

演 平成八年度の経済を展望する

講

香 西 泰

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから本日の講演会を始めさせていただきます。

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。皆様よくご存じの大変有名な方ですが、恒例でございますので、初めにご経歴を簡単に紹介させていただきます。

香西先生は、昭和三三年に東京大学経済学部を御卒業されて、経済企画庁にお入りになり、お若いころスタンフォード大学に留学され、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しております。その後東京工業大学教授を経て、昭和六二年四月、社団法人日本経済研究センター理事長に就任され、今日まで我が国を代表するエコノミストの一人として活躍しております。

れます。

先生は、また、産業構造審議会の産業資金部会長としておられますほか、数多くの審議会の委員として、国の政策形成に幅広く関与しております。

本日は、その香西先生から、「平成八年度の経済を展望する」というテーマでお話しいただくことといたします。ご清聴をお願いします。

一、九五年は失速寸前から再び 回復路線へ

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のお招きで「平成八年度の経済を展望する」というテーマをいただきますので、これについてお話をしたいと思います。まず、先輩各位が大変大勢おいでいただいております。私のような者の話でご満足いただけるかどうか、非常に心もとないのでございますけれども、一応仕事でございますので一つ大耳に聞いていただいて、そういう意見もあるかぐらいでご容赦をいただきたいと思います。

ことは、戦後五〇年ということで記念すべき年であったかと思えますけれども、年の初めから地震、サリン、円高、金融不祥事等々、年末の住専問題に至りますまで、いろいろな暗いニュースが多かったのではないかという気がいたします。しかし、そうはいいながら年の暮になってまいりますと、だんだん済んできたかなという感じも多少

しそうになる、再度景気下降が始まるかもしれないというぎりぎりのところまで押し込められたように思っております。

なぜ一度回復しかけた景気が、九五年の前半に再下降の危険を生ずるところまでいったんだらうかということを考えてみますと、大体三つくらい

の要因があったのではないかと思います。その一つは、景気回復は、大体始まって最初のうちは、落ち込んだところから上がり出すわけですから、ある程度スピードはありますけれども、一年か一年半たつと大分スピードが鈍ってくるという、ごく自然な動きが背景にあったんだろうと思っております。これは過去の景気回復を見ましても、やはり景気が一年か一年半で陰りとか中だるみといったことになっておりまして、そういう面が一つあった。これが第一だと思えます。

しかし、これだけですと、九五年の前半に私ど

ありまして、あるいは、少し明るい来年を展望することもできるのではないかなという気分がそこはかとなくあるように私どもは感じております。

経済の方でも、大体そういう動きになっているのではないかと私は感じておりまして、九五年の前半はかなり厳しい経済情勢で、景気は失速寸前までいった、ほとんど失速するところであったと思いますけれども、夏場から少し雰囲気や風向きが変わってきたのではないかと感じております。

日本経済は九二、九三、九四年度の三年間にわたりまして、実質ゼロに近い成長でした。基準改定がございまして、マイナスの年はなくなりましたが、大体ゼロ成長の継続でございました。その中で、九三年の秋には、政府によって一応景気底入れが宣言され、それから後は、少し経済は上向いていたのではないかと思えますが、九四年の後半ないしは九五年の前半は、経済がもう一度失速

もが感じておりましたような厳しさはないわけで、当然ほかにも要因があった。その最大のもの

は、恐らく円高であつたらうと思っております。この円高も、日本経済の中から起きた円高、つまり日本が黒字で円が高くなっていくということとすと覚悟のしようにもあつたかと思うんです。確かにあのときの日本の経常収支黒字はまだ大きかったし、これは現在も大きいわけですが、勢いとしては既に減り始めていたわけでありまして、九四年度は、経常収支の黒字は減少をしているわけです。それにもかかわらず、一〇〇円だったものが八〇円を突破するというところまで円高になりましたのは、むしろ外部からのショックであった。私はメキシコ金融危機に伴う世界の金融情勢の動きが一番大きな円高要因だったと思うわけでございます。したがってそれはショックだし、その幅も通常の経済の流れから生み出される

ものよりも行き過ぎた大きさになった。だからこそ、日本の産業界にも非常に大きな衝撃を与えるようになってきたのではないだろうかと思ってい

るわけでございます。それから、もう一つの要因は、政策面での対応ということでありまして、私は九四年度中に、余り景気対策がとられなかったことが一つ影響していたのではないかと思います。政府は、九三年秋に景気回復、景気底入れを宣言いたしましたので、それから後はサボったというところと酷ですけれども、九二年から始めて、九三年にかけても行っていた景気対策は、九四年度にはとられなかったということだと思えます。

景気対策的な大幅な補正予算は、九四年度中には行われておりません。公共投資、これは政府固定資本形成と申しますが、その実質の伸びは九四年度はマイナス一％でありました。これはその前

の年の一三％ぐらいの伸びから比べると、大幅な減少になったわけでございますし、政府自身の経済見通しから見ても大きな減少になっておりま

す。また、市中金利も九四年中は、どちらかといえ

ばジリ高傾向だったように思っています、公定歩合が年初に下がった後ずっと維持されたわけですが、中でも、市中金利としては九四年中はむしろジリ高気味に推移したと思います。簡単にいえば政府、日銀は、九三年秋から景気が回復し始めたので、できれば民需の自立回復に早くバトンタッチをしたい、はっきりそうおっしゃったわけではないのですが、ある程度そういう動きは新聞等にも出ておりました。これは金融にも財政にも、ある種の異常な対策をとってきたわけですから、早く正常化したいという気持ちがあったのではないかと思えます。民需の盛り上がり期待されてバト

ンタッチをされたつもりだったんでしようが、バトンを受けるべき民需の方がそれほど強くなかったということがありまして、さらに円高が重なったわけですから、渡したはずのバトンが落ちこちちゃった。こういうことが、九四年の終わりに九五年の初めにかけて起きていたのではなかったらうかと思っております。

ところが、こういう要因は九五年の夏からはがりりと一変して、今いった三つの要因のうちの最初の要因、景気の回復スピードがある程度いくと自然に鈍るというのは、在庫調整が主たる要因だと思えますが、これは病的なものではなくて生理的なものですから、ほうっておけばやがて落ちていく。次第に在庫調整も山が見えてくることになっておりますし、円高は、ご承知のように八月の日米共同介入をきっかけとして、大きく円安に振れたわけでございまして、八〇円のもの

一〇〇円になるだけで二五％円安になるわけですし、これは非常に大きかったという気がいたします。

さらに、ある意味で戦場を離脱し兵力を撤収した形の財政金融政策も、これはバトンがうまく渡っていないと気がついたものですから、むしろ大急ぎで戦場に再度駆けつけたというのが九月の公定歩合〇・五％引下げと一四兆二〇〇億円の財政措置、うち補正予算は五兆円何がしでしたが空前の規模の対策がとられ、発動された。しかも、従来よりも真水が多いということになっておりまして、例えば、これまで公共投資の見通しを大きく狂わしたのは、地方の単独事業を期待し過ぎていたことがあったわけですが、今回の補正では余り地方には期待しないで、また融資でもなく、中央政府自身が主体となってやる公共投資が大きなウェイトを占めることになったわけであ

ります。

つまり、九五年の前半にかなり景気を失速させ、もう一回リセッションが始まる寸前までいったところで円高が是止され、景気対策が打たれたということ、この夏から情勢といえますか雰囲気はかなり変わってきたのではないかと考えられるわけでございます。

九三年の秋から、一応景気は緩やかな回復に向かっていますが、その後、政府は足踏みをしたといっておりますが、弱含みになったというか、もう少し厳しかったと思うのですが、危うく失速しそうになったけれども、どうやら一度は戦場から手を引いた救援部隊も駆けつける、風も向きが変わるということ、日本経済はこの夏から秋にかけて一息入れて、また緩やかな景気回復路線には少なくとも戻ってきているのではないかと私は判断をいたしております。

て、第一は企業収益の回復であります。これは、円高によっても原材料費を下げるわけですから収益は回復するかもしれませんが、円高是正で特に産業等の収益が回復したという面もあるかと思いません。しかしそれにしても、景気が非常に悪く不況の中で企業がこれだけの増益を確保できるというのは、日本のこれまでの「景気がよくなければ収益は上がらない」という、やや自転車操業的な日本経済のこれまでの体質から見ると、日本経済も随分変わったなということをおぼせる事件であったわけでございます。大企業中心にかなりの回復傾向に向かっております。

したがって、九月期もよかったですし、三月期もよいのではないかと、再来年の三月期もこの分なるといふふうには、企業の見通し、センチメントがだんだん明るくなってきている面があると思いません。

円高には内部からくるものもあるわけですが、

ここでは外部要因、つまり外部から発したと思われる円高と、政策要因として、九二年度、九三年度と非常な対策を打ってきた政府、日銀が、九四年度は不思議に対策を手控えて情勢待ちになっていた。それが、失速しかかった一つの要因で、そこから逆転したということです。政策要因と外部要因の変化ということが一つございます。

二、企業収益と設備投資の回復

その一方で、経済の内部にも、今申し上げたことと関係はもちろんあるわけですが、景気の地合いといえますか、アンダーカレントといえますか、底流も次第に変化しつつあると考えていいのではないかと思います。

その一番はっきりした指標は二つございませ

もう一つどちらが原因か結果かは別であります。が、恐らく、最近の経済の地合いの中で目立っておりますのは、設備投資の回復でございます。これも指標によりますが、現在出ている指標の中でいえば、各機関が行っているアンケート調査が非常に強い数字を出しております。一番典型的なのは、先ほどちょっとお話のありました通産省の産業構造審議会の産業資金部会に報告された通産省のアンケートでございます。これでいきますと、九五年度は製造業（大企業）が一八%増加しております。これはかなりの増加だと思えます。

製造業以外はそれほどでもなく、全体では数%の増加にとどまっておりますし、日銀短観その他ではもう少し低くなっております。しかし、いずれも一けたの半ばくらい、数%というように、大企業のアンケート調査はほとんどすべてそういう数字で九五年度はそろってきております。つまり、

あれだけの不況の中でも、ある程度設備投資は出てきている。特に四月六月の設備投資はよかったです。七月九月は現在のGDP速報では設備投資は鈍化したことになっておりますし、機械受注なんかも鈍化しているからあるいはそうかもわかりませんが、これは暫定数値で、法人企業統計が発表になっておりませんから、それ次第ではまだ動く可能性もあるだろうと思っております。

いずれにしても、七月九月には一度鈍化した機械受注も、一〇—二月には再び増加をするという形になっております。不況の中でよくなってきて、しかもアンケートによると下期にかけて上期やや見合わせたものもまたスピードを出してやるというような数字になっておりますから、九五年度の大企業の設備投資はかなり上向いているなということは間違いのないことではないかと思えます。

ったような関連機器もかなりの設備投資の増加を見込んでいます。半導体等についてはサイクルもありますから、技術革新だけで説明はできないと思いますが、サイクルにしても、下降サイクルというよりは上向きサイクルにいくのではないかと。

アメリカでは、パソコンなどは少し売れ行きに乱れが出ておりましたが、若干の企業は赤字になるとか競争が非常に激化してきたということがいわれ、新しいパソコンにかわる次の機種が採られているという話も聞きます。しかし、それにしても、伸び率は鈍化するにしても二けたじゃないかといわれているようでありますから、かなりの投資は続くのではないかと思えます。

こういう技術革新と、それからある程度の波がある。さらに企業間隔差、商品間隔差というアンバランス、よくいわれるまだら模様がある。過剰で困っているところがまだたくさんあるという議

問題は、その先にあるわけで、現在九六年度については、調査をしましても、未回答の企業が多くて、余りはっきりした傾向は読み取れないし、例えば先ほどいいました通産省の調査では、ことしふえた分来年は伸びない、むしろ減るといいう形になっているわけであります。しかし、これは果たして減るところまでいくかどうかこれから出てくる投資、計画が固まってくるものもあるのではないかと思えます。

設備投資の動向を見ておきますと、やはり技術革新、情報化といったものがだんだん本物になってきております。情報化などといって何ほどのことかあらんということでありましたけれども、通産省所管の業種もそうですし、郵政省所管の設備投資になるともっと本気でやっていますから強いわけですね。

それから、パソコン、半導体あるいは液晶という論がよくあるのですが、実はまだら模様になったら設備投資はプラスになるといことだろうと思えます。

ちょっと余談でございますけれども、物を投げ売りするとマイナス在庫投資というものがあつて、在庫投資一〇〇積みまますのを五〇にすれば在庫投資は減りますが、在庫投資をゼロからマイナスに、つまり在庫水準を切り下げること可能なわけです。しかし、設備投資は、過剰業種は一〇〇していたのを五〇に減らす、そこからもう減らないというところまで落ちてしまいますと、後は極端な話、ゼロまで落ちてしまいますとマイナスの設備投資というものはないのですね。これはないといってスクラップにしたらどうなるかということですが、スクラップにしますと貸借対照表の国民資産勘定の調整勘定に計上されますけれども、GDPのマイナス項目にはならないことに

なっておるわけです。

これは需要としてそうだとということになると思
うのですが、つまり、落ちるやつが全部落ちてし
まったら、そこで幾ら過剰があっても、設備投資
は伸ばす人だけの問題になってくるわけでありま
して、そのまだら模様になったときは、伸ばす人
は幾らほかのところが過剰であろうと必ず前向き
の設備投資をやるわけですから、企業間格差が開
いたとか、まだら模様になったとか、まちまちに
なったというときは、設備投資はプラスに出てく
ると見ておいてよろしいのではないかと思いま
す。

ただ、これも日本経済が大きく変わったなと最
近思われますのは、中小企業の設備投資がまだ大
企業に比べて立ち遅れている。しかし、これもど
うやら水面下から水面に出てきたのではないかと
日銀短観等ではまだ水面下のような数字もありま

るでしょうし、やはり海外投資との競合あるいは
海外の製品輸入との競合ということもあるのだろ
うと思います。

こういったようなことで、中小企業の方がむし
ろなかなか伸びてくれない。これは収益もある程
度そういう動きではないかと思いますが、そうい
う問題が出て、日本経済にとって将来かなり大き
な問題になってくるかなという気はいたします。

しかし、それはそれといたしまして、この設備
投資と企業利益の回復は、景気の地合いを見る上
で明るい数字といいいのではないかと思いま
す。

したがいまして、これからは来年度にかけて、
今回行われました補正の効果が、恐らく来年の夏
までは公共投資を押し上げるように働くだろうと
思っておりますし、それに合わせまして設備投資
が出てきている。さっきもいいましたように設備

すが、中小公庫等の数字では大体水面に到達して
おりますから、水面に出てきたのではないかと私
は思っております。従来は中小企業から設備投資
は回復してありましたので、今回設備投資が大企
業先導になったというのが大きな違いだと思いま
す。

もう少し振り返っていいますと、事業者調査な
どを見ますと、製造業における中小企業のシェア
というのは、高度成長期を通じてほとんど一貫し
て一定しております、あれだけ大企業がどんど
ん発達しても中小企業のシェアは下がらない。中
小企業もどんどん新しい中小企業が入ってきて伸
びておったわけですが、九〇年代に入りまして、
製造業とか流通でかなり中小企業のシェアが下
ってきております。従業員のシェアあるいは開業
率というものがかなり明白に鈍化しております。

これは高齢化でリタイアされる方が多いこともあ
り、投資も落ちるところまで落ちておりますから、規
模はかなり小さくなっており、かつて九〇兆円行
った設備投資が七〇兆円の水準にまで落ちてい
る、そういうふう設備投資を絞り込んでおりま
すと、ちょっと見直しを行うだけで相当伸びると
いうこともあるようです。

例えば、必ずしも成長業種かどうかわかりませ
んが、紙・パとか化学とか、鉄鋼とかでも、設備
投資をちょっと見直しただけで意外に大きな伸び
が出ているということも一つあるわけです。

こういうものは技術革新関連とか、半導体サイ
クルがまだ続くかなというようなものとは比べ
ると、来年度もまだどんどんいくなるかどう
かについては疑問があると思えます。したがっ
て、現在の設備投資回復は、落ちるところまで落
ちてから横ばいに入る間の微調整だという議論も
できないことはないのです。それにしても、もう

一年くらいは、ある程度はプラスになるのじゃないか。去年まではマイナスだったわけですから、その点はかなり大きな変化であります。

三、九五年度は1%強、九六年度は2%台前半の成長か

結局、来年の日本経済の成長率は、設備投資と公共投資の二つを一応の柱といたしまして、好転していくのではないかと考えております。具体的に数字で申しますと、これまで三年間ゼロ成長、つまり1%以下の成長率でありましたけれども、九五年度は、下期はある程度出てくるのではないかと。公共投資や設備投資が、七―九月はたるんだようですが、また一〇―十二月には復活すると考えますと、1%前後というよりは1%台に乗っているのではないかと私は思っております。いろいろ

ろなところでやっている見通しを聞いても、1%前後にはいくという見方が強いわけですし、私は場合によっては1・1、2%に乗っているのではないかと思っております。

来年度につきましても、今申したような公共投資と設備投資を中心に考えて、私は2%前後に乗ると考えているわけです。いずれにしても九五年度はゼロ成長ではなくなって、来年度はOECD並みとまではいきませんが、――ことしの日本経済はOECDの文献によるとエクセプショナルリー・スロー・グロスと書かれているのですが――エクセプショナルリーということではなくって、高い方か低い方かわかりませんが、OECDのレンジの中には入ってくるのではないだろうかと期待をしているわけであります。

消費につきましても、消費主導の回復が起こるのではないかとということも、去年あたりはいろいろ

る私どもも考えておりました。これは全く間違っているのではなくて、例えばパソコンにしても、いろいろな耐久消費財、あるいは自動車の国内販売等にしても、九四、九五と大分回復してきておりますから、消費が足を引っ張るといことはなかったわけでありまして、消費だけで回復というのはやはり運行指標ですから、難しかったんだろうと思います。来年も物価は安定しておりますし、ある程度は消費も伸びてくれるだろうと思っております。主導力はむしろ投資、すなわち、公共投資と設備投資だろうと思いますが、消費もある程度は伸び続けてくれるのではないだろうか。心配なのは雇用問題で、どうも失業率はなかなか下がらない、場合によってはふえると思っておりますけれども、従来の経験ですと、失業率がふえるころには景気がよくなっておりまして、余り問題にはならなかったんですが、景気の低迷が長引いて回復

が十分でないときに失業率がふえ出すと、それが消費を落として、また先に行くというふうには、雇用情勢が原因となって次の成長鈍化が起こる危険がまだ残っていると思っております。

しかし、いろいろ企業のご意見を聞いてみましても、円が一〇〇、一〇五円になってきて、日本の雇用システムを守る自信も少し回復してきているようですから、それほどの破綻なく、失業率が高いの中で、何とか切り抜けられるのではないかと考えております。

為替レートは、大きくいってボックス圏だと思っております。お前はどっちだといわれれば、名目値としては円高になる可能性があると思っております。一〇〇円というのは、これはおとしも一〇〇円が出た時期があったわけですから、黙っていてもアメリカは二、三%くらい物価が上がっております、日本は上がっていないのですか

ら、いつまでも一〇〇円とか一〇二円とかでいれば、だんだん円が実勢よりも安くなっていくことは明らかで、私は来年度九五円なら日本産業は御の字でやっていけるのではないかと思っているのです。また、それぐらいにはなり得ると思っておりますが、基本的にはボックス圏に入っているのだろうと考えております。

こういうふうには円がある程度落ちつく、どちらかといえば、だんだん実質円安になっていく、名目横ばいということは実質円安だと考えても、やはり外需に頼って成長する時代ではないことは明らかでありまして、むしろ輸出は現在も減っております。

輸出が円高是正が行われた後になってむしろ減ってきている理由は、アメリカの景気も来年前半に少したるものではないかということでありまして、もっと大きなことをいえば、中国はかなりイ

ンフレ抑制策が浸透してきまして、中国の政策も香港返還等に絡んで見ておきますと、どうもこれまでのような外資歓迎・優遇、特別区奨励からもう少し平等に経済を振興するんだという方向に向かっておりますから、解放改革は否定されるわけではありませんが、成長率は、これから中国は少しダウンしてくるだろうということだと思いません。

中国の成長がアジアの成長の一つの機関車になっていたわけですから、それが少しスローダウンしてくるということで、NIESもASEANも少しずつ成長率が下がる。中国は半分くらいになり、NIES、ASEANは1%か2%成長率が下がるということで、アジアの成長が多少スローダウンし、特に中国でスローダウンすることが輸出にマイナスになるということだと思えます。

アメリカのスローダウンでアメリカからの輸出

圧力がふえる、あるいはアメリカへ向けて輸出されていたものがアジアへ向けて輸出されるようになる。例えばロシアの鉄鋼などは、現在アメリカでダンピングしているといわれているんですが、こういうのがアジアへ流れてくるという話もいわれておりまして、輸出環境が少し落ちてくると思いますし、円高是正が起こっても簡単には輸出はふえない。さらに自動車の例をとりますと、これは海外生産に移転するという方針をつくって、守って、実行しておられるわけですから、そういうことも重なって、輸出はもちろんプラスでしょうけれども、そうは伸びない。

一方、輸入は一〇〇円前後、一〇〇円プラスマイナス五円の幅であれば、製品輸入中心にふえてくると考えるべきではないかと思えます。

来年の経常収支は、どのくらいかということはいろいろ問題がありますが、場合によっては一〇

〇億ドルを切って(日本の円でいえば九兆円)、GDPに対する比率も2%を割る可能性もあるのではないかという気がいたしております。したがって、これは国際収支上は大変いいことでありまして、円もそのことで余り円高要因はなくなってくるということですから、その面では結構なことですが、需要面からいいますと外需期待ということは望み薄であろうと思っているわけでありまして。

したがって、話をもとに戻しまして、景気を支えるのは設備投資と公共投資の二つであると思えます。私どもの同業者が、現在いろいろなところで行っている数字を計算しておられます。二、三日前に聞いたところでは、大体2%前後というところが多くて、弱気な人はまだ1%以下なんです。私どもの強気な金森会長は3%などというところがありまして、これが一番上限ではないかと思いま

す。大体二%が平均値か中位数になりそうな雰囲気であり、私も大体そんなものかなと思はれているのですが、もちろん外れる可能性もありまして、来年は、内心上放れる可能性もかなりあるだろうと思っております。

それは、先ほどいいました設備投資がことしある程度出ているのを、落ちるところまで落ちて、これから水面下でもたまたまする前兆として微調整で少し上がっていると読むのか、やはり落ちるところまで落ちたから後はリバウンドする、その第一歩だと見るのか、そこが分かれ目でありまして、技術革新もある程度出ておりますし、これは一度火がつけば結構行くところまで行くのではないかとこの議論もないことではないですね。

それに対して、先ほどいいましたように、少しことしでき過ぎているという議論や、中小企業は海外投資との競合、輸入との競合があつて力が

・五だそうですが、久しぶりに政府が当たることになるかもわからないと思ひながらも、中小企業、海外投資もあるし、構造変化も起きているし、金融の後始末もまだ残っているのではないかなというところで、二の前半、二・二、三だろうと思つているわけです。私どもの日経センターできょう、あした、あさつてくらいに発表するんですが、予測チームは大体二・一くらいで、ことしも余りそれとかけ離れたことはいわないようにしているんですが、個人的には二・一よりも少し上に行くかもしれないと思つております。

これまた余談でありますけれども、こういうことをいうと笑われますが、実は統計の基準改定とこの秋にございまして、従来八五年基準だったものを九〇年基準に変えております。国民所得統計というのは非常に複雑な計算をしており、どこを動かせば何が変わるということは、

ない、設備投資の割合としても中小企業は大きいわけですから、そこが問題ではないかという議論があり、依然として二つが対立しております。二%と考えるときは設備投資は三、四%の伸びかなと見ているようですけれども、大体そういう予測は過去余り当たりませんで、伸びるときは五%、七%はばつと簡単にいくわけですから、従来の日本の景気循環パターンからいけば、もう少しいいでもおかしくはないわけです。

先ほどからいっておりますように、日本経済は従来とは随分パターンが変わってきていることも事実で、例えば計量モデルなどで計算しますと、もう少し設備投資を中心にGDPの伸びも高くなりまして、二%台半ばというのは簡単に出来る数字だろうと思つております。したがって、二ということなんですが、場合によっては、あるいはうまく情勢が転がれば二・五に近づいていく。政府は二

とてもたくさん要素をかけておりますから、後づけができないようにできているわけです。

しかし、抽象的に考えると、基準年次が新しくなるということは、最近伸びているものにウェイトが大きくなるということなんです。昔の成長産業にウェイトが大きいつくり方と、最近の成長産業にウェイトがかかったつくり方とがあるわけで、一〇年前の基準から五年前の基準に改定すると、一〇年前に大きなウェイトを持っていたものよりも、五年前に大きなウェイト、つまり最近時点が大きく伸びているものにウェイトが大きくなるということ、実はむしろ高めになるようにウェイトが大きくなっているわけです。これは数字の当てっことで、経済実体とは何の関係もない話なんです、当てっこゲームとしてはそれもばかにはならないのかもしれないということであり、

うことは、今年これだけ大型補正を組んで何もしなければ、九六年の夏過ぎには、公共投資がまた息切れしてくるといふ議論になりかねない面があるわけです。

そのときもし民需が上放れして、設備投資がどんどん出てきていけば問題はないわけで、今度こそバトンタッチをして、財政は正常化、健全化へ向かえばいいわけですが、不幸にして、設備投資がそれほど出てこない段階で公共投資が息切れすることになったら、政策問題がかなり深刻になってくるわけがあります。

従来型でいえば、そのときに出せばいいじゃないかというふうになるわけがありますけれども、ご承知のように、日本の財政赤字は、私のような財政拡張論者の目から見ても、かなり大きなものになっていることも否定はできない。

国民経済計算ベースの場合、「政府」というとき

は財政赤字三％あるいは国債残高七割が基準だったかもしれませんが、それもなかなか通らないようなどころへ追い込まれている。それはよそと比較してもしようがないわけですが、フランスは、ご承知のように、通貨統合に参加するために、ストライキを押してまで社会保障を削ろうとしているのですが、どこまで削れるか、これからの問題になっているわけです。

世界の主要国はみんな赤字をいかに減らそうかということ、アメリカは、赤字の減らし方をめぐって政府が倒産するかもしれないという話になっておりますが、両党とも、赤字を減らすということは一致しているわけです。その中で日本はほとんど赤字をふやしている。

これは鈴木淑夫さんがよくいっていますが、日本は貯蓄率が高いわけで、国民が貯蓄をしない国の赤字と話が違うというのは、もっともな議論で

には地方と年金を足すわけですが、年金は、まだそれほど高齢化が進んでいなくて、年金を払っている人が多く、もらっている人が少ないわけですから、まだふえておりまして、年金を入れると大体黒字になるのですが、現在、年金を入れても、GDPに対する財政収支は既に赤字になっておりまして、その赤字率は三％。アメリカはそれを二％以下に押さえ込んでいるわけです。現在アメリカが国際会議へ行つて、「我々は先進国中最も財政赤字が少ない」と胸を張っておりますが、下手をすると、日本は最も赤字率が高い国になる。イタリアよりはいいかもしれませんが、このままいけば、来年三・五％ぐらいまではいきそうですから、下手をすれば、OECDの中でも赤字率が高い方に入ってくる。

国債残高などは、もう既にアメリカと並んで六割に接近しているということで、EUの通貨統合ありますけれども、高齢化してくると、貯蓄率もいつまでも頼りにならない、どんどん赤字をふやしていつかいいのかという議論が一方で起こるわけがあります。

どちらが勝つかということは別といたしまして、設備投資がどんどん出てくる雰囲気が出れば、その問題は回避されますが、そうでないと、補正予算をどうするのかということが、来年度の夏以降一つの問題になってくる。今後高齢化社会が来るとか、財政負担率をどう考えるかとか、六〇兆円の予算はどこへ消えたのかとか、財政政策の有効性いかんとか、そういう基本問題に立ち返った議論になる可能性があるだろうと思えます。

それと同時に、もう一つ時限爆弾があります。再来年の四月に消費税を五％にするということが法律に書いてあるわけで、決断は、その六カ月前の九六年度の秋に行われることになるわけであり

ます。

景気がうまく立ち直ってれば問題はないかもしれませんが。民需で自立回復している可能性もかなりありますが、必ずしもそうでなかったときには、話がかなり面倒になってきまして、景気が不十分だし、もうちょっと様子を見たいから、少し伸ばせないかという議論も当然出てくるであろうと思います。

いや、そうはいっても、今の赤字すべてが循環赤字とはいえない、来年一般会計で十数兆円の赤字になるが、循環赤字が一〇兆円で、残りの六兆とか七兆は構造赤字になる、そういったものはどこかで消さなければいけない、やっぱり増税しようじゃないかという議論も出てくる。増税して支出をやめるのか、増税して支出を続けるのかもまた論争になる可能性があります。つまり、五%を取った上でという議論も一つあると思います。さ

らに七%取ろうじゃないかという議論もあり得ないわけではありません。

ところが、逆に、大きな政府がいけない、六〇兆も使って何の役にも立たないという議論もある。私は、それは間違いで、財政を削ったら景気が悪くなった九四年、九五年の実績、それから、追加したら少し明るくなった今の実績から見ても、効果がないとは思わないのですが、印象論としては、六〇兆は何の役にも立たない。増税してもどうせ使うだけというのはおもしろくない。これはアメリカ共和党の考える新保守主義であります。が、むしろ減税すればいい、民間の力を本当に活用するためには、政府が金を使うより、民間が自由に活躍できるように規制緩和をし、行財政改革をして、余裕をつくって減税をしろ、こういう議論もあり得るわけがあります。

私は、これは大いに議論する余地のある問題で

はないかと思うのです。つまり、来年、普通にいわれている二%よりももう少しいいテンポで経済が回復していれば、そういう問題は余り深刻にならないかと思いますが、二%そこそこですと、一体増税するのか、減税するのか、増税を延期するのか、こういう問題がかなりフィロソフィカルに議論される。また、してもいい時期ではないかと考えているわけでありまして、その決着いかによって、九六年度の成長率、あるいは九七年度へ向けての展望がかなり変わってくるのではないかと思っております。

もう一つ余談をいいますと、私の任ではございませんけれども、そこに選挙が絡んでどうなるかという問題もあり得ないことではないわけでありまして、来年中に解散されるといふ議論がありますが、消費税問題が起こる前に解散するのか。上期は景気も悪くないからいいのじゃないかと政界

の方もおっしゃっておられました。秋口以降にやりますと、消費税増税問題で大勝利をおさめた経験、大敗北を喫した経験はまだ政界には生き残っているわけで、どう対応するのか。再来年まで選挙を延ばすのかとか、政界でもそういうことをいろいろ議論しておられる方がいますが、そういう議論が次第に出てくるのではないだろうかと思っております。

そういう点で、来年度は、設備投資と公共投資が中心になってある程度の回復をする。前半は大丈夫で、後半も、来年度いっぱいには情性が続いて、二%には乗る形になるのではないかと思えます。ただ、設備投資が順調に伸びていく体制があればよろしいわけですが、その点がそれほど力がないということがわかってきた場合には、政策論争がかなり深刻に行われる。これは行われていいことですし、行われるべきであって、それによって結

論も若干異なってくるのではないだろうかと考え
ております。

五、金融再編成

そういう中で、日本経済の問題を考えますと、
少し景気から離れるかもわかりませんが、恐らく
来年は金融界の再編成がかなり表面化する年にな
るのではないだろうか。私はそれほど中身を知り
ませんが、外から見ていて、何となくそういう印
象を受けております。

住専問題について一応の案が出たわけでありま
すし、それ以外の破綻金融機関についても、整理
の手順がだんだんはつきりしてきました。暗やみ
から少し明かりが差してきたという面もございま
すけれども、従来行われている議論に対していえ
ば、不良債権の償却をすることは、何らかの意味

で自己資本を減らすことになる。いろいろな意味
で、金融機関の体力を消耗する仕事である。来年
度ぐらいにはそれがかなりはつきりと理解される
ような事態になるのではないかと考えておりま
す。

第二次世界大戦の後も、インフレもありまし
たし、戦時補償の打ち切りもあって、日本の金融機
関は非常に体力を失いましたが、このときは、金
融機関の再編整備は別途行われたわけですが、オ
ーバーローンとか、日本銀行がお金を貸すとい
う形で、簡単にいえば流動性を補給するという形
で、何とか切り抜けることができたわけでありま
す。

信用組合のいろんな再建のやり方を見ておりま
すと、不良債権の問題も幾つかの側面があると思
いますが、金融機関はいつも「貸ししづりはして
いない」とおっしゃっているのですが、不良債権

を抱えているので貸ししづりが起きているかどう
かというのが一つの問題です。

二つ目の問題としては、これは、不良債権があ
って何となく貸し出しが伸びないというのとは違
った次元の話ですが、不良債権がパニックの引き
金になるという心配があったと思います。

一番目は、論争がありますけれども、だんだん
過去のことになっていきますから、余り触れなくて
もいいと思うのですが、二番目のパニックの可能
性は、これはもともと予測ができない不測の事態
ですから、起きるといえば起きるかもしれない、
可能性はいつもあると思います。しかし、現在の
ような仕組みでやっていくとすれば、日本銀行の
流動性供給によって、当面は何とか鎮静化するこ
とができるだろう。国際的にも、中央銀行の協力
というところで、時間を稼ぐことはできるのではな
いかという気がいたします。

関係者には申しわけありませんが、「日本銀行
はラスト・リゾート、最後の貸し手であると思っ
ていたけれども、最近では、ファースト・エイド、
一番最初に貸してくれる銀行になった」と悪口を
いう人もいます。逆に、「今のままいけば、日本銀
行あるいは預金保険機構や整理機関にどんだん不
良債権がたまる。みんな逃げてもあそこは逃げら
れないから、やっぱり最後の貸し手だ」という悪
口もいわれておりますけれども、政策当局は流動
性補給については非常な決意を持ってやっていら
っしゃるといふことは、そういう悪口の反面とし
ては認められることであります。これは不測の事
態ですから、いつ起こらないとも限りませんけれ
ども、それは、流動性供給によってある程度コン
トロールされていくだろうと思うわけです。

しかし、第三の問題として、不良債権を償却し
ようとすれば、体力が減ってくる、自己資本が減

ってくるということが、九六年度の金融界の大きな問題になってくると私は予想いたしているわけでありまして、これはある意味でいえばばかにならない数字だと思います。

例えば八%の自己資本ということは、自己資本の一・二・五倍資産を持っている、貸し出しをしているわけですから、償却で一対一で自己資本を減らしますと、一・二・五のうちの一は不良資産で消えるわけです。一・二・五のうち一だけ自己資本と不良債権をオフセットしますと、一一・五余ってしまう。つまり、理屈の上では貸し出し余力がなくなる、その分は回収しなければいけないということになるわけですが、実際はそんなことは起きない。

なぜ起きないかといいますと、現在、日本の大銀行は大体九%の自己資本比率を持っています。それから償却の準備金が相当ありまして、これは

自己資本比率の計算のときには出てこない。欄外になっておりますから、一対一で償却しても、一倍の分を減らす必要はない。都市銀行、長信銀、信託は、それが六兆ぐらいあるのではないのでしょうか。

それから、株で益出しをされるのも恐らく数兆円考えておられると思います。株のキャピタルゲインといえますか、益出し分は、BIS規制で四五%が自己資本に計算されておりますので、一対一ではない。半分は自己資本が減ることになりませんが、全額減るわけではない。

最近、日本銀行の低金利のもとで、金融機関は異常な高収益を上げております。本当なら税金が入ってきて、今危機宣言が出ている財政からいえば、のどから手が出るほど欲しいわけですが、ブラックホールというか、不良債権の償却に相当使われるだろうと思います。これは、ふえるべかり

し自己資本の減ですから、今ある自己資本を減らすわけではない。よくわかりませんが、十数兆円のうち半分は既に引き当てができていて、これは自己資本外、あとの半分は益出しとこれからの利益で穴埋めしていく。こういうことで、一応の計算では、平均的には何とかなるようであります。

もう一つ、劣後債を発行するという手があるわけであります。しかし、個別の金融機関の中ではそう簡単でないかもしれません。個別の金融機関も平均でやっているから、合併でもすればいいじゃないかとお考えになることもあり得ると思うのですが、実は合併も楽ではない時代になってくる。つまり、合併すれば、自分の合併後の自己資本比率が下がるわけですから、ちゃんと自己資本を持ってくるなら喜んで合併するということになるだろうと思います。

自己資本の非常に悪い銀行と合併して、以前のように、預金があれば商売がどんどんできるというならいいのですが、BIS規制もそうですし、不良債権が発生しそうになるのを事前にチェックしようという事前処理、ああいうことも全部自己資本比率を中心にこれから基準が強化されてきます。そうすると、自己資本を持っていないところと合併するのは非常に危ない。自分の活動をそがれることになるわけです。

劣後債も、預金よりは確実でない、一〇〇%回収できないかもしれないということが既に明らかになっているわけですから、劣後債を出す方もかなり高い金利を要求するかもしれない。国際基準を満たさなければ、だんだん撤収していくとか、合併できればいいけれども、合併できないとジリ貧になっていくとか、そういう金融機関も出てくる、一方で、償却してきれいになったところは非

常にすっきりする、そういうことになってくるのではないかと思うわけでありませぬ。

日本の金融界が将来強くなるためには、どうしてもそういう過程を経なければならぬ。それは景気動向に直接どうこうということでないかもしれませんが、金融界が合理化をしなければいけない厳しい状況にあることも、景気をどんどん引き上げる方向でいえばブレイキに近いものになっているのではないだろうか。景気がどんどんよくなるだろうと見るわけにいかない一つの理由として、だんだん山を越してきたことは事実ですけれども、金融界の再編成なり合理化が非常に大事になる。

戦後のように、金融を統制しておいて、流動性さえ出して、あとはオーバードローンでもオーバードロッシングでもやれという時代ではなくて、自己資本がないと国際的にも商売できないし、国内

的にも、自己資本比率が低くなるほど監督や検査がうるさくなるという仕組みがだんだん強まりませぬ。そういう意味で、金融界の格差拡大がいろんな影響を与えることになるだろうと予想しておいたらいいと思います。

これは雑談になってしまえますけれども、不良債権を処理したら景気はよくなる、景気をよくするために、不良債権を処理しなければいけないというのですが、処理さえすればよくなると考えるのは間違いであって、その処理は簡単ではないということが一つあると思います。

それから、金融機関については、三重野前総裁がいわれたように、金融システムに動揺されては困るけれども、そうでない限りは、銀行もつぶれてしかるべきだという議論がございます。五年間はつぶさないという議論もあるのですが、あの議論はある意味では非常に深刻な議論になり得るわけ

です。乗り込んでくる、こういう構図になっております。

前で、預金者に「預金をするならば、郵便貯金にするか、大銀行へ持っていくなさい、中小金融機関は救いませぬよ」といっているに等しいわけでありませぬ。

戦前は、大恐慌の後に銀行統廃合を猛烈にやって、地銀の数をどんどん減らした。ところが、戦後は、銀行こそ認可をふやしませんでしたから、ほとんどふえておりませぬが、いろんな金融機関に預金業務を認めた。戦前の恐慌の後は資金過剰時代でしたから、銀行を集中させたわけですが、戦後は資金不足時代でしたから、とにかく預金を持っているものは大歓迎である。資金不足時代にはコールレートが一番高いわけで、小さな金融機関は、コール放出をしていけば、一番安全に運用ができた。しかし、資金が過剰になってきますと、コールは最も低い金利になりますから、収益源がない。資金が余っていると、どんどん都市銀行が

乗り込んでくる、こういう構図になっております。

結局、今の多くの信用機関の破綻の問題も、一度整理した中小金融機関を資金不足時代にまたふやし、それが資金過剰時代に合わなくなってきたことのあらわれだろうといわざるを得ないわけで、そういう意味の整理も行われるわけです。

そのことは、中小企業はどういうふうに資金を確保したらいいのかということと絡んでくる。戦前の恐慌のときの議論の一つも、中小金融機関を整理すると、中小企業金融の問題になるという議論もあったわけで、そういう意味でも、金融再編成は一つの問題ではないかという気がします。

証券界の方の前でこういう話をするのはなにかもしれませんが、証券会社が損失補てんをやっている、いろいろしかられた。「預金」と名がつけば何でも損失補てんをしてくれて、利子までちゃんと

公的資金で損失補てんをしてくれるという制度も、いずれはもたなくなるわけです。

一方でいいますと、恐らく将来的には、土地担保のような形で資金を調達することはできなくなってくるから、もっと証券化をして、例えば中小金融機関はCP、大企業は社債で資金を調達する。銀行もそれを売ったり買ったりする。将来は、投資信託業務と銀行業務がだんだん接近していくのだろうと私は思います。

預金には裏づけを持ってという議論が学者の中にはございますけれども、考えようによれば、MMFとか、もし短期国債ファンドがあれば、これこそ一〇〇%国債準備を持った預金と同じような流通手段になるわけですから、そういったことも将来はだんだんできてくるのではないかと。アメリカもそういう形へだんだん動いているのじゃないかと思えますから、日本の間接金融は直接金融

どうですか」といわれて、あんなに銀行でもまだ高い金利を預金者にくれようとしているから、私の仮説はどうも実現しないらしいと思ったのですが、そういうことも考え方としてはないわけではないだろうと思えます。

六、構造調整と景気循環

もう一つの問題は、いうまでもなく産業調整がまだ続くということであり、高コスト、内外価格差の是正は、まだまだ底流として続くであろうと考えているわけです。こういう構造問題と景気循環の関係は非常に難しく、中には、構造調整が必要な間は日本の景気はよくなるらない、構造改革が進むまではだめだという人もいらっしやる。中には、いや、それとは関係ない、構造問題があるうとなかろうと、景気は上がったたり下が

ともっと融合しないと、将来はやっていけないだろう。これは素人考えですが、その過渡期として、だんだん体力差が出てきたところで、来年あたりいろんな整理が行われるのではないだろうかと考えております。

笑い話ですが、悪い銀行は、預金金利を上げないと預金が集まらない。ところが、いい銀行は、預金が集まり過ぎても、自己資本がないと困ってしまうわけです。貸し出しもできない。いい銀行は、そのうち預金保管料を取るのじゃないか。悪い銀行は高い預金金利で金を集めて、いい銀行は保管料を取る。株式資金は欲しいけれども、預金だけもらってもしょうがないということになる。

そういう夢物語をある人に話しまして、家へ帰りましたら、たまたま大銀行から電話がかかってきました。「あなたは普通預金にたくさんお金を持っているけれども、そろそろ定期預金にしたら

たりするという人もいます。どちらが正しいかということは、本当の話よくわかりません。

しかし、私は、恐らく真理は中間にあって、景気循環の力は強いですから、構造調整をやりながら景気は上がったたり下がったりするだろう、しかし、どちらかといえば、構造問題があれば景気に派手さは出ないだろうという程度にしか考えておりません。日本についているんな悲観的な見方もありましたけれども、考えてみると、世界中どの国でもいろんな問題がある。日本だけがゼロで、ほかのOECD諸国が二%か三%はいくというのがいつまでも続く必要もないだろうと思えます。

構造調整をやった時期というのはどういう先例があるかということになりますが、一つはアメリカの七〇年代、八〇年代の事例でありまして、あのときアメリカは日本に競争力で追いつかれて、

非常に困った時代だったと思います。事実、それ以降、アメリカの実質賃金は横ばいですし、特に輸出競争にもろに直面している製造業の実質賃金は低下しております。アメリカはこの一二年好景気でしたけれども、あの自動車労連がそんなに賃上げをしろとはいっていない。これは、相当日本に追い込まれたせいもあって、いろんな構造調整もしたのだらう。その一方で、最近アメリカは、いろんな情報化によって非常に力をつけてきている。二〇年の調整が次第に実ってきたという印象を持っています。

それでは、その間の景気循環はどうだったかというところ、好景気がかなりある。レーガン好景気は八年間続いたわけです。ただ、我々から見ると、あの好景気は何となく頼りなくて、好景気だといながら、クライスラーは何回も赤字になる。これは七〇年代ですが、USスチールがいつの間に

か鉱山会社になっていたとか、フェアチャイルドが雲散霧消していたとか、そういうことが起きながら、景気としては上がったりがったりしていたのではないか。

日本で構造調整が必要とされていた時期は、一つは、第一次世界大戦の後の日本の産業界であった。戦時中非常に膨張して、戦後は外国に追い込まれたわけですが、あのときも、確かに何となく不況が長引いた。バブルもございまして、大正九年の大暴落があったわけですが、しかし、それでも、景気としては、多少よくなる年もあれば、多少悪くなる年もありまして、成長率自体は、大正に入って明治時代に比べてガクンと落ちていく例はないわけです。

もう一つの例は朝鮮戦争後の日本です。あのときも、朝鮮戦争で非常に物価上昇になって、三六〇円ではとても競争力がなかった中で、産業を合

答えを出していないのですが、少なくとも前半には二%台に乗っているのではないだろうかと考えております。

理化しなければいけないという非常に厳しい局面だったと思います。特需があつて、それで食える間はいいいけれども、その先どうかということであつたと思うのですけれども、あのときも、最後は一兆円予算で厳しい不況になりましたけれども、途中まではかなりの消費景気があつたりしたわけでありますから、景気は波を打つものであろう。過去三年非常に低成長でありましたし、構造問題もまだ残っていると思うのでありますけれども、だから、来年ももう一年不況でゼロ成長と決めてかかることもできないのではないかと思っております。

話が行ったり来たりして、脱線ばかり多くて、中身の薄い話でございますけれども、もう一度来年度の経済を占うといたしますと、ことしが一%台前後、来年度は、まだ迷っていて、最終的には

経済計画は三%ですからまだ足りないし、二%では構造問題も一挙には解決できないとか、失業が残るとか、いろいろありますが、「めでたさも中くらいなり」というか、今の日本経済に望み得るかなりいいことではないかと考えて、来年は、むしろよくなったときを逃さないで、問題を解決していくということと前進をしていくのがいいのではないか、漠然としたところでございますけれども、そんな感想を持っております。

大変雑駁な話をいたしました、お役に立つかどうかと思うのですが、お約束の時間が迫っておりますので、これ私の方からのプレゼンテーションは終わらせていただきます。

どうもご清聴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。

あと五、六分ばかり予定の時間が残っているかと思ひますので、ご質問なさりたい方がいらっしゃいましたら、お手を挙げていただけますか。

——よろしゅうございますか。

それでは、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。

(ごうさい ゆたか・日本経済研究センター理事長)

(本稿は、平成七年二月一九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)