

Contents

\*\*\*\*\*

特集：経済政策大論争 1p

<今週のThe Economistから>

“Beijing’s bid” 「北京の挑戦」 7p

<From the Editor> 「いいとこ取り？」 8p

\*\*\*\*\*

特集：経済政策大論争

景気の足踏み、ことによると腰折れが、だんだん明らかになってきました。99年春からの日本経済の「小春日和」は、昨年秋頃に終わりを告げていたようです。本誌昨年11月24日号「2000年、3つのユーフォリア」で指摘したように、「IT、アジア、金融」の3つの前提条件が狂ってきたのですから、やむなしという感じです。

代わって目前に迫る「3月危機説」に対し、エコノミストの議論が活況を呈しています。とはいえ、「日本経済の空白の0年」とは「エコノミストの無力の0年」でもあったわけで、これ以上、混乱した議論を聞かされるのは迷惑というもの。新しい議論を検討する前に、過去の議論の再検証から始めるべきでしょう。

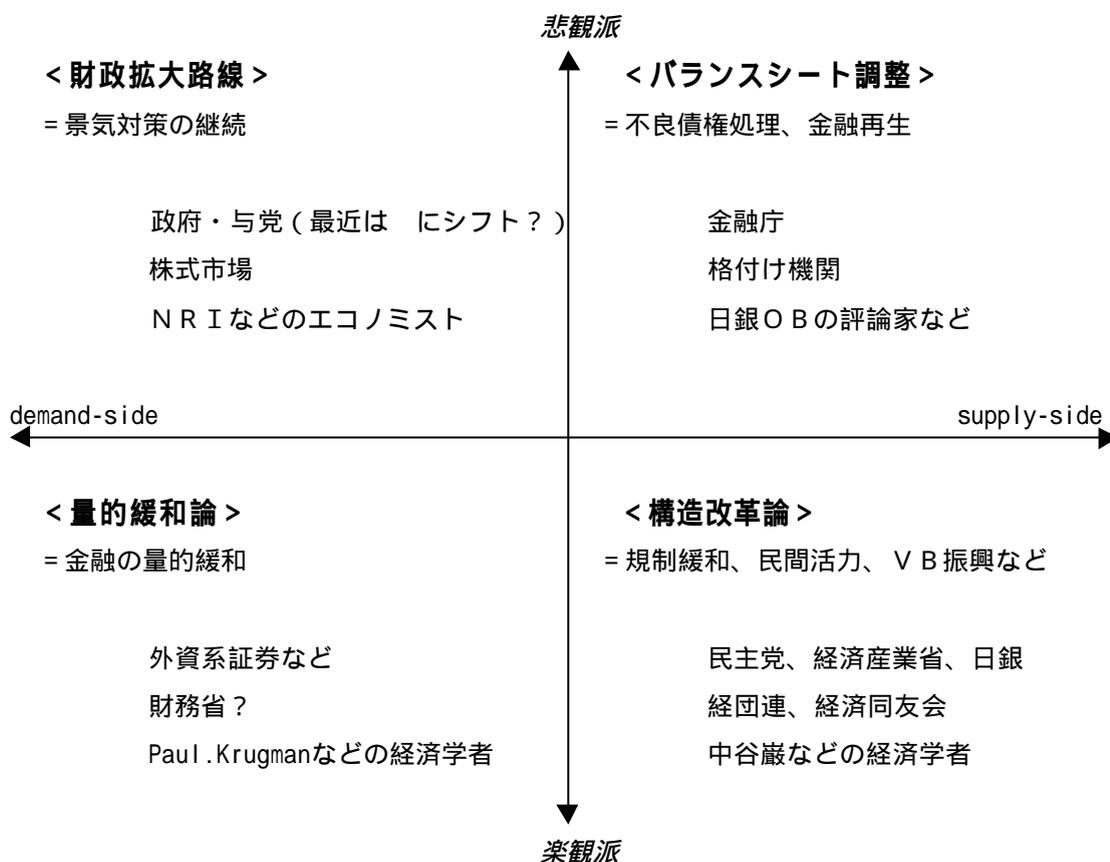
今週は過去数年に行われてきた「日本経済救済策」を、思い切り分かりやすい形で整理してしまおうと思います。多少、きつい表現が多くなることはご容赦のほどを。

エコノミストの4つの学派

日本経済に対する処方箋を大きく4つに分けてみる。そのために2つのモノサシを使う。ひとつは状況を楽観しているか悲観しているか。そしてもうひとつは需要サイドに着目するか、供給サイドを重視するか。

2つの座標軸を使って、次ページの図のように経済政策を4つに割ってみた。こんなふうにスパッと切り分けてしまうと、たちまち当事者たちから抗議の声が聞えてきそうだが、過去の経済政策論議を分かりやすくするために、「独断と偏見」をしばし我慢していただく。

## 日本経済への処方箋



以下、4つの学派についてそれぞれまとめてみる。

### 財政拡大路線 = オブチノミクスを支えた「N R I 学派」

1998年夏、参院選敗退を契機に退陣した橋本首相の後を受けて、小淵首相が誕生した。小淵政権はそれまでの「財政構造改革」を凍結し、大胆に「財政拡大路線」に転換した。景気対策の大盤振る舞いと恒久的減税、果ては地域振興券までも実施した。99年春からの「小春日和」は、こうした財政拡大によるところが大きい。株式市場は「景気回復最優先」の姿勢を歓迎し、日経平均は1万2000円台から2万円以上にまで上昇した。その代償として、財政赤字は急速に膨れ上がった。

こうしたオブチノミクスの論理的支柱になったのは、図では左上に位置しているマーケットを重視するエコノミストたちである。とくに野村総研のリチャード・クー、植草一秀両氏の影響力は大きかった。そこで筆者は勝手ながら、この主張を「N R I 学派」と呼んでいる。財政支出拡大は、従来型の地方を基盤とする政治家たちにとって都合が良かっただけでなく、再登板した宮沢蔵相のようなオールド・ケインジアン の主張にも合っていた。

この学派は、「今は緊急事態である」という認識のもと、とにかくデフレ・スパイラルを止め、株価と地価を上げることが最優先と主張する。需要が足りない分は、政府が肩代わりする以外はなく、そのためには「真水でXX兆円」の財政支出が必要であるとする。ただし事態を楽観してはならず、あくまでもこれは緊急措置であり、経済が自律的な成長軌道（2～3%）に乗れば、経済の構造改革に踏み切るべし、という。

しかし財政拡大路線も3年近く続くと、NRI学派の旗色は悪くなってきた。なにより「これだけ財政を注ぎ込んで景気が良くなるのは、効果がないからではないか」という批判には勢いがある。「財政支出がなければ、今ごろもっと悪くなっていたはずだ」と反論することはできるものの、それを証明することは難しい。

また、目の前には財政赤字拡大という現実がある。地方自治体の財政悪化も考えれば、これ以上の公共事業拡大は実際問題として難しい。「国債の暴落による長期金利上昇」という懸念もある。これに対するNRI学派の反論は、「日本は海外から借りていない」と「国債は保有する側からみれば資産である」の2通りある。長期金利が上昇するどころか、どんどん低下している現実があるのも彼らの強みである。

NRI学派の弱点は、「では、財政をどこへ支出すべきなのか」(Where?)である。公共事業を積み増して、無駄な橋や道路をいくら作っても乗数効果は期待できない。もっと有効な使い方をすべきではないか、という反論である。「ITや環境関連、高齢化対策などへの投資を増やすべきだ」という議論はあるものの、そういったミクロの具体論に踏み込むエコノミストは少ないのが現状だ。要するに、財政再建はしばらく先送りするにせよ、「財政支出の改革は必要である」という点に異議のある論者は少ない。

問題は公共事業に関して、わが国の政治・行政が効率性の高い事業を選定するメカニズムを持たないことで、そこを改めないことには「経済効果の高い財政支出」は不可能である。これはプッシュ政権の経済アドバイザー、ローレンス・リンゼー氏もつとに指摘していることだ<sup>1</sup>。つまり、「政府に効率的な資本の使い方ができないのなら、財政支出そのものを減らした方がいい」という批判が成立するのである。

### 量的緩和論 = 発言力を増す「外資系学派」

需要を刺激するためには、財政よりも金融政策の方がいい、という論者がP2の図の左下に位置する量的緩和論である。もともとは「ミニバブル待望論」とか「調整インフレ論」と呼ばれ、いかがわしい発想だと見られてきた。リフレーション政策は、田中内閣時代に実際に円高対策として実行された経緯があり、そのときは過剰流動性を招いてしまったので、日銀はこれを痛恨事として長く記憶にとどめている。ゆえに金融当局にとっては、「口にするのも憚られる禁じ手」である。

---

<sup>1</sup> 本誌2000年12月22日号参照

99年にクルーグマン教授が言い出すまでは、だれも正面きって唱えることができなかった。クルーグマンは、「日本は流動性の罠に陥っているので、人為的にインフレ期待を生じさせなければならない」と説いた。日本の経済学者の中にも賛同者が現れたが、「敢えてひとつの選択肢として…」的な前提条件の多い議論が目立ち、その後は下火になっていた。

ところが昨年8月、ゼロ金利政策が解除された頃から、「量的緩和論」という名前で再び脚光を浴び始めた。財政拡大が限界に近づいてくると、政権与党にとっては金融緩和による需要拡大が魅力的に見えてくる。こういう動きに理論的な後押しをするのが、主に外資系証券会社のアナリストたちである。Financial Times、The Economistなどのクオリティ・ペーパーも、こうした考えを支持している。海外の経済学者の間では、ケインジアンよりもマネタリストが優勢なのである。ゆえに「外資系学派」と呼ばせてもらうことにするが、彼らにとって日本経済は「しょせん他人事」ゆえ、こうした経済学上の大実験をさせたがっているのではないかと勘ぐりたくなる。

量的緩和論の最大の弱点は、「どうやって(これ以上)金融を緩和するのか」(How?)であろう。なにしろ金利をマイナスにすることはできない。そこで中央銀行による国債引き受け、あるいは買い切りオペの増額から、いわゆるインフレ・ターゲティング論など、手段には諸説あるものの定説はない。総じて「日銀はXXすべきだ」という主張は数々あるものの、「自分に総裁をやらせてみる」とまで言う人はさすがにおらず、この点でも量的緩和論は無責任な意見なのではないかと筆者は疑っている。

### 構造改革論 = 中味を問われる「一橋学派」

90年代以来、日本経済に対して一貫して主張されてきたのが、いわゆる「構造改革」論である。図でいえば右下に位置している。

需要サイドを人為的に刺激するよりも、供給サイドを革新(イノベーション)することの方が重要だと考える。つまり政府をあてにするのではなく、民間活力によって局面の打開を図ろうという考え方。経済同友会の提言に多いパターンである。そのために何をすべきか、という政策オプションも豊富に出揃っている。よく挙がるのは、「規制緩和」「ベンチャー振興」「IT政策」「労働市場の流動化」などの項目だ。

個々の政策としては間違っていないものの、本当の意味で「構造改革」を推進すると、供給能力が向上するのでかえって需給ギャップが拡大し、デフレ要因となるはずである。その点で、やや現状を楽観しているように見える。経済学者では中谷巖氏、竹中平蔵氏、太田弘子氏などの顔ぶれが浮かぶ。速水日銀総裁もこの仲間に加えてよさそうだ。一橋大学の関係者が多いので、筆者は密かに「一橋学派」と呼んでいる。

構造改革論の弱点は、焦点が絞り込みにくいこと。つまり「何をどういう順序でやるのか」(What?)である。「構造改革」をテーマにした文章で、言葉を明確に定義したものを少なくとも筆者は読んだことがない。また、改革の手順も問題である。たとえば財政再建をテーマ

にして掲げる場合、いきなり「消費税を××％に上げる」というわけにはいかない。かといって「景気も財政も追う」といういわゆる「二兎論」は、虫が好すぎて論外である。改革には痛みを伴うだけに、長期的な視野に立ったシナリオ作りが必要なはずである。

この点で責任重大なのが、「構造改革」を標榜している野党・民主党である。構造改革という言葉は、耳障りはいいものの、具体的にどんなメニューをどんなタイムテーブルで実施するかによって中味はまるで違ってくる。ただの言いつばなしに終わらぬよう、構造改革の中味を練り上げて政権奪取構想としてもらいたいところである。

### バランスシート調整 = 賛同者を増す「柳沢学派」

上記3つの「財政政策」「金融政策」「構造政策」に加え、このところ急速に注目を集めているのが「バランスシート調整」の必要性である。日本経済には今もバブルの爪あとが残っており、とくに金融セクターの不良債権を処理しないことには、いつまでたっても健全な姿には戻れないことが分かってきた<sup>2</sup>。2月のG7でも、「日本の金融システム」が議題として取り上げられ、金融再生を早期に実現することは一種の国際公約となってきた。

図で言えば右上に位置するこのグループの中心になっているのは、主に金融問題を専門に扱ってきた研究者たちである。斎藤精一郎教授や『通貨が墮落するとき』の著者、木村剛氏といった日銀OBたちが目立つ。現状認識はきわめて悲観的で、一橋学派とはきわだった対比をなしている。中心となっているのは金融庁であり、2度目の金融担当相を務める柳沢伯夫氏である。98年の金融不安の際に見せた手腕により、この問題に関する同氏への信認は強い。それゆえ「柳沢学派」と命名しよう。

金融庁は、不良債権の直接償却を進めるべく金融機関に働きかけ、そのためには赤字決算も容認する構えである。同時に金の借り手である企業の再生を進めるべく、経済産業省や国土交通省とも折衝を行っている。政府としてどのような不良債権処理策が出されるか、市場の注目は高まっている。

当然のことながら、こうした動きは倒産の激増や、クレジットクランチの再来をもたらす恐れがある。それゆえ、この学派の弱点は「どういうスピードで実行するか」(When?)となる。やらなければならないことは誰もが認めているものの、ここでも手順とスピードが問われることになる。

### 経済政策をいかにパッケージ化するか

ここで上げたような4つの処方箋は、それぞれを併用することで効果が上がるようになっている。そう考えれば、今後取るべき経済政策はそれほど難しいことではない。すなわち、

---

<sup>2</sup> 本誌2000年9月22日号「再考・バランスシート問題」を参照

「財政拡大」、「金融緩和」、「構造改革」を同時進行させつつ、その間に「金融再生」を図るという組み合わせである。もしも日本の経済政策がただひとりの頭脳にゆだねられたとしたら、そうする以外の選択肢は思いつかないだろう。重要なことは大きな構想を描き、経済政策をパッケージで考えることである。

いちばんまずいのは、「財政の出動がもう限界だから、ここは金融の出番。それでは日銀さんよろしく」という具合に、個々の政策がバラバラに展開することである。ところが「3月危機説」を前に、実際に行われているのはまさにそういう責任のなすりあいである。ここ数年の経済政策は、この手の失敗を重ねてきたはずなのであるが。

とくに残念なのは、98年秋から 小淵政権が財政支出の拡大を始め、99年2月には日銀がゼロ金利政策に踏み切った後、金融機関の不良債権処理が遅れたことである。この間、「みずほグループの三行統合」などによって金融機関が4大グループに収斂する流れが鮮明となり、金融システムの再生は大きく前進したかに見えた。株価も99年年初から大幅な上昇に転じた。だが、その一方で日本経済を取り巻く緊張感も消えた。加えて何が起こったかといえば、「ペイオフの延期」（99年12月）や「金融担当相による手心発言」（2000年2月）などの金融行政のやり戻しだった。かくして2001年3月期決算を目前に、2年前や3年前と同じ不安が繰り返されている。

これではその間の財政支出や低金利、さらには公的資金の投入などがいわば「無駄ダマ」になってしまう。財政と金融政策で強引に作り出した景気の「小春日和」の間に、本来であれば必要な手を打っておくべきであった。ところが、そういう一貫性のあるシナリオを実現することはできなかった。

最後にもう一度、本誌P2の図をご覧いただきたい。経済政策を担うべきさまざまな勢力（政党、省庁、中央銀行、経済団体など）は、日本経済の全体を考えるというよりも、個々の組織としての都合やしがらみを優先して思考し、行動してきたのではないだろうか。つまりセクショナリズムのために、全体として脈絡の取れた政策のパッケージが打ち出せなかった そうだとしたら、日本経済の真の問題は政策決定メカニズムの機能不全にあるといえる。

重ねて指摘したいのが、エコノミストたちがそういった各勢力の応援団となり、視野の狭い議論を繰り返してきたのではないかということだ。4つのカテゴリーに分けた学派の意見は、それぞれ深刻に対立するか、もしくは見事にずれ違っている。しかしエコノミスト全員が共有しているのは、日本経済という同じ問題のはず。1人の患者を4人の医師が取り囲み、それぞれ違う角度から好き勝手な看立てをしていたのだとしたら、何ともやり切れないではないか。

< 今週の “The Economist” から >

"Beijing's bid"

Feb. 24th, 2001 Leaders

「北京の挑戦」

(p.19)

**\* 大阪市民には朗報かもしれません。"The Economist" 誌は、北京を2008年五輪開催地にすべきではない、と主張しています。**

< 要約 >

「五輪会場に政治的、統制主義的なムードが流れるのは、今年が初めてではない」。これは2008年五輪への北京の適格性に関する記事ではなく、1936年のベルリン大会の本紙記事である。17人の代表団は今週北京に入り、「技術的能力」について報告する。しかしパリ、トロント、イスタンブール、大阪以上に有力な北京に対し、海外は懸念を有している。

現体制の凶悪な習性は、オリンピックの理想に適しているだろうか。民主的な自由からは目を背け、法輪功の信者を毎日のように逮捕している。その現場たる天安門広場は、ビーチバレーの会場になることが予定されている。目障りな移民労働者は追い払われた。共産党指導者たちは、五輪に政治介入は許されないと主張する。しかし彼らの立候補が政治的でなくて何であろう。北京開催が決まれば、彼らにとっては偉大な政治的勝利となる。五輪は中国のスポーツの強さと、超大国への夢を示すだけでなく、彼らの統制哲学をも示すだろう。

2008年の北京は、1936年のベルリンや1980年のモスクワとは違う。アフガン侵攻のときのソ連とは正反対に、中国政府は支配を弱めようとしている。その結果、繁栄と自由がもたらされた。今日では大半の中国人が、政府に逆らわない限り、望み通りに暮らしている。共産主義よりも民族主義が強い最近の中国では、五輪は幅広い支持を得ている。来年になれば指導者の世代交代が行われるから、五輪開催はむしろ政治改革を促進すると考える民主派もいる。88年のソウル五輪は韓国の民主化に役立った。ならば中国も同じではないか？

少なくとも北京市民に対し、大会は恩恵をもたらすだろう。大気汚染を正常化する努力も行われよう。「緑の五輪」を標榜する中国は、笑止千万なことに訪問団が通る道筋の草に緑のスプレーで色をつけた。北京の旧市街は、腐敗官僚や香港のディベロッパーの手で破壊されており、五輪への立候補はその隠れみみになっている。古い市民は移転を迫られ、抗議すれば4年間の投獄が待っている。

これこそ中国支配者たちの真の姿である。ゆえに政治改革は期待薄である。89年の天安門虐殺から、指導者たちはなんら雪解けを示さなかった。今週、外国人記者に愛嬌を振り撒きながらも、公安は反対勢力をしっかりと取り囲んでいた。さらに憂うべきことに、政府は法輪功が香港を拠点とすることを許さないと宣言した。これでは香港の自治も要注意である。

かような方法をもって、人間の尊厳を高めようとするスポーツ大会を開催しようとする政府に対し、世界は賞賛する理由を持ちえない。北京の立候補はよろしく排除すべし。

## <From the Editor > いいとこ取り？

今週は米国大使館アメリカンセンターの主催による、「箱根リブインセミナー～The Bush Administration：Economic Policy and Perspective for Japan and Asia」に参加してきました。米側の外交官、経営者（元官僚）、エコノミストからなる3人の講師と、日本の若手研究者（企業、研究所、マスコミなどから参加）約25人が、一泊して意見交換の機会を持つという企画です。往復の交通費以外の経費はすべて先方もちという気前の良さで、ブッシュ新政権をアピールする意味もあったのですが、米国政府の太っ腹には脱帽です。

一日半の議論のうち、こんなやり取りが印象に残りました。

日本側参加者からこんな質問が出ました。「ルービン、サマーズの時代には日本に財政支出を迫っておきながら、ブッシュ政権になったら財政均衡を要求するという米側の姿勢は、矛盾に満ちているのではないか」。これに対する米側参加者の反論が鋭かった。「日本に対しては、米国は構造改革や市場開放、規制緩和なども同時に要求している。それを実行するかしないかは、日本が決めるべきことだ。ところが日本は米国の要求のうち、自分に都合のいい部分だけを実行しているのではないか」。

これは悔しいかな、先方が正しいと思います。耳の痛い話は聞かなかったことにして、自分に都合のいい話だけを「いいとこ取り」する。こういう図式は1986年の前川レポートのときにもありました。市場開放や規制緩和といった難しい部分は先送りにして、金融緩和による内需刺激だけをやり、それがバブルの遠因になった前科があります。

日本側のジャーナリストからは、「米国の対日要求、いわゆるガイアツは、その7割程度は日本で仕込まれて誕生している」との指摘も飛び出しました。日米交渉においては、日本内部の利害対立を解消するために、米国の力を借りるという不健全な図式が存在します。つまり、米国という「天の声」を使って財政拡大を図ろうという勢力が日本国内に存在し、それが外圧になったということなのでしょう。

こうやって考えてみると、経済政策をめぐる問題のうちかなりの部分が、政策決定プロセスの問題に回帰するという気がします。そこをどうしたらいいのか、という問題については、また違う場所で考えてみたいと思います。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp