

政策フォーラム発表論文

# 日本経済復建へ向けて

---

円高に対する短期・長期的アプローチ

2011年12月

# 要約

本稿は、現在の世界経済の状況へと導いたグローバルインバランスについてアジア危機からリーマンショックまでを分析し、リバランスの流れを確認した後、それによって変化した日本を取り巻く環境を考えた上で、短期・長期の政策提言を行うことを目的とするものである。以下に概要を記す。

アジア危機から得た教訓として、変動相場制を採用し輸出主導経済下で外貨準備高を積み上げていった新興国の経常収支黒字に対し、アメリカは経常収支赤字を拡大させていった。この世界経済の構造的な問題が「グローバルインバランス」である。この構造は持続可能性が低いという見解が多数を占めていたが、遂に2008年のリーマンショックをピークにインバランスが是正に向かう流れへと変わった。アメリカは膨れ上がった財政赤字の再建とウォール街のデモに象徴されるような失業問題に同時にコミットしていくために、輸出倍増計画を掲げ、外需による復建を目指している。他方、ギリシャ危機に代表されるように、EUにも構造的な持続不可能性が指摘されており、ソブリンリスクは高まるばかりである。そんな中で、世界の資金需要が円に集中し、歴史的な円高に悩まされているのが日本である。欧米各国に対する信用不安から日本円やスイスフランなどの相対的に安全資産とされる通貨の需要が増えている。急速な円高で国内企業の収益は落ち込み、国民の所得は伸び悩み、税収も減っている。こうした負の連鎖を抱える日本が短期・長期両面から取るべき最適な政策方針とは何か。長期にわたって政策金利がゼロ近辺で推移している日本が金融緩和策をとることは物理的に難しい。為替介入も効果が非常に限定的であることから望ましくない。そこで短期的な視点として、円高をある程度容認した上で円高メリットを最大限活用するための環境整備を提言する。また長期的な視点として、財政再建のために緊縮財政を採り、法人税引き下げと消費増税を組み合わせることでより効果的な再建を目指すことを提言する。

## 目次

1. はじめに
2. **第1章 グローバルインバランスからリバランスへ**
  - 第1節 (1. 1) アジア危機とリーマンショック
  - 第2節 (1. 2) アメリカの経常収支赤字とアジア新興国の経常収支黒字
  - 第3節 (1. 3) リバランスの根拠
3. **第2章 リーマンショック後の日本を取り巻く環境**
  - 第1節 (1. 1) リスク回避トレンドによる超円高
  - 第2節 (1. 2) 国難に次ぐ国難
4. **第3章 短期：円高メリットの活用**
  - 第1節 (1. 1) 有効な円高是正策の欠如
  - 第2節 (1. 2) 具体的な円高メリットとその活用例
5. **第4章 長期：緊縮財政の効果**
  - 第1節 (1. 1) IMFによる分析
  - 第2節 (1. 2) 法人税減税と消費税増税の可能性
6. **第5章 政策提言**
7. 先行論文・参考文献・データ出典

# はじめに

---

私たちは2000年代に最も盛んに議論された、いわゆるグローバルインバランスについての研究を行う機会が以前にありました。その結果として見えてきた世界の潮流の中で日本が今どうして苦境を迎えているのか、その理由となる要因の一部が見えてきました。先行研究は、グローバルインバランスの構造的な問題を明らかにするための研究と位置づけていたため、直接的なプレーヤーではなかった日本には着目しませんでした。グローバルインバランスという問題が日本に与える影響を分析するために今回の研究を進めました。日本の東アジアにおける存在感の低下に歯止めをかけるにはどうしたらよいか。やはり、日本の国際的な地位の維持のためには、経済の活力が背景にあることが欠かせないのではないのでしょうか。しかし景気刺激策が必要と主張しても、まず現在の日本政府が採用できる有効な経済政策の選択肢は非常に限られているということを念頭に置いておかなければなりません。公的債務の対GDP比がOECD諸国の中で最悪である以上財政政策には特に制約が厳しく、財政政策主導で現在の難しい環境を打開するという事は考えにくいと言わざるを得ません。また金融政策においても「流動性の罠」に陥っている中ではさらなる景気刺激策を打ち出すことは難しいでしょう。為替に関しても、日本円が巨大で国際的な市場で取引されている以上日本が単独で取りうる介入の有効性には疑問が残ります。なぜ今の日本が円高で苦しめられているのかを理解するためには国際的な資本の移動とグローバルインバランスについての以前の研究は有益でした。その研究を通じて現在の日本の問題の背景について触れることができました。そして同時に円高などの問題の根深い性質を改めて私たちに突きつけました。そこから私たちは可能な限り現実的にして実現可能性の高い政策を考察したほうが有益であると考えました。日本の直面する様々な制約を理解した上で、短期的な影響が小さくミクロのレベルに留まるとしても、長期的には日本の未来を少しでもよくできる、そのような政策のパッケージが求められているのではないのでしょうか。

# 第1章 グローバルイン バランスからリバランス へ

---

## 1. アジア危機とリーマンショック

2008年のリーマンショック後の世界経済の長期低迷は後述するグローバルインバランスの持続不可能性を顕著に表した出来事であったと言える。

ここでは、私たちの先行研究であるグローバルインバランスについて改めて分析する。

グローバルインバランスとは、アメリカ合衆国の経常収支赤字の拡大と中国をはじめとする新興国の経常収支黒字の拡大という世界経済の構造的な問題のことである。新興国は安価で豊富な労働力を背景に、アメリカの過剰な消費に下支えされ、輸出主導型の経済成長を謳歌した。このグローバルインバランスという構造問題の始まりとされているものが1997年のアジア危機であると考えられる。以下ではアジア危機について概観する。

タイ・バーツ暴落に端を発するアジア危機の一番の原因は巨額かつ短期の資本流出にある。巨額の外国資本を引き付けていたアジア経済が一瞬にして資本の引き上げの対象となった。資本引き上げのきっかけとなった理由にドルペッグ制と金融資産が満期の短いものでファイナンスされていたという二つの特徴がある。アジア危機の被害にあったアジア諸国は1990年代に、固定相場制を採用していた。投資家はこの固定相場制の下では、為替変動によるキャピタルロスの懸念が小さいと判断したため、アジア諸国に短期の資本流入を促した。こうした環境下では、交易可能な商品やサービスの物価が相対的に安定したため、不動産などの資産への投資が促進し、投資ブームを引き起こした。結果として、実質為替レートは徐々に増価していくことになった。実質レートと名目レートとの乖離が大きくと、まず、第一に政府は外貨準備高を減らすことで対応する。しかしこれは無駄な努力に終わってしまった。政府の負担可能なサイズをはるかに超えた資本流出にあったためである。最終的に固定相場制を放棄し、為替レートの引き下げによる調整に入らなければならない。1990年代を概観し、アジア危機の原因として、まずドルペッグ制に関する問題点を三つあげる。

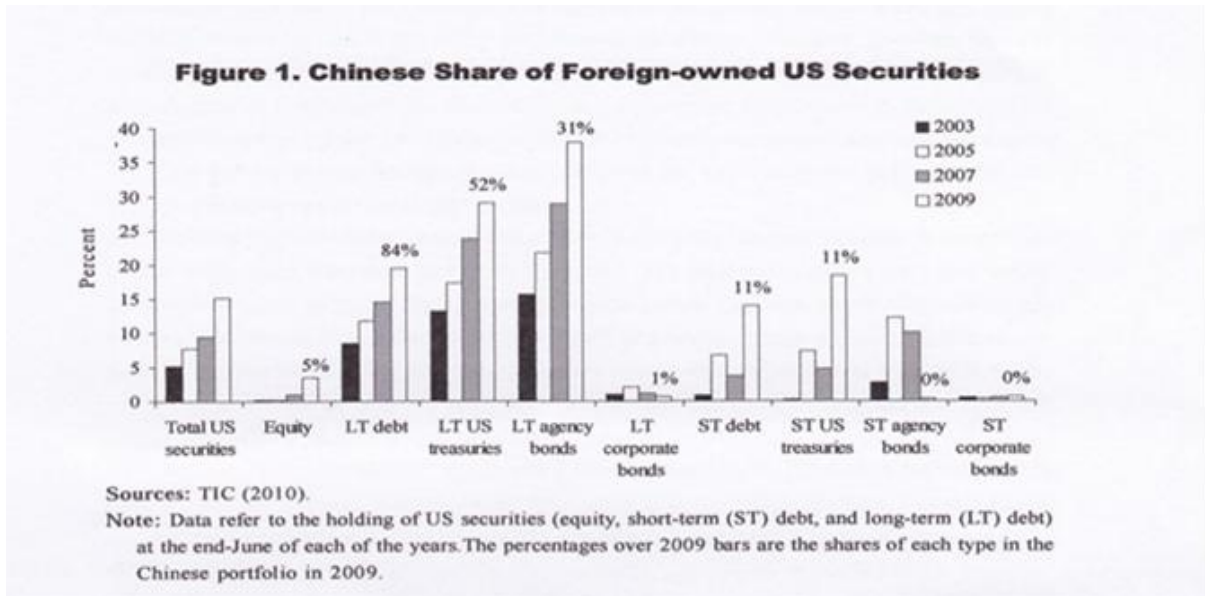
- 1、名目為替レートがペッグされていることで、投資家たちは為替リスクの影響の小ささを過度に甘んじる傾向にさせる点。

- 2、実質為替レートの増価を容認し、不動産などの資産に資本が流入し、投資ブームが過熱しやすい点。

- 3、通貨危機の際には外貨準備高を減額させることで通貨を守ると公約していた政府は、徒労に終わるとわかっていたにも関わらず、外貨準備高の調整でしか対応策を打ち出せなかった点。最終的には公約を破棄し、変動相場制を容認する他手段がなくなった。

ドルペッグ制とは別に、もう一つの側面を挙げるとすれば、借入金の多くが非常に満期の短いもので構成されていたことが挙げられる。これには流動性が非常に脆弱であるという問題があった。海外の銀行に対する短期の負債は、ある種の海外依存度と言い換えることができる。経済状況が一端悪くなると、投資家たちが資金を引き上げる可能性は増す。1997年は多くのアジア諸国が経済成長の減速を経験した年であった。Werner International (1996)によって集められたデータによると、マレーシア、インドネシア、タイの貸金レートは、1990年から1995年までは年率12%の勢いで成長していた。生産過剰がいくつかの産業分野で飽和状態を生み、輸出価格を下落させた。また中国やメキシコといった競争力を持った新たな経済圏が台頭してきたことによって、相対的にアジア諸国の投資環境の悪化が懸念され始め、海外の投資家たちは東アジア全体の将来を予測しにくくなり、1997年に一気に短期の貸出金を回収し始めたのだった。こうしてアジア危機が起きたのである。以前にも触れたとおり、1997年前後の経済危機前には多くの国がドル・ペッグ(固定相場)制を採用していた。しかし、このペッグ制が危機を深刻化させた。固定相場では自国通貨への裁量の余地に乏しく、東アジア諸国の通貨は現状と乖離して過大評価され、短期金融商品は急激な動きを見せた。危機後には多くの国で固定相場制は廃止され、新たに変動相場(フロート)制が導入された。経済成長戦略も海外直接投資主導から日本のような貯蓄蓄積を目指す方向へと移行した。(図1参照)そしてこうした経済的及び金融的要因がグローバルインバランスの拡大の背景となったと言える。

図1： 中国の米国証券保有残高



グローバルインバランスについて語る上で、アジア危機とリーマンショックの二つの危機が分岐点と評されている。前者に関しては前の段落で述べたのでここからは後者を取り上げたい。言うまでもなく、リーマンショックは世界経済に深刻な影響を及ぼした。とりわけ欧米諸国の経済成長率は危機後しばらく低迷した。これに対して東アジアの国々の成長は短期間で回復した。アジア危機以前の高い成長率を保つことに成功したのである。東アジア新興諸国は危機前と比べて先進国への経済依存度が下がっていたと言えるだろう。新興市場の高成長率と米国の低成長率から考察するとデカップリング論が浮上してくる。実際に85パーセント以上の発展途上市場が2002年から2008年の間にアメリカの成長率を上回っている。アジア新興国の世界経済全体における比重は高まっており、このトレンドは近い将来も継続することだろう。この予測に至ったいくつかの要因を紹介しよう。

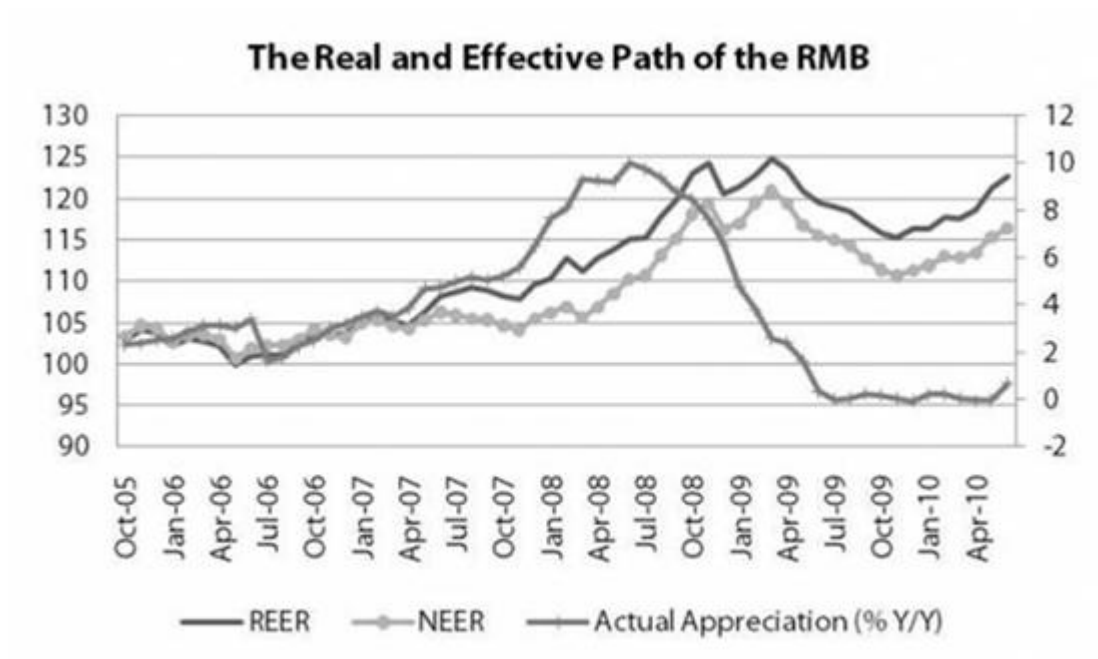
アジア諸国の多くは現在、変動相場制を採択しており、この制度は自己制約的である。変動相場制下において政府は独自の政策をとることが容易であり、経済への介入もしやすいためアジア危機のような経済危機が生じるリスクは減じる。他の要因としては新興国の収入の増加が

挙げられる。90年代と比較して一人当たり収入及び国内消費は上昇している。これらの国の多くは依然輸出主導戦略から完全に脱却できてはいないが、より持続可能な成長モデルへと移行しつつある。

ここで、新興国経済の中でもとりわけ存在感の高い中国の現状を分析したい。2005年7月から人民元のレートは通貨バスケットによる管理通貨制となった。しかし2008年にはリーマンショック後の世界同時不況の煽りでドル・ペッグ制へと後戻りした。その後2010年には人民元切り上げの圧力で管理フロート制が再始動した。図12は人民元・アメリカドル間の実質及び名目為替相場を示している。2005年7月から2011年7月にかけて人民元の名目レートは27パーセント、実質レートは32パーセント上昇している。これは人民元が約5パーセント切り上げられたことを意味するが、依然として人民元は過小評価されていると言える。長期的に内需主導経済に切り替えるには更なる切り上げから逃れられないだろう。短期的観測からも、元高は強いインフレ圧力の中でインフレを抑える機能を持つため切り上げは不可避であるという結論に至る。こうした状況下で中国の為替自由化は極めて自然な流れであり、さもなければ完全な変動相場制となる。

[https://lh5.googleusercontent.com/Gv7j0GgD9uWnG8P7HXSRdewXzB\\_E3mehL1kSBPJiVQsUueg0t3ULotWgZoCskqfpLuPZggqInuWN7wfB7q29SRmuIHiBmeToxm24D3X7uWyDi30nWDw](https://lh5.googleusercontent.com/Gv7j0GgD9uWnG8P7HXSRdewXzB_E3mehL1kSBPJiVQsUueg0t3ULotWgZoCskqfpLuPZggqInuWN7wfB7q29SRmuIHiBmeToxm24D3X7uWyDi30nWDw)

図2：人民元・米ドルレート



## 2. アメリカの経常収支赤字とアジア新興国の経常収支黒字

グローバルインバランスについての多くの先行研究はリバランシングは中期的には起こらないというスタンスである。リバランスに関してはいくつかの考え方があがるが、私たちは新興国の

輸出主導型経済により蓄えられた貯蓄が結果として米国の金融商品（米国債含む）に集中していくという構図が崩れ、資金の流れが多様化することと位置付ける。

リバランシングは中期的には起こらないという見方は長い間主流に近い位置にあった。たとえばこの立場に立つ研究として Bonnat Luigi and Farcasso Andrea (2010)が挙げられる。その議論を私たちの研究から以下に要約した形で載せる。

#### (中国側)

中国が現在持つ輸出主導型経済成長戦略は莫大なコストがかかるということから、この戦略を維持するには限界があると言われてきた。また、中国経済も近年では急成長を成し遂げているため、この戦略を維持し続けるのは困難だと指摘されている。そのため社会保障を強化し、国内貯蓄を削減することでインバランスを解消する等という提案が挙げられていた。

しかし提案は挙げられているものの、決して実現可能ではないと言われている。現在中国が持つ経済戦略の構造を変え、内需拡大をする場合、長期に及ぶ経済成長率と雇用システムに悪影響を及ぼし、中国の貿易にも支障がでると言われている。また、急な構造変化は中国の政治体制をより不安定にさせると懸念されている。体制が崩れてしまう場合、雇用環境が悪化し、労働力が減少されることによって失業率は上昇し、経済成長が低迷する恐れがある。ここ数年間中国の経済成長は急上昇しているが、中国政府自体はまだ安定化していないため、政府が経済成長戦略に飛躍的な変化が生じる政策案を考慮するとは考えにくい。さらに、内需を拡大させるということは実質賃金と給付金を上げる必要があるということになる。これはつまり労働コストの上昇という意味でもある。先程述べたように、中国政府体制はまだ安定化していないため、実質賃金及び給付金の上昇は実現されないと考えられる。

#### (アメリカ側)

アメリカは中国同様に、国内需要を集中するよりも、輸出を強化する等という政策提案を考えている。アメリカの財政赤字がこれ以上深刻化する場合、世界での立ち位置や世界情勢が弱まり、また負債を抱え過ぎるとアメリカ自身の国内総生産にも悪影響を及ぼす。

こういった深刻な状況にも関わらず、アメリカは是正手段を取らないと言われている。財政赤字を削減するには支出を減らすだけではなく、税制を課す必要がある。そうすると国内消費は激減する恐れがある。そもそも税制を課すことは当然ながら国民の間では不評になるため、課税による財政赤字削減案が実行されることに期待を持つことはできない。また、輸出ばかりを強化してしまい、内需を縮小してしまうと貿易財以外のセクターに悪影響を与える。現段階のデータによると、交易可能な貿易財を生み出しているセクターに所属する就業者は全体の雇用者の 20%にも及ばない。従って多くの労働者は貿易財以外のセクターに勤めているということになる。貿易財のセクターに属する労働者数が少ないということになると、輸出及び貿易の強化は効果的ではないと思われる。

このような米国経済成長モデルが消費とサービス分野主導からシフトすることは考えにくいという考えには私たちは賛同する。分野別で見ると米国の雇用は貿易、サービス、公務員でそれぞれ全体の 15%、46%、16%を占めていて、製造業に携わる労働者は 10%に過ぎない。それは 1990 年の 16%から顕著な下落を示している。米国がバランスのとれた貿易財生産セクターを維持できたかもしれない時はすでに過ぎ去っていて、最もオーソドックスなリバランシングの経路、すなわち世界に対する米国の大幅な輸出増と、「過剰消費」と呼ばれたトレンドの抑圧は現実的ではない。アジアの新興国では急成長が続いていて、これらの地域への米国の輸出は伸びるかもしれないが、インバランスを根本的に是正できるほどにはならないだろう。



また中国の輸出主導の成長戦略に対する見方の方に私たちは異議がある。著者はいままで目覚ましい結果を残してきた現在の戦略を中国は継続し続けるだろうとしている。早急にそれを変えようとするのはリスクが大きく、中国にメリットが少ないとしている見解は無難だと言える。私たちも輸出主導の戦略を放棄することは選択肢にないとしている。しかし中国当局が同じ輸出戦略をこれからも長期に渡って継続したいと考えていても、市場の力により、軌道修正をさせられる可能性を私たちは指摘する。実質的に輸出戦略の中心的柱の一つは実質的な人民元のドルペッグであるが、その政策の維持可能性と継続が望ましいかどうかは再検討すべき点である。

ここで問題になるのは為替の名目レートではなく実質為替レートである。もしアメリカの商品の価格が一定であるなら、中国の実体経済の調整を反映した実質為替レートの変化は、名目為替レートの調整か、一般的な物価の上昇に表れる。実質為替レートの変化自体は国の政策担当者によってコントロールできない。調整が必要な時に名目為替レートが固定されていると、一般物価のインフレに必然的になってしまう。それを避けるには名目為替レートの上昇を許容するしかない。インフレと名目為替レートの上昇のトレードオフ関係の中で政策を運営しなければならないなか、今、中国はインフレの問題に直面している。それは現在のレートの実質ドルペッグ政策の維持が最も望ましいかどうか疑問を持つ理由になりうる。変動制への移行は輸出産業を中心とした中国経済に大きな打撃を与えるという理由で中国当局も反対しているが、(Eichengreen 2007) は70年代の日本の経験から、マイナスの影響は最小限に留めることができるとしている。

中国の為替の例は私達の考えるリバランシング像を説明するためのものである。私達にとってリバランシングとは各国政府の大胆な政策変更が先になければ起こりえないことではない。むしろ政策当局が限定的な影響しかもたない市場の圧力が主導となって世界をリバランシングへと向かわせていくと考える。その中で政策当局は市場の圧力によって政策の変更と調整を迫られていくと私たちはみている。また市場の動きは背景にある先進国、新興国それぞれの人口学的な変化も多分に反映するところもあるとみている。

### 3. リバランスの根拠

つまり以前のグローバルインバランスに関する研究は従来のこの問題に対する見方から離れている結論に至った。以前の研究の発展系として本稿を位置づけ、現在の世界的な変化をより詳しく捉えた新しい議論を展開していきたい。

過剰貯蓄と投資不足はグローバルインバランスを起こした要因の一部である。これらの現象は金融危機が起こるまで過去数十年に渡って起きて来たものである。しかしながら、金融危機を境に少しずつその傾向に変化が見られるようになってきた。その変化とは金融危機によって起きたものもあれば世界経済の構造の変化によって起きたものもあり、様々な要因が影響しているように思われる。それらの変化によって生まれた新たな傾向を一つずつ見ていくことで起こり始めているリバランスの全体像を明らかにしていこうと思う。

一つ目の傾向は先進国と新興国の両方の市場に眠っている延期された投資活動の存在である。金融危機は世界経済に様々な影響をもたらした。投資活動への影響もその一つである。金融危

機によって企業は新たな資本投資に対して慎重にならざるをえなかった。つまりは世界中に延期された投資活動が眠っているのである。よって金融危機からのリカバリーが始まるのと同時にこれらの延期されていた投資活動が再開されることが予想され、先進国と新興国の両方において投資が現在よりも増えることが考えられるのである。もっともこれは短期的な視点での話であり長年続いている投資不足を解消するものとしては不十分なものである。延期された投資活動だけでは投資不足を解消する新たな傾向というには弱いものの、以上の短期的な投資の回復に加えて世界全体の投資において新興国の比重が増大していることを加味すると現在の傾向が投資不足を解消へと導く可能性があるものであると言える。テイラー(2001)によると、「世界全体での投資額(ドル)のうち新興国が占める割合は1980年の25%から2009年には43%まで上昇した。また同時に世界における新興国のGDPの割合は(ドル)24%から31%へと上昇した。」以上のことからたとえ延期されていた投資活動の再開という短期的な現象が終わったとしても、新興国が成長し続けていくことで投資不足は徐々に解消していくものであると考えられる。さらに新興国の成長によって新興国における投資の需要が増大していくことも考えられ、インバランス拡大の原因の一因となっていたアメリカ国債への資金の流入が多少なりとも分散されるはずである。分散することでインバランスが起きていた時代の低金利に支えられたアメリカの大量消費は難しくなり、インバランス是正の一助となると考えられる。

二つ目の傾向は新興国の外貨準備高における変化である。近年の高いレベルでの外貨準備高は新興国経済における共通した特徴の一つであった。1997年のアジア通貨危機を経験または見たことで新興国は外貨準備の重要性を改めて強く感じたのである。その教訓から新興国は外貨準備高を増やす戦略を採っていったのである。その後増やし始め、近年の経常黒字が外貨準備を増やす上で追い風となったこともあり結果として驚くべき量まで外貨準備を増やすことに成功したのである。この一連の行動の目的は外貨準備を増やすことで次に起こるかもしれない金融危機に備えようとするものであった。そして実際に金融危機は2008年に起こったのである。もっとも今回は1997年のものとは少し違った。先進国が危機以前のレベルまで回復できていない中、基本的に新興国の回復速度の方が速く、新興国がもう以前のように先進国の市場に頼りっきりにないことを示している。つまり新興国は次の経済発展の段階に入ったと言える。そしてそれを可能にしたものの一つが増やした外貨準備である。今回の危機では以前のようにただ単に先進国の反応を待ち待機しているだけではなかった。頼りになる資金を持っていたことで自国の危機からの脱出方法を自らの手で行う事が出来たのである。彼らの採った外貨準備を増やすという戦略は正解であったことが金融危機によって証明された。正解であるならばさらに積み立てていけばいいようにも思えるがその必要性はもうないように思える。これまで新興国は非常に速いペースで外貨準備の積み立てを行ってきた。しかし金融危機によって新興国の経済の立ち直りが早いことからすでに蓄えは十分であることが証明され、今後は以前のようなペースで外貨準備を積み立てる必要はなく新興国の外貨準備が減るか少なくとも積み立てのペースは遅くなると考えられる。それはつまりアメリカへ流入する資金が減少することを示唆しておりインバランスが是正されていく手助けとなるのである。

三つ目の傾向は先進国と新興国の民間貯蓄についてである。ここ数十年間は世界的な過剰貯蓄であった。その原因は様々である。新興国にとっては自国経済の弱さと十分に整備されていない社会保障制度が過剰貯蓄の一因となっていた。国には任せきれないという思いから余分なお金があった時に人々が消費するよりも貯蓄していったことは容易に想像が出来る。しかしながら、新興国の経済は以前ほど脆弱なものではなく、社会保障制度も徐々に改善されていくであろう。成長していく国で人々は裕福になっていき貯蓄よりも消費の割合が増えていくと考え

られる。よって新興国における民間貯蓄は下がってくると予想される。一方先進国では高齢化社会によって民間貯蓄は横ばいか減少すると思われる。高齢化社会により増加する高齢者は貯蓄を切り崩して生活していくはずである。さらに現在の低金利は人々に明日消費するよりも今日消費することを選択させるであろう。いずれにしても現在よりも貯蓄率が上昇するとは考えにくい。以上のことから世界中で貯蓄率は減少し、インバランスを引き起こした大きな原因の一つである過剰貯蓄はおさまっていくはずだ。以上のような考察の結果、リバランスはすでに始まっているという現状を把握した。

# 8. 第2章 リーマンショック後の日本を取り巻く環境

## 1. リスク回避トレンドによる超円高

では、こうしたリバランスが進行しつつある経済の中、投資を含めた資本移動はどのようなトレンドを擁していくと考えられるのだろうか。

IMF により作成された “World financial stability report(2011)” では、昨今の金融資産市場の動きが分析されている。ここでは世界的に長期的な資産配分には三つのトレンドがあると述べられている。まずは資産ポートフォリオのグローバル化、二つ目に年金基金及び保険会社の資産の世界全体の中で占める割合が投資運用専門の会社に比べて低下していること、そしてソブリンウェルスファンド(SWF)や国の外貨準備高の運用などをする機関の存在感の高まりである。そこで、こうした背景を元にして何が民間機関投資家の長期的な資産配分を左右する要因となっているのか、また、世界的な危機(リーマンショック)後に民間または公共的機関投資家の投資戦略はどのような変化を辿ったか、について分析していく。一つ目の資産配分を左右する要因に関して、著者たちは民間機関投資家の長期的な資産配分は各国の金利差金利よりも特に新興国の場合は実体経済の将来のパフォーマンスの予測によって左右されるであろうと主張している。つまり、各国の金利差がより影響をもつのは短期の投資やトレードの世界においてであり、長期的投資の判断にはより影響が少ないという主張である。また、当然投資家のその時期におけるリスク許容度も資産配分の決定に寄与する。続いて二点目の民間および公的木股間投資家の投資戦略の変化について考察したい。現在、先進国を中心に低金利状態が続いているが、機関投資家の多くはよりリスクをとる方向へは依然シフトしていない。むしろ資産の流動性やソブリンリスクに対する意識の高まりで、安全志向が高まっているとすらいえる。とは言うものの、多くの機関投資家は一定のリターンを得ることを確約しており、それが今後より高いリターンを求めてのリスク資産へのシフトを後押しする可能性がある(年金基金などの多くは将来の支払いの継続ために必要となる資産を現時点で保有できていないケースが多い)。こうしたトレンドの中での市場の課題としては、以下の二点が懸念されている。まず、市場の安定化の崩壊、そして新興国からの急激な資本流出である。リスク意識の高まりと共に民間機関投資家はより安全で流動性の高い資本へとシフトしていることについては先ほど触れたが、このために長期にわたって民間投資家が果たしてきた市場の安定化の機能が損なわれる恐れがある。投資家のリスク認識の高まりと欧州の保険会社に対するソルベンシーII といった規制の影響により、民間機関投資がこれまで果たしてきた長期のリスク資産の保有という伝統的な役割、市場の下落局面でも流動性の低い資産を保有し続けるといった「懐の深さ」が一部損なわれる可能性が潜在的にはある。また、金融危機以降、新興国市場への投資が加速しているが、新興国の経済発展の見通しや世界的なリスク要因などが変化すれば新興国の債権・株式ファンドからの急激な資本流出が起こりうると言える。講じるべき対策としては、公的機関投資家が長期投

資リスクの一端を担っていくこと、新興国は安定した経済成長の維持に向けて金融システムの強化に向けた政策を遂行すること、全体のリスク把握を行うべく民間の投資機関のデータのさらなる透明性の向上などが挙げられている。

以上のような分析から、リスク回避の流れは中期的に変わらないと言える。さらに金融危機がギリシャへと飛び火したことで、EU の構造的な問題が顕在化し、欧州信用問題へと繋がっている現状では、ドルやユーロよりも比較的安定とされる日本円やスイスフランなどへの資金流入が加速している。IMF のレポートが論じている通り、安全資産への需要がますます増えていることをこうした事実が証明していると言える。また世界的な好況時に海外への投資に回った日本の資本が、世界経済の先行きがより不透明になると同時に日本に戻ってきているということも円高を加速させる一つの要因として無視できない。世界的なリスクからの逃避が結果として日本をさらに苦しめていくという懸念は無視できない。

## 2. 国難に次ぐ国難

超円高と莫大な国債残高を抱え、一刻も早くデフレから脱却すべきとの議論がなされて久しい。日本は新興アジア諸国とは対照的に一人当たりの収入及び国内消費は90年代から停滞している。リーマンショックで受けた傷からいまだに回復しきれていない中、東日本大震災に見舞われ、サプライチェーンの寸断、生産活動の遅れ、急速な円高、産業の空洞化など様々な問題に直面した。私たちはこのまま新興アジア諸国が急成長していく中、アジアの中での日本の存在感が低下していくのではないかと懸念している。いやすでに何年にも渡って低下していると言わざるを得ないのではないだろうか。80年代までは日本はアジア圏内では経済的には圧倒的なリーダーであり、他のアジアの国々の目指すべき規範として広く認識されていた。日本企業もアメリカで積極的にM&Aや施設の買収を行い脚光を浴びると同時に競争相手を恐れさせた。日本式の経営を欧米のビジネスマンが学び、模倣しようとしてすらいったという今では考えられないような現象すら起こっていた。しかしアジア危機前後から、その地位は次第に脅かされていった。かつてない速さで、アジアの人々が富裕になっていった間、日本は「失われた20年」とも言われる長期停滞に陥っていたのだ。非正規雇用が拡大し多くの若者は経済的に明るい将来像を描けなくなってしまっているということが問題視されるようになってからすでにどれだけの時間が経過しているのだろうか。多くの日本人とくに若い世代がすでに自分の国に誇りを持ってなくなっている。自国のイメージ調査ではOECDの中で最下位だということも厳しい事実である。Japanizationという言葉が経済の長期にわたる低迷の同意語として権威あるEconomist誌の表紙でも使われる言葉となってしまったことは衝撃的である。現在欧米では彼らの国も日本のような道を辿ってしまうのかどうかについて活発な議論が行われている。日本の進んできた道は避けるべきみち、つまり日本は失敗したケースとしてしか取り上げられなくなってしまっている。これからの未来に希望を持とうにも、いまだに解決の糸口すら見つけていないと言わざるを得ないような難題を日本は多く抱えている。1968年から続いた世界GDP二位の座も中国に奪われたことは、日本の低迷をさらに世界に知らしめる一つの象徴的な出来事となった。そのような国が対外的な影響力を維持し続けていけるはずもない。外交的にもこのままでは、日本は周辺の国々に取り残され、国際社会における日本の発言権が弱まってしまうという恐れはすでに現実のものになりつつある。自衛隊の海外派遣の活発化など、政府も国際的存在感の維持に手を打とうとしているとも言えるが、その程度のことでは日本の存在感の低下に歯止めがかかるとは思えない。国の外交力、存在感を根底で支えることができるのはその国の企業、ひいては経済全体の活力だろう。円高で近年の日本の成長をけん引してきた企業が苦境に陥っていることは誰しもが知っている。このトレンドを変えるにはどうしたらいいのだろうか和私たちは考える必要性に迫られている。新興アジア諸国とともに、持続可能な高成長を再び実現するためには日本政府が積極的に行動する必要がある。しかしそのためには何をすればいいのだろうか。

# 第3章 短期：円高メリットの活用

---

## 1. 有効な円高是正策の欠如

前章で述べてきたとおり、現在の日本は超円高と財政難の二重苦にあえいでいる状況である。本章では、円高の原因を考えた上で日本が取るべき方針として短期的な視野に立った場合、円高はある程度容認し、円高メリットの有効活用を軸に行動することが望ましいと考える。現在の1ドル70円台という歴史的な円高の背景にあるものは、世界的な信用不安による資本の安全資産への傾倒にあることは既に見てきたとおりである。これには、海外の投資家が日本円を需要しているという側面のみならず、日本国内の投資家自身も外国通貨建て資産を手放しているという内外両面からの力学が働いている。これ以上の円高を阻止するために政府が取りうる手段としては大きく分けて金融緩和か直接的な為替介入の二択しかない。日本の政策金利は長期に渡ってゼロ近辺に張り付いていて、これ以上の金融緩和は物理的に不可能である。一方で為替介入はどうだろうか。震災直後のG7による協調介入は、国際世論の同情を買いやすかったということもあり、一定の成功をおさめたと言える。震災から時間も経ち、国際世論の関心はもはや日本にはなく、ギリシャやイタリアの混乱の中でその存続可能性まで危ぶまれているEUへと集まっている。そのため二度目の協調介入の可能性は低い。こうした中で、期待できる効果の非常に限定的な政府日銀による単独介入を展開し対処する意義があるかどうかは疑問である。そもそも政府・中央銀行主導の単独介入に対して懐疑的な意見は多い。例えば、カナダ中央銀行のカーニー総裁も述べている通り、為替市場への単独介入が効果を生むことはまれであり、他国との協調介入を目指すべきとの認識を示している。またスイスの単独介入は1ユーロ/1.25フランのレートを維持する効果を発揮しているが、これは日本とスイスの市場規模を考慮したうえで考察すべきである。スイスのGDPは5224億ドルであり、日本のGDP4兆3100億ドルのおよそ8分の1である。こうした市場規模の差から介入の効果は変わってくるだろう。このため、日本の為替市場に対する単独介入の効果は見込めないと言える。更に付け加えれば、他国の承認を得ず、為替市場に単独介入することは外交政策上も好ましくないだろう。現在のようにグローバル化した経済下では各国政府のビジョンの共有と協調が最優先されるべきと言える。日本政府は安易な為替介入に頼るよりも、世界規模の多様な影響によって形成されている円高は容認する姿勢を見せ、世界経済の段階的な立て直しに合わせて他国との協調介入を目指すべきと考える。そのため、現状の円高をむしろチャンスと捉え、長期的な視野で国益となるような政策を敷くべきである。

## 2. 具体的な円高メリットとその活用法

以下では、考えうる円高メリットとその活用法について見ていきたい。周知のとおり日本はあらゆる分野で高度な技術を保有している。こうした技術力を武器にグローバルに事業を展開していくべきである。そこで、海外進出を試みる企業に対しての支援を拡充する必要がある。新たに事業を開始する企業は事業基盤が脆く資金調達が困難なことから進出が阻まれているという例も少なくない。そこで、新規事業設立者に対して国庫が無担保・無保証人での融資を行うことで積極的に海外進出を促すことが可能となる。また、自社開発の独自製品を新たに市場を拡大し海外での展開を試みる企業に対しては低利融資を行い、進出の足掛かりを提供すること

が出来る。日本企業の海外展開に加えて海外企業の買収も積極的に実施したい。具体的には産業革新機構への出資・政府保証を増加・拡大させ、そこから SPC(特定目的事業体)に出資し実際に海外企業の買収を行うという流れになる。M&A に加えて現在推し進めるべきは資源確保であろう。アメリカ及び欧州各国の経済不安により、従来は不採算であった大型案件が複数売りに出されているため、石油、ガス・レアアース等への資源獲得へ向けて出資を拡大し、資源権益の確保に向けて取り組んでいくべきである。国際協力銀行(JBIC)への融資および石油天然ガス・金属鉱物資源機構(JOGMEC)への出資の拡充を実施し、官民の協力のもと基盤づくりを行っていく。このように、視点を変えて円高を強みとして生かすための策は様々なものが考えられる。こうした路線に現在日本政府はすでに動き出しているが、政策実行スピードとこれらの政策への明確にして持続的なコミットメントを表明することは、円高メリット活用の目的を達成するためには必須である。

更に中長期的な視点で円高メリットを考えると、一度は頓挫した、円国際化を考えることも有効であると考えられる。従来は日本の金融セクターの規模の小ささが懸念されていたが、東京証券取引所と大阪証券取引所の合併案が実現される見通しであることからこの問題は十分解決可能であると考えられる。主な円国際化のメリットは以下に示す通りである。

日本はよく知られる通り、債務残高が対 GDP 比 204%にも上り早急な財政再建案を必要としている。さらに日本国内の資金供給余力はせいぜい 200 兆円程度であり、もはや国内だけで国債をファイナンスすることは苦しい。近い将来破綻するリスクはかなり高いと言える。そこで外債発行を提案する。従来のように内債で財政をやりくりするのではなく、海外投資家に日本国債を買ってもらおうという発想である。円建ての日本国債は海外投資家からすると、金利の低さも相まって、為替リスクが大きいとされる。そこで日本が保有する外貨準備を担保として、円建て債券を発行することを提案する。この利点は大きく分けて 2 つある。まず、外債発行によって海外投資家からの監視の目にさらされることで、モラルハザードの防止に繋がる点。次に、外債として日本国債という金融商品が流通することで、円が貿易や金融取引に用いられる可能性が増し、円の国際化へと繋がる点。

円建てで国債などの金融商品を海外に流通させることで、グローバルな規模で円の決済が増え、円の国際化が進む。これはつまり日本が対外債務を負うということである。今のアメリカがこのポジションにあると言える。対外債務を一挙に負えるほどの信用のあるドルを背景に覇権国として君臨しているのがアメリカである。国債が海外の投資家に保有されることで、財政規律はこれまで以上に厳しい目に晒される。円が国際的に取引されると、投資家の資産ポートフォリオのうちの安全資産として円が一定の割合で保有される可能性も高くなる。すると円の流通量が増え、流動性が増し、収益性も増す。経済は活性化し、成長と税収の安定により財政状態好転、金利も上昇するというシナリオも描けるだろう。

# 第4章 長期：緊縮財政の効果

---

## 1. IMF による分析

短期的にどのような成長のための戦略を採用するにせよ、すでに緊縮財政の必要性については一定のコンセンサスが形成されつつあるといえる。日本の公的債務の対 GDP 比を考えれば当然のことだとも考えられるがこのような議論は日本国内だけで行われているのではないことは周知の事実である。今緊縮財政の必要性についての議論がもっとも盛んに行われているのは欧米各国である。先進国で緊縮財政を行うメリットとに関して IMF の論文を中心にみていくことにする。まず将来起こりうる更なる危機の際に財政支出など対応する柔軟性を確保するためである。またより強固で持続可能な経済成長の基盤を作うメリットがある。Kevin Clinton, Michael Kumhof, Douglas Laxton and Susanna Mursula, “*Budget Consolidation: Short-Term Pain and Long-Term Gain* (2010)” によれば、財政再建のための緊縮財政には短期的な痛みと長期的なプラス要素のトレードオフ関係があるという。痛みは短期的な政府支出減少と増税によるマイナスの乗数効果によるものである。成長にプラスの要素は実質金利の低下と税制の変更による税による歪みの減少である。緊縮財政を行う際 Clinton らは消費税増税によって行うことを主張する。さらに将来的には資本と労働に対する税を減らすことも視野に入れることを勧める。消費需要は税に対する弾力性が低いために安定した収入を期待できるという点は、消費税造成推進の理由の一つである。また、資本や労働に対する税は市場により多くの歪みと非効率をもたらすことからそれらの減税を説いている。Clinton らによれば緊縮財政パッケージがうまく構成され、長期的な投資と労働提供にとって好影響をもたらすインセンティブが生じれば、緊縮財政の痛みはそのパッケージが市場の信用を得ることができるまでの期間に限定できるとしている。中長期的な視野を持った財政のフレームワークの影響は政策実行による直接的なマイナスの影響を上回ることができるはずである。

以下のグラフでは税負担のシフト（労働、資本から消費へ）を伴った緊縮財政の中長期的メリットの予測描かれている。ここでは通常の緊縮財政を行うだけのシナリオと比べてあらゆる指標が好転することが明確に表れている。

図3： 長期的利益



Figure 4. Long-Run Gains: Output and Inflation

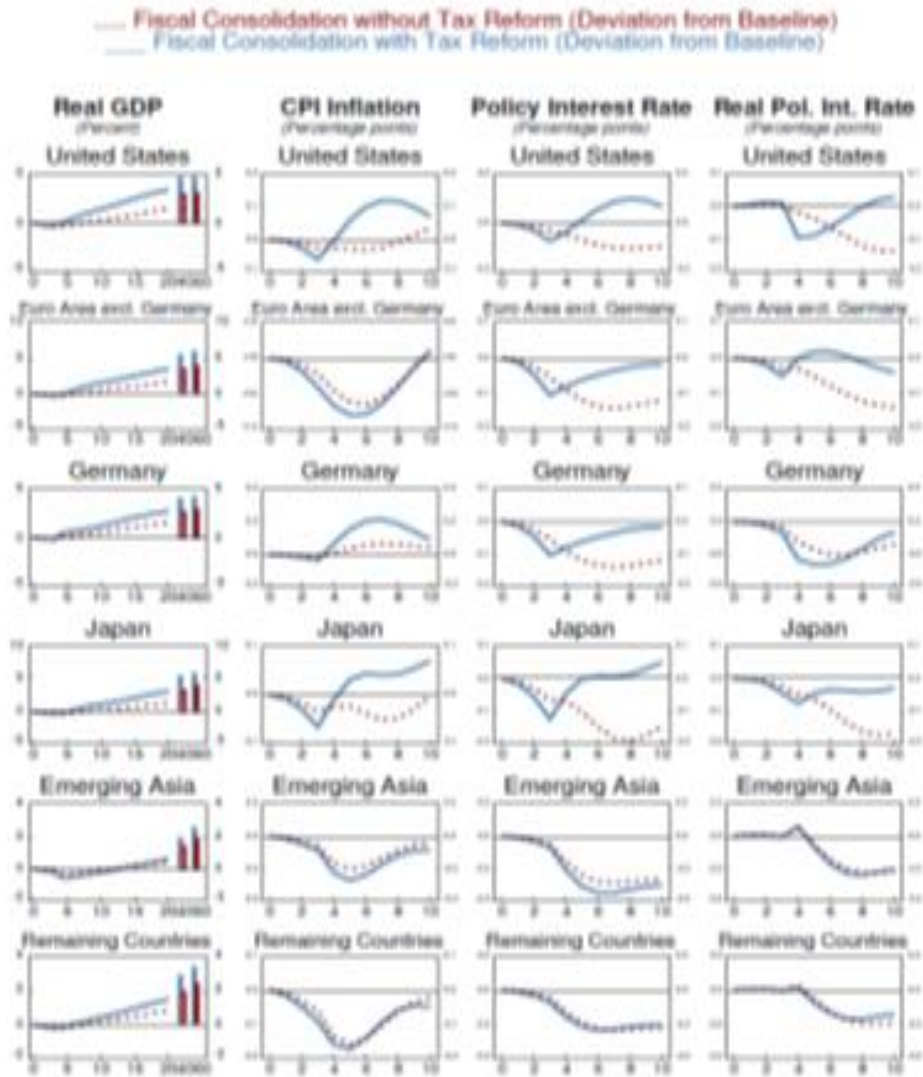
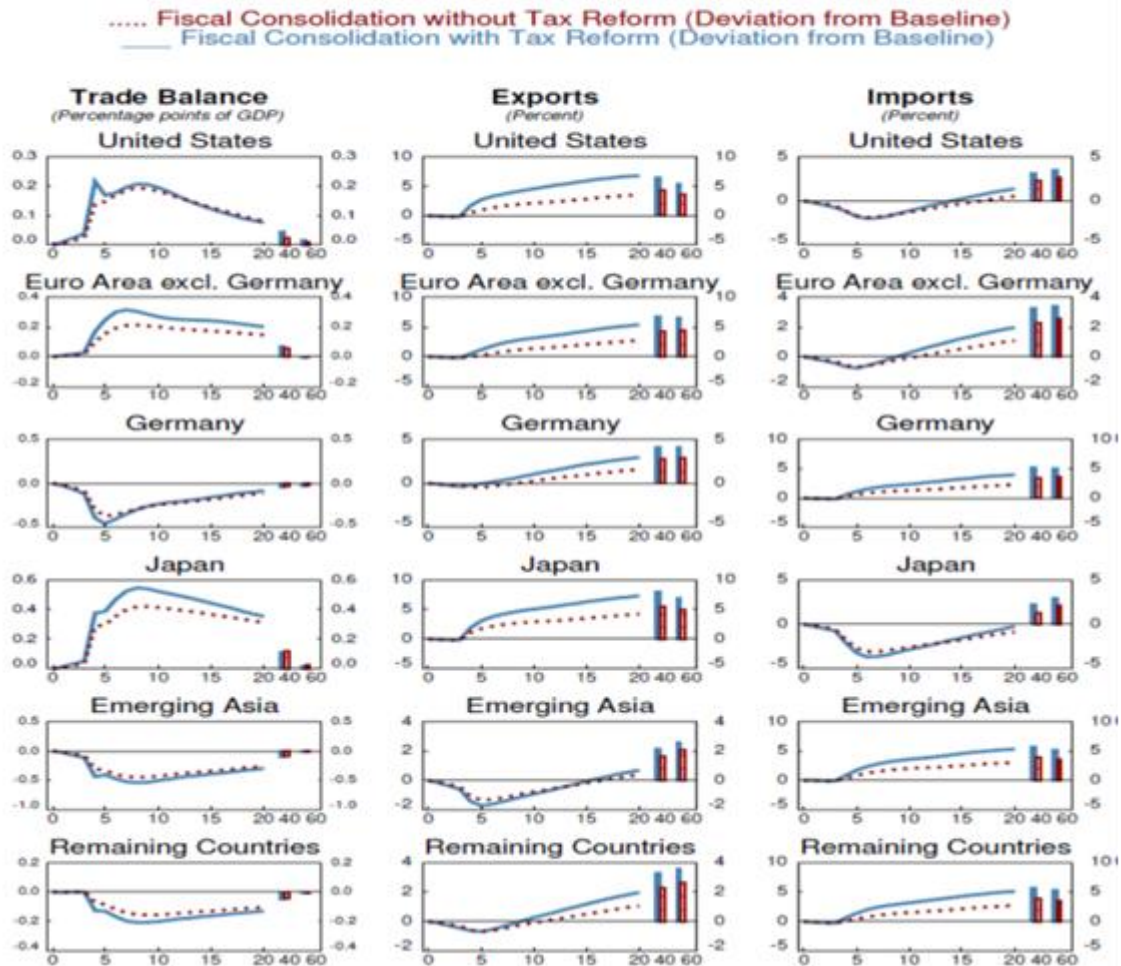


図4：長期的利益 海外貿易

Figure 6. Long-Run Gains: Foreign Trade



ユーロ圏、日本を含めた多くの先進国で、現在財政再建の必要性が唱えられ、またこれから実施されていくことが計画されている。こうした緊縮財政が各国の経常収支に与える影響を過去30年のデータから推測した以下のグラフを下に分析する。(IMF)

結論から述べると、財政再建は各国の経常収支に長期的かつ多大な影響を与えると言える。仮に財政赤字をGDP比で1%規模の削減をすると、2年以内に経常収支が同0.5%程改善し、かつ効果は中期的に持続することが見込まれる。経常収支は、内需の減少による輸入品の減少によるものだけではない。緊縮財政による景気の落ち込みに対して金融緩和が行われることで、名目為替レートが下落することで、輸出が拡大することにも貢献する。

しかし、アメリカ、ドイツ、日本などの、政策金利がゼロ付近にあるような金融政策に制約が課されている国や流動性の罫、ペッグ制、共通通貨の採用などで、金融政策が硬直的な場合であっても、この経常収支の改善は行われる。しかし、そのプロセスはより大きな痛みを伴う。その国の内需はより急速に縮小し、それによって物価と賃金も下落することで、(internal devaluation) 実質実効為替レートが他国の通貨に比べて下落することで輸出の増加につながる。結果としてやはりGDPの1%に当たる財政緊縮で経常収支は0.5%改善する。

ただし、多くの国が同時に財政再建を行った場合に世界経済全体に及ぼす影響を度外視するわけにはいかないだろう。したがって他国の財政再建の程度との比較をすることが重要となる。というのも全ての国が同時に財政再建を成功させることは不可能だからである。オーストラリア、カナダ、英国、及び一部のユーロ圏の国々などの財政再建措置は、比較的規模が大きくかつ恒久的なものとなる見込みである。これらの国々では、財政調整は対外バランスにプラスの影響をもたらす。ドイツ及びアジア新興国も再建を行っているが、これらと比較すると小規模であり、対外黒字の削減につながると考えられる。最後に、米国については、恒久的な財政再建措置は比較的小規模なものとなる見込みであり、米国の経常赤字の削減には、影響はほとんど無いと考えられる。日本にこの議論がどれほど当てはまるかは別の問題ではあるが、世界が同時に財政再建を目指すことは日本の経済にとってはプラスの材料にはならないだろう。特に厳しい緊縮財政が準備されている欧州においては景気全体の落ち込みが少なくとも短期的には予測され、日本から欧州への輸出の拡大も今後鈍っていくのではないかと懸念される。

同じく IMF の S. Pelin Berkman (2010) はより具体的に日本の状態を分析した。彼の議論は私たちにとって参考になるものであった。彼の議論をなぞりつつながらも日本が長期的に緊縮財政を行うメリットに関する私たちの考えを表明したい。

日本の公的債務は歴史的な高水準にあり、必要な財政再建の成長への影響が懸念されている。景気後退とそれに対応するための財政支出は日本の債務/GDP 比率を 2007 年の 188% から 2009 年には 218% まで押し上げた。この比率を下げるには大規模な財政再建策が必要となる。金融政策は流動性の罫にはまっているままで、高齢化も進展し続けている。需要が減少した場合にそのショックを吸収する余力は少ない。周辺諸国の景気も無視することはできない。

緊縮財政は継続的な財政バランスの調整、それも歳入、歳出両面の変化が求められる。分析によれば中期的に債務/GDP 比率を下げるには 10 年でプライマリーバランスを GDP の 10% くらいプラスの方向に変化させていかなければならない。一部の収入は循環的な景気対策の期限切れからくるかもしれないが、歳出で削減できる範囲は限られていて、消費税の増税を含む、歳入増加策を行うことは避けられない。

成長への緊縮財政の影響は短期的には懸念材料である。そのような大規模な調整の成長への影響は採用される政策の構成にも左右され、時間がたつにつれ変化する。負の影響を緩和するさらなる政策がなければ、短期的には需要の減少によって成長は鈍る。しかし中長期的には緊縮財政のプラスの影響が支配的になる。過去の国際的な事例を見る限り規模の大きい緊縮財政であっても、ほかの要因によって負の影響が限定的となることはありえる。2007 年のドイツにおける包括的税制改革もその実施直後には緩やかな負の影響があったが、その後 2008 年の法人税改革への反応としての活発な設備投資と力強い外需によって景気は持ち直し、2008 年にも成長率は高くあり続けた。緊縮財政の負の影響を緩和するために構造改革によって中期的に潜在成長率を上げていくことも助けになる。規制緩和や労働市場で競争と柔軟性を高めることでサービス部門の生産性を上げることができれば、より高い税収によって財政再建の助けになりうる。同時に世界経済への変化も緊縮財政の成長への影響を変化させうる。危機後、先進国での景気回復のペースは穏やかで政策による支援に依存し続けているなか新興国が世界の景気回復を先導している。その結果多くの先進国では 2009 年の時点でアウトプットは危機前の水準を下回っている。危機の前から日本の全体の輸出の中に占める先進国への輸出は減少し続けていた。2000 年代初頭には 75% だったのが 2008 年には 60% に減少している。危機後もそのトレンドは継続していて、中国への輸出はアメリカとヨーロッパへの輸出が割合で見て減少した分 19% 増加している。世界がいまだに危機後の環境の変化に合わせつつある最中であるなか、日本製品の需要はこれからも先進国から急速に成長し続ける新興国へとシフトしていくと思われる。重要であるのは緊縮財政を行う際の政策の構成が短期的、中期的変化の性質を変えうることである。歳入面では大規模な消費税増税は消費を減らすのが、法人税を下げることによって設備投資が増加しうることで負の影響を部分的に緩和できる。設備投資が増加すれば労働の需要も増加し、賃金も消費も増加しうる。消費税は労働や資本に対する税よりもアウトプットを歪ませる影響が少ないため、結果として法人税から消費税への税負担のシフトはアウトプットを増加させうる。歳出面では公共投資の減少は民間のアウトプットを中期的には減少させうる。(公共部門のインフラは民間の生産に対して補助的な役割を持つため)。しかし日本ではすでに公

共投資の水準はすでに低く（GDP の 2.5%）、歳出削減できる余地は少ない。しかし中期的には実質 GDP はベースラインから 2-3%上昇しうるけれども実際の変化率はいくつかの要因に依存する。緊縮財政による成長への好影響は複数あると考えられている。

#### **非常時のための予備的な貯蓄の低下**

消費税が増加することによる消費の減少の一部は非常時のための予備的な貯蓄の低下によって相殺されるかもしれない。とくに若い世代で財政の維持可能性と年金制度に懸念を持っている層は貯蓄を多めにしている。高齢者層の貯蓄率は低下しているが、若い世代はより高い貯蓄率を保っている。しかし日本での非常時のための予備的な貯蓄の規模についてのコンセンサスはなく、予測も収入と年金への不安を因る尺度やサーベイによって変わる。

#### **リスクプレミアムの上昇の抑圧**

歴史的に見ても日本の公的債務に高いリスクプレミアムがついている証拠はないが、緊縮財政がなければそのようなリスクプレミアムが付く可能性は否定できない。Tokuoka (2010) は政策的な変更がなく、現在の貯蓄トレンドが継続した場合、グロスの公的債務はグロスの家計金融資産を 5 年くらいで上回ると試算している。これはより高いリスクプレミアムと資本コストの上昇を招き、それは投資と成長を抑圧しうる。信用を得られる緊縮財政はリスクプレミアムの上昇を抑え、政策変更のないシナリオよりも GDP 水準を上げることができる。緊縮財政は段階的にリスクプレミアムを 50bp 恒久的に減らすことができると試算されている。

#### **より歪みのすくない法人税への転換**

資本所得税は消費税よりも歪みが多く、法人税を減らすことは長期的アウトプットをより活発な投資の通じて上昇させうる。Tokuda (2010) では法人税減税は限定的と想定されているが、さらなる減税はより多くのプラス成長要素を生む。

#### **信用効果**

企業の信用は日本の成長の展望にとって欠かせない要素であり、投資の回復が遅れている主要な要素の一つであるように見える。財政状況とその長期的成長に対する影響に対する懸念が続けば、企業の景況観は悪いままだろう。信用できる緊縮財政政策は明確な財政維持可能性への道を明確に打ち出し、安定した高い成長の可能性に対する期待を高めることで、企業の信用を改善させ投資を招くことができる。これは日本での投資に関する企業レベルのデータからも裏つけられる。これから特に中小企業の間で景気の先行きに対する不安が投資を抑圧していることがわかる。(Syed and Lee) 企業の信用が日本の景気回復にとって重要であることを顧みると、注意すべきは財政政策が信用を得られず企業の信用が回復しなければ、短期の需要の落ち込みもはるかに悪化するし、中長期的なプラスの成長要素も現実の物となるのにより多くの時間を要することになる。

図 5：緊縮財政シナリオ

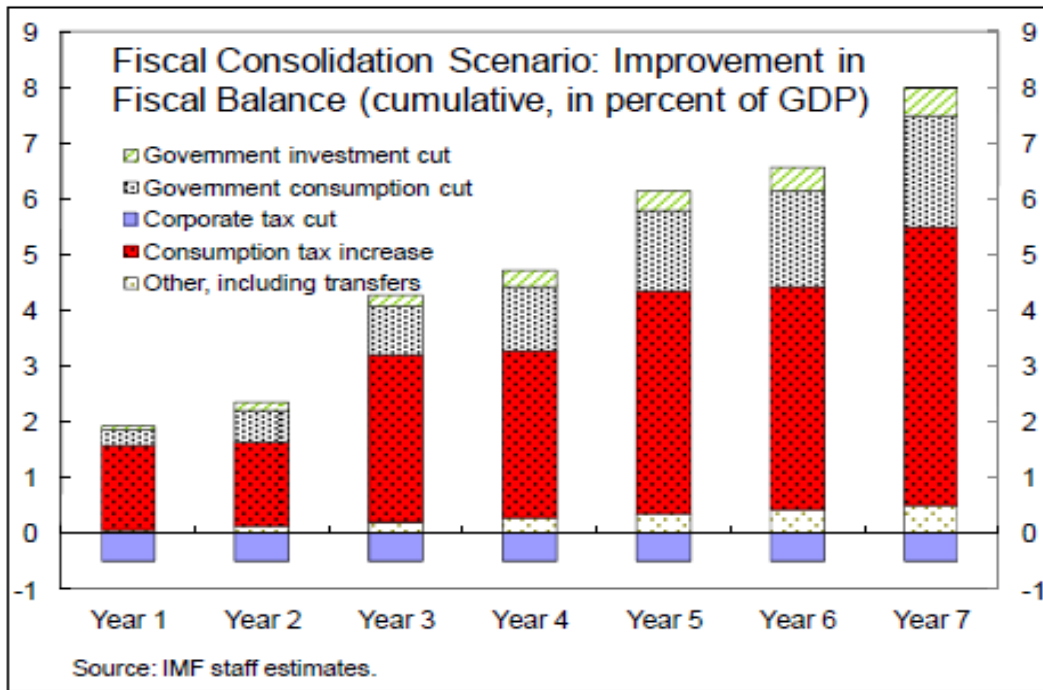
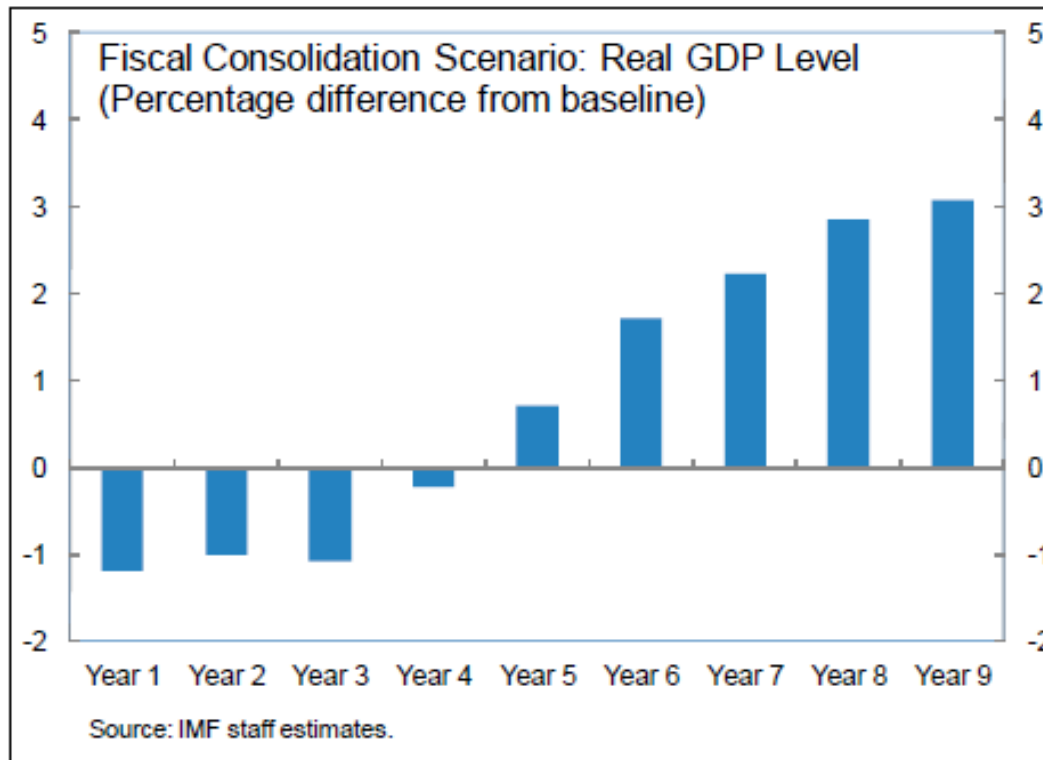


図 6：緊縮財政シナリオ 2



日本以外の世界の成長パターンの変化も日本の緊縮財政の結果に影響を与えるとみられる。新興アジアでは中期的成長のために包括的な改革が行われるとみられる。これらの改革には、まずサービス分野における生産性を上げる構造改革がある。また非常時の予備的貯蓄を減らすた

めに教育、医療、や年金、地方のインフラの拡充も行われると見ている。非輸出業の拡大と消費を刺激のための段階的な新興アジア各国の通貨の名目レートの上昇も行われるとみている。世界経済の変化は中期的には日本にとって利益をもたらすが、日本が成長し続けるためにはやはり政策転換は欠かせない。予測される GDP を押し上げる要因としてはやはり国内の政策による部分の方が多い。外国の改革と成長に依存できる余地は少ないということである。短期的な痛みと引き換えに長期的により成長をしやすい環境を作っていくということは日本にとっては必要なトレードオフかもしれない。

## 2. 法人税減税と消費税増税の可能性

IMF において緊縮財政は法人税減税とセットで論じられていることが多いことは着目に値する。増税と減税がセットになっていると一見財政再建と矛盾するようであるが、前述したようにこれは税をより市場に歪みと非効率をもたらさない形に改正することで中長期的な成長を促進して自然増収を狙うのが目的である。しかし法人税を下げるとしても、どのくらい下げることが適切であるのか。Kimberly A. Clausing (2007) は 1971 年から 2002 年の間の OECD の法人税の政府の税収のデータを参考にして、税収を最大化するための税率を導きだそうとした。その結論によると収入最大化する法人税率は 33% であるとしている。もちろんこれはどのような環境、国にも当てはまるわけではない。小さく、より開放的な経済であるほど税収最大化できる税率は規模の大きく、閉鎖的な経済に比べて、企業の収益性に影響したり、企業が海外に移転してしまう可能性がより高いためである。企業は税の変化に対していくつかの反応を示す。まず税によるマイナスのインセンティブ効果によって全体の活動を縮小してしまう可能性がある。そのような反応は国にとって収入の減少に繋がる。また企業は実際の設備投資を税率の高い地域で減らし、税率の低い地域で拡大するかもしれない。世界規模でみれば活動の縮小よりも失われる収入はすくなくなるが、投資を失った国にとっては打撃となる。またさらに税から逃れるための様々な手法を企業サイドが用いる可能性もある。この研究において重視されたのは最初のマイナスのインセンティブ効果である。これを最小化するために最適の税率が 33% という試算である。これがもっとも効率的な法人税の税率だとするならば、日本にはまだ法人税をその水準まで下げる必要があるのではないだろうか。

すでに法人税減税への動きは加速している。昨年末に政府が決定した 11 年度税制改正大綱では、法人税率の 5% 引き下げが決まった。法人税率引き下げの議論が生じた背景には日本の法人税の実効税率が 40.69% と諸外国に比べて高く、それが問題であるとの認識が広く共有され始めたことが挙げられる。法人税率 5% 引き下げによる法人税減税の規模は 1.5 兆円となる。しかし同時に財源を確保するために法人向けの優遇税制などを縮小するため、実質的な減税の規模は 6000 億円程度とみられている。このため、税収減による国庫の負担はそれほどの影響力を持たないと考えられる。無論、法人税の引き下げの議論は資本コストの減少やキャッシュフローの増大から実体経済へのプラスの影響が波及して行くことが大前提となる。資本コスト減から設備投資増加、キャッシュフロー増加から株式の配当、賃金の増加へ政府の税収減を補うほどのプラスの影響が推計できないときには法人税引き下げを行うべきではないと著者は警告するが、今回の減税は条件を満たしているとも主張している。また法人税率の引き下げは企業のコスト低下をもたらすことで、我が国の事業環境としての優位性低下が軽減されることから円高による海外への移転による空洞化を緩和することもできるのではないだろうか。また海外企業の立地選択においても我が国の魅力低下が軽減されることから、体内直接投下の増加も長期的にある程度期待できるかもしれないという。このような動きによって多少でも設備投資や雇用者数が増加するならば実施するにこしたことはない。教授の試算によると税収減を自然増収が上回るまでに約 10 年かかると推測されるが、資本コストの減少やキャッシュフローの増大から実質 GDP へのプラスの影響は翌年度から現れるのではないかと予測される。とくにキャッシュフローの拡大を通じた設備投資への影響はもっとも短期的に効果が表れるとされる。推計の仕方にもよるが、とある推計によれば法人企業のキャ

キャッシュフローが1%拡大すると、半年後の設備投資が0.4%拡大する関係があるという。キャッシュフローと設備投資に半年程度のタイムラグがあるのは、経営陣が設備投資拡大の意思決定のしてから取り付けられるまでに時間がかかるためと思える。この推計をもとに今回の税制改正の効果を試算すると6000億円の実質法人減税は羅宇井年度以降の企業のキャッシュフローを1.5%程度押し上げる効果を持つと試算される。保守的な資産でも0.6%程度の設備投資の押し上げ効果が期待できる。しかし注意しなければいけない点として、日本ではキャッシュフローに対する設備投資弾力性値の変化をみると2000年代に入ってから低下傾向にあるという変化がある。グローバルな視野を日本企業が持つようになるにつれて、国内設備投資よりも、海外へのとうし、M&Aなどに資金が使われるようになったケースが増加していることによる。つまり法人減税によるキャッシュフロー増加による設備投資拡大というマクロ経済への波及経路は依然ほど有効になりえないということである。しかしプラスの効果が完全になくなってしまったことではない上、日本政府に残された数少ない景気刺激策として有効性を持つ政策の選択肢である。日本において複数の波及ルートから国内経済が活性化することで中長期的には税収が増加すると見込まれる。とはいうものの、先の震災の影響もありこの法案は見送られる結果となった。しかし三年後は減税を実施してもらいたいという経済界の強い意志を無視し続けていくことは賢明とは言えないだろう。たしかに復興のための財源は重要ではあるか、長期的に日本企業の競争力を高めるための政策をないがしろにするわけにもいかない。世界各国のグローバルに事業を展開する日系企業の競争相手は待つはくれないのである。

# 政策提言

---

前述したように欧州経済の混乱に伴い円高基調は継続するものと観測される。為替介入の効果に関して疑問が残る中、我が国が今後取るべき方策として本章では短期的な視点と長期的な視点の両面からの提言を行いたい。短期的には円高を容認し、円高の持つメリットを最大限に引き出す政策を実施することで国難を乗り越える事が可能となる。具体的には海外進出企業への融資機構の整備、M&Aの促進、資源確保に向けて国際協力銀行(JBIC)及び石油天然ガス・金属鉱物資源機構(JOGMEC)への出資を増加させる等の施策をとっていくことが有効であると考えられる。JBICとは日本の健全な発展のための戦略的海外投融資を支援することを目的として、金融という手段を通じて以下の業務を行っている機関である。また、JOGMECとはかれらのHPから抜粋すると「石油及び可燃性天然ガスの探鉱等並びに金属鉱物の探鉱に必要な資金の供給、石油及び可燃性天然ガス資源並びに金属鉱物資源の開発を促進するために必要な業務、石油及び金属鉱物産物の備蓄に必要な業務を行い、石油及び可燃性天然ガス及び金属鉱物産物の安定的かつ低廉な供給を行う法人」である。大企業のみならず中堅・中小・ベンチャー企業に対しても支援を行うことで優れた技術の埋没を回避することが出来る。これらの円高メリットを積極的に活用し、日本の技術力を広く海外に向けて発信することで世界の中での日本の存在感はより強固なものとなることだろう。

私たちは「実現可能性」に力点を置いて政策を提言することに意味があると考えている。日本の現状の厳しさは私たちに空想的な理想論を語るような余裕を与えない。そして短期的な問題に対処することも重要ではあるがそれを乗り越えたあとの対応、つまり長期的な視点も必要である。法人税の5%引き下げはすでに盛り込まれている(3年間凍結は決まっているが)。キャッシュフローを1.5%程度押し上げる効果を持つと試算されるこの減税によって0.6%程度の設備投資の押し上げ効果が期待できるのは前述した。もし税収を最大化できるとされる Kimberly A. Clausing (2007)の33%という数字まで35%からさらに引き下げることができればさらに設備投資を0.24%増加させることができると単純計算からわかる。合計で約1%投資を拡大できれば景気に少なからず刺激を与えることができる。三年後に法人税減税を実施する際に、減税の幅を拡大することも検討してみる価値があるのではないか。減税は斬新な政策ではないが一定の経済効果が確実に期待できる。またその税率変更の影響は長期に渡って持続する。このような形で政府の積極的なバックアップがなければ、円高が継続するなかで多くの企業の業績は長期的低迷に陥ってしまうだろう。もちろん法人税減税が財政再建のパッケージのなかで行われるべきであることはIMFも明確にしているし、私たちもその考えに賛同する。法人税減税はより企業活動に与える歪みのすくない税の仕組みへ移行するプロセスの中に位置つけるべきである。財政再建は欧米諸国において、さらに日本でも中長期的課題としてさけることはできない。単にそれを増税のみで行っていくのではなく、減税などとバランスを取って経済成長を促進するような形で税制改革を行っていくべきであるということはIMFの研究度重ねて強調されている点であることは忘れるべきではない。



## 1. 先行論文・参考文献・データ出典

### 1. 《先行論文》

IMF (2011), "LONG-TERM INVESTORS AND THEIR ASSET ALLOCATION: WHERE ARE THEY NOW?"

IMF (2011), "Separated at Birth? The Twin Budget and Trade Balances"

Kevin Clinton, Michael Kumhof, Douglas Laxton and Susanna Mursula (2010), "Budget Consolidation: Short-Term Pain and Long-Term Gain"

S Pelin Berkmen (2011), "The Impact of Fiscal Consolidation and Structural Reforms on Growth in Japan," IMF Working Paper

Yukina Ashida Takafumi Fujimoto Taka Jackson Ryotaro Kato Kokoro Yamada (2011), "What is Global Rebalance and How is it Going to Occur? ~ The emerging new normal" ~ 慶応義塾大学

Barry Eichengreen (2007) *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*

Bonatti Luigi and Fracasso Andrea. (2010). *Global Rebalancing and the Future of the Sino-US Codependency. China & World Economy.*

Cesar M. & Gianluigi F. (2007) "Saviing Behaviour and Global Imbalances"

<http://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20070842.html>

Junko Shimizu and Eiji Ogawa. (2009). *AMU Deviation Indicators and Coordinated Exchange Rate Policies under the Global Financial Crisis. Fifth APEA Annual Conference, UCSC.*

Kazuhito Ikeo and Nobuo Ikeda. (2009). *Naze sekai wa fukyo ni ochiittanoka : shuchu kogi kinyu kiki to keizaigaku. Tokyo, Japan. : Nikkei BP Sha*

Mitsuhiro Iino and Hiromasa Kohama. (2010). *Asian Crisis, International Economic Crisis and the Global Imbalances. Graduate School of International Relations University of Shizuoka.*

Morris Goldstein, Peterson Institute. (1998) *The Asian Financial Crisis*

Steven Radelet. (1999) *What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?*

Taylor A. (2011) "The Great Rebalance"

### 2. 《参考文献》

上川孝夫・李曉 (2010) 『世界金融危機 日中の対話 - 円・人民元・アジア通貨金融協力』春風社

藤田誠一・岩壺健太郎 (2010) 『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣

竹森俊平 (2008) 『資本主義は嫌いですか?』日本経済新聞社

### 3. 《データ出典》

The Finance & Investment Club of IMF Calcutta. *The Decoupling Theory.* Retrieved August 8, 2011, from <http://iimc-finclub.com/finblog/the-decoupling-the>