

ウィズ・コロナとアフター・コロナ

2020.7.3

みずほ総合研究所
エグゼクティブエコノミスト
門間一夫

kazuo.momma@mizuho-ri.co.jp

ウイズ・コロナ VS アフター・コロナ

ビフォー・コロナ



ウイズ・コロナ
(ソーシャル・ディスタンス必要)



アフター・コロナ
(ソーシャル・ディスタンス不要)



- 人の移動や集まりを伴う経済活動の低迷(観光、飲食、イベント等)
- 仕事や教育のリモート化
- 情報技術(IT)の活用加速
- 都心不動産の需給緩和
- サプライチェーン、医療体制の見直し
- 大規模な財政・金融政策の発動



元に戻る



リアルとデジタルのベストミックスへ(選択肢の拡大)



都心と周辺の相対価格に変化



従来よりレジリエントに



反作用や副作用をどうみるか

人の移動制限や景気悪化に伴う財・サービス貿易等の低迷はウイズ・コロナの間だけ



コロナ前のトレンドが続くと考えられるが、コロナをきっかけに大きく加速するかどうかは未知数

- グローバル化の減速
- 米中対立
- グリーン、SDGs
- 資本主義の再考
- 長期停滞(低成長・低インフレ・低金利)



不変(インフレ、スタグフレーションを予想する見方は当たらない)

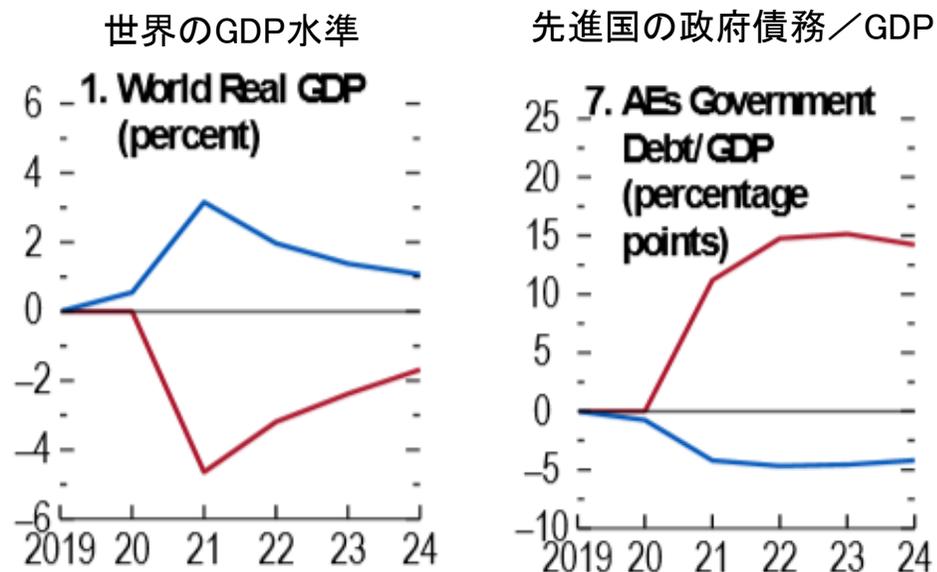
IMFによる世界経済の見通し

【 GDP成長率見通し(標準シナリオ、%) 】

	2020	2021
世界	- 4.9 (-3.0)	5.4 (5.8)
先進国	- 8.0 (-6.1)	4.8 (4.5)
米国	- 8.0 (-5.9)	4.5 (4.7)
ユーロ圏	-10.2 (-7.5)	6.0 (4.7)
日本	- 5.8 (-5.2)	2.4 (3.0)
新興・途上国	- 3.0 (-1.0)	5.9 (6.6)
中国	1.0 (1.2)	8.2 (9.2)
インド	- 4.5 (1.9)	6.0 (7.4)
ブラジル	- 9.1 (-5.3)	3.6 (2.9)

(注) 6月時点見通し(カッコ内は4月時点の見通し)
 (資料) IMF「世界経済見通しアップデート」(2020年6月)

【 代替シナリオ(標準シナリオからの乖離幅、%) 】



青: 感染症の抑制と経済回復の両立が想定以上にうまくいくケース
 赤: 2021年初めに第2波が襲うケース

なお、

世銀の見通し(2020年6月)では、
 世界のGDP成長率: 2020年-5.2%、2021年4.2%

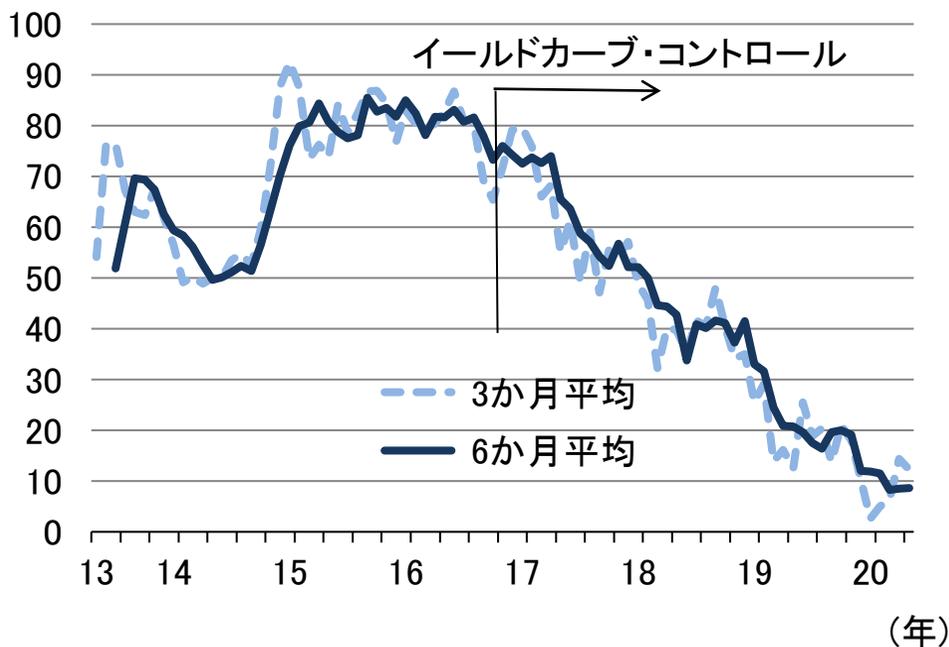
OECDの見通し(2020年6月)では、
 世界のGDP成長率: 2020年-6.0%、2021年5.2%

金融政策：当面は物価目標の実現どころではなく、「信用緩和」と「財政ファイナンス」へ

- 3月以降、主要中央銀行の政策の柱は、①国債の大量買入れ、②貸出・クレジット市場(CP・社債市場)の支援、③ドルの流動性供給。
- 日銀のイールドカーブ・コントロールは、国債が大量に発行される環境においては事実上の財政ファイナンス。なお、株式ETFの買入れは海外中銀では行われていない。

【日銀による長期国債のネット買入れ額】

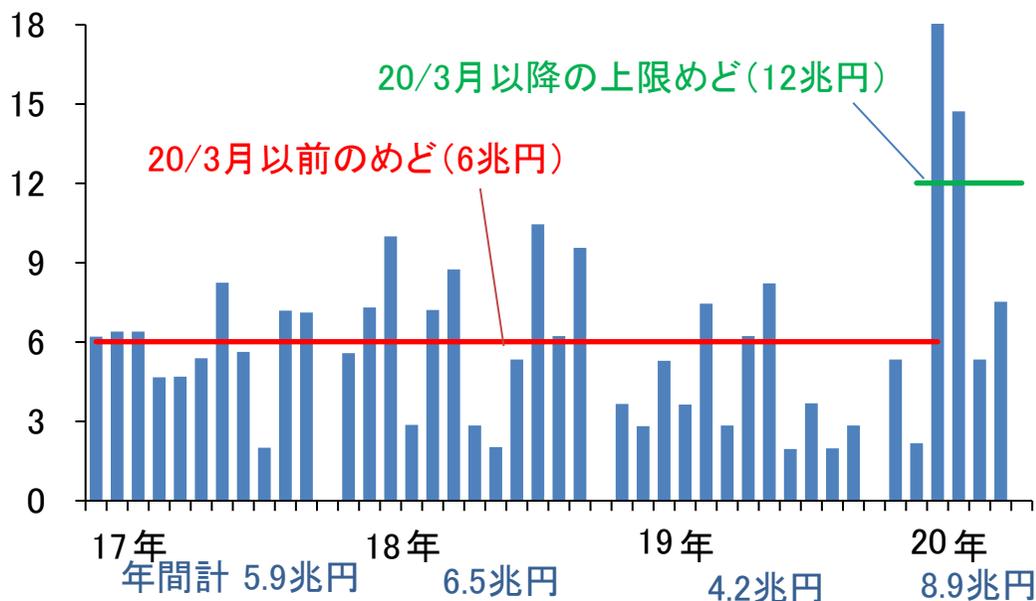
(年間換算額、兆円)



(資料) 日銀

【日銀によるETFの買入れ額】

(年換算額、兆円)



(注) 2020年の年間計は6月分までの年換算額
(資料) 日銀

コロナは一部のコスト上昇をもたらすが、全体としては物価を下押しする見込み

- 需給ギャップの悪化と原油価格の下落により、当面は先進国のデスインフレ傾向が強まる。日本の2020年度の物価はマイナスとなる可能性が高い。

【日本の消費者物価上昇率の見通し(%)】

	年度 2020	2021	2022
日銀	-0.7 ～ -0.3	0.0 ～ 0.7	0.4 ～ 1.0
エコノミスト 平均	-0.5	0.2	0.6

- ・日銀見通しは展望レポート4月号
- ・エコノミスト平均は「ESPフォーキャスト」(6月調査結果)。36人の平均。
- ・生鮮食品を除く。
- ・消費税、幼児教育無償化等の影響を含む。

【世界の消費者物価上昇率の見通し(%)】

	2019	2020	2021
先進国	1.4	0.3	1.1
米国	1.8	0.5	1.5
ユーロ圏	1.2	0.2	0.9
日本	0.5	-0.1	0.3
新興・途上国	5.1	4.4	4.5

(資料) IMF「世界経済見通しアップデート」(2020年6月)

中長期的にインフレ圧力が高まる可能性はどうか

インフレ要因

- ① 大規模な金融財政政策(中銀バランスシートの膨張、大幅な財政赤字)
- ② ペントアップ・ディマンドの顕在化
- ③ 様々なコストアップ(サプライチェーン、自国ファースト、ソーシャル・ディスタンス)の余波
- ④ 資本主義の変容(大きな政府、効率至上主義の後退、労働分配率の引き上げ)

デフレ要因

- ① 財政再建圧力
- ② 企業・家計のバランスシート調整
- ③ 将来の不確実性に対する意識の強まり
- ④ コロナ前から言われていた「長期停滞」

- コストアップが局所的に起きても、①総需要の強さ、②賃金への波及(いわゆるsecond-round effect)といった条件がそろわなければ、持続的な物価上昇圧力にはなりにくい。むしろ、実質所得の減少により、やや長い目で見ればデフレ圧力が高まるリスクもある。
 - スタグフレーションの様相を呈する場合は、最終的には「スタグ」の方がまさる可能性大(中央銀行はそれを見越し、コストプッシュで物価が上昇しても利上げには慎重な姿勢を維持⇒金利は上がらない)
 - 中長期でインフレ圧力が高まるとすれば、資本主義が大きく変容する場合か。しかし、その可能性は極めて低いのではないか。

コロナがもたらすコストプッシュの値上げ

ソーシャル・ディスタンスのコスト

- フレンチ・レストランA(ミシェラン星付き): 席数を減らしたことに伴い、ディナーコースを2万円から2万8千円に値上げ。
- 人気アニメ声優B: イベント開催の収容人数制限を踏まえ、ライブツアー・チケットを6800円から1万2千円に値上げ。

感染症対策のコスト

- 国土交通省は、11空港で感染症対策費用を施設利用料に加算することを認める方針。

海外

- 米国でも、レストラン、美容院、物流などで、諸コストを転嫁するためのコロナ追加料金(COVID surcharge)を課す事例が見られる。
 - もっとも、消費者から反発を買い追加料金取り下げを余儀なくされる例も。

(資料)各種報道より筆者作成

コロナがインフレに与える影響： 主要中央銀行の見方

クラリダFRB副総裁の講演(20.06.16)

- コロナショックは需要と供給の両方に影響を与えるが、**ネットでは需要を縮小させる効果の方が、短期的にも中期的にも上回ると考えている。**
- 長期的なインフレ期待は、既に**2%インフレ目標と整合的なレンジの下限ぎりぎり**にあり、当面の経済の厳しさを考えれば、そのレンジを下回ってしまうリスクがある。

黒田日銀総裁の記者会見(20.06.16)

- (4月の展望レポートの物価見通しは)2022年度でも0%の半ばから**一番上でも1%**ですので、2021年度であれ2022年度であれ、なかなか金利を引き上げる状況には遠い。
- (ウイズコロナの物価について)欧米でも色々と議論されていますが、**一方的に物価上昇率が低下するという議論はなく、上がっていくという議論、上がっていかないという議論、両方あるようですので、私自身は、新しい生活様式になったら物価が下がるということでは必ずしもないだろうと思っています。**

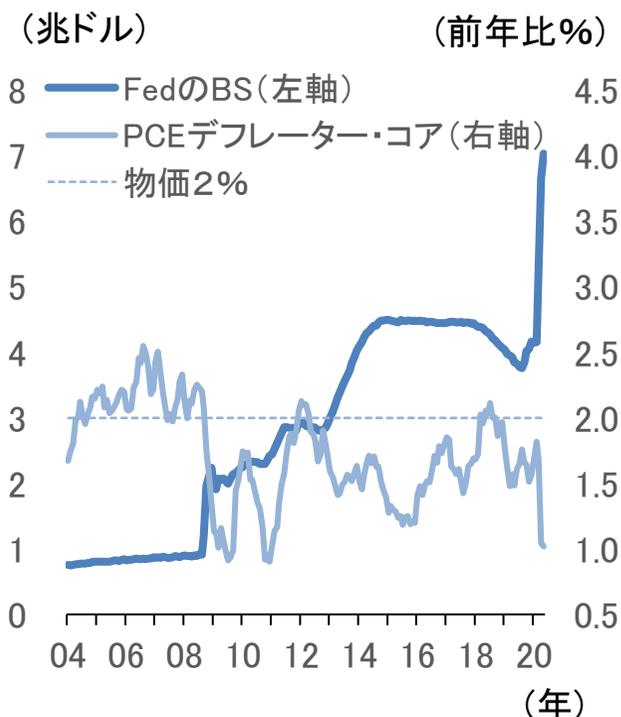
ECB幹部発言に関するブルームバーグ報道(20.06.09)

- ECBの理事会メンバーの中にはユーロ圏が**デフレに陥る可能性**を懸念する声が出てきている(レーン・フィンランド中銀総裁、デコス・スペイン中銀総裁、シュナーベル理事)。

中央銀行のバランスシートとインフレ率との関係は観察されない

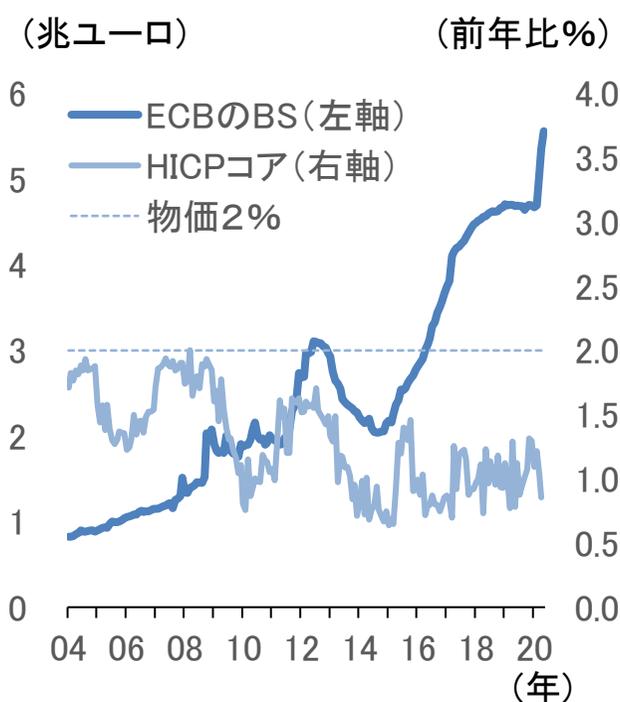
- 中央銀行のバランスシート、マネタリーベースの「量」がインフレを起こすという議論は、「インフレは貨幣的な現象である」というフリードマンの思想に由来する。
- しかし近年は、米国の量的緩和も日本の異次元緩和も、インフレにほとんど影響を与えていない。日本はもとより、米欧もインフレ目標を下回る状況が常態化している。

【米国】



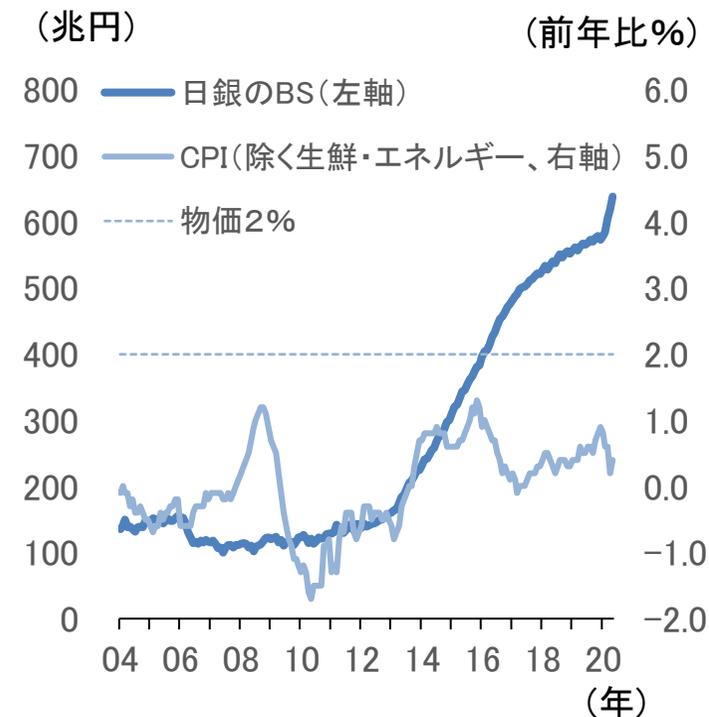
(資料)FRB、Bureau of Economic Analysis

【ユーロ圏】



(資料)ECB、Eurostat

【日本】



(資料)日銀、総務省

どの中央銀行も、超低金利の長期継続を示唆(フォワードガイダンス)

Fed

- 現在の**政策金利水準**(0~0.25%)を、①経済が足元の難局を乗り切った、②雇用と物価が目標への軌道に乗っている(on track)、と判断できる(confident)ようになるまで継続。

ECB

- 現在の**政策金利水準**(預金ファシリティ金利-0.5%)またはそれ以下の水準を、①見通し期間内に物価目標(close to, but below, 2%)に十分近づくことが見込まれ、②かつそのことが実際の基調的な物価動向で確認できる、まで継続。
- **資産買入れ**は利上げの直前まで継続。

日銀

- 2%目標を安定的に実現するまで、**イールドカーブ・コントロール**および**量的質的金融緩和**を継続。
- CPI(除く生鮮食品)前年比の実績が安定的に2%を超えるまで、**マネタリーベース**を拡大。
- **政策金利**については、現在の長短金利の水準(短期-0.1%、長期0%程度)、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

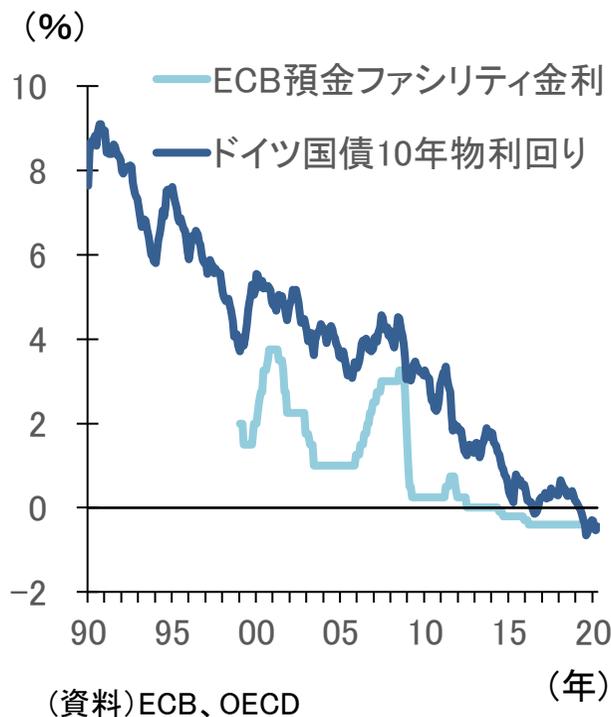
長短金利の「日本化」が進行

- 30年単位で見れば、先進国の金利はみな「ゼロ」へ向けて低下してきた。日本はゼロに至るタイミングが早かっただけとも言える。
- 長期金利(10年物)も日欧はゼロないしマイナスが定着。米国も本年3月以降は1%未満の水準へ。市場は、長期的な低成長・低インフレを想定しているように見える。

【米国】

【ユーロ圏】

【日本】



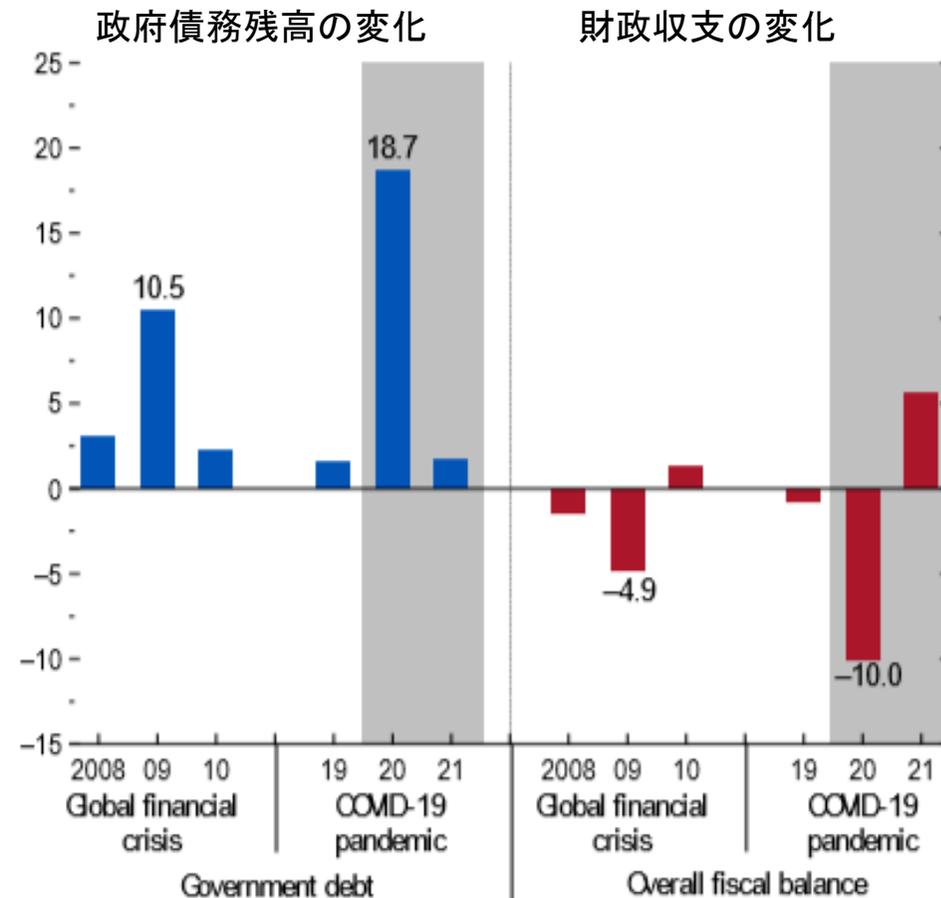
財政政策：経済への打撃を和らげる所得支援を中心に、各国とも大規模な対策を実施

【日本のコロナ対応経済対策、兆円】

	1次補正 4/30 成立	2次補正 6/12 成立	合計
事業規模	117.1	117.1	234.2
財政支出	48.4	72.7	121.1
国債発行	25.7	31.9	57.6

(資料) 財務省、各種報道

【世界の政府債務と財政収支(対GDP、%)】



(資料) IMF「世界経済見通しアップデート」(2020年6月)

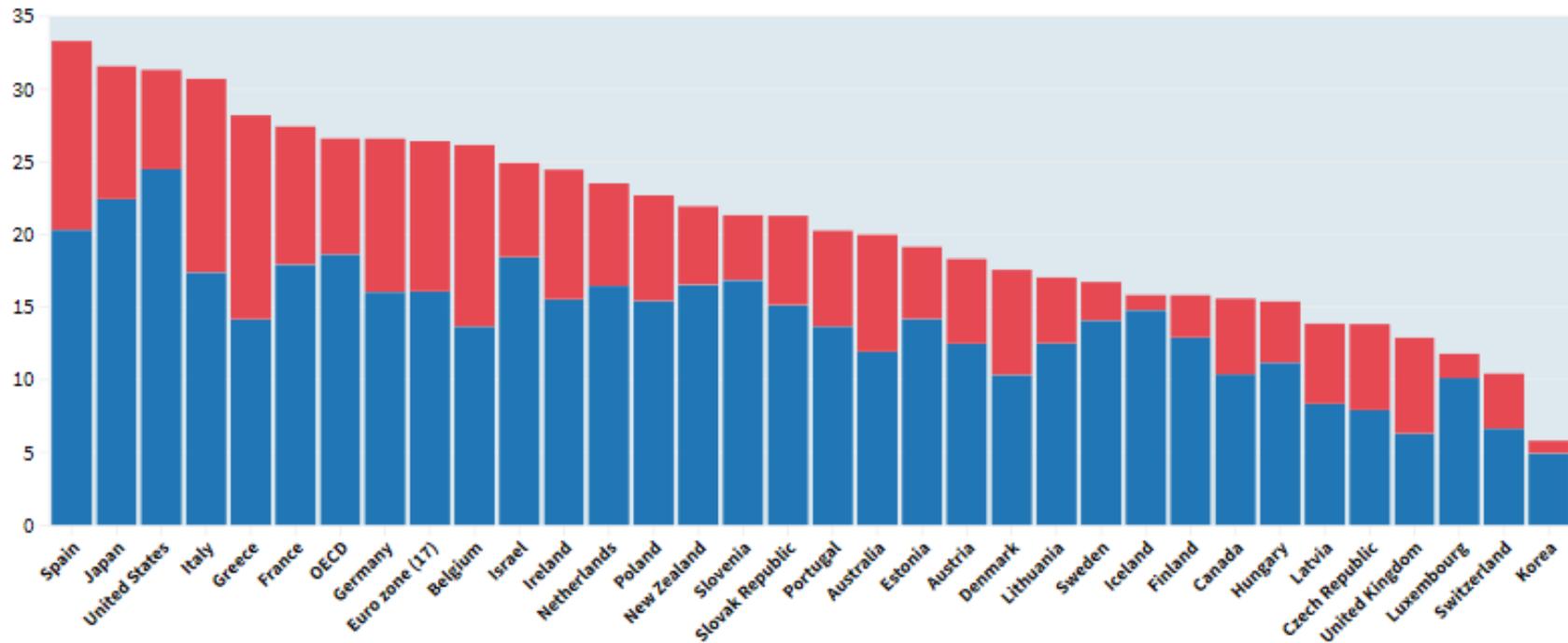
日本の政府債務／GDPは、2年間で30%ポイントの上昇もありうるとの予測も

- OECDの見通しによれば、日本の政府債務／GDPは、第2波回避のケースでも20%ポイント以上上昇する見通し。第2波到来の場合は30%ポイントの上昇も。

Public debt projections, 2019-21

Change in % points of GDP

■ Single-hit scenario ■ Additional impact from double-hit scenario

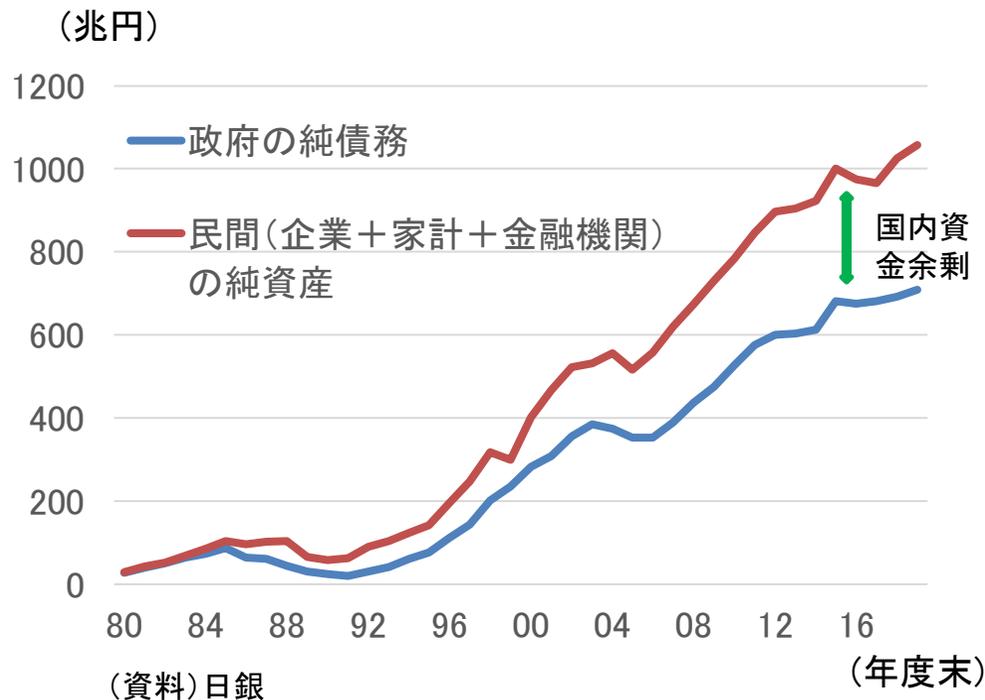


(資料) OECD「Economic Outlook」(2020年6月)

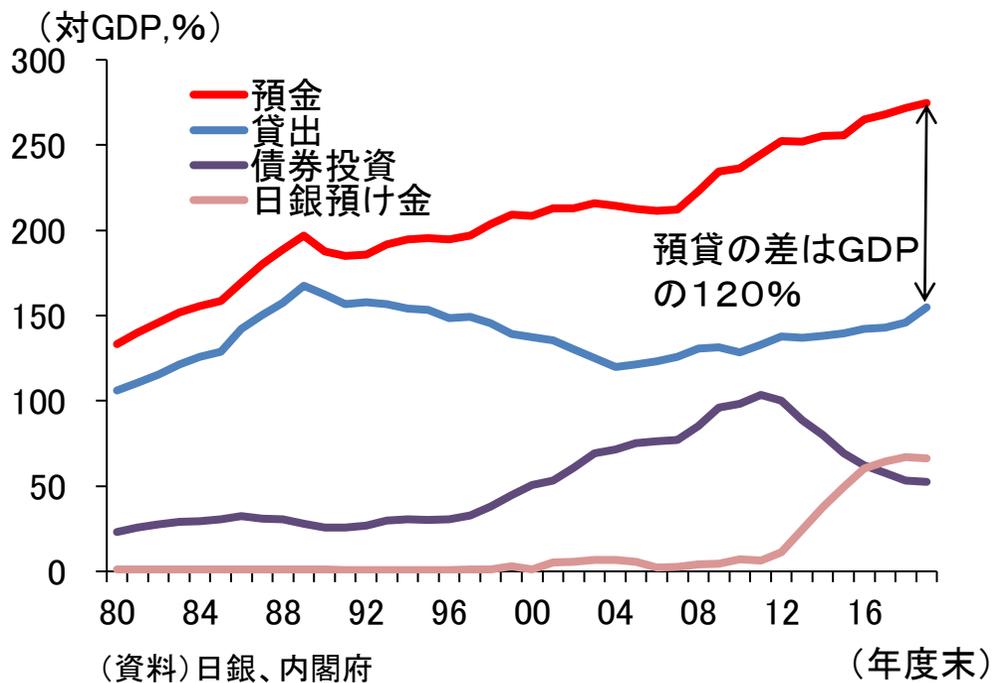
日本の財政再建の緊急性をどう考えればよいのか

- 将来、万が一金利が上昇した場合のリスクを考えれば、政府債務残高はできるだけ圧縮しておいた方がよい。
- 一方、日本の最大の問題は「カネ余り」であり、低成長・低インフレ・低金利が長期間続いている状況から見れば、財政再建は経済情勢を見ながら慎重に進めるべきという考え方も成り立つ（政府債務は「将来世代へのツケ」という捉え方はそもそも正しいのか？）。

【 政府債務 VS 民間資産 】



【 預金取扱機関B/Sの主要項目 】

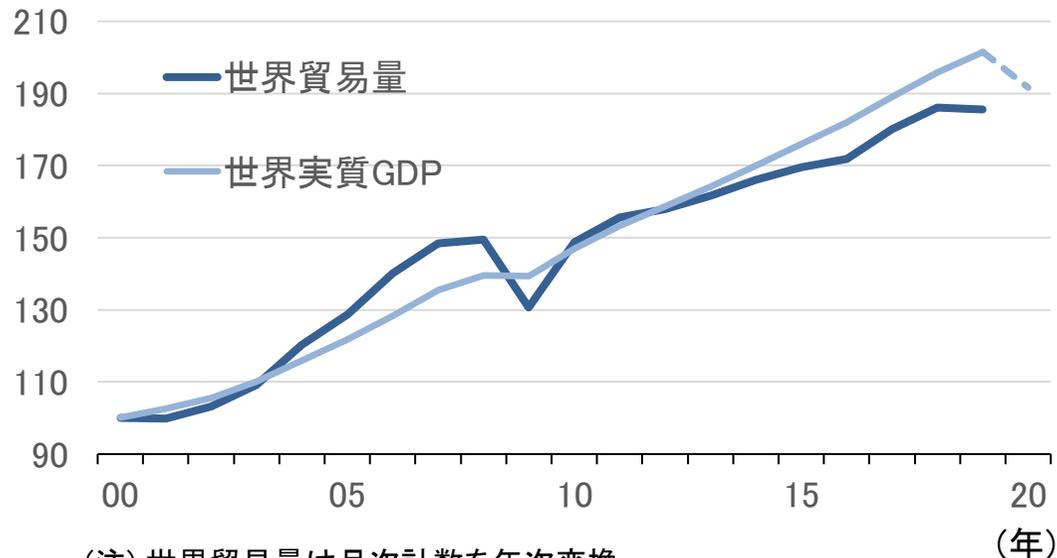


グローバル化のトレンドは、リーマンショックのころから既に緩やかになっている

- 世界の貿易量はリーマンショックの頃からトレンドとして減速しており、「slow trade」として注目されていた。
- 背景として、①低賃金を主因としたグローバル・サプライチェーン拡大の一巡、②保守主義的な気運の台頭、③国際的な金融規制の強化、などが指摘されている。

【世界貿易量とGDP】

(2000年=100)



(注) 世界貿易量は月次計数を年次変換。
世界実質GDPは成長率をレベル変換、2020年は見通し。
(資料) IMF、オランダ経済政策分析局

【年平均成長率、%】

	2000 ~08	2010 ~19
世界貿易量	5.2	2.5
世界実質GDP	4.3	3.6

国際秩序における米中の役割はどうか

仮説1 中国の影響力が高まる

- コロナを早期に収束させ、経済の回復も早い(強権モデルのメリット)。
- 対外プレゼンスの強化(米国はWHOの脱退などマルチの枠組みに一段と非協力的)

仮説2 中国の影響力は高まらないかむしろ低下

- そもそもコロナの震源地(かつ初動のミス、情報隠ぺいの疑い)。
- 民主化へ背を向け続ける限り世界をリードできない(香港問題、法の支配、言論の自由)。
- 欧州、豪州も中国に対し以前よりは警戒的なスタンス。

仮説3 Gゼロへ

- 米国の影響力はかなりの確率で低下(コロナ対応のまずさ、社会の分断、米国資本主義への疑念)。
- 米中対立の激化、世界の分断が進行。
- グローバル・アジェンダ(気候変動、デジタル課税)の停滞。

グリーン化の促進要因

- 環境破壊がパンデミックの一因となっていることの再認識（SDGsの流れが強まる）。
- 企業支援策や経済復興策にグリーン化促進を絡める動き。
 - EUのRecovery Fund（7500億ユーロ、欧州委が資金調達）については、デジタル化、グリーン化、医療・衛生関連の支援を中心に資金を交付する方向で検討が進んでいる。
 - 航空会社の公的支援において、グリーン化推進を条件とする例がみられる（フランスなど）。

グリーン化の抑制要因

- 経済の回復が優先される局面が続く（遠い未来より明日が心配）。
- 自国ファーストが強まる中で、グローバルな 이슈を進める気運が低下。
- COP26の延期（当初予定は本年11月）。

「ウイズ・コロナ & アフター・コロナ」における経済政策の論点

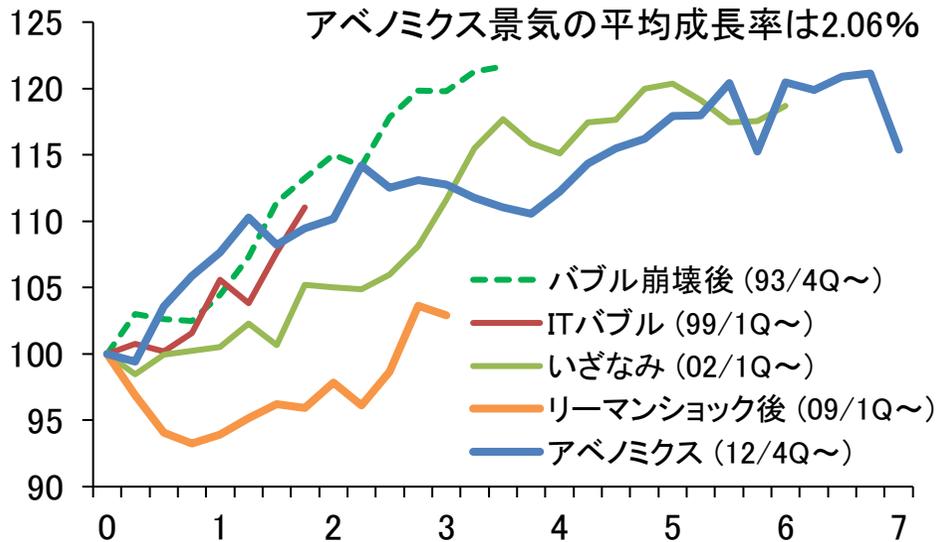
1. **感染症**への対応（ワクチン・治療法、医療体制、各種検査とその使い方）
 - － 経済との最適バランス。各種ガイドラインや「新しい生活様式」のアップデート。
2. 金融政策で流動性対応は可能だが、信用リスク・資本不足の問題が大きくなる場合は財政による**エクイティ性資金**の支援が必要。
 - － 金融システムの問題に発展すれば、負のスパイラルを止められなくなる。
3. 打撃の大きい企業・個人への各種支援の継続＋**ビジネス転換**や**転職**の支援。
 - － 現状維持型の支援だけでなく、成長分野・人手不足分野への人材移動を支援すべき。
4. **デジタル化**のトレンド加速を政策的にも後押しすべき。
 - － 人材育成、行政のデジタル化など。
5. 財政資金はどこまで使えるのか。**コロナ後の財政再建**はどうか。
 - － 超低金利時代の財政再建のあり方の再考。
 - － 所得・資産の把握体制の強化。
6. 潜在成長率の停滞、個人消費の弱さ、という**コロナ前からの課題**にどう対応するか。

(参考)コロナ前までのアベノミクス景気(2012/4Q~2019/4Q)とはどんな景気だったのか

- 設備投資は過去の景気拡張期と比べてそんな色ない。投資堅調の背景は、①総じて良好な世界経済、②好調な企業収益、③都市再開発需要、④人手不足対応、など。
- 政府・日銀は「内需は堅調」と言い続けてきたが、そのうち個人消費は弱かった。背景は、①賃金の伸び悩み、②消費税等の各種負担増、③将来不安、など。

【設備投資(実質)の局面比較】

(景気の谷 = 100)

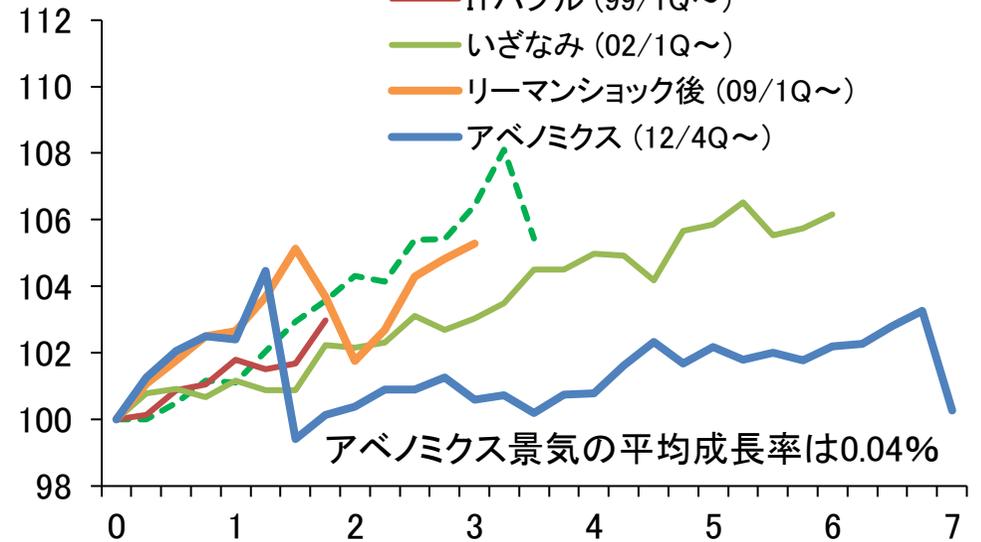


(資料) 内閣府

(谷からの年数)

【個人消費(実質)の局面比較】

(景気の谷 = 100)



(資料) 内閣府

(谷からの年数)

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。

新型コロナのマイナス・インパクト 金融経済、財政、市場はどうなるのか

2020年7月

土居 丈朗

(慶應義塾大学経済学部)

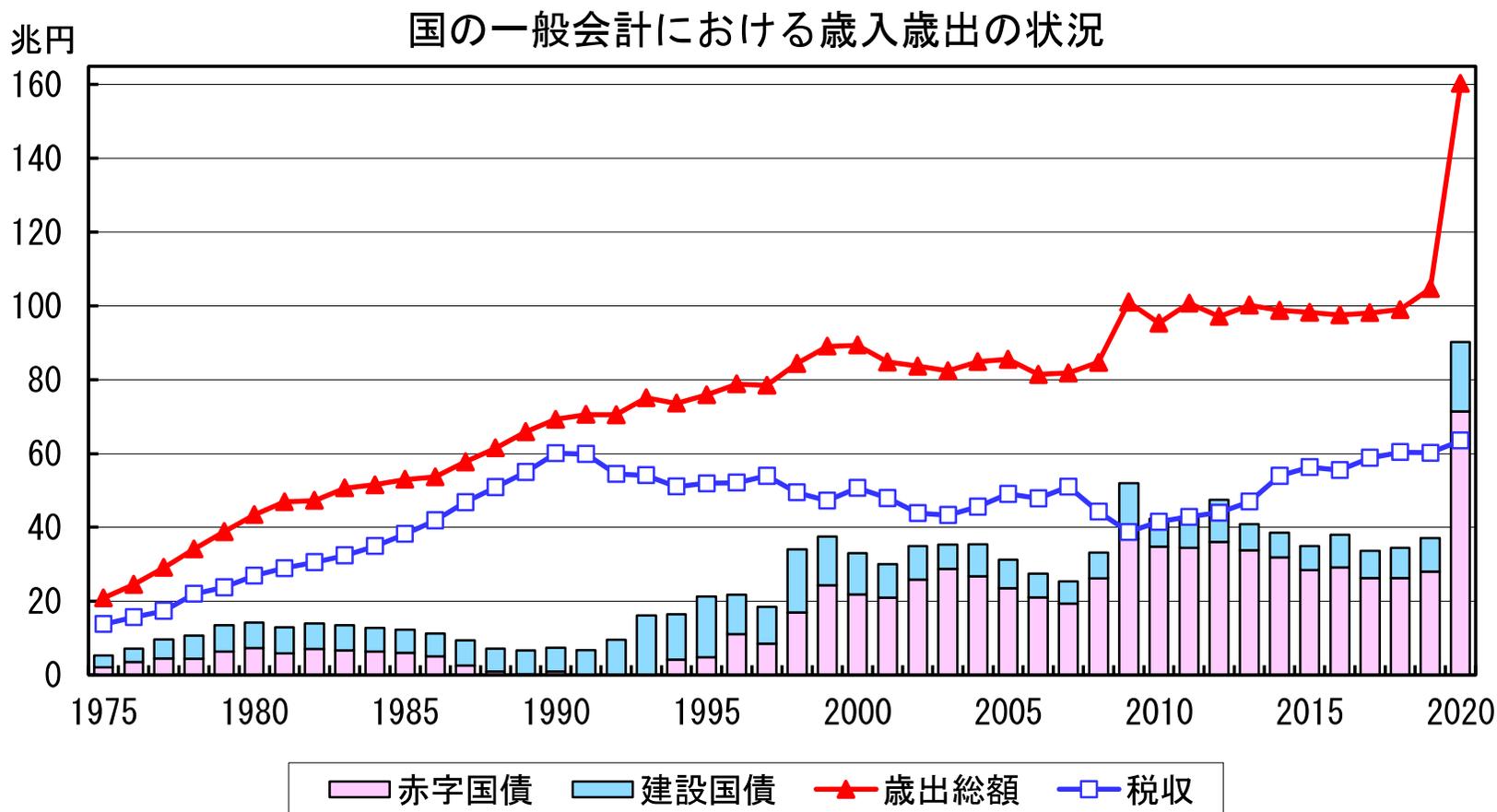
<https://j.mp/TakeroDoiJ>

コロナ対策での経済支援

- 生活や経営に困窮する個人や企業への支援に重点化
- 余剰資金は、市中にはあるところにはある
(富裕層、キャッシュリッチな企業)
- 一律的な経済支援は、経済格差を拡大させる
(困窮した個人や企業は、受けた支援で蓄えるのではなく、費消してしまう)
- コロナ前から、量的質的金融緩和でマネタリーベースが増大
- コロナ対策の財政金融政策で、大量の流動性供給
- コロナ対策の財政金融政策によって、コロナ後の物価動向は不安定さを増した

財政での対応：2020年度補正予算

- 1人当たり一律10万円の特別定額給付金(12兆8803億円)
- 事業者へ最大200万円の持続化給付金(4兆0950億円)
- 国債増発57兆6027億円(うち赤字国債45兆9747億円)



出典：土居丈朗「10万円一律給付の補正予算で、ワニの口は崩壊した」<https://j.mp/Ytdoi68>

金利が上がらないから国債増発しても 問題ない？

➤ 金利が上がらないなら国債増発を伴う拡張的な財政金融政策は是認されるのか？

結論：そうした拡張政策は、経済格差の拡大をもたらす

- 金利が上がらないのは、日本銀行が国債を買い入れているから
 - 日銀は国債を買い入れているのは、デフレを止めるため
 - 拡張的な財政金融政策を行っても、インフレになっていない
- だから、さらなる国債増発で拡張政策しても問題ない？

金利が上がらないから国債増発しても 問題ない？ (つづき)

- 拡張的な財政金融政策を行ってもインフレになっていないから、
国債増発で拡張政策しても問題ない？
- ◆ 拡張政策により市中に余剰資金が滞留
- ◆ その余剰資金は、就業者への労働分配や設備投資には回らず、金融市場へ
→ 株価等資産価格上昇
- ◆ 賃金が上がらない一方で、資産保有者が潤う → 経済格差拡大

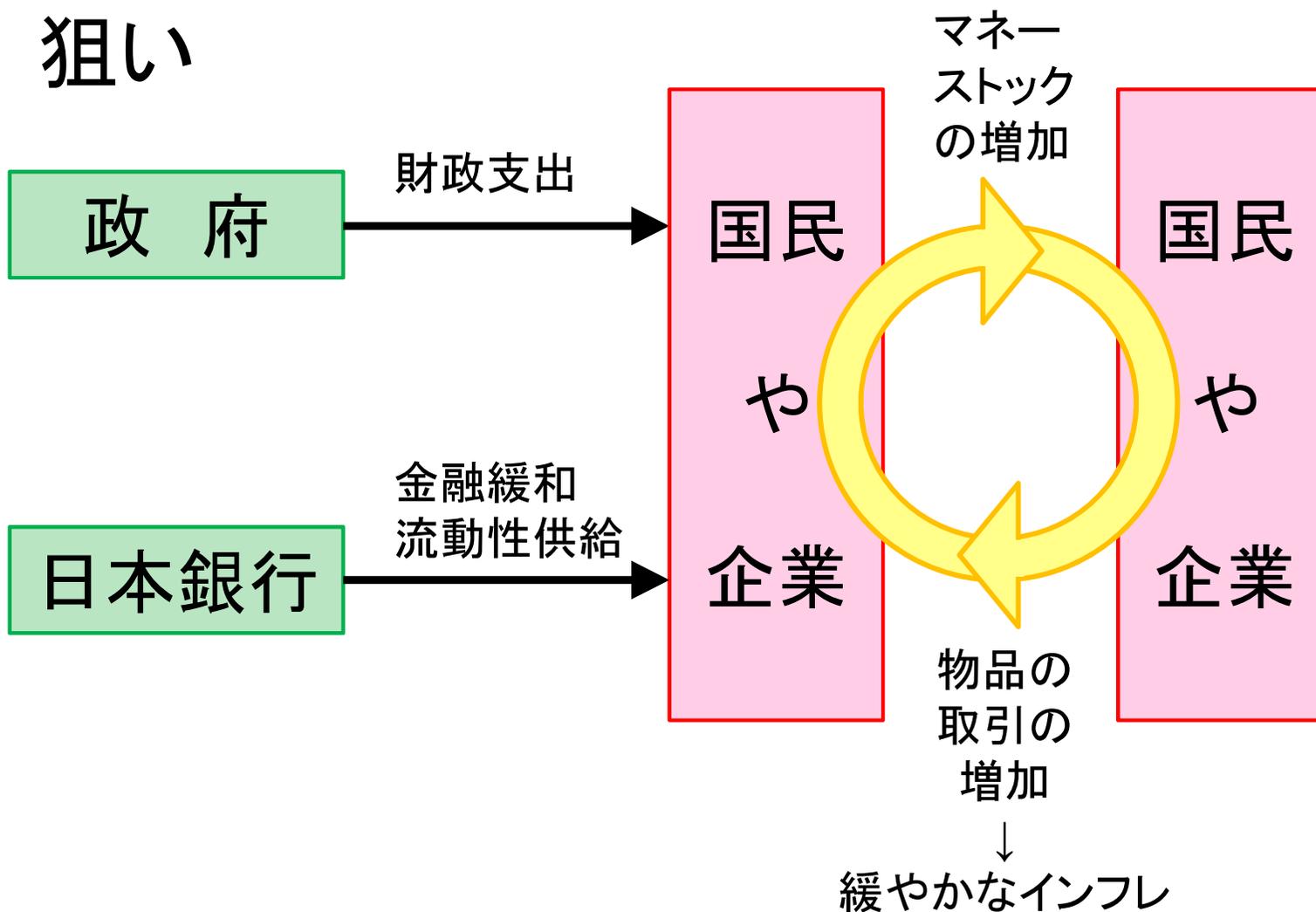
参照：土居丈朗『平成の経済政策はどう
決められたか』中央公論新社（5月刊）

<https://www.chuko.co.jp/zenshu/2020/05/110107.html>



通貨を出回らせて経済活性化

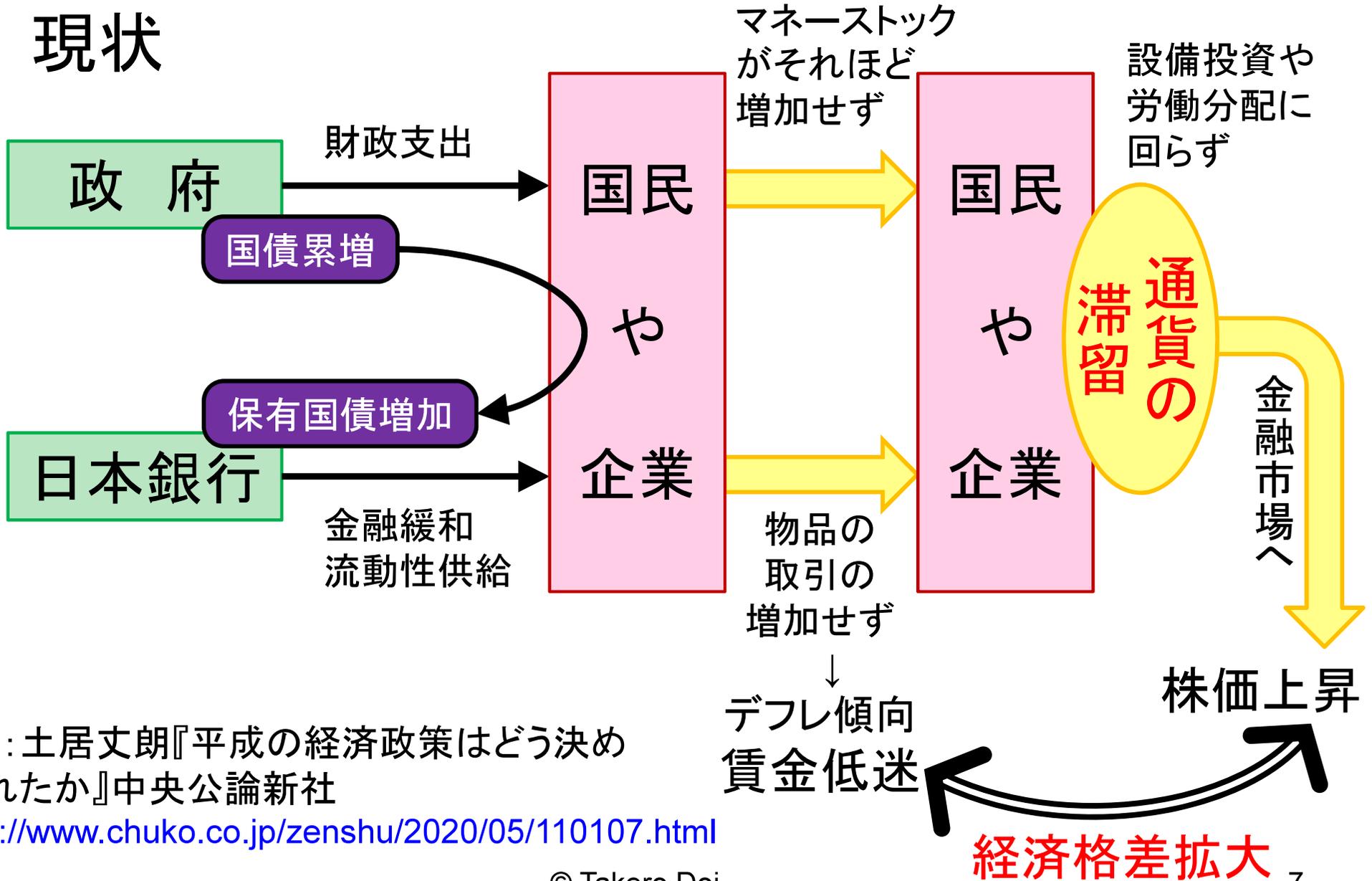
- 狙い



しかし、マネーストックは増えず

日銀が供給された流動性が財市場に回っていないからインフレになっていないだけ
しかし、それは金融政策の目的が達せられていないだけでなく、皆にとって幸せであるわけでもない

・ 現状



参照: 土居丈朗『平成の経済政策はどう決められたか』中央公論新社

<https://www.chuko.co.jp/zenshu/2020/05/110107.html>

通貨量と物価の関係(1)

- 日本銀行 → マネタリーベース → 金融機関 →

マネタリーベース: 日銀が直接的に供給する通貨。日本銀行券発行高と貨幣流通高と日銀当座預金の合計

- 貸出等 → マネーストック → 民間企業 →

- 民間企業 → 取引・物価 → 消費者

- マネーストック(M)と取引(Y)・物価(P)の関係

$$MV = PY \quad (\text{フィッシャーの交換方程式})$$

V: 貨幣の所得速度(流通速度)

- マネタリーベース(H)とマネーストック(M)の関係

$$M = mH \quad m: \text{貨幣乗数(信用乗数)}$$

通貨量と物価の関係(2)

- マネタリーベース(H)と取引(Y)・物価(P)の関係

$$mHV = PY$$

これらの変化率をとると、

$$\frac{\Delta m}{m} + \frac{\Delta H}{H} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y}$$

貨幣乗数
の変化率

マネタリーベース
の変化率

貨幣の所得速度
の変化率

物価
上昇率

実質経済
成長率

通貨量と物価の関係(3)

$$\frac{\Delta m}{m} + \frac{\Delta H}{H} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y}$$

貨幣乗数
の変化率

マネタリーベース
の変化率

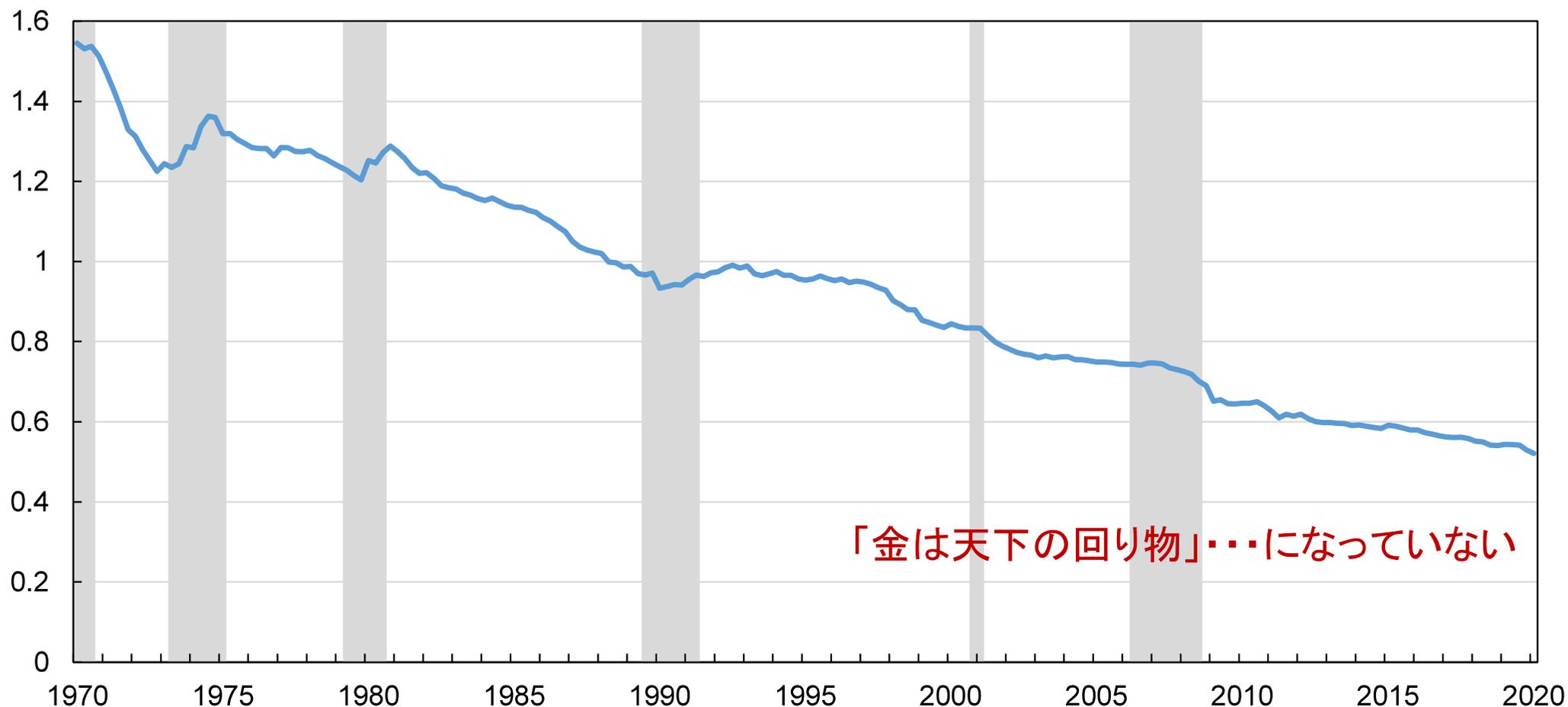
貨幣の所得速度
の変化率

物価
上昇率

実質経済
成長率

- 通貨も出回り(H増)、経済も回り(Y増)、物価も上がる(P上昇)
 - 通貨が増えても(H増)、経済が回らず(Y低迷)、物価も上がらず(P低迷)
- その裏側で、mとVが下落していた...

貨幣の所得速度(PY/M)

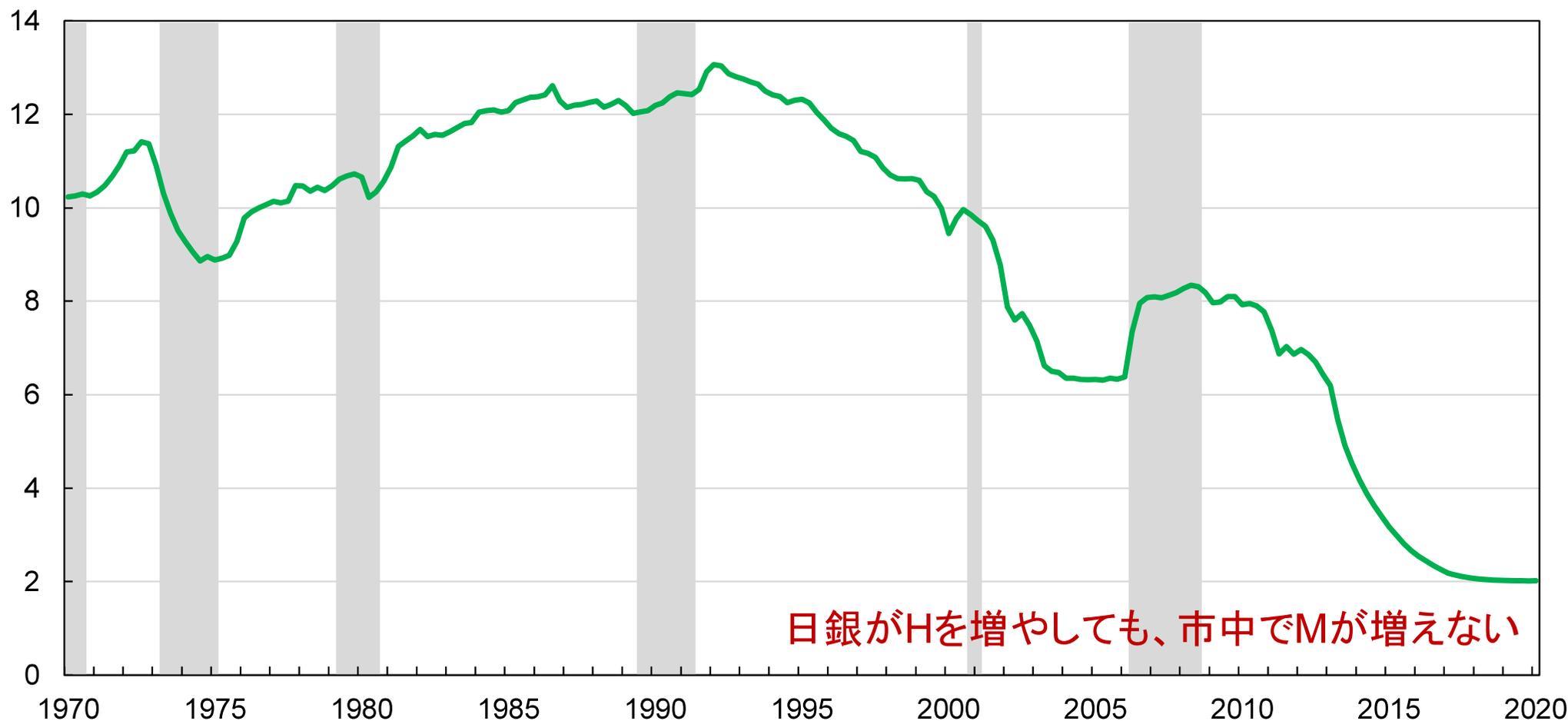


注：網掛け部分は金融引締め期。マネーストックはM2(あるいはM2+CD)

出典：土居丈朗「<新型コロナ問題と税・社会保障>その4:コロナ対策の財政金融政策でもインフレにならないのか？」

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3432>

貨幣乗数(M/H)



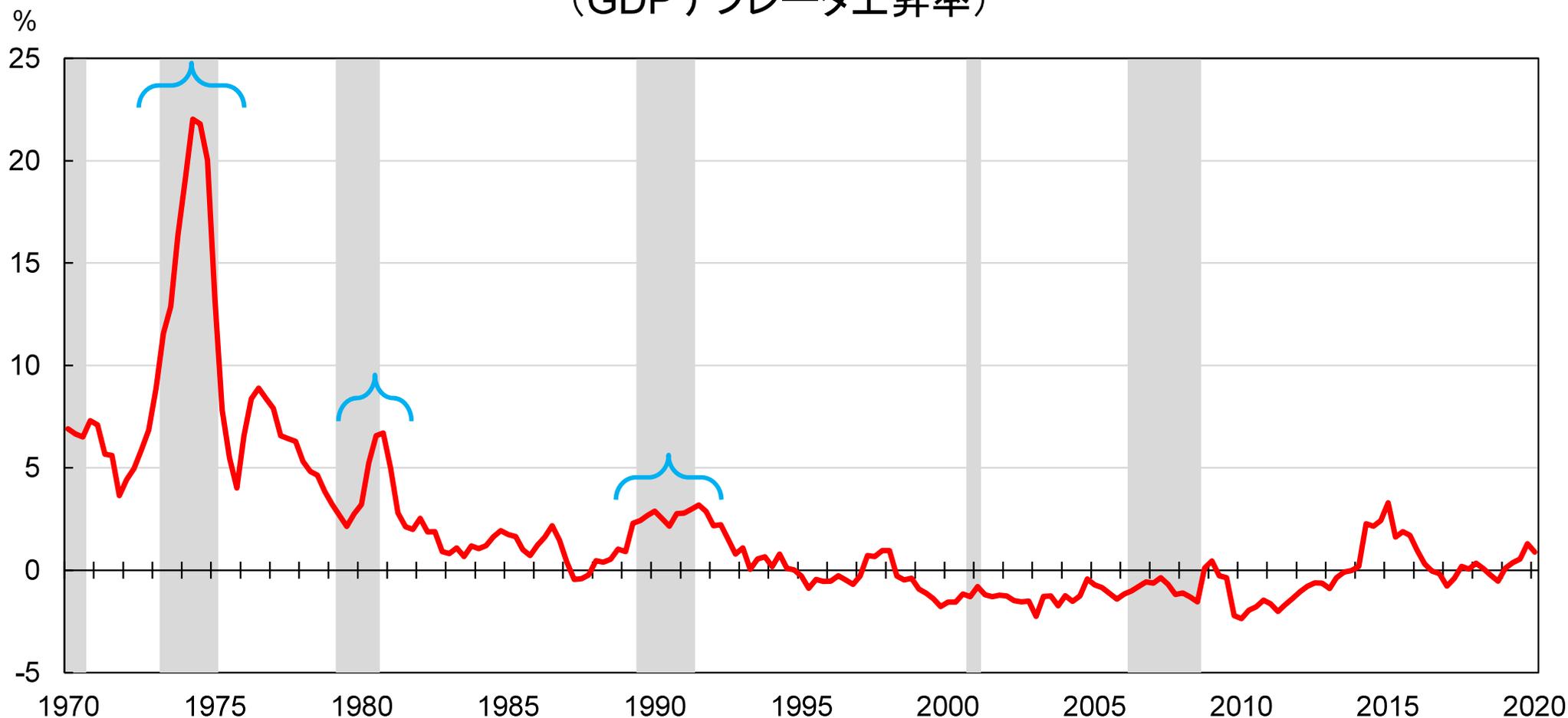
注：網掛け部分は金融引締め期。マネーストックはM2(あるいはM2+CD)

出典：土居丈朗「<新型コロナ問題と税・社会保障>その4:コロナ対策の財政金融政策でもインフレにならないのか？」

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3432>

物価上昇率

(GDPデフレーター上昇率)



注：網掛け部分は金融引締期。

出典：土居丈朗「＜新型コロナ問題と税・社会保障＞その4：コロナ対策の財政金融政策でもインフレにならないのか？」

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3432>

通貨量と物価の推移

年率換算

年率換算	四半期数	mの変化率	Hの変化率	Vの変化率	物価上昇率	実質成長率
1970年Ⅳ-1972年Ⅳ	8	5.2%	17.6%	-10.5%	5.1%	7.1%
1973年Ⅰ-1974年Ⅳ	8	-12.0%	25.3%	5.2%	16.7%	1.8%
1975年Ⅰ-1979年Ⅱ	18	3.8%	8.3%	-2.3%	5.1%	4.7%
1979年Ⅲ-1980年Ⅲ	5	-2.1%	10.6%	-0.6%	5.7%	2.2%
1980年Ⅳ-1989年Ⅰ	34	1.9%	6.8%	-3.0%	1.2%	4.5%
1989年Ⅱ-1991年Ⅱ	9	0.9%	6.9%	-1.0%	2.9%	4.0%
1991年Ⅲ-2000年Ⅲ	37	-2.4%	4.9%	-1.6%	-0.1%	1.0%
2000年Ⅳ-2001年Ⅰ	2	-5.0%	7.8%	-0.2%	-0.4%	3.0%
2001年Ⅱ-2006年Ⅰ	20	-8.4%	10.5%	-2.3%	-1.3%	1.1%
2006年Ⅱ-2008年Ⅲ	10	10.6%	-9.0%	-2.4%	-1.1%	0.3%
2008年Ⅳ-2013年Ⅰ	18	-6.5%	9.3%	-3.5%	-1.0%	0.2%
2013年Ⅱ-2016年Ⅲ	14	-27.7%	31.2%	-1.4%	1.2%	0.9%
2016年Ⅳ-2020年Ⅰ	14	-4.3%	7.3%	-2.5%	0.3%	0.3%
2013年Ⅱ-2020年Ⅰ	28	-16.0%	19.3%	-2.0%	0.7%	0.6%

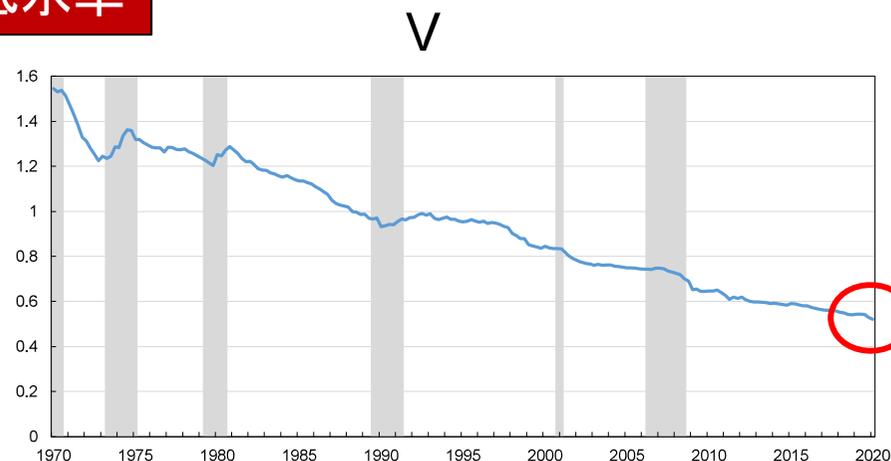
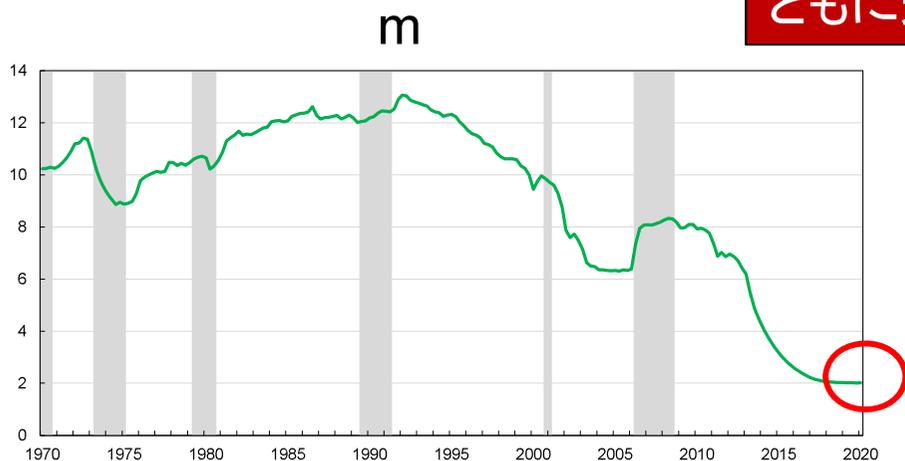
出典：土居丈朗「＜新型コロナ問題と税・社会保障＞その4：コロナ対策の財政金融政策でもインフレにならないのか？」

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3432>

- 物価上昇期には、mの変化率 < Hの変化率（絶対値で）
- バブル崩壊後の物価下落期はmもVも大きく低下

では、mもVも低下したままか？

ともに過去最低水準



• 2020年4～5月の状況

年率換算

	mの変化率	Hの変化率	Vの変化率	物価上昇率	実質成長率
感染収束前	-29.7%	39.0%	-16.5%	-2.0%	-5.2%

- 直近、mもVもさらに低下（最低水準を更新）。
- 感染収束後にどうなる？

通貨量と物価の見通し

年率換算	mの変化率	Hの変化率	Vの変化率	物価上昇率	実質成長率
感染収束前	-29.7%	39.0%	-16.5%	-2.0%	-5.2%
感染収束後？①	29.7%	0.0%	-2.0%	22.5%	5.2%
感染収束後？②	29.7%	-9.0%	-2.0%	15.7%	3.0%
感染収束後？③	10.6%	-9.0%	-2.0%	-3.4%	3.0%

出典：土居丈朗「＜新型コロナ問題と税・社会保障＞その4：コロナ対策の財政金融政策でもインフレにならないのか？」

<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3432>

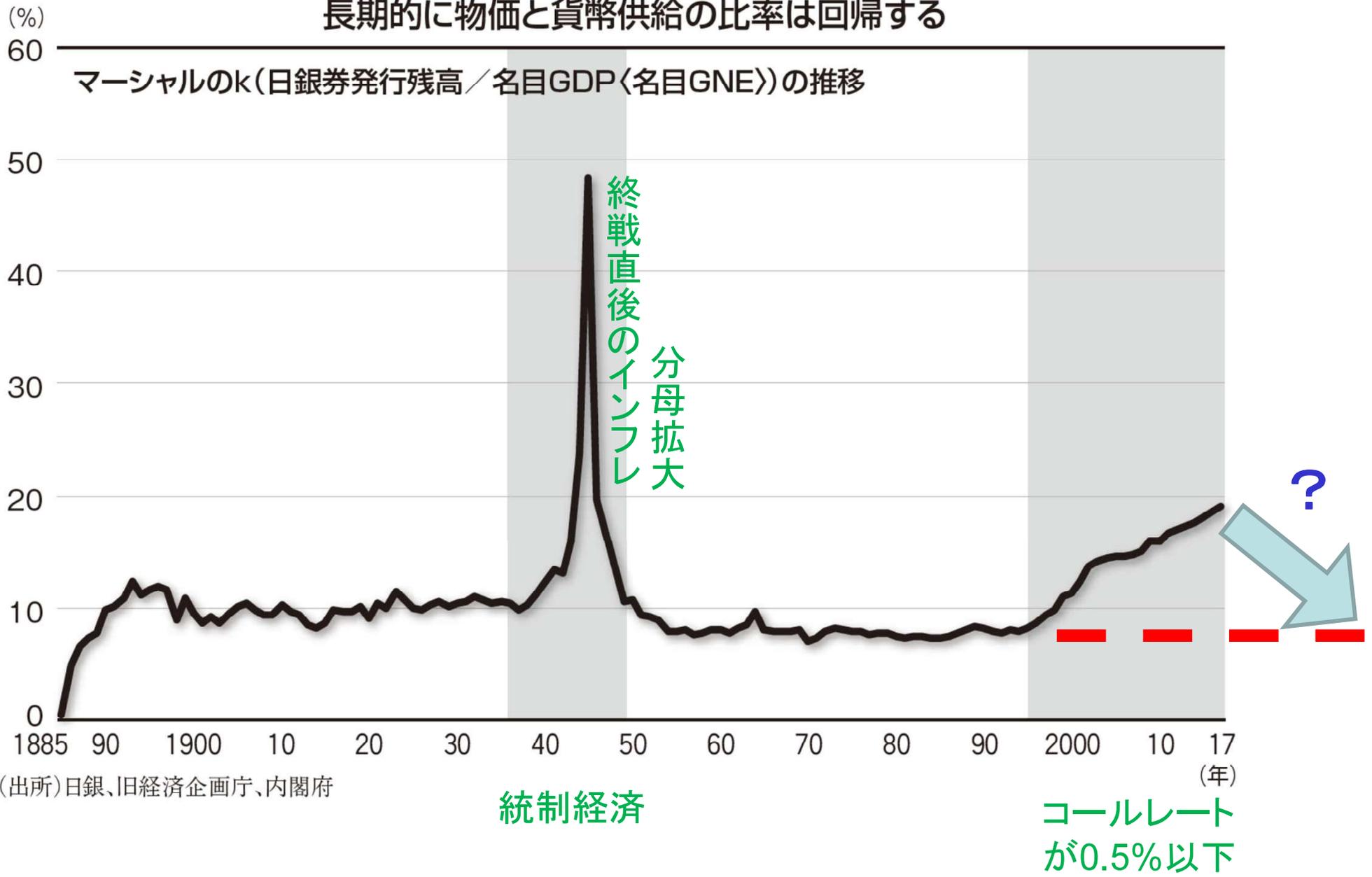
- 貨幣乗数mが、コロナ前（それでも過去最低水準）に戻れば、物価上昇圧力に
- ただし、金融引締めがうまくいかないと物価下落に
- コロナ対策の財政金融政策によって、コロナ後の物価動向は不安定さを増した

コロナ後はインフレかデフレか

拙稿『日経ヴェリタス』2020年4月12日号掲載 <https://j.mp/NV2004> で無料閲覧可

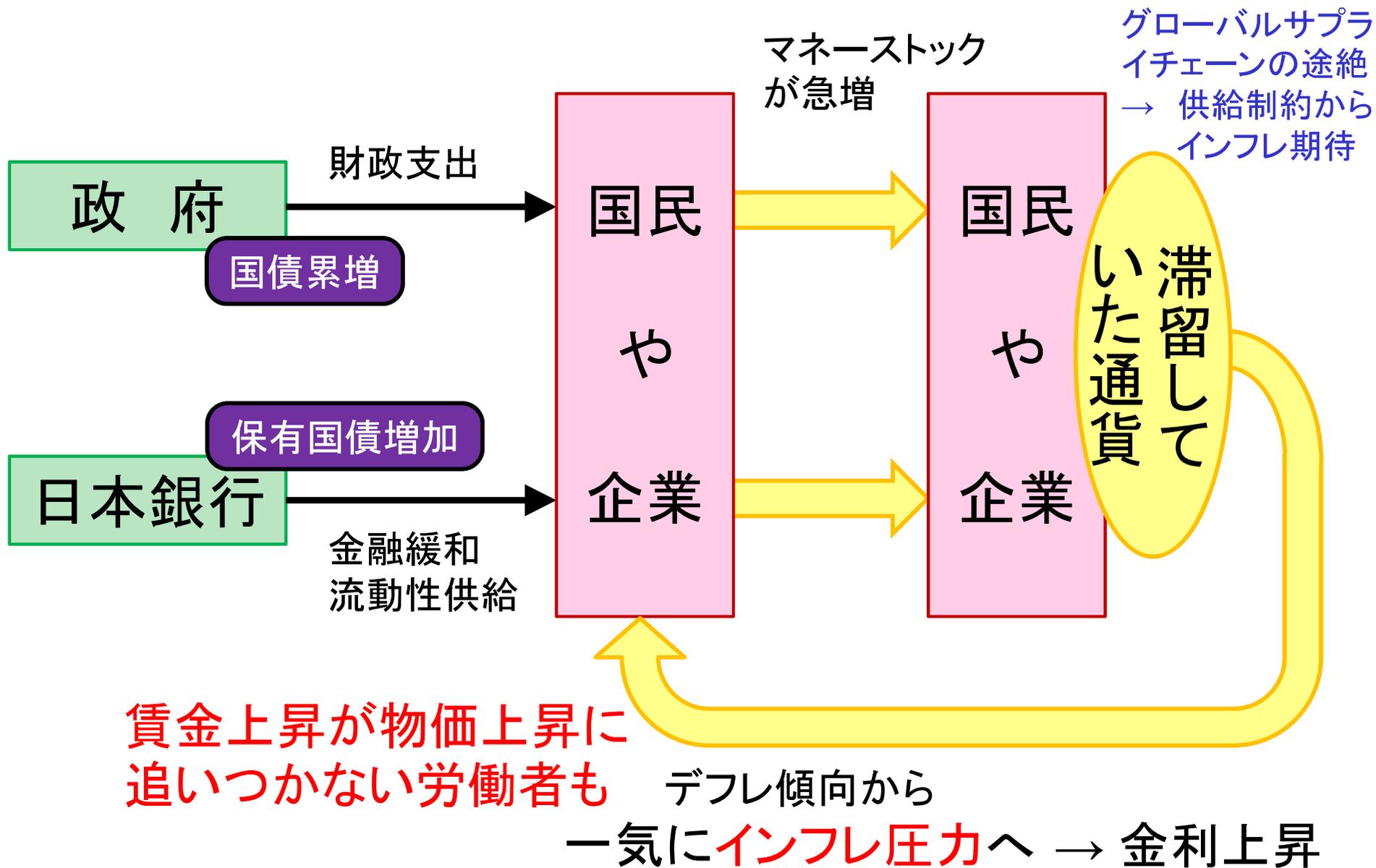
- 「コロナショック」は需要減退ショックか供給停滞ショックか
 - 需要減退ショック・・・1929年の世界恐慌 → **デフレ・低インフレの継続**
休業、失業→所得減少→消費減退
しかもそれが長期化
 - 供給停滞ショック・・・第2次世界大戦 → **インフレへの転換**
世界的なサプライチェーンの人為的な寸断
従来の雇用や取引関係の解消→収束後すぐに復旧しない
- ◆ 第2次世界大戦直後の経済
 - 供給施設の大規模な破壊
 - 大戦中に抑えられていた消費や投資の意欲が開放されて消費・投資ブーム
 - 戦費調達に伴い増大した通貨供給量
→ **大なり小なりインフレ率が上昇**
- 従来の不況にはない、供給停滞ショックを含んでいる

長期的に物価と貨幣供給の比率は回帰する

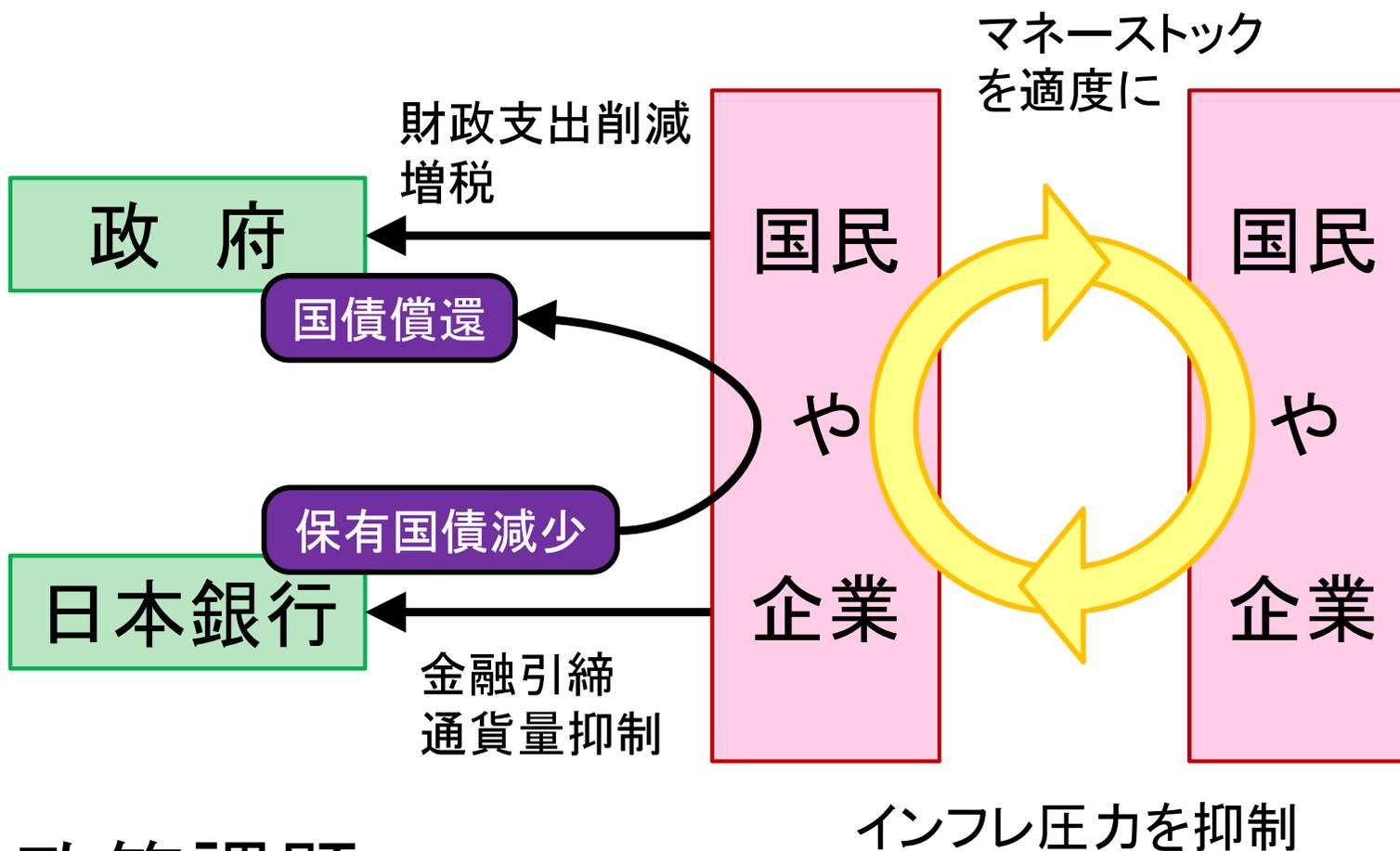


出典：齊藤誠「突然の物価高騰は「想定外」ではない」、『週刊エコノミスト』2018年4月10日号。(一部加筆)

滞留していた通貨が回り始めると



(緩やかな)インフレに転じると



民間での生産性向上などにより、財政に依存しない自律的な成長経路にすることで、デフレに戻らない経済構造を

政策課題

- ・大量のマネタリーベースを急に回収できるのか
- ・金利はプラスとなって利払費増が政策的経費を圧迫

戦争・大震災後に増税!?

□ ピーコック＝ワイズマンの転移効果仮説

戦争や不況などを契機に、これまでの経費が飛躍的に増大し、これらの危機が収まっても、元の水準へは戻らない形で経費が膨張する

□ それに呼応した課税強化

- 1894年 日清戦争
 - 1899年 法人税創設、地租・所得税・酒税等の増税
- 1904年 日露戦争
 - 1904年 非常特別税(地租・所得税等の増税)、1905年 相続税創設
- 1923年 関東大震災
 - 1929年 東京府が金庫税等創設、不動産所得税・遊興税・地租付加税・所得税付加税等増税
- 1937年 日中戦争・太平洋戦争
 - 1940年 法人税が独立、所得税の源泉徴収開始
- 1995年 阪神大震災
 - 1997年 消費増税
- 2011年 東日本大震災
 - 2012年復興特別法人税、2013年復興特別所得税、2014年 消費増税

どの税を国民に課すか

- ◆ インフレになれば、国債の実質的な返済負担が減る
＝「インフレ税」
- ◆ インフレになると、誰かが損して誰かが得するものの、事前に予測不能＝インフレ税は、誰がいつどれだけ負担するかを事前に決められない
- ◆ 租税法律主義は、財政民主主義の基本。事前に議会で誰がどれだけ負担するか決められないのは、租税法律主義に反する
- 所得課税は垂直的公平性を実現できるが、効率性を阻害する（租税原則の中立の原則を満たしにくい）税
- **消費課税**は効率性（経済成長をより阻害しない）をより実現できるが、垂直的公平性は実現しにくい税
- これらのバランスを考えれば、効率性を実現すべく消費課税、垂直的公平性を実現すべく所得課税を行うという役割分担が必要