

Contents

\*\*\*\*\*

特集：デフレ対策の不思議	1p
< 今週の”The Economist”から >	
"The sadness of Japan" 「日本の悲しみ」	7p
< From the Editor > 「重役心得箇条」	8p

\*\*\*\*\*

特集：デフレ対策の不思議

今週はブッシュ大統領が訪日し、小泉首相との親密な関係をアピールしました。ところが日本を離れると同時に株価は下落。その理由は「デフレ対策への強烈なプレッシャーがなかったから」とのこと。この後に及んで外圧に期待するというのも情けない話ですが、マーケットの認識とはそのようなものなのでしょう。

それにしても解せないのは、政府が27日に取りまとめるといっている「デフレ対応策」。正直なところ筆者にはないものねだりとしか思えません。少なくとも、画期的な新アイデアが飛び出すような可能性はゼロでしょう。

今週はあらためて、経済政策をめぐる迷走ぶりを検証してみます。

ブッシュ訪日の狙い

2月18日、ブッシュ大統領とのワーキングランチに出席した竹中経済担当相は、国会内でマスコミに対し、「経済の話題は全く出なかった」と述べたという。おそらくはキツネにつままれたような思いだったのではないだろうか。

事前の予想では、ブッシュ大統領は日本の経済再生に対し「ネジを巻きに」来るという見方がもっぱらだった。なかには、「構造改革より景気回復を優先せよと、政策転換を要請する」などという噂もあった。「日本に対して外圧をかけない」というブッシュ政権の方針は、すでにいろんな形で伝わっているはずなのに、マーケットはあいも変わらず外圧に期待をかけている。実際、日経平均は2月6日～2月18日まで672円上げた。日米首脳会談の現実を見て、この期待は剥落した。

本誌では、日米首脳会談を「一種の"Polite Pressure" をかける『小泉さん、がんばって』訪日」（1月25日号）、「案外と安全保障問題が前面に出てくる可能性」（2月8日号）と指摘したが、終わってみたらその通りだったと思う。ブッシュ大統領の訪日の真意がどのあたりにあったかは、訪日の随行団を見れば一目瞭然である。

## 日米首脳会談の出席者

### 【首脳会談】

（日本）小泉純一郎首相、高野紀元外務審議官

（米国）ブッシュ大統領、ライス大統領補佐官（国家安全保障担当）

### 【拡大首脳会談】

（日本）小泉首相、川口順子外相、福田康夫官房長官、安倍晋三官房副長官、加藤良三駐米大使、高野外務審議官、大島正太郎外務審議官、藤崎一郎外務省北米局長

（米国）ブッシュ大統領、パウエル国務長官、カード大統領首席補佐官、ライス補佐官、ヒューズ大統領顧問、ベーカー駐日大使、ケリー国務次官補（東アジア・太平洋担当）、グリーン国家安全保障会議（NSC）日本部長

### 【ワーキングランチ】

（日本）小泉首相、川口外相、塩川正十郎財務相、平沼赳夫経済産業相、尾身幸次沖縄北方・科学技術担当相、柳沢伯夫金融担当相、福田官房長官、竹中平蔵経済財政担当相、中谷元・防衛庁長官、安倍官房副長官、加藤駐米大使、高野外務審議官、大島外務審議官、藤崎北米局長、岡本行夫内閣官房参与

（米国）ブッシュ大統領、ベーカー駐日大使、パウエル国務長官、カード首席補佐官、ライス補佐官、ヒューズ顧問、フライシャー報道官、ケリー国務次官補、ロドマン国防次官補、クラウドNSC特別補佐官、モリアティNSC特別補佐官、グリーンNSC日本部長、クリステンソン駐日公使

米国側には経済スタッフが一人もいない。過去にしょっちゅう日本に来ていた、経済担当のリンゼー補佐官も今回は同行していない。財務省の関係者もゼロ。訪日団を仕切っているのはNSCであり、その親玉のライス補佐官である。日本、韓国、中国を歴訪する主眼が経済よりも安全保障問題にあったことは疑いのないところである。もちろん、「悪の枢軸」北朝鮮ににらみを利かせる目的もあったはずだ。

もう一つ付け加えるならば、昨年秋の訪日の予定がテロ事件で延期されており、ブッシュ政権はなるべく早い時機に訪日を済ませておきたかった。こういう信義上の問題を重視するのは、「体育会系」のカルチャーを有するブッシュ・チームの特色だと思う。

## ブッシュ政権の対日観は不動

もう少し敷衍しておく、1月29日の一般教書演説の中でブッシュ大統領は「経済安全保障」という概念を打ち出している。すなわち、「米国民が働くとき、米国は繁栄する。私の経済安全保障計画をひとこと言えば『雇用』だ」と述べ、雇用を生み出すための教育、エネルギー、貿易、税制、福祉、医療、年金などを目指していくと訴えた。

個々のテーマは新しいものではなく、従来からのブッシュ政権の主張を「経済安全保障」という枠組みでくり直したに過ぎない。おそらく議会民主党との党派的な対立が深まっている中で、安全保障を錦の御旗にして議会の協力を得ようという思惑であろう。

とはいえ、こうしたアイデアは政権発足時からあった。国家安全保障担当のライス補佐官は、「グローバル化時代の経済問題は、安全保障政策の一環」がかねてからの持論である。実際、通貨危機やハイテク犯罪などの今日的な問題は、ホワイトハウス内のNSC（国家安全保障会議）とNEC（国家経済会議）という縦割りの狭間にある。そのために次席大統領補佐官ポストを新設する、といった折衷案が取られていたが、シンプルに見ればライス補佐官とリンゼー補佐官の縄張り争いである。どうやら「9・11」の結果、ライスの主張が通ってリンゼーの影響力が削がれたということらしい。

話を戻して、訪日随行団の中には「パウエル/ケリー/グリーン」というアーミテージ人脈が顔を揃えている。本来であればNSCのアジア上級部長であるトーケル・パターソン氏が中心となるどころ、先月末に「一身上の理由で」辞任している。このことも含めてブッシュ政権の対日政策の変更を云々する声が消えないのだが、今回のブッシュ訪日の結果を見ても大筋は変わっていないと見ていいだろう。

2月14日に米下院で行われたジェームス・ケリー国務次官補によるスピーチを読んでも、アーミテージ・レポート以来の対アジア認識が変わっていないことを確認できる。日本はlinchpin ally（扇の要となる同盟国）であり、ブッシュ政権は小泉改革を力強く支援していく、とある。印象的なフレーズを以下の通り抜き出しておく。

- The President's first stop will be in Japan, **our linchpin Asian ally of over 50 years**, and a nation with which we share a vibrant and multifaceted relationship based on common ideals and interests.
- Unfortunately, Japan has been suffering economic woes for many years and there is danger that its important leadership role may be undermined if its economy deteriorates further.
- I expect that **President Bush will restate the United States' strong support for Prime Minister Koizumi's economic reforms**.
- Our hope and, indeed, our expectation is that such a vigorous market driven solution to Japan's economic problems will be achieved under Prime Minister Koizumi's vigorous and determined leadership in the coming two years in keeping with the Prime Minister's commitments to the Japanese people.

## デフレ対策をめぐる迷走

さて、デフレ対策が大きな問題になったのは2月12日の経済財政諮問会議あたりからである。ここで内閣府、財務省、経済産業省、日本銀行の局長級による「デフレ問題スタディーグループ」が報告書を提出した。この報告書の要旨は下記の通り。

- ・消費者物価指数では2年以上、GDPデフレーターでは90年代半ば以降、緩やかなデフレが続いている。これはわが国にとって戦後初めての経験。
- ・バブル崩壊後の長期的な景気低迷による需給ギャップの拡大がデフレの最大要因。景気低迷の背景には、資産価格の下落や不良債権・過剰債務問題、産業構造調整の遅れがある。
- ・デフレには、(1)実質金利の上昇による総需要抑制、(2)実質債務負担の高まり、(3)企業収益の下押しなどの問題がある。さらに(4)産業の構造調整の遅れ、(5)逆資産効果などを招き、結果として金融仲介システムの機能低下を長引かせ、景気低迷を長期化させる。
- ・構造改革で労働力や資金が成長分野に円滑に移動すれば、新規需要の創出を通じてデフレ解消につながる。
- ・現状は、物価下落と実体経済の縮小が加速度的、継続的に進行するデフレスパイラルとは言えない。今後2年程度の集中調整期間に、デフレスパイラルにつなげない注意が必要。
- ・デフレを防止し、経済を成長軌道に復帰させることが必要という点で政府・日銀の認識は一致している。適切かつ機動的な政策対応に万全を期す。
- ・デフレ克服には、不良債権問題の抜本的解決で経済再生の第一歩を築くことが重要。デフレスパイラルを避けるには、雇用のセーフティネットの拡充や、金融システム危機を回避するための機動的な流動性供給が必要だ。

報告書自体にはさほど真新しい内容はない。強いて言えば、関係省庁がデフレ問題について意見交換を行い、その認識が大きく違わなかったことが収穫といえる。

これが同日夜の「デフレ阻止に固い決意で取り組む」という小泉発言につながり、市場の注目が集まった。翌13日には小泉首相から、月例経済報告関係閣僚会議後にデフレ対応策について月内をめどに取りまとめるよう関係閣僚に指示があった。

しかし「デフレ対策」というのは具体的にどういうことなのか。見る者がそれぞれに都合のいい解釈をし、我田引水な主張を繰り広げているように思える。筆者の見るところ、以下の3通りの解釈があり、議論を分かり難くしているようだ。以下、順に見てみよう。

形を変えた調整インフレ政策

景気回復最優先への転換

不良債権処理の加速

### リフレーションは可能か？

「デフレ対策」と聞いて、以前から調整インフレ論を唱えていた論者の間では、「これでやっと方向転換ができる」と思った向きが多かったようだ。

たとえば自民党のデフレ対策特命委員会(相沢英之委員長)は2月18日、党本部で幹部会を開き、出席した日銀幹部に対して、一定の物価上昇率を目標として金融政策を運営する「インフレ目標」を設定するよう求めた。さらに19日の会合では、日銀に社債や株の買い入れを求めることも方針に盛り込むと意気盛んである。「官邸主導」に対する不満が相当にたまっているようだが、半年前に終わったはずの議論を蒸し返している感は否めない。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 本誌2001年8月31日号「インフレ・ターゲティング論とデフレ経済」を参照。

**金融の量的緩和が物価の上昇につながらないことは、過去の経緯が十分に示している。**日銀は昨年3月に金融調節方式を日銀当座預金残高に変更した。目標金額は5兆円とし、この金額は昨年12月に10～15兆円に増額した。また、インフレ率が安定的にゼロ%以上となるまで、現在の金融緩和の枠組みを継続するというコミットメントも行っている。取りようによっては、事実上のインフレ・ターゲットをやっているようなものである。

以下の表を見ても、量的緩和は暖簾に腕押しであり、間違ったボタンを押していると思われぬ。この上、株式や外貨建て債券、不動産まで中央銀行に買わせよう、などという実験的な手法に踏み込む価値があるのだろうか。長期国債の買い入れ増額にしても、市場の反応次第では長期金利に悪影響を及ぼすというリスクもある。

#### 量的金融指標と経済活動

	当座 預金	マネー ベース	マネー サプライ	貸出	名目 GDP	実質 GDP	消費者 物価
95-00年平均の伸び	12.3%	7.9%	3.3%	-0.4%	0.6%	1.4%	0.1%
直近の1年の伸び	200.3%	23.4%	3.4%	-3.4%	-2.0%	-0.5%	-0.9%

(出所：日本銀行)

さらに言えば、「とにかくデフレを止めましょう」という問題設定がそもそも疑わしい。デフレ問題スタディグループの報告書にあるように、デフレが景気低迷を長期化するというメカニズムはたしかに存在する。しかし、**「物価を上げれば景気が上向く」という保証はどこにもない**はずである。「成長率が上昇して、景気が過熱すると物価が上昇する」のは分かるが、「だから物価を上げましょう」という政策が成立するのかどうか。

それでも2月28日の政策委員会・金融政策決定会合では、追加的な金融緩和が打ち出されるという観測が飛び交っているのが現状だ。

#### 財政面からの刺激を？

「デフレ対策」の一言に、小泉政権が構造改革から景気回復路線にとうとう舵を切ったと受け止めた向きも少なくなかった。これで30兆円枠を棚上げして財政出動の出番、というわけだ。

かねてから小泉改革に懐疑的な麻生政調会長は、2月17日に岐阜県下呂町で講演し、「(政府は)日本銀行の金融政策に責任があると言っているが、財政と金融の両輪で臨むべきで、片方だけで対応できるレベルではない」と述べた。さらに先鋭的な自民党の中堅・若手議員で作る「未来創造議連」(松岡利勝代表)は、「必要とあれば即、2002年度補正予算を編成することも含め機動的に対応する」旨の緊急提言を首相に提出している。

しかしこれらは、「どうせ駄目だろうけれども、とりあえず言っておく」的な動きのようだ。なにしろ小泉首相は、13日の時点で「財政出動は必ずしも今の時点で好ましいものと思

わない」と述べ、デフレ克服のための新たな予算措置に否定的な考えを示している。ということは、最初から財政面の方向転換はあり得ないのである。

少し気になるのは、塩川財務大臣が19日の閣議後記者会見で、「今度の税制改正で(減税先行を)強く出してもらいたい。恒久減税と臨時の減税、増減税を含め、機動的に組み合わせてもらったらいい」と言っていること。しかし政府税調が素直に動くとは思われない。

純経済学的に言えば、デフレに対して財政面からの刺激を行うというのは、文句のつけようのない正攻法の考え方である。実際に昭和恐慌の井上デフレの際には、高橋財政のリフレーションが有効だった。しかし、現在の財政事情で大規模な補正予算を組んだりしたら、それこそ国債の暴落を招きかねない。

また、「30兆円枠」を譲ってしまったら最後、小泉改革への信認も地に落ちてしまうだろう。田中外相更迭で支持率を下げた小泉内閣としては、ここで改革の後戻りを許すことは自滅につながりかねない。財政再建へのこだわりは、ほとんど内閣の生命線となってしまった。

ゆえに本来ならばデフレ対策の王道であるはずの財政出動は、ほとんど不可能というのが現実である。

## 結局は「不良債権処理」に回帰

つまるところ、デフレ対策は不良債権処理の加速である、という常識的な線に戻らざるを得ない。しかし長期的にはともかく、不良債権処理は短期的にはそれ自体がデフレを促進する要因となる。これではデフレ対策がデフレを加速するという妙なことになってしまう。

小泉首相は2月14日、柳沢伯夫金融担当相を官邸に呼び、不良債権処理を加速するため、金融庁の銀行に対する特別検査を厳格に実施したうえで結果を公表するよう指示した。これはまさしく劇薬というべき手法である。金融庁が「XXは危ない」という情報を開示したら最後、日本経済全体に信用収縮が広がり、それこそデフレを加速してしまう。

現在のデフレ圧力をもたらしているのは、需給ギャップ、内外価格差、不良債権の3点である。このうち はかなり解消してきており、今後の円安の進行いかんではほとんど無視できる水準になるだろう。 は日本経済全体で供給力の調整が進行中である。問題は不良債権処理のスピードが遅いところにある。これが解決しないことには、金融システムは安定しないし、デフレ圧力も終わらない。

つまるところ、現在の「デフレ対策」論議は、政策的な手詰まり感から浮上してきたものといえる。この問題を解決するためには、おそらくは公的資金の再注入が欠かせない。しかし99年のような強制一括注入を行うとしたら、金融庁は世論の批判を浴びるだろうし、現状の銀行の収益力を前提とすれば、2~3年後には同じことの繰り返しになる可能性が高い。

仕方がないので、金融庁は「現時点では公的資金投入の必要はない」と言いつつ、金融機関が自分で手を挙げてくるのを待っている。しかし、これでは金融危機が起きるのを待っているようなものである。

## 問題解決への「荒技」は可能か

海外のメディアは日本経済への悲観論を募らせている。"The Economist"誌2月16日号のカバーストーリーは、日本の問題は日本人がなかなか絶望しないところにあり、いっそのことアルゼンチン型の騒乱が起きてしまえば、大胆な行動が起こせるかもしれないと論評している（下段を参照）。

たとえば山崎幹事長が提案したように、RCC（整理回収機構）が不良債権を簿価で買い上げる、といった手は打てないものだろうか。「実勢より高い簿価で買い取るのは憲法違反」（民主党の枝野幸男氏）、「市場価格よりも高く国が買うということは、一種の隠れ補助金」（柳沢金融担当相）、「モラルハザードを起こす可能性がある」（竹中経済財政担当相）と、山崎提案は袋叩きになってしまった。加えて「なぜ金融機関だけを救うのか」というお馴染みの議論もあるので、それはそれで無理のないところなのだろう。

しかしながら、もし筆者が「お前に全部任せるから、不良債権問題を解決してみる」と言われたら、これくらいしか思いつかない。金融機関が保有する不良債権を、RCCが「強制一括、簿価」で大量に買い上げる。これで銀行の経営は一気に楽になり、金融システムの不安はほとんど消えてなくなるはずだ。次にRCCは、簿価で買い入れた不良債権を時価で再評価する。この瞬間、RCCには膨大なロスが発生するが、その瞬間に不良債権は正常債権になる。生保なり外資系金融なりが、喜んで買ってくれるだろう。RCCに発生したロスは、公的資金と日銀の出資で埋める。個々の銀行に公的資金を入れるのと違って、面倒が少なく済むはずだ。

上はかなり乱暴な案だが、海外の日本への失望感は、深刻な状況に対して思い切った手が打てない優柔不断さに向けられている。デフレ対策論議の迷走は、この失望感をますます深めるのではないかと危惧せざるを得ない。

### < 今週の"The Economist"から >

"The sadness of Japan"

February 16<sup>th</sup> 2002

「日本の悲しみ」 (p.11)

Cover Story

\* 今週号の表紙は涙をたたえた能面。日本に対する海外の悲観報道には慣れてきた昨今ですが、最近は特にキツイ。ほとんど「ハードランディング待望論」になっています。

< 要約 >

世界は米国経済の成長を心待ちにしている。欧州経済に期待する人もいる。だが日本が世界のお役に立つとは誰も思っていない。優しい者は日本を不要物と考える。やや優しさを欠く者は、日本は負債だと見る。怯える者は危険物と見る。日本人はただ肩をすくめるのみだ。

日米首脳会談で米側は上品に、日本はもっと改革をと言う。日本側は奮励これ務めていると答えよう。たしかに計画もあればヤル気もある。しかし改革は行われず、問題は解決されず、新手法は前進しない。悲しいかな、これは新しいことではない。日本の命運は90年のバブル崩壊に始まった。98年9月26日号の本誌は、「絶望させる日本の能力」という特集を組んだ。ある日本の議会関係者は、いや違う、「絶望できない日本人の無能」なのだといった。まさにその通り。これだけ問題があるというのに、いまだに自民党が政権を維持している。

小泉氏は古い党の一員だが、改革を目指す一匹狼として昨年4月に登場した。驚くべき支持率を得て、おかげで自民党は昨年7月の参院選挙を勝てた。小泉のスローガンは「変えよう自民党、変えよう日本」。問題は彼の党内にあり。小泉の挑戦は妨げられている。先月、田中外相を更迭したところ、支持率も低下した。残る切り札は解散・総選挙のみ。

党の遺物たちは小泉の政策を妨害する。変化は利益団体を損なうからだ。有権者は体制に立ち向かう者を好むが、痛みを感じ始めると話は別物だ。総選挙になればはっきりしよう。党の遺物たちは小泉を泳がせ、何もさせないのがもっとも好都合だと知っている。

かつては隆盛を誇った国が緩やかに衰退するのは、悲しいこととはいえ、驚くほどのことではない。なにしろ日本の生活はそう悪くない。公共サービスやインフラは良好、人々はリッチ、家族のつながりも健在だ。日本病に単純な処方箋はなく、円安、金融緩和、財政改革、銀行の国有化、民営化、規制緩和、ゾンビ企業の淘汰のすべてを行う必要がある。そのどれもが痛みを伴う。日本がまっ逆さまに転落するのなら、物事はもっと簡単なのだが。

日本人が本気で絶望しないと物事は変わらない。2つの可能性がある。銀行の取り付け騒ぎや国債市場の暴落により、アルゼンチンのような騒乱になるか、政権交代が行われるかだ。その場合は、石原慎太郎のような国粹的な指導者に道を開くかもしれないが。

ブッシュは、日本が世界経済のお荷物になりうることを銘記すべきだ。日本が改革をサボって円安を進めるなら、近隣国との問題が起きるだろう。そして日本経済が本当に崩壊する危険さえある。今は不要に見える日本だが、負債になるかもしれないのだ。

## <From the Editor > 重職心得箇条

今さらながらなんですが、小泉首相が田中前外相に贈ったという「重職心得箇条」を読みました。江戸時代の陽明学者である佐藤一斎が、美濃岩村藩の重役たちのために著したものです。全部で17か条あります。本屋さんの店頭には、いろんなバージョンの解説本が並んでますし、原文ならネット上にもちゃんと載っています<sup>2</sup>。

第1条を見るにりのけぞりました。

---

<sup>2</sup> <http://village.infoweb.ne.jp/~fwgf2942/LectureManager/MG.Jyushoku/MG.Jyushoku.html>



重職と申すは、家国の大事を取計べき職にして、此重の字を取失い、軽々しきはあしく候。大事に油断ありては、其職を得ずと申すべく候。先づ拳動言語より重厚にいたし、威厳を養うべし。

重職というくらいなんだから軽いのは駄目、というのです。田中真紀子さんなどはこの時点でもう失格ですが、「威厳を養え」とは絶えて久しく聞かなかった種類の教えで、なんとも新鮮な響きがあります。歴史を越えて残るものには、かならずそれだけの理由があるもので、この重職心得、いちいち感心しながら読みました。

筆者がいちばん気に入った第8条をご紹介します。

重職たるもの、勤向繁多と云う口上は恥べき事なり。仮令(たとえ)世話敷とも世話敷とは云わぬが能きなり。随分手のすき、心に有余あるに非れば、大事に心付かぬもの也。重職小事を自らし、諸役に任使用する事能わざる故に、諸役自然ともたれる所ありて、重職多事になる勢あり。

重役たるもの、いやしくも「忙しい」などと言うな。たとえ本当に忙しくても、そんなことを口にしちゃいかん。偉い人が細かいことにこだわっていると、碌なことはない。

おっしゃる通り。小生、まだ偉くも重くもない身の上ですが、「忙しい」だけは口にしないように心がけたいと思います。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。  
〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.nisshoiwai.co.jp>  
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183  
E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp)