

アベノミクスは日本を救う

於 責任ある積極財政を推進する議員連盟
令和4年3月17日

明治学院大学客員教授、
前スイス駐劔特命全権大使、元内閣官房参与
本田 悦朗

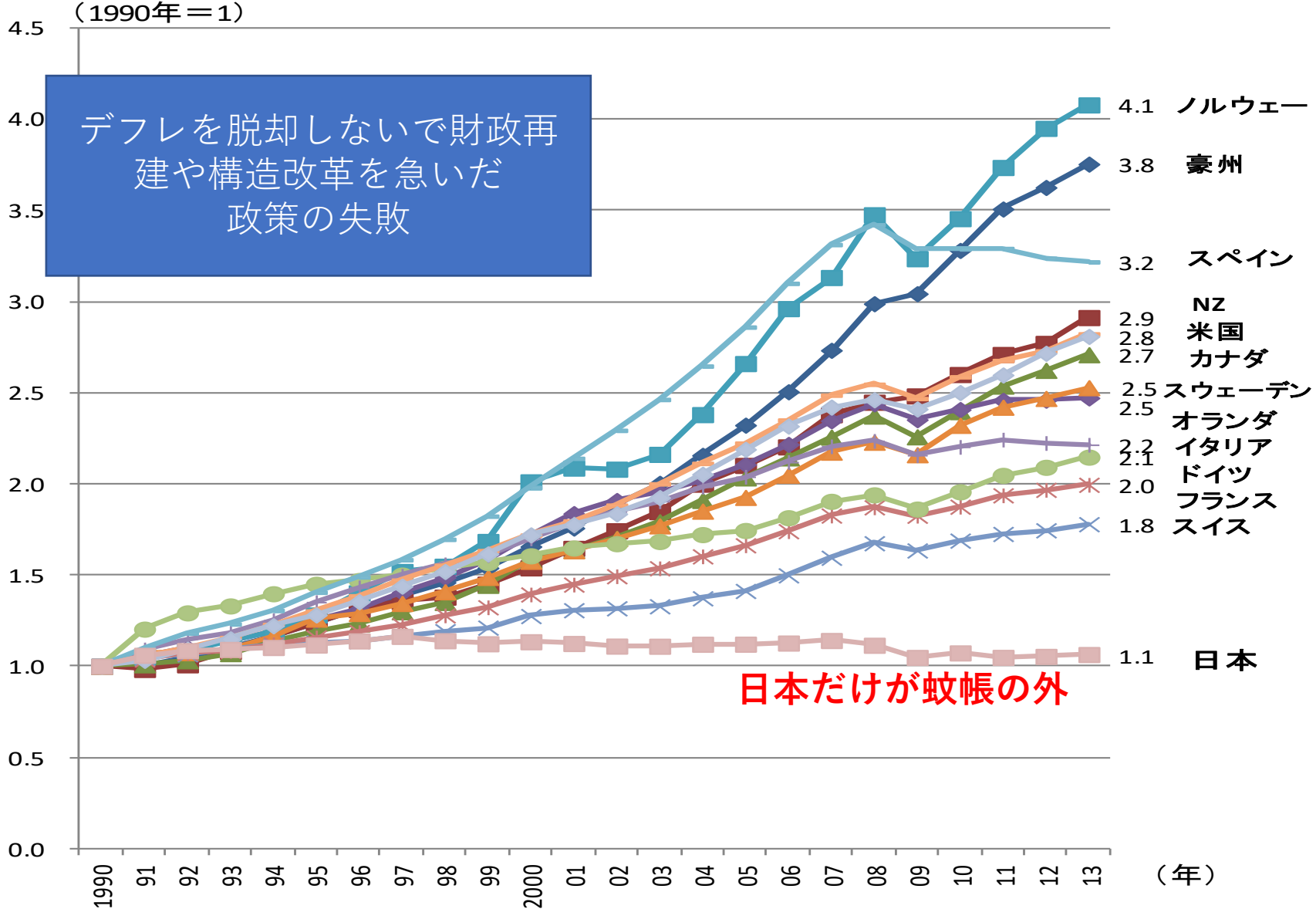
アベノミクスとは

- 我が国を長年苦しめてきた**デフレ**と**長期停滞**を完全に脱却し、**安定した成長路線**に乗せるべく安倍総理によって開始された、総合的な経済政策パッケージ。
- その内容は、**経済安定策**（金融緩和策「第一の矢」、財政出動策「第二の矢」）及び**生産性を高める成長政策**「第三の矢」からなる。
- デフレは資本主義・市場経済の根幹を揺るがす重要課題で、これまで、「大恐慌」を乗り越えた**F.D.ルーズベルト**の「ニューディール政策」（道半ばで増税したため失敗）、「昭和恐慌」を乗り越えた**高橋是清蔵相**、古くは、貨幣を改鑄しマネーサプライを増やしてデフレを脱出（享保の改革）した8代将軍**徳川吉宗**が有名である。

今回の話

- アベノミクス**前史**
 - NY連銀との議論、日本のデフレを調べ尽くしていたグリーンズパン、バーナンキ
- アベノミクスの**原理**
 - フローでは蟻地獄、資産市場（ストック）の力を利用、「予想（期待）形成」が最重要
- **大胆な金融政策**
 - 金利（名目）はマイナスにできない、
 - インフレーターゲッティングと強いコミットメントによって「予想を変える」（**予想実質金利**はマイナスになる）
- **機動的な財政政策** ⇒ 「継続的な」財政出動
 - **消費税増税、プライマリーバランス黒字化目標**の経済正常化までの凍結
- **成長戦略**
 - 本来、デフレギャップが埋まってから有効。需要喚起にも役立つ投資は積極的に
 - これからが本格化。新しい日本のビジョンが必要
- ポストコロナの戦略：**財政金融統合政策**

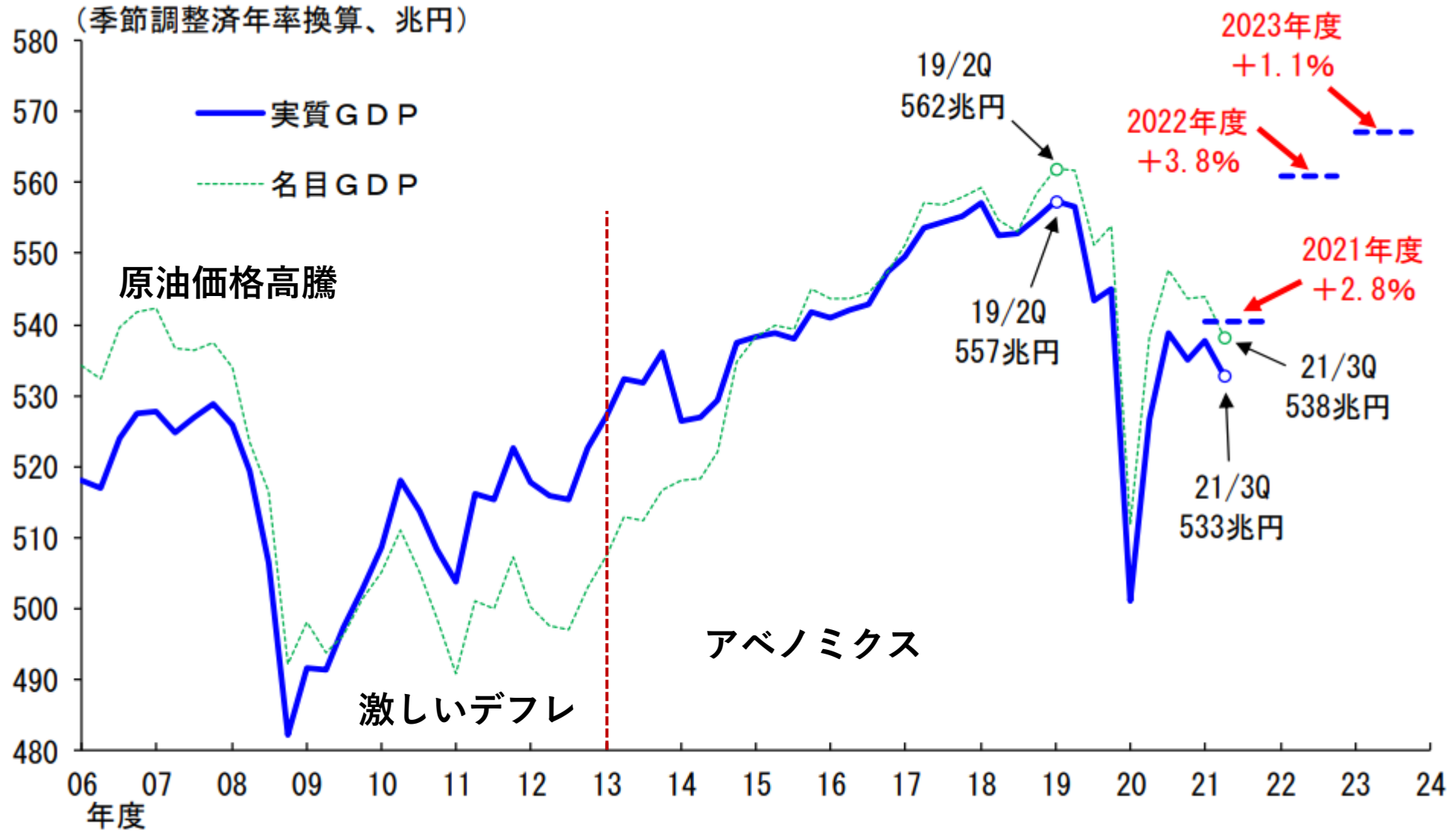
90年代以降横ばいが続く日本の名目GDP



(注) 各国通貨建ての名目GDPの1990年の値を1として指数化した結果。

(出所) IMF「World Economic Outlook Database」

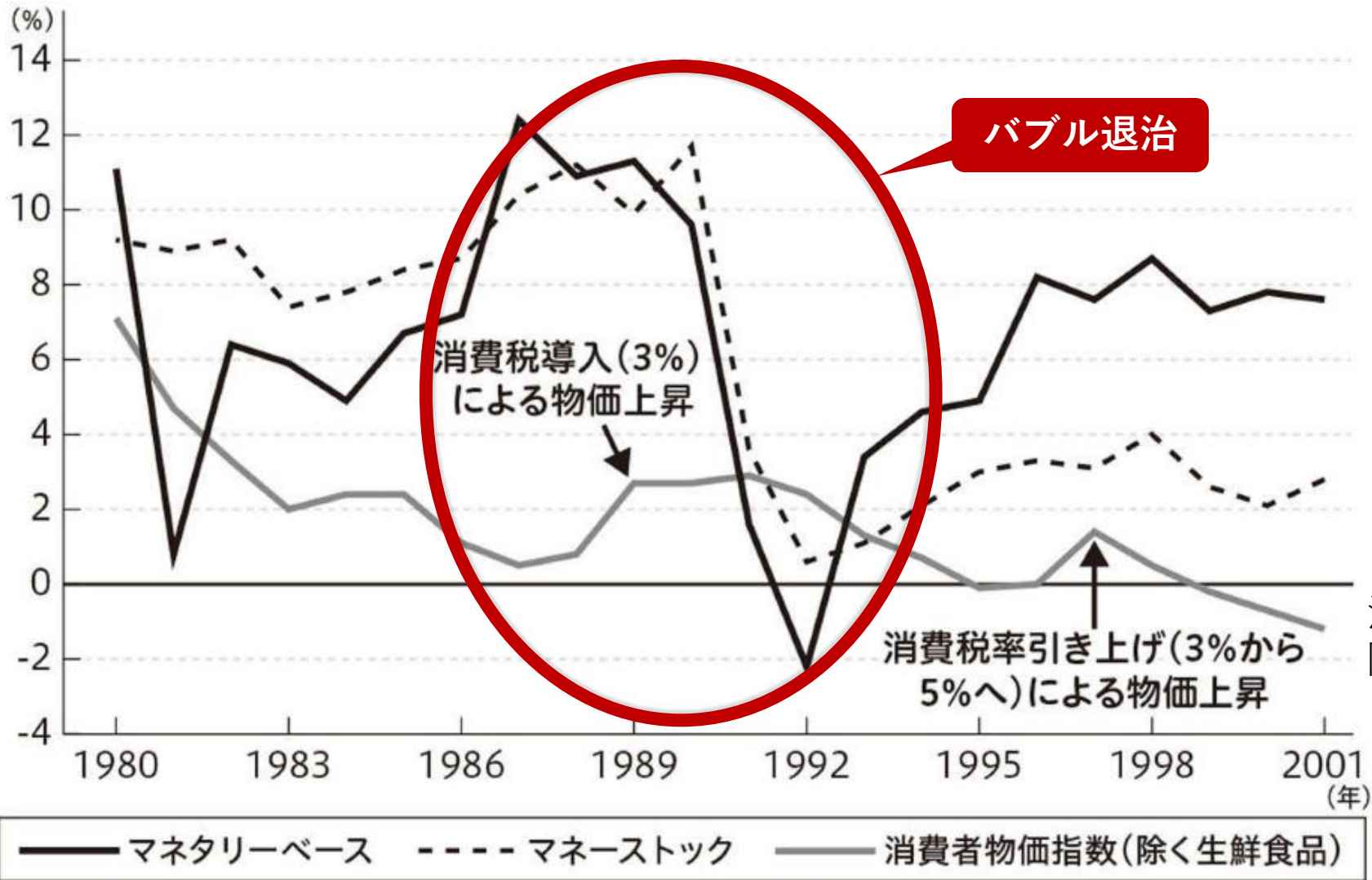
経済の推移と見通し（日本銀行1月展望レポート）



(注) 見通しは、日本銀行政策委員の大勢見通し。
(出所) 内閣府、日本銀行

通貨供給の急低下がデフレへの転落を招いた

対前年伸び率

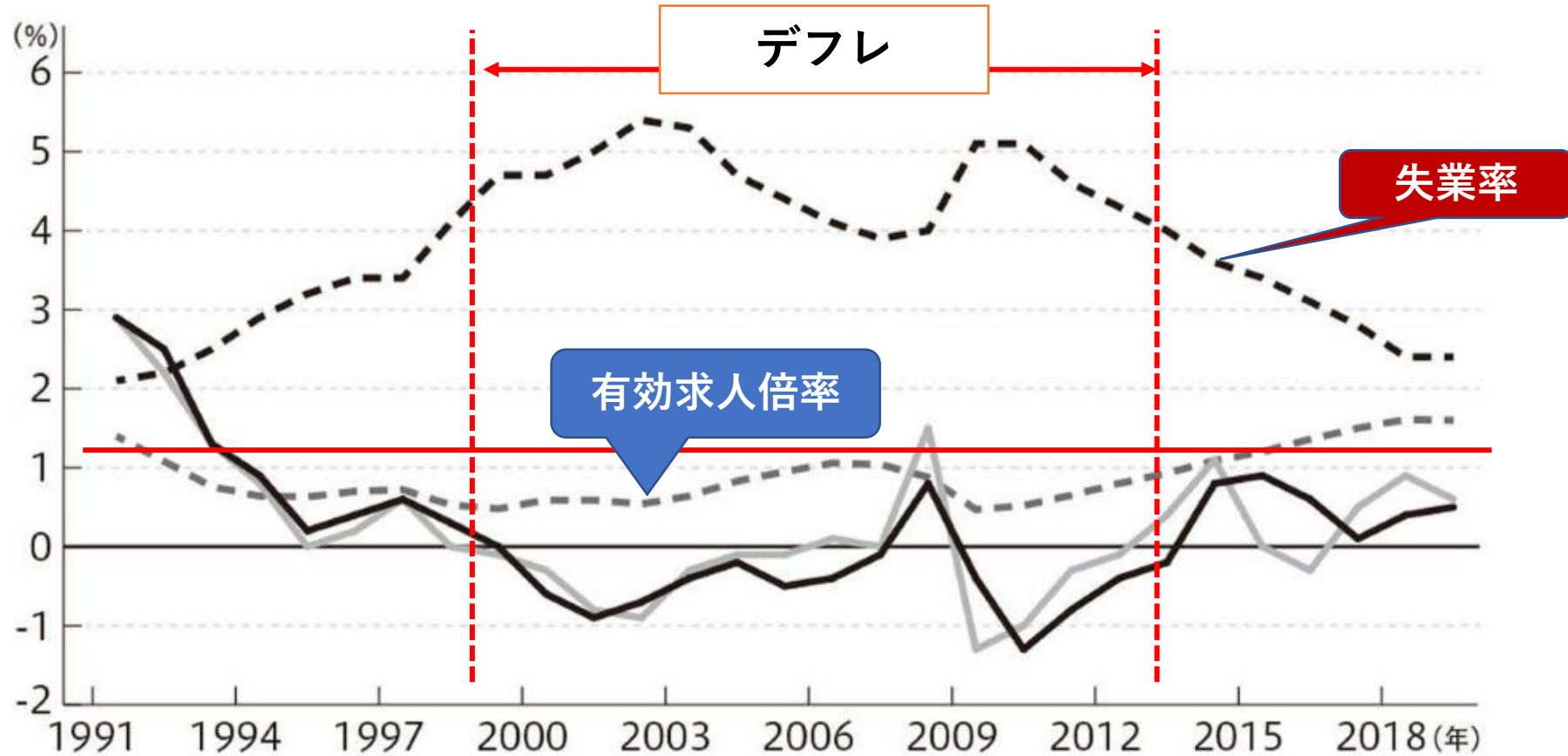


出所) マネタリーベースおよびマネーストックは日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、消費者物価指数は総務省『消費者物価指数(CPI)』より。

岩田規久男著
「『日本型格差社会』からの脱却」 図表1-5

デフレ下で悪化した雇用

(有効求人倍率は、倍)



— 消費者物価指数前年比(除く生鮮食品、消費税除去済み)
— 消費者物価指数前年比(除く生鮮食品・エネルギー、消費税除去済み)
- - - 失業率 - - - 有効求人倍率

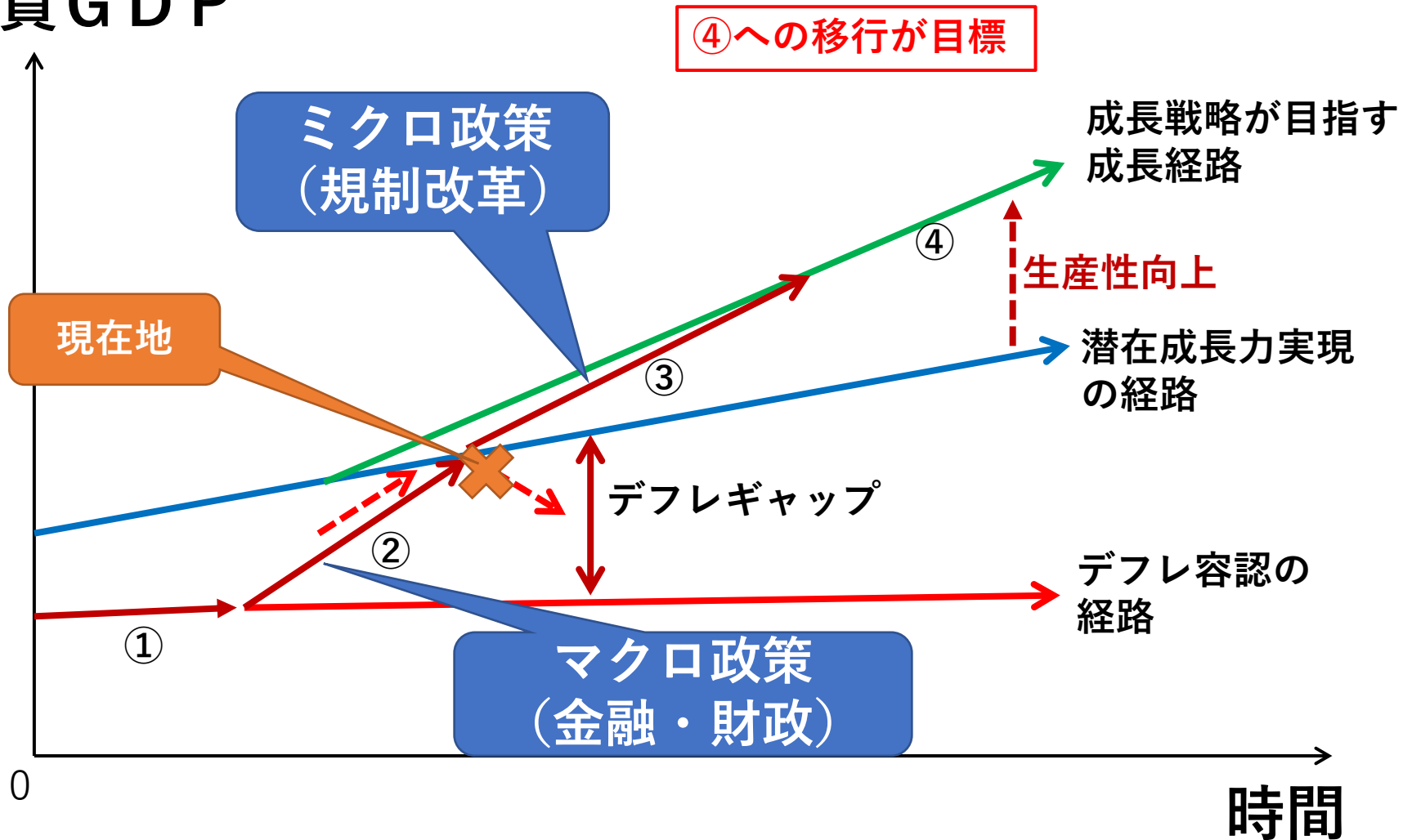
岩田規久男著
「『日本型格差社会からの脱却』 図表1-3

出所) 消費者物価指数は総務省『消費者物価指数 (CPI)』、失業率は総務省『労働力調査』、有効求人倍率は厚生労働省『一般職業紹介状況 (職業安定業務統計)』より。

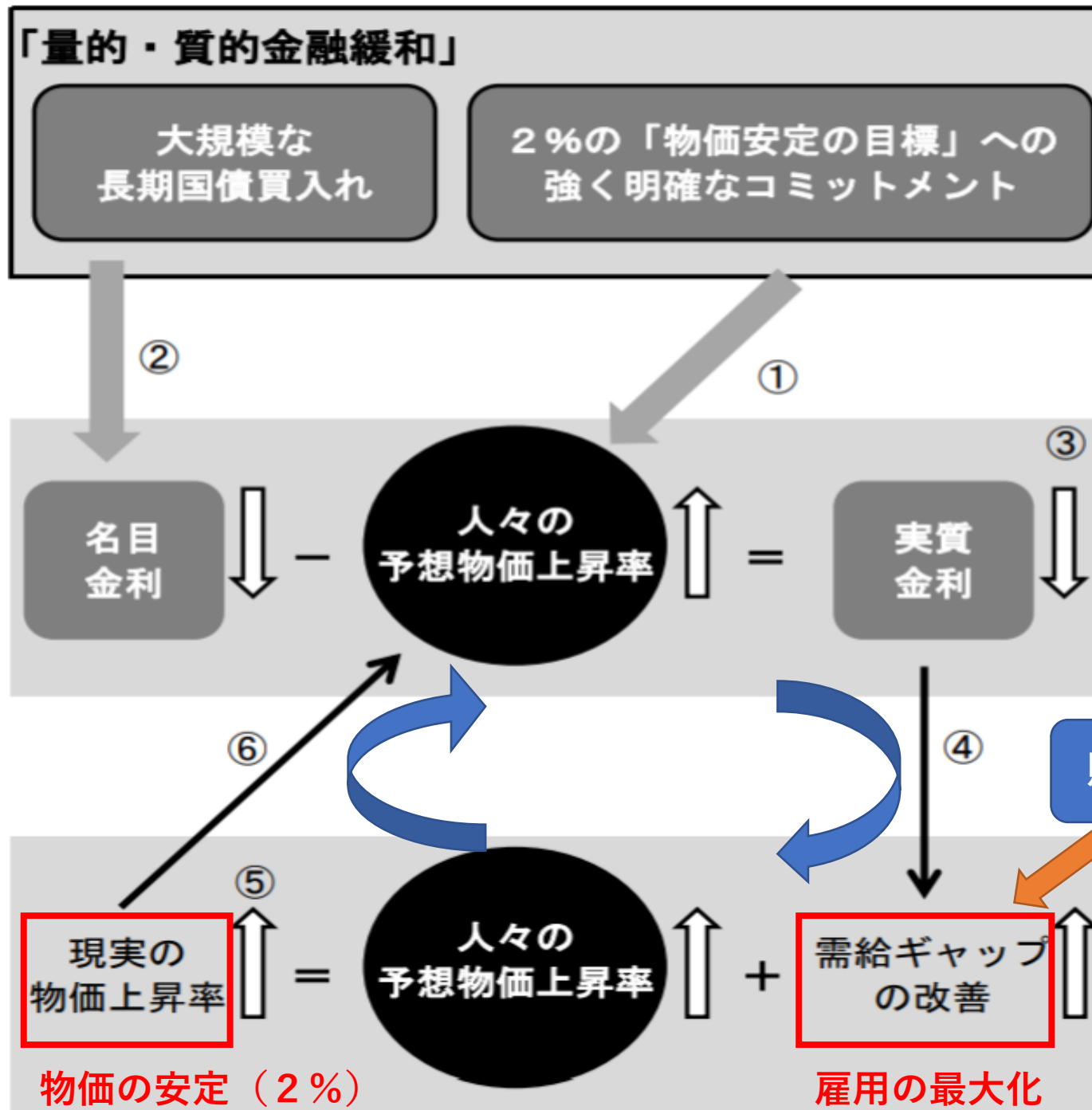
まずマクロ政策でデフレギャップ解消

アベノミクスの原理

実質GDP



大規模量的 金融緩和の メカニズム

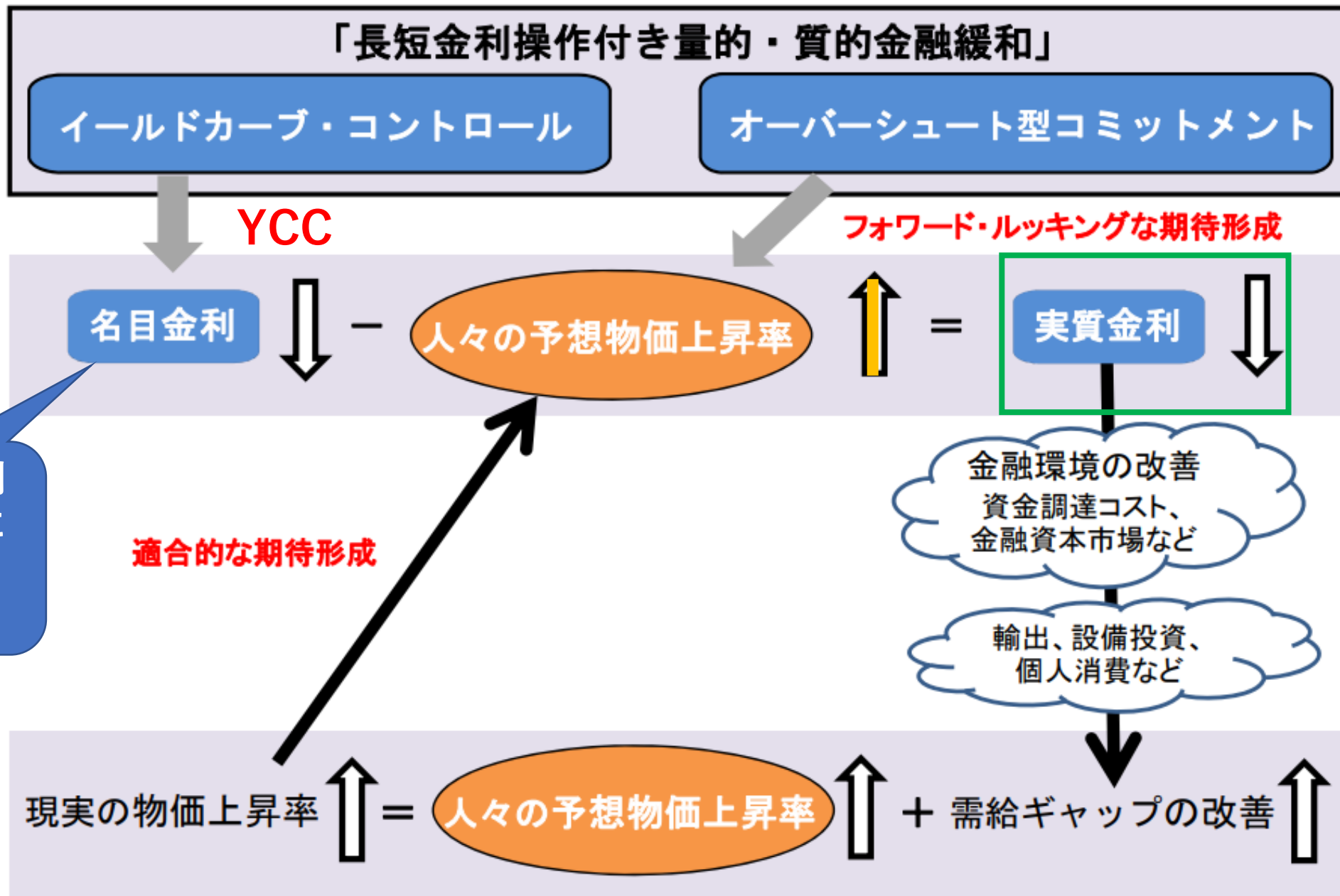


政策手段

中間目標

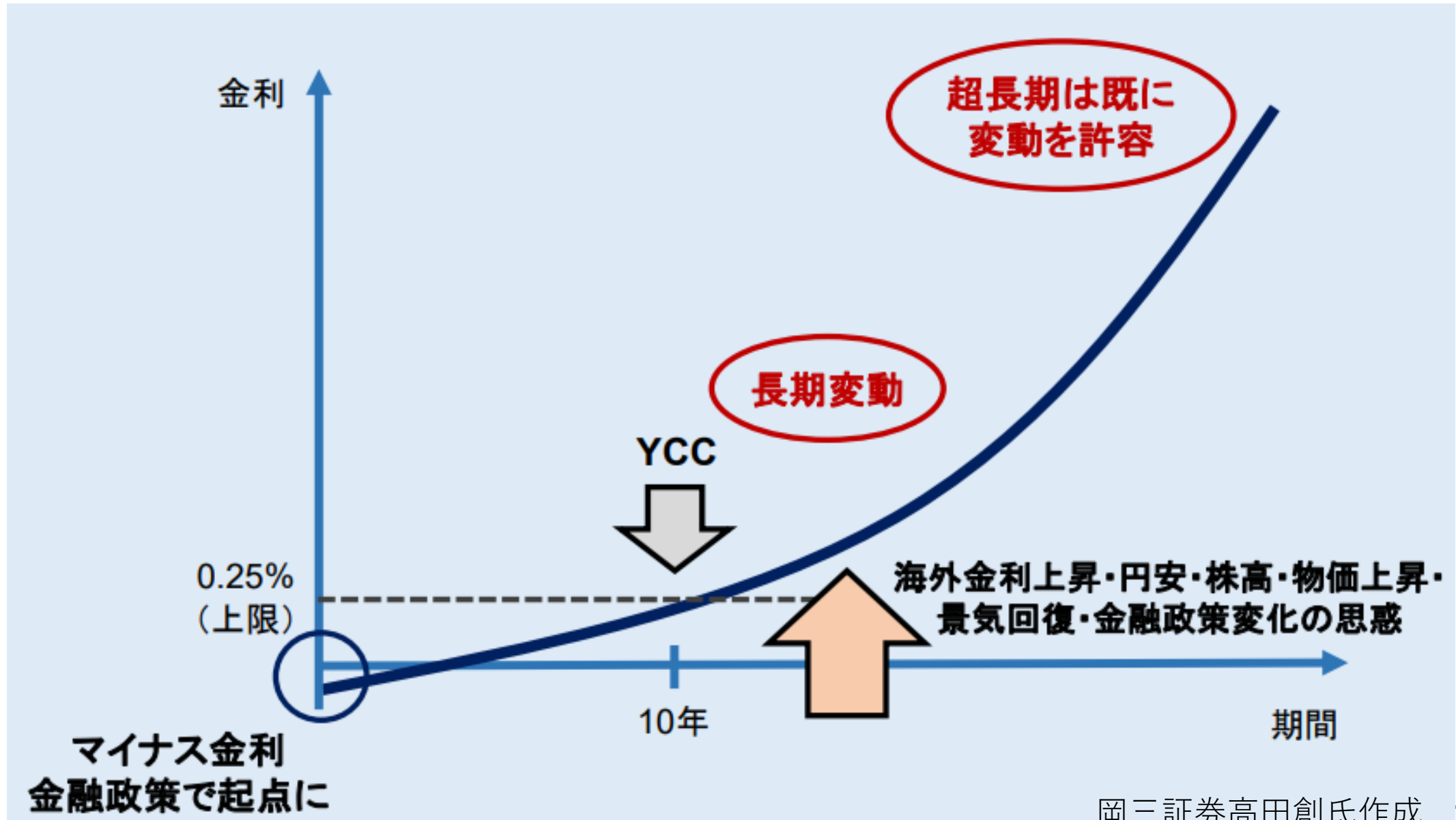
目標

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のメカニズム

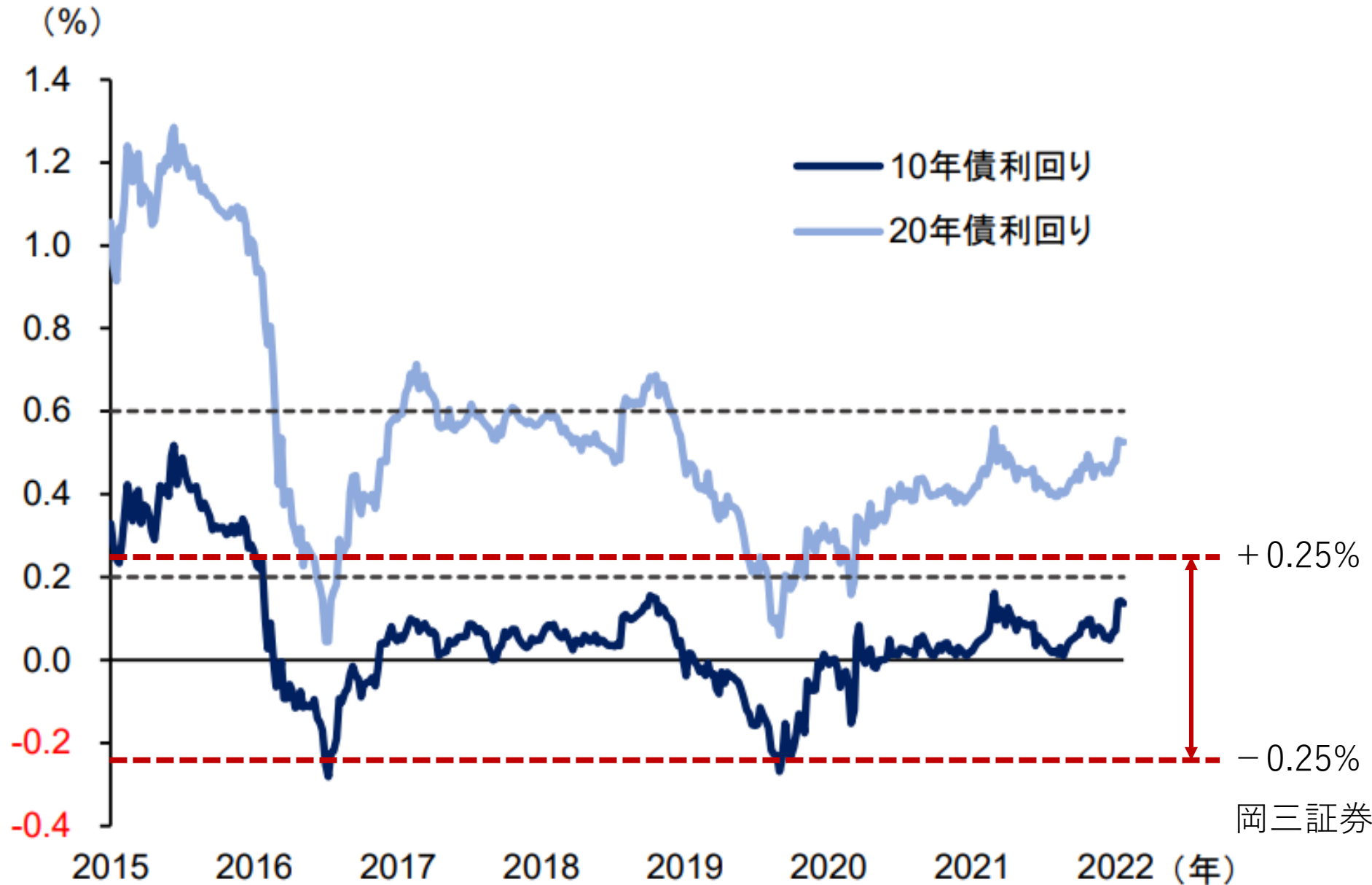


名目金利は下限に根気よく維持

イールドカーブ・コントロール(YCC)とは



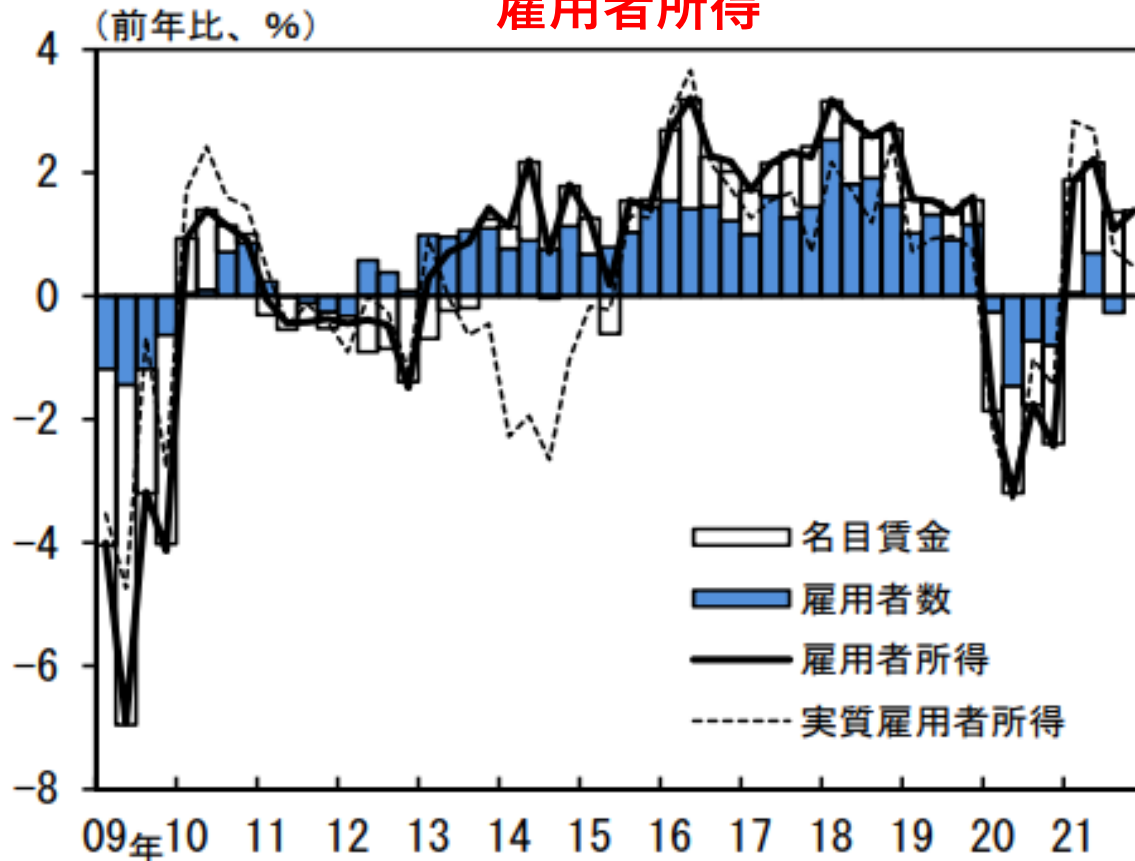
長期金利は低位に抑制



岡三証券高田創氏作成

所得環境と個人消費は回復基調

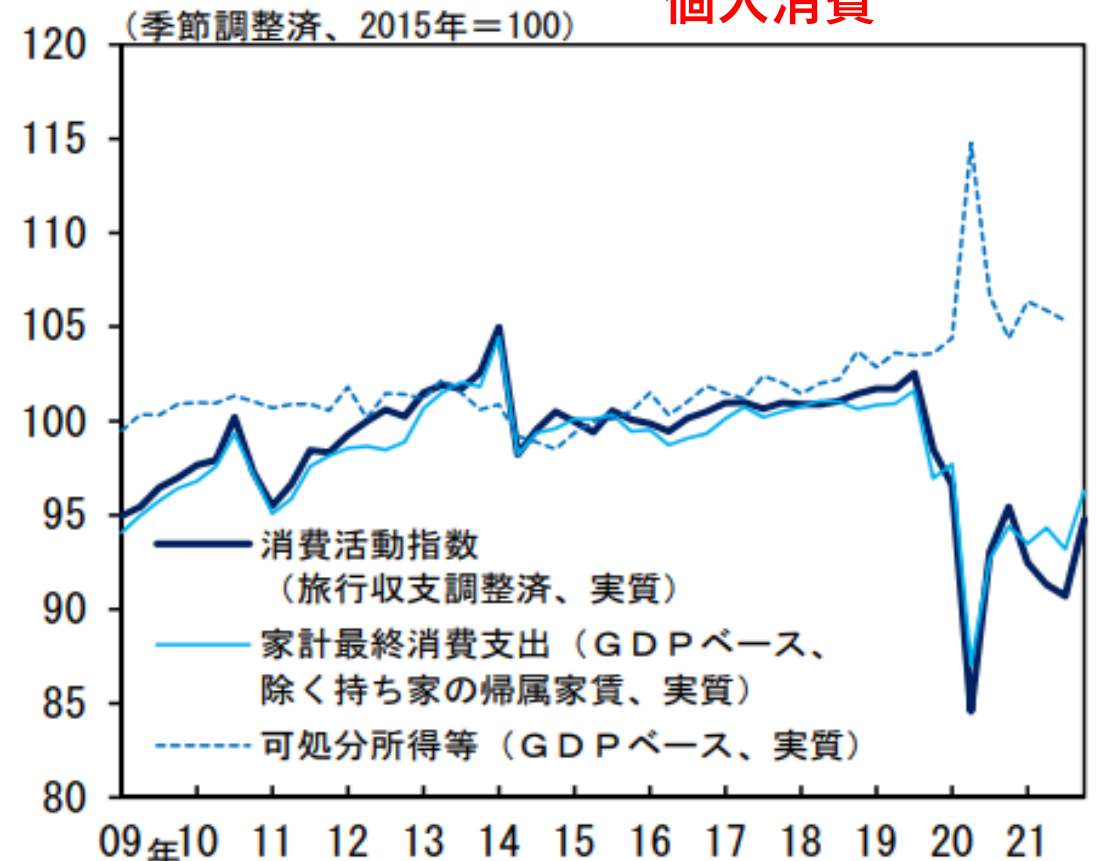
雇用者所得



- (注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。
2021/4Qは、12月の値。
2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
3. 毎月勤労統計の2016/1Q以降は、共通事業所ベース。
4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

(出所) 厚生労働省、総務省

個人消費



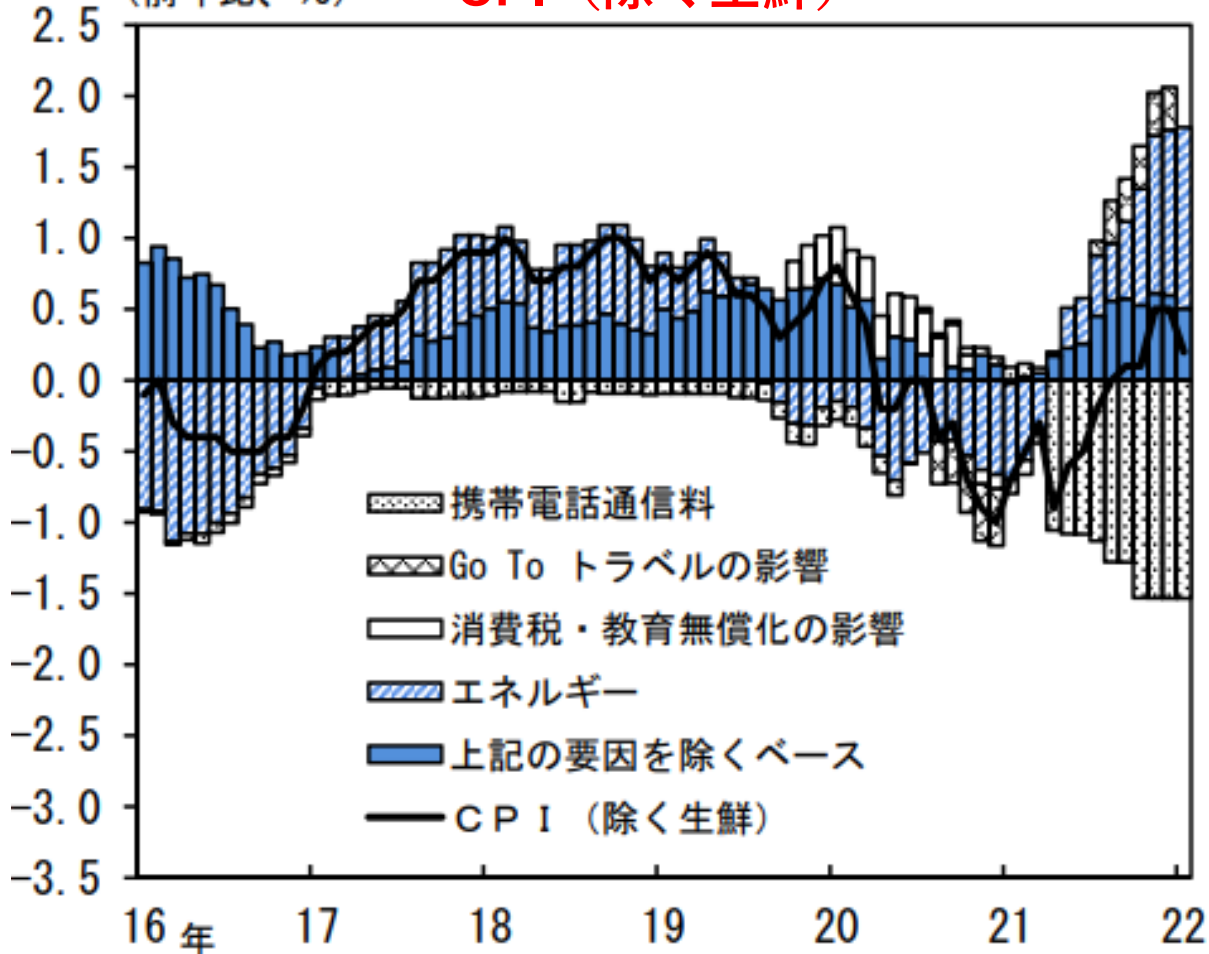
- (注) 1. 消費活動指数（旅行収支調整済）は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費（日本銀行スタッフ算出）。
2. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

(出所) 日本銀行、内閣府等

消費者物価は上昇傾向に向かうが安定までには時間

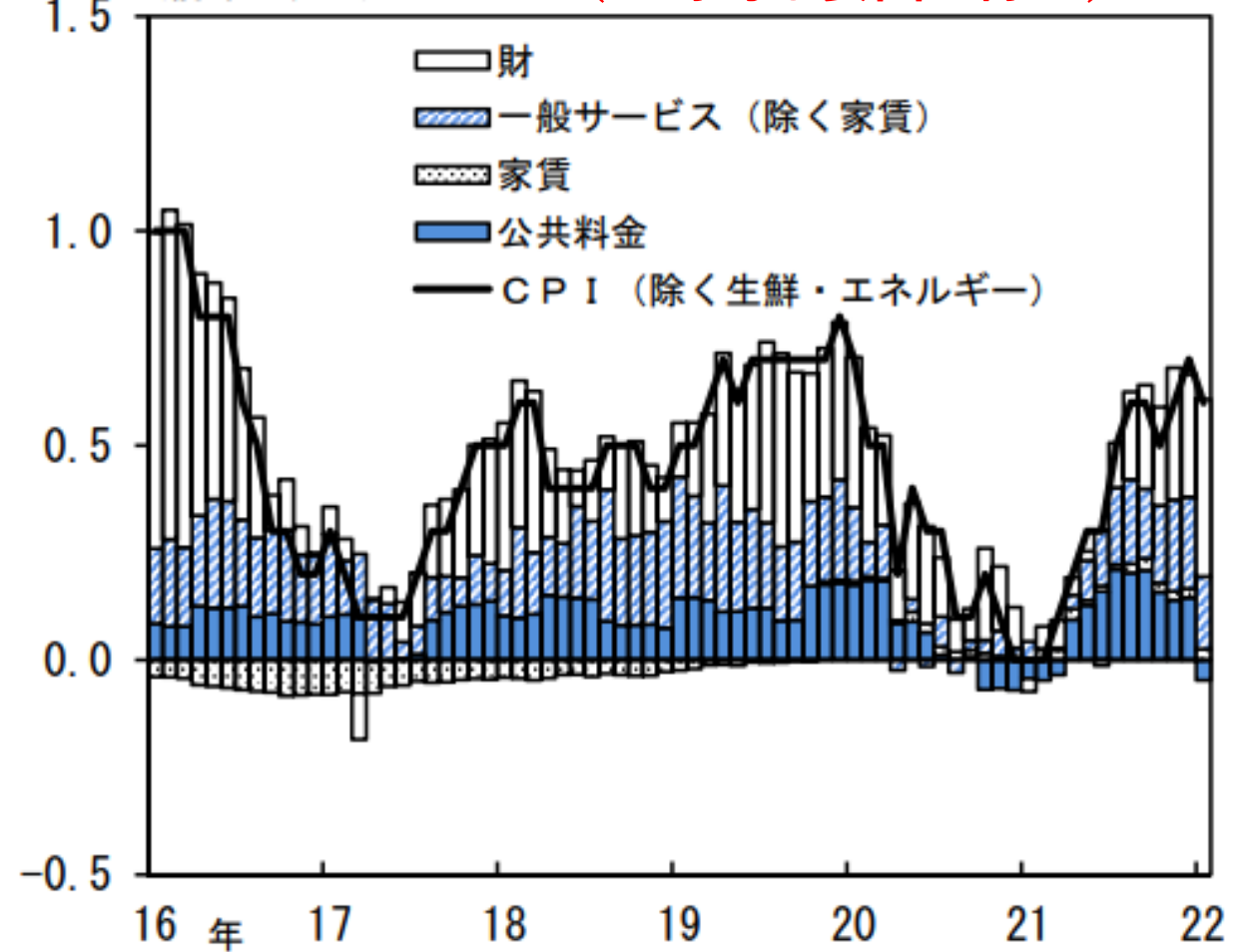
(前年比、%)

CPI (除く生鮮)



(前年比、%)

CPI (一時的な要因を除く)



- (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
 2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

(出所) 総務省

- (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
 2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To 旅行、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

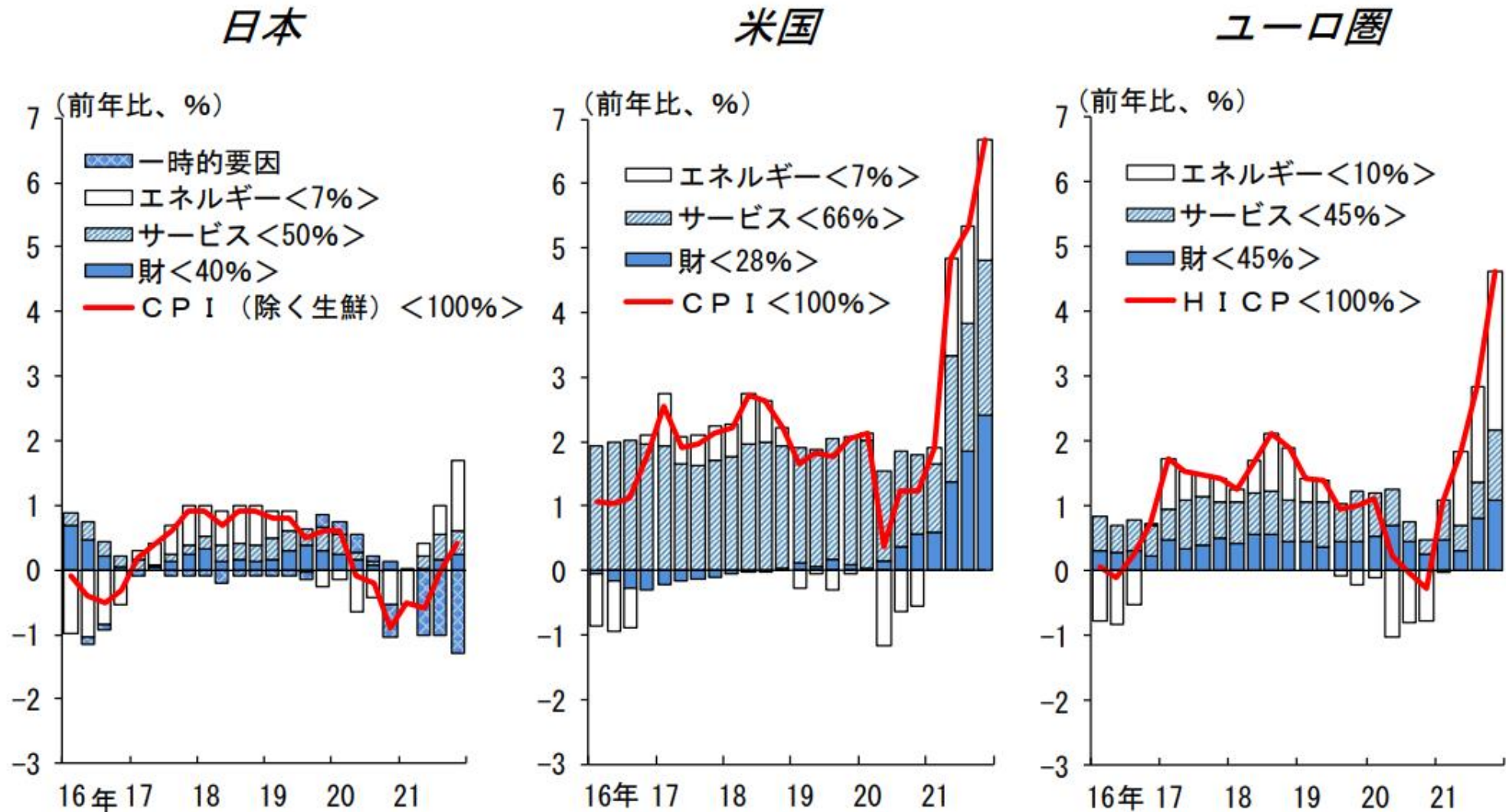
(出所) 総務省

国内経済先行き見通し（日銀1月展望レポート）

（対前年比、%、<>内は政策委員見通しの中央値）

	実質GDP	消費者物価指数 （除く生鮮食品）
2021年度	+2.7~+2.9 <+2.8>	0.0~+0.1 <0.0>
2021年10月時点の見通し	+3.0~+3.6 <+3.4>	0.0~+0.2 <0.0>
2022年度	+3.3~+4.1 <+3.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
2021年10月時点の見通し	+2.7~+3.0 <+2.9>	+0.8~+1.0 <+0.9>
2023年度	+1.0~+1.4 <+1.1>	+1.0~+1.3 <+1.1>
2021年10月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.3>	+0.9~+1.2 <+1.0>

日米欧の物価動向



(注) 1. サービスは、公共料金を含む。
 2. 日本の一時的要因は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響からなる日本銀行スタッフによる試算値。
 3. < >内はウエイト。なお、日本の一時的要因は、携帯電話通信料（ウエイト：3%）を含む。
 (出所) 総務省、Haver

成果 アベノミクスは道半ばだが、大きな成果（1）

民主党政権 (2010年~2012 年)		アベノミクスの7年間 (2013年~2019年)
0.07	実質GDP成長率の平均 (%)	1.04
391	一人当たり実質GDP (万円)	425
25.5	実質雇用者報酬 (万円。12年と19 年)	27.5
-11	就業者数の変化 (万人。12年と19 年)	+444
-29	正社員数 (除く役員) の変化 (万人。 12年と19年)	+149
4.3	失業率 (%。12年と19年)	2.4
0.8	有効求人倍率 (倍)	1.6

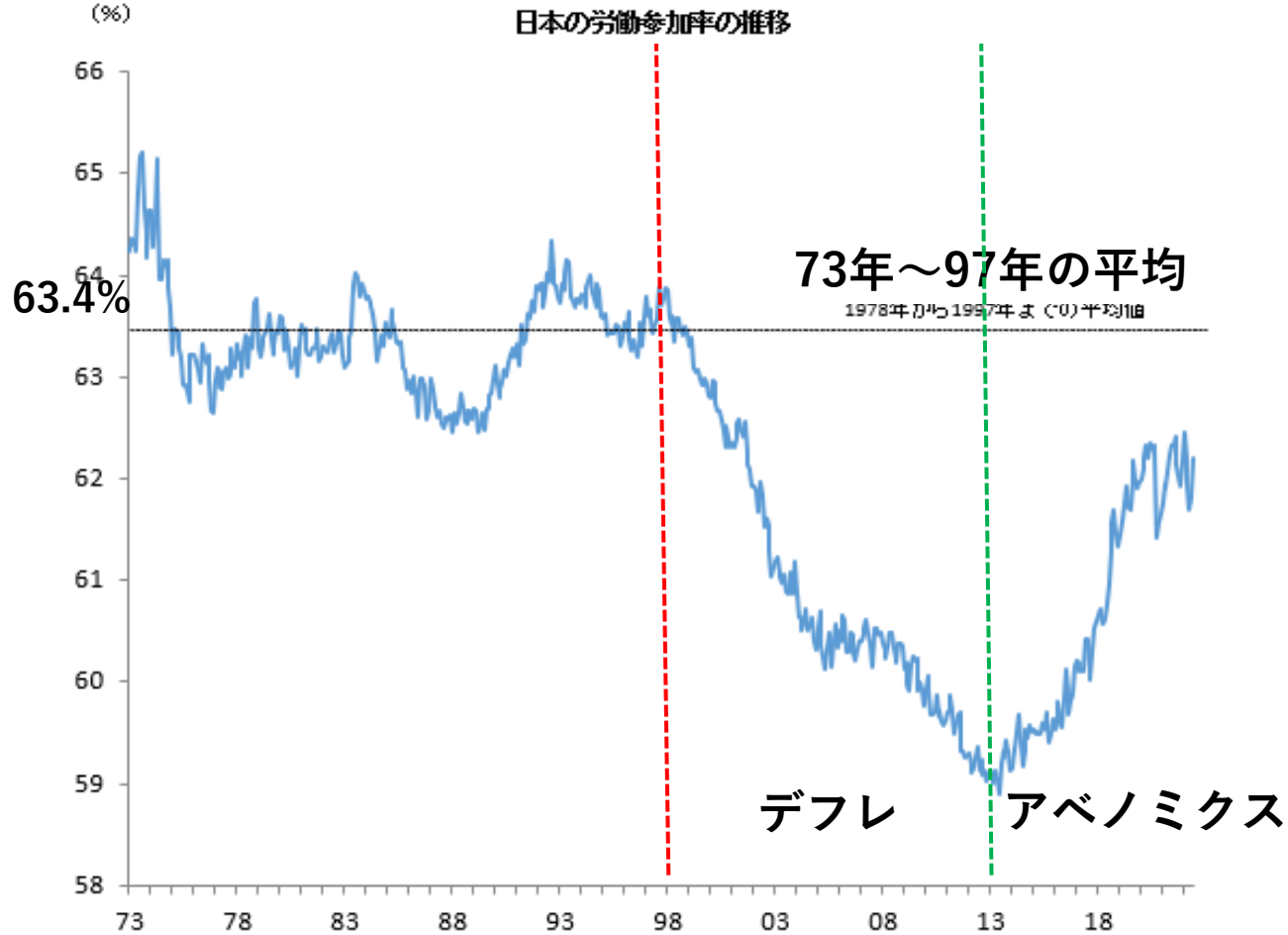
アベノミクスは道半ばだが、大きな成果 (2)

民主党政権 (2010年～2012年)		アベノミクスの7年 (2013年～2019年)
-0.4	消費者物価前年同月比の平均 (%)	+0.5
4.7	売上高経常利益率 (%) 製造業大企業	8.2
1.6	同 製造業中小企業	2.8
4.9	同 非製造業大企業	8.2
1.7	同 非製造業中小企業	2.5

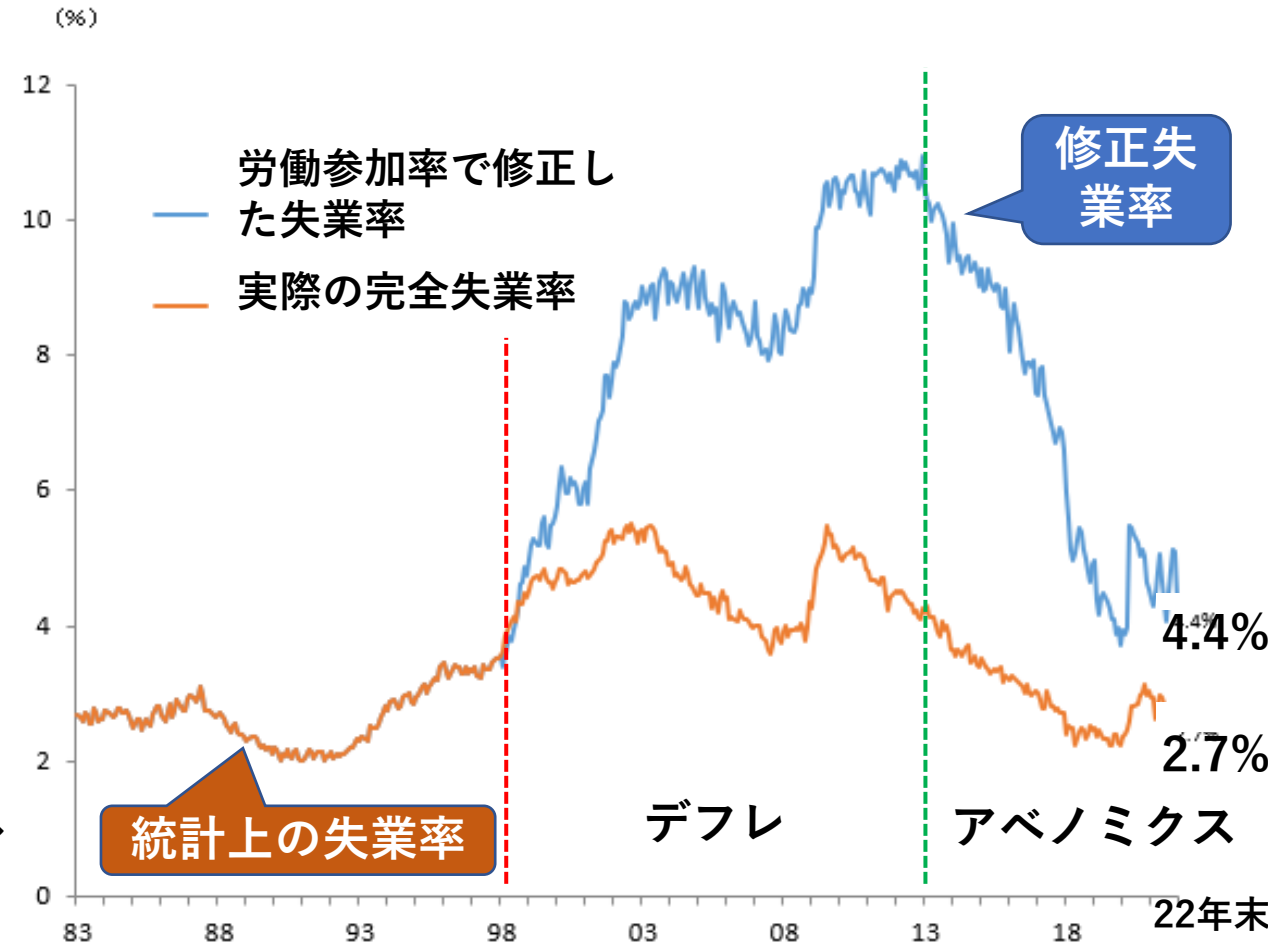
大企業：資本金10億円以上、中小企業：資本金1,000万円以下

労働参加率で調整した修正失業率の改善も顕著

労働参加率の推移



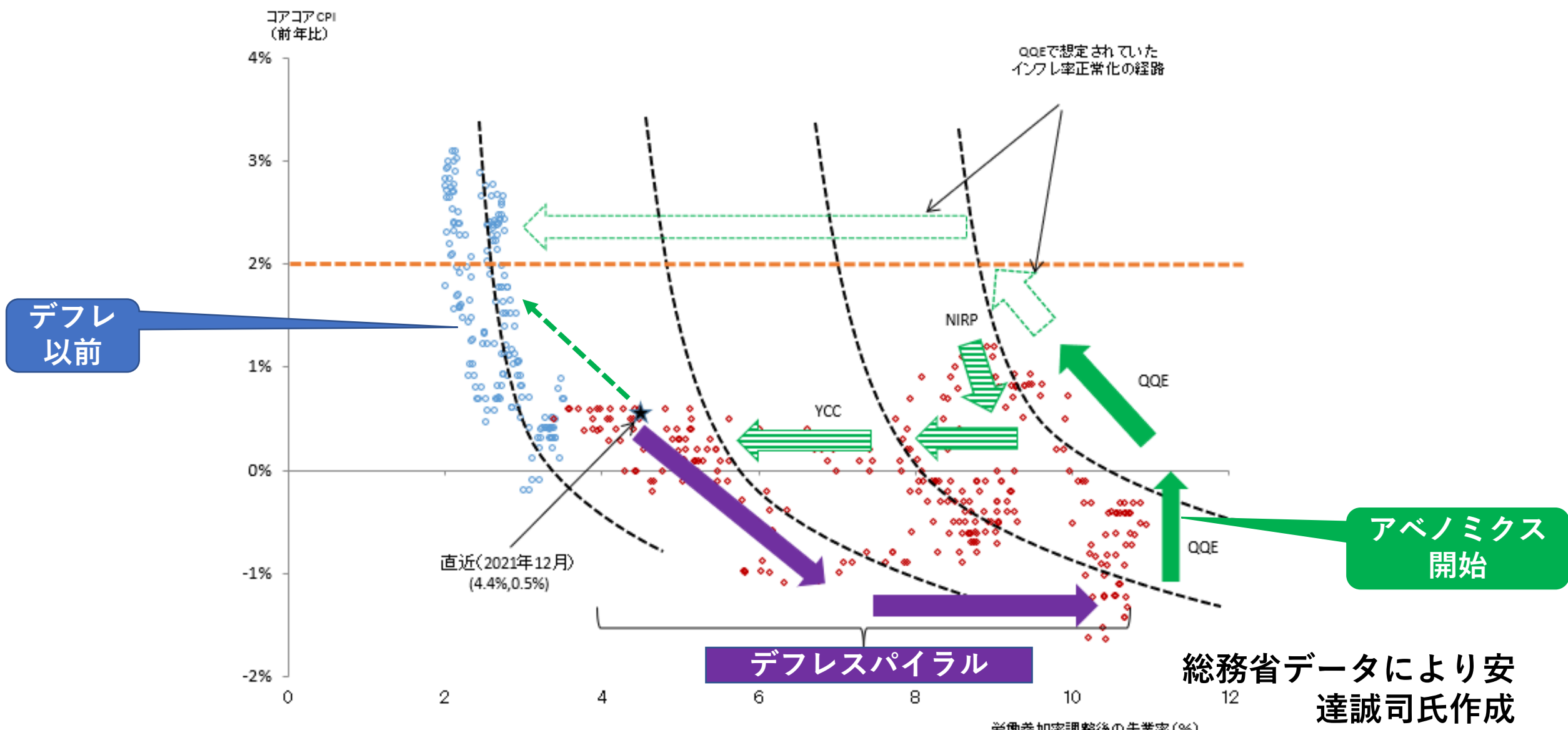
失業率と修正失業率



$$\text{労働参加率} = \frac{\text{就業者} + \text{完全失業者}}{\text{15歳以上人口}} \times 100\%$$

98年～の労働参加率を73年～98年の平均からの乖離を
上乗せして失業率

修正失業率の急減から見ても2%へのモメンタムは維持

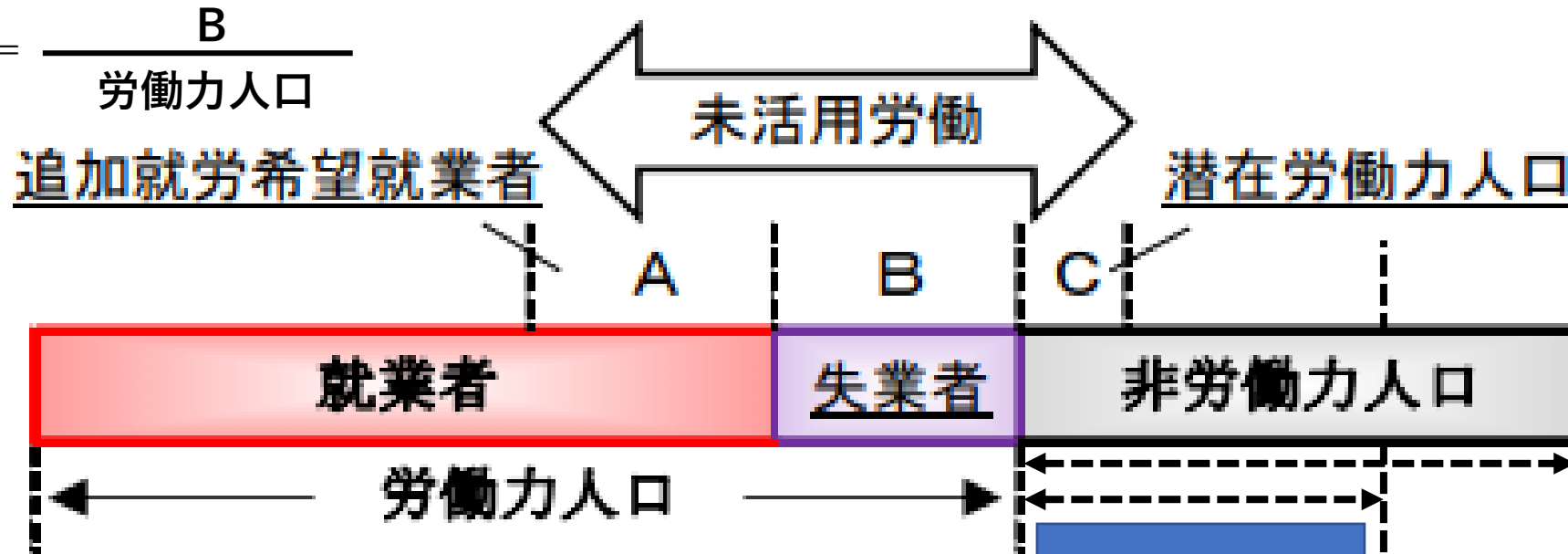


注1: コアコアCPI前年比は、消費税要因、GoTo要因、携帯電話通信料引き下げ要因を控除したもの
注2: 青ドットのフィリップス曲線は1983年から1997年まで、赤ドットのフィリップス曲線は1998年から2021年まで

未活用労働力はまだ多い

人手不足経済を作れ

- 失業率 = $\frac{B}{\text{労働力人口}}$



- 労働参加率 = $\frac{\text{就業者} + \text{完全失業者}}{F} \times 100\%$

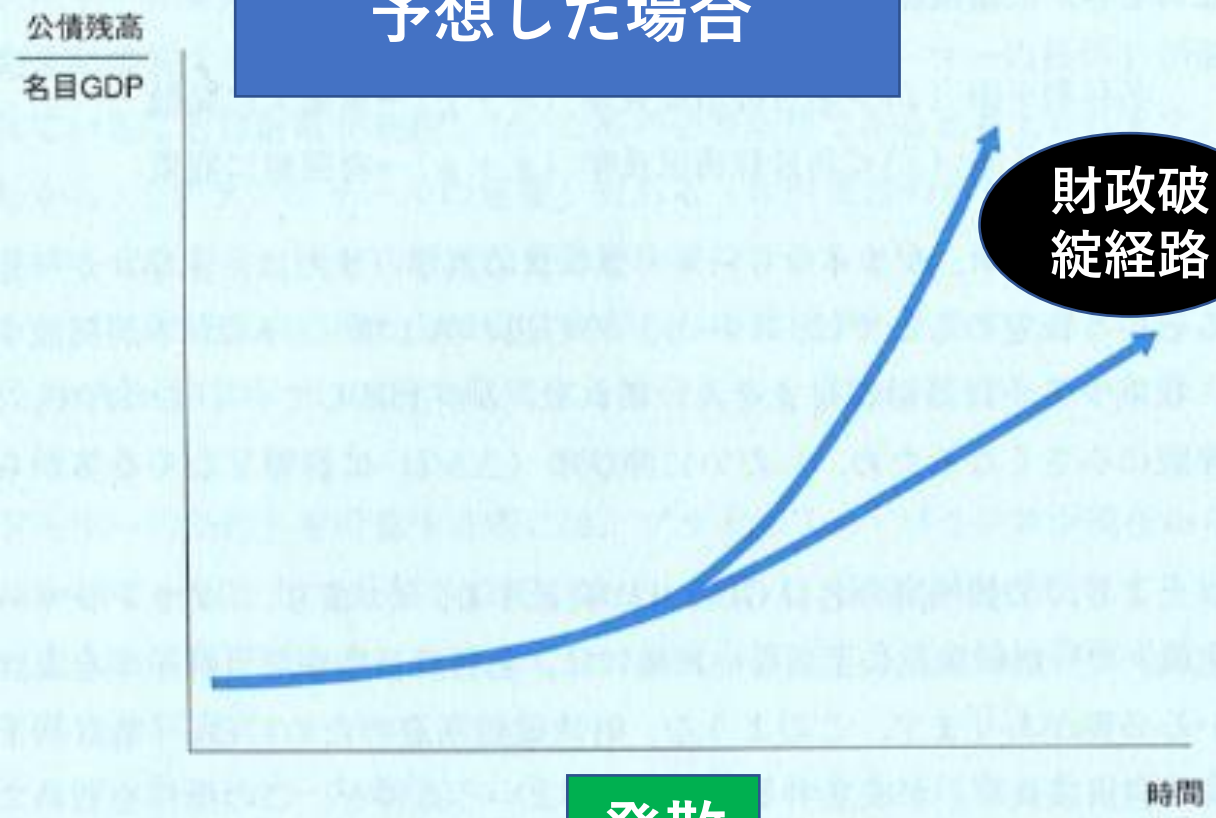
- 未活用労働指標LU4 = $\frac{B + A + C}{\text{労働力人口} + C} \times 100\% = 6.8\%$
21年7~9月期

15才以上 F

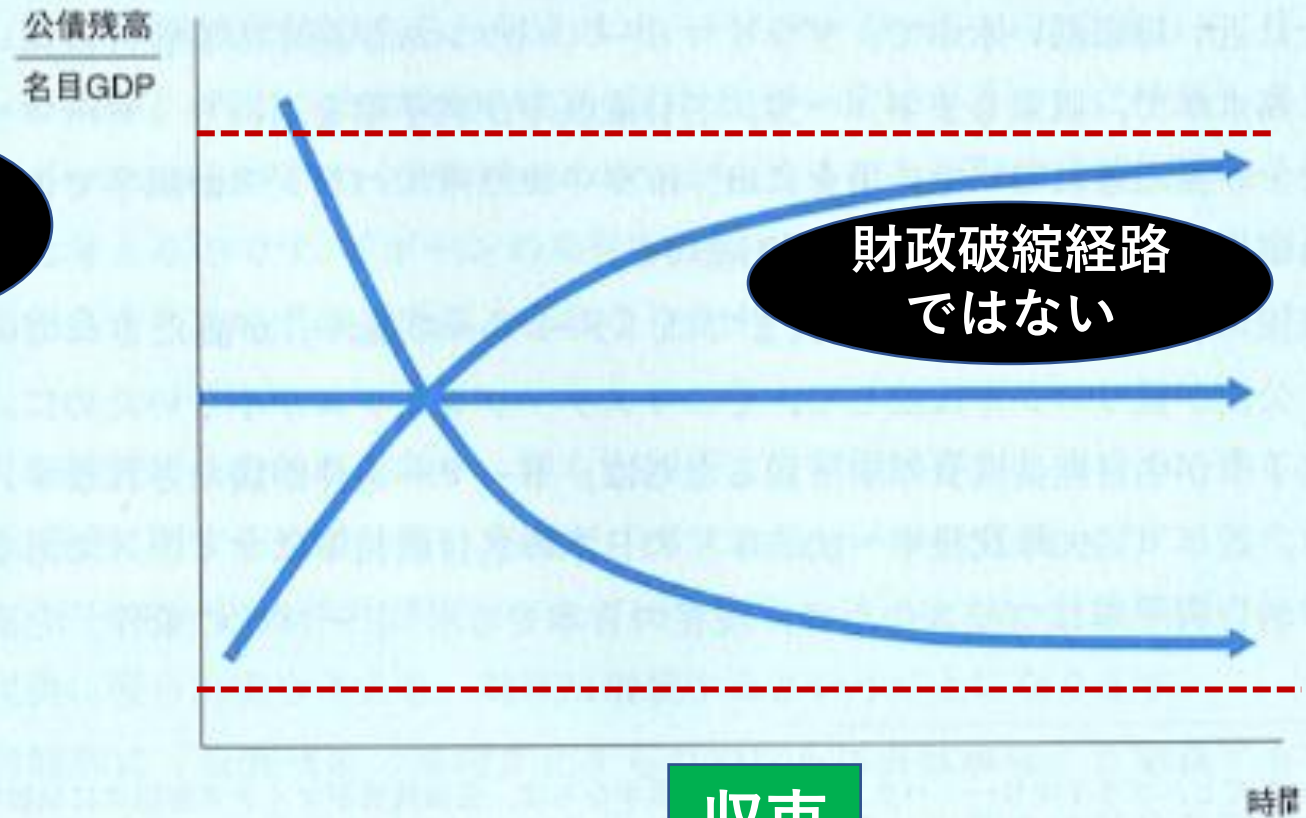
財政破綻の定義(ブランチャール)

発散が長期間継続し、
国民が収束が困難と
予想した場合

$$\frac{\text{政府債務残高}}{\text{名目GDP}}$$



発散



収束

前ページを記号化すると

債務残高：D

GDP：Y

経済成長率：g

金利 r：

プライマリー・バランス：PB

変化分：Δ

$$\Delta \left(\frac{D}{Y} \right) = \underbrace{(r - g)}_{\text{ドーマー条件}} \times \frac{\text{前年のD}}{Y} - \frac{PB}{Y}$$

$r > g$: D/Y は発散 \Rightarrow 継続すると財政破綻する（安定させるためには、PB黒字必要）

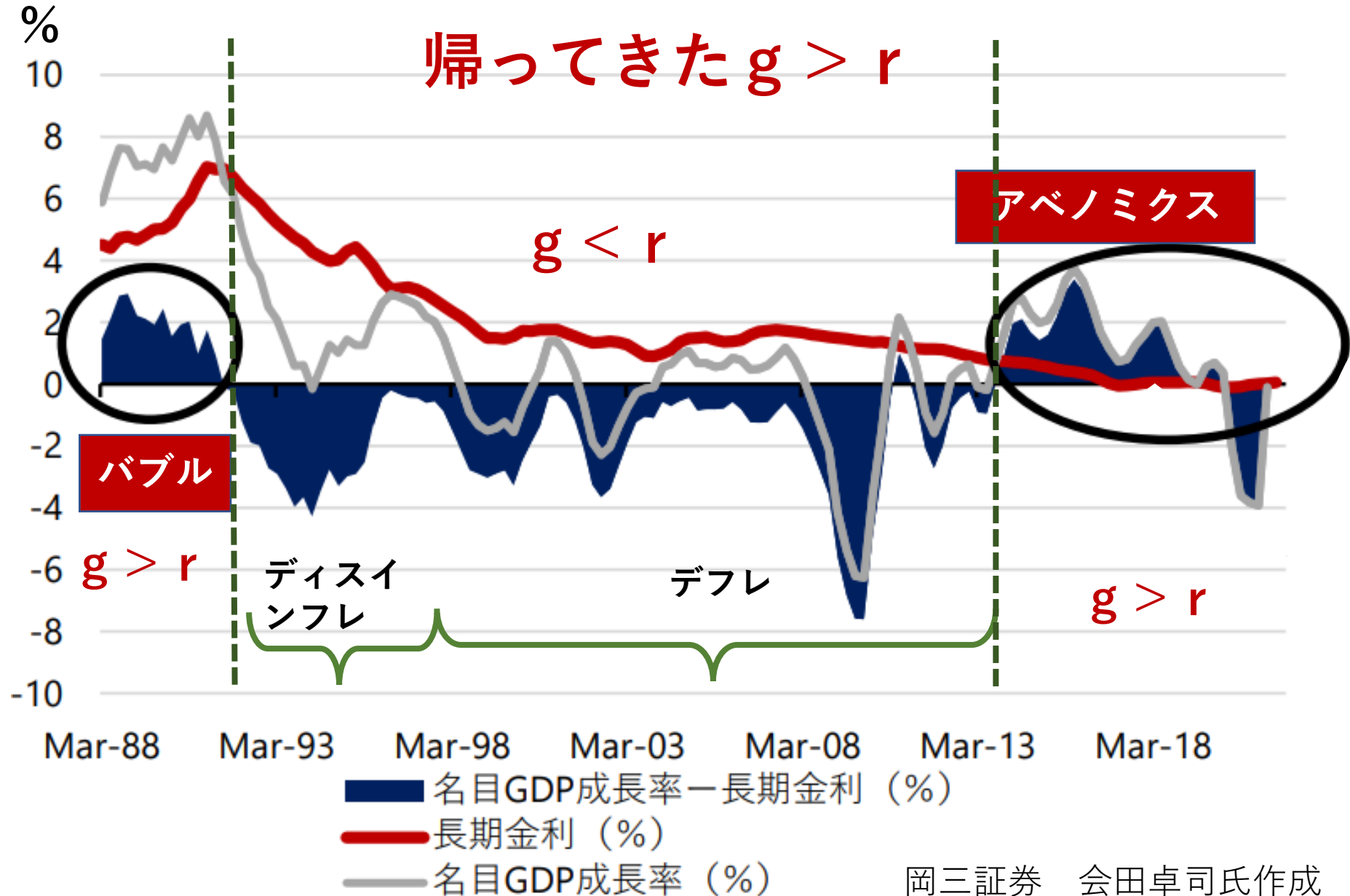
$r = g$: ① $PB < 0 \Rightarrow$ 財政破綻への道（右肩上がりの直線）
② $PB > 0 \Rightarrow$ 財政破綻しない（右肩下がりの直線）

（現実）

$r < g$: D/Y は収束 \Rightarrow どの水準で収束するか。許容できない水準（3%超）で収束する場合、収束する前に金融・財政を引き締め

債務比率（ D/Y ）が発散するか収束するかは、ほぼ r と g の大小関係だけで決まり、PBは関係がないと考えてよい。

成長の牽引力：成長率(拡大) — 金利(抑制)



具体例

- ・ 当初の債務残高対 GDP 比 (D/Y) : 200% (即ち、2) ←
- ・ 名目成長率 (g) : 3% (即ち、0.03) ←
- ・ 名目金利 (r) : 1% (即ち、0.01) : つまり、ドーマー条件は満たされています。←
- ・ PB 赤字 (PB) : 10% (即ち、0.1) ←

1 年目 前年 D/Y 水準 : 2 ←

$$D/Y \text{ の変化 : } (0.01 - 0.03) \times 2 - (-0.1) = +0.06 \leftarrow$$

$$D/Y \text{ の水準 : } 2 + 0.06 = \mathbf{2.06} \leftarrow$$

2 年目 前年 D/Y 水準 : 2.06 ←

$$D/Y \text{ の変化 : } (0.01 - 0.03) \times 2.06 - (-0.1) = +0.0588 \leftarrow$$

$$D/Y \text{ の水準 : } 2.06 + 0.0588 = \mathbf{2.1188} \leftarrow$$

3 年目 前年 D/Y 水準 : 2.1188 ←

$$D/Y \text{ の変化 : } (0.01 - 0.03) \times 2.1188 - (-0.1) = +0.057624 \leftarrow$$

$$D/Y \text{ の水準 : } 2.1188 + 0.057624 = \mathbf{2.176424} \leftarrow$$

4 年目 前年 D/Y 水準 : 2.176424 ←

$$D/Y \text{ の変化 : } (0.01 - 0.03) \times 2.176424 - (-0.1) = +0.056471 \leftarrow$$

$$D/Y \text{ の水準 : } 2.176424 + 0.056471 = \mathbf{2.232896} \leftarrow$$

・ ←

・ ←

20 年目 前年 D/Y 水準 : 2.914594 ←

$$D/Y \text{ の変化 : } (0.01 - 0.03) \times 2.914594 - (-0.1) = +0.041708 \leftarrow$$

$$D/Y \text{ の水準 : } 2.914594 + 0.041708 = \mathbf{2.956302} \leftarrow$$

具体例（続）

・

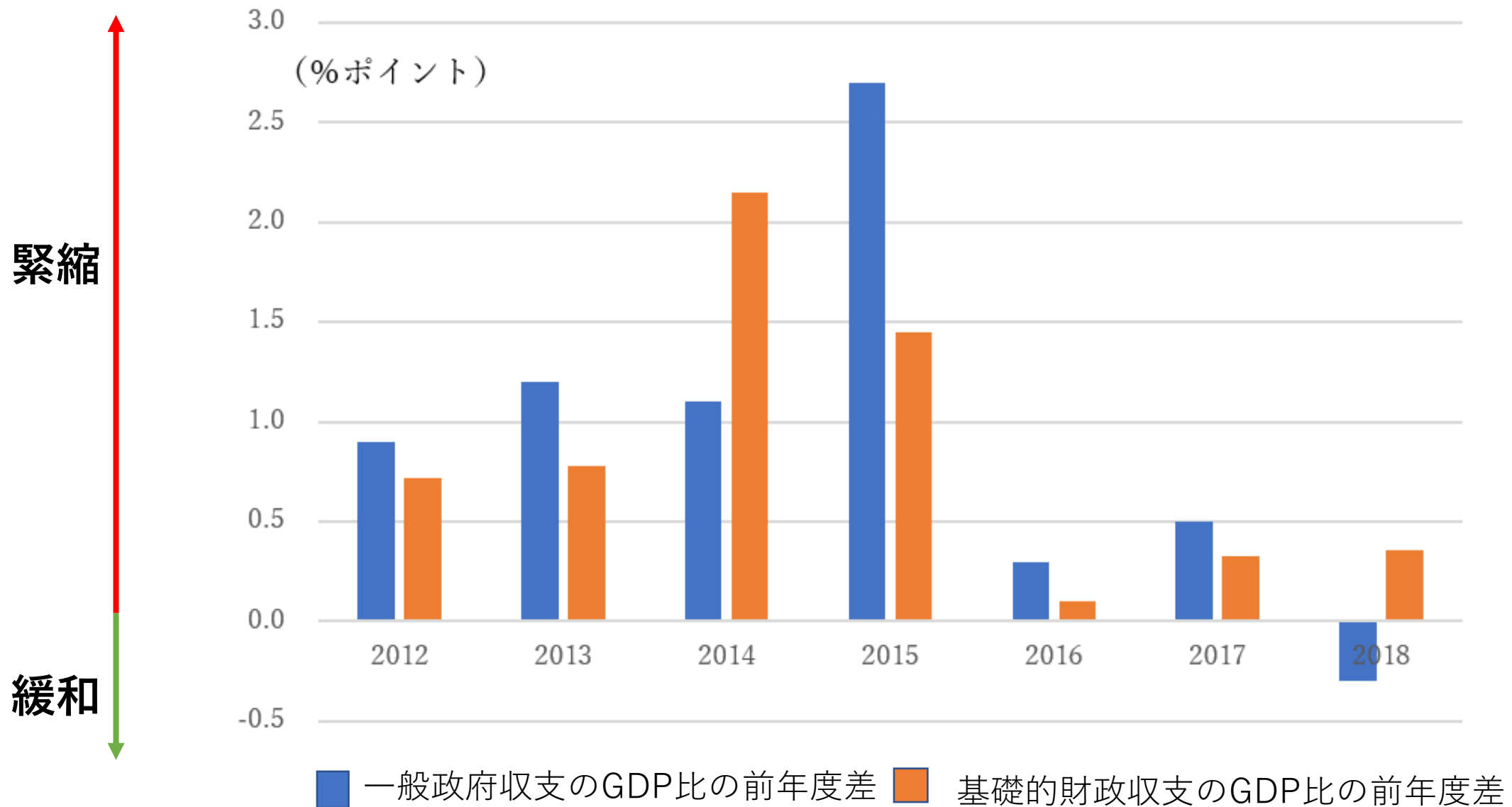
100年目 前年D/Y水準：4.568655[←]

D/Yの変化： $(0.01 - 0.03) \times 4.568655 - (-0.1) = +0.0086269$ [←]

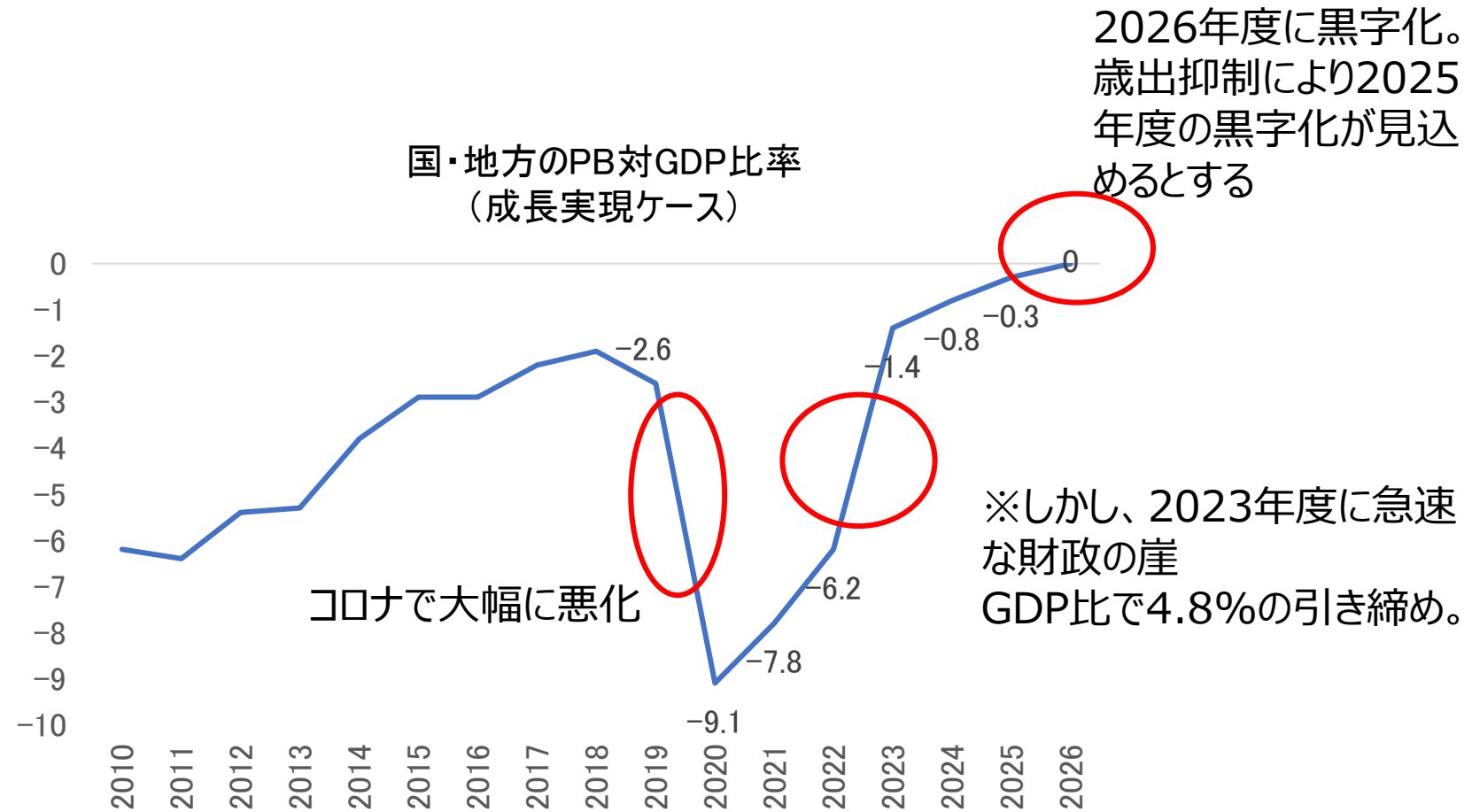
D/Yの水準： $4.568655 + 0.0086269 = 4.577282$ [←]

以上のように、変化幅は小さくなり、債務残高対GDP比は上昇し続けますが、決して「5」（対GDP比500%）を超えることはありません。これが「発散しない」（「収束する」）という意味です。[←]

デフレ脱却の重要期に財政を緊縮したのは誤り

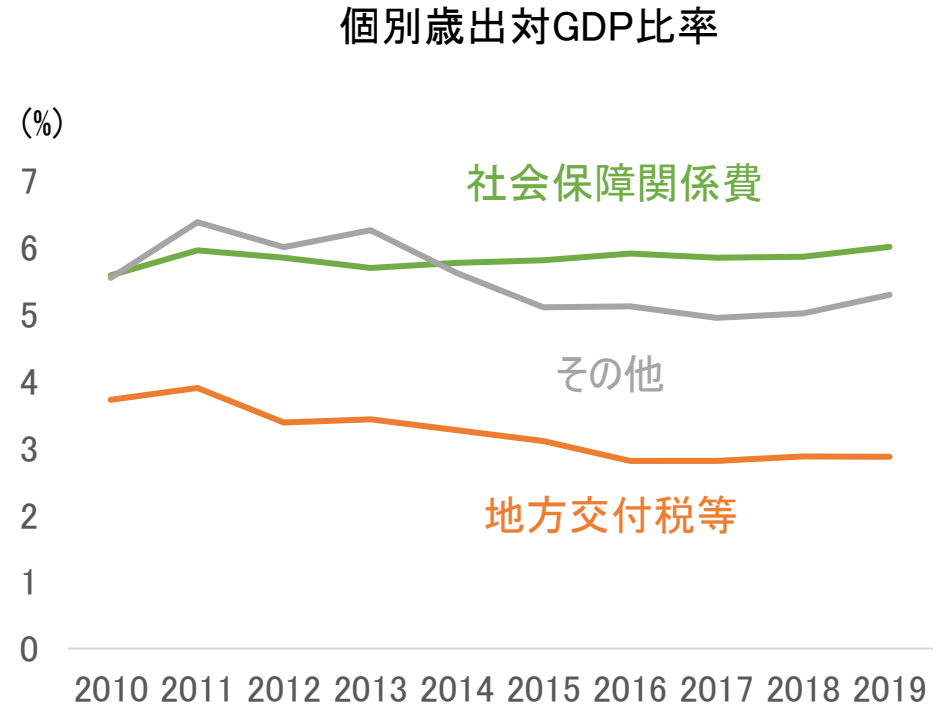
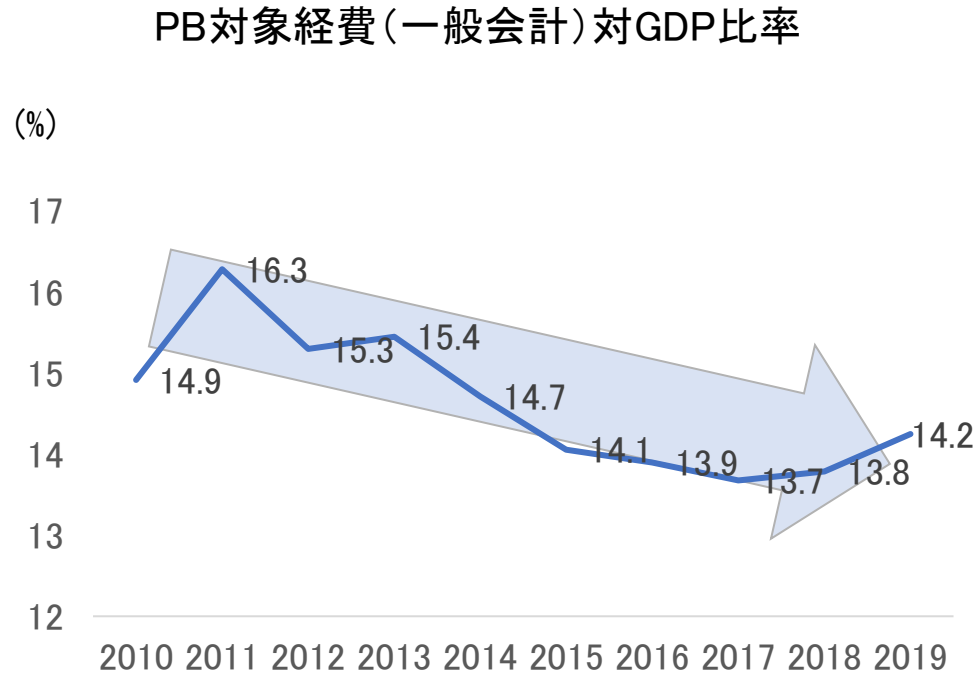


2025年度のPB黒字化が見込めることから、2025年度のPB目標を維持



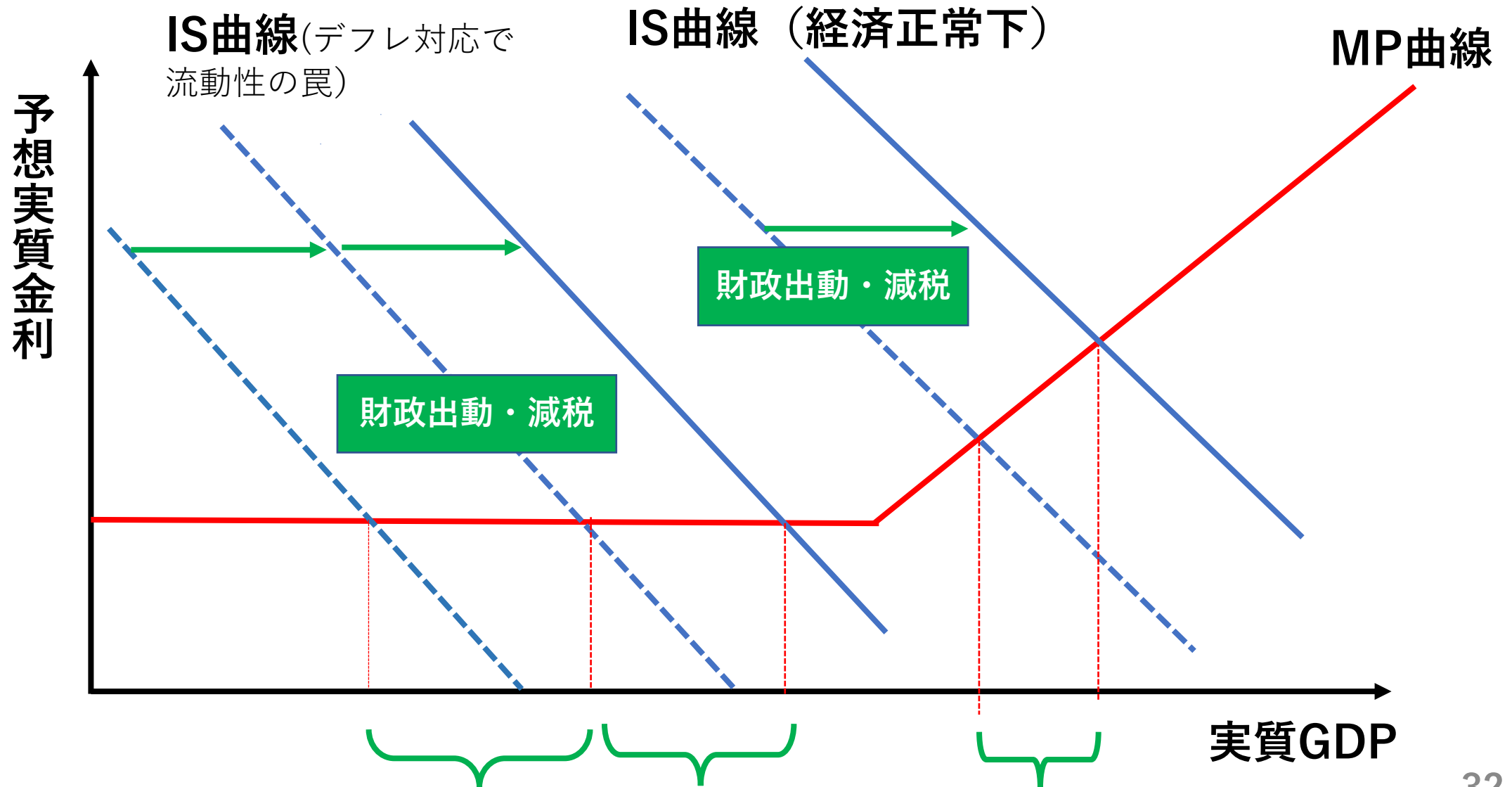
(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2022年1月)

成長にも関わらず、コロナ前は歳出が抑制されてきた。今後も同様に。



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2022年1月)

ゼロ金利下での財政出動（減税）は効果大



マクロ全体では貯蓄と投資は常に等しい

金融資産の増加
債務の返済

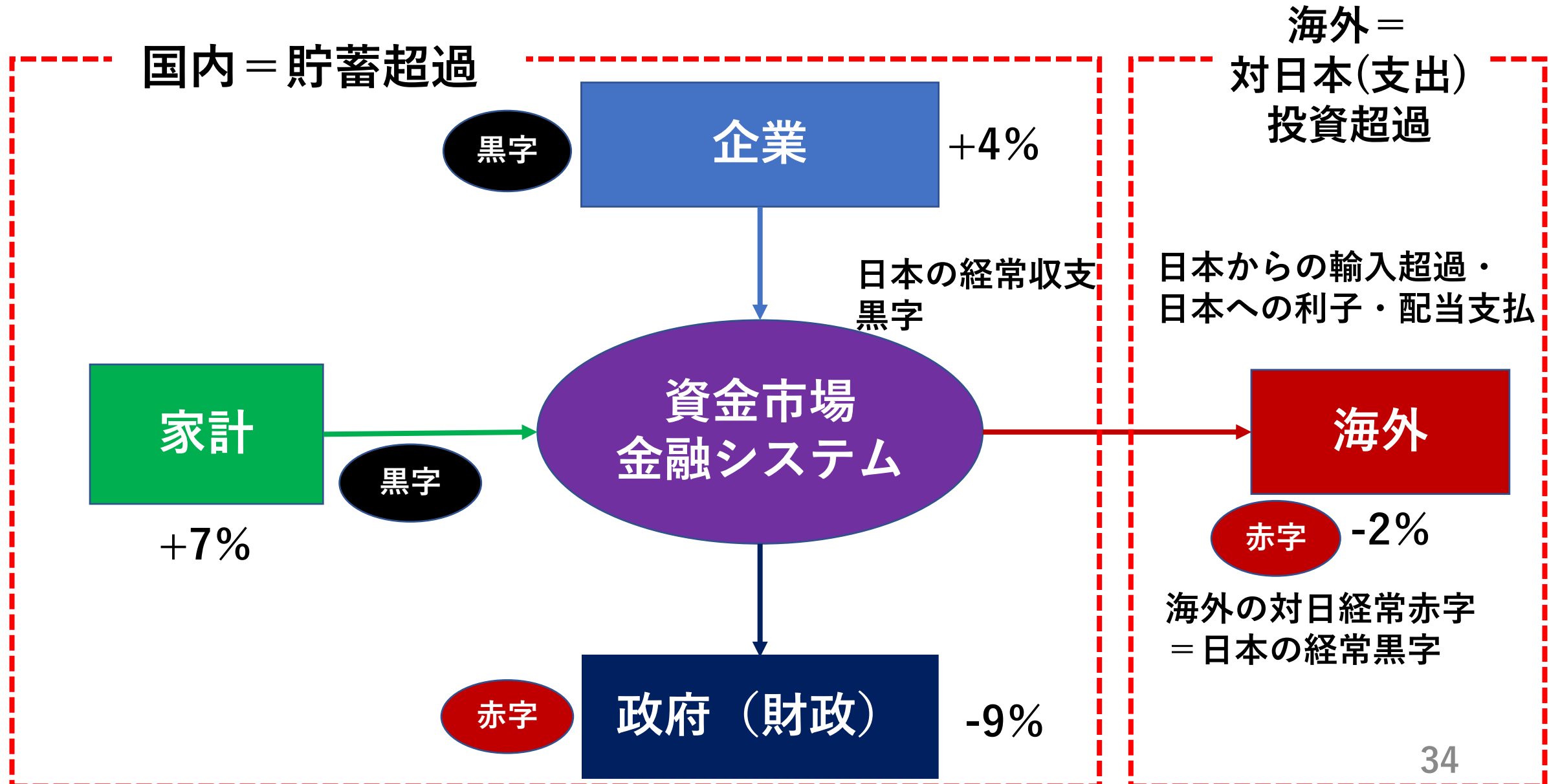
黒字主体

金融資産の減少
借り入れ

赤字主体

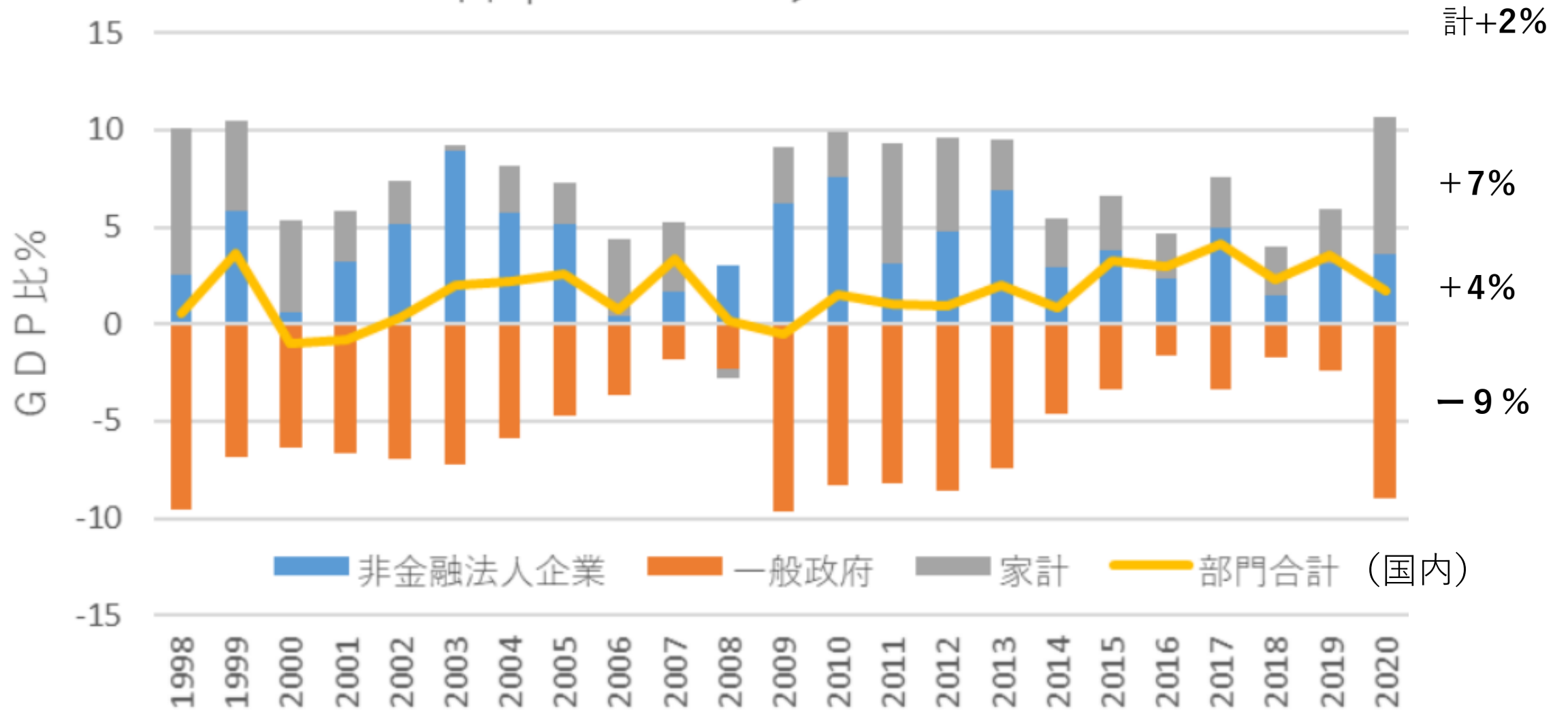


バランスするのは財政ではなくマクロ経済全体



財政赤字を上回る民間資金余剰(貯蓄超過)

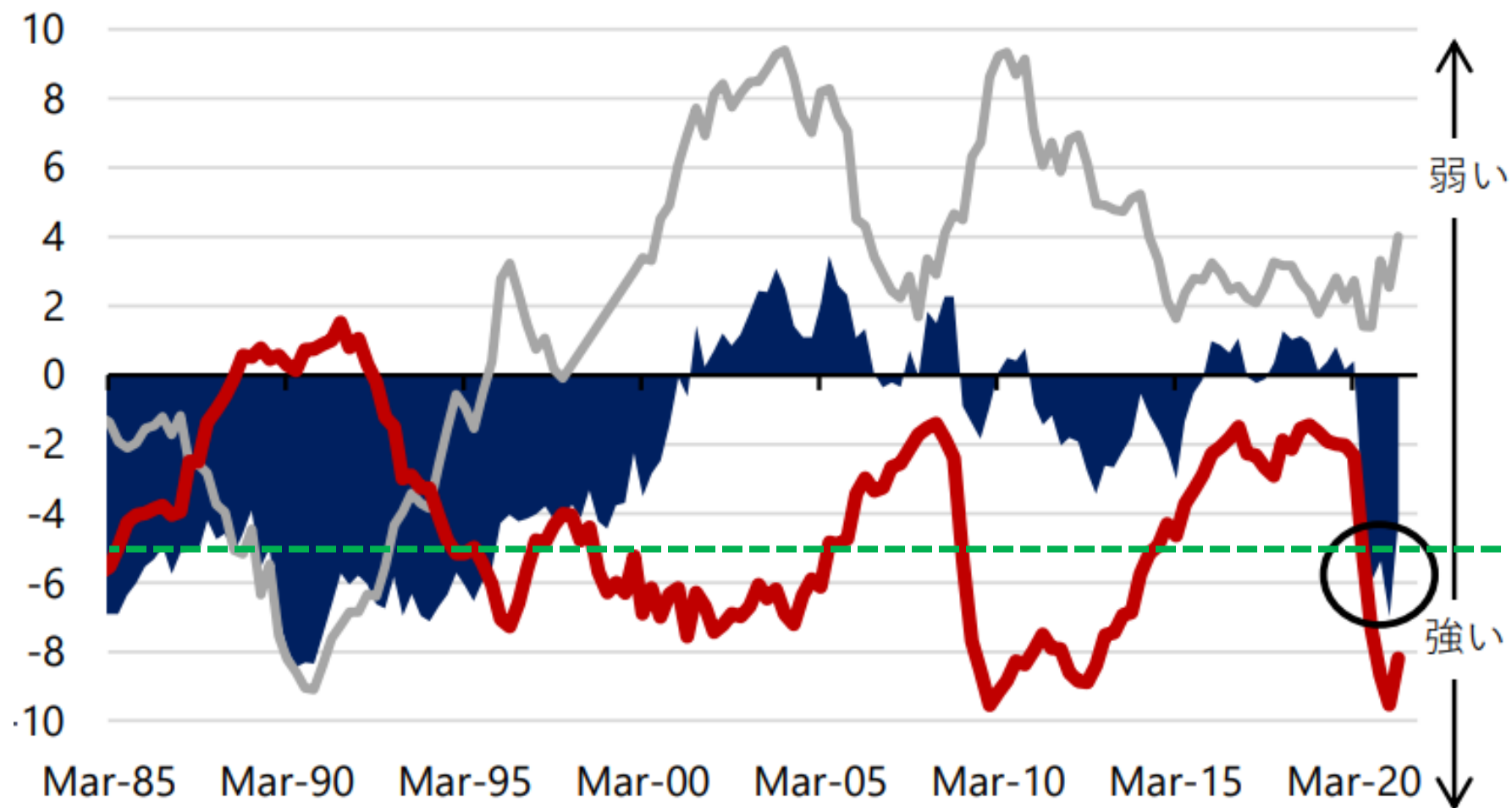
日本のISバランス



(出所) 日銀

永濱利廣氏作成

企業投資と財政赤字が経済を拡大する原動力

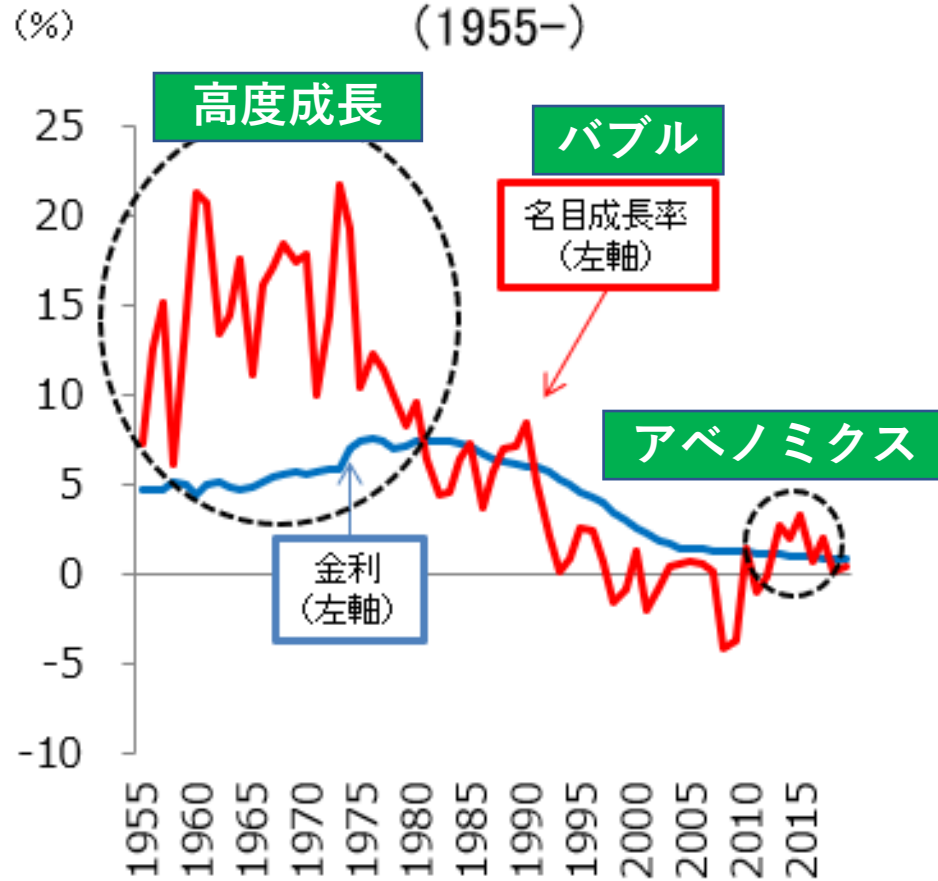


■ ネットの資金需要 (企業と政府の貯蓄率合計) = 財政赤字 + (-企業貯蓄)
— 企業貯蓄率 (GDP%)
— 一般政府收支 (GDP%)

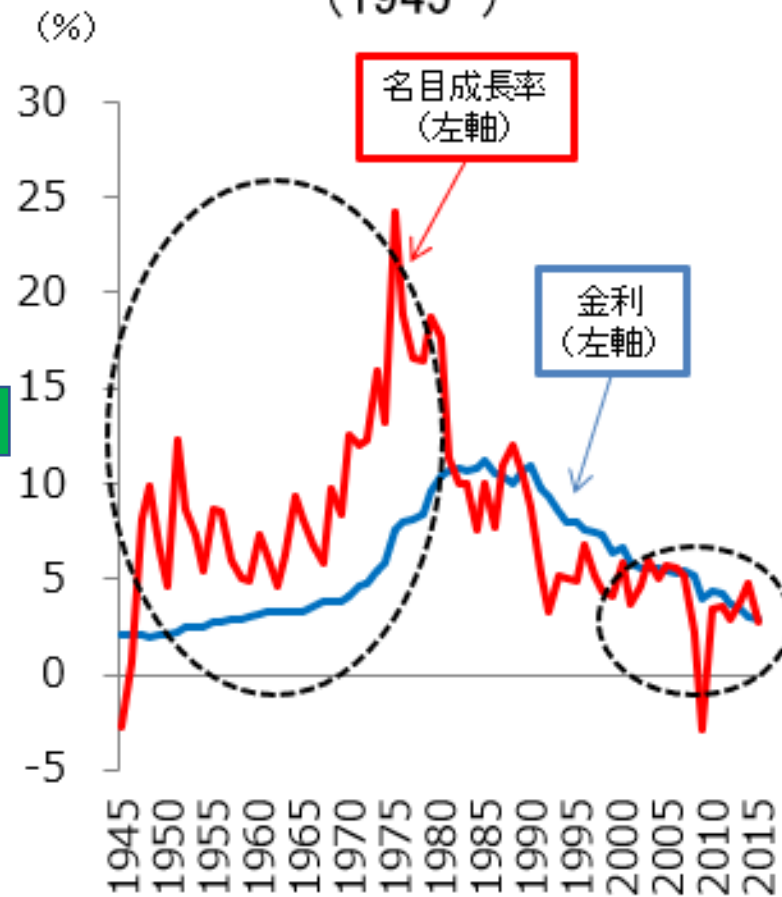
資料：内閣府、日銀、岡三証券会田卓司氏作成

成長率 > 金利は歴史的に見られてきた

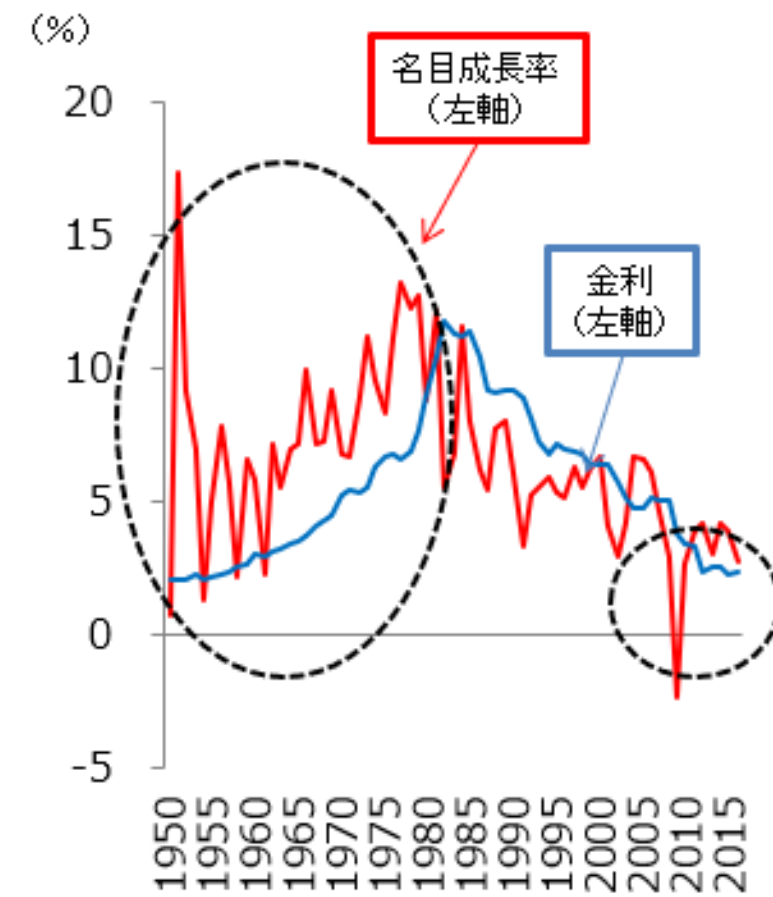
日本の成長率と金利 (1955-)



英国の成長率と金利 (1945-)



米国の成長率と金利



(資料) 名目GDP: IMF International Financial Statistics,
内閣府「国民経済計算」
債務残高対GDP比: Reinhart and Rogoff, OECD, IMF
金利: Reinhart and Sbrancia, 財務省

$g > r$ で債務比率がフラットで安定する時のPB

$g = 1.5\%$ 、 $r = 0\%$ 成長率(1.5%)、金利(0%)の場合の債務残高とPB
(g) (r)

債務残高対GDP比率の目標	対応するプライマリーバランス (GDP比率)
75%	▲1.1%
150%	▲2.2%
200%	▲3.0%
400%	▲6.0%

2019年のプライマリーバランス						
カナダ	フランス	ドイツ	イタリア	日本	英国	米国
▲0.2%	▲1.6%	2.1%	1.6%	▲3.1%	▲0.8%	▲4.1%

$GDP = Y$ 債務残高 = D ; $\Delta (D/Y) = (r - g) \times 2 - PB/Y = (-1.5\%) \times 2 - PB/Y$,
 $PB/Y = \Delta 3.0\%$

デフレ下の労働生産性の低さは需要不足の表れ

$$\begin{aligned} \text{一人当たり実質GDP} &= \frac{\text{実質GDP}}{\text{人口}} = \frac{\text{実質GDP}}{\text{就業者数}} \times \frac{\text{就業者数}}{\text{人口}} \\ &= \text{労働生産性} \times \frac{\text{就業者数}}{\text{15歳以上人口}} \times \frac{\text{15歳以上人口}}{\text{人口}} \end{aligned}$$

成長方程式

$$\text{一人当たり実質GDP} = \text{労働生産性} \times \text{就業率} \times \text{15歳以上人口比率}$$

- ・ 「労働生産性」を「**実現した実質GDP**」で計算すると、**需要側の要因**が影響し、真の生産能力を表さない（デフレ下では過小評価）
- ・ 生産性が低いからと言って、整理淘汰を主張するのは（アトキンソン氏）は誤り

マクロ政策の目標は「人手不足経済」

- マクロ政策で需要を拡大し、まずは「**人手不足経済**」を創る
- 企業経営者・家計・労働者等の「**ミクロの経済主体**」は、**自らはどうすることもできない経済環境（長期にわたるデフレ環境）に合理的に適応して生きている**
- **デフレ**の下では、投資(↓)、賃金(ー)、消費(↓)が合理的
- 「**人手不足経済**」の下で、企業は、
 - DX、AI、IoT、等**少ない従業員で生産性**を上げようとし、
 - 仮にリストラがあっても、転職が容易になり、
 - **賃金が上昇**して所得(↑)⇒消費(↑)⇒投資(↑)の好循環

生産性向上のためには労働市場流動化必要

- ミクロ的に正社員を守る制度がマクロ的に生産性向上を阻害
- **整理解雇の4要件**（判例による）
 - ①**人員削減の必要性**：**解雇不可避**の客観的なデータ・資料が必要
 - ②**解雇回避努力**：可能な限り解雇を**回避する努力**をしているか
 - ③**人員選定の合理性**：解雇対象者を合理的な基準で公正に選定
 - ④**手続きの正当性**：組合・本人と誠意ある協議・交渉
- **普通解雇の「解雇権濫用の法理」**：「社会通念上相当の理由」
- 整理解雇の4要件の見直し（②では新規採用ができず、**就職氷河期**）
- 解雇の金銭的解決を認める方向で
- 雇用の柔軟化（**正規・非正規の区別なし**、ジョブ型雇用への移行）

PB黒字化は経済成長を安定的に実現してから

- アベノミクスが本来目指してきたように、**2%の物価安定目標と完全雇用を安定的に達成するまで、プライマリー・バランス（PB）の黒字化目標は凍結する**
- 債務比率が発散するか、収束するかは、PBとは関係しないが、**収束する場合でも、インフレ率が許容できない水準（例、3%超）まで上昇したばあいは、金融・財政を引き締める必要**。その場合でも、財政政策より金融政策の機動性が勝る。
- 現在、世界的な供給制約が存在するが、いずれ収束し、ペントアップ需要がどこまで継続するか、注目。
- **低金利下の財政出動が何より重要。**

ポスト・コロナのマクロ政策 (財政金融統合政策)

- 財政政策と金融政策の連携強化
- 「雇用水準」と「物価上昇率」の目標を共有したうえで、それぞれの政策を遂行する：拡張財政と金融緩和のポリシー・ミックス
- 「**政府・日本銀行の共同声明**」（平成25年1月22日）の改訂
- （例）第1項「**政府及び日本銀行は、デフレからの脱却を確実なものとし、長期停滞からの早期脱却を共有目標とする。それを達成するため、望ましい雇用水準と物価上昇を実現するための政策連携を最大限強化し、一体となって取り組むこととする。**」
- 第2項「日本銀行は、・・・」、第3項「政府は、・・・」
- 具体的には、政府による財政出動（減税）と国債発行、日銀による国債購入の連携（**物価安定目標達成までの、「巻き戻し条件付き財政ファイナンス**」）