

## 今後の経済動向

### —デフレ危機からの脱出—

東京大学 経済学部  
教授 伊藤元重

実は突然、経済戦略会議の委員になりましたが、それは予定外のことですから、今日は別に経済戦略会議ということではなくて、一経済学者として、今の話をさせていただきたいと思います。そういう意味で多少は無責任と言いますか、つまり乱暴な話もするかもしれませんが、今の日本の現状を理解していただくために必要な話だと、お考えいただきたいと思います。

こういうご時勢ですから、明るい話は何もできないわけですが、日本経済の現状と、これからの展望を考えるとときに重要だと私が思う3つの柱を中心に、お話させていただきたいと思います。3つの柱のうちの1つは不良債権問題、金融の問題ですね。2つ目は景気の話で、3つ目はもう少し長期的な構造の話です。具体的に言うと財政の話と雇用の話です。この3つが非常に複雑に絡み合っているところが、いまの経済運営の難しさであると思います。いかに難しくなっているか、いかに日本が危機的な状況に陥っているかということをお話したいと思います。

ただ、申し上げたいのは、持ち時間の8割ぐらいを使って話す暗い話というのを、よく考えていただくと、そこに実は次の世紀の日本が飛躍する重要なポイントがあるということだと思います。つまり、いま世の中に出ているすべての悪い話というのが、実はこれから日本が再生するときの、非常に大きなポイントであるということです。

金融問題は何が問題かと言うと、いまいちばん問われていることは、個別の銀行をどうこうするとか、責任をどうするかという以前の問題として、いかに経済を救うかということだろうと思います。

非常に厄介な問題は、特に日本の場合に、金融というのがこれほど日本経済にとって深く根差し、しかも大きな影響力があるというのを、おそらく実感として誰も分かってなかったんだらうと思います。例えば長銀の処理を誤ったときに、どういうことが起こるかというのは誰もわからないのです。誰もわからないからどうしようもないわけですけど、仮に最悪のシナリオを1つ描いてみるとすれば、おそらく銀行の問題というのは銀行そのものにあるというよりは、銀行からお金を借りている企業のところに大きなポイントがあるんだらうと思

うのです。

我々が誰でも知っているような超大企業で、企業によっては2兆円を超えるような連結ベースの有利子負債を抱えていて、必ずしも経営がうまくいってないわけです。メインバンクから借りている金額がいちばん多いにしても、日本の銀行の特徴というのは相互に融資をやる。だから大きな企業というのは複数の銀行からお金を借りているわけです。

例えば2兆円を超える有利子負債を複数の10行とか11行から借りている企業があるとします。しかも経営的に非常に怪しいし不良債権をいっぱい抱えている。しかし、日常のビジネスをやっているわけです。雇用も抱えていれば取引もしてるし、あるいは商売もしている。その会社の抱えている全有利子負債の例えば5%をある銀行から借りているとします。例えば2兆円借りている企業があったときにある特定の銀行から1,000億借りているとします。その銀行が仮に破綻したときに、その1,000億の融資はどうするのか。

もちろん、そのお金を、どこかが肩代わりしない限りは、そこで借りているほうは破綻するわけです。これが平時であれば、メインバンクがそれを肩代わりするわけです。メインバンクが融資を増やして何とかなるわけですが、2兆円借りているような大きな企業が、経営が決して安全でないし、ひょっとしたらそこが潰れてもおかしくない、みんなが思っているときに、あえて1,000億ものお金を肩代わりして貸しましょうという金融機関があるだろうか、たぶんないと思います。仮にやったとしたら、それは背任行為であり、あるいは株主代表訴訟の対象になる。これを世の中では連鎖倒産と言うわけです。

それはすぐに雇用の問題になります。取引先の中には非常に優良企業であっても、中小企業であるとすれば、そういうところに取引のかなりの部分を依存しているケースもあるわけです。大体、悪い企業に限って手形が多いわけですから、手形が焦げ付くという可能性もあるわけです。手形でなくて現金商売をしているとしても、そこに依存した形で商売しているときに、突然、そこが倒れてしまえば、新たな取引先を見つけるというのは非常に難しいかもしれないわけです。

そういうことが、もし本当に起こるという最悪のシナリオでは、そういう大型の倒産がいくつか出れば、例えば失業率のレベルで見て1%、2%ぐらい失業率がアップするのは簡単に起こり得ることです。それで収まればいいわけですけどね。あるいは連鎖倒産というのは、単に雇用の問題だけでなく、いろんなところに影響があるかもしれないわけです。

政府が資本注入するというのは、そういう金融機関が発行した優先株や劣後債を買うということですから、決してお金をあげるということではないわけです。貸し金なのです。それに対して失業が悪化したり、あるいは生産が落ち込んだり、企業が倒産したりして失われるGNP、GDPは捨て金なのです。したがって、貸し金を惜しんで、大きな額の捨て金を失うのかどうかということが問われているわけです。

もうちょっと中長期的な話をすると、日本のどこに問題があるのでしょうか。結局いま起きている問題というのは、もちろんバブルが崩壊して、土地や株価が下がったということが

あると思いますが、大切なことは、いまの日本の金融システムが抱えている問題というのは、どうも高度経済成長期から以降の日本の金融業が、構造的に抱えている問題そのものの弱点を突かれているということ、我々は理解しておかなければいけない。もう少し言えば、かつての強味がいま弱味になっている。

1つは日本の金融システムが持っている、金融だけではないですがいわゆる横並び体質です。生命のシステムでも社会のシステムでも何でもいいですが、同じようなもの、同質のものがあるというのは危ないのです。みんな同じようにコロコロと転がってしまう。世の中というのは非常に変動が激しいものですから、必ず失敗するところも成功するところもあるわけですが、いろいろなタイプの企業があれば、どこかがうまく行かなくても、どこかはうまく行っているわけです。

ところが、金融の場合にはご存じのように、長年の規制行政をやってきたものですから、どこの銀行に行っても、これまでずっと同じ金利で同じ商品を、同じような店舗で同じような給料をもらった銀行員が、同じような株価の銀行でやってきたわけです。少なくとも株価は、ある時期までは全く同じだったわけです。配当の行動も全く同じで、銀行員の給料も横並びで行動まで似ている。

これがシステムにうまく合っているときは、逆に非常に強いわけです。ところが、もしそれがシステムに合わないときに何が起こるかと言うと、みんな同じ問題が出てくる。ですから、そういう意味でもっと早く規制緩和をし、もっと早く多様な金融機関が世の中に出てくるような形にしておけばよかった。今さら言ってもしょうがないですが、ここのところは1つの大きなポイントだろうと思います。

なぜ規制緩和するといいかと言うと、競争すると、まともな競争をしていたらみんな苦しいから生き残れない。したがって普通、競争があるところには必ず差別化というのが出てくるのです。当たり前の話です。競争が激しいときにもっと頑張る企業は潰れる企業なのです。競争が激しいときに知恵を絞って違うことをやるというのが、本来の企業のあり方で、そのためにもう少し早く競争の波に晒しておけば、よかったかなと思います。

もう1つ、日本の金融が抱えている大きな問題というのは、いまの点に非常に関係するのですが、そういう規制と横並び意識の結果として何が起こったかと言うと、水膨れ体質になってしまった。自己資本の割合が少ないというのが、日本の銀行の危うさなのです。

もう半年以上前ですが、ある地方に行ったときに、地元の中小的信用金庫の理事長さんと話をしたら理事長さんが自慢しているのです。自分のところは非常に優良です。なぜならば、自己資本比率が20%を超えていると自慢している。自己資本比率が20%を超えているというのは、自分のお金が貸しているお金の2割あるわけです。昔はこういうふうに自己資本比率が高いお金の貸し手を銀行と言わなかった、金貸しと言った。金貸しって自分の金で貸しているわけですから安全なのです。

日本の銀行が辿って来た道は金貸しではなくて、人の金を危ないところに貸すという行動

をずっとやってきた。それが結果的に裏目に出ている。慶應義塾大学の深尾光洋さんが少し前の通産省のシンポジウムに出した論文によると、日本の大手金融機関の保有株は銀行の自己資本のざっと2倍あるのです。これはもちろん時価で計るか簿価で計るかという問題があるのですが、いまはご存じのように、これだけ株価が低いと時価も簿価もほとんど変わりません。

これはどういう事かと言うと、普通の人に還元して考えれば、1,000万円の自分の資産を持っている人が、サラ金でも銀行でもいいからどこかへ行って1,000万円借りて来て、自分の資金の1,000万円と合わせた合計2,000万円を株に投資するような話なのです。自己資本というのは銀行の自分のお金なのです。その2倍ぐらいのお金を株に投資しているのです。その分を預金で集めて来ているわけです。皆さん、まさかそんな馬鹿な事をやってないでしょう。普通はやらないわけですが、銀行はそれをやっているわけです。

かつては、それが日本の金融機関の強さだと言われてきたわけです。経済成長とともに株価が上がってきますから、含み益を作ってきた。1,000万円持っている人が、1,000万円借りて株をやって、その株が6,000万円に増えたような話ですから、ハッピーな話だった。しかも銀行の保有株というのは、皆さんよくご存じのように、良好な銀行と企業との関係の1つの礎であったわけです。それがいま全部裏目に出て来ているわけです。

株が下がれば銀行の含み損になるわけです。それがそのまま銀行の業績に影響を及ぼしてくる。ですから、いまのように1万4,000円台とか、今日は1万3,000円台に行かないことを願っていますが、平均株価が1万5,000円を切るような状況というのは、銀行にとってみたら非常に厳しい状況なのです。これは一刻も早く解消しなければならない。

深尾さんの論文によると、例えばドイツのような国では、銀行というのは自己資本の6割以上、株を持つてはいけないという規制があるようです。ドイツは日本と違って、ユニバーサル・バンキングシステムと言って、銀行業と証券業を同じ本体でやれるというので制度がちよっと違うのではあるのですが。

日本はそういう規制がないのです。銀行が個別の企業の株式の5%以上は持つてはいけないという規制はあるのです。これは独占禁止法によるものです。つまり銀行が産業支配してはいけない。でも、いろいろな企業の株を少しずつ持つて、全体の総額が自己資本の何パーセントでなければいけないという規制はないのです。それが結果的にこういう状況になっていってしまう。

水膨れというのがいかに怖いかということが、よく分かった。これは別に銀行だけではないのです。すべての企業が日本はそういう傾向があるのです。非常に低い利益率で非常に高い売上げを上げている業界が多いわけです。かつてはこれでよかったのです。なぜかと言うと、預金金利が規制されていて銀行間で金利競争がないわけです。貸出金利も、規制はされているかどうかは別として、銀行間であまり競争がない。マージンがある。だから安い金利で預金を集めて来て、高い金利でお金を貸せば、しかもちゃんと担保を取れば、マージンだ

け利益が上がる。

そういうときに、銀行はどういう競争をするかと言うと、できるだけたくさんお金を集めて来る。預金獲得競争をやる。できるだけ預金を集めて来て担保付で貸してやれば、マージンが入る。要するに規模の競争をやるわけです。それでワーストと膨れ上がってしまった。

なぜそれがまずいかと言うと、預金を集めるにはコストが掛かるということです。預金金利が自由化になれば、集めればいいというものではない。アメリカのシティバンクはコストばかり掛かるから小口預金者からはお金を集めない。金持からだけお金を集める。どうやってやるかと言うと、預金残高が低い人には手数料を取り、預金残高が1,000万円や2,000万円のお金を預けられる人にはフルサービスをするわけです。当然の行為かもしれませんが。

その結果、ちょっとお金がある人はみんなシティバンクに行ってしまうかもしれない。業界用語ではそういうのを「クリーム・スキミング」と言う。牛乳のうちのいちばんクリーミーなところだけ取ってしまう。要するに、もはや自由化の中で預金は集めれば儲かるわけではない。貸すほうもそうなのです。担保さえ取れば安全だと思ったら、とんでもないことになる。優良企業に貸していかなければいけない。

ですから、中長期的には日本の金融機関というのは、規模を指向するのではなくて、利益指向でいかなければいけない。利益指向するために、貸すほうのリスク管理と借りるほうのコスト管理が非常に重要になってきて、それをみんなやり始めたわけです。だから、例えば貸し渋りが出てくるわけです。だけどそれをあんまり急にやったら何が起こるかと言うと、日本の借り手が困るわけです。

したがって、日本の金融については、やることの順番を間違えないようにしなければいけない。いちばん最初にやらなければいけないのは火を消すことなのです。とにかく資金を注入していかなければいけない。多少無駄があってもやらなければいけない。それを受けて初めて、その後でモラルハザードとか、あるいは経営者の責任とか、そういうことをチェックしていかなければいけない。

もう1つだけコメントしておきますと、金融問題というのは、今回の一連のことでよく分かったのは他の業界とは違うということです。よく出る議論で、例えば大倉商事が潰れましたね、そのとき銀行の救済の問題が出てくるわけです。何で大倉商事は潰して銀行は救うんだ、商社と銀行でどこが違うかと、すごく分かりやすい議論なのです。だけど違うのです。別に銀行を救うわけではないのです。銀行絡みの債権に資金を入れるという話です。

なぜ銀行が他と違うかというのは非常に重要なポイントなのです。銀行以外の業種は、それが例えばメーカーであろうが建設業であろうが、あるいはサービス業であろうが、少なくとも銀行からお金を借りてビジネスをやっている。銀行は最大の債権者として企業の経営状況を見ているわけです。

当然、判断しなければいけないのは、ある企業が経営的に問題が起こったときに、ここで

もう債権をカットして倒産させてしまうか、それとも放っておけば倒産するから、銀行が追加の融資をして救ってやる方がいいかを、トータルに判断するわけです。銀行も、これは続けさせるよりも潰しちゃって清算したほうが良いと思えば、それは倒産になるわけです。そうでなければ、倒産とは言ってもビジネスは続くかもしれない。マーケットの判断が、そこはかなりうまく使えるわけです。

ところが銀行の場合は、銀行に経営の問題が起こったときに、銀行に止めさせることを言う人がいないのです。なぜかと言うと、銀行にお金を貸しているのは預金者だからです。預金者が銀行の経営を判断して、この銀行は潰れたほうが良いと、したがって止めなさいと命令できない。

しかも、銀行というのは債務超過になっていても、みんなが安心していれば、あるいは動いている限りにおいては、経営を続けていくことができる。しかし、経営を続けるほど問題が大きくなってしまふ。ここが、銀行が他の業種と違うところです。したがってポイントは、早く潰すべき銀行を、潰すとしたらどういうメカニズムでやるかということ。あるいは潰すのが望ましくなくて、存続させることが必要であれば、どうやって存続させるかという問題があるわけです。

論理的に言えば、銀行に活動の停止を迫るためのチャンネルは3つあります。1つは、いま実際に起こっていることでマーケットなのです。北海道拓殖銀行はどうも危ないと、そんなところにお金なんか貸したら大変だということで、日本の地銀はコール市場で北海道拓殖銀行に資金を出さない。北海道拓殖銀行がどうも危ないということで、北拓の株を持っている人が一斉に株を売りに出す、これがマーケットです。日本の金融機関が潰されるとしたらこれなのです。

マーケットが経営の悪いところに攻撃をかけるわけですから、そういう仕組みは必要かもしれない。ラディカルな経済学者は、それでいいと言うのですが、しかし皆さんよく分かるように、それほど市場というのは合理的ではないわけです。

この前、ある私の学生が言っていました、休みにイギリスへ旅行に行ったのです。住友VISAカードを作って、ロンドンでそれを使おうと思ってある店へ行ったら、「これ、使えません」「どうしてですか」「住友は日本の銀行でしょう、日本の銀行のカードなんか危なくて受け取れません」と言うのです。住友って日本の大手銀行の中でひょっとしたらいちばんいい銀行かもしれない。海外の商店の人から見たら、住友も三菱も三井も富士もみんな同じに見えるでしょうね、マーケットなんてそんなものなのです。

市場の声は強力だから聞かなければいけないのです。だけど市場の声だけに任せるなんて、とてもじゃないけど怖くてできない。

2つ目のメカニズムは預金者なのです。預金者が危ない銀行にはお金を預けませんよというので、危ない銀行から預金を引き揚げることを預金取付けと言うわけです。これは2001年3月以降は相当起こる。なぜかと言うと、2001年3月以降にペイオフという制度が

始まりますから、預金は1,000万円までしか補償されない。何億、何十億と預けている大手の法人とか預金者はペイオフが始まれば、当然のことながら銀行のリスクを考えて運用する。危ない銀行には絶対預けないと思います。

第三のチャンネルは公的権力です。銀行というのは特別のものだから、公的権力が見て、その銀行を続けることがいいか、続ける場合にはリストラする必要があるのか。あるいは潰してしまうのがいいのかを判断してもらわないと困るわけです。そこが銀行と他の企業と違うところです。日本の問題は判断できないところです。

アメリカの預金保険機構には、銀行を検査したり調査するための人が5,000人はいると言います。多い時は1万人いたと言います。日本の金融監督庁には何人いるか私は知りませんが、極端に少ないはずで、政策的な話をすれば、金融監督庁の人員を早急に増やすべきだと思います。それでうまくいくかどうか別として、少なくとも最低必要だと思います。

それだけでいいわけではない。さらにその先に問題がある。そうやって仮にその銀行の経営内容がある程度ガラス張りで見分かったときに、それで誰がどういう判断をするのか。この銀行はほとんど問題ないんだけど、どうも一部問題がある。したがって役員は給料をもっと減らさなければいけないとか、この融資は不良債権だから、もっと適正に処理しなければいけないという判断をするのか、この銀行はこのまま続けたら駄目だから、もう破綻させるといふ判断をするのかは非常に難しい。

最近の新聞に報じられているように、それを判断するのは公的権力ですけど、判断されるのは民間企業なのです。その民間企業の最高意思決定機関は株主総会です。ところが、もし国あるいは公的機関が、この銀行はもう残ることはできないと判断したら、その途端に株券は紙屑になってしまう。株券が紙屑になるような判断を公的権力が一方でしながら、他方で、企業の経営の最大の決定機関は株主総会であるというのは矛盾なのです。ここはおそらく政治的な判断で、簡単に言えばいま、まさにそこが問題になっている。

銀行が普通の企業と同じ存在であれば、たぶん公的権力を安易に入れるべきではないんだろうと思う。ただ、もし銀行が特殊なもので、しかも銀行というのはそう簡単に判断できないし、しかも銀行が倒産とか整理とか、あるいはリストラという判断を間違ったときに、社会が大きな影響を受ける存在であるとすれば、どうもここがポイントになる。

日本の議論というのは、すぐに水戸黄門の世界になってしまうのです。何か大きな問題が出てくると、まず誰が悪い奴で誰が善い奴かを全部チェックして、善悪を付けてしまうわけです。要するに水戸黄門の筋書きを作っているわけです。それで善が悪を退治するという仕組みにする。それは大事ですけど、そんなことで経済の問題が解決できるんだったら苦労しないわけです。

次に、景気の問題を議論させていただきたい。実はいまの状態というのがすごく深刻なのは、もちろん金融が原因でこれだけ景気が悪くなった部分は非常に多いのですが、もうお話が金融の問題で終わらなくなってしまった。景気の良い、悪いには深さがあるのです。金融

のショックが起こったり為替ショックや石油ショックが起こり、いろいろな理由で景気が悪くなりますね。こういう第1期の景気の悪さというのは、その原因が取り除ければ回復するから、まだいいのです。景気そのものというのは自己増幅していく。景気が悪くなると企業が雇用を切るわけです。雇用を切ると失業が出てくる。失業が出てくると当然、家計はそれに対して防衛的になる。ここまで来るとすごく深刻です。

それがさらに度を越して、倒産が起こる。倒産が起こってくると連鎖していくわけです。そんな中ではとても新たに投資しようなんて企業はなくなってくる。日本のいまの景気の状態というのは、どんどんそういう意味で深みにはまっている。その象徴的な存在が雇用です。雇用は本当にひどい状態にあるだろうと思います。

したがって重要なことは、いまの金融の問題が仮にこれから急速にうまく展開していつ見通しがついたとしても、今度は景気が足を引っ張るかもしれない。雇用が足を引っ張り、企業の業績が足を引っ張り、消費が足を引っ張る。株価が下がるかもしれない。またそれが金融に跳ね返ってくるかもしれない。したがって、いまの政策の難しさは金融破綻処理をやらねば終わりではないのです。むしろそこから勝負が始まるわけで、いかに景気対策をやるかです。

残念ながら日本の景気対策は非常にお粗末なのです。それはなぜかと言うと、機動的にできてないのです。小渕さんになってからいろいろ出てきたことを本当にやってくれば少しはいいかもしれない。例えば税金を下げるというのは、やらないよりやったほうがいいと思います。ただ、過去の経緯を見ていると、やはり日本の政策の出方って非常に遅いですね。

最近、アメリカで出版された本があります。バーグステンという有名なアメリカの経済学者が所長をやっている国際経済研究所という所があります。その若手の研究員でポーゼンという人が出した本で、日本のいまの景気悪化のシナリオを書いているのです。彼の本の最大のポイントは、1991年以降、日本の財政政策というのはほとんど効かなかった。唯一、効いたのは1995年。円高になったときに非常に大変だということで、10何兆使って、あのときだけ効いた。なぜそれ以外は効かなかったかと言うと、要するに日本が財政政策をやったというのはリップサービスで、何もやってなかったというのが彼の議論なのです。彼はそのために、実際に事後的に日本の財政がどれだけ出たかということを見ているのですが、確かにそういうところがあるのです。

いろいろな論点がある。例えば、いま政府は景気対策で補正をやりますね。そうするとそれは当然、皆さんご存じのように国と地方に分かれる。日本の支出の3分の2は地方ですから地方のほうが多いのです。地方には単独事業と補助事業があるわけです。では地方がいま中央政府が言っているように、景気が悪いから公共事業とかいろんな事をやらなければいけないと言って、本当に景気対策をやっているかとデータを見てみるとほとんど効果が出てきてないのです。

これは、景気判断をする専門家からも、よく言われているのですが、普通、望ましい財政

政策というのは、景気に対して反対に出なければいけない。景気が悪いときには財政が出て行って、景気が良いときには財政が引っ込んで行くのがいいわけです。専門用語を使うと、そういうのをカウンター・シクリカルと言う。シクリカルというのはサイクルです。サイクルにカウンターパンチを食らわす、カウンター・シクリカルでなければいけない。

ところが、日本の特に地方財政を見るとプロ・シクリカルです。つまり景気が良いときには財政がワーッと出て行って、景気が悪いときにはあまり出ていないということが実際に起こってしまっている。それは、もちろん地方の借金の問題とかいろいろな問題がある。

第2に、本当に大盤振舞で財政を出してきたかと言うと、今度はわかりませんが、これまでの財政を見ると、例えば30兆やったとか20兆やったとかいう議論があったときに、中身を見るとかなりインチキなのです。業界用語を使うと真水とそうでないものです。政府がお金を使って例えば道路を造るとか、あるいは新しい何か施設を造るのは純粋な財政支出です。文字通り需要を増やしている。

ところが、最近のいろいろな景気対策を見ると、例えば中小企業の融資に対して40兆円の債務保証をすとか、あるいは開銀、中小企業金融公庫、国民金融公庫のお金を使って、例えば5兆円の緊急融資をする。こういう例えば中小企業援助とか地域に対する資金の金融というのは、政策としてはもちろん評価できるかもしれませんが、ただ、それを普通の純粋な公共事業にそのまま足して政府が発表するけど、それはおかしいのです。

例えば、中小企業に40兆円の債務保証をして、仮に10兆円の資金がそっちに行っただけです。ということは、本来であれば他に行ってしまう資金をこっちに回しているだけなのです。資金というのは循環しています。ですから、それは経済にとって意味があることかもしれないけど、それは何か政府が新たに需要をマーケットに注入したわけではないわけです。そういう事をやることは大事だけど、それを他のものと一緒にしてやってしまうというのはいけないわけです。

せっかく経済戦略会議の委員ということでもありますので、私が経済戦略会議でどんな議論をしたいか是非申し上げたいのは、やみくもにお金を使うのではなくて、どこに使ったらいいかということについて戦略的にやる必要があると思います。これは経済戦略会議の意見ではなくて私の個人的な意見です。ただ、経済戦略会議でこんなことをこれから申し上げていきたい。

それを考えるときに1つの大きなポイントは、日本の経済をよくするためには、需要と供給の問題がありますから、ベンチャー支援だとか税制のような供給側の話もあるのですが、そこは今日は時間がないので差し置き、需要側の話だけにしておきます。需要のどこを牽引車として持って行くかというのがポイントなのです。

要するに我々が期待するのは、いまはちょっと大変なだけで、早くいまの状況を処理して来年、再来年、その後で1%でも2%でもいいから成長してほしいわけです。その成長するときに、それを消費で引っ張るのか住宅投資で引っ張るのか、設備投資や在庫投資で引っ

張るのか、政府支出で引っ張るのか、それとも輸出で引っ張るのかということで、当然にそのビジョンが問われるわけです。みんな伸びてくれればいいですよ。だけど常識的に考えるなら、まず輸出だけで日本の活力を引っ張るのは無理です。ただでさえいま国際環境が悪いわけです。ロシアや中国の問題もあるし、アジアの問題もあるしアメリカだって分からない。

投資は、もちろん頑張ってもらいたいけども、しかし、これからの日本の経済活力が設備投資中心で回るとは、とても思えないのです。マッキンゼーというコンサルティング会社が80年代の後半に検証したのですが、日本の資本効率是非常に悪いのです。日本は資本過多なのです。立派な工場や設備があり過ぎる。もっと投資してほしいのですが、だけど設備投資や在庫投資が牽引車になって、日本をこれから持って行くということも考えにくい。

公共部門は1つの柱だとは、もちろん思います。公共投資でいろいろな道路を造ったり下水を造ったり、いろんな事をこれからやらなければいけない。科学技術にもうちょっとお金を使ってほしいと思いますし、こういうところは大事だと思う。ただ、ここも限界があるのです。なぜ限界があるかと言ったら、政府の規模がどんどん大きくなるような社会というのは、どこかやはりおかしいわけです。

あと残ったのは2つしかない。一般消費と住宅投資です。一般消費はもちろん大事です。もっとみんなが洋服を買って、もっとみんなが食べ物を食べて、もっとみんなが雑誌やCDを買ってというのは大事です。ただ、これはそんなに簡単ではないのです。専門用語を使うと、消費というのは遅行指標であって先行指標ではない。消費がよくなって景気がよくなるというのではなく、景気がよくなると消費がよくなる。消費というのは非常に保守的なのです。

景気が多少上向いて、来年、再来年にちょっと皆さんの所得が増えたからといって、残念ながらそんなにすぐにみんな消費に行かないのです。しかもご存じのように、よくビジネスの方が言われていますが、いま消費が不振なのは、もちろん皆さんが非常に保守的になって消費しないということもあるのですが、無理して買ってもしようがない。買いたい物がないわけです。例えば我が家の洋服ダンスを開けば、背広の5着や6着はあるわけです。くたびれているのもあって本当は新しいのを買いたいんだけど、別に買わなくてもあるのだけで着れるわけです。こんなときに何も買おうと思わないわけです。

そうすると、住宅というのは皆さんにも関係することなんですけど、非常に大事なところで、別に住宅だけをあえて強調する必要はないのですが、日本の需要をとりあえず目先で引っ張って行くときには、この住宅絡み、あるいは住宅というのはあまり狭く捉えなくていいです。持ち家だけでなく貸家もあっていいし、オフィスであっていいし、公的部分に近いところも含めていいかもしれない。これは1つのポイントだと私は思います。とりあえず、ここが膨らんでいくということが大きな活力になるとすれば、そこはやっぱり考えていく必要があるかもしれない。

もしそうであれば、そこに合ったような財政政策をやるというのは、当然あり得るかもし

れない。やれる事はいっぱいあるのです。例えば借地借家法のような制度は見直す必要があります。借地借家法を変えたからどれだけ動くか分かりませんが、借地借家法が1つの大きな足枷になっていたことはあり得るかもしれない。

住宅ローン減税も私は変えたほうが良いと思います。これまでの日本の住宅ローン減税というのは、要するに所得控除でなくて税額控除でした。税額控除というのは要するにどういう制度かと言うと、お金がなくてなかなか家が買えない人は可哀想だから、その人たちに何とか力になってあげましょうと。だから2,000万も3,000万も所得がある人には控除しませんよと。もっと給料が低くてもやたら高い大きな家を買った人には頭打ちですよと。だけど、普通の人家が買ったときに、せめて税金を少し負担してあげて助けてあげましょうという思想です。これは戦後ある時期まで意味のある制度でした。

これは、乱暴な言い方をすると、住宅の需要を増やす政策ではないのです。なかなか住宅が買にくい恵まれない人に、社会的に補償しようとする社会政策なのです。それを別にやめろと私は言っているわけではない。それはそれであってもいいです。でも、いま問われていることは、税を利用して、どうやったら住宅をもっと増やせるかという話も同時にしなければいけない。

デパートへ行ってシャネルの服を買ったり、銀座のレストランへ行って3万円の食事をするような人には何も援助する必要はない。でも自分の住宅をちょっとよくしようとか、ちょっと大きな家を買おうとか、極端に言えばセカンドハウスを買おうという人がいてもいいと思う。そういう人に対しては買いやすくするような税制というのを作ってやる。これが要するに住宅促進税制だと思う。

そうであれば、もう割り切ってアメリカでやっているように、住宅のローンについてローンがある限りにおいては、住宅ローンの金利の部分についてだけ税額控除でなくて、所得控除で付けるというのが当然あり得る話だと思う。つまり1,000万円の年収がある人でシャネルのスーツを買った人は、ちゃんと税金を払ってくださいよと。シャネルのスーツを買うのでなくて、ちょっと大きな家を建てようと思った人には、その金利負担分だけは税金をまけてあげましょう。税金をまけるためには、税金をまける元になる所得控除をしましょうという話なのです。そういうようなことを例えばやる。これは、結構お金が掛かるかもしれませんが、我々、経済学の専門家の言葉を使うと、そういうインセンティブを出していかないと物は出て来ない。

我々はいま、決していい家に住んでいるわけではない。みんなやたら遠い所にいる。せっかく地価が安くなってきたのですから、少し買いやすくしなければいけないとすれば、そういう仕組みを作ると言うのは重要だ。もちろん、単に住宅ローン減税だけやれば良いという話ではないですから、インフラの整備だとかいろんな事をやらなければいけない。

何が申し上げたいかと言うと、要するに日本の需要を項目別にざっと見たときに、どこを突くのがいまいちばん有効かという戦略的な発想が必要です。これは私の個人的な意見です

が、例えば住宅というところが必要なポイントであるとすれば、今度はそこにどうやって有効的にやるかを考えなければいけない。

いまのやらなければいけないことが、もう1つ私はあり得ると思っています。それは雇用の部分です。景気が悪くなったときにどれだけ財政が出るかということが、さっき言ったようにポイントなのです。景気が悪くなったときに財政が出なければいけない。景気が良くなったときに財政は引っ込まなければいけない。専門用語を使うとビルトイン・スタビライザーと言います。

その中身を見ると、アメリカなんかそうなのですが、景気が悪くなって財政が出て行くときに、失業保険だとか雇用対策費がたくさん出ている。簡単に言うと、失業保険制度を非常に整備している。ポーゼンに言わせると日本はそうになってないと言うのです。まだ制度を見えていないから分かりませんが、ポーゼンはそう言うわけです。

これは2つ理由がある。1つは、日本の失業保険制度が厳し過ぎるのかもしれない。確かに失業保険をあまり甘くしてしまうと、月のうち何日かラーメン屋でアルバイトをして、失業保険の資格が出ると辞めて失業保険をもらって、失業保険が切れたらまたもう1回ラーメン屋に行くという、けしからん奴が増えるかもしれない。そういう連中が、失業保険をもらっている人のうちの例えば2割いるかもしれないけど、いま問題にしなければいけないのは、残りの8割の人たちのことを考えなければいけない。だから失業保険というのは私は大事な制度だと思います。

しかも、これまでは日本は非常に幸運なことに、失業の問題についてアメリカやヨーロッパほどは深刻に考えないで済んできた。10%を超える失業率を抱えているヨーロッパ諸国や、非常に頻繁に雇用が変わるアメリカに比べて、日本で失業する人というのは少し前までは特別な人だけに限られていた。だから日本の政策の中に本当に雇用対策、失業対策の制度がきちっとあるかと言ったら、もう1回考えておく必要があると思います。

先程も言ったように本当に雇用が心配なのです。見かけの4.1や4.3という失業率以上のことが、いま起こっていることは皆さんよくご存じですね。そうであるとすれば、いろんな失業対策をやるということが結果的には正しい財政政策である可能性がある。全国の土木事業が大事だから、その雇用を守るために土木工事は増やさなければいけないという議論はおかしいと。だけど土木工事に従事している方の雇用は大事だから、そこに失業保険や雇用保険を付けるということは正しい。

望むらくは、雇用保険や失業保険をもらう中で、そういう人たちは今後、需要が増えるような職種で職を探してもらおう。だから雇用を守ることはものすごく大事だし、失業対策は非常に大事なんだけど、それは直接大事なところにお金が行くような仕組みにしなければいけない。流通業が潰れたら失業者がいっぱい出るから、商店街対策をしなければいけないとか、土木建設業というのは雇用がたくさん要るから、そこにどんどん公共事業を出さなければいけないという議論は、私はおかしいと思っています。雇用にもっと積極的にお金を使わなけ

ればいけない。

最後に3つ目の三重苦の話をしなければいけない。現在日本経済が戦後始まって以来の危機にあるわけです。それが金融の問題であり景気の問題なのです。両方とも複合してしまっているのが大変なのです。仮にこれから政府がうまくやって、1998年のこの不景気から少し脱却できて99年になる、2000年になる。現在の危機を脱却すれば、多少時間はかかっても徐々に日本は良くなっていくかということ、それを乗り越えたあたりにもう1つ大きなハードルがあるのです。

しかも私に言わせると、目先の危機をうまく乗り越えれば乗り越えるほど、その次にやって来る大きなハードルが厳しくなる。それが財政なのです。ここのところが、いま世の中で出てくる調整インフレ論というのと非常に関わってくるわけです。

今年の経済白書によると、国債と地方債と、それ以外の隠れ借金とか、そういうのを全部合わせると500兆円前後と言われています。日本のGDP（国内総生産）が500兆円ぐらいですから、大体日本のGDP比100%ぐらいの借金がある。これがまだ増えていくわけですね。この数年で急速に増えましたから、これからまだ増えていきます。現にいま増えることをやっているわけです。

例えば50兆円のお金を用意して、金融破綻処理をしていますが、返ってこなければこれは全部政府の赤字になるわけです。大幅な減税あるいは公共事業をやるわけですから、これは全部建設公債、赤字国債という形で借金になるわけです。だから、おそらく目に見えることは、これから政府の借金のGDPに対する比率は110、120、130、140と上がっていく。これは日本の歴史から見ても、戦後、世界の主要国の経験から見ても、もうかなり危機的な数字です。でもしようがないのです。景気が悪いのですからどんどん減税して、赤字覚悟でやらなければいけない。

ただ、1つ問題なのは、その結果としていま何が起きているかと言うと、日本経済が非常にアンバランスな状態なのです。それは何かと言うと、政府がものすごく借金をしているにもかかわらず、政府の借金の借用証書である国債が、流通価格が異常に高いのです。長期国債利回りというのは最近、毎日のようにテレビでやっていますからご存じだと思いますが、つい数日前に日銀が金融を緩めたから1%を切ってしまうているのです。史上最低、歴史始まって以来、世界の中でもこんな低い金利はない。

金融のことが分からない方は難しいかもしれませんが、簡単に言うといまの国債というのは、政府が発行してある一定期限が来ると、一定の価格で買い戻してくれる。ただ、政府が発行してから償還のところの間では、市中で流通しているわけですから値段が動くわけです。いま何が起きているかと言うと、いま皆さんが証券会社で既に発行された既発の国債を買おうとすると、高いお金を出さないと買えないわけです。高いお金を出そうと安いお金を出そうと償還の額は同じですから、高いお金を出してしか買えないということは利回りが低いということになる。それがマスコミに出てくる、国債利回りが1%を切ったということなの

です。

なぜそういうことが起こったか。株がひどいから、みんな株を持っていると怖いから1つは国債にいくわけです。もう1つは、本当はこんなに政府が借金したら、政府は国債の価値が下がるにもかかわらず、実態経済のほうがもっと悪いものだから、誰もそっちのほうにお金を投資しようとしな。実態経済の投資が落ち込んでいるから、そっちに資金需要がない。だから政府が借金している以上に日本にお金がダブついているわけです。銀行を通じて、企業に貸すお金はないんだけど、そっちのほうにお金がダブついているわけです。だから国債が高い。

問題は、こんなに借金しているのにこんなに安い金利で、こんなに高い国債価格が付くような状態というのは、経済学の教科書から見てもものすごく不思議な状態なのです。不思議な状態は別に理由がないわけではなくて、経済が停滞しているからなのです。ということは、この後どうなるだろうか。もし政府が景気回復に成功すれば、またはすぐに景気回復はしなくても景気回復する目処をつければ、借金が問題だから、その途端に長期金利はすぐ上がっていく可能性がある。(現実には、講演から3ヵ月後に、日本の長期金利が上昇しはじめ、大きな問題となってきた。)

だから、これから先の日本の可能性は2つあるのです。全く景気が回復しないで日本が危機的な不況の状態ですって、したがって長期金利も低いままでいって借金しつづけることができるか、これは悪いシナリオです。あるいはいまやっている一連の政策がうまくいって、景気が回復していく中で政府の借金が増えていって、あるいは借金の状態を見て、国債の金利がどんどん上がっていく可能性がある。どっちかです。

後者が起こったら、これは景気に対してまたマイナスになるのです。金利が上がるということは、さっきの例ではないけど、例えば2兆円の有利子負債を抱えている企業から見れば、1%金利が上がれば年間の返済額は200億増えるわけです。株式市場や土地の市場でも金利は当然そこに響いてくる。どっちに転んでもいけません。いまの目先がうまくいけば赤字のリスクが発覚する。政府債務の問題が発覚しないようなことがあり得るとすれば、それは他がよほど悪いからです。

なぜそんな話をしたかと言うと、先進国の事例を見ると、いまの日本ぐらいの規模まで政府が借金をしてしまった後、インフレを起こさずに、それを解消したことがある事例というのは2つか3つしかない。1つはいつかと言うと今のクリントン政権です。なぜかと言ったらアメリカの経済は奇跡なのです。レーガンのときにあんなに赤字が大きかったのが、この10年で見事に借金を減らしたわけです。それを経済学者は奇跡と呼んでいるのです。

奇跡ではないけれど、もう2つだけ大幅な政府の債務を、大したインフレを起こさずに無くしたケースがある。それは戦後のアメリカとイギリスです。理由は2つある。そもそも戦後直後に政府がたくさん抱えた借金の最大の原因は戦争であった。その戦争の原因がなくなったから、それだけで赤字が減るわけです。もう1つは、戦後のアメリカとかイギリスと

というのは成長が非常に高く金利が低かった。

金利のほうが成長率より低いというのは楽です。皆さんも例えば住宅ローンを2,000万円抱えていて金利が3%だとしても、もし皆さんの給料が5%や10%で増えていくんだら返すのは簡単でしょう。そういうことがアメリカで起こった。いまの日本はどうかと言うと、この赤字や政府債務の原因は戦争ではない。これから増えていくのであって減るのではないのです。

これから日本が、いまの政府の債務を減らすためには、政府の支出を削るか増税しなければいけないのですが、支出を削るのは非常に難しいのです。増税すればいいではないかと言っても、消費税が3%とか5%でこんな大騒ぎしている国で、あるいはサラリーマンの4人に1人が税金を払っていないような、課税最低限がこんなに高く、しかもそれを下げられないようなこういう国で、増税は政治的に非常に難しいのです。ということは、日本のいまの状態から見て、これから10年間に日本の政府の債務がある程度もし減っていくとすれば、我々経済学者はそれを奇跡とは言わないで大奇跡と言うでしょうね。そうなってほしいですけどなかなか難しいです。

景気がよくなれば、税収が増えて少し楽になるかもしれない。でもさっき言ったように、景気がよくなると金利が上がるのです。金利が上がるとことは国債の価格が下がってしまう。だから非常に難しい状態で、したがって何が言いたいかと言うと、これから5年、10年の日本が順調に回復するために、もう1つ条件が必要なのです。それは、もしこれから10年間、3%ぐらいでインフレが起こってくれば楽なのです。複利で3%、10年というのは、単利30%ですから40%とか50%いきます。なぜかというのはもう説明は要らないですよ。インフレになれば借金の実質価値が下がるから、これが私の言うインフレ論なのです。

ただ、問題は、ではインフレを起こせるかということ自信はないのです。これは経済学者の議論の辛いところなのです。だけど、もしインフレが起こらないで、いまみたいな状態であると、それは非常に厳しい。そうであれば、成功するかどうか分からないんだけど、3%ぐらいで物価が上がっていくような政策を、少し考えていったほうがいいのではないか。それは何をやったらいいかと言うと、これは金融を緩めるしかない。つまり中央銀行が、もうちょっと積極的に市中に出回っている国債を、買い上げる必要があるかなと思います。

これは、戦後の日本銀行の政策発想を考えたら、とてもじゃないけど飲めない政策なのです。中央銀行と言ったら物価の番人だから、物価を上げるなんていうことは口が裂けてもできないわけです。ただ、私に言わせれば、インフレも悪いけどデフレも悪いですよという話をしたい。

ポール・クルーグマンという、こういう事を言い出した学者が非常に面白いことを書いていて、日本銀行はバブルの発生から崩壊にかけて誠に健全で素晴らしい政策をした。あんなに土地や株価が上がったのに、日本の一般消費者物価は上げなかったのです。そういう素晴

らしい金融政策を取った。バブルの崩壊後も見事に物価を安定化させた。これは大変に優等生なのです。

ところが、あまり健全な政策をしたために日本を悪くしてしまった。それは何かと言うと、健全な政策というのは健全な経済環境のときには正しいのです。ところが、バブルがあって、バブルが崩壊して日本が資産デフレが起こっているときは、むしろ日本銀行が政策運営に失敗して、インフレを起こしてくれたほうが実は楽だったのです。

つまり、どういう事かと言うと、いま我々は健全な政策を考えるような健全な経済環境にないのです。ですから、この不健全で異常な経済環境の中では、ちょっと不健全な政策も考えておかなければいけないかもしれない。それが調整インフレなのです。これが正しいかどうかというのは、是非、これからまた議論しなければいけない話だと思うし、私も決して調整インフレをやれと言っているのではなくて、そういう議論も考えてみる必要があるということです。

これは、私が日本で最初に言ったかどうか知りませんが、日経新聞で6月の後半にこれを書いたときは、別に調整インフレという言葉は使ってないのです。インフレも選択肢ということを書いたので、私の意図は、この政策をやらせるということではなくて、このところをちょっと議論しておかないといけないので、政策の幅を広げたいなということです。結果は予想以上に反応があり過ぎて、あちこちでそういう話がもちあがっている。

ポール・クルーグマンの議論ですが、それは何かと言うと、いま金融を緩めているなんてとんでもない。確かに長期金利は1%ぐらいかもしれない。公定歩合は0.5かもしれない。しかし、卸売物価指数は時によって2%マイナスになるわけです。卸売物価指数がマイナス2%で金利が1%だったら実質金利は3%なのです。これは金融緩和ではないんだということまで考えたら、金融政策で重要なポイントというのは、インフレ期待を持たせるところまで、マネーサプライを増やすような政策をやる。あるいはマネーサプライを増やすという、コミットメントをすることが重要だと彼は言っている。

中央銀行でも最近、そういう議論が出始めたようです。もうちょっと金融を緩めなければいけないのではないか。公定歩合を0.5%にしていたからそれでいいというのではなくて、マネーサプライを増やすような事をいろいろやらなければいけないのではないかと。

インフレを起こすかどうかは別として、日本というのは中長期的にもう1つ大きな関門がある。景気が早くよくなればなるほど国債は暴落する。金利は上がる。景気がよくならなければ今のまま金融市場はいくけれども、我々は決してそれを望まない。そういう大きな問題があるということを申し上げたい。

最後になったが、ぜひ申しあげておきたいことは、いま起こってるいことがもし起こらなかつたら、日本経済は一向に回復しない。いま大変な事が起こっているから日本経済は回復する、ということです。

例えば、失業問題は確かに問題です。でも終身雇用を抱えてずっとこのまま日本経済がや

っていけないはずがないわけです。大学の教師として非常にうれしいのは、最近、学生が前よりも勉強するようになった。なぜかと言ったら成績がよくないと就職できない。この悪い雇用状況が、やはり日本の労働者の質だとか人々の考え方に当然影響を及ぼしているはずです。

企業もそうなのです。リストラは確かに苦しいですよ、切られた人は大変です。でも総合電気メーカー、総合商社、総合スーパー、総合大学など、「総合」が付いたところはみんな駄目なのです。なぜかと言ったら、この時代にかつて日本が大幅に抱え込んだものは駄目なのです。いまはスリムになって差別化して特徴を出さなければ駄目なのです。だから、ソニー、イトーヨーカ堂、トヨタのように、早くリストラした企業というのは強いのです。だから、残念ながらやはりリストラは必要なのです。

土地もこういう言い方をすると不謹慎ですけども、バブルみたいにやたら値段が高いと、変な話ですけど何もできないのです。地価がやっと下がって、さあ、これから何かいろいろな事ができるわけです。もちろん地価が下がっただけでは駄目ですから、これからいろいろな事を考えなければいけないのですが、ここからいろんな事ができるはずなのです。

株もそうかもしれないです。アメリカのように上がり切った株を買ったって値は上がらない。いまの日本の株はとても怖くて買えませんよ。もちろん買えば下がるかもしれない。でも下がったからこそ上がる楽しみがあるわけです。

そういう意味で、いま危機管理で我々がやっていることで金融もそうです。金融システムでいま初めてわかったことは、いかにいままでの日本の金融システムというのは無防備だったかという反省の中で、いま一生懸命金融の仕組みを変えているわけです。そういう形で、いまの危機を乗り切るといことがものすごく大変なことなのですが、それを実は乗り切ることによって、初めてその先に展望が開けてくるわけです。そういう意味で我々がいま苦しんでいることというのは、決して無意味な苦しみをしているわけではなくて、まさに次の活力を生み出すための痛みであるということを、認識しなければいけないのかなという気がします。

◆第49回講演会 1998年9月11日 於：プラザホール