

今、日本経済に必要なこと

青山学院大学教授

博士(経済学) 佐藤綾野

本日の内容

円安は日本経済にとってメリット

円安の効果ができるには、時間が必要
生産拠点の国内回帰を促進せよ

埋蔵金の積極運用

外貨準備は不必要に積んである

金融政策は当面現状維持で

『インフレ目標』の意味を再確認
広範で持続的な賃上げが確認されるまで現状維持

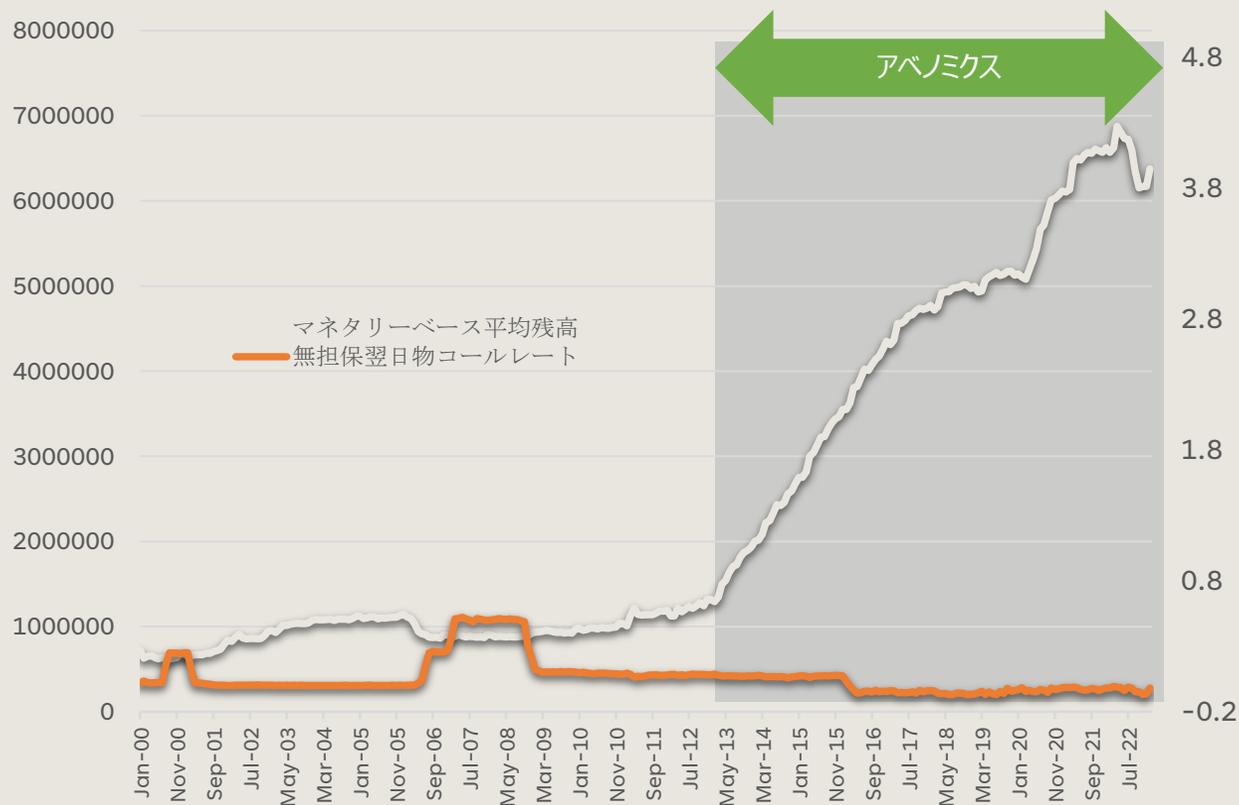
国債発行はまだ可能

ワニの口は存在しない
(期待)インフレ率やCDFに注目

『異次元』の金融緩和政策

2000年代以降のマネタリーベースと政策金利

(出所：日銀)

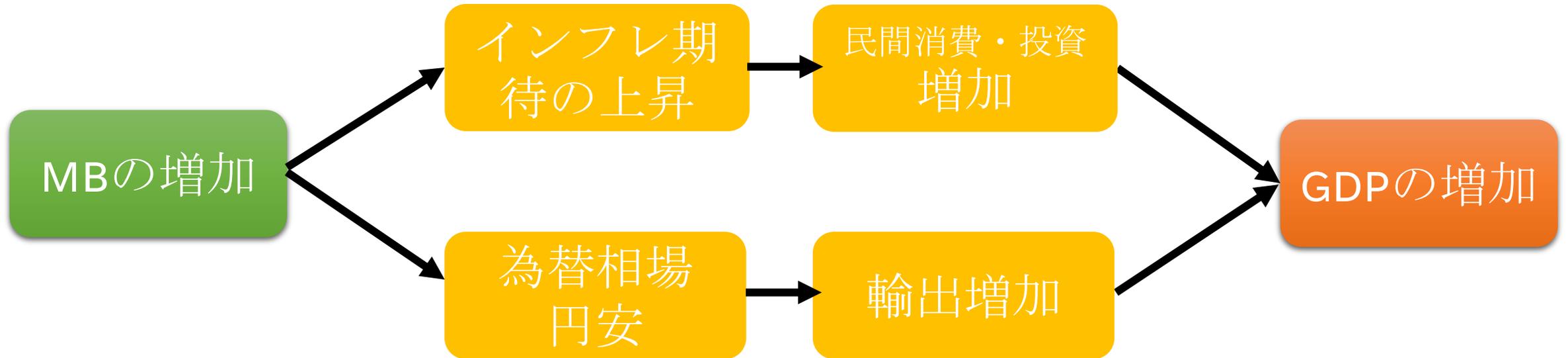


黒田日銀の狙い

- ゼロ金利の中、マネタリーベースを急激に増加させることで、民間の**インフレ期待を目標の2%へ誘導**
- 民間のインフレ期待が2%で固定されると、企業はモノの値段も2%上げるし、**賃金も2%上げる**
 - インフレ期待 → インフレ率
 - **インフレ期待の自己実現化**
- 来年2%モノの値段が上がるなら、民間は今年買う

経済の好循環

金融緩和の2種類の効果



アベノミクスにより円安トレンド回復



1990年以降の
円ドル(名目)為替相場

<https://fx.sauder.ubc.ca//data.html>

2023年2月15日

『責任ある積極財政を推進する議員連盟』勉強会

代表的な為替相場の決定論

金利平価

(将来の為替相場予想が変化しなければ)
相対的に低金利の国の通貨は安くなる

マネタリー・アプローチ

相対的に貨幣量の多い国の通貨は安くなる

購買力平価

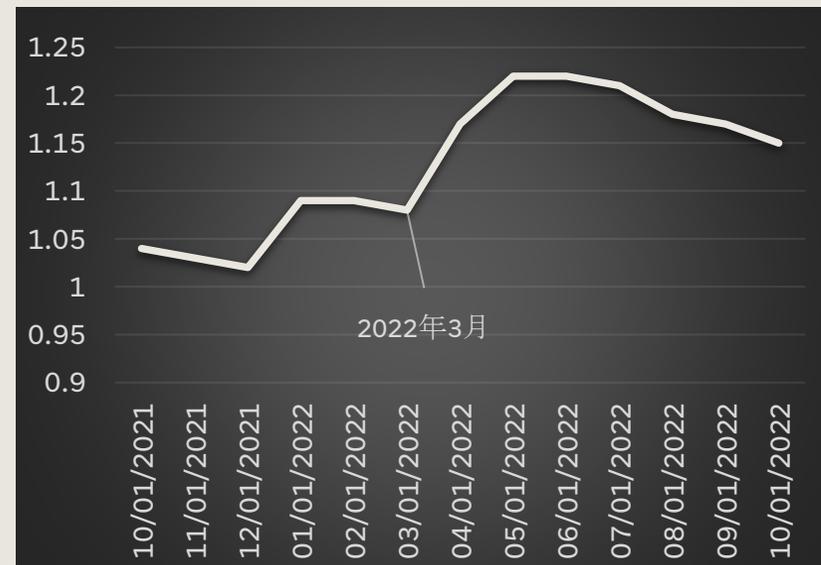
相対的に物価の高い国の通貨は安くなる
(長期理論、現実には成立していない)

日米金利差とマネタリーベース比(2021年3Q~2022年3Q)

日米金利差(日本金利-米国金利)

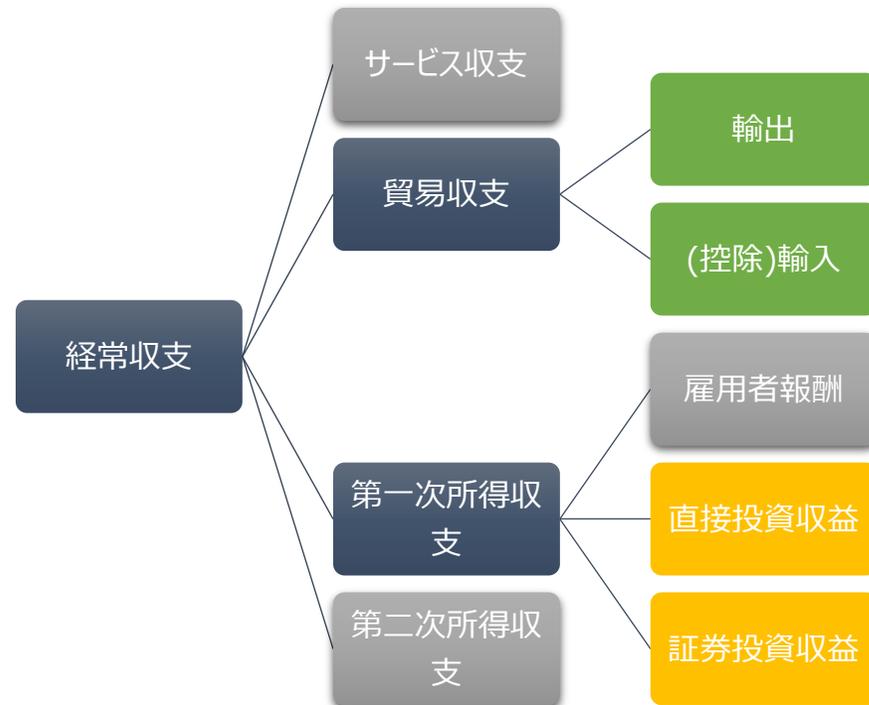


マネタリーベース比(日本/米国)



円安の影響

GDP = 民間消費 + 民間投資 + 政府支出 + **経常収支**



- 第二次所得収支、第一次所得収支の中の雇用者報酬は小さいので無視できる
- サービス収支は旅行関連が含まれるので、円安効果は今後期待できる
- ここでは、輸出、輸入、直接投資収益、証券投資収益に注目

円安の貿易収支への影響

マーシャル・ラーナー条件

1%円安になったとき、輸出数量の増加が、輸入数量の減少を上回るとき、

円安により貿易収支は改善する

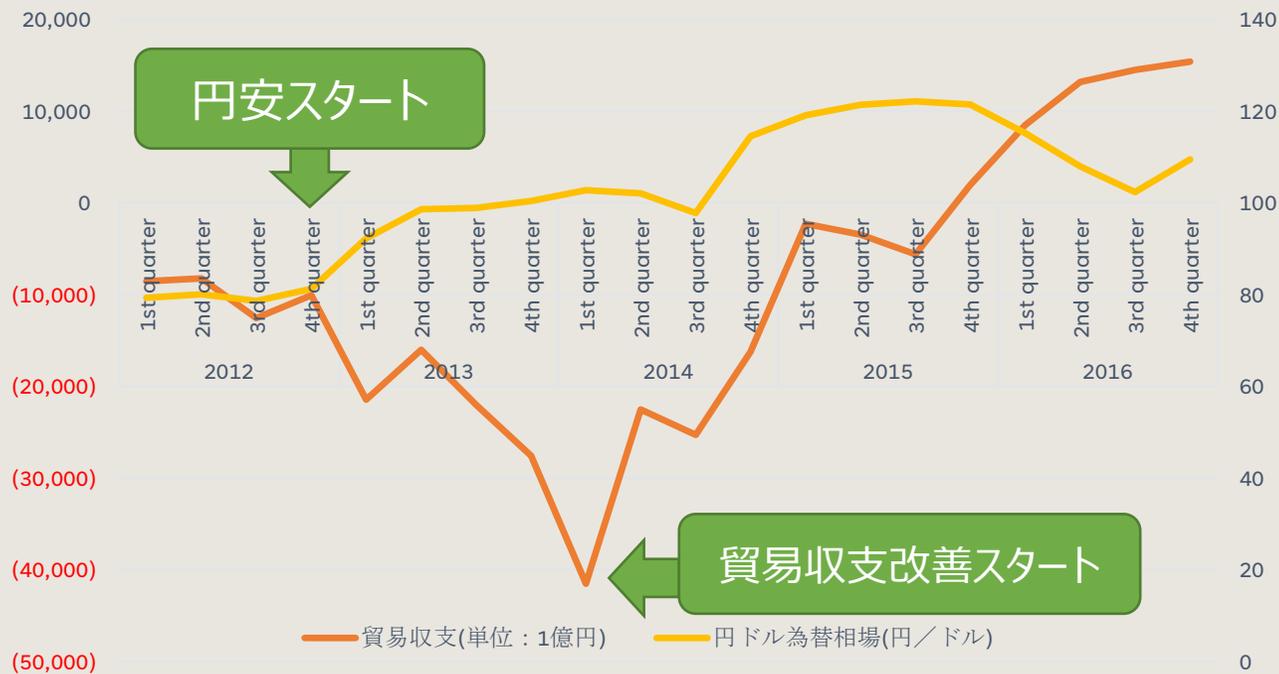
Jカーブ効果

円安が貿易収支に与える影響は、**半年から1年程度**かけて調整される

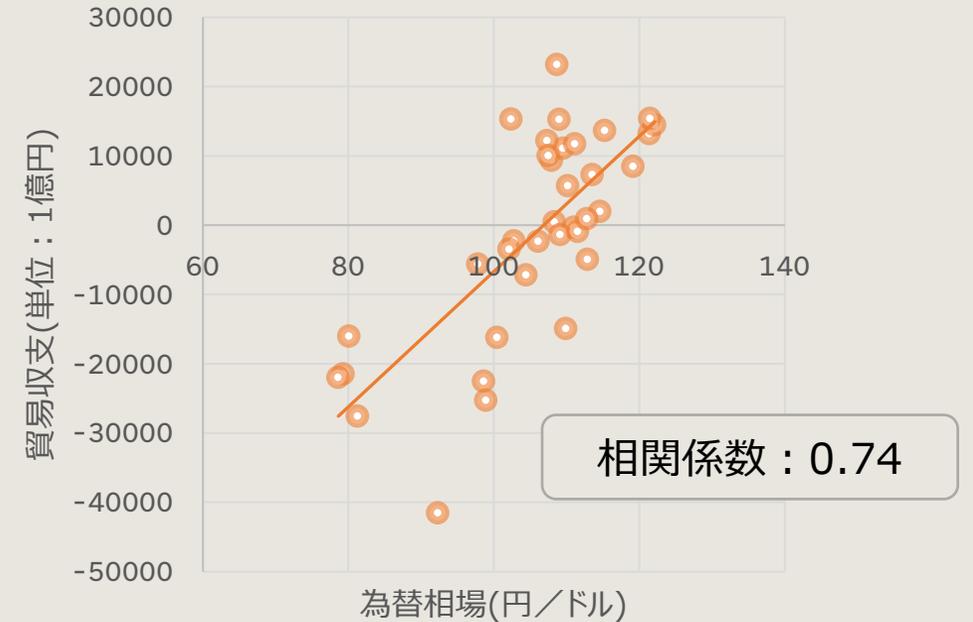
理由：円安になる前に輸出入の売買契約をしているため、商品の売買**数量**はすぐには変化しないから

アベノミクス下のJカーブ効果

円安直後は貿易収支は悪化するが、一年後から改善



2012年～2021年の為替相場と一年遅れの貿易収支



ただし、**まず** 価格効果が日本経済を直撃

円建て輸入価格(輸入物価)が上昇
カーブ効果を考えると当然

世界的な資源価格と食料価格の高騰
今回の特殊要因

交易条件
(輸出物価/輸入物価)
が悪化する

貿易収支が改善する前に、
国民の**家計負担**は目に見えて増える

消費者物価指数と交易条件の時系列

消費者物価指数総合 (2020年 = 100)



TRADINGECONOMICS.COM | MINISTRY OF INTERNAL AFFAIRS & COMMUNICATIONS

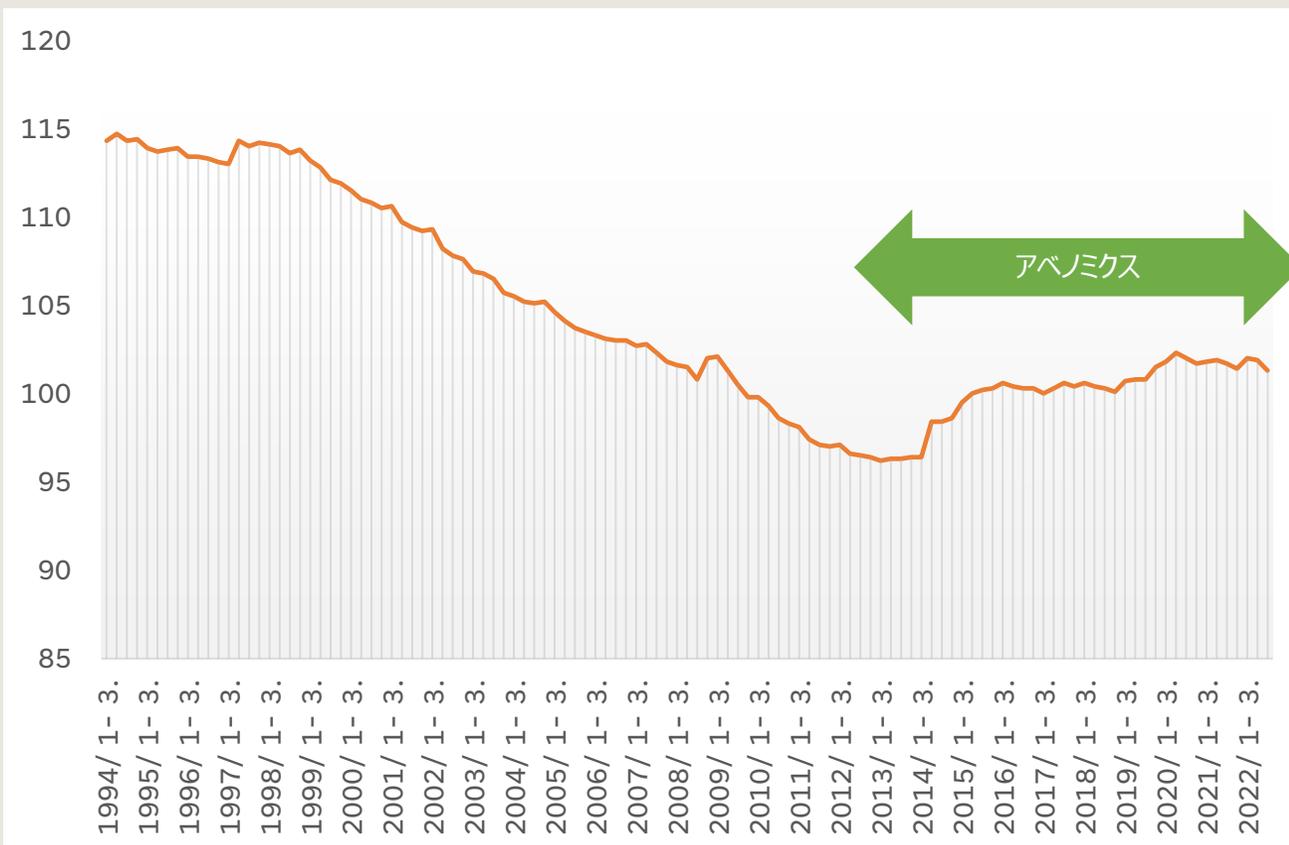
交易条件 (輸出物価指数 / 輸入物価指数)



TRADINGECONOMICS.COM | BANK OF JAPAN

GDPデフレーター(2015年 = 100)

ホームメイドインフレの指標



2023年2月3日内閣府

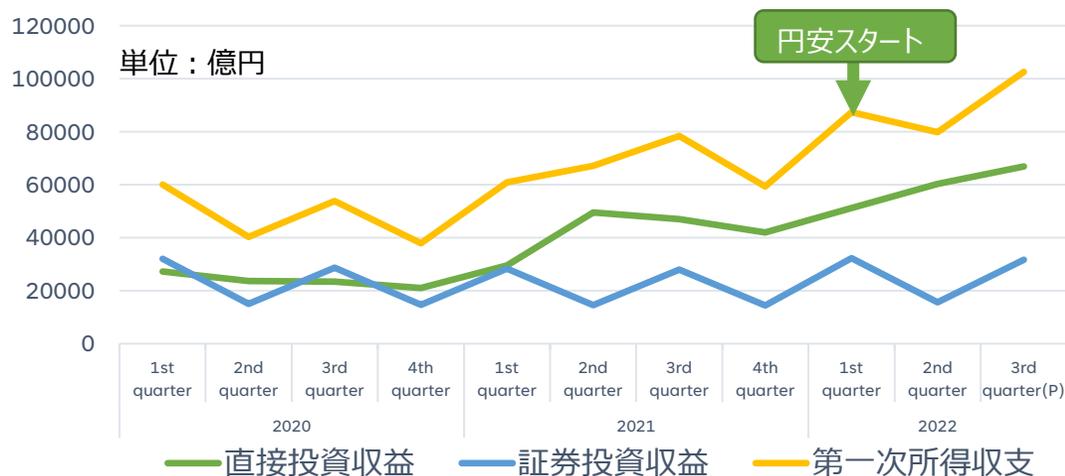
『日本経済2022 - 2023』

- 現状の物価上昇は、**資源高や円安の主因**
- 足元の**需給ギャップ**はまだ**マイナス**
- 国内需要の回復と今後の賃金上昇がなければ、**デフレに逆戻り**

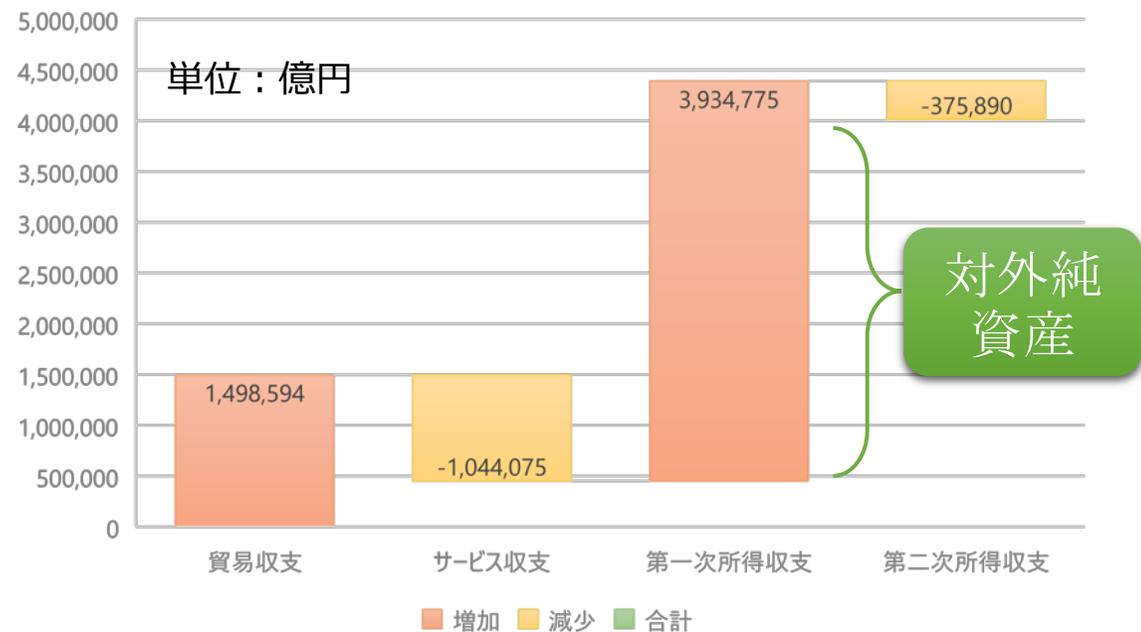
予断を許さない状況

第一次所得収支(直接投資収益と証券投資収益)

第一次所得収支：過去に行った直接投資や証券投資(外貨建て資産)に伴う利子や配当の計上。
円安(ドル高)になると(すぐに)上昇する。



経常収支の内訳(19961Q~2022年3Q合計)



第一次所得収支が貿易収支の2.6倍

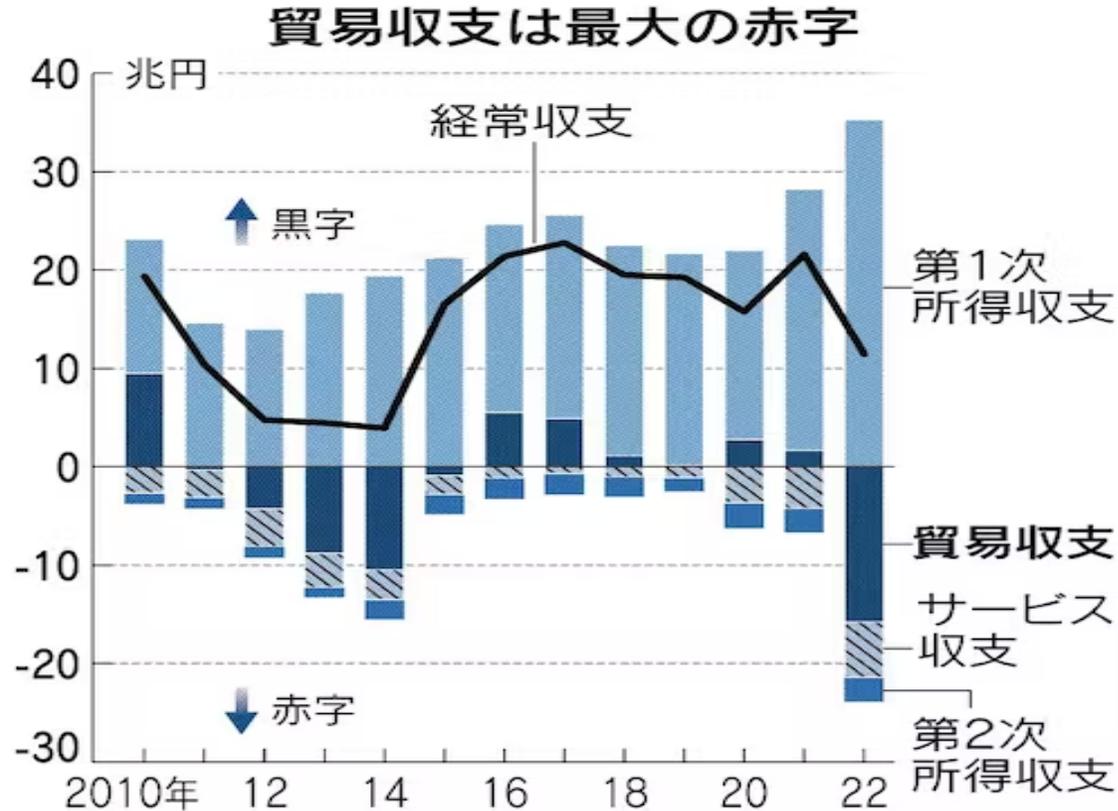
日本の対外資産・負債残高

単位:10億円

資産	2021年末残高	負債	2021年末残高
直接投資	228,763	直接投資	40,504
証券投資	578,347	証券投資	471,027
金融派生商品	35,806	金融派生商品	35,108
その他投資	245,212	その他投資	292,050
外貨準備	161,751		
資産合計	1,249,879	負債合計	838,695
		純資産合計	411,184

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/iip/data/2021_g.htm

2022年 国際収支

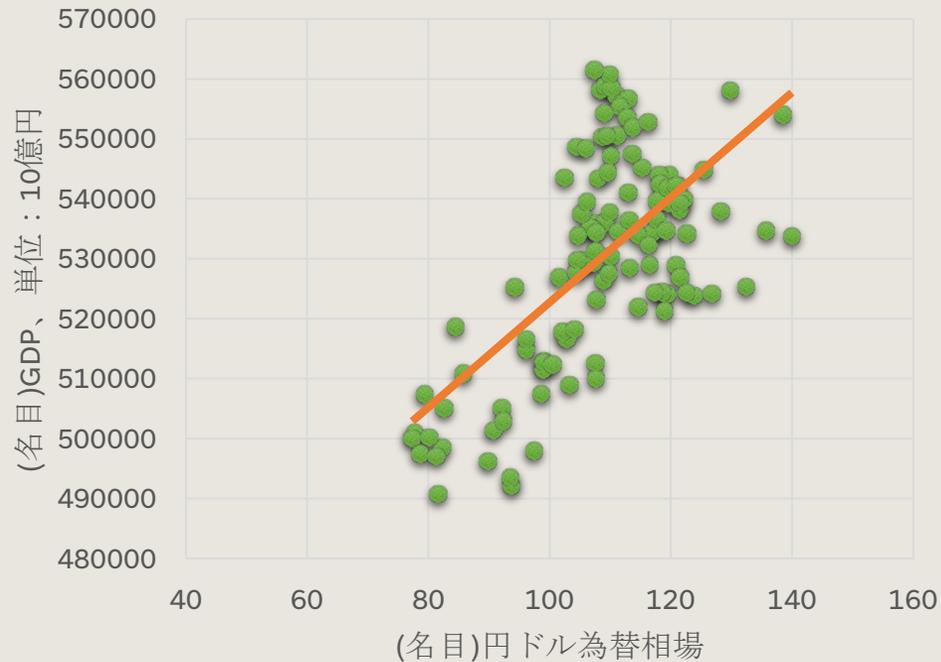


出所：2023年2月08日日経新聞朝刊

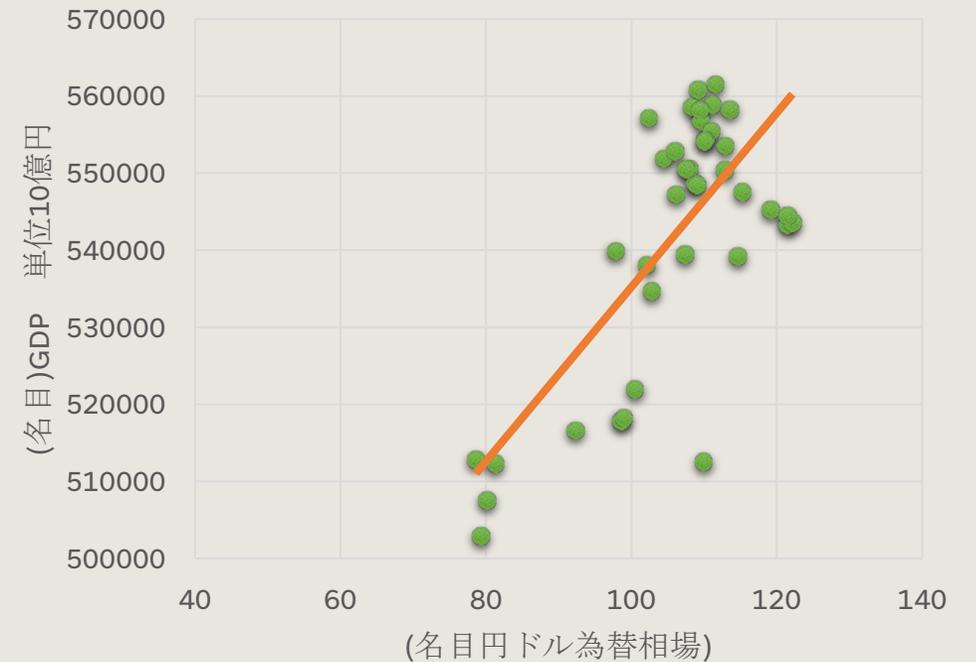
- 經常収支は11兆4432億円の**黒字**(前年比47%減)
- 貿易収支が15兆7808億円で**過去最大の赤字**
- 第一次所得収支は35兆3087億円で**過去最大の黒字**

円安になると、GDPが上昇する

1994年～2021年



アベノミクス以降～2021年



(中間)まとめ：総合的に円安は日本経済にプラス

- 直近では、アメリカの**利上げ減速**予想により、円高方向へ
 - 残念(!)
 - 安定的な円安トレンドとなれば、(現在の地政学リスクもあって)**生産拠点の国内回帰**も望める
- ただし、この一年の**家計負担の増加**を考慮すると、何らかの施策が必要
 - 特に電気・ガスなどの光熱費の高騰は、円安以外の要因のあるので今後も続くと予想される
 - (春闘には期待するが)、**賃上げのない低所得者層や年金生活者**
 - **原子力発電**の早期の再稼働を！

足元の家計負担は、減税と手当で！

年金生活者や賃上げの恩恵のない低所得者層のケア

一時的な消費税減税

消費税の逆進性の利用

民間マインドに訴えやすい

インフレ手当

所得制限なし & 小切手利用

国民1人当たり5万円

確定申告時に高所得者層には課税

政策の見える化

減税や手当支給はわかりやすく

インフレ期待は**民間のマインド**

一時的に貯蓄に回っても良い

円安による経済成長による自然増収を

- 1994年1Qから2022年1Qのデータでシミュレーション
 - 円ドル相場が**10%円安**になると、名目GDPは**1.7%上昇**
- 2021年の円ドル為替相場は平均は、109～110円／ドル
 - 2022年は**130円／ドル**前後(前年度比18%円安)
 - (単純計算で)2021年度名目GDPは550兆円なので、**2022年度名目GDPは円安効果だけで16兆円程度(約3%)押し上げ**
- **2022年度の税収予想**
 - 2021年度税収は67兆円、政府の税収弾力性値(名目GDPが1%上昇したときに税収が何%増加するか)の試算値は1.1なので、**円安効果だけで(控え目に言っても)、2兆円増加**
 - **但し、税収弾力性値の民間の試算値は2～4**

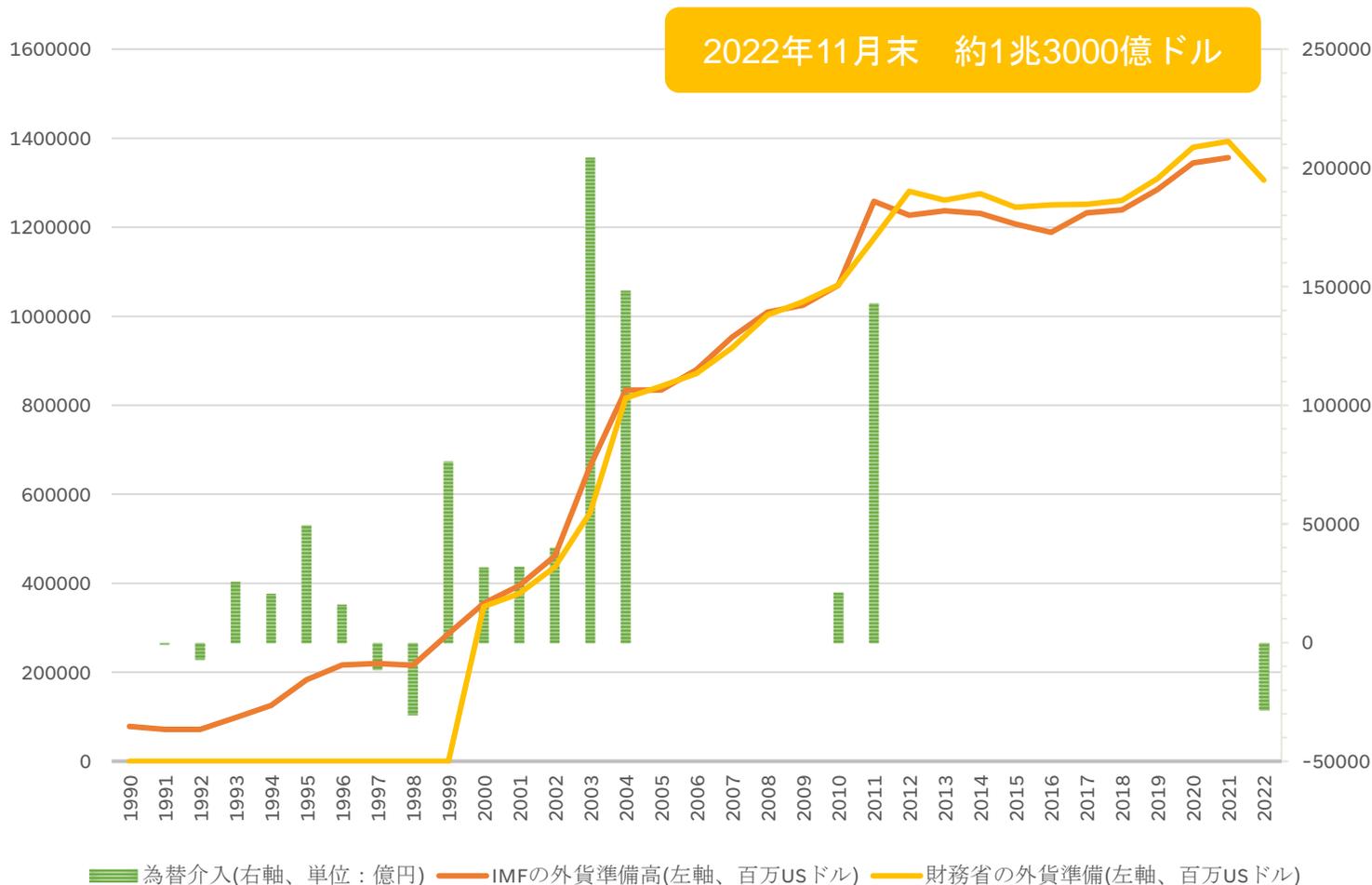
為替介入と外国為替特別会計

**2022年11月末の外貨準備高は、約1兆3,000億ドル
(1ドル130円で換算すると、約169兆円)**

- 外貨準備とは、**固定相場制度を採用している国**が、為替相場をある一定水準に保つために介入するために保有している資産
- 2022年後半円買いドル売り介入が入ったが、日本を含む先進国は一般に**変動相場制**なので、為替介入は**原則認められていない**

日本の外為準備は必要以上に積んである

外国為替資金特別会計(外為特会)



・USドルベースで、2000年と比較して、約**3.8倍**に膨らんでいる

・1990年以降、ほとんど外貨**買い**介入
 ➡ 行き過ぎた円高のときに実施
 ➡ 外貨準備は増加する

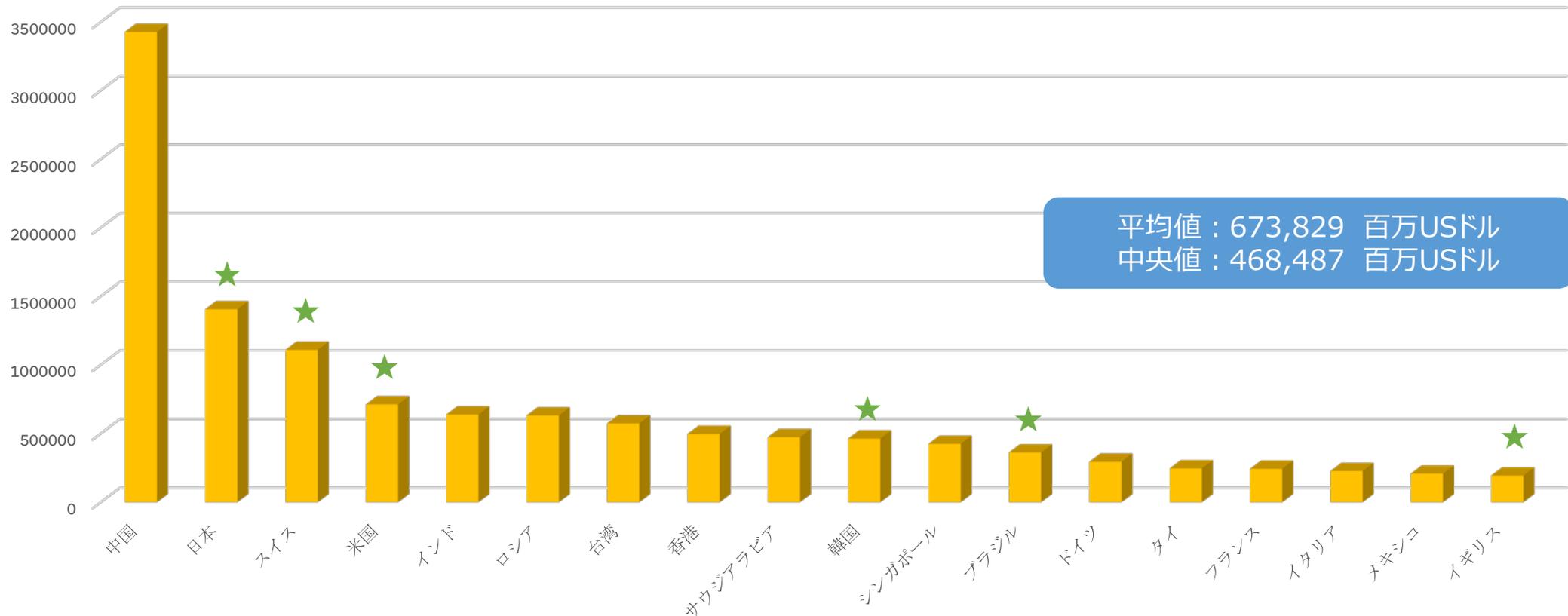
・2005年以降、介入実績はほとんどなし

160兆円が休眠状態

世界の外貨準備ベスト18(2021年末)

百万USドル

★:独自通貨でかつ**完全**変動相場制の国



外為特会の積極運用を

GPIFの実績収益率は年 + 3.47%

運用開始：2001年

累積収益額： + 100兆円

運用開始の運用資産額：約38兆円

現在の外為特会の剰余金

2020年度の剰余金2.9兆円のうち、1兆円は外為特会の積立金、1.9兆円は21年度一般会計へ組み入れ

→ **全部組み入れたら？**

外貨準備運用の政府系投資ファンド

中国(CIC)：2007年～

シンガポール(GIC)：1981年～

外為特会から防衛費増額分を拠出

外為特会の一部を**政府系ファンド**として運用

責任ある財源とは

• 特会の運用

- 政府が『貯蓄から投資』を積極的に行い、その剰余金を活用すべき

• 増税のデメリット

- 増税は景気が過熱したときに

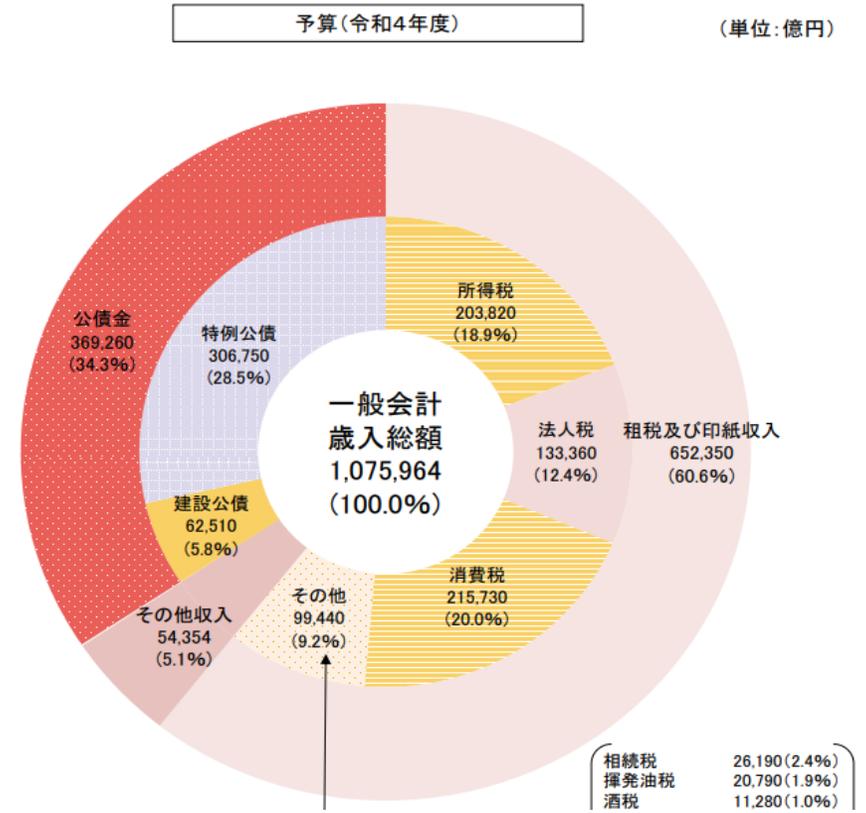
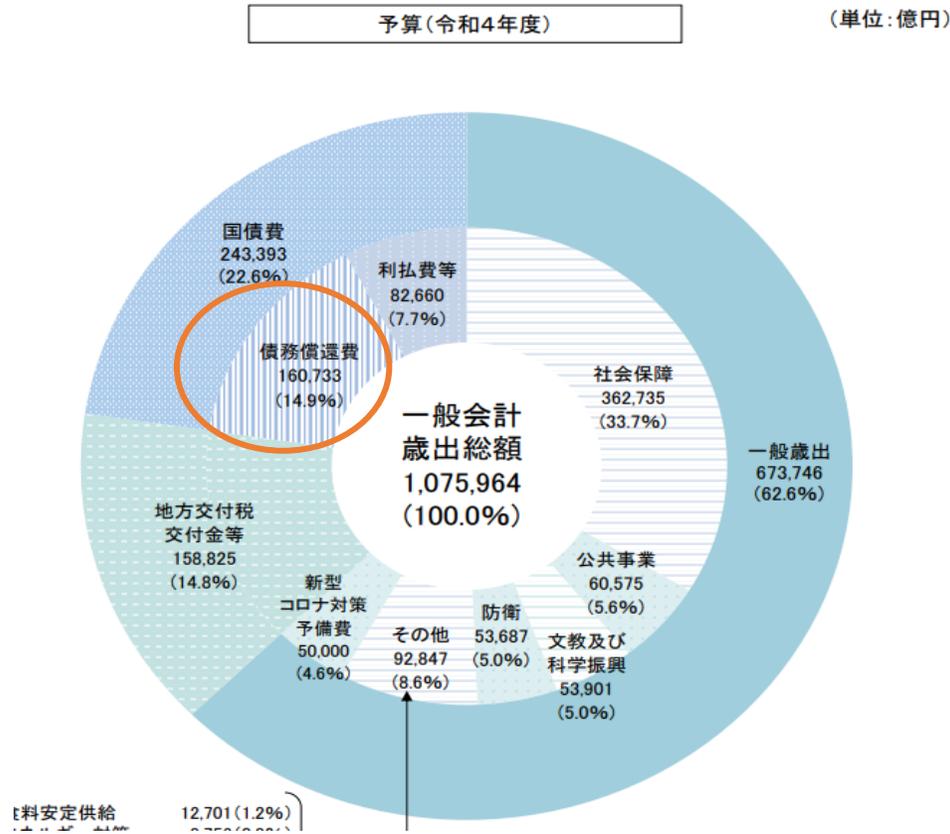
• 国債発行

- 累積債務の債務不履行規模は理論的には不明。しいて言えば、『ドーマー条件』
- インフレ率&長期金が低水準である間は、国債発行の余地あり

• 歳出の透明性

- 年金・医療制度改革は喫緊の課題
- 補助金などの公金の監査体制強化

国債費と公債金：令和4年度予算



出所：財務省『日本の財政関係資料(令和4年4月)』より抽出

60年償還ルールにより 歳出・歳入規模の見かけが大きい

令和5年度予算フレーム

【歳出・歳入の状況】

(単位：億円)

	4年度予算（当初）	5年度予算	4' → 5'	備 考
(歳 出)				
一 般 歳 出	673,746	727,317	53,571	
社会保障関係費	362,735	368,889	6,154	
社会保障関係費以外	261,011	308,428	47,417	
うち防衛関係費（下記繰入れ除く）	53,687	67,880	14,192	
うち防衛力強化資金（仮称）繰入れ	-	33,806	33,806	○ 防衛力強化資金（仮称）は、防衛力強化のための財源の確保に関する法律（仮称）により創設予定。
新型コロナウイルス感染症及び原油価格・物価高騰対策予備費	50,000	40,000	△ 10,000	
ウクライナ情勢経済緊急対応予備費	-	10,000	10,000	
地方交付税交付金等	158,825	163,992	5,166	
国 債 費	243,393	252,503	9,111	
うち債務償還費（交付国債分を除く）	156,325	163,895	7,569	
うち利払費	82,472	84,723	2,250	
計	1,075,964	1,143,812	67,848	
(歳 入)				
税 収	652,350	694,400	42,050	
その他の収入	54,354	93,182	38,828	
うち防衛力強化のための対応	-	45,919	45,919	○ 防衛力強化のための財源の確保に関する法律（仮称）によるもの14,750億円を含む。
公債金（歳出と税収等との差額）	369,260	356,230	△ 13,030	○ 公債依存度31.1%
債務償還費相当分（交付国債分を除く）	156,325	163,895	7,569	○ 建設公債 令4：6兆2,510億円 → 令5：6兆5,580億円 特例公債 令4：30兆6,750億円 → 令5：29兆650億円
利払費相当分	82,472	84,723	2,250	
政策的支出による赤字相当分（基礎的財政収支赤字）	130,462	107,613	△ 22,850	○ 財政収支赤字（利払費相当分と政策的支出による赤字相当分の公債金の合計）は、19.2兆円。
計	1,075,964	1,143,812	67,848	

(注1) 4年度予算は、5年度予算との比較対照のため、組替えをしてある。

出所： https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2023/seifuan2023/02.pdf

2023年2月15日

『責任ある積極財政を推進する議員連盟』勉強会

歳出と歳入に同額が
積んである

実際の歳出・歳入規模
107兆円→92兆円

財政赤字の定義
利払い費 + 政策的支出

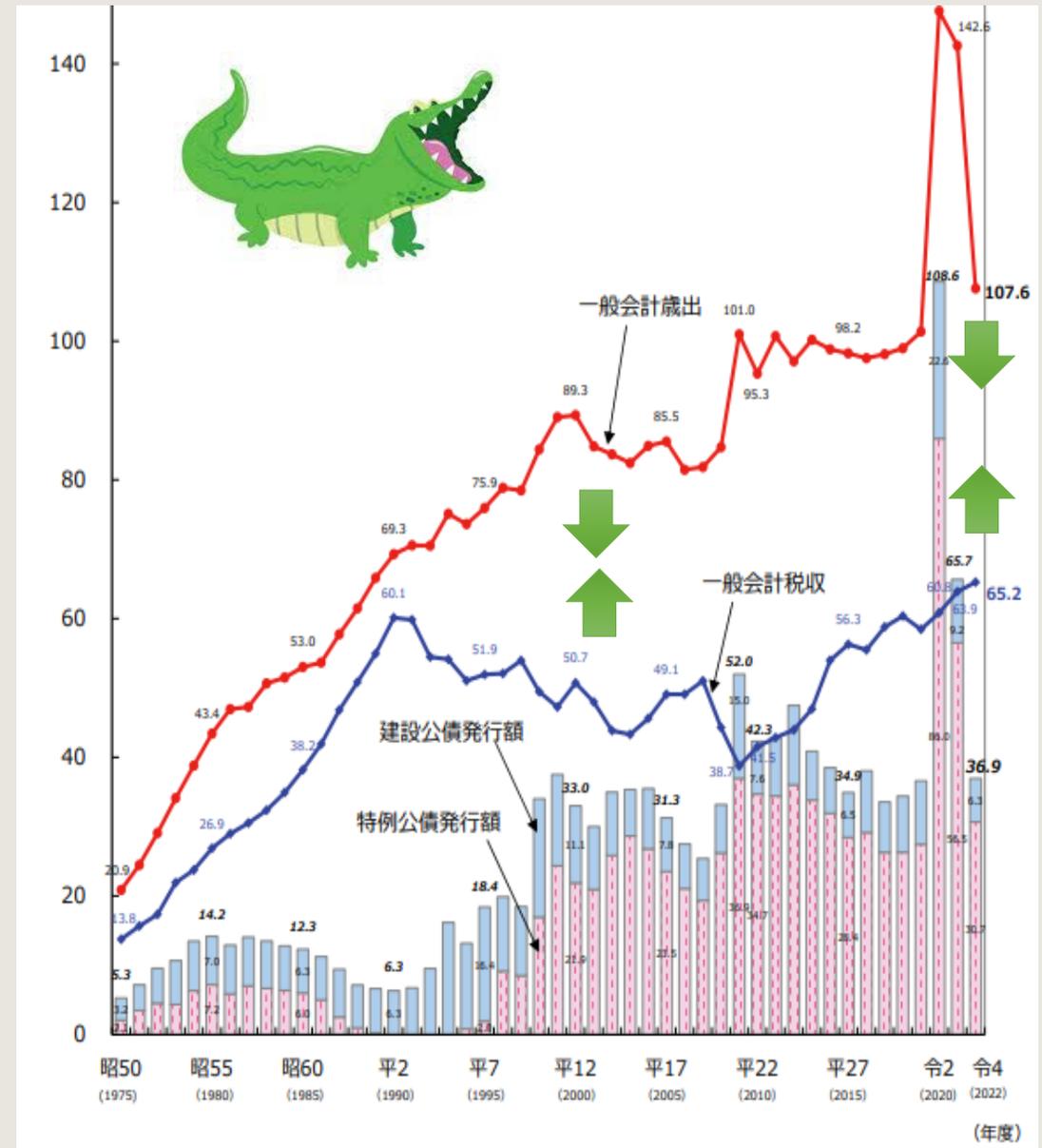
実際の財政赤字
36.9兆円→21.3兆円

利払い費の一部は
日銀から還流

ワニの口は存在しません (フローベース)

- 令和4年度当初予算 一般会計**歳出**
× 107.6兆円
○ 92兆円(償還費を引く)
- 令和4年度当初予算 一般会計**税収**
× 65.2兆円
○ 70.6兆円(その他収入を足す)

令和4年度当初予算のワニの口
42.4兆円の赤字→21.4兆円の赤字



出所：財務省『日本の財政関係資料(令和4年4月)』より抽出

政府の総債務の対名目GDP比

(ストックベース)

	総債務残高 (対GDP)	純債務残高 (対GDP)
日本	262.5%	168.07%
イタリア	150.9%	138.3%
米国	128.1%	99.6%
イギリス	95.3%	84.3%
フランス	112.6%	101.1%
ロシア	16.99%	

2021年 IMF推計ベース(WORLD ECONOMIC OUTLOOK)

総債務残高は、中央政府・地方政府・自治体・社会保障基金の総債務の和

純債務残高は、債務残高から政府の金融資産を差し引いた残高

政府の金融資産は、金、通貨、SDR、預金、保険・年金資産、貸付金、債券

普通のバランスシート

<p><資産の部></p> <p>流動資産</p> <p>固定資産</p>	<p><負債の部></p> <p>流動負債</p> <p>固定負債</p>
<p>総資産合計</p>	<p><純資産の部></p> <p>負債 + 純資産の合計</p>

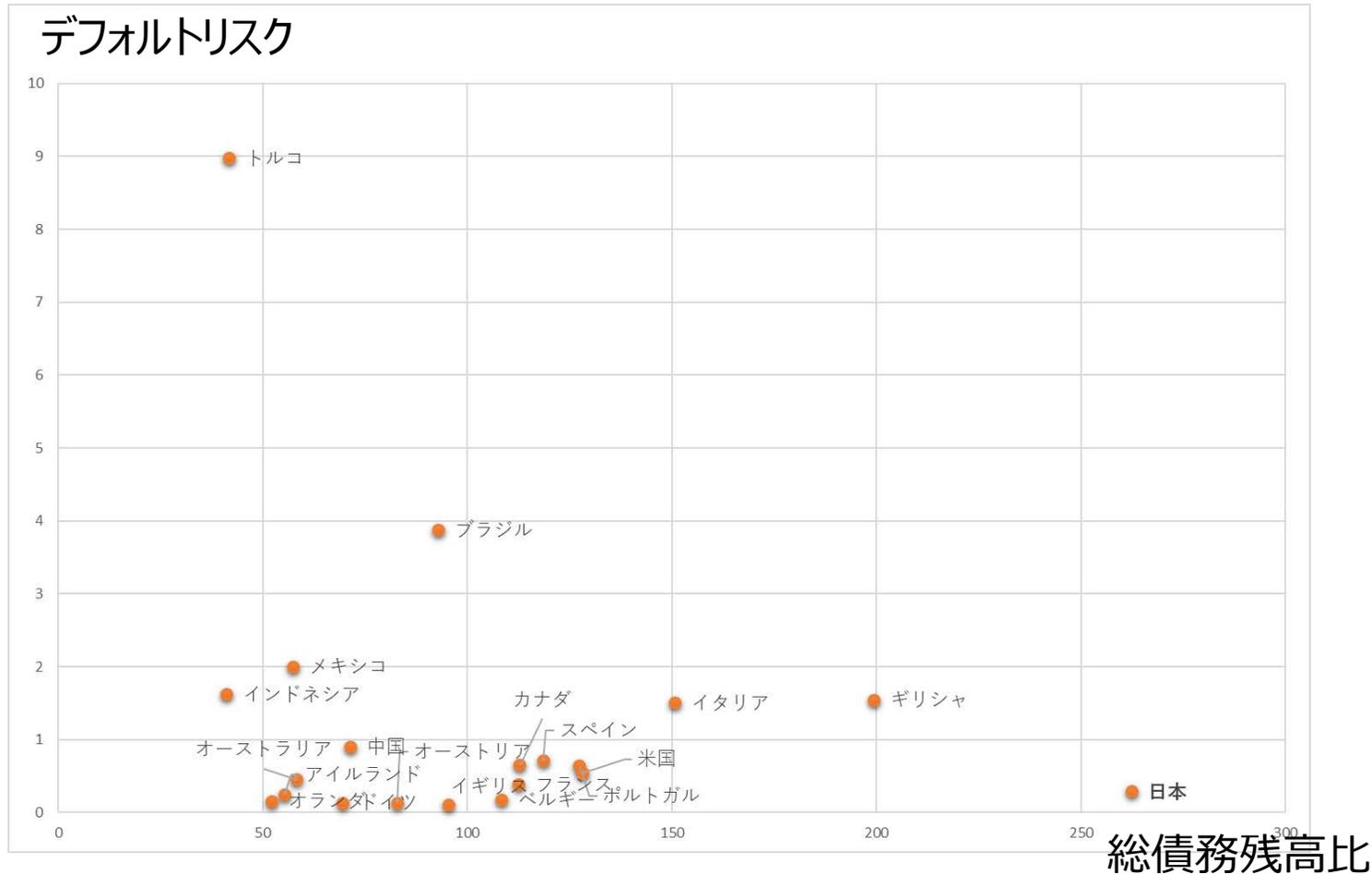
財政破綻リスクの理論的シグナルはない

- 政府の債務残高は一つの目安
- 他にも、**政情の安定性**や**透明性**なども重要なシグナル
- 財政破綻(デフォルトリスク)の市場の評価として、**CDS**もある

CDSから計算されたデフォルトリスク

	総債務残高 (対GDP)	純債務残高 (対GDP)	CDSから計算されたデフ ォルト確率
日本	262.5%	168.07%	0.29%
イタリア	150.9%	138.3%	1.50%
米国	128.1%	99.6%	0.54%
イギリス	95.3%	84.3%	0.11%
フランス	112.6%	101.1%	0.38%
ロシア	16.99%		100%

総債務残高(対GDP)とCDSの相関



相関係数：むしろ**逆相関**

□シアなし：-0.24

□シアあり：-0.35

日本は異常値？

理由は、国債の保有主体が影響か？

ドーマー条件

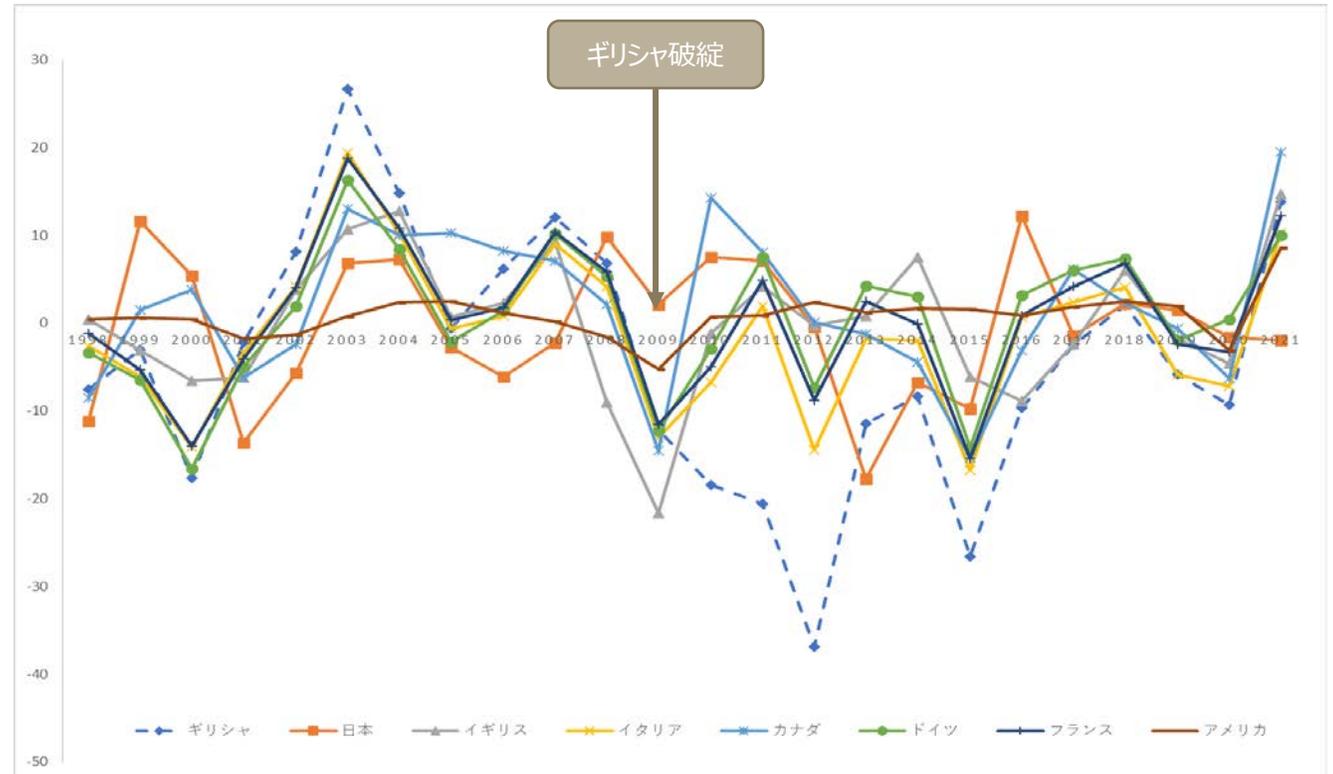
財政破綻が起こらないための十分条件：**名目GDP成長率 > 名目長期金利**

- ギリシャは破綻前は同条件は満たしている
- G7も、同条件を満たさないときもある

ドーマー条件は現実的には有用とは言えない

但し、名目長期金利と(期待)インフレ率は
財政破綻のシグナルであることを示唆

名目GDP成長率-名目長期金利

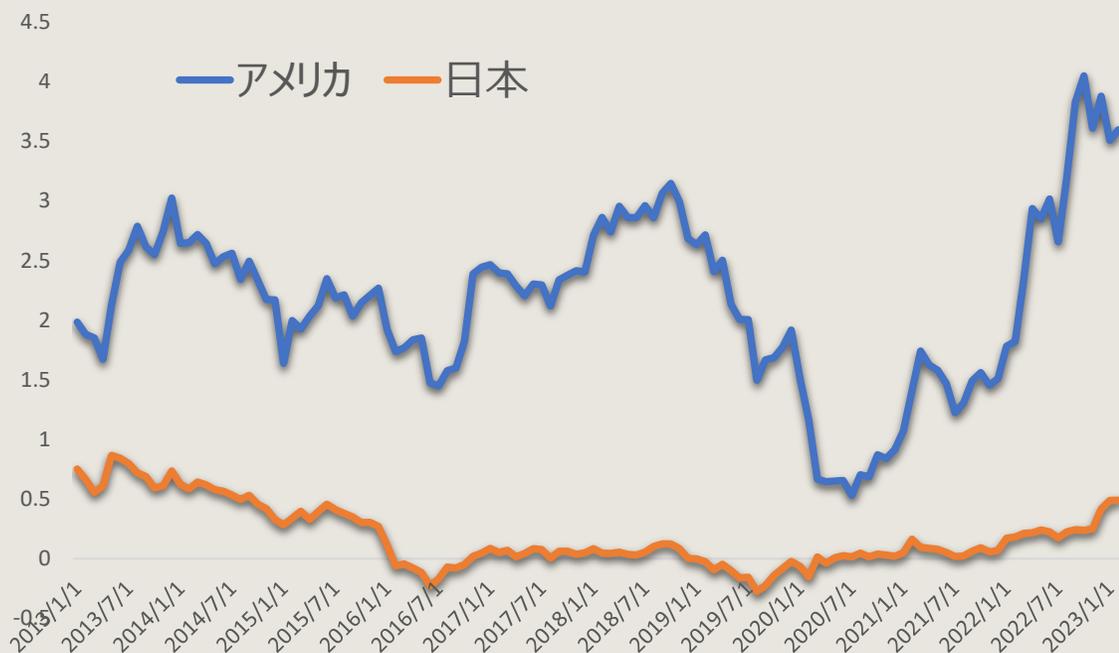


出所：名目GDPはIMF、名目長期金利はOECDより入手

日本において財政破綻の兆候は見られない

黒田日銀によって長期金利は低水準をキープ

日米の長期金利の推移



日本のインフレ率も長期金利も低水準

国債価格は金利と逆相関

現在のところ、財政破綻の兆候は一切なし

インフレ率が上がってくるまでは、
公債発行の余地はある

円安メリットを生かして 持続的な経済成長へ

生産拠点の国内回帰

雇用創出

国内回帰のための**インフラ投資**

経済・食料安全保障の整備

グローバルサプライチェーンの再構築が追い風

防衛費増額によって経済成長へ

デュアルユースによるイノベーション推進

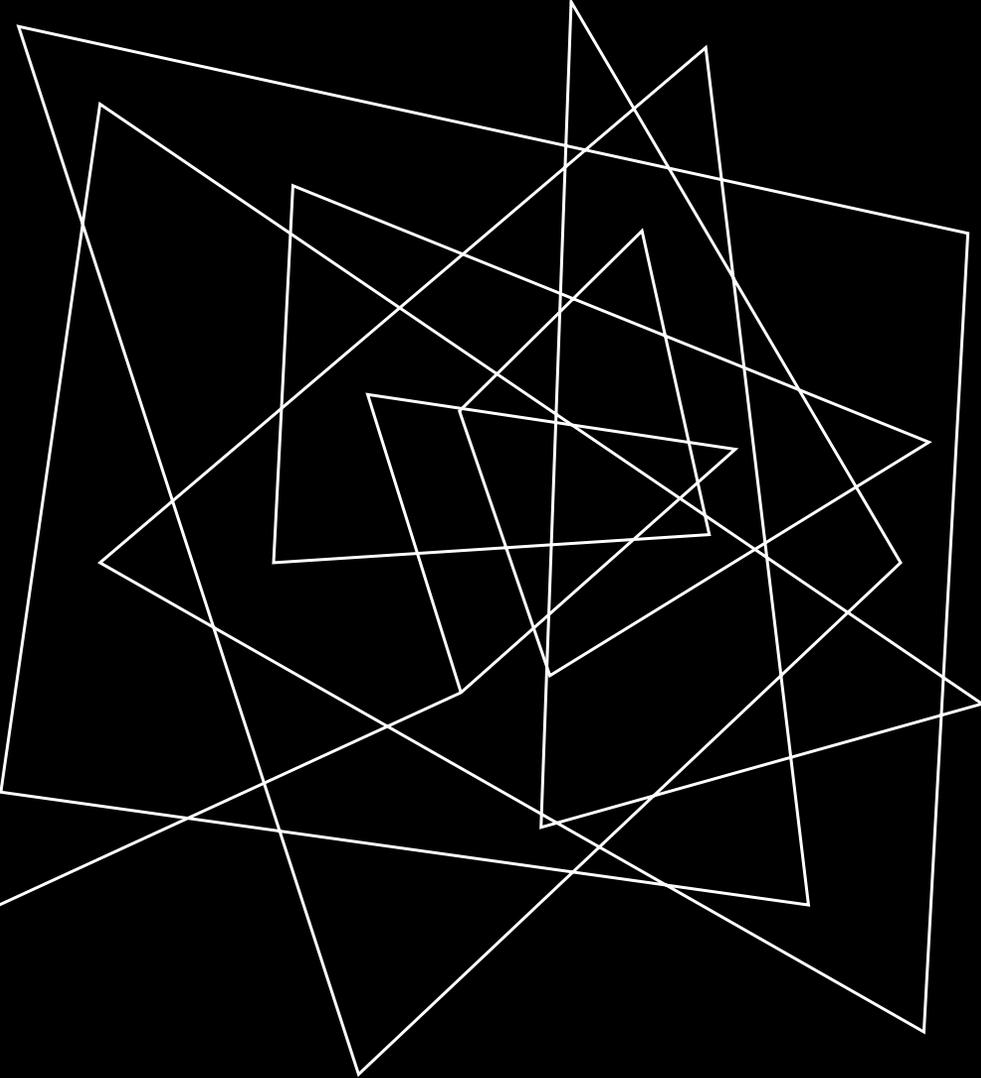
『**強い国防**』は『**強い経済**』

増税は最後の手段

税負担に見合う便益の説明、明るい**日本の未来**を描くこと

アベノミクス『第三の矢』も忘れずに

持続的な経済成長のためには、**規制改革**も不可欠



ありがとうございました