

## バランス感覚(下)



金融庁・証券取引等監視委員会事務局次長  
復興庁審議官(金融支援担当) 大森泰人

野口悠紀雄教授の言論をなるべくフォローするのは、もとより大蔵省の先輩だからではなく、論理の一貫性にかなり共感するからである。経済理論を語っていると思いきや、突然、「証券局業務課の課長補佐だった頃」などと脱線するのも微笑ましい。私の文章はそんなのばかりだし。でも、野口教授を含め、完全に共感できる学者やエコノミストはいない。いれば、自分で文章を書くには及ばないだろう。日本経済の問題は、財政赤字と過剰消費だとする野口教授の最近の論考に接し、財政赤字に違和感はないが、過剰消費の指摘は腑に落ちなかった。過剰消費といえば、住宅バブルが崩壊する前のアメリカの家計が典型である。住宅ローンの残高を住宅価格が上回る分だけ借金を増やして消費するのは、住宅価格が上昇し続けるのが前提だから、収入の範囲で返済できる借金というあるべき姿に比べて過剰に違いない。日本では、家計が実力以上の暮らしをしているようには見えないが、野口教授は、資源配分として消費が多く、将来に備えた投資が少ないと問題視する。確かに近年は、フローの資本減耗が資本形成(グロスの投資)を上回り、資本のストックが減少している(ネットの投資がマイナスになっている)。そして、勤労世代の所得が減っているのに、マクロの消費が減らないのは、政府が巨額の借金をして引退世代に支給しているから、というのが野口教授の論理になる。住宅価格の上昇に伴う家計の借金と同様、政府の借金も永遠には拡大し続けられないから、財政のあるべき姿に比べて過剰消費が可能

になっているという意味なら、理解できなくもない。この認識に基づく望ましい資源配分は、年金支給の抑制や消費増税により消費を減らし、投資を増やす方向感になる。財政の正常化は必要と考える私が、消費より投資を増やす野口教授の結論に同意できないのは、近年なぜ、資本減耗が資本形成を上回るに至ったかの背景に、日本経済の長年の構造的問題を感じるからである。簡単に言うと、これまで足元の需要や雇用を維持するために投資しすぎた。将来の消費を増やす手段である投資が、自己目的化していたのである。

前はバブル期までだった貯蓄投資バランスのその後を概観する。90年代初めの株価、地価バブル崩壊により、あったはずの資産が消え、負債が残ったから、企業は負債返済に全力を上げねばならない。その結果、企業の資金不足幅は急激に縮小し、90年代末には資金余剰に転じて現在に至っている。銀行が不良債権処理に努めたのも、マクロの貯蓄増加要因になった。家計と企業の民間サイドが資金余剰なのだから、国内の貯蓄と投資がバランスするには、政府が大幅な資金不足になるしかない。政府の資金不足だけでは足りず、海外部門の資金不足である経常収支黒字が、リーマンショックまでは顕著に拡大した。バブル崩壊の過程で講じた公共投資などの経済対策の効果は、否定的に語られることが多い。でも、民間需要が急激に収縮する局面では、政府が借金して需要を創出しない限り、企業の負債も意図したようには減らない。では、企業のバランス

シート調整の結果、過剰設備と呼ばれた体質も克服したのだろうか。

前回、経済の当り前と記した生産、所得、支出の三面等価の構成要素のGDP比を、日本と主要国で比べてみる。生産面では、依然として製造業のウエイトが高く、支出面のウエイトでは、グロスの投資が高く消費が低いのが日本経済の特徴である。日本の家計消費はヨーロッパと大差ないが、ヨーロッパは政府消費が高い。日本の政府消費はアメリカと大差ないが、アメリカは家計消費がはるかに高い。分配面で、日本の資本減耗のウエイトが2割を超えるのは、主要国中圧倒的な高さであり、ゆえに、グロスの投資ウエイトが高くともネットの投資はマイナスになる。資本減耗は、家計や企業の所得にはならず、過去の投資(資本形成)を維持・更新していくために要するコストである。グロスの投資は需要の構成要素だから、現在の需給ギャップを縮小するが、同時に供給力を高めるから、将来の需給ギャップを拡大する。これが矛盾にならないためには、高度成長期のように、経済が旺盛な需要に支えられてかなりの速度で成長し続けなければならない。リーマンショック後の中国では、自動車の通らない道路や飛行機のいない空港の整備が懸念されたが、高成長の若い国では需要はすぐに追いついてくれる。これに対し、成長率が低下していく過程では、マクロ経済における投資のウエイトも同時に低下しなければ、投資の収益率が低まり、過去の投資を維持・更新するための資本減耗の負担は高まる。その結果、所得が減って消費需要が不足する分、目先の投資需要に一層依存する自転車操業になる。この国の投資に求められるのは、量ではなく、質である。日本企業の投資収益率が低いのは、事業の選択と集中ができないからだ指摘されてきた。確かに、「8年連続赤字でも、テレビ事業は大事だから続けます」と経営者は語る。こういう発言を許容してしまうガバナンス構造の問題や、許容しない市場型金融システムの必要性を、これまでの連載で記してきた。

過剰投資であれ、過剰消費であれ、行われている間は景気を支えるが、持続可能でないから、事後的に過剰と評価さ

れる。バブル期の企業の過剰投資傾向は、かなり是正されたが、依然として輸出需要を当て込んだ投資の復活がしばしば繰り返され、需給ギャップの拡大を招いている。だからやっぱり、今後の日本経済の需要を量的に支えるべきは、投資でなく消費であり、野口教授の過剰消費説には異を唱えざるを得ない。市場型金融システムにおけるガバナンス強化により、投資の量を質に転換し、資本減耗負担を軽減できれば、消費の源泉である所得に還元できる。国際的な価格競争の中で、賃金での還元には限界があるから、企業経由の配当や金利で家計に還元する経路も重要になる。近年の家計所得の減少要因として、賃金減少と同程度に銀行預金金利の減少が寄与しているのは、あまり知られていない。家計の所得が減ったから貯蓄も減ったが、住宅投資も減ったからトータルの家計資金余剰の減少には歯止めがかかっている。こうした状況では、やはりこれまで記したように、とりわけ引退世代の消費需要を解放するための医療や介護分野の制度改革が必要である。

経済を貯蓄投資バランスで捉えようと、「結局、企業の過剰債務が政府の過剰債務に振り替わっただけ」といった宿命論に陥りがちになるが、特定部門しか見ない単線思考法は回避しやすくなる。例えば、「家計の金融資産1400兆円までは、国債残高が増えても大丈夫」と言われる。1400兆円は、既に誰かが借りているから金融資産なのであり、新たに発行する国債が円滑に消化されるには、誰かが返さねばならない。その誰かが、これまでは企業だったから、銀行の企業向け貸出が減る代わりに国債保有が増えてきた。あるいは、「世代間公平のため公的年金は完全積立方式に移行すべき」との主張も聞く。残念ながら、積み立てている間の巨額なカネの借り手が存在しないという理由だけで、実現不能である。畑中長官が、かつて金融庁の住人になった頃の新人議員勉強会の発想と、そのために部下が用意した格調高い資料集をきっかけに、私のバランス感覚も、少しは向上したのかもしれない。

(おもり やすひと)