

世界金融危機下での 経済再生を問う

目次

	はじめに.....	3
	序章 論題解釈.....	4
	第1章 事の起こり.....	5
5	第1節 リーマン・ショック	5
	第2節 サブプライム問題	6
	第2章 証券化の本質とリスクテイクバブル.....	8
	第1節 流動性リスクへの移行とリスクの消滅.....	8
	第2節 リスクテイクバブルとそのメカニズム.....	8
10	第3節 円キャリー取引とは.....	10
	第4節 サブプライムショックによる円キャリー取引の解消と円高.....	10
	第3章 日本経済の現状.....	12
	第1節 四重苦の国民生活	12
	第2節 デフレの終焉.....	12
15	第3節 内需拡大へ.....	13
	日本にあって米欧にない三つの好条件	14
	三つの好条件に潜む下振れリスク	15
	金融政策	16
	第4章 政策提言	17
20	イントロダクション	17
	「ものづくり立国」製造業の立ち位置.....	17
	大企業製造業の役割.....	18
	大銀行・第証券会社の役割.....	19
	労働力・雇用の移転.....	19
25	資源とエネルギーへの対応.....	20
	EPA/FTA の締結推進による自由貿易の拡大.....	22
	相続税、贈与税の税率を見直すことによる消費刺激策	24
	新たなブルーデンス政策.....	27
	「ナローバンク」構想.....	28
30	法人税の税率引き下げ.....	28
	インカムゲイン税の減税.....	30
	財政支出拡大のネガティブ効果の検討.....	31
	財政赤字をどう捉えるか.....	31
	おわりに.....	33
35	〈参考文献〉	34

はじめに

2008年9月15日、投資銀行のリーマン・ブラザーズの突如の倒産に、誰もが息を呑んだことは記憶に新しい。なぜなら倒産したリーマン社は、まさにグローバル時代の金融ビジネスを象徴する存在だったからである。このような大手投資銀行が破綻し、多くの人々が職を失うこととなった。破綻には至っていない金融機関たちも、大量の人員整理に着手し始めている。また、巨大自動車会社が資金枯渇の危機に瀕して公的経済を求める悲鳴を上げる状態にまで陥っている。欧州でも、主要企業が同様の窮地に追い込まれている。「いざなぎ越え」の喧伝された日本の長期景気拡大もついに終わりをむかえた。また、企業の派遣従業員たちが突如として解雇を通告されるケースが続出している。驚異成長の国である中国も、大型景気対策が必要な経済状況に陥っている。現在では、世界中でこのような状態が繰り返されることになりそうな情勢となっている。

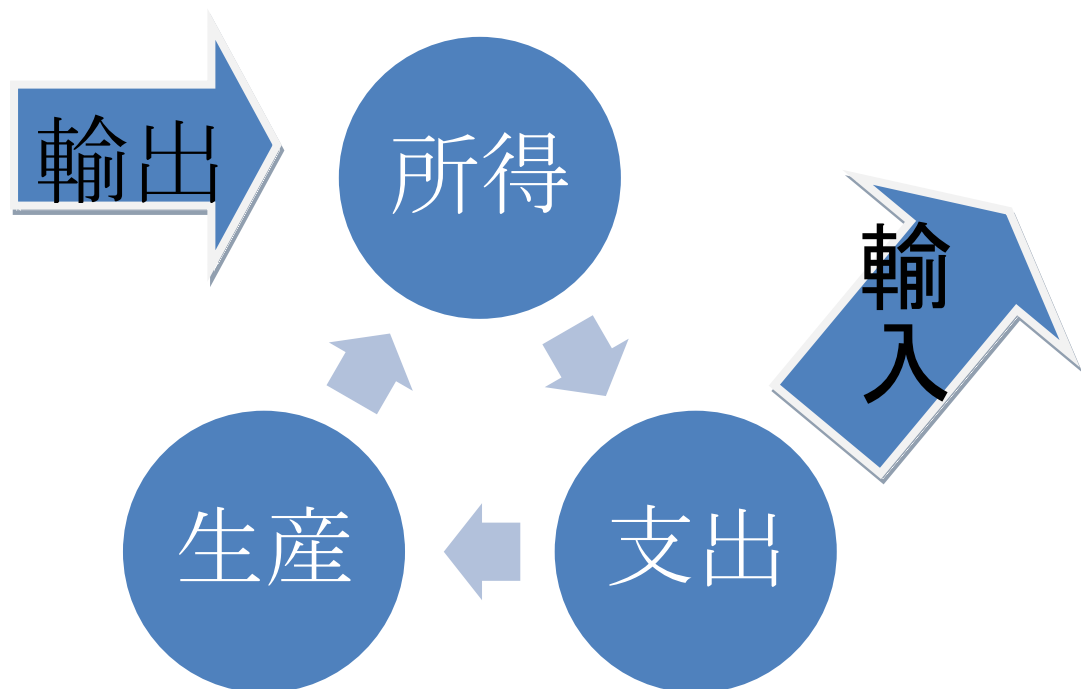
また、金融には二人三脚のパートナーがいたと言ってもよい。それは実体経済、すなわちモノの世界である。カネがモノとたもとをわかって別行動するようになってしまったところから、恐慌に至ったと考えられる。「メイン・ストリートの繁栄なくして、ウォール・ストリートの繁栄なし。」これは、この1月から第44代アメリカ大統領となったバラク・オバマ氏の言葉である。ウォール・ストリートとは、ニューヨークの金融街のことである。それに対して、メイン・ストリートは産業の代名詞として使われている。産業の低迷を尻目に、金融だけが繁栄を謳歌することはあり得ない、ということを表した言葉である。モノづくりとカネ回しは、やはり二人三脚が基本であるということが、この言葉からも考えられる。ところが、金融の自由化・工学科・IT化・グローバル化が進む中で、モノとカネとがディカップリング状態に陥ったのである。ディカップリング (decoupling) とは、カップリング=結合関係の解消を意味する言葉である。ちなみにディカップリングという言葉は、「日米経済のディカップリング」という使い方をする。かつては、アメリカ経済がくしゃみをすれば日本経済が風邪を引いていた。だが、現在、中国をはじめとする新興国が出現したため、日本はもとより、誰もアメリカがくしゃみをした程度では風邪を引かなくなった。世界はアメリカ経済との連動関係と決別したとすることができるのである。モノという重石を欠いたカネが暴走をはじめ、その結果、恐慌がやって来たと言うことができる。

序章 論題解釈

金融危機下での経済再生を考える上で、経済の理想状態についてまず述べたい。なぜなら、不景気からの脱却は、経済を理想状態にすることであるからである。

- 5 経済の理想状態は、お金が絶えず円滑に流れている状態であると言える。所得配分が行われたお金が家計の支出・消費に流れ、モノやサービスの生産を生み出し、再び所得配分される。このように、所得、支出、生産の回りをお金が円滑に流れていることを経済の理想状態と考える。この理想状態から不景気の原因を究明し、お金の円滑な循環という視点から政策提言を行うこととする。

- 10 以下、第1章及び第2章では、世界金融危機と同時景気後退について分析し、第3章ではそれを踏まえた日本経済の現状の把握を行い、最後に政策提言に至る。



第1章 事の起こり

第1節 リーマン・ショック

グローバル恐慌に至る過程でその後の崩落につながる最終的な衝撃が襲ってきたのは、2008年9月15日の月曜日である。この日に、アメリカ大手投資銀行、リーマン社が連邦破産法第十一条の適用を申請して倒産したのである。いわゆる、リーマン・ショックである。負債総額6000億ドル超に達し、アメリカ史上最大の倒産劇となった。その前週末を通じて、同業の投資銀行たちによる不良債権の買い取りや資金支援によるリーマン社救済策の模索が続いたが、最終的には皆手を引いた。アメリカ政府が救済策を取らないならば、リーマン社に救いの手を差し伸べるのはリスクが大き過ぎる。それが彼らの共通認識だったからである。リーマン社の破綻はそれだけに止まらなかった。同じく投資銀行のメリルリンチ社は、リーマン社の救済協議に参加する中で実は我が身も危ないことに気づいた。リーマン社が倒産すれば、連鎖的に危機に巻き込まれそうな状況にあることが判明したのである。いわゆる「カウンターパーティ・リスク (counterparty risk)」問題である。カウンターパーティは「相手方」の意味であり、金融取引上の契約相手のことである。契約先が事業に失敗して債務不履行に陥れば、自分は特に無茶をしていなくても、損失を蒙るということである。被害が大きければ、自分も倒産してしまうかもしれないというのが、カウンターパーティ・リスクである。メリルリンチ社がリーマン社との関わりをこれ以上持ちつづけなければ、カウンターパーティ・リスクが大きくなり過ぎると判断するに至り、商業銀行大手のバンク・オブ・アメリカの傘下に逃げ込むこととなったのである。商業銀行と投資銀行の最大の違いは、預金受け入れ業務を行うことができるかどうかである。投資銀行は預金受け入れ業務をすることができないので、預金という資金プールを手に入れるため商業銀行のバンク・オブ・アメリカによる買収提案を受け入れたのである。

リーマン社とメリルリンチ社の命運が明らかになるにつれて、金融激震は世界最大の保険会社であるAIG (American International Group) に波及した。AIGの場合、命取りになったのがいわゆる「クレジット・デフォルト・スワップ (CDS)」である。端的に言えば、金融商品に関する債務不履行に備えた保険ビジネスである。クレジット (=信用) に関するデフォルト (=債務不履行)・リスクを、保険金を払い込むことと引き換え (=スワップ) に保険会社に肩代わりしてもらうという仕組みである。AIGとCDS契約を結ぶということは、その相手方の金融機関にとって一種の貸し倒れ準備金を積むことに等しい意味を持っている。そうすれば、その分金融機関は投資や貸し出しを増やすことができるのである。しかし、スワップ方式で引き受けたデフォルト・リスクが保険会社の肩に重くのしかかり、資金基盤の強化に奔走しなければならない保険会社そのものへの信任は低下する。人の借金の肩代わりでつぶれるかもしれない会社には、誰もカネを貸そうとはしなくなり、AIGの資金繰りが危機に陥ったのである。AIGに対して政府は、FRB (米連邦準備理事会) を通じた緊急融資資金が用意され、政府がAIG株を79.9%まで取得する権利も設定され、事実上の国

有化となった。リーマン社倒産の二日後の 2008 年 9 月 17 日の出来事である。政府が AIG を助けたのは、一般市民を含めて幅広い顧客層を対象に保険サービスを提供している巨大企業であり、そのビジネス網は世界中に広がっているからである。さらに、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスの投資銀行コンビは、避難先を求めて、銀行持ち株会社への衣替えを宣言した。銀行持ち株会社となることは、商業銀行業務を営むことができるということである。また、中央銀行による監督・規制の眼にさらされることになるが見返りとして、中央銀行融資を受けることができるということである。

かつてのアメリカでは、銀行法（通称グラス・スティーガル法）によって銀行による証券業の兼営が禁じられていたため、このような作戦を取ることはあり得なかった。グラス・スティーガル法は 1999 年に改訂され、銀行と証券の相互参入の道が開かれ、金融コングロマリット、ユニバーサル・バイキングの時代に入った。金融コングロマリット、ユニバーサル・バイキングとは、一つの金融機関が預貯金も取り扱うし、証券売買もやれば、投資信託も販売する金融サービス業のことである。いまや、投資銀行ビジネスを単体で営む金融機関はなくなってしまっている。

第 2 節 サブプライム問題

サブプライム問題という言葉が世界のメディアを騒がせ始めたのは、2007 年の夏である。その第一号が投資銀行のベア・スターンズ社である。2007 年 7 月、同社傘下のヘッジファンドがサブプライム証券化商品への投資焦げ付きがもとで破綻した。続く 8 月には、フランスの大手銀行グループ、BNP パリバ社が同じ状況に陥った。顧客からの投資解約要求が殺到し、資金繰り難に陥ってその要求に応じきれず、解約凍結を打ち出さざるをえなかった。この時点で、サブプライム問題は本格的にグローバル金融の表舞台に躍り出たのである。さらに 9 月には、イギリスの地方銀行、ノーザン・ロックがサブプライム投資に伴う大損を出した。そして、2008 年 3 月、先に傘下のヘッジファンドが問題を起こしたベア・スターンズ社が、今度は自ら破綻の危機に陥ったのである。

2008 年 9 月に入り、大問題が発生した。アメリカ住宅市場の二本柱である二機関のファニーメイとフレディマックが、サブプライム問題で倒壊寸前の状態に追い込まれたのである。この流れのまま、リーマン問題が発生し、グローバル恐慌へとなだれ込んでいったのである。

「サブプライム」という言葉は、要するにプライムレート＝最優遇金利よりも金利が高いということを意味している。所得＝返済能力からみれば、とうてい最優遇金利の適用資格がない人にも、「少し高めの金利でよろしければお貸し出来ます」というわけである。だが、話はそこで終わらず「実際にはこの高めの金利をお支払い頂く必要はすぐになくなります」というのである。金融機関がそのように言うのは、サブプライム・ローンの借り手が借りた資金で住宅を購入した後も、その住宅価格が上昇し続けることを想定しているからである。市場価格が上昇すれば、それだけ、その住宅を購入した借り手の担保も上昇す

る。担保力が十分にある借り手に対してそれほど高い金利を要求する必要はないからである。しかし、新設住宅も既存物件も次第に供給超過気味となり、住宅価格も頭打ちとなる。このようにして、借り手はもとより、貸し手の債権回収不能に陥って大きなダメージを蒙ったのである。

- 5 だが、世界の金融機関たちを窮地に追い込んだ本質的な問題は、サブプライム融資に内在するリスクが、証券化という手法によって世界中にばら撒かれていったことにある。「サブプライム・ローン証券化問題」である。

- 10 証券化の対象は債権である。カネを貸した相手に対する貸し手側の債務履行請求権である。債権と証券の違いは、債権が基本的に転売出来ない性格であるのに対し、証券はそれが可能だということである。債権が転売出来ないのは、それが貸し手と借り手の相対関係、つまり一対一の関係下で成り立っているからである。これに対して、証券の場合は貸借関係が相対ではなく、貸し手は基本的に不特定多数なのである。手元に溜まった一対一の個別債権の金額を合計し、その総額を担保に不特定多数を相手とする証券を発行するという方法で世界にばら撒かれたのである。

- 15 債権の証券化は、資金の流動化を促し、リスク分散する手段としてグローバル金融の効率化に大いに資する手法だといわれてきた。しかし、一人にとってのリスク分散は全員に対するリスク拡散であるということもできる。ひとたび、どこかで誰かが債権の証券化をすれば、誰もその影響と無縁でいられる保証はないと言うことができる。

第2章 証券化の本質とリスクテイクバブル

前章では世界金融危機の起こるきっかけから、サブプライム・ローン証券化問題について述べた。そもそも証券化の本質とは、リスクを変質させることである。すなわち、リスクはリスクではなくなりバブルが膨らむこととなる。結果的にはバブルが弾けるのはリスクが変質化したことによるものである。

第1節 流動性リスクへの移行とリスクの消滅

まず、ハイリスク・ハイリターンを求める投資家がいるとする。このようなリスクを取れるのは財力が豊富で且つ著名な投資家・投資機関に限られる。一方で、このような著名な定評ある投資家を買ったとなると、他の投資家も興味を示す。これらの著名な投資家があえて損をする投資はするはずはなく、かなりの投資妙味があるチャンスなのだと考える。最初にリスクをとった著名な投資家たちは、その証券の一部を転売する。これにより、このハイリスクな投資商品の価格は上昇する。買った値段より上がっていなければ売る必要はないので、値下がりには絶対しない。一方で著名な投資家がい、それに追随して他の投資家を買ったことを聞きつけ、これに乗ろうとする投資家が出てくる。これにより二番目の投資家は自分たちが買った価格より安い価格では放出しないので、常に以前の取引よりも高い価格でしか取引は成立しない。こうして価格は上昇していき、他の投資家たちも買いに殺到することとなる。つまり「ねずみ講」のようなものである。こうしていくうちに毎年得られるキャッシュフローに関するリスクではなく、他の投資家に売れるかどうかに関するリスクに移っていることとなる。つまり、投資家は収益に関するリスクから流動性リスクへと関心が移っていることとなる。ここで、最初に投資した投資家にとっては、投資前のリスクがリスクではなくなってしまうのである。なぜなら自分が投資する前は流動性がないので自分が売りたいときに売れないというハイリスクを負うことになる。しかし、自分が投資したことにより他の投資家が追随し、その追随が新たな追随を呼ぶようになれば、リスクを消滅させることができるのである。ここで、流動性リスクは、自己の投資及びそれに追随する投資家の買いにより消失するので、「投資が投資を呼ぶ」ことによりリスクは消滅するのである。

第2節 リスクテイクバブルとそのメカニズム

リスクの変質によりバブルが現実のものとなったのがサブプライムショックである。ここで著名な投資家であり多くの著作を執筆している小幡績氏の造語リスクテイクバブルについて述べたい。リスクテイクバブルとは多くの投資家がリスクを求めてリスク資産に殺到し、それによりリスクがリスクではなくなり、結果的に投資家全員が儲かることとなり、さらに他の投資家を含めてリスクに殺到する状況のことを示す。ここではリスクテイクバブルを二つの要素から分析することとした。

現代金融市場の発展により、運用者と投資家が分離したことにより、プロの運用家がライバルに負けまいとお互いに不合理なリスクを取ってしまう現象がある。つまり、株式会社が大型化し、資本家と経営者が別人となる「資本と頭脳の分離」が起こるのである。ここで、頭脳であるプロの運用者は、頭でわかっているにもかかわらず、顧客である投資家の資金引き揚げの可能性に制約され、取るべきではないリスクを取ってしまうという罠に陥ってしまうのである。具体的には投資ファンドにおいて投資家は運用成績のみを評価するため、より高いリターンを求める傾向にある。つまり、より高いリターンとはより高いリスクを負うことである。しかし、運用者は大きな損失による破たんというリスクと同じく、出資者がより高いリターン（高いリスク）のあるファンドに移ってしまうことも同様に大きな損失となる。したがって、リスクがあろうが無かろうが、表面利回りが高いものに手を出さざるを得なくなるのである。加えて、ライバルのファンドがそのような傾向にあればある程度、自分も同じことをしなければ負けてしまうことになる。こうした資金獲得競争の一方で、投資家側でも自分の出資したファンドがリスクを顧みない向こう見ずな行動をとっているのか、もしくは高い能力からその利益を創出しているのか判断がつきにくく、本当の能力を見分けることが難しい。よって、資金を預けた運用者の能力について、結局はパフォーマンスの結果だけで判断し、過大なリスクを取りがちなファンド運用者に資金を預けてしまうことになる。この結果、ファンドの運用者は取るべきではないリスクを過大に取ってしまい、これにより金融市場全体のリスクテイクが過多になってしまうのである。つまり、「合成の無謬」ができてしまっていると言ったことができるのである。「合成の無謬」とは、部分最適の総和が全体最適だとは限らないということである。すなわち、個々人がミクロレベルでの意思決定は合理的であっても、市場全体をマクロで見るとリスク過多となってしまうということである。これにより、個々人のリスクテイクが合理的であっても、合成の無謬により市場全体はではリスク過多となってしまう。これがリスクテイクバブルの第一の要因である。

もう一つサブプライムショック下で起きたリスクテイクバブルの決定的な要因がある。具体的には、サブプライムの証券化である。証券化の本質は、資産の「商品化」である。サブプライムの証券化というマーケティングに成功したことにより、サブプライム関連証券化商品の市場に、より多くの投資家を日引き込むことができ、多くの需要が生まれた。その結果、市場価格が上昇し、最初に投資をした投資家たちは、その証券化商品を新しく参入してきた投資家たちに高値で売りつけることに成功した。こうして、将来の返済額の不安定性というリスクを取ったはずのサブプライム関連証券に投資した最初の投資家たちは、事業リスクを抱えず投資のリターンを得たのである。つまり、最初の投資家たちは、事業からの長期にわたる利益を得るために、この証券を長期保有し続けることもなく、他人に売ることによって、その瞬間に利益を実現した。こうして、この証券投資においては、事業リスクがなくなり、他の投資家を買ってくれるかどうか、という流動的リスクだけを抱えることになったのである。つまり、証券化することにより買い手が増え、それに伴い

需要も価格も上昇する。そうすると、最初に投資した投資家は、より高値で次の投資家に
売ることができるようになる。そして、その値上がりを見て、さらに投資家が流入してく
る。この連鎖により、流動性は増大、価格は上昇し、この2つの要素により、さらに価格
5 上昇の連鎖が続いていった。これが、リスクテイクバブルの第二の要素、需要増大と流動
性リスクの低下による価格上昇の連鎖、すなわちリスクテイクバブルの「膨張」なのであ
る。

この「合成の無謬」と「膨張」との相乗効果によりリスクテイクバブルは加速度的に膨
張した。前述したように「合成の無謬」により、市場全体でリスクが過大に取られ、市場
全体のリスクテイクの総量は過度に膨らんだ。加えて、リスクがリスクではなくなるプロ
10 セスにより「膨張」することでリスクテイクバブルは無限に広がっていくかと思われるか
のように膨張していった。しかし、これにより金融市場全体がバブルで膨らむこととなり、
すべての運用者の資産が膨張した結果、すべての運用者が利益を上げることとなったため、
ライバルに勝ったということにはならなかった。そして、市場全体で見ると、大幅な利益
の実現とは、全体の資本量の増大であるから、運用者に委託される資本量が増大したこと
15 を指す。一方で投資先はそう簡単に増えることはないので、資本市場において、より多く
の資本が希少な投資機会を求めるようになり、結果、通常の債権投資や事業投資の機会が
枯渇することになり、転売を狙わない保守的な投資家、果ては年金機構までもが、このリ
スクテイクバブルのメカニズムに組込まれていったのである。

20 第3節 円キャリー取引とは

ここでは円キャリー取引について述べたい。そもそも円キャリー取引とは、金利が極端
に低い円で資金を調達し、それをオーストラリアドルやニュージーランドドルなどの高金
利通貨で運用したり、ドルやユーロに転換して、世界中の様々なリスク資産に投資したり
する取引のことである。具体的な例を挙げるとすると、120 万円の資金を年利 2.5%で調達
25 し、これを用いて1米ドル/120 円の為替レートで1万米ドルに換金し、同額の5年物米国
国債（年利 4.5%）を購入したとすると、為替変動や税負担を勘案する前の段階で毎年 2% (=
4.5% - 2.5%) の利ざやを稼ぐことができる。つまり、安い金利の円を借りて、為替市場
で高い金利の国の通貨と交換し、その国の株式や債券などの金融商品に投資して、為替差
益や金利差益、売買差益を狙う取引のことである。

30 第4節 サブプライムショックによる円キャリー取引の解消と円高

サブプライムショックによりサブプライム関連証券への投資リスクが顕在化し、世界中
のリスク資産への投資を引き揚げるようになった。つまり、これが円キャリー取引の解消
である。これにより、円の借入を返済するために円を買い戻す動きが加速し、一気に円高
35 となったのである。これにより全てのリスク資産に対する投資の引き上げが連想され、す
べてのリスク資産の価格が下落したのである。つまり、世界中の不動産、不動産関連証券、

オーストラリアドルなどの高金利通貨などが下落しただけではなく、世界の株式市場が下落した。もちろん、日本の株式市場も下落し、為替は大幅円高となり、この円高がさらに日本の株式市場の下落をもたらし、日本の株式市場はスパイラル的に下落したのである。

その一方で、質への逃避が起こり、リスクが相対的に低いと思われている資産、例えば米

5 国債、日本国債の価格が上昇した。このとき原油は中長期的に下落が起こりにくい資産として認識され、債券や株式などのリスク資産から逃避してきた資金の受け皿となった。原油と同様に金属や穀物などが投資対象資産として、さらに資金が集まった。これ以降、原油、金属、穀物、その他の希少資源といった異なる商品の価格が連動するようになった。

ここにサブプライム問題の本質が現われている。サブプライムショックによる株式市場の

10 下落過程において、実はサブプライムはほとんど出てこない。米国市場とも不動産とも関係のない企業の株式が暴落するのである。それは、円キャリー取引の解消により、投資家の投げ売りによるものであり、世界中のリスクマネーの引き上げによる大暴落だったのである。

第3章 日本経済の現状

第1節 四重苦の国民生活

2007年の参院選挙以来、民主党をはじめ政治家の「国民生活重視」の大合唱とは裏腹に、02～07年の戦後最長の景気拡大にも国民生活はほとんど向上せず、末期の07年には四重苦ともいふべき状態になった。その上08年の第2四半期からは世界金融危機下での同時景気後退が始まり、国民生活は一段と深刻な状態にある。

ここでいう四重苦とは、まず一に消費者物価の上昇である。政府がデフレを懸念し続けている間に、国民生活を支える商品とサービスの価格は、07年秋頃から上昇し始め、08年の夏には、ガソリンや食料品の値上がりで、全国消費者物価は前年比2.4%の上昇率に達したのである。消費者物価の上昇は、同じ所得でも買える物やサービスの量が減るので、生活水準を下げるのである。

第二は、超低金利である。08年中の三年定期預金の新規預け入れ金利でも0.5%程度にすぎず、普通預金の金利に至っては無いに等しかった。このようなときに消費者物価の大上昇が起こったため預金残高は「実質」で目減りしたはずである。加えて株価は金融危機に伴う世界同時株安で、バブル崩壊後の最安値を更新し、国民の金融資産は大きく減価したのである。

第三に、為替相場の円安である。21世紀に入って戦後最長の景気上昇期間中、円は大きく値下がりした。このため外国製品の購入には、これまでより多くの円を支払わなくては買えない状態が続いたのである。輸入品と海外旅行費の上昇は国民生活に不利である。

最後に、景気後退による雇用・賃金の先行き不安である。実際、現金給与所得（厚生労働省調べ）の推移を実質ベースでみると、01年以降、05年度を例外として前年比は毎年減少を続けているのである。

以上のように、国民の生活の現状は四重苦ともいふべきに状態に陥り、国民の生活不安度指数や消費者態度指数は、この9年間で最低水準まで下がってしまったのである。以下ではこの四重苦の要因を述べる。

第2節 デフレの終焉

政府のデフレ懸念は、景気上昇末期の07年になってもまだ続いていたが、「国内企業物価」は、04年頃から既に毎年2%ほど上昇していたのである。他方で消費者物価は03年まで下落を続けた後ほぼ横ばいになり、06年に僅かに上昇した後、07年秋までは概ね安定していた。しかし、企業向けサービス価格は06年から上昇し始め、また国内企業物価は国際商品市況の高騰を反映して、07年秋頃から一段と上昇率を高め、一時は前年比7%を超えた。これらを反映して消費者物価も07年秋から上昇を始めたのである。このように政府は物価の動きを見ていれば消費者物価の上昇は十分に予見出来た筈で、もっと早くから、デフレよりインフレの心配をすべきであったのである。

98年から08年までの10年間にわたって、日本のGDPデフレーターは毎年下落し続けた。政府はこのGDPデフレーターの持続的下落は、日本で「デフレ」が進行しているからであり、景気上昇の最終年となった07年になっても、まだ「デフレ」から脱却できたかどうか分からないという見解を示した。デフレが進行していると、販売価格の下落で企業収益が
5 圧迫され、投資や雇用が抑えられて景気が一層悪くなり、それがまたデフレをさらに進行させる恐れがある。いわゆる「デフレ・スパイラル」である。政府は、このような景気の悪循環を起こさないようにするため、「デフレ」克服が最優先の政策課題だと言いつけていたのである。超低金利政策が景気上昇期間中、最後まで続けられたのも、そのためである。01年から03年までの三年間は、最も適切な指標である総需要デフレーターで見ても、GDP
10 デフレーターで見ても、いずれも下落していた。従って、一般物価水準の持続的下落、すなわち「デフレ」が進行していたという考え方に誤りはないはずである。しかし、このデフレは非常に特殊なデフレであった。何故なら、企業部門の総投入価格もまた下落していたため、企業収益はデフレの下で01年から回復していたからである。

これは「コスト・プル・デフレ」とでも呼ぶべき特異な現象である。「コスト・プッシュ・
15 インフレ」が企業収益を圧迫してインフレと景気後退の共存、すなわち「スタグフレーション」になるのとは対照的に、「コスト・プル・デフレ」は企業収益を回復させ、デフレと景気回復の共存をもたらしたのである。従って、このデフレが企業収益を圧迫して一層の景気後退を招き、更にデフレを深刻にして、「デフレ・スパイラル」に陥る心配は実は初めから存在していなかったのである。「コスト・プッシュ・インフレ」が長続きせず、普通の
20 景気後退と物価下落に変わるように、「コスト・プル・デフレ」も長続きせず、普通の景気上昇と物価上昇の併存に変わってくる。その転機は2004年であった。これはデフレ終焉の何よりの証拠であるといえる。このようにGDPデフレーターの下落ばかりを気にして、デフレ脱却の判断を誤ったことが、超低金利政策を長引かせ、弱い円を生みだし、輸出に偏った弱い日本経済を作り出したのである。

30 それでは、何故GDPデフレーターは04年以降も下降を続けているのであろうか。ここまですでにわかることは、家計に係わる消費者物価や賃金は弱く、企業に係わる国内物価や輸出入は強いという形で、04年以降、価格体系の変化が進行しているということである。家計に係わる物価の下落と、企業に係わる物価の上昇という価格体系の変化が起こっても、両方の物価を含む総需要デフレーターは影響を受けないのである。しかしながらGDPデフレーターは、ここから企業に係わる輸入物価を差し引くので、価格体系の変化の影響を受けて下落を続けたのである。

第3節 内需拡大へ

35 交易利得ⁱの拡大は、消費者・内需企業中心の景気回復を図る好機である。石油を始めとする国際商品市況は、新興国・途上国の成長に伴う世界的な需給逼迫で、長期的には再び上昇してくるであろうが、今回の金融危機に伴う世界経済の成長減速、あるいは景気後退

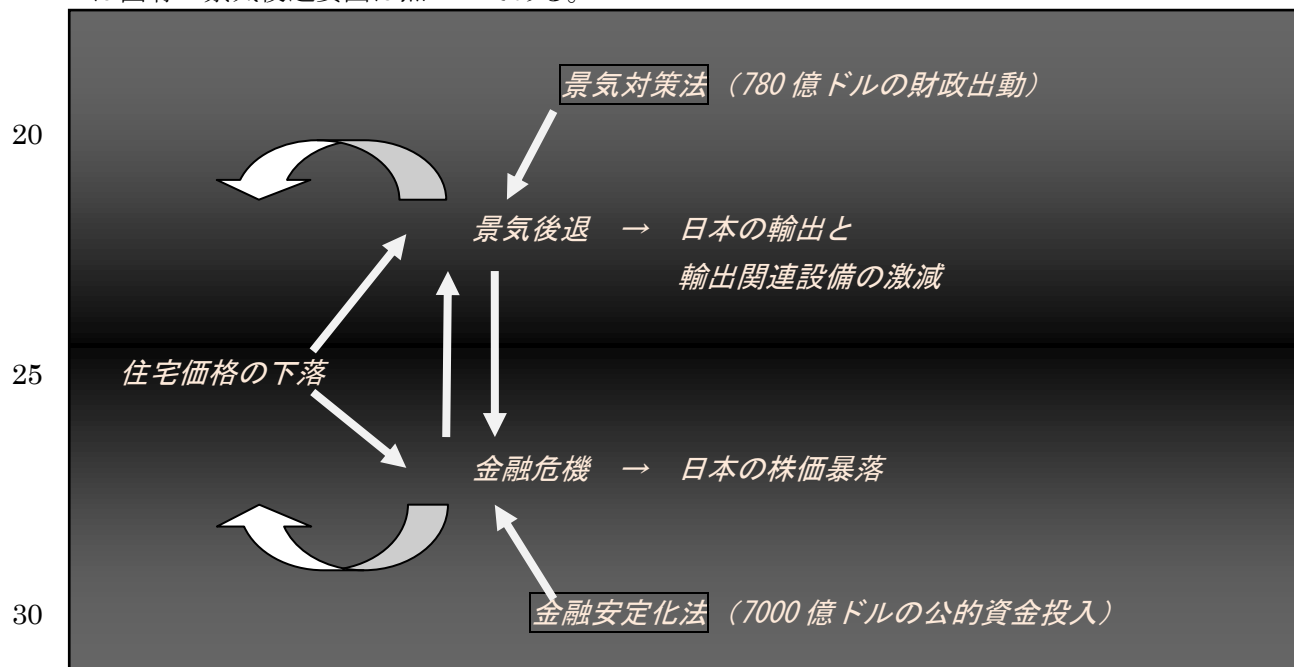
が長引くことによって、当分は低迷を続けるであろう。また比較的安定した金融システムを持った日本円は、「円安バブル」の崩壊過程と重なって当分は円高基調を続けるであろう。

この二つが重なって利益を得る内需企業の収益回復と消費者の実質所得の回復が、マクロ的には実質国民総所得（GNI）の実質 GDP 以上の増加となり、これからの内需主導型の景気回復をリードすることが期待できるのである。

日本にあって米欧にない三つの好条件

今回の金融危機と世界同時不況の中にあって、日本にあって米欧にない三つの好条件が存在する。

第一に、日本では住宅バブルの発生と崩壊は無かったので家計に過剰債務がないことである。内需拡大の足かせとなるような家計や企業の支出抑制、貯蓄増加の動きはあまりみられないようである。また、企業の過剰債務処理も 04 年頃にまで終わり、金融機関も住宅ローンの証券化や派生商品をあまり持っていないから、その値下がりによる資産減価や自己資本比率の毀損も少なく、信用収縮のリスクも小さいと考えられる。従って、下記の米国のような悪循環はないといえる。故に不況の原因はもっぱら輸出の減少であり、内需には固有の景気後退要因は無いのである。



第二に、その輸出も不振を極める北米と西欧向けは全体の三割で、あとはアジア、中東、中南米、ロシアを含む東欧である。後者の地域への輸出も現地の在庫調整によって、一時的には大きく低下したが、早くも 09 年 2 月から回復している。欧米経済が沈滞していても、アジアを中心とする新興国・途上国の最終需要はプラス成長を続けるので、在庫調整が一

巡した後、これらの地域と共に日本が伸びていく道が考えられるのである。



(出所：財務省貿易統計より筆者作成)

- 5 第三に、世界経済減速に伴う原油、穀物、鉱石類などの国際商品市況の下落と円高傾向によって、日本の交易条件は08年10－12月期から好転している。このため、実質GDPに交易利得を足した実質GDI（国内総所得）やさらに海外からの所得純受取を足した実質GNI（国民総所得）は、実質GDPよりも増加率が高く、国内需要を下支えている。

10 三つの好条件に潜む下振れリスク

ただし以上の三つの好条件は下振れリスクを伴っている。そのため、放っておいても日本経済がこの好条件により自動的に立ち上がると考えるのは早計といえる。

- まず、今回の金融危機に伴う日本の金融機関の痛手は小さいとしても、株価暴落に伴い保有株式の評価損が発生していることである。またマイナス成長が長期間続くことによって企業業績が悪化し、新たな不良債権も発生していることである。これらによって信用収縮が発生すると、内需抑制の原因となると考えられる。

- 第二に、アジアNIEsやASEAN諸国、その他の新興国・途上国の中には、今回の金融危機に伴う欧米先進国の資本引き上げによって、為替の急落や金融の逼迫で、国内経済が混乱している国・地域が存在していることである。また、ロシアや中東、ブラジルなどの資源国は、国際商品市況の下落と世界同時不況に伴う資源需要の減退で収入が減り、国内経済活動が鈍化し、縮小している国がある。

第三に、交易利得の拡大や所得純受け取りの増加によって、実質GNIが実質GDP以上に

増加し、国内需要面から景気を下支えるとしても、目先の輸出減少による企業業績の悪化、雇用の減少、賃金の低下、株価暴落による逆資産効果などの不況要因の方が大きく、実質 GDP のマイナス成長がいつまでも続くかもしれない。

- 5 このような下振れリスクに対して、適切な政策を実行してリスクを取り除かなければならないのである。そうでなければ、好条件は生かされず、日本経済が欧米先進国に先だって立ち直ることは出来ないと言える。

金融政策

- 10 最初リスクを防ぎ、日本の金融システムの健全な機能と円滑企業金融を維持し、欧米の金融システムよりも先に立ち直って、日本の内需拡大を援けていくのは金融政策の役割である。

- 15 世界的な金融危機に伴い、金融機関が相互に警戒心を強め、コール市場において円滑な短期貸借取引が出来なくなると、疑われた金融機関は短期資金の調達が困難となり、金融システムに流動性危機が発生する。08年以降の欧米の金融システムでは実際にこのような流動性危機が発生し、日本のコール市場においても欧米の金融機関は外銀プレミアムを払わなければ、短期資金の調達が出来なくなったのである。

- 20 日銀はこのような金融システムの流動性危機に十分な注意を払わなければならない。今のところ日銀は長期国債などの買いオペで十分な流動性を供給し、政策誘導金利を0.1%に保ち、金融機関相互の短期貸借の円滑化を図る一方で、市場で資金を調達できない金融機関には0.3%で貸出を行い、市場で安全な貸出先を見つけられない金融機関には0.1%で日銀当座預金に預けさせている。

また、政策誘導金利をゼロまで下げず、0.1%とし、資金余剰の銀行が日銀当座預金に預ける金利は0.3%としていることは、市場に金利機能が残るという点で新しい工夫である。

- 25 このほか日銀は金融機関の保有株式の買い上げを再開したが、時価で買い上げるため、金融機関が損失を出してまで売るかどうかは疑問に思われるが、銀行が持つ為替変動リスクの軽減を狙う意図は理解できる。また、適格条件を緩和し広範なCP・社債の買い入れや担保としての受け入れを拡大したこと、通常日本銀行券の裏付けとなる資産の劣化を招くが、金融機関や授業の信用授受を安心させる臨時対策としてはやむを得ないと思われる。

- 30 このような日銀の対策により、国内金融機関の積極的な与信行動が維持されることが期待され、企業金融の緩和基調、需要立ち直りに必要である。また、日本の企業が欧米金融機関を当てにせず、海外での活動を強化するためにも必要である。

第4章 政策提言

以上で金融危機の起こりと原因、加えて現状を分析した上で政策提言をする。以下にまとめる。

5 インTRODクシヨン

これまでも述べてきたように内需拡大を進め、輸出に変わってこれからの日本経済の発展を引っ張るものは何であろうか。それは①国民生活の向上に密着した国内需要の持続的増加、②海外投資の効率化による海外からの所得純受け取りの増加、③名目円レートの円高に伴う交易利得の拡大の三つである。あとの2つは、日本の「ものづくり立国」のための海外戦略と関連している。

日本国内には、米国のようなバブル破裂による住宅価格の下落や家計の膨大な不良債権は存在しないので、米国が景気対策法で準備したような GDP 比 5.5% に相当する大型財政出動を行えば、内需は持ち直ってくるであろう。麻生政権の財政支出規模、鳩山政権の公約とも規模としては米国に匹敵しており問題は中身である。

長期の計画と短期の景気対策が逆方向を向いていたり、景気対策が長期計画と無関係の一時的施策であったりするのは、最も非効率で効果の薄い財政資金の使い方である。

財政支出の拡大は、将来の長期計画との方向を一致させる形で行うべきである。特に成長が期待されたり、戦略的に望まれたりする新産業を中心に支出を図り雇用の拡大を目指すべきである。温室効果ガスの排出量を減らすための投資、世界中で逼迫する食料・エネルギー・資源の安定供給、戦略的確保や開発のための投資でなどある。具体的には、エネルギー効率向上のための投資、低炭素化設備への切り替えのための投資、脱炭素でクリーンな代替エネルギーの開発投資、レアメタルを含む鉱石類の新たな採掘・開発権投資、都市鉱山からの資源回収のための投資、及び同じ目的の民間投資の補助などサプライサイドからの支援が柱である。またこうした成長産業、戦略産業の規制緩和も併せて行うべきで、そのための長期計画を作成し、その支出を早める形で内需拡大の景気対策とすべきである。

また生活のセイフティ・ネットを再構築する税制・社会保障の一体改革などの長期計画を作成し、これに基づき、出産・子育ての補助金拡大、学費の無償化、年金・介護・医療・雇用の保険制度改革、医療・介護・保育・教育の人員と施設の拡充などの長期計画のうち、可処分所得増加や国民負担軽減につながる部分を繰り上げて実施し、内需拡大の景気対策とすべきである。特に上に挙げた医療・介護・保育・教育などのサービスは慢性的に人手不足で雇用を吸収する力が強いのである。

「ものづくり立国」製造業の立ち位置

このようにして内需主導の経済成長が実現したとき、日本の製造業は、輸出の役割を占めどのような位置づけとすべきであろうか。これに先立って一つ言えることは、金利水

日本経済は、商品・サービスの輸出入がほぼ均衡し、貿易サービス収支が長期的にはゼロ近傍にあった方がよいと考えられる。なぜならばそれが外需の拡大に依存せず、内需の拡大で経済成長する姿だからである。また、輸出入がほぼ均衡しているので、円高や円安で生じる一時的な其々のメリット、デメリットを相殺し、どちらに振れるにせよ為替相場の変動に翻弄されない、すなわちこれまでのように海外からの攪乱を受けない経済体質になるからである。

海外からの攪乱余韻
↓
輸出に偏った成長

政策ミックス
・ 緊縮財政
・ 超低金利

円安

輸入物価上昇

企業と家計の格差拡大

国内需要の停滞
↓
低い経済成長率

格差拡大
(輸出企業と国内企業、対企業と中小企業、中央と地方)

日本の製造業、特に大企業は、国内のシェア競争に安住するのではなく、世界のトップ企業を目指したグローバルな業界再編に挑戦すべきである。

グローバルに展開する日本の製造業は、日本からの輸出製品を最先端の技術を使った高付加価値製品に絞り、それ以外の製品の生産拠点を海外に移すべきである。これにより次の3つのことが起こる。

一つは日本からの輸出を絞ることによって、海外からの原材料・部品の輸入額と製品の輸出額を均衡させることが容易になり、円相場の変動に左右されなくなる。次に、輸出を最先端技術の高付加価値製品に絞り込むことは、外国企業製品との差別化、独自性、希少性を高め、円高時に輸出価格を引き下げずに済み、他方で原材料・部品などはコモディティであるから円高を利用、あるいは仕入れ先の工夫で輸入価格引き下げを図れる。これにより企業収益は増加し、経済全体としては交易条件が好転する。最後に、欧米先進国とでカップリングする新興国・途上国への直接投資や効率的な海外投資を高めることによって、企業投資の収益率を高め、経済全体としては海外からの受取所得を増やすことが出来るのである。

- 5
- 10 従って製造業のこうした動きを支援する政策として、海外からのインカム・ゲイン、キャピタル・ゲインへの減税や国内での先端技術開発研究への投資・補助である。また、次に挙げる金融機関の動きにも期待したい。

大銀行・第証券会社の役割

- 15 上述のようなグローバル市場で活躍する日本企業を援けるために、日本のメジャー・バンクと大手証券会社の役割が重要になってくるのである。何故なら、今回の金融危機で欧米の金融機関は軒並み痛手を蒙り、今後しばらくは積極的な活動が出来ないであろうからである。

- 20 日本の金融機関が行ってきた株式・社債などの証券発行の引受業務や M&A の仲介業務という投資銀行本来のビジネス・モデルである。これらはますます重要となってくる。日本の金融機関はこれを中心にグローバルに展開し、世界経済の回復に貢献すべきである。

とくに、日本企業が大規模な起債によって新興国・途上国に直接投資を増やし、M&A によってグローバルなトップ企業を目指す動きを、本来の投資銀行のビジネス・モデルをグローバルに展開することによってバックアップしていかなければならない。

25

労働力・雇用の移転

- 製造業の海外展開は、国内雇用の空洞化の虞がある。しかし、こうした心配は前述の内需刺激策により解消されるのである。以下の表を見ると景気後退で就業者は前年比 107 万人減り、完全失業率は 5.0%に達しさらに上昇する気配がある。ところが、この不況の中でも対個人サービスと広義の情報通信業は就業者が減っていないのである。この2つの分野における就業者合計は全体の 32.8%で、ほぼ全体の三分の一であり、製造業就業者の構成比を上回るのである。特に人手不足の医療・介護・保育・教育の勤務実態の改善、医師・看護師・介護福祉士・保育士・教師の増員と待遇の改善、医療施設・介護施設・保育施設・教育施設の増加と耐震化などに財政資金を投入し、国民生活の改善と国内需要の喚起を実現すべきである。
- 30
- 35

また、もともと労働需要の旺盛なこれらの産業に人手が足りておらず、製造業での大量

解雇が起こる現状は産業構造が実際のニーズに合致していない証拠である。故に製造業のコモディティ部門は海外移転で低コスト化、または先端技術への集中でより効率性を挙げるべきで、そこで余剰となった労働力を移転することによる産業構造正常化、生活密着化を図るべきである。そのためには前述のセイフティ・ネット長期計画の一環として、労働力不足産業の職業訓練充実やその間の所得保障（雇用保険など）を強化するよう財政資金を投入するべきである。

	実数(万人)	構成比(%)	前年比増減(万人)	前年比増減率(%)
就業者	6322	100	-107	-1.7
農林業	259	4.1	-13	-4.8
建設業	506	8	-22	-4.2
製造業	1097	17.4	-63	-5.4
情報通信業	189	3	14	8
運輸・郵便業	363	5.7	12	3.4
卸売・小売業	1075	17	-5	-0.5
飲食サービス・宿泊業	376	5.9	13	3.6
生活関連サービス・娯楽業	241	3.8	8	3.4
教育・学習支援業	294	4.7	4	1.4
医療・福祉	614	9.7	0	0

(出所:総務省)

資源とエネルギーへの対応

- 10 現在はインフレが全世界的に問題になっている。今起こっているのは価格革命によるインフレとデフレの共存である。中国やベトナム、インドなどの製造業の急速な展開によるハイテク製品価格の低下は今でも起こっており、今後も加速する可能性がある。また、インドなどへのIT業務のアウトソーシングはまだまだ拡大の余地があり、システムコストのさらなる削減につながっていくだろう。
- 15 他方、中国やインドといった新興市場国の中産階級の急増と、その消費の急拡大はエネルギーや食糧の需要を急増させ、投資資金も巻き込んで、エネルギーや穀物の価格を急騰させた。世界同時不況の影響で一時は下落したが、振興市場国の需要の急拡大は続くだろうから、供給能力がそう簡単に増加しない資源価格のインフレはトレンドとしては続いていくことになるだろう。また、石油・鉄鉱石などのエネルギー資源や穀物は今や有力な金融商品として、多くの機関投資家の投資対象になっている。世界的な金融危機、スタグフレーションのもとで、株式も債券も価格が下落し続けるなかで、金融資産としての商品の価値が上昇している。
- 20

資源小国日本は多くの資源を輸入しなければならず、円高は資源の円建て価格を押し上

げる効果がある。そのことによって国内インフレも抑制できる。円高は、輸出企業の競争力にとってはマイナスだが、日本の多くの輸出メーカーは原材料を輸入しており、その限りにおいて円高は輸出メーカーにとってもプラスである。そして輸出メーカーの多くがすでに海外で生産しているのも、競争力という点で円高はそれほどマイナスには作用しないのである。積極的にドル売り介入をするべきかは状況によるが、少なくとも強い円が国益であるということを当局が認識し、これを対外的に表明するべきだろう。

5 このように、トレンド的に続く資源価格の上昇に対応するために今後、必要となってくる政策は、資源エネルギー庁と食糧庁を合体させて、エネルギー、食糧、原材料などすべての資源を担当する資源省をつくることである。また、石油公団の再構築、国際協力銀行の再独立と強化を結びつけ、資源省をバックアップする体制もつくっていく必要もある。

10 エネルギーについては、安全に充分配慮しながら原子力発電を拡大する必要がある。この分野の日本の技術力と経験は世界でも有数のものであるが、マスメディアや地域住民の反発は強いと予想される。こうした問題こそ、政治が先頭に立ち国民を説得すべきである。もちろん、風力や太陽光などのクリーンエネルギーの利用促進も加速させるべきである。

15 原子力同様、風力、太陽光の分野でも日本の技術は高く、利用を拡大していく必要がある。エネルギーの将来像については資源省が中心になりその姿をはっきりと示し、必要な資源や技術をどう確保していくかを国の主要政策として考えていくべきである。

 また、ウランのみではなく鉄鉱石や希少金属についても将来の需給を見きわめ、必要な対策を打っていくのは国の責任である。資源の確保についても国が、側面からこうした民間の活動をバックアップし、自ら ODA や公的金融を使いながらさまざまな活動をしていく必要がある。そうした活動を国が強化していけば、資源価格の高騰が民間企業の海外投資・設備投資を拡大し、新たな成長局面に結びつく契機にもなると考えられる。

20

 エネルギー価格高騰の問題では、化石燃料の価格が高止まり、あるいは、さらに上昇するとなると、どうしても代替エネルギーの開発、拡大が必要である。そこで重要になるのが原子力である。原子力発電の量を大きく増加することが求められる。日本の原子力にかかわる技術は世界のトップ水準であり、その安全性も多くの他の国に勝っている。原子力発電なしで十分な電力が供給できるのならともかく、現状では化石燃料による発電に代わるものは電子力発電しかないと考えるからである。風力、太陽光、地熱発電などもあるが、今のところ、大量の発電を商業ベースに乗る形で供給できるところまでは至っていない。

25

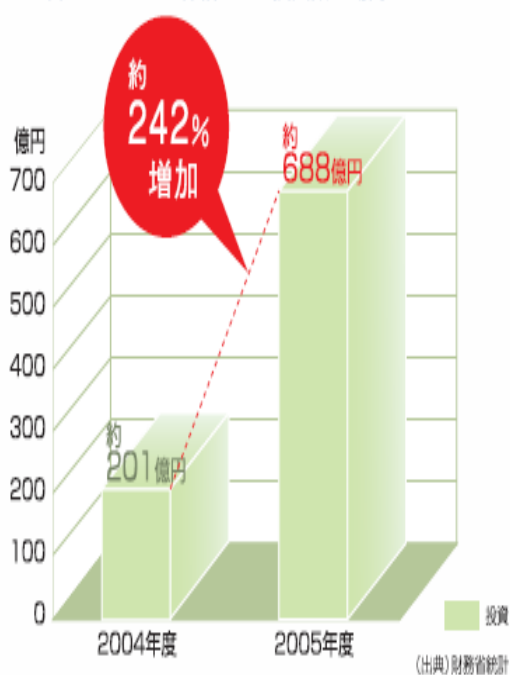
30 最も有望なのは太陽光発電だが、当面は、原子力発電の拡大と並行してこれを、さらに、実用化する努力を続けることになるだろう。太陽光発電にしても、風力発電にしても、国が補助金を出してでも、その実用化を促進することが必要である。エネルギー分野はこれからの成長産業であると言えることができる。国がエネルギー政策をしっかりと示し、民間と連携しながら、産業として側面的に支援する必要がある。

EPA/FTA の締結推進による自由貿易の拡大

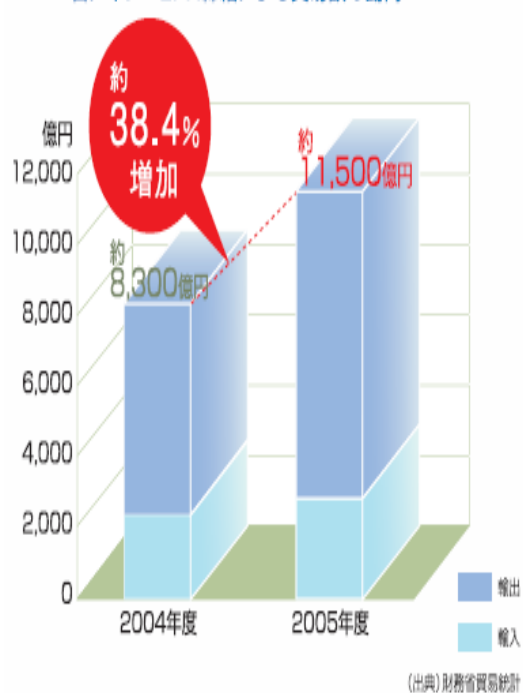
・なぜ必要なのか

FTA や EPA がなぜ必要なのだろうか。メリットとし第一に関税撤廃により貿易や投資が締結国間で活発になることである。例として、2005年4月1日に締結された日本・メキシコ経済連携協定(日墨 EPA)がある。これにより日墨間の投資額は前年比約242%増加、貿易額は38.4%増加している。(下図参照)

日メキシコEPA締結による投資額の動向



日メキシコEPA締結による貿易額の動向



(外務省パンフレット 『EPA と FTA』 より)

10

図で見るように EPA 締結後では締結前と比べ投資・貿易ともに激増していることがわかる。また、日本企業の投資によりアジアなどの新興国の成長市場にシェアを拡大でき、日本の国際競争力を向上させるといった期待がある。

15

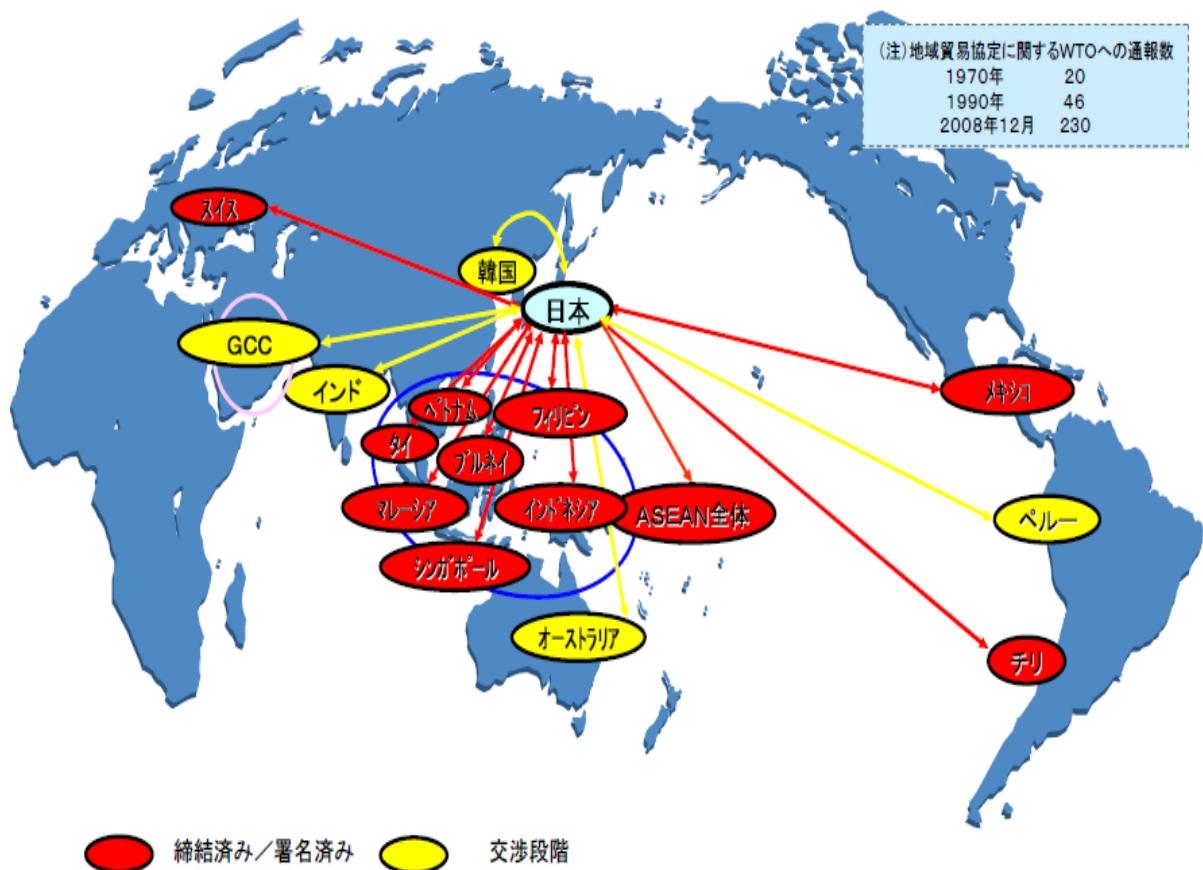
第二のメリットとして輸出入のグローバル化があげられる。グローバル化に対応するための構造改革は、一国のみでは十分な実現が困難な面もあるが、EPA/FTA を通じ安価で良質なモノ・サービスの輸入促進や域内での企業間の競争や提携の促進が実現される結果、より効率的な産業構造への転換、規制改革を含む構造改革等を促し、効率的な分業がもたらされるとの効果が期待できる。

20

・現状

なぜ EPA/FTA がなぜ必要なのかを述べた。次に日本の EPA/FTA 戦略について述べたい。
 現在日本は二カ国間での EPA では 2002 年にはじめてシンガポールと日本・シンガポール新時代経済連携協定を締結・発効し、2005 年にはメキシコ、翌年からマレーシア、
 5 チリ、フィリピン、タイ、ブルネイ、インドネシア、スイス、ベトナムと締結・発効するに至った。また多国間では 2008 年から ASEAN との間に日本・ASEAN 包括的経済連携協定を順次発効している。また、韓国、インド、オーストラリア、EU、ペルーなどでは EPA 締結に向け研究などの準備がされている。加えて、GCC（湾岸協力会議）の間では FTA 締結に向け準備が進められている。（下図参照）

10



各国との取り組みと現状（外務省 HP より）

また、この締結国間のみならず、例えばメキシコを例とすると、メキシコが加入している
 15 NAFTA（北米自由協定）にまで経済的な波及効果が期待できるといったことがある。

・今後取るべき戦略

日本、アメリカ、EU といった先進国が 09 年にマイナス成長となったあと、10 年もほ

とんどがゼロ成長と予測されている。一方で、中国・インド（ロシア・ブラジルはコモディティに依存しているため、ここでは敢えて割愛する）、ASEAN 諸国といった新興途上国は09年の成長率は鈍化したものの10年度は再び08年度に近い高い成長率に戻ると予想されている。

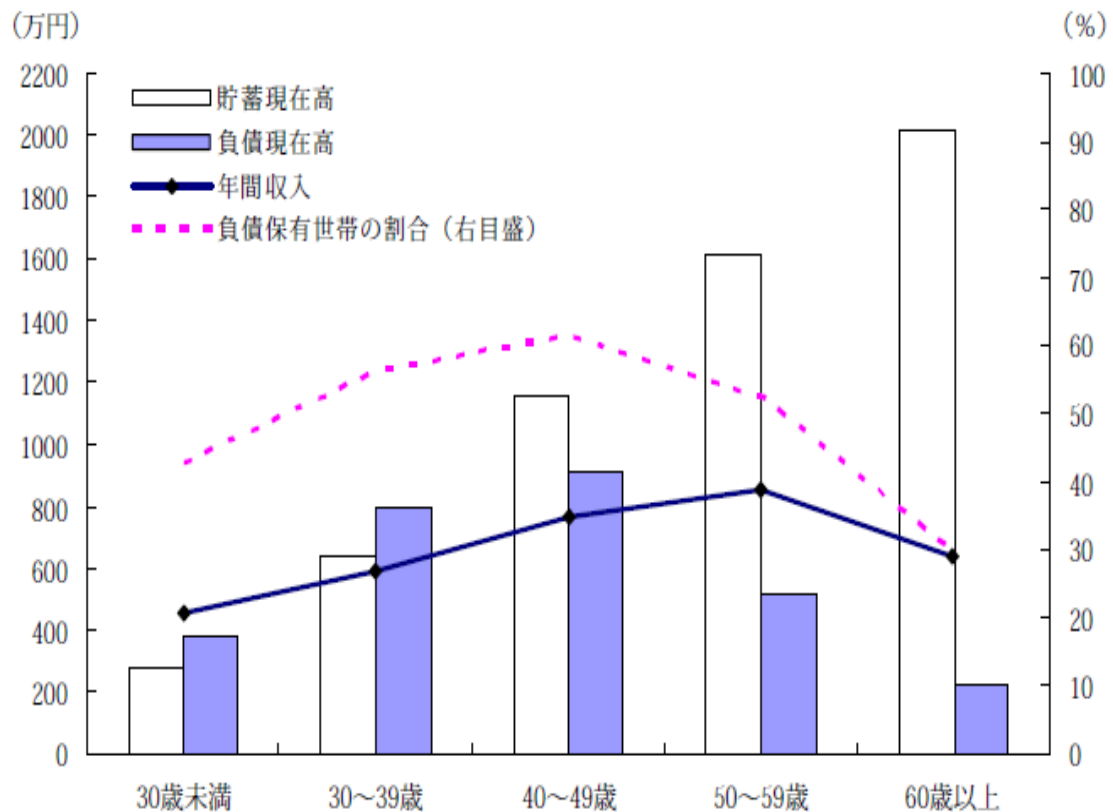
- 5 そうしたことから東アジア経済圏はまもなく世界最大の経済圏になることが予想される。ASEAN+3（東南アジア諸国連合・日・中・韓）のGDPは米国、EUを抜くであろう。米国の過剰消費を軸とした成長モデルが金融危機により崩れ去った現在においては、新興国の多いアジア地域のアジア内需を源泉とした成長市場へ、日本はシフトすることが成長戦略となる。よって、日本は東アジア経済圏を目指すべきであろう。その中で最も現実的である
- 10 のが ASEAN+3 での自由貿易圏形成ではないだろうか。加えて、ASEAN+3（もしくはインド、オーストラリア、ニュージーランドを加えた ASEAN+6）での自由貿易圏において NAFTA や EU・メルコスール・GCC・AU とも連動することが望ましい。こうして自由貿易が進むことで、当然日本国内の農業の市場開放に踏み切らねばならなくなるであろう。価格支持ではなく、所得保証とその斬進的引き下げで、生産性の高い農業を指向すること、法人参
- 15 入と農業集約化に対する規制を緩和することなどによって、日本農業の競争力を高めることが、自由貿易にとって不可欠である。

相続税、贈与税の税率を見直すことによる消費刺激策

・個人資産の活用

- 20 第一生命経済研究所が、2005年7月5日にまとめたレポートによると、04年度末の個人金融資産約1400兆円のうち、30歳代以下は1割にも満たない。ほとんどが中高年で、うち5割強を60歳以上が占めている。団塊世代を含む50歳以上だと、8割にも達する。現在は、資産総額が約1500兆円に増えているが、こうした傾向は変わらないという。

- 25 レポートでは、高齢者に資産が偏在する理由として、退職金のほか、住宅ローン返済完了、子どもの経済的自立、親からの資産相続などを挙げる。さらに、高年齢化や年金など社会保障の不備による先行き不安や、バブル崩壊の悪夢が忘れられないこともあって、貯蓄が増えている。（下図）



(総務省 HP より)

過剰な貯蓄により経済が縮小して、所得水準が切り下がる。さらに貯蓄に跳ね返り、お金
5 は使った方が、事後的には貯蓄額がアップする。

経済縮小で影響を受けるのが、仕事を求める若者たちである。例えば、高齢者が介護、
医療などでお金を使わないと、そのビジネスが大きくなり必ず必然的に低賃金になる。高齢
者が消費しないと、世代間の所得移転が実現しなくなるということである。つまり、若者
にお金が回らないことになってしまう。同様に、高齢者の消費活性化を説くのが、経済評
10 論家の大前研一氏である。ダイヤモンド・オンラインの2009年1月27日付コラムで、大
前氏は、日本人は、必要以上に「イザというときのため」の意識が強すぎると指摘する。
先行き不安というのは間違いで、日本はいくらでも繁栄できる要素があり、こうしたメン
タルブロック状態を打破することが大切と説く。

繁栄可能の理由として、大前氏は、日本の個人金融資産はGDPの3倍と世界で例がなく、
15 仮に10%の150兆円が市場に回れば日本の経済状況は激変することを挙げる。

・消費活性化と所得移転の実現

では、どうやって高齢者の消費活性化を促進することができるのだろうか。まず、第一に前述の大前氏がいう「イザというときのため」の意識を少しでも緩和させることが大切である。これは、全年代に影響することではあるが、社会不安を軽減させるためにはセーフティネットの確立が急務である。

5 次に世代間の所得移転の実現を直接的に誘導するには、相続税の税率を従来よりも上げ、逆に贈与税の税率を従来よりも下げることで高齢者が生前に子孫へ資産を贈与することを促進させる。以下は相続税・贈与税の現時点での税率である。

相続税率

課税標準	税率
1 0 0 0 万円以下	10%
3 0 0 0 万円以下	15%
5 0 0 0 万円以下	20%
1 億円以下	30%
3 億円以下	40%
3 億円超	50%

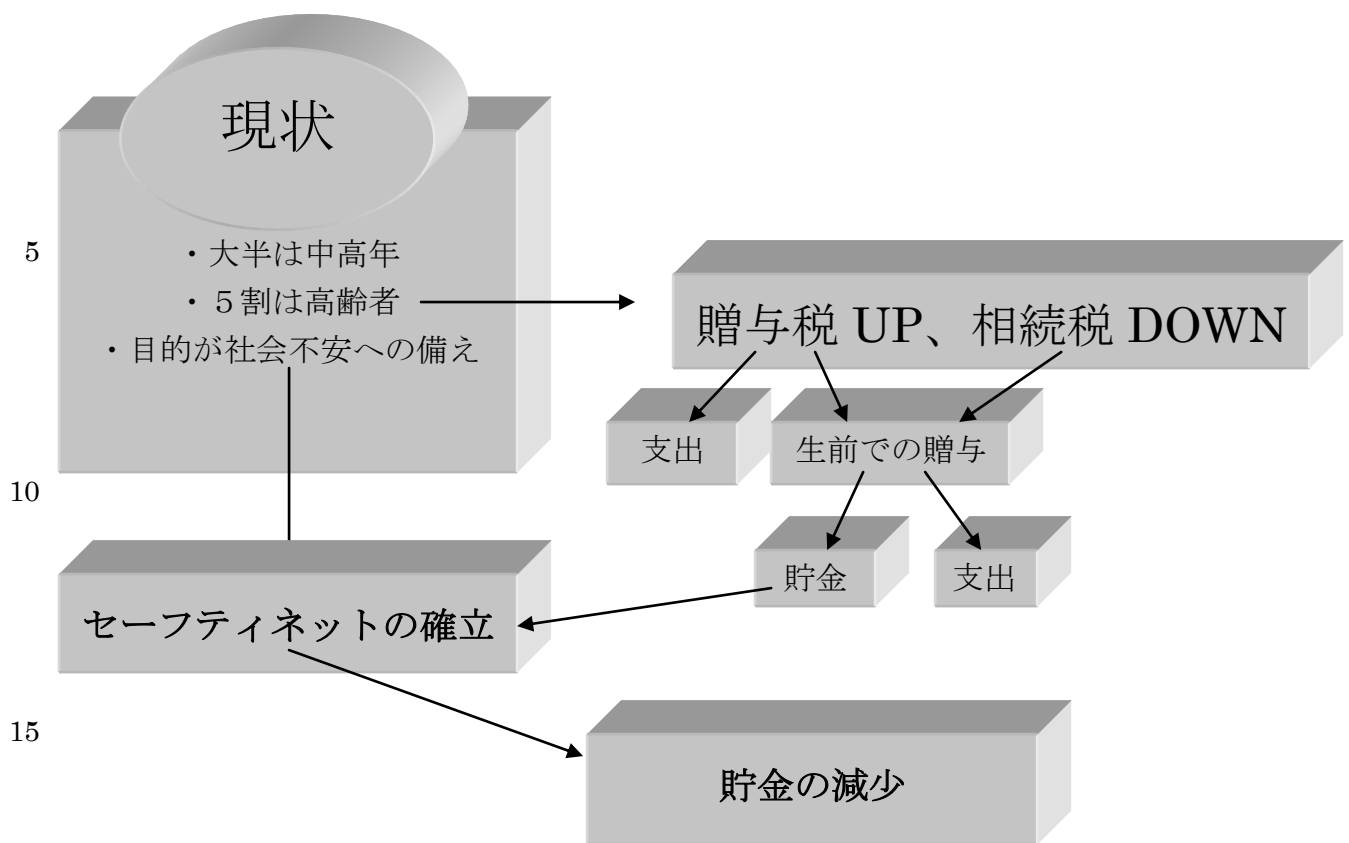
贈与税率

課税価格	税率
2 0 0 万円以下	10%
3 0 0 万円以下	15%
4 0 0 万円以下	20%
6 0 0 万円以下	30%
1 0 0 0 万円以下	40%
1 0 0 0 万円超	50%

10 (国税庁HPより)

このような相続税と贈与税の税率を変え、セーフティネットを確立をセットで実行することでGDPの約三倍もある個人金融資産の一部を市場に還流することが可能になると提言する。以下、それらを図示したものである。

15



(筆者作成)

20 新たなブルーデンス政策

既述のように、日本の金融機関は、米国の住宅ローンの証券化や派生商品をあまり持っていなかったため、欧米のような金融危機を免れたが、今後国際活動を強化すべき日本の金融システムとして、今回の金融危機の教訓を活かして新たなブルーデンス政策構築に取り組むべきである。

25 今回の金融危機での最大の教訓は、IT 革命とグローバル化の中で、銀行部門の健全性だけを BIS の自己資本比率規制で守ろうとしたため、銀行融資の証券化で「シャドー・バンキング・システム」が資本市場のプレイヤー達によって構成され、その不健全化により今回の金融システム全体に危機が発生したということである。

30 しかし、このことは証券化やオプション、スワップ、フューチャーが絶対悪であるということを示しているわけではない。証券化商品も派生商品も、リスク分散あるいは各種リスクの交換によって、経済の効率を高めているからである。

ここで直すべきと考えられるのは二つある。「銀行の」システミック・リスクⁱⁱⁱだけを考え、「市場の」システミック・リスクを考えていなかったことである。もう1つは証券化商品、派生商品などのすべての金融商品に含まれるリスクの性格と所在を透明化するルールを持たず、金融商品の格付けとプライシング（市場の価格発見機能）が適切でなかったことである。

従って、今後プルーデンス政策は銀行部門、資本市場、不動産市場を一体として考え、そこでのプレイヤー全員（商業銀行、投資銀行、各種ファンド、保険会社など）の健全性を維持することを目標として設計されるべきである。それには全ての金融商品のリスクの性質と所在を透明化するルールを作らなければならない。そうすれば、金融商品の格付けに客観性が出て、プライシングも信用できる。

そのためには BIS の自己資本比率規制は廃止した方がよいのではないかと。預金銀行に限らず、全ての上場金融機関の株式の市場価値を総資産で除した比率の方が、恣意的に自己資本を定義できる BIS の自己資本比率よりも遥かに正確に金融機関の健全性を示すからである。^{iv}

「ナローバンク」構想

もう1つここで検討に値するのが「ナローバンク」構想である。「ナローバンク」とは、預金を受け入れ、全額国債に運用する決済専門の銀行のことである。銀行と証券や保険の垣根が撤廃された今日、金融システムの構成員はすべてハイリスク・ハイリターンの業務を行うことができるので、プルーデンス政策の強化だけでは信用秩序の維持に限界があると考えられる。それを放っておくことは決済手段となる預金まで、元本保証が危うくなってしまう可能性がある。

したがって、金融システムをノーリスク・ノーリターンの預金だけを扱う「ナローバンク」と、資本市場で資金を調達し、ハイリスク・ハイリターンを負うことのできる投資銀行に分けるというのが、この構想である。日本は欧米と同じ轍を踏まないためにもナローバンクの是非を検討すべきである。

法人税の税率引き下げ

まず、私たちは政策提言として法人税率の引き下げを提案したい。法人税率の引き下げにより、企業活動の活発化を促し雇用者の所得拡大を図り、そこから雇用者の可処分所得を増やすことが最大の狙いである。

事実、日本の法人所得税率は、国際的に比較して非常に高いことが分かる。（表1参照）

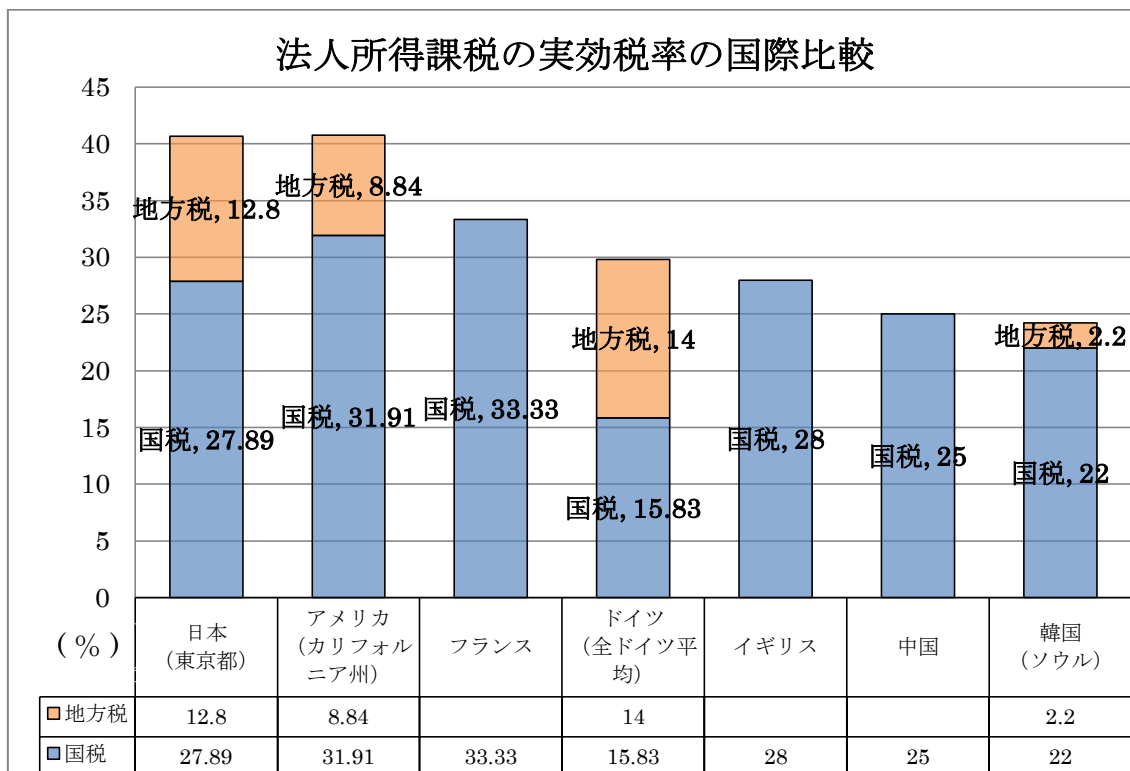


表1 財務省 各種税金の資料より作成 2009年1月時点

表を見て分かるように日本の法人税は国税、地方税を合わせて約 41%と世界平均の約 26%よりも高い水準となっている。さらに世界平均は昨年度より 1%ほど下がったが、日本はそれでもなお高い水準を維持し続けている。世界平均が低下して理由は、各国の税務当局は法人税を含む直接税から消費税などの間接税にその思考をシフトしているからである。このような傾向が進むなかで日本企業はより税率の安い諸外国に本拠地を移す可能性が考えられる。国内での有効需要を創出する上で日本企業の海外進出は大きな障害となりうる。

ここで私たちは、条件付きの法人税の減税を提唱する。その条件とは、その減税分の大半を雇用者の給与の増大にあてることである。条件無しで実際に減税したとしても恐らく雇用者の給与の増大には結びつかないだろう。しかし、この条件をつけることで、減税で得た余剰金すべてを設備投資や内部留保やトップマネージメントが不正に使用することを防ぐことが出来る。しかし、このような減税政策を行ったとしても企業には直接的なメリットはない。だから余剰金の一部を企業の生産性を拡大させるための投資に回すことも認める。これにより、雇用者への給与が増え可処分所得の拡大が見込まれる。

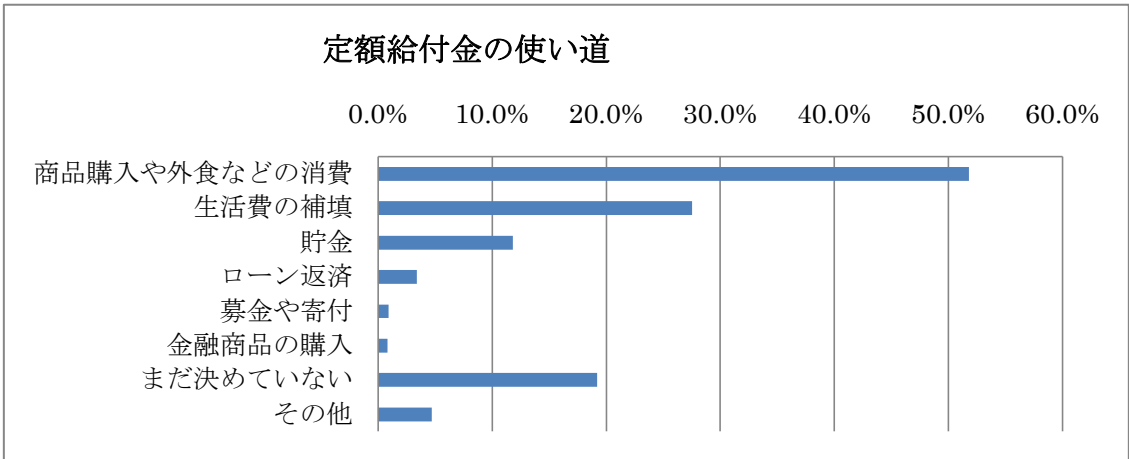
またここで、不要な減税を防ぐために現在認められている各種税金の優遇政策を抜本的に見直し、その優遇政策の改定や廃止を行う必要がある。

このようにして雇用者の可処分所得が増大するが、その増大した分の可処分所得を上手く消費に回せるような政策もセットで必要になってくる。なぜならば、現代の日本人は先行きが不安なため、貯蓄志向にある。よって、増大した分の可処分所得を貯金させないこ

とが重要となる。そのため、減税によって企業から与えられる給与を現金支給することとする。しかし、現金で与えられた給与も銀行に預金してしまうという意見もあるだろう。

だが、「価格.com」の去年、今年のボーナス調査によると、ボーナスの支給額の平均はダウンしていた。さらにアンケート回答者の8割以上が「自由に使えるお金が減っている」と

5 回答していた。このことから、現金で「自由に使えるお金」を渡すことで多くの雇用者がその「自由に使えるお金」を消費するだろう。また、実際に今年度、国民に支給された定額給付金も同サイトの調査によると大半が口座振り込みにも関わらず下のグラフを見ても分かるように「商品や外食などへの消費」が51.8%、もっとも多く「貯金する」と回答した人は11.8%と意外と少数であった。つまりこのことから、多くの国民がお金を与えられれば、消費する傾向にあることが分かる。



価格.com アンケートより作成

15 したがって、この法人税の減税政策は雇用者の可処分所得を増大させ消費を拡大させる。また、より安い税率を求め海外へ本拠地を移そうとする日本企業に歯止めをかける。

インカムゲイン税の減税

主要国の家計金融資産の配分状況

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
現金預金	55.5%	19.1%	32.2%	39.3%	30.7%
債券等	3.1%	9.1%	1.0%	6.3%	1.9%
投資信託	3.4%	8.4%	3.6%	10.8%	6.7%
株式・出資	6.1%	31.5%	8.4%	7.8%	14.8%
内株式等	3.9%	13.3%	4.3%	3.7%	2.8%
内出資等	2.2%	18.1%	4.1%	4.2%	12.0%
保険年金	27.9%	28.2%	51.2%	34.7%	40.7%

その他	4.1%	3.7%	3.7%	0.9%	5.3%
-----	------	------	------	------	------

国立国会図書館立法調査資料より作成

日本の貯蓄率は世界でもトップクラスにある。しかし、その内訳としては上記の表を見て分かるように、日本の家計は他の先進諸国に比べると預金が多くリスク性資産の保有率が低い傾向にある。よって、日本の家計も預金のような安全資産からリスク性資産へ配分比重を傾けることで金融市場を活性化させる必要がある。金融市場が活性化するということは企業の資金繰りが楽になり、企業活動は活性化し、日本経済の活性化につながる。そのためには、安全資産からリスク性資産へ配分比重を傾けるための政策が必要になる。

そこで、私たちはそのための政策として、配当金源泉税、いわゆるインカムゲイン税の減税を提案する。現在の配当金源泉税は 10% (国 7%、地方 3%) である。そして、平成 24 年 1 月 1 日からは 20% (国 15%、地方 5%) になる予定である。インカムゲイン税、キャピタルゲイン税を減税することによって上記のグラフの現金貯金から下の項目への移行を誘発する。それにより、金融市場を活性化させ日本経済を活性化させる。

15 財政支出拡大のネガティブ効果の検討

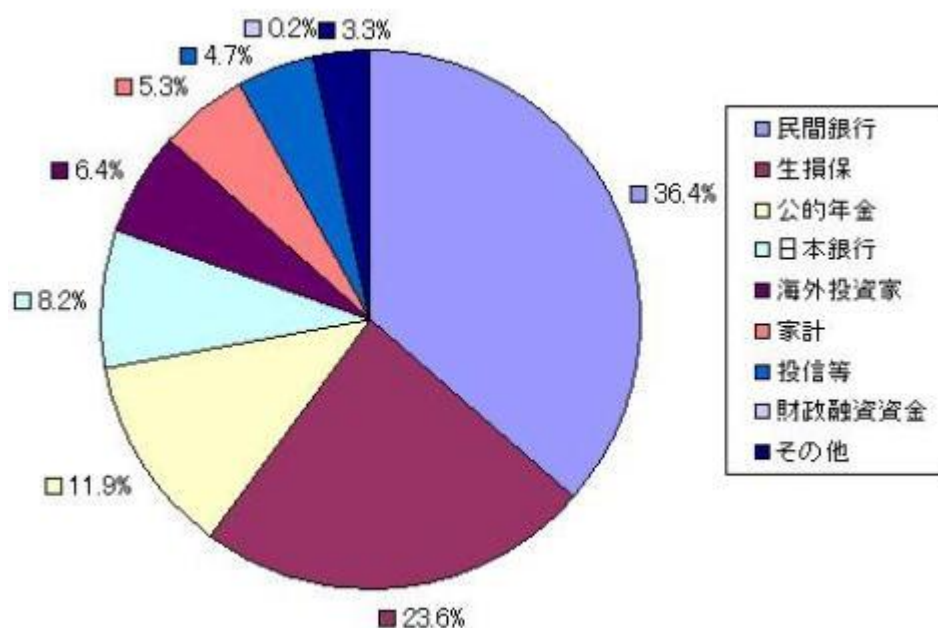
一般に財政支出の拡大は、クラウディング・アウト効果やマクロ合理的期待仮説が起きるので、総需要拡大の効果に乏しいとする説がある。しかし、大幅な貯蓄超過で低成長に陥り巨額の対外黒字を持つ日本では、財政資金の調達と民間の資金需要が競合してクラウディング・アウトを起こすことは起きにくいと考えられる。もし、民間の資金需要が強まり金利が上昇するようなことがあれば、内需が立ち直ってきた証拠であるので、長期計画の中で、支出拡大や国民負担軽減につながる部分のテンポを落とせばよいのである。

環境関連やエネルギー・資源など民間では十分に行えない投資に長期計画を持って財政支出を振り向けることは、民間投資と競合せずに、むしろ補完的に民間投資を引き出す効果がある。また、セイフティ・ネットの再構築に関する計画も国民に将来への安心感と明るい期待を与え、消費性向を高める効果がある。いずれも乗数効果は高くなると考えられ、同じ財政支出の拡大でも単純な財政政策とは異なる筈である。

財政赤字をどう捉えるか

「財政再建は待ったなしの最優先課題」と考え、「財政緊縮」を行うべきだろうか。このように考えて 97 年度の超緊縮予算を実行した橋本内閣は、日本経済をゼロ、マイナス成長に陥らせ逆に財政赤字を大きくさせてしまったのである。同様に「財政緊縮、金融緩和」のポリシー・ミックスを採った小泉政権は、内需停滞と格差拡大を生み、日本経済は極端に輸出に偏った形となった。今回の世界金融危機の遠因となり、またそれに伴う世界同時不況で日本経済は翻弄されているのである。

【日本国債の保有者別内訳 2009 年 3 月末時点】



※2009 年 3 月末時点の国債発行残高は 681 兆 6544 億円

(出所：日本銀行 資金循環統

5 計)

ここで日本の財政赤字内訳を見てみると、上記のように日本の財政赤字は外国にファイナンスされているのではないのである。日本国民の貯蓄によってファイナンスされている部分が非常に大きいのである。日本国民は政府を介して、お互いに貸し借りをしている現状が窺えるのである。そればかりではなく、日本国民は、自分の国の財政赤字を全額ファイナンスした上に、さらに米国の財政赤字まで、一部ファイナンスしているのである。従って、日本の財政が破綻するようなことはないと考えられる。財政赤字を海外資金でファイナンス諸外国とは事情が異なるのである。

しかし、政府債務の GDP 比率があまり高くなると、政府予算の対 GDP 比率はあまり変わらないので、政府債務の利払いと、既発国債の借り換えに伴う償還費を計上する国債費の比重が政府予算の中で高まり、政策経費の比重が下がってくる。これは、財政の硬直化を起こし好ましくないといえる。やはり、政府債務残高の対 GDP 比は、長期的に引き上げていった方がよいのである。そのためには国債費を除いた歳出と、国債発行収支を除いた歳入のバランス、つまり「財政の基礎的収支（プライマリー・バランス）」を黒字化すべきである。

この目標は長期的に持つことは大切であるが、プライマリー・バランスは景気循環に伴う租税収入に大きく変動するので、景気動向を無視して短期的に黒字化しようとするのは良くない。このことは橋本内閣の教訓からも窺える。従って、基礎的財政収支の黒字化は

長期の目標とし、短期的には租税収入が回復するように内需の立て直しを最優先課題にすべきである。

おわりに

- 5 当論文では、まず金融危機の起こりと原因とそのメカニズムの解明を行った。次に過去に実施された政策を評価した上で政策提言をした。

当論文では資金の流れに注目し、それを円滑にするために政策提言を行った。結果、税率の引き下げによる個人消費の促進、雇用不安からの雇用創出、セーフティネットの確立、EPA/FTA の締結推進といった分野を問わず幅広くアプローチするに至った。
- 10 今回は資金の流れだけに限定して論文を作成したが、本来の経済はヒト・モノ・カネによって構成されており、残り2つについて述べることはできなかった。

〈参考文献〉

- | | | | | |
|----|---|--------|---------------------------|--------------|
| | 門倉貴史 | (2009) | 恐慌第2波 | 角川SSC新書 |
| | 小幡績 | (2008) | すべての経済はバブルに通じる | 光文社新書 |
| | 榊原英資 | (2008) | 間違いだらけの経済政策 | 日経プレミアシリーズ |
| 5 | 清水啓典 | (2007) | BIS 規制と市場評価 | 証券アナリストジャーナル |
| | 鈴木淑夫 | (2009) | 日本の経済針路 | 岩波書店 |
| | 竹森俊平 | (2008) | 資本主義は嫌いですが それでもマネーは世界を動かす | 日本経済新聞社 |
| | 野口悠紀夫 | (2008) | 世界経済危機 日本の罪と罰 | ダイヤモンド社 |
| 10 | ビル・エモット | (2007) | 日本の選択 | 講談社インターナショナル |
| | 廣宮孝信 | (2009) | 国債を刷れ！ | 彩図社 |
| | 〈HP〉 | | | |
| | 日本銀行 | | | |
| 15 | http://www.boj.or.jp/ | | | |
| | 総務省 | | | |
| | http://www.soumu.go.jp/ | | | |
| | 外務省 | | | |
| | http://www.mofa.go.jp/mofaj/ | | | |
| 20 | 統計局 | | | |
| | http://www.stat.go.jp/ | | | |
| | 国税庁 | | | |
| | http://www.nta.go.jp/ | | | |
| | 日本経済新聞社 | | | |
| 25 | http://www.nikkei.co.jp/ | | | |
| | 読売新聞 | | | |
| | http://www.yomiuri.co.jp/ | | | |
| | 朝日新聞 | | | |
| | http://www.asahi.com/ | | | |

ⁱ 「交易条件」…輸出価格と輸入価格の比率。輸出価格の方が相対的に値上がりして入れば、交易条件は好転（交易利得）という。

ⁱⁱ ビル・エモット「日本の選択」（講談社インターナショナル、2007）

ⁱⁱⁱ 「システミック・リスク」…個別の金融機関の支払い不能等や、特定の市場または決済システムなどの機能不全が、ほかの金融機関、市場、または金融システム全体に波及するリスクのこと。

^{iv} 清水啓典、「BIS 規制と市場評価」『証券アナリストジャーナル』、第 45 巻第 4 号、2007 年 4 月、19-33 ページ