

第1章 実現しない「経済の好循環」と財政・金融問題

田 中 信 孝

1. 落ち込む潜在成長率

安倍政権が「成長戦略」で描くシナリオは、生産性を高める投資などサプライサイドの改革、女性・高齢者等の労働参加率の上昇→潜在成長率の引上げ→企業の収益改善、雇用増加・賃金上昇→デフレ脱却・経済の好循環の実現、というものであろう。

そのことは2015年6月の「経済・財政再生計画」（「基本方針2015」⁽¹⁾）でも確認できる。

「デフレ脱却・経済再生を確実なものにするため、成長戦略の加速に向け、法人税改革、規制改革、官民ファンドや既存の設備投資関連税制の利活用、経済連携、対日直接投資等を更に促進するとともに、健康産業、観光、農林水産業、エネルギー等の成長産業化、さらにはロボット、人工知能やビッグデータ、オープンデータ等を活用した『産業大変革』を具体化する。同時に、生産性を向上させる投資や女性・若者・高齢者等の労働参加率の上昇等により供給面での取組の強化を実現する。さらに、企業の収益改善が雇用増加や賃金上昇に結び付き、それが消費や投資の拡大に結び付く『経済の好循環』を中小企業や地方の企業を含め更に拡大・深化させていく」。これらにより、実質2%程度・名目3%程度を上回る民需主導の持続的な経済成長と歳入増加を実現する、としている。

ところで、日本経済の潜在成長率は図表1に示し

たように労働・資本投入の減少を要因とする供給制約から落ち込んでいる。日本の一人当たりのGDPも1995年の世界第3位から2017年の第25位まで下がった。

内閣府の分析⁽²⁾によれば、日本経済の潜在成長率が落ち込む背景について、①バブル期に積み上がった資本のストックの過剰による資本投入寄与の大きな低下、②労働時間の短縮や生産年齢人口の伸び低下による労働投入の落ち込み、③ICT（情報通信技術）資本の利活用の遅れや設備老朽化等による全要素生産性（TFP）の伸び低下、があげられている。

資本投入と労働投入の寄与度を所与とすれば、TFPで高い上昇がない限り潜在成長率は1%未満の水準にとどまる。飛躍的な企業の技術革新などがあれば様相は変わる可能性があるとしても、生産性の向上に必要な人材育成のための日本企業の投資はバブル崩壊後減少傾向にある⁽³⁾、と見られている。

また、異次元の金融緩和自体が非効率的な資本の配分で「低収益企業」も存続させ、生産性の上昇を阻んでいる。さらに、過度な金融緩和政策により金融機関の収益悪化と金融仲介機能の低下が潜在成長率を引き下げている、といった指摘もある⁽⁴⁾。

潜在成長率は近年における女性（「M字カーブ」もほぼ解消しつつある）や高齢者、外国人の労働参

図表1 日本の潜在成長率の推移

(年平均成長率、%)

	1981～1990年	1991～2000年	2001～2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2011～16年平均
資本投入寄与度	1.8	1.4	0.5	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1
労働投入寄与度	0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1
TFP寄与度	2.0	0.5	0.6	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6	0.8
潜在成長率	4.4	1.6	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7

(注) 1981～2010年は、経済財政諮問会議・専門調査会「選択する未来」委員会報告書（2014年11月）「参考資料集」、2011～16年は内閣府の推計により作成。

加率の上昇で下げ止まっているものの依然として低水準で推移している。そうしたなか、長時間労働の蔓延とそれを是正するルールの欠如、副業の推進、「高プロ」制度に見られる労働時間規制の緩和・廃止の動き、あるいは本来就労を目的としない留学生や外国人技能実習生等を利用した低賃金・単純労働者受入れなどが推し進められている。また、「基本方針2018⁶⁾」で外国人が就労できる新たな在留資格（最長5年）を設け低賃金労働者の確保策を盛り込み、その後法制化した。「労働投入寄与度」の引上げには多くの課題があり、強引に進めることに社会の反発を招くのはいうまでもない。さらに、団塊世代が75歳を超える時期には「介護離職」の著増で中長期的に労働力人口が減少していくことも危惧され

る。

また、医療・介護・福祉等の労働集約的な社会サービスに比重を置く社会保障費や維持補修費・災害復旧費等にかかる公共投資支出が増加する傾向を考慮すれば、今後、財政支出全体の効率性も低下せざるを得ない。そうしたなか「社会保障の市場化・産業化」（「基本方針2015」）で財政に過大な生産性向上効果を期待すれば、国民の生活不安を助長しまた地域間の格差拡大をひき起こしてしまう。

財政再建の手法も高い名目成長率（および低い政府の資金調達コスト）を前提としたものではなく、実態に即した潜在成長率と整合性のある財政再建計画を策定することが求められる。

2. 企業の貯蓄超過と人件費抑制

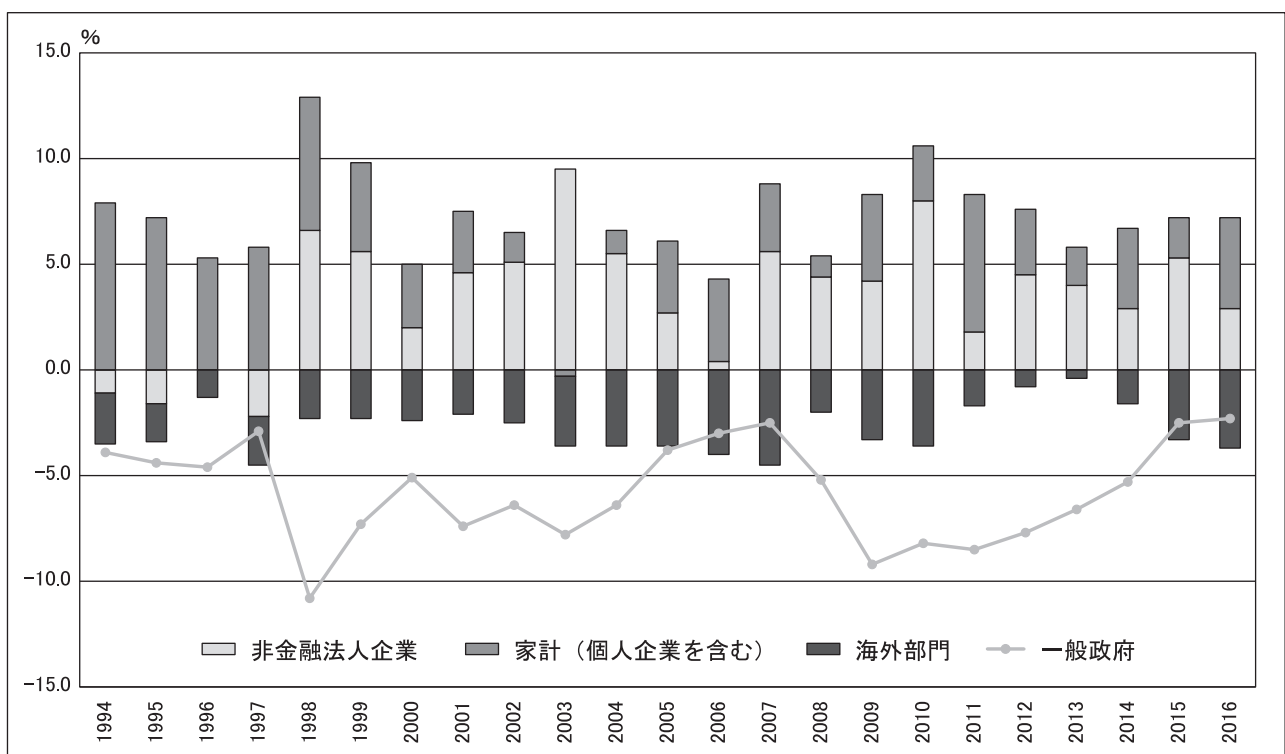
(1) 企業部門の貯蓄超過と経常収支の黒字拡大

図表2は、内閣府「国民経済計算年報」におけるSNAベースの制度部門別の貯蓄・投資バランスを図示したものである。1998年度以降、企業部

門（非金融法人企業ベース）は貯蓄が投資を上回る資金余剰の状況にある。

企業部門の「投資」は「総固定資本形成－固定資本減耗＋在庫変動＋土地の購入（純）」で、

図表2 制度部門別の資金過不足（対GDP比）の推移



(注) 内閣府「国民経済計算」により作成。

「貯蓄」は「貯蓄（純）＋資本移転等（受取）－資本移転等（支払）」で算出される。企業が「債務返済」を積極的に進めれば「貯蓄超過」の度合いを高める。貯蓄・投資バランスにもっとも影響するのは「総固定資本形成」つまり設備投資である。近年の企業の設備投資は情報化の進展など技術革新への対応やインバウンドの増加、都市の再開発といった要因によって穏やかに増えており、また、人手不足解消のための省力化投資関連の設備投資も増えている。ただ、企業収益が過去最高を更新しながら大きく伸びる一方で、海外市場における企業活動の強化やM&Aなどの証券投資の活発化等を要因として、国内の企業設備投資の勢いは穏やかなペースにとどまっている。

2014年度以降、経常収支黒字（「海外部門」の赤字）は穏やかに増加している。近年は海外経済の回復、中国のスマートフォン向け電子部品の需要拡大や世界的な情報関連財の増加の影響で日本の資本財への需要が高まっていることも増加要因の一つとなっている。原油価格の下落と輸出の増加、インバウンドの増加に伴う旅行収支の黒字化、海外投資からの高水準の所得収支黒字などで、経常収支の黒字傾向は定着している。

とくに、日本の大企業体制が多国籍企業型に変貌することで、対外資産にかかる利子・配当収入が増加し、国際収支の黒字は構造的なものとなっている。したがって、日本経済における企業部門の貯蓄超過・経常収支の黒字基調など実体経済における基礎的条件を考慮すれば、国債の国内消化は十分可能な状況にあり「金利急騰（国債価格の暴落）→政府債務危機→資金の海外流出・円の暴落→ハイパーインフレ」といったシナリオが直ちに現実化することは想定しにくい。

ただ、海外投資家の国債保有残高も2017年度末には119.7兆円と全体の10.9%まで増えており（日銀「資金循環統計」、国庫短期証券を含む）、また、流通市場における海外投資家の参入度合いも高まっていることなどを踏まえれば（海外投資家の売買シェアは約3割）、市場の受け止め次第では国債価格の暴落のシナリオを辿らないとも限らない。また、ヘッジファンド等による国債先物の売り浴びせが現物市場に波及するので、現物

の保有者別保有比率の状況だけでなく、グローバルな規模で広がる国債先物市場等の存在にも注意すべきだとの指摘もある⁶⁾。

(2) 企業の人件費抑制

財務省「法人企業統計調査」（金融業・保険業を除く）によれば、企業が抱える「現金・預金」が2017年度末に222兆円に膨れあがり、「アベノミクス」が発動される前（2011年度末）に比べて59兆円も増えた（図表3）。なお、2017年度末における企業の内部留保（利益剰余金）は507兆円に増加しているが、内部留保は企業会計上資金の調達源泉を表す概念であり、企業に滞留する資金＝現金・預金とは性格を異にする。

現金・預金が膨らむ過程で、「人件費」（うち約13%の役員給与・賞与を含む）は6年前から2.5%増の206兆円にとどまる。人件費抑制の内情に非正規雇用の拡大や賃金不払い残業の蔓延などもあることは周知のことである。一方、それとは対照的に企業の「純利益」は6年前の3.2倍の61兆円で、バブル最盛期の1989年度（18兆円）をもはるかに超えている。なお、この「統計調査」は企業の単体決算を対象としているので、連結決算と異なり海外子会社の売上高や利益などの計数は含まれていない。

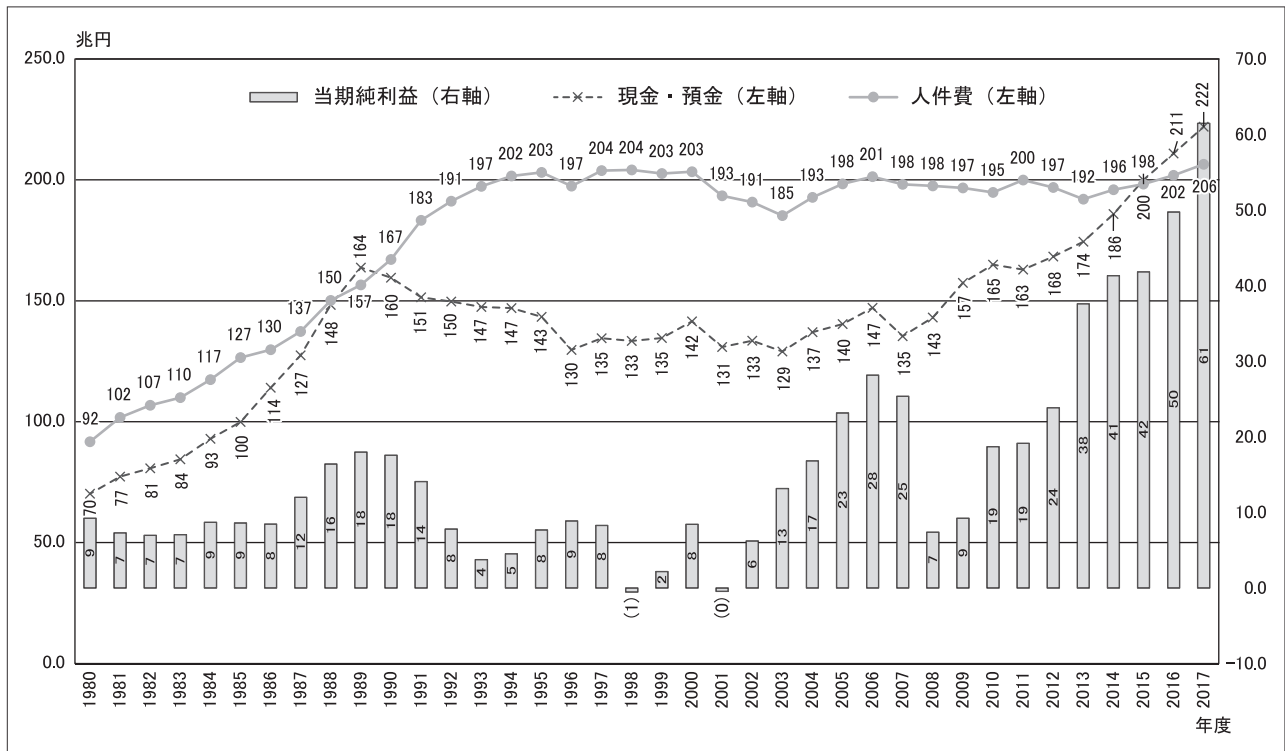
企業部門の貯蓄超過は人件費の抑制と有意な相関関係が認められる（図表4）。企業の好業績が働く者に還元されず、現金・預金の積み増しつまりキャッシュフローの増加に向かう構図を鮮明にしている。そして、この間、法人税も減税されてきた。標準税率での法人実効税率は2014年34.62%から2015年32.11%、2016年29.97%、2018年29.74%と逐次引き下げられている。

そして、企業の人件費抑制は民間需要を低調にすることはいうまでもない。

(3) 実質賃金の落込みと増えるワーキングプア

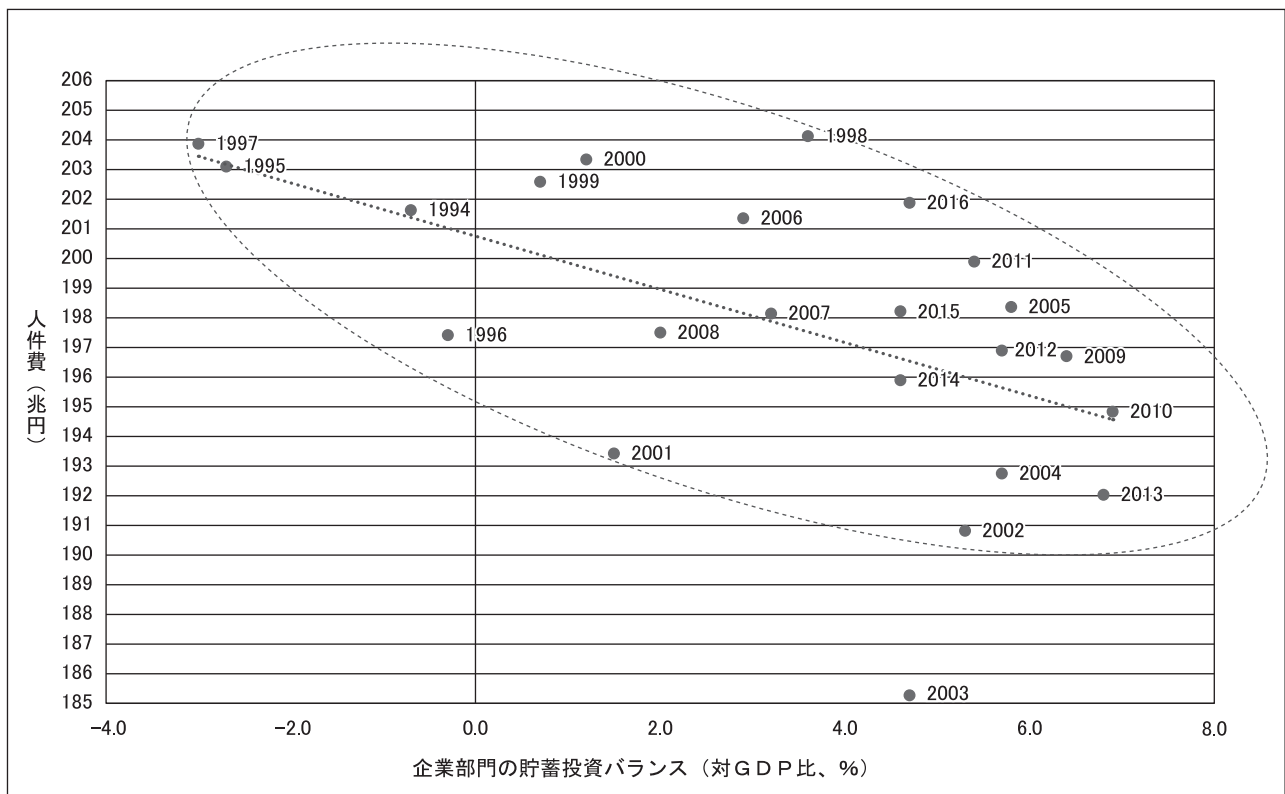
賃金の動向は厚生労働省が実施している「毎月勤労統計調査」で把握できる。図表5は近年のピーク時である「1997年第I四半期（1～3月）」の賃金指数（名目賃金と実質賃金）を基準としてグラフ化したものであるが、物価が下落した2016

図表3 企業の利益と人件費、現金・預金の推移



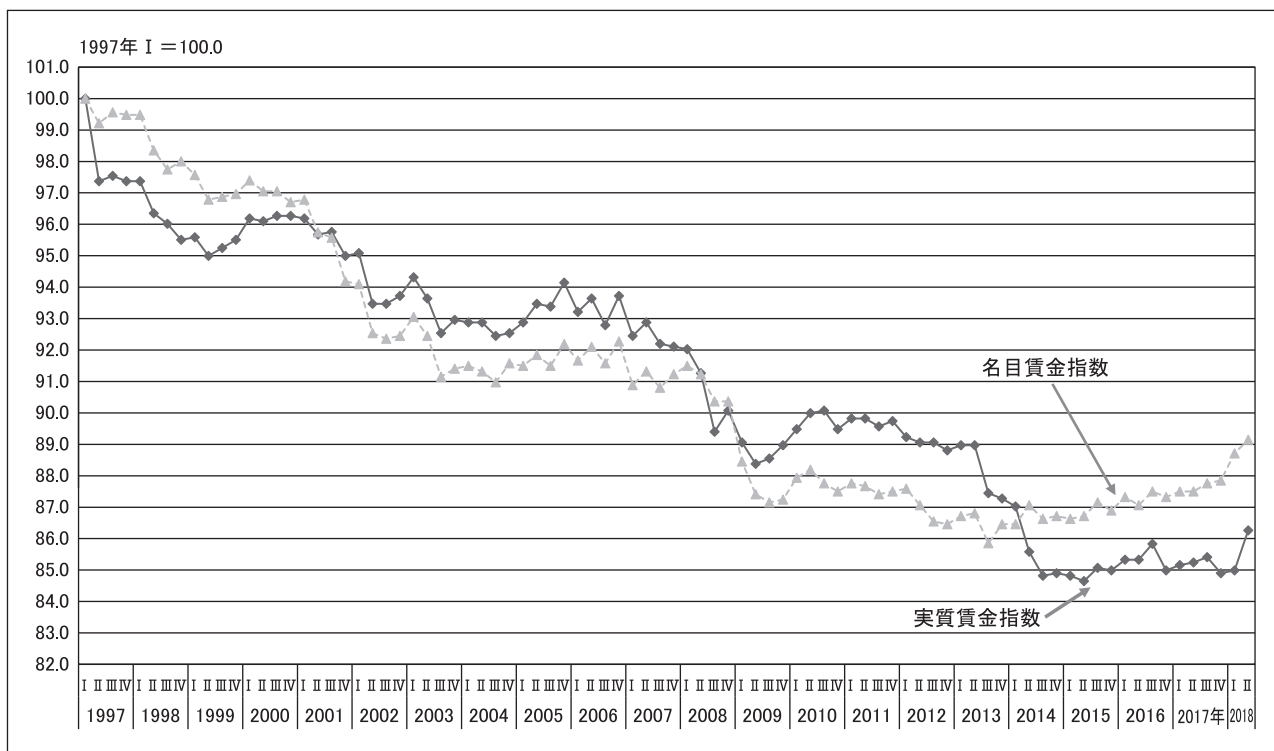
(注) 財務省「法人企業統計調査」(いずれも当期末)。「人件費」には役員給与・賞与を含む。

図表4 企業部門の貯蓄投資バランスと人件費 (散布図、1996~2016年度)



(注) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計調査」により作成。

図表5 賃金指数の推移



- (注) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」(事業所規模5人以上、季節調整済み)により作成。
 2. なお、「毎月勤労統計調査」のデータ不正処理により、2018年の賃金指数が実態より高い伸びとなっているので注意を要する。

年を除いて実質賃金は減少傾向にある。ピーク時を100として最近の実質賃金は85前後の水準にまで落ち込んでいることが読みとれる(なお、図表5の(注)2も参照)。団塊世代の大量退職に連動した賃金水準の落込み(給与水準の低い再雇用や新卒雇用者の参入)も背景にあるが、非正規労働者の比率が上昇するなど雇用環境の悪化を軽視できない。また、賃金が多少上がったとしても物価がそれ以上に上がれば実質賃金は上がり、したがって生活水準は改善しない。円安に伴い生活必需品の価格が上昇したり、消費税率が引き上げられたりすればそれを上回る賃金の増加が実現しなければ実質賃金は下がる。

企業収益が過去最大の規模を更新する一方で、日本経済は安定した回復・拡大軌道には乗れないでいるが、企業収益、有効求人倍率などの部分指標に改善が見られるのにとどまり全体に波及しない背景には、実質賃金の落込みを要因とした個人消費の停滞があり、それに関連した企業行動における構造的な変化も軽視できない。

国税庁が公表している「民間給与実態調査」によれば、民間給与労働者のうち年収200万円以下の層が1995年の793万人から2016年の1,132万人に増加し、全体に占める割合は同じ時期に17.8%から23.3%まで増えた(図表6)。女性労働者に限れば2016年には834万人で、割合は41.6%に上る。このデータは「1年を通じて勤務した者」に限定したものであるから、非正規の労働者などの低賃金の実態はさらに深刻で、「ワーキングプア」の増加傾向は止まらない。

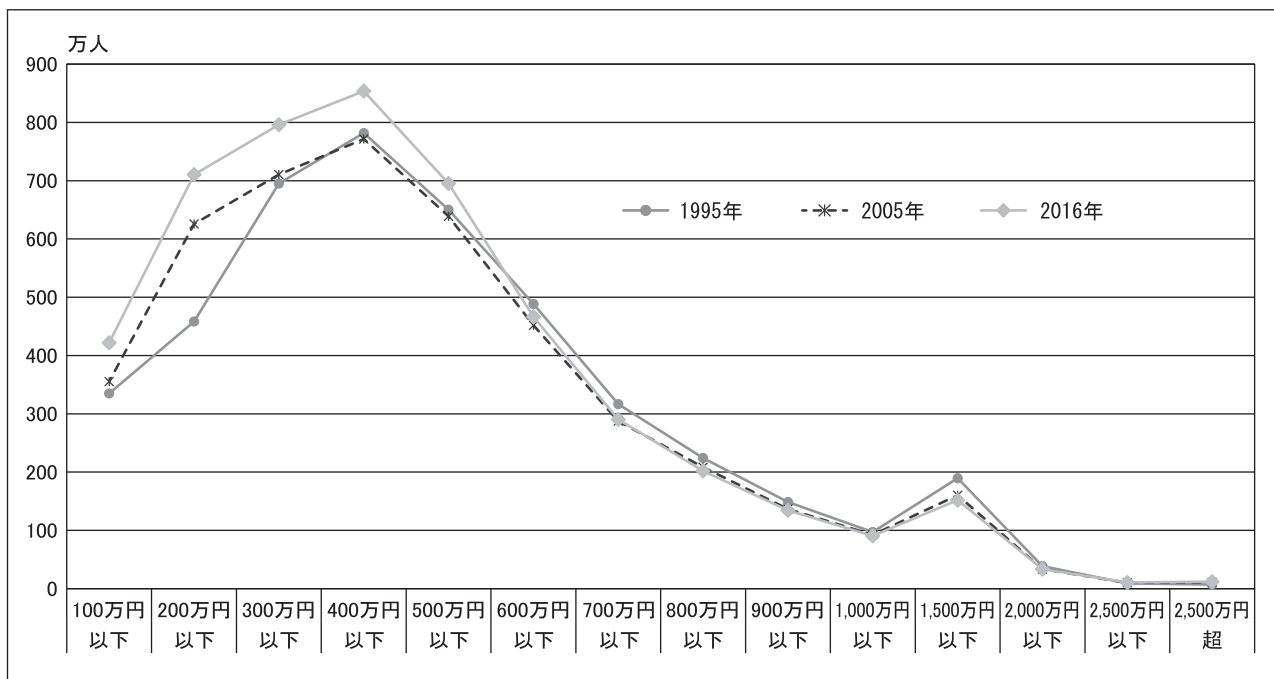
経済停滞の背景には、こうした雇用不安・所得分配の不平等拡大による生活閉塞感や生活防衛意識の高まりによる消費需要の伸び悩みがある。

(4) 地域間格差の拡大

内閣府「県民経済計算」に基づき、一人当たり県民所得の推移を図表7に示した。

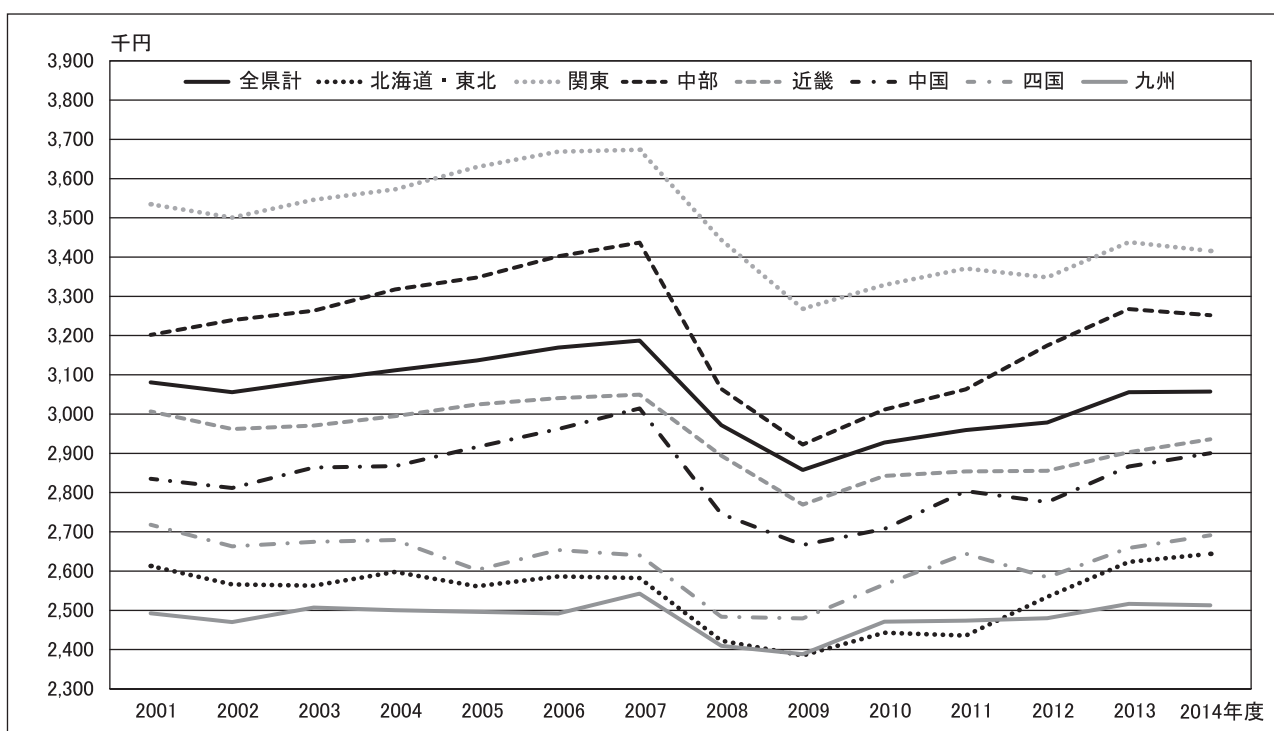
一人当たり県民所得は2009年度を底に全地域で増加の傾向にある。ただ、建設業等の復興需要が下支えしている「北海道・東北」での増加を例外

図表6 年収階級別の民間労働者数の推移



(注) 国税庁「民間給与実態調査」により作成。

図表7 一人当たりの県民所得（地域ブロック別）の推移



(注) 内閣府「県民経済計算」により作成。

として、地域間の格差は縮小する傾向にはない。
 その際、①大規模な金融緩和と政策の副作用としてとくに地域金融機関の収益を圧迫し（低金利が

続く金融仲介機能が阻害され緩和効果が反転する「リバーサル・レート」の現象)、地域経済にマイナスの影響を与える。大手行と違い、地銀や

信金は海外融資を大規模に増やすことはできず、運用先を長期国債や外債、投資信託といった有価証券に振り向けており、市況次第では含み損となるリスクを抱えている。②異常な金融緩和から資産性所得が膨らみ（大都市部富裕層の保有する金融資産に占める有価証券の割合が相対的に高い）、地域間の所得格差の拡大をもたらすことにも注意しなければならない。

「県民経済計算」の県民所得は個人に分配される雇用者報酬のほか、民間法人企業所得なども含まれるため個人の所得水準を表すものではない。

そこで、総務省の「家計調査」における「可処分所得」の動きを見てみると、全国と関東大都市圏や東京都区部との格差は近年大きく開く傾向にある（図表8）。

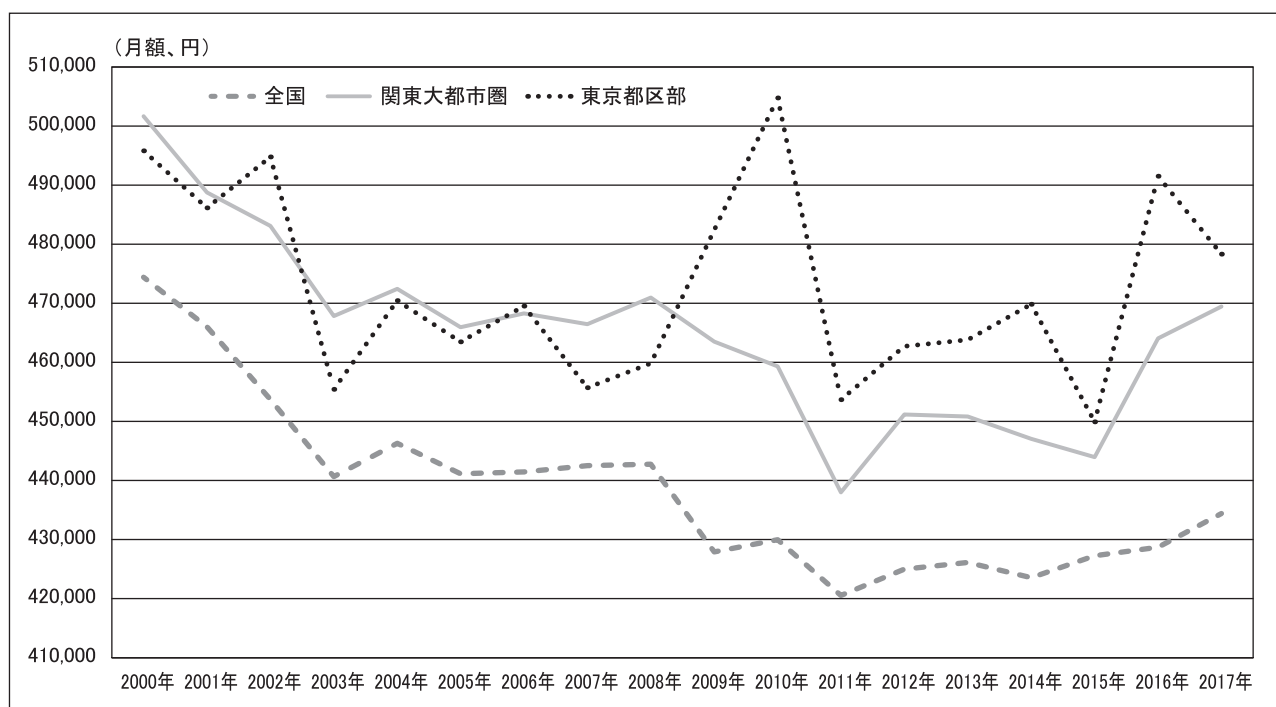
人口一人当たりの地方税収のばらつきを都道府

県別に見たのが図表9である。都道府県税収における変動係数は2009年度以降低下している。

税収の「ばらつき」縮小の要因として、2007年度以降「三位一体改革」の税源移譲により個人住民税所得割の税率が一律10%（都道府県民税所得割2、3%→市町村民税所得割3、8、10%→6%）にされたことのほか、地方税（2008年度・地方法人特別税の創設→2014年度・地方法人税の創設）を用いることなどで税源偏在の手直しを行う措置がとられたことがあると思われる。

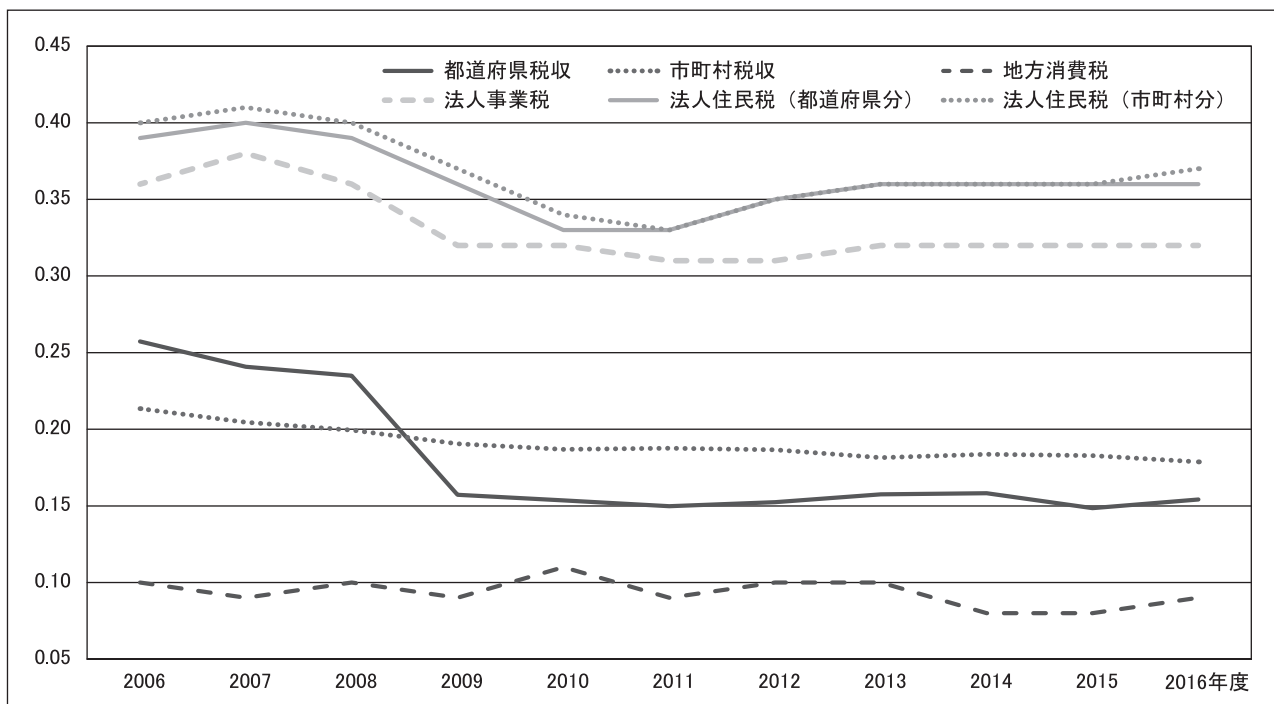
地域間の所得格差の拡大は地方財政にも影響を与えざるを得ないが、それを財政調整制度ではなく自治体間の自主財源の再配分で対応することにその措置の特徴があり、地方自治の理念を蔑ろにするものである。

図表8 可処分所得の格差の推移



(注) 総務省「家計調査（二人以上の世帯）」（勤労者世帯）により作成。

図表9 人口一人当たり地方税収のばらつきの推移（変動係数）



- (注) 1. 東京都は都が特別区において都税として徴収した市町村税相当分を道府県税収から控除して市町村税収に。
 2. 地方消費税は、都道府県間における清算後の額。
 3. 都道府県が徴収した道府県民税利子割・配当割・株式等譲渡所得割、地方消費税、ゴルフ場利用税、特別地方消費税、自動車取得税及び軽油引取税はそのまま道府県税収に。
 4. 総務省「地方税に関する参考計数資料」により作成。

3. 「異次元の金融緩和政策」の効果

(1) 落ち込む「信用乗数」

経済拡大・物価上昇の効果を狙った政策が実施されているが、日本経済はそれでも「流動性の罠」から抜けられず目標とする物価上昇が実現していない。

図表10に示したように、「信用乗数」も不安定（落ち込み）で、金融政策の量的緩和（マネタリーベースの増額）に見合ったマネーストックの増加は生じていない。すなわち、日銀への国債売却で民間金融機関の日銀当座預金（マネタリーベース）が膨らんでも企業向け貸出等による預金創造（マネーストックの増加）につながっていないのである⁽⁷⁾。

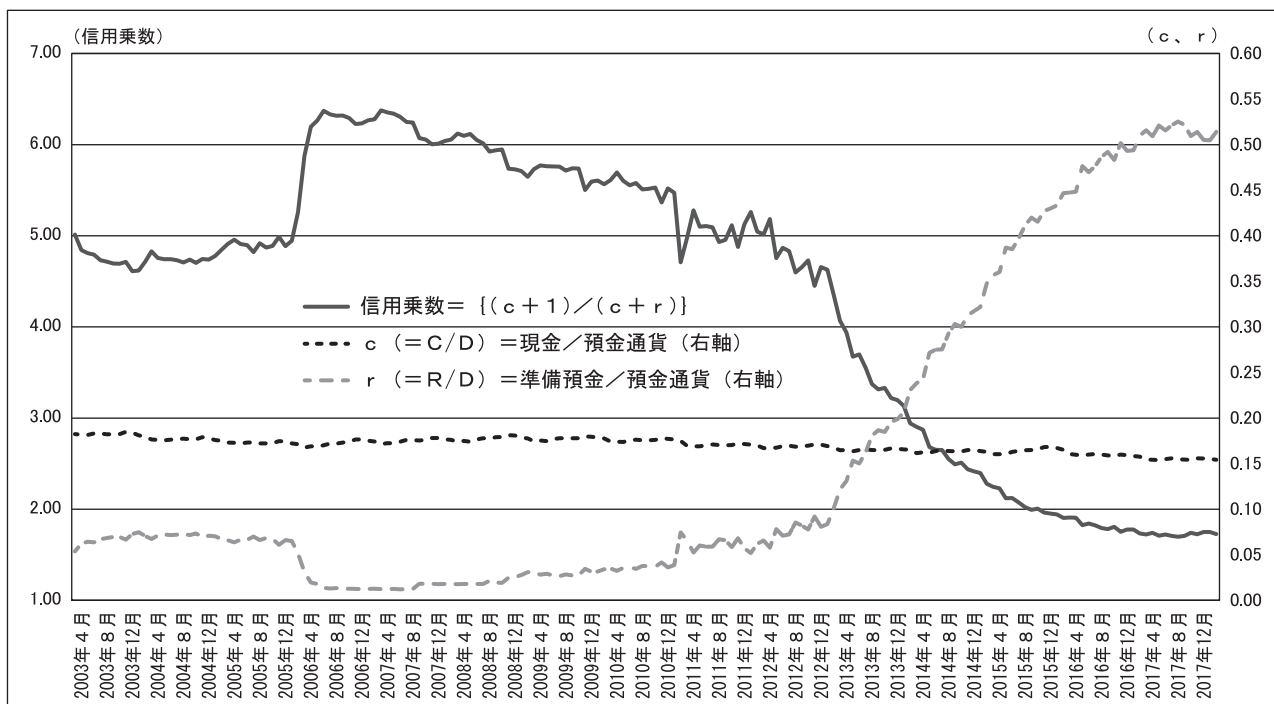
マネーストックは金融機関の与信行動と企業・家計の資産選択行動の相互作用の結果として決まるが、現実には信用乗数論の条件とはかけ離れた状況にある。企業の期待成長率は低迷したまま企業

部門が「貯蓄超過」状況にあり、投資の金利弾力性も低く金融機関の与信行動は消極的にならざるを得ない。また、企業による債務返済という財務行動も銀行の対企業与信を減らす。銀行の貸出金が増えた領域でも偏りがあり、不動産向けやM&A向け、海外融資などが多くを占め経済の潜在成長率を引き上げるような企業の投資につながっていない。さらに、銀行のリスクテイク能力の落ち込みや融資部門の審査能力の低下も背景にあるとする見方もある。そして、既述したように超低金利政策が金融機関の経営におよぼす副作用も軽視できない。

(2) 物価状況と変動要因

2013年4月に「量的・質的金融緩和」の導入が決定されてから6年近く経過しても、「物価上昇率2%」⁽⁸⁾というデフレ脱却が実現する目途が立た

図表10 信用乗数の推移



- (注) 1. 事後的恒等式である「 $MB \times \text{信用乗数} = MS$ 」をもとに信用乗数は次のように表すことができる。
 2. $\text{信用乗数} = MS / MB = (C + D) / (C + R) = (c + 1) / (c + r)$ 、 $c = C/D = \text{現金通貨} \cdot \text{預金通貨比率}$ 、 $r = R/D = \text{準備預金} \cdot \text{預金通貨比率}$
 3. 日本銀行の統計資料により作成。

ず、物価見通しの下方修正が繰り返されている（図表11）。目標達成時期の先送りも6回に及び、2017年4月の「経済・物価情勢の展望」では達成の目途は「2019年度ごろ」としたが、2018年4月の「経済・物価情勢の展望」は達成時期（「達成される時期の『見通し』」）の記述を削除している。

2016年9月21日に、日銀は「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（「総括的な検証」）で、「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」とする一方で、「2%目標」が実現しない理由として、原油価格の下落や消費税増税の反動減、新興国経済の減速など金融政策によって外生的な要因をあげている。また、それらの外生的要因から生じる現実の物価上昇率の低下自体が過去の履歴効果による「適合的期待形成」（adaptive expectation）を介して予想物価上昇率の「横ばい（弱含み）」をもたらしているとする。

予想物価上昇率（予想インフレ率）は実質金利を引き下げ設備投資や住宅投資など民間需要を誘

発するものとして、政策効果における波及経路（予想チャネル）のいわば「起点」となっているものである。そのため、異次元金融緩和政策において予想物価上昇率の下落は見逃せない現象ということになる。

「経済・物価情勢の展望」（2017年7月）も、「携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも影響している。……労働需給の着実な引き締めや高水準の企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている」として、実際の物価上昇率の影響を強く受ける「適合的期待」から予想物価上昇率の「弱含み」を説明している。

要するに、異次元金融緩和から物価上昇にいたる経路を阻害するものとして外的要因があげられる一方で、その影響も受ける予想物価上昇率の「弱含み」が強調されているのである。外的要因を弁明材料にしなが、異次元金融緩和の効果自

図表11 日本銀行の物価見通しの推移

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
2012年7月	0.2	0.7							
10月	-0.1	0.4	0.8						
2013年1月	-0.2	0.4	0.9						
4月	-0.2	0.7	1.4	1.9					
7月		0.6	1.3	1.9					
10月		0.7	1.3	1.9					
2014年1月		0.7	1.3	1.9					
4月		0.8	1.3	1.9	2.1				
7月			1.3	1.9	2.1				
10月			1.2	1.7	2.1				
2015年1月			0.9	1.0	2.2				
4月			0.8	0.8	2.0	1.9			
7月				0.7	1.9	1.8			
10月				0.1	1.4	1.8			
2016年1月				0.1	0.8	1.8			
4月				0.0	0.5	1.7	1.9		
7月					0.1	1.7	1.9		
10月					-0.1	1.6	1.7		
2017年1月					-0.2	1.5	1.7		
4月					-0.3	1.4	1.7	1.9	
7月						1.1	1.5	1.8	
10月						0.8	1.4	1.8	
2018年1月						0.8	1.4	1.8	
4月						0.7	1.3	1.8	1.8
7月							1.1	1.5	1.6
実績	-0.2	0.8	0.8	0.0	-0.3	0.7			

- (注) 1. 生鮮食品を除くCPIの前年度比上昇率(%)。2014・2019年度は消費税増税の影響分を除く。
 2. 日本銀行政策委員見通しの中央値。「中央値」は9委員が出した予測の平均値ではなく、数値順に並べて真ん中に位置する5人目の数値。
 3. 日本銀行「経済・物価情勢の展望」により作成。

体に孕む問題を棚上げにしている。

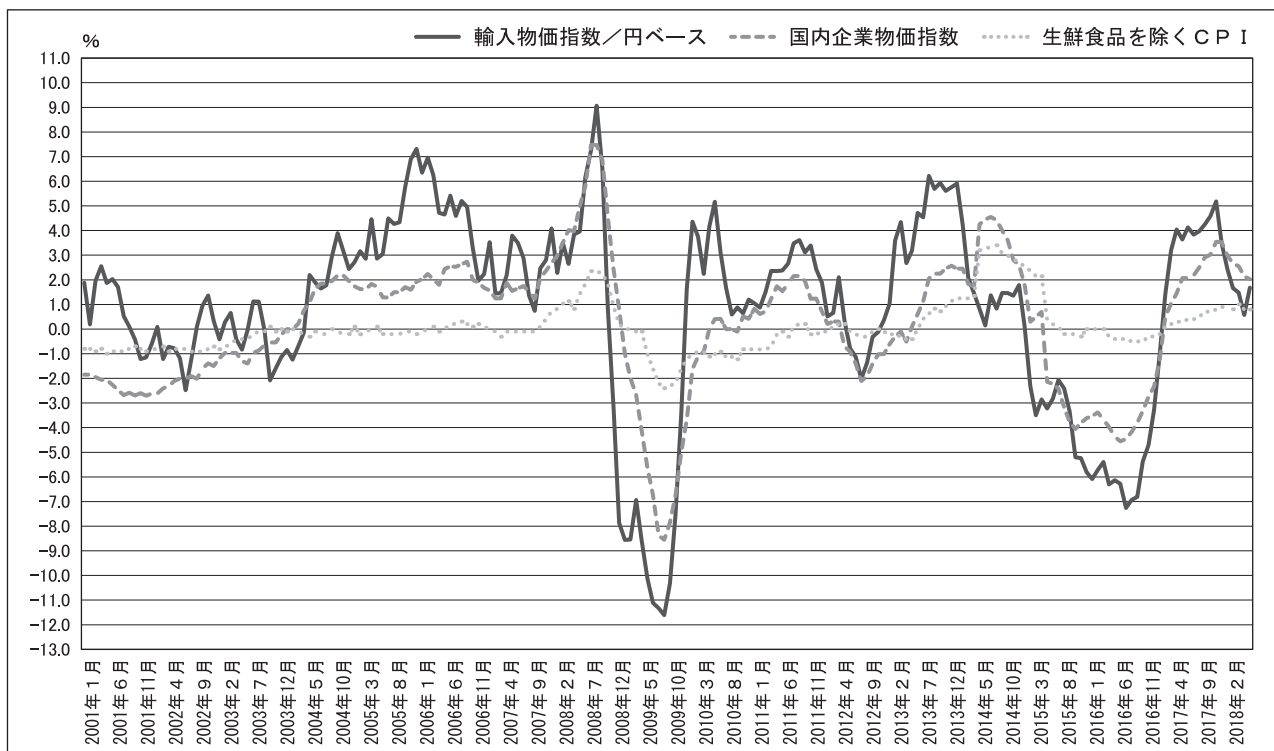
「予想物価上昇率」は個々の経済主体が多様な情報を主観的に判断することで形成されるものであるが、実際の物価水準を決定する要因は、実体経済における需給ギャップ（過剰生産による在庫の増大）や流動性選好の状況さらには有効需要の大きさにかかわる財政政策の乗数効果などが重要となろう。また、人口減少は長期的な需要の増加を予想しにくくさせる。

さらに、グローバルな物価状況や貿易・産業構造に注目しなければならない。新興国の台頭・生産力向上による価格競争の激化や先進国企業による生産拠点の海外移転などという構造的な要素を背景として、1990年代に入って世界のインフレ率

は低下傾向にある。経済グローバル化による国際貿易財の拡大で企業間の競争圧力が強まり、国内の貿易財とサービス等の「相対価格」の変化や非熟練労働の賃金低下圧力（＝労働集約的財貨の価格低下）が生じる。それに、外国為替相場や原油等のエネルギー価格の変動等の影響が加わる（図表12）。

また、賃金と物価の関係も複雑である。労働者側の賃上げ要請のパワー低下で失業率が下がり雇用市場が逼迫しても賃金が上昇しづらい経済構造になっている。また、単位労働コスト（物やサービスを1単位生み出すのに必要な労働費用）が上昇したとしても、販売価格等への転嫁が困難な状況であれば物価水準は上昇しない。消費者の低価

図表12 輸入物価指数・国内企業物価指数・コアCPIの推移（総合、対前年比伸び率）



(注) 1. 輸入物価指数は伸び率の変化率に1/3を乗じて表示している。
2. 総務省、日本銀行の資料により作成。

格・節約志向やネット販売との競合も企業の価格設定スタンスを慎重にしている。また、労働節約的な技術や設備への投資を拡大可能な企業は価格転嫁をしないで収益が確保できるが、事業承継の見通しが立たない中小企業などは省力化投資に慎重になり価格転嫁も容易でない。

このように、実際の物価水準を決定する複合的な要因の存在を考慮すれば「デフレ脱却」を果たす中央銀行の役割には限りがある⁹⁾。

(3) 「異次元の金融緩和策」の金融・資産効果

「異次元の金融緩和策」が実施される過程で、金融・為替市場参加者の「期待」に大きな影響をおよぼした。為替・株式市場は政策発動に応じて円安・株高が生じた。2016年に導入された「マイナス金利政策」が金融機関の収益悪化をもたらす懸念などで株安・円高が進行する局面もあった。株価の値動きはドル・円相場との連動性を強めながら変動したが、2017年に入ってからトランプ政権による財政政策拡大が進まないことへの失望感（米国長期金利低下・日米金利差の縮小→ドル

安・円高）などから生じた円高の局面においても、企業業績の最高益を更新することなどを背景に株価水準は堅調に推移している。FRBの引締め政策が鮮明になった2018年春以降円高傾向は収まっているように見える。ECBも量的緩和政策を2018年内に終了させることを決めた（2018年6月）。ただ、新興国市場からの資金流出による動揺が激しくなれば中央銀行の金融政策の正常化は難しくなる（図表13）。

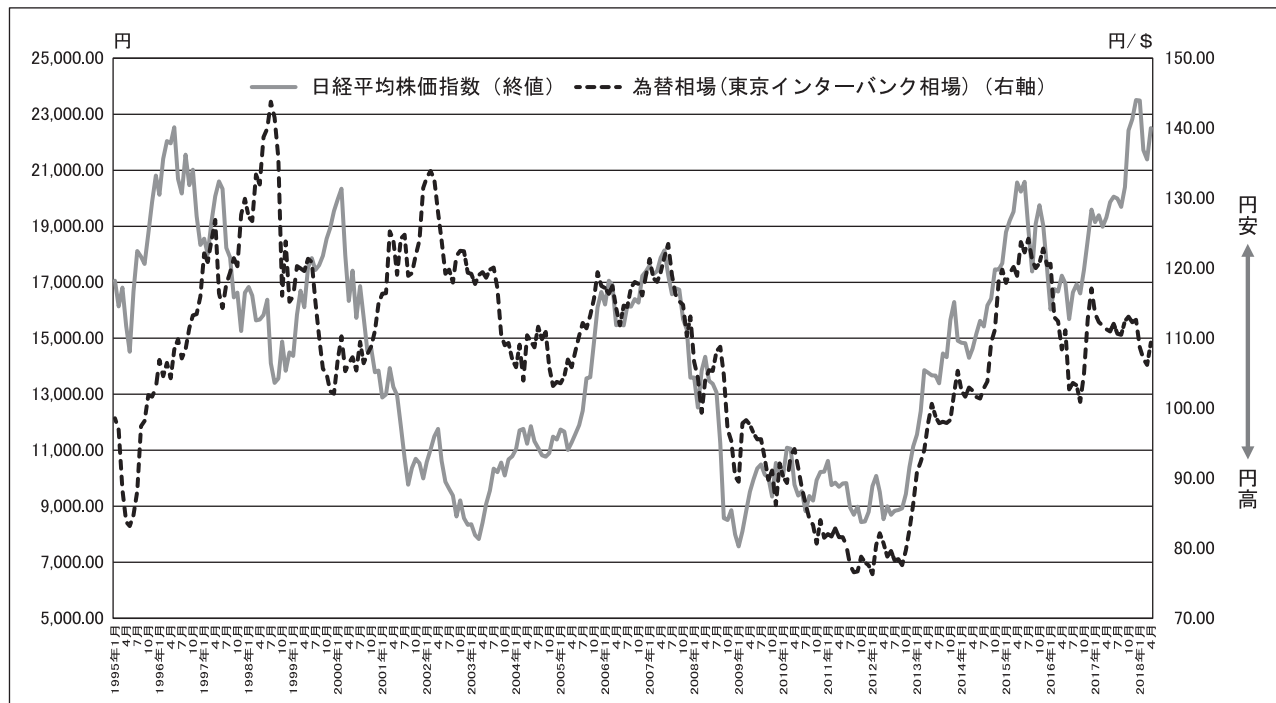
「異次元の金融緩和策」による為替・株式市場への影響については、配当や株式の譲渡益などの資産性所得の増加をもたらすなど、実体経済への影響とは対照的に大きな効果をもたらしたといえる。日銀自身によるETF買入れ強化で2017年度末のETF保有額は約18.9兆円（時価約24兆円）にも及び株価やETF売買代金の急上昇をもたらし、ETF受益証券投資家への配当金を増加させた。とくに、2013年度以降その傾向は顕著で、株式譲渡益や配当収入が急増した（図表14～16）。なお、少額投資非課税制度（NISA）が2014年1月にスタートし、非課税投資枠（毎年120万円、

最長5年間600万円)にかかる配当金などが非課税とされ、配当等の支払金額を膨らませている。

「異次元の金融緩和策」が「新バブル族」とも

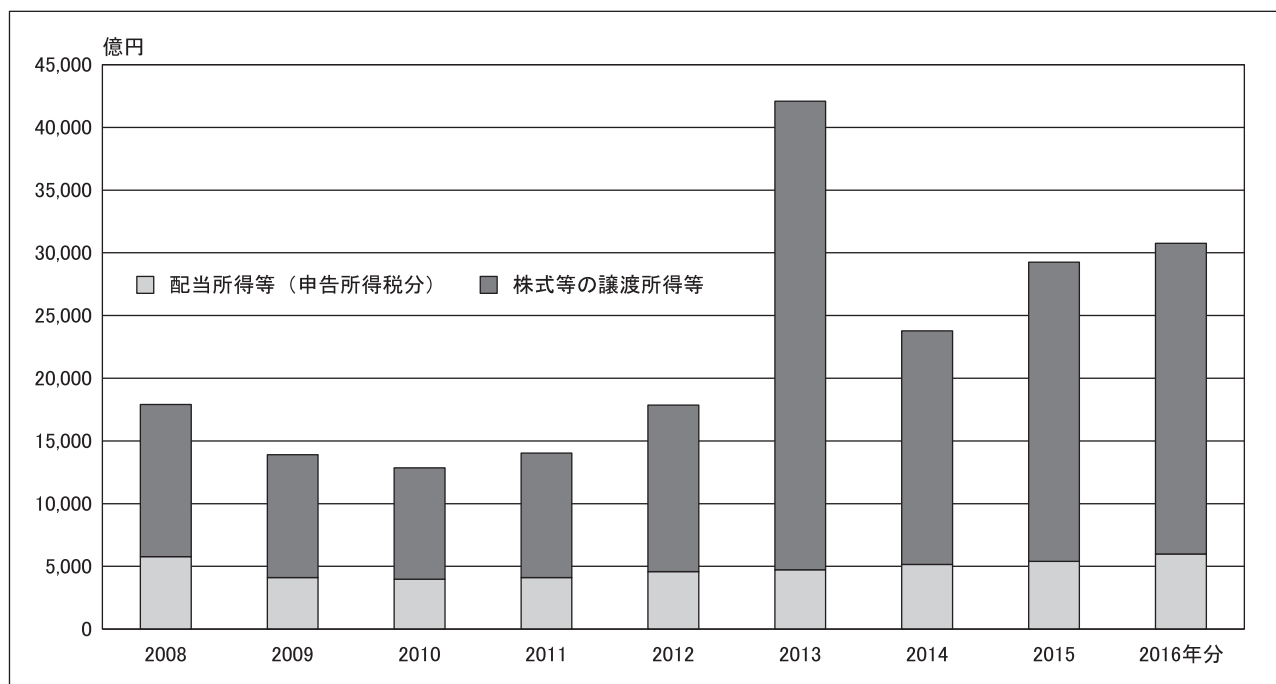
呼ばれる富裕層（「緩和長者」⁽⁹⁾）を生み出したのである。

図表13 円の対ドル相場と日経平均株価指数の推移



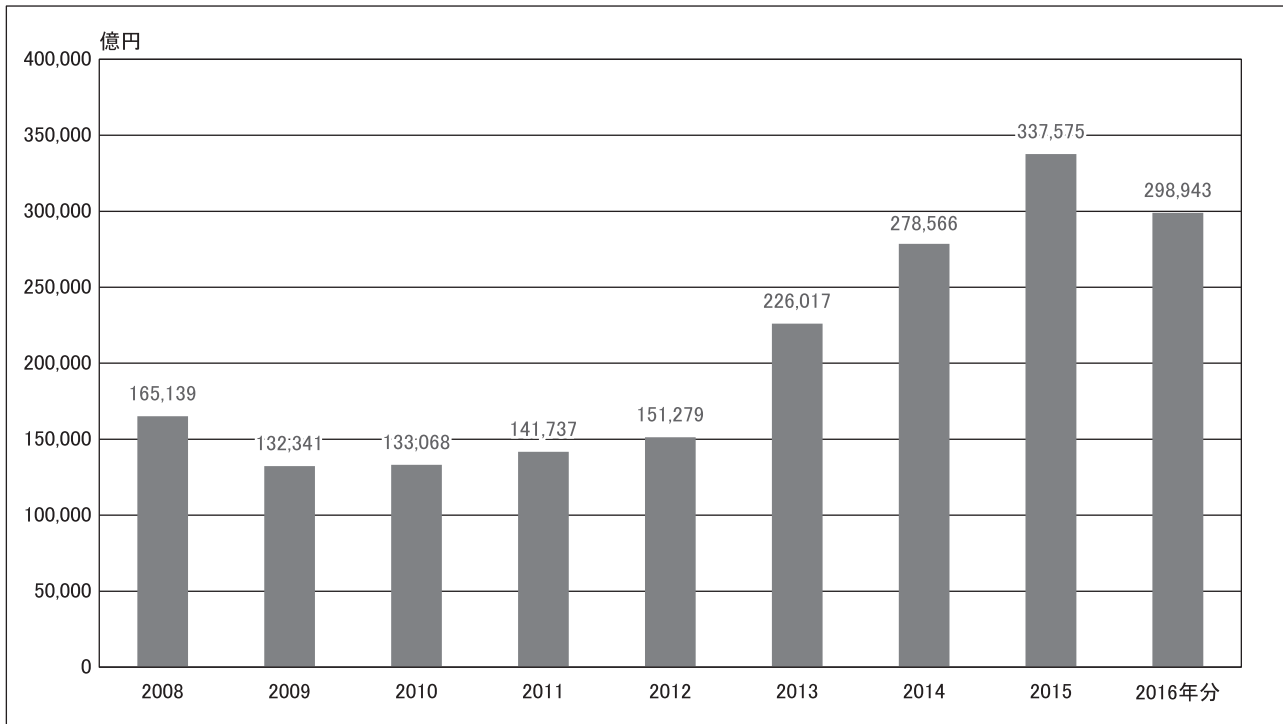
(注) 日本銀行「外国為替市況」等により作成。

図表14 株式等の譲渡所得・配当所得等の推移



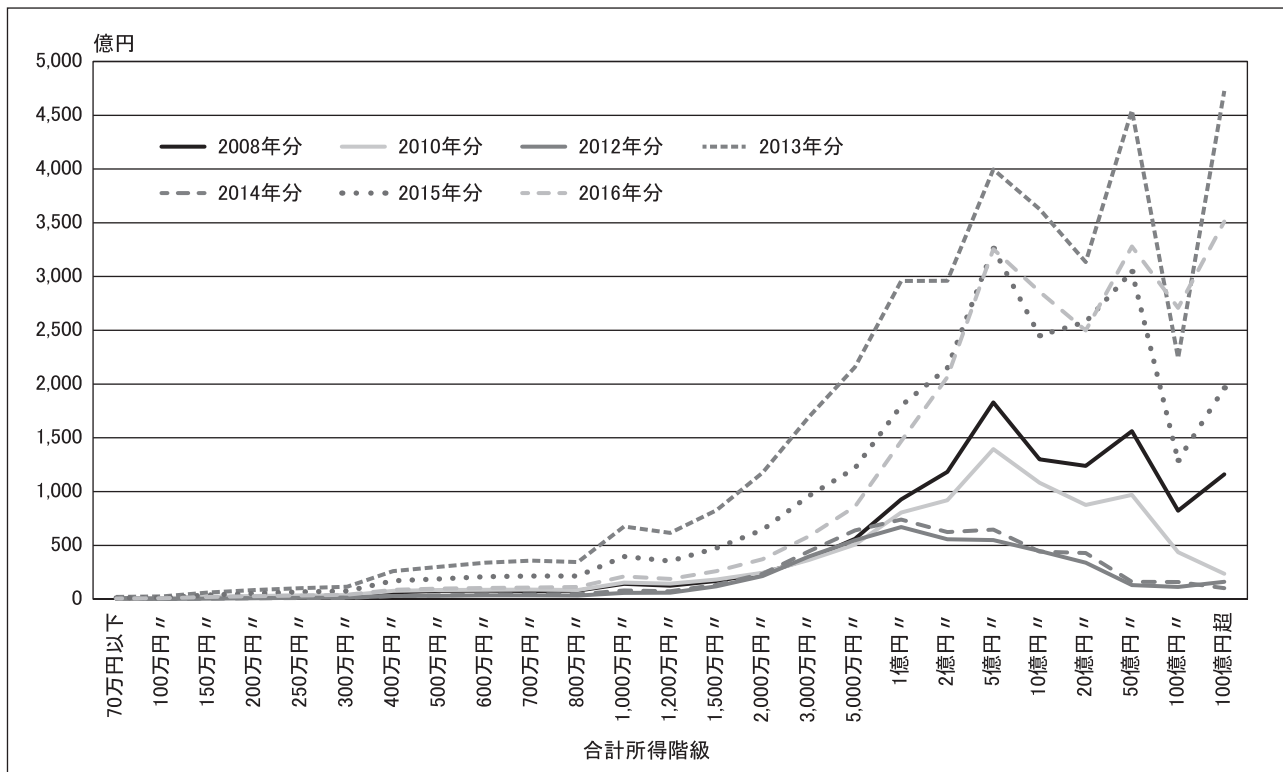
(注) 国税庁「申告所得税標本調査結果」により作成。

図表15 配当等の支払金額（源泉所得税分）の推移



(注) 1. 非課税分の支払金額を含む。
2. 国税庁「統計年報・源泉所得税」により作成。

図表16 所得階級別に見た株式等の譲渡所得



(注) 国税庁「申告所得税標本調査結果」により作成。

なお、実体経済に影響を与えた側面としては、円安が与える貿易への影響や富裕層の消費拡大効果があるが、一方では、製造業の海外生産シフトで円安の輸出拡大効果は小さくなっていることや家計部門の利子所得の減少による購買力低下といったマイナスの効果も軽視できない。

資産性所得の増加には「資産効果」による消費刺激も認められるものの、富裕層の消費性向は低いので、総体としての需要効果は相対的に小さい。所得格差の拡大が総じて経済の停滞要因となるのである。

(4) 「財政ファイナンス」

日銀が保有する長期国債が2012年度末の約91.3兆円から2017年度末の約426.6兆円に膨らみ（図表17）、発行国債（財投債を含む）に占める日銀の保有額の割合は2009年度末の7.5%を底にして2016年度末に40.0%に達している（図表18）。日銀が全体の国債の発行残高の増加額を上回る規模で国債購入を行い、その保有額の割合を急激に高めているのである。

日銀による国債の保有増加額は2013年度62.8兆円、2014年度66.0兆円、2015年度81.8兆円となっ

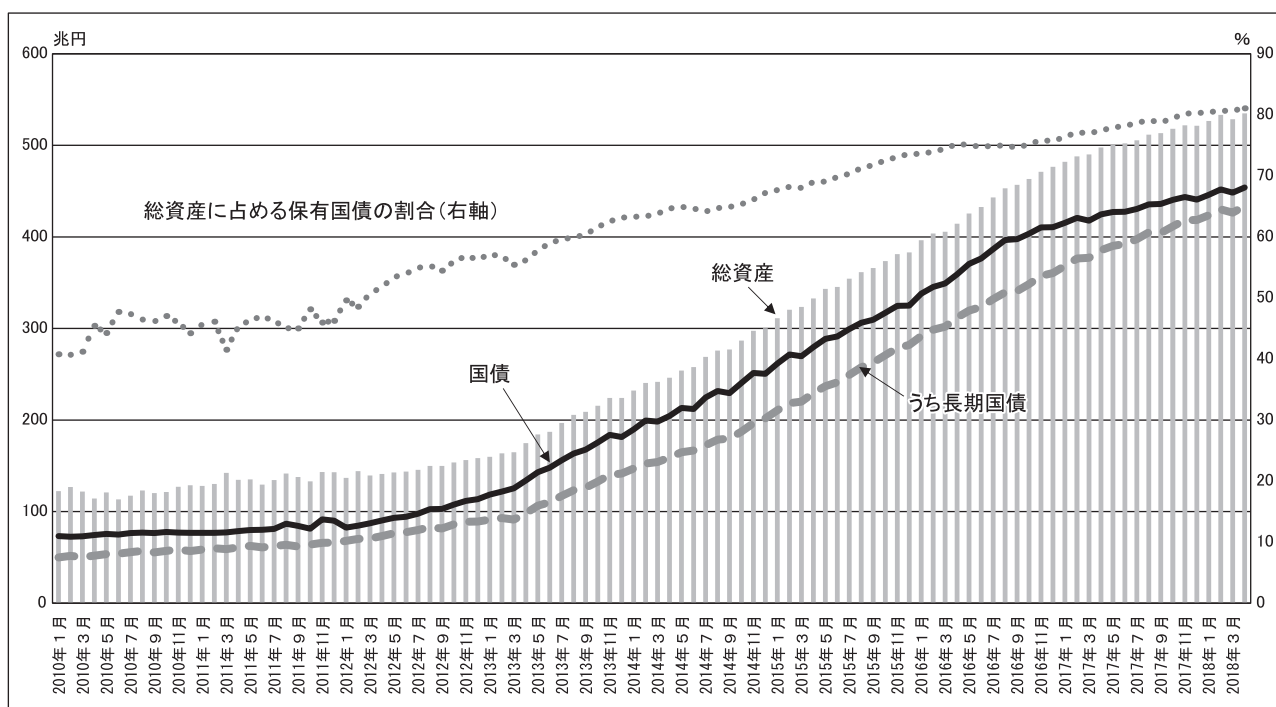
ている。

2015年度末の時点で「銀行等」、「保険・年金基金」等を上回って日銀が最大の保有者となっているが、それは同時に市場における国債の枯渇から流動性の問題を深刻にした。そして、「イールドカーブ・コントロール」の導入を決めた2016年9月からの買入れペースは減速傾向にあり（いわゆる「ステルス・テーパリング」）、国債保有増加額は2016年度75.2兆円、2017年度49.4兆円で前年度よりそれぞれ6.5兆円、25.8兆円の減額となった（図表19）。2017年度について見ると、96.2兆円の長期国債を新規に買入れ、うち長期国債の償還相当額46.8兆円があるので、保有残高は49.4兆円の増加となっている。なお、これとは別に、同図表の「参考」に示したように、当該年度中に償還期限の到来する日銀保有国債のうち割引短期国債の借換え引受けがある。

日銀による大量の国債買入れと長短金利操作によるいわゆる「金融抑圧」（Financial Repression）効果で長期金利の上昇は回避されている。

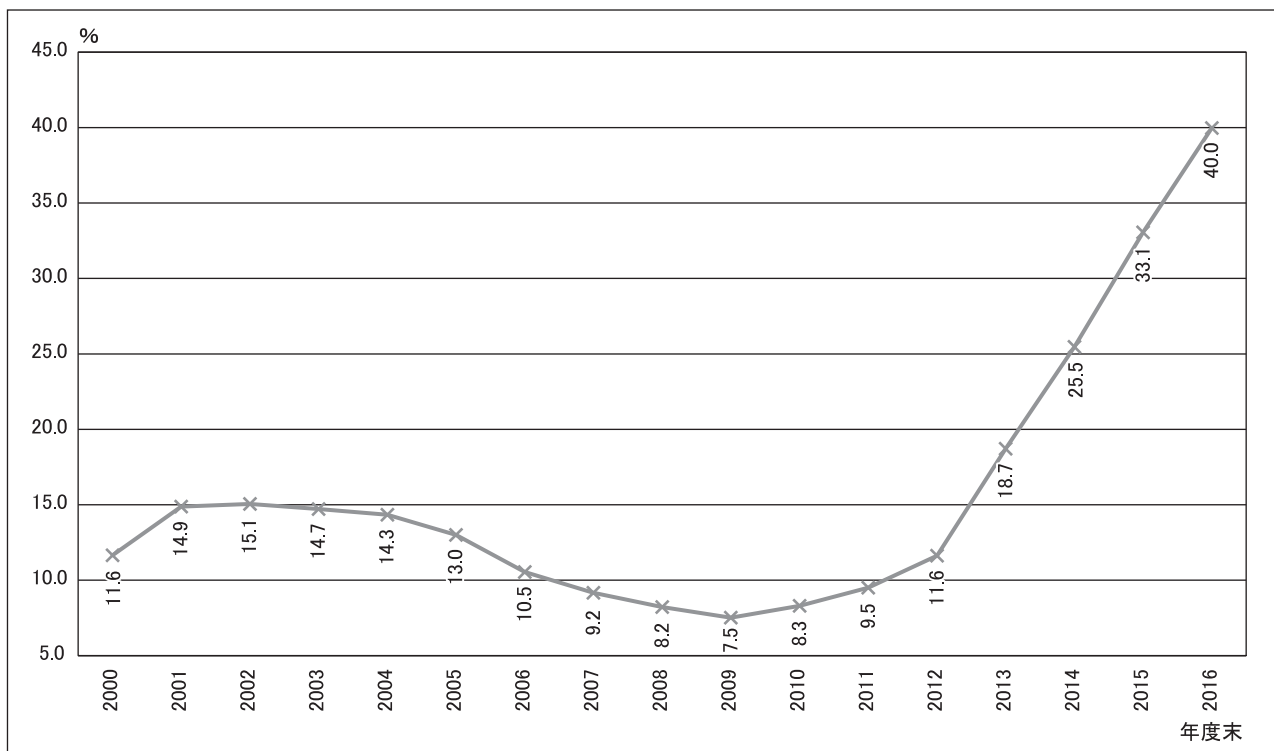
野田前総理が衆議院解散を表明した2012年11月に長期金利は動き始め、「アベノミクス」の概要が明らかになり、量的・質的金融緩和が導入さ

図表17 日本銀行の総資産と保有国債の推移



(注) 日本銀行の統計により作成。

図表18 発行国債に占める日本銀行の保有割合の推移



- (注) 1. 国債は財投債を含む。
 2. 日本銀行「資金循環統計」により作成。

図表19 日本銀行の長期国債の買入れ額の状況

(億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
保有残高増加分	206,626	628,044	659,801	817,649	752,456	494,232
償還相当分	241,988	252,212	306,414	331,185	405,545	468,071
合計	448,614	880,256	966,215	1,148,834	1,158,001	962,303
(参考) 日銀保有国債の借換え引受け (兆円)	16.7	11.7	11.1	10.4	8.0	3.0

- (注) 1. 償還相当分には償却原価法に基づく評価替えに伴う簿価の変動額が含まれる。
 2. 「参考」の数値は、当該年度に償還期限の到来する日銀保有国債の借換えのための引受限度額である。
 3. 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引（フロー表）」、同「対政府取引に関する業務」により作成。

れた2013年春に大きく下げた。その後、FRBのバーナンキ前議長の資産買入れの減額（テーパリング）を示唆する発言で長期金利が大きく振れる時期（2013年6月、いわゆるテーパー・タントラムによるバーナンキ・ショック）もあったが、概して長期金利が1%を下回る低水準が3年以上も続き、日銀が「マイナス金利政策」の導入を決めた後、とくに超長期債の利回りが大きく下がり、2016年2月9日には10年国債の流通利回りも初めてマイナスになった（図表20）。その後もイギリスのEU離脱決定を受け世界経済の先行き懸念

（投資家のリスク回避傾向）から2016年7月に入ってマイナス幅の過去最低を更新した。さらに、財務省が2016年3月1日に実施した10年国債の入札で落札価格の平均価格101円25銭・落札利回りマイナス0.024%と発行市場でも初のマイナスの利回りになった。

日銀が2016年9月21日に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を発表し、国債の買入れの増加ペースは日途（80兆円）として、短期金利と長期金利（10年国債利回り）を新たな操作目標とした。この決定の後には、とくに10年国債の金

図表20 国債金利の推移



(注) 1. 流通市場における実勢価格（公社債店頭売買参考統計値）に基づく半年複利ベースの最終利回り。
2. 財務省「国債金利情報」により作成。

利をマイナス0.1%からプラス0.1%の間で維持している。一方、長期金利の目標金利を維持する「指値オペ」も実施している。

国債金利が低位に推移する背景には低迷する経済成長率（物価上昇率）があることも否めないものの、最大の要因はいうまでもなく日銀による国債の大量買入れがある。そのため、金融緩和政策の動向次第では市場金利も不安定にならざるを得ない。2016年7月29日に日銀が9月20～21日の金融政策決定会合で金融緩和政策の「総合的な検証」を行うとの発表を行ったことで、債券市場は警戒感を強め国債利回りがその後上昇しマイナス幅を縮小するなどの動きもあった。

2018年7月31日の金融政策決定会合では、ゼロ%程度に誘導している長期金利の変動幅をマイナス0.1%～プラス0.1%の幅から2倍程度に拡大した。長引く超低金利による金融機関の収益悪化や国債市場の機能不全などの副作用を無視できなくなったための弥縫策である。

一方、「異次元の金融緩和」が政府・財政に与える最大の効果は「財政ファイナンス」の機能であろう。政府の資金調達コストが引き下げられ財

政出動（「機動的な財政政策」）を容易にした。金融機関に対しては、日銀による国債の高値買い＝「日銀トレード」で当面の収益悪化を補てんする。つまり、政府は長期金利の低下と国債発行年限の長期化（日銀は買入れ国債の平均残存期間の長期化で対応）による国債費の抑制をテコにしながら財政の拡大を行い、その結果、国債残高を膨らませているのである。

日銀による国債の大量買入れは、財政と金融との境界を一層不明確にし、国債膨張に対する市場からの歯止め機能を麻痺させている。

日銀は買入れ対象の国債について、当初の「発行後1年以内のものを除く」（日銀「国債売買基本要領」1999年3月25日）としていた制約を「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」（2002年1月27日）に拡大した後、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和政策」以降そのルール自体も撤廃している。新発債の大量買入れは実質的な「財政ファイナンス」になる⁽⁴⁾。「異次元の金融緩和政策」の経緯については図表21に掲げた。

図表21 異次元の金融緩和政策の推移

政策決定・名称	時期	目的	金融政策の概要			「銀行券ルール」・ 「国債買入れルール」
			量的緩和	質的緩和	金利操作	
2001/3/19 量的金融緩和政策 (非伝統的金融政策)	2001.3～ 2006.3	金融緩和 (CPIがゼロ %を安定的に上 回るまで)	<ul style="list-style-type: none"> 金融市場調節の誘導目標を無担保コールレート（オーバーナイトもの）から当座預金の残高の量に。（当座預金残高の目標を当初の5兆円程度から順次2004年11月の30～35兆円程度に拡大） 毎月の国債購入額を順次拡大。 			2001年3月19日 <ul style="list-style-type: none"> 日本銀行が保有する長期国債の残高について銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」を導入。 2002年1月17日 <ul style="list-style-type: none"> 買いオペ対象を拡大（1967年1月に設置した「1年ルール」＝発行1年経過の国債→直近発行2銘柄を除く国債）
2006/3/9			量的金融緩和を解除し、目標を無担保コールレートに変更。			
2010/10/5 包括的な金融緩和政策	2010.10～ 2013.3	世界金融危機に 対処	<ul style="list-style-type: none"> 「資産買入れ等の基金」の創設。国債やCP以外にも、指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）を買入れ。基金の規模は、買入資産（5兆円程度）を合わせ、35兆円程度。この後、基金における資産買入れ額を逐次拡大。 買入対象国債の残存期間は1～3年程度。 		<ul style="list-style-type: none"> 無担保コールの翌日もの金利誘導目標を0.1%から0～0.1%に変更。 	2010年10月5日 <ul style="list-style-type: none"> 「銀行券ルール」を「輪番オペ」（成長通貨に相当する供給量）に限定し、「資産買入れ等の基金」による長期国債の買入れには適用せず。
2013/1/11			安倍内閣・緊急経済対策「三本の矢」			
2013/1/22 日銀・政府の共同声明 日銀政策委員会・金融 政策決定会合		物価上昇率の目 標達成 (物価安定の目 標を導入)	<ul style="list-style-type: none"> 「資産買入れ等の基金」で「期限を定めない資産買入れ方式」を導入。2014年初から、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産を買入れ。 			
2013/4/4 量的・質的金融緩和政策 (異次元の金融緩和 政策)	2013.4～	デフレ脱却(物 価上昇の目標達 成) (CPIの前年 比上昇率2%の 「物価安定の目 標」を2年程度 の期間を念頭に 置いてできるだけ 早期に実現。 それまで、量 的・質的金融緩和 政策を継続。)	<ul style="list-style-type: none"> 資金供給量（マネタリーベース）を年間約60～70兆円に拡大。 国債買入れの拡大（年間50兆円、2年間で2倍）。 	<ul style="list-style-type: none"> 買入れ国債の年限を長期化（平均残存年数をフローベースで3年弱から7年程度に延長） ETF（年1兆円）、J-REIT（3千億円）の買入れの拡大。 株価指数に連動する上場投資信託（ETF）の買入れ枠を年1兆円、J-REITを300億円に相当するペースで増加するよう買入れ。 		2013年4月4日 <ul style="list-style-type: none"> 「銀行券ルール」を停止。 （「資産買入れ等の基金」を廃止——「輪番オペ」と「基金オペ」の統合——） 「1年ルール」を撤廃（買いオペ対象を拡大し、「直近発行2銘柄を除く国債」を撤廃）
2014/10/30 追加的金融緩和政策	2014.10～	デフレ脱却の懸 念払拭（消費税 の10%への増税 を行っても景気 悪化の防止を。 一方、政府は税 率引上げを1年 半延期を決定・ 2014.11.18)	<ul style="list-style-type: none"> 資金供給量の増加目標を年10～20兆円拡大。 国債買入れの拡大（年間30兆円増やし80兆円に）。 	<ul style="list-style-type: none"> すべてのゾーンの国債購入、平均残存年数7～10年程度に。 ETFの買入れを従来の3倍に拡大（年約3兆円）、J-REITを3倍の900億円に。 		
2015/12/18 量的・質的金融緩和政策 の補完措置	2015.12～	資産買入れの円 滑化 金融緩和政策の 実体経済への浸 透	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関が日銀に差し入れる担保の種類を住宅ローン債権などに拡大。 	<ul style="list-style-type: none"> 買入れ国債の平均残存年数を「7～10年」から「7～12年」に。 成長基盤強化支援資金供給の拡充。 ETFの買入れ枠を年3.3兆円に拡大（2016年4月以降）。 J-REITの銘柄別の買入限度額の引上げ（当該銘柄の発行済み投資口の総数の5%以内から10%以内に引上げ）。 		

政策決定・名称	時 期	目 的	金融政策の概要			「銀行券ルール」・ 「国債買入れルール」
			量的緩和	質的緩和	金利操作	
2016/1/29 マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策	2016.1～	中国・新興国・資源国の先行き不透明感でデフレマインドからの脱却に影響が出るリスクを圧縮	・国債買入れを年間80兆円のペースで増加。		<ul style="list-style-type: none"> ・金利面での緩和策を追加。日銀当座預金にマイナス0.1%金利を適用(2016.2.16からの準備預金期間から)。 ・日銀当座預金を3段階の階層構造に分割。 ・イールドカーブ全体の金利低下を促す。 	
2016/7/29 金融緩和の強化	2016.7～	英国のEU離脱問題、新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、企業・家計のコンフィデンスの悪化を防止		<ul style="list-style-type: none"> ・ETFの買入れ枠を年3.3兆円を年約6兆円に拡大。 ・企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置(成長支援資金供給・米ドル特則の拡大、米ドル資金供給オベの担保となる国債の貸付制度の新設)。 		
2016/9/21 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策	2016.9～	「総括的な検証」を踏まえ、新たな枠組みを導入	<ul style="list-style-type: none"> ・物価上昇率の実績値が安定的に「2%」を超えるまで資金供給量拡大を継続。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFとJ-REITの買入れをそれぞれ年6兆円、年90億円は従来通り。 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期金利が年ゼロ%程度で推移するよう国債を買入れ(買入れ額は概ね現状程度のペース・年間80兆円)、平均残存年数の定めを廃止。 ・国債の「指値オペ」を実施。 ・固定金利の資金供給オペを1年から10年に延長。 ・短期のマイナス金利は据え置き。 	
2018/7/31 強力な金融緩和継続のための枠組み強化	2018.7～	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化		<ul style="list-style-type: none"> ・ETFの買入れ配分比率の変更(日経平均株価連動型の比率を減らし、より幅広い銘柄からなる東証株価指数<TOPIX>連動型を増やす)。 ・ETFの買入れ額を柔軟化。 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期金利の変動幅を拡大(マイナス0.1%～プラス0.1%の幅から2倍程度に)。 ・当分の間、現在の極めて低い長短金利を維持するとして「フォワード・ガイダンス」を導入。 	

(注) 日本銀行「金融政策決定会合」後の公表資料、その他により作成。

また、日銀は2001年3月に日銀が保有する長期国債の残高について銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」を明文化していた。それは、日銀による長期国債の買入れを経済成長に伴うマネタリーベース需要増の範囲内にとどめる「成長通貨オペ」の考え方に基づくものであった。2010年10月5日の「包括的金融緩和政策」で「銀行券ルール」を「輪番オペ」に限定し、「資産買入れ等の基金」による長期国債の買入れには適用しないこととし、2013年4月4日には同基金を廃止し「銀行券ルール」そのものを停止している。

「1年ルール」と「銀行券ルール」というまでもなく国債のマネタイゼーションに対する防波堤としての役割をもつものであった。

「物価上昇率2%」のターゲット達成時期が金融政策決定会合ごとに先送りされ、2016年9月21

日の「総括的な検証」では達成時期も外された。日銀は予想物価上昇率の引上げに関しては成功していないが、その一方で「中央銀行による財政ファイナンス」は具体的な効果となって進行している。政府債務は経済の長期停滞の調節弁の役割を果たすべく期待されながら膨張し続け「異次元の金融緩和政策」はそのコストの顕在化を回避している。財政膨張への市場からの歯止めとなる長期金利の上昇が金融抑圧で抑え込まれ財政規律は弛緩する。そのうえ政府は低迷する潜在成長率の実態から見ても極めて楽観的な高い成長(バブル期以来の名目成長率3%)を前提にして財政健全化を先送りしている。「出口」の局面で金融抑圧が収まるなかで、国債の増発が止まらなければ国債価格は下落する。仮に高い成長率が実現したとしても、低金利の既発債が、順次、より高利回り

の国債に借り換えられ、後年度ほど利払い費が膨らむことが不可避となる。金利上昇による財政負担増が経済成長（税収増加）の効果を上回れば政府債務は拡散してしまう。「出口」局面を含んだより長期で詳細な財政試算の提示が求められる。

「出口」で想定されるリスクは、国債費の膨張のほか民間金融機関の保有国債の評価損、日銀の資産毀損などがある。

民間金融機関は「出口」にあたって日銀当座預金の付利（利息）収入や預貸収支の正常化によりフロー収益が回復することが予想されるとしても、

国債価格の下落に伴う金融市場の不安定化は軽視できない。また、預貸収支の正常化は高い経済成長率が実現することが前提となる。

日銀の保有国債の利回りは徐々に上昇することが見込まれるが、一方で（「出口政策」の過程で採られた場合）当座預金への付利に伴う支払利子が増えるので、日銀の財務悪化が避けられない。日銀は国債の運用利息等を得る通貨発行益で収益構造を一部支える仕組みをもっているものの、当座預金への付利が急速に増えればその財務状況は悪化する。

4. 小 括

- ① 政府の掲げる「成長戦略」は実勢に比較して相当高い生産性の向上を想定している。労働投入率の引上げは高齢化の過程で労働集約的な福祉・社会サービスの充実強化を通じて進めることが求められている。その場合、必ずしも潜在成長率の引上げにつながるとは限らない。安定した国民の暮らしを重視する立場から見れば、「社会保障の市場化・産業化」などで財政に過大な生産性向上効果を期待することには多くの問題がある。
- ② 収益が膨らむなか人件費を抑制する企業の行動は企業部門の構造的な貯蓄超過をもたらす要因となっている。それは財政赤字の国内消化を可能にするという経済基礎的な構図を形成するのであるが、その際、人件費の抑制自体が国内需要を冷え込ませていること、国内の過剰貯蓄がある一方で日銀による実質的な「財政ファイナンス」が行われそれからの正常化が困難になっていること、などの問題に注意しなければならない。
- ③ 異次元の金融緩和政策でその恩恵を受けた大企業の収益環境は改善し、また、富裕層の資産性所得も著しく増加している。それは大企業・投資家の利益を優先した経済政策がもたらした結果でもある。その一方で、家計部門は「ゼロ金利」や年金の運用環境の悪化に伴う「逸失利益」を負担しており、また、民間金融機関とくに地域金融機関における収益環境の悪化が深刻になっている。

所得移転（逆再分配）の効果や地域間の所得格
- 差拡大の効果にも注意されるべきである。
- ④ 6年近くになる日銀の異次元の金融緩和政策は、緩和の手法を「量」から「金利」にシフトするなど内容を変化させながらも依然として政策目標「物価2%上昇」は実現していない。実際の物価水準の動向からも明らかなように「デフレ脱却」に向けた日銀の役割は限られたものでしかない。

国民が抱く根強い将来不安や低迷する潜在成長率があり、企業の期待成長率も低水準に推移している。その結果、マネタリーベースの増加に見合うマネーストックの伸びはなく信用乗数が大きく落ち込んでいる。
- ⑤ 政府は金融緩和に加えて財政拡張政策をも重視する姿勢を示すようになってきている。これは、信用乗数の落ち込みを補う方策とも位置づけられるが、財政規律を一層緩ませてしまうことはいうまでもない。

経済規模や政府債務に比較して日銀の国債保有は極めて高い割合に達している。政府は低利での国債発行と財政拡張が可能となり、日銀による「財政ファイナンス」（「国債のマネー化」）が現実化している。
- ⑥ 「出口政策」の具体的な方策が提示されておらず、出口局面で各経済主体の負担構造にどのような変化を与えるのか検証するのは難しい。出口局面で想定されるリスクは政府、民間金融機関および日銀のそれぞれに及ぶが、とくに、政府にとつ

て財政健全化を怠ったままでは財政危機はより深刻なものになる蓋然性が高い。金利上昇のリスクを日銀の「金融抑圧」で抑え込めばインフレリスクが高まる。これらはいずれも国民負担となって跳ね返ってくる。政府には「出口政策」と整合性のとれた財政再建計画を策定する責務がある。

[注]

- (1) 閣議決定「経済財政運営と改革の基本方針2015～経済再生なくして財政健全化なし～」(2015年6月30日)
- (2) 内閣府「日本経済－2018－成長強化に向けた課題と展望」(2018年1月)
- (3) 宮川努「人材・IT投資一体で推進」(「日本経済新聞(経済教室)」2017年8月22日)
- (4) 木内登英『異次元緩和の真実』(日本経済新聞出版社、2017年11月)150～162頁。
- (5) 閣議決定「経済財政運営と改革の基本方針2018～少子高齢化の克服による持続的な成長経路の実現～」(2018年6月15日)
- (6) 湯本雅士『サブプライム危機後の金融財政政策——伝統的パラダイムの転換』(岩波書店、2010年)198頁。
- (7) 宮尾龍蔵は、マネタリーベースの増加が、長期金利の低下と株価や為替レートの上昇(ドル高・円安)の波及効果をもたらしたばかりでなく、GDPや消費者物価上昇率に持続的なプラス効果をおよぼしたとする分析を行っているが、信用乗数の落込みについて触れていない。宮尾龍蔵『非伝統的金融政策——政策当事者としての視点』(有斐閣、2016年10月)89～120頁。
- (8) 目標を「2%」とした理由について、次の三つのことがあげられている。①CPIが実勢より上昇率が高めに出る傾向があること(上方バイアス)、②景気が大きく悪化したとき金融政策の対応力を維持するためある程度の物価上昇率を確保しておくのが望ましいこと(のりしろ)、③アメリカ、イギリス、カナダなど他の中央銀行が2%の目標値を掲げており、2%で足並みをそろえないと円高を招くおそれがあること(グローバルスタンダード)。黒田東彦「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか」日本商工会議所における講演2014年4月20日。
- (9) なお、黒田東彦は著書『財政金融政策の成功と失敗』(日本評論社、2005年)で「日本のデフレはさまざまな要因が影響して起こったことだと考えられ、金融政策もそれらの一つだったろうし、ある局面では主要な要因だったかもしれないが、一貫してデフレの最大原因だったということはむずかしい。……ただし、このことがデフレの責任が金融政策にない

ということを意味しているわけではない」(182頁)と、デフレの原因が金融政策にあるとは限らないが、デフレ脱却を実現する責任は金融政策にある旨のことを述べている。

- (10) 「日本経済新聞」(2018年6月12日)
- (11) 財務省は新発国債の入札から発行までの「決済期間」(これまで10日以上かかる場合もある)を入札の翌営業日に揃え、2018年5月から実施している。決済期間の短縮は金融機関の国債転売リスクを軽減することで日銀への売却(日銀トレード)を容易にするものである。