

〔討論 1〕 片岡 剛士

三菱UFJリサーチ&コンサルティングの片岡と申します。本日はお招きいただき、誠にありがとうございます。

私は、過去20年間くらいの経済停滞の原因は、財政・金融政策の問題が大きく影響しているという浅田先生のご主張と基本的に同じ意見です。本日コメントさせていただければと思うことは、大きく分けて二つあります。浅田先生のご発表を私なりに若干補足させていただくという趣旨でお話しします。

一点目は、そもそもなぜこれほど20年くらい日本経済が他の先進国と比べて特に名目成長がほとんどなされない状態に陥ってしまったのか、という点についてです。これにはいろいろな原因があると思うのですが、経済学者の中で意見の対立があったことが問題を難しくしている原因の一つなのではないかと思います。

皆様ご存じのとおり、バブルが崩壊して、内閣府の景気循環日付で言いますと91年2月以降不況が始まりました。この不況は93年10月にいったん底をつけ、97年5月までは好況となり、再び99年1月まで不況といった形で推移します。80年代後半の実質GDP成長率は5%程度ですが、90年代前半の実質GDP成長率は2.1%、90年代後半の実質GDP成長率は1.2%となりました。名目GDP成長率は80年代後半が6.5%、90年代前半が3.2%、90年代後半が0.5%ですので、実質GDP成長率と名目GDP成長率がともに落ち込んだことがわかります。当時はこのような停滞の原因として、大まかに言って、需要サイドが問題なのではないかという話と供給サイドが問題なのではないかという二つが指摘されていました。

需要サイドについては、消費・投資・輸出が停滞したために成長率が低下したということが言われました。供給サイドについては、例えば、林文夫先生とプレスコット教授の研究(Hayashi and Prescott, 2002)にあるように、生産性の停滞が原因であるという話などがあったわけです。ただ、需要サイドについていろいろ検討してみると、確かに先ほど述べたようにGDPの成長率は大きく停滞したわけですが、景気循環の日付からわかるように好況と不況とを繰り返しながら停滞期でも需要は増えたり減ったりして推移していき、必ずしも過去20年間一貫して停滞し続けているわけではないのです。

一方、供給サイドを見ていきますと、90年代のTFPの成長率は、80年代におけるTFP成長率と比較して大幅に低下しました。ただ、2000年代に入りますと、TFPの成長率はV字回復しています。例えば、今話題になっている欧州の国々と比較しても遜色がない程度にTFPの成長率は回復しています。ただ、一般的な理解でいえば、2000年代も経済停滞が続いていましたから、需要サイドもしくは供給サイドのリアルな数字に着目してみると、20年間継続して停滞が

続くという事実を説明できないのではないかと、私は思うのです。

では何が原因かという点、先ほどの浅田先生の資料にもあったように、物価や為替レートといった貨幣的現象が20年間の停滞には大きく影響していると私は考えています。

先ほど、名目GDPの水準のグラフがあったかと思いますが、浅田先生のご報告では、これと同じような動きを示しているものとして、政府消費と公共投資の動きともかなり平行だという話をされました。80年代後半はかなり伸びていたわけですが、90年代は全般に伸びが鈍くなっています。それ以降は、ほとんど伸びないか、もしくは下落するような動きを示しています。

マクロの数値として同じような動きをしている指標としてGDPデフレーターを挙げることでできるでしょう。GDPデフレーターの動きは92年くらいまでは緩やかながら上昇し、いわゆるデフレーションという状態でしたが、1994年半ばくらいから本格的にマイナス成長になって、緩やかに下がり続けています。過去20年間を通じて見ると、物価という意味ではずっと下落し続けているので、負の影響を及ぼし続けています。もう一つ挙げられるのは為替レートの動きです。例えば名目実効為替レートでみますと、プラザ合意がなされた1985年9月を基準とすると、直近で見て2.6倍の円高となっています。ドル/円レートも円高トレンドで推移していますが、物価の動きと平行に推移しています。

繰り返しになりますが、消費・投資・輸出は、20年間の景気循環の中で増えたり減ったりしながら推移していったのです。ただ、物価や為替レートは一貫して下がり続けているので、これが原因ではないか。いずれにせよ、長期停滞の原因把握に関する議論がなかなか収束しないことが20年間におよぶ停滞の原因の一つではないかと、エコノミストの立場からは考えています。

さて二点目についてです。浅田先生からは、政府支出や公共事業もしくは金融政策の話がありました。公共事業は緩やかに低下しながら一方で政府支出が増えている、政府支出と公共事業とを合わせると横ばいのような動きをしている、というお話があったかと思いますが。

日本の補正予算を伴うような経済対策については、2010年に出した『日本の失われた20年—デフレを超える経済政策に向けて』（藤原書店）という本の中で、いろいろと調べました。93年あたりではかなり思い切った公共事業をやっていたのですが、90年代の終わりになると、公共事業の玉がだんだんなくなってくるのです。同じ財政出動をするにしても、例えば「成長戦略のためにお金を使います」などというように、いわゆる公共事業のような話ではなくなってきたことがわかります。政府支出と公共事業を合わせた値が横ばいで推移しているというのは、「箱物をつくらない」という風潮も反映していたと思うのですが、政府としては経済対策として「こういった事業をやります」という玉がなくなっていることを反映した話なのかも

しれない、と考えています。

一方で、政府支出が増えているという話は、公務員の人件費の問題もあると思いますが、社会保障支出増加の影響がやはり大きいと考えられます。

金融政策についてです。これも議論があるところですが、過去の研究の知見から言えるのは次のようなものではないでしょうか。先ほどお話したように、バブル崩壊以降の物価指数（GDPデフレーター）の上昇率は、90年代に入ると次第に緩やかなものになり、1994年半ばに物価上昇率がマイナスという状態に陥ります。その後1%程度のマイルドなデフレが持続する状況を生み出してしまったのは、95年にかけての超円高期に、日本銀行が1年間くらい何もしない状態を維持していたということが、まず原因として挙げられます。90年代の終わりになると政策金利を下げるという手段はほぼ効力を失ってきたので、ゼロ金利政策や量的緩和策を日本銀行は採用しました。後づけですが、本来ですともう少し早く踏み切るべきだったと思います。しかし、早く踏み切ることができずになし崩し的にゼロ金利そして量的緩和策に移っていったということです。私は本来ですとインフレ・ターゲットのようなものをつけながら金融緩和をしていくことが絶対的に必須だと思っているのですが、今のところはなかなかそこまで至っていません。ですので、デフレも続き、名目成長がほとんど伸びない状況で、財政的には赤字がたまって、先ほどもあったように、公債の残高も、国債だけではなくて地方債を含む形で200%にいつているような話になってしまっているのではないのでしょうか。そのように思います。

もしご質問等がありましたら、コメント頂ければ幸いです。以上です。

#### 【参考文献】

Hayashi, Fumio, and Edward C. Prescott (2002) "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics*, Vol.5, No.1, pp.206-235.

片岡剛士(2010)『日本の失われた20年—デフレを超える経済政策に向けて』藤原書店。