

中前忠著「内需刺激への金利正常化を」経済教室、日本経済新聞 2011年4月28日朝刊を読む

## 内需刺激への金利正常化を

1. リーマン・ショック前までの世界経済では、先進国のデスインフレ(物価上昇率の低下)傾向、新興国の緩やかなインフレ傾向が特徴的であった。
2. (1) 背後にあったのは、米国を先頭にした企業の多国籍化の加速である。
  - (2) 1990年以降、世界経済のグローバル化が進む中で、多国籍企業は先進国から中国を代表とする新興国へ、投資と雇用のシフトを加速させた。
  - (3) 米国の多国籍企業が低賃金を求めて、中国に生産設備を拡大していく結果、米国の製造業は縮小し、国内雇用と投資が中国に奪われていく。
  - (4) 一方で、中国では雇用と投資が増え、高成長をもたらされる。
3. (1) 米国経済が製造業の雇用と投資の低迷にもかかわらず拡大を続けたのは、中国が貿易黒字で得た資金を米国に還流し、この資金を通じて米国で住宅バブルが生み出され、内需が拡大していったからである。
  - (2) 住宅バブルは建設や不動産だけでなく、住宅ローンの証券化ビジネスといったサービス業の雇用を拡大した。
4. (1) しかし、住宅価格が所得の伸びを超えて上昇し、バブルが弾け、サービス業の雇用が減少に転じるとともに、グローバル化の進行を支えてきた、先進国も新興国も互いに利益を得る「ウィン・ウィン」の関係が崩れてしまった。
  - (2) 中国の雇用増は米国の雇用減という「ゼロ・サム」の関係に変わってきたのである。
1. (1) 多国籍企業のビジネスモデルもまた、リーマン・ショックを挟んで変化してきた。

(2) 先進国の消費が低迷する中で、多国籍企業の新興国投資のターゲットはそれまでの先進国向け輸出から、自動車産業にみられるように新興国の内需へと形を変えてきている。

2. (1) こうした多国籍企業の戦略転換は、リーマン・ショック後の世界需要の急減に対応した中国自身の金融・財政刺激策による景気押し上げ、さらには米国の量的金融緩和政策と重なって、中国経済を一段と過熱させる結果となった。

(2) これが今、インフレと貿易収支の赤字化という高成長のゆがみを中国経済にもたらしているといつてよいだろう。

3. (1) 中国政府は労働者の所得を増やし、消費を拡大することを目指し、外資企業を中心に賃上げを加速させてきた。

(2) 20%近い賃金の引き上げは、労働コストの上昇を通じて企業の利益を圧迫しているが、それでも食料価格などの高騰で、労働者の不満は高まっている。

(3) これを賃上げで緩和しようとする、インフレは一段と加速する。

4. (1) 加えて、資源多消費型の中国経済の急速な工業化は、エネルギーや工業原料といった資源価格の急騰を招き、貿易収支の赤字をもたらそうとしている。

(2) 経済の不況化という危険を抱えながらも、中国政府はインフレ抑制のための金融引き締めを強化せざるを得なくなっている。

5. (1) 一方、先進国でも、新興国からの安価な製品の輸入が物価を抑制し、また新興国への雇用の流出で賃金上昇圧力が低く抑えられるという構図が崩れ、資源、中でもガソリン価格と食品価格の上昇が家計を圧迫し始めている。

(2) とりわけ、労働組合が強い欧州の場合、高い失業率にもかかわらず賃上げ圧力が強まる懸念がある。

(3) このため、周辺国のソブリンリスク(政府債務の信認危機)や、周辺国への最大の貸し手であるドイツ、フランスの銀行が抱えるリスクがある中でも、当局は金融引き締めにかざるを得ない。

6. 対照的に、労組の力が欧州ほど強くない米国では、逆に、ガソリンと食品価格の上昇が必需品以外の消費を抑え、デフレ化要因になることを、連銀の主流派は恐れている。

7 . ( 1 ) 連銀は否定するが、だからといって金融緩和を継続すると、それが国際商品価格の上昇をさらに加速させ、家計の購買力の低下を通じて経済を下押しする。

( 2 ) 株価を押し上げ、消費を刺激し、ドル安で輸出を拡大させる、という点で、量的緩和政策はある程度の効果を上げたが、同時に、それは、新興国経済の過熱と国際商品相場の高騰という大きな代償を伴ったのである。

1 . ( 1 ) これに対して、日本ではインフレ懸念は依然小さく、経済も弱い。

( 2 ) 少なくとも短期的には東日本大震災後の経済の大幅な落ち込みは避けられない。

( 3 ) こうした条件からいえば、日銀は金融緩和を続けるだろう。

( 4 ) しかし、日銀の金融緩和が、円で資金を調達して他通貨や商品などに投資するキャリートレードを再び刺激することで、国際商品相場を高騰させ、新興国の金融政策のかじ取りを一段と難しいものにする、という国際的な負の影響を考慮する必要がある。

2 . それでも、日本の金融政策のあり方を議論するうえで、最も重要なのは成長戦略との整合性である。

( 1 ) 第 1 の柱は、内需主導型経済構造への転換である。

資源制約や人口動態要因から、工業化に伴う高成長期が終わろうとしている中国が、長期的に成長力を失うリスクに加えて、欧米経済が持続的な回復に戻る可能性が小さい中で、輸出依存型経済を維持することは、日本経済の自律的を損なう。

内需主導の成長を目指すのであれば、円高こそ必要である。

円安で輸出産業に資源をシフトさせてはいけない。

( 2 ) 第 2 の柱は、金利の正常化である。

これは所得配分と企業の新陳代謝の 2 つの点から重要である。

国民所得統計によれば、国民所得に占める利子支払いの割合は、91 年の 34 % から直近の 2009 年には 13 % へと 20 ポイント強低下した。

500 兆円経済の 20 %、年間 100 兆円の所得が、家計部門を中心にした貯蓄者から、主に非金融法人企業と国という借り手に移転してきたのである。

とりわけ急増する高齢者の利子所得が奪われたことが大きい。

ゼロ金利によって利子所得が奪われ、高齢者層は年金以外に所得がなくなってしまった。

これでは、消費が低迷するのは当然である。

- 3 . ( 1 ) こうした家計の利子所得の喪失の反対側で、企業のバランスシートは著しく改善してきた。
  - ( 2 ) 法人企業統計年報では、企業の利益剰余金は 98 年度の 130 兆円から 09 年度には 270 兆円に拡大した。
  - ( 3 ) 中小企業においてさえ、借金の返済が進み、利益剰余金が積み上がっている。
  - ( 4 ) バブル崩壊後の緊急的措置としての超低金利政策は、経済にとってマイナスになってきている。
- 4 . ( 1 ) さらに、ゼロ金利は非効率な企業を温存し、企業の新陳代謝という市場経済の最も重要な機能を停止させてしまった。
  - ( 2 ) 金利機能が働かない中で、中央銀行が資源配分を行うことになれば、これは統制経済への道である。
  - ( 3 ) 日銀の上場投資信託 (ETF) や不動産投資信託 (REIT) の購入は、株式市場や不動産市場の本来の価格調整メカニズムを損ない、市場の底入れのチャンスを奪ってしまう。
- 1 . ( 1 ) 日本経済の成長率が 1950 ~ 60 年代の 10 % 前後、70 ~ 80 年代の 4 % から、90 年代以降ほぼゼロに低下した最大の要因は資本投入量 (資本ストック × 稼働率) の落ち込みである。
  - ( 2 ) 従って、内需主導の成長を実現するには、輸出産業向けでなく内需産業のための投資をどう増やすかが最大の課題となるが、日本がこうした方向に動くための環境は整ってきている。
  - ( 3 ) 少子高齢化による労働力の縮小、新興国経済の高成長が引き起こす資源不足といった問題は、日本が得意とするロボットなどの省力化投資や省エネ投資へのインセンティブを高めている。
- 2 . ( 1 ) ロボット投資を拡大し、成長戦略のターゲットである医療、介護サービス、そして農業などの非製造業の資本装備率 (労働者 1 人当たりが利用できる資本設備) を引き上げ、生産性を高めて、賃金を引き上げ、成長を図る。
  - ( 2 ) 目指すべきは、サービス産業の 2・5 次産業化である。
  - ( 3 ) 震災復興投資を、内需主導の成長のための契機とすべきだろう。

3.(1)こうした中で、震災の復興財源の調達が懸念されているが、これはマクロ的には大きな問題ではない。

(2)内閣府の推計では、震災の被害額(社会資本、住宅、民間企業設備)は 16 兆 ~ 25 兆円。

(3)このうち 9 兆 ~ 16 兆円は民間企業設備の毀損額で、社会資本(住宅を含む)の被害は 7 兆 ~ 9 兆円である。

(4)9 兆円としても、これを 3 年間で復興するとして、年間 44 兆円の国債発行額に対して、3 兆円の支出増にすぎない。

4.(1)問題は、こうした新たな投資機会が出てきても、ゼロ金利のままでは、成長分野に円滑に資金が回らないことだ。

(2)内需主導の成長に向けた適正な資金配分のために、金利の正常化が求められている。

#### [コメント]

東日本大震災後の復興を投資機会と考えた上で金利を引き上げ、経済活性化のエンジンとすべしとの中前先生の御指摘は正に を得たものとする。

- 2011 年 4 月 28 日 林 明夫記 -