

政策分析インタビュー

経済の好循環の確立に向けて

クレディ・スイス証券チーフ・エコノミスト

白川 浩道

東京大学新領域創成科学研究科国際協力学専攻教授

戸堂 康之

経済財政の現状と課題について

— 本日は、経済財政白書（注）を題材にご議論いただきたく考えております。まず第一章の「経済財政の現状と課題」からご議論いただきたく思います。

（白川） 金融政策の評価で三点あります。一つ目は、実質金利が下がって円安になったということです。円安からくる企業利益への効果は、白書の中では製造業などを取り出して分析されていますけれども、必ずしも安定的にプラスになるか、かなり微妙ではないかと思っています。我々の分析でも、円安がかなり急激に進みますと、非製造業の最終価格への転嫁が結構時間を要するので、短期的にはかなり利益率が悪化する可能性もあります。また、円安の効果は海外生産・営業の方が多く出る可能性がある業種がいくつかあり、金融政策で円安になったことが企業利益を通じて内需を刺激する効果は、かなり限定的になる可能性があります。

二つ目は、ポートフォリオバランス、つまり日銀が長期国債をかなり買えば、民間金融部門はそのリスクが日銀に移転されて、その分他のリスクをとれるようになり、貸出しが増えてくるといった議論が多いと思います。しかし、今のところ、それが観測されているわけではありません。これには自己資本規制の問題があると思います。国債を持つケースと貸出しをするケースで金融機関の自己資本へのインパクトが随分違うということです。国債はリスクウェイトゼロだったりしますので、なかなか国債を日銀に売ったからといって金融機関がリスクをとるわけでもないということです。仮に、PFIなど、リスクを何がしかの形で圧縮できれば、日銀の金融緩和の効果が出やすくなる可能性があると思います。

三つ目は、期待インフレ率がマーケットでは上がってきておりますが、その理由が単に消費税を織り込ん

でいるだけなのか、ファンダメンタルズとして期待インフレ率が上がっているのか判断がなかなかできない状態で、持続的に消費とか住宅投資が刺激されるのか、簡単に議論できないと思います。一部の業種ではかなり需給ギャップがタイト化している一方で、全くそういう兆しのない業種があり、日本経済全体にまんべんなく期待インフレとか期待所得が上がるとは考えにくいと思っております。

（戸堂） 私は、日本の問題は本当にデフレなのか疑問です。デフレの問題は、単純には実質金利が高くなり過ぎることですが、現実には、日本の実質金利はそんなに高くないわけです。白書で、実質金利は諸外国に比べてリーマンショック後、高止まりしているとされています。確かにそう見えますが、絶対的な数字をとれば1%です（白書のp.82、第1-2-12図（2））。1980年代に比べれば、停滞の20年の方が実質金利が低く、本当に現在のデフレが金利を高くし過ぎているのか、あまり議論されないのが不思議です。円高ではなかった時代にも日本経済は停滞していましたし、日本経済の20年の停滞は、金融政策の失敗ということでは絶対に説明できません。そういう意味では、逆に金融政策だけで日本の経済成長を引き起こすことは無理だと思います。ただ、アベノミクスの第一、第二の矢は、人々の期待を変えた効果が非常に大きかったのではないのでしょうか。現在の状況で言えば、潜在的に高い成長が見込める産業があったとしても、本当に成長できるか疑念を抱いているためになかなか投資できず、産業が育っていかない問題があります。それをアベノミクスが大きく動かして、ある程度潜在的な産業に投資する機運をつくったことは非常に評価できます。ただ、やはり期待だけでは長期的に経済成長できませんので、一番大事なのは第三の矢ということになるかと思っています。

（白川） 為替水準の変化が物価にも出るでしょうし、期待インフレ率にも出るでしょう。しかし、こうした水準の変化で入るショックは、大体3四半期くらいでフェードアウトします。断続的にショックを入れ続けられないと、大体一年で効果が終わってしまいます。何らかの二次的な効果が持続的に発生しないと相当苦しい。しかし、日本の方がずっと金融が緩和的であるとマーケットが思い続ければ、じわじわと円安が進んでいくというシナリオはあると思います。

日本企業の競争力について

— 白書の第二章では、成長の原動力、企業の所得を生む力をどう高めていけばいいのかという点を分析しています。その中で、企業はグローバルな活力を取り込んでいかないといけないという話をしています。

(戸堂) グローバル化が生産性の成長を促すことは、かなりはっきり実証されています。しかし、日本経済のグローバル化は進んでおらず、それによる生産性の停滞がかなり収益性の低さを説明しているのではないかと考えられます。さらに、グローバル化の負の側面ということで、白書でも海外進出によって国内雇用は縮小すると言われていますが、実際には、むしろ海外進出した企業の方が雇用が増えるという計量経済学的な分析結果が出ています。いずれにしても、雇用にもそんなに悪い影響はなく、生産性には正の影響があるということで、やはりグローバル化が一つの成長戦略のキーとなります。ただ、海外進出するためには人材の高度化が必要です。日本全体としては海外進出によって生産性が増えるとしても、やはり海外との競争に負けて廃業する企業なども出てくる。そういう人材を再教育して、うまく成長産業に移していく工夫が必要だと思います。

TPPについては、いろいろな試算があるわけですが、一般的な試算は海外グローバル化に伴う成長効果をほとんど無視しています。これも含めた上でTPPの効果を私自身が試算すると、例えば10年後には1人当たり実質GDPが40万円くらい増えるという結果になります。このかなりの部分は、対日投資が増えることに伴う効果です。今、安倍総理は、10年間で名目GNIを150万円以上増やすとおっしゃっているわけですが、そのかなりの部分がTPP一つで達成できると言えます。

もう一つ大事なものは中小企業の国際化。実際、日本には技術力の高い中小企業がたくさんありますけれども、そういう企業に対して国際化支援をしていく。中小企業はどうしても情報を得るための人手が足りないですし、そもそも情報をとることは、他の同業者にただ乗りされてしまうという外部性があり、市場経済においては十分に行われぬ可能性があります。そういう部分はやはり政府がやるべきです。

その反面、中小企業に対する過度な保護が海外進出やグローバル化の足を引っ張っている部分があったと

思いますので、そういう過度な保護をやめる。それによって、中小企業が、例えばM&Aなどを通じて本当の意味で成長できる環境がつけられていくと思います。

(白川) やはり日本企業は収益の源泉として海外を求めています。その中で、海外進出が雇用にどう影響するか、なかなか難しいと思うのですが、基本的には国内には資本集約型の産業が残って、海外には労働集約的なものがシフトすることからすると、相対的には雇用が伸びにくくなるだろうと考えています。ただ、それは生産性や収益性にはプラスに寄与するはずなので、海外に進出することは合理的だと思いますし、当然日本経済全体としてもメリットがかなりあるのだろうと思います。

国内で非製造業の生産性が低い中で、生産性を上げた方がよいという議論を聞くと、非製造業では労働力が余っているのではないかと、という議論になると思います。ただ、より重要な点は、労働市場のモビリティです。非製造業において高成長産業、雇用の受け皿となるような産業、の姿をまだ描きにくいことは問題です。

その中で、日本から外という話ではなくて、外から日本という話がかかなり重要になっています。アベノミクスの第三の矢でも対内直接投資を増やしていく議論がありますが、対内直接投資がどのように成長に影響するのか、潜在GDPや供給能力にプラスになるのかなど、この議論は今後ももう少し深めていく必要があると思っています。

(戸堂) 対内投資を受け入れることで経済成長率が上がるエビデンスはかなり積み上がっています。ただ、例えば金融市場が発達しているとか、教育レベルが高いとか、そういう条件が要るのですね。また、研究開発を伴うような対日投資でなければ、そういうスピルオーバー効果がないのです。研究開発を伴うような外資系企業を受け入れることによって、国内の企業がそれを学んでいく余地があって、成長が加速されるということだと思います。

生産性さえ上がっていけば、どこかに雇用が生まれます。機械を使うことによって余った人材が生まれますが、その人は永遠に失業するかというとそうではなくて、そこで何か知恵が出てきて新しい産業が生まれていくというのが人類の歴史であったわけです。生産性を上げ、イノベーションを起こしていくという土壌

が経済にあれば、一時期人材が経済に溜まってしまっても、どこかで絶対吸収できると思うのですね。

経済活動を支える基盤について

—— 第三章では、経済活動、企業活動を支える基盤ということで、大きく三つ、人材、金融、インフラを扱っています。

(戸堂) 結局は人材に尽きると思います。人材の何が問題かという、グローバル対応になっていない。やはり教育が悪いのだと思います。初等、中等教育では暗記中心、問題解決型の教育中心で、問題を発見する、研究して発表する教育がほとんど行われていない。英語教育においては、日本の英語教師の質が悪過ぎます。大学も、企業が求めるような経済に資する人材を教育できていません。私は大学のガバナンスが問題だと思っていて、教授会の力が非常に強くてトップダウンの改革が行えないわけです。さらには教員の業績評価や産学連携という意味でも十分ではありません。

インフラについては、どうしても物的なインフラに重点が置かれていますが、ソフトなインフラも同時に重要で、東日本大震災の被災地企業でも、地域内外に多くの取引先を持っている企業の方が、サプライチェーンネットワークがソフトなパワーを発揮して、むしろ復旧が早かったことが見られています。そういう意味では、人や企業のつながりといったソフトなインフラも含めて、強靱な国土をつくっていくべきだと思っております。

(白川) まず人材ですが、人材の議論が高度人材に偏ってしまうのはなぜだろうかと思います。サービス業、広義の非製造業の中でもかなり人手不足がはっきりしてきていると思うのですが、その議論があまりされないですね。白書も、比較的高いレベルの高度人材にフォーカスされています。それはそれで大事なのですが、スキルセット的にも中度の人材がかなり足りなくなってくる可能性を議論しなければいけないと思います。外国人の方の在留資格の緩和の議論も、Ph.D.で何とかでとっていますが、それだけではないのだと思います。現状では本当に専門的なホワイトカラーだけを対象にしているように見えるので、ここは議論の余地があるのだらうと思います。

それから、投資資金の供給基盤についてはずっと昔から言われています。民間の金融がまともにリスクを

とっている世界がなかなか見えずに来てしまっており、やはり私は規制の影響が大きいと思います。金融機関の多くは100の民間プロジェクトへの貸出しをするには100の資本を用意しなければいけないという状況にあるわけですが、これと、100持っても資本はゼロでよいという国債では極端に差があるので、この問題はじっくり考えていく必要があると思います。

インフラはやはり生産性に影響します。海外の企業などから見たときに、日本の人材が国際化していないという点が非常に重要だと思います。私も今、外資系で働いているのですが、そんなに特殊な能力を要求されているわけではないと思います。おそらく日本の労働の質の問題は、国際性がないとか英語力がないとかいうこともそうなのですが、やはり自立だと思います。つまり、若いときからいろいろなことを任されて、できなければ首になるかもしれないリスクを背負って働く人材がグローバルに要求されていると思いますが、日本では入社してくると誰か教育係がいて、一人前にしてから仕事を与えてというところがあります。

—— いろいろと御指摘をいただきましたので、内閣府としても分析を深めていきたいと思っています。どうもありがとうございました。

(聞き手：内閣府政策統括官(経済財政分析担当) 付参事官(総括担当) 増島 稔)

(本インタビューは、平成25年7月26日(金)に行いました。なお、インタビューの議事録全体は、経済社会総合研究所ホームページ(http://www.esri.go.jp/jp/seisaku_interview/seisaku_interview2012.html)でご覧になれます。)

(注) 平成25年度年次経済財政報告はこちらからご覧いただけます。(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/whitepaper.html>)

