

竹中 第2次安倍政権が発足してもうすぐ丸7年になりますが、いわゆるアベノミクスの政策について経済的な実績、並びに何がどう効いているのか——この辺りは論者によって意見がかなり分かれるところだと思います。今日はまず、その点の整理から入りましょう。

アベノミクスの「三本の矢」(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)と言われる経済政策が掲げられたわけですが、民主党政権期(2009年第4四半期—2012年第4四半期)の3年間と比較するあたりで、安倍政権期(2013年第1四半期—2019年第2四半期)の経済面での変化を図表1(3ページ)にまとめました。国内総生産(GDP)成長率は、両時期とも年率1・3%ですが、対外的な交易条件の変化と対外的な利息や配当の受払を示す所得収支を含めた実質国民所得(GNI)では安倍政権期が平均1・5%成長で、民主党政権3年期の平均0・8%に比べて高くなっています。

分野別では、まず、企業利益が劇的に変化していて、安倍政権期に営業利益も経常利益も大きく増加しています。またソフトウェアを含む設備投資も安倍政権期に大きく伸

「三本の矢」は効いているか？

びを回復しています。

次に大きな違いが出ているのが雇用者数の増減です。安倍政権期は正規雇用が177万人増、非正規が278万人増と双方増えていますが、民主党政権期は正規雇用が24万人減、非正規雇用が80万人増と不振でした。このように雇面で歴然とした違いが出ており、この辺が内閣支持率の持続性を支える経済的要因になっているのだと思います。

以上、アベノミクスのプラス面を見てきましたが、同時に限界も見えています。とりわけ私が問題視しているのが賃金上昇率の低さです。国税庁の民間給与実態調査によると、一年以上勤務している給与所得者の平均給与は民主党政権期に年率0・2%しか増えていませんでしたが、安倍政権期は年率1・3%と上がってはいます。しかし、物価上昇率もマイナスから多少のプラスに転じていますので、実質の伸び率は非常に低いと言わざるを得ません。景気が回復し、失業率が1980年代の平均値と同程度の2%台まで下がっているにもかかわらず、賃金の伸び率が非常に低いために、インフレ率を望ましいとされる2%まで押し上げる力になっていない。ここにアベノミクスの弱点と云うか、限界があります。

もう一つ、成長戦略について触れておきます。成長戦略には最終的には生産性が上がり、潜在成長率を引き上げることが期待されています。内閣府はGDPの潜在成長率と

龍谷大学経済学部教授

竹中 正治

たけなか まさはる：東京大学経済学部卒。経済学博士(京都大学)。東京銀行(現三菱東京UFJ銀行)入行後、調査部次長、ワシントンD.C.駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て2009年より現職。著書に『稼ぐ経済学』『米国の対外不均衡の真実』など。



金融政策の限界とMMTの是非

アベノミクスが始動して丸7年が経とうとする今、金融政策をはじめとする経済政策をどう評価すべきか。また、MMTと呼ばれる新しい経済理論を、気鋭のエコノミストはどう見るか。

〈対話〉

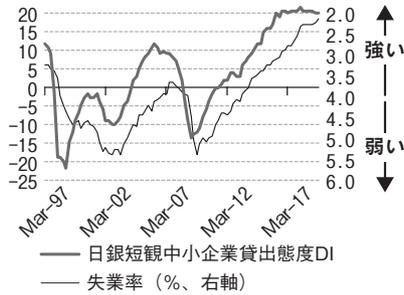


ソシエテ・ジェネラル証券 チーフエコノミスト

会田 卓司

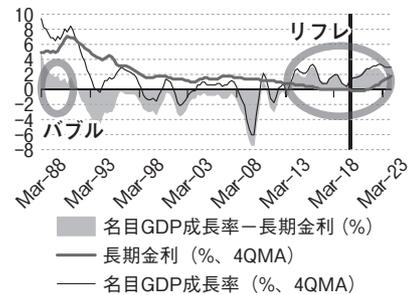
あいだ たくじ：米スワースモア大学経済学部・数学部卒、ジョンズ・ホプキンス大学経済学博士課程単位取得退学(経済学修士)。メリルリンチ日本証券シニアエコノミスト、パークレイズ・キャピタル証券チーフエコノミストなどを経て現職。著書に『日本経済の新しい見方』(共著)など。

図表3 日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率



最大の成果は名目GDP成長率がマイナスからプラスに転じ、縮小均衡から拡大均衡に変えたことです。金融政策・財政政策・成長戦略がどう効いているかを考える上で大事なアプローチは、この三つの政策で何を刺激し、そして何が実現すれば、デフレ完全脱却なり2%の物価目標なりに向かうのかという波及経路をしっかりと分析することです。結論としては、金融政策は効いている。財政政策は効いていない。成長戦略は効きつつある。そして、このまま推移すれば、いずれ物価目標の+2%を達成する

図表4 名目GDP成長率と長期金利の спреッド



最大の成果は名目GDP成長率がマイナスからプラスに転じ、縮小均衡から拡大均衡に変えたことです。金融政策・財政政策・成長戦略がどう効いているかを考える上で大事なアプローチは、この三つの政策で何を刺激し、そして何が実現すれば、デフレ完全脱却なり2%の物価目標なりに向かうのかという波及経路をしっかりと分析することです。結論としては、金融政策は効いている。財政政策は効いていない。成長戦略は効きつつある。そして、このまま推移すれば、いずれ物価目標の+2%を達成する

図表1 アベノミクス以前と以降の比較

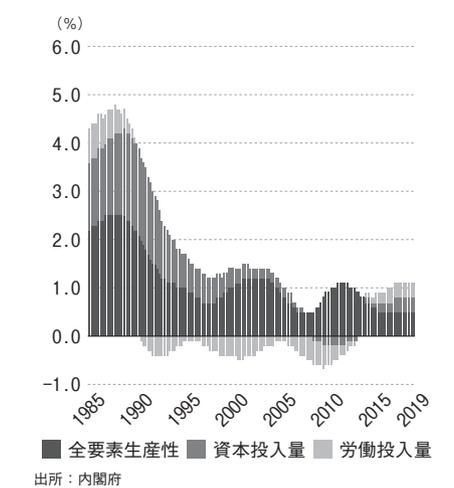
	2009年第4四半期 - 12年第4四半期	2013年第1四半期 - 19年第2四半期
実質GDP(国内総生産)成長率	1.3%	1.3%
実質GNI(国民所得)成長率	0.8%	1.5%
企業部門営業利益額変化	5.2%	64.3%
企業部門経常利益額変化	19.2%	67.9%
企業部門設備投資額変化	0.7%	35.8%
正規雇用者数増減	-24万人	+177万人
非正規雇用者数増減	+80万人	+278万人
平均給与伸び率(名目)	+0.2%	+1.3%

(1) 企業利益は財務省法人企業統計(銀行・保険を除く全産業)で起点2009年第4四半期と2012年第4四半期に対する終点時の変化  
 (2) 雇用は厚生労働省データ、比較起点と終点は上記同様  
 (3) 平均給与は国税庁給与実態調査による年次データの前年比で、2010-12年と2013-18年の平均(年率)

その3項目の内訳の推計を開示しています。3項目は、①固定資本形成の増減による部分、②労働の投入量の増減による部分、③全要素生産性(Total Factor productivity)の変化による部分——からなります(図表2)。内閣府の推計を信じる限り、③の全要素生産性はアベノミクス以前の1%から0.5%にむしろ下がっています。イノベーションが生産性の上昇に結びつくまでには時間がかかると昔から言われていますが、この点はまだ残念な状況にあるわけです。

最後に、金融政策の目標である消費者物価指数の今年9月時点の前年比の伸び率は、生鮮食料品を除く総合と、食

図表2 潜在成長率とその内訳推計



糧とエネルギーを除く総合が+0.3%です。デフレは脱却したけれども日本銀行が目標としている2%には未達で、超金融緩和の出口は見えません。もっとも、こうした変化が全て政策による政策の結果であるわけではありませんが、こんなところが私の大雑把な総括です。会田さんどのようにお考えでしょうか。

このまま推移すれば、物価目標の+2%は達成できる

会田 まず、私はアベノミクスはうまくいっていると思

だろうと考えています。

竹中 ほう、強気ですね。

会田 その根拠となる図表3をご覧ください。これは日銀が中小企業に「銀行の貸出態度は緩いと感じますか、それとも厳しいと感じますか」というアンケート調査をした結果です。DIが上に行くと、「中小企業への貸出態度が緩いと感じている」——すなわち金融機関からいつでも資金調達できるという安心感が生まれていることになり、企業は負債を増やしてビジネスを拡大するので、経済全体で見れば信用が拡大する環境が整っていることとなります。逆に下に行くと、金融機関からなかなか資金調達できないう不安感が広がっていることになり、ビジネスを拡大できず、企業の負債が減少し、経済全体で見ると信用が収縮している環境になっているということです。

この統計は日本の信用サイクル(信用循環)を示していると考えられます。上に行けば信用が拡大できる局面、下に行けば、信用が縮小する局面です。アベノミクスが始まった2012年12月以降、このDIはドンと上がっていて、最新の調査(2017年3月)では+20前後と、安定的に推移しています。バブル期は+25-30ぐらいがトレンドだったので、+20は信用サイクルが相当強い状況にあるということ。金融政策の効果については「効いている」「効いていない」という水掛け論がありますが、アベノミクス

は日本の信用サイクルを圧倒的な高水準まで押し上げたことがこのグラフでわかります。

そして、今、循環的な景気の動きやデフレ脱却の動きを判断するために一番重要なのがこの信用サイクルです。

竹中 伝統的には景気循環（ビジネスサイクル）と言われてきましたが、1990年代以降は信用循環（クレジツトサイクル）の色彩が非常に強まっていますね。

例えば、戦後のアメリカの典型的な景気のサイクルは、景気が良くなると賃金が上昇してインフレ率が上がると、FRBが金融引き締めをし、軽くりセッションになる。それでインフレ率や賃金上昇率が沈静化すると、また金融を緩和して景気が上向きになるというものでした。

しかし、日本では1980年代後半から、米国では1990年代後半頃からこうしたサイクルがやや変質して、インフレ率はあまり上がらないまま、信用の膨張が行き過ぎ、株価や不動産など資産価格が高騰する傾向が出てきました。そして金融を引き締めると信用収縮に転じ、資産価格が急落し、景気後退に移行するというクレジツトサイクルの色彩が強くなりました。そうした変化の典型が米国の2000年代の住宅バブルで、バブルが派手にはじけた結果としての2008年のリーマンショックだったわけです。

会田 日本でも製造業よりサービス業やIT産業などあまり在庫を持たない非製造業が重要になってくるにつれて、

が、名目GDPが派手に落ちてマイナスになっていたの  
で、そのスプレッド（差）がマイナスになっていました。

名目GDPは経済を膨らませる力、金利は景気を抑制する力ですから、膨らむ力のほうが抑制する力よりも弱いということ、すなわち縮小均衡の圧力がかかっていたのだと思います。今、これが逆転し、名目GDP成長率が金利より高い状況が続いています。これはバブル以来初めて、膨張する力が抑制する力を上回ったことによってデフレ脱却に向かうモーメントが生まれてきました。

ただ、これだけではデフレから完全に脱却できません。金融政策以外の二つの矢——財政政策、成長戦略が経済成長率をさらに押し上げる必要があります。

これを示したのが図表5（38ページ）です。信用サイクルで企業が刺激されると、企業が投資し始める環境が整います。民間設備投資のGDPに対する割合が高くなると、企業が牽引するかたちで投資が増えて景気が回復していきます。逆に、設備投資の割合が下がれば、企業は後ろ向きになってデレバレッジ（過剰債務削減）やリストラをして、景気が後退していくとかたちになります。

アベノミクスが始まった2013年以降、GDP成長率が上がり、設備投資のモーメントが出てきて、これが経済回復モーメントにつながったのは確かだけれども、設備投資サイクルが横ばいになっている——これが昨年まで

非製造業への影響が大きい信用サイクルの影響が強くなってきたと思われる。

## 「天井」を突き破った

### 新技術への投資

会田 その一つの証拠が失業率との相関関係の動きです。

信用サイクルが上がると、非製造業が事業を拡大できるよ  
うになって雇用が拡大し、失業率が下がります。信用サイ  
クルの上昇には景気循環を持ち上げる力があることが、こ  
れで納得いただけると思います。今のところ、この中小企  
業貸出DIは+20であまり変化が見られませんが、失業  
率がさらに下がり、人手不足が賃金上昇に繋がり、内需は  
拡大し、いずれ2%の物価目標を達成するモーメント自  
体に変調はないだろうと思います。

こうして信用サイクルが上昇すると、変化が起こりま  
す。それを示したのが図表4（35ページ）です。信用サイク  
ルが膨らみ始めた2013年以降、名目GDP成長率はプ  
ラスになり、貨幣経済は拡大し始めていますが、長期金利  
は抑制されています。アベノミクス前にほぼゼロ、または  
マイナスだった名目GDP成長率が拡大に転移したのはア  
ベノミクスの最初の成果だと思っています。そして、長期（10  
年）金利を見ると、アベノミクス前から下がっていました

最大の問題点でした。

竹中 そうでしたね。

会田 デフレ脱却に時間がかかっている様子を一番よく  
表しているのが、設備投資サイクルが横ばいになったこの  
姿だと思えます。バブル崩壊以降、信用サイクルは三回循  
環しているのですが、なぜか毎回、16%に到達すると、そ  
こから下がってしまう。今回は16%で横ばいになってしま  
いました。すなわち、設備投資の対GDP比16%は、デフ  
レから脱却するために日本が打ち破らなければならない  
「天井」でした。

それが、ようやく今年度、バブル崩壊後初めて16%を打  
ち破りました。これはやはり、非製造業の生産性を上げ  
るような人工知能（AI）やモノのインターネット（IoT）  
やロボティクス、そしてビッグデータ、5Gといった  
技術への投資が増えることで変化が生まれたのだろうと思  
います。

今まで輸出主導の製造業の設備投資が中心だったのが、  
非製造業まで設備投資の機運が広がってきて、さらに研  
究・技術開発（R&D）という前向きな投資も出てしまし  
た。一番大事なのが、これまで遅れていた中小企業のIT  
投資が伸びていることで、日銀短観の設備投資計画でも、  
中小企業のソフトウェア投資は今年30%程度伸びているこ  
とが確認できます。

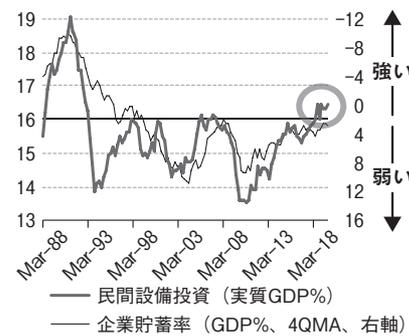
に到達できていないのです。現状の管理通貨制の中では、誰かが借り入れをしてバランスシートが膨らまないとマネーが膨らめない状況です。膨らめません。家計は預金や保険などを通じたネットの資金の供給者で、政府と企業は資金を借り入れて使う側です。膨ら、資金を使う側の貯蓄率である企業貯蓄率と財政収支の合計をとればネットの資金需要の強さがわかる——これが私の考え方です。

1990年代はネットの資金需要が存在していて、企業を起点にお金が回り、貨幣経済が膨らんで、デフレではありませんでした。それが2000年以降は、デフレではある資金需要が消滅してしまい、金利が低下してもお金は回らず、貨幣経済（マネー）が膨らめない状況になります。

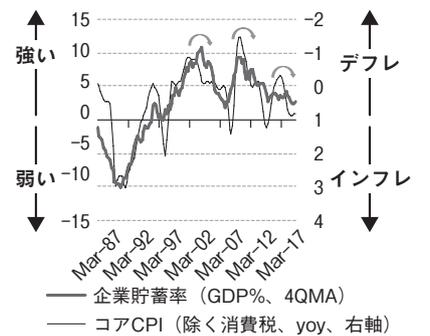
また、金融政策は資金を供給することで効果を発揮しますから、ネットの資金需要がゼロであれば、金融政策の役割が限定的になってしまいます。ということは、財政政策を拡張してネットの資金需要を一定にしなければ、マネーが増えたり、金融政策の効果を拡大したりするようなメニューが生まれません。

しかし、現状の財政政策は、ネットの資金需要をゼロに誘導するスタンスです。やはり財政をもう少し積極的に拡大してネットの資金需要を復活させれば、お金が回って膨

図表5 民間設備投資の対GDP比%



図表6 企業貯蓄率とコアCPI



らむような力が生まれてきてデフレ脱却への力がより強くなると思います。

**量的緩和をどう評価すべきか**

竹中 ここからアベノミクスの政策の効果について、もう少し具体的に触れてみましょう。まず、金融政策の効果についてですが、量的緩和の効果については依然否定する論者と過大に評価している論者が双方おり、読者のためにちよつと整理が必要だと思えます。

基礎的な説明を少ししますと、いわゆる伝統的な金融政策は、趨勢的な期待インフレ率が2%ぐらいある状況の下で、景気刺激が必要な場合は短期の金利政策を3、2、1%：場合によっては0%まで下げることによって実質金利（≡名目金利－インフレ率）を下げ、景気を刺激します。要するに、実質金利が下がったことに反応して企業がお金を借りて設備投資を増やしたり、家計の住宅投資や消費が増えたりすることが景気刺激効果を生むわけです。

ところが、景気停滞が続いた日本や、あるいはリーマンショックを境に欧米諸国が直面した状況は、名目の短期政策金利をゼロまで下げても景気刺激効果が足りないというものでした。そこで、短期政策金利がゼロの下で中央銀行

竹中 それは大きいですね。

会田 これは、人手不足感が中小企業にも広がっているか、または信用サイクルによって中小企業に生産性を上げるための投資をするモーメントが生まれてきているのではないかと。ということ、成長戦略もやや効き始めていて、こうした投資のモーメントを持ち上げています。

唯一、効いていないのが財政政策です。有名なエコノミストであるリチャード・クー（野村総研主席研究員）も言っている通り、本来、企業は他部門から借り入れて事業を行う主体ですから、資金循環統計で見れば、企業貯蓄率はマイナスであるのが普通です。

日本の場合、バブル崩壊や1997—1998年の金融危機以降、企業がデیفエンスシブになってしまい、企業貯蓄率がプラスのまま居座っている状況です。こうなると、需要が不足してデフレ・スパイラルになってしまいます。その逆が、財政が頑張って支出を伸ばし、赤字を膨らませて経済を支え、何とかデフレスパイラルになるのを防ぐという状況で、こちらの姿のほうが望ましく思われます。

そして、そもそもなぜ今まで2%の物価目標を達成できなかったのか。それは国全体（ネット）の資金需要がゼロで、お金が回って膨らむ力をつけることができなかつたからです。現在、信用サイクルは上がってきましたが、なかなか市中のマネーが拡大しない。こうして物価目標の2%

が金融機関から国債やその他の証券を大規模に購入するという量的金融緩和が登場したわけです。ただし、中央銀行が民間金融機関から国債などを購入しても増えるのは民間銀行が日銀に預けている当座預金残高（ベースマネー）だけで、個人や法人が民間の銀行に預けている流動性預金と流通紙幣の合計（マネー供給量）が増えるわけではないのです。

それにも関わらず、ゼロ金利下で量的金融緩和によるベースマネーの増加そのものが景気浮揚効果や物価上昇をもたらすと主張してきた方々もいて、これは私に言わせると、政策が働く経路というものを考えていません。では、ゼロ金利下の量的金融緩和で働いた経路とは何かと言うと、長期金利の低下以外にないでしょう。短期金利はすでにゼロでも長期金利がさらに低下することで、日本と海外との金利格差が拡大し、それが円高を是正し、円安に誘導する効果を生んだ。円安は企業利益を回復させ、株価が上がり、設備投資も回復し、雇用の増加や消費の回復に波及したと考えられます。

逆に言うと、現状の長期金利は、10年債の国債利回りがすでにマイナス0・1―0・2%まで下がっており、もう大きな下げ余地はありません。つまり、金融政策の限界に直面しているわけです。

アベノミクスの金融緩和政策はいわゆるリフレ（通貨再

論が混乱している面があるので、少し整理します。

MMT学派の主張は「政府債務は同時に民間の対政府債権であり、財政支出はそれ自体が民間に債権を生むのだから、自国通貨建てで政府債務が発行される限り、景気対策のために財政支出を増やし、その結果財政赤字が増え、その累積としての政府債務が増えたためらう必要はない」という、ある意味ケインズ学派の流れを汲むものです。

今年、リチャード・クー氏が『追われる国』の経済学という著作を出版しました。この本では彼の持論である積極的財政主義が語られており、ネオ・ケインジアン（新ケインズ学派）であるローレンス・サマーズ（元米国家経済会議議長）が賛辞を寄せています。また、ポール・クルーグマン（ノーベル経済学賞受賞者）も、リーマンショックからの回復過程で大胆な積極財政主義を主張していました。

つまり、一定の条件下での積極財政主義という意味ではネオ・ケインジアンとMMT学派の考え方はある意味非常に近い。ところが、サマーズもクルーグマンもMMT学派に対して非常に厳しい批判をしています。おそらく一般の方にはネオ・ケインジアンとMMTはどこが違うのかわからないでしょう。会田さんはどのようにお考えですか。

会田 簡単に整理すると、ケインズ主義者を含めた主流派——特に過去の主流派は「金融政策だけで経済をコント

膨張政策）派の考え方に基づいて行われましたが、リフレ派にもいろいろ違いがあります。会田さんの財政と金融両方でリフレを進めるというお考えは総合的な政策で、私は一定の合理性を感じています。

ただ、リフレ派の中には、以前、「インフレやデフレは金融現象だから、金融政策だけで何とかできる」——つまり、中央銀行はマネー供給量をコントロールできるというマネタリスト的な考え方をする人が代表的な方だけでも数名いらっしゃいました。しかし、「大胆な金融緩和」だけでインフレ率が目標の2%に届かないことは今やはっきりとしています。やはり金融政策だけでは限界があるということ、マネタリスト的なリフレ派の考え方は論理的にも実証的にも破綻していると思います。その結果、「やはり財政政策も伴わないとダメだ」という方向に宗旨変える動きが見られます。

## MMTと新ケインズ主義の違い

竹中 さてアメリカでは「MMT (modern monetary theory)」と呼ばれる積極財政拡張主義を唱える経済学者らが話題になっていますが、MMTをめぐる議論は一般の人にはわかりにくいと思います。エコノミストの中でも議

「ロールできる」と言っています。これに対してMMTは「財政政策だけでコントロールできる」と言っていますが、私は真実は真ん中にあると思います。

先ほどからお話ししているとおり、企業貯蓄率がプラスになり、財政政策が十分にされず、ネットの資金需要が存在しない状況では金融政策としてマネタイズすべきものがないままです。また、ネットの資金需要がゼロになるとデフレスパイラルのリスクが大きくなり、金融政策はほとんど効きません。財政政策の力を借りなければデフレから脱却する力は生まれませんから、ここに「財政政策をもっと出せ」と主張するMMTの役割が出てくるのだらうと思います。ただ、企業貯蓄率がマイナスに戻ってネットの資金需要が適度な状況であれば、主流派が主張する通り、金融政策でまたコントロールできると思います。

一方で、MMTは「財政政策によってお金を市中に出すと、そのお金が国債を買い増す力になるので、財政を拡大しても金利は上がらない」と論じていますが、主流派は、「財政が拡大してネットの資金需要が拡大すれば、金利には上昇圧力がかかってくるので、中央銀行が金融政策でマネタイズしたり緩和をしたりしなければ、金利が暴騰するリスクがあるから、金融政策と財政政策は合わせ技でしっかりとやっていかなければいけない」と考えています。

やはり、過去の主流派の「金融政策だけ」という議論と、

MMTの「財政政策だけ」という議論は極端なので、真実は真ん中にあるのではないか。

竹中 私もその通りだと思います。MMTの極端なところは、マネーのコントロールを財政政策一本でやり、金融政策の独立性は否定して、中央銀行は政府に従属するべきだという考え方です。

一方、会田さんが「主流派」とおっしゃった均衡財政主義に強いこだわりを持つ流れは、民間企業部門がネットで大きく資金余剰になっている状況では、金融政策は効かないという事実を見ようとしなさい。おそらく双方の間、つまり金融政策と財政政策のミクスチャーが望ましいのだと思います。

### 「過度なインフレ」とはどの程度なのか

竹中 ただ、最近、日本で翻訳が出版されたL・ランダールの著作『MMT現代貨幣理論入門』に基づいてちょっと申し上げると、MMTの人たちは必ずしも「財政赤字がどんなに拡大しても、財政の自己ファイナンスが起こるから大丈夫だ」とは言っておらず、レイ氏は「政府支出を制約する正当な理由」として五つの点を強調しています。これをちょっと簡略化してご紹介すると、一番目は過度

なインフレを引き起こさない範囲であること。二番目は過度な自国通貨の下落を引き起こさない範囲であること。三番目は民間との間で経済資源の競合が起きない範囲であること。四番目は民間経済主体のインセンティブを歪めない範囲であること。そして五番目に政府のプロジェクトを管理・評価する手段を確保すること——この五つを守りながら必要な場合には財政赤字を伴う財政支出拡大政策を行うというのには極めて正論で、MMTの立場に与さない私でもほぼ完全に同意できる条件です。

ところが、「過度なインフレとはどの程度なのか」という点を実際に政策を運用する上で最も重要だと思ふのですが、その点についての具体論はひどく乏しく、このレイ氏の著作が触れているのは「年率40%未満のインフレ率から経済への重大な悪影響を見出すことは困難である」という一文のみです。だとすると、彼らが言う「過度なインフレ」というのは、私達一般のエコノミストや経済学者らが通常考えているレベルよりも相当高く、「20%、30%のインフレでもOK」ということになるのでしょうか。

消費者物価指数で20%ものインフレは、日本では戦後の混乱期を除くと、1970年代のオイルショック以外では起きていません。だいたいインフレ率が10%を超えると、買うから上がる、上がるから買うという一種のインフレスパイラルが起こって、企業は正常な設備投資活動や生産活

動よりも、いまある商品を買占めることによって儲かるようになってしまう。資本がそういった動き方をすると、経済的には当然、悪い方向へ動きまわります。

こうしたことは経済・金融史を振り返れば常識なのではないかと思うのですが、MMT学派と私たちの間にはこの認識に大きな違いがあって、議論が噛み合わないように感じます。

会田 私はMMTは財政政策が過少である状況における議論に関してはしっかりとしたいと思います。と言うのは、主流派は、「政府の財政支出には予算制約があって、その制約の中で経済厚生を最大化する」というモデルを説くわけですが、予算制約はこのモデルを解くための一つの方便であって実際のところは存在しません。

言い換えると、主流派は「現状の負債が将来のキャッシュフローの現在価値とイコールであるところまでしか財政を拡大できない」と考えていて、これが国家の予算制約になっているんです。これまで、ドイツをはじめ財政規律を重視する先進国はこうして予算制約線に縛られた緊縮的な財政運営を行ってきました。

一方、MMTはおっしゃるとおり「どこまで行けば過度なのか」という財政制度の過大側の議論に曖昧なところがあるって、ちょっと使い勝手が悪いのだと思います。

そこで私が提唱しているのが、「ネットの資金需要を見

ましよう」ということです。ネットの資金需要がゼロであれば財政政策が過少です。逆に、ネットの資金需要が10%まで行くと、これはバブル期と同じで経済が不安定化するので、ネットの資金需要を過大にも過少にもならないある程度一定のところにとめるのが、安定した経済運営の一つの目安になる。

また、「景気が悪いときに財政支出を拡大すると、景気が良くなっても政治家は予算削減できないから、財政赤字は増大し続けて、いずれ財政破綻に陥る危険性があるんじゃないか」という議論がありますが、これはMMTに対する誤解だと思います。MMTが言っているのは、あくまで財政と全体の景気はカウンターし、調整役になっていて、どの辺の水準感に調整しようかというものです。

例えば、今までネットの資金需要がゼロであるような緊縮的な財政運営しているのであれば、「予算制約を開放して、ネットの資金需要が15兆円くらいの財政運営をしましょう」となれば、恒常的に財政支出を15兆円拡大できることになる。これは、「景気が良いときに財政を縮小できない」という議論ではありません。

ということ、MMTに関しては、いろんな誤解があったり、あるいは彼らが説明しきれないところがあったりしてちょっと使いづらいのですが、私は、主流派の議論にMMTをインプットしつつ、新しい政策ロジック——特に財

政ロジックを作っていくのが大事ではないかと思えます。

竹中 自身は「積極財政主義」という主張にはとまどいもあります。その理由は理論的なことよりも、今の日本の財政赤字と政府債務の状況に危惧を抱いているからです。どうということかと言うと、民間の企業部門が将来の付加価値を増やすためにさまざまな設備投資、あるいは技術・研究開発を積極的に行い、あるいは政府部門でも教育や民間の技術・研究開発への支援のための支出が増えて、それが将来の付加価値の生産が増えるというかたちで戻ってくるのが一番望ましい姿です。ところが、1990年代以降の日本の財政赤字の膨張は、その最大部分が社会保障費の増加によるもので、これは将来への投資になっておらず、消費されているだけです。ここに最大の問題があると思っています。

民間の技術開発や設備投資、あるいは政府も含めた教育投資がもっと増えて、生産性の向上や潜在成長率の上昇につながって行けば、自ずと財政収支は景気の回復に伴って改善し、赤字が縮小していくはずですが。

それでは、どうやって民間の技術開発や設備投資を増やしていくか。この点に関しては必ずしも悲観しているわけではなくて、AI、5Gや自動運転技術、あるいは人手不足を補うための積極的な設備投資をソフトも含めてやっていかなければならないという機運がようやく民間企業、あ

るいは政府でも高まってきているようなので、この動きがさらに強くなれば、望ましい変化が起これると思えます。

## 来年以降の日本経済、世界経済

竹中 では最後に、来年以降の日本と世界の景気動向がどうなるか、あるいはそれに対してどのような政策的なオプションがあるか、考えてみたいと思います。

会田 まず、日本がデフレから完全に脱却し、経済復活という新しい世界に行くためには、生産性が上がって実質所得が上がるような環境が生まれなければいけません。これはどんな方でも合意するところだろうと思えます。

では、生産性を上げるためにどうすべきかと言うと、やはり投資を拡大しなければいけないと思います。問題は、経済が縮小均衡しているところに投資が生まれる余地はないので、ある程度景気状況が良くなければならないということです。企業のモーメンタムを投資に向かせるという意味でも、まずは財政でも何でも拡大してネットの資金需要を増やして経済が膨らむかたちにする必要がある。めざすところは、企業の投資行動が刺激されて、ネットの資金需要は若干のマイナスだけでも、企業貯蓄率もマイナスになっていて、財政収支はほぼゼロ、そしてこの間行った投

資から新しい付加価値が生まれているという状況です。

来年以降の景気・マーケット動向の上下を決する図表5は、先ほども申し上げたとおり、今年ようやく16%を突き抜けました。設備投資サイクルが上がってくると、とても大事な指標を引っ張ってきます。それが図表6です。つまり、投資が先に動いて、支出やファイナンスを含む企業貯蓄率が後から付いてくる。投資サイクルは企業貯蓄率の先行指標になっているわけです。

ということは、投資のサイクルがあと2年ぐらい上がれば企業貯蓄率が引っ張られて、おそらく2021年9月の安倍総理の自民党総裁の任期終了頃には企業貯蓄率がマイナスに戻りデフレ完全脱却に持っていけるのではないかと

## 2014年以降、ぴったりと合った

### 日米のサイクル

会田 このようにマーケットにとって民間設備投資の対GDP比率は大切なのですが、では、なぜ今まで16%よりも低かったのかと言うと、やはり企業の期待成長率、インフレ期待がとても弱かったからです。昨年から16%より上に上がってきたというのは、楽観的な解釈をすれば、企業の期待成長率、インフレ期待が上がったということです。そして、これが来年以降も上がり続けられれば、株式市場の

言葉に直せば、「期待がROE（自己資本利益率）の上昇」ですから、株価についてもグローバル水準に向かって上昇していく力が生まれてくるでしょう。

期待ROEの上昇を達成するためには、足元の低いROEを上げなければいけないので、企業は投資なり株主への還元を増やすなりして手元資金をしっかりと使わなければなりません。そうした動きによって業貯蓄率がマイナスに戻れば、デフレ完全脱却につながっていくのではないかと

来年以降、設備投資サイクルがしっかりと上がり続けることが大事ですが、おもしろいことに、民間設備投資の対実質GDP比率を見ると、2014年以降、日米両国のサイクルがぴったりと合っています。「天井」をぶち抜いたのは、日本だけではないということです。

となると、日米共通の要因が何か働いているのではないかと。当然、考えられるのがAIやIoTやロボティクス、ビッグデータ、5Gなどの新しい技術・テクノロジーで、こうした新しい技術の黎明期の特徴として、投資しなければ負けません。例えば2年も投資をしなければ、マーケットから退出を迫られるでしょう。典型的な例が自動運転技術ですが、アメリカの投資サイクルが新しい技術を背景にさらに上がるのであれば、日本企業は競争という意味でも、アメリカ企業とのパートナーシップという意味でも、準まで上がらなければいけないので、新しい技術には投資

の余地があると思います。

ただ、マーケットを見ると、設備投資に対する反応は芳しくありません。これは今までITと言えば、投資をしながらもアプリを作れば儲かるような産業だったからで、それがITの過少投資を生んできたとも言えます。

ところが、今後現れる5Gの世界では情報の行き交う力も大きいし、それは人の行き交う力との総合——ある意味で親和性を持って動くでしょう。これまでIT分野での技術革新は主にスマホの中で行われていましたが、これからは人の移動や、製造業の生産工程などに関わるIoT、AIなども含めた新しい動きに変わっていく。とすると、やはり今後、設備投資サイクルは上がっていくだろうと思います。

ただ、問題はそうした設備投資がどれだけ付加価値を生むかです。先ほど、「とにかく何でもいいので、設備投資サイクルさえ上に行けば…」と言いましたが、例えば、穴を掘ってそれをまた埋めるような悪い投資でも、短期的にはデフレ脱却に有効かもしれません。ただ、そうして需要が拡大して物価が上がり、日銀が緩和政策からイグジット（出口）して金利を上げた時、ここ2、3年投資したものがきちんと生産性や収益力の向上に繋がったのかどうかを確かめなければいけません。

これが繋がっていけば、日本経済は新しい世界に入っ

て日本経済のボトルネックになると思います。内需が弱い日本だけ順調に推移するという展開は難しいでしょう。

会田さんもクレジットサイクルを強調されていますが、今のアメリカにリーマンショックと同じことが起こるほど金融的な不均衡が溜まっているとは私は思いません。ただ、アメリカの企業部門債務の対GDP比率の変動を見ると、趨勢的に上がってきているのですが、かなり波があります。具体的には企業部門の債務の対GDP比率が、その10年移動平均値から一定程度以上乖離した後は下がる——つまり信用収縮を伴う景気後退局面が必ず来ています。現在はちょうどこの企業債務比率が上方に乖離した後、頭を打って下向きになる転換点に差し掛かっているように見えます。

アメリカは2009年をボトム（底）に、ここ10年間景気回復が続きましたが、昨年あたりからその最終局面に入ってきていると思います。失業率も過去数十年で最低の3%台に低下している景気回復の最終局面で、まずいことにトランプ大統領の大減税で財政赤字はむしろ拡大させてしまいました。そのことで景気回復局面を多少延長するかもしれませんが、次の景気後退期に入った時に取れる財政政策発動の余地を小さくしてしまいました。さらに赤字を拡大して景気を底支えることに対しては、理論的にというよりも政治的にかなり抵抗が生じるでしょう。

いけるわけですが、もし繋がっていないのであれば、「この2、3年の投資はバブルでした」ということになる。日銀が金利を上げた瞬間にバブルが崩壊し、日本はまた奈落の底に落ちる可能性があります。しかし、この二つは分けて考えなければいけません。

繰り返しますが、景気・マーケット動向を決するのは設備投資サイクルで、これが来年、上がるかどうかが目点だと思っています。

竹中 私は日本経済の長期見通しについてはわりと楽観していて、少なくとも楽観的なシナリオに十分な現実性があると考えています。ただし、目先1年程度の短期サイクルはちょっと悲観的な見方をしています。

現状の日本経済に突然景気後退になるような内在的な原因があるわけではありませんが、自律的な経済成長率は弱いですね。内需の自律的な成長力が弱いので、外需の変化に揺られてしまうわけです。現在、アメリカの景気が減速過程に入り、中国の経済成長率も下方シフトし、信用膨張の整理縮小局面に入ってきています。さらに、ヨーロッパの景気も下向きになっている。世界的な貿易の縮小要因の一つになっている米中貿易戦争が妥結に向かうと期待する人もいますが、私は一時的な妥協が成立しても、米中の覇権争いは米中新冷戦として長期化すると考えています。こうした中で日本の賃金上昇率が抑制され続ければ、それ

これは、米国では原理主義的な「小さい政府主義」がかなりの政治力を持っているからです。また、金融緩和についても、金利の水準自体が低下しているので、昔に比べると金利を下げられる度合いが小さくなっています。

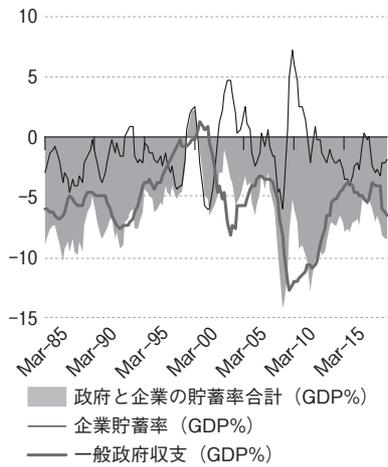
従って、アメリカ経済は景気回復の最終局面に入ってきているにもかかわらず、次のリセッション（景気後退）における選択肢が狭まってきているという、ちょっと悪いかたちになっている。こうした中で、日本も2020年はリセッションに入る可能性が高いと考えています。ただ、会田さんが強調されたように企業部門が設備投資や技術開発といったイノベーションを促進する積極的な投資を続けられれば、次のリセッションが比較的軽いものになって、2021年以降は再度成長の芽が出てくると思います。

株価については「日本はバブル崩壊以降、右肩上がりで崩れた」と言われますが、2003年の不良債権危機終了を起点として右肩上がりに戻ってきているので、私はそう悲観することはないと考えています。2020年代のどこかで日経平均3万円という水準が見えてくると思います。

### 米中貿易紛争の影響をどう見るか？

会田 私はさらに楽観的に見ています。現状、マーケット

図表7 米国経済 ネットの国内資金  
需要



いうことは、今、企業部門の負債が拡大しているのは、単純なバランスシートの負債側の中でのシフトでしかないことになる。

株価が上昇して、株主の資本コストが高まってきている一方、社債市場では金利が低いので、ある意味、株主資本を落として社債の発行を増やしています。または社債を発行して株式バイバック（自社株買い）をやる。いまの状況はある意味で、企業のバランスシートの中のシフトでしかないということですね。

「企業の資金調達手段が、企業の資産価値に影響を及ぼすかどうか」をめぐるいろいろな議論があり、資本構

トが米国経済を懸念しているのは3点あって、一つは米中貿易紛争。二つ目はつい最近まで2年債・10年債の金利が逆転する「逆イールド」になっていきましたが、これが景気後退を意味しているという見方、三つ目は企業部門の負債が拡大しているのでバランスシートの拡大が限界に達しているのではないかと——という三つの懸念があります。

しかし、私はもう少し「行ける」と思っています。その理由の一つが、貿易紛争の理由です。先ほど見たように、日米の設備投資の対GDP比率が揃って上がってきているということは、5Gを含めた新しい投資競争が起こっているのだらうと思います。そして、日米よりもさらに投資しているのが中国です。今後20、30年の産業構造を決める覇権争いが起きているとすれば、もし米中貿易紛争が広がって、企業収入の悪化によって中国だけでなく米国の投資まで抑制されてしまったら、これは本末転倒になります。

実際、アメリカの製造業は設備投資のモーメントムが若干落ちていきますから、トランプの締め付けがいったん緩くなる可能性がある。従って、よく言われるような、「米中貿易紛争を起点として企業心理が悪化して、景気が腰折れする」というシナリオは結論と理由付けが逆になっているのではないかと思います。

もう一つは、イールドカーブの逆転をどう見るかです。2012年後半頃から2年債国債の利回りと10年債国債の

利回りの金利差がどんぞろのほうに向かって、今年ついに逆転し、「逆イールド」の状況が生まれました。

過去に逆イールドが起きた1990年代後半と2000年代半ばは景気後退に陥ったので、「今回も同じではないか」と、この1年間マーケットで懸念されていましたが、今回は過去2回とは大きな違いがあります。

過去2回、イールドカーブが逆転したときは10年債の実質金利が2%超ありました。景気の引き締め効果が出ていの中でイールドカーブ逆転ですから、リセッションになった。また、アメリカの潜在成長率は2%弱とされていますから、長期の実質金利が中立的な水準である2%を超えると引き締め効果が出ます。そうした中でイールドカーブが逆転すると、リセッションが起きるのです。

しかし、いま、長期の実質金利はゼロです。そして、アメリカの潜在成長率がマイナスだと考える人はいません。今回のイールドカーブの逆転は緩やかな経済環境によるもので、引き締め効果はないわけですから、リセッションになると考えるのは、懸念が行き過ぎているのではないかと。

最後の一つ、企業部門の負債についてですが、アメリカ企業の負債がかなり拡大してレバレッジが相当大きい状況になっているのであれば、資金循環統計ベースにおける企業貯蓄率は大きなマイナスになっているはずですが、実は今、あまり大きなマイナスになっていません（図表7）。と

造を変えたことで企業の動きに制約が起こるかどうかはわからないところがありますが、いまのところは企業貯蓄率のマイナスが大きくなっていて、レバレッジが大きくなっていくわけではないので、FRBの金融引き締めが強くない限り、現状の負債構造が崩壊することはまず考えられないと思います。

それでも、もしも来年、アメリカのモーメントムが損なわれた場合、日本はどうなるか。繰り返しになりますが、大事なことは設備投資サイクルです。日本は内需が強くて外需が弱いので、製造業の設備投資サイクルのモーメントムが落ちれば非製造業が支えられず、設備投資サイクル全体が下に行ってしまう。結果として不況になり、またデフレに戻るかたちになる。

ただ、来年はそういう状況ではありません。ここで何とか設備投資サイクルを持ち上げることができれば、企業貯蓄率がマイナスに戻って総需要を破壊する力が一掃されるので、次の景気後退局面でもデフレに戻らないという安心感が生まれる。繰り返しになりますが、安倍総理の自民党総裁退任ぐらいまでには、デフレ脱却宣言ができるような状況だと思っています。

そのぐらいまではアメリカ経済もあってほしいですね。私は今のところ、マーケットが思うよりももう少しアメリカ経済はもつんじゃないかと考えています。

(終)

利回りの金利差がどんぞろのほうに向かって、今年ついに逆転し、「逆イールド」の状況が生まれました。

過去に逆イールドが起きた1990年代後半と2000年代半ばは景気後退に陥ったので、「今回も同じではないか」と、この1年間マーケットで懸念されていましたが、今回は過去2回とは大きな違いがあります。

過去2回、イールドカーブが逆転したときは10年債の実質金利が2%超ありました。景気の引き締め効果が出ていの中でイールドカーブ逆転ですから、リセッションになった。また、アメリカの潜在成長率は2%弱とされていますから、長期の実質金利が中立的な水準である2%を超えると引き締め効果が出ます。そうした中でイールドカーブが逆転すると、リセッションが起きるのです。

しかし、いま、長期の実質金利はゼロです。そして、アメリカの潜在成長率がマイナスだと考える人はいません。今回のイールドカーブの逆転は緩やかな経済環境によるもので、引き締め効果はないわけですから、リセッションになると考えるのは、懸念が行き過ぎているのではないかと。

最後の一つ、企業部門の負債についてですが、アメリカ企業の負債がかなり拡大してレバレッジが相当大きい状況になっているのであれば、資金循環統計ベースにおける企業貯蓄率は大きなマイナスになっているはずですが、実は今、あまり大きなマイナスになっていません（図表7）。と