

日本記者クラブ会報

東京都千代田区内幸町二丁目
日本プレスセンタービル9F
◎社団法人 日本記者クラブ
電話〇三五〇三二二七二一

研究会『同時不況下の日本経済』(一)

高い生産性で 内需の振興を



宮崎 勇
(大和証券経済研究所 理事長)

去年、日本経済の見通しを間違えました一番大きな原因は、世界経済について見通しを間違ったということであろうと、私自身は思っておりますので、世界経済について過去一年間を回顧してみたいと思います。世界経済については、読み間違えたことが大変多かったです。

第一に景気はいまに回復するだろう、という予測を去年の初めに立てたわけです。日本だけではなくて、アメリカでも、あるいは先進国全体でもそういうことがいえるのではないかと思えますけれど、いまに景気は立ち直る、立ち直るといいながら、とうとう去年の景気は立ち直らないまま終わってしまいました。たと

えばOECDの見通しですけれども、去年の年頭には、一・三％は先進国の成長があるだろう、という予測を出しました。その前の年の成長率が一・二％で、ほとんど変わりませんけれども、とにかく若干プラスというような形で最初の予想を出したわけです。が、どうも風向きがおかしいということで、年の半ばにはこれが〇・五％という見方に下方修正されました。しかし年末に発表されたOECDの見通しでは、これがマイナス〇・五％とさらに下方修正されたわけです。景気はとうとう回復しなかった。したがって、予想以上に失業が深刻になるという事態が起こったわけです。たとえばアメリカは、一番最

近の月では一〇・八％の失業率になりましたし、イギリスも一三・三％という大変高い失業率になっております。先進国全体では、昨年末には三、〇〇〇万人の失業者を抱えるようになってしまった。失業統計は景気に対して遅行指標でありますから、おそらくさらにふえてくると思われれます。この春には三、二〇〇万人くらい、この年の末には三、四〇〇万人くらいの失業者になるだろう、というのがOECDの見通しです。アメリカ政府の見通しも、今年じゅうにアメリカの失業が一〇％を切ることはまずないのではないか、という予想です。予想を上回る低成長、高失業というような状況になっているわけです。これが今日の対米摩擦、あるいは対欧経済摩擦の一つの大きな底流をなしているということになります。

第二番目の予測違いは、これはどちらかといえはいいことなわけですけれども、物価が予想以上に安定したということになります。再びOECDの見通しの数字をとりますと、一九八一年は先進国全体で九・四％の消費者物価の上昇率でしたけれども、去年は七・五％くらいだといわれております。約二ポイント物価が下がっております。特に予想以上にアメリカが安定したわけです。ごく最近では四・六％という消費者物価指数になっております。ヨーロッパではイギリスが大変成績がよくて、最近では六・四％でしたか六・三％でしたか、とにかく落ち着きを示しているわけです。

ただ、この物価の落ち着きには少し割引が必要であります。物価の落ち着きの約三分の一くらいの要因は石油の値段が安定しているということと、一次産品価格が落ち着いているということと、その上、アメリカの場合には、異常なドル高というものが影響して

おります。欧米とも不景気のために物価が上がりにくかったということがありますので、若干割引いてこの物価の落ち着きを考えなければならぬと思います。

サウジの経常収支赤字へ

したがって、今年を考える場合に、物価がこれだけ落ち着いたから思い切った財政政策なり、あるいは金融緩和政策をとれるかというところ、おそらくこれないだろうと思うわけです。いまアメリカの金利が下がっておりますので、それにつれて多分春ごろまでに金利を下げるのだろうと一般的に見られていると思いますけれども、金利を下げて大々的に景気を刺激するということ、大変需給が緩和しております、したがって、価格もあまり上がらない。バレル当たり三四ドルという基準価格は、実際に守るのが難しくなっており、需要期のまっ最中に二八ドルくらいの石油も出ているわけです。不況で消費国の消費需要が減ったということもあります。また、さすがにあれだけ石油の値段が高いと、消費節約が行われるということで、第一次石油ショックのあとのピーク時の先進国の消費量は大体一日当たり四、〇九〇万バレル（七九年の数字）でしたけれども、去年はおそらく三、五〇〇万バレルくらいに消費が減っているのではないだろうか。予想以上に石油がダブついた。

一方、生産のほうはといえば、これは予想以上に順調であります。OPECとしては、石油の値段を維持するために減産したい、という意向があるわけですが、緩調賛成の各論反対で、つまり各国にしてみれば、外貨を稼いで国内建設を続けていかなければいけないわけですから、とても足並みはそろわない。生産を抑えたいということ、OPECは話し合いをしておりますけれども、国別の生産割当という話がまとまらずに今日に至っております。生産は比較的順調、消費は落ちてきているということですから、需給が緩んで価格が安定している、ということになっていくわけです。

これは消費国にとってはいい材料です。物価が安定し、経常収支の改善に役立つわけです。先進国全体の経常収支は、一昨年からだんだん黒字に転化してきているわけですから、驚くべきことに、サウジの経常収支が去年の第三―四半期に赤字になる。おそらくOPEC全体でも、大体二〇億ドルくらいのマイナスではないか、といわれているわけです。かくも急速に産油国の経常収支が悪化する、とは予想しなかったわけです。

OPEC諸国の外貨収入が落ちてくるということは、先進国からの鉄とか機械とかの輸入が減ることです。世界貿易が縮小している一つの――これがすべてではありませんが――大きな要因をなしていると考えます。また、産油国がオイルダラーの供給能力を失ってきているということは、いろいろの意味でドルの需給、あるいはドルの価格に影響していると思われたいです。こういうふうな状況に、こんなに早くなるとは実は思わなかったわけです。したがって、石油が日本経済の成長の制約になるという考え方は、やはり

り、間違っているのではないかと思うわけです。

途上国の累積債務と金融不安

第四番目は、南北問題が一向に改善していない、ということがあります。去年の成長率をとりますと、先進国はマイナス〇・五％というのがOECDの見通しですが、開発途上国は、いろいろの資料がありますけれども、大体平均すると、若干プラスになっているようであり、ところが開発途上国は人口の増加率が、先進国よりかなり高いわけですから、一人当たりの所得格差は一向に縮まっていけない。その上、大変不幸なことに石油を生産しない開発途上国は、一次産品だけを輸出するという貿易体質になっているわけですが、その一次産品を先進国が不況のために買ってくれない。中にはやっとな労働集約的な工業製品をつくって、それを輸出する国もあるわけですが、これもまた先進国の貿易障壁によってなかなか進出できないということ、石油を生産しない開発途上国の経常収支はどんどん悪くなっているわけです。

OECDの資料によれば、去年の暮れの開発途上国の累積債務は、六、〇二〇億ドルという巨額に達しているわけです。これは借金ですから返さなければいけません。しかも利子はつくわけですが、その利子も、大体はドルで借りておりますから、アメリカの高い利子が適用される。その上にカントリーリスクなどということがあるわけで、さらに危険負担分の金利が上乗せされるわけです。産油国からのオイルダラーの供給も少なくなっているわけですから、途上国経済は大変なことになっているわけです。一九三〇年代のような金融

恐慌になるとは思いませんが、しかし、これが世界の金融不安の一つの大きな原因になっていて、なかなか今年も解消しそらないということですね。これはある程度予想されていたことですが、私どもは予想以上の深刻さであった、ということだと思えます。

世界景気の足を引っ張った米高金利

第五番目に、これが直接的には日本に一番大きな影響を与えているわけですが、アメリカの金利が非常に高かった。一九八一年の十月に公定歩合一四%、去年の初めは一二%から始まりまして、八月まで一〇%の公定歩合が続いたわけです。プライムレートもいまだこそ一〇%から一%くらいになっておりますけれども、一時は二〇%をオーバーするというような状況でして、大変な高金利であったわけです。レーガン政権がインフレ対策を第一の政策目標にしておりまして、ある程度金利が高くなるということは予想されたわけですし、それは構いませんけれども、それにしても非常に高かった。

アメリカは財政金融政策のポリシーミックスを間違えたのではないかと、という感じがしてならないわけです。そのために金利が非常に高くなり、そのことが結局、アメリカ経済の足を引っ張るといふことにもなりますし、諸外国の景気回復の足を引っ張るといふことにもなったわけですね、これが大変大きな予想違いの一つでした。

こういふふう去年の世界経済の動きを見ますと、予想しなかったことがたくさん起きています。石油の

値段が落ちていたのはプラスであったわけですが、概して予想しないマイナスのことが多かった。よく考えてみますと、みんなこれは人間の後知恵なんですけれども、あ、なるほどな、というように、いまにして思えば起こるべくして起こったようなことなのであります。

しかし、その背景というのは非常に複雑でして、おそらく今年いっばいですべての問題が解決するというふうには考えられません。まず石油ショックの後遺症が残っております。もう第二次石油ショックが起こってから、四年が経過しているわけですから、後遺症はないだろうという人もおりますけれども、たとえば日本の素材産業をとりますと、エネルギーの新しい価格構造に適応できないという問題があつて、依然として後遺症が残っていると思つております。

しかし、それだけではいまの世界経済の混乱は説明できないわけですね、もっと中期的な問題、たとえば財政の赤字ですとか、あるいは企業家精神がどこでも弱まっているという問題ですとか、あるいは労使関係が崩れているとかいふようなこともあるわけです。そのほかに、政治の要因が経済に大変大きく出てきているというところで、経済制裁措置とかあるいは軍事支出の増大が、経済の正常な運行を妨げているというような問題があります。いずれにしても今年一年で、そういう問題が解決されるという様相ではありません。

したがって、おそらく今年も世界経済全体としては、柔らかな表現でいえば、調整過程が続くのではないかと、きつくいえば、依然として混乱と困難が続くと考えてよろしいかと思つております。ただ、少しずつ問題は解決する方向に動いているようですから、若干の期

待をこめていけば、世界の景気は今年の後半には少しずつ明るさを増してくるのではないかと、思つております。

縮小均衡の日本経済

そのことに入る前に、こんどは日本のことですが、去年のことをふり返つてみたいと思つております。

日本の経済は世界の優等生だといわれていたわけですが、私には、もはや日本の経済は世界の優等生ではなくなつてきていると思つております。確かに物価の点をとると、いまでも優等生だといつてよろしい。最近月をとりますと、消費者物価が前年に比べて二・三%、卸売物価が一・七%です。おそらく世界の中でこれが一番低い。物価が安定しているのは、不景気ということもありまうけれども、概して日本の経済のしくみがうまくいっている、ということであろうと思つております。プライスマカニズムが働いているということだと思つております。しかし、そのほかの点では、だんだん優等生の要因がなくなつてきているのです。

たとえば経常収支という点をとりますと、依然としてプラスはプラスであります。最近の月によつてマイナスのときもありますけれども、傾向的には経常収支はプラスです。しかし、一昨年までの経常収支の黒字は、輸出が非常に伸びて、他方、輸入は石油の消費節約などによつてあまりふえなかつたという形のものでありますから、これはある意味においては優等生の材料だといつてもよろしいかと思つております。去年の黒字はそうではありません。輸出は一昨年秋からずっと後退してございまして、今日でも前年水準を下回っている

わけです。にもかかわらず経常収支が黒字というのは、輸入も一緒に落ち込んでしまったということですね。この輸入の落ち込みには、もちろん、石油の消費節約が続いているということもありますけれども、景気が悪いということがあるわけですし、いわばいまの経常収支の黒字は縮小均衡型の黒字です。威張れたような黒字ではない、と思うわけです。

景気の点からいえば、日本経済はいまやまったく並みの国でありまして、景気がいいとは毛頭いえないわけです。成長率をとりますと、日本のほうが若干高いのは事実ですが……。八一年は改訂した数字でいいますと三・三%、八二年はまだ分かりませんが、大体二・五%くらいではないかと思えます。そうだとすると、ほかの先進国の平均に比べると、よほど高い成長率ですけれども、しかし、この中身は、縮小均衡による経常収支の黒字ということもありますが、物価の安定によってもたらされている部分が大きいわけです。それはそれでいいことなのですが、本場に経済が回復してGNPがふえている、ということではないわけです。

たとえば消費をとりますと、確かにプラスになっているのですが、消費の根っこである収入がふえているわけではありません。減税があつて消費がふえているということではなくて、可処分所得はほとんどふえていない。消費が実質でふえているのは、物価がおさまっているということと、それを背景に若干消費性向が上がっているということの結果です。本来、消費が活発になるといのは賃金と関係するわけです。企業活動が活発にならないければ賃金はふえないわけですから、そういう形をとつての消費回復でなければ本来の

ものとはいえない。しかし、いまはそういう状況にはない。したがって、いまのGNPは本格的に景気がよくなつて回復してきている、というものではないと思えます。まして輸出がだんだん減少しているわけですから、何一つとつても、うまくはいっていないわけですね。

予想外の円安が続く

しかし、ここで自己反省になるわけですけれども、「去年の初めには場合によつては五%くらいの成長率になるのではないか、ということをつたじやないか」ということになるわけですけれども、私は、去年は政府の一員ではありませんでしたから、別に弁解するわけはありませんが、政府の五・一%というのは直接責任は持つておりません。しかし、大体うまくいけばその程度はいくだろう、と考えていたことも事実ですから、私の見通しが間違つたというのは事実であります。

ただし、私には私なりに、なぜ間違つたかという理由がかなりはっきりしていると思うわけです。それは何かといえますと、私は、円の見通しを間違えた。そのことが景気見通しを間違えた決定的な原因だと考えております。円が、暮れには大体二二〇円から二二〇円くらいになるだろう、と私は考えておりましたけれども、円安がずつと秋まで続きまして、去年の平均をとりますと、二四九円ちよつと、大体二五〇円くらいであります。私の円の見通しと、大体三〇〇円から四〇〇円が安いとなぜ景気が悪くなるかということですが

が、三つの点があると思うのです。第一は、実質消費なり、実質所得が回復しないということです。先ほど日本の物価は世界一安定している、と申しましたけれども、輸入物価指数をとりますと、一番最近のところ、一年前に比べて一〇・九%上がっているのです。世界の一次産品価格、あるいは石油の値段は前の年に比べて格段に下がっているにもかかわらず、日本の輸入物価がこんなに上がっているというのは異常であります。答えは簡単であつて、円安のためです。日本の企業が買う場合には、あるいは日本人が消費する場合には、円で払わなければいけないので輸入物価がそれだけ上がっている。ですから、たとえば石油が世界的に安定していても、ガソリンの値段が上がるとか、灯油の値段が上がるとかいうことがあつて、これが間接的にはかの消費を抑えるわけです。つまり、円安のために実質所得なり、実質消費が伸びなかつたということが第一点。

第二点は、特に素材産業でありますけれども、そういう意味で原料高になつた。一方、製品のほうは、不景気ですから値段が上げられないという状況があつて、素材産業の経常利益が大変落ち込みました。私どもの調査では、去年九月の決算では、前の半年に比べて一九・五%も経常利益が落ち込んでおります。いろいろの理由で落ち込んでおりますけれども、なんといつても一番大きな理由はやはり、原料高であつた。つまり、円安であつたということです。

第三点ですが、もし円高に推移していれば、もう少し早く日本銀行は公定歩合を下げられたのではないかと。ところが去年をふり返つてみますと、とうとう一年間、五・五%の公定歩合でずっときたわけです。

去年の初め以来、物価はほとんど安定し、景気はだんだん悪くなるということですから、海外状況を考慮しなければ、日本銀行は当然公定歩合を下げていたと思うのです。しかし、それにもかかわらず下げられなかったというのは、円が安かったからにはかならない。もし円高であれば、私が仮に考えていたように二一〇円くらいであるとすれば、この状況はかなり変わっていただけないだろうか。

整合性が大事な経済見通し

そこで、お手もとの資料ですが、主要機関の五十七年度経済見通し……。いずれも当初の見通しにして、政府、大和証券、ほかもそれぞれ名前は分かっておりますが、念のためにA B C D E F Gと並べたわけですが、政府見通しの五・二%が達成されなかったというのは、嫌というほどいわれているわけで、出来なかったわけですから、これを擁護するつもりは私にはありません。弁解するつもりもありませんけれども、しかし出来もしない、あるいは単なる願望にすぎない、といった表現が多いわけですが、出来もしない、といった非難している人たちの前提を見ますと、本当にそういうふうには非難できるだろうか、という感じがするわけです。

たとえば一番低い実質成長率をとっているBは三・一%——これは政府の改訂見通しと同じで、実際にはここまでいかないと思いますが……。仮に三・一%として、見通しは当たっていたかということになると、GNPの数字だけは当たっているのかもわかりません。しかし、経済の予測は、いろいろの数字が整合的に合

つてはじめて、当たった、当たらないということがいえるわけですし、GNPの数字だけを見て当たったというのには、たまたまということですね。予測としてはまったく拙劣だということになると思うのです。

たとえばこのBの予測は、円レートを二一〇円と考えています。実際は平均で大体二五〇円であったわけですが。また輸出については、多くの予測は一、六〇〇億ドルを超えています。実際には一、四〇〇億ドルいくかどうかという状況です。予測について「仮に」というのは弁解にしかならないわけですが、もし仮に、円が予測のとおり二一〇円であって、輸出も一、六〇〇億ドルをオーバーしているということであれば、成長率は三・一%というような低い数字ではなくて、まあいろいろの計算があると思いますけれども、五%近くになっているのではないだろうか。

つまり、出来もしない、あるいは願望にすぎなかったといわれる政府の見通しに対して、もし、そういって非難している人たちの前提条件、つまり、円が二一〇円というのがそのまま実現し、あるいは輸出が一、六〇〇億ドル以上に達するということを当てはめてみると、政府の成長率はそんなに荒唐無稽ではなかったのではないかと、という感じもするわけです。もちろん、政府は政府で二一九円という一つの前提をとっておりますから、これも間違っているのは事実なのですけれども、ほとんどの予測はそういう意味では間違っていたのではないだろうか。

新聞に伝えられるところによると——日本銀行に確かめましたら、そういう公式の資料はないということですが——円が七円違うと、公定歩合〇・五%に相当するということでありまして、もし円が三五円くらい違っ

ているとすれば、公定歩合二・五%に相当しているわけですね。おそらく二・五%分の景気回復要因が働いたにちがいないし、もし円がそれだけ強ければ、それとは別に実際に公定歩合も下げていたと思うわけです。公定歩合は下げても即効性はそれほどありませんが……。しかし、もし本当に二一〇円、あるいはこの予測の中にもありますように一九〇円とか、大和証券が考えていたように一八一円なんていう円高であったら、私は、五%近くいっていてもおかしくなかったのではないかと、という感じがするわけです。

どの予測も間違っていますから、どれも弁解するつもりはありませんけれども、これをよく見て、何が間違っていたか、どこで間違っていたかということを追及することが大事だと思うのです。

私は、輸出が円安にもかかわらず伸びなかったというところもありますけれども、一番基本的な原因は、円安であったと思うわけです。

今年も円高へ推移か

それでは今年はどうなるか、という問題なのですけれども、一言でいうと、これから景気は回復してくると思っております。一〜三月までは実態は非常に弱いと思えますけれども、だんだん明るさが増してくるというふうには思うわけです。これが結論なのですけれども、どういふ過程をたどっていくかといえますと、ちようど去年の間違いを裏返しにしていけばよろしいと思っております。

つまり、去年は、予想以上のアメリカの金利高で、日本の資本収支が非常に大きな赤字であった。資本収

支が赤字でしたから、經常収支の黒字がこれをカバーすることが出来ずに、日本全体の国際収支は大きな赤字になり、そのために円が安かった。こういうふうには考えれば、今年はどうもそれが逆になっていく。まずアメリカの金利が下がっていく。現に去年の七月から金利は下がり始めている。アメリカの金利が下がると、やがて日本の資本収支の赤字が小さくなっていくというので、九月以降そういう状況が出て、十一月は偶然だとは思いますが、黒字になっていくわけです。長期資本収支の赤字が本格的に小さくなってきているというところが分れば、その次の段階では、円が強くなってくるのではないだろうか。大体、去年の夏ごろ私はそういうふうには予想していません、方向としてはそういうふうになってきているのです。が、少し円が強くなるのが早過ぎるかな、という感じはあります。

私は、この春に大体二三〇円〜二四〇円、それくらいになるだろうと思っていたのですが、ちょっと予想よりテンポが早い。けさは二二六円くらいのところが出ておりますが、もう一べん調整局面があると思えますけれども、基調としては強くなってきている、と考えてよろしいと思うのです。

円が強くなれば実質の消費なり、実質の所得がふえてくる。そして経常利益も回復してきて、それが設備投資を誘発する要因になってくる。あるいはもうすでに日程が上がっておりますように、公定歩合を下げる環境も出てまいりまして、景気が回復してくるのではないかと思うのです。

去年、私が失敗したように、需要項目別に一つ一つと積み上げてみますと、今年の成長率は非常に低

く出てくるはずで、たとえばGNPの半分を占めている個人消費をとりまして、個人消費が伸びるだろうかと考えると、どうも人勧凍結の影響を受けて賃金はいってふえそうにない。減税もやってくれなかった。そういうようなことを考えると、消費はほとんど伸びそうにないということになります。住宅だって、土地がそんなに急に下がるとは思いませんし、実質所得が急にふえるというふうにも考えられない。設備投資だって、中小企業がすぐにプラスになるというふうには考えられない。おまけに公共投資は、実質で若干マインナスのようですから、そういうふうには需要項目別に積み上げてまいりますと、去年は需要項目別にいったらプラスになったのですけれども、今年は逆におそらくあまりプラスにならないと思うのです。

積み上げ方式の予測に疑問

ですから、いろいろの見通しが今年の初めから出ておりますが、平均成長率が二%〜三%のあいだだろうと思えますが、第一勧銀は一・八%と二%を切っておりますし、私の先輩の下村治さんは、今年もゼロ成長、あるいは若干マインナスかも知れないという予測をしておられます。積み上げでやりますと、おそらくそういう答えが出てくるだろうと、私は思いますけれども、しかし、どうもその積み上げ方式の問題があるのではないかと思うのです。つまり、円というものをどういうふうに見ているか、そのところももっと重視されなければいけないのではないだろうか。ところが、どの見通しを見ましても、消費はこれくらい、何がこれくらい、何がこれくらいで、そしてGNPはこ

れくらいの成長だとあって、最後にとって付けたように、円の見通し、これはなかなか分らないけれども、と……。それが分らないで、どうしてGNPが見通せるのか、というのが去年の反省であります。私の反省なので、ほかの人は、それで予測を立てられているのでしょから、それでいいのですけれども、私は、どうも積み上げ方式では分らない、という感じがするわけです。

円が強くなるというのは、一言でいえば、交易条件がよくなるということです。企業でいえば原料を安く仕入れて製品を高く売れば、企業収益は必ず回復する。それと同じように、日本のように輸入依存度が高いところで輸入物価が下がって、あるいは落ち着いて、輸出物価のほうは落ち着く、ないしは上がっていくという場合には、日本全体としての手取りは必ずよくなるはずで、それがどこにいつているかという計算が、実は最後に円の見通しを付け足すような予測のやり方では出てこないのではないだろうか。いったいどこにいくのか、ときかされると、私にもよく分かりません。円が強くなったというのがどこにいくのだろうか、という疑問が私には残ってしょうがない。それで景気は回復するにちがいない、と私は思うわけです。公共投資をふやさなくても、ある程度回復してくるのではないかと考えております。ですから、おそらく今年の見通しは、またみんな間違えるのではないかと、という感じがするわけです。(笑)

政府および経済研究所等の五十八年度の見通しをご覧いただければお分かりいただけるように、今度は去年に懲りて成長率をだいぶ慎重にみております。ところが円レートを、けさ(一月十一日)の二二六円と同

じように考えているのは、わが大和証券経済研究所を含めて三か所の見通しでありまして、ほかのところの見通しですと、円が強くなれないのです。どうもこういう予想から見ると、この円は少し低過ぎるのではないかと感じます。もつと円は高くなるはずで、もつと高くなるはずだということの、原因はアメリカ経済にあるわけです。

アメリカでは去年の七月から金利が下がってきている。おそろくもつと下がるでしょう。それに物価は、これはわりあい成功しておりますして四・六%、今年も大体、物価は落ちていて推移すると考えていい。こんどの経済教書では五・五%ぐらいのデフレーターが出るとか、出ないとかといわれておりますけれども、大変落ちていた物価です。ところが景気のほうは依然として悪い。去年の下半期はゼロ成長、第四―四半期はマイナスの二・二%という予想もあります。今年の第一―四半期はせいぜい年率で一%といえますから、非常に景気が悪い。したがって、物価が安定しているということもあって、実質的に金利は下げられる。そういう状況はおそらく春まで続いていきますから、金利も下がっていったって、円も基本的には強くなる方向にあるだろうと思うわけです。ですから、どうしても各機関の円レートの見通しは少し弱過ぎるという感じがするわけです。

心配なアメリカの財政、経常収支

ただし、私は去年、一昨年と経済の見通しを間違えておりますから、いま申しあげたことを百パーセント自信を持っていえるわけではありません。見通しが間

違う可能性もありますけれども、それは、やはり、円が強くなれないということ、つまり、アメリカの金利はそんなに下げ一方でない、という事態が起こる可能性があるということ。それは一言でいえば、アメリカの財政の赤字が、政府が考えているようには小さくはならない、ということでありませう。

日本の政府もそうですから、アメリカ政府を非難するわけにいきませんけれども、アメリカ政府の財政収支の見通しは、八二年、八三年とまったく大きくはずれております。八三年についていえば、去年の十月に八三会計年度の赤字は一、一五億ドルくらいだろうといっておりましたけれども、今日その数字を信用する人はほとんど政府の中にもおりません。一、六〇〇億ドルとか、一、八〇〇億ドルということにして、年度末には二、〇〇〇億ドルになるだろう、という予想を政府の中でさえいっているわけです。もしそういうことになるのであれば、そしてインフレ抑制という政策を依然として続けていこうとするならば、おそらく金利はそんなに下がらないのではないかと、ということになるわけです。そうすれば、円もそんなに強くなるまいし、景気も回復しないのではないかと、という感じがするわけです。それが第一の問題点です。

もう一つの問題点は、アメリカの経常収支の赤字です。これは円が強くなる材料なのですが、日本にとつては厳しい材料でもあります。アメリカの貿易収支なり経常収支は、去年の半ば頃からだんだんはつきり悪化しています。一年をとってみると、どの程度でしょう。そんなに大きな赤字ではないと思えますが、最初は黒字だろうといっていたのですけれども、どうも赤字のようです。そして、今年是非常に大きな赤字に

なりそうです。つい先だって発表されたOECDの見通しでは、アメリカの経常収支は三二億ドルの赤字という見通しです。

これは円を強くする材料だと私は思いますが、日本のほうは、どの機関の数字を見ましても、去年よりは経常収支が大きくなりそうです。経常収支が一〇〇億ドルを超える、という見通しが非常に多いわけです。日本のほうは、去年に比べて経常収支が格段に大きくなって一〇〇億ドルをオーバーし、アメリカのほうの赤字は三〇〇億ドルにも達するということになれば、日米の貿易摩擦はなかなか解消しない。円が強くなる材料にはなりますけれども、貿易摩擦は大変なことになる可能性があるわけです。

国内にない回復のための材料

どうも今年の日本の経済、日本の景気を考える場合に、どちらかといえば、後半になってだんだん回復してくるというのが、期待感もあるのでしょうか、五〇%以上の人がそういうふうを考えているようですが、残念ながら回復するための起動力は、日本の中にはほとんどありません。外国からくるというか、主としてアメリカからくるわけです。

アメリカの景気がよくなってアメリカの輸入需要がふえて、日本の輸出がふえて、それに引張られて日本の景気が回復する。こういうことが従来からいわれているわけです。そういうことは多少は今年もあると思えます。アメリカ政府の予測によりますと、成長率は第一―四半期が年率一%、第二―四半期が年率三%、第三と第四が四%くらいということですから、ア

アメリカの景気がだんだんよくなってきて、多少日本の輸出がふえるということもあるでしょうけれども、そういうことをいま考えてはいけないと思うのです。

私どもの大和証券経済研究所の見通しも、輸出がふえるという前提にはなっておりますけれども、そういうことをあまり期待してはいけないと思っております。

私はむしろ、アメリカがよくない日本がよくないというのには、アメリカの金利が正常化するということだと考えるべきだと思うのです。そしてそれはアメリカの財政収支の赤字が少なくとも拡大しないような政策が何かとられる、ということを前提にしているわけです。もしそうなれば日本の景気は十分に回復して行く、と思っております。

しかし、そこでもアメリカの財政の赤字がどうなるか、ということが問題として残るわけです。残念ながら今年も、景気回復の自立的な力は国内にはほとんどありません。政府は減税を見送りましたし、公共投資も実質ではふえておりません。したがって、円高からくる交易条件の改善と、円高になれば金融政策を若干景気回復のために運営出来るが……。

いずれにしても日本としては、それほどやれることではないわけです。しかし、全然ないかというのと、そうではありません。何をやるべきかということですから、それについて三点だけ申しあげたいと思います。

日本の中、長期的課題

第一番目は、去年の世界経済を見てみると、各国が自国本位の経済政策の運営をやってきたのではないだろうかと思われる。なるほど指導者達は口では、国際

協力とか、国際協調とかいっておりますけれども、実態はどうも自国本位であった。日本経済もしばしばいままで近隣窮乏化政策をとっていると非難されて、それが円安非難の一つにもなっていたわけです。去年アメリカは、いまインフレが収束するから、そうしたら世界経済が立ち直るんだということであったのですけれども、どうもそうではなかった。アメリカの金利が異常に高くなって、そのために各国が大変迷惑した。一番迷惑したのは、アメリカと国境を接しているカナダです。アメリカは自国本位の政策をとってきたのではないだろうか。もう少しこれから各国とも、よその国に対してインフレやデフレを輸出しないというような、需要管理政策をとっていくことが必要ではないだろうか。

二番目は、自由化。どこの国も自由貿易を守らなければいけないと主張し、保護政策には反対だというのは、去年十一月のガットの閣僚理事会の議事録を見ていただければ分かるわけです。誰も自由貿易反対だなどとはいつていないわけです。しかし、やっていることは、誰が悪いとは申しませんが、お互いに非難し合っているわけです。それこそ火のないところには煙は立たないということにして、それぞれに厄介な問題を抱えているのではないだろうか。もう少しどこの国も真剣に市場開放努力をしなければいけない、と思えます。

もちろん、私なんか反省しなければいけませんけれども、自由化をやれやれ、それは日本の消費者のためにもなるんだ、世界貿易のためにもなるんだ、といっていましたけれども、やるということは大変な苦痛なのです。たとえば、たばこの問題なんてどっちでも

よさそうに見えるわけですが、日本でたばこを作っている人は、それ以外に作るものがないし、作っている人は非常に年寄りであって転換できない人もかなりいるわけです。私どもエコノミストが机の上で開放しろというほどには、現実には易くないわけです。

しかし、そういうことをいつていたのでは、おそらく世界じゅうどこでも自由貿易を守れないということになるわけです。日本よりもっと失業率が高くて、もっと貿易収支の赤字に困っているような国があるわけです。そういう国を、産業調整をうまくやらない、その努力が足りない、というふうに非難することは出来ずけれども、彼らだって苦痛を持っているわけですから。それならばやはり、犠牲と痛みを分かち合うというのは当たり前のことであって、日本ももちよっとそういう点で努力しなければいけないのではないかと、思うわけです。

第三番目には、貿易のあとにくることですけれども、経済協力です。開発途上国については、一向に格差が縮小していないということがあります。こんどの予算では、政府援助は八・九%伸びておりますから、こういう意味の突出は、防衛費の突出に比べて歓迎すべきことだと思っております。

それから先進国に対する協力というのは、技術交流のことでありまして、軍事的な利用ということは別にして、一般的にいえば技術というのは人間の知恵でありますから、人類の共有財産であって、企業秘密とかなんとかいうことがありませんけれども、その恩恵というものを、各国がみんな享受できるといのが本来の性格ではないかと思うのです。そういうことをもっと日本はやってもいいのではないだろうか。

景気回復ということでは、残念ながらアメリカの金利が下がって、アメリカのドルが落ち着いて、日本の円が強くなるといふことに期待しなければいけませんけれども、同時に中長期的に日本としてやらなければいけない問題もたくさんあると思うのです。

生産性の高い活力ある経済を

最後に、その中期的な問題と関連して、今後の成長力について、もう三割くらいでいいのではないかと、あるいはそれくらいしかないのではないかと、という人がおりますが、私はあえて、成長率は高いほうがいいと申しませんが、生産性は高いほうがいい、ということだけは申しあげたい。

これはもうすでにみなさんよくご存じのことだと思いますが、生産性上昇率というのは、実質経済成長率マイナス就業者の増加率という定義がありまして、この定義は国際的に認められているものです。例の日経連がいう、賃金は生産性上昇率の範囲内であればいい、という議論はこの式に基づいています。ここでいう生産性上昇率というのは、就業者一人当たりのGNPないしGDPの上昇率です。分解しますと、生産性の上昇率は実質経済成長率マイナス就業者増加率。これが生産性基準原理の定義ですが、ちょっと入れ替えまして、実質経済成長率はというふうに置きますと、実質経済成長率というのは、生産性の上昇率プラス就業者の増加率となります。就業者の増加率というのは、大体日本の場合、当分一割くらいと考えるとよろしいと思います。

そうすると、仮に実質成長率が三割というのは、失業を増大させないという前提にたてば、生産性の上昇率は二割ということになるわけです。日本の成長率は三割がほどだ、といっている人は、日本の生産性の上昇率は二割程度だ、といっているということだと思います。私は、そういうふうには理解しているわけです。日本の生産性が二割ということでは、中期的にはあり得ないだろうと、私は思っております。雇用を悪くしないという前提を置けば、成長率は三割では低過ぎると思うわけです。

高い成長率といえますと、強引に、財政が赤字であっても突進して、とにかく成長を高めればよいというように思われがちですから、私は、今年からそういういい方をやめようと思っております。今年から、高い生産性を持った経済をめざそうじゃないか、というふうにいいたいと思うのです。高い生産性というのは、何によってもたらされるか。私は、三つくらいに分けて考えていいと思っています。

一つは、民間企業はどんどん競争して技術革新を進めていくということ。二番目は、文字どおり本当に行革をやってムダな費用をなくしていく。斜陽化する産業を整理していくということ。第三番目には、企業レベルで合理化を進めていくということです。労働の能率を高めるとか、資本の効率を高めるとかいうことを企業のベースでやってもらおう。この三つの柱で各々ポイントずつ生産性を上げてもらえば、成長率は四割になると思います。技術革新によって日本の経済成長力、あるいは日本の生産性を一割上げる。そんなに難しいこととは、私には思えません。それから行革を徹底的にやってムダな費用を切り、能率の悪

い産業を整理していくことであれば、生産性を一割くらい十分に上げられると思うのです。残りの一割は、企業が各々生産性を上げる努力をすれば一割くらい上がる。生産性の上昇率を三割くらいにもつていく力は、日本には十分あるのではないだろうか。それに失業をふやさないという一割を加えれば、成長率は四割になるはずだ。

ちょうどECの一九七三年～八〇年にかけての生産性の上昇率が二・一割です。このくらいの成長率ですと、大体三割成長ということになるわけです。ですから、石油ショックから八〇年にかけてのECの生産性で、私どもは満足すべきだと考える人は、三割の成長でいいというふうにしてよろしいのですけれども、私はどうも一九七三年～八〇年にかけてのECの生産性でいいんだ、とはとても思えないわけです。私どもはもう少し活力のある経済というものを考えていいのではないだろうか。

世界経済が伸びないのに、日本経済だけが伸びるのはおかしい、日本だけが伸びるとまたたかかれるという話もありますが、これはまったく間違いです。国民の貯蓄率が高く、労働の質が高ければ、成長率が高いのは当たり前なことだ、と私は思うわけです。それで海外から非難されるというのは、その力を輸出に向けるからであって、もし日本がそういう力を、内需の振興のために使ったとすれば、海外から非難されることはない。内需中心の生産性の高い経済というのが、私どもがめざす経済であって、それは十分に可能だと思っております。

質疑 応答

池浦（個人） アメリカの金利が後半どうなるか見ているか。クラウディング・アウトが起ころか起ころないか。内外金利差の拡大という形になれば、逆に円安になるのではないかと感じもするが……。

宮崎 去年、私が日本の円が強くなるだろうと考えた理由は、日本の物価が安定することと、日本の経常収支が非常に大きい黒字だということだったわけです。そしてそのとおり実になったわけです。世界で一番物価が安定した。経常収支は早過ぎるくらい赤字から黒字になっている。にもかかわらず円安になったのは何かというと、資本取引の赤字を、考えなかったわけではありませぬけれども、長期資本収支があるに赤字になるとは思わなかったということです。経済全体で、たとえば消費などで特にいわれるわけですが、物ばなれということがいわれておまして、消費は物の消費ではなくて、サービスの消費がふえてきているといわれておりますけれども、国と国との取引でもまさに物ばなれが起こつてきている。貿易の取引は両方合わせて三、〇〇〇億ドルくらいでしょうか、それにちょっと足りないくらいですけれども、サービスの取引もふえてきておりますし、もつとふえているのが資本の取引です。これは貿易の取引よりもつと巨額になっています。

ですから、世界じゅうで資本取引の量が大きくなっていますから、円は高くなると私は申しましたけれども、ちょっと何かきつかけがあると資本の移動はもうれつに起こるわけですから、円が振れる可能性はもろんあります。

世界のお金は、いまいっぱい余っているわけですが、どこへ投資するかというと、まさにこれも国内で金利先行といわれているように、金利の高いところにお金が動くというのは当然のことですから、アメリカのドルが高くなる。日本から円が出ていって、経常収支の黒字でも埋すめられないという形で、日本の国際収支は大きな赤字になった。だから円が安くなっている。

ドルがどうなるかというのは、私は、アメリカの金利次第だと思うのですが、金利が後半どうなるかについて私には自信がありません。景気が回復してくればクラウディング・アウトがあつて、金利が上がるのではないかとこの意見もあります。それは私あまりないと思うのです。アメリカの景気がよくなるということは、ある意味においては財政の赤字を小さくする側面も持っている、私は考えておりますから、景気がいまいわれる程度の回復ですと、クラウディング・アウトということはないのではないのでしょうか。

池浦 貯蓄率に対してアメリカの財政赤字が大き過ぎはしないか、という点についてはいかがですか。

宮崎 アメリカはまさにそうです。その点は、日本はむしろ恵まれている。確かに、日本の財政の赤字はGNPの比率でとつても、予算の比率でとつても大きいわけです。その結果国債費がだんだん大きくなってくる。来年度の予算でも、予算の一六%くらいの規模です。借金がどんどんふえていくと、本来の政府の仕事が出来なくなるといふことで、国債にストップをかけなければいけませんけれども、日本の貯蓄率は高いわけですから、その点からいえば国債が出ていても、諸外国に比べてまだ有利だと思つていいです。

国債の発行残高が一〇〇兆円を超した、大変な借金を国民が背負っている、といわれるわけですが、あれは間違いでして、借金は国家が背負っているわけでは、国債を持っているのは国民であつて、国民にとっては資産なのです。この資産は、いろいろの金融資産の中で最も確実に利子をつけて返してくれる。だから、来年の予算でも国債費はまったく聖域になっているわけ、それはけしからんなどという人は誰もいない。確実に返してくれるわけです。国家の借金と国民の借金とは別です。しかし、私は、それがふえていいといっているわけではなくて、ふえたら政府の仕事が出来なくなるから、ふえては困るのですけれども、政府の借金と国民の借金とは別だといいたいです。

もう少し考え方を考えていいのではないかと。あえてみなさんみない、私よりインテリの人というわけであつて、普通の人に、どんどん国債を出していいなどといったら、それは危険極まりないわけですが……。

しかし、理屈からいえば、貯蓄の中におさまつていけば、日銀が引き受けたらとんでもないことになると思つてすけれども、そうでない限りは、使わなければ、どこかへそれがはみ出していくわけです。景気がよくなって民間が使ってくれば、それで問題ないわけですけれども……。いまだと、もし国債あるいは増税で吸収しないといふことになる、みんな外国へ逃げていくか、あるいは経常収支の黒字になつていくといふことですから……。

研究会『同時不況下の日本経済』(Ⅱ)

不況のメカニズムと 世界経済



鈴木 淑 夫

(日本銀行金融研究所 副所長)

きょうは、日本経済の現状と展望をお話するわけですが、ここまで国際化されてきた日本経済であり、世界同時不況といわれている昨今ですので、大きく内外経済の動きを捉えまして、その中の日本経済の展望と政策課題という形で考えてみたいと思います。

ご紹介いただきましたように、私は、昭和三十五年に調査局に入りまして、途中ロンドン駐在員、松本支店長などで抜けた四、五年を除きましてずっと調査畑におりますので、新年にその年の日本経済について展望するというのは、まことに危険であるということがよく知っております。大きく間違えることがあるわけです。特に、去年はみんな間違えました。私自身も反省しておりますが、どちらかといえば景気がよくなる方向だといったところが、一年間、不況から脱するこ

とができなかった。日本だけではなくてヨーロッパでも間違えております。私はOECDの経済政策委員会の日本代表の一人として、日本銀行を代表して四回続けて二年間出てお

りますが、このOECDの経済見通しが見事にはずれました。去年の七月時点で発表された見通しは、OECD加盟国の去年の上期の成長率が年率二・二五％、二・二五％といえば大体順調な成長軌道に乗ったという事です。十二月末にはあわてて、それをゼロ成長に修正しまして、年間ではわずかなマイナス成長であります。

そういうことを知っている私としては、ここでみなさん方の前で、うっかり見通しをいってまた間違えて、あいつのいうことは当てにならない、といわれると困るのでありますが……。しかしその点については、私の尊敬するエコノミストの一人である金森久雄さんが、優秀なエコノミストの条件として幾つかあげている中の一つに、予測を間違えたときにはそれに固執することなく、シャッポを脱いで間違えたといつて豹変せよといっております。ただ、そのときになぜ間違えたかその理由をキチッと説明しろ、といっています。それが出来るか、出来ないかによって、いいエコノミ

ストになれるかなれないかの差がでると、私にとっては非常にありがたいことをいっております。

いわれてみると、私の頭に浮かぶのは下村治さんです。高度成長論者で有名だった方で、昭和四十八年の大インフレーションが始まった時点でも、これはまだインフレーションじゃない、といっておられたのですが、石油ショックが起きたとたんに、パッとゼロ成長に豹変しました。

でありますので、私も、間違えた理由を申しあげれば許していただけると考えて、なぜ世界じゅうで去年、こんなにも見通しが狂ったか、というところから話を始めたいと思います。

意外と伸びている民間需要

日本経済について、みなさんの頭の中にこういう数字があるかどうか分かりませんが、実質GNPの半期の季節調整済み前期比、これを年率に直すとどういう数字になっているかというと、五十五年上期四・三％、五十五年下期四・五％、五十六年上期四・一％で、五十六年下期にストーンと〇・七％に落ちてくる(次ページ・別表参照)。そして不況だ不況だといっておりますが、五十七年度上期だけとって季節調整して前期比をとると、また四台％に戻っている。こういう異常な数字になっているのです。

この中身を国内民間需要、財政支出、海外(輸出入のバランス)の寄与度で見ますと、国内の民間需要は、第二次石油ショックの影響で投資も消費も落ちてきて、五十五年下期がどん底になります。そのあと、五十六年上期でわずかに回復する。そして五十六年下期

実質GNPの推移

		実質 GNP	内 訳		
			民 需	財 政	海 外
55年度	上 期	4.3	1.7	△0.4	3.1
	下 期	4.5	0.4	1.4	2.7
56年度	上 期	4.1	0.7	0.8	2.5
	下 期	0.7	2.1	△0.4	△1.0
57年度	上 期	4.8	2.6	1.6	0.6
	下 期				

からは消費が立ち直ってきません。在庫調整も一巡します。設備投資は落ちそうに落ちない。いろいろなものが重なって、束ねてみると、これはちょっと意外な数字に見えるかもしれませんが、第二次石油ショックの影響からジワジワと立ち直っております。

財政は、この間、前倒し執行とその反動を繰り返します。五十五年上期は、第二次石油ショックに対処するため、意識的に緊縮させたときです。下期がその反動でプラス、五十六年上期は前倒し執行、その反動の下期、そして五十七年上期でまた前倒し執行となっております。このあとまた反動が出る予定です。

海外ですが、五十五年上期は輸出主導型成長をしておりますから、輸出と輸入のバランスだけでGNP全体が三・一％成長していた。下期でもGNP全体を二・

七持ち上げています。五十六年上期では二・五持ち上げていました。ところが五十六年下期でストーンとマインス・〇になる。そのあと輸出は相変わらず減少を続けておりますが、輸入も落ちてきたものですから、五十七年上期は〇・六という程度になった。

つまり、五十六年下期は輸出の落ち込みで年率で三・五％も成長率を落とし、財政の前倒し執行の反動で一・二％落ちてきている。民間の市場経済のところは成長率の足を引っ張っていない。それどころかわずかではありますけれども上昇している。

財政前倒し執行の反動も少しは頭に入れていたのですが、輸出の純減、その結果として成長率を半年のあいだに三・五％も下に引っ張るような、こういう大きなデフレショックが海外からくるとは思っていなかった。これが間違えた最大の理由です。

予想外の円安が進行

しかも輸出の純減と同時に円安が進行しました。私どもも去年の初めは方向としては円高だといっておりました。ところが円安が進行する。この円安は日本の景気に対してマイナスに作用しました。普通円安というのは輸入依存度の高い素材産業にとっては、輸入コストの上昇ですからマイナスですけれども、輸出産業にとってはプラスとなるのですが、世界同時不況で輸出数量がどんどん落ちてきたし、円安になって価格競争力がついて、向こうに購買力がない。無理に押し込んでいくと摩擦が起きる。輸出の自主規制をしなくてはならないということで、円安のプラス面が全部抑えられてしまったので、円安のマイナス面だけが出て

しまった。そういうわけで輸出の純減、あるいは円安からくる景気に対するマイナスという両面から、いわばエクスターナルなショックで予想外の景気の沈滞に陥った。

この思わぬ円安あるいは海外の不況というのは根は同じでして、世界同時不況の進行ということでありま。同時不況の進行の中で高金利が続ぎ、ドル高が続いて、思わぬ円安、そして輸出数量の落ち込みが起きたということですが。

したがって、今年の内外経済を考えるためには、世界同時不況進行のメカニズム、その歴史的な経緯や背景というものを、ここでよく考えてみなければいけない、と私は思うのです。

同時不況の原因は何か

なぜ世界同時不況あるいは世界的金利時代というのが、去年出てきたのか。これはわりと簡単な話として、第二次石油ショック後、先進国は例外なくいわゆるデイスインフレーション政策をとったからです。この政策の中身を具体的にいえば、財政を緊縮させ、マネーサプライのターゲットを決めて、そのターゲットを頑固に守り、マネーサプライの伸びを抑えていくということですが。それによって物価を安定させ、失業率の上昇にはある程度目をつむる。つまり、物価安定最優先でいこう、という意味のデイスインフレーション政策を、アメリカもヨーロッパも日本もとったのです。世界の同時デイスインフレーション政策というのは、戦後の世界経済史を紐解いてみても、初めての実験で、実はこんなことをやったことはありません。

先進国がいつせいに不況になりましたのは、戦後の混乱期を別にして順調に経済が動き出してからは一九五八、九年です。五八年に日本が、五九年にアメリカ、ヨーロッパが一ぺんに不況になっております。このときは何が起きたかといいますと、いわゆるクリーピング・インフレーションという現象が、先進国で初めて表面化したわけです。引き締めをして抑え込んでおられるけれども、三％～四％くらいの消費者物価の根強い上昇は一向に直らない。クリーピング・インフレーションは不況下でも続くということが、この時期に表面化してきたわけです。

そこで、どういう政策判断が下されたのか。まず少し引き締めをしてみた。世界は同時不況的になってきた。ところがクリーピング・インフレーション、三％～四％のインフレ率は一向に下がらない。これをもしもつと下げようとする、その結果としてのいわゆる失業増大というコストが高くつき過ぎる。そこで、現代経済はクリーピング・インフレーションがビルト・インされているのだから、この際はクリーピング・インフレーションと共存して雇用を確保し、高度成長を実現するという成長・雇用最優先の政策をとるべきではないかとなる。物価安定を最優先にすると犠牲が大き過ぎる。こういうケインジアン政策思想が出てきて、先進諸国はいつせいにそれに乗ったのです。そして一九六〇年代の、いわゆるゴールドデン・シックスステーズに向けて拡張政策を始めました。インフレ対策は途中で放棄してしまっただけです。この時以降、三％～四％から下へインフレ率が落ちたことはありません。インフレとの戦いを途中で放棄したわけです。私どもはインフレと共存できるのだと考えて、スタートを切った

のであります。

世界的にインフレが加速

その結果、一九六〇年代前半あたりまではまだよかったです。クリーピング・インフレーションの状態の中で、成長率は回復して失業率も下がっていったのです。しかし、一九六〇年代の後半になりますと、インフレが次第に加速してきます。ドルのたれ流しが始まります。その結果、ヨーロッパ諸国も日本も外貨準備が豊富になります。政権党が国内で成長・雇用促進策をとっても、国際収支の天井にぶつかることがなくなってきた。アメリカもヨーロッパも日本も拡張的になってきます。その結果、世界のインフレーションの率はジリジリと上がって、ついに六〇年代末から七〇年代の初めにかけて、世界同時インフレーションが加速してまいります。その加速の中で七一年にニクソン・ショックが起きます。

世界的インフレーションの加速の中でドルの信任が崩れます。ドルを基軸通貨とする金本位制が崩れます。スミソニアン協定でレート調整をしましたけれども、それでもダメで、一九七三年二月から三月にかけていつせいにフロートしてしまいました。この段階においてドルを基軸通貨とする金本位制および調整可能な固定平価制の二つを本質とする、ブレトンウッズ体制という戦後の国際通貨制度が崩壊したわけです。

そのあとも世界同時インフレーションはとどまるところを知らず、さらに加速します。そうした中で南の諸国は、資源の価格が置いてきぼりになってい

るということで、石油を中心にしてカルテルを組んで第一回の石油ショック。一挙に石油価格を四倍に引き上げて、相対的に値下がりした資源価格を大きく引き上げてくるわけです。しかもそれは寡占の力を利用して、工業製品以上に上がって来る。さらに第二次石油ショックということになってまいりまして、その結果こんどは世界じゅうが同時スタグフレーションに入ってしまった。すなわち同時に不況であり、なおかつインフレ率が高い、というスタグフレーションに突っ込んだのであります。

第一次石油ショックでの各国の対応

ただ、第一次石油ショックのあとは、先進国がどきにデイスインフレーション政策をとったわけではありません。このときは足並みが乱れています。アメリカと日本と西ドイツは、第一次石油ショックが起きた直後には、金融財政面から必死に引き締め政策をやりました。ところが西ドイツを除くヨーロッパ諸国は、石油が値上がりしたことによるインフレで、国内に原因のあるインフレではないので、無理に引き締めをしたら失業がふえる、という六〇年代からのケインジアン的な政策の発想のもとに、まあ石油の値上がりからは金融面で面倒を見ていこう、という政策をとったのであります。

すでにフロートしていたことが、それを可能にしました。しかし、その結果何が起きたかといいますと、一九七六、七年頃までに、日本とアメリカと西ドイツは、第一次石油ショックのトリレンマを克服し終わりました。つまり、インフレ率は一ケタに下がり、経常収

支は黒字であり、そして景気は回復してきました。ところが西ドイツ以外のヨーロッパ諸国は、その時点でなおかつ二ケタのインフレ、經常収支の赤字、そして不況に悩んでいます。これはいかんということ、彼らはその段階から本格的な引き締めを始めたのです。このように第一次石油ショックのあとは、同時デイスインフレーション政策がとられなかった。日本と西ドイツは、第一次石油ショックのあと放漫な政策を続けていた国々に向けて、輸出を伸ばして立ち直ったのです。

当時も私はOECDの経済政策委員会に出ておりましたけれども、その席上で、いわゆるストロンガー・カントリーズとウィーカー・カントリーズという言葉が使われました。ストロンガー・カントリーズというのは、トリレンマを克服してしまつた日、独、米でありまして、それ以外のヨーロッパ諸国がウィーカー・カントリーズだといわれたわけです。トリレンマを克服した三か国が拡張政策をとって、機関車として引つ張つてくれなければ不況から脱出できない、という例の機関車論も、その中から生まれたわけです。

今度は一斉にデイスインフレ策

こういう経験を積みましたものですから、第二次石油ショックが七九年に起こり、その影響が先進国に本格的に及んできたのが八〇年ですが、このときは先進国はいっせいに引き締めをしました。遅れをとつた国はない。これが私のいう同時デイスインフレーション政策です。各国とも、こういうときは引き締めをして物価を安定させれば、景気は自律的に回復するんだ、

と考えたわけです。それはついこのあいだアメリカと西ドイツと日本がやったことで、おれたちも、この前は失敗したけど、こんどはそれをやろうということ、みんなが同時にデイスインフレーション政策を始めたわけです。

その結果何が起きたか。なるほど各国のインフレ率は、第一次石油ショックのあととは比較にならないくらいどんどん下がりはじめた。特に去年になりますと、アメリカ、イギリスは一ケタのインフレ率に入ってきました。日本と西ドイツはもちろん最初から二ケタになつていない。主要先進国のインフレ率は見事に一ケタに入り落ち着いてきたのです。あのイギリスでさえ消費者物価の前年比が、去年の十一月時点で六・三%に下がっております。アメリカ、西ドイツは四・六%くらいまで下がっています。ついにアメリカは西ドイツ並みの低いインフレ率になった。日本は二%台です。ですからインフレ克服という点では、各国とも第二次石油ショックのあととはうまくやつたのです。いまだにモタモタしている代表は、イタリア、フランスですが、こういうラテン系を別にしますと、こんどはうまくやつた。

これまでは、そうやってインフレをうまく克服すれば自律的に景気が回復した。みんながそういうシナリオを去年の初めに描いていたのです。だからOECDも私も、もう大丈夫だと考えた。第二次石油ショックがもたらしたトリレンマを克服したから、あとは回復だと、去年の初めみんなが思ったわけです。それが見事に裏切られた。

輸入が果積的に減少する

なぜ裏切られたのか。現象的に表面づらを見ますと、輸出が伸びなかったからです。前述のように第一次石油ショックのあと、西ドイツや日本が回復したのは、よその国より早く物価を安定させて、価格競争力を増して輸出を伸ばして、トリレンマから脱出したわけです。輸出をふやすことによつて景気がこ入れをし、經常収支を黒字に変えた。そして、そのバックに物価安定があつた。ところが、こんどはみんなが同じことをやつてしまつたものですから、輸出を伸ばそうにも伸ばす相手がいない。いわば輸入が縮小均衡というか、累積的に減少しております。これが世界同時不況といわれているものの本質なのであります。

そこで一部のケインジアン的な発想の強い人は、それ見たことかと、やはりみんなが一度に物価を安定させただけでは、景気というものは回復しないのだといっているわけです。みんなが同じことをやつたらダメなんだ、という議論が出てきております。これはわりとヨーロッパで強い議論です。

それに対して国際会議などで、「いや、そうではない。これは一種のタイム・ラグ、時間の遅れであつて、物価を安定させれば世界規模で景気の回復が起こってくる。そしてこんどは物価安定に基づく景気回復だから持続性があるんだ」ということをいい続けているのがアメリカであり、同じ立場に立っているのが日本であります。西ドイツもいままではそういう立場に立っていましたが、なにせ自分の国がひどい不況になつてきたものですから、近ごろはそういう議論を、西ドイツ

はあまり迫力を持っていなくなりました。したがって、いわば日本とアメリカだけが、「いや、やはり間違っていないんだ。物価を安定させれば持続的な回復が起こるぞ」ということをいっているのであります。

さて、いったいどちらの議論が正しいのか、ということに話を移したいと思います。

インフレが企業収益を圧迫

去年起こりました世界同時不況のメカニズムを、もう少しキメ細かく申しあげますと、各国経済の中で起こった累積不況の原因は三つあります。それから、同時不況の意味で、お互いに相互作用をおよぼし合った結果、悪循環に陥ってしまった要因が二つあります。全部で少なくとも五つの要因を指摘することが出来ます。

先進国の不況の原因の第一は、企業投資の落ち込みです。この理由はこういうことです。インフレがだんだん収まってきたときに、賃金の上昇率もインフレ率と同じスピードで収まっていくとすれば、企業収益は圧迫を受けないわけです。ところが欧米諸国では、ご存じのように大体二年ないし三年くらいの賃金協定が一般的です。協定のとき前提にしていたインフレ率よりも、現実のインフレ率のほうが低くなってしまった。つまり実質賃金の上昇率がどんどん上がってくる。販売価格のインフレ率は下がっている一方、賃金支払いのほうは下がらないという状態ですから、いわゆるプロフィット・スタイズ、企業収益の強烈な圧迫が起こります。労働分配率がどんどん高まっ

てきて、資本分配率は下がってくる。これがヨーロッパ諸国でいまだに続いている現象です。程度の差はあれアメリカも同じでした。インフレ収束期独特の企業収益の圧迫が、世界的規模で企業投資の沈滞を生んでいるわけです。

第二点は、消費性向の低下です。販売価格のほうのインフレ率は下がっていくのに、賃金の上昇率は約束により今後三年間高い率だということになれば、経営者としては防衛上レイ・オフしていく以外にありません。失業者がどんどんふえる。失業者に対しては、先進諸国は失業保険が完備していませんから、失業保険が財政から出る。財政赤字は、税収の減少と失業保険等の社会保障費支払いで、グングンふくらんでいきます。財政赤字がふくらむと、これは困ったというところで、財政再建という話が日本だけではなくて、欧米諸国でも表面化してきます。財政再建というのは、オードックスにいつて増税ということですが、消費者の立場から見ると、雇用不安と増税不安が一ぺんに起きてきているわけです。インフレ収束の過程で、雇用不安と増税不安が一ぺんに出てきている。そうしますと、消費者は将来の生活に備えて消費性向を下げます。そして貯蓄性向を上げるといことになりますので、これで消費が沈滞してくる。これが欧米諸国共通に起こっている消費沈滞の背景です。

高金利が投資と消費を抑える

第三は、高金利が投資と消費の両方——消費のうちの特に耐久消費ですが——に響いているというところ。税収減と社会保障費支払いの両面から、財政赤字

が拡大してきます。そして大量の国債が金融市場に出してくる。その結果として、金利が高止まりしてしまふ。金利が下がってこない。いわゆるクラウディング・アウトの現象が、アメリカはもうご承知のとおりであり、程度差はあれヨーロッパでも日本でも起きています。

財政の赤字が拡大しており、これが縮小する見込みが将来ともないということになりますと、増税というふうに出てくるか、そうでなければいつまでも国債が出るわけですから、景気が回復してくればすぐ民間資金需要と国債発行が競合するだろう。金融は逼迫するだろう。金利は上がるだろう。金利が上がるといことは、債券が値崩れするという事です。長期債券が値崩れするだろうという予想を、みんながいま持ちますと、これは怖くて長期債は買えないということになります。そうすると、長期債に対する需要が落ちまして、いまから長期債が値崩れする。つまりいまから長期金利が高止まりする。こういう現象が先進国すべてで起きてきています。

不況下にもかかわらず財政赤字が拡大している。縮小の見込みがないということだけで、金利が上がってしまう。この金利の上昇が企業の投資に対してマイナス、そして耐久消費財の消費に対してマイナスになっています。

以上三つが、インフレの収束の過程で起きてきている、先進国共通に見られる不況の原因です。

次に累積的な縮小均衡的な相互作用としての二つの要因に移ります。

不況と高金利を輸出し合う

一つは、いうまでもなくお互いに国内の需要が減退しておりますから、輸入が減る。お互いに輸入が縮小してきますから、輸出をふやそうと思っても買ってくる相手がいないということで、いわば輸入減少という形でみんなが不況を輸出し合っている。そういう相互作用が起きてしまっています。

二番目の相互作用は、アメリカが高金利を輸出してきたということです。アメリカの高金利の結果として、ご承知のようなドル高になりました。ドル高ということは、ヨーロッパや日本にとっては自分の通貨価値が下落することです。

自国の通貨価値が下落するということは、自国の経済に対してはスタグフレーションの効果を待つわけです。つまり、物価上昇と不況の二つの効果を持ちます。なぜなら為替相場が下落すれば輸入物資が値上がりしますから、自分の国ではインフレが起きてきます。そして、そのインフレは消費購買力を食っていくことになります。いわばミニ石油ショックと考えていただければいいわけです。ですから消費購買力が食われる。その結果として不況になる。

つまり、インフレと不況という二つの効果を国内に持ち込んでいきますので、これはたまらんといいことで各国とも金利を高目に維持して、少しでも自分の国が為替の下落を阻止しようとした。すなわち、お互いに高金利を輸出し合った。あるいはアメリカが高金利を輸出し、各国が高金利を受け止めて、自分の国内でもそういう高金利を維持した。これが不況の相互作

用の二番目です。

そういうわけでインフレ収束の過程で、以上申し上げた内外五つの不況要因が出てきた。この不況要因を強調する立場から、これはヨーロッパに多い意見ですが、これはいかん、各国いっせいにデイスインフレション政策をとるといふのはダメだ、という意見が出てくるわけです。それに対して、アメリカと日本は、そうではない、とっているわけです。

では、どのような論拠からそういうことをいっているのか。まず国内の不況要因の三つのうち二つは、時間とともに解けてきている。また相互作用の二つのうち、少なくとも高金利の輸出というのは修正されてきた。この二つの根拠に立っているわけです。

まず国内の三つの要因のうち、賃金が硬直的であるために、企業収益の圧迫が起こり投資が落ちていくという話をしましたが、よく考えてみると、賃金の硬直性というのは一時的なものです。賃金の契約期間は二、三年だから、契約改定の時期がこないと下げられない。しかし、時期がくれば、ここまでインフレ率が下がっておりますし、これだけ失業率が高まっていますから、次の賃金協定は非常に低い賃金上昇率で協定が結ばれていく。現にアメリカでもイギリスでもヨーロッパ諸国でも、そういう傾向が出てきています。

アメリカ経済に明るい兆候

特にアメリカの場合、大変いい兆候が出ているのです。アメリカには農業を除く全産業の賃金、生産性、賃金コストの統計があります。この統計を見ますと、去年の第三―四半期の賃金上昇率はなんと六・四%ま

で下がっています。

一方、失業率は非常に高いけれども、失業率が高いということは、企業内のムダな労働を思い切ってレイ・オフしているということですから、企業の内部での労働効率はグングン上がってきます。去年の第三―四半期の全産業の労働生産性上昇率は三・七%です。これはアメリカにとっては大変な変化です。同じ統計のベースでとってみますと、労働生産性は七九年、八〇年と二年続けてマイナスの数字を示しているのです。八一年からプラスですが、それも〇・何パーセントという微々たる程度でした。しかし、これがいまや三・七%です。

そうしますと、賃金上昇率六・四%で、労働生産性三・七%ですから、賃金コストは二・六%になります。四・六%まで消費者物価の上昇率が下がっている時点で、賃金コストがまだ低く、二・六%の上昇率だということとは、この差額だけ企業収益がふえているということです。インフレ収束の過程で企業収益が圧迫される時期は、アメリカに関する限り完全にもう通り越しました。インフレ収束の過程で賃金上昇率も落ち、生産性は上がり、企業の効率が上がって増益の局面に、アメリカ経済でさえ入ってきております。

ですから、同時不況のメカニズムの一つは、これはもう時間の問題、アメリカはすでにこの時期を過ぎました。日本も明らかにこの時期を過ぎていっていると思います。日本の場合は、幸いにして賃金更改は毎年春闘でやりますから、大体、インフレ収束の過程で強烈なプロフィット・スクイズは起きない。そういう体質を持っています。企業収益は、前九ヶ月は減益でしたけれども、その前の三ヶ月は増益、今年のこの三ヶ月は増益

か減益か分からん、トントンだといわれております。しかし、円高が進んでいますから、多分増益になると思います。ですから、第一の不況の要因はいまや解消しつつあるといつて差しつかえないと思います。これは時間の問題で克服されていく。一番あとからのそのそ歩いてきているのはヨーロッパですが、日本とアメリカはもう解決済み、ヨーロッパも時間の問題でだんだん抜け出してくると思います。

失業と財政赤字は残る

二番目の失業不安と増税不安で消費が萎縮しているという話、イギリス経済を例にとりたいと思います。これも解消されつつあります。イギリスの消費者物価上昇率は、さっきいいましたように、去年十一月で前年同月比六・三％。イギリスは過去十年近く二ケタのインフレを続けてきた国です。この国においてもサッチャーのデイスインフレーション政策が成功をみまして、少なくともインフレ克服の面では成功を収めました。少なくともインフレ克服の面では成功を収めました。六・三％まで下がってきました。そうしたら何が起きたかといいますと、イギリスの消費がはつきりと去年後半から回復し始めてきた。失業率はまだ二ケタですけれども、物価が落ち着いてきたということ、消費者は多少安心して、切り詰めに切り詰めていた消費性向を元に戻し始めたのです。

失業の不安は依然として続いています。が、何とんでも失業保険の完備しているイギリスですから、財政赤字という恰好で、ある程度金は出ているわけです。そうなる、十年近く二ケタだったインフレが六％まで落ちてきた、ということの意義のほうが大きい。消

費者は、やれやれという気分になってきて、切り詰めていた消費性向を少しずつ戻し始めたために、消費の回復がイギリスで起こっています。したがって、この問題もやはりタイム・ラグの問題だと思えます。

三番目の財政赤字に伴う金利上昇。ここだけが直っておりません。これはあとで申しあげますが、今年を展望するうえで、ここがポイントになります。この不況要因だけはまだ続いています。

相互作用のうち、高金利の輸出に関する限り、去年後半に解消し始めた、というのはご承知のとおりです。アメリカの金利がよいよ本格的に下がりはじめた。それを眺めてヨーロッパ諸国が、やれやれということ、金利を下げ始めている。

なぜ、ここでアメリカの高金利が解消し始めたか。それを申しあげるために、去年の前半までアメリカの金利が高かった理由をさつと申しあげて、そのどれが解決してきたかを話したいと思います。

なぜ米国の金利は下がらなかったか

私は「なぜアメリカの金利は高いんですか」といわれると、いつも四つ理由をあげました。

第一に、予想インフレ率が高止まりしていた。つまり現実のインフレ率は、去年の前半でも七％くらいまでは下がってきていたのです。しかし、アメリカ国民は安心しなかった。過去においてもインフレ率が七％くらいまで下がったことは幾らでもある。しかし、そういうときは必ず失業率が高い。そうすると、そこで金融政策は緩和に転ずる。そして七％あたりのインフレ率を底にして、またインフレ率は反転上昇を始め

る。さんざんそういうことを繰り返してきましたから、インフレ率が七％だからといって、インフレが克服できたとはアメリカ国民は考えなかった。持続的な、いわゆるアンダーラインなインフレーション・レートはまだまだ高いぞ、いままでと変わらないぞ、と思っていましたから、そういうつもりで土地を買う、住宅を買う、投機的な在庫投資をするということで、結構資金需要も強い。それで金利は下がらなかった。

ところが、それが七％を割り、六％台に入る、五％台に入る、ついに四％台に入ることになってきたものですから、さすがのアメリカの国民も、こんどは違うということに気がついた。特に中間選挙を控えて、金融緩和に転ずるに決まっていると高をくくっていたところが、中間選挙が近づいてきても転じない。これはいつもの政権と違う。失業率が一〇％台になろうと、物価安定最優先で頑張っているということによりやぐ気がついた。かくしてアンダーラインな予想インフレ率が高止まりしていたために金利が高かった、という条件が解けてきたのです。

マネーサプライの抑制

第二点は、頑固なまでのマネーサプライ抑制。マネーサプライの目標値を決めて、これを頑固に守るといふ連銀の政策のスタンスに修正が起きてきました。アメリカは二ケタのインフレ率を続けていた。そのもとでマネーサプライは二・五％から五・五％くらい目標値を掲げて、これを頑固に守ろうとした。非常に金融は逼迫しました。いわゆる通貨の回転率が非常に高くなって、金利は高止まりした。つまり、政策面から

金利を高く維持していたのです。

なぜ、こんな頑固な引き締めをやったか。それは最初に申しあげた、人びとの予想インフレとの戦いのためです。インフレ率が7%まで下がってきても、アメリカ国民は信用してくれない。いまにたまらなくなつて緩和するに決まっている、アンダーラインな長期インフレ率は下がっていない、と高をくくっている。国民が高をくくっているあいだは、連銀当局としては頑固なまでにマネーサプライ抑制を続けて、これでもかこれでもか、とインフレ率を下げていく。国民の予想インフレが転換するまで頑張ろう、ということをやってきたわけです。そして、レーガン政権がそれをバックアップした。

その結果として、さっきいきましたように、去年の後半に入りまして、アメリカ国民もこんどは様子が違うということに気がついた。予想インフレ率が下がってくる。それを見て連銀当局も非常に慎重なスタンスながら、明らかにマネーサプライのコントロールをちよつと緩めて、変え始めた。

本格的に金利を下げ始める

具体的にどういふ恰好で変えたかという点、二・五%から五・五%という非常に低いマネーサプライのターゲットをM₁に関する限り一時的にやめた、といつて放棄してしまつたわけです。その理由はなかなか巧妙でして、いろいろなことをいっております。

まず第一に貯蓄証券、オールセイヴアーズ・サートイフイケイト、集中的に償還されて金が出るのだから、先行き不安感で予備的動機の通貨需要が出てきて

いるとか、あるいはフィナンシャル・イノベーションで資金がシフトしてM₁がガタガタ動いてその意味がよく読めないとか、いろんな理由を並べて、だからM₁のターゲットを一時やめたといつたのです。しかし、これは率直にいつて、かなりの程度煙幕でありました。

本当にM₁ターゲットをやめた、なぜならマネーサプライをふやして金利を下げたいからだ、なんて真正直に言えば、国民は「ああ、やつぱり、いつもの政権と同じだな。さては二ヶタの失業率に耐えられなくなつて、手放しの金融緩和に向かつたな」と思うかもしれない。それはレーガン政権としても、連銀としても一番怖いことです。これまでの政権とは違うんだ、頑固なまでに物価安定を通じて持続的成長を狙っているのだ、というところが変わつてしまつて困りますから、それである意味で煙幕を張つたと思います。煙幕を張るために、ああでもないこうでもない、ということをやつた。

しかし、現実にM₁がどういふ動きをしているかと申しますと、瞬間風速で実は十月は一五・二%、十一月は一七・四%という二ヶタの伸び。凄い勢いでふえているのです。M₂はそこまでいきませんが、それでも九%くらいの伸びになっています。二ヶタのインフレを克服してしまつたアメリカです。インフレ率はいまは四%台まで下がっている。そのアメリカでほとんど一〇%くらいマネーをふやしているということは、これはもう本格的に金利を下げ始めたということですから。かくして二番目のアメリカの高金利の原因も変化したのであります。

三番目のアメリカの高金利の原因は、ややテクニカ

ルな問題です。長期市場関係者は、これまでの高金利時代に相当痛手をこうむつていられる。

高金利時代が長く続くということは、逆ザヤが長く続くということですので、アメリカの長期市場関係者は大変収益的にまいつておりませんでした。それだけに長期債に対する投資には大変慎重になつていられる。臆病風にとりつかれていいた。そのために相当リスク・プレミアムを高く見込む。よほど長期債が安くなければ買わない、という態度に出たものですから、金利が高止まりしたのでありますが、これも第一と第二の原因の変化につれて変わつてきました。こんどは大丈夫だということで、本格的に長期債の仕入れを始めましたので、ここも解けまして、ようやく長期金利も少し下がつてまいりました。

心配な米国の財政赤字

以上三つの原因でアメリカの高金利は下がってきているのですが、実は四つ目の高金利の原因があります。さつきちよつといつた財政赤字です。財政赤字が縮小するメドが立たない。いま執行中の八三年度のアメリカの予算は、議会を通した頃は赤字一、〇〇〇億ドルといつていました。その後、一、〇〇〇億ドルなんてとんでもない、一、三〇〇億から一、四〇〇億ドルだ、といわれていました。最近では、冗談じゃない、それはまだまだインチキだともいわれています。私の感じでは、二、〇〇〇億ドルくらいの赤字を覚悟しているのではないか、という気がいたします。

そういう状態ですので、さつきいつたような理屈で、景気が回復してくれば、すぐ民間資金需要と財政

赤字が競合して金融が逼迫して金利が上がるだろう、とみんなが思うものですから、怖くていまから長期債が持てないという気分がまだにあります。その結果として、どうも長期債の市場が弱い。つまり、金利が高い。この四番目の高金利の原因は解けていないのです。

去年後半、長期金利も下がりはじめた、と私は申しました。それは本当ですが、長期金利の下げ幅はまだ小さいのです。つまり、四つの原因のうち三つは解けたけれど、一つは残っているという程度の金利低下であるわけです。

しかし、それでもこの金利低下の影響は大きいわけですし、ドル高修正が去年の十一月あたりから進行し始めました。はつきりとアメリカの金利が下がるというところで、これからはドル安の局面に入る。投機的な資金もアメリカからヨーロッパや日本に還流し始めた。その結果として円安も修正局面に入っている。ヨーロッパの通貨も一緒になって高くなっています。

したがって、世界同時不況のメカニズムについて、国内に存在するもの三つ、相互作用の二つを申しましたが、国内のうち二つが解決してきて、相互作用のうちの一つであるアメリカの高金利の波及も解けてきている。

五つの要因のうち三つが解けてきておりますから、その限りでは同時累積不況の進行は終わって、こんどは逆に同時的な物価安定に基づく好循環といえますか、自律的な回復の芽が少しずつ出てきている、と私は考えます。

流れは好循環の方向へ

そして今年の前半は、去年から持ち越した同時不況のメカニズムといま出てきた好循環の芽とが拮抗し合う時期だと思えます。両方が動いて、いったいどっちが強いのだろうかという、非常に判断の難しい時期に入っていると思えます。

私自身は、流れの方向としては好循環のほうが徐々に強くなり、悪循環の要因は徐々に弱まっていくと思っています。この局面で何よりも大事なことは、予想外の混乱を世界経済に起こさない、ということですが、

予想外の混乱とは何かというと、率直に言って、実は金融の混乱であります。長引く世界同時不況あるいは高金利時代の結果、後進国あるいは東欧諸国は外貨繰りに窮しています。いうまでもなく先進国はあまり輸入してくれない。第二に先進国の不況のために国際原料品市況が急落してしまつた。また高金利で利払いがかさんでいる。この三つの理由で後進国あるいは東欧諸国は外貨繰りに窮している。融資しているのは先進国の民間の銀行——公的な資金もある程度出ていますが——が圧倒的に多い。

したがって、民間の銀行が慌てふためいて、どこかの国のデフォルトを心配して引き上げる、ということになりますと、金融でありますから連鎖を起こします。連鎖反応的な世界金融の恐慌的な現象は絶対に起こしてはいけません。一九二九年、前回の世界大恐慌のときも、そういう連鎖が引き金になっておりますが、今日では先進国間の情報の連絡が密になっております。私どもの前川総裁のところには、いつでも先

進国の中央銀行総裁から直接電話が入る。もちろん総理大臣と大統領のあいだにもホットラインがある。普段から私どものレベルでも接触しておりますから、情報の遅れによって後手に回るといことは、こんどはないと思えます。十分に事前に後進国の金繰りの状態についての情報を、各国の公的当局が相互に交換し合つて、民間の金融機関が慌てふためいた行動を起こさないようにしていく。それに必要な公的資金は十分に準備しておく、ということが大事な時期に入っていると思えます。

V字型の景気回復なし

そのへんの手当てさえうまくやれば、今年の下期に入れば、かなりの程度好循環のほうに誰の目から見ても強いという局面に入っていくのではないかと。まず何よりもアメリカの景気回復がはつきりしてくると思うわけです。アメリカでの金利低下が、特に住宅投資と自動車を中心とする耐久消費財の回復を促すこととは間違いありません。すでに去年の第四—四半期の統計を見ても、その走りはいかたがわります。金利低下が、この二つを回復させるという点については、ほとんどのエコノミストのあいだでも見解の相違はありません。見解の相違がありますのは、実は企業投資の回復についてです。

企業投資については、さつき申しあげましたように、インフレ収束局面の企業収益圧迫は、アメリカに關する限りはもう終わりました。増益局面に入っています。ですから企業収益も住宅投資と耐久消費財をフォローして回復してくる、という強気派の意見が一方

にあります。この人たちの意見によりますと、アメリカの景気回復は今年の第一―四半期からはつきりしてくるだろうが、ひとたび回復し始めると非常に速いスピードで上がるといふものです。主として政府筋に強い意見です。

それに対して金融筋の見方は慎重です。たしかに、企業収益は増益の局面に入ってきた。しかしこれまでの痛手は大きい。長いあいだのインフレの過程で償却不足が起きている。自己資金が足りない。設備も余っている。もう少し先行きに確信が持てないと、企業投資は本格的には出てこないだろう。したがって、V字型に近い景気回復を予測するのは行き過ぎだ。景気回復は間違いないけれども、最初は緩やかだろう。それが徐々に下期から来年に向かって加速していくだろう。金融筋はこういふふうに見ているようです。

私はどちらかといえば後者でして、V字型の回復が起きるとは思えません。ただ、回復は間違いないと思えます。

利潤インフレへの警戒が必要

その場合に問題になりますのは、アメリカの景気が回復してくると、アメリカでインフレが再燃して、また高金利に逆戻りしないかという話であります。それについては、今年の経済に関する限りは、その心配はあまりないのではないかと、思っております。なぜかといいますと、景気回復が緩やかなら一段とインフレは落ちついていきます。だから、その心配は要らない。意外とV字型に近い景気回復が起きた場合には心配ですが、賃金コストの上昇率は二・六％程度です。景気

回復初期には労働生産性もつと上がりまして、賃金上昇率はこんどはいはうへ効いてくる。彼らは二、三年で更改しますから、いまセットされた低い賃金の上昇率がしばらく続きます。ですから、仮に景気回復が加速してきても、労働の生産性は上がり、賃金上昇率はあまり上がらない、ということですから、あと心配なのは利潤インフレです。利潤がふくらむ恰好のインフレを起こさなければ、そう簡単に再びインフレ率が高まるということはないだろう。したがって、金利がまたはね上がるということもないのではないかと、私は思っています。

そうしますと、利潤インフレを起こさないような政策的な対応が、大事だという話になってきます。その政策的な対応として一番大切なことは、アメリカの場合同じくても金融緩和と政策が行き過ぎないように、ということだと思えます。二ヶタの M_1 増加、一〇％近い M_2 増加は、とりあえず金利を下げるためにはいいのですが、しかし、今年のある時期にやはり M_1 と M_2 、特に放棄してしまった M_1 について、もう一回ターゲットを設定して、手放しの金融緩和ではない、ということをはつきりさせていくことが大事だと思います。そういう形で利潤インフレを避けていくなら、賃金コストの面からインフレの目はない。コスト・プッシュ・インフレの目はないので、インフレは簡単には再燃しないと思えます。

もう一つアメリカに気をつけてもらいたいのは、何と云っても財政赤字です。四つの高金利の原因のうち三つは解けているのですが、財政赤字に伴う高金利というところが解けていない。これを直してもらわなといけません。現在、アメリカ政府は八四年度予算を

議会に出す準備として、その背後の経済政策と経済見通しの最終総点検をしているところですが、彼らはどうやら、私が聞いている限りでは、八四年度予算の赤字を何とか二、〇〇〇億ドル以内に止めたいというくらいらしい。二、〇〇〇億ドルという数字が漏れると、みんなギョッとするんですが、しかし、八三年度の二、〇〇〇億ドルから見ると、二、〇〇〇億ドル以内に止めるということは、財政赤字の拡大に歯止めをかけたことになります。下がり始める展望が出てくるということなのです。何とか二、〇〇〇億ドル以内に止めようということ、いろいろやっているようです。これに成功してもらわないことには、世界的な高金利時代が最終的に終わったとはいえない。

手詰まりを脱するか日本経済

さて、こういふ中で日本経済ですが、去年中はいわゆる新トリレンマに悩み抜いてきたわけです。

不況克服、対外協調、行革・財政再建というこの三つが、去年は完全に矛盾して往生したわけです。景気をよくするため不況対策として財政拡大政策を打ち出せば行革・財政再建に矛盾する。それではといって不況対策として金融緩和と政策をやれば、ますます不安になって対外協調と矛盾する。しかも不安というのは景気とも矛盾する。ですから、金融緩和は景気対策にはならない。本当に政策的な手詰まりで悩んでいたわけです。この政策的な手詰まりというのは、きょうこれまでに説明申し上げた世界同時デイスインフレーション政策に基づき、世界同時不況の中での手詰まりであったわけです。

しかしながら、これも申しあげましたような理由で、世界同時不況の原因がだんだん解消しつつあります。そして同時好循環の芽が出ています。その中で日本も同時好循環の芽が出ています。端的に一番はつきりしているのは、アメリカの高金利が下がり始めて、円安修正局面に入ってきたということです。円安修正というのは、日本の新トリレンマを解くほとんど唯一のカギです。

なぜかといいますと、円高に振れるということは、この局面では不況対策になります。円高は輸出産業にとってマイナスですが、輸出産業はもとと価格競争力が十分にある。問題は、先方に需要がない、あるいは先方が貿易摩擦回避のために輸出の自主規制をもとめて輸出が出ないのですから、こういう状況でちょっとくらい円高になったって、別に改めて打撃を受けるというほどのことはない。

ところが、円高のプラス面のほうはフルに出てまいりません。企業収益の悪化に悩んでいた構造不況の素材産業が、いまいっせいに収益的に楽になってきた。ついでこのあいだまではガソリンとか重油の値上げだ、といっておりました。このへんがいっせいに値上げされると、こんどは交通関係の公共料金に全部はね返ってきます。ついでこのあいだまでは、この四月からの公共料金の値上げで消費者物価の上昇が起きているのではないかと、いっていただけたわけですが、これが解消してきた。いま二%台の消費者物価上昇率もつと落ち着いてくるかもしれない。春闘が何パーセントで妥結するかまだ分かりませんが、ついでこのあいだまでは要求七%、妥結五%の攻防といっておきまして、最近はまだ少し低いと

いう説もあります。私は、そのへんのところはどうか、まだよく分かりませんが、現在においても消費者物価の上昇率は二%台、円高のもとでさらに下がれば、四、五%の賃金上昇率であっても、実質の消費はしつかりと確保されると思います。

ですので、その点からいっても円高は明らかに不況対策に効きます。二番目に円高は対外協調面にとっても明らかにプラスです。海外は喜びます。そして行革・財政再建にとつては、円高という形で景気が回復してきてくれるということであれば、行政改革や財政再建のための支出の総点検、財政支出のカットということも安心してやれるということですので、円安修正、円高こそが、ほとんど唯一の新トリレンマを解くカギなのであります。

財政赤字の処理に基本方針を

幸いにしてそういう動きが世界的規模で始まっている。これに乗っかって今年の世界経済の発展を図っていく、というのが政策の基本でなければならぬ。その場合、財政政策と金融政策について注意すべきポイントも、私の個人的な意見であります。最後に申し上げて結びたいと思います。

まず財政政策ですが、ようやく新トリレンマが解けそうな気配ですから、この際財政赤字をどうやって縮小していくかについて、基本的な方針をほつぽつはっきりさせるべきではないかと思えます。どうも財政赤字の処理のしかたについて方針がはっきりしない。そのため国民は、これはどっちにしても大幅な増税になるのではないか、ということ増税の不安に脅えて

います。

逆に、増税が出来ないとすれば、結局、財政赤字を抱えてインフレ再燃ではないか。調整インフレになるんじゃないか、とインフレ不安を持っている人もいます。増税不安にしろ、インフレ不安にしろ、明らかに長い目で見ると景気にマイナスです。投資の決定に対してもマイナス、消費の態度に対してもマイナスです。やはりこのところは財政赤字の処理について、五十九年の赤字国債ゼロというのはダメだと、みんな分かっているのですから、そんな建て前論でなくて、赤字の処理についてはつきりした基本方針を出すことが大事だと思えます。

二番目は、赤字を処理する方針がはっきりしたにして、自分のあいだは大幅な赤字と共存する以外にない。したがって、赤字のファイナンス、つまり国債の消化のしかたについて工夫しなければいけない。大量の国債発行が続いていく。そして昭和六十年になりまして、ご承知のように昭和五十年から大量に発行し始めた十年債の借り換えの時期に入りますから、毎年毎年のグロスの国債発行額が飛躍的に高まる。昭和六十年になると、もうにつきもさつちもいなくなつて日銀引き受けになるだろう、といっている人が一部に出てきています。日銀引き受けになるだろうというのでしたら、これはいつか来た道でして、調整インフレへの道でありますから、そう思っている人は同時にインフレの不安を抱いている人、ということになるかと思えます。

そんなことがあってはならないわけです。大量の国債発行、特に六十年以降、グロスで大規模な借り換えが始まっても大丈夫なような国債消化策を、いまから

つくらなければいけない。その基本は、何といっても現行の国債金利を、遅滞なく市場実勢に合わせていくルールをつくるということ。いま一つは、現在、中期国債しか公募入札をしておりませんが、長期国債についても、日銀が引き受けているTB（政府短期証券）についても、公募入札という形で市場の実勢を反映させた金利で出していく。このルールをこのへんでポツポツ踏ん切りをつけて、はつきりさせていきたいと思います。昭和六十年以降はにっちもさっちもいかなくなく、日銀引き受け、調整インフレの道へまっしぐらに飛び込んだら大変ではないか。

三番目には、財政政策は支出増加にしろ、減税にしろ、景気に対する効果はつきりしません。それはなぜかという、昔はよかったです、いまは、たとえば公共投資をふやします、あるいは減税しますといっても、その財源がないですから、国債発行がふえるわけです。赤字がふえれば金利が上がる。金利が上がれば、タイム・ラグを伴って民間等に対してマイナスであります。プラス、マイナス最終的にどっちが大きいかというと、よく分からない。

アメリカは真つ先にそうなっておりますが、日本も、去年の五月に、昭和五十六年度の歳入欠陥が二、三兆あるぞ、したがって、五七年度は五、六兆だぞ、という情報が入って、新聞で流れたとたんに、金利がポーションとはね上がった、国債がバツと値崩れしました。アメリカと同じです。そういう時代に入っている以上は、財政支出あるいは減税の景気刺激効果はあまり当てにならない。

大幅な財政赤字を抱えているため、持続的な財政拡張ができないということがはつきりしています。そう

した中で前倒し執行して、その反動で減になって、また前倒し執行して、こんどはおそらく五十七年度下期にマイナスになる可能性がある。そういうデコボコした執行をすべきではない、と私は思います。財政というものは、もう少しならして出していくことが必要だと思います。

以上の三点が財政政策の執行に当たって大切だと思います。

円安の防止が大事

金融政策につきましては、円安になりますとスタグフレーション、つまり、インフレと不況の両方が起きます。私どもは、円安を防止するために金利は下げられないという状況です。なぜかといえますと、高い金利が景気に対してマイナスであることは分かっております。しかし、こんど金利を下げたら何が起るかという、これまでの状況では、もつと円安に振れる。円安はインフレと不況とを一べんに持つてくる。金利を上げると、国内に対してはちょっとデフレ効果があるということは分かっています。どっちがいいか。

これはまったく私流の表現をしているのですが、片方は不況とインフレがくる、もう片方はデフレ効果がある。デフレ効果で日本の景気に風穴があくといえますか、いわゆる底割れが起きないかどうかは問題です。もし、景気が、冴えないながらも何とか底割れしないでいくということであれば、二つ比べたら、インフレというおまけがつく円安許容のほうが、長い目で見たら危険であります。円安を許容してもデフレ効果があ

るので。円安を防ごうと思つて金利を上げてもデフレ効果がある。両方デフレ効果があるというときには、景気底割れの心配がない場合は、やはり円安を許容すべきではない。そちらのほうがインフレという、もう一つ余計なマイナスがくつついておりますから、円安を許容すべきでないと私は思います。

私ども、去年後半、日本の国内の景気について非常に深く分析してきたつもりです。その結果、何とか企業収益は横ばい圏内でもっている。したがって、設備投資も、中小企業の製造業は悪いけれど、中小企業のサービス業と大企業は何とかもつて、それが景気を支えている。雇用の面も、ジワジワ悪化しておりますけれども、企業収益はそんなひどいことになっていないので、雇用もそう急激には悪化していない。したがって、消費もある程度伸びている。それらを全部寄せ集めてみれば、五十七年度の上期まではちょっと信じ難いような数字に一応なっています。このあとあるいはちょっと下がるかもしれないけれども、底割れはないだろうという判断に基づいて、それなら円安防止が大事だというふうに考えてまいりました。

幸いにして、ここへきて円安の修正局面に入ってきました。これで円高が定着してくれば、さつき申しましたように、景気に対してプラスであると同時にインフレ率ももう一つ下がる可能性があります。物価がもう一つ落ち着いてくる。物価がもう一つ落ち着いてくるといふことなら、金利を下げる。そうしませんが、同じ金利水準を保つておいて、インフレ率がどんどん下がっていったら、無用のデフレ効果を生じさせます。つまり、表面金利は横ばいのままインフレ率がどんどん下がっていったら、実質金利が上がって無用のブ

レーキを景気に及ぼす恐れがあります。私ども、そんなことをする気は毛頭ないのでして、円高が定着したという確信があれば、政策的に金利を下げないまま、政策的に金利を下げなくても、この局面ではいままでもなくお金が海外から戻ってきておりますので、市場の資金需給の実勢からいっても、金利は下がる方向にあります。そしてそのことが、きょう申しあげました世界全体の同時不況のメカニズムから脱出し、同時に世界的な規模で物価安定に基づく持続的な景気回復局面に入っていくことになる。こういう大きな軌道の中で日本経済が前向きに動いていくということと平仄が合っているんだ、と私は考えるわけです。

質疑応答

国政（読売） 去年、円安を防ぐために金利を上げるといふ政策選択の可能性があったのだらうと思うのですが、鈴木さんは、円安を防ぐために金利を上げたほうがいいのだと、去年の夏の段階で、そういうふうに考えていましたか。

鈴木 そうですね。あそこで、どこまで円安が進むか分からんという感じであり、なおかつ海外からは、円安誘導の非難が出てきているときに、私はそう判断しましたね。

国政 実際の政府の選択としては、結局、それはとらなかつたのですよね。

鈴木 公定歩合は動かさなかつたのですが、金融調節上は短期金利を1%強上げるようにもつていきました。いわゆる金利の高目誘導ですね。

国政 それでは不十分だということ……。

鈴木 そうだということになれば、それこそ基準外

貸出金利の発動とか、もっとひどければ公定歩合の引き上げとかいうことが、図上作戦としては私の頭の中にありました。だけど、そんなひどい円安に振れていかなかったものですから、短期金利高目誘導程度で対処できたと思っています。

国政 二七〇円くらいではまだまだ円安ではないという判断でしたか。

鈴木 いや、二七〇円に突っ込んだときは、私はびっくりしましたけれど、これはどう見ても行き過ぎだから、こんどはね返るのではないかと期待したんですね。あれがもしあそこで定着して三〇〇円に向かつて動き出したら、私は、ひよっとしたら基準外金利とかなんとかいうことを行内で行ったかもしれませぬ。

今（個人） 一つは、マネーサプライのターゲットについて。日本の場合は参考値は出してありますが、設定していない。マネーサプライが関心を持たれて、もう十数年経っておりますが、なぜ設定値を設けないのですか。

もう一つは、レーガノミックスについて、鈴木さん個人としての評価というか感想をうかがいたい。

鈴木 向こう一年間マネーサプライの増加率を、何%から何%のあいだにするという目標値を日本銀行はいわないで、毎四半期の初めに、この四半期のマネーサプライの前年比は何%になるであろう、という予測値を出しているわけです。予測値であっても、その予測の前提には、日本銀行自身がどういう政策をとるといふことが入っているわけですから、賢みなみなさんは、あの予測値は日本銀行が政策的に許容するといふ意味で、大体あのへんのマネーサプライにもつていこうとしている、というように受けとって下さるので

す。政策情報を提供するという意味からいえば、予測値といつても十分に役割を果たしているのではないかと思うのです。

実は向こう一年間の適正なマネーサプライを考えると、これは、経済学の現在到達しているレベルでは相当難しいことなのです。予測の技術からいってもむずかしい。予測の技術以前の問題として、人びとのエクスペクテイション、将来についての予想が動くこと経済そのものの動きが変わってきます。そんなことまで向こう一年間読めるものではないわけです。にもかかわらず欧米諸国は向こう一年間の目標を発表しているのですが、これはこういうことであります。

ヨーロッパの場合、特に西ドイツの場合は今後一年間の目標値に、非常に規範的な意味を込めておりまして、所得政策的な意味を込めています。今後一年間四%~七%の伸びとかなんとかいっているときは、所得の伸びもそれだけ、財政の伸びもそれだけ、というように意味で、官民あげて、今年はいくいうルールでいくんか、という規範的な意味を込めてやっているのです。

だけど、そういうようなことを日本でやってみると、いくとは思えない。所得政策というのは、大体、日本になじまない。ドイツの体質ではできるところであつても、日本には向かない。

一方、アメリカはどうやっているかというと、マクロモデルを動かして厳密に計算して、これは適正な目標値だ、とやっているわけですね。ところがマクロモデルなんて当てにならないので、新しい数字を入れてモデルの計算をし直す、また構造が変わったりして予測値も変わる。ですからアメリカは、年間目標なん

ていつているくせにガタガタ目標が変わるわけです。そのためにアメリカの場合は、金利が乱高下してみたり、アメリカの中央銀行のマネーサプライ・コントロールの意思、あるいは能力などについてのクレディビリティそれ自身が動揺したりするわけです。

ですから私も、目標値を発表することによる、かく乱的なデメリットのほうが大きいのではないかと思っています。それで政策情報は予測値として出す。それから何よりも大事なことは、日本銀行はマネーサプライのコントロールを通じてインフレを起こさないようにしようとしているということについて、国民のみなさんの支持をいただく。私どものそういうやり方に対して支持してもらおうということが、何よりも大事なことだと思っております。

二番目のレーガノミックスについては、ご承知のようにレーガノミックスを支えているのは、一つはマネーサプライのコントロールを通じてインフレを克服する点。インフレを克服すれば、持続的な成長に繋がるのだという、その信念が一つ。二つ目は、民間の経済活動を活発にするために、いわゆるディレギュレーションですね。規制はなるべく避ける。そして政府は小さくする。三つ目は、例のサプライサイド・エコノミックスと結びついているわけで、減税すると、みんなの勤労意欲が高まる。そして生産性が上がってきて、結局、税金が戻ってくる。すなわち、減税分が戻るといふ論法。この三つ目は完全に失敗したと思っております。そのために財政赤字が大きくなって、いまヒールにいつているわけです。ところが一番目は成功したと思いません。見事インフレを克服し、しかもその中から回復の芽が出てきていますから、これはうまくいった

と思います。二番目のディレギュレーション、小さな政府というのはロングランで見ないと判定のできないことだと思えますから、これについては判断を差し控えたいと思えます。

ですから、総合点としては、支離滅裂だなんて一部でいう人に対しては、いや、そんなことはないといいますが、さりとて、では満点かといわれれば、いやいや、大事な一本がとんでもないことになっている、というのが私の感じでは。

蕪沢（個人） 今年、もう一つ非常に心配なのが、メキシコとかブラジルとかの累積債務の問題ですけれども、この点は大丈夫なのでしょうか。

鈴木 さつき申しあげましたように、十分な情報を交換しながら適応しておりますから、私は大丈夫だと思っております。

小林（個人） まことに突飛な質問ですけれども、現在の変動相場制は永久に変わらないものか。あるいはある段階がきたら固定相場制が実施されるのか。

鈴木 多くの人の願望として、何とか固定相場に戻れないものか、という気持ちがある。

しかし、では固定相場へ戻れるかといわれれば、いまのように各国経済のパフォーマンスといえますか、たとえばインフレ率一つとっても、日本は二%台、イタリアやフランスはまだ二ケタです。アメリカやイギリスはついでこのあいだまで二ケタだと思つたら、いまや四%とか、六%とかに下がっている。各国のインフレ率がそんなにバラバラに動くということをとつてみても、相場を固定しておいたら、頻繁にその固定相場自体を動かさないと、ものすごい投機の圧力にさらされるということでは。それはちょっとできないと

思うのです。

金利一つをとつても、いまものすごい金利差がありますね。固定相場のもとでは、金利差があつたら為替相場に間違いなくものすごいプレッシャーがかかります。固定相場ならアンカパーで金利差を追い求めることが出来ますから。いま変動相場だからアンカパーで金利差を追い求めるということは非常にリスクなことなのです。にもかかわらずアンカパーの金がかかなり動くのですから、ましてや固定相場に戻してごらん下さい、えらいことになってしまいます。

そういうことを考えていきますと、各国の経済のパフォーマンスが非常に似てくる、したがって金利の差もあまりない、というような世界が仮に訪れれば固定相場に戻るかもしれない。だけど私は、そういう世界に戻るだろう、というふうに見る勇氣はまったくないのです。その限りにおいて、固定相場へ戻すことはちょっと不可能だと思います。変動相場少しもいとは思いませんけれども、ほかに選択がない。

林（個人） 今年、米ソ首脳会談が行われて、欧州中距離ミサイル交渉が軍縮の方向でまともになり、戦略核兵器でもある程度の前進が実現するという可能性があると思っております。そういう事態が起こった場合、それが世界経済に今年じゆうに目に見えたい影響をおよぼすということは考えられますか。

鈴木 それがアメリカの財政赤字の縮小にストリートに結びつきますと、金利の見通しが変わってきますし、影響はありますね。米ソ間の対立が出てきて、欧州が戦場になる可能性が出てくると、ドルが強くなりますね。その逆の動きが出る可能性があります。