

## わが国経済の現状と展望

新保生二

小山理事長 それでは、定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、経済企画庁調査局長の新保生二さんです。

新保さんには、昨年もこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例ですので、初めに私から経歴等を簡単に紹介させていただきます。

新保さんは、昭和四三年に東京大学経済学部を卒業後、経済企画庁にお入りになり、長官官房のほか、調査局、物価局、総合計画局等の各局を経験され、平成五年には大蔵省に出向して、財政金融研究所次長を務めておられます。平成七年に企画庁の調整局審議官、平成九年七月に調査局長に就任され、現在に至っております。

新保さんは、お若いころから官庁エコノミストとし

て活躍されており、昭和五四年に日経・経済図書文化賞を受賞された『現代日本経済の解明』という著書をお出しになったのを初め、これまでに日本経済に関する著書を多数発表しております。

先月中旬に、平成一〇年度の経済白書が公表されましたが、新保さんは担当の局長として、昨年引き続きその取りまとめを指導しております。また、月例の経済閣僚会議の場で経済報告をされる等、政府の経済運営に重要な役割を果たしております。このところ、経済の現状と景気の先行きについて、市場関係者の間でも強い関心を持たれています。本日は、その新保さんに「わ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いたしました。ご清聴をお願いいたします。

## 一、昨年度下期以降のマイナス成長の要因

経済企画庁の新保です。よろしくお願いいたします。

昨年に行きまして、経済白書についてお話をさせていただけると機会を与えていただいて、非常に感謝しておりますが、昨年ここでお話しした後の一年間の経済の推移というのは、我々が予想していた以上に厳しい展開になっているわけでございます。

ご承知のように、昨年四―六月の成長率が年率マイナス一％と二けたのマイナスになっていることが、昨年九月の時点で統計的に明らかになりました。それまでの認識は、どちらかというと、これほど厳しい、消費税引き上げに伴う駆け込み

## わが国経済の現状と展望

点では、まだ一―三月の駆け込み需要が非常に大きかったことの反動で四―六月のマイナス成長が大きくなったのだろうと考えていたわけです。現に七―九月は、年率三％ぐらいの成長に戻って、反動の反動という形でプラスの成長に戻りつつあったわけでありまして、ところが、決定的に状況が変化したのは一〇―一二月期以降でありまして、一〇―一二月期は年率一・六％ぐらいのマイナス成長になりましたし、ことしの一―三月に至っては、年率五・二％のマイナス成長ということとで、二・四半期連続で経済が縮小するという非常に厳しい状況になったわけでありまして。

昨年の一〇―一二月以降にこれだけ厳しいマイナス成長に落ち込んだ背景としては、大胆に整理すれば三つに要約できるのではないかと思います。一つは、何と云っても金融機関の貸し出し態度が昨年の中ごろから非常に厳しくなったという

需要の反動減があるとは見ていなかったわけですね。

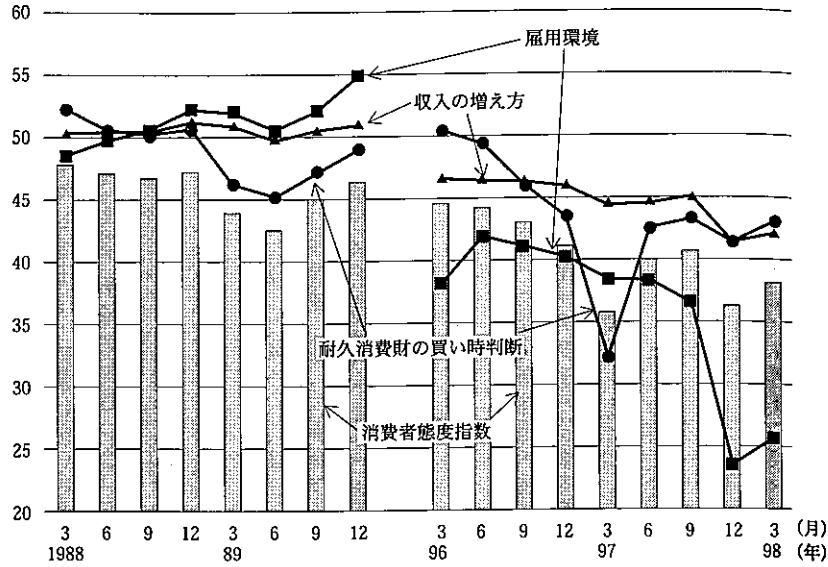
昨年もお話ししたかもしれないが、五、六、七、八、九の業界は非常に強気でした。要するに、バブル期に自動車や家電が非常に大きく売れ、その買いかえサイクルがそろそろ出てくる時期だと前から思っていたわけですが、一昨年の後半から昨年の一―三月にかけて、乗用車とか家電が非常に売れなくなりました。これは、ようやく買いかえサイクルが出てきたということで、むしろ七―八月ぐらいまで強気の業界もかなり多かったように思うわけでありまして。

ところが、九月に四―六月の成長率がマイナス一―二％であることが明らかになって、やや違うのではないかという感じがそのころから始めたというのが率直な感じであります。しかし、その時点では、まだ一―三月の駆け込み需要が非常に大きかったことの反動で四―六月のマイナス成長が大きくなったのだろうと考えていたわけです。現に七―九月は、年率三％ぐらいの成長に戻って、反動の反動という形でプラスの成長に戻りつつあったわけでありまして、ところが、決定的に状況が変化したのは一〇―一二月期以降でありまして、一〇―一二月期は年率一・六％ぐらいのマイナス成長になりましたし、ことしの一―三月に至っては、年率五・二％のマイナス成長ということとで、二・四半期連続で経済が縮小するという非常に厳しい状況になったわけでありまして。

これは、大企業にはそれほど大きな影響はないと思うのです。ご承知のように、大企業の場合は社債を発行したりして自分で資金の調達ができますから、余り大きな影響はないわけですが、中小企業の場合はそういうことができませんから、銀行から借りれないと設備投資ができません。

中小公庫の投資計画調査を見ていただくと、昨年の四月時点で九七年度の設備投資計画はマイナス一〇・四％だったわけですが、九月に発表され

図表1 消費動向調査による比較



た修正計画ではプラス三・五%になっています。要するに、九月時点でも中小企業は設備投資計画をまだ上方修正するという環境だったわけです。ところが、ことしの四月に出た九七年度の実績を見ますと、前年度比マイナス一%ということ、九月からことしの四月にかけて、中小企業の設備投資計画が大幅に下方修正されたわけです。これは、後半に、金融機関の貸し渋りが中小企業の設備投資を大きく押さえたことがかなり大きな要因であると見ております。マクロベースでも、設備投資は昨年の一〇―一二月が横ばい、今年の一―三月は年率一八%ぐらいのマイナスになっているわけです。これは、中小企業の設備投資が金融機関の貸し渋りによって足を引っ張られたというファクターがかなり大きいことを示しているということ、これが第一のブレーキです。

第二のブレーキは、ご承知のように、一―一月に大手の金融機関、北拓とか山一の破綻がございまして、これを契機に消費者マインドが一挙に慎重化したということがあげられます。

図表1「消費動向調査による比較」をくらん下さい。縦軸の棒が消費者態度指数をあらわしております。上にいけば消費者マインドがいいわけ、下がれば消費者マインドが悪化するということ、です。

九七年のところを見ていただくと、三月がボトムで、その後六月、九月と改善していったのですが、一―二月にドンとまた落ちてしまったことがわかります。これは、いろいろな指標を合成したのですが、折れ線で書いてある「雇用環境」という指標です。それを見ていただくと、九月から一―二月にかけてドンと大きく落ちています。これは、北拓と

か山一のような大きな会社でもつぶれるのだから、自分の会社もどういうことになるかわからないという雇用不安が消費者マインドを萎縮させたという効果が非常に大きかったと思います。

昨年の九月からことしの二月にかけて、消費者の消費性向、つまり可処分所得のうちどれだけ消費に回すかという比率が三・五ポイント落ちています。家計の可処分所得というのは、マクロで三〇兆円ありますから、一ポイントの低下は三・三兆円の消費の減少になるわけです。ですから、消費性向が九月から二月にかけて三・五ポイント下がったということは、一〇数兆円の消費が落ち込むということ、それぐらい強いブレーキが、金融機関の破綻でマインドが悪化したことによつて大きく働いたということ、であります。それが二番目のブレーキです。

三番目のブレーキは、ご承知のように、アジア

の金融危機が起きたことです。それまでは輸出が景気の下支えをしていますが、内需は弱いけれども、輸出が伸びれば何とか景気もつという形だったわけですが、昨年の末からアジア向けの輸出が大きく落ち込み始めて、ことしの一―三月には、輸出が全体としても減るということになったわけです。GNPベースでも、一―三月はアジア向けを中心に一四%もマイナスになるということとで、輸出が下支え要因ではなくなってきた。それが三つ目のブレーキです。

今申し上げた貸し渋り、大手金融機関の破綻に伴う消費者マインドの悪化、アジアの危機に伴う輸出の減少、この三つが大きなブレーキとして働き始めたために、昨年の一〇―二月、ことしの一―三月と二―四半期にわたってマイナス成長が起きる状況になったというふうに整理できると思います。

投資は三倍のスピードの年率九%ぐらいで拡大しています。ところが、国際的な金融取り引き、具体的には国境を越える銀行貸し出しとか、国境を越える株とか債券の取り引き、あるいは通貨の取り引きとか、そういう国際金融取引は年率二けたの一―二、三%で伸びたわけです。つまり、経済の規模は三%しか拡大していないのに、国際金融取引引きは年率十数%というものすごいスピードでこの一五年間伸びたわけです。大変な資本の流れが世界中いろんなところに網の目のように張りめぐらされているという状況があるわけです。

その金融取り引きの流れがこれだけ大きくなったということは、ある国の政策運営が、評判がよい間はどんどん資金が流れ込んできますが、評判が悪くなると一挙に引き揚げられるということが起きるわけです。そのことが、昨年の夏にアジアの国で起きたわけです。タイでも、インドネシア

## 二、金融のグローバル化と不良債権処理の遅れ

なぜ政府の見通しが間違ったか、その背景を考えると二つのことを整理しておく必要があると思います。要するに、世界経済が例えば一〇年、一五年前と全く違っていることを、もう少し我々は明確に整理しておくべきだったと思うのです。実は、今の世界経済は金融のグローバル化が大きく進んでいて、政策運営がちよっとでもおかしいとか問題がある経済は、ねらい撃ちされるような体制になっているわけです。

そのことを統計的に申し上げると、世界全体のGNPは、一九八〇年から一九九〇年代半ばまでの一五年間に年率平均三%ぐらいで伸びました。貿易はその倍のスピードの年率六%ぐらい、直接

でも、韓国でも同じようなことが起きたわけですが、けれども、その規模たるや大変なものです。

一昨年の九六年には、今申し上げたタイ、インドネシア、韓国、フィリピン、マレーシアなど、アジア関係の五カ国に資本が九七〇億ドルぐらい流入したのです。なぜこんなに流入したかということ、東アジアは世界の成長センターで、今後ほとんど伸びるはずだということで、直接投資だけでなく、証券投資も銀行貸し出しも、日本をはじめ各国から行われたわけです。そういう膨大な資本の流れが九六年には九七〇億ドルにのぼった。それが九七年の前半まで続いたのですが、夏ごろ、「待てよ、タイとかインドネシアとか韓国は大丈夫か」という見方が急に出てきて、一遍に見方が変わった。九七年は、締めてみると、結局一二〇億ドルぐらい資本が流出したのです。その前の年は九七〇億ドルも入ってきて、九七年には一二〇

億ドルも流出したわけですから、一年間の落差としたり、一、〇〇〇億ドル以上にもなるわけです。

これだけのスイングが起きると、いうまでもなく通貨の暴落が起きるわけです。何とかつじつまを合わせなければいけない、經常収支を改善しなければいけないということで、IMFの指導を得てぎりぎり締めて、内需を落として輸入を減らすという形で經常収支の黒字をつくり出して、ようやくことあたり、五カ国で五〇〇億ドルぐらいの黒字になった。けれども、足りない部分はIMFとか日本から金を借りてつじつまを合わせるということになっているわけです。

日本も昨年八月あたりから、急に株価が外人売りで下がり始めた。日本の政策運営は、これで大丈夫かという見方変わったわけです。アジアほどではないけれども、日本もそういう国際的な

資本の流れにやや翻弄された点があって、日本經濟の先行きや株価の先行きに対する見方ががらりと変わった。

都合が悪いことに、日本の場合、金融機関が株をたくさん持っていますから、株が下がると金融機関がものすごい影響を受ける。自己資本比率が厳しくなってくるわけです。そして、貸し渋りが強くなると実體經濟が悪くなる、実體經濟が悪くなると株が下がる、また外人が売る、そういう悪循環が起きたわけです。

資本の流れが非常に分厚くなった世界經濟は、資本に勝手な動きをさせてはいけないから、コントロールしなければいけないという考え方をする人も、実は中にはいるわけです。しかし、その考え方は、私は必ずしも正しくないと思うのです。サマーズが言っていることが、非常に適切な比喩だと思います。

昔は、プロペラ機で一〇〇人とか二〇〇人しか運べなかったわけですが、今はジェット機ができて、一遍に五〇〇人も客を低コストでいろいろなところに運べるようになった。非常に便利になって、世界中隅々まで旅行ができるし、人と交流ができるようになった。これは、やはり進歩なわけです。資本の流れが厚くなったというのは、途上国もどんどん金を借りて成長できるようになったという意味では、大いなる前進なのです。ただ、これだけ航空機が大型化すると、事故が起きると一遍に何百人も死んでしまう。しかし、だからといって、大型航空機を廃止しろという議論にはならないわけです。空港をきちんと整備して、事故が起きないようにするのが正しいやり方であって、資本の流れをとめてしまえというのは、ジェット機を使うなということに近いわけです。

資本の流れも、全くの根柢なしにある國を攻撃したりするわけではありません。政策運営上、あるいは構造上、何か問題を抱えているところがねらい撃ちされるわけです。したがって、政策運営をきちんとやっている國は、それほど大きな影響を受けないわけです。台湾とかシンガポールなどがアジアの中でも比較的影響が小さいのは、構造問題とか政策運営上の問題が少ないからです。

では、日本がなぜ影響を受けたかという点、これは、我々が反省しなければいけない点ですが、不良債権問題の処理を先送りしてきたことが大きなツケになったと思うのです。最近では、不良債権が七〇兆円とか八〇兆円といわれていますが、ここまで大きいことをつい最近まで知らなかったわけです。我々も含めて知らなかったわけです、そういう実體の公表が十分になされていなかったし、それをきちっと早い段階で処理しなけ

ればいけないのが、そのうち景気がよくなって地価が上がれば自然に解消するだろうという漢方薬療法で先延ばしにしてきた。そこがねらい撃ちに遭っているというのが基本的な背景だろうと思います。ですから、世界経済が全然違ってしまっているということ、それから不良債権処理を先送りしてきたところに基本的な問題があったという点を、しっかり整理しておく必要があると思うわけです。

なぜこの点を強調するかというと、国会でもジャーリズムでも、昨年の後半から景気が悪くなった背景として、消費税を五%に上げたとかあるいは所得税減税を停止させて、九兆円の負担増をもたらしたということ、まだ病人で病み上がりなのに、一遍に乾布摩擦をさせるようなことをしたからこういふふうになったという議論がいろいろなところであるわけです。確かに、増税が景

気の足を引っ張った面がないとはいえない。ある程度あったらうと思えますが、それが一番大きな問題だというふうに整理すると、恐らく間違いであろうと思うのです。

なぜそういうふうに見えるかというと、実はご承知のように、世界中の主要国は九〇年代に入って毎年財政赤字を削減する政策をとっているわけです。イタリアでもそうだし、フランスでもドイツでも、アメリカを含めたあらゆる国が財政赤字削減をやっているわけです。日本は、九六年までは六回にわたる大規模な財政拡張政策をとっていたため財政赤字削減はやらなかったわけですが、九七年に、初めて財政赤字削減に手をつけた。通常、構造財政赤字の削減幅によって財政赤字削減の努力をはかるわけですが、九七年の日本の財政赤字削減は、IMFとかOECDの試算によると二%以下ぐらいの話であって、イタリアの三・七

%とか、ほかの国と比べると、大きいわけではないのです。ですから、日本だけがデフレ的になるということがなかなか説明しにくいという点が一応あります。

それから、九〇年代については、OECDのうちのほとんどの国が財政赤字削減をやっているわけですが、財政赤字を削減した国の成長率が下がり、財政拡張政策をとった国の景気がよくなっているかという点、必ずしもそうなってはいないのです。財政赤字削減を大幅にやったけれども、成長率はかえって高くなっているという国もかなりあるわけです。

図表2の「OECD諸国の財政緊縮時における実質成長率」をごらん下さい。これは、債務残高の対GDP比率が大きく落ちたのを「成功」といい、落ちなかったのを「失敗」と呼んでいるわけですけれども、サンプルでは、成功した国が一

図表2 OECD 諸国の財政緊縮時における実績成長率

|            | サンプル数 | 緊縮前2年 | 緊縮中2年 | 緊縮後2年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 成功         | 13    | 3.3   | 3.8   | 4.8   |
| うち債務が大きいもの | 9     | 3.0   | 3.6   | 5.5   |
| 失敗         | 27    | 3.0   | 1.9   | 2.4   |

三、失敗した国が二七あります。

成功した国を見ると、財政緊縮をやる前の成長率が三・三%であったのが、財政赤字削減をやっている二年間では三・八%に成長率が上がっていますし、その後も四・八%となっていて、財政赤字削減をやった成長率が上がった国も結構多いわけです。これを「特に債務が大きいもの」で見ると、さらに、緊縮後五・五%に成長率が上がっているわけです。要する

に、財政赤字削減が常にデフレ的であるというわけではないのです。

ただ、日本の場合は、恐らく財政赤字削減はややデフレ的だったことは否定できないと思います。というのは、OECDなどの経験を整理してみると、どうも増税で赤字削減をやると、ややデフレ的になって、歳出削減で赤字削減をやると余りデフレ的でないという関係が出てきているわけです。したがって日本の場合は、どちらかという増税が中心になっているから、ややデフレ的であったということは否定できないと思いますが、しかし、日本の財政赤字削減の規模が大きくないことを考えると、これでこれだけの厳しい状況が起きたというふうには整理するのは非常に難しいわけです。

さきほど申し上げた不良債権問題を、早い段階できちっと整理しないでずっと先送りしてきた、そ

大体三%、四%だったわけです。回復局面だったら五%ぐらいまでいったわけです。ところが、九一年から九七年までの成長率の平均をとると二%以下です。確か一・四%程度です。これだけ規模な財政政策をとったにもかかわらず、なぜ目覚ましい効果が出ていないのかということが、もう一つ問われなければいけないテーマだと思います。ことしの白書は、その問題が一番大きなテーマであったと思うわけです。

白書は三章立てになっておりまして、一章は、今まで縷々説明した、なぜ昨年の後半からマイナス成長に陥ったのか、要するに、なぜ政府の見通しが間違ったかという背景を書いてあるわけです。二章は、九〇年代に入って大規模対策をとってもなかなか成長率が上がらない背景には、構造要因があるのではないか、日本経済は、かつてのような三%、四%成長は無理な構造になってきて

れがとうとう国際的な資本移動が厚くなったグローバル化した経済の中で、ここに問題ありと評価されるようになった、そのため日本経済の先行きについて悲観的な見方が国際資本市場で一般的になったということ、それがかなり大きなファクターではないかと考えているわけでありませう。

### 三、潜在成長率の低下と構造改革の必要性

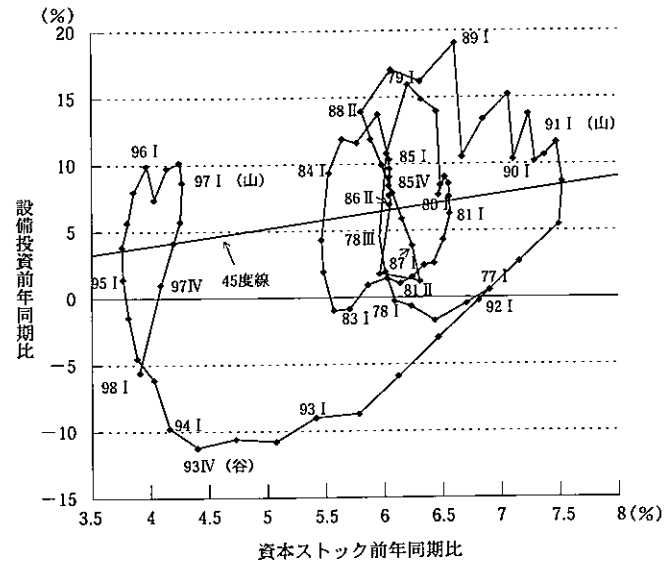
それにしても、過去六回にわたって大規模な財政政策をやって、九〇年代はほかの国はみんな財政赤字削減をやっている中で、日本だけ財政拡張政策を何回も繰り返して六〇兆円以上の金を使ってきたわけです。それにもかかわらず、九〇年代に入ってから日本の成長率は非常に低いわけです。これまで長い期間の成長率の平均をとると、

いるのではないかとということが書いてあります。三章は、財政政策、金融政策がなかなか効果を発揮しなかった背景を、もう少し分析的に説明しているわけでありませう。

まず、二章について申し上げますが、VARモデルという最近の手法を使って潜在成長率を計算すると、九三年から九七年の四年間ぐらいについての潜在成長率は二%程度に低下したと計算できます。

なぜ二%に低下したかという点、説明の仕方はいろいろあるのですが、図表3の「設備投資と資本ストックの循環」をごらん下さい。これは資本ストックの調整をあらわしております。横軸が機械とか工場設備を足し上げた資本ストックが年々何%ぐらい伸びるかという、要するに資本ストックの伸びを示している。縦軸がフローである設備投資の伸び率を示しているわけです。

図表3 設備投資と資本ストックの循環（全産業）



率が低下して二％程度に低下してくると、年々六％もの資本ストックの伸びは必要ないわけで、恐らく四％ぐらいの資本ストックの伸びが、二％の潜在成長率に見合うということになります。そういうことで、資本ストックの伸びもかつての六％ぐらいから四％ぐらいに低下してきた。

昨年の白書では、経済は自律的な回復過程に入り始めたというふうな楽観的な判断をしましたが、それはようやく三年にわたるストック調整が終わって、設備投資が向上を始め、このカタツムリが上のプラスの局面に入った、この局面は、通常三年や四年は続くわけです、だから、このカタツムリがぐっと右上りに戻って、昔の六％まではいかないにしても、五％とか五・五％までは戻るとしたら、当面は設備投資が拡張局面だから、かなり自律回復力が強いというふうな判断したわけです。

かたつむりのように時計回りの渦みtainな形になっている図を見ていただくと、過去のストック調整はゼロから下の線にいく期間が非常に短いのです。八〇年代初めの八二、三年のところとか、七〇年代末のところではちょっと下に出ていますけれども、設備投資が減る局面というのはせいぜい一年か一年以下ぐらいだったわけです。ところが、九二年から始まった設備投資のマイナスは、非常に長く続きました。九二年、九三年、九四年と三年間ぐらい続いたわけです。

ようやく九五年の第一四半期に設備投資の減少がストップしたわけですが、なぜこんなに長期にわたったストック調整になったかというところ、かつて潜在成長率が三・五％ぐらいだったところは、資本ストックは恐らく六・六・五％ぐらいの伸びが見合っていたと思うのです。ところが、九〇年代の長い停滞が続いているうちにだんだん潜在成長

ところが、あにはからんや九七年後半から設備投資がやや弱くなって、九八年になったらまたマインナスになるという動きになってしまったわけです。これはもう完全にかつての三・五％成長路線には戻らないということで、二％前後の潜在成長率で安定するという軌道に乗り始めていることを示しているわけです。こうした結果から考えると、今回のストック調整がこれだけ長引いたのは、単に需要が弱いだけではなくて、三・五％成長から二％成長に、成長率を下方修正するということがどうも背景にあったと考えざるを得ないというふうに見えるわけです。

なぜこのような潜在成長率の下方修正が起きているかということですが、大胆に言えば二つの要因に整理できると思います。

一つは、日本の場合、製造業はよくいわれるように、今でも非常に国際競争力が強いので、全



然世界に負けるような状況ではないのですが、残念なことには、非製造業が非常に停滞している。金融、保険、証券、建設もそうですけれども、生産性がこのところ全然伸びていないわけです。

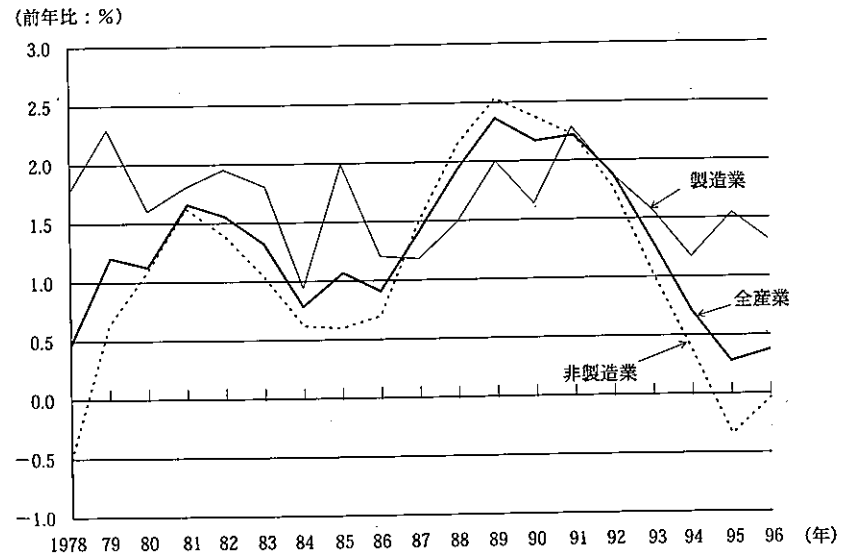
図表4を見ていただくと、太い線が全産業、細い線が製造業の生産性上昇率ですが、製造業はまあだかつてほどではないにしても生産性上昇率はそんなに落ちていないわけです。ところが、点線で示してある非製造業はここ二年はマイナスになるような状況になっているわけです。これは建設で説明するとわかりやすいでしょう。

建設業は実は、九一年から九七年の景気後退局面に、雇用が八〇万人もふえているのです。その前の六年間よりも雇用の伸びは大きいわけです。なぜこんなに雇用が伸びているかというと、六回にわたって公共事業の拡大を中心とする財政政策をとりましたが、それは雇用の拡大には非常にプ

ラスになるようにつくられているわけです。できるだけ小さい建設会社にも仕事が配られるようにしてありますから、かなり生産性の低いところに仕事がいくという形になっている。これは雇用を創出し、雇用を改善するという意味では非常に効果があるわけです。ところが、そういう小さいところは当然生産性が低いですから、生産性の伸びはマイナスになるわけです。

それは、金融とか保険、証券も同じで、これまで護送船団行政で、非常に温室のような中で競い合うという形でやってきたために、アメリカとかヨーロッパのように新しい金融商品がどんどん出てくるとか技術革新が起きるとか、そういう流れに乗り切れなかったということが起きているわけです。それは日本では、非製造業というのはいろいろな分野でこれまでどちらかというと規制が多くて、余り競争にさらされてこなかった。そこに

図表4 全産業、製造業、非製造業の全要素生産性の伸びの推移



生産性が停滞する大きな背景があったんじゃないかというふうに思うわけです。つまり、非製造業がどうも足を引っ張っている。これが一つです。

それから、もう一つは、いわゆる日本的なコーポレート・ガバナンスというものがどうも制度疲労を起こしているのではないかと思うのです。日本のコーポレート・ガバナンスというのは、三つの形からなっている。一つは、メインバンクが経営を監視するという形でありまして、二つ目は系列取引で中小企業などを下に従えてやっていく長期継続取引です。三つ目はいわゆる終身雇用制度のような長期雇用が主流だということです。こういうシステムは八〇年代ぐらいまでは非常にうまくいったのですが、どうも今はうまくいかなくなってきているのではないかとこのように思うわけです。

それは、バブル期にあれだけ膨大な投資をやっ

たわけですが、どうも余り効率的な投資をやったとは思えないのです。不動産投資はその典型ですが、けれども、どうも後から考えると、何でこんなところに、デラックスなだれも買わないようなマンションをつくったのかとか、そういうたぐいのものが多いわけです。日本のシステムでは、金融機関がきちっと経営を監視しているから余り変なことにはならないということが建前だったのですが、必ずしもそうはいえないのではないかと思います。最近学問的にも明らかになってきたわけです。

日本は間接金融方式でやってきたわけで、中小企業の場合は典型的ですけれども、金融機関に非常に大きく依存しているわけです。かつては金融機関は余り中小企業に貸していなかったわけで、大企業にほとんど貸していたわけですが、金融の自由化あるいは大企業の自己資金が非常に豊富に

ころは、企業もむちゃなことはいないし、きちょうど担保と同じように資産が大きいところは信用できるということだったわけですが、ところが、実は自身のチェックはほとんどやられていなかった。したがって、非効率的な投資がどんどん積み重ねられたということがどうも起きてしまったということでもあります。

また、系列については、これは製造業では非常にうまくいく可能性があります。電機とか自動車とかの加工組立産業は特にそうです。アメリカでは継続取引ではありませんから、下請の企業に技術を移転すると技術を持っていかれるということ、技術の移転ができないわけです。ところが、日本では長期継続取引で信頼関係を築いているから、トヨタでも、自分の下請に技術を移転できるわけです。そうすると、「かんばんシステム」とかいろいろな形で非常に技術の高い製品、部品を

なってきたということ、大企業は銀行から金を借りないという形になったわけです。そうすると、金融機関は当然中小企業とか不動産投資に手を出すことになるわけで、そのときに金融機関がきちっと経営の監視をやったかというところ、どうもそうではなくて、儲かるからどんどんやれということ、不動産投資を後押しした、あるいは大企業では儲けられないから中小企業や不動産で儲けようという形になってきた。

中小企業の経営を監視するといっても、実は情報の非対称性という問題は非常に深刻であります。中小企業主は自分の投資がどれぐらいプロフィットかということはかなりよく知っているけれども、金融機関は実はそんなによく知らないわけです。そのため、どうするかといえば、いざとなった場合は担保を取り上げればよいということ、で処理したわけです。また、資産が大きいと

ところが、それは製造業の加工組立産業では有利かもしれないけれども、どうも九〇年代に入っただんだんサービスとか金融のウエイトが高まってくる、そういう長期継続的な取引関係よりも、実はいろいろなタレントをフレキシブルに組み合わせるという高度な専門能力がより重要になってくる。そのため、加工組立産業で強味を發揮した長期継続的な取引というものも、必ずしも強味を發揮できないという状況が起きてきているわけです。

それから、終身雇用についても、これだけ七年も経済が停滞している中で、失業率は、今は四・三％と聞いていますが、そんなには上っていない

図表5 企業の資金調達構造の経営効率への影響

被説明変数：当該年度の翌年から3年間の付加価値  
 /総資産比率の平均値の対数値  
 82年度838社 87年度831社 90年度816社 93年度977社

| 説明変数        | 82年度 | 87年度 | 90年度 | 93年度 |
|-------------|------|------|------|------|
| 負債/総資産      | +    | +    | +    | +    |
| 社債/長期負債     | +    | +    | +    | +    |
| 上位10大株主持株比率 | +    | +    | +    | +    |
| 金融機関持株比率    | +    | +    | +    | +    |
| その他法人持株比率   | +    | +    | +    | +    |
| 外国法人等持株比率   | +    | +    | +    | +    |
| 個人その他持株比率   | -    | -    | -    | -    |
| 株主資本配当率     | +    | +    | +    | +    |
| メインバンク融資比率  | -    | -    | -    | -    |
| メインバンク持株比率  | -    | -    | -    | -    |

い。実は北欧とかイギリスではバブル崩壊の後、八%とか一〇%という失業率になったわけです。日本はバブル崩壊後、一年たりと雇用が減った年はないわけです。それが九八年になって初めて減った。それはなぜかという点、終身雇用制で単に首を切らないという雇用慣行がプラスに効いた面もあることは間違いないのですが、それはプラスの面であって、マイナスの面もあるわけです。非効率的な雇用が調整されないで、企業の中へ抱え込まれたままにとどまっているということ、また生産性には非常にマイナスになるわけです。

したがって、八〇年代まではプラスに効いていた日本のコーポレート・ガバナンス、すなわち、メインバンク・システムとか長期継続取引、あるいは終身雇用というものは、どうも業種が変わるとやや裏目になってきているという日本のシステム

ムの制度疲労という問題がある。それが、潜在成長率が二%にだんだん下がってきているかなり大きな背景じゃないかというふうに思うわけです。これに関連して、今申し上げたことの傍証を御紹介しておきます。

図表5「企業の資金調達構造の経営効率への影響」をごらん下さい。被説明変数は、当該年度の翌年から三年間の付加価値/総資産比率の平均値をとっているわけです。つまり、付加価値がどれくらいふえたかということですが、八七年度の八三二社をみると、上から二行目にありますが、社債の比率が非常に大きかった企業がその後利益を上げられたかを見ますと、符号がマイナスになっていますから、あのとときエクイティ・ファイナンスなどで物すごい資金調達を行った企業は、それが裏目に出て収益が上がらなかった、収益はマイナスになったという結果が出ているのです。だから、どうもバブル期にエクイティ・ファイナンスなどでどっと金を集めたところは、どうもまずい経営をやったということです。

それから、一番上の負債比率ですが、金融機関からの借り入れの大きい企業の経営効率がよかつたかという点、各サンプルともみんなマイナスになっているというところがあるわけです。また、メインバンク融資比率ですが、メインバンクからたくさん借りているところは経営がいいかというところ、これもマイナスになっているわけです。だから、どうも日本のシステムはいわれるほどうまくいっていないということが、ここで傍証されているわけでありませう。

二章でいいた点は、やはり非製造業は競争をもっと活発化させて、製造業みたいにどんどん国際競争にさらされるような形に持っていかなければいけない。そのためには対内直接投資も重要な

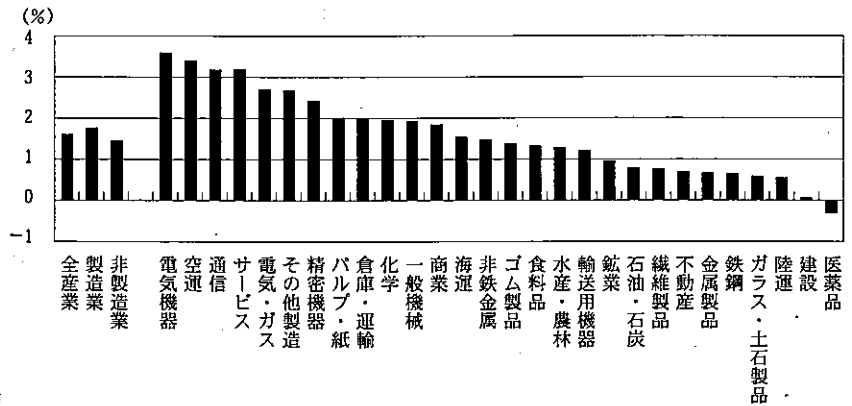
ファクターです。ビッグバンなんか一番大きな政策ですけれども、もう少し競争に持ち込むということでもあります。

そこで、決して暗い面ばかりではないということとで、図表6をちょっと見ていただくと、企画庁で行ったアンケート調査ですが、例えば今後五年間の成長率はどうかというところ、「全産業」では二%以下の成長しか期待できないということですが、「電気機器」「空運」「通信」「サービス」のようなどころは三%を上回るような成長を今後五期待できるわけです。この中の「空運」とか「通信」とか「サービス」というのは、今まさに規制緩和をやるうところですから、やはり規制緩和をやればどんどん伸びるんだということの一つの傍証材料ではあるわけで、規制緩和が重要だということをお願いしたいわけでありませう。

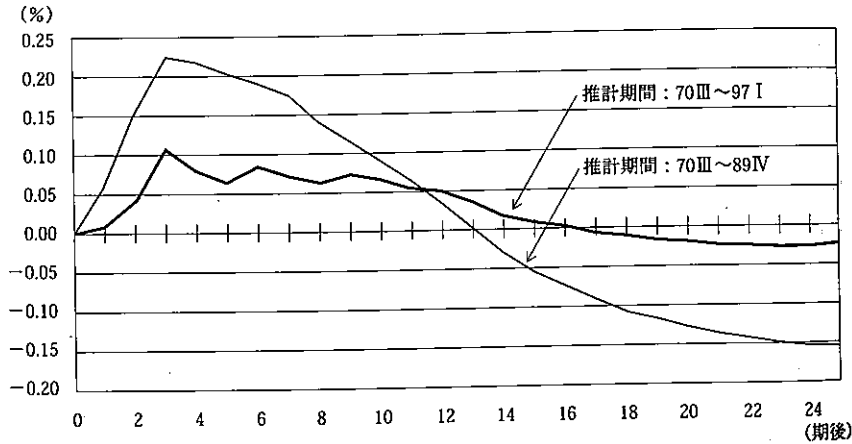
#### 四、財政・金融政策のあり方

次に三章にちょっと触れたのですが、図表7を見てください。これは公共投資がどれぐらい波及効果があるかというのを、VARモデルを使って検証したものであります。細い線が七〇年代と八〇年代のデータだけを使ったものであります。そうすると、民間需要を誘発するという効果はかなり早い時期に相当大きいという形になっています。公共投資が一%ふえれば〇・二%以上民間需要を誘発するということです。ところが、太い線は九〇年代も含めたデータを使ったものですが、それによると、誘発の度合いが〇・一%以下に下がっている。つまり、九〇年代のデータを含めると、公共投資の民間需要誘発効果が小さくなっているということが検証されるわけです。

図表6 業界需要の実質成長率見通し



図表7 公共投資の民間需要刺激効果



それはなぜかという点、先ほど申し上げた不良債権問題に代表されるようなバブルの後遺症が九〇年代に非常に深刻であったということとともに、もう一つ、潜在成長率が九〇年代に入ってから下がり下がり落ちてきて二%前後になりつつあるということ、この二つがまず重要なんです、三番目の問題もあるのではないかと考えております。

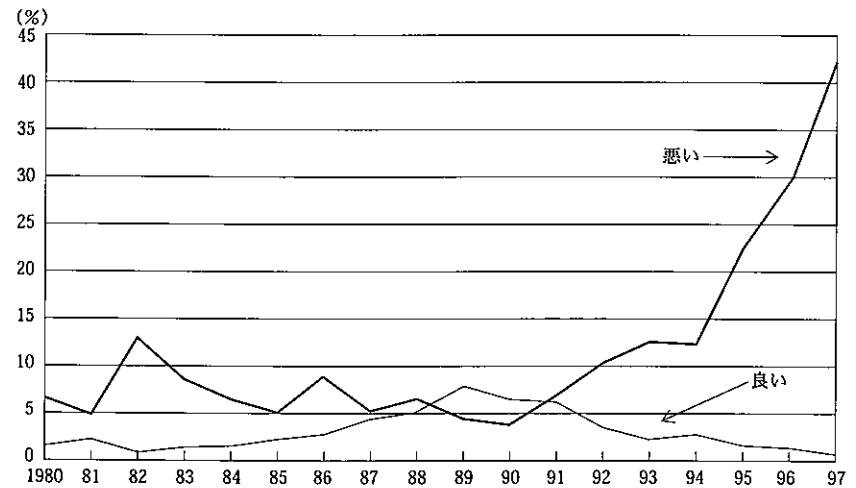
その三番目の問題は、図表8であります。これは世論調査で毎年、国の財政に対して国民がどう思っているかということ調査したものです、国の財政が非常に悪いと思っている人がこのころ急速にふえているわけです。九〇年ごろまではそう思っている人は国民の五%以下でしたが、九七年の時点では四〇%以上になっており、いいと思っている人はほとんどいないということになってきている。

財政が悪いということをもみんなが意識するよう

になると、財政政策の効果も随分変わってくるわけです。財政がそんなに悪いと思っていないときは、公共事業を拡大したり減税すれば、ずっと自分にとってプラスになると考えるのですが、財政の状況が悪いということをもみんながわかっている、今公共事業の追加をやったり減税をやっても、将来どうせまた増税なり歳出削減をやらなければならなくなるということで先を読むようになるわけです。そうすると、今までのような効果が起きない可能性があります。

したがって、よく特別減税よりも恒久減税の方が効果が大きいという議論がありますが、確かに特別減税は一年限りで、恒久減税は毎年同じ額の税金が少なくなるんだから、恒久減税の方が効果が大いというのは事実です。しかし、恒久減税であっても、先行きどうやって財政バランスを改善するのかという見通しがあるときとないときで

図表8 国の財政に対する国民の意識



は、効果が違うと思うのです。先行き財政バランスの改善見込みがない、今減税といっているけれども、どうせまた増税するに違いないというふうにもみんなが見るような状況があれば、恒久減税であっても効果はそれほど大きくならない可能性があるわけです。

将来は歳出をこういう形で削減するとか国有資産をこれだけ売却するとか、社会保障制度はこういうふうに見直しをするという形で展望が明らかになれば、もう少し安心して減税の効果を受受することが期待できるわけですが、そういう問題があると思うのです。したがって、当面は景気を下支えすることは非常に重要ですから、財政政策は景気刺激的に運用しなければいけないと思います、財政再建なんかどうでもいいということでは必ずしもないので、やはり将来の財政再建の展望なり社会保障制度改革の展望をきちっとつくって

いくことは、依然重要な課題だというふうにごの白書ではいっておるわけでありませう。

金融政策についても少しお話ししておきたいのですが、〇・五%まで公定歩合を下げても全く効果はないじゃないかという議論があります。これは、金融政策については、実は実質金利というもので考えなければいけないという点が重要だと思えます。名目金利が史上最低だという議論をよくするのですが、実はインフレ率も史上最低なんです。したがって名目金利から予想インフレ率を引いた実質金利は、名目金利ほど下がっていない可能性があるわけです。

図表9を見ていただきますと、太い線が長期金利の実質金利で、国債の金利から国内の卸売物価の上昇率を引いたものです。ご承知のように、九一年から金融緩和局面に入っていて、何回も公定歩合を下げたのですが、実質金利は九五年の半ば

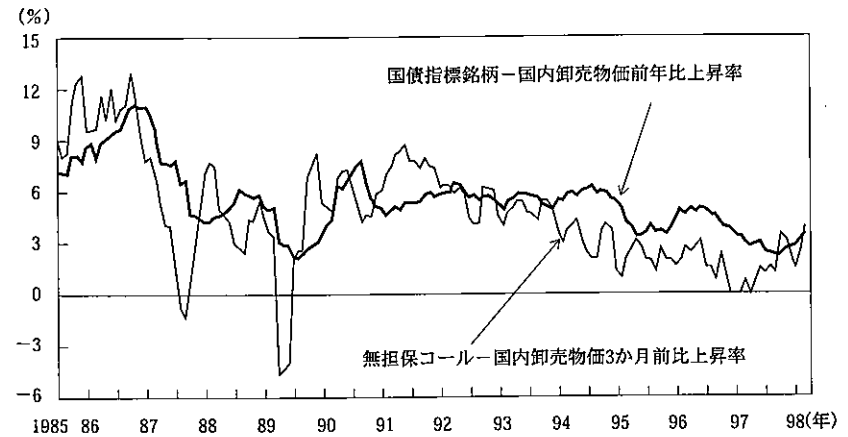
わが国経済の現状と展望

ぐらいまでほとんど下がっていないということが起きています。つまり、名目金利を見てこれだけ金利を下げたんだから効くはずだというふうに議論していた面がないとはいえないわけで、実質金利は九五年ぐらいまで余り下がっていません。というのが実態なんです。

ようやく九五年後半からぐんと下がったのは、いわゆる超低金利を九五年から始めて、〇・五%という水準まで下げて、ようやく実質金利が下がり始めた。本当の金融緩和は九五年から始まったというふうにもいえるわけです。それまでは、名目金利は下がっているけれども、インフレ率も下がっているから余り金融緩和になっていなかったわけです。だから為替レートは八〇円までいったわけです。

九五年に最初のデフレ論議が起き、これではデフレ的になるというので、日銀も大分大きな政策

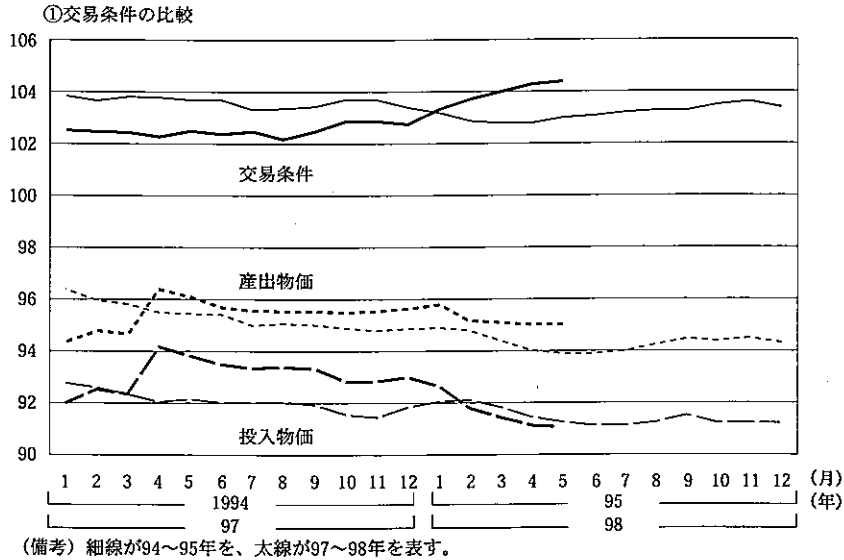
図表9 実質金利の推移



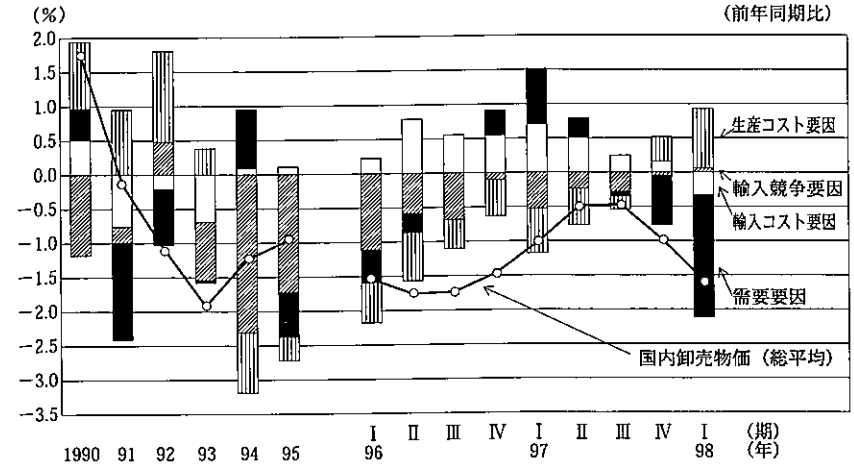
転換をして思い切って金利を下げた。それで実質金利も下がったし、為替レートも八〇円をピークにして下がり始めたわけです。九六年(歴年)の成長率が三・九%ということ、それは九五年秋の大型対策の効果が出たというふうにもいえますが、確かに財政政策の効果が効いた面もあります。九五年の後半から超低金利にした結果実質金利が下がって、為替レートがそれまでの円高基調から円安基調に変わったことも、大きなプラス要因になっていたということも整理しておかなければいけないのではないかと思います。

最後に、最近のデフレ論議について若干整理しておきますと、図表10は国内卸売物価の上昇、下落要因を整理しているのですが、このところ需給が相当緩和してきて、卸売物価で見た変化率はマインスになってきているわけです。最近ですと、卸売物価は前年比で二%ぐらいマイナスになって

図表11 製造業の交易条件改善



図表10 国内卸売物価変動の要因分解



います。

ただ、需給要因だけで下がっているわけではなくて、その中身を分解してみると、需給要因は恐らく三割から四割ぐらいで、残りの六割から七割ぐらいは、原油価格に代表されるような輸入物価が下がっているという要因と、規制緩和等によって通信料金とかエネルギー価格が下がっているという要因であるわけで、その部分は実は企業にとってはプラスなわけです。原油価格が下がり、あるいは通信料金や電話料金が下がるというのは企業にとってプラスなわけですから、全部がマイナスにとられるべきではないというのが白書の一つの主張であります。

この点は図表11に載っておりますが、太い線の方が九七年、九八年の状況で、「産出物価」も確かに下がっているけれども、それ以上に長い点線で示してある「投入物価」がこのところ大きく下がっているのです。これは原油とか輸入原材料の価格が下がっていることによるものです。その結果、上にありますように「交易条件」、つまり産出物価を投入物価で割ったものは、改善しているわけです。企業にとっては原材料の価格が下がっているわけですから、その部分はそんなに「デフレだ」と騒ぎ立てる部分ではないということをお願いしたいということです。

ただし、先ほど申し上げたように、国内卸売物価のマイナス幅が二%が三%になり、四%になりというふうになっていくと、実質金利が上がっていくわけです。そのことは経済にとってマイナスになります。図表9の実質金利の推移をもう一回見ていただくと、九五年から実質金利は下がったと申し上げましたが、九八年に入ってからまた実質金利がやや上がり始めているのです。名目金利はこれだけ低いにもかかわらず卸売物価のマイナ

ス幅が大きくなっていますから、こういう状況が続くと、ただでさえ弱い設備投資にさらにブレーキが働きますので、国内卸売物価の変化率のマイナス幅がどんどん大きくなっていくような状況は避けなければいけないというふうに思っています。

幸いに、六月、七月の状況を見ると、国内卸売物価は前月比で横ばいになって、下落がストップしてきている。これは円安の影響で、輸入原材料等の下落がストップしているという点が非常に大きく響いているわけです。しかし、足元では改善しつつあるんだけど、国内卸売物価のマイナス幅が大きくなっていかないように注意していかなければいけないということです。

もう一つは、昨年末に起きたことですが、金融システム不安が起きると、金融機関に預けておくと危ないというので、金庫がどんどん売れまし

日銀はどんどん流動性供給を行って、そういう需要をどんどん満たすという金融政策をやらなければならぬということ、非常に重要な点だと思ふのです。

よく日本発の世界デフレが起きるのではないかという議論があるのですが、一九三〇年代の不況を調べてみると、最近学者の間ではっきりしてきているのは、やはりあの不況は通貨の大幅な収縮に大きな原因があったというのが今の通説になっています。余り細かく説明する時間はありませんが、簡単にいえば、銀行がばたばたつぶれるときに、本当は中央銀行が流動性供給を行って、取り付けにあった銀行を救わなければいけないのに、それをやらなかったのが、何割という大幅な通貨の収縮が起き、それが金本位制を通じて世界に伝播したというのが基本的なメカニズムです。

ですから、現金需要が起きたり、取り付けが起

た。金融システム不安が深刻化すると、現金に対する需要が物すごく高まるわけです。だから、その時は日銀が金融政策を変えないと、これだけ資金需要がないにもかかわらず金利が上がるということが起きるわけです。昨年末、日銀は非常に正しい対応をやったわけで、ほとんど買いオペをやって流動性を供給して金利の上昇を防いだわけです。

今ブリッジバンク法案とかいろいろ議論されていますけれども、不良債権処理や金融機関の整理統合はもはや先送りできないので、今後思い切った進めていかなければなりません。そうすると、昨年末ほどではないにしても、また金融システム不安が高まる局面がこないとは限らないわけです。そういうときに、現金に対する需要はどう動くかということがまた懸念されるわけですが、そういう現金需要が出てくるような局面になれば、

きて金融機関がつぶれるというとき、戦前のように中央銀行が手をこまねいていて何も助けられないことをやれば、世界的デフレとか恐慌ということはありませんけれども、今の中央銀行は、そんなことはしてはいけないということは十分に知っているわけで、優良な銀行には幾らでも流動性を供給するというスタンスがあるわけです。原來的には世界デフレとか恐慌が起きにくい構造になっているわけです。

日銀は昨年末も政策対応をきちっとやったわけだし、今後もしそういうスタンスをとる限り、恐慌とかそういうことを心配するような状況ではない。ただ、全くリスクがゼロかということになると、不良債権問題、金融システム不安の問題を抱えている限り、リスクはゼロではないわけです。この問題をやはり思い切って早期に処理するというのが一番重要な当面の政策だというふう



思います。

一応ここで終わります。(拍手)

小山理事長 ありがとうございます。多少予定された時間が残っておりますので、どなたかご質問なさりたい方がいらっしゃいましたら、発言してください。いらっしゃいますでしょうか。——よろしくございますか。

それでは、これで本日の講演を終わります。どうもありがとうございます。

(しんぼ せいじ・経済企画庁調査局長)

(本稿は、平成一〇年八月二六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)