

小泉内閣に望む景気政策・提言
- 持続的景気回復をビッグプッシュ（後押し）するために -

(本文)

平成15年12月

(財)関西社会経済研究所

デフレ下のマクロ政策研究会

本件問い合わせ先
(財)関西社会経済研究所
稲田 TEL:06-6441-0550

[目次]

メンバーリスト等

本文

第 1 章	為替政策	1
第 2 章	金融政策	9
第 3 章	法人課税	16
第 4 章	財政構造改革	25
第 5 章	予算制度	32
第 6 章	金融システム	38
第 7 章	マクロ経済と資金循環	46

[メンバーリスト]

主査：北坂 真一 同志社大学経済学部教授

委員：跡田 直澄 慶應義塾大学商学部教授
地主 敏樹 神戸大学大学院経済学研究科教授
知原 信良 大阪大学大学院法学研究科教授
林 宏昭 関西大学経済学部教授
宮尾 龍蔵 神戸大学経済経営研究所教授
四塚 朋子 追手門学院大学経済学部助教授
大島 俊保 日本総合研究所関西経済研究センター前所長（9月まで）
吉本 澄司 日本総合研究所関西経済研究センター所長（10月より）
福本 康蔵 UFJ 総合研究所調査部長

オブザーバ：

小林 義彦 関西経済連合会企画グループ次長
高橋 重人 関西経済連合会経済グループ参事
梅名 義昭 関西経済同友会企画調査部長

事務局：

武田 壽夫 関西社会経済研究所専務理事
宮原 孝信 関西社会経済研究所事務局次長
稲田 廣 関西社会経済研究所統括調査役
小巻 善郎 関西社会経済研究所統括調査役

[活動期間]

平成15年5月 - 11月

[執筆担当]

各章の主たる担当は次の通りである。

第1章 地主 敏樹 神戸大学大学院経済学研究科教授
第2章 宮尾 龍蔵 神戸大学経済経営研究所教授
第3章 知原 信良 大阪大学大学院法学研究科教授
第4章 林 宏昭 関西大学経済学部教授
第5章 跡田 直澄 慶應義塾大学商学部教授
第6章 四塚 朋子 追手門学院大学経済学部助教授
第7章 北坂 真一 同志社大学経済学部教授

なお全体の統括・調整は北坂主査が行った。

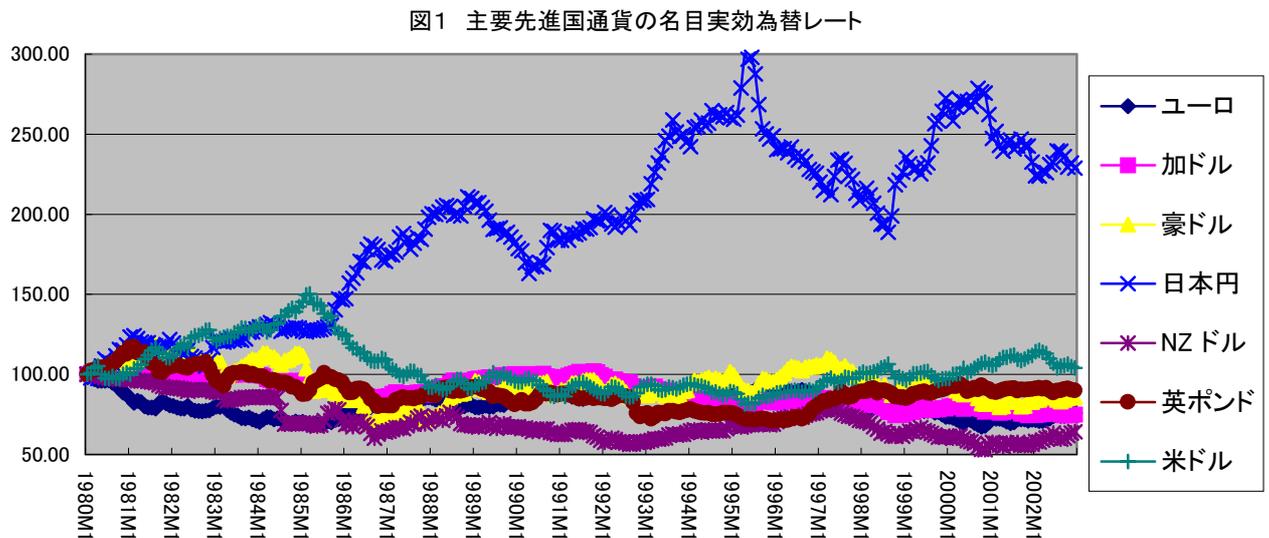
第1章 為替政策

< 提言の骨子 >

日本円の対外価値の変動は主要国中で際立って激しいので、外為介入は正当化できる。日本円の対外価値変動が大きい原因は、主要貿易相手国がアメリカとアジアである上に、アジア諸国がドルペグかそれに近い形で為替レートを管理しているからである。中国の人民元などのドルペグしている通貨の制度変更を促すべきである。日本の国益は、国民の人的資源と生活水準を高めることであり、「日本籍」企業の利益とは必ずしも一致しない。外為介入の効果は限定的なので、日本の財政・金融政策は協調して、円安+インフレ基調への転換を図る必要がある。

1 日本円の対外価値変動の大きさ

日本円の対外価値は、他の主要通貨と比べて、変動性が高い。このことは、カジュアルな日常の実感としてあるだけでなく、データによっても確認できる。下の図は、IMFが発行している統計書 (*International Financial Statistics*) からとった名目実効為替レート^{*1}の推移と、1980年1月の値をそれぞれに100として、主要先進国通貨について図示したものである。日本への90年代半ばまでの上方トレンドと、変動の大きさが明瞭に読み取れるであろう。



こうしたグラフは恣意的に印象を変えることができるが、より厳密な統計的な分析を加えてみても、この印象はほぼ裏付けられる。表1に名目実効為替レートの変動性に関する統計をまとめてみた。1980年1月から2002年12月までの13年間のデータを用いている。表の上半分は全期間の統計で、下半分は1985年のプラザ合意の影響がほぼ収まった1988年1月以降の統計である。

この表で注目している統計量は、

水準の変動係数（標準偏差÷平均）

水準の上下幅（＝最大値－最小値）

変化率の標準偏差

変化率の上下幅

変化率の絶対値の平均値

の5種類であり、それぞれについて7通貨中での変動性の順位を大きい順につけている。

まず、水準の変動係数に注目する理由は、基準点の違いによって順位が変化してしまうことを回避するためである。全期間においても、プラザ後においても、日本が抜群に大きいことは明瞭であろう。全期間においてはユーロが安定しているが、プラザ後に不安定化しているのは、ユーロ導入後の上下動を反映していると考えられる。逆に、プラザ後に安定しているアメリカが、全期間での変動が高いのは、正しくプラザ合意の前後の激しい上下動があったことの影響である。ついで、水準の上下幅に注目するのは、長期間における上下のスウィングを見るためである。ここでは、平均値のレベルの大きさは問題にならないので、そのままの数字を見ている。全期間ではアメリカが1位であるがこれはプラザ合意の影響であり、日本は全期間で2位、プラザ後で1位と、上下動が大きいことがわかる。

次に、変化率に関する統計を見てみる。短期的な毎月の変動の大きさを見ることが出来る。この平均値は、プラス・マイナスで相殺するのであまり意味のない数字である。標準偏差は変化率の散らばりを示している。為替レートが（対数をとった形で）ランダムウォークしていると想定すれば、その攪乱項の標準偏差に当たり、為替レートのオーバータイムでの変動を決定する。この指標でも、日本は、全期間・プラザ後ともに1位である。米ドルは、この指標では真ん中程度にしか過ぎない。日本について変動の激しいのは、豪ドルである。変化率の上下幅も、よく似た指標であるが、極端な変動の大きさを示している。この点では、全期間ではNZドルが1位だが日本が2位で、プラザ後では日本が1位である。変化率の平均値はあまり意味が無いが、変化率の絶対値をとると、上下動の平均的な大きさを示す指標となる。この点では、日本は両期間ともに1位である。

以上より、長期的なスウィングでも、短期的な変動でも、日本円の名目実効為替レートの変動が、主要先進国通貨と比べて、激しいものであることが判った。

表2では、実質実効為替レート^{*2}について、同様な検討を加えている。名目値とほぼ同じように日本が高い変動性を示している。少し違うのは、プラザ後の時期において、英ポンドの長期的変動性が1位になっている点であろう。これは、ポンド自身の上下動と（イギリスにとっての重要な貿易相手国の）ユーロの上下動とに、インフレ率の変動が絡んだ結果であると考えられる。2位は、もちろん、日本である。

このように、名目・実質どちらで見ても、また、短期・長期両方において、日本円の対外価値変動が他の主要通貨に比べて大きいことが確認された。この事実からみて、日本円の安定化のための市場介入は、他の主要通貨よりは正当化され得るだろう。さらに、日本円の対外価値変動の一因が、アジア諸国がドルペグしているという人為的要因である点を考慮すれば、日本円の安定化のための市場介入は、より積極的に正当化できるであろう。

表1 主要先進諸国の為替相場の変動性：名目実効為替レート

名目実効為替レート		ユーロ	加ドル	豪ドル	日本円	NZドル	英ポンド	米ドル
1980:1～2002:12								
水準	平均	91.21	108.97	100.49	71.52	103.31	122.83	121.82
	標準偏差	8.12	10.58	11.51	19.19	17.13	13.72	17.43
	変動係数	0.089	0.097	0.115	0.268	0.166	0.112	0.143
	順位	7	6	4	1	2	5	3
	上下幅	36.55	33.69	52.91	74.90	68.62	64.29	81.04
	順位	6	7	5	2	3	4	1
変化率	平均	-0.09	-0.10	-0.03	0.33	-0.14	-0.01	0.03
	標準偏差	1.38	1.03	2.29	2.54	2.13	1.73	1.84
	順位	6	7	2	1	3	5	4
	上下幅	7.73	5.13	15.88	16.38	17.18	13.44	10.65
	順位	6	7	3	2	1	4	5
変化率絶対値	平均	1.09	0.83	1.74	1.93	1.50	1.26	1.47
	順位	6	7	2	1	3	5	4
プラザ以後								
1988:1～2002:12		ユーロ	加ドル	豪ドル	日本円	NZドル	英ポンド	米ドル
水準	平均	92.43	105.31	97.94	83.18	94.76	116.47	112.85
	標準偏差	7.60	10.53	7.35	11.14	8.72	9.33	8.76
	変動係数	0.082	0.100	0.075	0.134	0.092	0.080	0.078
	順位	4	2	7	1	3	5	6
	上下幅	28.48	33.69	39.13	50.66	37.97	31.96	39.34
	順位	7	5	3	1	4	6	2
変化率	平均	-0.06	-0.08	0.12	0.11	-0.04	0.03	0.08
	標準偏差	1.29	1.11	2.20	2.58	1.84	1.57	1.68
	順位	6	7	2	1	3	5	4
	上下幅	7.11	5.13	10.74	16.38	10.61	12.31	9.34
	順位	6	7	3	1	4	2	5
変化率絶対値	平均	1.01	0.91	1.77	1.96	1.49	1.14	1.33
	順位	6	7	2	1	3	5	4

データ出所 IFS

表2 主要先進諸国の為替相場の変動性：実質実効為替レート

全期間 1980:1～2002:12		ユーロ	加ドル	豪ドル	日本円	NZドル	英ポンド	米ドル
水準	平均	88.257	104.013	111.273	75.298	93.502	118.679	129.202
	標準偏差	9.148	7.525	14.940	13.655	8.744	15.388	23.994
	変動係数	0.104	0.072	0.134	0.181	0.094	0.130	0.186
	順位	5	7	3	2	6	4	1
	上下幅	33.55	32.02	54.55	64.83	40.37	52.69	99.60
	順位	6	7	3	2	5	4	1
変化率	平均	-0.097	0.003	-0.062	0.160	0.040	0.133	-0.013
	標準偏差	1.409	1.453	2.256	2.665	2.168	1.881	1.857
	順位	7	6	2	1	3	4	5
	上下幅	8.60	10.57	15.12	18.22	17.39	15.24	10.15
	順位	5	5	4	1	2	3	6
変化率絶対値	平均	1.112	1.152	1.721	2.024	1.537	1.403	1.504
	順位	7	6	2	1	3	5	4
プラザ以後 1988:1～2002:12		ユーロ	加ドル	豪ドル	日本円	NZドル	英ポンド	米ドル
水準	平均	90.105	104.879	104.617	82.815	95.279	119.565	114.753
	標準偏差	9.664	8.283	9.650	9.323	9.303	17.403	9.664
	変動係数	0.107	0.079	0.092	0.113	0.098	0.146	0.084
	順位	3	7	4	2	5	1	6
	上下幅	33.42	30.28	39.35	49.13	38.17	52.69	43.24
	順位	6	7	4	2	5	1	3
変化率	平均	-0.097	-0.006	0.019	0.000	-0.047	0.166	0.054
	標準偏差	1.334	1.245	2.177	2.763	1.843	1.645	1.680
	順位	6	7	2	1	3	5	4
	上下幅	7.38	5.74	10.54	18.22	10.51	12.76	8.89
	順位	6	7	3	1	4	2	5
変化率絶対値	平均	1.056	1.033	1.768	2.112	1.495	1.222	1.372
	順位	5	6	2	1	3	4	7

データ出所 IFS

2 アジア諸国のドルペグ：日本円の対外価値不安定性の一因

日本円の対外価値 = 実効レートの変動が大きい主原因は、主要貿易相手国がアメリカとアジアである上に、アジア諸国がドルペグかそれに近い形で為替レートを管理しようとしているからであろうと考えられる。

まず、貿易シェアを見てみよう。2002年について、経済産業省の「貿易動向データベース」によると、アジアと北米を合わせると、日本の貿易の6～7割を占めている。輸出でみてアジアは43%で北米は30%、輸入でみてアジアは43%で北米は19%である。さらに、国別でみると、米国が第1位の貿易相手国でそのシェアは23.4%、中国が第2位でそのシェアは13.5%となっている。全体のほぼ4割弱もの貿易が、米ドルと（米ドルに対して完全に固定している）人民元を通貨としている2カ国で占められている。円ドルレートの変動によって、日本円の対外価値（実効為替レート）が大きく影響されるのは、自明のことであろう。

中国の人民元がドルペグをしているのは周知の事実であるが、東アジア諸国の通貨が通貨危機直後の1時期を除いて、ドルとの連動を高めてきたことが観察されている。1998年の後半から2000年前半にかけての時期については、ほぼ完全なペグと言えるほどに連動性が高かったことも報告されている（Ogawa(2002)）。

このように、貿易相手国の内で大きなシェアを占める諸国の通貨が基本的にドルと連動していることは、日本円の対外価値の多角的な調整を困難にし、その変動を大きなものにしてしまっていることは否めないであろう。

3 WHO IS US?

これは、アメリカの80年代末の状況下、ロバート・ライシュ（当時ハーバード・ケネディ・スクール教授、その後、クリントン政権労働長官）が、ハーバード・ビジネス・レビュー誌に書いた論文のタイトルである。USは国民であって、「アメリカ籍」の企業ではないという主張を暗示する、掛け言葉の論題になっている。この主張は、後の『ワークス・オブ・ネーションズ』という彼の主著の中核ともなった。

この論文は、アメリカ企業の多国籍化を踏まえて、（発祥・名前・本社から見た）「アメリカ籍」の企業を、アメリカ政府が保護するべきではないと説いている。「日本籍」の企業であっても、アメリカに来て雇用して付加価値を生み出してくれるのなら、大歓迎すべきだとも主張した。国益は国民の生活水準を高めることであり、そのために、国民の教育水準を高めることを提言した。人的資源の質を高めて、外国籍企業に対して門戸を開くこと

が、アメリカの国益だと説いたのである。クリントン政権においてライシュが重用されたとは言い難いが、初中等教育の建て直しへの様々な試みが続けられている。

日本においても若い世代の就職難が顕著になってきた。この若い世代に投資を行なって、その人的資源の価値を高めることが長期の国家的な課題であることには、異論がないであろう。日本の教育機関に豊かな資源が投入されているとは言い難い。しかし、短・中期的には他の施策も必要であろう。その一つとして、低水準で対外価値を固定している諸通貨について、その制度の見直しを促すことも挙げられる。水準そのものの変更と、固定性を軽減することの両面が検討され得よう。

特に人民元について焦点が当てられて様々な論説が呈示されているが、その中には中国へ進出した「日本籍」企業の利害を最重要視しているかのような議論も見受けられる。そうした企業の相当数には、現在の低水準でのドルペグという通貨制度が望ましいものなのかもしれない。しかし、これはライシュの論じたように、日本の国益に沿うものではないのではなかろうか。日本政府は、そうした「日本籍」企業のメリットよりも、日本国内で雇用を提供し、付加価値を創造している企業のメリットを優先すべきである。そのためには、人民元の現制度の変更を主張すべきであろう。

4 為替介入と金融政策

正当な内容であっても他国に要求するばかりでは、その実現性は覚束ないであろう。日本政府は、多額の外為市場介入を実施してきた。しかし、外為市場への公的介入については、基本的には一時的な効果しかもたないという考え方が通説である。国際的な資金移動や外為市場取引は巨額なので、公的な市場介入も圧倒されてしまうというのである。

その例外として、円高防止のために外為市場に投入した円を国内市場での国債売りオペによって回収しない、非不胎化介入は一定の効果を持つと考えられてきた。マクロ経済の均衡を変化させるからである。最近の外為介入は、こうした非不胎化介入であるとも言われている。事態に合わせて政策も変更されているのである。しかし、現行の「量的緩和」の下では、金利はゼロに貼り付いており、非不胎化介入の効果も限定的であろう。さらに、政治的圧力によって、外為介入そのものが実施しにくくなってしまいう危険性すら現れている。

こうした中では、金融・財政両政策の一段の対応が望まれよう。回復しかけた景気をブッシュする好機である。金融政策については、現行のコミットメントの「CPI 上昇率が安定的にゼロになるまで」量的緩和を継続することが、「究極的にはプラスのインフレをもた

らす」ということを、より明示的に説明することが望ましい。さらに推し進めて、「+2%程度になるまで」と改めることも一案であろう。円高基調でのデフレと、円安基調でのインフレとを比べれば、後者が望ましいことは言うまでもない。

インフレやその期待が醸成され始めてから安定的なインフレ率に落ち着くまでの移行期には、多くの問題が発生しよう。ここでは、財政政策のさらなる出動が要請されるかもしれない。その一環として、インフレ進行によって保有国債のキャピタルロスを被ることになる日本銀行に対して、毀損した自己資本を自動的に財政資金で穴埋めするという、財政側のコミットメントが求められる。極めて難しい政策運営を金融政策に求める以上、担当者の足場を固めなければ、インフレのコントロールに失敗しかねず、円の暴落という悪夢も無視できないリスクとなろう。財政・金融両政策の協調が必要なのである。

*¹ 名目実効為替レート： 通常の1ドル=110円とか1ユーロ=130円とかいう円の為替レート（名目為替レート）を、日本にとっての貿易シェアで加重して、指数化した値。日本円の対外価値の指標。

*² 実質実効為替レート： 名目実効為替レートは、各国のインフレ格差を無視しているので、その点を調整した、日本円の対外価値の指標。

参考

赤間弘、御船純、野呂国央、「中国の為替制度について」、『日本銀行調査月報』、2002年5月。

ロバート・ライシュ、『ワークス・オブ・ネーションズ』

Eiji Ogawa(2002), "Should East Asian Countries Return to Dollar Peg Again?" in P. Drysdale and K. Ishigaki eds., *Evolution of the Trade and Monetary System in the Asia-Pacific Region*, Canberra: Asia Pacific Press.

第2章 金融政策

< 提言の骨子 >

福井日銀の政策運営の評価

就任当初から積極果敢な金融緩和策を実行し、先手を打つ政策対応をアピールしてきた。と同時に、無制限の国債購入など信認喪失につながるような緩和手段は採用せず、金融規律は堅持されてきた。期待されるマクロ経済効果は見られないが、金融不安を出発点としたデフレ・スパイラルの防止には貢献してきたといえる。

量的緩和の継続・解除に関する提言

量的緩和策の継続・解除の条件(インフレ率が安定的にゼロ%以上)はより具体的となり、緩和継続の意思は明確となった。その一方で、具体的な解除の仕方(量的指標の下げ方)については明らかではない。現実的な影響を考えれば、一挙に超過準備をゼロに戻す(ゼロ金利政策に戻る)のではなく、目標資金量を徐々に減らしていく方策が検討されるべきであろう。解除に関する検討をさらに進めることは、量的緩和があくまでも非常措置であるという注意を促す意味でも重要である。

1 福井日銀総裁の政策運営

福井俊彦・日銀総裁が3月20日に就任して8ヶ月あまり。就任当初から一段の金融緩和策が相次いで打ち出され、現在も27~32兆円という膨大な資金供給が維持されている。本提言では、福井日銀の政策運営を振り返り、その特徴と意義、これまでの量的緩和策のマクロ経済効果について整理する。その上で、今後のあるべき政策運営と課題について、特に量的緩和解除に関する問題を中心に述べる。

福井新総裁の政策運営はどう特徴づけられ、どう評価されるべきなのか。以下では、金融政策の具体的な中身を、(1)量的緩和政策の強化、(2)企業金融の支援、(3)インフレ・ターゲット提案への対応、の3つに分けて説明する。

(1) 量的緩和政策の強化

量的緩和政策は、2001年3月、速水前総裁時に導入された金融政策スキームで、金利ではなく貨幣数量(金融機関の日銀への当座預金残高)を政策スタンスの指標とするものである。当初は、必要準備預金額を1兆円程度上回る5兆円の資金供給であったが、2001年12月には10~15兆円、2002年10月には15~20兆円へと引き上げられた。

福井総裁の就任後は、2003年4月に17～22兆円（これは日本郵政公社発足にともなう調整）同じく4月に22～27兆円、5月には27～30兆円と相次いで資金供給額が増大した。就任後2ヶ月という短期間で約10兆円の資金供給が拡大した計算になり、非常にすばやい迅速な政策対応といえる。そしてこの10月には、上限がさらに引き上げられ、資金供給額は27～32兆円となった。

（2）企業金融の支援

福井日銀は、この6月、企業の資金調達の支援に直接乗り出し、資産担保証券の買い取り、つまり民間企業の債務を買い切る（売り戻し条件なしで購入）という異例の措置に踏み切った。その背景には、銀行は不良債権処理を進め、また企業自身も借金返済を優先していることから、銀行から企業へ流れる資金のパイプが細まっているという問題がある。この支援策では、担保資産の半分以上は中小・中堅企業のものでされており、とりわけ中小企業の資金調達を円滑に促すという目的を鮮明にした。

福井総裁は、就任早々の4月の政策委員会で、この買い取り計画の検討を公表した。異例の施策を実際の導入前に公表することで、経済状況に対する危機感を内外に示し、迅速な政策対応をアピールしたといえる。

（3）インフレ・ターゲット提案への対応

インフレ・ターゲット提案の是非をめぐることは、以前から非常に激しい論争が繰り返されてきた。その提案を要約すると、目標とするインフレ率を設定し（たとえば1～3%）、その実現へ向けて、国債買いオペの増額や株式・土地投資信託の購入など、あらゆる手段を動員し、日銀は（マイルドな）インフレを発生させよというものである。

福井新総裁は、このインフレ・ターゲット提案に対して、それまでの慎重姿勢を踏襲しつつ、しかし重要な意味で一步踏み込んだ認識を表明した。それは、「消費者物価指数でみたインフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和の枠組みを継続する」という現在の金融政策のコミットメント（公約）に関連する。本年6月開催の日本金融学会の記念講演で、福井総裁は「現在のコミットメントには、ある意味では、通常のインフレーション・ターゲティングにない強い意味合いが込められている」と言明したのである。

通常のインフレ目標政策では、景気や物価の将来見通しに注意を払う「フォワード・ルッキングな」政策運営を行うことが重要とされる。たとえば景気の過熱傾向がはっきりし、近い将来インフレの発生が予想される場合には、まだ足許のインフレ率が上昇していなくても、予防的な金融引き締めに行わなければならない。

これに対し、現在の量的緩和策へのコミットメントは、たとえ景気拡大が誰の目にも明らか

かになり、インフレ率の上昇が予見される場合であっても、足元のインフレ率が実際に上昇し安定してゼロを超えるまでは、じっと我慢して予防的な引き締めは行わない。つまり、現在のコミットメントは、通常のインフレ・ターゲット政策よりもインフレ率が上振れするリスクを含んでいるのである。換言すれば、通常の目標レンジ（2%前後）を超えるようなインフレ発生も、消極的にはあるが（つまり積極的に目指すのではないにせよ）肯定する政策スタンスといえる。その意味で、緩和策継続の公約としては非常に強力である。以上のような積極果敢な緩和スタンスにより、これまでのところ、福井総裁は「デフレ・ファイター」として内外から認知されている。と同時に、長期国債保有の上限もはずすことなく、また株式・土地投信の購入といった極端な政策手段にもきっちりと距離を置き、金融規律も確保されている。積極緩和派、慎重派ともに納得しうるようなバランスの取れた政策運営がこれまでのところ維持されてきたといえよう。

2 量的緩和策のマクロ経済効果

では、一連の金融緩和措置のマクロ経済効果については、どう評価すべきだろうか。一般に、量的緩和政策に期待される波及経路は、(1)予想インフレを通じた経路、(2)円安を通じた経路、(3)銀行のポートフォリオ調整の経路の3つに大別される。以上の標準的なマクロ経済効果に加えて、(4)金融システム安定化を通じたデフレ・スパイラルの防止という役割についても考察する。

(1) インフレ予想を通じた経路

期待インフレを通じた経路は、金融緩和 インフレ期待 実質金利の低下 実物投資の増大と株価・地価の上昇 景気刺激という経路である。しかし、これまでの膨大な量的緩和がインフレ期待を発生させたというような形跡は見られない。実質 GDP からみた景気の持ち直し傾向は明らかだが、過剰供給構造と巨大な GDP ギャップの解消には至っていない。GDP デフレーターで計ったデフレ傾向も根強く存在したままだ。

6月以降、長期金利は上昇に転じたが、それは将来のインフレ期待の発生というよりは、0.43%という低すぎる金利水準（過度に悲観的な成長見通し）からの調整という側面が強いと考えられる。今述べたように、日本経済は、構造的な過剰供給の解消までは展望できていない。したがってインフレ期待というよりは、企業収益の回復や株価の反転を受けて、景気見通しが幾分か上方に修正された結果と解釈するのが自然であろう。いずれにしても、一連の量的緩和策が期待インフレを発生させてきたとは考えにくい。

(2) 円安経路

次に円安経路であるが、これだけの金融緩和にもかかわらず、持続的な円安はそもそも発生しなかった。むしろ直近の為替動向にみられるように、アメリカの持続的な経常赤字や日本経済の持ち直しを背景として、基本的には円高基調にある。また、最近の景気回復を主導した輸出の増加も、為替ではなく、主にアメリカや中国などの順調な景気拡大によるものとみられる。円安経路の現実妥当性は乏しい。

(3) 銀行のポートフォリオ調整を通じた経路

銀行のポートフォリオ調整について。量的緩和の結果、銀行部門には利子を生まない資金（日銀当座預金）が大量に積み上げられている。銀行は無利子の資金をいつまでも放置するはずはなく、やがて株式や貸出しへと資産選択（ポートフォリオ）を変化させ、それが株価上昇、貸出増・投資増をもたらす。これが期待されるポートフォリオ調整効果である。5月以降、株価は上昇基調に転じた。しかしそれは、銀行のポートフォリオ調整に基づくものとは考えられない。なぜなら過去数ヶ月の株価上昇は、外国人投資家の買い越しによって主導されたもので、国内銀行は持ち合い解消売りなどの結果、全体として売り越したからである。外国人が買い越した理由は、企業収益の改善、りそな銀行への公的資金注入（銀行に対する政府のガバナンス強化、税効果資本の明確化）あるいは米国株価の堅調な上昇などが考えられよう。いずれにせよ、このたびの株価上昇は「量的緩和 銀行の株式購入」という経路が引き起こしたのではない。

また銀行貸出残高も、周知のとおり、減少を続けている。その主要因としては、銀行の不良債権処理とともに、企業の旺盛な借金返済意欲が考えられる。現在、企業の設備投資は増加傾向にあるが、それは貸出が減少する中で起こっている点にも注意する必要がある。株式、貸出、いずれをみても、期待されるポートフォリオ調整は生じていない。

以上の考察のとおり、量的緩和策に期待される主要な波及経路は、いまだ機能するに至っていない。現在の持ち直しは、基本的に、企業部門のファンダメンタルズの改善や海外経済の安定成長が主要因と考えられ、マネタリーな要因によるものではないと考えられる。

(4) 金融システム安定化を通じたデフレ・スパイラルの未然防止

最後に、金融システム安定化を通じた効果について。福井体制で加速した量的緩和策の主要な効果は、結局のところ、大量な資金を供給することで金融システムを安定化し、人々や市場の不安心理が増幅するのを防ぐ（つまり金融不安を出発点とした悪循環的な景気後退と物価下落を防止する）という効果であろう。実際、これまで深刻なデフレ・スパイラルという事態には至らなかったことから、日銀自身もその効果を強調している。

銀行システムの健全化は、不良債権処理の指針や繰り延べ税金資産の取り扱いのように、政府の銀行監督行政が一義的な責務を負う。とはいえ、たとえ債務超過でなくとも人々の不安が不安を呼び、銀行取付け（自己実現的な流動性危機）が発生するという可能性は否定できない。一度発生すればそのコストは甚大であり、それを膨大な資金供給によって阻止しようとしてきたその意義は小さくはないだろう。

3 量的緩和の継続・解除について

金融政策運営は、今後、量的緩和策からのいわゆる「出口戦略」を含め、より一層きめ細かな説明が必要となる。

10月の金融政策決定会合において、量的緩和策の継続・解除に関して、より具体的な条件が公表された。すなわち、(i)「CPIインフレ率ゼロ%以上」が、数ヶ月ならして確認できるような基調的な動きであるということ、(ii)政策委員会メンバーの多くがゼロ%を超える見通しを持ち、先行きについても再びマイナスにならないこと、(iii)(i)(ii)の必要条件を満たしても、経済・物価情勢を総合的に判断して、量的緩和策を継続することもありうること、以上3点である。

この条件は、現状の過剰供給構造・デフレ基調を前提とすると、相当期間にわたる緩和継続の意思であると解釈できる。特に、足元の実績だけでなく、先行き見通しについても基調としてゼロ%を超えることと明示された点が重要である。CPIインフレ率が現状、先行きともにゼロを超えた時期は、過去を振り返ると、96-97年、あるいは94年以前にあたる。96年当時といえば、日経平均株価が2万円を越え、銀行貸出もその年の前半には1-2%程度増加している。実質GDPも、その前後の1年半にわたって（95年第4四半期から97年第1四半期まで）、平均して3%台後半の成長（前年比）を遂げた。かなりの好景気が持続した時期であり、その実現は当分先のことと考えられる。

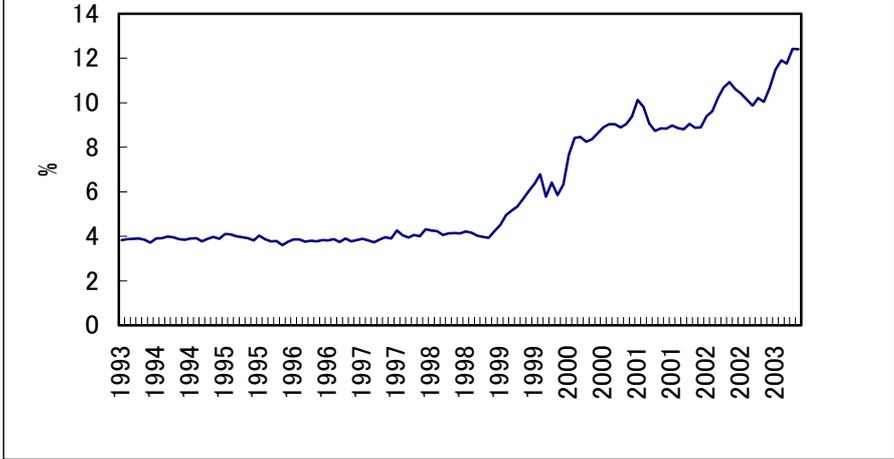
実際、10月末に発表された日銀政策委員の大勢見通しによれば、今年度は「CPIインフレ率 - 0.3 から - 0.1%」、「実質GDP成長率 2.3 から 2.6%」となっている。来年度の見通しもほぼ同じ水準で「CPIインフレ率 - 0.5 から - 0.2%」、「実質GDP成長率 2.3 から 2.6%」である。つまり日銀の標準シナリオでは、实体经济の回復は少なからず見通されているが、デフレ脱却については今後1・2年といったスパンで見ても展望されていない。このたびの解除条件の提示とインフレ見通しの公表により、量的緩和の継続という政策スタンスは今後も揺るぎないという意思をより明確にしたものと解釈することができる。

解除条件がより具体的に提示され、実際の解除はまだ当分先という点は確かとなった。しかし、これですべてが明確になったわけではない。

明確ではない1つの点が、解除の際の引き締めの仕方についてである。選択肢としては、(i)現在の27-32兆円という資金量を徐々に減らしていく、(ii)超過準備をゼロにする水準まで(つまり4兆円程度まで)一挙に減らしてゼロ金利政策に戻る、あるいはやや奇策だが(iii)必要準備を増やし、現在の資金量を維持したままで超過準備をゼロに戻す、といったものが考えられる。量的緩和継続のより揺るぎない決意が示されたいまこそ、具体的な解除の仕方についてもオープンな議論を進めるべきである。その議論によって「解除が近い」と誤解される懸念も、いまや小さいであろう。

解除の仕方を検討することは、銀行部門の健全な自立・競争環境の確立を目指すという中長期的な目標からも重要である。金融安定化・流動性危機の防止を最優先として大量の資金供給を継続した結果、よく知られているように、銀行のポートフォリオは国債保有に傾斜し、逆に大きな金利変動リスクにさらされている。銀行サイドにすれば、量的緩和が継続する限り、日銀はいつでも国債を買い取ってくれる(そして収益を確保できる)という安心感がある。それが1つの要因となり、銀行部門の国債保有のウエイトは持続的に高まってきたが、その傾向は、福井総裁就任後、より強まっていることが伺われる(下図参照)。量的緩和により、いわば銀行部門へ補助金を与え続けてきたようなものであるが、そのような補助金的な側面は、常にモラルハザードの危険をはらむことを忘れてはならない。まだ不良債権処理の途上でもあり、量的緩和という非常措置は当分継続される。しかし、その一方で、それはあくまでも非常措置という注意を喚起していくことも必要である。その意味で、具体的な解除の仕方に関する議論を始めることも重要な課題の1つと考えられる。現実的な銀行部門への影響等を考慮すれば、一挙に超過準備をゼロに戻す(ゼロ金利政策に戻る)のではなく、目標資金量を徐々に減らしていく方策が検討されるべきであろう。

図1 銀行部門の国債保有比率
—国債/全資産、国内銀行—



出所：日本銀行

第3章 法人課税

< 提言の骨子 >

経済を活性化させる王道は、雇用や生産を担っている企業の活力を維持・強化することである。その際に、広く薄く効果が現れる法人税率の引下げよりも、企業体質の改善・強化につながる生産設備の充実に焦点を絞った企業課税制度の改善を目指すべきである。具体的に、減価償却制度については、体質強化に積極的な企業に対して、耐用年数や残存価額の見直しを行い、企業努力に報いることを重視した制度にしていくべきである。欠損金の繰越期間については、ベンチャーや事業の固有の環境にも配慮し、企業努力に報いるように、現行の5年の制限を緩和すべきである。

地方税においても、取れるところから税収を上げる発想を脱却して、住民の雇用などに貢献する健全な企業を誘致・育成していけるように、償却資産に対する固定資産税は廃止すべきである。また、法人事業税の外形標準課税化にあたっては、企業による雇用や生産設備の強化を阻害する仕組みが予定されているが、こうしたマイナスの効果を緩和するように改善すべきである。

1 経済を活性化させる法人課税

経済活動を活性化させていくためには、企業活動が雇用・生産を拡大・維持し、収益を上げることができるように政策的支援をしていかなければならない。法人所得課税については、グローバル化が進展する中で、諸外国経済との連関性が高まっていくことを考えると、中長期的に見れば、負担水準が低下していく傾向にあると考えられる。ただ、それまでの間に優良な企業が活力を回復し、雇用・生産面で事業を継続していけなければ意味がない。そこで、税制における当面の課題として、積極的に推進していくべきことは、税率の一般的な引下げよりも、将来有望になる企業を育成・伸長させることに重点を置くべきである。そのために、企業の生産能力とりわけ有効な設備投資の促進に焦点を絞った法人課税改革が最も重要な課題と考える。

2 法人税を巡って

日本においては、1980年代の過剰な設備投資と1990年代の景気低迷と民間金融機関の金融機能の低下などによって、新たな設備投資が落ち込んでいるといわれてきた。こうした中で企業の活性化を図るために、法人税率の一般的な引下げを求める声があるが、財政の

現状を考えれば、大きな財源を必要とする割りに効果が現れないという問題がある。デフレからの脱却、そして景気回復を図るためには、企業の設備投資や研究開発を促進することが不可欠と考えられる。しかし、どの産業においても、どの企業においても潜在的に設備投資意欲が旺盛というわけではない。潜在的には設備投資意欲が旺盛であるが、当面、租税が阻害要因になっている企業にとっては、税制を改善することによって効果が得られるだろう。しかし、租税以外の阻害要因により設備投資や研究開発が進まないのであれば、いくら、減税をしても、企業活力を高める方向には進まない。

したがって、企業の活力を引き出すことを重点に置かならば、当面は税制においても焦点を絞った対応が有効であると考え。しかも、どれもこれも追い求める総花的な散漫な対応でなくて、着実に成果を上げていくことができるように、限られた財源の中で目標を絞り込んでいくことが重要になる。また目先の効果だけを考えるのではなくて、効果が現れるのに時間がかかるが将来において重要な基礎となるものについては、今のうちに、構造的な改革策の種を撒いておく必要がと考える。

(1) 日本の法人税率は高いか

企業の税負担は、税率とともに課税ベースがどのように定まるかによって異なってくることから、負担の実態を見るためには、税制に含まれるさまざまな措置を考慮した「実効税率」をみていく必要がある。ここでは、田近・油井の推計^{*1}をもとに企業の税負担の日米比較をおこない、国際競争のなかで企業活力を高めるには何が重要かを考えてみる。

地方税を含む法人税額を課税所得で割った比率を事後的税率と呼んで、日米比較を行うと、1970年代初めを除いて、事後的税率は、日本の方が米国よりも高く最近時点では20%ポイントの格差がある。これは特に地方税の部分が大きい。

課税所得に代えて経済的所得^{*2}をみると、日本では、一貫して課税所得が経済的所得を下回っている。この要因は減価償却が経済的償却よりも大きかったこと、相対的に高い地方税が損金算入されることにより課税所得を圧縮したことがあげられる。

インフレの影響をみると、日本では課税所得のほうが経済的所得よりも縮小しやすく、米国では課税所得が拡大した。それは、日本では、企業に借入が多かったため、インフレにより債務負担が軽減する債務者利得が大きかったことによる。米国では、1970年代後半にインフレによる在庫品評価益と減価償却不足が生じていたことから、企業にとって税負担が高くなってしまっていた。しかし1980年代前半のレーガン時代に寛大な減価償却制度が導入されたことにより、税負担が大きく低下した。日本では一貫して減価償却は経済的

減価償却*³を上回って課税所得を縮小させる方向に働いた。

経済的所得に対する税負担率（平均実効税率）は、税率の変更や課税ベースの改革だけでなくインフレや企業の財務政策などに大きく影響を受けることから、法定税率や事後的税率よりも変動が大きい。平均実効税率の日米で比較すると、1970年代前半は日本が米国を大きく下回っていたが、1970年代後半は日本が上昇して米国に並んだ。1980年代に入り米国が大きく下がったのに対して日本は10から18%ポイントも高い50%前後で推移した。1990年代初めに約10%ポイントと依然として大きな格差が存在する。



図1 出所：田近・油井 前掲書 69頁



図2 出所：田近・油井 前掲書 74頁

確かに1990年代の後半から、日本の国税の法人税率が大きく引下げられて、1999年度からは30%となり、平均実効税率の日米の格差は縮小しているが、依然として課税所得と経済的所得との乖離が大きいと考えられる。したがって、日本において、国際的に見た企業活力の増強をはかるためには、平均実効税率の引下げ方向にそった措置が必要となるといえる。税率の引下げといった総花的でない焦点を絞った政策としては、以下のような減価償却制度、欠損金の繰越期間の延長、地方税における改革が有効だと考える。

(2) 減価償却制度の改善

減価償却制度については、日本では高度成長期に寛大であったといわれるが、その後、他国が競争力強化を図ってきたために、日本の優位性が薄れてきたことは、日米の関係にお

いて先にみたとおりである。そこで、減価償却制度を見直すべきと考える。具体的には、残存価格をゼロに改めるとか、研究開発投資減税や IT 投資減税を継続・充実させるなどの措置が有効であると考ええる。

減価償却においては、原価償却資産の取得価額から使用後の残存価額を差し引いた金額を、耐用年数に応じて一定の方法で配分することになっている。耐用年数と残存価額は、減価償却の重要な要素であるが、客観的に測定することが困難である。そこで、行政的便宜の観点から、画一的処理を図るため、耐用年数については、「減価償却資産の耐用年数に関する省令」によって、資産の種類ごとに一律に定められている。残存価額については、本来個々の資産によって異なる場合が多いが、個々にこれを見積もることは困難であることから、原則として、取得価額の 10%相当額とされている。なお、有形減価償却資産については、償却によって帳簿価額が残存価額に達した後も、償却累積額が取得価額の 95%に達するまで償却が認められている。

この措置は、残存価額が実際の金額に比べて高いと考えられるために、1964 年度の税制改正において導入されたものである。この結果、残存価額は償却率計算上の前提係数としての意義を持つだけになり、耐用年数が事実上全体として長くなるという効果を生じさせた。

* 4

そうであれば、耐用年数自体の抜本的な見直しを図るべきと考えられるが、現行の耐用年数を全面的に見直すことは、実務的に簡単にできるものではない。実情に沿わないものを早急に改めることはもちろん、中期的な課題としては、全面的な見直しに取り組むべきと考える。

単に耐用年数にとどまらず、減価償却制度を抜本的に見直し、米国で導入した ARCS（加速的償却制度）といった簡素で寛大な減価償却制度も念頭において、中期的な改革について検討していくべきである。

現行の減価償却制度の枠内で考えるとしても、減価償却資産の使用が終了し、廃棄される際に回収される投下費用部分としての「残存価額」はすでに 5%となっているといえる。そうであるならば、計算を必要以上に複雑にすべきではないから、各期の減価償却可能額を計算するに際しても、残存価額を 5%とするのが適当である。

かりに、このようにして現在と同じ耐用年数を用いることとすれば、初年度の減価償却可能額は、定率法で行う場合にとりわけ大きくなり、法人税の減収額も著しく拡大するという問題が生じることは理解できる。しかし、現行の耐用年数を合理的と考えるのであれば、本来の姿に戻し、少なくとも残存価額も、段階的であれ、5%、さらには 0%に向けて引下

げる方向で正常化すべきものと考え。この改正は、現状に比べて、減価償却を促進する効果を持ち、減価償却資産の購入など設備投資等を拡大させることに貢献すると考えられる。

2003年度改正により創設されたIT投資促進税制および開発研究用償却制度は、基本的には、減価償却制度を利用した特別償却による政策税制である。特定の器具・機械の取得をピン・ポイント的に政策誘導するものであり、費用対効果が期待されるものである。引き続き、有効と見込まれる器具・機械を対象に含めるなど入替えを怠ることのないように努めるべきであると考え。

また、2003年度に創設された試験研究費の総額に対する特別税額控除についても、国内における研究開発促進という焦点を絞った政策目的をもって導入された。従来の増加試験研究税制を強化したものであり、引き続き制度の維持・改善に努めていくことにより、将来の企業活力増強に貢献することになると考える。

(3) 欠損金の繰越期間の延長

また、欠損金の繰越期間の延長など企業の基礎体力を増進に幅広く貢献できるような改正を求めるとともに、赤字企業や公益法人などに対しても適正な課税を求めることも重要であると考え。

法人税は、事業年度ごとに課税することとしているが、税負担の合理化を図るために、一定の条件の下に欠損金の繰越しを認めるとともに、欠損金の繰越しによって救いえない場合の救済措置として欠損金の繰戻しを認めることとしている。

法人税においては、各事業年度の課税所得は事業年度ごとに独立して計算することを原則としている。しかし、ある事業年度において欠損金が生じた場合には、事業年度独立の原則を厳格に貫いて、その欠損金を他の事業年度の利益金額と通算することをまったく認めないこととしたときは、企業資本の維持を阻害することにもなり、また、利益や欠損の発生状況いかんで税負担に著しい不均衡が生ずることが考えられる。

そこで1950年におけるシャウプ勧告では、無制限の繰越控除を求めたが、現実の立法では5年間に限って繰り越し控除を認めることとした。

これは歳入確保の要請という行政の理由によるものである。こうして、複数にわたる期間の租税負担の公平を図る目的および、ビルト・イン・スタビライザーとしての税制等の観点から、一定の要件を満たす欠損金については、前1年以内の事業年度への繰戻しまたは翌期以後5年以内の事業年度への繰越しを認めることとなった。なお、欠損金の繰戻還付については、1992年4月以降の終了事業年度において、原則として、適用が停止されて

1950年 欠損金の繰越しを5年、繰戻しを前1年とする。

1986年 直近1年間に生じた青色欠損金に限り、繰越控除の適用を停止（2年間の臨時措置）。

1992年 解散等の場合を除き、欠損金の繰戻還付の適用を停止（1984年から4年間、同様の措置有り）。

いる（租税特別措置法66条の14）。

「欠損金の繰越期間の特例」として、たとえば、産業活力再生特別措置法第3条第1項に規定する「事業再構築計画」の認定を受けた企業で、欠損金のうち設備の廃止等を行ったことにより生じた損失がある時は、設備廃止等による欠損金額の繰越控除期間を「5年」から「7年」に延長することが認められている（租税特別措置法66条の12ほか）。

1950年以降、欠損金の繰越期間は5年とされているが、企業が黒字に転換するために要する期間は、産業によって企業によって異なる。したがって、企業の活力を維持するためには、欠損金の繰越期間についてももう少し寛大であるべきと考える。従来から主張されてきた諸外国並みに期間を延長すべきとの要請に対して、立証責任が課税庁側にあるわが国においては、課税庁が繰越期間内の欠損金額が正しいかどうかを確認し、誤りがある場合には更正できる仕組みとしておく必要があるため、繰越期間は帳簿保存期間及び除斥期間と整合性がとれた制度とする必要があるからだと否定されている。そもそも現在5年となっているのは、導入当時の更正の制限・帳簿保存期間が5年であったこと、当時の米国の繰越期間が5年となっていたこと等が理由であるといわれる。その後、帳簿保存期間は、1981年に原則5年から7年に延長されていることから、現在では、いくつかの特別措置において7年が認められている上、そうでない場合であっても実務的に見ても欠損金の繰越期間を7年にすることは可能であると考えられる。周辺の諸制度との整備と併せて、欠損期間の繰越期間の延長は望ましい。

表 1

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス	
欠損金	繰越期間	5年	20年	無期限	無期限	5年
	繰戻期間	1年	2年	1年	1年	3年
帳簿の保存期間	5, 7年	無期限	6年	6, 10年	6年	
除斥期間	5年 (不正の場合は7年)	3年 (不正の場合は無制限)	6年 (不正の場合は21年)	4年 (不正の場合は10年)	3年 (詐欺で告発された場合は5年)	
立証責任	課税庁	納税者	納税者	納税者	課税庁	

出所：山本守之（2003）『体系法人税法』

3 地方税も経済活力強化に貢献

設備投資や研究開発を促進する観点から、地方税においても、企業活力の阻害要因になっているものが見られる。まず、償却資産への固定資産税は、資本設備の大きな産業に重い負担を強いることになり、地域経済弱体化を招くことになることから早急に改善すべきと考える。さらに、法人事業税の外形標準課税化は地方財政の安定化のために不可欠であるが、雇用や設備投資を促進・拡大する企業にペナルティーを課すような仕組みは改める必要があると考える。

（1）償却資産に対する固定資産税

固定資産税の課税物件は、土地・家屋および償却資産である。償却資産は、事業用資産であってその減価償却費が法人税・所得税の所得計算上、損金・必要経費に算入されるものである。

固定資産税は、応益課税といわれる。課税の対象となっている資産の保有と市町村の行政サービスとの間に一般的な受益関係が存在しているからである。土地や家屋については、応益性によりある程度説得的な説明が可能である。しかし、移動可能な償却資産について、その価額と地方行政サービスとの関連性が薄いことを考えれば、現状において、特定の設備型産業に税負担が偏重していることは全く説得的ではない。

それだけでなく、こうした事業用の償却資産に対する課税は、業種間において税負担の不

公平をもたらす。地方税制において、今後、課税の自主性が発揮されていくことになるが、償却資産に対する課税は、周辺地域との税負担格差が明確になるにつれ、企業や事業所の流出を容易に引き起こし、地域経済の弱体化を招きかねない。

償却資産に対して、1950年に創設された固定資産税が課税されるようになったのは、それ以前に法定税として存在した、電柱税、船舶税、軌道税及びこれらの附加税などが、衣替えをして固定資産税に統合されたという経緯からである。土地・家屋と償却資産を統合して応益課税と性格付けをしたことに無理があるように思われる。例えば、船舶等が償却資産であるからといって、特定の市町村税に対して応益関係を基にした税負担を求めることにどれほど合理性があるだろうか。そもそも償却資産に課税することについては国際的にも普遍的なものとはいえない。地域経済活性化の観点からも、償却資産への課税のあり方については抜本的に見直すべきである。

(2) 外形標準課税

法人事業税は、法人が行う事業そのものに課される税であり、法人がその事業活動を行うに当たって各種の地方行政サービスの提供を受けていることから、これに必要な経費を分担すべきであるという考え方に基づいて課税されるといわれる。応益課税が考え方の基本にある。

事業税は、1949年のシャウブ勧告において、「事業及び労働者がその地方に存在するために必要となってくる都道府県施策の経費」を負担する税とされ、事業の総売上から特定の支出金額を控除した金額である附加価値に課税することが提案された。しかし、結局のところ、今日のように、国税の法人税と同様に、基本的に所得金額に課税してきている。この結果、高度経済成長の時期においては、法人税と同様に税収が好調であり、都道府県財政においても名実ともに基幹税と位置づけられている。逆に経済が低迷する時期においては、税収が著しく減少することになり、地方行政サービスを提供するのに必要な税収を確保することが困難になった。こうした中で、税収の安定的確保との立場から法人事業税の改革についての議論が加速されるようになった。

税制調査会では、1998年に地方法人小委員会を設けて本格的な検討を始め、望ましい外形基準として、四つの類型(事業活動価値(仮称) 給与総額、物的基準と人的基準の組合せ、資本等の金額)を示し、具体的な課税の仕組みについて検討が進められた。さまざまな妥協の末、総合調整の結果、2003年度改正において、法人事業税における外形標準課税の導入が決まった。2004年4月に資本金1億円超の法人に限定し、税収の4分の1を付加価

値割と資本割からなる外形標準に置き換えることになった。

付加価値割は、報酬給与額、純支払利子、純支払賃貸料と単年度収益から算出される。付加価値の中で報酬給与額の占める割合が高い法人には調整措置が取られるほか各種配慮が組み込まれ精緻な仕組みとなっている。

税収を安定させることは重要と考えるが、導入予定の外形標準課税には問題が多い。税収を安定化させることが最優先課題であるならば、外形標準ではなくより安定的な消費に課税するほうが望ましい。赤字法人にも応分の負担を求めることを出発点にしながら、中小法人には負担をあまり求めないさまざまな配慮を織り込んでおり、大企業だけに負担を求める仕組みになっている。企業全体から幅広く負担を求める負担分任の原則から程遠い仕組みであり、大企業にだけ負担をもとめる受益と負担の関係の薄まった課税と言われても仕方ないであろう。しかもこの課税方法を続けるならば、大企業の流出を促し、いずれは地域経済の弱体化を進めてしまうことになる。

また、今回の外形標準においては、課税要素のひとつである報酬給与額を通じて、賃金課税の性格を持っている。これは、人件費に課税することになり、雇用の創出にはマイナスの影響を及ぼすことになる。このような課税については世界的な潮流から行っても逆行している。応益原則を重視するならば、都道府県の税収においても、法人課税よりも個人課税に重点を移し変えていくのが自然である。本来の外形標準課税を導入するのであっても、地方の財源問題について、国と地方の財政の三位一体改革を前進させない限り、安定的な税収の確保は図れない。しかも、このように目的が曖昧になってしまった折衷的で外形標準課税を導入するならば、結局のところ、地域経済・財政を弱体化させるだけである。早急に改善策をとる必要があると考える。

* 1 田近栄治、油井雄二（2000）『日本の企業課税』東洋経済新報社・第3章を参照。

* 2 田近・油井論文で用いられている用語。企業の正味資産の実質価値の増加額であり、一定期間に企業が財および人的・資本サービスを投入したことによって得た利益のことである。

* 3 税法で認められた減価償却限度額ではなくて、償却資産の経済的価値減耗分を再取得価額をベースにして推計したもの。

* 4 償却限度額を取得価額の95%とすることにより、理論的に考えれば、耐用年数10年の減価償却資産は、定額法の場合には95%の償却に達するまでに11年間の償却が必要になり、定率法の場合には13年間の償却が必要になる。

第4章 財政構造改革

< 提言の骨子 >

GDPの水膨れにしかならない政府支出の拡大をするのではなく、短期的にはセーフティネットに重点を、長期的にはバリアフリーの促進、子育て支援策など、将来に対する不安を取り除くことができる財政支出の構造を確立すべき。

法人税における償却期間の短縮、所得税における株式等への直接投資の収益の税負担軽減によって新規産業育成や設備投資、試験開発を促進する税制を確立すべき。

1 従来型公共事業の限界

バブル崩壊後の1990年代、公共投資の拡大、所得税減税と政府は様々な財政政策を講じてきた。その結果、1990年代前半は、名目GDPの伸びの実に2分の1以上が政府支出（政府最終消費支出＋公的資本形成）であったが、経済を成長軌道に乗せることはできず、残されたものは政府の累積債務の拡大であった。

今後、いっそうの景気対策としての大規模な補正等による需要の拡大を行ったとしても、結果的には累積赤字の拡大がもたらされるだけであり、短期的にはそれによって名目GDPを押し上げる効果が期待されるが、それを縮小すれば途端にその効果はなくなってしまう。日本よりも前に、1980年代後半から90年代前半にかけて景気後退を経験し、財政状況も悪化した欧米諸国での状況を見ても、景気後退期には公共投資（公的資本形成）の対GDP比は低下し、むしろ失業給付など緊急的な支出へと向けられている。現在は、政府が需要を作り出して経済を成長軌道に乗せることができるような単純な構造ではなくなっていることは、十数年の経験から明らかである。

ただし、現在のGDPのうち一定の割合を政府の歳出が占めていることも事実であり、歳出規模自体の急速な縮小は、GDPを押し下げる結果に直結する。したがって、財政健全化のためとはいえ、急速な歳出抑制は困難な状況にある。

その中で必要なことは、従来型の公共事業による景気対策を展開する歳出構造からの転換である。現在の小泉政権のもとではさまざまな構造改革が唱えられているが、規模で見れば、国民経済計算上の公共投資（公的資本形成）は90年代半ばにピークに達した後は減少傾向にあり、公共事業の実施主体としては国よりもウエイトの高い地方団体の歳出では普通建設事業費が93年度から縮小をはじめている。このような動きの中で、政府の財政支出の構造改革はさらに推進していく必要がある。短期的には上記のような失業等に対

する緊急的な支出が必要であるし、中長期的には、将来の超高齢化を見据えた公共施設のバリアフリー化の推進、情報インフラの整備、ソフト面でのセーフティネットの充実が、将来に対する不安や国の政策に対する不信感を取り除くためにも有効であると考えられる。セーフティネットは、経済がいくぶんでも好転すればその必要性は薄れ、財政健全化の効果も期待できる。

また、国際的な視点からは、土木建設業を含むあらゆる産業を一律に保護するのではなく、競争力の向上が期待できる分野に重点的な資金配分が可能になるような強いリーダーシップを期待する。併せて、現在進められつつある規制緩和をいっそう促進することが必要である。

税制に関しては、短期的な課題として、2003年度から実施された不動産取得税の税率引下げや新規増設分の事業所税の撤廃が、不動産取引や事業所立地にどのような効果をもたらしているかを早急に検証する必要がある。この検証については、税制に関するさまざまな要望を出してきた事業者や経済界の側も積極的に関わっていく必要がある。

2 GDPと財政規模の推移

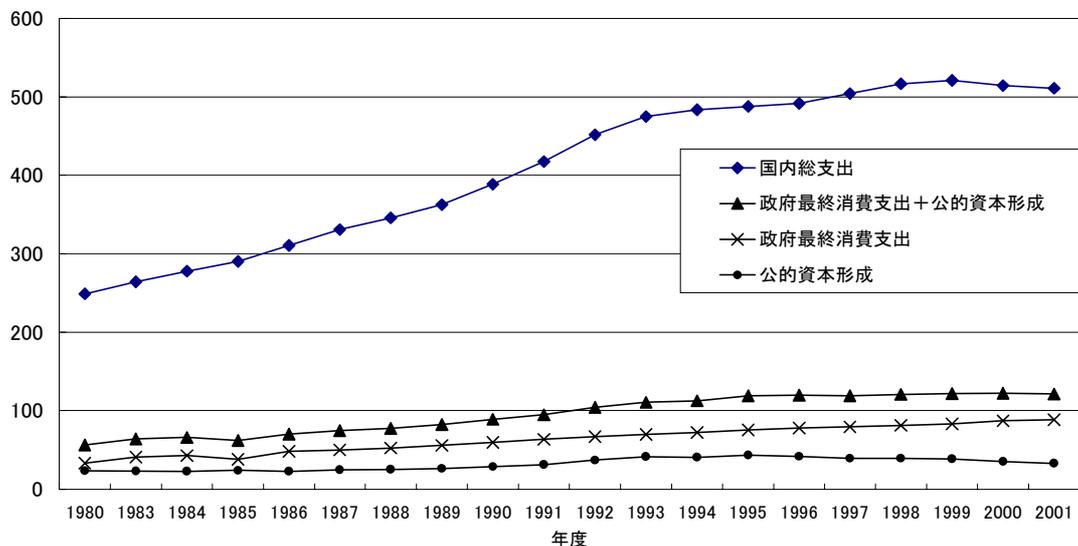
小泉政権下で推進されてきた財政構造改革は、2つの意味を持っている。一つは財政赤字を今以上拡大しないという目標である。2002年度、公約に掲げられた国債発行の30兆円という枠は達成されていないが、規模の抑制は実現している。図1は『国民経済計算』を利用して、国内総支出（GDP）と、政府支出の名目額での推移の推移を示したものである。

1980年代から90年頃のいわゆるバブル期にかけて、GDP、政府支出ともに急速に拡大する。しかし、90年代前半にはバブル崩壊の影響を受けて伸びは鈍化するが、それでも90年度から95年度にかけて、名目GDPは10%以上拡大する。そしてこの間のGDPの増加額約56兆円のうち、2分の1以上の約30兆円が政府支出の拡大によるものである。

政府の公共投資を示す公的資本形成は、95年頃をピークに減少しはじめる。バブル崩壊をも公共投資の拡大が続くのは、景気対策の側面に加え、バブル期の好調な税収のもとに立てられていた計画が実施されていったということである。その後、公的資本形成は減少するが、政府最終消費支出の拡大によって政府支出の総額はほぼ横ばいで推移する。

兆円

図1 GDPと政府支出の推移



資料)『国民経済計算年報』(平成15年版)。

表1 国内総生産と政府支出の推移

単位:兆円

年度	国内総支出	政府最終消費支出	公的資本形成	政府支出合計	対GDP比(%)
1990	451.5	59.9	29.1	89.0	19.7
1995	504.0	75.4	43.4	118.7	23.6
対1990年度	52.6	15.5	14.3	29.8	56.6
1997	521.2	79.6	39.6	119.2	22.9
1998	514.4	81.4	39.5	120.9	23.5
1999	510.7	83.4	38.3	121.7	23.8
2000	515.5	86.9	35.1	122.1	23.7
2001	502.6	88.6	32.8	121.5	24.2
対1997年度	-18.6	9.1	-6.8	2.3	-12.4

表2 経済悪化期の公共投資

国	年	公的資本形成 (a)	名目GDP (b)	(a) / (b) (%)
日本	1992	37,041	471,021	7.86
	1993	41,344	475,381	8.70
	1994	40,435	479,260	8.44
	1999	38,285	521,153	7.35
	2000	35,135	514,418	6.83
	2001	32,819	510,687	6.43
アメリカ	1990	2,525	57,438	4.40
	1991	2,005	59,167	3.39
	1992	2,091	62,444	3.35
イギリス	1990	28,109	582,946	4.82
	1991	24,315	606,582	4.01
	1992	18,227	637,817	2.86
フランス	1992	2,423	69,995	3.46
	1993	2,415	70,771	3.41
	1994	2,414	73,897	3.27
カナダ	1990	19,246	683,239	2.82
	1991	19,209	698,544	2.75
	1992	18,836	698,544	2.70

備考) 金額は各国通貨。日本：十億円、アメリカ：億ドル、イギリス：百万ポンド、フランス：億フラン、カナダ：百万カナダドル。

資料) 日本銀行国際局『日本経済を中心とする国際比較統計』1999。

表2は、日本よりも前に、1980年代後半から90年代前半にかけて景気後退を経験し、財政状況も悪化した欧米諸国での状況を示したものである。日本を除く各国とも、景気後退期には公共投資（公的資本形成）の対GDP比は低下し、むしろ失業給付など緊急的な支出へと向けられている。ただし、日本でも1999年以降は公共投資の割合は低下してきており、小泉改革に先立って、財政赤字を意識した財政運営がなされていることがわかる。

1999年度から2001年度にかけて確かにGDPは約11兆円減少している。これには、財政支出全体の動きを照らし合わせる必要がある。国と地方を通じた歳出純計額も1999年度に163兆円でピークに達し、2001年度には153兆円にまで縮小している。つまり、10兆円の政府支出の減少とほぼ見合うGDPの減少が生じている。逆に言えば、政府支出の拡大は、そのままの規模GDPを拡大させるだけであり、期待されるような乗数効果はもはや生じていないということである。

財政支出の拡大は、その規模に応じてGDPを押し上げる効果を持つ。だがそれは、支出を続けている限りにおいて、という効果にとどまり、経済構造を今日の社会的、国際的状况に合わせていくという結果は期待できない。そればかりか、その転換を遅らせてしまう可能性さえある。GDPの水膨れのみをもたらす歳出規模の拡大、とりわけ、従来型の

公共投資拡大による需要創出は長期的な観点からはむしろデメリットをもたらす。

近年の財政運営に関して緊縮財政との批判もある。しかし、貯蓄投資バランスの観点からは、国の一般会計における政府支出マイナス税収の規模は依然として 30 兆円以上の規模であり、必ずしもそのような批判は当たらない。

ただし、財政再建の観点のみを重視して、急速にこのギャップを縮小することは、GDP の減少につながり、現在のデフレ傾向にいつそう拍車をかけることになる。したがって、短期的には現在の程度の規模を維持する必要があると考えられるが、経済構造の重要な点は歳出構造の見直しをさらに進めていくことである。

3 財政構造改革はどこまで進んだか - いっそうの見直しを

財政構造改革のもう一つの側面は、財政支出の内容の見直しである。

表 3 は近年の国の一般会計当初予算を示したものである。構造改革を主張する小泉政権下での予算である 2003 年度は、2000 年度と比較して約 3 兆円縮小している。経費別に見た場合はほとんどの費目で減少しているが、社会保障関係費で約 2 兆円とりわけ社会保険費が 4 兆円近く増加している点が特徴的である。これには、介護保険制度の本格化による社会福祉費から社会保険比への振替えも影響しているが、全体としての社会保障関係費の拡大は顕著である。

比較の対象としている 2000 年度には、補正予算を通じて財政規模はさらに拡大し、決算では 89 兆円に達している。社会保障関係費は 16.8 兆円から 17.6 兆円に増加しているが、2003 年度の予算では、この決算額よりも大きくなっている。これ以外では、地方交付税の 2 兆円以上の増加が目立っており、悪化する地方財政の状況を反映したものとなっている。

さて、日本の社会は近い将来超少子高齢化の進展が予想され、全体としての社会保障関係費の増大は避けられない。

その意味では、意図するかどうかに関わらず、歳出構造の変化は必然のことでもある。その中で、国民の中でどれだけの割合が支えられる側にまわり、支える側にまわるのかというのは財政運営上の大きな課題となる。現在も進められている社会保障改革の中で、真に必要な社会保障体系を確立しなければならない。

公共投資に関しては、その規模は縮小せざるを得ない。その中でも生活空間のバリアフリー化や、情報インフラの整備など重点的に進めるべきものは残されている。そして都市圏においては活性化を、地方圏ではいわゆるナショナルミニマムとして必要な社会基盤の

中でまだ残されたものの整備を進めなければならないが、規模の大きさに依存するのではなく、重点的、効率的な事業展開を推進すべきである。

表3 一般会計当初予算の推移

単位:百万円

事項	2003年度		対2000年度 増減	2001年度		2000年度	
		構成比(%)			構成比(%)		構成比(%)
社会保障関係費							
1生活保護費	1,521,684	1.9	▲ 291,126	1,309,113	1.6	1,230,558	1.4
2社会費福祉費	1,727,075	2.1	▲ 1,940,916	1,694,410	2.1	3,667,991	4.3
3社会保険費	14,651,379	17.9	▲ 3,696,288	13,589,608	16.4	10,955,091	12.9
4保健衛生対策費	514,157	0.6	▲ 29,251	532,267	0.6	543,408	0.6
5失業対策費	576,436	0.7	▲ 196,890	429,761	0.5	379,546	0.4
計	18,990,731	23.2	2,224,138	17,555,158	21.2	16,766,593	19.7
文教及び科学振興費							
1義務教育費国庫負担金	2,787,864	3.4	▲ 235,457	3,015,269	3.6	3,023,321	3.6
2国立学校特別会計繰入	1,525,606	1.9	▲ 27,422	1,572,730	1.9	1,553,028	1.8
3科学技術振興費	1,229,782	1.5	▲ 211,482	1,112,418	1.3	1,018,300	1.2
4文教施設費	157,002	0.2	▲ 16,301	173,448	0.2	173,303	0.2
5教育振興助成費	655,546	0.8	▲ 22,635	648,362	0.8	632,911	0.7
6育英事業費	115,431	0.1	▲ 5,936	125,006	0.2	121,367	0.1
計	6,471,231	7.9	▲ 50,998	6,647,232	8.0	6,522,229	7.7
国債費	16,798,069	20.5	▲ 5,167,272	17,170,534	20.8	21,965,341	25.8
恩給関係費							
1文官等恩給費	48,238	0.1	▲ 13,139	56,912	0.1	61,377	0.1
2旧軍人遺族等恩給費	1,082,885	1.3	▲ 192,435	1,217,960	1.5	1,275,320	1.5
3恩給支給事務費	3,919	0.0	▲ 581	4,162	0.0	4,500	0.0
4遺族及び留守家族等援護費	67,813	0.1	▲ 16,585	77,127	0.1	84,398	0.1
計	1,202,854	1.5	▲ 222,740	1,356,161	1.6	1,425,594	1.7
地方交付税交付金	16,392,632	20.0	2,376,286	15,921,147	19.3	14,016,346	16.5
地方特別交付金	1,006,168	1.2	92,154	901,818	1.1	914,014	1.1
防衛関係費	4,952,967	6.1	17,166	4,955,300	6.0	4,935,801	5.8
公共事業関係費							
1治山治水対策事業費	1,211,922	1.5	▲ 280,036	1,461,808	1.8	1,491,958	1.8
2道路整備事業費	2,079,278	2.5	▲ 697,396	2,505,961	3.0	2,776,674	3.3
3港湾空港鉄道等整備事業費	574,862	0.7	▲ 149,957	659,055	0.8	724,819	0.9
4住ま都市環境整備事業費	1,494,682	1.8	▲ 312,983	1,504,842	1.8	1,181,699	1.4
5下水道水道廃棄物処理等施設整備費	1,374,309	1.7	▲ 307,244	1,685,319	2.0	1,681,553	2.0
6農業農村整備事業費	878,880	1.1	▲ 213,727	1,076,579	1.3	1,092,607	1.3
7森林水産基盤整備事業費	370,574	0.5	▲ 143	431,713	0.5	370,717	0.4
8調整費等	39,905	0.0	1,904	37,251	0.0	38,001	0.0
小計	8,024,412	9.8	▲ 1,333,616	9,362,528	11.3	9,358,028	11.0
9災害復旧等事業費	72,674	0.1	0	72,674	0.1	72,674	0.1
計	8,097,086	9.9	▲ 1,333,616	9,435,202	11.4	9,430,702	11.1
経済協力費	816,071	1.0	▲ 168,081	956,179	1.2	984,152	1.2
中小企業対策費	172,881	0.2	▲ 21,447	194,781	0.2	194,328	0.2
エネルギー対策費	556,691	0.7	▲ 78,444	613,868	0.7	635,135	0.7
食料安定供給関係費	687,509	0.8	▲ 463,630	695,238	0.8	223,879	0.3
産業投資特別会計へ繰入	163,604	0.2	4,071	153,716	0.2	159,533	0.2
その他	5,480,583	6.7	▲ 1,332,823	6,096,045	7.4	6,813,406	8.0
合計	81,789,078	100.0	▲ 3,197,975	82,652,379	100.0	84,987,053	100.0

4 税制改革

1990年代、消費税率の引上げは実施されたものの、地域振興券の発行も含めて所得課税の減税が繰り返し実施され、法人税についても税率の引下げが行われた。だがその結果は、累積債務の増大であったことは公共投資の場合と同じである。

経済社会におけるさまざまな変革が求められる今日、税制面でもどのような対応をするのか、明確な姿勢を示さなければならない。将来を見据えた場合、日本の経済活動に関する課題として次の2点を指摘することができる。一つは、産業部門の資金調達のあるり方を現在の間接金融中心の構造から、株式・社債などを通じた直接金融の比重を高めていくことである。今一つは、今日の社会・経済の変化に対応できる産業構造への転換である。

そのためにまず、株式投資に関する所得税制を整備、簡素化することである。日本では1980年代後半の抜本的税制改革まで、株式の譲渡所得は原則として非課税であった。しかし、それが高所得層に偏っていることから税負担の公平性の観点で見直しが主張され、原則課税へと移行し、さらに課税方式もしだいに申告方式への集約が進められた。2003年度には、株式投資の促進を目指した軽減措置が講じられたが、公平性に対する配慮との狭間で中途半端なものになった感は否めない。直接投資市場の整備と育成を進めるという、明確な姿勢を示した上で、その目的が達成されるまでは、譲渡益非課税などの徹底した措置を講じることが必要ではないか。直接金融の拡大によって投資に伴うリスクの分散を図ることができれば、新規産業の育成にも効果が期待できる。公平性や中立性に関する議論は、目的が達成されたときに改めて議論し見直すべきは見直すという長期的な視点も必要である。

法人税については、バブル崩壊以降、法人税率の引下げが実施されてきた。しかし、不況下での法人税率の引下げは収益を出している企業のみにはしか効果はなく、助走路にあるような産業・企業には効果はない。長期的な視点に立てば、企業課税への依存度の低下は必要な方向性であるにしても、むしろ現在求められるのは、2003年度すでに取りかかっていた、加速度償却など、すべての産業とりわけ新技術や新しい投資を必要とする産業にとって有利となるような減価償却制度の見直しをさらに充実していくことである。また、地方税においては、事業所税の新規増設分の廃止といった産業立地のための改正が行われているが、ここで大切なことは、このような短期的な効果をねらった税制の変更に関して、できるだけ早い時期にその効果を検証することである。このような検証があれば、産業界からの税制に関する要望などにももっと説得力が生まれ、また税収減に消極的になりがちな地方も含めた政府にとっても見直しや拡充を速やかに行うことが可能になるはずである。

第5章 予算制度

< 提言の骨子 >

16年予算より「モデル事業」、「政策群」という新しい手法が導入された。

「モデル事業」は、宣言、実行、評価という新たな予算編成プロセスを作り出す第一歩であり、その規模の拡大、予算執行の弾力化措置とともに、執行調査や事後評価体制の整備を図らねばならない。「政策群」は府省縦割りを乗り越えるため、予算に思い切った重点化が不可欠である。

1 改革の方向

日本の財政は危機的状況にある。これ以上の悪化を食い止め、財政規律を回復するためには、予算制度の改革が不可欠である。歳出の無駄をなくし、節約した資金を活性化と財政再建に振り向け、納税者の負担に報いる効率的な政府を構築することが求められている。

政府は、ニューパブリック・マネジメントの考え方を取り入れ、歳出の質的転換にむけた起爆剤として、16年度予算では「モデル事業」と「政策群」という新たな手法を導入しようとしている。多くの地方自治体ではすでにこうした改革に取り組んでいるが、国レベルでははじめての試みである。

予算編成プロセスの改革は、これまでも試みられてきた。内閣法の改正により、総理主導の予算編成に向け、重要政策についての総理の発議権を明示したり、内閣府設置法により経済財政諮問会議を設置した。また、実際の予算編成では、概算要求基準で予算にメリハリをつけたり、次年度予算査定にむけて予算執行調査を行ったりしている。

しかし、効率的で透明な予算編成を実現するためには、PLAN-DO-SEEといわれる政策循環プロセスの確立が不可欠である。その確立に向けて、政府は次の3つの原則を提示した。

PLAN（宣言）政策目標を国民にわかる形で明確にする。

DO（実行）目標達成のために予算を弾力的、効率的に活用できる仕組みを確立し、予算の無駄をなくす。

SEE（成果）目標が達成されたかどうかの説明責任を各府省に課すとともに、厳しく評価して、翌年度の予算に反映する。

こうした原則のもと、具体的な取り組みについても次のように言及している。

PLAN（宣言）については、政策成果目標を具体的かつ定量的に提示し、国民が監視しやすいように、予算の項目たてを見直すこと。また、思い切った重点化などにより、大胆な歳出改革を行うことが必要とした。

DO（実行）については、予算編成・執行が硬直的になっていることによる無駄を省くこと。また、そのための工夫として、大括り予算交付や次年度への予算繰越などを行えるようにすることをあげた。

SEE（成果）については、予算執行を効率性の観点から点検し改善させるとともに、政策成果目標の達成度を事後的に評価し、次年度の予算編成に反映させることが必要とした。

こうした改革を進めていくと、最終的な予算編成プロセスは次のようになる。総理は次年度予算についての主要な政策を基本方針として提示する。それに基づき所管の大臣・府省は、上記に示した PLAN-DO-SEE のプロセスを明確に意識した目標管理型予算を作成する。この段階では、現状の予算用語で言うならば、項単位で 20 ぐらいにまとめさせ、目標と予算（手段）との対応を明示させることが必要である。それをまとめたものが内閣提案の次年度予算となる。もちろん、各府省内では、局長レベルで目単位の目標管理型予算を作成し、各課の予算執行と成果管理を行うことになる。

この段階まで改革を進めるには、国会の予算審議の内容を不必要に細かい費目にまで及ばないように改革することも必要である。これは、箇所付けや補助金配分に国会議員がかかわらないようにするためにも有効な改革である。また、項単位での予算にもとづく政策論議であれば、国民にもわかりやすくなる。

予算規模は 80 兆円を超えており、全面的な改革には少なくとも 5 年はかかるであろう。しかし、来年度から第一段階が始まろうとしている。この小さな芽をいかに育てていくかが重要である。

2 16 年度予算の試み

16 年度予算では、歳出の質的転換を進めるために、「モデル事業」と「政策群」という手法を新たに導入した。

「モデル事業」は、「宣言、実行、評価」という新たな予算編成プロセスを作り出す第一歩である。こうした新たな手法に基づく各府省からの提案が公募され、現在内閣府と関係府省で意見交換を進めている。そこでは、政策目標や評価手法、予算執行の弾力化などについて検討され、最終的には表 1 に示した 9 つの事業が「モデル事業」として選定された。

各事業名から類推できるように、予算規模はいずれもあまり大きくない。しかし、予算

執行の弾力化や政策成果目標の達成度による次年度予算の管理が、日本で初めて行われることになった。今後は、対象範囲がさらに拡大され、いずれは予算編成の基本形となるであろう。

「政策群」は、府省の縦割りでなく、政策を主眼において府省横断的に予算を編成しようとするものである。こうした手法を取り入れれば、政策の実効性・効率性を高めることができる。また、より少ない財政負担で、民間需要の誘発効果を高め、民間活力を最大限に引き出すこともできる。さらに、規制改革や制度改革を同時に進めれば、構造改革との連携も強められる。

各府省から提案された「政策群」は、表2のとおりである。現在は、これらの「政策群」について政策目標・政策効果等について内閣府と関係府省との間で意見交換を行っている。しかし、現段階では政策目標に数値化することがかなり難しいものも含まれている。予算措置は、ある程度具体性を持っているから、目標達成との対応づけが大きな課題である。また、目標達成の主たる責任を特定の府省が持たなければ、政策群としての目標達成に誰も責任をとらなくなる恐れがある。政策群の執行体制を新たに構築することが必要である。

3 さらなる改革の必要性

16年度予算で新たに導入された「モデル事業」は、規模的にみてかなり小さい。17年度予算にこうした試みをいかに拡大していくかが重要な課題である。16年度には、各府省からの提案という形で突破口を開いたが、17年度には少なくとも各府省の施設整備費以外の予算の2分の1を目途に規模を拡大させるべきである。さらに、予算執行の弾力化措置として、次年度への繰越や目間流用をも全面的に認めることを早期に意思決定すべきである。

新たな予算編成プロセスのこうした拡大と同時に、予算執行調査および政策成果目標の達成度を事後的に評価する体制を整備することも必要である。この評価体制の整備に当たっては、事後的な評価体制だけでなく、政策成果目標の作成段階に対しても助言・指導ができるようにしておかなければならない。新しい予算編成プロセスでは、従来のような膨大でかつ意味のない予算査定を必要としなくなるので、そうした人材を執行調査や事後評価に投入できるはずである。

16年度予算のもう一つの新たな試みは「政策群」である。これもやはり各府省の提案に基づいたものであるが、予算執行にはまだ府省縦割りの部分が残っている。完全な府省横断予算として位置づけるためには、政府が「政策群」を決め、それぞれに統一した予算を編

成し、所管府省を一つに決めるか、あるいは関係府省混成の実施本部を設置し、責任を持って政策成果目標の達成にあたらせる必要がある。

政策に基づく横断型予算を編成していくことは、縦割り予算で権限を拡大してきた府省にとっては、その縮小になるだけであるから、積極的な協力は期待できない。それを乗り越えるためには、「政策群」への予算に思い切った重点化を図ることが不可欠である。

表1 モデル事業

金融庁	(有価証券報告書等に関する電子開示システムの更なる基盤整備等)
総務省	(総合的なワンストップサービスの実現に向けたシステム構築)
外務省	(在外選挙人登録の推進)
財務省	(国税電子申告・納税システムの全国導入)
文部科学省	(廃棄物系バイオマスの高効率エネルギー変換システムに関する研究開発)
厚生労働省	(感染症発生動向の把握システムの構築)
農林水産省	(バイオマス由来プラスチックの利活用の推進)
経済産業省	(本省業務・システムの効率化・合理化、特許事務システムの最適化に向けた取組)
国土交通省	(海事保安強化のための基盤システムの構築(船員データの電子化))

(注) 上記は8月1日現在での検討状況であり、今後、概算要求に向けた調整により変更がありうる。

表2 政策群

「政策群」(案)名	関係府省（順不同）
少子化の流れを変えるための次世代育成支援	厚生労働省・文部科学省・国土交通省・農林水産省・内閣府
若年・長期失業者の就業拡大	厚生労働省・経済産業省・文部科学省・内閣府
ITの活用等による安全かつ効率的な国際物流の実現	国土交通省・財務省・農林水産省・厚生労働省・金融庁
緑豊かで安全・快適な都市の再生	国土交通省・内閣府・警察庁・文部科学省・厚生労働省
都市と農山漁村の共生・対流の推進	農林水産省・国土交通省・総務省・文部科学省・厚生労働省・環境省
世界最先端の「低公害車」社会の構築	国土交通省・経済産業省・環境省・総務省
科学技術駆動型の地域経済発展	文部科学省・経済産業省・厚生労働省・農林水産省・国土交通省・金融庁・内閣府
外国人が快適に観光し、滞在できる環境等の整備	国土交通省・外務省・法務省・農林水産省
災害等緊急事態対応の強化	総務省・国土交通省・内閣府
民間との協働による犯罪者の更生と社会復帰支援体制の構築	法務省

（注）上記は、現時点で各府省から具体的に提案があったものであり、今後、概算要求に向けた調整により変更がありうる。

第6章 金融システム

< 提言の骨子 >

銀行による不良債権保有の長期化をもたらすインセンティブは、資産査定に当たって、実際の市場価格以上の実質簿価を計上できることである。不良債権処理を加速させるためには、資産査定厳格化の圧力を当分の間緩めるべきではない。

オーバーバンキングの加速を回避するため、郵貯をナローバンク化、あるいは敢えて民営化せず、長期的計画の下で縮小・廃止を目指すことも合理的な選択肢として視野に入れるべきである。

今後、郵貯の保有国債が引き起こすであろう価格への下方圧力を緩和するには、きめ細かな国債管理政策とともに、財政再建への長期的ビジョンとその広報活動の継続が不可欠である。

地銀協会加盟 64 行がデータを共有し、信用リスク管理システムを開発する運びであるが、金融庁は、地域ブロック内での統合をアナウンスすることにより、地銀間の協力（真に重要な情報の共有）を引き出すことが可能になる。

急速に残高が増加しつつある財投機関債は、発行主体自体が民営化の可能性を含んでおり、債券市場での信用リスク評価のスキームを攪乱している。直ちに ABS（資産担保証券）に切り替えるべきである。

政府は、ペイオフ解禁などの時限を、信頼に足るコミットメントとして可能な限り守るべきである。

1 基本的方向

我が国の金融システムは、歴史的経緯のもと、間接金融に偏重した発展を遂げたために、流動性リスクの顕在化に対しては極めて脆弱なものとなっている^{*1}。日銀の金融政策のかなりの部分は、その回避に注力されているのが現状で、一刻も早く、経済の規模に見合った資本市場の整備・発達が望まれる。一方、ペイオフ解禁を 1 年 5 ヶ月後に控えて、金融システムをめぐる政府と民間金融機関との間のリスク・シェアリングは続いており、これを終結させるためにも不良債権処理の加速化が必要である。なお、ペイオフ解禁は、資本市場（非預金資産）への資金還流の重要なチャネルでもあることから、資本市場のインフラ整備、及び不良債権処理の加速化は、ペイオフ解禁の期限に向かって同時進行させなければならない。

今後、直接金融・間接金融の間で有機的な連続性のあるリスク分担のスキームを形成してゆかなければ、情報技術の発達や規制緩和を経た経済社会に対応した金融サービスの成長は望めない。不良債権処理というレッスンを通じて新しい金融システムへ移行するべく、これまでのような「業態別の役割分担」から、「金融機能の分化」への移行に対応するような金融行政が必要とされる。

金融システム全体の安定を図るには、長期的な視野での望ましい、あるべき姿に関する合意のもとで、そこに至るまでのマイルストーン（ペイオフ解禁など）の時限を、政府・日銀ともに、信頼に足るコミットメントとして可能な限り守り続けることが肝要である。

2 企業再生の加速に必要なもの

(1) 再生機構の活用

8月末以降、産業再生機構の支援先企業の決定が報道されてきた。当初の予想に較べて活用が不十分であるという認識はされているが、小粒ながらもゼネコン・流通分野の案件が含まれていることもあり、モデルケースという意味合いでその進展には注目が集まっている。

再生機構に期待される役割とは、「法的整理」の透明性と「私的整理」のスピードを併せ持ちながら「法的整理」と「私的整理」の間隙を埋め、そのプロセスにおいて、フェアなプライシングと適切なリスク・シェアリングによってモラル・ハザードを防ぐことである。

これまで「支援先の選別基準」、「買取債権のプライシング」、「遂行能力」、「資金還流の確保」などの論点で議論がなされてきた。このうち、第一陣の支援先に関して現時点で難航しているのは、機構の提示する買取価格をメインバンク側が受け入れないという、プライシングの「後の」部分である。なお、再生機構から銀行側に示される買取価格は、再生を念頭に置いた価格（適切な時価、国民負担を最小に抑えるため）で、確実性の高いキャッシュフロー部分を資本コスト（期待収益率）で割り引いたものである。これに対して、銀行決算で用いられる実質簿価は、債務者の事業計画に基づく（得てして楽観的な）キャッシュフローを約定金利で割り引いて求められているようである。DCF（割引キャッシュフロー）法という名前は同じであっても、当然両者は乖離する。本来ならば、現時点での信用リスクに照らして約定金利が果たして妥当かどうかの検証が必要な部分である。

一方、再生機構の不振とは対称的に、今年度に入ってから、民間の買収ファンドによるM&Aを通じた不振企業の再生は徐々に拡大している。民間ファンドの提示する買取価格が再生機構のそれを上回るのであれば、民間ファンドが再生機構以上の企業価値向上を実

現できるというシグナルであるから、再生ビジネス市場の成長の兆候であると解釈できよう（その意味で、再生機構はある程度ベンチマークとしての機能を果たしているとも言える）。また、引いては再生機構が手掛けた案件の EXIT（出口、売却先）としても、受け皿が整いつつあるということでもある。

また、発足当初、「企業整理」「債権回収」のイメージで敬遠されていた RCC（整理回収機構）の手掛ける案件は、ここ 1 年あたりで急速に増加した。新規の制度については、1 - 2 年目は様子見という側面もある。再生機構についても、今後、特にゼネコン・流通分野でのパフォーマンスに関する情報が把握・蓄積されるに従って、銀行側にそのメリットが認識されれば、持ち込まれる案件が急激に増加、また大型化する可能性は充分にあり得るだろう。資産査定厳格化の圧力を緩めないことと、現在の案件での（できるだけ早い）成功とが重要な鍵となる。

（２）再生ファンドと資金還流

再生ファンドへの資金還流の確保については、ごく最近まで、豊富な個人資産がありながら、銀行や資本市場からの還流や年金基金の参入が期待薄であることがネックになっていた。しかしながら、民間再生ファンドの案件拡大に伴って有望な投資先（企業）が増えたことで、投資家の要求リターンに応えられるようになり、次第に機関投資家の資金が確保されるようになってきた。この背後では、長期国債価格の下落の影響や、他に収益性のある投資機会が少ないことも後押ししたと考えられるが、企業の雇用調整が社会的に受け入れられるようになってきた影響も大きいと思われる。引き続き、失業プールから就業へのスムーズな移行（アウトフロー）に重点を置くミクロの雇用対策によるバックアップの充実が不可欠である。

3 ペイオフ解禁に向けた準備

（１）オーバーバンキングと郵貯民営化

郵政民営化は既に議論の前提であり、その大筋については効率性の見地から言っても論を待たない。但し、金融機関の場合に限っては、民営化がそのまま効率化を約束するとは限らないことに注意されたい。既に、我が国の金融サービスが供給過剰の状態（オーバーバンキング）であることに異論の余地はない。地域分社化・全国一律の区別なく、郵貯のストレートな民営化はこれを加速するため、一段の工夫が求められる。

現状と同様に一般企業への貸出を行わず、資産を国債に限定するナローバンク化の選択も一考の余地がある。これは、国債を一般家計向け預金資産として提供する、資産変換機

能のみに特化する道である。この場合、収益性の追求には適わないため、預金保険料の負担コストの発生あるいは預金保険非加入の選択によって、一挙に預金流出が発生する可能性もあり得る。この場合、裏付け資産(国債)の売却によって対応する以外にはないので、国債価格への影響が大きくなる可能性がある。また、敢えて民営化せず、簡保とともに、長期的に縮小・廃止を目指すこともまた、合理的な選択である。いずれにせよ、国債価格に対しては下方圧力が発生することになり、きめ細かな国債管理政策とともに財政再建を意識した長期的ビジョンとその広報活動の継続が不可欠である。^{*2}

(2) 地域金融とリレーションシップバンキング

大手都銀に対する資産査定厳格化や特別検査などと比較して、地域金融機関に対して金融庁は甘過ぎる、という批判は銀行業界にも根強い。

本年3月末の「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム(金融庁)」を受けて、各地域金融機関は情報発信の強化を始めとする経営方針の革新を掲げる一方、企業理念としては「地域における No.1 サービスの提供」「コミュニケーションの確立」と言ったフレーズを変わず掲げ続けている。

現状での致命的な欠陥は、地域金融機関側にコミットメント・コストの存在や自らのコーポレート・ガバナンスの問題に対する自覚が希薄なまま、環境変化に対する感度が鈍いことである。この意味では、郵貯を核とした地域金融の再編案も期待薄であると言わざるを得ない。

金融機関が特定の地域で事業展開を行う場合、その地域での持続的な取引関係をシグナルするために、譲歩を含んだ契約・条件を提示することが多い。この譲歩部分が地域に対するコミットメント・コスト(あくまで融資先が倒産しないことを前提として、長期的には回収できると見込むコスト)に相当し、地域金融機関が相手の信用リスクに見合った適正な利鞘を確保できないことの源泉でもある。「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」は、このようなコストの存在意義を明示的な表現では否定しないものの、収益管理体制の強化を促している。これは、2年間の集中改善期間という時限の中での、「とりあえずの目標地点」への到達の道筋を示したものと理解されるべきであろう。2年後には、その地点の向こう側にある真の目標を追うことができる健全行への転身を、強く促していると読むべきである。

徹底した収益管理体制と情報開示のもとで、地域に対するコミットメント・コスト(現状では、いかにリスクを片寄せで負担してきたか、引いては国民に負担させようとしているか)を、地域顧客に対して情報発信・周知徹底することこそが、地域金融機関にとって

最優先すべき課題である。この意味で、地方財政の問題と相似形であるとも言えよう。また、地方公共団体との距離をどのように取らせるかという問題も避けられない。地域金融が公共事業の如き役割を要求される限り、永遠に収益性の改善はあり得ず、今後とも間接的に地域住民・国民の負担を強いる可能性があることが、常に認識されなければならない。

地銀協会加盟 64 行が、全行のすべての融資先の財務諸表や過去の倒産実績をデータベース化し、これを基に信用リスク管理システムの共同開発に当たるというニュースは、地域金融に自ら新しい基準・価値観を持ち込み、転身を図る兆しと見ることもできよう。しかしながら、現時点では、各地銀にとって真に重要な情報を共有する（提供する）経済的インセンティブは薄く、このデータベースが形骸化する可能性は決して小さくない。金融庁が既に地域ブロック内での再編・統合を視野に入れているのであれば、先にそれをアウンスする戦略を取ることで、協力的な結果（真に重要な情報の共有）を引き出すことは可能になる。

4 望ましい資本市場のあり方

(1) 国債管理政策の重要性

我が国の公社債市場を見た場合、依然としてそこにおける国債の比重は圧倒的に大きく（図 1ab 参照）今後数年間はさらに発行額が膨らむ見通しである。国債市場は長期金利や金利の期間構造が決定される場であり、普通社債など他の債券のプライシングの核となるものである。換言すれば、国債の満期構成の平準化と流動性の確保とが、企業の資金調達手段としての債券発行、引いては公社債市場の発展を大きく左右するのである。我が国の資本市場未発達の原因には、近年までこのことに配慮がなされて来なかったこともある。

財務省では、円滑な消化・市場育成を目的に、来年度から日本版アドバイザー・コミTEEが設置される運びである。発行規模、満期構成、発行頻度などの決定に指針を与え、レポートの発行で IR 活動を行うこと自体は望ましいが、むしろ、国債価格の高止まり（＝長期金利の低位安定）を背景にこれまで何もしていなかったことの方が問題である。デフレからの脱却と長期金利の上昇とは不可分であり、それ以前に国債管理体制を強化しておく必要性がここに来て漸く認識されたと解釈できるだろう。また、大量の国債を保有する郵貯の先行きに関する議論によって触発された、という側面もあろう。いずれにせよ、今後、財政再建を意識した長期的ビジョンが問われていることに変わりはない。

(2) 財投機関債の今後

公社債市場において、国債に次いで重要な存在が財投機関債である。郵貯の財投での運用チャネルは 2001 年度から断ち切られ、その代替手段として、各財投機関が財投機関債を発行することで直接的に資本市場から資金を調達するようになった。発行開始から 2 年余りで既に普通社債の発行残高に迫りつつあり、我が国の債券市場において変則的に大きな存在になりつつある（図 1 a 及び 2 参照）。そもそも、当初の財投機関債の構想では、財投の内容を市場に評価させ、価格に透明性を持たせることが主旨であった。ところが、評価されるべき信用リスクは、つまるところその発行主体の存続・規模に依存しており、今後の『国会次第』というのが実情である。これでは「格付け」は全く無意味で、市場規律が働く・働かない以前の問題であると言わざるを得ない。そのボリュームの大きさとあいまって債券市場での信用リスク評価のスキームを攪乱し、我が国資本市場の今後の健全な発展を阻害する可能性があることに、もっと注意が払われるべきである。

現下のように民営化、あるいはリストラクチャリングの対象になる可能性のために、財投機関自体の存続を含めた将来像が不確実である場合は、発行機関の規模・存続の影響をプライシングから除去しなければならない。各財投事業を発行体のバランスシートから切り離して中立にし、純粋なプロジェクト・ファイナンスとして評価の上、ABS（資産担保証券）の発行によって資金調達するべきである。^{*3}このようにして初めて、情報開示と市場規律を通じた発行額の圧縮（効率化）に、繋げることができるのである（但し、各財投事業に関する情報開示が不十分であれば、個々のプロジェクトの評価を市場に要求することで、流動性の低下やプライシングの不透明化の問題は残ることになる）。

一旦、この市場が拡大すれば、流動性が高まることで価格発見がスムーズに行われるようになり、債券市場がバランスよく発展するという好循環、及びリスクを反映した貸出金利の形成にも寄与することも期待できよう。

ネットの発行額で国債に次ぐ存在である財投機関債について、このような発行形態を取ることは、債券市場を育てることに通じ、我が国の資本市場の将来像にとっても望ましいと言える。情報開示のベンチマークの確立とともに、財投機関の SPC（特別目的会社）設立等に関して法制度の変更が必要であるならば、速やかに検討されるべきであろう。

図 1 a 日本の債券市場（2003 年 3 月末）

単位：兆円

左から：

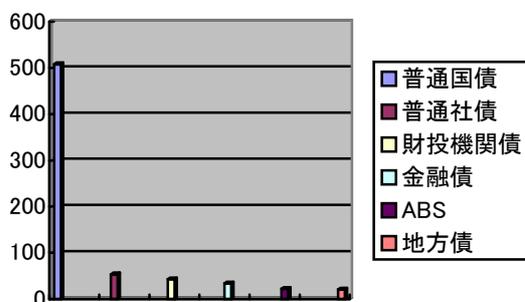


図 1 b 米国の債券市場（2003 年 3 月末）* 4

単位：兆ドル

左から：

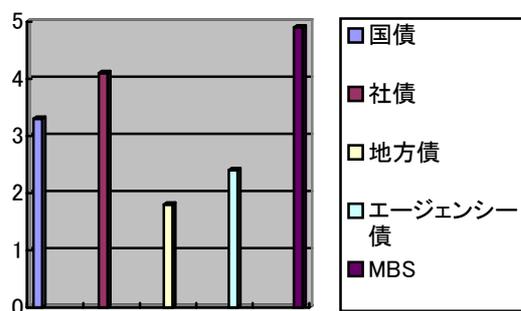
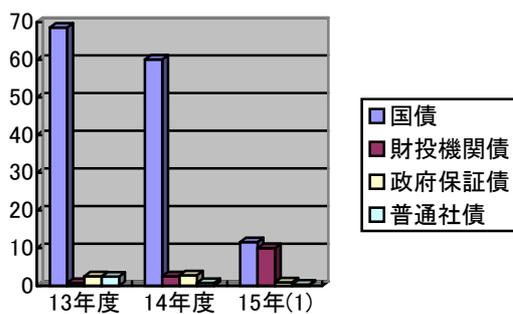


図 2 ネット発行高（発行額 - 償還額）

単位：兆円 平成 15 年度は第 1 四半期のみ



- * 1 「金融システム」の安定性の問題が、「金融機関の経営」の安定性の問題に矮小化される傾向があるのもこのためである。
- * 2 必ずしも時限を設けてプライマリーバランスの回復をコミットする必要はなかろう。なお、FTPL(fiscal theory of price level; 物価の財政理論)に基づく議論も活発ではあるが、結果が仮定に強く依存し、現実の政策上のインプリケーションを引き出すことは難しい。
- * 3 (旧来の通説的見解のように) 公法人に更正手続が適用されない場合も、特殊法人改革の流れの中で、会社更生法その他の類似の適用を受ける法人となった場合、公法人債を消滅させ、受益権を発行体(オリジネーター)から独立させる仕組みである。既にその可能性が認識されているのであるから、初めからABSとして発行し、市場に正当にプライシングさせるべきである。参考:「ファイナンス法大全」西村総合法律事務所編、商法事務
- * 4 米国債は財務省証券等。社債の中にABSを含む。エージェンシー債は政府系機関債券。

第7章 マクロ経済と資金循環

< 提言の骨子 >

国債保有のリスク分散のために、個人や海外部門がその保有量を増やす必要がある。

そのために、個人向け国債の満期について2年や5年といった期間についても発行し、発行頻度も現在の年4回から毎月に変更することを提案する。

同様に、国債の海外部門の保有を増やすために、外貨建ての国債を発行することが望ましい。

証券投資の魅力を高めるために、「株式投資版マル優（少額貯蓄非課税制度）」を創設する。また、個人が保有する複数の株式投資信託や株式の譲渡損益、配当金などを通算して申告できるようにすることも考えられる。

証券市場の透明性を高め、一般の個人にも魅力ある証券市場にするために、現在の証券取引等監視委員会の機能を強化する必要がある。将来的には米国の証券取引委員会（SEC）のように、独立した組織として機動的・主体的に証券市場を監督する体制が望ましい。

グリーンシート市場の活性化のために、政府が法令などにより情報公開などの面で積極的に市場を整備し、その投資家に対して税制上の優遇措置をとることが望ましい。

1 問題の所在

日本経済を中長期的に考えたとき、マクロ経済の問題点は資金の流れに現れている。図1には、1990年度と2001年度の資金の流れを比較して描いたものである。この図から、次のような特徴をよみとることができる。

- 1) 家計の民間金融機関への預金などが1.5倍、郵貯・簡保などへの預金が1.9倍と増加しているのに対して、株式・社債へは0.7倍と減少している。
- 2) 民間金融機関や郵貯・簡保の資金の多くが、国債などの購入に向けられている。その増加は顕著であり、民間金融機関で2.1倍、郵貯・簡保で1.7倍である。これに対して、民間金融機関の株式・社債の購入は0.75倍、貸付は0.79倍に縮小している。

図1：マクロ経済と資金の流れ（ページ53）

(1) 公的部門の問題点

これらから明らかなように、資金の多くは政府など公的部門に集中し、民間企業への資金の流れが細まっていることが分かる。さらに、公的部門へ流れた資金は、90年代の前半を中心に公共投資などに向けられたのであるが、その資金の効率的利用については多くの疑問が投げかけられている。

例えば、北坂(1999a)では、計量経済学的分析によって民間資本と公的な社会資本が代替関係にあることが指摘されており、社会資本の増加は一定の生産量のもとで民間資本を減少させる働きのあることが示されている。このことは、社会全体から見て政府による社会資本のサービスが非効率的である場合には、それを減らし民間資本に振り替えることでより効率的な生産活動が実現出来る可能性を示している。

また、北坂(1999b)では、わが国の社会資本の供給量について実証分析を行い、70年代には高い収益率であったが、その後は90年代にかけて低下していることが示されている。このことは、70年代までは社会資本が不足していたものの、90年代は国全体として社会資本が不足しているとは言えないことを意味している。さらに、Sakuragawa(2003)では、動学的非効率性(dynamic inefficiency)の概念を使い、財政投融资が日本経済の過剰投資を招いていることが実証的に示されている。

このように公的部門ではその資金の使い方自身が非効率になっているという問題が指摘できるが、それと同時にその資金調達方法にも問題が含まれている。公的資金の調達方法は、大きく租税と国債などの債券の発行が考えられるが、景気低迷のために国債の発行が多額に上っていることは周知のことである。

その国債の保有は、図2に示されるように、わが国では郵貯などの公的部門と銀行などの民間金融機関に集中している。個人と海外などの保有分は、合わせても10%程度に過ぎない。これに対して、米国の場合は、海外などが30%以上、個人が20%弱を保有しており、個人、金融機関、海外部門、政府、とその保有が分散している。

図2：国債保有構造の日米比較(ページ54)

国債の保有が一部に集中することは、国債の価格変動リスクがマクロレベルで分散されていないことを意味する。国債の発行残高は520兆円に及んでおり、1%の金利上昇は7兆円の評価損(キャピタルロス)を生むとの試算がある。今後、マクロ経済の環境としては、少なくとも名目金利の上昇が予想され、またデフレ経済から脱却するためには名目金

利の上昇が必要な1つの過程にもなる。

このような状況では、大量に発行された国債の価格変動リスク、すなわち金利上昇による価格低下のリスクをマクロ経済全体で分散しなければならない。リスクが一部に集中すると、その部門の抱える資産の劣化が経済全体に悪影響を及ぼし、その回復に多大なコストを必要とすることが予想されるからである。

(2) 民間部門の問題点

一方、民間部門でも資金の流れに問題がある。まず第1は、民間企業が株価や地価の低迷、一般物価の下落などのために、積極的に設備投資を行うような環境に無く、資金が金融機関や企業内に滞留し有効に活用されていない。企業が将来に明るい見通しを持ち、設備投資に積極的になるためにはデフレ経済からの脱却が必要である。

第2は、個人の金融資産が銀行などの預金に集中し、直接に資金を必要とする企業部門、特に中小企業やベンチャー企業への資金の流れが十分に確保されていないことである。図3には、企業の資金繰りに関する判断が描かれている。これをみても分かるように、日銀による大幅な金融緩和が続けられているにもかかわらず、中堅、中小企業ではいまだに資金繰りが「苦しい」とする企業数が「楽である」とする企業数を上回っている。これは、金融は確かに緩和しているが、必要な資金が企業全体には十分に回っていないことを意味している。

図3：企業の資金繰り（ページ55）

第3の問題は、第2の問題に関連するが、銀行を中心とする金融仲介機能が、機能不全に陥っていることである。日本銀行は量的緩和を続け、民間銀行に大量の資金を供給しているが、その資金は図1でみたように国債の購入に向けられ、民間企業への貸出しなどに向けられていない。このために、図4に示されるように、企業から見た金融機関の貸出し態度は中堅、中小企業を中心に、依然として「厳しい」とする企業数が「緩い」とする企業数を上回っている。

図4：金融機関の貸出し態度（ページ55）

さらに、銀行などの金融機関が行った貸出しは、必ずしも収益率を高めることにつなが

っていない。すなわち、民間部門でも資金は効率的に利用されていない。表1には、業種別の有利子負債キャッシュフロ - 倍率^{*1}と売上高営業利益率が示されているが、これを見ても分かるように、建設業、小売業、不動産業では、有利子負債比率が高まると同時に、利益率は低下している。全体として多くの企業が借入の返済を進め、有利子負債比率を低下させているのに対して、これら三業種では大幅に有利子負債比率が上昇し、あわせて利益率も低下している。

表1：業種別の有利子負債キャッシュフロ - 倍率と売上高営業利益率（ページ56）

このことは、銀行が適切に資金の仲介機能を果たしていないことを示している。この問題に関しては、これまで長く論じられてきた不良債権の問題や銀行の追い貸し、あるいはその背景にある政府の監督・規制の問題や、銀行自身のガバナンス（企業統治）の問題があると考えられる。

2 改革の方向性と具体的政策の提言

前節で見たように、日本経済の問題点を資金の流れから見ると、その問題点は主に次の5つに集約できる。

公的部門の資金需要に関する非効率性

公的部門の資金調達に関する国債保有のリスク分散

デフレ経済における民間経済の需要低迷

民間資金の預金への集中と中小・ベンチャー企業などの資金不足

銀行の金融仲介機能の低下

これらの問題のうち、公的部門の資金需要に関しては、財政のスリム化、すなわち公共投資の削減やPFIへの振り替え、簡保・郵貯を含む財政投融资制度の改革などを挙げる事が出来る。デフレ経済における民間経済の需要低迷に関しては、積極的な金融政策の運営や、企業の設備投資を促進する税制の見直しなどが考えられる。また、銀行の金融仲介機能の低下に関しては、不良債権の積極的処理、企業再生ファンドの活用、銀行のガバナンスの改善、などを挙げる事ができる。

これらの政策提言の詳細は他に譲ることとし、ここでは、公的部門の資金調達に関す

る国債保有のリスク分散と、民間資金の預金への集中と中小・ベンチャー企業の資金不足に関して、それらを改善するための政策を具体的に提案したい。

(1) 国債保有のリスク分散について

国債保有のリスクを分散するためには、個人や海外部門が大幅にその保有量を増やす必要がある。

まず第一に、国債の個人保有を増やすために、現在発行されている個人向け国債の種類を増やすことが考えられる。現行では、個人向け国債の満期は10年に限られており、中途解約は可能だが、ペナルティーとして前2回分の利子がマイナスされることになっている。これを、満期について2年や5年といった期間についても発行し、発行頻度も現在の年4回から毎月に変更すれば個人の購入が増えることが予想される。

次に、国債の海外部門の保有を増やすために、外貨建ての国債を発行することが望ましい。現在のところ、わが国の外貨建て国債の発行残高はゼロである。しかし、海外部門により多くの国債保有を促すには、為替変動のリスクを購入者に負担させない観点から、外貨建て（例えばドル建て）の国債を発行することが有益である。また、竹田（2002）が指摘するように、政府の最適な資産（負債）構成を考えた場合、円高・ドル安が進む局面ではその負債を円ではなくドルで持つことが望ましい。この観点からも、やはりドル建ての国債をわが国が発行することが望ましい。

(2) 預金への資金集中の改善と直接金融の活性化

わが国では家計の資金が預金へ集中し、企業へ直接資金を供給する直接金融のルートが依然として不十分である。これを改善するために、証券市場の活性化が必要であり、家計から見て、証券投資を魅力高めなければならない。

このために第一の方法として、「株式投資版マル優（少額貯蓄非課税制度）」が挙げられる。これは個人の株式投資について、一定額までその譲渡益や配当を非課税にするというものである。1987年に英国で、当時のサッチャー首相がこれと同様の「個人持ち株プラン（PEP）」導入し、証券市場を活性化した実績がある。

また、個人が保有する複数の株式投資信託の損益を通算することや、株式投資信託の損益と株式の譲渡損益や配当金などを通算して申告出来る税制も有効である。方向としては、あらゆる資産所得の損益を通算して、課税するような税制が望ましい。

さらに、証券市場の透明性を高め、一般の個人にも魅力ある証券市場にするために、現

在の証券取引等監視委員会の機能を強化する必要がある。現在のところ、証券取引等監視委員会は金融庁に付属しているが、将来的には米国の証券取引委員会（SEC）のように、独立した組織として機動的・主体的に証券市場を監督する体制が望ましい。

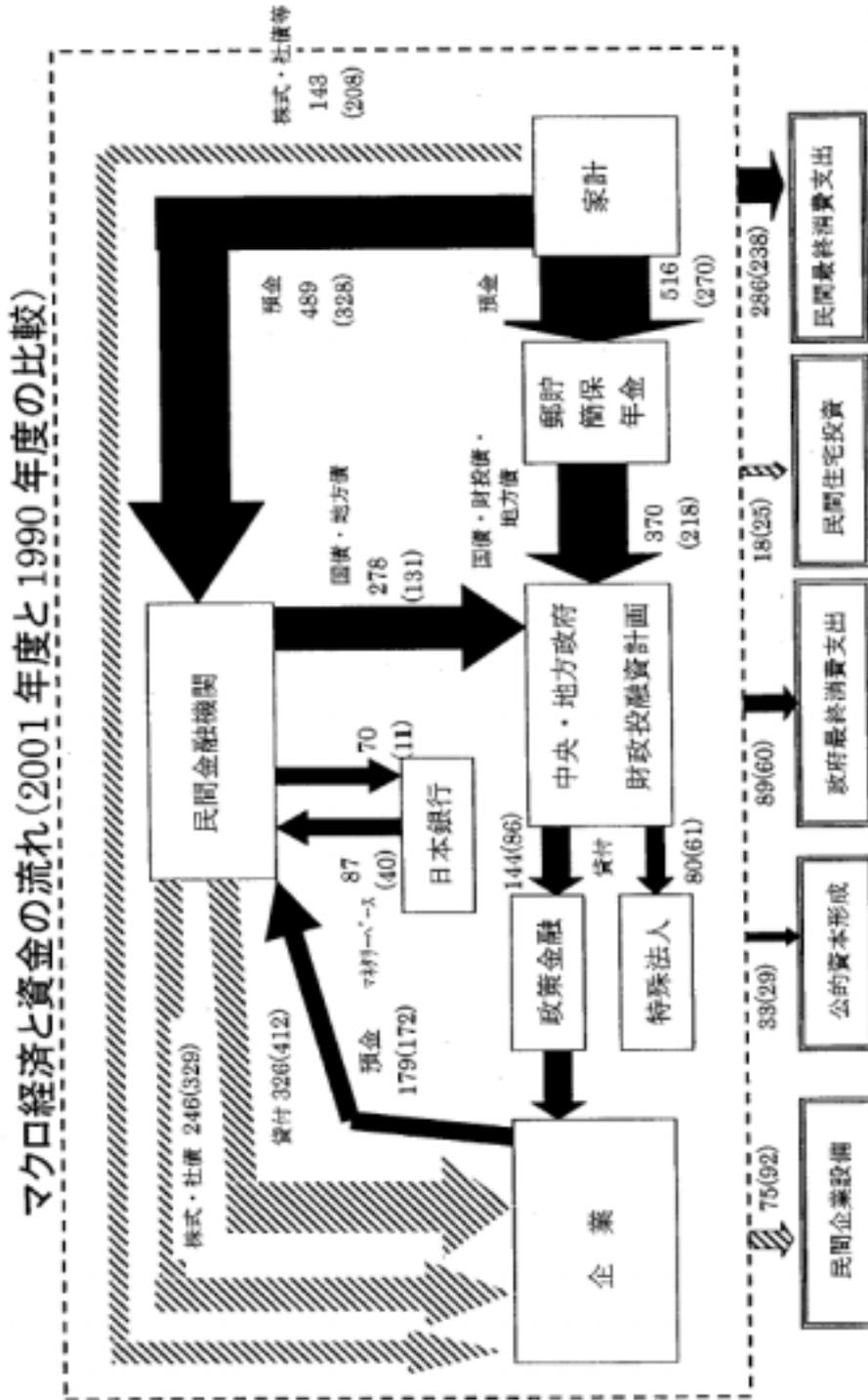
また、中小企業、特にベンチャー企業の資金調達については、銀行を通じた間接金融とともに、直接金融の整備も重要になる。その1つの枠組みとして、グリーンシート市場の活性化が挙げられる。グリーンシートは、未公開会社の有価証券を発行し売買するために利用される気配公表銘柄の制度であり、証券取引所などへの上場を目指す予備軍とも言える企業の資金調達の間である。そうした市場を、政府が法令などにより積極的に整備し、その投資家に対して税制上の優遇措置をとることが考えられる。

*1 有利子負債キャッシュフロー倍率： 企業の持つ有利子負債の額をキャッシュフロー（企業の税引き後決算期利益から配当金と役員賞与を引き、減価償却を足したもので割った値。企業活動の結果として手元に残った資金で保有する負債を返済すると、何年かかるかを示す指標となり、この値が大きいほど過剰に負債を負っていることになる。

参考

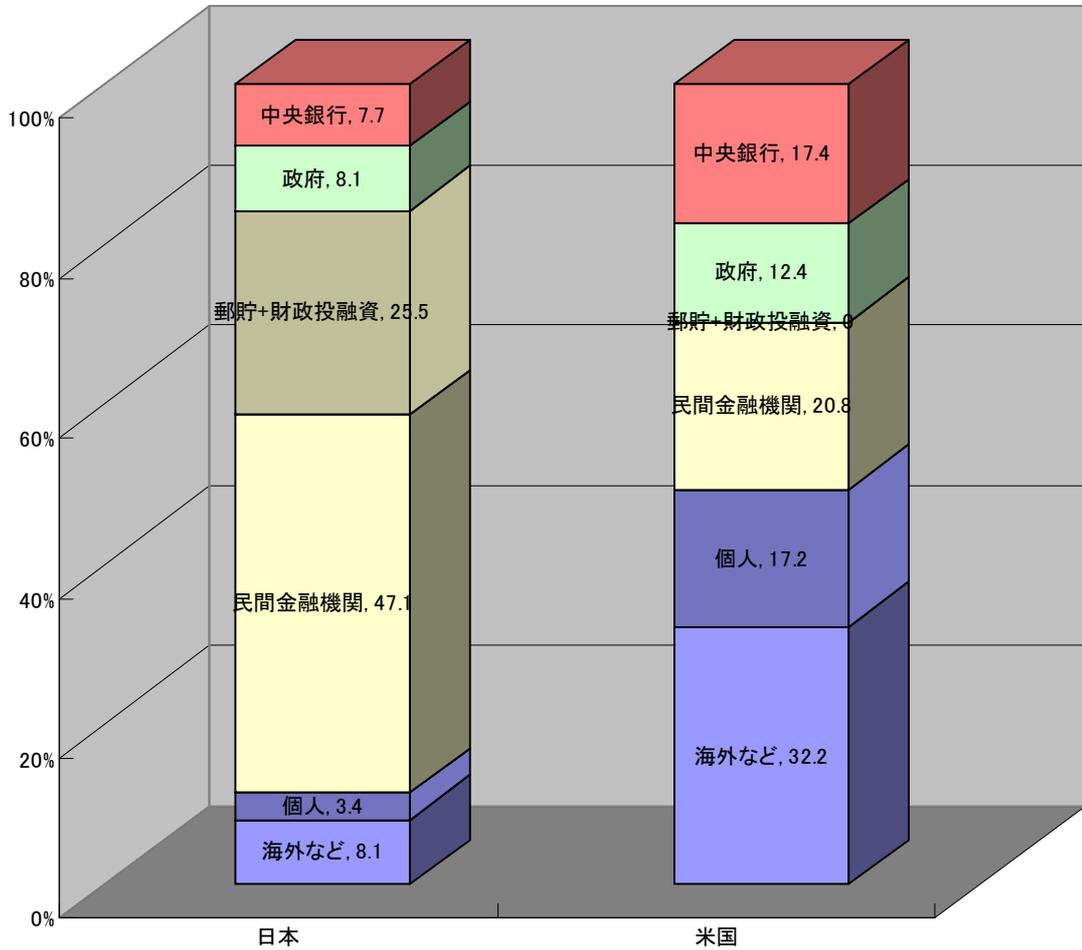
- 小野沢康晴（2001）「わが国法人企業の最近の収益、財務動向」、『金融市場』2001年10月号、pp.16-19.
- 北坂真一（1999a）「社会資本と民間資本の代替・補完性 - トランスログ費用関数による計測 - 」, 『国民経済雑誌』, 第179巻, 第5号, pp.93-104, 1999年5月.
- 北坂真一（1999b）「社会資本供給量の最適性-オイラー方程式による検証-」, 『日本経済研究』 No.39, pp.76-96, 1999年8月.
- 北坂真一（2001）「社会資本ストックのマクロ経済効果 - 成長モデルによるキャリブレーション - 」, 『国民経済雑誌』, 第183巻, 第6号, pp.51-62, 2001年6月.
- 櫻川昌哉（2002）『金融危機の経済分析』東京大学出版会 .
- Sakuragawa, M（2003）"Evaluating dynamic efficiency in the "lost decade" ", mimeo.
- 竹田陽介・矢嶋康次（2003）「国債管理：その原則と日本の現状」『ニッセイ基礎研究所報』（ニッセイ基礎研究所） Vol.27.

図 1



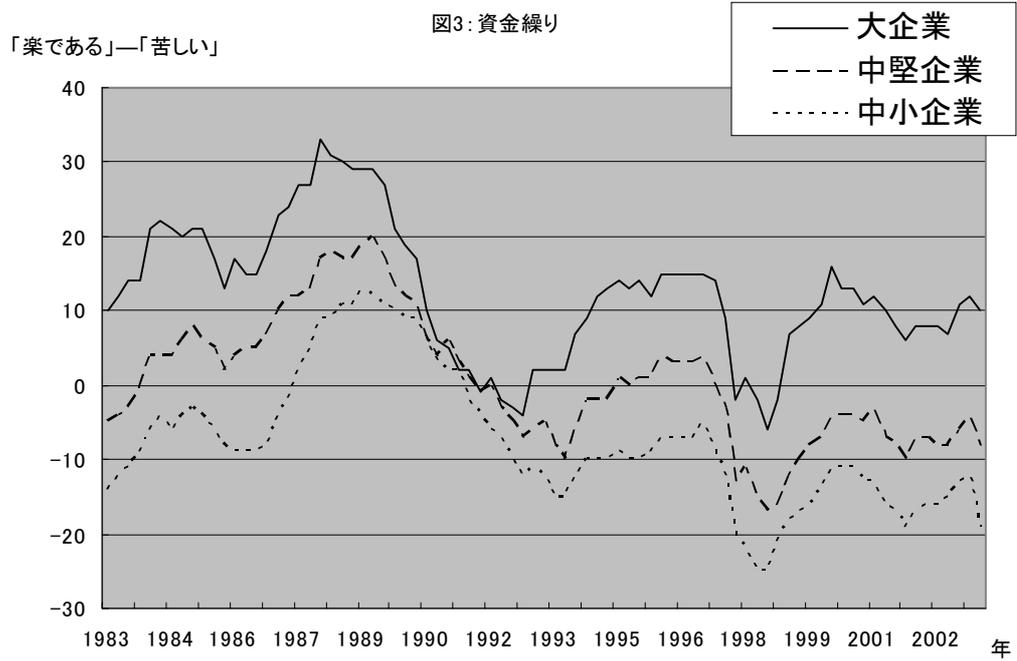
(注) 単位：兆円、カッコ内の数字は1990年度
 (備考) 平成13年度国民経済計算、資金循環表、各種財務諸表等により、内閣府
 経済社会総合研究所客員主任研究官(慶応大学教授) 駒田直隆氏が算出。

図2: 国債保有構造の日米比較(2002年12月末)



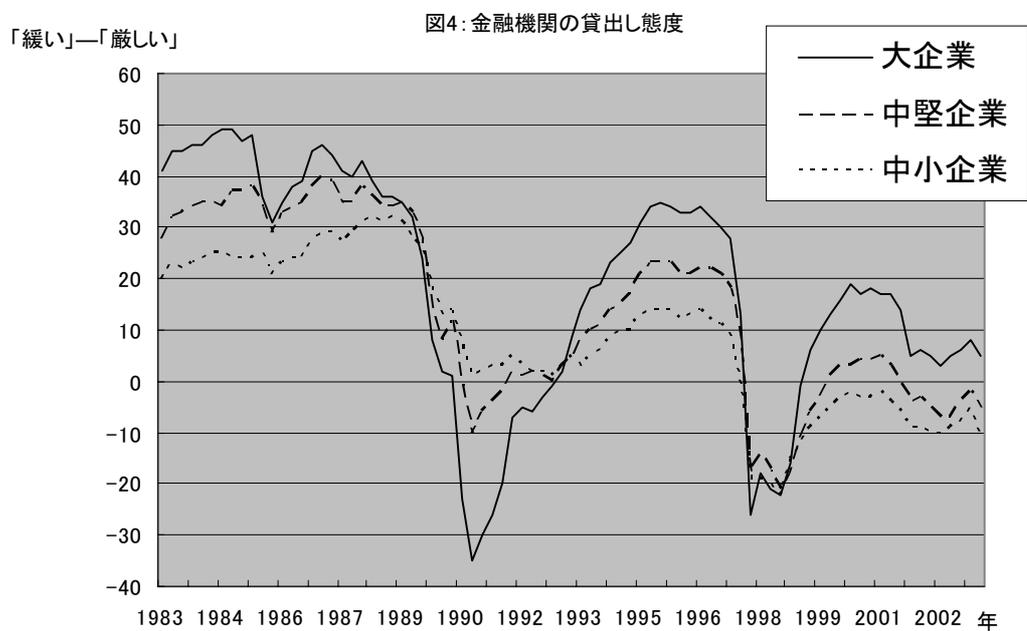
注: 国債には財務省短期証券を含む。また、海外などには国内非金融法人を含む。

出所: 経済財政諮問会議資料



注: 最後の2003年第4四半期

出所: 日本銀行「全国企業短期経済」



注: 最後の2003年第4四半期は予測値

出所: 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

表1：業種別の有利子負債キャッシュフロ - 倍率と売上高営業利益率

業種・規模	有利子負債キャッシュフロ - 倍率			売上高営業利益率		
	80 - 85 年度平均	2000 年度平均	変化幅	94 - 96 年度平均	2000 年度平均	変化幅
全体	9.97	9.83	-0.13	2.77	3.11	0.34
大企業	8.89	6.86	-2.03	3.40	4.03	0.63
中堅企業	11.12	9.62	-1.49	2.14	2.30	0.16
中小企業	11.35	15.80	4.46	2.43	2.59	0.16
製造業	7.24	6.37	-0.87	3.50	4.15	0.65
鉄鋼	9.68	9.33	-0.35	2.90	4.27	1.36
電気機械	3.10	4.17	1.07	3.07	3.83	0.76
輸送機械	2.62	3.67	1.05	2.53	3.29	0.76
非製造業	12.64	11.86	-0.77	2.48	2.67	0.20
建設業	10.75	15.22	4.48	3.37	2.43	-0.94
小売業	12.92	14.02	1.10	1.60	1.55	-0.05
不動産業	28.67	39.46	10.79	9.63	9.17	-0.47

出所：小野沢康晴（2001）より抜粋作成。原データは財務省「法人企業統計季報」。