

## 第2回 KANSAI ECONOMIC POLICY FORUM

「財政政策と金融政策の機動的発動による景気浮揚を」

日時 平成22年12月16日(木) 16:00~18:00

会場 関西経済連合会会議室

主催 財団法人 関西社会経済研究所

プログラム 1. 日本経済の現状と今後のリスク

関西社会経済研究所研究員 入江啓彰

大阪大学社会経済研究所教授 小川一夫氏

2. 持続的成長を目指す金融政策のあるべき姿

関西大学総合情報学部教授 本多佑三氏

神戸大学大学院経済学研究科教授 地主敏樹氏

3. 来年度予算と税制改正

嘉悦大学副学長・経営経済学部教授 跡田直澄氏

4. 日本及び関西の景気浮揚へ向けて ディスカッション

### 開会

(関西社会経済研究所 島 章弘) ただ今より、KANSAI ECONOMIC POLICY FORUMを始めさせていただきます。最初に、私ども関西社会経済研究所代表理事の武田から、一言ごあいさつを申し上げます。

(関西社会経済研究所 武田壽夫) 本日は、お忙しいところご来場賜り、誠にありがとうございます。また、日ごろから研修会等ご支援いただき、この場をお借りして御礼申し上げます。先生方にはお忙しい中ご出席いただき、新鮮な議論を提供して下さるということで、御礼申し上げます。

今日のテーマは、関西経済を財政・金融政策両方から考えていくというものです。特に私ども研究所の新しい試みとして、お世話になっている先生方にできるだけホットな話題で、しかもわが研究所が日ごろある程度情報も提供できるという部分で、いろいろな形で皆さま方のご理解に資するべく、こういう場を設けました。今日は第2弾ということで、これからもこういう形式をなるべく持ちたいと思っています。よろしくお願ひします。おいでになった皆さま方には先生方とディスカッションをぜひどんどんしていただきたいということをお願い申し上げます、私からのごあいさつとします。

(島) 本日は、前半が講演、後半が講師の先生方と皆さま方とのディスカッションという構成にさせていただいています。ディスカッションの部におけるコーディネーターは小川先生にお願いしております。講演の最初は「日本経済の現状と今後のリスク」というテーマで、入江さんをお願いいたします。



講師の方々(左から): 地主敏樹神戸大学教授、本多佑三関西大学教授、跡田直澄嘉悦大学副  
学長教授、入江啓彰関西社会経済研究所研究員

## 講演

### 1. 日本経済の現状と今後のリスク

入江 啓彰 (関西社会経済研究所研究員)

#### (1) 景気の現況

12月9日に2010年の9月期のGDP速報値が公表されました。1次速報値では前期比年率で+3.9%だったのですが、2次速報値ではさらにこれが上方修正され、+4.5%のプラス成長で、前期の+3.0%から加速という格好になっています。その成長の内訳は内需が大半を占めていまして、寄与度で言いますと、ほとんどが内需による成長主導でした。一方、外需の方はごくわずかながら成長押し下げ要因に転じているという状況になっています。

例年、この時期に基礎データの入れ替えが行われ、今回も2008年度が確々報値で、2009年度が速報値だったのが確報値に替わっています。この入れ替えが行われた際に、これまでのGDP成長率もさかのぼって改訂されています。特に一番影響が大きかったところは、

2009年度の1-3月期です。この緑の棒が、どれくらいそのデータが改訂されたのかということを表しており、緑の棒が下に出ているほど下方修正だったということになります（スライド4）。2008年度の10-12月期、2009年の1-3月期がマイナスになっていますので、リーマンショックのあったところが下方修正になっています。一方、リーマンショック後の足元6四半期は上方修正になっています。この影響で、2008年度と2009年度の実質GDP成長率は1次速報値の-3.8%と-1.8%からそれぞれ-4.1%と-2.4%という形で下方修正されています。これは、リーマンショックの影響を季節調整とするのか異常値と扱うのかということ、四半期分割の仕方をどう計算するかというところで大きく改訂の影響が表れています。

そのようなことを踏まえて景気の現況を見ていきたいと思います。まず、生産は5ヶ月連続のマイナスということで、少し足元が不安定な動きになっています。雇用については、失業率が依然として高止まりになっています。消費者態度指数や景気ウォッチャーの動きも、これまでは順調に回復してきていたのですが、足元はやや下落傾向が見受けられます。企業収益もやや低下傾向にあるという様子がかげがえまずし、輸出も足踏み状態にあります。さらに、たばこ増税と資源価格の上昇が影響し、企業物価指数はやや足元上昇基調にあります。

関西の動きを見ますと、日本全体と同じように一進一退を繰り返していて、足元の生産は2ヶ月連続でマイナスとなっています。ただ、意図せざる在庫が増えてくるということで、在庫調整がかなり進展してきています。輸出に関しては、リーマンショック後の反動増で一時大きく上がりましたが、その後は緩やかに推移しています。特にアジア向け輸出の増加幅がかなり大きかったのですが、足元は欧米と同じような前年同月比で動いています。

## (2) 標準予測：2010-12年度

以上を踏まえて、当研究所では11月に日本経済の標準予測を行いました。実質GDP成長率は、2010年度+3.0%、2011年度+1.6%、2012年度は+1.6%という結果です。この標準予測はGDPの2次速報値をベースにしたものではなく、11月15日に出た1次速報値をベースとした予測であることをご了承いただきたいと思いますが、大勢には大きな影響はなく、10年度後半には一時停滞色が強まるけれども、11年度後半から海外経済が持ち直ししてくるということと、補正予算等の緊急経済対策の影響で景気後退、二番底不況は回避さ

れるだろうという見方をしています。

次に、成長の寄与を見てみます。民間需要、公的需要、純輸出という3本柱それぞれの寄与度を示しています。この3本柱の数字を合計したものが成長率になります。緩やかながらですが、民需が成長をけん引するだろうという見方です。ただ、四半期ごとの動きを見ますと、政策の動きに非常に左右されるということで、エコポイントやたばこ増税などの政策の影響で、駆け込み需要、そしてその後の反動減があり、やや基調は読みづらいという見方をしています。

さらに民間需要の中身を見ると、10年度は政策効果で民間消費が拡大、11年度は民間住宅、企業設備がけん引するだろうという見方をしています。

今回の予測の特徴は、補正予算をチェックして各政策がどのような効果、政府消費になるのか、公的固定資本形成になるのかということ、政策ごとにチェックして、それを予測に反映させたという点です。予算規模はステップ1が9180億円。ステップ1というのは9月24日に決定された「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」で、2010年度予算のうち予備費として充てられていた1兆円分を使うものです。さらにステップ2として、10月8日に決まった「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」で、補正予算の方ですが、これが5兆901億円。合わせて約6兆円を経済対策として財政出動されるだろうと予測の中に織り込んだものです。緊急経済対策としては、後にステップ3が控えており、これは2011年度の本予算で対応されるもので、まだその詳細がはっきりしていませんので、今のところ分かっているステップ1とステップ2を織り込んでいます。

具体的にどのような形で織り込んでいるのかというのはこちらの表に示しているとおりです（スライド19）。個別に説明していると時間がありませんので、省略させていただきます。

次に、補正予算のあるときとないときでどのような動きをするのかを見てみます（スライド20）。「補正予算なし」が補正予算のない場合で、「補正予算あり」が標準予測の四半期ごとの動きです。政策効果の発動が、いつからスタートするのかということが政策によって異なりますので、補正予算ありの方がややぎくしゃくしたような成長パスを描く形になっています。



入江啓彰関西社会経済研  
究所研究員

個別に補正予算の効果を取り出してみたものがこの棒グラフです（スライド 20）。これも先ほど言いましたように、政策効果のタイミングのラグがあるので、ややぎくしゃくしたような形になっています。最後の 2012 年度のところになると、もう予算の効果が発動しない形になります。

一方、標準予測、補正予算ありの場合の物価の動きについては、2011 年度、2012 年度になっても、複数の物価指数がプラスの領域になる、つまり完全にデフレの領域から脱するのはまだ先になるのではないかという見方をしています。

それから「関西経済予測」ということで、日本経済と併せて当研究所で予測を行っています。「関西エコノミックインサイト」という形で、関西経済についても四半期に一度予測を公表していますが、こちらの予測でも補正予算を盛り込んでおり、各政策について関西の比率を乗じて予測の中に織り込んで計算しています。結果としては日本経済予測とほぼ同じような格好になっています。

### (3) リスクシナリオ

最後に、先行きに影響を与えるであろうリスクシナリオを提示したいと思います。ここでは、海外経済、国内経済、関西経済について四つ挙げています。海外経済については、各国経済（世界経済）と為替レートの動向が影響するということと、資源価格の高騰懸念という二つをリスクシナリオとして考えています。足元の米国・EU 経済はやや減速しているの見込んでいるのですが、米国経済はここへ来て足踏み感はやや一服しているようにも見えます。そうは言っても、世界経済の動向に日本経済も左右されるところが大きいとい

えると思います。

さらに為替レートの動向については、8月に行った「第84回景気分析と予測」の円高シミュレーションは、かなり円高が急速に進行したときでしたので、標準予測に比べて10円円高が進行した場合の影響をシミュレーションしたものです。GDP成長率については10円円高が進行することによって、10年度は0.3%ポイント、11年度は0.6%ポイント押し下げられるという効果を計算結果として出しています。ただ、短期的なGDP成長率を押し下げる効果以上に懸念されるのは、投資が海外に移転してしまう、海外シフトで日本の産業が空洞化してしまうということが、不可逆的な、つまり向こうで投資してしまうともう戻ることのできない企業行動の引き金になってしまう可能性があるということも、併せて懸念材料として指摘できると思います。

資源国・新興国のIMFの予測を見ると、依然として中国、ブラジル、ロシアといったような新興国、資源国は高い成長率を維持してはいるのですが、先行きがどうなるのかというのは不透明なところがあり、その影響で日本経済は大きく左右されると思います。

海外経済のもう一つのリスクシナリオとしては、資源価格の高騰懸念が挙げられます。原油価格は2008年の夏に急騰したときから比べると、まだ調整されてはいますが、高水準でいまだ推移しているというような状況です。鉄鉱石の資源価格も、足元で急激に鉄鉱石の輸入価格が急騰していることがうかがえます。こうした資源価格の高騰の影響について、どのような影響が実際あるのかということで、鉄鋼製品1t当たりの主原料コストが2003年と2010年を比べてみるとどのような変化があるか見てみます。2003年から2010年にかけて主原料コストが3倍近くになっており、鉄鋼は多くの産業に影響を及ぼす資源ですので、資源価格が高騰することのインパクトはかなり大きいだろうということがこの結果からもうかがえると思います。

国内経済の懸念としては、やはりまだ進行しているデフレが挙げられると思います。デフレの主因であるGDPギャップは、2009年第1四半期には最大で約9%、金額規模で45兆円ほどありました。これは徐々に縮小してきているとはいえ、まだ-3%、約15兆円のギャップがあります。デフレ脱却のためにはGDPギャップの縮小が必要であり、財政出動によってそれを補うのも一つの手段として考えられると思います。

財政政策あるいは金融政策を合わせて新成長戦略が6月に示されたのですが、この成長戦略が実現すれば、23年度には実質GDP成長率は2%を超える域で推移し、さらに消費者物価上昇率も緩やかなインフレを描くことが内閣府の試算では見込まれています。また、

基礎的財政収支は改善し、公債残高は、ないときに比べるとかさまないと内閣府は見ているようです。

最後に関西経済のリスクシナリオですが、大阪ではオフィスビルの大量供給がリーマンショックと重なって、空室率が大幅に上昇しています。2012年以降はさらなる大量供給が控えています。特に大阪駅周辺、北ヤードを中心として、たくさんの百貨店の増床やテナントの改良も併せて、大量供給が控えているわけです。これを関西活性化につなげるストラテジーが必要だろうと考えています。特に北ヤードに関しては、アジアや東京といったほかの地域から人を呼び込んで、さらにリピーターになってもらうような、魅力的な器づくりが必要ではないかと考えています。どういう形で施設を提供していくのか、関西がこれまで蓄積してきたノウハウをどのように活用していくのかということが試されるときに来ているのではないかと考えています。

(島) 今のプレゼンテーションに対して小川先生からコメントを頂戴したいと思います。

## コメント

小川 一夫（大阪大学社会経済研究所）

### (1) 雇用環境

まず、雇用環境がどうなるのかということです。先ほどの話でも、現在失業率が高止まりで、回復が非常に緩慢であるということが述べられました。こういうことを受けて、次年度以降雇用の回復が果たして期待できるのかどうかということが、大きな疑問ではないでしょうか。11月の消費動向調査でも、雇用環境の要因によって動向指数がかなり押し下げられているということがあり、家計は雇用に対して不安を持っているのではないかと。特に新卒採用は氷河期を上回るようなひどい状況ですし、失業率の中でもとりわけ若年層の失業率が急上昇しています。15～24歳の10月の失業率は9.1%と急増しており、現政権の目玉である人的資本の確保と真っ向から対立するような状態が現在起こっているわけです。これを政策的にどのような形で考えていくのかということが、重要なポイントになるかと思っています。



小川一夫大阪大学教授

## (2) 内需の動向

第2点は内需の動向についてですが、先ほど標準予測が出ていました。11年度・12年度の実質GDPの成長率が共に+1.6%です。そのうち内需が+1.3%と+1.5%で、ほとんど内需主導の成長シナリオが描かれています。内需で特に何が引っ張っているのかというと、11年度は住宅と設備投資、12年度は設備投資が日本経済を引っ張っているということです。雇用環境が不透明で、先がなかなか見通せないという状況では、長期的な買い物は控える傾向にあります。そうすると、住宅投資というのは非常に長いスパンで考えた買い物になりますから、雇用情勢が悪化している、いつ失業するかもしれないという状況で、住宅投資にどれぐらい期待が持てるのかということに、まず少し疑問を感じています。

それから、設備投資が日本経済の11年度・12年度のけん引役になっているのですが、では設備投資の伸びを支える要因は何なのか。設備投資が伸びるには、基本的には日本の期待成長率（収益）が回復する必要があると思うのですが、そういう回復が期待できるのか。あるいはもっと金融的な要因、設備投資のコストの面から支えていくのか。これに対しては金融政策の効果がどれぐらいあるのか。何が設備投資の伸びを回復につなげるのかということをもう少し考えていただければと思います。

今日の一つの大きなポイントは、補正予算をマクロの予測に入れているということです。補正予算の規模を見ると、やはり公的固定資本形成（公的投資）が大きな割合を占めています。ところが予測結果を見ますと、11年・12年とも公的な固定資本形成の寄与度はマイナスになっています。ということは、当初のプラスの補正予算による資本形成が、何らかの形で打ち消されているわけです。これは何によるのか。もう少し言いますと、補正予算



というのはどういうチャンネルで日本経済の景気を浮揚させるのか。この辺をもう少し説明していただければと思います。

### (3) 外需の動向

3 番目は外需です。11 年度から外需がある程度回復してくるというお話でしたが、先ほどの日本の 11 年度・12 年度の成長率の寄与度はむしろ内需が中心です。ということは、外需の寄与度が下がっているわけで、これは何によって下がっているのか。円高の効果なのか、あるいは海外経済の状態なのか、この辺を教えてくださいと思います。

それと、今後さらに円高がどれくらい進むのか、あるいはもう進まないのか、この辺のシナリオの妥当性も議論していただければと思います。また、外需の寄与度があまり高くないというのは、鉄鉱石や原油など資源価格の高止まりが輸入増につながり、それが外需の効果を打ち消しているのかどうか、この辺も少し考えていく必要があるかと思います。

(島) ありがとうございます。それでは、マクロ経済のパートから金融政策のパートに移りたいと思います。「最近の金融政策をどう考えるか？」というテーマで、本多先生にお願いしたいと思います。

## 2. 持続的成長を目指す金融政策のあるべき姿

### 「最近の金融政策をどう考えるか？」

本多 佑三（関西大学総合情報学部教授）

#### (1) 日米の金融政策と為替レート

リーマン・ショック以降、日本経済はいろいろな政策を総動員して、緩やかな回復過程にありました。しかし、ここに来てやや踊り場にあるというのが多くの方々の持っている認識かと思います。昨日、日本銀行が公表した短観においても、景気の業況判断指数は 9 月に比べてやや悪化しています。さらに 3 ヶ月後を見通すとまた少し悪くなるのではないかというのが、経営者の方々が持っている感触のようです。私の理解では、円高にその原因があり、経営者の方々もこの点を大いに懸念されているのではないかと思います。

この円高は、実は日米の金融政策と深くかかわっているというのが私の理解です。アメリカの経済を振り返ってみますと、2006 年半ばに住宅バブルが崩壊し、金融セクターが金

融危機に陥りました。しばらくの間は金融セクター内で問題はとどまっていたのですが、2008年9月にリーマン・ショックが起これ、それ以降、実体経済に危機が及んでいったわけです。それはアメリカのみならず世界に及び、その影響を私どもの経済も受けたということですから。

この間、米FRBはどうかというと、2007年半ばまでは引き締めのスタンスをずっと取っていたのですが、半ばぐらいに大きく緩和の方に舵を切ったと思います。金融危機が顕在化し、特に、リーマン・ショック以降はそれが実体経済に波及したために、米FRBは、金融を大幅に緩和して、金融部門を安定化させると同時に、経済を下支えするという方向に動いたわけですから。

フェデラル・ファンドレートは2007年半ばの5.25%から、2008年9月のリーマン・ショックを経て、2008年12月にはもうゼロ金利になっています。ですから約1年半の間に一気にゼロまで緩和しているのです。同時に、FRB議長のベン・バーナンキ氏は量的緩和ではなく信用緩和政策をとると発表しました。信用緩和というのは、問題の根底に住宅バブルの崩壊がありますので、FRBのバランスシートの資産側で住宅関連債券の購入という形で住宅金融のてこ入れをすることを指します。しかし、それは同時にバランスシートの負債側では大量のベースマネーを供給するということでもあるわけですから、通貨を大幅に緩和したということでもあります。その後も一貫して通貨を量的に緩和してきたというのがアメリカの金融政策です。

それに対して日本の金融政策はどうだったかというと、もちろん景気が悪かったので緩和政策を取りました。ただ、二つ問題があって、一つはリーマン・ショック以前から日本の誘導金利である翌日物のコールレートは0.5%と非常に低い水準にあり、下げる余地があまりなかった。それを0.1%にし、さらに0.1%から0%の間に下げることになりました。もう一つは、日本銀行は量的緩和政策を取ることに必ずしも積極的ではなかったと考えられます。日銀は2010年10月5日に追加の緩和政策を採用し、5兆円規模の資金を投入することを決定しました。しかし10月5日以前においては、日銀の政策は、特にアメリカとの関係で見ると、必ずしも量的に大規模な緩和政策ではなかったと思われます。



本多佑三関西大学教授

その日米の金融政策の違いが、為替に大きく影響を及ぼしているというのが私の理解です。それをグラフでお示ししたいと思います（資料2）。縦軸は円とドルの為替レートを示していて、上に行くと円安、下へ行くと円高です。横軸は、日本のベースマネーをアメリカのベースマネーで割った比率を示しています。2007年の前半には1ドル120円よりも少し円安という感じでした。アメリカの方は大規模な緩和を繰り返し行い、日本はそれに比べるとやや限定的な緩和を行ってきました。アメリカのベースマネーが分母になっていますので、アメリカのベースマネーを相対的に増やすと左に移動します。それに従って円高が進んだということが、ここで示されているわけです。

経済理論では、通貨量や日米の金融政策の差が為替に影響を及ぼすという議論があります。ですから、経済理論が支持するような結果になっているということになります。ただ、為替レートの決定はさまざまな要因に依存しているので、今言ったようなことが常に成り立つということではもちろんありません。ただ、今回の円高をどう考えるかと聞かれたら、アメリカの大規模な金融緩和が一番の原因になっているだろうというのが私の観察です。アメリカが極端に通貨を増加させたら日本経済に対しどのような影響を与えるかという疑問に関し、今回のアメリカの大胆な金融緩和が一種の「自然実験」になったと理解すべきだと思います。

現状は、120円から84円へ30%以上の円高になっています。これがいろいろな形で日本経済に悪い影響を与えると思います。短期の効果もあれば長期の効果もあります。短期では、まず総需要が減る、所得が減る、雇用が減る、これはマクロ経済学の教科書にもそのように書いてあります。中長期では、今まで国内工場で作っていたものが海外に移転する

ということがあれば雇用が海外に行きますので、その報酬は海外の人たちの報酬になります。つまり、現地生産をすれば、資本のリターンは日本のリターンになりますが、労働のリターンは海外に落ちることになります。

それから、雇用が悪化して若い人がなかなか職に就けないという状況は非常に深刻な問題だと思います。大学を卒業して鍛えなければいけないときにそれを怠ると、生産性の高い人材が育ちにくくなります。20代のときはあまり働かなかったけれども40代になったら急に働くようになったという人はあまり聞かないわけで、やはり鍛えるべきときは鍛えなければいけない。そういうことを考えると、若年層の失業率が高いというのは長期的に大きな問題があると思います。

さらに、海外に工場が移転しますと、やはり技術が海外に流れていってしまう確率が高まります。国内技術の海外流出は、中長期的に見ると日本の競争力をそぐことになります。円高は今までずっとそうであったし、これまで何とか対応してきたではないかという議論はよく聞かれます。また、もちろん円高にはいろいろなメリットがありますから、それは当然追求すべきことだと思います。しかし、日本経済全体から見れば、明らかに円高のマイナスの要因の方が大きいと思います。特に所得や雇用の面ではマイナスになる。従って、円高は、政策で抑えられるのであれば抑えた方がいい。特に今回のようにアメリカの金融政策によって引き起こされているのならば、日本の金融政策でそれを和らげる努力が必要だというのが私の考えです。

なぜ円高が進み、なぜアメリカは大規模な緩和をし続けているのかといえば、アメリカの経済成長率が2010年第2四半期に1.7%に低下し、インフレ率も1%前後にまで低下した。何より失業率が9%台に高止まりしているからです。今後もそういう悪い数字が出てくれば、アメリカはさらに金融を緩和すると思います。そのときに日本が何もしなければ、もっと円高になります。アメリカが金融をさらに緩和した場合には、アメリカに合わせて日本も金融を緩和した方が良く考えています。

## (2) 金融緩和は可能か

では、緩和が本当にできるのか。既に短期金利はゼロではないかという議論もよく聞かれます。この辺は学問の世界でも非常に難しい問題で、経験のない未知の領域です。金利が低いときに通貨をどんどん供給して、それが景気を刺激するかという問題は、経済学の間でも意見が分かれています。そういうこともあって、日本銀行は量的緩和に消

極的であったのかもしれませんが。しかし、2001年3月から2006年3月までの量的緩和政策について、中央大学の黒木祥弘教授と大阪府立大学の立花実准教授と3人でいろいろ調べた結果、量的緩和には景気を刺激する効果があるというのが、現在私どもが持っている結論です。従って、アメリカはこれまで大規模な量的緩和を今までやってきて、ごくゆっくりとしたペースでしか成果は上がっていないように見えていますが、実はこの量的緩和が实体经济を下支えしていて、やらなかったらもっと大変なことになるというのが私の解釈です。ですから、日本も同じように量的に緩和した方が良く考えています。

論拠として、2001年から2006年にかけて日本銀行が量的緩和政策を取ったときのお話をさせていただきます。モデルを使っていろいろ議論をしています(スライド4)。モデルの中に入っている変数は、PがCPI(消費者物価指数)、YがIIP(鉱工業生産指数)、rがコールレート、mが日銀当座預金、すなわち量的緩和のときに日銀が操作目標として使った変数で、そしてsが株価ということで、この5変数を使って調べました。4年前に論文を書いたのですが、最近その論文を補強する意味で、別の論文を今書きつつあります。これらの論文では、主として今挙げた5変数を用いて、日銀当座預金が物価や生産や株価に対してどういう影響を及ぼすかということを見ています。この特定化に至るまでは、ほかの様々な変数をいろいろ試しました。

その結果を少しだけお示しします(スライド5)。「予備推定(1)」が前の論文におけるモデルの推定の結果で、今回のデータではやり方を少し変えたので、再現しています。量的緩和政策のときに、日銀は目標を当座預金に設定し、当座預金を最初は5兆円、それから7兆円、10兆円という形で変化させていきました。例えば当座預金を1兆円増やすと、それがCPI、IIP、株価にどういう影響を与えるかということを見ています。バンドは、90%の信頼区間を表し、0から離れていると効果があったというように読んでいただければと思います。ですから、消費者物価に対してはあまり効果がなかったけれども、IIPと株価に対してはインパクトがありました。

前の論文と今回の論文の共通した結論としては、当座預金を変化させると、株価はすぐに上昇するのですが、それに対してIIPが上昇するのは少ししてからです。前の論文におけるピークは、株価が3ヶ月ほど、IIPは半年ぐらいたってからでした。この予備推定では、そうした前回の結果を再現しています。

予備推定では量的緩和の期間だけのデータを使って推測しました。今回は新しく、ダミー変数を使って量的緩和期間を識別して推定し直した方が、精度が高まるだろうというこ

とで、やり直しました（スライド6）。3通り推定したのですが、一つ見ていただければ結構だと思います。このケースでは、当座預金を上げるとCPIも上昇しているけれども、こちらはあまり効いていない。しかし、IIPおよび株価については、どれを見ても0から有意に離れているということが分かると思います。タイミングに関して言うと、株価がまず反応して、それからIIPが反応するという結果になっています。従って、量的緩和は効果があると考えられます。

日銀当座預金の量的緩和期間中の平均残高は、24兆円だったのですが、それを25兆円にしたときの実験的なインパクトを見てみましょう（スライド7）。モデル（i）、モデル（ii）、モデル（iii）とあります。当該期間は5年間ですので、サンプルが少ないのです。従って、それほど正確な議論ができるわけではないのですが、1兆円増やしたときにIIPにどれくらいインパクトがあるかという、モデル（i）では0.031%しかない。モデル（iii）では0.177%となります。これは1兆円の効果ですから、量的緩和期間における日銀当座預金目標額は例えば最高で35兆円まで行きましたので、その場合にはこの35倍がその効果ということになります。株価に関してはモデル（i）が0.2%で、モデル（iii）は0.9%と結構幅があります。それから、量的緩和期間だけのデータを使って調べた結果が「予備推定（1）」ですが、量的緩和期間だけのデータの推計値はかなり大きく出ていて、それと比べると、今回のモデルによる推定値はいずれも比較的小さい数値になっています。しかし統計的な有意性について言えば、いずれも有意に出ています。

質的結論としては、前回の結果と基本的には変わらない、量的緩和ショックを与えると株価を通じて生産に影響が及ぶということになります。実際に経済でどうということが起こっているかということについては、残念ながらトラックできるようなモデルにはなっていませんので、それは分からないのですが、統計的にはまず株価が反応して生産が反応するという結果になっています。また、前回の論文と比べると効果は小さくなっています。こうした結果を踏まえて、現在の金融政策に関して私見を申し上げます。現在どの指標を見ても、日本の景気は必ずしも良くない。生産、物価、雇用、株価、地価、為替の各指標はすべて、金融を緩和した方が良いという方向に向いていると思います。ただ、2010年第3四半期のGDPについては例外的に堅調な数値が出ています。こういう数値がずっと出てくるようであれば、結構だと思うのですが、為替が円高になったので、この先は楽観できません。Jカーブ効果により、円高の悪影響は時間の遅れを伴ってでてきます。日銀も手を打って10月5日に包括金融緩和政策を発表しました。それもまだ始まったばかりで

すので、諸力の結果として日本経済が動いていくということになるかと思います。注意深く見守りつつも、基本的には、日本銀行はもっと量的に緩和していく必要があるのではないかとというのが私の考えです。

(島) ありがとうございました。今のプレゼンテーションに対するコメントを地主先生にお願いしたいと思います。

## コメント

地主 敏樹 (神戸大学)

### (1) 日銀の追加緩和に対する評価

本多先生たちの研究では、量的緩和が株価を押し上げて、それによって生産も増える、GDP も増えて雇用も増えるということを検証されたということでした。日本の量的緩和の経験に関しては多くの研究がなされていて、その中で見解は分かれています。本多先生のグループは、一方の大きな存在としてあって、他方には違う考え方をする人たちがいます。金融システムが安定したということに関しては、多くの方が一致しているのですが、本多先生たちと違うグループの人たちは、量的緩和は金融システム安定化の効果しかなくて、生産に影響はなく、資産価格への影響もほとんどなかったという見方をしている、これはそれなりに強い見方です。だから、本多先生たちは学会の中で戦いを挑んでいるというのが現状です。テクニカルな検証の仕方などでいろいろな議論があった中で、今回さらに追加の検証をされて、自分たちの主張の有効性を強化されたのだと思います。



地主敏樹神戸大学教授

株価を通じたルートが強かったということと言うと、日本銀行が10月に導入された包括緩和には三つ大きな柱がありました。まず、日本銀行の目標とするインフレ水準が1%であるということをはっきりさせる。それから、その1%が実現されるまでは緩和を続ける。そして株価を含めた資産価格です。ETF（株価指数連動型上場投資信託）や、REIT（不動産投資信託）など、資産価格に関連した金融資産を日銀が買い入れるという政策を初めて導入しました。本多先生の議論ですと、株価を通じたルートは有効であったということなので、日本銀行は今回ダイレクトに株価に向かいつつあるようにも見えるのですが、それについてどのように評価されるのか。今のところまだ始まったばかりなので、まだ結果は分かりません。規模が小さいと思っている人も多いと思うのですが、どのように評価されるかということをお伺いしたいと思います。

## (2) 日米の政策の違い

第2点は、アメリカと日本との比較です。アメリカが急速にかつ大幅に量的な緩和を行ったので、それが円高方向に効いたのだということを一昨日（12月14日）、本多先生は日本経済新聞の経済教室にも書かれまして、先ほどのグラフも載せておられました。非常に印象的な分かりやすいグラフです。アメリカが今回10月の金融緩和を行ったときは、ちょうどアメリカの中間選挙があり、民主党が負けそうだという見込みがありました。共和党が勝った場合は大幅な財政支出は期待できないので、ちょうどその選挙に対応してアメリカの中央銀行である連邦準備制度理事会が政策決定会議を開いて量的緩和を行ったわけで



す。さらに日本銀行が政策委員会のもともと予定されていた日程を変えて、それに対応して先ほどの「包括緩和」を入れるという形になりました。

アメリカのやっている量的緩和は、その初期には日本と少し違っていました。日本とアメリカの金融システムの違いがあって、アメリカの場合、必ずしも商業銀行だけが中心ではありません。いろいろな直接金融のルートがたくさんあって、かつシャドバンキングというような中間的なルートもあります。それらがリーマンショックの後につぶれたので、守らないといけないということになり、そのためにやるべき量的緩和というのは、日本とは違った形になったわけです。それをアメリカは「信用緩和」と呼びました。最近では金融システムがある程度落ち着いてきたので、マクロ経済を何とか浮揚させる、特にデフレに落ち込むのを防ぐということに政策目的が変わってきました。今度の追加的量的緩和(QE2)の場合、買っているのは国債だけになりました。今回の政策は単純で、長期国債だけを買うというものです。

世界では、中国やブラジルなどいろいろなところから、アメリカがそんなことをするから自分たちの国は迷惑を被るのだと叩かれているわけですが、アメリカ国内でも議論は割れています。「バーナンキ頑張り」という人たちも当然いるのですが、反対派の人たちは、そんなめちゃくちゃなことをやったらインフレになるだろうと言っています。つまり、今度の買い入れ額はそれなりに大きく、アメリカの財政赤字の4割ぐらいに当たります。中央銀行が財政赤字の4割近くも、国債を買い上げるという話なので、中央銀行の行う政策としては一番のタブーを行うことになります。政府の赤字を全部ファイナンスしてあげるということにかなり近いので、それを批判する人は非常に叩いています。

しかし、私はきっとアメリカの中央銀行やそのトップであるバーナンキは喜んでいると思います。叩かれれば叩かれるほど、デフレ懸念は薄らいでいくわけです。現在、デフレが懸念されるという状態の下で中央銀行が何をしなければいけないかということ、自分への信認を落とさないといけないのです。中央銀行が信用されすぎると、ほかの資産を持つよりは現金を持った方が安全だということになります。みんな現金を持って、株も買わない、ほかの資産も買わないということになってしまいます。デフレの状態とインフレの状態とでは、世界の常識は逆さまになるのです。インフレの状態では中央銀行がきちんと節度ある金融政策をやっていることが一番大事なのですが、デフレになってくると、中央銀行はある程度ひどいことをやった方が、経済のためにはなるのです。つまりどこまで意図的に自分の評判を落とせるかということが大事なのです。その観点からいうと、日本銀行

は様々な新しい政策を工夫しましたが、やはり自分の評価を落とす政策には踏み込めなかったと言えるのではないのでしょうか。あるいは、1997～98年という段階で新しい日銀法ができたことが不運だったのではないのでしょうか。そこから自分の評判を高めていかなければいけなくなったので、一番必要であった方向と制度改革の方向とが逆になってしまったのだと、考えられるのではないのでしょうか。

### (3) 日本銀行の行動

第3点に移ります。日米の金融緩和の状態の違いによって為替レートが大幅に変わってしまうということについて、質問します。それが始まってかなり経つわけですが、どうして日本銀行はもっと早めに動かなかったのでしょうか。その点をどう考えておられるかということ、本多先生に伺いたいと思います。

(島) 今の金融に関する議論も後ほどお願いしたいと思います。それでは講演の最後のパート、補正予算ならびに来年度予算をめぐる財政政策について、跡田先生にお願いいたします。

## 3. 補正予算と来年度予算の期待

跡田 直澄（嘉悦大学副学長・経営経済学部教授）

### (1) 平成22年度補正予算について

まず、今年度の補正予算の規模をどう考えるか。当初予算の規模は、平成20年度の予算が83兆円、21年度が88兆円、22年が92兆円という数字でした。21年度と20年度の間、約5兆円規模の拡大が起きています。このうち半分ぐらいは年金の国庫負担の予算で、残りの部分、大体2兆円ぐらいが景気対策、評判の悪かった自民党最後の総理大臣のときに組まれた予算ですが、景気対策を既に含んだ形で当初予算が組まれたということで、2兆円だけ含まれていました。ですから、もしリーマンショックがなかったならば、83兆円が87兆円ぐらいになっていたというのが21年度です。そして当初予算が通るとすぐに補正予算を約11兆円規模で組んだということで、最終的には101兆円ぐらいの予算が補正込みで生まれ、21年度予算の中では、当初と補正とを含めると約13兆円の景気対策が行われたこととなります。その当時、デフレギャップが約45兆円あったのに対して13兆円ぐ

らの景気対策を打ったということです。

そして22年度予算は92兆円ということですが、21年度から増えた部分は景気対策で予備費1兆円を積み立てていたということと、地方を救うための交付税で1兆円追加していた。そして、景気対策と言うかどうかは別にして、子ども手当で2.7兆円。この5兆円規模が、景気対策的に予算が膨らんだ部分です。ですから、景気対策として約4兆円を当初予算で追加して、そして今回5兆円規模の補正予算を組んだということです。現在のデフレギャップはだいぶ小さくなってきており、数字としてはもう15兆円となっているという報告がありましたが、補正を組んでいる最中はまだ20兆~30兆円あるのではないかとわかれていたという背景からすると、45兆円に対しての13兆円ですから、景気対策で30兆円規模あったら9兆円規模の追加的な景気対策が組みまれてもいいかなというわけですが、景気判断としてはもう少し小さくても良かったのかもしれない。しかし、こういう点からすると、今回の補正の規模はそう間違った規模ではなかったと評価してもいいのではないかと思います。

リーマンショックの際に、先進国の多くは日本並みの10兆円規模の景気対策をやっています。中国もそうですが、財政と金融とをパッケージでやったというのが、日本以外の特徴です。日本は財政だけで、金融はベース的にはずっとやっていたのですが、追加的にはやらなかったため、デフレギャップの縮小が後れたということが一つ評価としてはありました。



跡田直澄嘉悦大学副学長教授

補正の規模はよしとするわけですが、では内容はどのようなのかという点です。お配りした資料の一番後ろに、補正予算の5兆円の中身で注目すべきものを挙げています。補正です

から本来は今年度中に支出されて効果が出てくるのが重要なわけですが、本当に効き目がありそうなものは、雇用人材だと 1500 億円ぐらい、訓練・生活支援給付や重点分野というようなところは若干効くかもしれません。新成長戦略で言うと、家電エコポイント、住宅エコポイントなどが少し続いたというところは効くかもしれません。それから、地域活性化の中小企業の資金繰り対策、そして公共事業契約の前倒しといったものぐらいで、あまりすぐには効きそうにない。典型的な効きそうにないものは、「安心子ども基金の延長・基金積み増し」。地域活性化交付金の創設なども、要するに基金を作ってそこに資金をためるということであり、まだ内容は全く決まっていないものを補正予算・景気対策だと言っているわけです。少なくとも今年度ないし来年の第 1 四半期に景気対策として効果が出てくるものは、非常に限定的ではないかと見ています。それが、入江さんが報告されたマクロの経済効果の中でも、補正予算の効果が当初少しは出るけれども本格的に出てくるのは第 2 四半期以降と予測されているというところにも出ています。そういう点からすると、個々の内容はあまりいいものがないと言ってもいいのではないかと思います。

例えば具体的政策に関しては、やはり雇用の問題が非常に重要で、新卒者就活応援プログラムを実施して、3 年以内既卒者トライアル雇用調整金は、12 ヶ月の雇用につながる内容ぐらいに見直さなければいけないのではないかと。3 ヶ月という短い期間のトライアル雇用だけでは本当の就職にはならないので、真剣に雇用を考えているとは思えない、思い切りの悪い政策が行われています。私ども嘉悦大学はいまだに就職内定率 30%程度で、要するにレベルの低いところはものすごい影響を受けるわけですが、このまま 4 月になっても正規雇用にはならず、派遣に行く学生が多いのです。そういうことに対してもう少し考える必要がありますが、少なくとも派遣という制度を残してもらわないと、うちのような大学の卒業生は働くところすらなくなってしまいます。結局アルバイト採用しかなくなってしまふというようなことが起こり得ます。

ですから、基本的な政策を間違えている今の政権には、こういうところにも少し物足りなさもあるし、根本も間違っているものが多いと感じています。細かいところはいろいろ指摘されていますが、結局この政権の行った補正予算は、自民党時代にやっていたものと一緒で、中小企業の資金繰り支援と公共事業が景気対策だと思っていて、何ら進歩していない。あとはエコポイントでばらまくようなことしかやらないという、内容的にはかつての自民党の悪いところだけが凝縮されたような補正予算であると申し上げて、評価とさせていただきます。

### (3) 来年度予算について

来年度の本予算についてどう考えるかという点ですが、89兆円から2兆円引いた87兆円ぐらいが、景気対策を含まないときの現在日本の財政が支出すべき本来の規模です。そこに2.7兆円という子ども手当が加わっているところがまず問題であるわけですが、内容は別にして、規模的には87兆円に対してどのぐらい今年度の予算を入れるか、景気対策的なところを入れるかという点では、先ほどの15兆円というデフレギャップがありましたから、麻生政権が間違った政策をしていないとすると、45兆円に対して13兆円ぐらいの景気対策をやったわけですから、3分の1の規模、大体4兆~4.5兆円ぐらいの景気対策予算を含めておけばいいと。ですから87兆円に4兆~5兆円を足せば、91兆~92兆円弱の予算規模が今の日本経済にとって政府が出すべき予算規模ではないかと推定されます。

ですから、今、報道で見える限りは予算規模92兆円ぐらいと言っています。財務省はもう少し削りたいと言っていて、要するに子ども手当を削れば2兆~3兆円減で90兆円を切る規模になりますから、その気持ちはよく分かるのですが、そう簡単にはその予算は切れないでしょう。そうすると、92兆円ぐらいまでは景気対策ということで認めざるを得ないのではないかと考えています。ですから、規模的にはいいのではないかと思います。

歳出の中身に関しては、今まだ細かいところは出てきていません。来年度予算に関しては税制がほぼ決まってきましたが、報道されている税制改革の内容からすると、法人税率を5%ぐらい下げるといような言い方をしていると思います。実効税率で5%下げるといことと、税率で5%下げるといことにはだいぶ違いがありますので、税率を5%下げますと、実効税率だと恐らく7%ぐらい下がるといいます。ですから、税率を5%下げると、国際的に見ても企業の負担は下げられるといいます。ですから、今の日本にとっての税制としてはいいのではないかといいます。

ただ、それに対して一生懸命財源探しをしていて、これははっきり言うと、税制を遊んでいる。本来、税制というのはきちんとした理念の下に改革をしていかなければいけないのですが、非常に教条主義的な、原理主義的と言ってもよいのですが、減税するならば必ず財源を持ってこなければいけないといういような議論が先に出てきていて、成長戦略として企業の負担を下げるとい大義名分と、政策論というか、原理原則論とのせめぎ合いをしているのです。ですから、財源としての増税をするのではなく、税制改革として何をすべきかということ、本来は議論していただきたい。

今、1500万円以上の人は給与所得控除をゼロにするというわけですが、所得を稼ぐというときに経費がかからないというばかなことはあり得ないわけです。ですから、もし給与所得控除の縮減をしていくのであれば、全所得階層の経費率を下げるというのならば意味がありますが、ある特定の人たちの所得収入について稼ぐところの経費を認めないというような、理念のない改革をしてもらっては困ります。きちんと理念を先に立てて、それで一体どういう税制改革をするか議論していくというプロセスが欲しいわけです。

今のところ出てきている増収案はすべて場当たりの改革案しか出ていないというのが実態です。結局、政府税制調査会を政治家にやらせてしまったがために、税調の答申さえ出てこない、いきなり税制改正要綱が出てくる。基本的な税としての議論が全くなされていない。税の素人が集まって議論しているわけですから、財務省の言いなりになっているというのもあるでしょうし、政治家の目立ちたがりの部分で議論されているだけなので、非常に危険な税制改正が行われつつあると言ってもいいのではないかと思います。税制についての細かい議論は関西社研で近々されるそうですので、これ以上細かいところは申し上げませんが、予算の中でその規模はいいのですが、中身についてはまだかなり問題が多いと申し上げて、私のプレゼンは終わらせていただきます。

## ディスカッション

「日本及び関西の景気浮揚へ向けて」

コーディネーター 小川 一夫（大阪大学社会経済研究所教授）

（島） ここからディスカッションの部に移らせていただきたいと思います。小川先生、よろしく願いいたします。

（小川） 論点が非常にたくさんあるのですが、まず、今回多くの方々にとらえられた円高の問題です。本多先生からは、日米の金融政策のスタンスの違いがだいぶ効いているのではないかとということで、日本ももっと量的緩和をすべきであるという政策提言をいただいています。跡田先生からは、今回は財政がかなり動いているけれども、追加的な金融はあまりやっていないのではないかとのご意見もありました。ただ、地主先生からは、量的緩和の効果、株価を経るチャネルについては、金融システムの安定化の時期には非常に役に立ったけれども、平時のときにはどうかという議論もあるということで、かなり議

論が分かれています。フロアの方と一緒に議論していきたいのですが、まず口火を切っていただくために、最初にこちらから指名させていただいて、その方々のご意見も入れて、またフロアとのご議論をしていただきたいと思います。関西大学の高屋定美先生、いかがでしょうか。

(関西大学商学部 高屋定美教授) 円高について確認と質問をさせていただきたいのですが、基本的に私もマネタリーアプローチがこの時期は適当だろうと考えています。したがって本多先生がおっしゃるように、アメリカの金融緩和に比べて日本の金融緩和が近年ではやはり乏しいといえますか、少なかったことが円高を招いた主要因であるということに全く賛同しています。

ただ、金融緩和措置を日本と ECB と Fed を比較しますと、Fed は 2006 年から 2007 年末は割と絞ってきたのです。2007 年は拡大しつつありますが、2008 年から大きく拡大することで、それから金融緩和というイベントが拡大するのですが、ただ、名目 GDP 比で見ると、水準という意味では、日本の方が今でも若干緩和基調にあるのではないかと。ECB はどうかというと、ECB はそれほど多くは拡大していませんが、それでも当初の Fed よりは拡大しつつあるという簡単な結果は出ています。そうすると今回の円高の背景を考えたときに、水準で大きく緩和したということが大きな影響というよりは、むしろ変化としてのインパクトが非常に大きかったことが、今回の円高を招いたという解決も出てくるのです。そういう見方ということで、緩和のインパクトが非常にアメリカでは大きかったから円高になったのかということが 1 点、質問です。

もう一つは、では日本はもっと緩和するべきだというのが先生のご主張だとお聞きしているのですが、そうした場合、あえて刺激的な言葉で言うと、通貨安競争を招かないか。金融緩和競争ないしは通貨安競争によって、ある種の非協調的な枠組みへ入り込んで、かえってネガティブなインパクトを両国に与えるようなことはないだろうか。そうなるかどうかという解があるかということ、協調して何かを行うということになるかもしれないし、そうすると実は金融政策は何もできないというようなところに落ち込むかもしれないのですが、その辺り少しご意見をいただければと思います。



左: 関西大学 高屋定美教授  
右: 関西学院大学 田中敦教授

(小川) まとめてご意見をいただいてから、本多先生にお答えしていただきたいと思いますが、関西学院大学の田中敦先生、いかがでしょうか。

(田中) 円高に関してぜひご意見をお伺いしたいのは、長期的に見て、日本だけではなく世界全体にとって望ましい姿とは一体何なのかということです。突然抽象的なことをお聞きするようですが、いろいろなことが同じ疑問にたどり着くのです。例えば、新聞の現象面だけ見ていると、日本の企業はすごく頑張っている。それで輸出超過になっていて、輸出だけが為替レートを動かしているわけではないですが、ファンダメンタルズという意味ではものすごく頑張っているから輸出ができて、輸出ができてから円高になる。円高になったら大変だということで、日本の企業がコスト削減等々をやって輸出を維持する。そうするとまた円高になる、というようなことがずっと続いているという悪循環のように見えるのです。

もう少し学問的な話にすると、中長期的な為替レートはほぼ購買力平価説のようなものが見える。今年の9月、実際に為替の現場で働いている方と意見交換したのですが、そういう購買力平価説をきちんと見ている。当時すごく円高が進んでいるときだったので、彼らは「これは円高ではなく、円安がまともな水準に変わっているだけなのだ」と言うわけですね。それはレートを示してそのように言うわけですね。つまり購買力平価というのは実際のデータで示そうとすると、いろいろな計算方法があるのできっちりとした答えは出ないわけですが、いろいろな計算方法でやった趨勢と、それほど大きく為替の変化がないと



ということです。これは現象面で言うと、日本の企業がコスト削減をするからデフレになり、デフレになるから円高になるということになっていっているわけです。だから、一生懸命やっていることが自分たちの首を絞めているような感じがして、円高で大変だというお話だけれども、輸出ばかりを伸ばすというのは、ほかの国にとっては迷惑な話である可能性もあるわけです。では、全世界にとって一体何が長期均衡として望ましいのか。

次に、リーマンショックというものは、もちろん現場での問題がいろいろあった。しかし、実は起こるべくして起こったのだという中長期的な議論があるわけです。それは何かというと、世界のインバランスです。日本をはじめ貿易黒字を恒常的に出している国の資金が、貿易で恒常的に赤字を出しているアメリカ等々に流れ込むというインバランスに実は問題があるのだという議論もあって、それもやはり同じところに結び付くと思います。結局、みんなが幸せになれる長期均衡は一体どこにあるのだろうかということについて、コメントをいただければと思います。

(小川) 円高に関していろいろご意見が出ましたので、本多先生からリプライしていただきたいと思います。

(本多) 最初に地主先生からコメントを三ついただきましたので、それについて私がどう考えているかということをお答えしたいと思います。まず2番目のコメントからスタートさせていただきます。地主先生は、インフレのときとデフレのときとは、中央銀行のあるべき姿は違って、デフレのときには中央銀行が思い切ってリスクを取ってやった方がむしろ良いという意見があることを紹介されました。初めてこういう意見を聞きましたので、なるほど、そういう考え方もあるのかと思いました。それについてどう思うかということについては、もう少しよく考えさせてほしいということで、この点については、むしろ私は地主先生のご意見をうかがいたいと思います。

それと関係して、1番目のコメントですが、私たちの研究では、株価チャネルを通じて政策から生産に影響が及びます。10月5日の日銀の追加緩和の柱の一つは、5兆円のうち、ETFやREITを5000億円程度買うということで、この規模などをどう評価するかというご質問だったと思います。ご質問は難しい問題だと思います。中央銀行の基本的な役割は、本来、通貨の量をコントロール（制御）するということだという伝統的な考え方がありません。アメリカの場合でもリーマン・ショック後、米FRBはすぐ住宅金融にてこ入れをし

ましたが、株価や地価へのてこ入れは、本来、財政政策の一部だという考え方です。資源配分を変える、あるいは特定の分野にてこ入れをするというのは、財政政策の一部と考えるのです。中央銀行と政府の基本的な違いはどこにあるかということ、政府には財政政策の担保となる税金がありますが、中央銀行には税金がない。そこが政府と中央銀行の違いですから、リスクについては政府が取るべきだというのが恐らく今までの常識的な、伝統的な考え方だったと思います。

その領域に踏み込んで、米FRBは大胆に住宅金融のてこ入れをしたし、今回日銀も株価や地価にてこ入れをしている。それをどう評価するか。そこまで現在の日本経済は追いつめられているのでしょうか。むしろ私自身は、国債を買った方がいいのではないかと考えます。REITやETFを買うというのは、ある意味で二重の意味でてこ入れをしていることになるのです。一つは株価や地価を下支えする。同時にハイパワードマネーも供給し、金融を量的に緩和するという二つの意味でてこ入れをしていると考えられます。10月5日の日銀の包括緩和政策には、量をあまり出さないで効率的に経済に対しててこ入れをしたいという意図が込められていると思います。それに対して国債を買うというのは、特定のところを絞らず量的にたくさん通貨を供給して、それによつててこ入れをする。日本の2001～2006年の量的緩和政策はそういう政策だったのです。通貨の量をコントロールして景気のてこ入れをした。

当初の米FRBの信用緩和政策は、かなり財政の方に踏み出した形で住宅産業界にてこ入れし、住宅関係の債券を買っていきました。ここに来て、今回の追加緩和（2010年11月のQE2）は、伝統的な通貨の量をコントロールする方向にスタンスを変えてきていると思います。アメリカの場合、リーマン・ショックの直後は、住宅金融のてこ入れをせざるを得なかったのです。てこ入れしないと、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）やフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）などが本当に破綻し大混乱になるリスクが大きかったのです。今、日本経済がそこまで追いつめられているかということ、必ずしもそうではないというのが私の判断です。むしろ国債をたくさん買った方がいい。たくさん買って通貨の量を増やせば、為替にもお金が流れていって、円安の方向に働くのではないか。日銀が効率的にてこ入れをしたいという意図が2010年10月5日の包括緩和には込められているのではないかというのが私の推測です。

それとの関連で、私たちの研究は株価を通じて政策効果が波及すると報告しています。株価が高くなると実体経済に好影響を与えるという主張は、経済理論にもあります。しか

し、株価はいろいろな理由で上がりえます。金融システムの安定化によっても金融株が上がる。私たちが見つけたのは、株価がまず反応して、その後、鉱工業生産指数が反応するというだけを見つけたわけで、なぜ株価が上昇したのかについては、きちんと識別できているわけではありません。なぜそうなのかというと、5年間しか標本がないので、きちんと論証するほどの情報がないというのが正直なところです。まず株価が反応して、その後、鉱工業生産指数が高くなったということはかなり頑健に出ています。

3番目のコメントは、なぜ日銀はもう少し大胆に動かなかったのかというご質問です。私の推測では、一つは量的緩和をやっても効かないのではないかとこの空気がやはり支配的だったのではないかと考えます。では政策効果がないということ客観的にきちんとデータで論証したのかということ、そうではなかったのではないかとというのが私達の考えです。私達が検証に利用できる客観的データは、日本銀行が量的緩和を実施した期間のデータです。私達は、その少ない貴重な経験が含まれるデータを一生懸命調べたということです。ただ、「効かない」という意見が結構あります。多くの場合、それは単なる主張だけで、客観的根拠が乏しいのです。もっと科学的に調べるべきだというのが私達の考えです。標本が少ないところが私達の研究の弱点で、「確信できるのか」と問われれば、それは5年間の経験しかないわけで、その情報をフルに活用して、一応それなりの結論を出したというのが私達の回答です。以上が地主先生の議論についての私の返答です。

高屋先生のコメントは、マネタリーアプローチという考え方で実際のデータを見てみると、名目GDP比のストックとしては日本のマネーの方が多いのではないかという議論だったと思います。私のグラフは変化のインパクトを議論しているのではないかというコメントでした。マネタリーアプローチは、長期のモデルです。マネタリーアプローチの重要な柱は、購買力平価説です。購買力平価説とは、日本の物価とアメリカの物価と為替レートは付かず離れずの関係にあるという仮説です。今、米FRBが通貨の量を増やす。日本は何もしない。そうすると、為替と物価で付かず離れずの関係があるということを前提とすると、長期の論理的帰結として、円高の方向に為替レートが動くことになるわけです。

長期の論理的な帰結として為替レートがこうなるだろうという為替の予想水準はモデルから出てきます。その予想水準を基に人々は予想を形成して、現実の為替レートは動いていると考えられます。その意味で、長期の論理的帰結は現在の足元の為替レートに影響を与えうる。しかし、そういう予想や期待などで為替レートは動いていますので、今回グラフで示したことが、今後の5年や10年でいつも成り立つのかと問われれば、それは成り立

つ保証はない、と私自身は考えています。

グラフというのは二つの変数しか見ていないわけです。背後にはたくさんの変数があります。その変数が止まったとして、二つの変数を見ているということです。ですから、マネタリーアプローチそのものに全幅の信頼を置いて、それを見ていればそれで為替の動きが分かるということではない。ただ、私が言いたかった点は、今回の円高に関しては、これは明らかにアメリカが大量にハイパワードマネーを供給した結果なのだ、いろいろなデータを見るとそのように推測せざるを得ないということです。

二つ目のコメントは、日本はもっと緩和した方が良いと私が申し上げたことについてです。アメリカが緩和したら日本も緩和した方が良いという主張は、通貨安競争、為替の切り下げ競争になって、大恐慌の頃のように貿易が縮小してお互いに悲惨な目に遭うのではないかというご質問だと思います。この点については、例えばイェール大学の浜田宏一先生たちは、為替レートを切り下げてよいと主張されておられます。あるところ（「パレートの意味で最適なところ」(浜田宏一)）に解が落ち着き、世界経済がインフレになったり、あるいは貿易が縮小することは決してないことを示されています。最初に申し上げたような通説（俗説）を否定されています。例えば、浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代著『伝統の教授に学べ！本当の経済学がわかる本』（東洋経済新報社、2010、pp. 116-118）にある説明および参考文献をご参照ください。

それから、田中先生のコメントですが、長期的に望ましい姿はどんなものか。円高で大騒ぎしてコストを切り下げ、それがデフレにつながるというのは、おっしゃるとおりかもしれません。しかし、コストを下げないで日本企業が競争に負ければ、国全体としては、有効需要が不足して、もっとデフレになります。望ましい姿とは何なのかというのは、むしろ田中先生におうかがいしたい。もちろん経常収支が各国で均衡するのが望ましいわけですが、今の日本経済を見ていると、そんなのんびりしたことは言っていられないと私は感じています。総需要を増やす項目であれば、外需であれ内需であれ、とにかくそれを掘り起こして所得につなげないと、日本経済は立ち行きません。ですから、やや短期的な視点に立っていますが、円高をある程度、単に政策で和らげることができたら、それは政策当局のやるべきことではないかと考えます。ことに今回の円高は、アメリカの金融緩和がもともとの原因になっているとみられるからです。長期的に見てどうかというのは本来確かに議論すべきことですが、円高だから輸出を減らして均衡点に向かうというのは誤りです。仮に経常収支の均衡を目指すのであれば、輸出を減らすのではなく、輸入を増加さ

せることにより、均衡を目指すべきでないでしょうか。長期の望ましい方向はむしろ田中先生に教えていただければと思います。

(島) 円高に関しては輸出面が注目されて、どちらかという製造業を念頭に置いた議論だと思います。ただ日本の場合、今や非製造業もかなりウエートが大きいですから、非製造業のパフォーマンスはどうなのかということで、入江研究員が最初に報告されたように、今後2011年度、2012年度はやはり内需主導で行くということで、むしろ非製造業が重要ではないかという気もするのです。ただ、雇用が非常に不透明な状況で、設備投資や住宅投資が支えるということもありますから、その辺をどのように考えているのかということをお聞きしたいのですが。

(入江) 補正予算の効果をどのように見ているのかというところの議論になってくるかと思います。政府は今回の経済対策でGDPを0.6%押し上げる効果があると言っています。これは金額ベースで見ると6兆円ですので、これを2で割って3兆円、500兆円で割ると0.6%という、どんぶり勘定のような計算をしているのではないかと思うのですが、私どもの予測では、2010年度は0.38%、2011年度は0.53%押し上げる効果があるだろうと見ています。先ほど跡田先生から、予算が実際に6兆円という額面どおり発動するかどうか分からないというご指摘がありましたが、私どもの予測でも、基金やその他というように内容がよく分からないものについてはカウントをしていません。ただ、そのほかのところでは額面どおり予算が発動すると考えた上での予測の結果になっています。

雇用環境について先行きがどうなのかというコメントをいただきましたが、標準予測、つまり補正予算の効果を含んだ形では、2010年度は5.1%、11年度は4.7%、12年度は4.4%と改善していくと見込んでいます。ただ、これも雇用関連の政策、重点分野雇用創造事業の拡充や新卒者就活応援プログラムといった施策が、実際に発動するという前提の下で回復していくと考えています。

次に内需、住宅投資や設備投資なども政策効果を見込んでいて、住宅などはずっと長期低迷といわれていたのですが、そういうところに住宅エコポイントというような制度がうまく効けば、住宅投資は期待できる。あるいは企業設備投資なども、企業への移転が資金移転という形で行われたら、中小企業に対する金融支援などもそうですが、キャッシュフ

ローに余裕ができて、結果として投資が活性化すると見た結果です。

公的固定資本形成については、もともとない場合のケースを内閣府の慎重シナリオにのっとって考えて、それに補正予算を上積みするという形にしていますので、前年度比で言うとマイナス成長になっているのですが、ない場合はさらに成長がもっとマイナスになるとご理解いただければと思います。

外需の動向については割愛させていただきたいのですが、結局、政策効果がフルに効いた場合の結果ですので、効果が剥落しないうちに民需がどんどん回復していくような仕掛けづくりを、知恵を絞って考えていかなければいけないと私は見えています。

(小川) 今の入江さんのご説明は、政策効果がフルに発動すればという条件付きで内需が上向いていくということでした。ただ、先ほどの跡田先生のお話ですと、規模はよいが、景気対策の中身が即効性のあるものはなかなかなく、内容としてはあまり良くないのではないかというご意見です。総予算では、法人税率の引下げによる減税分の財源探しをしているということで、ポリシーというか理念がない。私もそれは賛成です。非常にプロボカティブな意見が出て少し議論を誘発したのですが、その辺りについて会場の皆様はいかがでしょう。

(関経連 藤原幸則 理事) 補正よりも、われわれが今関心を持っているのは税制です。今回法人税が5%下がりますが、来年揺り戻しでその先下がるかどうか分からないという問題があります。これでは期待成長率には寄与しないと思います。中期的に、何年かけて海外の主要国並みに下げていくのかというロードマップをはっきり示さないと、長期の期待は見込めないという問題があると思います。

(関西国際空港 藤本明夫 監査役) 補正予算よりもう少し前に戻って、民主党の政策そのものにも関連しますが、特に財政に大きな負荷がかかっているのはやはり子ども手当だと思います。ああいう消費に直接お金を回していくというのは、経済対策というより社会対策のような側面がありますが、経済的に評価してみて、それが景気に対してどういうルートでどういう効果をもたらすのか、あるいはもたらさないのかという基本的なところがどうもよく分からないのです。そこが分かれば補正予算の問題ももう少し理解できるのではないかと思ってご質問します。

(島) 近畿経済産業局の若井総務企画部長、いかがでしょうか。

(近畿経済産業局 若井英二 総務企画部長) 法人税率については、5%引き下げはわれわれとしては第一歩と言っているのですが、正直、政府の中ではほぼ孤立無援の状態です。戦っているということですから、引き続きのご支援をよろしくお願ひしたいと言うしかありません。そういう中で、やはり実効税率をきちんと 5%下げて、国際的水準に向かって段階的に引き下げていくというように、やや駆け込み的にはありますが、新成長戦略の中でそう書いたわけですから、それをきちんと実行していきたいと考えています。

円高の話について、金融政策についても少し私なりの考え方を申し上げると、経済学的事実は分かりませんが、今いろいろな企業の方のお話を聞いてみると、円高よりもむしろユーロ安・ウォン安が、競争力との関係において重要ではないかと考えています。また、人民元のレートが非常に大きな問題になっているので、恐らく日銀も対ドルでの円相場だけでなく、そういうところをどのように国際的協調の中で考えていくのかということに注目しているのではないかと思います。

もう一つ、マクロ的に金融緩和をすると全体の経済が活性化していくという考え方もあるのですが、他方、最近の金融機関は非常にリスクアバースな人たちなので、そういう意味においては、これをどのように誘導していくのか。日銀の成長戦略融資のようなもので、少し政策的メッセージを出して、金融機関の行動を変えることで金融政策を実体経済につなげていくというようなことを、これから考えていかなければいけないのではないかと考えています。

そういう点では、補正については正直申し上げると、緊急経済対策という意味においては実質的に 15 ヶ月予算のようなものが多いので、直ちに効果が上がるかどうか疑義があるというご指摘は、誠にごもっともだと思います。ただ、われわれの担当してきた政策から言いますと、エコカー補助金やエコポイントなど、是非は別として、少なくとも経済効果があったことだけは間違いないのではないかと考えています。仮に短期的に消費を刺激する必要があるならば、あの種の政策を何らかの形で打ちだしていく。今回、予備費の中でも低炭素型の工場投資に 1100 億円の補助金を出すので、これは平成 21 年度の補正で 300 億円の補助を出したときにはその 4~5 倍程度の投資誘発効果があったといわれていますから、そういう点では雇用創出効果もありますので、そこには期待していきたいと思っ

います。

(小川) 今、金融政策のお話も出たのですが、幾つか補正予算について、子ども手当の効果のチャネルなども出ているので、跡田先生から回答をいただければと思います。

(跡田) 子ども手当の効果は、関西社会経済研究所でも具体的な数字はまだ調査していないと思います。効果の有無については、数字的には今9月ぐらいまでの月次の家計の消費動向が出始めていますから、給付された後の消費動向の変化を少し見られるだろうと思いますが、事前的に評価をした限りでは、出した額の4割程度は消費に回るという経済効果はあるということなので、効果はないわけではなかった。ですから、子ども手当に関してはかなり弱い効果はあったという程度です。

エコポイントに関しては、民間企業からも政府の公式な数字でも、効果があったということは出ていると思います。ただ、耐久消費財へのエコポイントというのは需要を先取りしてしまうということで、来年度はかなり苦しい状況になるというのが、既に自動車などに表れています。政策として本当にいいのかどうか、もう少し息の長いエコポイント制度を考えた方が本当は良かったかもしれない。しかし、緊急経済対策的にとにかく何とか消費を維持するという点では、住宅のエコポイントや自動車のエコカー減税なども一応は効果があったと思います。

また、公共投資は、財政政策的には公的資本形成として事業が発注され、瞬間的に建設業界にお金が行くので、いまだに日本の場合には非常に短い視野で効果を出せるものとしてあり得る政策だろうとは思いますが。ただ、こういう補正を毎年大規模に続けていて何が起こったかという、大阪などの場合、1994～1995年頃の補正が行われたとき、結局やる事がなくなるのです。そして、あまり大きな声では言えないのですが、コスモスクエアで起こったように、土地の売買をするというようなことをやりかねません。ですから、公共投資は計画的に設計したものを順次やっていって、それを少し前倒しできるならやるというのはあり得るかもしれません。しかし景気対策的な公共投資は、やはり効果を薄めるのではないかと思います。

今、政権は「所得控除から手当」へという理念を出していますが、税制改革としてこんなばかげた理念はあり得ないのです。税制としては、所得控除から税額控除へ持っていくなれば税制改革なのですが、手当というのは社会保障です。結局、大きな政府をつくりたい、



税金をガバっと取って配るということしか考えていないのです。一体いつの時代のお話をしているのか、非常に危ない、いつか来た道を歩いているとしか思えません。ですから、「先は暗い」と申し上げて終わります。

(小川) 今回話題には出なかったのですが、やはり現政権の政治プロセスの混迷が非常にはっきりしていて、それが将来の見通しに対する不確実性を招いています。特に家計では、年金問題、消費税の問題があります。現政権の補正予算も場当たりので、うわべだけを繕ったようなところがあるというのは、先ほど跡田先生がおっしゃったとおりです。もう少し理念を打ち出した補正予算を出して、これを世に問うということをしていただいた方が、将来の不確実性がなくなって、良い政策が出てくるのではないかということで、今後に期待したいと思います。どうもありがとうございました。