

演

不況長期化の謎を解く

講

——資産分析の新視点——

赤羽 隆 夫

小山理事長 定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、慶應義塾大学教授の赤羽隆夫先生です。赤羽先生は高名な方で、皆様よくご存じだと思いますが、恒例でございますので、簡単な略歴を最初にご紹介します。

先生は、昭和七年のお生まれで、昭和二九年に東京大学経済学部をご卒業、建設省を経て経済企画庁にお入りになり、長官秘書官、在米大使館一等書記官、調査局内国調査課長等の要職を歴任され、その後、物価局長、調整局長を経て、昭和六二年、経済企画庁事務次官に就任しておられます。平成元年に退官された後は、第一線の経済評論家として活躍され、ご自分では「景気探偵」と

称しておられます。また、平成五年に慶應義塾大学総合政策学部教授に就任され、現在に至っております。著書も、日本経済新聞社からお出しになった『異説・日本経済——通説の誤謬を撃つ』や東洋経済新報社出版の『シャーロック・ホームズに学ぶ景気探偵術入門』等、多数ございます。この講演会でも、昨年講師をお願いして、景気の行方についてお話ししていただいています。

本日は、その赤羽先生に、「不況長期化の謎を解く——資産分析の新視点」というテーマでお話し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、先生、よろしくお願いします。

皆さん、こんにちは。ただいまご紹介をいただきますした赤羽でございます。

今、理事長からご紹介がございましたように、きょうのテーマは、「不況長期化の謎を解く」という題でお話をしたいと思います。その副題の方に、「資産分析の新視点」と書いてありますけれども、実は、日本証券経済研究所での研究プロジェクトで、今最終段階でありますけれども、現在の資産分析の枠組みのようなものは少し問題ではないか、そういうことから、もう少しわかりやすい分析の枠組みは考えられないのか、こういったテーマをちょうだいいたしましたして、皆さんと一緒に研究しております。その研究のごくごく一部でありますけれども、それをご紹介をしたいと考えております。

まず、第一部の方でありますけれども、景気の現状をどう見るのか。そして、バブルがはじけた

後、どうしてこんなに長く不景気が続いているのか。経済企画庁によりますと、平成不況は、もう二年ほど前に底入れをしたといわれているわけでありまして、その後も景気の歩みは一進一退、ジグザグの動きが続いております。なぜそうなんだろうか。特に、本日も経済対策閣僚会議で決まるようでありますけれども、大型の景気対策が数次にわたってとられております。それにしては効き目が少ない、これはどうしてだろうかといったような点につきまして、私の推理のようなものをお話をしよう、それが第一部であります。

第二部の方は、先ほどいいましたようなことで、こうした推理を裏づけるべき分析のフレームワークのようなものについて、ちょっと考えてみたいということであります。

一、底入れ後も景気は一進一退

最初に、底入れ（平成五年一〇月）後も一進一退気味の景気という点についてお話をいたします。

先ほど申しましたように、本日、景気対策が追加になる。先ほどニュースなどで聞いておりません、その事業規模は一四兆二〇〇〇億円ということであります。実は、一年半ぐらい前の昨年（二月）に一五兆二五〇〇億円という数字が発表されております。数字の上ではそれより若干小さいんですけど、減税を除いてみると、今回が史上最大規模だということだそうであります。

確かに、今から三年前の平成四年八月二八日、そのときの一〇・七兆円以来、きょうも含めて六回の景気対策がとられ、そのうち四回は、発表の

たびごとに史上最大規模の景気対策といわれてきたわけです。それ以外の二回も、決して小さいものではなかったことでもあります。きょうの分まで含めまして政府発表の数字をそのまま合計いたしますと、実に六五兆円を超える数字です。

きょう決めたからといって、すぐに効果が出るわけではない。きょうの分を除きますと大体五〇兆円ぐらい。そして、ことしの六月二七日の分は、正式に政府の方から数字が発表されておりませんが、新聞報道などによりますと七・三兆円だそうであります。これはそろそろ実行に移されているのかなということでもありますけれども、それほど進んでいないだろう。こういうことで考えてみますと、前四回で、今から一年半ぐらい前までに四五兆円という対策が行われた。

平成六年度のGDPは、四六八兆円。四七〇兆

円ぐらいの規模であります。それに対して、最初の四回分の合計が四五兆円を超える。きょうまで含めると六五兆円。GDPの一割から一割五分、こんな物すごい対策を打ってきた。通常の場合なら、景気はあれよあれよという間によくなる、それどころか大変なインフレが起こってしまう。それにもかかわらず景気の動きはさっぱり芳しくない。これはどうしたことか。ジグザグの動きが続いているのはどうしてだろうか。これこそミステリーではないかと私は考えているわけであります。

実は、こんな話は一年前にも申し上げたわけでありますけれども、その後もさっぱり状況は変わらない状態が続いています。これを考えてみようというのが、第一部のテーマであります。

その前に、一部の専門家が、ことしの三月ごろに、景気は再び腰折れをして、新たなリセッション

ンに入ったのではないかということを、かなり声高にいつておられます。そういったことがありまして、今年度に入りましてから二回も対策を追加するというのが行われているわけであります。

これをどう考えるのかということですけれども、私自身は、この春に景気は再び後退局面に入ったとは考えていないわけであります。絶対にその可能性がないというほどのことはありませんけれども、どうもそう基調が変わったとは思っていない。そもそものがジグザグが続くんだ、そのジグザグの過程であるにすぎない、ということです。

昨年（一九七〇）年の七―九月期は、たしか〇・八％というプラスの成長でした。一〇―一二月期がマイナス一・〇％。このところずっと、一・四半期プラスになると、その次の四半期はマイナスかほぼゼロ成長、そして、またプラスになる。こういうジグザグの動きが続いていたわけであります。したがっ

て、この一―三月期は、多分一%近いプラスになるだろうと予想されたんですけれども、阪神大震災によるところの生産の低下がありまして、マイナス〇・〇%。〇よりも、ほぼマイナス〇ということになりました。

本来なら一%ぐらい伸びるはずのものが〇になった。そうすれば、その反動で、この四―六月期は若干のプラスが出てくるであろう。しかし、阪神大震災なかりせばということで考えると、当然四―六月期はジグザグの方のザグに当たるんでしょうか、一進一退の退の方に当たる四半期であってマイナス、あるいはそこまでいなくてもゼロ成長となるだろう、こういうふうに見ていたわけであります。

したがって、春以後、いろいろな面で弱い指標があらわれているとしても、それは基調が変わったわけではないというふうを考えるべきじゃ

ないかと思っていたわけであります。それで、この三月とか四月ごろから再び新たな景気後退局面に入ったというのは、どうもちょっと騒ぎ過ぎではないか、そんなふうに見ておったわけであります。この見方の方が絶対正しいというほどの確信はございませんけれども、そういうふうに見ている。そうすると、四―六月期はプラスではありません。したがけれども、これは本来、一―三月期がプラスになって、四―六月期はほぼ〇。七―九月期は、恐らくまた一%か、それに近いぐらいのプラスになるんじゃないかなと思っております。

ともかくも、こうしたジグザグの動きが続く。これはどうしてかと申しますと、景気を押し上げる拡張方向に働く力と収縮方向へ働く力の綱引きであって、それぞれの力が拮抗しているというよりは、私自身は収縮の力の方が若干強いんじゃないか。それゆえに、こんな大規模な対策を追加す

ることです。やっとジグザグとなる。それを通して見ますと、ごくわずかの上向きの傾向、こういうのが続いていたのではないかという解釈であります。そして、押し上げる力、拡張の方向の力はいわば「太陽」になりますし、収縮の方向、引き下げる方の力は「北風」になります。「北風」の力が非常に強いというのが現状ではないかと思えます。

二、バブル期の過大な借金がブ ラック・ホールになっている

それでは、収縮の方の力、足を引っ張る方の力は何だろうか。これは、バブルの時期に膨大に積み上がりました、いわゆる負の遺産が原因となつて収縮の力が働いているということです。バブル期の負の遺産、過大な借金の存在が、いわばブラ

ック・ホールのようなものとなりまして、景気対策の効果をのみ込んでおるということであります。

のみ込むというのはどういうことを意味するか、これからお話しいたしますけれども、その前に、どういう形でマイナスの力が働いているのか。一つは、本業の所得を元利払いに充当する。そのため、景気対策によるせっかくの所得追加も新規需要を誘発しない。こういう効果が一つのルートであります。もう一つが、不良債権の存在から銀行の新規貸し出しが伸びない。こういう形で収縮効果が働いていることになります。

そういうこともおわかりになりたくないかと思えますので、まず、借金には二種類あることを認識して頂きたいと思えます。一つはプラスの借金、もう一つはマイナスの借金、こういう二つの借金が存在するということです。

プラスの借金とは何か。それは、所得を生産するという意味での借金です。新しいビジネスを起こそうとか、工場をもう一つ余分に増設しようとか、そういったときに設備資金を銀行から借金する。あるいは増資なり社債を発行して、いわゆるエクイティ・ファイナンスで資金を調達する。増資の場合には自己資本ですから別といたしまして、社債の場合はやはり借金であります。こうした形での借金が存在する。

でも、この借金は決して問題ではない。万が一に見込み違いで失敗をするということがないわけではありませんけれども、それこそ万が一、コンマ以下のパーセンテージしかない。ニュービジネスが軌道に乗る、あるいは工場が完成をする。そうしますと、売り上げがそこに生じます。所得が発生するわけです。この所得から利息を払うことができる。借りた借金の元本はどうなるのか。決

算期ごとに減価償却という形で流動化したものが借金の返済に充てられている。こういうふうに考えればいいわけです。そして、生産活動の結果から利息も払えるし元本も返せる。しかも、その後に所得、儲けが残るということです。しかも、一年限りではありませんで、来年も再来年も同じように続くことができる。まだ借金は残っているわけですが、ちゃんとした工場設備という生産力のある資産がそれに見合って存在する。これがプラスの借金、所得を生むという意味で生産的な借金であります。

それに対して、もう一つの種類の借金は何かとありますと、バブルのときに原因がありまして、バブルがはじけた後、そういう状態になってしまった借金。つまり、値上がりを期待して借金をして土地を買った、あるいは株式を購入した。見込み通り上がっているときには問題はなかったんで

すけれども、バブルがはじけて値下がりしてしまつたときにはどうなるのか。その資産を売却しても、借金を全額返すことはできません。

例えば、一〇〇借りたものが五〇しか返せなかつたということになりますと、五〇の借金が残る。この五〇にも利息は払わなければいけない、元本も返さなければいけない。しかし、もう売っ払っちゃつたわけですから、借金に見合つた資産があるわけではない。もちろん、所得も生んでくれない。こういう借金がマイナスの借金です。しかも、これはバブルのときからの遺産でありますから、「負の遺産」と呼ぶわけがあります。

こうした借金はどういうことになるのか。二番目の種類の借金は、さらに二つに分けられるわけがあります。一つは、そういう借金になつてしまつたんですけれども、しかしながら約束したものであるということ、約束どおり利息が払わ

れ、元本も返済されている。もちろん途中で、リスケジューリングといったようなことで、最初の約束よりは少し先に延ばすとか、利息を多少まけてもらうとか、そういうことはあるわけですが、それでも、いずれにしても返済が行われている。

これはどこから返済するのかといえますと、本業の所得をそれに回すしかないということになります。しかし、これは約束どおり返しているわけでありまして、いわば優良な債務、銀行の立場から見ると優良な債権ということになります。

もう一つの債務ないし債権は何かというと、不良債権ということになります。不良債権は、利息も払えない、元本も払えないということでバンザイをしてしまったものであります。

第二のマイナスの借金のうちの二つ目の不良債権というのは、非常に困つたものであります。まず約束どおり返してこない、銀行は貸したお金が

返ってこない。銀行に限らず債権者は非常に困るわけであります。特に銀行の場合には預金者からお金を預かっている。ちゃんと利息をつけて返してもらえないという信用のもとに貸したお金が返ってこない。そうになると、いわゆる信用システムとしての金融システムがどうもうまく回っていかない、金融システムが揺らいでくるという問題が起きます。これは大問題であります。

それとともに、不良債権が非常に大きく存在する。こうなりますと、どうしても銀行は新しくお金を貸す態度に慎重になるといいますか、逡巡するといえますか、そういう状態になる。そこで、銀行の貸出残高が、むしろ一年前よりも減ってしまふ。銀行がお金を貸すということは、世間に購買力を供給することです。この購買力が一年前よりも収縮する。これは景気にとっていいはずがない。不良債権というのは、そういう意味で

二重に悪さをしていると考えられるわけです。

では、優良債権の方はどうか。確かに決められたとおり約束を守っているわけですから、お金を貸した方の立場からすると、とてもありがたいお客さんではあるけれども、考えてみれば当然のことだということで済んでおるわけです。

ところが、いよいよ本題に戻ってくるわけですが、景気対策がさっぱり効果がない。こういう観点から見ると、優良債権者の人たちが一生懸命、こんなことをしなければよかったと、ある意味では泣く泣くでありますけれども借金を返している、そういうことが、景気対策の効果を小さくしている、こういうことではないかというわけがあります。すなわち、本業の所得を元利払いに充当し、そのためせっかくの所得追加も新規需要を誘発しないということになるわけであります。

四五兆円とか、五〇兆円とか、六五兆円。この

数字には、かなり誇大広告、粉飾数字ではないかというお話もあります。多少は大きめにいつているだろう。不良債権については数字は小さく、景気対策については数字が大きく出る。これは人間の自然かもしれないと思いますが、多少水膨れしているといいまでも、極めて大きな数字であることには変わりありません。

例えば今から八年前になりますけれども、昭和六二年の春に、その当時史上最大規模の景気対策といいましたのが六兆円規模であります。その当時のGDPは三五〇兆円弱。GDPに対して一・七〜一・八%。この対策の後、二カ月ぐらいたるところで、どうも景気は予想外によくなっているらしいという話が出てまいりました。後から見て、どうもあの六兆円の対策は、その後の景気過熱のきっかけになった、そして、さらにその後のバブルの引き金を引いたのではないか。こういう

評価さえ出てきているわけであります。それが一・数%。四五兆円、五〇兆円、六五兆円といいますが、十数%ですから、これは大変なことです。多少水膨れで話半分としても、大変大きな金額です。

景気対策にいう事業規模というのは、それによって大体それに近い需要が追加されることを意味していると思います。需要というのは、お金が使われるという観点から見ても需要といっているわけです。使われたお金は受け取る人がいるわけです。受け取る人にとってみると、これは所得になります。景気対策によって新たに数十兆円の所得が追加された。所得、収入があれば、当然その人たちは使うはずで。また、それが新たな消費支出、あるいは設備投資などの投資支出となる。それをまた受け取る人がいる。受け取った人がさらに消費をふやす。これを「乗数効果」と申します。

そうした乗数過程が働いて、計算してみますと二倍にはならないようですけれども、一倍以上の効果が出てくると考えているわけです。

ところが、第二の種類のマイナスの借金、その中でいわゆる優良債権、あるいは優良債務については、お金を返すとういうことになるのか。私の知人が、お金を借りてゴルフの会員権を買ってしまった。ですから、いまだにボーナスのときには何がしかの借金を返している。「アホなことをしたもんだね」といって、いつも奥さんにはいやみをいわれるといっておられました。せっかくボーナスをもらった。それだけの所得を得た。普通なら、それによって消費支出がふえるはずですが。奥さんは何がしかの家庭電化品を買うかもしれない。娘さんは、お父さんから余分にお小遣いをもらって外国旅行へ行ったでしょう。ところが、そのときの借金を銀行に返してしまう。こういう

ことになりますと、せっかくの所得が新たな消費需要を生まないことになります。

また、これは毎日新聞でしたでしょうか。一月か二月ぐらい前でですけども、某ゼネコンの経理担当者のお話がありました。補正予算で追加になった公共工事を引き受けて、八千何百万円か利益があった。普通の場合だと、こうなるとまた建設機械を一台や二台買いかえることになります。ところが、今はみんな銀行に対して借金の返済に回ってしまって、新たに建設機械を買いかえる余裕がない。そういう話が紹介されておりました。二、三日たってみましたら訂正が出て、八千何百万円というのは間違いで、六八〇〇万円でしたということが書いてありましたけれども、いずれにしても、こうした借金がなければ、当然新たな新規需要を誘発した。それが誘発できない。そういう形で、どうやら景気対策の効果が昔に比べ

て非常に小さくなっているのではないか。それをやや大げさにいいますと、日本の経済の中にブラック・ホールのような存在がある、そこへ近づいてきたものは、何でもみんなのみ込んでしまう、ということになります。

宇宙のブラック・ホールは光さえのみ込んでしまう。光をのみ込んでしまうものですから、真っ黒にしか見えない。こういう役割が、第二の借金、非生産的なマイナスの借金、その中でもまじめに一生懸命約束どおり返している人たちの行動によって起こっているのではないか。もちろん、返せない人たちは、さっきいったようなことで、より大きな問題を起こしていることは間違いありません。しかし、いずれにしても優良な債務者のものまで含めて、第二の種類の借金、バブルの後遺症、遺産としての借金が、景気対策の効果を小さくしていると理解しているわけでありま

三、公共事業の需要効果は小さくなっている

収縮の力と拡張の力は、それぞれ綱引をしていると申しました。では、拡張の力の方はどうか。これは今になってそうなったのか、もうちょっと前からそうだったかもしれませんけれども、昔から比べますと、これも力が大分弱くなっているのではないかと思います。

これは個別の事例で恐縮でありますけれども、例えば公共事業です。何かというと公共事業をどんどんと追加をする。追加しないよりは役に立っていることは間違いないんですけれども、非常に効率が悪い。お金をいっぱいかけるんですけれども、実質的な工事は余りよく進んでいない。そういう意味で、実質的な需要としての力が弱くなっ

ているのではないか。それは、ここへ来て急にそうなったのかどうかはわかりませんが、そういう感じがいたします。

例えば、川の工事を去年視察に行きました。今は裏日本という言葉を超えて使っちゃいけないんだそうで、それも、だんだん差別用語になって使っちゃいけないような風潮だそうですね、日本海側のある大きな川の工事を視察に行ったわけです。一五〇年に一遍ぐらいの大雨が降ると、現在の堤防はあふれるかもしれない。そこで、途中からバイパスの水路をつくって別の方向に水を流そう。こういうバイパス水路のことを放水路と申します。この放水路を建設する。昭和五六年に計画決定をして、一三年かかって地元の説得と用地の買収が終わった。そこで、去年の春から工事が始まった。「それは大変結構でした。ところで、いつ完成するんですか」と聞きましたら、二〇年後

だというわけです。それでびっくりしました。

というのは、これはとても極端な話ですけども、一七〇四年（宝永元年）、赤穂浪士討ち入りの元禄一四年の二年後であります。このときに徳川幕府が大変な治水工事をいたしました。その工事は、大和川という川の流れを変えるつけかえ工事でありまして。大和川というのは、今大阪の堺のところを流れている川ですけども、それまでは大阪城の近辺で淀川と合流をしていたんです。それぐらい大きな川が二つ合流するんですから、雨が少し降りますとはらんをする。そこで、大和川の流れを変えようということで、つけかえ工事をいたしました。つけかえ部分は人工の川です。今の言葉でいえば放水路です。これは、川幅が一八〇メートル、全長一四キロメートルという大変な大工事です。これが江戸時代には、実に八カ月で完成しているんです。

では、もうちょっと時代が近くなった明治から

大正にかけてはどうか。このすぐそばに荒川があります。荒川の一番外流部分は人工の川です。昔は荒川放水路と呼びました。今はもう荒川といっています。が、ごらんになるような物すごい大河です。あれも、もともとは違った方向に流れていたのを、川の流れを変えた。明治四三年に大洪水がありました。川の流れを変えた。明治四四年に着工をいたしまして、大正一三年にはほぼ完成して、水の流れがみんなこちらに変わった。すべてが完成したのは昭和五年だったんですけれども、一三年間で主要な工事は全部完成した。江戸時代よりも大分時間はかかっておりますが、あれだけ大きな工事が、今のようないきな建設機械——ブルドーザーも、パワーショベルも、エクスカベーターもないときに、トロツコとベルトコンベア、あとは人力

という工事で一三年間でできているわけです。

ところが今は、荒川の放水路工事と比べますと何分の一かの規模のものが二〇年かかる。こういうことは唯一の例外ではないんです。日本じゅう至るところがそうです。視察に行つて一晩泊まりました。明くる日、今度は、小さい川ですから県が改修工事をやっているのがありました。もう着工してから八年で、大分進んでおりますが、改修が全部終わるにはあと一二年かかります。全体で二〇年でやりましょうということです。

これも、何十キロもあるような川ではないんです。八キロ余りの小さい川です。聞いてみましら、何とこれは、今から二一〇年前に、地元の一豪商の力で二年で掘削された放水路兼運河だそうです。舟運に利用するために一人の商人が掘ったものである。もちろん、藩の殿様の全面的な支援は受けたというんですけれども、ほとんどその商

人がつくった。江戸時代に二年でできたものを、今二〇年かけて県が改修をしている。もちろん、国からの補助金も出ている。こんなことをやっていて、幾ら公共事業費をたくさんつけてみても、実質的な需要効果というのは本当に少ないんじゃないかと思います。

余りそういうことをいうと嫌われますから、これぐらいにしておきますけれども、せっかくの景気対策を押し上げる方の力、拡張力、こういうものの力がかなり弱くなってきているのではないだろうかと考えるわけです。

四、現在は借金デフレだ

先ほどからいっておりますような現在の不況、この場合の不況というのは、景気の基準日付の拡張局面とか収縮局面というよりは、常識的な意味

での不景気という意味で使っているわけですが、この不況の性格をどう定義したらいいのか。私は、先ほどからいっておりますように、第二番目の種類の借金が諸悪の根源であるという意味において、これは借金デフレ、ザ・デット・デフレーション (The Debt Deflation) であると思います。

貨幣の交換方程式で非常に有名で、どの経済学の教科書にも顔を出すアーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher) が、一九二九年の大不況に関連して、ザ・デット・デフレーションという性格づけをしているわけですが、借金があるために不景気になる、借金が余りにも大きいために、いつまでもたっても景気対策の効果が出てこない、あるいは目に見えた形では出てこない。

ロージャー・バブソン (Roger Bobson) は、「等面積の法則」ということをいっております。上がってピークを打って下がる。ピークのところで

線を引いて、上がったところの三角形と下がった方の三角形がほぼ等しい面積になる、上がっただけは下がるという説だそうであります。ちなみに、ロージャー・バブソンも、アメリカ人で、一九二九年の株価大暴落を事前に予想した人として有名です。予想したために、「おまえがあんなことを予想したから、こんなことになった」というので、命さえもねらわれたというエピソードがあります。逆に、アーヴィング・フィッシャーは、ニューヨークの株価は未来永劫上がるようなことをいって、本人も大損をしたそうであります。

どうして、等面積の法則になるのか。借金は必ず返さなければいけません。しかも、利息をつけて返さなければいけません。そうすると、借金で押し上げられたものは、借金の返済過程でその分だけ下がる。そういうふうにと考えると、「等面積の法則」も理解できる。

「山高ければ谷深し」とよくいうわけでありますが、「山高ければ谷深し」のメカニズムは、借金によって押し上げられたものは、借金の返済義務を履行する過程で下がらざるを得ないということでありまして、今どきだけ第二の種類の借金が残っているのか。それがわかりませんと、いつまでこういう状態が続くのか予想がしづらいと思います。不良債権については四〇兆円あるとか、不良債権ではないけれども、第二の種類の債権、つまり優良債権が何十兆あるとか、両方含めて依然として一〇〇兆円はあるとか、一番大きかったときは二百数十兆円あったのではないかといわれますが、そのあたりがわかりにくい。しかし、いずれにしても、そんなにたくさん借金を抱えていたのでは、なかなか生活は楽にならない、景気がよくなるならないということです。

石川啄木の「はたらけどはたらけど猶わが生活くらし

楽にならざりぢつと手を見る」という有名なうたがあります。小学校の高学年のときでしたでしょうか、中学へ入ってからでしたでしょうか、国語の教科書にこのうたが出てきたとき、先生が、こういうことだったから、「石川啄木は社会主義的な考え方に傾いた」という解説をいたしました。「ああ、無理もないな」と思っておりましたけれども、大分たって、ある雑誌を読んでおりましたら、そこにエッセイのようなものがありました。

石川啄木という人は天才的な借金魔であった。六三、四人の友人知人から何と一三七二円借金をした。二七歳で若くして亡くなったので、かなりの部分は踏み倒しということになってしまったそうです。

その当時の一三七二円は大変な金額です。それよりもちょっと前ですが、夏目漱石の『坊ちゃん』の主人公が、東京物理学校を卒業して松山中学に

数学の教師として赴任したときの初任給が四〇円です。だから、こんなにたくさん借金があれば、幾ら働いても、借金の返済に追われる。追われて苦しいから、また別の人から借りる。「はたらけどはたらけど……」というのは起こるべくして起こったことではないか、社会主義と関係ないかもしれないと思ったわけであります。日本経済は、現在もおこうした石川啄木的な状況にあるのではないかということです。

バブルの破綻は、本来は、バブルのピークのときに最高値で土地や株式をつかんでしまった、いわばババ抜きの子を引いた人たちと、そういう人たちにお金を貸した銀行の問題です。「しようがないじゃないか」ということで済めばいいのですが、それがそうではない。銀行は、経済の根幹の部分成しております金融システムが不安定化するという重大な問題にかかわっておりますし、

先ほどこからお話しているようなメカニズムで不景氣が長引く。そういうことで、本来は銀行とババを引いた人たちの問題であつたはずですが、全国的な災難になっている。ここが問題であります。まさに、「とばっちりで馬鹿見るはいつも国民大衆」ということです。

なかなか難しいことですけれども、少なくともこれは一日も早く何とかしなければいけない。「經濟の問題にフリーランチはない」と申しますが、先送りしたら、ますます問題は大きくなり、解決も難しくなる。どうしたらいいのか、なかなか知恵がありませんけれども、先送りをしていると、ますますひどいことになるということだけは申し上げられるのではないかと思います。

五、先行きは樂觀的慎重論

先行きどうなるのかということですが、先行きを占うには、バブル期のマイナスの借金残高の現存額がどれぐらいかが問題になります。

基本的には収縮の力がまだまだ強い。ブラックホールはまだまだ大きい。強力な吸い込みがあるので非常に困る。そういうことになりますと、大変悲觀論になってしまいますけれども、すべて悲觀することもない。若干は明るい指標もないわけではない。それは設備投資の動きであります。

設備投資は景氣のエンジンだといわれます。従来から、普通の状態のもとでは、設備投資がふえ始めると、景氣は一段階先に進む。景氣の回復局面から景氣の上昇局面へ入る。上昇局面に入ってくると景氣がよくなるから、企業利益はふえ

る。そうすると、設備投資はさらにふえる。設備投資が一層ふえれば、ますます景気がよくなる。悪循環と反対の好循環現象が動き始めます。そうになると、息の長い好景気が期待できる。

ところが、今回の場合は、好循環現象が果たしてうまく進むだろうかという問題があります。というのは、企業の利益率が非常に低い。一たん利益率の回復が始まるとV字型の回復が見られるといった従来の回復とは大分様子が違うらしい。従来は、設備投資がふえるから企業の利益がふえ、景気がますますよくなり、さらに設備投資がふえる、投資が投資を呼ぶような好循環過程が起きるということでしたが、多分従来のように都合よくいかないだろうと思います。

しかしながら、設備投資がずっと減っておりましてのが、去年の一〇—一二月期ぐらいからふえる方向に来了。最近の設備投資調査を見まして

も、平成七年度は平成六年度に比べて設備投資はプラスになるということであります。年度もほぼ半分過ぎましたが、この時点の企業の調査で見ても、前年度よりはふやそうというところが多いようですから、これはふえるのではないかと。昔のように、投資が投資を呼ぶというところにいかないとしても、これは数少ない希望の星のまたたきではないかということ、そう悲観的に見ることはない。

ブラックホールが大きいから、基本は慎重論ということ、景気の先行きについては楽観的慎重論です。「楽観」という形容詞がついて、しかし、基本は慎重論ということで考えてみたかどうか。実は、一年前のときも、同じように楽観的慎重論と申しましたけれども、現に設備投資が若干ふえ出してきたという点において、楽観の度合いは少し先に進んでいるのではないかと考えておりま

す。

六、資産分析の新しい視点

それでは、第二部の「資産分析の新視点」について簡単にお話をいたします。新視点といいますが、極めて当たり前のことをお話しするつもりであります。

先ほど理事長からもご紹介がありましたのが、「景気探偵」などと称している。年がいくもなくそんなおかしいことをいって、一人喜んでいるわけです。ありますけれども、シャーロック・ホームズを中心にいろいろな名探偵の小説を読んで、その中から、なぞの解明をどういう発想法でやったらいいのかいろいろ勉強し、探偵術応用法の研究を趣味にしているわけですが、その一端として、「わが景気探偵術」を御紹介しましょう。

「景気分析は常識応用術」だということであります。シャーロック・ホームズは、「私の探偵術は、常識をちよつとばかり系統だてた程度のシンプル・アートだ」と、みずからの探偵術についておられます。シンプル・アートとか、常識に立脚するとか、シャーロック・ホームズ以外の名探偵もみんなそういうことをいっておりますが、常識をちよつとばかり組織化したようなもので経済分析ができるのではないかと考えているわけがあります。

そういう意味で、逆に、常識の立場からいいますと、経済学者、経済学はいかにもおかしい。特に資産に関する経済学の分析はとてもおかしい。分析の枠組みになるようなものを少し考え直してみたらどうか。こういう点をこくわずただお話をしたいと思えます。

証券業も、不動産業も、資産の運用あるいは資

産の売買、取引でご飯を食べている商売であります。ところが、こういった商売は経済学の中に占める位置がない、こういう奇妙なことが起こっているわけであります。そこで、言葉は余り適当ではないかもしれませんが、「資産取引は経済分析の私生児である」といつているわけです。

新憲法のもとの新しい民法には「私生児」という言葉はありません。「嫡出の子」と「嫡出でない子」ということになります。ところが、旧憲法時代の旧民法におきましては、嫡出でない子が二つに分かれておりまして、父親が認知した子供を「庶子」、認知しない子は「私生児」といったわけです。認知すると、お父さんの戸籍に登載された。しかし、認知をしないと、お母さんの戸籍に私生児という形で記録された。

「資産取引は経済分析においては私生児の扱いである」というと、ここにいらっしゃる皆さんは、

大部分こういう関係のお仕事に関連しているわけでありますから、「何を失礼なことをいうんだ」と大変お怒りだろうと思いますけれども、私がいつているわけではない。経済学がそういう取り扱いをしているわけで、それが大変問題ではないかというわけです。

もうちょっと具体的にいいますと、小学生でも知っている「国債を買うにも株を買うにも土地を買うにもお金が必要だ」という単純なことから経済学者には通じない。それは、資産取引はゼロ・サム・ゲームであるという認識があるからです。まさに、「金融経済学およびSNAの怪」であります。

資産取引といいますが、新しい資産と中古の資産があります。既に発行済みの資産、あるいは既に存在する資産、この既存資産の売買は流通市場での売買です。東京証券取引所、大阪証券取引

所などで毎日売り買いされております株式は、新規の発行株式ではありません。既に発行済みの株式で、自動車の中古車と同じものです。

この株式売買の一番多かった年は平成元年（八九年）でありまして、全国八つの証券取引所の取引金額を合計いたしますと三九一兆円。その年のGDPが三九六兆円ですから、GDPとほぼ等しい金額の株式の売買が行われたのですが、この株式は既存の資産、いわば中古車に相当するもので、経済学の目から見ると、これはただ単に持ち主がかわるだけ、日本経済全体としての株式の存在量は全然変わっていない。

土地の例で説明した方がもうちょっとわかりやすいと思いますが、土地を幾ら売買しても、所有者がかわるだけで、日本の国土面積は三七万平方キロ余りで、一平米たりともふえも減りもしない。したがって、ある人が土地を売ったというこ

とは、確かにその人の持ち物ではなくなったかもしれないけれども、買った人の持ち物になる。いずれも日本の国民であるし、日本国内の土地は外国に逃げていくわけではない。

したがって、マクロの経済から見ると、これはゼロ・サム・ゲームである、プラス・マイナス・ゼロである。ゼロのものに対してお金が必要になる、新たなマネーサプライがそこから需要されることは理屈の上で考えられないということになります。そういったことが、ちょっとどぎつい言葉ですが、「既存資産の取引は経済学という戸籍簿には載っていない」ということになるわけであります。

しかし、それはおかしい。株式の売買であれ、土地の売買であれ、いずれもお金があれば取引は不可能です。また、取引をする人の大部分は、安いときに買って、値上がりをしてから売って差額

を稼ぐ。売買差額を「キャピタルゲイン」と呼ぶわけですが、これが既存の資産の売買をする動機になっている。例えば新車のディーラーであつても、メーカーから一〇〇万円で仕入れた車を一五〇万円で売る。五〇万円の売買差額を得たいという事で商売をしているわけで、ちっとも変わらないわけです。

新車を買うためにはお金が必要だ。それだけ商品の生産がふえるのだから、それに応じてマネー需要が発生する。しかし、土地の場合が一番はつきりしていますが、土地を売買しても、ただ単に持ち主が変わるだけであつて、国全体としてはふえたことにも減つたことにもならない、そういう売買は追加的なマネーストックを需要するはずがないという考え方になっていますが、それはおかしい。新車のディーラーが一〇〇万円で仕入れて一五〇万円で売ると、平米当たり一〇〇万円で

買った土地を一三〇万円で売ると同じことではないか。仕入れるためにはお金が要る。また、買う人は、当然一三〇万円に見合つたお金を持つてこなければ買えない。

既存資産の取引も、独立の経済活動として、経済全体の枠組みの中に一つの場合を与えることが必要ではないか。これは大して難しい話ではないわけです。普通の会社では、損益計算書、貸借対照表という経理関係の書類がある。株式なり土地なりの売買取引を損益計算書に当たるような勘定として国民経済の勘定に新しくつけ加えればいい。そういうものをつけ加えることによって、資産取引はちゃんとした経済分析の戸籍簿に登載される。もはや私生児ではない。そして、小学生も知っているように、お金がなければできないのですから、その取引がお金を需要することになる、ということになります。

もうちょっといろいろなことを整理した上で、こういった研究報告をまとめましょうということと、あとしばらく時間がかかります。いろいろ難しいことをいっぱい書き並べておりますが、実はそういうことをねらっているということです。

そこで、具体的にこれに関連することを申し上げましょう。家計貯蓄率低下は神話だということです。

日本はこれからどんどん高齢化が進む。高齢者は所得が少ないから、当然貯蓄率は低い。平均的に見て貯蓄率の低いグループがどんどんふえていく。そうすると、全体の貯蓄率が下がっていく。そういう目で過去一〇数年を見てみると、なるほど、国民所得統計の貯蓄率は下がってきている、この間に日本人の平均年齢はだんだん高まってきた、それに応じて貯蓄率が下がってきた。

経済企画庁の大臣になりました宮崎勇さんが

中心になって、五年ほど前、二〇一〇年の日本経済はどうなるかという研究委員会を経済審議会の中に設けました。その結論は、その当時一四％であった貯蓄率は、二〇一〇年には九％に下がる、貯蓄はいろいろな投資をするための源泉ですが、これがどんどん少なくなってくる。そこで、専門家は、もう残された時間は短い、この機会に社会資本などを充実しなければ、日本人は永久に豊かな生活環境を持つことができない、だから、どんどん公共事業にお金をつぎ込みましょうといいます。現在の発達した建設技術でやれば三〇四年でできるものに、二〇年もかけてむだ遣いをしているわけですが、経済学者は、そういうものが日本人全体の幸福のために必要だというわけです。

けれども、果たしてそうでしょうか。ちょっと違った方面から考えてみましょう。確かに高齢化は進みます。しかし、高齢化が進めば経済全体は

所得は減っていくかといいますと、そうはいわないわけです。高度成長期に比べると、そんなに高い成長率ではないけれども、これから先も着実に経済は成長していきます、所得はふえていきますといえます。「所得がふえるのに、どうして貯蓄率が下がるのですか。これは矛盾ではありませんか」と聞きますと、経済学者は論理的に突き詰めて考えるという点において極めて弱いのか、そういうことをいってもご返事がないわけです。経験科学だということかもしれませんが、「ずっと下がってきたから、この傾向を延長すればいい」とおっしゃるわけがあります。

では、なぜ下がってきているのか。それを考えるために、損益計算書に当たる家計の所得支出勘定を見てみましょう。実際の勘定では、家計の収入の源泉は、会社からもらってくる給料である賃金です。ほかに、財産所得として、企業の利潤か

らの分配、つまり、配当とか利息があり、さらに、お父さんの才覚を働かせて株でもうけたとか、実現されたキャピタルゲインが収入の中に入ってきます。会社からもらった給料一〇〇万円も、株でもうけた一〇〇万円も、同じように処分可能な購買力の獲得であることは変わりない。この三つの収入の源泉の中から消費が行われます。また、当然税金もかかる。所得から税金と消費を引いた残りが貯蓄という形で定義されます。

ここでは、税金は、広い意味の税金を意味していますから、社会保険料もかかっているわけですが、賃金にかかる税金、配当その他の利潤から分配された所得にかかる税金、それに譲渡所得税（キャピタルゲイン税）がかかっております。消費の方も、株でもうかったから高級車を買おう、それがなければ買わなかった、こういう消費も入っております。

ところが、国民所得統計（国民経済計算）では、収入のうちキャピタル・ゲインは所得とは認めない。商品とサービスの生産活動から生まれた付加価値からの分配分以外は所得とは認めないということ、キャピタル・ゲインは収入欄に載せない。経済学の約束事でそうなっているわけです。では、消費、税金の方はどうかというと、実際に消費は行われているし、実際に税金は払っているから、支出の方には計上する。そして、貯蓄は、両者の差ということになります。

そうすると、金融市場が発達して、資産取引の中でも金融取引がどんどん比重をふやすと、まずまず貯蓄自体が過小に表示されるということが起ってしまうわけであります。どんどん貯蓄率が下がるといいますけれども、実は、証券市場などを中心とした金融取引が中心ですが、それに不動産取引も一部加わった上での資産経済が発達するこ

とによって、統計的にそうなっているように見えるにすぎない。経済学という世界において資産取引は認知をしないというところから来ているということになります。

最後は、これに基づいた推測のようなのですが、アメリカの貯蓄率は物すごく低い。確かに統計的には低いわけです。けれども、これは、今お話ししたようなことが理由ではないかという気がしております。

アメリカは金融資本主義の総本山でありまして、金融取引の重要性が高いということが一つ。もう一つは、必ずしもそれとピタリ一致するわけではありませんが、かなり関係のあることで、日本に比べると資産や所得の不平等が相当大きい。人口の1%が実に三六%の資産を持っている。

富がそれぐらいですと、所得も似たようなものだろうと思います。例えば1%の人が三〇%の所

得を得ている。そんなに膨大な所得を得た人は全部使うはずがない。半分ぐらいは貯蓄に回るでしょう。九九％の人が収入を全部使ってしまうとしても、一％の人の貯蓄率が五〇％だったら、平均して一五％の貯蓄率になるはずです。それなのに物すごく低い。それは、多分、先ほどからいってありますような理由があるのではないかと感じているわけであります。

研究本体の方は、もうちょっと難しい理屈をこねたり、バランスシートや損益計算書の仮説例を重ねた報告書が出ると思いますが、要するに、ちゃんと資産取引も位置づけてください、しかも、お金を需要するものという観点で考えてくれないと困りますということであります。

ちょうど時間になりましたが、ご予約のない方は、時間が許せばご質問をください。

どうもありがとうございました。(拍手)

小山理事長 ありがとうございます。

ご質問がございましたら、お受けいただけるということですので、お願いいたします。——よろしゅうございますか。

それでは、時間になりましたので、本日の講演はこれで終わりにさせていただきますと思います。(拍手)

(あかばね たかお・慶應義塾大学教授)

本稿は、平成七月九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。