

Back Number

本論文は

世界経済評論 2021 年 1/2 月号

(2021 年 1 月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

コロナ後の 財政運営の方向性



慶應義塾大学経済学部教授 土居 丈朗

どい たけろう 1970年生。大阪大学卒業、東京大学大学院博士課程修了。博士（経済学）。2009年から現職。行政改革推進会議議員、税制調査会委員等を務める。主著に『地方債改革の経済学』（日経・経済図書文化賞、サントリー学芸賞受賞）、『平成の経済政策はどう決められたか』等。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、各国とも拡張的な財政政策を講じた。国債残高がすでに未曾有の規模に達しているわが国でも、国債をさらに大量発行するとともに、日本銀行も資金繰り支援などで流動性供給を行った。こうした流動性供給は、コロナ収束後にはデフレや低インフレが継続するとは自明に断定できない状況を作り出している。わが国では、これまで国債を増発しても金利は上昇しなかったが、それは「狼少年」だったのではなく、日銀の政策と相まって、不十分とはいえ曲がりなりにも財政健全化を進めてきたからである。コロナ後は、低率であれインフレになる可能性もあり、そうなると利払費が政策的経費を圧迫する財政運営を強いられる。

コロナ後の経済財政政策は、所得再分配に配慮するも、財政依存から抜け出せるような政策努力が求められる。そして、所得課税に重きが置かれている現行の税制から、経済成長と親和的な消費課税にシフトさせる税制改革を合わせて実施してゆくべきである。増税すれば経済が低迷すると恐れるのではなく、増税しても低迷しない経済構造に転換してゆく政策を実施する必要がある。

I 財政政策は奏功するか

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、各国とも拡張的な財政政策を講じた。わが国でも、2020年度が始まって直ちに2度の補正予算が組まれ、国の一般会計で57.6兆円もの追加の国債発行が行われ、第2次補正後予算ベースで一般会計歳出総額は160.3兆円、うち国債発行によって賄われたのが90.2兆円と歳出総額の56.3%に達する公債依存度となった。この公債依存度は、戦後最高である。

第2次補正予算までには、2020年度中における税収の減少は織り込まれていない。そのため、今後決算までに2020年度中における税収の減少が確定的となれば、公債依存度はさらに上昇する可能性がある。それだけ、国債発行に依存した財政運営となっている。

こうした財政政策により、新型コロナウイルス感染症の影響で生じた経済的打撃を和らげたり、感染収束後の経済を立て直すのに役立つことが期待されている。

所得が急減して生活が困窮した家計に給付等で支援することは、感染症があろうがなかろう

が、所得再分配の観点から政策の必要性はある。

しかし、こうした財政政策が奏功するだろうか。財政出動に効果があるとする見方の背景には、財政支出を増やせば GDP が増えるという理屈がある。ケインズ経済学での財政支出乗数を根拠としている。

もちろん、伝統的ケインズ経済学でも、国債増発で賄った財政支出は、クラウドイングアウト効果でその GDP を増やす効果が減殺されることを認めている。ただ、これまでわが国では金利が上がっておらず、クラウドイングアウト効果はほぼ生じていないから、財政支出乗数は大きい、と踏んでいるのかもしれない。

果たして、財政出動で GDP を意のままに操れるのだろうか。

経済学界には、大別して、財政出動で GDP が増えるとする論と、さほど増えないとする論の2つがある。それぞれの論には、当然ながらその結論が成り立つための前提条件がある。だから、結論だけみて頭ごなしに自らの意に沿わないからその論は丸ごと誤りと判断すべきではない。

むしろ、前提条件がより現実的かどうかを見極めることが重要で、その前提条件と結論はセットで吟味すべきである。

確かに、金利が上がりにくい経済情勢（例えば、流動性の罨）の下では、財政政策によって GDP がより大きく増加するとの結論を得ている分析はままある。しかし、この結論は、金利が上がりにくいという前提条件があつてのことである。いつでもどこでも、財政出動すれば GDP が増えるとの結論を経済学の理論で得ているわけではない。

ましてや、経済学の理論で、財政政策で GDP

を政策当局の意のままに操れると主張したいわけではない。

財政出動の支持者は、国債で財源を賄った財政政策で GDP が増やせると信じている。GDP の定義に従えば、GDP の需要項目（支出面）からみれば、その構成要素として政府消費（政府最終消費支出）と公共投資（公的固定資本形成）が含まれるから、それらを増やせば、増やした分ぐらひは GDP が増える。ただ、それだけでは政府支出乗数は 1 にすぎない。

GDP の需要項目に含まれない政府支出もある。それは、政府から家計や企業に直接的に給付などをする移転支出である。政府が支出しただけでは、お金を右から左に流しているだけで、付加価値を産み出さないものを指す。だから、そうした政府支出は、GDP の需要項目には含まれないから、増やしたから直ちに GDP が増えるものにはならない。

だから、財政出動で広義の政府支出を増やせといえども、給付などの移転支出を増やしても、直ちに GDP が増えるわけではない。

もちろん、政府からの移転支出を受け取った家計や企業が、それを元手に消費や投資をすれば、GDP が増えることはありうる。

ただ、政府債務残高が未曾有の規模となって、どんな形で将来に財政負担が及ぶかわからないという認識が、家計や企業にあれば、給付などを受け取っても、消費や投資を直ちに増やす行動が起きない恐れがある。そうになると、給付などの移転支出を増やしても、GDP はさほど増えないことになる。

その上、金利が上がりにくい経済情勢という前提条件が崩れれば、財政出動による GDP の増加は小さくなる。後述するように、今般の新型コロナウイルス対策での大規模な財政出動によって、

従来とは異なり、金利が上がりにくい経済情勢が覆る可能性が出ている。

このように、財政出動すれば絶対にGDPが増えるというほど、政府がGDPを意のままに操れるわけではない。政策を講じる上では、謙虚さが必要だ。

II 金利が上がらない情勢はいつまで続くか

国債の大量増発を伴う財政出動をしても、金利は上がらないという根拠は何だろうか。

これまでわが国では、国債を大量に増発しても金利が上がらなかったから、「財政健全化しないと金利が上がる」というのは狼少年だ、と断じる向きがある。しかし、金利が上がらなかった主因は、日本銀行が金利がほぼゼロで国債を大量に買い入れているからだ、それに加えて、曲がりなりにも財政健全化を進めてきたことも重要な要因である。

これまで、「財政健全化しないと金利が上がる」と唱えた側は、その裏表の関係で、「財政健全化すれば金利はそれほど上がらない」ことを意図していた。

だから、「『財政健全化しないと金利が上がる』というの狼少年」というのは誤りで、「曲がりなりにも財政健全化を進めたから、（その必要性を唱える側が言った通り）金利はそれほど上がらなかった」のである。もし、財政健全化を度外視して財政出動を実際よりもっと行っていけば、今のように低金利にはできなかったといえる。

要するに、財政健全化を曲がりなりにも進めたから金利は上がらなかった、といえる。

その証左に、反緊縮財政を唱える側は、わが

国での2010年代の緊縮財政が、世の中を悪くした、とこれまでの財政政策が財政健全化を重視していたことを認めている。財政健全化の必要性を唱える側からみれば、財政収支をもっと改善すべきだったという見方はあるといえども、である。

ところが、今般の新型コロナ対策で、未曾有な規模の財政出動を行った。しかも、金融政策当局も資金繰り支援など拡張的な金融政策を同時に実施した。これは、通常の不況のときとは比べ物にならない規模だから、金利が上がりにくかったこれまで経済情勢を覆す可能性がある。

それを、より端的に言えば、感染収束後には自明に、低インフレ・デフレが継続する以外には断定できない、ということである。感染収束後に、低インフレ・デフレが継続するかもしれないが、インフレに転じるかもしれない。

それは、新型コロナウイルスの感染拡大による経済的打撃を、1929年の世界恐慌や2008年のリーマンショックに近い需要減退ショックと捉えるか、第2次世界大戦に近い供給停滞ショックと捉えるかの違いといえよう。

感染拡大に伴い、外出の禁止や自粛によって、消費したくてもできなかったり、渡航したくてもできなくなったりした。その影響で、売上や収入が大幅に減少した。この現象を、リーマンショックに端を発した世界金融危機と重ね合わせて、需要減退ショックとみることができる。今のところ、そう捉える向きが強い。

しかし、今回の経済的打撃が、リーマンショックと異なるのは、供給停滞ショックも伴っている点である。外出の禁止や自粛、さらには患者数の急増などは、工場の操業停止や物流の停滞

を世界的に引き起こした。グローバルなサプライチェーンが大幅に滞った。これは、世界金融危機時にはなかったことである。

世界金融危機時は、消費者は買おうにも所得が減ったので買えない、生産者は売ろうにも需要がないから売れない、という事象だった。しかし、今回のコロナショックは、それもあるが、加えて、消費者は買いたいのに物理的に買に行けないから買えない、生産者は生産するのに職場に行けないから売れない、という事象も起きている。そして、マスクや消毒液のように、感染リスクを減らすために需要はあるのに、供給側の制約で取引高がそれ以上増えなくなってしまい、それらの価格は一時的に高騰した。

第2次世界大戦では、供給制約を引き起こす因となったのは実弾が飛び交う戦争であり、不幸にも大規模な破壊があった。大規模な破壊によって、終戦直後はアメリカを除いて供給に厳しい制約があり、大なり小なりインフレ率が上昇した。通貨供給量が多かった国では、高率の物価上昇が起きた。

戦争による破壊もさることながら、戦時中に抑えられていた消費や投資の意欲が開放されたことによる消費・投資ブームが起きたことも作用している。需要が急増する割には、供給には制約があるという状態だと、物価は上昇する。

もちろん、今は戦争による破壊はない。しかし、感染拡大防止のために、人為的にサプライチェーンを一部破壊しているとも解釈できる。ただ、物理的に破壊しているわけではないから、感染が収束すれば復旧も比較的容易だろう。

とはいえ、感染拡大が長引けば、これまでの企業と雇用者との雇用契約も次第に（一時的で

あれ）解消されかねず、感染が収束したからといって直ちに供給を復旧できない可能性もある。

収束直後に経済全体でみて、供給制約がより強く作用すれば、インフレに転じることもあり得る。そうした状況で、財政出動によって旅行や外食を喚起しようものなら、むしろインフレを助長しかねない。

収束後は、経済全体でみて、需要側の制約がより強く作用するのか、供給側の制約がより強く作用するのかによって、様相は正反対になろう。特に、コロナ対策で、拡張的な財政金融政策が講じられ、それによって大量の流動性が供給された。感染拡大期の厳しい経済情勢の下では、こうした流動性供給によって救われる企業や家計は多くある。しかし、感染が収束に向かい経済活動が再開されるにつれて、流動性が過剰だと、インフレ圧力につながる。

インフレ率が高率でなくとも、顕著にプラスになれば、もはや国債金利はほぼゼロにはとどまらない。そうなる確率は、目に見えて高いとは言えないものの、定性的にみれば、コロナ前と比べれば高まっているといえよう。だから、国債の大量増発を伴う財政出動をしても金利は上がらない、と感染収束後も断じられるほど自明ではない。

Ⅲ 財政依存を助長した「アベノミクス」

7年8か月に及ぶ長期政権だった安倍晋三政権が推し進めた「アベノミクス」は、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」で構成されていた。

「経済再生なくして財政健全化なし」を掲げ、

デフレ脱却を目指して、2%のインフレ目標を設けた日本銀行と協調して量的・質的金融緩和を行うとともに、財政出動も適宜行ってきた。確かに、デフレではない状況を作り出したが、顕著にインフレになる状況にはならなかった。

働き方改革や規制緩和を促して生産性向上を目指したものの、顕著に潜在成長率が高まる状況には至らなかった。

安倍政権の経済財政政策は、方向性は望ましかったが、顕著に成果が上がったとはいえない。

その原因を見極めることによって、コロナ後に求められる経済財政政策の姿が見えてくる。

第2次安倍内閣以降、わが国の経済は景気拡張期にあった。そんな時期に、安倍内閣では毎年のように次々と景気対策を行っていた。拙編著『平成の経済政策はどう決められたか』（中央公論新社）で詳述しているように、第2次安倍内閣が発足して17日目にして、2013年1月に事業規模20.2兆円程度の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を閣議決定した。次いで、2013年12月には「好循環実現のための経済対策」（事業規模18.6兆円程度）、2014年12月には「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」（事業規模16.0兆円程度）、2015年11月には「一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策」、2016年8月には「未来への投資を実現する経済対策」（事業規模28.1兆円程度）、2017年12月には消費増税時の用途変更として教育無償化などを盛り込んだ「新しい経済政策パッケージ」、2018年12月には消費増税対策として公共事業を盛り込んだ「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」、2019年12月には「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」（事業規模26.0兆円程度）と、毎

年の恒例行事であるかのように財政出動を伴った（事業規模が記されたものが経済対策に含まれる）。

とどめは、2020年4月に閣議決定した事業規模95.2兆円程度と過去最大規模の「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」だった。

これらが、生産性向上や潜在成長率の上昇につながる成長戦略と整合的ならばまだしも、少なくとも本稿執筆時点で、これらで講じられた財政政策が成長戦略と相乗効果をもたらしたことは確認できていない。

財政出動に肯定的な立場からは、経済成長を刺激する効果が不十分なのは、財政出動を出し渋ったからというが、財政支出が所得格差是正に向けられていれば、経済成長とトレードオフ（二律背反）となる可能性は高い。財政支出が所得格差是正に向けられること自体は、政策判断としてあってよいが、そうした用途では経済成長は促せない。

より踏み込んでいえば、所得格差是正を目的とした財政支出は、所得の稼働能力が低い者や産業に向けられる。その対象となる家計や企業が、財政支出を受けたことを機に自律的に活動できるようになれば、確かにその後の経済成長に資する可能性がある。しかし、財政支出を受けてもその後継続して財政支出を受け続けなければ生活が営めない状態となると、経済成長は促されないし、デフレ脱却にも寄与しない。

低所得者対策は、経済成長促進とは別に、所得再分配政策として講じる必要のあるものだが、「アベノミクス」が志向した政策目的からみれば、機動的な財政政策とは、低所得者対策でなく経済成長の促進であったはずだ。ならば、機動的な財政政策が、経済成長の促進に資さないどころか、逆に財政支出（あるいは減税

措置)を継続することに依存しきった状態(財政依存の状態)にしたならば、目的は達せられなかったと評さざるを得ない。

こうした財政依存の状態を、機動的な財政政策は助長した恐れがある。安倍政権の経済財政政策で、顕著に成果が上がったとはいえない難一因は、財政政策で財政依存の状態を助長したことが挙げられる。

財政依存を助長した財政政策が、2010年代になぜ継続できたのか。それは、国債金利がほぼゼロだったからである。2010年代に、安倍内閣は曲がりなりにも財政健全化を進めた。その財政健全化努力は多とする。

しかし、2020年度の基礎的財政収支黒字化は実現できなかった。別の言い方をすると、この財政健全化目標を実現できなかった程度にしか財政収支を改善させられなかった。それだけ、財政赤字、すなわち国債発行を多く容認してしまっていた。

2010年代の財政支出の多くを国債発行で賄う形で行った。通常の経済(伝統的な金融政策が実行される経済状況)なら、国債残高が累増するにつれて、国債金利の上昇圧力は高まる。だから、国債増発は一時的にできても、長続きはできない。金利上昇圧力をほどほどにしたいなら、国債増発による財政支出をほどほどに止めなければならなくなる。

しかし、2010年代の大半の時期は非伝統的な金融政策が実施されていた。特に、第2次安倍内閣以降は量的緩和政策が採られ、国債金利はほぼゼロに張り付いた。

それは、デフレ脱却を目指すために始めたものだった。しかし、顕著にインフレにならない状態で、この超低金利に経済全体が慣れ切ってしまった。

契機はデフレ脱却のためだったが、金利がほぼゼロで国債発行ができるために、財政支出が多少ルーズに出されることになる。低金利によって、助かった面はあれども、規律ある財政運営に対する努力は(無意識のうちにも)散漫なものになりがちだった。

こうした努力の散漫を断つには、低金利の状態をやめれば断たざるを得なくできるのだが、低金利を止めると利払費がかさんで政策的経費を圧迫する財政運営を強いられる。だから、日本銀行は進んで金利を上げる(より厳密には量的緩和を手仕舞いする)ことができなくなり、低金利を継続せざるを得なくなる。

このように、財政運営をルーズにするために低金利にしたわけではなかったのだが、低金利を止めるとそれに耐えられない財政になってしまった。

この状態から抜け出せなければ、コロナ後の日本経済の活路を拓く経済財政政策は講じられない。

IV 財政依存を断つ政策運営

そう考えれば、2020年代に求められる経済財政政策は、財政依存から脱却できる政策といえよう。

もちろん、いきなり国債金利をゼロより引き上げるように、量的緩和政策をやめればよいというものではない。

端的に言えば、金利が上昇しても耐えられる財政や経済構造に、前もって改善することから始めるべきである。

「金利が上がる」といっても、この10年来上がっていないから狼少年だ、というのは逃げ口上である。金利が上がらないのだから、痛みを

伴う改革をしなくてよいという甘えを助長している。実際に金利が上がらなくても、金利が上がっても耐えられる状態に改善するという努力はできる。

財政運営で求められるのは、国債残高を抑制する努力である。国債残高が多いほど、金利上昇の打撃は大きくなる。それを避けるべく国債残高を抑制する努力とは、まずは予算段階で国債発行を抑制することであり、決算段階で歳計剰余金が生じれば、それを補正予算の追加支出の財源に充てるのをやめて、国債の償還に充てることである。これは、財政依存の状態から抜け出す契機になる。

ただ、財政出動に対する政治的圧力は依然として根強い。その背景には、財政出動を求める勢力にある財政依存の体質がある。毎年のように財政支出を出してもらわないと生活や経営が成り立たない状態が続くと、いつまでも財政支出を出し続けなければならない。それでいて、財政支出を税財源でなく国債の増発で賄うのは、持続できない。

所得格差是正のための財政支出は必要だが、それ以外のための財政支出は、いずれはその支出がなくなっても生活や経営が成り立つように促していかなければならない。また、そう促せるような（一時的な）財政支出の出し方を工夫することが求められる。

加えて、増税に対する忌避感も払拭する必要がある。増税すれば経済が低迷すると恐れるのではなく、増税しても低迷しない経済構造に転換してゆくよう政策努力を行うことである。

こうした努力は、たとえ金利が上昇しなくても無にならない。それとともに、いざ非伝統的な金融政策を止める時期が来たときには、タイムリーに止めても日本経済での打撃は小さくで

きる。

民間経済が自律的に成長軌道に乗っていない段階で、政策当局から進んで金利上昇の引き金を引く必要はない。しかし、いつまでも低金利が続くことを前提として、政府も企業も家計も低金利に胡坐をかくことを助長するような政策スタンスはとるべきではない。

あいにく、「アベノミクス」は、安倍内閣が続いた7年8か月の間では、低金利のわなから脱却できる状態にまで進めることができなかった。そこには、デフレから脱却した後の日本経済の姿を想定していなかったことにも、問題の一端があろう。つまり、デフレから脱却しようと注力するところまでしか、講じた政策では想定しておらず、顕著にインフレとなったときの日本経済で何が起こり、政策面でどう対応を変化させればよいかを、想起すらしていなかった。

デフレから顕著に脱却できなかったのは2度の消費増税のせいとする見方は、問題の本質を見誤っている。消費増税の影響すら飲み込めないほど、インフレ（物価上昇）に耐えられる経済構造が築けていなかった、というべきである。デフレからの脱却を目指していたのだから、消費増税程度の物価上昇があっても耐えられる日本経済でなければ、消費増税を一切しなくても、政策によってソフトランディングする形でデフレから脱却はできなかっただろう。そうこうしているうちに、新型コロナ対策に伴うさらなる拡張的な財政金融政策で、インフレの種を植え付けてしまった。

備えなく（低率であれ）インフレになれば、一時的にせよ賃金上昇が物価上昇に追いつかず実質賃金が低下する雇用者が一定数出てくるとか、名目金利が上昇して財政で利払費が増大す

るとかという事態に直面する。だから、それに即した事前の政策対応がなければならない。しかし、今日現在において、わが国ではその備えがまだない。

だから、今後求められる経済財政政策は、そうした備えに資するものが必要なのである。

V 経済成長促進からも消費課税重視へ

経済成長の促進は、2020年代においても重要である。ただ、財政健全化（のための歳出削減や増税）を積極化させると経済成長を妨げる、との見方がある。もちろん、苛烈な財政健全化は経済成長を妨げる。しかし、いつまでも経済成長の鈍化を恐れて財政収支の改善に躊躇しては、いつまでたっても経済成長の促進にはつながらない。2010年代の結果はそれを物語っている。

経済成長なくして財政健全化はないが、経済成長に依存し過ぎても財政健全化はない。

一定規模の歳出改革と税制改革を不断に行うことで、財政赤字を減らしてゆくことが求められる。その税制改革では、わが国の税制が経済成長と親和的になるように変えてゆくことが重

要である。経済学の研究において、所得課税よりも消費課税の方が、経済成長を促す傾向があることが知られている。そのため、所得税と法人税という所得課税偏重の税制から、消費税を中心とした消費課税に税収の軸足を移してゆく税制改革がさらに求められる。

財源を消費税に頼らないという考え方もあろう。しかし、税率1%の税収で約2.5兆円になる消費税に代わる別の税財源を見つけるのは容易ではない。所得税で2.5兆円もの税収を得ようとする増税を行うなら、年収500万円以上の納税者に増税となるような税制改正を行わなければならない。法人税を増税すれば、日本企業が海外に拠点を移し、日本での雇用が失われる。相続税は、消費税率1%分の税収にも満たない税収しか上がっていないのが現状である。

行政改革はなお必要で、デジタル化によってそれなりに経費削減ができるだろう。ただ、今後増大する社会保障費に必要な追加財源は、それより桁違いに大きい。

2020年代の経済財政政策は、財政依存を断って、財政基盤を立て直すことにより、経済的なショックに強い構造を持つ日本経済の構築を目指すべきである。

No.121

季刊 国際貿易と投資

2020年9月

季刊「**国際貿易と投資**」121号～2020年9月

特集 忍び寄る米中デカップリングの時代

米中対立は香港の役割を変えるのか～貿易・直接投資等からみたビジネスハブ・香港の役割～（増田耕太郎）／新型コロナ禍のEUの対外関係を揺らす英米中3か国～英「合意なき離脱」、米「自国第一主義」、中「戦狼外交」と向き合う～（田中友義）／米国の対中追加関税措置の影響と米中デカップリング～中国は米国抜きで生き残れるか～（大木博巳）／二期目の課題は2024年の大統領選挙を見据えた政策～蔡英文総統再選の意義～（宇佐美喜昭）／一段と強まる米国のビジネスダイナミズムとイノベーション能力～日本と米国のグローバル&デジタル競争力を比較～（高橋俊樹）／マネロン対策にかかるEUの包括的な改革方針～欧州委員会はEU機関の創設やルールの一元化を展望～（金子寿太郎）

★国際貿易投資研究所のHPから全文をダウンロードすることができます（<http://www.iti.or.jp>）

お問合せ、ご購入をご希望の方は下記までご連絡ください。

121号 発行：2020年9月

2020年9月 頒布価格：2500円

季刊「国際貿易と投資」は年4回発行

頒布価格（年間購読料）：10,000円

一般財団法人 **国際貿易投資研究所 (ITI)**

TEL：03(5148)2601 / FAX：03(5148)2677

T104-0045 東京都中央区築地1-4-5 第37興和ビル3階 E-Mail：jimmukyoku@iti.or.jp/ URL：http://www.iti.or.jp/