

演 景 気 の 行 方 を 探 る

講

赤 羽 隆 夫

小山理事長 時間になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、慶応義塾大学教授の赤羽隆夫先生です。恒例ですので、私から講師の略歴をご紹介します。

赤羽先生は、昭和二九年に東京大学経済学部を卒業、建設省にお入りになり、その後、経済企画庁で藤山、宮澤両大臣の秘書官や在米大使館勤務等を経験された後、物価局長、調整局長を経て、昭和六二年、経済企画事務次官に就任されました。この間、内国調査課長時代には、昭和五一、五二両年度の経済白書を執筆しておられます。平成元年に退官された後は経済評

論家として活躍され、平成五年から慶応義塾大学総合政策学部の教授を務めておられます。

赤羽先生は、日本シャーロック・ホームズ会員としても有名な方で、数多い経済関係の著書の中には、『シャーロック・ホームズに学ぶ景気探偵術入門』というものもあります。ご趣味は「探偵術応用法の研究」であると伺っています。

本日は、その赤羽先生に「景気の間方を探る―経済展望と課題」というテーマでお話しいただくことといたしました。

それでは、先生、よろしくお願いいたします。

皆さん、こんにちは。ただいま理事長からご紹介にあずかりました赤羽でございます。

きょうは、これからの景気を占うという点を中心といたしました、時間がありましたら、もう少し長い観点から、これからも日本経済が繁栄していくためにはどのようなことが必要か、こういった点についても少し触れてみたい、このように考えております。お手元にレジュメを用意いたしましたけれども、いろいろなことがゴチャゴチャとたくさん書いてあります。これをすべてお話ししておきますと、ちやうだいたしました一時間余りでは到底足りませんので、この中から二、三の点だけをお話し申し上げたいと思います。

一、なぜ景気はよくならないのか

まず最初に、景気をどう見るか、きょうの話の

中心はそこにありますので、その点をお話したいと思います。

景気は底入れというふうに、皆さん、見ているようであります。私も、景気が底入れの段階を迎えている、それは不思議ではない、このように思っています。私もそう考えるということです。

今、「不思議ではない」という言葉を使いましたが、でも、不思議なのは、むしろ景気がそれほどよくないのはどうしてなのかということにあると思っているからであります。その点をまずお話ししたいと思います。

なぜ景気がそんなよくならないのかという点でありますけれども、そういうためには、過去一年半くらいの間に政府が打ち出しました四回の景気対策、これが一回を除きまして、いずれも発表の都度、歴史上最大規模の景気対策と鳴りもの入りで打ち出された、そうした極めて大型の追加対策

が一年半くらいの間に決定され、そして実行されておる、それにしては余り効果がないね、やっと景気が底入れ、その程度のものなのか、それはなぜかという問題意識であります。

過去一年半くらいの間にと申しましたが、第一回目の対策は平成四年八月二八日、このときはまだ自民党政権の時代でありました。宮澤総理大臣の時代であります。一〇兆七〇〇億円の事業規模といわれる対策が決定になりました。しかし、これを実行するための平成四年度の補正予算、これが国会で成立いたしましたのは二月になってからのことでもあります。したがって、八月の末に決定はしたけれども、実際の実行は年末近く以降になってからだ、こういうことになります。

そして、二回目の対策というのが、平成五年度の当初予算が成立しました直後の四月一三日に一三兆二〇〇億円、このときも歴史上最大規模、

こういわれました。そして、内閣がかわって、自民党が政権の座から離れた昨年九月一六日でありますけれども、このときは六兆二〇〇億円の対策でありました。そして、ことしに入ってから、二月八日に一五兆二五〇億円、またまた史上最大規模、こういう対策が決定になったわけであります。

この四回の対策の事業規模をそのまま合計いたしますと、実に四五兆円ということになります。最近ではGNPが四百六、七〇兆円でありますから、GNPのほぼ一割近いということでもあります。こんなでっかい対策を打ち出した、そして実行の運びになっている、こういうことでもあります。普通ならば、景気はあつという間によくなつて、むしろ景気の過熱、インフレということを中心に配しなければいけない、そんな、ちょっと言葉は悪いのですけれども、べらぼうな、めっちゃうちゃ

なことをやったにしては、効果が余りないね、やっと底入れ、その程度のもんですかというのが私の疑問であります。

四回と申しましたけれども、四回目の対策というのは、今から二カ月半くらい前の二月の初めのことであります。補正予算は成立いたしましたけれども、実行はこれからだ、こういうことでありますと、前三回のもの、合計いたしますとこれも三〇兆円を超える、GNPの六%を上回る、こういう対策であります。

今から七年前のことでもありますけれども、昭和六二年（一九八七年）の五月、そのときに景気対策、史上最大規模といわれましたのが、事業規模で六兆円であります。その当時のGNPは三百四、五〇兆円でありましたから、今よりは大体四分の一くらい小さい規模でありました。それにしてもこの六兆円の対策が、その後のバブルの一つ

の引き金になった、そして景気過熱のきっかけをつくってしまった、こういうふうにいわれるくらいのものであります。それが三〇兆円、最近のままで合計いたしますと、実に四五兆円もの対策を打った。それにしても効き目が極めてささいなものではないか、こういうふうと考えられるわけがあります。

それはどうしてなのだろうか。幾つかの説明が行われております。それぞれともであります。しかしながら、そうした個別の説明を合わせてみても、どうも事柄の本質をつかまえているとは思えないわけであります。しかし、そうではありますけれども、もう既に皆さんご案内の点ではあります、二、三だけ簡単に触れたいと思います。

一つは、三〇兆円とか四五兆円とかいうけれども、この数字がどうも誇大広告である、虚偽表示

とまではいいませんが、かなり粉飾数字で
あるというのがあります。真水率が非常に低い、
こういうわけです。真水というのは、国費の追加
分の割合、対策の事業規模に対しまして国費の割
合、これがどうも低いんじゃないか、こういうわ
けであります。野村総研の試算によりますと、大
分前に新聞に出ておったものでありますが、先ほ
どの昭和六二年五月のものと、六兆円の事業
規模のうち、真水率は八六%だったそうですけ
ども、前三回を見ますと、平成四年度の夏のも
のが五八%、去年の春が五五%、昨年度の九月の
ものに至っては二二%と小さい。だから粉飾数字
だというのがあります。

それからまた、こういう説もあります。景氣対
策、これは政府が決めるものでありますけれど
も、それとあわせて財政金融政策ということで、
日本銀行が、公定歩合を七回にわたって下げてき

た。もちろん金利を下げるということは、それ
によって需要を刺激しよう、こういうことであり
ます。金利を下げて設備投資が増えるんじゃない
か。金利というのは設備投資のコストであります
から、コストが下がってくると、設備投資が刺激
されるだろう。住宅についてもそうです。ある
いはまた消費者ローンということで、安い金利
のもとで耐久消費財の買いかえ需要も増えるだ
ろう。需要を刺激するために金利を下げてきたわ
けであります。

ところが、近年では、金利を下げて、景氣を
刺激する、需要を増やすというプラスの効果だけ
ではない、むしろ逆の効果、副作用みたいなもの
があるんだという説であります。今では日本の世
帯は大変に貯蓄が多くなっている。平成五年度末
の数値で申しますと、全世帯はつまり勤労者世帯
ばかりではなくて、いろいろな個人業種なども含

めた世帯、すべての世帯の平均、農家は除いてお
りますけれども、その平均の貯蓄残高というのは
実に一五〇〇万円もある。年収七五〇万円のち
うど二倍もあるというわけです。そうなります
と、金利が1%下がると、利息収入が年収の2%
分減ってしまうんだ、こういう計算になるわけ
です。非常に大ざっぱな計算であります。すべて
そういうことで利息のつく貯蓄ではありませんけ
れども、大ざっぱに言えばそういう計算ができる
と思います。

一番預金金利が高かったときと最近と比べま
すと、例えば大口定期なんかになりますと、8%
くらいの高さであったものが、最近は2%台の前
半くらい、こういうことでありますから、6%も
下がっておる。庶民の貯蓄がすべて大口定期の
対象になるようなものではないといっても、全体
として平均で3%くらいは利息収入が下がって

だろう。そうなれば、年収の6%くらい利息収入
が減ってしまった、収入が減っているんだからこ
れは消費の足を引っ張る、こういうことはあり得
るんじゃないか、景気浮揚のための政策が、か
えて景気の足を引っ張るというジレンマが生じ
ているのではないか、こういう指摘もあります。

さらに、平成五年という年は、始まったころに
はそろそろ景気底入れの年になるだろうと期待を
したわけでありすけれども、実際は期待が裏切
られました。二月ごろから八月にかけての急速な
円高であるとか、冷夏長雨であるとか、ゼネコン
汚職の影響で大型の公共事業の発注がうまくい
かなかったとか、あるいは中国の引き締めの影響を
受けたとか、そういうことも期待を裏切った理
由、つまり、いろいろな大型の対策をやってきた
けれども、それほどの効き目がなかったことの理
由として挙げられております。

二、日本経済にとりついた三柱の貧乏神

——景気対策の効果を飲みこんでしまう

ブラック・ホール（銀行）——

こういう個別の説明、理由づけといったようなものは、それなりにみんな正しいと思います。しかし、そういうものを幾つ並べてみても、どうもちょっとそれだけでは説明できないのではないかというわけです。それはどうしてなのかというわけでありすけれども、私もいろいろ考えたというか、お話しすることが非常に大ざっぱといますか、空想的な話になってしまいかもしれませんが、次のような結論であります。

それは、この問題を離れて、最後の「日本経済の将来」ということにも関連して申し上げますけれども、実は今、日本経済には三柱の貧乏神がと

りついている、これがどうも一切の諸悪の元凶である、こういうことであります。貧乏神といえどもこれは神様であります。したがって、敬った表現を使わなければいけないということで、三柱の貧乏神がおいでになるとか、ましますとかいうことであります。

ものの本によりますと、そこに書いてありますように、この三柱の貧乏神がいらっしゃるそうであります。食渴神（しょくばしん）、障礙神（しょうがいしん）、貪欲神（どんよくしん）といえます。日本は古来、やおよろずの神がまします神の国、神国である。八〇〇万も神様がいる中で、貧乏神はたった三柱なのか。ちょっと少ないような気がいたしますけれども、一柱だって大変なところへ、三柱も取りついたので、なかなかうまくいかないのは当たり前。貧乏神に取りつかれますと、不景気になるのは当たり前であります。また、

貧乏神に取りつかれば、貧すれば鈍するでありまして、貧乏神に取りつかれながら、なお「日本経済元氣印」というわけにはいかないと思います。そういうことで、貧乏神が取りついておる。

貧乏神のうち、第一の貧乏神が特にこの景氣の問題と関係がある。二番目、三番目は、景氣の問題とも関係はありますけれども、より長期の観点から問題であるというお話をきょういたします。いずれにしても、貧乏神が今一斉に取りついておる、これが問題であります。日本經濟の再生（リバイバル）、そしてまた將來の生き残り（サバイバル）、このためには貧乏神退治に成功しなければいけません。貧乏神というのも神様でありまして、極めて強力であります。そう簡単には退治できないものであります。それだけに、非常に悩みは大きい、こういうふうに申し上げたいと思います。

そこで、第一の貧乏神の話になりますけれど

も、これまでのいろいろな個別の理由づけ、それはもったものであるけれども、そういうものを幾つ並べてみても、どうもちょっと説明としては足りない、本質を突いていないのではないかと先ほど申しました。問題は、「重大なブラック・ホールの存在」ということであります。

実は景氣対策、四回全部合わせれば四五兆円と申し上げました。しかし、そのうち第四次目はまだ決めてから二カ月半くらいだから、余り実行されていないということで、三回目までの合計三〇兆円という数字を前提にお話をしたいと思います。

三〇兆円の景氣対策を決定し、実行に移されているということは、三〇兆円の需要の追加が行われたということになります。需要というのは、需要が出て、それによってお金を支払ってもらう。お金を受け取る方の立場から見ますと、これは所得になります。三〇兆円の所得がそこに追加され

たということになるわけです。三〇兆円の需要が追加になり、三〇兆円の所得が生まれるということになりますと、この所得がまた需要を生むわけです。それに応じて消費が十数兆円くらい増えるのが本来のあり方であります。

消費需要がまたそこで誘発されて増えるということになりますと、消費財あるいは消費サービスを提供している方々の収入、所得がそれだけ増える。そこでまた消費が増える。全体の需要がふくらんでまいますと、それに応じて設備投資もやがて増えるようになる、こういうことであります。この設備投資が増えるところまでは計算に入っておりませんが、主として消費が増える過程を、専門家は「乗数過程」と申します。乗数倍の所得が最終的に生まれる。所得というのはまた需要でありますから、需要がそれだけ増える、これが本来景気対策が期待しているところで

ありますし、また経済学などで考えている景気対策の効果であります。

ところが、三〇兆円の需要追加があったけれども、その後の乗数過程というのはどうやら進行していない、その効果が発生していない。全く発生していないというわけではないでしょうけれども、かなりの部分が発生していない、このように考えざるを得ないというのが、これからのお話であります。そのことを説明するために、借金には二つの種類がある。一つが前向きの借金、生産的な借金。生産的というのは、所得を生むという意味です。それに対して後ろ向きの、もはや所得を生まない、そういう意味で不生産的な、マイナスの借金。こういうものが二つ、現実には世の中には存在するわけであります。

第一の借金というのは、新しいビジネスを始めよう、あるいは既存の事業を拡張しよう、工場を

もう一つつくって生産を拡大しよう、こういうときにお金を銀行から借りる、設備資金を銀行から借りる。あるいは社債を発行して資金を調達する。一部は増資をして、自己資本として調達することもありますが、大部分は銀行なり社債発行なり、借金という形で資金を調達するわけです。ニュービジネスが軌道に乗る、増設された工場が完成して生産が行われる、商品が出荷されるようになると、そこで収入が増えます、所得が追加されます。こうした増えた所得の中から利息を払うことができます。また、決算期に減価償却費が計上されて、その減価償却費の中から借金の元本を返すことができます。毎年利息を払い、借金が減っていく。しかし、毎日生産活動が続ける工場の施設がちゃんと残り、毎年所得が追加される。利息を払っても、その後に儲けが残る。こういう種類の借金であります。

もう一つの借金はどういうものか。ちょうどこれはバブルの間に増えて、そしてバブルが破裂した、はじけた後に問題になる借金であります。株価が右肩上がりです。また、土地の値段も上がる。今のうちに買って置いて、値上がりして売れば儲かるぞ。キャピタルゲインねらいの借金をいたしました。自己資金だけでは、値上がりしたって大したことはないものですから、どうせ値上がりが確実であるということになればということで、だんだん気が大きくなって、目いっぱい借金をして株を購入したり土地を購入した。一〇〇の借金をしても、いずれ一五〇になるんだから、これをそのときに売れば、一〇〇の借金を返し、利息を払い、その他のコストをまかなっても、うまくいけば四〇近くは儲かるぞ、こういう皮算用をして一〇〇の借金をいたしました。

ところが、悪いことに、思惑が外れて、バブル

がはじけた後は、一五〇に上がるはずだったものが五〇に値下がりをしてしまった。こうなると、この五〇を売却してみても、一〇〇の借金のうち半分しか返せません。残りの借金五〇が残るわけでありまして。残った借金、それはもう払えないんだからということで、銀行は我慢してくれるわけではありません。五〇も返さなきゃいけない。また、利息も払わなければいけない。こういう借金があるわけです。

この借金は、もはやそれに見合った資産がありません。第一の種類の借金ですと、借金が残っているのは、ちゃんと工場という施設、新しいビジネスの関連の施設が見合っているわけです。そして、それが所得を生んでくれる。所得の中から利息を払うことができます。ところが、第二の種類の借金は、もはや借金に見合った資産というものの、財産というものが存在しない。いわんや所得は生ん

でくれない。しかしながら、借金をした以上は、これを返さなければいけませんし、利息も払わなければいけない。それが当たり前のことであります。

ところが、世の中には、もう払えないといって、横に寝て足をばたばたしている人たちも少なくない。これを不良債務、不良債権、こういうわけがあります。これも何十兆円もあるといわれます。これは大変なことでもあります。一国の信用システムというのは、お金を貸せば返してくれるという信用のもとに成り立っておる。といっても、一件も貸し倒れが生じないということではありません。しかし、そうしたものはごくわずかのもの、〇・何%くらいしか起こらない、こういうことが前提でお金を貸すという信用システムが成り立っている。それなのに不良債権——不良債権というのは銀行の立場から見たものですが、借りた方からいえば不良債務が何十兆円もある。こういうこ

とは一大事であります。もしこの影響を受けて金融機関が倒産するとすれば、大変なことであります。ですから、これは大問題であることは間違いありません。

しかしながら、景気対策をやった。ふだんならばたちまち景気がよくなり過ぎるような大型のものをやっても余り効き目がない。そういう観点から見ると、むしろ不良債権よりはまじめな債務者、こういう人がたくさんいる。というよりは、そういう人たちの第二の種類の借金が物すごくあるだろう。どれくらいな金額があるのか、これはつかむことができません。しかし、不良債権というのが数十兆円というからには、不良債権になっていない、しかしながら第一ではない、第二の種類の借金も相当にあるだろうと推測されます。これが問題だということになるわけです。

何が問題かというと、先ほど申しましたよう

に、もはや借金に見合った資産は存在しない。一〇〇のものが一五〇になるだろう、一五〇のときに売って一〇〇を返して、うまくいけば儲けが四〇は残るだろう、こう見ていたのが、五〇に下がってしまった。この五〇の資産を処分するものもなかなか難しいわけです。抵当権を設定している。銀行側がオーケーしてくれなければ処分できない。そういう問題はありますけれども、仮に処分をした、持っている土地は売り払った、株ももはや処分して手元がない、しかし、借金だけが残るというわけであります。何らそれは所得を生む種類の借金ではない。しかしながら、お金は返さなければいけない。まじめな債務者はお金をちゃんと返しておる。それでは、そのお金はどこから出てきているのかといえ、本業の収入、所得の中から返しているわけあります。もしそういう借金がなければ、当然追加需要のもとになった所得と

いうものが銀行に返済されているわけです。元利金として返済されているということになります。

すべてが欲の皮突っ張って、その迷惑が外れた人たちばかりではありません。もっとお気の毒な人だっていると思います。私の知人なんか、バブルの最中に定年退職をした。それまでは社宅や官舎に入っておった。もう少し若いときに住宅を手当てしておけばよかったと本人は後悔をなさるのですけれども、住むところがないということ、マンションを買った。今ならば五〇〇〇万円くらいで買えるものが、その当時は八〇〇〇万円とか九〇〇〇万円した。退職金でそんなにいただけるはずがないものですから、改めて住宅ローンを何千万円か組んだ。こういう人がいるわけです。

そういう人たちは、今第二の職場にいますが、第二の職場ということになりますと、第一の職場に比べて、六割くらいしか収入がないそうであり

ます。これは統計があるというよりは、どこかに書いてあったことですから、収入の減った所得から住宅ローンの金利を払い、そしてローンの元本を返している。

住宅ローン以外の借金はもはやないわけですし、お子さんも大きくなって独立している。夫婦二人だけだから、何とか元利金を返して生活をやっている。こういうことでもありますけれども、もしあのときに五〇〇〇万円でマンションが買えた、八〇〇〇万円、九〇〇〇万円余分に払うための借金がなければ、確かに第一の職場よりは減った所得でありまして、この所得で夫婦二人フルムーンということを利用して、三カ月に一遍くらいは温泉へ行つてのんびりするといったことも十分にできたということだろうと思います。ところが、その当時の余分な借金のために、せっかくの所得があっても、消費需要を増やすところ

にいかない。銀行へ戻ってしまうということになります。

大体借金の元利払いなんていうのは、いつも程度の差はあれ、同じようなことがあるんじゃないか、こういうことでありますが、銀行へ戻ったお金というのは、普通の場合ならば、それが新規の貸し出しの原資として、ニュービジネスのための投資とか、また別の会社の工場新設のための設備資金として貸し出される。そういうことになれば、そこからまた乗数過程が進行を始める、こういうことになります。

ところが、この数年間どうなっているのか。銀行にはちゃんとまじめな債務者が他の所得、主として本業の所得から泣きの涙で返しているのではありません、そうした元利金の支払い、それが銀行に入ってくるのですけれども、新規の貸し出しの増加にはほとんど結びついていない。

マネーサプライというのは主として銀行の貸し出しが増えるからマネーサプライが増えるわけですが、このマネーサプライ、一年前と比べて二%しか増えていないというのが、たしか二月、三月の数字でした。最新の数字がそうであります。一年前は、さらにその一年前に比べてマイナスでありました。二年前に比べて一・数%しか増えていない。マネーサプライがその程度しか増えていないということは、貸し出しが増えていないからそうなるわけであります。結局貸し出しが増えていないということでありまして、まじめな債務者が泣きの涙で返したお金というのは、不良債権の償却の穴埋めに回ってしまっているということです。

結局景気対策、三〇兆円の需要追加をやり、三〇兆円の所得が増えたのですけれども、その所得が乗数過程の出発点となり、乗数倍の所得を生む

のではなくて、むしろ銀行の方へ第二の種類の借金の返済として吸い込まれてしまっている。吸い込んだけれども、また新たな貸し出しというふうには回っていない。宇宙のどこかに存在するといわれるブラックホールのような存在になっている。これが銀行ではないか。そんなことをいいますと、銀行の方、要らぬことを、くだらぬことを、変なことをいうやつだとお怒りになるでしょうけれども、そういうことだと思います。

二種類の借金が存在するといいましたけれども、実は経済学の世界では、二番目の種類の借金というのは存在しないのです。一番目の種類の借金しか存在しないわけです。経済学で金融の機能というのはどういうふうに説明されているのか。貯蓄が投資に比べて超過をする部門、貯蓄超過部門、これは主として家計部門であります。それから、投資の方が貯蓄よりも多い部門、投資超過部

門、これは企業です。この部門に対して、超過した貯蓄をファイナンスをする、チャネルをつける、これが金融ということになります。貯蓄の余分な部門から、投資が超過する部門へ貯蓄をチャネルする機能ということになるわけです。

これは家計部門の方から見ると、企業にお金を貸しているということになります。企業の面から見ると借金をしている、こういうことになるわけです。一部は先ほど申しましたように、増資という自己資本の形をとりますが、それ以外は借金ということになります。経済学の世界での借金というのは、第一番目の種類の借金しか存在しない。第二番目の種類の借金というのは存在し得ないのです。なぜなのかと申しますと、経済学の理論構成を子細に検討してみましたところ、極めて驚くべき事実を私は発見いたしました。それは何かというと、資産の取引というものは経済学の世界に

は存在しないということです。この資産というのは、土地または株式、あるいは国債などの債券ということであります。

現実には大変な取引活動、取引金額が存在いたします。例えば平成元年（一九八九年）、株価が一番高くなった年でありますけれども、この年の株式の売買高、既ち株式という資産の取引高は四〇〇兆円に達しております。その年のGNPは三九兆円です。ですから、GNPに匹敵するだけの取引が行われた。しかし、この四〇〇兆円のうちのほとんど大部分、三九一兆円というのは、東京証券取引所を初めとして、全国の八つの証券取引所での売買金額であります。

証券取引所で売買されている株式というのは、既に発行済みの株式であります。いわば中古自動車のような中古品であります。こうした中古品の売買を幾らしてみても、日本の経済に存在する株

式の総量というものは増えも減りもいたしません。BからBへ、BからCへ、持ち主がかわるだけであります。

また、土地の売買、これもそういうふうに考えているわけであります。現に土地の売買金額の統計を国民経済計算で見ますと、部門ごとには売却超、あるいは購入超過の数字が出ておりますけれども、全部の部門を合計いたしますと、プラス・マイナス・ゼロということになります。どういう理屈からそうなるのか。土地の場合で説明いたしますと、ちょっと理屈っぽいことをいって申しわけありませんけれども、土地というのは資本、労働とともに生産の三要素といわれます。最近ではこれに技術とか情報が加わって、生産の四要素とか五要素とかいいますけれども、出発点は三要素でした。日本経済の経済活動というのは、日本の国土という土地の上で、労働と資本が組み合わ

されて生産活動が行われ、所得が生まれる、こういうふうを考えるわけです。

そうした場合に、日本経済の経済活動がその上で行われている生産要素としての土地、これは何かといえば、日本の国土であります。幾ら土地の売買をしても、日本の国土面積というのは三千万平方キロ余り、増えも減りもいたしません。一平米も増えも減りもしない。だから、土地の売買が幾ら増えても、経済全体として見ると、生産要素は一平米も増えも減りもしないのだから、土地取引というのはプラス・マイナス・ゼロ、ゼロサムゲームである。要するに生産活動のための資産というストックが増えも減りもしないのだから、こういう取引というのは、経済分析の立場からいうと意義が認められないということなんだと思うのです。株式も、証券取引所で行われているものについては、ただ持ち主がかわっているだけであっ

て、株式の総量、ポリュウムを増やしも減らすこともない。国債などについてもそうです。

新規の発行市場での株式の発行、つまり増資、あるいは債券市場での新規のプライマリーマーケット、第一次市場。発行市場での分は株式でも国債でも、その残高を増やすことになる。国債の残高というのは、国の立場からすると借金の高、マイナスの資産ということになりますけれども、それが増える、こういうことになります。しかし、流通市場、セカンダリーマーケットでの取引は、結局持ち主がかわるだけだ。何にも既存の残高を増やすものではない。こういうことになるわけです。したがって、ゼロサムゲームということになっております。

ところが、実際には、先ほど株式で申しましたように、一番多かった年はGNPを上回る四〇〇兆もあった。そのうち、セカンダリーマーケット

での取引は三九一兆円だ。その二年前、昭和六二年（一九八七年）は、債券の取引というのが最大になった年であります。債券の取引は往復計算ということになっております。倍の数字にふくらんでおるわけですが、昭和六二年の債券売買というのは実に一京に達しました。一京というのは一兆円ですね。しかし、これは往復計算ですから、二分の一にしても五〇〇兆円です。その年のGNPは三五〇兆円。GNPの実に一五倍の流通市場における債券売買が行われている。

当然このためにはお金が必要です。マネーに対する需要のもとになるはずですが、今の経済学、金融経済学では、これはゼロサムなんだからということで、マネーの需要を生むものではない、こういうばかげたことになっておるはずですよ。今いったような取引のために必要とする借金、マネーの供給、これは主として銀行貸し出し

によって行われていましたけれども、借りた方からすれば、それだけ借金が増えていることになります。そうした資産取引のために増える借金、値上がりしているときは調子がいいわけですが、一たん値上がりがとまって値下がりが始まったときに残る借金、第二の種類の借金というのが、経済学の世界で存在しないという理由はこれでおわかりになったことと思います。

したがって、経済学を使ってバブルの分析なんてできっこないのです。日本証券経済研究所の研究だって僕はできないと思います。経済学を少し新たな観点から再構成しないとできないと思います。経済学者に、一たん発生した所得がブラック・ホールにのみ込まれるように消えてしまうといわれたら、お前、何を夢物語をいつているんだ、こうなると思います。しかし、それは私のように考えていただければ、あるいはそうかもしれない

い、ありそんなことだ、いや、そうに違いないと皆さんにも思っていただけではないかと思えます。

そういうことで、バブルのときに発生し、しかも、バブルが弾けた後に残ったマイナスの資産である第二の種類の借金、中でも、まじめな債務者が一生懸命返している借金がいわばブラック・ホールになって、景気対策の効果をのみ込んでしまうのではないかというわけです。

貧乏神の第一は食渴神です。食渴神というのは、お酒とかごちそうとか、おいしいものをみんな自分でひとり占めして食い尽くし、飲み尽くしてしまって、しかもあきるところがない。こんな貧乏神にとりつかれたのでは、幾ら働こうといっても、不景気なのは当たり前です。銀行ばかり悪口をいうのは気が引けますが、こじつけで、景気対策の効果をのみ込んでしまうブラック・ホール

のような存在である銀行が第一の食渴神であるということになります。

第二、第三のお話は後にいたします。

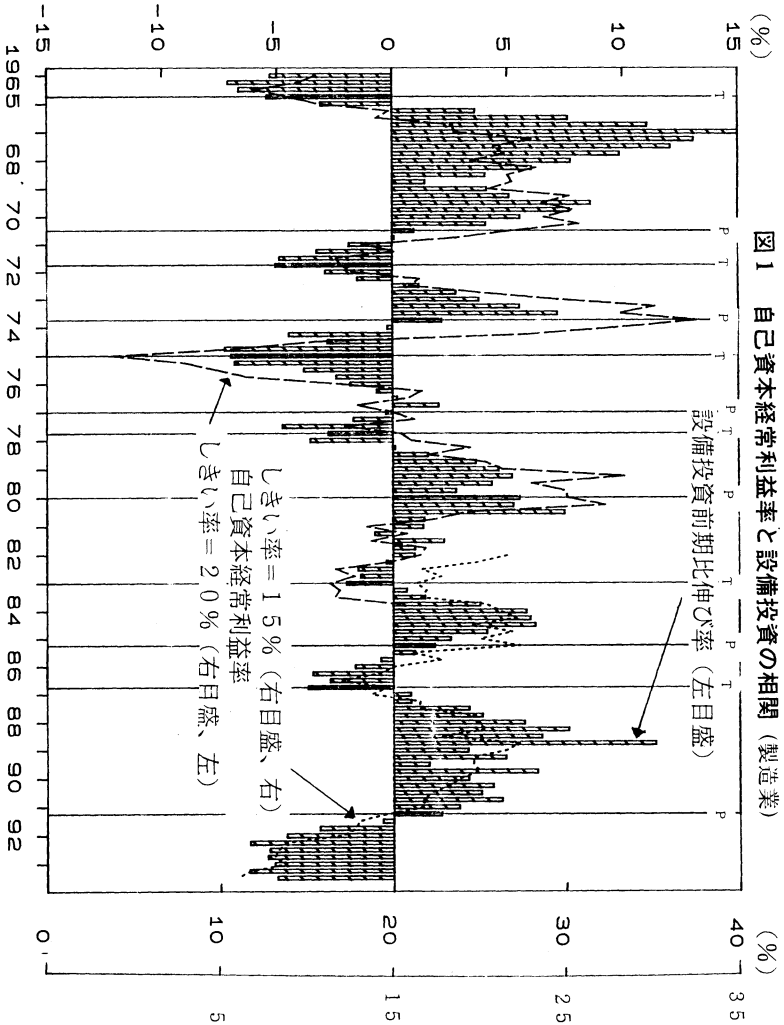
三、しきい率（設備投資が増加に転ずる時の利益率）の再上昇

——本格的な景気好転は七年度半ばか——

そうはいいながら、やはり三〇兆円もやれば、そろそろ景気も底入れというのは不思議はないと申しました。底入れの時期がもう来ていることを前提に、これから先どういうことになるのか、ちょっと占ってみようというのが次の課題です。

図1をごらんください。これは企業の利益率と設備投資の関係を示したグラフです。なぜこのグラフを見ていただくのかといいますと、設備投資が景気のエンジンであるという認識を持っている

図1 自己資本経常利益率と設備投資の相関 (製造業)



- (備考) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」による
2. 設備投資は昭和60年価格による実質値を季節調整後3期移動平均したもの

からです。エンジンが本格的に回転しないと、自動車は快調に走ることができない。エンジンがまだかからないときにギアを上げたり、アクセルを踏みますと、ノッキングを起こしてしまいます。

エンジンが快調に回転を始めるまでは、たとえ景気が底入れをしたといっても、息の長い好景気、本格的な景気好転は期待できないだろうと思います。

棒グラフが設備投資です。棒グラフが上の方に伸びているときに設備投資が増えて、下の方に伸びているときに減っているわけです。もう一つ破線のグラフがあります。これは企業の利益率を示しています。この両者の間に密接な相関関係があるというのがこのグラフです。利益率がある水準以上に高まると設備投資が増えてくる。その水準を下回ると設備投資が減る。この水準のことをここでは「しきい(threshold)敷居」率」と書いてい

ます。

実は長らく、この絵の左から三分の二ぐらいの間はしきい率が二〇%でした。企業の利益率には、売上高経常利益率とか、総資本営業利益率とか、いろいろな指標がありますが、ここでは自己資本経常利益率です。今皆さんがよくお使いになるROE(株主資本利益率)が税引き後の利益率であるのに対して、これは税引き前のROEに当たるとご理解いただきたいと思います。これが従来ずっと二〇%がしきい率になっていたということです。

この点をお話する前に、もう一つ縦に線が引いてあって、その上にPとかTと書かれています。Pが景気の山、Tが景気の谷になります。Tの線が引かれると、景気は底入れしたことになるわけです。Tを基準に見ていただきますと、Tが過ぎた後、早いときには二・四半期ぐらいで設備

投資が増え始めています。長いとき、つまり昭和四九年、五〇年、五一年あたりは、一年ぐらい過ぎないと設備投資が増えていません。大観して三・四半期ぐらいたてば、設備投資が増えるようになってきているわけです。

そろそろ景気が底入れをしつつあるということになれば、従来の平均的な姿を考慮に入れば、今から三・四半期ぐらいたった秋から年末にかけて、その時期が来るのではないか、いや、来てほしいと期待するわけですが、どうも今回はそううまく事は運ばないのではないかと考えています。そんなに正確な予測は不可能ですから、あるいは間違いかもしませんが、どうしてそうなのかというのをこれからちょっとお話ししたいと思います。

従来、二〇%がしきい率になっていました。この数値は大いに理屈のある数字だと理解いたしま

す。税引き前の利益率であると申しましたが、大体半分が税金で持っていけますから、税引き前で二〇%ということは、税引き後は一〇%になります。ROEで一〇%が分岐点、しきい率になるということです。

どうしてそこが分岐点になるのかを理解するときに、もう一つ要素が加わると、ああ、そうだと納得できるだろうと思います。それは、我が国のノーマルな配当率が一割だということです。税引き前で二〇%を超える、税引き後で一〇%を超えるときに一割配当が続けますと、内部留保が増えます。税引き前で二〇%を下回る、例えば一六%に下がったとき、税引き後は八%。そのとき配当は直ちに八分に減配にはなりません。しばらくは一割配当を続けるということになりますと、内部留保を削らなければいけない。

利益率と設備投資の間に相関関係がある、しか

も、税引き前で二〇%、税引き後で一〇%が設備投資が増えるか減るかの分岐点になるというのは、恐らく内部留保が増える、あるいはそれを削らなければ一割配当ができないということと関係しているだろう。内部留保といっても、会社の経理部長の横にある大きな金庫の中に現金が積まれているわけではなくて、主として設備投資に回されていることを示しているだろうと思います。そうであれば、二〇%が分岐点になるというのは非常に理解しやすい、納得できることです。

ところが、八二〜八三年を境に、税引き前の二〇%という比率が一五%ぐらいに下がりました。このことは何を意味するか。二〇%ぐらいの収益性が期待できるプロジェクトでなければ投資をしなかったものが、収益性の低いところまで設備投資が拡張したことになります。設備投資するかしないかの基準になる利益率の目安が、それだけ甘

くなったことを示します。八二〜八三年を境にそうなったのです。

皆さん専門家ですから、私からあえて申し上げることはないので、八〇年代という時代は株価が大変に上昇した時代です。とはいっても、八〇年代が始まったその日から株価が上昇したわけではない。株価は八二年（昭和五七年）の一〇月の初めを事実上の出発点として上昇いたしました。八二年一〇月一日の日経平均は六八四九円七八銭。八〇年代最後の取引日、八九年（平成元年）一二月二九日の大納会の終値が有名な三万八九一五円八七銭。株価が六倍に上がり、売買高は、八二年ごろはGNPよりもずっと小さかったのですが、GNPに匹敵するぐらいになったわけです。これが八〇年代です。

この株価の上昇を前提にして、エクイティ・ファイナンスという手法が活用されました。エク

イティ・ファイナンスは自分の会社の株価が上昇することを前提にしています。この手法を使って非常にコストの安いお金、そして、その当時としては、将来これを償還しなければいけないなどとは夢にも思わなかった、そんなものは事実上借金とは思っていなかったお金を大量に集めたのです。

エクイティ・ファイナンス以外にも一つやりました。いわゆる財テクというのでしょうか、他社の株価の上昇、土地の値上がりを前提にしてキャピタルゲインを稼ぐ。かなりリスクはありましたが、リスクは実現しなかった。その結果、極めて安いコストで、そこそ借金でも何でもない大量の利益を上げたわけです。しかし、そのため別途借金してしまいました。これが先ほどからいっております第二の種類の借金の原因になってしまったわけです。

そういう形で、コストの安い、将来償還するな

どとは夢にも思わなかったものを大量に集めたために、収益性の低いところまで設備投資を広げてしまった。八〇年代後半の大変な好景気は、設備投資にリードされて可能になったわけです。

ところが、そのバブルが弾けた後の報いが今やってきています。収益性の低いところへ大量に投資を広げてしまったわけですから、平均的な収益性が下がってしまいました。裏返せば、損益分岐点が高くなったわけです。

その後、景気がちつともよくならない。その理由は、先ほどいいましたように、それが唯一ではありませんが、ブラック・ホール、第一の種類の貧乏神がとりついているからです。こういう中でなかなか景気がよくならないものですから、需給バランスが崩れて値段が下がる。売り上げは伸びない。業種によっては売り上げがむしろ減る。そこへ円高ということでさらに価格が下がる。とな

れば、高い損益分岐点を一生懸命下げる努力をしてみても、いつまでたっても利益の回復は難しいことになります。

八〇年代のように株価、地価が上昇するという条件がなくなった以上、設備投資と利益率の関係でのしきい率は昔の二〇％まで戻らざるを得ないだろう。そうすると、一五％よりも五％余分に待たなければいけないことになります。ただ、昔のように、一たん景氣が底入れすると、利益率が鋭角的に急回復するという調整があるとすれば、そんなに心配することはありません。五％の違いなど大したことはない。せいぜい一・四半期ぐらいでしょう。

しかし、従来の平均のように、三・四半期ぐらいたてば、しきい率が昔の二〇％まで戻るというのは、現在の状況から見て、ちょっと難しいような感じがいたします。もしそのような予測が間違っ

ているとするなら、そのときには利益率が昔と同じように急角度で戻ることが必要です。それは皆さん、どのようにお考えでしょうか。

そんなに根拠がなくて余り正確な予測はできませんが、私自身は、従来の倍ぐらいいはかるのではないかと考えています。倍となると、六・四半期、一年半。一年半先ということになれば、平成六年度中は、平成五年度よりはましな景氣ということになります。決して本格的な景氣好転にはならないだろう。平成七年度の真ん中辺ぐらいではないか。そんなに確信を持っているわけではない。そんな見方をしております。

四、行財政制度改革の重要性—— 特に規制の緩和

やや長期の観点から、これから先を考えてみよ

うと思います。その場合、第二番目、第三番目の貧乏神が問題になるわけです。

二番目の貧乏神は「障礙神」です。障礙神というのは、あらゆるチャンスを邪魔してつぶしてしまふ貧乏神です。せっかく金儲けのチャンスがありそうだと思ってやってみても、いつの間にかこの貧乏神がとりついていて、必ず失敗して、結局カネ儲けではなくて借金が積み重なるという目に遭ってしまいます。

日本経済で第二番目の種類の貧乏神は何だろうと考えてみましたら、やっぱりいる。それは、一万数千件あるという政府の規制です。政府の規制は民間の活動をがんじがらめにして、いろいろな新しいビジネス・チャンスを抑圧し、また大変なコストを民間に強制して、日本経済の大変な高コスト体質の原因をつくっています。さらに、規制ばかりではなくていろいろな制度があります。例

えば補助金の制度も、結局はそれによって自由な経済活動を縛り、さらに日本経済のコスト高の原因になっていきます。そういう意味で、政府の行財政に関する現在の制度のあり方は、どうも二番目の貧乏神ではないかと認識しております。

三番目は貪欲神です。第一番目の食渴神は、おいしいものをひとり占めして飲んだり食ったりしてしまふ「貧乏神」ですが、貪欲神は、食べるもの、飲むもの以外のあらゆるものをひとり占めして、しかも満足することがない。みんな取り上げてしまふ神様です。こういうものにとりつかれれば、景気なんかよくならない。それどころか、みんなが一生懸命働いて生活をよくしようと思っても、この貧乏神がとりついている限り、どうも働く意欲を失ってしまうということです。

この貧乏神は、具体的にはやはり政府関係のところ潜んでいるだろうと思いますが、特に税制

の中に潜んでいそうだと見えています。例えば相続税ですが、この間新聞の広告に『相続税倒産』などという本が出ておりました。実際にはいろいろな救済措置もあるやに聞いておりますが、おじいちゃんが亡くなった。多少土地があった。相続税を払うために土地を売ったところが、譲渡所得税がかかってきて、相続税と譲渡所得税を合わせてみたら、売買代金を上回ってしまった。またほかの資産を処分したら、これにもまた譲渡所得税がかかってきた。こういうことは少し行き過ぎではないか。

税制には所得再配分機能、さらには資産の再配分機能があり、それは社会の公平にも沿っているという考え方は、建前としてはそのとおりですが、現実には、再配分機能なんて偉そうなことをいうのではなくて、むしろ国民財産の収奪の域に達しているのではないか。そういう意味で貪欲神

だと思えます。金丸さんみたいな人たちがああいうことになって、何でもかんでもみんな貪欲に召し上げてしまう。あれも小型の貪欲神かもしれないが、そういうものがいっぱい存在するのではないかと思います。

こういうものは退治してもらわなければいけない。細川さんはそのようなことをいって登場したのですが、結局、貧乏神を退治するだけの力が全くなかった。本当にそれだけの意欲もあったのかどうか疑わしいと思いますけれども、ともかくも、こうした行財政制度の全般的な改革が急務ではないか。

一億二〇〇〇万人という人口を持って、しかも、既に非常に高い所得水準に達した日本が、これまでのスピードではないにしても、これから先も着実に国民の生活水準を上げていくためには、経済が繁栄しなければいけません。日本経済の繁

米は外国にとっても利益になるという形で、日本経済がこれから先も繁栄できるようにするために、これだけではありませんけれども、貧乏神退治に成功しないと難しいだろうと考えているわけです。

特に最後の方はややこじつけのようなお話になりましたが、これで私の話を終え、ご質問の中でまた補足したいと思います。

質疑応答

小山理事長 せっかくの先生のお申し出でございますので、どうか遠慮なくご質問していただきたいと思います。

問 このところ、円は一ドル＝一〇〇円を突破して何十円台までいくのではないかと、うわさめいた憶測がございますが、レジュメには、円高

は本来福音であると書いてございます。一〇〇円を割って八〇円にいても福音であるのか、その点についてはどのようにお考えでしょうか。

答 「本来」と書いたのは、若い人たちの比重が下がっていくこれからの高齢化社会においては、円高はこれまで高齢者自身が老後に備えて蓄積してきた貯蓄の購買力を高めることに役立つわけです。そういう観点から見ても、これは白い眼をむくべき対象というよりは、むしろ歓迎されるべきことだろう。しかしながら、日本経済、日本の産業の存立自体を危うくするような、実力を超えた円高を賛美しているわけではないということです。

昨年は円高で大騒ぎになりました。確かに円高で困るのですが、円高自体が困るというよりは、円高をきっかけとして、従来は非常に強いと思われていた日本の産業の競争力が、意外にそうではない、侵食されていたということに気づくべきか

けになったという点で、去年の円高は問題だろうと思います。

自動車を例にとって申しますと、プラザ合意から二年半ぐらいの間、一九八五年の秋から八八年の正月にかけて、二四〇円が一二〇円まで一〇〇%の円高になりました。当然、日本車のドル建の価格が引き上げになったわけです。ところが、価格競争力においてハンディキャップを負ったにもかかわらず、日本車は十分に売れた。アメリカの消費者が受け入れてくれた。その理由は、故障しないとか、燃費効率がいいとか、あるいは、向こうの人にとってみれば、外国産の車であるにもかかわらず、アフターサービスはむしろ国産車よりも行き届いているとか、価格以外の競争力が強いことによって売り上げを伸ばすことができたわけです。

ところが、去年円高になって、さらにドル建の

価格を上げなければいけない。上げないと、損失が拡大する、またダンピングをしているといわれて困る。しかし、日本車は既に価格面で割高でハンディキャップを負っている。ところが、そのときになってみたら、それまでは圧倒的に優位だった価格以外の競争力が、まだ日本の方が優位ではあるでしょうが、従来ほどではない。価格面でのハンディキャップに比べると、その優位はむしろ大したことはない、こういう事態が起こりつつあるのではないかということで、みんな愕然としたわけです。そういう実力を上回る円高は困る。

しかしながら、これから先、再び非価格競争力を拡大するのは、いっべくしてなかなか難しいと思います。これまで日本車が圧倒的な非価格競争力の優位を誇っていたのは、半分は、向こうの経営者がいいかげんだったからです。いわば敵失によってそうだった。

何千ドル、何万ドルもする高い商品を消費者に買ってもらうのに、故障はする、燃費効率が悪い、アフターサービスもいかげんだ、そんなものを消費者に買ってもらおうというのは、商人としての墮落ですね。そんなことではいけないと気がついてみたら、日本だけがすぐれているという理由は余りないわけです。そういうことで、非価格競争力の優位が縮まってしまった。日本のものが悪くなったわけではなくて、向こうが追いついてきたのです。

こうなったときにどうしたらいいのか。やはり価格競争力を再び回復しなければいけない。そのときに、円が安くなればある程度解決するのではないかということはあると思います。また、実力以上の円高は是正されなければいけません。しかし、価格競争力を戻すために、円はもっと安い方がいいなどという発想法はぐあいが悪いと思います。

それはともかくして、価格競争力を回復するにはどうしたらいいか。本来の正しい道はコストを下げることです。メーカー、あるいは個別産業としてのコストには二種類あります。一つは、コントロール可能なコストです。生産現場で一生懸命合理化することによってコストを減らす。この第一のコストは、それこそ絞ったタオルをまた絞るようにして、あるいは手で絞ったのではもう出てこないの、遠心分離機、洗濯機の脱水機にかけて絞る。それだって、もう二、三滴ぐらいしか出てこない。後は賃金を下げるとか、それができなければ、生産基盤を外国へ移す空洞化の道しかないといっている。それは非常に困ったことです。

もう一つは、個別の企業としてはもちろんのこと、個別の産業、あるいは民間の産業全体としてもコントロールできない、貧乏神に発するコストです。政府規制から始まって、物すごく余分のコ

ストがかかる。具体的にいえば、ロサンゼルス
国際空港のジャンボ・ジェット機の着陸料は、今
よりももうちょっと円安の為替レートを基準にし
て計算していますが、なんと三万四〇〇〇円だそ
うです。香港が二九万円、かなり高いフランクフ
ルトで五六万円。それに対して、成田が八九万二
〇〇〇円、関西空港は一〇〇万円。そのように
めったやたらに高いコストが避けがたいところが
あるわけです。

この避けがたいコストの原因をつくっているの
が二番目、三番目の貧乏神です。これを何とかしな
いことには、日本経済の将来はそう明るく展望す
るわけにはいきません。貧乏神にとりつかれれ
ば、貧すれば鈍する。それでもなおかつ元氣印とい
うわけにはいかないでしょう。「日本経済のリス
トラ（生き残り条件）の目指すもの」としては、二
番目、三番目の貧乏神を退治することに尽きます。

補足——なぜ景気探偵か

レジュメの最初に「景気探偵」と書いておりま
すが、もう少し時間をいただいて、私がなぜ景気
探偵か、ちょっとご説明させていただきたいと思
います。

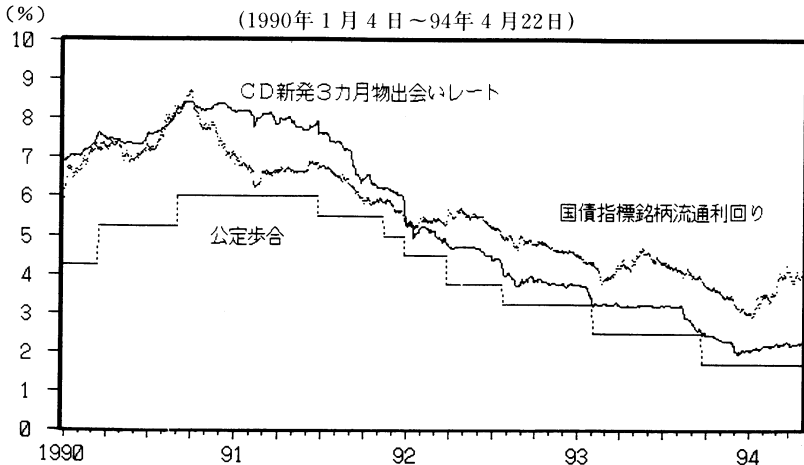
先ほど経済学の悪口をいいました。経済の分野
にもいろいろなぞがあります。なぞを解明するの
は経済学の本来の課題ですけれども、先ほどいっ
たような経済学では、どうしたってなぞの解明は
難しい。経済学を勉強して世の中がもう少し理解
しやすくなったかといえば、そういうことはか
えて少なくて、むしろミス・リードされてなぞ
が深まってしまうと感ずるようになりました。

なぞ解きということになると、本来、探偵の仕
事ですので、名探偵の探偵術を応用してみた方が

いいのではないか。名探偵の視点に立って、経済学が見落としているような問題点は何かということを考えてみて、常識、いろいろ経験を積んだ上での常識かもしれませんが、それをちょっとばかり系統立てたような手法で説明してみたらどうだろうか。名探偵の探偵術を経済分析に応用してみようと思いつきまして、「景気探偵」と称しているわけです。

図2がありますので、そのお話をいたしますが、ことしに入ってから長期金利（国債指標銘柄流通利回り）が上昇しています。日本銀行は短期金利をさらに低い方向に誘導するオペレーションをやっておられますが、銀行が資金コストとして考えるCD金利などは、若干ですが、上がり目です。しかし、それ以上に長期金利が上がっており、これは、一〇月半ばぐらいから上昇に転じているアメリカの長期金利の影響を受けているこ

図2 金利の動向



とは間違いないわけです。

エコノミストの人たちは、景気がよくなり出して、資金需要が増えたから長期金利が上昇しているとおっしゃるわけです。これは本当だろうか。先ほどのようなように、資金需要が増えて取引活動が活発になれば、マネーサプライが増えなければいけません、マネーサプライはそんなに増えていません。

もう一つは、赤字国債も改めて出さなければいけなくなった。地方財政の赤字で地方債の増発などもある。供給が増えれば価格が下がるのは当たり前だとおっしゃるわけです。しかし、本当にそうでしょうか。債券の発行が増えているというのは、先ほどのようなように、プライマリー・マーケット（発行市場）で増えているわけですが、増えているといっても、前の年も出ていたわけですから、それに比べて数兆円ぐらいしか増えてい

ない。

ところが、国債の指標銘柄を中心として、長期金利というより利回りが上がっているというのは、セカンダリー・マーケット（流通市場）で上がっているわけです。流通市場での取引規模が一番増えたのは昭和六二年の一角円。倍に膨らんでいますから、五〇〇〇兆円だった。こんなところへ新発市場において数兆円余分出たからといって、本当にそうなのか。

実際は、これはちょっとひねくれた解釈かもしれませんが、日本銀行が短期金利をどんどん下げると、日本銀行が短期金利をどんどん下げると、これは結局スベキュレーションになるわけですが、長期債の取引に対するコストをどんどん下げて、安いコストでの資金調達が可能になる。そうすると、長期債の需要が増えて値上がりし、それだけキャピタルゲインを稼ぐことができますから、だんだんこの取

引が膨らんで長期債の流通価格が上昇してきた。

これはちょっと高くなったかなというところへアメリカの金利が上がり出したわけですが、日本の方はまだ金利が下がつて債券価格が上昇した。

ところが、ことしに入ってから、大蔵省が何かやったのでしょうか、それをきっかけにしてちょっと警戒感が出てきた。それから一カ月たった二月の初めになって、アメリカのフェデラル・リザーブがFFレートを上げるようになった。これはもうそろそろ警戒だぞということで、みんなが余り損をしないうちに売って儲けを実現しよう。そういうことで値下がりをし、長期金利が上昇したというのが実情ではないか。景気がよくなったから、あるいは、新発市場で数兆円の債券の増発があったからということではないのかなと思います。

しかしながら、先ほども申しましたが、経済学

においては、流通市場での取引はゼロサムで本来存在しないのです。自分の世界に存在しないけれども、現実には存在するものですから、みんな苦し紛れに、今いったような理屈をつけているのではないか。私も、「経済学者」よりはやや広い呼び名の「エコノミスト」の一人であるとはいっているのですが、それが経済学の実践、プラクティシヨナーという意味であるなら、もうその名前もご免こうむりたいということで、年がいもなく「景気探偵」といって喜んでいるわけです。

時間がオーバーいたしましたので、これで終わらせていただきます。

小山理事長 それでは、本日の講演会を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。
(拍手) **(慶応義塾大学教授)**

(本稿は、平成六年四月二五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)