

ジャパン・スポットライト 2017年 1/2月号 (2017年 1月 10日発行) (通巻 211号)

英文掲載号 <https://www.ief.or.jp/jspotlight/backnumber/detail/211/>

リチャード・クー氏 (野村総研 チーフエコノミスト) インタビュー  
コラム名 : COVER STORY 2

(日本語仮訳版)

## 不確実性の増す今日の世界経済には、伝統的経済学はもう通用しない 財政政策の方が、金融政策より有効

JS: 労働市場の状況で、経済の発展段階がわかるということですが、どのような意味なのでしょうか?

Koo: 未だ工業化が始まったばかりの段階では、労働者は基本的に地方に居ます。工業化が進展して、労働者が都市に出てきても、多くの過剰労働力が未だ農村に存在するため、賃金は上がりません。この段階では、資本家が全ての工業化の利益を享受し、労働者には何も残りません。

次の段階で、全ての過剰労働が都市に吸収されるようになると、賃金が上がり始めます。労働者は初めて資本家に対して交渉力を持つこととなります。資本家は更に設備投資をして、生産を拡張したいのですが、それは労働力の希少価値を高めることになり、さらに賃金を上昇させることとなります。この局面で、資本家には二つの行動が必要となります。第一に賃金が上昇するので、それに対処するため、生産性を上げなければなりません。しかし同時に、労働者の賃金が上がることで購買力が高まりますので、総需要が伸びることとなります。これに対応するためには、生産能力を高めることが必要となります。そこで、この二つを実現するためには、多くの設備投資が必要となります。この状況を、私は「黄金時代」と呼んでいます。つまり、労働者も資本家も、両方とも得するからです。この状況では、民間企業の資金需要が極めて旺盛なので、金融政策の効果が高いのです。

ところが、ある時点で、賃金の水準が、海外の企業との競争を視野に入れなければならない水準に達した時に、企業は国内での設備投資をやめて、海外に投資をするようになります。この段階を、私は後発国からの「追われる段階」と呼んでいます。賃金は上昇を止めるか、あるいは極めて緩やかにしか上昇しなくなります。輸入が増え、賃金の上昇率の低下に直面した消費者の行動は慎重になります。この状況では、金融政策は以前ほどは効かなくなります。現在、全ての先進国経済は、この状況にあります。即ち後発工業化国からの「追われる段階」にあります。いったんそれを理解すれば、我々が低金利の状態にある理由がわかります。「黄金時代」には、民間企業は、設備投資のための資金を銀行から借りたがっていました。そしてそのことが、経済を前進させていたのです。ところが、いったん「追われる段階」に入りますと、人々が未だ貯蓄を積み重ねている一方で、企業は国内より海外に投資します

ので、資金の借り手は大幅に減少します。この状況では、政府は経済を前進させるために、金融政策より財政政策を優先せざるを得ません。ところが、今でも大きな資金需要が存在して、インフレと戦わなければならない状況があり得るといふ黄金時代の発想を前提に、金融政策の役割に固執する考え方が支配的ですが、我々はそのような状況には、もはや居ないのです。

賃金が上昇していない状況で、有効需要を作り出すのは、至難の業です。その上、日本経済は、バブルの崩壊を経験して、多くの企業のバランスシートが毀損し、負債の返済に力を入れなければならない状況です。そこで、貯蓄したり、負債を返済したりする人が多く、資金を借りようという人が少ない中では、以前の状況と異なり、政府が資金の借り手となって、経済を推進しなければなりません。これが 1990 年代以降、日本経済に起こっていることです。

**JS :** 2016 年の杭州での G20 では、柔軟な財政政策を支持する旨が表明されましたが、どうお感じになりましたか？

**Koo :** G20 が現実に帰って来たことを、とても嬉しく思いました。リーマンショックから 2 ヶ月後の 2008 年 11 月のワシントンでの緊急 G20 会合では、経済危機からの救済のため、財政刺激策を支持しました。ところが、それから 2 年後の 2010 年のトロントの G20 では、民間が債務の最小化に邁進しているにもかかわらず、財政赤字を半減させるという黄金時代の発想に戻ったのです。その結果、世界経済の動きは逆転しました。欧州は、結果として大きな問題を抱えることになりました。米連銀は、誰も資金を借りる人がいないので財政赤字は減らせないと主張しました。日本も、アベノミクスの第 2 の矢である財政刺激策を主張しました。このように、トロントの結論が誤りであることを理解した日米両国は、そこそこうまくやりましたが、合意に従ったところの経済のパフォーマンスは、よくありません。8 年間、2%のインフレ目標を掲げて金融政策を実行したところもありましたが、全て失敗しています。その意味で、今年の G20 が弾力的な財政政策を支持したことは、良いことでした。

**JS :** EU はその統合の維持のために、機動的財政政策には制約がありましようし、日本は本格的高齢化社会の到来に備えて、財政再建が必要と考えますが、この点については如何でしょうか？

**Koo :** 私はユーロ危機を予測した数少ないエコノミストの一人です。2003 年に「バランスシート不況」という私の著書の中で、もし EU がバランスシート不況に突入するなら、財政赤字 GDP 比 3%の制約は直ちに廃止すべきことを提言しました。それを行わなかったのが、現在の状況があるのです。例えば、スペインには GDP 比 7%の民間貯蓄があります。その

7%のなかで政府が3%しか借りて使わないなら、後の4%は借り手のいないまま、金融機関に滞留するだけで、これが丸ごとデフレギャップになります。

私は、マーストリヒト条約に、もし民間セクターがゼロ金利の下でも、GDP比3%以上の貯蓄をしている場合には、経済の安定のために、政府はGDP比3%以上のお金を借りることが出来ることを加えるべきと思います。

欧州については、もう一つの問題があります。ユーロ圏外で、このようなバランスシート不況に陥れば、国債利回りの急低下が起こります。民間部門が全体で資金を借りようとしないう状況では、年金基金や生命保険を扱っている多くの為替リスクをとれないファンドマネージャーは、国債を買うしかなくなります。その結果、国債の利子は、ものすごく低下し、このことは政府が財政出動に出ることを促進します。

ところが、ユーロ圏では、このメカニズムは働きません。日本のファンドマネージャーは、このような場合、日本の国債を買い、アメリカならアメリカの国債を買います。しかし、スペインのファンドマネージャーは、この場合、スペイン国債ではなくドイツやオランダの国債を買うことが出来ます。同じユーロ圏内だからです。従って、ユーロ圏でこのようなメカニズムを発生させるためには、異なったリスクウェイトを導入する必要があります。例えば、自国の国債を買う場合のリスクウェイトは低く、他の国の国債を買う場合は、リスクウェイトが高くなるというシステムです。これは、自国の国債市場について、ファンドマネージャーはより熟知しているということを前提にしています。

このようにして、ユーロ圏内でも、国債利回りが低下し、政府が財政出動をしやすくするメカニズムが出来れば、それによる景気回復が期待できます。

日本については、高齢化社会の到来は、確かに大きな心配です。但し、日本の状況の改善には、いくつかの要素があります。

例えば、日本の相続税は、経済成長にとって極めて有害です。ビジネスを起業し、雇用と成長の拡大に貢献してきた多くの人々が、2015年の相続税の増税に、どのように対処するか多くの時間とエネルギーを費やしています。その結果、人口が減少しているのに、不動産が高騰しています。これは意味のないことです。このような希少資源と才能の無駄使いを止めて、成長の源泉となるようなところに資源を有効に使えるように出来ないでしょうか。

台湾では、2008年に相続税を10%にしましたが、税収は全く低下しませんでした。このことは、実績のある人々の能力と時間を（節税ではなく）経済成長に向ける一方で、税の所得分配機能は損なわれなかったことを意味します。このような手段を、日本はもっと考えるべきです。

(了)