

# ある日曜エコノミストの独り言

財務総合政策研究所客員研究員 高橋洋一

## 趣味でやる経済問題研究

のっけから下世話で恐縮するが、社会人では肩書きが重要だ。自己紹介するときにも、「〇〇（勤務先）の〇〇（名前）です」と言うことが多い。筆者の場合、現在は内閣官房郵政民営化準備室参事官となっている。内閣官房と言っても勤務先の場所は虎ノ門にある第10森ビルで、そこで郵政民営化のための法案準備などの仕事をしている。ところが、それ以外にもいくつか兼職している。内閣府経済社会総合研究所主任研究官、財務省財務総合政策研究所客員研究員、早稲田大学政経学部・大学院非常勤講師である。いずれも辞令を受けていたり兼職許可を取っており、正式な肩書きになっている。内閣府では、経済財政諮問会議特命室で会議メンバーの求めに応じて様々なサポート活動をしている。財務省では研究会などに参加している。早稲田大学では、毎週土曜日に経済学研究・金融論特論という講義をもち、金融工学の基礎やファイナンス理論を学部学生や大学院生に教えている。

しばしば兼職は大変ではないかと聞かれるが、実はそれほどでもない。大学での講義などは知っている内容を教えるのであって、教えることをその都度新たに勉強することはしない。そんなことをしたら、教えられる学生にとって迷惑だろう。内閣府などの仕事も基本的には同じである。ただし、それではいつかネタが枯渇するので、いつかは役に立つように日頃から経済問題の研究・勉強をするように努めている（この

「努めている」というのは、言い逃れのための表現であって、実際には必ずしもうまくいっているわけでない）。経済問題の研究・勉強は別に義務でやっているのではなく、余暇の時間を生かした趣味の範囲の研究・勉強である。その意味で、筆者は「日曜エコノミスト」である。実際、役所は管理職になると自分でペーパーを書くことが少なくなり、心がけ次第であるが考える時間はある程度確保できる。かつて官僚のよき時代(?)には勤務時間外でも情報交換などでいろいろと忙しかったらしいが、今では勤務時間外ではそこそこ自分の時間ももてる。筆者が資料や本を読んだりするのは、平日夜か休日である。それらの時間を生かして、経済系の学会で発表したり、経済雑誌に投稿したりしている。そして、その成果を時々兼職先の仕事に流用しているわけだ。

趣味の対象分野は年々変わっているが、最近では、①マクロ経済政策、②財政投融资（特殊法人を含む）、③郵貯・年金、④不良債権である。それぞれについて最近書いた主なものを最後に参考文献として載せているので、興味のある方はそれらを参照してもらいたい。現状の問題を自分なりに解説したり自分の考え方を述べたりしているものが多いが、ときにはフルタイム本職の学者に対して批判するときもある。パートタイム・アマチュアがフルタイム本職を批判するのだから、批判される側は面白いはずなく、時には猛烈な再批判や個人攻撃の逆襲もあ

る。しかも、役人は、学者に敬意を払いつつ友好関係をもって、ひょっとして審議会委員になれば良好な関係を持ちたいという願望があるので、筆者のような軽はずみな行動はしない。しかし、この批判し批判されるというスリリングな刺激に取り憑かれたというか、何が出てくるかわからないガチンコ議論の魅力に負けて、この歳になってもまだ子供みtainな動機で続けている。さらにそれが日本の学会の刺激にもなれば幸いと身の程知らずに思い込んでいる。

本稿では、これまでの筆者の悪行の一部を白状・紹介し、(それらと脈絡ないが)最近の景気回復に関する感想を述べたい。

### 不況の時は金利を上げよという奇妙な主張

まず筆者の立場を明らかにしておくが、マクロ経済政策としては財政と金融のポリシー・ミックスをいうオーソドックスなものである(と少なくとも思っている)。

最近ではデフレからようやく脱却しつつあるが、今でもデフレから脱却したとはいえない。こういう状況では、いち早くデフレから脱却することが重要であると考えている。このデフレからの転換を重視するので、筆者はリフレ派といわれているようだ。リフレ派のひとつの特徴は、金利がゼロになっても期待の経路などにより金融政策は有効であると考ええる。

1990年代日本経済の停滞は歴史上希にみる事件で、1930年代の大恐慌の「流動性の罌」に落ち込んだ。多くの日本の識者は次のようにいった。「大恐慌は戦争という究極の積極財政政策によってしか脱出できなかった。ニューディール政策による大規模な公共投資で大恐慌は克服できた。」そして、代表的な日本の経済学教科書では、「金利がゼロになるような流動性の罌の状態において金融政策は無力であって財政政策しか効果がない」とも書かれている。しかし、

最新の研究では、大恐慌脱出は積極財政政策ではなく金融緩和で実現できたことが明らかにされている。その理由は金本位制からの離脱による金融緩和政策に見いだせる。国際経済学では、為替の安定、貿易・資本移動の自由、金融政策の独立性の三つを同時に達成できないことが知られている。当時の金本位制は為替安定と貿易・資本移動の自由は達成できても、金融政策の独立性を確保できない。金本位制に執着した国は十分な金融緩和ができずデフレから抜け出せなかったが、金本位制を放棄した国では自由に金融緩和できたのですぐ脱出できた。こうしたエピソードからわかるように、金利水準にかかわらず金融政策は有効である。ちなみに、アメリカの大学院で使われているミシュキンの有名な金融論テキスト第6版660ページにも、ゼロ金利でも金融政策は有効と記載されている。

ところが、経済学者の中には、ゼロ金利では金融政策は無効であると主張する人も多い。その代表的な理論経済学者は一橋大学教授の齋藤誠氏である。齋藤氏は、『先を見よ、今を生きよ——市場と政策の経済学』(2003年 日本評論社)において、金利がゼロに近づくと「金融緩和政策によっていくら名目貨幣供給を増やしても、物価水準へ働きかけることができない」と主張している(同書76ページ)。こうした主張はあるモデルの分析によって行われている。世の中にはどのようなモデルが背景にあるのかを明かさず、またはモデル分析も行われずになされる主張も多い。そうした主張は反証可能性が少なく、議論に耐えない。それらに比べれば、齋藤氏はオーソドックスにモデル分析を明らかにしており、その意味で大変好感もてる。

ただし、齋藤氏のモデル分析には不適切などところがある(①—⑤)2003年10月野口旭他編『エコノミスト・ミシュラン中の筆者の書評』。齋藤氏は、同じモデルを使いながら、金融政策は

無効であるという結論とともに、「物価上昇は、名目貨幣供給の裏付けのない物価上昇によってもたらされている。……いったん物価上昇期待によって実際の物価が上昇しはじめると、ハイパーインフレとよばれる物価の急上昇が生じてしまう」（同書176ページ）という。

確かに、齋藤氏のモデルを解くと、二つの場合が解として含まれていることがわかる。ところが、そのひとつでは、金利がゼロになると当面のマネーサプライ（たとえば当期のマネーサプライ）が物価に与える効果は小さくなり、当面のマネーサプライと物価との関係は不安定になるが、たとえば、いつも名目通貨供給を一定にした場合、ひとつの解は、金利がゼロに近くても物価は名目貨幣供給の影響を受けていることが簡単にわかる。名目通貨供給が別のパターンでも同じであり、やはり将来に対するコミットメントが重要であることを示唆する。これは、金利がゼロに近くなると、より長期的な金融スタンスが問われることを意味しており、クルーグマン（プリンストン大学教授）らが主張するように、長期的にも揺らがない日銀の確固たる意思が必要になるだけである。いつも名目貨幣供給を一定にするなどという政策を強い意志で示せば、マネーサプライは物価に影響を与えることができる。要するに、筆者のモデルは金融政策が無効またはハイパーインフレであるが、実は金融政策が有効またはハイパーインフレである。

金融政策の無効論からでてくるのが、「高すぎることなく、低すぎることもない水準に名目金利を誘導していくことは、金融政策の重大な使命」となる（同書78ページ）。この観点からいえば、2000年8月のゼロ金利解除は、正しい政策であったという評価になるだろうが、それが誤った政策であることは、その後の歴史からも証明済みである。幸いなことに、今の日銀は、

この歴史を学び出口戦略をあせることなく着実にこなしていくにちがいない。

### 道路公団は債務超過という話だったが・・・

筆者はマクロ経済のほかにもミクロ経済にも関心をもっている。特に特殊法人の改革である。先の道路公団民営化について、大いに議論が混乱したと報道された。その原因はいろいろであろうが、一つの要因は、現在の道路4公団について、それらの将来の国民負担がいくらになるのか、民営化推進委員会の委員間でコンセンサスがなかったことであろう。委員会として十分議論されなかったし、資料として星岳雄（カリフォルニア大学）・土居丈朗（慶応大学）「財政投融资の健全性」ESP2002年7月号が引用されていたが、この論文には二重計算という計算ミスがあり、国民負担が過大になっている（②-5）ESP2003年5月号）。

民営化推進委員会において、誤った国民負担の数字のみが紹介されつつそれに対する十分な議論が行われなかったら、民営化の方法について合理的な結論を得るのは難しいだろう。例えば、星・土居論文では、道路4公団を民営化する際に、国民負担は約7兆円も発生するとしている。これが本当であれば、今後は国民負担額を拡大させないように損切りの発想から、いち早く税金を投入しなければいけない。まして、短期間に上場させるように民営化を行おうとすれば、7兆円ほどの税金投入を急ぐべき、さらに余裕資金が出れば債務返済にまず充てるべきであり、高速通行料金の引き下げという大衆迎合の措置はできないという結論になる。しかも、民営化の際の基本的な考え方として、「国民負担を少なくする」とされているが、「国民負担」が何を意味しているか、現状の数字さえ言及されていなかった。

この問題が社会問題化したのは、道路公団が

債務超過かどうかという点である。なお、上記の国民負担と会計上の債務超過とは密接な関係があるが同じではない（これは年内に発行される予定の青木昌彦（一橋大学教授）編「日本の財政改革」（東洋経済）を参照）。

新聞報道は、道路公団改革議論が盛んに行われていた2002年秋頃から道路公団は債務超過と決めつけていた。はじめは6兆円、そのうち6000億円にトーンダウンしたが、債務超過であると一貫して報道していた。少し考えればわかるが、公団の道路資産の価値は将来の通行料金収入で決まる。高い高速料金のために、将来の料金収入はたっぷりあるのに、どうして債務超過になるのか疑問である。筆者は将来キャッシュフローからみて、道路公団が債務超過ではないと考え、その考えを雑誌に投稿した。匿名による記事はいくつか書けたが、ところが、実名ではどの雑誌も「これでは面白くない」（決して筆者の論文が誤りとはいわない！）とかの奇妙な理由で掲載を断られ、半年以上たつてようやく掲載された（②-8）月刊 VOICE 2003年11月号）。もちろん、道路公団が債務超過であるという人は、将来の交通需要見通しがデタラメだからと反論された。将来の交通需要見通しについて、いい加減さがあるのはその通りであるが、それを最初に指摘したのは筆者なので、どの程度のデタラメであるかはわかっていた。実は、2002年夏から秋頃に国交省の交通需要予測モデルに興味を持ち分析した。この需要予測モデルは、数千本の大規模モデルであったが、外生変数は将来 GDP と人口のみであった。ところが、将来 GDP と人口はそれほど伸びないのに、なぜか2030年まで需要が伸びることになっていた。そのメカニズムを見ると、免許保有率が95%まで高まることを前提となっていた。ところが、実績データから「免許保有率の上限」を推計すると、88.3%であった。要するに、こ

の数字を蹴上げて需要をふくらましていたのだ。この顛末はさすがに匿名で書いた（②-3）、（4）週刊エコノミスト2002年9月24日号と10月29日号）。これらは道路関係四公団民営化推進委員会でも議論になったようだ。

筆者は、こうした報道姿勢やマスコミのスタンスは、先に述べた学者による国民負担の過大推計に何らかの関係があると見ている。この国民負担の過大推計については、2003年10月の筆者の財政学会報告を参照していただきたい（②-6）。ちなみに、財政学会では最後に黒川座長（法政大学）が「星・土居論文には誤りがある」と締めくくっていただいた。また、今年7月に公表された道路公団の民間企業準拠財務諸表でも4兆円の資産超過になっている。道路公団改革が真剣に議論されていた2002年秋頃には、先の新聞報道もあってテレビに出る有名評論家を含めみんなが道路公団は債務超過と信じて疑わなかったのが嘘のようである。

### リフレ的理解による景気回復と出口論

再びマクロ問題。この2002年はじめから始まる景気回復をどのように説明できるのか。一般的には、今回の景気回復は、①政府支出が抑制される中で外需を含む民需が回復を牽引し、②過剰な債務や雇用が削減され、企業部門の体質が強化され、③デジタル家電など日本企業が得意分野で創意を發揮し民需を喚起したのが特徴であるという。また、今回の景気回復期により GDP ギャップが縮小したために、消費者物価は依然としてマイナスであるもののマイナス幅は低下している。

今のところ金融政策に着目した説明はあまりないが、金融政策では2001年3月から量的緩和政策が実施され、一貫して金融緩和が継続されてきている。2001年第1四半期から2004年第1四半期まで平残でみて、日銀券と当座預金は

21.2兆円（そのうち当座預金は15.4兆円）増加している。こうした金融緩和が物価を押し上げていた効果があるだろう。ちなみに、企業物価対前年比は、今年2月以降はプラスに転じている（図1）。この回の景気回復では、日銀券と当座預金の増加はラグをもって物価に効果があると思われ、企業物価と日経平均には正の関係があるようだ（図2）。

経済にとって重要なのは現実のインフレ率ではなく、経済主体が予想する将来インフレ率である。実質（長期）金利（＝名目（長期）金利と予想インフレ率の差）が設備投資に影響を与えているからだ。日銀の短観が今年4月から調査方法が変更され販売価格判断DIに連続性が

なくなったために、正確には計測できないが、今年の企業物価が対前年比1.6%にも達していることを考えると、現時点の企業物価の予想インフレ率はかなり上昇しているはずだ。

また、消費者物価では今年3月から発行された物価連動債が少ない発行量ながら有用な情報を与えてくれる。投資家がリスク中立的かつ市場で十分な流動性が確保されている場合、物価連動国債の利回りは、実質利回り（＝名目国債利回り－予想インフレ率）と等しくなるため、

$$\text{名目国債利回り} - \text{物価連動国債利回り}$$

$$= \text{予想インフレ率} (\text{ブレイク・イーブン・インフレ率ともいう})$$

となる（ただし、投資家がリスク回避的または市場で十分な流動性がない場合には、

名目国債利回り－物価連動国債利回り

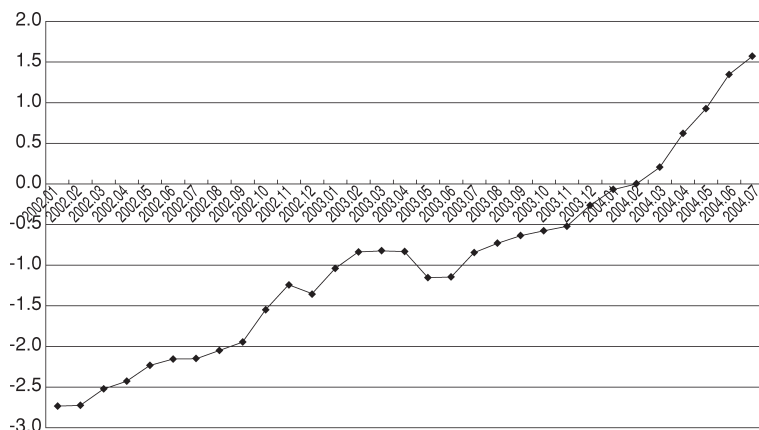
$$= \text{予想インフレ率} + \text{インフレ・リスクプレミアム} - \text{流動性プレミアム}$$

と修正される）。

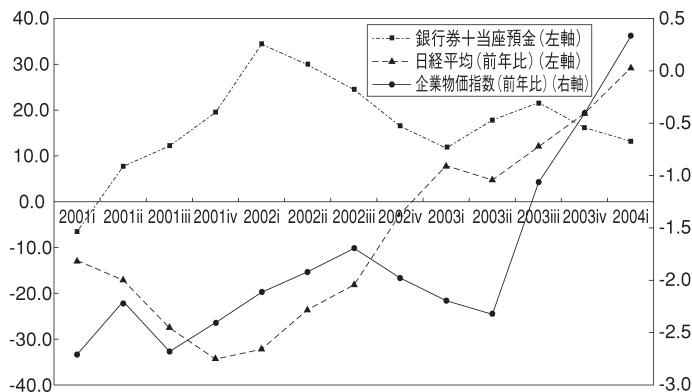
このブレイク・イーブン・インフレ率は最近では1.1%くらいまで上がっている（図3）。

さらに、2003年からの財務省による巨額な為替介入が金融政策にどのような影響をもたらしたのだろうか。まず、2000年4月からFB（為券）は完全入札により市中消化されるようになったことに留意しておきたい。このため、FB発行後に介入してもハイパワードマネーは増加せず、日銀が新たに買いオペをするまで、

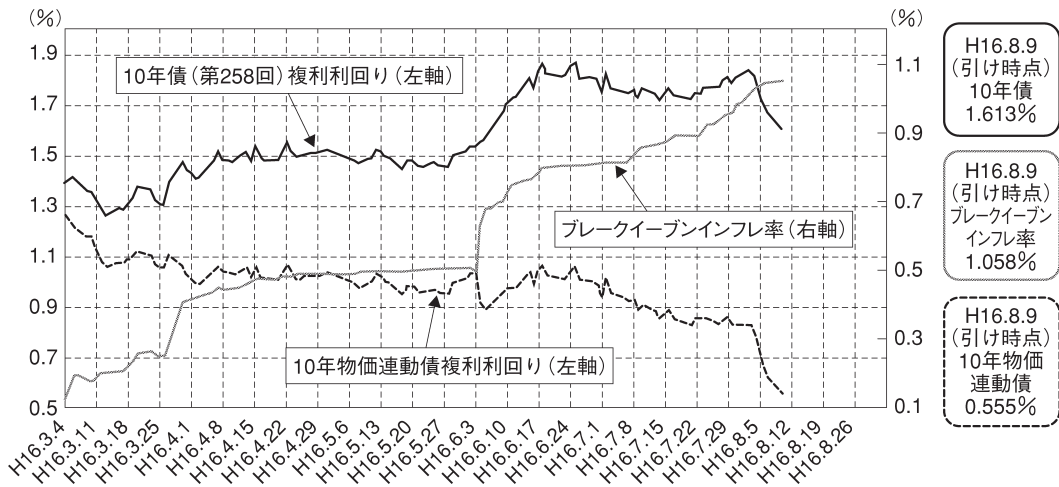
（図1） 企業物価の推移



（図2） マネタリーベース（除く補助通貨）と株価・企業物価



(図3) 10年債、第1回物価連動債利回りとブレイク・イーブン・インフレ率の推移



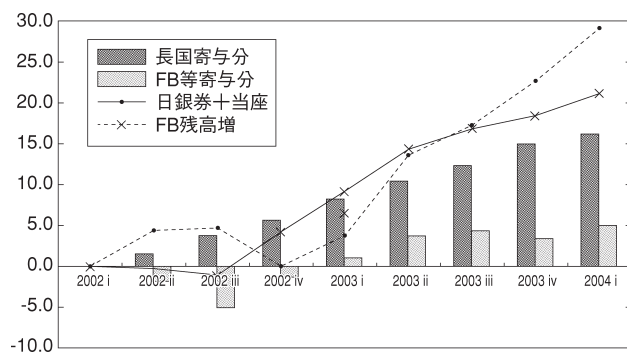
「円は供給されない」ことになる。要するに、以前は日銀が放置して売りオペをしない限り「介入は非不胎化」(金融緩和効果あり)であったが、今では日銀が放置して買いオペをしないかぎり「介入は不胎化」(金融緩和効果なし)となる。

為替介入の規模は、FB(為券)残高の増加で見ることができるが、2001年第1四半期から2004年第1四半期まで平残でみて29.2兆円増加している。一方、前述のとおり同期間で日銀券と当座預金は21.2兆円(そのうち当座預金は15.4兆円)増加し、長期国債は16.2兆円増加している。つまり、日銀券と当座預金の増加のうち、3/4は長期国債の買い増しであり、為替介入に伴うFBの買い増し(いわば非不胎化)はあまりなかった。しかし、逆にいえば、FBの市中での増加額ほど日銀券と当座預金は増加しなかったというわけ(図4)で、日銀は市中に放出されたFBをそれほど買わなかった。

小泉構造改革での最初の見通しでは、「今後2年程度の集中調整期間は、中期的に民間需要主導の成長を

実現するための重要な準備期間である。この期間において最も重要なことはデフレを克服することである。そのため政府・日本銀行は一体となって強力かつ総合的な取組みを行う。」(2002年1月25日「構造改革と経済財政の中期展望」と高らかに謳っており、このとおりであればすでにデフレは克服されていたはずである。しかし、現実にはそうならず、現時点の見通しでも、「集中調整期間終了までの今後1年程度の間、デフレの克服と民間需要主導の持続的な経済成長の実現に向け、構造改革の加速・拡大などの政策努力を行う」(2004年1月19日「構造改革と経済財政の中期展望—2003年度改定」)となっている。要するに、デフレ克服は小泉構造改

(図4) マネタリーベース(除く補助通貨)と外為介入(兆円)



革の中でも「落第生」なのだ。日銀は、もっと金融緩和すればできたチャンスを見過ごしデフレ脱却にあまり熱心でなかったともいえるかもしれない。最近の日銀券と当座預金の伸びは鈍化しており（図2）、このままではせっかくではじめたインフレ予想の芽もつまれてしまうかもしれない。出口論の議論をするのであれば、数値目標と達成期限を明記したインフレ目標がふさわしい。その中でも、インフレ率が一時的に上昇しても一定期間ゼロ金利政策を継続することについて、経済主体の予想に強く働きかけられるのは、インフレターゲットである。これによって、より長期の金融緩和が予想され、インフレ予想は維持され景気回復につながる。さらに、インフレターゲットを確実に実施するためには、長期国債買いオペを機動的かつ大胆に行わなければならない。日銀券発行残高の範囲内で長期国債買いオペを行うという日銀政策委員会が決めた現在のルールについても、見直すべきである。なお、長国買オペで月額1.2兆円というのはグロス数字であることに留意したい（図5）。特にインフレターゲットのうち、物価水準ターゲットは強力である。物価の慣性（inertia）が強いと、物価水準をターゲットまで戻すときにGDPギャップを大きく変化させ、その後の大幅なオーバーシュート

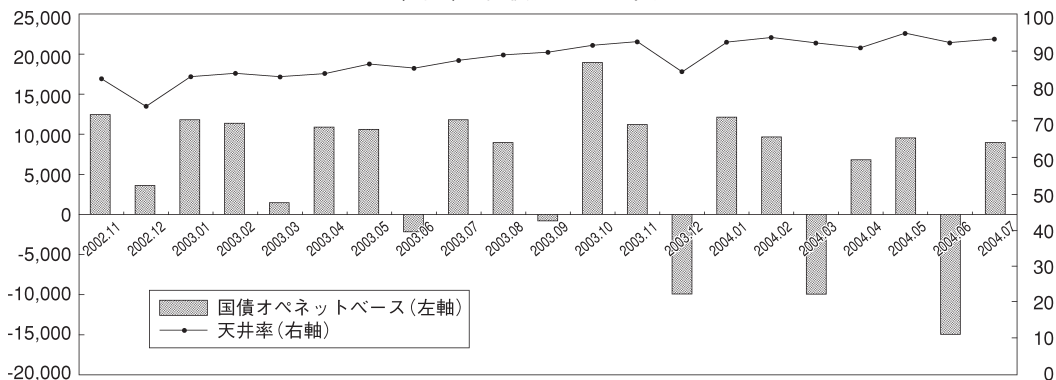
のリスクはあるが、現在の量的緩和政策を最適な物価水準ターゲットに組みかえるほうが、より簡明な透明性の高い出口戦略になるだろう。（文中の見解は個人的なものであり、著者の属する組織とは無関係である）

#### 【参考文献】

##### ①マクロ経済政策

- (1)東洋経済金融ビジネス2001年7月号「リチャード・クー氏への反論「国債の将来負担なし」は完全な過ちだ」
- (2)東洋経済金融ビジネス2001年10月号「リチャード・クー氏への再反論「やはり、国債発行は増税の先送りである」」
- (3)2003年2月『まずデフレをとめよ』（岩田規久男氏らとの共著）日本経済新聞社
- (4)週刊ダイヤモンド2002年3月23日号「インフレ目標政策でデフレを克服せよ」
- (5)選択2002年4月号「物価連動国債で脱出できる「デフレの罨」」
- (6)週刊エコノミスト2002年4月9日号「ターゲット政策を頑として採用しない日銀」
- (7)週刊エコノミスト2002年6月4日号「バーナンケ新FRB理事はインフレ目標論者」
- (8)日経ビジネス2002年7月29日号「お粗末なインフレ目標を巡る議論」
- (9)週刊エコノミスト2003年2月4日号「大恐慌

（図5） 国債オペと天井率



「最新研究」の日本への教訓」

- (10)週刊金融財政事情2003年2月17日号「徹底検証 インフレーション・ターゲット」
- (11)経済セミナー2003年5月号「インフレ目標政策と等比級数」
- (12)週刊RR2003年5月12日号「日銀の金融政策は数年遅れ」
- (13)週刊エコノミスト2003年7月15日号「FRBのデフレファイターが日本に示したインフレ目標指南」
- (14)日経ビジネス2003年8月26日号「対論日銀の役目 通貨発行益を上手に使え」
- (15)2003年10月野口旭他編『エコノミスト・ミシュラン』中の書評 太田出版
- (16)2004年1月『リフレと金融政策』（バーナンキ著の翻訳・解説）日本経済新聞社
- (17)週刊エコノミスト2004年3月16日号「為替介入の金融緩和効果が減殺されている」
- (18)経済セミナー2004年9月号「フリードマン・ルールによるデフレは最適になるか」
- (19)週刊金融財政事情2004年8月30日号「最新経済理論で考える出口戦略」

②財政投融资

- (1)週刊金融財政事情2001年12月17日号「住公改革には公的年金の民営化が必要だ」
- (2)国際税制研究 No.8 2002「特殊法人改革における公会計分析及び経済分析の活用について」
- (3)週刊エコノミスト2002年9月24日号「暴かれた「交通需要推計」のまやかし」
- (4)週刊エコノミスト2002年10月29日号「交通需要かさ上げ 国交省の数字操作が判明」
- (5)ESP2003年5月号「財政投融资の国民負担一星・土居論文の反論として」
- (6)2003年10月財政学会「財政投融资の将来負担一星・土居論文の反論として」
- (7)2003年11月証券経済学会「財投改革と資本市

場」

- (8)月刊 VOICE2003年11月号「嘘だった「道路公団は債務超過」
- ③郵貯・年金
- (1)東洋経済金融ビジネス2001年8月号「年金ALM なき運用は不安だらけ」
- (2)週刊金融財政事情2002年8月26日号「郵政公社後の郵貯改革への視点」
- (3)週刊金融財政事情2003年3月24日号「近未来シュミュレーション 郵貯は市場の力で縮小を余儀なくされた」
- (4)週刊エコノミスト2003年4月8日号「個人向け国債の人気は郵貯を減らすか」
- (5)東洋経済金融ビジネス2003年6月号「個人向け国債がもたらす郵貯残高激減のシナリオ」
- (6)週刊エコノミスト2003年10月14日号「年金破綻に追い打ちをかける「官」の財テク失敗」
- (7)2003年11月『別冊環7 税とは何か』「公的年金に未来はあるか」藤原書店
- (8)週刊エコノミスト2003年12月2日号「市場原理に任せれば郵貯は自然に小さくなる」
- (9)週刊金融財政事情2004年4月26日号「国民総背番号はIT社会に必須なインフラ」
- (10)2004年6月財務省財務総合政策研究所「金融資本市場と日本経済に関する研究会」報告書「第10章 プラクティカル国債管理政策―郵政民営化と統合的な国債管理政策―」

④不良債権

- (1)週刊エコノミスト2002年11月5日号「司法が示した「不良債権処理しない頭取は有罪」
- (2)週刊金融財政事情2002年11月18日号「引当段階での無税償却の拡大は不良債権処理をさらに遅らせる」
- (3)週刊エコノミスト2002年12月3日号「銀行界の致命的な誤り 米国でも引当は有税だ」