

演

平成七年度の経済を展望する

講

香 西 泰

小山理事長 それでは、時間になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、日本経済研究センター理事長の香西泰先生です。

先生には、昨年もこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例でございますので、改めてご経歴を簡単にご紹介させていただきます。

香西先生は、昭和三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、昭和四〇年から二年間スタンフォード大学に留学、経済企画庁では産業経済課長、物価調整課長、経済研究所総括主任研究官等

を歴任され、その後、東京工業大学工学部教授を経て、昭和六二年から日本経済研究センター理事長として活躍をしておられます。また、先生は、経済審議会委員のほか、産業構造審議会、雇用審議会、電気通信審議会等、数多くの審議会の委員として、国の政策形成に広く関与しておられます。

本日は、その香西先生から、「平成七年度の経済を展望する」というテーマでお話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。

一、七年度は緩やかな回復へ

ご紹介をいただきました日本経済研究センターの香西でございます。

本日は、日本証券経済研究所にお招きいただきまして、皆様の前で来年の経済動向をお話しせよということでございます。景気とかそういう話にかけては、恐らく皆様の方がずっと、海千山千の方々ばかりだと思いますので、私の話など聞いていただいて何になるのかと思いつつも、せっかくのことでもありますので、与えられました時間お話をさせていただきたいということで、ひとつお許しをいただきたいと思います。

本日お話しすることにつきましては、いろいろな数字を使ってお話しすることも可能なわけでございますけれども、余り固苦しくなってもどうか

と思いますので、きょうはオフハンドといいますか、何もなしで、ざっくりばらん調で、適当なおしゃべりをさせていただきたいと思っております。

日本経済研究センターも、四半期別に、一八カ月の予測を発表しておりますが、私どもの予測が間もなく発表になるわけで、もし数字等が必要であれば、そちらの方でごらんいただければと思います。

ただ、日本経済研究センターは、一応言論の自由を認めておりまして、各人言いたいことは言ってもいい形になっております。一応センターの公式の発表は、そのチームの予測ということになっているわけでありまして、理事長にも指揮権がありませんで、チームの主査が全責任を持っている形になっております。

私どもの会長の金森はもう既にあちこちで来年は三％という見通しを話しておりまして、実は、

理事長が指揮権を発動しようにも、会長と理事長の意見自身が違っておりまから、そこは言論は自由にしようということにせざるを得ないのが現状であります。各人自由に言ってもいいじゃないかということやらせていただきますので、きょうは、個人の見解ということで、勝手な話をするをお許しいただきたいと思えます。ただ、今度発表になるセンターの見通しは、偶然ですが、これからお話しする話と大差はない内容になるだろうと、今のところ予想しております。

結論から申しますと、私は、今年度は一%強、来年度は二%強というぐらいの予測を持っておりまます。数カ月前、まだ余りよく考えないころ、今も余り考えているわけではありませんが、ちょっと聞かれたことがあります、適当に一と二だと言ってしまったが、実は、現在私どもの業界といえますか、予測をやっている各機関の平均値

は、今大体その辺に落ち着いているわけでありまして、今年度は一、来年度は二、政府はそれより少し高い、こういう姿になっております。

会長の金森に冷やかされるんですが、お前は経済の実績を当てているんじゃないかと、経済見通しの世論を当てているにすぎないと。通説というのはいつも間違えるんだから、お前のはいつも間違っているといって叱られているんですが、今のところ、私と同じような考え方をする人が割に多い。そして、強気は三%、弱気は一%ということが、来年度についての予測業界の今の大勢になっているわけであります。

二%というのは、景気回復期としては、むしろ非常に緩やかな回復であると思えます。その計算にどれだけ信用を置くかは別ですが、潜在成長力とかポテンシャル・アウトプットの伸び率といったものを、世にいわれているように二・五とか三

と置きますと、恐らくそれを下回っている可能性が高いわけであります。そういう意味では、二％は余りないんじゃないかという議論もあるわけです。

過去におきまして、実は緩やかな景気回復は余り例がないといった方がよろしいわけであります。今でも覚えておりますのは、私が社会人になりました昭和三三年、このとき世間では「鍋底景気」という言葉が非常にはやりました。鍋底景気というのは、非常に緩やかな景気回復ということであろうと思うんです。しかし、この年は、後からといいますか、その時点で統計を見ますと、完全なV字型回復をしております。つまり、その後、石油危機の後にも一回緩やかな回復があったかも知れませんが、前回の円高不況から好況への転換にしましても、昭和四〇年の大型不況からその後の好景気への転換にしましても、景気回復は始

まったらV字型というのが、むしろルールであるといってもいいと思います。

そうなるにはそうなる理由が恐らくあるわけでございます、その一つは、余りゆっくりしていると失速するわけです。景気回復が実現しないわけです。もう一つの理由は、もっと本質的に、およそ経済というのは累積過程が本質であると思います。景気というのは気のものでして、最初は変化がなかなか目立たないんですが、一たん始まると、あれよあれよという間に雪だるま式に膨れ上がっていく。こういう累積過程が、景気変動あるいは経済変動の本質的な部分ですから、実は緩やかな回復というのはありそうでない。失速もしそうもない、急な回復もなさそうだが、だから真ん中をとって緩やかな回復といっていれば無難だろうと思うわけですけれども、実際は、過去には余り例はないわけであります。

したがって、私は、来年は緩やかな景気回復だろうといっているわけでありませうけれども、それは、むしろその方が例外である。したがって、もちろん急速な回復をする可能性もあり得ると十分思うんですが、来年についていえば、従来とは少し情勢が違っているという方にかけているわけでありまして、それが当たるかどうかは、むしろこれから賭けといえますか、勝負の問題になっているのではないだろうかと思えます。

そのことを前提といたしまして、なぜ緩やかだと考えているかということですが、ノーマルな説明といたしましては、需要の動向を考えまして、来年度の需要は、それほど強い伸びではないのではないかと考えているということが基本的な要因であります。

二、公共投資、住宅投資の伸びは鈍る

その需要の伸びをわかりやすく説明するため、一応、三つのグループに分けて考えてみたいと思えます。

その第一のグループは、これまでの不況期間で、この不況の底支えをしてきた政策的な需要であります。これは端的に言って、公共投資と住宅投資の二つであります。

これは大変な伸びを示したわけでございまして、例えば一昨年の公共投資は、実質政府固定資本形成（国民所得ベース）で、一三％の伸びを示しておりますし、住宅も、ご承知のように既に一五〇万戸を超えて、一五五〜一五六万戸にいかうかという着工を九四年度には遂げつつあるわけで

ありますから、そういう意味で、この二つは、不況の間に非常に健闘したと言えると思います。

世間では、あれだけ大がかりに鳴り物入りで財政を出動させたけれども、実際は大して効果がなかったんじゃないかという議論もございますけれども、私は、どうもそうではないだろうと思っております。もし財政が出ていなければ、不況はもっと深刻であったということも一つ予想ができるわけでありますし、もう一つ、確かに財政は、鉄鋼とかセメントとか、そういうところには余り響かなかったかもしれないけれども、今回の不況で私がむしろ意外だったことは、三年間の不況、しかも最後の二年間は、マイナスまたはゼロ成長で、今年度も一%強ぐらい、そうすると、四年間大した成長をしていない、それにもかかわらず、日本の失業率は三%でとまっているわけでした、私は、二年間ゼロ、マイナス成長をして、失業率

がたったの三%でおさまるのなら、もうマクロ経済学は教えなくてもいいんじゃないかと思うぐらい、これは奇跡的な数字だといってもいいと思います。

もちろん、その基本的な理由が、日本の長期雇用システムにあることはいうまでもないことだと思います。しかし、雇用全体の伸びをみますと、やはり製造業は落ち込んで、最近の水準で二%とか二・何%減っているわけですが、この不況期間に雇用指数の伸びをとにかく支えていたのは建設業です。この建設業雇用の伸びは、住宅もしくは公共投資の伸びなしにはとても考えられないと私は考えております。そういう意味で、金融政策で住宅投資を刺激したとか、財政投融资で住宅を支えたとか、公共投資でいろいろ公共工事を進めたということは、目に見えて何かの需要になって、例えばセメントがたくさん出荷されたという

ことは民間需要が落ちているからないかもしれないけれども、少なくともあれだけの雇用を維持できた、失業を発生させなかったという点では、その何割かの功績を担っているのではないかと思います。

しかし、この二つの需要は、やはり政策需要といえますか支える需要でございまして、いわばピンチヒッターですから、不況が一応終われば当然退場するということでありまして、来年度にかけては公共投資や住宅投資の伸びは鈍る、場合によってはマイナスになる局面もあるのではないかと考えております。

ちょっとテクニカルになるわけでございますけれども、これまで公共投資というのは、大体当初予算のペースではほとんど変化がありません。四%台の伸びぐらいがずっと続いておりますし、恐らく将来もそのぐらいの伸びが続く。つまり、六

三〇兆円という長期公共投資計画でいいますと、五%といわれておりますけれども、大分先食いしていますから、残り四%で伸びるぐらいでちょうどいいわけです。従来も当初対当初ではそれで伸びていたわけです。にもかかわらず、これは実質ですから比較は簡単でないのですが、一三%とか二けたの公共投資、あるいは政府固定資本形成の伸びがありましたのは、何といっても補正予算を大幅に組んだからであります。ということとは、これは過去でもそうだったわけですが、当初対当初で四%伸びているだけであれば、補正後に対する当初予算の伸びは、当然マイナスになっているはずです。したがって、補正予算がなくなれば、公共投資はマイナスになっておかしくないわけです。

九四年度は、補正予算が今のところまだないわけです。一―三月には若干の補正予算が組まれ

る、ウルグアイ・ラウンドでWTOができて、米の輸入が始まりますので、農業対策が一―三月にも補正予算になると思いますが、これまでほとんどないわけです。そうすると、当初の伸びでいけば、ことしは当初の伸びしかない、去年は猛烈な補正予算を組んでいる、だから、補正後対ことしの当初を比べればマイナスです。にもかかわらず、ことしはどうやらマイナスでなさそうだしというのは、去年の最後の補正予算が一―三月に組まれておりまして、そのずれ込みがあるからです。つまり、昨年度の実績に対して、今年度は特別のずれ込みプラス当初予算で昨年よりふえているということです。恐らく、ふえ方も二けたはとて無理で、実質ベースで三とか二とか四(%)とか、そのぐらいの伸びになっているのではないかということがあります。

ところが、来年度はそのずれ込みもない。こと

しは当初プラスずれ込みで伸びていたわけですから、来年度は、ずれ込みなしの当初だけのペースということになりますと、実はマイナスが出てもおかしくはないわけでありまして。そのマイナスが年度で出るか、それとも、むしろことしの後半、かなり公共投資が落ちる形で来年にある程度ずれ込む、そういう形で、年度間では余り変化がない形になるかというのは月々の動きでありまして、大きな流れとしていえば、とにかく補正、補正で伸ばしてきた公共投資がノーマルペースに戻る。としますと、その戻る過渡期では、公共投資、あるいは政府固定資本形成でマイナスが出てもおかしくはない感じがするわけでありまして。

あの賢い政府が、大っぴらにマイナスの数字を表に出すようなことはしないだろう、一―三月には若干の補正も組まれるだろうということですが、今のところ報道では、農業関係の公共投資は

補正が三〇〇億円規模といわれております。これでは大した足しにはなりません、いろいろ執行がまだまだずれ込んでいっているという議論もございまずので、年度間でプラス・マイナスどちらに出るか、その辺の仮定の置き方でありませうけれども、しばらく減速することは間違いないんじゃないだろうかと思っております。

もう一つの住宅でありますけれども、こちらは現在一五五万戸ペースですが、これは非常に高いと思っております。日本で住宅着工が一番強力だったのは、田中内閣列島改造ブームの一八〇万戸であります。前回のバブル期にはそこまでいきませんで、大体一六六、七から一七〇万戸。ただし、列島改造のときは一年だけの建築着工でございましたが、このバブル期には、一七〇万ないし一六六、七というのが三年間続いています。

それから後どんどん下がります、月ベースを

年間に換算しますと、一番下がった月は一一〇万戸まで落ちているわけです。したがって、現在の一五〇数万戸というのは、もう真ん中を通り越して一六〇万戸というこれはかなり高いレベルに接近しつつあったわけでありませうから、その勢いでどんどん伸び続けることは難しいのではないかと。

現に、一ころ非常に支えておりました貸し家はマイナスでありますし、持ち家も、最近プラスになったりマイナスになったりという雰囲気になっております。現在のところ非常に伸びているのは分譲住宅、マンションでありますけれども、これも、ちょっとこれまでの伸びが高過ぎるわけで、いつまで続くのかどうか。金利も少しずつ上がってくるだろう。こういったようなことを考えますと、私は、住宅投資も公共投資と同じで、長期的には伸びていくんですが、当面は一休みという局面に入ってくるのではないだろうかと思うわ

けであります。

以上、少しおしゃべりしましたが、第一グループ、つまりピンチヒッターです。不況期を支えたピンチヒッターは退場ということになるだろうというのが第一であります。

三、純輸出と中小企業設備投資は弱い

第二のグループは、従来の景気回復期においてリード役をするのが常であったグループの需要であります。この需要の典型的なものは、一つは輸出、もう一つは中小企業の設備投資であります。

これについては、結論的にいうと、この二つの需要は従来ほどではないだろうと私は思っているんです。輸出は非常に伸びております。一〇月の輸出の数量指数は一〇%を超える伸びであります

て、現在輸出は非常に伸びていることは事実です。しかし、少し違うのは、輸入もまた非常に伸びているということでありまして、一〇月の輸入数量指数の伸びは一八%です。したがって、純輸出、つまり輸出マイナス輸入ととらえた場合には、従来とは違って、今回は、外需の寄与というのがやはり少ないのではないかと私は判断しております。

輸出の伸びの方をもっと強調すべきだという議論もあるわけですが、そういうふうには判断します。一つの背景といたしまして、やはり日本の輸入構造が大きく変わり、日本の国際収支のメカニズムが、ここへ来て大きく変化してきているという印象を私は禁じ得ないわけでありまして、それは、円高になると輸入がふえるというメカニズムが、非常にはっきりしているということであると思います。

從來、よくアメリカの政府高官とかエコノミストが、日本はもっと円高にしろなどといっておどしをかけてきたことがあります。このごろアメリカは黙っておりますが、そういうときに日本側の反論として、これは政府もそういう言い方をしましたし、我々民間エコノミストも、国際会議なんかに行ったときは、そうではないんじゃないかという議論をしたときによく使ったロジックですが、円高にすると日本は不景気になります、不景気になったら輸入が減ります、したがって、円高にしても日本の国際収支黒字は減りません、むしろふえるかもしれないと、こういう議論をよくしたものであります。

しかし、今回の不況から緩やかな回復過程におきまして、急激に輸入がふえております。これはむしろ從來であれば所得効果です、円高↓不況、不況だったら輸入が減るといふ所得の流れが

反映していたわけですが、今回は、不況になったから安いものを探そう、それは海外からの輸入だという、価格効果が全面に出てくるようになってくる。こういう大きな違いがあると思います。それは端的にいつて、日本の輸入構造が、原材料、原燃料輸入を中心とした時代から、製品輸入が、既に五〇数%になっておりますが、大きなウェートを占めるようになった違いであります。確かに原材料ですと不況の間は要らないわけでありましたが、製品ですと、安ければ海外から買った方がいい、不況だからこそ海外から買った方がいいということになり得るわけであります。

アメリカとヨーロッパの間では、為替レートによって、国際収支は、むしろ高くなった方の国の黒字が減るのは当然のこととして従来も観察されていたわけですが、日本はなかなかそういう動きがなかった。しかし、今回はそれがはつき

りしてきたということでありまして、去年の一〇—十二月、不況で鉱工業生産が一番落ちたときに、既に輸入数量は五%増。一—三月のまだもたもたしていたときに八%増、四—六月で一三%増。八月は二割を超え、一〇月もたしか二割を超えて、十一月が一八%。この輸入数量の激増は非常に大きいわけでありまして、価格破壊とも結びついていると思うんですが、そういう形で輸入のふえ方が大きい。円高が輸入を大きくふやす状況では、一方で輸出によって潤っている産業がたくさんあるわけですが、全体として見た場合の外需の経済を引っ張る力は、今回は限られているんじゃないかという印象を持っております。

もう一つの、不況から立ち直り時期のリード役、一番バッター、二番バッターというべき立場にありましたのは中小企業の設備投資であります、こちらの方は、少なくとも今までのところ、

それほどはっきりした増勢が認められません。

これは何といっても、従来は、不況になりますと大企業は金を借りに来ない、そうすると銀行が中小企業に金を貸す、銀行が貸すと慌てて信用金庫が貸すとか、貸し出し競争がどんどん激化して、大変な融資競争、マネーサプライの増加が景気回復期には起きていたわけです。今回はそれがありません。

これは、一部の人は貸し渋りといい、金融機関の人は貸し渋りではない、融資態度が健全化しているとおっしゃるわけですが、結果的には同じことになっておりまして、マネーサプライは現在のところ財政面から以外にはふえておりませんので、銀行貸し出し面からはとんどふえていない状況がまだ続いています。そういう意味で、ポストバブルの今回の景気回復期においては、中小企業の設備投資はまだそれほど盛り上がっていない、

従来よりは弱いという感じがいたすわけでありま
す。

したがって、第二のグループ、つまり本来であ
ればよいですか、普通であれば景気回復をリー
ドする中小企業設備投資と純輸出（輸出マイナス
輸入）は、今回は従来より弱いのではないか。こ
れは、円高で頭を抑えられ、バブルの後遺症で足
を引っ張られている、こういう日本経済の現状か
らいくと、従来の一審バッテリー、二審バッテリーは、
余り望に出ないと見た方がいいのではないかと
いう感じが、私にはいたすわけでありま。

四、消費は回復、設備投資もプ

ラスへ

そうしますと、結局出てくるのは、本来の三審、
四審バッテリーが、もうしようがないから打席に立

つということになるわけでありまして、私も、今
回の景気回復の主役は設備投資——これは大企業
だけではありませんが、大企業を含めた設備投資
及び個人消費であるだろうと思うわけでありま
す。

本来、個人消費というのは遅行指標でありまし
て、景気がよくなって所得がふえて消費が伸び
る、これが常識です。それに対して、今回はまだ
ランナーが出てもないのに、もう三審、四審の
順番が回ってきて、バッテリーの打席に入らなけれ
ばならなくなってきた。あるいは、英語では、馬
の前にカートをつなぐといいますか、馬車は、馬
があつて、車を引っ張るわけですが、馬がまだつ
いていないで車の方だけがあつて、その後ろから
馬がついてくるような形でありますから、そんな
にスピードが出ないんじゃないかという懸念もあ
る。つまり、消費は果たしてそんなにふえるだろ

うかという懸念があり得るわけです。

しかし、私は、緩やかではありますけれども、景気の回復を支える程度には個人消費の増加を来年度は期待していいんじゃないだろうかと思っております、その理由としては、一応三つの点を考えております。

第一は、やはり減税の効果ということで、住民税を加えて所得税約六兆円の減税ですから、これは決して少ない金額であります。大昔ですから比較になりませんが、レーガン減税というのも、今でいえば九兆円ぐらいの金額でしたから、六兆円ぽんと減税して見せたというのは、随分大胆なことをするものだと思います。随分わけです。ことしの冬だけのボーナスをとりますと若干増加しておりますし、従来減ってきていた時間外が生産回復によってふえておりますので、春闘はそれほど伸びないのではないかと思ひ

ますが、時間外やボーナスは若干期待もできる、そこへ減税もあると考えますと、一応所得はそこそこいくんじゃないか。これが、消費回復の第一の背景だと思います。

第二には物価安定でありまして、これは価格破壊が行われているわけですが、名目で伸びなくても、これだけ物価が落ち着いている。そういうふうに考えますと、数量ベース、実質ベースの消費はやっぱりふえているのではないかという気がいたします。

例えばスーパーマーケットなんかでも、現在は大分上向いてきているわけですが、一番悪いとき、例えば売り上げが前年よりマイナス二、三%のときでも、スーパーマーケットの経営者の方は、いや、数量的にはもうふえているというお話でありました。つまり、それだけ価格を下げていらっしゃるわけです。したがって、実質増はあり

得ると思います。

それから、物価指数というのは、この店で幾らしているというお店単位で取る統計ですが、家計では、従来デパートで買っていたのをスーパーで買う、スーパーで買っていたのをディスカウンターで買うということになっておりますから、数量的に言えば、消費の伸びは物価統計よりも強くあるはずでありますので、あれこれ考えますと、やっぱり物価が安定している、あるいは実質的には下がる可能性もあるわけで、そういう状況では、実質消費はある程度維持できるのではないかと。これが第二の理由です。

第三の理由は、耐久財のサイクルがどうやら上向き局面に入っている。これは、ストック調整が終わったということかもしれません。

ことは夏が非常に暑くて、エアコンが非常に伸びたわけですが、エアコンで少し乱されたわけ

でして、エアコンがなくても、耐久消費財の一部のものは、既にこの春から秋にかけてふえている。例えばパソコンです。こういったものの出荷は、個人向けにもかなり好調であります。これも、価格が下がって、機能がよくなり、しかも前ほどごてごてしていないという新しいタイプのモデルをつくることによって、消費の発掘に成功しています。まだはつきり確認はできませんが、どうやら自動車も、上向きサイクルに少しずつ変わりつつある状況でありますので、これも消費を上向かせる要因になるのではないかといいことであります。

私は、これは非常に難しくてわかりませんが、例えば、株式市場はまだ余りすっきりしておらずキャピタルゲインもないわけでしょうが、消費性向も、私の感じでは、来年ぐらいは少しよくなるのではないかと思っております。やっぱり物価が

安定しているときは、過去の例では消費性向が少し上向くわけでありますから、そういうことも期待できるのではないか。これはちょっと期待し過ぎていいのかもしませんが、そういう感じで、消費を一応プラス要因と考えているわけです。

それから、設備投資につきましても、最近目立っておりますのは、輸出関連大企業の設備投資の増加で、典型的には半導体、液晶という産業であります、製造業の中ではこれがかなり支えて設備投資を伸ばしております。こういった動きはしばらく続く可能性があるのではないかと思いますし、出おくれではありますけれども、やっぱり中小企業の中でも、投資計画はまだ下がっているわけですが、改定するたびに上向きにはなっておりますので、出遅れていた中小企業の設備投資プラスこういった輸出関連、もしくは技術革新関連の大規模設備投資が始まることによって、私は、

一応設備投資はプラスになる。政府は三・八%とっているようですが、その点については、実は三・五%ぐらいはいくんじゃないかと思っておりますから、そんなに差があるわけではありません。

よく過剰設備があるというお話の方もありますが、例えば過剰の典型のようにいわれていた紙パルプとか石油化学というのは、今ものすごい生産の勢いで、少なくとも目先は過剰でなくなっていることもあります。それから、設備投資というのは、過去に非常に間違った設備投資をした産業はしないだけなんです。マイナスの設備投資というのはないわけです。設備を廃棄しましても、統計上マイナスの設備投資になるわけではないのです。設備投資というのは、必要な人たちがするわけですから、全体として設備が余っていて、必要があればせざるを得ない人だけを数え

ばいいわけです。そういうふうにと考えると、そろそろ少しは設備投資をしようかという人がいてもおかしくはないわけで、始まるときは少数の会社が始めるわけですが、そろそろそういう局面に入ってきている。

全体の設備ストックの伸びも、製造業では既に三%台。これは、バブルのピーク時には八%で伸びていたときに比べると、ストックの伸び率も随分と小さくなっておりますので、そういう中では、前向きの投資を始める業種があらわれても不思議ではないのではないだろうか、こういうふうを考えているわけがあります。

結論的にいいますと、第三のグループ、つまり三番、四番バッテリーは、一応ヒットは打つんじゃないか。しかし、ランナーが出ていないんだから、全体としては、余り大きな得点を期待しない方が安全であろう。それに、何といっても、本来は遅

行指標の連中が、いきなり引っ張り出されまして景氣回復の主役を担うということでありますので、全体として見れば、従来よりは弱いかなと考へているわけであります。

五、懐が深くなった日本經濟

現在、この弱氣説の説明に一番苦慮しておりますのは鋳工業生産の増加でありまして、鋳工業生産は、昨年の一〇月を底といたしまして、その後この夏まで、大体過去の景氣回復期とほとんど同じスピードで伸びております。特に円高不況が円高好況に転換した年と、ほとんど同じスピードで伸びております。この夏にそういうことがわかりまして、日本銀行は、それで少し短期金利の引き締めを強化したんだというわさが流れたことがあります。円高と株安が起りましたので、す

ぐまた緩和に戻った。まあ、緩和ではないんでしょうが、中立に戻したということがあったかと思えますか、これはそれぐらいショッキングな数字であります。

一〇月はマイナスですが、今発表されております十一月の予測指数は四%増。十二月はまた二%のマイナスですが、いずれにしても、一〇—十二月も、もし今の予測指数どおりですと、やっぱり相当の増加になるということでありまして、鋳工業生産はかなりふえているじゃないかということが事実あるわけです。強気説はこれを評価しているわけであります。

この説明は実は非常に難しく、基本的な数字ですが、例えば産業連関表というのがありますが、これを使えばGDPと鋳工業生産の関係がもっと説明がつくだろう、やってみようなどといまして、いろいろ研究員を動員してやっています。

すが、なかなかギャップは埋まりません。鋳工業生産がGDPより高くなることはわかるんです。これは当然のことです。なぜ当然かといいますと、現在輸出がふえております。輸出というのは物しか輸出しませんので、輸出がふえると、鋳工業生産に強く響くわけです。

それから、やはり在庫投資がプラスに転じていると思います。これは、特に仕掛り品在庫です。今まで下がっていたものが急にふえ出すわけですから、製品在庫なんかは余り動きませんが、原材料在庫、仕掛り品在庫はプラスになっているはず。これも、物にしか影響しません。サービス産業には影響がありませんから、そういった輸出や在庫投資のプラスが鋳工業生産に強くあらわれるわけですが、GDPはそれほど上がらない。そういうことはあるんですが、これは我々の見方が間違っているのかもしれないんですが、まだ

ちよっとギャップが残る状況であると思います。

そのほか、いろいろいわれておりまして、現在の鉱工業生産指数は九〇年基準であります。九〇年は、実は半導体のブームの年だったそうでした、現在また半導体が非常に伸びている。そうすると、半導体のウェートが非常に大きいものですから、そのウェートの大きい半導体の景気が回復しているのも、鉱工業生産が高いんだとか、いろいろな説を予測業界では論じているところであります。

実は、九月、一〇月と、予測よりも実績が下回っておりまして、十一月もそこまでいかないとこの見方もあるんですが、これはあと数日すればわかることでありまして、ここで賭けるのは非常に危ないことだと思います。

結局、景気回復の初期には、鉱工業生産の立ち上がりは大きい。まだ説明できない大きさです

が、もし需要の伸びが、先ほどいったように、ピンチヒッターはベンチに引込んで、一番、二番は塁に余り出ない、そして、三番、四番が少しは出るだろうという状況だと、鉱工業生産も、いずれだんだんGDPの伸びと合ってくるんじゃないかというくらいしか、今のところはいい逃れる方法がないわけです。

強気説、弱気説が現在対立しております。弱気説の方は、公共投資の落ち込みとかを、私が申しましたよりもっと強く評価されており、この対立の種は尽きないわけですが、先ほどから申しているように、私は一応需要の伸びの見込みに賭けておりまして、そちらに判断の軸足を置いております。しかし、従来の円高不況から好況への転換期には、まさにちょうど今の時点から鉱工業生産が急上昇するんですが、今回はそれがないんじゃないかと一応説明しまして、説明になったかどうか

わかりませんが、今のところは緩やか回復説でいってみようかと思っています。しかし、この点はまだ、実はかなりリスクが高いということは自覚しているわけであります。

もし、仮に緩やかな回復が本当だとしますと、やはり日本経済にとっては随分違うことが起きていくわけでありまして、私は、日本経済は随分変わってきたんだと思います。つまり、従来、景気が急に落ちるかわりに上がりも早いというのは、日本経済全体として成長率が高くて、そのかわり自動車操業で、回復し出したらみんな一斉にワッと回復する時代であった。

今回は、先ほどもちょっと申しましたが、実に三年にわたって、ゼロとか一とかマイナスとかの成長があって、それで、例えば経済の繁栄といえますか、生活とかそういうのに大した影響が出ていないように思えます。企業倒産とか大したこ

とは起きていない。つまり、日本経済というのも随分底が深くなったな、懐が深くなったというのが私の実感でありまして、逆に、懐が深いということが事実だとしたら、V字型回復よりも緩やかな回復の方の可能性が出てきているんじゃないだろうか、そういうふうにも読んでいくわけであります。

もちろん、具体的には、先ほどいいましたように円高で頭を押さえられている、バブルの後遺症で足を引っ張られているという特殊な状況があるからであります、そういう状況で耐えられる点があるわけです。あるいは平気である点がある、それで困っていない点があるものですから、今回は少し緩やかだという説に一応かけてみましょうと私は現在判断しておりますが、果たしてそうなるかどうか、本当のところはこれからの一年を見なければわからないことでもあります。しかし、そ

ういう可能性も出てきているのではないかということであろうと思うわけでございます。

六、産業調整と円高の持続

景気全体につきましては以上のような考え方をしておりますが、そうした中で、幾つか問題が残っていると思います。これは、緩やかだろうと考えている背景でもあるわけですが、景気がある程度上向いてくるといたしますと、私は、例えば産業調整とか金融再建とか、そういった積み残した課題は、むしろこれからまだ出てくるのではないか、まだまだたくさんニュースがあるのではないかと考えているわけであります。

産業調整の問題につきましては、一つの例としていってよろしければ、一九八〇年代のレーガン好況、レーガン景気というのがありまして、アメ

リカは実に平和時最長の好景気で、七年間か八年間が続いたわけでありませけれども、我々から見ていると、どうもその間に大会社がどんどん切り刻まれて、例えばUSスチールが鉱山会社になっ
てしまったとか、自動車会社のビッグスリーのうち二つまで赤字だったということは、実は好景気の中で、結構そういったリスト拉的な動きが目立っていたわけです。これは、当時、少なくともその前半におきましてはアメリカはドル高であったわけで、ドル高好況の中で、結構産業調整は続いていたと思います。

私は、日本経済も、先ほどもいいましたように失業者を出さないで過ごしておりますけれども、それはやはり企業は相当雇用を内に抱え込んでい
るわけでして、このままではもたないわけですから、この不況の落ち込みが大きかった割に、例えば雇用面に大きな影響がなかったことの裏返し

は、これからある程度出てくるだろうと思います。
す。

その一つの条件として、円をどう見るかが一つの判断ポイントであります。私は、実は円は余り変わらないと思っています。目先は少し円安になる方向ではないかとまだ思っているわけでありまして、一つは、アメリカは金利をまだまだ上げると思います。一―三月にも本来上げる可能性があったと思いますし、物価は大したことはないんですが、もしいわれているような減税が本当に行われるんなら、もうちょっと上げないとしてもバランスしないだろうと思うわけです。それから、現在、例えばアメリカのクリスマス商戦などは大変な好景気だということですから、私はソフトウェアのデイングするだろうと思っていますし、まだ思っているんですけども、むしろ景気過熱が長引く形になっていますから、当面は金利が高くなるん

じゃないかと考えております。

もう一ついえば、先ほどいきましたように、円高によって自動的に日本の貿易黒字の増大がとまり、むしろ円ベースで見ますと、明らかに貿易黒字は減少過程に入っているわけで、ドルベースで見てもそろそろ減少しているわけがあります。まあ、一月はちょっとうまくないんですけども、傾向的には黒字減少になってきているわけですから、円高一服ということは十分あり得ると思います。

それでは、どこまで円安へ行くかということ、私は、それもまた余りないのではないかということを非常に感じております。これは、私には十分説明ができないのですけれども、一つは日本の金利です。特に長期金利は、かなりアメリカに追随します。実は、景気状況からいうと、向こうは過熱に近くて、こっちはそろそろという状況であると

しますと、そういう形で、特に名目金利が追隨する、これは、原因は何かわかりませんが、数字を見ると追隨しているわけです。原因は、日本で国債をたくさん発行しているからだという説もありますが、そういうことだと、日本の景気が立ち上がるうとしても、景気先行国に金利が追隨しますと、景気遅行国はいつもそれで頭を押さえられる。つまり、ギャップが開く形になり兼ねない、実はそういう問題があると思います。

しかし、いずれにしても、日本の金利が割に早く世界金利に追隨することは、円安をそうは進めない要因になるだろうと思うわけです。むしろ名目金利が早く追隨しますと、実質金利はこっちが高くなりますから、円安はそれだけブレーキがかかることになります。

もう一つは、国際収支動向について、先ほどは、円高によって日本の黒字は減るということがはっ

きりしたと申し上げたんですが、実は、これは全部ではないんですが、それをかなり打ち消す要因がございまして、海外からの投資収益の急増、増加であります。

つまり、過去二〇年か三〇年か知りませんけれども、日本は黒字が続いておりました。三〇年近く続いていたかもしれませんが、さすがに最近になりまして、この投資収益がだんだんと大きくなっております。もともと日本は貿易が黒字で、貿易外収支は赤字と決まっていたわけです。それで、貿易の黒字を貿易外の赤字で打ち消す。貿易外というのは、観光旅行と、海運運賃です。これはどちらも赤字に決まっているわけですから、貿易外の赤字が頼みだったわけですが、貿易外の赤字がどんどん縮小して、あれだけ海外旅行して、あれだけ外国の船で物を運んでいる日本の貿易外収支が、ひょっとしたら来年はとんとん、ないしは黒

字かもしれない。

その理由は投資収益で、過去の黒字が利子を生み、配当を生み、それもあちこち聞いてみると、買った資産は値下がりしているんじゃないかと思うんですが、キャピタルロスというのは、国際収支上は経常勘定ではありませんから入らないのかもしれませんませんが、そういう経常的な勘定の取引を見ています限り、収益率も非常によくなってきました。最初は非常に低い投資利回りだったんですが、最近是非常に高いです。これは、日本が不況だから決算対策で金を取り寄せているのがあらわれているという説もないわけではないんですけれども、その勢いの増加はある程度事実で、主体は何といっても預金金利ですから、それがどんなふうえてくることになりますと、貿易外の赤字が減る形で、貿易の黒字は減っても経常収支の黒字はなかなか減りにくいという問題があるわけで

す。

実は、この投資収益が非常に増加するというのは、簡単にいえば先進国になったことでありまして、逆にいえば先進国、つまり過去に大きな黒字を稼いだ国は、その上がり、その利回りで食っていけるわけです。ということは、その国は、貿易だけで食っていく国よりも為替レートが高くなるわけです。日本にそういう別途収入があると、円は、貿易で決まるよりは高く決まるわけであります。逆にいえば、先進国はそういう形で産業が弱くなっていくのが過去のパターンです。その規模はともかく、日本も、ミニサイズであります。そういう局面にだんだん入ってきているわけですから、簡単にいえば、私は目先は円安方向に向かっているとは思いますが、大して円安にはならない。

それから、アメリカの方でまた状況が変わると

か、物価が上がってくるかもしれませんから、大體一〇〇円を挟む動きという大勢に変化はないのではないかと。ということは、九〇円から九五円とどんどん進む状況に比べれば、産業界は息をつけるわけでありませうけれども、基本的には、日本の産業調整を必要としない程度に円安になることはちょっと望めない。円高が居座る中で、日本の産業調整をしなければいけないだろうと考えております。

これは、単に円のことだけではないわけでありまして、その背後には、やはり実物的に、例えばアメリカの産業の競争力の回復とかアジアの工業化、これがやっぱり影響していると思うんです。

例えばパソコンというのは、かつてのように日本のメーカーが日本市場を独占することはあり得ない状況で、台湾のパソコンの製造能力は大変高まっておりますし、半導体も、韓国の半導体産業

の近代化は非常にすばらしいものがあるわけですから、日本としてはどうしたって、ここから従来とは違う競争局面に入ってきていることを自覚せざるを得ないだろうと思うわけがあります。

ということは、かつていろいろいわれていた内外価格差でありますけれども、従来は内外価格差といいますと、評論家と消費者団体の話だと思われていたかもしれませんが、ここまでくると産業界のサバイバルの問題であります。つまり、国内で二〇〇円のことを調達して、海外で一〇〇円で販売することはできないということが、非常にはっきりしてきただろうと思うわけです。それで、いわゆる空洞化ということになる。空洞化というとは非常に悪いイメージですが、実態は恐らく逆で、空洞化しなければ、それこそ全滅してしまうだろうと思うんです。海外にある程度生産拠点を移すことでコストダウンをして、初めて

日本産業は生きていけるわけでありまして、本国へ籠城なんかしていたら、一たまりもなく全滅するだけの話だろうと思います。

しかし、それと同時に、空洞化し産業が移転していくと、その後に新しい産業が生まれない限り、雇用問題とかいろいろ問題が起きることも事実であります。そういう意味で、産業調整と新規産業、新しいフロンティア産業の発達というものがうまくかみ合いませんと、やっぱり日本経済はちょっと苦しい局面でもあると思うわけです。

むしろ、不況期にはなかなかそういう整理はできないわけですし、ある程度景気が一息つける段階になったからこそ、いろいろな企業が、本当の合理化を打ち出してくるという局面がこれから来るのではないだろうかとは私は予想しておりますし、また、それがないと、次の景気の回復の意味がないということになってくるのではないだろう

かと思うわけです。

同じことは金融面についてもいえるわけでありまして、例えば銀行貸し出し、マネーサプライが全くふえないとか、株の取引が非常に沈滞してほとんどボックス圏に入ってしまったて、不良債権問題は、実はまだまだ相当根深いものがある。こういった状況で、しかも東京市場よりも海外市場に取引が移っていく。そういうことをいろいろ考えますと、やはり日本の金融市場、あるいは資本市場は、本当に活力を取り戻してないことははっきりしているわけですし、そのためには、一つは過去のいろいろなウミをこの際出していく。それも、不況期の最中に出すことはなかなか難しいわけですし、これから景気が一息、二息つけば、いろいろそういった整理が可能になるし、また、そのタイミングをうまく使って少しでも整理をしていくことが、次の景気回復の一つの

意味になるだろうと私は考えております。

しかし、そういう重しを背負っているということは、つまり円高とバブルの不況の後遺症を背負っているということは、それはまた回り回って、これは間違っているかもしれないませんが、余り派手には回復しないのかなと考える理由にもなっているということであります。

七、景気は長持ちするか

そういう中で、これは随分気が早い話で、私は、余りそこまで話をする自信も何もないのでありますけれども、次の景気は長持ちしないんじゃないでしょうかと聞かれるんです。来年のことをいうと鬼が笑うというんですが、私たちは、商売柄しよっちゅうそういう話をしているものですからしょうがないんですが、まだ回復がどのくらいの

スピードかなんて議論をしている間に、ジャーナリズムとかそういう世界では、いつこれが終わるかなどということが問題になっているようでありまして、かつ、その景気予測をやっていらっしゃる中には、割に短命説というのにも一部に唱えられていることは事実でございます。

それについてどう思うかということになるので、すけれども、今度の景気回復が強いか弱いかは、はっきりいってまだ早いと思うんですが、私は、そんなに短命に終わると決まったものでもないだろうと実は考えております。これも、実は過去のルールからいうと違反です。過去の景気パターンと景気の持続期間の関係を調べてみますと、簡単にいって三つのパターンになると思うんです。

一つは弱い景気回復でありまして、これは短かったんです。過去においては、弱い景気回復は短いです。典型的な例は、神武景気、岩戸景気

とあった次の、昭和三七、八年ころの景気回復でして、これは、そのときまでの景気上昇に比べれば非常に弱かった、かつ短かったわけです。それから、石油危機の後にも一度、企画庁の日づけでは回復になっていますけれども、ほとんど実感のなかった景気回復がございしますが、このときも持続期間は短かった。したがって、二つしか例はありませんが、弱いものは短いというのが、過去の景気回復から来る一つの法則的なものです。

強い景気回復は、短命か長命かどちらかであります。どっちかしかないんですから当たり前ですが、短命というのは、強い景気回復で頭をぶつける景気回復です。つまり、国際収支赤字とか、インフレとか、列島改造のときとか、こういう要因に頭をぶつけた景気は途中で押さえざるを得なくなつて押さえております。だから、強い景気でも壁に頭をぶつけられればそれでおしまい、強ければ強

いほど壁に打ち当たりやすいわけです。

しかし、その壁に届かない、国際収支とかインフレの壁は、現在ではかなり遠くなっていると思います。何といつても変動相場制で、国際収支の制約がなくなっておりますし、円高とか何とかいろいろありますと、物価上昇はズンとおくれる。前回、バブルについて、金融政策はあれでよかったのかという議論があるわけですけれども、あのバブルのときも、物価が上がっていれば、日本銀行は余儀なく金融を引き締めただろうと思うんです。しかし、あのときはちょうど円高で、物価がなかなか上がらないものですから、どうも株や地価が上がっておかしい、おかしいいいながら、物価安定の守り本尊としては、まだ物価には及んでいないのにということ、なかなか締め切れなかったんだと思うんです。

実は、一九二〇年代のアメリカも全く同じこと

でありまして、一九二〇年代も、株なんかは猛烈に上がって投機的になっているんですが、物価は非常に安定していたんです。だから、FEDはなかなか動けなかった。同じような状況であったように思います。つまり、円高などという条件がありますと、インフレという壁もありませんし、円高が起るくらい国際収支が黒字であれば、どうしても長続きする。それで、強い景気で壁に当たらないのは長続きする、壁に当たるのは短命、弱い景気は短命、こういうのが過去の分類だろうと思います。

そうだとすると、緩やかな景気回復といっているんだから短命だろうとなるんですが、私は、今回の緩やかな景気については、そうでもないんじゃないかと思います。というのは、過去の緩やかな景気回復は、大体人為的な政策回復です。昭和三七、八年は、低金利政策でしたし、新金融調節

方式もあって、従来と日銀貸し出しの方向が変わったために、例の一兆円預金競争などがあって猛烈に金融が緩和したとか、本来まだ景気が余りよくならない、地合いが固まっていなかったところへ、金融緩和とか企業間信用の膨張とか、若干人為的に景気を押し上げたようなものは短命だと思うんですが、今回の三年間の不況はかなり自然治癒型でありまして、さっきもいきましたように財政金融は出動したんですけれども、本質は、景気はある程度悪くなるところまで悪くなって、自然に立ちどまった。

つまり、財政金融が出動したにもかかわらず景気は回復しませんでしたから、ストックの伸び率とか、そういった基本的な経済活動の面で、やっぱりだんだん不況が終局に近づいていったというのは事実です。そうだとすると、無理やり人為的に何かで支えた中間景気とかそういう景気ではな

いように思いますので、ゆっくりはしているけれども、人為的にふっと支えた弱々しい景気とは少し違うんじゃないかなという気もしております。

これは先のことでありますから、全く何ともいえないわけですが、私は、ゆっくりはしているんですけれども、先ほどいったようないろいろな過去の積み荷を、この際少しづつ整理していけば、ちょうどアメリカの景気回復が、立ち上がり時期には非常にゆっくり、もたもたであったようですが、今やかなりフル回転になってきたような形の程度の持続力は、日本の次の景気回復にあってもいいんじゃないかなと思っっているわけであります。こういったことは、どこまで当たるかというのはわからないわけですが、今判断しろといわれれば、一応そのような判断をいたしております。

世界景気は、全体として見ますと、実に数年ぶりの世界同時好況で、アメリカ、ヨーロッパ、そ

れにアジア。普通だったら、三極というと、アメリカ、ヨーロッパ、日本というところですが、日本はちょっとパツとしませんが、アジア全体は非常な好景気。むしろアジアが、今回の世界不況の脱出のエンジン、機関車、ロコモティブだったという評価もできるぐらい景気が続いております。

そういう中で心配があるとすれば、アメリカが、果たして今の四%のレベルから、いわれている二%台にうまくソフトランディングして波乱を起こさないで済ませるかどうかということで、心配すれば切りがない点が多々あるわけでありますが、まあまあ何とかそれを切り抜けて、緩やかながら、次第に地固め型の景気回復を来年期待してもいいのではないかというのが、私の現在の一応の見通しでございます。

少し予定の時間を余らせておりますが、もうそれでいいということであればご放免いただきまし

て、さらにご質問いただけるようでしたら、どんなご質問にでも、私にできる範囲で喜んでお答えをさせていただきますと思います。一応そういうことで、とりあえずのプレゼンテーションを終わらせていただきます。

ご清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

小山理事長 それでは、若干時間が残っておりますので、ご質問のおありの方がございましたらどうぞ。

よろしゅうございますか。——それでは、これで本日の講演を終わらせていただきます。（拍手）

（こうさい ゆたか・日本経済研究センター理事長）

（本稿は、平成六年十二月二〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）