経済教室

景気回復の定着と経済政策

資金循環図る必要

後押しの手順 明示を

既存政策から計画的転換

斉藤 誠
一橋大学教授

景気回復の期待を定着させるためには、経済全体の資金循環、産業資金の創出を促す経済政策への転換を計画的に進める必要がある。金利上昇などによる混乱を避けるために政策転換の手順をパッケージ化して明示し、市場参加者が回復過程のイメージを共有できるようにすべきだ。

ゼロ金利政策 矛盾が広がる

景気回復が期待される中、その流れを確実なものにするために、どのような観点から経済政策を考えるべきか。

代表的なスタンスのひとつに「拡張的マクロ経済政策に徹するべきである」という考え方がある。

その背景には、一九九七年の消費税引き上げや二〇〇〇年のゼロ金利解除などの拡張政策からの転換が、景気「腰折れ」の主犯格扱いを受けてきた事情もある。

しかし、九〇年代半ば以降、何度か訪れた景気回復を拡張的なマクロ経済政策の成果とする確定的な証拠は乏しい。今回の景気回復も、情報技術革新や米国・中国からの外需依存といった政策外の要因が支配的である。

景気回復の「失速」を政策責任のみに強引に結びつける発想は、かえって危険であろう。本稿では、マクロ的資金循環という視点から経済政策の方向性を考える。

第一に、景気回復途上で自然に表れるべき資金循環の方向と現行の経済政策が誘導している資金循環の方向が、まったく一致していない。

そうした政策行動は、投機的理由で資金を動かす投資家（銀行も含む）にとって、格好の裁定機会になる。金利が上昇すると、日本銀行が国債購入によって価格を引き上げ（金利を引き下げ）ようとすることを見越して、投機家たちは国債を購入するからである。その結果、せっかく株式市場に向かい始めた資金が国債市場に還流してしまう。

第二に、景気対策を目的とした円安誘導政策についても、同様のことがいえる。

日本株の上昇期待が高まれば高まるほど、海外投資家によって日本円が買われ、円高になる。

国内金融市場への介入と勝手が違い、そのような状況での円売り・ドル買い介入は、激しい逆流に身を挺（てい）するようなものである。円安方向に誘導できなければ、政府は巨額の為替差損を抱え込む。

適切な為替水準については、冷静な議論が必要である。規模を問わず海外に生産拠点をシフトさせている現況では、製造業にとっても、円高がマイナス要因といえない。

また、円高のおかげで、最近の一次産品価格高騰にもかかわらず原料コスト上昇が押さえられている。一次産品価格高騰の背後にグローバルな資金の「ドル資産離れ」があることを考えれば、資金が還流している日本経済はまだ恵まれている。

産業資金供給 政策にも限界

第三に、株式や社債などの資本市場に依拠できない中小企業、とりわけ地方企業に対して資金供給を促す政策も、チグハグである。

中小企業融資の組成には、貸し手と借り手のコミュニケーションが根幹となる。大都市圏を除けば店舗ネットワークを有しない都市銀行に対して、厳しい中小企業融資目標を課しても、銀行経営の足かせになるだけであろう。

また、信用保証制度の乱用が象徴するように、中小企業金融に対する過度な公的介入は、中小企業金融の健全な育成どころか、ゾンビ企業存続の温床になりかねない。

こうした後ろ向きの政策の裏側には「中小企業金融は単純なもの」「アメとムチで銀行をせき立てればどうにかなる」という発想がある。

しかし、大企業向け融資に比較すると、担保物件が少ない、財務情報が欠如している、経営ノウハウに乏しい、外部株主からの経営規律が存在しない点では中小企業金融は非常に難しい。オーナー経営者による個人保証も問題解決にならない。

より本質的には、スプレッドを貸出金利に上乗せすることで、倒産リスクに備えるという従来型の銀行融資形式そのものに限界があるといえる。

むしろ、貸し手がノウハウを投入しつつ、経営リスクをとる一方、経営目標を課しても、銀行経営の足かせになるだけであろう。

また、信用保証制度の乱用が象徴するように、中小企業金融に対する過度な公的介入は、中小企業金融の健全な育成どころか、ゾンビ企業存続の温床になりかねない。

こうした後ろ向きの政策の裏側には「中小企業金融は単純なもの」「アメとムチで銀行をせき立てればどうにかなる」という発想がある。

しかし、大企業向け融資に比較すると、担保物件が少ない、財務情報が欠如している、経営ノウハウに乏しい、外部株主からの経営規律が存在しない点では中小企業金融は非常に難しい。オーナー経営者による個人保証も問題解決にならない。

より本質的には、スプレッドを貸出金利に上乗せすることで、倒産リスクに備えるという従来型の銀行融資形式そのものに限界があるといえる。

むしろ、貸し手がノウハウを投入しつつ、経営リスクをとる一方、経営目標を課しても、銀行経営の足かせになるだけであろう。

その帰結として、家計の成果については応分の見返りを得ていくというファンド方式の資金供給の方が望ましい。

ファンドの一つである不良債権ファンドも銀行が持て余していた中小企業の事業再生において着実な成果をあげている。

地域金融再編というと銀行統合と考えられがちであるが、ちゃんとした店舗ネットワークとファンド方式の資金供給を有機的に結びつける民間金融機関の創出というところまで視野に入れる必要がある。そうした金融機関は地域再生を支えていく。

より広い観点からは、都市銀行や地方銀行がリスク引き受け能力の高い機関投資家やファンドに対して優れた投融資物件を提供できる方向に、金融システム全体が転換していくべきであろう。

こうしてみてくると、広く国民の間で、産業部門に資金が着実に流れていくイメージを共有できるような政策パッケージが提起されてこなかったことにこそ、本質的な問題がある。

その帰結として、家計から供給された膨大な資本が、産業資金の裏付けとならない国債市場や短期金融市場に滞留してしまった。従来型の経済政策は、そうした資金滞留を後押しさえしてきた。

ただ、国債市場での資金滞留が国家財政を支えてきたのも事実である。

そうした状況を解消していくには、新たな政府と家計の資金チャンネルを築いていく必要がある。

そこでも、資金供給を受けた産業部門で将来生じる付加価値を政府債務の返済原資としていくという発想が重要となる。

将来の景気回復で税収が弾力的に増えるように、金融所得を含めて家計所得の捕捉範囲を広げ、累進性の高い所得税を適用できる仕組みを導入することこそ急務であろう。

現在の税収を確保しようとして逆進性の強い消費税や保険料を課すことは、個人所得の多寡が本人の努力よりも、運に左右されやすい構造調整期には好ましくない。

①国債・短期金融市場から民間資本市場への資金シフト②日本経済への資金流入③銀行部門から機関投資家・ファンドへのリスク移転④政府と家計間の資金チャンネルのイメージが、市場参加者の間で共有されていないと、そこから当然に生じる資産価格や金利の変化も、すべてサプライズ（予想外の出来事）になってしまう。

市場参加者が イメージ共有

そうしたサプライズは、市場全体に深刻な混乱を与えかねない。すると、混乱を避けるために、いっそう大規模な経済政策が発動されるという悪循環に陥る。

たとえば、金利上昇をうまくイメージさせるよりも、金利上昇期待を封じ込めるように展開されてきた金融政策は、硬直状態に陥ってしまった。

ゼロ金利解除を希求した日本銀行が、今は、量的緩和政策を必死に支えているのである。

また、銀行部門からの円滑な資金シフトが進展しないままに、相次いで延期を迫られたペイオフ解禁も、まったく同じ事情であろう。その結果、家計資金が銀行部門に塩漬けにされる状態がかえって固定化された。

健全な産業資金の循環を明確にイメージできる、「成長戦略」といってもよい政策パッケージを提起していくとともに、健全な流れを阻止しかねない既存政策からの転換もきっちりとスケジュールに入れておかなければならないであろう。

「状況が改善したら、政策転換を考える」というような手順では、結局、問題先送りで本当の景気回復が訪れない。

むしろ、一、二年の計画期間の範囲で、金利の正常化、ペイオフ解禁、財政再建のスケジュールを明確にした上で、それに向けて企業や家計の合理的な対応を政策的に力強く後押ししていくことが重要であろう。

明確な政策スケジュールを押し隠したまま、現在の拡張政策がなし崩しに継続されるとき、どうしようもない矛盾を解決するために、国債市場や為替市場の統制、大幅な資産課税や預金封鎖などの、とてつもなく強烈な経済統制がなされかねない。そうなれば、日本経済から個人や企業の創意工夫の余地はまったく失われてしまう

さいとう・まこと　60年生まれ。京都大卒、MIT博士。専門はマクロ経済