2009 年第 12 回
公共選択学会学生の集い

「世界金融危機下での経済再生を問う」

― 物価と経済成長率の関係に基づく景気循環

からみた景気回復過程及び

内需創出を目的とした新規市場の設立提言 ―

中央大学飯島ゼミ 3 年 B パート

伊藤洸昂　鈴木鮎子

本論文の要約

本論文の目的は、次の 2 点である。まず 1 点目は、物価と経済成長率の関係からみた日本の景気循環構造を用いて、日本の景気後退の根本はデフレーションにあるとし、その解決手段として日銀によるインフレ・ターゲット政策の有用性を証明することである。

そして 2 点目はインフレ・ターゲット政策の実現による緩やかなインフレを実現した日本における内需創出の具体的政策として、既存の金融システムを補完する新しい金融システム「コミュニティ金融」システムの構築と、国内需要の新たな市場として「ICT ニューディール」の推進を提言することである。

これらの目的を達成することで、日本に「実感ある持続的な経済成長」を実現するという我々の考える「経済再生」がなされると考える。我々は「実感ある持続的な経済成長」を「民間需要の持続的、安定的な拡大」と捉え、これが成されれば、国民ひとりひとりが経済成長を実感できるような社会を構築することができると考える。

1 点目については、世界金融危機下における日本の景気落ち込みの要因を分析し、その直接的な原因を外需喪失であるとした。そして、世界金融危機後の円キャリートレードの巻き戻しによる更なる円高と世界金融危機による需要喪失が日本の貿易に打撃を与えたと指摘する。

この点、円安による見かけ上の製品価格競争力の向上が外需依存度の上昇に寄与し、外需主導による経済成長を実現した後、世界金融危機による世界の需要喪失が日本の貿易に打撃を与えたというのが一般的である。しかし、我々が実際に各種統計を分析した結果、実効為替レートにおいて円安であるとは言えず、むしろ円高といえ、上記の考え方は妥当ではないという結論に至った。

そこで、さらに検討した結果、2002～2007 年における景気拡大局面、いわゆる「いざなみ景気」における外需拡大は、円安による製品価格競争力の向上ではなく、2000 年以降継続的に続くデフレーションによる製品価格競争力の向上が根本的な要因であることが分かった。

さらに、このデフレーションこそが今回の景気落ち込みだけでなく、日本の長期的な経済成長を阻む要因であることを「物価と経済成長率の関係からみた景気循環」という視点から論じる。この視点によれば、現在の日本の物価と経済成長の関係性は正常な景気循環ではない。

そこで、我々の望む「実感ある持続的な経済成長」をともなった安定的な経済成長を実現するためには、その前提条件として緩やかなインフレが必要であることがわかった。その前提の下、日銀によるインフレ・ターゲット政策についてその有用性を証明する。

2 点目については、景気循環を正常にした状態で、外需に頼らない内需主導型、特に民間需要主導の経済成長を政策提言する。「コミュニティ金融」と「ICT ニューディール」の 2 つを政策提言とする。

目次

本論文の要約・・・

第一章 はじめに

1. 海を越えてやってきた経済危機

2009 年 10 月現在、米国のサブプライム問題から端を発した世界金融危機と呼ばれる世界同時不況はいまだ世界に大きな影を落としている。IMF の報告によれば、日米欧金融機関の 2007 年から 2010 年までの損失推計額は「4 兆 1000 億ドルに達する可能性がある」[1]とされ、「100 年に 1 度の津波」とのグリーンスパン前 FRB 議長の発言[2]にもあるように、世界経済に大きな傷跡を残した。

一方、日本では世界金融危機に直接関わっていないとされながらも、2008 年 10 - 12 月期には-12.8%の実質 GDP 成長率（年率換算）[3]、2009 年 1 - 3 月は-12.4%の実質 GDP 成長率（年率換算）[4]と大きな打撃を受けた。

2009 年 4−6 月期はエコポイント減税などの景気対策により一時的に景気回復がなされたものの、依然として景気後退局面から脱却できたとは言えず、昨年から指摘されていた景気の「二番底」[5]はほぼ確実だといえる。

＜図 1＞「日本経済予測概要」

as of 2009/10/2

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	CY08	CY09	CY10	FY08	FY09	FY10
(季節調整済み)			予	予	予	予	予	予		予	予		予	予
実質GDP（%前期比、年率）	-12.4	2.3	3.0	2.5	2.5	1.5	1.5	2.0	-0.7	-5.6	2.2	-3.2	-3.0	2.0
個人消費	-4.6	3.0	1.5	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	0.6	-1.0	1.5	-0.5	0.1	1.2
住宅投資	-21.1	-33.0	-30.0	-5.0	0.0	0.0	5.0	0.0	-7.6	-13.3	-7.4	-3.1	-17.8	-1.7
民間設備投資	-30.1	-17.9	0.0	2.0	6.0	6.0	6.0	6.0	-3.9	-19.0	2.8	-9.6	-15.1	5.2
政府消費	0.4	-1.3	2.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	1.1	0.3	1.1	1.2
公共投資	10.5	33.6	25.0	0.0	-5.0	-10.0	0.0	5.0	-6.9	12.7	1.5	-4.4	15.5	-2.2
財・サービスの輸出	-63.9	28.1	27.0	18.0	15.0	15.0	10.0	10.0	1.8	-25.3	16.6	-10.2	-13.2	14.1
財・サービスの輸入	-47.7	-18.9	10.0	5.0	5.0	8.0	8.0	8.0	0.9	-16.0	5.0	-3.7	-12.7	7.1
純輸出（%ポイント、寄与度）	-6.0	5.2	2.1	1.7	1.4	1.2	0.6	0.6	0.2	-2.3	1.6	-1.2	-0.6	1.2
在庫（%ポイント寄与度）	-1.2	-2.7	-0.5	-0.8	-0.6	-0.8	-0.8	-0.4	-0.2	-0.6	-0.8	0.0	-0.9	-0.6
名目GDP	-10.5	-2.1	-2.0	1.5	2.5	-2.6	0.6	1.0	-1.6	-5.7	0.1	-3.5	-3.8	0.2
GDPデフレーター（%前年比）	0.9	0.5	0.5	-2.0	-2.6	-2.5	-1.5	-1.5	-0.9	-0.2	-2.1	-0.3	-1.0	-1.8
コアCPI（%前年比、生鮮食料品を除く）	0.0	-1.0	-2.3	-2.1	-2.0	-2.3	-1.9	-1.5	1.5	-1.3	-1.9	1.2	-1.8	-1.7
失業率（%）	4.4	5.2	5.6	5.8	5.8	5.7	5.5	5.2	4.0	5.3	5.6	4.1	5.6	5.4
鉱工業生産（%前期比、年率）	-63.3	37.6	31.0	15.0	15.0	15.0	16.0	16.0	-3.4	-22.7	18.2	-12.8	-10.4	15.9

出所：モルガンスタンレー「J.P.モルガン ウィークリー・データ・ウォッチ」

このような状況において、今後の日本経済を「再生」する方法があるのか。もしあるとすればどのような方法なのかを本論文で示していく。

---

[1] ロイター（2009）「日米欧の金融機関、不良資産評価損推計 4.1 兆ドル＝ＩＭＦ報告」
[2] AFPBB News（2008）「グリーンスパン前 FRB 議長、米金融危機は「100 年に 1 度の津波」」
[3] 速報値、2000 暦年連鎖価格、四半期データは季節調整、年率換算値
[4] 脚注 3 と同様
[5] 外為どっとコム（2009）「竹中平蔵レポート　W 字型経済シナリオのはじまり」

2. 本論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

まず、第一章では論題解釈として、「世界金融危機下での経済再生を問う」という論題に対し我々の解釈を提示するとともに、我々の考える日本の「経済再生」について論じる。次に、第三章では問題意識として、世界金融危機時の日本の経済構造について、外需依存型の経済構造になった理由を論じる。そして、円安誘導による輸出振興政策があったとされる一般的な議論を見直すことで、日本経済の外需依存傾向の高まりは円安による価格競争力向上ではなく、デフレによる価格競争力の向上によるものだという考えを示す。

そして、第四章では現状分析として、現在の日銀の物価安定政策について分析し、問題点を提示する。その上でその問題点を解決する新しい政策枠組みを提示する。

最後に、第五章では我々が目指す「実感ある持続的な経済成長」を実現する政策提言として、緩やかなインフレ下における民間需要拡大を目的とした具体的政策を提言する。

第二章　論題解釈

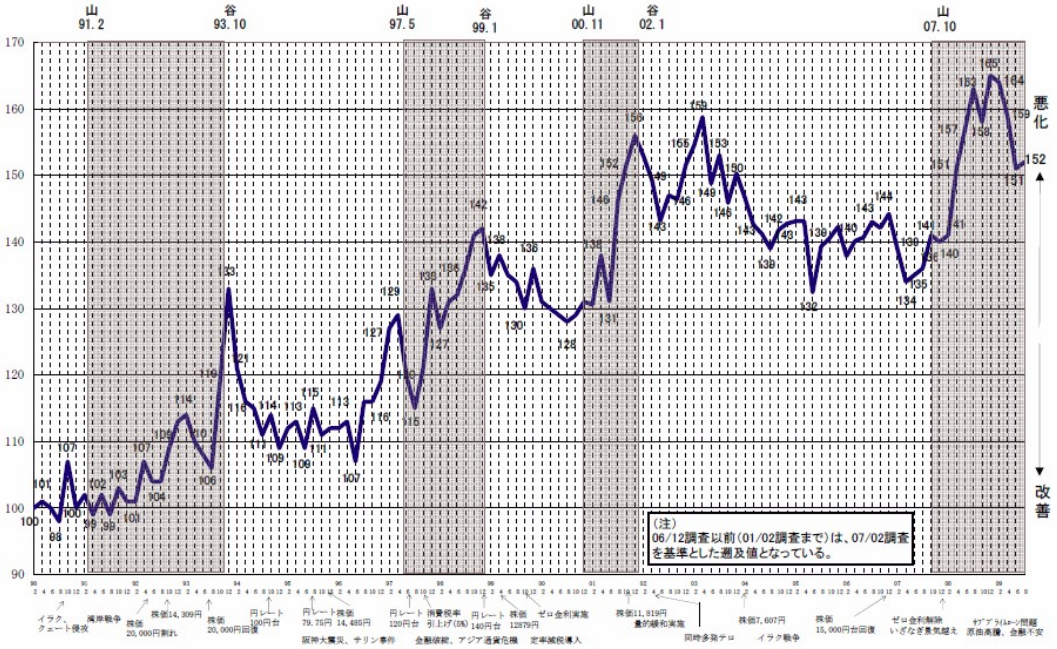
1.　論題解釈から導き出された 2 つの論点

「第 12 回公共選択学会学生の集い」の論題である「世界金融危機下での経済再生を問う」について、我々は以下のように解釈した。それは「世界金融危機の発端となったサブプライム問題が日本経済に何故影響を与えたのか。そして、その原因を踏まえた上で、「経済再生」を通じた将来の日本のあるべき姿を論じる」である。このように解釈した場合、次の 2 点が大きな論点となる。

まず 1 点目は「何故サブプライム問題に直接かかわらなかったとされる日本の景気が落ち込んだのか」である。

そして 2 点目は、なにをもって「経済再生」とするかである。本論文では「経済再生」を「実感ある持続的な経済成長」と捉える。世界金融危機が日本に影響を与える数ヶ月前まで、日本は戦後最長の景気拡大局面であった。しかし、我々の生活は豊かになったのであろうか。社団法人日本リサーチ総合研究所が実施している消費者マインドを把握する指標である「指数生活不安度指数」[6]をみると、今回の景気拡大局面における消費マインドの改善はいままでの景気拡大局面と比較して小幅にとどまっている。さらに、その後の景気後退局面での消費マインドの冷え込みは、77 年 4 月の調査開始以来最も悪い水準を記録している[7]。

＜図 2＞生活不安度指数の推移



出所：社団法人　日本リサーチ総合研究所

[6]今後 1 年間の暮らし向きについて、消費者の主観的な見通しを示す
[7]社団法人日本リサーチ総合研究所（2009）「過去最悪となった消費者心理 」
http://www.research-soken.or.jp/reports/csi/179.html

つまり、2002～2007 年における景気拡大局面、いわゆる「いざなみ景気」は国民の感覚からしてみれば「実感なき景気回復」であったといえる。

我々はこのような視点から日本の現状を分析し、そこから「実感ある持続的な経済成長」をともなった日本の望むべき経済成長のあり方を提示する。

以上の 2 点が本論文の目的である。

第三章　問題意識

1.　本章の流れ

世界金融危機による日本の景気落ち込みの「原因」は何かを議論する前に、まずは世界金融危機とはどのようなものであったか論じる。そして、近年の日本の景気落ち込みの原因は外需に依存した経済成長戦略にあったとする。

外需依存に傾いた理由として一般的には、政府の円安誘導による製品価格競争力の向上が外需依存度を高めた[8]と考えられている。しかし、実際には円安誘導に必要な円売りドル買い介入は 2004 年 4 月以降行なわれておらず[9]、上記説が果たして正しいのかという点に着目した。そこで、我々は他のファンダメンタル要因に原因があるのではないかと疑い、各種統計を改めて分析することにした。

その結果、我が国の本質的な景気回復を実現する上で着目すべき要因を発見した。それは継続的な物価下落、つまりデフレーションである。

2.　世界金融危機とは

2-1　米国の住宅バブル

サブプライムローンとは、「低所得であったり、借金の延滞歴があったりする信用力の低い消費者向けの住宅ローン」の事である。サブプライム層と呼ばれる人達が利用した住宅ローンは金利変動型であり、当初の数年間は低い金利で借りることができるものの、一定の期間が経つと一気に金利が引き上げられるため、サブプライム層の人達は返済に行き詰ることになる。それでは何故金融機関はこのような層に融資をすることが出来たのか。
その理由として 3 つの要因が挙げられると考える。それは①「金利」②「モラル・ハザード」③「金余り」である。

まず①「金利」について論じる。2000 年頃の IT バブル崩壊と「9.11」と呼ばれる世界同時多発テロによる景気減速懸念から、アメリカでは金融緩和によって金利が大幅に引き下げられた。そのため、低金利で住宅ローンを借りる人が増えていった。金利の低下によって人々の借入額は増加し、多くの人が住宅購入に殺到したことで住宅価格は高騰していった。そうした住宅市場加熱ぶりはサブプライム層にまで波及し、多くの人がサブプライムローンを組んだ。この点については、米国では「ホームエクイティローン」[10]が一般的であるため、多くの人が住宅を購入するインセンティブを有していたことも注意したい。

次に②「モラル・ハザード」について論じる。たしかに、サブプライム層に対して融資する側（金融機関）は、ローンを組むことにリスクがある。しかし、住宅価格が上昇している状況では、仮にローンの返済が滞っても担保たる住宅を差し押さえることで、損失を

---

[8] 野口（2008）p.137
[9] 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」http://www.mof.go.jp/feio/monthly/210930.htm
[10] 所有する住宅の正味価値(住宅の市場価値からローンの残りなどの負債を差し引いた価値)を担保にし、この正味価値を融資限度にして組まれたローン。アメリカで個人がリフォーム費用や医療費、教育費などを調達する際に一般的に利用される

回避することが出来る。

また、通常サブプライム層は信用力が低いために、住宅ローンを組むことはできなかったが、このような住宅価格上昇による資産価値の高騰により、高金利のローンを組むことが可能になった。さらに、ローン契約者は住宅価格の上昇によって発生した含み益を担保にすることで、ローンの借り換えや転売による差益を得ていた。当時、住宅バブルに沸くアメリカでは購入した住宅の資産価値は上がり続け、その担保価値が上がることによって消費も旺盛であった。

本来、融資をする金融機関はリスクを増大させることを嫌うはずである。しかし実際には積極的にローンを貸し付けていった。

その理由は、証券化によって自らがリスクを取らなくても利益を上げることができたからである。そして住宅ローンを証券化する証券会社も同じく利益を上げていた。銀行と証券会社の両者は売ってしまえばリスクを取らなくてもいいというモラル・ハザードに陥っていたと言える。

サブプライムローンは証券会社によってまとめて証券化が行われ世界中の投資家がこれを買っていった。証券化されたサブプライム証券は「優先劣後構造」となっており、そのリスクの度合いによって「シニア」「メザニン」「エクイティ」といったように分けられ、格付け会社はそれぞれの証券に対して格付けを行った。

ここで優先劣後構造について説明する[11]。例えば、15 個（A～O）のサブプライムローンで組成されているファンドがあるとする。これらのサブプライムローンはそれぞれのリスクに応じて３つに分けられ、X、Y、Z の 3 人が次のように所有している。

●X 氏所有　　1、2、3、4、5、6、7、8
　利回り＝1%
●Y 氏所有　　9、10、11、12
　利回り＝2%
●Z 氏所有　　13、14、15
　利回り＝6%

X 氏は、A～O までのどのローンの利息が支払われた場合も 8 人まで優先して受け取ることができる。しかし、この優先権を持っているが故に、利回りは１％と一番低い。

Y 氏は、X 氏の次に受け取る権利を持っていて、15 人中 9 人以上利息を払ってくれれば、利息は受け取れる。利回りは 2%である。

Z 氏は、最後に――これを劣後という――受け取る権利を有していて、もし、全員が支払ってくれれば利回りは最高の 6%になる。まさにハイリスク・ハイリターンといえる。この場合、Z 氏は、X 氏や Y 氏よりも多い信用リスクを負担しているので、その分高いリター

[11] 『サブプライム後に何が起きているのか』（春山昇峯・宝島社新書）より作成

ンの可能性を有している。

このようなファンド内での信用の移し替えを「優先劣後構造」という。上記の場合では、X 氏の保有する証券は「シニア」、同様に Y 氏は「メザニン」、Z 氏は「エクイティ」の証券を持っているといえる。

つまり、「シニア」は利回りが低い代わりに証券の信用リスクが低く、「エクイティ」とは信用リスクが高い代わりに高利回りの証券である。そして「メザニン」はその中間に位置する。

格付け会社は最もリスクが低いとされる「シニア」に分類された証券に対して最高格付けのトリプル A 評価を与え、トリプル A 評価を得た証券を投資家は買っていった。また、最もリスクが高い「エクイティ」に分類される証券も利回りが高いことからある程度のリスク許容度のある投資家に買われた。しかし「メザニン」に分類された証券はリスクの高さも利回りも他の二つと比べると中途半端なために売れ残りが発生した。そこでそれらをまとめて再び証券化し、再びそこからトリプル A を作り出すという再証券化を行った。この再証券化された証券もトリプル A 評価を与えられたために投資家は疑うことなく購入したのである。

最後に③「金余り」について論じる。先述の証券化を後押ししたのは世界中でだぶついた資金であったといえる。2000 年代初頭の IT バブル崩壊によって、それまで IT 部門に投資されていた金は投資先を失った。そして中国やインドといった新興国の台頭によってこれまでよりもはるかに安い労働力で生産活動ができるようになり、中国などの貿易黒字国では、資金がだぶついた。それらの資金がアメリカの住宅・不動産市場に向けられたのである。

2-2. 金融市場への影響

このような再証券化は、リスクの再配置という意味でサブプライム問題以前にも他の金融商品に用いられていた。問題は「適正」といえない度重なる再証券化をしてもなお、格付会社が高い格付けをこれらの証券商品に与えていたからである。高い格付けは住宅価格の上昇が今後も続くだろうという希望的観測によって付けられていたためである。

2006 年末～2007 年にかけて、これまで堅調に推移していた住宅価格の上昇が止まり、下落が始まった。そのため、サブプライム層は以前のような住宅価格上昇を見越したローンの掛け換えができなくなった。それと時を同じくして、多くのサブプライムローン契約者が金利変動時期を迎え、返済不能に陥る人が急激に増加した。このローンデフォルトの増加によってアメリカで住宅金融専門業者が破たんに追い込まれるなどしたが、いまだ市場は楽観的であった。この時期は、サブプライム問題は顕在化せずに、いったん終息したかに見えた。その後の 2007 年夏、今度はアメリカ本土ではなく欧州でサブプライム問題が表面化する。もっとも大きな衝撃を市場に与えたのはフランスの BNP パリバ傘下の 3 つのファンドが米資産担保証券（ABS）を大量に取得しており、市場の混乱によってファンドの

資産価値を適正に評価できなくなったとして、ファンドを凍結すると発表した「パリバショック」であった。さらに 2007 年秋になると英ノーザンロック銀行が資金調達に行き詰まり、イギリスでは約 100 年ぶりとなる取付け騒ぎが起こるなど、金融市場において大きな混乱が起こりはじめる。世界主要金融機関もこの時点で大きな損失を抱え、自己資本に傷をつけることになった。2008 年から現在にかけては、アメリカ証券会社のベア・スターンズが破たんに追い込まれ、アメリカ銀行大手 JP モルガンチェースに買収という形で事実上の救済が行われる。

さらに、アメリカの住宅金融公社のファニーメイとフレディマックの経営危機が表面化し金融市場は、さらに不安を駆り立てられた。その対策として、アメリカ政府はこの二つの住宅金融公社を政府の管理下に置き、さらに 2 社に、合わせて 2000 億ドルの優先株購入枠設定を決定した。

他にも、アメリカ証券会社大手の名門リーマン・ブラザーズが韓国産業銀行に融資を打診していたが交渉が決裂し、ベア・スターンズ証券救済時とは打って変わって破たんに追い込まれた。リーマン破たんによるショックは金融界全体をさらに大きく揺るがす引き金となった。一方、アメリカの大手生命保険会社の AIG も経営危機に陥っていたがこれは救済された。政府は金融機関の株安を防ぐために空売り禁止の時限措置が実施され、さらにアメリカ政府は「金融安定化法案」を成立させた。

G7 や G20 でもこの問題が話し合われ、サブプライム問題は新興国をも巻き込んだ世界規模の金融危機であることが改めて浮き彫りとなった。

サブプライム問題の原因は、IT バブル崩壊、世界同時多発テロ等による投資資金の投資先の消失、途上国の貿易黒字拡大による資金余剰が発生し、その資金が低金利で住宅市場が好況だったアメリカへと流れたことにより、住宅バブルを生み出した点にある。そして、このバブルは当局の対応の遅さや市場参加者全員のバブル認識の甘さによって加速度的に膨張していった。

このバブルがはじけると、それまでレバレッジをかけて運用していた金融機関や、サブプライム関連商品を大量に保有していた金融機関や投資家は一転して窮地に立たされることになる。そしてそれ以上に深刻なのは世界の金融市場で信用収縮が発生し、オーバーナイト資金などの短期市場において金融機関は資金調達難に追い込まれ、政府が介入に乗り出してもなお状況は好転しないという金融危機がかつてない規模で進行していることである。

これが簡単ではあるが世界金融危機に至る流れである。

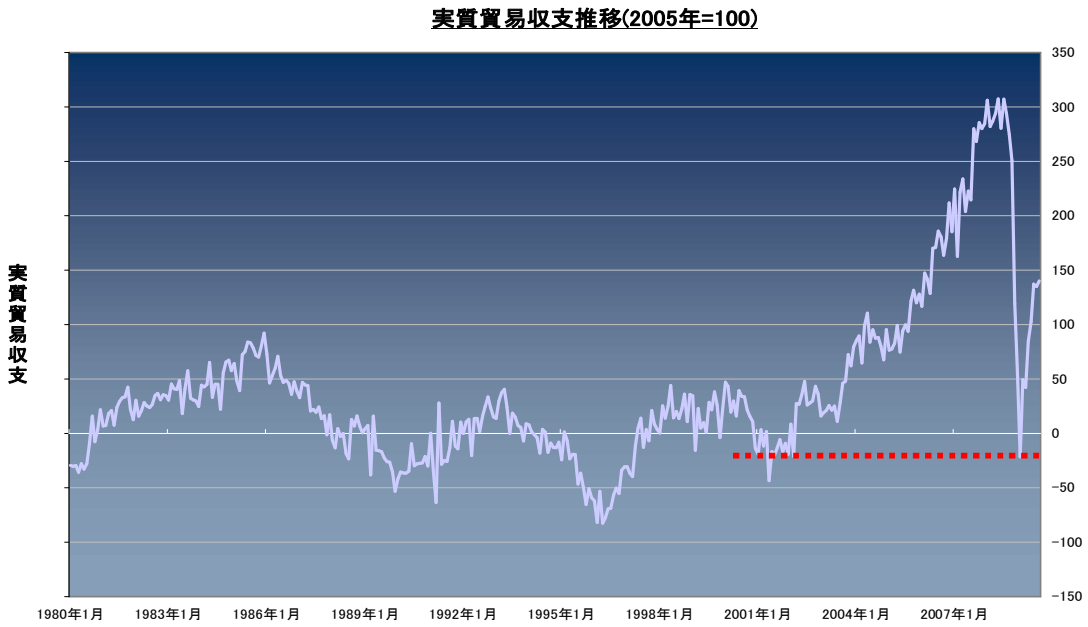
3. 日本における世界金融危機の影響

米国で住宅価格の上昇といった資産バブルが進行していた頃、日本ではようやくバブル崩壊後の不良債権処理が一段落しつつあり、日本の金融機関がサブプライム関連商品を取り扱う余裕はあまりなかった。そのため、2007 年 8 月 9 日のいわゆる「パリバショック」

[12]から始まる世界金融危機はあたかも対岸の火事かのように思われた。

しかし、現実は冒頭に述べたとおり[13]、日本は主要先進各国の中でもっとも大きな景気後退を被った。

＜図 3＞実質貿易収支（2005 年=100）



出所：日本銀行「主要時系列統計データ表（月次）」より飯島ゼミ作成
破線は飯島ゼミ追記

＜図 3＞をみると、日本の実質貿易収支、つまり純輸出は今回の金融危機で 2001 年ごろの水準まで急激に下落した。これが、世界金融危機下における日本の実質経済成長率が下がった直接的な原因である。

その理由として 2 点あげられる。1 点目は、円キャリートレード[14]の巻き戻しによる急激な円高によって輸出企業の収益低下があったことである。円キャリートレードが起こると円売りが起こり為替相場は円安に振れる。ところが、金融危機によって円以外の通貨の利下げが起こると、利ざやを稼げなくなった投資家達は一斉に手仕舞いをし、今度は急激な

---

12 ランス大手銀行 BN パリバ傘下の 3 ファンドが換金を凍結した事から、サブプライムローンのリスクに対する金融不安の動揺が全世界へ飛び火した。

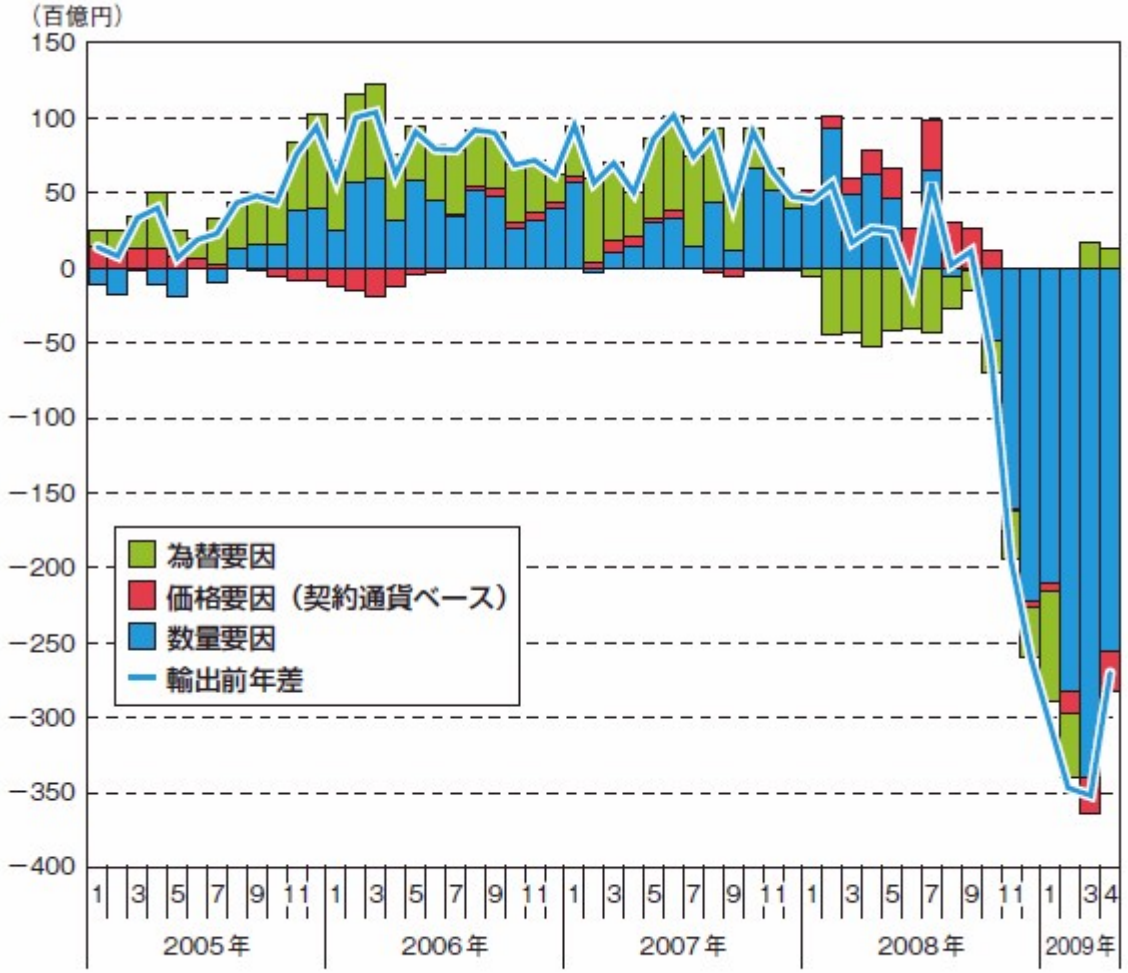
13 本論文 p.4 を参照

14 際的にみて低金利である円を借入れた上で、より高い利回りとなる外国通貨、外国通貨建株式や債券などで運用して利ざや（金利差による利益）を稼ぐ取引である。

円高圧力が発生する。この円高が輸出企業の収益を圧迫することになった。

2 点目は世界金融危機による世界的な需要不足が急速な輸出の減少を引き起こしたことである。＜図 4＞をみると 2008 年終わりからの輸出減の要因として数量要因が大きな比重を占める。これは海外需要の減少と言い換えることができる。

＜図 4＞　輸出（前年差）の要因分解



資料：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」から作成。

出所：経済産業省「通商白書 2009」

4.　外需依存度が高まった原因とは

日本はバブル崩壊後、公共事業を中心とした景気対策を講じたもののその効果は薄く、不況から脱出できなかった。そのため、公共事業といった政府支出を伴う景気対策は国民の支持を得ることができなくなってきた。さらにバブル崩壊後の日本経済は「失われた 10

年」と呼ばれるように、民間消費、設備投資が伸び悩み、出口の見えない不況が続いていた。このような背景から、景気回復するためには輸出による外需促進をする以外、方法はなかったともいえる。

それでは、何故そこまで我が国で外需依存度が高まったのか。一般的には、2001 年以降の日銀の為替非不胎化介入による円安誘導によって製品価格競争力の向上したこと、いわゆる「円安バブル」が原因だとされる[15]。この点について竹中（2009）[16]は「確かに外需の低下が GDP の大幅減少を招いているが、そもそも改革が停滞し、内需が成長しなかったことにこそ、経済悪化の本質がある。同時に円安によって外需関連産業が実力以上に拡大していたのを認めなければならない。つまり、米国には住宅バブルが発生したが、日本では円安バブルが生まれていたのである。マイナス 12.7%という数値は、円安バブルの崩壊も意味している。」と述べる。同様に伊藤（2009）[17]は「…今回の世界的金融危機は、日本経済の一番弱い所を突いてきたとも言えるのだ。（中略）ある意味では輸出バブルが起きていたと言ってもよいかもしれない」としている。

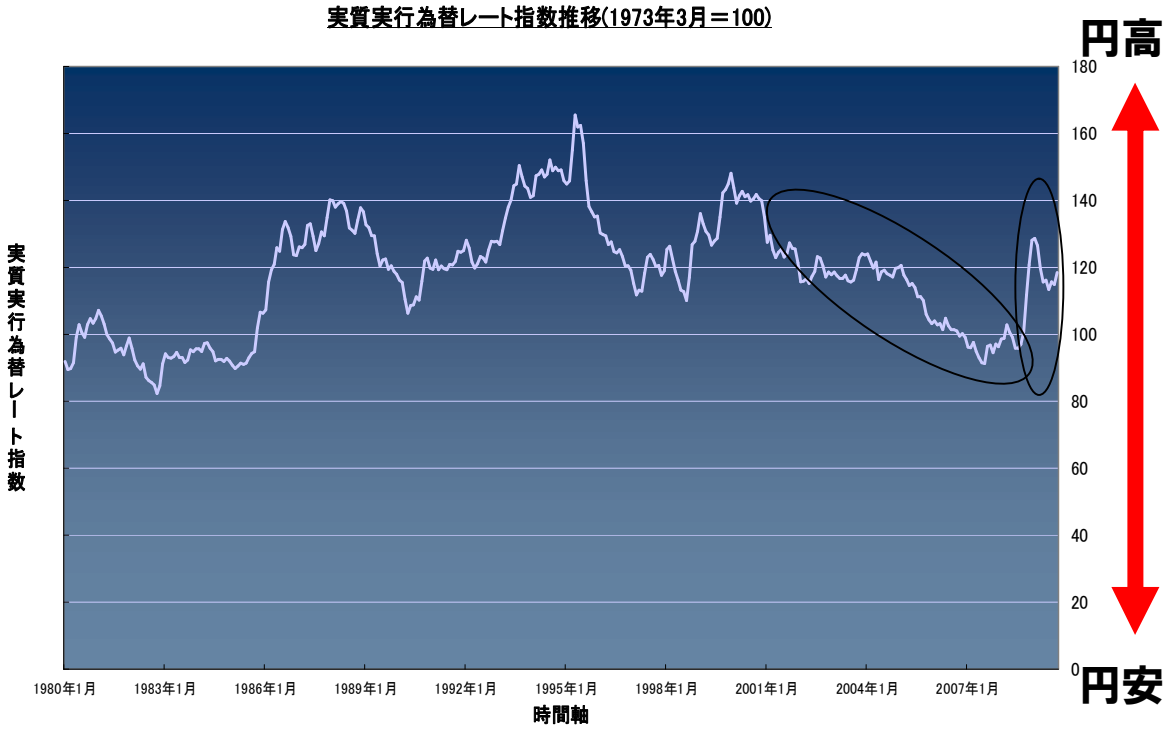
たしかに、政府の円安誘導が日本の製品価格競争力の向上させることで外需依存度を高め、その後の世界金融危機による外需縮小が起こったという議論はよく耳にする。
しかし、円安誘導に必要な円売りドル買い介入は 2004 年 4 月以降現在にいたるまで行なわれておらず[18]、上記説が果たして正しいのかという疑問が生じる。そこで、いざなみ景気（2002～2007 年）の時期に、日本の製品価格競争力の向上の原因が、為替介入による円安誘導にあったのか検討する。

ここでは「日本の製品価格競争力」を捉える観点から実効為替レートについてみてみることにする。

---

15 野口（2008）p.137～p.140
16 日経ネット Plus（2009/02/18）http://netplus.nikkei.co.jp/forum/academy/t_70/e_1722.php
17 新 s あらたにす http://allatanys.jp/B001/UGC020001720090208COK00227.html
18 外国為替平衡操作の実施状況より http://www.mof.go.jp/1c021.htm

＜図 5＞実質実効為替レート指数



出所：日本銀行「主要時系列統計データ表（月次）」より飯島ゼミ作成
矢印、囲いは飯島ゼミ追記

上図をみれば確かに 2002 年から 2007 年かけて円安が進行しており、その後急激な円高が起こっているのがわかる。しかし、名目実効為替レートをみると、むしろ近年は円高であったといえる。この実質、名目 2 つの実効為替レートが示す為替レートの違いは何によってもたらされたのか。以下論じる。

＜図 6＞名目実効為替レート指数

出所：日本銀行「主要時系列統計データ表（月次）」
矢印、囲いは飯島ゼミが追記

名目実効為替レートとは「円と主要な他通貨間のそれぞれの為替レートを、日本と当該相手国・地域間の貿易ウエイトで加重幾何平均したうえで、基準時点を決めて指数化する形で算出」[19]している。一方、実質実効為替レートは名目実効為替レートに「物価の変動」の影響を加えたものである[20]。

つまり、この実質、名目の 2 つの指標がまったく異なった動きをみせる理由として、日本と諸外国のインフレ率の差が挙げられる。

日銀は「一般に、日本の物価上昇率が実効為替レートの算出対象となっている相手国・地域の物価上昇率を上回る場合には、実質実効為替レートは外貨建て名目為替レートが「円高」に振れた場合と同じ方向に動き、逆の場合には外貨建て名目為替レートが「円安」に振れた場合と同じ方向に動くというのが実質実効為替レートの基本的な考え方となっています。」[21]としている。つまり、日本のように長期間デフレが起こっている国の場合、実質実効為替レートは円安方向に振れる力が強まるといえる。

これらより、実質実効為替レートに現れる 2007 年の円安傾向は、日本と諸外国のインフ

[19] 日本銀行「実効為替レート（名目・実質）」の解説 http://www.boj.or.jp/type/exp/stat/exrate.htm
[20] 脚注 19 と同様
[21] 脚注 19 と同様

レ率の差によってもたらされるものだと考えられる。そして、デフレによる見かけ上の円安が実質実効為替レートに反映され、日本の製品価格競争力を高めたといえる。

したがって、2001 年以降の日銀の非不胎化介入による「円安誘導」によって製品価格競争力が向上したわけではなく、日本と諸外国のインフレ率の差、日本におけるデフレが日本の製品価格競争力を向上させたといえる。

さらに、「円安バブル」によって外需依存の経済構造に至ったという考えに対しては溝口（2004）「昨年（2003 年）から今年にかけての大量介入は、日銀が超金融緩和を続けてもデフレが止まらないという異常な状況下で、デフレをさらに深刻化させかねないドル安・円高の投機を抑制するために必要かつやむを得ざる対応であったと考えています。（中略）つまり介入は日本自身のために必要とした措置でありました。」とあるように、円安誘導というよりも、行きすぎた円高阻止の目的が強かったと考えられる。

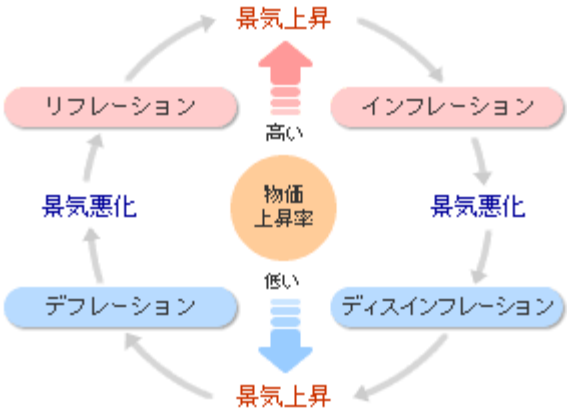
5. 物価と経済成長率の関係からみた景気循環

さらに、デフレの日本経済に与える影響について述べると、確かにいざなみ景気ではインフレなき経済成長を達成したといえる。

しかし「物価と経済成長率の関係からみた景気循環」という視点から見た場合、このいざなみ景気は、今までの景気回復とは異なる回復であったと我々は指摘したい。一般に、経済成長率が高くなり景気が良くなると物価は上昇し、経済成長率が低くなり景気が悪くなると物価は下落すると考えられてきた。

「物価と経済成長率の関係からみた景気循環」[22]においては、次の 4 つの局面で景気が循環すると言われている。

＜図 7＞景気循環（物価と経済成長率）



出所：野村證券「証券用語解説集」

[22]野村證券「証券用語解説集」 http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ke/keikijunkan_b.html

＜図表 8＞景気循環（物価と経済成長率）各局面の説明

リフレーション	物価上昇率が高くなり、かつ経済成長率も高い局面
インフレーション	物価上昇率は高いが、経済成長率は低い局面
ディスインフレーション	物価上昇率は低いが、経済成長率は高い局面
デフレーション	物価上昇率が低くなり、かつ経済成長率も低い局面

出所：野村證券「証券用語解説集」より飯島ゼミが作成

これを日本経済について当てはめると以下のようになる。

＜図表 9＞日本経済の景気循環（物価と経済成長率）

(1) リフレーションの状態 1950 年～60 年代の物価の上昇を伴った消費主導の経済成長が達成された局面
(2) インフレーションの状態 1970 年代の第一次石油ショック後、金融引き締め政策がとられ、景気は沈静化したものの、物価の状況には変化がみられなかった局面
(3)ディスインフレーションの状態 1980 年代後半からバブル景気になり、投資主導の経済成長が達成された局面。その後、1990 年にバブルの崩壊が起こった。
(4) デフレーションの状態 バブル崩壊後以降の日本の状況であり、デフレスパイラルが始まり、不況となった局面。

出所：野村證券「証券用語解説集」より飯島ゼミが作成

その後「いざなみ景気（2002～2007 年）」ではマイナスから 0%程度の低いインフレ率の中で経済成長を遂げたため、ディスインフレの状態といえ、本来循環するはずのリフレーションの状態にはならなかった。

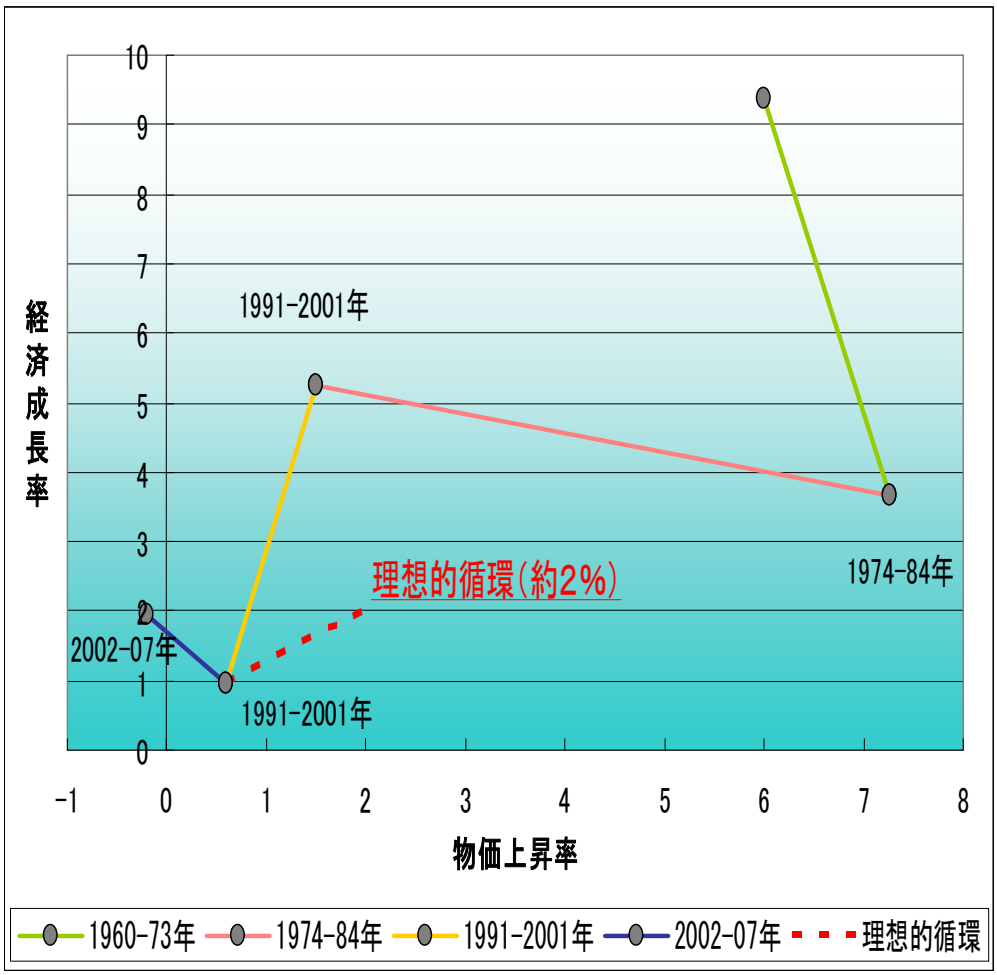
(5)　ディスインフレの状態（2002～2007 年） 物価上昇なき経済成長

そして、2008 年後半からの世界金融危機の時期は、景気後退と経済物価上昇率がマイナスになったため、デフレーションの状態といえる。

(6)　デフレーションの状態　2008 年～ 「世界金融危機」による低成長と低物価上昇率

この（1）～（6）までの局面を図示したのが＜図表 10＞である。

＜図表 10＞　日本における景気循環（物価と経済成長率）



出所：日本銀行「主要時系列統計データ表」より飯島ゼミ作成

つまり、小泉政権下における景気回復はデフレ→リフレの流れに逆行した、デフレ→ディスインフレというかたちでの景気回復であったといえる。たしかに 2002 年から 2007 年はインフレなき経済成長を実現した。しかし、物価の上昇が起こらなかったために、日本は再びデフレーションの時代に戻ってしまった。正常な景気循環に道を進めるためには、物価の安定的な上昇が必要不可欠である。以上より、物価と経済成長率の関係から日本の景気循環をみた場合、正常な景気循環に移行するためには、インフレ率を伴った経済成長が必要である。現状の 0%付近のインフレ率で停滞している状況を打破した上で経済成長を目指す必要があると我々は考える。これが「経済再生」ひいては「実感ある持続的な経済成長」を達成するための条件であると考える。

それでは、正常な景気循環に移行するためにはどれくらいの物価上昇が必要なのか。＜図＞をみると、(4) のデフレーションの状態から (1) インフレーションの状態へ推移するためにはおよそ 2%の物価上昇率が必要だと考えられる。そこで、日本の経済再生のために 2%の物価上昇を実現するための方法を次章で検討する。

第四章　現状分析

1.　本章の流れ

前章では日本の景気後退の原因について、デフレによる見かけ上の円安によって外需依存度が高まったこと。そのような中で起こった海外需要の縮小が、日本の経済成長率に大きな影響を与えたということを述べた。また、景気循環を正常な流れにするという視点からもデフレを脱却する必要性があることを示した。

それでは、デフレを脱却し安定的なインフレを実現するためにはどのような手段があるのか。日本銀行の物価安定政策について論じ、その問題点を指摘した上でインフレ・ターゲット政策によるデフレ脱却を述べる。

2.　日本銀行の金融政策の問題点

日本銀行の存在目的として第一に、「物価の安定」[23]が挙げられている。この「物価の安定」について日銀はどのように捉えているかというと、消費者物価指数（CCPI）の前年比 0～2%程度であれば各委員の「中長期的な物価安定の理解」[24]の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致[25]しているとされる。

しかし、このような理解だと問題が生じる。なぜなら、消費者物価指数には上方バイアスがおよそ 1%存在[26]しており、仮に CCPI 前年比が 0%程度であったとしても、実際にはマイナスの物価上昇率となってしまう。

また、CCCPI を基準にした場合、石油資源などのエネルギー関連の物価変動が含まれてしまうため、国内の物価を適切に把握することは難しいと考える。

近年の日銀の金融政策を振り返ると、2006 年 7 月にゼロ金利政策を解除した後、なんとか CCPI はマイナスを記録しなかったものの、2007 年 2 月の追加利上げによって CCPI は再びマイナスに陥った。というのも 2006 年から CCPI が強含んだのは原油価格高騰の影響である。エネルギー価格を除いた CCPI[27]は一貫して前年同月比マイナスであった。原油価格の影響がなくなれば、CCPI がマイナスに沈むことは充分予想できたはずである。

現在の日銀は、物価の安定を「持続的な経済成長を実現するための不可欠の前提条件」としている。それにも関わらず、消費者物価の前年同月比上昇率が少しでもゼロ%を上回れば金融を引き締めてきた。そしてその引き締めによって消費者物価は再び下落する。このような繰り返しを日銀は現在まで行なっており、日銀はあたかも物価の安定よりも金利正常化を目指すかのような行動をしている。このような日銀の行動、いわば「ゼロ%物価目標政策」が、日本をデフレにとどまらせている原因だと考える。

---

[23] 日本銀行法第 2 条
[24] あくまで日銀の認識を示す目安であって、日銀の政策目標としての規律性は持たないとされる
[25] 政策委員会・金融政策決定会合（2006 年 3 月）より。また判断基準とする物価指標が CCPI であるという点は「春審議委員記者会見要旨」（2005 年 12 月）より
[26] 門倉（2006）「無視できない消費者物価指数の上方バイアス」
[27] 正確には「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価指数」である

3. インフレ・ターゲット政策の有用性

そこで、日本の物価を正常な値に戻し、本来あるべき景気循環の流れに回帰する手段として、我々はインフレ・ターゲット政策に着目した。

インフレ・ターゲット政策とは、中央銀行が「物価安定をインフレ率の数値目標で明示的に表現して、中期的にこの目標の近くにインフレ率を誘導する」[28]金融政策である。国際的な理解としてはIMFの定義[29]があげられる。具体的には＜図表11＞にあるように、

＜図表11＞インフレ・ターゲット政策の定義

① 金融政策の中心的な目標を物価安定に置き、中期的な物価安定目標を具体的な数値として公表していること
② 中期的な物価安定目標を達成するうえでの、何らかの制度的なコミットメントが存在すること
③ 金融政策の透明性・説明責任の改善が図られていること
④ 将来の予想インフレ率と物価安定目標との乖離が金融政策の方向を主として規定付けること

出所：IMF（2006）より飯島ゼミ作成

の４点である。つまり、短期的な物価水準の変化を目的とするのではなく、将来のインフレ率を設定した目標に近づけるために金融政策を行なうということである。

世界に目を向けると、各国の経済状況に応じて若干の差異はあるものの、この政策は1990年頃から採用する中央銀行が増え始め、2006年の時点では25ヶ国が実施している[30]。また、インフレ率の数値目標としては先進国の間では概ね1～3%である[31]。

一方、日銀はインフレ・ターゲット政策に慎重な姿勢をとっている。しかし、現行の「中長期的な物価安定の理解」というあいまいな見解では、金融政策の透明性[32]という観点からも問題であるし、バブル崩壊後から現在まで継続しているデフレからの脱却も困難である。矢野（2009）[33]の分析によれば、0～2%という日銀が目標としたインフレ率が1990年代及び2000年代に低すぎたことが、日本経済をデフレに導いたとされる。

我々は、中長期的なインフレ率の目標値を明確に提示する形でのインフレ・ターゲット政策を日銀が採用することが必要であると考える。日銀が中長期的なインフレ率の目標を明示し、それを実現するための金融政策を実施することに強いコミットメントを与えることで、人々のインフレ「期待（e）」に働きかけ、現実のインフレ率を目標とするインフレ

---

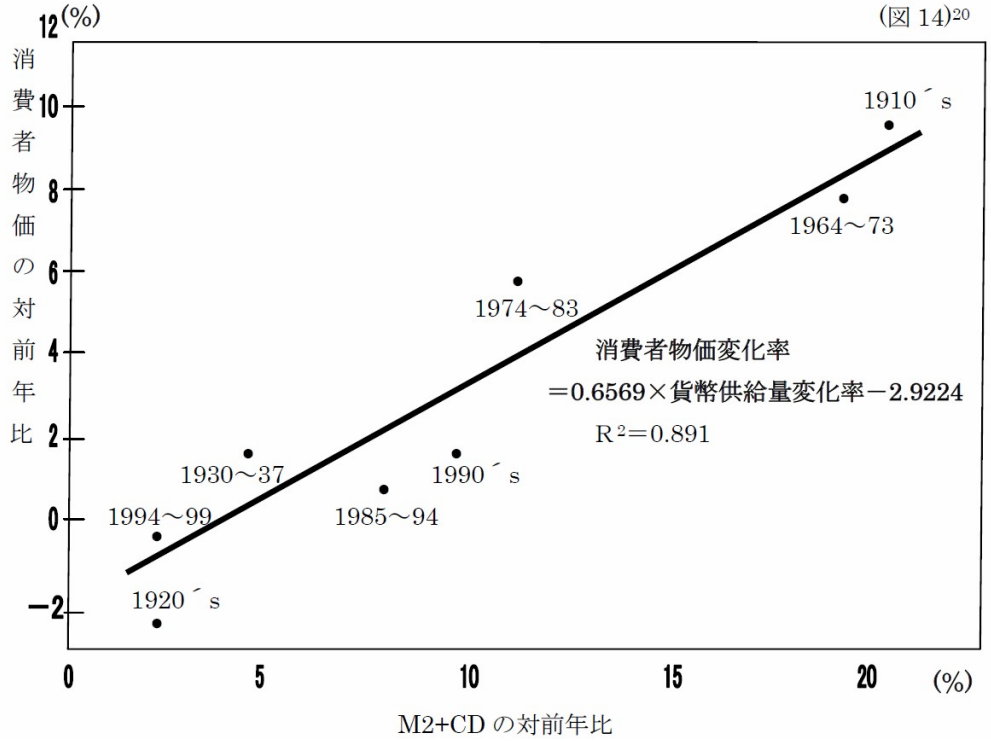
[28] 伊藤（2006）p.3
[29] 飯塚（2006）「第一生命経済研レポート」
[30] IMF（2006）
[31] 財団法人 国際金融情報センター「主要国の金融政策動向」
[32] 日本銀行法3条2項
[33]矢野（2009）"Dynamic Stochastic General Equilibrium Models under the Liquidity Trap and Self-organizing State Space Modeling"

水準に近づける。つまり、日銀は今までの物価安定の理解として物価目標を示すのではなく、明確な努力目標として物価の安定を目指すのである。

4. 日本の貨幣供給量と消費者物価の変化率の長期的関係

日銀はインフレ・ターゲット政策を実施するうえでどの程度のインフレ目標値を設定すればよいのかという点については、前章で示したように 2%の物価上昇率が必要である。
それでは、2%の物価上昇率を実現するためにはどのような政策を日銀がする必要があるのか。本論文では日本の貨幣供給量と消費者物価の変化率の長期的関係(1920 年～2000 年)に着目し、2%の物価上昇率に必要な貨幣供給量の増加量を検討する。＜図表 12＞をみると、

＜図 12＞日本の貨幣供給量と消費者物価の変化率の長期的関係(1920 年～2000 年)[34]



出所：大川一司「長期経済統計 8・物価」「同 5・貯蓄と通貨」、日本銀行「金融経済統計月報」（岩田紀久男（2001）「デフレの経済学」から引用）

このように長期的関係において貨幣供給量と消費者物価の変化率は正の相関を示す。このとき、貨幣供給量変化率の係数は約 0.66 となる。これは貨幣供給量の変化率が 1%増加すると、消費者物価の上昇率は 0.66%ポイント分の上昇が発生することを示している。し

[34] 貨幣供給量の変化以外にも消費者物価の変化をもたらす要因がある。それを説明するのが決定係数 R^2 ＝0.891 である。これは貨幣供給量の変化率によって説明される消費者物価指数の変化率は約 89%であることを示しており、残りの 11%は他の要因によって変化することを示す

たがって、貨幣供給量が 4.4%になると、消費者物価の上昇はゼロになる。

つまり、日本経済の場合において、インフレになるか、デフレになるかは、貨幣供給量の増加率の約 4.4%が基準と定義づけられる。さらに前述した我々が提示する緩やかなインフレ目標値である 2%を実現するためには、＜図表 12＞より、貨幣供給量増加率を約 7%にする必要がある。現在の貨幣供給量増加率は約 3%[35]なので貨幣供給量増加率を約 4%増加させれば良い。この貨幣供給量の増加分 4%については、「日銀による長期国債の引き受け」[36]によって実施する。この理由として、今までのような買いオペによる量的緩和を行なっても、現在のような不況下における資金需要の縮小により、ベースマネーが増えるだけでマネーサプライに変化を与えることが出来ない可能性があるためである。つまり、民間金融機関を通じた従来の量的緩和政策では限界がある。日本と同じく、現在でも明確にインフレ・ターゲット政策を実施していないとされる米国[37]でも FRB による 2009 年 3 月から最大 3000 億ドル規模の長期国債買い取りを表明[38]している。

2009 年 8 月時点のマネーストック（M2）約 760 兆円（平均残高）[39]の 4%は約 30 兆円である。これを毎年日銀に引き受けさせ、それによって得た財源を政府が民間需要創出に繋がる政策に投入すればよいと考える。そうすることで家計や企業のインフレ期待(e)を高め、緩やかなインフレ率を維持しつつ、内需主導の景気回復を実現することが出来ると考える。

---

[35]日本銀行「主要時系列統計データ表（月次）」よりマネーストック（M2）

[36]現在、日銀では非伝統的な政策であるとして、国債の日銀引き受けは行なっていないが、財政法 5 条但し書きの適用により国会の議決を得れば現行法でも可能である。この手段を指示する経済学者として、岩田規久男、伊藤隆敏、浜田広一、浅田統一郎、バーナンキ、クルーグマンなどがいる

[37] 日銀の「中長期的な物価安定の理解」と同様に、FRB では「一般的に心地よいと言われている水準」として 1～2%のインフレ率を設定している

[38] ロイター（2009）「米 FRB が長期国債買い入れ表明、MBS も追加購入へ」
http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-37055420090318

[39] 脚注 34 参照

第五章　政策提言

1.　本章の流れ

前章において、正常な景気循環を達成するために、2%のインフレ目標を設定したインフレ・ターゲット政策によって、緩やかな物価上昇率を日本で実現する必要性を述べた。緩やかな物価上昇率を得た日本においていかにして「実感ある持続的な経済成長」を実現するか。本論文ではこの答えを民間需要、つまり民間消費と民間設備投資の持続的な成長にあるとする。そこで、我々は既存の金融システムを補完する新しい金融市場である「コミュニティ金融」と、国内市場で今後大きな成長が見込まれる情報通信分野に積極的に投資するという「ICT ニューディール」の 2 つの内需拡大政策を提言する。

2.　内需による経済成長

「実感ある持続的な経済成長」を達成すためには、どこに働きかければよいだろうか。「実感ある経済成長」とは、言い換えれば、経済の発展、成長が国民の目に見える形で進むことである。数字だけの実感なき経済成長では意味がない。実感ある経済成長のためには内需、特に消費および投資の成長が必要不可欠である。本論文ではこれまで、日本の景気後退の要因はデフレによる外需依存体制が崩れたことにあることを述べた。外需依存の状態においては、外需が大きい場合には成長を見込めるが、外需が常に好調である保証はない。外需によって安定的な経済成長を実現することは困難である。また、前述[40]の生活不安度指数によって、外需依存であった「いざなみ景気」は実感なき経済成長であった点も指摘した。よって、外需によってはこの目標は達成されえない。政府による財政政策の有用性が失われている点についても前述[41]のとおりである。以上より、我々は内需の拡大によって「実感ある持続的な経済成長」がなされると考える。内需拡大の具体的政策として我々は、「コミュニティ金融」及び「ICT ニューディール」を提言する。

3.　コミュニティ金融

3-1.　新しい金融システムとしての「コミュニティ金融」

安定成長の土台としてインフレ・ターゲットが成された際、どのような事態が起こりうるだろうか。インフレにより、家計の資本が目減りする。これを回避するために、家計は資本を投資にまわそうとするであろう。しかし、その投資対象である金融市場こそが、今回の世界同時不況の原因ではなかっただろうか。新たな政策を提言する前に、現在の金融システムの問題点について述べる必要がある。確かに、世界経済のグローバル化において、金融システムの高度化はよい影響をあたえた。しかし、世界金融危機は金融システムの高度化複雑化による、信用リスクの移転が原因であった。自分の資産が何に投資されているのか、どんなリスクに晒されているのか。これらを現状の間接金融における投資で、一般の投資家が知ることは非常に困難である。預金についても安心はできず、銀行が運用する

---

[40] 本論文 p.6＜図表 2＞を参照
[41] 本論文 p.13 参照

証券にどういったリスクが含まれているかは、預金者はもちろん、銀行すら判断できない場合がある。金融システムの複雑化により、我々のような一般の個人投資家ではリスクを見極めることは困難になってしまった。この信用リスクの移転によるモラル・ハザードが、バブルを生んだのである。現在世界では、このような金融システムを規制する流れに進んでいる。しかし、どのような規制をしたとしても、法の抜け穴をついて、別なバブルを生み出しかねない。しかし、既存のシステムを破壊して、1から作り直すこともできない。そこで、我々は「お金を必要としている人へ、お金が余っている人が、金を融通する」という、金融の趣旨に立ち返り、既存の金融システムの隙間を埋めるような新たな金融システムを構築するべきだと考えた。

そこで我々が提言するのは、「コミュニティ金融」という、既存の金融システムを補完する新しい金融システムである。コミュニティ金融の特徴として、まず直接金融という点が挙げられる。コミュニティ金融は、投資家と投資先の間に金融機関・投資機関を介さず、直接的な取引を行なう。業務の効率上、間に仲介企業[42]が入る場合もある。しかしこれはあくまでも取引業務の代替であり、コミュニティ金融において信用リスクが移転する危険性は低い。また、コミュニティ金融には地域を活性化させる効果が挙げられる。コミュニティ金融により、地域の企業へ資金が供給されることにより、コミュニティ内の貨幣循環、あるいは企業の投資によって設備・サービスの拡大が行なわれる。こうしたコミュニティ金融の、自分の投資先が明快で、投資の成果が目に見えて現れる特徴を、我々は「金融の見える化」と呼ぶ。そして、このように身近な環境が活性化することを肌で感じられるということは、「実感ある経済成長」に他ならない。コミュニティ金融による経済成長で、成長を身近に感じ、その上で安定的に成長を達成するというのが我々の政策提言である。

それではコミュニティ金融の細かな内容を論じる前に、コミュニティビジネスというものについて説明したい。信金中央金庫総合研究所の澤山弘氏は、コミュニティビジネスの定義[43]を「住民主体のスモールビジネスを導入し、コミュニティの諸問題の解決に貢献することを目的としている【コミュニティ・ソリューション】活動、【市民事業体】、【地域市民事業】、【市民ベンチャー】、【住民主体の地域事業】」としている。[44]つまり地元の企業、もしくは地元に貢献する事業のことであり、これは我々の言う身近な環境である。我々の考えるコミュニティ金融とは、コミュニティビジネスに消費者が直接投資できる金融システムのことである。この金融システムで、消費者の新たな投資先を創出し、その投資が身近な環境を活性化することになる。「金融の地産地消」であるコミュニティ金融のシステムを次の図より説明する。

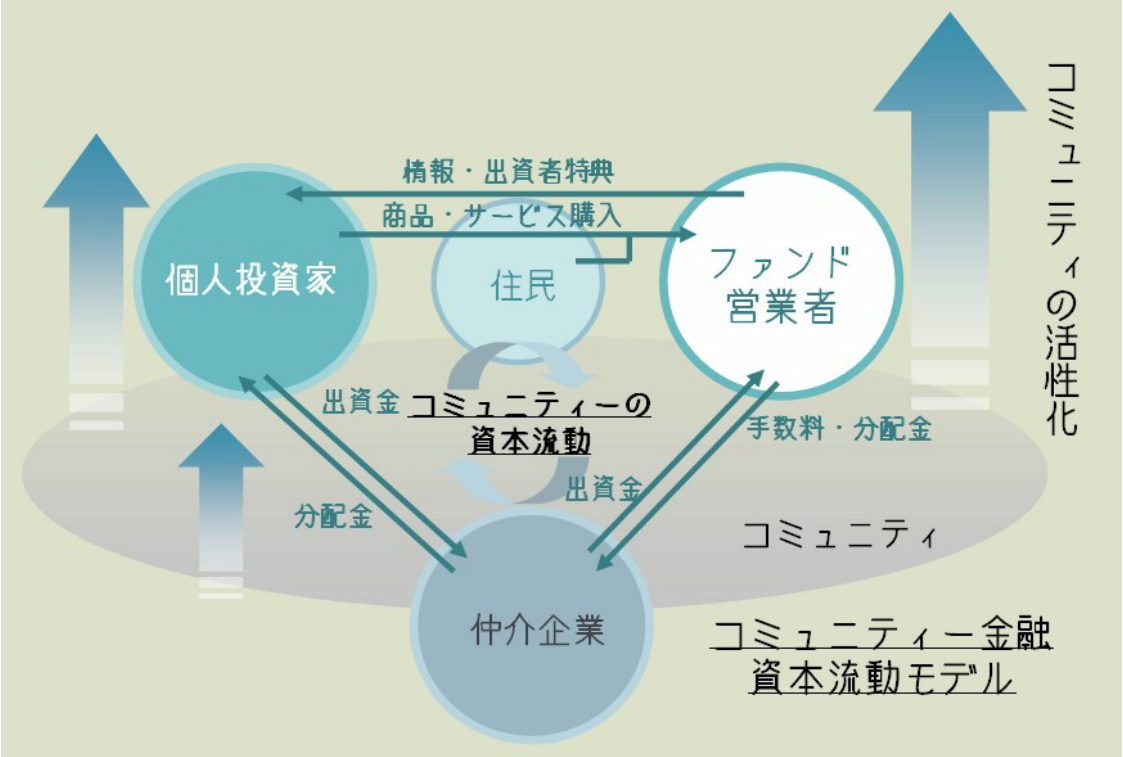
---

42 本論文 p.26 で後述する

43 滝沢弘（2009）「NPO・コミュニティビジネスと地域通貨」
http://wwwsoc.nii.ac.jp/jsme/kinyu/pdf/05s/05s212-sawayama.pdf(2009/09/15)より引用

44 同氏は「両者の最も重要な相違は、NPO 法人は「事業の組織形態」のひとつであるのに対し、コミュニティビジネスは「事業の内容」を指すという点にある。さらに、コミュニティビジネスは、地域に関わる事業であり、事業性を重視しており、営利企業であってかまわない、といった点も挙げられる。」と述べている

＜図表 13＞コミュニティ金融貨幣流動モデル



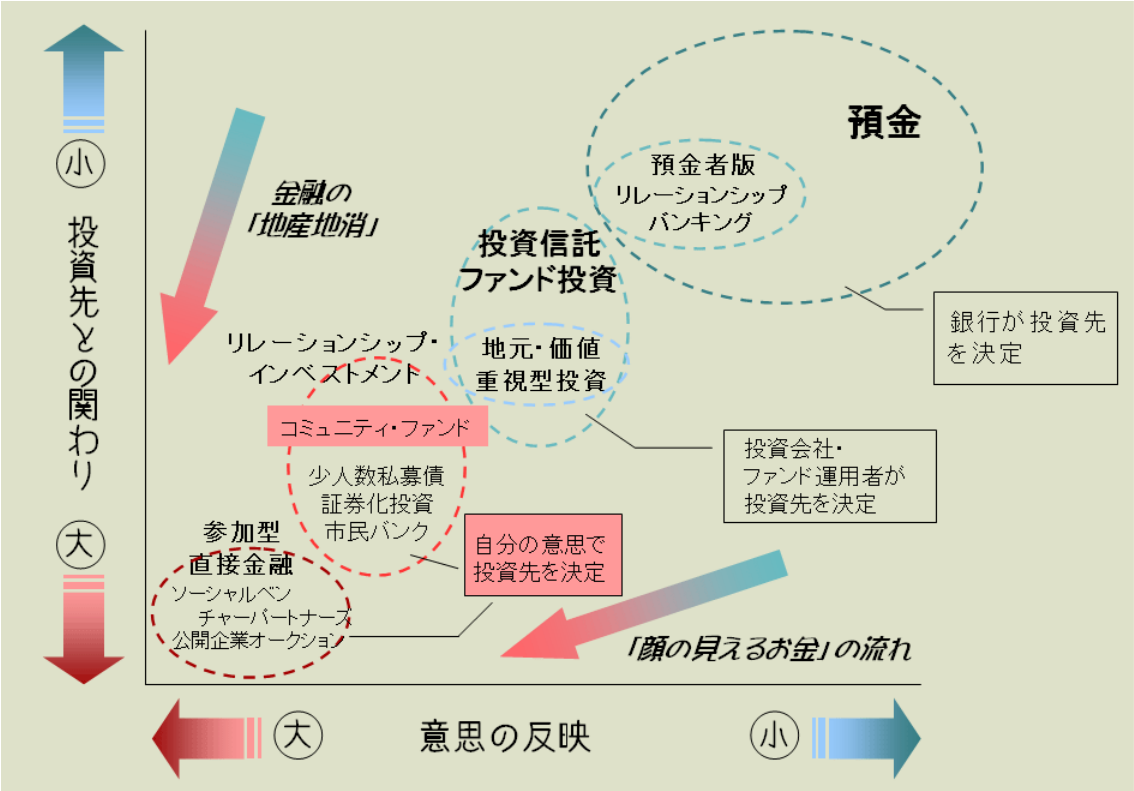
出所：コミュニティ金融モデルを飯島ゼミが作成

まず、ファンド営業者（＜図表 13＞右上）について説明する。資金需要のある企業は、単独もしくは目的を同じとする企業複数で、ファンド（＝以下、コミュニティファンドと表記する）を設立する。企業は、コミュニティファンドで出資を募り、個人投資家（図表左上）はこのコミュニティファンドへ出資することになる。この両者の間に、先ほど述べた仲介企業（同図表下部）が介入する。仲介企業は手数料・分配金を収益として個人投資家とコミュニティファンド営業者との取引業務を代替し仲立ちとなる機関である。日本ではまだ馴染みの薄いシステムではあるが、一部企業・NPO がコミュニティファンド・仲介企業として精力的に活動している。8 億 6 千万円もの出資金が集まるコミュニティファンド[45]もあり、国民からも支持が得られている。このシステムは、個人投資家は自分の地元企業、嗜好品を扱っている企業、価値観、理念に共感できる企業など、身近な馴染み深いものへと投資を行う。企業側の募集目的は、地元の伝統を守りたい、環境活動を行いたい、こういった手法で製品をつくりたい、など様々であり、出資金はそうした目的の元に運用される。こういった事業の多くは、活動実績がなく採算性が不明確な部分があるため、金融機関からの融資が困難な場合が多い。しかしこのシステムなら、企業の価値観に共感した投資家からの出資が得られる。さらに企業側のメリットとして、トランザクション・コスト[46]

[45] 市民風車ファンド 2006(大間･秋田･波崎･海上) 匿名組 http://www.greenfund.jp/fund/fund_2006.html

を削減することができる。出資者のメリットとしては、利息[47]だけでなく、地元の設備拡充、活性化への貢献、嗜好品の現物支給といった効用が得られるという点が挙げられる。また、この金融システムでは、既存の預金やファンド投資と違って、投資先との関わり、意見の反映が大きく、自分の投資したお金に能動的に関わることができる。（図表 14 参照）

＜図表 14＞コミュニティ金融の仕組み



出所：「構想日本」コミュニティ金融を参考に飯島ゼミが作成

それでは次に、これらのコミュニティ金融の先行事例を 2 つ紹介した上で、我々の考えるコミュニティ金融システムを提言する。

---

46 トランザクション・コストとは、市場取引の際に生じるコストであり、主要なものは取引相手を探すための「検索コスト」、適正な価格で取引が行なわれるための交渉にかかる「交渉コスト」、契約執行に際して、契約通りに履行されていることを確認するための監視にかかる「モニタリングコスト」のことである

47 利息のつかないファンドもある

3-2　コミュニティ金融の先行事例

3-2-1　北海道グリーンファンド

北海道グリーンファンドは 1999 年に「環境負荷の少ない、持続可能なエネルギー未来を目指して、市民や地域が主体となった省エネルギー活動の推進と、再生可能な自然エネルギーの普及、促進、及びそのために必要な社会的制度、政策の提言と実現をもって社会全体の利益の増進に寄与することを目的とする。」[48]として設立された NPO である。様々な環境活動[49]を行っており、その一環として、「市民風車」設置を目的とした基金を設立した。

NPO は出資を募れないので、株式会社北海道市民風力発電(現株式会社市民風力発電)が出資を募集したが、本論文では便宜上、北海道グリーンファンドを募集主体として表記する。次に仲介企業部分は、株式会社自然エネルギー市民ファンド（以下市民ファンド）が担当している。市民ファンドは、2003 年 2 月に市民が参加する自然エネルギーの普及を全国的に推し進めることを目的として設立された。北海道グリーンファンドは、一口 50 万円の高額の募集、市民団体では初の大型風力発電を建設という条件の中、214 人から総事業費の 8 割である 1 億 4150 万円の出資を受けた。このようなリスクが低いとは言えないファンドに、出資者たちはなぜ出資したのだろうか。北海道グリーンファンドは、「長期に渡る経済不況の中、多くの市民が出資というリスクの伴う参加を決めたのは、拠出した資金が誰によって何に使われるのかという透明性があることと、市民がエネルギーをつくるという夢への投資に参加したいという思いが理由としてあげられています。そして未来の環境に対して少し貢献できたというささやかな満足感が風車を思うたび心の中に広がります。わたしたちはこうしたひとりひとりの未来の環境を思う気持ちを形にするため、風力発電事業をはじめとしたエネルギーにかかわる取り組みを進めています。」と述べている。現地に在住していなくても、ふるさと納税のつもりで出資している人もいるという。

こうして 2001 年に北海道浜頓別に建設された風車は「はまかぜちゃん」と呼ばれ、出資者・地元民から今も親しまれている。運用についても、2008 年 2 月第 6 期の時点で、一口 50 万円当たり、約 24 万円の返済をしている。17 年運用計画の債権において、これは非常に順調なペースといえる。

北海道グリーンファンドでは、住民イベントなどを通じて、風力発電の専門知識・経験を地域住民に提供している。住民イベントを通じた出資者間の交流も盛んで、お互いに地域を育てているという連帯感が生まれるという。また北海道グリーンファンドは、風力発電のノウハウを他県の環境 NPO へ提供し、風力発電ファンド設立を支援している。北海道グリーンファンドを中心として北陸に広まった、NPO によって設立された風車は、現在 11 ヶ所に存在する。そのいずれもコミュニティ金融による出資で建てられたものである。このように、コミュニティ金融は、地域の活性化だけでなく、出資者と企業、出資者間、コミュニティ間という、人と人とをつなぐネットワークの推進力ともなっている。

---

[48] 内閣府 NPO ホームページより引用（http://www.npo-homepage.go.jp/index.html）
[49] http://www.h-greenfund.jp/index.html

3-2-3. 全量純米酒造ファンド

全量純米酒造ファンドとは、蔵で製造される日本酒すべてを、本来の日本酒である純米酒とすることを目指す、全国の有志 20 蔵で設立されたファンドである。

米と米麹のみから造る純米酒は原価が高く酒造のコストとなるため、純米酒は世の中に出回る日本酒の 2 割にも満たない。ファンドを設立した蔵では、「伝統を守り続け、次の世代へ伝える」という信念の元、出資を募っている。そして出資者には日本酒の未来を自分たちに託す応援団になってほしいと訴えている。このファンドは一口 5 万円から出資を募っており、毎年利息がつくのではなく、1 年目に製造し 3 年間熟成させ、出資から 4 年後にその純米酒を販売し、販売数に応じて配当が出るシステムをとっている。4 年後まで利息は発生しないが、出資者特典として、年 4 回で合計 1 万円相当の日本酒の送付、酒粕の送付、酒造見学、利き酒イベントへの参加といった特典を設けている。また、純米酒が元本を保証するまで販売できなかった場合は、その売れ残った純米酒を返還に当てる予定としている。[50]日本酒の好きな人には悪くない条件であり、自分の嗜好品、産地の活性化に貢献できる点も魅力である。

実際、2007 年の第 1 回の募集では当初 2 ヶ月設けていた募集期間が 2 週間で募集金額に達した。その後募集に出された 4 つのファンドもすべてが募集額に達し、現在は 6 つ目のファンドの出資者を募集中である。

このファンドの仲介は、株式会社ミュージックセキュリティという企業が行っている。この企業は、純米酒造ファンドの他に、無農薬米、林業再生、レストランなど様々な事業者のファンドの仲介を行っている。さらに 2009 年に、消費者⇔仲介業者⇔ファンドという仕組みを、使いやすい形にパッケージ化し、セキュリテ[51]という新しい資本市場を立ち上げた。これはネットショッピングのように、会員登録や決済の仕組みがすでについているプラットフォームで、そこに事業者が出店して、ネット上でファンドを売ることができる仕組みになっている。会員管理やファンド運営、決済などはミュージックセキュリティが運営しており、現在 6 つのファンドがセキュリテで出店している。

前述のグリーンファンドでも言えることだが、このようなファンドに出資する投資家の第一目的は利息による利益ではないことが多い[52]。地元、嗜好品の発展への貢献や、エコ活動といった自分の目的に応じて投資活動を行なう。こうした、収益を稼ぐためではない、自分の応援したい企業へ投資することが、本来の投資のあるべき姿なのではないだろうか。

3-3. コミュニティ金融が日本に与える経済効果

証券化といっても、このように価値観をつなぐ、人と人をつなぐ証券化もある。金融は

---

[50] 第 1 回目の純米酒ファンド（2007 年募集）は年販売開始を 2011 年と予定しており、現在、償還しているファンドはない

[51] 脱字ではない

[52] ミュージックセキュリティでは、出資者、ファンド支援者同士の交流を目的として、セキュリテ上に各ファンドの SNS を設置している

手段であって目的ではない。つまりお金が必要なところに、形を変えて血液のように流してあげるのが金融の本来の役割である。しかし、いつの間にか金融は収益を稼ぐための道具になってしまっているのではないだろうか。

我々が提言するコミュニティ金融とは、新たな直接金融市場の創造である。そこでは「金融のみえる化」によって本来の金融に立ち返った金融システムが、コミュニティの「人・モノ・金」を循環させる。そしてその循環は地域、産業を活性化させるのである。

最後に、コミュニティ金融市場へ国民の貯蓄が回された場合の経済効果を考える。コミュニティ金融の目的は、我々が経済成長を実感するという点に主眼が置かれている。しかしそれは、数字の上での経済発展という効果は期待できないという意味ではない。出資を受けた企業（コミュニティファンド）は、新たな事業を興したり、設備投資のための資金調達のためにこの市場に参加したりすると仮定する。日本の個人金融資産は約 1400 兆円あるといわれている。 この内の 1%が投資に回された場合、国民所得の成長はどうなるだろうか。

簡単な乗数理論を用いて試算する。

ΔＹ＝（1／s）ΔＩ
限界貯蓄性向　s＝0.4
投資　Ｉ＝14 兆円
ΔＹ＝（1／0.4）×14 兆円
　　＝35 兆円

以上より、個人金融資産が 1%投資に回っただけで 35 兆円もの経済成長が期待できるのである。これにより GDP の 6%成長が達成される。この試算はあくまでモデルにおけるいわば理想値である。だが本当にただの理想でしかないのだろうか。

コミュニティ金融は直接金融・地域活性化によって、実感ある経済成長を実現する。また、外的な要因により自国経済が翻弄される外需依存の体制とは構造を異にしている。あくまで日本の経済力を高めることにより持続的な経済発展をも可能にするのだ。このように我々が主眼に置いている「実感ある持続的な経済成長」を果たすことができれば、上記の試算も決して机上の空論ではなくなると我々は考えている。

次に ICT ニューディールについて論じる。

4. ICT ニューディール

4-1. 情報通信技術（ICT）分野について

次に、民間需要拡大の政策として我々が提言するのは情報通信技術（ICT）分野[53]における消費と投資の拡大である。ICT 分野では新しい技術が絶え間なく登場しており、我々の社会経済活動に及ぼす影響も大きい。たとえば、RFID[54]技術という言葉は耳慣れないが、我々は気づかぬうちに、クレジットカードのセキュリティロックや Suica や PASMO などの乗車カード、電子マネーである Edy などで実際に利用している。これらにより、電車の切符を買うためにならぶ必要がなくなったり、少額の買い物の時にいちいち財布の中から小銭を探す手間が省けたりなど、一見小さな便利さかも知れないが、着実に我々の生活が効率的になっている。

他にも SCM[55]分野においては、生産の合理化技術としてバーコードを使った POS システムがすでに存在するが、この技術によってさらに効率化されると期待される。すでに、米国ではウォルマートが在庫管理に RFID を採用し在庫管理の最適化を進めている[56]。我々の目に見えないところでこのように普段の生活にも ICT 分野は密接に関わっているのである。

日本における ICT 分野の市場規模は約 98 兆円で全産業の約 1 割を占めており全産業の中で最大規模の産業である。ICT 分野の実質経済成長率に対する寄与度は 2007 年の 2.4%に対して 0.8%にものぼる。また、過去 5 年間における平均寄与率は約 34%であったと共に、景気の好不況にかかわりなく、経済成長に常にプラスの寄与をしているという点もある。

このようなことから情報通信産業は、我が国の経済成長をけん引する役割を一貫して果たしてきたといえる。他にも、情報通信と経済成長は高い相関関係を示すことを各種統計から見出すことができる。

さらに ICT 分野は、あらゆる産業と密接に関連していることから経済波及効果が大きく、ICT 産業の付加価値誘発額は約 42 兆円[57]とされている。地球温暖化問題に関しても、ICT 分野は 2012 年において日本の 1990 年度の CO_2 総排出量の 3%分（約 3800 万トン）の削減に貢献するという推計[58]もある

しかし、日米のICT分野に対する投資額の比較をみると、日本の投資額は、1990年代前半は米国と遜色ない水準にあったが、その後大きな差が生まれている。2006年には民間設備投資に占める情報化投資の比率は米国の34.0%に対し、日本は22.2%にとどまっている。

---

[53] ICT（Information and Communication Technology）の略。情報通信白書によれば「経済的活動として情報を生産、収集、加工、蓄積、提供、伝達する情報通信活動を行う産業と定義しており、「通信業」「放送業」「情報サービス業」「映像・音声・文字情報制作業」「情報通信関連製造業」「情報通信関連サービス業」「情報通信関連建設業」「研究」の 8 部門」がこれにあたる

[54] Radio Frequency IDentification「電波による個体識別」の略

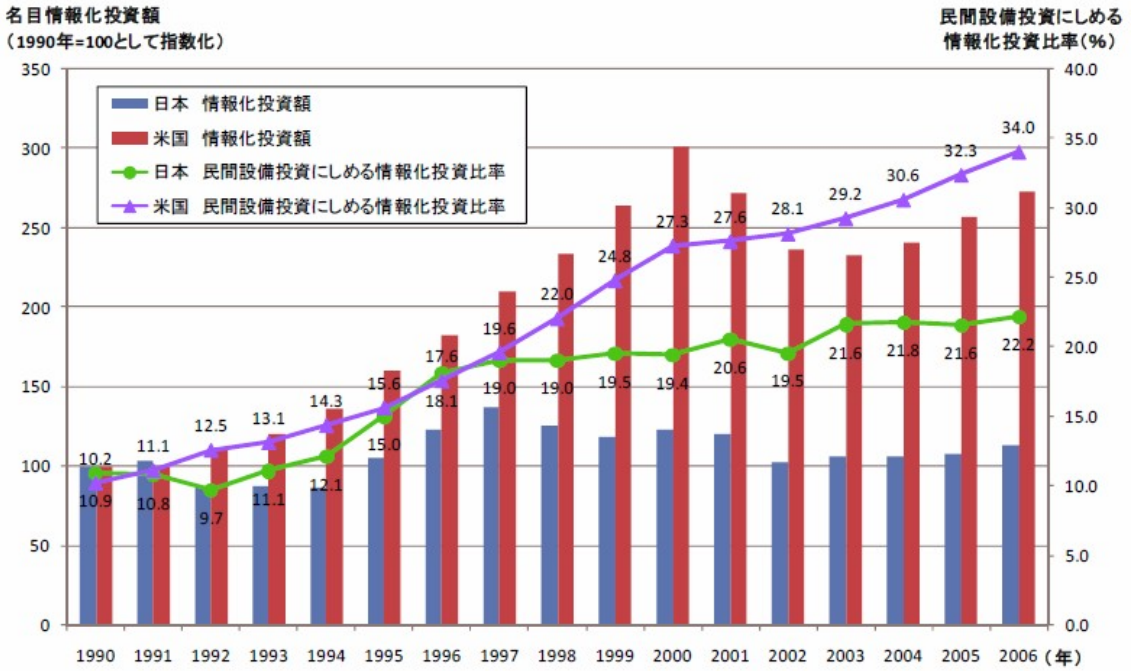
[55] Supply Chain Management「供給連鎖管理」の略

[56] WIRED VISION NEWS ARCHIVES(2005)ウォルマート「RFID タグで在庫補充が 3 倍効率的に」

[57] 2005 年時の推定

[58] 「地球温暖化問題への対応に向けたICT 政策に関する研究会報告書」p.24～p.42

＜図15＞日米におけるICT分野投資額の推移



出所：総務省（2009）「情報化投資の加速による経済再生に向けた中間レポート」

世界的な経済危機が深刻化する中で、世界の主要国は大胆な景気対策を打ち出し、情報化投資の重点化を政府主導で打ち出している。例えば、米国はオバマ政権下での“技術・イノベーション戦略”を主要施策の一つと位置付けており、英国は、2009年6月ICT分野の新行動計画“デジタル・ブリテン”を公表している。また、韓国は“国家情報化基本計画”を公表しICT産業生産額を267.6兆ウォン（2007年）から2012年に386兆ウォンに拡大するなど5大目標（2大エンジン、3大分野）を設定し、フランスは、2008年10月包括的なデジタル国家戦略「デジタルフランス2012」を公表し“2012年までにGDPに占めるICTのシェアを6%から12%へ倍増させる”ことを目標とするなど、世界的にみてもICT分野は注目されている。

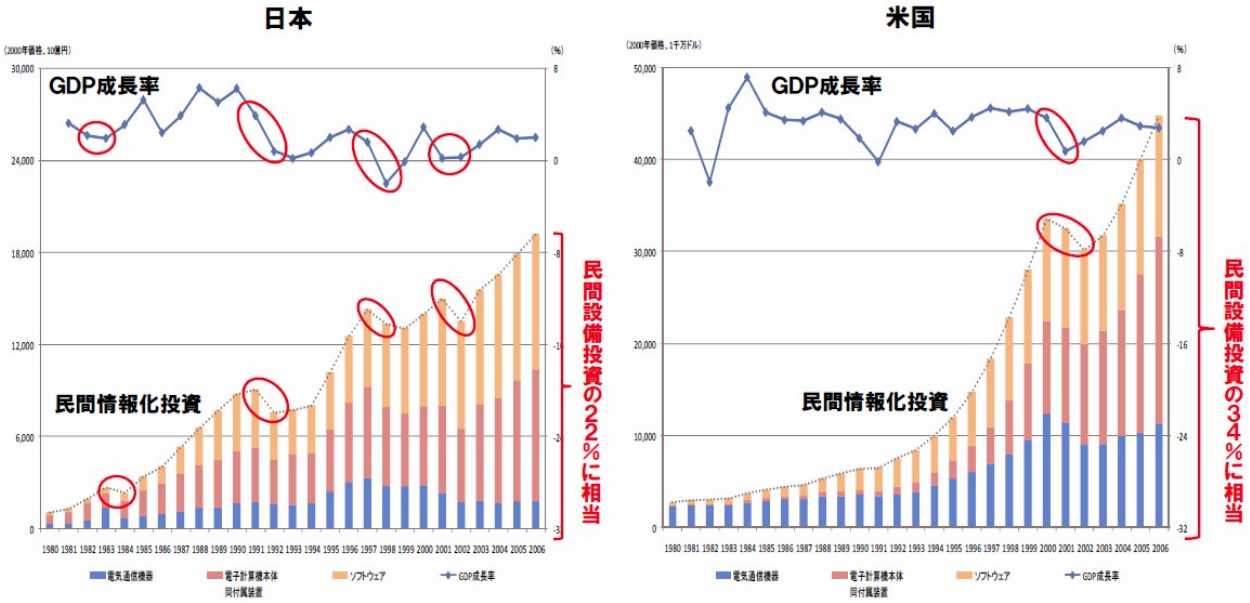
4-2. 景気対策としてのICT分野への投資

また、景気対策としてICT分野へ投資する事例もある。2009年2月米国で成立した「米国再生・再投資計画」の内容をみると、グリーン・ニューディールが注目される中で、ブロードバンド網を中心とする情報基盤の構築、情報通信技術の研究開発投資、医療の情報化など、ICT分野にも相当の比重[59]が置かれている。一方、2008年から3回にわたって経済対策をまとめた日本では、公共事業など既存の政策が主で、ICT分野では限定的である。

[59] 総額約 7872 億ドル（うち予算支出は約 3111 億ドル）のうち、ICT 分野には約 445 億ドルを支出している

そこで、前章で述べた日銀の国債引き受けで政府が得た約30兆円の一部を用い、投資促進政策を行なうことで、「内需主導型の中長期的な持続成長」が可能であると我々は考える。

＜図表16＞日米における景気変動と情報化投資



出所：総務省（2009）「情報化投資の加速による経済再生に向けた中間レポート」

米国では2000年のITバブル期を除き、景気減速下でも投資が安定的に伸びているのに対し、日本では投資の水準は景気循環に連動して上下する傾向があるのが読み取れる。このことからも日本の内需に大きな寄与度をもつ国内のICT分野に投資を促進することで、効果的な内需拡大が期待できる。このICT分野は先述のように技術進歩の早い領域であり、まさに「技術が技術を呼ぶ」持続的な成長が期待できる分野であるといえる。例えば、インターネットのインフラ設備について考えてみると、電話回線による低速アナログ通信技術の後、新技術であるデジタル回線のISDNが実用化された。さらにアナログ通信技術の向上から既存のアナログ回線よりも高速通信が可能なADSLが誕生し、そして現在は光ファイバーを用いたFTTHが主流となっており、このような例からも技術の進歩が速い分野といえる。

4-3. マクロ軽量モデルによる推計

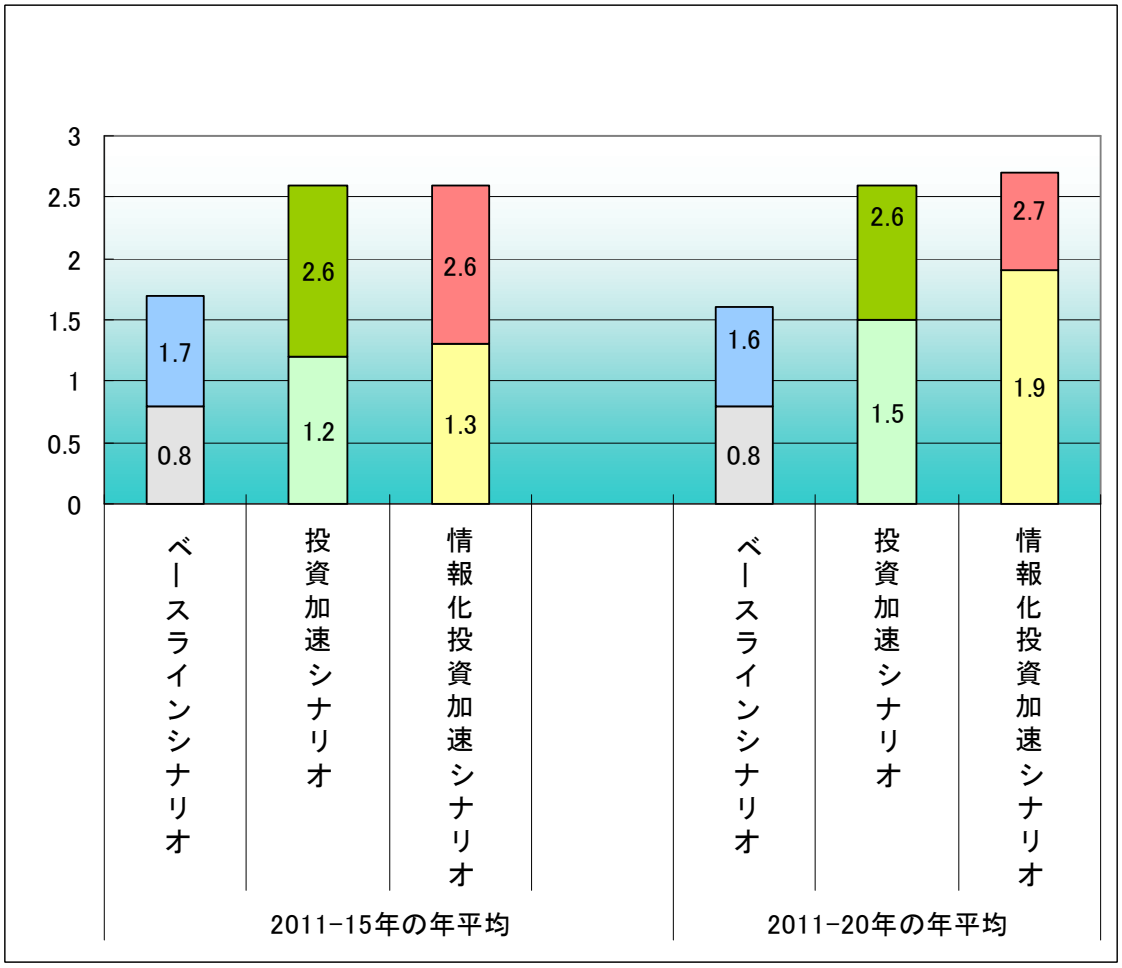
日本経済研究センター（2009）「第35回中期経済予測（2008－2020年度）」を、「ベースラインシナリオ」として用いた、ICT分野情報化投資の加速が2010年代の日本経済の成長に与える効果を試算したマクロ計量モデル[60]によると、2010年代の実質経済成長率は、「ベ

[60] 前提として、世界経済成長率は２０２０年でも４％台まで回復しない、為替レートは高止まりする、財政支出における公共投資抑制傾向は変わらない、消費税率は２０１２年４月に３％、２０１６年４月に２％の引き上げを見込むなどを仮定している。「投資加速シナリオ」及び「情報化投資加速シナリオ」において

ースラインシナリオ」の1.6%に対し、「投資加速シナリオ」[61]は2.6%、「情報化投資加速シナリオ」[62]は2.7%となった。つまりICT分野において投資の加速が実現すれば、成長率は年平均で１ポイント強の上昇が見込まれる。

この試算では、コアCPI上昇率を2011～15年までを0.6%、2016～20年まで0.9%と予測しており、インフレ・ターゲット政策によるコアCPI上昇率2%を2010年代に達成できた場合、さらに実質経済成長率が高まると考えられる。（＜図表17＞を参照）

＜図表17＞日本の経済成長率に関するシミュレーション結果



出訴：総務省（2009）「情報化投資の加速による経済再生に向けた中間レポート」より飯島ゼミ作成

も、同様である

[61] ベースラインシナリオに加えて、抜本的な投資促進策により、民間企業設備投資が２０１０年度から大幅に上昇（２０１０年代平均で約５ポイント）することを想定したシナリオ

[62] 投資加速シナリオに加えて、積極的な情報化投資促進策によって、民間企業設備投資に占める情報化投資の比率が上昇（２０１０年代平均で約２ポイント）することを想定したシナリオ

第六章　おわりに

本論文を通じて、我々は日本の「経済再生」の方策とは我々国民が実感でき、そして内需主導による持続的な経済成長を実現すことであると主張した。実感できる経済再生とは内需拡大による経済成長であるとし、既存の金融システムを補完する新しい金融市場の創出と、今後拡大が見込まれ、我々の生活をより便利により効率的にする ICT 分野への重点投資の提案を行なった。

持続的な経済成長という点については、物価と経済成長率の関係からみた景気循環の視点から、緩やかなインフレ率を維持した物価の安定を目指す必要があることを示した。

しかし、論文構成の都合により世界金融危機の詳細な分析や、インフレ・ターゲット政策の議論にかなりの割愛をしてしまった点は反省する点である。また我々の政策提言をした際の経済成長推計にもまだ改善の余地があると思われる。

最後に、本論文の作成に際しては飯島ゼミ 4 年佐々木孝誠氏との心温まる議論が大きな支えとなった。ここに感謝を示したい。

以上

第七章　参考文献・参考 URL

＜参考文献＞
伊藤隆敏/林伴子(2006)『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社
岩田規久男(2009)『金融危機の経済学』東洋経済新報社
ベン・バーナンキ(2004)『リフレと金融政策』日本経済新聞出版社
野口悠紀雄(2008)『世界経済危機－日本の罪と罰』ダイヤモンド社
野口悠紀雄(2009)『未曾有の経済危機－克服の処方箋』ダイヤモンド社
ポール・クルーグマン(2009)『世界大不況からの脱出』早川書房
竹森俊平(2008)『資本主義は嫌いですか』日本経済新聞出版社

＜参考 URL＞
総務省(2009) 「情報化投資の加速による経済再生に向けた中間レポート」
http://www.soumu.go.jp/menu_news/s-news/090302_5.html(2009/09/26)
財団法人国際金融情報センター(2009)「主要国の金融政策動向」
http://www.jcif.or.jp/View.php?action=PublicWorldReport&R=17(2009/09/26)
総務省(2009)「ＩＣＴビジョン懇談会 中間取りまとめ」
http://www.soumu.go.jp/menu_news/s-news/02tsushin01_000010.html (2009/10/03)
総務省(2009)「情報通信白書平成 21 年版」
http://www.johotsusintokei.soumu.go.jp/whitepaper(2009/09/15)
日本経済研究センター(2009)「世界景気インデックス」
http://www.jcer.or.jp/research/wbci/index.html(2009/10/01)
OECD 東京センター(2009)
http://www.oecdtokyo.org/index.html(2009/10/03)
日本銀行(2009)「時系列統計データ」
http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/index.htm (2009/09/26)
矢野 浩一(2008)
「“ Dynamic Stochastic General Equilibrium Models under the Liquidity Trap and Self-organizing state Space Modeling”」
http://www.esri.go.jp/jp/workshop/081114/081114_3.pdf(2009/10/01)
統計経済/経済指標(2009)「解説・グラフパーツ」
http://money.www.infoseek.co.jp/MnBeginner/barometer/index.html(2009/09/08)
野村資本市場研究所(2009)「統計データ」
http://www.nicmr.com/nicmr/data/index.html(2009/09/26)
日本銀行(2009)「日本銀行金融研究所」
http://www.imes.boj.or.jp/ (2009/09/26)

総務省(2009)「統計データ」
http://www.stat.go.jp/index.htm(2009/10/01)
日本銀行(2000)「インフレの不確実性とインフレ水準の関係」
http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/wps/kako/cwp00j10.htm (2009/09/15)
伊藤元重(2009)「世界金融危機と日本経済」
http://www.nira.or.jp/pdf/review35.pdf (2009/09/08)
伊藤元重/伊藤隆敏(2009)「金融危機後の世界経済を読む」
http://www.nira.or.jp/pdf/taidan48.pdf(2009/09/08)
総合研究開発機構(2009)「日本経済の中期展望に関する研究」
http://www.nira.or.jp/theme/entry/n080617_230.html
構想日本(2001)「コミュニティ金融」
http://www.kosonippon.org/index.php(2009/09/15)
NPO 法人北海道グリーンファンド(2008)「市民出資と風力発電事業」
http://www.rieti.go.jp/jp/events/08022701/pdf/4-2.pdf(2009/09/28)
齊藤成人(2004)「SRI とコミュニティファイナンス」
http://green.nttdata.co.jp/ESCommitte/phase2/report/reference/con2_sri.pdf(2009/10/02)
内閣府「NPO ホームページ」
http://www.npo-homepage.go.jp/index.html(2009/09/28) (2009/09/27)
北海道グリーンファンド(2009)
http://www.h-greenfund.jp/(2009/09/15)
自然エネルギー市民ファンド(2009)「ファンド一覧」
http://www.greenfund.jp/(2009/09/15)
市民風力発電（株）(2009)「会社概要／市民風車マップ」
http://www.cwp.co.jp/(2009/09/15)
ミュージックセキュリティーズ（株)「ファンド」
http://www.musicsecurities.com/(2009/10/01)
セキュリテ
http://www.securite.jp/(2009/10/01)
全量純米酒造を目指す会(2003)「全量純米ファンド：仕組み」
http://www.zenryojunmaikura.jp/fund/struct.php(2009/09/03)
経済産業研究所(2002)「産業連関表による NPO の経済効果の分析について」
http://www.rieti.go.jp/jp/projects/npo/doc02022001.pdf(2009/09/27)