



IIPS

Institute for
International Policy Studies

• Tokyo •

最近の日本のマクロ経済政策について
- 景気回復なくして構造改革なし -

・ 平和研レポート ・
主任研究員 松月 宏之

IIPS Policy Paper 290J
December 2002

財団法人
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2002

Institute for International Policy Studies
Sumitomo Hanzomon Building 7F, 3-16 Hayabusacho
Chiyoda-ku, Tokyo, Japan 〒102-0092
Telephone (03)3222-0711 Facsimile (03)3222-0710

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体のものではありません。

【要 旨】

- 我が国の経済は長期間にわたるデフレを経験している。デフレを克服し経済を安定的な成長軌道に回復させることこそが、経済政策における最優先課題である。
- 現在の程度の物価下落が継続することは、失業の深刻化、企業、政府等の債務者への打撃、等の理由から、到底容認できない。政府・日銀は、マクロ経済政策を中心として、あらゆる政策を活用し、デフレの克服を図るべきである。単に循環的に景気が上昇したとしても手を緩めるべきではない。デフレギャップを解消し、物価と名目経済成長率の安定的な推移が確認されるまで、デフレ克服のための経済政策を強力に推進すべきである。
- 小泉内閣の掲げる「構造改革なくして経済成長なし」とのスローガンは、政治的意義を別とすれば、経済理論的に誤っており、最近の経済実態からもその誤りと弊害は明白である。小泉内閣は、直ちにデフレの克服を中心とする景気回復のための政策を最優先のものとするよう、明確に政策転換を行うべきである。
- デフレの克服に向けて中心的な役割を果たすのは、マクロ経済政策（財政政策及び金融政策）であり、現在特に重要なのが金融政策である。
- 財政政策については、変動為替相場制を取る国際経済の中では財政政策の効果は理論的に限られること、財政支出の内容の陳腐化等により、経済刺激のための効果が以前より低下していると考えられること、過度の財政支出による景気刺激策を続けたこと等により財政状況が極めて悪化していること、等から、その役割は限られたものとならざるを得ないが、長期的な財政規律の維持と矛盾しない範囲でその活用を図るべきである。財政規律については、廃止された「30兆円枠」のように国債発行額を用いた硬直的なものではなく、超党派の合意に基づく「財政再建基本法」の制定などにより、新たに柔軟な枠組みの構築を図るべきである。
- 財政政策と表裏一体の税制改革については、法人課税の軽減や資産課税の簡素化等、早急に対応すべきものもあるが、長期的な財政規律を維持する必要から、財政支出と同様にその景気回復のための役割には一定の制約がある。

- 近年の日銀は、ゼロ金利政策や量的緩和の実施等、既にこれまでの伝統的な金融政策を超える対応を行っている。さらなる金融緩和の効果については専門家の間にも議論が存在するが、デフレがさらに継続することによる弊害を直視すれば、今後さらに過去に例のない強力な金融緩和を実施することもためらうべきではない。日銀は、今後、国債、外貨建債権、ETF等の各種資産の取得によるベースマネーの拡大等、これまで以上に積極的な金融緩和を実施し、デフレの克服を図るべきである。その際、国民のデフレ期待を変化させることが重要であることから、物価安定目標（インフレーターゲット）の導入についても積極的に検討を進めるべきである。
- 政府は、できるだけ早期のデフレ克服をはかるべく、政策方針の転換を明らかにした上で、従来のデフレ対策を抜本的に強化し、実施すべきである。金融政策については、日銀の独立性の下で進められることが望ましいことから、政府としては日銀との緊密な意見交換等を通じて、財政政策等の政府の政策と統合的な金融緩和が実施されるよう、働きかけるべきである。
- デフレ克服のために日銀が果たすべき役割が極めて重要になっていることから、政府・国会は、日銀総裁をはじめとする日本銀行政策審議委員会の構成員の選任に際しては、日銀の使命である物価の安定に向けてさらに積極的な金融緩和を推進する能力と意欲を有する者を選任するよう、努める必要がある。
- 仮に、今後もデフレが継続し、倒産や失業の増大により国民の雇用と生活の安定が危機に陥るおそれがある場合には、国会・政府と日銀は、一時的に一定の規律の下で国債買い切りオペの大規模な拡大等を行って金融政策で財政をファイナンスし、大規模な財政支出や減税により国民生活の安定を確保するとともに、デフレの克服を実現すること等、緊急の対応についても検討を行うべきである。究極的には、雇用の安定こそが、通貨価値の安定に優先する経済政策の目標であり、国会と政府が国民に対して有する責務である。
- 緩やかな財政引締めと金融緩和の組み合わせによるマクロ経済運営を続ける場合、円通貨の対外価値が全体として減少傾向を続けることは避けがたい。通貨の対外価値の下落は、国民の生活水準全体の低下を意味することから、可能な限り避けるべきであるが、80年代後半から現在までの円の価値自体が、我が国の産業全体の競争力や生活水準全体からすれば相当程度に高く評価されていた可能性があること、金融緩和を中心とする積極的なマ

ク口経済政策とその副産物としての通貨の対外価値の下落なしに、構造改革の推進のみで日本経済の回復を図ることは不可能と考えられること、通貨価値自体は基本的に市場での需給に委ねており、意図的に通貨切り下げを目指す政策を実施するものではないこと、等から、国内経済が必要とするマクロ経済政策を実施し、併せて経済構造改革を実施した結果として円の下落が続くのであれば、やむを得ないと考えられる。我が国としては、あくまでも経済実態を反映した通貨価値の下落であり、意図的な円安誘導を行うものではないこと、及び、安易に円安による外需の増加に依存して構造改革努力を怠るものではないことを、対外的に明確に説明していく必要があると考えられる。

- 金融機関の抱える多額の不良債権の処理は、バブルの崩壊以来、長年にわたって先送りされてきた課題であり、これ以上先送りすることなく着実に進める必要がある。しかし、現在問題となっている不良債権の大部分はバブルの崩壊により発生したものではなく、90年代以降のデフレの結果である。デフレが不良債権を生じさせているのであり、その逆ではない。不良債権の処理は経済の長期的な成長力を高めるために必要ではあるが、その処理自体が経済を回復させる効果を持つものではない。むしろ、不良債権の処理は、かえって処理の過程においてデフレを深刻化させる効果があり、処理を進める際には十分な注意が必要である。
- 政府は、金融機関による不良債権処理を促すため、まず、適切なマクロ経済政策の運営により、経済全体の状況を改善し、新たな不良債権の発生の抑制と、金融機関の収益機会の拡大を図る必要がある。現在は、政府が想定した以上にデフレ克服の時期が遅れる可能性が高く、政府は、不良債権比率を2年間で半減させるという、硬直的で現実を見ない目標を撤回すべきである。深刻なデフレが継続する間は、金融機関による毎年の適切な引当がなされるよう、現行の会計ルール of 厳正な運用に努め、個別具体的な不良債権の処理は金融機関の自主性に委ねるべきである。
- 不良債権処理に必要な適切な引当の実施のためには、金融機関による恣意的な会計処理がなされることのないよう、会計基準の明確化等が図られる必要がある。その際、性急に既存のルールの変更等がなされれば経済全体や国民生活に重大な影響を及ぼす事態を招くおそれもあること、税効果会計の取り扱い等、関連する税制と一体となった検討が必要な問題もあること等から、ルールの策定や変更の過程においては、関係者との十分な意見交換と調整や、

国民への情報公開による透明性の確保等が必要である。特に、今回一部で見られたように、金融機関への過酷な対応のみが国民の注目を集め、「銀行国有化」等の風評によりかえって国民の不安を招く事態を生じることを避けるよう、細心の注意を払うことが必要である。

- 金融機関の不良債権処理は、原則として金融機関の責任と負担により進められるべきである。しかし、我が国の経済全体や国民生活に大きな打撃を与える金融システム危機の発生等は、不良債権処理の過程においても回避する必要があり、このため必要な場合には、これまで整備されてきた金融危機対応の枠組みに則り、公的資金の活用も検討すべきである。ただし、公的資金の活用さえなされれば不良債権問題は解決するといった安易な考え方は避けるべきである。公的資金の活用も含め、不良債権処理は本来の意味の構造改革ではなく、過去の失敗の事後処理に過ぎず、安定的な経済成長を達成する上での特效薬ではない。仮に「国有化」がやむを得ない場合には、政府としては、国民負担を最小限度とし、できるだけ早期に適切な形で金融機関の処理と再生を終えることを目指すべきである。
- また、公的資金の活用が必要な事態が生じているとすれば、それを招いた過去の金融機関の経営者等の責任や、金融機関による安易な会計処理を許してきた金融監督当局等の責任について、国会等における徹底的な解明と適切な追求がなされなければならない。これは、納税者・有権者としての国民に対して、最小限度の公的資金の活用をやむを得ないものとして受け入れるよう求めるための、当然の前提である。
- 日銀による銀行保有株式買取の決定は、公的資金の活用と同様に金融システムの安定確保を目的としてなされたものと考えられるが、本来政府の役割であり、既存の政策と重複する。将来的な国民負担の増加を、国会による議論を経ずにもたらすものである。メリットを受ける金融機関の責任を不問に付している。長期的な株式の需給改善効果がない。日銀が金融緩和の実施に向けて努力を集中すべき時に不要不急の政策を追求するものである。等の問題があり、肯定することのできない措置である。
- 企業の競争力の強化等を通じて、経済全体の供給能力を改善し、潜在成長力を増大させる構造改革の推進は、中長期的に我が国に必要不可欠である。デフレの克服を中心とする景気回復のための政策をまず実施しつつ潜在成長率への回復を図り、その上で着実に構造改革の推進を図るべきである。

- 企業の競争力は、市場での競争を通じて強化される。政府のミクロ経済政策は、規制緩和をさらに推進し、企業が自由に競争できる市場を拡大することで、公正で自由な競争を促進することが基本となる。我が国においては、金融、建設、運輸、通信、マスコミ、農林水産、医療、福祉、労働、教育等、非製造業を中心に政府規制の存在等により自由な競争が阻害されている分野が多く存在することから、引き続き規制緩和等を着実に推進すべきである。
- 製造業を中心とする我が国企業の国際競争力は、国による不適切なマクロ経済政策の実施等の悪条件にも関わらず、基本的に健全な状況を保っている。「企業の競争力」が日本経済の危機をもたらしているものではない。

しかし、デフレの深刻化により国内市場が縮小していること、国内に依然として保護された産業分野が存在し国内での事業活動コストが相対的に高いこと、法人税等の政府に起因する国内の相対的コスト高要因が依然存在すること等から、競争力のある企業の活動においては、経済成長が期待できるアジアや北米等の海外の比重が高くなりつつある。このことは、国内での設備投資の低迷と雇用調整圧力の増加につながり、デフレをさらに深刻化させる一因となっている。

政府としては、適切なマクロ経済政策の実施により国内市場の成長を促すとともに、法人税率の引き下げや非製造業を中心とする規制緩和等を通じた国内の相対的事業コストの引き下げ等により、我が国の事業活動の場としての魅力を高め、「日本の競争力」を高める努力が必要となっている。

現在のマクロ経済政策は、日本で「競争力のある既存企業」が行う活動を縮小させるとともに、創業率を低下させて「将来の競争力ある企業」の出現を阻害し、「日本の競争力」を低下させつつあるものである。

【目 次】

1 . はじめに.....	1
2 . 日本経済の現状.....	2
(1) 長期間継続するデフレ.....	2
(2) 弱い景気回復力.....	4
3 . 深刻化するデフレの弊害.....	9
(1) 倒産・失業の増大と賃金の下落.....	1 1
(2) 資産価格の下落と不良債権の増大等.....	2 1
(3) 犯罪と自殺の増加.....	2 2
(4) 国家財政の破綻のおそれ.....	2 2
4 . デフレの克服のための財政・金融政策のあり方.....	2 9
(1) 基本的な考え方.....	2 9
(2) 財政政策の役割と限界.....	3 1
(3) デフレ克服のための日銀の役割と金融緩和を巡る論点.....	3 3
(4) 「伝統的な金融政策」と「非伝統的な金融政策」について.....	4 5
(5) 物価安定目標を巡る議論について.....	4 7
(6) 金融政策を巡る政府・国会と日銀の関係について.....	5 1
(7) 金融政策と為替政策について.....	5 3
(8) 国際的なマクロ経済政策協調について.....	5 9
5 . マクロ経済政策と構造改革等.....	6 1
(1) 構造改革推進の必要性 景気回復なくして構造改革なし.....	6 1
(2) 金融業の構造改革と不良債権処理の必要性.....	6 2
(3) 不良債権処理と金融システムの安定.....	6 5
(4) 「日本の競争力の強化」に向けた政策とマクロ経済政策.....	7 3
6 . おわりに.....	7 7

1. はじめに

日本経済は、長期間継続するデフレの下で、失業率は過去最高水準に達し、賃金の下落、倒産の増大等の弊害が見られ、深刻な状況にある。デフレに起因する資産価格の下落や、不良債権の増大等により、金融機関の脆弱化が続いている。経済悪化の影響は、経済面にとどまらず、自殺や犯罪の増加等、社会情勢の悪化にも及んでいる。

これに対する小泉内閣の経済政策は、未だに「構造改革なくして成長なし」のスローガンの下に、不良債権処理の促進をはじめとする政策をまず推進しようとするものである。しかし、このスローガンは、政治的な意義を別とすれば、経済的に誤りであることは明らかであり、今やその弊害は、経済政策の基本方向を転換しなければ日本の将来を危うくする状況に至りつつある。

筆者は、このような問題意識に立ち、現在の日本経済の最大の問題は、デフレを克服して景気回復を図るための経済政策、特に金融政策における対応が不十分であることにあると考える。この小論文は、この趣旨を明確にするために取りまとめたものであり、経済政策に関係する人々の参考に供することを目的としている。

筆者は、マクロ経済分析の専門家ではなく、この分野については既に多数の専門家の分析がなされているので、検討に際しては、これらを総合的に把握することをまず中心とした。数式等の使用は極力避け、国際的に見て標準的なマクロ経済理論に基づいて、現在の日本経済の問題点と対応策を総合的に述べることに努めた。また、日銀と政府・国会との関係、金融政策と為替政策の関係、国際間の通貨に関する政策協調等については、関連する国内法、国際法についての検討も行い、我が国のマクロ経済の政策決定システムについての分析も行った。不良債権処理のための政策と、企業の競争力強化を目的とするミクロ経済政策については、本論との関連で政策の優先度等を明確にするために必要な範囲内で検討を行った。

欧米の経済学者の間では、現在の日本経済の状況については、マクロ経済政策、とりわけ金融政策の活用が不十分であることが第一の問題であるとの説が多数である。日本においても、これは多数説であるが、財政政策により重点を置く立場、現状での金融政策の無効性を主張する立場、あくまでもマクロ経済政策ではなく構造改革等のミクロ経済政策が必要であると主張する立場などが存在している。日本において、諸外国ほどには金融政策の活用を主張する意見が多くないのは、日本では歴史的に財政政策が重要な役割を果たしてきたこと、特に公共事業が不十分な社会保障を補う役割を持ってきたこと、日銀の独立性が過去には高くなかったこと等の事情が影響している可能性がある。また、短

期金利が0水準となり、「伝統的な金融政策」が効果を失う状況になっているため、これ以上の金融緩和の効果を疑問視し、弊害を懸念する意見も存在している。(ただし、この点は、90年代における金融政策の失敗が自ら招いたものであり、現在の異常な状況には「非伝統的な金融政策」の活用もためらうべきではないとの意見も有力である。)

しかし、マクロ経済理論の教えるところは、国際的に開放された経済の下では、金融政策こそがマクロ経済政策として重要であるということであり、先進国の経済政策は皆そのような前提で運営されている。我が国においてもこの理論が妥当することを否定する明確な証拠はない。多くの研究は、現在の状況下においても、依然として金融政策に有効性が認められることを示している。

むしろ現在問題となるのは、現在の深刻なデフレを克服するために、どの程度まで強力な金融政策の手段を用いるべきか、それらの手段には、本来は財政政策の範疇に属するものや為替政策との調整が必要なものもあるのではないか、それらの手段に伴う可能性のある弊害についてどう考えるか、といった点であると考えられる。

本論で述べるとおり、日銀法によれば、日銀はデフレの際にもインフレと同様にこれを抑制し、「物価の安定」を図り、これを通じて失業や倒産を抑制して「経済の健全な発展」を図る責務がある。このための手段は幅広く認められており、特に「非伝統的な金融政策」を避ける理由はない。また、金融緩和の「弊害」として考えられることは、現時点では根拠がないか、それほど懸念する理由のないものである。日銀は、今こそ積極的な金融緩和を推進し、デフレ下での日銀の独立性の積極的な意義を自ら明らかにすべきである。

2. 日本経済の現状

(1) 長期間継続するデフレ

我が国では、デフレ(持続的な物価の下落)が長期間継続している。

GDPデフレーターは、95年以来、下落傾向にある。消費者物価は99年以降下落を続けている。

このような一般物価のデフレの原因としては、安い輸入品の増大などの供給面の構造要因、景気の弱さからくる需要要因、マネーサプライの供給が不十分であること(金融要因)があり、これらの要因は相互に関連していると考えられる。長期的には、インフレやインフレの逆であるデフレは、マネーサプライの動きによって決まることは知られており、マネーサプライが十分供給

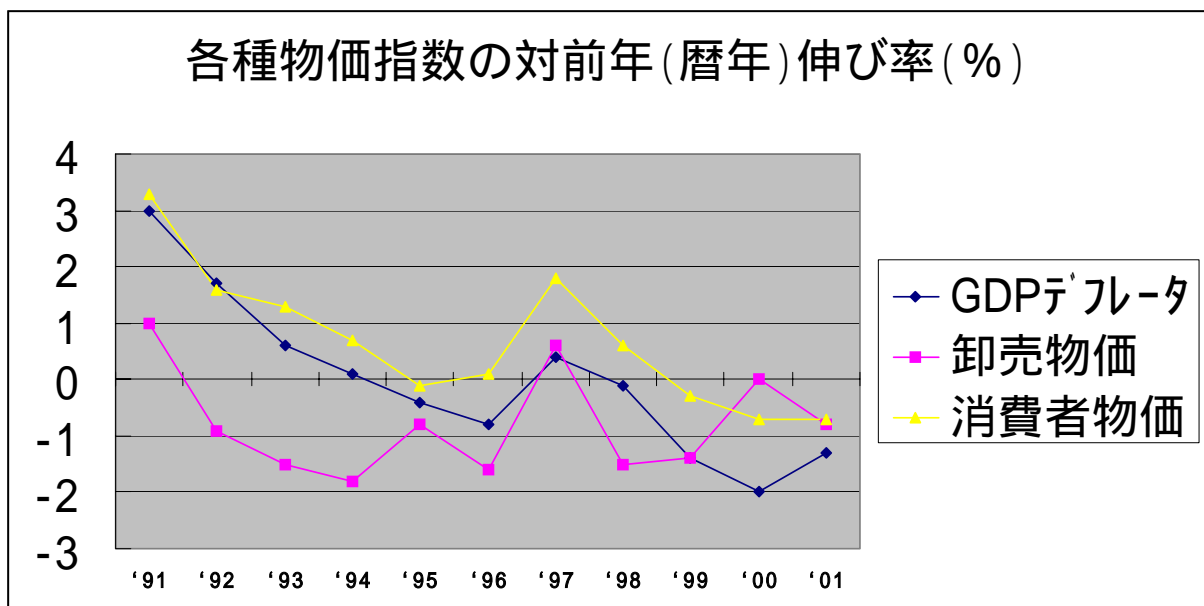
されればデフレは回避し得る（2001年版経済財政白書）。

地価や株価等の資産価格面においてもデフレは進行している。例えば、2002年版経済財政白書の分析によれば、バブルが崩壊した90年以降、我が国経済全体では、株式と土地併せて1,158兆円のキャピタルロスが生じたと考えられる。

同白書によれば、一般物価のデフレは当面続く可能性が高いとされている。また、資産価格デフレによるキャピタルロスも、2001年以降に地価、株価とも大きく下落していることから、さらに膨らんでいると推定される。

このようなデフレの継続は、様々な悪影響を実態経済に与えており、その克服こそが現在の経済政策における最優先課題である。デフレの弊害については、多数の有識者によって指摘されているが、後述するように、経済財政白書等における分析はその深刻さを十分に捉えきれていない部分があると考えられる。我が国の経済は、2001年経済財政白書が「物価下落（デフレ）と生産活動の縮小とが相互作用してスパイラル的に進行する」と述べている意味での「デフレスパイラル」の初期段階にある可能性があり、これが本格化すれば経済にさらに大きな悪影響を与えることは明らかであることから、我が国としては活用できるあらゆる政策を用いて対応すべきである。

（図1）



	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01
GDPデフレ率	3.0	1.7	0.6	0.1	-0.4	-0.8	0.4	-0.1	-1.4	-2	-1.3
卸売物価	1.0	-0.9	-1.5	-1.8	-0.8	-1.6	0.6	-1.5	-1.4	0.0	-0.8
消費者物価	3.3	1.6	1.3	0.7	-0.1	0.1	1.8	0.6	-0.3	-0.7	-0.7

(内閣府、総務省、日本銀行)(暦年、前年比伸び率(%))

(表1)土地及び株式の保有損失(90年から2000年末までの累計。兆円)

土地及び株式合計	土地	株式
1,158	737	424

(主体別内訳)	(家計)	(非金融法人)	(金融機関)
	(437)	(357)	(231)

(2002年版経済財政白書)

(2) 弱い景気回復力

継続するデフレの中であって、我が国は循環的な景気回復局面を迎えているが、回復力は脆弱である。

我が国の実質GDP(国内総生産)は、季節調整済みの前期比で見て、2001年7~9月に-1.4%、10~12月に-0.5%と減少を続けた後、2002年1~3月以降、0.2%、1.0%、0.7%と、3四半期連続で増加している。回復を支えたのは、1~3月には、寄与度0.5となった外需であった。4~6月には外需の寄与度が0.3に低下する中で、民間在庫の寄与度が0.4となった。

7~9月には外需が寄与度0.1とマイナスに転じる中、内需の寄与度が0.8であったが、内訳を見ると、民間在庫が引き続き寄与度0.5と最大の増加要因であり、最終需要の回復力は脆弱な状況が続いている。設備投資が寄与度0.1、民間住宅が寄与度0.0とマイナス傾向を続ける中、民間最終消費支出は最近4四半期の伸び率が0.3%、0.5%、0.5%、0.8%と堅調に推移しているが、最近の個人消費の伸び率については、統計上の上ブレの可能性を指摘する意見がある。

(表2) 最近の実質・名目 GDP 及び各需要項目 (実質) の推移

		2001 7-9	2001 10-12	2002 1-3	2002 4-6	2002 7-9
実質国内総生産 (季調済前期比)		1.4	0.5	0.2	1.0	0.7
GDPデフレーター (前年同期比)		1.1	0.7	0.5	1.0	1.6
名目国内総生産 (季調済前期比)		1.3	0.7	0.0	0.3	0.3
国内需要	前期比 [寄与度]	1.3 [-1.3]	0.5 [-0.5]	0.3 [-0.3]	0.7 [0.7]	0.9 [0.8]
最終消費支出	前期比 [寄与度]	0.6	0.3	0.5	0.5	0.8 [0.4]
民間住宅	前期比 [寄与度]	0.2	0.8	2.0	0.9	0.2 [-0.0]
民間企業設備	前期比 [寄与度]	3.6	3.7	1.5	0.2	0.9 [-0.1]
企業在庫品増加	[寄与度]	[-0.4]	[-0.2]	[-0.3]	[0.4]	[0.5]
政府最終消費支出	前期比 [寄与度]	0.3	0.7	0.5	0.6	0.9 [0.2]
公的固定資本形成	前期比 [寄与度]	0.2	0.1	0.6	1.5	1.6 [-0.1]
純輸出(外需)	[寄与度]	[-0.1]	[0.0]	[0.5]	[0.3]	[-0.1]
輸出	前期比 [寄与度]	3.1	1.7	4.8	5.9	0.5 [0.1]
輸入	前期比 [寄与度]	3.1	2.2	0.1	3.4	1.8 [-0.2]

雇用者報酬	(名目)	1.0	0.9	0.4	0.6	0.8
-------	------	-----	-----	-----	-----	-----

(各需要項目(実質)の前期比は季節調整済(%))。内閣府「国民経済計算」)

今後の見通しについては、米国の景気減速や3月以降の円高傾向等により、外需の伸びが期待できない中、内需も推進力に欠けており、不透明感が強い。

内閣府が12月6日発表した10月の景気動向調査(速報)によると、景気の現状を示す一致指数は88.9%で、景気判断の分かれ目となる50%を9カ月連続で上回った。依然として景気は上向きとの評価になるが、内閣府は「鉱工業生産財出荷など生産関連指標で今後注意すべき傾向がみられる」と分析。11月の一致指数が「50%を下回る可能性がある」と景気腰折れに対する懸念を強めた

(12月6日、日本経済新聞)。このように、足下の景気は、既にピークを超えた可能性もある。

今後の需要項目毎の動きを予測しても、民間在庫の伸びは昨年の反動に過ぎず、今後は多くを期待できないと考えられる。住宅投資は低迷を続けている。民間企業の設備投資は、4～6月に上向きかけたが、海外景気の伸び悩み等を背景に7～9月期には減少に転じている。内閣府が11月11日に発表した機械受注統計(設備投資の先行指標)では、7～9月期が前期比1.7%減、10～12月期の受注見通しが同6.5%減であることから、多くを期待できない状況である。ポイントとなるのは個人消費であるが、消費性向が高い水準にあり、雇用者報酬が減少を続ける中で、今後も内需を支えられるかどうかについては、大いに疑問がある。竹中経済財政担当相は12月6日の閣議後の記者会見で、今年度の政府経済見通しについて「当初のゼロ%を下回ることはない」としたうえで、「その意味では予想よりむしろ高い数字が出る」との見方を示した。ただ、「不透明な要素、不確実な要因は現状では多く環境は厳しくなっている」と指摘し、「それを受けると来年度は緩やかなものにならざるを得ない」と述べた(ブルンバーグニュース)。

また、GDPデフレ率は7～9月(前年同期比)に-1.6%とデフレ圧力が強まっており、名目GDP伸び率は最近3四半期の季節調整済み前期比で見て、0.0%、0.3%、0.3%と、景気回復がピークを迎えようとしている局面としては、低い伸び率にとどまっている。

各種機関の今後の我が国GDPの予測を見ると、民間調査機関では、来年度前半又は後半に景気が後退に転じるとの見方が多数であり、また、デフレが引き続き継続するため名目成長率はマイナスを続けると予測されている。OECD等の国際機関の見通しも同様の傾向にある。

(表3) 主要な民間調査機関16社の経済予測(11月21日、日本経済新聞)

	2002年度	2003年度(16社の平均値)
実質GDP成長率	1.0	0.3
名目GDP成長率	0.5	0.9
景気後退時期	来年度前半	5社
	来年度後半	6社
	後退せず	5社

(表4) 国際機関の日本経済見通し

【OECD (1 1 月 2 1 日 発表)】

	2 0 0 2 年	2 0 0 3 年	2 0 0 4 年
実質 GDP	0 . 7	0 . 8	0 . 9
GDP デフレーター	1 . 0	1 . 6	1 . 4

【世界銀行 (1 2 月 1 1 日 発表)】

	2 0 0 2 年	2 0 0 3 年
実質 GDP	0 . 0	1 . 3

【IMF (9 月 2 5 日 発表)】

	2 0 0 2 年	2 0 0 3 年
実質 GDP	0 . 5	1 . 1

政府の経済見通し (1 月 2 5 日 閣議決定) では、2 0 0 2 年度実質 GDP 成長率 0 . 0 %、名目成長率 0 . 9 % とされているが、内閣府は 9 月 2 0 日の経済財政諮問会議に、実質 GDP を若干上方修正、名目 GDP を若干下方修正する内閣府としての試算を提出している。

(表 5) 政府経済見通し等

	政府経済見通し (1 月)	内閣府試算 (9 月)
実質 GDP 成長率	0 . 0	0 . 2
名目 GDP 成長率	0 . 9	1 . 1

2 0 0 3 年度の政府経済見通しは今後決定されるが、1 1 月 2 2 日の経済財政諮問会議提出資料「平成 1 5 年度経済について」の中で、内閣府は 1 4 年度経済について次のように指摘し、GDP 成長率 (実質) は年度前半の比較的高めの成長の寄与もありプラスとなると見込んでいる。

- ・景気に一部持ち直しの動きが見られるが、年度後半は持ち直しのテンポが更に一層緩やかとなることを見込まれる。
- ・個人消費は年度後半は弱含む。
- ・住宅投資は減少を続ける。
- ・設備投資は年後半には下げ止まりに向かうが回復の勢いは弱く、年度全体ではマイナス。
- ・外需は、前半は大幅なプラス、後半以降は輸出が弱含むものの年度全体ではプラス。

平成15年度については、内閣府は、米国経済等の世界経済、金融資本市場の動向、不良債権処理の加速、企業部門の回復力、社会保障関係の負担増等、の下押し要因があり不透明感が強いと指摘し、同時に、税制改革、補正予算等をプラス要因として指摘している。そして、15年度経済についての「一つの期待される姿」として次のように述べている。

- ・14年度後半から15年度にかけて景気は持ち直しのテンポが更に一層緩やかとなる。
- ・米国景気の再度の緩やかな回復、アジア経済の内需中心の堅調な推移等、世界経済の緩やかな回復が期待される。
- ・世界経済の動きを背景に、輸出や生産が伸び、マインドが徐々に改善し、企業部門の回復により景気は民需中心の緩やかな回復に向かう。
- ・雇用情勢は不良債権処理の加速が下押し圧力となるものと考えられ、厳しい状況が続く。
- ・物価についても、デフレ傾向は継続するおそれがあるものの、需要の回復等によりデフレ圧力は徐々に低下していくことが期待される。
- ・15年度経済全体として見れば相当程度緩やかな回復にとどまる。

2004年度以降の経済見通しについて、1月25日に閣議決定された「構造改革と経済財政の中期展望について」(対象期間：2002～2006年度)では、「(2003年度末までに)デフレも克服され、物価上昇率はプラスに転ずる」と予測し、2004年度以降は実質1.5%あるいはそれ以上、名目2.5%あるいはそれ以上の民間需要主導の着実な成長が見込まれるものと予測している。

(表6) 2004年度以降の中期展望

(「構造改革と経済財政の中期展望」(1月25日閣議決定)より)

	2004年度	2005～6年度
実質 GDP 成長率	1.5以上	1.5以上
名目 GDP 成長率	2.5以上	2.5以上

現在までの経済の推移を見れば、この「改革と展望」に示された経済の姿、特に「物価上昇率が2003年度中にプラスに転じ、2004年度以降の名目GDP成長率が2.5%あるいはそれ以上で推移する」との予測の実現は、デフレ圧力の強さ等の要因から相当程度困難になっているものと言わざるを得ない。

内閣府も、上記9月20日の試算の中で、15年度経済について、為替や原

油等の前提条件の不確実性が高く、金融資本市場や米国経済の動向等の下押しリスクが顕在化し悪影響が波及する場合には、15年度の経済は「改革と展望」示された姿の実現が困難となることを認めている。また、これらの下押しリスクが顕在化しない場合には、「改革と展望」で示された緩慢な回復過程が想定されるが、「デフレについては、いずれのケースにおいても程度の差こそあれ厳しい状況が継続すると考えられる」としている。

なお、11月2日の読売新聞は、内閣府が、2003年度中にデフレを克服するとの政府目標の達成を断念し、2004年度に目標を先送りする方針を固めたと報じている。報道によれば、内閣府は、2003年度のGDPデフレーターもマイナス1%程度に低迷するとの見方を固め、名目成長率0.6%程度としてきた見通しを1%程度下方修正する方針とされている。そして、現段階では2003年度の実質成長率0.5%程度、名目成長率はマイナス0.5%程度との見方を強めているとされている。

また、12月2日の日本経済新聞（電子版）は、「政府の経済財政諮問会議は年内に取りまとめる中期経済財政展望で、デフレ克服の時期を先送りする方針を固めた。2003年度中としている現行の目標を1-2年、延期する案が有力。」と報道している。

また、竹中経済財政担当大臣は、5日の経済財政諮問会議後の記者会見で、2003年度中としていたデフレ克服の時期に関して、「予想よりデフレ進行が厳しい。2004年度までの集中調整機関を終えた以降」と述べた。年内にまとめる中期経済財政展望で、デフレ克服の目標を2005年度に延期する考えを示唆した形だとされる。同会議では、「集中調整期間」を従来の2003年度までから2004年度までに伸ばすことが議論されたとされている（12月5日、日本経済新聞（電子版）、ブルーンバーグニュース）。

3. 深刻化するデフレの弊害

現在のデフレの程度については、消費者物価上昇率で見て、前年比1%弱程度のマイナスであるため、一般にその影響が過小評価されている可能性がある。しかし、まず、消費者物価上昇率では、製品の技術進歩等が十分に盛り込まれていないため、1%程度の下バイアスが存在しているとの見解が通説となっている（岩田「デフレの経済学」P20等を参照されたい。）。このため、消費者物価で見て真のデフレ率は年2%程度である可能性が高い。

この程度の物価下落は、数字だけを見れば大きな影響がないようにも見える。しかし、デフレはインフレと異なり、小さな物価下落率が継続する場合でも経

済に与える打撃は大きい。

デフレについては、そもそも「良いデフレ」と「悪いデフレ」が存在し、デフレの良い点を最大限に引き出すことが日本経済を長期停滞から脱却させる唯一のシナリオであるとの主張も依然として存在している（例えば、「良いデフレは経済改革のテコ」（三菱信託銀行「調査情報（No251、2002年3月）」（古川彰、立命館大学経済学部教授）等。）。しかし、現在ではこのような説は少数であり、大多数の論者はデフレが何らかの意味で現在の我が国経済に弊害をもたらしており、その克服が重要な課題であることを認めている。

また、仮に「良いデフレ」を仮に認めるとしても、我が国では、現在傾向的にはGDP成長率が低迷し、生産が停滞し、雇用は減少する状況であり、「総需要」の減少によるデフレの可能性が高く、「悪いデフレ」と言える。

政府も、このような認識に立ち、1月に閣議決定された「構造改革と経済財政の中期展望」（経済財政諮問会議答申）において、ここ1両年中の集中調整期間においては、デフレの克服を最重要課題とし、政府・日本銀行は一体となって取り組むこととしている。

現在の程度の物価下落が継続することは、以下で述べるように、名目賃金の下方硬直性等の労働市場の構造的要因を背景とする失業の深刻化、政府、企業等の債務者への打撃、等の理由から、到底容認できない。

特に、マクロ経済学が理論的に示しているように、デフレの弊害の第一は失業により「人材」という経済資源が利用されない状況となり劣化することであり、正に現在の日本ではこのような過程が進行している。したがって、例えば野口悠紀雄・青山学院大学教授の「ほとんどの経済活動に影響を与えるのは相対価格であって、一般的な物価水準ではない。したがって、基本的には、デフレは経済活動に影響を与えないはずである。ただし、多くの債務が名目値で決められていることから、冒頭で述べた（実質債務増加という）問題は発生する。そして、これこそが、デフレによって生じる唯一の問題である。」（「金融革新でデフレ対策」11月9日、週刊東洋経済）との分析に示されているような認識は、意図的にはどうかは不明であるが、デフレの最大の弊害を無視するものであり、理論的にも実証的にも誤ったものであるから、到底経済政策の基礎として用いることができない。

デフレ下では、名目賃金の下方硬直性から実質賃金が上昇し、企業は収益改善のため、雇用削減、正社員のパートへの置き換え、新規採用の停止等の雇用調整を行う。経済全体では雇用者の実質所得が減少し、消費が減少する。また、企業の経費削減は、これが他の企業にとっての売上高の減少につながり、景気はさらに停滞し、デフレはより深刻化する。

また、一般物価の下落と資産価格のデフレが、相互に増幅効果を持って進行

していく。これにより、固定価格による債務を抱えた企業の実質債務は増大し、あるいは担保が不足し、企業においては倒産が増加しまた投資が減少する。金融機関においては不良債権が増大し、自己資本比率が低下し、貸し出しは減少する。これらを受けて、経済全体の悪化がさらに続き、また、金融機関の経営は悪化する。

このように、デフレがより一層のデフレを引き起こし、景気悪化が自律的に進行する過程が「デフレスパイラル」と呼ばれる。

7 9月期までのGDPの動向を見れば、我が国は既にデフレスパイラルの初期の段階に入った可能性がある。すなわち、物価の下落がその度を強めており、外需が頭打ちになる中で、内需拡大の最大要因は在庫要因であり、一時的なものと考えられる。内需の主要項目を見れば、企業の設備投資は、短期的な景気循環のピークに近いと考えられるにもかかわらず、上向く兆しが見えない。住宅投資は低迷している。個人消費は数字上はなお堅調であるが、統計上の上方評価の可能性が指摘されており、また、雇用者報酬が減少し、家計の債務負担が重くなっている状況下で消費性向が上昇しており、先送りされてきた消費の調整が10～12月期以降、本格化する可能性がある。

このような状況では、政府・日銀は、マクロ経済政策を中心として、あらゆる政策を活用し、デフレの克服を図るべきである。単に循環的に景気が上昇したとしても手を緩めるべきではない。デフレギャップを解消し、物価と名目経済成長率の安定的な推移が確認されるまで、デフレ克服のための経済政策を強力に推進すべきである。

(1) 倒産・失業の増大と賃金の下落

失業と雇用調整及び倒産の状況

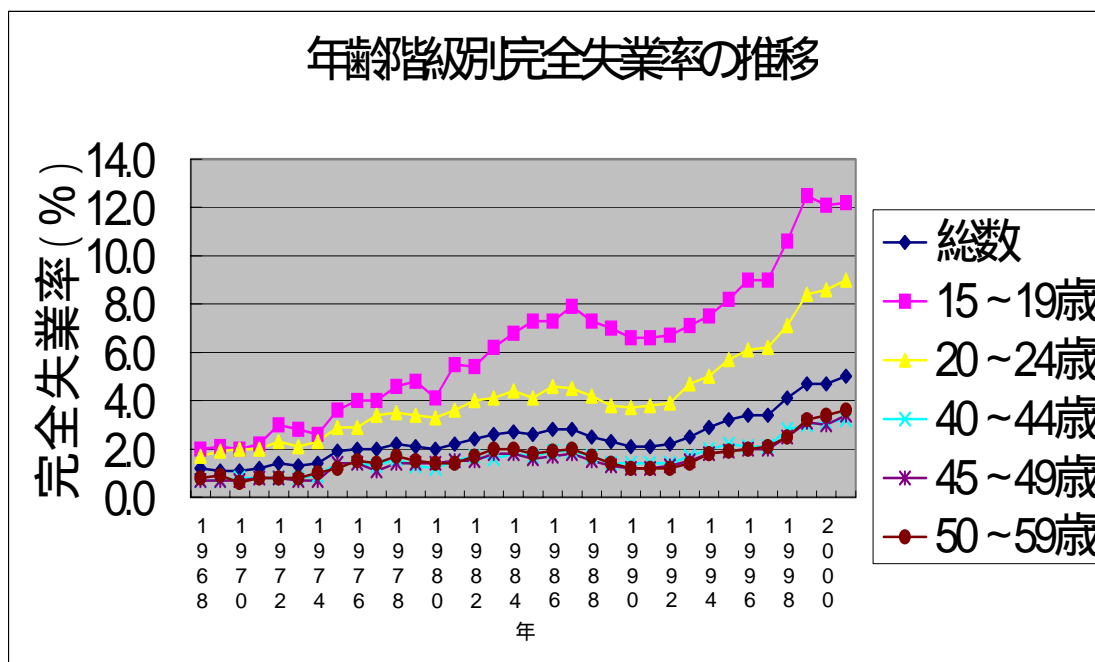
デフレは全般的な物価の下落であるから、労働の対価である賃金もデフレの進行に伴い直ちに下落すれば、純粋に理論的には、労働市場では深刻な失業の発生なしに労働需給の調整が行われる可能性がある。しかし、現実の世界では、名目賃金は、働きたいが職に就けない人（非自発的失業者）が多数存在してもなかなか下がらない。これは、名目賃金の下方硬直性と言われる。

現在の日本では、例えば第二次世界大戦前と比較して名目賃金の下方硬直性は強くなっていると考えられる。特に、デフレが進行する中では賃金による調整には相当の時間が必要であり、その間に非自発的失業が増大すると考えられる。賃金と失業率の関係（賃金版フィリップスカーブ）については、多くの実証分析が行われており、例えば、岩田「デフレの経済学」では、90年代のほ

うが80年代より時間当たり名目賃金の下方硬直性は大きくなったことが示されている(P162~)。

現実の失業率も、デフレが深刻化した90年代後半以降、上昇を続け、景気循環の上昇局面でも改善されていない。直近の完全失業率は、過去最高の5.5%に達している。

(図2)



(総務省：労働力調査)

最近の雇用・賃金調整の状況を見ると、厚生労働省が12月2日に発表した10月の毎月勤労統計(速報)によれば、実質賃金は前年同月比0.2%増と7月ぶりに増加したが、名目の現金給与総額は同0.7%減と減少が続いている。製造業残業時間は、生産の増加を背景に同14.2%増となった。雇用者数を見ると、常用雇用者数は減少を続け、パートタイムは3.3%増、一般労働者は1.8%減と57月連続減少となった。このように、デフレ下の日本企業では、短期的な景気回復局面のピークに近いと思われる現在の時点でも、賃金削減と雇用調整の動きが続いており、企業は正社員等を削減し、パート労働者を増加させ、生産増には既存労働者の残業増加で対応しつつあることから、今後ともデフレが継続する中では、雇用情勢が改善される見込みは低いものと言わざるを得ない。

(表7) 毎月勤労統計(速報)(前年同月比伸び率(%))

実質賃金 (0 . 2)(7月ぶりプラス)
製造業残業時間 14 . 4時間 (0 . 2)(6月連続プラス)
一人当り現金給与総額 (0 . 7)
 うち定期給与 (0 . 9)
 うち基本給 (1 . 1)
 所定外給与 (1 . 4)
 ボーナス等 (8 . 6)
全産業常用労働者数 4307万1千人 (0 . 8)
 うち一般労働者 (1 . 8)
 うちパートタイム労働者 (3 . 3)
製造業 " (4 . 1)

企業倒産も高水準で推移している。2001年の倒産動向について見ると、全企業の倒産件数は19,164件となり、前年比395件、2.1%増で17年ぶりに19,000件を超えた。これは、1984年の20,841件に次いで、1952年の調査開始以来2番目の高水準となった。負債総額については16兆5,200億円と、前年比7兆3,650億円、30.8%減ながら倒産件数同様、調査開始以来2番目の水準となった。

(図 3) 倒産件数等の推移



資料：(株)東京商工リサーチ「全国企業倒産白書」、最高裁判所事務総局「司法統計年報」
 (注) 1. 倒産件数は負債金額1,000万円以上のものを集計。中小企業とは、資本金1億円未満の法人及び個人企業を指す。
 2. 法人企業の破産新受事件数は2000年が(2002年4月における)最新データ。

(2 0 0 2 年版中小企業白書)

厳しい雇用の実態

最近で5.5%という完全失業率の水準自体については、欧米諸国と比較すると必ずしも高いものではないことから、「日本も先進国なみの水準になった。」「今後の失業率は5～10%で推移すると見るべきである。」といった意見も存在する。例えば、平成14年版労働経済白書は、「我が国の失業率を国際比較すると、かつてのように群を抜いて低い水準ということはなくなった。近年、多くの国で失業率が低下に転じており、このまま日本の失業率が上昇し続ければ、失業率の水準において『並の国』になる可能性がある」としている。

しかし、現実の雇用実態は完全失業率の数字が示すよりはるかに深刻であり、現在の状況が継続することは到底容認できない。

まず、日本の完全失業率の定義や調査方法等を国際的に比較すると、日本の「完全失業率」はかなり過小評価された数字となっているとの意見がある。例えば、平恒治は、「労働失業率を考える」(『日本労働協会雑誌』第307号、1984年)で、毎年3月に行われる「特別調査」を基に日本の失業率を米国の概念に従い再計算すると、公表統計は失業率を半分ほどに過小評価している

と分析している。この点に関する他の論者の分析によっても、公表値と推計値の間には0.1～0.5%の差があると分析されている。

(表8) 米国概念による日本の失業率の計測結果

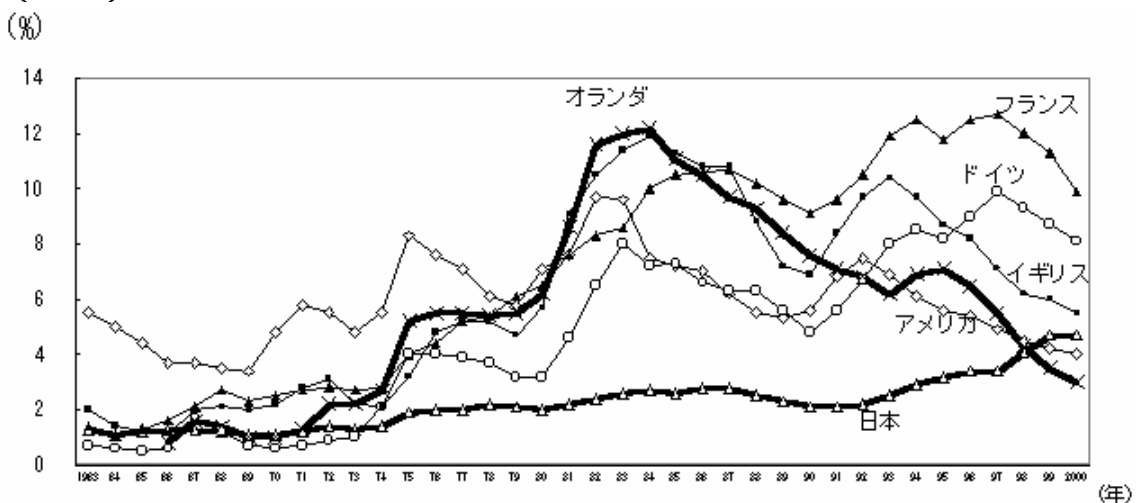
	公表値	白石栄司	平恒治	Sorrentino
1978年3月	2.6	3.1	4.7	3.0
1980年3月	2.2	2.4	3.8	2.3

(出典：下記「『低く安定的な失業率と伸縮的な賃金』 - 日本経済のマクロパフォーマンスをめぐる神話と現実」から転載)

当時、日米の差として概ね論者が主張していた点は、主に「求職活動を行った者」の定義が日本で狭い点である。近年でもこの点に変化はない。他方、論者の間で議論になった点は、「日本では新卒者を失業率に参入すべきかどうか」「日本では一時休業(レイオフ)は有給で復職が保証されているので、レイオフによる調整は必要ないのではないか。」といった点であったが、この点については、新卒者の求職状況や企業の雇用調整状況が厳しさを増している。ホームレスの増加等の最近の状況をも反映した研究が待たれるところである。

(各種研究をレビューしたものとして、例えば、高木信二・大阪大学経済学部教授「『低く安定的な失業率』と伸縮的な賃金 - 日本経済のマクロパフォーマンスをめぐる神話と現実」大蔵省財政金融研究所・フィナンシャルレビュー・1996年1月(http://www.mof.go.jp/f-review/r37/r_37_039_059.pdf)を参照のこと。)

(図4) 失業率の長期的推移



(資料出所 OECD "Labour Force Statistics") (平成14年版労働経済白書)

次に、完全失業率の推移自体を見ると、最近では短期的な景気回復を経ても失業率が顕著に回復せず、上昇傾向で推移している。これについて例えば平成14年版経済財政白書は、構造的失業率と循環的失業率に分けて分析し、構造的失業率が上昇を続けている一方、循環的失業率には景気循環による上下が見られるとしている（第1章第2節1）。そして、しばしば「現在の失業の多くは構造的なものであって、例えば建設業従事者はすぐにプログラマーになれないから、需要が拡大しても、構造的失業は解消できない。」との主張がなされる。

しかし、そもそも構造的失業は、企業の有効求人数と就職件数を元にして「欠員」と「失業」が等しいときの失業率を構造的失業率として推計しているため、依然として長期継続的雇用が多く企業の支配的で、長期間のデフレが続いている状況では、企業の求人自体が低迷を続け、構造的失業率が上昇するのは当然である。

この点について、岩田紀久男教授は「デフレの経済学」の中で（P276）、「全体の需要が拡大している経済では、多少とも努力すればプログラマーになれる人は転職してプログラマーになり、その転職した後を他の人が埋め、その後をさらに他の人が埋めるというように、玉突きが起きる。その結果、建設業が不況で失業した人もどこかで職を見つけることができる。つまり、構造的失業だと思われていた失業も、総需要拡大政策によって減らすことができるのである。ところが、デフレ・ギャップを放置すると、失業した建設労働者はプログラマーになれない限り職に就けない。経済学が、デフレ・ギャップが原因で失業した建設労働者に向かって、『あなたはプログラマーになる能力がないから、職に就けないのです』というしかないならば、経済学など不要であろう」と述べている。誠に明確で適切な分析である。

この点について、平成14年版経済財政白書（第1章第2節1）では、「失業率の8割方が構造的なものとなっており、雇用のミスマッチが縮小し、構造的な失業率が減少していくには時間を要すると考えられることから、失業率はしばらく高止まりする可能性が高いと考えられる。」としているが、これでは、政府の雇用に対する認識は極めて甘いと言わざるを得ない。経済財政白書等における分析も、敢えて雇用問題の深刻化と雇用に対する政府の責任を覆い隠すかのような印象を与えるものである。デフレが克服され、景気が本格的に回復しても低下しないかのような印象を与える「構造的失業率」の用語と、その説明には、十分な注意が必要である。

公式統計の失業率と「構造的失業」という捉え方には、このような問題があるが、公式統計の数値自体を見ても、失業率が現状程度にとどまっていることは、職を失った中高年層や若年層が働く意欲を喪失し、非労働力人口が増大し

たことが明らかに主たる原因である。例えば、昨年9月からの1年間で、就業者数は43万人減少し、8月から9月の1月のみで3万人減少している。

次に、年齢別の完全失業率を見ると、15～24歳の若年層で特に近年上昇が見られ、15～19歳では10%を超えている。また、過去には低い水準で維持されてきた40～59歳の失業率も3%台まで上昇している。特に、45～54歳の男性の失業率の前年比変化幅は、プラス1.1%と、性別・年齢別に見て最も大きい。これは、既存の長期継続的な雇用慣行が基調として維持される中で、企業が主として新卒の採用を極力抑えている状況が続いていること、そして、倒産や廃業あるいは極端な経営状況の悪化によって、中核となる中高年層の社員の雇用調整にも手をつけざるを得なくなっている企業が出てきていることを示している。

雇用構成の中身も、パート・アルバイトを中心とする「臨時雇い」「日雇い」が前年比66万人増となる一方、正社員を中心とする「常雇い」は同68万人減であり、劣化が続いている。

近年、高校・短大等の新卒者の就職状況が悪化し、いわゆる「フリーター」が増加している（例えば8月16日、日本経済新聞参照）。文部科学省・厚生労働省の調査でも、高校・大学等の新卒者の就職状況は、特に高校卒で悪化し、過去最悪の状況にある。

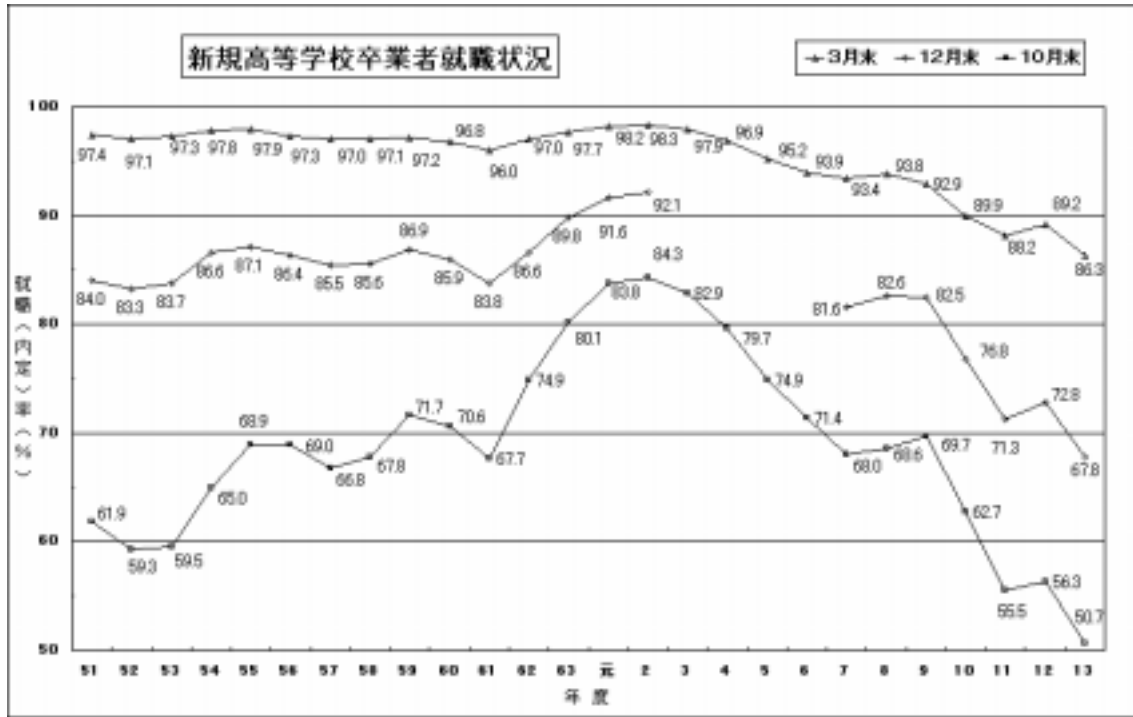
（表9）新規学卒就職率の推移

卒業年月	高校卒	専修学校卒	短大卒	大学卒
（就職率）				
1997年3月	98.5	91.5	90.5	94.5
1998年3月	98.2	89.5	86.6	93.3
1999年3月	96.8	86.3	88.4	92.0
2000年3月	95.6	83.2	84.0	91.1
2001年3月	95.9	84.1	86.6	91.9
2002年3月	94.8	83.3	90.2	92.1
（就職内定率）				
2000年3月	92.1			
2001年3月	92.8			
2002年3月	89.7			

- ・高校卒の就職率は6月末の状況。
- ・専修学校、短大、大学卒の就職率は4月1日現在の状況。
- ・就職内定率（高校生）は、3月末現在の状況。

(厚生労働省調査)

(図5)



(厚生労働省調査)

若年層のこのような雇用状況が続けば、日本の未来を担う人材が十分な社会的役割を果たすための人的資本を蓄積する機会を奪われ、社会不安と潜在成長率の低下につながるということが懸念される状況にある。

また、中高年の失業は、特に男性の場合、家族の主たる収入の喪失につながることから、深刻な問題である。特に、最近失業期間が長期化しており、中高年の非自発的失業者が再就職することは、現在の労働市場の構造では容易ではないことが伺える（完全失業率が高まる中でも、転職入職率はさほど上昇していない）。これらの者の中には、求職を断念する者も多く出ており、就業率の低下につながり、非労働力人口を見ると、55～64歳でこのところ上昇が見られる。この中には、家を失いホームレスとなるなど、悲惨な状況に陥る者もある（注1）。平成14年版経済財政白書では最近の非労働力化の動向について、「労働情勢の悪化により、仕事をあきらめた人が多かったためと考えられる。」と分析している（第3章第2節2のコラム3-4）。また、平成14年版労働経済白書も「近年、男性の就業率の低下と失業率の上昇が同時に起こっており、労働需要の減少が失業増に直結している状況になっている。また、就業率の変動より失業率の変動が大きくなる傾向があり、景気後退期に、従来より失業率

が上がりやすくなっている。」と分析している。

(注1) 東京都は臨時宿泊施設や公園、河川敷でのホームレスに聞き取り調査を行い、その結果を平成13年3月9日、「ホームレス白書」として発表した。それによると、年齢別では50歳台が5割にのぼり、40歳台、60歳台と合わせると中高年が9割を占めている。都内のホームレスは5700人で、5年前の1.7倍に増加している。失業の理由を見ると、自己退職30%、解雇13%、病気ケガ9%、日雇いの仕事がない25%となっている。自己退職といっても事実上の解雇が多く、7割が本人が望まずに仕事を失い、8割の人達が仕事を求めているがなかなか見つからない状況である。

他方、このような状況下でも、先の毎月勤労統計に見られるように足下で残業の増加が見られることは、企業が、極力雇用量を抑え、短期的な生産量等の変動には30台層を中心とする既存の労働力の労働強化で対応しようとしていることを示している。このような企業の対応は、違法なサービス産業等が広く行われるような日本の雇用慣行と、これを放置している日本のルーズな残業規制のあり方等とも相まって、先進国に類を見ない「過労死」等の問題を発生させるなど、一部の労働の現場での過酷な労働状況につながっている。

労働市場も「市場」である以上、基調においては市場の機能を尊重すべきであるが、他方、労働市場のあり方はそれぞれの国の人々の生活や家族のあり方や企業文化等を反映し、各国の特色を有している。日本は、長期継続的雇用が一般的で外部労働市場が硬直的である一方、企業内部の労働市場は弾力的であると言われてきた。これは他方で、職種や企業による偏りが大きく、失業のしわ寄せが中高年層に偏りがちな面を有している。長い間経済成長が続き、完全雇用に近い状況が続いてきたため、労働市場の潜在的な弱点が露呈することはあまりなかった。しかし、現在のような長期に継続するデフレの下では、我が国の労働市場の問題点はあまりにも明らかである。

失業による弊害は、主として若年層と中高年層に及び、また業種や企業毎の状況に大きく左右されている。若年層の雇用の劣化は、我が国の将来を危うくするものであり、中高年層の失業の増大はそれに直面した家計を危うくしている。残された層でも、労働強化の動きが見られる。

このような動きは、例えば米国型の労働市場へ移行するまでの過渡的なものとの意見も存在する。しかし、日本には日本の実情に適合した動労市場のあり方があるべきであり、米国型に移行すれば良いという性格のものではないし、現実にも米国型に移行しつつある状況とは考えられないので、このような考えを無条件で受け入れることはできない。日本においても、現在及び今後の内外

の環境に適合した労働市場のあり方が模索されるべきであるが、それにはおそらく、長期継続的に雇用されている多くの労働者の雇用状況が徐々に変容するまでの非常に長期の時間が必要となる。他方、雇用の安定が確保されないことは、日々の国民生活を脅かすものであるから、非常に長期を要すると考えられるそのような労働市場の構造調整に任せて、雇用の安定を省みない対応を取ることは政府には許されない。

後述する不良債権処理については、これを性急に進めた場合、このような雇用情勢をさらに悪化させるおそれが高く、国民の不安を招きかねない状況となっている。例えば、坂口厚生労働大臣は、11月17日のNHKの番組で、今後15兆円の不良債権を処理すると60万人強の離職者が発生し、このうち30万人強が失業者になり得るとの見通しを明らかにしている。これは、内閣府の研究会が昨年まとめた、不良債権処理に伴い失業者が13～19万人発生するとの試算を大きく上回るものである。また、日本経団連の奥田会長は、11月6日の記者会見で、不良債権の処理に伴う企業倒産などの影響で耐えられる上限については、「失業率でせいぜい6～6.5%程度。それ以上になると社会的不安につながる可能性がある。」と指摘している（11月6日、ブルーンバーグニュース）。政府はまず、雇用の厳しい現状についての認識を明確にし、いたずらに「構造改革」のみを推進することについての、国民の不安を代表する声を真剣に捉えて、経済政策に誤りなきを期すべきである。

その際に、まず、マクロ経済政策が雇用の確保に有効であることは理論的にも実証的にも明らかであるから、政府・日銀は、あらゆる手段を尽くして、デフレを克服し、雇いを確保することに努めるべきである。特に、通常の経済理論ではマクロ経済政策は短期的な失業率に影響するのみで、長期的な失業率には影響を与えないとされているところであるが、若年層の雇用状況を放置すれば、長期的な潜在成長率自体に悪影響を及ぼすおそれがあることに、注意が必要である。

また、政府は同時に中長期的観点からの労働市場の構造的な改革に取り組むべきである。日本の労働政策は、完全雇用に近い状況を前提としてきたから、雇用保険等、外部労働市場における政策は十分ではないと考えられる。また、企業に雇用の確保の多くを依存してきた反面、残業規制や賃金差別の禁止等、労働者と企業の間関係に対する規制は緩やかなものにとどまってきた。年金・保険・税制等の多くの制度には、企業間の労働移動を不利なものとする仕組みが未だに強く存在している。また、生活保護の運用が非常に厳格に行われ、増加するホームレスなど、多くの者が福祉施策の視野に十分に捉えられない状況である。このような状況を総合的に改善し、労働市場の機能を改善し、国民生活の安定を図る必要がある。

(2) 資産価格の下落と不良債権の増大等

資産価格の下落は依然続いており、不良債権の増大や保有する株式の含み益の減少等を通じて金融機関の経営を悪化させ、投資の減少につながるなど、経済に悪影響を及ぼしている。

2.(1)で述べたように、90年以降、我が国経済全体では、株式と土地併せて1,158兆円のキャピタルロスが生じ、現在も拡大しつつあると考えられる。

金融機関の不良債権については、最近とみに世間の注目を集めているように、深刻な状況となっている。公表ベースでも不良債権金額と不良債権比率は上昇傾向にあるが、これまでに公表されてきた不良債権の額が真実のものであるかについて、多くの疑問が提示されている。例えば、深尾光洋教授は、一定の仮定に基づく試算により、毎年、不良債権に対して必要な引当額が1兆円程度不足しており、このため引当不足額が積みあがっており、自己資本が脆弱化している状況であると主張している(「デフレ、不良債権問題と金融政策」(「金融政策論議の争点」に収録)を参照されたい。)

また、同教授等の多くの有識者が、銀行以上に生命保険会社の経営基盤が弱体化しており、生保と銀行は自己資本を相互に保有し合う相互依存関係にあることから、今後も生保の経営破綻が発生するような場合には、銀行経営への波及効果も深刻なものとなる可能性があるとして指摘している。

このように、金融部門が今後全体として健全性を回復するためには、相当の困難が予想される状況にある。

このような金融機関の状況は、健全な企業に対する資金供給能力にも影響を及ぼすおそれがあり、また、企業自身が保有資産の価格下落による債務負担の増加や資金調達コストの上昇に直面することから、資産価格の下落が今後も続く場合、設備投資の低迷等の形で経済全体に悪影響が及ぶことが懸念される。

なお、家計部門は一般的には資金余剰であり、デフレの進行により債権者の立場からは所得移転効果による利益を受けるが、従来所得水準が家計に組み込まれ容易に支出水準を削減できない場合や、住宅ローンを借り入れているような場合には、企業と同様にデフレの進行によりこれが不良債務となる可能性がある。10月17日の日本経済新聞によれば、今年の個人の自己破産の申請件数は前年比4割増のペースであり、90年代後半からのデフレの進行下での急速な増加の結果、はじめて年間で20万件を超え、22万件強に膨らむ見通しである(93~4年当時は、これは4万件を下回っていた)。また、住宅金融公庫への住宅ローン債務を代位弁済する公庫住宅融資保証協会の代位弁済額は、

2001年度で2702億円、1万7958件と過去最高水準である。総務省の家計調査によると、全国のサラリーマン世帯の可処分所得に占める住宅ローン返済額の割合は2001年で7.8%、現行統計のある1970年以降で最高となった。本年8月には9.5%に上昇。ローン返済世帯のみを見ると24.0%（この比率は、91年当時は14%を下回っていた）に達している。

（3）犯罪と自殺の増加

失業と倒産の増加や賃金低下といった雇用情勢の悪化は、犯罪や自殺の増加等を通じて国民生活と社会の安定をさらに脅かすものである。

平成7年以降、刑法犯認知件数は増加を続けており、12年には244万3,470件と、前年に比べ27万7,844件(12.8%)増加し、戦後最高を記録している。特に、強盗、ピッキング用具を使用した侵入盗、傷害、暴行等の増加が目立っており、犯罪情勢は深刻化している（平成13年警察白書）。このため、我が国の刑法犯の検挙率は、先進国で最低水準に低下しており、今や、日本社会で長く続いてきた「安全神話」は崩壊するに至っている。

また、警察庁のまとめによると、2001年度の全国の自殺者は3万1042人で、過去最悪だった2000年と比べると2.9%減少したものの、4年連続して3万人を超えた。これは同年の交通事故死者（8747人）の3.5倍に達する。原因別に見ると、「健康問題」40.1%に次いで「経済・生活問題」が31.5%であり、内訳は多い順に「負債」「事業不振」「生活苦」「失業」「就職失敗」「倒産」と続く。自殺者の総数は前年比ではやや減少したが、借金やリストラなど「経済・生活問題」による自殺は、過去最多を記録した。このうち85%は40歳以上の者である。

自殺の増加には、明らかに倒産や雇用情勢等の経済状況の悪化が影響を与えていると考えられる。

犯罪の増加については、多様な要因があり、外国人犯罪や組織犯罪の影響も考えられ、経済情勢に全ての原因を求めることはできないが、犯罪の増加と倒産や失業の増大等の経済状況には一般に関連性があるとされており、特に近年増加している少年犯罪と、若年層の雇用情勢の悪化等の経済情勢との関連を指摘する意見がある。

政府・日銀は、これらの社会状況の悪化も念頭に置き、デフレの克服と雇用の安定を最優先とする経済政策を実施すべきである。

（4）国家財政の破綻のおそれ

デフレにより深刻化する国家債務

現在、日本政府は多額の負債を抱えており、先進国で最も悪い財政状況にある。債務の金額は固定されているから、企業等の他の債務者と同様、国家財政の状況も、デフレの深刻化により悪化の度を強めている。国と地方を合わせた一般政府の借入金は約700兆円に達しており、毎年2%の物価下落が続けば、実質的には14兆円の債務が増加することとなる。

デフレの継続は、税収面でもより一層深刻な影響を与えている。税制の内部には、例えば所得税が超過累進税率を取っているように、名目GDPの伸び率以上に税収が増加する構造が存在する。現在は、この仕組みが逆に作用するので、名目GDPの下落率以上に税収が減少することとなる。このため、今年度の予算で見込んだ税収を実際の税収が大幅に下回ることが確実な状況であり、今後編成される補正予算では、これを補うために国債発行が増額される予定である。直近の税収を見ると、10月の税収実績は前年同月比4.0%減で、14月連続で前年同月を下回った。特に減少したのは、源泉所得税の4.8%減少、法人税の6.7%減少等である。予算額に対する進捗率は33.2（前年同期は38.2%）にとどまった。

今後もデフレが継続すれば、政府の財政状況のさらなる悪化を避けることは困難と考えられる。

日本政府は破綻するか

世上、日本国家の債務の巨大さ等から、民間の格付け機関による日本国債の格下げが続き、日本の円建て国債の格付けは先進国で最低水準にある。また、「政府が破綻するのではないか」「政府の破綻が必至となれば、預金封鎖等の手段が取られるのではないか」といった心配から、政府の破綻等を扱った論文や小説等が出現している。しかし、近年、先進国の政府が自国建て債務の返済を行わない（デフォルト）という意味で破綻した例はなく、理論的にも、徴税権と通貨発行権を有する国家の破綻の可能性は、企業の破綻と同列には扱えない。

経済理論的には、名目GDPに対する国家の債務残高の比率が長期的に見て増大を続けて発散しなければ、国家債務は維持可能と考えられる。これを、判定する一つの方法が、過去の債務の元利払いに関する収入と支出を除外した基礎的財政収支（プライマリーバランス）が均衡するかどうかである。プライマリーバランスが達成されている場合、 $[\text{名目GDP成長率} - \text{名目金利}]$ が0を上回れば、政府債務の対GDP比率は発散しない。

しかし、現状の日本の財政の問題点は、プライマリーバランスがなお数兆

円の赤字を続けている上、デフレの深刻化により名目 GDP 成長率がゼロ近辺で推移し、名目金利を下回っていることである。このような財政状況については、計量分析の専門家の検討によっても、既に長期的に維持可能でない可能性が指摘されている。(例えば、井堀利宏、土居丈朗等「財政赤字の経済分析：中期的視点からの考察」では、「我が国の一般会計では、従来の財政運営を継続したまま国有資産売却などではなく租税で償還することを前提とすると、政府債務は持続可能ではないと結論付けられる。特に、最近の財政運営は、この結論を強める方向に働いていたと言える。」としている。

<http://www.esri.cao.go.jp/jp/archive/sei/sei020/016html> を参照。)

財政再建は長期的に重要な課題であるが、このような状況を見ると、まず、デフレを克服し、名目 GDP 成長率が安定してかなりのプラス水準を継続するようにならなければ、そもそも再建は困難といわざるを得ない。名目 GDP は実質 GDP と GDP デフレーターで決まるが、日本の潜在成長率(実質)は、仮に様々な構造改革を実施した場合でも 2 ~ 3 % 程度とする推測が多く、デフレが克服され物価が上昇する状況にならなければ、経済成長により財政状況が改善されることは殆ど期待できない。例えば、伊藤元重・東京大学教授も、「日本経済は、デフレの下での財政構造改革という非常に難しい課題に取り組んでいる。残念ながらデフレが続く限り財政再建はそう簡単にできそうもない。デフレを解消させることが財政再建の前提条件なのである。しかし、それはデフレからインフレへの、大きな転換点であるのかもしれない。マイルドなインフレであれば問題はない。しかし、歴史の経験が示唆することは、政府債務があまりに膨れた国では激しいインフレが起きる可能性があるということである。」と述べている(2002年7月1日、日本経済新聞「経済教室」)。

デフレの克服がなされなければ、財政再建のためには財政支出削減と増税でプライマリーバランスの余剰を生み出すことが必要となるが、これを急激に行えば、デフレをさらに深刻化させ、政府自身の手でデフレスパイラルを招くおそれがある。現在の小泉内閣の財政スタンスは依然としてかなり引き締め気味であり、デフレが深刻化し景気の先行きも不透明感が強まっている状況では、法人税減税等、さらに財政政策を活用することも検討すべきである。しかし、これが行きすぎれば、国債増発を市場が警戒し、98年に見られたような長期金利の急騰を招くおそれもなしとしない。

結局、財政政策は現在よりは活用すべきであるにしても、全体的にはやや引き締め気味で推移せざるを得ず、財政支出・歳出そのもので、財政再建を図ることは極めて困難である。

例えば、2月12日に財務省が経済財政諮問会議に提出した資料によれば、平成15年度以降名目 GDP 成長率 0.5% で推移した場合、平成17年度には

4 2兆円の歳出歳入の差額が生じ、国債新規発行、増税、歳出削減のいずれかで埋め合わせる必要があるとされている。この差額は、名目 GDP 成長率が2.5%程度に上昇して、ようやく39.2兆円にとどまるものと推定されている(表10)。後者の楽観的な見通しによる場合でさえ、内閣と国会が相当の政治的努力を払って国民に増税の必要性を訴え、歳出構造の改善に取り組んでも、これを全て埋めることは相当困難であり、新規国債の発行増につながるおそれ強い。現実には、この試算の前提となる平成14年度の国債発行額30兆円は既に崩れており、来年度の税収見通しも厳しい。例えば、財務省の武藤事務次官は、12月5日の記者会見で、来年度の税収見通しについて「来年度はデフレ脱却の年という考え方で見込まれていたが、それほど楽観できない」とした上で、「(税収は)かなり下振れする可能性が大きい。先行減税の議論もあり税収はその分落ち込む。そういう意味で税収はなかなか大変な状況にある」との見通しを明らかにした(ブルーンバーグニュース)。

(表10) 平成14年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算

	14年度	15年度	16年度	17年度
歳出(試算1)	81.2	85.5	90.3	92.4
(国債費)	(16.7)	(17.3)	(18.6)	(19.2)
歳入(試算1)	51.2	49.9	50.5	50.4
(税収)	(46.8)	(46.4)	(46.1)	(46.1)
<u>差額(試算1)</u>	<u>30.0</u>	<u>35.6</u>	<u>39.8</u>	<u>42.0</u>
歳出(試算2)	81.2	85.5	90.1	92.1
(国債費)	(16.7)	(17.3)	(18.5)	(19.2)
歳入(試算2)	51.2	50.3	52.0	52.9
(税収)	(46.8)	(46.8)	(47.5)	(48.5)
<u>差額(試算2)</u>	<u>30.0</u>	<u>35.2</u>	<u>38.2</u>	<u>39.2</u>

歳入歳出差額の算出の前提

	15年度	16年度以降
試算1：実質経済成長率	0.5%	0.5%
消費者物価上昇率	0.0%	0.0%
名目経済成長率	0.5%	0.5%
試算2：実質経済成長率	0.75%	1.5%
消費者物価上昇率	0.5%	1.0%
名目経済成長率	1.25%	2.5%

(出典：財務省による2月12日経済財政諮問会議提出資料)

このように、国家財政の破綻を回避するという意味でも、現実には、名目 GDP の成長、特に物価上昇率のプラスへの転換が是非とも必要な状況である。

国家の財政が「破綻」した場合に何が起きるか

仮に、現在のようなデフレの状況が継続し、歳出歳入改善の努力も実らず、政府債務残高の対 GDP 比率が上昇を続けた場合、どのような事態が生じるかについて、簡単に検討しておく。

理論的に政府債務の対 GDP 比率に上限があるとは言えない。この比率が現在のように先進国で最も高い水準になっていても、長期国債は国内における資金需要の低迷等を反映して順調に消化されており、発行金利は日銀による先の量的金融緩和の追加等を受けて史上最低水準にまで低下している。この面からは、日本国債の信任に現在まで低下は見られない。しかし、この比率がさらに上昇を続け、国債の新規発行額と国債費が増加し、政府の歳出の相当程度が国債によることとなったような場合、具体的には国債の新規発行額が税収を上回り、あるいは、さらに進んで国債償還費用が税収を上回るような事態にまで至れば、現実的には国債市場が動揺する可能性はあると考えられる。例えば、深尾光洋教授は、名目 GDP が - 3 % で推移する等の厳しい仮定を置いて推計し、そのような前提で推移した場合には 2009 年度に一般政府債務残高の GDP 比は 230 % を超え、国債利払いの GDP 比は 5.6 % に達するとしており（前述の「デフレ、不良債権問題と金融政策」を参照されたい。）仮にそのようなシナリオが現実のものとなれば誰もが政府の債務の維持可能性に疑念を抱く可能性がある。

政府は、常に市場との対話を通じて、長期的な財政再建の見通しについての信任を得る必要がある。

仮に、政府がこのような市場の信任を得ることに失敗し、あるいは何らかの外的なショック等の要因により日本国債が市場の信任を失えば、長期金利が上昇（既発行国債の価格は低下）し、市場での国債の消化が困難になる事態が考えられる。

このような事態に至れば、通常的手段により財政を維持していくことは困難であり、緊急の対応が必要になる。政府の取り得る選択肢は理論的には次のようなものが考えられる。デフォルト（国債の元利支払いの停止）、国民への課税による財政状況の抜本的な改善、日銀による国債引受。

このうち、は、日本が先進国であることをやめることであり、政府がこれを選択する可能性は、あくまでも理論的なものにとどまると考えられる。に

については、現在までに既にその可能性を指摘する声がある。例えば、政府が、旧憲法下の1946年に実施した新円切り替え時の預金封鎖と財産税（注1）と同様の措置を、2004年の新紙幣への切り替え時に実施するのではないかとこの憶測に基づく観測すらなされている（例えば、8月27日付け「エコノミスト」で、森永卓郎氏は、「もしかすると、この新札切り替えは、『新円切り替え』の布石なのではないだろうか。」と述べ、「『新円切り替え』『預金封鎖』『財産税』の3点セット」への警戒を呼びかけている。）。また、この点に関して国会でも議論がなされている（注2）。しかし、過去に実施されたようないわゆる預金封鎖や財産税は、国会での立法が必要となるため政治的に極めて高い障害がある。仮に立法が可能であり、又は立法によらない実施方法があったとしても、それは、現在の憲法が規定する「財産権の保護」（第29条）及び「法の下の平等」（第14条）に反し、無効であると考えられる。また、かつて預金封鎖等が実施された時代と比較すれば、我が国においては外国為替管理が自由化されており、現在までに国外に移された国民の資産、及び預金封鎖等の可能性があると察知して国外に移される資産については、封鎖等の手段を講じることは困難と考えられる。また、前述のエコノミストの記事にあるような理論的な「預金封鎖」の可能性についての知識は、過去の経験と相俟って国民の間に広く流通しているから、その実現を真に恐れる国民は、既に対策を講じている可能性がある。したがって、の可能性も、殆どないものと考えられる。

以上のことから、危機的な状況で財政を維持する上で利用可能なのは、現行憲法の下では、の日銀による国債引受のみであると考えられる。日銀の国債引受は、財政法により原則として禁止されているが、「特別の事由がある場合には」、「国会の議決を経た金額の範囲内」で可能であるので、国会、政府及び日銀が合意すれば、これにより財政を維持することが可能である。

より正確に述べれば、98年の日銀法改正により、日銀の業務に対して政府や国会が強制力を持つ指示を与えることはできないから、現行法の下では、日銀は（政治的に拒否できるかどうかという問題を別とすれば、）国債引受を拒否することが可能であり、財政を維持するかどうかをまず日銀が選択することとなる。但し、政府がデフォルトに至る可能性がある状況では、国会がこれを許す可能性は低い。国会がそのような事態を望まなければ、国会は、財政法又は日銀法の改正、あるいは特別の立法により日銀に国債引受を法的に強制し、財政を維持することができる。

いずれの過程を経ても、財政の維持は可能であり、デフォルトという意味での財政破綻は回避できる。しかし、これはほぼ確実にかなりのインフレを招くと考えられ、財政を維持することによるコストは、インフレによる通貨価値の下落を通じて全ての国民が負担することとなる。また、その後、再び国債の市

中での発行が可能となるまでには、困難が予想され、将来の財政が大きな制約を受けることによる負担も、結局は国民が負担することとなる。

いずれにせよ、このような危機的な事態に至ることは、国民全ての利益に反することである。このような事態に陥る可能性が生じないよう、政府・国会及び日銀は、早期にデフレを克服して経済を回復させるため、特に物価を上昇に転じさせ名目 GDP を安定的な成長軌道に乗せるため、あらゆる手段を講ずるべきである。また、デフレの克服のために財政政策を活用することはためらうべきではないが、その場合でも、市場からの長期的な財政の健全性についての信任を損なうことのないよう、長期的な財政再建の展望と財政規律の維持のための枠組みを常に明らかにすべきである。

(参考)【財政法第5条】

すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。

(注1) 昭和20年8月15日、第二次世界大戦に敗れた日本経済は、戦争によって国富の約4分の1を失ったほか、生産水準も戦前の2～3割にまで落ち込むなど大きな痛手を受けた。そうした中で、敗戦処理として巨額の財政支出が散布されたことから、日本経済は激しいインフレに見舞われ、国民生活は極度に窮乏した。1935年の卸売り物価を基準とすると、終戦時には3.5倍、24年には208倍を記録するなど、復興期の日本経済はハイパーインフレの渦中にあった。

これに対し政府は昭和21年2月、金融緊急措置令及び日本銀行券預入令を公布し、5円以上の日銀券を預金、あるいは貯金、金銭信託として強制的に金融機関に預け入れさせ、既存の預金とともに封鎖のうえ、生活費や事業費などに限って新銀行券による払い出しを認める(いわゆる「新円切り替え」)という非常措置を実施した。

(注2) 塩川財務大臣は、2月27日午後の衆院財務金融委員会での民主党の古川元久氏への答弁で、1946年の預金封鎖と新円切り替えに関する財務省資料が出回っているとの質問に、「いま秘書官から渡されて資料を初めて見た」「資料というよりも、その時代のことを勉強しようということ。財務省は勉強熱心なところだから」「(その内容

は)財務省の局長会議で(述べた)私が1947年に復員してきて経験した話ではないか」「そういう話をして、不良債権(問題)について、こういうことがあったと話をした」「歴史を振り返ることは、政治のうえで有益なこと。財務省はよく勉強している」と答弁している。

また、同大臣は、11月25日の参議院予算委員会で、民主党の円より子議員が、「2004年の新円切り替えを機に(過去10年間に失った)国富の穴埋めをすると巷で言われている。預金封鎖をするつもりがあるのか。」と質問したのに対し、「突然、預金封鎖を行うことは絶対はない。全然考えていない。」の述べ、強く否定した(11月25日、ブルンバークニュース)

4. デフレの克服のための財政・金融政策のあり方

(1) 基本的な考え方

現在の経済状況の認識と必要な政策的対応

小泉内閣の掲げる「構造改革なくして経済成長なし」とのスローガンは、政治的意義を別とすれば、経済理論的に誤っており、最近の経済実態からもその誤りと弊害は明白である。

現在のように、物価の下落がGDPの低迷と同時に発生していることは、経済の総需要が減少していることを示している。これに対して、経済の総供給が増加していることにより物価が下落しているのであれば、GDPは増加するはずである。

経済の供給サイドに大きな問題があって総供給が不足する場合には、物価の上昇とGDPの減少の双方が発生する(スタグフレーション)。ので、この場合はマクロ経済政策を積極的に用いることはかえってインフレをまねいて有害であり、規制緩和等の構造改革を進めるべきである。80年代の英国や米国等はまさにこのような状況にあり、サッチャー、レーガンの規制緩和等の改革は適切なものであり効果を挙げた。

これに対し、現在の日本経済の状況は、上記2.及び3.で述べたように、明らかに古典的とも言える総需要の不足による物価下落(デフレ)と不況(GDPの低迷)である。これに対応するには、マネタリストやケインジアンといった経済理論上の立場により重点に違いがあり得るものの、いずれにしるマクロ経済政策(財政・金融政策)が重要である。構造改革は少なくとも短期的には二

次的な課題であり、構造改革により景気が回復するものではない。

また、「構造改革」と呼ばれるものは多様である。本来的には、政府規制の改革や政府部門の効率化が中心となるものであるが、最近の日本では、金融機関の不良債権処理、特に企業整理を意味する不良債権の最終処理を構造改革の中心的な課題であるかのように言うことがある。

構造改革の多くは、短期的にはデフレをより促進するものが多いから、現在のように失業の増大等が問題となっている状況では、マクロ経済政策を優先させ、構造改革は経済が耐えられる速度で着実に進めるべきである。構造改革のうち不良債権処理、特にその最終処理は、デフレを促進し、経済状況を悪化させるので、デフレが進行するうちはそれを本格的に進めることは大変困難であり、強行すれば大きな弊害を伴うので、デフレの克服がなされるまでは、不良債権処理は、後述するように、毎年の着実な引当の実施等にとどめるべきである。他方、雇用情勢の悪化に対応する政策や民間投資を呼び込む政府投資の実施のように、総需要を拡大し、あるいは減少を食い止める政策も構造改革の中には含まれ得るので、これについてはマクロ経済政策と同時に実施すべきである。

以上に述べたことから、現在の政府の政策姿勢の誤りと弊害は明白であり、小泉内閣は、直ちにデフレの克服を中心とする景気回復のための政策を最優先のものとするよう、明確に政策転換を行うべきである。

財政政策と金融政策の関係

デフレの克服に向けて中心的な役割を果たすのは、マクロ経済政策（財政政策及び金融政策）であり、現在特に重要なのが金融政策である。

財政政策については、変動為替相場制を取る国際経済の中では財政政策の効果は理論的に限られること、財政支出の内容の陳腐化等により、経済刺激のための効果が以前より低下していると考えられること、過度の財政支出による景気刺激策を続けたこと等により財政状況が極めて悪化していること、等から、その役割は限られたものとならざるを得ないが、長期的な財政規律の維持と矛盾しない範囲でその活用を図るべきである。

近年の日銀は、ゼロ金利政策や量的緩和の実施等、既にこれまでの伝統的な金融政策を超える対応を行っている。さらなる金融緩和の効果については専門家の間にも議論が存在するが、デフレがさらに継続することによる弊害を直視すれば、今後さらに過去に例のない強力な金融緩和を実施することもためらうべきではない。日銀は、今後、国債、外貨建債権、ETF等の各種資産の取得によるベースマネーの拡大等、これまで以上に積極的な金融緩和を実施し、デフ

レの克服を図るべきである。その際、国民のデフレ期待を変化させることが重要であること、日銀の国民等に対する説明責任を果たすこと等の観点から、物価安定目標（インフレターゲット）の導入についても積極的に検討を進めるべきである。

財政・金融政策のスタンスと外国為替相場への影響

緩やかな財政引締めと金融緩和の組み合わせによるマクロ経済運営を続ける場合、円通貨の対外価値が全体として減少傾向を続けることは避けがたい。通貨の対外価値の下落は、国民の生活水準全体の低下を意味することから、可能な限り避けるべきであるが、80年代後半から現在までの円の価値自体が、我が国の産業全体の競争力や生活水準全体からすれば相当程度に高く評価されていた可能性があること、金融緩和を中心とする積極的なマクロ経済政策とその副産物としての通貨の対外価値の下落なしに、構造改革の推進のみで日本経済の回復を図ることは不可能と考えられること、通貨価値自体は基本的に市場での需給に委ねており、意図的に通貨切り下げを目指す政策を実施するものではないこと、等から、国内経済が必要とするマクロ経済政策を実施し、併せて経済構造改革を実施した結果として円の下落が続くのであれば、やむを得ないと考えられる。我が国としては、あくまでも経済実態を反映した通貨価値の下落であり、意図的な円安誘導を行うものではないこと、及び、安易に円安による外需の増加に依存して構造改革努力を怠るものではないことを、対外的に明確に説明していく必要があると考えられる。

（２）財政政策の役割と限界

欧米諸国のマクロ経済政策では、その中心となるのは中央銀行による金融政策であり、財政政策は補完的な役割を果たしている。これに対し、我が国では、景気対策として金融政策より財政政策が重要視されてきた。これには、欧米と比較して社会資本の整備が遅れて始まり公共事業の対 GDP 比率が高かったこと。社会保障制度の遅れを、公共事業が部分的に代替してきた面があること、高度成長と税収増が続き、十分な財政支出を行う余裕があったこと、等の理由があると考えられる。また、国際間の資本移動の自由化が遅れ、固定為替レートで經常収支が赤字基調の状況下で、国際収支上の制約から、金融政策が国内事情に即して運営できない時代が長く続いたこと、98年の法改正まで日銀の独立性が弱かったこと、等の歴史的経緯から、金融政策の重要性についての国民の認識が十分に深まってこなかったことも考えられる。

しかし、我が国においても、資本移動の自由化は98年までに完了し、経常収支は大幅な黒字基調を続け、日銀の独立性は法的に担保されるに至っている。

標準的なマンデル＝フレミング・モデルによれば、国際的な資本移動が自由な経済においては、財政政策の効果は為替レートの増価によって理論的には完全に相殺されるので、景気対策としての財政政策は無効である。これに対し、金融政策は、本来の効果に、為替レートの減価することによる景気刺激効果が加わるので、有効性が大きくなる（例えば、貝塚等「金融」P272等を参照されたい。）。ただし、現実には、資本移動が理論どおりに自由ではないことから、財政政策にも部分的な効果が認められる。

我が国においても、遅くとも80年代までには、マクロ経済対策の主役は既に金融政策であり、財政政策は補完的な役割を果たすべき状況にあることが、広く認識されるべきであった。

現実には、90年代に至って、国内において既に公共事業は削減を始めるべき状況にあったにもかかわらず、「内需拡大」の国際公約の下に公共事業の大幅な拡大が行われた。このため、財政支出の内容について十分な見直しが行われず陳腐化したこと等により、財政支出による経済刺激効果は低下した。

また、後述するように、90年代には全般的に金融政策は緩和の程度が不十分であった可能性があり、これが、過度な財政支出による刺激と、米国等による我が国の貿易黒字を問題視する観点からの「円のトークアップ」政策（後述）と相俟って、恒常的な円高傾向をもたらした（理論的には、金融引締めと財政拡大の組み合わせは、為替相場の上昇をもたらす。）。90年代を通じて徐々にデフレが進行する原因となった可能性がある。

さらに、過度の財政支出による景気刺激策の効果が限られたものとなった結果、前述のように財政状況は極めて悪化するに至った。

このような理由から、現在はデフレの克服のため、財政政策もできる限り活用すべき状況にあるが、その役割は限られたものとならざるを得ない。

現在の状況では、まず、デフレの弊害としての失業と倒産の悪影響を緩和し、その上で将来の雇用創出につながる施策を重視するべきである。このため、まず雇用対策と中小企業対策に重点を置くべきである。雇用対策については、雇用保険等を通じた通常に対応を強化することに加え、教育、福祉、警察等、社会的な必要性が高く、公的部門の現場で潜在的な求人需要がある部門では、この機会を好機として、公的部門による雇用の拡大に努め、構造改革の進展のための公的基盤を整備し、併せて、将来社会の中核を担う人材が、デフレ下でいたずらにその社会人としての能力を涵養する機会を失うことのないようにすべきである。

公共事業においては、量的には徐々に削減を図る中で経済効果の高い部門の

選択を進め、一定の雇用の下支えの役割も継続すべきである。また、科学技術振興は、今後の経済発展等の基盤となる無形の資産を構築するものであり、従来の有形資産を残す公共事業から、公共投資の重点を移すとの観点で、重点的に実施すべきである。

政府は、このような分野に重点を置きつつ、デフレ克服のため、長期的な財政規律の維持と矛盾しない範囲で、金融政策を補完する形で財政政策の活用を図るべきである。財政規律については、既に廃止された「新規国債発行30兆円枠」のような硬直的なものを避け、超党派の合意に基づく「財政再建基本法」の制定などにより、新たに柔軟な枠組みの構築を図るべきである。その際、デフレ下では、経済を悪化させるおそれのある性急な歳出削減を避ける必要があり、これに配慮する規定を盛り込むべきである。

財政政策と表裏一体の税制改革については、法人課税の軽減や資産課税の簡素化等、早急に対応すべきものもある。特に、法人税率の軽減は、競争力のある企業が我が国での活動を活発化する上で重要であり、後述するように、「日本の競争力」を高める観点から、その引き下げを実施すべきである。また、資産価格のデフレを克服する観点から、株式や不動産の流通に関連する課税の原則的廃止等を行うことも有効と考えられる。他方、個人所得税は、各種の控除の廃止等を行い、全体的に累進度を緩和して増税とする一方で、個人による新たな事業活動を活発化し、少子化に対応して育児・教育等のコスト低減を図る等の方向で見なおすべきである。また、長期的な財政状況の改善のため、景気の状態も踏まえつつ、消費税の税率引き上げを検討すべきである。ただし、税制についても、長期的な財政規律を維持する必要から、財政支出と同様にその景気回復のための役割には一定の制約がある（税制改革に関する筆者の考え方については、「経済・社会の構造改革のための税制改革について」(IIPS Policy Paper 288J, June 2002)を参照されたい。)

(3) デフレ克服のための日銀の役割と金融緩和を巡る論点

経済的な検討

金融政策は、貨幣供給量の変化を通じてマクロ経済に影響を与える政策であり、デフレの際には、貨幣供給量の増加により経済の総需要を増加させるとともに物価を上昇させる金融緩和政策が有効であり、現在の経済状況の下ではこの政策をデフレが克服されるまでさらに強化していくことが必要である（総需要曲線の右側への移動による効果。)

理論的には、貨幣供給量の増加は、次のような様々な経路を経て物価の上昇

と需要の増大をもたらすとされる(岩田「デフレの経済学」P333等を参照)。

金利低下

金利がゼロ水準となった預金から CP、社債等の購入が増加し、企業間信用も容易になることで、設備投資が刺激される。

消費に対する資産効果

家計や機関投資家による貨幣保有の増加により、株式や外貨建て資産、投資信託等のハイリスク・ハイリターン資産の購入が増加し、これらの価格が上昇することで、家計等の消費が増大する。

為替レート

外貨建て資産の購入が増加することで円安が進み、純輸出が増加する。また、輸入物価上昇を通じて物価が上昇する。

債務者の流動性の増加とキャッシュフロー改善

資金を借りている企業や個人のキャッシュフローが改善されることで、投資が増加する。また、これらの者に対する銀行貸し出しも増加する。

債務者のバランスシート改善効果

株価の上昇等により債務者のバランスシートが改善され、資金調達が容易になることで、投資が促進される。

金融機関等の貸し手のバランスシート改善効果

金融機関の保有株式の価格上昇等により貸し出し姿勢は積極化し、投資の増大等をもたらす。

金融政策の全般的な効果については、多くの実証分析がなされている。例えば、岩田紀久男教授は「デフレの経済学」の中で、日本の貨幣供給量と消費者物価の変化率の関係について長期的に分析し、消費者物価の変化率の 89% は貨幣供給量の変化率で説明できること、貨幣供給量の増加率が長期的に 4% を下回るとデフレになる傾向があることを明らかにしている (P103~)。このような関係は、例えば平成 13 年版経済財政白書でも、「長期的には、インフレやインフレの逆であるデフレは、マネーサプライの動きによって決まることは知られており、マネーサプライが十分供給されればデフレは回避し得る。」と述べられている。

デフレの進行は、名目賃金の下方硬直性を通じて失業を増大させることは、2.(1) で述べた。逆に、金融政策により貨幣供給量を増加させ、物価を上昇させることが可能となれば、失業を抑制できる可能性がある。

このような物価と失業率の関係(物価版フィリップス曲線)についての岩田教授の分析(前掲)によれば、80年代には消費者物価の変化率が失業率を用

いた推定式で説明される割合は18%に過ぎず、インフレ版フィリップス曲線は死んでしまい、自然失業率仮説の妥当性が高かったと思われるのに対し、90年代には同様の方法で消費者物価の変動率を約83%説明でき、インフレ版フィリップス曲線が復活しているとされる(P165~)。この点について、同教授は、「80年代に自然失業率仮説がほぼ成立したのは、80年代は好況が続いたため、ほぼ完全雇用が達成されたためであろう。」とした上で、90年代にインフレ率が現実より高く推移したと仮定した場合の失業率等を推計し、仮に90年代を通じて消費者物価上昇率が年率2%で推移していれば、失業率2.2%、失業者147万人と、現実よりも183万人の雇用増加がもたらされたものと推定している。

マクロ経済学者の間では、このように金融政策の積極的な運営が現在の日本経済に必要であるとの意見が通説である。

欧米の経済学者の間では、現在の日本経済の状況については、マクロ経済政策、とりわけ金融政策の活用が不十分であることが第一の問題であるとの説が圧倒的に多数である(注1)。また、IMF等の国際機関や米国等の他国政府も、さらなる金融緩和の必要性について、日本にアドバイスを行っている(注2)。

(注1) 例えば、次のような著名な経済学者諸氏が、マネタリストやケインジアンといった立場に関わりなく、インフレターゲットを含む金融緩和等の政策を支持している。クルーグマン、スティグリッツ、バーナンケ、フィッシャー、ポール・サムエルソン、マッカラム、フリードマン、ブラインダー、テイラー、ドンブッシュ等。

(注2) IMFの国際通貨金融委員会は、9月28日に採択した共同声明の中で、「インフレ見通しが落ち着いている場合には、金融緩和すべきだ。日本では金融緩和がインフレの収束を助ける。」と日本を名指しして、デフレ克服のための金融緩和を求めた。IMFは8月の対日経済審査報告でも、同様に金融の量的緩和の拡大を求めている。

OECDは、11月19日にまとめた対日審査報告で、日本経済には下押しリスクが高まり、デフレの短期終焉の可能性はほとんどないと指摘し、日本銀行が金融政策で未踏の領域に踏み込む必要があると強調した。具体的には、「一層の国債購入」や「購入する資産の範囲拡大」などで当座預金目標を引き上げるといった手法を挙げた。インフレターゲットも、「場合によっては一定の役割を果たし、金融政策の効果の不確実性を減らす可能性もある」として検討を求めている(ブルーンバーグニュース等)。

また、米国のテラー財務次官は10月22日に東京の日本記者クラブで講演し、日本の経済成長には金融緩和と銀行システム健全化の同時実施が不可欠と強調した。特に金融緩和については、日銀が金融市場に潤沢に資金を供給する量緩和を長期間継続すべきだと指摘。現金と日銀当座預金を合計したマネタリーベースの伸び率の維持が重要との認識を示した。同次官は日銀の金融政策について「もっとマネタリーベースが増えるように努力すべきだ」と強調。量的緩和を1年以上続けているのにデフレ脱却への効果が見えないことについては「期間がまだ短い」と解説した。量的緩和のために日銀が株式や不動産などの資産を直接購入する案に関しては「中央銀行が金融緩和するには国債かほかのものを買うことになる。資産市場にも変化が期待できる」と述べ、一定の支持を表明した(10月23日、日経新聞)。

日本においても、これは多数説であるが、財政政策により重点を置く立場、現状での金融政策の無効性を主張する立場、あくまでもマクロ経済政策ではなく構造改革等のミクロ経済政策が必要であると主張する立場などが存在しており、特に、さらなる金融緩和政策の有効性を中心として専門家の間でも激しい論争が行われている。日本においては、(2)で述べたような理由から金融政策の重要性が国民の間で十分に認識されてこなかった可能性がある。また、短期金利がゼロ水準となり、「伝統的な金融政策」が効果を失う状況になっているため、これ以上の金融緩和の効果を疑問視し、弊害を懸念する意見も存在している。ただし、この点は、例えば(8)で述べるFRB報告等の研究が示しているように、現在のゼロ金利自体が、90年代における金融緩和の不足が招いたものであり、現在の状況には「非伝統的な金融政策」の活用が必要であるとの意見が有力である(金融緩和に肯定的な立場、否定的な立場の双方の立場からの各種の意見と議論をまとめたものとして、例えば「金融政策論議の争点」を参照されたい。)

総じて言えば、マクロ経済理論の教えるところは、国際的に開放された経済の下では、金融政策こそがマクロ経済政策として重要であるということであり、先進国の経済政策は皆その前提で運営されている。我が国においてもこの理論が妥当することを否定する明確な証拠はない。多くの研究は、現在の状況下においても、依然として金融政策に有効性が認められることを示している。

むしろ現在問題となるのは、現在の深刻なデフレに対応するために、どの程度まで強力な金融政策の手段を用いるべきか、それらの手段には財政政策の範疇に属するものや為替政策との調整が必要なものもあるのではないかと、それらの手段に伴う可能性のある弊害についてどう考えるか、といった点であると考

えられる。

最近では、日銀も、例えば速水総裁が、10月15日に放送されたNHKとのインタビューで「金利（の下げ余地）は限界かもしれない。ただ、手を打とうと思ったら（手段は）ある。」と述べ、一段の金融緩和が可能であることを示している。また、量的緩和の追加を決めた10月30日の記者会見で、同総裁は、「物価が下がり続けるのを止めることができたのは、金が潤沢に出ていたからだとは思っている。そういった意味での目に見えない効果はかなりあったと思う。」と述べ、これまでの量的緩和が効果を上げたとの見解を表明している。今後とも日銀により、「物価の安定」を目指して一段の金融緩和が実施されることが期待される。

以下では、法的にも日銀による金融緩和が必要なことを示し、(4)では、短期金利が実質的にゼロという状況の下で、これまでの金利を中心とする金融政策から、現在の「量的緩和」を中心とするものに移行してきた金融政策の手段が、どこまで拡張可能であるかについて述べる。(5)では、いわゆる「インフレ・ターゲット」について述べる。

法的観点からの検討

日銀の設置法である「日本銀行法」は、「物価の安定」を金融政策の主要な目標としている。インフレの時にはインフレを抑制して通貨価値の安定性を保証することで「経済の健全な発展」を確保することが必要とされるのと同様に、デフレの時には、通貨価値が資産に対して上昇することを抑制し、失業や倒産等の弊害を防止することが、日銀に求められていることは明らかである。より正確には、日銀の直接の責任は「物価の安定」にある。失業や倒産は物価を含めた様々な要因により生じる事象であり、政府の総合的な経済政策の範疇に属する問題であるが、日銀はデフレ時には物価の下落を抑制することで「物価の安定」を図り、結果として失業や倒産を抑制し「経済の健全な発展」に資するよう努めるべきことは当然である。日銀法は、金融政策の目標達成の手段に特に限定や優先順位を設けてはおらず、日銀はいわゆる「非伝統的な金融政策」を含め、法律上の業務として認められる範囲内で可能なあらゆる手段を用いて、その実現に努める責務があると考えられる。

「物価の安定」は、客観的に判定できる目標である。現在の日銀法は、日銀の金融政策の独立性を強いものとしており、そのことの三権分立や国民主権との関係での意味については論議があるが、「独立性」が認められる実質的な理由は、「物価の安定」のような客観的な目標を達成する上では、政治的動機からインフレを容認しやすい国会や内閣が直接金融政策をコントロールするのではな

く、日銀のような専門機関に委ねることが長期的に適切と考えられたことによるものと考えられる。

この趣旨からすれば、日銀には国会や内閣のような幅広い経済政策全般に対する責任は直接にはない代わりに、「物価の安定」については主として日銀の金融政策に委ねられており、「物価の安定」についての責任は重い。政府は日銀の金融政策については、議決延期請求権があるのみである。日銀は、「物価の安定」を達成する上での政策手段については幅広い裁量の余地が認められ、例えば「非伝統的な金融政策」に属するとされる量的な金融緩和のための各種資産の購入等であっても、法律上の業務の範囲内であれば何ら制限されていないのに対し、「物価の安定」を達成しない「裁量の余地」は存在しない。

すなわち、「物価の安定」を達成する上で何らかの弊害が予想されるとしても、原則として日銀はそれを理由として必要な金融政策を実施しないという意味での「裁量の余地」はないと考えられる。「物価の安定」以外の弊害については、日銀は、政府との意見交換を通じて、政府の対応がなされることを期待すべきである。また、日銀には、「政府のある政策がなされることを前提として、さらに金融緩和を進める」といった「裁量の余地」も存在しない。

例えば、山口副総裁は12月11日に言論NPOのインタビューに対し、「政府と日本銀行の今よりも強い協調関係ということをご提案なさるのであれば、まず需要サイドを強化するため、需給ギャップを縮小するために、政府として具体的にどのような協力をしてくださるのか、それを明確にさせていただきたいと思う」と述べた（ブルーンバーグニュース）。このような発言が、政府の何らかの政策が金融緩和の条件であるとの趣旨であれば、極めて問題である。

「物価の安定」の具体的内容は一義的には日銀の判断によるが、日銀は「物価の安定」の具体的内容や、その達成状況と今後の達成の見通し、達成のための手段等について、国民と国会に説明する責任がある。

後述するように、現在の「日銀の独立性」は歴史的には80年代後半のバブルの膨張等の反省の上に立って立法されたものであり、現在のようなデフレが継続する状況についても、国会や内閣ではなく、日銀のような専門機関の判断を優先させることが好ましいかどうかは明らかではない。デフレの最大の弊害は失業であるから、制度的に失業に対して鈍感となる可能性がある専門機関ではなく、国会や内閣の意思をより反映させるべきだとの意見も存在し、それには法的・政治的に理由があるからである。

日銀は、今こそ自らの積極的な行動で、デフレ下における中央銀行の独立性の意義を明らかにすべきである。前例のない手段を取ることにためらい、「物価の安定」を達成することに失敗し続けて、国民に対する十分な説明責任を果たすことができなければ、長期的には日銀は現在のような独立性を維持できなく

なる可能性がある。

【参考】日本銀行法（抄）

- 第1条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。
日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。
- 第2条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当っては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。
- 第3条 日本銀行の通貨及び金融の調節に関する自主性は、尊重されなければならない。
日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするように努めなければならない。
- 第4条 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。
- 第23条 総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。
審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する。
- 第33条 日本銀行は、第1条の目的を達成するため、次に掲げる業務を行うことができる。
- 一 商業手形の割引
 - 二 手形、国債その他の有価証券を担保とする貸付
 - 三 商業手形その他の手形（日本銀行の振り出しに係るものを含む。）又は国債その他の債権の売買
 - 四 金銭を担保とする国債その他の債権の貸借
 - 五 預り金
 - 六 内国為替取引

- 七 有価証券その他の財産権に係る証券又は証書の保護預り
- 八 地金銀の売買その他前各号の業務に付随する業務

第40条第2項 日本銀行は、その行う外国為替の売買であって本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては、第36条第1項の規定により国の事務の取り扱いをする者として、外国為替の売買を行うことができる。

金融緩和に反対する意見についての検討

金融緩和に反対ないしは消極的であるとする意見には多様なものがあるが、次のように大別して検討すれば、以下のように、これらはいずれも妥当でない。

【財政政策により重点を置くもの】

この立場は、例えば植草一秀氏（野村総合研究所主席エコノミスト）、リチャード・クー氏（野村総合研究所主席研究員）等が主張しているが、金融政策に対するスタンスとその理論的根拠は必ずしも明確ではない。例えば植草氏は、2～3%のインフレ率に誘導することは賛成であると述べている。これが積極的な金融緩和を意味するものであれば、同氏は財政政策についても、「財政赤字をどんどん拡大せよ、などという話は一度も（していない）。～1997年から2002年まで続いている緊縮財政こそが問題だ」と述べているので（「日本大變」文芸春秋2002年12月号）。実際には、金融緩和を主張する立場との差は、説明の仕方の違いにあるだけではないかと考えられる。

【安い製品の輸入の急速な増大や技術革新などの「構造要因」がデフレの原因なので、金融緩和に効果はないとするもの】

この主張は、各種の計量分析、例えば新保生二教授の「デフレをもたらしたのは構造要因か、金融政策か」（「金融政策論議の争点」に収録。）で否定されており、輸入品増加等の構造要因によるデフレは小さな影響しかなく、デフレの主因は国内の需給ギャップであり、金融緩和の不足がその大きな要因であると考えられる。

同教授は、インフレ率関数を推定し、輸入物価変化率、GDPギャップ率、貨幣の過不足などの要因を説明変数にして分析した結果、日本を含む7カ国で輸入物価の変化はインフレ率の変化に影響しているが、GDPギャップの方がよ

り有意性が高い、日本を含む4ヶ国で貨幣の過不足を示すDTMVが有意であり、マネーサプライ増加率が、GDPギャップを通じるだけでなく、直接にインフレ率を左右していること、を明らかにしている。そして、この結果を用いた推計により、インフレ率、マネーサプライ増加率、名目成長率、財政収支等を推計し、90年代により緩和的な金融政策を用いていればインフレ率を高められたとかがえられること、現在の量的緩和はマクロ経済状況の改善に効果があり、今後も量的緩和をより積極的に行うことで、経済状況の改善が見込まれることを示した。

【不良債権がデフレの原因であるから、まず不良債権を処理しなければ金融緩和に効果はないとするもの】

不良債権の存在が、金融機関の融資姿勢の縮小や、不良企業（あるいは「ゾンビ企業」）への資金の滞留等を通じてデフレや不況をもたらしている、または、不良債権があることが企業間に相互不信を抱かせて分業ネットワークを分断した結果長期に景気が低迷している（ディスオーガニゼーション仮説（小林慶一郎、加藤創太「日本経済の罨」日本経済新聞社2001年等による。))といった、「不良債権がデフレあるいは不況の原因である」の考え方については、大西茂樹・中澤正彦・原田泰の三氏が「デフレーションと過剰債務」(財務総合研究所ディスカッションペーパー02A-03)

(<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron018.pdf>)で計量分析を行っている。

この分析によれば、「企業財務に対しては、財政政策よりも金融政策が与える影響が大きく、また、国内卸売物価の上昇は企業収益を回復させること、マクロ的に見た場合、過剰債務の問題は非製造業を中心とした問題であり、報道等にあるような一部大企業の問題に留まっていないこと、過剰債務とデフレの関係については、過剰債務の増加が物価を下落させ、物価下落により過剰債務がさらに増加するという悪循環があることが確認されたが、影響の大きさを比べると、まずデフレを解消することが先決であることが示された。また、過剰債務が実質GDP低迷の原因であることは検証されなかった。」ことが明らかになっている。

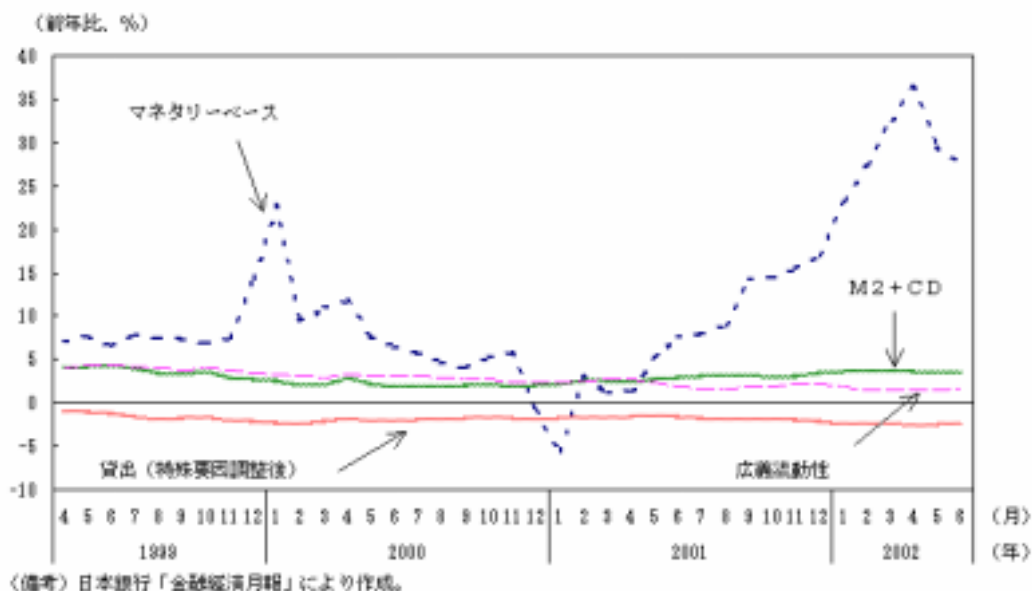
具体的には、「1%の物価ショック（インフレ率の上昇）は、同期間で過剰債務の増加率を2.8%下落させる。したがって、物価の上昇が過剰債務問題を解決するために重要であることが分かる。」としている。そして、「逆に言えば、現在のように過剰債務が大幅に増加した背景は、マイナスの物価ショック、つまりデフレショックが主たる要因であった可能性がある。」とし、仮に1991年

第2四半期からマイナスで推移している国内卸売物価が1991年第2四半期移行の10年間0%で推移していた場合の過剰債務の推計を行っている。そして、「2001年3月期に約92兆円あった過剰債務がデフレ解消により約24兆円(74.1%減)となる」との推計結果を得ている。他方、過剰債務が物価を下落させる関係も認められるとした上で、「1%の過剰債務増加率の上昇が物価上昇率に与える影響は、10四半期間の累計でマイナス0.003%ポイント程度であり、デフレが過剰債務の増加をもたらしている程度に比べると影響はほとんどないに等しい。」(このため、)「デフレと過剰債務が相互に与える影響の大きさを比べると、明らかにデフレによる過剰債務の増加が大きいことから、過剰債務問題を解決するためには、まずデフレを解消することが先決であると考えられる。」とされている。

したがって、全体として見れば、デフレが不良債権を増大させているのであって、その逆ではないので、まず不良債権処理が先決であるとの考え方は誤りである。

【金利がゼロの状況では金融緩和には効果がないとするもの】

次に、「金利がゼロになった段階で金融政策の効果の大半は失われる。」あるいは、「不良債権が存在するため、金融緩和を進めても金融機関の金融仲介機能が麻痺しており、効果がない。」あるいは、「ベースマネーをいくら増加させても、マネーサプライの増加に結びつかず、効果がない。」「ベースマネーの増加は大部分外国銀行による日銀当座預金の増加によるものであり効果がない」等の主張がなされている。例えば、平成14年度経済財政白書は、金融の量的緩和について、「マネタリーベースの伸び率は、量的緩和政策採用直後の2001年3月の前年比1.2%増から、2002年6月の同27.6%増にまで上昇しており、このようなマネタリーベースの高い伸び率は、これまでほとんど経験したことがない。マネタリーベースが増加すると、通常は、銀行貸出を通じた信用創造を媒介にして、マネーサプライも増加するものと考えられるが、同じ期間に、マネーサプライ(M2+CD)は、2.5%増から3.4%増の上昇にとどまっている。これは、貨幣乗数の低下によるものであり、この期間の貨幣乗数は長期的な低下トレンドを大きく上回って低下した。貨幣乗数低下の背景には、資産構成において現金が選好されたり、銀行の貸出が減少したこと等によって信用創造機能が十分に働かなかったことが考えられる。」と分析し、「量的緩和政策の効果は、金融政策の効果波及する際の主要な経路(銀行貸出を介した経路)をみている限り、確認できない。日銀当座預金残高は高水準で推移し、マネタリーベースは高い伸び率を示しているにもかかわらず、銀行



貸出は減少を続け、マネーサプライは低い伸び率にとどまり、実質 GDP も低調なためである。」としている（上図参照）。

しかし、このことで、金融機関の貸し出し等を通じる通常の経路による金融緩和が全く効果がないことが示されたわけではない。

金融緩和を主張する立場からは、「単に金融緩和が量的に不十分であることを示すものである。」「金融緩和が効果を表すには長期間継続する必要がある」「インフレターゲットと組み合わせ、日銀の金融緩和姿勢について市場の信頼を得ることが効果的である」との反論がなされている。

白書の分析自体も、現金に対する選好が高まったこと等の様々な理由でベースマネーの増大がマネーサプライの増大に結びつかなかったことが示されているから、これをさらに上回るようなベースマネーの拡大を行えば、マネーサプライが増加する可能性もある。

実際、本年11月に日銀が量的金融緩和の程度を強めた際には、長期国債の金利が低下しており、金融緩和を主張する立場からはこれをもって量的緩和の有効性を示すものとの主張がなされている

この点についての専門家の議論は続いているが、筆者は、理論的に金融緩和の効果がないという主張には無理があると思う。少なくとも、どの論者も金融緩和に全く効果がないことを証明することには成功していない。殆どの論者が、例えば、日銀が国債の購入をどこまでも拡大し続ければ、やがては物価の上昇につながる可能性があることを認めている。金融機関の金融仲介機能が麻痺していても機能が全く失われたものでない以上、量的な緩和の程度の問題であり、拡大を続ければ効果を挙げる可能性はあるから、問題となるのは、量的緩和の程度や手法をどの程度強めるであろう。（この最も極端な場合が日

銀による国債の直接引き受けであり、これがほぼ確実にインフレをもたらすことを否定する者はいない。)

また、株式、土地、外貨建て資産といった、資産の価格が変動する経路を通じた金融緩和の効果については、金融機関の金融機能の麻痺等の状況の下でも理論的には働き得るものである。

例えば、平成14年版経済財政白書でも、このような効果は金融機関の信用創造機能とは別に働き得るとした上で、量的緩和の効果について為替レートを推計する関数を作成して分析したところ、「日銀当座預金を含むマネタリーベースの増加率が説明変数として、有意に効いている。これは量的緩和政策の効果として円安がもたらされた可能性を示唆する結果である」と述べ、量的緩和は円安を通じて効果を挙げた可能性があると分析している(第1章第3節2)。

日銀自身も、このような経路の有効性については否定していない。例えば、須田美矢子審議委員は12月2日、福島市内での講演の後、記者会見し「今、デフレを一番手っ取り早く押しとどめるのは、大幅な円安にすることだ」としながらも、「為替相場はコントロールできない。為替は市場に任せるのが一番だ」と述べている。短期的な為替レートが市場で決定され、コントロールできないことは同委員の述べるとおりであるが、長期的な為替動向には金融政策が大きな影響を与えることは、理論的にも、また上記の白書の分析にあるように実証的にも明らかであるから、デフレ克服のためのさらなる金融緩和がこのような効果も念頭に置いて進められることが期待される。

【これ以上の金融緩和には弊害があるとするもの】

これについては、「弊害」の内容に多様なものがある。

まず、本来的には、デフレに対する日銀の積極的な政策の「弊害」は、即ちインフレであると考えられるが、現在の状況で切迫したインフレの兆候は存在していないこと、インフレが発生した場合に日銀がそれを抑制できないとする根拠はないこと、から、デフレの「弊害」が顕著な現在、これを金融緩和をためらう理由とすることには合理的な理由がないと考える。

インフレ以外の「弊害」については、日銀法について述べたように、本来的な日銀の責任ではなく、日銀は原則として「弊害」のおそれがあるからといって金融緩和をためらうような「裁量の余地」はないと考えられる。日銀は、予想される弊害について政府との意見交換に努め、主として政府により対応がなされることを期待すべきである。

期待物価上昇率が上昇することにより、長期金利が上昇し、債権価格が下落するおそれ(フィッシャー効果)が「弊害」として指摘されることがある。こ

れについては、例えば岩田教授は、「フィッシャー効果が完全に働いて、名目金利が期待インフレ率だけ上昇し、期待実質金利が低下しなくなるのは、現行の賃金で働きたい人は全て働いており、設備もフル稼働している状態、すなわち完全雇用の状態だけである。不完全雇用の状態では、名目金利は期待インフレ率ほどには上昇しないため、期待実質金利は低下する。」と述べている（「デフレの経済学（P338）」）。これを前提とすれば、期待実質金利は低下するので实体经济には設備投資の増加等の好影響があると考えられる。名目金利の上昇により、金融機関等の債券を大量に保有する者には含み損が発生する可能性があるが、期待実質金利低下による実態経済の好転は、例えば不良債権の減少や貸し出しの増加の形で、金融機関の経営にも好影響を与えると予想されるから、経済全体では好影響があると考えられる。いずれにせよ、物価を上昇に転じさせ、「物価の安定」を図るという、日銀の責務を果たす上では、この「弊害」は有効な政策をためらう理由とはならない。

対外的な通貨の価値である為替相場についても、日銀は責任を有していないから、仮に日銀の積極的な金融緩和の結果、円の対外価値が大幅に減価しても、国内の物価が安定的に推移するなら、法的には特に日銀が配慮を払う義務はない。もちろん、現実の国際政治の上では、このような事態は緊密な国際間の意見交換を必要とするが、その主たる役割は、後述するように、為替政策当局である政府（財務省）が担うものである。日銀は、国内の状況に応じた金融政策が為替相場に与え得る影響について、財務省との緊密な意見交換に努めるべきである。

（４）「伝統的な金融政策」と「非伝統的な金融政策」について

日銀は、近年、公定歩合の引き下げ等の「伝統的な金融政策」を限界まで進めた上で、現在では、金融政策の目標を金融機関の日銀当座預金残高の「量」とするいわゆる「量的金融緩和」を進めている。

【日銀の「量的金融緩和」の枠組み】

- ・ 2001年3月導入
- ・ 当座預金残高を金融政策の目標とする
- ・ 目標値 当初の「5兆円程度」から順次増加し、平成14年10月30日以降「15～20兆円程度」（11月19日以来、この中で20兆円程度を目標とすることとされている。）
- ・ 上記の方針を、消費者物価指数（除く生鮮食料品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続ける。

- ・円滑な資金供給に必要な場合は長期国債の買い入れを増額する。

これに対して、様々な論者が、より積極的に、ベースマネーの伸び率を上昇させるような目標設定を行うべきである。長期国債買い入れ額の上限を撤廃すべきである、といった量的緩和の程度を強める主張や、外貨建て債券、上場投資信託（ETF）、上場不動産信託（REIT）といった、通常は中央銀行がオペレーションの対象としない資産の購入により貨幣供給量を増加させるべきであるといった、いわゆる「非伝統的金融政策」の実施までも求める主張を行っている。

これについては、政策手段は政策目標に照らして適切なものを日銀が選択すべきであり、日銀には法律により幅広い裁量を与えられているから、まず、日銀が物価の現状をどのように認識し、どのような目標を持っているかが問われるべきである。筆者は、現在は物価をできるだけ早期に上昇に転じさせる必要があると考えているから、日銀も同様の認識に立っているとすれば、量的緩和の度合いをさらに強めるべきであるし、必要があればいわゆる「非伝統的金融政策」の実施もためらうべきではないと考える。

経済理論的には、多くの論者は、国債のみ、ないしは国債と外債の購入で十分な効果が期待できるとしているが、ETF等の購入が必要とする立場も存在している。筆者自身は、ETFやREITの購入は、特定の資産価格のみを上昇させ、相対物価に与える影響もあるので、まず「物価安定目標」を導入し、国債及び外債の購入をより大規模に進め、物価の推移を見ながら、さらに多様な手段を用いるかどうかを検討すべきであると考えている。

日銀は、現在のところ、外債、ETF等の購入は必要ないとしており、一段の量的緩和は国債購入で十分可能な状態にある（11月27日の春審議委員の講演）、国債買い入れの上限撤廃も可能性としては排除しない（10月24日の福間審議委員の講演）と考えているようであり、また、外債の購入は一人の審議委員からの提案がなされたが現在のところ否定されていると伝えられている。目的との関係でこれが十分な政策であるかどうか、日銀の目指す目的の内容とともに、国民により具体的に説明を果たしていくことが求められる。

他方、例えば、白川理事の7月19日の衆議院財務金融委員会での「長期国債の大量購入や、株式、不動産などの購入といった非正統的な手段は副作用の方が大きいのに、ミクロの資源配分になり、財政政策に近くなる。本来は国会で決める類の手段ではないか。」との答弁に示されている考え方は、仮に必要な場合でも、法律上認められた政策手段の実施を自ら抑制することにつながりかねないので、注意が必要である。同様の懸念は、9月13日の参議院決算委員会での山口審議役の「日銀法では、ETF購入は想定していない。」との発言（こ

の点は、竹中経済財政担当大臣が検討を要請していることに関連して述べられた。)についても言える。

日銀として必要と考える政策が法律上可能であれば、日銀にはそれをためらうという意味での「裁量の余地」は存在しない。法律上の疑義がある手段については、可能な方法や範囲の有無について、政府との意見交換を行うことが期待される。現在の厳しいデフレの実態からは、必要と考えれば、部分的な法改正を必要とする手段についての検討も、日銀に期待されていると考える。

以上のように、日銀が「非伝統的な金融政策」の実施をためらう根拠はいずれも薄弱である。今後もデフレが継続する場合、日銀はこれらの政策手段の採用についても積極的に検討すべきである。

(5) 物価安定目標を巡る議論について

「物価安定目標」、いわゆるインフレーターゲッティングは、世界の多くの中央銀行において採用されており、中央銀行の政策目標である物価安定について、具体的な数値で示すものである。

前日銀政策審議委員の中原伸之氏は、金融政策決定委員会でこのような物価安定目標の採用を主張し続けたが、賛成を得られず、採用されるに至らなかった。

現在、世界各国では次のような物価安定目標が採用されている。

- ・主な採用国：ニュージーランド、カナダ、イギリス、スウェーデン、韓国、ブラジル等の55カ国（英国中央銀行の分類による）
- ・具体的な物価安定目標の例：ニュージーランド：0～3%（CPI - 金利）
- ・カナダ：1～3%（CPI）
- ・イギリス：2.5%（CPI - 住宅金利支払い）
- ・スウェーデン：2プラスマイナス1%

また、物価安定目標の利点としては、中長期的な名目アンカーの明示による、経済主体の期待安定化（過度に悲観的な期待インフレ率の情報修正）、説明責任の向上や政策運営の透明性の工場による市場や国民とのコミュニケーションの円滑化、政治的な介入を防ぐ盾、インフレ率などの予測に基づくフォワードルッキングな金融政策が可能となる、等があるが、他方で、デメリットとして、物価安定を単一の物価指標で示すことに伴う問題、インフレ等の予測制度に伴う問題、等があることが指摘されている（中原「デフレ下の日本経済と金融政策」。）

このような物価安定目標の採用については、経済学者の間にも支持する者が多い。政府内部においても、例えば、竹中経済財政・金融担当大臣は9月12日の参議院決算委員会で、「日銀はデフレ克服まで金融の量的緩和を行うと決定しており、既に緩やかなインフレ目標に向けた政策をしている」との認識を示した上で、「マネーサプライが増えていく状況を作らなければ金融政策がうまくいっているとは言えない」と指摘。「(インフレ目標を)より明示的なものにすべきか、そのときの問題点は何かについて議論を深めるべきだ」と述べている。

また、財務省の黒田財務官等は、12月2日の英 Financial Times に投稿し (Time for a switch to global reflation) 世界の金融政策当局は協調してデフレ克服・予防のためにリフレ(通貨膨張)政策を取るべきであると主張している。同氏は、特に日本ではその必要が強いとし、日銀に、今後1年間は1%、その後2年間は2~3%の物価上昇率を目標とするインフレターゲット導入を求めている。同時に、目標の実現のため、国債その他の金融商品を購入することで、ベースマネーをコンスタントに増やす必要があると主張している。

また、自民党の山崎幹事長は、12月4日午後に党本部で行った外国報道機関との定例会見で、「個人的には少なくとも調整インフレ的な考え方に立ってさまざまな目標値を設定すべきだ」と言明、「物価水準というものが肝心の指標になると思う。」と述べ、物価水準にインフレターゲットを設定すべきだとの考え方を明らかにしている(日本経済新聞)。

日銀は、慎重な姿勢を続けている。例えば、須田美矢子審議委員は12月2日、福島市内での講演の後、記者会見し黒田氏に関する記事について、

「記事をまだ読んでないが、そもそも論として言えば、インフレターゲットはやはり、金融政策の透明性を高めるためのものであって、(目標)達成の手段やメカニズムの裏付けがないと、絶対に達成できるものではない。現時点で手段やメカニズムの裏付けを伴わずにインフレターゲットを採用しても、インフレ予想だけを高めることができるとは考えにくい。その場合は、政策全体への信認を損なうだけに終わる可能性もある」

「他方、インフレターゲットの採用が即、債券売りをもたらす 　よくそういうことをやれば、債券市場は売りだという声が出市場から出てくるが、そうやって債券売りをもたらす、まず長期金利が上昇する可能性がある。今、不良債権処理を加速させようとしているとき、長期金利が上昇すると、キャピタルロスもたくさん出てくるし、資金調達コストも高める。経済全体ではハードランディングシナリオを生じさせることを懸念している」

「現在の状況でインフレターゲットを採用すれば、政策への信認や市場への悪影響、経済の回復や金融システム問題の克服にとってむしろ弊害が大きいと思う。金融政策の透明性確保という観点からは、どのような政策運営が望ましいかという点については、インフレターゲットにかかわらず常に考えている」

「ただし、今日の経済情勢のもとで、インフレターゲットについて議論すると

すれば、目標インフレ率を設定することの是非ではなく、むしろデフレを克服するため、どのような政策手段を講じることが日銀法の理念である国民経済の健全な発展に資するか、ということになる。まず初めにインフレーターゲットありきではないことを、是非ともきちんと理解してほしい」と述べた（ブルームバーグニュース）。

現在の日銀の量的緩和政策は、「消費者物価上昇率が安定的にゼロ以上になるまで継続する」とされており、緩やかな意味での物価安定目標であると、日銀関係者自身が述べている。しかし、この点は、金融緩和を主張する多くの論者が述べるように、消費者物価上昇率の統計には1%程度の下方バイアスがあると考えられること、達成が見込まれる時期が明らかではないこと、から、事実上緩やかなデフレの継続を容認するものとなっているおそれがあり、改善が必要と考えられる。

日銀の金融政策の目標である「物価の安定」については、前述のように日銀法は具体的に規定しておらず、「物価の安定」の具体的内容は一義的には日銀の判断によるが、日銀は「物価の安定」の具体的内容や、その達成状況と今後の達成の見通し、達成のための手段等について、国民と国会に説明する責任がある。

このような責任を果たす手段として、日銀が自主的に「物価安定目標」を定めて公表することは、望ましいものとする。また、現在及び今後の金融緩和が効果を挙げ、デフレを脱却するためには、国民が将来的な物価上昇を予想するように、いずれかの時点で国民の期待が変化することが必要となるから、「物価安定目標」の策定と公表は、金融政策の効果を補強するものと期待できる。

具体的な目標としては、多くの論者が主張するように、例えば「消費者物価の上昇率が2年以内に2～4%となることを目標とする。」といった内容のものとする考えられる。山崎氏が指摘する調整インフレ論については、金融政策として行うことは基本的には望ましくないとする。また、経済は政府や日銀の意図するように必ずしも自由に操作できるものではなく、仮に目標が達成されない場合であっても、日銀にはまず説明責任があると言うべきであって、例えば自動的に関係する総裁等が罷免されるような制度とすることは適当ではないとする。

日銀が、「物価安定目標」の策定に消極的であるのは、関係者の発言等からすれば、インフレ時にこれを抑制する物価安定目標と、デフレ時に引き上げる目標では性格が異なり、後者は有効でない、達成できる裏付けなしに導入しても信頼されず、混乱を招く、長期金利上昇（債権価格下落）による弊害も予想される、達成できない場合には、責任を追及されるおそれがある、との理由によると考えられる。

の理由については、これまでに述べたような現状での金融政策の有効性についての見方によって、評価が分かれるところであり、デフレ脱却に金融政策が有効との考え方に立てば、根拠がない。なお、デフレ脱却が仮に金融政策のみで困難であると考えたとしても、将来的にインフレに転換した場合、急激にインフレ率が上昇することを抑制する上で「物価安定目標」が有効であることについては特に異論がないから、長期的には「物価安定目標」の策定が望ましいことになる。

の理由については、現在国民もデフレの弊害が深刻であることを認め、物価の上昇を望むようになっており、日銀がそのような目標を掲げて努力することを明らかにしても、混乱を招くことは考えにくく、杞憂に過ぎないと考えられる。例えば、内閣府が実施したデフレに関する意識調査では、望ましい物価上昇率については0～2%が41.1%であり、2～5%とする34.1%と合わせて、大半の国民が物価の上昇を望んでいるが、今後1年間の物価見通しでは、2～5%の下落予想が全体の2割程度、5～10%下落も1割を超えるなど、デフレ予想は強いものがある（10月27日、日本経済新聞）。日銀による「物価安定目標」策定は、このような状況を変化させる望ましい影響を持つ可能性もある。

また、長期金利の上昇による債権価格下落の可能性については、先に述べたとおり物価上昇に伴い当然考えられるところであり、これを「弊害」とするのは必ずしも適当ではない。少なくとも「物価の安定」を使命とする日銀が、金融緩和の実効性を挙げる上で心配すべき事項でないことは明らかである。については、「物価安定目標」を導入している各国を見ても、中央銀行が果たすべきは主として説明責任であり、例えば総裁が自動的に罷免されるというような意味での「責任」を問う国は存在しないこと、「物価安定目標」を求める論者も説明責任を求めるものであることから、理由がないと考えられる。

なお、須田委員が「デフレを克服するため、どのような政策手段を講じることが日銀法の理念である国民経済の健全な発展に資するか」と述べている点は注意が必要である。「国民経済の健全な発展」は、他の多くの政策も含めた経済政策の最終的な目標であるが、その内容は多義的で論者によって異なり得るものである。この概念の内容は国会と内閣が民意を反映した政策判断によってその時々的情勢に応じて決定すべきものであり、日銀が判断すべきものではない。もし、日銀がある時点で、「物価の安定」に役立つ可能性があると考え金融政策について、「日銀の考える」「国民経済の健全な発展」に反するとの理由で実施をためらうことがあれば、それは日銀法の趣旨に反するものである。日銀は、あくまで「物価の安定」を目指した政策を実施し、それが「国民経済の健全な発展」との関係で有すると「日銀が考える」影響については、政府との意見交

換を通じ、主として政府の対応を期待すべきである。

この点は、山口副総裁が前述の12月11日の言論NPOのインタビューの中で、日銀の国債買い入れ増額に反対する立場から「残るのは、日銀の国債買い入れが何らかの理由で国民のインフレ予想を刺激することがあり得るだろうか」という問題になる。第1、第2の『まともな』効果がワークしないまま、ブラックボックスの中でインフレ予想が生まれるとも思えないが、仮にそうしたことが起るとすれば、それは国民の間に『日銀は通貨の価値を決定的に傷つけることも辞さず、どこまでも緩和を進めるらしい』という類の見方が広まる場合のことだと思う。」「そうならば、一種の換物運動が起きるかもしれないが、果たしてそれが国民の望む帰結なのか」と述べたことについても言える。

「『まともな』効果、」「通貨の価値を決定的に傷つける」、「換物運動」といった表現は、いささか感情的で適当とは考えられないが、それを別としても、どのような形であれ、「物価の安定」につながる手段であれば、その可能性を追求するのが日銀の法的な責務である。日銀としては、いったんインフレが生じた場合にそれが制御できるかを懸念するのは当然であるが、その点を別とすれば、「まとも」な効果であろうとなかろうと、「物価の安定」を現在国民が望んでいることは上記の調査結果等から明白であるから、日銀はこれに声を傾け、自らの使命の達成に真摯に取り組むべきである。特に、現在までのデフレが既に国民生活に多大の弊害をもたらしており、その原因が日銀の過去の政策の失敗にあるとの有力な指摘がなされている状況では、日銀がこのような言い訳とも取られかねない発言を行うことは、日銀への長期的な信頼をさらに失わせかねないことを認識すべきである。

以上のように、そもそも現行法上も日銀は国民と国会に説明責任を負っているから、「物価安定目標」はこれをより明確化するものである。これにより、金融政策の予測可能性が高まり、国民への説明責任をよりよく果たすことが可能となるから、日銀の立場からもその導入については積極的に検討を進めるべき性格のものとする。なお、日銀が現在の姿勢を続ける場合には、国会は、金融政策に関する日銀の説明責任をより明確化し、国民への適切な情報提供を行う観点から、国会決議や日銀法改正により、「物価安定目標」を導入することを検討すべきである。

(6) 金融政策を巡る政府・国会と日銀の関係について

以上のように、現在の経済状況では、日銀によるさらに積極的な金融緩和の推進が期待される。

政府としては、できるだけ早期のデフレ克服をはかるべく、先に述べたよう

な政策方針の転換を明らかにした上で、民間需要の増大に効果の高い公共支出の実施等、金融政策を補完する財政政策などのデフレ対策を抜本的に強化し、実施すべきである。金融政策については、日銀の独立性の下で進められることが望ましいことから、政府としては日銀との緊密な意見交換等を通じて、財政政策等の政府の政策と整合的な金融緩和が実施されるよう、働きかけるべきである。

また、デフレ克服のために日銀が果たすべき役割が極めて重要になっていることから、政府・国会は、日銀総裁をはじめとする日本銀行政策審議委員会の構成員の選任に際しては、日銀の使命である物価の安定に向けてさらに積極的な金融緩和を推進する能力と意欲を有する者を選任するよう、努める必要がある（注1）。

（注1）小泉総理は、12月11日に米CNBCとのインタビューで、日本銀行総裁の後任人事について、金融緩和が重要であり、適切な金融政策を行っていくことが望ましいとの考えを示した。その上で、政府・日銀が一体となってデフレを乗り越えると指摘し、そうした積極的意向を持っている人が望ましいと述べた（ブルーンバーグニュース）。

なお、このような平常時の政策に加え、仮に、今後も深刻なデフレが継続し、倒産や失業の増大により国民の雇用と生活の安定が危機に陥るおそれがある場合には、国会・政府と日銀が協力し、一時的に一定の規律の下で国債買い切りオペの大規模な拡大等を行って金融政策で財政をファイナンスし、大規模な財政支出や減税により国民生活の安定を確保するとともに、デフレの克服を実現すること等、緊急の対応についても検討を行うべきである（このような主張として、例えば、伊藤元重教授による「『デフレ予想』払拭がカギ」（11月4日、日本経済新聞「経済教室」がある。）。

その際には、究極的には、雇用の安定こそが、通貨価値の安定に優先する経済政策の目標であり、国会と政府が国民に対して有する責務であることから、一時的に物価の安定が失われる場合であっても、日銀の協力が期待される。

なお、中長期的には、現在のデフレに対する対応の成果を踏まえて、政府や国会と日銀の関係についてより検討を深めることが必要と考える。

すなわち、日銀の「独立性」は、前述のように、インフレの際には、安易にインフレを容認しやすい国会や政府に対して日銀の自主性を認めることで、専門機関としての日銀によりインフレの抑制が図られることが期待されるため付与されていると考えられる。現在の日銀法は、特に80年代の資産価格のバブルの発生等の反省の上に立法された経緯があり、デフレの際に日銀の「独立性」

がどのような積極的意義を有するかについては、これまでのところ明らかではない。デフレによる最も深刻な弊害は失業の発生であるが、日銀の政策審議委員等は公務員と同様に雇用を保証されている。このため、日銀は失業の弊害を過小評価しがちであり、例えば失業の増大により選挙で失職する可能性が高まる国会議員と比較すれば、デフレの克服に向けた真剣さに欠けるとの指摘も存在する。法理論的には、三権分立と民主主義の原理の下では国民経済の発展や国民の雇用の安定等に責任を有するのは政府と国会であって日銀ではないことから、日銀の独立性を認めるためには、明確な実績に裏付けられた理由が必要であり、どの範囲で独立性を認めるべきかは難しい問題である。したがって、このような考え方にも一定の根拠がある。

日銀が失業の弊害を軽視し、失業率がこれ以上上昇しても構造改革が優先課題であると主張し、あるいは日銀の政策は法律で定められた以上に限定的であるべきであり、たとえ物価を安定させられる可能性があっても、できるだけ「冒険」は避けるべきだといった姿勢を続け、あるいはなぜ日銀の政策に効果が期待できないかの説明に努力を集中するような態度を見せるなら、このような議論はさらに現実味を帯びることになる。

日銀は、今こそ自らの積極的な行動でデフレの克服にさらに真剣に取り組み、デフレ下での日銀の「独立性」の積極的な意義を明らかにすべきである。仮に、日銀がデフレの克服のための積極的な努力を怠り続けてデフレが継続し、かつ、日銀が国会等に対して自らの努力や物価見通し等に対する適切な説明を行うことに失敗すれば、中長期的には、特にデフレに対応する上での日銀の独立性について再検討が必要となる事態が生じることも考えられる。

また、日銀政策審議委員の構成や任期についても、例えば中原前審議委員からは「政策委員会委員の任期を現行の5年から3年にし、再任を認めないこととする。さらに構成は、(現在の執行部3名、民間6名から)執行部1名、民間4名とする。委員数が多くても代案が出ないのは致命的だ。」との指摘がなされており(10月22日、日本経済新聞)、選挙等の国民の審判を経ない日銀による金融政策の運営が、国民の利益をよりよく代表して行われるものとなるよう、中長期的な検討が望まれる。

(7) 金融政策と為替政策について

基本的な考え方

為替レート決定の経済理論としては、物価水準に重点を置く購買力平價説や、貿易収支の調整機能を主張する弾力性アプローチ、国際間の総体的な資産価格

変動に重点を置いて説明する立場等が存在し、長期的には購買力平価が有効であるが、単一の理論で現実の変化を全て説明することは困難とされる。また、短期的な為替変動は、実証分析によればほぼランダムであり、この場合には為替予測は直前の為替の実績により最もよく説明されとの考え方が有力である。

しかし、いずれの立場からも、金融政策が為替に長期的に大きな影響を与えることは、マクロ経済理論の教えるところである。

本論で述べたような、緩やかな財政引締めと金融緩和の組み合わせによるマクロ経済運営を続ける場合、円通貨の対外価値が全体として減少傾向を続けることは避けがたい。通貨の対外価値の下落は、国民の生活水準全体の低下を意味することから、可能な限り避けるべきであるが、80年代後半から現在までの円の価値自体が、我が国の産業全体の競争力や生活水準全体からすれば相当程度に高く評価されていた可能性があること、金融緩和を中心とする積極的なマクロ経済政策とその副産物としての通貨の対外価値の下落なしに、構造改革の推進のみで日本経済の回復を図ることは不可能と考えられること、通貨価値自体は基本的に市場での需給に委ねており、意図的に通貨切り下げを目指す政策を実施するものではないこと、等から、国内経済が必要とするマクロ経済政策を実施し、併せて経済構造改革を実施した結果として円が下落が続くのであれば、やむを得ないと考えられる。我が国としては、あくまでも経済実態を反映した通貨価値の下落であり、意図的な円安誘導を行うものではないこと、及び、安易に円安による外需の増加に依存して構造改革努力を怠るものではないことを、対外的に明確に説明していく必要があると考えられる。

最近の為替相場とマクロ経済政策

最近のドル円相場を見ると、昨年のテロ後のドル安とその後の日本経済への不安の高まりや米国経済への期待による135円台へのドル高円安を経て、本年3月以降は米国の景気に対する悲観論や会計問題への悲観論が噴出したことから、7月まで対他通貨を含めて全面的なドル安が進んだ。その後は、日本の不良債権処理に伴うデフレ圧力の本格化への懸念等から、基調としては円安で推移しているが、総じて見れば不安定な動きが続いている。

長期的に見ても、円相場は、85年のプラザ合意以降、対ドルを中心として上昇し、特に90年代前半には日本の貿易黒字を問題視する米国が為替相場による調整を目指して「円高誘導発言」を繰り返したことから、急速な円高ドル安が進み、95年には1ドル79円75銭の変動相場制以降後の最高値を記録し、その後、98年には148円台まで円安が進むなど、近年不安定な動きを続けている。

最近の金融政策との関連では、前述のように、日銀の量的緩和の推進が、円安傾向につながっている可能性がある」と指摘されている。

実態経済の安定的な発展のためには、金融政策等のマクロ経済政策の協調により、為替相場の中長期的な安定が望まれる。

為替政策と金融政策の関係

我が国の産業界は、80年代後半以降、たびたびの円高に悩まされてきており、輸出企業を中心として、産業界が全体的には円安を望んでいることは当然であるが（注1）IMF協定にあるとおり、為替相場については原則として人為的な介入を行わず市場に委ねるとの国際的な合意が存在する。

このため、為替相場の操作そのものを目的とする政府の介入は、原則として、急激な円高が進行した本年3～7月のような局面（この際は、3兆8000億円あまりと、過去最大の規模の介入が行われた模様である。）に限定してなされている。

財務大臣、財務官等の発言（注2）によれば、為替政策当局自身も、現在の為替水準は日本の実力からすれば円が過大に評価されており、それが修正されることが望ましいと判断しているものと考えられるが、あくまでも為替の決定は市場によるものが基本との立場である。

他方、中央銀行による金融緩和政策（外貨建て資産の購入を含む。）は、経済的には為替政策当局による円売介入と、これを不胎化しない中央銀行の措置との組み合わせ（非不胎化介入）と同様の効果を有すると考えられる（注3）。

（注1）例えば、日銀の参与を務める出井伸之ソニー会長は、急激な円高が進んでいた7月26日、日本経団連の夏季セミナーで、最近の円相場に関連して「政府も日銀もいわれなき円高に対応せず、為替の水準を守るところはどこにもない」と通貨政策を痛烈に批判した。さらに日銀の速水総裁は「円高論者」と断定。「政府も日銀も10%円高になれば日本経済がどの程度打撃を受けるのかといった分析をしていない」と輸出企業への影響の大きさを指摘した。韓国ウォン相場にも言及し、「ウォンはどうしてあれほど安いのか。サムソンだけがもうかっている」と強調した。日銀の金融政策についても「日銀は物価の安定に固執しすぎ。参与としてデフレの今は考え方を改めるべきだと何度も言っているが、そこを突き抜けることは非常に難しい」と嘆いた（7月27日、日本経済新聞）。

(注2) 最近の為替レートに関する主な要人発言

12月1日の毎日新聞(電子版)によれば、塩川正十郎財務相は1日、仙台市で行った講演で「日本の現在の實力からみると、円は高すぎるのではないか」との認識を示し、「世界の水準で計算したら1ドル=150~160円ぐらいがいいはず」と述べた。財務相は「電機業界などは1ドル=125円で辛抱して一生懸命やって、『おかしいな』『日本はもうからない』といわれている。我々の役所では国際的信義があって出来ないの、民間で円安策をとってもらうようにしたい。徐々に解決していかなばならない」と語った。

その後、塩川大臣は、150~160円とは購買力平価を意味し、特定の水準に円を誘導する趣旨ではないと否定したが、6日の閣議後の記者会見では、5日の国会答弁で人民元の切り上げに言及したことを受け、「元は實力からすると安すぎると思う。」との見解を改めて示し、円の水準については「購買力平価から見ると高い」と指摘。その上で、「各国の通貨がどういうポジションにあるのか絶えず反省してもらいたい」との私見を述べた。

このほかの閣僚では、竹中経済財政担当大臣は、12月6日の閣議後の記者会見で、「為替レートが中長期的な観点から購買力平価に近づいていくのはあり得る」と述べた。また、福田官房長官も同日の記者会見で、「購買力平価からみて、円が少し高いのではないかとの意見がある」と述べた。平沼経済産業相も、「一般論では今のデフレ傾向のなか円高よりも円安の方が経済全般に望ましい」と述べた。

財務省の黒田東彦財務官は12月5日午前、一部記者団に対し円安傾向の為替相場動向について、「行き過ぎた円高を調整している」と従来の見解を繰り返したうえで、急速に円安が進んだと思うかとの記者の質問に対し、「そんなことはない」と答えた。ドル・円相場は今週に入って最大で2円50銭円安・ドル高が進んでいる。同財務官は6日朝にも「行き過ぎた円高が調整されている過程で、今後もこういった(調整の)流れは続くだろう」との見方を示した。同時に「円高は是正されていくのが妥当だ」と指摘した。

この過程で、米国財務省のテラー次官は、150~160円という「具体的な水準には同意しない」と述べた(ブルンバーグニュース等)。

なお、小泉首相も、12月11日に米CNBCとのインタビューで、意識的に円安に持っていくつもりはないと強調しつつ、日本経済は決していい状況ではなく、円安でもおかしくないと述べた(ブルンバーグニュース)。

(注3) なお、かつては、介入の際に市場に放出される円資金を日銀がオペにより回収する「不胎化」が行われることが通常であったため、その効果について議論がなされた。今回の介入に際しては、国会での財務省や日銀の答弁によれば、日銀の協力により「非不胎化介入」が行われていることが伺われる。したがって、今回の介入は、日銀による量的緩和を強化する機会として用いられたものと評価することができる。今後とも、必要な場合には、このような政府と日銀の協力が維持されることが望まれる。

これについては、仮に金融緩和を行い続け、円安が進行した場合の国際的な反響を心配する声もある。

しかし、中央銀行の金融緩和政策は、ことさらに円の切り下げを目標として行うといった事情がなく、物価安定等の国内経済の必要に応じて行われる限り、少なくとも国際法上、また国際政治上は為替政策当局による介入とは異なるものと認識され、容認ないし黙認されると考えられる。したがって、日銀による金融緩和について、IMF 協定違反を理由として反対する意見（例えば、小宮教授「金融政策論議の争点」）には、経済的効果と国際法・国際政治上の正統制の問題を混同している点に誤りがある。

これまでに、米国財務省、IMF といった外国の通貨政策当局や国際通貨機関関係者は、ほぼ一致して繰り返し、日本経済の問題点の克服のためには、日銀による金融緩和をさらに大胆に進めることが必要であるとの見解を表明している。これらの当局者が、金融緩和と為替相場の密接な関係について理解していないことは考えられないから、仮に日銀の金融緩和の結果、かなりの円安が進行したとしても、国際的な容認（あるいは黙認）が得られないと考える理由はない。(8) で述べる IMF のロゴフ局長の発言等は、そのような可能性を示唆している。

以上のことから、日銀は、円安そのものを目的として金融緩和を進めるべきではないが、物価等の国内要因から判断して、量的な金融緩和をさらに積極的に進める上で外貨建て資産の購入が必要と判断する場合には、その実施をためう理由はない(注1)。もとより、結果として為替相場に変動が及び得る点については、為替政策当局である財務省との緊密な意見交換を行っておくべきである。しかし、現在までの関係者の発言等を見れば、この点について財務省を通じて国際的な理解を得られる可能性は高いと考えられる。

(注1) 金融緩和は一般的に円安をもたらす可能性があり、外債を購入すればそのような効果が特に強まるとは、理論的には必ずしも言えない。

しかし、為替市場の参加者に与えるアナウンスメント効果は、場合によって強くなる可能性もある。

奇妙なことに為替相場の関係者の間には根強い「長期円高予測」が存在すると言われている。すなわち、円は一時的に安くなることがあっても、また強くなる傾向があるというものである。これについては、マッキノン教授の主張する「円高シンドローム」説のように、80年代後半以降の米国の通商政策の影響により、恒常的な円高予想が市場参加者に浸透した可能性がある。また、同時に、日銀がこのような予測に結局は適合するように、90年代を通じて引き締め的な金融政策をとったことが、市場関係者に日本にデフレ傾向が持続するとの予測を浸透させ、円高の持続につながった可能性がある（「ドルと円」を参照されたい）。

仮に、中央銀行自身がこのような予測に囚われて、「大幅な円安は各国が許容しないだろう」と考えがちであるとするれば、これは危険なことである。すなわち、標準的な国際マクロ経済理論によれば、国際経済に対して開放された国家では、固定通貨レート、国内金融政策の自由、資本移動の自由、の3者のうち、いずれか一つは放棄しなければならないとされる。日本はOECDに加盟し、は認める必要があるので、現在の程度の為替レートを大きく変更できないと中央銀行が考えるとすれば、それは即ち国内の経済状況に応じた金融政策を行うことが制約されることを意味するからである。

現実には、80年代後半以降、日本ではごく一時期を除いて購買力平価を上回る円レートが継続し、為替がデフレ要因となり続けて来たことから、このような考え方には一応の説得力があると考えられる。

前述のように、為替相場を通じた金融政策の波及経路が機能していることは、日銀自身も認めており、外貨建て債権の購入はこの観点からもさらなる金融緩和を行うための有力な選択肢である。日銀の金融政策決定会合では、3月に退任した中原伸之前審議委員により外債購入の提案がなされてきたが、9月17～18日の金融政策決定会合では、中原氏の退任後では始めて、一人の審議委員により外債購入の提案がなされている。

この点について、例えば、須田美矢子審議委員は12月2日、福島市内での講演の後、記者会見し「今、デフレを一番手っ取り早く押しとどめるのは、大幅な円安にすることだ」としながらも、「為替相場はコントロールできない。為替は市場に任せるのが一番だ」と述べている。須田委員はさらに、「もし（為替を円安にすることによって）物価にプラスの影響を与えようとするれば、ずっと円安にし続けなければならない。そうしないと物価への影響はなくなってしまう。物価が下落することはいけないが、日本売りのような円安は絶対に避けるべきだ」と言明。そのうえで「金融緩和などの結果として円安になることはあり得るし、起こった円安は受け入れれば良い。しかし、急激な円安を望ましい

と考えるのは非常に恐いことだ」と述べた。

また、同委員は、日銀による外債購入については「円滑な資金供給をするうえで必要かどうかという問題や日銀法のうえで政府の為替管理政策との関係をどう整理するかといった問題がある。ただ議論はすべきだ」と述べた。財務省などが要請している国債買い入れの増額については「今の段階で考える限り必要とは認識していない」と指摘した（ブルーンバーグニュース）。

この発言等を見ると、あまりにも急激な円安の進展、政府の為替管理政策との関係、物価にプラスの影響を与えようとすればずっと円安にし続けなければならない、等が、日銀が、外債購入を含め、為替相場を通じた金融緩和効果の波及について懸念している事項であることが伺える。しかし、この問題点は、既に述べたように、あくまでも日銀が目指すべきは国内的な通貨価値の安定という意味での物価の安定であり、対外的な通貨価値である為替レートについては、日銀の金融政策の目標とは間接的な関係があるにとどまることから、財務省との緊密な意見交換等を通じて対処可能な問題と考えられる。また、これは、理論的には、購買力平価より円安の水準で為替相場が中長期的に推移すれば、物価上昇要因となるので、必ずしも正確な表現ではない。

このような事情から、日銀においては、政府との緊密な意見交換を行った上で、為替相場も念頭に置いて金融緩和を推進すべきである。

なお、98年4月に個人による外国為替の取り扱いが自由化された直後は、日本国内の個人資産約1200兆円に対して外国為替預金は約1兆5000億円（0.13%）しかなかった。その後は増大し、最近では個人資産約1400兆円に対して外国為替預金7兆円規模とされる。しかし、まだこれは個人金融資産の約0.5%にとどまっており、例えば、ドイツでは外貨預金は個人資産の7%に及んでいることから、潜在的な投資余力はまだ相当にあると考えられる（ある為替ディーラーによる推定）。

このため、金融緩和の進展によるいわゆるキャピタルフライト等を心配する意見は、現在のところ杞憂にとどまっている。

（8）国際的なマクロ経済政策協調について

財務省の動き

財務省の黒田財務官等は、12月2日の英 Financial Times に投稿し（Time for a switch to global reflation）、世界の金融政策当局は協調してデフレ克服・予防のためにリフレ（通貨膨張）政策を取るべきであると主張している。同氏は、世界経済がデフレスパイラルに陥るのを防ぐため、日米欧が協調して経済の成長加速につながるリフレ政策を取るべきとの見解を盛り込んだ。

その中で、各国が協調してリフレ政策を採用しても外国為替相場への影響は限定的だと指摘し、「最小のコストで世界経済に大きな利益をもたらすことができる。」と意義を強調するとともに、特に日本ではリフレの必要が強いとの見解を示している。

そして、日本では日銀に、今後1年間は1%、その後2年間は2~3%の物価上昇率を目標とするインフレターゲット導入を求めている。同時に、目標の実現のため、国債その他の金融商品を購入することで、ベースマネーをコンスタントに増やす必要があると主張している。

また、黒田氏は、「多くの国の中央銀行にとって、インフレ率が低く、安定していることが合理的な政策だが、インフレ目標をあまりに低く設定することは問題だ」と指摘している。

FRBの動向

最近、先進国でいずれもインフレ率が低下する傾向にあることから、米国等においてもデフレ予防に向けた関心が高まっている。

米国の連邦準備制度理事会（FRB）は、6月に公表した「日本の教訓に学ぶ」と題する調査報告の中で、「日本のデフレは国内外の観測者とも殆ど予測できなかった」としつつも、日銀が仮に現実より2%金利を低くとどめておけば、デフレを回避できたと推測している。このような日本の事例を教訓として、最近のFRBは11月16日の連邦公開市場委員会（FOMC）で市場予想を上回る0.5%の利下げを決定するなど、積極的な金融緩和に取り組んでいる。FRBのバーナキ理事は、11月21日の講演で、「（米国がデフレに陥る）確率は極めて低い」としつつ、「政策金利水準が0%になったとしても、決して弾が尽きたわけではない」とし、第二次世界大戦中から1951年に実施したような無制限の米国債買い切りオペの導入で流動性を供給すれば、デフレ脱却は可能と主張している。また、物価目標については、「中央銀行が設定する物価の目安にはインフレがゼロ%に落ち込まないための緩衝帯が必要で、（緩衝帯を含め）2%程度が適切。」と述べた。

また、FRBのグリーンズパン議長は11月13日の米上下両院合同委員会で、「FRBは景気浮揚を促進しインフレ抑制を維持するための手段が尽きた状態からはほど遠い。」「必要とあれば、オーバーナイト金利のみに関連した行動以外の手段を講じる余地がある。」「FRBがこれまでの歴史において、短期資産のみならず、期間の長い米財務省証券にかなりの規模で投資したケースは数多くある。」と指摘し、こうした行動を取った場合は政策の実質的な変更を意味することとなり、FRBでの入念な討議を要する、と付け加えた（ロイター）。

国際機関の動向とマクロ政策協調の可能性

IMF 等の国際機関が、このような動きについてどのように考えるかは、必ずしも明らかになっていない。

しかし、IMF のロゴフ調査局長は、フィラデルフィア地区連銀が主催した 1 月 22 日のフォーラムの講演で、日本がデフレからの脱却に成功した場合には円が大幅安になる可能性が高く、その際には、他国への影響を緩和するために、国際的な政策協調が必要となる、と述べている。

具体的には、同局長は、一般的に、世界の 3 大経済、つまり日本、米国、ユーロ圏が政策上で協調することで得られる利点は限られているが、日本が経済を再び成長軌道に乗せるのに成功した場合は、例外となる可能性がある、との見方を示した。

同局長は、3 大経済圏のそれぞれの中央銀行が、国内の状況を考慮することが責務を果たすべき道である（が、）一方で、3 大経済圏のうち 1 経済圏が、デフレの「サンドトラップ」に陥った場合は例外との見方を示し、その理由として、「中央銀行が講じることのできる金融政策が、サンドトラップの中で良好に機能しないからではなく、状況から脱却しようとの試みに、重大な影響が伴う可能性があるからだ」と述べた。その上で、「日本経済が成長軌道に戻った場合、急激な円安につながる可能性が極めて高い」と述べた。これが現実化した際には、ロゴフ局長は、FRB と ECB（欧州中央銀行）が支援措置を講じることによって、円の過剰な動きが抑制され、同時に、世界の需要が押し上げられ、かつ円安によるアジア諸国への影響が和らげられる、との議論が可能となるとした（1 月 23 日、ロイター）。

国際的なマクロ経済政策協調は、過去の経験からは必ずしも容易ではないが、仮に主要先進国との間でデフレからの脱却・デフレの防止で協調する方向が見出せるのであれば、望ましい方向である。関係当局の間で十分な意見交換と検討が行われることが望まれる。

5. マクロ経済政策と構造改革等

（1）構造改革推進の必要性とマクロ経済政策との関係 景気回復なくして構造改革なし

企業の競争力の強化等を通じて、経済全体の供給能力を改善し、潜在成長力

を増大させる構造改革の推進は、中長期的に我が国に必要不可欠である。政府は、デフレの克服を中心とする景気回復のための政策をまず実施しつつ潜在成長率への回復を図り、その上で着実に構造改革の推進を図るべきである。

企業の競争力は、市場での競争を通じて強化される。政府のミクロ経済政策は、規制緩和をさらに推進し、企業が自由に競争できる市場を拡大することで、公正で自由な競争を促進することが基本となる。この観点からは、我が国においては、金融、建設、運輸、通信、マスコミ、農林水産、医療、福祉、労働、教育等、非製造業を中心に政府規制の存在等により自由な競争が阻害されている分野が多く存在することから、引き続き規制緩和等を着実に推進すべきである。

また、政府分野の非効率性が企業の競争力強化の障害となっている部分があると考えられることから、特殊法人改革等の政府部門の改革を強力に進めるべきである。さらに、科学技術等、我が国経済の発展に必要な公共財の供給についても、重点的に取り組むべきである。

税制の抜本的見直しは構造改革の中核的な部分であり、法人税率の引き下げ等、日本での事業活動を活発化する方向で見直すべきである。

他方で、「構造改革」と言われるものの内容は多様であるが、多くはデフレを悪化させるものであることから、本論でマクロ経済政策について述べたように、構造改革のうちでは、需要の増大に結びつくものを優先して、マクロ経済政策と同時に実施し、他はマクロ経済政策を優先すべきである。

(2) 金融業の構造改革と不良債権処理の必要性

不良債権処理の必要性とデフレ克服との関係

金融機関の抱える多額の不良債権の処理は、バブルの崩壊以来、長年にわたって先送りされてきた課題であり、これ以上先送りすることなく着実に進めることが必要である。不良債権問題の処理が長年先送りされてきたことが、我が国の潜在成長率の低下を招いた可能性は十分にある。

しかし、不良債権処理の促進は、あくまでもデフレの克服が前提であり、現在のようにデフレが深刻な状況では、新規の不良債権が逐次発生すること等から、抜本的な処理を行うことは困難である。また、不良債権の処理が多くの企業整理を伴う形で性急に進められる場合には、倒産と失業の増大等によりデフレ圧力をさらに強めることとなり、経済にとっては有害無益である。

現在問題となっている不良債権の大部分はバブルの崩壊により一時的に

発生したものではなく、90年代以降のデフレの結果逐次発生してきたものである。バブル崩壊による一時的な不良債権だけが問題であれば、それを迅速に処理しさえすれば問題が解決する可能性もあるが、デフレが継続し、不良債権の新規発生が止まらない状況では、不良債権処理によって経済の健全性を回復することはできない。

すなわち、デフレが不良債権を生じさせているのであり、その逆ではない。不良債権の処理は経済の長期的な成長力を高めるために必要ではあるが、その処理自体が経済を回復させる効果を持つものではないのである。むしろ、不良債権の処理は、かえって処理の過程においてデフレを深刻化させる効果があるので、まずデフレの克服にあらゆる政策手段を用いて取り組み、それが効果を挙げた上で不良債権処理を進めることが必要である。

これまで、政府は2003年度末までにデフレを克服し、物価上昇率がプラスに転じることを予測し、それを前提として不良債権のスケジュール等を設定してきた。今日では、デフレの克服の時期はこれより1～2年後になるものと予測が修正される可能性が高まっている。このような状況の下で不良債権処理のみを強行に進めることは、実際上も困難であり、あくまでこれに拘泥すれば経済にとって有害無益な結果を招くことは明らかである。政府は、2年で不良債権比率を半減させるといった、性急かつ硬直的で、現実を見ない目標を直ちに撤回すべきである。

その上で、デフレの継続する状況における当面の措置としては、金融機関による毎年度の適正な引当を原則として現在の会計ルールの下で行うことを徹底するにとどめ、それ以上の具体的な処理は金融機関の自主性に委ねるべきである。

不良債権の実態をより正確に表すための会計ルールの変更等については、関連する税制の整備や、その及ぼし得る影響に十分な注意を払いつつ、検討すべきである。また、債務先企業の整理を含めたいわゆる最終処理は、個々の企業の実態に応じて柔軟に進めることが適当であり、期限等を設けて性急に進めることは避けるべきである。そして、これらの会計ルールの変更や最終処理等の問題については、現時点においては検討を進めるにとどめ、デフレの克服がなされた段階で本格的に取り組むことを明確にすべきである。

不良債権処理の進め方

不良債権の処理に当たっては、金融機関が、公正で明確な会計基準に則り、不良債権に対する引当を毎年度確実に行うとともに、自己改革の努力

により、不良債権の処理と自己資本の充実を可能とするような収益力の強化を実現することが、まず必要である。他方、融資先企業の処理は不良債権そのものの処理とは別の問題であり、倒産法や民事再生法等の枠組みに則り、企業経営の実態に応じて行うべきである。その際には、連鎖倒産や失業等の社会的コストを最小限のものとするべく、細心の配慮が必要となる。再生が可能な企業については、その実現に向けた金融機関と企業の協力が望まれる。このため、不良債権の処理に際して、融資先企業の処理を性急に進めることは避けるべきである。

不良債権処理のための政府の役割

政府は、金融機関による不良債権処理を促すため、まず、適切なマクロ経済政策の運営により、経済全体の状況を改善し、新たな不良債権の発生の抑制と、金融機関の収益機会の拡大を図る必要がある。これを前提として、経済状況を十分に勘案しつつ、市場からの懸念を払拭するような適正な引当の実施と金融機関の自己資本の実質的な充実を促すための取り組みを進める必要がある。不良債権比率を2年間で半減させるとの目標はあまりに硬直的で性急であり、たとえ政治的な意義があるとしても、デフレが進行する状況では現実的に達成が困難である。さらに、性急に企業処理が進められればデフレをさらに深刻化させるおそれがあることから、この目標は撤回するべきである。政府はこれに代わって、デフレからの脱却により安定的な経済成長を確保することを最優先の政策課題とすること、安定的な経済成長を確保した上で、金融機関の会計上の処理は2～3年程度、最終的な企業処理までに5年から10年程度かけて、不良債権処理を着実に進めること、等の方針を示すべきである。いわゆる「ハードランディング」と言われるような、企業整理まで含めた不良債権の短期的・集中的な処理は、我が国経済が未だ深刻なデフレに陥っていなかった90年代前半には可能であった可能性があるが、当時の政府はその必要性について国民の理解を得る努力を十分に行わず、現在まで問題を深刻化させるに至った。関係当局はその失敗の責任を認識すべきである。現在のように経済が悪化した状況では、そのような路線を取るべきではないことは明白である。たとえ政治的な可能性があっても、経済が耐えられない政策を強行することは、愚の骨頂と言わなければならない。

会計基準の明確化等と政策決定過程における透明性の確保等

不良債権処理にまず必要な適切な引当の実施のためには、金融機関による恣意的な会計処理がなされることのないよう、会計基準の明確化等が図られる必要がある。ただし、あまりに性急なルールの変更等は経済全体や国民生活に重大な影響を及ぼす事態を招くおそれもあることから、ルールの策定や変更の過程においては、関係者との十分な意見交換や、国民への情報公開による透明性の確保等が必要である。特に、今回一部で見られたように、金融機関への過酷な対応のみが国民の注目を集め、「銀行国有化」等の風評によりかえって国民の不安を招く事態を生じることを避けるよう、細心の注意を払うことが必要である。

(3) 不良債権処理と金融システムの安定

金融機関の自己責任による不良債権処理の原則と金融危機回避のための 公的資金活用の必要性

金融機関の不良債権処理は、原則として金融機関の責任と負担により進められるべきである。適切な会計処理の結果、事業の継続が困難となり、市場から退出することとなる金融機関が生じることも市場経済の下ではやむを得ない。預金者の保護等を目的とする制度は、現在までに一応の整備が行われており、「護送船団方式」と言われた時代のように、金融機関の倒産等を特別に回避すべき状況にはない。しかし、我が国の経済全体や国民生活に大きな打撃を与える金融システム危機の発生等は、不良債権処理の過程においても回避する必要がある、このため必要な場合には、これまで整備されてきた金融危機対応の枠組みに則り、公的資金の活用も検討すべきである。

公的資金の活用に関する留意点

公的資金の活用が自己目的化しているかのような議論が見られる。不良債権処理のためには無条件で公的資金の活用が必要である、あるいは、公的資金の活用さえなされれば不良債権問題は解決する、といった類の安易な考え方は避けるべきである。公的資金の活用も含め、不良債権処理は本来の意味の構造改革ではなく、過去の失敗の事後処理に過ぎず、安定的な経済成長を達成する上での特効薬ではない。いわゆる銀行の国有化といった事態は、生じるとしてもあくまでも緊急避難であり、政府が銀行経営を適切に行える保証はない。仮に「国有化」がやむを得ない場合には、政府

としては、国民負担を最小限度とし、できるだけ早期に適切な形で金融機関の処理と再生を終えることを目指すべきである。

金融機関の経営者等の責任の明確化と行政の責任

公的資金の活用が直ちに必要な事態が現在生じているとすれば、それは過去に金融機関による適切な引当が行われていなかったことを意味していると考えられる。有価証券報告書への虚偽記載、違法配当、違法な役員賞与の支給等に対する刑事責任・民事責任の追及をはじめ、過去の金融機関の経営者の責任を徹底的に究明することがまず必要である。同時に、長期間にわたって金融機関による安易な会計処理がなされてきた、あるいは安易な処理を許すようなルールの設定や監督がなされてきたとすれば、そのような事態を招いた、大蔵省、金融監督庁、金融庁、日銀等の監督当局等の責任は重大であり、国会等における徹底的な解明がなされなければならない。このような過程を経て初めて、納税者・有権者としての国民に対して、最小限度の公的資金の活用をやむを得ないものとして受け入れるよう、求めることが可能となる。

日銀による銀行保有株式購入について

先の日銀による銀行保有株式買収の決定も、日銀の主張によれば、公的資金の活用と同様に金融システムの安定確保を目的としてなされたものと考えられるが、国民への説明責任の観点や日銀の中立性の観点から、到底肯定することのできない措置である。この買収は、実質的には当該目的のために金融機関に補助金を与えるものであり、その原資は将来の国庫への日銀納付金である。

そもそも、大量の株式を企業との持合等により保有してきた我が国の金融機関が、株価下落によるリスクを抱えている状況は、ここ数十年来継続してきた。バブルの崩壊以降、今日までの株価下落の過程を経て、今日に至ってもなお、こうしたリスクへの対応が不十分であるとすれば、それは金融機関の経営者の怠慢以外の何物でもなく、基本的に政府が支援すべき問題ではない。しかしながら、金融機関の対応の遅れにより、放置すれば我が国の金融システムが危機に陥りかねない状況が生じるに至ったため、金融機関の株式保有を法律により制限し、同時に銀行の保有する株式を購

入するための特別の機構が政府により設立されている。購入に当たっては、金融機関による応分の負担（売却額の8%を抛出）がなされる仕組みとなっており、本年2月から業務が開始されている。

日銀による今回の購入は、基本的にはこの仕組みと同様の効果を有するものであるが、金融機関による負担が必要なく、さらに金融機関を優遇したものとなっている。

この買取は、本来政府の役割であり、既存の政策と重複する。将来的な国民負担の増加を、国会による議論を経ずにもたらすものである。メリットを受ける金融機関に適正な負担を求めず、その責任を不問に付している。現在の株価水準では、金融機関が損失を確定させて多額の株式を売却する可能性は低く効果が見込めない（注1）。2兆円程度の購入額では、金融機関の売却予定株式と比較して少なく、短期的な金融機関のリスク対応能力向上の効果に乏しい。また、長期的には購入株式を市場で売却するため、長期的な株式の需給改善効果はない。日銀が金融緩和の実施に向けて努力を集中すべき時に不要不急の政策を追求するものである。等の問題がある。また、本件については、日銀そのものが、効果について明確な見通しを持たず、十分な検討と議論を尽くさず、政府との調整も不十分なままに決定を行っている（注4～注7）。

また、その内容と決定過程に多くの問題があることを別としても、今回の決定については、日銀の政治的中立性との関係からも疑問がある。すなわち、本件については、その意図について、金融緩和を求める政府や国会からの圧力を一時的に和らげるものである、政府に不良債権処理の早期の実施を迫るものである、その他人事等についての狙いがある、といった憶測もなされているからである（注8）。中央銀行の独立性は、物価の安定を実現する上で、金融政策については政府から独立した中立的な専門機関に委ねることが適当であると考えられることから付与されたものである。これを踏まえれば、中央銀行は、たとえそのような意図がない場合でも、政治的な意図を疑われ、中央銀行の政治からの独立性を長期的に危うくするような行為は厳に慎むべきである。

仮に日銀が不良債権処理の現状が不十分であると考えていたとすれば、日銀は、今回のような極めて問題のある行動を取るのではなく、日銀審査において、銀行の資産査定、引当、収益見通し等を金融庁より厳しくチェックする、金融庁の検査マニュアルの改訂を金融庁に要請する、日銀独自の「検査マニュアル」を作る、などの行為を通じ、政府との協力の下に処理の促進に向けた対応を取ることを検討すべきであった（渡辺孝（文京大学教授。日銀出身。）の「日銀は『不良債権買取機構』に堕した」（1

0月8日エコノミスト)を参照。)

総体的に見れば、今回の株式買取決定は、世界の中央銀行の歴史に残る愚策と言うほかなく、国際的にも批判的となっており(注2、注3)長期的な日銀と円の信頼性に与えた悪影響は計り知れない。

(表) 日銀による銀行保有株式購入の概要

経緯

2002年	9月18日	日銀政策委員会で方針決定
	10月11日	基本方針公表
	11月29日	購入開始

目的

不良債権問題の克服と金融システムの安定

「わが国の不良債権問題は、バブル崩壊の後始末だけでなく、産業構造の転換・調整圧力の増大に伴い新たに発生する不良債権の処理という性格も加わりつつある。(中略)この間、金融機関保有株式の価格変動リスクが、金融機関経営の大きな不安定要因となっている。このリスクを軽減することは、金融システムの安定を確保するとともに、金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備するという観点からも、喫緊の課題である。(後略)」(日銀の声明より)

購入規模等

時価で2兆円程度を当面2003年9月までに買取

売却時期

5年以上保有し、15年後までに市場の状況を見て売却

購入対象銀行

自己資本を上回る株式を保有する大手銀行11行と地方銀行3行

購入対象株式

トリプルB格以上

保有形式

信託財産形式で保有(信託先:日本マスタートラスト信託銀行)保有銘柄等は公表しない。株主としての議決権は原則として行使しない。

価格変動対応

あらかじめ価格変動準備金を積む予定であったが、政府の財政運営にも配慮して見送られた。購入後に株価が下落すれば、半期毎に株式取引損失引当金を計上する。これにより、償却のために国庫への日銀納付金(税外収入)が減少し、国民が間接的に負担することとなる。銀行負担はない。(注:銀行等保有株式取得機構による買取では、銀行が売却額の8%を拠出。)

(注1) 銀行が2004年9月までに売却しなければならない株式総額は、8兆円程度(2002年3月末の株式保有総額25兆円程度とコア自己資本であるTIER1(同17兆円程度)の差額)と推定される。

(注2) 9月19日の英フィナンシャルタイムズは、一面トップ記事で、日銀の株式買取決定は「市場を呆然自失させた(stunned financial market)」と述べ、「Japan's risk」と題する社説の中で、「(買取は)銀行が現実を拒否し続ける時間を少し稼ぐ(buy the banks a bit more time to continue to deny reality)ものであり、(中略)見こみの全くないご都合主義(desperate expediency)であるので、(中略)意図とは逆の効果を持つであろう。外部の投資家は、日銀の行為により、長期的には、慰められるよりむしろ警戒させられるであろう。」と述べている。また、同日の米ウォールストリートジャーナルも、「(日銀の株式購入)は絶望的な行為(act of desperation)である」と批判した。

(注3) ドイツ連銀のウェルテケ総裁(欧州中央銀行理事)は、9月24日、ロンドンでの講演後の質疑応答で、「中央銀行が株式市場を安定させるために採用すべき策ではない」と否定的な見解を示した(9月25日、日本経済新聞)。

また、フランス中央銀行のトリシェ総裁は、9月28日のG7後の記者会見で、日銀の株式買取について、「フランス中銀が(似たような状況の中で)株式を購入することは、1株たりともありえない」と述べた(9月29日、ブルームバーグニュース)。

また、オニール米財務長官は、9月28日、日銀による銀行保有株購入について「塩川財務大臣から説明を受けたが、これらの介入策がどのような変化につながるのか理解できなかった」と述べた。長官は、会見で記者団に対し、「隣人が保有する株式をあなたに移動した場合、どういう経済効果が挙がるだろうか」と逆に質問。これに対し、記者団から「ゼロ」という声が上がると、長官は「本当ですか」と皮肉っぽく応じ、その回答に同意するそぶりを見せた(9月29日、ブル

ーンバーグニュース)。

(注4) 竹中経済財政担当大臣は、日銀の買取方針決定について、「非常に予想外のアンユージュアル(異例)な政策が出てきたので少し驚いている」と指摘。「事前に(日銀から)打診はなかった」とし、「まず投げるべきいくつかの直球があるのに、いきなりなぜ変化球を投げてきたのか。素朴な疑問がある。理解できない」などと述べ、慎重な姿勢を示した。その上で同相は、株式買取機構があるのに、日銀がどのような観点から株を買い取るのか、日銀が株価変動のリスクを負うことの是非、などの問題点を指摘し、さらにマネーサプライや企業・銀行のバランスなどへの影響についても「よく勉強したい」と述べた。

同相は、これまでに追加デフレ対策に盛り込む日銀の金融政策として指数連動型上場投資信託(ETF)購入を「オペの多様化として検討すべきだ」と述べ、マネーサプライ拡大の手段として日銀が購入すべきとの考えを明らかにしていた。これに対し、速水総裁は、「株式を日銀が銀行券の資産見合いに買うのは中央銀行として例もなく、やるべきではない」などと強く反論していた(2002年9月18日、ブルーンバーグニュース)。

(注5) 9月27日のG7会合後の記者会見で、塩川財務大臣は、日銀の株式買取について、日銀側との説明とは異なる解釈を披露し、世界に向けて、政策当局の不一致と迷走ぶりをさらけだした。同相は、「オニール(米財務)長官はこれに対し、『(買取に)効果はあるのか』と聞くので、効果は十分あると思う。われわれも実は、かねて日銀に金融緩和を要望しているが、(日銀は)日銀のペースで緩和をしている。日銀にとっては、国債を買い上げて緩和するのも、株式を買い上げて緩和するのも、結果として同じ効果が出てくる、とわれわれは想像している。従って、株式の買い入れは金融緩和にも効果があると期待している。これが、長官に言った内容だ」と説明した(9月28日、ブルーンバーグニュース)。

(注6) 買取を決定した日銀政策委員会の議事録については、日銀はこれまでにその全容を公開していない。情報公開法に基づき、ブルーンバーグ・ニュースが公開を請求したのに応じて、一部が公開されているが、それによれば、委員会では、銀行出身の中原真審議委員が「このスキーム自体について、わたしは個人的に疑問を持っている。マーケットで売れるものはマーケットで売るというのが原則だと思う。」と述べているなど、慎重意見が強い中での決定だったことが分かる。同委員会では、速水総裁が「日銀として黙って見ていて良いのか、ということである」などと主張。そのうえで「金融機関のトップが乗ってくるかどうかは、私にも分からない」と述べたとされている。これに対し、稲葉考査局長は「確かに、銀行は乗ってこないかもしれない。(中略)なかなか、今の状態のまま、銀行が株式を売ってくるとは必ずしも想定できないが、こうしたスキームを用意したので、できるだけ早期にリスクを軽減してほしいと訴えたいと思う。」と説明したとされる。また、「もう少し内容的に詰めるまで待つ方が良いのではないか」(田谷審議委員)という声も出たが、三谷理事が「どっちみち外に出るのであれば、日銀がこうしたことを検討するというのを打ち出したうえで、議論していった方がやりやすいのではないか」と述べるなど、事務方の積極的な姿勢も目立ったとされている(2002年11月20日、ブルーンバーグニュース)。

(注7) 日銀の株式買取を積極的に評価する主要な考え方としては、金融緩和のための公開市場操作(オペレーション)の一環としてであれば評価できるとするもの(深尾光洋(慶応大学教授。9月19日、読売新聞)、浜田宏一(内閣府経済社会総合研究所長。9月20日、日本経済新聞)等)、株価が安定することが期待できるとするもの(山口信夫(日本商工会議所会頭。9月19日の日本経済新聞によれば「株価が下がるのを回避できるので結構なことだ。」と述べた。)等の経済、金融関係者。) 現状が銀行危機であれば、政府と日銀の双方が何もしない場合には国民負担がより一層大きくなるので、日銀主導の副作用はあるが、次善の策として評価できるとするもの(小林慶一郎(経済産業研究所研究員。9月

25日、日本経済新聞「経済教室」))がある。このうち、
については、日銀が今回の株式買い入れは金融緩和を目的とするものではないこと、現在の時点でも金融緩和目的で株式やETFの購入を行う必要がないとしていることから、現在のところ評価する理由とはならない。については、経済界や金融界の素直な心情を反映するものであるが、発表後現在までに相当程度株価の下落が進んだことから、このような願望が現在までに実現していないことは明らかである。については、小林氏は「(銀行危機の本質は、)銀行システムが全体として『債務超過(インソルベンシー)』の状態に陥っていることだ、という認識が研究者の間で広がりつつある。このような意味で、日本の金融システムは実質的な『危機』状態にある可能性が高い」と述べており、この事実認識を基礎として論旨を展開している。そして、「(日銀による株価変動リスクの肩代わりは)実質的な公的資本増強である。本来的にはこれは中央銀行業務ではなく、政府の業務である。」と述べ、「各国の経験は、中央銀行が銀行再生を主導する場合、国民が負担するコストが最終的に拡大しやすいことを示している。」と認めている。さらに、「直接的な資本注入と異なり、株式買い上げは経営責任の追及がなされないので、銀行や発行企業体のモラルハザードを激化させる懸念が大きい。」ことをも認めている。その上で同氏は、「現状が銀行危機ならば、政府が抜本的な対処をする場合に比べて日銀が乗り出す今回の構想は大きなコストをもたらすが、政府も日銀も何もしない場合には資本増強の代わりに流動性供給と預金保護が拡大されることになるため、国民負担はより一層大きくなる」と述べて、日銀の決定を次善の策として評価している。しかし、これについては、金融庁等の政府と日銀は、金融機関の現状について、一致して債務超過ではないことを認めており、その上で政府は、「金融危機のおそれがある場合には、公的資金の活用もためらわない」ことを繰り返し表明しているから、同氏の議論は前提に誤りがある。同氏の論旨に即して述べれば、日銀は、金融危機が生じていない段階で、「本来的に中央銀行業務ではない」行為を行い、国会での議論を経ることなくして「国民が負担するコストを最終的に拡大」させ、「銀行などのモラルハザードを激化」させることとなった。今後、

仮に「金融危機のおそれ」がある事態に至った場合には、政府による公的資金の活用がなされる可能性が高いから、同氏の論旨によれば、この場合には日銀の行為がある場合より最終的な国民負担は低くなる。結局、日銀の行為が「次善の策」としてであれ評価され得るとすれば、それは、政府の「必要な場合には公的資金の活用もためらわない」との表明が実行されないことが前提となるが、同氏は、現在の時点でそのように判断できる根拠を示していない。

(注8) 例えば、9月21日の読売新聞は、「日銀では現在、株式購入をテコに、金融庁に一段の不良債権処理の追加と公的資金注入を受諾させるため次の一手を練っている」と報じている。また、10月8日のエコノミストは、株式買取の目的について、「日銀の狙いは『福井新総裁』」と報じた。

(4) 「日本の競争力の強化」に向けた政策とマクロ経済政策の関係

製造業を中心とする我が国企業の国際競争力は、国による不適切なマクロ経済政策の実施等の悪条件にも関わらず、基本的には健全な状況を保っている。

ダボス会議の主催団体の世界経済フォーラム(WEF)が11月12日に公表した「2002年世界競争力報告」(80国・地域が対象)によれば、日本は昨年の21位から13位へ順位を4年ぶりに上げた。このうち、「企業の革新性」は1位となるなど、「日本企業には技術面で競争力はある」と強調した。対照的に、「財政赤字」(77位)、「銀行の健全性」(77位)など「マクロ経済環境」は昨年の18位から29位に転落。「会計基準の強さ」(54位)、「公的規制の負荷」(53位)など、「公的制度の効率性」も19位から25位に下がった。報告責任者のコーネリアス博士は、「マクロ政策と政府の効率性向上が真の日本復活のカギだ」との見解を示した(7月13日、日本経済新聞)。

(参考)「2002年世界競争力報告」の日本に関する主要項目

(【】は昨年順位)

総合順位(13位【21位】)

「科学技術」(5位【23位】)

- 「企業の革新性」(1 位)
- 「特許の取得」(2 位)
- 「技術の洗練度」(4 位)
- 「企業の研究開発投資」(5 位)
- 「インターネット利用者数」(8 位)

- 「マクロ経済環境」(2 9 位【 1 8 位】)
- 「財政赤字」(7 7 位)
- 「銀行の健全性」(7 7 位)

- 「公的制度の効率性」(2 5 位【 1 9 位】)
- 「会計基準の強さ」(5 4 位)
- 「公的規制の負荷」(5 3 位)
- 「政府の I T 普及促進」(4 6 位)

このような「競争力」を巡る議論については、「企業の競争力」と「国の競争力」を明確に区別することが必要である。「企業の競争力」は、市場での競争によって自ずから明らかである。これに対して「国の競争力」の明確な定義はなく、論者によって区々である。

日本の「企業の競争力」については、現在、全体としてみれば大きな問題はない。少なくとも、現在の危機的な経済状況が、企業の競争力の低下によってもたらされたのではないことは、明らかである（注）。

（注）例えば、野口旭「経済学を知らないエコノミストたち」の「日本経済の『危機』」（P 2 0 6）を参照されたい。

現在のマクロ経済状況の下においても、多くの競争力ある企業は、収益を維持・拡大している。全体として見ても、例えば、上場企業の 2 0 0 2 年 9 月中間決算では、連結経常利益は前年同期比 4 8 % 増加した。電機の損益改善と自動車の利益の伸びが大きく寄与し、製造業主導で収益が回復した（日本経済新聞による 1 1 月 1 5 日の集計。）。しかし、それは、多くの場合、雇用調整等のリストラや海外事業の重視等によることにならざるを得ない。

（表 1 1）上場企業の状況と特定の企業の状況とリストラ等の改善要因等
（日本経済新聞等から、筆者が作成）

【上場企業 652 社の中間決算連結経常利益対前年同期比増加率】

全体	48%	
製造業	53%	
電機	黒字転換	
自動車	39%	
非製造業（金融を除く）	33%	（日本経済新聞集計）

【トヨタ】

- ・ 2003年3月期の通期決算は、連結営業利益が前期（1兆1234億円）を上回り、過去最高更新の見通し。
- ・ 北米、アジアで販売好調。北米で初めてシェア10%を超える。

【ホンダ】

- ・ 2002年9月中間連結決算で、純利益が前年同期比27%増の2209億円と2期連続で過去最高。
- ・ 収益源である北米でライトトラックを中心に4輪販売が好調だったが、国内のミニバン販売が不振で、会社計画の2300億円にとどかず。

【キャノン】

- ・ 2002年7～9月決算で、連結純利益が前年同期比53%増の547億円。
- ・ 連結売上高は前年同期比2%増加の6939億円。
- ・ デジタルカメラとビデオカメラの販売が大幅増。デジタル複写機が欧米を中心に伸びる。
- ・ 国内販売は16%減少。海外は9%増加。
- ・ 生産効率の向上と海外生産の進展で339億円コスト削減。

【カシオ】

- ・ 2002年9月中間期の連結最終損益が22億円の黒字（前年同期は42億円の赤字。）
- ・ デジタルカメラとカメラ付携帯電話の販売が好調。
- ・ 北米工場を閉鎖。東南アジアで人員削減。国内で派遣社員とパート社員を削減し、80億円固定費削減。

【イオン】

- ・ 2002年8月中間決算、連結・単体とも営業・経常利益がいずれも過去最高。

- ・「デフレは継続するので、もう一段、二段、価格は下げる」
- ・「2004年度までで人件費を既存店で226億円削減。人員は5000人削減」(岡田社長インタビュー)
- ・4月以降、スーパー事業の中間管理職を順次廃止。

そして、デフレの深刻化により国内市場が縮小していること、国内に依然として保護された産業分野が存在し国内での事業活動コストが相対的に高いこと、法人税等の政府に起因する国内の相対的コスト高要因が依然存在すること等から、企業の活動においては、経済成長が期待できるアジアや北米等の海外の比重が高くなりつつある。

例えば、日本経済新聞が2002年9月中間連結決算で今期好調の電機・自動車8社について集計したところ、海外での利益が5100億円と全体の43%を占めた(11月5日、日本経済新聞)。

また、日本経済新聞社と日本経済研究センターが共同で実施した調査によると、調査対象企業709社は、2005年の中国市場での売上高を2001年実績に比較して約5割増と見込んでいる(11月4日、日本経済新聞)。

また、日本経団連の奥田会長は7月26日、夏季セミナー後の記者会見で、「将来のことを考え、本社の海外移転を検討する企業も出てくる」と述べ、トヨタ自動車を含めた日本の主要企業の間で本社の海外移転が経営課題になるとの見方を示した。国内からの企業流出を避けるため、「政府は税制、法制の整備を考えるべきだ。」と強調した(7月27日、日本経済新聞)。

このことは、国内での設備投資の低迷と雇用調整圧力の増加につながり、デフレをさらに深刻化させる一因となっている。

また、既存の企業だけでなく、明日の産業の担い手を増加させる観点からは、新規開業を促すことも必要であるが、近年、日本での創業率は先進国で最低水準であり、廃業率を下回っているため、企業数が減少を続けている。このような創業率の低下についても、「原因の第一は、不況の長期化によって事業機会が減少していること、また、労働市場の流動化を上回るテンポで雇用情勢が悪化しているため、再就職の機会が非常に狭まっており失敗した場合のリスクが高まっているためである。」と、マクロ経済状況の悪化が主たる要因であることが指摘されている(港徹雄・青山学院大学教授「何が創業率を規定するか」(2002年9月、日本ベンチャー学会会報)。

「国の競争力」を仮に、「競争力のある企業が、できるだけ多く国内での事業活動を行い、国内に雇用機会や雇用所得・配当所得等の利益をもたらすように、企業を誘引する国の能力」と考えるなら、そのために、政府としては、まず、適切なマクロ経済政策の実施により国内市場の成長を促すことが必要である。

ミクロ経済政策においては、市場での自由な競争を促進して企業の競争力強化を図ることが中心的な政策となるから、政府としては非製造業を中心とする規制緩和や政府部門の効率化等の構造改革に引き続き取り組むべきである。また、引き続き、我が国の人的資源の質を高めるための教育の充実や、科学技術基盤等の単独企業では供給が困難な公共財の供給に取り組むことも重要である。また、法人税率の引き下等を通じた国内の相対的事業コストの引き下げ等は急務である。これらにより、我が国の事業活動の場としての魅力を高めることが必要である。

現在のマクロ経済政策は、日本で「競争力のある既存企業」が行う活動を縮小させるとともに、創業率を低下させて「将来の競争力ある企業」の出現を阻害し、「日本の競争力」を低下させつつあるものである。

6. おわりに

本論では、現下の日本経済については、金融緩和を中心とするマクロ経済政策の適切な運用が最も重要であることを述べた。しかし、最後に、筆者自身は、経済構造改革をはじめとするミクロ経済政策こそが、長期的な日本の潜在成長率を高める上で最も重要であると確信していることを、明らかにしておきたい。筆者自身、これまでの政府内部での政策立案の経験から、構造改革の課題は依然として山積していることを認識している。小泉内閣のリーダーシップの下でようやく実現に向かっている部分もあるとは言え、今後なお、各種の既得権の調整等の困難に対処しつつ、多くの制度改革等に取り組まねばならない。このような構造改革の実現には諸制度の改革と経済主体の適応のために時間が必要であり、構造改革の過程で経済主体ができるだけ破綻することなく適切な調整経路を辿ることが、改革を成功させる上で極めて重要である。

特に、日本の労働市場と資産市場には問題がある。構造改革により潜在成長率が上昇するためには、労働力と資本が生産性を反映して再配分される必要があるが、現在の労働市場や資産市場はそのために有効に機能するとは必ずしも言えない。しかし、これを改革するには、経済主体の適応速度や調整過程での弊害を考慮し、時間をかけて諸制度の改革等を進める必要がある。

デフレにはある意味で労働市場や資産市場の構造を変革する力があるが、現在の労働市場や資産市場の状況をそのままにして、デフレが進行するに任せた場合、債務を負った企業や個人の破綻が増大し、労働市場ではこれらを反映したりストラ等により跛行的に失業が増大し、また、若年者の就業機会が失われ、かえって経済資源の効率的な活用が阻害される結果、潜在成長率の低下を招き、

社会的にも自殺と犯罪の増加や経済的な格差の増大等の容認できない結果を招くと考えられる。

このため、現在のようなデフレ下での構造調整の過程にある経済では、短期的には、マクロ経済政策の運用により、人材と資本の有効利用がなされるよう、安定的で自立的な経済成長を確保することが、まず最優先の課題である。経済構造改革はその上で経済が耐えられる速度で着実に進めるべきである。それ以上の性急な構造改革は実施が困難であり、あくまで強行すれば有害無益である。特に、本来の意味では構造改革ではない不良債権の処理、とりわけ企業整理を意味する最終処理を、あたかも構造改革の中核的な問題であるかのように捉えて性急に進めることは、真の構造改革の重要性に誤解を生じさせかねないものであり、何より現在の状況では百害あって一利なしと言わなければならない。当然ながら、構造改革の過程では、金融システム危機や大量の倒産と失業の発生等の事態は避ける必要がある。

「構造改革なくして景気回復なし」とのスローガンは、日本では政治的な支持を集めやすい可能性があるが、たとえ政治的に実現可能であり、あるいは国内政治や国際協調の観点からは望ましい政策であっても、国内経済が耐えられない政策を行うことがあってはならない。日本経済の未来は、結局のところ、次の世代を担う人々の人的資本を如何に高めていくかにかかっているものであり、若年層の失業率を高め、日本の未来を危うくする状況をこれ以上続けてはならない。

以上のような考えに立って、筆者は日銀の積極的な金融緩和がまず必要であると考えたものであるが、それでも、「構造改革こそが重要であり、単に物価を上げることで経済の問題が根本的に解決するものではない。相当の痛みを伴っても、まず構造改革を断行すべきである」といった立場は存在し得る。

確かに、長期的な潜在成長率の上昇には、ミクロ経済政策こそが必要である。また、どこまでも物価と賃金の下落を容認し、倒産と失業の増大を容認すれば、生産能力の削減により需給ギャップは縮小してやがては物価が上昇し、人材や資本等も企業間を移動してやがては生産性が上昇する可能性もある。例えば、第二次世界大戦の敗戦後における日本の状況はそのようであった。さらに、現在の日本のマクロ経済状況はかなり特異なものであるから、これに対処するためのマクロ経済政策も尋常ならざるものが必要とされる可能性があり、その影響は好ましいものだけとは限らない。本論で示した政策も、例えば円の減価等の経路を通じて、ある意味では国民の資産の価値を減少させる可能性がある。全ての経済政策と同様に、現在の状況に対応するためのマクロ経済政策も、トレードオフの性格を持つ。

しかし、経済の調整を行う過程が複数存在する場合には、調整過程における

資源の浪費を最小限度にする方が望ましいのは自明であると、筆者は考える。この観点では、現在、我が国の最も重要な資源である人材が失業により浪費されていることが最も重要視されるべきである。マクロ経済政策は、まさにこのような目的から資源の浪費を最小限にし、調整過程を緩やかにすることに資するものとして1920年代の大恐慌等を経験する中で生まれたものである。そのような過去の知恵を活かさない理由は、筆者には考えられない。

たとえ金融緩和の「弊害」として資産価格や物価の若干の上昇、円の下落等が有り得るとしても、だからといって現在のような失業の発生やさらなる増大、また、金融危機の発生や財政破綻の可能性の増大等を容認する理由にはならない。最も重要なのはやはり雇用の確保である。「弊害」はいずれも所詮はいくばくかの金銭的価値を失うに過ぎないものであるが、現在は既に多くの人の雇用が失われ、将来を担うべき世代が人的資本を蓄積する機会を奪われている状況である。日本がこれまでに得た金銭的利益のいくらかを失ったとしても、いずれは回復可能であるが、日本の最も貴重な資産である人材をこれ以上傷つける政策を続けるなら、今世紀中は日本の低迷が続くことを覚悟すべきであろう。

そのような意味で、筆者は「雇用の安定」こそが、「物価の安定」等を超えた経済政策の最終的な目標であり、他の政策は全てその実現のための手段であると考えている。究極的には、このような価値判断こそが、経済政策の方向を決定するよりどころとなると考える。

内閣と国会は、憲法に基づき「国民の勤労の権利」(第27条)と「国民の健康で文化的な最低限度の生活を営む権利」(第25条)を保障する責任を有する。現在の経済政策により明らかな「弊害」を蒙りつつある多くの国民の声を真剣に聞き、経済政策の重点についての政策判断を行い、その実現に向けて最大限の努力を払うべきである。

【参考文献】

- 中原伸之「デフレ下の日本経済と金融政策」東洋経済新報社、2002年
岩田規久男「デフレの経済学」東洋経済新報社、2001年
野口悠紀雄「日本経済、企業からの革命」日本経済新聞社、2002年
小宮隆太郎+日本経済研究センター「金融政策論議の争点」日本経済新聞社、
2002年
齊藤誠「日本の『金融再生』戦略」中央経済社、2002年
太田晴雄「『銀行預金』封鎖」オーエス出版社、2002年
立脇和夫「改正日銀法」東洋経済新報社、1998年
中島善太「金融政策とオープンマクロ経済学」東洋経済新報社、2002年
貝塚啓明/奥村洋彦/首藤恵「金融[第2版]」東洋経済新報社、2002年
原田泰・岩田規久男「デフレ不況の実証分析」東洋経済新報社、2002年
伊藤元重/通商産業研究所「貿易黒字の誤解」東洋経済新報社、1994年
植草一秀「金利・為替・株価の政治経済学」岩波書店、1993年
菊地悠二「円の国際史」有斐閣、2000年
ロナルド・マッキノン/大野健一「ドルと円」日本経済新聞社、1998年
野口旭「経済学を知らないエコノミストたち」日本評論社、2002年
吉田和男「財政改革が日本を救う」日本経済新聞社、1998年
富田俊基「日本国債の研究」東洋経済新報社、2001年
木村剛「キャピタル・フライト 円が日本を見棄てる」実業之日本社、20
01年
藤巻健史「1ドル200円で日本経済の夜は明ける」講談社、2002年

執筆者略歴

松月 宏之 (まつづき ひろゆき) (1963年生)

- 1986年 東京大学法学部卒業
- 1986年 通商産業省入省(資源エネルギー庁公益事業部計画課)
- 1988年 公正取引委員会事務局経済部調整課調整係長
- 1990年 通商産業省生活産業局総務課総括係長
- 1991年 中小企業庁大臣官房調査課長補佐
- 1992年 国税庁福岡国税局行橋税務署長
- 1993年 通商産業省大臣官房広報課長補佐
- 1994年 同 機械情報産業局総務課通商室課長補佐
- 1995年 ノースカロライナ州立大学客員研究員
- 1996年 新潟県商工労働部工業振興課長
- 1997年 同 新産業振興課長
- 1998年 中小企業庁小規模企業部小規模企業政策課長補佐
- 2000年 財団法人世界平和研究所主任研究員

同じ執筆者による(財)世界平和研究所のレポートに、

「米国同時多発テロ事件と集団的自衛権について - 憲法解釈論を超えて - 」(IIPS Policy Paper 276J, November 2001) 及び

「経済・社会の構造改革のための税制改革について」(IIPS Policy Paper 288J, June 2002) がある。