

講 演 録

日本FP学会第22回大会

開催日：2021年9月4日（土）

会 場：イイノカンファレンスセンター

ファイナンシャル・プランニングと中央銀行

青山学院大学特別招聘教授／前日本銀行総裁 白川 方明

はじめに

ファイナンシャル・プランニングの仕事と私が長く身を置きました中央銀行の仕事は、密接に関係していると思います。マクロの経済金融環境は、ファイナンシャル・プランニングに影響する最も重要な要因であり、そのマクロの経済金融情勢が安定していないと意味のあるファイナンシャル・プランニングが難しくなります。

一方、中央銀行から見ても、個人や企業が正確な知識に基づいてファイナンシャル・プランニングを行うことが非常に重要です。グローバル金融危機の時のサブプライムローン問題が典型ですが、正確な金融知識の不足も一因となってリスクが積み上がり、最終的にはグローバル金融危機が起きました。そういう意味で、多くの中央銀行は、金融リテラシーの向上という仕事にも取り組んでおり、日本銀行は金融広報委員会の事務局も務めています。

本日は「ファイナンシャル・プランニングと中央銀行」と題して話をしたいと思います。

1. 過去50年間の日本経済を振り返って

私は、ファイナンシャル・プランニング自体について語るほどの知識はありませんので、専らファイナンシャル・プランニングとの関係を意識しながらマクロ経済や金融情勢、そして中央銀行の仕事について話をしたいと思います。

最初に、過去50年間の日本経済の主要な出来事を振り返るとともに、ファイナンシャル・プランニングへの教訓について話をしたいと思います。中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランニングの役割について私の考えることとお話した上で、現在、日本経済が直面しているリスクにつ

いて話をしたいと思います。最後に時間があれば、日本の家計の資産選択を巡る議論について、私の感じていることとお話ししたいと思います。

ファイナンシャル・プランニングを行う時は、当然、将来の景気とか、あるいは雇用、物価、あるいは金融システムがどうなるかということを考える必要があります。自分の人生設計そのものになってきますので、当然、タイムスパンは長くなってくるわけですが、遠い将来のことは誰にも分かりません。しかし、将来を展望する際に、結局は過去の経験と現在の観察から何らかの展望を行う以外に方法はありません。そういう観点で、この50年間というのを一つの区切りとして考えて振り返ってみたいと思います。

今年ちょうどニクソンショックから50周年にあたります。1971年8月にニクソンショックは起きました。私はその約半年後の1972年4月に日本銀行に入りました。そういう意味では、この50年というのは、自分自身が社会人になってからの期間とほぼ一致します。この50年間を振り返り、どんなことが言えるのだろうか、もちろん振り返ると言いますが、50年間をわずか10分程度で振り返るというのは無謀なことです。全部を語ることはできませんが、これからお話しする中で、この50年間をざっと振り返るだけでも多分いろいろな考えを持たれるのではないかと思います。

まず、1973年、74年の「狂乱インフレ」についてです。この時の日本のインフレ率は、先進国の中では最も高かったのです。ただ、その後、日本は世界で真っ先にこのインフレを終息させることに成功しました。海外先進国の場合は、例えば米国では1979年から80年にかけてのボルカーショック、これを経てインフレを終息させるというプロセスがありましたが、日本はそれよりも先

にインフレを終息させるということに成功しました。物価は安定する，マクロ経済の成長率も高いということで，ちょうどエズラ・ヴォーゲルの『ジャパン・アズ・ナンバーワン』という本が出たのは，この時期です。

図1は，消費者物価の前年比上昇率の推移を示しています。ニクソンショックを経て，第一次オイルショックが発生した後は，前年比25%のイン

フレになりました。

1980年代の後半には，皆さんの記憶に鮮烈に残っておられるように，未曾有のバブルを経験しました。

図2は，企業の景気マインドを示す短観の業況判断ですが，あとから振り返ってみますと，この当時の業況判断の水準の高さ，あるいは，高い水準の続いた期間，この両面を見ても，その後そう

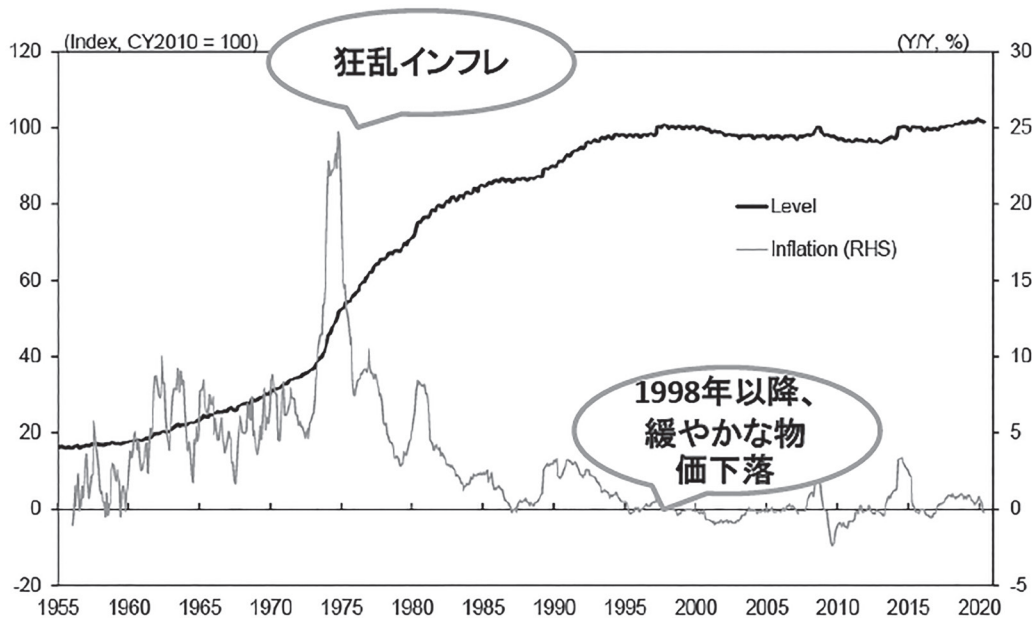


図1 消費者物価の前年比上昇率

出所：総務省

景況感の水準の高さも持続期間も空前絶後

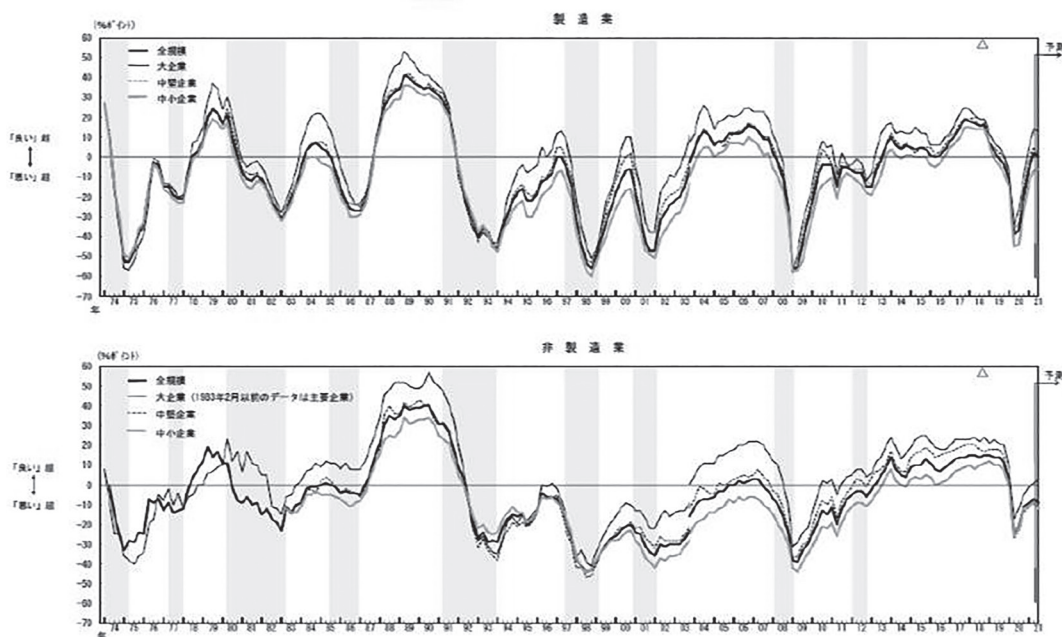


図2 バブル期の空前の好景気

出所：日本銀行

大阪の商業地はピークの1割強の水準にまで下落

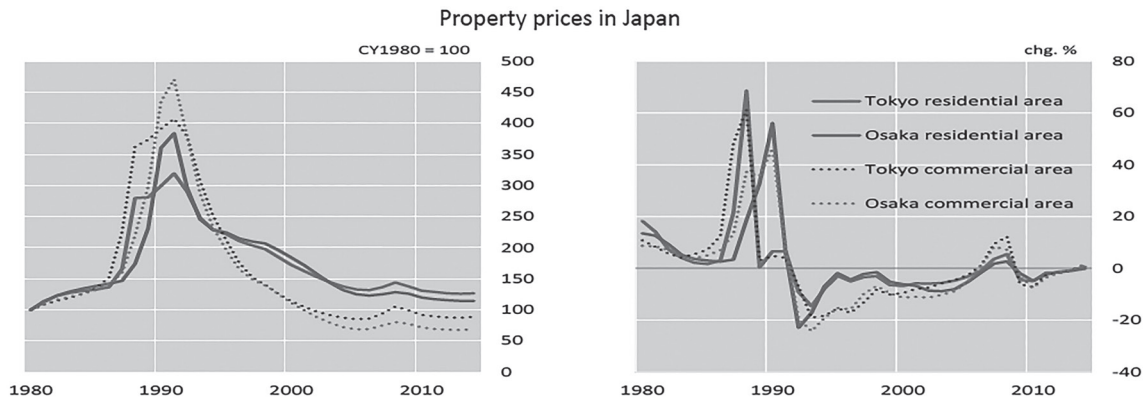


図3 東京と大阪の商業地、住宅地の価格水準

出所：国土交通省

いう好景気は来なかったわけで、未曾有の好景気と言いますか、未曾有のバブルでした。世界の経済、金融の歴史を見ても、これは例を見ないような規模のバブルであったと言えると思います。

図3は、東京と大阪の商業地、それから、住宅地の価格の水準を描いたものです。バブル期の地価は、わずか4～5年の間に3倍近く上昇しました。銀行貸出も10%を超える高い伸びを続けました。

1990年代に入るとバブルが崩壊し、図3・右グラフに示されているように、大阪の商業地の地価は、ピーク時の1割強の水準にまで下落しました。凄まじい下落でした。

このようなバブルの崩壊の帰結は、不良債権の増加です。そして、やがて深刻な金融危機に見舞われました。

表1は、破綻した金融機関の数の推移を示したものです。1997年から1998年の時期が、日本の金融危機のピークだったと思います。数の上では、2000年代の初めの方が破綻金融機関の数は多いのですが、この時は小さな金融機関の破綻が中心で、経済・金融全体へのインパクトという意味では、大きな金融機関の破綻が集中した1990年代の後半、97年から98年がピークでした。

表1 預金取り扱い金融機関の破綻数

1997～98年：日本の金融危機のピーク

年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
銀行	1	0	0	0	2	1	3	5	5	0	2	0	0	0
信用金庫	0	1	1	0	0	0	0	0	10	2	13	0	0	0
信用組合	0	0	1	4	4	4	14	25	29	12	41	0	0	0
合計	1	1	2	4	6	5	17	30	44	14	56	0	0	0

出所：預金保険機構

実質住宅価格

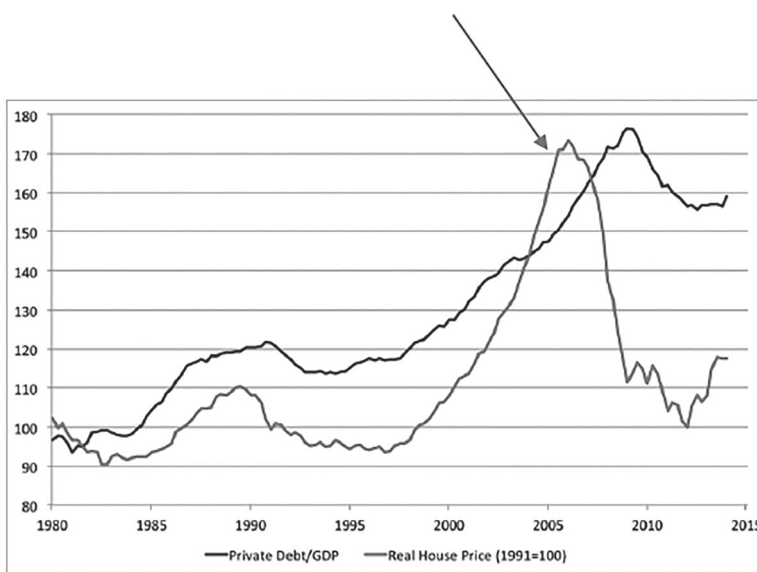


図4 米国の住宅価格と民間債務

出所：米国準備制度理事会等

その後、同じことが、アメリカでも、他の先進国でも起きました。それが、2000年代の半ばにかけて起きたアメリカの住宅バブル、あるいは、サブプライムローン問題であり、その後の金融危機です。当時、米国の当局者は、バブルが起きている可能性を一蹴していました。

2005年6月のグリーンスパンFRB議長の議会での有名な証言ですけれども、全米レベルでの住宅価格の上昇と下落というバブル、これは米国で

はないんだということを言っているわけです。

グリーンスパンが発生を認めているのは、彼が「froth」（泡）と呼ぶ局地的な市場における住宅価格の上昇です。「泡」はあるけれども、全米レベルでのバブルというのは、起きていないんだという見立てでした。

しかし、2007年以降は、グローバル金融危機が発生し、2008年9月には、リーマン・ブラザーズが破綻し、その後の展開は、日本の金融危機と全く同じようなことが起きたのです。

図5は、アメリカ、ヨーロッパ、日本のGDPの推移を描いたグラフですが、大きな落ち込みに見舞われました。その結果、先進国は政策金利を大幅に引き下げました。

図6は、政策金利の推移を示しています。日本は当時、すでに金利の引き下げ余地がほとんどない状況でしたから、金利の引き下げ幅としては当然小さくならざるを得なかったわけですが、全世界的に金融緩和が行われたということです。

実質GDP

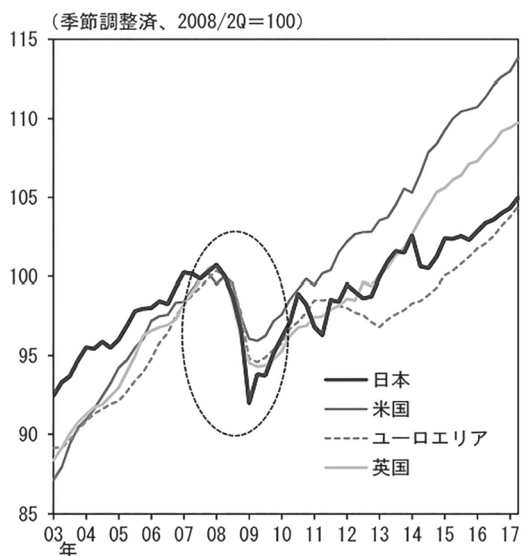


図5 実質GDP

出所：各国統計当局

政策金利

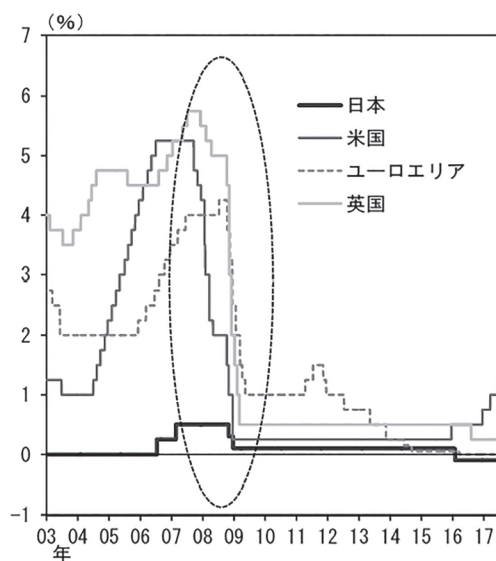


図6 政策金利

出所：各国中央銀行

株価 住宅価格 家計の保有資産

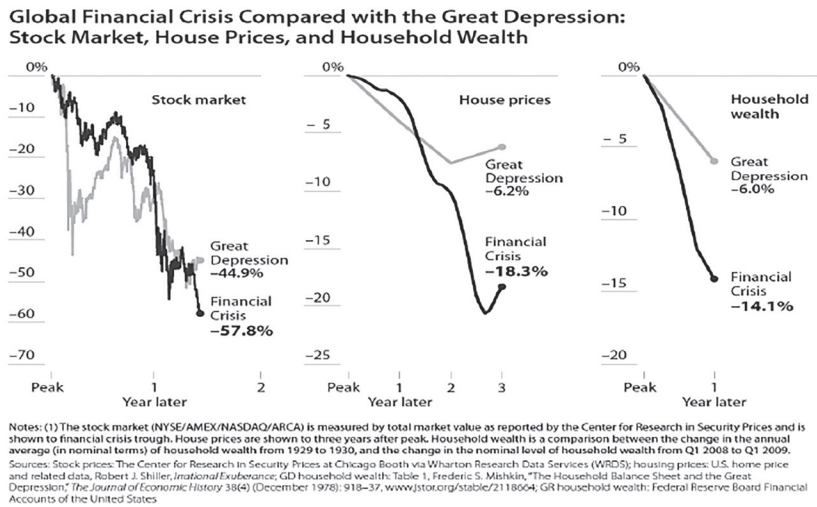


図7 グローバル金融危機と1930年代の大恐慌

出所：Hutchins Center at the Brookings Institution and Yale Program on Financial Stability, Visualizing the Financial Crisis,

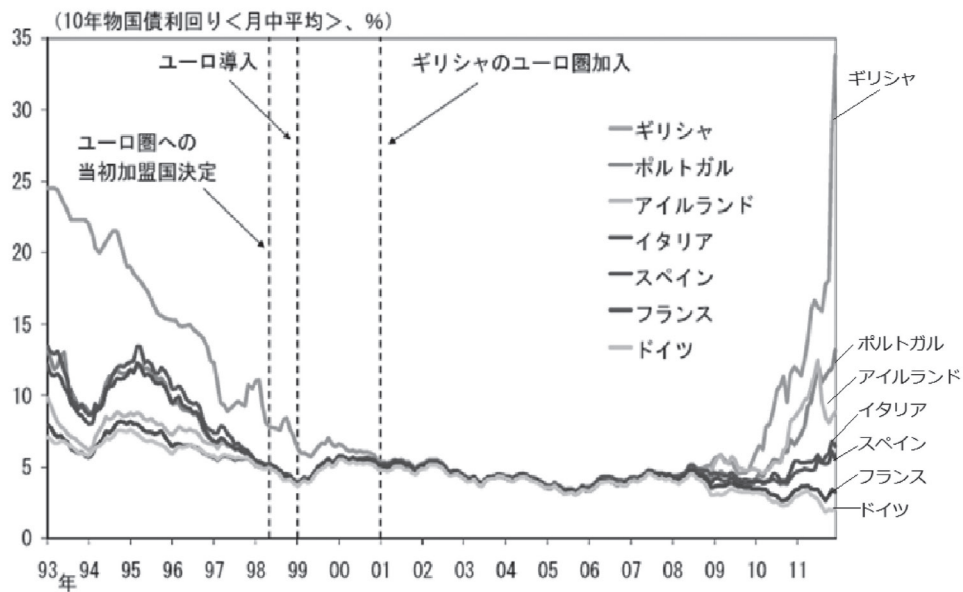


図8 ユーロ圏各国の長期国債金利の推移

出所：白川方明, 「グローバル化と人口高齢化」, 2011年12月, 日銀ホームページ

図7は、株価と住宅価格と家計の保有資産の変化を1930年代のアメリカの世界大恐慌とグローバル金融危機を比較したものです。

例えば、株価を見ますと、最初の1年の動きは大恐慌の時の株価の動きと同じ動きでした。世界経済が崩壊の崖っぷちに見舞われたのが当時の状況でした。

図8は、欧州債務危機を示したものです。ギリシャがユーロに加入した2001年から2008年ぐらいまでは、ギリシャも含めて加盟国すべてがドイ

ツと同じ金利で国債を調達できるという状況が続いたわけですが、2010年以降、ユーロ危機が発生し、ギリシャに始まりポルトガルとかアイルランド、イタリア、スペインの国債金利が大きく上昇しました。ユーロが崩壊するかもしれないというところまで行ったわけですから、そのことが日本の経済にも大きな影響を与えました。

2011年3月11日には、あの悲惨な東日本大震災の発生、津波、それから原発のメルトダウンが起きました。そのような状況の下で、日本銀行、



図9 東日本大震災：生産の大幅な落ち込み

出所：経済産業省

中央銀行にとっての最大の使命は、金融のインフラをしっかりと守ること、特に決済システムをしっかりと守っていくということです。この点では、中央銀行の基幹的なシステムである日銀ネット（日本銀行金融ネットワークシステム）は正常に稼働を続けることができました。もちろんそれ以外のいろいろな金融のインフラについては影響を受けましたが、全体として見ますと、金融のインフラはなんとか、東日本大震災の大きな影響を免れることができました。しかし、経済活動は大きく落ち込んだのです。

ここまでは、グローバル金融危機、欧州債務危機、それから東日本大震災という大きな出来事を

中心にお話してきましたが、この間、1997年ないし98年以降、日本で活発化した議論、日本銀行が受けた批判というのは、デフレ問題でした。

当時、日本銀行が受けた批判を要約しますと、以下の3点に集約されます。1つ目は、1990年代以降の日本の低成長の根源的な原因は、物価の継続的な下落、デフレにあるという議論です。2つ目は、デフレは「貨幣的現象」であり、日本銀行がマネタリーベースを大幅に増やし、期待に働きかければ、デフレは解消するという議論です。3つ目は、日本銀行は2%の目標物価上昇率を設定し、期限を区切って、この目標達成を約束しなければならないという議論です。

消費者物価上昇率

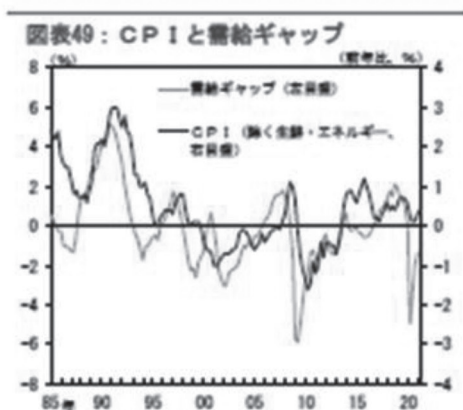
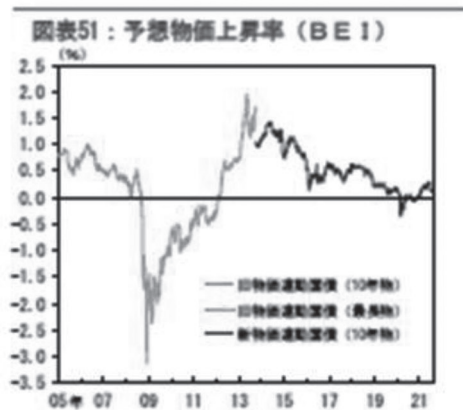


図10 日本の物価上昇率の動向

出所：展望レポート、2021年7月

予想物価上昇率



日本銀行は、こういう議論と言いますか、批判を繰り返し受けてきたわけです。こうした議論や批判は一部のエコノミストだけではなく、政治家、政府、マスコミ、それから企業経営者と程度の差は少しずつありましたが、全体として見ますとこういう方向にどんどん議論が進んでいったということです。

当時、国会で頻繁に聞かれた議論ですが、「日本経済の最大の問題はデフレだと思っているんですね。・・・デフレをなくせるのは日銀しかないですよ」と、多くの議員が主張していました。

また、2013年2月、衆議院予算委員会における総理大臣の答弁では次のように言っています。「デフレは『貨幣的現象』である」と。さらに、「ここで思い切った金融緩和を行って、日本銀行においてしっかりと金融緩和、大胆な金融緩和をやって、そして、まさにこれは貨幣現象なんですから、2%といういわば物価安定目標に向かって中央銀行としてのやるべきことはちゃんとやっていただきたい」という発言が記録されています。

その後、現実にマネタリーベースは大幅に増加しましたが、図10が示すように、結局物価上昇率は上がりませんでした。予想物価上昇率も2013年以降、むしろ低下傾向にあるということです。今や誰もデフレは「貨幣的現象」と言う人はいなくなりました。そうした議論が行われたこと、それ自体ももはや忘れ去られているように思います。社会が一方方向に走り出す怖さというのをつくづく感じます。デフレが「貨幣的現象」でないことを学ぶことに随分時間がかかってしまった、随分無駄な時間を使ってしまったなあという感じがします。

今回、コロナ禍、コロナ危機というのを経験しているわけですが、これはまた全く違う種類の危機に直面しているわけです。経済活動の落ち込み、実質GDPの落ち込みを見てみますと、リーマンの時の落ち込みに比べて、当初の落ち込みは非常に大きかったということが分かります。

2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓

駆け足で過去50年を振り返ってみました。そこからいろいろな教訓が引き出せると思います。私自身は3つの教訓をここから引き出しています。いずれも非常に陰鬱な気分になる教訓です。

第一は、これは日本に限らないことですが、通貨や経済の安定が脅かされる時期を幾度となく経験をしたということです。それは、ある時はインフレであったり、バブルであったり、金融危機であったり、自然災害であったり、感染症であったり、いろいろです。

第二は、世論は「時代の空気」に大きく左右されるということです。過度の円高懸念、あるいは「デフレ脱却」の大合唱、あるいは、不良債権問題の解決に必要な公的資金の投入への反対論、これらはいずれも時代の空気の怖さを物語っています。必要な政策に対する反発が非常に強くて、実施が随分と遅れてしまいました。そうした時代の空気は、しかし、時が経つとそうした時代の空気があったというその記憶自体も忘れ去られてしまうということです。

第三は、人間は経験から学ぶことは難しいということです。歴史から学ぶことも海外の経験から学ぶことも決して容易ではないというのが私の率直な感想です。

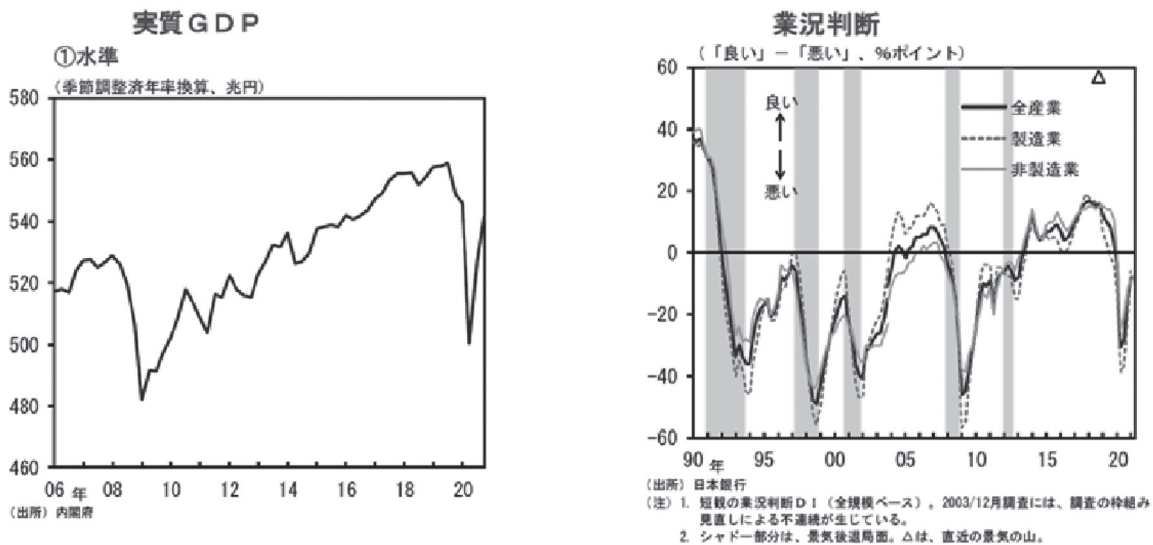


図11 コロナ禍での日本の経済活動の落ち込み

出所：実質GDP (内閣府)、業況判断 (日本銀行) / 出典：展望レポート、2021年4月

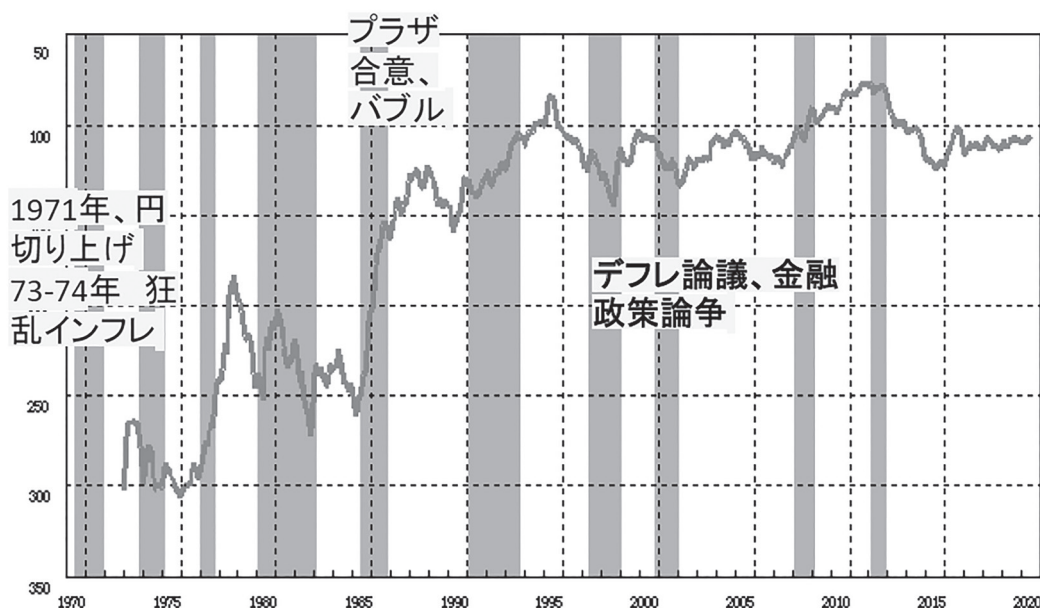


図12 1970年代初頭以降の円の対ドル為替レート推移

出所：為替レート 日本銀行

人間は経験から学ぶことが難しいということ、3つ事例に触れてみたいと思います。まずは、円高です。図12は、ニクソンショック以降の円の対ドルレートを描いたものです。上に行くとも円高、下に行くとも円安です。過去の日本経済の大きな経済の変動は、実は過度の円高懸念と非常に深く関わっています。

1971年の円の切り上げ、73年、74年の狂乱インフレはその一つです。それから、プラザ合意以降の円高です。正確に言いますと、プラザ合意それ自体が問題であったということよりも、その後の展開です。プラザ合意の後、いったんは景気が落ち込みましたが、ほどなく景気が良くなっていくバブル景気の中で、日本銀行は金融引き締めへの転換を模索しましたが、多くの反対に直面しました。一つの理由は物価が安定しているということ、もう一つは円高を招くことへの懸念です。その結果、金融緩和の修正が遅れて、結果としてはバブルをさらに拡大してしまったという時期もそうです。

それから、先ほど紹介しましたデフレ論議、それに関連する金融政策論争もそうです。その後のいろいろな金融政策上の問題につながっていったということで、過度の円高懸念ということがいつも日本経済の大きな問題を引き起こしています。にもかかわらず、そのこと自体は毎回忘れ去られてしまっているということです。

例えばバブルの時、初めて金利を引き上げたのは、1989年の5月末ですが、その当時の金融政策論議を知っていただくために、直前の日経新聞の

社説を読むと、とても興味深いものがあります。

【1989年前半のマスコミ論調】

●(1.21) 世界景気のスPEED調整 「日本の場合、物価は他の国以上に落ち着いている。景気の自律的拡大にも心配はない。……それぞれの国が自国の経済状態にあわせ、金融政策と財政政策のバランスを重視することが、これからの政策調整の最も重要な課題である

●(4.22) 自分勝手な利上げ競争は回避せよ 「日本はどうか。……貿易黒字は再び黒字に転じている。よほどインフレ懸念がはっきりしないかぎり、利上げには慎重な姿勢が必要であろう。」

(日経新聞社説より)

要は金融、金利を引き上げるなどいうことをずっと主張しているわけです。デフレ論議と金融政策のところでも触れましたが、これもなかなか時代の空気が強く支配するとか、あるいは、人間は経験から学ぶというのは難しいということの一つの例証であると思います。

続いて、1990年代末以降の国内の学者、エコノミストから頻りに聞かれた議論も興味深いものがあります。日本を代表する著名なマクロ経済学者も当時出版された本の中で言っています。

【学者、エコノミストから頻りに聞かれた議論】

●「インフレは必ず起こせる。これまでのインフレ環境下では、やってはいけないといわれていた、「不適切」と呼ばれるような政策を金融当局がお

こなせばよいのです。たとえば、大量の量的緩和、長期国債の買い切りオペの増額、さらには株式の購入などです。

【伊藤隆敏『インフレ目標政策』・日本経済新聞社 2001年】

●特に「インフレを起こすことができない」のではないかというような議論は、海外ではまったく聞かれません。世界の経済学の常識と日本の論壇の常識にギャップがあるという点は、理解していただきたい」

今これを読むと、隔世の感がありますが、こういう議論が、この学者だけでなく多くの人からなされていたということです。

では、なぜ「学習効果」は働かないのでしょうか。いろいろな理由があると思いますが、

- ① 時間の経過と共に、個人は自らの経験を忘れてしまう。
- ② 社会全体を考えると、これは世代が変わるということ。
- ③ そもそも学習に馴染む分野と馴染まない分野がある。

学習を特色づけるのは、「反復・頻繁、フィードバック」ということだろうと思います。典型は自転車の運転で、最初は誰も自転車に乗れません。そこでいろんなことで失敗もしながら学んでいきます。その時に、こうすればこうなるという、そのフィードバックが働くわけです。しかし、バブルの経験については、そういう意味での学習は働きにくいのです。つまり、反復・頻繁に起こる現象ではないということです。一生の間に1回か2回しか起こらないという現象だったのです。

それから、フィードバックですが、金融政策の場合、個人がこういうふうな金融政策をすれば、こういうふうになって、そういう自分自身が手触り感のあるようなフィードバックの経験は持ち得ないわけです。そういう意味で「学習」は働きにくいのです。また、仮に学習はしていても、競争圧力が働くと、なかなか取りあえず目先の収益をあげる必要があるということで、学習の成果は活かされないことも多いのです。海外の経験についても、自国の、海外とまったく同じことが国内で起こるわけではありませんから、自国の文脈に適切に翻訳して解釈されない限り、なかなか学習は難しいと思います。

例えば欧州債務危機を考えてみますと、ドイツとギリシャの対立は、これは日本でも報道されました。日本での受け止め方は、ドイツとギリシャ、それぞれ違った歴史を持った国の対立というふう

に理解されています。日本とはとりあえず関係がないという、そういう理解であったと思います。

しかし、問題の本質は必ずしもそういうことではなくて、結局一つの通貨圏の中で利害の異なるそういうグループ、すなわち、ドイツとギリシャがあり、その中で統一した政策を打ちにくいということだったわけです。

日本に置き換えれば、それは、高齢者と現役世代、あるいは、首都圏と人口が減少する地方の問題、この利害が対立する中で持続的な財政をどう運営していくかという問題だったのです。そういう意味では、実は欧州債務危機を全然自分たちと関係のない出来事として捉えたと、これ自体、実は学習ができないということの一つの表れです。

3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランニングの役割

中央銀行の役割は、経済の発展の基盤を通貨の面から支えることです。具体的には、物価の安定と金融システムの安定を図ることです。中央銀行の仕事は、そうした安定的な金融環境を作ることです。つまり、インフレやバブルを防ぐということです。なぜインフレやバブルという現象が起こるのか。1つの単純な出来事から起こるわけではなくて、いろいろな複雑な要因が絡んでいます。

しかし、中央銀行の仕事、金融政策との関係で問題を考えてみますと、社会には常に過大な通貨発行への誘惑が存在するということが、これが根元的な理由です。そのために政府から独立した中央銀行に金融政策の運営を任せて、中長期的な視点、視野に立って金融政策を行い、バブルやインフレを起こさせないようにするということです。いわば、先ほどなかなか人間は学習しない、記憶は忘れ去られるということを申し上げましたが、中央銀行は持続的な発展を支えるための社会の記憶装置とも言えるわけです。中央銀行の仕事は当然ながらいつも不人気です。通貨の安定は空気のような存在で、普通に回っている時は誰も意識しません。しかし、それが普通でなくなった時には批判されるということです。そうした中央銀行の仕事を表す言葉として私が好きな言葉は、ドイツのコール首相の言葉で、「政治家としてブンデスバンクの金融政策決定を好ましく思ったことはあまりないが、一市民としての自分はブンデスバンクの存在を喜ばしく思う」。まさに中央銀行はこういう存在でなければならないと思います。

次にファイナンシャル・プランナーの役割ですが、私の理解するところで申し上げますと、もし完全に合理的な個人を前提にすることができるの

であれば、そういう世界ではファイナンシャル・プランナーは存在しないと思います。しかし、様々な理由で個人の合理性には一定の限界があると思います。このことは行動経済学、あるいは、行動ファイナンスの一連の研究が明らかにしているところです。そういう世界では、個人の学習効果だけに期待することは難しいのです。

例えば、住宅の購入を例にとりますと、先ほど申し上げた反復・継続、フィードバックの要素は少ないわけです。マクロの経済金融環境についても、専門家の間でも意見が分かれます。先ほどのデフレ論議がそうですが、ましてや一般の個人がマクロの経済や金融環境について自分自身の独自のしっかりとした見方ができるかという、現実にはなかなか容易ではないと思います。そういう意味で、ファイナンシャル・リテラシーを向上させていく上でのファイナンシャル・プランナーの役割、存在意義は大きいと思います。

4. 日本経済が直面しているリスク

次に、中央銀行の役割、あるいは、ファイナンシャル・プランナーの役割ということ意識しながら、現在、日本経済が直面しているリスクについて話をしてみたいと思います。

もちろんいろいろなリスクがありますが、私自身はファイナンシャル・プランニングとの関係から、特に2つのリスクについて話をしてみたいと

思います。1つ目は潜在成長率の低下、2つ目は中央銀行のバランスシートの拡大、政府債務の拡大という問題です。

まず1つ目の潜在成長率の低下の問題ですが、このことは、マクロの経済と年金というテーマを考えていく上で決定的に重要です。年金受給者、ここで言う年金は必ずしも公的年金だけではなくて私的年金も含めて、あるいは、個人が老後に備えて貯蓄をすることも、広い意味で年金と言ったほうがいいかもしれません。

年金受給者の所得水準は、マクロ的、長期的に見ると、基本的には以下の3つの変数に規定されます。①経済全体の成長率。より正確に言うとマクロの生産性上昇率、労働者一人当たりのマクロの生産性上昇率。②何歳で引退するかという引退年齢。③所得代替率。現役世代に対する年金受給者の所得水準。この3つの変数に規定され、これは、公的年金、私的年金の別を超えて、あるいは、積み立て方式か賦課方式かの別を超えて、経済全体を支配する基本的な関係として存在します。

図13は、先進国のGDPの水準の推移を示したものです。右は2000年以降の先進国のGDPの水準の推移、左は生産年齢人口一人当たりのGDPの水準を描いています。GDPの推移を見ますと、日本のGDPの成長は、ここに書かれている国の中では最も低いということがわかります。「失われた20年」というような言葉が使われるのはこのようなGDPの推移があるからでしょう。

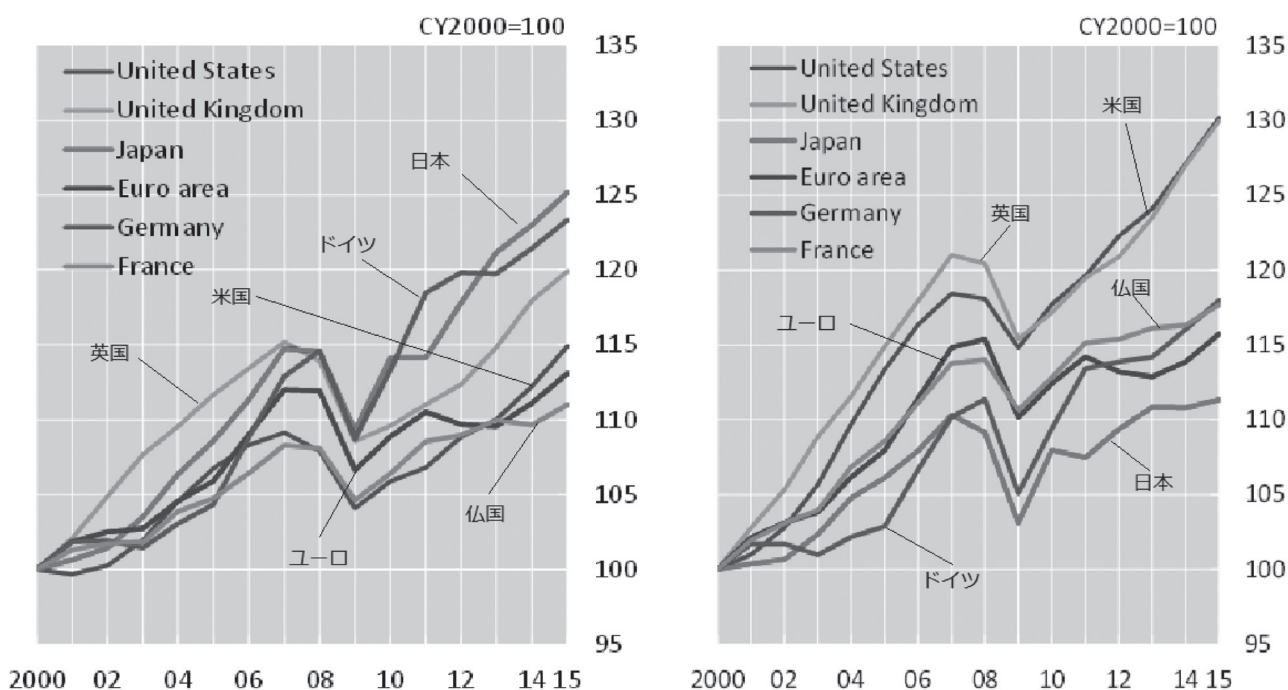


図13 2000年以降のGDP成長率

出所：OECD；Eurostat

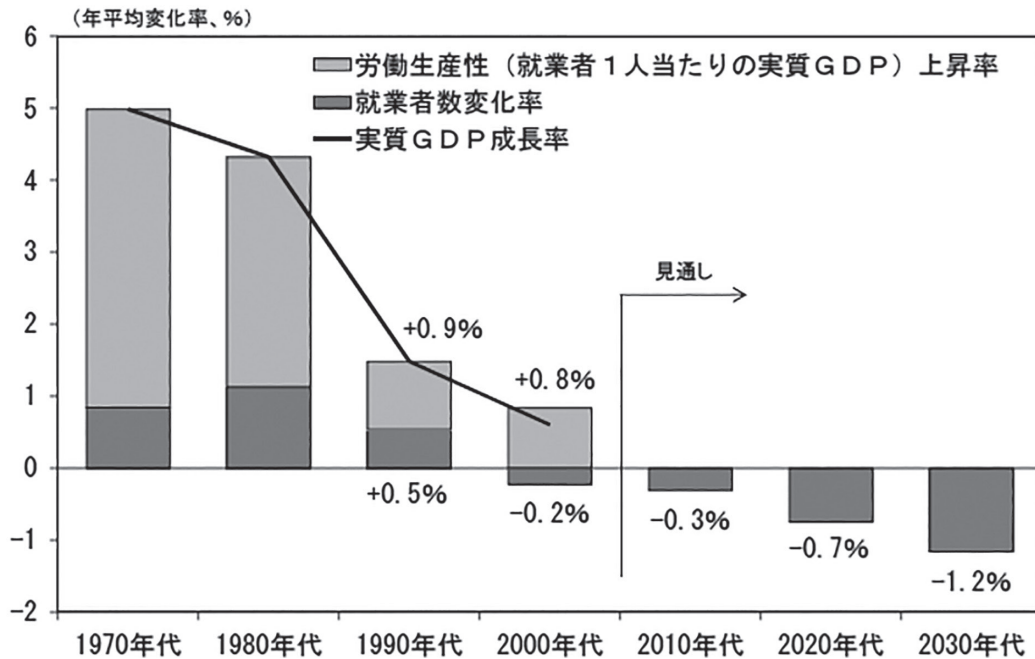


図14 日本経済の長期的成長率見通し
出所：中曾 宏「金融政策と構造改革」

他方、生産年齢人口一人当たりのGDPを見ますと、日本のGDPの成長率は、実は一番高いということがわかります。ここには描いてませんが、一人当たりのGDPで見ると、ちょうどこの2つのグラフの中間ぐらいで、特に良いわけでもなく、特に悪いわけでもありません。しかし、全体のGDPの成長率は、労働人口が減っている以上、下がってきているということです。この関係は、物価上昇率が仮に2%に上がったところで、この関係自体には何の変化もないのです。そういう意味では、生産性の上昇率を高めていくということがない限り、一人ひとりの年金の水準は下がってこざるを得ないという基本的な関係を示しています。

図14は、10年単位で見た日本の成長率です。GDPの変化を労働生産性の変化と、それから就業者の変化に分解したグラフです。男女別、年齢階層別にみた現在の労働参加率を前提にして先行きを予想していきますと、2010年代、すでに過ぎましたが、就業者の変化率は年平均0.3%の下落、20年代は0.7%の下落、2030年代は年平均1.2%の下落になるということが、ほぼ確実に予想できます。これを跳ね返す形でどれだけ生産性が上がってくるかということでマクロの成長率は決まってくるわけです。

図15は、一番大事なトータル・ファクター・プロダクティビティ、全要素生産性の変化率を見たものです。日本銀行が四半期ごとに公表している展望レポートから抜粋したグラフです。これを見ま

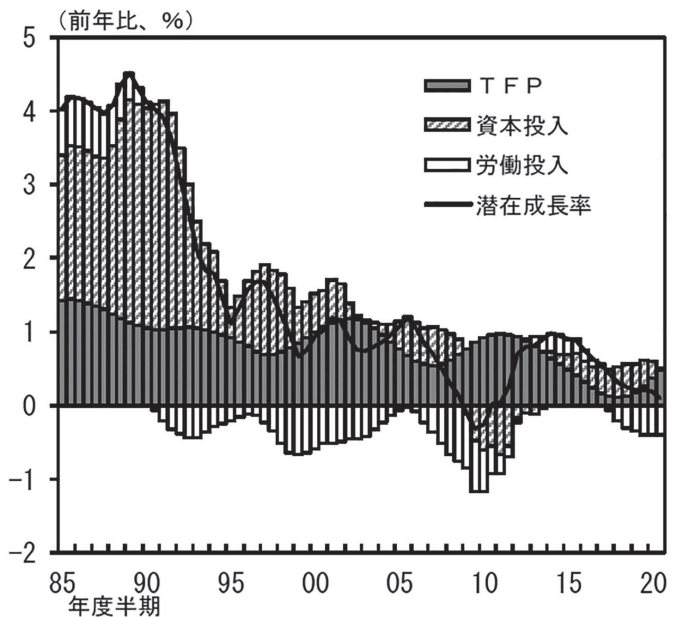


図15 我が国の生産性の変化率
出所：日本銀行展望レポート（2011年7月）

すと、2012、3年ごろまでは、ほぼ日本のTFPの成長率は1%ぐらいで推移していましたが、この10年ぐらいの間にTFPの上昇率が低下傾向にあるということで、大変これは懸念される動きです。これは最終的には年金の水準に寄与してくるということです。

ここで生産性の意味についてもう少し突っ込んで考えてみたいと思います。経済成長にとって生

産性の上昇が鍵を握るということについては多くの人の間で意見が一致していると思いますが、その後の典型的な議論は、「だから、構造改革が必要だ」というものです。私自身も、構造改革は必要だと思っています。ただ、構造改革が必要だということだけを言ってみても、実は問題、議論は深まっていません。生産性というと、どうしてもアップルとかGAFに代表されるような企業が生み出しているようなイノベーションをどうやって起こすかと、そういう議論にだいたい行きがちです。もちろんGAFのような企業が日本でも生まれると、それは素晴らしいことだと思います。ただ、ここで議論しているのは、一企業の実産性ではなくて経済全体の生産性の話です。経済全体の生産性は、経済がどういう部門、どういう産業、どういうセクターを抱えているかという全体としての動向を反映しています。相対的に生産性の低い分野をたくさん抱えるとマクロの実産性も低くなっていくということです。もちろん生産性が全てではありませんから、生産性は低くても雇用は維持しないといけない活動はたくさんあるわけです。ただ、言えることは、経済全体の生産性を議論する時には、問題の核心は、実は資源の再配分、これをどういうふうに進めていくのかということにあります。それは、企業間、企業の内部でもそうですし、企業間でもそうですし、産業間でもそうですし、あるいは、地域間でもそうです。つまり、生産性を上げていくというのは、今申し上げたような実は非常に厳しい選択、どこを守っていくのか、どこはある程度これは諦めていくのかと

いう、その選択の問題です。

GAFの話をしていきますと、議論がやや観念的な議論になっていきます。しかし、生産性の問題には、GAFのような話も重要ですが、日本にとってより切実な現実の問題は、どう資源配分を変えていくかという話です。

実は、この生産性の問題は、経済的な価値と非経済的な価値、この追求のバランスをどうするかという問題と関係しています。日本は、この過去30年ぐらいの間、経済的な価値ももちろん追求しましたが、非経済的な価値、つまり、安全とか安心とか正確さとか清潔であるとか、こういうことに大きなウェイトをかけてきました。これはこれで市民としては非常に快適なことですが、しかし、非経済的な価値を追求することにも、もちろんコストがかかってくるわけです。これを追求しすぎますと生産性、通常の意味での生産性は下がってくるということを意味しています。どの程度この両者のバランスを取っていくかは、社会が決定する話です。ITの成果を活かせば生産性が上がるというのは、それはその通りですが、ITの成果を活かしていくというのは、社会のあり様を変えていくということです。それをどの程度のスピードで変えていくかということです。そうしたことをどのように決めていくかということが、生産性を高めていく上で実は重要な鍵を握っているわけです。社会的な厚生、ウェルフェアと、GDPの違いということは、昔ももちろん意識されていましたが、今ほどその問題は実は切実な問題になっている時期はないように思います。

経済厚生と所得 (2014年)

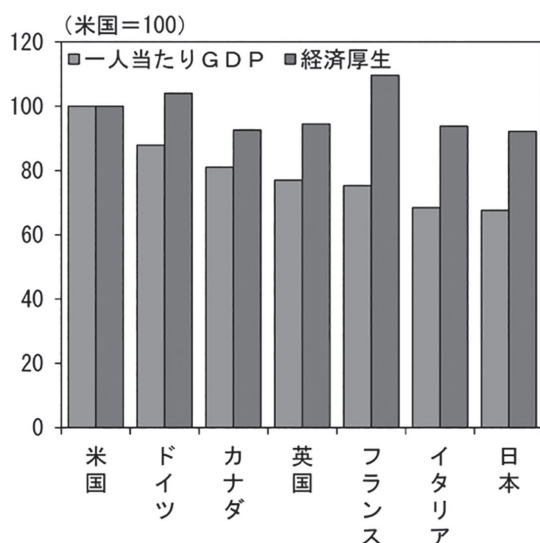


図16 経済更生と所得 (2014年)

経済厚生と所得の変化 (1985~2014年)

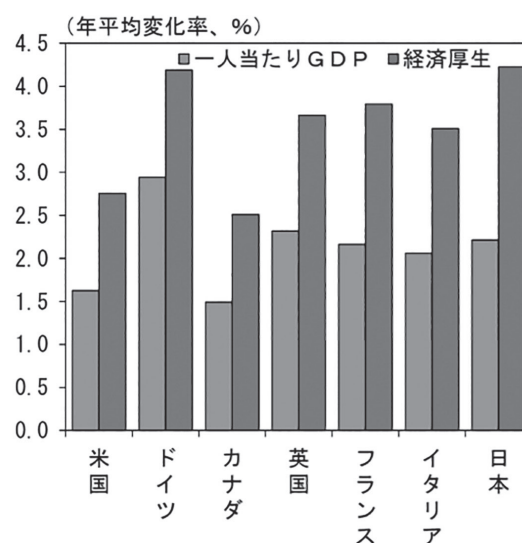


図17 経済厚生と所得の変化 (1985年~2014年)

出所：中曾 宏 「日本経済の底力と構造改革」(2017)

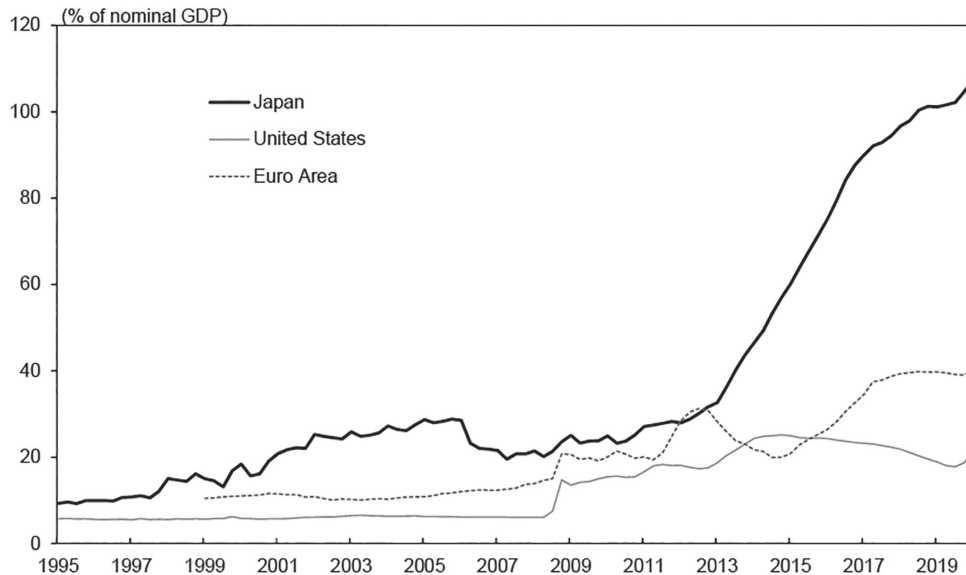
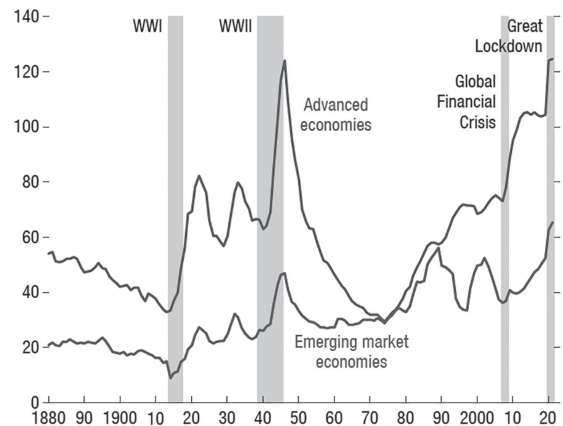


図18 主要国の中央銀行のバランスシートの規模 (対名目 GDP)

出所：白川方明, 『中央銀行』, 2018年, 東洋経済新報社

図16及び図17は、Welfare (ウェルフェア) と所得の水準、あるいは変化を先進国間で比較したものです。もちろんウェルフェアというのは、なかなか定義することも計測することも難しい概念ですが、少なくとも例えば労働時間とか余暇時間、それから所得の平等度、それから平均寿命というものが経済厚生に影響する重要なファクターであるということについて皆さん異論はないと思います。そうした要素を実は勘案してみると、1985年以降の日本のウェルフェアの成長率は、先進国の中では実はドイツと並んで最も高かったという計算結果もあります。もちろん現実の日本経済にはいろいろな問題があるわけで、こうした計算結果を紹介したからと言って、日本には問題がなかったということを主張したわけではありません。ただ、過去数10年間、日本人は働き過ぎであり、こうした状況は是正する必要があるということ、言い続けてきたわけであり、現実にも労働時間を多く減らしてきました。それから、格差社会です。格差は広がってきましたが、それでもアメリカ型のような格差社会は、やはり日本は避けたいという判断があったと思いますし、いろいろな社会福祉の水準もできるだけしようということも、これも平均寿命がのびることに貢献しました。これはいずれも我々自身がそういう選択をしたということです。このバランスを今後どうするかということが本質的な課題です。このように思うものですから、単純に「失われた20年」という見方をするのは、多分バランスを失っていると考えています。

Figure 1.2. Historical Patterns of General Government Debt (Percent of GDP)



Sources: IMF, Historical Public Debt Database; IMF, World Economic Outlook database; Maddison Database Project; and IMF staff calculations.
 Note: The aggregate public-debt-to-GDP series for advanced economies and emerging market economies is based on a constant sample of 25 and 27 countries, respectively, weighted by GDP in purchasing-power-parity terms. WWI = World War I; WWII = World War II.

図19 先進国の一般政府の債務残高の対GDP比

出所：IMF “Fiscal Monitor” (October 2020)

もう一つのリスクである財政と金融の拡大がどういう帰結をもたらすのかということです。ご承知のように、図18中央銀行のバランスシートは、著しく拡大しています。

図19は、世界の政府債務残高の対GDP比を示しています。現在の水準は、先進国について言いますと、第二次世界大戦時の水準に匹敵する、そういう水準になっています。図20は、日本の状況を示していますが、非常に悪い状況にあることはご承知のとおりです。

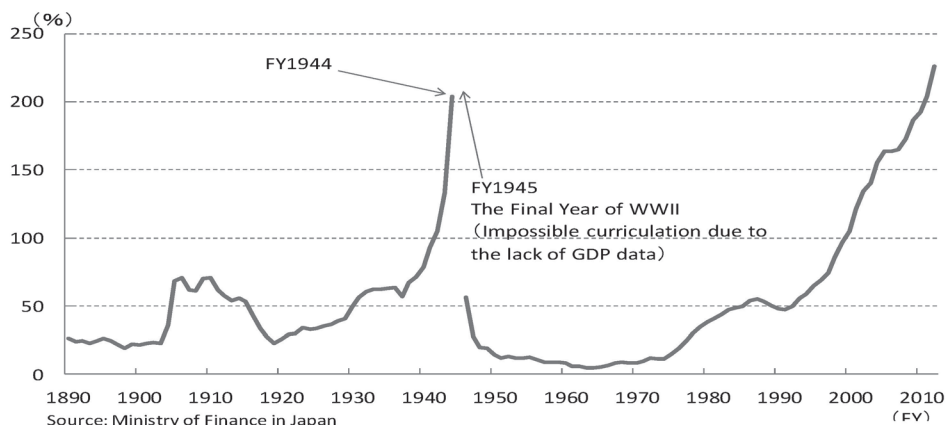


図20 日本の国債残高の対GDP比

出所：財務省

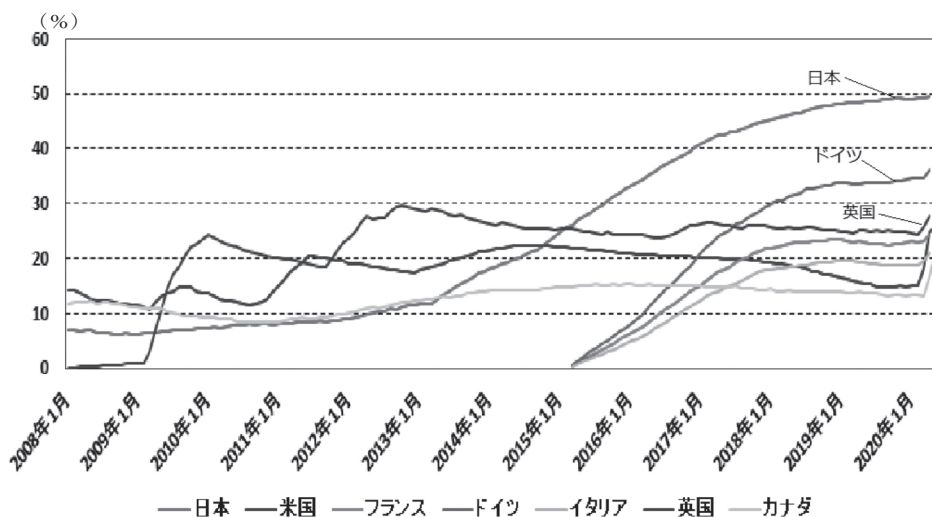
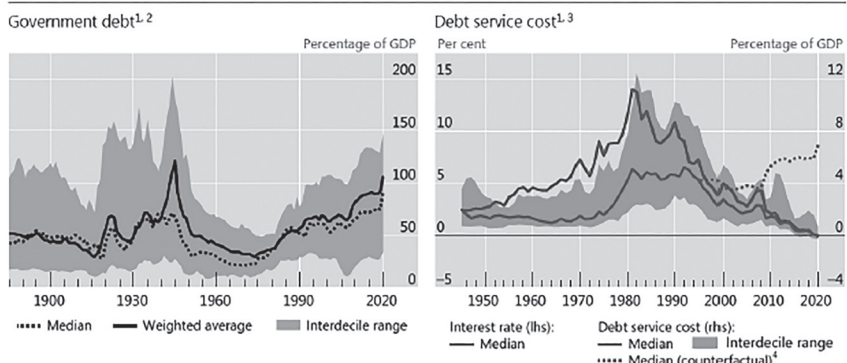


図21 国債発行残高に対する自国中央銀行の保有比率

出所：各国中央銀行等

Rising debt but debt service cost at historical trough: no reason to worry? Graph I.15



¹ Sample of 19 AEs and five EMES. ² General government debt at nominal value, latest available quarter for 2020. ³ Debt/GDP multiplied by the simple average of short- and long-term interest rates. ⁴ Median debt service if nominal interest rates had stayed at the 1995 level.
Sources: O Jordà, M Schularick and A Taylor, "Macrofinancial history and the new business cycle facts", in M Eichenbaum and J Parker (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol 31, 2016; S A Abbas, N Belhocine, A El-Ganainy and M Horton, "A historical public debt database", *IMF Working Papers*, no 10/245, 2010; European Commission, AMECO database; IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; BIS total credit statistics; BIS calculations.

図22 政府債務の増加

出所：BIS Annual Economic Report, June 2021

図21が示すように国債の発行残高に占める自国の中央銀行の保有比率も非常に上がってきています。日本は今50%近くまで上がってきています。

図22は、各国の国債の利払い費の対GDP比です。帯状になっているのは、一番高いところ、低いところ。右の上の太い実線の折れ線グラフ、これが実績です。点線は、もしこの金利水準が今はゼロですが、上がった場合にどういふ金利負担になるかというものを示したグラフになります。もちろん経済が改善し、その結果金利が上がるといふケースでは税収も上がってきますが、そうではなくて、もし人為的に金利が押し下げられているのであれば、経済の改善以上に金利が上昇するということになってきて、それは即財政の赤字にもつながってくるということ。す。

金融政策は、景気の平準化には寄与しますが、潜在的な成長率自体を高めるものではありません。基本的に金融緩和は金利水準を下げ、あるいは、資産価値を上げることによって、将来の需要を前借りするという、そういう政策です。しかし、これは、所詮前借りですから無限にはできません。もう一つの効果は、為替レートの下落です。海外から需要を取ってくるということ。しかし、各国がこの金融緩和政策を追求しますと、この政策は、やがてどの国にとっても使えなくなってしまう。

そういう中で、ヘリコプター・マネーであるとか、あるいは、MMTという議論に、人々の関心がどうしても行ってしまいます。つまり、何か無コストで財政資金が調達できるかのような、そういう議論もなされているわけですが、そんな好都合な話はありません。

政府と中央銀行のバランスシートを統合したら国債は消えるというのが、そういう論者の議論です。確かに統合すると、発行された国債を中央銀行がすべて買ってしまふと、世の中に国債というものがなくなってくるというのは、それはその通りですが、代わりに中央銀行の当座預金が増えるわけ。す。

中央銀行の当座預金は、今、金利がついていますが、もし国債発行をして、財政を拡大した結果、経済が良くなってくるということであるとすると、当然その付利した金利が上がってきます。もし中央銀行が金利を上げないとインフレになりますから、金利を上げます。つまり当座預金の金利が上がるといふことです。要するに、国債という長期の政府の債務から中央銀行当座預金という要求払いの短期の中央銀行債務という、別の公的債務に振り替わっただけです。むしろ国債の時には、長期の国債ですから、経済が良くなっていても一定期間金利水準は低位で固定されているわけですが、中央銀行がすべて買い取ったケースでは、もう即影響が出てくるという状況になります。したがって、決して無コストの資金ではないということ。す。それだけに経済や財政の改革が必要だということ。す。

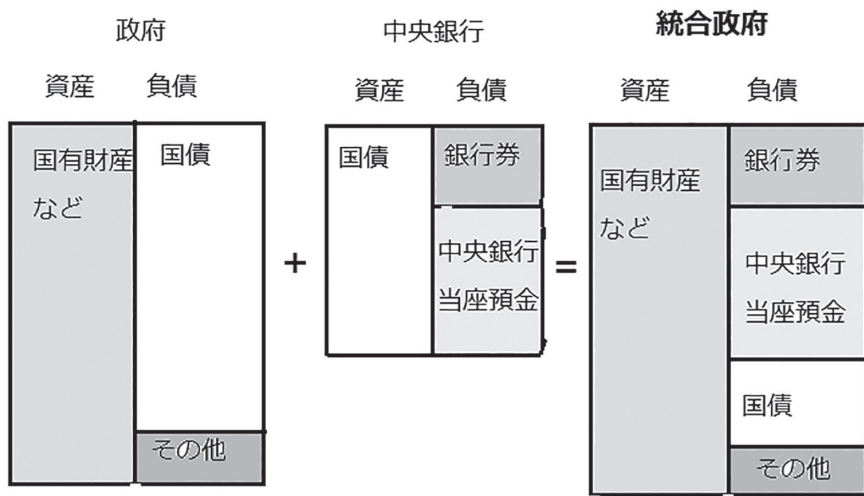
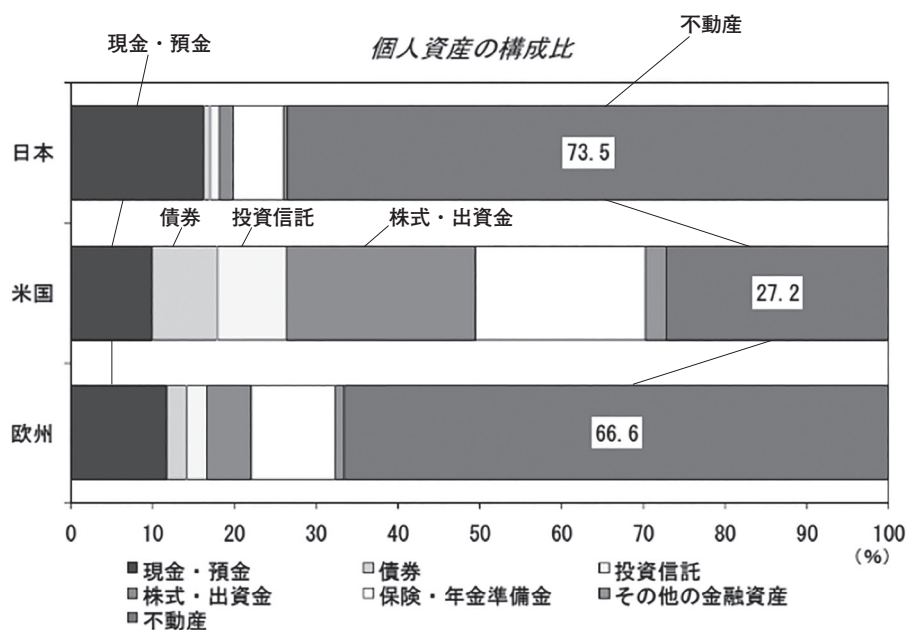


図23 中央銀行が国債をすべて買った場合の統合政府のバランスシート

出所：翁 邦雄『金利と経済』ダイヤモンド社 2017年



日本は家計の保有資産に占める不動産のウエイトが高い

図24 個人資産の構成比

出所：白川方明，「日本経済の競争力と成長力の強化に向けて」，2013年2月，日銀ホームページ

5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

よく日本の家計は現預金に偏っていると言われる。それは、金融資産に占める現預金の比率という面で見ると確かにそうですが、家計にとって、資産は金融資産だけでなく実物資産、不動産が大きなウエイトを占めています。

不動産も含めた個人資産全体の中で現預金の比率を見たのが、図24です。確かにこの個人資産の構成比で見ても、日本の家計の現預金比率は欧米と対比して高いと言えますが、しかし、際立って高いという水準ではありません。

私自身は、個人の家計資産保有形態が現預金に偏っているから、リスク資産にもっと傾ける必要があるという議論を聞く度に、若干の違和感を覚えています。これは家計の資産形成全体の中で、この問題を捉える必要があるからです。住宅というのは、金融資産に比べ非常に流動性が低く、特に日本の場合は、住宅は売買市場といいますが、中古の住宅市場が発達していません。流動性が低い資産ですから、そういう中で家計が流動性を現預金という形で持つこと自体は、これはマクロ的に見れば一定の合理性はあります。

また、相続税制を考えた場合、住宅・不動産と株式保有を考えてみますと、不動産の方が優遇されています。さらに、株式保有は、どの国でも富裕層に多いのですが、日本の場合は相対的には所得・資産格差が小さいので、現預金が多い（預金比率が高い）というのは、要は日本の信用仲介構造が銀行経由であるということの反映であるわけです。そういう意味で、金融仲介構造全体の中で、

家計の資産選択の問題も議論する必要があると思います。

個人にとって家計の資産・負債選択行動は、個人にとっても経済にとっても大変重要です。正確な情報提供が前提となることは言うまでもありません。したがって、金融リテラシーを高める様々な取り組みは、大変重要です。そういう意味で、ファイナンシャル・プランニング、ファイナンシャル・プランナーの仕事は大変大事だと思っています。ただ、家計のリスク資産比率を高めること、それ自体が目的ではありません。結果としてそうなることについては、これはもちろん全く問題ありませんが、それ自体が目的ではないわけです。

また、中央銀行の役割も大事だということで、金融環境の安定は重要です。金融環境が安定していないと、適切なファイナンシャル・プランニング自体が難しくなってくると思います。物価の安定というのは、経済的な意思決定にとって意味のある長期的なタイムスパンの中で、物価水準は大きくは変動しないという安心感です。大きな安心感というのは、インフレやバブルを起こさないこと、金融危機を起こさないことが、実は物価水準が大きくは変動しないという安心感の中身です。そういう意味で、中央銀行の役割も大事だということに改めて感じるわけです。ファイナンシャル・プランニングの仕事は大事ですし、そうした仕事についてしっかりとした研究をなさっていくFP学会の活動の意義も非常に大きいと思います。皆様がこうした面でさらに貢献されることを期待して私の話を終えたいと思います。

ご清聴ありがとうございました。