

【第87回 定期講演会 講演録】  
日時：平成15年1月20日

## デフレ脱却の処方箋

慶應義塾大学商学部教授  
深尾 光洋

ただいまご紹介にあずかりました深尾です。よろしくお願いいたします。

本日はデフレ脱却の処方箋、特に資産デフレに焦点を当ててお話をさせていただきたいと思っております。

最近、インフレーターゲット是か非かということで、与野党のラインで賛成、反対に分かれて大きな議論になっています。また金融再生に関して、竹中大臣の金融再生プログラムをどうするのかという話が出ております。インフレーターゲットについては、現在の日本銀行は反対しているわけですが、3月19日で現在の総裁と副総裁2名の任期がまいりますので、その後の3人をだれにするのかというのが大きな話題になっているわけです。現在、日銀の政策委員会は7名でございますので、7名のうち3名を入れかえればあと1人スイングポーターがいれば政策が大きく変わるということで、そういう意味では今度の3月19日というのが非常に大きな節目のときになるだろうというふうに思います。この観点から見ましても、インフレーターゲットを設定したとした場合に、どうやったらそれを達成できるのか、その場合の副作用は何か、あるいはインフレになった場合それがとめられるのかといったことも含めてお話ししたいというふうに思います。

まずデフレの現状というわけですが、お手元のレジュメと、それから図表集を使ってお話ししたいと思います。デフレの方は1枚めくっていただきますと、金利とデフレの数字が書いてございます。点線で書いてあるのがGDPデフレーター、GDPデフレーターといえますのは日本経済全体の売上単価ということになります。これが94年の終わり以降マイナスに突っ込んでおります。現在もマイナス1.5前後のところにあるということになります。日本経済の売上単価、このGDPデフレーターで見た売上単価はピーク比、もう8%ぐらい下がったところがございます。このために数量は同じであっても売上金額が減ってしまう。この結果、負債の重みはずっと重くなるという問題点が出ております。負債の実質価値が上昇しますと、当然企業の金利負担といえますか、売り上げで支えられる金利負担というのはだんだん小さくなっていくわけですし、当然不良債権がふえてくる。また担保価値も下がります。現在のように不動産価格が前年比平均で七、八%も下がっておりますと担保価値も下がってくる。こうなりますと、なかなか銀行がお金を貸してくれないという問題が出てまいります。このために日本の企業は設備投資をするくらいならお金を返した方がいいという状況になっております。

日本の民間部門全体をとってみますと、貯蓄に対して投資の額がGDP比大体10%近くも低いという状態にあります。つまり家計が貯蓄をするんだけど企業がそれを使って投資をするというのがうんと少ない。この結果、金余りが起きている、こういう状況になります。この金余りはどこに行っているかといいますと、一つは財政赤字を賄う、政府がせっせと国債を刷って国民に買ってもらう、あるいは国民が直接国債を買わなくても銀行や郵貯といったところが預金を集めてきて国債を買うという形で家計の貯蓄を吸収しているということになります。残りGDPの2%ぐらいは外国が日本からお金を借りるという形になっております。つまり日本は輸出超過ですから、その分、外国は日本からお金を借りて輸入するという格好になっております。こういうふうに見ますと、日本経済全体としてみれば投資をやっても余りもうかりそうもないと、設備投資をやってそれを回収するためには売上げがふえていかないとなかなか回収が難しいわけですが、売上げがどんどん減るとい状態ですから、投資をしないで借金を返す。ですから現在一番いい資金運用はというふうにいいますと、大抵の人はお金を返すことが一番いい資金運用だと、投資をするよりもお金を返した方がましだと、こういう格好になっていて、民間部門は金余り、これがGDP比10%近いですから50兆とかいう金余りになっていて、その8割ぐらい40兆ぐらいを政府全体が赤字で借りると、残りの10兆余りを外国が日本から借りると、こういうお金の流れになっているわけです。

当然売上げが減ってきますと、給与もカットされます。そうすると消費や住宅投資も落ち込んでくるわけです。また賃貸料の低下で不動産の価格も下落するということになります。私も両親が岐阜のど真ん中に住んでおられて、小さなビルを持ったりしているわけですが、賃貸料の水準を聞きますと、岐阜あたりですとピークの3分の1ぐらいになっているというふうに言っております。そうしますと、幸い借金は大体返してしまったので私の両親は大丈夫ですが、結局バブル期にお金を借りてビルを建てたという場合に、賃貸料が当時の3分の1になってしまうと返せなくなってしまうと、そうすると不良債権ということになるわけです。私はこういう状況ですと景気は再び悪化すると見ております。ですから、ことしも景気は多分実質成長率は大体ゼロ近傍でしょうけれども、物価が下がるために名目GDPは多分マイナスになると思います。2001年度、昨年3月で終わった年度を見ますと、名目成長率がマイナス2.7。ですから日本経済の大きさが名目額ではかつて2.7縮んだわけです。2002年度はそこまでは落ちないと思いますがマイナス、二%はいきそうですし、また来年度もマイナスの名目成長になるという状況になっております。こういう状況ですと、当然銀行の不良債権もどんどんふえてまいります。

1枚めくっていただきますと、最近の全国銀行の不良債権の数字を書いております。上の半分が毎年の不良債権の発生高、不良債権損失の発生額でして、2001年度9.7兆円です。これで見てもわかりのように、銀行部門全体では例えば95年に13兆円ロスを出して、その後7.7、13.2、13.6兆円、こういう形で大きな損を出し、99、2000とちょっと少なくなって7兆弱ぐらいまで落ちているわけですが、2001年度

は9兆7,000億ということで、非常に大きなロスを出しております。この累積額、銀行部門の損失の累積額が8兆1,000億という巨額なものでして、日本のGDPはちょうど500兆弱ぐらいのところにございますので、GDPの16%ぐらい損を出していると。これだけ損を出して償却してきたわけですが、まだ公表不良債権は4兆2兆円と非常に高い水準にあります。

またこの4兆2兆円も実は相当内輪の数字でして、分類債権という検査のときに要注意あるいは破綻懸念という形で分類される債権を見ますと、第Ⅱ分類が下の段の上から3行目ですが6兆7兆円、第Ⅲ分類が3兆3兆円、合計7兆1兆。貸し出しが4兆5兆に対して7兆という分類債権、14%、15%というわけですが、これは非常に高い水準でして、しかもこの分類債権の方は全然減っていない、むしろ最近少しずつふえ続けているという状況にあります。この不良債権に対して引当金の方はどうかといいますと、下から三つ目の数字1兆3兆3兆円ですから、この1兆3兆3兆円と、それから公表不良債権、上の半分の一番下の4兆2兆円に比べても少ないですし、分類債権6兆7兆に比べても大幅に少ないわけです。

この引当率4兆2兆円に対して1兆3兆円という引当率ですが、アメリカの銀行に比べるとはるかに低いです。アメリカの銀行の場合ですと公表不良債権を上回るぐらいの引当金を積んでいます。これは不良債権に対する引当金だけではなくて、正常債権についても将来のロスの見込みを考えた上で引き当てているということで、100%以上の引当率になっております。アメリカの銀行並みに引き当てようと思いますと、引当金は5兆、6兆というようなオーダーになりまして、現在の1兆3兆円の4倍、5倍というような引き当てが必要になるわけです。こういう観点から見ますと、日本の銀行の引当水準というのは非常に低いということが言えます。

推定必要引当金残高ということで、下から四つ目の数字2兆2,000億というのがありますが、これはこの表の一番下にあるフォーミュラに従って第Ⅰ分類の1%、第Ⅱ分類の2割、第Ⅲ分類の7割、第Ⅳ分類の100%という形で機械的に引当金額を計算してみますと2兆円ぐらい、相当内輪に見積もっても、これぐらいは最低欲しいというのがこの数字ですが、2兆に比べても引き当ての残高は非常に少ないということがわかります。

ここで、特に第Ⅱ分類の2割という引当率を、なぜこういう数字に置いているかといいますと、日銀の調査がありまして、しばらく前ですけれどもサンプル銀行について第Ⅱ分類になった後、2年、3年追っかけてみてどれくらい損が出ているかというのを調べた数字がございます。これは90年代の半ばごろの数字で、今よりもまだよかったころですが、3年間の累積ロス率が17%近いということで、一たん第Ⅱ分類になると3年もたてば2割ぐらいが損になってしまう。第Ⅲ分類になれば、3年もたつと7割方損になってしまうということです。そうしますと、これが最低限の引き当てということで見ても2兆ぐらい。これに比べて現在の引当金は少なく、引当不足というのは内輪に見積もっても7兆

前後、下から二つ目の6兆9,000億ぐらいはあるということが言えます。

1枚めくっていただきますと、銀行の収益水準を見ますと、資産運用益が9.8兆円、一番上の数字ですが、これは受取利息配当から支払金利を引いた差額が9.8兆、その他差益というのは、それ以外の全部の収益から株と不動産の益出しだけを除いたものが3兆、これで13兆ぐらいの基礎的な利益があります。これに対して営業経費が7兆、大分コストカットしていきまして、97年の8兆円から7兆まで下がっていますが、この7兆を引きますと粗利益で5.9兆、6兆弱の粗利益があります。つまり、その他差益、これはいろんな手数料とか、あるいは為替、社債、国債なんかのディーリング益になっているわけですが、この3兆円と利ざやの12兆から経費7兆を除くと6兆ぐらい。これぐらいの粗利があるわけです。この粗利に対して償却、不良債権のロスが9兆を超えておりますので、この不良債権のロスの償却を引きますと業務損益は3.5兆円のマイナス、これが93年度以降ずっと毎年赤字が出ている。これは大手行について個別に見てみましても全部赤字です。ですから、この数字のベースで見て大手行を個別に見て、一行もこれで利益を出している銀行がこの期間でないという厳しい状況にあるわけです。

一言でいえば、貸し出し利ざやが全然足りないので、毎年の貸し倒れをカバーできないという状況にあります。昨年度といいますか2002年3月で終わった期ですと、特別検査があったんでちょっと高目ということがあるかもしれません。3年間ぐらいの平均をとってみますと7.5兆円ぐらいの数字になります。この貸し倒れのロスの99、2000、2001の平均が7兆5,000億前後です。貸出金額が大体500兆前後にありますので、大体年間のロスが1.5%ぐらいということになります。銀行の貸し倒れが年率1.5%、じゃあ貸出金利はというと1.8です。調達金利が0.2~0.3ですから、利ざやが1.5ぐらいしかないわけです。本当の粗利が1.5%ぐらいあって、1.5%ぐらいが貸し倒れでなくなる。そうすると店舗を構えてATMにお金を詰めてやるものが全部赤字になる、こういう状況にあります。ですから銀行は何とか貸出金利を引き上げて、利ざやを確保したいということで、もう最近なりふり構わず金利を上げようとしているわけです。

私は、銀行部門が利益を出すには平均で貸出金利を1%ぐらい上げないとたないだろうと見ております。貸出金利を1%上げると言っても、実は大企業向けにはとても上げられないわけです。大企業向けに貸出金利を上げるといえば、いや、それなら社債市場へ行って調達しますよと言われてしまうわけです。そうすると中堅・中小企業向けの貸出金利を1.5とか2とか上げないとたない。これくらい厳しい状況にあります。じゃあ金利を上げて中堅・中小企業はやっていけるかというと、私は現在のようなデフレではやっていけないと思います。こういう状況を考えますと、銀行部門だけで見れば貸出金利を上げれば何とかなるわけですが、貸出金利を上げると今度は貸出先がまいてしまう。この結果として、銀行部門の再生は無理だというのが私の判断です。

シティーバンクの方とお話をしましたら、シティーバンクは外銀だということで、今順

調に預金が集まっているわけですが、彼らが日本でやられているのは日本で貸し出ししなくてもいいからだとおっしゃっています。日本で貸し出したら貸し倒れのロスを金利でカバーできない。ですから、もう全部外国へ送ると。円で送っても向こうで運用できないですから為替のリスクだけはヘッジして外国へ送って外国で運用する。これで日本で円預金を集めてもちゃんとやっていける。ですから日本で貸し出しをやったら回らないと言っているわけです。こういうふうに考えますと、シティーのような健全な銀行が日本のマーケットを見て、貸出市場を見て、この金利でやったら赤字になりますよというところで日本の銀行がやれるかということです。現在、銀行に対しては中堅・中小企業向けの貸し出しをふやしなさいという命令を金融庁がしているわけです。これをやっていると、もうとにかく利ざやを無視してでも貸しなさいという言いぶりですから、それで貸しますと当然金利競争になります。つまり返してくれる企業であれば、中堅・中小企業であれば本当にゼロ金利でもいいと。

ある大手自動車会社の子会社の優良先への貸し出し金利を聞いたら0.01とか0.02とかいう数字が出るそうです。とにかくアリバイづくりといいますか、金融庁に文句を言われぬように中堅・中小企業向けの貸し出しをふやしたい。そうすると、とにかく優良な先でとにかく返してくれれば、菓子折りを持って行ってマイナス金利でもいいと、こんな感じの状況に今あるわけです。

こういうふうに考えてみますと、金融再生というのは非常に難しいということがおわかりいただけだと思います。つまり銀行部門に対して資本を注入して、経営陣を入れかえて利ざやを出せるようにできるかという、私はできないというふうに思います。

それでは銀行の資本はどうかといいますと、1枚めくっていただきますと、これが全国銀行の実質自己資本です。資本の部合計、これが財務諸表に出ている資本の部合計の全国銀行の数字ですが、2002年3月をまず説明しますと、昨年度末で30兆2,000億自己資本があります。先ほど計算したもので見て7兆弱、6.8兆ぐらいの引当不足があって、それにご案内の繰延税金資産が10兆7,000億あります。10兆7,000億、これは要は実態のない資産でして、将来利益を上げて税金を払わなくてもいいよという金額を載っているだけです。銀行部門はずっと赤字であるということを考えに入れると、この繰延税金資産を近い将来取り戻せる見込みは余りない。しかも5年たつと古いものから消えていきます。欠損の繰り越しといいますか損失の繰り延べは5年間ですから、そうすると後ろから消えていく、こういう実態のない資産なわけです。この繰延税金資産にその他Dというのがありますが、これはバランスシートのうちで時価になっていないものの含み損が2兆円ぐらいあると推計されます。これを引きますと実質自己資本は2002年3月で10.8兆円しかない。見かけの3分の1ぐらいしかないということになります。このうち7.2兆円が公的資本、公的資本を除いた自前の自己資本は3.6兆。これは日経平均1万1,000円で時価が31兆円のときです。そうしますと現在は8,500円前後のところにありますから、ここから2割強下がったところにあります。六、七兆これ

から差っ引けばもう自己資本がないということはおわかりいただけると思います。ですから銀行部門はもう自己資本がない。銀行部門が今でもやられている理由というのは、ペイオフが延期されて、政府が銀行部門の預金を全部保証していますということでみんな安心して預けているからであって、ペイオフを解禁すればひとたまりもない、こういう状況にあります。

過去の破綻金融機関の状況はどうであったかというのを見てみますと、1枚めくっていただきますと、これは98年4月以降、これは早期是正措置が導入されて以降という意味で98年4月以降ですが、仮に破綻金融機関をペイオフで処理した場合に、1,000万円を超す預金保険でカバーされない部分がどれくらいカットされるだろうということ調べたものです。これは丹念に破綻直前の財務諸表を信組、信金、銀行を全部調べまして、それぞれの金融機関への預金保険機構からの贈与金額を調べて、破綻直前の債務額と資金援助額の比を見たものです。これで見ますと平均で25.2%ですから、早期是正措置が導入された以降であっても破綻金融機関をペイオフ処理すれば2割5分ぐらいのカットになった。最悪70%を超すカットがあり得るというわけです。13行で4割を超すカット率になっております。13金融機関です。

この債務超過率というのは、じゃあ、本当に小さいところが悪くて大きいところはいいのかというわけですが、業態別に比べても、あるいは資産規模別に比べても大体このカット率は変わりません。ですからどんなところでも、大体これまでは債務超過率2割強ぐらいで金融庁は処理してきたんだということが言えます。このように非常に厳しい状態にあるわけですけれども、こういう状況ですからこそペイオフが2年間延期されて、しかも決裁用預金といいますか、決裁性の預金については恒久的に全額政府が保証するという措置までとられたわけです。

また生命保険会社も相当ソルベンシーマージンが低下してきております。1枚めくっていただきますと生命保険会社の財務状況がございます。破綻生保の財務状況ですけれども、生命保険会社7社、これは破綻生保7社ですが、これについて破綻直前の総資産と破綻直前の純資産を見てみますと、清算バランスシートで見て、大体債務超過率が1割から3割ぐらいであったことがわかります。大きいところだと千代田生命で総資産が2.23兆、債務超過額が6,000億、ですから約3割。協栄で2割弱、東京で1割、これぐらいの債務超過率であった。銀行も生保も大体債務超過率が2割ぐらいになると処理されてきたということが言えるかと思えます。この結果、保険契約者は相当のカットを受けておりまして、保険契約の中で責準のカット率、責任準備金のカット率というのは直観的には解約返礼金のカット率みたいなもんですけれども、これが大体1割ぐらいあって、さらに予定利率、これは生保がこれぐらいの利回りは約束しますという形で将来の運用利回りを見込んで保険料を多少割り引いているわけですが、その割引率が4%台から1%強ぐらいまでカットされる。

これに加えて早期解約控除というのが課されます。これは破綻した後解約をしますと、

貯蓄相当額をさらに2割カットしますというわけです。こういうふうにしますと、破綻直前で営業中であれば解約返礼金は全部返ってくるわけですが、破綻後に解約しようとするすと3割強のカットになって、しかも運用利回りがうんと下がる。この早期解約控除20%というのを避けるためには、例えば千代田であれば10年待てば早期解約控除はありません。これは毎年2%ずつ減っていくわけで、初年度20、次18という形でカット率が下がっていくわけです。保険料には生保のもうけが中に入っていますから、解約するならそのもうけの金額を前もって全部払ってくださいという訳で、これが解約控除ということになります。悪くいきますと破綻生保の場合は、保険契約をある意味じゃホステージといいますか人質にとりまして、これを今すぐ返してほしかったら2割置いていきなさい。ずっと保険契約を維持して保険料を払い込んでいただければ10年待ってくれば1割カットで済みます、今すぐ解約して現金で払い出すのであれば3割カットです、こういう契約に変更するわけです。こういう状況になりますと、破綻生保を買収すればもうかります。つまり、こののれん代があるわけです。ですから債務超過の保険会社であっても、こののれん代を使って政府のお金を余り使わないで処理ができてきた。ですから千代田生命、協栄生命の場合は3割、2割というような非常に大きな債務超過であっても早期解約控除ののれんを使って破綻処理をしてきたということになります。

現在の保険会社も相当まだ厳しいところにあります。1枚めくっていただきますと、これは2002年3月時点、去年の3月のソルベンシーマージンを見たものです。公表と書いてある一番左の点々が主要10社の公表ソルベンシーマージンで、一番低いところが400ちょっと、高いところが800弱というところにあります。ここで修正②というのを見ていただきたいんですが、これは、日本のソルベンシーマージンの計算方法が非常に甘いもんですから、これをアメリカの基準に合わせたらどうなるかというのを見ますと、200を切るところが去年の3月で3社ございます。このときは日経平均がまだ1万1,000円ぐらいでしたので、現在の8,500円絡みの株価になりますと多分この3社はほとんどゼロ前後、場合によってはマイナスかもしれないと、これぐらいのところにあるわけです。

1枚めくっていただきますと、主要10社の修正ソルベンシーマージン、これは先ほどの修正ソルベンシーマージン②に対応する数字ですが、2002年9月期予測を示しています。昨年9月の段階では生命保険会社は中間決算を実は発表しておりません。中間報告という非常に簡単なものしか出しておりませんので分析が非常に難しい。正式の決算は昨年3月しかありませんから、それを使って株価の低下分だけを考慮するとどうなるかというのを見てみますと、日経平均9,383円の段階で既にゼロ以下になるところが2社、70以下が1社という状況になります。この数字を70で切ってありますのは、アメリカの場合70の段階で既に破綻処理になるからです。また右の方を見ていただきますと、250超過は3社しかございません。ということは10社中7社は250を切っている。アメリカ基準ですと250を切りますと低下傾向にあるか否かというのをチェックします。

低下傾向であれば250を切った段階で既に200以下、つまり早期是正対象になるということになります。こういうふうに見ますと、大手10社のうち7社ぐらいはアメリカ基準でやっていれば、今ごろは早期是正対象にあるわけです。

こういった状況をどうやってカバーしようとしているかといいますと、1枚めくっていただきますと、生保と銀行の持ち合い構造がございます。この生命保険会社と銀行の持ち合い構造を見てみますと、結局、左側に書いてあるのが大手の生保、上が各銀行です。例えば日生を見ていただきますと、日本生命等の大手の生保は全部相互会社ですから株を発行しておりません。この株式に当たるといのが基金です。これは株と大分違いまして、要は議決権のない償還可能な優先株のようなものです。この優先株に当たる基金を償還するときは、それに見合う内部留保を積まないとい償還できないという規定があるので、要は資本として扱われるということです。

日生の基金を見ますと、UFJが470億出していて、あと右へいくと第一勧銀、富士が235億、東京三菱が235億、あと特定目的会社、これは外国のSPCを通じて一般に売った基金ですが、これが1,800億、その他が1,085億、合計4,500億の資本を外部から調達している。劣後債務はゼロでございます。格付の一番低いのが朝日生命ですから朝日を見てみますと、朝日生命の場合では第一勧銀から1,340億基金を調達して、これ以外に大和とあさひ銀行から330ずつ、合計2,000億基金を調達しています。これに加えて劣後債務を1,230億、合計3,230億資本を調達しているということになります。日生の特定目的会社で調達した基金というのは一般投資家からのようですが、朝日生命の場合の劣後債務は大体親密な銀行からだというふうに見ております。そうしますと銀行が生命保険会社の資本を出すという形で、生命保険会社のソルベンシーマージンの低下をカバーしている。この見返りに例えば朝日ですと、みずほの株を530億持ち、大和の69億持って、その他を1,019億、合計で金融機関の株式を1,600億持っているという形になります。ですから、これが基金の見返りということで大体バランスがとれているわけです。さらに銀行の劣後債務を4,499億引き受けているわけです。そうしますと、要はお互いに持ち持ちにして資本を何とか維持しているということで、最近の新聞にもたしか第一生命が銀行株を買うといった数字が出ておりましたけれども、こういう形で結局銀行と生保がお互いにない資本をあるように見せているという状況にあるということが言えます。

こうなりますと、どちらかが破綻するとそれが連鎖するという問題がございます。現在、自己資本が非常に低い生命保険会社、格付からいけば一番低いのが朝日で次が三井、その次が住友になるわけですが、このあたりの生命保険会社は相当多額の基金と劣後債務を取り入れております。三井の場合ですと2,230億、また住友生命の場合が5,450億ということで、相当巨額の劣後債務を銀行から取り入れているわけです。過去の例を見ますと、例えば千代田生命が破綻したときは東海銀行が出していた基金と劣後債務は全額償却されました。生保の破綻処理をすると銀行に連鎖してしまうという問題が起きます。

また銀行について、例えばゼロコストで国有化するというのをやりますと、この株式が無価値になります。また劣後債務については守るかどうか、これは私はボーダーラインだと思いますが、仮に劣後債務を償却するというのをやりますと生命保険会社が吹っ飛んじゃうという状況にあって、お互いに処理ができない状態になっております。最近生命保険会社の予定利率引き下げ問題が日経新聞に出ていましたが、これはどういうことかといいますと、生命保険会社が保険契約者に約束した金利をカットするというわけです。これによって生命保険会社の利益を大きくして何とかやっていこうという考え方です。

これには幾つかの問題がございます。まず問題の所在ですけれども、生命保険会社の保険契約を考えていただきますと、例えば定期付終身、皆さんもお持ちかもしれませんが、定期付終身や養老保険があると思います。あるいは個人年金といったものがあります。定期付終身の場合は終身部分については結局一生涯初めの予定利率5.5で固定されるわけです。そうしますと解約返礼金に当たる部分というのは大体5.5ぐらいで運用しますよという約束をしているわけです。もちろん利ざやが乗せてありますので、それを2%やそこから運用利回りが下がっても私は大体やっていけるんじゃないかなと見ておりますが、ただし3%の利回りが今とれるかというのとれないわけです。問題は生保が90年代の前半ぐらいまでに売った5.5%の予定利率の契約に対して、超長期の資産を持っていなかった、これが最大の問題点です。負債の平均期間が大体15年ぐらい、デュレーションではかって15年ぐらいですけれども、これに対して運用の方は5年ぐらい、平均で5年ぐらいの期間で運用してきたと。この10年のギャップというのは非常に厳しいわけですし、金利が下がっても5年ぐらいはいいわけですが、それを超すと結局逆ざやがどっと表へ出てくるということです。特に苦しいのは例えば年金でして、個人年金、終身個人年金みたいなものです。確定年金をわたしが90年に仮に買ったとしますと、例えば65才の払い込み満了までずっと50万ずつ払っていく。この場合生命保険会社は、私が昔払った50万だけではなく、今払う50万に5.5%つけます、将来ずっと私が65になるまで払う分に全部5.5%つけて、さらに取り崩す期間も5.5%で回しますという約束をしてしまったわけです。将来入ってくる預金に高い金利を付したようなものでして、非常に苦しいわけです。ですからある大手生命保険会社のアクチュアリーの方に、仮に新規契約がゼロで解約もゼロだったら予定利率どうなりますかと聞きますと、「シミュレーションの上では平均予定利率は上がります」というわけです。というのは、昔ある契約で高い金利を約束したお金がどんどん入ってくるわけです。そうすると古い契約の解約があつて、新規契約がとれて、やっと予定利率が下がって行くことになる。こういう厳しい状態にあるわけです。

では、保険契約の予定利率は下げられないのかということですが、96年の保険業法改正までは実際上これをカットすることができました。これは総代会でカットできるという条項が定款にもあったわけです。ところが96年の保険業法改正でこれを全部やめてしまったわけです。現在は契約を総代会で議決をしても予定利率を下げるのはできない

と解釈されています。そうすると、じゃあどうしたらいいかというわけですが、私はない袖は振れないといえますか、運用利回りが実は時価利回りを見て大手10社それぞれ見ても2001年度はマイナスの利回りです、株が下がっていますから。多分2002年度も株がこれだけ下がっていますと時価利回りで見ればマイナスの可能性がかなり高いと見ております。そうすると逆ざやというのは、負債サイドが4%前後の利回りがあって、運用の方は時価で見たらマイナス1とかそれぐらいしか回っていない。この逆ざやをどうカバーするか。私はない袖は振れないので予定利率の引き下げは避けられないと見ております、早晚どこかで下がると思います。問題はどうか下げるかということです。下げ方としては私は現在の法律制度のもとで一番すんなりやる方法は、東京地裁に持ち込むというのが一番簡単で、更生特例法をかければ数カ月で処理できます、3カ月から半年ぐらいで処理できると見ています。そうしますと破綻処理すれば予定利率は下げられるわけです。これをやりますと銀行が出している劣後債務や基金が全部償却されるという問題があります。ですから、今、金融庁が考えている破綻前の予定利率引き下げは、東京地裁にはいかないというわけです。そこで予定利率の高い契約の保険金をカットする。問題はこれができるかどうかですけれども、非常に筋が悪いと見ております。といいますのは、保険契約というのは預金と同じで一番優先権のある債権です。つまり保険会社の債権者から見れば一番優先度の高い先取り特権までついた優先債権です。その下に劣後債務や基金があって、だからこそ基金や劣後債務は資本ですよと胸を張ってソルベンシーマージンに入れているわけです。ところが、この基金や劣後債務をカットしないで予定利率をカットして、保険金を引き下げるということは、要はシニア、優先債権者をカットして、劣後債権者を一切カットしない、あるいは多少なりともカットするにしても余りカットしないで処理してしまう。これはですから非常に筋が悪いやり方になります。仮にこれをやりますと、将来、生命保険会社が基金や劣後債務をいかに積んで、こんなに資本がありますよと胸を張ってもだれも信用しないということになります。つまり契約上の優先順位をひっくり返すという問題があるわけです。

こういうのが現在の問題点として、非常に生命保険会社については苦しい状況にあると思います。

では、金融危機は起こるかということですが、これで見たとおり銀行部門はもう資本もない、生命保険会社ももう資本はない。にもかかわらず、危機は起きるかというふうに分かれますと、私は多分起きないだろうと。小泉さんがしっかりしていれば起きないだろうというふうに見ております。つまり金融危機対応会合を開けば、実はオールマイティーに近い権限を持っていて、銀行国有化や預金の全額保護、何でもござれになっていますので、銀行を国有化しておいてやれば大抵のことはできてしまう。そうしますと預金者全額保護ももちろんできるということになります。でもこれをやった場合に何が起きるかですけれども、多分金融危機はとめられますけれども、財政に来るだろうというふうに見ております。

現在の財政赤字は非常に厳しい状態にあります。一枚めくっていただきますと、10ページですが、これは日本の財政バランスのシミュレーションをしたものです。歴年で2001年度、これは歴年ですから2001年マイナス1.4%、2002年が歴年でマイナス1.7%で、2003年多分マイナス2%ぐらいだろうという数字を置いております。現在の財政赤字はプライマリーバランスでGDP比2002年で6.4%ぐらいです。このプライマリーバランスというのはよく新聞の説明なんかを読んでもわかりにくいと思いますが、直観的にいえば利息の支払いと受け取りを全部除いた財政バランスです。つまり政府の利息の受け取りと利息の支払いを全部除いた場合の財政赤字がGDP比6.4です。ここで一般政府のプライマリーバランスと書いてありますが、一般政府というのは何かといいますと中央政府、それから地方政府、これは3,300ある都道府県、市町村の地方公共団体全部です。これに社会保障基金、これは公的年金と公的医療保険、こういったものを足したものです。この三つを足した財政赤字がGDP比6.4%あるわけです。三十兆円。この6.4%に利払いがあります。ネット利払いは右端にありまして、2002年でGDP比1.5あるわけです。ネット利払いGDP比率が1.5。ですから利払いを含むと約8%の赤字であるということが言えます。40兆ぐらいの赤字である。この財政赤字、GDP比8%の赤字、あるいは政府のグロス債務で2002年末で150%というのは非常に悪い数字でして、財政破綻した途上国でもここまで悪くありません。この前、ある国際学会でインド人の学者としゃべったら、インドが財政破綻したときよりもよっぽどひどいねと言っていましたし、アルゼンチンの学者と話していたら、アルゼンチンならとっくの昔にキャピタル・フライトが起きている、だれも国債なんか持つ人はいないだろうと言っていました、それぐらいひどい数字であります。

このままいきますと、私はどこかで財政に対する信用がなくなるときが来ると思います。これは何年先かというのはなかなかわからないわけです。日本の1,400兆と言われる国民の金融資産を持っているのは年配の方が多いです。そういう人は非常に保守的ですから、円で持ちたい、あるいは日本政府の信用があればいいというふうに思って持っているわけです。現在、資産デフレですから株や不動産を売って払って現金にすれば有利なわけです。不動産や株を持っていればどんどん値下がりしてしまうと、これに対して現金、預金、国債を持っていれば少なくとも名目価値は維持できる、しかし、これは維持可能かというふうにいいますと維持不可能です。つまり財政の方は火の車でどんどん悪化しているわけですし、みんなが政府の信用があるからといって預金に安心してお金を預けているわけですが、じゃあ政府の信用はというと、どんどん低下しているわけです。政府の信用度合いはどんどん低下しているけれども、みんな国債・預金の方が不動産や株式よりもいいというふうに考えて売っている、こういう状況にあります。これは一言でいえばバブルでして、現金、預金、国債バブルということが出来ます。株式や不動産が売られて、現金、預金にシフトするタイプのバブルであります。そうしますと、このバブルはどこかで巻き戻しが来るわけですし、政府に対する信用がなくなるとき、これはどういうときになくなるかと

というのはなかなか難しいわけですが、最近ですと例えば地方の公営企業が破綻する、地方政府が見放して地方の土地供給公社の破綻が起きているわけです、第三セクターが破綻するとか、あるいは地方財政がやっていけなくなると。そうすると全部中央政府になだれ込んでくるわけです。じゃあ中央政府の財政はといいますと、やっていけない。そうするとさらに悪化するわけです。

最近、日本経団連の奥田さんが消費税を引き上げろということをおっしゃいました。現在5%の消費税を16%までですから11%上げるということです。これの効果ですけれども、1年目に消費税を上げるときというのは多少のかけ込みがあると思いますので、プラスに効くと思いますが、2年目以降はずっと増税になりますからマイナスに効いてまいります。そうしますと初めはプラスに効くけれど、その後ずっとマイナスにいくような景気対策、経済政策をやるわけですから、デフレはさらに長い目で見れば悪化する。もちろん消費税の分だけ物価についてはプラスに効きますけれども、企業の売上げは消費税を除いて見なければいけないわけです。そっちの方はどんどん下がっていくということになります。消費税5%で大体税収が12兆円ぐらいありますので、これを3倍にすれば24兆増税ということですから、財政赤字は大きくこれで減らせるわけですが、しかし経済がどんどん悪化すれば、やはりどこかでパンクするということになります。こういうふうに見ておきますと、私はデフレを放置したまま増税をするということは極めて危険だというふうに見ております。むしろデフレをとめてからやる必要があるということが言えるわけです。

ですから財政破綻を避けるためにどういう経済政策があり得るか、つまりデフレ対策としてどういう政策があり得るかというわけですが、大型減税はもう財政が火の車で無理だ、公共投資拡大も難しいということです。消費税の段階的引き上げも、今申し上げたようにうまくいかない。そうするとどうやったらいいかというわけですが、私は当面はデフレ脱却のためには、日銀によるインフレターゲットの設定が必要だというふうに見ております。日銀が大体1から2%ぐらいの中期的なインフレターゲットを設定するというわけです。ターゲットを設定してもこれは単に目標を設定するだけですから、これを達成する手段がないと意味がないわけです。私はそれを達成するためには、日銀が株式やリートを大量に買ってはどうかというふうに見ております。

この前、テレビのキャスターに聞かれて、どれくらい買ったらいいと思いますかと聞かれて、私は月5兆円ぐらいでどうですかと申し上げたんですが、年間で60兆円というのは株式時価総額が二百四、五十兆、GDPの半分ぐらいありますので、その4分の1ぐらいを1年で買うぐらいのペースで大量に株式、リートを買う。私は株を買う場合、個別株を買うべきではないと見ております。むしろトピックス連動の投信なりトピックス連動の株式の先物を買えばいいのであって、個別の株を買う必要はないと。これをやれば時価総額が大きい優良企業を中心的に買うことになり、どの企業も排除しない。トピックスだけではカバーが不足だというんであれば、それ以外の市場の店頭市場なんかにある株式についても時価総額でインデックスをつくって、そのインデックスに比例して買っていけば私

はいいのではないかと思います。現在のトピックスにはリートは入っておりませんので、リートの時価総額分をカウントして、それに比例して日銀が買っていくというふうにしてインフレターゲットを達成するというわけです。

この効果は何かといいますと、先ほど現在は株や不動産が売られて預金、現金にお金がシフトするタイプのバブルだというふうに申し上げました。バブルに対する対抗策として大きくって二つやり方があるんですが、そのうちの一つはバブルの投機の対象になっているものを大量に供給してやって、売られているものを買うということです。不動産バブルのときであれば、国がいっぱい土地を持っていれば土地を売り浴びせるというのは当然一つのやり方です。幸い現在の現金、預金バブルというのは、一番対応しやすいタイプのバブルです。というのは日銀が無制限に供給できるタイプのものです。そうすると日銀が無制限に現金、預金を供給して、それで株式、不動産を買えばいい。だれかが空売りされたらどうするんですかと聞かれたんですが、買い方の現金が無制限にある場合に空売りをするばかりはしません。日銀サイドの現金は無制限にあるので、これを使って大量に株式を買い入れデフレをとめるわけです。この場合に達成するのは株価や不動産の価格の水準ではなくて、一般物価の安定です。つまり消費者物価ではかつて年率一、二%のインフレになるまで大量の株式買いオペを行うということです。

これでも効かないかもしれないということは、実はあり得ます。これはどういうことかといいますと、多分これを日銀が発表して株式買いオペを始めれば、アナウンスするだけで多分株は何割か上がると思います。不動産価格もある程度リバウンドすると思います。これによってみんなの気分がよくなって、景気が前に回り始めればデフレから出られる可能性というのはあります。しかし、それでも一般物価、賃金と物価がじわじわ下がり続けるということは実は起こり得るわけです。賃金、物価がじわじわ下がり続けると、例えば住宅ローンを支える賃金、給与が下がっていく、あるいは賃貸料のもとになる売り上げが徐々に減っていくという形でデフレはまた始まってしまいます。一時的に株や不動産価格が上がっても、また下がってしまう可能性というのは実はないわけではない。

こうなった場合には何がいるかといいますと、6のところに書いてあるマイナス金利というのが私は必要になると見ております。マイナス金利というのはどうやってやるかというわけですが、日銀が例えば貸出金利をマイナスにすると、公定歩合をマイナスにすればマイナス金利じゃないかという人がありますが、これはやってもむだです。皆さんが仮に銀行業をやっているらっしゃって、日銀からマイナス2%でお金を借りられるという場合に、じゃあ何するかですが、私がやっていたら日銀からマイナス2%で借りて現金積んで寝ています。これが一番安全で絶対もうかります。無制限に貸してもらって全部現金に積んでおけば2%抜けるわけですから、これ以上いい商売はないわけです。そうすると日銀が貸出金利をマイナスにしても効果はありません。そうすると、じゃあ何をしたらいいかというわけですが、さっきは現在はバブルだというふうに申し上げました。つまり株や不動産が売られて現金、預金を買われるバブルだ。そうするとバブルの対象に税金をかけるわけで

す。不動産価格が上がっているときは不動産に課税するというのはいくつかのやり方です。現在のように不動産や株が下がって、現金、預金の価値がどんどん上がる、不動産ではなかった現金、預金の価値がどんどん上がるという状況であれば、その上がっているものに税金をかける。ですから政府が価値を保証しているすべての金融資産に対して税金をかける。この税率はデフレ率プラスアルファ、現状であれば二、三%が適当かと思います。そうしますと政府が保証しているすべての金融資産ですから、要はここに書いてありますが国債、政府保証債、郵貯、郵便振替、簡易保険、預金、現金、大体これぐらいのものに対して残高に2%ぐらい課税するということです。

この残高に2%課税する、じゃあ預金、簡易保険これは別として、現金はどうやって課税するんだというわけですが、これは2004年にちょうど銀行券を刷りかえますので、銀行券を入れかえるときに旧銀行券を無効にするなり、あるいは印紙を張らないと無効にして交換手数料を日銀がとればいいわけです。銀行券の交換手数料を日銀がとれば銀行は自分の窓口で交換するときにも手数料を転嫁します。この形で旧銀行券と新銀行券の交換のときに2%ぐらいの税金を課すことができます。この税金というのはどれくらいになるかということ、大体20兆を超えます。大ざっぱに言って一番大きいのは預金、二重計算を避ける必要があるんですが、例えば郵便貯金が国債を持っているとかということと二重計算になってしまいますので、一回だけ計算する必要があるんですが、銀行預金が600兆ぐらい、郵貯が240兆、簡保120兆、現金が今70兆とかあります。ざっと数えただけで1,000兆を超えます。そうしますと、これに対して2%課税すれば20兆円の税金、一回限りですが20兆円の税金になります。これをやれば銀行の自己資本の充実から不良債権処理、また雇用対策何でもできるぐらいの金額がどんと入ってくる、もちろん国債を買い入れ償還してもいいわけです。

これをやった場合の効果というのは何が起きるかといいますと、課税されないものにお金がシフトします。じゃあ課税されないものは何かということ、株式、不動産、耐久消費財、外貨ということになります。そうしますと、当然発表したらすぐ多分優良企業の社債は2%のプレミアムがつきます。例えばトヨタの社債には2%のプレミアムがつきます。CPとか短期のものであれば非常に有利ということになります。また銀行貸し出しに対しても強烈的な刺激効果があります。銀行が日銀の当座預金にお金を寝かせておくと2%税金がかかります。貸し出しをやればこれには税金はかかりませんので、必死に貸し出そうとします。あるいは企業間信用も拡大します。課税日の前に現金で受け取ると税金が課されます。課税日の後でいいよと、支払いを猶予してあげるよと言えば税金はかかりません。そうすると買掛金がある人は必死に返そうとして、売掛金がある人はなるべく返してくれるというわけですから企業間信用がどんどん拡大します。また現金を積んでおいてうんと値下がりしてからマンションを買おうと思っていた人は、マンションにシフトします。住宅を買おうと思っているけれども、この調子で値下がりしているんなら、まだ現金を握っていた方が得だと思っている人は相当いると思います。そうしますと、そういう人は現金を持つ

ていても税金がかかってしまう、デフレを本気でとめるんだということになれば、当然現金から不動産にお金のシフトが起きます。また耐久消費財の買いかえなんかにプラスに効くわけです。

この課税方法というのは、じゃあ、これまで言った人がいるのかと、実は古くからいます。私がこれを初めて知ったのはケインズの一般理論、よくマクロ経済学を始めた経済学者で非常に有名な、多分一番有名な経済学者の一人ですが、ジョン・メイナード・ケインズの一般理論の23章にこの話が出てきます。彼自身は実は別の人、シルビオ・ゲゼルという人が唱えた銀行券に対する印紙課税の話を紹介して、これを言っているわけです。シルビオ・ゲゼルというのはドイツ人で、ブエノスアイレスで仕事をしていた成功したビジネスマンらしくて、デフレ対策として銀行券の保有に対して税金を課せよといった。ですから銀行券に毎年例えば1万円札であれば毎年200円ずつ印紙を張っていかないと有効でなくなるという形で税金を課せばデフレから出られるということをやったわけです。随分前からこのやり方は知られていて、最近でも日銀がデフレについてのカンファレンスを2年ほど前にやったときに、グッドフレンドというアメリカの経済学者が同じような提案をしています。私も、もともと日銀におりまして、外国の中央銀行の方ともお話しする機会が今でもあるんですが、最近フェデラルリザーブ、アメリカの中央銀行の方とお話をしましたけれども、マイナス金利どう思いますかと聞いたら、十分あり得るだろうと言っていましたし、先日もカナダ銀行の元副総裁の方とお話ししたときも、当然あり得る。彼は、「電子マネーなら簡単に課税できるんだけど、紙のお金だと課税が面倒だよ」とまで言っていました。

この課税方法について、じゃあ税務上できるかどうかということについてですが、これは最近、人事院の研修をやる機会がありまして、本省の課長補佐クラスの研修をやったわけです。そのときにデフレ対策についての講演をして、宿題を出してほしいと言われてまして、宿題としてマイナス金利が実行できるかどうか一回調べてほしいという宿題を出しました。そうしたら2人国税の方がおられまして、国税のいろんな通達とか法律関係を全部調べたけれども、十分やれる、租税条約上も問題ないというふうに彼らは言っていました。本省の課長補佐クラスが私の提案そのものを評価してくれたんですが、この課税は副作用が実は余らないと。むしろ危険性は非常に安易に大量の税収が入るので、政府がこれを何回もやることの方が心配だと言っていました。これは1回やって2%かければ20兆とかいうわけですから、打ち出の小づちみたいになるわけです。デフレのときであればこれは非常に効くわけですが、物価がプラスになったときにこれをやりますと、インフレを加速しますので極めて危険です。ただ、デフレ対策としてはマイナス金利というのは十分あり得るというわけです。

じゃあ、これを仮にどういう順番でやったらいいのか。つまりインフレーターゲットとそれから日銀の株式、国債買いオペ、それからマイナス金利というわけですが、これをどういう順番でやったらいいのかというわけですが、私はまず日銀はインフレーターゲットを設

定すべきだと思う。これも1年間のインフレターゲットでは期間が短過ぎるわけです。今は消費者物価はマイナス1を超すぐらいであって、最近日銀が計算し始めた企業物価はマイナス2ぐらいいっているわけですから、これをプラスにするというのはすぐにはできません。そうすると私は3年ぐらい先をターゲットにして、3年ぐらい先にプラスに持っていく。現在に比べて3年先の物価水準を年率で1.5ぐらい高い水準に持っていくべきだというふうに思っています。そのためには当面、株式買いオペとリートの買いオペをやって、これで効かなければ、私は2004年ぐらいにちょうど銀行券を刷りかえますから、その段階で交換するとき手数料を2%課せばよいということになります。

では、これを行った場合に副作用はないのか、あるいはインフレになった場合とめられないんじゃないかという疑問を持たれる方もあり得ると思います。実際、物価がプラスになった場合に、それがとめられないんじゃないかと言っている人は結構います。私は現状であれば、つまり今から一、二年ぐらいの間であれば十分とめられると判断しています。これはどういうことかといいますと、日銀が株式を大量に買って現金を供給した場合、物価が上がり始めるわけですが、これで物価が上がってきた場合、すぐにインフレ率がうんと上がることはあり得るかという、これはあり得ません。資産価格というのは二、三割ぼんと上がる可能性はあり得ると思っていますが、一般物価、給与、賃金や一般の消費者物価というのには、相当長い慣性があります、イナーシアといいますか慣性があります。ですから相当な需要超過のような状態になっても、物価が上がるのには半年や1年のラグは十分あります。そうしますと物価が上がり始めたところで日銀がすかさず買ったものを売ればいいわけです。買うものについては株式を買っていますから、物価が上がり始めれば株価は多分数割はリバウンドします。不動産価格も何割かはリバウンドします。そこで日銀が安く買った不動産と株を高い値段で大量に売り戻せば日銀は大もうけできるわけです。ですから日銀のバランスシートも傷みません、むしろ利益が出ます。

日銀は国債を買った方が安全だと言っておりますが、実は10年国債ほど危ないものはありません。デフレから出られれば10年国債は少なくとも3割は損します。物価上昇率、今はマイナス1強ぐらいですから、現在の1%を切るような低金利でも10年国債を買う人がいるわけです。これがデフレから出られて、プラスの一、二%のインフレ率になれば長期金利は4%ぐらいになります。金利が3%上がれば現在の10年物国債は3割は値下がりします。日銀のバランスシートは実は大いに傷むわけです。日銀のバランスシートの観点からも、私は長期国債を買うというのはアナウンスメント効果のために少しやるというのはわかるわけですが、ここまでやって効果がなければ、もうやめるべきであって、現状であれば株式を買う方がよほど安全だ。つまりデフレから本当に脱出する気であれば、国債を買うよりは株を買う方がずっと日銀のバランスシートにもいいということが言えます。

では、インフレになったらとまらないと言っている人は何を考えているのかというわけです。例えば木村剛さんが量的緩和、株式買いオペなんかをやったらインフレはとまらない

いとおっしゃっているわけです。私が「なぜ日銀がインフレになったとき、それをとめられないと思うのですか。売りオペをやってもとまらないと言うのですか。」と聞いたら、彼の答えは「日銀の政策委員会は腰抜けだから、一たんインフレになった場合には政府の圧力で止められないに違いない。よってインフレになってしまうのだ。」というわけです。

だから技術的にインフレをとめられないのではなくて、政治的な問題です。日銀の総裁以下がしっかりしていて、デフレはとめるんだけれども、インフレもとめますという判断を持っている人が売りオペをやれば、当然インフレはとめられます。

ただ、私が当面数年であればとめられると申し上げましたが、それを超えるととめられない可能性があるとは私は考えています。これはどうしてかといいますと、国債残高が巨額になり過ぎるからです。国債残高、10ページの図を見ただけでも、5年もたてば200%超すわけです、一般政府グロス債務が200を超すわけです。毎年10ポイントずつぐらい上がるわけです。ここまで政府債務がどんどん増加してしまいますと、デフレから出ることで自身が非常に危険になります。デフレが続く限りは財政は実は余り困りません。仮にムーディーズが日本国債の格付を今シングルAですが、トリプルBにして、仮にダブルBにしたとしても、実は政府はそんなに困りません。これで仮に長期金利がはね上がって長期国債が出せないという状況であっても、短期国債を出せばいいわけです。デフレのもとでは日銀はゼロ金利を続けますので、ゼロ金利のもとで短期国債、3カ月物の国債を出せばこれは現金と一緒にです。つまり政府がゼロ金利のもとで出す短期国債、TBとかFBですが、これは現金と一緒にです。ゼロ金利ですから。そうすると政府自身が実はもうほとんど現金が出せる状態にあるので、仮に格付が下がっても心配ないわけです。しかし、一たん物価上昇が始まると、例えば資本逃避で円から外貨にどっとシフトする。

例えば国民の1,400兆の国民資産のうちの4%ぐらい、60兆ぐらいが円から外貨に仮にシフトしたとします。それで外貨準備は飛びます。外貨準備というのは1,400兆の国民金融資産から見れば非常にわずかなものです。中国は外貨準備が巨額でして、国民の金融資産に比べても外貨準備は5割とかいう状況にあり、巨額の外貨準備を持っているわけですが、日本は名目金額は非常に大きいですが、国民の金融資産も非常に大きいため、国民金融資産の数%が外貨にシフトするだけで大幅な円安になり得ます。外貨準備を総動員して円を買い支えても円売り圧力が来るというわけです。ですから日本のように債権国であっても資本逃避は起き得ます。政府に対する信用がなくなれば、円から外貨にみんながシフトすると、これで外貨準備は飛びます。

例えば中国の国民の持っている預金の7%ぐらいは既に外貨預金です。中国人も自国政府を余り信用していないわけです。要は天安門や文化大革命とかありましたので、余り政府を信用していない。そのために個人は外国の親戚とかからなるべく外貨送金を受けて、受け取ったものは全部外貨預金で持っているわけです。

仮に日本の家計が4%ぐらいの金融資産を外貨にシフトするだけで、外貨準備はなくなる。そうなりますと大幅な円安になります。例えば200円を超すような円安になります。

そうならばデフレからは出られます。しかしデフレから出られた場合には何が起きるかという、金利を上げなければいけません。日銀はデフレから出たら金利を上げなければいけないわけです。金利を上げるためには当然買ったものを大量に売る必要があって、株式買いオペをやったら株を売るし、あるいは国債買いオペであれば国債を大損してでもいいから売ると。売るものが足りなければ日銀売出手形、要は借用証書を書いて売ると、ということで資金を吸収することができます。

これどうまくいくかといいますと、これで金利を例えば物価上昇率が二、三%になったからインフレをとめるために金利を四、五%まで上げますということをやると、政府はどうなるかという、政府債務の金利が一気にはね上がります。現在、政府債務の大半は短期です。最近の国債の借りかえの3分の2は2年以下の短期です。また郵貯もあれば10年物の定額郵貯が大半ですが、これも預けかえ可能です。短期市場金利が5%になれば、当然郵貯金利も4%やそこらに上げる必要があるわけです。そこまで金利を上げるとみんなどっと預けかえします。郵貯の運用期間は大体平均4年ぐらいで運用していますから、一時的に大幅な赤字になります。

政府の利払い負担がどれくらいふえるかというわけですが、負債GDP比率が200%ぐらいになった段階で、例えばこの数字で2008年とかいう状態で利払い負担が例えば5%ぐらい金利が上がるという状況をシミュレートしますと、2年ぐらいの間に利払い費は50兆円ぐらい増加します、郵貯と国債全部足して。ネットの利払いの増加がGDP比10%ぐらいになります。そこですかさず増税ができればいいわけですが、消費税を倍に上げるとか、あるいは所得税を増税するといった形で市場のコンフィデンスをカバーするようにすればいいわけですが、そういうときに混乱で例えば増税もできないということになりますと、現在のアルゼンチンのような状況になります。ブラジルやアルゼンチンは債務国であり、日本は債権国ですけれども、財政赤字の状況は日本の方がはるかに悪いわけです。日本は債権があるから格付上げろと言っても、大概債権を持っているのは民間であって国ではないわけです。ですから政府の格付はどんどん下がっているわけです。いざとなれば増税できる意思と能力があると見られていれば大丈夫ですが、課税する意思も能力もないと見られればどんどん格付は下がるわけです。そうしますと利払い負担が急激にふえるときに、すかさず増税ができれば信用は維持できると思いますが、それができない場合は利払い負担が巨額になってしまう。50兆という金額は、これは今の国税収入が四十兆円ですから、それを上回るわけです。ですから税金全部を利払いにつぎ込んでもまだ足りないという状況は完全に借金地獄です。そうすると当然実質金利ははね上がります。つまり、そういう国の信用はなくなりますから、金利ははね上がります。

最近、ブラジルの数字を聞きましたが実質金利10%というわけです。国の国債を賄うための実質金利10%、物価上昇率が5%であれば金利が15%になるわけです。そうするとプライマリーバランスの黒字をGDP比4%ぐらいにしないとだめだというような議論がなされているわけです。ですからIMFはブラジルに対してそれぐらいの黒字を出せ

というふうに圧力をかけているわけです。日本でいったらプライマリーバランスを10%改善するためには50兆の増税が必要です。50兆増税というと、消費税を5倍ぐらいにすればいい。5倍の25%は極端な数字に見えるかもしれませんが。しかしヨーロッパ諸国は大体消費税を20%取っていますので、そのていどの増税で国がつぶれるわけじゃないんですが、大変な覚悟が必要です。

このように考えますと、私は現在のデフレを放置するというのは財政破綻を招いて、制御できないインフレを招くもとになっているというふうに考えております。ですから日銀がデフレを放置することは、つまり強力なデフレ対策をとらないということは、みずからの信用を徐々にむしばんでいる。ですから日銀が信用を維持するためには政府の信用を維持する必要がある。政府の信用を維持するためには政府が増税できるような環境をつくる必要がある。もちろん歳出カットはいりますが、増税は避けられないと思います。

増税できるような環境にするというのはどういうことかということ、金融政策で景気を支えられて、財政は引き締めにとらされるという状況にする必要があるわけです。そのためには物価上昇率がプラスになっていて、金利を低目にすれば景気を支えられる、そこで財政が引き締めるという組み合わせが必要になるというふうに見ているわけです。

大体、以上でデフレ脱却、資産デフレ脱却の処方箋と、その副作用といった点をお話ししました。