

2021年8月23日 全14頁

ポストコロナの日本経済の課題 ～過剰債務と長期停滞

企業の過剰債務は76兆円に達し、「追い貸し・金利減免」企業も増加

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	エコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	小林 若葉
	研究員	永井 寛之
	エコノミスト	岸川 和馬
	研究員	和田 恵*

[要約]

- コロナショックを受け、企業の過剰債務は足元で76兆円まで増加したと推計される。「追い貸し・金利減免」企業比率も上昇したようだ。感染収束後にこれらの問題に適切に対応しなければ、潜在成長率が低下する可能性がある。他方、感染拡大前からの日本経済の課題であった「長期停滞」は、個人消費の伸び悩みなどを受けた企業の「過小投資」と、手取り賃金の伸び悩みや将来不安の強まり、人口減少による家計の「過少消費」の悪循環が大きな特徴である。将来不安による個人消費の押し下げ額は2000年以降の累計で58兆円と推計される。
- ポストコロナを見据えた政策の方向性としては、第一に、感染収束後は政策の正常化を図るとともに、プロアクティブな政策に大きく舵を切ることが最大の課題である。グリーン化、デジタル化、地方創生、少子化対策はポストコロナにおいても重要施策であり続けよう。第二に、「過小投資」と「過少消費」の悪循環に歯止めをかけるための取り組みを大きく前進させる必要がある。第三に、人口減少・高齢化が進展する中で働き手を確保し、職務遂行能力を高めて家計所得や企業収益の増加につなげることや、企業の付加価値創出力を高めることは、ポストコロナにおいて重要性が一層増すだろう。

* 金融調査部兼任

1. 日本型長期停滞の構造とポストコロナで想定される課題

新型コロナウイルスワクチンの接種の進展により、一部の国ではかつての日常を徐々に取り戻しつつある。足元では感染力の高いデルタ株が日本などで猛威を振るっており、予断を許さない状況にはあるものの、感染拡大が収まれば経済活動が再開され、景気はいずれ本格回復に向かうだろう。だが、ポストコロナの日本経済の展望は必ずしも明るいとはいえない。感染拡大前から続く構造問題への対応に加え、コロナショックで生じた新たな問題が顕在化する可能性があるからだ。

本稿ではまず日本経済の長期停滞の構造を俯瞰した上で、コロナショックで増加したとみられる過剰債務や「追い貸し・金利減免」を受ける企業（以下、「追い貸し・金利減免」企業¹）の状況を分析する。次に感染拡大前から重要課題とされていた企業の「過小投資」と家計の「過少消費」、低生産性を取り上げる。最後にポストコロナを見据えた政策の方向性について述べる。

複雑に絡み合う日本経済の長期停滞の要因

日本の経済成長は長期的に減速してきた。日本銀行の推計によると、1980年代後半で4%程度だった潜在成長率（中長期的に持続可能な経済成長率）は資産バブルの崩壊を経て、1990年代後半には1.5%程度まで低下した。その後も緩やかな低下傾向が続き、足元ではゼロ%をわずかに上回る程度である。先行研究を基に、近年の日本の長期停滞の構造を**図表1上**のようにまとめると、様々な要因が複合的に絡み合っていることが分かる。

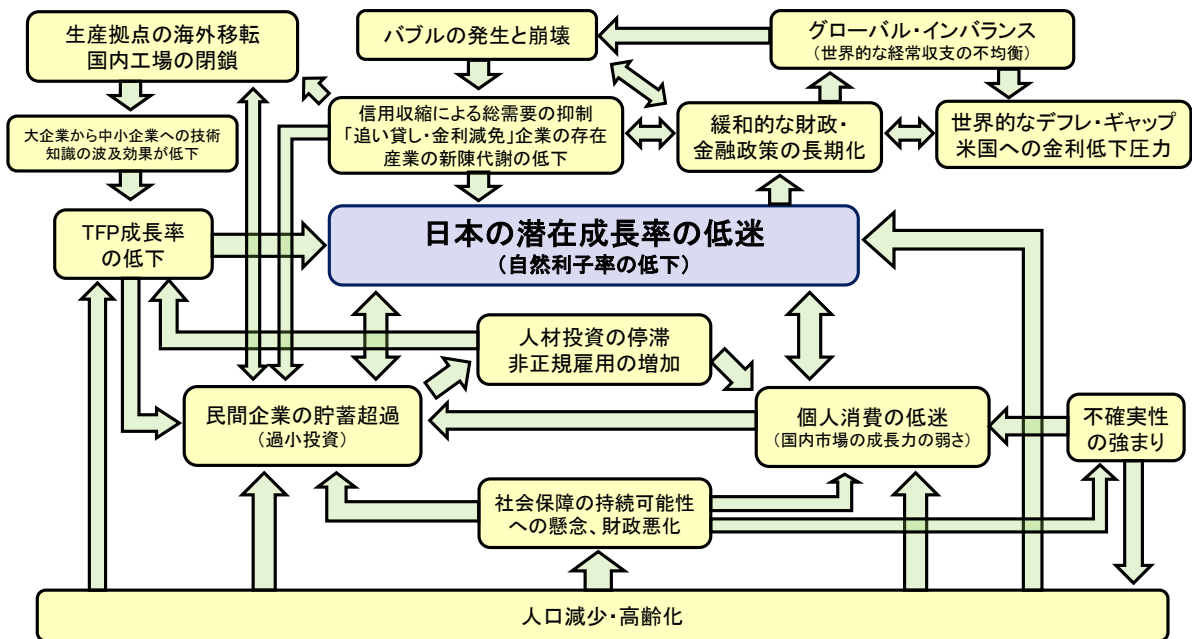
例えば福田（2018）は、リーマン・ショック後に日本を含む多くの国で起こった長期停滞は、「貯蓄過剰＝需要不足」が主として引き起こしたと指摘している。また貯蓄超過を生み出した要因として、度重なるバブルの発生と崩壊（信用収縮による総需要の抑制、「追い貸し」による過大な供給能力の維持）、世界的な貯蓄余剰（グローバル・インバランス）、人口減少・高齢化、世界的な所得格差の拡大などを挙げている。小川（2020）は企業の将来に対する悲観的な期待形成が設備投資や雇用の拡大に消極的にさせたと指摘する。悲観的な将来予想の背景には、企業が長期見通しを立てる上でとりわけ重要視している国内の個人消費の成長率の低迷があるという。

日本経済の長期停滞の主因に生産性の低迷を挙げる先行研究も多い²。このうち深尾（2020）は、全要素生産性（TFP）成長率が近年低下した理由として、生産拠点の海外移転や国内工場の閉鎖により大企業から中小企業への技術知識の波及効果が低下したこと、サービス業におけるICT資本・サービスへの過小投資、無形資産投資の停滞や非正規雇用の増加、競争を通じた淘汰のメカニズムの機能不全（産業の新陳代謝の低下）、などを指摘している。

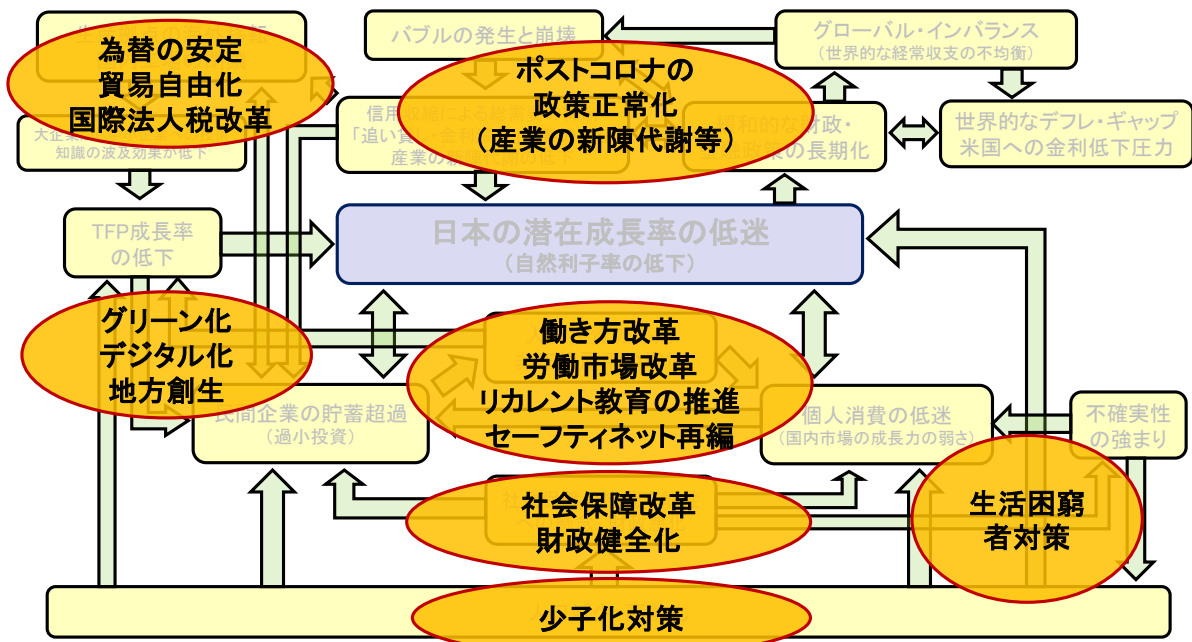
¹ 本稿では内閣府（2009）での表現を用いるが、経済学の世界では「ゾンビ企業」と呼ばれることが多い。

² 例えば宮川（2005）や中村・開発・八木（2017）が挙げられる。

図表1：日本経済の「長期停滞」の背景と脱却に向けた政策の方向性



政策の方向性



(出所) 大和総研作成

今回のコロナショックでは、2008年9月のリーマン・ショック後のような大規模なストック調整や雇用調整は今のところ発生していない。コロナショックが宿泊・飲食サービス業や娯楽業、旅客運輸業など一部の業種に集中し、多くの業種では事業活動が比較的早期に正常化したほか、政府・日本銀行が異例の規模で企業の資金繰りや雇用維持を支援したためである。

だが一方、先進国で最も厳しい日本の財政は一段と悪化し、公債等残高は2020年度に57兆円増加した。2021年度もコロナ危機対応による債務の大幅な増加が見込まれる。また**第2章**で取り上げるように、民間企業の過剰債務はコロナショックで急増したとみられる。過剰債務を抱える企業は、返済に追われて必要な投資が過小になるなど経済活動が非効率になり、経済全体の成長力に悪影響をもたらす可能性がある。また小林(2017)によると、借り手が過剰債務を抱えて経済活動が非効率な状態になっても、銀行などの貸し手は経済合理的な選択として、借り手の過剰債務を削減しようとしな。結果として借り手の非効率性は永続することになり、これが長期停滞をもたらす可能性があることを指摘している。

コロナショックで「追い貸し・金利減免」企業も増加しているようだ。Caballero et al. (2008)によると、「追い貸し・金利減免」企業(原文では「ゾンビ企業」)の存在は労働力の円滑な移動やその産業への新規参入を妨げ、結果として産業全体の成長を阻害し得ることを指摘している。

日本経済の「長期停滞」脱却に向けた政策の方向性

詳細は**第4章**で述べるが、日本経済の「長期停滞」脱却に向けた政策の方向性について**図表1下**で示した。

菅義偉政権が重要施策に位置付けているグリーン化、デジタル化、地方創生、少子化対策に加え、ポストコロナでは政策の正常化も課題になろう。企業が国内向けの設備投資を積極的に行うようになるためには、家計が消費を抑制している要因を緩和・解消させる必要がある。その意味でも財政・社会保障改革は重要であり、生活困窮者対策やセーフティネットの再編を推進する必要がある。人口減少・高齢化が進展する中で働き手を確保し、職務遂行能力を高めて家計所得や企業収益の増加につなげる観点からも、働き方改革や労働市場改革、リカレント教育の推進が求められる。他方、企業の海外進出が国内外の制度や税制、為替レートなどによって過度に促進されないように、貿易自由化(関税や非関税障壁の引き下げ)や国際法人税改革(最低法人税率: ミニマムタックスの導入)などに取り組む必要がある。

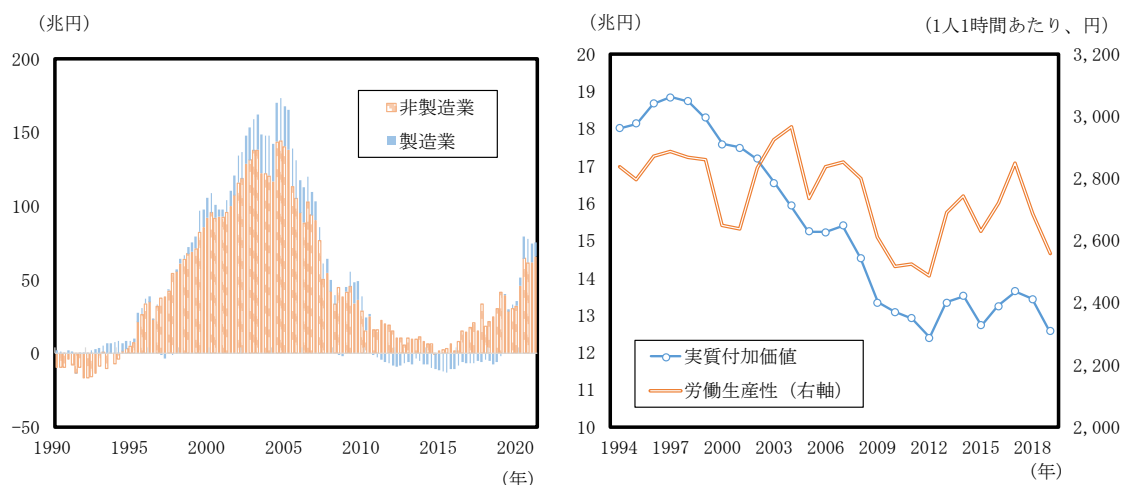
2. 増加する過剰債務と「追い貸し・金利減免」企業

ポストコロナでは民間企業の過剰債務への対応が課題に

民間企業の保有する債務のうち、成長性や収益性から導かれる最適な債務水準を上回る部分を過剰債務と定義すると、過剰債務は感染拡大後に非製造業を中心に急増したと推計される³ (図表2左)。2021年1-3月期で76兆円程度であり、2000年代半ば以来の高水準にある。

リーマン・ショック時と比較しても過剰債務が多く積み上がっている背景には、コロナショックに伴う不確実性が他の経済危機と比較して大きく⁴、企業の予備的資金需要が一段と増加したことがあるとみられる。実際、中小企業では実質無利子・無担保融資を活用した借り入れが増加しており、その額は約40兆円に達した。しかし、借入金を運転資金に充てることで経営を維持している企業には感染収束後も多額の債務が残るほか、多くの人の働き方やライフスタイルが変化したことで売上がコロナショック前の水準に戻らない企業は、ポストコロナでも債務負担が重くのしかかる恐れがある。過剰債務の返済に追われる企業は設備投資や新規事業参入などのために資金調達を行うことが難しく、収益拡大の機会を逸してしまう。こうした動きが広まると、経済全体の生産性の低下を通じて潜在成長率に下押し圧力がかかる。

図表2：過剰債務の推移（左）、宿泊・飲食サービス業の実質付加価値と労働生産性（右）



(注1) 左図の過剰債務は実際の債務と最適な債務の乖離と定義。最適な債務は部分調整モデル（債務が最適な債務に収束する）を仮定し、説明変数を償却前営業利益の総資産比率、固定資産の総資産比率、売上高の前年比として推計。詳細は脚注3を参照。

(注2) 右図の労働生産性＝実質付加価値÷総労働時間

(出所) 財務省、内閣府統計、西岡慎一（2021）「企業債務は大幅増、調整圧力70兆円 一適正化に7～8年、計画的対応でソフトランディングを目指せー」より大和総研作成

³ 西岡（2021）を参考に、部分調整モデルを用いて企業に関する複数の経済指標から導かれる最適な債務水準を推計した。推計方法は以下の通り。

$$d_t - d_t^{opt} = \theta (d_{t-1} - d_{t-1}^{opt}) \dots \textcircled{1}, \quad d_t^{opt} = \alpha_0 + \alpha_1 \times S_t + \alpha_2 \times P_t + \alpha_3 \times Co_t \dots \textcircled{2}, \quad \textcircled{1} \cdot \textcircled{2} \text{より} \textcircled{3} \text{式が導出される。}$$

$d_t = (1 - \theta) \times \alpha_0 + (1 - \theta) \times \alpha_1 \times S_t + (1 - \theta) \times \alpha_2 \times P_t + (1 - \theta) \times \alpha_3 \times Co_t + \theta d_t^{opt} \dots \textcircled{3}$ 、 $\textcircled{3}$ 式でパラメーターを推計し、さらに $\textcircled{2}$ に代入して最適債務水準を推計。 θ ：調整速度、 d_t ：債務比率、 d_t^{opt} ：最適債務比率、 S_t ：売上高前年比、 P_t ：償却前営業利益の総資産比率、 Co_t ：固定資産の総資産比率。変数は佐野（2019）を参考。

⁴ 例えば篠原・奥田・中島（2020）が挙げられる。

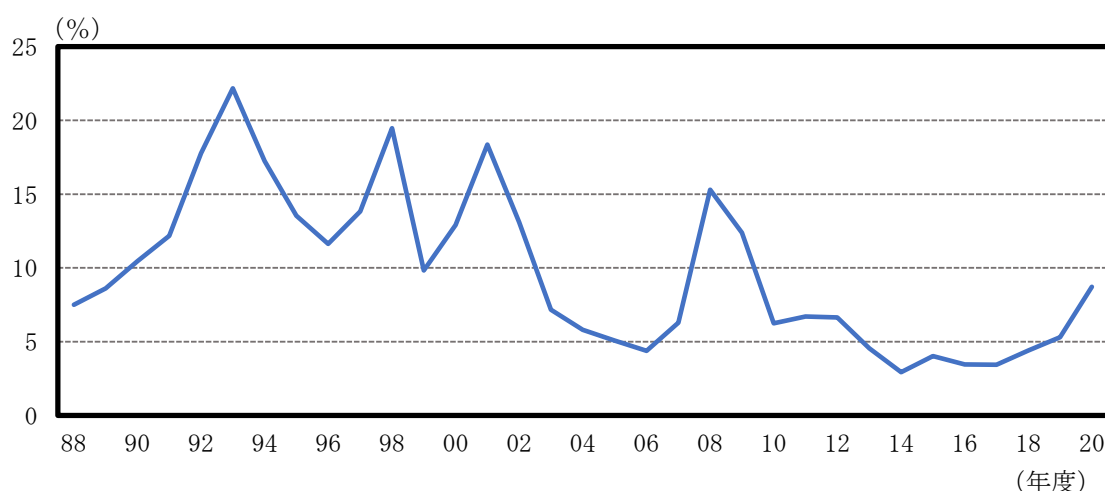
過剰債務を抱える企業の収益率や成長性が高まれば債務の返済負担は軽減されるが、その実現は容易ではない。例えばコロナショックを受けた宿泊・飲食サービス業は労働集約的であり、労働生産性の水準は長期的に見ても上昇していない（**図表 2 右**）。感染収束後のインバウンド需要の回復は事業状況の改善に大きく寄与すると見込まれるものの、人口減少に伴う市場規模の縮小圧力はかかり続ける。結果として過剰債務の調整に要する期間は長期化する可能性がある。

20年度の「追い貸し・金利減免」企業比率は上昇するも過去の経済危機時を下回る

「追い貸し・金利減免」企業の増加が長期停滞を助長させるリスクにも注意を払う必要がある。**図表 3** は中村・福田（2013）に倣い試算した、東証一部・二部に上場したことのある企業における「追い貸し・金利減免」企業の比率の推移である。同比率は景気悪化局面には金融支援を受ける企業が増加することで上昇するものの、その後の景気回復や経営再建により収益が改善したりすることで低下に向かう傾向が見られる。実際、バブル崩壊後の1990年代前半やリーマン・ショック後の2008年度に同比率は大幅に上昇した。しかしながら、2000年代後半以降は企業が財務体質を改善させた結果、長期的には低下傾向が続き、2010年代半ばからは5%を下回る低水準で推移した。

コロナショックが発生した2020年度は、企業の収益が激減する中で手厚い企業支援策が実施されたものの、「追い貸し・金利減免」企業比率は過去の景気後退局面に比べれば上昇幅は大きくない。倒産に至る企業や、低収益の中で追い貸しにより存続し続ける低生産性企業が増加するリスクは過去と比較すれば小さいといえよう。

図表 3：「追い貸し・金利減免」企業比率の推移



（注）東証一部・二部に上場したことのある企業のうち、データが取得できた3,227社ベース。各年度の集計対象は、年度初に上場している企業とした。①債務免除益が発生している、②利払前税引前利益が中村・福田（2013）に倣って算出した最低支払利息の理論値を下回る、③有利子負債依存度が20%を上回る、④実際の支払利息が最低支払利息の理論値を下回るか借入額が増加する、の4要因に関し、⑤または、⑥かつ⑦かつ⑧の企業を「追い貸し・金利減免」企業と判定した。

（出所）QUICK、中村純一・福田慎一（2013）「問題企業の復活：『失われた20年』の再検証」より大和総研作成

もともと、コロナ危機対応の資金繰り支援策はとりわけ中小企業が利用したが、その影響はデータ制約から**図表 3**に反映されていない。中小企業の「追い貸し・金利減免」企業比率は大企業以上に高まった可能性があることには留意が必要だ。また、ポストコロナにおいても危機対応策が出口に向かわず、通常の経済環境であれば市場から退出すべき企業の退出が遅れることは回避すべきだろう。産業の新陳代謝の低下がマクロ経済全体に波及すれば、経済成長に悪影響をもたらす。

「追い貸し・金利減免」企業比率は1990年代後半から2000年代初めにかけて高水準で推移したが、当時は生産性の低い企業を存続させることが経済の効率性の低下につながるとして、金融機関による追い貸しが問題視された。ポストコロナにおいても異例の資金繰り支援策が継続されれば、同様の問題が生じかねない。

3. 感染拡大前から続く「過小投資」「過少消費」「低生産性」問題

長期停滞の背後にある「過小投資」と「過少消費」の悪循環

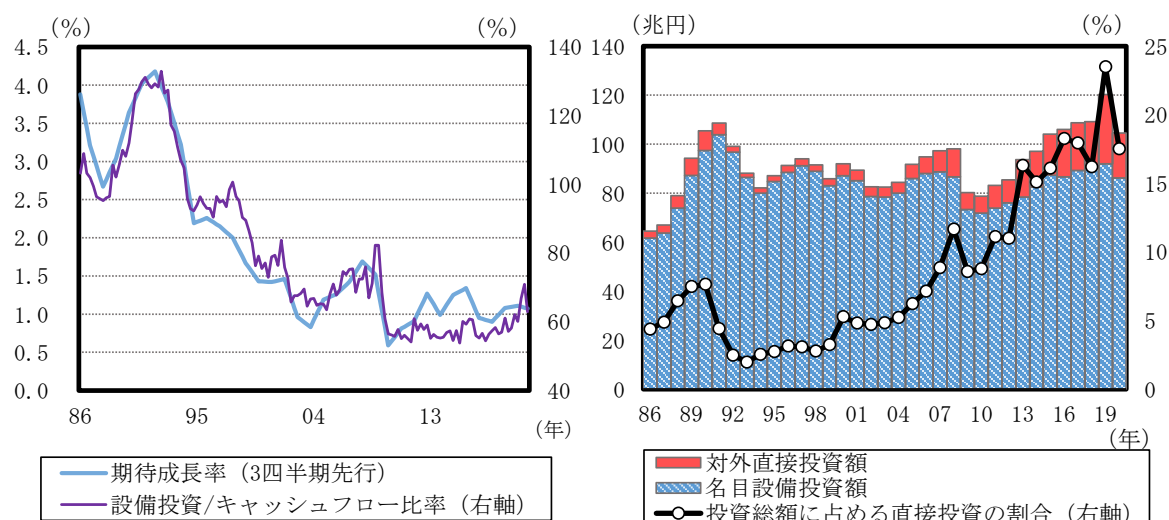
第1章で述べたように、日本経済の長期停滞は感染拡大前からの課題でもあり、依然としてその根源的な原因の解消には至っていない。長期停滞の背景について、**前掲図表 1 上**を基に需要側から整理すると、企業の「過小投資」と家計の「過少消費」が相互に影響を及ぼし合ってきたことが大きな特徴として指摘できる。

まず企業部門に目を向けると、投資性向は期待成長率とともに長期的に低下してきた。内閣府の企業向けアンケート調査に見る業界需要の実質成長率見通し（今後5年間の平均値）を期待成長率とみなすと、1990年代初めで4%程度だった期待成長率はその後の10年間で大幅に低下し、2000年代初めから直近の2020年度まではおおむね1%前後で推移した（**図表 4**）。キャッシュフローに対する国内設備投資の比率（≒投資性向）はこうした期待成長率の動きに沿うように低下し、足元の水準は約30年前からほぼ半減した。

こうした中でも、企業は全ての投資を抑制してきたわけではなかった。感染拡大前の2019年における名目国内設備投資額は1991年の過去最高水準を大幅に下回った一方、対外直接投資を加えた投資総額は2019年に過去最高を更新した（**図表 5**）。グローバル化が急速に進展した2000年代以降、企業は国内市場よりも高い成長が見込まれる海外市場を一層重視するようになり、対外直接投資を大幅に拡大させた。

図表 4 : 設備投資/CF 比率と期待成長率

図表 5 : 国内設備投資と対外直接投資の推移



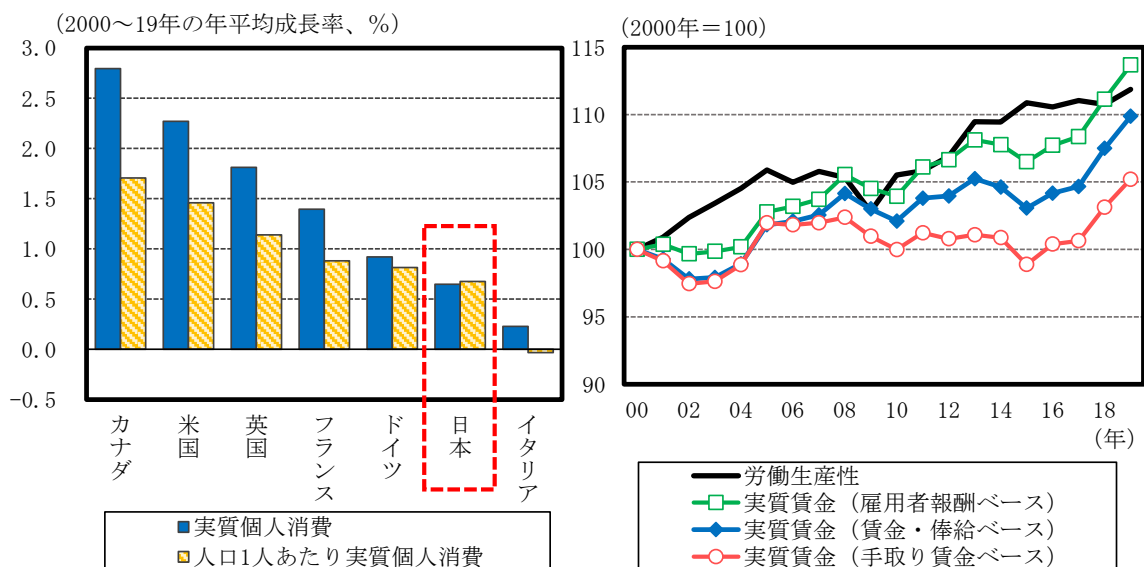
(注1) 期待成長率は業界需要の実質成長率の5年平均見通し。
 (注2) 設備投資額はソフトウェア除くベース。キャッシュフロー＝経常利益/2＋減価償却費。
 (注3) 国際収支マニュアル改正の関係で、厳密には1996年前後では対外直接投資のデータに連続性がない。1995年以前はドル建て公表値を使用し、日銀インターバンク・期中平均レートにより円換算した。
 (出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

次に家計部門に目を向けると、2000～19年における日本の実質個人消費は年率+0.6%とG7(主要7カ国)の中で2番目に低かった(図表6左)。マクロで見た個人消費は人口動態の影響を受けるため、人口減少局面に入った日本とそうでない国々との間で伸び率に格差が生じやすい。だが同時期の個人消費の伸び率を人口1人あたりで比較しても、日本の個人消費が諸外国に比べて伸び悩んだことに変わりはない。

背景には、手取りの実質賃金が低迷したことがある。内閣府「国民経済計算」の雇用者報酬を総労働時間で除した平均時給を見ると、2019年の実質賃金は2000年比+13.7%と、労働生産性(1人1時間あたり実質GDP)の伸び率を上回った(図表6右)。同時期の日本の労働生産性上昇率はG7の中で2番目に高かったことを踏まえると、日本企業は主要先進国の中でも賃金を高めに取り上げてきたといえる。

だが、雇用者報酬のうち事業主負担分の社会保険料などを除いた賃金・俸給ベースの実質賃金は2000年比+9.9%と伸び率が縮小する。さらに総務省「家計調査」を基に試算した手取り賃金ベースの実質賃金を見ると、2017年まで横ばい圏で推移し、2019年では同+5.2%とわずかに上昇した。このように、企業側の視点に立てば労働生産性に応じた人件費を負担してきた一方、家計(勤労者)側の視点に立てば生産性の向上に貢献したものの賃金はわずかな上昇にとどまった。これがマクロで見た個人消費の伸び悩みの一因となっている。

図表 6 : 2000~19 年における G7 の個人消費 (左) と日本の労働生産性・実質賃金 (右)



(注1) 労働生産性はマンアワーベース。実質賃金はGDPデフレーターによる実質時給。

(注2) 「手取り賃金ベース」とは賃金・俸給から直接税・社会保険料割合を除いた賃金。直接税・社会保険料割合は、家計調査における勤労者世帯(総世帯ベース)の勤め先収入に占める勤労所得税・個人住民税・社会保険料の割合。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

消費低迷に拍車をかけてきた将来不安の強まり

将来不安の強まりによる消費性向の低下も消費低迷に拍車をかけた。勤労世帯の平均消費性向を世帯主年齢別に確認すると、40代以下の世代では1980年代後半から明確な低下傾向が見られる(図表7)。また、将来不安の強まり(ここでは金融広報中央委員会のアンケート調査において「老後の生活資金」を貯蓄の目的に挙げた家計割合の上昇幅)が消費性向に与える影響を世帯主年齢別に推計すると、40代以下の世代の将来不安の強まりが消費性向を押し下げている(図表8)。これらの世代では、将来不安が消費性向に与える影響が比較的大きく、2000年以降の将来不安の強まり度合いも他の世代のそれを上回った。

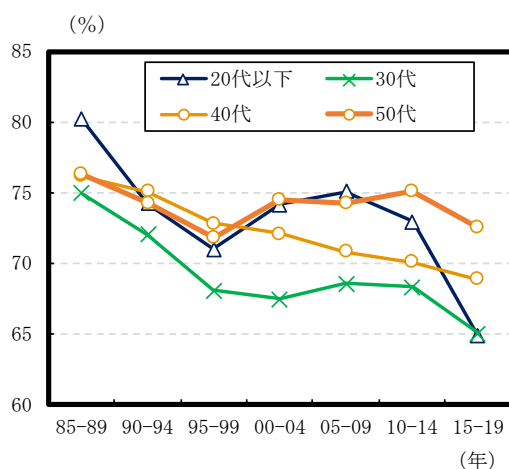
こうした影響が日本経済に与えた影響を当社のマクロモデルを用いて試算した結果が図表9である⁵。2000年以降の将来不安の強まりにより、2019年の個人消費は4.0兆円押し下げられ、GDPベースでは3.6兆円の下押し圧力がかかったとみられる⁶。個人消費の減少額は2000年以降の累計で58兆円に上る。将来への備えとして貯蓄志向を強めた若年・中年層の買い控えは企業収益を減少させ、設備投資の抑制などを通じて長期停滞を助長させたことが示唆される。

⁵ 宇南山・米田(2018)を参考に家計調査と国民経済計算の消費性向の乖離を調整した。具体的には、①対象世帯の調整(2人以上の世帯のうち無職世帯を考慮に入れる)、②所得・消費の概念調整(持家に関する収入・支出、その他の投資所得、その他の経常移転、資本税、非生命純保険料、現物収支、個人企業の営業余剰のうち在庫品評価額、支払利子・受取利子の調整)、③統計に含まれる誤差の調整(家計調査の消費支出・財産収入・家計簿収入金額の過小性の調整)を行った。さらに単回帰分析により、調整後の家計調査と国民経済計算の消費性向の乖離をより小さくした。

⁶ 内需の縮小に伴い輸入が減少することなどから、GDPの減少幅は個人消費よりも小さくなっている。

家計は現在だけでなく将来の所得（生涯の労働所得の割引現在価値など）も考慮して日々の消費水準を決めるという標準的な経済学の消費関数に基づくと、長期に伸び悩んだ手取り賃金は家計の所得見通しを慎重にさせ、消費を抑制させる一因になったと考えられる。さらに、税制や社会保障の不確実性も家計消費に影響しているとみられる。森川(2017)によると、税制や社会保障の不確実性が消費を抑制していると答えた人の割合はどの世代でも6割を超えた。こうしたことを踏まえると、財政・社会保障改革は家計の手取り賃金を増やしたり、家計の将来設計を容易にしたりすることで、平均消費性向を引き上げる可能性がある。

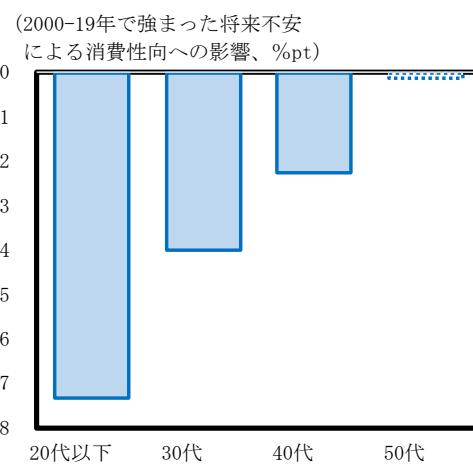
図表7：勤労者世帯の平均消費性向



(注) 二人以上世帯。99年以前のデータは農林漁家世帯を除くベース。無職世帯の85年のデータは欠損。18年以降のデータは家計簿変更による影響を調整している。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表8：2000年以降の将来不安の強まりが消費性向に与えた影響



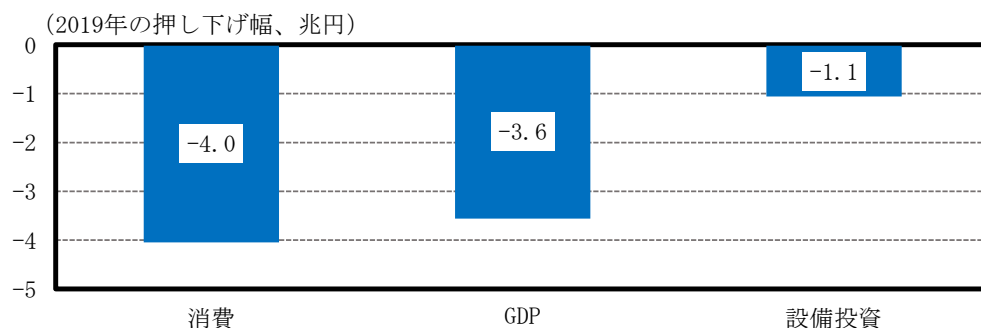
(注1) 推計式は以下の通り(推計期間：1997年-2020年)。

消費性向 = $\beta_0 + \beta_1 \times \text{将来不安要因} + \beta_2 \times \text{GDPギャップ}$
 将来不安要因は「老後の生活資金」を貯蓄の目的に挙げた世帯の年代ごとの割合を使用。 β_1 の値と将来不安要因の2000年以降の変動幅を用いて年代ごとの消費性向の低下幅を試算。

(注2) 40代以下の β_1 は5%有意水準を満たす。50代については10%有意水準を満たさない。

(出所) 総務省、金融広報中央委員会より大和総研作成

図表9：平均消費性向の低下による日本経済への影響



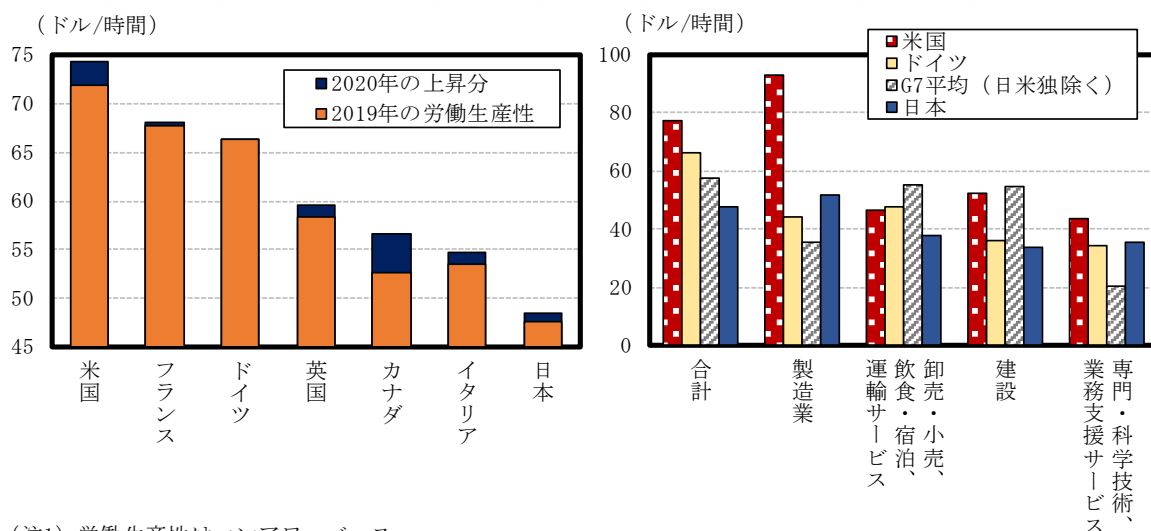
(注) 経済への影響は、大和総研の中期マクロモデルを用いて試算した。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、東京証券取引所、宇南山卓・米田泰隆(2018)「日本の『家計調査』と『国民経済計算(SNA)』における家計貯蓄率の乖離 —1994年から2015年における日本の家計貯蓄率低下要因—」より大和総研作成

諸外国に見劣りする労働生産性の「水準」

前述したように、2000年から2019年までの日本の労働生産性上昇率はG7で2番目に高かった。だが2019年における労働生産性の「水準」は、実はG7の中で最も低い（**図表10左**）。なお、コロナショックが発生した2020年の労働生産性は日本を含むG7のほとんどの国で向上した。テレワークやリモート会議などのためのデジタルインフラの整備が急速に進み、幅広い業務が効率化された可能性がある。他方、労働生産性が比較的低い労働集約的なサービス業がコロナショックを受け、全産業のGDPや総労働時間に占める当該業種の割合は低下した。結果として各業種の加重平均値ともいえるマクロの労働生産性が引き上げられた。これについては経済活動が正常化する過程で労働生産性の押し下げ要因になろう。

図表10：労働生産性の水準の国際比較（左：2019年と2020年の比較、右：業種別）



(注1) 労働生産性はマンアワーベース。

(注2) 左図の2020年の上昇分のうち米国はOECDによる推計値、日本は大和総研による試算値。右図は2017年の数値。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、BEA、OECD統計より大和総研作成

なぜ日本の労働生産性の水準は低いのだろうか。労働生産性を業種別に国際比較すると、日本の製造業の労働生産性はG7の中で2番目に高いものの、米国には水をあけられている（**図表10右**）。製造業に属する各業種の就業者割合は日米で大差がないことから、各業種の労働生産性が傾向として米国に見劣りしていることに起因すると考えられる。日本の製造業の労働生産性はドイツやその他のG7に比べて高いとはいえ、引き上げの余地はありそうだ。

非製造業に目を向けると、日本の専門・科学技術・業務支援サービス業は日米独を除くG7平均を上回るものの、卸売・小売、飲食・宿泊、運輸業、さらに建設業では大幅に下回る（**図表10右**）。日本ではこれらの業種の就業者数は全体の3割強を占めており、諸外国に比した労働生産性の押し下げに寄与している。また日本のサービス業の企業規模は米国のそれに比べて小さく、都市集積も進んでいないために付加価値の生産効率が高まりにくいことも一因だろう⁷。

⁷ 溝端幹雄「[中小企業で改善余地が大きい労働生産性](#)」（大和総研レポート、2018年11月28日）

加えて、日本のサービス業は資本装備率が低く、企業の過小投資がこれに拍車をかける形で労働生産性の伸び悩みにつながっている。内閣府（2017）ではとりわけサービス業の ICT への投資不足が指摘されており、政府だけでなく民間部門においてもデジタル化を推進することが重要だ。このようにサービス業の労働生産性の低迷の要因は多岐にわたるものの、上述した企業の過小投資や家計の過少消費が直接的、間接的に影響しているとみられる。

4. ポストコロナを見据えた政策の方向性

第1章で概観したように、日本経済の長期停滞は様々な要因が複合的に絡み合っており、その一つ一つが短期的には解決できない構造問題を抱えている。循環的な景気悪化に対して財政・金融政策を実施することは望ましいが、減税や給付、金利の低下によって企業の「過小投資」と家計の「過少消費」の悪循環を断つことはできない。安倍晋三前政権をはじめ歴代政権は成長力の強化に取り組み、日本銀行は累次の金融緩和策を積極的に実施してきたが、それでも潜在成長率に上昇の兆しが見られないところに問題の深刻さが窺える。

このような整理の下、最後にポストコロナを見据えた政策の方向性について以下の三点を指摘したい。

第一に、感染収束後は政策の正常化を図るとともに、ポストコロナを見据えたプロアクティブな政策に大きく舵を切ることが最大の課題である。菅政権が推進するグリーン化、デジタル化、地方創生、少子化対策はポストコロナにおいても重要施策であり続ける。カーボンニュートラルの実現を目指す国の名目 GDP は世界全体の約 8 割を占めるなど、コロナショック後に加速した世界的な脱炭素化の潮流に日本も乗ることは、国際競争力の維持の観点からも不可欠だ。産業構造の転換を図るとともに、労働力の円滑な移動を支援する必要がある。デジタル化は経済活動の効率化に資するだけでなく、立地や時間の制約が緩和・解消されることで新たな需要を創出したり、とりわけ地方の資本や労働力の活用余地が拡大したりする（地方創生に資する）。政府・自治体・民間との間で情報連携が進めば、経済対策や再分配政策の有効性が高まり、潜在成長率の引き上げや財政健全化にもつながる⁸。

第二に、「過小投資」と「過少消費」の悪循環に歯止めをかけるための取り組み、とりわけ家計が消費を抑制している要因を緩和・解消させるための取り組みを大きく前進させる必要がある。**第3章**で指摘したように、消費低迷の背景には手取り賃金の伸び悩みや将来不安の強まり、人口減少がある。社会保険料の負担増が強く影響していることに鑑みると、財政の構造的赤字の主因である社会保障分野の改革を大胆に進めることは財政健全化だけでなく、消費活性化にも資すると考えられる。生活困窮者対策やセーフティネットの再編を推進する必要もあろう。将来の消費税率の引き上げを含め、目指すべき自助・共助・公助の姿やその実現に必要な施策についての議論を深めるべきだ。また、感染拡大の長期化で出生率の更なる低下が懸念される中、

⁸ 詳しくは、神田慶司・永井寛之・田村統久・遠山卓人「[行政のデジタル化による経済活性化と課題](#)」（大和総研レポート、2020年11月25日）を参照。

「経済財政運営と改革の基本方針 2021」（6月18日閣議決定）に記載された少子化対策の着実な実施などが求められる。

第三に、人口減少・高齢化が進展する中で働き手を確保し、職務遂行能力を高めて家計所得や企業収益の増加につなげることや、企業の付加価値創出力を高めることは、ポストコロナにおいて重要性が一層増すだろう。働き方改革や兼業・副業の拡大、労働市場改革、リカレント教育の推進などが求められる。また国内外の制度や税制、為替レートにより企業の海外進出が過度に促進されないように、貿易自由化（関税や非関税障壁の引き下げ）や国際法人税改革（最低法人税率：ミニマムタックスの導入）などに取り組む必要がある。

<参考文献>

- ・宇南山卓・米田泰隆 (2018) 「日本の『家計調査』と『国民経済計算(SNA)』における家計貯蓄率の乖離 —1994年から2015年における日本の家計貯蓄率低下要因—」, フィナンシャルレビュー (134) pp. 191-205, 財務省財務総合政策研究所.
- ・小川一夫 (2020) 『日本経済の長期停滞』, 日本経済新聞出版.
- ・久後翔太郎 (2021) 「コロナショックと長期停滞論」, 『大和総研調査季報』, 2021年7月夏季号 (Vol. 43) pp. 20-33.
- ・小林慶一郎 「債務問題と長期経済停滞」, RIETI Policy Discussion Paper Series, 17-P-013.
- ・佐野春樹 (2019) 「企業の資金調達手段選択に関する諸議論」, 財務省 ファイナンス 令和元年11月号 シリーズ 日本経済を考える 94, pp. 60-67.
- ・篠原武史・奥田達志・中島上智 (2020) 「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 20-J-7.
- ・内閣府 (2009) 「平成21年度 年次経済財政報告」
- ・内閣府 (2017) 「平成29年度 年次経済財政報告」
- ・中村純一・福田慎一 (2013) 「問題企業の復活:『失われた20年』の再検証」, CEI Working Paper Series 2012-14, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- ・中村康治・開発壮平・八木智之 (2017) 「生産性の向上と経済成長」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 17-J-7.
- ・西岡慎一 (2021) 「企業債務は大幅増、調整圧力70兆円 —適正化に7~8年、計画的対応でソフトランディングを目指せ—」, 日本総合研究所『リサーチ・フォーカス』, No. 2021-004.
- ・深尾京司 (2020) 『世界経済史から見た日本の成長と停滞』, 岩波書店.
- ・福田慎一 (2018) 『21世紀の長期停滞論』, 平凡社.
- ・宮川努 (2005) 『長期停滞の経済学』, 東京大学出版会.
- ・森川正之 (2017) 「政策の不確実性と消費・貯蓄行動」, RIETI Discussion Paper, 17-J-007.
- ・Caballero, R J., T. Hoshi and A K. Kashyap (2008) “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan” *American Economic Review*, 98 (5): pp.1943-1977.