

# 中長期の経済財政運営

## 参考資料

2022年12月22日

十倉 雅和

中空 麻奈

新浪 剛史

柳川 範之

# マクロ経済環境と政策対応の変化

- ウクライナ危機発生以降、世界的な資源価格の高騰に見舞われるとともに、サプライチェーンの再構築など供給面の課題にも直面。コロナ禍後のV字回復で需要超過となり高インフレが発生した米国では、金融財政政策を引き締めており、世界的なドル高傾向にある。こうした中、世界経済は減速が見込まれ、物価高と不況の同時発生が懸念される状況。
- 我が国では感染症からの回復は緩やかであり、企業の国内投資はコロナ前水準に届いていない。また、3～4%の物価上昇に対して賃金の伸びは2%弱にとどまっており、多くの家計で消費マインドが悪化するなどにより、需要不足が継続。

図1 日米比較でみたウクライナ危機発生以降のマクロ経済環境と政策対応の変化

		米国	日本
ウクライナ 危機の影響	エネルギー価格	前年比13.1% (11月)	前年比15.9% (10月)
	燃料輸出入	1,279億ドル (GDP比0.5%) 輸出増 922億ドル (GDP比0.4%) 輸入増 (1～10月) (産油国)	14兆円 (GDP比2.6%) 輸入増 (1～10月) (非産油国)
経済	コロナ禍からの 景気回復	V字回復	緩やかな回復
	需給ギャップ	需要超過 (+0.4% (第3四半期))	需要不足 (▲2.7% (第3四半期))
物価・賃金	消費者物価	高インフレ (前年比7.1%上昇 (11月))	緩やかな物価上昇 (前年比3.7%上昇 (10月))
	賃金	前年比5.1%上昇 (11月)	前年比1.3%上昇 (10月)
マクロ経済 政策	財政収支	対GDP比▲4.1% (2022年見通し) (2021年対GDP比▲12.1%)	対GDP比▲6.7% (2022年見通し) (2021年対GDP比▲5.5%)
	金融政策	引締め (FFレート4.25～4.50%)	金融緩和維持 (マイナス金利とYCC*) (コールレート▲0.1%)
	長期金利 (10年)	上昇 (3.9% (11月))	横ばい (0.25%* (11月))
	為替レート	ドル高 (実質実効レート前年比13.7%上昇 (10月))	円安 (実質実効レート前年比17.2%下落 (10月))

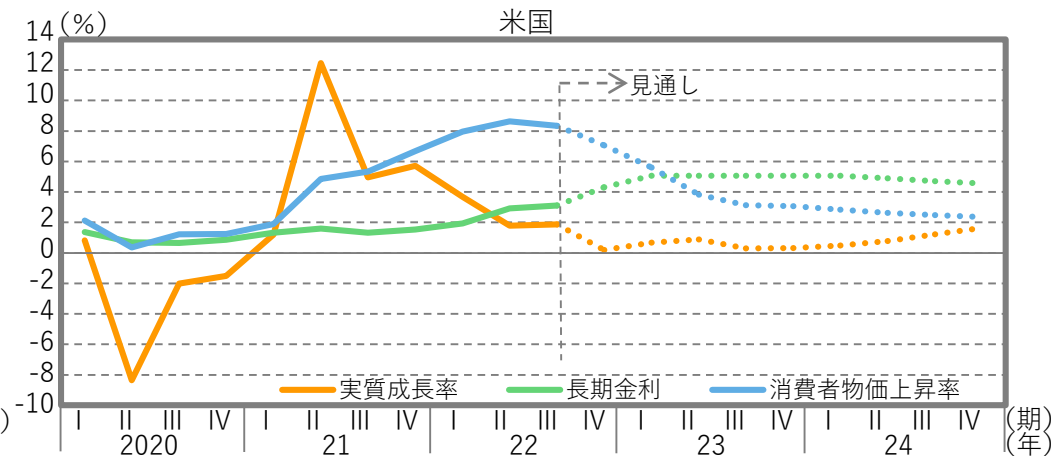
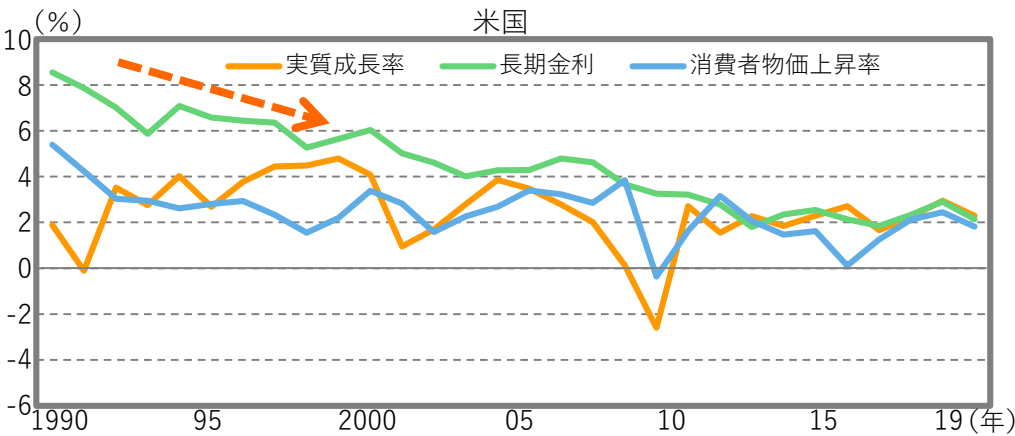
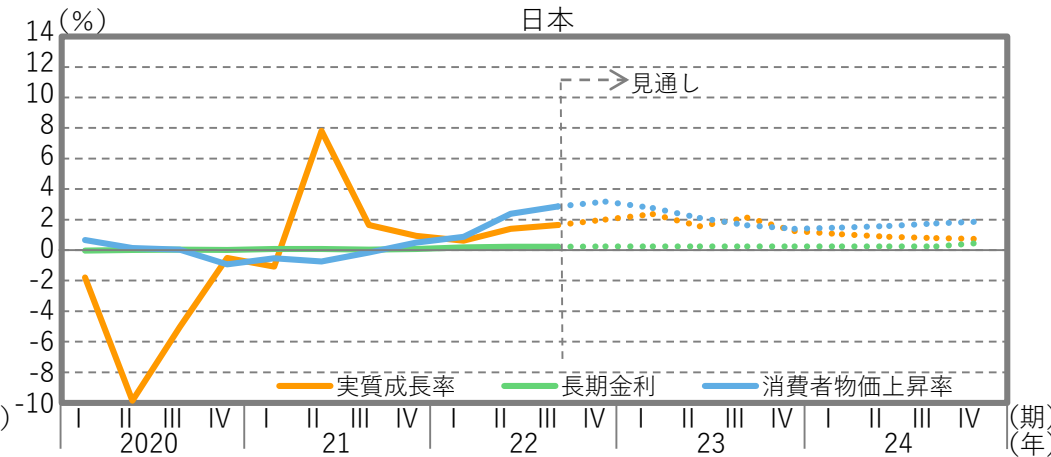
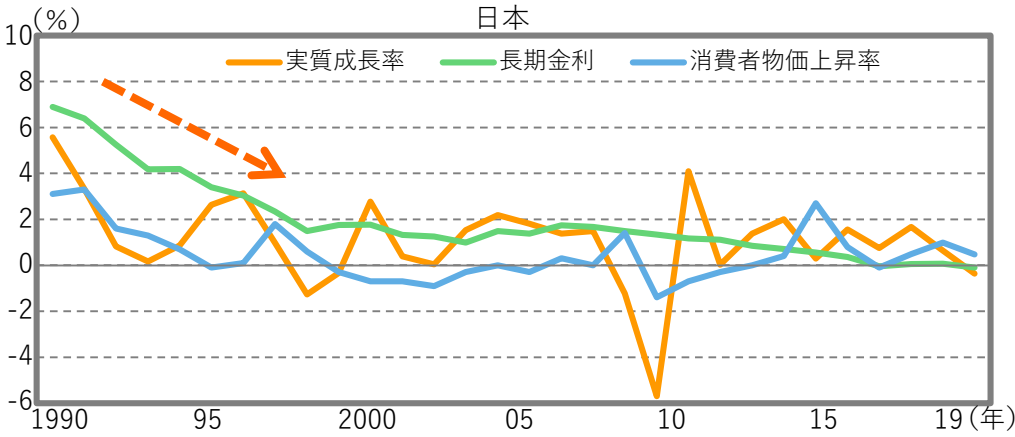
(備考) 各種統計により作成。GDPギャップは、日本は内閣府推計、米国は議会予算局推計 (2022年3月時点のデータに基づく見込み)。賃金は、日本は所定内給与、米国は時給。財政収支は、OECD Economic Outlook (2022年11月) による。\*: 2022年12月20日、日本銀行は、緩和的な金融環境を維持しつつ、長短金利操作の運用を一部見直し。国債買入れ額を大幅に増額しつつ、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大することなどを決定した。

# 世界的なインフレ加速に伴う経済環境の変化

- 日米共に、2010年代には低成長・低金利・低インフレが常態化。
- コロナ発生以降、物価・金利は上昇。今後は、インフレは徐々に緩和に向かう見通し。

図2 日米のコロナ発生以前の経済動向（年次）

図3 日米のコロナ発生以降の経済動向



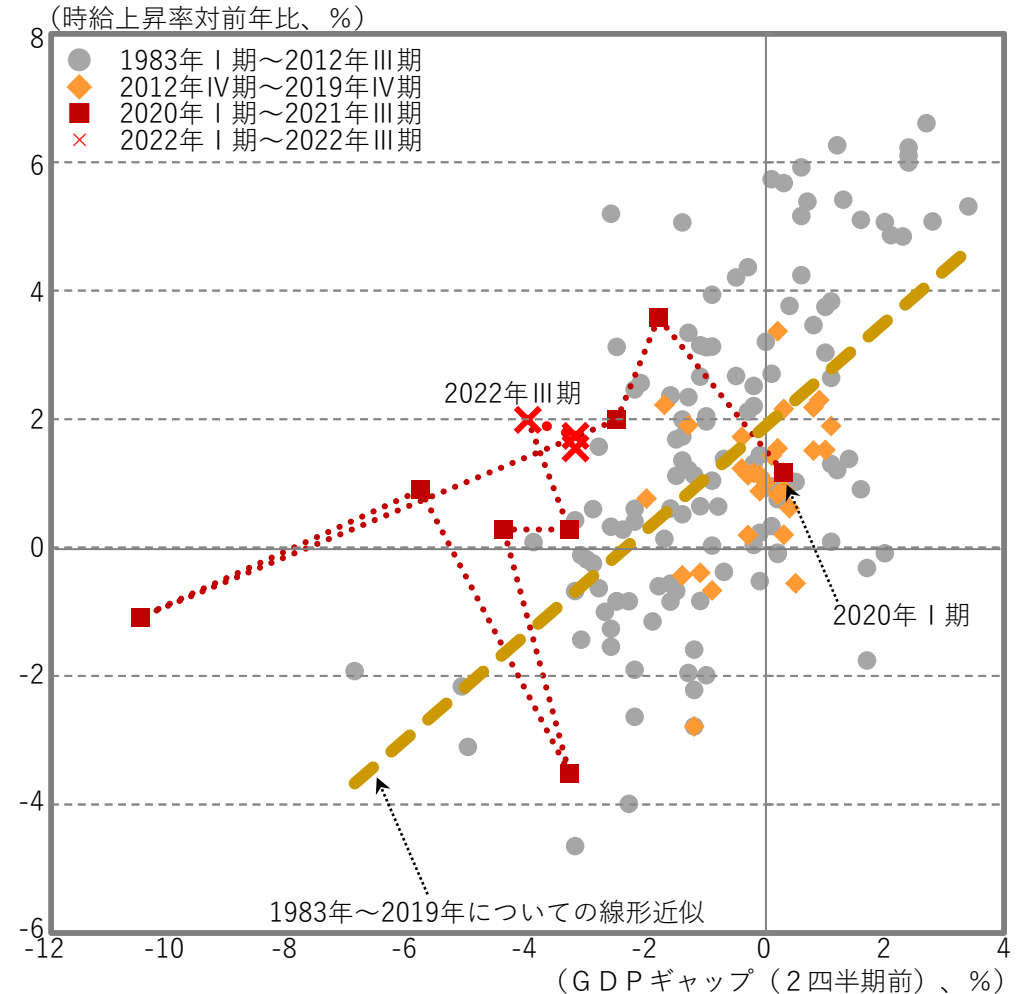
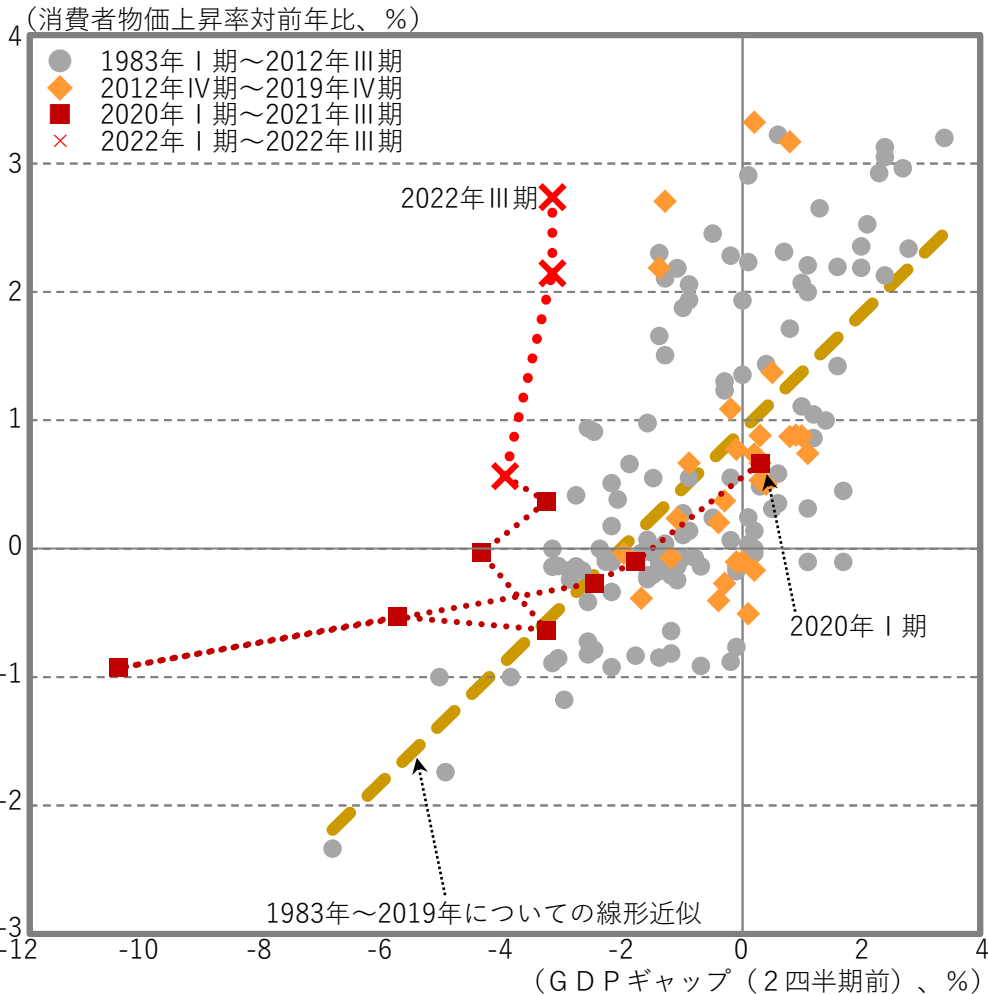
(備考) 図2・3：内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、OECD.stat及びOECD Economic Outlook (2022年11月) により作成。実質成長率と消費者物価上昇率は前年比。

# 需給ギャップと物価・賃金

- 需給ギャップが残る中、物価はフィリップスカーブから乖離して上昇するが、名目時給賃金はほとんど変わらず（スタグフレーションのリスク）。

図4 フィリップスカーブ（GDPギャップと物価の関係）

図5 フィリップスカーブ（GDPギャップと賃金の関係）



(備考) 図4・5：令和3年度年次経済財政報告、内閣府「GDPギャップ」、総務省「消費者物価指数」「労働力調査」及び厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。  
 消費者物価は、生鮮食品を除く総合。時給は、現金給与総額を実総労働時間で除して算出。

# ドル円レート・購買力平価と国際収支の変化

- 長期的には為替レートは振れを伴いながらも購買力平価に沿って推移してきたが、直近では円安傾向で推移。
- 2010年代の貿易収支はゼロ近傍で推移してきたが、2022年は大幅な赤字になる見込み。

図6 ドル円レートと購買力平価の推移

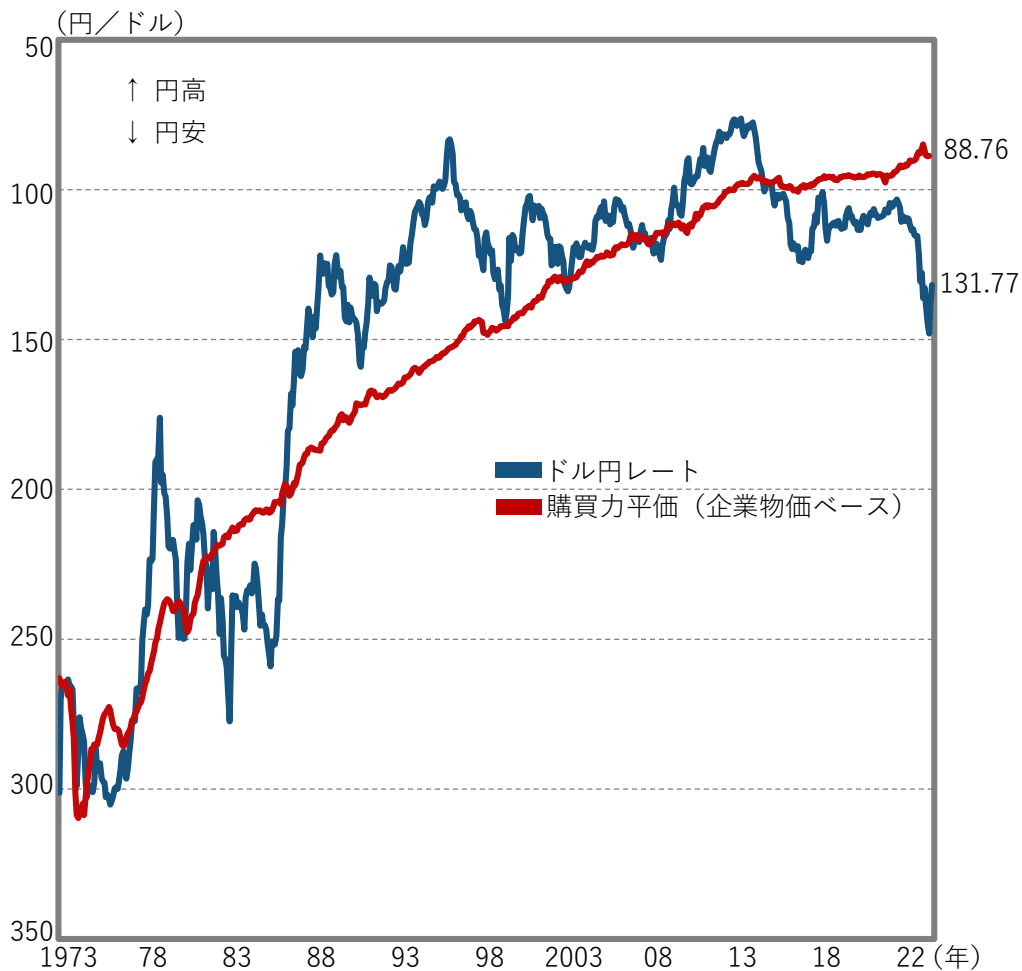
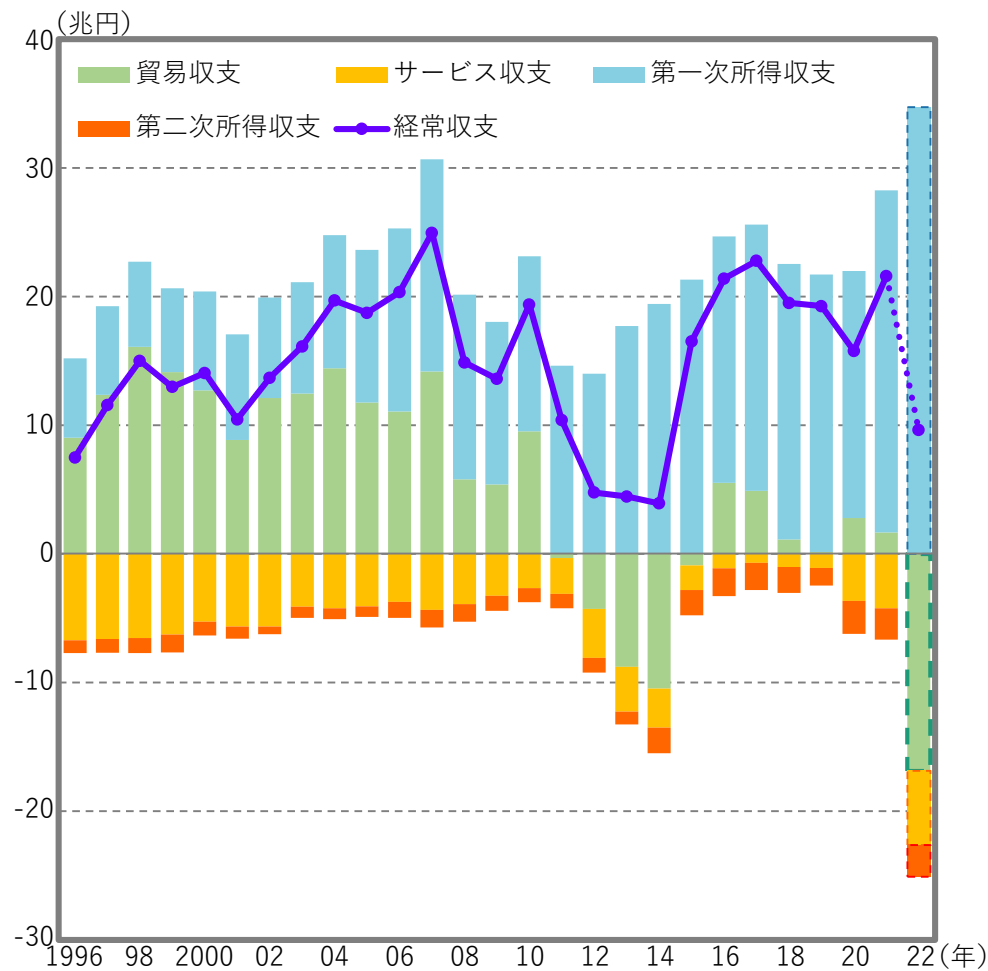


図7 国際収支の推移



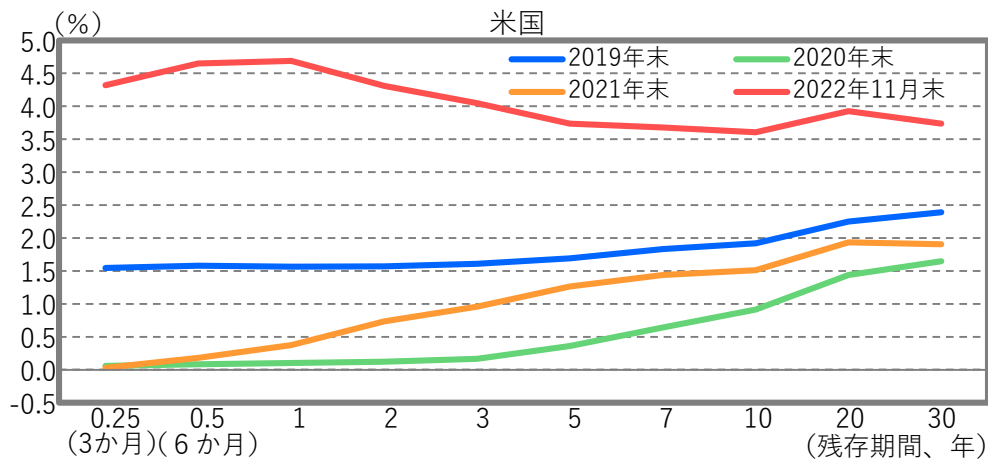
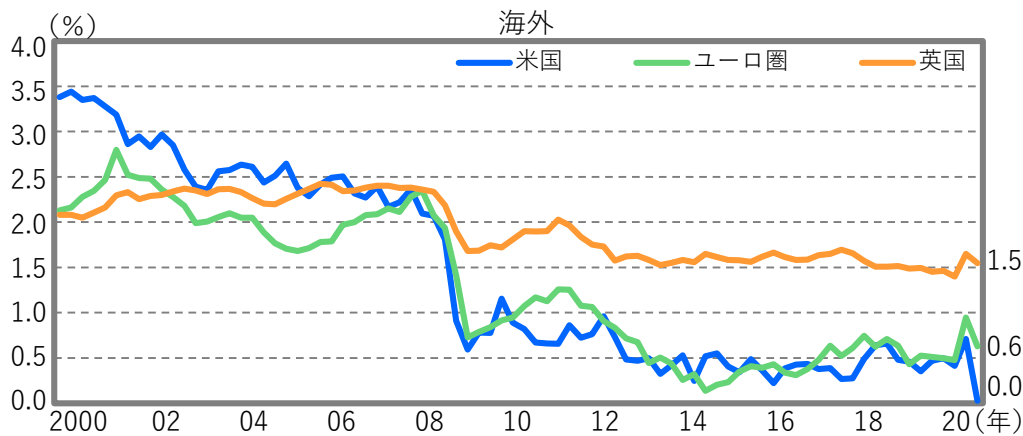
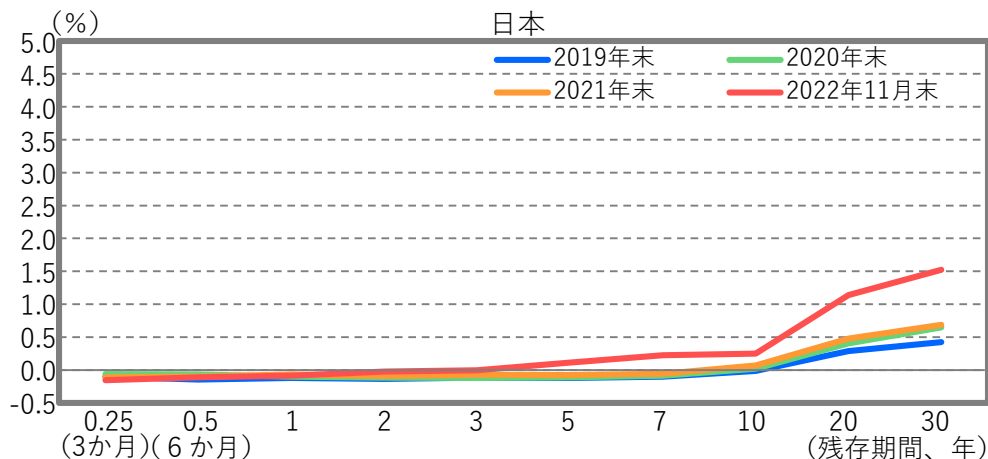
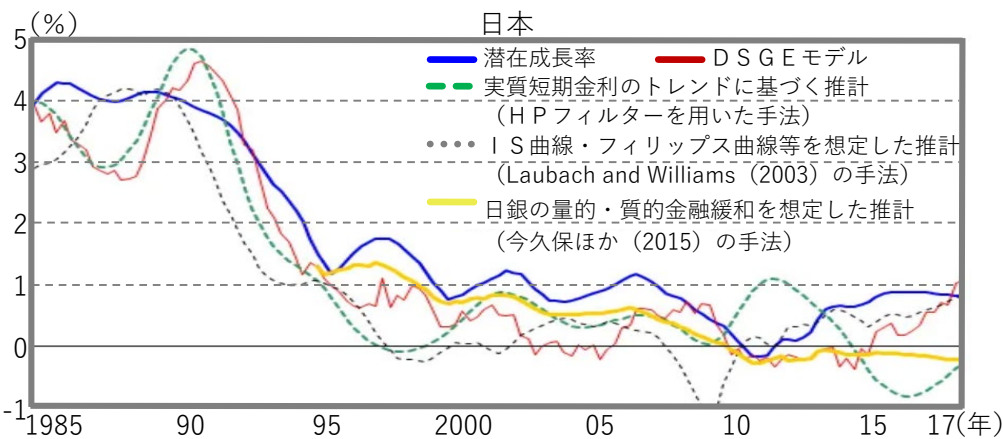
(備考) 図6：日本銀行・国際通貨研究所公表資料により作成。ドル円レートは12月21日17:00時点。購買力平価は10月時点。  
図7：財務省「国際収支状況」により作成。2022年は、各系列10月までの前年差を年換算することで推計。

# 金利の動向

- トレンド成長率が低下する中、自然利子率（経済・物価に対して引締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準）は低下。
- 日米共に、イールドカーブは上方シフト。米国では、一部年限で逆イールドも見られる。

図8 自然利子率の推移

図9 イールドカーブの変化



(備考) 図8上：須藤直ほか「我が国の自然利子率の決定要因」により作成。図8下：ニューヨーク連邦準備銀行資料により作成。2020年第3四半期以降のデータは新型コロナウイルスの影響で未公表。図9：Bloombergにより作成。

# 政府の役割の見直し

- 米国では、新しい経済政策としてModern Supply Side Economicsが提起される（2022年1月イエレン財務長官のダボスでの演説等）など、供給力を政策的に引き上げる重要性が注目されている。
- これも踏まえ、2022年4月の大統領経済報告において、政府の役割を整理。

## 図10 米国大統領経済報告（2022年4月）における主な指摘

### ～問題意識～

- 政府の役割の縮小は「政府の関与は民間企業の成長を阻害する」「公共投資が民間投資を締め出す（クラウディング・アウト）」という経済哲学を背景に政策的に実施されたが、経済成長は鈍化し、格差は拡大。**民間にとって政府は、成長を阻害する要因ではなく、成長に不可欠なパートナーであることが明らかとなった。**
- 今後の経済政策において、**政府による長期的な経済成長へのコミット、供給サイドを重視。**
- **長期的な経済成長には、インフラや人的資本への投資が必要**であり、政府が法制度・安全保障といった基本的な機能を担うだけでなく、**官と民の効果的なパートナーシップにより市場とその潜在力を開拓・保護・発展させ、包摂的（inclusive）で豊かな社会を実現する必要。**

### （主な政府の役割）

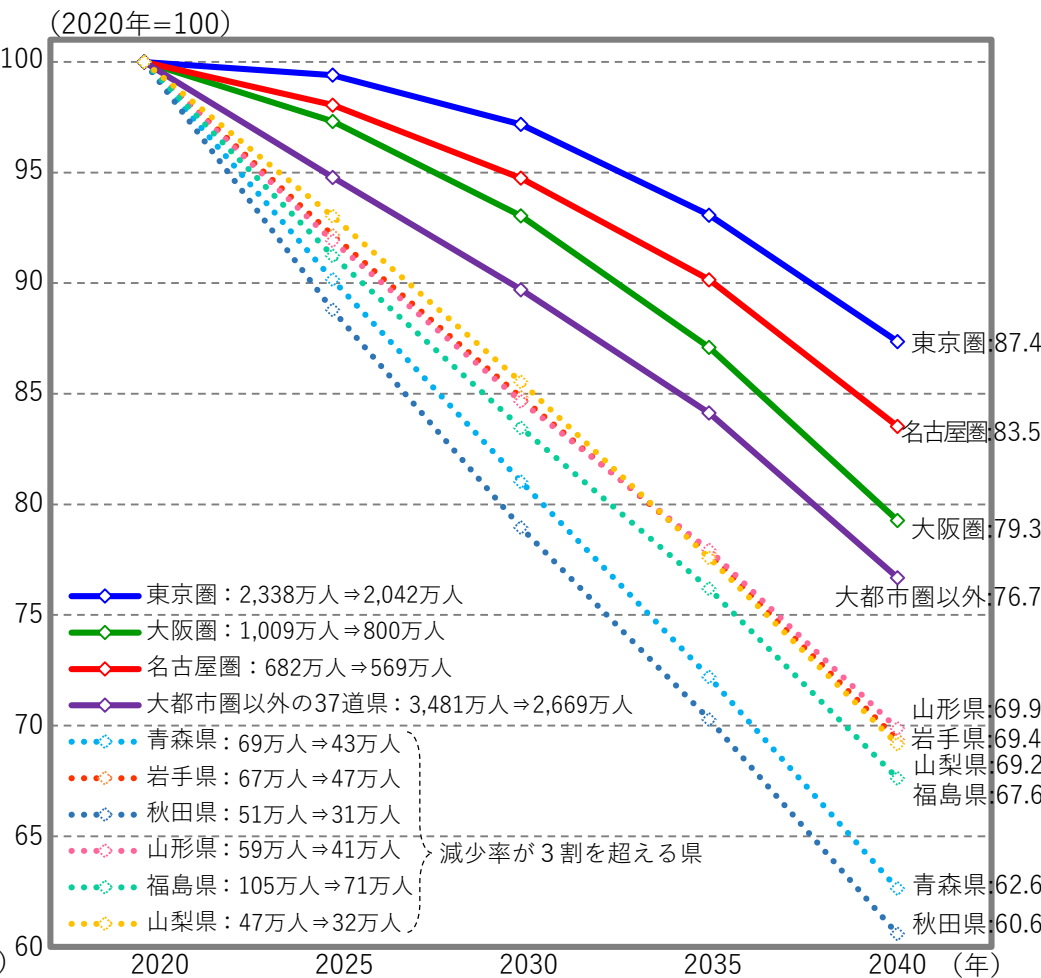
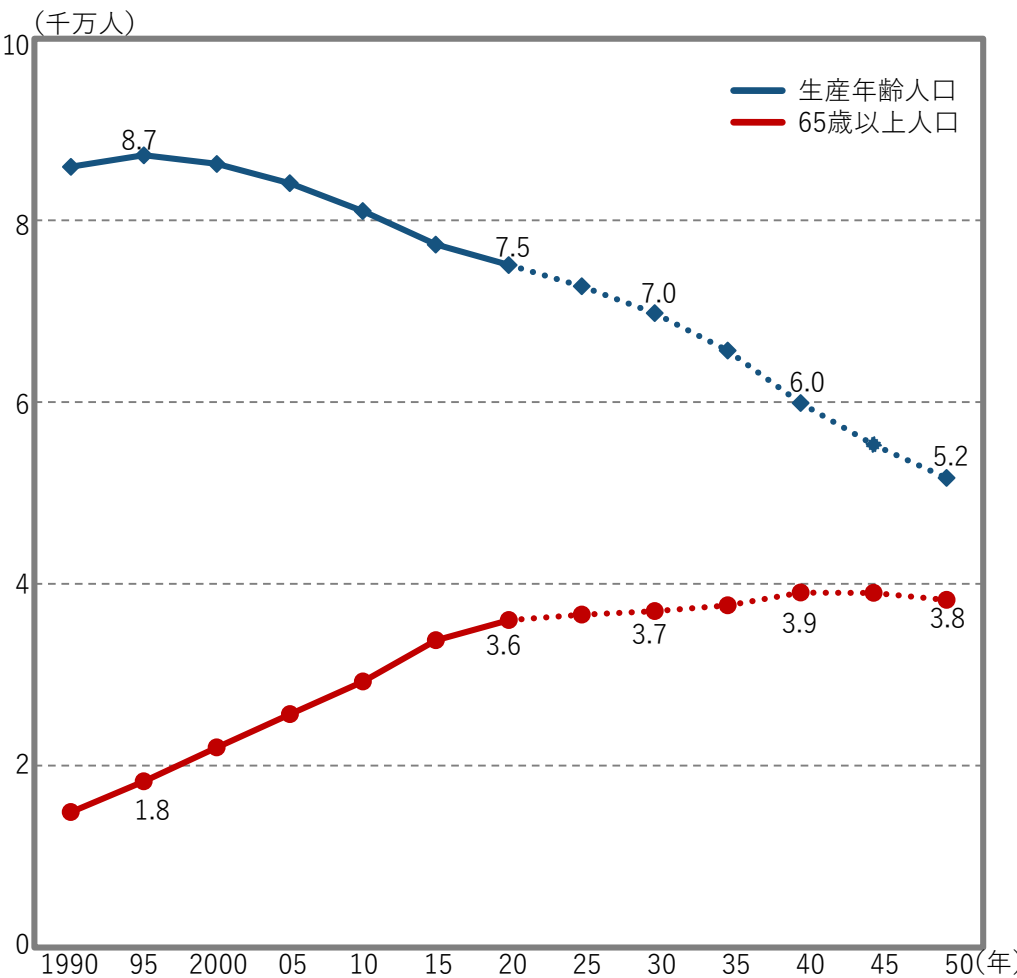
- ・ マクロ経済の安定性確保
- ・ 市場の失敗への対応、公共財への投資
- ・ 格差の是正

# 人口減少の深刻さ①

- 生産年齢人口の減少は、今後加速する見込み。
- 地方における生産年齢人口の減少は、更に急速となる見込み。

図11 人口の推移（2025年以降低位推計）

図12 生産年齢人口の推移（2015年以降中位推計）



(備考) 図11・12：総務省「国勢調査」及び国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」により作成。2025年以降は2020年実績値に将来人口推計の増減幅を足し合わせた機械的計算。



# 人口減少の深刻さ②

● 出生数・婚姻数共に長期低下傾向で推移してきたが、コロナ禍の2020年以降で加速。

図13 出生数の推移

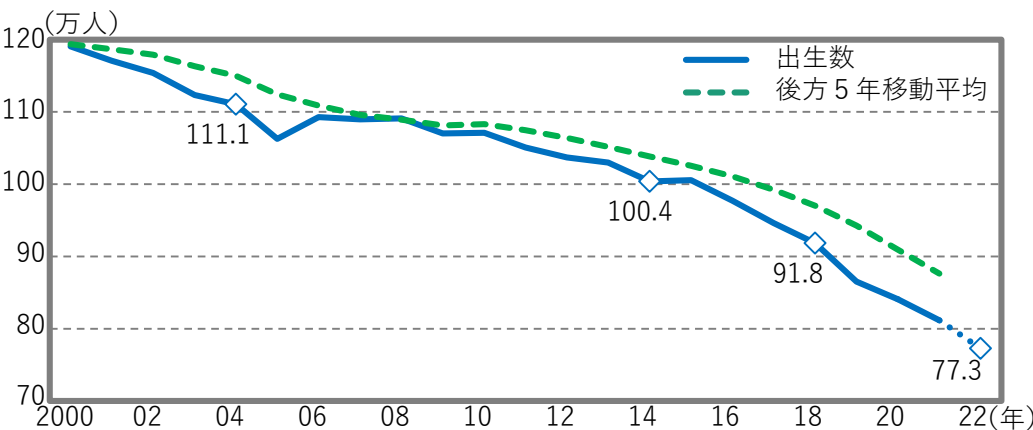


図14 婚姻件数の推移

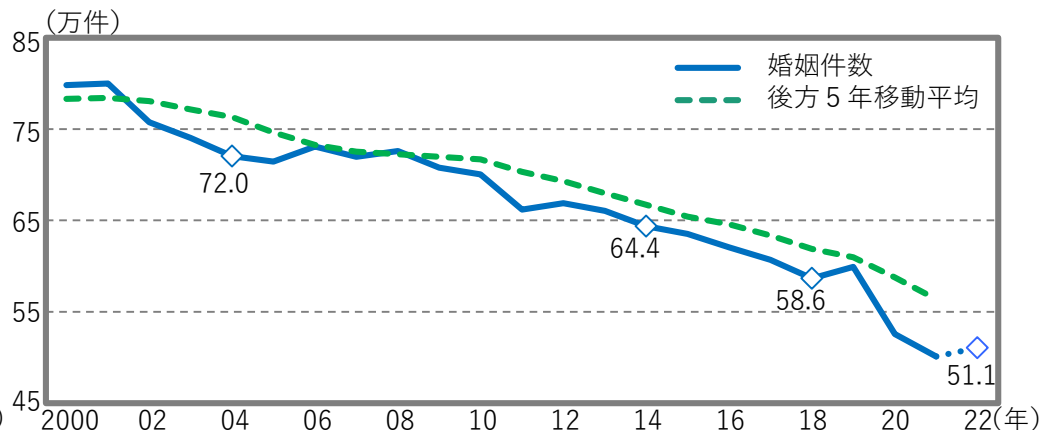


図15 出生数 対前年比の推移

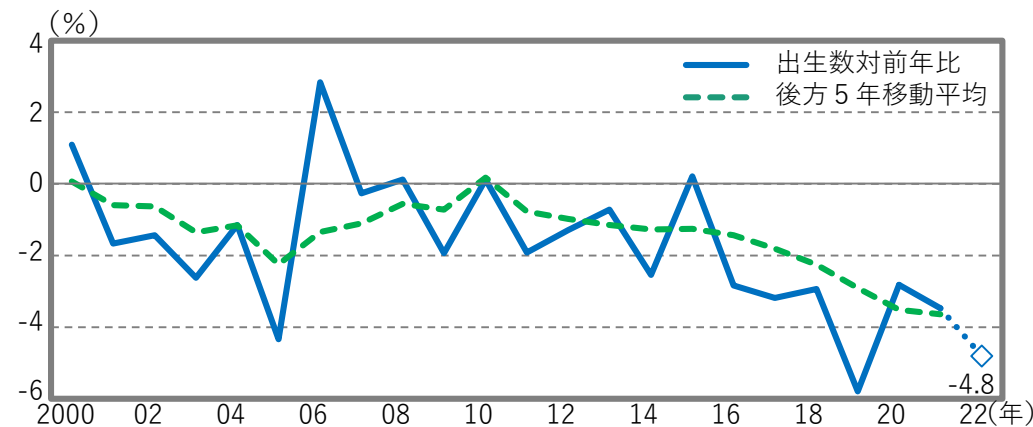
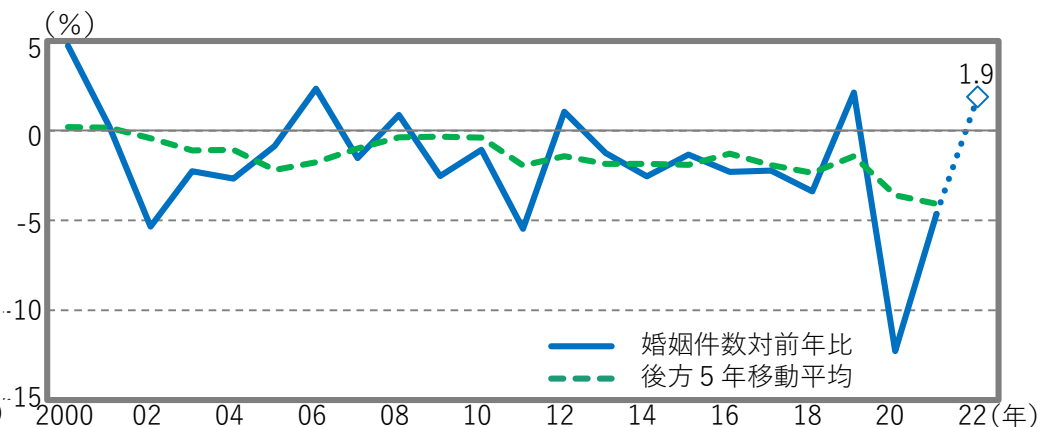


図16 婚姻件数 対前年比の推移



(備考) 図13～16：厚生労働省「人口動態調査」により作成。2022年は、1～10月の速報値の合計の前年比により推計。