

第11回経済金融研究会

「日本経済の構造問題とアベノミクスのインパクト」

講師: 白川浩道氏(クレディ・スイス証券 マネージングディレクター

チーフ・エコノミスト Ph.D. 債券本部 経済調査部長)

平成25年9月26日

今ご紹介にあずかりました白川です。どうぞよろしくお願ひいたします。

今日は、1時間強ぐらい資料を使ってお話しさせていただいて、10分ぐらいご質問等を受けられればと思っております。

本日は、「日本経済の構造問題とアベノミクス」というテーマです。

構造問題といってもいろいろありますが、重要と思われるものを2つ、3つピックアップして、それと日本経済の展開、その中でアベノミクスがどういう役割を果たすのかということをお話ししたいと思います。

私の仕事は基本的には金融機関の方々とお話しをするというのがメインでありまして、国内にいれば金融機関の運用担当の方々、時には中小企業の経営者の方々、それ以外に政府の関係者、政治家、それから先々週に海外に行きましたが、海外の投資家等、いろんな方々とお話をさせていただく機会に恵まれているのが特徴ですので、ところどころで、今特に海外の投資家がどんな見方をしているかもあわせてお話しできればと思います。

お手元の資料やスクリーンを見ながら、お話を聞いていただければと思います。

1 賃金デフレとアベノミクス

最初は、構造問題として日本の賃金の下落傾向、賃金デフレをお話します。

これはなぜかという、今構造的な賃金の下落が起こっていますが、アベノミクスの成功の鍵を握っているのはいかに賃金のデフレを克服できるかという点だからです。政・労・使の協議が行われており、最近では政治が介入する形で一般企業の給料を上げていくという議論になっています。外人と話しても、やはり賃金デフレが解消できるかどうかは非常に注目が高いです。まず、賃金デフレとアベノミクスについて私の見方、これは当然将来的に少し変わるかもしれませんが、現状の評価を申し上げたいと思います。

幾つかポイントがあります。まず1つ目は日本の失業率です。リーマンショック直後に5.5%ぐらいまで上がりました。これは今3.7%、3.8%あたりまで下がって、先進国の中では失業率の水準そのものでみれば優等生になっています。アメリカはまだ引き続き7%台前半の失業率ですし、欧州も9%台ですので、日本の水準は低いのです。一方で日本の賃金はマクロ的には全く上昇していません。ここで賃金とは一時的に支払われるボーナスなどを除いた、いわゆる所定内給与といわれている基本給ですが、これが上がっていない状況です。

これはエコノミスト的には非常に不可解な状態、つまり失業率が下がって労働の需給環境はよくなって

いるにもかかわらず賃金は下がっているということです。特に最近の傾向は、サービス業で賃金が下落する傾向にあります。後ほどチャートを見ますが、特に最近は医療、教育、一般サービス業で賃金が下がっています。人手不足になっている業種がかなり出てきており、これは少子高齢化で徐々に労働力人口が減っていることを反映しています。本来であれば、賃金はこうした労働需給の改善の下で上がらなければいけないのに上がらないということは、何か構造的な問題があるということになります。

1つはサービス業の労働生産性が低いということです。サービス業という広い概念ですが、いわゆる非製造業の中で建設業を除いた広い意味でのサービス業で、1人当たりの生産性、あるいは1人当たりの企業収益が上がらない、のが問題なのです。もう1つは、財政政策が緊縮的であることです。歳出抑制はよく出てくる議論ですが、介護とか医療とか、地方の公務員の方々の給与とかが抑制されています。例えば介護費用が抑制されると、介護士の方々の給料は上がらなくなりますし、また地方公務員の方々の給料を下げれば、それが地方の消費などに影響し、地方の小売店で働いている人の給料も上がらなくなります。ですから、サービス業の利益が上がらないことには、財政面からくる影響も大きいと思います。

こうした中で賃金デフレが続いており、基本給は前年対比で0.7%も7月は下がっています。前年割れの賃金の状態で消費税増税をすることになりますので、予定どおり増税をすれば、かなり消費には下押し圧力がかかると見えています。消費税増税はマクロ的には消費者の税負担が来年度は8兆円増えます。ただ、実際に消費が8兆円分落ち込むというのではなくて、イメージ的にはその6割程度です。我々のイメージでは消費が4兆から5兆円は下押されるだろうと思っています。

所得が増えていけばいいですが、賃金が上がらず所得が増えにくい状態で、4、5兆円分消費が落ち込むと計算されているわけです。今政府は4、5兆円落ち込みそうな消費に対して何を使って景気の落ち込みを小さくしようかと考えているかということ、基本は企業向けです。アベノミクスは消費者には比較的冷たく、企業には相対的には甘いのです。

最近のメディアの論調は、法人税を減税すればそれによって人件費が増えるのではないかと、法人に減税してやることによって、しみ出し効果として個人にも所得が回るといった議論を耳にします。

こうした議論が妥当かどうかは検証が必要だと思いますが、私はあまり信じていません。8兆円程度、個人の税負担が増えるわけですが、このうち個人に直接還元される部分は小さいとみられます。例えば家計所得で年間300万円に満たない家計には、現金で戻そうというアイデアが出てきていますが、これはたかだか2、3千億円のイメージでしかありません。また、人件費支出を増やす企業には減税を拡充するというアイデアもあります。人件費を増やせばその分税控除をするということですが、しかし、税控除は、利益がでていて法人税を払っている企業が対象ですから、利益が出ていない法人税を払っていない企業にとって、税控除の意味はほとんどありません。

データを見ると、今資本金1億円に満たない中小企業は日本全国で250万社ありますが、このうち黒字法人は実は80万社しかありません。170万社は赤字ですので、この170万社は税控除が効きません。ですから、人件費促進の税控除の効果がありそうなのは利益の出ている大企業のみです。イメージで申し上げますと、いわゆる中堅大企業の黒字企業で支払われている人件費のイメージは、大体年間70兆円

ぐらいです。利益が出ている中堅大企業の半分、2社に1社が人件費を3%増やしたら、それで大体どれぐらい人件費が増えるかというと1兆円です。

低所得家計向け現金給付と、例えば30万社ぐらいの半分以上が3%人件費を上げても、1兆円にしかありません。数千億プラス1兆円は人件費などとして個人に還元されるとみられますが、これでは8兆円に見合いません。

ポイントは税控除では効果が薄いということです。利益が出ていない中小企業にまで人件費を上げてもらいたいわけですが、そうした効果は期待できません。ですから、やはり、個人消費の下押し圧力は相殺できないのではないかとということです。

次に、追加景気対策は公共事業積み増しと設備投資支援になるようですが、実は公共事業は人件費増に結びつかなくなってきています。これはなぜかということと人手が足りないからです。人手不足は同時に多くの建設工事プロジェクトを進行させられないことを意味します。かつ、公共工事でも人件費の部分が払えるような形でしてくれないと、公共工事に入札すると赤字になってしまうのでやりたくないという建設会社が出てきます。公共工事を増やしたから人件費が全体にマクロ的に増えるかということなかなか難しいのです。

企業設備投資では、代替エネルギーと先端技術投資が期待されています。しかし、その景気刺激効果は大きくありません。先端技術のメリットがあるのは医療機器が大きいですが、実は医療機器の6割を日本は輸入に依存しています。設備投資減税をし、先端医療機器を入れ、輸入が増えますが、日本には全く雇用創出効果がないかもしれないということです。

3つ目のポイントとして、安倍政権は雇用流動化に関心があるようです。アベノミクス第3の矢では女性の活用もうたわわれていますが、女性の活用の中で、第3の雇用形態という議論がなされています。正規社員、非正規社員というくりで数年間議論されてきたわけですけど、第3の社員として特定、セミ正規のような社員が想定されています。一般の正規社員の場合は解雇規制が厳しく社内での配置転換がなされず。日本の労働契約では「あなたはここの仕事がなくなっているけど、こちらではできるかもしれません」と会社が言わなければいけない。ですから、非正規化になっていったのですが、非正規化をとめようという中で何を考えているかということ、第3の職種として特定の仕事の内容を決め、特定の地域を決めてしまう、そうすると、実はリストラがやりやすくなっていくのです。つまり、「あなたはこの仕事で採用されています。この仕事がなくなってしまったのでごめんなさい」ということになります。この第3の職種を、正規と非正規の真ん中ぐらいの給与の設定にしたらどうかとなってきているようです。、実は参院選前には雇用流動化は一旦タブーになりまして消えましたが、最近はそのような第3の職種の議論を含めて、雇用流動化の議論に弾みがついてきている感じです。

さて、いろいろな形で今後雇用流動化が促進されると、賃金が下がってしまうかもしれません。なぜかというと、大手企業や製造業の企業では全体として人手がかなり余っていると統計的には推計されているからです。日銀短観を用いた我々の推計では製造業では実は150万人も余っているとみられます。150万人というと15%余剰という感じになります。マクロ的にみると、製造業は150万人ぐらい余剰で、医療、介護、建設等の一般サービス業では180万人ぐらいが不足していると推計されています。製造業からサー

ビス業に人が大移動しますと数字的に合います。ただ、平均給与が高いほうから低いほうへ移っていくこととなります。製造業の方々の平均給与は年間所得で四百数十万円ですが、広義サービス業は平均300万円ぐらいしかありませんので、雇用流動化という議論になってくると平均賃金は下がってしまうかもしれません。

もっとも、賃金が下がらないシナリオもあります。、それは製造業で労働者は減るけど1人当たり賃金は上がるかもしれないとか、サービス業でも生産性革命があって収益・賃金が上がるといった可能性もあるからです。ただ、生産性上昇にはやはりデフレ的なインパクトがあるので注意しておく必要があります。今のところはいろんなプラスの材料、例えば円安で利益が出ているとかありますので、景気そのものは今年度も来年度も結構いいと思いますけど、まだやはり賃金のデフレが解消されていくめどがなかなか立たないのが実態であろうと考えざるを得ません。

私は消費税増税に関する有識者会合に出させていただきました。そのときに申し上げたのは、やはり今の賃金の状況ですと3%の消費税増税には耐えられない、税率を上げることが必要であるならば、1%ずつ毎年上げていってはどうか、という議論をさせていただきました。しかし、予定どおりの増税というシナリオは揺るがなかったわけです。有識者の中で予定どおりの3%増税に反対した方は60人中で16人で、44名が予定どおりでいきましょうという意見でした。16人のうち、半分程度は増税そのものに反対、残りの半分ぐらいの人は1%ずつでの増税が安全ではないかと感じました。首相のアドバイザーである浜田先生もそういうご意見でした。私自身は、賃金デフレを脱却しようという意識に乏しいと思いました。また、個人には明確に負担がいき、企業には減税が実施されるが、その間のリンクが弱いということがあまり注目されませんでした。

さて、業種別のフルタイム所定内給与のチャートを見ていただければわかりますけど、医療、金融・保険、教育等のサービス業で下がっています。フィリップス曲線は、右方向にいくと失業率が高く、左方向にいくと失業率は低くなっていきますから、本来は左肩上がりのカーブになるはずですが。80年代から90年代にかけて、失業率が2%ぐらいまで下がっていたわけで、このとき所定内給与は4.5%に伸びていました。しかし、金融危機後には構造変化が起こったとみられ、1998年以降の状況では、カーブの形が変わりました。左肩上がりかどうかわかりにくくなりました。失業率が3.5%ぐらいまで下がってくれば、賃金が上がると思っていたのですが、そうした関係はなくなったかもしれません。。

消費税の増税の効果は、来年度は8兆円です。最終的に16年度までで13兆円というイメージになりますので、結構大きな増税効果になるということです。こうした中で、消費は5兆円ぐらい落ちるのでは、とみています。来年度の景気のイメージを考えると、マクロ的には5兆円の消費下押しを景気対策で相殺することになりますが、消費がマイナス4兆円ぐらいであるのに対し、公共投資と設備投資と外需がその分増えるということです。

ですから、皆様方に今日1つ考えておいていただきたいことは、政府は5兆円やるから大丈夫だと言っているし、多くのエコノミストも5兆円の景気対策によって消費税のインパクトはほぼ相殺されると考えているのですが、中身を見ると、消費は4兆円近く落ちていて、それを公共事業とか設備投資とか外需

でなんとか相殺するという事に過ぎません。消費が落ちればやはり国内の景況感は悪くなりますし、消費が落ちれば賃金デフレからの脱却もしにくくなります。

海外投資家はその辺をかなり気にしております。消費が落ちる、賃金デフレが強まるという状態で、プラスのものが設備投資であるかもしれないけど、落ちるほうは確度が高く、上がるほうは確度が低いということです。したがって私は海外投資家のこの5兆円の対策に対する評価は高くないと思っています。しかし、だからといって消費税の増税をやめたらよかったのかというと、これがまた外人的にはそうはならないです。やめていたら今度は財政の問題が大きくなっただろうということです。ということで、実は景気対策をやることに對してあまり評価はないですけど、一方で増税をもしやめていたら、それはそれでマイナスだったということに市場ではなっていると思います。

2 財政再建とアベノミクス

消費税増税を延ばしていれば、それなりに景気は落ち込まないかもしれないですが、財政再建が難しくなっていく可能性が高いということになります。

日本経済にのしかかっている重しとしては、まず、非製造業で利益率が上がってこない、生産性が上がってこない、賃金も下がっていくというデフレの循環があります。もう1つの問題としては、財政の負担が非常に今後大きくなり、再建していく場合、増税を連続的に実施していかなければならないかもしれない、ということがあるわけです。

これがやはり海外の投資家などから見ると、非常に不安なわけです。財政再建をどうやってやるのか、しかも増税して景気が悪くなれば、増税したものがフルにマクロ的な税収にはね返らないかもしれないという問題があるわけです。やはり日本の財政問題は、引き続き非常に大きいですから、これをどう考えるかをきちっと整理しておく必要があると思います。

まず、消費税増税は来年度だけで8兆円税収を増やします。これは国と地方を合わせて8兆円増えます。そして16年度まで、つまり15年度の後半以降さらに増税をやれば、大体13兆円ぐらい消費税の増税によって国と地方のバランスが改善するということです。13兆円は大体GDP対比で2%を超える数字です。GDPの置き方によりますが、2.数パーセントという形で改善することになるはずですが、税収を下げるような要因として、恒久減税が企業向けに出てくるということでもあります。これも楽観派と悲観派では考え方が違うかもしれませんが、企業に減税してもお金が回らないという派からすると、単純に増税分の一定部分を吐き出してしまっただけであって、政府のバランスシートは改善していかないということが出てきます。法人税減税を恒久的にやればその分税収が落ち、かつ減税してやっても人件費が増えなければ、個人所得税収も増えないということになります。

ですから、お金がたまっている企業がいかにお金を使うかが決定的に大事なわけですが、その自信を持ってません。増税分の一定部分は法人税で吐き出してしまっ、人件費も伸びない、デフレも脱却できないとなっていくと、増税をしたことによる財政健全化インパクトは非常に小さいものになります。計算上13兆円増えることにはなりますが、恒久減税をしていけば2兆取られてしまいます。趨勢的に人が減っている、所

得税のパイが小さくなっているということで、実はあまり変わらないというのが私どものイメージです。

消費税増税をしない、企業向け減税もしないというパターンですと、当然そんなに赤字は減らないですけど、今年GDP比で7.5%ぐらいの赤字です。これが6.6、6.1と少しずつ減っていきます。これは消費税増税をしませんと景気がそこそこもちますので、それによって企業に減税しないでいけばこんな感じになります。仮に増税をしてもあまり景気はよくなり、しかも減税で法人税の一定の部分を返しますと、政府目標になっている15年度は3.3%が赤字の目標です。これに対して増税もしない減税もしないというパターンですと、6.2。増税するけど減税するというパターンですと5.5。この差額はGDP比で0.6しかありません。大体3兆円ぐらいです。

増税しなければ賃金デフレが解消されていく、経済が回りますから、財政収支はそれなりに改善します。増税してしまうと賃金デフレは解消できないのでほかの税収は落ちるため、財政収支はさほど改善しない。その差は大したことないのです。増税をしたほうがいいという見方が財政健全派にはあるのですが、増税しない場合との差は大したことない、ということは増税したからといって日本の財政が盤石になるわけではない、しかも景気のリスクはある、という話になってしまうわけです。海外の投資家を中心に頭が混乱しているところだと思います。増税が必要だということは理解しているが、それで全てがうまくいくと思っているわけではない、というのが財政再建問題の1つのポイントになります。

今申し上げたように財政の問題は増税さえすれば何か改善していくわけではないという中で、根本的な問題は、思い切って年金とか医療を削減するか、それができないのであれば人口を増やすしかないと思います。現在、生産年齢人口(15歳から64歳)は、8,000万人ぐらいいます。年間、今大体80万人ペースで減っています。大変な速度で生産年齢人口が減っていますが、一方で65歳以上人口はどんどん増えていくわけですが、このバランスのずれというのが、つまり伸び率が片やプラス、片やマイナスというところから来る社会保障収支へのインパクトはすごく大きいです。

ですから、イメージで申し上げますと、日本の某エアラインの会社が倒産しまして、企業年金を大体3割カットぐらい削減しましたが、日本全体でマクロ的にこうしたカットをすると、年金収支がバランスするところまで持っていけるかもしれません。でも、それは政治的に不可能だと思います。しかも、生産年齢人口を増やしていくために移民を増やすといっても簡単にはいかないですし、今から出生率を上げていっても簡単に追いつかないということです。消費税という問題から少し後ろに引いて中長期的に見てみると、財政赤字問題は相当深刻だと思います。

社会保障赤字のGDP比率、これは社会保険料収入と社会保障支出のバランスですけども、今大体GDP比で10%から11%ぐらい、つまり50兆円ぐらいの赤字になっています。これが2020年度に70兆円ぐらいになります。2020年度は、オリンピックですが、その間社会保障の赤字はほっておけば20兆円強のイメージで増えてしまうかもしれません。しかも、それは消費税増税による13兆円分ぐらいを加味しても当然解消できるようなものではないわけです。

ですから、ここからが日本で大事になってきますが、ほんとうに財政収支を改善しようと考えたら、今申し上げたように、大々的な社会保障経費の削減をするか、生産年齢人口を突然大きく増やせない限り、連

続的な増税か、ないしは非常に高い成長率、実現不可能なような成長率が必要になるという計算になります。

ただ、なにも2020年度までに黒字化しなくたっていいじゃないですか、あるいは、赤字をずっと続けばいいじゃないか、20年、30年、40年やればいいんだ、今までやってきたんだからと、いうのも考え方としてはあります。

仮に2020年度のプライマリーバランスを均衡させるとすると、極めて高い成長率を維持するためのインフレか、あるいは、連続的な増税が必要になります。我々の試算ですと、まず、32%の消費税率がないと社会保障収支バランスの赤字は解消できません。今、ギリシャは危機後30%ちょっとです。突然5%から30%という極端でありますし、そんなに簡単にできるわけではありません。次に、名目成長率、実質ではなくて名目の金額の成長率で見たときには、5%の成長率を維持しないと財政健全化はできません。日銀の今のインフレターゲットは2%ですので、それを大きく引き上げないとなりません。

様々な政策を絡めながら対応しないと日本の財政は厳しい。海外からの移民も入れなければならないし、社会保障もカットしなければいけないし、増税もしつつ、インフレにもしなければいけない、ということです。つまり、どれかをやれば何とかなるというわけではなくて、全部セットで、しかも早急にやらなければいけないということです。

特にこの議論は最近外国人では多いです。アベノミクスと言っているが、一番気になるのは全然生産年齢人口の縮小に対応していないという議論があります。毎年80万人も減るのにそれでよく平気でいますね、とよく外人に言われます。この間もシンガポールに行ったときに、日本に期待できないのは人口減だと言っていました。シンガポールはカジノをつくりましたが、カジノをつくるために、他国から30万人ぐらい建設労働者に来てもらったそうです。また、オーストラリアは、柔軟な移民政策をしています。日本が見劣りするのです。外国人労働者比率は1%程度で先進国の中で断トツに低いです。原発問題を解消し、建設投資をやり続け、オリンピックを迎える、そんなことができるのか、という懸念です。

安倍政権の外国人労働者政策は、高度人材、「超」高度人材が対象です。博士号を持っていると何ポイント、どういう専門的な仕事をしていたら何ポイント、というポイント制で、来てほしい人は科学者か、技術者です。そういう人材が余っていると不足はしていないとは言いませんが、本当に足りないのは中度人材です。中度人材というのは、例えば建設労働者や介護士などです。そういう中度人材というのを相当入れなければいけない。でも、目線は超高度人材にありますので、うまくいかないのではないかとということです。

財政再建していく上では人口を増やし、移民政策も変え、社会保障も削減し、増税もし、そしてインフレもするというセットが必要ですが、そこがまだ見えていないので、財政再建のめどが立っていないと言わざるを得ないだろうと思います。

今申し上げたようなイメージからすると、日本の財政状態は非常に厳しいということです。社会保障収支の赤字は2020年度には大体69兆円ぐらいの赤字になります。これは消費税で約26%強に達しますので、これを消費税で解消したいと思えば、 $5 + 26.5 = 31.5\%$ になります。それから、増税をやらずに景気

を拡大させて何とか税収を69兆円増やそうとすると、消費税増税で13兆円増えますから、69兆円－13兆円＝56兆円が必要になります。今、政府の税収は国が40兆円強、地方が40兆円ぐらいであり、併せて80兆円ぐらいしかない。これを140兆円近くに上げようということです。試算しますと、今大体GDPが500兆円弱で、税収の80数兆円を139兆円に持っていきこうとしますと、GDPが672兆円にならないといけません。GDP672兆円というと、170兆円GDPが増えなければいけない。これは年率4.6%ぐらいです。

もし2020年度までに社会保障収支赤字を消そうとすると、毎年約5%名目成長率が増えなければいけない。人口減ですから、やっぱり実質GDP、数量ベースのGDPは、増えて1%かな、と思います。増えて1だと、5引く1、つまり4%のインフレが必要です。4%インフレをマクロ的にやるということは、消費者物価では6%ぐらいです。毎年消費者物価が6%上がっていかればいいよ、という世界です。今、6%のインフレの国は世界を見渡してみると、先進国にはありません。インドネシアがちょっと今高くなってきましたけど、グローバルスタンダードのインフレターゲットは2%から3%です。6%はもうハイパーインフレーションです。だから、その意味では実は現実的ではないと考えるべきだろうと思います。

3 外需とアベノミクス

国内は人口が縮小し、しかも賃金も上らない、財政はきついとなると、日本経済には外需、つまり輸出しかありません、日本には多くの優れた企業があり、その輸出は伸びるだろう、さらに、政府主導で原発や鉄道や水道ビジネスを売る、ということもやっています。

では、ほんとうに外需で再生できるか、ということです。これは製造業の方々とお話をすれば、ある程度感覚的にもわかる部分があるだろうと思いますけど、日本の貿易構造が大きく変わってしまっているということは気になります。最近、実質輸出は円安でも増加しにくくなりました。実質と言っているのは数量です。輸出数量は為替が切り下がってもなかなか伸びなくなってきました。かつてであれば、円安になると競争力が上がって日本の企業のシェアが増えて輸出数量が伸びますよということがあったわけですけど、これが効きにくくなってきています。その1つの理由は、世界的に今設備投資が弱いというのがあります。これはリーマンショック後の負の経済状態が続いています。世界的に投資がいいとき、設備投資、住宅投資、公共投資がいいときは、実は日本には非常にメリットがあります。なぜかというと、日本の輸出の8割が資本財です。資本財というのはいわゆる企業が使う機械、建設機械、工作機械、原材料、部品ですが、消費がある程度世界的に安定していると、日本はそんなに輸出は伸びないという構造的な問題が1つあります。

それからもう1つは当たり前のことですが、産業空洞化が進んで、やはりサプライチェーンと言われているものが変わり、日本の国内で生産せずに海外で生産するようになっていることです。ですから、日銀が一生懸命頑張って為替が安くなったと言っても、その割に輸出が伸びません。構造的に変わってきています。

輸出がさほど伸びなくても、輸入が伸びないでいければ景気にはプラスです。円安になって海外から物が入ってこなければ、その分景気にはプラスです。しかし、実は輸入が円安になってもあまり減らない

のが最近の状況です。やはり産業空洞化が進み、日本では物をあまりつくらずに海外から部品を輸入してくるウエートが高くなっていること、もう1つはエネルギーです。原発停止によってエネルギーが数量ベースで増えています。原発をとめて火力にシフトいたしますと、金額面での効果というのは結構大きいですが、裏側ではやはりエネルギーの効率も悪くなっているので、実は円安になったからといってあんまり輸入数量は減りません。そうすると、輸出が伸びにくく輸入が増えやすいという構造になりますので、残念ながら円安でも輸出が伸びにくいということになります。

ですから、逆に言うと、政府が主導して海外に「日本の製品を買ってくれ」と言って回ることは意味があります。ただ、政府が物を売り込みに行かないと、日本の貿易構造の変化で自律的に輸出が伸びなくなっているということの裏返しです。

先ほど申し上げたように、世界経済は実は必ずしも元気ではないことを確認しておかなければいけないのですが、基本的にリーマンショックがあって以降、世界景気は一旦落ち込み、最近は何とか回復してきたと思っている方が多いと思います。それはそうですけど、実は過去の景気と大きく変動のパターンが変わってしまいました。その1つの重要なデータとして銀行の貸し出しがあります。経済の世界では、一旦バブルが発生しますと、そのバブルの裏側では投資がブームになっています。投資ブーム、銀行貸出ブームでバブルが発生し、破裂しました。そしてそこで金融緩和が行われて、また銀行が元気になってきてお金を貸し始めました。そして、銀行貸出と投資が上がって行って、次の景気回復局面がやってくるというのが普通のパターンなわけです。

ところが、今回はそのパターンになっていません。まず、ヨーロッパですけど、2007年ぐらいにかけて、かなり銀行貸出がどんどん伸びていきましたが、ユーロ債務危機の後、実は下を向いたままで、最近ヨーロッパの景気がよくなってきたという言い方をされる方がいますが、少なくとも欧州の銀行は全然お金を貸していません。まだマイナスです。これは資金需要が弱いというのがありますが、おそらく欧州の銀行のバランスシートがまだ完全に修復されていません。

アメリカは、リーマンショック後戻りましたが、最近のデータでは下を向いています。ここに「5年強の回復局面」と書いてありますが、大体貸し出しのサイクルは一旦ピークを打って、落ちて、戻ってきたら5年ぐらいは伸びていきます。2009年末ぐらいからアメリカの貸し出しは伸びましたが、実はまだ4年たっていない。ですが、もう下を向いています。これは何かおかしいです。アメリカがすごく景気がよくて、ドル高にもなりましたし、円安になりましたし、そしてアメリカは今、金融政策の上では、量的緩和政策を徐々に縮小する方針にあります。実際、アメリカ経済はやはりよかったんだと皆が思い、株価が上がり、ドルも強く、そしてドルが強くなり過ぎたので、新興国ではドル市場にお金が戻ってしまうという心配すら出てきたわけです。ところが、よく見たら、アメリカの銀行貸出は伸び率がどんどん落ちていた。それで、最近になって突然、あんまりデータはよくないという話になってきて、先日、アメリカの中央銀行であるFRBが量的緩和の縮小は今回はやりませんと言ったわけです。やりませんということは、ああよかった、これでまだじゃぶじゃぶが続くと思っている反応が瞬間的に出ましたが、実はこの後、株価は下がっています。

アベノミクスの成功の鍵を握っているものは幾つかあります。先ほどの賃金もそうですが、賃金の前に企業利益が当然あるわけです。為替の円安が輸出に効かないかもしれないと言っている状態で、アメリカの景気がもし落ちてきたら、外需はどうなるのか、ということです。外需も落ちていってしまうかもしれないということです。1つ考えておかなければいけないのは、そういうリスクは出てきているということです。世界経済がすごく順風満帆だということで、アベノミクスが効いていくかどうかという議論をしている間は、まだ私も日本の賃金の問題とか、財政を言っていればいいですけど、アメリカ経済が実は危なくなってくるとうなってしまうのか、ということになるわけです。欧州はまだ引き続きマイナスです。中国も実は銀行貸出が伸びていない。それらを考慮すると、円安も危なくなってきています。アメリカの景気がほんとうによくないのであれば、円安ドル高基調が続くわけではないということになります。

さて、そう話してきますと、日本経済にとって構造問題の解消はなかなか難しく、財政赤字の議論もなかなか当分改善していかない、消費税をやったからといって大きく見方がよくなるわけではない、そして輸出もそんなに簡単に伸びていかないかもしれない、かつアメリカのリスクがあると、アベノミクスはどうなるのでしょうか。デフレ脱却が最重要課題という政権です。

4 日銀の金融政策について

この点については、私の古巣である日銀に期待するしかないわけです。日銀が全てに近い。全てに近いと言うと、あまり夢も希望もない話です。ただ、やっぱり金を刷り続けるしかないのか、そんなことなのか、と言われてしまいますが、答えはイエスです。

改めて申し上げますと、白川総裁の任期は4月8日まででしたが、3月20日におやめになった。白川総裁はご自分が考えていた政策を全部否定されました。よく英語でゲームチェンジャーという言い方をします。マーケットの潮目をばーんと変えたのは何かよくよく考えてみましょう。それは日本銀行が変わったからです。しかも、今後も日銀におんぶにだっこは、全然変わらないと思います。むしろ今後強まっていくかもしれない。まだやれ、もっと頑張れ、ということに基本はなるだろうなと思います。

野田前首相と白川前総裁のコンビは、真面目に財政を考えよう、真面目に金融政策をやろうとして、その結果、マーケット及び外人から評判が悪かった。70円台に円相場が上昇し、日経平均も非常に低い状態だった。これが安倍首相・黒田総裁に変わった瞬間にがらっと変わったわけです。この状態は続けざるを得ない。先ほど申し上げたように、日本は非常に高い名目成長率を達成しなければいけない。しかも、人口が減っているわけですから、なかなか実質成長率は上がっていかない。そこで登場するのは日本銀行しかないわけです。

日銀は今一生懸命お金を刷っています。マーケットで発行されている国債の7、8割を買っています。7、8割を買って、インフレーターゲットを2%にしました。それで、円レートが98円ですが、外国投資家のイメージは「不十分である」というのが答えです。日本の投資家からすると、日銀に7、8割も国債を持っていかれてしまうと、やっていられないとは言いませんが、やり過ぎではないか、そして日銀が買いに来て吸い上げていってしまうので、好きなときに国債を売れないし、こんなに中央銀行がやっていいのかな、と多く

の方は思っています。ところが、最近私が会った外国人はそう思っていない。何だ、この程度の円安でもう満足しているのか、インフレになっていないではないか、賃金はマイナスではないですか、これはやっぱり日銀が何かもうちょっとやらなければいけないのではないですか、とみんな思っているわけです。

でも、国債を8割買って、次に何をやるのか、ということです。イメージ的には国債を8割でだめなら、120%買うか、既に発行しているもの全部に加えて民間が保有している残高が減るまで買っていき、全部渡せ、というふうになっていくのか、ということです。ウルトラCで、これは対外的にたたかれるかもしれませんが、「米国債を買います」と手を挙げる。これは多分大変なことになるかもしれませんが、あり得る話です。アメリカが少しずつ量的緩和をやめようというときに、日銀が出てきて「いや、俺たちが国債を買うから」といったら、混乱する。昔、日本が2004年あたりの円高対応で、すごい為替介入をしたことがあります。このとき、当時グリーンSPANFRB議長が「もういい加減にやめろ」と言ったことがあります。2004年の2月だったと思います。それでも日本は2カ月買い続けました。今後の展開としては、国債を80%ではなく、120%買うとか、いや、法律的にはグレーですけど、日銀は国債だけではだめだから外債を買いますと、世界中にたたかれても、どんなにドイツのメルケル首相に「何をやっているんだ」と言われても、それは日本のデフレ脱却には仕方がないことだ、とたんかを切って外国債を買う。あるいは、こうなったら日銀が不動産を買う、REITという小規模なものではなく、とにかくファンドでもつくって日銀がどんどん土地を買い上げていくとか、何でもありではないか。私は基本はそう考えたほうが良いと思います。

ただ、日銀が本当にやりたいことは何なのかというと、デフレ脱却だ、インフレだというのではなく、国債を買い続けて、民間のバランスシートから国債を日銀に移すこと、なのです。日銀にやってもらっていることは、将来の国債破綻リスクを日銀が背負うというものです。

ほんとうにインフレになって困るのは政府と日銀です。インフレにならない、日銀のやっている政策は効かない、と思っている、だから国債購入が続けられている、と私は考えています。金融緩和でほんとうにインフレになるのであれば、怖くてやっていられないと思います。できないと思っているからこそやり続けているのです。

もともと政府も日銀もデフレ脱却ができるとは思っていないだろうと思います。成長率を上げていく政策もまだ見えていないですが、デフレ脱却の政策も見えてきません。見えていないからこそ買い続けられているのです。

なぜ国債を日銀に移しているのかということについては、それはやはり将来国債が財政問題でおかしくなったら、銀行が国債を持っているよりは日本銀行が持っているほうが良いでしょう、ということです。何だそれだけだったのか、という話になると、異次元金融への期待も落ちてしまうので、ここで私の話は終わりにします、。

今政府がやっていること、日銀がやっていることは、実は、長い目で見たときには、日本を襲うかもしれない危機に対する、いわゆるコンティンジェンシー、危機対応プラン、と言えます。コンティンジェンシー、危機というのは何か、というと、基本的には財政危機です。それが発生したときに日銀が国債を大量に持っていてくれたほうが良いわけです。民間銀行が持っていれば預金が流出するかもしれないとかいうリス

クがある。

それから、もう1つは地政学的なリスクに関する危機です。アジアにおける日本の位置づけによって中国、韓国、北朝鮮などとの関係もあるかもしれません。そして、自然災害リスクです。今の公共事業も基本はそこに対応している。皆さんもおわかりでしょうが、災害対応、震災対応にはお金をつけることになっています。ということは、景気を回復させようとかいう感じではなくて、迫ってくる震災リスク危機に対応しておこうということです。それから財政危機には日銀に対応してもらおう、というわけです。アベノミクスというのは基本的に危機管理エコノミクスです。

そう考えると、納得できる部分が多いはずですが、ただ、何か夢がないのも事実です。皆さんから夢がなさ過ぎると批判されれば、私も何か考えたいとは思いますが、人口問題に変化がない以上、現状ではそういう整理をせざるを得ない。

来年度の景気はそこそこいいでしょうという、最後にとってつけたようなことを言われても何かと思いますけど、来年度の経済成長率の数字は悪くないと思いますので、それはそれで短期的にはあまり悲観的になる必要がないと思います。時間になりましたので、これで終わらせていただきたいと思います。どうもご清聴ありがとうございました。(拍手)

— 了 —

(白川浩道氏の経歴等)

慶應義塾大学経済学部卒業、米国ワシントン大学経営大学院留学。

博士(政策研究)。日本金融学会所属。

1983年 日本銀行入行。日本銀行では、金融研究所・国際局・調査統計局エコノミストなどマクロ経済調査・分析に従事、その後国際局・金融市場局において為替市場介入や金融市場モニタリングを担当。

1991～1994年 欧州通貨危機、北欧金融危機の中、経済協力開発機構(OECD、本部パリ)経済総局エコノミストとして活躍

1997～1998年 国際会議の総裁補佐を務め、G7蔵相・中銀総裁会合、G10中銀総裁会合等に同行

1999年11月 日銀を退職

～2006年3月 UBC証券チーフ・エコノミスト

2006年4月～ 現職

(主な著書) 「危機は循環する」(NTT出版、2011年)、「消費税か貯蓄税か」(朝日新聞出版、2011年)、「日本は赤字国家に転落するか」(日経新聞出版、2012年)

(公職活動) 内閣府「日本経済の実態と政策の在り方」に関するワーキング・グループ」委員、「消費増税を議論する有識者会合(「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」)のメンバー。