

[第 78 回講演会]

日本経済長期低迷の背景

株式会社 大和総研顧問
新保 生二 氏

大和総研の顧問の新保です。よろしくお願いたします。

今日は、「日本経済長期低迷の背景」ということで、90年代、失われた10年と言われている背景を四つに整理して、お話をしたいと思っております。

ただ、その前に、最近世界のエコノミストや政策担当者の日本経済に対する見方が非常に厳しくなっているのですね。少し世界的な背景をお話ししておいた方がこの話に入りやすいと思いますので、そこをお話ししたいと思います。

アメリカのMITにドーン・ブッシュという教授がいて、つい一、二週間前にワールドビジネスサテライトにも出ていましたけれども、彼が2カ月に1回ぐらい世界経済のレポートを送ってくれるのです。その中で、最近日本経済についてどういう見方をしているかということが非常によく出ていますので、簡単にお話ししたいと思います。

結論から言えば世界経済全体は、今年の後半ぐらいから上向くだろうというのが彼の見方です。というのは、アメリカ経済が相当金融緩和をやっておりまして、一昨年末はフェデラルファンドレートが6.5%だったのが、今は1.75%ですから、4%以上金利を下げているわけですね。大体アメリカは1%フェデラルファンドレートが下がると、1年後に実質成長率を1%押し上げるというふうに言われていますから、金利引き下げだけでも4、5%の成長率を押し上げるくらいの景気刺激効果が予想されているわけです。

それに加えて、減税などいろいろな政策をやっていきますので、政策効果だけで5、6%のプラス効果が出てくるということが、基本的にアメリカが回復するだろうと見ている背景です。それに加えて、アメリカは日本経済のようなバブル問題の深刻さが無いということです。確かに株価はバブル的ではありますが、金融機関が不良債権で困っているわけでもないし、土地のバブルという問題があったわけでもないし、それから、後で説明しますが、何よりアメリカは、リストラが80年代、90年代大幅に進んでいます。日本のような過剰雇用のような問題もないということで、金融政策を打てば、効く環境にあるというのが彼の基本的な見方です。

したがって、アメリカは今年の後半からよくなるだろうということになります。ヨーロッパ

パは少し問題含みだけれども、それでも後半から少しずつよくなるという姿を描ける、したがって、基本的には世界経済全体として、今年の後半ぐらいからよくなるだろうというのが彼の見立てです。

ただし、リスクファクターは二つあると言っているのですね。一つ目のリスクファクターはサウジの情勢が危なくなると、また石油供給等に問題が出てくるというリスクです。それから、もう一つのリスクは日本の金融システムのメルトダウンだというふうに言っているのです。つまり日本が世界景気の足を引っ張るというリスクが一番大きく深刻なものだと見ているということでもあります。

なぜ日本経済がこれだけひどいことになったかという点ではありますが、彼は財政ももう破綻しているし、つまり金融機関が破綻しているだけではなく、財政まで破綻しているという見方なのですね。したがって、もう取る手だてがどんどんなくなってきていて、あとは幸運を祈るしかないというようなところまで追い込まれているという見方があります。

では、なぜそこまで失敗したかということのをこれから考えたいのですが、のっけからストレートに言うようですが、国内のエコノミストや政策担当者の分析と、海外の専門家、エコノミストの分析との間に相当の乖離があると思います。よく竹村健一が「世界の常識は日本の非常識」と言っていますけれども、その世界の常識はどのような常識かということ、簡単に結論だけ言えば、一生懸命財政政策、つまり公共事業の拡大とか減税とかいろいろやったけれども、ほとんど効果がなかったというのが外国のエコノミストの見立てであります。

それで、何が問題だったかと言ったら、やはり金融政策が失敗したというのが外国のエコノミストの見方があります。ところが、日本のエコノミストはもっと財政政策をしっかりとやらないから失敗したという議論だし、金融政策をいくらやってもひもは引っ張ることはできるけれども、押すことはできないのだという、180度反対のことを言っていますね。内外でなぜそういう乖離が出てくるかというところを、もしうまく説明できたらいいなと思っています。

まず、90年代の日本の平均成長率をこの表の左側の下で見いただくと、10年間の平均成長率は1.4%だったのですね。この1.4%というのは日本としては非常に低い成長率であります。70年代、80年代の平均成長率は4%台で、先進国の平均より日本の成長率がやや高いというのが普通のパターンだったのですが、90年代の平均は1.4%ですから、非常に落ち込んだわけです。主要国の成長率と比べてもアメリカが3.2%、カナダが2.7%、ドイツが2.7%、イギリスが2.1%と日本より皆高いわけであり

ます。しかも、何もやらなかったわけではなく、先ほど申し上げたように、日本は一生懸命財政でアクセルを踏んだのですね。このグラフをごらんになっていただくと、構造財政収支、この構造財政収支というのは何かというと、景気変動の影響を除いてある財政収支なので

す。なぜこんなことをやるかという、実は景気が悪くなって、税収が減っても財政赤字は増えるわけで、それは景気政策の影響ではないのです。景気政策の影響をとらえるためにはそういう景気変動の影響を除去して、政策によって変化した部分だけをとらえようというのがこの構造財政収支です。

日本の構造財政収支は、太い青い線で示してありますように、90年代の初めはプラス1.8%ぐらいあったのです。それが2000年ですとマイナス6%ぐらいになっていますから、7、8%GDP比で財政収支が悪化するぐらい公共事業の拡大とか、減税とか、一生懸命アクセルを踏んだということでもあります。

では、ほかの国はその間どうだったかという、みんな右肩上がりになっていますように、一生懸命財政再建路線を歩んだのです。財政はブレーキをかけたわけ。皮肉なことは、財政にブレーキをかけた他の主要国の方が一生懸命アクセルを踏んだ日本より成長率が高かったということが起きているわけです。これは言われているほど、財政政策がひょっとして効果が大きくないのではないかと疑わせるグラフであります。日本の場合は、日本のエコノミストはほとんどオールド・タイプ・ケインジアン的ですから、それはバブル崩壊の影響があったからこれぐらいやってようやく1.4%にとどまったので、やらなかったらもっとマイナスになっていたという議論をやるでしょう。

しかし、細かくは申しませんが、実はバブルが崩壊したのは日本だけではないのです。スウェーデンとか、フィンランドとか、イギリスとか、アメリカでも若干のバブルは破裂したわけですが、そういうバブル崩壊国でも日本より高い成長率なのです。これについては後でもう少し示しますが、どうもバブル崩壊でブレーキが大きかったからということだけでは説明つかない。ましてや、ほかの国は財政政策の面でブレーキを踏んでいたわけですから、もし財政政策の効果が大きければ成長率が相当低くてしかるべきだったのです。成長率が上がっているということはブレーキでも、アクセルでも、みんなが思っているほど財政政策は効かないということを示しているということでもあります。

それでは、なぜ90年代の成長率が1.4%という非常に低い成長率になったかということですが、簡単に言えば三つの原因があるのではないかと思います。1番目は皆さんが言われるとおりでありまして、土地バブルがはじけて土地の値段が大幅に下がったということです。これは国民経済計算で日本の土地資産の金額換算をしていますが、90年末は2,454兆円あったわけですね。これが99年末ですと、1,612兆円ですから800兆円ぐらい落ちたわけ。その結果、国民の正味資産、ネットの資産は90年末は3,554兆円、GDP比で8倍ぐらいあったのですが、99年末は2,990兆円ということで、GDP比で6倍弱に落ち込んだわけです。

これを企業や家計の立場でいうと、要するに借金は減っていないけれども、持っている資産が目減りしてしまったということですから、やや消費とか、投資をするとき少し慎重にやろうということに当然なるわけで、消費態度、投資態度が慎重化したということが一つの影響ルートであります。

それからもう一つは、(b)に書いてありますように、日本の場合、土地担保が非常に重要なわけですね。特に間接金融中心で、中小企業は土地担保がないと金を貸してもらえないわけですね。土地の値段がどんどん下がるのが90年代の特徴でしたから、土地担保が当てにならないという状況が起きたわけですね。そこで、金融機関の貸出態度もマイナスの影響を受けたのではないかと考えております。

3ページのこのグラフは、この赤い線は日銀短観の貸出態度DIと呼ばれるものです。要するにここにありますように、貸出態度が緩やかと見ている企業のパーセンテージから厳しいと見ている企業のパーセンテージを引いたもので、上へ行くほど銀行の貸出態度は緩いと見ている企業が多いということでもあります。注目されるべきは、91年以降のバブル崩壊後の金融緩和局面で、確かに少しはこの貸出態度は改善したけれども、この改善テンポが過去の金融緩和局面に比べて、非常に遅かったということです。例えば81年の緩和局面では急速に改善していますし、75年の第一次石油危機のときも急速に改善していますが、91年からの緩和局面では余り回復していないということですね。

これはやはり地価が下落して土地担保が機能しなくなったとか、それから、97年末には金融危機が起きたわけですね。山一証券、北海道拓殖銀行が倒れて、コールレート市場でデフォルトが起きるようなことになって、これは金を貸すと返ってこないということで、一遍に貸出態度がぐっと落ちています。ここでは仮に、地価の下落や97年以降の金融危機がなかった場合、貸出態度はどうなっていたかというのを簡単に計算してみると、そのグラフの青い線にあるように、かなり速やかに貸出態度が改善していただろうというふうに計算できるわけですね。

逆に言えば、地価の下落や97年からの金融危機が実は貸出態度を相当引き下げるような形でマイナスに効いたということでもあります。こういうふうにマイナスの影響がある局面では、いつもより金融政策、金融緩和の効果が効きにくいわけですから、いつもより思い切って金利を下げなければいけないわけですが、日銀はそうしなかったということです。なぜそうしなかったかという、それは90年代前半の状況を思い出していただきたいのですが、やはり土地を持って資産を非常に増やした人と、資産が全然なくて持たない人の格差が非常に問題だという議論が強かったわけですね。それで、佐高という評論家が三重野さんのことを平成の鬼平というふうに褒めたたえたというようなことをよく思い出しますが、要するに年収の5倍ぐらいまで地価を下げなければいけないという意見が強かったのです。そうすると、そういう地価が高い間はまだ余り金融緩和はすべきではないという、そういう議論がかなりあったということです。

それからもう一つは名目金利にとらわれていたということですね。名目金利が下がっても実質金利は下がってないということは、あり得るわけですね。特に物価上昇率はどんどん下がっていますから。日本の実質金利の引き下げが遅れたというのは、アメリカと対比すると非常によく分かるのです。アメリカも実は91、92年にクレジットクライシスというのが起きまして、Wディップ論(2番底)が懸念されていました。こちら辺りがアメリカの賢

い点ですが、実質金利を普通より思い切って下げなければいけないということで、このグラフにありますように92年末には実質金利をほとんどゼロに下げたのです。

要するに日銀より思い切った金融政策の変更をやったわけです。日本の実質金利はどうだったかという、この青い線ですが、コールレートから物価上昇率を引いたものが95年前半まで2%台だったのですね。アメリカはゼロにしているのに95年前半まで2%で引っ張ったということであり、こういう金融政策の違いが相当景気にマイナスに作用したというのが外国の金融専門家の見方であり、

日本では金融政策に関しては日銀の見解にほとんどのエコノミストが支配されていますし、日本のエコノミストは民間エコノミストとか言っても、みんな出身をたどれば金融機関だったり、生保だったりするわけですから、どこまで客観的な見方になっているかやや疑わしいのですが、少なくとも国内の見方と海外の見方は非常に乖離していて、そのあたりを少し紹介しておく、ぜひこの本を読んでいただけたらいいと思うのですが、「日本の金融危機」という三木谷、ポーゼン、清水の三氏が編集した日米の10名ぐらいの経済学者の見解をまとめた本があるのですが、これの中にアメリカの経済学者が4、5人出てきて、日本の金融政策の批判をしているのですが、この彼らの見解は非常に日銀に対して厳しいものであります。

例えばその一人であるバーナンケという人の見解を見ますとこう言っているのです。「私は現在日本が窮地に陥っている原因の大半は、過去15年間にわたる極めてお粗末な金融政策にあるというよく知られた見解が正しいと思っている」と。失敗は三点についてあるわけで、第1点は、87年から89年、バブルがかなり燃え盛っているのに引き締めを行わないでバブルをさらに大きくしたという責任。それから2番目は、89年から91年に意図的にバブル潰しをやって資産価格の暴落を引き起こしたという間違いで、3番目は91年から94年に資産価格下落や景気の急激な落ち込みに対して適切な緩和政策を実施しなかったことです。この三つでやはり金融政策が非常に90年代の低迷に大きなマイナスを及ぼしたというのがバーナンケの考え方であり、

私もほぼ似た考え方を持っています。さっきご説明したように95年から超低金利を始め日銀が本格的に金融緩和を始めたのですね。仮にその超低金利を95年からでなくて、92年半ばから、3年早くスタートしていたら、状況は全く変わっていただろうと思うわけです。その影響を試算してみますと、マネーサプライは4ページの、下のグラフの黄色い線で示すように、3年ほど早く超低金利を実現していたら、マネーサプライは6%を超えるぐらいの高い伸びが実現していただろうというのが計算できるわけであり、マネーサプライは増えたって景気には関係ないというふうに思われる方があっても、実はマネーサプライというのは非常に大きなインパクトを持つということをお話ししたいと思います。

名目成長率関数が私の話の中では一番キーになる重要な関数なわけですが、要するに名目成長率がどういう要因で決まっているかを示すわけです。五つの要因でここでは説明し

ていますけれども、一つはマネーサプライ増加率です。それから政府支出の増加率、輸出の増加率、銀行の貸出態度、インフレ率、この五つですが、重要な点が二つあるわけです。このマネーサプライの係数が非常に大きいということです。0.4です。これが意味することは、今年のマネーサプライを1%ほど高めると、翌年の名目成長率が0.4%ポイント高まるということなのです。非常に大きな効果があるという点、ここが日本のエコノミストがよく理解していない点であります。

では、政府支出はどうかということですが、この政府支出の係数を見ていただくと0.13%です。この意味は政府支出の増加率を1%高めても、名目成長率は0.1%ポイントしか高まらないということで、みんなが思っているより政府支出の増加率が名目成長率を高める効果は非常に小さいということです。他方、マネーサプライが名目成長率を高める効果は非常に大きいということなのです。

それで、先ほど3年早く超低金利を始めていたらマネーサプライが高まっただろうという話をしました。その高まったマネーサプライをこの名目成長率関数に入れると、このグラフの黄色い線で示すように、名目成長率は特に90年代前半はもっと高い成長率が実現できただろうと計算できるわけです。94年から97年の名目成長率の平均値は1.6%というのが実績ですけれども、もし3年早く超低金利をスタートしていたら、2.7%ですから、1%ポイントほど名目成長率が高くなっていただろうと計算できるわけです。ですから、金融政策の影響はみんなが思っているよりはるかに大きな影響があるということ、まず言いたいわけです。つまり90年代の長期低迷を招いた2番目の要因はやはり金融緩和の遅れ、すなわち日銀の失敗ということです。

では、3番目の要因は何かというと、やはり日本の場合は構造改革とか、リストラとか、血が出るような必要な手術を敬遠する、先送りする傾向があったということです。これはやはりマイナスに作用したというふうに思っております。「日本は二重構造の経済」と書いてありますが、労働生産性はアメリカと比較すると、日本の輸出部門は非常に高いのです。アメリカが100とすると、自動車は145、金属製品は119、家電も115、鉄鋼も110ですから、アメリカより生産性は高いわけですね。ところが、それ以外の輸出部門以外は皆低いのです。ビールが69、食品加工なんか35です。これは農業保護と関連があります。それから、通信も82、小売が54、建設が45であります。この括弧内はアメリカを100としたドイツの水準です。ドイツは日本のような二重構造がないわけです。例えば、小売はドイツは96です。それから建設も70ですから、日本ほどの二重構造はないわけです。

なぜこんな二重構造になってしまったかということ、これは当たり前ですけれども、貿易財は好むと好まざるとにかかわらず、国際的な競争に引き込まれるわけですね。国際的な競争に打ち勝てなければ輸出も伸ばせないという形で、競争が活発なわけです。ところが、輸出部門以外は保護とか規制で守られていて、競争が十分でないということ。これがどんどん生産性が低迷するという原因になっていくわけです。90年代の日本経済の問

題は、そういう低生産性部門の問題が未解決のままであるのに高生産性部門の生産性上昇が鈍ってきたということであります。

典型的な例はこの半導体であります。半導体はかつてはかなりの高生産性部門だったのですが、今はアメリカを100とすると、43という非常に厳しい状況です。なぜこんなことになったかという、やはり戦略がまずかったわけですね。アメリカとの比較が非常に適切なわけで、アメリカのインテルなんかはもうコモディティ・チップなどの低付加価値品ではアメリカは将来性がないということで、早い段階からマイクロプロセッサにシフトしたわけです。日本はいつまでもコモディティ・チップにこだわっていたために、台湾とか、韓国とか、より安く生産できるところに完全に打ち負かされてしまったわけです。つまり高付加価値品ではアメリカにかなわないし、低付加価値品では韓国、台湾に負けるという、そういう挟み打ちに遭うという形になっているわけです。

このことは半導体だけではなくて、経済全体について言えるわけです。時間当たりの労働生産性の上昇率をみると、日本は70年代4.7%、80年代3.7%なのに、90年代前半が2.3%、後半が2.1%ということになっています。要するに日本の生産性上昇率が90年代に入って相当低下したということが分かります。ヨーロッパでも90年代に低下してきているわけです。重要なのはアメリカが90年代後半に2.6%と1%ぐらい生産性上昇率がアップしているということですね。

日本の生産性上昇率が低下した要因は四つに整理できるのではないかと思います。何と言っても一番重要なのはやはりリストラが十分に進まなかったという点であります。2番目は、IT化の時代だけれどもIT化に立ち遅れたということです。3番目は、さっき言ったような非製造業の構造問題が未解決であること、それから4番目は、中国等へ生産がどんどんシフトしているという要因です。

それです、リストラの遅れという要因ですが、先ほど申し上げたように、バブル崩壊が起きたのは日本だけではなくて、フィンランドでもスウェーデンでもそうです。スウェーデンはストックホルムの地価が5倍ぐらい上がって、どんと落ちたわけですね。イギリスのロンドンでも3倍ぐらいに上がってどんと落ちておりますから、別に日本だけの状況ではないのです。ただ、非常にバブル崩壊後の経済の動きを見ると、日本とそれ以外の5カ国では非常に大きく違っているのです。

これはその一つである雇用の動きですけれども、85年を100とする雇用の水準を示しています。日本の雇用はこの太い線ですけれども、97年まで1回も減らなかったのです。ところが、他の国を見ますと、空色の線がフィンランドですが、これは2割ぐらい減っていますし、この赤い線がスウェーデンですけれども、これも13%ぐらい減っています。この青い線のイギリスも6%ぐらい減っているし、どの国も雇用がかなり落ち込んだわけです。その結果、フィンランドは失業率が一時13%まで高まりました。スウェーデンでも2%だったのが一時8%になっています。日本は2%以下だったのが現在5.5%になっているけれども、他のバブル崩壊国と比べるとやはり深刻さの度合いは全然違うわけで

す。重要なことは、なぜ日本に雇用が減らなかったかという点、私は二つ要因があると思うのです。一つは政府が一生懸命支えたということです。公共事業をやって、建設業の雇用を増やしたのです。建設業の雇用に関しまして、バブル崩壊後の6年間における建設業の就業者の増加幅はバブル期の6年間よりも雇用の増加が大きいというぐらい大きな政策規模だったわけです。それから、ご承知のように中小企業に対してみんな救うという信用保証を与えるというような形で倒産が起きないようにした、こうした雇用維持最優先の政策の影響が一つです。

しかし、より重要なのは長期雇用制度というか、簡単には首を切らないということです。少々状況が悪くても、必死で雇用を支えていくということです。これは雇用の安定という面では非常にプラスに働いたということは評価せざるを得ないわけですが、実はコストがかかっています。要するに一生懸命、当面必要でない雇用を抱えておくということは生産性が下がるということです。ここにはっきり出ているわけで、就業者一人当たりの実質GDPで生産性を計ったその上昇率を計算すると、80年代後半は毎年平均3.4%上がっていたのですが、90年代は1%しか上がっていません。生産性上昇率は2.4ポイントも日本では下がったのです。

しかし、他の国はみんなバブル崩壊後は生産性上昇率が上がっているのです。フィンランドは2.8%から2.9%、スウェーデンは1.2%から2.4%、アメリカも1.1%から1.9%、イギリスも1.3%から1.8%。みんな上がっているわけです。それは必要でない雇用をみんなカットしたからですね。

スウェーデンの例をお話しすると分かりやすいかもしれません。スウェーデンのリンドベックという学者が、バブル崩壊後に生産性が上がったのは二つの要因で説明できているのです。一つは、スウェーデンは雇用者が非常に甘やかされていて、80年代まで雇用状況がいいときは無断欠勤が非常に多かった。したがって、余剰人員を抱えておかないと生産がおかしくなるというので相当余剰人員を抱えていた。ところが、90年代のバブル崩壊後、雇用状況が悪くなると無断欠勤が減ったわけですね。したがって、余剰人員をカットできた。これが生産性上昇の一つの要因となった。それからもう一つは、低生産性企業がどんどん倒産したということです。だから、日本と違う経済のパフォーマンスがあったわけです。

私は他の国はバブル崩壊後の症状、病気が非常に深刻だったので、これは急性肝炎だったといえると思います。日本の病状は慢性肝炎で、バブル崩壊直後の病状は大したことなかった。だけど、急性肝炎だった他のバブル崩壊国はその後はかなり速やかに回復しているわけですね。慢性肝炎だった日本はいまだにぐじゅぐじゅ病気が治っていないという状況が起きているということでもあります。

それで、「対照的な日米のリストラ」と書いてありますが、アメリカと比べると、いかに日本のリストラが甘かったかということがよく分かると思うのです。余り細かく説明している時間はないと思いますので結論だけ申し上げますと、アメリカのリストラは資本市場を

活用してやったということです。日本はもう少し開発国家モデルというか、政府がいろいろな形で介入する形でした。それから、アメリカは株主中心の資本主義であるのに対し、ステイクホルダー・キャピタリズムと書いてありますけれども、日本は従業員とか、系列とか、取引先まで利害関係者の全体の厚生を考えるとという資本主義であります。

それから、アメリカは直接金融に対して、日本は間接金融中心です。それから、護送船団行政という特徴もありました。それから、メイン・バンク・システムとか、持ち合いと、こういう日本的なシステムがいずれも機能不全を起こしているということです。また経営者に対する規律が不足したということも言えます。バブル期にとんでもない投資をいっぱいやったとか、バブル崩壊後も非常にリストラが甘い、つまり雇用維持を最優先したわけです。これは国民のコンセンサスが背景にあるかもしれないけれども、労使協調の甘いリストラ、内部補助は当たり前という感じになっているということです。

アメリカも70年代までは甘いリストラだったのです。ところが、80年代になって急に厳しいリストラに変わってきました。なぜかという、結論だけ言えば、要するにM&Aとか、敵対的買収とかが、どんどん起きるようになりました。なぜそういうことになったかという、規制緩和をやったり、IT革命などで実はもっと企業のリストラをやれば、もっと儲かる可能性があるということが非常にはっきりしてきたのです。ところが、経営者は非常に動きが鈍かったのです。そうすると、機関投資家とか、従業員とかがM&Aや敵対的買収をふっかけるという形で経営者に対して攻撃的に出たわけですね。それで、いいかげんなリストラをやっていると乗っ取られるということになったわけですね。

アメリカでは上場企業の半分が株式公開買付の対象になるというぐらい大きな動きだったわけですね。そういうことで、経営者に対する規律が非常に強まりました。厳しいリストラになったということです。その背景には401K等で普通の家計まで半分以上が株式を持っているという形になって、機関投資家もそういう家計のような零細株主の利益を代表するという形で成長していたということでもあります。

それから、ベンチャー・キャピタルも進んでいる。それから、ストック・オプションといって経営者も株で報酬をもらうようになってきているから、リストラを進めて株価が上がれば自分の収入が増えるということで、リストラは企業の経営者にとっても利益があるという環境になったわけですね。ですから、そういう株主中心の経営の監視ということがより厳しくなり、リストラが激しくなったということです。

日本では、アメリカの資本主義に対して利益が上がっているのにどんどんリストラをやってしまうという批判的な見方が目立ちます。株主の利益だけで冷たい資本主義だとか何とか言いますが、これはアメリカにとっては当たり前なのです。利益が上がっていないセクターをそのままにしておくなんていうのは、株主に対する背信行為なのです。したがって、当然利益が上がっていないところはつぶすというか、縮小するというようになっていくわけですね。

日本では利益が上がっているところの金でロスを出しているところを救うというのは当た

り前、美風だという感じになっている。そこの違いだと思うのです。その結果20年ぐら
いアメリカはリストラを相当激しくやったけれども、ドイツや日本のリストラは余り進ま
なかった。

このことを別の角度から言うと、日本やドイツのリストラは非常に単純化して言えば、企
業が変わるということです。つまり繊維企業で儲からなくなったから情報分野にシフトし
ますという形です。こういうのはやはり余り効率的ではないわけです。つまりその労働
者は繊維企業だと思って一生懸命勉強し、そういう技術を蓄積したのにいきなり情報企業
と言ったって、なかなか転換が難しい。コンセンサスもとりにくいということで時間がか
かるわけです。

ところが、アメリカはマーケットの力で有無を言わせず、もう金が入ってこなくなります。
株が暴落するという形で有無を言わせず衰退産業から有望産業へ資金がシフトするわけ
です。構造変化がゆるやかで安定的な時代には日本のシステムとか、ドイツのシステムの方
がすぐれているという議論もあったけれども、やはり90年代になってIT化とか、規制緩和、
グローバル化で構造変化が激しい時代になると、アメリカのシステムの方がよりうま
くリストラを乗り切れるのではないかという見方が強まっています。それが、近年アメリ
カのシステムに対する見直しが始まっている理由です。

先ほど、非製造業のリストラが遅れているということを強調しましたが、実は製造業でも
リストラが遅れているということを10ページに表しています。これはバブル崩壊国につ
いて製造業の雇用を比較してみたものです。バブルのピークの年、大体1990年前後で
すが、日本の製造業の雇用は1,550万人だったのですね。4年後の1994年には1,
456万人ですから100万人減っているわけです。約6%落ち込んでいるのですが、こ
の間、ほかのバブル崩壊国ではアメリカでも9%、フィンランド、スウェーデンでは25%、
イギリスでは18%ということで、ずっと激しい雇用削減が行われています。その結果、
生産性はどうかというと、日本は黄色い線ですけれども、生産性の上昇が随分遅れて、他
の国の方がずっと生産性が速やかに上がっているということが分かります。

それから、IT化の立ち遅れというのが第2の要因であります。IT関連資本ストックの伸び
を見ますと、90年代前半のアメリカのIT関連資本ストックの伸びは18%、後半は3
4%ですから、けたたましい伸びであります。その他の資本を見ますと、前半が1.8%、
後半が2.9%ですから、ほとんどIT中心の膨大な設備投資が行われたということがこれ
で分かるわけです。では、日本のIT関連資本ストックの伸びはどうかというと、90年代
前半が4.7%、後半が11.2%で、後半伸びが高まっていますが、アメリカの
3分の1でしかないわけですね。

その結果、ここにありますように結論だけ申し上げますと、アメリカのIT投資はアメリカ
の生産性上昇率を0.4から0.8ポイント高めたということです。先ほど生産性上昇率
が90年代後半に1%高まったと申し上げましたけれども、そのかなりの部分はIT投資で
説明がつくというわけです。日本の場合はIT投資が生産性上昇率を高めましたが、私の計

算ではわずか0.1%ぐらいのことで、非常にこの日米で差があったということが分かります。

なぜ日本のIT投資が遅れたかということですが、四つの要因があります。最近アメリカの識者が口をそろえて、日本やヨーロッパのIT化が遅れたのは労働市場が硬直的だからだというふうに言っています。逆に言えば、アメリカはIT化にとって非常に有利な労働市場です。いつでも必要な労働者を雇えるし、いつでも首を切れるわけですね。したがって、IT投資をやってもすごい利益が上がるわけです。ところが、日本やヨーロッパでは首を切るといったら大変なことです。IT投資を一生懸命やったけれども首は切れないから、結局IT投資の分だけコストアップしただけで終わるといようなことになるのです。

この間、クライン先生が日本に来まして、アメリカにおいて情報化投資が生産性を高めたという効果は大きかったという話をしました。80年代からそのプラス効果が始まって、ダウンサイジングということで非常に大きな効果があったというふうに言っていました。私は、日本の場合はダウンサイジングといってもなかなか雇用をカットできないからそんなにうまくいかないのではないかと云ったら、クライン先生はまさにそのとおりで、日本はIT化をうまく乗り切るためにはライフスタイルを変えなければいけない、つまり終身雇用をやめなければいけないというふうにはっきり言っていました。それを変えないとIT化はうまくいかないし、下手すると、ロシアとかイスラエルにも立ち遅れるという話をしていました。

それから、競争が十分貫徹していないということもあります。また、間接金融でベンチャーの立ち上がりに必要なリスクマネーの供給が不十分だという点。それから、弱い企業家精神。これはよく言われるようにMITなどの卒業生は自分で企業を興すことが理想ですが、日本の東大、東工大の卒業生は大企業に入って出世することを望んでいると。そういう違いがあるということですね。

それから、生産性上昇率が90年代に低迷した三つ目の要因は、非製造業の構造問題であります。金融業の場合はご承知のように護送船団行政ということです。これはいろいろなところで言いたい放題に講演会で言って、いつも不満を示す一群が出てきまして、それは大体銀行の人だったりするのですけれども。私が言っているのは、30何年前に私は大学を卒業しましたが、そのときゼミの恩師が余り銀行ばかり行くな、もっと生産企業へ行けというふうに指導されたのですが、ふたを開けてみると、誰も言うことを聞かないでみんな金融機関に行ってしまいました。20人いたら成績のいい上から10人はみんな金融機関に行っているという状況が起きたわけですね。

そのことをややオーバーに言えば、ここ35年ぐらいずっと続いているわけです。成績のいい人をごそっと金融機関で取るということをやったわけです。ところが、最近、日本の金融技術は欧米に10年、20年遅れているということを金融機関の人までが言うという状況が起きているわけです。これは非常に優秀な人をいかにむだに使っているかを証明しています。ここまで言うと、また怒られるのですが、欧米は新しい金融技術とか、新しい

金融商品を開発するために一生懸命切磋琢磨している時に、日本の金融機関の関係者は大蔵省と酒を飲み交わしていたということではないかと思うのですね。そのためもあって収益を稼げる体質になっておらず不良債権問題というのが解決できていない。それから、不動産関連では特に過剰債務を抱えた企業がまだ非常に大きな問題になっている。建設業でも談合体質、みんなで仕事を仲良く分け合いましょうという体質、言い換えれば競争を避ける傾向があります。また、過剰債務の問題もあります。

一番ストライキングなのは、この建設業の労働生産性です。この赤い線でありますが、90年代は一貫して生産性が低下してきたわけです。これはご承知のように、10回にもわたって公共事業の拡大を中心とする景気対策を組んで、しかもその仕事のかなり大きなシェアを零細中小建設企業に回すということをやった影響だと思うのですね。先ほど申し上げたように、バブル崩壊後にバブル期よりも高いテンポで建設業の就業者は増えているわけですから。これはやはり雇用の安定という意味ではある程度成功したのだけれども、他面で構造改革を先送りするだけではなくて、構造問題を悪化させる政策措置であったということだと思うのですね。

それから、余り細かく言っている時間はないので結論から申し上げれば、要するに構造改革、構造改革とここ20年ぐらい言っているけれども、実はみんな日本人は余り構造改革に熱心ではないのではないかということはこのグラフは示しているということでもあります。これは縦軸に開業率、企業が生まれる比率をあらわしているわけですが、日本の開業率は4.6%ということで、この左側の隅ですが、要するに先進国の中で一番低いと。それから、横軸は対内直接投資、日本で工場をつくるとか、経営に参加するという形で外国から資本が入ってくる。これを直接投資と呼んでいるのですが、それを国内の投資で割った比率であります。これも0.07%で先進国の中で一番低いのですね。

このグラフが示すことは何かと言うと、さんざん規制緩和だ、自由化だと言うけれども、相変わらず日本は外国から一番入ってきにくい経済だし、一番企業をスタートさせようと思ったらスタートさせにくい経済だということです。これはいかに構造改革に腰が入っていないかということを示しています。もう金融の自由化なんかは1980年代の初めから議論しているのですね。ところが、5年前にビッグバンをスタートしたわけです。もし80年から真面目にやっていたら、何で5年前にまたビッグバンが必要になるのでしょうかね。やはり最初の15年は、玉葱の皮はぎみたいなことをやっていたということでもあります。余り腰が入っていなかったということですね。

それで、以上で原因論は三つに整理できるということを申し上げたわけです。つまり一番目は資産価格下落の影響、二番目に金融政策がまずかった点、三番目は構造改革を先送りしてしまったこと、この三つであります。しかし、では今後どうすればいいのという話に移っていきたいのですが、まず、やはりカギを握るのは構造改革だろうと思うのです。ここら辺も、やや分かりやすくするために少し大胆な例えをしています。我慢して聞いてください。

要するに市場経済の基本原理はやはり競争力のなくなった企業は生き残れないということであり、その原理がどうも十分貫徹していないのが日本ではないかと思うのです。「日本は調整不十分な選手ばかりのサッカーチーム」と書いてありますが、やはり最盛期を過ぎた選手が多い、これは要するに衰退産業が多いということです。給料に見合う働きができない選手が多い、これは生産性に比べて賃金が高過ぎる企業が多いということです。故障を抱えた選手、これは過大債務に苦しむ企業が多いということです。絞り込み不足の選手、これはリストラが不十分な企業が多いということ、創造性に欠ける選手、これは十分なストラテジーがない企業が多いということです。選手の技量を見抜けないコーチ陣と書いてありますが、これは貯蓄をうまく運用できない金融機関です。指導力のない監督、これは私自身も責任があるのですが、税金のむだ使いと構造改革の先送りをする政府ということです。これではJ1に上がってきたばかりの勢いのあるチーム、例えば、中国とかアイルランドですけれども、これには勝てない。彼らは給料は安いけれども育ち盛りの選手ばかりです。つまり新規産業の発展がどんどん起きるわけです。中国の家電とか、ITとかというものです。彼らは若い有望な外国人選手をどんどん採用しているわけです。日本と違って、直接投資をどんどん受け入れているのですね。これではやはり勝負にならないということが起きていると。

では、どうすればいいのということで結論から申し上げれば、雇用維持最優先ではなくて、新陳代謝が重要だということだと思ふのです。環境はどんどん変わっているわけですから、要するに氷河期になっているのに恐竜みたいな企業しかないというのでは、やはり経済はうまくいかないわけですね。やはり重要な「リストラの推進」と書いてありますが、効率的に資金や労働力を使えない企業や技術革新や消費者の嗜好の変化に対応できない企業は、退出してもらい、それにかわって、新規の企業がどんどん参入しやすい環境を作っていくということだと思ふのです。規制緩和もどんどんやらなければいけないし、要するに1回失敗したらもう再挑戦できないというようなシステムを直していかないといいないということです。

それから、思い切った不良債権の処理ということが必要です。やはり後ろ向きの不良債権の処理等で、もう四苦八苦していて、新規産業への融資のためにリスクを取れる状況になり、したがって、徹底的な検査をやるし、場合によっては公的資金も活用して経営者の責任、減資も含めてすっきりさせなければいけないということだと思ふます。貯蓄を効率的に運用できない機関にはもう退出してもらい、オーバー・バンキングですから、もう必要ないわけです。

それから、「金融の民主化」と書いていますが、やはり今まではメイン・バンクですとか、株式持ち合いでやってきたのですけれども、このような日本的なコーポレートガバナンスがうまくいってないということは、はっきりしてきたわけで、もっと直接金融、つまり家計や普通の小さな投資家がどんどん株式市場に参加して、その小さな投資家の利益を代表して機関投資家が行動して、経営者にいろいろ規律を与えていくという形をつくっていか

なければいけない。

実はドイツはヨーロッパの中でも生産性上昇率が一番鈍いわけで、ヨーロッパの病人とか、ヨーロッパの日本と言われているのですよね。でも、彼らは日本より少し一歩先を行っていると思うのは、やはり間接金融中心ではだめだということに気がついてきて、いろいろ税制等を変えつつあるわけです。要するに年金給付に関し、賃金に対する比率を下げ、その金でミューチュアルファンドとか、株式とか、保険とかを買った場合の減税をやるという形で直接金融への流れを太くしようとしているわけです。

これから、持ち合い解消でいろいろ企業が株式を売却したり、合併したり、整理が必要なのですが、その整理をする際の税金を負けてやるとかですね。それから、やはり零細株主が参加するためには市場の透明性を高めなければいけないということで、やはり監視システムを拡充するとか、やはり直接金融中心に、つまりアングロサクソン型の株主中心の市場経済でないとうまくいかないということを知って、間接金融から直接金融にレバーを切りかえつつあるわけです。

日本はそれが遅れている。ようやく 401K を導入したけれども、ややシャビーなものにとどまっています。それから、やはり株主中心ということになれば、さっき言った内部補助は許されるわけではないわけですから、やはり終身雇用にこだわってはいけないと思うのですね。10年たったら大企業も含めて、どれだけの企業が残れるか分からないというぐらいの競争が激しい状況になっているときに、終身雇用だとか何とか言っても意味がないのだと思うのですね。したがって、もう余り終身雇用ということにこだわらない方がいいのだらうと思います。

それで、そういう議論をすると、すぐ出てくるのが市場原理主義批判とかいうのですね。だけど、今お話ししたことから理解していただけたと思うのですけれども、90年代の日本経済の低迷は、その市場原理主義批判を唱えている人々が言うように、規制緩和や自由化が行き過ぎてこれだけの不振になったのか、それともそれが不十分だったからかと考えると、答えは明らかであって、規制緩和を遅らせ、必要な手術、具体的には不良債権の処理とか、護送船団行政の見直しとか、本格的なリストラ、こういう血が出るような手術を先送りしてきたために、これだけの低迷が起きたわけですね。

つまり、よく97年の橋本財政改革路線が景気後退を招いたとかというふうに言っていますが、あれは大間違いだと思うのですね。あの時の構造財政収支、構造財政赤字の削減幅を見ると、GDP比で1%もないわけで、他のバブル崩壊国、イギリスや北欧などはもっと2%も3%も財政赤字削減をやったわけですね。だけど、たった0.8%や0.9%の財政赤字削減をやっただけであのようにになるというのは、もともと体力が弱いということに加えて、やはり金融危機を起こしたということだと思うのですね。なぜ金融危機が起きたかということ、不良債権の処理を先送りしてもう先延ばしできないところまで来ていたということがより大きな原因だと思うのです。

それから、ついでに自由化努力の大きかった国とそうでない国で成長率の比較をみていた

だきますと、ニュージーランドとか、イギリスとか、アングロサクソンの国が多いですけども、ここ20年間、自由化努力の大きかった先進国の平均成長率は大体3%を維持しているのですね。それに対して、ドイツとか、日本とか、自由化努力が小さかった11カ国の先進国の平均成長率は2%台に落ちているということで、明らかにこの自由化努力が大きいか、小さいかで成長率に大きな影響があったということが分かるわけです。

これは開業率と成長率の変化の関係ですけれども、余り強い相関ではないけれども、やはり開業率の高い国の方がパフォーマンスがよいということがある程度あるということであります。

構造改革がキーですということで、結論的に言えば、小泉路線になってようやく本格的な構造改革が必要だという認識になってきたと思うのですね。エコノミストはまだ財政政策が重要だとか、いろいろなことを二次補正だとか、あるいは30兆円にこだわらないで財政政策をやれなんてことを、ばかのひとつ覚えみたいに言っていますが、いまだにやはりこれだけ景気が厳しくなっても小泉政権に対する支持率が高いというのは、やはり普通の人が今までのようなばらまき型の財政政策を繰り返しても、ほとんど効果がないなということにそろそろ気がつき始めたということだと思うのですね。亀井さんが30兆円補正というようなことを言っても、誰も乗らないですよ、今30兆円補正をやったらどうなるかということ、国債暴落が起きるかもしれないわけで、プラス効果か、マイナス効果か分からないという状況になってきているわけです。

それで、ここに書いてあることはもう先刻皆さんご承知ですが、一般政府の債務残高がGDP比で130%、ネットでも57%と先進国でも一番高い水準になってきたわけです。しかも、これは表に出ているだけで隠れているのが100%ぐらいあるとか、あるいは年金等、将来債務まで考えると、もうとんでもない状況になっているというのが外国のエコノミストの見方であります。

日本のエコノミストがここを一番理解していないと思うのですが、日本のトップリーダーもエコノミストもこの財政問題について楽観的過ぎるということですね。一言で言えば甘いと思うのですね。彼らが言っているのは日本は1、400兆円の貯蓄がある、しかも、国債を持っているのは外国人ではない、金融機関、家計といった日本の投資家だと。したがって、外部に借金しているのではないのだから全然問題ないというような議論をするのですけれども、それは甘いと思うのですね。

なぜならば、ドーマーの定理というのがありまして、名目成長率が長期金利より高ければ、財政が雪だるま式に悪化するということはないのですが、この90年代の状況を見ていただくと、長期金利はこの黄色い線で確かに1.4%とか、非常に低い水準になっていますが、名目成長率はそれよりさらに低いわけです。

最近ですと、マイナス2%という状況になっているわけです。これはこのトレンドを続けると、要するに雪だるま式に膨らむ発散過程に入っているということなのですね。もちろんこの名目成長率をプラスにできれば、その長期金利を上回るということは可能なのです

けれども、この名目成長率を例えばプラス2%に持っていくというのは、そう簡単なことではないのですね。そこを考えると、財政問題は国内のトップリーダーが思っているよりずっと深刻なので、外国の格付機関が日本のことをよく理解していないと批判しているだけでは不十分なのではないかというふうに思います。

小泉改革は基本的には先ほど申し上げたように正しい方向を向いているのだけれども、レーガンとか、サッチャーの経験を振り返ってみると、そういう構造改革がプラス効果をもたらすにはやはり5年、10年のオーダーで時間がかかるわけですね。その間に倒産が増え、失業が増えてもっとデフレ的になるというリスクは十分にあるわけで、それをどうやって吸収していくかということが大きな課題です。私が言っているように、もう財政政策はプラス効果かマイナス効果かはよく分からないという状況になって、やはり金融の量的緩和は必要だというのが私の結論です。そのことを申し上げたいと思います。

先ほど名目成長率関数というのを申し上げまして、マネーサプライが名目成長率に非常に大きな影響を与えるので財政政府支出を増やしても効果がないという話をしました。ではどうやってマネーサプライを増やすのかということでもあります。ここで日本のエコノミストと外国のエコノミストとまた意見が違っているわけで、日本のエコノミストはほとんど判で押したように同じことを言っています。すなわち、貸し出しが伸びないからマネタリーベースを増やしてもほとんどマネーサプライは増えないとかという議論を繰り返しているわけですね。日銀の速水さんは、余り花に水をやり過ぎても根腐れを起こすとか、素人に分かりやすい表現で言っているわけですが、ここも外国のエコノミストと国内のエコノミストの意見がかなり乖離していて、やはり量的緩和でマネーサプライを増やすことはできるし、効果は大きいというのが外国のエコノミストの見方です。

私が推計してみたマネーサプライ関数をご覧ください。これは74年から2000年までのデータを使っていますが、被説明変数はマネーサプライです。説明変数の一番重要なのはMbと書いてありますけれども、マネタリーベースです。これは日銀がコントロールしているわけですから、国債を買ったり、外貨を買ったりすればマネタリーベースはいくらでも増やせるわけです。日本のエコノミストは20年前の経済学だから、もうコールレートがゼロに張りついてしまったから、もう取る手だてはないというふうに結論しがちなのですが、それは今の経済学とは違うわけで、金利がゼロに張りついたってそこでもう効果がないというのは間違いだと、アメリカの金融論のテキストブックに書いてあるのですね。ぜひ読んでいただきたいと思います。

アメリカにおいて金融論のベストセラーの教科書はコロンビア大学のミシキンという人が書いている金融論ですが、その590何ページかに金融政策に関しての70年代、80年代の経験からのレッスンということで、四つのレッスンを掲げてあるのですけれども、その4番目ぐらいに「金利がゼロになったら、もう金融緩和政策の余地はないというふうに普通の人は考えるけれども、これは間違いだ」と書いてある。日銀はとは書いてはないけれども、中央銀行ははいくらでも国債や外貨を買うという形でマネタリーベースを増やせ

る。マネタリーベースを増やせばマネーサプライは増えるし、そのマネーサプライが増えれば資産価格が上がって国債の値段が上がるし、外国為替の値段が上がるし、株価は上がるという形でさまざまなルートでプラス効果が起きるからデフレを解消するための一番スタンダードな政策は金融政策だというふうに書いてあります。

それはいかに日本のエコノミストと見解が違うかというのがよく分かると思います。日本のエコノミストが言っているのは、オーバーバンキングの是正過程に入って、かつてほど貸し出しが伸びない、貸し出しがずっと減り続けている、それは事実であります。したがって、この関数でもダミー変数がつけてありますが、90年代以降、このトレンドダミーをつけてあるのですが、かつてよりはマネタリーベースを増やした時のマネーサプライの影響が小さくなっているというのがこの2番目の変数で、係数にマイナスがついているということから分かるわけです。確かに貸し出しが伸びないのでかつてよりアクセルを踏んでも効果が小さくなっているというのが事実です。

それから、この関数で貸出態度も有意に効いているということは、90年代の貸出態度の低下によりマネーサプライは増えにくくなっているということでもあります。最後の説明変数は自己回帰であります。

重要な点はこういうブレーキになるような変数が有意であっても、依然このマネタリーベースも極めて有意だということです。つまり、こういうブレーキがあってもアクセルが全く効かなくなったわけではなくて、アクセルの効きが悪くなったということです。そうであればもっと思い切ってアクセルを踏めばいいというだけの話です。

この関数で現実値を説明すると、非常に当てはまりがよくて、この青い線がマネーサプライの実績値ですが、この赤い線がこの関数で説明した動きであります。非常にきれいにフォローしていることがお分かりいただけると思います。この説明Rスクエア0.999ですから、こんな当てはまりのいい関数はないということでもあります。

それで、この関数を使って今後マネタリーベースを10%ぐらいのテンポで増やし続けるとどうなるかというのがこのグラフのこの部分です。要するにマネーサプライ増加率は今3%台ですが、2006年にかけて、7%ぐらいまで高まっていきます。日銀がずっと10%でマネタリーベースを増やし続ければ、7%までマネーサプライは高まっていくということが計算できるわけです。逆にもう1.2%とほとんど量的緩和はやらないという形であると、この黄色い線が示すように、どんどんマネーサプライ増加率は下がってマイナスになるということになります。つまり量的緩和をやるか、やらないかでマネーサプライの今後の動きが全く違ってくるということでもあります。

それで、では名目成長率にどういう影響があるかというのが、先ほどの名目成長率関数を使えば簡単に計算できるわけですね。マネーサプライが7%に高まっていくわけですから、当然名目成長率もプラスの影響を受けて、今はマイナス2%ですけれども、2006年にかけてプラス2%に高まっていくわけです。それで、量的緩和をしない場合は、マイナス2%の名目成長率がずっと2006年まで続くということでもあります。

それで、インフレ率がどうなるかというのはこれであります。量的緩和をやれば現在マイナス2%に近い物価上昇率がゼロになり、やがて若干のプラスになっていく、要するにデフレがストップするということと言えるわけです。量的緩和をやらない場合はこの下の黄色い線でありまして、どんどんマイナス幅が大きくなって、マイナス4%を超える、デフレはもっと深刻になるということでもあります。

その結果、成長率がどうなるかというのはこの表に書いてありますが、量的緩和をやれば2002年の成長率はプラス1.6%、2003年から2004年が平均で2%。2005—2006年平均が1.5%ですから、かなり高い成長率を実現できる。量的緩和をしなければ、2002年が0.5%、2003から2004年が1.2%ですから、ほとんどGDPギャップは縮小しないということです。

公共投資をもっとやれという意見もあるので、そのシミュレーションも名目成長率関数を使ってやっておきましたけれども、この量的緩和をしないというケース2では公共投資の対GDP比率を現在7%が2006年には4%ぐらいまで下がるということで、GDP比率を半減させるぐらい公共投資を減少させるというのがこの量的緩和せずのケースでは想定されているわけです。

つまり財政政策は物すごい引き締めるという想定でこの上の二つのケースは計算しているのですが、この公共投資追加のケースというのは今後ともGDP比で7%の公共投資を維持するというケースであります。そうすると、2002年は0.9%ですから、若干成長率は高くなるけれども、2003、2004年は1.3%ですから、ほとんどもとのケース2と変わらないということで、言われるほどの効果はないという結果になります。

それで、一番関心があるのは、財政バランスがどうなるかということですが、要するに、結論は量的緩和をすれば財政収支の悪化は食いとめられるということでもあります。このグラフの青い線がそれでありまして、現在10%ぐらいの赤字が徐々にマイナス幅が小さくなっていくと、財政が破綻しないで済むというのが量的緩和ケースであります。量的緩和をしないケース2は、この赤い線ですが、10%を超えて14%ぐらいまで財政赤字が拡大し続けます。GDP比の債務残高も220%を超えるということです。これはかなりの確率で財政が破綻するということでもあります。

それは公共投資をやったケースも全く同じです。つまり名目成長率が高まらないことにより、税収は増えないから、財政バランスは悪化し続けるわけです。先ほど申し上げたように、日本のエコノミストが一番理解していないのは、やはり長期金利より名目成長率を高くしないとイケないのですね。その名目成長率を高くするのは、政府支出をやっただけではほとんど効果はないわけで、やはりマネーサプライの伸びを高めなければいけない。マネーサプライの伸びを高めるにはやはり国債をどんどん買い、外貨を買い、マネタリーベースの伸びを二けたで伸ばすということをして、ここ5年ぐらい続けるというスタンスでないとイケないということでもあります。

こう話すと、こんなものをやったって効果がないではないかと、恐らくまだ納得していな

い人が大多数だと思うのですが、実は既に効果はかなり出ていると私は思っております。そのことは三つの点にあらわれると思っております。2001年の経済の状況を見ると、期を追うごとに名目成長率が下がってきている、マイナスになってきているわけですね。だから、貨幣需要は増えているはずはないわけです。貨幣需要はマイナスになっている。ところが、わずかではありますけれども、マネーサプライの増加率は去年の2月から最近時点では、わずか0.5%とか、0.7%とか、そんな程度だと思いますけれども、高まっているわけです。だけど、貨幣需要はマイナスになって、マイナス幅が大きくなって本来はマネーサプライの増加率が下がってもいい局面で上がっているというのは、やはり去年の3月以降の量的緩和が効いてきているということです。

つまり日銀が3月時点ではマネタリーベースの伸びは1.2%ぐらいだったけれども、最近では15%というぐらいまで高めてきているのです。だから、日銀は言っていることとやっていることと違うのです。効果ない、効果ないと言いながら、一生懸命マネタリーベースを増やして量的緩和やっているわけです。その効果が若干ではあるけれども、マネーサプライの伸びが少し高まるという形で出てきているというのが、一つです。

それから、2番目は9月11日のテロ以降、株価が相当大幅に下がって、日本でも平均株価が9,400円というところまでいったわけです。アメリカも9,000ドルというようなことで相当下がったけれども、今は日本でも1万円台、アメリカでも1万ドル台になったりしているわけですね。これが少し戻ってきたのは何かというと、バブル崩壊後、アメリカでもヨーロッパでも日本でも、3国同時にやはり量的緩和をやったと。金融緩和を思い切ってやったという点が、やはり株価の少し反発をつくり出しているのだろうというふうに思います。

それから、3番目。量的緩和の効果が上がっているというのは、何と言っても為替レートであります。ずっと円高できていたということですが、大体この日本のエコノミストはこの点もよく理解していないと思うのですけれども、ファンダメンタルズの悪い経済は為替レートが下がらないといけないわけですね。ところが、日本の為替レートは90年代一貫して円高基調できたわけです。特に分かりにくいのは97、98年、アジア危機の後、日本は相当な不況になって公的資金投入まで行ったわけですが、あの時も円高になったわけですね。

つまりファンダメンタルズの悪いところは為替レートが下がらなければいけないわけです。現実にヨーロッパ、EUの為替レートはユーロ発足後、かなり下がったのです。これは普通言われているようにアメリカに比べてヨーロッパ経済のファンダメンタルズが悪いからユーロが下がった。ところが、日本はファンダメンタルズがヨーロッパと同じように悪いのに為替レートは上がった。これは日銀の量的緩和が十分でなかったということを証明しているわけです。

ところが、さっき言ったように、日銀が言っていることとは違って去年の3月から思い切って量的緩和を始めたわけですね。1.2%から15%までマネタリーベースの伸びを高

めたました。それで、ヨーロッパ、アメリカ以上の量的緩和を去年の後半からやり始めて、そのことが円安への転換をもたらしているわけですね。ですから、これはノーマライゼーション、つまりファンダメンタルズの悪い日本経済に見合った為替レートが実現する過程であって、ジャーナリズムは日本売りとか、ナンセンスなことを言っていますけれども、やはり日本の実力ではこれは140円、150円になっても全然おかしくないという状況ですから、これはノーマライゼーションというふうにとらえるべきで、ようやく日銀の政策が正常化したことの効果が為替レートを通じて効き始めているということでもあります。ですから、99年2月のゼロ金利政策導入後の経済動向を見ても、量的緩和をやれば、つまり金融政策を思い切って緩和すれば、まず資産価格が反応するのですね。99年2月のときのことを思い出していただきたいのですが、三つの資産価格が上がったのです。つまり一つは国債です。98年の末から99年の2月にかけて長期金利が相当上がったのです。1.5%ぐらいから2.4%ぐらいまで上がったのです。慌てて日銀はゼロ金利を導入したのです。日銀は我々がそのゼロ金利を導入しろと意見を述べた時に一生懸命抵抗して、量的緩和をやったって金利は上がるかもしれないと言っていたのだけれども、現実にはゼロ金利を導入した後、2.4%から5月初めには1.2%に下がったのです。要するに国債の値段が上がったわけです。ミシキン先生の言う、金融緩和の波及するルートがそのままテキストブックのように国債の価格が上がって、金利は上がるという形で起きたわけです。

それから、外国為替の値段も上がったわけです。つまり120円から110円で円高傾向だったのがゼロ金利導入の直前の動きです。ゼロ金利を導入したら、また120円に外国為替の値段が上がったわけです。つまり外国為替という2番目の資産価格も上がったわけですね。つまり円安になったということです。

それから、3番目は株価が上がり始めましたよね。だから、まさにテキストブックどおりになっているわけで、今回もテキストブックのとおりですよ。外国為替の値段が上がって円安になるし、株価は少し反発してきているし、マネーサプライも増えているということです。

本日の話は以上です。

◆第78回講演会 2002年1月16日 於：東海大学校友会館