

パネル・ディスカッション 「デフレ脱却・経済活性化に向けた課題」

予算委員会調査室

我が国経済は、バブル景気の崩壊以降、「失われた20年」と言われる長期のデフレに悩まされてきた。デフレは、戦後の我が国にとって初めての経験であるが、確立された処方せんが示されているとは言い難く、度重なる財政出動や金融緩和が実施されてはきたものの、いまだにデフレ脱却への道筋は見えていない。さらに、足元では世界経済の減速や政策効果のはく落もあいまって、景気は悪化傾向にある。

こうした状況を踏まえ、2012年10月24日、「デフレ脱却・経済活性化に向けた課題」をテーマとして、外部有識者によるパネル・ディスカッションを開催した。以下、この会議における討議の概要を紹介することとする。



パネリスト（五十音順、敬称略）

井手 英策（慶應義塾大学経済学部 准教授）

白川 浩道（クレディ・スイス証券 マネージング・ディレクター）

田中 隆之（専修大学経済学部 教授）

司会

小野 亮治（予算委員会調査室 首席調査員）

1. 開催に当たって

○藤川哲史・予算委員会調査室長 本日はお忙しい中、パネリストの先生方には参議院までお越しいただきまして、まことにありがとうございます。昨年は、諸般の事情で開催できませんでしたけれども、今回は皆さまの御協力によって、2年ぶりの開催という運びになりました。お礼を申し上げます。

さて、日本経済が低迷していると言われてから久しいものがございます。リーマンショック、ヨーロッパの債務危機、加えて東日本大震災の影響など、内外にわたって不安定な状況が続いております。さらには、政治状況の不透明性、あるいは尖閣諸島の問題や社会経済的な問題も顕在化しており、我が国が直面している課題は多々あると思っております。本日はこうした問題意識の下、日本経済のデフレからの脱却と経済活性化ということについて、パネリストの先生方からは様々な角度から持論を展開していただき、活発に御議論をしていただきたいと考えております。

我々、国会の調査業務に携わる者といたしましても、今日の御議論からいろいろと刺激を頂戴して勉強させていただきたいと考えておりますので、どうか忌憚のない御意見をいただければ幸いです。限られた時間ではありますが、実りあるディスカッションとなることをお願いいたしまして、ごあいさつに代えさせていただきます。

2. 日本経済の現状

○司会 まず、日本経済ですけれども、リーマンショック以降、昨年は東日本大震災による落ち込みがありましたがおおむね、持ち直しの動きが続けてきたとされております。しかし、ここに来まして、欧州債務危機や新興国経済の減速、さらに国内でもエコカー補助金の打切り、あるいは復興関連の政策効果といったものも一巡してきており、どうも景気は弱含みの状況ということで、既に景気は転換点を越えたのではないかという見方も出てきております。

そこでまず、各パネリストから、日本経済の現状と先行きについてどう見ておられるのか。デフレについての基本的な認識なども含めまして、基調的な御意見を伺いたいと思います。

○井手 景気の見通しということですが、少なくともこの4月以降、景気動向指数を見ても悪化が続いており、日銀の追加金融緩和も俎上（そじょう）に上っています。その意味では、景気の状態が良くないことは明らかだと思います。これがいつ回復するかが問題になってくるわけですが、復興事業

が民間の方に波及して、少しずつ景気が持ち直すという側面はあるかと思えますし、13年以降は少し回復してくるのではないかという見方があるかと思えます。ただ、欧州債務危機の問題や中国の動向もあり、何より今一番問題になっているのがアメリカのフィスカル・クリフです。その辺がどのように動くかによって、その状況は全く読めなくなってくるので、非常に難しい局面であることは間違いないと思えます。

デフレの認識について、少し申し上げたいと思えます。デフレ自体を良いと思っている人はほとんどいないと思えます。私がよく分からない点は、デフレはそもそも原因なのか、結果なのかということです。私は財政学者ですので、財政研究者の議論を聞いていますと、デフレというのは原因であって、このデフレを解消すると財政再建から何からすべてできてしまうという議論になっているように思えます。ですから、どんな手を尽くしても、デフレを何とかしろという議論になっています。

そういう側面も確かにありますが、デフレは結果であるという側面もあると思えます。労働分配率も含めて雇用の問題を抜きにして、デフレを解消することは難しいと思っております。小泉政権期に景気は確かに回復して、戦後最長の好景気を享受しましたが、その実感が人々にないわけです。20年以上、経済が停滞しているかのような印象を人々が持つ中で、これを金融政策の是非だけに還元して議論することは難しいと思えます。

財政学者の立場から言えば、90年代以降のインフレ抑制により、世界はインフレ退治に成功しました。5年ぐらい前の金融学会で、一橋大学の清水先生が「インフレの終焉」というふうにおっしゃっておられて、確かに中銀の独立性の強化や財政の健全化が90年代に先進国で進んで、そのことが物価の抑制を可能にしたということは事実です。ただ、その物価の抑制が経済成長や人々の暮らしに結びついたかと言われれば、大きな疑問符が付くということです。

その意味では、このIMFのコンディショナリティもそうでしょうし、小泉改革もそうかもしれませんが、新自由主義的な政策論があって、これは確かに物価のコントロールには成功しました。ただそのこと自身が成長や暮らしの豊かさを生んだかということ、そうは思えないということを確認しておく必要があ



井手 英策 氏

慶應義塾大学経済学部 准教授

ると思います。

いわゆる構造政策が経済成長をどの程度もたらしたかと考えたときに、実は90年代というと、アメリカの成長が一番私たちの記憶に残っていますが、90年代以降ではフィンランドやノルウェーの方が経済成長率が高くなっています。スウェーデンも同程度の経済成長をしています。つまり、構造政策路線とは対極にあるような国が経済成長を実現しているということは、少し確認しておく必要があると思います。

最終的にはトリクルダウンの議論があったわけですが、そうではなくて、ある豊かな人々の富を貧しい人に分配していくためには、再分配なり、社会保障なりというパスがなければ、トリクルダウンというのは机上の空論に終わってしまうということを意識しておく必要があります。これからデフレの問題が議論になると思いますが、それは結果なのであって、それを解消するために財政がいかなる政策を打っていくべきかということを念頭におきながら話をしていきたいと思っております。

○白川 景気の認識については、何をもって景気回復と言うか難しくなっていますが、緩やかな景気回復過程にあると思っております。

中期的な景気回復過程というのは、先進国で大体6～7年で、クレジット（信用拡大・縮小）等のサイクルに応じて動いていると思います。アメリカの景気は、水準は低いですが中期サイクルは引き続き維持されていると思います。ヨーロッパや中国は中期的な景気サイクルがやや崩れていますけれども、アメリカを中心とした先進国の中期サイクルは基本的に健在で、今大体4～5合目ぐらいまで来ている状態で、ベクトル的には上を向いていると思います。当然、その染み出し効果が日本経済にもあると思いますが、日本の成長力はかなり鈍ってきています。今年度は実質1%成長ぐらいのイメージになってきていまして、足元7～9月期はかなりのマイナス成長ではないかと思っております。

実質1%成長で、名目成長率ではゼロ。2年度連続で名目ゼロ成長ということで、名目金額で見れば日本経済は下げ止まったようなイメージしかなく、な



白川 浩道 氏
クレディ・スイス証券
マネージング・ディレクター

かなか浮上して来ないというところだと思います。懸念されるのは、今年は夏場にかけてエコカー補助金をやり、復興投資も続いていて、世界的には財政で刺激をしている珍しい国になりましたけれども、その状態でもたかだか1%成長しかないわけで、外需と企業設備投資がかなり弱いのです。中期サイクルはあるものの、外需と投資が弱く、本来シクリカルにもっと景気が上がるころなのに、むしろ弱くなってきているということです。やはり空洞化の影響が顕著に出始めているのではないかと思います。

日本の実質輸出の海外GDPに対するセンシティブティがかなり落ちている一方で、内需に占める輸入の割合は上がってきています。これは発展段階的に考えるべきなのかどうかということがありますけれども、空洞化の影響によって、外需の景気に対する押し上げ効果が落ち、同時に企業の設備投資も落ちているということです。復興投資が切れてきて、エコカー補助金が終わると、急激に景気のイメージは悪くなります。来年も、消費税増税前の駆け込み需要があっても、1%台の半ばに届くかどうかというイメージです。名目成長率でぎりぎりプラスになるかどうか、そういう世界だろうと思います。

スペインは去年の名目成長率が1.4%で、今年が0.5%ぐらいですが、日本は2年連続でゼロです。スペイン経済よりも出来が悪いわけです。構造的な成長力、潜在成長率と言ってもいいですけども、これもかなり落ちてきているイメージを持っております。

デフレについての認識は、どういうふうにしてアウトプットギャップを推計するかにもよりますが、まだ足元ではマイナスのアウトプットギャップです。ただ、私は余りデフレという言葉は好きではありません。つまりデフレーションというのは、通貨の縮小によって物価・賃金が一様に下がる状態ですが、今はそうなってはいません。

言いたいのは、日本の物価や賃金はかなり二極化、三極化してきているということです。つまり、通貨が一様に収縮して、一様に物価が下がるという現状ではありません。基本的には、耐久財価格などはまだ大幅に下がっていますが、かなり価格が上がり始めているものもあります。エネルギー・食料だけではなくて、住宅関連や公共投資の建設関連なども上がってきていますので、二極化、三極化しています。賃金も同じです。ですから、全体でデフレギャップはありますが、かなりばらつきがあるということです。

もう1つはデフレギャップが相対的には縮む傾向が出てきたということです。これは我々の足元の関心として一番大きいところです。例えば日銀は潜在GDP成長率を大体プラス0.5%で見えています。これだとデフレギャップがまだ大

きく出るはずですが、我々の今の見方ですと、潜在GDPはマイナスの可能性があり、そうなるとデフレギャップは残っていますが、小さいです。したがって、この後少し景気が良くなると、意外にインフレギャップは早く来るかもしれません。“100年デフレ”的なことをおっしゃる人がいますが、私は疑問に思っています。空洞化・高齢化の下で供給力がなくなる中で、実はデフレギャップは意外に小さく、今後供給能力が落ちていきますと、特に消費税増税前の駆け込みの状態では、一瞬にして物価が上がることも短期的にはあり得るという理解をしています。

○田中 中期的に見てみると、リーマンショックから回復してきたその回復力が今非常に弱まっている局面にあるのは確かだと思います。金融政策との関係で言いますと、アメリカでQEをやり、日本は包括緩和をやり、イギリスもQE 2まで2回やりましたが、効果がないということが分かってきましたので、景気と経済政策との関係が非常に重要ではないかと思えます。

私は今、ロンドン大学の客員研究員を務めておりまして、4月から来年3月までロンドンにおります。イギリスは昨年の暮れからリセッションになり、ダブル・ディップ・リセッションと言っておりますが、昨年の10～12月期、今年の1～3月期、4～6月期の3四半期連続でマイナス成長になっております。

アメリカと同じタイミングでQE 1をやって、QE 2として去年の10月から今年の6月まで3回量的緩和をやりました。しかし、それが全く効かないということが分かってきて、その結果、もっと別のことをやらなくてはいけないということで、例えばファンディング・フォア・レンディングというのを始めています。貸出しを増やした金融機関にイングランド銀行（BOE）が低利で資金供給するというものです。日銀の成長基盤支援資金供給に少し似ているのですが、日銀のように成長基盤を支援するという縛りはなく、ただお金を貸せば金をつけてやるという少し粗っぽい、とにかく銀行の貸出しを増やしてマネーサプライを増やそうというところまで政策が行っています。

さらに、中小企業金融の専門銀行をつくと政府が言い始めており、これま



田中 隆之 氏

専修大学経済学部 教授

でのQE、つまり量的緩和、資産購入という金融緩和に効果のないことが実証されてきているというのが、景気との関係での私の問題意識です。

デフレの認識ですけれども、これは先ほど井手さんがおっしゃったことにやや近いです。「まずデフレをとめよ」という有名な著書のタイトルがありますが、やはりそのフレーズに少し無理がある、間違いだったのではないかと。デフレは原因でもあり結果でもありということだと思いますが、結果の側面というのは私も強いような気がしています。デフレだから日本の経済はうまくいっていないという受け止め方が非常に強く浸透していますが、それはやはり雇用が基礎であって、先進国全体でやはり雇用がうまくいっていません。

例えばQE 1、QE 2でアメリカの株価はリーマンショック後に非常に回復していますが、雇用は回復しないという状況になっています。これはやはり分配の問題であって、デフレは金融政策だけではとても解消できないということが1つです。もう1つは、デフレをいいことだと言うつもりはありませんが、現在ぐらいの日本のデフレであれば、目の敵にしてこれは悪いというほどのものかどうかという気もしています。

5月末のフィナンシャルタイムズの中で、クルーグマンは「日本を見よ」と言っています。クルーグマンは緩和論者で、結論としては「QE 3をどんどんやれ、MBSを買え、フォワードガイダンスを行って財政を出せ」と提言していますが、「日本はスライトリーデフレだけれども雇用はアメリカよりずっといい。これまでアメリカは日本化を恐れて、バーナンキも必死に金融緩和をしてデフレを止めたと言っているが、雇用は全然良くなっていない。金融政策がうまくいっていない」ということを言っています。そして「スライトリーデフレとスライトリーインフレは経済に余り大きな違いをもたらさない。デフレにこだわらない方がいい」ということも言っています、そのような冷静な議論も必要ではないかと私は思っています。

3. デフレ長期化の要因

○司会 日本ではバブル崩壊後、総じて経済の低迷が続いて、90年代の終わりぐらいから物価はほぼ横ばい、若しくはマイナスで、いわゆるデフレという状況が続いて長期化してきています。デフレの要因については、需給の問題から経済のグローバル化、あるいは日銀の金融政策の是非など様々な指摘が行われておりますけれども、デフレが長期化している要因についてはどのようにお考えでしょうか。

○白川 インフレ率は世界的に緩やかに落ちてきており、今、先進国で過去20年平均のCPIで1.5%~1.6%ですが、BRICsでも20年平均で5%か5.5%です。2桁の高いところから低下しているということです。私は基本的には供給力の拡大ということが大きいと思っています。つまり、需要の伸びよりも供給の伸びの方が大きかったということで、これが世界的に物価インフレ率を抑える1つの大きな要因になっていると思います。

日本についても、過去については、同じような見方をしておきまして、円がすう勢的に高くなっていく中で、日本企業は絶えず技術革新を迫られる条件に追い込まれていて、その結果、生産力が維持されていたということです。一方で、人口動態要因的に見て、需要が縮んできたということです。日本経済全体で見ると、デフレギャップ的になりやすかったわけです。したがって、輸出ドライブもかかりますし、輸出ドライブがかかれば当然のことながら、円高圧力も変わらないという状態にあったわけです。需要のすう勢的な伸びよりも供給力が高い状態が続いていたというのが、デフレ長期化の1つの大きな要因だと思います。

また、グローバル的にも新興国の台頭などで供給力が上がってきますから、日本企業の売上げ・利益シェアが落ち、生産シェアが落ち、闘うためにディスカウントも必要になり、労働分配率も下げなければいけなくなり、今度はセカンドラウンド的に賃金が下がっていくということになったわけです。人口動態要因に中期的な調整圧力が加わって内需が弱くなるというメカニズムがロックインされた状態だったと思います。

私の基本的な関心は、そういったすう勢が変わるかどうかです。製造業は分配率が下がるだろうし、空洞化すると考えられるので、そこからくる需要へのインパクトは当然マイナスになる可能性が高いわけです。しかし、実は高齢化していくとサービス化が進む可能性が高く、サービス業は相対的に労働集約的であるということから、労働需給はその面からは引き締まりやすくなるということになります。今までの生産年齢人口の減少は、基本的に需要の方を抑えていたのだけれども、今後は需要構造が変化していく中で、供給制約要因にもなってくるということです。

ですから、賃金が上がりやすくなるとか、そういったところに関心を持っています。日銀がそれほどがんばらなくても、10年もすればデフレ脱却が十分に見える可能性があると思っています。まだ1~2年は日銀にがんばってもらう議論はあってもいい気がします。それほど長い話ではないということです。

○田中 デフレは日本では90年代の終わりぐらいからですから、当初は、バブル崩壊後の不良債権がたまっていて、経済に元気がなかったことから来ていたと思いますが、その後も長期に続いた要因について言いますと、基本的には2つあると思っています。

1つは人口の減少です。これがあるので将来の需要予想が減っている。設備投資が出てこないということが1つ。もう1つは雇用の問題です。企業レベルの生産性向上の努力が行われると、否応なく雇用の削減ということになるわけです。削減された雇用、その余剰の労働力がうまく新規の需要にはめ込まれて、それを満たしていくことが行われれば、マクロ全体の経済成長につながっていきます。イノベーションという言葉にはいろいろな意味があると思いますが、技術革新で労働生産性が上がって人を切れるようになっても、切られた人が別の意味のイノベーションで生み出された新規の財だとかサービスの事業にはめ込まれて、つまり節約された労働が活用されないと、経済成長につながっていかないということだと思います。その意味では、企業レベルの生産性向上努力が、イノベーションによる新規事業の創造がないと、失業の増加と格差の拡大を逆に招いてしまうということになるのではないかと気がしています。

アメリカの場合には、「金融資本主義」と言われる中で、金融セクターに資源配分が行って、そこでバブルが起きるといったことがあったかもしれませんが、日本の場合には、いわゆる労働者派遣法の改正がここ20年ぐらいずっと続いてきて、特に90年代の後半ぐらいからこれが本格的に効いてきて、日本の企業は労働コストの削減が急にやりやすくなっています。そこで労働コストが削減されるようになって、格差が拡大して、労働分配率が落ちてきた。企業の内部留保が非常にたくさんあると。ところが、労働側への分配が少なく、家計から消費が出てこないのが需要がなく、企業が内部留保を投資に振り向けられない、というところにはまってしまっているのではないかと気がしています。

そこをうまくやるにはどうしたらいいかは非常に難問で、所得の再分配を何とかやるということが1つです。もう1つはイノベーション。これをうまく起こして、総需要、そして雇用量全体を高めていくということが必要だろうと思います。

○井手 国際的な潮流として極めて安価な労働力（低技能労働力）が途上国・新興国から大量に先進国に入って来ているということを押さえる必要があると思います。あとは、新興国の中から非常に価格の低い輸出が行われているとい

うことが基本的な問題だと思えます。特に、サプライチェーン統合も進んでいて、規模の経済が働くようになって世界的に物価が収まっていくというトレンドは、基本的に90年代から、特に2000年代に入ってからあると思えます。

ここで注目しておきたいのが、2000年代に入ってから労働分配率が世界的に落ち始めている点です。日本では労働分配率の低下が少し早くて、大体1997年ぐらいから落ちています。これが何なのかを少し考えなければいけません。つまり国際的に物価が下がるトレンドの中で、日本だけそれに先駆けて物価が下がっているということです。

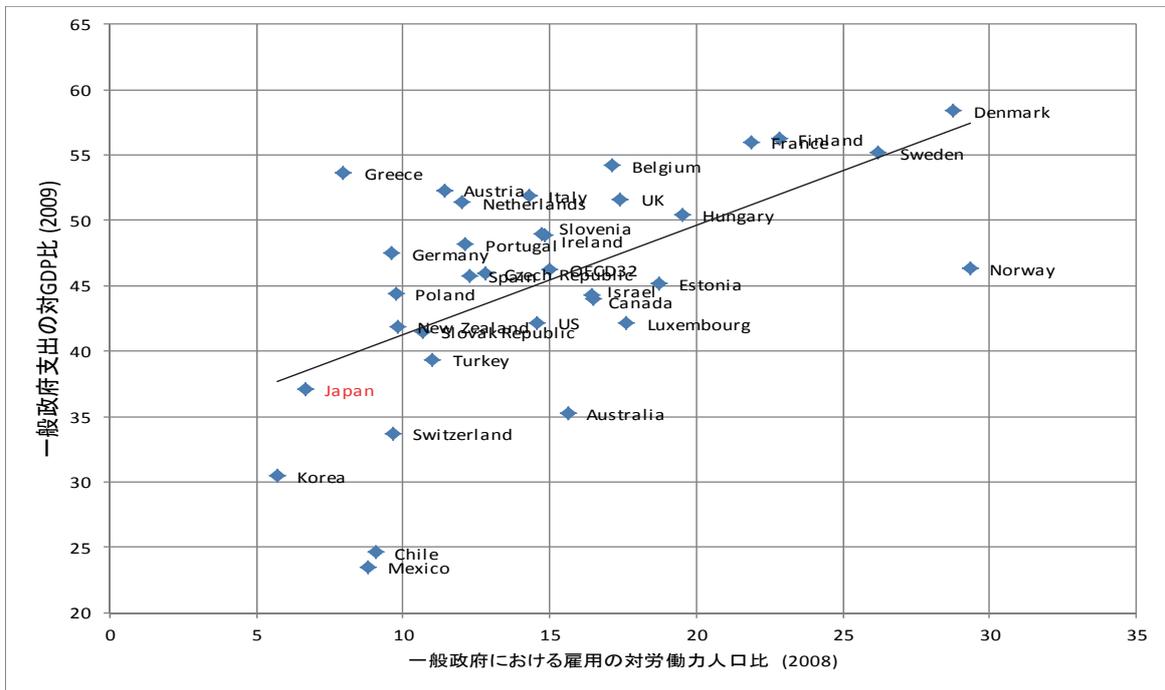
それを考えたときに幾つか理由があります。1つは、アジア通貨危機の時期が日本にとって色々なマイナス条件が重なったように思えます。アジア通貨危機で金融機関が融資態度を慎重化し、貸し渋りどころか貸しはがしを始めるという話がありましたけれども、そういう中で戦後一貫して続いてきた間接金融が基本的に揺らぎ始めるという大きな問題があったと思えます。それに加えて、マクロの資金過不足で見たときに、非金融法人部門が貯蓄超過になっていくときのことを考えると、少し時期は外れますけれども、国際会計基準を入れてキャッシュ・フロー経営に転換していこうという議論が99年度決算で制度化されます。その前のころからキャッシュ・フロー経営、内部留保重視の動きが出てきますし、借りるのではなく金融機関に債務を返済する企業の態度が明らかになってくるのもこの時期かと思えます。

そのような状況の中で、設備投資を基本的に内部留保に頼ろうとする大きな変化が起きて、人件費が削減対象になっています。そういう意味で、他の先進国よりも少し早いタイミングで日本はデフレ化が始まっていて、このことを考えるときに有効需要の問題もあろうかと思えますが、やはり雇用が無視できません。

図表1は政府の規模を見たものですが、X軸に一般政府における雇用の対労働力人口比、公務員の割合が労働力人口の中でどれぐらいかを見ていて、Y軸で一般政府支出の対GDP比を見ています。これを見たときに、チリやメキシコは別としても、日本が先進国の中でも突出して小さい政府のグループに入っているということはまず押さえておいていいと思えます。

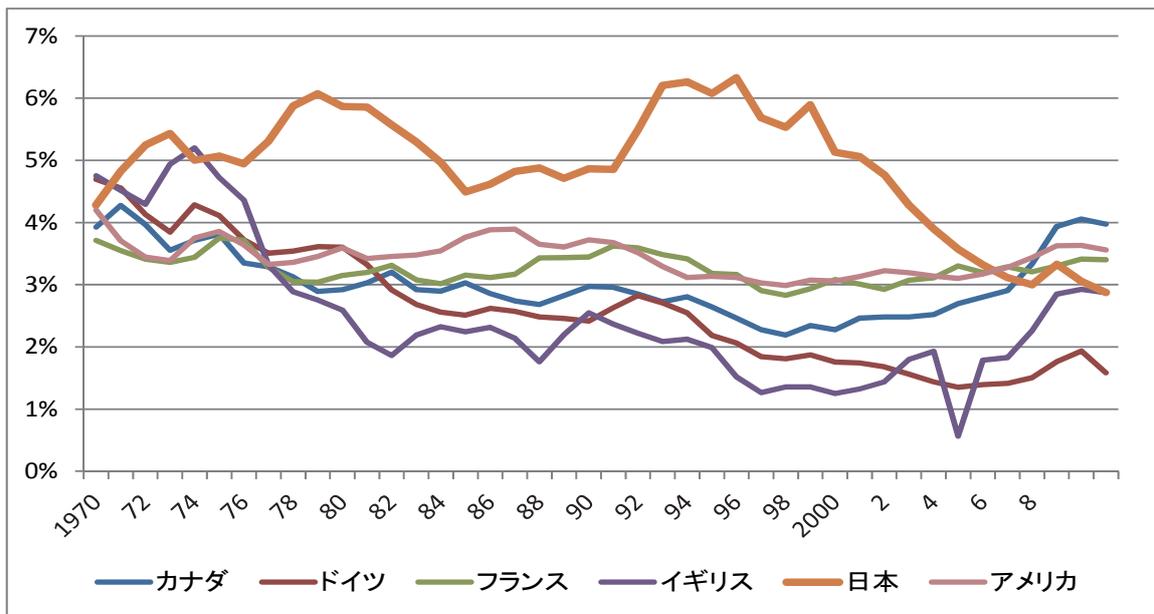
次に図表2ですけれども、これから分かることは、公共投資が90年代後半から大幅に落ちてきているということです。この後更に落ちて、大体OECDの平均レベルに近づいてきているわけですが、私たちの政府が大きな政府か、小さな政府かというときに、95~96年ぐらいの一番ピーク時でも、他の先進国と比べると大体3%、公共投資を余計にやっていました。その発想から図

図表1 公務員数の対労働力人口比・政府規模の対GDP比
 →「小さくて効率的な政府」



(出所) OECD 「Government at a Glance 2011」 より作成

図表2 公共投資の対GDP比
 公共事業によるセーフティネットも・・・



(出所) OECD 「Economic Outlook Database」 より作成

表1にもう一回戻って、もし、X軸・Y軸それぞれ3%程度増やすとどうなるかを考えてみると、それでもまだ日本は小さな政府です。

その意味で言いますと、労働分配率が恒常的に下がってくるというトレンドの中で、先ほど田中先生がおっしゃったように、労働規制の緩和が90年代の半ばから一貫して進んでいて、政府もこれを下支えしました。そういう状況にあって、雇用をどのようにつくっていくのか。それは少なくとも財政学者の目から言えば、もう少し政府の規模を大きくしてもいいのではないのかという点を指摘しておきたいと思います。

4. 日銀の金融政策について

○司会 国会では財政赤字が膨らみ、経済に対する財政面の対応に限られるということで、日銀に対してより積極的な金融緩和を求める声は実際少なくありません。これまで日銀は、90年代末にゼロ金利政策に踏み切り、その後、量的緩和政策、またさらに今年2月に中期的な物価安定のめどを提示するといった様々な手法も取り入れながら、金融政策を行ってきました。これまでのこうした日銀の金融政策については、どのように評価しておられるでしょうか。

○田中 日銀の金融政策ですけれども、やれることはやってきているのではないかというのが私の基本的な評価です。ただ、FRBと比べて全然やってないじゃないかという声があって、そういう声がなぜ出てくるのかというのが1つの問題です。よく言われるのは市場とのコミュニケーションが下手なのではないかということですが、これは非常に大きな研究課題だと思っています。

話を少し戻しますと、政策金利がゼロになってしまうと、いわゆる量的緩和で、中央銀行がバランスシートを膨らませて準備預金を増やしたり、資産購入ということで国債や民間の金融資産をたくさん買ったりしても、实体经济の刺激効果が大きくないことは、かつての日本の量的緩和の経験から分かっていたことです。それは今回のFRBの経験、あるいはBOEの経験でも明らかになったのではないかと思います。市場、あるいは政治から要求されて、何らかの政策を発動しなければいけないというところに中央銀行は追い込まれてきている。そこをFRBもBOEも、あの手この手でやっているということではないかと思っています。

そのやり方ですが、日銀の場合によく言われるのは、医者が病人に薬を飲ませるときに「この薬は効きませんよ」と言って飲ませているようなものだ。そういうばかな医者はいないでしょう。「効きますよ」と言って飲ませれば効

くという意見がありますが、金利がゼロに達したところで金融政策の手段は余りないというのが事実です。それを知らない人をだまして「これは効くよ」とやるのが、政策の発動の仕方として、本当によいのかどうか疑問です。

バーナンキの場合には、「効くよ」と言ってやったのかもしれない。それからBOEも財務省と一体化して、財務省が財政緊縮、BOEが金融緩和というセットでやってきました。マーヴィン・キング総裁は、QEは効くという宣伝をやってきましたが、でも効かなかったという結果が出ています。それは政策の信頼を上げることになるのかどうなのか。私はそこが問題だと思っています。その点で言いますと、日銀にやや同情的過ぎるかもしれませんが、日銀は非常に正直にやることをやってきていると思っています。

中央銀行の非伝統的な金融政策には何種類かあって、まず当座預金残高を増やす、それから通常は中央銀行が買わない資産を買うのが2番目、3番目はフォワードガイダンスとありますが、市場の期待をコントロールしようというやり方、——この3つがあると思います。日銀はこの3つのどれにも属さない手段もやっていて、成長基盤支援資金供給というものですが、評判は余りよくありません。実際、うまく作用しているとは思えないのですが、理念は非常に高く評価しています。これは成長産業を支援するような融資をした銀行に日銀が金をつけるという制度で、もともと金融機関というのはいわゆる目利き能力を持っているはずだというわけです。金融機関はこれから伸びる企業を探してきて、そこにお金を貸して、そして企業が成長して経済全体を成長に導くという機能が民間の金融機関にあったはずですが、それがバブル崩壊後になくなってしまったのではないかという議論があって、この目利き機能を取り戻す必要があり、それを日銀として支援するという意図がよく分かります。

○井手 設備投資を考えたときに、70年代に平均で4.5%ぐらい伸びていて、これが80年代に入って8%強伸びています。それが90年代は伸び率がゼロになっているという状況があります。ゼロ金利が入り、その後、量的緩和に入って、小泉政権期に設備投資をある程度支えた側面は認めた上で、私は量的緩和政策というのはどんなものなのかと知っているところがあります。

政治経済学的なアプローチになって恐縮ですが、私は高橋財政の時期をずっと勉強しておりまして、本を書いたことがあります。そのときの印象を申し上げますと、日銀引受けをやって、大量の資金散布をやるわけです。ところが結局、民間の資金需要がないので、ほとんど預金として還流してしまいます。この金融機関にたまったお金を、結局日銀が国債を売ることで吸収するという政

策のパッケージになっていました。ですから、日銀引受けをやっているのに、もう97~98%売却してしまい、日銀は手持ちの国債がなくなっている。民間の資金需要が高まってくると、金融機関の方が投資を始めますので、今度は国債の売行きが低下していきます。ここで大蔵省と日銀は密な連絡を取り合って緊縮予算に変更していきます。鮮やかな政策転換です。穏やかなインフレと世界に先駆けて恐慌を脱出するという、見事なパッケージだったわけです。

この事実だけを取り上げれば、日銀引受けまでいってよいのではないかという気がしないでもなく、そういう議論を、特にインタゲ論との関係でされる方はおられると思います。ただ、私は大きな疑問を感じます。それは何かと言いますと、インフレが起きずに経済が成長して、財政が緊縮化しているのは見事過ぎるのです。この状況の中で、日銀引受けをやめようという人がいったいどこにいるのかという話です。当時のコンテキストで言いますと、軍部が極めて強烈な予算要求をやります。昔は変な意味で民主主義的で、閣議の時間が異常に長く、閣議の場で目の前にサーベルを持った人が座っていて、まともに話し合いをしてしまったら軍部に押し切られてしまうわけです。そんな中で闘いながら予算を緊縮しました。けれども全体の予算の半分近くが軍事費というめちゃくちゃな予算になります。

私はこのときの経験で、日銀引受けなり、中央銀行の政策協力というのは、うまくいけばいくほど政策が転換できなくなるというのが本質的にあるように思っています。量的緩和を見たときも同じ問題が見えます。もともと量的緩和というのは国債、オペ玉がないとできません。ということは、ある程度の財政赤字が与件になっているわけです。この中で国債を買い取ると国債の価格が安定ないし高騰していくと。その状況の中で、政府はますます国債を発行できるという状況の中で、見事な国債の消化のシステムが出てきました。

ただ、高橋財政と決定的に違ったのは、その国債は日銀の背負い込みになる。あとはその国債を持っている金融機関からしても、市価の暴落に対するリスクが非常に大きくなってしまいます。量的緩和が買取りの月額を増やしていくわけですが、これがうまくいけばいくほど借金は膨れ、しかも政策転換ができなくなる。そういう意味では、昔見た世界と同じような世界が広がってきたような印象を持っています。

最後に、インタゲ自身はもはや中央銀行政策の中では非常にオーソドックスな方法になってきていると思います。ただ、物価を抑えるためのインタゲというのは分かりますが、物価を上げるためのインタゲというものをやった中央銀行がどのぐらいあって、それが果たして成功したのかどうかを私は知りません。

もう1つは、今やっている信用緩和というのは、家計の受取利子を大幅に減らしながら、企業の支払利子を急激に減らすという、要は家計部門から企業部門へものすごい資金移転が起きているわけです。このことをどう考えるか。小泉政権期の緊縮財政とあいまって、所得逆再分配の効果を持っているという側面がないのか。これは格差社会との関連で、少し考えておかななくてはならない問題だと思っております。

○白川 私は日銀にいたものですから、現在の日銀の状況もある程度分かりますが、日銀は基本的に非常に真面目です。しかし、足元では金融政策にはかなり不真面目な、またいい加減なところが求められており、そこにギャップがあります。そして、ウォール・ストリートやロンドンのシティも含めて、市場参加者の多くは中央銀行が何かやってくれると思っています。これこそが大きな問題だと思います。

その点に関しては、最近ネガティブな見方があって、余り中央銀行が市場介入するものですから、実は金融業界が死んでいるということです。自業自得ではありますが。インターバンクもそうですし、国債のマーケットもそうですけれども、中央銀行が淡々と介入してきますから商売ができません。ひょっとするとバーナンキFRB議長はウォール・ストリートからもっとも嫌われている。そんな気がします。こんなに介入されたらこっちは何もできないよ、ということです。

市場というのは上に行ったり、下に行ったりというボラティリティが命です。単純化しすぎかもしれませんが、そうでないと我々は基本的に商売ができません。金融緩和が効いてくれて、インフレになって、金利も上がってくればいいですが、ただFRBがやってきてトレジャリー（米国債）を買い、MBSを買う。これでは市場の変動が殺されるだけで、基本的にはノーサンキューです。今、日本もそうなっていて、日銀に淡々と国債を買ってもらっても、余りいいことはありません。金融市場のダイナミズムは失われています。

実はそこが日本銀行にとって非常に悩ましいところであり、そのため、金融緩和をなるべく早めにやめたいという気持ちが強いのです。1つは市場機能を殺してしまう。もう1つはエグジット政策（出口政策）で困ると日銀は思っているわけです。バランスシートが膨大になったときにひとたびエグジットしようとするれば、大きく混乱する。バーナンキFRB議長はエグジットなど簡単にできる、持っている債券を売ればいいのであるから、という考えです。それは金融市場的にとっていいことかも知れません。大変なボラティリティが発生し、

金融市場が息を吹き返すかもしれない。でも結局、債券売りはできません。なぜかと言うと、長期金利が暴騰し、政府にすごく大きなプレッシャーがかかってしまうからです。日銀が恐れているのは、市場機能とエグジットであり、したがって、ここまでしかやりませんか、これ以上はやりませんか、そちらを強調するわけです。

また、日銀はシステミックリスクを重視しています。金融システムがおかしくなったときに日銀は流動性を供給すべく、積極的に国債を買います。日銀の輪番オペというのを御覧になると分かりますが、リセッションの直後に金融システムがおかしくなった場合、日銀は好んで輪番オペを増やします。なぜかと言うと、これは基本的にはシステミックリスク対応なのです。日銀はそこをきっちり分けていて、システミックリスク対応のときには、しっかりやる。しかし景気対応のときにはベネフィットが余り見えない中でコストが上がるので、余り積極的にやらない。

ただ、日銀のコミュニケーションには問題がある。コストが大きいことを強調するため、市場が日銀は金融緩和のベネフィットが小さいと考えていると受け取ってしまうので駄目です。バーナンキ議長の場合は逆です。コストなんか小さい、エグジットなんて簡単にできると言い、コストを小さくみせようとしています。市場機能は死ぬかもしれないけれどもやり続けるという、結局そのスタンスの違いが今こういうふう（日銀バッシング）になっていると思います。

私は最終的にはFRBも金融緩和のコストの方が目立つようになってきて、緩和をやめざるを得なくなると思っています。ポイントは、それが、我々金融業界にとってはいいことなのです。ただダラダラと金融緩和を続けられたら、本当に業界は死んでしまいます。市場のボラティリティをなくして中銀が資産を買い続ければ業界は干上がってしまいます。

5. インフレターゲットについて

○司会 今の議論の中にも出てきました、インフレターゲットについて御意見を伺いたいと思います。

○田中 政策金利がゼロになったときにどうするかですが、図表3に示したように、まず準備、つまり中央銀行当座預金残高を増やすという政策、2番目に非伝統的な金融資産購入、3番目に、これはインフレターゲットと関連していますが、フォワードガイダンスと言われているやり方があります。政策金利がゼロになってもフォワードガイダンスがあるから金融緩和の手段は枯渇してい

図表3 金融政策の整理

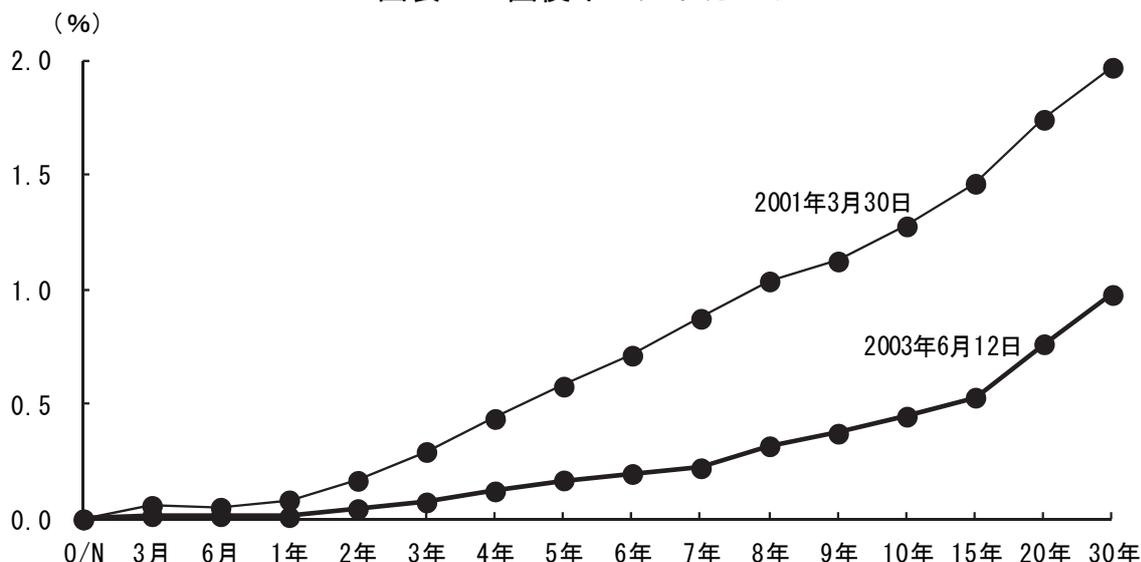
政策	メカニズム	狙い	景気刺激効果	金融システム安定化効果	
伝統的金融政策(短期金利引き下げ)	金利の裁定	長期金利の引下げ→貸出増加	○	—	
非伝統的金融政策	A: 中央銀行当座預金の増額	ポートフォリオ・リバランス	直接的な信用の拡張(貸出増加)	△	○
	B: 資産購入(非伝統的金融資産の購入)	信用スプレッドの低下、ポートフォリオ・リバランス	長期金利の引き下げ→貸出増加 直接的な信用の拡張(貸出増加)	△	○
	C1: フォワードガイダンス(長期金利の誘導)	短期金利の予想形成	長期金利の引き下げ(イールドカーブのフラット化)→貸出増加	○	—
	C2: フォワードガイダンス(インフレ期待の形成)	期待インフレ率の上昇	実質金利の低下→貸出増加	○	—
	C3: フォワードガイダンス(成長期待の形成)	成長期待の上昇	投資増加	?	—
国債の中央銀行引き受けによる財政拡張(マネタイゼーション)	財政出動	財政による景気刺激(ただし、財政インフレが発生)	○	—	

ない、という考え方がアメリカの経済学界で主流になっています。それを受け止めてやっているのがバーナンキで、日銀も一部取り入れているところだと思います。

フォワードガイダンスには3種類あると私は思っていて、1つはいわゆる金利の期間構成に関する期待仮説に立つものです。これは何かと言いますと、イールドカーブというものを御存じだと思いますが、図表4を御覧ください。横軸に金利の満期の短いものから長いものまでを並べて、縦軸に金利水準をとって、その時点の金利水準をプロットして線を引いてやると、大体右上がりのものができるわけで、長期金利ほど高くなるということになります。イールドカーブのグラフの一番左側はオーバーナイト金利、つまり政策金利です。ここがゼロになってしまっても、図表から明らかなように10年、20年、30年という長いところは動き得るわけです。短期の政策金利がゼロでも、そこを動かしてやれという発想があって、そのためには、短期金利を将来も低い水準におくということを中央銀行が約束すれば、長期金利が下がるという理屈があります。

これは金利の期間構成に関する期待仮説というもので、これによれば長期金利というのは、現在の短期金利と将来のいろんな時点の短期金利の平均で決まってくる。将来の短期金利の予想値が下がれば、現在の長期金利が下がるという理屈で、これは理論的にもしっかりしていて、実証的にも確認されていま

図表4 国債イールドカーブ



(注)1 左端のみ無担保コール翌日物金利。その他は国債満期(残存期間)別金利。
 2 2001年3月30日は量的緩和政策導入直後。2003年6月12日は10年債利回り最低水準時。
 (出所) Bloomberg

す。だからフォワードガイダンスのその1は、日銀もFRBも今実際に政策の中に取り入れています。日銀の場合には、この間「中長期的な物価安定の目途」を1%と出しました。物価上昇率が1%まで上がってくるまでは金融緩和はやめませんということは、つまり短期金利を相当先までゼロにするという約束をしているわけで、それにより長期金利が下がってくるという理屈です。これは実際に計測もされていますし、論文もたくさん出ています。

ところが、フォワードガイダンスのその2というのが、インフレ期待形成という手段で、これは全く別の話だと私は思っています。これはクルーグマンが1998年の論文で言ったわけですが、要は中央銀行が絶対許容しないような高いインフレ目標を掲げてやれということです。そのときクルーグマンは、「4%のインフレ率を15年間続けることを日銀は約束しなさい」という言い方をしたわけですが、いずれにしても、4%のインフレを15年間なんて普通の中央銀行は絶対に許容しません。ですから、高いインフレがきても、中央銀行は抑えませんという約束をすることで、インフレ期待が直ちに発生するというわけです。

インフレ期待が起これば実質金利が下がるので、景気刺激になるだろうということをクルーグマンは考えました。ところが、彼は2009年のニューヨーク・タイムズのコラムで、これをあっさりと取り下げました。なぜかと言いますと、信頼の厚い中央銀行ほどこの政策は実行しにくいということです。つまり、デ

フレである今は、高いインフレが来ても抑えないなどと言っている、実際に高いインフレが来れば、しっかりした中央銀行なら抑えにかかるだろう、とみんなが思うから、そもそもインフレ期待は起きないわけです。「かつて日本に対してはそういう政策を勧めたけれども、現在同じような立場におかれているアメリカに対しては、私はそれよりも財政出動を勧める」として、彼は取り下げました。むしろインフレがきたときに、この中央銀行は絶対にインフレを抑えられないという期待、これが起きてしまえば高率のインフレならいつでも起きるはずで、実際クルーグマンはニューヨーク・タイムズのコラムで「ジンバブエの中央銀行だったらこれができるかもしれない」と半ば冗談で書いていますが、いったん高いインフレを起こしておいて後で下げればいいじゃないかという乱暴な議論です。

日銀が1%の「中長期的な物価安定の目途」を今年の2月に発表し、それに先立ってFRBが1月に2%の「長期的なインフレのゴール」を出しました。1%、2%の目標では、私はデフレ状況にあるときに、インフレ期待を引き起こすことは不可能だと思います。それはクルーグマンが言った中央銀行が普通許容しないような高いインフレ目標を立てる政策とは違うわけですから、モデル的なインフレ目標を立てても駄目だということだと思います。

フォワードガイダンスのその3というのは、成長期待を起こせという話です。実はこれが今回のQE3の一つの柱です。QE3では、雇用状況が顕著に回復するまでこの政策を続けるという約束をしたわけです。雇用ターゲティングとえばよいかと思っていますが、これは、8月にジャクソンホール会議という中央銀行の政策を議論する年次会議があって、そこでウッドフォードというコロンビア大学の教員が論文を発表して、ここで名目GDPターゲティングを推奨しました。バーナンキはそれにかかなり影響されて、雇用ターゲティングを取り入れることになったのではないかと私は思っています。GDPターゲティング、つまり、中央銀行がGDPの水準、あるいは成長率をターゲットにして、そこに行くまで、例えば3%成長を達成するまで金融緩和しますと約束をしろと。そうすれば成長期待が起きると言うのですが、これは非常に無理筋な政策だろうと私は思っています。

インフレ期待の場合には、中央銀行がインフレを抑えられないということを見んなが信じれば起きますが、名目GDPが、例えば5%成長目標と挙げて、そこへ行くまでは金融緩和するといったときに、実際にその成長を後押しするメカニズムがない場合、これは幾ら目標を掲げて金融緩和しても駄目です。将来の短期金利を低く置く約束をすることで長期金利が下がってくるという事実

がありますが、長期金利が下がっても経済が良くならないという現状であれば、これを幾らやっても成長の期待は出てこない。したがって成長率も上がらないということだと思います。その辺のところは経済理論の方が錯綜していると、私は思っています。

○白川 インフレターゲットは、調整インフレ策としてやっている国はほとんどなく、インフレのアンカーをつくるためにやっているという理解ですが、日銀は中長期的にはインフレターゲットをした方がいいと思っています。

しつこいようですが、日本は放っておいてもあと10年もすればインフレになると思っています。簡単な数字を示せばわかりやすいのですが、今日本の失業者は約270万人です。このまま団塊の世代がまともに退職すると、5年間で200万人程度労働人口が減ります。そうすると、就業人口が一定であると考えた場合、何と5年後の失業者は70万人になります。失業率1%台です。当たり前ですけれども、インフレが加速しない失業率（NAIRU）は3%弱で、これを大きく下回ります。したがって、かなり高いインフレが発生する可能性がある。問題は、労働力人口は200万人減るが、就業人口も200万人減るから失業率は変わらない、と言えるかどうかです。この議論は実は非常に単純な数字であるにも関わらず、ほとんどの学者はやっていない。この点については不満に思っていて、時間があれば、学者先生と徹底的に議論をやりたいと思っています。

失業者が270万人から200万人減って70万人になるというのは、余りに単純な計算です。恐らく、就業者も100~150万人減るので、失業率が3%ぐらいで止まるのかもしれませんが、3.5%を下回れば、賃金デフレは終わる。5年ぐらいの間に賃金インフレが加速する可能性は十分にあります。したがって、日本銀行はインフレターゲットを持っていた方がいいと基本的には思っています。1%がいいか、2%がいいかというのはそのとき考えればいい。

ただ、今1%に持っていくのは結構しんどいです。なぜかと言うと、賃金やサービス価格が上がらない状態でインフレを1%に持っていくとすると、エネルギー、食料の価格が共に10%程度上昇する必要があります。それでいいのかということです。所得分配上は大変なことが起こります。所得が伸びない人たちにとっては、ものすごいインフレ税が発生しますが、それでいいのか、ということです。賃金コストプレッシャーがかかってくる将来の世界では、サービス価格とか非耐久財以外の価格も上がってくる可能性があります。足元で調整インフレ的にインフレを起こそうとすると、そういういびつなことが起こります。こういう議論というのが余りされていないという意味で、私はインフレターゲ

ットの議論は一面的に過ぎると思っています。

それから、先ほど田中先生がおっしゃっていましたが、FRBが最近変わってきていて、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングみたいなところに加えて、FRBの場合にはデュアルマンドेटですから、物価と成長、ないしは雇用ということですので、明確に雇用ないし失業率ターゲティングに入ってきたということです。ここで申し上げておくと、実は失業率ターゲティングは危ないのです。今、日本で起こっていることはいずれアメリカでも起こることで、団塊の人たちが辞めていくと、どんどん失業率が下がっています。6%ぐらいの失業率がいいのではないかと、ダラス連銀の総裁が言ったと思いますけれども、6%という水準は近い将来に来るかもしれません。

失業率をターゲットにすることは非常に難しいし、物価と雇用と失業率は全部連動しているので、本当は物価だけの方がいいような気が私はしています。いずれにしても、私は、インフレターゲットは中長期的にはやるべきだというスタンスです。

○井手 財政学では財政高権と通貨高権とに分けます。財政高権というのは租税の徴収権で、通貨高権というのは通貨発行権です。戦争をしてインフレを起こすという歴史があって、だから通貨高権は中央銀行にゆだねて独立させるというのがこれまでの人類、先進国の歴史です。ところが、財政高権の方は民主主義的な手続を経るわけですが、通貨高権の方は民主主義的なプロセスから形式的に外れています。そうすると、必ず危機のときには財政高権、民主主義の理屈がしゃしゃり出てきて、通貨高権を支配する歴史が繰り返されています。私はどうしてもそう思うので、インフレターゲットも含めて非伝統的金融政策といったときに、いったいどこまで非伝統的にやっていけば気が済むんだという思いを持っています。

ゼロ金利から始まり、量的緩和を経て、例の資産等買入基金の話を見ている、私が1年間だけ日銀にいたときは、銀行券ルールがあって歯止めがあるから大丈夫ですとあれだけ言っていましたが、事実上形骸化していて、もはや財政をファイナンスしているようにしか見えません。これはまたぞろ財政高権と通貨高権の話だなと。危機的状況下では、アメリカであれ、イギリスであれ、ECBであれみんなそうだと思います。結局は、財政の負担を金融に押し付けていくということがどこの国でも出てくる。これは歴史を通貫する出来事であるという気がしています。

もう1つ、財投との関係を見ておく必要があると思います。1989年に日銀が

既発国債の買取りをゼロにしました。要するに資金運用部資金が買い取っていたわけです。ところが、日銀法改正が98年であって、それ以降は財投改革と平行に日銀の国債保有が急増していくわけです。財投の領域は微妙な領域ではありますけれども、一応財政の領域の中で財政の問題を考えていたところから、結局は金融が財政の尻拭いをするところになってしまったと思っています。

非常に皮肉で、日銀の法的独立性が高まるや否や、国債の保有が増えていくという、いったい中央銀行の独立性というものをどう考えればよいのかという問題が突きつけられている気がします。そういう意味で、物価を下げるために何をするかという意味でのインフレターゲットと、そうではなく、物価を上げるためにどこまでやるかというインフレターゲットとがあったときに、ゼロ金利以降、ここまで資金をマーケットに供給していても、実際は思うほど物価は上昇していないわけでありますから、この非伝統的金融政策をどこまで緩和していくのか、これは単に財政の尻拭いではないのかという気がしてしょうがないというのが正直な印象です。

6. 経済対策の効果

○司会 日本でバブル崩壊後、財政出動を伴う経済対策、例えば公共投資の追加あり、中小企業対策あり、雇用対策ありということで行われてきました。最近でもリーマンショック以降、金融措置を含めて75兆円とも言われている大型の経済対策が実施されました。こうした我が国の経済対策については十分な効果があったと見ていらっしゃるのか、それとも、余りなかったということなのか。我が国の経済対策・財政運営などについて、所見を伺えればと思います。

○白川 日本経済について、私がなぜデフレと言わずに低成長と言っているかということ、経済の供給サイドにも大きな変化があったと思っているからです。日本経済の低成長化を振り返ったとき、米国との比較において1つ重要なマクロ経済のファクトは、投資GDP比率がずっと落ちてきているということです。アメリカは、2000年あたりのITバブルの時期と、2006～2007年あたりのサブプライムバブルの時期の2度にわたり、ダブルピーク型で投資GDP比率の山があります。日本は90年ぐらいに山があります。そこで両国の山を合わせてやると（米国は2000年あたり）、きれいに日米全く同じようなペースで、総投資GDP比率が落ちてきています。

こうした投資縮小は基本的には現状の世界的な低金利の原因になっていますし、恐らく、投資が落ちることによる乗数効果の低下によってトレンド成長率

が落ちてきています。投資には、公共投資と住宅投資と企業設備投資があります。企業設備投資は日本では循環性を持っていて、循環性がないのが住宅投資と公共投資です。これはアメリカも日本も同じですが、バブル期をピークに公共投資はどんどん落ちてきています。先ほど井手先生のお話にあったように、95～96年あたりに公共投資が確かに少し増えましたが、その辺はバブルとピークがずれていますけれども、流れとしてはそういう状態になっています。

日本の財政政策というのは社会保障支出の膨張を容認する一方で、増税ができてきた。生産年齢人口も縮む中で所得が増えず所得税収も増えないという中で、財政赤字が拡大すると、他の歳出にしわが寄り公共投資が削減されてきました。その結果、公共投資の削減が住宅投資の減少とあいまって投資GDP比率を低下させ続けてきたわけですが、これが日本の低成長の大きな原因になっていると思います。

自民政権時代に、ワイズスペンディングとあって、公共投資にも賢いものと余り賢くないものがあるとされました。賢いものとしては比較的乗数効果が高いとみられる社会交通インフラ整備的なものであり、それをやるべきではないか、日本の港は古いし浅い、だから増強すべきではないか、という議論もありました。私はそうした議論は正しいとっていて、もう少し公共投資をやるべきだったと思います。財政改革の中で社会保障支出が膨張し、歳出全体が硬直化する中で、しわが公共投資に寄っていったというのは、かなり不幸であったのではないかとと思っています。ですから今後も、ワイズスペンディングと言われているものを中心に公共投資をある程度やるべきだという考え方をしていますが、その一方で、比較的乗数効果が低く、お金持ちまで払うべきかどうかという議論も含めて、社会保障を思い切って抑制すべきと基本的には考えています。そういう方向性に、財政政策は向かうべきではないかと。

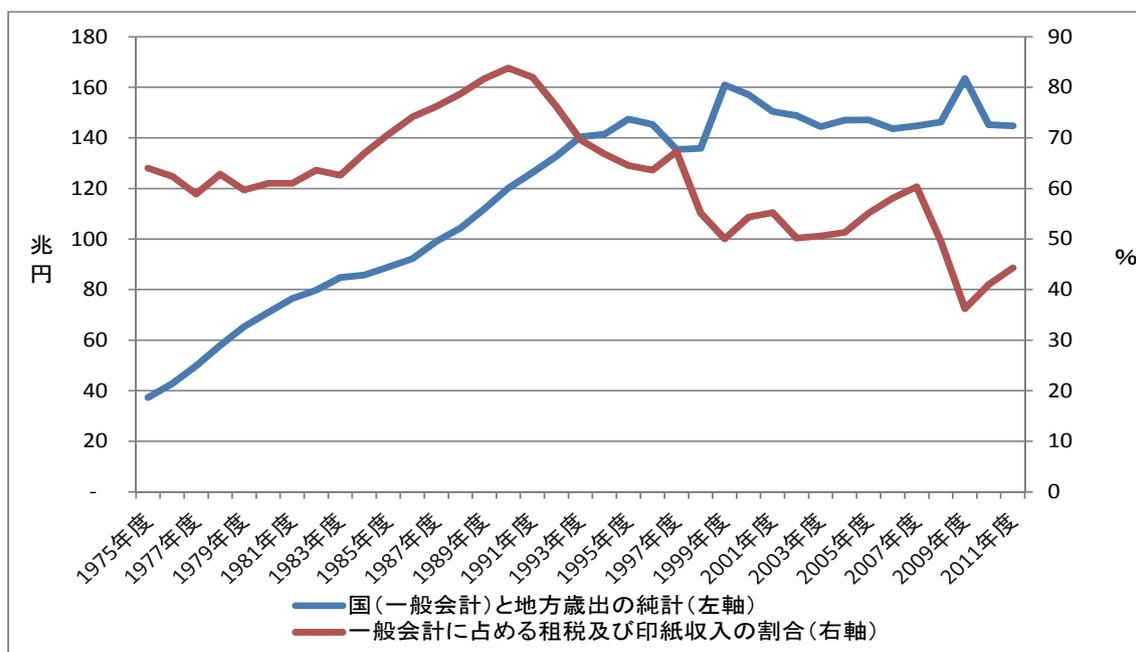
日銀がやってきた間接的な財政赤字ファイナンスというのは、基本は、国債・紙幣を刷って高齢者に年金を渡してきたようなもので、しかも、それが貯蓄されてきた、という話です。日銀が財政赤字ファイナンスにつけていたお金に当然色はありませんけれども、もう少し公共投資、ないしはエネルギー投資でもいいですが、乗数効果がある投資系のものが中心にファイナンスされていけば、もっと乗数効果が出て成長率は上がっていたかもしれません。

日銀は財政自体をコントロールできませんから仕方ありませんけれども、それは非常に重要なポイントとしてあるのではないかといます。ですから、今後も引き続き、財政赤字を日銀にファイナンスさせてみても、それが医療と年金に回るだけならどうだろうか、ということです。

○井手 白川先生の意見をすごく嬉しく伺ったと言うべきですが、公共投資を削り過ぎた、もっと増やしてよかったという人はなかなかいないです。もちろん無駄な公共事業はやらない方がいいのは当たり前で、今更公共投資をやって、ハコモノをつくると言い出す首長はほとんどいないと思います。公共投資の中身が劇的に変わっているということ踏まえた上で、もう少し真面目にやっておいた方がいいというのは、私も同じ考えです。

図表5を御覧いただきたいと思います。これは周知の事実ですが、あえて確認しておきたいと思います。青い線が国と地方の歳出の純計です。赤は少し変わったデータではありますが、一般会計の中で税が占める割合を見ています。何を言いたいのかといいますと、70年代、80年代、90年代と財政支出の伸びは、国と地方を合わせてほぼ同じペースできているということです。90年代に無駄な公共事業をやって財政赤字ができたという議論もありましたけれども、もう少し慎重に議論をした方がいいと思います。それでしたら、70年代でも80年代でも空前の財政赤字になっていてもおかしくないわけです。なぜそうなのかというときに、赤い線が生きてくるわけで、結局、税でとれなくなったと。いわゆるワニの口と言われる有名な図がありますが、無駄な歳出を問題にするよりも税収が取れなくなっていることの方をはるかに問題にした方がいいと。それが基本的な財政の見方だと思います。

図表5 財政赤字の原因は明らかに税収の不足
支出の動向・一般会計の税の割合



(出所) 財務省財務総合政策研究所編「財政金融統計月報」(各年度版)より作成

それを踏まえた上で、公共投資の話がありましたが、無駄な公共投資という意味では、公共投資基本計画で430兆から630兆に増やしますけれども、そのときに2つ大きな問題があります。1つは経済的な面です。用地取得費に随分お金が回ったということはその典型で、公共投資といっても、用地取得のために膨大なお金が使われてしまったということがまずあったと思います。先進国でも珍しい農業のために公共事業をやったということもあります。ガット・ウルグアイラウンド対策費もそうですし、農業農村整備事業もそうです。要は、農地面積を大規模化するという名目でものすごいお金を使いました。これは先進国の中でも極めて珍しい事例だと思います。さらには、真水が少なかったという問題もあります。先ほど麻生政権の話がありましたが、ほとんど金融です。そういった問題はいろいろあったと思いますが、先ほどの図でお示したように、それが過大な投資だったかと言われれば、私は決してそうは思いません。歳入面の不足が決定的な問題であったと思っています。

もう1つの問題は、公共投資を削るときの社会的な影響です。例えば、公共投資は低所得層の雇用を保障しているわけですから、彼らが納税者になり、社会保険料を納める人間になるということを考えておく必要がある。地域によってはホームレスなのに年金をもらっているという人もいたりしますが、結局は、低所得者層を社会保険の仕組みに取り込むために雇用の機会を与えてきたのが公共投資だと。ですからここを打ち切っていけば、生活保護の受給者が増えたり、年金財政が不安定化したりする問題があるということです。そういう問題を少し考えておく必要がありますし、2000年代に入って公共投資を激減して明らかになったのは、兼業農家の激減です。つまり、兼業先がなくなって農業の崩壊にまでつながっているということです。そういう意味で、日本は土建国家で、それは、公共投資が多いというだけではなく、そこを核として社会システムの様々なものが結び付いていたということです。「コンクリートから人へ」は分かりやすいですが、そうするのであれば、公共投資の果たした機能も社会保障できちんと満たせるようにしていかないと、社会システムとしては不安定化していくということです。

最後に、90年代のアンケート調査を見ると、社会保障を拡充してほしいとか、福祉施設を拡充してほしいという声が非常に強まりました。しかも、そういう目的のためであれば、アンケート調査で大体7～8割が増税に賛成するというのが国民の世論です。ですから国民福祉税構想のときもそうで、年金なり何なりの財源として増税をするというパッケージなら通りはいいのですが、それをやっていません。減税して赤字国債を出して、建設国債で公共投資をやるとい

うパッケージは、世論とは完璧にずれているということを考える必要があると思います。結局、2009年の政権交代で大規模な政策転換を民主党はやらなくてはいけなくなり、そのために大規模な増税が必要になって、最後は破綻するということだったと思います。

先ほどの白川先生のコメントとの関係でひとことだけ言わせていただきたいと思うのが、確かに年金が増えても景気に対する効果は余りないという点には私も賛成します。医療の方は、多少雇用に結び付くという感じがしますけれども、そこにお金をつつこんでも景気は良くならないというのはそのとおりだと思います。

図表6を見ていただきたいと思います。これを見ると、一番右が社会支出の対GDP比です。日本の水準が低いというのはよく知られている話ですが、中身を見ていったときに、一番左の高齢者現金の割合、これは年金です。日本とスウェーデンでは、日本の方が年金が多いわけです。あるいはその横の保険・医療を見ますと、6.3、6.58でほとんど変わりません。つまり、高齢者向けの社会保障は、日本はもうとっくにスウェーデン並みになっているわけです。

問題なのはその横にある家族現金とか、家族現物、その他の中身でいうと障害者ですが、その辺りが決定的に少ないわけです。ここの差でスウェーデンと日本の差の大部分が説明できてしまいます。ですから、景気のことを考えれば、結局は現役世代にどうお金を分配していくかという問題になっていくわけで、貯金したい人よりも使いたい人です。その意味で言うと、家族現金、家族現物という、ダイレクトに現役世代にくるような社会支出が決定的に弱いということとは、一方で押さえておいていいという気がいたします。

図表6 社会支出の対GDP比

単位 %

	高齢者現金	保健医療	家族現金	高齢者現物等	家族現物	その他	合計
日本	7.54	6.30	0.43	1.45	0.36	2.46	18.54
アメリカ	5.27	7.24	0.10	0.04	0.55	2.89	16.08
イギリス	5.22	6.84	2.13	0.92	1.11	4.00	20.22
フランス	10.74	7.49	1.33	0.51	1.66	5.77	27.50
ドイツ	8.64	7.85	1.09	0.55	0.75	5.58	24.44
スウェーデン	6.64	6.58	1.49	4.26	1.86	5.38	26.21

(出所) OECD「OECD.Stat」より作成

○田中 景気刺激策として見ると、やはり財政政策はずっと景気刺激のために公共事業を行ってきたし、減税もやってきて、特に90年代は所得税減税をもの

すごくやりました。それを最近まで取り戻せていなかったのですが、ようやくこの間消費税のところで少し取り戻したという感じを持っています。金融政策も90年代以降、循環性を失ってしまっていて緩和一辺倒できて、財政政策もある意味ではずっと緩和したままでここまで来たと思っています。

財政政策の役割、効果ですけれども、これはやはり最近の金融政策に比べれば、非常にあるというふうに見ざるを得ないのではないかと思います。リーマンショック後に、特にアメリカはオバマが非常に大きな予算を組んで対策を打ちましたが、あれは間違いなく効いたと思います。大きなショックが来たときには、やはりあのような財政政策が効くのだらうと思います。

金融政策について言えば、金融政策は資金需要との関係が非常に強いということです。基本的に資金需要がある時であれば、景気が悪くなったというので引締めを解くとき、これは非常に大きく効きます。高度成長期の日本がそうであり、今の中国もそうです。この場合、金融緩和は非常に効くと思いますが、今の日米欧のように資金需要がないときには金融政策は基本的に効きません。大きなネガティブなショックがあったときには、財政政策に頼らざるを得ないのではないかと思います。

金融政策の中でも、とりわけ資産購入というのは、金融システムの安定化のためにやるということが大前提です。もちろん日本や欧州、アメリカの場合、無論景気もよくないわけですから、金融政策を緩和ぎみに運営するのは当たり前の話ですけれども、まさかのときの金融システム安定のために資産購入の余地は残した方がいい。ですから、通常の景気後退のときは、できれば、緊急的な財政の出動に任せて、今のように金利が下げられないとすれば、資産購入のような無駄なことはやめて、できるだけ温存するということが重要ではないか。財政政策に任せた方がいいと思います。

7. 中長期的な日本経済の展望

○司会 最近、日本経済がいずれ経常赤字になるという議論をよく聞きます。2015～2020年ぐらいには、経常収支が赤字になるという指摘があります。その一方で、日本は海外に多くの資産を持っているということから、経常収支の黒字がもう少し続くという見方もあります。今後の日本の経常収支の行方をどのように見ておられるのか。日本経済への影響を含め、今後の日本経済の展望について、御意見を伺えればと思います。

○白川 これはマーケットとしても大きなテーマです。日本は東日本大震災を

経て、サプライチェーンショックもあり、エネルギー政策の変更もあり、貿易収支の赤字が続いていて、かなり経常収支の黒字が減ってきています。今年は恐らく年間で5兆円ぐらいではないかと思います。ピークは2007年の夏場ぐらいで、年率26兆円ぐらいですから、年率のピークから見ると約20兆円減るということです。これはすう勢的な減少、構造的な減少であり、一時的な減少ではないというふうに判断しています。私も2～3年前までは、日本の黒字はなくなる、景気が悪いから内需が弱いのだし、かつ所得収支の黒字が膨大なので大丈夫だ、と言っていたのですが、この1年間ぐらいで180度に近いぐらい考え方を転換しました。やはり、すう勢的な経常収支黒字の赤字転換という可能性はかなり高まっているのではないかと思うのです。

幾つか分析をしてみると、例えば世界需要に対する日本の輸出数量のセンシティブリティが落ちているとか、逆に内需に対する輸入のセンシティブリティが上がっているとか、さらにはエネルギー消費の効率性が低下しているとか、様々な問題が浮かび上がります。原子力を止めたからだけではなくて、実は産業空洞化のマイナスの効果として、国内工場の稼働率が落ちるわけですが、これはエネルギー消費効率を落とします。生産の落ち方ほどエネルギー輸入は減らないということも確認されています。産業が空洞化している中で国内生産能力が落ちていきますから、今はまだ国内需要は国内生産で何とか賄われていますけれども、今のペースで空洞化し、また高齢化していくと、国内の最終需要を国内生産能力では賄い切れなくなる時期が近づきます。シミュレーションで、すう勢的な傾向をトレンドで延ばしていきまると、2016年に経常収支は赤字転換するというのが私の見方です。

2014～15年に消費税増税があるので、これが一瞬、経常収支を支えると思います。基本的には国内消費を落ち込ませ、内需を落ち込ませ、輸入を下押しするわけですが、これがないと、2014年に経常収支が赤字に転換するかもしれないと思っています。いずれにしても消費税増税を織り込んでも2016年には経常収支が構造的に赤字転換するという見方をしています。これに大体2年遅行して、賃金がすう勢として明確にプラスに転じるのが2018年。このときの失業率が3.4%ぐらいです。そしてほぼ同じタイミングにデフレから脱却しますが、これは供給サイドが縮むことによるデフレ脱却ということになります。

また、資本の生産力ですけれども、資本年齢を加味して生産関数をつくっています。これは足元の物価の水準を説明するような、潜在GDPを推計していく中で、生産関数の特定化において資本年齢、つまりヴィンテージが影響するというモデルを使っています。つまり、ヴィンテージを加味しないと、依然、

国内資本の生産力はあるように見えますが、ヴィンテージを加味するとかなり縮小します。日本の民間資本は2006年にかけて少し投資があったのでヴィンテージが一瞬若返りましたが、それでも高齢化が続いています。また、TFP（全要素生産性）については、就業者の平均年齢がある一定のところを超えると技術革新力が落ちていくと考えられます。高齢化は生産性もむしろ低下します。

資本のヴィンテージやTFPの先行きを総合的に加味していくと、先ほど申し上げたように総供給量（潜在GDP）がマイナスに入っていくと、その裏側では経常収支が赤字化していき、デフレギャップが供給能力の低下により解消されてインフレ的になります。今の債券市場における10年物で0.7%~0.8%という利回り水準はバブル的とみられ、2018年には2.0%を軽く超えてくる可能性があります。

問題は、ここで日本銀行が登場し、マネーを増刷し始めると、逆効果になるかもしれないということです。そうした供給不足状態では、為替相場は恐らく円安方向に転換しているだろうと思いますが、為替のモデルで考えると、やはり累積経常収支の効果が強いので、経常支出が少し赤字に転換しただけでは為替相場は余り円安にはなりません。ただ、緩やかに円安転換しているところに日銀が入ってきて緩和を拡大し、ひとびとの期待が変わってしまうと、今度は資本が海外に流出して、国内金利がかなり上がるかもしれません。しかし、金利が上がると、日銀はさらに金融緩和をし、国債を買い支えようとする。しかし、その結果、円安期待が強まり、資本逃避が加速するかもしれない。これは、非常に不安定な状態です。

私はそれをかなり気にしてしまっていて、需要を刺激することは非常に大事だと思う一方で、安易にもう需要を刺激する時代は終わったのではないかと、とも思うわけです。つまり、日本はそろそろ供給力強化を真剣に検討すべきで、規制緩和も含めて供給能力を高めていかなければ、日本は金融・経済が大混乱となり、過去のマイルドなデフレは幸福だった、ということになりかねないと思っています。

○田中 今のシミュレーションの結果を聞いてがく然として、そんなに早く来るのかという気がしましたが、方向はISバランスを考えていくとそうだろうと思います。ただ、所得収支の黒字がかなりあって、サービス収支の赤字も相当縮小してきているトレンドのように見えますので、経常収支の赤字化の方向は間違いのないとしても、タイミングの余裕がもう少しあるような感じもします。

やはり、市場がどう反応するかというのが非常に怖くて、長期金利が跳ね上

がったり、円安の方に行ったりすると財政再建ができなくなるので、そこが気になっているところです。消費税率も上げが決まって、ようやくまだましというところまでできましたが、一方で、中央銀行がどれだけ国債や資産を買っているかという点も、マーケットのセンチメントとしては、そこが余りに膨らんでいると同じ反応が起きやすいのではないかという気がします。ですから、無駄な資産購入を中央銀行ができるだけしないようにし、財政赤字もできるだけ縮めておくことが重要ではないかと思っています。

図表7は日銀のGDP対比の総資産バランスシートを示したものです。今、総資産は31.7%あって、国債が21.7%です。FRBは、総資産が18.0%で国債が8.2%ということで、FRBの場合は、あれだけQE2で国債を買ったのですが、QE1で民間の金融資産を結構買っているので、国債はむしろ少ない方です。BOEは今急速に伸ばして、総資産26%のうち、国債が24%ですから、ほとんど国債で総資産を膨らませているということになっています。日銀の総資産が突出して大きいのが気になります。いずれにしても世界中の中央銀行で総資産が膨らんでいて、特に国債を買っているという状況なので、非常に気になっています。

図表7 中央銀行のバランスシート規模（対GDP比）

(%)

		総資産	国債※	民間金融 資産など	(参考)	
					ベース マネー	マネー ストック
FRB	量的緩和前	6.3	-	0.5	6.0	50.8
	現在	18.0	8.2	7.4	17.0	65.0
日銀	量的緩和前	16.8	11.7	-	11.7	121.2
	現在	31.7	21.7	1.5	26.2	172.6
BOE	量的緩和前	5.7	0.9	1.6	4.7	117.3
	現在	26.0	24.3	1.6	20.5	148.5

(注) 「量的緩和前」は、07年1月末、日銀のみ2000年9月末。「現在」は12年9月末。※には、通常のオペによる国債残高を含まない。マネーストックはM2、英国のみM3。

(出所) 各国中央銀行データ、国民経済計算等より作成

○井手 新聞などを読みながら、これはどう考えたらいいのかと思っていることを、ややクエスチョンのかたちでお話ししてみたいと思います。貿易収支が赤字になっているということが大きな心配事としてあるわけです。そのときに

資源価格の高騰が必ず問題になっているように思います。まず、現状をすべて与件として考えるのではなく、それぞれの状況が変わっていくということを少し考えたときにどうなるのかといつも思っています。

1つは、そもそも日本の製造業は、エネルギー効率性が非常に高いわけです。今度は新興国の企業が経済成長していく中で、エネルギー効率性を高めていく可能性がどのくらいあるのかと。それは当然資源価格に将来的には影響してくると思います。もう1つは、今、特にインドや中国といった新興国を見ていると、資源の自給率がどんどん低下しています。逆に言うと、その資源価格が高騰したあおりを、中国やインド自身が受けるようになってきているということだと思います。そういった側面から新興国の経済成長にも歯止めがかかるとするならば、彼らの経済成長の停滞ということ自身が、今度は資源価格の低下につながっていく側面もあるということです。ですから、今、極めて短期的に考えれば、日本の貿易収支の赤字が拡大するというのはよく分かりますが、これを長期的に考えたときにいったいどうなるのかというのは、幾つも考えなければいけないことがあるという感想を持っています。

あと、マクロの貯蓄投資バランスで経常収支を考えるときには、基本的に民間貯蓄と民間投資と財政収支で考えます。民間貯蓄から民間投資を引いて財政収支を引くというかたちで、経常収支が黒か赤かというのが分かると思いますが、民間貯蓄が下がるというときに、確かに家計の貯蓄は下がっていますが、その一方で企業は貯蓄超過になっているわけです。よく家計の貯蓄低下が問題だという議論がありますが、これを民間貯蓄としてトータルで見たときに、果たしてどうなっているのか。特に97~98年ぐらいから企業が貯蓄超過になっていることも含めて、全体として貯蓄がどの程度減っているのだろうかと思います。また、確かに財政収支の赤字が大きくて、経常収支に負の影響を与えようとは思いますが、一方でこの部分を民間投資の減少がうまく補完しているようなかたちにもなっています。ですから、全体で見たときに果たしてどういうふうに動くかというのがなかなか容易に言えないと、いつも議論を見ながら思っています。

その家計貯蓄の減少の話をするときに、分配面の問題をやはり考えてみたいと思うことがありまして、確かに高齢化社会になっていけば、預金の取崩しで家計貯蓄が減っていくということはよく分かります。ただ同じぐらい、雇用者報酬や利子所得というのも家計貯蓄に影響しているはずですので、単に高齢化の問題というふうに切り捨てるのではなく、雇用者報酬や利子所得の推移、特にゼロ金利以降、利子所得は間違いなく減っているはずですし、雇用者報酬に

関してみれば、97年から今まで、世帯当たり所得が660万から550万ぐらいに落ちています。このことが家計貯蓄の減少に与えている影響を考えるとすれば、雇用者報酬を増やすとか、あるいは利子所得が増えるような方法はないのかを考えなくてはいけないと思います。反対に、雇用者報酬や利子所得の減少が企業の貯蓄増加に結びついていると考えれば、今後このサイクルがどのように經常収支に影響するのかということに興味があります。

8. 今後の経済・金融政策の在り方

○司会 日本経済の今後の状況等も踏まえて、我が国はどんな金融政策、あるいは経済対策をとっていけばいいのか、御意見を伺いたいと思います。金融政策・財政政策の有効性の問題、規制緩和の問題、あるいは財政再建の必要性等々、今後の経済活性化に向けた今後の金融経済対策、あるいは政策運営の在り方について、御意見をいただければと思います。

○田中 金融政策については、できるだけ資産購入は控えた方がいいというのが私の結論です。ただ、マーケットや政治に催促されて何かやらなくてはならないということが続くと思われるので、やらないわけにはいかないということだと思います。そのときには恐らく資産購入しかないだろうということで、購入枠を増やす方向で日銀はやっていくしかない。理想的には、イノベーションを後押しする成長基盤支援資金供給がもう少しうまく回るような方法を考えた方が実があると思いますけれども、ただ、アクションが大事で、市場だとか政治に対して、日銀は適時・適切に行動したということが重要なので、そのところは恐らく資産購入額を増やすしかないということです。

ただし、できれば避けた方がいい、枠をとっておいて温存しておいた方がいいと思います。これから先、景気がどうなるか分かりませんが、もし、大きなマイナスのショックがあったときは、財政出動でしのぐ。もちろん財政再建は進めなければいけないので、矛盾したことを言うようですけど、ショックのときだけカンフル剂的に財政を使って、立ち直ったらうまく引く手立てを考えてほしいということです。

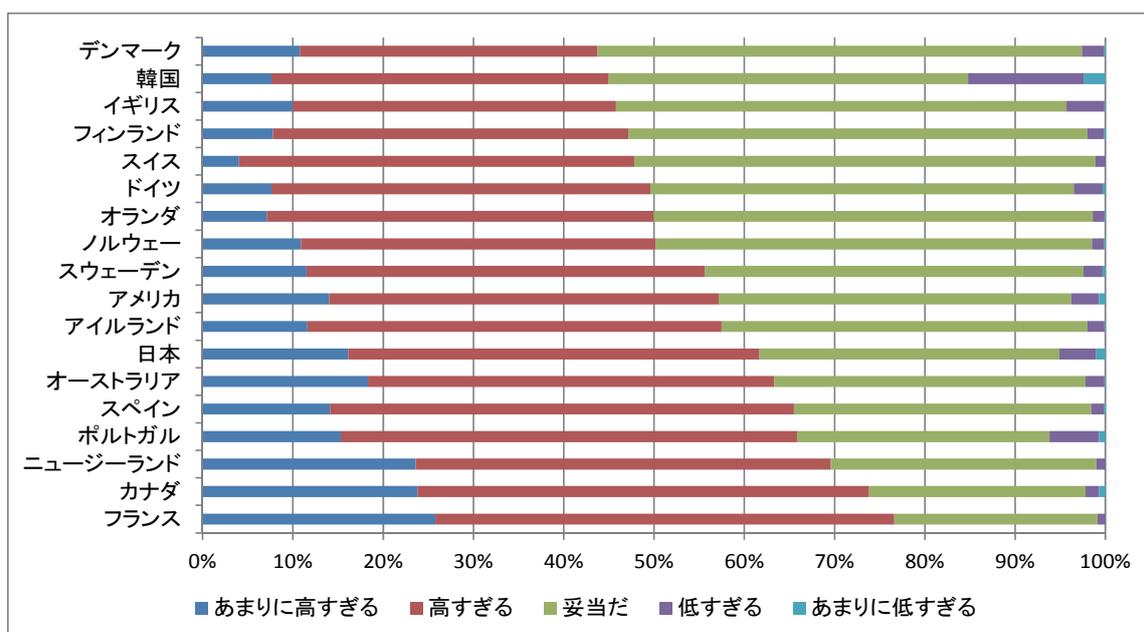
財政金融政策を離れますと、私は雇用のところで賃金の下方硬直性がとっばらわれてしまったところが大きいと思います。一連の労働者派遣法の改正ですとやってきた雇用の流動化で、非常に労働コストの切下げがしやすくなった。賃金を切り下げて内部留保をためたけれども、その内部留保がうまく使われな一方で格差が拡大して、マクロ全体で消費が停滞しているわけですから、い

いわゆる補償原理に立つといえますか、労働生産性が上がって、切られた労働の方へ補償を行う政策を進める必要があると思います。

○井手 財政再建を考えてみたいと思います。今日申し上げましたように、財政再建ができない理由は、税収の不足にあると断言できます。無駄な支出ではなく、税収の不足です。例えば大きな政府で有名な北欧諸国を見ても、税をとっているところは財政はフローでも黒字になるわけです。日本は先進国の中でもっとも小さな政府であるにもかかわらず、空前の財政赤字を抱え込んでいます。ですから私は、発想を180度変えなければいけないと思います。財政は再建すべきだがそれは歳出削減ではなく、大きな政府になろうとも、税収を上げることによって再建しなければいけないということです。

図表8を御覧ください。ISSP (International Social Survey Program) が面白い調査をやっていて、「中間層の税負担をどう思いますか」というクエスチョンです。これに対して、答えている人の割合は赤と青が多くなっています。日本は先進国で税負担率が一番低いと言われますが、かなり痛税感が強いわけです。ところがその上の方の、スウェーデン、ノルウェー、フィンランド、デンマークほどの国を見ても日本人より痛税感が軽いと言っています。税をとるということを議論するのであれば、この点を見逃すわけにはいきません。

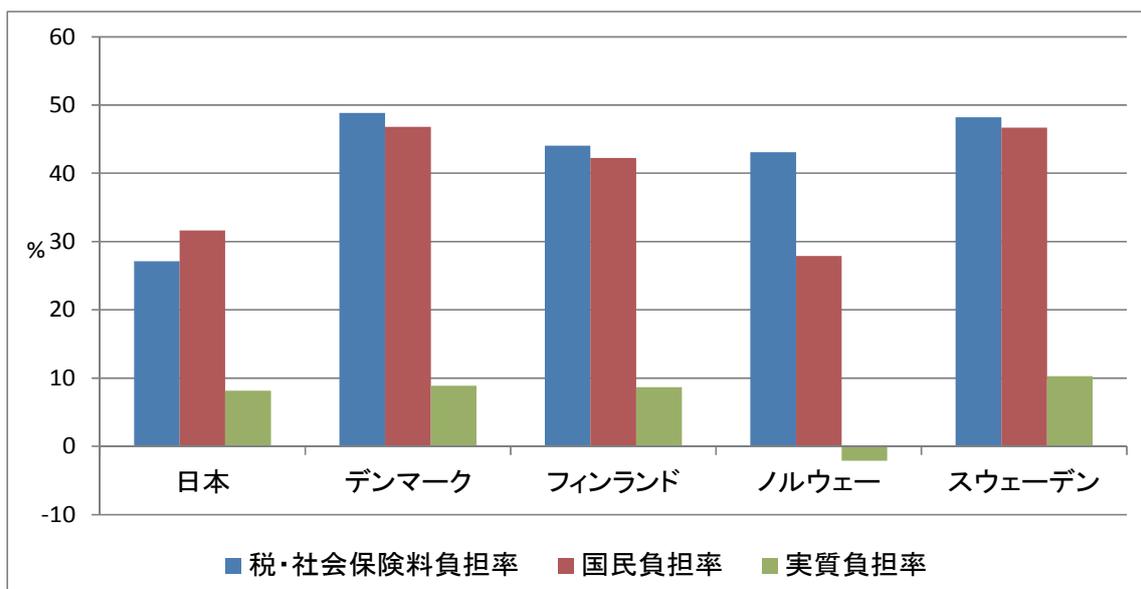
図表8 「最低の租税負担」だが、中間層の「痛税感」は北欧よりも大きい
中間層の税負担をどう思うか？



(出所) ISSP 「Role of Government 2006」 より作成

図表9を御覧ください。赤いものがいわゆる国民負担率です。青の租税負担率でも、税社会保険料の負担率でも構いませんが、北欧諸国に比べれば日本は圧倒的に低いわけです。社会保障と教育の受益部分を対GDP比でとったものを緑の線で示しています。受益も含めて考えた実質的な負担率でいうと、日本は北欧諸国と変わらないわけです。実質的な負担は変わらないのに、他方では大学もただ、医療費もただ同然、育児・保育、養老・介護などサービスが充実している。ところが片方の国では同じような実質負担にありながら、大学は有料で、子供は塾に行かせ、老人ホームに入ろうと思ったら多額のお金を取られるなど、決定的に違うわけです。これが先ほどの痛税感の違いだと思います。ですから税を上げるということは、人々が欲するサービスを出すということとセットでなければいけないということを見失ってはいけないと思います。

図表9 負担率－受益率＝純負担率（2000年代平均値）
 北欧と変わらないが「受益」は圧倒的に北欧が大きい



純公的負担率＝（租税・社会保障負担の対GDP比＋フローの赤字の対GDP比）
 －医療・教育・社会的保護の対GDP比

（出所）OECD「Revenue Statistics 1965-2007」,「OECD.Stat」,「Source OECD」等より作成

これを踏まえた上で3つ指摘したいのですが、1つは、先ほどから議論になっているように、雇用が増えなければ税収は伸びないということです。ところが、30歳未満の単身世帯を見たときに、男性の所得と女性の所得が逆転してしまいました。理由は簡単で、公共投資の削減と社会保障の拡充です。つまり、養老・介護関係の雇用が随分伸びていて、女性の平均所得がじわじわ上がって

るのに対し、男性の単身世帯を見ていくと、所得がかなり落ちてきているという問題があります。そういう意味では、雇用をどのように確保するかということは、医療・介護分野を拡充するというのも重要ですが、もう一方で男性の雇用もきちんと考えないといけないということです。就労という観点で言うと、医療・介護分野は98%が女性であり、考えた方がいいと思います。

それともう1つ、内閣府のシミュレーションにあるように、再分配をしている方が経済は成長するということです。これは言うまでもありません。先ほどの白川先生の御指摘とも関連しますが、貯蓄に回す人々にお金を持たせるのか、消費に回したい人にお金を回すのかという本質的な問題で、ヨーロッパを見ても分かるように、再分配をやればやるほど経済は成長しているということを少し考えておいていいと思います。

最後に、税収のことを考えるのであれば負担の公平性ということを見過ごすわけにはいきません。税調の専門会委員会に提出されたデータを見てびっくりしましたが、平成元年と平成22年、つまり民主党政権の前後で比べたときに、富裕層の税負担が明らかに減少しているということです。それに対して、低所得層の税負担は、明らかに増大しています。上の方を削るというのは分かりますが、下の方を増やすというのはどういうことかという話になります。

では、何が民主党の独自性だったかということ、高校無償化と子ども手当です。この影響が信じられないぐらい出ています。その結果、年収400万以下の層のネットの税負担はマイナスになっています。税負担は増えているけれども、教育費の無料化と同時に子ども手当によって事実上、負担はマイナスになっているということです。これは格差の是正という意味では相当な効果をもっています。問題はこれが消費に結びつくかということがあろうかと思いますが、いずれにしても私がここで言いたいのは、負担の公平性ということを実面目に考えない税制にあっては増税はうまくいかないということです。そういった意味で増税に対して納得が得られるような仕組みを考えていくことが財政再建にとっては一番重要なのではないかと考えております。

○白川 経常収支の議論と絡みますが、我々がやったのは、210本の構造方程式を持ったシミュレーションモデルによる推計であり、先ほど指摘されたようなダイナミクスは一応全部入っています。基本的な考え方は、実質ベースで貿易収支が赤字に転換し、それが拡大していくので、価格の前提よりも、実質数量での前提が非常に重要になってきます。また、海外資産を膨大に持っていますが、残念ながら世界的な低金利の影響が加わるので、日本はソブリン・ウエル

ス・ファンドのようなものでも立ち上げて、新興国への投資でもよほど増やさないと所得収支は減少します。この程度の所得収支黒字では、完璧に貿易収支赤字で相殺されてしまいます。

9月は単月で経常収支が赤字に転じたとみられます。皆さんちょっと甘いんじゃないですか、というのが私の感覚です。確かに原発が止まっているかもしれませんが、今年はたったの5兆円ぐらいしか経常黒字がないんです。しかも来年改善する見通しが立っていないわけです。

私は供給能力強化ということを経済政策の中心に据える必要があるという考え方をとっています。したがって、技術革新力を保持するための減税であるとか、輸送やエネルギーといった社会インフラの拡充にお金を使うべきだとか、移民の受入れによる生産年齢人口縮小の緩和といったようなことを財政でやる必要があると思っています。それに対応して、社会保障はマーケットバリエイ（市場性）があるものはなるべく民間部門に任せた方がいい。社会政策として貧困層に対するサポートは当然必要だと思いますが、民間マーケットに移せるものは医療でも年金でもどんどん移していった方がいいと思います。

それから規制緩和として、医療とか農業は非常に重要です。特に農業の規制緩和は、私は必要だと思います。農業の生産性が相当落ちていることはもう分かっているので、人手が足りないという大きな問題もあるわけで、これは真剣に考えた方がいいと思います。

最近関心を持っているのは、税収中立というコンセプトの下で何ができるか、という点です。最近アメリカの大統領選で共和党のロムニー候補が、限界税率を引き下げ一方、所得控除を縮小して、税収中立化させる、しかもその対象をなるべく富裕層に絞る、というアイデアを出しました。これが景気にとってプラスかマイナスかということですが、こうした政策は所得分配策であると同時に景気刺激策にもなり得るわけです。支出性向が高い中間層に減税になれば、景気にプラスなのかもしれないのであって、日本もそういうことを考えるべきではないか、ということです。お金持ちに対して減税をやり過ぎてしまったということはもちろんありますが、税率を下げ課税ベースを拡大することで、税収はニュートラルだけど景気はプラスという議論はしてもいいと思います。

最後に金融政策ですが、供給能力強化の中で金融政策にどういう役割を求めするのか。需要をつけるためとか、インフレ期待をもたらすために金融緩和をやるというのは、実はもう過去の遺物である可能性が高い。金融政策の基本は需要刺激やデフレ脱却をターゲットにするのではなく、供給力強化との関係で考えるべきです。では供給力は何で決まるかというと、空洞化との関係では為替

相場ということになります。定量化は難しいところですが、為替円高は空洞化にかなり影響していると思います。空洞化がさらに加速してしまうと、供給力という点では取り返しがつかないことになるかもしれない。したがって、私は金融政策上、円高を阻止することはやらざるを得ないと思っています。若しくは、円高をマイルドにする必要性はあると思っています。

また、インフレターゲットも中長期的には必要でしょう。短期的にインフレ期待をつくるとか、経済を刺激するとかいう発想ではなくて、空洞化を抑えていくという発想の中で、為替相場と金融政策との関係をどう考えるか、これが重要です。円高だからデフレだと思っている方は結構いると思うのですが、そうした狭い発想から離れて日銀にやるべきことはあります。先ほど田中先生がおっしゃったように、日銀がどんどん資産を買うというのではなく、時間軸的なものでFRBに対抗して、円高圧力を抑えるぐらいのことはやる必要性があります。ですから、FRBに対抗するためには時間軸をうんと延ばして見せてしまうというのは1つの手です。

このまま空洞化を加速させていくと、日本の企業貯蓄が大幅に減るときが来る。そうすると金利が上がり、結局、痛い目にあうのは政府だと思っています。日本では空洞化が足元で加速してしまっていて、将来、金利が暴騰するような状況が作られつつある気がしてなりません。日銀はそうした状況を避けるべく努力する必要があるということです。

9. デフレ脱却の見通し

○司会 最後に、デフレと言われる状況が今後どうなっていくのか。デフレから脱するとすれば、いつか。デフレ脱却の時期について簡潔に御所見をお伺いできればと思います。

○田中 私は、いまデフレ脱却を政策の第一目標にするということ自体に違和感を持っています。イギリスでは電気料金とガス料金が来月から上がります。そして来年1月から、公共交通運賃が上がります。私は単身で行っていて、できるだけ節約して暮らそうと思っているので、これが上がってくると非常に困るという感じが強いです。

日本人はそういうことからほとんど無縁で来ていますし、インフレの怖さも忘れていて、「実はインフレよりデフレが怖いのだ」という宣伝がすごく行き届いてしまっています。確かにデフレだと実質金利が上がるので、投資を抑制するという点は否定できません。しかし、イギリスでは昨年来3%台だったイン

フレ率がようやく2%台まで下がってきましたが、経済はリセッション入りしていて失業率は7%台後半。インフレと低成長は共存するわけで、デフレを脱却すれば成長率も上がると考えるのは早計だと思います。実質成長率が上がってGDPギャップが埋まればデフレから脱却できる、と考えるべきです。

○白川 先ほどのシミュレーションからいきますと、2018年ぐらいにエネルギー・食料を除くCPIがプラスに転じて、そのまま、経済の調整メカニズムが十分に働かず、供給能力が増えなければ、インフレが定着する可能性があると思っています。私は2018年こそが大きなターニング・ポイントだと思いますが、そのときの政策対応は、金利が上がって大変だ、しかし日銀が緩和を拡大すると円安期待が高まってもっと資本が流出するかもしれない、ということで、多分出てくるのは、強烈的な財政引締めではないかと思っています。

政策対応のパターンは2つで、事前に供給力を増やしておくパターンでいか、それがうまくいかなければ事後的に需要をつぶすしかないということで、非常に悲惨な財政緊縮が2019~20年に起こり、21年から再びデフレに突入するかもしれません。デフレ脱却という表現でいくと、私の近未来シミュレーションでは、瞬間的に脱却するかもしれませんが、恐らくかなり強烈的な財政緊縮が起こってしまい、また残念ながらデフレに戻されるという状態です。ただもっと長く時間がたつと、さすがにもうこれ以上需要を殺しては駄目だということまで来れば、本当にデフレ脱却をするかもしれませんが、それは多分2030年代か、そういう感じだと思います。

○井手 私は歴史家なものですから、金融政策のみで危機の時代を乗り切った経験を人類はしたことがあるのかといつも思います。私は大恐慌期の研究をやっています、少なくとも通貨システムを金本位から管理通貨に変え、財政がダイナミックに出ていくこと無しに危機から脱出するという例は見たことがありません。白川先生のお話で、しかるべきタイミングで財政の大緊縮が起きるかもしれないという御試算もありましたけれども、結局は増税なき財政支出であってはならないということです。財政は大きくなったとしても、それは増税で財源をまかなっていくことが基本的なスタンスにならなければいけないと思っています。

ただ、そのときに収入の話ばかりしてしまったらみんな反対します。何を出すかわりにこれだけ増税するという議論がこれからできるかに尽きているように思います。ところが、政府の税調の専門家委員会というのがありますが、こ

ここで議論をするときには、とにかく増税の話ばかりをします。なぜかと言えば歳出マターは主計局だからです。一方で主計局には財政制度等審議会があって、ここで話すときには、税の話は向こうですから、歳出削減の話をしますという建前になっている。その結果が、増税と歳出削減です。これで増税できる国はありません。基幹税の純増税については日本は1981年以来やっていませんが、こんな国はあり得ません。つまりその反対側に受益感なき税の問題というのが必ずあります。

最後の結論を申し上げますと、いつになったら財務省や政治家の発想が収入と支出をリンクするかたちが変わっていくのかという点であり、私はそこに財政政策の画期的なポイントがあるように思っています。

10. 会場との意見交換

○司会 ありがとうございます。せっかくの機会ですので、会場の皆さまから何かご意見・御質問があればお受けしたいと思います。

○質問者 財政金融調査室の大嶋と申します。1点、田中先生にお聞きしたいと思います。田中先生の御著書を拝見しますと、不良債権処理に当たっては、金融行政と日銀当局との協調によってプルーデンス政策というものをきちんと進めていかなければならないという御指摘があったと理解しております。今のお話では、財政とか日銀というお話は出てきましたが、こういうデフレや経済活性化という問題について、金融当局、あるいは金融行政が果たす役割があるのか、果たすべきなのか。

なぜこういうことをお聞きしているかということ、中小企業の金融円滑化法案は政治の世界から出てきたものであって、行政当局の発想から出てきたものではありません。白川先生の言葉をお借りして言うと、ある種乱暴な政策展開というのが出てきて、せいぜい今の金融行政で出てきているのは、被災地の金融機関の資本注入とかその程度です。

そもそもの発想として金融行政はこういう分野に関わるべきなのか。あるいは関わりとしたらそういう乱暴的なものしかないのか、ある程度残されたものがあるのかを、お聞きしたいと思います。

○田中 ありがとうございます。金融政策を担う主体には日銀と金融庁があって、いわゆる景気刺激策としてのマネタリー政策は日銀がやっていて、金融システム安定化策としてのプルーデンス政策は主として金融庁が担うが、日銀も

一部流動性対策の部分を持っていて、というようなことですが、そこには成長に関わるような政策が入ってくる余地がないのか、という御質問かと思えます。

そういう枠組みには普通には入ってこないのかもしれませんが、成長基盤支援資金供給のようなものを日銀が出していますし、非常に長い目で見たら、成長対策や景気の刺激になってくるという格好のものを、金融庁も出していけるところは出していくべきだと思います。

○質問者 90年代以前というのは、金融行政は護送船団が当然のことでしたが、それ以後はベターレギュレーションとか、市場との対話といったファジーな感じで、経済政策については余りはっきりしたスタンスを出していません。出さないようにしているのか、あるいは日銀に押しつけているのか、その辺りがはっきりしないことから、先ほどの質問をさせていただきました。

○田中 私の問題意識の中からそういうところが欠落していたのかもしれませんが、昔であれば当然やっていたようなことが、今エアポケットのようになって、日銀と金融庁で押しつけあっているというか、だれも玉を拾わないという感じになっているということでしょうか。

○白川 私は、日銀時代に貸出制度を設計した記憶があります。日銀が今やっている成長支援貸出スキームもそうですが、これはちょっと言い方が悪いかもしれませんが、日銀は、クレジットリスクをとるという機能を金融機関がともに果たしていないのではないかと、ずっと思ってきた感があります。平時と危機を分けるのはなかなか難しいのですが、危機時はまさに民間金融機関がクレジットリスクをとる能力が落ちますから、日銀は積極的にクレジットリスクを取ろうとします。98年の国内信用不安のときも、実は日銀がコマーシャルペーパー（CP）をどんどん買っていました。

平時と危機という色分けは、日銀の中ではそれなりに行われていて、システムリスクがあり、かつ、クレジットリスクに対する金融機関の取組能力が非常に小さいときは自ら出ていってもいいというわけです。今は危機時ではないと思いますから、大したことはできないのです。やはり、市場機能を壊してまで日銀がしゃしゃり出ることはないというのが基本的な考え方だと私は思っています。日銀がいないと信用が目詰まりするとしたら、それは市場が何か失敗しているということです。

ただ、市場の失敗であるなら、それを中央銀行や政府が面倒みるというのは

どうか。政策が非常に中途半端に見えるし、間が空いているように見えるかもしれないけれども、致し方ないということです。民間金融機関に言わせるとリスクを取る気はあるけれども案件がない、というふうになる部分があるので、非常に悩ましいところです。

○**司会** ありがとうございました。これでパネル・ディスカッションを終わりたいと思います。

(内線 75323)