

演

我が国経済の現状と展望

講

大 来 洋 一

小山理事長 それでは、講演会を始めます。

本日の講師は、経済企画庁物価局長の大来洋一さんです。恒例に従いまして、私から簡単にご経歴等をご紹介いたします。

大来さんは、昭和一八年のお生まれで、昭和四一年に東京大学経済学部をご卒業、経済企画庁にお入になり、その後、ハーバード大学大学院に留学、同大学からP.h.D.をおとりになっておられます。その後、OECD代表部一等書記官、総合研究開発機構研究企画部長、調査局内国調査第一課長等の要職を歴任され、調整局審議官を経て、平成六年九月、調査局長に

就任され、本年六月から物価局長を務めておられます。

著書も、平成元年、有斐閣から出版されました共著の『世界経済を読む』、平成三年、ジャパンタイムズから出版されました、これも共著の『西太平洋新時代と日本』等、多数出しておられます。本日はその大来局長さんに、「我が国経済の現状と展望」というテーマでお話いただくこととしました。ご清聴をお願いします。

それでは、大来局長さん、よろしくお願いします。

一、はじめに

ただいまご紹介いただきました大来でございます。ご紹介いただきましたように、私、平成二年、三年と経済企画庁調査局の内国調査第一課長をやりました、それからほかの職を経て、この六月の終わりの時点まで調査局長をやっていたのですが、私が調査局から最初に出ましたとき、つまり内国調査第一課長をやめたときが平成三年九月でございました。

そのときに、八月の月例経済報告まで景気は拡大しているといっております、バブル景気が崩壊するちょうどその時期だったわけです。後から景気基準日付というのが決まりました、三年の春ごろには、実はもうピークが来ていたんだということが後でわかったのですけれども、その夏ごろ

になっても、つまり私がやめる直前まで景気はまだ大丈夫と頑張っていたのですが、私がかかった三年九月の月例経済報告で、景気は拡大をしているけれども、拡大テンポは鈍化していると表現が変わりました。これは頭打ち宣言的なものであったわけですけれども、月例経済報告の変更の直前に逃げ出してしまった、こういう前歴があるわけです。

今回、月例経済報告が、七月の月例のときにはやはり表現が変わりまして、それまで景気は緩やかながら拡大といっていたのですが、七月の月例では、これまで自立的な回復への緩やかな移行過程にあったけれども、現状については足踏みである、そういう表現をとりまして、八月の月例でも、明暗を示す指標が混在しているけれども、回復基調に引き続き足踏みが見られるということで、七月から「足踏み」という言葉が入ってきたという

ことでございます。

これも、私がかかりました次の月に、「拡大」という表現から「足踏み」という表現へ変更が行われたということでありまして、私がいると頑強に「拡大」という表現を続ける、けしからぬやつだ、こういうことなのか、それとも、私がかわると景気が突然悪くなってしまうのか、何かそういうジレンクスを背負っているようで、私の交代のときも、平成三年のときの前科があるので、私がかわったからといって景気は腰折れにならないように望みますといっていたのですけれども、どうも腰折れまではいかないのですが、足踏みということになっているようでありまして、何か因縁を感じているわけがあります。

そういうわけで、景気の現状につきましては、最近においてはキーワードは「足踏み」ということとであります。この間内閣改造がありましたけれ

ども、改造の前まで大臣だった高村大臣は、景気が足踏み状態というのは、要するに踊り場にいるんだ、踊り場というのは、上へ行く階段もついているけれども、下へ行く階段もついている、ですから、景気は足踏み状態だけれども、先行きは足踏みからさらに悪い腰折れ状態という危険性もあるんだ、そういうことをいっておられました。そうならないように、ちゃんとした政策をとっていくんだということも同時にいっておられましたけれども、そういう踊り場状態ということかと思えます。

ただ、私はやや楽観的でして、踊り場というのは、普通階段を上ってきて踊り場に到達するということは、その踊り場の先でくると方向を変えて戻るのでなければ、通常時間の経過とともに踊り場から先というのは上っていく階段につながっているということです、踊り場というのは、

景気が回復をしていく途中で、回復が一時お休み状態になるということであって、景気が下降局面に入っていくという場合は踊り場といわないのじゃないか、こういうふうを考えているのですが、そう考えた上で、なおかつ今は踊り場、こう思っているわけです。ということは、近々また景気はするすると上昇していくのかということになるわけですけれども、その辺はこれから少し細かい点についてお話をして、その後もう一回結論めいたことを申し上げたいと思います。

二、回復過程から足踏みへ

まず、足踏み状態がやってくる前の景気の状態をちょっと振り返ってみますと、景気は回復をしていたとはっきりいえると思います。いろんな指標があるわけですが、経済企画庁で使っ

ている鉱工業生産指数等の各種の指標を眺めてみても、日銀のアンケート調査ですね、例の短期経済観測、ああいったものを見ても、それからいろんな指標を合成してつくっています景気動向指数というのがありますが、これを見ても、平成五年（一九九三年）の一〇月が一応正式な谷とされているのですが、そこから後昨年の末まで、明らかに景気は上昇局面にあった。さらにいえば、この景気動向指数、いわゆるDIというものですが、これで見ると、ことしの春くらいまでどうやら景気は拡大をしていたということでもあります。

この景気動向指数というのは、景気の拡大と下降と、この二つしかなく、従って、緩やかな拡大とか急激な拡大とか踊り場状態とか頭打ち状態とか、細かい局面の分類というのはありませんで、非常に単純なものでありますので、これをもって拡大というと、何か非常に調子よくスムーズにど

んどんと拡大しているというイメージのように
なってしまうわけですが、実際はそうではないと
いうのは、皆様よくご存じのとおりであります。

そこで、月例経済報告などでも、「緩やかな」と
いう言葉をつけていったわけですけれども、
「緩やか」といってもやはり景気はだんだんとよ
くなってきたということとは非常にはつきりし
ていたわけです。しかし、ことしの一―三月とい
うのは、非常にいろんなことが起こってしまっ
た。地震があつた、それから急激な円高がやつて
きた、こういうことでありましたし、さらにつけ
加えれば、例えば日米の自動車交渉が非常にもつ
れた。こういったいろいろなことがあつたわけで
ありまして、そういう状態の中で、我々としても
円高が、どうも景気そのものではなくて、企業の
心理状態を悪くしているなということはしばらく
前から気がついていたわけで、その点は月例経済

報告などでも強調していたわけです。

しかし、個別にいろいろ見ていきますと、例え
ば消費については、一―三月について、余りよく
なかったということが、今から考えますといえま
すけれども、これは震災の影響だろうと思ってい
ましたし、四月以降について見ましても、例えば
自動車は四月以降だけではなくて、それ以前から
ずっとよかつたのですけれども、スーパーの売り
上げですとか百貨店の売り上げも少しくなつて
きた感じが四月以降ありましたし、それから一―
三月というのは、円高が来たわけですけれども、
円高の貿易面への影響がそうすぐには出てこない
という状況でもあつたわけです。

四―六月は輸出はある程度ふえましたし、輸出
というのは輸入との差し引きで見るのが景気との
関連ではいいわけなんです、輸入との差し引き
で見ましても、特に大幅なマイナスというわけで

はなかった。マイナスというのは、伸び率を比較しまして、輸入の伸び率が大幅に超過している状況ではなかったわけです。

さらに申しますと、政府投資ですね。昨年度は公共投資の総額が並みの水準でしたので、それを含かなりの勢いで消化してしまったこともありまして、一―三月は前期に対して公共投資がマイナスになる。前年同期でいろいろな公共投資の統計を見ましても、一―三月はかなりマイナスが目立つという状況であつたわけです。

そういうわけで、一―三月は公共投資は悪かつたわけですけれども、四―六月になれば新年度の分ということで、統計などを見ていまして、五月あるいは六月あたりから公共工事の着工でありますとか、そういう統計でプラスの数字が多くなってきたということでありまして、四―六月は需要を合計してみると、円高にもかかわらず、そ

うガクッといくということはないだろうということとで、景気は四―六月においては足踏みということとはないんじゃないか。さっき申し上げましたように、円高でしたから、企業の心理に影響が出てきているな、そういうことは認識をしつつも、景気は何とか持ちこたえている、そういう認識であつたわけです。

実は、ちょうど私がかつた後の七月の月例経済報告の直前に、鉱工業生産指数が出まして、それを見ましたら、六月、七月とマイナスが続く。これは予測指数だつたわけですけれども、五月もよくなくて、六月、七月とマイナスの数字が続く。こういう鉱工業生産の予測がその時点で出まして、それを見たときに私は、はっきりいってがっかりしまして、これはまずい、景気は緩やかな拡大という言葉はもう続けられないんじゃないかなと思つたわけです。私の後任として調査局長に

なった沢田現局長も、これは表現を変えなきゃ全然持たないという認識でしたし、役所サイドだけではなくて、与党ですとかあるいは閣僚も、どうも七月の時点で景気の流れが大分変わってきたぞ、こういう認識を持つようになってきたわけですね。

今申し上げたように、生産が急に悪くなったということですので、その中身を見ると、景気がなぜ足踏み状態に入ってしまったのかということがある程度わかるわけですが、中身としては輸送機械（自動車関連）ですね、これがかなり生産の足を引っ張るという状態になったわけです。したがって、景気が悪くなった理由というのは、私は比較的単純なものではないか、こういうふうにいるわけですね。

それは三月の急激な円高ということであつたわけですね、もちろん、さらにさかのぼってその遠

因を考えてきますと、大震災なども消費の足を引っ張りまして、消費が安定的に推移していれば、もうちょっとショックを和らげる働きをしてくれたんじゃないかと思ひますし、そういったことも回り回って七月ごろの指標が悪くなる原因になっていたといえないこともないのですが、単純化してしまえばやはり円高だった、こういうことになるのではないかと思ひます。

もう少し厳密にいえば、円高と、ことしの初めくらいからアメリカの景気が減速をしてきているということでありまして、アメリカの乗用車販売などもかなり下降局面に入ってくる、こういう状況で、日本からの自動車の輸出も減っていくというものであつたわけですね。

さらに日米自動車摩擦によりまして、制裁が科せられるかもしれない、高級車については制裁が必至ということで、七月一日から制裁が発動され

るということでしたから、七月の生産の予測に関して、自動車会社の幾つかは、輸出を大幅に減らす、二、三社はかなりあきらめるという態度をはっきり鮮明に出していたと思いますが、そういうことがありましたので、主に円高とアメリカ経済の減速と日米自動車摩擦、こういった自動車に關係する部分が、七月以降の生産を悪くする原因になっていたと思うわけです。

三、円安でリセッションは回避

したがいまして、足踏み状態になった原因が円高であったということであれば、今後の展望を考えますと、円高がなくなったら、これはまた話が変わってくるわけでありまして、ご存じのように為替レートにつきましては、きのうきょうあたりでは九六円台で、一時九九円近くまでいったとい

うことで、一時期八〇円まで迫ったことを考えますと、随分と円安に修正されてきたわけでありまして、これは足踏み状態をつくり出した要因がほぼなくなったといってもいい現象ではないかと思うわけであります。もちろん円高が始まる前の水準というのは一〇〇円よりも円安だった。その出发点をどこにとるかによるわけですが、そう考えますと、九六、七円というのはまだ不十分である。

ことしの経済白書でも書いていますが、貿易財の均衡為替レートというのがあるのですが、要するに日本の製造業にとって、平均的にいつてこれまでもどおり輸出を続けることができる、輸入品にそれほど負けないで済む、そういう為替レート、ですから、今までとそれほど変わらないペースで輸出入が行われていく為替レートを計算しますと、一〇八円くらいという数字もございます。

この均衡為替レートというのはいろいろ計算の

仕方があって、一〇八円という数字にそれほど意味を持たせることはできないのですが、一〇八円と比べて現在の数字はまだ一〇円くらい円高であることを考えますと、まだ不十分だ、こういう声もあるかと思うのですけれども、九六、七円というのは、私は、景気にとってはかなり好ましい水準にきているのではないかと思います。

これは発表時点は六月ですが、五月の日銀の短期經濟觀測がございましたけれども、その中で、三月の円高の後であるにもかかわらず、増益傾向が出ております。ちょっと数字を申し上げますと、古い話ですので、細かい数字を申し上げる必要はないのかもしれませんが、製造業の七年度の大企業というのは一七・五%の増益であるわけです。中小企業の方も四〇%の増益になっております。非製造業の方は、大企業、中小企業ともほとんど増益とはいえない状態ですけれども、製造業

についてはかなり順調な数字が生まれて、一般に意外な感じを与えたと思うのですけれども、これは実は七年度の予測を日銀が聞いているわけで、日銀としては何らかの為替レートを前提として予測を立ててくださいますとアンケートの中で聞いているわけです。

その前提となっていたのがたしか八九円だったと思います。九〇円近くというレートであったわけでした、当時五月調査の発表された六月の時点では、多分八三、四円あたりの水準だったのではないかと、その水準からすると円安の水準で効いているので増益になった、こういう説明が日銀からあったので、ああ、そうかと思ったわけです。八九円でこのくらいの増益であるわけですから、九六、七円だともっとよくなるはずだということになるわけです。

最近の問題というのは、製造業以外のところに

いろいろ集中しているということを考えますと、製造業だけがよくなったからといって、景気が全体としてよくなると手放しでいうことはできないわけですが、九六、七円ぐらいの為替の水準ということは、少なくとも鉱工業生産指数が悪くなったから足踏み状態と我々も表現を変更したわけですから、その変更を将来においてまたさらに明るい方向に戻していく可能性が出てきたということにはなると思うのですね。

ただ、為替レートの変化が景気に影響を与えるのにはある程度時間がかかるわけですし、円安になってすぐよくなるというものではなくて、最初のうちは円高だったときの影響が残ってしまう。実際に生産が落ち込んでいる状態から、よし、それじゃ輸出の船積みをややそうということになって、生産が立ち上がってくるというのは、また数カ月かかるかもしれない。そういうふうに考えま

すと、すぐによくなるわけではないということかもしれません。さっき生産予測指数を申し上げましたけれども、これが今の時点では八月まで出ておりまして、この八月は三・二%生産がふえるという予測になっています。ですから、ひょっとすると、もう八月の時点で生産の下落がとまるかもしれないわけです。

今週の火曜日だったか水曜日だったか、日にちを失念しましたけれども、経済企画庁が六月分の景気動向指数を公表しています。これは先行指標と一致指標と遅行指標と三種類あるのですが、遅行は余り関係ないということですから、この六月分が注目されたのは、一致指標が五〇%割れになりました、これで二カ月五〇%を割った。七月について考えてみますと、先ほどもちょっと申し上げましたけれども、七月の生産予測指数は実は一・二%の減となっておりまして、生産指数が

減少という見込みですと、一致指数が五〇%を越すのはなかなか難しいというのが正直なところですよ。そうしますと、三カ月連続して一致指数が五〇%を割る可能性があるわけです。

過去の経験則といたしまして、一致指数が三カ月連続して五〇%を割りますと、そこで景氣の轉換点が来るのが結構多い。必ずそうなるというものではありませんけれども、結構多い。そういうことを考えますと、五、六、七と三カ月連続して一致指数が五〇%割れが見込めるので、多分そこら辺で景氣の山が来るのではないかと、その後、どんどん景氣が落ち込んでいくのではないかと、こういうことを新聞記者などは聞きに来るわけですよけれども、先ほど申し上げたように、八月はどうもそうならないだろう。そういうことを考えますと、そう単純には三カ月ルールとでもいいまいしうか、それを適用するわけにはいかないと思つて

おります。

かつ、先ほど申しましたように、円安というところがあるわけでした、八月の月例經濟報告では、我が国の最近の動きを見ると、円高やアメリカ經濟の減速などによって、業況感が足踏みとなっているが、為替が円安になってきているし、株価が上昇している、したがって、我が國經濟においては明暗を示す指標が混在している、こういうふうに書いたのですが、そうしたら新聞は、為替の円安とか株価の上昇とかを今回は書いたけれども、通常月例では、これまで、急激に円高に振れたり株価が下落したときに、暗い材料がふえてきたと書いたことはなかったじゃないかと、いいときだけつまみ食いしてけしからぬ、そう書いたのです。私は、その批判はある程度当を得ている面もあると思いますが、さっき申し上げましたように、今回の足踏みの原因が比較的単純であつて、それ

が円高であったという認識のもとでは、円安というのはどうしても書かなきゃいかぬ、足踏み状態という認識がないときは、円高というのを書くわけにいかなかったわけで、円高が起きているから、それによって景気は三月時点から悪くなっていた、こういうふうに認識することはできなかったわけですので、それは書かなかったからといって非難されるのはちょっと心外なわけです。そういうわけで、まだまだ私は踊り場の先につながっている階段は上りであるという感じを持っているところであります。

ただ、今回の景気回復が、たとえ踊り場の先が上りの階段であるにしても、従来と比べて力強い回復とは到底いえない、非常に緩慢な回復である、この点ははっきりしていることだと思えます。そういう緩慢な景気回復というのは、過去において一回あったわけでありまして、第一次石油

ショックのときが今回と非常に似ております。

何が似ているかという点、設備投資がいつまでたっても出てこない。最近、日経新聞がたしか平成七年度の設備投資計画の調査を出していましたけれども、それによりますと三%台の伸びになっていたと思いますが、今のところ設備投資はかなり緩やかにしかふえていない。完全に下げどまってきたな、もう減少はないな、こういう感じは出てきていますけれども、例えば第二次石油ショック後の景気回復、円高不況の後の景気回復などですと、景気の回復が始まると、設備投資はするするっとふえてくる、こういう状況であったわけですから、けれども、第一次石油ショックの後と今回に関しては、ほぼ横ばい、今回は第一次石油ショックよりもさらに悪くて、少し減少してその後横ばい、最近微増という状況になっているわけです。こういうパターンです。

鉱工業生産指数の動きを見ましても、過去の景

気回復局面と比べてもずっと緩やかである。

GNPについては、ほぼゼロ成長がずっと続いている。GNPといいますが、最近はGDPを使うわけですが、これで見ていると、景気回復なんてうそだろう、こういうふうに思えるのです。

GDP統計につきましては、先日どの新聞だったか忘れましたけれども、ある新聞で、民間のシンクタンクのエコノミストの方が書いていましたけれども、どうも最近のGDPはおかしい、特に家計調査を使って消費を推計していることから、どうも過小になっているのではないか、そういう指摘をしておられましたけれども、そういう指摘がどの程度当たっているかというのは、これはなかなか難しいところです。いずれにしても、ゼロ成長かどうかは別として、過去の回復テンポに比べても、GDPも含めてずっと緩やかである、そ

ういう状況がいえると思います。

第一次石油危機と似ていると申し上げましたけれども、第一次石油ショックのときに何が起ったかという点、実は景気が回復しかかってしばらくして、七五年の初めに谷がありました。七三年の秋に中東戦争があったわけですが、そこから一年以上の下降局面がありまして、七五年の頭に谷をつけた。そこから二年ほど回復をしまして、二年たったところでまたミニリセッションが来ているのです。今回は九三年の一〇月からですから、私が調査局長をやめました六月までがもし上昇局面だといえますと、一年八カ月ということ、そういう長さというのは、「上昇局面」という名前をつけていいだけの十分な長さがありますので、その後にも第一次石油ショックと同じようなミニリセッションが来てしまうことになる、転換点が成立してしまうことになります。

ただ、七五年の回復の後、七七年から始まったミニリセッションは約九カ月くらい続いているわけですが、この後九カ月もまた景気の下降局面がやってくるのかということを考えますと、どうもそれはちょっとなさそうだ、こういうふうに思うわけでして、そういう意味でさっきから申し上げているように踊り場であるということであるわけです。

なぜ第一次石油ショックと同じようなミニリセッションが来ないかということについては、さっき申し上げましたように円安ということがいえるわけですが、もう一つ申し上げておかなければいけないのは、ことしに入って、既に第一次の補正予算が組まれているということ、それから公共事業については前倒しということをこの間決めているわけであります。この九月に入りますと、また対策を打ち出して、その対策に従って第二次

補正予算を、多分九月末からの国会ということでは組んでいくことになります。ことしの一―三月あたりが特に顕著だったわけですが、公共投資の息切れということと足踏み状態というのが少し関係していた。さっき単純に円安だけをいいたけれども、それは鉱工業生産の身からいって円安だということを強調したわけですが、もう少し視野を広げてみますと、円安だけではなくて、一―三月ごろに公共投資が少し息切れしたのも関係しているかもしれないわけですが、公共投資の前倒しや一次補正という既にとられた政策がある上に、今後出てくるものがあるということでありますので、五、六、七と三カ月続いた足踏み状態ないしはDIの五〇%割れが九カ月にもなるということは、ちょっと考えにくいということであるわけです。

四、不良債権問題と景気

しかし、だからといってすべてバラ色かということではもちろんないわけでして、これまでの推移を振り返ってみましても、今後の展望を考えてみましても、一つ大きな問題が残っているわけです。「閉塞状態」という言葉が最近はやっていますけれども、ことしの前半においては暗いニュースが多かった。私はだんだん暗いニュースが減ってきていると思いますけれども、ここへきて新たにクローズアップされた問題もあるわけでして、それはやはり不良債権問題であります。

二信組の問題については前からあったわけですし、大手銀行が持っている不良債権が一〇数兆あるという話は、もっとも前からあったわけですし、資産価格の下落はずっと続いていることで

ありますから、ここへきてという言い方は、余り当てはまらないというのが本当のところだと思います。ただ、最近の新聞を見ると、コスモの問題ですとか住専の問題ですとか、大変ショックなニュースがいろいろ出てきているので、何となくこのところといったようになってしまっているわけです。

そういうニュースがあるわけですが、今ちょっといいかけましたように、実際は不良債権の問題は前からある問題でありまして、ここへきて急に悪くなった問題ではない。したがって、私どもの月例経済報告の表現が変わる前後あたりに、景気はひどく悪いんだ、危機的状況である、あるいは、デフレ論議が随分盛んになったというようなことがあるわけですけれども、そういった論議をいろいろ吟味してみますと、かなり新たな不良債権問題で皆さんがショックを受けていることが読

み取れるような気がします。

ですから、当時の論調は、円高だけではない、とんでもない大変な状態なんだ、円高だけという、では、円高の影響はどこに出ているのかという反撃を容易にすることができ、現時点になってみますと、七月あたりの鉱工業生産は円高の影響を受けているということのようでありますので、やっぱり円高の影響があったというのははっきりしてきているわけですが、そうでない時点においては、円高の影響なんてどこにあるのといわれかねない状況の中で、しかし皆さんは非常に暗い顔をしていた。これは、不良債権問題があったからであるわけですが、よくよく考えてみると、その問題は前からあった問題で、最近悪化したわけではない。私は、そういうふうにするべきだと思います。

もちろん、土地の価格がどこかの時点で下げど

まるはずだという人々の期待が、ここへきて裏切られつつある、そういうことは指摘できるかもしれません。ですから、事態が急激に悪化したわけじゃないんですけれども、いつまでたってもよくならないという感じが、ついにヒステリックなデフレ論議、デフレが来ているぞという話につながったんだろうと理解することができるようになります。そういう意味では、デフレを警戒しなければいけないという議論を一笑に付してしまうことはできないわけです。

しかし、不良債権問題、あるいは資産デフレ問題があっても、私は景気の回復が起こり得ないということではないと思います。というのは、アメリカのケースを考えてみますと、アメリカもやはり資産デフレがあったわけですし、それから不良債権問題があって、S & L、セービング・アンド・ローンという中小の金融機関がどんどんつぶ

れて、最終的には公的資金が導入されて救済が行われた。こういうことがあったにもかかわらず、最終的にはアメリカの景気は回復してきた。そういうケースがあるわけでありまして、そのことを考えると、もう景気回復は遠のいてしまったと考えるのは悲観的に過ぎると思うわけです。それから、足踏み状態の原因としても、不良債権問題を挙げるのはちょっと違うのではないか。あるいは、日本の経済はデフレに入っているという議論もくみすることはできないと思うわけです。

五、デフレではなくデイスインフレだ

そこで、デフレの議論ですが、ことしの経済白書を見ますと、デフレではなくてデイスインフレであると書いてあるわけですが、これは何が違う

んだとお思いになると思います。私は、デフレというのは、景気が悪くて物価が下がる状態をいうんだ、それから、デイスインフレというのは、物価は下がっているけれども、あるいは物価の上昇率が非常に低いけれども、景気は悪くない状態をいうんだと整理したらどうかと思っているわけです。人によっては、物価上昇率が非常に低い状態をデイスインフレといって、物価の水準が下落している、物価上昇率でいえばマイナスになっている、これをデフレだという人もいるわけですけれども、そういう線の引き方をしますと、では、どうして〇・一%の物価上昇率はデイスインフレで、マイナス〇・一%だとデフレなのかという話になっちゃうわけです。

一〇%も二〇%も物価が下落するときは、多分、その裏側に景気が悪いという現象が必ずあるはずですので、これはデフレと呼ぶことができる

わけですが、最近のように、ほんのわずか物価の上昇率がマイナスになっているときにデフレというのは、私はいい過ぎではないかと思えます。もちろん、景気が足踏み状態から腰折れ状態になって、第一次石油ショックの後のようにミニリセッションが来ることになったとすれば、最近の物価動向とあわせて、ミニデフレが来たなどといわざるを得ないのかもしれないと思いますが、どうもそういう感じではないと思っています。

それから、最近の議論は、物価が下がるというのは大変危険なことだ。物価が下がるというのは、景気が悪いことの結果であるだけではなくて、景気を悪くする原因にもなる、そういう議論が随分あるわけです。この議論に従いますと、ともかく景気が悪くて今は物価が下がっている、したがって、物価が下がった結果、それがまた景気を悪くする、景気が悪くなると、また物価が下

る、そういう物価と景気の下方のスパイラル、キャッチボールが起こってしまう、そうしますと歯どめがきかないじゃないかという議論があったように思います。

しかし、この議論は二つポイントがあるわけです。一つは、最近価格が下がっている原因のほとんどは景気が悪いことだ。これが一つあるわけです。もう一つは、最近価格が下がっていることによって景気が悪くなっているじゃないか、価格の低下が景気を悪化させる、こういう因果関係が観察されるじゃないか。こういう二つのポイントがあると思うんですが、この二つともかなり注意が必要です。

ことしの経済白書で価格破壊、あるいはデイスインフレ、デフレといったことについての議論がされていますけれども、そこでの結論は、最近の価格の低下はかなりの部分が供給側の要因であ

る。もちろん、景気によって価格が下がっている部分もないとはいえないけれども、景気自体が、少なくとも三月の円高の影響が出るまでは一応の回復過程にあったわけですから、その回復過程の中で、例えば耐久消費財でいえば価格が下落をする現象が起ってきっていた。これはどう考えても、需要が足りなくて価格が下がっているという現象ではなくて、何か別の要因があるんじゃないか。

白書では非常に細かい分析をしていますけれども、やはりそこではっきり出てきていますのは、流通業に非常に大きな変化が最近出てきている。流通業のマージンが減ってきている。特に卸売業のマージンが減ってきている。卸売業のマージンが減ってきているというのは、実は卸売業が無理をして利幅を小さくして売っているということではなくて、流通業の中で卸売業の存在がだんだん

小さくなってきている。そのことによって全体としてのマージンの中での卸売の部分が減ってきているということです。ですから、これは流通業のあり方が大分変わってきているということです。

それから、ディスカウント・ストアとか新しい小売形態のところで価格が下がっていて、そこでは小売のマージンは下がっていないという分析をしているわけです。これは、新しい流通形態が流通の効率化につながっている。要するに、流通業の生産性の上昇によって物価が下がっているということがいえるという話をしています。

それに加えて、実は円高という要因があるわけです。この円高は、三月の急激な円高もあります。それ以前からじわじわと円高になってきていた。昨年は、暦年でいって初めから終わりまで、やはり緩やかな円高のプロセスであったわけですが、

けれども、その過程で物価が下がってきたということでもあります。

この円高については、確かに円高が景気を悪くする要素はあります。しかし、昨年の緩やかな円高の途上においては、景気は緩やかながら回復をしていたということですから、円高の景気に対する悪影響というのはある程度打ち消されていたわけです。それで、円高のいい影響は何かといえますと、物価が下がるということです。ですから、いわゆる円高メリットと流通業の効率化の二つが価格を下げていたわけでありまして、これは供給側の要因というべきであります。これまでの価格の低下は、全部の物価が低下しているのではないので、私はデフレとは呼びたくありません。耐久消費財でありますとか繊維製品でありますとか、ある種の商品群についてははっきりと物価が下がっておりますので、物価の下落は認めざるを得

ないんですけれども、それにしても需要側の要因ではなくて供給側の要因であるということです。

これについてどう考えるべきかということについては、ことしの経済白書でこのようにいっています。ことしの経済白書は非常に分厚いので、なかなか思うところがパツと出てこないもので記憶で申し上げますが、要するに、供給面からの要因で価格が下がっていることについては、結構なことだから積極的に推進していかねばいけない、デフレだから物価を上げるようにしろというのは違うんだということをいっています。私は現在、物価局というところにおりまして、物価局といったしましては物価を上げなきゃいかぬという議論は大変困りますので、白書のこの部分については特に強調をしたいと思っています。

気をつけなければいけないのは資産デフレです。これはやはりマイナスの影響がありますの

で、これについては、今後いろいろ考えていかなければいけないと思います。ただ、特に地価については、地価を上げなければいけないという議論には私は到底賛成することはできないわけで、ここの白書でも書いていますが、国際的に見ると、まだ日本の地価は高過ぎる。どういう意味で高過ぎるかという、絶対水準としても高いわけですが、日本のオフィスとか住居の家賃は、例えば東京とロンドンとか東京とニューヨークというふうに比べると、若干割高ですけれども、そんなにべらぼうに高いわけではないのに対して、地価だけが飛び抜けて高いという状態でありますから、また地価でバブルを起こすべきであるという議論は好ましくないと思います。

しかし、下落にある程度ブレーキをかけていかないと、いろいろ問題が生じるだろうということを感じております。ただ、その政策手段としてど

ういうものをとるべきか。例えば地価税をやめてしまうことがいいのかどうか。これは今後議論されるべき問題で、私は今のところどうすべきだという考え方を持ち合わせておりませんが、何かいい方法はないものかと考えているところであります。

それから、さっき申し上げたデフレ悲観論のもう一つのポイントは、物価が下落をすると景気が悪くなるということであつたわけですが、さっきから申し上げていますように、実際に物価の下落が景気を悪くしたということはこれまで観察されていないわけです。物価が下落している中で景気が回復してきているということがいえるわけですから、その点は否定されていると思います。

これは資産の価格は別といたしまして、物とかサービスの価格だけで申しますが、消費者物価と

か卸売物価が下落すると景気が悪くなるという人がいるわけです。余りちゃんとしたエコノミストがそういうことをいっているわけではなくて、新聞の特集記事みたいところでおどろおどろしく書かれているだけですから、真っ正面から反論するのも大人気がないと思うんですが、一つの理屈としては、名目の所得がふえているときは、たとえ物価が上がっていても割と元氣が出るんだという説があります。

ことしの経済白書では「貨幣錯覚」、つまり、名目所得が上がっていて物価が上がっている状態では、実質所得は上がってなくても所得水準が上がっていると錯覚してしまう、こういう現象を貨幣錯覚といいますけれども、この貨幣錯覚が一般の人にあるんだという問題を取り上げています。

最近の経済学は、人間というのは、経済的な行動としてはばかな行動をする人もいるけれども、大

数の法則としては大ざっぱに言って合理的に行動するんだという考えをとっているわけで、貨幣錯覚はないということを理論的にはいっているわけですけれども、現実はそのものじゃないという説があるわけです。

そこで、では現実を確かめてみようじゃないかというので、ことしの経済白書はちょっと興味深い分析をしていますけれども、その結果は貨幣錯覚は存在しない、理論どおりだという結論になっています。ということは、逆に物価は下がって実質所得は上がっているというのが現状ですから、そういう状態のもとで人々が実質消費を減らす、そのことによって景気が悪くなっていく、そういうことは起こり得ないということになるわけです。

もう一つ、物価が下がっているときには、もっと下がってから買おうということで、消費を先送

りするはずだという説があります。これは確かに考えられます。あるいは企業にしても、物価が下がってから買おうということで購買の時点を送りすることがあるわけです。ただ、これについては過去に似たようなケースがあるわけで、どういうことが起こるかというのは、ある程度予測がつくわけです。似たようなケースというのはちょっと正確じゃないんですが、ちょうど裏返しにしたケースがあるわけです。それは、第一次石油ショックのときの狂乱物価のときです。

このときは、物価が上がってしまうので購買のタイミングを早める、先送りじゃなくて先取りする行動がとられたわけです。そのときに何が起こったかという、たんすの中にトイレット・ペーパーと洗剤がぎゅうぎゅうになってしまつて、ぎゅうぎゅうになった時点でみんながパタッと買わなくなつて、需要がパタッと減つてしまつ

た。したがって、結局、物価が上がって景気がよくなるというのは長続きしない、ほんの線香花火みたいなものだということがわかったわけです。これは今回についてもいえることでして、需要の先送りについても、いつかそんなに遠くない時点で、今まで先送りされていた需要がたまつて出てくることはあるはずですよ。

最近の価格の下落の要因については、さっき申しましたように円高と流通業の効率化ということであつたわけですが、流通業の効率化は、白書ではまだもう少しと進んでいくだろうと分析をしています。なぜかという、マージンを切り詰めるやり方ではなくて、マージンを維持しながら流通業のシステムが変わっていく、流通業のあり方が変わっていくということでありますので、まだ効率化する部分がある限り続くだろうといっています、白書が需要の先送りについて分析して

いるところはどういうことです。

最初に価格下落が始まったのはディスカウント店とかチェーン店という価格破壊者。紳士服ではいろいろありますけれども、ああいうディスカウント店が最初に出てきて値段を下げる。その時点では、例えば百貨店といったようなところは、それについていけなくて売り上げが落ちてしまいます。統計で見ますと、その時点では消費者物価指数などは既存の店舗での調査を行っていますので、消費者物価指数は下がらない。しかし、家計調査で見ますと、消費者は消費者物価の統計をとっている店じゃないところ、新しい店へ行って買っていますから、家計調査では明らかに購入の金額が減っているわけです。そういう格好で、統計でわかることは、最初はディスカウント店が価格破壊をやっていたということがわかるわけですが、最近になってみると、消費者物価指数の方も

追っかけ始めて下がってきた。それで、かなり追いついてきている。

これは、紳士服について、青山商事とか今いろいろあるわけですが、その戦略と、それから最近、デパートへ行って紳士服のプライシングの現実をごらんになるとすぐおわかりになると思います。私もそれを見たわけじゃないんですが、デパートから来るダイレクトメールなんかを見てみると、やはりひとところより随分下がったところをターゲットにしているということであります。つまり、既存店舗が価格引き下げについてやり始めている。そして、だんだん追いついてきている。ということとは、追いつかれたディスカウント・ストアとか新しい流通形態の方が、追いつかれたというのでまたもう一段仕掛けていくことになれば、さらにもう一段いくわけですけれども、私の感じでは、どうもそこまでやる体力がないんじゃない

だろうか。卸売の淘汰についてはまだ進む余地はあると思いますけれども、小売については、流通戦争はかなりの程度終わりに近づいている。それに加えて円安です。ですから、物価の下落は今後かなりの程度止まっていこう。耐久消費財とか一部の商品群は非常に顕著に価格が下落していたわけですが、それに相当ブレイキがかかっていくだろう。その時点で、これまでたまたまっていた先送りされた需要が出てくると考えているわけでありませう。

六、当面、円高はない

ということ、価格破壊という点については、今後、デフレによって景気が悪化していくというシナリオについては私は疑問を持っているところを申し上げたわけですが、今後の景気につ

いては、実際は二点あるんですけれども、時間が大分迫ってきましたので一点だけにいたします。

先ほど申し上げたように、為替レートが円安に戻ってきたわけですが、では、今後為替レートはどうなるのか。今、円安に一時振れているけれども、為替レートはまた円高方向に行ってしまうんじゃないだろうか。今は一時的な現象なのではないか。先日、新聞に出ていた大衆週刊誌の見出しの中に、正確には覚えていませんが、「つくられた円安と株高」、「操作された為替レートと株価」とかいうのがありましたけれども、確かに最近、介入によって円安にバツと振れるという局面がありましたので、これはちょっと当局がうまくいっただけで、長続きしないんじゃないかと見る人が出てきても不思議はないと思います。しかし、私は、為替レートの今後を考えますと、そうそう急激な円高がまたやってくるわけではな

いだろうと思います。

その理由を考える際のポイントは、一つは、そもそも三月あたりから急激な円高が来たわけですが、これも、この円高の理由は何だったのかということだと思います。

先日、日経センターの景気討論会というのがありました。そこで、『良い円高、悪い円高』を書いたりチャード・クーさんと、あと二人パネリストがいて一緒に討論をしたんですけれども、リチャード・クーさんは、ともかく経常収支の黒字がある限り円高に行かざるを得ないという議論であつたわけです。私は、じりじりと円高になっていくことと経常収支の黒字は関係がないけれども、急激な円高というのはそもそも投機なので、必ず反動があるという議論をしたんです。

確かに経常収支の黒字部分というのは、輸出企業が海外で物を売ってドルを手に入れる。彼らと

してはドルを幾ら持っていても困るわけで、賃金を支払ったり、いろいろな支払いをしなければいけないので、持っているドルを東京市場で円にかえるわけです。ですから、経常収支の黒字がある限り、東京市場で輸出企業のドル売り・円買いが常に起こるという議論です。要するに、為替だって物と同じで需要と供給があるはずだ、ドルを供給して円を需要する、そういう需給関係からいって、経常収支の黒字は、要するにドルの供給超過だ、だから、経常収支の黒字があれば常に円高へ、円高へと行ってしまう、こういう議論があるわけです。

ことしの経済白書ではそういう見方とはっていません。ただ、これはちょっと専門的な話になるんですけれども、経常収支の黒字があるということとは、だんだん日本が外貨資産をふやしていくということだと思います。結局、輸出企業にとってはドルを

売ってしまいたいわけですが、日本国としてはどこかで外貨を持たざるを得ないということになると、どこかが持つことになるわけです。そうすると、經常収支の黒字が累積をしていくということは、外貨建ての資産がどんどんふえていく、ということはドル建ての資産が多過ぎてリスクが偏っちゃうわけです。それで、なるべくリスクを分散したいという行動が必ず出てくるというのが経済理論です。

これはアセット・アプローチというんですが、このアセット・アプローチでも、一応經常収支の累積の黒字、その時々黒字じゃなくて累積したものが為替レートに関係するといっています、これは相当大幅な黒字があっても、累積したものですから増加のテンポはかなり緩やかです。ですから、緩やかに円高になっていくことは整合的ですが、そもそもフローの需給でアンバランスが

あるというか、需給にギャップがあるので、そこでバートと相場が飛んでしまうんだという見方は違うということになります。

そうすると残る問題は、では、經常収支の黒字が三月に起こったような急激な円高の原因でないとすると、何が原因なんだということになるわけです。これは、資本収支の面の説明を入れて、いろいろ精緻にすることはできませんが、ごく大ざっぱにいつてしまえば、やはり投機、思惑です。その思惑に対して、最近では介入が効果があったのに、どうして当時、あんなに日銀が介入したのに効果がなかったのかということです。これは、一遍行くところまで行かないと介入は効くようにならないということが一つあると思います。それから、やはり押し上げ介入というのは意外性を持たせることができるということです。

介入が効くというのは、意外性がないとだめで

す。金融政策もそうだという説もありますが、最近の経済学でいわれているのは、意外性がないといけないということがポイントでして、どんどん円高になっていくときに介入してくるというのは何の意外性もないわけで、マーケットでは当然だと受けとめてしまうわけです。そういう場合には余り効果がない。ところが、円安になって、ああよかったな、もうここら辺で一息つくのかなと思っていたら、いやそうじゃない、ドーンと来る。こういうことになる、エッという感じが出るわけです。したがって、最近では介入が効果があるわけです。

しかし、介入だけではこれだけ円安に戻すことはできないわけです。介入がきっかけとなって、その介入がつくり出した心理状態が、今度は円安方向に持っていくます。その介入がつくり出した心理状態というのは、このままどんどん円安に行

くぞという心理状態でなくても、もう円高にならない、とまったという感じが出れば、金利差というのがありますから、最近そういう話がちらほら出てきていますけれども、外貨建てで運用した方が金利が高いじゃないか、そういうことで為替レートは円安方向に行く。こういうふうと考えられますので、日本はまだ低金利が続いているわけですし、最近、ちょっとアメリカが、耐久消費財の売り上げが悪くて、先行き金利が下がりそうだというところで、きのうからきょうにかけて少し円高になったりしていますけれども、まだ金利水準の格差はあるわけであります。そういうことを考えると、当面は円高はあり得ないと思っております。

為替レートというのは、予測をすると必ず外れるという危険性がありますけれども、円高がものすごく進行しているときに、これは絶対とまらな

ずだ、反転するということをいいまして、では幾らで反転するんだといわれて、それはわかりませんといったんですけれども、その予測が当たりましたので、最近ちょっと強気になっております（笑）。円高はしばらく来ないと考えております。それも、景気の先行きに大きく関係してくるだろうと思います。

ちょっと時間をオーバーしてしまいましたので
尻切れとんぼになりましたけれども、この時点で私の話を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。（拍手）

小山理事長 特に何かご質問はございますか。

問 今後の景気の姿ですけれども、景気を引っ張るものとして具体的にどういうものをご念頭に置かれているのか。公共投資も、すぐ効果が切れてくるといことがあります。これからの景気の姿、牽引役は一体何ですかということ。

それと、これは一番重要だと思うんですけれども、雇用が上向くような成長率は、実質レベルで大体どのレベルを見たらよろしいんでしょうか。

答 最初の点につきましては、やはり設備投資がポイントになると思います。本当は設備投資について詳しくお話しようと思っていて、時間の配分が下手くそでお話ししなかつたんですけれども、設備投資については、ことしの白書で非常に丁寧に書いていますので、後でごらんいただけたら幸いですが、稼働率指数が今のところ九〇という水準を超えていないんです。

これは歴史的に見まして、九〇を上回っていますと設備投資が順調に増加いたします。第一次石油ショックのときには九〇を下回ってしまった。

ところが、第二次石油ショックの後とか円高不況のときには、不況といっても稼働率が九〇はかろうじて上回っていたんです。その時点では、景気

がよくなると、すぐに設備投資がよくなったわけですけれども、今回は九〇という水準を大きく下回っております。したがって、設備投資は既に下げどまっているわけですけれども、これが景気を押し上げるほど力強く出てくるためには、稼働率が九〇を超さなければいけない。そのためには、当面期待できるのは公共投資を中心に、その乗数効果で消費などが出てくる。それから、円高が反転したことである程度外需が加わってくる。こういうパターンが想定できると思います。

それから、設備投資は、稼働率、バランスシート調整為替レートの三つに影響されます。バランスシートの問題は、不良債権問題がだんだん和らいでいくことが必要です。為替レートの問題は、特に中小企業の設備投資の足を引っ張っていたと思います。特にことしの前半、去年の後半もそうだったと思いますが、従来ですと、今ごろは中小

企業の設備投資がバンバン出ていなければいけないですけれども、出てこない。これは為替レートが影響したという分析が白書にありますので、ちょっとそれをご参照いただけたらと思います。ということ、円安になることによって、その辺も少し改善されてくるというシナリオを考えています。

雇用の件については、アメリカのように、成長率と失業率の間に、オーカン係数というんですが、一定の関係がある国がありますけれども、日本はそういう関係がやや希薄でして、余りはつきりしたことは申し上げにくいんですが、やはり成長率は、平均しますと今まで〇から一の間で推移してきていますので、雇用情勢もよくなならない、あるいは少し悪くなっているという感じだと思います。でも、二%ぐらいになってくると、少しよくなってくるのではないだろうかと考えています。

小山理事長 それでは、時間も少し超過しておりますので、このあたりで本日の講演会を終わります。ありがとうございます。（拍手）

（おおきた よういち・経済企画庁物価局長）

（本稿は、平成七年八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。）