

ジャパン・スポットライト2020年11/12月号掲載（2020年11月10日発行）（通巻234号）

英文掲載号<https://www.jef.or.jp/jspotlight/backnumber/detail/234/>

会田卓司氏（ソシエテ・ジェネラル証券 チーフエコノミスト）

コラム名：Cover Story 2

（日本語版）

コロナショックから財政拡大でアベノミクス 2.0 が稼働しデフレ脱却へ

コロナショックで戦後最悪とも言われる景気悪化に直面し、財政政策に否定的な古い常識を脱して、政府は危機克服に向けて大規模な財政出動へ舵を切った。しかし、景気悪化懸念は強く、コロナショック克服後に再び景気回復とデフレ脱却の道を歩めるのか不透明な状況だ。どのような経済政策を行えばよいのか？底を這って回復のない景気のL字型を回避するには何が必要なのか？景気回復を緩慢なU字型から迅速なV字型に促進するには何が必要なのか？しっかりとした景気回復の下で、デフレ脱却への道に戻るには何が必要なのか？信用、設備投資、リフレという三つのサイクルが景気の形とデフレ脱却を左右する要因だ。まずは経済政策総動員で信用と設備投資のサイクルを上向かせる必要がある。そして、強力な財政拡大と金融緩和のポリシーミックスの継続で、アベノミクス 1.0 で欠落していたリフレサイクルの上振れをとまなうアベノミクス 2.0 が稼働すれば、長年の課題であるデフレ脱却へつながる可能性がある。財政拡大と金融緩和の強いポリシーミックスで、日米欧ともにマネーが拡大するための目詰まりが解消し、これまでの経済活動の足かせとなってきたグローバルデフレから経済活動を促進するインフレに変化していく可能性があることも追い風だ。

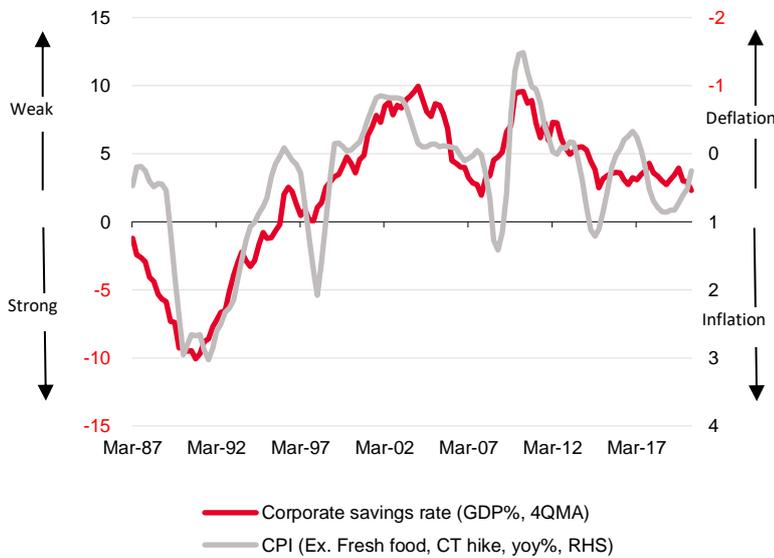
なぜデフレを脱却できなかったのか？

長年日本では、将来の経済成長が期待できず、物価下落が続くとみられたため、企業にとっては投資よりもリストラなどによるコスト削減が重要であった。賃金が減少し、家計も苦しくなった。普通の経済では、企業は事業を展開するために資金を調達する。企業が資金を借り入れることは、貯蓄率ではマイナス（資金需要があること）だ。しかし日本では、企業が家計と同じように支出を抑えて貯蓄に励み、デレバレッジとして借金を返済し続け、貯蓄率は異常なプラス（資金需要がないこと）になってしまった。普通はしない部門が貯蓄をして何も使わないのであれば、支出が減り、国内の需要に下押し圧力がかかってしまう。その結果、1990年前後のバブル崩壊後、日本経済は国内の需要の弱さとデフレに苦しんできた。企業から需要を破壊する力がかかっているのであれば、政府が需要を拡大して補うべきだ。企業の貯蓄が大規模な財政支出のファイナンスを支えるため、金利は極めて低い水準に維持される。

企業に資金需要が存在する（企業貯蓄率がマイナスである）中で財政赤字が金利高騰のリスクとなるそれまでの古い常識から脱せず、政府は財政拡大に消極的であり続けた。または、海外経済が好調で、少しでも景気が良好な状態になると、国内の需要の弱さとデフレから脱却する前に、増税や財政支出削減を行ってしまった。その財政緊縮の中で、弱者を救済するセーフティーネットも削られた。賃金の減少とと

もに、家計の将来不安は大きく、需要が更に弱くなり、ビジネスのパイの縮小で企業は投資よりも更にリストラを進める悪循環となった。賃金は減少するもの、ビジネスのパイは縮小するもの、そして需要の弱さで物価は下落するものという観念がいつしか経済の中で固定化してしまった。

図 1：企業貯蓄率と消費者物価指数

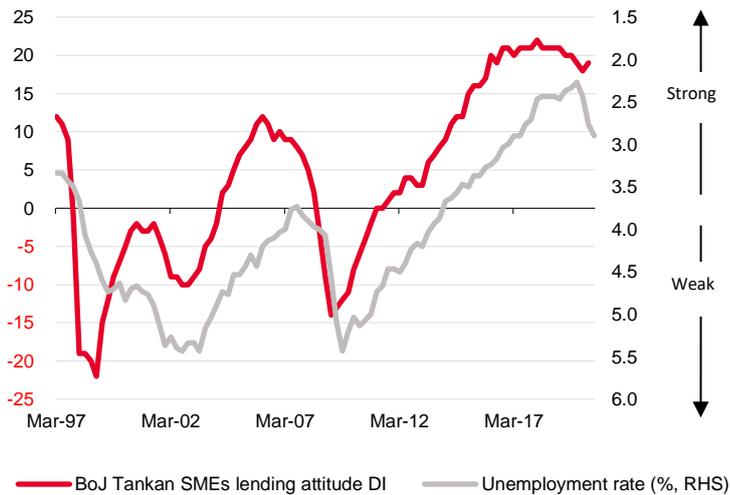


出所：日銀、内閣府、総務省、SG

アベノミクス 1.0 始動と失速

固定化した観念を覆すには劇的な動きが必要だ。2013 年にデフレ脱却を目指すアベノミクス 1.0 がスタートした。これまでにない大規模な金融緩和が行われた。金利は極限まで低下し、金融機関も融資に積極的になり、中小を含め企業がいつでも資金調達ができるという安心感がこれまでになく広がった。失業率に先行する日銀短観の中小企業金融機関貸出態度 DI は、バブル崩壊後の圧倒的な高水準まで上昇し、信用サイクルは上振れた。IT 技術の発達もあり、日本経済は製造業からサービス業中心に変化しつつあった。いつでも資金調達ができるという安心感は、滞留していた手元資金を投資などに向けさせ、新たなサービスなどの事業拡大につながった。雇用も拡大し、失業率をバブル崩壊後の圧倒的な低水準まで低下させた。この間、海外経済が好調であったことも追い風だった。財政政策も、東日本大震災からの復興で拡大基調であったのが逡巡する中、アベノミクス 1.0 の初期は支出に積極的でそれを補い、需要の回復を促進した。しかし、かなり将来の高齢化を心配し、景気が少しは良好になったこともあり、国内の需要の弱さとデフレから脱却する前に、消費税率や社会保険料を引き上げるなど、また増税や財政支出削減を行ってしまった。アベノミクス 1.0 は失速した。

図 2：日銀短観金融機関貸出態度 DI（信用サイクル）と失業率



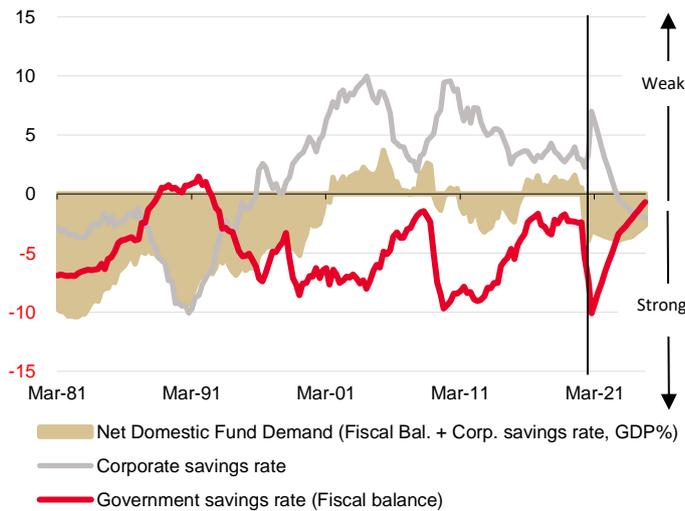
出所：日銀、総務省、SG

デフレ脱却には財政拡大が必要

しっかりとした経済成長を維持するため、企業の支出が弱くて需要を破壊する力になっているのであれば、政府の支出などでオフセットする必要がある。しかし、緊縮的な財政政策となってしまったため、企業の貯蓄率の異常なプラス幅を、財政収支のマイナス（赤字）で十分にオフセットすることができず、そのバランスであるネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）はマイナス（支出が強い）であるべきものが、消滅（支出が弱い）してしまった。需要を生み出す力、資金が循環し経済とマネーが拡大する力、家計に所得が回る力であるネットの資金需要が消滅している状態は、リフレサイクル（経済が膨らむ力）が弱いことを意味する。経済とマネーの膨らむ力が弱く、景気回復の実感は得られなかった。緊縮的な財政政策は雇用の拡大で立ち直りかけた家計の大きな負担となり、企業と政府の支出が弱いことで賃金の拡大も弱くなり、国内の需要の弱さとデフレからなかなか脱却できない原因となってしまった。

ネットの資金需要が消滅していると、日銀が供給した流動性が市中に流れていくことが困難となり、ただ金融機関や日銀当座預金に滞留し、量的金融緩和の効果も限定的になってしまう。更に、家計に資金が回る力が弱くなり、緊縮財政の負担とともに国民の不満が高まり、ポピュリズム的な政治不安にもつながってしまう。金融政策にばかり負荷がかかり、超低金利の長期間の継続など、金融機関の経営への圧迫などの副作用が心配されるようになってきてしまっている。ネットの資金需要がバブル期のような巨額（GDP 対比-10%程度）にならなければ、政府と企業が資金を取り合うクラウディングアウトをとまなう金利急騰など、財政ファイナンスの問題はなく、緊縮財政は必要ではないはずだ。しかし、財政赤字と財政負債の大きさを単純に懸念し、緊縮財政でネットの資金需要を消滅させたままにするというミスを行ってしまったことが、デフレ脱却の足かせとなった。リフレサイクルを上振れさせ、デフレを脱却させるためには、ネットの資金需要を適度な大きさに誘導することが必要だった。（詳細は、拙著の「日本経済の新しい見方」（きんざい）を参照してください。）

図3：ネットの国内資金需要（リフレサイクル）



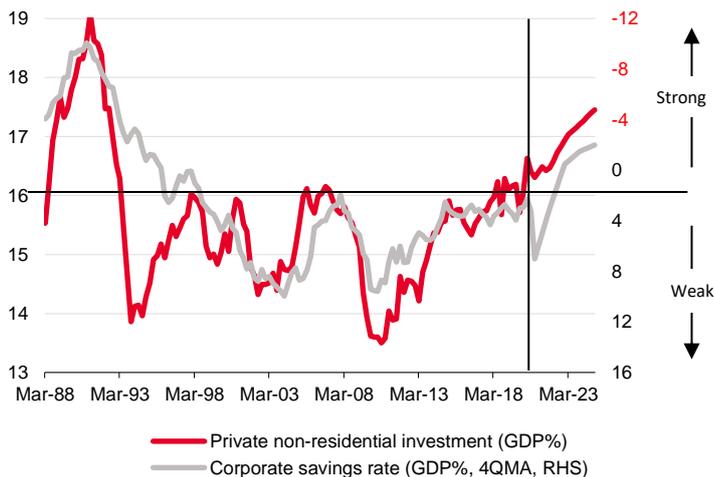
出所：日銀、内閣府、SG

デフレ脱却の萌芽

それでも歯車は緩やかながら良い方向に回っていた。信用サイクルの上振れなどに支えられ、ビジネス（名目 GDP）のパイは緩やかに拡大を始め、賃金も物価も緩やかに上昇を始めた。その良い方向への変化の中、将来の経済成長が強くなり、物価も上昇する期待が大きくなっているのであれば、企業は投資を増やすはずだ。そうなれば、国内の需要の弱さとデフレから脱却するチャンスが生まれる。これまで民間の投資は GDP（経済規模）に対して 16%を上回ることができず、投資活動が弱い状態が続いてきた。昨年、バブル崩壊後では初めて 16%を持続的に上回る投資の活性化が確認できた。設備投資サイクルがとうとう上振れた。デフレ脱却の萌芽だ。企業は人手が足りなくなり、設備の力を使わなければならなくなっていた。AI、IoT、ロボティクス、ビッグデータ、5G を含む新たなテクノロジーの発展も貢献した。都市再開発や研究開発の予算を増やして、新たな商品やサービスを生み出して、事業を大きくしようとする動きもあった。

そのまましばらく投資が大きくなる動きが続けば、設備投資サイクルが先導する中で、企業の貯蓄率は異常なプラスから正常なマイナス（資金需要が復活すること）に戻り、総需要を破壊する力がなくなる。企業の資金需要を起点にして信用創造でマネーが拡大する。そして、日本は国内の需要の弱さとデフレから脱却できることになるはずだった。

図 4：設備投資サイクルと企業貯蓄率



出所：内閣府、日銀、SG

コロナショックから財政拡大を経てデフレ脱却へ

新型コロナウイルスがデフレ脱却へのその萌芽を摘み取ってしまった。コロナショックによる景気悪化への懸念は強く、家計と企業の活動は止まり、再び景気回復とデフレ脱却の道を進めるのか不透明な状況となっている。まずは、政府・日銀の経済政策により、信用サイクルを腰折れさせないことが重要だ。信用サイクルが腰折れなければ、コロナショックが緩和していく中で、これまでのビジネスと雇用の拡大のメカニズムが維持され、景気の形は急激に落ちた後に底を這う L 字型を回避し、回復を始めることができる。その後、これまでの新たなテクノロジーの発展のモーメントなどを背景に、政府の経済政策などの支援もあり、コロナショック下での IT 技術の活用がイノベーションを促進し、投資活動の再活性化で設備投資サイクルが上振れれば、景気回復の形は緩慢な U 字型から迅速な V 字型に進展する。その時点で、これまでのデフレ脱却の道に戻ることになる。

表 1：新型コロナウイルス問題による景気の形

- I 字型（落ち続ける）**： 経済学よりも疫学的な問題で感染爆発により経済構造が崩壊。
- L 字型（底を這って回復がない）**： 企業のデレバレッジとリストラが再発し、雇用所得環境が悪化しながらデフレに再突入。
- U 字型（回復は緩慢）**： 堅調な雇用所得環境に支えられて経済の自然治癒が進むが、追加的な景気押し上げの力がない中でデフレ脱却は遠のく。
- V 字型（一気に回復力を取り戻す）**： IT の新技術などを背景とした企業の設備投資の拡大で強い景気回復に。財政拡大・金融緩和のポリシーミックスの力で、デフレ脱却へ向かう元のパスへ。
- W 字型（再発による二番底）**： ワクチン開発の成否や集団免疫獲得の有無、ウイルス変異のリスクなどの疫学的な問題。

これまでは経済とマネーが拡大する力であるネットの資金需要が消滅し、リフレサイクルが弱く、デフレを脱却できなかった。しかし、コロナショックによって戦後最悪とも言われる景気悪化に直面し、「財

政赤字はいつでも金利高騰のリスクになる」という財政政策に関する古い常識を脱して、政府は危機克服に向けて大規模な財政出動へ舵を切った。財政拡大と、企業活動の再活性化で、総需要を生み出す力、資金が循環し経済とマネーが拡大する力、家計に所得が回る力、即ちリフレサイクルが拡大する力となるネットの資金需要が復活し、それを日銀がマネタイズする形となり、アベノミクス 2.0 が稼働することになるだろう。強力な財政拡大と金融緩和のポリシーミックスの継続で、アベノミクス 1.0 で欠落していたリフレサイクルの上振れをとまなうアベノミクス 2.0 が稼働すれば、デフレ脱却への元の動きに戻ったあと、その動きは加速する。数年後に企業貯蓄率がマイナスの正常な状態に戻ること、過剰貯蓄が総需要を破壊しなくなる。リフレサイクルが弱く、経済とマネーが縮小傾向では、どんな立派な成長戦略を政府が推進しても、企業活動は弱いままだ。まずは財政拡大でリフレサイクルを上振れさせ、経済とマネーが膨らむ力が取り戻されれば、企業は反応して活動は活性化する。企業貯蓄率が正常なマイナスに戻った時、政府はデフレ完全脱却を宣言できる。総需要を破壊する力がなくなり、次の景気後退局面でもデフレに戻るリスクがなくなるからだ。

表 2：三つのサイクルと景気の形

- ① 信用サイクル(日銀短観中小企業貸出態度 DI)が腰折れなければ、景気はLを回避しUに進展。
- ② 設備投資サイクル(実質設備投資 GDP 比率)が再び上向けば、景気はUからVに変化。
- ③ リフレサイクル(ネットの資金需要)が上振れれば、アベノミクス 2.0 が稼働。

ネットの資金需要の望ましい水準は GDP 対比-5% (30 兆円) 程度とみられる。一方、コロナショックで企業活動が著しく弱くなり、企業貯蓄率が大きく上昇しているとみられることを考えれば、現時点までの財政拡大はようやくネットの資金需要を復活させる程度で、財政不安のリスクは大きくない。家計と企業への更なる支援や、景気のV字回復を即する財政拡大余地はまだ大きい。そして、その望ましいネットの資金需要の水準を維持する緩和的な財政政策(拡大した財政支出水準を維持すること)をデフレ脱却まで継続する必要がある。これまでのネットの資金需要を0%程度に誘導するような財政政策スタンスは緊縮すぎで、-5%程度に誘導するような緩和的に変化すべきだろう。言い換えれば、-5% (30 兆円) 程度の恒常的な財政支出拡大余地がある。今年はその余地を新型コロナウイルス問題の対策に使っている。終息後の来年以降は、教育、インフラ投資、家計支援(ベーシックインカムなど)、そして医療福祉体制拡充などに向けていくべきだろう。一方、リスクシナリオとして、財政拡大の反動で、財政赤字と財政負債の大きさをまた単純に懸念し、早急な財政収支黒字を目指す財政緊縮が行われれば、ネットの資金需要はまた消滅し、デフレ脱却に失敗してしまうだろう。以前の復興税のようなコロナ増税や、再度の消費税率引き上げなどをすれば、経済と家計に極めて大きなダメージを与えることになってしまう。望むべき財政再建は、企業活動の活性化で企業貯蓄率が-5%程度まで低下し、景気拡大による税収の自然増と過熱抑制の財政引き締めで、財政収支が0%に戻り、望ましい水準のネットの資金需要のすべてが企業によって生まれる形になることだろう。企業貯蓄率が異常なプラスで過剰貯蓄と需要不足の状態、緊縮財政で無理に財政収支を0%に改善させようとし、ネットの資金需要が消滅し、リフレサイクルが腰折れ、デフレ脱却に失敗し、景気悪化で財政の状態が更に悪化してしまったこれまでの間違いは反省すべきだろう。その失敗のツケを回された家計はもう限界にきている。

コロナショック後のインフレの形

コロナショック後の物価の動きを予想するには、短期的な変動ではなく、需要と供給のトレンドの違いを見極めなければいけないだろう。目先は、新型コロナウイルスに対する警戒感が残り、政府も自粛の呼びかけを続けているため、経済活動が抑制され、サービスを中心に需要の戻りは緩やかだろう。東日本大震災のように生産設備に大きな物理的ダメージがあったわけではなく、物流は維持されている。供給対比で需要が弱いため、物価には下押し圧力がかかり、物価下落による実質所得の増加が需要を支える形となるだろう。物価が落ちて、供給対比で極めて弱い需要の下支えになるのは正常な動きである。新型コロナウイルス問題の終息後の展開は逆となるだろう。需要は通常の生活を取り戻す中で、雇用・所得が維持されていることにも支えられ、しっかり回復していくとみられる。グローバル生産体制のリスクの見直しと改変が進行する可能性がある。更に、危機管理の在庫手当ても含め、安定した供給体制に対するプレミアムが上昇するだろう。ソーシャルディスタンスへの意識も、サービス業を中心に供給を制約することになるだろう。企業は販売数やシェアより利益率を重要視するようになり、一時的な需要の弱さによる値下げに踏み切るハードルを上げ、価格弾力性を考慮した価格戦略が広がるとみられる。需要の回復とともに、供給対比での需要の強さが生まれ、物価動向はデフレよりもインフレへの方向性も持つ可能性がある。企業の過剰貯蓄を十分にオフセットする財政拡大と金融緩和のポリシーミックスの影響で、需要の回復とともに、ネットの資金需要が復活し、マネーが拡大する力が強くなる可能性がある。ネットの資金需要の有無で判断すれば、コロナ前後でポリシーミックスの強弱は全く違う。財政政策が緊縮から拡大に転じていることは、これまでのデフレトレンドからインフレトレンドへの変化を促すだろう。

政府・日銀は、企業向けの流動性対策を大幅に拡充し、信用サイクルの防衛に全力を尽くす方針の下での政策の下支えで、中小企業貸出態度 DI は改善した。政府・日銀の政策などに支えられて、何とか堅調な信用サイクルは維持でき、景気は L 字型を回避できるだろう。実質設備投資は実質 GDP を大きくアウトパフォームし、実質設備投資の実質 GDP 比率は大きく上昇した。短期の業況感に左右されない、人口動態にともなう労働需給逼迫を含む生産性と収益率の向上の必要性、AI・IoT・ロボティクス・5G を含む技術と産業の革新、遅れていた中小企業の IT 投資、老朽化の進んだ構造物の建て替え、都市再生、研究開発が大きな後押しとなっているとみられる。企業は新型コロナウイルスの影響は一過性と判断し、金融機関の資金融資に対する警戒感も大きくないため、長期的な視野の投資拡大は止めるわけにはいかず、まだ設備投資サイクルは上向きを維持できると考える。新型コロナウイルス問題が終息への方向性が維持できれば、堅調な信用サイクルが生み出す景気回復の力を、強い設備投資サイクルが生み出す需要の牽引力で、景気回復は緩慢な U 字型から迅速な V 字型に進展していくだろう。

グローバルにもインフレの力が

新型コロナウイルス問題に対処するため、各国は巨額の財政拡大に踏み切った。財政収支の赤字幅は大きく膨らむことになる。財政拡大と金融緩和の強いポリシーミックスで、日米欧ともにマネーが拡大するための目詰まりが解消し、これまでの経済活動の足かせとなってきたグローバルデフレから経済活動を促進するインフレに変化していく可能性が出てきた。米国では、財政赤字の拡大に対して、家計と企業の貯蓄率の上昇が小さければ、国際経常収支の赤字幅は膨らむことになる。米国は国際経常収支を赤字

にすることで、世界に向けてドルを供給しているのが、ドル基軸通貨体制であると考えられる。米国の国際経常収支の赤字幅が増加し、しかも FED の強力な金融緩和が継続するということは、世界のドル供給が増加することを示唆している。これまでは、国内の資金需要・総需要を生み出す力、資金が循環し貨幣経済とマネーが拡大する力であるネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）は強かったが、住宅バブル後の家計のデレバレッジで貯蓄率が大きく上昇したため、国際経常収支赤字額は縮小してきていた。

日本では、企業の過剰貯蓄が問題になる中で、財政政策が緊縮であったことが、総需要を破壊する過剰貯蓄を解消できず、これまでのデフレの一つの大きな理由であったと考えられる。現在は、企業の過剰貯蓄を十分にオフセットする財政拡大と金融緩和のポリシーミックスの影響で、需要の回復とともに、マネーが拡大する力が強くなる可能性がある。ネットの資金需要がコロナ前は消滅していたが、財政拡大で復活し、それをマネタイズする金融政策の効果も大きくなるだろう。ネットの資金需要の有無で判断すれば、コロナ前後でポリシーミックスの強弱は全く違う。ネットの資金需要が復活することで、家計への資金の流れの目詰まりが解消され、内需拡大の可能性がある。これまでは、ネットの資金需要が消滅したが、国際経常収支黒字額は大きく変化せず、家計の所得が減少して貯蓄率が低下してきていた。ユーロ圏では、ネットの資金需要の消滅の代償は、家計ではなく、国際経常収支黒字額の大幅な拡大という形で他国に押し付けられていたようだ。インフレ期待が根強く、賃金の引き下げは困難で、統一通貨は輸出力のあるドイツにとって安すぎる水準であることが理由だろう。財政拡大でネットの資金需要が復活することは、他国から需要を奪う形で急速に拡大してきた国際経常収支の黒字額が縮小に転じる可能性がある。これらのグローバルにマネーが拡大する要因は、資産価格の上昇、そしてこれまでのグローバルなデフレ基調がインフレ基調へ変化していくきっかけになるかもしれない。

米中の覇権争いがもたらすもの

新型コロナウイルス問題が終息に向かったとしても、米中のグローバルな政治・経済の覇権争いが不安要因として残ることがマーケットで意識されているようだ。中国は、これまでのグローバル・デフレの経済環境下で、経済の巨人へと成長した。では、グローバルな経済環境がインフレに転じた場合、これまでの勢いを維持することができるのだろうか？中国の国家資本主義は、欧米の自由資本主義よりも効率的で、インフレ圧力をうまくコントロールできるだろうか？グローバル・デフレという過剰貯蓄の（資本が有り余っている）経済環境が、国家主導の非効率的投資活動を許容してきたし、非効率的なものを含むその総需要拡大策が、経済規模を巨大にしてきたとも考えられる。より効率的な投資活動が求められるグローバル・インフレの経済環境では、国家主導の経済体制のパフォーマンスは、自律的な効率化のメカニズムを内包する自由資本主義の経済体制よりかなり劣る可能性があろう。グローバルな政治・経済の覇権争いに勝利するため、米国の政策当局が、より有利であるインフレの経済環境を志向する可能性があることには注意すべきだ。

自由資本主義陣営が覇権争いに勝利するためにインフレが必要であるということも一つの考え方だ。米国は国際経常収支を赤字にすることで、世界に向けてドルを供給しているのが、ドル基軸通貨の体制であると考えられる。米国の国際経常収支の赤字幅が増加し、しかも FED の強力な金融緩和が継続するということは、世界のドル供給が増加することを示唆している。ドル供給の増加は、資産価格の上昇、そし

てこれまでのグローバルなデフレがインフレへ変化していくきっかけとなるかもしれない。資本逃避を警戒しなければならない中国は国際経常赤字を維持して元をグローバルに供給し続ける基軸通貨の体制を構築し得ない。基軸通貨のドル体制が維持できることは、覇権争いにとって、米国に有利に働くだらう。

まだインフレの発現までかなりの時間がかかるだろうが、純粋な経済現象としてのグローバル・デフレの余韻に浸ってばかりいると、政治の動きが介入する複雑な経済現象としてのグローバルな経済環境のインフレへの転換が見えなくなるリスクとなろう。そして、デフレからインフレへのグローバルな転換はデフレ完全脱却への動きをみせる日本にはかなりの追い風となる可能性がある。インフレ・リスクが最も小さいことは、日本は最後までポリシーミックスを継続し、景気拡大を促進する余裕があることを意味する。しかし、新型コロナウイルス問題の終息後に、財政負債を懸念して財政政策が緊縮に転じてしまえば、追い風は一転して逆風になってしまうだろう。

(了)