

インフレ目標と金融政策

Monetary policy and an Inflation Target

高木 夏樹

Natsuki TAKAGI

Abstract

Recently, various monetary policies have been discussed among the economists in Japan. Many economists have suggested the Bank of Japan to set an inflation target and purchase government bonds without resale. But, it is questionable if this reflationary policy will be controllable. Analyzing present conditions of Japanese economy, it is doubtful whether this policy is the best and only choice or not.

Japanese economy has faced another problem. It is the heavy burden of government sector. At the end of 2002, the total liability of general government sector reached 782 trillion yen and was 1.4 times as much as the GDP. According to the preliminary trial of the Japanese government balance sheet, the net assets at the end of 2000 fiscal year, was the deficit of 188 trillion yen and the government obligation to recognize the future pension payment corresponding to the past time as liabilities, reached 1,565 trillion yen. This amount exceeded the total financial assets of household sector. In the bond market, it is rumored a crisis of crash may be realized in near future.

This policy may be necessary to resolve another problem. But, at the present time, the following policies should be proposed, as like as the increase of consumption tax to promote fiscal reform, and the deregulation to create new industries , new investments and new jobs.

目次

- | | |
|---------------|--------------------|
| ・ 経済の現状認識 | ・ 今必要な経済対策とは |
| 1. 物価下落の要因 | 1. 政策論議の内容 |
| 2. 需給悪化の要因 | 2. 現状認識 |
| 3. 国内需要不足の要因 | 3. 不良債権処理の認識 |
| ・ バブル崩壊後の経済政策 | 4. 需要の創出 |
| 1. 金融政策 | 5. 国債買い切りオペとインフレ目標 |
| 2. 財政政策 | 6. 最大の債務者は誰か |
| 3. 経済改革 | 7. 結びにかえて |

・ 経済の現状認識

まず、最初に景気の現状分析から考えてみたい。我が国経済は 2001 年末に景気の底を打ち回復の色合いを示していたが、米国株価の下落により 02 年夏頃から雲行きがおかしくなり始めた。また、不良債権処理の早期解決を急ぐ金融行政の転換により、我が国の株価も急落するなど景気失速の懸念が強まり、戦後経済で最短の景気回復にとどまる可能性すら指摘されている。

金融行政の転換は、金融機関の不良債権処理の遅れが我が国経済にデフレをもたらし、景気低迷の原因という考えが根底にある。デフレを克服するために、日本銀行はインフレ目標を設定すべきだとか、円安に誘導すべきだという為替政策まで議論されるようになっていく。そこで経済の現況を分析するとともに、問題の所在と政策の効果について考えてみたい。

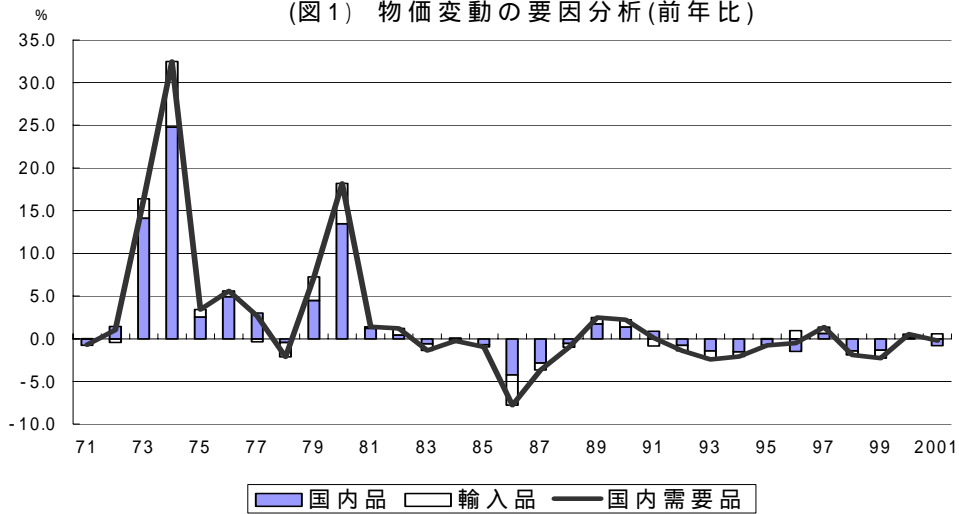
1. 物価下落の要因

経済状況を考える際、物価上昇分を差し引いた実質ベースで議論することが一般的である。しかし、昨今ではむしろ名目ベースでの検討がふさわしいと考えられる。もともと企業や個人の行動は実質ベースというより名目ベースという方が自然である。企業の売上高や経常利益はあくまで名目ベースであり、個人は収入も買い物も名目ベースで考える。

物価は個人が主に関係する消費者物価と企業に影響を及ぼす卸売物価の二通りがあるが、本論文では卸売物価を中心に考える(注)。卸売物価は国内卸売物価(以下国内品と呼ぶ)、輸出物価、輸入物価に分かれ、またこの 3 つを合成した総合卸売物価という体系となっている。議論を明確にするため、国民生活と密接に関係する国内品と輸入物価を合成した国内需要財物価を用い分析した。

1985 年以降の国内需要財物価の推移をみると、物価下落はバブル崩壊後ではなく、むしろバブル景気の萌芽期に大きかった(図 1 参照)。85 年のプラザ合意後、我が国経済は急激な円高に見舞われ、同時に国内需要財物価の下落にも直面した。景気下降による国内需給の

(図1) 物価変動の要因分析(前年比)



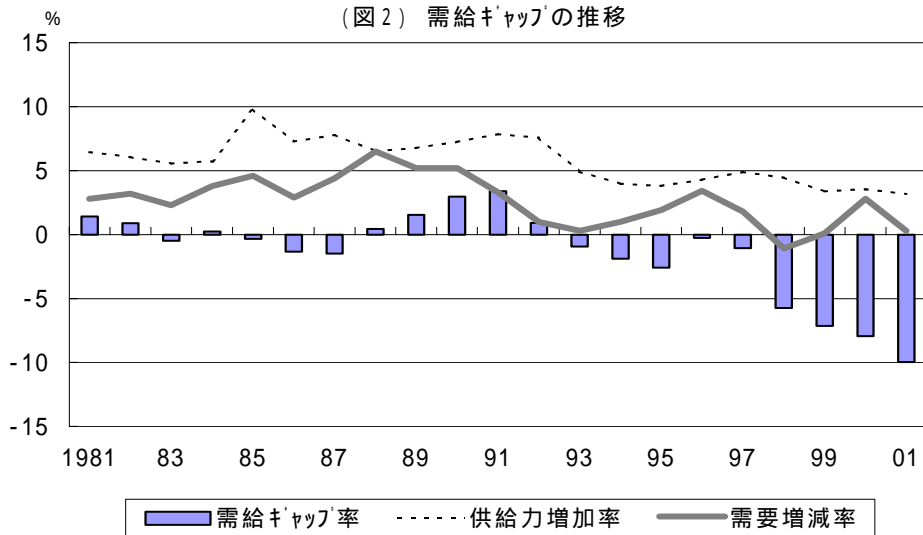
(資料) 日本銀行：金融経済統計月報

悪化、円高に伴う輸入物価の急落、製品輸入増加による国内市場における競合が同時並行的に発生したためと考えられる。

国内需要財物価が上昇に転じたのは、景気が過熱しバブル現象を明示し始めた 89 年以降である。しかし、それもたったの 2 年間にとどまり、バブル崩壊後再び物価下落が続くようになってきている。国内需要財物価の前年比がプラスを示したのは、97 年と 2000 年の 2 年間にとどまる。97 年は為替が円安に転じたことによる影響も考えられるが、それ以上に 3% から 5% に引き上げられた消費税の影響が大きい。一方、00 年は石油価格の上昇など輸入品の価格上昇が影響を及ぼしたものと考えられる。国内品については 97 年、00 年いずれも前年比プラスに転じており、両年とも高めの実質経済成長率を記録するなど需給を反映した結果を示している。

91 年以降の物価下落の要因をみていくと、ほぼ一貫して国内品下落の影響が大きく、石油など海外市況の悪化もしくは円高要因が加わるとそれだけ下落幅を拡大させるという結果となっている。91 年以降の影響度を別途計算すると、国内品の下落が 8 割強、輸入物価が 2 割程度と圧倒的に国内品による影響が強かった。さらに、輸入物価の下落要因を為替と海外製品価格そのものの要因に分けると、為替要因が 7 割、残り 3 割が海外製品価格の下落となった。物価下落は海外からではなく国内品の下落、国内要因により引き起こされたと考えられる。

(注) 日本銀行は 2003 年 1 月に企業物価指数を卸売物価に代えて公表したが、本論文では従来の卸売物価指数を使用する。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所：国民経済計算年報等

2. 需給悪化の要因

バブル崩壊後の物価下落を招いた最大の要因は国内品、国内で生産されたものの価格下落であるといつて間違いがなかろう。次に国内品の下落が需要、供給のいずれによって生じたのかを考えてみたい。

一般に需給の乖離度合を需給ギャップで表すが、バブル崩壊後に需給ギャップがどれだけ拡大したか試算してみた。コブダグラス型生産関数を用い推計したが、その結果至近時点では率にして10%、金額にして50兆円余まで拡大していると考えられる(図2参照)。また、バブル崩壊後急速に拡大したギャップは96年にかけて一旦縮小したものの、97年以降再び急激かつ急速に拡大してきた。

96年の実質経済成長率は3%台まで高まったが、これは消費税の引き上げを見越した駆け込み需要が成長率を押し上げたにすぎなかった。このため97年4月以降に反動減をもたらし、アジア通貨危機、金融不安などと相まって経済的な後遺症を重く残す結果となった。その後通貨危機を乗り越えたアジア経済の持ち直しなどにより99年、00年と景気も上昇したが、需給ギャップを縮小させるには力不足であった。

次に、民間資本ストックの動きをみると、前年比は92年以降段階的に低下しているが、未だ4%弱と高水準にある。91年から01年まで11年間の平均実質経済成長率が1.2%であったことを考えると、需要の伸びに比べて明らかに供給力の伸びが高すぎる。この10年間の設備投資は低迷しているものの、更新投資や合理化投資の実施によりストックベースでは増加し続けたためと考えられる。

さらにもう一点忘れてならないことは、海外からの輸入増加が国内の供給力を一段と余剰

にさせてしまったことである。85年のプラザ合意以降の急激な円高により、多くの企業が海外、特にアジア地域への工場進出を行い、我が国の供給力を過剰にさせた。その上97年のアジア通貨危機がアジア経済を混迷の極に陥らせ、アジアの日系企業が現地の需要不足を日本への輸出により埋め合わせたとすることもある。我が国企業の多くが、現地法人救済のため我が国への輸出増加を指導したといっている。

国内の需給関係を見ると、需要不足は言うまでもないが、むしろ国内供給力の過剰に加えて、海外の生産拠点との競合、さらにアジア通貨危機による輸入の増加等が我が国の供給力を過剰にさせたと考えられる。

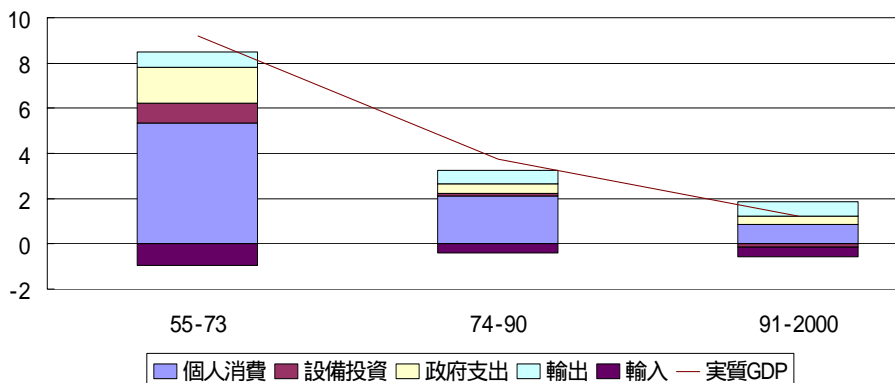
3. 国内需要不足の要因

国内需給の悪化が主に供給過剰にあったことは前述したが、それでも需要が増加すれば需給圧迫要因が薄まり、物価押し下げ圧力も弱まると考えられる。そこで需要の減退がどういった姿で推移したのかを考える必要がある。

我が国経済の50年代半ば以降の動きを三つの時代に区分し、それぞれの時代の成長率とそれをもたらした要因を需要項目別に考えてみたい。図3は55～73年、74～90年、そして91年以降という三つの時代の平均成長率を折れ線グラフで示したものである。同時に、個人消費などの需要項目のうちどの項目が押し上げあるいは押し下げ要因として働いたのかを示したものである。

高度成長時代（55～73年）は個人消費、民間投資、政府支出いずれも高い伸びを示し、それぞれが我が国経済に高度成長をもたらした。安定成長時代（74～90年）に入ると個人消費が平均2%ほど伸び、我が国経済の成長を安定的なものにした。民間投資の伸び率は減少し経済変動を縮小させた一方で、全体の成長率を低下させた要因とも考えられる。91年以降になると、個人消費の伸びはさらに縮小し、民間投資に至っては平均伸び率がマイナスになる

(図3) 経済成長要因分析



(資料) 内閣府経済社会総合研究所：国民経済計算年報等

など、むしろ成長率を押し下げている。そして輸出は平均伸び率に大きな変動はないものの、他の需要が伸び悩むなかで相対的に寄与度を高めている。また、輸入は平均的な伸びを安定成長時代に比べ微増させており、我が国の経済成長をそれだけ弱めている。

問題は個人消費の伸びの低下と民間投資、特に設備投資の弱さということとなろう。家計調査報告書でみると、98年以降勤労者世帯の可処分所得は前年比マイナスになるなど伸び悩みをみせている。しかし、それ以上に平均消費性向の低下が大きい。80年代前半に80%近くあった平均消費性向が最近時点では70%すれすれまで低下している。先行きの生活不安、雇用不安から消費を切りつめ貯蓄に回す、あるいは借金の返済に充当するといった生活防衛が働いていると考えられる。ただ一方で、耐久消費財の大半を保有し、新たに購入したいものが少ないという事情と品質の向上により長持ちするという現実も直視しなければならない。

96年度の住宅着工は消費税引き上げの先食い需要により163万戸に達した。その後の反動減も重なり、現状の住宅着工は120万戸を下回っている。買い控えという問題も考えられるが、高齢化と先行きの人口減少を考慮した場合、将来に大きな期待は難しい。

一方、民間企業設備投資は前述のごとく供給力過剰に陥っており、企業の投資意欲は弱いままにある。特に製造業においては設備過剰感が強く、一般機械産業においては90年を100とした稼働率指数が6割台に留まっている。また、我が国企業は設備投資を国内で実施すべきか、海外で行うべきかという岐路に立たされている。最近の海外現地法人の業績をみると、開業赤字を脱却し、かなりの利益水準にある。こうした利益を本社に配当するというより、内部蓄積として設備投資に充当する傾向が強まっている。国内外の要因を考えると、我が国内での設備投資意欲は小さく、景気回復の大きな足かせとなっているものと考えられる。

こうしてみると、景気が力強く回復し、需給ギャップを縮小させるのは、まだ先と考えられる。

．バブル崩壊後の経済政策

バブル崩壊後、政府がなにもせず手をこまねいたわけではない。金融、財政政策はいうに及ばず、新産業育成への規制緩和など様々な政策を実施している。しかし、こうした政策もなかなか効果を上げることができず現在に至っている。

1．金融政策

日本銀行は経済のバブル化を放置してしまった咎と、その後の金融政策の両面について様々な批判がなされている。また、政策当局を含めた多くの研究者によって様々な分析がなされている。本論文の目的からいってその議論に立ち入らないものの、おおむねバブル放置に関しては多くの問題点が指摘され、一方バブル後の措置についてはやむを得なかったという意見が大勢であろう。

ここで90年以降の不況に対処した金融政策について振り返ってみたい。バブル崩壊後、

景気の急激な落ち込みに呼応して、日本銀行は 91 年 7 月に金融緩和に転換した。その後、公定歩合は矢継ぎ早に引き下げられ、01 年 9 月には 0.1% の水準まで低下し、これ以上引き下げようのないところまでになった。しかし、歴史的な低水準にある公定歩合といえども、将来の収益に対する金利負担感及び先行きの需要動向を考慮すると、設備過剰感と相まって、設備投資意欲を鼓舞する状況にない。

01 年 3 月にはいると、ベースマネーの大幅な供給と金融の量的超緩和という新しい金融手段が登場するに至っている。一方、伝統的な日本銀行貸出は 92 年から 94 年、97 年といった金融不安に対応し残高を急増させたものの、その後は 1 兆円以下の水準に留まっている。また、流動性を供給する手段として、巨額のマーケット・オペレーションが実施されている。ベースマネーの目標も急激に増額され、01 年末には 10 兆円から 15 兆円といったごとく、市場からあふれるばかりの量となっている。

しかし、残念ながら景気は依然として低迷し、むしろ株価の下落から景気の腰折れまで懸念される事態となっている。こうしたなか、デフレ色を一掃することが必要不可欠だという論調が強まり、さらなる金融緩和が求められるようになっている。

2. 財政政策

金融だけに政策を委ね、政府当局が何もしなかったわけではない。むしろ、公共投資、減税といった積極的な財政政策が実施されていた。バブル崩壊後の 92 年 8 月には総額 10 兆円を超える経済対策が打ち出された。それ以降毎年のように巨額な経済対策を重ね、96 年に景気が好転するまで続いた。しかし、97 年の消費税引き上げとその後遺症、アジア通貨危機、金融機関破綻などの影響により景気が急落し、再び巨額な財政支出を伴う経済対策の出勤を余儀なくされている。

97 年の消費税引き上げは、度重なる財政支出による累積債務の増大を少しでも軽減するために踏み切った政策であるが、その後の巨額な財政支出を考えると勘定の合わない政策であったかもしれない。経済対策の事業規模の合計は 95 年 9 月までで 60 兆円、02 年 12 月までの累積では 150 兆円弱となる。消費税率を 2% 上昇させた場合、名目 GDP 500 兆円に対して、1 年間の増税額はおよそ 10 兆円になると考えられる。

消費税引き上げ後の景気低迷に対して投じられた財政支出は 90 兆円余に達したが、それでもなお景気低迷感は一掃されていない。むしろ、我が国経済の先行きに対する不安はますます増加し、設備投資意欲の減退、消費抑制など景気下降を助長させる方向に働いている。

度重なる政策、巨額な財政支出を繰り返したにも関わらず、なぜ景気低迷から脱却できないのであろうか。財政支出の内容に問題があったのであろうか。

3. 経済改革

さらにもう一つの政策が実施されている。これは橋本政権下でも、また現在の小泉政権下

でも実施されている「聖域なき構造改革」という名の経済政策である。これは経済政策と言うより日本の社会構造を変革する社会改革といってもよからう。

橋本政権下では経済構造・金融・財政・行政・教育・社会保障という6つの分野において全面的に見直しを行うという、まさに構造改革であった。また、小泉政権下では名称こそ違え、基本的には同じ構造改革を目指した政策が実施されている。公共投資の見直しであれ、郵便業務の民営化であれ、税制改革であれ、目指す方向は同じである。

しかし、こうした政策は経済的にいえばすべて長期的な施策であり、決して短期的にプラスの経済効果を及ぼすものではない。戦後50年にわたり続けてきた経済から社会全体にわたる仕組みが機能しなくなってしまった。そして、21世紀に向けて我が国経済が克服しなければならない様々な問題点を解決するために、構造改革は必要不可欠な政策でもある。我が国を構造的に変革させようとする政策は、たとえ短期的にマイナスの影響を内包したとしても、長期的な視野から組み立てられ、そして実行されなければならない。

問題はこうした短期的にマイナスの経済効果をもつ経済改革が国民の合意のもとで行われたか否かである。なぜ改革が必要なのか、なぜ今必要なのか。そしてこのまま放置した場合、どういったことになるのか、明確な説明がなされたのであろうか。橋本内閣が6大改革を実施に移した際の経緯はきわめて曖昧である。一説によると、6大改革は橋本政権の目玉として生まれたという。綿密な分析のうえ問題点を摘出し、その問題点を解決するため様々に考え抜かれた施策を掲げ、その結果どういった社会になるのか、具体的な目標と結果を掲げた根本的な改革では必ずしもなかったと考えられる。

構造改革は単なる経済的な分野にとどまらず、社会的な分野を含む広範な改革である。こうした場合、我が国全体の議論がなされ、一つの国家目標になっていたのかいささか疑問である。国民的合意なしで行われた改革は、問題が生じた際混乱が発生し、結果として骨抜きと先送りされてしまうケースも少なくない。

・ 今必要な経済対策とは

こうした経済状況のなか、経済対策とくに金融政策に対する議論が活発化した。00年の経済は実質成長率で2%を超えたにも関わらず、名目成長率は0.8%と若干のプラスに留まった。総合的な物価水準を示すGDPデフレーターの前年比が依然マイナスを続け、かつその前年比もマイナス1.9%と、99年のマイナス1.5%に比べマイナス幅を拡大した。そのため、景気は回復傾向を示したものの、デフレ色はむしろ強まったという認識が広がった。さらに、02年の夏頃には金融機関の不良債権処理を早期に解決することが、デフレ対策として必要不可欠という政策提言が出されるようになった。

1. 政策論議の内容

01年の初めの議論と、02年の夏頃からの議論と比べてみると、議論の論点にそれほど大

きな変化はなく、新聞の投稿記事や経済誌の特集から判断するに論者の顔ぶれも概ね変わっていない。

その政策を大別すると、日本銀行によるインフレ目標の明示と買いオペの強化という方策が一方の極で、構造改革を進め個々の企業努力に任せるべきという考えがもう一方の極ということとなろう。その間に減税や税制改革などを含む財政による激変緩和措置の実施、需要創出型の新産業育成政策などが位置すると考えられる。

こうした議論とは別に、海外から安価な製品の輸入が我が国のデフレを助長しているという考えから、円安に誘導すべきといった為替政策まで登場している。また、海外の経済学者からの意見も飛び交い、議論はさらに活発になっている。こうした議論の中で強くアピールされている意見は、先述の日本銀行によるインフレ目標の設定と巨額な買い切りオペ強化ということとなろう。政策当局から個人的な考え方として発表されているものをみると、財務省サイドではこれ以上の財政政策は限界で、インフレ目標の設定など金融政策に委ねるべきという考え方と見受けられる。

2. 現状認識

政策の妥当性を考える上でまず明らかにしておかなければならない点は、現状経済をどう認識するか、政策を実施する目標、そして政策がどういった影響を及ぼすのかの3点であろう。繰り返すようだが最初に、経済の現状を考えてみたい。

第1章における景気の現状、物価変動の要因分析を行った際、この10年余景気低迷が続いたことは事実である。しかし、実質経済成長率を見る限り、マイナス成長に落ち込んだのは98年の1年間にすぎない。国内卸売物価上昇率は92年以降98年を除いて前年比マイナスを続けているが、マイナス幅は1%内外にとどまっている。総合物価水準としてGDPデフレーターをみると、91年以降プラスマイナスを繰り返し、98年以降前年比マイナスを続けている。00年にはマイナス1.9%とマイナス幅を拡大させたものの、01年にはマイナス幅を縮小させており、ラスパイラス的にデフレが拡大しているとは必ずしもいえない。

国内の物価下落の要因は主として国内需給の悪化によるもので、海外からの輸入の影響はきわめて少ない。輸入品のウェイトはきわめて小さく、一国ごとの影響となるとほぼ無視できるものになってしまう。また、国内需給の悪化の主因は需要の落ち込みという要因はあるものの、むしろ供給過剰という要因によるものと前述した。

これまで物価について一般の財、サービスの価格のみを対象としてきた。デフレといった事柄の中に資産価格を含めるべきであり、これまでの議論の中で資産デフレが含まれていないと批判されるかもしれない。確かに、現時点の株価や地価はバブル当時に比較すると、まさに暴落という状況にある。しかし、こうした資産価格をそのまま金融政策の目的とすべきかどうかはまったく別問題であろう。

現下の経済状況が日銀によるインフレ目標設定と国債の巨額な買い切りオペという政策に

該当するのか、そしてその効果と影響に関する国民的合意があるのか、政治的な状況からも妥当な政策であるかどうか、議論は尽くされているのであろうか。

3. 不良債権処理の後遺症

デフレ議論が再び活発化した背景に、デフレ退治のため不良債権処理を急ぐという政策対応がある。不良債権処理が遅れたため先行き懸念が払拭されず、デフレ色の残存、景気の悪化、雇用の減少、株価・地価のさらなる下落など悪循環が断ち切れないということを想定しているようだ。

物価下落の原因は供給過剰にあり、需給ギャップは 50 兆円余に達していると前述した。企業の供給過剰、設備過剰が資産であれば、一方の負債は過剰債務となり、不良債権そのものとも考えられる。需給ギャップは企業にとって不稼働資産そのものを示しており、それが整理されるということは日本全体の供給過剰も解消されることとなろう。しかし、考えてみたい。デフレの原因はあくまでも供給過剰であり、企業業績の悪化、返済能力の低下を通じて不良債権をもたらしたと考えるべきであろう。

供給過剰は生産主体、企業そのものも過剰になっている。確かに不良債権処理は過剰であった企業を淘汰し、過当競争を排除することにつながる。その結果適正価格が形成され、維持される土壌が醸成されようが、それは全く別の事柄である。政策として対応すべき問題は、その際に放出される雇用をどう吸収するかということとなろう。

不良債権はデフレの元凶では決してなく、むしろデフレの結果であろう。株価が下落した。これは企業の利益水準にふさわしいレベルまで株価が低下したと考えられる。地価の下落、これも企業が支払う賃料に見合ったレベルまで低下したとも考えられる。我が国の株価にせよ地価にせよ、将来の値上がり期待を織り込んだ価格をベースに形成されていた。また、同時に我が国の経済が将来も高成長を続け、そして企業が増収増益を続けるという暗黙の前提の上に築かれていたのではなかろうか。

こうした幻想が崩れ、資産価格が本来の水準、投資採算にあう水準に近づいたのが今の姿ということができる。不良債権はデフレの結果である。供給過剰がある限り需給の改善は望めず、その間物価は本来の望ましい水準に均衡することは難しい。一方、物価の下落が続く限り企業の業績改善もまた難しい。過当競争のもとでは、健全な財務状況下にある企業もコストに見合った製品価格を維持することができず、リストラという際限のないコスト合理化に走る。その結果雇用不安が発生し、消費の停滞とともに需給の悪化を招くという悪循環に陥りがちである。

悪循環を断ち切るための不良債権処理であれば、金融機関だけの問題にとどまらず、企業あるいは産業、そして日本経済全体の問題であろう。不良債権、言い換えれば過剰債務をどう処理するか、その原資をどう手当するかに問題は絞られよう。少なくとも繰延べ税制云々の問題ではない。企業の不良債権処理において難問が一つある。不良債権イコール倒産すべ

き企業ではないことである。すべての資産に問題のある企業であればとうの昔に倒産している。一部に瑕疵があるが全部ではないという企業ばかりであろう。どのように判定し、どのように区分し整理するかが最大の問題となろう。

もっとも合理的な方法は融資している金融機関そのものを市場の判断に任せることであつたかもしれない。ペイオフを解禁し、金融機関の選択を市場の判断に委ね、残存すべき企業であるか否かも、間接的に市場の決定に任せることであつたかもしれない。

4. 需要の創出

需給ギャップが拡大したもっとも大きな要因は供給過剰にあると先述した。一方で、需要が伸びない最大の理由は設備投資の低迷にあるとも述べた。供給過剰であるがため設備投資が伸びない、きわめて当たり前の事柄である。さらにその動きを助長させているのが海外投資である。企業の設備投資動向をみると、国内の投資を抑制し海外の投資を増加させるという企業が少なくない。その理由として、海外の方が生産コストも安く、投資先の将来需要も見込むこともできる一石二鳥の投資という姿が浮かび上がってくる。企業の行動としては極めて当たり前の行動である。

企業の中でも体力のある企業は海外に投資し、体力のない企業が国内で供給過剰を抱えるという捻れた図式をみることができる。企業にとっては当たり前であるが、国としてははなはだ問題という矛盾が生まれる。ではなぜ体力のない企業が残存できるのか。倒産すべき企業を金融機関が不良債権として生きながらえさせているためなのか。それだけではあるまい。それだけであるのなら生き延びることは難しい。

死にかかっている企業を生き延びさせる方法は需要が少ないながら残存しており、それを分け合いながら生きていることに他ならない。それはどこかで市場原理が働かない何かが存在しているのではという疑問が生じる。そうした要因を喪失させ、市場の淘汰に任せることがもっとも合理的な方法ということになる。

そのもっとも具体的な方法は規制をなくし、競争を激化させることであろう。公共施設であろうが、公共性の強い産業であろうが、民営化と規制の撤廃を進めるべきということとなる。規制が解かれると、新たな収益源を求めて様々な企業が緩和された分野へと進出する。それが新しい設備投資を生み出し、雇用を吸収し、経済の活性化につながる。そして、その中で競争に敗退した企業が淘汰され、一方で新しい企業が誕生することとなる。

規制が撤廃された産業では、従来通りの経営方法は成り立たない。従来通りの経営を行った企業は淘汰され、新しい考え方を持った企業だけが生き残ると考えられる。結果として経営者の新陳代謝も進展する。危機に陥った米国企業が新たにトップを選ぶ方法は、斬新な考えを持った若手かあるいは他の企業からヘッドハンティングするかのいずれかだそう。先送りという発想では乗り切れないことを誰もが知っている。我が国の産業が国際競争力を失いつつある最大の原因がまさにそれではなからうか。

5．国債買い切りオペとインフレ目標

国債買い切りオペとインフレ目標の設定がどのような政策目的と効果を持つのだろうか。先行き物価が下がるというデフレ心理が消費や設備投資の抑制をもたらしており、そういった心理を払拭するためインフレ目標を設定するということが基本的な考え方ようだ。そして、日本銀行がインフレ目標を達成するまで徹底的に資金供給を行うというシナリオを世の中に広めることが肝要であるともいう。

こうした政策は潤沢な資金供給という形で実行済みである。マネーサプライはM1で前年比20%超の伸びを続けており、M2+CDにおいても前年比2%前後の増加にある。しかし、それでも資金需要が発生しない現状は明らかに流動性の罠に陥っており、貨幣の供給増が効果を及ぼしていないことは明白である。このような状況下で、日本銀行がインフレ目標を達成するまで、国債を買い続けた時どうなるか。また、インフレ目標を達成したとき、国債購入を直ちに止めることが本当にできるのか。

日本銀行による国債購入は安易な国債発行を招き、結果として日本銀行が貨幣そのものの供給を増加させることにつながりやすい。単純に言えば、紙幣を世の中にばらまくことに限りなく近づくことに他ならない。貨幣の価値を暴落させ、結果としてインフレを発生させることは歴史が証明している。ではそれが何をもたらすのか。インフレは誰にとってプラスで、誰にとってマイナスかを考えれば自ら答えが出てこよう。

インフレは債務者にとって債務の目減りという形で恩恵を与え、デフレは債務負担を重くさせる。債権者には全く逆の結果をもたらす。不良債権問題は供給超過の変形でもある過重債務、換言すれば借りすぎということは前にも述べた。借りすぎた債務をインフレによって目減りさせようという考え方である。現在企業の多くが業績不振に悩まされているが、その原因として企業体力に比べて債務が多すぎるという問題にぶつかる。金融機関が問題企業に対する金融支援として債務免除を行うのがそれである。

一方、借り入れの少ない企業にとってインフレは問題なしとしないものの、製品価格の上昇につながり、実質はどうであれ増収増益決算をもたらすことは間違いない。では、個人にとってはどうであろうか。インフレは債務の目減りをもたらすと同様、債権の目減りにもそのまま当てはまる。賃金も当然スライドして上昇するから問題ないといわれるかもしれないが、賃金上昇は後追いでかつ上昇する保証はどこにもない。営々と築き上げてきた貯金が目減りするのを見守るという羽目になるのではなからうか。

6．最大の債務者は誰か

00年10月に興味深い新聞発表が行われた。それは企業と同じような考え方で試算された我が国の貸借対照表である。その後毎年数値が更新され、02年9月においても公表されている。それによると我が国の00年度末(01年3月末)の資産合計は734兆円に達したが、一方負債合計は921兆円と差し引き188兆円もの債務超過に陥ったという。当然ながらこの計

数は国のもので、都道府県等の地方公共団体を含めない計数である。もっとも、債務超過といっても民間企業と同じレベルで比較することはできず、単なる参考数値にすぎないことを念のため申し添えなければならない。

将来の年金負担を考慮した場合、この債務超過額が更に増加することを考えておく必要がある。過去期間に対応した将来の年金支払いのうち積立部分と国庫負担分を負債計上した場合、債務超過額は325兆円に膨張し、さらに過去期間に対応した将来の年金支払いの全額を負債計上した場合、債務超過額は832兆円に達するという。

国が出資する特殊法人等を加えた連結ベースでは、将来の年金支払いを負債計上しない債務超過額は198兆円と、単体に比べて10兆円ほど増加する。しかし、特殊法人等の資産計上は出資金の出資案分であり、実際に資産負債を時価ベースで洗い直したものでなく、キャッシュベースでディスカウントしたものでない。99にも上る特殊法人等の純資産も参考資料として出されており、それによると本州四国連絡橋公団など6法人が債務超過に陥っているとしている。

もとよりこの試算は内容を精緻に検証する必要があり、同時に民間企業と同じ土俵で比較するわけにはいかないことは言うまでもない。しかし、我が国における最大の債務者は我が国政府であることは間違いなく、インフレが発生した場合一番メリットを享受するのも国であるといえよう。先ほどの試算で将来の年金支払いをすべて負債計上した場合の総負債額は1,679兆円に達し、我が国の個人部門の金融資産合計1,417兆円を上回る金額となる。年金の受取人は個人であり、債務負担を軽減するためには個人の金融資産をインフレにより目減りさせても帳尻が合うという言い方もありうる。

7. 結びにかえて

日本銀行による国債買い切りオペとインフレ目標設定は政策として様々な問題を含み、単なる日本銀行による金融政策と片づけるべきではない。しかし、膨大な残高となってしまった国債価格が近い将来暴落するという懸念を市場が持ち出したことことを考慮しなければならない。そして、その際における政策を考えると、それほど大きな差はないということになるかもしれない。結果として用いるか、意図して用いるかの違いにとどまるという考えも生まれてこよう。ただ、インフレがコントロールの範囲にとどめることができるかについては微妙なさじ加減が必要と考えるべきであろう。歴史が証明しており、また財政規律があるとは必ずしもいえない現状を考慮した場合、ますます難しい。

金融政策という名のもとでインフレを人為的に作り出すことは問題が大きすぎる。完全に管理可能であれば別だが、インフレが経済主体間における債権債務関係の調整をもたらすことをまず考えなければならない。そうした事実を国民に周知徹底させて判断を求めるべき問題ではなかるうか。

本来あるべき政策は民間の活力と努力を生み出す環境をいかに整備するかであろう。今後

の政策としては財政政策として、歳出の抑制、消費税の段階的引き上げなど歳入の増加を図るとともに、公的部門の民営化と整理など市場原理に基づかない機関の縮小廃止を目指すべきであろう。金融政策もすでに限界にきており、潤沢な資金供給による金融不安の発生を防止するなどにとどめ、奇手妙手はないと考えるべきである。むしろ、需要を創出するためには規制の撤廃を急ぎ、新しい産業による投資増大と雇用機会増大を促進すべきである。一方で、失業者等に対する教育訓練などの整備が急務である。

10年間停滞した経済はそれなりの背景があり、時間をかけて経済を立て直すより方法がなかろう。単に問題解決を先送りした10年間と、解決の道のりを策定した10年間では大きく異なる。米国経済の再建も一朝一夕で行われたのかよくよく考えるべきであろう。

主要参考文献

- 1．深尾光洋 「デフレ脱却へ全力を挙げろ」 潮 01年3月
- 2．野口悠紀雄 「円安の弊害は見えにくい」 中央公論 01年2月
- 3．池尾和人 「政府への過大な期待が失望を生む」 論座 02年4月
- 4．前川聡子 「経済活性化と法人税改革」 経済セミナー 02年9月
- 5．貞広彰 「消費税減税と段階的引き上げでインフレ政策を」
週刊エコノミスト 01年19日
- 6．ポール・クルーグマン 「私なら4%のインフレを目指す」 中央公論 02年1月
- 7．岩井克人 「政府・日銀はインフレターゲットを打ち出せ」 中央公論 01年12月
- 8．大西茂樹 「デフレーションの要因分析」 財務総合政策研究所 02年7月
- 9．Hiroyasu Watanabe “Fiscal Reform and Japanese Economy”
財務総合政策研究所 02年2月
- 10．財政事情の説明手法に関する勉強会 「国の貸借対照表（試案）」平成12年版
02年9月