

演

我が国経済の現状と展望

講

土志田 征一

小山理事長 それでは、ただいまから本日の講演会を開始いたします。

本日の講師は、経済企画庁調査局長の土志田征一さんです。

土志田局長さんには、これまでも何度かこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例ですので、改めて略歴をご紹介します。

土志田さんは、昭和三十九年に東京大学経済学部を卒業、経済企画庁にお入りになり、長官秘書官、在米大使館参事官、各局主要課長等を歴任された後、調整局審議官を経て、一昨年一月に調査局長に就任され、現在に至っております。

先日、平成六年度の経済白書が公表されましたが、土志田さんは所管局長として、一昨年、昨年に引き続いてその作成を指導されました。また、月例の経済閣僚会議に出席して経済報告をされるなど、政府の経済運営に重要な役割を果たしております。

長期にわたる不況の中で、一部に明るい兆しもようやく見え始めました。昨今、景気の先行きに皆さん強い関心をお持ちのことと思います。本日は、政府のお立場でこの問題に取り組んでおられる土志田局長さんから、「我が国経済の現状と展望」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、どうぞよろしくお願いいたします。

ご紹介いただきました土志田でございます。

それでは、ちょうど先週経済白書を公表いたしましたので、経済白書の分析を背景にしまして、ことしの経済白書でいいますと、一章、二章、三章という分け方になっておりますけれども、三章の構造問題は除きまして、主として一章、二章の、いわば景気問題を中心にしてお話をさせていただきます。こうと思います。

ことしの白書は、できるだけ一般の方々の疑問に答えるという、執筆者の言葉によると、「マーケットにおける需要にに応じて供給をする」、そういう姿勢でつくっております。

一、景気回復はなぜ実現しなかったか——特に円高の影響

まず、最初の問題は、昨年の景気回復の期待が

なぜ実現しなかったかという問題を取り上げられます。

ご承知のとおり、昨年の春、明るい動きが出てきたということで、後で私も大分おしかりを受けておりますけれども、「景気底入れ宣言」、これ以上悪くならないだろうという解説をしたわけであります。当然、民間の方々の予測でも、年度の後半には回復するであろうという見通しが一般的だったわけでありますが、結局昨年度は、結果としてゼロ成長に終わったわけであります。これについては、二つの原因があるだろうと考えております。

一つは、予期しなかった問題が三つ生じたことであります。円高、冷夏長雨、ゼネコン問題という、三題嚙みたいでありますけれども、この三つです。実は後になると、中にはそういったことも予想できないかといわれることもあるんですけど

ども、一〇〇円に達する円高も、ちょっとそこまでは予想しておりませんでしたし、昨年の冷夏長雨ももちろんそうでありました。それからゼネコン問題もということであつたわけであります。

もう一つは、やはり回復力が弱い。こういった外から与えられる問題に対して、それを乗り越えるだけの回復力がなかったことが二つ目の原因だと思っております。それは逆にいいますと、いろいろな調整に時間がかかるという状況ではなかったかと考えております。

大きく分けますとこの二つでありますが、まず前者の方の、三つのいわば外生的な問題の中では、やはり円高が一番大きな影響を与えたと考えております。

円高については、後でまた最近の動きを議論させていただきますけれども、常にプラス・マイナスがあるということで、人によってはプラスの方

が大きい、あるいはマイナスの方が大きいと意見が分かれたりするわけであります。それからまた、プラザ合意以降の円高の経験を踏まえて、それと比べてどうかという議論がなされるわけでありますが、昨年の場合、ご承知のように年初は一・二五円ぐらいでスタートしたわけでありませんが、それが一〇〇円というところまで円高になったわけであります。この円高は、八五年九月のプラザ合意以降の円高に比べますと率は低かったわけですが、三つの点で、前回に比べて厳しい点があつたと指摘できると思います。

一つは、昨年の場合は円の独歩高であつたことでありまして、逆にいいますと、ドルの実効レートという観点で見ますと、それだけ円高が進んだことになるわけであります。

二番目は、やはりプラザ合意のときと景気の状態が違ふことでありまして、景気後退がかなり進

んで、日本の企業にとっては、いわば非常に苦しい状態になっていたところの円高であったということでもあります。

三番目は、プラザ合意のときは実は原油価格が低下をして、そのプラス効果がかなり大きかったわけであります。昨年も原油は少し下がりましたけれども、プラス効果はほとんど見られなかったということでもあります。

円高になりますとプラス・マイナスの議論があるわけでありますが、ごく単純にいきますと、当然のこととして、円ベースではどうしても黒字が減る形になるわけであります。ドルベースですと「カーブ」ということで、当初黒字がふえる形になって、途中から減る形でありますが、円ベースでは当初から黒字が減ることになります。これは、例えば国内の企業から見ると、収益の減少になるということでもあります。

白書で計算をしているところを一つご紹介しますと、一〇%の円高が生ずることになりますと、輸出価格、輸入価格がどの程度動くかにもよるわけでありますが、普通、価格面の変動だけであれば、輸入価格の方の低下が大きいわけでありますので、その限りでは輸出価格に十分転嫁できない部分と相殺されて、全産業では収益としてはゼロという計算になるわけです。それに比べまして、輸出数量が減少するという数量の部分がありません。したがって、通常ですと、やはり企業収益は円高によってマイナスになるのが全産業での結果になるだろうと思われます。

それから、円高が国内需要にどう影響するかであります。個人消費については、通常は、いわば物価が下がるということでプラスと単純に考えられます。他方、企業収益が減ることからくる所得の減少と、さらに昨年も良く見られたわけであ

りますが、消費者のマインドが冷え込むことを合わせますと、必ずしも消費についてプラスとはい切れない。それから、設備投資については明らかにマイナスであるということでもあります。計測によれば、一%の円高で製造業の設備投資は〇・六%減るという結果が得られておりますが、業種別ですと、電気機械では一・九%設備投資が減る。そういったことでありますので、内需についても、全体ではマイナスに影響したのではないかと考えられるわけであります。

円高はそういう形で、輸出入のところは黒字が減るという形で、国内の景気にとってはマイナスであります。内需にもマイナスに響いたといえるだろうと思います。

今申し上げたのが、いわば円高という外生的な要因であります。冷夏長雨についても、昨年の場合は季節商品の売り上げが減るという影響が

あったわけですし、お米の生産という面でもマイナスが生じたということだろうと思います。

二、景気回復力の弱さ——景気後退の長期化の要因

もう一つの回復力が弱い、昨年でいえば弱かったことの背景は何かというのが、次の問題であります。

これは、ことしの白書でいいますと、第二章で景気後退が長期化した要因は何かを分析しておりますが、まさしくその長期化の要因が、逆にいいますと回復力が弱い要因になっていたわけであります。

その中身は大きく分けて二つであります。一つは、ストック調整が長期化をしていることであります。これは、いいかえれば設備投資の減少が続

いてきたということがあります。もう一つの要因は、バブル崩壊の後遺症が残っている。この二つが長期化の要因と考えられるわけがあります。それに関連して、デイスインフレの問題、構造不況論についても、触れてみたいと思います。

まず、ストック調整の長期化でありますけれども、これには中身が三つありまして、一つは製造業のストック調整自体が長引いていることと、二つ目は、今回の場合は非製造業でも一種のストック調整が起ったこと、三つ目として建設投資のストック調整が大きかった、この三つが挙げられると思われます。

製造業のストック調整を見てみますと、ストック調整が終わるということは、一方で資本ストックの伸びがどんどん低くなってこないといけないわけですが、それだけでは済まないわけでありまして、実際の生産の方がどうなっている

か、その前提としての需要の方がどうなっているかが影響するわけですが、資本ストックの伸びは、かなり急速に低下をしてきたわけであります。しかし、なかなかストック調整が終わらなかったのは、先ほど申し上げたような状況で、全体に最終需要が伸びないということで、製造業であれば稼働率が低下をしてしまふ、稼働率が低下をしてくると、ストックの伸びが低下をしてきても、なかなか設備投資に入る形にはならないということでもあります。

過去の状況を見てみますと、どうも現在の稼働率指数の水準で、九〇とか九一あたりを境にして大分設備投資の伸びが違ってくるのが分析結果から得られるわけがあります。今は、八三とか八四というのが最近の稼働率水準であります、こういういった段階ですとなかなか投資が伸びてこない。九〇、九一というあたりを超えますと、稼働

率がちょっと上がると設備投資がかなりふえる、そこで弾性値がかなり上がる形になっております。そういう稼働率の問題が出てきているわけがあります。

もう一つ、期待成長率がどうかということも設備投資のストック調整には影響するわけでありまして、将来の成長が期待できないとすると、資本ストックを伸ばしても余るだけだということになるわけがあります。

実は、昨年までのところは、先行きの期待成長率、企業の考えている予想の成長率はそれほど落ちておりませんで、三％から二％台の後半だったわけでありまして、したがって、その時点まででいいますと、期待成長率の低下が設備投資に影響する側面はそれほどなかったと考えられるわけでありまして、ちょっと気になりますのは、ことしの一月の私どもの調査では、たしか今後三年間一・

九％という成長率の見通しを立てておられるということで、一年間で先行きについての見方が大分暗くなっておられるわけがありますが、この先行きの成長率見通しの低下がどう影響するかは、実はこれからだろうと思われれます。そういう意味で、製造業についていいますと、やはり稼働率が低下を続けたということでストック調整が長引いたといえるだろうと思われれます。

二つ目の非製造業であります。従来、非製造業の設備投資がマイナスになることは基本的にはなくて、非常に安定をしている形だったわけですが、今回の場合は、二つの要因から非製造業の設備投資がマイナスになっております。

一つは、バブル崩壊の影響で、建設とか不動産の投資がマイナスになる。もう一つは、これは消費の低迷の影響であろうと思われるわけですが、卸小売、サービスといったところの設備投資がマ

イナスになる。ということ、従来、いわば下支えになっておりました非製造業設備投資が、今回の場合はマイナスになるという形で、設備投資の調整を長引かせているといえるだろうと思われます。

三つ目は、建設投資のストック調整であります。業種別には製造業と非製造業であります、投資の中身を機械と建設に分けますと、機械についてはかなり早めに調整が済んでおりまして、最近の機械のストックの伸びは、ひところの大幅の伸びから比べますとかなり低くなってきております。ところが、建設投資の方は、これは計画を立ててから実際に行われるまでにどうしても時間がかかるということで、落ちるのも遅かったこともありまして、調整が長引いてきたということだろうと思われます。

こういった、製造業のストック調整の長期化、

非製造業でも投資調整が行われた、建設投資のストック調整も長引いたということで、設備投資の減少が続いてきていることが挙げられるわけであります。

ついでながら、設備投資についても二つほどつけ加えておきますと、設備投資の水準がかなり低くなってきておりますので、企業のキャッシュフローの水準に近づいてきております。従来の設備投資の動きとキャッシュフローの動きを比べてみますと、大体それよりも設備投資水準が低くなることはなかったわけでありますので、そろそろレベル的に設備投資が下げどまる一つの可能性が示されていると見ております。

設備投資については、製造業では、従来から中小企業が先行性があるといわれております。この点は、検証してみますと、大体一・四半期から二・四半期、中小企業ですと二・四半期、中堅企

業で一・四半期ぐらい大企業より先行するということがあるわけであります。これは、業況判断は大企業でも中小企業でも同じであります。業況判断が変わってから設備投資をする時期までの間が、大企業ですと三・四半期ぐらいかかるわけですが、中小企業ですと一・四半期で済む。いわば意思決定に時間がかからないということだろうと思いますが、そういう形で、従来から中小企業に設備投資では先行性があるということだったわけであります。

今回の場合は、実は九一年以降、景気が後退する局面では、必ずしも中小企業の設備投資が先に落ちる形になっておりませんで、ほとんど同時になっているわけであります。今度回復に向かうときに、中小企業の方が先行性があるかどうかは注目をされているところでありますが、昨年までは、どうもそういうことは見えてこない、今回の

場合はどうも中小企業の設備投資に先行性がないんじゃないかという見方が強かったわけであります。この点は、後ほどのバブル崩壊の後遺症の話が関連しているわけであります。ただ、ちょっと一―三月の「法人季報」あたりを見ますと、やはり中小企業の方が、早めに設備投資のマイナス幅が縮小している姿が少し見えてきておりますので、あるいは今回の場合でも、回復過程では中小企業の設備投資が先行する可能性があるのかもしれないと見ております。

以上が、設備投資の減少に見られるストック調整の長期化であります。景気後退が長期化したもう一つの理由は、バブル崩壊の後遺症があるという点であります。

バブル自身については、八六年から八九年まで未実現のキャピタルゲインがかなりあった。それから、九〇年以降それがマイナスに転じて、昨年

までやはり地価が下がる形で、今度はバブルの崩壊という形になったわけであります。

ことしの白書は、一応地価、株価の水準について二つの基準で見て、ほぼバブル前の水準に戻ったのではないかという判断をしております。

一つは、総額の名目GDPとの対比であります。株価については八五年水準、地価については八六年水準に、大体名目GDP対比で総額が戻っているといっております。それから、地価の方は理論地価を計算をするということをやっております。理論地価にはいろいろな出し方があるんですけど、しょうけれども、大体八三年レベルに理論地価としては戻っている状況であります。株価の方のもう一つの比較は、イールドスプレッドを計算すると大体過去の平均まで戻っているということで、一応バブル自身は終わったと見ております。したがって、このことから、現在あるのはその後遺症

というところえ方をしているわけですが、後遺症の中身を二つ挙げております。

一つは、オフィスビルの需給が非常に悪化してきていることあります。これは、まだこれからかなりオフィスビルの供給が続くということで時間がかかるといっておりますが、二つ目のより大きな問題としては、バランスシートの悪化に伴うバランスシート調整という問題を指摘しております。

バランスシートは、もちろん家計にも企業にもあるわけありますが、一応家計については、チェックをしたところでは、バランスシート調整が個人消費に影響する大きさのものはないという判断をしております。

それに対しまして、企業のバランスシート調整については現在進行中で、やはりこれは設備投資のマイナス要因になっているという指摘をしてお

ります。借り入れをふやさないで、新規の資金需要には、手元流動性を取り崩す形で企業はバランスシート調整を進めているといっております。そういう形になっておりますので、バランスシート調整を進める過程で、先ほど申し上げた設備投資のマイナスの一つの要因になっているという判断をしております。

さらに大きいのは、金融機関のバランスシート問題であります。金融機関のバランスシートからくる問題点は、二つの種類があるわけであります。

一つは、資産の面で株式の含み益が減少するといった側面、もう一つは、不良債権が増加するということが挙げられているわけであります。不良債権の額については、ご承知のとおり一三兆何らかしというのが公表されているわけでありますが、これまで民間の貸し出しが低迷している、つい最

近の六月の貸出残高は前年比マイナスという、これまででなかったような貸し出しの低迷ぶりでありますが、この貸し出しの低迷について、金融機関の貸し渋りがあるかどうかがこの二年ほど議論がなされておまして、分析的にこれを立証するのはなかなか難しい。一般には借り入れ側の要因、いわば需要がないから貸し出しが伸びないんだという説明が中心になっていたわけですが、ことしの白書では、どうもそれだけではない。借り手側の事情で貸し出しが伸びないだけではなく、金融機関の方にも原因があるという分析をいたしております。

これについては、二つの分析をしておりますけれども、一つは個々の金融機関をとってきて、クロスセクションで見て不良資産の比率が各行の金融機関の貸し出しに影響しているかどうかを検証しておりますが、これは明らかに、不良資産比率

が高いところは貸し出しが伸びないというマイナスの符号が検証されております。

もう一つは、貸し出しの利ざやを借り手側の事情で説明をし、それが実績とどの程度乖離しているかを調べておりますが、ここへきて、どうも理論的に、従来の関係で計測した以上に貸し出しの利ざやが拡大をしているのは、やはり借り手側の事情だけではないと指摘をしております。

こういったことで、すぐにバランスシート調整が景気の足を大きく引っ張っているという結論を出しているわけではありませんけれども、やはりバランスシート調整が、今回の景気後退の長期化に影響しているのとらえております。

なお、必ずしも一方的に長期化の要因としてとらえているわけではありませんけれども、三つ目の問題として、いわゆる価格破壊の問題をどういうふうにとらえるかということを取り上げており

ます。

白書の文章でいいますと、ディスインフレというところえ方で、物価上昇率がどんどん下がっていくということですが、これについては、まず最初に物価の上昇率が下がってきているとはいえ、消費者物価指数は依然としてわずかながら上昇している。本当はもっと値段は下がっているのではないか、こういう議論があるわけであります。その点については、家計調査で購入単価を調べてみますと、被服とか耐久消費財の購入単価は、もちろんCPI（消費者物価指数）でも耐久消費財あたりは価格が下がっているわけですが、それよりもマイナスが大きくなっております。

これについてどう考えるかということでありますが、一応同じものの値段が下がっているのか、あるいは消費者が安いものを買うようになってい

るかということ、この限りでははっきりしないわけでありまして、少し時系列的に見ますと、バブルのときには消費者物価の上昇率よりもそういったものの購入単価はかなり高いわけでありまして、いわば当時は高級化ということで、高級品の方へいろんなものがシフトしておりましたのが、最近は反対にいわば低価格志向ということでシフトをしている部分がかなりあるんじゃないかと思っております。実際にうまくとらえているかどうかは別にして、消費者の行動は、所得の伸びが低い中では、できるだけ満足度の高いものをとるというふうに動いているだろう、こういうふうに考えられるわけがあります。

ディスインフレの種類というのは、白書では二つの分け方をしておりまして、一つは、国内で生じているのか、あるいは輸入で生じているかということ、ホームメイドのディスインフレと輸入

ディスインフレ、こういう分け方をしております。もう一つの切り口は、短期の現象なのか、あるいは構造的な要因によるものかという分け方をしております。

一つ一つ組み合わせて例を申し上げれば、短期のホームメイドのディスインフレというのは、景気が悪くて、需給が緩和をして値段が下がっている。輸入の短期というのは、今、円高で下がるというたぐい。これに対しまして、構造的な要因でホームメイドのディスインフレというのは、流通機構が変わっているとか、あるいは消費者の志向が変わっているとか、こういったたぐい。輸入で構造的に値段が下がるというのは、例えばアジアにおける発展で、良質の製品が輸入されるようになって、こういったたぐいかと考えられるわけがあります。

それぞれによって、その部分だけをとってみま

すと、やはり輸入のデイスインフレというのは国内にとってはプラス。ホームメイドの場合は、国内に買う人と売る人といるとすれば、プラス・マインナス ゼロというのがごく単純な中立的な考え方だろうと思われます。もちろん今度は輸入のデイスインフレの場合には、値段という面ではプラスでありますが、例えば国内の競争する人が排除される、競争に負けるということになると、そのマインナスがどうかという問題を考えないといけないわけでありますから、デイスインフレの国内経済に与える影響というのはそう単純ではない。値段が下がれば簡単にプラスだというふうにはなかなかいいにくいところがあるだろうと思われます。

この影響はどうかということですが、実はこの影響を定量的に分析するところまでにはいっておりませんで、一応定性的にこういっ

た影響があるというのを挙げております。

まず、デイスインフレの企業活動に対する影響というのは、数え上げますと五つくらい挙げられるわけであります。一つは企業の交易条件がどうかということでありまして、投入（買う方）価格と産出（売る方）価格の関係はどうかということであります。先ほど単純にホームメイドの短期の話で需給がという話になりますと、これは売る方が下がって交易条件が悪化するということが考えられるわけでありますが、現状は実は円高という要因がありますので、実際上見てみると、投入価格の方が下がっているというので、交易条件としては有利化している、プラスになっているという状況であります。

二番目の影響というのは、物価と金利との関係でありまして、実質金利が上昇するという問題があるわけであります。これについては、企業の活

動は名目金利に影響されるのか実質金利に影響されるのかという問題があるわけですが、実証的に見ますと、やはり名目金利の影響が大きいということが出てくるわけであります。ここはまだ十分解明されている話ではありません。

三番目は、債務残高が実質では大きくなるというのがあるわけであります。きょう日経に書いておられたところによると、「フィッシャー効果」と名前がついていますが、値段が下がれば、実質で見ると債務残高が大きくなってしまふ。

四番目は、在庫の評価損とかあるいは過剰償却とか、そういった問題が企業経理上あるということがあります。

五番目は、企業マインドに対する影響ということで、企業の活動というのは大体売上高という名目の世界、あるいは企業収益という名目の世界で展開されているということで、企業マインドに対

する影響があるだろうと考えられるわけであります。いずれも定量的に云々できるというところまではきていないということは、最初申し上げたとおりであります。

もう一つ、家計に対する影響を見てみますと、いうまでもなく、一つは実質所得が増大するということであります。ただ、名目の所得の方も一定かどうかという問題がもう一つ残るわけでありますが、まずは物価が下がるということで、これはプラスに考えられる。また、企業の方は債務者なので、債務残高が実質でふえるということがあるわけでありますが、家計の方は資産を持っているということですので、実質資産が増大するというプラス効果があるわけであります。ただ、現実の問題として見ますと、現時点ではバブル崩壊の後ということで、資産価格の方が先行きどうなるか、まだ不透明感があるわけですから、なか

なか実質資産が増大して、いわゆる資産効果あるいはピグー効果といわれているものが表面化する状況にはないだろう、そういうふうに思われるわけであります。

そういう意味で、今申し上げたように、ディスインフレあるいは価格破壊というのはどういう影響を与えるかということは、まだまだ定量的な把握ができる段階にはなっていないだろうと思っております。ただ、例えば内外価格差を半減すれば何十兆円という計算をされている方があるわけでありますけれども、ややそういう単純なとらえ方はどうかかと、ことしの白書では考えているというところで、いろんな影響するところをとらえてみた、こういうことにしております。

また、四つ目の問題として、短期の景気の議論をしている場合に、構造不況論というのが昨年から出てきているわけですが、構造不況論に

ついてどういうふうに考えるかというのが次の問題であります。

このところはごく簡単に、ことしの経済白書でどういうふうに考えているかということだけ申し上げておきますけれども、どちらかといいますと、構造問題というのはいわば体質の問題であって、短期の病気とは違うんじゃないか、そういうとらえ方をしております。あるいはもっと積極的には、構造問題と景気問題を分けてとらえた方がいい、そういう考え方であります。

これは実は対策を考えるといったときに、どうも混同が生じて、昨年も景気対策として規制緩和をという議論が出てきて、規制緩和の効果が何兆円あるか計算しろ、そういう宿題があったりしたわけですが、そんな短期にすぐ規制緩和の効果が出てくるわけではなかなかないわけであります。そうしますと、一方では今度は規制緩和をすると

マイナスの効果が出てくるという反対論が出てくる。景気の世界でいいますと、規制緩和をするとすぐ失業が出てくる、だからマイナスであるというののは一つの議論だろうと思うのですが、構造問題あるいは体質の問題であるとする、それを改善していくというのは、中長期的には重要な課題ということになるわけでありますが、議論のレベルを分けた方がいい、そういうふうに全体としては考えているわけがあります。

構造問題、構造不況という議論で出てきた例を幾つか振り返ってみますと、一つは消費飽和論というものがあるわけでありまして、いわば消費するものがない、こういう議論があるわけです。これはさすがに最近家電製品や自動車も少し売れ行きが回復してきましたら、余りいう方もだんだんなくなってきたと思います、まだまだお金があれば買うというのが、ことしの経済白書なんか

の考え方でありまして、消費の方はあしたからずっと不況が続くということはないだろう。

逆に供給面で、リーディングインダストリーがなくなった、だから発展しないという議論があったわけですが、これも最近少し勢いを失ってきているだろうと思います。必ずしも従来型の自動車とか電気機械とかいう一つ大きな産業が全体を引っ張っていく形になるかどうかということはかなり議論があらうかと思えますけれども、何らかに発展するもの、特に伸びる産業あるいは業種があつて、全体として産業構造が変わりながら発展していく、こういうことは変わらないだろうと思っております。

例えば電気機械とか自動車が今後全くだめになっちゃうということもないだろうというのは、電気機械が、昨年からですが、半導体とか液晶を中心として、製造業の中では一番最初に設備投資

が増加に転じているといったところから見ても、必ずしもそう一方的に悲観する必要もないだろうと思っております。

それに関連して、空洞化論というのはあるわけですが、空洞化論というのとはなかなか難しく、白書でも十分扱い切れてないところがあるうかと思いますが、うまく産業構造を転換してやっていくということだろう。この問題は後ほど時間があればということにさせていただきます。

三、景気の現状をどう見るか

最後に、景気の現状をどういうふうに理解しているかということをもとめて申し上げようと思います。今まで申し上げたところは、いわばバックグラウンドということでご理解いただければよろしいわけですが、現状については幾つかの明るい

動きが少しずつ全体に広がってきている、こういうようにとらえているわけがあります。

それを順次需要面から見えますと、一番最初に回復してきたのは住宅であります。特に政策効果、低金利の効果というのがありまして、このところ住宅着工は年率で一五〇万戸から一六〇万戸という高水準で推移しております。貸し家は減少しておりますが、持ち家は住宅金融公庫の申し込みも引き続き全体として好調ですし、分譲住宅、マンションがことしに入りましてかなり増加をしております。確かに秋以降、マンションについては過剰供給というのを業界の方は少し心配されているという話を聞きますけれども、今のところはまだそういう兆候は出ていなくて、傾向としてはだんだんと新規取得から買いかえの方へ動いていくのではないかと考えております。

公共投資については、昨年度は三次補正まで

やったわけでありますから、それが今年度の本予算へつながっていくということで、全体としては堅調に推移すると見られるわけであります。ただ、五月、六月は、昨年度の前倒しと、今年度は暫定予算であったということで、契約ベースの伸びは少しマイナスになっておりますけれども、これは本予算が成立して以降、ある程度戻ってくるだろうと考えております。

個人消費についてであります、どうしてもベースにあります所得の伸びというのが、全体として見ると、今年度に入って、春闘の伸びが低いとかボーナスがマイナスになるとかということがあって、やや低いのではないかと考えられるわけでありますが、他方プラス要因としては、消費者物価の上昇率がまだどんどん下がっております、昨年に比べて野菜の値段が下がったということもあるわけですけれども、そういうことと、そ

れから家電製品のストック調整が進んでいるということ、消費者の心理が好転しているといったこと、こういったことで持ち直しをきていていると考えられます。

輸出については、昨年は円高の影響で輸出数量が減少という形が続いていたわけですが、ことしに入ってから、ジグザグはあっても、やや輸出数量が増加をしている。もちろん輸入数量の伸びの方が非常に高いわけでありまして、輸出もマイナスからプラスに転じている、こういった要因があります。

需要面でこういった状況がありますので、生産面でいいますと、在庫調整は四―六月ではほぼ完了したのではないかと考えております。生産も一―三月、四―六月と連続して増加をしております。

もう一つ、明るい動きとしては、業況判断、企業のマインドも、方向としては改善の方向に向か

いつつあるといったところであります。

ただし、設備投資については、依然として減少が続いておりまして、つい先週ですが、私どもの法人動向調査でも、七―九月、一〇―十二月まで前期比マイナスという計画になっております。また、雇用情勢については、有効求人倍率とか失業率がほぼ横ばいではあるのですけれども、なかなか改善の方には向かっていない、全体として厳しい状況が続いております。この二つは依然として厳しい方にあるという状況であります。

明るい動きの背景というのは、簡単にいいますと三つあると考えられますが、一つは、この一年間でさまざまな調整が、緩やかではありますけれども進展をしてくているということが挙げられると思います。先ほどストック調整が時間がかかっているということを申し上げましたけれども、それでもストックの伸びが徐々に低くなっていくと

いうことで進展をしておりますし、在庫調整も一年間ちょっと足踏みをした後悪化をし、やり直しをしてという形になりましたけれども、進展をした。バランスシート調整も、企業のバランスシート調整は進んでおりますし、金融機関の不良債権問題も、個々のケースではまだいろいろあるようですけれども、積極的に償却を進める形になってきているといったところで調整が進んでいるというのが一つあります。

二番目は、政策効果が浸透してきているということだろうと思います。二月の対策の追加ということもありますが、金融緩和の効果もかなり浸透してきているということで、公共投資、住宅を初めとしてプラスの方に働いてきている。

三番目は、世界経済が昨年に比べて明るくなってきたということでありまして、アメリカの景気がちょっとインフレ懸念が出るというくらい

に回復をしているということに加えて、ヨーロッパも回復に向かいつつあるということで、アジアの拡大を加えてみますと、全体として世界經濟が明るくなってきたということがあるろうかと思っています。

ほかの問題がなければ、やがて順調に本格的な回復軌道に乗るだろう、そういう予想ができるわけでありすけれども、白書でも指摘しておりますダウンサイドリスク（予測の下振れリスク）というのは、一つは円高、一つはバランスシート調整のおくれという不良債権問題であります。やはり一番大きいのは円高だろうと思われれます。たまたま白書の中で貿易財による均衡レートというのを計算しておりますが、前回のプラザ合意のとき以降の円高というのは、均衡レートへ戻る円高という形だったわけですが、昨年からの円高というのは、均衡レートから離れるという動き

でありますので、当然その分貿易財で計算している均衡レートであるわけありますから、輸出産業にとってもいわば採算がとれない方向にいつているという形になっているだろうと思われるわけです。したがって、その分なかなか円高の影響は無視し得ないということで、その点は慎重に見ていく必要があるだろうと考えております。

ただ、ごく足元で考えてみますと、このところの猛暑の影響が、ちょうど減税の効果と一緒になったという形で、消費の回復を助けているようであります。最近出ております中小企業の業況判断などを見ますと、かなり改善してきているということは、個人消費の回復を反映しているだろうと考えております。

今回の景気回復のパターンについては、従来と違って消費主導型しか考えられないということがいわれておりまして、したがって、うまくいって

も緩やかな景気回復ということがコンセンサスでありますが、従来余り経験したことのない回復パターンでありまして、いわば過去の経験に当てはめてというふうにはいきませんので、その点、ちょっと不安があったわけですが、ここへきての消費の回復ということでいけば、消費主導型の回復パターンにうまく乗れるかもしれないと考えております。

以上、ことしの経済白書の分析をちょっと紹介しながら、最近の景気の状態について見ているところをお話しさせていただきました。

小山理事長 若干時間が残っておりますので、ご質問される向きがありましたら、どうぞ。——特にないようでしたら、これで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。

(とした せいち・経済企画庁調査局長)

本稿は、平成六年八月三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。