



講演論文

日本経済モデル研究分科会

## 日本再生に「痛み」はいらない

### The pain is not necessary for the revitalization of Japanese economy

岩田 規久男

学習院大学経済学部 教授

kikuo.iwata@gakushuin.ac.jp

本稿は、2004年1月31日に中央大学後樂園キャンパスで行われたJSD総会記念講演会における記念講演をまとめたものである。

『日本再生に「痛み」はいらない』というのは、東大の八田達夫教授（現在は国際基督教大学教授）と一緒に書いた本の題名なのですが、本の題名には、この「痛み」のところにかぎ括弧がついていまして、そのかぎ括弧に実は意味があるのです。つまり、日本再生に全く痛みがないわけではないのだけれども、小泉内閣が言うような「痛み」はいらないと、そのような意味です。

日本経済は、1980年代に絶好調といわれて、特に80年代終わりはバブルが伴いましたが、実質でも4%というような勢いで成長していたわけですが、ところが、景気後退に入る契機となる、いわゆるバブルつぶしという金融の大幅引き締めによってバブルは崩壊していくわけですが、このバブルを崩壊させるというのは、実は経済的には非常に大きな問題を抱えていたわけですが、当時それを十分理解せずに、一挙にバブルつぶしという形で金融政策を運営しました。

当時の新聞を読むと、特に地価が高騰していましたので、マスコミも地価を大幅に引き下げて暴落させるということはいいことだということで、拍手喝采をしていました。当時の日銀総裁は三重野総裁でしたが、彼のことを「平成の鬼平」といって、小説の鬼の平蔵が悪の退治をするのを見て喝采するのと同じように喝采していたわけですが、当時の、そのようなバブルつぶしたとか、どこかに悪者を作ってそれをやっつけるとか、地価が高いからそれで儲けたやつをこらしめるとか、暴落させるべきだといった風潮が見られました。そのような単純な考え方でやると、非常に大きな問題が実は生じるという、その典型的な例が90年代の日本経済に起こったように思います。

そのような金融の急激な引き締めによってバブルが崩壊しました。その後も日本経済はバブル期の余韻が少し残っておりまして、少しずつ成長するのですが、

ついに1992年にいよいよ本格的な景気後退に入ることになります。

その後、96年が3%、2000年に2%の後半ぐらい、いわゆるITバブルといわれる皆さんの記憶にまだ新しいと思うのですが、この2回が3%から2%の後半ぐらいの成長をいたしました。が、その後は非常に低成長で、98年などはマイナスの成長ということもありまして、92年以後現在まで、平均しますと大体1%の成長になっています。これは実質で1%。名目ですともっと低いという、そのような状況ですが、1980年代は大体4%の成長で来ていますので、4分の1に成長率が低下したという状況です。

バブルの頃は少し成長率が高いので、4%とはいわなくても、例えば1980年代の前半だけを取ってみても、日本は3%の成長をしていたわけですから、それに比べても3分の1の成長ということですが、

よく成長など、もうしなくてもいいのではないかとというようなことがいわれて、成長しない中でそこそこやっていくとか、企業もそのような状況に対応してやっていけばいいのではないかとということがいわれます。一時、そのような質素の勧めのようなことが随分はやって、本が読まれたこともあったとご記憶だと思のですが、そのようなことがよくいわれるのです。

しかし、1%の成長は、皆さんご存じのように、所得が2倍になるのに70年かかるというスピードですから、そのようなスピードですと、これから一番困ってしまうのが年金です。成長が低いので、まともな年金を築くことができない。それが今一番の問題ではないかと思ひますし、財政も決して1%成長では再建できなくて、どこかで大きなインフレでも起こさない限り、借金を帳消しにできないというような状況に追い込まれてくる。そういうように、公的なシステムもたなくなってくるということが今一番の問題であり、

われわれは現在、問題を先送りしている最中ではないかと思います。

そこで、日本の再生というときにはどの程度の成長率を考えていかなければいけないかというと、少なくとも 1980 年代の最初ぐらいのスピードである実質 3%ぐらい、あるいは 3%から 4%の間だということになります。あるいはずっと 1%が続きましたので、それを取り返すためには、差し当たり、しばらくはもっと高い成長が本当は望ましい。財政の再建、あるいは年金を本当に再建するためには、どうしてもそのぐらいの成長は必要だと思います。

そこで、そういう成長軌道にもう一度復活するためにはどうすればいいのかという話が、日本再生ということなのです。なぜ 4%成長だったものが 1%まで、4分の 1にまで落ちたのかという、その原因の診断をしなければいけないわけです。ところが、この診断をめぐって、エコノミストの間でいろいろ意見が分かれていて、そのためにそこから出てくる処方箋も違ってくるといふ問題があります。

そこで、問題の本質はどこにあるかということです。まず、いわゆる「完全雇用」と一言で言いますが、要するに働きたい人が、今の賃金ではみんな働けるようになって、そして土地も有効に利用され、資金も有効に利用されて、最大限効率的に資源と資金をいろいろなところに割り当てる。割り当てるというのは、価格メカニズム、市場メカニズムで割り当てるわけですが

そうした場合に達成できる潜在的な生産、国内総生産というのがあります。これに基づいて計算される成長率として潜在成長率がある。さらに、これを達成するにはどうすればいいかという問題があります。潜在成長率を上げるための政策は「構造改革」といわれる政策です。例えば特殊法人というのは非常に非効率だから、それを民営化したらもっと効率的になって、少ない資源をもっと有効に使ってたくさんのアウトプットを作れる。そのような考え方に基づく政策です。あるいは、地方をもっと自立させたほうが効率的である。そういう考え方で、それがいわゆる構造改革というものです。土地とか人とかお金といった資源や資金の配分をできるだけ効率的にして最大限の生産性を上げる、そのような政策が一つあるわけです。

しかし、それではその規制改革、あるいは構造改革をすれば、それだけで必ず実際の成長率も潜在的な成長率に一致するか、あるいは実際に国内総生産が潜在的な国内総生産と一致するかというと、必ずしもそうはならないという難しさがある。それがマクロ経済の問題です。構造改革は潜在成長率を上げる政策ですが、その上げた潜在成長率に実際の成長率が必ず一致するという保証はない。そのためのもう一つの経済政策、すなわち、マクロの経済政策が必要で、これを財政政

策と金融政策が受け持つわけです。

日本の場合には、92年以前に金融政策が急激に非常に大きな引き締めになりました。例えば、コールレートという銀行間での資金のやりとりをする際のレートが、2%ぐらいだったのが急に 8%ぐらいまで上がるというような勢いで引き締めをするわけですが、その後、結局どのようなことになったかというと、大きな需要不足の状況に陥る。つまり、潜在成長率は 3、4%あるのだけれども、それに見合った生産物が売れない。売れないのは需要不足のせいです。潜在成長率というのは供給能力ですので、供給能力はあるけれども、需要が不足するために、実際の潜在成長率が達成できない、そのような時代が 1992 年以降の日本経済の特色だと思います。

需要不足というのは、GDPデフレギャップとかGDPギャップとかいわれますが、この特徴は、需要が不足しているので物が売れない、供給能力に対して需要が不足するという状況です。物価が下がり続ける、というのが一つ。そして、それとともに、デフレでもって地代家賃もそれほど増えない、となれば地価が上がらない、むしろ下がってしまう。あるいは株価というのは名目の利益を反映していますから株価も上がらない、むしろ下がる。というような意味で、株価と地価が持続的に下がるという資産デフレを伴う。このような特色があるわけです。

そして、潜在的な成長率を達成するということは、今の賃金で働きたいという人がすべて働けるということが条件ですので、そこまで実際の成長が行かない場合には、失業率は上昇することになります。1995 年ごろから急激に失業率が上昇し始めまして、それまでは 2.5%ぐらいだったものが、5%の前半ぐらいで推移するという、失業率が倍以上になってしまうということになります。このようなデフレを伴って失業率が上昇しているという点が、まさに需要不足を表していると思います。

需要が不足して、消費もそんなに活発ではない。となると企業としては生産能力を拡大しても物が売れないわけですので、設備投資をそんなにしないとか、あるいは新しい研究開発にもそれほど積極的にならないということになる。すると、今度は生産能力自体もだんだん落ちてまいります。設備投資がない、設備を更新しない、あるいは新しい技術革新に取り組む意欲がそがれる、技術進歩が遅くなるということで、今度は潜在的な生産能力もだんだん落ちてくる。つまり、最初は潜在生産能力があり、需要不足でそれに追いつかないのですけれども、そのような状況では、企業が設備投資をするなどの技術進歩のリスクをとらなくなることによって、潜在的な成長率が落ちてくる。実際の

経済というのは、需要が不足していて、このぐらいしか成長できないとすると、潜在成長率自体がこの実際の成長率に近づいてきてしまって、実際に潜在成長率が落ちてしまう、最近はそのような状況になってきているのではないかと思います。

最近、潜在的な成長率自体が1～2%、1%以下と言う人もいるくらいですので、もうすでに実際の成長率と潜在成長率が一致するくらいまで低くなってきているという考え方もあります。

そこで、こうしたことを踏まえて、どのようにして日本経済を再生するかというと、まず需要を増やす政策で、少なくとも実際の成長率を潜在成長率に近づけてやる。潜在成長率を実現してやる。それとともに潜在成長率を上げてやる。潜在成長率が上がるだけでは、またGDPギャップが開いてしまいますから、実際の成長率もそれに近づくように、財政金融政策を運営する。構造改革によって潜在成長率を上げるけれども、そのままにしておくと、実際の成長率は必ずそこに近づく保証はないので、潜在成長率を実現できるように財政金融政策を運営するというのが、今日お話しすることです。

小泉内閣の基本的な考え方というのはどのようなことかといいますと、日本はいろいろなところで、特殊法人であるとか規制があるとかいうことで、非常に非効率になっているから構造改革が必要なのだということです。小泉首相はよく「改革なくして成長なし」とか「改革なくして景気回復なし」と言います。その意味は、構造改革をしないでいて景気がよくなると、構造改革をしなくてもちゃんと成長するではないかということで、かえって構造改革をしなくなる。だから構造改革をやるのだということです。これは小泉さんの政治的なロジックだと思いますが、もう少し、例えばエコノミスト風に言えば、構造改革を進めずに、需要不足だから、それを埋めてやるような政策をすると、非効率な企業が残ってしまう。温存されてしまう。だから構造改革自体が進まないという考え方があります。

その場合には、景気を刺激するような、需要不足を補うような政策はやめて、徹底的な構造改革を進めて、悪い企業は淘汰する。淘汰すれば、人が余って、その余った人がもっと効率的な企業に移っていく。お金もそちらへ移っていく。土地もそのような産業に移っていくのだという考え方です。

その場合には、構造改革一辺倒でやってやればよいので、需要不足を埋めるように、例えば金融を緩和する、あるいは財政で少し需要をつけてやると、かえってだめな企業が生き残る。そうすると、日本はいつまでたっても成長しないという考え方があります。

この二つの考え方がせめぎ合っているわけです。今日お話しする私はリフレ派といわれているのですが、

このリフレ派というのは、もともとリフレーション政策という言葉から来ています。これは1930年代に世界大恐慌がアメリカを中心に起こったときに、その大不況から抜け出すためにはどうすればいいかということで、特にアービング・フィッシャーという人が言い出した政策です。

米国では、当時、猛烈に物価が下落するという形で不況が始まったわけですが、物価の下落というのはいろいろな点で問題を起こすので、その物価を、まず下がり始める前の水準まで戻すというのがリフレ政策の考え方です。

今日のリフレ政策は、むしろデフレが始まる前に物価水準を戻すだけではなくて、その後も、マイルドなインフレといっていますが、2、3%ぐらいのインフレのほうが、構造改革も進んで経済は順調にいくのだという考え方があります。リフレ派というのは、構造改革だけを進めようとする必要不足に陥って、構造改革自体ができなくなると考えるわけですが、逆に構造改革派は、構造改革をしないで、あるいは、それとともに景気対策のような金融緩和政策をやると、だめな企業が残って日本が成長しないのだと言っており、このように対立しているわけです。

そういうようにエコノミストの考えが非常に対立しているのですが、これはなかなか決着がつかないということでもあります。そこで私たちは最近歴史的なアプローチを取ろうとしています。つまり、経済というのは実験ができないわけですから、シミュレーション・モデルを作ってもだれも信用しない可能性がある。なかなか信用できない。やってみなければ分からないところがあるわけですが、やってみること自体が実験です。しかし、それを実験したら大変なことになるので、それもできない。そこで、一つは歴史に学ぶということ。歴史は同じものはないので、全部が全部、100%とはいえないのだけれども、似たような歴史的事例があれば、いろいろ参考になります。

それを今日お話ししたいと思いますが、その際に、なぜ、われわれはリフレという、物価をまずデフレが始まる前の水準に戻しつつ、その後も2、3%のインフレを維持する政策のほうが望ましいのかと考える理由だけちょっと申し上げておきます。

デフレになれば物価がどんどん下がっていくわけで、それとともに、先ほど言った、資産デフレといって株価や地価も下がるということに伴いがちなのですが、デフレの一番の問題は結局どこにあるかというと、借金です。ほかにもいくつかありますが、結局言ってみれば借金なのです。

企業が借金をした後にデフレになりますと、自分の売る物の価格は年々下がっていくわけですから、物を年々多く売らないと借金を返せないという状況になり

ます。このように、物をたくさん生産して売らないと借金が返せなくなるということを、借金の負担が実質的に増えるといいます。つまり、100万円返すという場合、100万円というのは名目で、デフレになっても変わらないわけです。その100万円を返すためにその企業は何単位のものを売らなければならないか、あるいは何単位のサービスを売らなければならないか。その単位をどんどん増やさないと100万円が返せないというときに、実質的に借金の負担が増えたといいます。

もっとも、新しく借金をする場合には、デフレであるのだから、それだけ名目の金利を下げれば問題はないわけですね。つまり、デフレで例えば物価が2、3%下がるのなら、お金を返すときには、借りた時よりもお金を2、3%減らしてくれれば、実質的な負担は変わりません。ところが、金利というのはゼロより絶対に下がらないというゼロ制約があります。短期で借りるときに、どうしてゼロ制約で0%以下にならないかというのは、皆さんそれは当たり前だと思われるでしょうが、それは現金があるからです。現金という資産がある限り、自分で現金を持っていればいいわけで、その現金をわざわざマイナスの金利で貸すという人はばかみたいですからいけませんので、0%以下にはならない。

それから、長期の金利も将来短期金利がどのような金利になるか分からないので、これも0%以下にはもちろんなりませんけれども、下方硬直性があるって、1%を割るぐらいのところになると、非常に下がりにくくなるという状況が出てまいります。実際に歴史的にもそのような状況になっています。したがって、デフレに合わせて金利がうまく下がるということは、なかなか難しいということです。

それに対して、インフレの場合には、インフレになるのだからもうちょっと金利を上げるとか、資金需要がなければそんなに上がりませんが、資金需要が出てきてインフレになるなら金利を上げるというようにして、調整がうまく利きます。つまり、われわれの経済は、インフレですと金利や賃金を少し上げるなどして調整するのですが、デフレになると調整がうまくできない。賃金も調整できないのですけれども、金利とか、それからすでに借りたお金に対して、「デフレになったから、負担が大変だからそんなに返さなくてもいいよ。100万円貸したけど、98万円返してくれればいいよ」という人はなかなかいないわけですね。そのためにデフレは企業活動を収縮させる要因になります。つまり借金をして設備投資をすることは不利になるから、できるだけやめる。そして、それだけではなくて、むしろ借金の負担がどんどん重くなるので、売り上げがあったらできるだけ返済していく。そのような状況になってしまいます。

実際、95、6年ころからですが、日本の企業はお金が余り始めています。資金余剰主体となるというのですが、つまり自分のところで内部資金というものがあるのですが、それは利益を分配しないで残ったものとか、減価償却費とかで、設備投資に使ったあと、お金が余っているのです。それで、何をしているかということ、現金で持つか、預金で持っています。特に最近では普通預金で持っている。定期預金にするとペイオフというがあるので普通預金。あとは借金の返済をしたり、外債を買ったり、あるいは中国などに工場を建てるときのいわゆる海外投資に使うということで、国内投資に向けていない。要するに、日本の企業は設備投資をしたあと、お金が余っていて、そのお金を設備投資以外のものに使っている。現金なども随分持っているのです。

皆さん、よく最近中小企業などは、銀行が貸してくれないという、いわゆる貸し渋りで大変だろうという話を随分お聞きになると思うのですが、実は中小企業も全体で見ると金余りなのです。大体どのぐらい余っているかということ、年率で5、6兆円余っているのです。日本の企業全体は、大体22、3兆円金余りなのです。日本の国内総生産が大体500兆円ぐらいですから、そのうちの企業は22兆円とか、その辺のオーダーでお金が余る。中小企業ですら、5、6兆円のお金が余っている。

銀行部門が立ち直って貸し出しが増えないから、日本経済が再生しないと言うけれども、そうではなくて、実態は企業に銀行から借り入れようという需要がないのです。もちろん、ルポライターが書いた記事や、新聞によると、借りられなくてつぶれるという企業はありますが、それはいつの時代もあるのです。しかし、まともな企業で、借り入れてちゃんと商売になるようなところというのは、実はみんなお金を持っている。どうしようもなく元々つぶれそうなところは「借りたい、借りたい」と言っている。そういう企業にはどのようなときでも銀行は貸さないということです。そのようにしてお金が余ってしまっているというのはデフレの特色です。

日本経済が今、そのような状況にあるということで、その企業に余っているお金をどう使わせるか。どう研究開発投資や設備投資に使わせるかというのが一つの政策のやり方になるわけです。

そのためにはやはりデフレを止めないとだめなのです。これからはインフレで、しかもどのぐらいのインフレかというのは、2、3%ぐらいというように思っただけで提案しているわけですが、どうしてそのようなことを言うかということ、何%のインフレにすれば一番いいかというのは、理論的になかなか難しい問題です。

実際に1990年代から日本以外の多くの主要国がイ

ンフレ目標というのを設定して金融政策を運営するようになっていきました。下限は1%ぐらいに、上限は3%ぐらいに据えまして、この90年代ずっと、平均で大体2.5%ぐらいの穏やかなインフレ保って、日本よりも2倍から3倍の成長を遂げている。皆さんもうイギリス病という話を聞かなくなったことを不思議に思われることがあると思うのですが、昔イギリス病と言ったけれども、今どうなっているのだろうと。イギリスは非常に安定した1-2%台のインフレのもとで、安定した成長を遂げているという状況です。そのぐらいのインフレが一番望ましいのではないのでしょうか。

デフレで経済が成功している国というのは、戦前にも例がないわけですね。それはやはり借金の負担が大きいかからで、そこでインフレをどのぐらいに設定するかということです。

アメリカも90年代中ごろから素晴らしい成長を遂げたのですが、アメリカは2.5%ぐらいのインフレの中で大体5%成長という、日本より5倍ぐらいのスピードで成長してきたのです。デフレはだめで、インフレ率は2、3%が妥当というのはそのような歴史的事例に基づいています

経験的にいうと、それ以上インフレ率が高くなると、だんだん振幅が大きくなってしまいます。6~7%までいくと、3%になるときがあるかと思うと、13%のときがある。このように大きく振幅して、安定しなくなる可能性が非常に高くなります。そうすると経済計画が非常に立てにくい。借金して有利だと思ったら、思ったよりも低いインフレのために借金の負担が重くなって、設備投資が割に合わないといったようなことが起こってしまいます。そこでインフレ率が安定しているというのは、範囲が1~3%ぐらいで、その間にインフレが抑制されているという状態です。

それでは、デフレは、どうして起こるのかといえば、やはり金融政策が要です。穏やかなインフレにするには金融政策が重要なのだということを、まずお話ししたいと思うのです。ところが、現在のデフレというのは金融政策の問題ではなくて、「中国から安い輸入製品がいろいろ入ってくるじゃないか、グローバルな競争が激しいから物価が下がるのだ」というような意見があります。皆さん、榊原英資という元大蔵省の財務官、「ミスター円」と言われた人をご存じですかね。その後、慶応大学教授になりましたが、彼がこれを構造デフレと呼んで、先頭切って、今のデフレは中国から安い輸入製品が入るから起こるのであり、中国の輸入製品はこの先もずっと安いものだから、構造デフレは100年続く、ということを構造デフレの定理と、こういうように言うのであります。

実は去年になりますが、テレビで11時ごろから始まる12チャンネルの「ワールドビジネスサテライト」

に彼といっしょに呼ばれまして「バトルをしろ」と。大変恐ろしい、すごい人でした。その人が「岩田氏の意見は全く間違いだ」と言って、「香港がデフレでしょ」と、このような話をしました。香港は中国からの輸入も多かったし、いまや中国になってしまっているのですけれども、そのあとはデフレだ。インドもデフレだと言ったのです。そのときインドのデータなどは知らなかったのですが、あとで調べたらインドはインフレで、真っ赤なうそをつかれたと思いました。

要するに、日本以外でデフレになっている国というのはないのですけれども、地域としては香港がありますので、ちょっと【図1】を見てください。98年ぐらいからずっとデフレになっている。こういうように長い期間ずっとマイナスで推移している。図では、中国からの輸入をGDP比率でとっているのですが、これは中国からの輸入の影響だといっても、GDPの大きいところと小さなところでは輸入の絶対額が同じでも、影響の大きさは違うだろうということで、中国からの輸入をGDP比率でとっています。98年までしかとっていないのは、中国と一緒にってしまったからです。これを見ますと、95年頃はもう5割は中国からの輸入製品。それはそうですね、隣にいるわけですから。92年頃でも40%超えているのです。

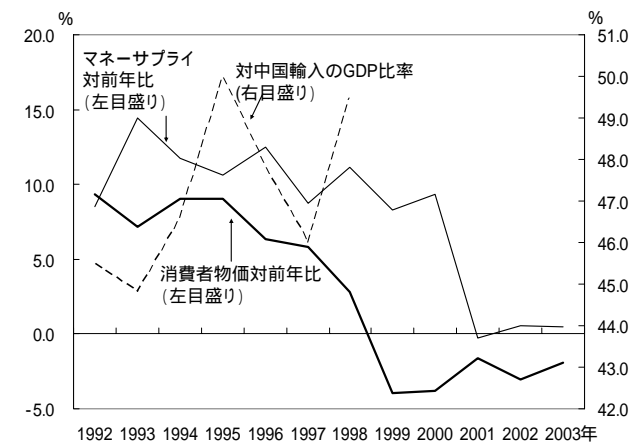


図1 香港の物価、マネー、対中国輸入のGDP比率の推移

ちなみに日本は中国からの輸入のGDP比率はどのくらいかというと1.9%ぐらいです。実はごくわずかなのです。

香港は昔から中国からの輸入が多いわけですが、98年頃まではずっとインフレなのです。94、5年のインフレ率は8~9%ぐらいです。こんなに中国からの輸入が多くてもインフレなんですね。日本はたった1.9%です。中国からの輸入デフレ説によれば、中国からの輸入が増えれば増えるほどデフレになるはずですが、図1をよく見ると、94年から中国からの輸入製品が増えてくると、むしろインフレ率が上がってしまっているわけです。97年頃からインフレ率が低下

するのですけれども、今度は中国からの輸入比は下がってしまうわけです。中国輸入デフレ説によれば、中国からの輸入が減るとインフレ傾向になるはずですね。しかし、物価は下がっている。はっきりと逆を示しているのです。むしろ、デフレとマネーサプライという貨幣の供給量との間に、非常に高い相関があるということが分かります。マネーサプライの伸び率は97年頃から下がり始めるわけです。それにつれてデフレになっています。以後、デフレからずっと抜け出せなくなってくるということが分かります。

では、なぜ香港ではこのようにお金の供給量が減ったのか。これは現金と預金などのお金の集計値なのですけれども、どうしてそれがどんどん減っていくのか。別に95年くらいの伸び率で安定させたらよかったのですけれども、こんなに減る。

これは、実は98年ごろから起こってくるアジア通貨危機と関係があります。香港という国は為替レートを米国ドルとペッグと行ってくぎづけにしている、米国ドルと1対1に対応するように運営されています。ですから、香港ドルが米国ドルに比べて下がってくる場合には、政策的に引き上げなければならない。上げるにはどうすればいいかという、それは香港ドルで運用をしたときの金利を上げてやればいいわけです。そうすると香港ドルが下がるのを防ぐことができます。どうしてかという、香港ドルの金利が上がってくれば、米国ドルを持っていた人は、香港ドルで預金したほうが有利ではないかと思って、米国ドルを売って香港ドルに換えますから、香港ドルの需要が増えて香港ドルが上がる。米国ドルを売っていますから米国ドルは下がる。というようにして、為替レートを維持できるわけです。これをドルペッグ制度、ドルにくぎづけというので、アジアの国は全般にドルペッグ制にして、ドルに対する固定相場制をずっととってきたわけです。

ところが、アジア通貨危機のこのころから、ほうっておくと香港ドルは、どんどん安くなってしまおうという状況になったわけです。そこで、その当時、香港にはちゃんと中央銀行があったわけで、その中央銀行はお金の量を絞るような金融政策をとりました。お金が足りなくなると、お金を借りる時の金利が上がるわけです。それによって香港ドルが下がるのを防ぐという政策をとります。そうしますと、金利が高くなりますから、設備投資は不利になり設備が売れない。設備が売れなければ、設備の売れない企業は賃金をカットしたり、従業員を減らそうとする。そうすると、家計の消費が減る。消費が減れば、消費財を作っている産業も生産を落とす。消費財産業も売れないということで、全体に物が売れなくなって物価が下がっていく、このような状況になるわけです。

つまり、こういうように、お金の量を絞ってやると

デフレになるという、いわゆるデフレというのは貨幣的な現象だというのですけれども、香港はその典型的な例なのです。デフレと中国からの輸入との間に相関など全然ないのです。

戦後、実際に香港以外に、デフレになったのは日本だけです。日本よりも中国からの輸入比率がもっと高いところはたくさんあります。チェコであるとか、カナダであるとか、韓国であるとか、そのようなところはみんなインフレになっています。例えば日本とGDP比で見て大体同じぐらいの1.9%ぐらいを中国から輸入している国にはハンガリーというところがありますが、ハンガリーはなんと11%のインフレがずっと続いています。中国からの輸入は日本と同じだけれども、デフレにならないですね。アメリカも中国からの輸入は最近1%を超えてきましたけれども、やはりデフレにならない。最近、グリーンスパンはデフレになりそうなので、金融政策で金融を大幅に緩和することによって、デフレを食い止めています。

中国から安い輸入製品がどんどん入ってくると、物価は下がるだろうと思われるでしょうが、必ずしもそうならない。なぜかという、買い物に行くと、中国からのシイタケだ、マツタケだ、あるいはユニクロも安いというので生活が楽になるわけですね。だから、デフレはいいと言われるわけですが、そうなるとお金が、つまり所得がほかに使える余裕が出てまいりますね。そうすると、ほかに余裕が出たものに対しては需要が増えるわけですから、ほかの物は上がる可能性があります。したがって、全体の平均的なものが物価です。物価が上がる、下がるは、一概に簡単には言えないわけです。

日本の場合、中国から輸入製品が入ると、中国の輸入製品と競争しているもの、例えば、日本の衣料品価格も下がります。ところが、下がってくると皆さんは生活に余裕が出てくるから、ほかのものをもっと買おうとする。それで、ほかのものの需要が増えて価格が上がるわけです。その結果デフレになるかどうか分からないというわけですが、実際には、ほかの製品、中国からの輸入と関係ないような製品もみんな軒並み価格が下がっているのが最近の状況です。

つまりそれは金融を引き締め過ぎて、そのために全体に需要が不足してデフレになってきた。そしていったんデフレになれば、今度は所得が伸びないので、一層財布のひもが堅くなってしまって物が売れないで、一層デフレになる。デフレになるとそのような悪循環が始まります。あるいは、借金の負担が大変で設備投資をしなくなる。設備投資をしなないということは機械に対する需要がないわけですから、やはり物価は下がる。というようにして、いったんデフレになると、デフレの中で皆が合理的な行動を取ることがデフレを持

続させる。だから、10年間ぐらいデフレが続くということが生じる。

最近、景気が回復してきたから金融の量的緩和はもう解除していいのではないかという話が出てまいりましたが、過去にも2度そのような状況になっています。1997年に景気がよくなったというので、消費税を上げてもいいのではないかと、財政支出も減らそうということで、当時の橋本内閣は財政政策を相当締めて、金融もある程度引き締め気味に運営しました。その途端97年の後半から景気が悪くなって、98年はマイナス成長になった。

それから2000年にはITバブルでもって、もう日本は復活するというので、いろいろな人がそれで本を書いて随分売れて儲けたわけです。その一人に実は竹中大臣がいるのですけれども、そう言っていたのに、これが1年しかもたない。これはなぜかという、アメリカへの輸出が伸びたので、今言ったITバブルという感じになったのですが、アメリカの景気が悪くなってしまうと、いっぺんに日本もだめになった。

では、今回はどうかということですが、今回も昨年ごろからアメリカと中国に対する輸出が実に好調で、全体の輸出は年率で30%増えるという勢いになりました。だから、それでもってまず回復します。それは最近では少し鈍化していますが、もう一つ、それで企業の収益がすごくよくなったので、景気回復だということになっているのですが、この状況がどうなっているかという、【図2】を見ていただくと分かるのですが、失業率がどんどん上がってきます。92年が不況の始まりですが、93年頃からすごい勢いですね。大体5%を超えるといった状況です。それとともに、雇用者保険を受ける人がどんどん増大して、他方で、春季の賃上げ率がどんどん下がっていきます。

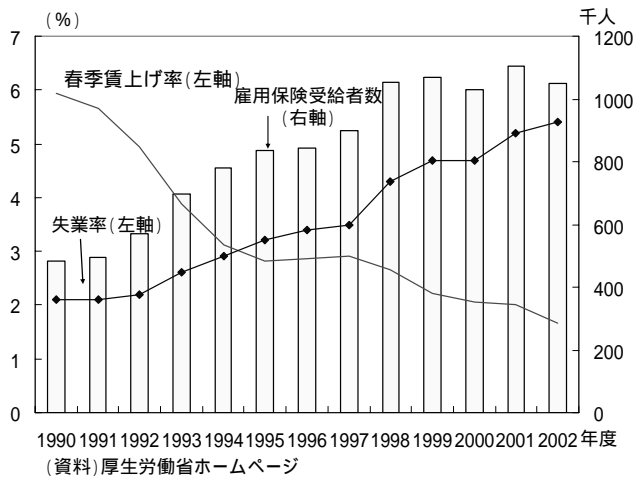


図2 失業率と雇用関連指標

そのような状況の中で、【図3】で、名目で賃金総額のピークは96年ですが、どんどん下がって行って、手取りでなくて税込みで30万ちょっとくらいになっ

ているのです。デフレだからいいのではないかと思っているうちに、実質賃金もどんどん下がって行くわけです。物価で調整した本当の購買力がどれだけあるかを示す実質賃金は、実はどんどん下がっている。

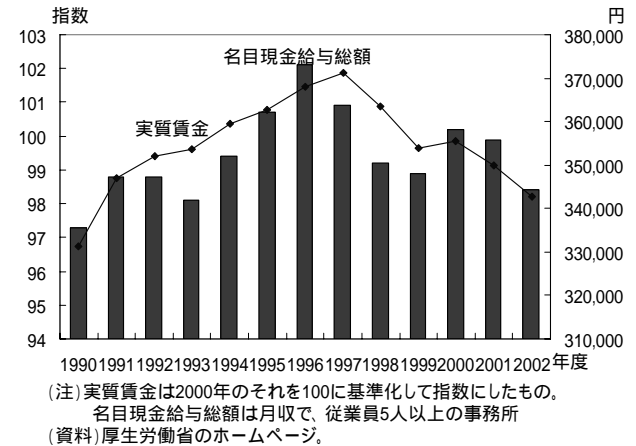


図3 実質賃金と名目現金給与総額

このような中では、物価は下がりますから名目の賃金下がらなければ実質賃金は少しずつ上がるわけです。ですから、名目の給与が下がらず、実質はむしろ上がるというような人は、「デフレは素晴らしい」と言うわけです。そのような人はここにたくさんいらっしゃると思うのですが、森田さんと私もそのような仲間ですね。公務員は下がるけれども学習院大学は給与水準を一生懸命守って、ずっと下げませんでした。ところが今年からとうとう下げましたね。私も年収が初めて減りました。頑張っていた学習院も、とうとう賃金を下げる時代に入ってきたということです。

こうした中で、景気回復して企業収益が増えているのはなぜかというのは、これだけ人件費を下げているからなのです。【図4】を見てみると人件費の減り方が分かるのですけれども、製造業は99年頃から下げているのです。ITバブルでちょっと増えているのですが、それがまた下げて、2001年からの下がり方は激しいですね。最近の人件費の節約は、要するにリストラでどんどん辞めさせていくのと、正社員をパートとか派遣に換えているということです。それによって人件費を下げている。

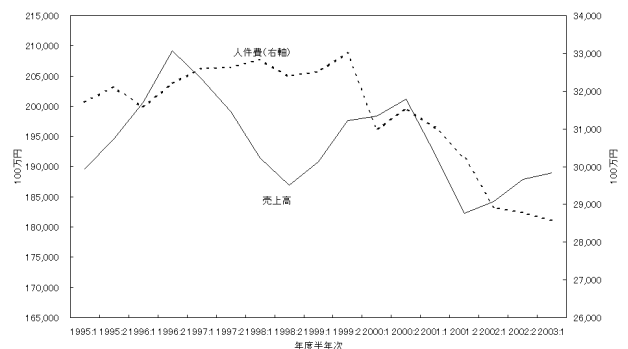


図4 売上高と人件費の推移（製造業）

売上高がガクッと減っていますが、製造業は伸びている。国内の売上高は製造業も減っています。つまり国内は全体に需要不足だから単価がどんどん下がる割には売れないわけですね。しかし、製造業が増えているのは輸出が好調で輸出の売上高が増えているということです。最近では輸出が増えているという人件費を落としており、この差が企業収益で大企業を中心に製造業の収益の回復があるということです。けれども、景気回復は本格的だと言っているのは、一番はなんとんでも人件費を落としているということと、アメリカ向けの輸出が好調で、国内の売上高の減少を補って伸びたということです。

では、【図5】の非製造業はどうかというと、実は非製造業は非常に調子が悪いのです。非製造業、要するに製造業以外ですけれども、これはなかなか人件費を減らしにくいのです。それでも大体2001年ぐらいから急激に人件費を落とし始めました。しかし売上高がそれ以上のスピードで落ちてしまっているのです。非常に収益が悪い。2003年になって上期に少しは上昇しているのですけれども、全体にデフレの中でずっと売上高が減ってきているのです。ITバブルのころでも、人件費をいくら落としても収益がなかなか回復しない。

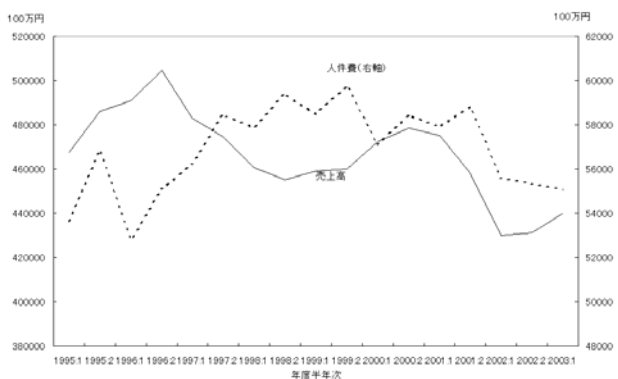


図5 売上高と人件費の推移（非製造業）

ということで、日本では今、二極化が起きている。つまり、いわゆる企業と働く人々という形では、今、企業が人件費を減らして売上高を伸ばし、製造業を中心に、人件費をそれ以上に減らして、特に大企業を中心に収益を上げているということで、働く人のほうは受難の時代に入っている。企業に言わせれば、今までは企業が我慢した。けれども、これからは働く人に我慢してもらおう。

それからもう一つ、非製造業はデフレの中で売上高がなかなか回復しないため、人件費を減らしても売上高の減少に追いつかないということで、企業収益が非常に悪い。他方、最近デジタル製品とか、いろいろ製品が売れているわけですので、製造業というのは今後もしばらく好調が続くと思います。

ところが、製造業というのは、生産性が上がってきているので、雇用の受け皿にはなりません。実際に製造業でよく空洞化するとか何とか言われますけれども、製造業というのは、先進国はどこでもそうですが、もう雇用の受け皿にはならないわけです。生産性が高いから人はいらぬのです。だから、製造業がいくら回復しても、失業という問題が解決しないのです。

では、どうすればいいかといえば、やはり非製造業が回復しないとだめだということなのです。非製造業が結局雇用の受け皿にならないとだめだということです。あるいは、製造業でも、物を作っていない部分もありますね。いわゆる非製造業のような部門ですかね。そのようなところが拡大するというようになって、そこが雇用全体の受け皿になっていくということです。

需要不足であるというときに、一番の問題は、やはりデフレが続くとみんなが予想しているということです。デフレを予想しているということが借金の負担を重くして、借金をしてまで企業が設備投資を行わない。むしろたくさんお金が余っていてそのようなものを現金で持ったり預金したり、あるいは外債などを買っているような状況を変えなければならない。そのためにはデフレ予想という人々の予想を打ち砕いて、インフレ予想に変えるような政策がどうしても必要だということです。

そのようなことに成功した政策というのをこれからお話ししたい。それが、先ほど言った、歴史的なアプローチをとって、過去にこのようにして成功した例があるのではないかと、それが参考になるのではないかとということです。過去のデフレという戦前までさかのぼらなければなりません。実際にはアメリカで1929年の後半に株の暴落があり、ニューヨークの株式が暴落して30年から大不況に入って、それが普通の不況ではなくて大不況だといわれる状況になるわけです。そのような中で日本も同じように、昭和恐慌という大不況に陥ります。

そこからの、これは回復過程を示したものですが、まず【図6】をちょっと見ていただきたいのですが、日本は、20年代は穏やかなデフレの時代です。比較的穏やかなデフレが続いているのです。それ以前は戦争景気が続いていました。1914年からの第1次世界大戦で、ヨーロッパ大陸の列強がアジアの市場から去ってしまうわけです。そこで、日本の企業がそこへ行ってものをたくさん売るわけです。日本の貿易の黒字が非常に増えて景気がよくなってバブルが起こります。地価も上がるし、株価も高騰します。ところが、戦争が終わると、何のことはない、列強がアジア市場に戻ってくると、日本のものは売れないのです。安かろう悪かろうと言われていたわけで、日本はいっぺんに景気が悪くなって、企業がつぶれて、銀行が貸した金が返



してもらえないという不良債権がたくさん増えて、1927年には昭和金融恐慌というのが起こり、銀行がバタバタつぶれると、そのような時代です。これが20年代の日本です。

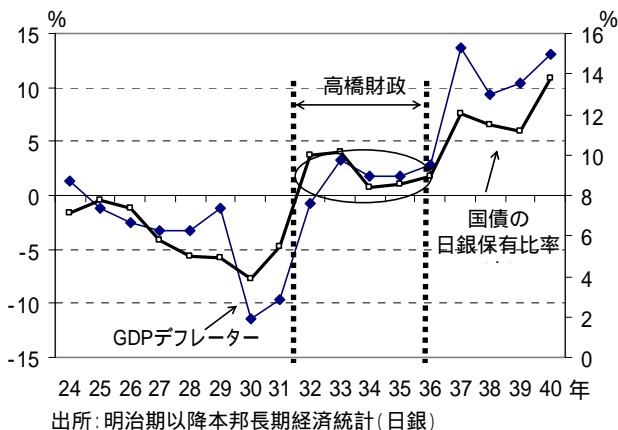


図6 昭和恐慌前後の日銀の国債保有状況

20年代には、銀行は不良債権を抱え、あるいは不良企業が淘汰されずに残っているという状況を前にして、バブルで踊ったようなだめな企業が、ずっと残っていて温存されているから、日本経済は再生しないのだという主張が強まります。悪い企業を淘汰しなければだめなのだということです。

第一次世界大戦中に、金本位制を中断してしまったために、戦前よりも円が大きく割安になっているから、本当は貿易で勝てないような、国際競争力のないような企業まで温存されている。だから、日本は低成長になったと、そのような論調がマスコミで非常に主張されて、政党の中では特に民政党がそのような主張するわけです。政友会と民政党を比べると、政友会というのはばらまき型政治なのです。ですから政友会のばらまき型は戦後の自民党につながっているのではないかと思います。余談ですが、有吉佐和子の小説に『芝桜』というのがあります。そこで芸者たちが「政友会に早く変わってくれないかね」と言っているところがあって、そうすると景気がよくなると言っているところがあります。

ところが、民政党の主張に沿って金本位制に復帰したところ、GDPデフレーターが大きく下がります。GDPデフレーターとはGDP全体の物価のことですが、これがマイナス10%を超える。そのような状況が昭和恐慌といわれるのです。

要するに生ぬるくやっているからいけないのだというので、金本位制に復帰して、中断する前の金本位制時代と同じ円相場になるように、円高維持政策をとったわけです。先ほどの香港デフレと同じです。香港ではほうっておくと香港ドル安になるのを防ぐような政策をとりました。これと同じです。要するに、ほう

っておけば円安になってしまうので、それが生ぬるいからいけないのだというので、金本位制に復帰して、円高にする政策をとります。金本位制というのは固定相場制ですから、先ほどの香港ドルと同じです。

円相場を維持するためには金融を引き締めなくてはならないということで、金融引き締め政策をとります。図6の国債の日銀保有比率が下がっていくということは、国債をどんどん日銀が売っていき保有比率を下げていることを意味します。日銀が国債を売るとことは民間からその代金が日銀に入るわけですので、お金が少なくなってしまうということです。そういうような金融引き締め政策をとり、財政も引き締めたとというのが井上財政といわれるものです。当時の浜口雄幸内閣のもとで、井上準之助という人が大蔵大臣になって、このような政策を断行するわけです。これでもって物価はどんどん下がるわけですが、これが金解禁政策の結果です。

要するに、金解禁というのは金本位制にかえるということですが、当時、浜口、井上の二人でやったこのような緊縮政策で、物価は下がるというのは分かっているわけですが、それを当時のマスコミは大歓迎します。そして1930年の1月から金本位に復帰することを29年の12月に発表するのです。そうしたところ、「下がる、下がる。物価が下がる。楽しいお正月」、というようなことを大阪毎日新聞は書きたてます。どの新聞もそうです。

実際に物価が下がって楽しいお正月かなと思ったのですが、楽しいお正月になりませんでした。というのは、物価が下がって楽しいお正月になるのは、先ほど言った、名目所得も下らないという前提があるから。ところが、企業のほうは儲からないので、人は雇わない。失業がどんどん増えます。

一番困ってしまったのは農村です。当時はまだ農村経済で、農村はやはり借金をしています。ところが農産物の価格はこのときに半分になってしまうのです。繭の価格などは半分以下になってしまうのです。米の価格も半分だし、繭の価格は半分以下です。当時はやはり繭が農村の大きな収入源でした。そのような状況になってしまったために、特に困ってしまうのは借金をしている農家です。それが、借金が返せない。借金を返すために物を売ったって、いくらもお金にならないわけです。みんながたくさん売るからもっと下がってしまうというデフレスパイラルという状況です。そのために借金が返せないというのでどうするかといえば、当時は娘さんを身売りするというわけです。

都市の青年将校たちは農村から出てきた新兵を教育しているわけですが、訓練するときに農村の窮状をみんな知るわけです。「えー、そんなになっているのか。おまえの妹はそんな状況か」ということで、それ以後、

政治家に対する暗殺事件が頻発します。最終的には5・15事件とか2・26事件までずっと続く、そのような暗い時代に入っていくということです。

結局そのような暗い時代に入ってから、お正月に物価が下がるからといって喜んでいっていることはできないということが分かるわけです。この考え方は、構造改革派とか小泉首相の考え方と非常に似ているということが分かったと思います。すでに、浜口が言っていたわけです。要するに生ぬるくてやっているからだめなのだ。だめなやつを清算しなくてはいいけない。そのためには金融財政を引き締めて、駄目な企業は生き残れなくして、清算してやらなければいいけない。これが清算主義という考え方なのです。小泉内閣や構造改革派というのはそのような清算主義をとっていて、清算すればそこで初めて新しい企業が出てきて、その企業が成長する。それによって日本経済が成長していくと考えています。

シュンペーターという経済学者もそのようなことを言っている。日本の経営者の中でもシュンペーターを好きな人は非常に多いのです。最近では速水総裁という日銀の総裁。この人はシュンペーターが大好きだったのですね。

それで、30年に淘汰してみたわけです。そうしたところ、健全な企業までもが淘汰されてしまったのです。需要がなくなりますから、普通だったら健全な企業でも淘汰される。新しい企業が出てくるかということ、全然出てこない。むしろ残るのは、古い体質だけれども、資産を持っている企業です。たくさん土地を持っているとか、そのようなところは何とか土地を売ったりして、しのいで残るのです。そのような状況になってしまった。

という中で、31年の12月に政変が起こって、犬養毅内閣に変わります。今度は政友会です。先ほどの浜口内閣と井上準之助は民政党です。二人については城山三郎という人が『男子の本懐』という本を書いています。お読みになるとおもしろいですね。『男子の本懐』というのは、浜口雄幸が天皇から「内閣を組織しろ」という命令が下ると、さっそく井上準之助を呼んで、お互いに断固金本位制に復帰して円高にして戦い抜こうと誓うわけです。実際に浜口はあとで暗殺されてしまう。すぐには死なないのですけれども、そのときに言ったか言わないか知りませんが、「撃たれて男子の本懐だ」と言ったというので、「男子の本懐」となったという人もいますし、井上準之助と一緒に、「われわれは殺されても、こういう仕事ができれば男子の本懐だ」と言ったとも言われています。そのような美談として城山三郎は小説を書いています。

当人同士の間で美談であるのは勝手なのですが、それが日本経済をめちゃくちゃにしてしまうわ

けです。そんなものは、本当は美談ではないと思うのですけれども。私はこれを「男子の本懐コンビ」と呼んでいます。そして、平成にも男子の本懐コンビがいます。実際に小泉首相のおじいさんが実は浜口内閣の逓信大臣をやっているのです。やはり歴史は巡るといっていいのでしょうか。孫が引き継ぐという。何か遺伝子があるのではないかという気もしますけれども。

日本は今、昭和恐慌ほどのデフレにはなっていません。なぜかという、男子の本懐ほどの構造改革をしないからなのです。私は男子の本懐コンビのように構造改革をやってみればいいのかと思っています。やると、とんでもないことになるので、新しい人、高橋は清という人が現れるのです。

この高橋是清という人はすでに首相をやった人なのですが、この人は、このときの首相である犬養毅首相に請われて大蔵大臣として復帰するという、要するに格下げで復帰するわけです。当時は、病気がちだったので、本人はいやだったらいいのですけれども、「おまえさんしかいない」といわれて大蔵大臣を引き受けます。高橋是清は、日本経済を見事に立て直すのですが、それと同じことを平成でしてくれと言われて、「平成の是清」といって登場した大蔵大臣がいましたが、全然だめでした。全く高橋是清に学ばなかったせいだと思うのですが。

高橋是清は何をやったかということ、32年の1月から、まず金本位制をやめてしまうのです。やめるとはどのようなことかということ、金本位制というのは固定相場制だから、円相場を維持するように金融政策を引き締めなくてはなりません。つまり日本は、実態は円がそんなに高くない経済なのに、無理やり高くするために金利を上げるわけです。金利を上げるから需要がなくなって、物が売れないでデフレになる。そこで、まず高橋は金本位制をやめます。

やめるとともにどうしたかということ、やめると金融政策が自由になりますので、こういうようにした。国債をどんどん買うのです。どうやって買ったかというと、高橋の場合には二つありまして、32年から33年にかけてですけれども、この2年間は財政支出を増やします。軍事支出も増やしますし、特に農村救済のための公共事業とか、そのようなものをどんどんやります。そのためには財源がいるわけですが、それを税金で賄ったのでは増税になってしまう。それは景気に悪いということで、高橋は日銀に政府が発行した国債を買わせて、その国債を日銀に売った代金でもって財政支出を賄いました。そこで日銀の国債保有が増えるわけです。デフレはすぐに止まり平均2、3%のインフレになります。

そして高橋のこの4年間というのは、穏やかなインフレの下で、経済成長も平均7%と高くなります。そ

れ以前がマイナスとか、0%で、高くてもせいぜい1%か2%の成長ですから、平均7%という成長を5年も維持したというのはすごいことです。おそらく歴史上これほど見事な経済政策の成功例は、世界広しとしてもないと思います。

高橋という人は実際書いているのです。「景気の悪いときには政治家の待合政治はいいのだ」と。政治家が置屋などに行ってまず下足番にお金をあげる。そして、その下足番がいろいろなところで買い物をして、そこで需要が付いて物が売れる。あるいは、芸者に帯を買ってやれば、帯を作っている人に所得が入ってその人の消費が伸びる。これはまさにケインズの投資乗数理論をちゃんとやっているわけなのです。

政友会は待合政治です。今日の自民党が引き継いでいますね。これは遺伝子ですね。高橋はそのようなこと言っていますけれども、そういうようにして、景気の悪いときはそのような財政支出をして、金融も緩和してやるのは、これはいいことなのだ。資源がどうせ余っているのだから、それを有効に利用していいのだということを言っているわけです。

そう言っているのですけれども、高橋はしだいに経済がよくなったので、36年予算ぐらいから軍事支出を減らす。34、35年にはもうすでに減らし始めているのです。それをさらに36年からどんどん減らそうとしたわけです。というのは、財政政策でそんなに支出をしなくても、金融政策だけで景気はもう大丈夫だと思ったわけです。

当時は満州国というのをつくらなければいけない、対満蒙政策とよくいわれたわけですが、それでなくても軍部は一生懸命予算を要求するわけです。ところが、高橋は、景気のいい時にそんなめちゃくちゃやっていたらだめだと、すごいインフレになるからだめだと、こう言って抵抗する。当時は、言うことを聞かないやつは暗殺という風潮でしたから、高橋はとうとう36年2月26日、2・26事件で暗殺されてしまう。このようなことになりまして高橋財政の政策は終わりを告げます。

その跡を継いだ馬場大蔵大臣は、そうやって政府が国債をどんどん発行していくとあまりよくないというので増税しようとしたのです。ところが増税しようとしたら経済界が大反対。それで、慌ててそれを撤回して、あとは政府が国債をどんどん発行して、それを日銀に買わせて、日銀のお金でもって財政支出を賄うという政策をとった。そうしたところ、インフレが非常に大きくなります。これでも15%程度にとどまったわけですから超インフレとかハイパーインフレにはならなかった。それはどうしてかということ、この時代はまだ物価統制令というのが効いているからです。

ところが、戦後の1945年になると物価統制力が全

然効き目がなくなって闇市がどんどんはびこりますので、1945年から46年にかけては、とうとう1年で物価が2倍以上になるというハイパーインフレになってきます。そのようにして戦時中は抑制されているのですけれども、元々インフレの要素はあったわけですね。

このように、高橋がデフレを克服して、マイルドなインフレにして実質で7%の成長を見事に実現させたにもかかわらず、今日、「高橋はハイパーインフレにした元凶だ」といわれることがあります。戦後は100%のインフレになったのではないかと、今日でも財界のお年寄りには言います。高橋のような政策をまねするとハイパーインフレになってひどいことになるのだというので、私の政策に反対しています。

高橋の子孫もいらっしゃると思うのですけれども、子孫の方にとってもこれは侮辱ですね。高橋は36年2月に暗殺されているのですから。死んだあと、ほかの人の政策を高橋のせいにもされても困ります。

【図7】に高橋財政の特色を示しておきます。当時は政府と日銀が一体で、日銀に独立性はありませんでした。要するに日銀は政府の言いなりになるということですね。政府はまず国債を日銀に売ります。図のMというのはマネー、Gというのは財政支出という意味です。政府が日銀に国債を引き受けさせると、政府にマネーが入ってきます。このマネーでもって財政支出がまかなわれます。つまり、政府は日銀から得たお金で公共投資をしたり、農村救済資金を出したり、軍事予算を付けたりする。軍事予算が付けば軍事産業にお金が回る。そのときの支出は日銀から出たお金ですが、これは財政支出をしただけではなくて、このマネーがまたいろいろの人に渡って、資産価格を上げるから株が上がる。株が上がるとバランスシートがよくなった人は買い物に出かけるというようにして、マネーが民間の間を回ることによって支出が伸びる。あるいはマネーがドルに回る。ドルを買うからドル高になって、円安になるから輸出が伸びるというようにして、このマネーが増えることによって需要が付くという側面もあるし、財政支出で直接物を買うから、ここで需要が付くという両方がある。つまり、これは財政金融政策一体になった政策を使ったということになる。

これと同じことを今やったらいいのではないかとというのが、私のリフレ政策の提案の骨子です。リフレ政策を主張するのは、デフレを止めてマイルドなインフレにしないと、企業がなかなか本格的に設備投資をしないと考えるからです。

ところで、現在は、日銀は政府から独立しています。日銀は政府の言いなりにならないわけです。さらに、戦後は、日銀が政府から直接国債を買うこと（国債の日銀引き受け）は財政法で禁止されています。先ほど言ったように、高橋が死んだあとですけれども、政府

はどんどん国債を発行して、その国債を日銀に引き受けさせ、それで得たマネーで軍事支出を拡大します。そのためにマネーが市中に大量に出回り、戦後はすごいインフレになってしまったので、戦後は日銀の国債直接引き受けを禁止します。ですから、現在はこの方法でデフレを脱却することは出来ません。

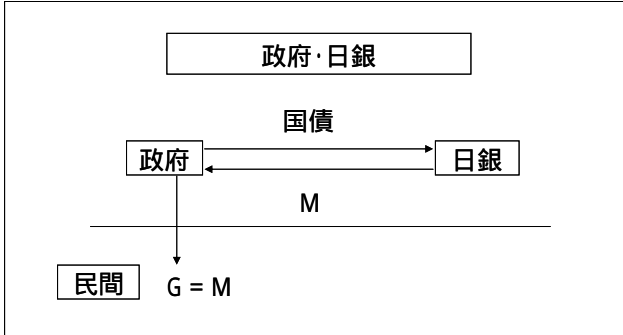


図7 高橋財政の財政支出とマネー

しかし、同じ効果は次のようすれば得られます。まず、【図8】で、政府は民間に対して国債を売る。これまで民間で国債を買っているのはほとんど銀行です。最近は個人も買うようになりましたけれども。そうすると、民間のお金が国債の代金として政府に入ります。このお金で先ほど言った財政支出を賄うこととなります。この政策では、民間から吸い上げたお金が政府に入るわけですから、お金は増えません。財政支出が増える点では高橋財政と同じですが、マネーではなく、国債残高が増えるという点が違います。

結局、図7とどこが違うかといえば、図7の場合は、民間が保有する国債残高は増えません。しかし、マネーは増えています。財政支出も増えています。ところが今言った政策では、民間部門では、マネーは増えずに国債が増える。ですから、これをほうっておくと、国債がどんどん増えて、それを消化するために金利を上げないと民間は買ってくれなくなります。つまり、この政策では、金利が上がってしまうのです。財政支出は増えるけれども、金利が上がる。

金利が上がるとどのようなことになるかということ、設備投資がそれだけ不利になるから設備投資という需要が減ってしまう。あるいは、金利が上がると、日本で円預金をすれば利益が出るということで、ドル預金を下ろして円預金にする人が増える。ということで、外国為替市場ではドル売り円買いとなって円高になるのです。そうすると輸出が伸びないということではやはり需要が減ってします。

ということで、この政策だけですと、財政支出という需要の拡大が設備投資や輸出という需要の減少で相殺されてしまい、景気回復効果はないのです。

そこでどうやるかという問いの答えが、長期国債買

いオペということになる。いったん民間がかつた国債を日銀が買ってしまえばいいではないかということです。現在の財政法でも、いったん民間に売られた国債なら日銀が買っていいのです。日銀が国債を民間から買うと、その代金をお金として払いますから、お金が民間に流れてきます。このようにして民間で流通するマネーが増え、逆に国債は減りますから、図7の高橋財政とまったく同じになります。現在、国債は36兆円くらい発行されています。ですから、36兆円発行されたら、日銀が銀行から国債を36兆円買ってしまおう。そうすると、いったんマネーが36兆円分だけ政府に吸い上げられたのだけれども、再び36兆円分だけ民間にマネーが戻りますから、効果としてはGイコールMしか残らないわけです。

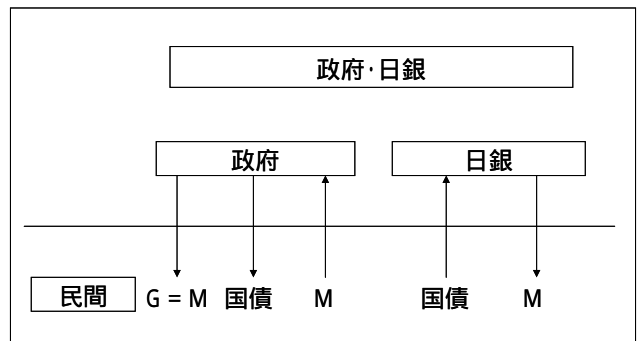


図8 インフレターゲット付き長期国債買いオペ

これで高橋財政と同じ財政支出とマネーの姿になる。高橋財政でうまくいったのだから、これでうまくいくのではないかと、というのが今日のメイン・メッセージです。

ただ、ここで高橋と違う点は、図8ではインフレターゲット・スキームとなっている点です。図8の政策をやってもインフレにならないという人がいるのですけれども、私はインフレになってしまうと思っています。あまり高いインフレだと、先ほど言ったようにかえって経済が不安定になるので、インフレ率に3%ぐらいの上限を付けておいて、たまに3%を超えたていいのですけれども、それが恒常的に3%を超えるような状況のときにはこういう政策はやめる。むしろインフレを止めるために、日銀は国債の売りに入る。そうすると売った代金が日銀に入りますから、これは金融引き締めになります。買いオペに対して売りオペという国債を逆に売り始めるという政策を含んでいる点で、インフレターゲットと呼んでいる。インフレ率に上限を付けているのはそのような意味です。

こういうような政策をするには、無制限に長期国債の買い取りを実施する必要がある。ここに無制限という意味はどのような意味かということ、要するに2、3%のインフレになるのを目指して、それ以外の条件は長

期国債の買いオペに付けるなという意味です。現在、  
 どのようなになっているかという、日銀は、長期  
 国債を買うのは月に1.2兆円までというようにしてい  
 ます。昔は4,000億円だったのですが、だんだんし  
 ぶと増やしてきました、とうとう1兆2,000億円ま  
 で買っていいということになりました。

しかし、日銀は、日銀が保有する国債残高は日本銀  
 行券の発行残高を超えてはいけなく、という縛りをつ  
 けています。しかし、このような縛りを付けてはいけ  
 ない。むしろインフレターゲットを目指してこのター  
 ゲットを超えれば、その時には制限を付ける。それ以  
 外の制限を付けないという意味で「無制限の」という  
 意味です。無制限という何か制限を付けない感じが  
 しますが、そういうようなことです。

【図9】は昭和恐慌の前後を示したものですけれど  
 も、この図の金輸出再禁止とは金本位制をやめるとい  
 う意味です。30、31年が先ほどの男子の本懐コンビの  
 時代です。これを見ますと、高橋財政の直前まで小売  
 物価はずっと右下がりできています。これは指数で  
 すからデフレが続いていることを意味します。ところが  
 高橋財政以後は穏やかなインフレに変わります。そし  
 て生産も急激に回復します。株価も大きく回復します。  
 株価が回復するものですから増資が盛んになって、資  
 金調達として新規の企業がどんどん増資などをして登  
 場してくるのです。そうした状況が出てきて、日本経  
 済は軽化学工業から重化学工業への転換をうまく図っ  
 ていくわけです。

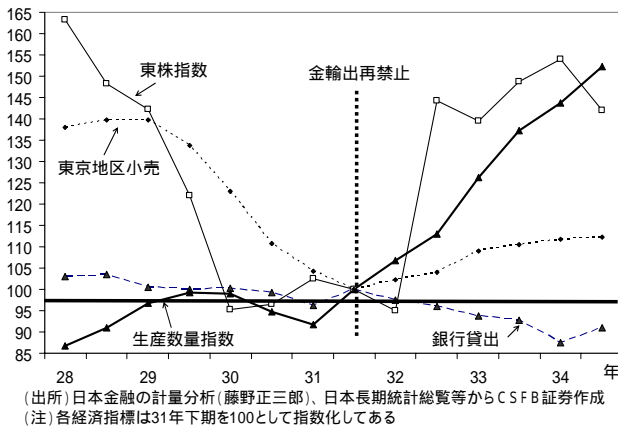


図9 日銀引受け開始前後の経済指標の動き(半年ベース)

ここで、この図のどこを一番見ていただきたいかとい  
 うと、銀行貸し出しの動きなのです。高橋財政で景  
 気が回復してもしばらくは、銀行貸し出しが減り続け  
 ています。景気は32年の前期には回復を始めているわ  
 けですが、34年の前期までは銀行の貸し出しは減り続  
 けるというところに注目していただきたいのです。

これは、景気の回復には銀行貸し出しなど増える必  
 要がないということを示しています。銀行貸し出し

の増加なき回復が可能だと、こう言っているわけです。  
 アメリカもそうです【図10】。アメリカではルーズ  
 ベルトが1933年の3月から金融緩和策に転じ、財政支  
 出も増やすというニューディール政策をやったところ  
 生産も拡大し始めまして、マネーもどんどん拡大する  
 のですが、貸し出しは伸びないのです、逆に減ってい  
 るのです。月ごとですのあまり減っている状況は出  
 ないのですが、増え始めるのは37年ぐらいからです。  
 生産はもうとっくに回復しているというのに、これも  
 貸し出しの増加なき回復ができていたということだす。

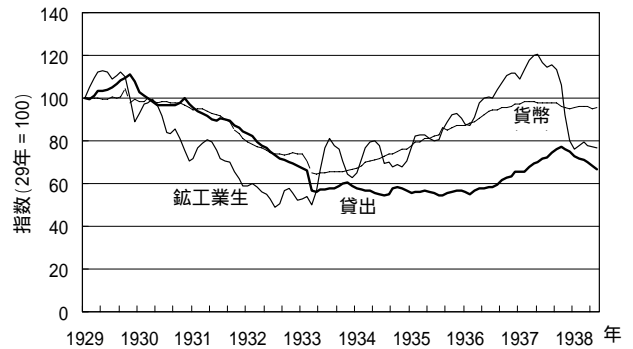


図10 大不況期のマネー、貸出及び生産の推移

デフレのどん底では、フリーキャッシュフローはブ  
 ラスになっています【図11】。フリーキャッシュフ  
 ローとは設備投資をしたあと、お金が企業にどのくらい  
 余っているかを示したものです。高橋是清のような政  
 策を行うと、例えば円高だったのが円安になるとか、  
 株が上がってくるというので、みんなの予想がデフレ  
 予想からインフレ予想に変わってくる。そうなればこ  
 の余った資金を使って設備を拡張して生産を拡大して  
 いても物は売れるだろうということで、このお金が  
 最初使われるのです。このお金がだんだんなくなっ  
 てきて、資金が不足してくるから、銀行から借りよう  
 ということになるということです。

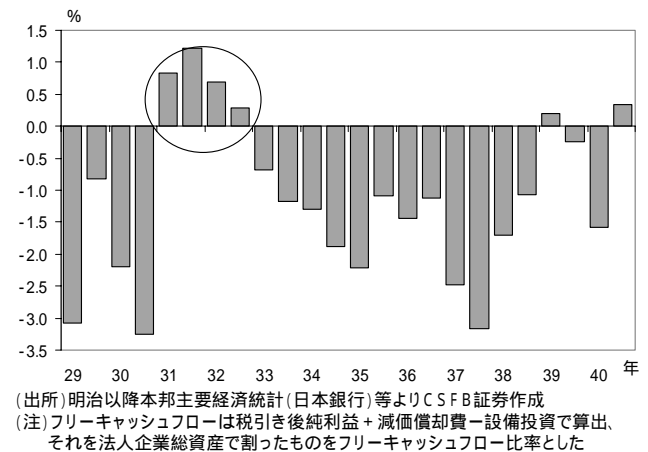


図11 昭和恐慌前後の法人企業のフリー・キャッシュ・  
 フロー比率(半年ベース)

アメリカも同じです【図12】。アメリカも30年から大不況に陥りまして、33年のルーズベルトのころはどん底くらいになってお金が余っているのです。ですから、アメリカの景気も、33年3月ぐらいに大不況から脱出を始めるのですが、そこでこのお金が使われている。ということで、貸し出しは先ほど言ったように、ずっと後の36年ぐらいから増えてくるということになります。

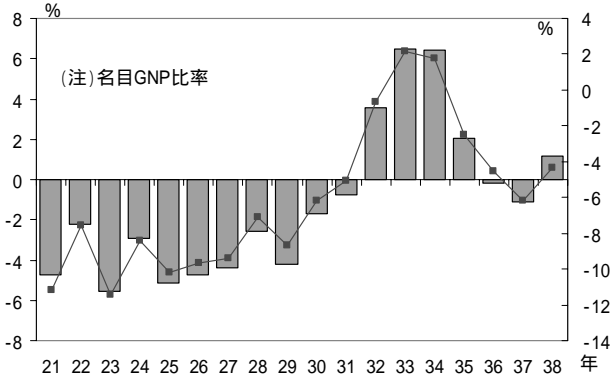


図12 米国企業のフリー・キャッシュ・フロー比率

日本も、こういうように株価が上がると、33年ぐらいからエクイティ・ファイナンスといって、増資での資金調達がどんどん増え始める。貸し出しに頼らなくていい【図13】。

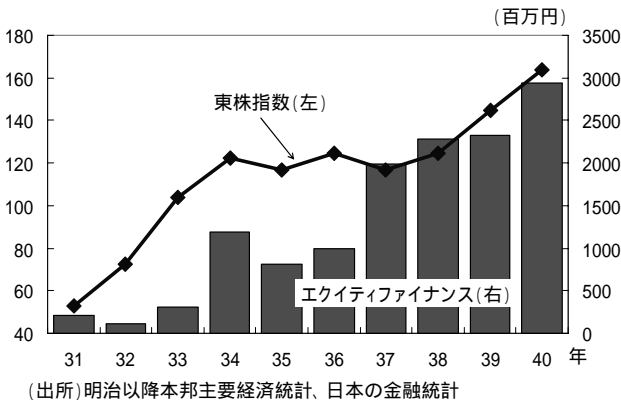


図13 昭和恐慌前後の株価とエクイティ・ファイナンス

現在を見てみましょう【図14】。95年ころから企業は金余りだということです。デフレの中で、自分で資金のやり繰りをして、いろいろ費用を引いて残ったお金を設備投資に使わないから余ってしまっている。全企業で大体20兆円、中小企業でも5、6兆円お金が余っている。つまりこのようにお金が余っているのはデフレの一番の特色ですから、銀行の貸し出しなど増えなくても、これを使えばいいのだという話です。

「インフレ目標を設定し、無制限に長期国債買いオペを実施」という景気回復政策を説明するのにこれだけ時間が掛かったのですが、あとは大して理論的でな

くて、説得をするためにそれほどデータを使う必要はないと思っているのですけれども。現状は、むしろ先ほどと違って貸し出しが伸びない。それはなぜかという、企業が借りようとしなからずです。それに対して次のよう主張が支配的です。すなわち、「銀行が不良債権を抱えているから、リスクがとれないからだ」というのです。そこで、政府はこの考え方から、早いところリスクをとれるようにするために、まず不良債権を処理させる政策を採っています。処理すると自己資本が減ります。これは会計上減ってしまうのですけれども。そうすると、銀行経営に対してみんな不安になるということで、その不足した分を政府で公的資金を投入してやるというのが、小泉、竹中という平成の男子の本懐コンビの基本的な考え方ですね。

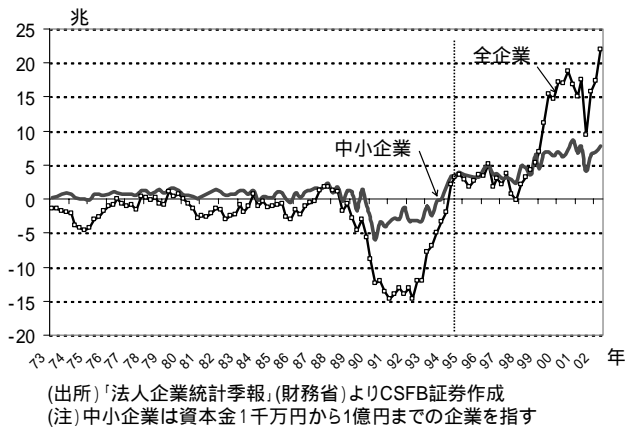


図14 法人企業は大企業、中小企業ともフリー・キャッシュ・フローはプラス

銀行の自己資本の中に、実はおかしな、どうも信用の置けない自己資本というのがあるのだというのが竹中さんのお考えです。これはどのようなことかという、銀行は引き当てとか償却とかを行うのですけれども、それは損失なのです。その損失分を減らすから銀行の利益はそれだけ低くなるわけですけれども、その低く出たのは銀行の実態を表すのだからそれでいいのです。引き当てや償却を行っていないと、その銀行が投資家にとって、いかにもよさそうに見えてしまうので株式などに投資する。そこで、そのような銀行に株式投資したらずいというのでそのような会計制度があるのです。

ところが、会計上は損失として処理しても、その損失を税務当局が損失として認めてくれないのです。大体税務署は厳しいですから、会計上は損失だけれども、「いや、まだ損失が確定したわけじゃないじゃないか。その企業が返してくれるかもしれないじゃないか」というようにして、相手が倒産でもしない限り、損失として認めてくれないのです。損失として認めてくれないということは、法人の利益からその損失を引くこと

ができないので、税金はたくさん払わないといけません。このようなのを有税償却とか有税引き当てといいます。有税でもって、要するに法人税は安くならないまま銀行は、損失として計上しているわけです。

ところが、それは将来もしかしたら損失が確定するかも分かりませんね。そのときは税務署も損失として認めてくれますから、そのときに銀行が利益を上げていたら法人税が安くなるという仕組みになっています。そのようにして、今は税金が安くなかなかたけれども、将来は税金が安くなる可能性があるというのを、繰延税金資産といって資産に計上する。それに対してそれに見合った分だけを自己資本として認めるという制度がある。

ところが、竹中氏が金融大臣に就任して以後、「そんなのはいんちきだ。だって、銀行が将来儲かるとは限らないから。」とあって、繰延税金資産を自己資本として認めるわけにはいかないといい出したのです。儲からなければ損失を落とすことができないですね。所得がなければ損失など落とすことはできないから、税金は安くないわけです。それを受けて公認会計士もみんな、今までは繰延資産を認めていたのに認める分を減らすようになりました。やはり大臣はえらいですね。力があるのです。

りそな銀行は巨額な繰延税金資産に見合った自己資本を計上していたのですが、竹中大臣があのようなことを言っているというので、公認会計士が、これは認められないと言ったのです。それで自己資本が大きく減ってしまったわけです。りそな銀行は4%の自己資本比率がなければいけないのですけれども、それができないというので自己資本不足に陥ってしまったのです。つぶれたら関西経済が大変だというので、竹中大臣は急ぎょ公的資金を投入して救うということをやりました。

そうこうしているうちに、今度は去年の11月ごろですか、足利銀行というのがやはり繰延税金資産という自己資本でやっこさっこ生き延びていたのですが、やはり公認会計士がそれを認められないと言ったために債務超過に陥った。つまり自己資本で言えばマイナスになってしまったのです。要するに死に体だという話で、ここは国有化するということになりました。

そういうようになっているのは、財務会計と税務会計が一致しないからいけないので、両者を一致させればいいのかと思います。会計で損失と認めたのですから、そのとき損失と認めて税金を安くしてやればいいのかではないのでしょうか。税務当局はそれをしなかったわけですね。課税上、損失と認めなかったために今の状況になったのです。そうすると、昔損失だったのだから、本当は税金を払いすぎたのだから、全部税金を払い戻してやるのがいいのだというのが、欠

損金の繰り戻し還付制度の復活です。要するに、銀行の損失と認めてやれば、税金をそれだけ還付しなくてはいけません。今の国税庁は税金を取り過ぎたのだということです。

それから公共投資については、「将来役立つ公共投資の前倒し」をすればよいと思います。政府は公共投資を削減すると言っているけれども、役に立つ公共投資というものもたくさんあるので、役に立つか役に立たないかというのを第三者機関が選定して、役に立つ公共投資はどんどんやればいいのではないかと思います。

それから、景気が回復するまで消費税率を2%引き下げるといって提案があったのですが、これは、今はあまり主張しません。これは去年の4月ごろ、あまりにも日本経済デフレ色が強まったので、そのようなビッグプッシュが必要というように思ったのです。けれども今は、ビッグプッシュはそれほどいらなくて、インフレ目標を設定して無制限の長期国債買いオペをやってあげれば大丈夫ということです。すでに85兆円ぐらい財政支出が増えていますので、それを縮小する必要はなくて、できるだけ中身を変えていくという政策をやればいい。中身は民間投資を呼び込むような、例えば首都圏でいえば環状道路整備とか、そのようなことをやればいいのではないかと。そういうような財政支出があれば、先ほど言った高橋財政と同じように財政支出がたくさんあるのだから、あとは金融政策でやればいい。私はデフレから脱却できるというように思っているということです。

しかし、そう言っても、潜在成長率自体を高めるといって政策も同時に必要です。つまり景気回復を維持するような政策をとりつつ、構造改革を進めることが大事で、どちらか一方というのはだめということです。どちらか一方しかとらないというなら景気回復だけのほうがいいと思いますが、構造改革だけをやって、今言った穏やかなインフレにするようなことをしなければ、やはり構造改革も失敗するのではないかと思います。そのような意味で長期的な構造改革としていくつか挙げているので、それについてはご質問があればお受けするというので、もうだいぶ時間がきましたので、この辺で一度終わりにいたします。

**質問1** 先ほどのお話の中で、銀行貸し出しはデフレの回復にあまり影響はないというお話でしたが、その一方でデフレは貨幣的な現象という話もありました。デフレが貨幣的な現象であれば銀行貸出の影響は大きいと思うのですが、その辺はどのようにお考えでしょうか。

**岩田** デフレは貨幣的な現象と先ほどから言って

いるのは、結局、最終的には貨幣が増えていかないとデフレが止まらないという意味です。それでは銀行の貸し出しが伸びないと貨幣額は増えないかという問題ですが、銀行が貨幣を増やすには、貸し出しのほかに資産の買い取りという方法があります。

貸し出しをすることでどうして貨幣が増えるかというと、銀行は、例えば住宅ローンを貸すという場合には、皆さんに預金口座を作ってもらいますね。そこへ銀行は印字をするわけです。1,000万円と書くわけです。そして、右側には「あなたにはこれを貸し出しました」と書くわけです。預金は貨幣ですので、預金通帳に1,000万と書いた時点で貨幣供給されるということになります。この貨幣がいったん供給されると、これが、例えば住宅を建てた会社に払われると、そちらに貨幣が移るといようにして、この貨幣は転々としはじめます。

もう一つは、銀行が銀行以外の部門から、国債を買うとか、社債を買うとかして貨幣を供給するという方法です。例えば、銀行が機関投資家からでもいいし、最終的には証券会社を通して買ったりしていますけれども、それを買ったときに、銀行はその代金を相手の預金口座に振り込みで支払います。ですから、皆さんでも政府でもだれでもいいですが、銀行がそのように社債を買う、株式を買う、ドルを買う、何かを買うというと、買った相手先に預金を増やすことによって払うのです。だから、預金が増える。銀行に証券を売った人はその預金でどこかに払う。そうすると、次の人の預金になるというようにして、預金が転々とし始める。預金は支払い手段として、現金と同じように貨幣です。

ですから、今貸し出しは減っているけれども、お金は一応増えているのです、マネーは。それはどうしてかかというと、銀行が証券を買っているからです。一番買っているのは何といっても国債ですけれども、国債を銀行が買うから、お金が出てくるということです。

ただ、ここで一番問題なのは、そういうようにしてお金が増えていくというのはいいのですが、今一番やるべき問題は人々の予想に働きかけるといことです。予想に働きかけるといのは「デフレを絶対に容認しない。そのためには将来、このような国債の買い取りをどんどんやる」と。

要するに、銀行が国債を売ると、銀行にいったんマネーが入りますね。銀行がマネーをただ持っていたって何の利子も得られませんので、民間から国債を買うとか、社債を買うとか、株式を買うとか、そのようなことを始めるわけです。そうすると、銀行以外の民間にマネーが増え始めるのです。

そのようなことを徹底的にやっていくのです。つまり民間にまで貨幣がしみ込むまで、日銀が国債の買いオペを続けていくと、いつかはマネーはドル買いに向

かったりする。そうすると株価が上がり、円安ドル高になってくる。そうすると、輸出が伸びて輸入が減ってくる。それで、物が売れる。輸入製品と競争している産業は輸入が減るからその分売れる。そういうようにしてだんだん物価も上がってくる。このマネーが株式にいけば株が上がる。今、企業が持っている株が安くなってバランスシートがすごく悪くなっているの、株が上がればそれが回復するわけです。企業というのはバランスシートが悪いと、それを回復しようと思って、バランスシートの右側の負債の借金を返して、左側の資産をできるだけ安全な資産に替えようとするわけです。しかし、株が上がってくればそれだけでバランスシートが改善しますので、それだったらバランスシートを改善するために借金を返すなどということばかりしないで、設備投資をしようというような気になる。

というようなことが考えられて、実はそのようなことをずっと徹底してやっていけば、デフレは収束するのではないかということで、インフレ予想が出てくることを狙っているのです。実際、このような政策をやるとデフレ予想は後退し、インフレ予想に変わってくるのです。だから回復は早いのです。マネーの増え方はそれよりも遅いのです。

それで、予想がどれくらいの速さで変化したかという実証研究をずっとやって、今年の3月ぐらいにそれを発表した本が出ると言っていますけれども（岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』東洋経済新報社、2004年4月）その本の中で、人々が昭和恐慌のときにどこでデフレ予想からインフレ予想に変わったかについては、32年の4月ごろから急にインフレ予想に変わっているということを実証しています。それはどうやって推計するかというと、こうです。インフレ予想が出てくると金利が少し上がる。それを使ってどのくらいインフレ予想したかというのを計測したのです。そのモデルを使うと、32年の4月に、インフレ予想がすごくジャンプしています。15ポイントぐらいジャンプしています。年率でそのぐらいジャンプしています。それ以後、インフレ予想が非常に定着してくる。

どうしてかと思って事件を調べたのですが、32年の3月ですけれども、高橋是清が、これからは日銀に国債を全部引き受けてもらって、その国債で財政支出をしますということを宣言するのです。そうしたら翌月からインフレ予想がポンと上がっていますので、やはり人々のデフレ予想をインフレ予想に変えるには、そのようなビッグプッシュが必要です。この場合は金本位制をまずやめたということ。だから、これはもう完全に円安相場に動くと皆さんは思う。そして、それを支持するように財政金融政策も、日銀にどんどん国債を引き受けさせて財政支出をどんどん増やしていくの



だという、そのようなビッグプッシュ、ビッグイベントといいますか、それがあると人々の予想が変わるので、やはりわれわれの今の平成のデフレにもそのようなビッグプッシュが必要だということです。

インフレ予想に働きかけることが大事なのですが、それが成功しなかったらどのようなことになるかを、ちょっとここで説明します。長期国債を日銀が買っていくと、市中の国債残高が純減し始めます。今、国債残高は累積でどんどん増えているのです。将来みんな心配しているのですが、日銀が国債を発行された以上に買っていったとしますね。そうすると、国債残高が民間からどんどんなくなるわけです。国債をどんどん買って、その代金としてマネーが出ていきます。初めのうちマネーはジャブジャブに銀行で止まっているかもしれませんが、銀行はこのようにことばかりしていても仕方がないので、どこかで利子の高いものを買いはじめると、そこでマネーが民間にまた流れる。このようなことをしたにもかかわらず、だれも株は買わないで、マネーをみんなやはり現金か預金で持っていて何もしないとします。株は買わないし、ドルは買わないし、投資信託もしない、不動産も買わない、物も買わない。このようなことしていたらどのようなことになるかという、いつまでもインフレにならないわけですね。

そうすると、どのようなことになるかという、日銀はインフレを起こさずに、民間から国債を全部買ってしまふことができます。今、長期国債で大体400兆円くらいあると思いますが、これを全部買ってしまふわけです。全部買ってしまふとどうなるかという、実は、われわれにとって、政府と日銀というのはバランスシートで見ると一体なのです。ですから、そういうようにして政府日銀が国債を国庫に入れてしまふと、国債を償還したことと同じなのです。政府は日銀から国債を買戻さないといけなければ、政府が買戻してから、あとで日銀に税金をかけて相殺してしまふのです。そのようなことができるのです。ですから、これで償還が終わってしまうのです。

このようなことをしていても絶対にインフレにならないとか、インフレ期待も起こらないという人がいます。これがもし本当だとすると、結局、政府は税金を廃止して、すべて国債発行で財政支出を賄い、その国債を日銀に買ってもらえばいいということになってしまう。ということで、これは無税国家になるのです。これは至福の世界です。

しかし、過去にこのような政策をやってインフレにならなかったことはないのです。なぜかといえば、民間はマネーだけ持っているのではなくて、やはり株を買ったりし始めるからです。最後は物を買う、つまり設備投資をしたり、在庫投資をしたり、いろいろする

のです。だから、やはり無税国家は成り立たないで、この政策は必ずインフレになってしまう。だから、逆にインフレターゲットを3%で止めるということをしているのです。むしろ効きすぎることを心配しているわけです。

ただ、数学的には確か背理法ですか。あることが起これば、ばかげたことが起こるから、そもそも、このようなことは起こらない、というやつですね。数学者は、それは証明にならないと言う。証明にならなくてもいいのですけれども、いずれにしても無税国家にはなりませんね。

**質問2** 今、円を円高にならないように買い支えていますね。あのような人為的な買い支えについては先生、どうしようにお考えですか。

**岩田** この政策を徹底的にやれば、円安になるのでいいと思います。日本経済が、デフレから本格的に脱却するには、これこそシミュレーションしていただきたいですけれども、やはり1ドル130円とか140円、150円とか、そのような大台に乗ることが必要だと思います、きっと。

結局、今、日銀は国債を買うのではなくて、ドルを買ってお金を流すことをやっているのです。日銀が銀行からドルを買うと、このマネーは日銀当座預金になるのですが、日銀はこの日銀当座預金を27兆円から30兆円ぐらいに維持する政策を採っている限り、増やせないのです。そうすると、いったんドルを買ってお金(日銀当座預金)が出ていくのだけれども、そのお金を今度はもう一回国債の売りオペをして吸い上げなければなりません。そうすると、ドルを買うという意味ではドル高で円安になるのですが、お金は増えないという意味で、このお金がどんどん増えていって円安になるという力がないので、効果的には不十分なのです。

不十分だからそのような政策はだめなのです。速水総裁は、円は高ければ高いほどいい、国力が増しているのだからいいという考えの人でした。今度の福井総裁という人は頭がよくて、ドルを買って日銀当座預金が増えてしまふと、金融政策で設定している日銀当座預金の天井にぶつかってしまうので、その天井を高くしました、35兆円ぐらいに高くした。これによって、ドル買い介入の金融緩和効果を強めようとしている点で、福井日銀総裁は評価できます。

ところが、福井総裁が「ドルを買うと、日銀当座預金が増えたら天井にぶつかるから、これを引き上げたい」と言ったら、反対した日銀の政策員が二人いたということです。「効果が分からない」というのが反対理由だそうです。これは、おかしいと思ふの

です。日銀の福井総裁が正しいと思います。私はこれまで福井総裁をあまり評価してこなかったのですが、今度は正しい。というのは、やはり本格的に円安に結びつくには円がジャブジャブになってこないといけない。その円がやはり長期的にはドルに向かうわけですから、日銀はドルを買うだけでなく、日銀当座預金の目標残高を引き上げるべきだと思うのです。

**質問3** 今のインフレ期待とかデフレ期待とかいう、そのような一般国民が思っている雰囲気モデルの中に、何らかの要素で持ち込みたいのですけれども何かいい方法はあるのでしょうか。先ほど分析報告書がまもなく出るとお話がありましたけれども、どのような手法でそれを計るわけですか。

**岩田** それは、金利モデルというのがあるのですけれども、金利の動きというのは、いろいろな要素の中で重要なのは二つです。一つはどれだけインフレ予想をしているかということによって名目金利というのは違って来る。要するに、インフレ予想が非常に高くなってくれば、貸すほうは高い金利でなければ損をしますね。返してもらったときには、貨幣価値が下がっているからです。ですから、名目の金利というのはある程度インフレ予想を反映する。それをうまく使って、それに最近はやりの合理的期待形成というのを考慮する。合理的期待形成というのは過去のいろいろなデータから将来を予想するというやり方です。

ただ、金利は短期金利です。1年の予想でやっているものですから、長期金利というのは難しいのです。1年ものの金利でやっているのですが、最近日本では、1年の金利がほとんどゼロとか、ゼロに近くて動かないので、現在は金利モデルを使った計測は出来ません。ただ、ゼロ金利の前までならばできます。計測方法と結果は、岩田規久男編著『昭和恐慌の研究』（東洋経済新報社2004年4月）の第6章にあります。

もう一つ、短観にアンケート調査があるのです。それを、期待が正規分布しているという仮定を設けて、インフレはどのくらい予想されているかを計測する方法です。そのようなやり方をやっているのは内閣府で、それもおそらくディスカッションペーパーのようになっていると思うので、許可が取ればお見せしても大丈夫ではないかと思います。

**質問4** 今、銀行の貸し出しが増えないという話と、それから企業の手元資金がたまっているという話をお伺いしたのですけれども、現実には金を借りたいところが全然借りられないですね。要するに銀行が貸したがっている企業はいっぱいあるのだけれども、金が余ってしょうがないところには「借りてくれ、借りてく

れ」といいに来て、実際金の欲しいところには絶対貸さないですね。企業に対する貸しはがしとか、非常に問題になっています。ベンチャーを育てるとかいうても、まずベンチャーは自分で大きな金を調達しようと思っても、絶対銀行からは借りられません。その金融システムが全く機能しなくなって、必要なところには金が流れていかなくなってしまっているのが、私は非常に大きな問題だと思うのですけれども、それについて先生、どういようにお考えになっていますか。

**岩田** 先ほども言ったように、平均的には中小企業にも金が余っており、いい企業もたくさんある。だからまず、いい企業が投資をする必要があって、それにはデフレ予想をインフレ予想に変える金融政策が必要と考えます。

それからもう一つ、貸さないほうがいい企業もやはりあるわけです。ですが、問題は、私はこのようなことだと思うのです。要するに、デフレにしておいて、将来物価が下がるという状況でやれば、当然返せなくなるわけですね。そうすると、返せなくなる可能性があるから、先ほど言ったように、人件費をどんどん下げる。特に非製造業がそうです。人件費を落とすよりも売り上げがどんどん減っていくから返せないわけですね。売上高が減るといのは単価が下がってしまって、単価が下がった割には物がたくさん売れませんので、どうしても売り上げは減っていく。そういうような状況のもとで、中小企業の中で不良債権がどんどん増えていく、それで銀行も貸さない。それは企業の良し悪しを決める一つのテストの仕方ですが、悪いテストだと思います。これは受験生に、言ってみれば雨ざらしのところ試験をさせて「おまえ、点数が悪いじゃないか」といようなものです。

ある程度空調の効いたところで、ある程度温度が保たれたところでテストをしてあげる。それが穏やかなインフレのもとでのテストの意味です。穏やかなインフレの下では、優良企業として生き残れる企業でも、デフレのもとではだめな企業になってしまいます。

だから、まず、テストする場、その場を整備するのが政府の役割です。そのような場を改善しないで、この企業は再生に値するとか言って産業再生機構でお金を注入するとかやっているわけでしょう。それは大きな間違いです。政府の役割というのは環境を整備することであって、個々の企業を選別することではない。穏やかなインフレの下でならば、不良債権にならないで売上高も伸びてちゃんとやっていける企業があるということが一つ。

それからもう一つ、今言ったベンチャー企業の資金は、基本は銀行からの借り入れではなく、やはり失敗したら返さなくていい出資金、つまり株式での調達で

あるべきなのです。そうすると、やはりある程度インフレのほうがいいのです。さらに穏やかなインフレのほうがベンチャーだって借金の負担は軽いですね。それが一つ。

株式で調達しやすくする方法については、「資産所得税制の改革」というところでおっしゃったのですが、省略しました。エンジェルがベンチャーに出資するわけですが、損をする確率が非常に高いわけです。損した場合に、今は同じ株式の投資だったら損失をある程度相殺して、そちらのほうの株で儲けていたら損失を減らしてくれるというのがあるわけです。その損失を1年ぐらいではなくて、もっと長期にわたっているような金融資産の所得から、あるいは場合によっては不動産の所得も含めて、控除できるようにする。ベンチャーに出資したら大損したとしても、他の資産所得からその損失を控除できれば、税金が安くなる。それも1年で控除しきれないのだったら、例えば5年とか10年にしてやる。そういうようにして出資をしやすくする。リスクをとりやすくする。日本人はよくリスクはとらない民族だといわれますが、税制上リスクをもっととりやすくしてやるのが、ベンチャー企業を育てるのです。デフレを脱却するうえでも、そのような証券税制の整備、それが非常に有力だと思います。

**質問5** 今の増資の話の場合、ベンチャーが増資でもって金を集めようとする、まず元々のオーナーというのですか、始めた人間が増資に応じられないから、外から持ってくると、どんどん持ち株比率が下がってしまうでしょう。それで今、私の知っているベンチャーなどは、やはり有望だということで大企業が出資してくれるのです。そうすると、大企業の持ち株比率がどんどん高くなってしまって、始めた人間の持ち株比率はどんどん下がっていく。ちょっと何かあると「おまえ、クビだ」と言って吸い上げてしまう。そのようなところが出てきている。これから出てくるのではないかなという気がする、先生がおっしゃるような増資ということが、ある意味ではベンチャーにとってはやりにくくなっている気がするのです。

**岩田** それはおっしゃるとおりだと思います。それは鶏と卵みたいですが、ある程度出資をしやすくして、お金も集めて、利益を上げて、そのうち自分の資金が少し増えて、それでもって次に増資したときに自分の保有比率が高くなるというようにしか考えられないのではないのでしょうか。初めからお金持ちなら問題ないですけども、経営者が本当にしっかりしていれば、大企業が出資していても、別に首のすげ替えはしないと思いますけれども。要するにその人の能力が欲しいわけですから。首のすげ替えを行うというの

は、元々、経営者の能力が足りなかったというようなことではありませんか。

