

議 題

オープンフォーラム第 2 部：震災後の課題と政策対応（物価や景気からの視点）

開催日時

2011 年 5 月 24 日<17 時 25 分～19 時 25 分>
マーケットコンファレンス 2011（共催：リッキーマーケットソリューション、協賛：東京金融取引所）
として開催

出席者

内田和人（三菱東京 UFJ 銀行 円貨資金証券部長）
高田 創（みずほ証券 執行役員 チーフストラテジスト）
深尾光洋（日本経済研究センター理事・研究顧問、慶應大学商学部教授）
福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
井上哲也（野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部主席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

1. 総需要と総供給の展望
2. 円相場変動のインプリケーションと通貨政策
3. 潜在成長率と物価の展望

出席者による発言要旨

1. 総需要と総供給の展望

高田氏：

・現在の日本経済を阪神・淡路大震災当時と比べると、まず、国の債務残高の GDP 比は 75%であったが、現在では 180%である。また、世界における日本の相対的な地位は低下したが、逆にそれを外需として享受することが重要である。一方、当時も現在も政権交代後で政治が不安定である点は共通している。企業や金融機関のバランスシートは、この間の調整によって今回の方が健全であるが、国のバランスシートはこれらを肩代わりする形で大きくなった。ただ、企業と金融機関のバランスシートに拡大の余地があるといっても、この 20 年間でデフレマインドに感染しただけに、気持ちの上でそこから抜けきれない。現在の課題として、供給制約としての電力とサプライチェーンがあり、後者は生産の海外シフトに関わる。供給面を考える上では、関東大震災と阪神・淡路大震災ともに大震災後に円高デフレに陥るとともに、金融危機が発生した点が注目され、これらの再現を防ぐことが重要である。

・「失われた 20 年」はバランスシート調整によって生じたが、今回もそれに伴う「資本の問題」であり、資本が物理的にも毀損する一方で債務だけが残った状況である。日本も含めて様々な危機を振り返ると、「資本の問題」への対処としては、第一に債務負担の肩代わりとなる。第二に、フローとストック（資本）の両面からの収支サポートがある。その上で、経済の先行きへの期待を改善することが大切である。日本は、第二の面が十分行われないうまま先行きへの期待が消失した状況で、再び「資本の問題」が生じた訳であり、こ

れにどう対処対応すべきかが経済政策の根本的な課題である。

・現在の日本は、総供給と総需要の合併症にあるのではない。供給制約への対応は急務であり、平成版の「傾斜生産方式」も必要とされる。ただ、過去の大震災の後のケースでは、総需要に起因するソフトなデフレに陥ったし、1990 年代以降、需給ギャップが残存してデフレマインドが浸透している。しかも、本来なら復興需要が本格化する時期に、電力の制約で総需要が抑制される状況にもある。加えて、欧米諸国でのバランスシート調整や財政緊縮、根強い円高圧力なども考えると、現在は、どちらかと言えば需要不足の方に重点を置いた政策対応をしないと、ダウンサイド・リスクが大きい。もちろん、その際は、第 1 部で議論があった政策の規律といった点も重要であろう。

福田氏：

・今回の震災後の日本経済がここまで落ち込むとは思わなかった。鉱工業生産の低下はリーマン・ショック後よりも大きく、短期的には日本経済の状況はかなり悪化している。総需要と総供給がともに収縮しているが、少なくともこれまでの動きは、サプライチェーン崩壊や電力供給など総供給側の要因の方が大きいと思う。この点を識別する単純な方法は輸出の動向を見ることであり、輸出は内需と関係なく、外需を所与とすれば国内供給の要因に影響される。実際、我が国の輸出は、3 月は在庫圧縮によって大きく変わらなかったが、4 月上旬と中旬分は 10%以上減少した。短期間に外需がここまで落ちたとは考えにくく、鉱工業生産の落ち込みとも対応している。これは総供給の制約によるとみられる。しかも、阪神・淡

路大震災後になかった特徴は、被災地だけでなくそれ以外の地域の経済活動も相当収縮した点であり、サプライチェーンの問題がかなり影響していることが示唆される。

・今後は、サプライチェーンが徐々に回復することで供給制約は徐々に緩和されるであろう。一方、総需要の面でも復興需要が徐々に本格化する中で、景気も全体として緩やかに改善していくとみている。もちろん、不確定要素は多く、例えば、最近では海外経済に不透明性が若干高まってきたし、サプライチェーンに関しても、海外への生産シフトも見られる。電力供給に関しては不確定要素があまりに大きく、予断を許さない状況にある。

・日銀による危機対策は一定の成果を挙げており、阪神・淡路大震災の時と比べて対応は速やかであった。今回は、日銀が資金供給の仕組みを豊富に持っていたため、これらを活用して大量の資金を供給することができた。また、阪神・淡路大震災後に行われなかった対策として、リスク資産の買入れも増額した。被災地の金融機関への対策としては優遇的な融資などを行っている。こうした融資は阪神・淡路大震災後にも行われたが、当時は、短期金利と長期金利のスプレッドが大きく、補助金的な要素があったが、現在はこうした状況にはない。また、阪神・淡路大震災の被災地には大規模な金融機関もあったが、今回は小規模な金融機関が主体であり、日銀当座預金を持たない先も多い。今回は標準的なオペでは資金を供給しにくいという課題があった点でも状況は異なる。

・金融面での復興対策については、被災地の状況を考えて様々なサポートを行いたい気持ちは理解できる。ただ、例えば、「平成の徳政令」といった極端な案については、市場経済として避けるべきではないか。個人的には、むしろ、地域金融機関の審査機能を活用すべきであると考え。個々の企業の再建の可能性は地域金融機関が一番良く認識しているので、その審査機能を十分に活用すべきである。地域金融機関自体も相当深刻な被害を受けているので、こうした先の立て直しをサポートし、金融機能が発揮しうる状況を整えることこそが、政策の最優先課題ではないか。

・日本にとって、長年続いたデフレからの脱却が大きな課題であるが、足許では少しずつ環境が変わっている。第一に、ごく最近では若干落ち着き気味であるが、海外の商品市況が上昇してきたことである。第二に、原発問題による電力不足に限らず、供給制約は当面大きい。第三に、消費者マインドもインフレの方向に徐々に進んでいる。内閣府の「消費動向調査」の直近の結果では、物価上昇を予想する回答が4分の3に上り、2%以上のインフレを予想する回答も半分以上に達した。その意味で、デフレマインドはこれまでのようには強くない。インフレは望ましいという主張も多いが、インフレ率が上がっていくと現在のよう強い緩和政策を続けることは難しくなる。こうした可能性も「ゼロではない」と思っている。

深尾氏:

・確かに、サプライチェーンが止まることで財の需要がタイトになっている部分はある。しかし、生産活動が資本と労働を組み合わせ

て行われる以上、生産が落ちることで労働需要が減る面もあり、労働市場のマインドは大きく悪化する。実際、東北3県以外でもこうした状況が生じている。今回の供給不足によって消費者物価が一時的に上昇しても、インフレの基調を決める労働需給と賃金上昇率がむしろ引き緩むと、デフレから脱却しない可能性がかなりある。高田さんが指摘されたように、総需要の落ち込みの方が大きいという考え方に同感である。今回の震災によっても、デフレは従来並みかより厳しくなるぐらいに思ったほうが実態に近いのではないかと。

内田氏:

・供給制約に関してはやはり電力の問題が大きい。これが長期化すれば各企業は生産体制の見直しを図るので、日本の潜在成長力に影響を及ぼす問題になると思う。一方、総需要の面では、第1四半期のGDPをみる限り、半期で5%程度の落ち込みが生じている。リーマン・ショック後と同じように、危機後にはV字反発を示すことが期待されるので、第3四半期から来年の半ば頃までは総需要の反動増が続き、2013年の第1四半期にかけて収束するというのが一般的な見方である。ただ、本年後半の立ち上がり時期には、サプライチェーンや電力による制約が影響を及ぼす。また、阪神・淡路大震災とは異なり、広い地域が被災しているほか、経済の「体感温度」や国債の引き受け余力も大きく低下している。

・物価に関しては、構造的なデフレから脱却する上で総需要をいかに回復させるかが課題である。そのために第一に重要な点は復興に向けた経済対策である。阪神・淡路大震災後には、急速な円高への対応も含め、約半年のうちに抜本的な経済対策が採られ、公的需要主導で急速な景気回復に入っていた。これと比較すると、今回は第3四半期から公的需要が本格的に出てくるかということである。しかも、総需要に直接影響するという意味で、例えば、仮設住宅の建設や都市計画の展開のように、政府消費ないし公共投資の増加が求められる。第二には外需である。今の局面で総需要を迅速に増加させる手段は外需の増加である。震災後の株価がある程度下支えされ、外人投資家が28週間も日本株の買い越しを続けたのも、日本経済の競争力が回復して、外需あるいは復興対策を受けてV字回復することへの期待によると思う。外需の動きに不透明感が強まっている中では、しっかりした経済対策がより一層重要となってくる。

高田氏:

・総需要と総供給の相対的な重要さを見極めることは難しい。ただ、過去20年で経験したようにデット・オーバーハングの負担は極めて重い。この点だけからみれば、戦後復興への対応は単純であった。預金封鎖も含めてバランスシート調整を一気に進め、毀損した企業の資本を埋め合わせるために、銀行に対して超過利潤を与えながら、企業向けに資本に近い性質の貸出を供給させた。加えて、1ドル360円という固定レートを導入することで、外需に対する先行き期待を高めた。これに対し、現在は政策対応の面ではむしろ厳しい。資本不足を一気に調整することはできないし、いったん債務超過状況になったものを救済するには、第1部で議論され

た規律やモラルハザードの問題もあって、現在の政治状況の下では難しい。このように、総需要が出てこない、ないし沈むリスクへの対応はやはり重要なのではないか。

福田氏

・日本経済の復活といった場合、被災地と日本経済全体を分けて考える方がよいように思う。確かに、被災地の経済状況は大変厳しい。ただ、日本経済全体としては、総需要と総供給に別の不確定要素がたくさんある。例えば、「消費動向調査」の結果で興味深かったのは、全国レベルでも資産価格の下落をネガティブに捉える人が多い点である。これはマイナスの資産効果が働いていることを意味し、その点で総需要にはマイナスの効果が示唆される。現在、全国レベルで消費の落ち込みが目立つのは耐久消費財である。大震災の後、急に買わなくてもいいという意味でも耐久消費財の購入が低下している面がある。一方、電力の問題が全国レベルでもどうなるかには不透明な点が残っている。この点では、供給制約はそう楽観的に解消していくことでもないように見える。

2. 円相場変動のインプリケーションと通貨政策

井上くオーガナイザー:

・円相場の展望のうち、短期的には海外要因が強く意識されている。米国では、6月末にいわゆる「QE2」が終了した後の金融政策運営に注目が集まっている。FEDは、MBSや米国債をバランスシートに抱えたまま、超過準備を「不活化」する手段をテストしているが、具体的な戦略についての市場との対話はこれからである。欧州でも、ECBはインフレ期待の抑制を目指して4月に利上げを行ったが、債務問題国を巡る状況が不安定化する中で、今や金融システム安定にも責任を有するだけに粛々と利上げを進めるの分かり難くなっている。新興国も、これまで進めてきた引締め政策の効果がどう現れるのか、市場の見方は様々である。この間、海外投資家による日本株投資は、日本経済の回復期待を背景としているようだ。もっとも、先般、欧州に出張した際には、市場関係者も、先程来議論されている総供給と総需要の双方に関する不透明要素にも目を向けつつある印象も受けた。他方、国内投資家については、高田さんが指摘されたマインドも含めると判断は難しいが、日本経済が緩やかにでも回復していけば、リスクアピタイトの改善に支えられて、海外向け投資を活発化させるとみられている。

・大震災直後の協調介入は、日本だけでなく主要国の金融市場にも不安定化の兆しがあったほか、日本の輸出企業にとって円相場が既にかなり厳しい水準であった点を考えると、円高進行を抑制する上で大きな意味を持った。ただ、今後円高が進んだ場合も同じ対応が可能かという議論は残る。例えば、欧米諸国や新興国の金融政策の正常化によって拡大する日本との金利差が、円相場の安定化に繋がると展望されれば、円高が加速しない限りは様子を見ることも選択肢になろう。また、国内物価との関係で、円高が商品価格高騰の影響を緩和してきた意味をどう見るかという点もある。

・中長期的には、特に海外投資家の間では、日本の高齢化によっ

てマクロの貯蓄率が低下し、経常黒字が縮小することで、円高圧力は減衰していくという議論が聞かれる。同様に、フローの意味で最も大きな貯蓄主体である民間企業も、長期的には、国内の設備投資より海外での設備投資や企業買収に資金を向ける蓋然性が高く、国内投資家による海外分散投資も傾向的に続くという見方が強い。これらも、少なくとも円高圧力を緩和する要因とみられている。もちろん、今回の大震災への対応を含めて、日本企業が様々なイノベーションを通じて対外競争力をむしろ強化し、期待成長率が改善するようであれば、海外投資家による日本株への投資が増加することを含めて、円高方向の力として働くことになる。

・このほか、「金融市場パネル」の前回会合でも採り上げられた点として、為替と長期金利との関係も重要である。円安が進行しない円安に誘導することが、長期金利に影響し始めた場合に、国内の実体経済や財政に対するインパクトをどう緩和するか、あるいは為替政策の運営自体でどうバランスを採っていくのかということにも、いずれはきちんとした考えを持っておく必要がある。

高田氏:

・少なくとも、戦後に生じた各国のバランスシート問題への対応の多くには、自国通貨安の政策が含まれていたという事実がある。今回の金融危機後の米国でも、中央銀行が迅速に金融市場への大量の資金供給を実施したが、これも自国通貨の減価を意識した面が強かったのではないか。これに対し、90年代の日本は逆に円高圧力に直面していた。この点は、バランスシート調整を進める上では、随分重い負担になったように思う。

・こうした点を踏まえると、今回も円高を回避することは重要であるし、協調介入で取りあえず阻止したことは適切であった。ただ、先般、米国を訪問して改めて思ったが、米国でもバランスシート調整が容易に完了するものでないだけに、金融政策の正常化が進んでいく状況にはなかなかならない。欧州の状況を考えても、先方の要因で円安が進む環境にはないとも思える。為替市場の足許の動きには、こうしたリスクが反映されている。

・日本の経常収支黒字は、日本国債への信認の主要な根拠になっている。私自身は、貿易収支が減っても、経常収支全体まで赤字になるには相当な時間がかかると思っているが、いずれにしても、為替だけでなく国債市場の安定維持の観点で重要なポイントである。

福田氏:

・円相場は、大震災後に円高になった後で協調介入によって戻し、現在に至っているものであり、為替政策として日本が取り得る措置は殆どないように思う。金融政策をここまで緩和的に運営している以上、急速な円高になれば介入するという以外にない。その意味で今後の為替動向は海外頼みとなっている。米国が金融緩和を解除すれば、若干は円安の方向に進むかもしれないということである。

深尾氏:

・以前は講演などで円高に進むと発言してきたが、今は、むしろ円

安になる可能性が大きくなっているように思う。まず、原子力発電から火力発電へのシフトに伴い、天然ガスや石炭、原油の輸入が相当増えると思われるほか、一次産品の国際的な需給はタイトなままであって、全体として日本の輸入額を押し上げる。また、決して望ましいことではないが、今回の原発事故によって日本の対外競争力が低下するのではないかと。円安によって日本の競争力がサポートされるのではなく、競争力の低下によって輸出が伸び悩む結果として円安になるということである。これまで日本に部品供給を依存していた世界中の企業が、サプライチェーンの分断によるリスクを意識し、日本から中国や韓国あるいは ASEAN 諸国に需要をシフトしていくのではないかと。

内田氏:

・円の実質実効レートは 1995 年に明確にピークアウトしている一方、名目実効レートはその後も上昇している。これは日本と海外の物価上昇率の格差によるものであり、為替レートが価格差を調整しているだけであると理解できる。つまり、日本経済の実力を反映した為替レートは 1995 年にピークアウトした一方、名目ではデフレによって円高になりつつ、時折、景気循環の格差による実質金利差の動きによって円安になることもあるということである。市場関係者が指摘するように、日本と海外主要国の実質短期金利差が 2%程度に達しないと、名目ベースでは円安方向に動きにくい。

・昨年秋に欧州の国際会議に出席した際に、オランダの元財務省の方々が、通貨高への政策対応として、海外向け投資の促進を挙げておられた。オランダも、日本と同じく貿易立国であり、経常黒字国でもある。日本も、ゼロ金利で調達しうる資金を海外に振り向けることが必要であり、それを促進する上でクロスボーダーの流動性供給の仕組みが重要ではないか。日本の経済戦略や国際競争力がアジアと密接にリンクするのであれば、例えば、チェンマイ・イニシアティブの「平時版」として、「ASEAN プラス 3」ないし「ASEAN プラス日本」という枠組みの中で、平時からスワップ協定を発動しうる仕組みを作ることが考えられる。そうなれば、日本経済に深刻な打撃を与える円高が生じて、海外に向かって円滑に資本が流れることで、為替相場へのビルトイン・スタビライザーの役割を果たす。

高田氏:

・内田さんが指摘された点は重要であるが、現実にはそうならない点が残念である。日本から海外への資本の流れは米国債のような無リスク資産が殆どである一方、海外から日本への投資は殆どが株式である。つまり、日本は日本国内で価値を毀損させており、海外は無リスクな手段で資金調達して株式投資するという、収益性の高い構造になっている。国内でも、事業法人は低コストの資金を調達して実業に投資しているので収益性が支えられるが、金融機関は価値を毀損する状況になっている。蓄積した経常黒字の有効活用は、先に述べた「資本の問題」が深刻化する中で一層難しくなっているように感じる。

3. 潜在成長力と物価の展望

深尾氏:

・日本の潜在成長力を構成する要素のうち、労働力人口は年率 1%程度のペースで減少していくので、潜在成長力を 0.6%程度押し下げる。設備投資も現在は減価償却を下回る程度で推移しているので、潜在成長力への寄与は見込めない。従って、全要素生産性からの平均的な寄与を加えても、労働からのマイナスの寄与をオフセットして潜在成長力がゼロ%近辺、あるいは景気が多少良くなり資本形成が増加すれば 0.4~0.5%ぐらいまで上がるといった程度である。これに対し、例えば、米国は労働力人口が 1%程度増加しているのだから、これだけで日米の潜在成長力は 2%ポイント近くも違うことになる。日本の全要素生産性の伸びは決して悪くはないが、労働力人口の減少の影響が大きい訳である。なお、人的資本という意味では、原発事故の後に優秀な外国人が多数帰国されている点は無視できない。私の大学でも、大学院生の履修者が昨年の秋学期に比べて 3 割程度減少した。足許で少しずつ戻ってきているが、海外の大学院に移ったり、就職したりした人も多いようだ。この面では、私は少し悲観的になっている。

・被災の中心である東北 3 県の GDP は日本全体の GDP の約 4%に相当し、そのうち直接的な被害を受けた地域の GDP はその半分ぐらいに当たるとみられる。従って、仮にこうした地域の生産が完全に止まるとすれば GDP を 2%程度下押しする。また、先程来議論されているサプライチェーンの影響を考慮すれば、リーマン・ショック後の 5%といった落ち込みに至らなくても、GDP の 3~4%の落ち込みがあっても不思議ではない。

・今年の夏場は電力の制約に対応するため省エネに苦勞する状況にあるので、生産をフルに回復することはなかなか難しい。私の大学でも、電力を多く使用する病院の稼働を優先する必要があるのだから、全体の節電目標をクリアするために試験期間は設けないというほど厳しい対応が求められる。私は、一律の電力使用量削減よりも効率的な方法があると思っており、例えば、企業の自家発電による電力を相互融通すればかなりの余力を生み出すはずであるが、電力の卸売市場は震災直後から停止されている。また、電力使用に制約を課すとしても、“cap and trade”のように市場メカニズムを活用する方策もある。実際、昨日、伊藤隆敏さんなどと共同で提言を発表したが、これによって電力使用を大きく削減しうる先がそうでない先へ回すことができれば、GDP への深刻な影響は避けられるのではないかと。しかし、現状ではこうした対策を実現するアイデアやリーダーシップが窺われないことは残念である。

・東北 3 県の GDP を回復させる上では農産物の需要を支えることが重要であるのに、放射能の影響に関する情報が適切に開示されないことが流通を阻害している。私は「風評被害」という用語は適切でなく、情報を十分に開示すれば、消費者は価格に応じたリスクを合理的に判断して消費すると思う。その上で、通常より価格が低下した分は東電が補償すれば良い。また、放射能の影響が本当に深刻なものは、東電が全量を買上げて廃棄することが考えら

れる。牛乳も、輸入飼料を使って屋内で飼育している牛の場合には本来危険性はないはずであり、放射能の影響を測定した上で、きちんと開示しつつ出荷すれば、消費者も受け入れるはずである。こうした対策を講じれば、被災地の生産の落ち込みを抑制することができるのではない。

内田氏:

・阪神・淡路大震災の後も、民間ストックの復元が進むにつれて、日本経済に自律回復の動きがみられた。今回は、構造的なデフレの下で財政出動の余地が限られているだけでなく、財政支出を行っても、民間経済主体が将来の増税を予想して支出活動を抑制するリスクがあるように思う。このため、復興対策も、都市再生や住宅政策のように民間投資を促す内容を明確に打ち出し、中期的に継続していくことが重要ではないか。経済構造が違うので単純な比較はできないが、中国の四川大地震後も西部大開発という方針が出されて復興のスピードが速まった。また、米国のハリケーン・カトリナからの復興も、クラスターリング・プログラムと呼ばれる大規模な都市計画に沿って進行している。日本でも、政治がリーダーシップを発揮して、財政と金融のポリシーミックスによって当面の下支えを行いながら、自律的な復興に導くことが唯一の道ではないか。

・日本の場合、これまでは、「最後には国が面倒を見てくれる」という過剰依存の体質があった。だからこそ、財政がここまで肥大化してきた訳である。しかし、今回の大震災から5年～10年が経過し、高齢化が一層進展してマクロの貯蓄率がマイナスになる局面では、こうした考え方にも限界が見えてくる。つまり、公的年金が実際にカットされ、国家財政の維持可能性に不信感が高まれば、財政支出が行われた場合に、子孫のために貯蓄を増やすという反応が強まっていくのではないか。これは、国債市場の安定維持にとっても重要なポイントである。

・こうした状況での中央銀行の役割については、財政政策を直接にカバーするという意味では限界がある。一方で、資産価格やクレジットにある程度影響を与えることで、民間の投資を促し、最終的にはマクロの生産性を向上させる効果が注目される。マクロ・プルーデンスの議論の中で FCI に再び注目が集まっているが、特に日本のように経済のストック化や人口の高齢化が進行する下では、実質金利や為替に影響を及ぼす金融政策だけでなく、リスク資産の購入のような手段の活用が期待される。

深尾氏:

・内田さんが指摘された点に関連して、しばしば誤解されるものとしてリカードの中立命題がある。リカードの中立命題の下でも、財政支出自体には効果があるのだが、その効果が、資金調達方法—税収によって確保するか国債発行によって調達するか—には依存しないということである。

福田氏:

・税で調達して現金を配るような極端なケースでは、財政支出の効果はなくなるのではない。

深尾氏:

・確かに、民間経済主体が一人しかいない状況ではその通りであるが、通常は多数の主体に対する分配を伴うことになる。従って、例えば高所得者から税金を取って、低所得者に配分すれば、消費性向の違いを反映して効果が発揮される。

福田氏:

・その意味では、いかなる税金であっても所得再分配の効果を伴うはずである。

深尾氏:

・中立命題の「中立」とは、財政資金の調達方法如何が財政政策の効果に違いを生むことはない点を指している。また、財政支出を公共投資の形で実施すれば、常にそれなりの効果を生むことが期待される。特に、今回のように復興のために道路や護岸を作ることは、少なくとも一時的には経済効果を生むはずである。

福田氏:

・必ずプラスの効果があるというのは、ケインズ的な発想なのではないか。ニュートラルではないという意味で財政支出が影響を持つとしても、必ずプラスの効果があると理論的に言うことはできない。

深尾氏:

・普通の理論モデルでも、財政支出に価値がある限りはプラスの効果を生むと思う。

福田氏:

・しかし、資金調達は無コストではないので、アブリアリにプラスとは言えない。ただでダムを造って GDP が上がるということではないように思う。

深尾氏:

・ご指摘の通り、例えばレーニン像を作って、その成果を GDP に入れるといった考え方自身がおかしい。

福田氏:

・潜在成長率に関して労働力人口が長期的に制約になることは、深尾さんが指摘された通りだと思うが、私は短期的にはそう強い制約にはならない。現在、労働供給自体が失業等によって余剰になっている訳である。過去 20 年の経済成長が停滞した背景を成長会計から考えると、全要素生産性で計られる技術進歩率が伸び悩んだのが一つと、もう一つは労働の貢献が少なかったというのが、林氏やプレスコットの分析結果である。ただ、後者の中身としては、労働力人口ではなく、労働時間の減少が問題である。その理由には諸説あり、例えば休暇を増やしたとか、週休 2 日制が定着したというのがあるが、不況でそもそも労働時間が減ったということもある。労働時間には元に戻す余地はそれなりに残っている。

・被災地の復興において農漁業の再興が大事であることもご指摘の通りであるが、福島県の沿岸部分で最大の産業は原子力発電であった。個人的にも原子力発電は継続しがたいと思う面もあるが、

そこで働いてきた人や周辺で商店を営んできた人々にとっては、突然に止めてしまうという訳にもいかないのではないかと。実際、福島県の経済における電力業のウエイトは明らかに高い。脱原発といっても適切なプロセスを考えないと、被災地の経済に雇用などを含めて不必要な悪影響をもたらすのではないかと。

井上<オーガナイザー>:

・以前に「金融市場パネル」の会合でも議論したが、成長率に対する労働の寄与が減少した背後では、総需要の伸び悩みに対して、雇用者と労働者が解雇よりも雇用を維持しつつ労働時間での調整を好むといった動きはみられたのだろうか。

福田氏:

・そう言う点があるように思う。90年代の半ば以降は失業率も上昇していったが、日本企業では、外資に比べて、こうした慣行がまだ残っているのではないかと。

深尾氏:

・私が採り上げたのは潜在成長率の問題であり、労働と資本が正常に使われているときの成長率であって、現在はそれがゼロ近辺にあるということである。一方、現在の日本経済には使用されていない労働や資本があるので、総需要は現在の水準から5%くらいは成長できる。ただ、10年や20年という長期でなく、2年~3年もすると労働供給がネックになると思う。なお、需給ギャップは、大震災の直前にはGDPの5%程度まで縮小していたとみられるが、現在のように供給制約のために産業ごとにギャップがまちまちでは計算できない。つまり、需給ギャップは、マクロの観点で労働と資本を用いて推計する訳であるが、電力や一部の自動車部品などは供給制約のために需給ギャップがゼロの状態にある一方、そのほかの素材産業などでは供給が過剰になっているかもしれない。

高田氏:

・米国の投資家などからは、日本の政策対応がgridlockに陥っているという指摘を聞くことが多い。日本経済には潜在力があるにもかかわらず、自ら身動きを取れてなくしているのではないかと。バランスシート問題については、取りあえず負債を肩代わりすることが重要であり、その役割は本来は財政ということになる。米国の投資家も、日本の財政状況が厳しいことは理解しているが、危機的な状況であるのに何もしないのも如何なものかと考えるようになっていく。

・ただ、現在のように財政が硬直的になって動けなくなる、政府自体も政治的になかなか動けなくなると、結局は中央銀行が財政の機能を担わなければならないのではないかと。内田さんが説明されたように、本来の金融政策は政策金利の調節であり、資産を買入れるとしても国債であるはずが、より多様な資産を買入れなければならない状況に至った。過去20年の間に日本の財政状況は極めて悪化した。民間には借入れ余力が残っており、マインド如何という面がある。また、日本銀行のバランスシートも財政ほどには悪

化していないので、それをどう活用するかが現在の課題である。

井上<オーガナイザー>:

・第1部では、中央銀行による資産買入れの拡大には慎重論が多かった印象もあるが、第2部では多少違ったご意見が示されていることが興味深い。

・この点を反対側から見ると、バランスシートの健全性維持をどう考えるかということになる。この点に関しては、日本と米欧で異なる考え方を示されることが多い印象がある。例えば、米国では、FEDによるMBSや国債の買入れに伴って、仮にバランスシートが毀損しても、それは技術的な問題であって、財務省への納付金を調整すれば済むという指摘が多い。中央銀行への信認は、バランスシートの健全性如何ではなく、それに影響を与えた政策措置の適切さに依存するというのである。あるいは、SNBは大量の外貨準備を抱えているため、スイスフランの増価によって度々大きな損失を出しているが、スイスフランないしSNBに対する信認が毀損されたという議論は聞かれない。ただ、こうした議論を国内の市場関係者に向けてみると違和感を示されることも多く、なかでもFEDに関しては、ドルへの信認が揺らぐ中でこうした姿勢で良いのかという批判も根強い。実際、中央銀行のバランスシートの健全性の意味合いは、0か1というのでなく程度問題であって、その国の経済や財政が危機にあるかどうかといった環境にも左右されるように思う。

深尾氏:

・中央銀行には銀行券という「埋蔵金」があるので何でもできてしまうように見えるが、それは財政のツケを中央銀行に回しているだけである。実際、これまで採り上げられてきた「埋蔵金」の多くは、子会社に借金させて配当をさせ、一般会計の見栄えをよくするという性格のものが多い。中央銀行をこのように使えば相応の「埋蔵金」を掘り出すことができるが、日本政府の信用度は低下する。政府が赤字を小さく見せる最後の手段としてはありうるが、問題の所在をわかりにくくするだけなので避けるべきである。むしろ、私は、増税が不要という政治家に、財政再建を義務づけた上で政権を委ねてはどうかと思う。要するに、管理費は不要という人に、経費の合理化を義務づけてマンションの管理を委ねるのと同じであり、こうしたインセンティブ・コンパティブルな仕組みが考えられるのではないかと。

福田氏:

・中央銀行のバランスシートに関しては、過去の例を見る限り、規模が肥大化すれば必ずインフレになったという訳ではない。ニューヨーク大学のサーージェント氏によるハイパー・インフレーションに関する事例研究でも、中央銀行のバランスシートの顕著な拡大は長期的にはインフレを伴うものの、一対一対応ではなく、バランスシートが連続的に拡大してもインフレは非連続的に発生することや、バランスシートを急速に収縮してもインフレがなかなか収束しないケースがあることを示している。その上で、彼も中央銀行に対する信認の重要性を強調していた。日銀のバランスシートがここまで拡

大してもインフレにならないことの大きな柱は、国民が日本銀行券を持っていても大丈夫であると信頼しているからである。現在は、こうした信認も当然のことと思われるかもしれないが、中央銀行は長い歴史の中でこうした信認を苦労して勝ち取ったものなので、それを必ずしも安易に考えるべきではない。

井上くオーガナイザー：

・第 1 部でこの問題を議論された江川さんから、何かコメントがいたただけないか。

新生証券調査部長チーフストラテジスト 江川氏：

・米国における金融危機対策の中に TALF があつた。これは、FED が証券化商品を担保にノン・リコースで資金供給を行うものであつたが、損失が出れば国が負担するという意味で、FED と財務省の共同の政策措置であつた。結果的には、損失どころか相当な利益を生み出すことになるとみられる。実際、中央銀行によるリスク資産の買入れは、資産価格がアンダーシュートしている時になされることが多いだけに、結果として利益を生むことになり、中央銀行のバランスシートの劣化という当初の懸念が裏切られるように思う。

深尾氏：

・ご指摘のように、資産価格がアンダーシュートしている時に、中央銀行が当該資産を買い上げることはあり得るように思う。一方、中央銀行のバランスシートとの関係で私が一番懸念しているのは、政府紙幣の発行というアイデアである。政府紙幣はゼロ金利の永久国債と考えれば良い。仮に政府紙幣を大量に発行して日銀に引き受けさせれば、日銀のバランスシートにゼロ金利の永久国債が蓄積する。その結果、日銀の金利収入が減少し、どこかで赤字に転落するばかりでなく、銀行券や日銀当座預金を回収しようとしても、市場は政府紙幣を受容しないので、売りオペ手段に窮することになる。政府紙幣の発行が取りざたされるが、日銀のバランスシートはこのように大きく毀損することになるので避けるべきである。

福田氏：

・日銀は、前回の金融危機の際に金融機関から保有株を買入れ、景気回復過程で株価が上昇したために評価益を得たが、少し売り戻した後で残りを持ち続けているうちに株価は再び大きく下落したため、結果的にはそう大きな利益を生まなかつた。一方、大量の国債を保有しているが、低金利環境で金利収入は小さく、財務省への納付金もかつてに比べて減少している。

高田氏：

・米国での FED による MBS の買入れ等は確かに大きな効果を挙げた。仮に、日本でも経済状況が悪化した場合に同じことを行うかどうかには様々な議論があると思うが、債務の肩代わりというのはバランスシート調整を進める上で重要な選択肢であると感じる。

深尾氏：

・米国と日本の財政システムの面での大きな違いは、財政投融资が日本にあつて米国にない点である。米国では政府系金融機関の

規模が小さいので、危機対策を中央銀行が一気に作り上げる必要があつた。日本の場合は、公的金融による危機対策が既に整っており、これらを活用すれば十分であつて、私は中央銀行がこの領域に出てくる必要はあまりなかつたように思っている。

内田氏：

・日本経済が右肩上がりの成長が望める状態であれば、基本的には、日銀はマクロ経済の状況を鳥瞰しながら政策金利や流動性を調節することで金融政策を効率的に運営できる。ただ、現在の日本経済には、大震災の影響もあつて成長パスが見えなくなっている。金融機関から見れば、新しい企業の創業力が失われた状況にある点が大い。日本企業の高齢化やベンチャーを育成する金融風土の状態、あるいは規制などによって閉塞している。こういう中では、中央銀行がマクロの観点から資金分配の基点になっている国債を買入れても、株を買入れても効果は限られるのではないか。

・日本経済が新しい企業を生む風土を持つようつくり替えることが強く求められており、大震災からの復興が一つのきっかけになる。原発問題への対応も、最終的には、新しいエネルギー政策を新たなベンチャーにつなげることで達成していかなければいけない。例えば、米国で中央銀行が資金を供給したり、リスク資産を買入れたりすることが効果を持つ背景には、リスクマネーの存在が必ずあり、これらが成長するベンチャーに回ることで経済成長を促す仕組みになっている。日本でも、金融機関と政策官庁が、経済成長につながるベンチャー育成の施策を打ち出さないと、成長戦略を巡って堂々巡りの議論が続く、金融機関も資金の殆どを国債で運用する事態に陥る。また、日銀がバランスシートを拡大しても、日本の財政に全てを依存する構造になってしまう。これから 5 年ないし 10 年後に、日本が人口の高齢化によって貯蓄率がマイナスとなり、国債消化を海外投資家に依存する状況になれば、格付機関による見方は一層厳しいものになる。それまでに、日本経済の構造を変えて成長パスを確保しておかないと、恐らく世界から見放されていく。

高田氏：

・日本の資金循環を考えると、この 20 年間は政府と海外にしか資金需要がなかつたので、金融政策が効果を持つためにはこれら 2 つの部門に働きかけるしかなかつた。つまり、金融政策の有効性が及ぶのは、国債管理政策か為替政策だけが選択肢であつた訳であり、企業や家計のレバレッジに働きかけることはできなかった。その上で、内田さんが指摘されたように、どのようにして企業や家計の成長を回復できるかを考えないと、中央銀行だけが様々な役割を求められる状況が続く。

福田氏：

・日本の家計は 1,400 兆円の金融資産を持っているが、その資産が半分以上は預貯金として金融機関に流れている。それを所与として、金融機関の資金運用は仕方なく国債に向かうという、歪んだマネーフローになっている。こうした構造自体を変えないと、金融面から日本経済の潜在成長力を高めることは難しいように思う。企業

も、銀行貸出への需要は乏しいとしても、リスクマネーの供給がなされるのであれば資金調達したいというところがあるのではないかと。こうした問題に比べれば、日銀がどのような政策対応を採るべきかといった点は、いわば二次的な問題であるように思える。

深尾氏:

・金融資産保有の年齢別分布をみると、70歳以上が約4割、60歳代が約3割、50代が3割で、40歳代以下は資産と負債が大体バランスしておりゼロである。金融資産の大半を保有する高齢者は、これまで、外貨資産や株式に投資したものの上手く行かず、仕方なく預金にしているイメージではないか。このため、内田さんが指摘されたリスクマネーの供給を増やすためには、株式投資を始めようとする人々を増やすことが重要である。例えば、株式投資に関する税制は極めて複雑になっており、一見して理解しうる人は殆どいないように思う。納税が大変だから株式投資を敬遠するという事態を避けるために、証券税制を単純化し高齢者にも理解しやすいようにすることが重要である。あるいは、複数の証券会社で取引している場合に自動的に納税額を計算してくれることでも良い。また、株式投資とその他の金融資産や勤労所得との損益通算をある程度認めることも大切であり、少なくとも個人的には、その代りに配当課税が多少引き上げられても良いように思う。

4. フロアーからのコメント

(氏名不詳):

・大震災への対応における根本的な課題は毀損した資本ストックをどうするかということである。我々の世代は、非効率な公共投資を続けてきて、維持費の負担を若い世代に残すので、企業は貯蓄を活用して意味のある資本ストックを残すようにしなければならない。政策対応に関しては、内田さんが指摘されたように、中央銀行が何か対応するというより、税制や都市計画といった面がより重要であるように感じる。その上で、国も、バランスシートで国債の反対側に意味のある資産を将来世代に残さなければならない。

・なお、中央銀行による資産買入れについては、フリードマン氏も利益を生む市場介入は効率的と言っていたことを考えると、資産価格がアンダーシュートした時に資産を買入れ、結果として利益が出ることは望ましいことではないか。

内田氏:

・私も、意味のある復興計画を立てることで日本経済に対する本質的な信託を維持しつつ、有用な資本ストックを次の世代に残すようにしたいと思う。そのためには、大きな意味での経済特区や産業政策が必要である。この点で参考になるのは、米国でのハリケーン・カトリナからの復興も含めて活用が拡大しつつある PFI である。基本的には、政府が対応すべき事業を民間が請け負うもので、財政資金でなく民間資金や民間の目線を見たビジネスとしてプロジェクトを運営するものである。一般には、PFI を実施しようとする、既存の規制や参入障壁などが支障になりがちであるが、今回は都市計画と一体で広域 PFI の仕組みをつくり、地域金融機関などが

供給するエクイティー資金を設立し、政府保証の下で特別交付金ないし一括交付金で事業資金をサポートするイメージが考えられる。

深尾氏:

・私も、PFI の活用には賛成であるが、事業の対象となるセクターの選択はよく検討する必要がある。特に、競争のない独占的なセクターで PFI を実施すると、英国の例が示すように失敗しがちである。また、次の世代への承継という意味では、美しい国土こそ最も大事ではないか。その意味でも、放射能の影響が深刻な地域については、相当な資金を投入してもしっかりとした除染を行うべきである。

東短リサーチ取締役チーフエコノミスト 加藤氏:

・深尾さんが説明されたように、大学院生の3分の1が去るのは大変厳しい。先頃、米国のオバマ大統領は、「次のグーグル、インテルが中国やインドに生まれることがないようにすべき」と発言した。これらの会社は移民が起業した会社なので、移民の制限を主張する共和党の議論を牽制する趣旨であったと思う。欧州でも、世論が右傾化して、移民の制限を支持する動きがある。これに対し、人口の減少が展望される日本では、海外から優秀な人材を集めてきて、成長期待を引き上げることが非常に重要であるはずである。震災後に逆方向の流れが生じたのであれば、事態は深刻である。

深尾氏:

・例えば、日本の大相撲に関しては問題が指摘されているが、外国人を育成してトップまでやらせる点では優れた面がある。日本企業も、外国人に高いレベルの昇進を展望として示せば、優秀な人材を獲得できるはずである。私の大学には、中国を中心に多くの外国人留学生がいるが、日本の金融機関への就職希望は極めて低い。外資系に比べて給料が低くだけでなく、社内での昇進に限界があるという。こうした状況では、いつまでたっても日本でインテルをつくるのは難しいと思う。

福田氏:

・日本が外国人を受け入れる際の考え方は、二つに分けることができる。一つは、日本に同化させる形であり、難しい専門用語も含めて日本語を使うことを求めるものである。伝統的にはこれが基本で、その体制はそれなりに整っている。もう一つは、日本語が上手く使えない人をそのまま受け入れる形であり、企業には英語を公用語にする先もみられるようになったが、社会全体としてそういう人を受け入れる態勢はできていない。私の大学でも、英語の授業もあり、英語しか話せない教員も雇っているが、例えば事務職員が英語を話せないと対応が難しくなる。日本が国際競争力を強化するには、国際的に競争できるような人材を、日本語の能力に拘わらず受け入れられる仕組みを全体としてつくっていかなければならない。

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間になったので第2部はこれで終了したい。聴衆の皆様には、第1部と第2部を通して示された様々な論点を参考にさせていただければ幸いです。
