

日本FP学会第22回大会 白川方明日本銀行前総裁招待講演の概要

千葉商科大学名誉教授
本荘康生

講演者 白川方明日本銀行前総裁
タイトル ファイナンシャル・プランニングと中央銀行

2021年9月4日（土）日本FP学会第22回大会が、イイノカンファレンスセンターからの中継というリモート方式で開催された。

筆者は白川方明日本銀行前総裁の講演の司会進行を務めたので、ここに白川氏の講演の概要を一部解説を加えながら示す。なお、白川氏は2021年4月20日（水）に英国の貴族院（House of Lords）の経済問題特別委員会（Select Committee on Economic Affairs）に証人として招聘され、日本の「量的緩和政策（Quantitative Easing）」について（「量的・質的金融緩和政策」も含めて）質問を受けている。その時の白川氏の証言は英国議会より公表されており、筆者の解説はそれも参考にしている。

白川氏の講演は、「ファイナンシャル・プランニングと中央銀行」というタイトルで以下の項目順に進められた。

1. 過去50年間の日本経済を振り返って
2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓
3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割
4. 日本経済が直面しているリスク
5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

以下、順を追って見てみよう。

1. 過去50年間の日本経済を振り返って

白川氏は、過去50年間の日本経済を1971年8月の「ニクソン・ショック」から振り返っている。「ニクソン・ショック」に続いて第一次石油危機が勃発し、1973年、74年には、「狂乱インフレ」が発生したが、日本は1980年代中頃までには世界で真っ先にこれを終息させることに成功したと白川氏は説明する。日本経済は1980年代後半には、未曾有の「資産バブル」とそれがもたらす空前の好景気を経験し、90年代にそれが崩壊するなかで金融危機を発生させてしまうことになる。大手の証券会社や銀行が破綻した1997年、98年が金融危機のピークで、その後それは一旦は終息する。しかし、2008年9月のいわゆる「リーマン・ショック」を契機としてグローバル金融危機が勃発し、日本経済はそれに飲み込まれていくのであるが、そのようななかで2011年3月には東日本大震災が発生してしまい、長期の停滞と緩やかな物価下落が続くことになる。1998年以降、消費者物価指数は前年比でマイナス

になる年度も多く、「日本経済の最大の問題はデフレだ」とする議論が勢いを増していく。

そして、2020年初頭以降の日本経済は、新型コロナ・ウイルス感染症の世界的流行の影響を受けて極めて厳しい状況にあるのである。

白川氏は、過去50年間の日本経済を上述のように振り返るなかで、それぞれの状況で顕在化した問題について説明すると共に、その間に活発化した議論を幾つか取り上げて解説している。筆者が特に興味を持ったのはデフレを巡る議論に関する白川氏の解説である。白川氏はデフレを巡る議論の中で日本銀行が受けた批判を以下のように紹介している。

1. 1990年代以降の日本の低成長の根源的な要因は物価の継続的な下落（デフレ）にある。
2. デフレは「貨幣的現象」である。日本銀行は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。
3. 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。

筆者も鮮明に記憶しているが、白川氏が日本銀行総裁の職にある頃、政府や多くの政治家、著名な経済学者が、デフレは「貨幣的現象」であると主張している。そして、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、マネーサプライ（マネーストック）も増加してデフレは解消し、デフレさえ解消されれば日本経済は回復すると主張していたのである。この主張は、ミルトン・フリードマンの有名な命題「インフレーションは、いつでもどこでも貨幣的現象である。」からもたらされたものであるが、この命題がデフレにも適用できるのかどうかは疑問であるし、また、近年、マネーサプライ（マネーストック）と物価との間に安定的な関係が見られなくなっているということは、当時既に知られるようになっていた。

しかしながら、白川氏が日本銀行を去った後、上述の批判を受け入れる形で金融政策が展開されていくことになる。いわゆる「アベノミクス」の第一の矢と呼ばれた「量的・質的金融緩和政策」である。

この政策を強く主張し、実行した経済学者の一人が、白川氏が日本銀行を去った後に日本銀行副総裁に就任した岩田規久男氏である。岩田氏は、上智大学教授、学習院大学教授を経て、2013年4月に日本銀行副総裁に就任するのであるが、上智大学教授であった1990年代初め頃から日本銀行の金融緩和が不十分であるとして、当時の日本銀行の金融政策を批判していた。日本銀行の金融政策に批判的であった岩田氏が日本銀行副総裁に就任し、同様な考え方を持つ財務省出身の黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任したことで、日本銀行は消費者物価指数（生鮮食品を除くコアCPI）の上昇率を（年率）2%にするというインフレ目標（「物価安定の目標」）を設定し、これまでにない「量的・質的金融緩和政策」を2013年4月に導入し、停滞している日本経済を回復させ、成長軌道に乗せようとするのである。（正確には、2%の「物価安定の目標」は、岩田氏が日本銀行副総裁に就任する直前に導入されている。）

日本銀行は同様な政策を2001年3月から2006年3月まで「量的緩和政策」として、また、2010年10月から2013年4月まで「包括的な金融緩和政策」として実施している。しかしながら、「量的・質的金融緩和政策」は、購入する国債の償還までの期間が長く、その規模も「量

的緩和政策」および「包括的な金融緩和政策」を遥かに凌ぐものである。

岩田氏によれば、インフレ目標を設定し、「量的・質的金融緩和政策」を導入することで予想物価上昇率を引き上げ、それによって予想実質利子率（予想実質金利）が低下し、投資の増加、資産価格の上昇、資産保有者の所得と消費の増加、円高の修正といったことが続くのである。そして、さらに総需要が増加し、総生産、雇用、所得、消費が増加し、物価上昇率2%が達成されることになる。「1990年代以降の日本の低成長の根源的な要因は物価の継続的な下落（デフレ）にある」のだから、物価上昇率2%が達成されるならば、日本経済は回復し、成長軌道に乗ることになる。

確かに、2012年12月に第二次安倍晋三内閣が誕生した頃から株価は上昇し始め、円高は修正され、その後完全失業率も低下した。円高が修正されたことで輸出主導型の企業の業績は回復し、株価が上昇したことで資産保有者の所得と消費が一時的に増加した。しかし、完全失業率の低下は非正規雇用の増加に負うところが大きく、雇用環境が改善されたわけではないと考えられる。1998年度以降2020年度までに、消費者物価指数（コアCPI）の上昇率2%が達成された年度はなく、また、2020年度までの実質GDPの成長率をみれば、経済が回復したとは言えない。（2014年度にコアCPIの上昇率が2.8%に達しているが、これは消費税率の引き上げによる上昇を含んでおり、それを除くと、この年度もコアCPIの上昇率は2%に達してはいない。）

なぜ、物価上昇率2%を達成することができなかつたのであろうか。岩田氏の考えによると、インフレ目標を設定し、「量的・質的金融緩和政策」を導入することで予想物価上昇率が引き上げられ、それによって予想実質利子率が低下するのである。しかし、白川氏が上述の英国の貴族院（House of Lords）の経済問題特別委員会（Select Committee on Economic Affairs）で説明しているように、インフレ期待は適応的（adaptive）に形成されるものである。それは主に過去の現実のインフレーションの展開によって形成されることを意味する。過去の日本の現実の物価上昇率は極めて低いものであり、したがって、マネタリーベースが大幅に増加しても、岩田氏が考えたように合理的にインフレ期待が形成されることはなく、予想物価上昇率が上がることもなかつたのである。

白川氏は「今や誰もデフレは『貨幣的現象』ということを行う人はいなくなったが、そうした議論が行われたことそれ自体も忘れ去られている。社会が一方方向に走り出す怖さをつくづく感じる。デフレが『貨幣的現象』ではないということは、ある意味私には自明のことであるが、これを学ぶことに随分時間がかかったと感じる。」と述べている。

2. ファイナンシャル・プランニングへの教訓

次に、白川氏は「ファイナンシャル・プランニングへの教訓」として、次の三つをあげて説明している。

1. 日本に限らず、多くの国がインフレーション、バブル、金融危機、自然災害、感染症等の通貨や経済の安定が脅かされる時期を幾度となく経験している。
2. 世論は「時代の空気」に大きく左右される。過度の円高懸念、「デフレ脱却」の大合唱、不良債権問題解決のための公的資金投入に対する反対等がその典型的な例である

が、そうした「時代の空気」は時が経つと、その記憶自体も直ぐに忘れられる。

3. 人間が経験から学ぶことは難しい。人間は歴史から学ぶことも海外の経験から学ぶことも容易ではない。

白川氏は、過去の日本経済の大きな変動が過度の円高懸念と関わっていると指摘する。1971年の円の切り上げ後の1973年、74年の狂乱インフレ、プラザ合意後の1985年～90年のバブル景気、1997年、98年以降のデフレを巡る議論と金融政策論争に関する問題等は、過度の円高懸念がもたらしたと考えられる。過去の大きな日本経済の変動は、過度の円高懸念がもたらしたと考えられるのであるが、そのことは直ぐに忘れ去られてしまう。これらは人間が経験から学ぶことが難しいということの事例である。

では、何故「学習効果」は働かないのか。白川氏は次のように説明する。

個人は時間の経過と共に自らの経験を忘れる。そして、社会全体では世代が変わる。また、学習に馴染む分野と馴染まない分野がある。「反復・頻繁、フィードバック」が学習の重要な要素であるが、例えば、それによって自転車には乗れるようになる。しかし、バブルは頻繁に経験するものではないので、そういう意味での「学習」は働きにくい。また、学習はしても、競争圧力の結果、目先の収益を目指してしまい、学習の成果が活かされないことも多い。

海外の経験についても、海外と同じことが自国で起こるとは限らないので、自国の文脈に適切に翻訳されない限り学習は難しい。例えば、欧州債務危機は、ドイツとギリシャという異なる歴史を持つ国家の対立と日本では理解され、日本がそこから学ぶものはないと考えられてしまう。しかし、問題の本質は、同一の通貨圏で利害が対立するグループに対して統一した政策を実行することが難しいということである。日本では、高齢者と現役世代の利害の対立、首都圏と人口の減少する地方との利害の対立といった問題があり、このような利害が対立するグループが存在するなかで持続的な財政をどのように確立していくのかという問題がある。欧州債務危機を日本の問題とは関係がないと考えてしまうことは、海外の経験から学習することが難しいという事例であると言える。

3. 中央銀行の役割、ファイナンシャル・プランナーの役割

人間は時間の経過と共に自らの経験を忘れてしまうものであり、人間が経験や歴史から学習することは容易でないのであるが、人間がそういう存在であるからこそ、中央銀行は、持続的な経済の発展を支える上での社会の記憶装置として機能し、経済の発展の基盤を通貨の面から支えるという役割を担うのである。短期的な利益と中長期的な利益は一致しないのであるが、人間は短期的な利益の誘惑に負けやすい。そのことを自覚するが故に、社会の記憶装置として機能を果たしつつ、中長期的な観点から通貨をコントロールする役割を独立した中央銀行が担うのである。

また、完全に合理的な個人を前提にした世界では、ファイナンシャル・プランナーが登場する余地はないのであるが、現実の世界では個人の合理性には一定の限界がある。情報の収集には時間やコストがかかるし、マクロの経済・金融環境の見方は専門家の間でも意見が分かれるものである。個人が経済活動を展開する上で、個人の学習効果だけに期待することは

難しい。そこに、ファイナンシャル・リテラシーを向上させる専門家として個人の経済活動を支えるファイナンシャル・プランナーの役割の重要性がある。

白川氏は、中央銀行およびファイナンシャル・プランナーの役割を以上のように捉えている。

4. 日本経済が直面しているリスク

白川氏は、ファイナンシャル・プランニングの観点から見た「日本経済が直面しているリスク」として、次の二つをあげて以下のように説明している。

①潜在成長率の低下

②中央銀行のバランスシート拡大と政府債務の増大

①潜在成長率の低下

マクロ経済と年金（私的年金や個人の老後に備えた蓄えを含めた広義の年金）について考える時、「潜在成長率の低下」という問題は極めて重要である。年金受給者の所得水準は、経済全体の成長率（労働人口一人当たりのマクロの生産性上昇率）、引退年齢、所得代替率（現役世代に対する年金受給者の所得水準）に依存するのであるが、この関係は公的年金、私的年金、積立方式、賦課方式を問わず基本的な関係として存在する。

成長率について見ると、2000年以降の日本のGDP成長率は、「失われた20年」と言われるように、他の先進国（米国、英国、ドイツ、フランス、他のユーロ地域）と比較して最も低い。実質GDP成長率は労働生産性上昇率と就業者数変化率の合計であるが、1970年代以降の10年単位の平均値で見ると、労働生産性上昇率は1990年代以降急激に低下している。また就業者数変化率は2000年代以降マイナスになっており、今後もそのことはマイナス幅をさらに大きくして続くと予想される。そのようななかで、このマイナスを跳ね返すように労働生産性が上昇しない限り、年金の支給額は減少してしまうのである。日本の生産性の上昇率は、全要素生産性（TFP）で見ると、2012年、13年頃までは1%程度で推移していたが、それ以降低下傾向にある。全要素生産性の伸びの鈍化は大変懸念されることであり、それは年金の水準に影響することになる。

ここで、生産性を上昇させるということは、イノベーションによりGAFAsのような生産性の高い企業が生まれるといったことではなく、一国の経済全体の生産性を上昇させるということである。それには、企業内部、企業間、産業間、地域間等において生産性の高い部門へ円滑に資源を移動させるという資源配分が重要になる。生産性の上昇は全般的に物価が上昇することで実現するものではない。物価の上昇は名目的な生産性を上昇させるが、実質的な生産性を上昇させるものではないのである。生産性の問題は資源配分の問題である。

生産性の問題は、狭義では「経済価値」と「非経済価値」（安心、安全、正確、清潔等）の追及のバランスの問題と関係する。日本はこれまで「経済価値」だけでなく「非経済価値」も追及してきたが、これはコストのかかることであり、これを追究し過ぎると生産性は低下することになる。「経済価値」と「非経済価値」の追及のバランスが重要になるが、それは社会が決定することである。テクノロジーの成果を活かせば生産性は上昇するが、それは社

会の在り様を変えることであり、それをどの程度のスピードで変えていくかをどのように決めていくかということが、生産性上昇の鍵を握ることになる。その意味で、経済厚生すなわち **welfare** という概念と GDP の違いを今こそ意識しなければならないのである。

2014年の一人当たりのGDPを米国を100として、日本と他の先進国（米国、英国、ドイツ、フランス、イタリア、カナダ）と比較すると、日本が一番低い。しかし、労働時間（余暇時間）、所得分配の平等度、平均寿命といったものを勘案した経済厚生という観点から、その成長率の1985年から2014年までの平均を見ると、日本はドイツと並んで先進国の中で最も高いのである。この間、日本には働き過ぎや格差拡大の問題があったが、働き過ぎや格差は是正しなければならないという動きが広がり、米国型の格差社会へ向かうことを避けたと考えることができる。これは、我々がそのような選択をしたということであるが、この間を単に「失われた20年」とする見方は正鵠を射ているものとは思われない。「経済価値」と「非経済価値」の追及のバランスを今後どのようにするのかということが本質的な課題である。

②中央銀行のバランスシート拡大と政府債務の増大

もう一つの重要なリスクは、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ある。

先進国の一般政府の債務残高の対GDP比は第二次世界大戦時に匹敵しており、日本の国債残高の対GDP比は2010年代には200%を超える水準に達している。先進国の中央銀行のバランスシートの規模も著しく拡大している。国債発行残高に占める先進国の中央銀行保有比率は、極めて高くなっているが、なかでも日本銀行のそれは、2020年1月には約50%に達しており、他の先進国の中央銀行に比べて極端に高くなっている。

金融政策は景気の平準化には寄与するが、潜在成長率を高めるものではない。金融緩和政策は、金利水準を引き下げ、資産価値を増加させることにより、将来の需要を「前借り」するものであり、将来予定した支出を現在に繰り上げるものにすぎないのであり、無限に可能なものではないのである。また、自国通貨の為替レートを切り下げ、海外の需要を国内へシフトさせるものでもあるが、すべての国がこの政策をとれば、やがてどの国においても有効ではなくなるのである。

そのようななかで、「ヘリコプター・マネー」や「MMT (Modern Monetary Theory、現代貨幣理論)」といった、無コストで財政資金を調達できるというような議論が関心を集めている。MMTは、政府のバランスシートと中央銀行のバランスシートを統合して、統合政府のバランスシートとし、中央銀行が全ての国債を購入すれば国債はなくなるというものである。確かにそうではあるが、その分中央銀行当座預金が増加することになる。それは、長期の債務である国債が短期の債務である中央銀行当座預金に換わっただけであり、金利の動きを考えると金融市場が不安定になることを意味するのである。

白川氏は無コストで財政資金を調達できるという議論に警鐘を鳴らし、経済・財政の改革を急ぐべきであると主張する。

5. 日本の家計の資産選択を巡る議論

「日本の家計はリスク資産保有比率が低い」すなわち、現金・預金の保有比率が高いと言われるが、それは金融資産に占める現金・預金の比率が高いということである。確かに金融資産に占める現金・預金の比率は欧米に比べると高いが、不動産を含めた全保有資産に占める現金・預金の比率を見ると、欧米と比較しても極端に高いわけではない。2010年末における日本の個人資産の種類別構成比を見ると、不動産が73.5%で極めて大きな割合を占めているが、これは相続税制において住宅が優遇されていることも関係していると考えられる。しかし、住宅は金融資産に比べ流動性が低いため、家計は保有資産の一定割合を流動性が高い金融資産の形態で保有する必要がある。金融資産の中で、最も流動性が高い現金・預金を多く保有するという家計の行動には一定の合理性があると考えられる。多くの国でリスク資産である株式は、富裕層が多く保有しているが、日本は相対的に所得・資産格差が小さいので、保有される金融資産は現金・預金が多くなるのではないであろうか。また、日本の信用仲介の構造を見ると、間接金融が中心で銀行経由の比率が高い。このことも保有される金融資産は現金・預金が中心になることを意味している。このように家計の資産形成を全体的に見る必要があり、家計の金融資産を現金・預金からリスク資産へ傾ける必要があるという議論には違和感があると白川氏は述べている。

家計の資産・負債選択行動は、個人にとっても経済全体にとっても重要であるが、それには正確な情報提供が前提となる。そのため、金融リテラシーを高める様々な取り組みが重要となり、ファイナンシャル・プランナーの仕事が大事になる。しかしそれは、家計のリスク資産保有比率を高めること自体を目的とするものではない。ただし、結果として家計のリスク資産保有比率が高まるのならば問題はないであろう。

適切なファイナンシャル・プランニングにとって、金融環境の安定は極めて重要である。「物価の安定」とは、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なかで、物価水準は大きく変動しないという安心感である。それは、インフレーションやバブルを起こさないということであり、金融危機を起こさないということである。したがって、中央銀行の役割が改めて重要になる。

そして最後に白川氏は、ファイナンシャル・プランニングという仕事は意義のあるものであり、その研究の発展に貢献している日本FP学会の活動の意義も大きいと言えるとして述べて講演を締めくくった。

以上が白川氏の講演の概要であるが、当日は、上述のようにリモート方式での開催であったため、会場で質問に答えることができなかった。このため、関西大学名誉教授岩佐代市氏に聴講者を代表して質問をして頂いた。岩佐氏の質問の概要とそれに対する白川氏の見解は以下のとおりである。

1. 日本銀行の総裁、副総裁、政策委員会の審議委員は、国会の同意を得て内閣によって任命されるものの、日本銀行が国民の直接の審判を受けることはない。日本銀行の独立性は極めて重要ではあるが、日本銀行が独善に陥らないようにするためには、その行動についての説明責任が重要になると思う。このことについて、白川氏はどのように考えているか。

2. 現在(2021年9月)、新型コロナ・ウイルス感染症の流行により、様々な欲求が押さえられているが、この流行が終息した時、日本経済は、短期的には、かなりのインフレ圧力に直面するのではないだろうか。日本銀行はそれに対応できるのか。強制的に貯蓄され、閉じ込められていた消費支出が爆発的に増加する可能性や、コロナ禍の中で傷ついているサプライサイドの状況、さらには日本銀行のバランスシートの肥大化等を考えると、日本銀行は強力な引締めを行わなければ、インフレ圧力に対処することが難しいと思う。しかし、強力な引締めを行うとなれば市場に対するインパクトも極めて大きくなると考えられる。したがって、日本銀行が機動的、速やかにかつ大胆に金融引締めを行い、ブレーキを踏むことは難しいと考えられる。MMTのような楽観的な考え方が広がるなかで、白川氏はどのように考えているのか。

以上二点の質問に対する白川氏の見解は次のようなものであった。

1. 日本銀行が独善に陥ってはならないのは当然であり、したがって、適切なアカウンタビリティの枠組みが必要になる。そのためには、政策や政策を支える様々なリサーチを含む適切な情報の発信が重要になる。中央銀行と市場参加者や学会を含む民間との間で情報をダイジェストし、フィードバックできるようなエコシステムの構築が必要である。中央銀行はそのようなエコシステムの重要なパートであり、取り組むべき課題も多いと考える。
2. 新型コロナ・ウイルス感染症終息後のインフレーションは、一つの可能性ではあるが、バブルの危険性もある。インフレーションにもバブルにもならず、生産性や経済成長率が徐々に下がっていくというシナリオもあり得る。強制的な貯蓄は積み上がり、財政・金融も拡張しているが、基本的には消費支出はコロナ禍以前の水準に戻ると考えられ、全体として増加するわけではない。

金融緩和の継続は民間需要の先食いであり、やがて民間需要は減少することになる。財政支出も増大するが、公的投資の生産性は高くないし、信用配分の効率性が低下することになる。国債の発行は、金利上昇を伴うことなく資金を調達できるものであるかも知れないが、生産性上昇率の低下が当分続くことになり、最終的にはインフレーションあるいは金融危機につながる可能性があるが、当面はいろいろな可能性が考えられる。

中央銀行は技術的には武器を持っており、金利を引き上げればインフレーションを押さええることはできる。問題は技術論ではなく、現実に行えるかということである。必要な時に金利を引き上げることができる財政状態あるいは金融システムが確立されていることが重要であり、もし確立されていなければ、インフレーションや金融システムの危機に直面することになる。必要なことは現在の経済を持続可能なものにしていく努力であり、経済・財政の改革が重要になる。したがって、「出口戦略」を議論する必要があるが、それは、どういう順に金利を引き上げるのかということではなく、出口に向かうことができるように経済の仕組みを変えていくということである。そういう意味で今こそ「出口戦略」を議論する時である。