支払いますか？」との問いには、65.3%が「高い価格を支払う」と回答している。そして18～24歳の若年層は70.3%が「高い価格を支払う」と回答しており、16.2%もの回答者が+11～20%高い価格を支払うと答えている。彼らは「Z世代」といわれるデジタルネイティブでSNSでの結び付きが強い。経済が低成長・低インフレの時代に生まれ育ってきた世代であり、環境や持続可能性に対する意識が際立って高い。未来の消費を担う彼らの新しい価値観を需要につなげていくことは、日本経済の持続的な成長に向けても非常に重要であろう。

なお、UBSによるESG消費に関する調査はオーストラリアでも行っている。オーストラリアでは、環境に配慮した商品に対してより高い価格を支払うと回答した割合は58%、再生エネルギーに対してより高い価格を支払うと回答した割合は48%であった。設問内容やタイミングは異なるものの、日本でのESG消費に関する意識の高まり、価値観の変化は小さくないと言えるだろう。

パンデミックにより、投資家においても人生や仕事、目的意識、お金の使い方などに対する価値観に大きな変化がみられる。UBS ウェルス・マネジメントが2021年5月に実施した、資産100万ドル以上を保有している富裕層を対象とした調査によると、パンデミックの影響により、68%の富裕層が世界により良い変化をもたらしたいと回答している。また、90%の富裕層が資産運用と価値観の方向性を一致させたいと回答しており、59%が新型コロナウイルスを受けてサステナブル投資（持続可能性投資）により強い関心を持つようになったと回答している（アジアでは70%）。グローバルでみた富裕層調査ではあるものの、日本の高齢者や高資産保有者においても当てはまるのではないだろうか。前節でみた高齢者や高資産保有者による消費喚起として、脱炭素や持続可能性に向けた新たな価値観に基づく財やサービスの開発は重要であると考えられる。

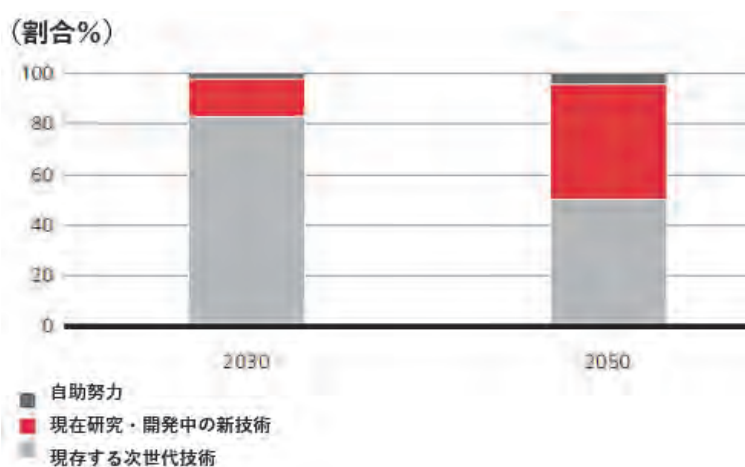
こうした消費者や投資家の価値観の変化に対応し、国の政策も大きく変化している。国による脱炭素、持続可能性に向けた取り組みは、人々や企業の新しい価値観を反映した政策であると同時に、将来の経済成長、中間所得層の拡大に向けた重要なテーマでもある。オックスフォード大学の脱炭素トラッカーによると、世界198か国のうち136か国が脱炭素の目標を掲げており、これは温室効果ガス排出の88%、GDPの90%、人口の85%を占める。

また、国際エネルギー機関（IEA）は2021年の10月、脱炭素を実現するには2016～2020年の投資額の3倍超に当たる年間4兆ドルの投資を2030年までに実現する必要があると分析している。このため、今後の投資対象分野として、再生可能エネルギー、エネ

ルギー効率の改善、メタンガスの削減、鉄鋼・セメントなどでの技術革新、の4本柱を示した。民間企業だけでこの多額の投資を行っていくことは難しいだろう。

図表 4-15 の通り、脱炭素達成のための技術について IEA は、風力や太陽光など現存する次世代技術によって 2030 年の目標は 80%の割合を達成可能としているが、2050 年に向けては現在開発中の技術の活用が極めて重要になるとされている。消費者や投資家の新たな価値観を新しい需要につなげるべく、政府による積極的な取り組みが求められる。

図表 4-15 脱炭素達成のための温室効果ガス削減に占める技術の割合



出所：国際エネルギー機関、UBS

脱炭素に向けて日本の製造業強化に注目した場合、電気自動車や産業機器向けの省エネ技術には大きな潜在力があるだろう。デジタル化が今後様々な産業で活用される一方、消費される電力は拡大が続く。原油は引き続き主要なエネルギー源ではあるものの、イギリスやユーロ圏はウクライナ危機に伴いロシア依存の脱却を目指す方針であり、中長期的な再生可能エネルギーの重要性が増している。

同時に、エネルギーの消費を節約する技術は大きく成長する分野であると考えている。経済産業省によると、世界の電力需要の半分以上に半導体の省エネ効果のポテンシャルがあるとされる。炭化ケイ素 (SiC) や窒化ガリウム (GaN)、酸化ガリウム (Ga2O3) などはパワー半導体のカギとなる材料とされる。2030 年までには、省エネ 50%以上の次世代パワー半導体の実用化・普及拡大を進め、日本企業が世界市場シェア 4 割 (1.7 兆円) を獲得することを目指す、とされており、産官学の連携の下、積極的に支援を強化していくべきだろう。

#### 4. 2030年に向けた戦略投資計画の策定

これまで紹介してきた経済社会の変化や、人々の新しい価値観は、継続的な需要を生み出す大きな潜在力を持っていると考えている。しかし、民間企業だけの取り組みでは、欧米が積極的な戦略投資を行う中であっては、日本の競争力を強化し継続的に需要を創出することは難しいだろう。単年度の予算にとらわれず長期の戦略投資計画として、企業の誘発投資を生み出す政策が求められる。

国にとっての脱炭素、持続可能性に向けた取り組みは、人々や企業の新しい価値観を反映した政策であると同時に、将来の経済成長、中間所得層の拡大に向けた重要なテーマでもある。IT化、デジタル化が急激に進む中、一部の企業が膨大な利益を上げる一方、従来の製造業である家電や自動車産業は経済成長や雇用拡大の源泉ではなくなっている。中間所得層の衰退は日本だけの問題ではない。中国や米国でも深刻化してきている世界共通の問題でもある。トランプ前大統領は米国の製造業、雇用を取り戻すため、中国に対する規制を強化していった。一方、バイデン大統領は脱炭素を雇用創出の重要な手段として位置付けている。ユーロ圏でも、2021年5月に公表された産業戦略アップデートでは、戦略分野の特定国への高依存に対する対処として、原材料・電池・有効医薬成分・水素・半導体・クラウドエッジ技術の自立化、産業支援の必要性を掲げている。

日本においても、「新しい価値観を需要創造につなげる戦略投資」として、2030年に向けた中長期的な戦略投資計画として、総額で100兆円を超えるような大規模な戦略投資計画を策定すべきだろう。世界経済のデカップリングや地政学リスクの高まりの中、エネルギーや食の安全保障の強化、サイバー攻撃に対する耐性強化などサイバーセキュリティの整備は益々重要な課題となっている。また、国内での重要製造部品や次世代半導体の産業育成、半導体部品の生産拠点誘致とそれを活かした製品開発支援は、製造業の自立化と競争力強化を両立すべく政府として主導すべき分野であろう。

そして、気候変動や災害に対する強靭性を高めるインフラ整備、次世代自動車の普及促進に向けては、その普及を大幅に進めるため、家計に対して既存のガソリン車よりも優位な条件で購入できる規模の補助などが必要となろう。またクリーンエネルギーの拡大に向けた発電・送電能力の強化は、エネルギー依存度の低下、自立化を目指した大規模な投資が求められる。米国下院において可決したビルドバックベター法案では、総額2.2兆ドルの歳出拡大のうち気候変動対策費として5,700億ドルもの支出が計画されている。日本においても、長期的な視点から大規模な政府支出に対するコミットメントを行っていくこと



が、民間企業による支出の誘発効果をもたらすと考えている。

そして、高齢化を新しい需要につなげていくには、中間所得を担う年齢層に対する早期相続や贈与のインセンティブを高めると同時に、資産保有者や高額所得者の需要喚起に向けた、サービス業における付加価値創出のための大規模な規制緩和が求められる。そのためには、付加価値の高いサービスを提供できる人材の育成やの家計資産による投資を通じて経済成長を促すための投資教育、また、デジタル化を継続的な需要につなげていける人材教育などの教育支援も重要である。こういった、付加価値創造・投資・デジタル教育は、初期段階での政府による財政支援が特に重要であると考えられる。また、医療・介護では、遺伝子治療などの最先端医療の開発・導入支援や医療機関や法人が新しい技術や付加価値の高いサービス提供を行っていくインセンティブを持たせる政策が重要となろう。

新しい価値観に基づく需要創造に向け、政府は従来の政策を根本的、構造的に変えていく必要がある。従来の減税や規制価格を中心としたサプライサイド政策を見直し、新しい価値観に基づく需要創造に向けた戦略投資の視点をより重視していくべきである。ただし、政府による戦略投資だけで継続的に需要を作れるとは考えにくい。政府による支援により、民間企業が安全志向の経営姿勢に陥ることなく、新しい需要創造に向けた発想・創意工夫、イノベーションにより継続的な雇用の創出、賃金の上昇につなげていくことにある。

### (参考文献)

玄田有史、「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか」、慶應技術大学出版会、2017年4月  
経済産業省、「半導体戦略」、2021年6月

国際エネルギー機関、「Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector」、2021年  
5月

原田泰・青木大樹・居林通、「学ばなかった日本の成長戦略」、中央経済社、2022年3月

## 第5章 好循環実現のための高圧経済政策と労働市場・ 社会保障改革

(株) 第一生命経済研究所 主任エコノミスト

星野 卓也

### 要旨

日本における経済の好循環は、①企業による労働者還元の弱さ、②家計の貯蓄性向の高まり、の2点によって妨げられてきた。この対応に主眼を置いた政策対応が必要だ。

企業にとって根源的な賃上げインセンティブは「労働者をつなぎ留めたい・新しく採用したい」という必要性である。日本では賃金のみならず非賃金面での待遇も低い。労働需給の逼迫のもとで、労働者自身のより良い待遇を求めて労働移動を行う、という行動が企業による人材獲得競争を活発化させ、賃金面・非賃金面における労働者還元を促す。しかし、日本ではこの労働市場のメカニズムが十分に機能してこなかった。これを機能させるためには、労働需給の逼迫環境を持続させること：高圧経済政策と、労働市場の流動化につながる改革：日本型雇用慣行などの見直し、の両方を推し進める必要がある。両者は互いにその効果を高めあうものだ。労働需給の逼迫は中途採用者の市場価値を高めて労働移動を促す。労働移動の拡大は、企業が日本型雇用慣行に基づく仕組みを改める誘因になる。逆に労働需給の逼迫がない状態での労働市場流動化は、企業の単なる人件費カットにもつながらかねない。

家計の所得増が消費の増加につながるようにするためには、予備的貯蓄動機を低減させる必要がある。予備的貯蓄の根源である将来の経済不安は、主に若年層において雇用環境、壮年層以上では社会保障サービスの低下に起因する。雇用不安は先の労働者還元強化に向けた高圧経済＋流動化が有効なアプローチだ。老後の経済不安を抱える家計にとって、既存制度の公的年金の繰り下げ受給は非常に有用なオプションであるが、利用は広がっていない。繰り下げ選択を避ける誘因となる制度—①繰り下げ受給を選ぶともらえなくなる加給年金や②あらゆる社会保障給付に取り入れられている所得制限—は見直しが求められる。②は「負担能力のある人に多く負担を」という理念で取り入れられているものだが、年金繰り下げで所得が増えることで、医療・介護費の自己負担が急増するという状態を生んでいる。超高齢社会を迎えるにあたり、高齢者が自ら稼いで豊かになる、という選択を妨

げる制度は積極的に見直されるべきだ。また、繰り下げ中の高齢者就労を促す観点でも、高圧経済政策＋労働市場流動化による労働者待遇の改善は親和的だ。高齢者が長く稼げる経済社会を作ることは、現役世代の老後不安を和らげることになり、予備的貯蓄動機を低減させることにもつながる。

## 1. はじめに：なぜ経済の好循環は実現しなかったのか？

長きにわたり、日本では家計消費の伸び悩みが課題となっている。2012年以降の第二次安倍政権発足に伴う「アベノミクス景気」が始まって以降、国内企業の業績は改善したが、2013～2019年の一人当たり賃金上昇率はならして1%未満の限られたものだった。アベノミクス期前の一人当たり賃金が下がり続ける状況からは改善したものの、欧米と比べて賃金の弱さは際立っている。図表 5-1 では、1995年を100とした際の名目賃金の水準を示しているが、2020年のアメリカは229、ドイツは154と明確に上昇する一方で、日本のみが89と100を下回る水準にとどまっている。

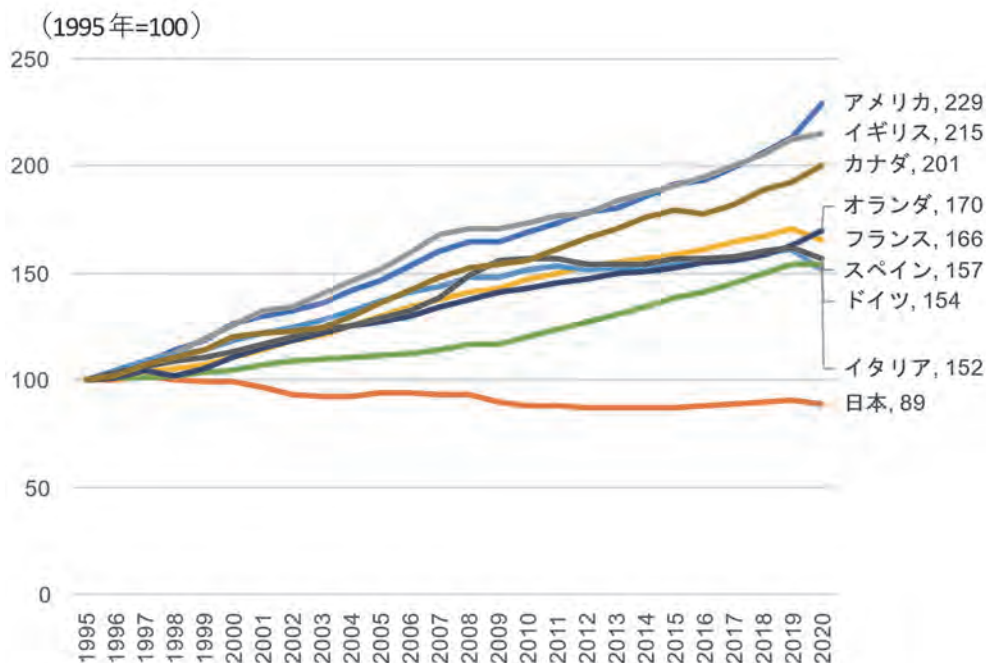
日本経済は「失われた20年、30年」とも呼ばれるデフレ・デイスインフレ環境からの脱却を目指し、数多くの経済政策を展開してきた。デフレスパイラルから「景気の改善→賃金・物価の上昇→景気の改善」という“経済の好循環”への転換を目指してきたが、カギとなる賃金上昇が限定的な中において、その実現はまだ道半ばと言わざるを得ない。

アベノミクスにおける家計部門の好循環は大きく2つのパスにおいて、滞りが生じていたと考えられる。第一に企業から家計への労働者還元を通じたパスであり、これは先に見たように賃金上昇率の上昇率が限定的であったことに対応する。また、この間、健康・介護保険料や年金保険料の上昇が続き、家計の可処分所得の増加が抑えられていたことも、家計所得の増加を抑える要因となった。第二に家計から消費支出へのパスである。SNA統計におけるマクロの家計貯蓄率は、2014年に▲1.3%まで低下したがその後は緩やかな上昇傾向にあり、コロナ発生前の2019年時点では+2.8%となっている。家計貯蓄率の上昇はミクロ統計の家計調査でみるとより顕著であり、勤労者世帯の貯蓄率（黒字率）は2014年の24.7%をボトムに2019年には32.1%へと上昇している（図表 5-2）。マクロの貯蓄率とミクロの勤労者世帯の貯蓄率に乖離が発生しているのは、高齢化を背景に勤労者世帯がより貯蓄率の低い無職世帯にシフトしているためだ。つまり、2014年～2019年のミクロ・マクロの家計貯蓄率の動向から示唆されるのは、この間、働く現役世代が貯蓄率を高める（平均消費性向を低める）一方で、高齢者世代を中心とする無職世帯のシェア上昇がマクロ

全体の家計貯蓄率上昇を抑制していた、ということだ。マクロの貯蓄率の数字からは見えにくいですが、現役世代における消費意欲の低迷が、経済の好循環の停滞につながっていたと考えられる。

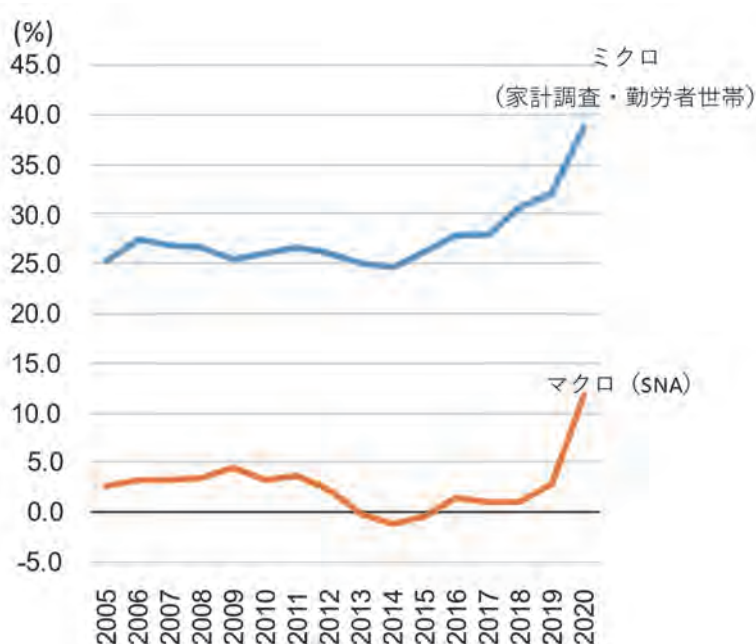
本稿はこのように、①企業から家計、②家計から消費、の双方におけるパスがうまく機能しなかったことが、アベノミクス期における経済の好循環実現を妨げていたとの立場をとる。そのうえで、双方のパスを機能させるために必要な方策について論じる。結論を先んじると、①については財政・金融政策を通じて需要超過の状態を持続させる高圧経済政策と、労働市場の流動性向上のための制度改革の必要性を述べる。②については、老後の生活不安の解消のため、「高齢者が稼ぐ経済社会」の重要性を論じる。その中で公的年金制度が長生きリスクの「保険」であり、個々人が現行制度のオプションを活用して公的年金の水準を高めることが老後の生活不安を払拭につながることを論じる。また、①の施策が高齢者の雇用機会増大や待遇改善を通じて②の政策目的を実現するうえでも重要な点に触れる。

図表 5-1 名目賃金額の国際比較（暦年）



注：各国通貨建ての値を1995年=100で指数化。  
出所：OECD, Refinitivより第一生命経済研究所が作成。

図表 5-2 家計貯蓄率【(可処分所得—消費) / 可処分所得】(暦年)



注：「ミクロ」は二人以上世帯。「ミクロ」は家計調査では「黒字率」と呼称されている。SNAと家計調査における貯蓄率の差異については、宇南山（2008）が詳しい。  
出所：内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査」より第一生命経済研究所が作成。

## 2. 企業から家計への労働者還元強化：高圧経済政策＋労働市場流動化

### (1) アベノミクス期の人手不足の経験

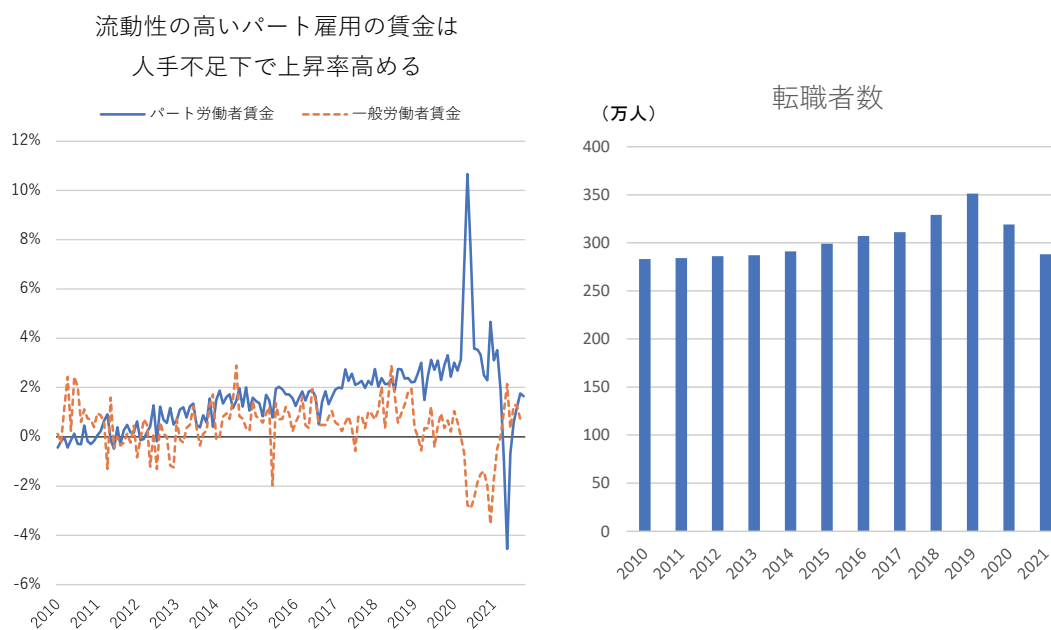
まず、第一のパス：企業から家計について考察するために、バブル期以降で最も人手不足度合いの高まったと考えられるアベノミクス期の賃金動向について確認していく。この過程で①人手不足＝労働需給の逼迫が賃金上昇圧力を高めるパスは日本においても存在していること、②流動性の高い労働市場において賃金上昇圧力が強くなったことを確認する。

先に、経済の好循環が十分に機能しなかったと論じたアベノミクス景気期だが、人手不足度合いは高まっており、相対的にはマクロの需給環境が引き締まっていた時期と整理できる。有効求人倍率は2018年に1.61倍まで上昇、これは高度経済成長期の1973年：1.75倍以来の高さであった。

この間の賃金の動きを細かくみていこう。図表 5-3 左図は2010年以降の賃金上昇率について、パート労働者、一般労働者の推移をそれぞれみたものだ。2013年以降の一般労働者の賃金上昇率が限定的なものにとどまる（2013～2019年の上昇率平均：0.7%）一方、パート労働者の賃金上昇率はそれを上回るペースで高まっていることがわかる（2013～2019年の上昇率平均：1.8%）。パート労働者の労働市場は離職・入職率が高く、正規雇用

者とは異なり流動性が高い。流動性の高い市場では賃金上昇がしっかりと生じていたことは、「人手不足が賃金上昇につながる」という基本的なマーケットメカニズム自体は、日本でも機能していたことを意味する。また、右図では転職者数の推移をみている。転職者数は2019年に351万人と2012年286万人から増加傾向にあった。足元2021年にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大による景気悪化で転職者数は2年連続の減少となっているが、これもまた「経済環境の改善に伴う人手不足が労働移動を促す」ことを示唆する。また、過去1年に離職した就業者の離職理由として「より良い条件の仕事を探すため」が増えており（2012年：88万人→2019年：123万人）、人手不足が好待遇の仕事への転職を促していることが確認できる。

図表 5-3 人手不足はパート労働者賃金や労働移動増加につながった

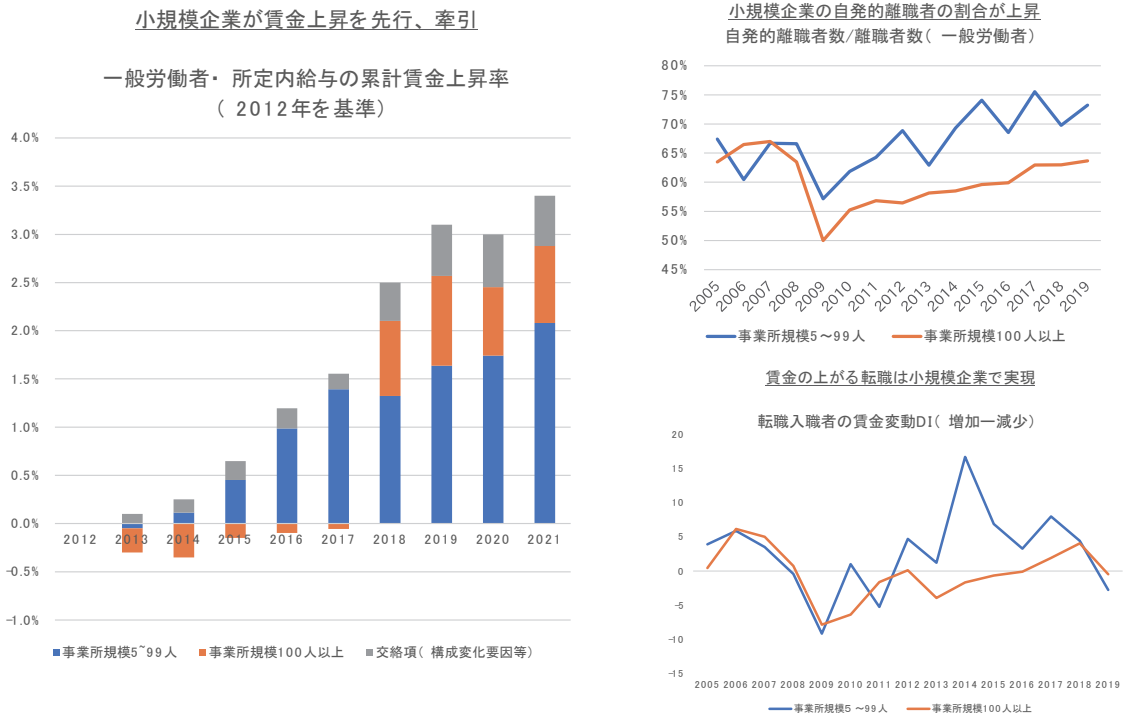


注：パート労働者は時間当たり賃金。  
出所：厚生労働省「毎月勤労統計」より第一生命経済研究所が作成。

図表 5-4 では企業規模別の賃金動向の違いをみている。左図は賃金上昇率の累計値を企業規模別に寄与度分解したものだが、事業所規模 5～99 人の小規模企業の賃金上昇がアベノミクス期の賃金上昇の多くを説明していることがわかる。右図は離職者に占める自発的離職者数の割合や転職に伴う賃金変動 DI（増加—減少）をみており、小規模企業において自発的離職が増加していること、小規模企業への転職入職者の賃金上昇 DI が改善してい

ことが確認できる。小規模企業は人手不足度合いが強い、賃金水準が相対的に低いといった特徴がある。人手不足によって一層流動性が高まり、それに伴い賃金上昇圧力がより強くなった、と考えられる。

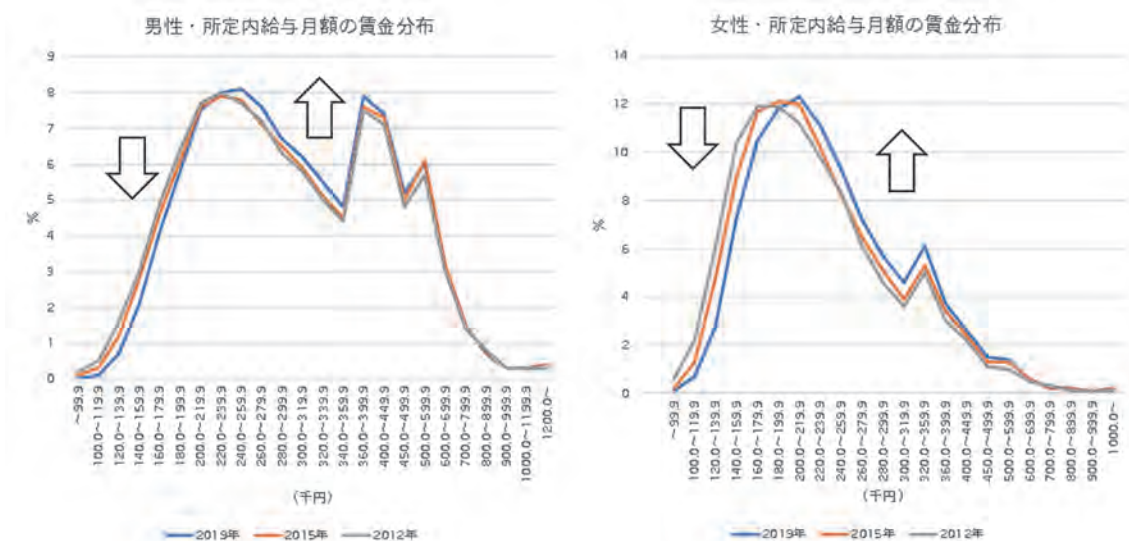
図表 5-4 小規模企業（事業所規模 100 人未満）では賃金上昇や労働移動がみられた



出所：厚生労働省「毎月勤労統計」、「雇用動向調査」より第一生命経済研究所が作成。

このように人手不足度合いが強い・労働市場流動性が高い・相対的に賃金水準が低い部門において賃金上昇が生じた結果として、賃金分布において月収 10 万円台以下のシェアが低下する一方で、月収 20 万円台以上のシェアが拡大するという現象が起きている（厚生労働省「賃金構造基本統計調査」）。この点で、アベノミクス期の賃金上昇は「ボトムアップ」の形になり、雇用者間の賃金格差を緩和する方向に働いたといえる（図表 5-5）。

図表 5-5 低所得者から中所得者に賃金分布がシフト、ボトムアップ型の賃金上昇に



注：賃金月額バンドが均一でない点に留意。

出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より第一生命経済研究所が作成

## (2) 高圧経済を巡る議論

アベノミクス期の経験からわかることは、日本全体としての賃金上昇のモメンタムは弱かったものの、①日本においても労働需給の逼迫は賃金上昇に影響を与える重要なファクターであったこと、②流動性のある労働市場では賃金上昇がより顕著であったこと、の2点である。これらを踏まえると、経済の好循環の第一のパスである企業から家計への労働者還元を促す観点では大きく2つのアプローチが考えられる。一つはアベノミクス期にも確認された労働需給の逼迫＝人手不足を積極的に持続させることだ。

この点で、高圧経済政策—財政金融政策を活用することで、総需要が総供給を上回る環境を持続させるマクロ経済政策—の考え方が親和的だ。高圧経済政策は、2016年に元FRB議長のJanet Yellen氏によるスピーチ（“Macroeconomic Research After the Crisis”）で触れられたことで注目を集めた考え方である。同氏のスピーチでは、リーマン危機後に経済活動の水準が景気後退前のトレンドに戻らなかったことに触れたうえで、総供給がトレンドを規定し、総需要が循環を規定するという従来の経済学ではこの現象の説明がつかないこと、総需要のショックが総供給に持続的影響を与えるパスの重要性が指摘されている（履歴効果：ヒステリシス）。Yellen氏は景気後退後に生じる「負の履歴効果」とは反対に、総需要が総供給を上回る経済状態を持続させることが、総供給にプラスの影響を与える可能性を指摘し、具体的な経路として、将来の不確実性低下による設備投資の促進、労



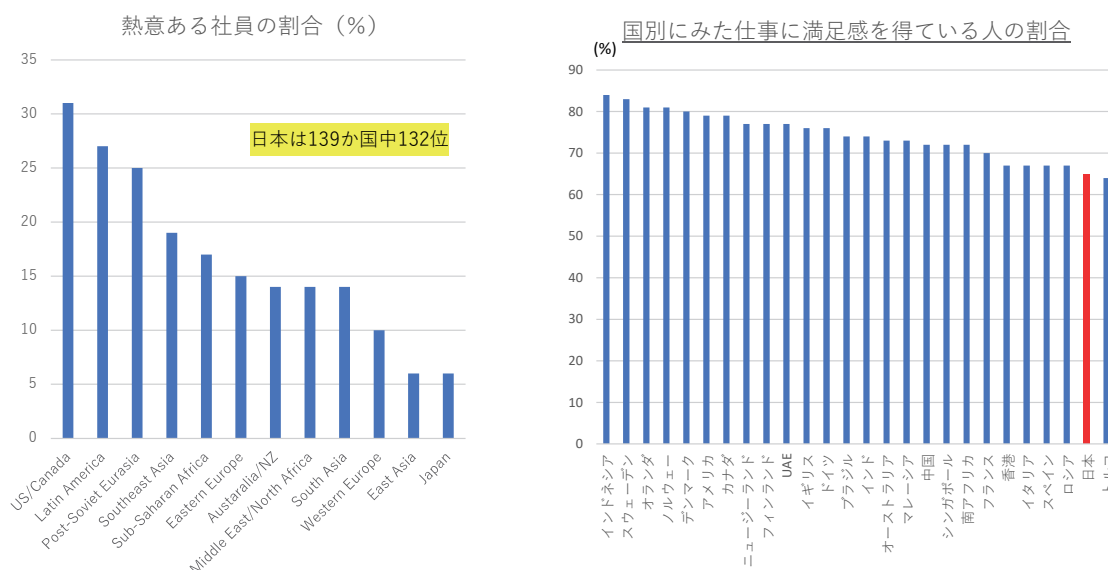
働需給の逼迫によって潜在的な労働者を労働市場に引き寄せる効果、より生産性の高いジョブマッチングにつながる労働移動を促す、研究開発の増加を通じた革新的なビジネスを始める誘因を高める、等のパスを指摘した。そのほか、高圧経済政策に関する議論は、過去に Okun (1973) がある。ここでは、失業は経済悪化を示す氷山の一角にすぎず、高圧経済政策が労働力不足による追加的な雇用の増加や労働資本の効率的な利用を促し、経済の生産性向上をもたらす点が指摘されている。また、この恩恵を受けるのは低賃金である若者や女性であることも述べられており、この点は先に見たアベノミクス下の人手不足期における賃金上昇が低賃金労働者の賃金上昇をもたらした点と同様の傾向といえるだろう。Akerlof, Rose and Yellen (1988) は労働需給の逼迫が賃金等を通じた貨幣的利益のみでなく、労働者の非貨幣的利益にもつながることを示し、失業率と GDP の相関関係のみに着目したオークンの法則が、この意味で労働需給逼迫の効果を過小評価しているとした。

2017 年に東京大学金融教育研究センターと日本銀行で行われたカンファレンスでは、日本経済における高圧経済政策の効果について議論が行われている。その模様をまとめた日本銀行 (2018) は、討論者の間では景気循環と経済成長は連関しているとの認識が共有された。そのうえで、人手不足に伴う高圧経済が、省力化投資などを促すことで、生産性や潜在成長率を上昇させようとの見方にも概ね同意がみられた、としているほか、高圧経済は、賃金や物価の上昇にもつながるとの見方も示された。としている。また、労働の質の面でのスラックの存在などから、賃金上昇までに時間がかかる可能性について触れられており、経済の好循環を実現するうえで、人手不足の経済環境を持続させることが重要であることが示唆されている。

### (3) 非賃金面でも低待遇？：企業 VS 労働者のパワーバランスが企業に偏っている可能性

日本では賃金が停滞していることにとどまらず、それ以外の労働者待遇も低いと考えられる。「非賃金面での待遇」は様々な尺度によるため一概に計測することは難しいが、各種調査では日本は仕事に対する熱意が低いこと、満足度が低いことが示唆されている。図表 5-6 左図では米 Gallup 社の公表する“State of the global work place”における熱意ある社員の割合を、右図では LinkedIn 社が公表する仕事に満足感を得ている人の割合をみている。日本は海外諸国と比べても仕事に対する満足感などが低位にとどまっている。

図表 5-6 仕事に熱意・満足感を得ている割合が低い



出所：【左図】 Gallup(2017) “State of the Global Workplace”より第一生命経済研究所が作成。  
 【右図】 LinkedIn “Talent Trends 2014” から第一生命経済研究所が作成。“How satisfied are you with your current role?” に対し、“Very satisfied”、“Somewhat satisfied” と回答した割合の合計。18,000 人以上の正社員を対象に、求職活動、仕事の満足度、キャリア評価に対する意識を調査したもの。

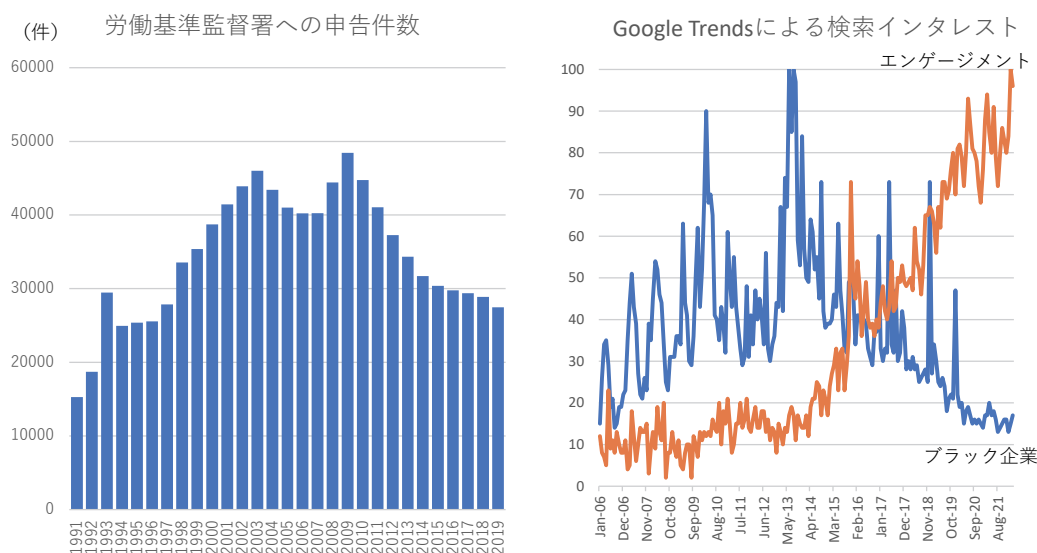
非賃金面での待遇・従業員エンゲージメントが低位にとどまっていることは、賃金面での待遇改善が進まないことと、同根だと考えられる。従業員エンゲージメントを成す要素としてしばしば挙げられるものに、適材適所の人材配置、ワーク・ライフ・バランス、正当な人事評価、などがある。企業の人材獲得競争が活発化しない中においては、企業側がこうした従業員のモチベーションや働きやすさを改善する必要性が生まれない。賃金・非賃金面、労働者待遇全般が他国に比べて低いことは、海外に比べて企業 VS 労働者の交渉力、パワーバランスが海外に比べて企業側に偏っている可能性を示唆している。人手不足の状態は労働の希少価値を高め、企業に従業員のつなぎ止めや新規採用の誘因を生む。その過程で、企業は従業員に対する賃金・非賃金面での待遇改善を図るようになる。

こうした動きは賃金と同様にアベノミクス期にみられる。図表 5-7 左図は労働基準監督署への申告件数だが、リーマンショック後の 2009 年にピークを迎えたのち、減少傾向にあることがわかる。人手不足によって企業側にとっての労働者の価値が高まった結果だろう。右図では Google Trends を用いて「ブラック企業」の検索インタレスト（期間中の検索数の最大値を 100 として、0~100 で指数化したもの）を抽出したが、2013 年ごろから

顕著に低下する傾向がみられる。これに対して、「エンゲージメント」の検索件数は年々増加。増加の背景には、近年政府や経済界が注目するようになったという流行の側面もあるが、その流行そのものが企業に「従業員エンゲージメントを高める必要性」が生じていることを示唆している。人手不足によって人材流出や新規人材確保が重要課題として浮上ることが、企業に非賃金待遇改善を促すのだ。

なお、この“非賃金面での待遇改善”は、後段で述べる「高齢者がより長く稼ぐ社会」の構築を目指すうえでも重要な要素になる。高齢者は賃金水準もさることながら、労働時間や健康への配慮など非賃金面での労働環境を重視する傾向がある。

図表 5-7 改善方向にはあったとみられる「非賃金面での待遇」



注：検索インタレストは期間中の検索数の最大値を 100 として、0～100 で指数化したもの。  
 出所：厚生労働省「労働基準監督年報」、Google Trends（2021年3月取得）より第一生命経済研究所が作成。

#### （４）アベノミクス期は過剰な人手不足だったのか？

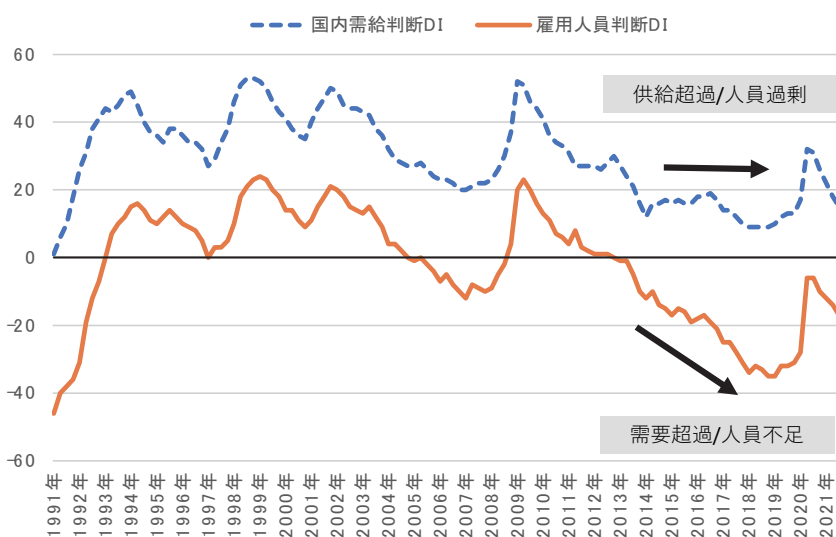
次に、アベノミクス期の人手不足は経済に必要以上の負荷を強いるものであったのかを検討したい。賃金上昇が限定的なものであった、という事実が需給逼迫の余地を残していることを示唆しているが、別の角度からもそうした点は見えてくる。

図表 5-8 は日本銀行の短観における国内での製商品・サービス需給判断 DI と雇用人員判断 DI の推移をみたものだ。前者は国内における実際の需給バランスが需要超過／供給超過にあるかを企業に問うものであるのに対し、後者は回答企業の雇用が人員不足／人員

過剰の状態にあるかについて問うたものだ。どちらも需給バランスを示す値であることから、一見して明らかなおり両者は景気循環に応じて概ね平行に動く傾向がみられる。それに変化がみられたのがアベノミクス期であり、**図表 5-8** の矢印で示すように雇用判断 DI は低下が続く一方で国内需給判断 DI は下げ止まりがみられた。

これを素直に読むならば、企業は人手不足の度合いが高まり人員確保が難しくなる一方で、実際の需給逼迫は一定のレベルで抑えられた、ということになる。言い換えれば人手不足を何らかの方法—ビジネスプロセスの見直し等や設備投資などによる生産性改善—を通じてカバーしたという示唆が得られる。これは高圧経済政策の「強い総需要が総供給を強化する」というメカニズムそのものである。

**図表 5-8 企業の主観による人手不足度は高まったが、実際の需給は一定の供給超過を維持**

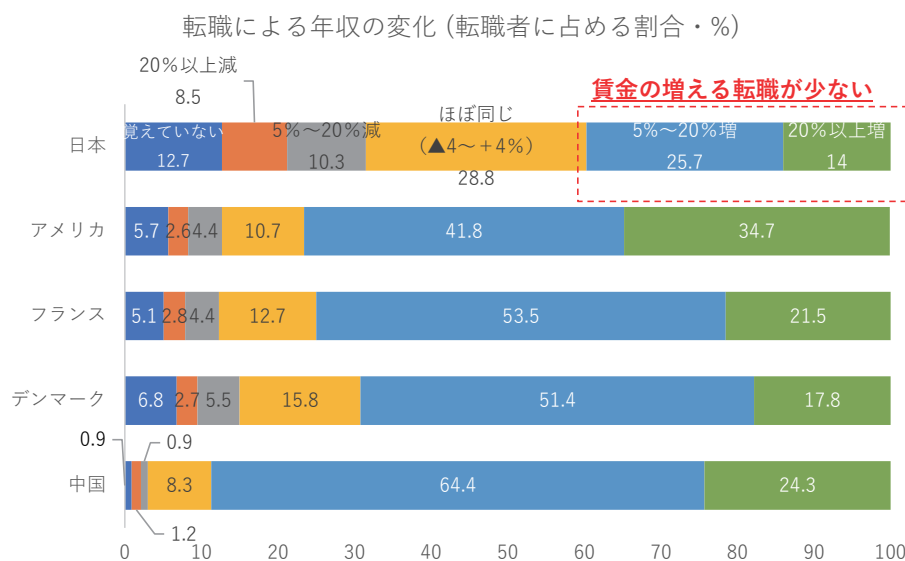


出所：日本銀行「短観」より第一生命経済研究所が作成。

次に転職市場に目を移したい。リクルートワークス研究所が 2020 年に示した「5 か国リレーション調査」（調査対象は大卒以上で民間企業で働く 30～49 歳の男女）によれば、日本において転職者に占める年収が 5%以上増えた人の割合は 39.7%である一方、アメリカでは 76.5%、フランスでは 75%、デンマークでは 69.2%、中国では 88.7%に上る。

日本でも賃金の増える転職がアベノミクス下で増加してきたが、それでも海外の転職市場とは大きな開きがあることがわかる。企業にとって中途採用の必要性が他国に比べて高まっていないことの表れであろう。労働需給の逼迫を通じて待遇改善を促す余地がまだ残っていると考えられる。

図表 5-9 転職で年収が増える人がまだまだ少ない日本



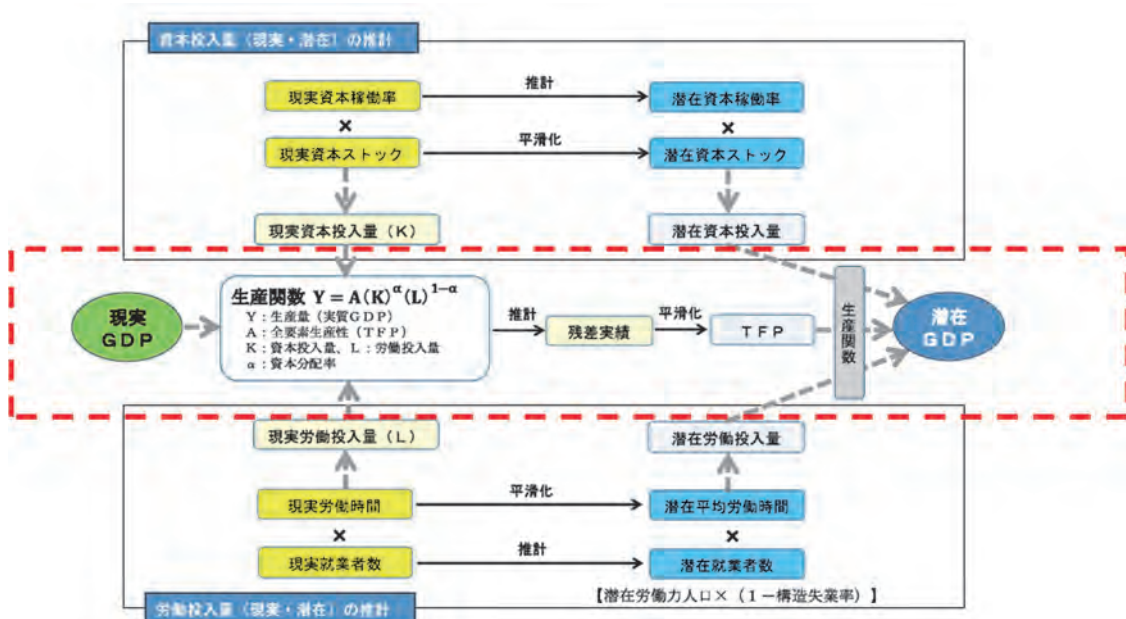
注：大卒以上で民間企業で働く 30~49 歳の男女を対象。n=2,044  
 出所：リクルートワークス研究所「5 개국 리レーション調査」(2020)

#### (5) 需給計測に GDP ギャップを用いる限界

需給バランスの尺度として頻繁に用いられるものの一つが、GDP ギャップがある。アベノミクス期には GDP ギャップがプラスに転じたことから、「需要超過なので需要拡大の余地はない」という趣旨での論考も多かった。GDP ギャップはその値がゼロ、プラスになったことをもって「総需要が総供給を上回った」とされ、経済が正常化したこと=需要喚起の必要性がなくなったことのエビデンスとして用いられることがある。しかし、少なくとも現在政府から公表されている GDP ギャップがゼロになったことをもって、需給がバランスした、と主張するのは数字の定義からして誤りである。

日本で広く用いられている内閣府の推計する潜在 GDP は、オーソドックスな成長会計のアプローチ—労働投入、資本投入、全要素生産性 (TFP) の 3 つの要素が生産を規定する、との考え方に基づいて推計されている。労働投入や資本投入は就業者数等や資本ストック等のデータが用いられているが、TFP は「実際の GDP から労働投入、資本投入を差し引いた残差」を平滑化した値が用いられている。TFP と労働・資本投入を合計したものの潜在 GDP、これと実際 GDP の差分が GDP ギャップになる。こうして推計される潜在 GDP は実際の GDP の「平均」に近いものになる。

図表 5-10 潜在 GDP (GDP ギャップ) 推計のプロセス



出所：吉田（2017）「GDP ギャップ／潜在 GDP の改定について」内閣府経済財政分析ディスカッションペーパー（DP/17-3）より転載

そのため、実際に実現した GDP の低迷が続けば、その値に合わせて「供給能力」という意味合いでの潜在 GDP からは乖離、小さく推計されることになる。日本は失われた 20 年・30 年にみるようにデフレーション・デフレ状態が長期化しており、こうした状態に陥っている可能性が高い。GDP ギャップの推計値は総需要と総供給のバランスに関する相対的な尺度、方向感を示すうえでは有用性があるが、絶対的な尺度—GDP ギャップがマイナス、ゼロ、プラスであることに何らかの意味を持たせる—として用いることには限界がある。

高圧経済政策は、需給の過度な逼迫に対する配慮は必要になるほか、金融不均衡への目配せも求められる政策だ。先に触れた日本銀行（2018）も高圧経済政策について「金融緩和を長期間継続することによって高圧経済を実現しようとするれば、資源配分の歪みや金融面の不安定化などを通じて、かえって潜在成長率を低下させる可能性もあるなど、副作用の存在にも留意が促された。」としている。

しかし、ここまでで見たようにアベノミクス期の賃金上昇に限られたものになっている点、人手不足を生産性上昇でカバーする動きがみられる点、転職市場の状況はまだ海外と比べて開きがみられる点などを踏まえると、追加の需要喚起を行う・人手不足の状態を持続させる余地はまだあったと考える。また、推計の特性からも、GDP ギャップがゼロ

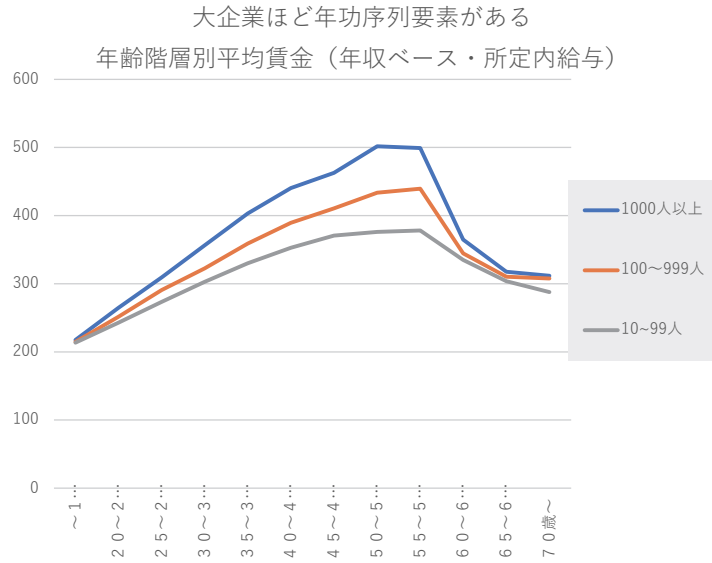
になったことをもって、これ以上の需要喚起余地がないと判断するべきではなく、物価目標や内生インフレの尺度でもある賃金の動向、需給バランスを示す様々な指標を用いて、総合的な判断を行うことが実際の政策運営でも重要である。

#### (6) 労働市場流動化が労働市場のメカニズムを強くする

ここまで、労働需給の逼迫を通じて企業の人材獲得競争を活性化させる必要性について確認し、日本でもアベノミクス期にそのメカニズムが働いていたことを確認した。しかし、日本においてこの労働市場のメカニズムが働きにくい構造要因が存在することも事実であろう。好循環実現のための第二のアプローチは、日本特有の労働市場の硬直性を生む制度・慣習にメスを入れることである。特に労働需給の逼迫が届きにくい正社員の改革が重要になる。企業の人材獲得競争を一層活発化させるためには、第一のアプローチである循環面のアプローチ：高圧経済政策と、第二のアプローチである構造面のアプローチの両者を合わせて進めることが求められる。後段でも述べるが、この2つのアプローチはお互いのアプローチの効果をより高める役割を果たしており、ともに進めることが重要である。

構造面の課題の多くは、日本型雇用慣行と呼ばれるシステムに起因するものである。このシステムは「定年まで一社勤続」であることを前提に、また労働者がそうするインセンティブを持つように仕組みが構築されている。象徴的なものが年功序列の賃金体系だろう。企業は従業員が若いうちには生産性を下回る賃金で働くことを求める代わりに、勤続を重ねた従業員には生産性を上回る賃金を支給する。若いうちの転職はこの生産性<賃金の恩恵を受けられなくなることに直結するため、労働者側が転職に二の足を踏むことになってしまう。厚生労働省によれば、従業員規模の大きい大企業ほど年功序列の賃金体系が残っており、小規模企業ほどそうした傾向が小さいことがわかる。先に小規模企業ほど流動性が高い、賃金が上がりやすいといった現象をみたが、こうした賃金体系の要因も影響していると考えられる。

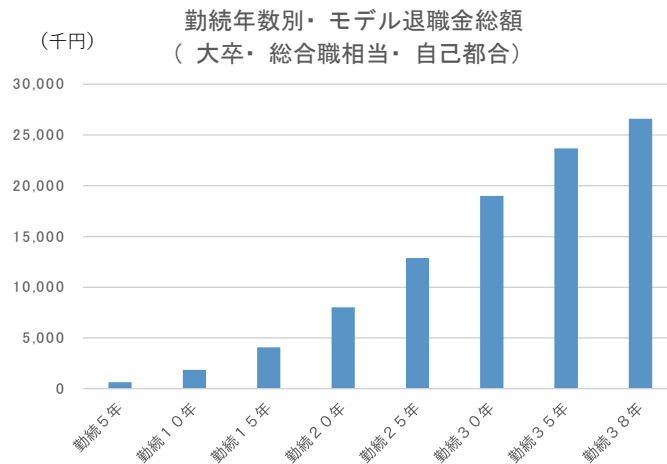
図表 5-11 大企業ほど年功序列要素が残っている



出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」（2020年度）より第一生命経済研究所が作成。

退職金制度も同様だ。厚生労働省の賃金事情等総合調査（2019年）を参照すると、勤続年数10~20年程度で増加率が高くなっている。税制も勤続年数の長さを優遇する方向に拍車をかけている。退職所得に対する所得控除額は勤続20年以下の部分には「40万円×勤続年数」とされる一方、20年を超える部分には「70万円×勤続年数」となっている。同一企業での長期勤続を優遇する仕組みは、転職のディスインセンティブとなり、労働移動を抑える要因になっていると考えられる。

図表 5-12 退職金は勤続年数10~20年の増加率が高い傾向

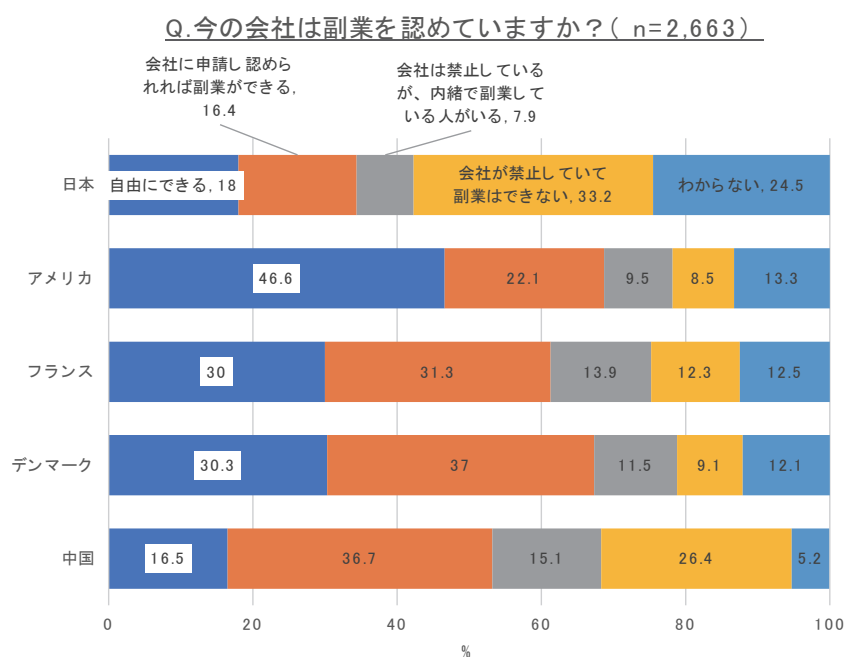


出所：厚生労働省「賃金事情等総合調査」より第一生命経済研究所が作成。



また、副業も広義の労働移動にあたる。近年、政府が副業推進を行っていることから注目が集まっているが、日本企業は副業に対して後ろ向きである。リクルートワークス研究所の調査によれば、副業が「自由にできる」「会社に申請し認められれば副業ができる」と回答した企業割合が、他国に比べて非常に低い。副業は労働者が新しい仕事を行うことで転職等に踏み切るきっかけにもなり、広い意味で柔軟な労働移動を妨げる要因になる。

図表 5-13 日本企業は副業に対して消極的

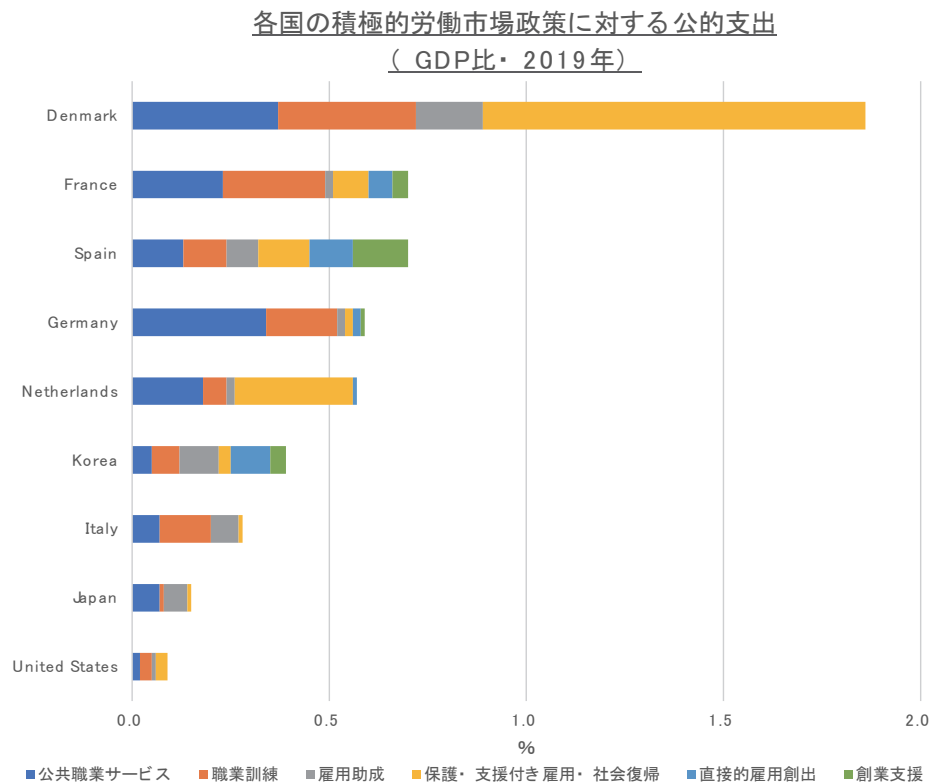


注：大卒以上で民間企業で働く 30～49 歳の男女を対象。  
出所：リクルートワークス研究所「5 개국リレーション調査」(2020)

### (7) 政府・企業・労働者に求められるエンプロイアビリティの視点

労働市場流動化を促す観点で、政府が職業教育などを充実させることも重要な視点だ。企業内教育に重点が置かれてきた日本では、企業外での教育が手薄だ。先進国と比較すると積極的労働市場政策に対する公的支出が少なく、特に職業訓練が少ない(図表 5-14)。既存企業では得られないスキルを身に付ける機会を政府が積極的に提供し、従業員が労働移動に踏み切ることをサポートすることが望まれる。

図表 5-14 積極的労働政策、特に職業教育が僅少



出所：OECD “Public expenditure and participant stocks on LMP” より第一生命経済研究所が作成。

企業にも各々の労働者がエンプロイアビリティー（労働者の雇用されうる能力）を確保することが、最大の労働者保護になるという視点が求められる。メンバーシップ型の雇用慣行は一社勤続を通じて「雇用そのものを守る」ことに重点が置かれてきたが、それは労働者を守ることと同義ではない、という認識をすべきだ。

それはちょうど親と子の関係に似ている。本来、親に求められているのは、何歳になっても四六時中、ずっと子どもの世話をすることではない。子どもが自分の足で立ち、歩いていけるように育てることである。つまり、企業のすべきことは雇用を守り、労働者の保護者としてふるまい続けることではない。労働者の職業スキルや対外市場価値を意識しつつ、エンプロイアビリティーを高め、社外でも働くことのできる人材を育てることである。最近では、“働きやすいけれども成長機会のない企業”を指す「ゆるブラック企業」という言葉も生まれている<sup>1</sup>。働く側に成長機会＝エンプロイアビリティー向上を重視する意識が

<sup>1</sup> NIKKEI STYLE キャリア「残業もなく成長もない「ゆるブラック企業」増殖中?」（2022年2月15日）等。

高まっていることの表れだろう。企業側と同様に、労働者側も企業を親として頼り続けるのではなく、仕事をしながら自らの対外市場価値を高めていく姿勢が求められる。

企業と労働者が「保護する・される」の関係にある点が、日本のメンバーシップ型雇用が内在する最大の問題点である。この保護関係を労使対等の関係に変えていくことが本質だ。企業と労働者が互いに対等な緊張関係を保ち、労働者一人ひとりが自立することで、それぞれが高い生産性を発揮して職務を遂行する。企業もこうした専門性を的確に評価・処遇する。優秀な人材を集めるために、ワーク・ライフ・バランスや福利厚生確保も企業の重要な人材獲得戦略となる。労働移動を活発にすることで、企業の労働者還元を促すほか、高生産性業態への人材移動を活性化させて産業構造の新陳代謝を進めていく。政府はそれをサポートするための職業教育等をセーフティネットとして整備することが求められる。

#### **(8) 循環と構造は二項対立ではない**

一連の労働市場改革が「企業側の単なる人件費カット」につながらないことは制度改革を進めるうえで非常に重要である。年功序列賃金体系の見直しは、壮年層の給与カットではなく、若年層の給与が引き上がる形で行われることが当然ながら望ましく、社会的にも受け入れられやすい。退職金制度も単なる退職給付債務の清算等ではなく、既存の従業員への還元を伴う形で進められることが望ましい。また、人材の流動化を促す観点では、日本のジョブセキュリティの強さ—解雇規制の緩和や、解雇を伴うような欧米型のジョブ型雇用制度も議論を深めるべきものだ。しかし、これらもまた緩んだ労働需給の下では、結果的に労働者還元を抑制して経済の好循環実現を妨げかねない。旺盛な需要と人手不足の経済環境—高圧経済政策はこの点について改革を円滑に進める作用をもたらす。

日本では労働市場の流動性の低さが生産性低迷につながっているとの議論が長年行われ、日本型雇用慣行の見直しなどの必要性が指摘されてきた。本稿の内容もこれと大きく隔たったものではない。労働市場の流動化は企業の人材獲得競争と労働者還元を促す観点でも必要であるし、より高賃金（高生産性）の職種、業種への労働は国内経済全体の底上げに寄与することが期待される。

本稿の問題提起はこうした改革を進めるうえでは、循環面でのサポートが重要だという点にある。賃金・非賃金面での待遇の低さが象徴するように、日本では労働者の立場が低いことが示唆される。高圧経済政策は労働者と経営者の力のバランスを労働者寄りにシフ

トさせ、それは構造面での改革をより望ましい—賃金上昇や労働者の待遇改善を伴うような一形で促すことにつながっていく。企業の人材獲得競争活性化は、企業収益の増加が賃金・消費の増加をもたらす好循環状態に近づける。それは、労働市場改革に対するハードルをより低くするだろう。しばしば「金融・財政政策は一時的な景気底上げにしかつながらない、規制改革等のサプライサイド改革がより重要」として、循環面での政策と構造面での政策を分離する議論が行われるが、循環と構造は分離して議論すべきものではない。これは高圧経済政策の重要なメッセージであり、日本の経済政策の議論に強く求められる視点だと考える。

### 3. 家計の将来不安緩和：「長く稼ぐ」社会を目指すための制度改革を

以上では、経済の好循環実現のための第一の経路、企業から労働者への還元パスについての現状認識、課題に関する考察を行った。以降では第二の経路である家計から消費へのパスを機能させるための方策について考察する。第一の経路が「企業が稼いでも賃金が増えない」こと、第二の経路が「賃金が増えても消費が増えないこと」に対する問題意識という整理になる。

図表 5-2 にみたように、家計の貯蓄性向はミクロ統計の家計調査・勤労者世帯において上昇がより顕著である。これは勤労者世帯が消費を抑えて貯蓄率を高めている一方で、高齢化等を背景とした無職世帯（貯蓄率が低い）の増加によって、マクロの貯蓄率上昇が小さくなっていることを示唆している。経済の好循環実現のためには、第一の経路・第二の経路の両方を機能させることが重要である。

貯蓄性向の上昇の要因は様々な議論がなされているが、大別すれば2種類に分けられる。第一に、「家計に需要がない」こと、第二に「将来不安」である。この2つは基本的に表裏一体の関係にある。個々の家計は「今の生活」と「将来の生活」を天秤にかけ、所得のうちどれだけ消費に回し、貯蓄に回すかを決める。将来不安による予備的貯蓄動機を上回る魅力的な財・サービス需要があれば、家計は消費を行うであろう。「予備的貯蓄動機を上回る魅力度の高いモノ・サービスがない」という状態にある家計は、予備的貯蓄動機の低下によっても、魅力度の高いモノ・サービスの登場によっても、消費は促される。

したがって、所得→消費のパスを広げるためには、需要がないことに対するアプローチ：新しい需要の創出と、将来不安に対するアプローチの双方が求められる。前者は第4章で論じ、ここでは後者に関する考察を行う。

## (1) なぜ将来不安が生まれるのか？

将来の経済不安は家計の予備的貯蓄動機を高め、現在の消費の下押し要因になる。では、家計の将来不安とは具体的に「何」に対する不安なのだろうか。少々古い資料にはなるが、内閣府の「人口、経済社会等の日本の将来像に関する世論調査」（2014年）はこの点に示唆を与えてくれる。図表 5-15 ではこの調査から年代別に何を将来の不安要素としてとらえているかをまとめている。20・30代では「雇用状況の悪化」「子育て教育に対する負担の増加」が上位にあり、40・50・60・70代では「自分や家族の健康状態の悪化」や「社会保障や教育などの公的サービス水準の低下」が多くなる。

図表 5-15 年代別の将来不安の上位要素（複数回答・%）

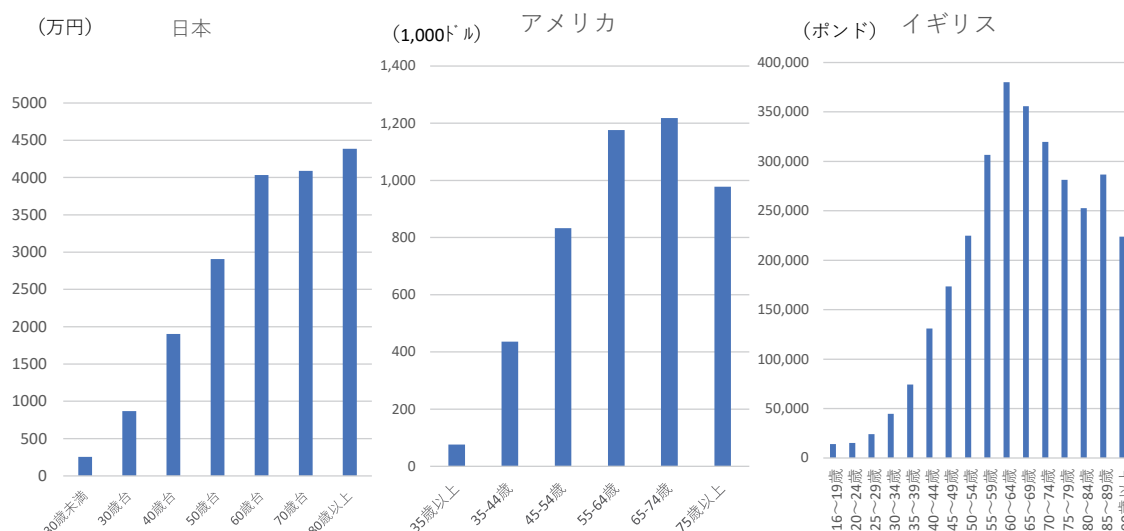
20～29歳		30～39歳	
雇用状況の悪化	48.6	子育て、教育に対する負担の増加	55.9
子育て、教育に対する負担の増加	47.7	雇用状況の悪化	46.8
所得や資産の格差の拡大	39.6	国や地方の財政状況の悪化	42.6
40～49歳		50～59歳	
雇用状況の悪化	51.5	自分や家族の健康状態の悪化	56.8
社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	45.5	社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	51.8
自分や家族の健康状態の悪化	45.5	雇用状況の悪化	41.4
60～69歳		70歳以上	
自分や家族の健康状態の悪化	56.5	自分や家族の健康状態の悪化	63.9
社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	51.8	社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	27.3
自然や環境の破壊	37.6	自然や環境の破壊	26.5

注：経済関連の回答を赤字で記載。項目のうち「大地震などの大規模な自然災害の発生」を除いた。  
出所：内閣府「人口、経済社会等の日本の将来像に関する世論調査」（2014）より第一生命経済研究所作成。

若年層の不安要素が「雇用」である点は、先に見た高圧経済政策による労働者分配の強化、労働市場流動化やエンプロイアビリティ重視のセーフティネットが、予備的貯蓄動機の低減にもつながる可能性を示唆する。40代ごろから「社会保障のサービス水準低下」が上位に入るようになるのは、「老後」の生活に対する不安が強くなってくるためだと考えられる。老後の社会保障不安の中心は生活全般を担う年金であろう。2019年に金融庁の金融審議会が公表した提言書に端を発する「老後資金 2,000 万円問題」が大きな話題になったことは、多くの人が老後の生活に対する不安を抱えていること象徴でもある。日本では高齢期においてもこうした不安を抱えており、先の調査では 70 歳以上になっても「公的サービス水準の低下」が将来不安の上位項目になっている。図表 5-16 は日米英の年代別純資産額について各国統計を用いてまとめたものだ。日本ではライフサイクル仮説では通

常資産の取り崩し期のはずである高齢期においても、平均資産額が増加しており（図表 5-16）、亡くなるまでお金を貯め続けるという傾向がみられる。

図表 5-16 年代別・家計の平均純資産額



出所：日本：総務省「全国家計構造調査（2019年）」、アメリカ：連邦準備制度理事会「Survey of Consumer Finances：2019」、イギリス：ONS「Wealth and Assets Survey 2018/2020」より第一生命経済研究所が作成。

## （2）なぜ「長く稼ぐ」が必要なのか？

年金不安は老後の生活資金が足りなくなることに対する不安である。目下、少子高齢化・長寿化の中で、年金支給水準の削減（マクロ経済スライド）が進められており、公的年金の将来水準は低下、年金の支給期間と給付水準は「長く薄い」ものになっていくことが見込まれている。家計は給付水準が薄くなることを見越して、老後資金を準備する。老後資金の必要額は「退職～死亡までの年数×公的年金のみで不足する毎年の生活資金」で計算できる。しかし、いつまで生きるかわからない＝「退職～死亡までの年数がわからない」ので、必要額は死ぬまでわからない。わからない以上、家計は必要額よりも余裕をもってお金を貯めておかざるを得ない。これが必要以上の消費萎縮を招くことになってしまう。

長く稼ぐことが将来不安を和らげるのは、この「いつまで生きるかわからない」というリスクを公的年金の仕組みでヘッジできることの意義が大きい。公的年金には「年金の繰り下げ受給」の仕組みがある。本則の支給開始年齢は基礎年金・厚生年金ともに 65 歳だが、ここから 1 か月受給時期を遅らせるごとに 0.7% 支給水準を増加させることができる。

5年（60か月）繰り下げで42%、10年（120か月）で84%の増額が可能だ<sup>2</sup>。そして、公的年金の支給は終身にわたる。長く働いて年金を繰り下げ受給し、公的年金の水準を生活に十分なレベルに高めることができれば、公的年金のみで生活を賄うことができる。「いつまで生きるかわからない」という点に起因する「いくらお金を持っておけばいいかわからない」という不安は和らぐはずだ<sup>3</sup>。

公的年金が「社会保険」という制度に分類されるのは、公的年金がこの「長生きリスク」に対する保険だからだ。個人が想定以上に長生きすることで、稼げず、蓄えもなく、生活ができない状態に陥るといふ、個人では抱えきれない深刻なリスクを国民全体でプールする仕組みである。公的年金は負担と給付の「損得」で論じられることもあるが、公的年金は「運用商品」ではなく「保険」である。保険である以上、リスクに直面した人（長生きした人）に対する給付が大きくなり、しなかった人（早期に亡くなってしまう人）には小さくなる。

長く稼ぐ経済社会を実現し、公的年金の繰り下げの仕組みを通じて年金給付の水準を高めるといふライフプランがより多くの人に受け入れられれば、老後に生活資金が足りなくなる、というリスクを多くの人が軽減できるようになる。政府に求められるのは、より多くの人たちが長く働く＋繰り下げ受給という選択を取りやすくする経済環境や仕組み作りだ。そうした選択が多くの人に一般化するにしたがって、高齢期の資産枯渇、という現役世代の将来不安も和らぐはずだ。老後の経済不安の軽減は、現役世代の予備的貯蓄動機も小さくし、家計所得が消費に回りやすくする環境を作ることになる。

### （3）繰り下げ選択による「働き損」をなくす制度改正を

しかし、現状では年金の繰り下げ受給を選択する世帯は圧倒的少数だ。厚生労働省の「厚生年金・国民年金事業年報」（2019年）によれば、公的年金の受給権者のうち繰り下げを選択しているのは国民年金で1.6%、厚生年金では0.8%に過ぎない。多くが本則通り65歳での受け取りを選択している。

---

<sup>2</sup> 従来繰り下げ期間の上限は5年だったが、2022年4月の年金改正で10年まで可能になった。

<sup>3</sup> 最新の財政検証における中間の経済前提（ケースⅢ）では、マクロ経済スライドによって2019年度の所得代替率（公的年金の給付水準に相当、標準世帯の年金給付額／現役世代手取り収入）61.7%から、長期的には50.8%程度へ低下、現状水準から概ね2割程度の減少と見込まれている。経済環境や世帯の状況等によって数字は変わるが、この場合には3年程度の繰り下げでカバーできる計算になる。

繰り下げが選択されない理由は様々だが、第一に加給年金がある。加給年金は厚生年金を受け取っている際に、65歳未満の配偶者がいる等の要件を満たすときに支給される年金だ（まだ年金受給権のない妻を扶養するための家族手当の位置づけ）。加給年金は自身が厚生年金を受け取っていることが要件なので、繰り下げている期間は受け取ることができない。そして、年金受給開始の時点で配偶者が65歳に達していれば、加給年金はまったく受け取れなくなってしまう。繰り下げ選択のディスインセンティブにならないよう、加給年金を後から受け取ることができるようにする等の制度見直しが求められる。

第二に、社会保障給付の多くに存在する所得制限の仕組みである。例えば、年金と月給相当額が一定額を超えたときに年金給付を削減する在職老齢年金の仕組みがある。働いて収入を得ることでもらえる年金が減るという点で、就労に対するディスインセンティブとなる。2022年4月の年金改正で60～64歳の在職老齢年金の基準緩和が図られたが、制度自体は存続している。

医療や介護の社会保障給付の多くに所得による線引きが用いられていることも重要である。年金の繰り下げ受給を選択すると、公的年金の受け取りが増えることで年金受給期の所得が増えてしまい、社会保障給付が減る（医療介護サービスの自己負担が増える）という事態が生じてしまう。例えば後期高齢者の医療費の窓口負担は1割だが、現役並み所得に達すれば3割、自己負担は3倍になる。図表5-18では、一定の仮定の下で高齢者の年金収入分布を用いて繰り下げ受給で現役並み所得に達しうるゾーンを示した。繰り下げ受給によって現役並み所得に分類されてしまう、という世帯は決して少なくないと考えられる。その他、窓口負担が一定額を超えた際超過分を支給する高額療養費制度も、所得によって基準額が変わる。社会保障給付以外でも経済対策では、住民税非課税世帯への給付、等の形で所得による線引きを用いた給付金事業等が行われる。

これらは社会保障財政安定の観点で、高所得の高齢者により多くの負担を求めるという考え方によって設計されている制度だが、一方で高齢者が稼ぐ・公的年金を増やすという望ましい選択をすることに対するペナルティにもなっており、所得基準の線引きを超えないように繰り下げ受給を避ける誘因にもなりうる。この最もシンプルな解決策は①所得基準によって給付に差を設ける仕組みを無くすことだ。それが容易でないのならば、②所得（フロー）ではなく保有資産（ストック）を基準にする、③年金繰り下げによる増額分は判定基準額から除く、といった方向性も考えられる。いずれにしても、高齢者が働いて豊かになる、という選択肢を徒に摘み取ることは、高齢者のみならず現役世代の老後不安を増



幅して個人消費を冷やすことにつながりかねない。高齢者の「働き損」を無くす視点での制度設計見直しが求められよう。

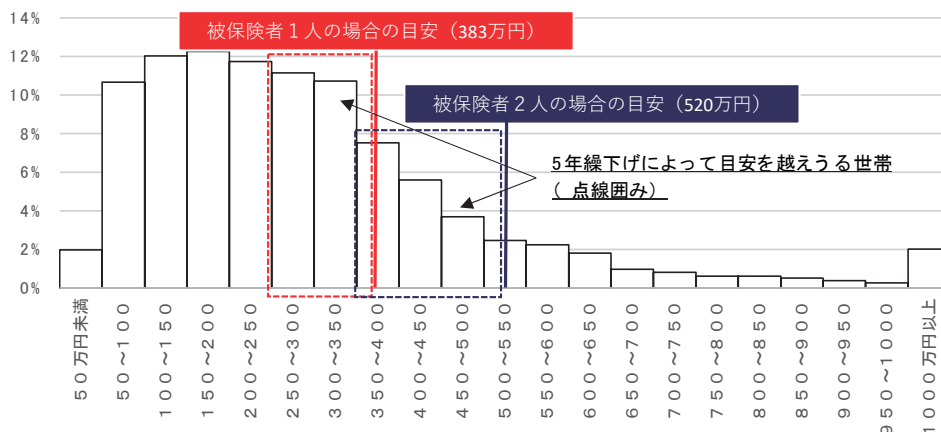
図表 5-17 所得基準のある社会保障給付や給付金

制度	内容
在職老齢年金	年金+月給相当額が一定額を超えると年金削減
健康保険（医療）の自己負担割合	70歳～74歳でも現役並み所得者は3割に（原則2割）、75歳以上も所得次第で2～3割に（原則1割）
介護保険の自己負担割合	所得に応じて1～3割
高額療養費・高額介護サービス費、高額介護合算療養費	自己負担が基準額を超えた場合に超過部分を保険給付。標準報酬などに応じて基準額が変化。住民税非課税世帯は基準額が特に低い。
入院時食事療養費・入院時生活療養費	入院中の食事・光熱水費が基準額を超えた場合に超過部分を保険給付。標準報酬などに応じて基準額が変化。住民税非課税世帯は基準額が特に低い。
臨時福祉給付金	2014年の消費税8%への引き上げ時などに実施。住民税非課税世帯を対象とした家計向け給付金。
年金生活者等支援臨時給付金	2016年に実施。65歳以上の住民税非課税世帯を対象。障害・遺族年金受給者にも支給。

出所：第一生命経済研究所が作成。

図表 5-18 年金繰り下げで「現役並み所得」に達してしまう層も少なくないと考えられる

高齢者世帯の所得（額面収入）分布と現役並み所得者の線引き



注：点線囲みは、バンドに5年繰り下げ（年金額+42%増）で現役並み所得の目安額を超える所得額が含まれる部分。分布における所得額は公的年金のみの値ではないが、同調査では公的年金受給の高齢者世帯のうち48.4%が総所得の100%が公的年金、総所得の8割以上を占める世帯が60.9%とされている。

出所：厚生労働省「令和元年度 国民生活基礎調査」より第一生命経済研究所が作成。

第三に、こうした制度の面を除いても、繰り下げが行動経済学の観点でも選択されにくい行動である点が挙げられる。以下図表でまとめている。将来の利益（繰り下げによって

得られる将来の増額した年金)よりも、目先の利益(現在受け取れる年金)が魅力的に映る、という点などは行動経済学によっても説明されることである。「繰り下げ選択で損をする=受給開始後に早い段階で亡くなってしまう」という「損するリスク」がより大きく見えてしまう。基本的には年金が「損得」で勘定するものではなく、長生きリスクに対する「保険」であることに対する理解を広めていくことが肝要だろう。

こうした行動経済学的なハードルを乗り越える観点では、半強制的に繰り下げ受給を選択してもらい、つまり「年金給付増額やマクロ経済スライド調整緩和+支給開始年齢の引き上げ」をセットで行うという選択肢も考えられる。日本のみならず先進各国で高齢化が進む中で、支給開始年齢の引き上げを計画する国は多い。65歳という支給開始年齢は先進国では中位グループだ。

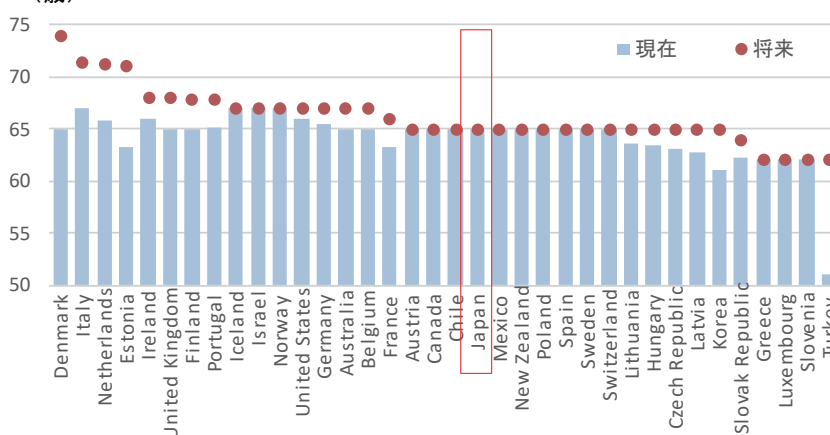
図表 5-19 行動経済学の観点からも個人の繰り下げ選択のハードルは高い

行動経済学の選択バイアス	内容	年金繰り下げの選択に当てはめると
プロスペクト理論・確実性志向	利益を得られる場面ではリスク回避を優先し、損失を被る場面では損失を回避する	将来の繰り下げ増額よりも、今確実に得られる年金受給を優先する
現在志向バイアス	未来の利益よりも目先の利益を優先する	将来の年金増加よりも、今の年金を優先する
ハーディング効果	多くの人が選んでいる選択を正しいと思う	多くの人が本則通り受け取っているの で、自分も本則通り受け取る

出所：Dan Ariely (2008) などから第一生命経済研究所作成。

図表 5-20 支給開始年齢 65 歳は先進国の中では中位グループ

各国年金制度における現行制度の支給開始年齢と将来計画されている支給開始年齢  
(歳)



注：22歳からフルキャリアを積んだ男性をベース。減額なしで給付を受け取れる年齢。

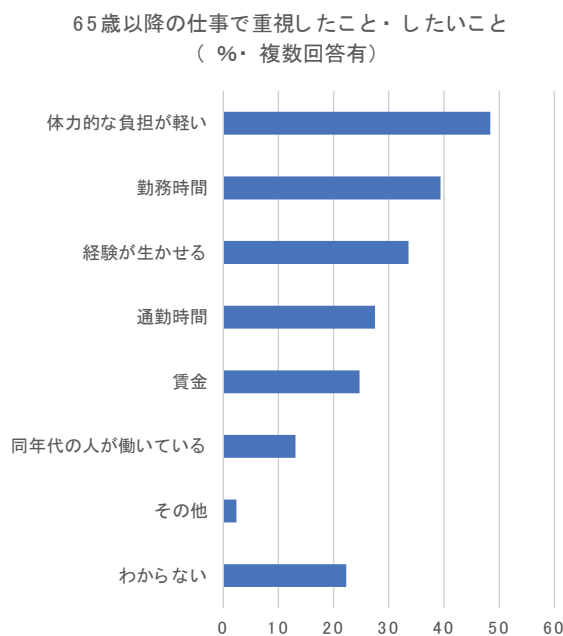
出所：OECD「Pensions at a Glance」(2019)より第一生命経済研究所が作成。

#### (4) 高圧経済政策は高齢労働者の待遇改善や生産性改善を促す可能性

長く働く社会の構築のためには、上記の選択を阻害しない制度設計に加え、高齢者の就労機会・就労環境の向上が重要となろう。この点で本稿前半でも述べた高圧経済政策が重要な役割を果たす。人手不足は高齢者の労働参加や、賃金・非賃金面での待遇改善を促す。特に、高齢者は働く際に「体力的な負担」や「勤務時間」などを重視する傾向があり（図表 5-21）、非賃金面での待遇改善が重要であろう。

高齢者の労働参加、社会参加を広げることは、高齢化の共通未来を迎える先進国にとっての共通の課題だ。それを一層可能にするイノベーション—例えば介護ロボットや自動運転—を加速させることも世界的に求められることである。そして、必要は発明の母だ。高圧経済政策は労働需給の逼迫を通じて、高齢者の労働参加を促し、労働を通じてより高い付加価値を生み出すことのできる投資、研究開発を加速させることが期待される。政府にまず求められるのは、こうしたイノベーションが生まれやすいマクロ経済環境を目指すことにあるのではないか。

図表 5-21 高齢者は仕事において非賃金面を重視



出所：ソニー生命「シニアの生活意識調査 2017」より第一生命経済研究所が作成。

#### 4. おわりに

以上では、経済の好循環を実現するために必要な方策について論じた。高圧経済政策は

賃金・非賃金面において低い日本の労働者待遇を高め、企業の労働者還元を促す観点で有効なアプローチとなる。そして、その効果を高めるためには流動性の高い労働市場が必要であり、年功序列賃金や退職金といった同企業に残る誘因を高める制度の是正や、政府による職業教育の強化が求められる。これらは、双方が機能して効果を発揮するものだ。需給の逼迫が中途採用者の待遇を高めることで労働市場を流動化させ、企業に制度の見直しを促す。制度の見直しは労働市場を一層流動化させ、企業の人材獲得競争をより活性化させる。企業の人材獲得競争は労働者還元を促し、日本の労働者の待遇を引き上げる。

家計の消費を活発化させる観点で、予備的貯蓄動機を低減させることが一つのアプローチだ。長生きリスクに起因する将来の経済不安を和らげるためには、年金の繰り下げ受給が有効な手段になる。終身支給の公的年金水準を十分に高めることができれば、将来お金が足りなくなる不安は大きく緩和される。多くの人がこの選択を取り、一般的なものになれば現役世代の予備的貯蓄動機を低減させることにもつながろう。繰り下げ選択を促すためには、加給年金や社会保障全般の所得制限の見直しを通じて、繰り下げ選択を阻害しない仕組みを作ることが求められる。高圧経済政策による労働者待遇の改善は、繰り下げ期間の高齢者就労の環境を向上させ、労働参加を促す意味合いでも重要な役割がある。

### (参考文献)

- Okun, A. M., Fellner, W., & Greenspan, A. (1973). Upward mobility in a high-pressure economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1973(1), 207-261.
- Yellen, J. (2016, October). Macroeconomic research after the crisis. In Speech at the 60th annual economic conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston.
- Akerlof, G. A., Rose, A. K., Yellen, J. L., Ball, L., & Hall, R. E. (1988). Job switching and job satisfaction in the US labor market. *Brookings papers on economic activity*, 1988(2), 495-594.
- 宇南山 (2009) 「SNA と家計調査における貯蓄率の乖離：日本の貯蓄率低下の要因」 RIETI Discussion Paper Series 10-J-003
- 松元 (2016) 「『持たざる国からの脱却』日本経済は再生しうるか」 中公文庫
- 日本銀行 (2018) 「東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第7回共催コンファレンス：「マクロ経済分析の新展開：景気循環と経済成長の連関」の様相」 BOJ Report & Research Papers
- 田中・西濱・桂畑・星野 (2021) 「コロナ禍と世界経済」 金融財政事情研究会
- 内閣府 (2021) 「令和3年度年次経済財政報告」

## 第6章 公共部門の賃上げ・雇用増、競争政策の強化

経団連 21 世紀政策研究所 研究員

鈴木 章弘

### 1. 財政破綻があり得ないことを踏まえたマクロ経済運営の目標

すでに他の章で論じているように、わが国において財政破綻の懸念はない。したがって、パイ（GDP）の拡大を目指すだけであれば、財政支出や減税等の政府債務拡大（つまり政府以外の資産の拡大）で事足りる。これまでわが国の経済政策運営は、GDP の拡大という意味で「経済成長」を目指してきたが、それ自体は容易に達成できるのである。

しかし、政府債務の拡大は、経済活動を活発化させ、インフレ圧力を生じさせる。さらに、高インフレと高失業率の併存という、スタグフレーションを引き起こすおそれもある。多くの人々が職を得られない中で、生活費が増え続けることになれば、社会不安の蔓延は避けられない。

こうしたことから、GDP の拡大という意味での「経済成長」をマクロ経済運営の目標とすることは必ずしも適切ではない。むしろ、マクロ経済運営の目的（ゴール）を「国民生活の維持・向上」とするならば、その目標（ターゲット）は（1）物価の安定と、（2）「完全雇用」の実現の2つとすべきである。この2つの目標は、FRB（米国連邦準備制度理事会）と FOMC（米国連邦公開市場委員会）に課せられている「デュアルマニデート」と似ているが、その内容は必ずしも同じではない。そこで本節では、以降の本章で論じる内容に先立ち、それぞれの目標の内容について説明する。

また、本章の次節以降で、この2つの目標の実現に向けた方策を検討する。まず、2. において、目標実現の前提となる分配構造の解釈の仕方や、いわゆる格差問題について検討する。3. と 4. は、具体的な目標実現のための方策について、それぞれ論じる。

#### （1）物価の安定

物価の安定とは、文字通り、急激な物価変動がない状態のことである。物価の乱高下は、国民生活に多大な悪影響をもたらし、特に生活必需品の急激な価格上昇は、一般国民の著しい購買力の低下につながることから、避けなければならない。

ただし、現在の主要先進国の中央銀行が掲げるような、コア指標のインフレ率 2%にこ

だわるべきか、という点については議論を要する。政策運営の究極目的を「国民生活の維持・向上」としたとき、果たしてインフレ率 2%という水準が妥当かどうかは自明でないためである。(2)で論じるように、ほとんどの国民に十分な賃金が支払われる職が提供され、さらに安定的に賃金が増える環境を形成できれば、インフレ率は 2%を多少下回ろうとも、上回ろうとも、安定的に推移しさえすれば、大きな問題はないと考えられる。

また、インフレ率を巡っては、マクロ経済の需給ギャップの推計値を金融・財政政策運営に用いているが、これについても必ずしも適切とは言えない。インフレの要因は多種多様であることから、マクロの需給調整のみによって、物価の安定を図ろうとするのは現実的ではないからである。例えば、1970年代のオイルショックのように、一部の財の急激な供給制約と価格上昇が、全体の物価に波及するケースがある<sup>1</sup>。この場合、インフレ率の抑制に向け、緊縮財政に転じるなどしてマクロの需要を低下させる手法は必ずしも妥当ではない。求められるのは、原油の調達先の多角化や、代替エネルギーの確保・開発といった安定的なエネルギー供給に向けた具体的な取り組みである。また、2. で述べる通り、資産格差が拡大する中、富裕層の余剰資金がコモディティ市場に流れ込み、コモディティ価格のボラティリティが高まることで、インフレ圧力を生じさせるという経路も考えられる。

さらに、需給ギャップ推計の基礎となる生産関数アプローチに対し、根本的な問題があるとの批判もなされている<sup>2</sup>。生産関数アプローチは、計量分析の当てはまりの良さを根拠に、広くマクロ経済分析のツールとして使われており、内閣府と日銀の需給ギャップの推計においても、手法はやや異なるが、生産関数アプローチにその理論的基礎を置いている。しかし、実のところ、生産関数の数式は、生産理論に基づかなくとも SNA (国民経済計算) の恒等式から導出可能なのである。計量分析に用いる変数は SNA のデータを用いているため、計量分析の当てはまりの良さは「そうなるように SNA が作られている」という証明に過ぎず、生産関数アプローチの正しさを全く示さない。したがって、生産関数アプローチに基づいて推計される需給ギャップについても十分な妥当性があるとは言えないのであり、需給ギャップの推計値の大小によって財政政策の規模を議論することも、また妥当とは言えないのである。

---

<sup>1</sup> 2021 年春ごろからの欧米でのインフレ率の高まりについては、コロナショックからの回復による需要の増加だけでなく、資源価格の高騰やサプライチェーンの混乱といった様々な要因がみられた。

<sup>2</sup> Felipe, J., & McCombie, J. (2020). The illusions of calculating total factor productivity and testing growth models: from Cobb-Douglas to Solow and Romer. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(3), 470-513.

## (2) 「完全雇用」

「完全雇用」については、単に失業率が低いというだけでは十分ではない。「国民生活の維持・向上」を目的とする上では、賃金やその他の処遇も担保された良質な雇用が、望む人すべてに提供される必要がある。そのため、従来のマクロ経済学的な完全雇用の定義とは大きく異なることから、「完全雇用」とカギかっこを付けて表現している。

他方、従来のマクロ経済運営における完全雇用の水準として、自然失業率や NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) といった指標がある。これらはインフレ率を上昇させない失業率の理論値であり、この水準を完全雇用として、マクロ経済運営（特に金融政策）を運営すべきという考え方がある。

しかし、上述の通り、インフレは多様な要因によって生じるものであることから、失業率と直接的に関連付けるのは妥当ではない。さらに、高インフレを理由に多数の失業者の存在や低賃金を看過して良いのかという問題がある。そもそも、高インフレを是正すべき理由は、多くの国民の購買力を低下させ、生活を困窮させてしまうからであるが、失業や低賃金の当事者においては、インフレに見舞われるよりもはるかに購買力が落ち、生活が苦しい状況に置かれる。むしろ、多少インフレ率が高かろうとも、低所得者層をはじめ、多くの労働者の賃金がそれを上回って上昇していれば、インフレによる弊害はかなり抑制されるのである。

## 2. 分配構造

### (1) SNA を基にした分配構造の見方

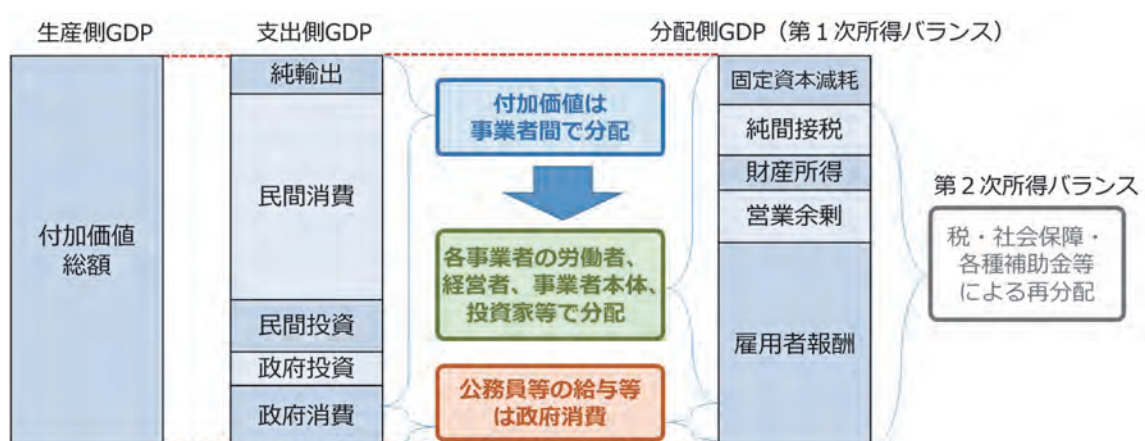
本節では、物価の安定と「完全雇用」の実現に向けた方策を検討する前提として、マクロ経済の分配構造のあり方を見ていく。具体的には、SNA の体系に則って検討することとしたい。図表 6-1 はそのイメージ図である。

まず、経済取引のフローの積み重ねがストックであり、フローのうち付加価値が発生したとみなされる取引額の一国の一定期間における合計が GDP として推計される<sup>3</sup>。付加価値のうち、民間事業者が関与した分については、民間事業者間で分配されるほか、各事業者のステークホルダーである、労働者、経営者、事業者本体、投資家の間でも分配が行わ

<sup>3</sup> 「国民経済計算の作成基準」（平成 28 年 11 月 18 日内閣府告示第 1139 号）では、「ア 生産に関する勘定」として、「生産活動の結果としての産出から、この産出を生み出す際の財貨・サービスの消費を中間的な投入として控除することにより、生産過程が作り出す追加的な価値である付加価値に関する項目を経済活動ごとに記録し、国内総生産を記録する」としている。

れる。雇用者報酬が労働者や経営者への分配であり、営業余剰が事業者本体、財産所得（利子・配当・賃料等）が投資家への分配となる。なお、営業余剰が利益剰余金の形で蓄えられ、後に自己株取得という形で投資家へと渡ることもあり、この場合は付加価値が発生しないフローとして認識される（つまり GDP には含まれない取引）。

図表 6-1 SNA を基にしたマクロ経済の見方



出所：各種資料より筆者作成

他方、公共部門<sup>4</sup>の雇用者のうち、公務員等の一般政府<sup>5</sup>に直接雇用されている場合の給与は、GDP の支出側では政府消費、生産側では公共部門の付加価値として、それぞれ推計される。これは、GDP には三面等価の原則（生産側、支出側、分配側のそれぞれから推計された GDP は、理論的には等しくなるという特性）があるためである。言い換えれば、給与（雇用者報酬）が発生しているのであれば、それに見合った生産と支出も発生していなければならない、ということである。

分配側については、第1次所得バランスと第2次所得バランスという大きく二段階で推計されており、後者が主に税や社会保障制度、各種補助金等による再分配後となっている。分配と再分配は混同されがちだが、本章では第1次所得バランスを「分配」、第2次所得バランスを「再分配」とし、それぞれを明示的に分けて論じる。本章で主に論じるのは、「再分配」ではなく、「分配」に関する政策である。

<sup>4</sup> 「公共部門」の定義は3.（1）を参照。

<sup>5</sup> 「国民経済計算の作成基準」（平成28年11月18日内閣府告示第1139号）では、「一般政府」は「中央及び地方政府と、それらによって設定、管理されている社会保障基金が含まれる。また、政府又は社会保障基金により支配、資金供給され、非市場生産に携わる非営利団体も含まれる」としている。



## (2) パイ（GDP）の拡大と財政政策

本章の冒頭で「パイ（GDP）の拡大を目指すだけであれば、財政支出や減税等の政府債務拡大（つまり政府以外の資産の拡大）で事足りる」と述べたが、(1)のSNAとGDPに関する前提と照らし合わせて、このことを考えてみたい。例えば財政支出を増やすべく公共投資を拡大した場合、GDPの支出側では、政府投資（公的資本形成）が増加する。三面等価の原則があるため、生産面における付加価値の総額は増加し、分配面では労働者、経営者、事業者本体、投資家のいずれかの分配額が増える。また別の例として、個人所得税の減税を行った場合、家計の可処分所得が増加するため、GDP支出面の民間消費の拡大が期待される。実際に民間消費が拡大すれば、三面等価であるため、生産面、分配面でのGDPも同時に増加する<sup>6</sup>。

このように、財政支出や減税等の政府債務拡大によって、GDPは拡大させることができる。しかし、政府債務拡大によるGDPの増加は、必ずしも国民生活の維持・向上につながるわけではない。まず注意すべき点は、政府債務の拡大はインフレ圧力をもたらすということである。1.(1)で述べた通り、物価の安定はマクロ経済運営の目標であるため、野放図なインフレ率の上昇は無視できない。

加えて、経済活動の活発化による恩恵を、すべての国民が享受できるとは限らないという点も注意が必要である。図表6-1では、事業者間の分配と事業者内の分配について図示しているが、いずれの分配においても、政府債務拡大を通じて追加的に生じた付加価値が等しく割り当てられるという保証はない。詳細は4.で論じるが、一般的に大企業のほうが中小企業よりも交渉力が強いいため、大企業のほうがより多くの付加価値を獲得しやすく、さらにその大企業を巡っては、コーポレートガバナンス改革により投資家の発言力が高まる一方、労働組合の組織率の低下等で労働者の交渉力は弱まっているため、業績が向上しても配当や自社株取得に付加価値が割り振られる傾向にある。株式や投資信託等の金融資産を多数保有しているのは富裕層であるため、結局のところ、富める者がますます富むという結果になってしまう。

こうした経済的格差の拡大による悪影響については、貧困の連鎖や社会の分断といった深刻な社会問題につながる懸念があるが、さらにマクロ経済的にも悪影響がある可能

---

<sup>6</sup> なお、この場合の減税は、第2次所得バランスにおいて、家計の所得増と一般政府の所得減という形で直接的にはとらえられるが、GDPの拡大による税の増収があるため、減収幅は一定程度相殺されると考えられる。

性がある。ほとんどの富裕層は保有する資産を運用し、さらなる資産拡大を目指しているが、その動きの中で資産価格の急激な上昇と下落、つまり資産バブルと資産バーストが形成されることがある。こうした資産市場の混乱は、民間の債務危機を引き起こし、マクロ経済を不安定化させるおそれがある。加えて、資産バブルが不動産やコモディティ等の実体経済と深く関わる分野で生じれば、インフレ圧力にもなる。マクロ経済の不安定化もインフレ圧力の増大も、広く庶民に悪影響が及び、とりわけ低所得者や貧困層が最も被害を受ける。つまり、一部の富裕層に資産が集中してしまうと、マクロ経済の不安定化やインフレを通じて、大多数の国民生活に悪影響を及ぼしかねないということである（日本の資産格差の現状については、補論を参照）。

### （3）分配構造を踏まえた政策の方向性

本節では、民間の分配構造において事業者間と各事業者内の大きく2つの枠組みで行われていること、パイ（GDP）の拡大は政府債務拡大で可能であるということ、GDPが増えても国民生活の維持・向上につながるとは必ずしも言えないということ、について述べてきた。

これらの点を踏まえると、あるべき政策の方向性として、「完全雇用」の実現にダイレクトな財政政策が考えられる。GDPの総額を増やすのではなく、望む人すべてに良質な雇用が提供されるよう、財政政策を展開する。これは、分配構造上、各事業者内での分配のあり方に影響を与えるものである。その具体的な内容は3. で述べたい。

また、事業者間の分配という観点からは、競争政策のあり方も見直す必要があると考えられる。従来は、消費者余剰や生産者余剰といった部分均衡分析的な考え方が基本とされてきたが、今後はさらに分配構造にも着目した対応が求められる。詳細は4. で論じる。

なお、本章はマクロ経済政策を中心に論じているが、国家の運営においては、それ以外にも、各種公共インフラ、科学技術開発、社会保障、教育、農林水産業等、様々な重要政策分野がある点には留意する必要がある。それら重要政策分野については、十分な規模で安定的に財政出動を行わなければならない、多少インフレ率が高まろうとも、これらの分野への政府支出は継続して行うべきである。むしろ逆にこれらの分野への投資をおろそかにすれば、特定の財・サービスの生産にボトルネックが生じ、インフレを引き起こすこともあり得る。

なお、望ましい財政の規模について、金額的に把握することは困難だと考えられる。政

府債務の拡大はインフレ圧力を引き起こすため、インフレの度合いが財政政策の限界となり得るが、財政政策の実施方法や動員する資源によって、インフレ圧力の程度は大きく異なるためである。例えば、10兆円の財政支出を行うとして、現金給付を広く行う場合と、1年間で全額執行する追加的な公共投資として使う場合とでは、インフレ圧力は大きく異なる。現金給付については、2020年度第1次補正予算において、総額12.7兆円の特別定額給付金が実施されたが、ほとんどインフレ圧力を高めることはなかった。他方、公共投資については、2020年度が約24兆円であり、ここからさらに10兆円も増やすとなると、相当な規模の拡大となる。広く建設関連の需給が逼迫することから、工事単価が大きく上昇し、さらに様々な財・サービスの価格に転嫁され、インフレを引き起こす可能性がある。

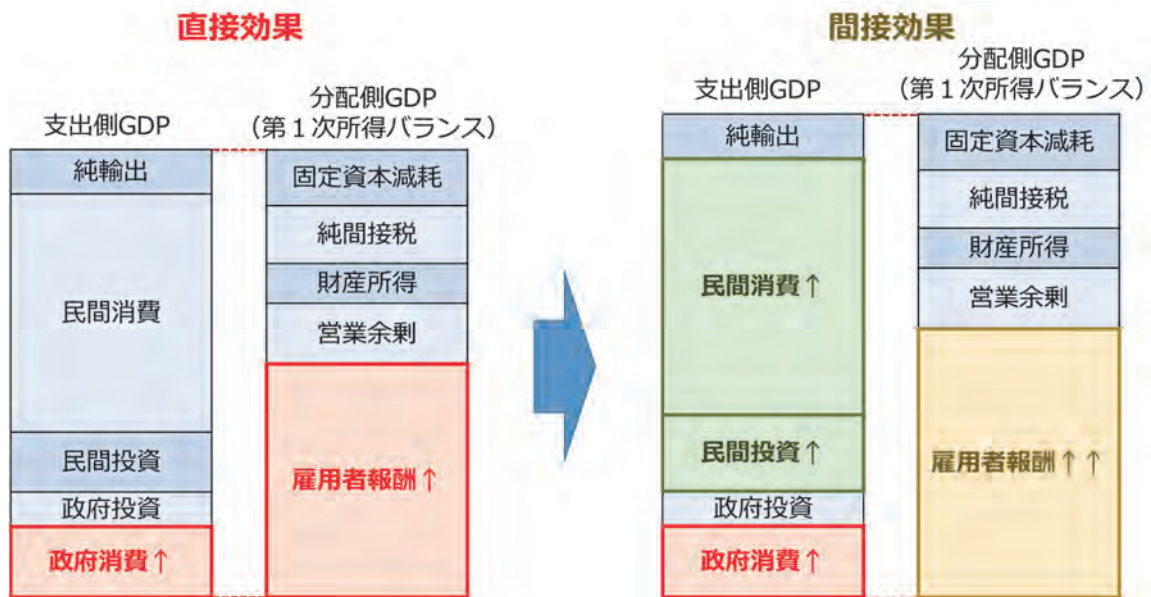
こうした点を踏まえれば、財政運営のあり方を考えるうえでは、国民生活の維持・向上に必要な財・サービスが滞りなく供給されているかという視点に立つ必要があり、それが物価の安定にもつながる。エネルギー安全保障、食料安全保障、さらには経済安全保障といった政策課題が重要視されるのも、国民生活の維持・向上に必要な財・サービスは多種多様であり、どれか一つが欠けただけでも、インフレをはじめとする深刻な影響が生じるためである。

### 3. 公共部門の賃上げ・雇用増

#### (1) 公共部門の増員・賃上げによる効果

本章では、「完全雇用」の実現にダイレクトな方策として、公共部門の賃上げ・雇用増を第一に挙げる。まず、「公共部門」とは、SNA上の一般政府や公的非金融企業、公的金融機関に加え、医療・介護・保育・福祉といった公益性の高いサービスを提供する営利・非営利の法人や組織を含むものとする。公共部門では、提供されるサービスが市場原理とは馴染みにくいため、そこで雇用される人々の処遇や採用数の決定においては、程度の差はあれ、政府が強く関与している。

図表 6-2 公共部門の賃上げ・雇用増の効果



出所：筆者作成

次に公共部門の賃上げ・雇用増が、マクロの分配構造にどのような影響を与えるかみていく。図表 6-2 の左側はその直接効果を図示しており、支出側 GDP では政府消費が拡大し、三面等価であるため、分配側 GDP も増加し、その内訳としては主に雇業者報酬が増加することになる。これは公務員等の一般政府に直接雇用されている場合の給与は、GDP の支出側では政府消費として扱われるためである。また、一般政府による直接雇用でない場合であっても、公共部門においては、給与等の処遇に対して政府が影響を及ぼすことができるため、雇業者報酬の増加につなげやすい<sup>7</sup>。公共部門の雇業者の多くは中間層に位置すると考えられるため、ここでの賃上げ・雇用増は、直接的な効果だけでも、中間層の底上げに寄与する。

さらに、公共部門の賃上げ・雇用増には、間接的な効果もあり、それが「完全雇用」の実現にも寄与する。その効果を図示したものが図表 6-2 の右側である。所得が増えた公共部門の雇業者は消費額を増やすと考えられるため、民間消費も増加する。また、民間消費の増加が持続的なものとみなされれば、民間企業は積極的に投資を行い、事業拡大を目指すようになる。こうした動きは支出側の GDP の拡大としてとらえられる。

<sup>7</sup> 具体的には、介護保険等における処遇改善加算のように、賃上げを条件に、事業者への給付額に上乘せする仕組みがある。

三面等価であるため、分配側 GDP も増加する必要があるが、ここでも雇用者報酬が最も増加すると考えられる。というのも、公共部門において賃上げ・雇用増が措置されていれば、民間部門の雇用者にとっては、公共部門に転職するインセンティブが強く働くからである。民間部門の事業主が労働移動を阻止するためには、雇用者の処遇改善が不可欠であり、結果として雇用者報酬の引き上げに迫られるのである。また、公共部門の雇用は多種多様であり、必要とされるスキルや賃金水準も幅が広い。そのため、公共部門において全般的に賃上げ・雇用増を措置すれば、民間部門においても幅広い層で賃上げがなされると期待される。

## （２）人事院の給与勧告の見直し

「完全雇用」の実現に向けては、公共部門の賃上げが望まれるが、現行制度下では、人事院による給与勧告の仕組みがあるため、まずはこれを大きく見直す必要がある。

現行制度では、人事院は、国家公務員と民間の給与を調査・比較し、両者の格差を埋めることを基本に、国家公務員の給与に関する勧告を行っている。最終的な給与の見直しの決定は国会の議決を経るが、これまでは基本的に勧告通りの給与改定が行われている。また、給与勧告の対象は国家公務員の一般職非現業職員であるが、その他の国家公務員や地方公務員、独立行政法人等、幅広く公共部門の給与水準に影響を及ぼしている。

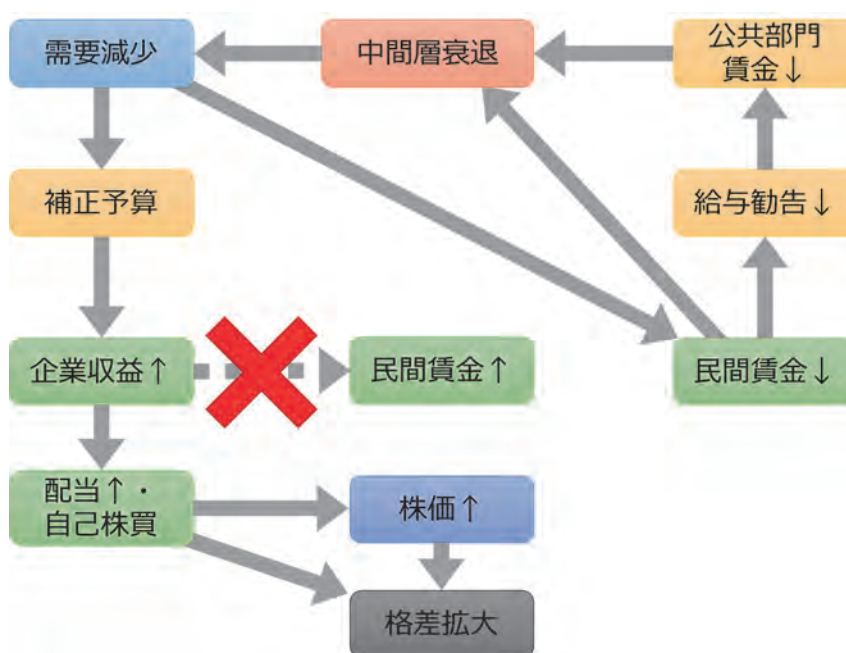
ここで問題なのが、民間の給与が基準となるため、民間の賃金が停滞している限り、公務員の給与が上がらず、むしろ民間の賃金が下がっていれば、それに引きずられて公務員の給与まで引き下げられてしまうという点である。実際、2002年の給与勧告における月額▲7,770 円の大幅引き下げ以降、アベノミクス期間中は若干の引き上げがあったものの、極めて低位で推移しており、2021年勧告後の給与は2002年勧告以前と比べて月額▲9,440 円のマイナスとなっている<sup>8</sup>。また、いわゆるボーナスの支給月数についても、1992年の5.45 か月をピークに徐々に引き下げられ、こちらもアベノミクス期間中に若干の引き上げがあったものの、コロナショックにより2021年勧告では4.30 か月にまで引き下げられている。

このような現行の給与勧告の仕組みは、マクロ経済に大きな負の影響をもたらしている（図表 6-3）。仮に何らかの要因によりマクロ的な需要が減少し、それに伴って民間の賃金

<sup>8</sup> 人事院「これまでの給与勧告の実施状況（昭和 35 年以降）」

も下落した場合、人事院は引き下げの給与勧告を行うことになる。実際に給与の引き下げが措置されれば、公共部門全体の賃金引き下げにつながり、民間賃金の引き下げも相まって、中間層全体の衰退を引き起こすのである。これによりさらに需要が減少し、また民間賃金が落ち込み、引き下げの給与勧告がなされる…という悪循環が生じてしまう。

図表 6-3 人事院の給与勧告による悪循環のイメージ



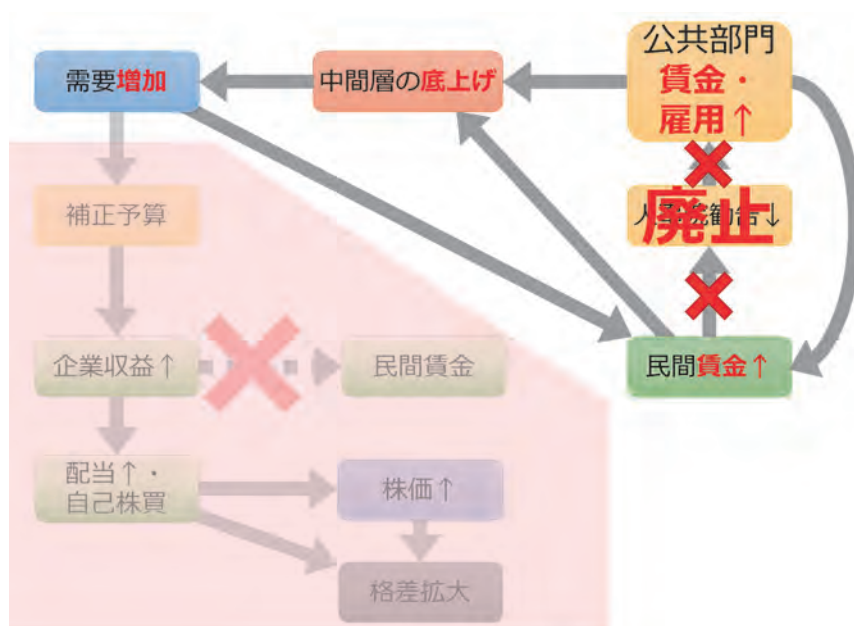
出所：筆者作成

このような悪循環は政治的にも看過できないため、景気浮揚を目指し、これまで何度も補正予算が組まれてきた。たしかに、補正予算によって一時的に需要が拡大し、企業収益（売上）は増えることになる。しかし、あくまで補正予算の効果であるため、持続的な業績の押し上げとはみなされず、賃上げの動きにはつながりにくい。では増えた収益はどう分配されるかというと、第1章の図表 1-11 の通り、配当や自己株取得に使われてしまっている。これによる恩恵は、株価の上昇も相まって、一部の富裕層ばかりに集中し、格差が拡大することになる。

図表 6-4 はこの悪循環を断ち切る道筋を示したものである。まず、現行の給与勧告の仕組みを廃止するか見直す必要がある。さらに3.(1)で示した通り、公共部門の賃上げ・増員を通じて、直接的・間接的に中間層の底上げを図るべきである。これにより、悪循環から好循環へと転じるため、補正予算で景気浮揚を図る必要はなくなる。

このような見直しをするためには、「公務員の給与は民間に合わせる」という従来の発想を大きく変え、「公務員を含めた公共部門の雇用者が、豊かな生活を送るために必要な給与水準を目指す」という考え方に移らなければならない。(1)で述べた通り、公共部門雇業者の多くは中間層を構成することが期待され、さらに賃上げの効果は民間部門にも波及する。つまり、公共部門雇業者の生活水準は、広く国全体の中間層の生活水準の基礎となると言える。

図表 6-4 悪循環の打破のイメージ

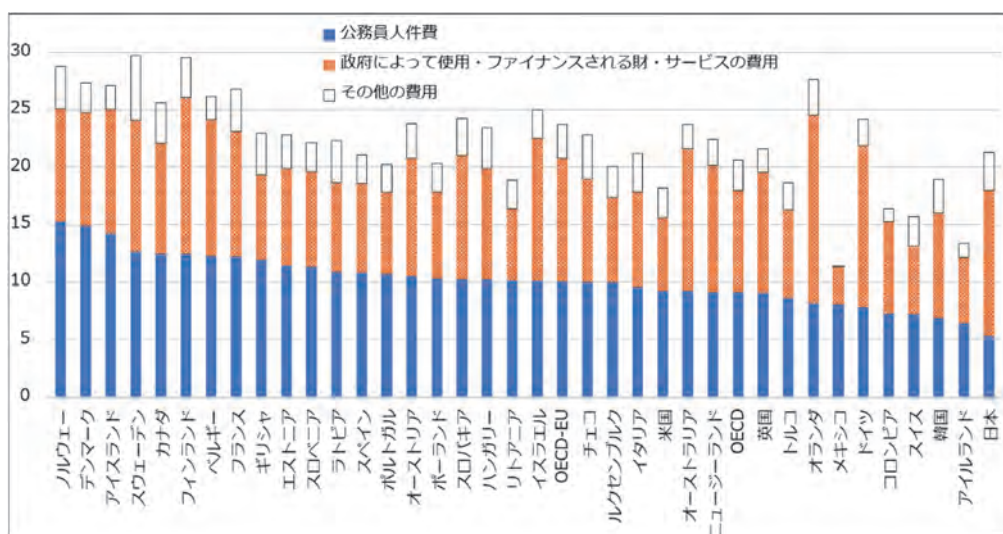


出所：筆者作成

### (3) 公共サービスのアウトソースの見直し

公共部門の賃上げ・雇用増に向けた具体策として、公共サービスのアウトソースの見直しが考えられる。公共サービスの提供にあたり、公務員として直接雇用した職員を通じて提供する方法のほか、民間事業者にアウトソースする方法があるが、図表 6-5 の通り、日本の対 GDP 比の公務員人件費は、諸外国の中で最も低い。費用の総額は OECD 平均とほぼ同水準であるため、「政府によって使用・ファイナンスされる財・サービスの費用」つまりアウトソースの割合が高くなっている。

図表 6-5 一般政府における対 GDP 生産費用の国際比較比較（2019 年）



出所：OECD「Government at a Glance 2021」より作成

このように、日本の政府の費用構造はアウトソース偏重という特徴があるが、公共サービスのアウトソースの拡大はマクロ経済上、負の効果をもたらす可能性がある。まず、アウトソースの目的がコストカットとされる傾向にあり、その政府のコストカットは家計等の所得減につながるという問題がある。コストカットの傾向について、例えば、公共サービスのアウトソースの方式の一つに PFI (Private Finance Initiative) があるが、内閣府は、その効果の一つとして「低廉かつ良質な公共サービスが提供されること」を挙げ、「コストの削減、質の高い公共サービスの提供が期待されます」と説明している<sup>9</sup>。そして、政府のコストカットは、図表 6-1 の通り、SNA 上は政府消費や政府投資の削減となり、三面等価であるため、分配も減少することになる。

さらに別の問題として、アウトソース先が営利法人であった場合、格差拡大につながる懸念がある。例えば、これまで公務員を直接雇用して給与を支払っていた公共サービスについて、公務員を削減し、その分を民間営利企業に委託してサービスを提供するというケースが考えられる。この場合、公務員の給与として全額が雇用者報酬とされていた部分が、民間営利企業を介することで、経営者や投資家といった富裕層に流れてしまうところが出てきてしまう。公務員の多くは中間層に属すると考えられるため、こうしたアウトソースの推進は、中間層を減らし、富裕層をさらに富ませるといった結果に陥ってしまうのである。

こうした点を踏まえれば、アウトソースに偏重してきたこれまでの傾向を見直し、公務

<sup>9</sup> 内閣府「PFI の効果」[https://www8.cao.go.jp/pfi/pfi\\_jouhou/aboutpfi/pfi\\_kouka.html](https://www8.cao.go.jp/pfi/pfi_jouhou/aboutpfi/pfi_kouka.html)



員として直接雇用するとともに、十分な処遇を与えていくべきである。たしかに、アウトソースをしなければならないケースや、そのほうが質の高い公共サービスを提供できるケースもあるため、アウトソース自体は完全に否定されるべきものではない。しかし、**図表 6-5** の通り、すでにわが国は過度にアウトソースを進めてきてしまっており、是正する余地は大いにある。

さらに、公務員の直接雇用の必要性としては、公共事業の中抜きや多重下請け問題の是正という点もある。現状、公共事業を行う際、政府が委託先に丸投げしてしまい、その委託先が中抜きをしてしまうというケースが散見される。本来的には、政府の事業として実施する以上、政府自身がプロジェクトの全体管理を行わなければならない事業も少なくないはずだが、人手不足等を理由に、丸投げせざるを得ない状況があるとみられる<sup>10</sup>。この状況を是正するためには、政府自身の体制整備と人員増強が不可欠であり、アウトソースに過度に依存している現状を見直すべきである。

#### (4) 非正規公務員の正規化

公共部門の賃上げの具体策として、非正規公務員の正規化が挙げられる。

**図表 6-6、6-7** の通り、公務員の非正規割合は上昇傾向にある。とりわけ地方公務員については、趨勢的に地方公務員数が削減される中、臨時・非常勤職員の割合が急激に上昇している。さらに、職種についても多岐に渡っており、保育所保育士や教員・講師といった有資格者の職種も相当数が雇用されている (**図表 6-8**)。

一般的に、非正規雇用の公務員のほうが正規雇用の公務員よりも処遇が低い。公務非正規女性全国ネットワークの「公務非正規労働従事者の緊急 Web アンケート調査報告」<sup>11</sup>によれば、年収 250 万円未満が全体の 76.6%を占めた。この所得水準では、目指すべき「完全雇用」からほど遠く、中間層を形成することなど到底できない。

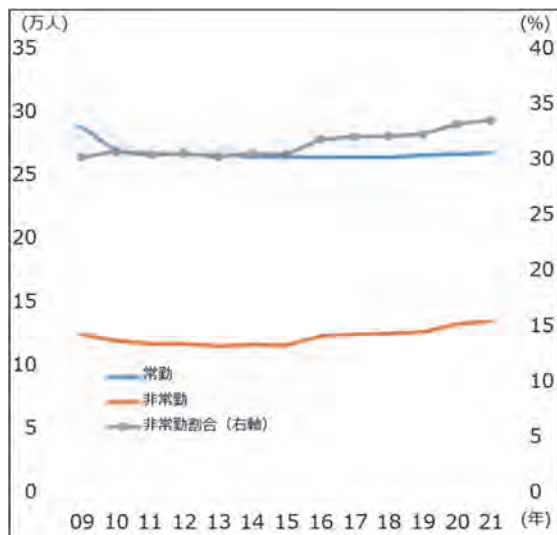
そこで、公共部門の賃上げとして、まずは低所得の非正規公務員を正規雇用に転換させていくべきである。2020 年時点で、国・地方の非正規公務員は 83 万人いるが、これだけの人数の処遇が大幅に改善されれば、民間消費も押し上げが期待される。さらに、様々な

<sup>10</sup> 例えば、新型コロナウイルス感染症対策として導入された、厚生労働省の接触確認アプリ「COCOA」は、接触を検知・通知できないという深刻な問題がありながら、約 4 か月放置されたという問題があった。厚生労働省「COCOA 不具合調査・再発防止策検討チーム」は、厚生労働省において、人員不足を含む業務体制等が問題の原因の一つであると分析している。

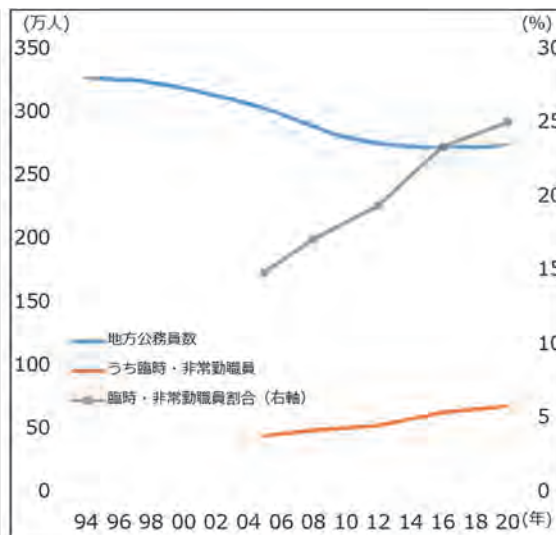
<sup>11</sup> <https://nrwwu.com/report-2/>

職種の公務員の処遇が改善することになるため、民間も幅広い分野において、雇用流出を防ぐための処遇改善に迫られることになる。

図表 6-6 国家公務員の常勤・非常勤の推移



図表 6-7 地方公務員数、うち臨時・非常勤職員の推移

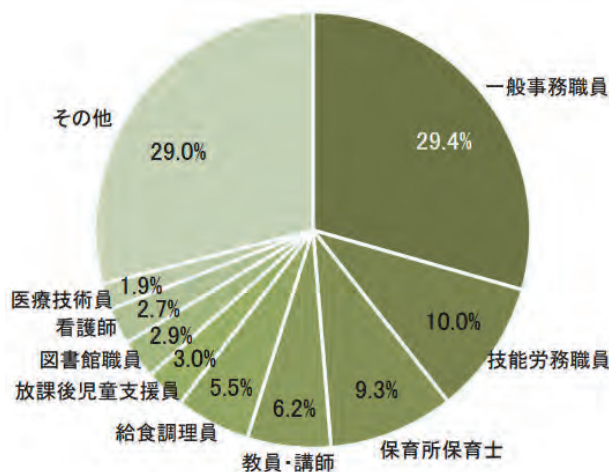


出所：人事院「一般職国家公務員在職状況統計表」

出所：総務省「地方公務員給与実態調査」、「地方公務員の臨時・非常勤職員に関する実態調査」

注：非常勤は委員顧問参与等職員を除く

図表 6-8 地方公務員の職種別臨時・非常勤職員数（2020年4月1日現在）



出所：総務省「地方公務員の会計年度任用職員等の臨時・非常勤職員に関する調査結果」

## （５）公的価格の引き上げ

岸田政権は、公的価格の見直しとして、2021年度補正予算において、看護師・介護士・保育士・幼稚園教諭等の収入引き上げを措置した。これらの職種は公共部門に属するものであり、極めて重要な役割を担っているが、賃金をはじめとする処遇が低いとされてきた。こうした社会的に重要な仕事を担っている人々こそが、中間層として位置付けられ、豊かな国民生活を送れるようにすべきであり、岸田政権の方向性は望ましいと言える。

ただしその具体的な内容については、さらに踏み込んだものとすべきである。まず、引き上げ額が不十分であるという点がある。2021年度補正予算では、2022年2月から、介護や保育などは月収の約3%（約9,000円）、看護はコロナ対応病院などに限り、月収の約1%（約4,000円）引き上げられ、今後も持続的な賃上げを目指すこととされているが、やはり引き上げ幅が不十分である。社会的に重要な仕事を担っている人々が、中間層として豊かな生活を送っていけるようにするためには、他の産業との賃金格差を是正するというだけでなく、さらにそれを超えて、民間も含めた賃金全体を引っ張っていく程度の賃金水準を目指すべきである。

もう一つ大きな問題は、公的価格の見直しの財源として、社会保険料負担が増えるということである。2021年度補正予算による措置は2022年2月から9月までであり、以降は、医療と介護については公的保険制度の中で財源を確保することになる。図表6-9、6-10の通り、財源には公費のほか、保険料が半分程度を占める。被用者保険においては、社会保険料は給与課税とほぼ同じであり、中間層の負担感は大きい<sup>12</sup>。せっかく中間層の底上げのために公的価格を引き上げても、社会保険料を中間層からさらに取るようでは、アクセルとブレーキを同時に踏むようなものである。

そのため、社会保険料負担が増えないよう、公費負担割合を拡充すべきである。すでに本報告書において繰り返し論じている通り、政府（国）が破綻することは基本的にあり得ないため、政府債務の拡大により、公費負担割合を拡充することは可能である。そもそも、政府の財源問題がないなら、国の社会保障制度として、給付と負担のバランスを重視する社会保険方式を採用する必要はない<sup>13</sup>。本当の意味での財源は、社会保障として提供されるサービスに従事する人々や、その提供に必要な様々な物資である。これらがなければい

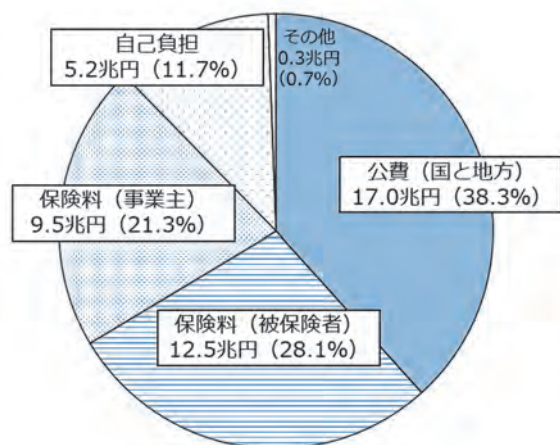
<sup>12</sup> さらに、保険料の算定基礎である標準報酬には上限があるため、給与に占める保険料負担の割合は、高所得者よりも低所得者のほうが高くなってしまいう問題もある。

<sup>13</sup> 社会保険方式の対比的な仕組みとして税方式があるが、「税は財源か」という点も最早自明ではないため、この名称も適切ではないとの見方もできる。

から政府債務を拡大しても、サービスを提供できない。なお、公費負担割合の拡充は、政府債務の拡大によって行われる、インフレ圧力を生じさせることになるので、時間をかけて段階的に実施していくのが現実的と考えられる。

図表 6-9 医療費の財源構成

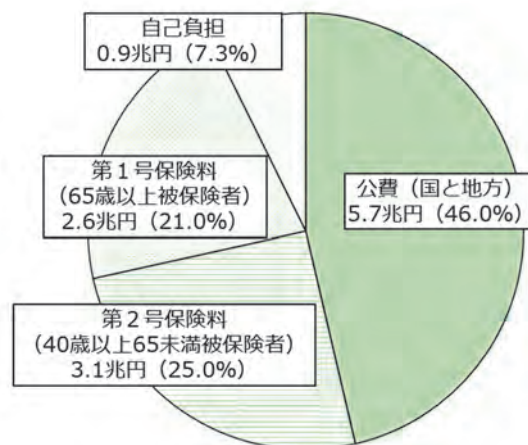
2019年度 総額 44.4兆円



出所：厚生労働省「国民医療費」

図表 6-10 介護費の財源構成

2020年度 総額 12.4兆円



出所：第176回社会保障審議会介護給付費分科会 (資料1) より作成

#### 4. 競争政策の強化

3. では、公的部門の賃上げ・雇用増の効果を論じてきたが、これらの政策は各事業者内の分配に影響を及ぼすものの、事業者間の分配についてはあまり変化をもたらさないと考えられる。最終的な分配のあり様は、事業者間の分配構造も関係する。本節の(1)では事業者間の分配がもたらす影響について、(2)ではその是正策について論じる。

##### (1) 競争政策と分配構造

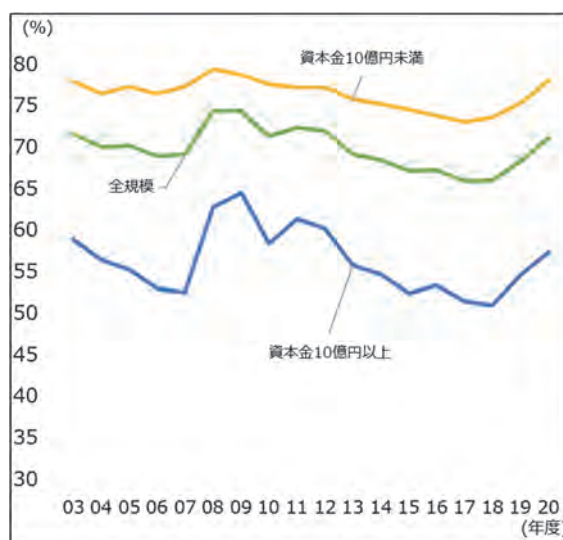
図表 6-1 において、民間事業者が関与した付加価値の分配は、事業者間と各事業者内のそれぞれによって行われると説明した。このうち事業者間の分配については、政策的な関与を強めなければ、交渉力や市場支配力のある大企業に偏りやすい。さらに、特定の企業が市場を圧倒的に支配する状況に至れば、独占や寡占という状態になる。

従来の経済学においても、独占や寡占は社会にとって望ましくないとされているが、その理由は企業と消費者の間の問題として解釈されることが多い。具体的には、独占や寡占がある場合と全くない場合(完全競争市場)とでは、独占や寡占があるほうが、生産者余

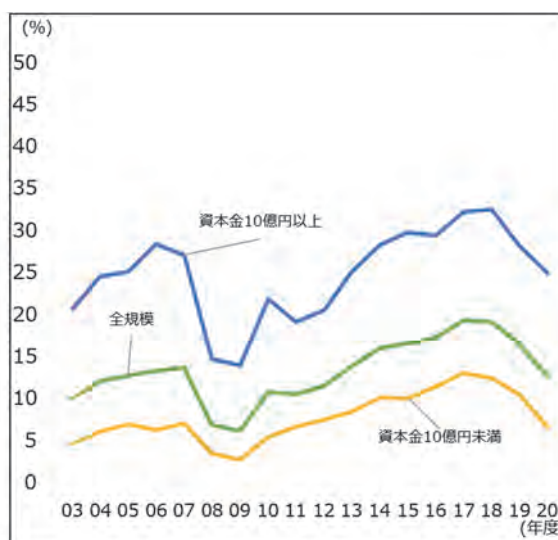
剰が大きくなる一方、消費者余剰が減少する。さらに、それらの余剰を足し合わせた総余剰も減少する。こうしたことから、完全競争市場のほうが望ましく、独占や寡占は排除しなければならないということになる。事実、日本の独占禁止法の執行機関である公正取引委員会は、「この独占禁止法の目的は、公正かつ自由な競争を促進し、事業者が自主的な判断で自由に活動できるようにすることです。市場メカニズムが正しく機能していれば、事業者は、自らの創意工夫によって、より安くて優れた商品を提供して売上高を伸ばそうとしますし、消費者は、ニーズに合った商品を選択することができ、事業者間の競争によって消費者の利益が確保されることとなります。」と説明している<sup>14</sup>。

しかし、独占や寡占の問題は、企業と消費者の間の問題にとどまらず、最終的な分配のあり方にも影響を及ぼし得る。なぜなら、独占や寡占が可能な企業は一部の大企業であるが、大企業の労働分配率は低い傾向にあり、得られた付加価値を富裕層に分配する傾向が強いためである。実際、第1章の図表 1-11 の通り、アベノミクス期間中、大企業は人件費や設備投資を抑制する一方、投資家への分配を強化してきた。業績が好調な中では、分配が投資家に偏る傾向が継続してきたのである。また、図表 6-11 の通り、大企業の労働分配率は低い。逆に、付加価値に占める営業純益の割合は大企業で高い（図表 6-12）。営業純益は、配当や内部留保の原資であり、さらに内部留保は自己株取得の原資ともなる。

図表 6-11 資本規模別労働分配率



図表 6-12 資本規模別営業純益率



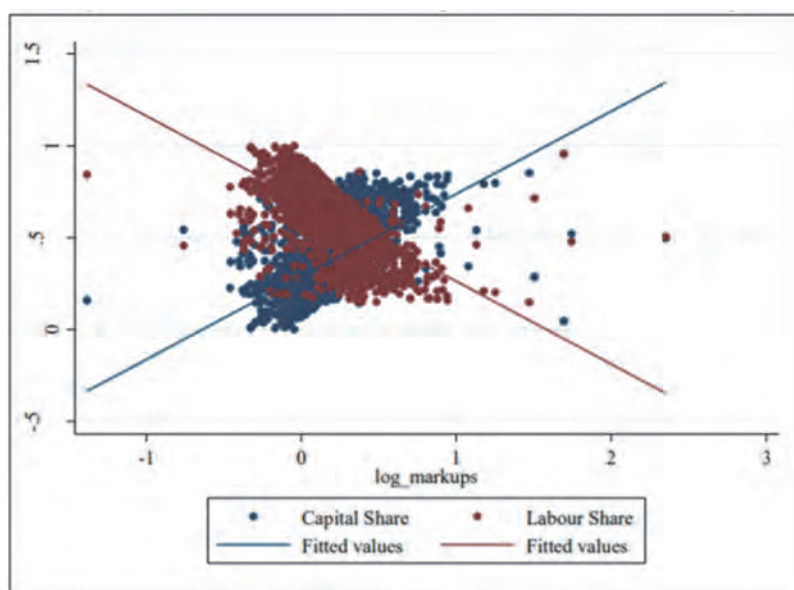
出所：いずれも財務省「法人企業統計」より作成

注：いずれも分母は付加価値（人件費＋営業純益＋支払利息等＋動産・不動産賃借料＋租税公課）

<sup>14</sup> 公正取引委員会「独占禁止法の概要」 <https://www.jftc.go.jp/dk/dkgaiyo/gaiyo.html>

オックスフォードの研究<sup>15</sup>では、競争政策と経済的格差の関係を分析しており、その内容は上述の説明と整合的である。彼らの仮説は、①競争政策が弱まると独占度が高まる、②独占度が高まると労働分配率が下がる、③労働分配率が下がると所得格差につながる、という流れである。つまり、競争政策が弱まると経済格差が拡大するのではないかと、ということである。実際に、**図表 6-13**にある通り、独占度の指標であるマークアップ率と労働分配率との間には負の相関関係が見られる。

**図表 6-13 労働・資本分配率とマークアップ率の関係**



出所：Zac et al.(2021)

仮にこのような構造があったとしたときに、**3.** で論じた公共部門の賃上げ・雇用増を行うとどうなるか。**図表 6-14**がそのイメージである。民間部門においては需要増と賃上げ圧力が生じることになるが、大企業が強い交渉力や市場支配力を発揮すれば、民需の増加によって生まれた付加価値の大部分を獲得してしまう懸念がある。中小企業においては、十分な付加価値を獲得できない一方、賃上げにも迫られることになる。大企業からすれば、取引先である中小企業が倒産してしまうのも事業に支障が出てしまうため、そうならない範囲内で最も有利な価格での取引を要求するというのが合理的な判断となる。そして、上述の通り、大企業が追加的に付加価値を獲得すると、それは従業員の賃上げではなく、配

<sup>15</sup> Zac, Amit and Casti, Carola and Decker, Christopher and Ezrachi, Ariel, Competition Policy and the Decline of the Labour Share (April 11, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3824115> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3824115>

当や自己株取得に充てることになる。

図表 6-14 追加的な民需の増加と分配構造の関係のイメージ図



出所：筆者作成

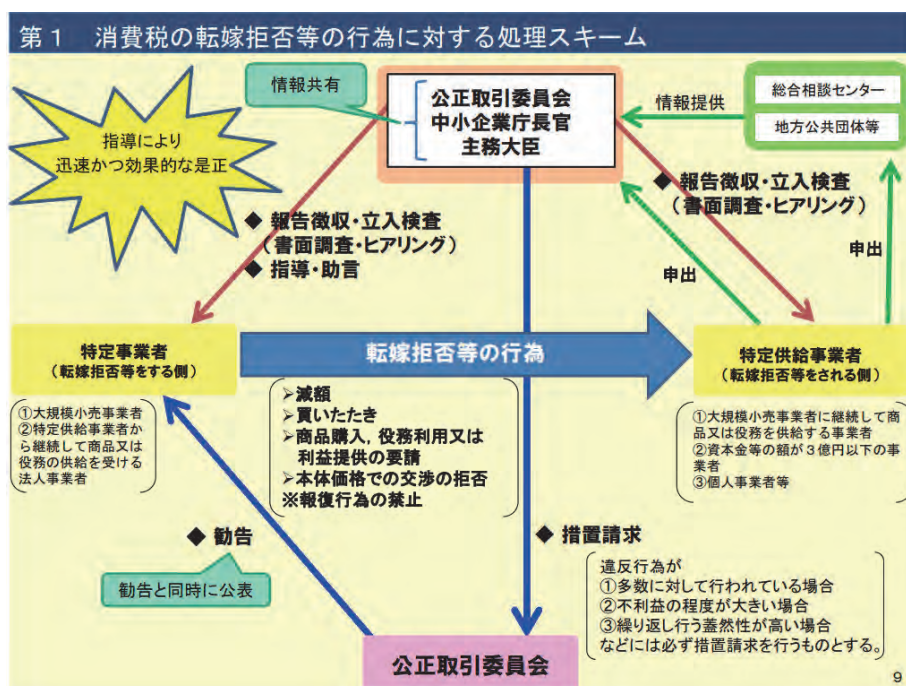
## (2) 競争政策の強化（価格転嫁支援とデジタル・プラットフォーマー）

(1) で論じたように、競争政策と分配構造には深い関連があり、既存の構造を維持したままでは、3. で論じた公共部門の賃上げ・雇用増による効果が十分に発揮されないという懸念がある。その対策として、競争政策の観点から、政府による関与を強める必要性があると考えられる。

例えば、中小企業が賃上げ分を着実に価格に転嫁できるように措置することが考えられる。具体的な内容については、消費税率引き上げ時の消費税転嫁対策特別措置法<sup>16</sup>に基づく取り組みが参考になる。消費税の転嫁拒否等の行為をされた場合に、公正取引委員会等に申し出ること、関係省庁が連携し、転嫁拒否等を行った事業者への調査の上、指導・助言・勧告を行うこととされている（図表 6-15）。この仕組みを参考にすれば、中小企業が賃上げを行った場合の価格転嫁を、制度的に担保することが考えられる。ただし、消費税転嫁対策と異なり、全ての中小企業が保護の対象となるため、執行面等での能力増強が求められる。

<sup>16</sup> 正式名称は「消費税の円滑かつ適正な転嫁の確保のための消費税の転嫁を阻害する行為の是正等に関する特別措置法」（平成 25 年法律第 41 号）

図表 6-15 消費税転嫁対策特別措置法のスキーム



出所：財務省「消費税の円滑かつ適正な転嫁の確保のための消費税の転嫁を阻害する行為の是正等に関する特別措置法及びガイドライン等について」

また、近年では、大企業の中でも、GAFAM<sup>17</sup>等のデジタル・プラットフォーマーが強い力を持つようになってきている点にも留意が必要である。政府のデジタル市場競争会議では、「デジタル市場競争に係る中期展望レポート～Society 5.0におけるデジタル市場のあり方～」（2020年6月）において、「デジタル市場は、一般にネットワーク効果や低い限界費用等から、独占・寡占に至りやすく、ロックイン（囲い込み）効果が働きやすいこと、かつ、そのスピードが非常に速いことから、既存産業を前提とした市場のとらえ方やルール整備では限界が生じている」との問題意識を示している。上述の通り、独占・寡占による弊害は、分配構造にも及ぶため、デジタル・プラットフォーマーが獲得する莫大な付加価値は、投資家や経営者、ごく少数のハイスキル労働者（トップ YouTuber 等を含む）に集中的に分配されることになる。

ただし、同時にイノベーション創出の観点も重要である。企業が生み出してきた新たな技術や財・サービスが社会を豊かにしてきたことは事実であり、そうしたイノベーションの創出には、企業による投資が不可欠である。また、イノベーションによって生み出され

<sup>17</sup> Google、Amazon、Facebook、Apple、Microsoft の頭文字。



た画期的な財・サービスが、圧倒的な市場での競争優位を持ち、独占・寡占に至るケースもある。市場優位性とそれによって得られる利益（ないし付加価値）を獲得するために、企業は投資をしているので、過度な介入はイノベーション創出のための企業投資を阻害しかねない。消費者利益の確保や公正取引の推進といった観点に加えて、マクロ的な分配構造への影響やイノベーション創出促進等、幅広い観点からの検討が求められる。

## 5. まとめと今後の課題

本章では、マクロ経済運営の目的として「国民生活の維持・向上」を掲げ、その目標を物価の安定と「完全雇用」の実現と設定し、求められる政策について論じてきた。その大きな柱は公共部門の賃上げ・雇用増であり、これにより民間部門も含めて賃金が上昇し、中間層全体の底上げにつながる。また、競争政策の強化も合わせることで、全体の分配構造の改善も図るべきと述べた。

本章では、基本的な政策の方向性について論じたところであるが、そのより具体的な内容については、さらなる検討が必要である。例えば、公共部門の賃上げ・雇用増について、どういった公共サービスの人員を補強すべきか、といった点はより詳細な議論が必要である。とりわけ、人口減少の進むわが国においては、労働力不足は差し迫った問題であるため、優先順位付けは必要である。ただ、補論で述べる通り、付加価値や要した費用（金額）で評価する方法は適当ではない。「より良い社会を作るために、限られた実物資源を、どう配分するか」という問題になってくる。

同様に競争政策の強化についても、より詳細な検討が必要になる。とりわけ、マクロ的な分配構造に着目するという考え方自体が、従来の制度思想と異なっているため、様々な分析が求められる。

本章では扱わなかった大きなテーマとして、社会保障制度の全般的な見直しが挙げられる。これまでは、「限られた財源の中で、いかに持続可能な制度を構築するか」というのが、大目標であった。しかし、すでに本報告書で何度も論じているように、政府に財源問題はない。真に限界があるのは実物資源なのである。このように議論の前提が大転換するのであれば、改めて制度のあり方を抜本的に見直さなければならないが、詳細かつ広範な議論・検討が不可欠である。社会保障制度は、社会保険、社会福祉、公的扶助、保健医療・公衆

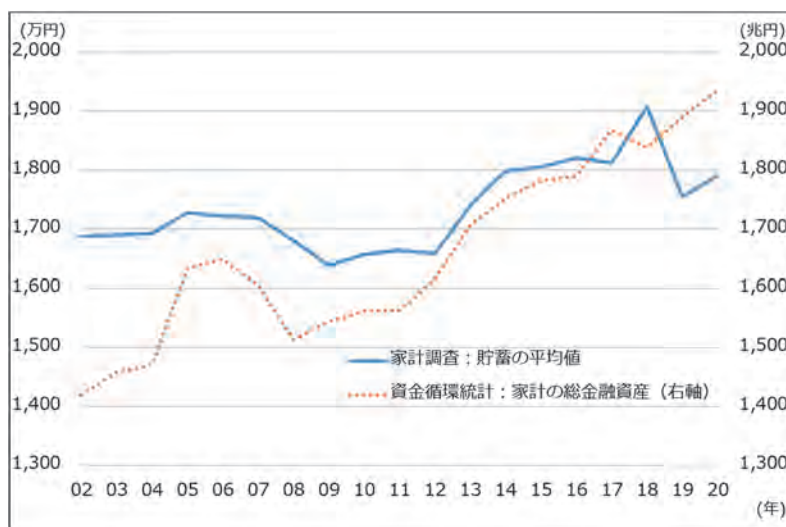
衛生から成り<sup>18</sup>、いわば巨大な制度の集合体ととらえられる。さらに社会保険だけでも、年金制度、医療保険制度、介護保険制度等、構成する一つ一つの制度も大がかりなものであり、さらにそれぞれが関連したものとなっている。このような巨大な制度的枠組みを抜本的に見直すのであれば、その検討においても相当な規模や時間を要すると考えられる。

## 補論 わが国の資産格差について

「わが国の経済的格差は大きくなく、また拡大していないことから、深刻な問題ではない」との指摘があるが、それには留意が必要である。以下、資産格差に絞ってみたい。

まず、第1章の図表 1-7、1-8 の通り、家計調査によれば、貯蓄下位 20%ラインはもとより、上位 20%ラインにおいても貯蓄額は増えていない。また、図表 6-16 の通り、貯蓄の平均値も大きな伸びとはなっていない。他方、資金循環統計<sup>19</sup>では、家計の総金融資産は増加傾向にあり、直近では 2,000 兆円近くにまで膨張している。2002 年から 2020 年までの伸び率を比較すると、家計調査の貯蓄の平均値が+6%なのに対し、資金循環統計の家計の総金融資産は+36%も増えている。

図表 6-16 家計調査の貯蓄の平均値と資金循環統計の家計の総金融資産



出所：総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」、日本銀行「資金循環統計」

<sup>18</sup> 厚生労働省「社会保障とは何か」[https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_21479.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_21479.html)

<sup>19</sup> 総務省「家計調査（貯蓄・負債編）用語の解説」によれば、「貯蓄」は、預貯金のほか、生命保険・積立型損害保険の掛金、株式、債券、投資信託、金銭信託等の有価証券等であり、資金循環統計上の金融資産と大きな差異はない。

こうした家計調査と資金循環統計の差は、前者がマクロ統計である一方、後者がミクロの標本統計であることによる可能性がある。家計調査（貯蓄・負債編）の2020年平均の集計対象世帯数は6,100世帯に過ぎず、2015年の国勢調査における総世帯数5,333万世帯<sup>20</sup>と比べれば、極めて大きな開きがある。他方、資金循環統計は、金融機関の財務諸表等を基にしているため悉皆性が高い。

マクロ的には誰かの金融資産は誰かの負債であるため、家計の総金融資産の増加は、政府債務の拡大を反映していると考えられる。家計の総金融資産自体が増えること自体は、大幅なインフレ圧力が生じている等の弊害が生じていない限り、大きな問題はない。しかし、増えた分の金融資産を誰が保有しているのか、というのは資産格差につながる論点であるため極めて重要である。

可能性として考えられるのは、ごく一部の家計でのみ金融資産が増加し、それがマクロ統計では反映される一方、ミクロ統計では反映されていない、というケースである。第1章の図表1-11の通り、アベノミクス期間中、給与水準が比較的高い大企業において、人件費の増加が抑制される一方、配当や自己株取得で投資家への分配が強化されてきた。この点も踏まえると、ごく一部の家計で資産が増えているという想定も強ち否定できない。

いずれにせよ、マクロの資金循環統計と統合的な資産の分布状況を把握できなければ、真の資産格差は把握できない。

---

<sup>20</sup> 家計調査（貯蓄・負債編）の調査対象である二人以上世帯に限れば、その数は3,491万世帯である。

## 第7章 地域経済活性化による中間層再生

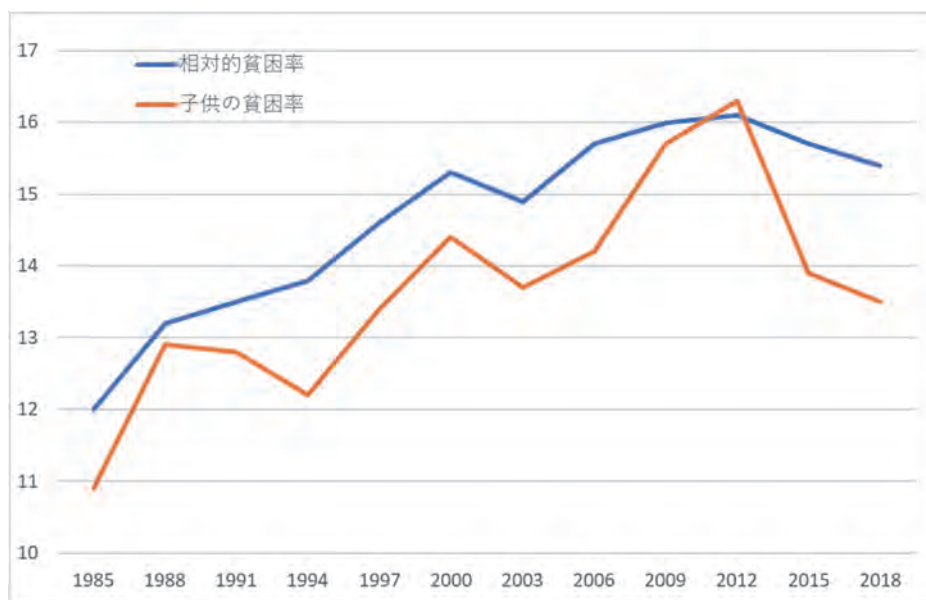
明治大学 政治経済学部 教授

飯田 泰之

### 1. はじめに

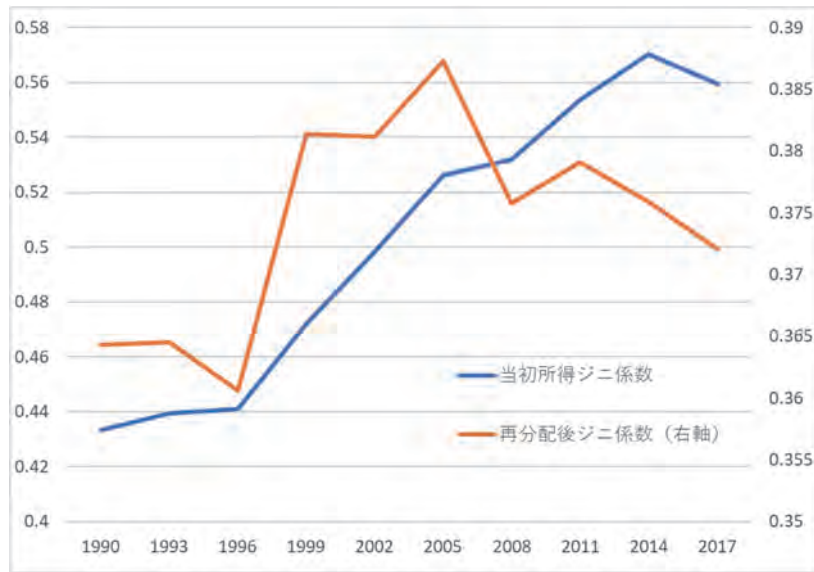
1990年代以降の日本における中間層の解体にあたって、長期にわたる経済停滞が及ぼした影響は大きい。同時期の階層構造の変化を生産技術の変化に求める議論も少なくないが、サプライサイドのみで状況を説明しつくすことはできない。代表的な格差指標である相対的貧困率やジニ係数を概観すると、1990年代中葉から2000年代にかけての悪化に対し、2010年以降には再分配政策の変化もあいまってその悪化は一服している。2013年以降の金融政策の転換を通じ、一定程度の改善が見られたことが格差のさらなる拡大を防いでいる状況がうかがわれる。第5章にみられるように需要サイドの政策は雇用改善を通じて中間層の再生を後押しする力がある。

図表 7-1 相対的貧困率の推移



出所：厚生労働省「国民生活基礎調査の概況（2019年）」

図表 7-2 ジニ係数の推移



出所：厚生労働省「所得再分配調査」

その一方で、相対的に全国に一律の影響を与える金融政策と比して、財政政策による需要刺激においては、その使途が有効性を大きく左右する。需要政策の限界は、文字通りの財政破綻ではなく（第3章）、供給能力の制約にある。公的な発注が増加しても、当該産業の生産・供給能力がその上限に達しているならば、財政支出は民間事業をクラウドファンディングアウトするのみの結果となろう。供給能力拡大の余地あるセクターへの有効な財政資金の投入は政策の有効性を高め、ひいては日本経済の再起動に要される財源を最小化することにもつながる。人口移動の促進や地方圏の都市再生といった地方創生の施策はその有望な候補である。

もっとも、地方創生を語る時、その「地方」の姿はあまりにも多様だ。大阪圏・名古屋圏は地方なのだろうか。札幌・仙台・広島・福岡はどうだろうか？ さらに地方都市と中山間地域では直面する問題は大きく異なる。地方創生の政策は都市規模・地域性において高度の個別性を有している。その全てを語りつくすことは、紙幅のみならず私の能力からして、不可能である。そこで本章では、三大都市圏を除いた地方における都市圏、なかでもその都市圏の中心都市を念頭に議論を進めたい。

## 2. 東京一極集中が生む格差と停滞

現在の日本の人口分布を特徴づけるのが東京圏への人口集中であることは言を俟たな

い。東京圏は 26 年連続への転入超過地域となっている。なお、ここ 9 年間では三大都市圏のなかでも唯一の転入超過地域である（総務省「住民基本台帳人口移動報告」、2021 年）。本節では、東京圏への人口集中がある種の格差を統計上の数値以上に深刻なものにすること、そしてこの人口集中が経済成長面でも効率的なものではないことを説明したい。

### （1）中間層であることの困難

図表 7-1、7-2 で示した一般的な格差指標からは 2010 年代以降に格差や中間層の衰退が顕著に進行したと解釈することは難しい。一方で各種の意識調査における主観的評価ではこれらの指標とは異なる傾向が観察される。「社会での自分の位置」を問う ISSP 国際比較調査では、10 段階評価で自らを 5~6 の中央値に属するとの回答が 2009 年の 47%から 41%へと減少している（NHK 放送文化研究所）。また、日本における統計・指標上の資産・所得格差は主要先進国中で際立って悪いものではないにもかかわらず、今年初めに行われた世論調査では日本の経済格差について 88%が「深刻だ」と回答している（読売新聞 2022 年 3 月 27 日朝刊）点も印象的だ。

客観的指標と主観的調査の乖離の一つの解釈が、裁量的に配分可能な予算額の観点から見た格差拡大である。税・社会保険料負担などの義務的支出、食費・住居費等の基礎支出が増大すると家計所得のうち各時点で支出先を選択できる金額は減少する。これを便宜的に実感可処分所得と呼ぼう。

所得が高いほどこれら固定費（義務的・基礎的支出）が支出に占める割合は低くなる。高所得者ほど貯蓄率が高い（消費率が低い）傾向があるため、一時点でみると高所得者ほど所得に占める消費税負担の割合は低くなる。社会保険料負担も、老齢基礎年金に代表されるように、一括固定負担部分を包含しており、主として低所得者層と中位所得層間で同様の逆進性を生みやすい。また、食費や住居費に代表される基礎的支出は所得上昇ほどには増加しない。エンゲルの法則、シュワーベの法則である。

固定費の絶対水準が上昇すると、所得から固定費を除いた実感可処分所得の格差は拡大する。年収 1,000 万円の世帯と年収 500 万円の世帯で固定費がそれぞれ 500 万円と 300 万円であった場合、所得の格差は 2 倍であるが、実感可処分所得の格差は 2.5 倍になる。2010 年代に行われた消費税や社会保険料の引き上げが裁量的に利用可能な所得の格差拡大を通じて主観的な格差・階層分化意識を強めた可能性は小さくない。

同時期に進んだ東京圏への人口集中もこのような主観的意識の拡大に大きく影響して

いると考えられる。国土交通省では全国消費実態調査に基づいて都道府県別の所得中央値世帯の基礎支出を算出している（図表 7-3）。

図表 7-3 固定費（基礎支出）の都道府県差(単位：円)

基礎支出の高い都府県		基礎支出の低い都府県	
1 東京都	199,372	1 大分	125,479
2 神奈川	182,334	2 宮崎	127,825
3 埼玉	174,779	3 沖縄	129,560
4 千葉	173,664	4 佐賀	130,296
5 京都府	168,695	5 鹿児島	131,236

出所：国土交通省「企業等の東京一極集中に関する懇談会 とりまとめ」  
(令和 3 年 1 月 29 日)

東京都における中央所得（2人以上、勤労者）の基礎支出は199,372円と、最も低い大分県・宮崎県等よりも約60%高い。東京都に続くのが首都圏3県であることから、東京圏の基礎支出水準の高さがうかがわれよう。基礎支出水準が高い、その結果として実感可処分所得の格差が大きくなりやすい地域に人口が集中すると主観的な格差や階層分化を実感する世帯も多くなる。中流意識の解体においても東京一極集中がもたらした影響は大きい。

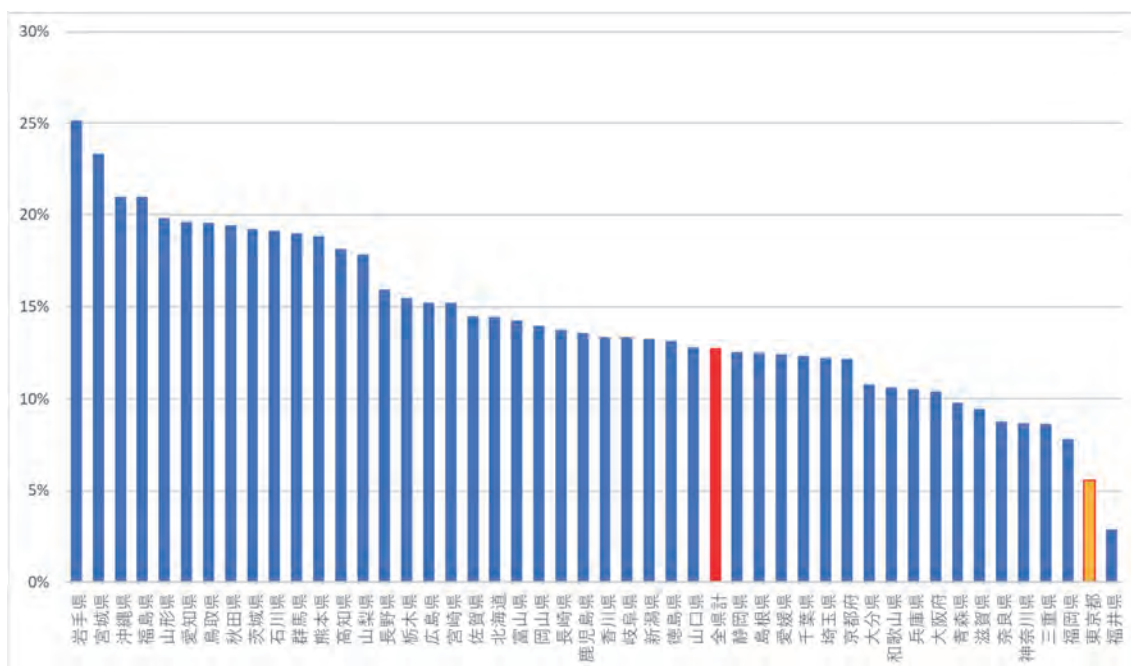
## （2）東京は日本の Growth Center ではない

大都市圏での経済活動の集積を通じて所得を向上させているならば、人口の一極集中が正当化されることもあろう。しかし、2010年から2018年の都道府県別の実質経済成長率を比較すると、東京都の成長率（9.3%）は全県計（10.6%）を下回っている（内閣府「県民経済計算」、各年）。最も人口増が顕著であった東京都において経済規模の拡大ペースが全国平均以下にとどまっていること、あわせて同期間に多くの都道府県の労働人口が横ばいまたは減少していることに注意されたい。

東京に人口が流入する一方で、その成長率は停滞している。ここから、東京での一人当たり所得の停滞はより明確なものになるであろうことがわかる。図表 7-4 は一人当たり県民所得の成長率を比較したものだ。原子力発電所の操業停止等からの影響が相対的に大き

い福井県に次いで、東京の一人当たり県民所得の成長率は低い。神奈川・埼玉・千葉の首都圏 3 県も全県計を下回るパフォーマンスしか残していない。ここでも、東京はすでに日本経済の成長をけん引する存在ではなくなりつつあることが明らかになりつつある。

図表 7-4 一人当たり県民所得の上昇率 (2010~2018)



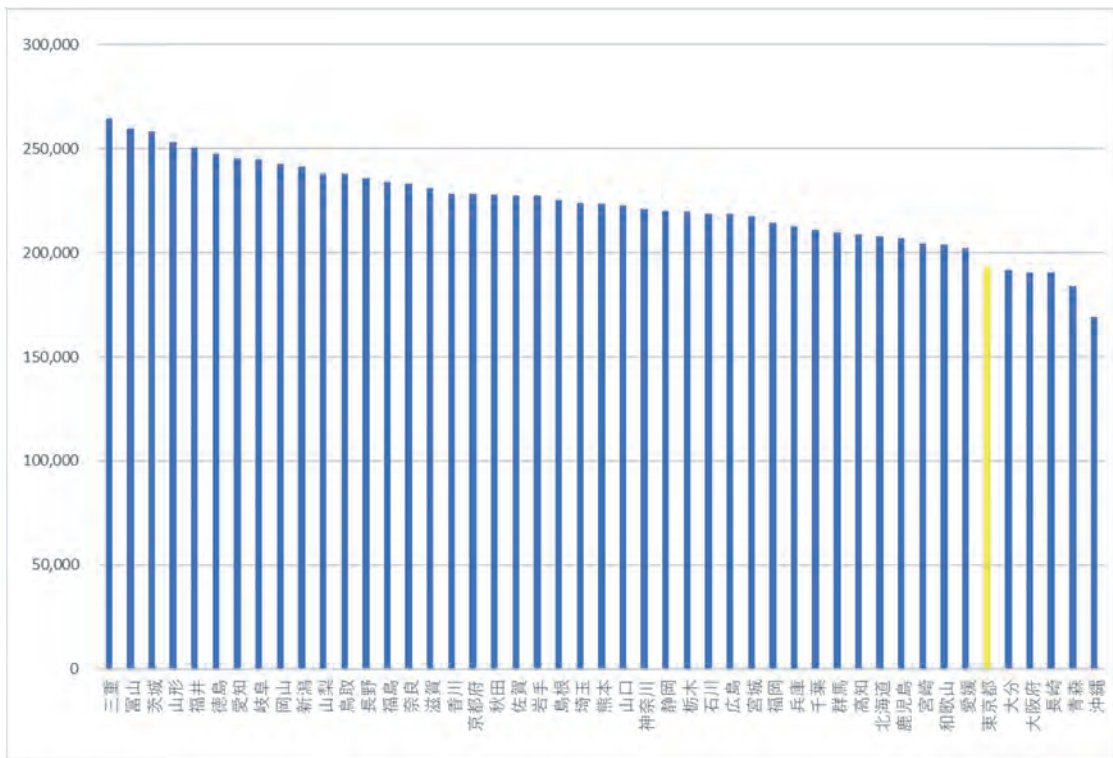
出所：内閣府「県民経済計算」

東京圏経済の失速に関する一般的な解釈は経済成長理論に基づくものが多い。新古典派成長理論における収束論では、一人当たり所得・生産の絶対水準が高い地域ほど成長率が低くなることが示される。2018年の東京都の一人当たり県民所得は約542万円（全県計332万円、内閣府「県民経済計算」）と突出しており、その成長の鈍化は理論的にも避けがたい。

一方で、東京都の家計が経済的に豊かで余裕があるとはいえないことにも注目する必要がある。可処分所得から基礎支出を除いた、実感可処分所得において東京都は全都道府県中の下位グループに位置している（国土交通省、前掲資料）。総人口のうち1,400万人（東京都民）、または3,600万人（首都圏住民）が成長余力に乏しく、経済的な豊かさの低い地域に暮らしている。これが日本経済の活力を削いでいることは容易に理解できるだろう。



図表 7-5 「実感」可処分所得



注：2人以上世帯所得 40%～60%平均

基礎支出 = 「食料費」 + 「(特掲) 家賃+持ち家の帰属家賃」 + 「光熱水道費」

出所：総務省「全国消費実態調査」、国土交通省「企業等の東京一極集中に関する懇談会 とりまとめ (令和3年1月29日)」

ここから導かれる政策的インプリケーションは人口の分散だけではない。総人口の1割が居住する東京都、3割近くが居住する首都圏の生産性と住民所得の向上なしには日本経済の成長はおぼつかない。そして、人口分散と首都圏の生産性・所得の向上のための施策は同一の方向性をもっている。

東京都の労働生産性は高い。東京都の従業員一人当たりの付加価値で計った生産性は1,068万円と全国平均の861万円を大きく上回る(日本生産性本部「都道府県別生産性データベース」、2017年、名目)。しかし、東京都や東京圏労働者の社会的生産性を考えるためには通勤にとって必須の通勤時間についても併せて比較する必要があるだろう。「住宅土地統計」(平成30年)、「毎月勤労統計」、「賃金構造基本調査」(令和元年)から国土交通省が試算する通勤の機会費用は東京都・神奈川県で月5.5万円を超え、中央値である2.1万円を大きく超えている。

長時間通勤の問題は時間の損失だけではない。通勤は労働者にとって肉体的・精神的な負担であるとともに、学習・研究時間の喪失やコミュニティへの所属を通じたネットワー

ク獲得機会を奪っている。企業活動の国際化、多様化といったダイナミックな環境変化の中でより高い付加価値を達成するためには、OJT・Off-JT 両面を通じた能力向上が欠かせない。ルーティン色の強い業務はすでに付加価値を生みづらくなっており、さらに中長期的にコンピューターやAIに代替されていく。これからの労働者に求められるクリエイティブな着想を増加させるためには人的なネットワーク形成の促進がもとめられる。

通勤という日本の大都市圏における深刻な生産性阻害要因について、新型コロナウイルスという深刻な事件は一つの改善に向けた潮流を生み出した。在宅勤務や自宅に限らないリモートワークの一般化である。リモートワークに関する法整備、企業のリモート環境整備にむけた投資促進税制は今後さらに強化される必要がある。

また、自宅以外でのリモートワーク実施を容易にするためのコワーキングスペース、シェアオフィスの増加は、これまで希薄になりがちであった現役就労世代の地域コミュニティの再建、地域ネットワークを通じたビジネスプラン・アイデアの涵養に資する施策となり得る。あわせて通勤手当に関する税制についても、長時間通勤から職住接近への移行を支援するものに改訂されていく必要があるだろう。公共交通機関の利用だけでなく、自宅の通信環境整備やコワーキングスペースの利用などについて「通勤」手当としての税制優遇を受けられるよう制度設計を進める必要がある。

リモート環境の整備は人口分散政策として議論されることが多いが、東京圏・近畿圏等の大都市部とその郊外地域の生産性向上に資する施策でもある。営業職や企画・人事等の多くの事務部門、さらには生産性向上のコアを担う研究・開発部門において対面業務は必須の営為である。部分的なリモートワーク化——例えば週3日の出社と2日のリモート勤務といった勤務態勢では、遠隔地居住は困難である。首都圏・近畿圏の郊外地域住民の通勤負担を軽減し、あわせて郊外地域の昼間人口を維持・拡大する手段としてのリモートワーク促進政策への財政的なサポートの拡充が要される。

### 3. 地域経済の危機と東京圏経済

収束論、長時間通勤による消耗とならんで東京圏経済停滞の原因となっているのが、東京の産業特性である。そして、地方圏経済の不振もまた東京の産業特性に由来する。東京の主要産業は「本社」である。本節では本社部門の偏在がもたらす地域経済の危機と東京圏経済の不振をあわせて論じたい。

## (1) 人口減少は第一義的課題ではない

日本経済の長期停滞を論じる際、ほとんどの論考で重視されるのが人口減少と少子高齢化の問題である。また、地域経済の再生を考える上でも地域人口の縮小が最大の懸念材料として語られることが多い。

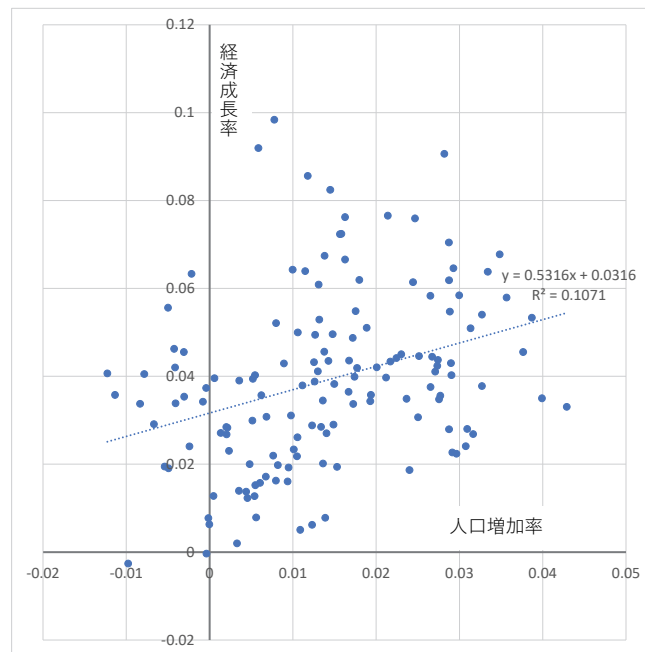
一方で、本報告書各章で言及してきたように、現代の日本経済において大きな問題となっているのは需要の不足である。貯蓄行動に関するライフサイクル仮説からも示唆されるように高齢者の貯蓄率は現役世代よりも低い。さらに近年では高齢者の増加のみならず、高齢者世帯自体の貯蓄率も低下している。一般的に相対的に現役世代人口が減少し、その現役世代の減少が一国の経済活動にとって主要な制約になっているのであれば経済は供給能力の不足とそれにとまなうインフレーションに直面するであろう。

直近ではロシアによるウクライナ侵略で加速する資源価格の高騰によって企業物価指数の高騰や消費者物価指数（総合）の上昇が報じられることが多い。しかし、国内需要デフレーターや食品・エネルギーを除く消費者物価指数（コアコア指数）の停滞は続いており、現下の物価上昇は国内供給能力の不足によるホームメイド・インフレではないことがわかる。高齢者就労の促進は、老後の生活不安の緩和を通じた消費拡大をもたらすため、供給能力だけではなく、需要政策としての側面も有しているのだ。生きがいややりがいの維持とそれを通じた健康寿命の増進という観点と合わせて、高齢者に適合した短時間就労に関する制度整備がもとめられる。

はたして人口増加率の低下や人口減少は一国のマクロ経済とその成長にとってどれだけのインパクトをもつ課題なのだろう。GDP つまりは付加価値の産出能力は、一国の労働人口、生産設備・インフラ、技術によって決定する。ここから、理論的には人口減少は経済成長率を低下させる効果があることがわかる。さらに実証的にも、人口の増減はいずれのデータにおいても統計的に有意に経済成長率に影響している。人口減少が日本の経済成長率下押ししていることは間違いないだろう。

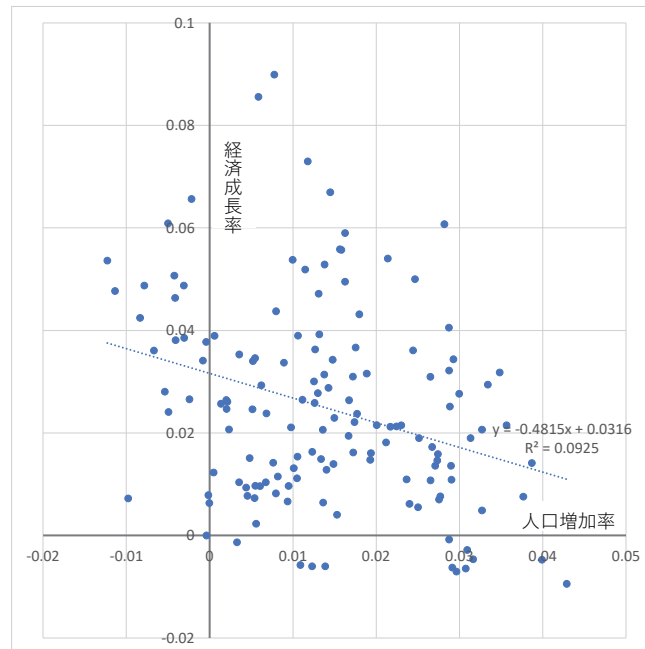
その一方で、「理論的にも、データ面からも明らか」という表現には注意が必要だ。この表現には影響力の量的な強弱に関する情報は含まれていない。誤解を恐れず要約すると、人口は経済成長率に対してそこまで強い影響を与えるわけではない。これを理解するために、2000年から2018年までの世界各国の人口増加率と経済成長率を比較してみよう。

図表 7-6 人口増加率と経済成長（2000～2018 年平均）



注：2000～2018 年 PPP データが得られる人口 100 万人以上の国（除く UAE）  
出所：World Bank Data Base

図表 7-7 人口増加率と一人当たり GDP（2000～2018 年平均）



注：2000～2018 年 PPP データが得られる人口 100 万人以上の国（除く UAE）  
出所：World Bank Data Base

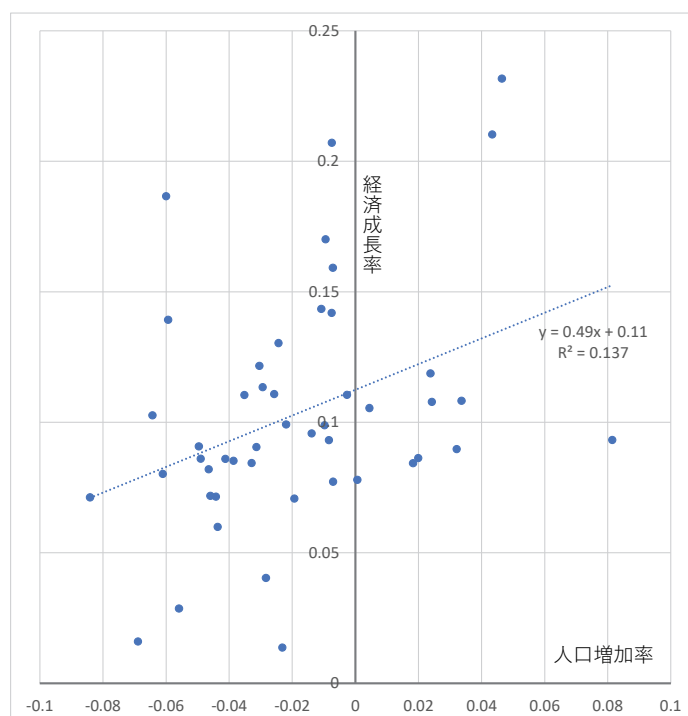
図表 7-6 からわかるように、人口増加率と経済成長率の間には有意に正の相関関係がある。同時に両者の関係は、少なからぬ論考が想定するほど、強固で決定的な関係性ではな

いこともわかるだろう。経済成長率は人口だけで決まるものではない。経済成長には人口以外にも数多くの要因が介在する。

さらに、平均所得と密接に関連する一人当たり GDP においては、人口増加率との間に負の相関関係が観察される（図表 7-7）。土地や生産資源、または収益性のあるプロジェクト等が限られている場合、人口増加は一人当たりの生産量（GDP・所得）をむしろ減少させる。これも経済成長理論から導かれる一般的な結論だ。人口増加率が経済成長率を向上させるのと同程度には、人口減少は平均所得を増加させることを忘れてはならない。経済成長率と平均所得のいずれが経済政策の目標として重視すべき対象かについては議論があるだろうが、人口減少は負の側面ばかりではないという点にも留意する必要があるだろう。

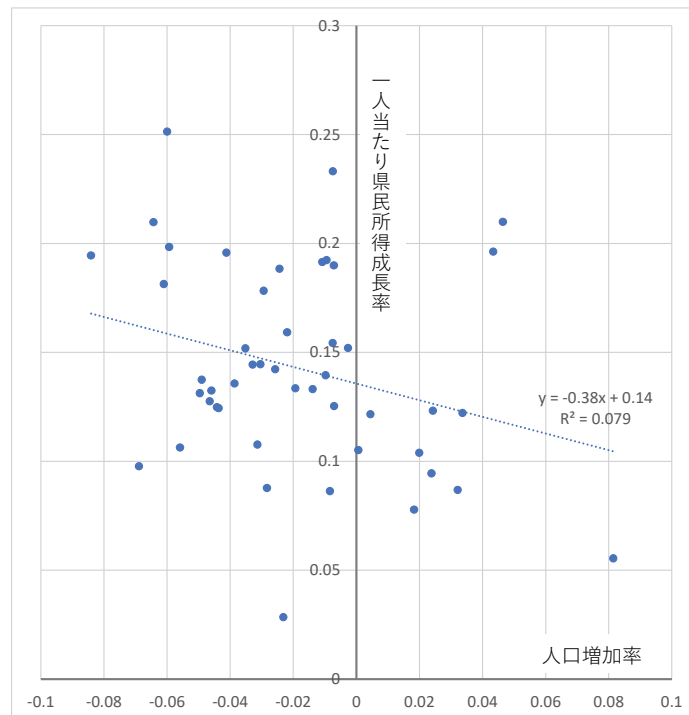
人口維持を過度に重要な課題として認識することの問題は、一国の経済政策以上に地域の経済政策の方向性を誤らせる懸念がある。地域にとって人口成長率は目標ではなく結果である。そして、そもそも目指すべき結果であるのかにも疑問が残る。これを理解するために 47 都道府県について、先ほどの国際比較と同様の、データ整理を行ってみよう。

図表 7-8 都道府県別人口増加と実質成長率（2010～2018 年）



出所：内閣府「県民経済計算」、総務省「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数」

図表 7-9 都道府県別人口増加と実質成長率（2010～2018年）



出所：内閣府「県民経済計算」、総務省「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数」

ここでも、人口増加率と経済成長率間には正の相関関係がある一方で、その関係は強固なものとはいえない。人口増加と経済成長が同時に発生し、さらに一人当たり県民所得においても高い伸びを示している愛知県・沖縄県の例もあるが、傾向的には人口増加率と経済的なパフォーマンスの関係は希薄である。

移住支援補助金や住宅提供といった直接的なインセンティブによる UIJ ターン促進事業を実施している自治体は現在も少なくない。しかし、人口増が地域の経済規模の成長にも平均所得にも大きな影響を与えていないことに鑑みると、限られた財源をこれらの事業に費消する積極的な根拠は薄い。さらに、これらのインセンティブ政策によって発生している転居においては、近隣市町村間の人口の奪い合いの性格がある。つまりは、これらのインセンティブは複数市町村からなる都市圏内でどの市町村を選ぶかには影響するが、当該都市圏への移住を選択する理由にはならないのだ。その結果、都市圏の人口増加に寄与しないにもかかわらず、補助金合戦を通じて市町村の財政を圧迫するにとどまることもあろう。

都市圏の経済活動が活発化し、稼得可能所得が向上することを通じ、結果として人口流入が増加するならばそれに越したことはない。しかし、外生的な要因で人口を増加させた

ことで経済が成長する、ましてや平均所得が上昇すると考える根拠は極めて薄い。後述するように、地域の総人口は重要な課題ではない。都市圏の中心都市やその中心市街地におけるビジネスと住居の集中が必要であるという課題と総人口の拡大は別途に論じられなければならない。望むと望まざるに関わらず今後1世紀近くにわたって日本の総人口は確実に減少していく。そのなかで全ての地域が人口増を目的において競争を続けることは、いずれの地域にとっても幸せな結果をもたらさないであろう。

これらの議論は今後議論が活発化するであろう外国人労働者・移民の受け入れにおいても忘れてはならない視点である。安価な労働力としての外国人受け入れは経営環境の改善につながることもあろう。しかし、外国人労働者の受け入れが機械化・自動化にむけての投資を阻害する効果があること、長期定住の際に生じる社会的費用に企業がフリーライドすることになるのもまた確かである。外国人労働者・移民の受け入れは目先の労働力確保や人口維持の観点からではなく、地域資金循環に資する人材の獲得という視点から論じられていくべきであろう。

## (2) 「穴の開いたバケツ」としての地域経済循環

地域経済にとっての第一の課題は人口ではない。より重要な課題は地域経済の自立・自律化である。変動相場制下とは異なり、固定相場制下または統一通貨環境の下での資金流出入の不均衡は当該地域の経済活動に大きな影響を与える。地域からの資金流出は地域経済における資産残高や通貨量の減少を意味するため、経済活動水準を低下させることになるからだ。さらに、日本国内での資金貸借に地域的な規制はないため、国内の経済主体はリスクでコントロールすれば、同一の金利環境下に置かれている。そのため、ある地域で総需要が停滞しても金利低下による相殺が全くおきない。

これらの理由により、統一通貨圏内のある地域で発生した資金流出や需要停滞は、それが一過性のショックであったとしても地域経済に継続的な停滞圧力として機能し得る。だからこそ、通貨のためには財政の統一が欠かせない。これは、統一通貨としてのユーロ圏における経常赤字国である南欧・東欧の困難を想起すれば理解できるだろう。

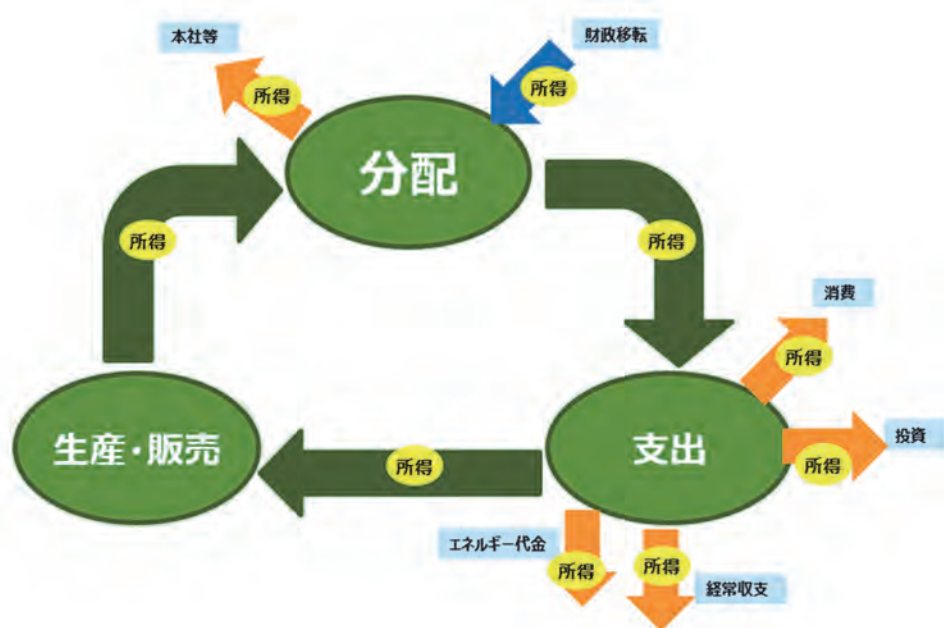
日本国内における地域間の財政平衡の中核を担うのが地方交付税交付制度である。しかしながら、地域経済循環の現状や交付制度に鑑みると、同制度は期待される効果を果たしているとは言えない。その理由を地域経済循環の観点から整理してみよう。

地域の経済循環は、地域内事業所への【支出】によって、【生産・販売】が決まり、生産・

販売額から地域内への所得の【分配】が決定する。そして【分配】された所得から支出が行われることで地域内の資金循環が完成されるが、その途上にはいくつもの資金流入要因がある。

まずは、地域内の【分配】から【支出】にあたっては、消費、投資、財・サービスの移出入による資金流入が生じる。また環境アセスメントの観点から、以上の3つに加えてエネルギー代金の収支を区分して集計されることもある（環境省「地域経済循環分析」など）。典型的な地方都市圏では、地域住民の域外消費が域外住民による消費を上回ることで、地域内所得からの地域外への投資が地域外からの投資を上回ることによって資金が域外に流出していく。なお、移出入やエネルギー代金収支は地域の産業構造によってその傾向はまちまちとなっている。より多くの所得が分配されても、地域内での支出規模が小さいならば生産・販売の規模は小さくなる。

図表 7-10 地域経済循環のモデル図（資金流出地域）



出所：環境省・株式会社価値総合研究所「地域経済分析ツール」より作成

また、地域内の生産・販売活動を通じた付加価値の全てが地域内での所得となるわけではない。このステップにおける重要な資金流入要因は、本社等への資金流出と財政移転である。地域外に本社がある事業所はもとより、フランチャイズ経営の店舗で発生した所得の一部は本社所得として地域外に流出する。東京都産業連関表等では、これを本社サー



ビスの移出入として把握している。多くの地方圏でこの本社等は資金の純流出要因であり、一方の財政移転は純流入要因になっている。この財政移転は地方交付税交付や年金受給によってもたらされる。

産業連関表を基に作成される地域経済分析システム（RESAS）を概観すると、多くの地方都市、同雇用圏において最大の資金流出項目が本社等への移転であり、その規模が財政移転に匹敵するケースも散見される（ただし、同統計の財政移転は公的年金受給を含まない）。地域経済の維持を目的の一つとして投入されている財政資金がそのまま本社へと還流しているわけだ。本社等による流出に限らず、民間部門における資金流出規模が大きいままでの財政移転の拡大は「穴の開いたバケツ」に水を注ぐ状況となる。

また、地域経済における公的部門のシェアの高さは地域の民間部門の活力を低下させる可能性も指摘される。ある経済圏において、公務員・準公務員やインフラ関連の公益事業・公共事業のプレゼンスが大きいと、地域の人材はこれらの部門に吸収されていくことになる。優秀な人材が公的セクターやその周辺に集中することは民生部門における活動を縮小させる恐れがあるだろう。資金流入収支を均衡に近づけ、民間経済の活動を活性化させることを通じ、地域における公的セクターのシェアを漸減させる必要がある。

ただし、地域間の資金の流入は活発な地域間取引を反映している点も忘れてはならない。地域間取引を通じて各地域はそれぞれが比較優位をもつ産業への特化が可能となり、この特化が日本全体の生産性を向上させる。資金流入の不均衡（純資金流入）は資金流入総額（粗資金流入）の拡大の中で達成されることが理想となろう。

### （3）地域経済と東京本社モデルの危機

地域経済循環において本社への所得流出が大きな資金流出要因であるということは、その逆に東京都における資金循環が本社所得の獲得によって得られていることに他ならない。東京都産業連関表によると東京都の移輸出総額約 76 兆円のうち本社機能の移出は約 21 兆円、資金流入額 30 兆円のうち本社機能の入超は 14 兆円と資金流入の半分が本社要因での資金流入となっている。

東京経済圏は国際的なビジネス拠点である以上に国内他地域を主要顧客として所得を得る日本の国内経済における中心都市である。GDP に占めるサービス産業の割合の高さからも容易に類推できることであるが、少なからぬ議論がこの前提を軽視しているように感じる。

図表 7-11 東京都における移出入収支（単位：10 億円）

	移輸出計	移輸入計	出入超過
農林漁業	24	969	-945
鉱業	4	559	-554
製造業	5,568	25,624	-20,055
電力・ガス・水道	7	1,427	-1,420
商業	15,018	2,034	12,983
金融・保険	4,740	334	4,405
不動産	959	372	586
運輸・郵便	3,269	3,681	-411
情報通信	11,563	2,246	9,318
サービス	14,773	3,794	10,980
本社	20,605	5,657	14,948
合計	76,532	46,704	29,828

出所：東京都「東京都産業連関表（2015 年）」

地方圏からの旺盛な本社機能への需要（支払い）こそが東京圏経済の繁栄の源である。しかし、このような東京を豊かにしてきた経済構造は転機をむかえている。本社機能に起因する純資金流入額は 1995 年にはすでに 15.1 兆円に達していた。しかし、その後 2005 年には 14.4 兆円、入手可能な最新の数値である 2015 年には上記のように 15 兆円とその額は 20 年にわたって全く成長していない。同期間の経済成長率の低さを勘案しても、この成長率の低さは際立っている。東京都や東京圏経済の不振の一因はこの本社機能による資金流入が停滞していることに求められよう。本社機能の需要者である地方経済の衰退が東京本社の稼ぐ力を低下させているというわけだ。ここから、地方経済の活性化は東京圏経済の成長戦略でもあるという示唆を得ることができる。

#### 4. 地域経済循環の回復をめぐる

地域経済循環に「空いた穴」をふさぐための政策提言として、本稿では消費・投資・本社機能の三点を中心に議論を進めたい。もっとも、三者は相互依存的であり、個別に論じ

ることは難しい。

### (1) 投資と本社機能の誘致に向けて

地方都市圏では、生産設備への投資の多くが地域外に本社をおく企業によって行われている。つまりは、一種の企業内金融による支社・工場の設置や拡大が地域経済における投資資金流入の中心になっている状況だ。多くの自治体で行われてきた工業団地誘致や営業拠点等の立地補助制度は、地域外企業からの投資を引きつけるための方策である。

これらの伝統的な投資呼び込み策は依然として一定の役割を果たしうるだろう。しかし、2013年以降の雇用拡大と人口流出にともない、地域経済——なかでも地方圏の製造業におけるボトルネックは労働力の確保に移行しつつある。実際に製造業求人倍率は三大都市圏よりも地方圏において顕著に上昇している。

いかにして現役世代人口を引きつけるか。UIJ ターン者に関するサーベイ調査では地方圏への移住前の不安や移住後の不満としてともにあがるのが買物・娯楽機会の乏しさである（JILPT「UIJ ターンの促進・支援と地方の活性化」、2016年など）。ただし、近年ではネットショッピングの普及や娯楽施設を併設する大規模モールの全国的な配置が進んでおり、これらを文字通りの買物の困難・娯楽施設の不在と解釈するのは難しいだろう。不足しているのは回遊性が高く、歩ける、そして人と出会う機会を演出する中心市街地ではないだろうか。中心市街地活性化にむけた財政的支援は消費対策であると同時に、その働き手としての住民を確保するという意味において、大企業にとって投資しやすい地域を作るための方策でもある。

もっとも、地域外企業にとって魅力的な投資対象であることだけが投資資金の収支改善策とではない。地域外大企業の支社・工場の誘致による発展は、投資流入の契機となった後には本社機能不在による資金流出を増大させる原因にもなることを忘れてはならないだろう。さらに、支社・工場の立地点は本社の経営状況や戦略によって容易に変更されることも忘れてはならない。域外企業からの投資に依存する地域経済はその命運を決定的に外部の意思決定に委ねることとなる。このような地域外企業主体の経済構造から生じる不安定性を避けるためには、地域への本社または本社機能の誘致、地域企業や個別店舗の発展が必要となる。

本社・本社機能の誘致においてボトルネックとなるのが地域における経営人材の不足である。定住者や交流人口の拡大はその量的な拡大ではなく、その質と集積に注目した目標

設定が必要だ。本社機能を維持するためには、現在、そして将来に管理業務のみならず経営・企画業務を担う人材が地域内で供給される必要がある。UIJ ターンの促進のみでは十分ではない。各県における国公立大学・私立大学が共同し、経済系学部とデータサイエンスを連携させた学習課程を設置することを通じ、継続的に地域に経営人材の候補を供給し続ける体制が求められる。

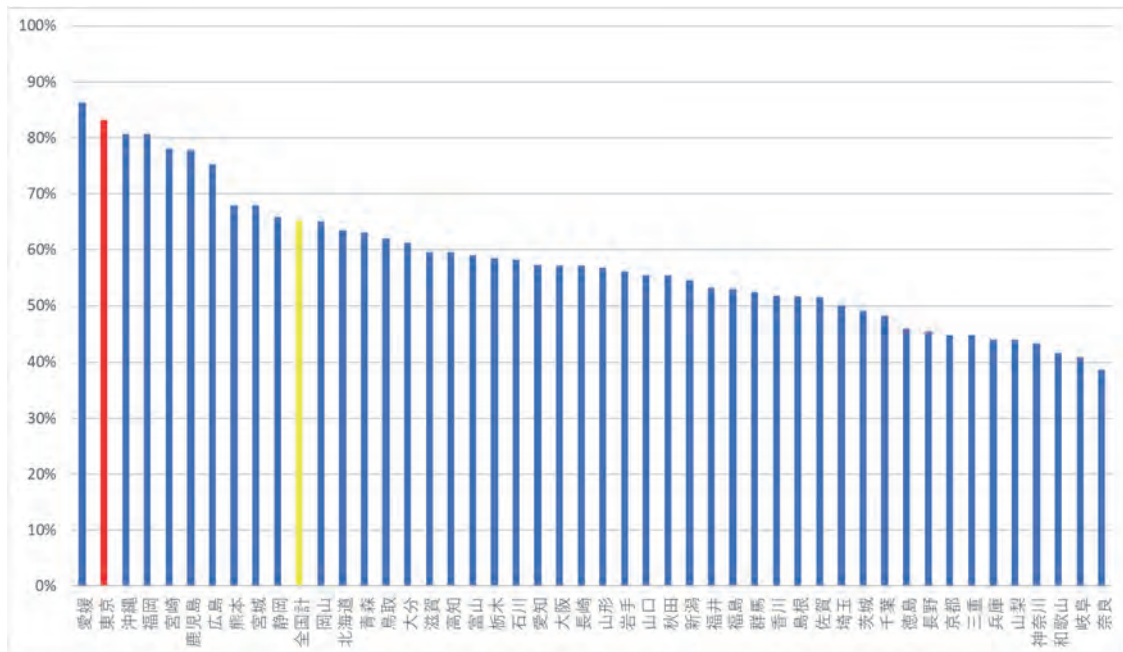
これらの高度人材は大学卒業後地域への就職率が低いと指摘されることが多いが、当該地域への土地勘と愛着をもつ人材が全国、そして世界で活動することは将来の地域ビジネスにとって重要なネットワーク形成機能をもつだろう。現在日本の大学進学率は G7 内で最低、OECD 諸国の中でも低位グループに位置している。その一因が高等教育への財政支出の国際的な低さにあることは、これまでもしばしば指摘されてきた。授業料の軽減や給付型奨学金制度の拡充、学びの場の地理的分散を進めることは地域政策のみならず日本全体の成長戦略ともなる。

## （２）新たなインパクト投資と地域金融機関

一方で投資を通じた資金の純流出を防ぐためには、地域内貯蓄が地域金融機関（地方銀行・信用金庫・信用組合）を通じ、地域内企業による投資につながるという地域金融機関本来のビジネスモデルの回復が大きな役割を果たしうる。全国的に銀行業における預貸率は低下傾向にあるが、その水準には地域的な濃淡がある（図表 7-12）。製造業のウェイトが高い県、成長率の高い県で預貸率が高めになる傾向はあるが、明確な関係性があるとはまでは言えない。ここでも東京都の預貸率は高く、多くの道府県の預貸率はこれを下回っている。

現在、地域金融機関については経営統合や合併を通じた再編が進行中である。これらの再編は費用の節減には一定の効果を持つ一方で、持続的な地域金融機関の成長にはつながらないと指摘もある。地域における充実した支店網を生かして預金を集め、インターバンク市場や債券市場で資金供給主体となることを通じて収益を得るビジネスモデルが成立しなくなって久しい。低金利が常態化した 1990 年代以降、預金規模の大きさだけでは収益に結びつかなくなっている。また、現時点での預貸率自体は高くとも、住宅ローンや家計むけ無担保金融のウェイトが高い金融機関もある。団塊ジュニア世代の高齢化によって、これらの事業の成長見込みも芳しいものとはいえない。費用節減以上に継続的な収益をもたらす融資業務の拡充が求められている。

図表 7-12 都道府県別預貸率（2021年3月末）



出所：日本銀行「都道府県別預金・現金・貸出金」

本来、地域金融機関の優位性は、地理的近接性に基づく情報収集能力の高さにある。業務エリアが限定されていることで、企業経営者・自営業種とのネットワークが構築され、それを生かした融資業務が可能になるわけだ。しかし、長期の経済停滞と金融機関のバランスシート再建のための融資縮小を通じ、このようなレーションシップ・バンキングのためのネットワークが毀損してしまっている金融機関は少なくない。

金融機関と企業・自営業種の関係構築のために大きな機会を提供しうるのが新型コロナウイルス感染症の拡大に対応するために行われた特別貸付である。2022年2月時点のアンケートによると、5割を超える企業が何らかのコロナ関連融資を受けている（帝国データバンク）。制度開始当初と比較すると民間金融機関のシェアも増えたが、いまだに過半の融資が政策金融公庫等の公的金融機関に集中している。

今後コロナ関連融資の返済が本格化するにつれて政策金融公庫が、これほどまでに多数の融資案件についてモニタリングや資金計画への有効なアドバイスを提供できるとは考えづらい。コロナ関連融資による倒産・廃業を防ぐためには2020年から2022年の経営実績に応じた債務減免の措置が求められるが、その対応の多くを政策金融公庫に担わせることにも無理があろう。これらコロナ関連融資を地域金融機関に譲渡することを通じ、資金返済や返済計画の修正、各種助成の審査をスムーズなものにすると同時に金融機関と経営者

間のネットワーク再構築の契機とすることができるのではないだろうか。その多くが無担保かつ低金利融資であることを鑑みた補助金・政府補償を支給することで、融資先の経営再建による返済が引受金融機関の利益増進となる制度設計を行い、コロナ関連融資が地銀・地域企業の新たな関係を切り開く可能性を示唆しておきたい。

さらに、これからの地域内への投資にあたっては第4章で言及された新しい価値観が欠かせない。日本国内においても企業の ESG（環境・社会・企業統治）債発行残高は 2020 年から 21 年にかけて 7 倍と急増しており、自治体による ESG 地方債の発行件数も増加しつつある。一方で、その用途の多くが再生可能エネルギーに代表される環境関連の事業に集中している。ESG・SDGs の目標は環境のみに限られるものではない。地域における教育の充実、経営人材の育成、中心市街地活性化を通じた都市の再生もまた社会・企業統治にインパクトをもたらす活動である。狭義の ESG・SDGs をはなれたインパクト投資の視点が求められている。

すでに日本銀行が実施している気候変動対応オペの制度を参考に、地域再生へのインパクトある貸付、経済安全保障の向上に資する貸付について積極的な優遇制度を提供していく必要がある。例えば、中心市街地活性化は都市圏の魅力を高め、地域におけるビジネス環境を向上させるという外部性を有する事業である。また、経済拠点の地理的分散そのものが天災やテロによる日本経済への被害を分散させる経済安全保障戦略でもある。地域経済政策に限られるものではないが、再生可能エネルギーに限定されない多様性ある発電方式の模索による供給安定化のための事業もまた日本経済にとってインパクトのある事業となろう。地域経済の再生は第一義的には地域の課題でありながら全国的な要請である、経済安全保障は全国的な課題でありながら地域によって達成される部分が多い。ESG・SDGs 投資のスキームをこれら政策目標に合致する経済活動の全般に向けて応用していく必要があり、その認証にむけての制度整備が急がれる。

### （3）中心市街地の活性化と消費の回復

地域には核となる大中小さまざまな規模の都市があり、都市には飲食店・サービス業が集積する中心市街地が存在する。その活性化は直接的な商店主の生計維持にとどまらない多面的な機能を有している。現代のビジネスにおける付加価値は最新式の技術や機械以上に、ビジネスモデル・販路の発見といったソフトなイノベーションに負うところが大きくなっている。UIJ ターン者が感じる不満に応えるためだけでなく、知識・経験・嗜好に

において多様な住民が交流する場としての充実した中心市街地が求められている。中心市街地の魅力は店舗や事業所の集中によって醸成される。

これからの日本の都市にもとめられる都市中心部の姿としてコンパクト・シティを挙げ論考は多い。同じ店舗数、同程度の滞在人口であってもそれが集中しているか、分散しているかによって都市の賑わいには大きな差が生じる。稼働テナントと空きテナントの混在するスポンジ化の防止には今までも国・自治体レベル双方で様々な政策措置が提示されてきた。これらの既存の措置を機能させるためには、自治体に対し、中心市街地活性化施策へのより強いインセンティブを付与していく必要がある。基準に適合した街の再編に対して、インパクト投資の観点から税制・資金供給上の優遇を設定していくこと、これにともなう固定資産税収入の増加について基準財政収入への参入時期を大幅に後ろ倒しするといった施策が考えられる。

地域の中核都市、その中心部への人口集積はその周囲の農林水産業地域にとっても利益をもたらさう。地域ブランドは近接地でこそ効果を発揮する。そして近隣都市で愛好されているからこそ、全国・海外市場でブランド力をもちうる。都市の発展は都市のためだけに行われるものではない。

どのようにして中心市街地の賑わいを取り戻すか。中心市街地とその近接地への人口の集中にとって鍵を握るのが中高年層の移住である。自動車によるエネルギーの費消、高齢者の自動車運転リスク、地方都市周辺での渋滞解消を勘案すると、高齢者の都市中心部への移住はそれ自体が環境負荷の軽減や行政サービスの充実に資する。そして、中心市街地徒歩圏に居住する中高年層の増加は街にとって安定的な顧客を提供することにもなろう。市町村内での中心部における高齢者対応住宅の整備、市内または都市圏内の移住による人口集中補助に対して財政的な支援を拡充する必要がある。

中高年層の移住は地域内のものに限定される必要はない。中高年層の UIJ ターンの促進は、より大きな地域経済の好循環をもたらさう。東京圏の中心部において高齢者対応住宅の入居費や月額費用は高騰を続けている。地方圏出身者の割合が若年層よりも高く、地方都市であれば高齢者対応住宅に入居できるだけの資産をもつ中高年層を想起されたい。彼らの地域への移住はそれ自体が強力な資金流入である。さらに 50 代・60 代の活力ある中年層の移住は地域住民の多様性向上を通じてビジネス環境の改善にもつながるだろう。

若年層の移住促進と比較すると、各自治体の中高年層移住促進への働きかけは積極的なものとは言えない。その理由の一つに中高年層住民の行政コストの問題がある。2018 年の

改正により国民健康保険制度における都道府県の役割が大きくなってはいるが、今もなお高齢者や近く高齢者になる住民の増加は都道府県にとっての財政負担を増大させる。中高年層の受け入れをより積極的なものにするためには、基準財政需要額算定における年齢構成要因の重視、または発生する財政負担に対する直接の差額給付政策の立案が求められる。少子高齢化は全国的な問題であり、その負担は日本全国で分散して負担していく必要がある。

日本の人口減少傾向が短期的に転換することはない。全国的な人口減少局面において都市中心部に人口集積を進めるということは、地域内のその他の地区でより一層の過疎化を進めることと同義である。なかでも中山間地域を中心に、いわゆる限界集落は今後さらに増加していこう。これらの集落が自然消滅する前に、中規模集落への集団移転をすすめる助成金の設定、耕作放棄地の集積による大規模化や用途転換などにも財政的なサポートがもとめられていこう。

本社機能や投資活動を通じた資金流出を防ぐ地域外企業の本社誘致、地域企業の発展、そのための地域金融機関の再生。これらの課題を達成するためには地域内の取引を活発にし、資金の純流出を防ぐ必要がある。そのための集中的な財政負担は今後の地方交付税交付システムを有効に機能させるための環境を整備することにつながる。地方への財政的な分配が地方経済の持続的な発展につながる構造の構築を通じて、地方経済と東京等に立地する本社の収益は win-win の関係となることができる。

## 5. 地域経済の未来と残された課題

東京圏から地方圏への人口分散は社会問題である以上に経済問題である。東京一極集中はすでに経済成長の足かせとなっている。さらに、経済活動が地理的に集中している状況は、自然災害・テロ等の脅威に脆弱である。卵を同じバスケットに容れてはならない。東京圏から地方圏へ、一方で地域内における分散から中心地集中・集住へ。二つの人の移動が今後の経済成長に果たす役割は大きい。

人の移動だけでも企業にとって、地域にとっての経済成長の源となる。労働者個人にとってよりその実力を発揮できる、またはより高い QOL を達成できる職場への移動はそれ自体が生産性を向上させる。さらに、異動・中途採用を通じて異なる職歴・知識・センスをもつ雇用者同士が協働することは、ビジネスへの新たな着想を生む契機となるだろう。

これらの移動を促進するのが第5章の高圧経済である。リストラ等を契機とする非自発



的な転職は労働者の生産性を向上させない。生産性を向上させるのは自発的な転職である。不安定な雇用情勢下では、人々は現在の自分の職を守ることを優先するため、自発的な転職は停滞する。本報告書全編に通底する総需要喚起は**本章**で言及してきた地方圏に注目した成長政策の前提であることを忘れてはならない。この条件を欠く中で行われる移住促進策は画餅に帰すだろう。

また、少なからぬ人の移動が家族単位で行われる点にも留意が必要だ。大都市圏から地方都市圏への移住にあたって、相対的に女性の職、なかでもこれまでのキャリアを生かした職を探すことの困難が指摘されることが多い。本来であれば、通勤時間が短く、居住空間が広く、親族との近隣居住が可能な地域こそ女性のフルタイムでの就労が容易であるはずだ。地方圏への移住促進と本社機能の拡充にあたっては、大都市部でキャリアを形成してきた女性の管理業務を担いえる経営人材としての活躍が欠かせない。夫婦ともにフルタイムで働くことのできる環境は狭義の経済政策を超えた、日本社会の未来を考える上で必須の政策でもある。

もっとも、女性活用に関する企業側の意識改革は一朝一夕に進むものではない。その際に過渡期的な女性就労促進手法として注目されるのが**第6章**で言及された公的雇用の充実である。公共部門での賃上げと合わせ、自治体やその関連団体におけるフルタイムの女性雇用の拡大は短期的なキャリア人材の地域への誘導になると同時に、中長期的な地域への高度女性人材の集積に向けた端緒ともなるだろう。

**本章**では、各県の県庁所在地やそれに準じる規模の都市を中心とする都市圏を念頭に、その活性化にむけて必要な財政措置について言及してきた。冒頭にも指摘したように、地方の中・大規模都市だけが「地方経済」ではない。農業地域での農地大規模化、漁業地域における生産資源の管理、林業地域における森林保護など残された課題は多い。また、より大胆な政治・経済・社会の分散策としての京阪地域での第二首都構想もこれからの日本にとって大きな意義をもつ政策となろう。これらの課題についても、高圧経済による労働者の移動という前提の中で、戦略的な財政支出を用いて進捗される必要があることは言を俟たないことも付言しておきたい。

中間層復活に向けた  
経済財政運営の大転換

21世紀政策研究所 研究プロジェクト  
(研究主幹：永濱 利廣)

2022年6月  
21世紀政策研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-3-2  
経団連会館 19階

TEL : 03-6741-0901  
FAX : 03-6741-0902

ホームページ : <http://www.21ppi.org/>

## 21 世紀政策研究所報告書一覧 (2014-2022.2)

### 《総合戦略・政治・社会》

- 2020.7 Society 5.0 for SDGs ー創造する未来の経済評価ー 研究主幹：野村浩二  
.3 高齢者の自立と日本経済 研究主幹：樋口範雄
- 2014.9 日本政治の抱える課題と提言 (概要パンフレット)
- .6 本格政権が機能するための政治のあり方 研究主幹：小林良彰  
.6 実効性のある少子化対策のあり方 研究主幹：小峰隆夫

### 《税財政・金融・社会保障》

- 2020.7 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～経済の電子化に伴う課税上の課題～ 研究主幹：青山慶二
- 2019.11 2040 年の社会保障のあり方を検討する 研究主幹：森田 朗  
.5 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～ポスト BEPS の国際協調の下での国内法改正の動向～ 研究主幹：青山慶二
- 2018.6 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～BEPS プロジェクトの重要積み残し案件の棚卸し検証～ 研究主幹：青山慶二
- 2017.6 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～BEPS 執行段階の課題の第一次検証～ 研究主幹：青山慶二
- 2016.6 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～BEPS プロジェクトの総括と今後の国際租税の展望～ 研究主幹：青山慶二
- 2015.7 超高齢・人口減少社会のインフラをデザインする 研究主幹：辻 琢也  
.5 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～BEPS (税源浸食と利益移転) プロジェクトの討議文書の検討～  
研究主幹：青山慶二
- 2014.5 グローバル時代における新たな国際租税制度のあり方  
～国内法への帰属主義導入と BEPS (税源浸食と利益移転) 問題を中心に～  
研究主幹：青山慶二

### 《行革・規制改革・経済法制》

- 2016.5 独占禁止法審査手続の適正化に向けた課題 研究主幹：上杉秋則
- 2014.9 ビッグデータが私たちの医療・健康を変える 研究主幹：森川博之

### 《産業・技術》

- 2019.3 CE が目指すもの  
～Circular Economy がビジネスを変える～ 研究主幹：梅田 靖
- 2018.5 人工知能の本格的な普及に向けて 研究主幹：國吉康夫  
.5 情報化によるフードチェーン農業の構築 研究主幹：大泉一貫

2018.5	データ利活用と産業化	研究主幹：越塚 登
2017.4	イノベーションエコシステムの研究 ～オープンイノベーションからいかに収益を上げるか～	研究主幹：元橋一之
2016.2	新しい農業ビジネスを求めて	研究主幹：大泉一貫
.2	研究開発体制の革新に向けて	研究主幹：橋本和仁
2015.6	日本型オープンイノベーションの研究	研究主幹：元橋一之
.3	森林大国日本の活路	研究主幹：安藤直人

### 《環境・エネルギー》

2017.7	カーボンプライシングに関する諸論点	研究主幹：有馬 純
2016.3	国内温暖化対策に関する論点	研究主幹：有馬 純
.1	COP21 パリ協定とその評価	研究主幹：有馬 純
2015.4	続・原子力安全規制の最適化に向けて —原子力安全への信頼回復の道とは—	研究主幹：澤 昭裕
2014.11	核燃料サイクル政策改革に向けて	研究主幹：澤 昭裕
.8	原子力安全規制の最適化に向けて —炉規制法改正を視野に—	研究主幹：澤 昭裕

### 《外交・海外》

2022.2	ポスト/ウィズコロナ時代における国際経済法の諸課題と 日本企業の国際的リスクへの法的対応	研究主幹：中谷和弘
2021.11	新型コロナウイルスと中国	研究主幹：川島 真
.3	EU と新しい国際秩序 —Brexit 後の EU、そして世界—	研究主幹：須網隆夫
2020.6	中国の政策動向とその持続可能性 —中国共産党をめぐる3つの視点—	研究主幹：川島 真
2019.7	現代中国理解の要所 ——今とこれからのために——	研究主幹：川島 真
.5	変わるアメリカ、変わらないアメリカ —アメリカ政治の底流とトランプ政権—	研究主幹：久保文明
2018.7	英国の EU 離脱と EU の未来 ～英国は何故 EU からの離脱を選択したのか～	研究主幹：須網隆夫
2015.9	アメリカ政治の現状と課題	研究主幹：久保文明



21世紀政策研究所  
The 21st Century Public Policy Institute