

リスク・オン経済

松 元 崇

はじめに

御紹介いただきました松元でございます。よろしくお願いいたします。

私は、昭和五八年から六一年まで旧大蔵省の証券局でお世話になりました。課長補佐になって初めて配属されたのが証券局でして、最初に総務課で、それから業務課で勤務し、投資顧問業法の制定などの事務に携わりました。その後、第一次安倍内閣のときに内閣府に参り、第二次安倍内閣の

一年目にアベノミクスの裏方を務めた後、今年一月に役人生活を卒業させていただきました。

本日は、「リスク・オン経済」というタイトルを掲げておりますが、日本で一五年間もデフレが続いた背景にありました、グローバルな経済情勢の変化といったところからお話しさせていただけれと思います。

先週、二つの大きな動きがありました。一つは、一〇月二九日にアメリカのFRB理事会で、いわゆる量的金融緩和の終了が決定されたことです。もう一つは、一〇月三一日に日本銀行が追加

金融緩和を打ち出したことです。その後、米国の株式市場は堅調に推移しています。昨年の春ごろまで「量的金融緩和は出口戦略が難しく、アメリカはこれから大変だ」と言われていたことを思い返しますと、アメリカもなかなかやるものだという感じがいたします。また、日本銀行の追加金融緩和で株価が急上昇したというのですが、これに関しましては、デフレ下の一五年間、我が国では量的金融緩和は効かないという議論が行われていたことを思い出しますと、若干不思議な感じもいたします。

（三つの事実）

本題に入る前に、三つのことを申し上げておきたいと思います。

第一は、先ほど申し上げた量的金融緩和は日本では効かないと言われておりましたが、リーマン

ショックの後、アメリカが量的金融緩和を導入しますと、日本に大きな影響が及んできました。そうなりますと、効かないと言われていたのが、「効くことは効くが、出口戦略が大変だ」と言われるようになりました。その後、アメリカで出口戦略がそこそ順調に進んできますと、最近では「アメリカと日本は違うので、日本の出口戦略は大変だ」と言われるようになっていきます。いつまでたっても、大変だということのようでございます。

第二は、デフレ下の一五年間に、世界の中での日本のシェアが落ちてしまったということです。33ページの資料をご覧ください。物価が下落し出した一九九七年に世界の中で一四%あった日本のシェアが、十五年後の二〇一二年には八・二%となり、四一・二%シェアダウンしました。この間のシェアダウンは、アメリカが一九・六%、ヨー

ロッパが一二・五%にとどまっています。BRI
CSなどが非常に発展しましたので、総じて先進
国はシェアダウンしています。しかし、アメリカ
やヨーロッパのシェアダウンが一割であった
のに対し、日本は四割のシェアダウンとなつてお
り、ジャパン・パッシングということが言われる
ようになりました。

第三は、アベノミクスが始まる前は、日本経済
の空洞化、あるいは若者の就職難を背景にブラッ
ク企業などといったことが言われていましたが、
最近では、記事の中でこのような表現にお目にか
からなくなったということです。32ページの資料
の左側の図で、平成二四年一月のアベノミクス
が始まる直前の時期と今年二月を比較しますと、
最近では消費税の引き上げがありまして、これより
若干落ちておりますが、それにしてもアベノミク
スが始まる前と後で、景気は全く異なった状況に

あります。

以上の三点をまず申し上げておきたいと思いま
す。

一、リスク・オン経済

（リスク・オン経済）

そこで「リスク・オン経済」ということであり
ますが、これは私の造語です。どういうことかと
申しますと、先進国の高齢化に伴いまして年金資
金などが非常に巨額になってきており、そういつ
た投資資金がリスク・オン、あるいはリスク・オ
フになったといつては国際的に激しく動くように
なっています。その結果として、日々為替レート
が変動する、あるいは各国の株式市場にも大きな
影響が及ぶようになりました。そういう状況を
「リスク・オン経済」と名づけたということでは

す。名づけるだけでは仕方ありませんが、名づけることによって、現在の経済状況がそれまでの経済状況とは違ったものになったことを認識すべきであるという考え方を表したものです。

（発展途上国の成長）

リスク・オン経済がどうして生まれたかと申しますと、ベルリンの壁崩壊があり、東西冷戦構造が終わりました。ベルリンの壁崩壊以降、かつてなかなか発展しなかった発展途上国が発展を始め、その結果、資金がそれを目にかけて世界中を駆けめぐる状況になりました。

ベルリンの壁崩壊まで、南側の発展途上国の成長率が北側の国々の成長率を上回るようなことは総じてありませんでした。ここで、かつて盛んに言われた「南北問題」という言葉を思い出していただきたいと思います。かつてはどれほどODA

を注ぎ込んでも、日本が支援してうまくいった東南アジア諸国のような例外的なケースを除いて、発展途上国の成長率が先進国を上回ることはありませんでした。ODAでインフラを整備して、その後に民間資金が入っていくようにしようというのが、かつてのシナリオだったわけですが、ODAを一生懸命注ぎ込んでも、シナリオのようににはなりませんでした。本来は、おくれた国がキャッチアップするほうが簡単なはずですから、おくれた国の成長率が高いのが当たり前です。今考えてもそうですし、当時もそう考えられていたわけですが、かつてはそれが当たり前ではなかったのです。それが南北問題ということが言われた背景です。一九八一年に、メキシコのリゾート地のカンクンで南北サミットが開かれました。当時、私は、旧大蔵省で財務官室に勤務しておりましたので、鮮明に記憶に残っています。そこで、どうし

たら南側の諸国の成長率を高めることができるか、どうやって北の国と南の国の格差を埋めていくかといったことが議論されました。

その後、ベルリンの壁が崩壊し、東西冷戦構造が終わったことを境に、様相が一変しました。最近では「南北問題」と言われるようなことはなくなりました。ベルリンの壁崩壊以降、発展途上国の中で、先進国を上回るような成長を見せるところがほとんど出てきました。最近の色あせておりますが、「BRICs」などという言葉が生まれ、発展途上国の成長が先進国を上回るようになりました。33ページの資料の図をご覧ください。きましても、総じて先進国は世界経済の中でシェアを落としています。これは、発展途上国が追いついてきており、みんなが幸せになる上で当たり前前の話が実現してくるようになっていくということです。

かつてはODAを一生懸命注ぎ込んでインフラを整備し、民間の投資を呼び込もうとしてもなかなかうまくいかなかったわけですが、こうなりますと、資金は黙っていてもより高い収益を目指して発展途上国に流れ込んでいく状況になってきています。最初に申しましたようなリスク・オン経済が出現し、資金が自然に世界中を駆けめぐることになったということです。

（デフレのリスク）

そのような変化に伴って、それまでインフレが当たり前だった世界が一変しました。先進国の人口は世界中の人口の一五%ぐらいしかありません。残りの八五%は発展途上国のものです。一五%程度の人口の先進国が世界のものづくりを主導していた時代には、人々の需要を満たすのに十分な生産は行われていませんでした。貨幣数量説

がどうかといった難しい話は別にして、物と貨幣の関係で、物が少なければインフレになるのは当たり前前の話です。一五%の人口の先進国がものづくりを主導している状況では、常にインフレを心配しなければなりません。ベルリンの壁崩壊以降、発展途上国の成長が先進国を上回り、ここで生産されるものがどんどん出てくるようになりました。要は、残りの八五%の人口の国々が本格的な成長を始めたことによりまして、世界中に物があふれるようになってきたということです。

その結果、先進国はインフレだけでなく、場合によってはデフレの心配もしなければならぬようになりました。実際にデフレに落ち込んだのが日本だったということであり、最近ではユーロがデフレになるのではないかと心配している状況です。もちろん経済運営がまずい場合に、インフレになる可能性もないわけではありませんが、デフ

レとインフレを同じように心配しなければならない状況になっているということです。かつてはインフレだけ心配していればよく、デフレなどは歴史上の話でしたが、これが現実の話になってきたというのが、リスク・オン経済です。

（バブルへの警戒）

世界中を駆けめぐるようになった資金は、リスク・オンになったといつてはハイリスク・ハイリターンへの投資対象に向かい、リスク・オフになったといつては国債などの安全資産に流れます。その結果、発展途上国の成長を後押しするだけでなく、時として先進国の金融資本市場でバブルを発生させる恐れが出てきました。そのような巨額のお金の流れの中心になったのが、アメリカのニューヨークとイギリスのシティです。アメリカとイギリスの中央銀行は、バブルの発生あるいは

崩壊をもたらさないような金融政策を心がけることとなります。さまざまな規制を設けたり、市場との対話を心がけたりして、政策を運営することになるわけですが、どれほど気をつけても、バブルは起きるときには起きます。バブルは潰れてみなければわからないと言われることもあります。

もちろん起きないほうがよいのですが、世界中でお金が駆けめぐる中で、世界全体を見渡す中央銀行はありませんので、コントロールするのには限度があると言わざるをえません。

二、リーマンショックへの対応

(リーマンショックの発生)

そういった中で起こったのが、二〇〇八年のリーマンショックです。今ではやや昔の話になってしまいましたが、起こった当時は「一〇〇年に

一度」の危機と言われました。アメリカでは、日本のようなデフレになるのではないかという心配が持たれ、FRBは、非伝統的な金融政策である、思い切った量的金融緩和を進めました。実は、リーマンショックの影響は、アメリカよりもヨーロッパのほうが大きかった。当時、ヨーロッパでも土地その他いろいろなところでバブルが起きていました。結果として、リーマンショックでアメリカより深刻な影響を受けたヨーロッパの中央銀行も、アメリカと同じように量的金融緩和に踏み切るようになりました。そうした中で、ただ一人思い切った量的金融緩和を行わなかった日本が大きな影響を受けることになりました。

(日本での政策論議)

リーマンショックが起こった当初、日本では、長引くデフレの中で金融機関は慎重な営業姿勢を

とっていましたので、直接の影響はさほどのものではありませんでした。担当大臣も「ハチに刺されたぐらいだ」とおっしゃっていたのであります。金融機関への影響ということではまさにそのとおりだったわけです。しかしながら、アメリカ、ヨーロッパの金融当局が量的金融緩和を進め、特にアメリカがQE1、QE2、QE3を断行した結果、そのたびに円が高くなり、日本の株価が下落することになりました。そのため、我が国では、リーマンショックの前にデフレからようやく脱却できるというところまできておりましたのが、改めてデフレに逆戻りいたしました。デフレと円高のスパイラルが進みました。そして、八〇円ないし七五円まで円高が進みますと、我が国産業の空洞化という深刻な事態が生じることになりました。

昨日の総理官邸での景気ヒアリングにも出席し

ておられた、浜田宏一教授が指摘されたように、「各国がリーマンショックの激化を防ぐために金融拡大を行う中で、日本だけがそれをしなかった。世界の通貨の中で円だけが希少になり、名目為替レートが急上昇した」という事態を招来したということです。

経済界からは、ともかく円高だけは何とかしてもらえないかという声が強くなってきました。内閣府の経済財政部局の中でも、空洞化を防ぐために、我が国も、アメリカやヨーロッパの中央銀行当局と同じように思い切った量的金融緩和を行うべきではないかという議論をいたしました。しかしながら、この後に御説明しますが、一五年の長いデフレの間に実にさまざまな議論がありまして、そういった議論の整理がつかず、はっきりした政策論に結び付けることができませんでした。その後、第二次安倍内閣が成立し、アベノミクス

の第一の矢としてデフレ脱却のための思い切った量的金融緩和が行われることになりました。その結果、それまでの円高が是正され、デフレ脱却の道筋が見えるようになってきているということです。

（日本銀行の対応）

内閣府の中でさまざまな議論の整理がつかなかったと申しましたが、この点につきましては、デフレ脱却のために日本銀行がどれだけ涙ぐましい努力、試行錯誤をしてきたかを振り返っていただけでは御理解いただけると思います。かつて日本銀行は、リーマンショック後にアメリカが打ち出したのと同様の量的金融緩和政策を世界で初めて実施しました。二〇〇一年のことです。当時、日本銀行の当座預金残高は四兆円程度でしたが、これを年末までに一〇兆円から一五兆円にしてい

くという目標を掲げました。現在は二〇〇兆円とか三五〇兆円の目標を掲げていますから、いかにも小さいという感じがしますが、当時は、四兆円の当座預金残高を一〇兆円に拡大するようなことをすると、ハイパーインフレーションになってしまふといった議論が非常に強かったわけです。また、他方では、量的金融緩和はブタ積みだから効かないという正反対の議論もありました。

そのようなさまざまな議論があった中で、何とかデフレを脱却しようとして、当時の日本銀行は量的金融緩和に踏み切りました。ところが、これが余り効きませんでした。今から考えれば量が小さかったということもあるかもしれませんが、まづもって市場関係者の中に、そのような政策は効かないと考える人が多かったことが大きく影響したと思います。効くと思うから効く、効かないと思うから効かないということです。ケインズは、

株価について「美人投票と同じで、みんなが美人と思うから美人ということになる」と言っています。こう言ってしまうと身もふたもありませんが、いずれにしても、マインドが非常に大きな働きをする中で、効かないのではないかと思われる政策をやっても、なかなか効果は挙がりません。

二〇〇一年八月に日本銀行が長期国債の買い切りの増額を決めたときには、本来下がるはずの金利が、予期に反して上がってしまったという事態も生じました。日本銀行が国債を買ったと、財政規律が失われてインフレになるのではないかと予測されたと言われていますが、いずれにしても、想定外の反応があったということです。そのようなことがあったために、我が国では、量的金融緩和は効かないというのが多数説になりました。

そうした議論の代表がブタ積み論でした。市場にどれだけお金が流れていくかは、市場にどれだ

け資金需要があるかによって決まる。資金需要があれば幾ら日本銀行が頑張ってもお金は市場に流れず、当座預金に積み上がるだけである。そのため、金融緩和の効果はなく、マネーサプライはふえない。デフレ対策としての効果もないという議論であります。まことにものともな、論理展開としてはどこも間違っていない議論です。

(米国FRBの対応)

そのような議論が行われていた日本の状況を見ながら、リーマンショック後のアメリカでは、日本のようなデフレに陥らないようにするため、バーナンキFRB議長が量的金融緩和に踏み切りました。その結果、QE1、QE2、QE3と追加の政策が打ち出されるたびに、円高が進行し、日本の空洞化が進むという事態が生じました。

FRBの量的金融緩和もいわゆるブタ積みで、

市場にお金が出ていったわけではありません。にもかかわらず、どうして効いたのか。それは、市場にお金が出るのとは別の形で効いたということです。ブタ積みの理論どおり、アメリカでも、量的金融緩和によって、市場にお金が出ていったわけではありません。流れていかなかったからこそ、FRBの金融資産残高がそれまでの三・二倍まで積み上がりました。市場にお金が出ていけば、当座預金が増えたとそのままということはないわけです。

今でも我が国のテレビなどでは、量的金融緩和というとお札が大量に刷られて市場に流れていくという解説がなされています。つい先日日本銀行の追加金融緩和について、テレビのキャスターが、これはお札をたくさん刷って市場に流すものであると解説していましたが、これは全くの間違いで、今日の量的金融緩和では、市場にお金が出

れていくようなことはありません。

では、市場にお金が出ていかないブタ積みでどうして効いたのでしょうか。少し難しい言葉で申しますと、まずはシステムリスクを防ぐという形で効きました。当時、アメリカの多くの金融機関は、サブプライムローン問題が発生したことで、紙くず同然のサブプライムローンを組み込んだ金融商品を大量に抱えていました。誰がどれだけそういった欠陥商品を抱えているかわからない状態でした。それは、自分の取引相手が突然潰れると困りますから、互いに疑心暗鬼になって金融機関同士の取引が停止してしまうのではないかという状態でした。金融はよく人体における血流のようなものだと言われますが、この血流が突然とまってしまいかねない状況になっていたわけです。

そこでFRBは国債も買いましたが、まずは、

サブプライムローンを組み込んだ住宅担保証券を大量に買いました。このことによって、金融機関の倒産を防ぎ、金融機能が麻痺しないようにしたわけです。それは、お金の動きがとまってしまわないようにするための、金融緩和というよりは、信用緩和とでもいべき政策でした。最後の貸し手として市場にお金を流す伝統的な金融政策ではなく、最後の買い手として金融機関から金融資産を買い取ることによって、潰れるところが出てこないようにするという政策だったということです。

（金融資産管理業務）

そのような形で金融資産を大量に買い込んでいきますと、それを管理していく金融資産管理業務といった業務が新たに登場してきます。この業務が、QE2、QE3あるいは今回行われた出口戦

略、すなわちアセットテーバリング（Asset（資産）のTapering（縮小））に関連してきます。拡大した資産を縮小する出口戦略は金融資産管理業務そのものです。「金融資産管理業務」というと耳なれない言葉ではないかと思いますが、業務それ自体としては、ヘッジファンドなどが行っております。自らの金融資産の管理と同じものです。ヘッジファンドなどは利益を上げることが目的としているのに対して、FRBなどの中央銀行が行っているのは、金融市場の安定を目的として行っておりますので、両者の性格は全く異なっておりますが、業務として行っていることは同じです。

業務としては同じでも、市場の安定を保ち、デフレに陥らないようにすることを目的とする中央銀行の金融資産管理業務は市場に大きな影響を与えることになります。中央銀行がそういう業務を

しなくても、ファンドは、ほかのファンドがどのような動きをするかを当然気にするわけですが、中央銀行が金融資産管理業務を行うことになれば、当然、最大限の注目をするようになります。

そのため、FRBが、QE2、QE3、あるいは出口戦略といった政策を示唆するたびに、あるときはリスク・オン、また別のときはリスク・オフといった形で、市場が動くようになりました。

そういったFRBの金融資産管理業務が、アメリカの経済の底割れやデフレ突入を防ぐことになりました。その一方、こうした政策は、日本円に大きな影響を与え、日本が空洞化する要因となりました。それに対しまして、現在は、日本もアメリカと同じように量的金融緩和を行うことによって、デフレ脱却を図ろうとしています。これがアベノミクスの第一の矢である量的金融緩和ということです。日本銀行が現在行っている量的金融緩和

和は、デフレ脱却のために、アメリカやヨーロッパの中央銀行がどう動くか、あるいはそれらを市場関係者がどう受けとめるか、こういったこともにらみながら行われています。一種ゲームの理論に基づいた政策と言ってもよいのではないかと思います。

三、量的金融緩和の効果

（量的金融緩和の役割）

ただ、量的金融緩和でできることは限られています。デフレ脱却はできませんが、何でもできるというわけではありません。最近、景気が足踏みぎみであることから、アベノミクスは失敗だったとか、そもそも量的金融緩和はプラシーボ（偽薬）（頭が痛いと言う人に、特効薬としてメリケン粉をあげると痛みがとれるように、効いていても本

来真の効果はないものを指します。)に過ぎないなどと言われることがあります。先週日本銀行が追加の量的金融緩和を行ってそれが効いていますので、しばらくは下火になると思いますが、そうした議論をする方が出てきました。それは、量的金融緩和でデフレ脱却だけでなく、経済成長も実現できるはずであり、それができないのは失敗だとおっしゃっているような感じがいたしますが、そもそも量的金融緩和には、経済成長を実現させる力はないということを認識しておく必要があります。アメリカでの議論を全部見たわけではありませんが、アメリカでは量的金融緩和はブラシードだという議論はないと思います。アメリカの量的金融緩和も、デフレになるのを防いで成長のためのリスクテイクを促す環境をつくり出すことを狙いとして導入されたもので、それ自体で経済成長を実現するようなことは期待されていません。

一国の経済成長は、ファンダメンタルズが強化されることで決まってくるもので、中央銀行が国債を大量に買い入れたからといって実現できるわけではありません。ファンダメンタルズを強化して経済成長を実現するためには、その国に住んでいる一人一人が、より高い付加価値をつけられるようになることに尽きると思います。長引くデフレの間に、企業が、正規労働者を非正規労働者にかえるなど、リストラを行うことで収益を確保するというリストラマインドに傾きまして、イノベーションで収益を上げていくという意欲が弱まってきています。リストラでは企業収益は改善しても経済全体の成長にはつながないことが問題です。

経済成長は資本と労働力と全要素生産性で決まります。日本の潜在成長力が低下していると言えます。人口が減り、イノベーションを反映して

決まる全要素生産性の伸びが下がっているためです。企業がイノベーションに取り組む姿勢を強めていけば、全要素生産性は伸びていきますので、それによって我が国の稼ぐ力を取り戻すことができると思っています。

（日米の差異）

安倍内閣になって、賃上げを起点として、経済の好循環を実現させるという政策に期待が集まりました。円安で収益が改善した企業を中心に賃上げが行われ、それが消費拡大に、ひいてはさらなる企業収益の改善につながっていけば、内需主導の経済成長が実現し、企業経営も前向きになってイノベーションに取り組む姿勢が取り戻されるのではないかと。このようなシナリオ自体は間違っていないと思いますが、思ったよりも時間がかかっていることは否定できないと思います。

その原因としては、まず、一五年もデフレが続いてしまったために、リストラよりイノベーションという方向に企業マインドが戻っていないことがあります。もう一つは、アメリカと我が国では、量的金融緩和を実施したときの状況がかなり違っていたということがあります。

どういうことかと申しますと、リーマンショックが起きたときのアメリカは、ゼロ金利でもデフレでもなかったということです。このような中で、アメリカでは、量的金融緩和と並んで金利の引き下げという伝統的な緩和政策も同時に行いました。このため、日本と比べて、アメリカでは随分政策効果が上がりました。加えて、もともとデフレでもなかったものですから、システムリスクさえ抑え込んでしまえば、経済の状態は速やかに正常な状態に戻っていきました。これに伴って、アメリカの企業は速やかに持ち前の積極性、

つまりイノベーションマインドを取り戻したというわけです。

他方、まずはデフレ脱却を実現しなければならぬ我が国の場合は、そういうわけにはまいりません。企業はイノベーションに取り組む姿勢を取り戻すのに時間がかかります。また、賃上げと申しましたが、すべての企業が賃上げすればよいのですが、他の企業が賃上げしないのに自分だけが賃上げすると、とんでもないことになります。特に競争が激しい中小企業などでは、そうなりません。そういうことも踏まえ、賃上げに向けて雰囲気盛り上げていく必要があると考えられたことから、経団連や連合にも参加していただいて政労使会議が行われました。とはいえ、もともとゼロ金利状態にあった中で、デフレ脱却から経済成長への好循環に、思ったより時間がかかっています。

四、ハイパーインフレーションの呪縛

（ハイパーインフレーションの可能性）

日本銀行は、本当に一生懸命に試行錯誤を行いました。それにもかかわらず、議論が繰り返されるばかりで、一五年間もデフレが続いてしまった背景には、我が国にハイパーインフレーションの呪縛があったと考えています。

ハイパーインフレーションの呪縛とは、日本銀行が国債を買い入れたら、ハイパーインフレーションになってしまうのではないかと考えてしまうことです。先ほど、二〇〇一年に、日本銀行が国債を買い入れたことで、金利が上がってしまい、その後、思い切った金融緩和ができなくなりましたということを申しました。まさに、み

んながそのように思っているから起こったことです。

しかしながら、アメリカがリーマンショックの後に思い切った金融緩和に踏み切ったときも、あるいはヨーロッパで欧州の中央銀行が同様の政策を断行したときも、量的金融緩和でハイパーインフレーションになるというような議論は出ていません。そのような議論が行われているのは日本だけであり、日本では今でもそういう議論をする方がおられます。

結論から申しますと、中央銀行がどれほど市場から国債を買い入れても、その国のファンダメンタルズがしっかりしている限りハイパーインフレーションにはなりません。ファンダメンタルズがガタガタになって、国の経済がめちゃくちゃになるということであれば別ですが、ファンダメンタルズがしっかりしていれば、ハイパーインフ

レーションになるようなことはないのです。

(第一次世界大戦後のドイツの経験)

そのことは、ハイパーインフレーションの代表例とされるドイツの第一次世界大戦後のケースを見てみればわかります。ドイツのハイパーインフレーションは、戦争に負けたから起こったわけではありません。あるいは、巨額の賠償を課されたから起こったというものでもありません。これは余り知られていないのですが、ドイツは第一次世界大戦に負けてもそれなりのインフレにはなりませんが、ハイパーインフレーションにはなりませんでした。ハイパーインフレーションになったのは、後で申しますとおり、その五年後のことです。

なぜかと申しますと、第一次世界大戦ではドイツの生産設備はほとんど被害をこうむりませんで

した。第一次世界大戦が終わった時点では、ドイツのファンダメンタルズは全く大丈夫でした。

『西部戦線異常なし』という小説がありますが、この西部戦線はドイツの国境の外のことです。第一次世界大戦における戦闘は、ほとんどドイツの国境の外で行われましたので、ドイツの産業施設はほとんど無傷でした。だからこそ、ヒトラーが出てきますと、あつという間に再軍備が可能になりました。ファンダメンタルズがしっかりしていなければ、すぐに再軍備などできるわけがありません。ドイツの産業設備は、第二次世界大戦ではめちやくちやになりましたが、第一次世界大戦ではほとんど被害を受けなかったのです。ですから、ハイパーインフレーションにもなりませんでした。

それでは、なぜ五年後にハイパーインフレーションになったのでしょうか。五年後の一九二三

年に、ドイツから巨額の賠償金を取り立てるため、フランスとベルギーがドイツの産業の心臓部であるルール地帯を占領しました。それに対して、ドイツがゼネストで対抗したために、生産がとまってしまいました。国土が戦場になったフランスとベルギーでは、第一次世界大戦で生産設備がめちやくちやにされました。復興に必要なお金を賠償金としてドイツに払わせようということで、これらの国はドイツのルール地帯を占領しました。それに対してゼネストが行われ生産がとまったために、幾らお金があっても物が買えないことになりました。そこで起こったのがドイツのハイパーインフレーションです。このため、ゼネストが終わって生産が回復しますと、ドイツのハイパーインフレーションはすぐにおさまりました。「レンテンマルクの奇跡」など、いろいろもっともらしい説明がなされていますが、基本は

生産が回復したということです。

この間、ドイツの天文学的な賠償額が軽減されたわけでもありません。その後、ドイツの賠償額は、ヤング案やドーズ案などで延べ払いされることになりましたが、ハイパーインフレーションがおさまった時点では軽減されたわけではないのです。ドイツの賠償額は、当時の国民総生産の二〇年分と言われています。GNPの二〇年分、つまり二〇〇〇%の政府債務を負わされていたわけですが、このドイツの経験から、ファンダメンタルズがしっかりしていれば、財政赤字が大きいからといってハイパーインフレーションになるようなことはないと言ことができます。

（第二次世界大戦後の日本の経験）

それでは、第二次世界大戦後の日本のハイパーインフレーションは何だったのでしょうか。それ

は、アメリカが行ったじゅうたん爆撃で日本が焼け野原になり、ファンダメンタルズが破壊されてしまったことによつて発生したものです。ドイツの第一次世界大戦後のケースで、ゼネストで生産がとまったためにハイパーインフレーションが発生したのと同様に、第二次世界大戦後の日本では、生産設備が破壊しつくされて生産が止まったことによつてハイパーインフレーションが発生したということです。

五、ファンダメンタルズの重要性

（ファンダメンタルズこそ重要）

ここで話をもとに戻して、リスク・オン経済のもとでは常にバブルの心配があるということを申しました。今日のグローバル化した経済のもとでは、バブルになっても、ファンダメンタルズが

すっかりしていれば、ハイパーインフレーションとかインフレにならないのが普通のケースです。

それは、一九八〇年代後半の土地バブルの際に、我が国が世界に先駆けて経験したことです。当時、土地や株式のキャピタルゲインは、毎年、国内総生産を上回るくらいの規模になりました。バブル後半の一九八六年から八九年の四年間で、土地と株式のキャピタルゲインは、GDPの四倍以上に当たる四五二%ふえました。当時、皇居だけでカリフォルニア州を買えると言われました。東京二三区でアメリカ全土が買えるとも言われました。そこまで土地価格が上昇し、世の中全体がカネ余りになりました。それでもインフレにはなりませんでした。

先週、日本銀行が行った追加金融緩和で、日本銀行の金融資産残高は三五兆円、GDPの七〇%強になることになっております。しかし、土

地バブルのときの四五二%と比べれば、そのようなことでハイパーインフレーションになるとはとも考えられません。もっとも、そのように申し上げるのは、財政赤字を垂れ流して、日本銀行に国債を引き受けさせてもよいなどと申しているわけではありません。市場にある国債を必要に応じて買い入れることと、毎年の財政赤字を穴埋めするために市場原理を無視して日本銀行に国債を引き受けさせることは全く異なります。財政赤字を垂れ流し、日本銀行が国債を引き受けるようなことは、とんでもないことでありまして、これらの二つは全く別のことです。

今日は時間がありませんので、財政赤字の問題は取り上げませんが、財政赤字を垂れ流すと、ハイパーインフレーションというより、むしろ財政を硬直化させるといふ問題が生じます。政府がやるべきことができなくなり、我が国のファンダメ

ンタルズが劣化してしまいます。その結果、一国の成長力がむしろ衰退していくことになります。一昨年の暮れ、アメリカで、財政の崖ということが大問題になりました。アメリカでも、財政赤字はいけないということが十分認識されていますので、財政健全化に真正面から取り組んでいるのです。安倍内閣も、経済の再生と財政健全化は車の両輪だと言っています。

これまで我が国では、ハイパーインフレーションの呪縛が大きな原因になり、デフレ脱却のための思い切った金融政策が打ち出せない状況が続いてきました。結果として、最初にご覧いただいたとおり、一五年間で世界の中でのシェアを四割も落としてしまったということです。

リスク・オン経済で、発展途上国が成長を始めて世界中に物があふれるようになりました。世界は、場合によってはデフレを心配しなければなら

ない状況になりました。それにもかかわらず、ファンダメンタルズがガタガタにならないければ起こるはずもないハイパーインフレーションを心配するマーケット関係者が多かったために、手足が縛られて思い切った量的金融緩和ができなかったということです。

（課題への果敢な取組み）

日本は課題先進国と言われることが多いのですが、ハイパーインフレーションになるのではないかとといった指摘がなされると、そこで議論がとまってしまって、なかなか課題解決につながらないということが多いのではないかと思います。そのようなことでは、課題は多いが解決できない、課題後進国になってしまいます。課題に果敢に取り組んでいく文化は、かつては我が国にもありました。少なくとも江戸時代にはあったと思いま

す。さきの戦争に負けたせい、すっかり自信をなくしてしまい、少し物事がうまくいかない、心配なことを言う人の声ばかりが大きくなつてしまふくらいがあるのではないかと思います。

それに対して、少々問題があつても課題に果敢に取り組んでいっているのがアメリカと言えましょう。アメリカは、一〇〇年に一度と言われたリーマンショックの震源地です。先ほど申しました財政の崖についても、一昨年の暮れあたりにはこれは大変だと言われていました。昨年の春あたりには「出口戦略が大変だから、アメリカ経済も大変だ」ということが言われていました。また、今年の初めには「寒波の影響が大変だから、アメリカ経済もそれほど順調にいかない」といったことが言われていました。アメリカ国内でどれだけことが言われていたのか、日本から見ているだけではよくわからないところがありますが、いず

れにしても、日本で同じようなことがあります、さあ大変だということで、相当な悲観論が出てきそうな課題がアメリカにもいっぱいあります。そういうことを乗り越えて、今、力強い成長を実現しているということです。日本ももう少し見習えばよいのですが、このあたりは少しずつ進めていくしかないように思います。

六、実力を超えた円高の問題点

（ファンダメンタルズへの打撃）

リーマンショックが起きた後、アメリカがQE 1、QE 2、QE 3と量的金融緩和を進め、そのたびに円高が進み、株価が下がったと申しました。以下では、円高について少しお話ししたいと思います。

円高は良いに決まっていると言う人がおられま

す。円高に対応できないのは、我が国の非価格競争力が弱いからで、それは非価格競争力が強いドイツを見れば明らかである、ドイツのようになればよいというわけです。

しかしながら、アベノミクスに伴って生じた円安に一番文句を言ったのがドイツのメルケル首相です。これに対して、麻生大臣あるいは甘利大臣が、アメリカもヨーロッパもやっているのに、日本がデフレ脱却のために量的金融緩和をやつて、その結果円安になったとしても何が悪いのかと反論されました。それで大体はおさまりましたが、それにしても、一番文句を言ったのはドイツのメルケル首相でした。また、円安が進むと、これまで文句を言ってきたのはアメリカです。要するに、ドイツもアメリカも、円に対して実力不相応のドル高やマルク高になるのは避けたいと思っているわけです。自国の通貨は高いほうがよい、た

とえ実力不相応でも企業が非価格競争力を強めていけばよいといったことは考えていないのです。

要は、実力相応の円高であればよいのですが、実力を超えた円高は空洞化をもたらし、とんでもないということです。このことはリーマンショック後に多くの経済界の方々が実感されたことではないかと思います。リーマンショック後の円高で、空洞化が進み、我が国のファンダメンタルズは相当傷みました。このため、今では、円安になつてもかつてのように輸出が伸びません。これまでの円高で、電器産業などは、多くの工場を中国や東南アジアなどに移してしまいました。そうなつてしまうと部品を供給するのは引き続き日本からであっても、円安で生産がどんどん伸びていくことにはならないということです。

(高橋財政の本質)

実力不相応の円高に関しては、我が国は大変苦い経験を持っています。少々昔の話になって恐縮ですが、戦前、井上準之助が行った金解禁がそうでした。第一次世界大戦のときに、日本は金本位制から離脱しました。その後、関東大震災がありまして、日本の生産の中心であった東京は焼け野原になり、当時の日本の国民総生産（GNP）の三分の一が壊滅しました。ファンダメンタルズが破壊され、円の実力は相当下がりました。そのような状況の中で、井上準之助は、実力不相応の円高になる旧平価で金本位制に戻ろうとしたわけです。今の感覚で申しますと、一〇〇円ないし一一〇円が適正な円だとすれば、七〇円ないし六〇円といった円高の水準で金解禁を行いました。その結果、日本経済はめちゃくちゃになってしまいました。折からの冷害も重なって、東北地方では娘

の身売りが出るような事態になりました。それを見た青年将校たちが、世の中はおかしいと考えるようになり、軍部が台頭していくきっかけになるなど大変苦い経験をしました。

このようなとんでもない円高を是正したのが、高橋財政を行った高橋は清です。高橋財政については、日本銀行の国債直接引き受けて公共事業を行ったケインズ政策の手本として注目されていますが、実は実力不相応の円高を是正して、日本経済を再生させた金融政策のほうがより本質的なことです。財政政策は一時的なものです、実力相応の為替レートかどうかは長く経済に影響を及ぼします。この話をし出しますと、長くなりますので今日は控えますが、高橋は清は、日本銀行に入った後、初めのころに横浜正金銀行で為替を取り扱うための実務をしつかり身に着けた金融のプロです。本当の為替のプロが高橋は清という人物

です。

七、むすび

そろそろまとめに入りたいと思います。

本日申し上げたかったことは、これまでの経済理論が間違っていたということではありません。途中で御紹介したブタ積み論が間違っていたというわけでもありません。アベノミクスがプラシーボ（偽薬）だというのも、ブタ積みだから金融緩和の効果はないという点においては、まさにそのとおりで間違っているわけではありません。しかし、アメリカでどうして効いたのかというところでお話ししたとおり、ブタ積みが金融機関に対する人々の信用を維持することによって、また、市場関係者のマインドに働きかけることによって、実際に効いていることに留意する必要があります。

す。

今日のグローバルな経済の動きに対しては、これまでの経済学の理論だけでは答えが出せない状況がしばしば出てきます。私の造語のリスク・オン経済のもとで、ある一つの経済理論にこだわって答えを出せずにおりますと、何もしないこと自体がリスクになってしまいます。要するに、デフレが続いたことは大変なリスクだったということです。リスク・オン経済においては、何か問題が出てきたときに、とにかく試行錯誤でやってみるということが大切であり、やってダメなら、他の解決方法を探って再チャレンジしてみることが求められます。

日本経済の一番の弱みは、リスク・オン経済になっていくにもかかわらず、試行錯誤を許さない文化があるということです。例えば会議などでも、最後まで何も言わないで、決まりそうになっ

たところで疑問だけ述べておくといったことがあります。その後で、うまくいかなかったら、「だから言ったじゃないか」というわけです。そういう文化ですとなかなか臨機応変の政策判断ができません。その結果、時代に取り残されてじり貧になっていってしまうことにもなりかねません。

そのような議論の仕方あるいは文化が改められ、自由闊達な議論がなされて、試行錯誤しながら臨機応変に対応していくことができるようになれば、どんなによいかと思います。役人は、国会でいろいろ聞かれることを心配して、こうかなと思ってもなかなか言えないことが多いのですが、官庁エコノミストがもついろいろなことを言えるようになったらよいと思っています。もつとも、そうは申しませんが、私も役所をやめましたので、ここでこういうお話ができるということではあります。

最後に、一五年間デフレが続く中で、日本銀行が量的金融緩和を行って国債を買入れますと、ハイパーインフレーションになるのではないかと言われてきましたが、歴史的に、ドイツの例を見ても、日本の例を見ても、そういうことはなかったということをもう一度申し上げて私のお話を終わらせていただきたいと思います。

御清聴どうもありがとうございました。（拍手）

増井理事長 リーマンショック後の政策運営に携わられた際の御経験などを踏まえ、リスク・オン経済というキーワードを手がかりに、日本経済の抱えている諸課題についてわかりやすく御説明いただきました。

せっかくの機会ですので御質問があればお出しただきたいと思います。いかがでしょうか。それでは、私のほうから質問させていただきます。

す。お話の最後のところで、再チャレンジのお話が出てきました。日本は課題先進国と言われますが、今の時点で、こういったことが今後注目されるだろうか、こういったことについてもう少しチャレンジしていけばよいのではないかといったことについて、お考えを聞かせていただけないでしょうか。

松元 最大の課題は、何と言っても成長戦略です。成長戦略との関連では、柔軟な働き方が可能になるような制度がうまく導入できればよいと思っています。雇用をめぐる事情は、個々の企業によって異なりますので、そうした差異を踏まえて、企業ごとに試行錯誤しながら調整を進めていっていただく必要があります。ただ、日本の場合、最初に大学を出て得たのが非正規の職ですと、中途採用でもなかなか良いところに採用してもらえず、一生うだつが上がらないということに

なりがちです。雇用慣行が柔軟化していけば、最初に就いたのが非正規の職でも、中途採用でしっかり能力が発揮できる職を得る可能性が出てきます。あるいはベンチャー企業を立ち上げるようなことも失敗した場合の心配をあまりしなくてもできるようになっていくと思います。

去年の政労使会議では、賃金を上げること、柔軟な雇用を実現することを二本柱として協議を進めました。後者については、去年はなかなか話が進みませんでした。今のように人手不足が深刻化してきているときこそ、労働側にとっても、そうした議論をするチャンスであり、これまでの日本の雇用慣行を変えていくことができると思っています。労働に関しては慶応義塾大学の清家先生が御専門ですので、いろいろな勉強会でお世話になりました。この問題は、関係者の合意がなければなかなか前に進めることはむずかしいのです

が、まずはいろいろな議論をしていくことが大事なのではないかと考えています。

もうひとつ、観光についてお話しします。外国人の観光客がふえ、日本の津々浦々に行くことになれば、片言で英語をしゃべって普通に外国人と接する日本人がふえることになります。日本人は英語を流暢にしゃべらなくてはならないと思い込んでいるために、英語がなかなかしゃべれません。そのために、日本の国際化が進まないということがあるのではないかと思っています。片言で英語をしゃべることが普通になれば、それによって日本のグローバル化が進むのではないかと思います。日本人の中にも流暢な英語をしゃべる方はおられますが、私は、一般の人の英語でのコミュニケーションが流暢な英語である必要はないと考えています。

日本語は非常に特殊な言葉で、主語をつけない

でほとんどの会話が行われています。このような言葉は世界中でもほとんどないと思います。そのため、日本語の感覚で英語をしゃべろうとしますと、片言でしかしゃべれないのが普通です。しかし、片言で当たり前と考えればよいのではないのでしょうか。中国の方が日本語をしゃべりますと、「私、〇〇あるね。あなた、〇〇あるね」という言葉遣いをします。これは「私」とか「あなた」といった主語がある言葉の使い方です。日本人が英語をしゃべる場合は、日本語の場合と同様に、「〇〇あるね」としか言わないで、単語を並べるような形でも通じます。

日本では、中学校、高校と六年間も英語を勉強しても、英語がしゃべれない人がたくさんいます。日本國中、みんなが上手な英語をしゃべろうなどと思わないで、自然に片言の英語をしゃべれるようになると思います。そうしますと、

地域からも、グローバルな感覚で地域おこしへの取組みが出てくるように思います。英語をしゃべるのもチャレンジでして、しゃべっても通じなかったら再チャレンジしていけばよいのです。少し御質問の趣旨から離れているかもしれませんが、このようなことも大事なことがあると思っています。

話を成長戦略に戻しますと、日本を世界で一番企業が活動しやすい国にしていくのが基本だろうと思います。こうした観点からは、規制緩和を進めることが大事になってきます。しかし、何でも自由にすればよいかと申しますと、必ずしもそうではありません。時と場合によるということですから。例えばアメリカも自動車産業などで保護主義的な要求を出してきます。TPP交渉の中で、アメリカは、日本の安全基準をアメリカ並みにしてほしい、アメリカの自動車を輸出できるようにし

てほしいなどと要求してきています。かつてアメリカとの間で自動車摩擦があったときも、アメリカに工場をつくれということを随分言ってきたわけです。自動車は非常に裾野の広い産業ですから、こういう分野はしっかりと守るというのが、アメリカの産業政策の核になっています。

私は旧大蔵省で長く農業予算を担当しておりましたので、農業についてアメリカからいろいろ攻められた記憶が残っていますが、アメリカの農業分野にも随分守られているところがあります。アメリカのTPP交渉の進め方などをしっかりと見て、日本も自動車産業のような裾野の広いところは守るといった発想があってもよいのではないのでしょうか。軍から技術移転を受けているため、アメリカが強力に支援している航空機産業について、ヨーロッパは、エアバスに対して巨額の補助を行ってこれを育ててきました。

先端的な産業、あるいは裾野の広い産業につい

て守るべきところは守る一方、基本的には、次々にベンチャーが出てくるように、日本を世界で最も企業が活動しやすい国にしていくことが大切です。その一番の基本は、日本人一人一人がしっかりと付加価値をつけて、人も企業ともに成長していけるようにすることだと思います。いずれにしても、いろいろと議論していただいたらよいと思います。

増井理事長 それでは、このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

初めに申しましたが、松元さんが書かれた『リスク・オン経済の衝撃』には、今、松元さんがおっしゃったいろいろなことが書いてあります。大変興味深い本ですので、ぜひ御購入いただいております。お読みいただければと思います。

最後になりましたが、松元さんに盛大な拍手を

お願いいたします。(拍手)

(まつもと たかし・株式会社第一生命経済研究所
特別顧問)

(本稿は、平成二六年一月五日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)

松 元 崇 氏

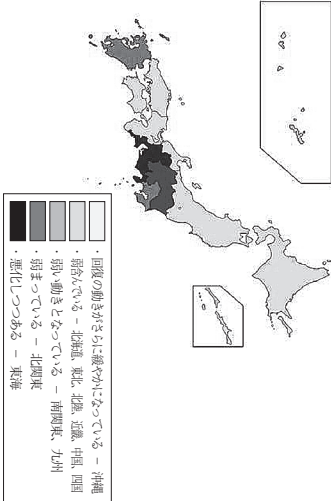
略 歴

1975年	国家公務員上級試験（甲・法律）合格
1975年	司法試験合格
1976年 3 月	東京大学法学部卒業
1976年 4 月	大蔵省採用
1980年 6 月	スタンフォード大学ビジネススクール卒業（MBA）
1993年 7 月	同 銀行局中小金融課金融会社室長
1994年 7 月	同 主税局総務課主税企画官兼主税局税制第二課
1995年 2 月	同 主計局主計企画官（財政計画担当）
1995年 6 月	同 主計局調査課長
1997年 7 月	同 主計局主計官（農林水産係担当）
2000年 7 月	同 主計局法規課長
2001年 7 月	財務省主計局総務課長
2003年 7 月	同 大臣官房参事官（大臣官房担当）（兼）大臣官房審議官
2004年 2 月	（兼）財務総合政策研究所次長
2004年 7 月	財務省主計局次長
2007年 7 月	内閣府政策統括官（経済社会システム担当）
2009年 7 月	同 大臣官房長
2010年 6 月	同 政策統括官（経済財政運営担当）事務取扱（～2010.7.30）
2010年 8 月	同 政策統括官（共生社会政策担当）事務取扱（～2010.9.27）
2012年 1 月	同 事務次官
2014年 1 月	同 顧問
2014年 7 月	株式会社第一生命経済研究所 特別顧問

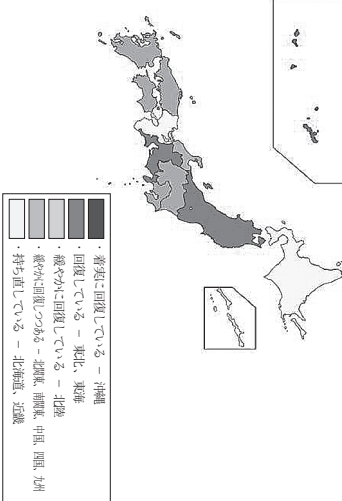
主な著作

大恐慌を駆け抜けた男 高橋是清（2009年）
 高橋是清暗殺後の日本―「持たざる国」への道（2010年）
 山縣有朋の挫折―誰がための地方自治改革（2011年）
 リスク・オン経済の衝撃（2014年）

平成24年11月の景況判断



平成26年2月の景況判断

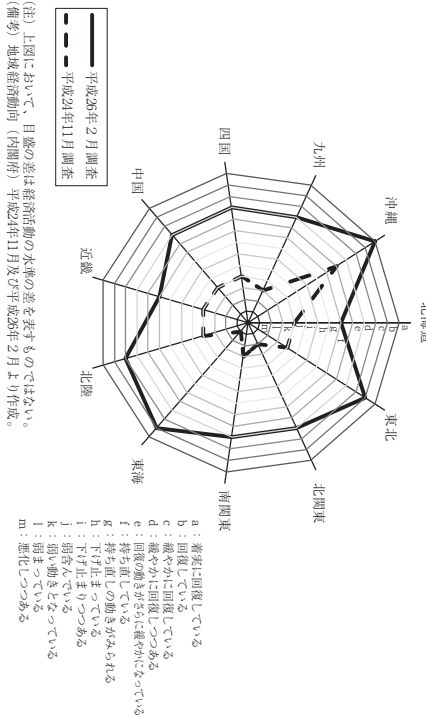


(参考) 平成26年2月調査と平成24年11月調査との比較

各地域の景況判断	北海道	東北	北関東	南関東	東海	北陸	近畿	中部	四国	九州	沖縄
著実に回復している		○			○						○
回復している											
緩やかに回復している				○							
緩やかに回復しつつある											
回復の動きがさらに緩やかになっている											
持ち直している											
下け止まっている											
下げ止まりつつある											
弱い動きとなっている											
弱まっている											
悪化しつつある											

(注) ○は、平成26年2月調査の判断。※は、平成24年11月調査の判断。

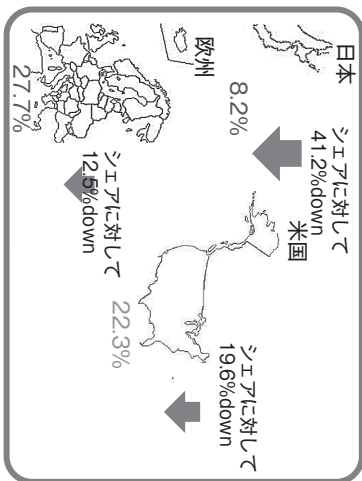
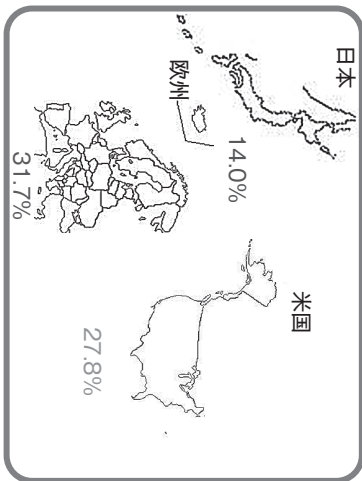
各地域の景況判断 (リーダーチャート)



(注) 上図において、目盛の差は経済活動の水準の差を表すものではない。
(備考) 地域経済活動向 (内閣府) 平成24年11月及び平成26年2月より作成。

名目GDP、賃金と物価・生産性の関係（国際比較）

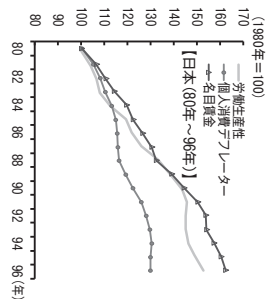
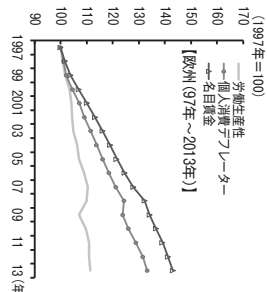
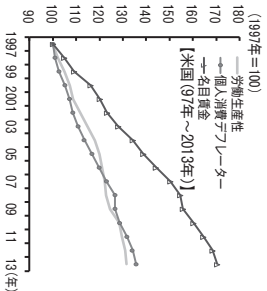
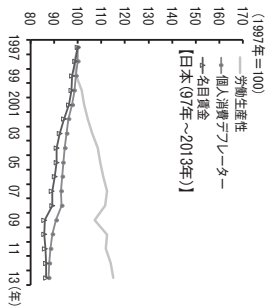
1997年 日米欧の名目GDPの世界に占める割合 2012年



リスク・オン経済

(注) National Accounts Main Aggregates Databaseより作成

生産性と賃金



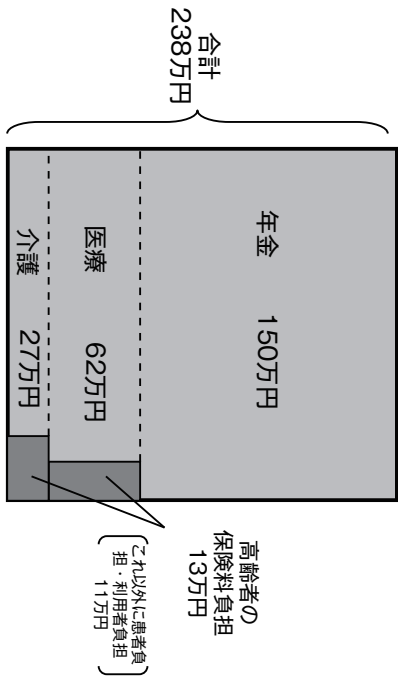
※平成25年9月24日開催経済の好循環実現議論専門チーム（第1回会合）山田久日本総合研究所調査部長提出資料をOECD「Economic Outlook95」のデータで更新。
 (備考) 【日本(80年～96年)】については、OECD Economic Outlook、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。名目賃金は、30人以上の事務所、一般・パート計。

給付

2012年度（イメージ）

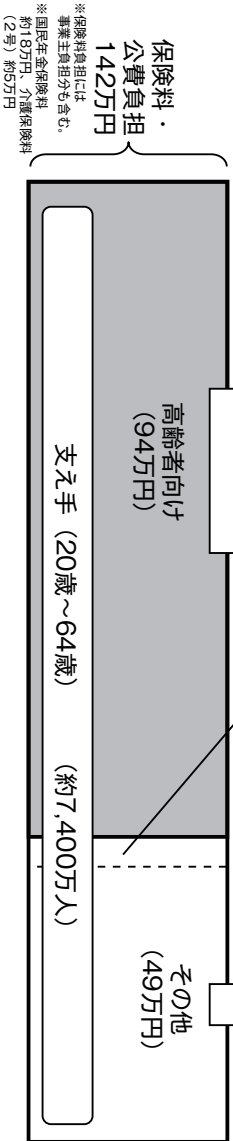
高齢者（65歳以上）向け
（約3,100万人）

（数字は一人当たり年額）



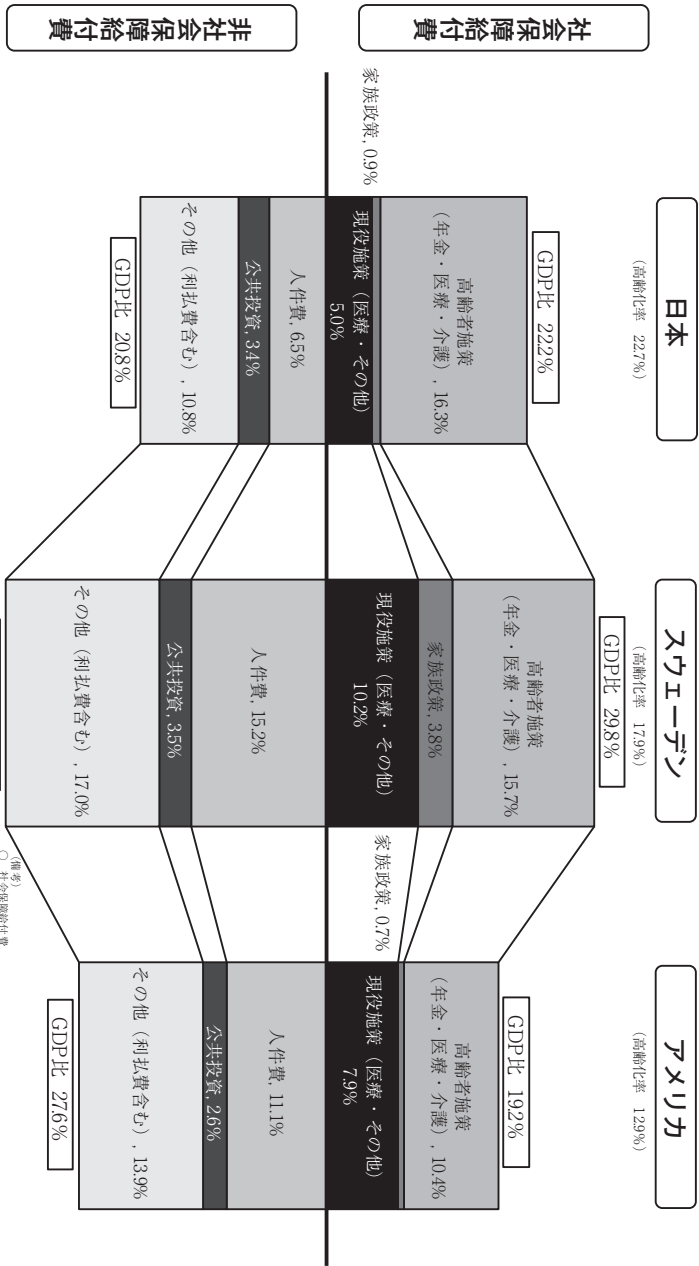
その他の社会保障給付
（64歳以下の医療、64歳以下の年金、生活保護、児童向け給付など）

負担



※保険料負担には、事業主負担分も含む。
※国民年金保険料（2号）約5万円

社会保障給付費・非社会保障給付費 (対GDP比) の国際比較 (2009年)



経済・リスク