



研究会「2011年経済見通し」③

# デフレとの闘い —勝利への展望

岩田 一政  
日本経済研究センター理事長

2011年1月28日

「経済見通し研究会」第3弾。日本経済はデフレを克服できるのか。税・社会保障制度の抜本的改革と成長戦略は脱デフレといかに関連づけるべきか。東大教授、日本銀行副総裁、経済財政諮問会議委員、内閣府経済社会総合研究所長など豊富な経歴を持つ岩田一政氏は、明快な論理とていねいな説明で難問を解いた。最適な金融政策と適切な成長戦略によって2年でデフレを脱却すれば、消費税を含む税制と社会保障の抜本改革に踏み切れる、とデフレとの闘いと改革の展望を一体的に描いてみせた岩田氏の言葉には説得力があった。経済危機対策立案の当事者で、デフレ研究の第一人者ならではの会見詳録は以下の通り。

司会 小此木潔 日本記者クラブ企画委員（朝日新聞社論説副主幹）

動画は Youtube の日本記者クラブ専用チャンネルでご覧になれます。ホームページ <http://www.jnpc.or.jp> からアクセスできます。

©社団法人 日本記者クラブ

日本経済研究センターの理事長をいたしておられます岩田です。本日は、「2011年の経済見通し」という題をいただいております、現在の景気の局面の話、それから日本経済がその中で抱えている課題、それから少し長目の展望、というような3つぐらいの話をいたしたいと思っております。

最初に、いまの足元がどういう状況なのかということからお話を申し上げます。一言でいいますと、踊り場から回復軌道へということかと思っております。リーマンショックがありまして、世界経済が急速に落ち込んだわけです。日本は、実は2007年10月から景気後退期に入りました。ですから、実はリーマンショックが起こる前から景気後退局面にあったわけですが、リーマンショックがあってから、さらに落ち込みが深くなった。

### リーマンショックの震度予測と対策

どこまで落ちるのかなというので、ちょうどリーマンショックが起こったぐらいの時期には、私、内閣府の経済社会総合研究所長をやっております、その一つの仕事が、景気がいつ山があって、いつ谷があってという日付を決める役割です。それで、2008年6月に就任したのですが、けれども、ちょうど最初の仕事が、景気の山がいつだったかというので、吉川洋・東大教授を座長とする景気循環日付研究会でいろいろ各種指標を調べまして、ピークが2007年の10月だった、という日付を決めました。アメリカは12月から景気後退に入りました。ですから、日本はアメリカよりも早く景気後退が始まりました。2007年夏に流動性ショックが起こったわけですが、日本の場合にはアメリカよりも早く、実は景気後退になっていた。

それから、リーマンショックがあって景気はどんどん落ち込んで、どこまで落ち込むのかなと思っていたのですが、その後、私、2008年9月から翌年の9月まで、経済財政諮問会議の委員に任命されまして、そのときの大臣が与謝野

馨大臣、経済財政担当で、総理は麻生総理だったのです。9月になってから景気対策を何度か打ちまして、とめどもなく落ちていくのをどうしてとめられるかというふうには、あのころ、一生懸命議論いたしました。

それで、最後の対策というのはいまもよく覚えているのですが、2009年の4月です。補正予算を組みまして、予算が通った後です。補正予算をつくって、実は15兆円という額を決めまして、全部それまでの対策を合わせると25兆円程度。GDP比でいうと5%強。アメリカがそれより前に7,800億ドル程度、リーマンショックがあってすぐにやりましたので、これも5%強で、アメリカと日本、ほぼ同じ規模の拡大策をとりました。

そのときの15兆円というのは、私、諮問会議の委員で、ちょうどそのころの議論は、GDPギャップが10%程度になりそうだと、50兆ぐらいになるよと。政治家の方の中には、50兆全部埋めるべきだという方もいて、しかし、それはちょっと行き過ぎだと。しかし、これまでとった対策だけで十分なのかということが議論になりまして、そのとき私が計算して、失業率が、戦後のピーク、2002年に5.5%だったんですが、それより超えてしまうのはぐあい悪い、超えてしまわない範囲の刺激が必要だというので、計算をいろいろいたしまして、出したのが15兆円だったんです。15兆円ぐらいはまだ足さないといけないといって、結果的には全部で25兆円。

### 健全回復シナリオに近い状況

その後、7月に失業率が5.7%に一回上がりまして、このときは、ちょっとぐあい悪いな、5.5%に抑えるぞといってやって、やばいなんて思っていたら、一カ月だけで何とか済みまして、その後は下がってきて、いま5.1%というので、大体私の予想したとおりに来たかなと。

そのころ議論していたのが回復のシナリオで、このくらい対策をとったらどのように景気が回復していくか、パターンを3つに分けて、

楽観シナリオ、健全シナリオ、悲観的シナリオと3つあって、いま、その後を振り返ってみると、底をつけたのが2009年3月だったわけですが、それ以降のGDPの成長率は、平均すると実は5%あるのです。結構いい。ですけれども、10-12月期はおそらくマイナスになる。私は、1.5%ぐらい年率、前期比でなると思っています。それをいれると、おそらく4%ぐらいで回復している。アメリカのほうは、大体これまで3%で回復してきております。4%というと、ちょうどあのころ議論していた3つのシナリオでいうと、健全回復シナリオに近いのです。ですから、対策をとってから標準シナリオに沿ってだんだん戻ってきたかな、というのが私の実感であります。

## 踊り場から回復軌道へ

ですけれども、去年の夏ぐらいから、政策効果がいろいろ息切れする、あるいは海外向けの輸出が鈍化する、というようなことがありまして、明らかに生産が在庫調整局面に入りました。ということで、7-9月期、10-12月期と続けて鉱工業生産のほうは前期比マイナスで、政府のほうも踊り場だ、こういうことをおっしゃるようになりました。1-3月はおそらく生産もプラスだし、GDPも若干のプラスになると私はみておりますけれども、いずれにしても半年ぐらい踊り場が続いたということでもあります。

それから抜けて回復軌道に戻るということがわかるには、あともうちょっと時間が必要で、おそらく半ばぐらいから回復軌道というのが戻ってきたということが明らかな数字が出てくるだろう、と思っております。

この回復、リーマンショックがあつて落ち込んで、底を打ってから世界の動きをみてみますと、世界はIMFの最近の予測では5%、4.4、4.5%というので、決して悪くないです。これは購買力平価でもってウエイトづけした数字であります。市場の為替レートを使うと、これより1%ぐらい低い。ですけれども、1%低いとしても、まあまあ予測の数字であります。特徴は、

世界経済が二極化して、この回復局面はマルチスピード化している。先進国のほうは、おそらく2~3%、しかし、新興国は6~7%ということ、人によっては三極化だと。アメリカは対策が非常に大規模だったですから、ちょっと頭抜けてきたのではないかと、そういう方もいますが、いずれにしても二極化の方向は変わらない。この二極化の動きというのは、実は中長期の先行きも私は続くというふうに思っています。これは最後にもう一度立ち戻ってご説明をいたします。

そこで、日本の景気は、成長率を数字でいうとどんなものかということ、私の個人的な予測は、10年度、11年度、12年度は3.3%、1.5%、2.0%、このぐらいの姿で、民間のコンセンサスとあまり違いがありません。日本銀行も、たしか2~3日前、3.3%でしたか。それで1.6%、2%、そういう数字を出しています。大体標準的な見方かと思えます。

数字でいうと、3.3%から1.5%に落ちてしまうのは、何か鈍化したようにみえますが、これは発射台というか出発点が、レベルが高いか低いかで、実は10年度は1.9%と発射台が高かったもので、1.9を引くと、実はあまり高くないのです。1.4%なんです。ところが、1.5といっています、今年度は発射台が低いのです。おそらくマイナスになると思います。-0.2になるかどうかです。そうすると、年度中の成長率はむしろ1.8%ということ、10年度よりもむしろ高いという可能性もあると思っています。

これがメインシナリオなのですが、しかし、リスクはありますね。一番大きいリスクは、やっぱり原油と一次産品が高騰を始めた。WTIでも100ドルをうかがうような勢いになっている。食料品価格もかなり上がってきて、新興国ではそれが政情不安と結びつくというような姿かと思えます。

2番目が、欧州の財政危機。これが依然としてくすぶり続けていて、ユーロ危機まで波及すると、また為替市場が混乱する。それから、新興国ではインフレとバブル、インフレがどのぐらい進展するかということで、中央銀行が相当引き締めなければいけないかもしれない。こう

いうリスクがあると思います。

マクロ政策の課題としては、私、3つあると思っていますのですが、デフレ克服、税・社会保障制度の抜本的な改革、成長戦略という3つ、大きな課題をいま菅内閣は抱えていると思います。

私、デフレ脱却についてどう考えているかというと、後でお話しますが、最適な金融政策運営。簡単にいうと、中央銀行は2つの任務を持っている、物価の安定と、景気変動をなるべく平準化する。しかし、普通は政策手段は1つですので、1つの政策手段で2つのことを同時に達成するというところで、それを一番ぐあいのいい形で、最適な形で運営するというのが最適な金融政策運営ということになります。

それから、金融政策のほうではそういうふうにするとして、政府のほうも成長戦略を大胆に展開するということがどうしても必要ではないか。この2つの組み合わせで、デフレ脱却を2年以内におさめる。

## 2年でデフレ脱却し改革に乗り出せ

どうして2年以内ということにこだわるかというと、実はマーケットで国債が格下げになったりして、既に財政健全化をマーケットが要請するようになってきているということかと思っています。で、時間がない。少なくとも2年後には改革に乗り出せるということが整っていないといけない。

しかし、デフレを抱えたままでそういった改革ができるかというと、私は非常に難しいと思います。デフレがあると、実質債務ということを考えると、いまの政府の債務残高は830兆あるわけです。1%デフレですと、実質債務残高がデフレ1%でも8.3兆ふえてしまうのです。名目では変わらないとしてもです。そうしますと、いくら歳出削減をやりますといっても、事業仕分けを一生懸命やって1.3兆円とか、そういうレベルです。8兆円ずつ債務負担が実質的にふえてしまうというようなことが一方にありますと、どうしても改革が非常に難しい。健全化に

たどりつくのは、「シジフォスの神話」をやるようなものだ、私は前からいっております。

そういうことで、こういう組み合わせが必要で、デフレを本当に退治するには、為替レートが安定していないといけません。成長力を高める。そして新規雇用を創出する。同時に人材育成で労働生産性を上げていく、そういう環境を整える中で、1人当たりの名目賃金が持続的にプラスになっていくということが必要になります。名目賃金がマイナスのままでデフレが直るといことは、私はちょっと考えづらいというふうに思っています。そういうことが重要だと思っています。

そこで、まず為替レートですが、為替レートについて、円は大体80円から85円の間で動いております。実質為替レートや実効為替レートが70年以降どう動いてきたかというのがこの図であります。名目の実効為替レート、これは貿易相手国で、貿易量でもって価値をウェイトした為替レートです。70年を100とすると、いまは400まで上がっております。4倍になっているということです。その次の太い線が実質実効為替レートでありまして、インフレ率の差を考慮した実効レートということで、日本はデフレが続いてきた。ほかの国は物価上昇率プラスですので、その差が2つのラインの違いということになります。この実質実効為替レートがいま200なので、大体2倍になった、こういうことです。

最近、上がっているわけですが、この上がり方は、名目でいうと約50%ぐらいあって、2007年に120円だったのが80円になったわけで、40÷80で5割ぐらい上がっている。2年でそれだけ上がるのは厳しいと思います。

ただし、実質実効為替レートでいうと、95年よりも低いじゃないか、これはあまり大したことないんだ、という議論も一方であります。私はどう考えているかというと、これだけみれば、確かに95年より低いけれども、それでも日本がデフレ脱却するにはなかなか重い数字だというふうに思っています。

真ん中に3つ、いろいろ線がありますが、こ

これはアメリカで、アメリカは80年代の前半にちょっと上がりましたが、あとはおおむね滑らかでありまして、むしろ若干ドルが減価しているということがわかります。実質も実効も、名目でみても実効でみても、これは変わらない。

## 行き過ぎた円高がデフレの一要因

日本の場合の不幸なことは、交易条件というのが一番下なのですが、交易条件が実は悪化しているのです。普通は、為替レートが上がりますと交易条件というのはよくなるはずなのです。輸入品が下がるわけですから。にもかかわらず、交易条件のほうはずっと悪くなっている。つまり、交易条件がよくなれば、国民経済上プラスになる。円高は国民経済上プラスだということのはっきりいえるのですが、不幸なことに為替レートは4倍になって、しかし、一番下の赤いライン、交易条件のほうは悪化したまま。どうしてでしょうか。

1つの理由は、原油価格などが上がりますと、日本は輸入比率が高いですから、輸入価格が上がってしまう。円高にしても上がってしまう。そういうことで、交易条件がよくなる。

もう一つは、為替レートが上がる中、日本企業が輸出競争力を次第に失ってきた。競争力が弱りますと、円高になると、ドル建てで価格を維持しないといけない。そうすると、輸出価格を下げってしまうのです。つまり、競争力が弱って、それでもって価格を下げってしまう、こういうことがいえます。

この図で私が強調したいのは、95年の円高というのは行き過ぎだった。日本の産業力の調整能力を超えていたと思います。その結果、企業は固定費、人件費を削減せざるを得なくなった。80円もの円高というのは耐えられなかった。特にバブルが崩壊した後に為替レートが上がった国というのは、私は寡聞にして知らない。今回もイギリスは名目の実効為替レートが4割下がっているのです。韓国もそう、どこもそうです。危機があったりバブルが崩壊した国は大幅に為替レートが下がるのです。それが原動力となっ

て、一部は回復力が戻ってくる。ところが、日本の場合はむしろ加速的に上がってしまったのです。

で、デフレの原因について、諸説ありますけれども、1つの有力な原因は、このときの行き過ぎた円高です。企業は賃金もカットせざるを得ない。非正規雇用をふやさざるを得ない。その結果、GDPのデフレ率は94年の末からマイナスになったのです。もう一回円高になった時期というのは、97~98年の時期です。アジア通貨危機の時期であります。このときに、それまで147円だったのを、実は日米の協調介入でもって110円まで戻しました。このときも円はやっぱりかなり上がっているのですが、その結果、その後、98年の末から消費者物価指数もマイナスになりました。

ここに介入政策が書いてありますけれども、アメリカは介入するということあまりしない国なんです。この98年のときには円を買う。下のほうに出ているのが、円を買う。90年のちょっと前後、この辺、これはプラザ合意を受けて円高を促進するという時期。クリントン政権の初期にベンツェンさんという人が財務長官でしたけれども、若干意地悪な円高介入をやったのではないかと、私は思います。

日本のほうは、もちろんアメリカよりもやっている回数は多いわけですが、98年のときは円買いを、アメリカと一緒に協調介入をしました。で、円レートを高くしてしまったのです。

アラン・メルツァーという連邦準備の歴史を書いている先生がいますが、その人はそのとき、日銀の金融研究所のアドバイザーで、アメリカの政策は間違いだ、円レートをこういう状況で上げるというのは間違っている、ということを書いた論文があります。私もそうかなというふうに思いましたが。そういうことで、2回大幅な円高があって、それが一つの主要な原因になって、日本はデフレ均衡に陥ったというふうに思います。

為替レートについていうと、2003~2004年の溝口財務官の介入というのが有名であります。

このときは35兆円、実は介入をやりました。なかなかマッシュだったのですが。私が日銀に入りましたのは2003年3月、ちょうどその若干前ぐらいから介入が始まっておりまして、合わせると35兆。日銀に入りましてから、福井総裁のもとで13兆ほど量的緩和をやりました。ゼロ金利のもとで、しかも量をふやすという政策、為替市場で円売りをやって、一方で量をふやす、この組み合わせは非不胎化介入と呼ばれる政策にちょうど相当するわけです。そうでないと、自動的に資金が回収されてしまいますけれども、ゼロ金利で、金利がもう動かないままになっていて、しかも量は余分に出しますので、35兆のうち3分の1ぐらいは非不胎化したといってもいいと思います。

### 介入と量的緩和拡大で効果があった

介入政策の有効性は、いろいろ議論がありますが、非不胎化した場合のほうが明らかに強い。いってみますと、金融政策の支援を受けた介入政策というのはより有効だというのは、一般的な結論だと私は思いますけれども、日本はこのときこういうふうにした。で、110円、120円、そのあたりでもって為替レートは大体安定して推移をいたしました。

有効性について、いろんな議論があると思いますが、このときの介入政策と量的緩和の拡大という組み合わせ、為替レートと金融政策の組み合わせ、これは日本が、2006年3月、少なくともみかけ上デフレを脱却するといううえで非常に有力なインストルメントだったというふうに考えています。

その結果、輸出のシェア（日本の輸出が世界の総輸出額に占める割合）というのはどうなったか。為替レートが400まで上がる、あるいは実質でも200まで上がる。その中で日本の輸出は92年に10%のシェアを持っていたのですが、いまは5%ぐらいです。明らかに輸出のシェアが落ちている。もちろんGDPのシェアも落ちているので、規模が小さくなればもちろん減るのですが、それ以上に輸出を減らしているとい

うことは、日本企業は特にアジアの国に対して価格競争力を失ってきつつあるのではないかということでもあります。

ウォンレートは反対でありまして、これは名目の実効為替レートをみると、70年が100だと15なのです。6分の1に減っている。実質実効為替レートでも4割ぐらい落ちているわけです。日本のほうは100が200になって倍になっている。そして、中国も同様だということでもあります。中国も、80年が100ですけども、最近時点では20ぐらいということですから、100が20になっているということなので、価格の競争力のほうからいけば、日本企業はなかなか厳しいということがいえると思います。

そして、これは日米中の実質実効為替レートです。一番上が日本で、上がっているわけです。真ん中がアメリカで、アメリカはあまり動いていないです。若干下がっているくらい。ところが、中国は実質実効為替レートでみますと、100が40ぐらいになっている。日本のほうは、100で出発したのが、これで見ますと80年出発なので、やっぱり150ぐらいになっている、こういう姿であります。

アメリカは、人民元はけしからんといっていますね。意図的にマニピュレートして低い人民元に操作している、20%は意図的に操作しているのではないか、こういうことをいっています。日本は中国に対してそういうことをいったことはないですね。だけど、日本と中国の歴史的な差をみれば、圧倒的に日本にとっては不利な為替レートになっているわけでありまして。

### 今回の円高もなかなか深刻

それで、円高の効果は、今回そんなに厳しくないのかというのを、これは日経センターの若い人たちがやってくれましたが、産業別に実質円レートをはかる。つまり、アメリカと日本の産業別の賃金コストの差を調整した産業別の実質為替レートを計算する。95年というのが一番高いところ、100でとってありますが、いま足元でどのくらい上がっているかということ、実は、

輸出の御三家というのは車と一般機械と電気機械なのですが、電気機械と自動車というのは、実は 95 年のときよりもより厳しい円高だというようなことが出ておまして、必ずしも全体的な実質実効為替レート一本でみるよりも、実はなかなか深刻な円高だというふうにもいいかと思えます。

## ドイツ産業に有利なユーロ

これに対して、ヨーロッパではドイツがひとり好調でありまして、絶好調。去年も 3.6%成長しまして、東西ドイツ統一以降最高の景況感を示している。ドイツがどうして調子いいかというと、ユーロに守られていると私はずっと知っているのですが、ユーロが発足したのは 99 年なのです。ユーロレートというのは一つなのですが、インフレ率はみんな違うわけです。そうすると、各国ごとに実質の為替レートというのは違うわけなんです。実際、為替レートは、これは賃金コストの差を調整した実質為替レート、これをみますと、ドイツは何とこれが切り下がって、減価して、発足してから 13.7%、むしろ低くなっているのです。ところが、例えばギリシャというような国、これをごらんいただくと、9.4%切り上がっているのです。ギリシャは大幅な経常赤字を抱えています。しかし、切り上がったままの実質為替レートを動かすことができないのです。ユーロレート一つですから。ですから、ドイツにとっては、競争上、極めて有利な為替レートなのですが、インフレ率が高かった国、賃金コストが高かった国にとっては高過ぎるのです。

高過ぎる国は、ギリシャ、アイルランド、いまみんなちょっと問題になって、イタリアもちょっと大丈夫かな、ポルトガルはどうも危なそうだな、スペインはどうかな、スペインの後はイタリアか、こういうようなことがいわれていますが、そういうところはみんな高いのです。発足してから切り上がっている。

つまり、ショックがあつて、バブルが崩壊して、日本は 95 年はものすごい円高になってしま

って、うまく適応できなかった。それでデフレ均衡に陥った、と私は思っていますけれども、ヨーロッパのいま財政危機に悩んでいる国は、日本と同じ問題に直面している。したがって、日本化が起こる、デフレになる、というふうにしております。

それで、アメリカ、最適な金融政策でもってデフレを克服すべきだということを先ほど申しあげましたけれども、それはどういう意味なのか。「最適な」という言葉をわざわざ使ったのは、普通のアカデミックの術語では、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングとか、あるいはフォーカスト・インフレーション・ターゲティングという名前では呼ばれていることであります。

ところが、日本は何か不幸なことなのですが、随分それがポリティサイズされ過ぎていて、インフレーションターゲティングというと、悪魔の手法であるとか、こんなものはとてもやるべきでないとか極端に嫌う方と、極端に好きな方といて、これさえやればデフレが直るというふうに思われる方と、真っ向に二極化をしております。どうも真実の姿が伝えられていないのではないかというふうに思うのですが、私が説明しますのは、学会で普通に理解されているインフレーションターゲティングです。

## 「最適」な金融政策とインフレ目標

それはどういう政策かということ、最初にいいましたように、物価安定の目標値からの乖離、それから GDP ギャップ 0%からの乖離、これの二乗和を最小化するように金利政策をやる。最小化するように運営した場合に必要な条件というのがありまして、それがここに書いてある式なんですけれども、それはインフレ率の望ましい水準からの乖離分、それから GDP ギャップの望ましい水準からの乖離分、これの加重和を 0 にする、これが最適な金融政策なのです。前にウエイトがくっついていますが、これは政策当局が、GDP ギャップが目標から離れることと、インフレ率が目標から離れることの嫌さ

の度合いを実は示すものであります。で、その嫌さの度合い、好ましくなさの度合いを、ある係数を掛けて足したものが、常に0であるというように、1年後の経済も、2年後の経済も、3年後も、4年後も、ずっとそこになるようにやりなさい、こういうのが最適な金融政策なのです。

この最適な金融政策を実現するには、その裏側に、実はシャドーポリシーレートといいますか、それを実現するに必要な金利というものがあるわけです。その金利を、実は事前に公表するというのを、ニュージーランドとかスウェーデンとか、いくつかの国がやっております。ですから、金利のフューチャーパスが全部出ている。新聞記者の方は、あした上げるかな、今回はやめるかなとか、これで毎回大変な騒ぎで、私も副総裁をやっているときは、うちまでおいでになって、玄関のところまで「どうでしょう」といって、これもなかなか大変なのですが……。

ニュージーランドなんていうのは、ずうっと前からパスが書いてある。もちろん、このパスは、状況によって刻々変化するものです。新しいデータが入ってくれば、それが変わっていく、そういう性質のものなので、必ずそれでやるという意味ではありませんけれども、方向としては非常に明解なことを示しております。私は、いますぐとはいいいませんが、長い目でみたら、そういうふうに日本銀行もなっていくほうがいい。記者が夜討ち朝駆けしないでも、間違った記事を書かないで済む、こういうふうに思っています。

ですけれども、これを守るようにするという事なんですが、結局は、目標値からの乖離幅がちゃんと縮まっていくかということなのです。縮めるように最大限の努力を払っているかということなのです。特に、今回みたいに大きいショックがあったときは、すぐには戻れないわけです。1年で戻れといたって、最適なパスはそうかもしれないけれども、そんなすぐには戻れない。やっぱり2~3年かかるというのは仕方ないところがあります。しかし、そこに一步でも近づけるようにできる限りのことをやる、というのが最適金融政策の考えだと思えます。

## 米国が実施中の最適金融政策

アメリカがいまどうして量的緩和を6,000億ドルもやるんだ、こんなばかげたことをやるからドル安になって円高で困るとか、あるいはブラジルのマンテガ財務大臣が「通貨安戦争だ。けしからん、アメリカがこんなことをやって」と。中国の胡錦濤主席もアメリカはあんなことをやってけしからんと。これもG20で大変な論争になったわけでありましてけれども、私の理解では、連邦準備は最適な金融政策を一生懸命やっているんですね。2つのマニフェストというのをどうやったら一刻も早く実現できるかと。しかし、金利はほとんど0なんです。そうすると、それは量をふやして、長期金利を下げっていくということで政策をやっている、というように理解をしています。

ここには、表に書いてありますのは、連邦準備制度理事会が11月に発表した経済見通しです。10、11、12年、数字が民間のよりちょっとオプティミスティックなんです。GDPギャップというのは発表していないのです。しかし、CBOとかいうところは6%ぐらい、というのはやっています。私は、5%ぐらいという私の推計、岩田推計ですが、あまり違っていないと思います。

それで、GDPギャップは、11年、仮に3%成長するというようなことがあるとしますと、アメリカの潜在成長率が2.5%だというふうに考えますと、3%成長すると、0.5%GDPギャップが縮まるわけですね。そうすると、翌年は-4.5%ということになるわけです。その次の年、3.6%成長すると、2.5%引いてやって1.1%、この分縮小するので、3.4%ということになります。

ところが、12年度でもギャップがマイナスで残っているのです。ですから、この最適性の基準から照らせば、まだまだ道はるか遠い。失業率でいえば、連邦準備の場合は均衡の失業率というのも実は公表しております。5%から6.3%、とてもギャップが残っているような状況では、

そこまで行き着かない。そこで回復は失望するほどにスローだ、というふうにバーナンキさんはいっているのです。

3%というのは、みかけ上いいようにみえるんですけど、回復期には、通常アメリカ経済は5~6%成長するのです。それで失業率が下がるのです。ところが、3%で成長していたのでは、0.5%ずつしかギャップは縮まらないのです。そこで、結局失業率は極めて緩やかでしか下がらない。

### デフレ回避へ総額2・6兆ドルの金融緩和

そこで、やっぱりもう少し下げるには、といってやったのがこの6,000億ドル、あるいは2回量的緩和、信用緩和を合わせて2.6兆ドルやったのです。円に換算すると200兆円です。私、日銀にいたとき、2兆円ふやすのにえらい苦労しまして、向こうは2回で200兆円やっちゃったかと……。

で、その効果について。効果はないんじゃないか、そういうことがいろいろいわれていますが、つい最近サンフランシスコ連銀が試算結果を発表しまして、私、なかなかいい結果だと思いますけれども、こういう大規模の資産購入で、全部合わせると2.6兆ドルやって、どのくらいの効果があるかと。大体政策金利を2%下げぐらいの効果です。それでどういう効果があるかという、GDPは3%上がる。雇用は300万人ふえる。失業率は1.5%下がる。インフレ率は1%上がる。2回やってそういう効果が生まれる。

いま、インフレ率は1%をだんだん切り始める傾向にあります。しかし、この量的緩和をやったおかげで、これでデフレになるリスクはほぼ払拭されたというのがこの試算の結果なのです。バーナンキさんも、かなりデフレの危機は大きく削減された、このように最近っていますが、私もそうだと思います。ほぼデフレ回避に成功したのではないかと思います。たくさん批判がありましたけれども、私はマンドートに対して忠実におやりになったというふうに思

います。

では、同じ計算を日本についてやるとどうなのかというのがこれであります。つい最近、日本銀行のほうで見通しを若干上方修正し、10年度は3.3%で、私がいていた数字と同じになったのですが、11年度は1.6%、12年度は2%。GDPギャップはいくらかということは、日銀は公表はしていないのです。内部的にはしていると思います。内閣府はやっています、いま足元が3.1%だといっています。でも、第4四半期は若干マイナスになるということも考えれば、平均して3.2%ぐらいある、といってもこれも私の試算なのですが、3.2%ぐらい。

アメリカと同じように、日本の潜在成長率0.5%だとしますと、今年度1.6%成長するということは、0.5引くと1.1%ですね。(11年度のGDPギャップは)1.1%減る。ですから、2.1%になる。その次は、12年度は2%ですから、0.5引くと1.5%。1.5減るから、GDPギャップは0.6%のマイナスになるはずなのです。GDPギャップのほうはマイナスのはずなんです。

### なお残るデフレギャップへの対処法

ところが、ここは私はちょっと理解しがたいんですが、日本銀行のほうは(消費者物価上昇率見通しが)+0.3%、翌年も+0.6%と。デフレギャップがかなり残っている段階でプラスに本当になるのかなと。逆にいうと、デフレギャップのはかり方がまずいのか、物価がおかしいのか、そういう可能性があるのですが、1つの理由は、実はいまの物価指数というのは、ことしの8月に基準改定があります。前回の基準改定は2006年の8月。そのときには0.5%下方修正されました。私は今回も0.5%ぐらい下方修正されると思います。これはいろいろあります。0.7下がるという人もいます。0.3だろうという人もいます。ふたをあけてみないとわかりませんが、0.5%は下がるだろうと思います。その結果、0.5を引いてやると、実は-0.2、+0.1というので、若干GDPギャップと——GDPギャップもマイナス0.6%ですから、GDPギャ

ップも0近傍です——それと物価上昇率、括弧の中の数字は大體平仄が合ってくるということになります。

いずれにしても、日本銀行は包括的金融緩和で、1%がはっきりするまでは緩和をやりませ、このようにおっしゃいましたので、望ましい物価上昇率は0~2%ですが、しかし、いまは1%を置いておられるように思います。1%には足りないんですね。物価も足りない。それから、GDPギャップのほうも足りない。そうすると、金融政策はどういう方向で運営すべきかということになると、より拡大的にすべきなんです。というのが最適な金融政策ということになります。

### ケインズの処方箋に学んだ米英当局

「ケインズの処方箋」というのがありまして、ケインズというのは、よく流動性のわなに陥ると金融政策は効かない、だめだ、だから財政だ、というのが一般的な理解ですが、ケインズの30年から36~37年の著作をいろいろ読みますと、実は金融政策も財政政策も、よくやれといっているのです。スローガニックにいうと、チープマネー、ワイズスペンディング。これは諮問会議のときに吉川洋教授が「ワイズスペンディングですよ」といって、私も、15兆円が全部ワイズスペンディングだったらいいのですが、必ずしもそうでないものもあったので、ちょっとぐあい悪いと思ったんですが、しかし、ワイズスペンディングとチープマネー。

チープマネーということでケインズが何を考えていたかということ、短期金利はもう0になってきた——いまと同じですけども——大恐慌の時代です、このときに何をすべきか。中央銀行はあらゆる満期の長期国債をどんどん買え、限界まで下げていけ。それは『貨幣論』という1930年に出した、最初に書いた大著ですが、これは大恐慌がどんどん進化していくのを横目にみながら書いていたんですね。だから、終わりのほうはすごく迫力があるのですが、そこで、もっと長期金利まで、限界まで下げろ。一般

理論も同じようなことをいってござりまして、公開市場操作で、短期だけじゃなくて、満期をあらゆるものを買え、と。

特に、2回目の量的緩和、それからイギリスの量的緩和、キングさんは2,000億ポンドを1回でやりましたけれども、財政の赤字幅よりも大きいのをやったわけですね。日本でいうと、新規の国債発行、いま44兆円ぐらいありますので、それより上回るぐらいのを1回でイギリスはやった。

キングさんも、もともと学者であります、バーナンキさんも学者ですが、いってみると、ケインズが大恐慌のときに「やりなさい」といっていることを、そのとおりにやりました。それに対して、もちろんいろんな反発がありますけれども、方向は正しかったんじゃないかというふうには思います。

それに加えて、アメリカはブッシュ減税が切れてしまうのを、さらに2年延長。あるいはペイロールタックスをカットする。金額でいうと10年で8,578億ドルですから、1回目にやった7,800億ドルより多いのです。ですから、財政も2段階でやった。金融も2段階でやった。その結果、成長率が3%程度が展望できるようになってきた。で、おそらくデフレを回避できたのではないかと、いうふうに思っています。

### ユーロ圏のリスクの行方

財政のリスク、欧州は依然としてリスクがあります。最大の問題は、いまの体制が、ユーロ圏というのは3つの原則で固まっています。ここに書いてありますように、“No bailout” “No exit” “No default”と、3つやらないといっているわけですね。bailoutをしなければいけないような国が出るということをもともと想定していなかったのです。そんな国はユーロ圏に加盟する権利がないと。それから、exitなんていうのも初めから考えていなかった。やめるなんていう国があると思わなかった。それから、3番目が“No default”で、defaultするような国はもちろんない。これが原則で出

発したものですから、bailout はすぐにできないんですね。何とか口実を設けて、これは緊急事態で、例外事態だという解釈で、ギリシャとか何かをやりました。

ところが、ドイツでは国内で3人の経済学者が連邦憲法違反だという訴えをして、メルケルさんも憲法違反だと身がもちませんので、それじゃ、いまのリスボン条約をかえてくれ、改正してbailoutができるようにしてくれというふうに、実はつい最近、これでようやくbailoutのかせ、noというのが取れたと。しかし、これは各国が批准しなければいけないので、全部いけるかどうかは、もちろんまだわからない。

それから、“No default”ということについては、マーケットは、defaultは明らかに見込んで格付けをしているわけです。CBSのスプレッドが500を超えとか、600を超えというのはdefaultだと思っているわけです。そのときに、ドイツがやっているのは、民間のボンドホルダーも責任を負えと。シェアすべきだと。

ところが、それを聞いたマーケットがまたびっくりして、それでアイルランドでまた危機が再燃するという事になっていますが、私、これも民間が負うようになることはおそらく避けられないと思います。ですから、結果的にはドイツがやっているような方向で解決せざるを得ないと思います。しかし、ドイツは同時に、嫌だ嫌だといっていますが、フィスカルトランスファーを一生懸命やらなくてはいけなくなるだろう、というふうに思っております。

それから、G20のほうでは、経常収支の4%を超えないようにしようとガイトナーさんが突然いい出しまして、人民元の切り上げをもうちょっとやらせようと思って議論していたら、だんだん経常収支の話になってしまって、私も85年のころ、日本の経常黒字が3%を超えてけしからんといわれて、これは筋が悪いなと思ったんですが、また筋の悪い話が出てきて、4%を超えてはいかん、ガイドラインをつくるというところで、どうやらG20は合意したんですが、これでも見ていただくと、4%を超えているのはサウジアラビア、ロシア、ドイツも超えているんです。あと中国です。

ところが、ドイツというのは、為替レートをそれで調整するといっても、ユーロしかないんですね。ユーロしかなくてという、それでは、ユーロ圏は経常収支はどうなんですかという、ほぼバランスなんです。ですから、調整する余地がないのです、ドイツが4%を超えていても。

残るのは、資源保有国と中国だ。でも、資源保有国は油の値段で決まるので、あまりいじったってしょうがない。そうすると、中国が残るわけですけども、それにしても経常収支で為替レートを調整をやっていくというやり方は、これはずっとピーターソンの研究所はそういうことで、fundamental equilibrium modelというので回して、中国は10%割安だとか、20%、と定期的に計測していますが、基本的に、私は間違いがあると思っています。

### 経常収支より資本規制が有効

本当に必要なのは、実は資本規制のほうです。新興国にどんどん資本が流れてしまう。圧倒的な緩和政策をとっています。で、圧倒的な緩和政策を先進国がとれば、どこかにひずみが出るのです。一国経済なら、国内でバブルが起ったりする。ところが、グローバル経済ですから、それが新興国のほうに行って、バブルになったりインフレになったりする。

そういうときに何をやったらいいか。私が日銀にいたときに一番悩んだのはこの問題で、2つのマンドートをやる、これはもういいですね。グリーンズパンさんは18年やって、18カ月だけリセッションがありました。9カ月が2回、非常に短い。ですから、デュアルマンドートということでしょう、やっぱりマエストロだと思います。ですけれども、抜けていたのが資産価格、つまり金融不均衡の問題です。これは不幸なことに、金融規制が十分じゃなかった。連邦準備もかんでいましたから、その責任はあると私は思いますけれども、金融規制体制が不十分でバブルがいくらでも膨らんでしまった。

1つのインストルメントで、2つまでは何とかオプティマムにやることはできるというのが、

いまのアカデミックな議論なんですけれども、3つ目をやれといわれて、3つ目を入れてやると、かえって不安定化するということを、バーナンキさんが99年に出した論文で、日本の政策運営は間違っていたというので、日本は株価に引きずられたんじゃないか、株価でみてやっているとずっと不安定化する、というペーパーを書いています、バーナンキさんは絶対、金融政策をバブルに割り当てるといふことには反対なのです。連邦準備のドクトリンというので、そこは絶対反対。

それと対極的なのがブンデスバンクですとかB I S。これは金融不均衡をむしろ着目して、金融政策をやるべきだということで、ずっとこれは論争が続いております。

私は、もう一つインストルメントがどうしても必要で、それはマクロプルーデンシャルポリシーだと思います。ただ、その中身が詰まっていないのです。いまバーゼルで自己資本のほうはどうやらやりました。あと、流動性規制ですとか、レバレッジ比率とか、マクロプルーデンスに関係の深いような政策手段について、だれがどのような形で実行するのか、まだ合意がありません。グローバルには、資本規制というのがいまそういう問題になっている。

新興国では、不幸なことに、金融規制体制は必ずしも万全ではありません。そうすると、どうしても資本の入ってくる入口で何かやらざるを得ない。それは税であれば、トービン税みたいなことになるわけです。あとはいろいろレバレッジの規制でありますとか、あるいは外貨建ての金融保有を制限するとか、あるいは準備率を課し、金利を0にしてしまう。こういういろんなやり方がありますが、この辺についての国際的なガイドラインが、私は、どうしても必要だと思う。

今度、G20で、フランスのサルコジさんが取りあげるといっていますね。21世紀のためのIMF、それからトービントックス(金融取引税)、それから一次産品の先物市場を含めて、つまりデリバティブも含めて透明化を図る、これをメインテーマに取りあげようといっているのです、私は、それは何らか必要だ、こっちのほうが優

先度が、経常収支をいじっているよりはずっと生産的だろうと思っております。

日本の成長戦略なんですけれども、日本についていうと、実は7つほど政府が挙げているのですが、私は3つに絞ったほうがいいと思っております。

その前に、税・社会保障制度改革ということについていいますと、私、諮問会議の委員をやっていたときに、ちょうど与謝野大臣で、そのときに2009年度の所得税法改正で附則104条というのがつきました。附則にしてはえらく長い文章であります、そこには、ずうっと諮問会議で、2006年ぐらいから税と社会保障についてこういうことをやるべきだということをいつもセットで書いていたんですが、それがそのまま書いてあって、しかも、経済が安定化すれば、改革に乗り出すべきだ、23年度中に乗り出すべきだ、準備を開始すべきだということが明確に書いてありまして、諮問会議の委員をやっているときで、「大臣、これ、よく通りましたね」と言った覚えがあります。国会が、あのときは野党も賛成しました。ですから、自民党も民主党も反対する余地がないのです。今回、組閣でいろんな議論がありましたけれども、原点は、私の解釈では、この附則104条からすべて発していると思えます。

## 日銀も政府も期待成長率を高める政策を

いずれにしても、いまの赤字は、基礎収支、最近、計算し直して内閣が発表しましたけれども、慎重シナリオだと23兆円ぐらいまだ不足しますと。成長シナリオだと、もうちょっと小さいけど、それでもかなりある。23兆円、0にするというのが目標なわけです。そうしますと、消費税2.5兆円ぐらい考えると、9%ぐらいはやらないとは間に合いませんね、こういう試算を最近出しております。これは避けて通れない。

しかし、それに本格的に取り組む前に、私は、デフレから抜け出すということが必要だと思っています。ですから、日銀ももう少し頑張ってもらいたい。しかし、政府もこれまた頑張っ

もらいたい。で、成長力を高めるような生産性が高まって、そして新規雇用がふえて、その中で名目賃金がプラスになっていくような政策、一言でいうと、期待成長率を高めるような戦略をとるとのことなのです。

デフレのほうでいうと、連邦準備制度理事会が一番気にしているのは、期待インフレ率なのです。期待インフレ率をどのように安定化するか。それでいうと、明らかに成功したのです。発表した時期、現実にやる前から、実はかなり期待インフレ率が下がっていたのですが、スッと戻ってきた。で、ちょうどぐあいいいところへ戻ってきている。一方、政府は、期待成長率を高めるようないろいろな施策が必要だ。

### 第三の開国は日本主導でこそ

1 つは、「第三の開国」と菅総理はおっしゃっていますが、より深い経済統合を、アジア太平洋地域で実現するということだと思います。TPPが一番いわれていますが、私は、日本がアジア太平洋の中でどういう生き方をするのかというのが一番の問題で、本来、日本がリーダーにならなきゃいけない話だ。アメリカがリーダーになるのではない。参加しようか、しないかということ自体、問題設定がちょっと狂っているのではないかと思います。そういう観点で、より深い経済統合が必要だ。

さらに、グリーングロースというのも、普通は、環境は成長の制約になる、コストがかかる、大変だ、大変だ、そっちばかり計算を一生懸命やっているんですが、どうもそれは根本的に間違いがあるのではないかと思います。これも金融政策と同じで、中長期の目標を明確に定めて、それに必要ないろんな政策をとる。政府は3つ挙げていますけれども、私、3つ、それぞれやったらいいと思っていますが、そういうことがあると、実現することは可能だ。アンビシャスでもあるんですね。しかも、成長率を高めることも可能だと思っています。

なぜかといえば、日本は環境技術に比較優位性があるのです。環境に友好的な財、サービス、

技術を輸出するということで、むしろ個別の一国としては成長率を高めることも可能だ。特に注目しているのが、2 国間のCDMというメカニズムです。

京都議定書でもって6%減らしますといったとき、これはもうとてもできないと思ったのです。ところが、2009年度の数字が出たら、90年比で4.1%減少しているわけです。それプラス、実はCDMメカニズム1.6%、森林による吸収というのが3.8%ありますので、森林による吸収と4.1%を足すと、もう7%を超えるのです。京都議定書はおそらく達成可能だと思います。90年比で7%減っているのです。実質GDPはもちろん2%ふえています。

ですから、そこは目標を明確にして、いろいろな手を打てば、決して成長率が下がることなしに、むしろ上げることが可能だというので、グリーングロースを成長戦略に加えている。普通だと、成長率が下がるんじゃないかと。下がると成長戦略にならないんですね。

あともう一つは人材ということで、日本は本当に人材だけがリソースの国だというふうに思います。これは私の試算なのですが、日本の国富はどのくらいあるか。3,000兆円くらいあるのです。国富というのは、土地ですとか建物、そういったもの、実物資本ストック。ところが人的資本ストックは入っていない。これは奴隷市場がないので入っていないのですが、しかし、働いている人が一生涯で稼ぐ収入、賃金というのがあるわけです。これは人によって2億円の人もいるし3億円、5億円の人もいると思いますが、それを足し算すれば、それが人的資本と考えてもいいと思います。そういう前提で計算しますと、6,000兆円、倍くらいあるんですね。つまり、日本は人的資本で生きている国なのだ。

### 人的資本の強化を

この人的資本ストックが、97年がピークで、マイナスになっているんです。97年からマイナスになり始めたのは、1人当たり賃金がマイナスになり始めた時期なんです。これから人口は

減っていくわけです。その中でどうやって人的資本ストックを維持するか。これは質をよくするしかないのです。どうやって人的資本形成をうまくやっていくかということが大問題、大課題だということで、この人材というのを挙げました。

最後に、世界の将来、どうなのかという展望であります。この展望については、実はここで紹介いたしますのは、アンガス・マディソンという、半年ぐらい前に亡くなった、経済史家がおります。この方は、GDPの成長率の分析を一生かけてやった方で、0年から2030年までの世界経済のGDP分布と成長率、その分析をやりました。その方の分析によりますと、1人当たり実質GDPがベースなんです、これに人口を掛け算すれば、それぞれのGDPが出てくる。世界各国GDPシェアも出てくる。

これをごらんいただきますと、1人当たりGDPでみますと、1820年ぐらいまで、これは中国でいうと600ドルぐらい。ですから、紀元0年のとき450ドルですから、あまり人類は進歩していないなど。この期間というのは、私、広くいうと、マルサスの均衡、つまり生存を維持するのに必要な収入のところでもって1人当たり所得が推移していたという時代だと思います。

もちろん、西欧なんかの場合は産業革命がございまして、1700年ぐらいから次第に1人当たり所得がふえますが、まだ1820年の段階では差がそれほど大きくない。そこで、1820年以前は世界GDPの半分以上は実はアジアだったんです。主に人口分布に比例して、そうになっておりました。それが将来どうなるかということがあります。

将来、2030年、括弧で書いてあるのが、実はリバイズされた数字でありまして、何度かリビジョンが行われていますが、最新のみみますと、ここにあるように、中国は30年で28%、もちろんアメリカの14%よりずっと大きいのです。倍ぐらいになっている。マディソンの計算ですと、これはマディソンの購買力平価なんです、90年の価格での購買力平価ですけども、中国が倍になっている。

では、いつ追い抜くかという、マディソンさんは、購買力平価でみて2015年に追い抜くと。日本は、実は中国に追い抜かれたのは92年です。このマディソンさんの計算ですと、で、ことしになって名目GDPで日本が中国に追い抜かれたというので、マスコミの方はえらく騒いでいるんですが、購買力平価でいうと92年なので、何年前ですかね、随分昔のことを話題にしているな、20年前のことがどうしてニュースになるんだろう、というのが私の感想ですが、アメリカも15年に中国に抜かれるということになります。

### 世界経済はアジア中心の時代に

そして、インドが11%、その他アジアも15.3%、もうこれで5割超えるのです。日本は3.3%で、現在と比べて半分ぐらいになります。だけれども、合わせて58%、つまり、30年にはアジアが世界のGDPの半分以上を占める経済になっている。アジアの再興といってもいいと思います。

で、この計算が本当に大丈夫かというふうに思う方もいるかもしれませんが、実はいろんな方が最近計算しておりまして、コンファランスボードは、つい一月ぐらい前だと思いますけれども、2012年にアメリカを中国が追い抜くと。これも購買力平価ですけども。ですから、マディソンさんより3年早いのです。

ところが、つい最近、ここに書いてあるピーターソンの研究所の研究者の方、スブラマニアンさんという方がもう一回計算して、実は2月に世銀の購買力平価の改定があるんですが、それを事前に先取りしまして計算したら、2010年に抜いています、という計算でありまして、ああ、もう中国は抜いたんだと。それで、胡錦濤さんがアメリカへおいでになった、というのが背景なんですね。

それで、ジョルゲンソンという有名なハーバードの先生がおいでになります、この方が1月の全米経済学会でもって説明したことは、2019年の時点でニューG5は何か。そのときは

世界経済秩序はどうなっているんだ、というので挙げているのが、ニューG5は、ここに書いてある「中国、アメリカ、インド、日本、ドイツ」ですと、これは大ききの順に書いてあるんですね。で、重要なことは2つありまして、中国はもちろんアメリカを追い抜いている。で、インドが日本を追い抜いているのです。

2つ目は、G5の中の3つがアジアから出ている。アメリカとヨーロッパはドイツだけ、こういう姿であります。

### 深い経済統合の実現が課題

こういう姿というのは、実は日本にとっては極めて有利な条件なのです。人口はこれから減っていきます、高齢化ですといいますが、アジア興隆の時期を迎えているわけです。6割を占める経済をそばに控えている。で、この中で日本はどういうふう生きていくんですか、ということが重要な観点だというふうに思います。

ですから、TPPがあろうが、ASEAN+6か3か、いずれでもいいんですけれども、むしろ日本が中心となって、深い経済統合を実現していく、シングルマーケットをつくるというぐらいのことの展望のもとで、いろんな施策を進める、ということが求められているのではないかと考えております。

少し時間が超過をいたしました、この辺で終わりにして、皆さんのご批判をいただきたいと思ひます。(拍手)

### < 質疑応答 >

**司会** どうもありがとうございました。

目からうろこが何枚も落ちたような気がしますし、来週もおいでいただけたらと思うような、大変すばらしい、展望が開けるお話でした。

3つほどお尋ねして、その後会場の皆さんのご質問をいただきたいと思ひます。

まず、最後におっしゃった部分ですが、日本がリーダーシップをとって、アジア太平洋地域

の経済統合を進める場合、何かビジョンを提示するといひますか、新しいコンセプトを抜きには提案にならないような気がするんですね。岩田さんが何かイメージをお持ちでしたら、ぜひご披露願ひます。

### APECを自由貿易地域に

**岩田** いまのご質問いただきましてありがとうございます。

私、アジア太平洋地域で一番いい器は何かというと、ちょっとスキップしましたが、やっぱりAPECだと思ひています。APECというのは、もともとオーストラリアと日本のイニシアティブで始まったものなのですね。これは日本経済研究センターの理事長をおやりになった大来佐武郎さんが、オーストラリア国立大学(クロフォード学長)ですね、そこでこういうAPECという枠組みでもって成長と自由化という、開かれた、オープンリージョナリズムということ、何とかこの経済統合を進めようということ、でキックオフしたのが、あれは83年だと思ひますね。去年の3月に、実は、オーストラリア国立大学に呼ばれまして、記念講演をやってくれと。クロフォードレクチャーをやってほしいといわれて、そのときに、案内してくれたのが、コンファレンスルームで、APECはここでキックオフしたんだというふうにいわれたのですが、その後、オープンリージョナリズムというのは、考え方としてはEUとは違ふんですね。EUはある意味でクローズドリージョナリズム。APECの理念というのは、例えば域内で関税率を引き下げたら、それを第三国にも適用するという非常に寛容な、しかし同時に、であるからこそWTOがうまく動かないときはAPECが引っ張っていくんだ、それが原点となって世界の自由化を進めるんだという、理念的にはとっても正しい、EUにまさる、何といひますか、理念的には勝っていると思ひていますが、そういう理念で進めてきまして、しかし、いまの段階はさらにそれを一歩進めて、インテグレーションという、オープンリージョナリズムから、

もうちょっと踏み込んでいくところに来たのではないかというふうに思うのです。

で、そのための具体的な目標としては、APECのレベルでの自由貿易地域というものを、目標を明確に出すということだったのではないかと思います。横浜でAPEC閣僚会議があったので、私は実はそれで出せるかな、合意がとれるかなと思ったら、残念ながらそこで合意までいかなかったわけですね。意見がいろいろ分かれてしまった。もっと早くしなければいけないという国もあったし、まだ無理だという、そのラインというのは、私は、依然としていまも生きています。

ですからTPPであろうが、ASEAN+3、6であろうが、ほかのものであろうが、最終的にはそこに集約していくものだと思います。

**司会** もう一つですが、アメリカのQE2、つまり量的金融緩和第二弾は、デフレに陥らないための政策として成功したというふうに評価しておられます。そのお立場からすれば、日銀の今後の政策として今後、量的緩和をさらに大規模に打ち、またインフレターゲットを消費者物価でいえば、下限を1%に置くとかいうものとの組み合わせによる運用、そして財政の制約が厳しい中でも効果的な使い道を考え、まさに期待成長率を高めるような財政の使い方を組み合わせるということが、考えられるのかなとも思います。政府・日銀がこの先、具体的には何をすればよろしいのでしょうか。

**岩田** そうですね、本でも書きましたけれども、物価の上昇率については、これは私、副総裁になってから、どうですかね、2003年の4月から5月か、ある新聞の記者会見で、0~2%と、国会の説明では、所信表明で私、そういうふうにいいましたが、でも、「本当は何%がいいとお考えですか」と聞かれたので、「1~2%」というふうにお答えしました。

そのとき、どうして1~2%と答えたかといいますと、念頭にありましたのは消費者物価指数ですね、いまの消費者物価指数というのは、バ

イアスがあるんですね。情報バイアスといっているんですが、今回も基準年改定があると0.5%ぐらい動いてしまうわけです。ですから、高目に表示しやすいんですね。そのバイアスが0.5%ぐらいある。これ、日銀で、ある方がある時期に0.9%バイアスがあるといったことがありますが、その後、総務省がいろいろ手直したので、それよりかなり小さくなっているだろう、こういうふうにいわれていますが、その一方で、コロンビア大学のワインシュタイン教授は、2%あるといったので、これはさすがに私も驚いたんです。しかし、かなり情報バイアスがある。私は0.5%ぐらいあるというふうに思っております。

### 消費者物価上昇率は1%を割ると危険

それで、プラス1%は何かというと、1%というのは、デフレにすぐにはならないためには1%ぐらいののり代が必要だ。これはECBも連邦準備もそうなんです、いろいろなモデルシミュレーションをすると、1%を割るとデフレになる確率が非常に高くなるんですね。1%を割った状態で、ちょっとマイナスのショックが加わると、すぐ0以下になってしまう。ですから連邦準備の行動を見ていると必死なんですね。1%に近づいてきたら、もうほぼ全力を出し切るだけの対策をとるわけですね。これは2003年のときもそうでした。今回もそうですね。そのリスクだけは避けたいといって1%をなるだけ切らないようにしましょう。ですから、その両方あわせると、どうしても1.5%ぐらいが必要になってくるんですね。ですから、1~2%ぐらいが望ましい。

ですから、日本銀行も今度の包括的金融緩和で、私が注目しているのは、文章の書き方が、それまでは中長期の物価安定のときは0~2%と、こういう言い方をされていましたが、最近出された包括的金融緩和の中では2%か、それを下回る数字であり、しかもそのメディアン(中位置)は1%だというふうには書いてあって、0というのが出てこないのですね。これは明らか

に1%は必要だというふうに、日本銀行もお考えになったかと思えます。

私がいたときに、ちょうどこの問題が、量的緩和の3条件というのが、2003年の10月の問題になって、私は1%がみえるまで頑張るべきだといった、いろんな講演等で申しあげたことがありますけれども、それがどうやら今回の包括緩和の中に入ってきたかなど。その面では非常に結構だ。

私がさらに望むとすれば、政府もこれを共有すべきだと思います。日本の場合には、イギリスのインフレーションターゲットがいいというので、政治家の方々も同じようにやったほうがいいのではないかと、日本銀行法も改正したらいいのではないかと、こういうふうにおっしゃっているのですが、イギリスはたしかブラウンさんが97年に、財務省が2%と決めたんですね。それで、それを実現するように政策手段の独立性をバンク・オブ・イングランドに与えたんですね。バンク・オブ・イングランドは、あのときに初めて、つまりターゲットを持つことによって独立性が確立したのです。

### 1~2%の物価上昇率目標の共有を明確に

同時に、そのときに財政のほうでも、そのターゲットの実現に、サポートが必要な場合はサポートするという、このことははっきりコミットしているわけですね。ですから、私のみるところ、政府がどうして何もいわないのかなど。政府は、普通は経済政策の目標として、一般的には失業率ですとか、物価上昇率、財政のバランスとかというのは、一般的に目標となると思いますけれども、政府が、これが望ましい物価上昇率で、というのを聞いたことがないですね。

その結果、話がすごくよじれていて、しかもインフレーションターゲットについての理解が二極化しておりまして、なかなか話がうまくいかない。しかし、望ましいのは、政府と日本銀行が同じ目標を共有して、金融政策も財政政策も、その実現のためにやっていますよ、そういうことをちゃんと皆さんに知ってもらおう。

これは為替レートも私、同じだと思いますけれども、そういうことが極めて重要で、1~2%の物価上昇率目標というのを、政府と日本銀行は共有していますということ、何かもう少しはつきりして、その実現のために両方が頑張っています、こういうふうに体制を整えるべきだというふうに、一つ思います。

それから、さらに金融は拡大的ということを申しあげましたけれども、例えば、いま、基金にあるのは5兆円分が長期債、それからリスク性資産、30兆円は短期のもので、固定金利でのオペレーションということになってはいますが、私は、例えば、簡単なのは、いま30兆とっていますけれども、そのある部分、相当部分を長期債、これはケインズのいっているとおりにですよ。つまり短期金利が0になっていたら、0に近いところでいくらやっても効果はあまり大きくない。それよりは長期のもの、場合によってはリスク性のあるものというものにウエートを変えるというのは、まずすぐに考えられることであります。それから、もちろん資金の枠自体を拡大するというのも、当然考えられることだというふうに思います。

**司会** もう一問お尋ねします。

国債の格下げもあり、財政再建の動きに拍車がかかる。しかし、一方では成長を損なわないためにどうするかということもまた課題として、岩田さんがご指摘になったデフレ脱却が、ますます重いテーマになっていると思います。消費税率を上げた場合に、どういうショックが走るのかということについても、シンクタンクの試算が過去にあったかと思いますが、どのように考えたらよいのでしょうか。

**岩田** 財政の健全化というのは、いま、すべての先進国が直面していて、イギリスはかなりラジカルなペースで削減するというところに新しい首相がコミットして、それに邁進しています。そのことについて、効果がどうなのかということについて意見がかなり分かれております。論客でありますマーティン・ウルフなんかは、こんなに早くやったら、やっぱりイギリスはもう

リセッションになっちゃう、こういうようにおっしゃいますし、いや、意外と経済はソリッドで、何とかもつんじゃないかという方と、両方おいでになります。

これまでのところは、付加価値税の引き上げなんかもあって、むしろインフレ率のほうは3.7%で、 $2\pm 1\%$ がバンク・オブ・イングランドに課せられた任務ですので、この数値を超える、あるいは下回ると、エクスキューズレターを書かなくちゃいけないのですが、キングさん、このところずっとエクスキューズレターを書いているわけです。ということになっていて、しかし、そういう特殊要因を除けば、決して強いわけではないという状況なわけです。

実体経済のほうは、やはりそれほど強くはないけれども、すぐリセッションになるというような弱さでもない。それはなぜそうなっているかということ、先ほど申しましたけれども、私、やっぱり為替レートを40%も下げているというのが効いていると思います。これはインフレ率にも効いている。それから実体経済にも、イギリスは製造業はそんなに強くないですけれども、それでも4割下げればそれはそれなりに経済を維持する力として働いているのではないかというふうに思います。

アメリカも、これからオバマ政権で、共和党が強くなりましたので、おそらくもう少し再建のほうに踏み切っていくということだろうと思います。

ドイツは、再建を前からいっておきまして、しかし、財政赤字幅がもともとそれほど大きくはないんですね。ですから、ドイツは憲法で規定して、何年以内かに0.3%だったか——数字がすごく中途半端ですけれども——にしないと、憲法違反になる。そういう枠組みで赤字解消を進めていますが、やっぱりドイツの場合、さっきいきましたように、実質為替レートが10何%、低いところで勝負している。しかも、傷は浅い。ですから、再建はうまくいくと思います。しかし、それは輸出に、為替レートに守られながらいけるというふうに思います。

## 消費増税は法人減税など組み合わせて

ですから、日本の場合に、これから健全化をどうしてもやらなければいけないわけですが、短期的には、もちろん増税があれば需要にはマイナスの効果が及ぶわけですね。ただ、その実行の仕方によっては、なるだけ成長率がマイナスの方向に振れ過ぎないように工夫して進めるという余地はあると思うんです。つまり、それは今度、税制改革、社会保障制度改革というものの中身にかかわってくるんですけども、例えば法人税というのを5%下げて——それは私も大変結構だと思うんですが——個人的に思いますには、それは税制改革を抜本的にやる一環としてやるべきだ、望ましいのはですね。

つまり、消費税を上げるときに法人税はむしろ下げます。これは実際にドイツがやったことがあるんですね。消費税を上げて法人税を下げた。その結果、GDPに与える効果は非常に小さかったんですね。ほとんどマイナスが出なかったのです。ですから、その組み合わせ方ですね、景気の局面でちょっと弱そうなときには、減税を加味しながら増税と組み合わせてやる。あるいは社会保障制度の改革というのは、この姿わかりませんが、やり方によっては保険料を下げるというような組み合わせを、これはペイロールタックスに当たるものですが、そういうものと組み合わせながら健全化の方向でやっていく。スローガンのいえば、成長に友好的な財政健全化というような仕組みを考えながら健全化を、大きく成長を損なうことなしにやっていく、という工夫が求められていると思います。

**司会** どうもありがとうございます。それでは、会場の皆さんから質問をいただきます。

**質問** 非常に解明的な、インターナショナル、かつ歴史的な、中長期的な論点も加えて、いいお話を聞かせていただきました。

1点だけ質問させていただきます。為替レ-

トが非常に大事だというお話で、全くそのとおりだと思いますし、購買力平価でやると、先ほどのお話だと、もういまぐらいの時点でも中国、アメリカ、インド、日本、ドイツと、その5カ国ぐらいが中心になっているというんですけれども、いま、ドルが依然として基軸通貨になっていまして、この間、胡錦濤主席は、基軸通貨は、もうドルは破綻していますよといいましたよね。それはそういったものがベースにあるのかもしれませんが、岩田先生のご見解、そしてこれからどういうシステムを、為替、これからの世界全体を發展させていくためにつくっていったらいいのか。その辺のところ、いまバスケットだとか、いろんな方式がいわれていますね。そういうところで、ご見解をお聞かせいただきたいと思います。

**岩田** これは、サルコジ大統領が、どういうアイデアで通貨体制を考え直すかということが、まだよくわかっていませんけれども、そちらの方向に向けての話は、実は、ソウルでのG20である程度進みまして、IMFの改革について、相当出資比率を新興国にウェートをふやすとか、あるいは理事のメンバーを2人入れるとか、その分ヨーロッパが減るとか、それから理事は全員選挙でやる。というような、これまでちょっと考えられなかったようなIMFの内部のガバナンスのストラクチャーの変化が進展しております。

それで、例えば、IMFとワールドバンクのトップは、アメリカとヨーロッパが伝統的に分け合っているわけですね。IMFのほうはヨーロッパ、ワールドバンクのほうはトップはアメリカ。これは選挙でやるんじゃないで、そういうふうに巨大国が任命できるようになっている。でも、それは本当にいまの世界の経済秩序といえますか、あるいは世界の全体の経済力の変化とか、そういうものを反映しているんですか、そこはやっぱり何かおかしいんじゃないですか、という議論はずっとG20の、実はロンドンでそういうことが問題提起されて、その後あまり進んでないかなと思ったんですが、ソウルでその方向に話が動きました。私は、その話はさらに

今後も続いていくものだろうというふうに思います。

大まかにいえば、いまいきましたGDPの規模ですね。このGDPの規模というのは非常に単純化されたものなんですけれども、実は、出資比率とかなんかというのを決めているわけですね。そのとき、市場の為替レートを使うか、購買力平価を使うかというのは、実は微妙なんですけど、相当もめる話なんですよね。で、半分ずつぐらいのウェイトでどうかとか、つまり購買力平価だけで計算すると、中国が突出する。それでウェイト半分ぐらいで考えたらどうかとか、そこは相当水面下ではそういう議論をやっているんだろうと思いますね。ですけれども、大きい流れは、メガトレンドは明快で、アジアのボイスが半分以上になっていく。こういう流れは変わらないと思います。

それから通貨そのものが、どこが国際通貨になるかというのは、これはやっぱりその国の経済力の大きさと、それからその国の政策によると思うんですね。日本は、見かけ上は円は国際化で国際通貨になったほうがいいことは随分、特に国際金融局は伝統的にいっていましたが、本当に日本国としてそれを進めたかという、そこは必ずしもそうではなかったのではないかと。ドイツもちょっと私、似たところがあると思いますけれども、ドイツはしかしユーロという傘の中に入ってそのボイスを確保するというやり方をとったわけですね。

ですから、日本のことを考える場合も、アジアも、アジアのレベルが何かもう少し通貨協力みたいなものを強めるという方向性と、それからもう一つは、IMFのアーキテクチャーをもっと変えていくという、多分その2つ、道筋があるのではないかと思います。

しかし、アジアのほうでいうと、では、日本がそこで主導的な役割を果たせるかというのが問題なんですけれども、日本の為替レートというのは、このように100が400まで上がっていくわけですね。ほかのアジアの国はどうかというと、みんな反対方向に動いている。

韓国で国際会議がありまして、やっぱり通貨

の話もあったんですが、円についていけるアジアも国はどこもありません。そうすると、ついていけるのは、さっきいった、こっち（人民元）のほうがずっとやりやすい。で、事実上、ドルにペッグしていますので、ドルは安定していますから、そういうことでいうと、アジアの国はどちらかといえば中国に傾斜しやすいというようなことが一つあるかなというのは、私の感想なんです。

### アジア共通通貨には長い時間

ただ、ヨーロッパみたいにアジアが1つの通貨になるのには、おそらく長い時間が必要で、日本がやれることは、共通の資本市場をつくるとか、そこのルールを一緒にするとか、あるいはアジア・ボンド・ファンドというのがありますが、中央銀行が外貨準備の一部を使って、国債とか、政府機関債というようなものを、アジアの国のを買ってやって、そこのマーケットが大きくなるようにする。それで、私は、アジア・ボンド・ファンドのステージ3というところまで、例えば社債まで買うような、そういうところまで進めていくほうがいいと思いますね。そういう地味な努力ですね。

それから、重要なことは、通貨で、普通の方はあまり気がつかないんですが、決済システムというのがとっても重要で、最終的なセトルメントをどこでやっているか。通貨の多角的な決済という、これは普通の人には非常にみえにくいですが、実際には極めて重要な、ECB、ユーロのほうはターゲット1、ターゲット2というのをやって、いま、有価証券のセトルメントまで全部中央銀行がやるというような、そういう進め方をしていますけれども、これから、通貨の問題を考える上では、ですから、総合的に、日本が単にすぐ基軸通貨になるというようなことではなしに、地味な努力というんですか、インフラの整備というようなことで、努力を積み重ねていくというようなことが現実的なやり方じゃないかと思います。

**質問** 質問したいことは3つあったんですけども、2つは代表質問の中で消化されたのでひとつだけ。97年からずっとイギリスはインフレターゲットをやっていましたが、日本はそういうことははっきりといわなかったんですね。それで結局、国民所得の逆転がイギリスにやられちゃったんじゃないかという気もしいでもないんです。

ただその場合に、もちろん金融政策と経済政策の統合というのは必要で、私は97年に、イギリスの政府のシンクタンクのウィルトンパークで、「日本の経済はどこへ行くのか」ということをやらされたんです。要するに北海道拓殖銀行と山一がつぶれちゃって、私の題は「日本の経済はどこへ行くのか」というので大変困ったんです。帰国して総理にもいったんですが、しかし、これがなかなか実現されてない。むしろ中央銀行の独立性ばかりちょっと出てきているような気がしています。

例えば、デフレギャップの計算について、先ほどのお話では3%ということでしたけれども、学者によっては20%なんていう人もいます。結局、CPIの計算の仕方も極めてコンサーバティブで、通貨の安定のほうばかり中心になっていて、それがこの20年間の停滞を生んだ一つの大きな原因じゃないかというぐらいに思うわけなので、このデフレギャップの解消ということがないと、まあ少なくともそういう方向に向かっていって、名目成長率が実質成長率よりも高くないと、これは解決しないわけですね。ですから、その辺についてももう少し意気込みがあるのかどうかということをお聞きしたいと思います。

**岩田** 私の、経済企画庁の先輩で、宍戸俊太郎教授が、実は前からGDPギャップは間違っている、政府の計算は間違っている、日本銀行も間違っている、20%ぐらいじゃないか、10%なんていうものではない、こういう計測の結果をずっとお示しになって、したがって、必要な経済政策はもちろん財政ももっと拡大すべきだ、それから金融政策ももっと拡大しないとなかなか停滞を抜けられませんね、こういう論陣を張っておられます。私も何度かお話を伺ったこと

がありますが、ポイントは、潜在成長率というのをどのくらいにみるかで、宍戸先生は、やっぱり 5~6%ぐらいは続いているというご認識なのではないかと思うんですね。

それで、いまの企業のアンケート調査とか何かをみますと、期待成長率が、製造業でも今後5年間ぐらいで1%とか、非製造業だと0.3%ぐらいということで、そもそも企業家のマインドと比べてかなりギャップが一つあります。

### 難しい潜在成長率の計測

それから、潜在成長率の計測というのがなかなか難しい部分がありまして、それは経済の構造変化というのをどういうふうに取り取るかということなんですね。これは、成長率だけでなく、失業率も実はあるんですね。失業率、「いま構造的な失業率何%ですか」といわれて、かなりが人によって答え違うと思います。これは、GDPギャップがどのくらいあるかということとほとんど同じ問題なんです。ですからはかり方によっては、構造変化の読み方次第によっては、いまご指摘のあったような、思ったよりも、我々が普通の生産関数を使って、しかもある種のスムーズアウトな、ホドリック・プレスコットという方のおやりになったやり方で、トレンドを統計的にスムーズアウトして出す。簡単にいえばトレンドを抽出するという、そういう作業でやると、どうしても1%ぐらいになっているということになるんですね。ですから、はかり方の手法でもってかなり違ってくるということがあり得ます。

それから、潜在成長率というのは、非常に難しいと思うのは、人間の能力も同じなんですけれども、この人はどのくらい仕事ができる人かなど、どのくらい正確につかめるかですね。もしかすると潜在的にはこの人は150ぐらいあるのかもしれない、普通は100だと思っていた、そういうことも個人にとってもあると思うんですが、経済についても、私は多少、そういうポテンシャルという、例えば必死になって、戦後のどさくさで、何としてでもはい上がらなけ

ればならないというような気持ちに皆さんがなって、必死にやればもうちょっと10%ぐらい高くいくかもしれない。ですから、何がノーマルな稼働率といいますか、その判定というの、なかなか難しいところがあると思います。人についてもそうですし、資本の稼働率ということについても、どのくらいが一番ほどよい稼働率なのかという、ここも生産関数を使ってやる場合でも相当微妙な話になります。

それからもう一つコメントしますと、GDPギャップと物価上昇率というのは、何か関係があるはずで、ですから物価上昇率とギャップを連関させながら解いた場合に、どのくらいのギャップになりますかという、ロジカルに考えれば、やっぱりGDPギャップがマイナスが5%あって、物価だけ上がるというのは何かおかしいわけですね。ですから、それを同時に解くようなやり方ではかってみる。そういう手法もあり得るというふうに思います。ただ、これも、日銀にいるときに、日銀の方が計算したことがありますけれども、それはあまり変わらないですね。

ということで、いろいろな議論の余地は残っていますけれども、現実の物価の動きと、ある程度整合的なギャップという、いまの日本経済、3%とか、4%とかいうほうに近いのではないかと私は思っております。

**質問** 10年ぐらい前でしたか、PPP、つまり購買力平価で中国が日本を追い抜いたというのを、たしかイギリスのデータでみたことがあります。日本ではそういう議論は全くないんですね。いまに至るまでそういう議論はないわけです。それで、名目でついに追い抜かれたということで、おたおたしている。

つまり、物事の経済の本質は、一体、名目でみるのか、PPPでみるのかという問題もあるでしょうけれども、そうじゃなくて本質論は、その国の経済に勢いがあるかどうかです。つまり、パシオネートに国民が動いているかどうかですよ。日本は、もう奈落の底へ落ちていく。10年後にはGDPはインドよりもさらに小さ

な国になっている。そういういろんな悲観的なことはいっぱいありますね。人口はどんどん減っていくと。

私は、いまのお話は、非常に精緻な議論をされて、パースペクティブもすごいと思うんですけども、日本を元気づける政策が、いまの民主党内閣にないですね。細かいことばかりぶちぶちいって、それで何とかというファッションのような女性が出てきて、何かぐずぐず口先でいっているというようなことで、もうそういうものはうんざりだと。もっと本質的に、つまりいまの大学の共通一次試験、いま何とやっているか知りませんが、そういうので点数を競うような、そんなばかなことはやめたほうがいいと思うんですよ。もっと本質的に日本人のバイタリティーなり情熱なり、インスティンクトを上げるようなことを考えて、その中で経済の運営をするということが、僕はものすごく必要だと思うんですが、いかがでございましょう。

**岩田** 元気がだんだんなくなってきて、私も年になってきたんで、だんだん元気がなくなっていますが、人材育成という中に、私が強調したかったのは、やっぱり若者がもっと元気になる、それから女性がもっと活躍するということ。日本の女性は、私は非常に優秀だと思っているんですが、国際経済フォーラムといいましたか、そこが、世界の女性の地位という、ランキングをつけたものなんですけれども、それをみると、日本は女性のステータスは94位だと。メキシコよりも低い。どうして低いかというと、職場におけるステータスが低い。教育とか、あるいは普通の生活とか、そういうものは、日本はもちろん決して低くないんですが、働く場所で女性の地位が低いんですね。

### 女性の能力を生かす社会に

これは、その人が持っている潜在的能力といえますか、それを日本はうまく使っていないんじゃないかと思うんですね。ジェンダー・エンパワーメントという、これは、国によっては、ノ

ルウェーは4割は取締役を女性にしないとけないという、そういうことをやっておられるようですけれども、女性がもっと働くこと。働く場所があって、しかし、働くことと少子化が進むという議論がありますけれども、現実にはそれを裏づけてないですね。参加率が高いイギリスですとか、アメリカではむしろ出生率が高いんですね。ですから、仕事を持っているということと、出生率、必ずしも仕事が忙しいからできないということではなくて、子供を育てるということと働くということをうまく両立させるような社会の仕組みに、まだ日本がなっていないという、そこが大きい問題だと思います。

それからもう一つ、人的資本形成との関係でいいますと、いろいろ所得別の階層でみますと、豊かな人と、中くらいの人と、貧しい人といっていますが、これで見ると、子供の数が少ない、世帯人員の少ないのは、実は減り方が大きいのは、中産階級以上なんです。特に中くらいのところなんです。

それはどうしてなのか。これは私の推測ですけども、各種アンケート調査などをみますと、子供を1人大学まで入れようと思うと、そうすると中産階級ぐらいだと2人出すことが、どうも難しいんですね。それで1人にしてしまうんですね。ですから、教育費まで含めた経費まで考えると、子供が2人持てない。で、中産階級が減っていく。あるいはそれ以上のところが減っていくというようなことが、実はいま起っている。

それは人的資本形成上、実は大問題で、産業革命をここにちょっと入れたんですけども、産業革命がどうしてイギリスで起こったんですかと。中国でどうして起こらなかったのか。日本でも江戸時代にどうして起こらなかったのか。例えば、明の時代でも、鄭和という人が実は大航海をやっているんですよ。ヨーロッパは大航海をやって、相当植民地経営をやって、富を蓄えて、ということが産業革命以前にもあって、そういうことがあったと思いますけれども、もう一つの理由は、ある経済史家の言葉によりますと、ダーウィンの人的資本形成というのが実は行われたという説があります。それは、こ

ここに人的資本のこのところに書いたんですが、産業革命というのはダーウィンの人的資本形成。

これはどういう意味かというと、豊かな人ほど子供の数が多かったんですね。中世の末期ぐらいから。経済史家で、村を訪ねて、村に書いてある、死んだ人がどの位、何人に遺産を残したかという、それを克明に全部チェックして、所得別に分類して、この村ではこのぐらい遺産を残した人がこのぐらいいますとか、分けた子供がこのぐらいいましたという、そういう実地調査を——ドキュメントですけれども——調べた結果が、豊かな人ほど子供が多い。つまり中産階級がそこで大きく中世の末期から育っていた。で、そういう人たちはやはり教育水準が高い。そういう人的資本蓄積を背景にしながら、実は科学技術革命が進展したというので、ダーウィンの人的資本形成がうまくいったんだ、こういう言い方をしています。

いまの日本はどうか。いま申しあげましたように、子供の数が減っているのは、中産階級以上で、減り方が大きいんですね。そうすると、おそらく人的資本形成というのが細っていくんですね。これはやはり大きな問題だろうと思います。中産階級の人たちがゆっくり2人でも3人でも育てながら、しかし、同時に仕事のほうも一定のキャリアパスができるというような仕組みをつくっていく、ということが大事かというふうに思っております。

**司会** 本日は長時間、丁寧にお答えいただきまして、本当にありがとうございました。ぜひまた、お越しくください。(拍手)

(文責・編集部)

# 2011年経済見通し

日本記者クラブ講演

2011年1月28日

岩田一政

日本経済研究センター理事長

# 構成

1. 2011年度の日本経済：踊り場から回復軌道へ
2. 為替レートの安定：国際競争力と円高の評価
3. 為替レートの安定：産業別の円高の効果
4. 好循環経済：ドイツの経験  
(付録)アメリカの信用緩和・量的緩和策の効果
5. 最適な金融政策運営(アメリカ)(日本)  
(付録)ケインズの処方箋
6. アメリカの財政刺激策第2弾
7. 欧州の財政リスク
8. G20の行方
9. 日本の成長戦略(I), (II), (III), (IV)  
(付録)APECの成果
10. 世界・日本経済の展望

# 1. 日本経済の現状： 踊り場から回復軌道へ

- 日本経済は、2009年3月に、景気は谷を付けた後、年率5%（10-12月期のマイナス考慮すると約4%）の回復軌道に乗った（戦後第15循環に入った）。
  - アメリカは2009年6月に底を打った後、年率3%で回復。
  - 2010年年後半からは、政策効果息切れと円高により、生産は「踊り場」に入っている。
  - GDPは酷暑、エコカー効果で7-9月期に前期比年率4.5%の後、Q4に1-1.5%程度のマイナス（ESPコンセンサスはマイナス2%）。
- 2010年、2011年、2012年世界の成長率は、5.0%、4.4%、4.5%であると予想される（IMF購買力平価）。
- 世界経済は二極化し、マルチ・スピード回復（先進国2-3%程度、新興国6-7%成長）：二極化は中長期的な「メガトレンド」でもある。

# 1. 2011年度の日本経済：踊り場から 回復軌道へ

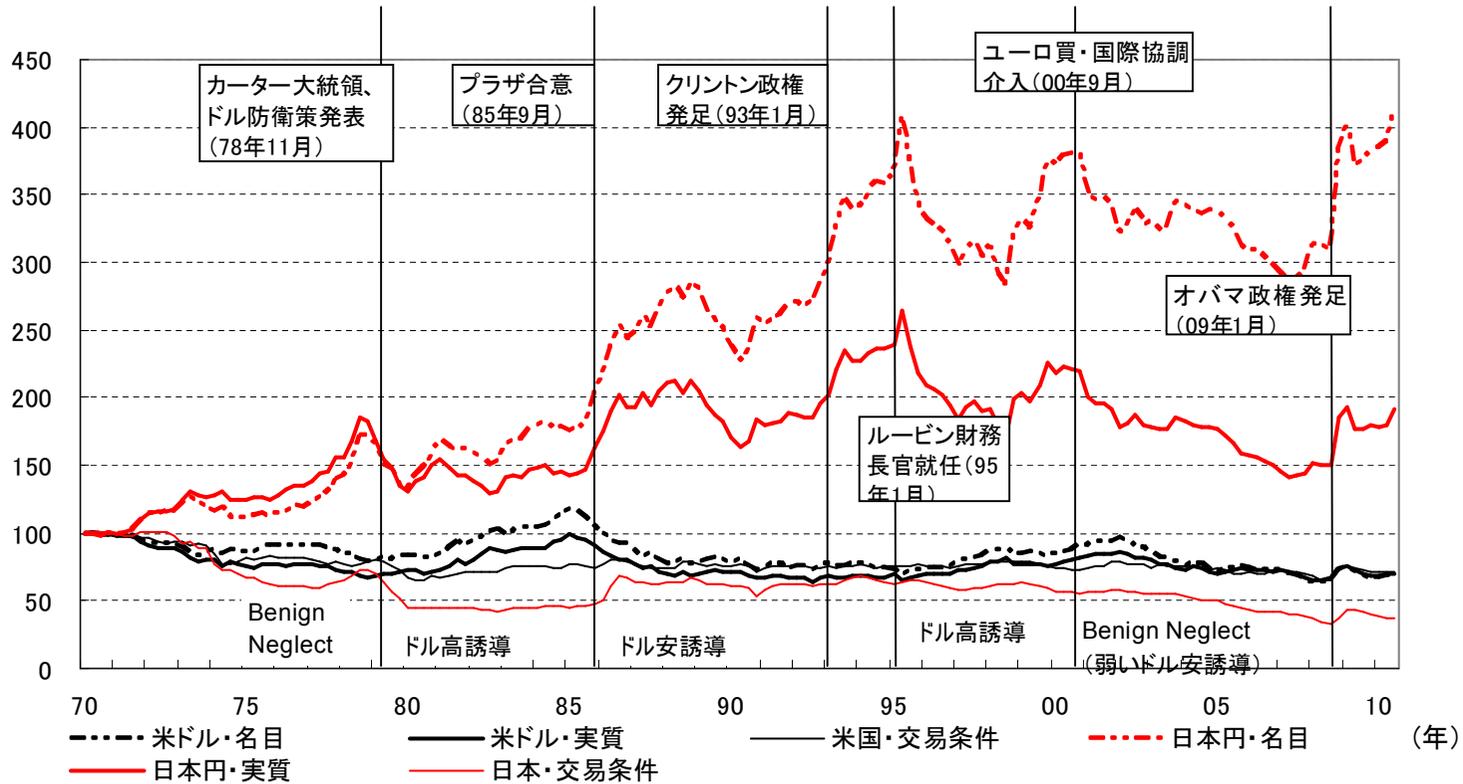
- ・2011年後半から回復軌道へ復帰。
- ・主要なリスク：原油、一次産品の価格高騰、欧州の財政危機、新興国のインフレとバブル
- ・日本のマクロ経済政策の課題は、デフレ克服、税・社会保障制度の抜本的な改革、成長戦略の3つ。
- ・デフレ脱却には、「最適な金融政策運営」と適切な「成長戦略」の実施により、およそ2年で実現することが望ましい。デフレ根治には、「為替レートの安定」、「成長力底上げや人材育成を通じた労働生産性向上・新規雇用創出」による「一人当たり名目賃金の持続的な上昇」が必要である。
- ・メインシナリオとして、日本経済の成長率は、2010年度、11年度、12年度は、3.3%、1.5%、2%程度と予想している。

## 2. 為替レート of 安定： 国際競争力と円高の評価

- 日本 of 名目 (実質) 実効為替レートは、70年以降5回目 of 円高局面 (2007年以降)。1970年以降名目実効円レートは4倍に (図1)。93-95, 99-2000, 2003-04, 2010年9月に円売り介入 (図3)。
- ドルは、3回目 of ビナインネグレクト of 局面 (2002年以降)。アメリカは、ドル高とドル安の間を揺れ動く (図1)。86, 90, 98年に円買い介入 (図2)。
- 円高 of 評価: 実質実効レートは過去20年 of 平均に近い。他方で、実質為替レートは、70年以降2倍増価している。しかも、90年代後半以降、交易条件と反対方向を向いている。
- 日本 of 国際競争力、価格競争力 of 低下 (世界市場に占める輸出シェアは1992年から半減 (図4))。
- アメリカ of 量的緩和第2弾・財政刺激策 of 公表後、円高は一服。

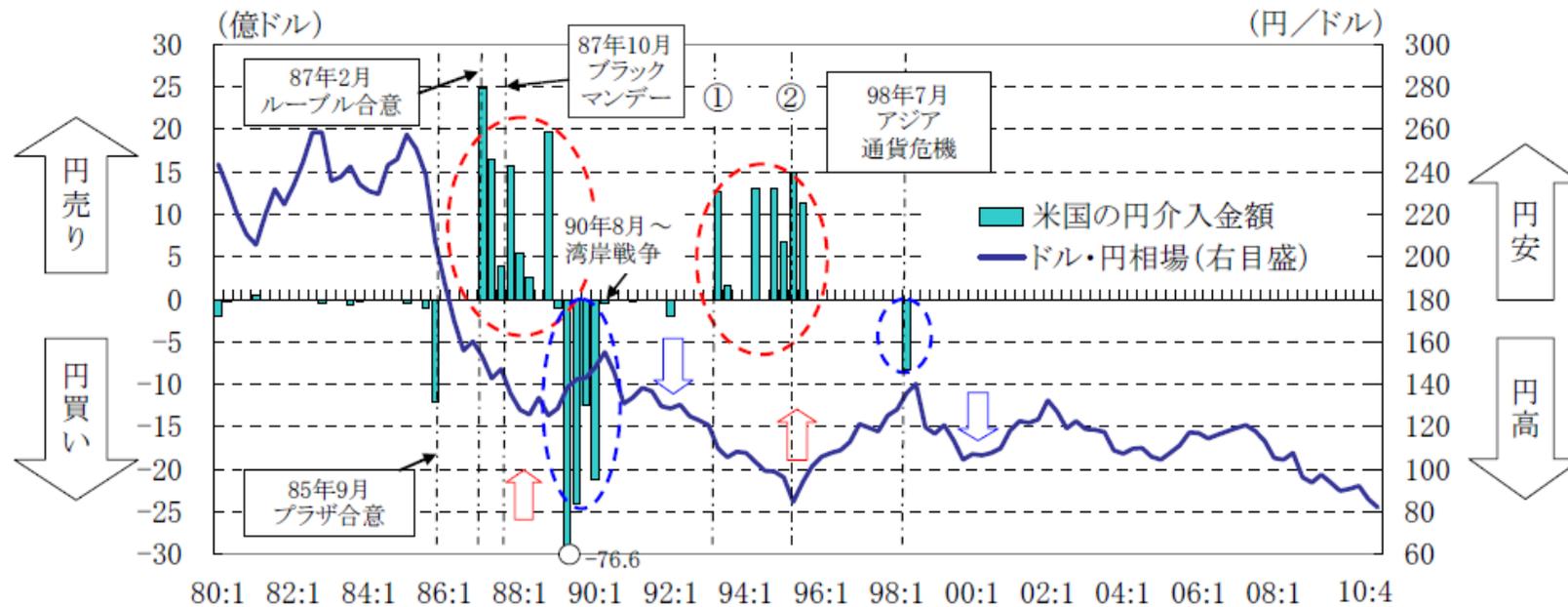
# 図1. 日米の名目・実質実効為替レート

名目・実質実効為替レートと交易条件（70年第1四半期を100に基準化）



(出典) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bureau of Labor Statistics U.S. Import and Export Price Indexes; 日本銀行「企業物価指数」

# 図2. アメリカの介入政策



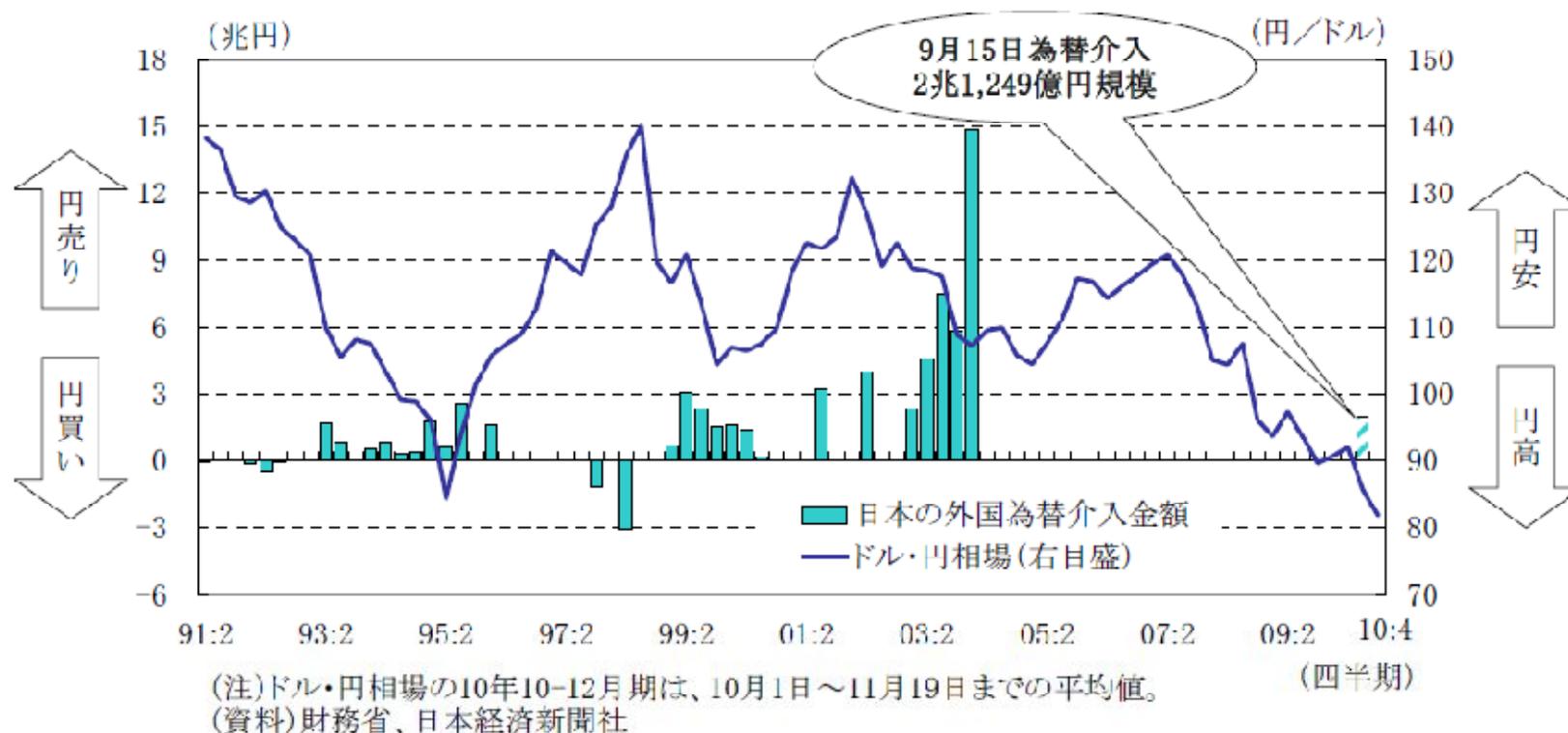
(注)ドル・円相場の10年10-12月期は、10月1日～11月19日までの平均値。(四半期)

①と②はそれぞれ、93年4月、95年4月のG7蔵相会議(ワシントン)を示す。

(資料)米国財務省、日本経済新聞社

(出所)日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

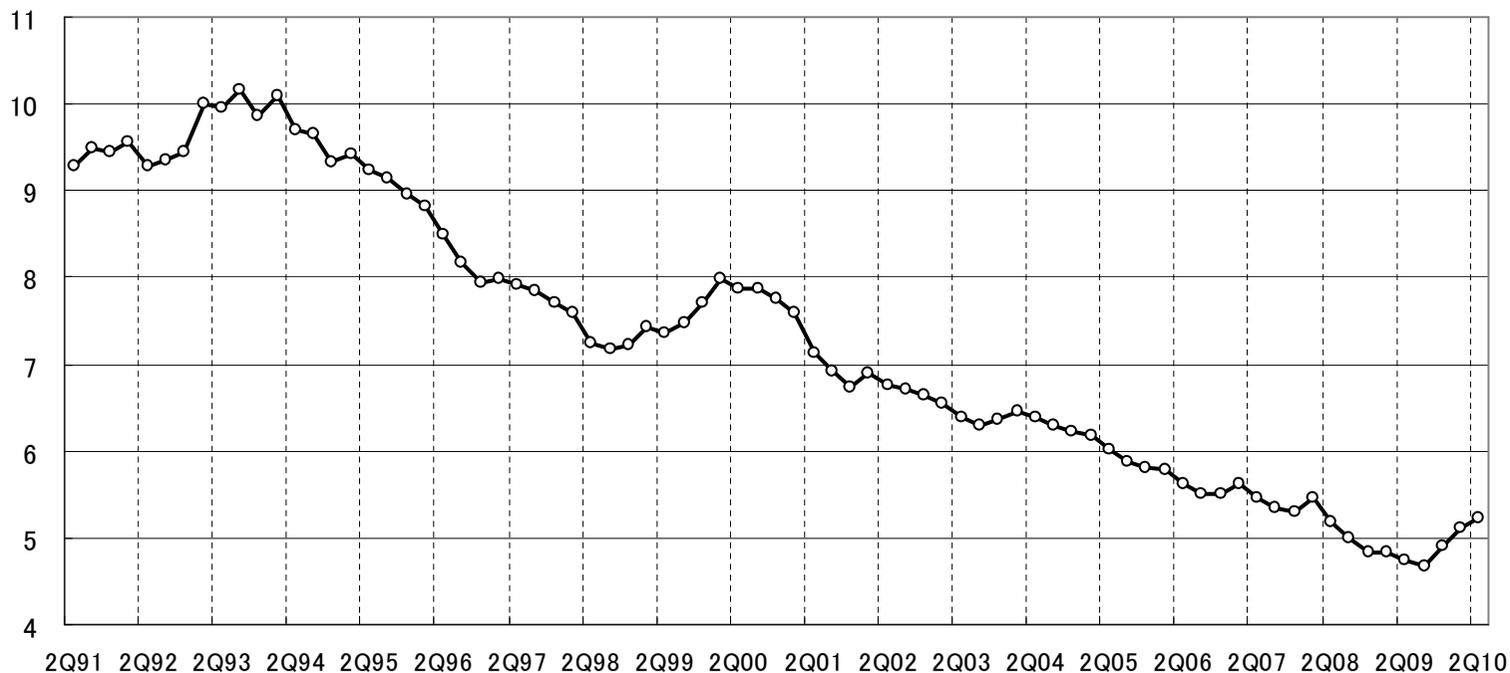
# 図3. 日本の介入政策



(出所)日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

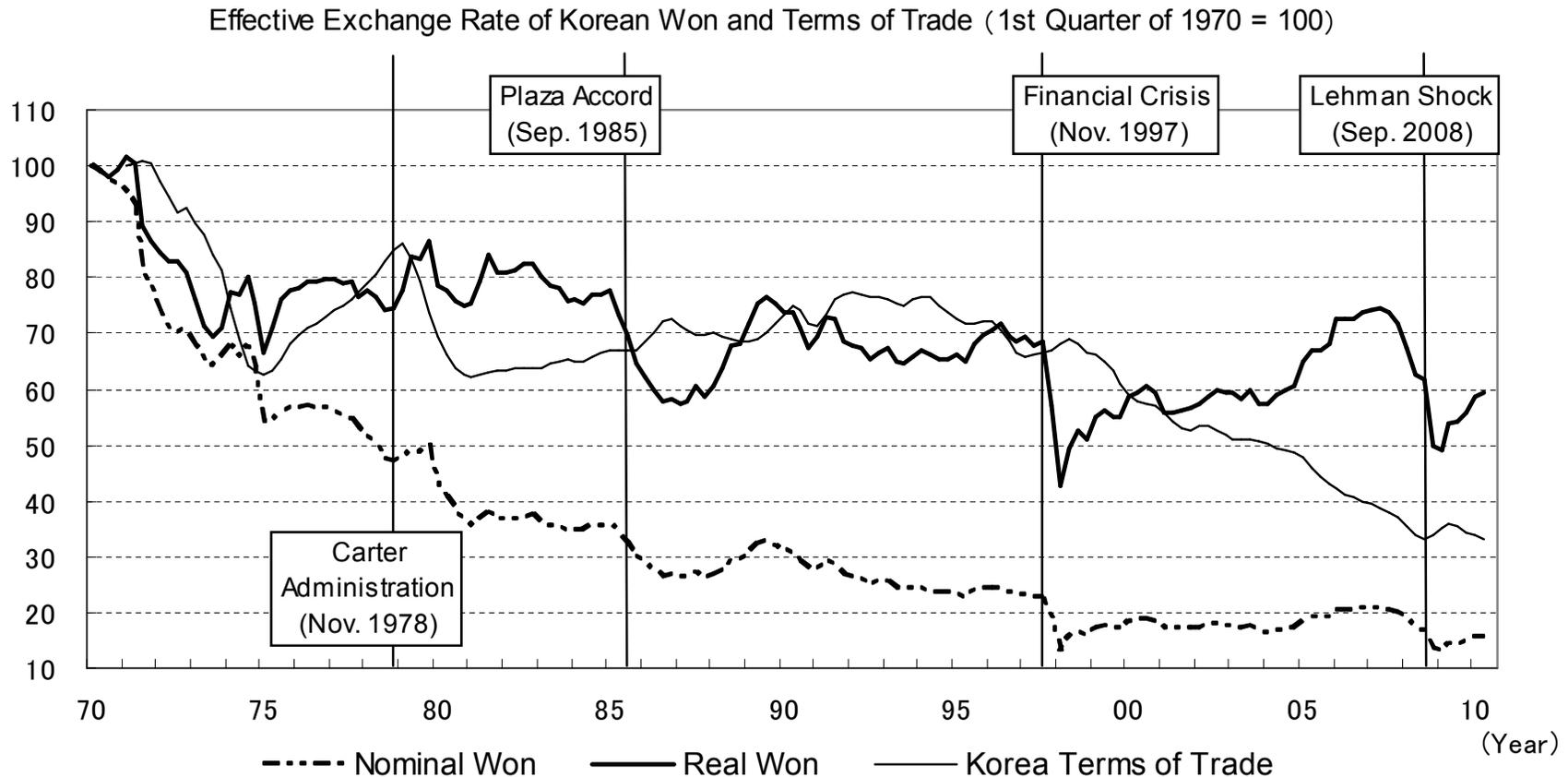
# 図4.日本の輸出シェア

日本の輸出額が世界の総輸出額に占める割合(%)



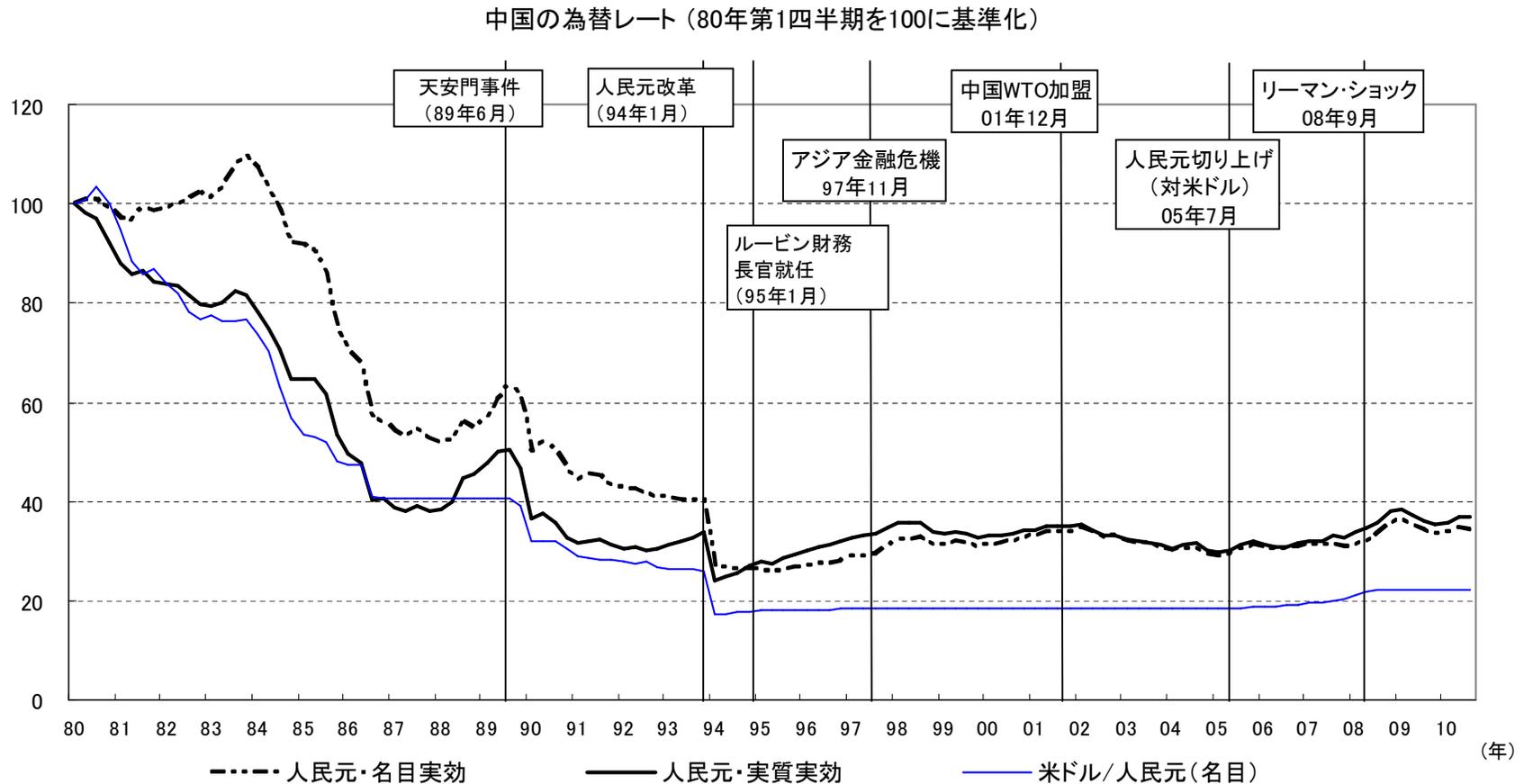
(資料)International Monetary Fund *Direction of Trade Statistics*

# 図5. 韓国の 名目・実質実効ウォンレート



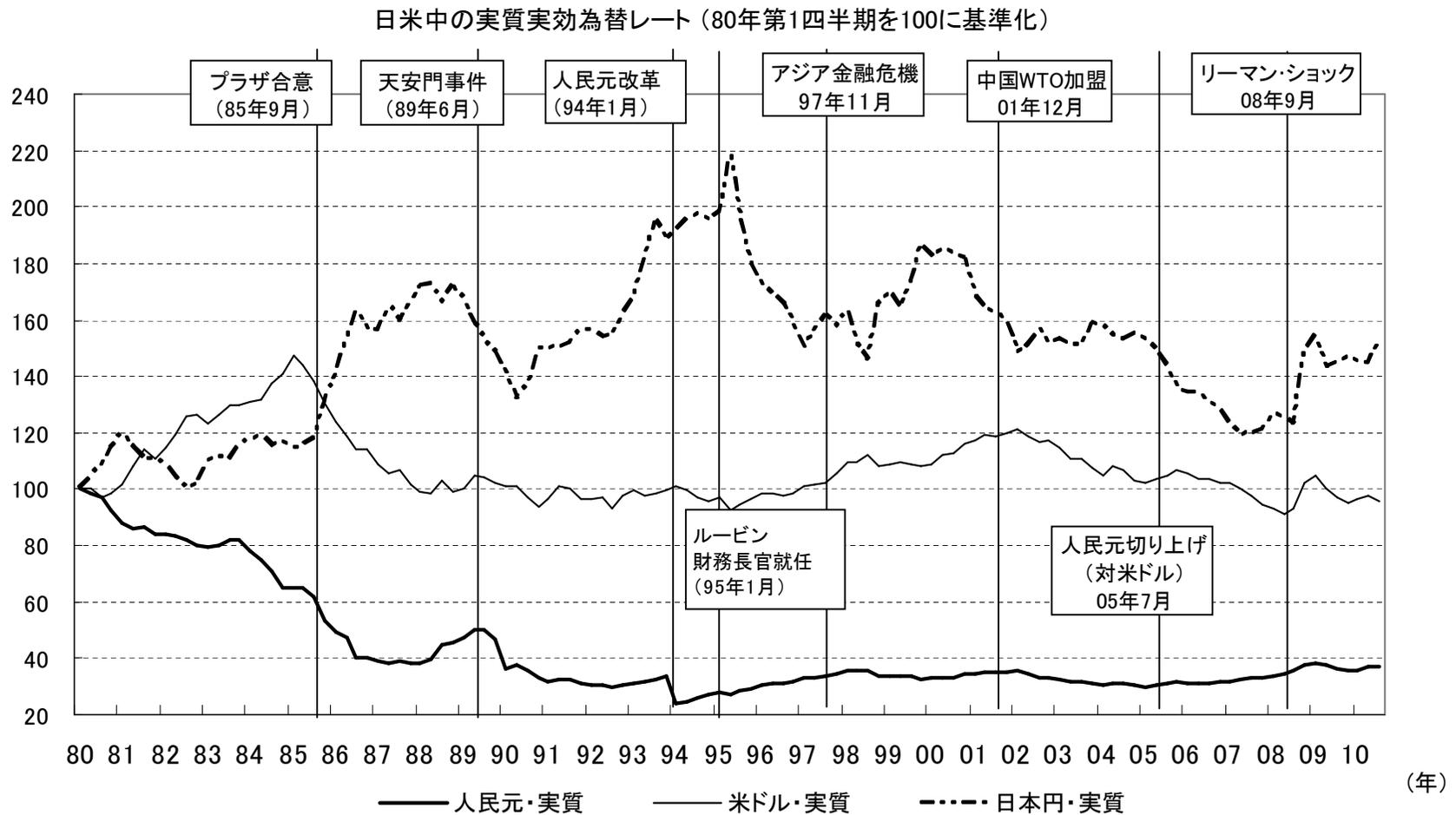
(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*;  
International Monetary Fund, *International Financial Statistics*

# 図6. 中国の 名目(実質)実効為替レート



(出典) 国際通貨基金, International Financial Statistics

# 図7. 日米中の実質実効為替レート

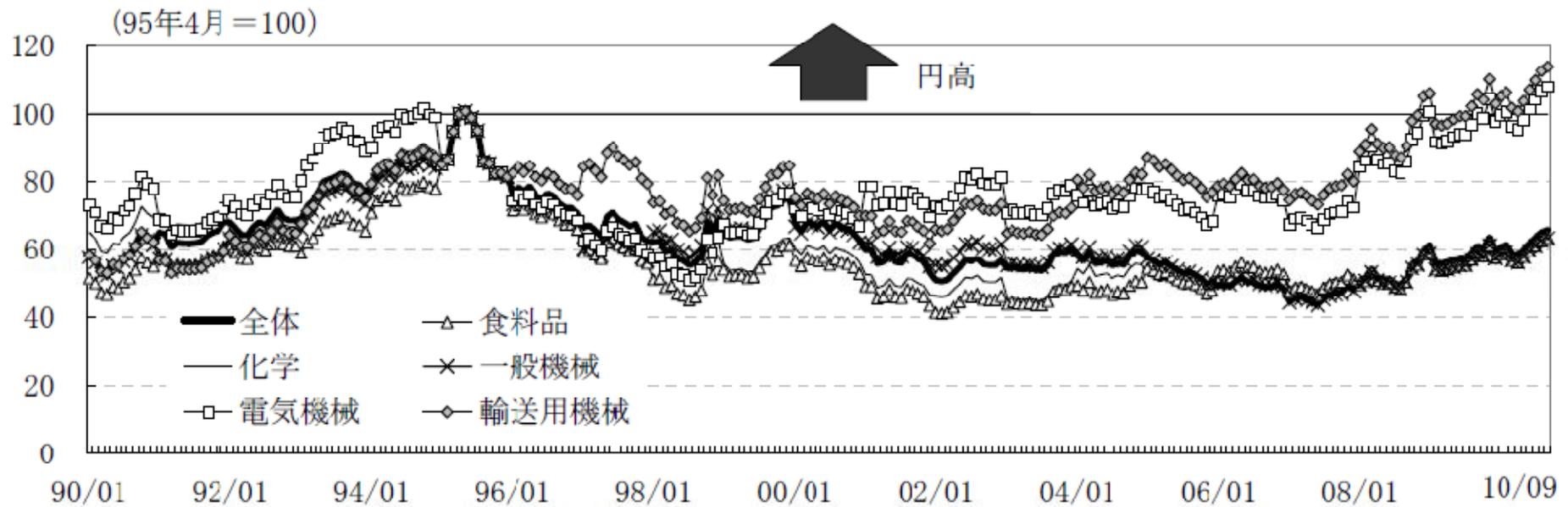


(出典)国際通貨基金, International Financial Statistics

### 3. 為替レートの安定： 産業別の円高の効果

- 2007年以来の円高(1ドル120円から80円近傍まで5割円高)は、「実質実効為替レートで見ると過去20年の平均にほぼ等しいので大きな問題はない」とする説がある。
- しかし、産業別の(賃金コスト差を調整した)実質為替レートをみると、輸送機械、電気機械では95年の円高を上回る円高になっている(図8)。
- 産業別の顕示比較優位指数をみると、輸送機械は優位を維持しているが、電気機械、一般機械では低下傾向にある。

# 図8. 産業別の実質円レート (賃金コスト調整)



(注) 名目円ドルレートを産業別の単位労働コスト(ULC、名目雇用者報酬/実質GDP)で実質化した。  
 (資料) 内閣府『国民経済計算』、日本経済新聞社、米商務省 (月次)

(出所) 日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

## 4. 好循環経済：ドイツの経験

- ドイツは、南欧諸国の財政・金融危機にもかかわらず、東西ドイツ統一以降最高の景況感を示している。
- ユーロ発足以降、賃金コスト差を調整したドイツの実質実効為替レートは、13%減価している(表1)。
- ドイツはユーロに守られて、輸出拡大、直接投資、生産性向上の好循環を享受している。

# 表1. ドイツの實質実効為替レート (賃金コスト調整: 1998年末=1)

国	ユーロ	ドイツ	オーストリア	アイルランド	ギリシャ	スペイン	イタリア
實質 実効為替 レート	0.2	-13.7	-5.8	11.3	9.1	11.2	9.4

# (付録)アメリカの信用緩和・量的緩和策の効果

- 大規模購入プログラム第1弾: MBS1.25兆ドル、機関債0.17兆ドル、長期国債0.3兆ドル(合計1.7兆ドル)
- 大規模購入プログラム第2弾: 長期国債6000億ドル、「受身の引き締め」回避分埋め合わせを加えて2011年6月までに月平均1100億ドル(総額8800億ドル)。
  - 政策金利2%引き下げにほぼ相当。第2弾の長期国債購入は、技術的には最大の規模。
  - MBSの長期国債に対するスプレッド50bp低下、長期国債60bp低下(外国債金利も低下)
  - GDP3%上昇、雇用300万人増、失業率1.5%低下、インフレ率1%上昇でデフレをほぼ回避。
- ただし、新規国債発行を含む財政政策の効果は考慮されていない。正常化のプロセスや賃金・物価の硬直性が強いとこの効果は小さくなりえる。

他方で、デフレリスクに対して中央銀行が強い政策をとるという期待が醸成されれば、効果は強くなる。
- 一次産品価格高騰を考慮すると量的緩和第3弾はないであろう。物価水準目標政策は先送りされた課題。
- 副作用に関する議論: フェルドシュタイン、テイラー、グリーンズパンなど共和党系エコノミストおよびブラジル、中国など新興国の批判あるが、FEDは「二つの任務」に忠実に『最適な金融政策』運営を実施しているだけである。アメリカにとっては新興国のブームはむしろ支援材料である。

## 5.最適な金融政策運営：アメリカの例示 (潜在成長率2.5%を仮定)

- ・先行きのGDPギャップとインフレ率の目標値からの乖離を最小化するように運営。
- ・政策目標ルール(スベンソン・ルール)：先行き、以下の式を満たすよう運営。  
 (インフレ目標値からの乖離) +  
 (GDPギャップに対する相対的な調整済ウエイト<sup>(注)</sup>(=1.3)) ×  
 (GDPギャップの目標0%からの乖離) = 0  
 (注)調整済とは、物価上昇率のGDPギャップへの反応度で調整することを示す。

2010年11月大勢見通し(FRB)

均衡成長率=2.4-3.0%、均衡PCE=1.5-2.0%、均衡失業率=5.0-6.3%

	成長率	GDPギャップ	コアPCE物価指数
2010年	2.4-2.5%	-5%	1.2-1.4%
2011年	3-3.6%	-4.5%~-3.9%	1.1-1.7%
2012年	3.6-4.5%	-3.4%~-1.9%	1.1-1.8%

# 5. 最適な金融政策運営：日本の例示

## 1月日本銀行改定予測

望ましい物価上昇率：1－2%、望ましいGDPギャップ：0%、潜在成長率：0.5%

	成長率	GDPギャップ	消費者物価 (基準年改定)
2010年度	3.3%	－3.2%	－0.3% (－0.8%)
2011年度	1.6%	－2.1%	0.3% (－0.2%)
2012年度	2.0%	－0.6%	0.6% (0.1%)

・アメリカ、日本とも2011、12年度ともに最適な運営の式に代入した値はマイナスで最適ではない。最適な金融政策運営の観点からは、なお、更なる金融拡大が必要。日本は生鮮食品・エネルギーを除く連鎖指数の採用が望ましい。

# (付録)ケインズの処方箋

- 大恐慌が進展中に執筆された「貨幣論」(1930年)でケインズは、以下のように記した。

「しつこく長引く不況に対する私の処方箋は、長期金利が限界まで引き下げられるよう中央銀行が、債券を購入することにある」(pp.331-2)
- 一般理論(1936年)でも「提示された価格であらゆる満期の国債の売買を一つの短期国債に対する政策金利に置き換えるべきである」と述べている。

## 6. アメリカの財政刺激策第2弾

- 財政政策は、年末に期限切れになるブッシュ減税が2年延長。
  - 加えて給与税休日(1100億ドル)失業給付期間延長据え置き、配当所得、キャピタルゲイン課税軽減措置延長や設備投資加速償却など総額8578億ドルの追加措置は、成長、雇用にプラス。
  - 平仄のとれた財政金融政策運営によって、長期金利は量的緩和第2弾の前の水準に接近し(回復期待の高まりから実質金利上昇)、ドル高・円安傾向を助長している。
- アメリカは、デフレをどうやら回避。
- 債務残高増は問題。

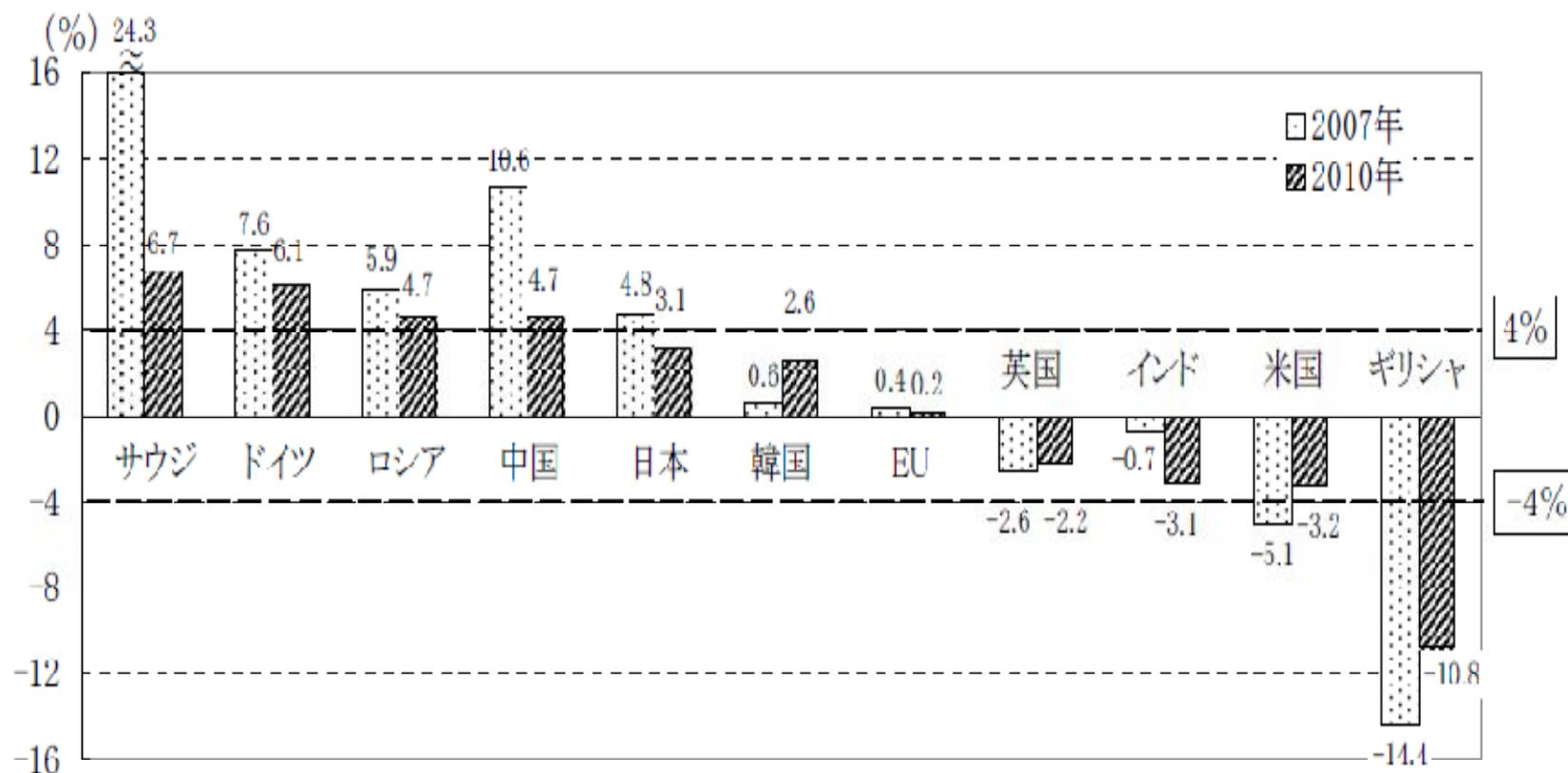
# 7. 欧州の財政リスク

- アイルランドで財政リスクが再燃。ポルトガルもリスクがある。スペインに波及すると大きな問題。ユーロ危機が円高要因になり得る。
  - No bailout, No exit, No defaultの組み合わせでは解決不可能。
- 欧州金融安定化基金は2013年までの時限措置。これを恒久化する「欧州安定メカニズム」2013年6月創設。ドイツは、「有限責任」を主張。
  - 欧州債券提案および基金規模拡大を却下。
  - リスボン条約(非救済条項)の改正、「秩序あるリストラ」(基本原則損なう国に対するEU内議決権停止を含む)、民間の国債保有分にもヘアカットを求める。
- アイルランドへの資金支援850億ユーロで決定。しかし、ポルトガル、スペインで問題がくすぶる。

## 8. G20の行方

- ・アメリカは人民元の引き上げ、経常収支目標設定に成功せず（図9）。
- ・日米同時金融拡大は、名目・実質金利低下を通じる内需拡大効果がある。他方で、保護主義・貿易戦争は明らかに回避すべきである。
- ・新興国の資本規制は、金融面の不均衡に対する「マクロプラウデンシヤル政策」。他方で、「資本規制競争」のリスクがあり、世界の資金配分の歪みを拡大する。「国際的ガイドライン」の設定が必要。先行きの世界のクレジットの増加と配分、派生商品含むレバレッジ比率、短期借入れ比率の点検。
- ・サルコジ大統領は、G20に向けて「21世紀のためのIMF」、「食料」、金融派生商品を含む投機資金規制のため「金融取引税」と取引の透明性を強調。

# 図9. 主要国の経常収支



(資料) IMF

(出所) 日本経済研究センター S A144 四半期経済説明会資料、2010年11月

## 9. 日本の成長戦略(I)

- 成長戦略: 10年間で平均実質成長率2%(名目3%)を実現するためには、デフレ解消に加え、潜在成長率を引き上げる政策(成長力底上げ)が求められる。
- 2020年度基礎収支均衡には、歳出歳入ギャップ(13.9~23.2兆円)を解消する必要がある。
- 「2009年度所得税法改正附則第104条」に基き、2011年度中に税・社会保障制度の改革を通じる財政健全化の具体的な道筋を示す必要がある(図10)。

# 図10. 日本の基礎収支



(出所)内閣府「経済財政の中長期試算」(平成23年1月21日)

## 9. 日本の成長戦略(II)

- デフレ脱却の成否は、成長戦略選択の適切さに依存する(グリーン成長、アジア太平洋戦略、人的資本拡大・人材育成の3つが重要)
- APECでは、(1)「バランスの取れた成長」、(2)「維持可能な成長(グリーン・グロース)」、(3)「包括的な成長」、(4)「知識を基盤とする成長」(5)「安全な成長」(BISKS)をかかげている。

## 9.日本の成長戦略(III)

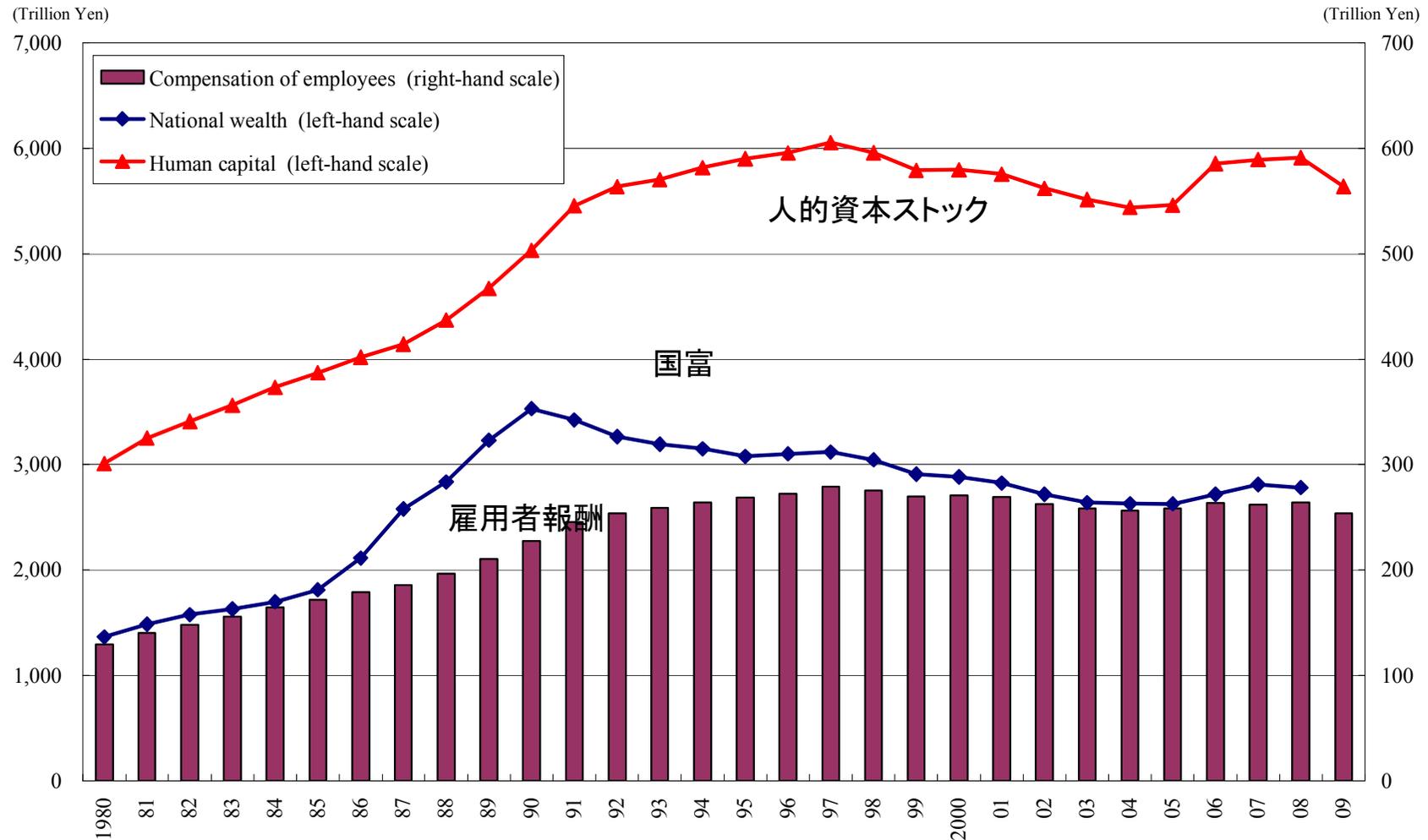
- グリーン成長が成長戦略になるための条件
  - 中長期の温室ガス排出量削減目標の明示化(2020年に1990年比で25%削減:国内分(少なくとも15%か?)と海外クレジット分の明示化):京都議定書GHG排出量90年比7%減少の達成可能性高まる(2009年度4.1%減少)。
  - 環境技術・環境財・サービスにおける比較優位の維持(次世代自動車、原子力発電)と石炭・石油税の環境税への改変。ただし、本格的な環境税導入には国境税調整必要になる。
  - アジアにおける2国間条約に基き環境技術輸出による「2国間クレジット」の導入。
  - 世界の成長率は環境制約により低下するとしても、国際分業により日本が成長率を高めることは可能。

## 9. 日本の成長戦略(IV)

- 人材育成:日本は国富に比して人的資本が豊富な国である(図11)。しかし、労働生産性のアメリカへのキャッチアップは停滞(全要素生産性格差と大企業・中小企業格差に問題。企業内人的資本形成と配分・職業訓練の重要性)。
- イギリスの産業革命は、「ダーウィンの人的資本形成」により可能になった。日本では中産階級以上で世帯人員の減少幅が大きい。若者・女性を中心に「日本型人的資本形成」を再構築する必要がある。
- 女性のエンパワーメント、非正規職員のキャリアパス形成と積極的なマンパワー・ポリシー実施により、多様で柔軟な働き方を可能にすべきである。
- 子育て・勤労給付付き税額控除の導入は不可欠で、「税と社会保障の共通番号」導入はその前提条件。

# 図11. 日本の人的資本ストック

兆円



Sources: Annual report on national accounts, Labour force survey.

# (付録) APECの成果

- ・「より深い地域統合」(FTAAP)の重要性。  
APECは、「開かれた地域主義」から「地域的経済統合」へ。  
2015年までの行動計画策定に合意し、2020年に向けてのFTAAP構築を議長が記者会見で述べる。
- ・ FTAAP(貿易自由化、貿易円滑化)は、APECの成長率を2.3%、日本の成長率を1.1-1.4%高める(川崎論文、表2)。
- ・ 農業は、所得保障を貿易自由化とリンクさせる。韓国並みの補助金を出す場合、10年で30兆円程度。既存の補助金は減反政策維持が基本であり、これを改組すべきである。
- ・ FTAAPへの道は多様: ASEAN+3, ASEAN+6, TPP(日本: 0.48-0.65%): 日本が参加しないことのコストがあり、「反成長戦略」の採用を意味する。6月のTPPへの参加決定は最重要課題。

## 表2. FTAAPの経済効果

(貿易自由化と貿易円滑化)川崎論文\*

	FTAAP	農業生産	自動車 生産	電気機械 生産
APEC	2.3%	-	-	-
日本	1.1% (1.4%)	-4.8%	7.8%	-0.9%
アメリカ	0.5%	3.6%	-1.6%	-0.2%
中国	7.5%	3.3%	3.7%	10.9%

\*Kawasaki, K. (2010) "The Macro and Sectoral Significance of an FTAAP" ESRI Discussion Paper Series No. 244. Economic and Social Research Institute.

# 10. 世界・日本経済の展望

- アジアの興隆：中国の経済規模は、購買力平価で2010年にアメリカを追い抜く（スブラマニアンピーターソン研究所研究員）。2012年説は、コンファレンスボード。マディソンの予測では2015年（表3、4）。
- ジョルゲンソン教授は、2019年の「ニューG5」として中国、アメリカ、インド、日本、ドイツを予測。
- アジア太平洋地域における「より深い経済統合」（人の移動を含む）を実現することが、「失われた20年」からの脱却の鍵である。

# 表3. 一人当たり実質GDP (国際ドル)

	0年	1000年	1500年	1700年	1820年	1952年	1978年	2003年
中国	450	450	600	600	600	538	978	4,803
日本	400	425	500	570	669	2,336	12,585	21,218
インド	450	450	550	550	533	629	966	2,160
欧州	450	400	774	923	1,090	4,342	10,972	16,750
米国	0	0	400	527	1,257	10,316	18,373	29,037

表4. 2030年の世界GDPシェア  
 (1990年国際ドル) (括弧内は改定(%))

	2003年	2030年
中国	15. 1	23. 8(28. 1)
インド	5. 5	10. 4(11. 3)
日本	6. 6	3. 6(3. 3)
欧州(西欧)	19. 2	13. 0(11. 0)
アメリカ	20. 7	17. 3(14. 2)
その他アジア	13. 2	15. 4(15. 3)