

日本の経済戦略： 政策先進国への道

責任ある積極財政を推進する議員連盟
2023年5月18日

早稲田大学政治経済学術院 若田部昌澄

資料作成にあたって第一生命経済研究所永濱利廣氏、クレディ・アグリコラ証券会田卓司氏、PwC Intelligence伊藤篤氏の助力を得た。記して感謝する。

「責任ある積極財政」とは何か

本日のメッセージ

- 1. マクロ政策についての世界標準の見方を踏まえる
 - 現状はまだ「長期停滞」、「日本化」
 - 長期停滞の影＝キャッチアップの余地が大きい（原田他2022）
 - 新しい課題：今後、インフレの時代になるか？現在の論争の焦点（Summers vs. Blanchard, IMF 世界経済見通し April 2023）：長期停滞の可能性大
- 2. 「課題先進国」というより政策後進国
 - 本来は課題解決先進国、政策先進国であるべき
- 3. 望ましい経済政策はアベノミクスの進化・深化
 - 財政、金融、成長政策（、分配政策）の連携を深める

安倍元総理の遺志とは何か

安倍ビジョンとアベノミクス：Make Japan Greater Again

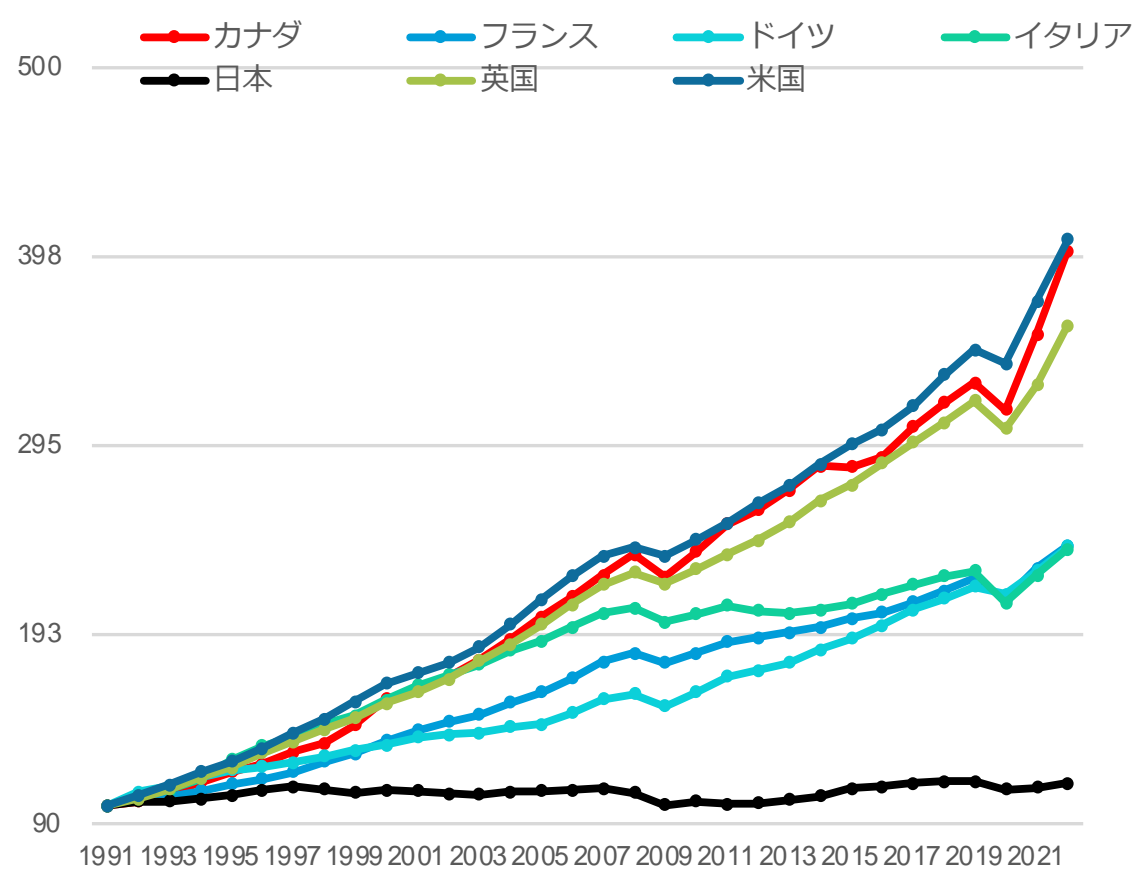
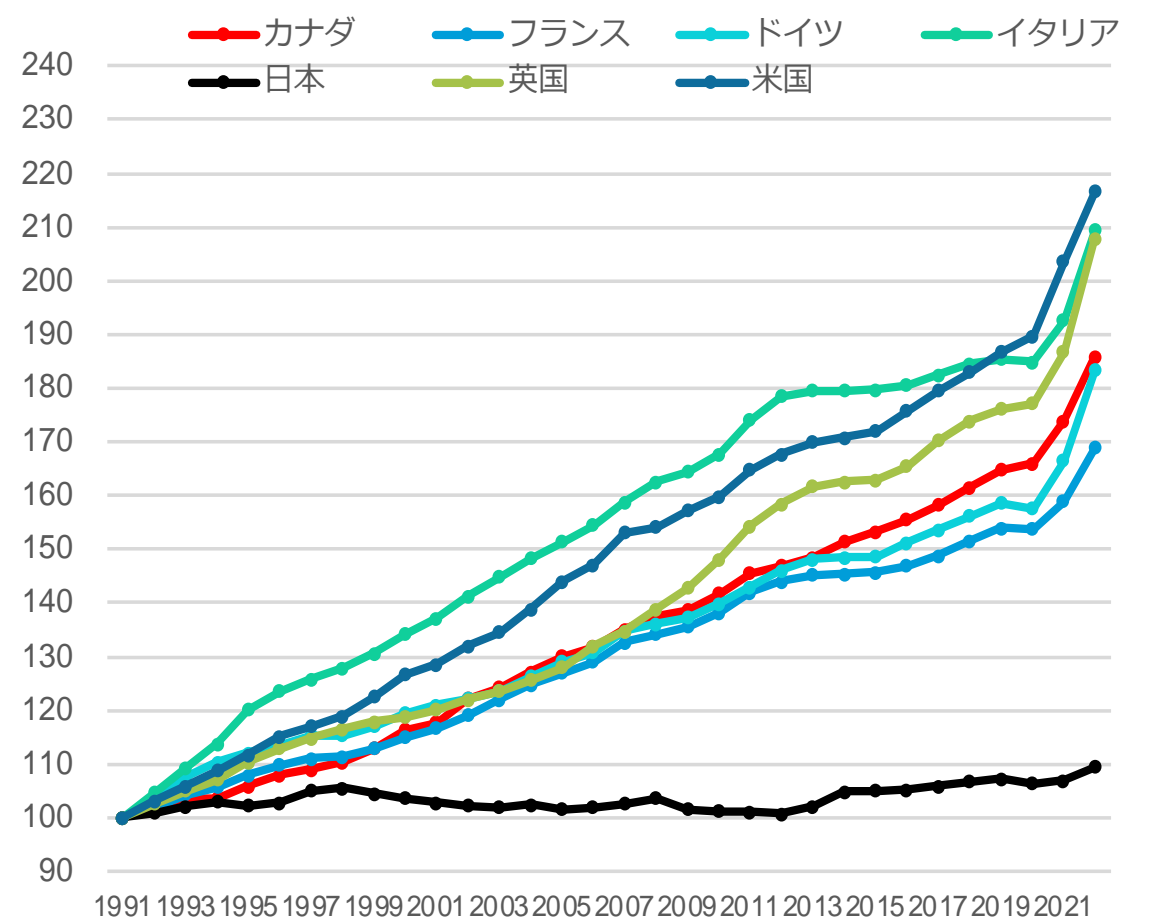
- 1. 危機感と使命感
 - 過度な円高、デフレ不況の深刻化、日本の地位低下、日本人の自信喪失、国際秩序の激変
- 2. マクロ=グランド・ビジョン=国内・国際両面での政治と経済の統合運用
 - 国防、外交、財政、金融、貿易
 - FOIP、QUAD、CPTPP
 - 原則としてのルール、自由、開放、協調
- 3. アベノミクス：よく出来たプログラム、改善は可能だが、否定は不可能
 - 金融政策、財政政策、成長政策の統合運用

原則

- 第一原則：経済学の基本に忠実に
 - ①マクロ経済の安定化
 - ②経済の成長
 - ③所得の再分配
- 第二原則：「応病与薬」＝現状に合った政策を実行する
 - デフレにはデフレ対策、インフレにはインフレ対策
- 第三原則：「智識を世界に求める」
 - 1) 海外先進経済の多くで、
 - 2) ある程度の期間実施されており、
 - 3) 成功を収めているものを、まず導入する

1990年代以降の停滞、キャッチアップの未達

物価の低迷、名目GDPの低迷、一人当たり実質GDPの低迷

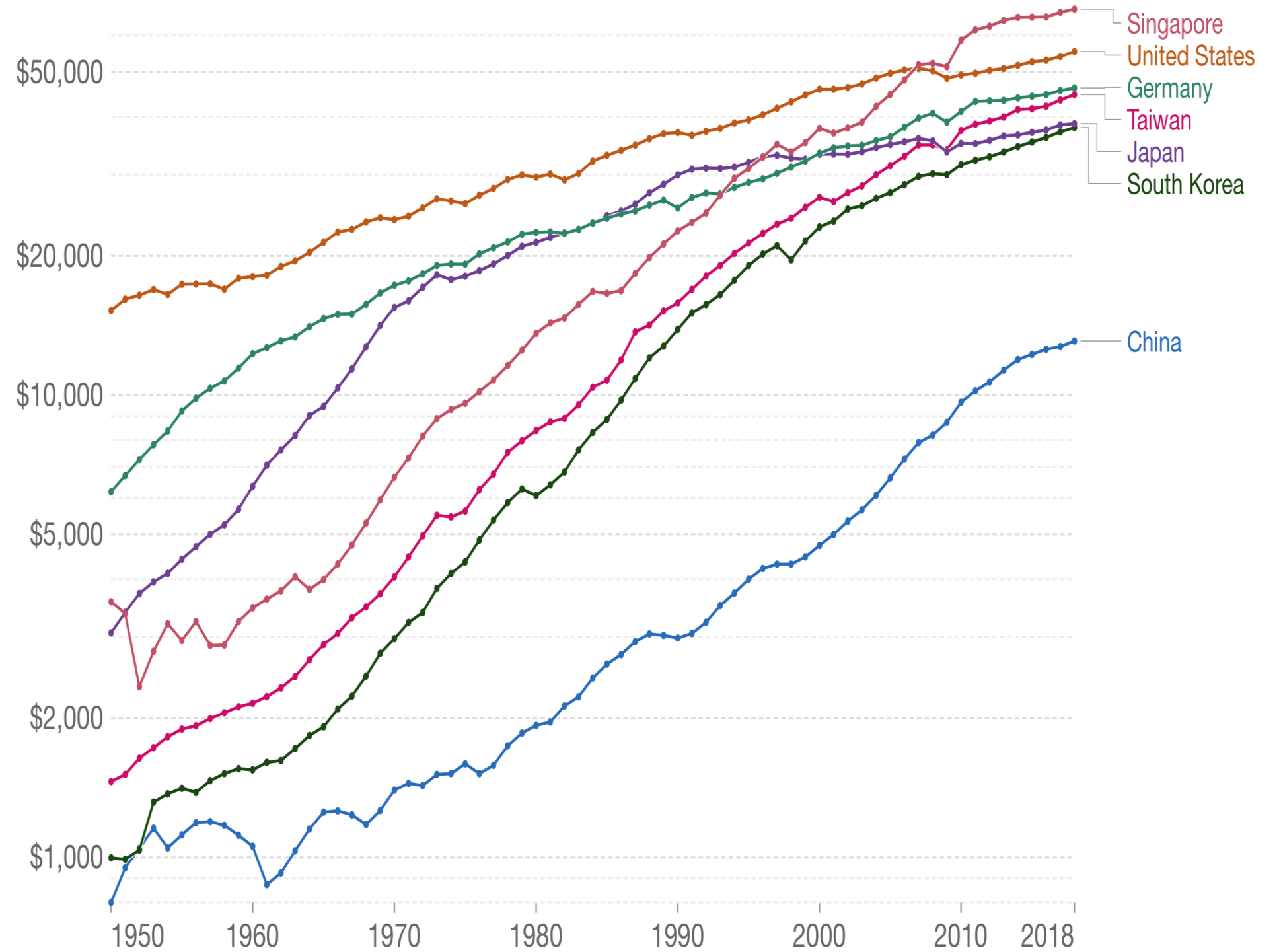


(出所) IMF World Economic Outlook

GDP per capita, 1950 to 2018

This data is adjusted for inflation and for differences in the cost of living between countries.

Our World in Data



Source: Maddison Project Database 2020 (Bolt and van Zanden, 2020)

Note: This data is expressed in international-\$ at 2011 prices.

OurWorldInData.org/economic-growth • CC BY

人口減少の負の影響は過大評価されている

日本以外の他の国・地域でも人口は減少局面へ

国名	合計特殊出生率
日本	1.3
中国	1.2
韓国	0.8
香港	0.8
シンガポール	1.1
台湾	1.2

United Nations Population Division. World Population
Prospects: 2022 Revision

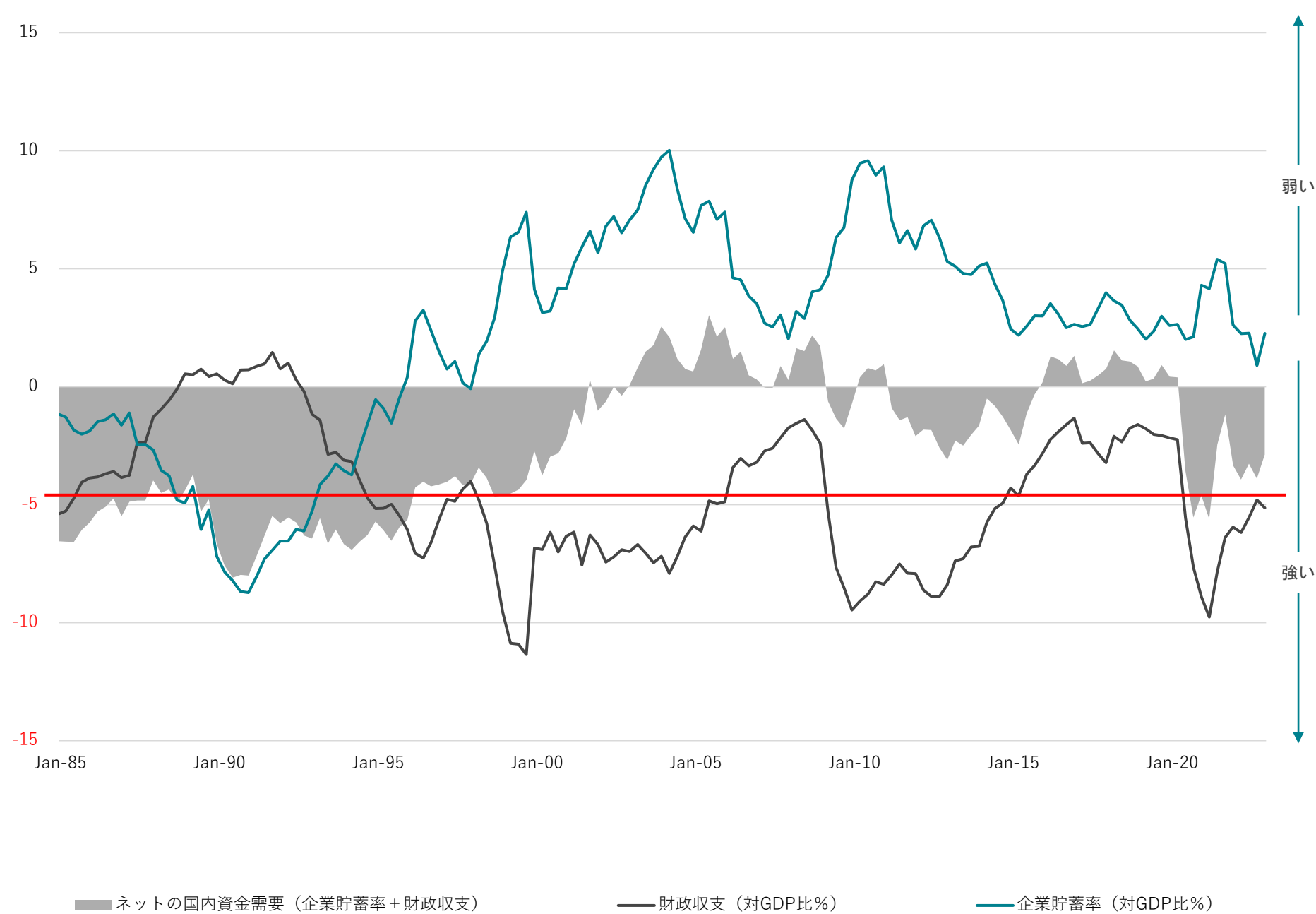
現状：長期停滞、日本化の影

民間需要の構造的低迷が問題

- 1. 民間需要の構造的低迷→経済の総資金供給>総資金需要→中立金利（自然利子率：完全雇用を実現する金利）の低下、低金利、低成長、低インフレ
- 2. 総需要の低迷→企業の期待成長率の低下→投資の減退→総供給・供給能力の低迷→総需要の低迷・・・：負のスパイラル<高圧経済論の問題意識>
- 3. 望ましい政策対応
 - 1) 総需要の維持・引き上げ
 - 2) 中立金利の引き上げ

民間需要の構造的低迷

企業が資金余剰にある日本、それを補ってきた財政、デフレ的圧力は続く

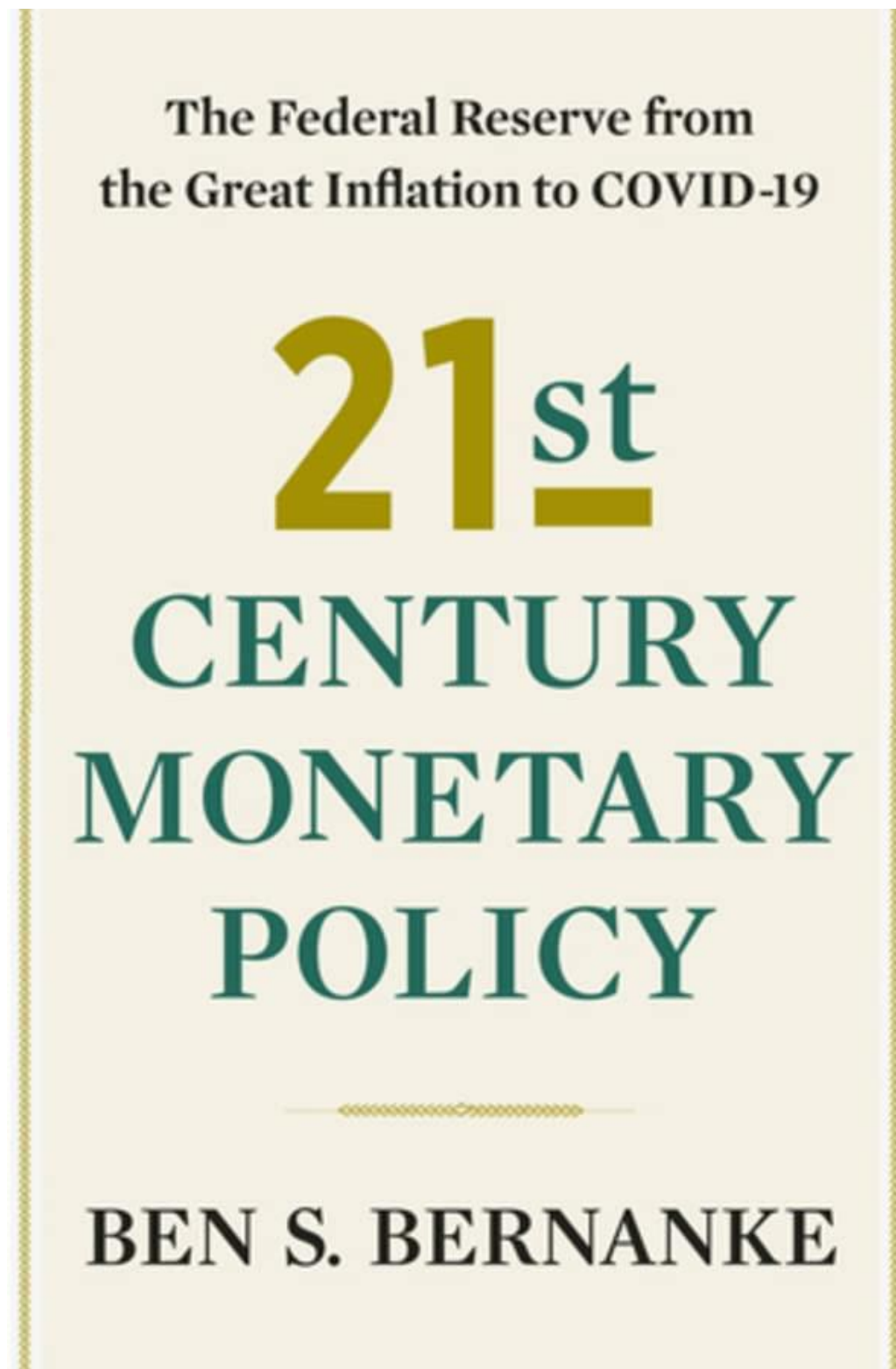


望ましい政策

財政、金融、成長政策の連携強化

- 1. 総需要の維持・引き上げ→財政・金融政策
 - 利率の下限制約→金融政策上のイノベーション
 - 財政政策との連携強化が必要
- 2. 中立金利の引き上げ→財政・成長政策
 - 財政政策→資金需要の増加
 - 成長政策→生産性の向上→資金需要の増加
- 3. 経済成長政策
 - 一般的には難しいが、日本はキャッチアップの余地が大いにあり
 - 政策イノベーション（policy innovation）
 - 財政政策との連携強化

最近の経済学にキャッチアップするには



オリヴィエ・ブランシャール
OLIVIER BLANCHARD 著
田代毅 訳

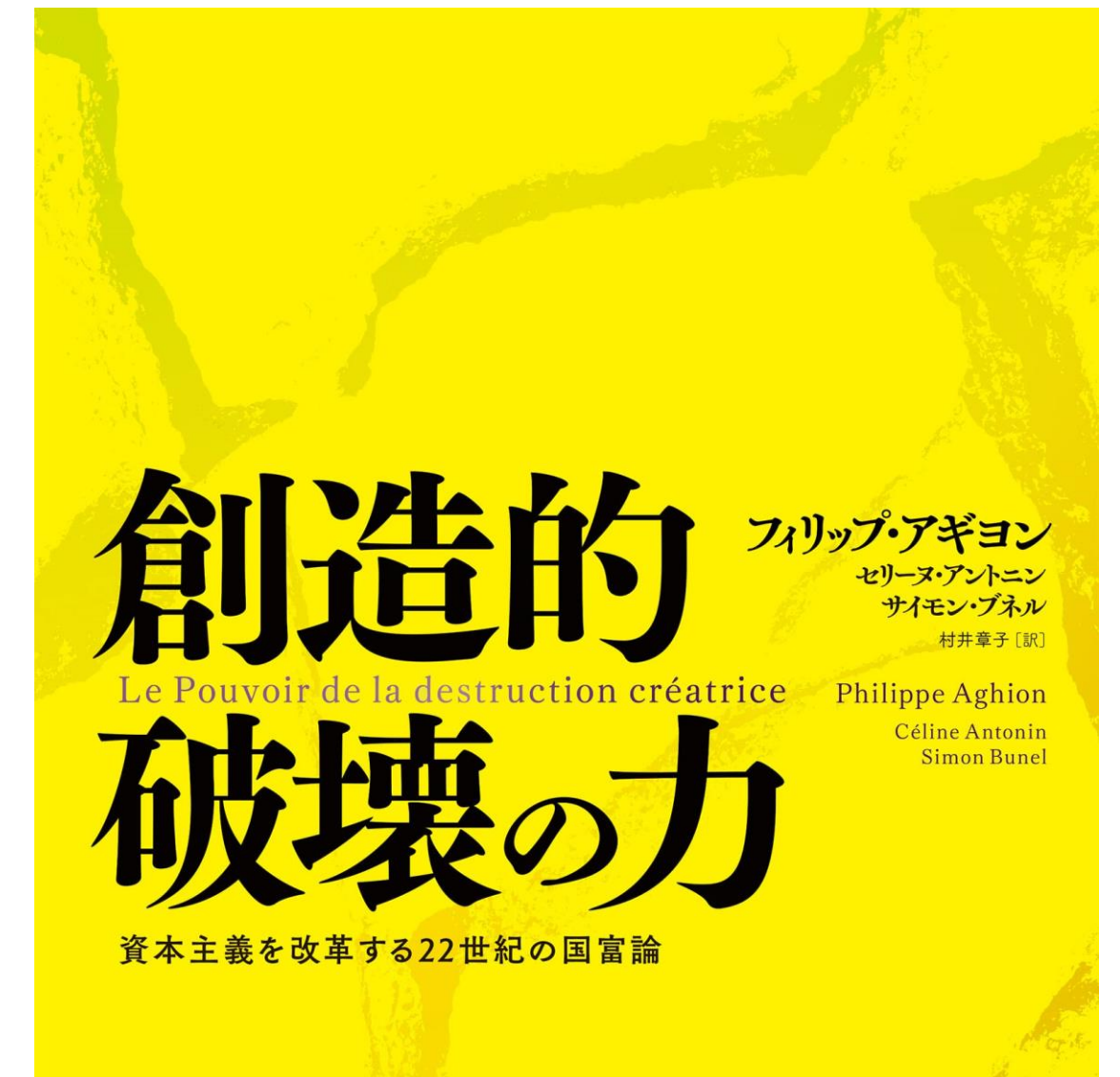
21世紀の 財政政策

低金利・高債務下の正しい経済戦略

マクロ経済学の世界
的権威が読み解く
財政課題、そして
日本への教訓

日本は現在の金融政策・財政政策を維持できるのか
財政破綻、金利上昇のリスクをどう見るか
長期停滞を脱するための道筋とは？

日本経済新聞出版



東洋経済新報社

フランス最高峰の
知性による
連続講義

シュンペーターの創造的破壊
を内生的成長理論に取り入れた権威が語る
資本主義との共存への道

財政政策の世界標準の研究

- オリヴィエ・ブランシャールのアメリカ経済学会会長講演（Blanchard 2019）
 - その後の目覚ましい研究の発展（Mian, Straub and Sufi 2022など）
- 1. 財政・金融政策の一体的理解：統合運用！
- 2. 赤字、債務についての「機能的財政」アプローチの（一部）復活
- 3. 重要なのは債務の持続可能性、債務削減ではない

『21世紀の財政政策』 Fiscal Policy under Low Interest Rates

Blanchard (2023)

- 「財政政策を議論する際の最大の難問は、公的債務が非常に悪いものであると広く考えられていることであり、それは、宗教的な信念にも近いものだ。本書はより豊かでバランスの取れた立場を取ろうとする試みであることを読者の皆さんに読み取っていただきたいと思う。債務を愛する必要はない。しかし、いつ、どのように債務を活用するかについて、理解してほしい」。
- 1. 過去30年間、先進国は慢性的な民間需要の低迷、巨大な貯蓄が低迷する投資を追い求める状況。安全資産への需要シフト。
- 2. 中立金利（生産を潜在水準に一時するために必要な安全金利、自然利子率： r ）の低下：需要の低迷と低中立金利の共存＝「長期停滞」
- 3. 1) 経済成長率（ g ） $>r$ 、2) 金利→実効下限制約に
- 4. 1) →債務の財政面コストの低下→財政政策の余地
- 5. 2) →金融政策の余地を大幅に失う
- 金融政策上のイノベーションとしてインフレ目標の3%への引き上げ

続き

- 6. 民間需要の低迷と安全資産への強力な需要は当面の間続く見通し（不確実性あり）。
しばらくは、インフレ対策で金利上昇、しかし、過去30年間に実質金利が着実に低下してきた根本的な要因は依然として存在。持続的な低金利に戻る可能性が高い。
- 7. 財政政策には二つのアプローチが存在：
 - (1) 「純粹財政」アプローチ：金融政策で生産は潜在水準に、債務が大きければ債務を縮小
 - (2) 「機能的財政」アプローチ：金融政策を使うことができないと想定し、マクロ経済の安定化に。
- 8. 正しい財政政策：民間需要の強さに応じて、二つのアプローチを使い分ける
- 9. 中立金利が少なくとも最低下限制約を妥当な幅で上回り、金融政策が十分な余地を持つように財政政策を用いるべき
- 10. 当面、先進国では債務の持続可能性の深刻なリスクはない。しかし、こうしたリスクが生じることはありうる。
 - 民間需要上昇→中立金利上昇→債務の返済は増加、しかし金融政策の対応余地が拡大
 - 民間需要がさらに低迷→大幅な財政赤字、低金利でも債務比率は上昇

政府債務のダイナミクス

成長率（g）と金利（r）の関係が重要

- GDPとの対比で債務を考えることがカギ： $\frac{\text{債務}}{\text{GDP}}$
- 債務対GDP比率の変化 = $\frac{(r-g)}{(1+g)}$ (今までの債務対GDP) - PB対GDP比率
- $r > g$ ならば：債務対GDP比率を減らすには、PB対GDP比率は黒字にする必要あり
- $r < g$ ならば：PB対GDP比率は（ある程度の）赤字でも良い

財政赤字の適温理論

Mian, Straub and Sufi (2022), “A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits,” NBER Working Paper 29707

- 1. 名目金利が下限制約にあるかどうかで財政赤字・債務のダイナミクスが変わる
 - 下限制約にあると：ある程度の財政赤字を出すことが経済の総需要維持に必要不可欠
 - しかも、財政の余地が増え、高い債務対GDP比率はむしろ持続可能になる
 - 逆に、逆進的な税の引き上げは、財政赤字と債務を増やしてしまう
- 2. 日本の場合
 - 金利が下限制約にある領域が大きい
 - 債務対GDP比率が446%まで金利 > 成長率にならない
 - 「**緩やかに赤字を増やすことは、長期的には債務水準を引き上げるのではなく、引き下げる可能性がある**」 “Modestly raising the deficit may reduce, rather than increase, the debt level in the long run”
 - 「**2012年に成立した日本の消費税のような逆進的な政策は、債務水準を引き上げる可能性がある**」 “Regressive policies, such as the increase in the Japanese consumption tax passed in 2012, may increase the debt level”

将来のシナリオ

- 1. ベスト・シナリオ
 - 政策効果もあって、総需要が回復、中立金利が上昇、インフレ率も上昇、名目GDPが増大
- 2. ワースト・シナリオ
 - デフレからの完全脱却はならず、中立金利は低迷、インフレ率は低迷、金利も低迷、名目GDPも低迷
 - * 海外経済の動向：欧米でのインフレ定着の可能性
- 3. ベスト・シナリオを実現するのが政治の役割

マイルド・インフレ・レジームの終焉？

これまで： 「日本化」への警戒

【低インフレ（デフレ）、低金利】

- 小さな政府、規制の緩和・撤廃
- 中国やエマージング諸国の台頭
- グローバル化、市場の融合、グローバルな供給網
- 巨大な労働供給
- 温室効果ガスの排出
- 「平和の配当」



これから： インフレの時代の到来？

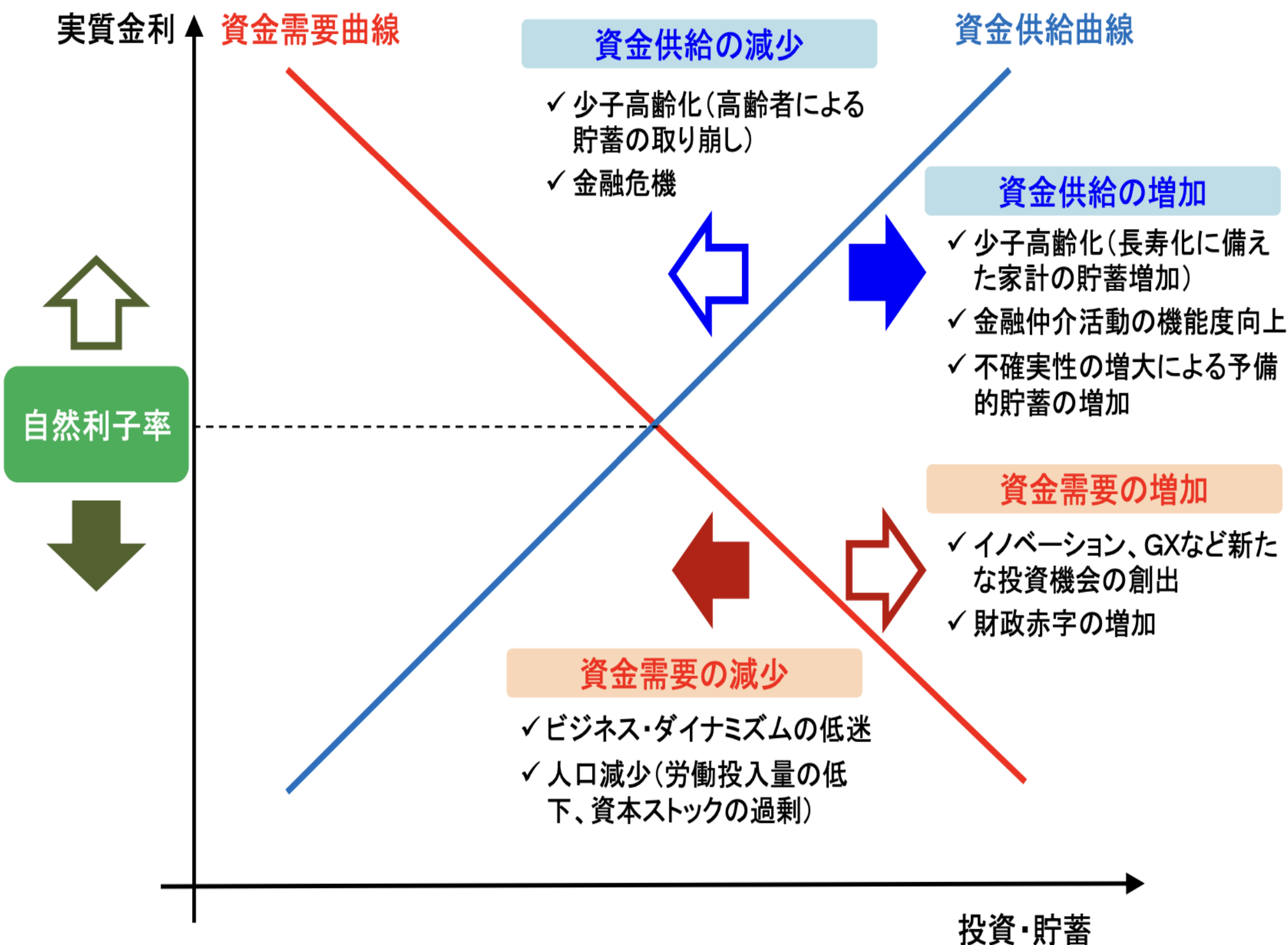
【高インフレ、高金利？】

- 政府の役割の増大、再規制
- 各国の成長率の収斂
- 脱グローバル化、市場の分断化、経済安全保障
- 各国での少子高齢化の進展
- 脱炭素化（グリーンフレーション）
- 戦時経済

中立金利（自然利子率）の動向

今後の帰趨は不確実だが、パンデミック以前に戻る可能性が高い

自然利子率の決定要因



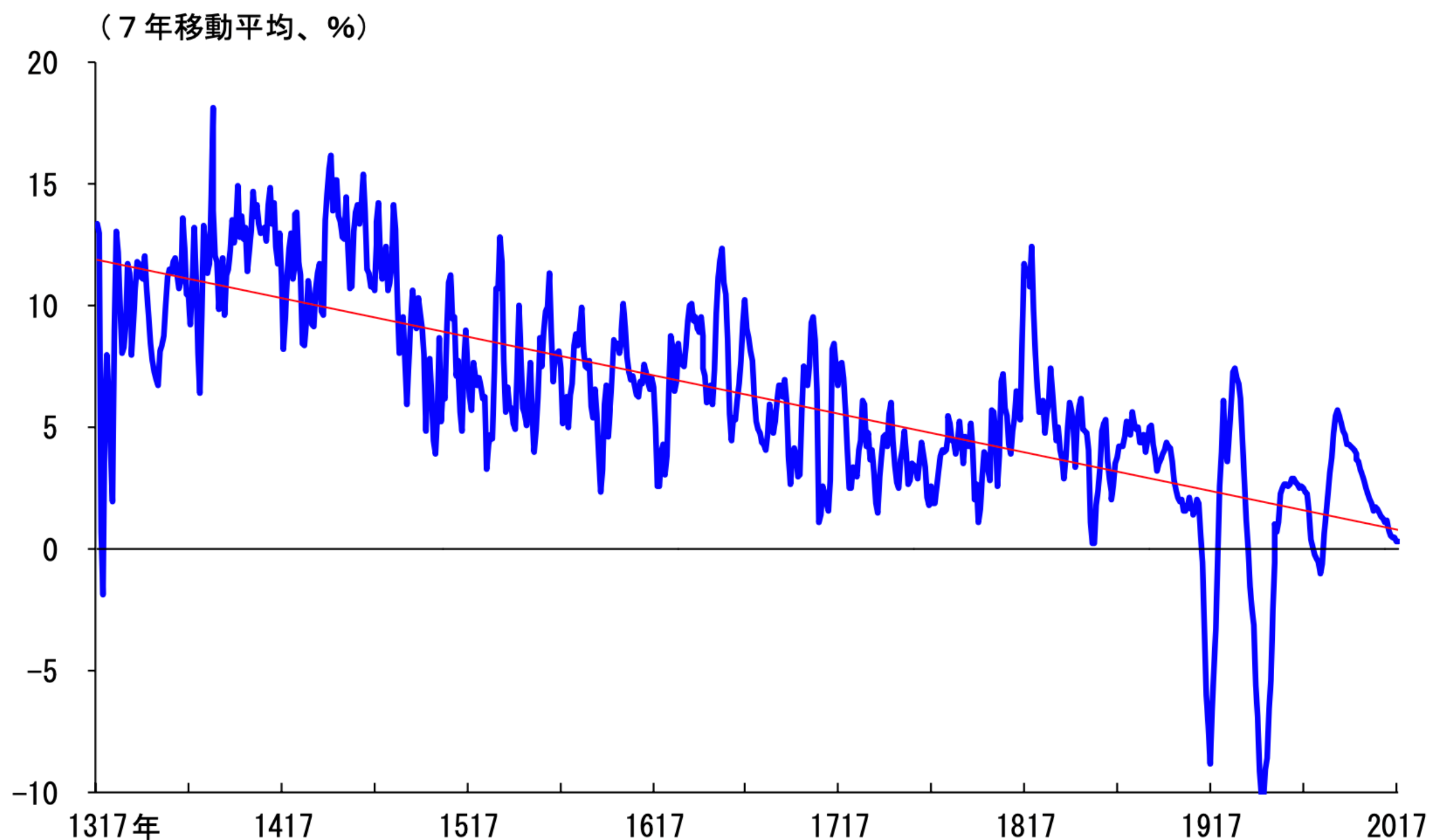
- IMF、世界経済見通し、2023年4月、第2章

- 「全体として、本章の分析では、**現下のインフレ期が過ぎれば先進国では金利がパンデミック以前の水準に戻る可能性が高い**ことが示唆されている」。

歴史的には実質金利は世界的に低下傾向

未来は不確実だが、中立金利が急激に上昇するとは考えにくい

グローバル実質金利の超長期推移：低下傾向



(注) イタリア、オランダ、フランス、スペイン、英国、ドイツ、米国、日本の8か国の入手可能なデータを用いて、各国GDPシェアでウエイト付けした名目金利とインフレ率を計算し、これらをもとにグローバル実質金利を算出。

(出所) Schmelzing, P., "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311-2018," *Bank of England Staff Working Paper*, no. 845 (2020).

(出所) 若田部昌澄「金融政策の未来：貨幣経済学の歴史に学ぶ」景気循環学会第38回大会における基調講演、2022年12月3日。https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2022/ko221203a.htm

財政政策をめぐる誤解

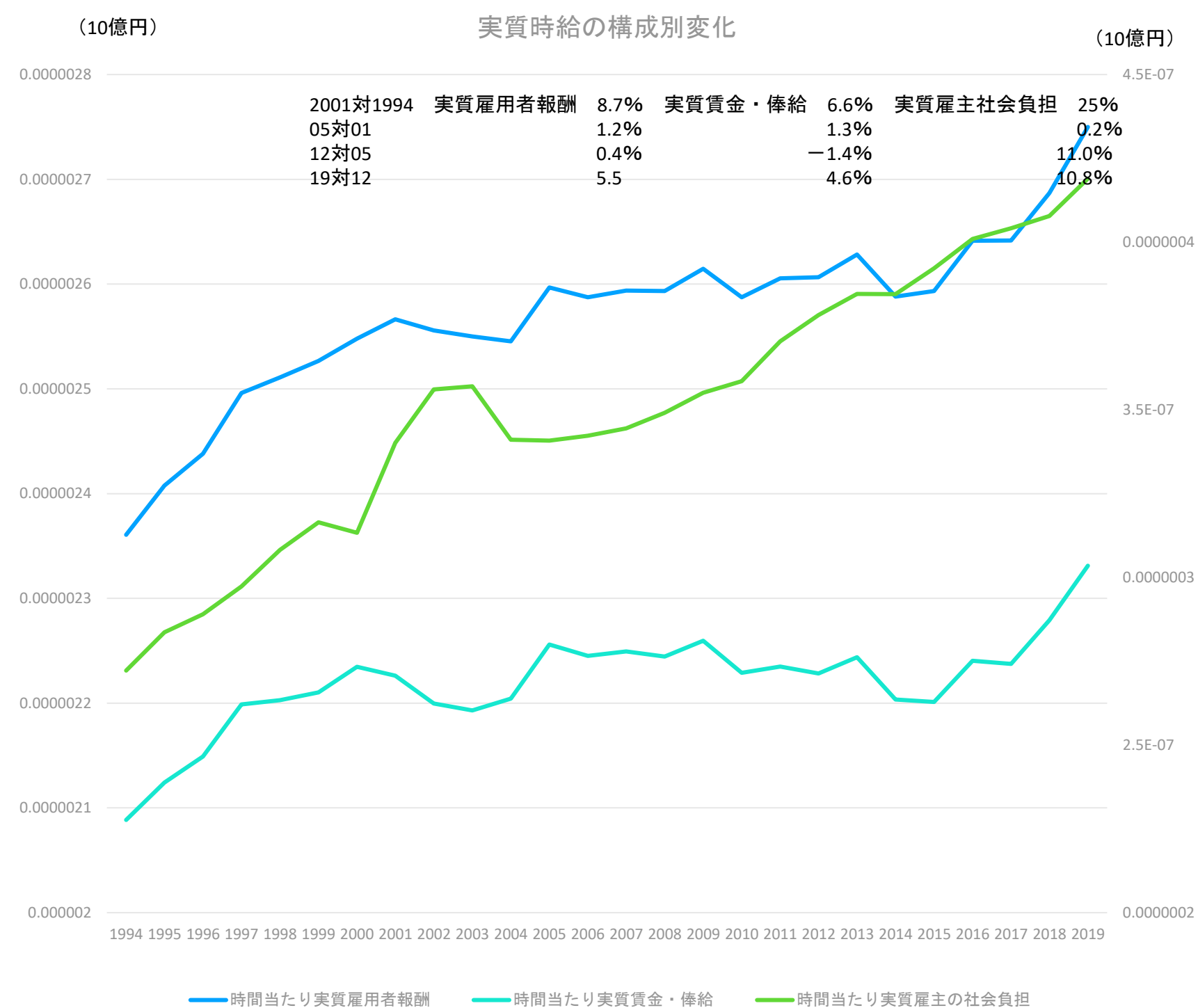
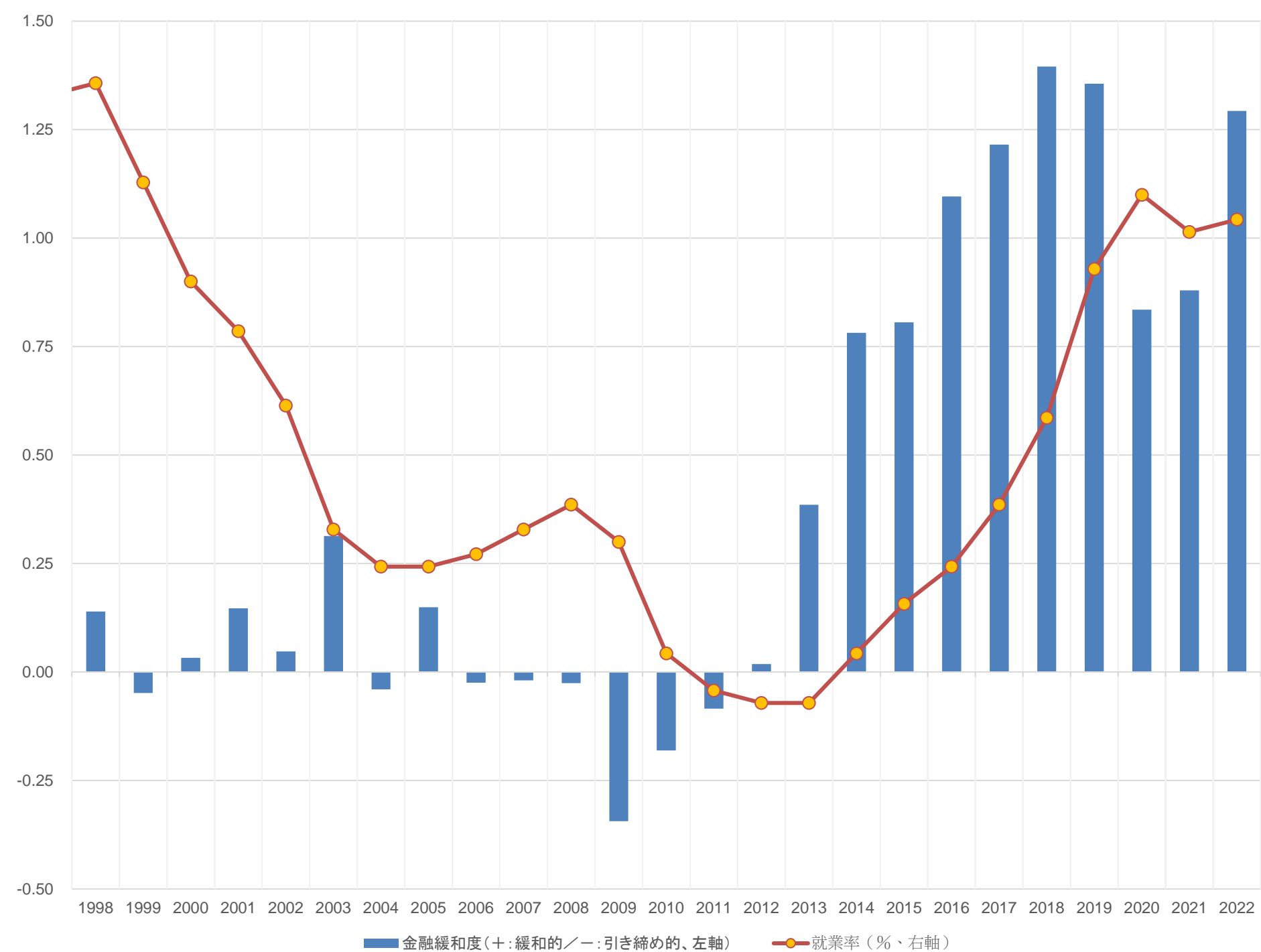
- 1. 政府を家計に例えると・・・→政府は家計ではない。あえて言えば企業
- 2. 赤字、債務の削減が必要→必要なのは債務の持続可能性、削減ではない
- 3. 国債は将来世代の負担→とは限らない。（予想）実質金利による。金利が低ければ、民間投資は阻害されず、負担ではない。むしろ、金利が低い時に国債を発行せずにするべき投資をしないのは、将来世代への負担になる
- 4. 財政再建を経済成長に頼るのは無責任→経済成長無くして財政再建なし
- 5. 将来の有事（戦争、自然災害）への備えとして財政黒字が必要→必要なのはレジリエントな経済であり、事前の投資が必要

金融政策をめぐる誤解

- 1. 日銀の低金利政策は不必要→中立金利が下がる中では、低金利政策は必然
- 2. 日銀は、1998年以来、金融緩和を続けてきた→明確な金融緩和は2013年以降
- 3. 金融緩和に効果はなかった→成長、雇用、物価、税収に効果はあった
- 4. 日銀がマネーを増やしてもインフレにならなかったのだから、デフレは貨幣的現象ではない→日銀がマネーを増やしたから、デフレではない状態まで来たのだから、デフレは貨幣的現象
- 5. 金融緩和政策のせいで、ゾンビ企業が増えた→ゾンビ企業は増えていない
- 6. 金融緩和政策のせいで、財政規律は弛緩した→金融緩和政策のおかげで、税収は増え、政府債務対GDP比率は安定化
- 7. 日銀が債務超過に陥ると大変だ→中央銀行に債務超過問題はない
- 8. 金融緩和の「副作用」が大変だ→低金利の原因は民間需要の構造的低迷、デフレ脱却無くして、低金利からの脱却なし

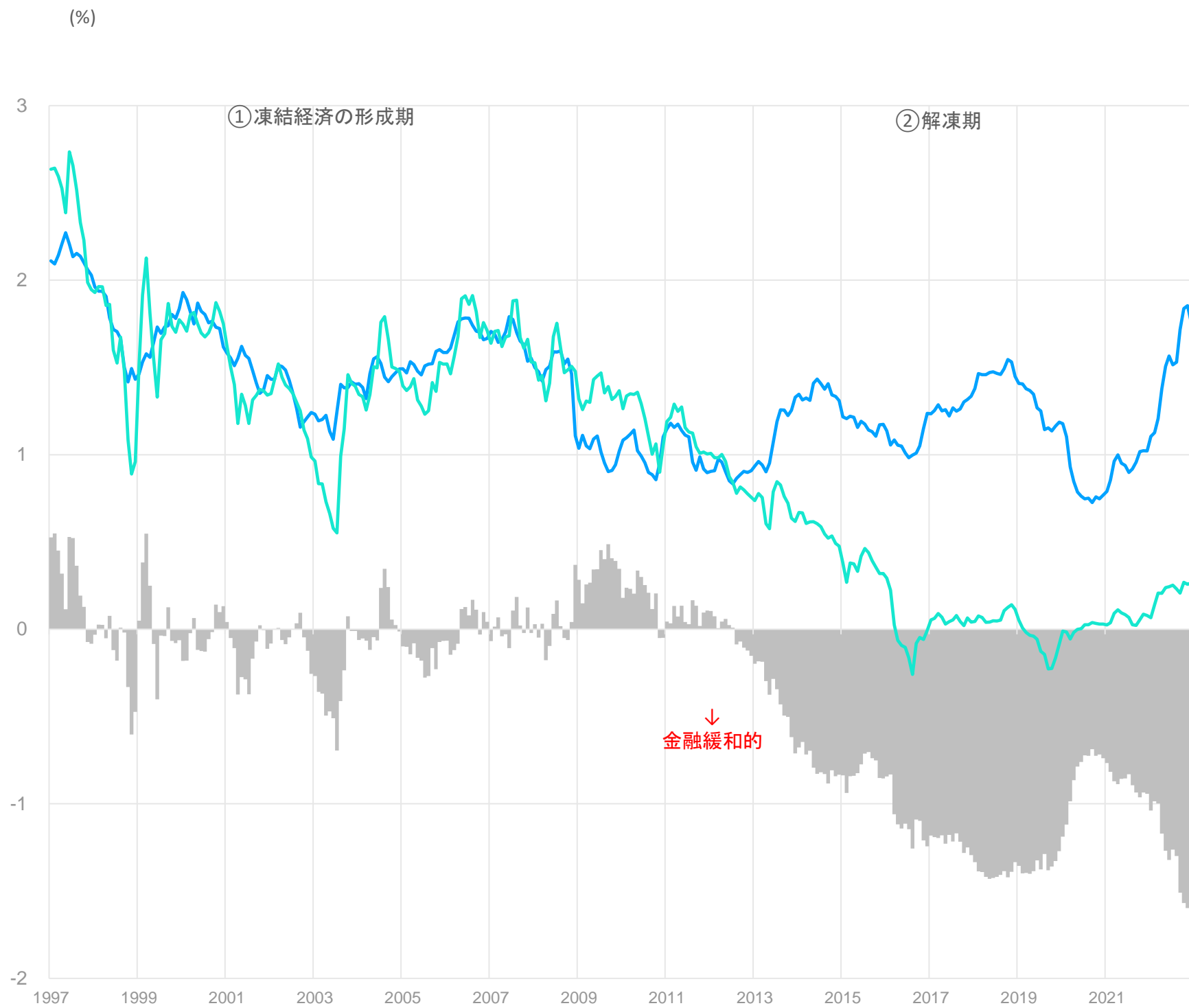
金融政策に効果はあった

就業率は増え、実質時給・実質雇用者報酬は増えた



金融政策：明確、大規模かつ持続的に緩和的になったのは2013年以降

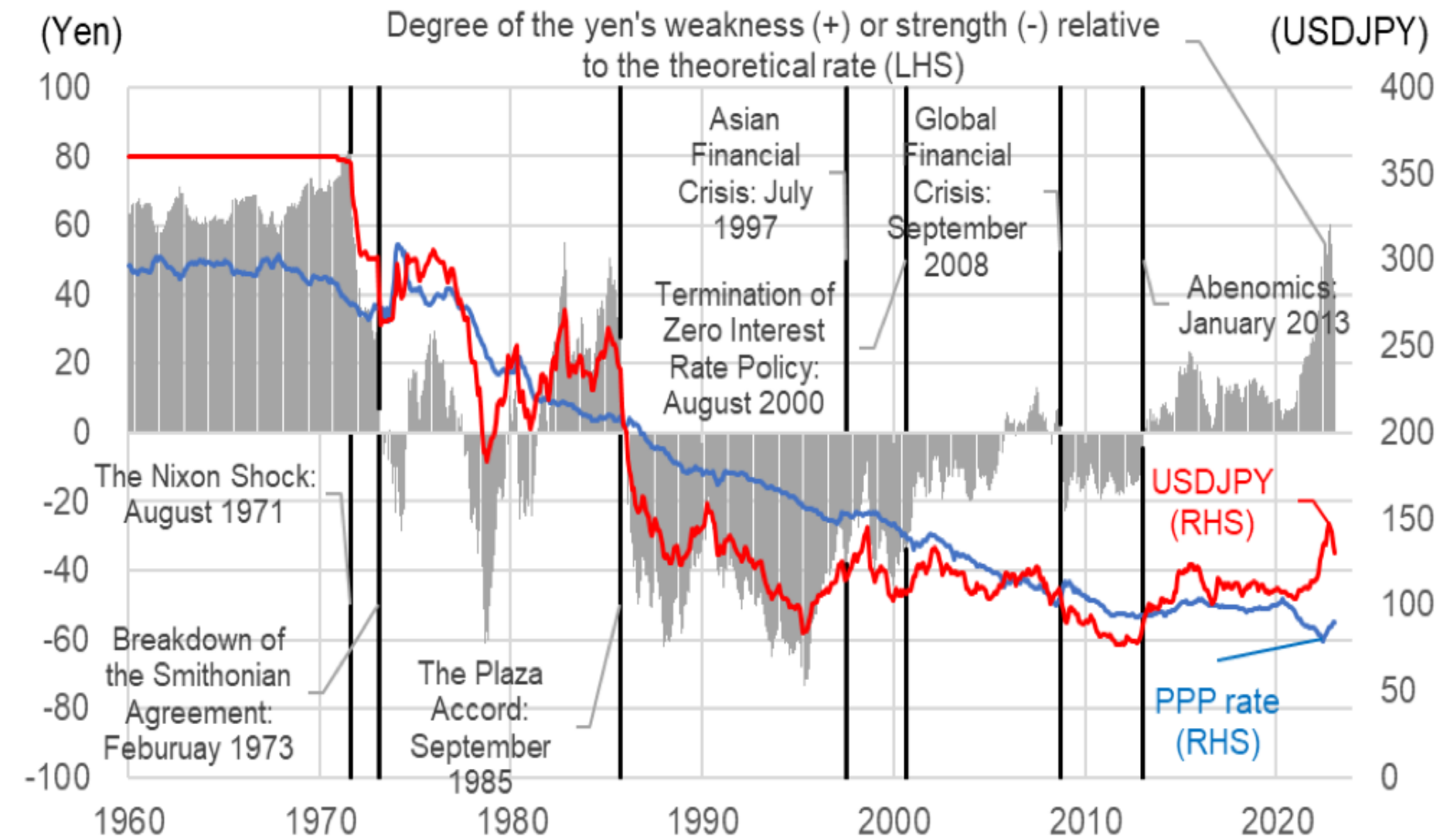
2013年以降、長期金利も為替も緩和的に



■ 差（引締的（+）／緩和的（-）） — 理論値 — 10年国債金利

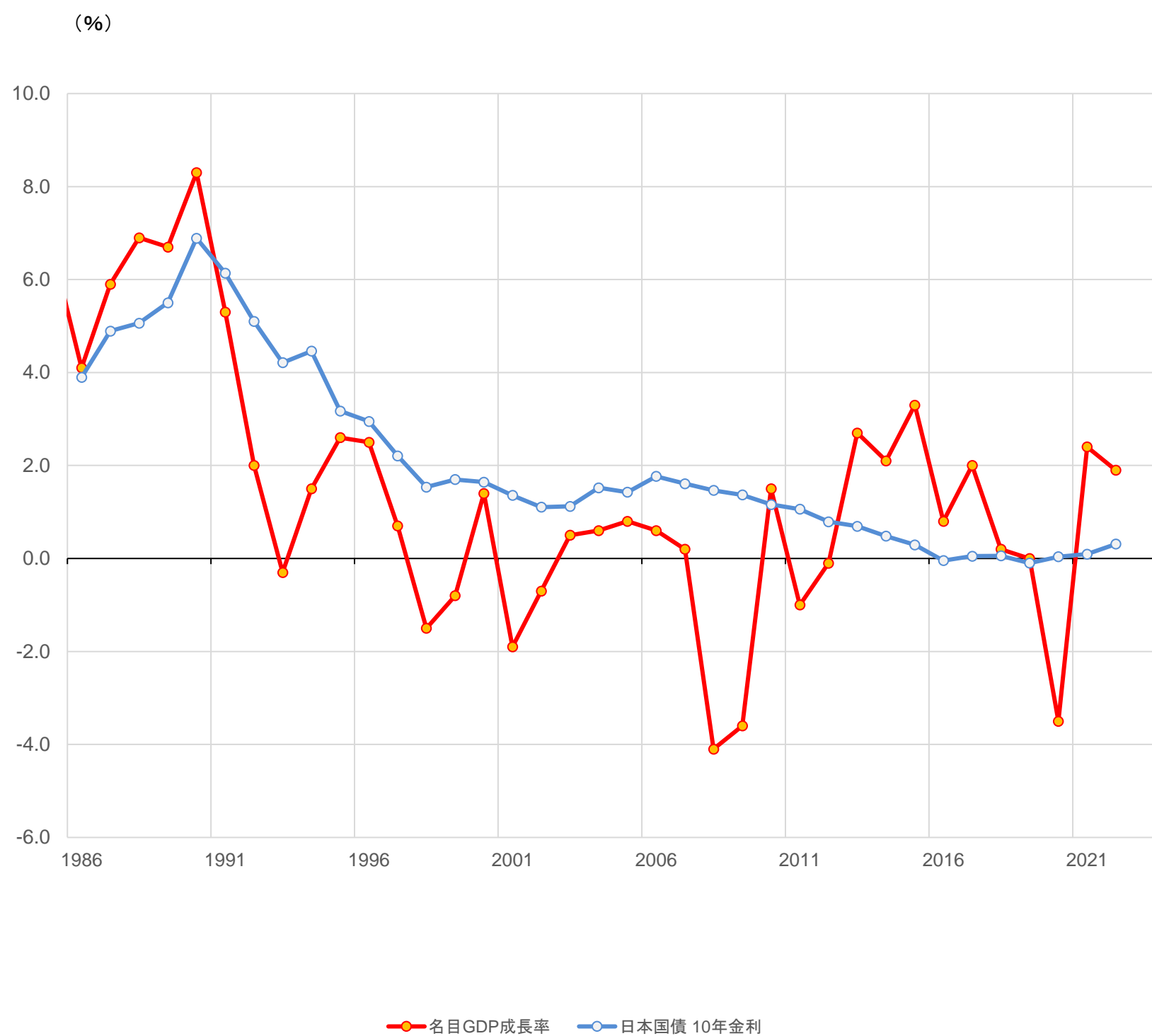
Freedom tests competence:

Theoretical rich/cheap trends in the USDJPY market (Jan., 1960 – Jan., 2023)

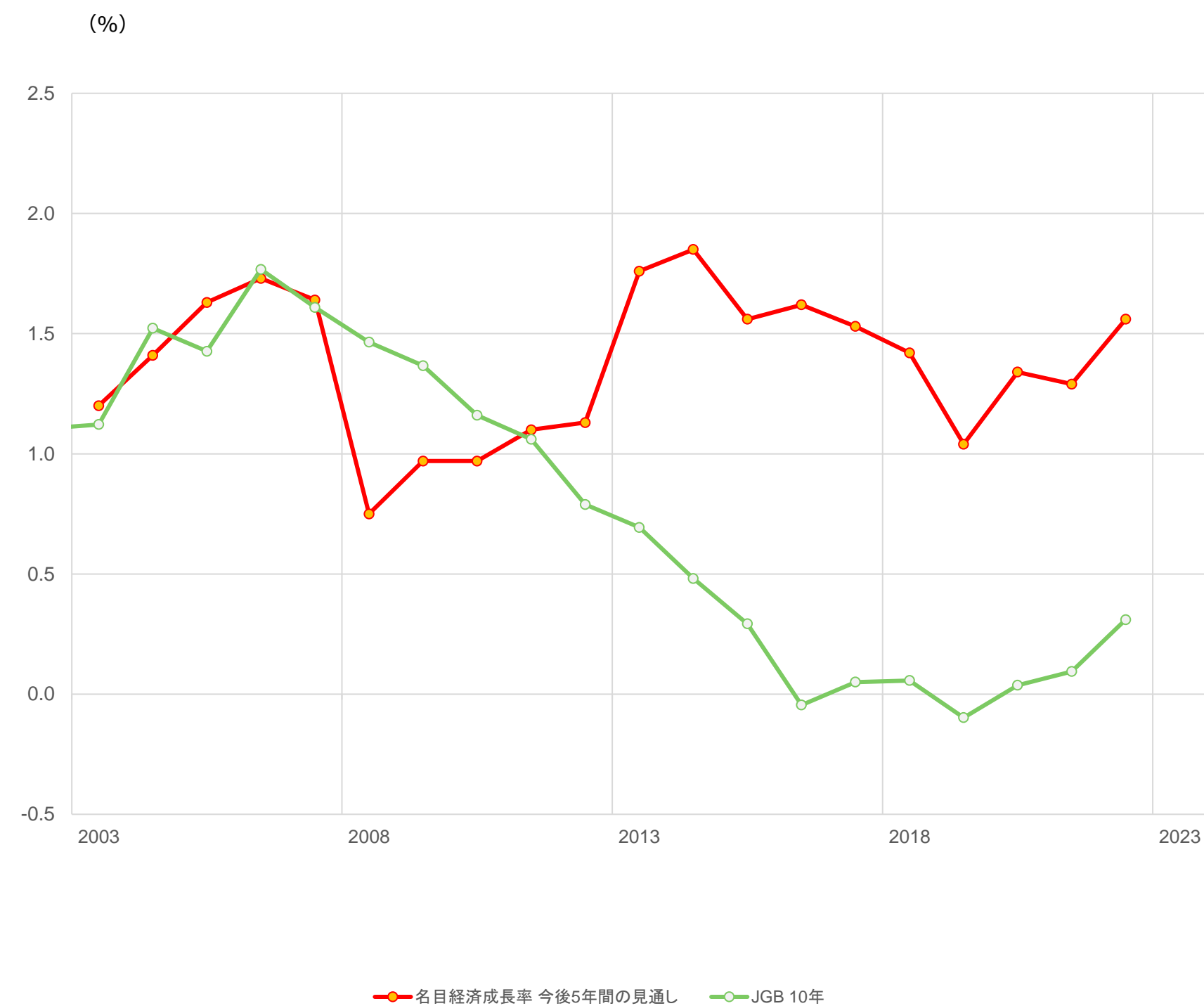


PPP rate is the theoretical USDJPY rate based on producer price index in Japan and the US.
 Note: The base year for producer price index is 2020.
 The base year for the US is 1982, converted to 2020 by the author's calculations.
 Source: Fred, Bank of Japan, Author's calculation

名目成長率 > 長期金利 → 債務対GDP比率は下落傾向に



(出所) 財務省、内閣府より作成。

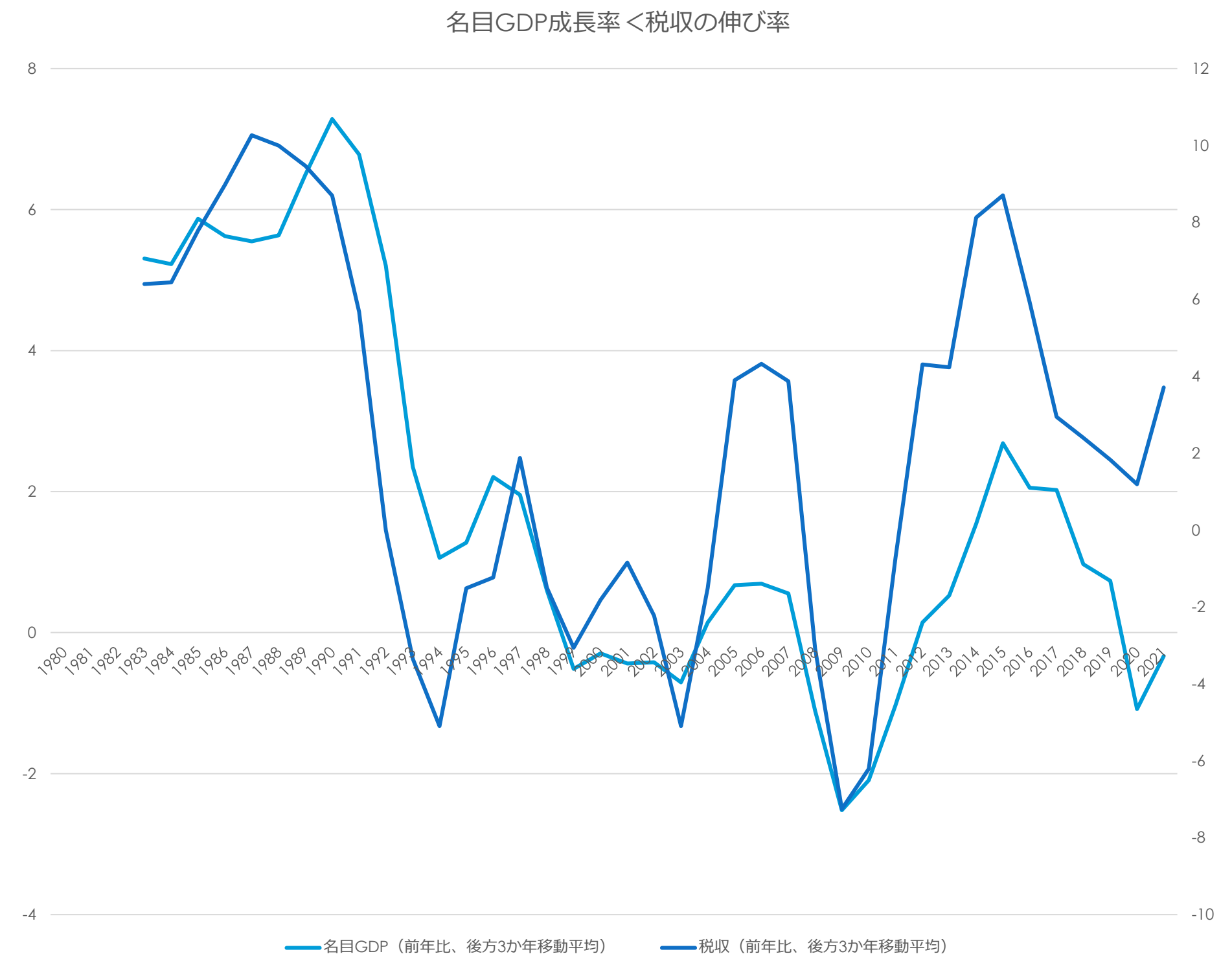
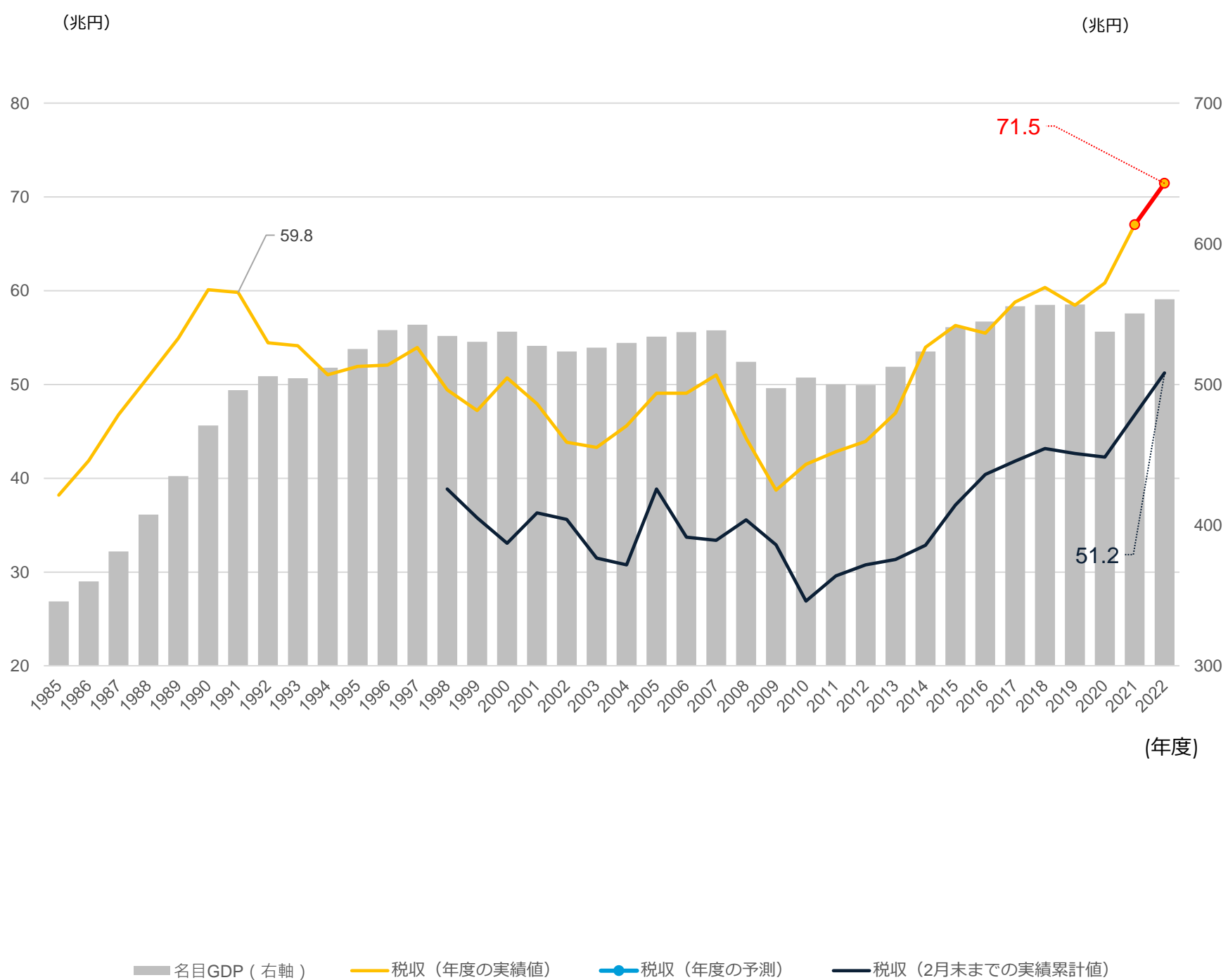


(注) 「名目経済成長率の今後5年間の見通し」は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より抜粋。

(出所) 財務省、内閣府より作成。

名目GDP増加で税収増加

税収の大幅上振れ、税収の伸び率は名目GDP成長率を上回る



(出所) 財務省、内閣府より作成。

(注) 2022年度の名目GDPは、2022年10～12月期の値。

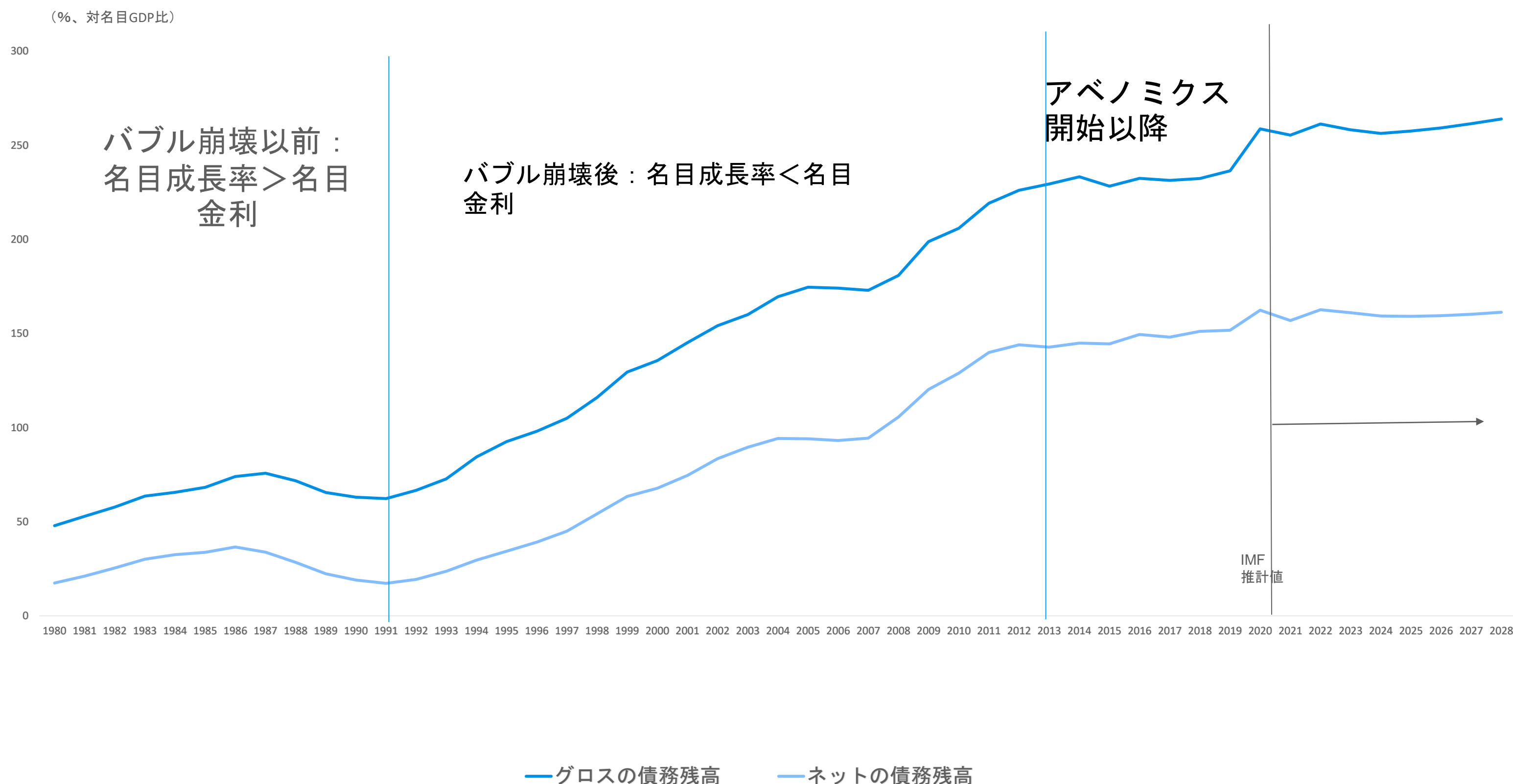
2022年度の税収予測は、2023年2月までの税収、1998～2021年度における2月末までの連続状況を踏まえて推計。

連続率=2月末までの税収実績値/年度の実績値で定義し、

2022年2月末までの税収実績値/1998～2021年度における2月末までの連続率の平均値。

債務対GDP比率は、名目成長率 > 名目金利で安定

アベノミクスの成果



(注) 2021年以降はIMFによる推計値。
(出所) IMF, World Economic Outlook" (2023年4月号)

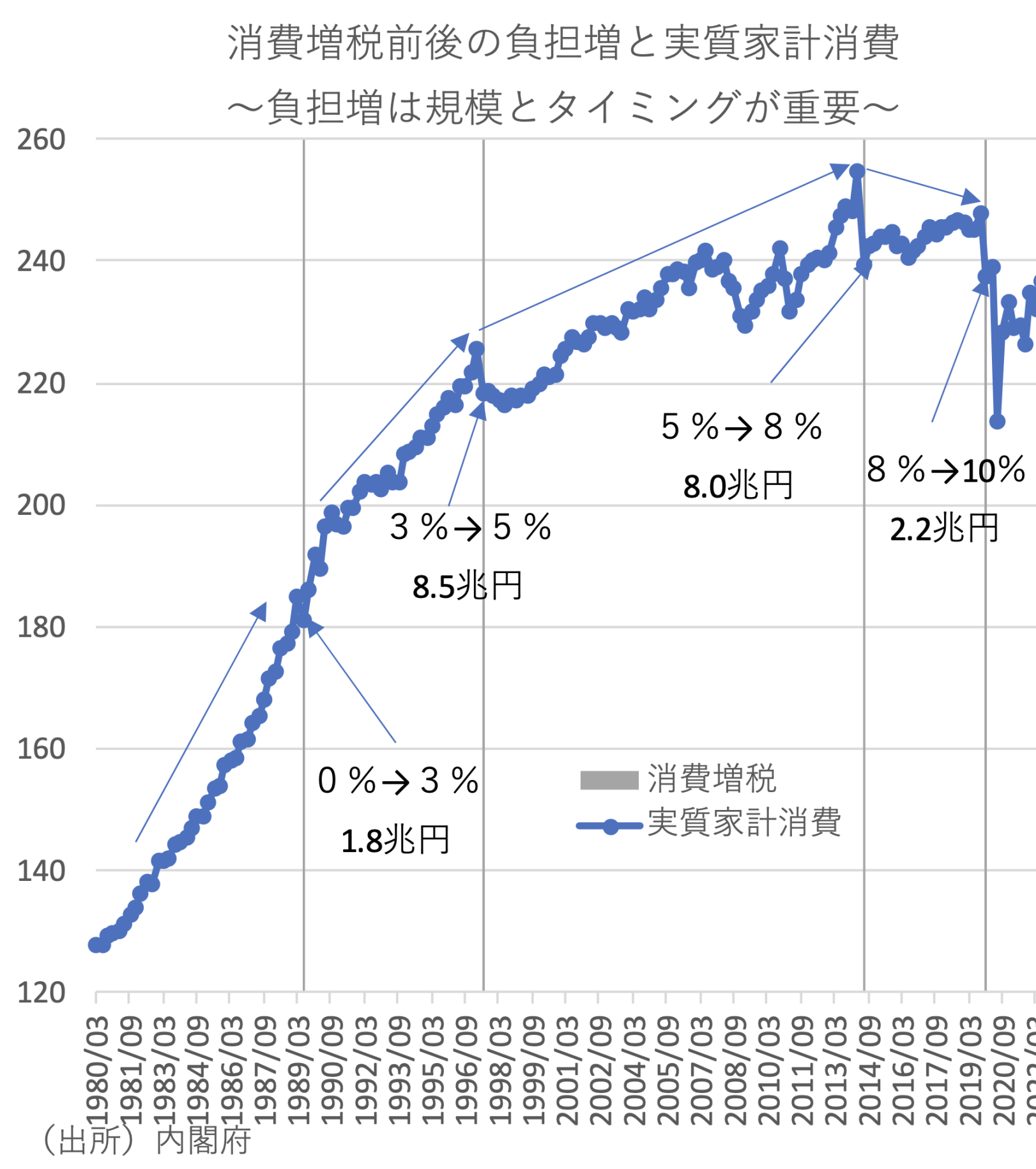
「責任ある積極財政」とは何か

低金利のうちは財政の余地あり、それを賢く使う

- 1. 名目GDP増加で税収は増加、しかし支出もインフレである程度増加し、名目金利も上昇するはず。余地のあるうちに賢く使う
 - 需要拡大、成長促進、貧困撲滅
- 2. 成長政策との統合を強める、不確実性を減らす
 - 将来の計画を示す
 - 租税乗数 > 支出乗数に注意！（ブランシャール2023, 188頁）
 - 徴税機構の強化：内国歳入庁
- 3. 「広義のインフラ、未来への投資」

伸び悩む実質家計消費

コロナ禍前の水準に戻っていない



広義のインフラ、未来への投資

政府の投資として、公共性、予見可能性、計画性が重要

- ①国防：喫緊の課題。宇宙、サイバー、深海が戦場。経済、科学技術戦。
- ②教育：教育無償化、科学技術教育、保育教育、PC買替え、図書館の充実
- ③科学技術振興：中国、韓国に劣後、科学立国の危機
- ④公共事業：朽ちるインフラ
- ⑤貧困対策：貧困層の子どもへの食事提供
- ⑥少子化対策：期待成長率の引き上げ、結婚支援（山田2020）、保育、幼児教育への財政支出、家事支援が効果あり（山口2021）
- ⑦統計整備
- ⑧官庁エコノミストの育成

成長政策の論点

周回遅れの日本、そこに新たな課題の登場

- 1. 周回遅れ：市場創出的、水平的規制・制度改革の遅れ
 - 周波数オークション
 - ライドシェア
 - 人口減少地域でこそ必要！
 - インバウンドに対応できていない
- 2. 新たな課題：レジリエンス、経済安全保障、地政学的リスク
 - 今後は、水平的改革と垂直的戦略的産業育成のバランスが問われる（アギオン他2022, 141-151頁）
 - 重要な社会的課題に関わる部門（防衛、医療、エネルギー、気候変動対応）
 - 高度なスキルをもつ労働者を活用する産業、強い競争力を備えた産業
 - ただし、産業政策のこれまでの成績は良くない
 - 失敗はつきものだが、どこまで許容するか？
 - 競争政策との組み合わせ：新規参入を阻まないように、チェック体制
 - 応用より基礎科学技術育成に近いほど成功率は上がるかもしれない

地域でこそライドシェアを

コロナで加速する地方の人手不足

- 佐々木俊尚（2022）
 - 人口1万人ぐらいの街ではこのような実態なので、酒を飲む人は非常に多いのにもかかわらず「夜の街」は発展できません。街中に見るのは、昼のランチの店ばかりです。夜に酒を飲む人は自宅で楽しむか、そうでなければ泊まりがけ前提で友人宅に行くことが多く、飲食店は栄えることができません。
 - 潜在的成長可能性が、クルマ社会であることによって遮断されているという実態があるのです。
- 結城（2023）
 - 「サービスの質、量ともに日本は海外の観光対応に負けている」。
 - 「コロナでバスやタクシードライバーがみんな辞めてしまった。急に観光客が来ても対応できない。早朝や深夜の営業は人がそもそもいないから難しい」
 - 「地方ではアプリ配車サービスすらないところがほとんど」

科学立国の危機

豊田 (2019)



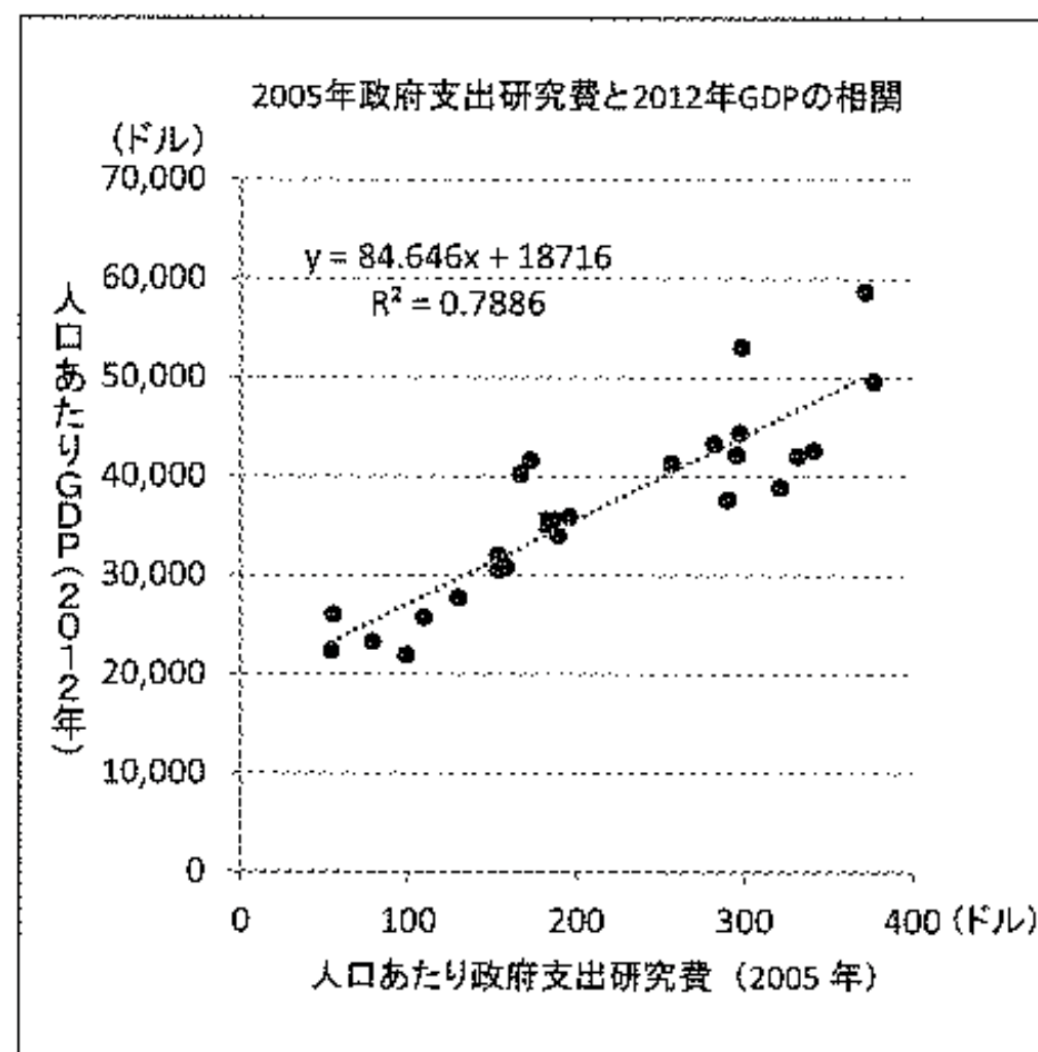
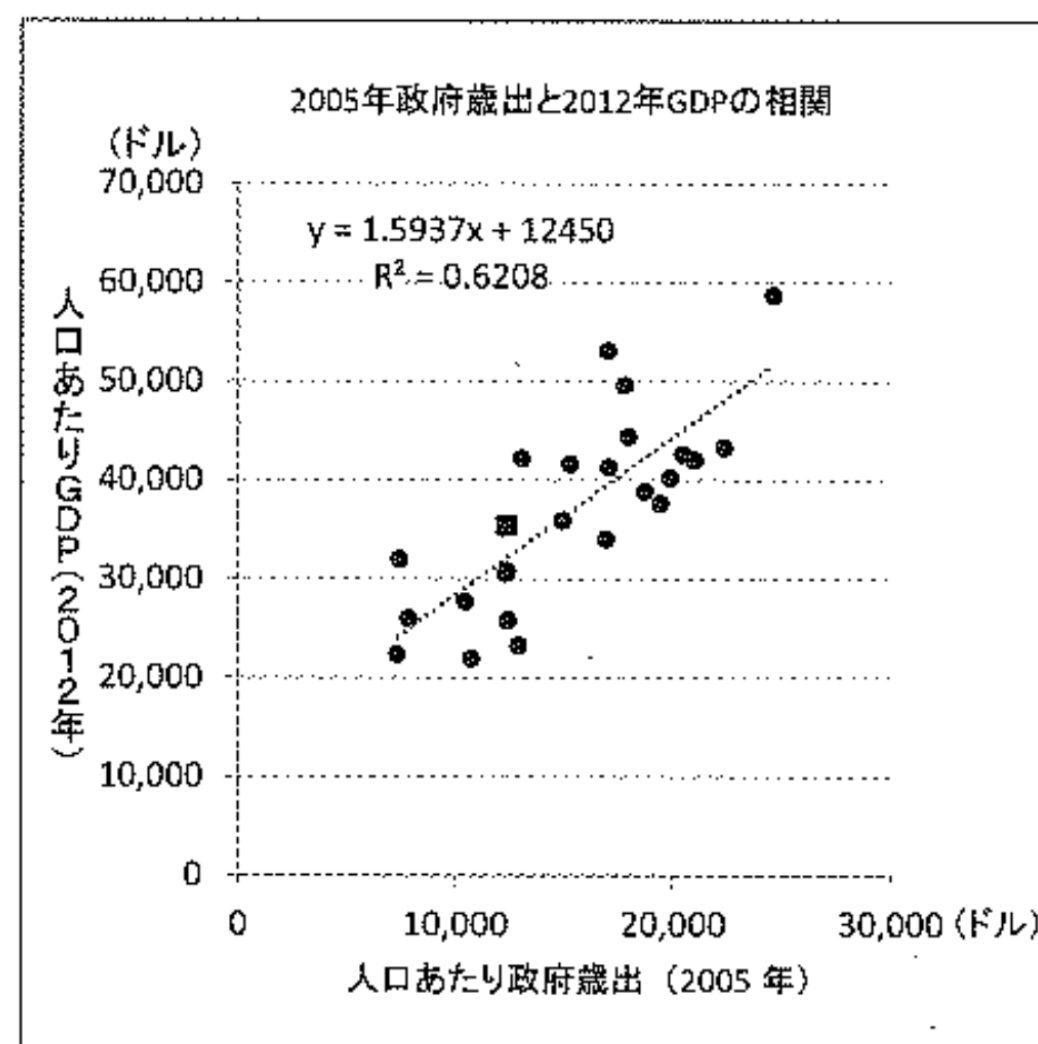
● 「科学研究のベンチマーキング2021」より主要7か国の論文数(分数カウント)の推移をグラフ化すると・・・



◆ 2004年頃を境にして日本の論文数が減少

注)(出典)文部科学省 科学技術・学術政策研究所、「科学研究のベンチマーキング」をもとに、豊田が加工しグラフ化。(クラリベイト社 Web of Science XML (SCIE, 2020 年末バージョン)に収録されている自然科学系論文)

図表 1-7 2005年政府歳出および政府支出研究費と2012年GDPの相関



2012年 GDPの高い順
ノルウェー
スイス
米国
オランダ
デンマーク
オーストリア
オーストラリア
スウェーデン
アイルランド
ドイツ
ベルギー
フィンランド
フランス
英国
■日本
イタリア
韓国
イスラエル
スペイン
チェコ
スロバキア
ポルトガル
ギリシャ
ポーランド
ハンガリー

(注) OECD.Stat から 2017 年 6 月 22 日にデータ抽出。OECD 諸国を中心にデータが揃っている 25 か国 (人口 300 万未満の小国を除く) で分析。中央政府および地方政府を含むデータであるが、米国、オーストリア、オーストラリア、日本の政府支出研究費は中央政府のみのデータ。金額の単位はドル (購買力平価実質値 2010 年基準)。

インフラとしての統計整備の必要性

大隈重信が泉下で泣いている

- 大隈重信：「現在の国勢を詳明せざれば、政府すなわち施政の便を失う。過去施政の結果を鑑照せざれば、政府その政策の利弊を知るに由なし。・・・現在の国勢を一目に明瞭ならしむる者は統計に若（し）くはなし。・・・過去施政の得失を證明する者はまた統計に若くはなし。」（「統計院設立の件」建議書、1881年4月）
 - EBPMの基礎
- 日本の遅れ
 - GDP統計：速報性、精度向上（西村他2020）
 - 賃金統計：構成効果、労働時間を考慮した「実質時給」
 - 財政統計：公共事業執行状況のリアルタイムでの把握

政治に求められるもの

- 1. ビジョン
- 2. コミットメント
- 3. 実行

参照文献

- 佐々木俊尚（2022）、「ライドシェアを地方で解禁すれば、夜の街は必ず復活する」COMEMO、2022年11月29日。<https://comemo.nikkei.com/n/n2c6c98a0cfc2>
- 豊田長康（2017）、『科学立国の危機』東洋経済新報社。
- 西村清彦、山澤成康、肥後雅博（2020）、『統計危機と改革 システム劣化からの復活』日本経済新聞出版。
- 原田泰、青木大樹、居林通編著（2022）、『学ばなかった日本の成長戦略』中央経済社。
- 山口慎太郎（2021）、『子育て支援の経済学』日本評論社。
- 山田昌弘（2020）、『日本の少子化対策はなぜ失敗したのか?: 結婚・出産が回避される本当の原因』光文社新書。
- 結城豊弘（2023）、「インバウンド復活の課題」『Voice』6月号。
- Blanchard, Olivier (2019), "Public Debt and Low Interest Rates." *American Economic Review*, 109 (4): 1197-1229.
- Mian, Atif R., Ludwig Straub, and Amir Sufi (2022), "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," NBER Working Paper 29707.