

平成十一年度の経済を展望する

土志田 征一

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、日本経済研究センターの土志田征一理事長さんです。土志田さんには、昨年もこの時期に講師をお願いしていますし、ご存じの方が多いとは思いますが、恒例ですので、初めにご経歴等を簡単に紹介させていただきます。

土志田さんは、昭和三十九年に東京大学経済学部を卒業して、経済企画庁にお入りになり、長官秘書官や在米大使館参事官などを経験されて、平成二年に調整局審議官、同四年に調査局長に就任しております。

さらに、平成六年に総合計画局長、また八年には調整

局長をそれぞれ歴任された後、昨春秋、日本経済研究センター理事長に就任しております。

企画庁ご在職当時から、エコノミストとして名の高い方で、これまでに日米の経済を分析した著書などを何冊もお出しになっております。本日は、その土志田理事長さんに、皆さんも強い関心を持っておられる我が国の経済の先行きにつきまして、「平成十一年度の経済を展望する」というテーマでお話しいただくと伺いました。ご清聴をお願いします。

それでは、理事長さん、よろしく申し上げます。

一、足元の景気は底這い

ご紹介いただきました土志田でございます。昨年もお話をしたという前例主義でお引き受けをしたんですけれども、よく考えてみますと、昨年お話しした見通しは合っていないかったということになるはずですので、本来はもう少し慎重に考えて、簡単にお引き受けしなかった方がよかったです。ではないかというふうに、実は思っておりました。

十一年度については、非常にいろいろな要素があつて、考えますとどうしても行ったり来たりします。プラスかマイナスか、皆さんの予測も微妙に行ったり来たりするような状況だと思いますが、まず足元の状況をどう判断するかということをお話しして、二番目に、十年度が、簡単にいえ

直に「桜の花が咲くころ」と時期を明示されたのと違って、なかなか文学的な表現で、期待を持たせるけれども確約はしない言葉遣いだと思ひます。

実際はどうかということですが、十二月の日銀短観に出ている姿を見ますと、ご承知のとおり、これは経営者の感じているいわば体感温度なわけですから、寒暖計ではかったのとはつきり同じかというところ、ずれているときもあるわけですが、体感温度でいえば、業況判断は全体として見れば悪化をしているし、売り上げや収益の見通しも下方修正になっていますので、そういう意味では九月時点からさらに下がっているということだろうと思ひます。しかし、同時に、下がり方は少し緩やかになっているということですが、

さらに、先行き三月にかけての業況判断は、大まかに見れば改善を見込んでいるわけでありま

ば、当初考えていたのとどこが違ったかという反省の上に立って、十一年度の経済を展望させていただけようと思ひます。

まず足元の状況について、変化の「胎動」ということですが、堺屋長官はやはり文学者であるというふうな経済企画庁の幹部もいっておりまして、したがって文章には非常に凝られる、考えてみますと、なかなか上手な用語を使われています。

実は、たまたまきのう、新聞記者を卒業した人と、「胎動」といったら十カ月後には変化が生まれるというふうな理解していいのだろうかという話をしましたが、しかし現役の記者クラブの人は、その場で堺屋長官にそのような質問はしなかったようですから、いつ変化が生ずるかということについては長官はいつておられないわけです。そういう意味では、一年前に尾身大臣が、正

す。もちろん九月時点の予測に比べますと、十二月の実際の回答は予想より悪かったわけですので、三月が、経営者の方が予測しておられる業況判断のように改善するかどうかは、決まっているわけではありませんけれども、総合して全体として見ると、これは日銀総裁がいつておられる話と合うと思ひますけれども、まだ引き続きマイナス傾向だけでもその下がり方は緩やかになっていく、こういう判断でいいのではないかと思ひます。

私どもは、長・短期の予測で、十一月十二月のGDPの数字はかえて少しプラスになるかもしれない、ただ一―三月は、またマイナスになるかもしれないという姿を描いております。これは統計的な癖というか、季節調整をしても、季節性がなかなか抜けないのかもしれないということですが、それはうるうる年のあと、九年は消費税率引き

上げの際の駆け込みとその後の四―六月の反動があるものですから、季節調整のパターンが必ずしもうまくいっていない、まだそういう歪みが残っているかもしれないので、一―三月はややマイナスになりやすいということだと思いますが、全体の印象でいえば、一〇年の四―六月、七―九月は年率で二・六%ぐらいのマイナスのスピードだったわけですが、九―十二月、一―三月の年度下期はマイナス幅がかなり小さくなる、横ばい、底ばいの圏内ではないかと思っております。

その理由は、これまで公共投資がマイナスだったのが、前期比でみてかなりプラスになってくることがあり、もちろんそれに支えられているということですが、他方民需は前期比は引き続きマイナスで動いていくということで、数字的には底ばいという姿ではないかと思っております。

ついでながら、いろいろ指標のうち前年比をまして、公共投資で民需のマイナスを穴埋めしているわけですが、それではほぼ底を打ったのかという話になると、反転上昇する力がないとなかなか底を打ったことにならないと思います。底に達しただろうとかいう質問をされる方がいますが、それを底としてすぐ上昇するかというと、その力はないという状況だと思っております。

二、十年度は大幅マイナス成長

足元はそういう状況であるということで、十年度全体を振り返って、ちょっと考えてみたいと思います。

ちょうど一年前、十年度について政府の見通しは一・九%でありましたが、私は一%にいかないけれどもプラスの成長という予測をしております。その場合の論拠は二つありまして、一つは、

とっているものは、これまでマイナス幅が大きかったものがそのマイナス幅が縮小したという記事が出ていましたけれども、ご承知のとおり、九年はそもそも十月から十一月にかけて急速に落ちましたから、こんどはどちらかといえばマイナス幅が小さくなる、前年比はよくなるわけです。ことしの動きとしては余り変わらないということでありまして、その辺のところは注意して見る必要があるだろうと思います。経済企画庁が出しているDIなども、前年同月比を使っているような指標は、ここでもかなり好転をしています。一時的にそういう姿になるものがあるかもしれませんが、その辺もやや割り引いて考える必要があると思います。十一月の百貨店の販売額の数字も前年比ですから、かなりそういう側面があると思います。

足元については、そういうふう判断をしています。財政政策が緊縮型から刺激型に変わるということでした。ご承知のとおり、財政構造改革路線でやっておりますのを、九年暮れに橋本総理が特別減税を発表し、さらに予算成立後は総合経済対策を実施するという話がかかなり早くからいわれていたわけでありまして、そういうふうな財政政策はこれまでと方向が逆になるから、足を引っ張る方から今度は押し上げる方になる、効果の問題は後に申しますけれども、基本的な姿としては、そういう方向に財政政策が動いてくるということでした。

もう一つは、金融面で、ご承知のとおり、九年後半から金融システム不安ということで、消費者の心理を非常に冷え込ませたり、あるいは銀行の貸し渡りという話が急に始まったわけでありまして、三十兆円のお金が用意されたこともあり、そういうものが新年度に入れば薄らいで正常化する

るであろうと思っていたわけでありませう。

ただ、二つ目の方は論拠が間違っておりまして、貸し渋りの状況は続いていて、今度の日銀短観でも、企業の資金繰り判断は、主要企業でも中小企業でもさらに厳しい方向に動いていて、三月にかけてはさらに厳しくなるということのようでありませう。したがって、金融面の不安は家計にとっても企業にとってもなくなると考えておりましたところが、一八〇度逆であった。そういうことが論拠として間違っていたということになると思います。それが、いわばわずかながらでもプラス成長と思っていたのが、マイナス成長になってしまったという論拠です。

ところが、マイナス成長もマイナス成長で、政府は七月九月のQEを出したときに、十一月十二月、一―三月が完全に横ばいに行けば、マイナス二・二%が十年度の成長率になるということ

と、どうしてもインフレに対してデフレということとで、価格の下落を非常に強調される解説があるんですけども、私自身、価格の下落というのは結果である、もちろん価格が下落しなければ、企業にとってはその分収益が悪化しないで済むことになるわけですが、もともと供給超過で価格が下がっているわけでありませうから、原因の方は供給超過、需要不足にあるわけです。価格が下がるのが問題だから何とかしろという議論はさすがに消えましたが、ひとことの調整インフレ政策をとればいいという議論も、多分間違いないんです。価格が下がっているというのは、経済の体温が下がっているということと、そのときに体温計の体温を直接上げるといふ話ではないと思うんです。全体の体の働きを活発にさせれば体温も上がるのでしようけれども、体はそのまま体温計をこすってもしようがない。そういう誤解を生ずる

っております。したがって、先ほど申し上げたような足元の見方というところ、十年度はさらにマイナス幅が広がってマイナス二・三%とか二・四%程度になるのではないかと考えております。従って、戦後もちろん一番大きなマイナス成長ということになるわけですし、普通の世界ではマイナス二%にはなかなかなりにくいわけでありませうから、単に論拠としてありました財政と金融の、特に金融の話だけでそうなっているわけではないと考えられるわけでありませう。

そこで、大きなマイナス成長になった理由は何かというと、皆さんは一言でデフレスパイラルに入ったというふうにいっておられます。ひとこと十月ごろは、恐慌か恐慌でないかという議論があったのですが、恐慌論は少し影をひそめまして、デフレスパイラルに入っているという議論になってきております。デフレスパイラルとい

ので、余りデフレスパイラルといわない方がいいと思うんですけども、わかりやすいので、デフレスパイラルに陥ったといっているということがあると思うんです。

デフレスパイラルの元というのは需要不足で、そこから在庫調整が始まるわけですが、需要不足と在庫調整によって、九年度がマイナス成長になり、企業が設備の調整、雇用の調整に入ったということが大きな要因だと思えます。

在庫調整の世界で済むというのは、多分調整が済めばまたもとに戻るといふ先行きの展望があつて、それに基づいて企業が行動をしていけば、在庫調整の世界で済む。その間いわば我慢をするわけですが、どうももとの世界に戻らないという判断が広まったのではないかと思われませう。もちろん、もとの世界に戻るとしても、設備や雇用が余分であるという部分もあるかと思ひます。

不良資産を抱えているということは、そういうものを余分に持っているということだと思おうのですが、もとの世界に戻らないと判断すると、余分なもの、調整すべき部分というのは、非常に大きくなるわけでありませう。

その例として、企業の持っている期待成長率とというのがこのところ毎年非常に下がってきまして、十年一月の調査では、今後三年間は一・四％ということですが、大体、三％から二・何％というふうにごんごんと下がってきて、一・四％というような期待成長率になっているわけです。期待成長率が下がってきている上に、足元の実際の成長率がマイナスになりますと、設備や雇用が多過ぎるということになるわけでありませう。

最近の資本ストックの伸びは依然として二％ぐらいあるわけですが、期待成長率が一％台になりますと、もっと資本ストックの伸びを落とさない

ります。したがって、中小企業の方がウエイトが多いわけですので、どうしても二桁の設備投資の減少ということになってくるわけです。

他方、雇用情勢の方はこのところ非自発的失業がふえてきておりまして、失業率が四・三％というレベルになっているわけです。失業率は景気の運行指標で、場合によっては一年ぐらい遅れることとなりますが、今失業率が四％台に上がったというのは、九年後半のマイナス成長の影響ということになるのだらうと思います。そうすると、今年度のマイナス成長は来年度にも響いてくることになると思ひます。

一応雇用指標でいいますと、有効求人倍率が景気と一緒に動いている指標で、一番早く先行的に改善してくるのは新規求人ということになっていくわけですが、有効求人倍率は依然としてじりじり下がって、〇・五倍を割っているわけです。そ

といけない。資本ストックの伸びを落とすには、設備投資の伸びがゼロでは減らないので、もっとマイナスにしていかなければいけないということになる。同時に、雇用の方も、将来同じような成長に戻るなら、人を抱えておけるけれども、将来成長しないということだと、余分なものはずっと余分であるということになります。そういう調整が始まったということだと思ひます。

この前、政府がマイナス一・八％という改定見通しを出したときに、設備投資の今年度の実績見込みは一〇％減となっていたのですが、もうちょっとマイナス幅が大きくて、一二、三％のマイナスではないかと考えられるわけでありませう。これは、特に中小企業の設備投資のマイナスが非常に大きくなっておりまして、短観で見ても、主要企業の方は一桁減ですが、全体では二桁減で、一五％というオーダーのマイナスになってきてお

れから見ると、雇用情勢は下げどまるといふよりは、来年度にかけてまだ悪化するといふ見通しが出てくるわけでありませう。こういう雇用情勢でありますから、雇用不安が広がって、個人消費が二重の意味で影響を受けている。

一つは、雇用者数が減る、それからもう一つはボーナスや所定外の賃金が減るといふことで、雇用者所得は前年比はマイナスであります。七一九月に大きくマイナスになったものですから、予測をやっている人にとってはそれは非常にショックで、十年度の消費は、年度全体では、わずかながらマイナスになるのではないかと見られているわけでありませう。このように雇用者所得がマイナスでかつ雇用不安があるといふことで、消費性向がなかなか戻ってこないわけでありませう。

消費性向を家計調査で見ると国民所得統計で見るとでは、必ずしも従来動きが同じではない

んですけれども、九年三月の消費税率の引き上げ前までは、家計調査の消費性向は大体七二%ぐらいでした。その後、四―六月の反動減以降、月によって少し戻ったり、また悪化したりしていますけれども、七〇を切って六九%台だと思っんです。ですから、その消費性向のところだけでも、二%分ぐらい消費が抑えられている。それが、必ずしもまだ回復するという姿が出てきていない。

實際上、そういうものがどこに表われるかといえますと、減税をすれば、実収入は減っていますが、可処分所得はプラスになる、しかしプラスになるけれども、消費性向が下がってしまっって、消費はふえないという姿になっているわけであります。したがって、全体として見ると、減税の効果は、消費にはこれまでのところ余りあらわれない。特別減税というやり方に問題があるのではないかとすることはありますが、結果的にはあら

われていないという状況だと思います。

したがって、設備投資が大幅な減少で、個人消費がわずかなマイナスというのが十年度の姿で、住宅も依然マイナスでありますから、輸入減で外需が少しプラスになっているのと、それから公共投資がプラスに寄与しているということでありますが、全体としては大きなマイナス成長という姿になっているわけであります。

三、政策の効果

これに対して政策当局は何もしないでいるわけではなくて、財政面といえますか、最近では実体面と金融面という分け方が普通のようにありますが、実体面の方では総合経済対策と緊急経済対策、こういう対策をとっているわけであります。

総合経済対策の十六兆円というのは、九月ぐら

いから実際にお金が出だしたといわれていますが、したがって十年度は十六兆円の事業規模の総合経済対策の効果が出てくるということだと思っます。

十一月の緊急経済対策は、補正予算が出ましたけれども、計算上の効果は減税込みで、政府が二・三%とっておりますが、その計算は間違っではないと私どもも思っております。ただ、計算上はそうですが、ちょっと見通しになると、話が違っってきます。

それは、総合経済対策は十年度に出てきて、緊急経済対策は十一年度に出てくるわけですが、ベースになる当初予算がどうなるかによって違っってくるわけであります。本来、財政構造改革路線だとマイナスになるわけですが、その枠はないということ、今のところほぼ横ばいぐらいというふうに考えております。

そうしますと、十年度は総合経済対策の分があ

り、十一年度は緊急経済対策の分があるということとであります。実は、国民経済全体で見ますと、地方財政が非常に厳しくなっって、地方の公共事業、資本支出がマイナスになるということが、十一年度については予想されるわけです。そういうことを考慮すると、全体として見ると、国民所得統計、実質GDPの構成要素としての公的資本形成は、十一年度はよくてゼロです。今私ども日経センターで担当者が計算しているのはマイナスなんです。減るという計算です。

つまり、十一年度中にまた何らかの対策をとっって追加補正をするか、当初予算で公共事業をかなり積み増す、概算要求だとほぼ横ばいですから、予算編成の段階で概算要求に乗せをするということでない、よくいわれる公的資本形式は、よくてゼロ、場合によってはマイナスになっしま

うということでもあります。

問題は、その先が非常に難しくなるというのの後で申し上げますが、他方、もう一つ、政策的に今年度は金融システム安定化策がとられて、破綻前の処理から破綻後の処理のスキームができて、かつそのための六十兆円という資金枠も枠として用意され、それに従って処理が進められているわけでありませう。これがまたいろいろな評価があつて、長銀から日債銀の処理というのは、金融行政がかなり大きく変わったということで、評価すべしという見方もある一方で、実際は基本的に変わっていないんじゃないかという見方もあるわけです。基本的には変わっていないというのは、一つは処理するけれども、後は先送りするという体質は変わっていないんじゃないかということですね。

さらに公的資金の注入が依然として不足してい

る、まだ申請もされていないわけですが、今いわれているようなことでは、足りないのではないかと、もっと思い切って使わないと、いわば処理が済んだという形にならないのではないかと、こういうような意見があるわけでもあります。

さらに、この問題のややこしいのは、処理が済んでも貸し渋りはなくならないという意見が、ここへ来てまた急に強くなってきたことで、本当に金融システムが安定するのは、实体经济がよくなるにすぎないという意見だ、こういう意見の人がいるわけです。そうしますと、貸し渋りはなくならないというのと実際上は同じようなことかもしれません、依然として金融面は来年度も足を引っ張るぞ、こういうことをいわれているように、どうも私なんか、そこまでいわれると、来年度もなかなか成り立ちがたいなと思っております。

金融システム安定化策については、仕組みはできた、そういう方向に歩み出していることは事実だけれども、来年三月末できれいに片がつくかということについては、まだまだ不透明な要素があり、かつ金融面で片づいても、それで金融が景気にプラスの効果を発揮するには、さらに一年はかかる、こういうような意見があるわけでありませう。

四、十一年度はマイナス〇・五％ 成長か

そこで、十一年度の見通しですけれども、まず十年度が先ほど申し上げたように大きなマイナスになったということが、十一年度の経済にどういうふうに関与しているかということでありませう。ごく単純に二つの見方がある、十年度これだけマイナス

なんだから十一年度はプラスになりやすい、計算上はこういう見方があるのですが、他方論理的に、十年度のマイナスが響いて、十一年度も足を引っ張る方向に働くという見方と両方あると思うのですけれども、定性的には後者の方が働くだろう。ただ、数字的には前者の方が働くだろうというのが私の立場です。

と申しますのは、在庫調整の話がいい例なんですけれども、九年の秋口から在庫調整を始めていたわけですが、在庫調整が完了したというところまで一向にたどり着かないわけです。在庫水準自身はかなり下がりました。しかし、適正在庫率には下がらないわけです。それは、簡単にいえば、出荷の方がどんどん落ちていってしまっているの、出荷の割には依然として過剰在庫という姿になっているわけです。

実は、設備や雇用の調整についても、十年度の

マイナスが大きいということは、過剰感を強める方向に働いていると思われれます。それは、日銀短観での雇用人員判断などを見ますと、さらに過剰感が強まる方向に働いております。したがって、十一年度についても、調整圧力が残る。一生懸命設備投資を減らしてマイナスにし、あるいは雇用者を減らして一年間やっても、さらにまだ残る、こういう形ではないかというふうに思っております。

これは、一種の逃げ水みたいなもので、目標を立ててたどり着いたと思うと、実は逃げ水で、そこにオアシスはなかったという状況なわけです。それは、デフレスパイラルの結果ということになるわけですが、そのままにしておきますと、砂漠の中で倒れてしまいますから、政府が緊急経済対策ということで水筒をくれるわけです。最近やや問題だと思うのは、水筒を渡すと、歩き出さないで、そこでゆっくり水を飲んで、また水

由は、非労働力化といえますか、特に女性の場合、就職口がないから家庭に入るということで、非労働力化するので失業が顕在化していない側面があると思われれます。

たまたま北陸地方の失業率が余り上がらない、繊維など非常に厳しいの上がらない、どうしてかという点、基本的には繊維産業では、女性が家庭に入って非労働力化してしまっている、失業率が上がらないで済んでいるというような話を聞きました。そういう意味で、ある程度はそういう形で非労働力化するので、失業者が顕在化するのを防げるわけですが、特に男性の場合にはなかなかそうはいかないということになります。と、失業率の動きはやや段階的にぼんと上がるといふ傾向がありますから、まだ上がっていく可能性がかなり高い。

逆にいいますと、雇用者が余りふえない状況が

筒の水がなくなると、もっと水をくれないかという話になるんじゃないかということです。

結局はそれぞれ調整が済まないといけないわけでありますから、そういう意味で、十一年度についてもやや調整圧力が残るといふことだと思えます。民間需要は、すぐ全体として回復するという力はないように思われるわけです。実際、先行指標であります機械受注統計が、七月、九月、十一月いずれも前年比で二〇%ぐらいのマイナスなわけです。したがって、それから考えても、十一年度の設備投資が依然かなり減るといふことは避けられないのではないかと思っております。

それから、個人消費については、先ほど申し上げたように、雇用情勢は、失業率はもう上がらないというふうにはなかなかならないのではないかと思います。確かに、この何カ月か横ばいで来ているところがあるのですけれども、その一つの理

続くわけですので、所得がふえないということだろうと思えます。したがって、十一年度も、消費のもとになる所得を考えてみると、結局減税とか、商品券はいつなかわかりませんが、そういう方策で可処分所得がふえるということで、雇用者所得はほとんどふえないということではないかと思えます。そうしますと、消費の伸びも、十一年度のようにマイナスということはないと思うのですけれども、わずかな伸び、〇・何%というような増加ではないかというふうな考えられるわけです。

もちろん、先ほど申し上げましたように、消費性向がかなり変われば思いがけず消費がふえるということになるわけです。私は横浜に住んでいるのですが、この前、十月のバイスターズの優勝記念セールで、横浜の百貨店は非常に売れ行きがよかったのです。十月の前年比は一〇%増だったでしょうが、全国はマイナスなのに、横浜だけはプ

ラスという状況だったのですが、日銀短観がออกมาして、神奈川県状況判断を見ましたら、別に小売も改善していません。

ちょっとがっかりしているのですが、百貨店に集まった分、周りの商店街はお客をとられたんじゃないかとか、東京から横浜に買いに来ていたので、別に全体でそんなによくなっているわけではないとか、そういう批判、悲観論の方が何か当たっているようで、あれだけ盛り上がっている割には、本当は消費性向が回復しなかったのかとちょっとがっかりしているところです。何かあって消費性向が回復することがないと、余りにかばかしい消費の回復にはならないというふうに思われるわけです。

もちろん、軽自動車の例のように、うまく新製品で当たれば、それは伸びる可能性はあるでしょうけれども、その分、小型車の方はマイナス幅が

住宅がどうかというのは不確実なところがあるのですが、中小企業の設備投資は依然大きくマイナスが続いているわけです。それなら、輸出に期待できるかというところも問題があって、公共投資の追加策がなければ期待できないということだと、これではちょっと設備投資のマイナスを相殺し切れないだろうと私は思っています。したがって、総理がいわれても、全体がプラスになるというのは、その限りではやや難しいのではないかと、もう一歩か二歩か、十一年度はわずかながらマイナス〇・五%というようなお答えを大体しているのです。

五、アメリカ経済はスローダウンにとどまる

世界経済の話をごく簡単に申し上げておく必要があ

大きくなっている。全体で少しはよくなっているのが続くかどうかという話になるわけですけれども、そういう意味で、消費に期待できるかという問題があるわけです。

従来の景気の回復がどういうパターンで進んだかというのをちょっと考えてみますと、設備投資というのは常におくれるので、景気の回復局面で設備投資はマイナスであるというのは決して珍しくないでいいと思います。大体回復過程では、一つは個人消費が底固いというのがベースにあつて、プラスの要素として公共投資、住宅建設、輸出、それに設備投資の中でも中小企業の設備投資が早目に回復する。こういうのが回復初期を引っ張るといふことになるわけですけれども、十一年度に消費がそういう意味で底固いということにはちょっと力不足であると思われまます。それから、実は

と思うのですが、ヨーロッパは引き続き好調であるだろうということは、大体コンセンサスがあると思います。ドイツ、フランスの成長率は少し落ちるかもしれませんが、全体として見れば好調であるということです。アジアについては、マイナス幅は縮小するということも確かですが、全体として回復、プラスということにはならない。中国を入れますと、中国の分がプラスなので、全体で少しプラスという計算になりますが、中国を外して考えるとマイナスです。九八年よりはマイナス幅は縮小するけれども、マイナスです。回復といえるのは、早くてその次の年二〇〇〇年ではないか。悲観的な人は、もう一年ぐらい先だということになるんでしょうけれども、やや楽観的に見ると二〇〇〇年ということだと思いません。

実は、問題はアメリカなのです。アメリカにつ

いて、私は標準的にはソフトランディングができるというふうを考えて、一％弱の成長ではないか。九八年は三％台でもかなり上の方という数字ですから、二％弱ですと半分ぐらいになってしまふのですけれども、それでも景気後退ということにはならないという想定をいつているわけです。

しかし、アメリカについてはかなり波乱含みで、非常に深刻に見る見方も当然成り立つわけです。一番大きな要素というのは、これまで設備投資がかなり伸びて、特に情報化投資で引っ張ってきたのですが、設備投資の伸びが鈍化することは事実というふうに見られているわけです。実際、ことし既に伸びが鈍化しているわけですが、それでも好調を維持しているのは消費のおかげということになって、クリスマス商戦もまずまず好調といわれているのです。

貯蓄率がゼロだという数字があるわけですが、ということ、うまくコントロールできるかということがあるわけです。

悲観論の人の中には、グリーンズパンがうまくコントロールし過ぎて、バブルを単に先延ばししているにすぎない、したがって、下がる時は大変だという人もいます、そうかもしれないのですが、アメリカ経済の好調については、ひところ「ニューエコノミー論」というのがあって、情報化投資によって生産性が上がってインフレにならないからという議論があったわけですが、いわばそういう供給面の話ではなくなってきた、設備投資が少し調整局面に入ってきたときに、需要面で個人消費がそういう状況で維持できるかという、ちょっとニューエコノミー論とは違う次元の問題になってきていると思われるわけです。

もちろん、ニューエコノミー論の一つの内容として、金融政策を非常にうまくやって好調を維持

貯蓄率がゼロで、消費の好調が続くかという疑問があるわけです。貯蓄率がゼロというのを支えているのは、多分資産効果であろうというふうに推定されるわけです。401(k)の話とかいろいろありますけれども、それによってこれまで株が上がってきて、調整してはまた上がるということになってるので、その資産効果で消費が維持されていることになっているわけです。

それではニューヨークの株がそのままいけるのかどうかということですが、株価を合理的に説明できるというのはないのかもしれませんが、これは日本証券経済研究所で研究されている話じゃないかと思うのですが、余り合理的に説明できないかもしれないんですが、やや上がり過ぎではないかという懸念は常に持たれていて、グリーンズパン議長もそういう考えを示されたりなんかしているわけですが、それが果たして金利を予防的に下げる

させているという議論はあるわけですから、それが続いているということはあるわけですから、けれども、さて本当にうまく個人消費が維持できるかどうかということについては、かなり不確定な要素があるかと思えます。

ただ、実は予測をする場合に、アメリカ経済の景気後退という要素を入れると、日本経済の姿を描くのが非常に苦しくなって、予測を担当する人が四苦八苦しなければならぬので、標準的にはアメリカ経済はスローダウンにとどまって何とかすり抜けられるのではないか、逆にいうと、アメリカ経済がすり抜けている間に、日本の景気を早く軌道に乗せたいというのが、見通しをつくっている担当者たちの希望なわけです。そうでない、ちょっと絵が描けないということになると思えます。

六、極端な円高にはならない

世界経済のついでに、為替の見通しですけれども、最近すっかり円高予想の人がふえていると思います。もともと円安予想の人もいますけれども、ここに来て、十一年は円高という人がふえているように思います。

円高論の論拠は二つあると思うのですが、一つはユーロとの関係です。ユーロがスタートして、ドルに対してユーロは強くなる、対ユーロではドル安である、したがって、円に対してもドル安で円高である、こういう論拠を立てる人がいます。それから、もう一つは、先ほど申し上げましたように、アメリカ経済がどうしても金融政策でコントロールしていくということなら、アメリカの金利は下がっていく。そういう意味で、金利差を縮

小するという論拠で円高予想になっているように

に、整理して思われるのですが、どうも私個人は、前者については違うんじゃないかなと思っています。ユーロとドルの関係はそうかもしれないですけども、逆にユーロと円が同じように動くということはない、ドルと同じに動く方がユーロとの関係ではあると思われる。日本の企業もユーロの方にシフトするということであれば、円との関係でいえばやはり円安の力が働く。

日米の金利差については、確かにアメリカ側の方が少し縮小するということだと思っておりますが、経済情勢で見ると、依然としてアメリカの方がいいというのは変わらないので、そう極端な円高になるというふうには見ておりません。今円高が少し行き過ぎていると思われるので、余り変わらない、一一五円とか一一六円というのよりは、少し円安というふうに思っております。

七、終りに

したがって、日本経済については、これまで申し上げましたように、公共投資については、十一年度に補正がなく刺激効果がないということであれば、わずかなマイナス成長になる。逆にいえば、十一年度の補正なり対策を早目にとれば、ゼロ成長か、少しプラスの〇・一%というふうに、水面上に顔を出せるぐらいではないかと思っております。それがいいかどうかというのはまた非常に問題があつて、つまり、いつになったら日本経済は民需中心で行けるか、財政は最低限中立で、財政構造改革の考えですとむしろ減らしていかなければならないということですが、当面中立で、財政に期待しないで民需だけで成長し得るように戻れるか、そういう問題があると思うので

す。

もし、来年度追加をして、一押しすればその軌道に乗るといふのであれば、それは非常に意味があるだろうと思えますけれども、そうでないとすると、単にまだまだその先も、先ほど申し上げたように、水筒をくれないと倒れてしまうということになると思います。

この前、私どもは日経センターで中期の予測を出しました。それによると、標準ケースはちょっと悲観的で、手を放すとまた二〇〇〇年、二〇〇一年はマイナスに戻ってしまつて、ようやく二〇〇二年に自立的に回復、成長軌道に戻れるということ、資本ストックの調整にかなり時間がかかるといふことになっているわけです。

したがって、それからもっと早く抜け出すということになると、一つは、そのときも議論したのですが、どうも金融面で、先ほど申し上げたよう

に、すぐに貸し渡りがなくならないということであれば、どうしても時間がかかることになるので、これは思い切って早く処理をして、積極的に貸し出しをして押し上げるというのは無理であるとしても、足を引っ張るのをやめるように早くなってほしい、こういうのが一つあります。

それから、もう一つは、情報化投資その他、そういう独立投資を刺激するような施策を考えていくということ、その一環として、公共投資自身の中身を変えて、できるだけ民間投資を誘発するようなもの、あるいは民間活動の効率化に役立つようなものを中心に行っていくことがあると思います。

それから、三つ目に、消費性向を順調に上げる。長期の話になると皆さんは、貯蓄率がどんどん下がって行って大変だというふうにいわれるのですが、当面は貯蓄率がどんどん下がった方がいい

いのですけれども、一向に下がらない。消費性向を上げるのに必要なのは、年金改革その他に早目に手をつけて、将来を安定させた方がいいと思うのです。そういう意味では、やや個人的には、年金保険料の引き上げを見送るといっている方がいいかどうかというふうに思います。見送らないかわりに、将来の給付についてもどんどん確定していく。あるいは、見送るのであれば、かわる財源を税から入れるというのを早く確定するか、早目に確定した方がいいんじゃないかと思っております。

十一年度の補正で単にお金を追加するというのではなくて、もう少し構造的な変化につながるような施策も同時に行う必要があるのではないかというふうに思っております。

はっきりしないところもありましたけれども、以上でお許しをいただこうと思います。(拍手)

小山理事長 二、三分だけお時間があるのでありますが、もしぜひご質問なされたい方があれば、一問だけお願いしたいと思います。どなたかいらっしゃいますでしょうか。——よろしゅうございませうか。

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した。

(とした) せいいち・日本経済研究センター理事長

本稿は、平成十年十一月十六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。