

21世紀政策研究所新書—99

ウェブセミナー

# 中間層復活に向けた 経済財政運営の大転換： 経済構造研究会報告会

ウェブセミナー（2022年6月2日開催）

講演1

経済構造研究会の基本的主張と財政健全化論への反論……………7

21世紀政策研究所研究主幹／

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

講演2

日本経済の新しい見方……………33  
古い財政運営からの脱却が新しい資本主義を稼働させる

21世紀政策研究所研究委員／

岡三証券投資調査部

チーフエコノミスト

会田 卓司

講演3

地域経済活性化による中間層再生

21世紀政策研究所研究委員  
明治大学政治経済学部教授

飯田 泰之

59

質疑応答・意見交換

80

## いあいせい

おはようございます。経団連事務総長で、この21世紀政策研究所の所長を務めている久保田です。会員企業の皆さまには日頃から種々ご指導いただき、また本日はお忙しい中ご参加いただき、ありがとうございます。

本日のセミナーでは、当研究所が昨春秋に設けました経済構造研究会の議論の成果を報告させていただきます。1年ほど前だと思いますが、経団連の若手のスタッフに、私から、必ずしも経団連という枠にとらわれることなく、この失われた20年、あるいは30年と言われる日本経済長期低迷の本当の原因は何なのか、また、その打開策は何なのかということを検討してほしいという指示を出したところです。これを受け、21世紀政策研究所の中にこの研究会が設置されました。気鋭の若手エコノミスト、研究者の方々に

ご参加いただき、従来の思考、学説、経団連のスタンスにとらわれることなく、経済財政政策あるいは企業構造のあり方をめぐり自由闊達に議論していただきました。

本日は、研究主幹をお願いした第一生命経済研究所の永濱利廣首席エコノミスト、研究委員としてご参加いただきました岡三証券の会田卓司チーフエコノミスト、明治大学政治経済学部飯田泰之教授のお三方を講師としてお招きしています。私自身、本日もういったお話が伺えるのか、本当に楽しみにしているところです。

また、会員企業の皆さまには、本日公表した研究会の報告書を送付しますので、お手元に届きましたら、ぜひご覧いただければと思います。

それでは、早速ではありませんが、講師の皆さま、よろしくお願いたします。

二〇二二年六月二日

21世紀政策研究所所長 久保田 政一



【講演1】

# 経済構造研究会の基本的主張と 財政健全化論への反論

21世紀政策研究所研究主幹／  
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

第一生命経済研究所の永濱です。先ほど紹介がありましたとおり、今回の研究会の研究主幹を務めさせていただいています。私からは、「経済構造研究会の基本的な主張と財政健全化論への反論」というテーマでお話をさせていただきたいと思います。

まず、本研究会の問題意識は、先ほども話があったとおり、90年代のバブル崩壊以降、それに続く金融危機を通じて日本経済が長期停滞していることです。海外と比べても成長がかなり見劣りしていて、特に賃金がほとんど伸びていない。中でも懸念すべきが中間層の著しい衰退。

これに対し、既存の日本の成長戦略は、サプライサイドが重視されており、成長会計に基づく分析を踏まえ、構造改革を進めることで生産性を高め、経済も成長するという方向性がメインだったところ です。ただ、こうした政策を行ってきたものの、長期停滞から抜け出せていないことが継続しています。

そこで本研究会としては、長期低迷から脱して経済を成長させ、国民生活を向上させていくために、従来の思考や学説にとらわれずに検討してきました。ただ、われわれのスタンスとしては、従来の日本の思考や学説が非常にガラパゴス化していると考えてお





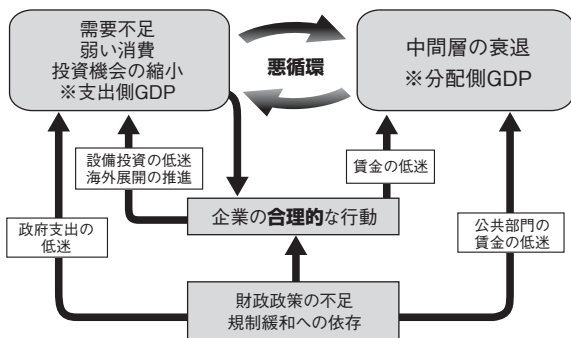
永濱研究主幹

り、単純に世界標準にかえていきましようという方向で、検討を進めてきたところ です。

要旨・現状分析について簡単に説明させていただきますと、日本経済の最大の問題は需要不足と中間層の衰退という悪循環が生じていることです（10 ページ図表 1）。企業は需要不足を受け、国内設備投資を抑制しながら海外進出を進めてきたのですが、これがさらなる需要不足を招き、賃金も低迷が続きました。

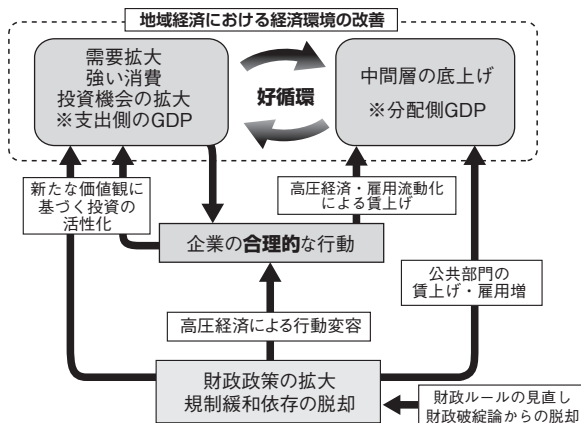
この背景としては、恐らくアベノミクスの前までは、金融政策が最大の問題だと思えますが、足元ではそこはかなり積極的に進められてきました。そのため、目下最大の要因は財政政策の不足であり、これがマクロの支出と分配に

図表 1 現状分析のイメージ



(出所) 経済構造研究会

図表 2 政策提言のイメージ



(出所) 経済構造研究会

低下圧力をかけ続けていることにあります。また、これは飯田委員から詳細にご説明させていただきませんが、地方での財政支出が最終的に大企業の東京本社に流出してしまっている点も問題です。

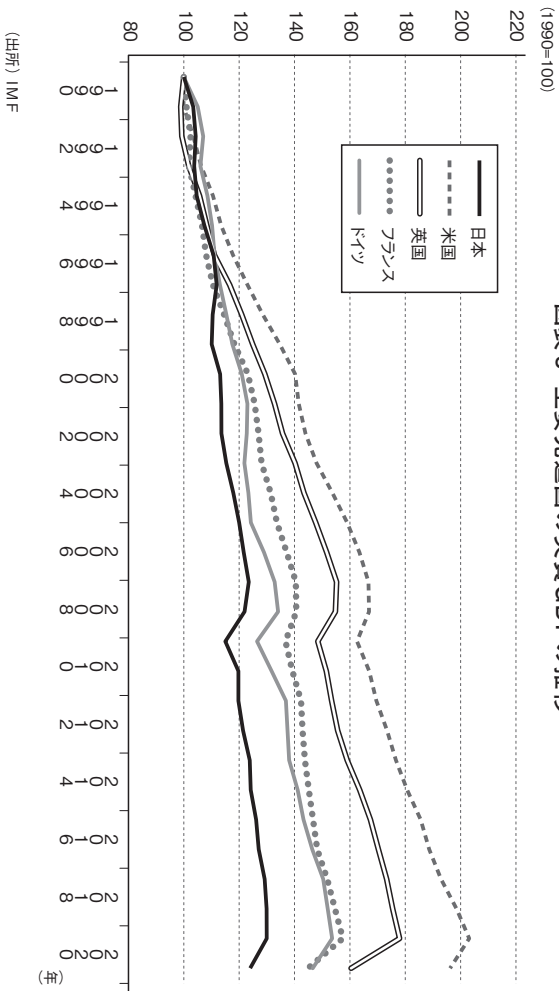
現状分析を踏まえた政策提言としては、先ほども申し上げたとおり、財政政策の拡大が不可欠ということです（図表2）。財政出動を起点として、企業では新たな価値観に基づく投資の活性化、さらには賃上げ、雇用の流動化が必要です。それから、地域経済における経済循環の改善も求められます。

### 現状分析

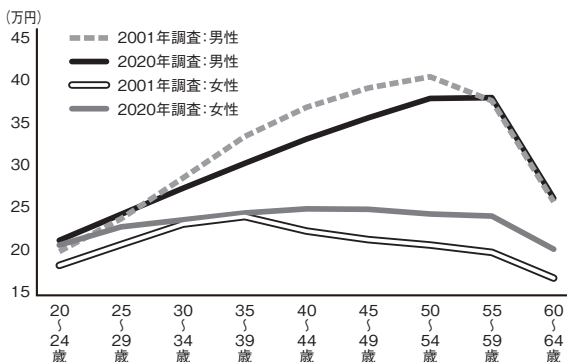
以降では詳細について、現状分析から見ていきたいと思います。まず、需要不足の状況についてですが、この30年間、日本は他の先進国と比べ、実質GDPの伸びが非常に乏しい（12ページ図表3）。後ほど需給ギャップについても見ていただきますが、まさに需要不足が如実に表れています。そして、この背景にはさまざまな要因があります。

最大の懸念材料である中間層の衰退ですが、2001年と2020年で比較すると、

図表3 主要先進国の実質GDPの推移



図表 4 年齢階級別所定内給与の中央値の比較

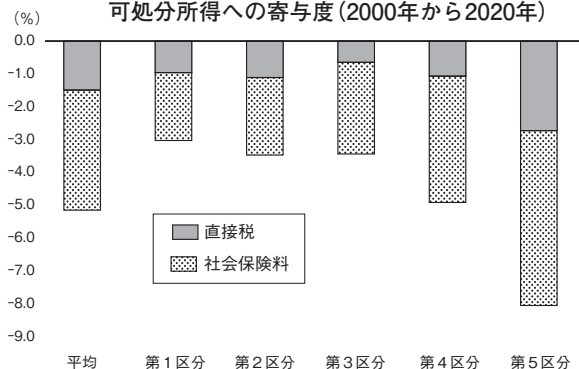


(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」

男性労働者の所定内給与の中央値が大きく低下しています（図表4）。女性についても、社会進出が進んで若干上昇していますが、本来的には男女ともに賃金上昇する中で男女の賃金格差も縮小していく方向性がより望ましいはずです。

中間層の衰退の二つ目として、税や社会保障の負担が非常に増加してきているところも見逃せないポイントかと思えます。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見ると、各区分でかなり大きな負担増になっています（14ページ図表5）。さらに、同時期に消費税率の引き上げも行われているので、家計の負担は確実に増加して

図表5 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)



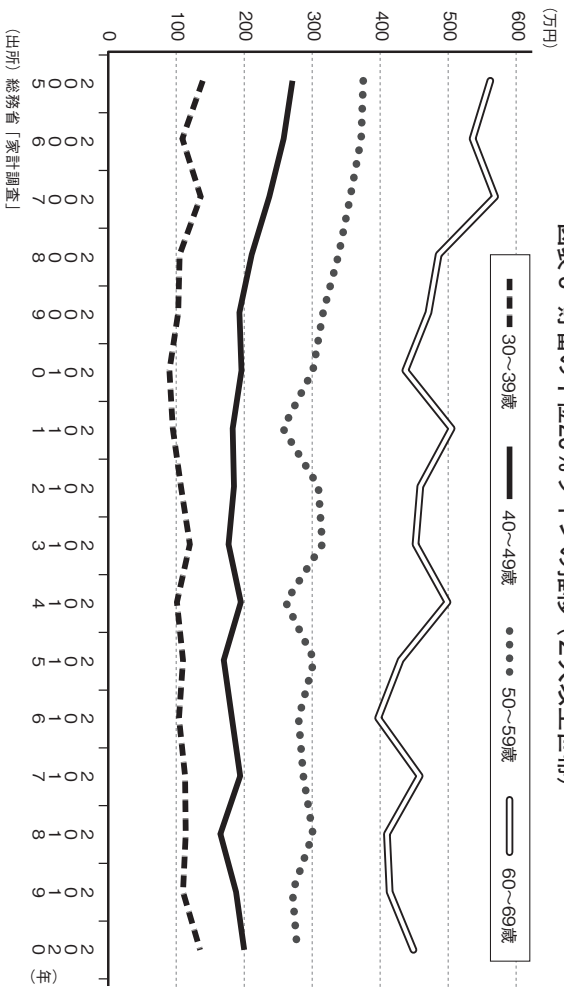
(出所) 総務省「家計調査家計収支編 二人以上の世帯」

きており、これが中間層衰退の大きな要因になっていると考えられます。

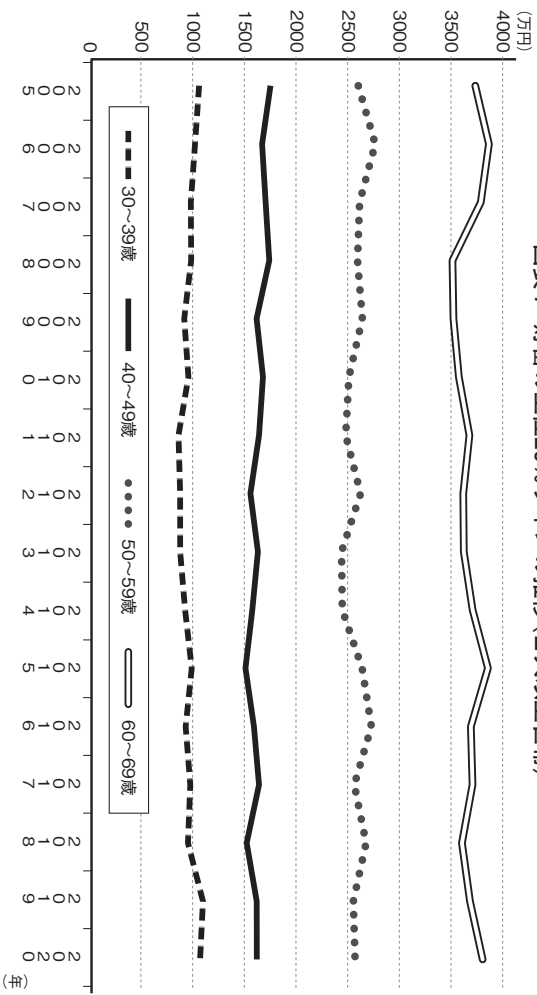
収入だけでなく、貯蓄もかなり伸び悩んでいます。貯蓄の下位20%ラインの貯蓄額、上位20%ラインの貯蓄額の推移を見ると、一般的に伸び悩んでいることが確認できます(図表6、16ページ図表7)。とりわけ、中高年の低貯蓄層の貯蓄が低迷しています。

さらに、先ほどは2人以上の世帯でしたが、単身世帯で見ると、さらに貯蓄が低い傾向が確認できます(17ページ図表8)。単身世帯割合は一貫して上昇しているため、2人以上世帯の家計調査よりも、実態はさらに深刻な可能性があります。

図表6 貯蓄の下位20%ラインの推移（2人以上世帯）



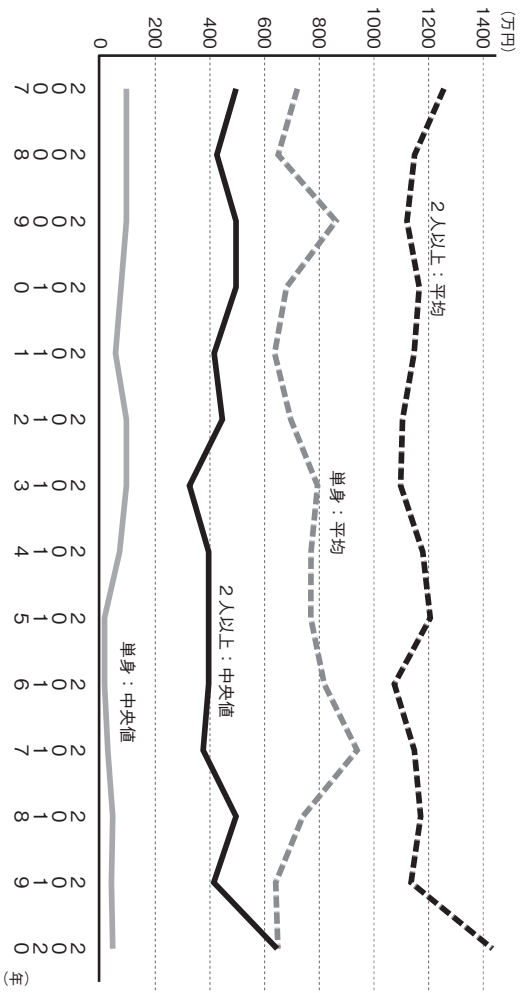
図表7 貯蓄の上位20%ラインの推移(2人以上世帯)



(出所) 総務省「家計調査」



図表 8 単身・2人以上世帯別の貯蓄の平均・中央値の推移



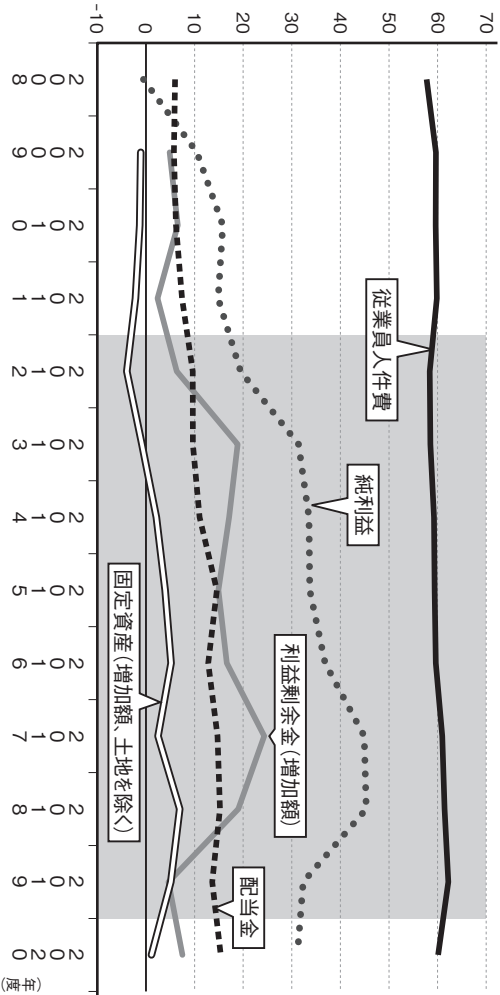
企業行動にも問題点を見いだしています。アベノミクス以降、大企業を中心に純利益は非常に好調でした。ただ、利益剰余金に比べ、固定資産が増えていない（図表9）。さらに従業員への分配がほとんど増えていない一方、配当や自社株買いは増加しています。また、企業は海外に活路を見いだし、対外直接投資を拡大してきました。

政府はこれまでROE（自己資本利益率）やROA（総資産利益率）を成長戦略のKPI（重要業績評価指標）として設定してきたわけですが、これも一部加担している可能性があります。人件費を削減し、純利益を増加させれば、ROE・ROAは上昇することになります。また、設備投資を増やす場合、内需が弱いと売り上げが伸びにくくてコストもかかるので純利益を圧迫し、ROE・ROAの低下につながってしまう。それから、設備投資を増加させると、融資を受けた場合はバランスシートが拡大してしまうため、これもROAの低下につながる。逆に、自己株取得や配当は、自己資本・総資産の削減につながるため、ROE・ROAは上昇します。つまり、こうしたROE・ROAの重視が国内投資や賃上げにネガティブに働いた可能性があるということです。

後ほど会田研究委員から詳細に説明いただきますが、こうした中で結果的にネットの

(兆円)

図表9 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 シャドロ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」

資金需要の不足が生じ、日本の長期低迷の要因となっています。国内には家計と企業と政府の大きく三つの経済主体があるわけですが、ネットの資金需要とは、そのうち企業と政府の貯蓄率の合計を見たものです。バブル崩壊、特にデフレに陥った2000年代以降、このネットの資金需要がゼロ近傍で推移し、家計の所得を抑制してきたことが、長期低迷の大きな要因と考えています。

背景には緊縮的な財政運営があり、その一つに、日本独特のまさにガラパゴス的な国債60年償還ルールというものがあります。日本では当然のように国債費の中に利払費と債務償還費が含まれていますが、諸外国の国債費は利払費のみであり、債務償還費は含まれません。日本では政府債務を減らすところが前提になっていますが、あくまでそれは国際標準ではないということです。

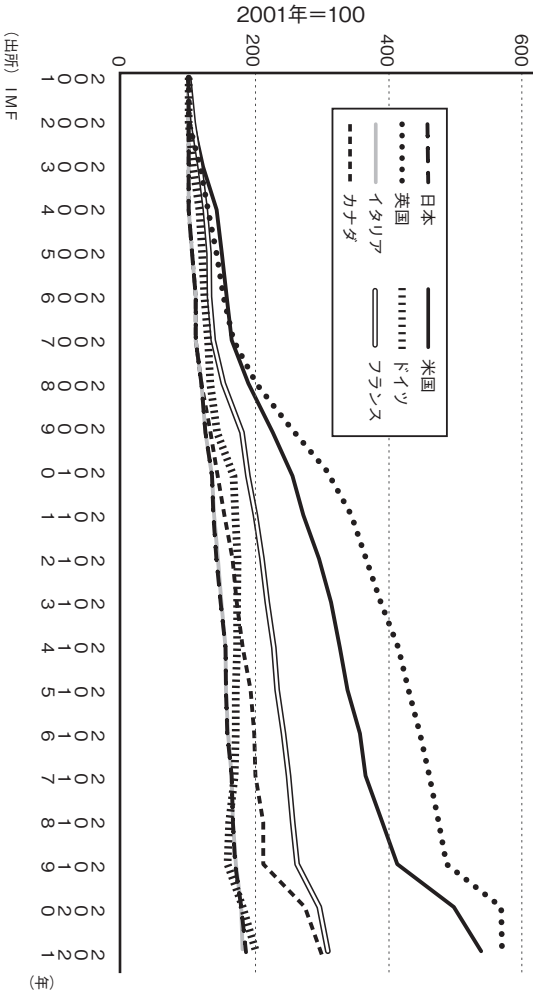
こうなっていると財政健全化論が誤っていたのではないか、ということになります。そちらの反論をさせていただと、世界標準の考え方では、そもそも国債残高、政府債務残高を減らさなければいけないという前提自体がないということです。過去20年間のG7の政府債務残高について、2001年を100として、どれぐらい増えてきている

かを比較すると、なんといちばん増えていないのは日本です（22ページ図表10）。1.8倍しか増えていない。逆に、増えているのはアメリカ、イギリスで5倍以上、フランス、カナダも3倍程度増えている、イタリアも1.9倍、ドイツも2倍です。

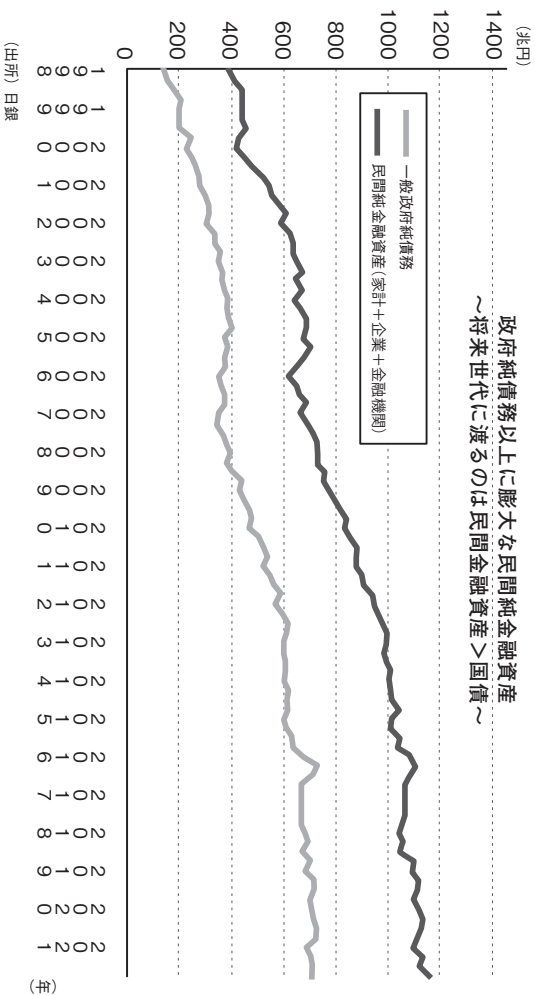
背景としては、先ほど申し上げたとおり、そもそも国際標準的な政府債務の考え方として、日本のように将来的に政府債務を返さなければいけないという前提がありません。経済理論的に考えると、これまでの日本の財政の考え方は、国債60年償還ルールをはじめとした財政均衡主義が標準だったかと思いますが、世界的には機能的財政論です。政府債務の水準は、マクロ経済、特に物価の安定と雇用の最大化のための手段と考え、経済を安定化させるために適正な水準にコントロールしていくことが世界標準になっ

っているということです。さらに、財政健全化論の中で「将来世代につけを回してはいけない」とよく言われるわけです。バランスシートから考えれば常識的な話ですが、負債が増えれば、その裏には必ず資産があります。実際に政府債務が増えれば、その裏で確実に民間の金融資産が増えている（23ページ図表11）。定額給付金として、政府債務を13兆円拡大して配った

図表 10 G7の政府債務残高 ～財政がマクロ経済で果たす役割に即して評価～



図表 11 一般政府純債務と民間純金融資産の推移



わけですが、それにより民間部門で13兆円の金融資産が増えたと言えればわかりやすいかと思えます。図表11（23ページ）にあるとおり、一般政府の純債務に対し民間の純金融資産のほうが上回っていて、かつ並行して動いていることからすると、ネットで考えれば資産が大きいわけですから、将来世代に引き継がれるのはネットの資産ということになります。

さらにもう一つ、国際的な財政の標準的な考え方を紹介させていただくと、日本では政府と中央銀行を分け、中央銀行の独立性を非常に重視する考え方が根強かつたわけですが、世界的なマクロ経済学の標準で考えると統合政府論が常識となっています。これは政府と中央銀行を同じ政府部門として、一体で考えるということです。いま日本の政府債務の水準は、ご案内のとおり1200兆円にまで拡大していますが、そのうち半分近くをもう既に日銀が保有しています。この状況を統合政府論で考えると、政府の負債と日銀が持っている国債の資産がキャンセルアウトされます。

もちろん負債が全くなくなるわけではありませんが、確実に言えることは、日銀が保有している国債と、日銀以外が保有している国債では、性質が明らかに違うということ

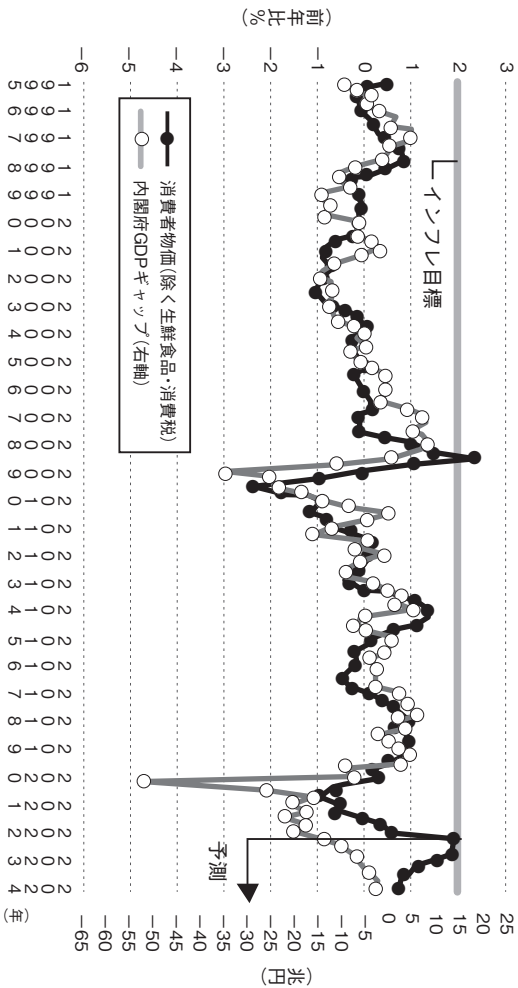


です。どういうことかというところ、日銀が保有している国債に対しても当然、政府は利払いをします。ただ、日銀は最終的に収益のうち経費を除いた部分を国庫納付金という形で政府に戻すことになっているため、政府が払った分の利払費はかなりの割合で戻ってくる。さらに、例えば民間部門に支払った利払いも、結局、金融所得課税という形で戻ってくる部分がある。そういうことから考えると、政府債務を単純に1200兆円の水準が高いので金利が上がったら大変だという考えは当たらないということです。

そうになると、究極的に考えれば、日銀がお札をばんばん刷り、日本国債を買ってあげば、それでいくらでもうまくできるではないかということになるわけですが、これをやりすぎるとインフレが加速してしまいます。そのため、世界標準的な考え方であれば、財政の予算制約は政府債務残高の水準ではなく、インフレ率ということになります。

そこで、日本の需要不足とインフレの関係について、内閣府が公表しているGDPギャップと日本のインフレ率、さらにはインフレ目標2%の水準を重ねて見ていくと、インフレ率は2%を大きく下回っています(26ページ図表12)。需要不足でデフレに陥った90年代半ば以降、この状況がずっと続いているため、インフレ率を予算制約と考えた

図表12 インフレ率とGDPギャップ



(出所) 総務省、内閣府、JCER

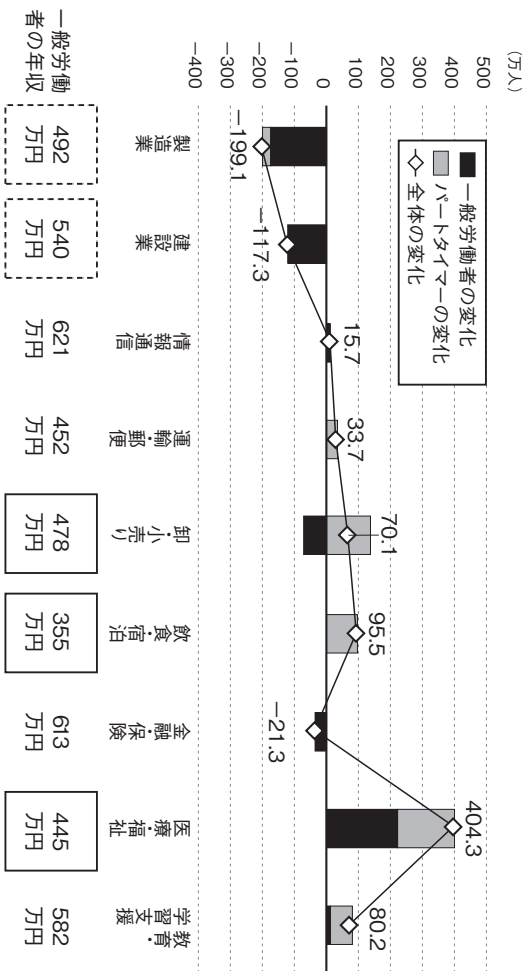
場合、財政を出す余地はまだあるということになります。財政の余地がある中で、いかに賢い支出をしていくかというところが日本経済再生のためには非常に重要です。

### 政策提言

具体的な政策提言に移っていきます。賢い支出ということですが、まず一つ目の柱は、新たな価値観に基づく投資の促進です。過去20年間の産業別の労働者数の変化を見ると、特に1990年代後半以降、相対的に賃金の高い産業で雇用が失われています（28ページ図表13）。具体的には破線の四角で囲っている第二次産業です。逆に、実線の四角で囲っている賃金の低い雇用が生み出されてきています。こうした状況を踏まえつつ、中間層の所得を拡大させるためには、新たな価値観を踏まえた投資の促進で需要を生み出すことが、重要になります。

新たな価値観という意味では、足元、世界経済、政治の価値観が非常に大きく変わる中で、必要な投資の分野も増えてきています。詳細には説明しませんが、感染症が広がったり、戦争があったり、保護主義的な世界経済の流れもあり、価値観がかなり変わっ

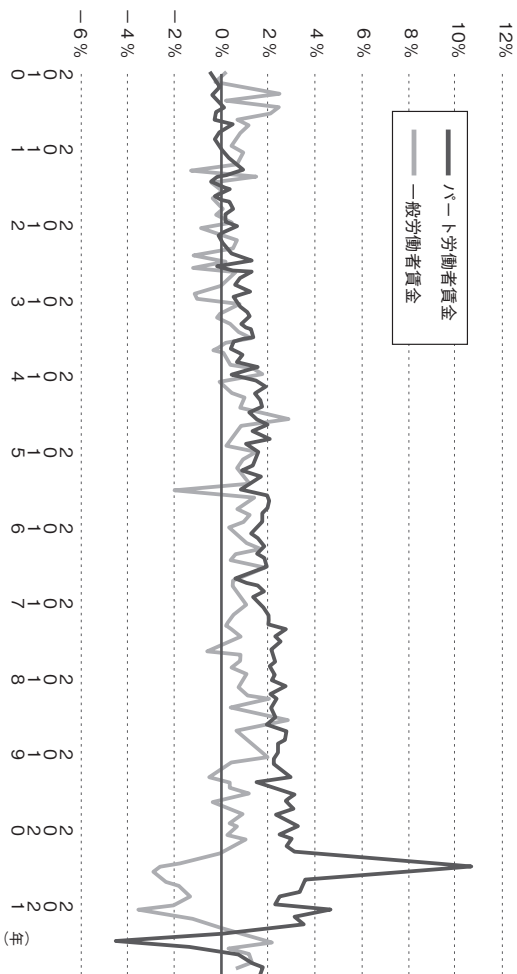
図表 13 産業別労働者数の変化 (2000年→2019年)



てきている。そういう中で、具体的にどんな分野が必要かという点、もう既に政府もそういう方向で動いています。デジタルとか、グリーンとかいったところの社会革新を推進することが非常に重要になってくる。さらに、ウクライナ危機により、日本にとつて改めて明らかになったエネルギーや食料の安全保障の課題解決が非常に大きなテーマとなってきたので、こういった分野に政府は積極的に投資をすべきであると思えます。こうした投資が成功すれば、当然のことながら成長力を強化することに加え、足元で進行するコストプッシュ型のインフレの抑制にもつながると考えています。

さらには、金融財政政策を吹かすことで高圧経済を促すことに加え、雇用の流動化を図ることにより、企業の人材獲得競争を促進し、さらに賃上げを促すことも重要です。日本については、正社員の雇用流動性が低く、これが賃金の上がない一つの要因としてよく指摘されているわけです。実際に、日本国内の労働市場でも、流動性の高いパート雇用の賃金については、人手不足の中で、上昇率が非常に高まっています（30ページ図表14）。また、日本の労働市場の問題点としては、賃金以外の面、労働者の満足度でも下位グループになっています。こうした中で、労働市場の流動化が非常に重要なポイ

図表 14 パート労働者と一般労働者の賃金の推移（前年同月比）



(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作成

ントであり、具体的には、賃金後払いの年功序列型賃金体系、社内スキル重視の育成制度、勤続年数が長いと有利になる退職制度、自己都合退職には要件が厳しい雇用保険、転職者の信用ランクが下がるローン審査、副業禁止規定といったものが挙げられます。

また、公共部門の賃上げ・雇用増も重要です。民間事業者が関与した付加価値は、まず民間事業者間で分配され、さらに労働者、経営者、事業者本体、投資家で分配されますが、公務員等の給与は政府消費です。まさに、この政府消費のところを、直接的に賃上げをしていくところも大きなポイントになってくると思います。また、公共部門で賃上げがなされれば、民間部門の消費や投資も活発化いたしますし、その分増えた付加価値も、民間がより雇用を獲得するため、賃上げに回ることが期待されます。

最後に、地域経済循環の改善です。この点は、後ほど飯田委員から詳細に説明させていただきますますが、本社等への資金流出を抑制することが東京も含めた経済の好循環につながります。そのための重要なポイントとして、本社機能の分散化、地元企業の経営拡大の支援、さらには地域金融機関の役割強化などが重要と思います。

以上が今回のわれわれの研究会の基本的主張と財政健全化論への反論ですが、最後に

まとめさせていただくと、結論としては、経済が正常化するまで積極財政を続けることが非常に重要であり、それによりマクロ経済が好転すれば日本企業も投資の拡大や賃上げを迫られることになると思います。逆に、投資や賃上げに消極的な企業は成長機会を逸することになるので、人材確保もままならなくなりそうです。

日本を成長軌道に戻し、中間層を復活させるという最終目的を達成するためには、従来型の緊縮的な財政、従来型というかガラパゴス化した財政思考から脱却し、新たな積極的な財政運営へとかじを切らなければならぬということかと思えます。

ただ、ここについては少し明るい兆しとして、公表されつつある新たな岸田政権下の骨太の方針を見る限り、これまでの緊縮財政から少し後退するような動きが見え始めてきていると思います。今後さらにそういった方向へ加速していくことを祈念して、私からの説明は終わらせていただきたいと思います。ご清聴ありがとうございました。



【講演2】

日本経済の新しい見方…  
古い財政運営からの脱却が  
新しい資本主義を稼働させる

21世紀政策研究所研究委員／  
岡三証券投資調査部チーフエコノミスト

会田 卓司

私からは、日本経済の新しい見方として「古い財政運営からの脱却が新しい資本主義を稼働させる」という題でお話しします。日本の財政運営を論じるには、重要な政策目標であるデフレ構造不況からの脱却をベースにする必要があります、その原因は企業の過剰貯蓄にあると考えています。

### ネットの資金需要の不足

図表15（36ページ）の黒線が消費者物価の動きで、右軸で表します。上に行くとデフレ、下に行くとインフレと軸を逆転してあります。日本の物価は上に偏ったデフレ構造不況の状態が続いてきました。一方、灰色が企業の貯蓄率の動きで、左軸で表します。上に行くと貯蓄ばかりで支出が弱く、下に行くと借入をしてでも支出を増やしていることとなります。企業の貯蓄率が下がると、企業の支出が増えているということですから景気がよくなり、貯蓄率が上がると企業の支出が減っていることになるので景気が悪くなるというように、日本の景気のサイクルを決めています。

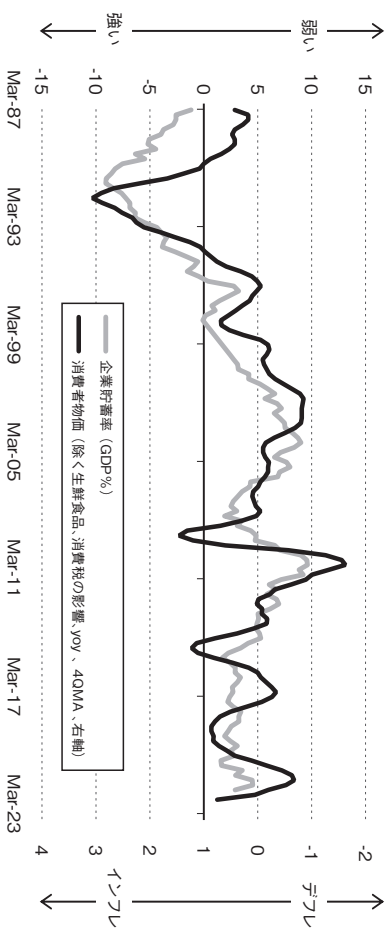
企業は借入や株式で資金調達をして事業を行う主体なので、企業の貯蓄率は必ずマイ



会田委員

ナスであるべきです。しかし、日本ではバブル崩壊と金融危機の後、企業が後ろ向きとなり、リストラや債務削減を続けた結果、企業の貯蓄率がプラスとなり、そしてこの異常なプラスの状態が続いてしまっています。この過剰貯蓄が企業の支出の弱さとして総需要を減退させる力となり、デフレ構造不況の原因になっています。デフレ構造不況を脱却するためには、企業の支出が拡大していき、企業の貯蓄率が正常なマイナスに戻らなければなりません。一方、企業の支出が弱いのであれば、政府が支出を増やすことで、総需要は回復し、デフレを緩和することができるとは思いません。

図表 15 企業貯蓄率と消費者物価



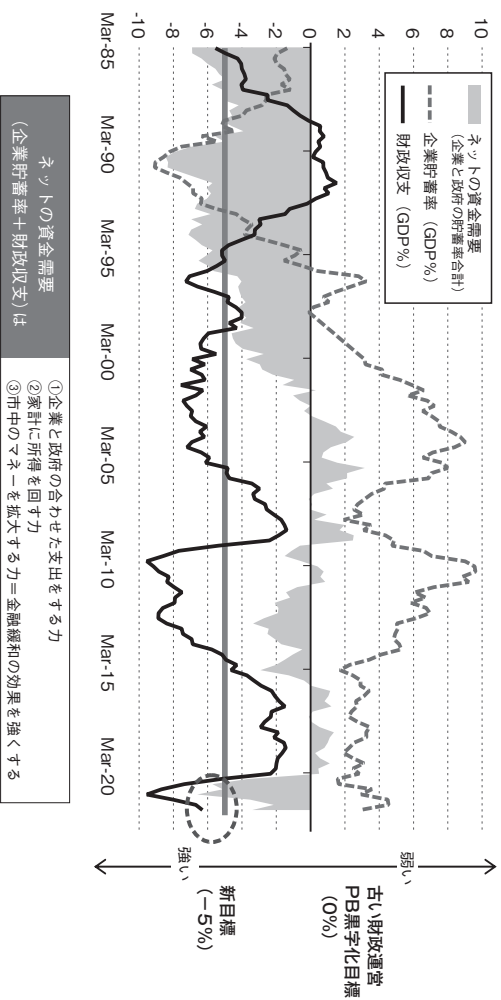
$$\begin{aligned}
 \text{企業貯蓄率 (\%)} &= \frac{\Delta \text{金融資産} - \Delta \text{金融負債 (株式含む)}}{\text{名目GDP}} \\
 &= \frac{\text{資金過不足}}{\text{名目GDP}} < 0
 \end{aligned}$$

(出所) 日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

図表16（38ページ）ですが、破線は企業の貯蓄率、実線が財政収支の動きです。政府は支出を増やし、財政赤字が続いてきました。ただ、問題は財政支出が十分だったのかということにあります。経済全体のマネーを拡大し、家計に所得として回すためには、企業と政府の合わせた支出をする力が必要になります。マクロ経済では誰かの支出が誰かの所得になるからです。破線の企業の貯蓄率と実線の財政収支を足したものが灰色のネットの資金需要となり、企業と政府の合わせた支出をする力になります。このネットの資金需要は、マイナスであれば支出の力が強いことを表し、それを起点に経済のマネーが拡大したり、家計に所得が回ることになります。

日本では企業の貯蓄率が上昇する中、新自由主義のマクロ政策運営で財政政策が緊縮すぎて財政支出が足りず、ネットの資金需要が消滅してしまいました。その結果、経済のマネーが拡大できなくなり、物価の持続的な下落、名目GDPの停滞、そして円高という日本化の形に陥ってしまいました。所得が回らなくなった家計はどんどん追い込まれ、中間層まで疲弊してデフレ心理が経済の隅々まで固定化することで日本化が完成してしまい、デフレ構造不況から脱却できない新自由主義の失敗となりました。

図表 16 新しい資本主義の鍵となるネットの資金需要



(出所) 日銀、総務省、内閣府、Refnitiv、岡三証券 作成：岡三証券

現在は新型コロナウイルス問題に対処するために財政支出が拡大して、テクニカルにネットの資金需要が回復しています。このネットの資金需要の回復がコロナ禍でも経済とマーケットを支えるリフレ、膨らむ力になっています。しかし、新型コロナウイルス問題に対処するための財政支出は一時的なので、新しい資本主義のマクロ政策運営で成長投資と所得分配を中心に財政支出を拡大して、ネットの資金需要を望ましいマイナス5%程度に誘導していく必要があります。企業貯蓄率がプラスで、企業から総需要を減退させる力がかかり続けている間は、ネットの資金需要をマイナス5%の望ましい水準にするため、十分な財政赤字が必要だということになります。

新しい資本主義の定義は、まず積極財政の力で、このネットの資金需要を新しい目標であるマイナス5%に拡大し、家計に所得を回すことです。もちろん、米国のようにネットの資金需要をマイナス10%より強くしてしまうとインフレが問題化してしまうことになるので、そうなって初めて財政政策を緊縮にすべきです。ネットの資金需要を0%でもマイナス10%でもなく、適度なマイナス5%に維持することが新しいマクロの財政規律になります。古い財政運営を維持してプライマリーバランスの黒字化を強行して、

またネットの資金需要を消滅させてしまうと、家計に所得は回らないので、新しい資本主義は失敗してしまうことになります。

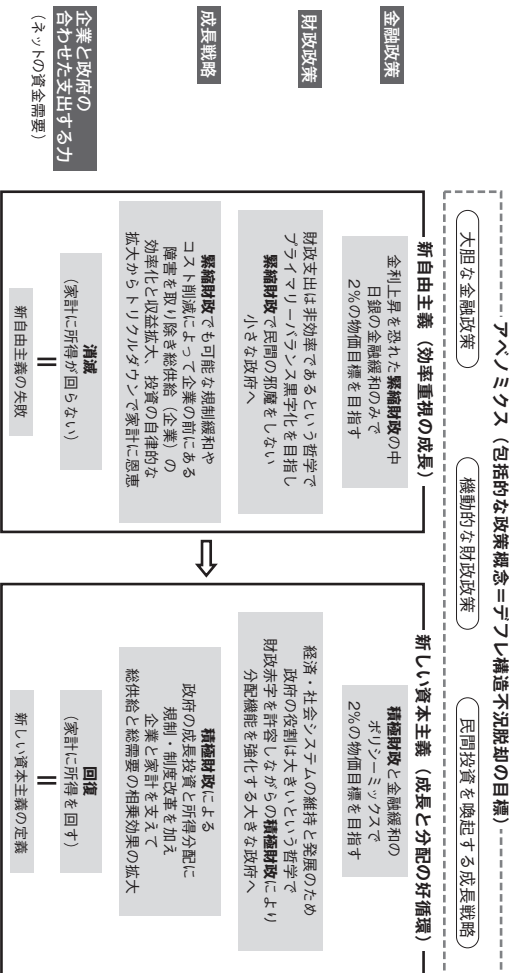
### 新しい資本主義のマクロ経済運営

一方、新しい資本主義の考え方はまだマーケットでよく理解されていません。そこで、図表17で新しい資本主義のマクロ政策運営を詳しく定義します。成長と分配の好循環を目指す新しい資本主義は、効率重視の成長を目指す新自由主義から明確に転換をしていきます。まず、アベノミクスはこれらを包括する政策概念で、金融政策、財政政策、成長戦略の3本の矢で、デフレ構造不況からの脱却を目指すものであり、この形に変化はありません。この3本の矢の中身が、新自由主義から新しい資本主義へと大きく変化することになります。

金融政策は新自由主義の「金利上昇を恐れた緊縮財政の中、日銀の金融緩和のみで2%の物価目標を目指す」から、新しい資本主義の「積極財政と金融緩和のポリシーミックスで2%の物価目標を目指す」に変わります。



図表17 新自由主義からキンダノミクスの新しい資本主義へ



(出所) 作成: 岡三証券

財政政策は新自由主義の「財政支出は非効率的である」という哲学でプライマリーバランスの黒字化を目指し、緊縮財政で民間の邪魔をしない小さな政府へ」から、新しい資本主義の「経済・社会システムの維持と発展のため、または格差是正のため、政府の役割はまだ大きい」という哲学で、財政赤字を許容しながらの積極財政により分配機能を強化する大きな政府へ」に変わります。

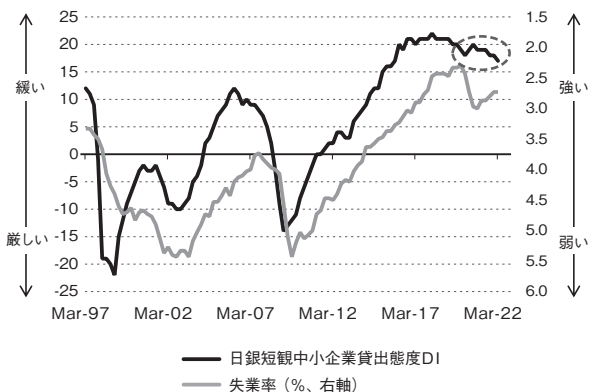
そして成長戦略は、新自由主義の「緊縮財政でも可能な規制緩和やコスト削減によって企業の前にある障害を取り除き、総供給（企業）の効率化と収益拡大、投資の自律的な拡大からトリクルダウンで家計に恩恵」をもたらすことを期待するものから、新しい資本主義の「積極財政による政府の成長投資と所得分配に規制・制度改革を加え、企業と家計を支えて総供給と総需要の相乗効果の拡大」で成長を目指すものになっ変わっていくことになります。

カギは緊縮財政から積極財政への転換です。新しい資本主義では、3本の矢の全てにおいて積極財政が重要な役割を果たすので、積極財政抜きには新しい資本主義は稼働できないことがわかります。これは当然で、企業と政府の合わせた支出をする力である、

先ほどのネットの資金需要を緊縮財政で消滅させて失敗したのが新自由主義で、逆に新しい資本主義は、積極財政でネットの資金需要を回復させ、家計に所得を回すことが不可欠だからです。

次に、この3本の矢を一つ一つ見ていきます。まずは金融政策です。金融政策は強い信用サイクルで雇用の不足感を生み出し、賃金上昇と物価上昇の環境をつくるのが目的になります。図表18（44ページ）の黒線の日銀短観の中小企業貸出態度D-1は、日銀が中小企業に対し金融機関の貸出態度は緩いと感じるか、厳しいと感じるか、実感を聞いています。上昇していくと中小貸出態度は緩く、いつでも金融機関から借り入れられるという安心感が生まれ、負債を含めたバランスシートの拡大ができるようになる。信用サイクルの上振れが起こり、ビジネスが拡大できるようになるため、雇用が拡大し、失業率が低下するなど、景気を押し上げていくことになります。アベノミクスの大胆な金融緩和で、D-1はバブル崩壊後の最高水準まで上昇していき、この強い信用サイクルが景気回復を支えました。コロナ禍でも、この信用サイクルが強いままであることが、経済とマーケットの底割れを防いでいます。問題は、ネットの資金需要が消滅して経済

図表 18 日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率

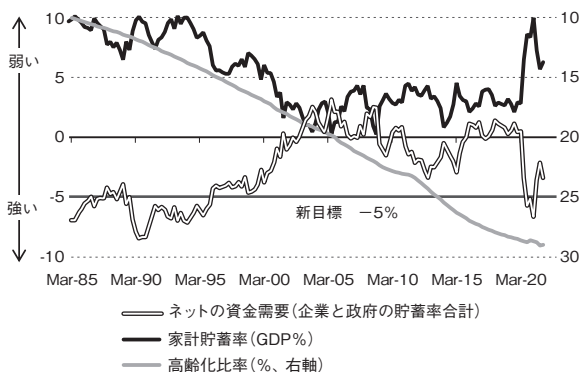


(注) DIのバブル期の最大値は1989年1-3月期の+32  
 (出所) 内閣府、総務省、日銀、岡三証券、Refinitiv 作成：岡三証券

のマナーが拡大する力がなくなると、日銀の金融政策のみによる信用サイクルの押し上げ限界が来ることです。この局面では、企業を支援する積極財政の力が必要になります。

次は2本目の矢、財政政策です。財政政策は金融政策がつくった賃金上昇と物価上昇の環境のもと、ネットの資金需要が拡大して家計に所得を回す推進力を与えることが目的となります。金融政策がしてくれるのは環境のみで、賃金上昇と物価上昇によるデフレ構造不況脱却には、積極財政によるネットの資金需要の拡大で推進力を与える必要があります。図表19の黒線が家計の

図表 19 家計貯蓄率とネットの資金需要



(注) 家計貯蓄率=家計と対家計非営利団体の貯蓄率合計+家計の負債側の貸出(GDP%)

(出所) 内閣府、日銀、岡三証券 作成: 岡三証券

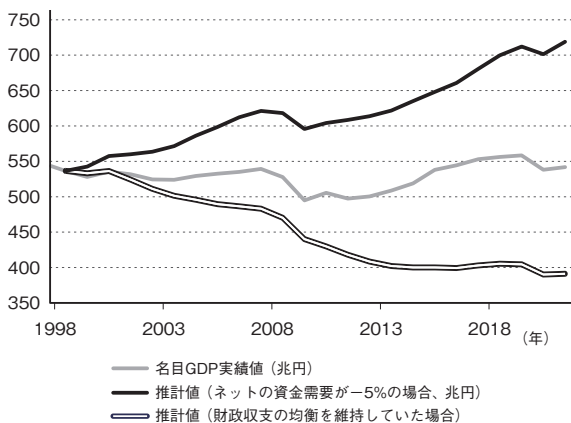
貯蓄率の動きですが、1980年代から2000年代初頭にかけて大きく低下しており、これは高齢化が原因であると言われてきました。確かに、灰色の高齢化比率と同じように動いているように見えますが、それ以降の20年間は両者の相関はほとんどないため、家計の貯蓄率は別の要因で動いていると考えるべきです。1980年代から家計の貯蓄率と一貫した強い関係があるのがネットの資金需要です。プライマリーバランスの黒字化を過度に重視する緊縮財政なので、ネットの資金需要が消滅して家計に所得が回りませんでした。その状況下で、生活水準を維持しようとすれば、家計

の貯蓄率は低下せざるを得ません。つまり、家計のファンダメンタルズが悪化してしまったのが原因だと考えます。

積極財政でネットの資金需要を新しい目標であるマイナス5%に誘導して家計に所得を回し、家計のファンダメンタルズを修復することが新しい資本主義のスタートになります。ネットの資金需要の水準を、これまでより5%程度ほど下に移して安定させることとなります。言い換えると、GDP比5%、年間25兆円程度の新たな財源があることになるので、成長投資と所得分配の政策への大胆な支出、そして民間に支出先を選ばせる減税も積極財政の手段とすべきだと考えます。

1999年から2020年までのネットの資金需要は、ほぼ壊滅した状態でした。図表20の灰色は実際の名目GDPの推移で、横ばいになってしまっています。積極財政で1998年の金融危機以降もネットの資金需要をマイナス5%に維持できていて、経済のマネーの拡大と家計に所得が回る力を維持できていた場合の名目GDPの推計が黒線になります。リフレの力により現在の名目GDPは700兆円超と150兆円以上も拡大していたはずですが、もちろん、企業から家計への大きな分配も起こっていたはずですが、

図表20 ネットの資金需要の消滅で国力が失われた

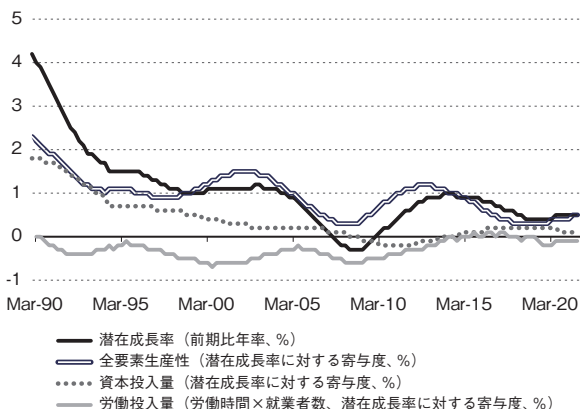


**名目GDP (前年比)** =  $-1.1 - 0.13$  日銀短観雇用人員判断DI (前年差、景気循環要因)  
 $+ 0.042$  日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI  $- 0.27$  ネット  
 の資金需要 (2期ラグ)  $+ 2.2$  資本蓄積 (1期ラグ)  $+ 0.13$  米国  
 実質GDP (前年比、海外要因) ;  $R^2 = 0.80$

(注) 家計貯蓄率 = 家計と対家計非営利団体の貯蓄率合計 + 家計の負債側の貸出 (GDP%)

(出所) 内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

図表21 資本投入量の減速で潜在成長率が低下



(出所) 内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

一方、財政原理主義などによるプライマリーバランスの黒字化目標の強引な推進で財政収支をずっと均衡させた場合、二重線のように、名目GDPは150兆円以上も失っていたことになります。

次に成長戦略について考えます。成長戦略はリストラではなく投資によるイノベーションで生産性を向上させることが目的です。図表21の黒線が潜在成長率の動きで、日本の実力の成長率を表します。潜在成長率は資本の投入量、労働投入量、そして全要素生産性の合計です。日本の潜在成長率が落ち込んでしまった大きな原因は、企業の投資が滞り、ドット線の資本投入量が弱

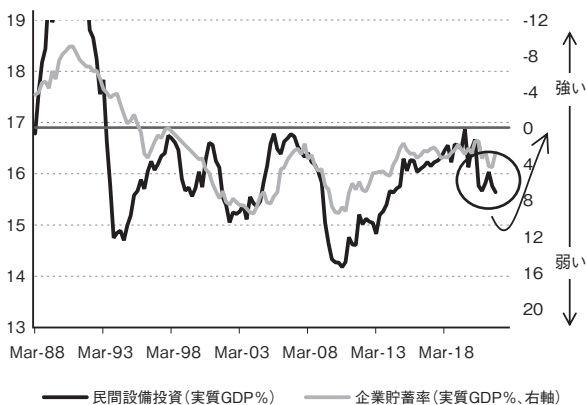


くなってしまうことです。

これまでの効率を重視する新自由主義では、コスト削減などで全要素生産性の向上を目指してきました。二重線が全要素生産性の動きですが、バブル崩壊後、日本経済の全要素生産性が上昇した局面は確かに2回ありました。1998年から2008年からです。これは日本の金融危機とリーマンショックの後、企業が大胆なリストラをしてコストを削減した結果です。しかし、リストラなどの効率化のみの全要素生産性の向上は長く続きません。リストラなどにより総需要が減退し、デフレ圧力がかかり、経済に縮小の力がかかってしまうからです。

新しい資本主義では、積極財政によるネットの資金需要の回復で家計に所得を回し、総需要を回復させ、利益を出しやすい環境をつくり、企業の投資の期待リターンを引き上げることが重要になります。投資の拡大による資本投入量の増加とともに総需要の拡大を伴い、イノベーションで全要素生産性が上昇することが重要になります。このグラフではドット線が上がるとともに二重線も上がるようになれば、日本経済はデフレ構造不況から脱却することができたことになります。規制や制度の改革は単純なコスト削減

図表22 民間設備投資のGDP比



(出所) 内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

ではなく、投資がイノベーションを生み、新たな需要の創出につながる環境を整えるべきものであると考えます。

図表22の黒線が民間設備投資の実質GDPに対する比率で、設備投資サイクルを表します。バブル崩壊後の特徴は、毎回17%になると天井に頭をぶつけて落ちてしまうことを繰り返しています。企業は、将来の成長や収益が拡大するという期待があつてこそ設備投資を増やします。設備投資サイクルが低い天井の下で低迷しているということは、企業の期待成長率や期待収益率がなかなか上がらなかったことを表しています。株式市場は企業

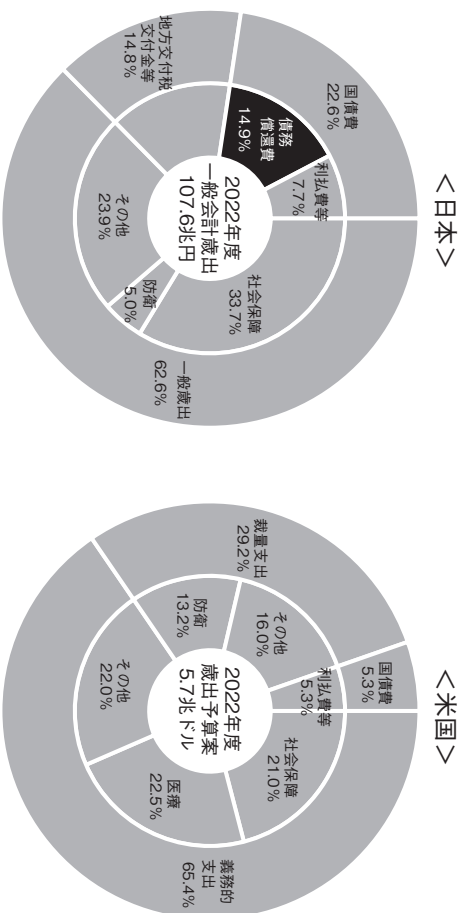
の期待成長率や期待収益率を取引するマーケットなので、株式市場の停滞にもつながってしまいました。

新しい資本主義の成長戦略で総需要と総供給の相乗効果の拡大による成長が起これば、この設備投資サイクルを押し上げ、17%の天井を打ち破る力になり、30年来の転換点になります。企業の期待成長率や期待収益率がバブル崩壊後、初めて上昇し、停滞したレンジから脱したことを意味するので、株式市場はそれを高く評価し、大きく上昇していくことになります。灰色が企業貯蓄率で、上がマイナスと、軸を逆転してあります。設備投資サイクルが17%の天井を打ち破っていくと企業貯蓄率は正常なマイナスに戻り、総需要を減退させる力が一掃され、デフレ構造不況から脱却できることになります。

## 60年償還ルール

日本の財政状況の過剰な警戒感を生んでいる一つの原因が国債の60年償還ルールです。日本は発行した国債は60年で現金償還しなければいけないという恒常的な減債制度を持っています。図表23（52ページ）のとおり、日本の一般会計の歳出では、過去の借金へ

図表 23 日米の歳出の比較

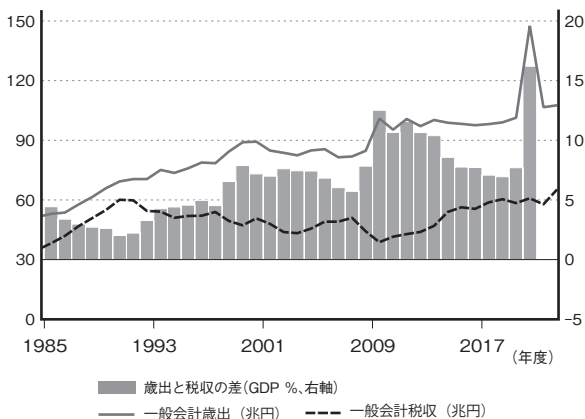


(注) 日本の当初予算ベースの利払費等は、多めに見積もられる傾向にあるため、実際の利払費等は当初予算よりも小さい(出所) 財務省、govinfo 作成：岡三証券

の対処である国債費が利払費と償還ルールによる債務償還費を含めて22・6%を占め、歳出構造が硬直化しており、財政再建は急務であると言われています。他方、米国の歳出のうち、国債費には利払費だけ計上され、日本のような債務償還費は計上されていません。グローバルスタンダードでは、国債の発行による支出は民間の資産の増加となるため、景気過熱の抑制の必要がない限り、発行された国債は事実上、永続的に借り換えればよく、歳出に債務償還費は計上する必要はありません。

国債の60年償還ルールは異常な財政運営ですが、財政収支は赤字であり、事実上、債務償還費は国債発行で賄われていて機能していないから問題はないという考え方もあります。しかし、60年償還ルールは、緊縮財政が必要であるという論拠にねじ曲げられて使われてしまうという大きな問題があります。それは有名なワニの口という考え方で（54ページ図表24）。一般会計の歳出と税收の差を示し、その差がワニの口のように拡大して日本の財政状況が歯止めなく悪化している根拠として使われます。しかし、上あごの一般会計の歳出にはグローバルスタンダードではない債務償還費が入っていて、下あごは税收だけで、税外収入や特別会計などの資金余剰は入っていません。非常にバイア

図表24 典型的な開いたワニの口

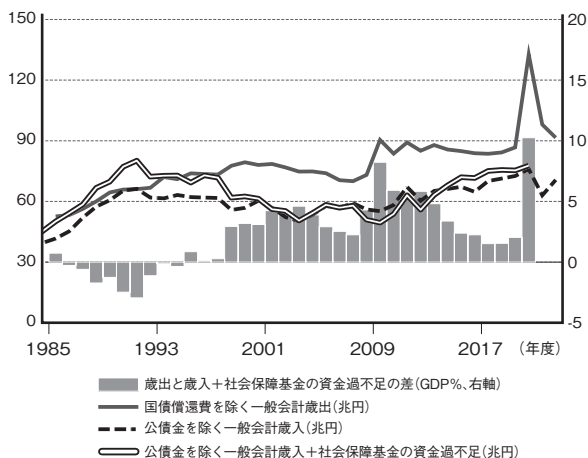


(注) 2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算  
 (出所) 財務省 作成: 岡三証券

スのかかったものであることはあまり知られていません。

60年償還ルールによる債務償還費を除き、税外収入と資金余剰を入れた本当のワニの口は図表25の灰色と二重線です。ワニの口は開いていないばかりか、コロナの前にはほとんど閉じていたことがわかります。ワニの口は60年償還ルールによる幻覚であり、財政状況を過度に悪化しているように見せかける点に、非常に大きな問題があります。このような異常なルールが、ポリシーメーカーの財政政策の発動の束縛となるべきではありません。

図表25 グローバルスタンダードでの開いていないワニの口



(注) 2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算  
 (出所) 財務省 作成: 岡三証券

### まとめ

ここまでの議論で明らかなのは、積極財政にこそ新しい資本主義の成功のカギがあることです。企業の過剰貯蓄と緊縮財政でネットの資金需要が消滅したことでデフレ構造不況が継続し、金利まで消滅したのが現実です。ネットの資金需要は過剰にならないければ企業と政府が資金を取り合うクラウディングアウトは起きず、金利の高騰はなことがわかっていきます。金利が高騰することは否定できませんというゼロリスクの考え方は、ゼロコロナと同じような非現実的な政策運営で、経済活動

を過度に下押ししてしまうことになりませう。

緊縮財政によりデフレ構造不況を脱せないことで家計は追い詰められ、特に団塊ジュニア以下の世代には大きな苦しみと、飛躍のチャンスが与えられない無力感を抱かせてしまいました。まずは積極財政で良好な経済のファンダメンタルズを取り戻し、若い世代に飛躍のチャンスを与えるべきで、それが人への投資の強化策だと考えます。チャンスをものにして飛躍するとは、経済の膨らむ力の追い風で、投資がイノベーションを生み、生産性を向上させ、それが需要を拡大してさらなる所得と投資を生むという、新しい資本主義が目指す成長と分配の好循環を実現することです。

暗い見通しで国民を脅し、緊縮財政を推進することが、国民を豊かにすることにどれほど貢献したのかは疑問で、その過度に誇張された暗い見通しが国民をより萎縮させたのではないのでしょうか。その萎縮により、成長への期待と成長への渴望を失われたことで守りのリストラによる延命が主流になってしまいました。緊縮財政もその過剰な守りの一種です。その萎縮で投資が不足し、イノベーションによる新たな需要の創出と生産性の向上という経済のダイナミズムとエキサイトメントのエッセンス、すなわち楽しさ



と明るさが失われたことこそが日本に対する評価を毀損したと考えます。

全てが急変している今日、憂鬱な時代遅れの学説や、使い古された手法はもはや通用しません。どんな進歩にも必ずついて回るリスクを避け、安定という幻想にしがみつくとことでは、新しい機会と新しい問題に取り組むための新しい世代を育むことはできないと考えます。財政運営でも、楽観的な見通しから逆算して戦略を立てることができない柔らかな考え方を持つ新しいリーダーシップが必要です。プライマリーバランス黒字化から、ネットの資金需要の目標へ転換するなど、古い財政運営から脱却して新しい資本主義を本格的に稼働させ、打ちひしがれた国民、特に若い世代に希望と豊かさに満ちた未来への見取り図を示し、挑戦する勇気を与えることが望まれます。

以上が私からの話です。ご清聴ありがとうございました。



【講演3】

# 地域経済活性化による中間層再生

21世紀政策研究所研究委員  
明治大学政治経済学部教授

飯田 泰之

明治大学の飯田です。冒頭、永濱研究主幹から話がありましたように、本研究会では積極財政の必要性を一貫して主張するわけですが、その一方で、一部の財政拡張論者が言うように、半永久的に財政を拡張し続けられるという主張もまた幻想であると考えています。積極財政は必要だが、どこかの段階では必要がなくなることが望ましいわけです。となると、財政出動も無計画に行うのではなく、より効果的に賢い支出を行っていかねければならないということで、報告書内でもさまざまな財政支出の支出先のメニューが提示されています。その中の一つで私が担当したのが地域活性化、中でも地域経済の再生に向けての財政出動という考え方です。

地域経済が重要になる理由が2点あります。一つは家計の問題。本研究会報告書のタイトルにもなっていますが、中間層の復活のためには豊かな地域経済が必要です。そしてもう一つは、遠回りのように感じるかもしれませんが、企業の投資を増加させるためにも、また地域経済の再生が必要なのです。地域の中小・中堅企業以上に、実は東京に本社を置くような巨大企業にとっても、豊かな地域経済こそがその復活のカギなのだという話をさせていただきます。



飯田委員

## 格差「感」の拡大

まず、近年、中間層が解体しつつあるという議論を、さまざまところで耳にするかと思えます。しかし、私は中間層が解体したというより、中間層だという感覚が解体したのではないかと感じています。格差感を助長する一つのフアクターが固定費の存在です。固定費が高くなればなるほど可処分所得から固定費を除いた裁量的に利用できる家計の支出が減少します。その結果、固定費があることにより、自由に使えるお金の格差が開きます。

この家計の中の自由に使えるお金の格差が格差を生んでいるのではないかという話を先日、論文で発表させていただいたのですが、この固

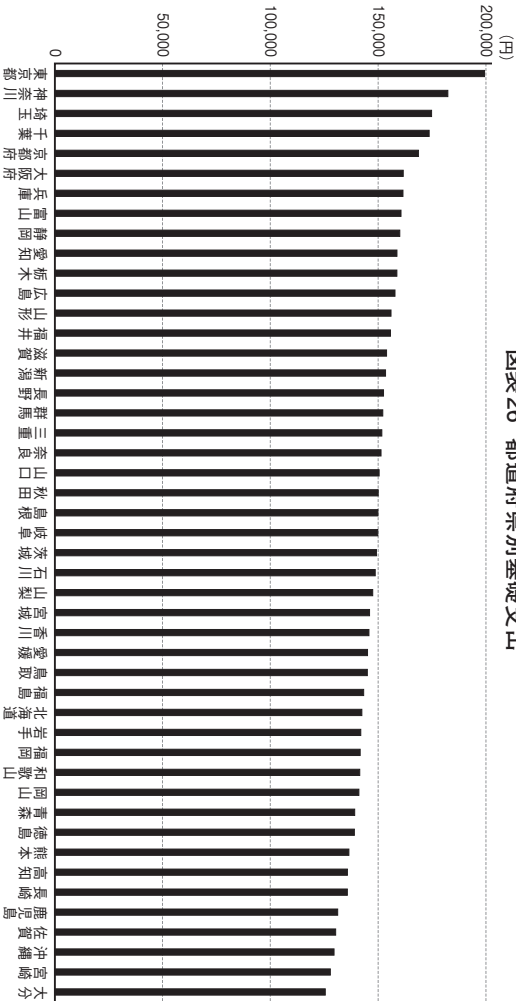
定費を高めている大きな原因は、いくつかあります。一つは単身世帯の増加であり、または理想の家族生活のような理想像が高くなった等の文化的な問題もあるかと思いますが、それ以上にここで注目するのが東京一極集中の問題です。

これは実感にも近いと思いますが、まず、東京都または東京圏は住居費が非常に高いエリアです。図表26は国土交通省が推計した都道府県別の基礎支出（食費、住宅費、光熱水道費の合計）ですが、こちらを見ると、東京、神奈川、埼玉、千葉が非常に高い。次いで京都、大阪が高い。

可処分所得からこの基礎支出を除いた値を、私は勝手に実感可処分所得と呼んでいるのですが、これを見ると実は東京都と大阪府は非常に貧しい都府であることがわかります（64ページ図表27）。日本の人口の1割を占める関東圏・首都圏、さらにその1/3ぐらいの規模を占める近畿圏で国民が貧しくなっているわけですから、日本国全体の平均値として生活の苦しさを実感する人々が増えるのは当然のことかもしれません。

当の東京ですが、そもそも絶対水準で決して豊かではないのと同時に、実は近年、全く成長していないエリアにもなってきている。多くの方、またはメディア等では、東京

図表 26 都道府県別基礎支出



(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) 国土交通省、総務省





だけが成長していて、地方が取り残されているという文脈で語られることが多いのですが、データが示すところはその逆です。東日本大震災の前の2010年から、都道府県別県民経済計算が全ての県でそろっている2018年までの経済成長率を見ると、東京の経済成長率は全県の平均を下回っています。さらには、成長率が低いのに人口だけ増えたので、当然1人当たり県民所得の伸びは、東京がほぼ最下位ということになる。福井県が最下位となっておりますが、この期間に原発の操業停止等の期間が入り、少しイレギュラーな数字となっております。そのため、事実上、東京都は全国で平均所得が最も伸びていないエリアとなります。

なぜ東京に一極集中が進み、さらには経済成長率が低下しているのかについては、いくつか説明や仮説があります。一つは単純に過剰集積であるという問題指摘があります。また、人口は平均所得の差に応じて移動し、東京のほうが、平均所得が高いので、みんな東京に集まってきたってしまうという、ごくごく単純な論理もあります。ただ、額面の所得は確かに高いのですが、住居費を引いた生活水準で見ると、実は東京はあまり豊かではないという先ほど説明した理屈もあり、この説明は素直には受け入れ難い。さらに、

経済成長率はそもそも経済水準に反比例するという標準的な新古典派成長モデルの結論でもあります。

ただ、私自身は最近、こういった合理的な経済人モデルに立脚した説明よりも行動経済学的な説明に注目しています。これをファクターXと仮に呼んでいるのですが、一つは、東京の所得水準に関して過剰な期待があるのではないかとということです。つまり、実際の稼げる金額に比べ、「東京の給料は特別に高い」という幻想があるのではないかと。経営学の文脈だと、従業員に、あなたの部長の給料はいくらだと思えますか、社長の給料はいくらだと思えますかというアンケートをとると、だいたい実勢の1.5倍から2倍ぐらいだと思われるようです。これは余談ですが、東京についてもそういった過剰期待があるのではないかと。

そしてもう一つ、労働政策研究・研修機構（JILPT）のアンケート調査だと、地方での雇用に関して、男性よりも女性の不安が大きいがわかります。たしかに、四年制大学を卒業してホワイトカラーとして働く女性の就労先が地方は少ない。現在だと共働き・共稼ぎが非常に多いので、結果として夫婦で働きやすい東京、大阪から離れる

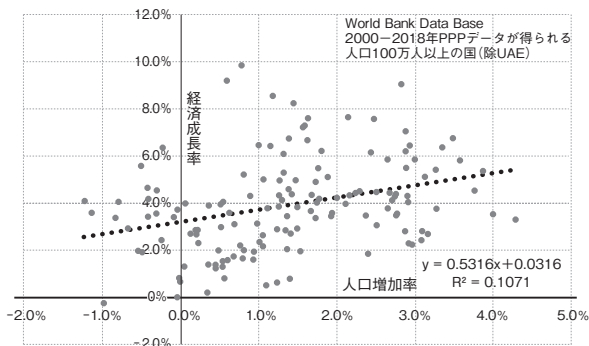
ことができないのではないか。

## 人口と経済成長

いろいろな仮説がありますが、一極集中と成長率低下が続く東京の問題を解消するためには、結局のところ人口の地理的な分散が必要だという話になります。しかし、私自身は、東京一極集中は問題ですが、一方で地方の人口を増やすことは、第一の政策目標、活性化目標にはならないと考えています。これもまた多くのメディア等での議論が見逃しがちなことですが、実は人口増加率と経済成長率の関係はそこまで強固なものではありません。

まずは国際比較データから見ていきたいと思いますが、図表28（68ページ）は横軸が人口増加率、縦軸が経済成長率です。確かに、人口増加率が高いほうが経済成長率は高い傾向があります。しかし多くの方が、想像していたほど強い関係ではないことに気づかれるのではないのでしょうか。もちろん、人口は増えているに越したことはないと思いますが、人口が伸びていないと経済成長は決してできないということはない。

図表 28 人口増加率と実質経済成長率  
(2000～2018年平均)

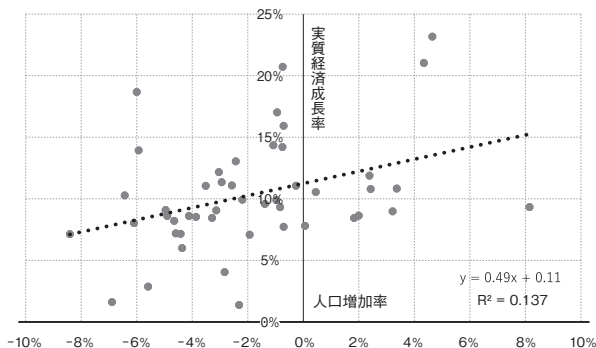


(出所) World Bank Data Base

私自身もマクロ経済学の実証分析をワールドに研究を進めてきたのですが、学者特有の用語法にもう少し注意をしていただきたい。図表28の散布図、統計的に有意に人口増加率と経済成長率は関係していません。しかし、学者が統計的に有意であると言うと、メディアまたは多くの受け手は、強固な関係があるという意味に取ってしまうことがあります。実はそこまで強い関係性は決して持っているわけではない。

これは、都道府県別で見ても事情は同じであり、人口増加率と経済成長率の間にはそれほど強い関係は示されていません(図表29)。ちなみに、上のほうに飛び出ている2県が沖

図表 29 都道府県別人口増加率と実質経済成長率  
(2010～2018年平均)



(出所)「県民経済計算」、「住民基本台帳」

縄県と愛知県です。沖縄県と愛知県が人口も増えているし、経済も成長している。この2県が非常に目立っていることで、地方創生の文脈でも、地域人口を増やさないことには地域を活性化できないという思い込みにつながってしましますが、この2県のほうがどちらかというとな例外的な存在だということを理解いただけるかと思えます。ちなみに、人口がいちばん伸びているのに経済成長率が非常に低いのが東京都です。

人口について、減ったほうがいいとまでは言わないですが、人口に思い悩む以上に地域再生において意識しなければならぬのは、地域における資金循環、経済構造循環の問題

です。

### 地域経済循環と本社機能による資金流出

地域経済の資金循環は、生産、分配、支出の関係が循環して行われることにより生じます。ニワトリとタマゴなので、どこから説明しても構わないのですが、まず販売活動が行われるとします。そこで、実際に売れると所得が生まれ、その所得が従業員のものになったり、経営者のものになったり、株主のものになったりする。その所得を受け取った人間が支出を行うことで売り上げが生まれ、売り上げが生まれるから所得が生まれ、それが分配され……というように、ぐるぐる回るわけですが、その循環の中で、資金が地域から流出したり、または資金が流入したりします。

所得流出のいちばんわかりやすい例は、地域の外に住んでいる従業員に給料を払う場合です。また、地域住民が地域外、例えば埼玉県民が池袋に行き、消費を行うと、埼玉県から東京都に資金が流出したことになります。また、千葉県に住んでいる人が東京都に本社がある企業から配当を受け取れば、東京都から千葉県への資金流入になるわけで

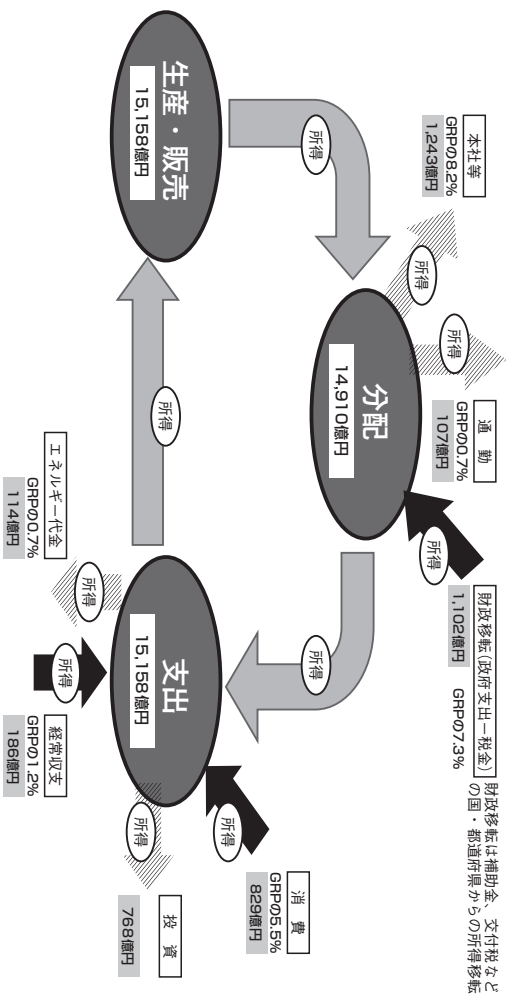
す。

このサイクルをごく簡単に各地域について推計してくれるシステムを環境省と政策投資銀行がつくっていますので、そのツールを少し利用させていただき、二つほど具体的な地域の資金循環を見ていきたいと思います。図表30（72ページ）は室蘭・苫小牧都市圏ですが、ここでの資金流入は、黒い矢印の部分の財政による移転である地方交付税交付金等です。資金が流出しているところ（斜線の矢印）で言うと、たとえば、室蘭・苫小牧地域の人間の貯蓄が地域の外に投資されている。または、もちろん同地域は工業地帯ですが、発電所を抱えていないので、エネルギー代金が外に出ていく。

また、福山都市圏（73ページ図表31）も似たような状況で、地域の経済規模の10%に上る財政移転（資金流入）があるのですが、それが例えばエネルギー代金であったり、通勤者といったファクターで流出している。

いま説明をわざと飛ばしたのですが、両地域とも特徴的な地域からの資金流出は本社等という部分です。室蘭・苫小牧と福山、偶然両方とも製造業地域になってしまいました。製造業地域であってもなくても同じことです。本社等という流出項目は何を表し

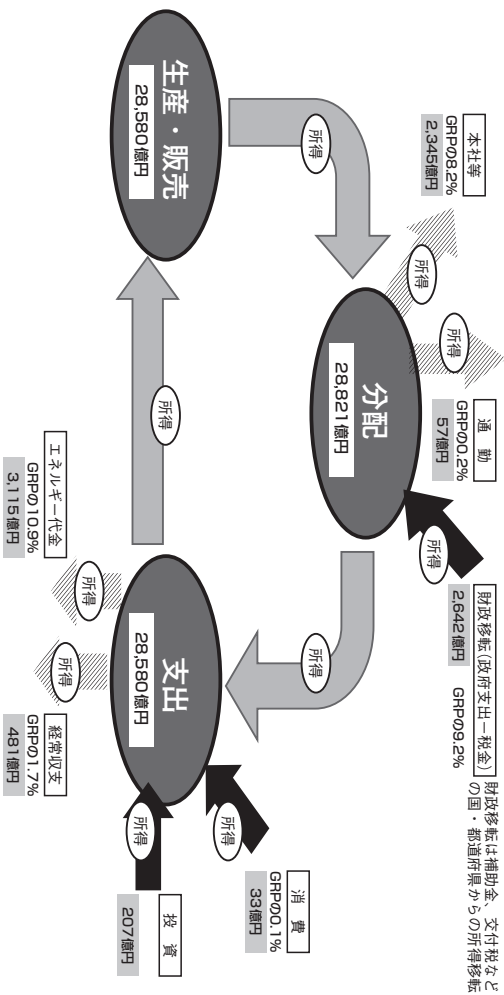
図表 30 室蘭・苫小牧圏の経済構造



(出所) 環境省、政策投資銀行、価値総合研究所



図表 31 福山圏の経済構造



(出所) 環境省、政策投資銀行、価値総合研究所

ているかという点、フランチャイズ経営の場合は加盟店手数料があるので、ものすごくわかりやすく資金が流出しますが、直営店・直営工場がある場合には、そこで生産された付加価値から現地に残置されるもの、つまり従業員の給料として支払ったり、現地で原材料を調達した分を除いた差額は当然ながら本社のものになるので、生産したけれども人件費を除いた分は全部本社に向けて流出する。この本社の存在が、ほとんどの地域で最大の資金流出項目になっています。

そうすると何が起きるか。現在行われている地方への財政支出について、私自身は、地域活性化のためにより大きな金額を一般財源として地方に分配するべきだと思えます。ただし、現在の経済構造のままそれをやっても、穴の開いたバケツに水を注ぎ続けるだけになってしまう。つまり、どんなに財政で資金を注ぎ込んでも、それが結局のところ本社機能という名目で東京に流出するだけで、地域経済が全く活性化しない状況が生じるのではないか。だからこそ、どうやってこの資金循環のバケツの穴をふさいでいくのが重要になってきます。

ほとんどの地域経済で資金流出は本社機能により行われていますが、では逆にどこに

この本社機能に基づく資金が流入しているのか。それは当然、東京都ということになります。東京都の資金流入を見ると、さまざまな産業項目の中で東京都に流入する資金30兆円のうち15兆円が本社機能による資金流入です。つまりは、誤解を恐れずに言うならば、東京都の外からの稼ぎの半分は、東京に本社があることによる稼ぎのわけです。

大きな問題は、この東京の本社機能による稼ぎは、1995年から全く増加していないことです（1995年・15・2兆円、2005年・14・4兆円、2015年・15・0兆円）。この期間、確かに日本は低成長ではあったのですが、いくら何でも名目額で20年間全く成長していないのは異常な事態です。なぜ、東京の本社が利益を得られなくなってしまったのか。まず、東京本社に資金が流入してくるのは、豊かな地域経済があるから、つまり地域経済の支出が東京に還流してくるから東京本社が利益を得られるわけです。逆に地域経済が縮小し、貧しくなると、言うなればお客さんのお金がなくなってしまうと、東京の本社も十分な利益を上げられなくなる。だからこそ、地域経済の再生は東京に本社を持つ巨大企業の成長にとっても必要不可欠になる。

また、そういった資金循環を改善するために何が必要か。その際にも投資に注目をし

ていく必要がある。投資もまた地域の資金循環を悪化させています。製造業が盛んで大規模な工業団地がある一部の地域等を除くと、たいてい投資は資金流出項目になっています。投資による資金流出は、先ほどもお話ししたように、地域の貯蓄が地域外の企業に貸し付けられることを意味します。

### 地域の資金循環の改善に向けた施策

資金の流出を防ぐために、投資を地元企業の発展、地域企業の発展に向けていく制度が必要になります。その中で、もちろん個人事業主や個人経営店の充実や、地域の中小・中堅企業の事業拡大に資するような金融を拡大していかなければいけない。ただし、事業継承やM&Aといった中小企業政策を推進するに当たっては、地域の金融機関、銀行の役割は大きいのですが、なかなか銀行がリスクを取って貸し出すことができない。特に地域の中小企業でキャッシュポジションがあまりよくないところだと、リスク判断上貸せないこともあるでしょう。こういった分野への十分な補助金が必要です。また「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（6月7日閣議決定）に出てきたス

ターゲットアップの振興策は、直接金融や資本市場から資金を調達するというようなものですが、テック系のベンチャーだけではなく、多くの若者にとつての起業は、ラーメン屋さんを開くとか、工務店を開くとかいった身近なものです。こういった開業資金に対し、例えば利子減免等の措置を地域金融機関が行いやすいような財政的なサポートが必要ではないかと考えています。

加えて、SDGsまたはESG投資についても、その性質が徐々に変質していつていきます。もう皆さんご存じのとおり、伝統的な地銀、信金、信組のようなビジネスモデルは既に成立しなくなっている。つまり、支店網により、とにかく預金を集め、預金をインターバンクで運用して中央の都市銀行に資金提供するものですが、これはもう成り立ちません。地域資金の地域還流を目指すためには、いま環境省がESG投資・融資のプロジェクトを抱えています。太陽光や再生可能エネルギーだけではなく、地域再生にインパクトがある企業活動への投資・融資の支援政策がとめられます。例えば、商店街をリノベーションして新しい店舗が入れるようにするビジネス、または若年の失業者を再教育するためのプログラムの策定やセミナーを行う事業、そういった地域活動に資

するのも含め、インパクトという概念に基づいた融資制度が必要ではないかと感じるわけです。

また、地域内住民の消費を増やす方法としては、地域にお金持ちを連れてくるという方法がある。お金持ちというとアジア圏の大富豪のようなイメージをされるかもしれませんが、いちばん現実的な策は高齢者です。ただし、現在の国保や介護保険の仕組みだと、高齢者を積極的に受け入れると、国保、介護保険の赤字幅が増えてしまうので、自治体には高齢者を積極的に受け入れるインセンティブがありません。そこで、高齢者の移住が起きた場合には、その高齢者の移住によって増加するであろう国保、介護保険事業の財政負担相当額を自治体に補填することが考えられます。

高齢者は資産を持っており、必需品としての消費も行わなければいけないため、地域経済の資金流出の抑制につながります。その結果として人口が増える分にはたいへんすばらしいことであろうというのが私の話です。ただし、地域の経済循環、資金流入の総額をバランスさせるさまざまな小さなプロジェクトを積み重ねていく必要があります。その小さなプロジェクトの積み重ねは、いずれも財政資金がないとなかなかできないも

のばかりです。大きな問題となっている中間層の復活、また現在であれば経済安全保障のためにも、リスク分散、地理的な人口分散は求められています。だからこそ、多面的な目標を達成することができる地域活性化は、財政出動の支出先として極めて有望であり、重要なことではないかと考えるわけです。

ご清聴ありがとうございました。

## 質疑応答・意見交換

司会 ここからは参加の皆さまからお寄せいただいたご意見、ご質問に講師の方々からご回答をいただきます。

最初の質問です。本日の説明では日本の財政破綻の可能性は極めて低く、財政支出の制約となるのはインフレ率ということでした。しかし、米国や欧州では、コロナ対策等で大規模な財政支出をしたこともあり、足元でインフレ率のコントロールに悪戦苦闘している状況です。日本が、本日は話が合ったとおり、積極財政に転じた場合、同じような状況に陥ってしまい、財政支出の余力はすぐになくなってしまわないでしょうか。さらに、欧米のように高インフレと低経済成長が同時に生じてしまえば、スタグフレー



シヨンということになってしましますが、この回避策はあるでしょうか。

永濱 私の考え方としては、コロナショック以降の特にアメリカの積極財政は、むしろ成功事例だと考えています。結果的に何が起きたかという点、賃金が上がリ、財政も赤字になっていくわけです。まさに積極財政をすることにより、経済を加熱させれば財政が改善することを示したのではないかと。逆に言うと、それだけインフレ率が高まってきたところであれば、むしろ財政再建に向け増税をしたりしやすい。

また、今回インフレ率が上がっている最大の要因は供給側の問題なわけですが、日本についてはそれよりもさらに厳しい。つまり、サプライサイドが悪くなっていることに加え、それ以上に需要が落ち込んでいるのが大きな問題です。

ただ、もちろん財政拡大により、スタグフレーション的な状況にならないほうが当然いいわけですから、そういった意味では、本題での説明でもあったとおり、積極財政をする中でもサプライサイドが強化されるような、デジタルとか、グリーンとか、エネルギー、食料の安全保障といったところに貢献するような政策を積極的にやっていくけば、需要喚起とともにサプライサイドの強化の両面できることが可能と考えています。

飯田　私もアメリカの対応は間違えていなかったと理解しています。インフレ率については、今次のインフレ率の変化は三つの非連続な変化により発生しています。一つはもちろん財政出動自体が非連続的に増えたこと。二つ目はコロナからの回復であり、これも非連続で始まったものです。そして、もっと非連続なのはウクライナ侵攻です。これらはいずれも物価上昇が物価上昇を招くという70年代、または60年代のインフレーションと違い、階段状に上がっているので、今後1年ほどは前年同月比で高い物価上昇率になると思いますが、それがさらに加速していく状況にはないのではないかと考えられます。

そしてもう一つ、日本の状況についてお話しすると、経済学の教科書でやるGDPギャップは、GDPギャップがプラスになったらもうインフレ圧力ですが、日本のGDPギャップの推計は、平均的な生産量をGDPギャップゼロと置いているので、GDPギャップが日銀、内閣府双方で2%を超えた辺りからインフレ傾向になります。

現在のデフレギャップの大きさを考えると、少なくとも日本は年間当たり20兆円、人によっては25兆円程度の財政出動余地がまだある。これはもちろん後々、企業部門の資

金需要等が回復していけばもつと小さくはなるのですが、仮に企業の資金需要が現在の水準であれば、政府支出はあと20兆〜25兆円増やさないと明確なインフレには結びつかない。これは企業部門の回復をにらみながら可能な財政の量を検討していくべきではないかと思います。

会田 先ほど、企業の貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要が市中のマネーを膨らませる力であり、リフレの力であると申しました。これが消滅してしまったのが日本のデフレの状況で、マイナス5%ぐらいになるとリフレの力がかかってきて、しっかりとした物価上昇に転じていくのではないかと考えています。

他方、アメリカの足元のネットの資金需要はかなり大きくなっており、やりすぎです。対GDP比でマイナス15%というところまで膨らませています。そうなると当然、何らかの財政規律が必要になる。ネットの資金需要がゼロであれば少なすぎるので、積極財政が必要です。逆にマイナス10%にいつてしまうと積極財政はやりすぎなので、当然、財政は緊縮してもよいでしょう。つまり、マイナス5%ぐらいがちょうどいいような形になるので、そこまではしっかりとネットの資金需要を財政規律として見ながらやってい

けばよい。今までは日本はネットの資金需要が消滅してしまっていたから積極財政が必要だという議論になると思います。

司会 ありがとうございます。

次の質問です。これまでの経済界のオーソドックスな考え方からすれば、「経済の停滞や少子化の進行が国家・社会の基盤を侵食しているにもかかわらず、財政が目先の課題を解決するということで、ばらまきが行われた。それこそが本当に問題であり、むしろ国債の発行はもうこれ以上増やさずに、ペイアズユーゴー原則を徹底して次世代につけを回してはならない」ということになりましたが、オーソドックスな考え方について、お考えがあればお聞かせください。

会田 またまたネットの資金需要です。企業貯蓄率がプラスという状況で、ペイアズユーゴー、財政黒字を目指してしまえば、ネットの資金需要はマイナスではなく大きなプラスになってしまいます。こうなると市中のマネーが膨らまないどころか、収縮してしまふ、いわゆる恐慌に陥ってしまうことになります。そうなると当然、財政はより悪化

していき、日本経済にとっては厳しい状況になるので、何が何でもペイアズユーゴーで財政収支をゼロに持っていけば経済のパフォーマンスがよくなるわけではないのだろうと思います。

ネットの資金需要を今後マイナス5%に維持した場合の名目GDP成長率を推計すると、政府の目標である3%ぐらいのところまで安定します。これが、私がマイナス5、ネットの資金需要は大事だと言っている理由です。

当然、目先は企業の貯蓄率がプラスであるから、財政収支の改善度合いはとてもゆつくりです。しかし、名目GDPの成長率がぐっと上がっていけば、財政の改善モーメントももしかっ上がり上がっていくことになります。

一方、ペイアズユーゴー、ネットの資金需要が消滅しても財政黒字を目指していった場合、これは今までどおり名目GDPがほとんど改善しない状況になります。財政収支の改善度合いは、ペイアズユーゴーを目指していけば当然速いのですが、この名目GDPと財政収支の差である財政収支改善モーメントは、圧倒的に劣ることになります。これが緊縮財政イコール財政再建ではなく、積極財政イコール財政再建であるという一

つの推計です。

司会 ありがとうございます。

今しがた質問が来たので、そちらのほうにご回答いただきたいと思います。これまでも本日の説明のように積極財政の必要性について提言される方はいらつしやいましたが、今のところなかなか実現に結びついていないところかと思えます。今後、どのように今回の提言を実現へと結びつけていくお考えでしょうか。

飯田 私は、実は岸田政権はこの拡張財政ができる稀有な政権だと思います。というのも、岸田内閣になってから、安全保障に関して、また外交に関して、そして国防に関して、大きな進展が見られています。これが可能になったのは岸田首相がハト派の代表的な人物だと思われているからです。逆に、安倍首相は相続税の課税強化等のリベラル寄りの政策を取りやすかった。

これは政治のゲーム的な解釈になってしまっているのですが、つまり安倍首相はいくらリベラルな政策をやっても、保守派から攻撃されることが少ない。一方で岸田さんは、どん

なにタカ派なことをやってハト派からは攻撃されない。岸田さんはこれまでずっと財政再建派の代表的な政治家だった。そうすると岸田さんが財政の出勤を拡張すると言っても、それに対し緊縮財政、財政再建派の方々は批判しづらい。または、そういった財政再建志向の強い有権者に投票先を変えられることがない。まさにニクソンが訪中できたという話で有名な命題ですが、その政治家がもともと持っていた思想、信条、主張と異なる政策のほうが実現しやすいのが政治の世界の不思議かと思うので、私は岸田内閣に期待しています。

**司会** ありがとうございます。今がチャンスということかと思えます。

別の質問です。日本全体でSバランスが超過しているということで、政府が支出を増やせば成長に寄与すると思えますし、デフレギャップが今ほど大きいときに財政緊縮は時期尚早ということかもしれません。ただ、基本的には政府はワイズスペンディングへのインセンティブが乏しく、結果として無駄な支出が多くなるような気がしています。

それならば、例えば制度的に企業の資本コストを下げるよう促すことで、企業は過度なコストカットによる利益増ではなく、拡大志向で、もっとどんどん投資に向かうかもしれない。そのように導いていく方策を考えるほうが効率的な気がしますが、この点、いかがお考えでしょうか。

永濱 非常に有効な手段の一つだと思います。実は個人的にも非常に反省をしているのですが、アベノミクス以降、法人税率の引き下げが進みました。背景として、普通にマクロ計量モデルなどを回すと、企業も支出性向は結構高いものですから、法人税率さえ下げれば投資が増えるという結果がでてきましたので、その結果をもとに法人税率を下げるべきだという主張をしてきたわけです。

しかし、結果的には企業の貯蓄超過は変わりませんでした。別の方策は、いろいろなやり方はあると思いますが、具体的に投資をした企業が得をする、恩恵を受けるような税制優遇をもっと積極的にやっていく必要があるのではないかと考えています。

さらに、先ほど飯田さんがお答えになった点です。積極財政の提言は、確かにこれまで実現してきませんでした。ただ、今回の骨太の緊縮財政が緩和されたところに少し貢



献しているのではないかと思えます。それはどういうことかというところ、これもご案内のとおりだと思いますが、自党内では、これまでは財政再建推進本部という緊縮財政の提言を行うところだけでしたが、高市さんが政調会長になられたことにより、積極財政も含め検討しようということとで財政政策検討本部ができ、それだけではまずいということとで、今度は総裁の直下に財政健全化推進本部ができました。

実際に私も、会田さんも財政政策検討本部に出て、今日お話しさせていただいたようなことをプレゼンさせていただいているし、飯田さんも政治のほうに非常に近いですが、以前から積極的に政治家の先生方にレクチャーする機会があります。そういうこともあり、自民党の中でもグローバルスタンダードの財政の考え方を理解されている先生が増えてきています。それがまず一つです。

また、まさに今回のこの研究会のこの3人のメンバーの紹介を見ていただいてもわかるとおり、実はいずれも就職氷河期世代以降に社会に出たエコノミストです。われわれも横のつながりがあるのですが、実は就職氷河期世代以前に社会に出たエコノミストの方々は緊縮の考え方の人が非常に多い。しかし、就職氷河期世代以降に社会に出られた

エコノミスト、われわれより下ぐらいの世代は、グローバルスタンダードの財政の考え方に親和性を持っている割合が高まっています。

そういうことからすると、すぐではないかもしれませんが、世代が替わっていく中で、もしかしたら、こういった積極財政の考え方が優勢になっていく期待はあるのではないかと考えています。

**司会** ありがとうございます。永濱さまから、自民党の財政政策検討本部、積極財政派の話があり、会田さまも参加されたことがあるということでした。今どういう状況か、今後どのように積極財政に転換していくか、また、自民党の先生方の反応などについて、お聞かせいただければと思います。いかがでしょうか。

**会田** 財政政策検討本部、積極財政派は、当然プライマリーバランスの黒字化目標を撤廃すべきという論調で押した。一方、財政健全化推進本部、財政再建派のほうは、プライマリーバランス目標を堅持という形で押した。結果として出てきた答えは「検証します」ということだと思います。そして骨太の方針でも、プライマリーバランスの黒字化

目標の目標年限により必要な政策が歪められてはいけないという文言になったので、25年度のプライマリーバランスの黒字化というものがまだ存在するにしても、数年の積極財政により、この新しい資本主義を稼働することについて、束縛するものではなくなっているのが現状ではないかと思えます。

そうなると、参院選挙後にはグリーンやデジタル、経済安全保障、こういうところを中心とする政府の成長投資がぐんと出てきます。これまでの成長戦略は、政府の支出は非効率的であるという新自由主義の哲学のもとなので、政府がお金を使わない成長戦略だった。しかし、今後は政府も民間と一緒にグリーン、デジタル、経済安全保障にお金を使っていきます。ですから、民間もついてきてくださいというロジックになっていくので、しっかりお金が回る、使われる成長戦略に変わっていくという方向で、参院選挙後に経済対策として確実に進むのではないかと思えます。

司会 皆さま、ありがとうございます。そろそろ時間なので、これまでとしたいと思います。最後のほうで参院選挙という話もありましたが、今後引き続き注目されるとこ

ろかと思いません。

本日ご講演いただきました内容は報告書という形でまとまっていて、本日、当研究所のホームページでも公表するので、ご関心があればぜひご覧いただければと思いますし、会員企業の皆さまには印刷物を送付しているので、ご覧いただければと思います。

本日は21世紀政策研究所主催ウェブセミナー「中間層復活に向けた経済財政運営の大転換」にご参加いただき、ありがとうございます。



---

飯田 泰之 (いいた・やすゆき)

21世紀政策研究所研究委員

明治大学政治経済学部教授

1975年生。東京大学経済学部卒業、同大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。駒澤大学経済学部講師・准教授、明治大学政治経済学部准教授を経て現職。内閣府規制改革推進会議委員、同農林ワーキンググループ座長、総務省自治体戦略2040構想研究会委員などを歴任。専門はマクロ経済学・経済政策。近著に『これからの地域再生』（編著、晶文社、2017年）、『デフレと戦う——金融政策の有効性・レジーム転換の実証分析』（編著、日本経済新聞出版、2018年）、『日本史に学ぶマネーの論理』（PHP、2019年）など。

## 永濱 利廣（ながはま・としひろ）

21世紀政策研究所研究主幹

第一生命経済研究所経済調査部首席エコノミスト

1995年 早稲田大学理工学部工業経営学科卒。2005年 東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。1995年 第一生命保険入社。1998年 日本経済研究センター出向。2000年 第一生命経済研究所経済調査部。2016年より現職。

景気循環学会常務理事、衆議院調査局内閣調査室客員調査員、総務省「消費統計研究会」委員などを歴任。近著に『日本病 なぜ給料と物価は安いままなのか』（講談社現代新書、2022年）、『経済危機はいつまで続くか コロナ・ショックに揺れる世界と日本』（平凡社、2020年）、『MMTとケインズ経済学』（ビジネス教育出版社、2020年）など。

---

## 会田 卓司（あいだ・たくじ）

21世紀政策研究所研究委員

岡三証券チーフエコノミスト

1998年 スワースモア大学（米国）経済学部及び数学部卒業。2000年 ジョーンズ・ホプキンス大学（米国）経済学博士課程単位取得。2000年 メリルリンチ日本証券 シニアエコノミスト。2005年 バークレイズ・キャピタル証券 チーフエコノミスト。2007年 ブレヴァン・ハワード（ヘッジファンド）チーフエコノミスト。2008年 UBS証券 日本経済調査ヘッド。2013年 ソシエテ・ジェネラル証券 チーフエコノミスト。2021年 岡三証券 チーフエコノミスト。Institutional Investor 誌エコノミスト・ランキングで2位、また日経ヴェリタス誌エコノミスト・ランキングで株式3位・債券6位。資金循環統計などをベースにした緻密なデータとモデルを駆使し、日本経済・マーケットの分析として、一貫したマクロ・ロジックとシナリオを提示できることを強みとする。浜田宏一元内閣府参与・イエール大学名誉教授が推薦する著書『日本経済の新しい見方』（金融財政事情研究会）は、資金循環統計をベースにしたマクロ経済分析の教科書としてマーケットで知られている。

---

ウェブセミナー

# 中間層復活に向けた 経済財政運営の大転換： 経済構造研究会報告会

---

2022年8月5日発行

編集 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世紀政策研究所新書【政治・社会・経済政策】

- 22 政権交代時代の政治とリーダーシップ（2011年12月14日開催）
- 32 格差問題を越えて——格差感・教育・生活保護を考える（2013年2月14日開催）
- 37 日本政治における民主主義とリーダーシップのあり方（2013年3月21日開催）
- 39 実効性のある少子化対策のあり方（2014年2月18日開催）
- 44 本格政権が機能するための政治のあり方（2014年4月23日開催）
- 81 高齢者の自立と日本経済（2019年7月9日開催セミナー）
- 86 高齢者の自立と日本経済（2020年2月25日開催シンポジウム）
- 99 中間層復活に向けた経済財政運営の大転換…経済構造研究会報告会（2022年6月2日開催）

21世紀政策研究所新書は、21世紀政策研究所のホームページ（<http://www.21ppi.org/pocket/index.html>）をご覧ください。

 21世紀政策研究所