

成長なくして分配なし、新政権はプロビジネスのメッセージを – 「コンクリートから人へ」再考、分配重視の反省は何か

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
 エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■民主党政権時代の「コンクリートから人へ」を検証

岸田新政権、分配重視政策

岸田首相は総裁選以降「分配政策」を重視する姿勢を示している。分配重視のメッセージはポピュリズムの観点からは政治的に見栄えが良く、総選挙前に最大野党である立憲民主党との対立を回避するという観点からもうってつけである。ただし、歴史を振り返り、2009年に民主党が政権を奪取した時の公約であった分配重視政策、スローガンの「コンクリートから人へ」が何を意味したかも検証する必要がある。9月の総裁選で事実上、岸田新首相が誕生して以降、日本株の下落が続いた背景に、アベノミクスの対抗軸として掲げた分配重視政策により、アベノミクス以降のプロビジネス姿勢への不安が生じている。また、先月来TODAYでも懸念材料として取り上げてきた金融所得課税強化への不安もあったと考えられる。

「コンクリートから人へ」再考、「均衡財政乗数」が示すこと

まず、2009年、民主党政権のスローガン「コンクリートから人へ」を振り返る。マクロ経済学の教科書に出てくる議論に「均衡財政乗数」がある。その意味するところは、増税を行いその同額の公共投資を行うと、GDPが公共投資の分、拡大するというものである。以下で簡単な数式を示すと、

$$\text{増税に伴う乗数} \quad \frac{-c}{1-c} \quad \dots\dots \text{①}$$

$$\text{公共投資に伴う乗数} \quad \frac{1}{1-c} \quad \dots\dots \text{②}$$

増税を行って公共投資を行うことは、

$$\text{②}+\text{①} \text{となり、} \frac{1}{1-c} + \frac{-c}{1-c} = 1 \quad \text{【}c\text{は消費性向】}$$

以上により、増税で捻出した分の公共投資額がGDPを引き上げることが意味する。

■公共投資の縮小はGDPの
下方圧力に

■民主党政権時は公共投資を
排除する「空気」であった

■日本と海外では直接給付の
意味が異なる

均衡財政乗数の真逆を行った民主党政権

一方、「均衡財政乗数」とは真逆のことを行ったらどうだろうか。すなわち、公共投資を削減し、その分の金額を国民に直接給付、分配する行為である。その効果は、先の均衡財政乗数の式を参照すれば、理論上は公共投資を抑制した分のGDPのマイナス効果が発生する。通常、経済政策を行ううえではGDPを押し上げる効果しか議論の対象にならないので、実際に公共投資を縮小して国民に「分配」することは議論されにくい。しかし、実際にそれに類似した政策が2009年以降の民主党政権下で行われていた。すなわち、「コンクリートから人へ」のスローガンのもと公共投資を削減し、その分を国民への直接給付として支給することである。当時行われた子供手当や農業への所得補償も類似する。

確かに、公共事業には無駄があったが「コンクリートから人へ」の掛け声のなか、「公共事業は悪」のような固定観念が出来上がった面もあった。当時の民主党政権誕生の高揚感に包まれるなか、世の中の論調も公共投資を排除する「空気」が醸成され、先の「均衡財政乗数」議論が行われる雰囲気もなかった。公共投資の誘発効果やその乗数が低下していたのは事実だが、貯蓄に回る分が多い直接給付より乗数が低いとは考えにくい。

2012年のアベノミクス以降の潮流は、「コンクリートから人へ」で振れすぎたバイアスの修正でもあった。震災の復興、老朽化したインフラの再構築など、必要な公共事業もある。ただし、公共事業を行うに当たっては、できるだけ乗数効果が高く、成長戦略とも整合的なものが望ましいことは、もちろんである。

事業仕分けは政策評価プロセスには意味があったが、縮小均衡を促した面も

2009年以降の国民への直接給付については、子供手当や農業の所得補償のように「ばら撒き」の側面も強かった。農業の所得補償は長らく欧州などでも行われていたが、その機能は農産物の自由化が行われるときに所得を補償するものであり、あくまでも価格自由化をおこなうという構造転換へのインセンティブ策という考え方が基本になっていた。一方、日本の場合、そうした自由化や規制緩和への構造転換の発想不在のなかで所得補償だけが行われたため、ばら撒きと称されても仕方ない。

さらに、2009年の民主党政権発足で始まった事業仕分けを通じ支出削減を声高に掲げることが一段と乗数効果を引き下げた。2009年に筆者は「仕分け人」として実際に事業仕分けに参加した立場から、事業仕分けの意義を頭から否定するものではない。2009年において、従来の自民政権が

策定した予算を異なる立場から見て政策評価のプロセスを実行したことは評価できる面もあった。政策遂行のプロセスのPDSサイクルを導入することで政策のチェックを第三者の立場から行うことの意義づけは確かにあった。同時に、財政規律の観点からその姿勢を明確にすることで国債市場へのサポートになる面もあった。ただし、本来国家の根幹となる政策目的に関する議論より、仕分けの対象になる各個別項目の経費を削減することに重点が置かれ、重箱の隅をつつくような議論に向かってしまったことは残念なことだった。

「生活者重視」の視点で、企業重視・プロビジネスがなおざりに

更に当時、民主党の「生活者」の議論のなか、「生産者」である企業の存在が軽視されていると感じた国民も多かった。日本の戦後の発展は「政治－政府－企業」が一体になった総合合力によって実現してきたが、そうした絆が各レベルで分断されたことに伴う混乱も大きかった。1990年代後半に、バブル崩壊後の混乱によって「ディスオーガニゼーション」という議論が生じた。そもそも、その言葉はソ連崩壊の混乱に伴う経済への悪影響を指すものだったが、日本ではバブル崩壊後に加え、2009年以降も同様の不安定さが生じていた可能性があった。当時の海外投資家の大幅な日本株の売り越しは、以上の状況を素直に反映したものとも考えられる。

一方、アベノミクスの成果は「プロビジネス」の観点から、国家目標を掲げて国民のマインドセットに影響を与えた点にあった。成長や企業発の富の創出という、伝統的な経済学で議論される経済成長を志向すること、それは渋沢栄一が明治時代に掲げた企業観でもあった。更に「構造改革」が加わることで意識され、海外投資家の日本株買いにつながった。

コロナショックによる格差拡大

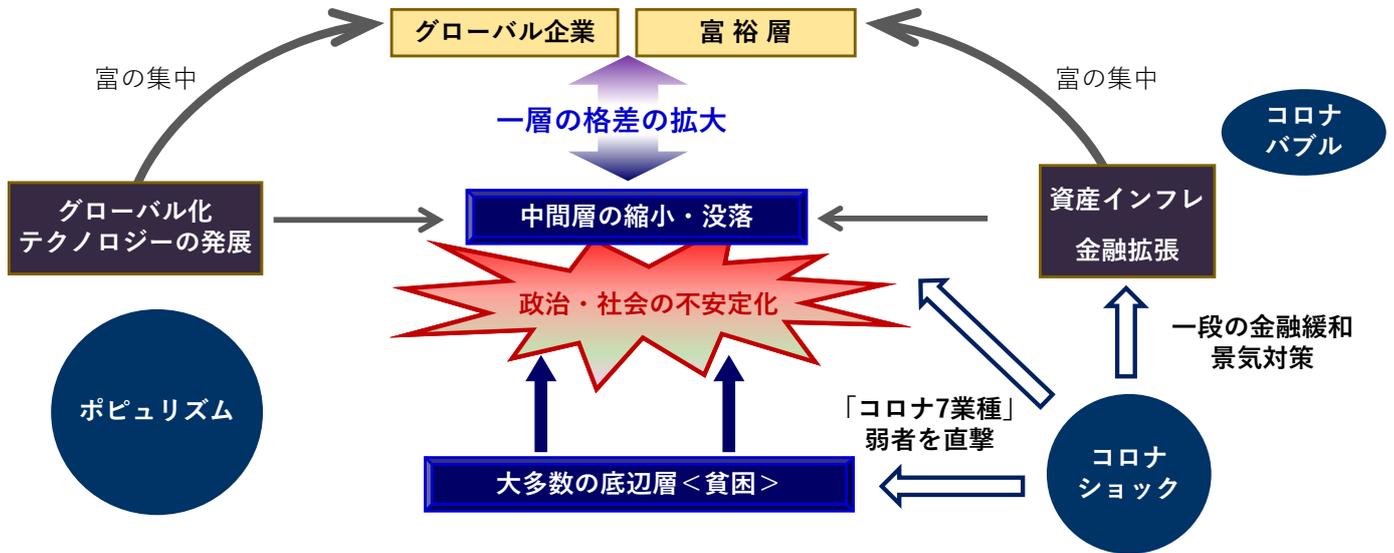
アベノミクス以降、9年近くにわたる企業重視の政策のなか、家計を中心に国民に経済的格差面での不満が生じたことは否めない。さらにコロナショックに伴い、経済弱者が多く属する「コロナ7業種」で苦境が生じたことも加わった。

「コロナ7業種」は主に労働集約型業種で、そこに従事する従業員の多くは比較的賃金が低位である。雇用形態も非正規が多く、不況時のクッションになりやすい。コロナショックが直撃したのは、次頁の図表で底辺層や中間層を占める分野、押しなべて「経済的弱者」であった。1970年代以降、金融政策偏重の潮流、さらにコロナショック以降の各国の大胆な金融緩和は資産価格を押し上げ、「持てる者」に恩恵が及んだことで格差拡大を加速させた面もあった。その結果、今日総選挙を前にしたポピュリズムの観点から「分配」という直接給付に頼りやすい状況が与野党を通じて生じている。

■民主党政権は戦後の日本の発展を支えた絆を分断

■コロナ禍で一段と格差が拡大

格差問題を中心とするグローバルな政治・社会の不安定化の構造



作成：岡三証券

格差問題への対応策

以下の図表は7月のTODAY（2021/7/14）でも用いた格差問題への対応の理論上のメニューである。今後、格差是正の観点から以下の項目が改めて議論されることもあるだろう。

格差是正のメニュー

メニュー	対応	備考
所得増税	格差是正の観点から、所得税最高税率の引き上げにより高額所得者の税負担を強化	現実には所得税引き下げにより人材を引き寄せる国も
財産課税	資産格差拡大のなかで保有財産に課税（金融所得課税強化）	資産市場にマイナスの影響も
法人増税	格差是正の観点から、法人税の引き上げ内部留保への課税議論も	現実には各国の法人税引き下げ競争に
ベーシック・インカム	一定の最低給付を全国民に与える議論	財源や勤労意欲の観点から問題点も
再分配政策	低所得者向けの補助金給付付き税額控除等	財源やその分配適用範囲の難しさ

作成：岡三証券

拙速な資産課税は得策ではない

今日、企業は法人税負担も利払い負担も軽減された状況にあるだけに長期的タックスミックスとして法人税負担増加、課税範囲拡大も視野に入ってくるだろう。環境問題を展望し、炭素税も含めた環境課税を一定の環境対応へのインセンティブ策とすることも考えられる。ただし、現実にも目を向ければ、法人税はアベノミクスでようやく35%から29%に引き下げ、欧米並みの20%台にただけにその引き上げは容易でない。

日本がアベノミクス以降、企業の収益環境を支援するプロビジネスの発想を継続したのは、バブル崩壊後の資産デフレの悪循環のなか、企業を富ませることにより株式を中心とした資産価格を底上げすることにあつた。それだけに、法人税を含め企業負担拡大は「金の卵を産む鶏」を殺しかねない。日本の資産市場は当TODAYで指摘してきた株式市場トラウママップで示したように深刻なトラウマ状況から抜けきっていないなか、拙速な資産課税は得策でない。むしろ株式を中心とした資産保有が容易になる税制インセンティブを考えるべき局面である。岸田首相が総裁選段階で議論した金融所得課税強化は「貯蓄から投資」を阻害しやすく、国民の自助努力にもマイナスの影響が生じる恐れがある。金融所得課税強化論を通じ、海外投資家も含め、新政権の資産デフレ脱却への姿勢に不安をもった面もあつたと考えられる。

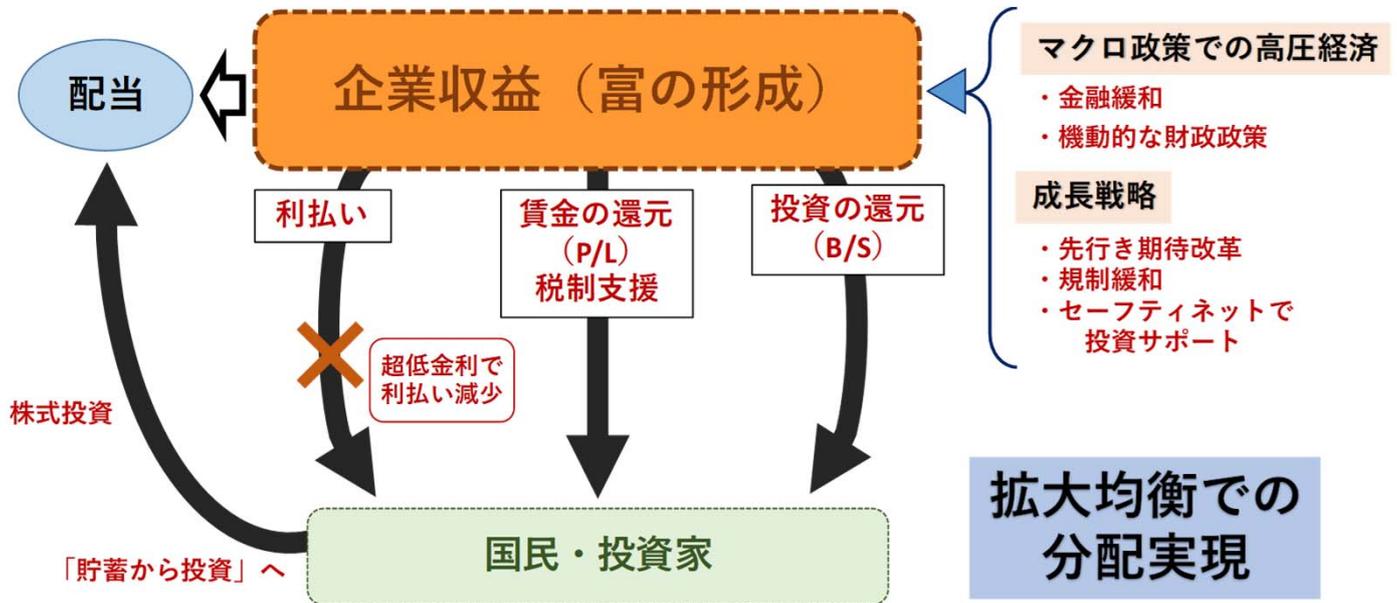
■日本は「金の卵を産む鶏」を殺してはいけない

あくまでも富は企業が生み出す

次ページの図表はどのような経路で企業が国民へ富を分配するかを示す概念図である。「分配」は財政政策的に行われるか、もしくは、企業が経済活動を通じて配分するかにある。ただし、政府を通じた分配も、結局は企業を通じた富の形成が源泉になり、国債発行と言っても打ち出の小槌で富が生じるものでもない。次ページの図では、今日の日本企業が国民に富を分配する3ルートを示しており、第1は、バランスシート(B/S)上の投資、第2は損益計算書上(P/L)の賃金支払い、第3は利払いにある。今日、現実には以上の3ルートが滞った結果、企業が保有するキャッシュは高水準が続いている。今後の課題、本来の「分配」政策とは、企業が投資や賃金で還元しやすくするべく、成長も含めた拡大均衡による分配実現である。そのために成長戦略として企業の期待成長率が高まる政策をインセンティブ策として行う必要がある。

■本来の「分配」政策は拡大均衡による分配実現である

企業が国民に富を分配するルート



作成：岡三証券

アベノミクス否定ではなく、アベノミクス継続で企業からの分配強化に

日本では、バブル崩壊後の大きな調整とその後のトラウマが重なる状況にある。その結果、「プロビジネス」「企業重視」を維持し資産価格底上げ策を続ける必要があった。ただし、問題はアベノミクス以降「企業重視」の状況が続いても、「金の卵を産む」はずの企業が投資や貸金でのトリクルダウンをもたらしていないこと、「金の卵を産んでいない」現実があった。そこでは、縮小均衡に陥った企業のトラウマ意識を癒して金融財政面からの企業支援を続け、構造改革も含め企業の投資・支出につなげる成長戦略を根強く続けることが必要になる。すなわち、ポピュリズムの観点から分配重視としてアベノミクス以降の潮流を転換させるのではなく、むしろ、アベノミクス以降の「3本の矢」とされた政策を維持・強化させることである。従って、短絡的に「分配重視」に舵を切って、「プロビジネス」の潮流を妨げてはいけないだろう。また、金融所得課税の強化論のような資産課税によって資産市場にマイナスに働く政策も時宜にかなったものではなく、家計の資産形成の「貯蓄から投資」の制約にもつながる。また、分配を行うために単に財政支出を拡大させて済む問題でもない。

ただし、筆者自身、反省も含めて感じるのは高揚感や時代の「空気」のなかで、日本の経済対策に対する経済学的な視点からの冷静な評価が行われにくかったことにある。足元も、岸田新政権誕生のなか、冷静な評価の眼も必要であると改めて感じている。

■「プロビジネス」の潮流を妨げてはならない

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家だけに配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2021年8月30日改定)