

公的関与減らし構造改革を 危機からの出口に何が必要か

植田健一・東京大学教授

2022/10/24 5:00 | 日本経済新聞 電子版

ポイント

- 長期の生産性向上は構造改革でのみ可能
- 無駄な政策やめて民間企業に代替進めよ
- 日銀は財政の影響除く物価で政策判断を

大震災、世界的な感染症流行、大国による突然の戦争行為など、大規模な突発的状況には政府による経済活動への強力な関与が求められることは否定しない。しかしそうした施策は長く続けるべきでない。あたかも大手術で使われるモルヒネのように、長く使い続ければ中毒になりまともな生活ができず、また次の手術の時には効果も薄くなる。

こうした状況は日本だけではない。最近の拙論（米マサチューセッツ工科大博士課程の宇随佳氏との共著）では、世界金融危機の際に企業レベルでの資金融通政策をとった国の方が回復が遅れたことを示した。

現在執筆中の拙論（東大博士課程の付晨旭氏との共著）では、債権者の権利が強い国ほどコロナ禍で企業への資金融通政策をとったことを示した。過重債務者からの政治家への圧力が強いと推測される。だがそれは本来、倒産制度の見直しで対応すべきことだ。

過重債務の存在が債務者の生産意欲をそぎ生産性を引き下げる「デットオーバーハング」は理論的にも実証的にも認められている。東京商工リサーチによれば、2022年度上半期の倒産件数は3年ぶりに前年同期を上回った。直近ではコロナ関連融資の返済が始まる時期に差し掛かるとともに倒産が増えている。

しかし対応はできてきた。再生や清算といった倒産制度を巡り、各国の金融当局者が集まる金融安定理事会（FSB）が年初から改善を呼びかけていた。日本でも22年3月に全国銀行協会を事務局とする研究会が「中小企業の事業再生等に関するガイドライン」を策定した。政府も中小企業活性化パッケージとして、コロナ関連の補助金を徐々に終了しつつ、事業再生を中心とした迅速な倒産制度の仕組みを整えてきた。



一方、世界最大級の日本の政府債務はこの2年でさらに増えた。昨今の長期国債市場の機能不全と大幅な円安は、日本経済が苦境の入り口にあることを示している。一時的に減税で需要を喚起しようとした英国で起きた、財政悪化を嫌気した長期金利急騰とポンド急落を他山の石とすべきだ。

円相場は長期的視点でも問題が見える。物価変動率を除く実質で、様々な貿易相手国の通貨を加重平均して計算される「実質実効為替レート」の下落だ。

コンピューターや車など貿易財の価格は世界でさほど変わらないが、飲食業や理髪店などサービス業（非貿易財）の価格は発展途上国の方が先進国より安い。主な理由は、貿易財の労働生産性が低いことに全産業の賃金が連動し、労働が主要コストである非貿易財の価格も低くなるからだ。

一般的に途上国が先進国にキャッチアップする過程で生産性が高まり、実質実効為替レートも上昇する。だが日本では、キャッチアップが戦後長くあった後、1990年代半ばから長期低下傾向にある。つまり貿易相手の諸外国に比べ生産性の伸びが長期的に低い。

そうした長期の生産性は短期の需要喚起策である財政・金融政策では高められず、構造改革でのみ引き上げ可能だ。とりわけ市場を通じた企業の新陳代謝、すなわち生産性の高い企業だけを存続させることが必要となる。そうした企業の新陳代謝がなされると、企業投資の限界生産性（総資産利益率等で近似可）のばらつきの低下が予測される。

実際、企業投資の限界生産性のばらつきは、世界各国で構造改革により低下してきた。08年の拙論（当時国際通貨基金=IMF=のアブドゥル・アビアド氏とニンケ・オムス氏との共著）では、80～90年代の金融自由化や国際化により生産性のばらつきは新興国で低下してきたことを示した。

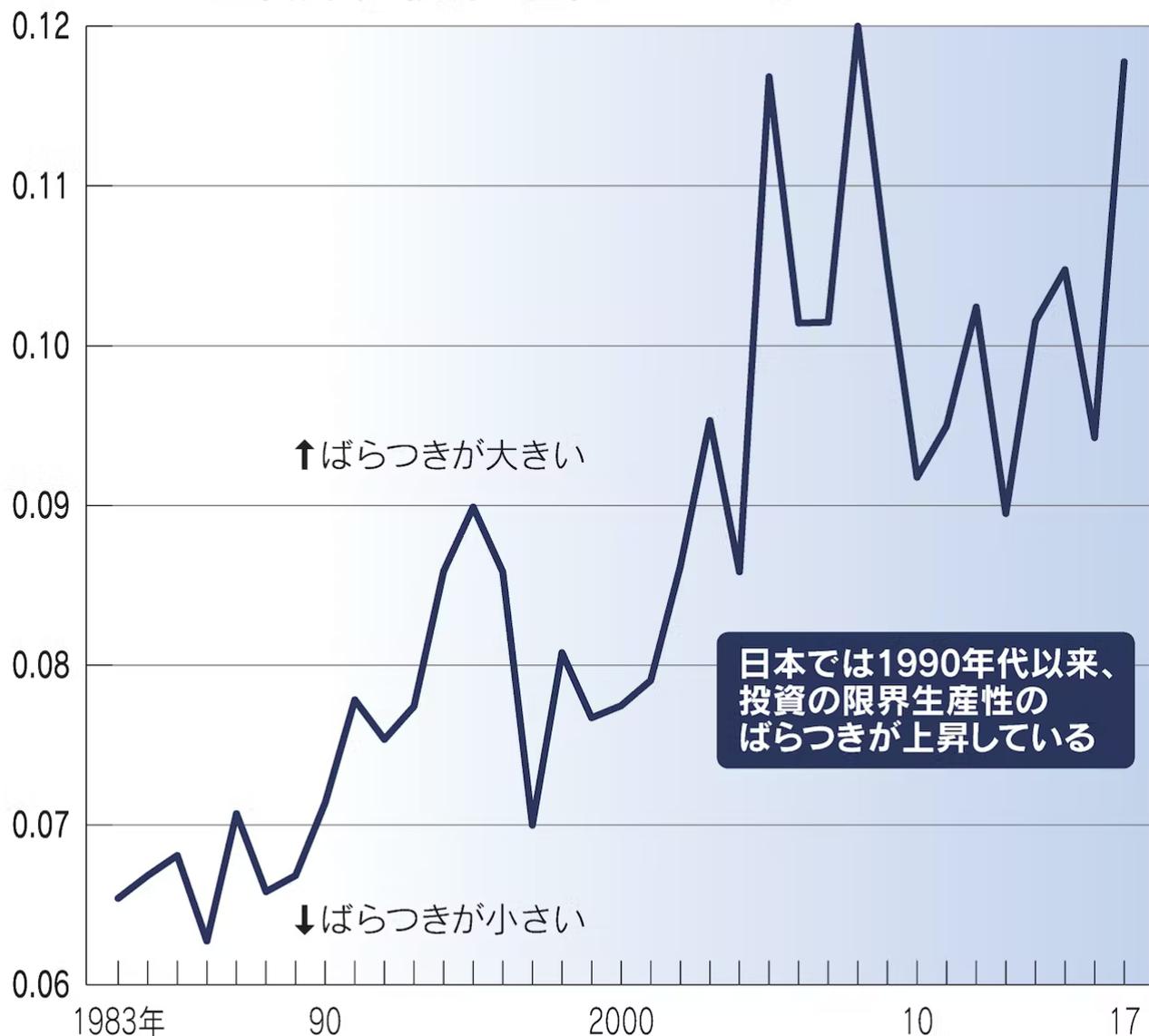
また14年の拙論（当時IMFのスタイン・クラッセンス氏とイスラエル・ヘブライ大学のイシエイ・ヤフェ教授との共著）では、先進国と新興国において、90年代と00年代にコーポレートガバナンス（少数株主の保護）が整備されている国の方が、生産性のばらつきが低いことがわかった。

現在執筆中の拙論（インド中央銀行のソムナス・シャルマ氏との共著）も紹介しよう。インドでは14年に中央政府の主導により、州ごとにビジネスに関する行政改革（役所の窓口一本化や税のオンライン化など）を進めた。そうした改革をした州の方が、しなかった州よりも中小企業の生産性のばらつきが低くなった。

一方、20年の拙論（当時東大博士課程のハリオン・ドブチンスレン氏との共著）で、日本の83～17年のデータを分析したところ、90年代以来、投資の限界生産性のばらつきが上昇し

ている（図参照）。市場をゆがめるような政策や制度が増えてきたと類推される。

企業投資の限界生産性のばらつき（ジニ係数）



（出所）筆者ら「日本企業における資金配分の効率性」（2020年）。元データは法人企業統計だが年ごとのサンプルの差を補正している



解決策は簡単だ。新しい政策を考える必要はなく無駄な政策をやめればよい。拙著「金融システムの経済学」でも詳説しているが、政府が財政として実施している多くの政策は民間の金融業でかなり代替できる。

例えば災害時補償、年金、失業保険などはある程度、民間の保険会社でカバーできるだろう。銀行預金と証券投資を通じて、様々な経済的なリスクに備えられるはずだ。また例えば失業したら支払いを減免するなどの対応を、クレジットカード会社が有料で提供することも考えられる。

穀物など様々な財の価格変動リスクや為替リスクも本来、政府が面倒を見るものでなく、金融市場や金融機関を通じて対応すべきものだ。民業で行うべきことを国が行うことで、ビジネスチャンスそいでいる。

加えて、例えば100%の公的な信用保証は銀行による企業の選別意欲を阻害する。この問題は、実質無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）のように公的な利子補填があればさらに助長される。22年のゼロゼロ融資に関する拙論（東大の星岳雄教授、川口大司教授との共著）でもそうした状況を明らかにした。また現在執筆中の拙論（IMFの高芸氏との共著）では、企業選別がなされない結果として、国民所得が低下する論理を明らかにしている。

財政の価格に対する介入も問題が多い。市場経済で人々の行動の基準になる価格という重要な情報を政策でゆがめることは、大気汚染など外部性（影響）がある場合に補正が必要な状況を除けば、長く続けるべきでない。マクロ経済全体でインフレが進行すれば対応が必要となるが、それは貨幣価値の問題であり日銀の役割だ。政府が財政でインフレ対策に乗り出したり、個別の財・サービス価格をゆがめたりすべきでない。

日銀は消費税率引き上げの際はその影響を除いて物価を測定し、それに基づき金融政策をしていた。貨幣価値を考えればその判断に疑義を挟むつもりはない。だがそうであれば、直接的な価格補助金（旅行業、電力など）や間接的な補助金（企業向けゼロゼロ融資など）の影響を除いた物価を測定し、それに基づいた金融政策をすべきだ。財政により抑えられている物価を見て、インフレでないからといって金融緩和を継続すべきだとは思われない。



うえだ・けんいち 68年生まれ。シカゴ大博士（経済学）。専門は金融論、マクロ経済学