

長期停滞の要因と対応策

第3セッション

モデレータ	深尾 京司（一橋大学経済研究所教授）
パネリスト	小川 一夫（大阪大学社会経済研究所教授）
〃	北坂 真一（同志社大学経済学部教授）
〃	樋口 美雄（慶応義塾大学商学部教授）
コメンテーター	チャールズ・ユウジ・ホリオカ （大阪大学社会経済研究所教授）
〃	細野 薫（学習院大学経済学部教授）

（2010年1月開催）

【事務局】 お忙しい中をお集まり頂きまして、ありがとうございます。本日は、経済社会総合研究所のプロジェクト「バブル／デフレ研究」を締めくくるラウンドテーブル・ディスカッションの第3セッションということで、「長期停滞の要因と対応策」についてご出席の先生方にご議論を頂きたいと存じます。議論のモデレータは「バブル／デフレ研究」の分析・評価グループで、マクロ経済、TFP、産業構造、IT分科会を取りまとめて頂きました一橋大学の深尾京司先生にお願いしております。また基調報告を頂きますパネリストとして、大阪大学の小川一夫先生、同志社大学の北坂真一先生、慶應義塾大学の樋口美雄先生にご出席頂いております。加えて、報告に対するコメンテーターを、大阪大学のチャールズ・ホリオカ先生、学習院大学の細野薫先生にお願いしてあります。本日のディスカッションの趣旨については、先生方には既にお伝えしてありますので、細々と説明をする必要はないかと思えます。ラウンドテーブル・ディスカッションは、全部で4回企画されております。第1セッションのテーマがバブル、第2セッションがデフレ、第3セッションが今回で長期停滞、最後の第4セッションが歴史ということになっています。ですから、本日は3番目の「長期停滞の要因と対応策」についてご議論を頂きたいと思えます。本日報告頂く内容は、4名のパネリストそれぞれ、

- ① マクロ・生産性の視点から見た長期停滞（深尾）
- ② 銀行の不良債権と長期停滞（小川）

③ バブル期以降の景気判断と経済政策（北坂）

④ 労働市場の観点で見た長期停滞（樋口）

とさせて頂きました。それぞれの観点でのご報告を頂きながら、長期停滞の要因は何だったのか、世界金融危機後（現在）の日本の不況は長期化するか、長期化する可能性があるなら、それを防ぐ政策は何か、といった問にお答え頂ければ有り難いです。

進め方として、深尾先生から順次お1人10分ずつご発表を頂きます。その後、コメンテーターのホリオカ先生、細野先生から約10分ずつコメントを頂いて、残りの60分程度を自由討議に使うという形で進めていきたいと考えています。

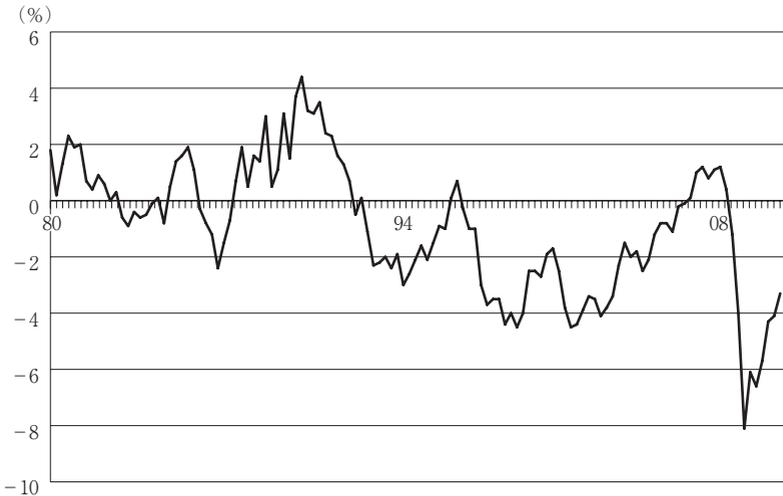
それでは、深尾先生、以後の進行をよろしく申し上げます。

【深尾】 ありがとうございます。今日はパネリストを仰せつかっていますが、最初に私もイントロダクションのようなことを少しだけ話させて頂きたいと思います。皆さんご存じのように、「バブル／デフレ研究」は非常に膨大な研究プロジェクトで、今日は重たいので全部は持ってこられず第1巻だけ持ってきましたが、分科会の報告は分析・評価編だけでも7冊出ています。ここにいらっしゃる方は何らかの形で参加されていた方が多いと思いますが、必ずしも全部のことがお互いに把握できているわけではありません。今日はいわばプロジェクトで中心的な役割を果たされた方に一堂に会して頂いて、どちらかというマクロ的な視点から、長期停滞の要因について議論したいと思っています。要因というのは、恐らく、原因ということと大体対応すると思います。要因という時には、唯一の原因というよりは、いろいろなファクターを考えるという意味で要因という言葉が使われるのではないかと思います。そういう諸々の原因についての議論、特にマクロ的な面で何が大事だと思われるかということについて、できれば議論して頂きたいと思います。

もう1つの論点は、今日的な問題との関連です。既に我々は新しい経済危機に直面していますが、その背景に類似の要因が働いているかどうか。長期停滞と同じ問題が未だ解決されないまま、我々の根っここのところにあるかどうか。それから、長期停滞の時の政策上のミスなり問題なりの教訓が今回どう生かされているのかという視点をもって議論をすることが今求められているのだと私は理解しています。

私を含めて4人がパネリストとして最初に発表する予定です。私がまず発

図9 GDPギャップの推移



出所) 内閣府「GDPデフレーターは6四半期連続の前年比マイナス」今週の指標, No.973, 2010年11月22日.

表させていただきます。私も含めて、皆さん結構沢山の材料を用意して頂いているので、普通にやれば時間が足りなくなると思います。大変恐縮ですが、お1人10分でできるだけ切らせて頂きます。ちょっと厳しめに時間のコントロールをさせていただきますが、よろしくお願い致します。

私からは、「長期停滞の原因と今後の見通し」という表題で報告をさせていただきます。先ほどご紹介させて頂いた「分析評価編」第1巻、『マクロ経済と産業構造』で得られている主な結果に基づいて、長期停滞の原因と今後の見通しについて議論をさせて頂ければと思います。

まず確認したいのは、ものすごく大きなGDPギャップが生じていたということです。生産性ショックだけで起きたというよりは、最近の経済危機の下で、アメリカの経済学者の認識もそのようになりつつあるのだと思いますが、やはり需要の不足という問題が非常に重要だったのではないかと私は考えています。

少し粗っぽいですが、需要面でGDP成長への要素別寄与度を見てみると、1991年以前と以後を比べて一番大きく下がったのは民間設備投資であって、設備投資の減少が需要減少の主因であったと言えます。ご承知のように、今回の(2007年第1四半期以降の)景気低迷では、輸出の下落と民

間設備投資の下落の両方がマイナス成長の要因でした。

こういう需要不足の根っこのところを考えると、これはクルーグマンも以前書いていましたが、日本の場合、経済成長を資本蓄積に依存してきた面があります。資本係数をどう測るかはいろいろありますが、名目ベースの資本係数と実質ベースの資本係数のいずれで見ても、資本ストックをGDPで割った日本の資本係数は長期にわたって上昇を続けてきました。2000年代に入って少し停滞はしますが、ずっと上昇し続けてきました。もっと長期に取れば、もっと上昇を続けてきたということが言えると思います。

一方で、資本係数が上がれば、通常、資本の限界生産力は通減すると考えられます。資本の粗収益率も名目と実質いずれの場合も低迷してきました。これについてももっと長期に見れば、長期的な下落のトレンドがよりはっきりすると思います。資本の粗収益率は1980年代に1回上がっていますが、1990年代にはかなり低迷していた。つまり、長期的に投資依存の需要構成になっていて、それはやがて資本の収益率を下げ、いずれ投資が立ち行かなくなるという問題があったのではないかと思います。

これと同じことを諸外国、例えば米国とドイツについて確認してみると、名目か実質かでかなり違ってきます。これは投資財のデフレーターと生産のデフレーターの動きがかなり違うことに由来します。しかし、基本的にアメリカやドイツでは、顕著に資本係数が上がり続けたり、資本の収益率が下がるということはないことが確認できます。

ハロッド中立的な技術進歩下の均整成長経路では、本来、資本係数は上昇しないはずであるのに、日本では資本係数がずっと上昇を続けてきました。その背景には、TFP上昇の減速や人口減少などがあり、一方でそれでも堅調な投資、いわば過剰投資のような問題がもしかするとあったのではないかと考えています。

それから、家計貯蓄はもちろんすごく下がりましたが、企業貯蓄が回復したこともあって、民間の貯蓄率はそう大きくは下がらなかった。その高貯蓄の下で需要を維持するには、ケインジアンの方からすれば政府支出、経常収支の黒字、民間投資のいずれかに頼る必要があったと言えます。そのうち政府支出は財政赤字で発動できなくなるし、経常収支の黒字は貿易摩擦等で維持できないということで、民間投資に頼るのはやむを得ない面もあったと言えるかと思います。

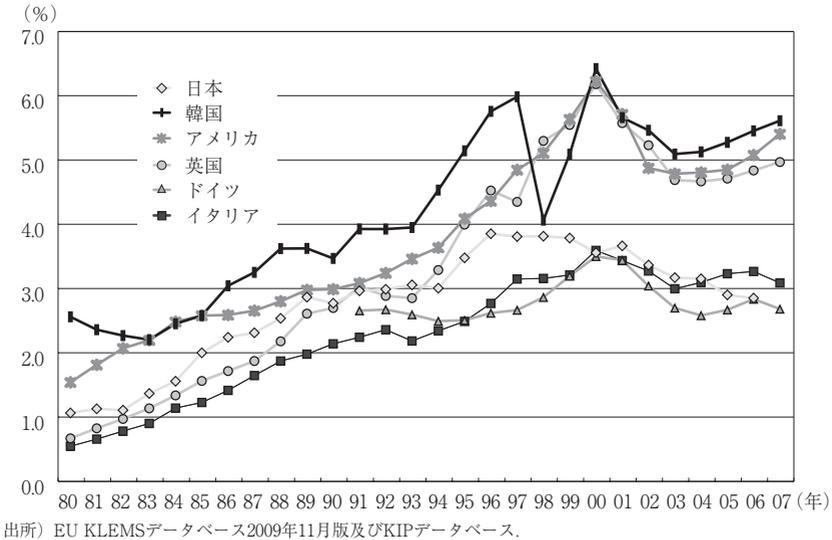
長期停滞の要因として需要不足があり、GDPギャップが大きく開いたと申し上げましたが、時によってはGDPギャップがほとんどなくなっていた時期もありました。例えば2001～02年ぐらいにはなくなっています。そういうギャップを除いて、需要面ではなく、経済活動の大きさを考えるときには、成長会計の考え方で供給側から経済成長が理解できます。そちらの面から見ると、皆さんご承知のように、TFPの上昇が下落したこと、先ほどお話しした資本投入の成長への寄与が下落したこと、労働の質の向上が減速したこと、マン・アワー（労働人口×労働時間）の投入がむしろマイナス成長に転じたことなど、すべてが低成長に大きく寄与したということが確認できます。

TFPの上昇についてですが、EU KLEMSのデータベースを使って、主要国について産業別にTFPの上昇を、アメリカでIT革命が起きた1995年の前後で比べてみました。すると、1995年以降、アメリカではいわゆるICT技術や財を投入する産業、例えばその他製造業や流通業のようところでTFP上昇が加速したのに対して、日本や多くのヨーロッパの国々ではTFPの上昇が減速したことが分かります。その意味で、日本だけでなくヨーロッパでも同様かもしれませんが、いわゆるICT革命が起きなかったことがTFP上昇の停滞に密接に関係している可能性があります。

ICT投資については、EU KLEMSのデータベースができたことで、厳密に国際比較ができるようになりました。それを使ってICT投資の対GDP比率を比べてみると、日本のICT投資は驚くほど少ないことが分かります。一番下をはっているのがドイツと日本で、アメリカや英国などに比べると驚くほど少なかったのです。ICT革命が起きなかったのは不思議ではなくて、そもそもあまり投資をしなかったから起きなかったという性格が指摘できるかと思います。

要するに、ICT投資の低迷が低い労働生産性やTFP上昇低迷の一因になっている可能性があります。ここからは、東京大学の元橋先生や学習院大学の宮川先生など、いろいろな実証研究がある分野ですが、私の理解では、例えば組織資本投資や労働者の教育訓練など、無形資産投資の低迷がICT投資の低迷の背景にある。つまり、無形資産投資が十分に行われていないので、ICT投資を行っても割に合わないことになり、あまり投資が行われなかったという性格があるのではないかと考えています。

図 10 主要国における ICT 投資対 GDP 比の推移



経済成長鈍化をもたらしたもう1つの要因は資源配分の問題で、私が進めてきた一連の研究によると、日本では産業間や企業間の資源配分があまり効率的ではありません。例えば生産性が高い企業に資源が移動することが、米国などに比べてあまり行われていません。1980年代までさかのぼれる工業統計表を使って分析すると、日本では1990年代以降に新陳代謝が突然落ちたわけではなく、新陳代謝機能が昔から低かったことが確認できます。カリフォルニア大学の星先生達がされているゾンビ企業の議論のように、不動産や建設など、一部の産業では1990年代に特に新陳代謝が悪くなった可能性はありますが、上場企業以外ではデータがほとんど利用できないので、確認することができません。製造業等で見ると、日本の新陳代謝は昔から悪かったということが言えるかと思います。ですから、TFPの上昇の減速が起きたのは、そういう新陳代謝機能が突然1990年代に悪化したというより、むしろ企業内のTFP上昇速度が低下したということが大きいと考えています。

TFP上昇の鈍化に関連するもう1つの要素は研究開発です。GDP比で研究開発支出を見る限り、日本はOECD諸国と比べて、現在でも非常に活発ですし、GDPに対する研究開発の比率は上昇トレンドにあります。その意

味では、研究開発が縮小してTFPの上昇が減速したとは考えにくいと思います。それから、R&DがTFPを上昇させる効果については、これも最近実証研究をしてみました。企業レベルでは低下していないという結果で、1990年代以降、それが特に低下したという証拠はありません。

ただ1つ言えるのは、日本では大企業が集中的に研究開発を行っているということがあります。これは想像ですが、安定的な取引関係の下で、中小の企業にいわば技術のスピルオーバーが起きていたものが、近年、安定的な取引関係等が弱まる中で、スピルオーバーがなくなってきているということが、もしかしたらTFP上昇減速の1つの原因になっている可能性があるかと最近考えています。

最後に、今後の見通しを述べたいと思います。世界的な国際収支の不均衡が解消して、アメリカがものすごい赤字国であることを仮にやめていくとすると、また、日本は資本が過剰な国であり、財政赤字も大きいということを考えると、民間貯蓄率がよほど下がらない限り堅調な需要の拡大は望み薄だということが需要面から言えると思います。

また、人口減少下での潜在成長率の引き上げには、TFPの上昇や人的資本蓄積が鍵になりますが、そのために重要な新陳代謝機能の増進やICT投資、無形資産投資の加速、人的資本蓄積のための正規雇用の拡充等の見通しは現在のところ暗いと思います。ICT投資の低迷や新陳代謝機能の低迷は、労働市場の硬直性と恐らく密接に関係しているのではないのでしょうか。さらに、大企業と中小企業の乖離の問題（R&D等）も今後、注目すべき重要な、残された問題点であるかと思えます。

早足で恐縮ですが、私の報告は以上です。質問等は後で受け付けるということですのでよいですね。では引き続き、小川先生にご報告をお願いしたいと思います。

【小川】 私が所属していた不良債権、銀行政策、土地政策分科会では、池尾先生が編集された『不良債権と金融危機』（『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』第4巻）にまとめられているように、いろいろな議論が出ていました。今日は、そういう成果も含めてお話をしたいと思います。

まず、長期低迷の要因として、大きく分けて2つあったと考えられます。1つは、バブルがはじけ、不良債権が発生して、これは後に触れますが、銀

行のみならず、企業や家計といった債務者のバランスシートも含まれますが、毀損しその処理に非常に長い時間がかかったということです。

1990年の9月に地価がピークを付けて以降、不良債権がそこから発生しますが、根本的な破綻処理の法制（1998年10月金融再生法）ができるまで、8年近くの時間を要しています。むしろ、この途中の1995年12月に住専処理に対する公的資金の投入が非常に大きな批判を浴びて、これが尾を引いた面もあると思いますが、これが第1点です。

つまり、長年にわたって、金融機関、あるいは企業や家計のバランスシートが傷んでいったことが、実物経済に対して非常にマイナスの影響を及ぼしました。不良債権は債権者である金融機関のバランスシートの毀損ですが、その裏を返せば、債務者の企業や家計にとっても過剰債務という形で、バランスシートの毀損が起っています。本来、こういう不良債権を片付けるインセンティブを持つのは金融機関ですが、金融機関にそうしたインセンティブがなければ、企業や家計も過剰債務を抱えたままで済ませようとするから、なかなか解決しないということになります。

ここに最初の問題があります。なぜ不良債権処理に8年近くの時間がかかってしまったのでしょうか。1980年代からの世界的なグローバリゼーションの流れの中で、金融の国際化、自由化が進み、従来の日本の貸出ビジネス・モデル（メインバンクを中心とした系列下の製造大企業への貸出）から、中小企業や建設・不動産業、ノンバンクに代表される非製造業、あるいは個人を借り手とする貸出、不動産を担保とした新たな貸出ビジネス・モデルへの転換が進められていました。ところが地価の下落によって、その新しいビジネスモデルの抱える問題点があぶりだされた。しかも、多くの金融機関が同時に不良債権を抱える事態になったのです。

日本の場合、高度成長期からの金融行政（護送船団方式）の下では、1つの銀行が経営破綻した場合、大蔵省がそれを他の健全な銀行に救済してくれるよう頼んでいたわけです。従来であれば、店舗行政等もあり、店舗数が非常に制限されていたので、救済する金融機関もメリットがあり、そのような形で解決されていたのですが、同時に多くの金融機関が破綻するということは想定外だったのです。

もう1つの論点は、1993年3月に自己資本比率規制が導入され、これを

厳格に適用すると、先ほどと同様、多くの金融機関が同時に自己資本比率を満たさなくなります。それが破綻につながる場合、金融システム全体が非常に大きな混乱に陥るということがありました。そこで政策当局は明確なルールを提示せず、銀行に会計的な裁量を許容するという対応を採りました。具体的には、償却・引当ての過小な見積もりや多額の繰延税金資産の計上による自己資本の嵩上げを許容したのです。

さらに不良債権の開示問題についても、開示が始まったのは1993年3月期ということで、かなり早かったのですが、新しいアメリカのSEC基準に統一されたのは1998年で、かなり年月がかかり、その間に開示の範囲が広がっていったということがあります。さらに、回収不能あるいは不能見込みの償却・引当についても、税務基準で税務上の損金算入が認められる限度が非常に限定された形で行われていて、企業会計上、本来ならばもっと広く償却・引当をすべきものが制約されていたため、金融機関にとっては破綻処理を積極的に進めるインセンティブがありませんでした。これも過剰債務というか、不良債権問題が長く続いた原因だと思います。

さらに、これは長期低迷の初期の問題ですが、景気後退に対する過小評価というものがありませんでした。日銀の「短観」の業況判断DIを見ても、3カ月前と直近時点の業況判断のギャップに同じ方向のバイアスがかかるという形で、甘い見積もりが続いていました。これは今回、北坂先生のところでも出てきますが、政府の見通しと実績にも乖離があった。それには2つほど理由があります。土地神話がずっと生き続けたことと、石油危機を官民で乗り切ったという自信があったことで、これが最初の時期の過小評価につながったと考えられます。

ではそういう形で、バランスシートの毀損が長期にわたって続いたことがどういう形で実物経済に対してマイナスの影響を及ぼしていったのか。自己資本比率規制の下で不良債権が発生すると、資本が毀損するので、リスク調整資産において貸出のウエイトは1とされていますから、それを減らして安全資産、例えばウエイトがゼロの国債に回すというようなポートフォリオの調整が起こります。つまり、貸出が抑制されることになります。会計的な裁量で不良債権を隠蔽することが可能だったために追い貸しが発生して、非効率な部門に貸出が続くという、貸出資産のミスアロケーションも生じました。

こういう形で貸し渋りと追い貸しが並存している状況が日本にはありました。貸し渋りについては、実証研究の結果を見ると、中小企業で非常に顕著です。片や追い貸しというのは大企業、特に非製造業で観察されています。ただ、マクロ的にどちらが重要なのかということは実証的にはなかなか未解決な問題であると言えます。

さらに先ほど言った債務者のバランスシートの毀損が、いろいろなチャネルを経て、経済行動にマイナスの影響を与えている。これについては、私たちがやったマイクロ・データによる実証分析を見ると、金融機関、企業、家計のバランスシートの毀損が設備投資、雇用、研究開発、消費にマイナスの影響を及ぼしている。短期的に見ると設備投資、あるいは消費は需要項目ですから、需要に対して負の影響が強かった。さらに、設備投資は資本ストックにつながりますし、研究開発というのはTFPの成長率にも影響するということで、総供給にもマイナスの影響が及ぶ。つまり、過剰債務、不良債権から実物経済に対するマイナスの影響が広範に見られました。

最後に、以上の観察から得られる現在の不況対策への教訓です。アメリカ発のグローバルな金融危機については、日本の経験が非常に生きていて、迅速に処理しないといけないということが大きな教訓だったと思います。そういう意味で、まず現代的な破綻処理法制が重要だろうと考えます。特に日本の回復過程を考えると、金融機関については破綻金融機関の処理という敗戦処理的なものよりも、むしろ事前の予防措置（資本増強）が重要だということが分かってきています。りそな銀行の処理では、金融再生プログラムで株主責任を問わずに公的資金で資本を増強したことが、市場で歓迎されました。最近のグローバルな金融危機と日本の経験を対比すると、日本はどうも資本毀損の原因究明や責任追及に重点を置いていたようです。アングロサクソンの方では、2008年2月のポールソン財務長官の話もそうですが、資本増強が金融システムの健全性につながるという意識が強調されています。そのような市場の論理に、日本の金融再生プログラムの前向きな資本増強が合致していて急速に株価が回復したのだらうと思います。

もう1つの教訓として、企業の破綻法制の問題が挙げられます。日本の場合、2000年あたりから大きな法改正がありました。民事再生法が2004年に制度改正されていますし、私的整理についてもデット・エクイティ・スワッ

プ（DES）の運用が弾力的にできるようになった。また私的整理に関するガイドラインも発表されて、円滑な破綻処理が、しかも再建型の処理という形で行われた。これが日本の活性化につながりました。

このように破綻処理を進めることが、先ほど言ったように、問題が長引くと実物経済にマイナスの影響が大きいので、非常に重要です。今回のグローバルな金融危機では、各国で資本増強がいち早くとられたので、金融システムが落ち着いて急回復につながったのではないのでしょうか。日本では長期にわたって破綻法制が確立しなかったということを教訓に、世界が資本増強にいち早く動いたことが重要だったと思います。以上です。

【深尾】 ありがとうございます。3番目は、同志社大学の北坂先生から「わが国のバブル期以降の経済見通し・景気判断と経済政策」についての報告です。

【北坂】 よろしくお願ひします。私が2008年夏に「バブル／デフレ研究」に参加させて頂いて、そのときにまとめたのが「わが国のバブル期以降の経済見通し・景気判断と経済政策」というタイトルの論文です。今日はその結論をもう一度確認させて頂いた後で、今回のサブプライム問題以降の景気後退期において、経済見通しや景気判断などがどのように推移しているのかを確認し、若干のインプリケーションを示したいと思っています。

まず、論文の構成は以下の通りでした。

1. はじめに
2. バブル期以降の主なマクロ経済変数の動き
3. 政府の経済見通しと実績
4. 政府の景気判断と政策対応
5. 政府の経済計画・中期見通し
6. まとめ

ポイントは3～5のあたりになりますが、今日は特に景気の話ということで、経済見通しと景気判断と政策対応というところに焦点を絞って報告させて頂きます。

もともとの論文の問題意識は、政府の経済見通しや景気の認識が適切であったかということや、政策発動のタイミングについて問題はなかったのか、ということにありました。ただ、景気全体の流れの中でどういう要因を重視すべきかということも重要なポイントになるだろうと考えました。そこで、

マクロ経済変数の動きと景気の間係をざっと見てその特徴をまとめたのが以下の5点です。

- ① 景気後退は3回、期間は短期化
- ② 景気後退期に株価の下落が先行
- ③ 地価はバブル崩壊直後の下落が大きい
- ④ マネーもバブル崩壊直後の下落が大きい
- ⑤ CPIは後退期に下落基調

バブル期以降の主なマクロ経済変数の動きやメカニズムについては精緻な研究がたくさん行われていますが、指標として、景気を理解する上でどういいうものが重要かということを見ると、②～④番のポイントが重要であったのではないかと思います。

まず1つ目は、景気後退期に株価の下落が先行していること。2つ目は、バブル崩壊直後に地価の下落が非常に大きな影響力を持ったこと。これはバブル期以降3回にわたり景気後退期を考察していますが、細かく見ると、バブル崩壊直後の1回目の景気後退は非常に深刻で特徴的であった。それに対し、2回目、3回目は景気の循環メカニズムでいうと、通常であれば普通に回復できるようなものが、1回目の景気後退のベースにあった金融の問題などによって、より深刻になってしまったという側面があると思います。1990年代のバブル崩壊後の景気において地価（土地）が重要な役割を持っていたということが、これから伺われると思います。その綿密な分析は、先ほど小川先生からご報告がありましたように、不動産担保融資が中心的な役割を果たしていた、ということだったと思います。

3つ目の要因として、先ほど貸出サイドでクレジットの話がありましたが、それを裏側から見ると、マネーの要因が重要だったと考えています。すなわち1990年代の景気後退では、株価、地価、マネーがポイントになる指標だったと思います。景気の判断ではもちろん細かいメカニズムも重要ですが、今言ったような指標を見ることが、景気判断の上で重要だったことが示唆されます。

私の論文では、3回の景気局面での政府の経済見通しと実績とを比較して見えています。時間があまりないので結論だけをまとめさせていただきますと、まず1つ目として、政府の見通しは、方向としては景気の方角を正しくとらえ

ているようです。例えば減速しそうだという時期には、景気減速の見通しに対して、実際にそのあと景気は減速している。ただ、事後的に観察される実績の数値は、政府の見通しよりもより大きく減速し、より深刻な経済状況になっています。

2つ目は、特に1回目の景気後退期において深刻ですが、いったん景気の後退局面に入った後2年目、3年目の予測が政府の見通しでは楽観的になっていました。1回目のショックでは、後退期の1年目よりも、2年目の方が回復するだろうという見解が、経済見通しの中で表明されています。

ところが残念ながら、景気の後退は2年目により深刻になっているということが実際には観察されました。どうしてそういうことが起こるのかということの1つの推測として、平均回帰的な保守的な経済観があると思います。先ほどの小川先生のご報告では、もう少し突っ込んで、例えば2回の石油ショックのときに回復したことから来る自信というお話がありました。また、政策を実行する側からすれば、2年目、3年目には、それに対応する適切な政策を実施するのだから、当然その効果があるだろうという見方が影響した可能性も考えられます。

経済見通しの他に、毎月、景気情勢の判断が行われています。これについては実際に事後的に観察された景気の山・谷との対応関係が問題になります。これについても3回の景気後退期を観察して分かることをまとめると、事後的に決定された景気の山・谷に対して政府の景気判断は大体半年～1年程度遅れているようです。

次に景気対策ですが、政府の景気後退の認識と、政府が行う経済対策発動のタイミングのずれはほとんどありません。これを解釈すると、政府が公式に景気が後退局面に入ったと言う場合、やはり何らかの経済対策を発表せざるを得ないという政治的な状況があるのではないかと推測されます。

ただし、その経済対策というのは、多くの場合、予算措置を伴うものではありません。予算措置にはもちろん政策決定、政治のプロセスが入ってくるので、補正予算を伴うような政策は、1回目の景気後退期には1年半ぐらい遅れていましたし、2回目のときには11カ月後で、3回目のときも1年後でした。実際に政府の支出が行われるのは、補正予算決定のさらに後ということですから、財政政策で景気の山・谷を均すというのはなかなか難しいものがあるということを感じました。

ここまでが、2008年の夏頃にまとめさせて頂いた私の論文の概要です。その後、2007年（平成19年）10月が暫定的な景気の山と判断されました。さらにそれ以降、いわゆるサブプライム問題、それからリーマン・ショックと、景気の後退局面になってきているので、論文で考察したことがその後についても成立しているのか、あるいは変化があるのか、という観点から若干見ていきたいと思います。

まず、1つ目はマクロ指標としての株価の先行性です。今回の場合はどうだったかという、やはり今回も、株価は2007年の秋を頂点とする景気の後退に先行して、4カ月前ぐらいにピークを付けて夏から下がり始めています。そういう意味において、やはり株価の景気に対する先行性は今回も成り立っていました。従って、株価は景気判断の重要な指標であることが、今回も認められました。

2つ目は、今回の景気の後退と経済見通しの関係です。結論から申し上げますと、今回については、輸出の減速が方向としては予想されていました。例えば2007年（平成19年）度、実績値が9.9%、見通しを作る段階では実績見込みしか分かっていなかったと思いますが、それに対して2008年（平成20年）度の見通しは6.5%と、プラスだけでも減速するという見通しが出されていました。その意味で、方向はやはり正しかった。しかし、その後明らかになった実績ははるかに大きくマイナスになっている（-15%）ということです。

今回の見通しの場合、景気の原動力だった輸出が減速することを予想しながら、設備投資や住宅投資、消費はいずれも、名目ベースでも実質でもそうですが、回復すると見込まれていました。ところが、実際にはこれらの内需項目も非常に大きなマイナスになり、大きく外れることになりました。従って、この時の経済見通しにおいて、輸出の影響を軽視した面がないだろうか、という気が致します。

もう1つは景気判断のタイミングです。今のところ暫定的な景気の山が2007年10月とされていて、一昨年以降の景気判断を月例経済報告等から判断すると、やはり2008年の春から夏にかけて景気回復が足踏み状態、あるいは回復の文字が出たり消えたりしていますので、判断のタイムラグは大体半年～10カ月ということになります。これは、バブル崩壊後の景気判断の

タイミングのずれと同じです。ですから、判断の遅れの期間が短縮されるような明確な技術進歩があったかという点、残念ながらそうではないようです。

政策対応の方も、2007年の秋に景気後退に入り、経済対策が発動されたのが2008年8月、実際に一次補正が成立したのが2008年10月ですから、ラグは大体1年ぐらいということです。ですから、景気判断のタイミングや景気対策のタイミングについては大きな変化はなく、従来通りでした。景気を判断する上で、前回の景気回復が輸出に支えられていたという側面があって、本当は輸出の減速を内需にうまくスイッチすることが期待されましたが、残念ながらそのスイッチはうまくいかず、輸出が大きく腰折れすると、内需も大きく落ち込んだというのが現実だったと思います。その意味において、1990年代のバブル期には地価の下落がキーワードというか、ポイントになったのですが、今回はやはり世界要因、海外の要因が非常に大きかったのではないのでしょうか。今はそういう日本の経済構造になってきている、というのが私の感じていることです。以上です。

【深尾】 ありがとうございます。それでは4番目、最後の報告者として、樋口先生に労働市場を中心に報告して頂きます。

【樋口】 私は、「バブル／デフレ研究」プロジェクトの中の労働市場・所得分配分科会で座長を務めました。第6巻『労働市場と所得分配（全17章）』ということで、一番厚いものだと出版社は言っています。19人の先生に参加して頂いて、バブル／デフレの時代に労働市場で何が起こっていたのかを検討したのです。最初は労働市場だけについてということでしたが、やっているうちに、やはり賃金格差に代表される労働市場のゆがみの問題を取り扱う必要があるのではないかということになった。これは結果としての所得分配だけではなく、労働市場がある意味で二極化していて、マクロの要因を考えていく上でもこの二極化の問題は非常に重要になっている。正規・非正規の問題を扱わないと、マクロの議論もできないのではないかということになり、そのようにまとめさせて頂きました。

出版物では私自身も第1章を執筆していますが、今日、お話し申し上げますのは私個人の分析結果というよりも、分科会での議論を通じて、一体何が見出されたのかを私見に基づいてお話しさせて頂き、先生方が示された知見から何を学ぶことができたのか、ということを再考してみたいと思っています。

最初に結論から申し上げますと、なぜ日本は長期停滞してしまったのか、その原因はどこにあったのかということですが、これについて私を感じるところは、やはり日本社会が、ある意味では景気変動への対応に追われてしまって、構造的な変化への対応が後手後手に回ってしまったということがあると思います。このことは家計サイドからも、企業サイドからも、あるいは政策、行政のサイドからも言えるだろうと思っています。そこでいう構造的な変化というのは、グローバル化の問題、技術革新の問題、さらには人口の少子高齢化の問題、さらには長期的な経済成長率の低下の問題が、この20年間に急激に進展する中において、すなわち大きな構造変化があった中において、景気循環が起こったということかと思っています。

具体的に、この問題を幾つかの視点から考えていこうと思います。まず申し上げるまでもなく、労働サービスは、財の派生需要であると同時に、そこから生まれる労働所得は家計消費といった財需要を創り出す根源的な要素であるという、ある意味での二面性を持っています。その二面性から物を考えていかなければいけないと思います。派生需要ですから、あくまでも景気からの影響を労働市場が反映し、現象としてのリストラが進みましたが、これには新興国をはじめとするグローバル化の影響や日本経済の競争力の低下を反映している面がある。一方において、今度は財需要を創り出すところでは、リストラによる家計所得の伸び悩み、あるいは雇用不安が消費需要に影響を及ぼしていった。このことはまた長期経済低迷の原因でもあったと考えていくのが素直な見方かと思っています。この二面性、1つは財の派生需要としての特徴、もう1つは財需要を創り出す根源的要素と分けて考えてみようということがここでの提案です。

最初の財の派生需要としての労働という点については、日本企業の長期的雇用慣行が、この20年間に大きく変質してきたということが1つあるのではないかと思います。その原因として考えられるのは、右肩上がりの経済成長の下では、景気が一時的に低迷したとしても、いずれまた労働者が必要になるから、一時的に過剰雇用を抱えても長期的には雇用を維持（保持）した方が企業の合理性に適うという判断があり、長期雇用慣行がその考え方に依っていたということがあるのだろうと思います。

ところが、右肩上がりの経済成長が終焉した今日では、人件費の固定費化

を回避したいという気持ちが企業の側に強まっているということがあります。他方、グローバル化の進展が4つの局面で影響を与えています。1つ目は財の移動、つまり国際的な輸出入を通じた国際競争の激化によって、コストを引き下げることの必要性が強調されるようになってきています。

2番目は、対外直接投資を通じた影響です。直接投資が活発になると企業も国を選べるようになり、日本国内での生産だけを考える必要はなくなる。もし国内の労働コストが高いなら、企業を海外に移転してしまうことが現実の選択肢となり、労使一体という特徴を持っていた日本の雇用慣行が崩れて労使間に大きな溝ができてきている。資本家、企業の方は、なにも国内で生産する必要はなくなっている一方、労働者の方はそう簡単に海外に移住するわけにはいきません。その移動コストの違いを通じ、海外直接投資が労働市場に大きく影響を及ぼすようになってきたと思います。

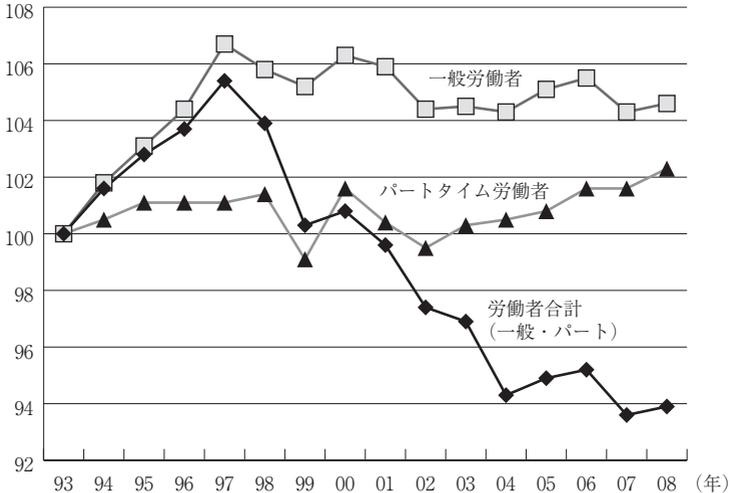
3番目は、直接投資というよりも、資金の国境を越えた移動。1980年代の間接金融から1990年代の直接金融へのシフト、さらに1990年代初期の持ち合い制から、最近では外国人持ち株比率が上昇するような状況において、バブル崩壊後では1997～98年を契機としてコーポレート・ガバナンスが大きく変わったという示唆が、いろいろな章の分析で見られました。特に、長期的な視点に立った従来の日本的経営が、短期利益の追求という形に変わってきていることが労働市場にも大きなインパクトを与えていることが確認されているのではないかと思います。

そして4番目は国境を越えた人の移動、すなわち外国人労働者の問題。単純労働については入国が厳しく制限されているわが国では、日系人の受け入れや技能実習研修生の問題として、それが社会に影響をもたらすようになってきた。

このようにグローバル化、また右肩上がりの喪失の影響を考えると、人件費の抑制圧力、人件費の固定費化を回避する圧力が拡大しています。日本では、正規労働者と非正規労働者に対する処遇の格差が従来から非常に大きかったのですが、それは単に賃金面・処遇面における格差だけではなく、日本人の意識の中に、非正規労働者とは、例えば主婦パート等を中心とするものであって、世帯における主たる稼得者ではなく、ある意味、世帯主所得の足りない部分を補っていく存在に過ぎないという認識があった。そのため、正規と非正規の間に賃金格差があっても、それを問題視しない風潮が社会に

図 11 就業形態別現金給与指数

(1993年 = 100, 企業規模: 5人以上)



出所) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』

あって、近年の人件費に対する抑制圧力がそれを助長する形で、非正規労働者を増やし、逆に正規労働者を減らしていくという二極化を加速させたのではないかと見ています。

その一方、企業と正社員については一体感が強調されてきた結果、企業の倒産を回避するためには長時間労働や頻繁な転勤もやむを得ないとか、あるいは賃上げの要求も自制しようというような力が働いていたと思います。また個別には名目賃金の下方硬直性が働いていたとしても、賃金の低いパート労働者が増え、正規も非正規も合計した平均賃金においてはかなりの低下が見られることがデータ上也生じていたと思います。

お示ししている図はそれを裏付けるデータです。一般労働者の現金給与指数を見ると、1993年を100とした場合、バブル崩壊後も上昇し、1997～98年からはほぼ横ばいか若干の減少となっています。一方、パート労働者については、ほぼ水平か若干の上昇です。しかし、集計の誤謬、あるいは構成比の変化を通じ、一般とパートタイムを足し合わせた全体の賃金については、大幅な賃金低下が見られます。確かにパートタイム労働者の労働時間は一般労働者に比べ短く、賃金水準が低い面もありますが、それを指数化して見ても、

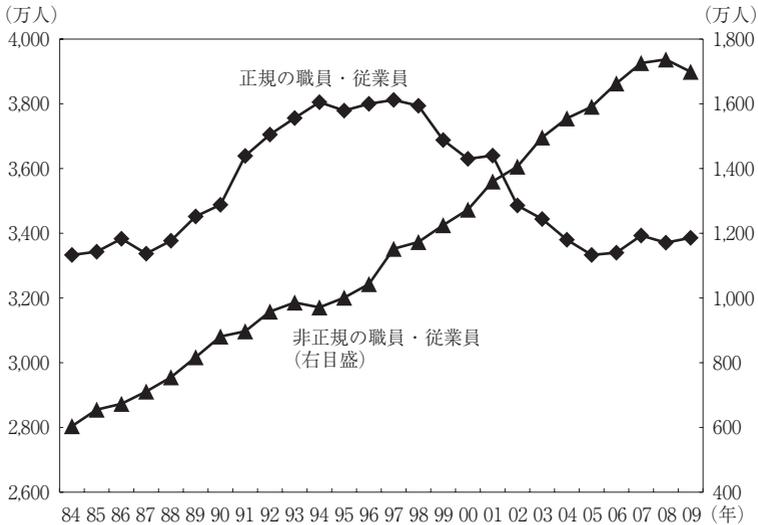
下がっている。しかもこの統計におけるパートは常用労働者に限られており、相対的に労働時間の長いパートが多いにもかかわらず、平均値は大きく低下している。企業は、いわゆる非正規労働者を増やすことによって、競争力を高めるための賃金抑制を行ったことが、この図から見て取れるのではないかと思います。

こうした変化が企業収益に実際にプラスであったのかどうか。短期的には費用の削減は明らかにプラスでしょうが、長期的に競争力、あるいは生産性、労働者の技能などを考えるとどうであったか。先ほど深尾先生が触れられたTFPの伸びの鈍化に人的投資の抑制が効いている可能性等もあり、労働市場の二極化の下で、企業の能力開発支出を見ても、大きく削減されている。特に非正規労働者を対象とした企業における能力開発は進んでいるようには見えない。しかも、正社員の中でも能力開発の対象者が絞られ、さらには非正規が増えることで、教育訓練を受けられない人たちが増え、人材が不足し、企業内の競争力向上の限界が露呈してきていると私は考えています。

一方、もう1つお示ししたのは正規労働者と非正規労働者の人数の推移です。実線が一般労働者で、ピーク時にはいわゆる正社員が日本全体で3,500万人ほどいました。それがその後、急激に減少しているということです。その一方で、パートタイム労働者（点線）は右上がりになっています。本当は、正規・非正規という分け方をしたかったのですが、『毎月勤労統計』ではこのデータが取れなかったために、ここでは一般労働とパートタイムについての推移を示しています。『労働力調査』の企業の呼称に基づく雇用形態別の雇用者数の推移を見ても（図12）、正規労働者が削減され、非正規労働者が増加していることがわかる。この構成比の変化は日本経済にかなり大きなインパクトを与えていると思います。

こうした変化が進む下で、長期的に生産性の上昇が抑制されたということを見たいと思います。先ほどの深尾先生の言葉で言えば、TFP問題ということです。1つには、企業による能力開発や社内の教育訓練は、この間、かなり後退しています。特にリストラ、コストの削減において、能力開発費の抑制も行われました。能力開発の対象者自体が削減され、さらには能力開発を受けている人についても、社内における1人当たり費用が削減されたという調査結果があります。このこと自体、生産性の上昇を抑制するものとして働いたのではないのでしょうか。

図 12 雇用形態別労働者数の推移（男女計）



注) 2001年以前は2月の値、2002年以降は1～3月平均値。

出所) 2001年以前は「労働力調査特別調査」、2002年以降は「労働力調査詳細集計」。

他方、人員が削減され、正社員の長時間労働化が進むことによって、自己啓発も難しくなってきました。会社がやってくれないのであれば自分でなるべきところですが、時間的制約、あるいは費用的制約によってそれができない。「次の仕事への仕込み」とか「能力の棚卸し」とか言われていますが、それが不足していくという事態が生じました。

同時に、非正規労働者については人材育成の対象と見られていないということで、この層は社内の能力開発も十分に行えない。このことが労働市場の二極化と同時に、階層の固定化という問題につながっていくことが考えられると思います。

この間、産業構造も大きく変わりました。産業別に雇用者数の推移を見ますと、1988年から1998年までの10年と、さらにその後2008年までの10年で計算すると、産業計では、はじめの10年で830万人、後半の10年でも156万人と、合計1,000万人弱雇用が増えてきました。この間、産業構造には大きな転換があり、例えば建設業を見ると、1998年までの10年では112万人ほど雇用が増えていますが、その後の10年間で逆に111万人減少

していることがわかります。さらに製造業でも、1998年までは13万人増えていますが、その後は181万人の減少となっているのです。

では、増えているのはどこかと見ると、サービス業です。中でも医療・福祉分野の雇用拡大は顕著で、ここはかつては産業としてあまり意識されていなかったために産業分類もサービスという大括りでしか分からなかったのですが、2003年以降は別計されるようになりました。すると2003年から2008年の間に約100万人ほど雇用が増えているのです。こうした変化が、男性と女性の雇用の増減に大きな影響を及ぼすようになってきています。

男女別の雇用者数の推移を見ると、男性については1997年がピークで、その後、雇用者数は減少してきています。これは常用労働者（正規労働者）と読み替えてもいいと思いますが、正規の男性労働者は、その後、さらにはっきりとした低下傾向を示しています。一方、女性の雇用者数については一貫して右肩上がりです。非正規に比べれば、正規の方の伸び方は小さいですが、それでも女性雇用の場合、正規労働者についても増えていっているのです。

これは先ほど見た、建設や製造といった男性の雇用比率が高い産業が全体に雇用を減らしたことによっています。例えば建設業では85%が男性労働者、製造業では71%が男性労働者で占められています。その産業で雇用が減りました。一方、サービス、特に医療・介護あたりは78%が女性です（2009年）。この産業による男女比の違いも日本的だとは思いますが、医療・介護のところ、サービス業のところで雇用が増えていることが、これだけ大きな違いを生み出していると考えられます。

この結果として、何が起るかですが、対策として考えなければいけないのは、1つは、雇用対策の役割、もう1つは、例えば税制や社会保障制度などが、従来の性別役割分担を前提とした制度に生じている変更にも必ずしも十分対応できていないことが生み出す人々の不安にどう対応していくか。通常であれば転職を通じ、自分の所得や今まで身に付けてきた能力を守っていけばよいわけですが、外部労働市場が整備されていない状況の下で、雇用不安が拡大していっていることが見て取れるかと思えます。

対策としては、1つは雇用不安緩和の役割を果たすセーフティーネットの強化、さらには労働市場の機能の強化、すなわち市場の高質化が必要であり、これを支える市場インフラの整備が不可欠です。たとえば、ジョブ・カード

や日本型 NVQ による社会的職業能力の評価制度の構築、さらには教育訓練の支援を通じ、市場インフラを整備することにより転職コストの引き下げを図っていくといった対応が求められるかと思います。特に、個別企業による能力開発に限界が出てくるとするなら、それを補う形での社会による支援を強化していくことも必要になってくるでしょう。これらを通じ、非正規から正規への転換を容易にしていくことも求められる。

それから、正規・非正規の問題で強調されている、同一価値労働同一賃金を実現する法的な強化も考えなければいけません。さらに、建設業や製造業の雇用の減少は、地方の雇用に直撃することになるので、地方における雇用創出力の強化施策が必要だと思います。そして、グローバル競争が激化する中で、多くの先進国がやっているような NPO や社会的企業における雇用創出と雇用の支援というような問題も労働需要、雇用を作り出すという視点から必要になってきているかと思います。

その一方、労働市場の変化、とくに賃金の低下が消費需要の減少に与えた影響についても注目しなければならない。1990 年代中頃以降、世帯主所得が急激に下がったという事実があるかと思います。家計調査を見るとピークは 1997 年で、平均所得が名目で 585 万円でしたが、2005 年においては 510 万円ということですから、この間に平均所得が 75 万円（15%）下がったということになります。これは付加価値生産性が落ちたのだから当然だという見方もありますが、生産性の向上と賃金の引き上げを生み出すような施策がないと、消費需要がますます低迷してしまい、長期化した需要不足を脱出することはできないのではないかと思います。そしてそのことは、リストラによるデフレ・スパイラルを促進することになってしまう。労働市場の二極化を脱し、性や年齢にとらわれることなく、だれもが意欲と能力を発揮できる労働市場を構築していくことは、マクロ的にもグローバル社会において需要を安定拡大していく上でも不可欠になっている。またこのことは少子高齢化社会における「暮らしの改革」にもつながる。

最後に、この点について触れておきたいと思います。近年における経済構造ないし経済環境の変化は、企業と世帯の性別役割分担を見直すような施策を必要とする状況を生み出していると考えています。このことは既に述べました。さらに、高齢世帯が増加しているということで、全体の労働力率が低下してきており、社会的扶養率が高まっていくという問題に対しても構造的

対応が必要になっています。これに対処するには、性や年齢にかかわらず誰もが安心して働ける社会の構築を、ワーク・ライフ・バランスの促進という形で展開し、社会を活性化していくことが必要ではないでしょうか。個々人の生活の充実にとっても、またマクロの視点からも、労働市場の再構築が求められている。これを実現するために目標値を幾つか挙げて、そしてPDCA サイクル (Plan-Do-Check-Act Cycle) に基づく雇用戦略を実施することが求められているのではないかと思います。以上です。

【深尾】 ありがとうございます。私なりに4人の議論をあえて交通整理すると、お互いの意見の対立はあまりないような気もしますが、強いて挙げると、まず小川先生は不良債権（過剰債務）の問題がマクロ経済にいかにも悪い影響を与えているかということを非常に明快に示されました。また北坂先生は、いつも景気の下落に対して楽観的な期待があって、景気対策も過小であったというお話で、お2人は比較的短期の問題を考えておられる。もちろん小川先生が指摘されている不良債権問題は長期に尾を引いたわけですが、例えば対応が迅速だったら、もしくは大胆な外科的な手術をすれば、もしかしたらもっと早く解決できたかもしれない。マクロの政策も非常に迅速に大きなものが採用されていたら解決できていたかもしれないという意味では、時間が勝負で、短期の問題だという認識だったと思います。

もう1つは、私が議論した、過剰貯蓄を投資が支えきれずに景気が悪くなったとか、新陳代謝が悪くてTFPが低迷したとか、樋口先生の場合には、1990年代以降の低成長の下で、日本企業の長期雇用慣行が変質し、賃金下落や男性雇用減少、雇用不安の深刻化があるという、より長期的、構造的な問題の指摘があったと思います。大きく分けて、この2つの議論があったかと思います。もちろん両者は分離できませんし、景気が悪いから構造的な問題が深刻になるところももちろんありますが、あえて分けるなら、そのように議論できるかと思いました。

短期の問題について、今後の見通しとの関係では、小川先生が金融については学習効果が結構効いていると、日本の悲惨な経験を見てアメリカやヨーロッパは学んだのだという話をされました。

それから、景気対策や政府見通しに関して、北坂先生は、あまり学んでいないという見解を話されたかと思います。構造問題については、恐らく樋口先生も私もあまり解決されたとは考えておらず、解決のためにかなりの努力

が必要だという意見だったかと思います。

これからお2人のコメントーターに、できれば私が今お話ししました論点も含め、4人の方の議論をまとめるような議論をして頂ければと思います。最初にチャールズ・ホリオカ先生に10分ぐらいでコメントをお願いします。

【ホリオカ】 ご紹介頂きました大阪大学のホリオカです。よろしくお願いします。今日は4人の先生方に、各々の分科会で得られた長期低迷に関する知見というか、発見をご報告頂きました。どのご発表も大変勉強になりましたし、長期低迷の原因を明らかにする上で非常に貴重なものだったと思います。大変ありがとうございました。コメントーターの立場から、それぞれのご発表に対する感想を述べさせて頂き、質問もさせて頂きたいと思います。既に深尾先生がうまくまとめてくださったので、あまり付け加えるところがないという恐れはありますが、頑張りたいと思います。

まず、深尾先生ご自身の最初のご発表についてです。冒頭で需要側の要因分解、それから供給側の要因分解をして頂きましたが、これは非常に参考になりました。需要側では、一番大きかったのは設備投資の低下だった。そして、供給側の要因分解を見ると、TFPの停滞や資本投入の停滞が一番大きかったという結論だったかと思います。つまり、どうも企業が主犯格だったということです。家計の消費などは、一番大きな要因ではなかったという印象ですが、そういう理解で正しいかどうか、まず確認させて頂きたいと思います。

それに関連して、2番目のポイントとして需要側の要因と供給側の要因を比較して、どちらの方が重要だったのかという議論もあります。それについては何かご意見をお持ちでしょうか。林・プレスコットは、TFPの停滞、供給側が重要だったと言っていますが、異なる意見の方々もいらっしゃいます。それについて何かご意見があれば、ぜひ聞かせて頂きたいと思います。

3番目は、やや細かなコメントですが、深尾先生のご発表の中で2~3回、貯蓄の話がありました。例えば、民間の貯蓄が非常に高かった。家計貯蓄は下がったけれども、企業貯蓄がそれ以上に上がったがために民間貯蓄が全体で見たら増えたので、需要を維持するために別のところを増やす必要があったというようなお話がありました。あるいは、今後の見通しの話の中でも、民間貯蓄がよほど下がらなければ問題が起きないというような話もありまし

た。貯蓄がかなり重要な役割を果たすということで、貯蓄の専門家としては非常にありがたいです。

その関連で部門別の貯蓄を見てみると、長期的なトレンドとして家計貯蓄は大幅に下がっている。特にこの「バブル／デフレ研究」が対象としている期間においてはそうです。それから、企業貯蓄は増えて、上昇トレンドを示しています。政府貯蓄は下がっています。ですから、家計貯蓄と政府貯蓄は両方とも停滞している（打ち消し合っていない）ので、中立命題が成り立っていないように見えますが、そういう理解でよいのか。あるいは、たまたま同じ動きを見せただけであって、それは別の要因によるものなのか、それについて何かお分かりでしたら教えて頂きたいと思います。

さらに家計貯蓄と企業貯蓄を比較すると、両者は逆の動きを示しています。ですから、家計はあまり合理的ではなく、企業のベールを見通しているけれども、政府貯蓄は考慮していないというように見えます。消費者はそうにあまり合理的ではない行動をとっていると理解していいのかどうかをお聞きしたいと思います。深尾先生のご発表については、主にこの3点をお伺い致します。

次に、小川先生のご発表ですが、非常にうまく金融制度などの問題をまとめて頂いたと思います。そして2つの大きな問題の指摘がありました。不良債権の処理が遅れたことと、不良債権が実物経済に悪影響を与えたことです。貸し渋りや追い貸しといった現象が見られ、資源配分を悪化させて、実物経済に悪影響を与えたということです。それから資本の増強は非常に重要であるにもかかわらず、日本ではそれが十分にできてこなかったということで、間接的に金融当局を批判しておられるかのようにも聞こえました。非常にごもっともな結論だったかと思います。

コメントとしては、深尾先生のご発表とのつながりをもう少し鮮明にして頂ければありがたかったです。どの点かという、2つ目の問題、バランスシートが実物経済に悪影響を与えたということ、具体的には設備投資や研究開発などに悪影響を与えたという部分です。例えば、設備投資の減少のうち、何%がこの問題によるものなのか。あるいはICT投資や研究開発投資の低下にどのくらい影響を与えていたのか。ほとんどの減少がそれで説明できてしまうのか、あるいは、それではあまり説明できないのか。つまり、その要

因の相対的重要性について何かお分かりでしたら、教えて頂ければと思います。

3番目の北坂先生のご発表は、主に景気判断の話で、政府の景気判断も景気対策もタイミングが遅れたり、いろいろミスをしたり、少なくとも下落局面では楽観的過ぎた。そして、その結果として景気対策が不十分だったというお話だったと思います。しかも、あまり学習効果は見られず、最近でもこのような問題が依然として残っているという、非常に興味深いご発表でした。

コメントとしては、そういう景気判断のミス、あるいは景気対策のミスがどの程度長期停滞を悪化させたのか、あるいは景気変動をより大きくしたのか、あるいは小さくしたのか。つまり、政府の誤りがどの程度重要だったのかということについて、何かお分かりでしたら教えて頂ければと思います。

それから、時間の制約もあったのですが、論文の範囲がやや狭過ぎる気がしました。主にタイミングの話、あるいは、ある程度、規模の話もありましたが、経済政策、景気対策を議論する際には、少なくとも3つの要素があると思います。1つはタイミングで、迅速に対応したかどうか。2つ目は規模が適切だったか。3つ目は、規模とは別に中身が適切だったかどうか。そして、北坂先生の議論の焦点は主にタイミングにありました。しかし、規模や中身についても妥当だったのか、あるいは間違っていたのかということについて、分科会の議論等で何らかの知見が得られていれば、教えて頂ければと思います。

最後の樋口先生のご発表についてですが、近年の労働市場の変化を要領よくまとめて頂いており、非常に勉強になりました。大きく2つコメントがあります。最初のコメントは、樋口先生ご自身もおっしゃいましたが、因果関係が両方向であるということです。深尾先生へのコメントとも関連していますが、例えば右肩上がりの経済成長が終わったり、グローバル化が進んだりするという長期的な構造要因の変化の下で、景気が悪化し競争環境が厳しい故に、企業がリストラしたり、非正規雇用のウエイトを上げたり、訓練を削減したりする必要が生じている面が大きいのか。逆に労働市場の変化で賃金の低下や雇用不安が生じ、それが一因となって長期停滞になっているのか。どちらの方向の因果関係がより重要だったのか。何かそれについてご意見が

あれば、教えて頂ければと思います。

もう1つのコメントは、私が消費や貯蓄を研究しているので興味を持ったのですが、労働分配率が下がったことや、世帯主の年間収入が15%も減ったという点です。これは本当にびっくりするような数字だと思います。そして、樋口先生は直接おっしゃいませんでしたが、家計の可処分所得の長期的な動きを見ると、同じように停滞していることが分かります。私はそれが消費の停滞の主たる原因の1つだと考えています。消費が停滞すると、深尾先生の需要側の要因分析ではありませんが、それによって当然景気全体が悪くなります。消費はGDPの中で一番大きなウエイトを占めているので、非常に重要です。消費の主たる決定要因はもちろん所得や可処分所得や、特に世帯主の所得だと思うので、これは非常に深刻な問題だと思います。樋口先生も原因についてある程度お話をされましたが、なぜ労働分配率が下がったのか、なぜ世帯主の年間収入がこんなに下がったのかについて、もう少し詳しく教えて頂ければ非常に助かります。以上です。ありがとうございました。

【深尾】 ありがとうございます。引き続き、細野先生にコメントをお願いしたいと思います。

【細野】 4人の先生方のご報告はそれぞれの分析に基づいたものです。私は最後を務めるにはやや不適切かもしれませんが、精査された正しい分析の下で正しい議論を行うことが望ましい姿でしょうから、多少分析についての話もさせていただきます。順番にそれぞれの先生のご報告についてお話をさせていただきます。

最初に、深尾先生のご発表で、需給ギャップを用いたいろいろな分析がありました。それはそれで非常に有益で勉強にもなりました。ただ、需給ギャップの分析というのは、時としてミスリーディングなものになるということに関して、少しウォーニングを発したいと思います。具体的には、需給ギャップを見て、需要ショックと供給ショックを識別することはそんなに簡単ではないということと、そもそも2つを識別していいことがあるのかどうかということを考えてみたいと思います。

最初に、識別が難しいという話をしたいのですが、どういう例があるかという、例えば将来の供給ショックに関するニュースが事前に入ってきたときを考えてみたいと思います。それは例えばIT化で生産性が上がるという

いいニュースの場合もあるし、あるいは少子高齢化が今後さらに進んで、労働供給が下がるという悪いニュースもあるでしょう。あるいは、正しいニュースとは限らず、例えば1980年代の終わりに、当時の国土庁だったと思いますが、東京が金融センターになるというようなニュースを発表して、地価がパッと上がりました。このように間違ったニュースの場合もあります。いずれにせよ、将来の供給に関するニュースが事前に入ってきたときには何が起こるかという、まず資産価格がそれに反応する、それから、当然供給能力が変化すれば、期待恒常所得が変わるので、それによって消費が変わります。そうすると、将来の供給水準が変わる前に需要（消費）、あるいは資産価格が動くことになります。

例えばポジティブ・ショックのニュースが入った時には、生産性はまだ上がっていないけれども、需要が先に増えるので、需給ギャップはプラスの方向に動く、あるいはマイナス幅が縮小する方向に行きます。しかし、マイナス幅の縮小をもたらした原因は将来の供給拡大ショックです。そうすると、需給ギャップを見ていても、それが拡大ないし縮小したからといって需要ショックだとはなかなか言い難い。

それをどうやって推計するか考えると、なかなか難しい。例えば誘導形のVARなどで消費を分析しても、消費がまず動いて、その後TFPが動くという形になるのでしょうか、時間の流れで因果関係を解こうとすれば、それは一体何だろうかということになってしまい、識別は非常に難しいということが第1点です。

それから需要ショックでも供給ショックでもない、第3のショックが両方動かすという場合もあります。例えば金融セクターのショックです。小川先生が適切にまとめておられたように、後にまた議論をしますが、金融セクターが何かショックを受けた場合には、それはおそらく需要も供給も両方動かすはずですが、その結果として需給ギャップが縮まるのか、拡大するののかというのは先験的には分からないので、需給ギャップだけ見てもショックの源泉が何かは分からないだろうと思います。

今申し上げたのは、とにかく需要ショックと供給ショックを識別するのは容易ではないということですが、次に、そもそも識別する必要があるのかということについて考えてみます。例えば金融政策、財政政策を考えてみると、金融政策については、日本では必ずしもそれに沿っていないかもしれません

が、テーラー・ルールという考え方があります。これはインフレ率が上がれば金利を上げなさい、GDPギャップが負の方向に拡大していれば、金利を下げなさいという金融政策の一種の指針ですが、このテーラー・ルールに従って金融政策を動かす限り、GDPギャップがどういう要因で動いているかということとは関係ありません。GDPギャップが負の方向に広がれば、金融緩和すべきということを教えているだけで、別にショックを識別する必要はないのです。

財政政策に関しては、必ずしもテーラー・ルールのようなコンセンサスはありませんが、政治家は別にして、例えばGDPが1割減るような大きな需給ギャップが起きたとき、具体的には、今回のリーマン・ショックの後のような状況では、財政支出を増やすべきということに関して多くの経済学者は同意すると思います。この場合も、急激かつ大幅にGDPギャップが広がれば、それに対して財政政策を発動すればいいということであって、ギャップの大きさを分ければ、その要因は必ずしも必要ありません。

それから、例えば、金融システムを安定化させるとか、労働市場を柔軟化させる、流動化させる、あるいは規制緩和をして生産性を高めるといった構造改革については、恐らく多くの経済学者が基本的には望ましいと考えるでしょう。つまり、不況のときであれ好況のときであれ、生産性を高めることが経済厚生を悪くするというモデルを考えることは非常に難しい。労働市場がものすごく硬直的で、労働の移動がほとんどないような場合に、1つの部門だけ生産性を上げてしまうと、経済厚生が下がることもあるかもしれませんが、そういう極端な場合でなければ、構造改革はほとんど常に肯定されるわけで、そうするとGDPギャップが幾らかということもあまり関係ありません。

では、需要ショックと供給ショックの識別は本当に必要ないのかを考えると、やや反語的ですが、もし望ましい政策がGDPギャップの大きさにだけでなく、なぜそれが起こったかという源泉となったショックの種類に応じて変わるような場合には識別が必要になります。

一例として、最近、金融政策をどう運営するかという時の大きな論点は、信用スプレッドやリスク・プレミアムと呼ばれているもの—外部資金調達プレミアムと呼んでもいいですが—が今回のリーマン・ショック時のように拡大したとき、言い換えれば信用リスクが上がったときに、それを打ち消すよ

うに金融緩和を実施すべきかどうかです。そうすべきではなく、金融政策はやはりインフレとGDPギャップさえ見ていればいいのだという議論もありますが、最近、ウッドフォード達は、金融セクターにショックが起こって信用スプレッドが動いた場合にはそれに反応して金融政策で対応するのが望ましく、金融セクター以外の、例えば実物の側で何か変化が起こって信用スプレッドが変化した場合には、これには反応しない方がいいのだという議論をしています。

このようにショックの源泉に応じて望ましい政策が変わる場合には識別が必要になるので、伝統的な政策よりも、より洗練された政策を考える場合にはショックの識別が必要だということでしょう。

では、先ほど、ショックの識別は難しいと言いましたが、必要だとすれば、どうやって識別すればいいのか。この辺からは皆さんと私とで意見がだんだん違って来る可能性があると思いますが、私の意見では、時系列でGDPギャップを単純に見るとか、誘導形の消費を推計するなどしてもショックの源泉はわからないと思います。そこを突破するには、評判の悪いDSGEモデルを使うしかないだろうというのが私見です。もちろんモデルの特定化やパラメータの設定によって結果が変わりますから、批判はもちろんありますが、では他に何があるかという、なかなか見つからず、今はシミュレーション結果と現実のデータを比較することでショックの源泉を探るしかないのではないかというのが私の理解です。

次に、小川先生の金融危機の話に触れたいと思います。特に反論はありません。全てに同意しますが、その後の議論で、例えば深尾先生はどちらかというのと短期的なこととして総括されました。そこで私が申し上げたいのは、金融危機が経済の長期的動向、あるいは供給側にもたらす影響について、もう少し焦点を当てて議論してもいいのではないかという点です。これは深尾先生も言及されましたが、キャバレロなどは、いわゆる低採算性企業向けの貸出（追い貸し）があると、生産要素価格（賃金）が上昇してしまい、それによって、労働のセクター間での移動が阻害されて、経済全体の生産性が低下するということを言っています。

それから、私が注目しているのは、信用収縮（貸し渋り）が起こると、投

資意欲のある生産性の高い企業の活動や新規参入が阻害されるので、マーケットの競争が逆に緩やかになってしまう点です。その場合、生産要素の価格が低下して、低採算性企業が生き残ってしまい、生産性が低下するということになります。キャバレロたちとは注目しているメカニズムは違いますが、いずれも金融仲介が機能不全を起こすと、生産要素価格が変わり、結果としてマクロの生産性が落ちる。これは供給側に対する影響ですし、長期的な影響が生じます。ですから、金融危機が長期の経済のパフォーマンスに及ぼす影響についても、もう少し焦点が当てられていいのではないかという感想を持ちました。

3番目に、北坂先生の景気判断のお話ですが、これは北坂先生に対してではなく、折角内閣府の経済社会総合研究所（ESRI）の会議なので、申し訳ありませんがESRIに対する話をさせていただきます。

例えば第12循環の景気後退期、68SNAでは確かに下がっていたのですが、93SNAでは上昇するようになってしまいました。ほかにもあります。つまり、景気の日付もGDPもESRIから公表されていますが、68SNAでは景気循環の日付と合っていたものが、93SNAでは合っていないように見えます。私は大学の授業で、「GDPは景気の指標です」と教えています。是非とも「GDPと景気は逆に動きます」と教える必要がないようにして頂きたいものです。

北坂先生の重要な貢献は、財政政策には認知のラグ、決定のラグ、実行のラグ、それから経済に波及していくまでの外部ラグがあるということがよく教科書に書かれています。その中の認知ラグと決定ラグを実際に測定されている点です。結果、認知ラグは半年～1年程度、決定ラグは1年～1年半程度とされています。そうすると、実行や波及ラグということまで含めると、財政政策が経済に波及と伝播していくには2年、場合によっては3年ぐらいかかることになる。戦後の平均的な景気後退期間は17カ月ですから、2～3年のラグがあるとすれば、財政政策の効果が出る頃には景気は反転していることだと思います。北坂先生の研究はそういう含意を持っているように思えましたので、そう解釈してよいかどうかということを確認させてください。

それから、見通しや景気判断についての分析に関して言うと、少しポリ

ティカル・エコノミーの要因を考慮されると、今後一層役に立つのではないかと思いました。例えば新政権の発足直後、あるいは政権交代の直後というのは、できるだけスタート時点が悪く見せておいて、その後に自分の実績で景気が良くなったと言いたいというバイアスがあるようにも思えますが、本当にそういうことが確認できるでしょうか。

それから、北坂先生は、景気後退の深刻さについて、政府経済見通しは楽観的であるということも指摘されています。1つの要因として、財務省が税収見通しに責任を負っているのも、それを下げられないということがある。政府の中では、内閣府はどちらかという実質値に興味を持っており、実質値で外したくないと考える。財務省は税収見通しが大事で、名目値にこだわるという面がある。そういう政府内でのポリティカル・エコノミーの要素があるかもしれません。

それから、政府経済見通しについて北坂先生がデータをまとめられていましたので、非常に簡単なものですが、回帰を試みてみました。政府経済見通しの t 年の見通しを $t-1$ 年を説明変数とするAR(1)で回帰してみたら、係数が0.8と非常に高いことが分かった。つまり、前年の見通しに今年の見通しは引っ張られるわけです。しかも決定係数0.7ですから、非常にそういう傾向が強いことが分かります。これをどう解釈するかです。北坂先生は平均回帰とおっしゃいましたが、前年値に引きずられる傾向というものもあるかと思いました。

最後に樋口先生から報告のありました労働市場の話です。私はあまり詳しくはありませんが、マクロ経済学者の観点から言うと、生産性と実質賃金がどれぐらい乖離しているか、乖離していないかということが一番の関心事です。樋口先生は特に1998年以降、所得が落ちていること、あるいは賃金が落ちていることを強調されました。実質賃金と労働生産性を時系列で比較すると、1980年代は両者の動きがほとんど一致しています。1990年代は、実質賃金が生産性をかなり上回って上がり、1998年頃から実質賃金がようやく下がりました。樋口先生は恐らくこの後半の動きを強調されているのだと思いますが、その前に生産性を上回る上昇があったわけです。ですから、1998年までは賃金が生産性を上回って上がり、それ以降、動きが反転したということになります。まず、そういう事実があることを指摘したいと思い

ます。

なぜ、実質賃金が生産性から乖離するのか、レイバー・ウェッジと呼ばれますが、マクロ経済学者も大変関心があります。1つは、樋口先生は二極化という言葉をお使いになりましたが、正規雇用者に対する雇用の保護や年功序列賃金など労働市場の話もあると思います。しかしそれ以外に、例えば生産物市場の参入規制なども関係しているでしょうし、先ほど少し言いましたが、金融資本市場の問題も賃金に影響を与えるでしょうから、かなり多面的な要因があるのだと思います。コーポレート・ガバナンスというお話もご指摘の通りだと思います。

最後に最も言いたかった点を一言でまとめますと、分析については、もう少し一般均衡的な分析をされるとよりよく分かるのではないかと、また政治経済学的な話も大事かと思えます。以上です。

【深尾】 お2人の討論者の方、どうもありがとうございました。司会の不手際で、残り時間があと少しになってしまったので、時間をどう配分するかご提案したいと思います。取りあえず、言われっぱなしというのも残念なので、1人2分半ぐらいコメントに対する回答をして頂いて、その後に残った時間があれば、フロアー・オープンとして自由討議を行うということでどうでしょうか。それから、細野先生の質問の中には、経済社会総合研究所(ESRI)に対する質問もあったかと思えますので、できれば4人の後で、自由なコメントでも結構ですが、どなたかにその点少し話して頂ければと思います。

まず、私ですが、ホリオカ先生からのコメントで、企業が主犯だったと言えるのかというご質問です。私は、企業が重要だと思っていますが、家計については、残念ながらマイクロ・データなどを使った実証をしたことがないのでよく分かりません。むしろ樋口先生と補完的な関係にある分析だと言えるかと思えます。

それから、需要側と供給側とどちらが重要かという点ですが、これは細野先生のご指摘とも関連します。今回のリーマン・ショックで分かったのは、少なくとも需要は無視できないということです。外需が減ることで不況になって、これだけGDPギャップができるわけですから、何人も供給サイドだけで議論をするわけにはいかなかったというのが私の理解です。どれだ

けが需要で、どれだけが供給かというのは一般均衡分析を勉強したいと思います。

貯蓄の話はむしろホリオカ先生が本業なのでお伺いしたところです。貯蓄の話は、同僚の祝迫先生などに聞いていても、家計貯蓄の分析はよくなされているようですが、マクロの貯蓄の話はあまりないのです。ミクロの家計データなどを使うのでしょうかがないのだと思います。昔からホリオカ先生は、人口の少子高齢化が進めば、貯蓄率はどんどん下がるはずだと言われていると思いますが、その割に、今はまだ貯蓄率が高いような気がします。そのあたりは昔の予測と比べて今の判断はどうで、今後どうなると思われるかという点をよろしければお伺いしたいと思います。私の回答・反論は以上です。

【小川】 どうもありがとうございます。まず、ホリオカ先生から頂いたコメントで、深尾先生の議論との関連性についてご質問がありました。私の感じでは、まず根っこに不良債権問題、あるいは過剰債務の問題があって、それが需要側あるいは供給側につながっていったと考えています。

それがどれぐらい重要だったかということに関して、設備投資を例にとり、過剰債務、あるいは不良債権がどれぐらいのオーダーの影響をもたらしたかということをご紹介します。1990～98年の法人企業統計季報の設備投資の変化のうち、負債比率が変化したことによってどれぐらい設備投資が影響を受けたかという、実は、負債比率の変化による効果はそれほど大きくはなく、一番大きいところでも、非製造業の中小企業の設備投資の減少分のうち約10%が負債比率の上昇によるものです。

ところが、金融機関の財務状況の変化—これは日銀の貸出態度(DI)が変化したことによりとらえているのですが—の効果は非常に大きいです。例えば非製造業について言うと、中小企業、中堅企業の設備投資の減少分のほぼ4割近いものが金融機関の貸出態度(DI)の悪化からきています。製造業でも、中小企業ではこの値は3割近くになります。それとは対照的に、製造業の大企業の設備投資は負債比率、あるいは金融機関の貸出態度(DI)の変化によってほとんど影響を受けていないことが分かっています。従って、先ほど樋口先生もおっしゃった二極化が企業でも起こっていて、過剰債務、あるいは不良債権の影響は、中小企業に集中していて、製造業、大企業ではあまり大きくないということがあります。

もう1つ、先ほど深尾・金論文の結果が紹介されていて、企業間、あるい

は産業間の資源配分の悪化というより、産業内での新陳代謝の低下がTFP成長の低下をもたらしたというお話でした。これについては、企業内の過剰債務がずっと残っていたことが、企業内の新陳代謝の低下につながり、それが設備投資なりTFP成長の鈍化につながったと考えれば整合的だと思います。産業間や企業間の資源配分の問題、これは星先生達によるゾンビ企業の議論が非常に有名ですが、それが果たして本当かと考えると、かつてゾンビといわれていた企業の株価が、2002年以降の回復期においてすごく上がっている。そうだとすると、ゾンビ企業は死んでいたのではなくて、死にかけていたものの、それを長期的な観点から銀行が救済していた可能性もなきにしもあらずということになります。

最近、東京大学の福田先生や日本政策投資銀行の中村先生が取り組まれたゾンビのその後の研究を見ると、星方式で計算をすると景気が回復した2005年において、ゾンビ企業の割合は35%を超えてしまい、金融危機の時期よりも高くなります。そうした点ももう少し考慮して議論する必要があるのではないかと考えています。以上です。

【北坂】 ホリオカ先生、細野先生、ありがとうございます。ホリオカ先生から、景気判断や対策のミスでどの程度の影響があったのかを実証的に計測することが重要ではないか、というご指摘を頂きました。私もその通りだと思います。

私の論文の隠された意図というか、別に隠す必要はありませんでしたが、書き方が悪かったのかもしれません。政府が見通しや判断を発表する限り、当然、常に改善が迫られます。本当にそれをやる必要があるのかどうかというのが、私のひねくれた論文の意図です。例えば毎年、年末に発表される政府経済見通しの論題は、例えば「平成22年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」ということで、見通しがまずあって経済財政運営が出てきます。しかし、いきなり「経済財政運営の基本的態度」として、経済見通しを後ろにやってしまう方法もあるのではないかと。あるいは、もっと極端に言えば、細野先生から少し言及があったように、税収見通しのために名目値が必要ということなら、それだけ出して実質値の見通しは関知しないという仕分けをしてしまうこともできる。むしろ、その人材をSNA統計などの基本統計の充実に向けるという方法もあるのではないかと、というのが1つの提案です。景気判断もラグが一定なのであれば、いちいち判断しなくても、基本統

計から多くの人が共通の理解を得るわけですから、あえて政府の公式見解を毎月、毎月判断公表する必要もないのではないかと、というのが私見です。

次に、政策のタイム・ラグだけではなくて、規模や中身も重要ではないかというホリオカ先生からのコメントについて、これはとても重要なお意見だと思います。規模に関して言えば、私は「マクロ安定化政策としての財政政策」という別の論文で考察していますが、ここで政策のタイム・ラグをあえて取り上げたのは、裁量的政策で対応していくのはやはりかなり無理があるのではないかと考えたからです。できるだけ裁量的な政策に頼らずに回復できる経済の仕組みを作ることが重要ではないか、と思いました。経済や制度にビルトインされた景気対策の仕組みを創っていくというような構造的対応が、長期停滞からの脱出の1つのアイデアになるのではないかと、というのが私のイメージで、そのために特に政策のタイム・ラグを取り上げたという次第です。

【樋口】 ホリオカ先生、細野先生、どうもありがとうございました。最初に、ホリオカ先生から出された因果関係の両方向性は、まさに両方向あるということですが、タイミング的な影響の具合が少し違っていると思います。例えば景気後退にしても、それが起こってすぐのときに起こる影響と、それが長引き、慢性化してきたときに起こる影響とは若干違います。過去四半世紀を振り返って言えることは、景気が少しでも悪化したら、やはり短期間のうちに直さないと、景気循環の問題が構造化してしまう、悪いところがますますスパイラル的に悪化していくということです。

政府の経済見通しがいつも楽観的だったという北坂先生のお話とも関連しますが、政府が果たして景気から独立した意思決定のプレーヤーであったのか、あるいはあり得たのかどうかというところを考えなければならない。例えば、正しく判断できていたとしても、財政事情などを考えると、やはり楽観的な見通しを出さざるを得ないというような、ある意味で政治経済学的な要因が働いていたかもしれない。しかも、景気が悪化してすぐの頃、あるいはずっと右肩上がりの経済成長が続く中で一時的に景気後退があった場合と、財政赤字をずっと抱えながら、さらに景気が悪化したという場合とでは、どうしても後者の場合、より楽観的な景気見通しを発表せざるを得ないのが現実の政府なのではないでしょうか。こういう意味で、経済の仕組みの中に政府自身がプレーヤーとして組み込まれているところの問題、政治経済的な問

題も考えていくことが必要なのではないかと思います。

細野先生から出された問題、またホリオカ先生の2番目の論点として指摘されたのが労働分配率の低下の話です。これはまさに細野先生がご指摘されたように、1998年以降、名目賃金が大きく低下したということと、労働分配率その後に低下していったという認識は共通していると思います。景気が回復してきた2003年以降に労働分配率が下がったということが言われていますが、それについては、その前に逆に労働側に対して、貸しがあったのだというのが企業経営者側の認識で、景気が良くなったら企業側の取り分が多くなるのは当然だという考えから、それが起こってきたということがあったかと思います。

ただ、高度成長期とは様相が大きく違っていた。高度成長期であれば、企業利潤が上がれば、労働者への様々な形での所得の分配が現実にあっただろうと思います。しかし現在では、グローバル化の影響などによって賃金の抑制圧力が不可避になっているのではないかと考えています。一般均衡で考えるべきだというのはその通りです。ただ、私も以前は一般均衡で分析をやっていましたが、ぐるりぐるり回っていくと、どこが原因でどこが結果であるかが見えなくなってしまい、結局、均衡しましたというところで終わっていました。部分均衡かもしれないですが、やはり労働市場を取り出して、ここを中心に議論していくということも、ある程度有効な、そしてまたグローバル化した社会の中では必要な視点ではないかと考えています。

今回の経験から景気対策を考えると、やはり素早く大規模に、しかも社会の要請に即した将来役立つ投資、それを前倒ししてできるかどうかが重要だということを学んだのではないかと思います。以上です。

【深尾】 ありがとうございます。樋口先生には、全体包括的なコメントをして頂いた気がしますが、内閣府から何かございますでしょうか。

【岩田】 内閣府・経済社会総合研究所所長の岩田でございます。基準改定で数値が動いてしまうという問題ですが、特に大きなショックがあったときに乖離が起りやすいようです。例えば1991年、あるいは1997～98年の時期です。今、私が恐れているのは、今回の不況についても相当大幅に落ちたので、将来新基準でリバイズするとき、今見ている数字と全く違った印象のものになってしまう可能性があるということです。

どうしてそういうことが起りやすいかということ、コモディティ・フロー

法の基本的な問題で、基準年を（5年に1回）変えるわけですが、経済構造が大きく変化するときには、生産物のマトリックスに入ってくるウエイトが大きくシフトしてしまうからです。今もすごく大きいシフトが起きているので、今回、1次QEと2次QEが大きく開きました。できるだけ真実を映し出すのが任務ですが、そういうところの構造が実際にどのぐらい変わっているかというのを、最善を尽くすということ以外にありません。

実は最近、米国連邦準備制度のバーナンキ議長もこの弁護を一生懸命やっておられます。テーラー・ルールで金融政策を運営するとして、その時見ていたGDPギャップと、3年ぐらいたってリバイズしたものを比べたらすごく違っているので、テーラーさんから「Fedは間違った」とか「落第点でFです」などと言われても、利用可能だったGDPギャップはそれとは違っていたわけですから、どうしようもありません。それから、私の経験からすると、金融政策にとって本当に重要なのは、足元だけではなく、北坂先生のお話と関係しますが、1~2年先のGDPギャップです。そうでなければ、金融政策は効果のラグが1~2年以上あるのでうまくいきません。そうすると、なおさら正確につかむことは難しい、という問題があると思います。

それから、景気循環日付はGDPを見て決めているのではなくて、最終的にはヒストリカルDIで決めています。景気動向指数で基本的には決めています。そこの認知ラグとの関係で言うと、本当に政策に必要なのは先行指数です。つまり半年か、その前に景気後退があるかどうかを感知できないといけません。ところがデータが出揃うのに2カ月かかって、それが本当に傾向として下がっていくものなのか、上がっていくものなのか見極めるのに、やはり2~3カ月かかってしまう。そうすると、半年ぐらいラグが生まれてしまうのは不可避なのです。そういう意味で言えば、先行指数がどのぐらい信頼できるものができて、それに基づいて政策の上で何ができるかが重要かと思っています。以上です。

【深尾】 ありがとうございます。非常に活発に議論して頂いてよかったと思います。大体予定の時間になりましたが、何かこれだけは言っておきたいとか、今日の論点でどうしても欠けていることがあるというようなことはありませんか。

【樋口】 1つだけよろしいでしょうか。労働市場に関連して、労働市場の流動化という言葉が先ほどから出てきています。議論したいのは解雇権濫用法

理や解雇の問題をどう考えるのか。特に、今回のような全面的な景気後退というか、すべての産業に負のショックが起こったときには、労働市場を流動化して解決できるような状況ではなくなってしまう。ある産業に雇用の受け皿があって、片方では過剰雇用が発生しているようなときには、労働市場の流動化も議論になり得るかと思いますが、今回のアメリカにも見られるように、労働市場は十分に流動化しているにもかかわらず10%近い失業率がでている。それに比べれば日本はまだ頑張っている。これだけの需給ギャップがありながら失業率は5%ぐらいで済んでいるということをどう評価していくのか。今日のテーマである経済停滞の長期化の問題と短期的な景況悪化の問題とをどう考えていったらいいのかというのは、解雇規制の話と絡めて考えていく必要があるでしょう。他でも同じようなことが起こっているのではないかと思います。

【深尾】 ただ、長期で生産性のことを考えるときには、やはりある程度流動的な労働も大事であることも事実だと思いますので、難しい兼ね合いだと思います。

【樋口】 前に経済産業研究所で研究していたとき、アメリカの各産業のTFPを100としたときに、日本では自動車や電気メーカーでは150ぐらい行きますが、一方で他の産業の中には50、60ぐらいの生産性のところもあることがわかった。ところが、雇用が増えているのはどこかということを見ると、むしろ50や60のところが増やしていて、逆に自動車や電気といったところは雇用を増やしていない。生産性の向上と雇用の拡大は全体のパイが拡大しない限り両立しない。まさにここにマクロ経済の重要性がある。

【ホリオカ】 深尾先生に貯蓄について逆に質問されたので、一言だけ。確かに国民貯蓄率、経済全体の貯蓄率はあまり下がっていませんが、それは先ほどもお話がありましたように、主に企業貯蓄が増えているからです。家計貯蓄も政府貯蓄も下がっています。企業貯蓄の上昇は一時的なものだと考えられるので、もう少ししたら企業貯蓄も下がり、すべての部門の貯蓄が下がり、全体でも下がるということになり、私の予想通りになると確信しています。以上です。

【小川】 先ほど細野先生がおっしゃった一般均衡理論による分析に関連して、今回さまざまな知見がいろいろな分野で得られています。二極化というのは樋口先生がおっしゃったことで、先ほど企業についても、大企業と中小企業

でかなり行動が違うし、中小企業では流動性制約の影響がかなりある。家計でもやはり流動性制約の問題があって、特に貯蓄を持たない家計が若年層を中心に増えている。そのような二極化を考慮した一般均衡モデルを作ると、日本全体の姿がかなり見えるかと思いますので、ぜひお願いしたいと思います。

【法専】 ESRI の法専です。樋口先生がせっかくいらっしゃっているので伺いしたいと思います。アメリカは失業率が10%になっている一方、日本はまだ非常に低い水準で頑張っています。例えば雇用調整助成金の政策などは、失業率が低いことに対してどの程度寄与しているのか、見方を教えて頂ければと思います。

【樋口】 どこの国でもそうですが、景気が悪化したときに新たな雇用をいかに創出するかということが重要です。しかしその前に、やはり雇用維持というところに政策的には行かざるを得ない。日本の場合も、典型的にそれが起こっていて、ボトム的时候は製造業の残業時間は50%になっていきました。これは、ある意味で、労働時間短縮によって雇用を守ったということですから、正社員の範囲内に限られていますが、ワークシェアリングが実施されたということになるかと思います。そこにおいて雇用調整金がどれだけ役立ったのか。これは後になって検証してみないと分かりません。もしかしたらデッド・ウェイト・ロスになっているかもしれないとは思いますが、実態としてヒアリングなどを聞くと効いているという評価もなされているかと思います。今回、大幅に条件を緩和し、思いきった雇用調整助成金が投入されたことによって雇用は維持され、予想されたよりも失業率は上昇しないで済んだとの評価もある。今後また分析しないといけない点だとは思いますが。

【深尾】 ほかによろしいでしょうか。では、予定の時間をだいぶ過ぎてしまいましたので、これで終わらせて頂きます。本日はどうもありがとうございました。