

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
◎社団法人 日本記者クラブ
電話 〇三・五〇三・二七二二

一九八八年一月七日（木）研究会「経済見通し」（Ⅱ）

カギ握る米財政赤字の削減



鈴木 淑 夫
(日本銀行金融研究所長)

ふり返つてみますと、昨年の経済は、年初の大かたの予想をくつがえして、大変力強い景気回復をしました。しかしながら、十月十九日の「ブラック・マンデー」以降、にわかに行き見通し不確定要因が出てきた。年末にはドルが一二〇円に接近するというような急落をしまして、さらに多くの不透明感をもって年を越した。と思いきや、この三日間、今度は円が一三〇円前後に戻ってくる。まさに辰年の波乱を思わせる幕明けとなっております。

こういう本年の経済について見通しを述べるためには、やはり、昨年の出来事を大急ぎで整理しまして、予想外の力強い景気回復を支えた要因が、今年どう変わってくるか、あるいは持続し得るか、さらに新しい

要因として何が出てくるか、ということを考えていくのが順序としてよろしいかと思えます。

私は昨年この席で、為替相場がある程度安定すれば、景気回復の年になると申しあげたはずで、成長率で言えば三・二％と申しあげたと思えます。去年の五、六月には、私はもう四％成長と言っておりましてから、わりと当たった方だと思っております。

なぜ、一般的には二・二・五％という弱い見通しであった中で、私が三％を超えると言っていたかといえますと、昨年申しあげたように三つの要因が頭にありました。

この三つの要因が、当時、私が考えていたように、はっきりした形で出たんだと思っております。

景気を回復させた三つの要因

第一は、大幅な円高のデフレインパクトが、その後の円高減速のもとで終息していったということなのです。八五年九月のブラザ合意の時に円は二四〇円台にあったわけですが、これが翌八六年七月には一五〇円台になってきた。一〇か月間で、何と六〇％の円高になった。これは強烈なデフレインパクトをもたらした。しかし、その後は円高のテンポが減速してきた。一五〇円台から減速していき、この一五〇円を切ったのが八七年の三月です。ということは、八か月間一五〇円台で安定したわけですから、その後九月までは一四〇円台でいきましたから、今度は七か月間一四〇円台で安定したわけですから、その背景にはルーブル合意があったわけですね。

そして十月になって一四〇円台を切り、十二月には一二〇円台に飛び込んで行った。ここは相当なスピードになったわけですね。十二月に一二〇円台に入った話は後ですとして、何のことはない十か月間で六割という急激な円高の後は、七、八か月間安定して一〇円ほど円高になるということだった。円高のスピードとしては大変な減速をしたわけですね。そういう中で、

目次

カギ握る米財政赤字の削減	1
鈴木淑夫 日本銀行金融研究所長	
円の対外購買力上昇で 内需中心のメカニズム始動	15
田中直毅 経済評論家	

六割という円高のデフレインパクトは消えてきたといふことです。

どういふ格好で消えてきたか。まず一つは、企業の収益が適応してきたということです。円高のスピードが落ちたので、ある程度ドル建ての輸出価格を上げて、円の手取りを回復し始める。円高で輸入原材料は落ちています。それと合理化努力でコストを下げる。場合によって、部品調達を海外に切り替える。さらには生産拠点を移す。こうした企業努力によりまして、昨年の三月期が収益の底になって、輸出関連企業の場合も、昨年中に減益が終わってほぼ回復し始めていた。その意味で、急激なる六割の円高デフレインパクトは、収益面からは消えてきた。

一方、物の面では、急激な円高で輸出量は落ちる。過剰在庫がたまる。生産調整によって過剰な製品在庫は減らすのだと調整をしておりましたが、それも昨年の春ごろまでには一巡しました。その結果、昨年の七月九月期には、前期比が年率計算で一五%という鉱工業生産の回復が起きる。十一月二期については、まだ予測ですが、おそらく同じぐらいのスピードで回復していると思います。その点の調整も完了した。

要するに、円高減速のもとで、それに先立つ大幅円高のデフレインパクトが消えてきた。ネガティブな意味で、これが景気を支えてきた、というのが第一点です。

第二点は、もっとポジティブな話です。円高メリットが全面的に表面に出てきたということです。円高メリットで消費者物価が安定した。輸入原材料、製品の価格が下がり、消費者物価の伸びは前年比ほぼゼロで

ある。ほとんど上がらない。従って、労働省ベースで三・六%という非常に低い春闘ベア率であったにもかかわらず、実質の賃上げがしっかりと確保された。そして、三・五%四%の実質の個人消費の伸びを実現させた。さらには住宅投資も出てきた。こういうことで個人に円高メリットが回る。

企業の方も輸入の原材料、エネルギー等の値段が下がってくることに伴って収益の回復があり、これが投資活動を支えるという形になりました。

要するに、私どもの円建てで決まっている所得と資産の額が、交易条件の大幅好転によりまして、実質値では非常に増えた。それが支出に向かってきた。これが二番目の景気回復要因です。

三番目の要因もポジティブなものです。それは金融政策および財政政策の拡張効果です。

金融政策は昨年と一昨年、五回も公定歩合を下げて、二・五%という史上最低の金利水準になった。一般の金利も、史上最低の水準に下がった。マネーサプライも、 M_2 プラスCDで前年比一二%という伸びに象徴されるように、十分に量的に緩和された。さらには、これはいろいろ社会的な問題もひき起こしてはいます。この金融緩和は資産の価格を上げた。土地とか、株式とか、ゴルフ場の会員権とか、バックに資産のあるものの価格を上げて、この資産が増えた。金持ちになったという資産効果で、個人消費や住宅投資や、一部企業の投資も刺激された。金融政策は、金利と量的緩和と資産効果の三つのルートから、個人、企業両部門の支出活動を支えたわけです。

財政はと言えば、公共投資の前倒し執行の後、いわゆる六兆円の補正予算を組んで、これも景気を刺激し

た。特に所得税減税の効果は、今年に向かつてかなり出てくると思います。

そういうわけで、昨年指摘した三つの景気回復要因が、当時、私が思っていた以上に強く出てきて、三・二%どころか、もっと高い成長を実現しそうです。

昨年の前半は、一昨年の下期に比べて、年率換算で三・六%成長しました。第3・四半期に至っては、何と年率八・四%の成長をしております。去年の十一月二期が、七月九月期並みの前期比二・〇%でいきますと、暦年の成長率は四・二%になる。仮に、半減して一・〇%増ということになったとしても、四・〇%です。鉱工業生産から判断すると、半減するとはとても考えられない。大雑把に言って、昨年の暦年も、この一・三%期を加えた六十二年度も、おそらく四%成長だと、私は言っています。

大変な速度で黒字調整も進む

一方、対外黒字の調整はどうであったか。プラザ合意以降十か月間で六割の円高の効果は、はつきりと経常収支の黒字縮小に表れてきました。数量ベースで見ますと、もう一昨年の一月から傾向的にずっと減ってきている。昨年の動きをみますと、数量ベースの黒字は一・三%期にちょっと増えたのですが、三月に一四〇円台に入ったということを受けて、四月以降、また着実に減ってきた。七月、八月、九月、十月と、ちょっと減り方が止まったのですが、また台がわりして一三〇円台、さらに年末には一二〇円台に入ってきておりますから、十一月以降はまた着実に減ると思います。数量ベースの黒字は着実に減っている。それにいわゆる

Jカーブ効果、交易条件の好転分をのせたのが、円ベースの黒字であります。これも、円高のベースがスロウダウンしてかなり安定的になりましたので、交易条件の好転もやんできて、大体昨年から数量ベースと同じように推移し始めた。ですから、これもかなり減つてきまして、最新の十一月の円ベースでみた貿易の黒字は、ブラザ合意時点の黒字をようやく下回るに至っております。

ところが、皆さんがみているのは、ドル建ての数字であります。減価しつつあるドル価格でドルに直す、これは非常にふくらんでしまう。傾向としては、昨年ずつと落ちてきてはいますが、水準としてはまだブラザ合意の頃より高い。何のことはない。大幅な円高のもとで黒字が増えているではないか、という話にもなりますが、しかし、昨年のこの席でも申しあげたと思います、ドルベースで経常収支の黒字をご覧になるなら、ひとつ、全部ドルで議論していただきたい。マクロ経済を議論する時に、価値尺度を円にした、ドルにしたりしないでほしい。一つの価値尺度で議論いただきたいと思うのです。

ドルでは経常収支の黒字が、おそらく六十二年度は、前年度の九〇〇億ドル強から、せいぜい一〇〇億ドル前後しか減っていないと思います。これしか減っていない、という議論をしたのなら、ひとつ、GNPのほうもドルでお考えいただきたい。ドルで考えた日本のGNPは、もう大変に膨張しております。ドルで考えようと、円で考えようと、実質で考えようと、何で考えていただいてもいいけれども、経常収支の黒字をGNPに対する比率としてみていただきたい。対GNP比率をとっていただきたいと思うのです。

そうしますと、六十一年度は四・五%で、これがピークです。六十二年度は、私の試算によりますと、約三・三%まで急落しています。さらに六十三年度は、私の経済予測では三%を切ります。約二・七、八%まで落ちるのではないかと思っています。

ドルベースの経常収支の黒字をみて、一〇〇億ドル位しか減らないから、日本の対外黒字の調整は遅々としている——なんて言う人がおりますが、本当に、この人、何を見ているんだろうという気がしますね。ドルでみるなら、GNPもドルでみてほしい。両方ドルでみれば、四・五%から三・七%に急落している。来年はもう二%台に入ります。大変なスピードで黒字の調整は進んでいます。

こういうわけで、三つの要因に支えられて、内需だけで日本経済は五%強の成長を実現している。しかも、数量ベースの対外黒字を減らしている。これが成長率の足を一%強引っ張っている。その結果、五%強マイナス一%強で、成長率は四%というのが今日の姿であります。これが昨年の経済の姿であり、そして、そういう姿で今年に入ってきています。

日本経済は、海外にお約束した通り、内需主導型で四%の成長をしている。しかも黒字も縮めている。世界経済を引っ張る機関車としては五%台の成長をしている。しかし、世界経済を引っ張っているものだから、スピードとしては四%に落ちていく、ということですから、十二分に対外公約を果たしていると、胸を張って言える、私は思います。

「ブラック・マンデー」にビクともせず

さて、そういう状況のもとで、「いや、これはうまくいった」と思っているところへ、ドーンと来ましたのが、昨年の十月十九日のニューヨークの株価の暴落です。それに続く世界的な株価の調整です。ドルからの逃避に発展しなさいが、と思っておりましたが、やはり、カネは、ニューヨーク株式市場から逃げただけではなくて、アメリカの金融市場からも逃げた。すなわち、ドルが、ここで一三〇円台に入ってきたわけです。

この影響やいかに、ということでは、私どもは、十一月調査の企業短期経済観測を注目しました。十二月早々に発表されたのですが、幸いにして株価の世界的な下落と、八か月ぶりのドル相場場のシフトダウンの影響は、十一月短観には、一か所を除いてほとんど出ていない。三か月前の八月の調査に比べて、収益の見通しも、売り上げの見通しも、そして設備投資の計画も、全部上方改訂になっている。九月期の内需型製造業の売上高経常利益率は、驚いたことには史上最高になっています。もっと正確に言いますと、低成長移行後、高度成長が終わった四十九年以降、今日までの売上高経常利益率の中で一番高い水準になっています。大変なブームを内需依存型の製造業は謳歌した。

非製造業は、大体非貿易財のセクターですから、もともと大変なブームで、これはもう一昨年からの。それは引き続いている。

とりあえずは、株価下落とドルの台がわり、一四〇円台から一三〇円台入りということは、日本経済に大き

な影響を与えていない。

一つだけ変化がある、ときつき申しあげました。それは何かと言いますと、物価の見通しだけ変わりました。十一月の短観と八月の短観を比べてみますと、商品需給の見通しは、むしろ十一月の方が八月よりタイトになると答えているのです。製品在庫水準は八月より十一月の方が、適正水準に比べて下がってきている。つまり、非常に内需が強いものですから、需給は引き締まり気味に動いている、と答えているわけです。にもかかわらず、予想物価上昇率は八月時点よりも下方修正されている。これはなぜかという、まさに「ブラック・マンデー」以降の動きの影響であります。

一つには、その後、国際商品市況が一度崩れました。最近また石油以外は上がってきていますけれども、一回下がりました。それから円高になった。この二つの原因で、日本に入ってくる輸入物価がかなり下がってきました。その結果、わが国の商品市況は、その後、ずつと落ちてきたわけです。

実は「ブラック・マンデー」以前の私どもの見通しでは、十一月十二月期の国内卸売物価は年率四、五%上がるという予想でした。「このままいくと、この一三月期も同じように上がる。こんな調子で国内卸売物価が上がってくると、今年の春闘時の消費者物価の前年比は二、三%になる。これは心配だ」と、ちょっと心配していたのです。が、この「ブラック・マンデー」のいいほうの影響が物価に出まして、現時点での、十一月十二月期の国内卸売物価の上昇率は、年率一、二%と大きく下方修正されています。今年の一月三月は、電力の値下げがあるものですから、おそらく

ほとんど上がらないだろうと思います。従って、春闘時の消費者物価の前年比が、少なくとも三%というのはもうなく、うっかりして一、二%になるとちょっと嫌だな、という程度になってきております。その意味で、日本銀行の立場からしますと、物価問題の緊急性は先へ延びてしまった。やれやれです。物価と為替の両にらみで、それこそ恐の一字でやっておりますが、とりあえず物価については時間を頂戴した、という感じではあります。

年末の円高は「ドロボー猫」のしわざ

そういうわけで、「ブラック・マンデー」の影響は十一月の短観から判断する限り、物価面以外には全然出ていない。経済実態面はビクともしていないという状況でした。これならば六十三年の経済もいぞと思っておりましたところ、十二月に入りドルが一三〇円台を通過して一二〇円台に入ってしまった。クリスマス休暇で為替市場の取引が非常に少なくなっている時に、ズルズルズルッとまたドルが下がって行った。一二〇円を割りそうな気配になった。

これが、今年に入って、ようやくみんながおとそ気分もさめる……。外人はおとそは飲まないけれども、たまたま一月二日が土曜日、三日が日曜日であったから、外人も本気になって動き出したのが四日なんですね。海外の市場も日本の市場も四日から、いわばみんなが勢揃いして本気になって動き出した。ここからG7諸国の力強いジョイント・インターベンションが始まって、アッという間に一〇円ほど戻って、今日も一三〇円をはさんでの攻防というところですよ。

さて、これをどう解釈するかということなのですが、私は、こういうふうに見ています。ちょっと品のないたとえになりますが、「留守宅にドロボー猫が入ってきたようなものだ」と思うのです。つまり、クリスマス後の休暇で、みんな「もう商売は来年の一月四日からだ」と思って非常に取引が薄いと、一部のスペキュレーターが「G7のジョイント・ステートメントがどこまで本気か、ちょっと試してやれ。面白いからドルを売ってやれ」というように仕掛けてきた。ですから、取引量が非常に少ない中で、真空の中を相場が落ちるように、一二〇円台の後半から一二〇円に向かつてスウィッチと行っちゃった。まるでドロボー猫が留守宅に入ってきて引っぱらき回してしまっただけという感じですよ。しかし、一月四日からおとそも醒めて動き出した結果が、今日の姿であります。

私、年末から年初にかけて、何人かの現役のジャーナリストの方々のインタビューを受けてまして、「G7のステートメントをどう思いますか」という質問を何度も受けました。その時に、私は、こう申しあげたのです。どうもジャーナリストの方々や市場の参加者は、G7のステートメントは新味なしとしきりに言っているが、私は大変心外である、と。ルーブル合意の時には、「アラウンド・カレント・レベルスで安定させる」という表現をした。しかし、今度のステートメントは「アラウンド・カレント・レベルス」という表現をやめちゃった。どう書いてあるか。まず、「これ以上ドルの下落は世界経済にとってマイナスイタだから、みんなこれ以上のドル下落はもう許容しない」と書いてある。では、ドル高については何と書いてあるか。「国際収支の不均衡是正を攪乱するほどドル高になる

のは防々」と書いてある。下と上とでは表現が違っている。

下は、「これ以上下がるのはオレたちは反対」と、こう言っている。上は「攪乱するほどに上がるのはいけない」と言っている。攪乱しないほどなら上がっていいということ、インプリシットに意味しているわけです。そうしますと、あれはネガティブ・ターゲツト・ゾーンの思想を表現していると、解釈できるわけです。下は、もうこれ以上ピタ一文もダメ、上は少し幅があつて、調整過程を攪乱するぐらいまでいったらダメと、こう言っているのです。ですから、どうして皆さん方はそれに気がつかんのか、ということ、若いジャーナリストの方々に言ったのです。

「それじゃ、その下というのは何円ですか」と言うから、「そんなこと、私は言えない。そういうものが存在しているか、存在していないかも、私は言う立場がない。しかし、G7諸国が一生懸命電話連絡して交渉していた時の相場は幾らだと思ふ？」「一二五円から三〇〇円です」と言うので、「じゃ一二五円から三〇〇円のところを下限で、上はどこか知らないけど、少し余裕があつて……というネガティブ・ターゲツト・ゾーンだと解釈する人が出てきても不思議はないでしょう」と申しあげたのです。

G7声明を甘くみすぎたのでは

「そう申しあげただけではなくて、実は、もう一つ精一杯の表現をしました。「日経」から毎年アンケートがまわつてきて、これが一月三日の同紙に出るわけです。公定歩合がどうなるかと、為替相場がどうなる

かと、いろいろ質問があるわけですが、立場上やはり公定歩合と春闘ベア率だけのご勘弁いただいて、答えたのです。為替相場も、立場上は答えたくないのですが、それじゃ、あまりにも申しわけないと思つたものですから、為替相場は一二五円が下限で、上は一三七円と書きました。説明のところには、「双子の赤字が消えないと、昭和六十三年もドル安圧力がかかり続けるが、年末のドル安はいかにも行き過ぎだから、一度戻る」と書いて出したんです。

そして、年末に一二五円を突破しちゃつたものから、一月三日に新聞を見た人の中に、「何だ、鈴木淑夫というのは、日本銀行にいるくせに六十三年と六十二年を間違えたか。もうすでに一二〇円台前半のところについているのに、今年の相場の下限が、一二五円とはなんじゃ」と言つて、投書をしてきた人が一人おりました。(笑)いや、恐れいりました。

しかし、それは賢明な諸先輩ならお分かりだけだと思うのですが、私の立場での精いっぱい表現であります。もう一二五円を切っている時に、下限一二五円と書いた。上限は、まあ、一三七円とわけの分からぬ数字を書いてあります。

そういうわけで、私は、年末のG7のジョイント・ステートメントを、マーケットも甘く見過ぎたと思うのです。あるいはジャーナリストの方々も、そうかもいりません。あれは、もっと中身があるものですよ。中身があるということ、如実にこの数日間のマーケットは示した。新聞は「押し上げ介入」と書いています。いままでは、ドルが下がるとドル買い介入をして、ドルが戻るとやめるわけですね。下がっている時に入つていつて戻す介入しかやらないわけですね。

追い討ちをかけた試しはありません。しかし、新聞の報道によれば、追い討ちをかけているんですね。ドルが上がり始めた時に、追い駆けて行って、もう一発、もう一発と撃ち込んで行って押し上げていってと伝えられていきます。新聞は「押し上げ介入」と書いていますが、それが本当なら「追い討ち介入」という表現のほうが適切だと思うのです。逃げる敵軍を追いつけて行って、まだ後ろからボンボン撃っている。逃げる敵軍を後ろからボンボン撃ちながら追い駆けているというわけですから、これが本当なら、こういう介入を今までしたことはない。この辺のところから少しお察しいただきたいものだな、と思うんですね。(笑)

繰り返しますが、私は、ジョイント・ステートメントの裏にどんなアグリーメントがあるとかないとか具体的なことは一切言っていませんよ。ただジョイント・ステートメントの言葉の解釈を解説しているだけです。そういう解釈に基づいて、最近のような新聞記事が出てきたのではないだろうか。

さて、そういうわけですので、年末から年初にかけての為替相場の乱高下を持つ、日本経済、あるいは世界経済へのインパクトというのは、まだ判断しかねるということ、最終的な判断の基準としては、私としては、こういうことを申しあげたいと思います。

ブラザ合意の時の二四〇円が、十か月後の七月に一五〇円台です。六割の円高、これは強烈であった。しかし、その後、去年の二月までの八か月間は一五〇円台で横ばいです。正確に言うると、一度は一六〇円に届いた。しかし、八か月経つてから一四〇円に下がった。ちょっと一四〇円を切ったことがあります。が、またすぐ戻っています。結局、今度は七か月間一

四〇円台で来たわけです。

つまり、七、八か月間、安定して一〇円の調整と
いうことできているわけです。そういう中で日本経済
は、力強い内需主導型の回復をした。円高のデメリッ
トを克服して、円高のメリットをいかす回復をした。
ですから、本年も、もし為替相場が七、八か月ごと
一〇円調整という趨勢の範囲内で動いていけば、今
年、特に大きなデフレインパクトが為替面から日本経
済に及ぶとはなかなか言いにくいと思うのです。その
程度の漸進的な円高であれば、日本の企業は自分で調
整できる。コスト調整とか、品種転換とか、さらには
生産拠点を移すとか、いろんな意味での調整がありま
す。でも、とにかく七、八か月ごとに一〇円の円高と
いうスピードであれば、日本経済は調整できる。それ
を昨年は示した。

今年の四月か五月まで一三〇円台で止まっていたく
れて、その後、一二〇円台に入るなら、そのスピード
の範囲内だったんですね。それを一三〇円台に二か月
しか止まっていなくて、ストンと一二〇円台に飛び返
るから、私たちがびっくりした。そこで、G7が力
を合わせて「ヤーツ」と持ち上げています。これで、
もし一三〇円台に戻ってくれて、改めて一二〇円台に
突っ込んでいくのが今年の四、五月なら、七、八か
月ごとに一〇円台がわりという趨勢の中におさまること
になる。これは、漸進的円高の中に入る。それなら日
本経済に対して、そんなに強烈なインパクトがある
とは思えない。これが私の一つの判断の基準です。

しかし、これはあくまで一つのメドですから、機械
論的なことを言うつもりはありません。
為替が、私がいま言っているような趨勢の範囲内

で、漸進的円高ドル安の範囲内で行くかどうかは、基
本的には米国内閣にかかっています。日本経済の側
は、もうちょっと手の打ちようがない。なぜなら、日
本経済は、世界の各国の要望通りに、内需主導型で機
関車としては五割台の成長をしているわけです。一割
強、みんなを引っ張っているものだから、その分だけ
落ちていくが、それでも四割の成長をしている。黒字
だってGNPとの比率でみたら急速に縮んでいる。四
・五割から、一年間で三・三割まで落ちるとい
うのはすごいスピードです。来年はおそらく二割台にも入
ってしまおう。

余談ですが、「前川レポート」をつくる時に、何に
も数字がないのでは迫力がないので、何とか外国の人
たちに説明するために数字を入れたということにな
り、経常収支黒字の対GNP比率二割を入れようかと
いうことが議論されたようです。しかし、数字で対外
的に公約してしまつて、もしできないと信用を失墜す
るといふので、そういう努力をするということにして
数字を出すのはよす、という打ち合わせがあつた
か、ないとかいう話を聞いております。

それはそうですね。四・五割から二割へ落とすとい
うのは相当ドラステックですから、これ本当にでき
るかな、と思いますね。特に外国が満足してくれるよ
うな数年のうちに、そういうことができるかとなる
と、ちょっと無理ではないか、ということだつたので
しょう。しかし、これまでのところは、まさにそのス
ピードです。四・五割から、いきなり三・三割にき
り、来年は二割後半、その次は二割近くになるかも
しれない。相当な勢いです。

大変なスピードで黒字を縮小している。また金利は

と云えば、世界最低の水準になっている。これでは、
もうちょっと日本の側からは助けようがないと思いま
すね。

ですから、本年の為替相場がいまままでの趨勢の中
で、七、八か月ごとに一〇円台がわりぐらゐの、ゆっく
りしたテンポの円高ドル安でいくかどうかは、私は、
アメリカ経済にかかっていると思います。

米国経済の二つのシナリオ

今年の米国経済については、二つのシナリオを、私
は頭に置いております。二つですから、いいシナリオ
と悪いシナリオです。

いいシナリオは、こうです。財政赤字の削減で、一
応、共和党、民主党の話し合いがついて、レーガン政
権もそれをアプルーブしたということで、八八会計年
度には財政赤字が多少減る。あるいは絶対額で減らな
くても、対GNP比率では減るんだということが一
つ。もう一つは、この前のニューヨークの株価の暴落
によって、負の資産効果（ネガティブ・ウェルス・エ
フェクト）があつて、消費がある程度抑えられた。す
なわち、財政赤字カットとネガティブ・ウェルス・エ
フェクトによる消費抑制、この二つで米国の内需が落
ちてくる。

そうしますと、米国の輸入が落ちてくる。現在、米
国の輸出は、大幅なドル安のもとで、数量ベースで二
ケタの伸びを示しています。にもかかわらず、なかなか
か米国の対外赤字が減らないのは、輸入の伸びが高い
からです。米国の場合は、輸入の所得弾性値が二ぐら
いですから、これはもう内需を落とさないことには、

なかなか輸入の伸びは落ちてこない。しかし、いま私
が申しあげましたように、財政赤字カットと、株価暴
落のネガティブ・ウェルス・エフェクトで内需が落ち
れば、所得弾性値は大きいわけですから、その落ちた
比率の倍ぐらいの比率で輸入が落ちてくるということ
が考えられる。そうしますと、さすがの米国の赤字
も、はつきりと今年減り始める。

その結果、みんなそれをみて、「あ、ようやく双子
の赤字も調整され始めたか」と思う。そして、マーケ
ットにはドルの底値感が出る。ドル安に歯止めがかか
る。おそらくその時、米国の成長率は二%位だろうと
思いますね。高いものではない。しかし、二%の成長
率というのはリセッションではないんですね。一と二
%なら米国の能力から言って、まあ、リセッションと
は言えないギリギリのところですよ。しかも二%なら失
業率は上がらないと思います。失業率が上がらないと
いう意味で、リセッションでもない。しかし、成長率
ではちょっと低い。

でも、これだったら対外的な赤字は縮小していきま
すから、ドルに底値感が出る。ドルに底値感が出れ
ば、こちら側の黒字はどんどん縮んでいるのですか
ら、急テンポのドル安はなくなってくる。そうする
と、さっき私が申しあげたようなゆるやかなドル安の
テンポにおさまるだろう。あるいは早くドル安になれ
ば、そこで底値が出て、もう下がらなくなってしまう
だろう。そして、下期には反発してくるかもしれない。

夏以降には次期大統領に誰が当選するかというのが
はつきりみえてきて、その政策もみえてくるかもしれ
ない。そして、その政策が、「増税もしましょう。財

政赤字削減もはつきりやりましょう。ドルを防衛しま
す」というようなものなら、ひょっとしたらドルが底
を入れるかもしれないと思います。

これがいいほうのシナリオです。

悪いほうのシナリオは次のようなものです。財政赤
字削減は羊頭狗肉である。八八会計年度で三〇〇億ド
ル削減などと言ってるが、中身をよくみたら、六十何億
ドルは資産売却ではないか。こんなのはISバランス
と関係がない。従って、対外赤字の縮小につながらな
い。ISバランス上は二三〇億ドルちょっとである。
新グラム・ラドマン法で要求される最低限ギリギリで
はないか。しかも、八八会計年度の米国には、赤字の
自然増要因がある。これと相殺し合うと、八八会計年
度には赤字は減らないよ、むしろ、増えるよ。だか
ら、財政赤字削減の面から、内需が落ちてくるという
のは嘘だ。

一方、ネガティブ・ウェルス・エフェクトはどう
か。どうもクリスマス景気をみていると、あまり消費
は落ちていないではないか。考えてみれば、四年間株
価が上がった後にちょっと落ちたくらいなんだから、
そんなに大きなネガティブ・ウェルス・エフェクトは
ないのではないか。百歩譲ってネガティブ・ウェルス
・エフェクトが、GNPで一%ちょっと足を引っ張るく
らい大きかったとしても、逆に、二つの持ち上げ要因
があるよ。一つは、そういう形になって、アメリカで
何が起きたかという、金利が少し下がりがドルが下が
った。金利低下は内需を刺激する。ドル安は輸出を伸
ばす。この面からネガティブ・ウェルス・エフェク
トは相殺される、景気持ち上げ要因が出てくるから、
せいせい成長率を〇・数ポイント下へ引っ張る程度だ

ろう。これはたいしたことではない。

このように考えて、財政赤字削減も羊頭狗肉、ネガ
ティブ・ウェルス・エフェクトも小さいということに
なりますと、引き続き内需堅調ということになる。引
き続き内需堅調ということになりますと、二つのルー
トを通じてインフレの懸念が出てきます。

まず、第一は、内需堅調ですから、輸入が落ちな
い。貿易赤字が縮小しない。貿易赤字が縮小しないと
いうことであれば、なかなかこれはドル安に歯止めが
かかるということにならない。まだまだズルズル下
がるということになる。ドル安は、直ちに米国にとって
輸入インフレ要因にはならない。米国はドル建てで輸
入しているから、直ちに輸入インフレ要因にはならな
い。しかし、時間を経れば、累積的なドル安は次の二
つのルートを通じてインフレをもたらす。

まず第一は、ドル建てで決まっている国際商品市況
です。やはり、物とドルとの関係でドルが安くなって
くるのですから、これは上がってくる。資源大国米国
といえども、価格の裁定を通じて、国内の資源の値段
もドル建てですから上がってくる。そういう形で、全
面的な原材料のコストプッシュが起きてくる。

二番目は、ドル安がズルズル続くと、ドル建てで米
国へ輸出している日本やNICsやヨーロッパも、手
取りが減ってたまらんといいことですから、当然、ド
ル建ての輸出価格を上げます。

そういう二つのルートを通じて、ドル安がどんどん
進めば、輸入コスト・プッシュ・インフレ、あるいは
原材料コスト・プッシュ・インフレが始まるわけ
です。

いまは、アメリカにとって大変辛いことに、世界

の石油市況が弱いものですから、このルートがちよつとごまかされているんですね。しかし、石油を除いた国際商品市況は上がっていますから、石油を除いてみれば、いま言ったルートからのインフレ圧力はかかり始めている。ドル安がもっと進めば、これがもっと強くなる。これが一つのインフレのルートです。

もう一つのインフレのルートはどこか。内需が堅調を続けると、失業率がいまの五・八%よりもっと下がっていく。五・八%というのは、インフレを起こさない自然失業率ギリギリのところですから、これよりも失業率が下がっていくれば、当然、賃上げ率は上がってきます。昨年でさえも、賃金上昇率は、統計で調べると、少しづつ上がってきています。この上失業率が下がれば、今年の米国の賃上げ率はもう少し上がることになる。そして、賃金コストプッシュ型の本格的なインフレの芽が出てくる、と私は思います。

そういうわけで、輸入コストプッシュ型と賃金コストプッシュ型の、二つの面からインフレの懸念が出てくる。インフレの懸念が出てくれば、これは一層のドル安を呼びますから、ドル安とインフレ懸念の悪循環みたいなものを一方に起こす。

他方では、そういう状況のもとでは、日本もそうですが、海外の人は、ますますドルに投資しなくなる。アメリカにカネが入ってこない。そうすると、アメリカの長期金利は上がります。その結果、アメリカはリセッションになってくる。リセッションとインフレとのほさみ撃ちを食らいますから、そうなる今年の中ごろから来年に向かって、アメリカはスタグフレーションの様相を強めるということになります。

これが最悪のシナリオです。アメリカがいま言った

ような形でスタグフレーションに向かっていくということになりますと、ドルの対円相場はとも安定なんではないものではなくなる。さつき私が言ったような漸進的円高ドル安の範囲内から飛び出す恐れがある。あるいは飛び出した時にも底値感が発生しない。飛び出した時に、一層のドル不安を呼ぶかもしれない。これが悪いほうのシナリオです。

この悪いほうのシナリオの最悪のケースは、ドル暴落のシナリオになると思います。

さあ、この二つのうちのどつちが本当なのか。これは、もう少しみていかないといけない。ポイントはその発点のところですね。すなわち、財政赤字カットは本当のところどのくらいのものなのか。ネガティブ・ウエルス・エフェクト、金利の動き、ドル安の外需への影響、この辺を総合して米国の成長率、特に内需の伸びはどの程度か。これを今後、目を皿のようにしてみていないといけないと思います。

とりあえずの一番早いインシケーターという意味では、皆さんが注目している一月十五日発表の十一月のトレード・ファイガーです。これが一五〇億ドルを切るということですと、とりあえずホッとしたいと思います。ドル安の火つけ役になった十二月十日発表の十月のトレード・ファイガーは一七六億ドルで、史上最高の赤字ということだったので、あの中の一〇億ドルちよつとは季節性です。クリスマスをはかえて輸入が非常に増えた。驚いたことに、アメリカは季節調整をしないで発表する。日本はみんな季節調整をしております。季節調整をしないで発表するというのは非常に乱暴な話で、ああいうものにマーケットが一喜一憂するのは大変困るのです。

それから、十一月の日本側の対米黒字が減っております。日本の統計とアメリカの統計は時間的にズレていくのですが、でも、ある程度は参考になる。ですから、希望的観測としては、十一月の貿易赤字が一五〇億ドルを切る可能性はある。そうすると、とりあえずホッとします。

アメリカ経済が最初のいいほうのシナリオに近いルートを歩けば、成長率は落ちていくけれども、同時に赤字も減る。また、アメリカの金利も下がって来るといふことで、世界経済にとっても大変よいシナリオになってくるわけです。

今年は設備投資と個人消費主導で

さて、以上申しあげたことを前提にしまして、もう一度今年の日本経済についての見通しを整理したいと思います。

最初に言いましたように、昨年の力強い内需主導型の回復は、三つの要因に基づいていました。第一の要因は、円高の減速から起きている。そうしますと、今年もあの円高減速の範囲内のスピードで、円高ドル安が進むかどうかということにかかっている。これについては、いま詳しく申しあげた通り、米国内需が二つのシナリオのどつちに近いものになるかによって左右されます。数量的なメドとしては、七、八か月に一〇円の高がわりという範囲に戻るかどうか、というところにかかっています。それについては、きょうのところではまだ何も言えません。

二番目の回復要因であった円高メリットによる企業と家計の支出増。これは、私は、今年はいま一つ加速

すると思えます。これは安心してみていられる。この点では、金森久雄さんの見方と私の見方は同じです。まず、設備投資について言いますと、数年間沈滞してきました。製造業の設備投資が、今年には久かたぶりに回復の局面に入る。いわゆる設備ストック調整の原理から言って回復してきます。長いこと設備投資を押さえ

ていましたから、設備ストックの伸び率がグーッと下がってしまった。供給能力の伸び率が相当落ちています。そこへ内需主導のブームですので、これは能力増強の面からも、製造業の設備投資が回復してくる。それに加えて、この円高のもとでの大規模な円高適応投資がある。あるいは構造転換投資がある。「構造転換をしている間は日本経済は弱いよ」と言う人がいましたが、いまでもそう言っているんじゃないか。構造転換の、そういうマイナス面ばかりをみてはいけないと思えます。構造転換のための投資も起きてきます。

そういう様々な要因から言って、設備投資の伸びは六十三年度のほうが、六十二年より高くなる条件を十分持っている。

個人消費はどうか。失業率は、有効求人倍率が昨年の春ごろが最低で、その後回復してきています。雇用は回復してきています。時間外労働、時間外手当も前年比でどんどん伸びてきています。ボーナスも、企業収益がこれだけよくなってきていますから、伸びが徐々に高まっています。そして今年の春闘ですが、昨年は労働省調べで三・六割と言っていたわけですが、今年はともそんなものではおさまらないでしょう。立場上言いたくありませんが、よくエコノミストは回帰方程式を使って春闘を推計する。その時、三つの変数を使うわけです。第一の変数は、労働需給を示す変数で

す。失業率とか、有効求人倍率を使う。二番目は企業収益率を使います。支払い能力です。そして三番目は消費者物価の前年比。これは生活防衛的要素ですね。この三つの変数で回帰方程式を組んで推計すると、わりとよく当たるんですね。プラス・マイナス〇・数パーセントの範囲で春闘のベア率を当てられます。

この方程式を使ってやりますと、説明変数は、みんなベア率プッシュアップのほうへ行っちゃうというんですね。それはそうでしょう。労働需給は、昨年の春闘時が一番悪いんですから。これも回復してきています。企業収益もそうです。昨年の春闘時が一番悪い。それがいま回復している。消費者物価も前年比マイナス一でしたから昨年の春闘時がどん底ですね。落ち着いているとはいえ、今年はプラスです。ですから、この春闘のベア率は、昨年のように低くはない。

雇用は増えている。時間外は伸びている、ボーナスもよくなっている。春闘ベア率は……。これだけそろいますと、これはやはり、個人所得の伸びはかなり高いということになる。ですから、ここで消費者物価の上昇率を引き続き落ち着かせることに成功するならば、実質ベースの個人消費の伸びも、六十三年度のほうが六十二年より高くなると思います。

そういうわけで設備投資と個人消費という二本柱は、六十三年度の方が強くなる。

六十三年度のほうが弱くなる内需項目は何か。住宅投資と公共投資だと思います。住宅投資は伸び切っていて、これ以上伸びられないところまできていますから、高水準を維持しますが、伸び率としては落ちる。公共投資も、急激に増やしてきましたから、伸び率としては今年は落ちる。

しかし、何と言っても設備投資と個人消費が伸び率を高めれば、内需全体としての伸びはしっかり確保されると思えます。

ですから、二番目の回復要因は、これだけみてれば絶対大丈夫という話になると思えます。

財政は出動余力を残す

最後に政策ですが、財政は当初予算ベースでみると、しっかりした伸びを確保しました。六十二年度の補正後に比べますと、伸び率は落ちるということだと思えます。しかしながら、もし六十三年度下期に、第一の要因、つまり、為替の面から攪乱が及んできて、「日本経済、内需もこれはあぶないぞ」という話になった時には、財政に出動余力は十分あると思えます。

なぜなら、私どもが昨年「財政の出番だ。財政に出てきてもらおう。そうしないと、海外赤字は縮小しない」という議論をしていた時には、ISバランス上財政部門が少し赤字を拡大するぐらいにしてくれないと、経常収支黒字の縮小は起きないと考えていたので。つまりISバランス上、経常収支の黒字縮小と財政赤字の拡大が見合うという格好で調整が進む、ということとを私どもは頭に置いていたし、海外の人たちも、そういうことを考えていたんですね。

さて、昨年実際に起きたことは何でしょう。六十二年度のISバランスが統計としてでき上がったから、どうなっているでしょう。驚いたことに、対外的な黒字の縮小に見合っているのは財政部門ではないのです。民間部門です。まず、家計部門の貯蓄超過が減りました。なぜなら、家計部門ですごい住宅投資をしたから

です。それから貯蓄性が少し下がった。また企業部門においては投資が拡大しました。なぜなら、久かたぶりに企業は設備投資を伸ばし、在庫投資をしたからです。製造業はダメですよ。だけれど、非製造業はやっていますから、企業部門全体では設備投資が非常に伸びた。しかも在庫投資も回復した。

ですから、いま対外黒字の縮小に見合っているのは、財政ではなくて民間側の貯蓄超過縮小、あるいは投資拡大なのです。ということは、財政の方には、まだ出動余力が残っている。

最近、六十五年度に赤字国債ゼロという、財政再建の目標は達成できる、とよく言われます。財政が景気を刺激しているのに、どうしてそういうことができるのか。しかし実はできるんですね。財政は、景気を確かに刺激しました。同時に税収ももうれつに上がりました。だから、財政の赤字は拡大していないんです。ただ財政には出動余力があります。ですから、私は、とりあえず今年の予算規模はあれでいいと思うのです。さつき言いました二番目の要因、すなわち、民間の設備投資と消費を中心とする自律的拡大で景気がいければ、財政は余計なことをしない方がいい。財政がこの上出てきたらインフレになってしまう。この場合は余計なことをしないで、いまの財政規模でいいと思います。そして財政再建を着々と進めていいと思います。しかし、いざとなれば飛び出してくる力を持っているということをお忘れはいけません。

金融政策は為替と物価の両にらみ

金融政策ですが、これはまさに物価と為替の両にら

みです。内需主導の回復をするために、内需を刺激するために、一昨年から昨年にかけて、五回も公定歩合を下げた。マネーサプライ一二％という、どうみても多過ぎる通貨の供給を行った。地価の高騰に対して目をつむったわけではないんですが、そういう犠牲を払ってまで景気を刺激してきたわけです。いまやこまごまでしつかりとした自律的な回復が始まっている以上、金融の面から景気を押し上げることよりも、私どもの注意は、物価安定を持続させることによって、景気を持続させるという方向へ移ってきています。

ところが厄介なことに、物価安定を持続させるというのと、為替相場の安定は矛盾するのです。物価安定を持続させるためには、どうみても高過ぎる一二％のマネーサプライを落とさなくてはいいけない。一二％のマネーサプライを落とすためには、銀行の貸し出しを落としていくことです。ですから、金利を上げないと貸し出しは落ちない。金利を上げないで、窓口指導で「落として下さい」なんてお願いしても、まあ、一回や二回は聞いてくれます。そのうちに言うことを聞いてくれなくなります。それは当然です。日本銀行の言うことを聞いたなら、もうからなくなるのです。金利を上げておいてほしいすれば、日銀の言うことを聞いたほうがとくだという状況になりますから、やってくれます。

ですから、金利を上げないとマネーサプライは落とせない。しかし、金利をうっかり上げて、金利差縮小ということ、円高ドル安に火をつけちゃったら大変です。

ですから、私どもとしては、物価の先行きと為替相場の状況の両にらみで、まさに忍の一字で、一生懸命

細い道を狙って、絶対間違えないようにしようと思つてやっております。

物価については、さつき申しあげましたように、ちょっと執行猶予をいただいたな、と思っております。しかしながら、これは問題の先送りであつて、消えてしまったわけではないと思うのです。特に為替相場が安定してきましたと、インフレ圧力が日本に相当かかってきます。ましてやドルが反発して、円安になったら、非常な勢いで国内のインフレ要因が表面化してきます。その時に一二％もマネーサプライがありますと、これは大規模な投機的在庫投資が起こり得ると思うのです。

ですから、私どもは、かた時もその辺の油断をせず、物価と為替の両方をにらみまして、為替の側に問題がなくて、物価があぶないという時は、遅滞なく引き締め方向へ動かなければいけません。逆にドル暴落というような事態になりそうな時は、遅滞なく緩和の方向へ動かなくてはいいけない。両にらみで、どっちの方向へ出ても動けるような、機動的な態勢を維持していかなければならぬ。難しい年ではないかと、自分で自分に言いさかせているところでもあります。

以上のようなわけで、昨年の景気回復要因だった三つが、今年どうなるかということを中心に申しあげました。やはり、一番こわいのは為替のところでありま

質疑応答

広瀬（東京） 円高阻止のための当局の介入に対して批判があると思います。平たく言うと、一つは、ドル

をもうれつに買うことが、マネーサプライを増やす原因になっているという点の一つ。もう一つは、市場の大勢に結局は負けてしまうのに、どんどん減価するドルを買っていくのは、国民の資産のムダ使いではないか、というこの二つだと思います。これについてどういうふうに考えればいいのでしょうか。

本来、乱高下に対する介入は、当然あってもいいと思うのですが、そうでなく、趨勢として円高が進むのに、それを阻止しようとするのはムダな抵抗ではないか、という考え方もあります。乱高下に対する介入なら、きのう(二月六日)、きょうは介入しなればいけないのではないかと感じもするのですが、いかがでしょうか。

鈴木 介入に伴うドル買いですから、円がバラまかれています。それでマネーサプライが増えているのではないかとおっしゃる点は、その限りではそうなんです。が、私どもはこれを遅滞なく売りオペで吸収しております。いわゆる不胎化、ステラライズしております。と同時に、もう一つ援軍があります。税収好調で財政が上げていますから、こつちからもステラライズさせていただきます。ですから、いまのところは介入がマネーサプライを増やしている、ということはありません。完全にそこはキャンセル・アウトできています。

趨勢的に上がっていくドルを買うということは損が出て、回り回って国民が税金で負担しているのではないかとありますが、それは、趨勢的に上がっていく場合はそうではありません。だから、趨勢的なドルの上昇に対する介入は、あくまでおっしゃるようなスムーzing・オペレーションで、急激なドル高あるいは急激なドル安を防ぎ、経済への擾乱的影響を最小限にし

ようというものです。そのための必要コストとしては、国民の皆さんの税金でご負担いただくわけですが、れども、ある程度ドルを買っていく。その買っていったドルで評価損、資本損失が出るということは、必要コストとしてやむを得ないと思います。

昨今の大量なドル買い介入で、一〇円も暴力的に戻したのは何だったのか。私どもの判断では、ドロボー猫が留守宅に入ってきて、みんながタリスマス気分、正月気分である間にワァーッとやっちゃったものから、そういうものは市場の実勢からいってちょっと行き過ぎています。これは、ちよいと手を出せば戻るな、というので、一斉に介入したら、案の定サッと戻ったんですね。あれが市場の実勢だったら、戻りませんでしたよ。ドロボー猫でなくて、ちゃんとした人たちがみんなやっていたら、僕らが入っていったってね飛ばされてしまいます。

ですから、非常に取引の薄い状態の中で、一部のスペキュレーターに引つ掻き回されている時は、断固として追い討ち介入をするということではないんだと思っ

ているわけです。それがやはり、擾乱をミニマイズすることになる。そして、それに伴うコストはやはり負担せざるを得ない、ということではないでしょうか。

今(評論家) 数年経って鈴木さんのお話を聞いていて、今年が一番確信的というか、表情も張りがあった。大変……。

鈴木 いや、ここ数日為替のほうが思うようにいっているからで。(笑)

べきなのでしょう。

鈴木 率直に申しまして、米国の経常収支の赤字をゼロにして、米国の負債超過の累積を止める。さらには経常収支を黒字に転換して、米国の負債超過を何とか減らして、再び資産超過に戻す。こういう長期的な計画からしますと、貿易外収支が赤字になったというのは、非常に大きな意味を持っているのです。ですから、あのことは米国経済のいわば再建計画を非常に遅らせるというか、時間がかかるということをはっきり表わしていると思いますね。米国は統計上は負債超過国ではあるけれども、貿易外収支の投資収益項目をみると、まだ黒字だから、実は資産超過なんだ、という議論があります。米国の資産は再評価してみると巨額なんだ。従って、本当は負債超過ではない。あるいは若干負債超過だとしても、負債はキー・カレンシーなのだから、ほとんど金利を払わないでいいような安い金利の負債ばかりだから、そんなに心配することはな

いという楽観論があるんですね。貿易外収支が赤字になったというのは、その楽観論に対する痛烈な一撃だと思

います。しかも中身をよくみたら、投資収益のところ

が赤になっちゃったんですからね。ですから、もう、どこからみても、米国は立派な負債超過国です。その意味で、これは非常に深刻な意味を持っておりま

す。

今 経常収支の是正に大変に足を引っ張ることになる

というのでしょうか。

鈴木 時間がかかるということですね。貿易の黒字を

相当大きくしないと、経常収支が黒字に変わらない。

竹田(朝日) 社会資本の整備が必要だということ

が、声高に言われながら、片方でカネ余り現象です。

国内で投資機会がないまま海外へどんどん行かざるを得ない。あるいは証券市場へ行く。片方にカネ余りがあったら、片方で社会資本整備のカネがない。これは、民活も一つの方法だろうと思えますが、やはり、財政の役割ではないかと思うのです。そうすると、公債政策の積極的な活用とか、増税という話になると思うのですけれども、いまの財政担当者としては、それはなかなか言いにくいわけですね。

日銀という立場を離れて、評論家としてみた場合に、片方にカネ余り症状があって、片方に社会資本を整備しなければいけないという要請、これをどうやって繋げばいいとお考えでしょうか。

鈴木 エコノミストの立場から申しあげれば答は非常に簡単で、おっしゃいますように国債を発行して余っている金を吸い上げて公共投資をすればいい、ということに尽きます。いま、社会資本が十分でないのに、それを手当てするお金がないとおっしゃいましたけれども、昭和六十一年度の補正以降、六十二年、そして六十三年と、かなり公共投資の伸びが高くなってきておりますから、そういう格好でお金を公共投資に回し始めたわけですね。ですから、ご期待の方向へ動き出したと思えます。

ただ、問題は公共投資の配分の仕方がまずいんじゃないかと思うのです。私は、財政の専門家ではないですが、気づいていることを一つ申しあげれば、要するに問題は縦割り、各省割りですよ。各省のシェアを動かさないと、公共投資を増やすとなると、必要もない省へもみんなお金を付けちゃうわけですね。そうすると、昔どおりのパターンで、農業やなんかにお金が行ってしまう。われわれが必要なのは、都市再

開発とか、そういうほうなんだというところ、縦割り行政の中では「何だ、建設省が得するじゃないか」と、こういう議論になる。そういう旧態依然たることをいつまでもやっていくところに、真のネックがあると思えますね。あの公共投資の配分さえ、政策意識を持って変えられるということであれば、もともと建設国債を出して投資していいと思えますよ。配分を変えないでやられるとなると、またムダ使いをされるのかな、と違って心配になってしまいうわけですね。

伊藤（東京） 三つ質問します。まずアメリカのISバランスをみてみますと、やはり、相当多額のカネが、今後も持続的に外国から入ってこなきゃいけない。去年は中央銀行の介入という形で流入が大きいうエイトを占めてきて、好ましい姿にはなっていない。今年以降のことを考えますと、やはり、民間が出て行かないとすれば、アメリカが日本国内で円建てで債務を発行する、いわゆるレーガン債券かな、という気もしないではない。一過性のレーガン債券でなくて、持続的なレーガン債券で、もちろん日本の投資家がニューヨークでドル建ての米国債も買うという形で、つまり、相補完し合うような円建て米国債の発行が必要だろうと思うのですが、この点についてどう考えるか。これが第一点です。

第二は、お話を聞いていいると言葉は悪いけれど、レーガンじゃダメだ、という考えがにじみ出ているわけですね。でも、良いシナリオと悪いシナリオが組み合わさることもあり得る。つまり、悪いシナリオが先行して、レーガンさん、あるいはブッシュさん、その次を狙うジム・ベーカーさんが考え直して、良いシナリオを選択しようということだとして考えられる。つま

り、アメリカの財政赤字の削減にいわば追加補正の可能性もあるだろうと思うんですけど、この点はどうでしょうか。

第三は、七、八か月安定して一〇円刻みで円高が進めば、日本の産業なり企業は対応できるとおっしゃるけれども、日本の後ろにはかなり手強い龍がたくさんおられます。日米関係だけをみれば、おっしゃる通りかもしれないけれども、背後の何匹かの龍を考えると、しかもそれが市場原理を全く無視した為替レートを採用しているということになりますと、日本の市場転換や産業構造の転換がスムーズにいったらいいですが、そうでない時には、円高に塚屋太一さんの言う一種の破断界みたいなものがあるのではないかと。

鈴木 第一点、レーガン債券的な考え方ですけれども、私も、基本的にはその通りだと思っております。一昨年あたりまでは、アメリカの対外赤字、あるいは国内に不足している資金は、日本などの民間からの対米資本流出でまかなっていたわけですが、去年になりましたと、あまりのドル底値感喪失と言いますか、どこまでドル安になるか分からないという不安から、民間からお金が行かなくなってきた。その分は、介入で日本銀行が買っているものが、結局、アメリカをファイナンスしてやる資金になっている、というふうに変わってきているわけですね。

しかし、今度、ジョイント・ステートメントでああいうふうな、ドルを戻そうという考え方にアメリカが乗ってきた理由は何か、ということなんです。いままでアメリカは為替の安定は大事だと言っておきながら、一度実現したドル安は「もうこれでいいんだ。アラウンド・カレント・レベルはここだ」とか言っ

て絶対守ろうとした。こういう態度を取っていたアメリカが、一度実現したドル安を元へ押し戻すことに賛成して、一緒になって追い討ち介入をし始めたのはなぜか。一つの理由は、ドルは安ければ安いほどいいという態度を取り続けていると、遂には、民間はもとより日本をはじめとする海外の公的当局も、アメリカをファイナンスしなくなるかもしれない。その時はアメリカの金利が急上昇する。大事な選挙の前に景気後退が始まってしまふ。スタグフレーションになる。これは最悪のシナリオであります。

おそらくレーガン政権は、それが怖くなったんだと思うんですね。為替相場安定と言いなながらも、ひと度実現したドル安は守る、というようなことをやっている。自分の足もとに火がつくぞという、その恐怖感があった、いわばチキンゲームで、アメリカのほうがよくやく怖くなってきたということだと思うんですね。

そういうコンテキストの中で考えますと、こっちがもう米国のファイナンスするのは嫌だということになる。嫌な理由は為替リスクを負うから嫌なんで、「じゃ、ファイナンスはしてあげますが、アメリカだつて為替リスク負いなさいよ。でないとズルイよ」と日欧が言い出した時に、アメリカが為替リスクを負う手段は二つあります。一つはレーガンボンドタイプのもので、外国通貨建てで国債を出す。もう一つはスワップで介入資金を調達していく。この二つは米側が為替リスクを負います。これをどこかの段階で、日欧がこれ以上は介入しなくなるというふうなことになるれば、やるんだらうと思うんですね。

当然、われわれのほうからすれば、そうしてもらい

たいですよ。レーガンボンドを出してほしいし、スワップで調達してほしい。ただ、ここはやはり、チキンゲームに戻ってくるんですね。アメリカのほうだつて、日欧を脅かす手は幾らでもありますから、「そんなことを言うんなら」と言つて、アメリカに開き直られたら困ることは防衛問題をはじめといたくさんある。ですから、このところはどうなりますかね。

レーガンさんは双子の赤字をカットしないだろう、という話ですけども、おっしゃる通りに、私は、そういう可能性があると思うんです。レーガン政権にとっては経済政策上の最大の目標は、今年の秋の大統領選挙まで現在の好況を維持したいということですね。低失業率で、日本に比べればダメですが、まあ、米国の基準から言えば比較的物価は安定して、企業収益はいいし消費も結構活気がある——こういう状況で選挙に臨んで、共和党の候補に勝たせたい。これが経済政策上の最大の目標になるわけですね。そうしますと、増税までして人気を失なつて、しかも内需を落として失業率が上がるかもしれないし、消費が沈滞するかもしれないなどということは当然やりたくない。双子の赤字をカットすることなく、何とか騙し騙し選挙を終えたい。

しかし、そのかわり選挙が終わつたら、どの共和党候補がなろうとも、最初の二年間は本気になって、双子の赤字の対策に取り組むと思います。共和党で一番有力と言われているブッシュさんであろうと、ドールさんであろうと必ずやると思います。それが共和党の戦略だと思うのです。だから、率直に言つて、今年の中ごろまでは、私は期待しないわけです。

でも、さつきちょっと申しあげましたように、ブッ

シュさんなりドールさんなり、一人に絞られてきて、これは絶対民主党より強い、ということになりますと、その共和党候補が「自分が大統領になったらこうやるよ」と発言することは、多いに影響力をいんな面でもつてくると思います。それがひょつとすると、今年の後半のドル底入れの背景になるかもしれない、と申しあげているわけです。

ですから、レーガンさんはダメだからとか、共和党はダメだからとかいう話ではなくて、選挙の戦略として、レーガンさんはやれないが、次の共和党の大統領なら必ずやるだろうとみているんですね。

私が、怖いと言っているのは、騙し騙し行こうとしているが、騙しきれないで悪いほうのシナリオに飛び込まないか、ということなのです。騙しきれないほうのシナリオだと思つて、騙し損つたら悪いほうのシナリオになるのではないかと思つてます。

三番目のNICSですが、破断界があつて、突然グシャツといつちやうという理屈は、経済学的にどうしても理解できないですね。連続的だと思つています。ですから、経常収支赤字の対GNP比率の動きをよくみていて、これが二兆どころか、一兆だ、ゼロだというところへ飛んで行きそうになったら、あぶないですよ。経常収支が均衡したら、日本は資本輸出ができませんから、これはよくない。だから、そういう状況になってきたら、円高ストップを本心に考えないといけないだろうし、「NICS諸国ももう少し資本取引を自由化して為替をフロートしてよ」という話が必要になってくるでしょう。

ただ、今年はおそらくNICSへの圧力が相当強まると思つてますね。日本が言わなくても、アメリカから

すでに相当いまだ強まっています。ますます強まると思っています。

石井（日経OB） 各研究機関とか銀行の経済見通しの中の経済成長率が、最低が三・二％、最高が四・四％、しかも三・七％に非常に収斂しているわけです。昨年をみますと非常にバラつきが多かった。過去の例に照らしてみますと、五十八年が非常にバラつきが多くて、景気の底であった。五十九年に非常に収斂して景気が回復した。そのパターンにちょっと似ている。今度の経済成長率の予測が割合収斂しているのは、景気回復の二年目に入っていく一つの指標になるのではないか、という感じがするんですが、それは当たっているでしょうか。

鈴木 おっしゃる通りだと思います。景気の転換点は予測し難いですから、その時期の予測はバラついてしまいうけですね。去年がまさに転換点なんですね。ドル安円高のデフレ効果で、累積的に不況になって一％成長になるという人から、そのインパクトは循環的に消えていってメリットが表面化し回復局面に入るんだから三％台だ、という人まで、パアーツと転換点では別れてしまう。

だけれども、今年については、去年、景気が回復あるいは上昇したということは誰も否定できないですから、その延長線上でみますので、加速するのか、同じスピードなのか、減速するのか、という程度に分かれ方しかないんだらうと思います。ちょうど五十八年から五十九年がそうですね。

でも、やっぱり、一番大事なものは転換点ではっきり当てることだと思わねえですね。（笑）一方方向へ走り出してから、当たった当たらないというのは、何か

あまり……。 （笑）

（文責・編集部）

すずき よしお氏略歴 一九三二年生まれ 東京大学経済学部卒
五五年日本銀行入行 特別調査課長 内閣調査課長 特別研究室参事兼
統計局参事、金融研究局次長などを経て 八二年金融研究所副所長 八
四年から所長

■一九八八年一月八日（金）研究会「経済見通し」（Ⅲ）

円の対外購買力上昇で

内需中心のメカニズム始動



田中直毅

（経済評論家）

内需中心の経済というのは、われわれ、なかなかイメージできなかったわけです。内需中心の時代から、かなり時間が経ち過ぎていきます。高度成長という時期を経験しているわけですが、輸出に依存する時代がずいぶん長く続いたように感じているのですけれども、よく考えてみますと、高度成長期の大半は内需中心だったと言っていると思います。

一九六八年頃までは、むしろ外貨準備が心配な時代が続いていたわけですから、輸出に依存した。しかし、需要を輸出が引く張った、という時代ではなかったわけです。輸出が伸びて輸入能力が高まり、そのことを通じて国内需要が伸び日本経済が発展したわけです。

国内需要が、高度成長期にはどういう形で伸びたのかと言いますと、普通、生活をしている人たちが生活を豊かにしていく、という形で伸びたのです。こうなれば生活が豊かになる、あるいはこのくらい所得が増えればこういうものを買いたいんだ、というメニューが非常にはっきりしていた時代でした。3Cとか新3

Cとか言われたものに熱い視線が注がれた時代が続いたわけです。要するに、われわれの生活の内容が、もうちょっとインカムが増えればここに行くんだ、ということがはっきりしていて、今よりは先のほうが所得が高いだろう、という期待があつて内需中心の経済が続いたわけです。

ただ一九七三年に石油危機が起きまして、どうしてもマクロ経済上の要請からして、高い原油を購入するために輸出が伸びなければいけない、という時代になりました。原油が高くなり、国内の物価水準が上がることによって、国内の実質需要が抑え込まれて、外需が伸びるといふメカニズムがはたらきました。省エネ、ミニチュアライズ製品が国際社会の中で求められ、輸出を核とした経済が成り立っていったのが、第一次石油危機以降であります。

従って、われわれが内需中心の経済を思い浮かべるということになりますと、ざっと一五年ほどは戻らなければいけないということなのです。そのため、内需

中心に果たしてなれるものかどうか、ということについては、企業経営者やビジネスマンの間にも「内需というのには本当に伸びるんかね。もう忘れちゃったよ。そのリズムを知ってる人は少ないし、もう遠い昔のことだ」という感じがあるわけです。去年までは、たしかにこんな感じだったのだと思うのです。

個人消費と設備投資が二本柱

しかし、どうやらわれわれは、内需中心のメカニズムを身につけ始めている。今年、この内需中心の形がもつとはっきりしてくる。少なくともこの一、二年は、かつてとは違うだろうと思います。

先ほど申しあげましたように、高度成長期の時には、具体的な生活のイメージは外にありました。それを持ち込んで、それに合わせた調整をしていけばよかったです。イメージは外から借りられたし、具体的な商品群は米国にあった。米国にあるものが少し時間を置いて日本にくる。所得の上昇に伴って家計がそれを迎え入れていく。

イメージをつくるものはずでに外にありますから、問題は所得の伸びだったわけです。それが実現さえすれば内需は起こる。こういうものだったわけですが、私は、現在の内需が伸びるきっかけは、それとは相当違うメカニズムだと思っています。

今年の経済は個人消費と民間設備投資の二つが柱になる、内需中心の経済だと思えます。しかし、それは高度成長期のように外にある生活のイメージをそのまま持ち込んで、それをモデルとして人々が受け入れ、企業はそれに合ったものを提供することによって収益機

会を増やす、というパターンでは多分ないだろうと思
うのです。

今度のは円高がきっかけになった、個人消費の拡大
だと思えます。円高によって、われわれの円価の対外
購買力は上昇したわけです。しかし、これは抽象的な
と言いますか、計算上のことで、なかなかこれが実現
しないという問題があったわけです。円高にもかかわらず、
われわれの生計費を下げるような形で、顕著に
は影響が出てこないという問題がありました。このこ
とは、当然、批判されてしかるべき点だと思います。
日本の中にそれだけ、壊さなければいけない固いもの
が存在しているわけで、これがわれわれの生活の向上
を妨げている要因で、今日まで続いております。

にもかかわらず、対外購買力の上昇を戦略的に使う
以外に企業展開はない、という考え方が出てくるわけ
です。この二年ちょっとの円高の中で、われわれの持
っている円価の対外購買力が飛躍的に上昇した。この
事実こそが最大の変化要因であり、この変化要因をど
う生かしかるかという観点に立たないと、企業経営は
新しい展開をなしえないというところにある。私は、
最初に動いたのは、日本のメーカーだったと思いま
す。

「日本社会は均質的だ」と言って、みんなそれで一
応納得したふりをしているのですが、私は、日本社会
は決して均質的ではないと思えます。産業も業種、業
態によって、経済効率もフットワーク（足回り）も違
う。一方には、大衆経済効率が高くてフットワークの
いいところがあり、片や、経済効率はほとんど考えた
こともない、「フットワークって何だね」と言うところ
がある。そういう意味で全く違うスペクトラムの中

にある。一番フットワークがよくて経済効率に関心が
高いのは、メーカーです。メーカーは輸出市場で競争
しなければならぬし、国内で少しうるさいと言いま
すか、好みが微妙にわたる消費者マーケットでもまれ
ていません。従って、メーカーの状況対応力は、日本経
済の中で一番高いわけです。

ここがまず最初に円高に反応した。円高が持続的に
続いているわけですから、多かれ少なかれ輸出に依存
していたメーカーとしては、どう安定的な経営をした
らよいか、ということが当然の関心になるわけ
です。やはり、輸入が立ってこなければ、一層の円高が
予想されるものにおいては、安定的な経営が行えない
ということになる。

円高メリットを生かす経営戦略

では、どうやって輸入を立てるのか。すぐできるこ
とは、部品とか半製品の輸入計画をつくることとし
た。これで円高の一部は相殺できるわけです。輸出は
もちろん円でみて手取りが減るわけですが、輸入部品
とか輸入半製品に対する支払いは、それだけコストを
圧縮することになり、それによって円高によるダメー
ジを部分的には相殺できる。すぐ始めたのが、そうし
た部品、半製品の海外からの調達でした。

しかし、これだけでは十分でないという水準にま
で、円が上がってきますから、今度は、最終製品に至
るまで輸入を立てるということになるわけです。開発
輸入です。消費者や需要家の好みをよく知っていて、
需要家の顔がすぐ思い浮かぶ国内で、製品なり商品の
青写真がつくられるわけですが、その青写真に沿って

作る作業は、外でやっていたら、こういう形が開始
めています。今年にこれが本格化すると思えます。

メーカーは、従来とは違う形で業務提携なり、直接
投資なりを考え始めた。一九八五年までの円安の時代
には、日本の企業の海外展開に際しての主要な関心事
は、各国の保護主義をどうやって回避することができ
るのか、という点にありました。そうした観点から業
務提携なり直接投資が行われていたわけですが、円高
が始まって以降、関心が変わりました。海外からの調
達を狙いとした、業務提携や直接投資が主体になっ
てきています。対外購買力の上昇という経済要因を生か
す形で、商売を組み立てる動きが一番最初に出たのは
メーカーで、それがすでに日本経済に影響力を持つて
きています。

続いて大規模小売業がこれに続きます。大規模小売
業も、メーカーに比べますと、コンペティションに対
する関心は薄らいでいたと思えます。大規模小売店法
ができて一〇年以上経過していますので、「安いものを
売るよりも、値幅がとれる製品を置く」というのが当
然の動きになるわけですね。大店法にひっかかりま
す、店舗の拡大もできないし、商調協というところに
ひっかかると、店舗を一つつくるのに四年も五年もか
かる。意欲的な若い人材を何年も商調協のボスのとこ
ろに通わせて、判こを貰う作業をさせなければならぬ
状況が続く、おカネもその間ねているわけです。売
り上げが増えない、収益も確保できないということに
なりますと、「少しマージンのとれる商品を置けや」と
いう話になってきます。このように大規模小売業の
意欲や能力が七四年以降相当大きく変化してきていま
したので、状況打開力はメーカーほどではなかった。

しかし、にもかかわらず、円高要因がこれだけはっきりしてきて、消費者に訴えるにはこの要因を活かす以外ないということになりました。この一年で大規模小売業の海外戦略は本格的なものになってきました。おそらくメーカーより約一年の遅れがあると思います。しかし、どうやらこの一年間で本格化し始めてまわりました。

重要な位置を占め始めた個人消費

この結果、何が起き始めているのか。価格帯をずいぶん引き下げたところで、商品を提供するということが起きています。すでに年末の商戦にも、そうした影響は出ています。今年はさらに本格化するだろうと思います。もちろん、十分ではありません。穀物から、肉、果実に至るまでいろいろな制約があつて、すべて入つてきているわけではないので、依然としてわれわれの対外購買力の上昇は、そうした面では全く実現してないわけです。しかし、その他の分野をとってみますと、生活している者にとつて相当意味のある、対外購買力の上昇が生活上実感できる商品なり価格設定が、やつと並び始めている状況になってきています。これが、今年の個人消費をかなり活気づける要因だろうと、私は思います。

昨年までのマネーゲームの状況のもとでは、土地まで含めて言いますと、かなりキャピタルゲインを得た層があり、高級雑貨が売れるという手の話がよく言われました。これは、それなりに今後もあるでしょう。しかし、それが個人消費の主力になるのではない。企業が、円高メリットを戦略的なファクターに取り込んだ

ところでの動きが展開することによって、消費者が、その果実を手にすることができるといふメカニズムが、いまつくられ始めているわけです。

本来、もっと早くそうした影響が出てしかるべきだったのですが、遅れたわけです。遅れたのには、私は理由があると思っています。なにせ円安時代が五年も続いたということです。大型小売店についても一〇年以上もイノベーションの芽が摘み取られてきた。経営体内部においても、そうした芽が摘み取られていた。が、どうやら、忘れかけていたものを、このあたりで回復し始めている。これが個人消費を取りまく状況です。

生活者の立場から考えてみると、どういふことが言えるかというところ、価格帯あるいは商品構成をとりましても、従来とは違うものが目の前に現れ始めておりますので、生活のビジョンが浮かびあがってくる。そこまで言うとき少し大げさでちょっと観念論になりすぎるのですが、大きな方向性からいふと、こういう言い方でいいと、私は思っているのです。われわれは、生活そのものを丸の対外購買力の上昇に見合った形で、その延長線上で生活のリズムと言いますか、ビジョンというものを促えることができる。そういう感覚が増えてきている。このことが非常に重要なんだろうと思えます。ところで、これをどういふ指標で把握できるのか。消費者のそうした生活ビジョンの構築に関して知るため、どういふ手がかりを持っているのといふことになりますと、残念ながら、われわれの社会は、そうしたものに對するモニターを欠いております。

アメリカ社会では、個人消費が——かなりローンを前提としてということもあるのですが——経済活動の

非常に大きな柱になっており、景気変動は個人消費によつてもひき起こされるということが、ごく当たり前の現象としてあるわけです。ですから、消費者が持っている将来への見通しやセンチメントと言いますか、消費者にだけだけ買力というか、意欲があるのかなどを、調査する手法があるわけです。

ところが、われわれの社会では、個人消費が柱になると考えてやってきた時代がなかった。個人消費に大きな力だったわけですが、それを客観視する、それがわれわれのリズムをつくり上げるといふ発想が、経済を分析し、観察する側にもなかった。従つて、残念ながら、これでもって消費者のセンチメントを先行的に把握できるというものを、われわれはまだ手にしておりません。

逆に言いますと、それをもはや持たなければいけない。われわれの今という時点から、半年あるいは一年先というものを見通す時に、個人消費がどういふ力強さを持っているかが、大きな要因になり始めているわけです。にもかかわらず、それを手にするだけの「観察用具」を、われわれはまだ持っていません。消費者が将来をどのようにとらえようとしており、その結果が消費活動にどういふ影響をもたらすのかという、その因果連鎖のところ、われわれは多分インジケーターがいるんだろうと思つておられます。ところが、そのインジケーターをわれわれはまだ手にしていないわけです。これから経済の柱になっていくであろう、個人消費を測るにふさわしいインジケーターを、われわれは持ち得ていないという問題があります。

生活者の「気力」にも注目を

よく企業経営者には気力がある、と言われます。なぜかという、不確かな未来に賭けるのが経営者の機能なわけで、投資行動というのは、おカネをあるプロシエクトに投入したからといって、それが心ずしも収益を生むと限ったものでないことは、当然なわけですね。にもかかわらず、その不確かな未来に、おカネを注ぎ込んでいくという行為を通じてはじめて、企業経営は成り立っていますし、われわれの経済システムは、それが前提になって動いているわけです。従って、一般論で言えば、経営者は弱気であってはならない。いつも強気であればいい、というものではないことは当然ですが、あらゆる時期にあらゆるところで収益機会がないと思ひ込んでしまう人は、経営者の資格を欠くわけです。いまはその時期でないとか、この分野は投資する分野にあらずという、個々の判断はもちろんなければどうしようもないわけですが、一般論で言えば、どこかに収益機会を見いだす能力、あるいはそこに賭けていくという気力が経営者には不可欠です。もっと言うならば、資本主義のシステムは経営者の気力でもっている、という面が否応なしにあるわけです。ですから、一国の成長とか、一国の将来を考える時に、「気力の研究」というのは非常に重要だと、私は思います。気力がなきや、とてもじゃないけれども、将来のリズムは浮かびあがらないわけですから、気力というのは非常に重要です。

経営者に気力が必要だということについては、かなりの人が納得するわけですが、実は生活者にも気力が

いるんですね。生活者に気力がなければ、やはり、将来のビジョンは浮かびあがらないし、それは経済の停滞につながる。単なる気質の問題ではなくて、生活者に気力が出てくるような状況があるわけです。平均的に言えば、強気の人も弱気の人もいます。ちょっとしたことでも、よく受けとめる人がいれば、ちょっとしたことでも先行きえらく悲観的に考えてしまう人もいます。いろんなバランスがありまして、どちらがいいというわけではないが、もし生活者がみな先行きについての気力をなくするような仕組みがあるとすれば、これは大問題です。ところが、円が高くなつたにもかかわらず、その購買力の上昇が全然みえてこない分野が、いまでもあるわけですね。

食料品を中心とした分野は、まさにそういう分野です。これは生活者の気力を損うことおびただしい分野です。このところが変わらない限り、内需型は、なかなか本物にはならないですね。しかし、それがあるにもかかわらず、その他の分野で少しずつそれが出始めている。生活者が多少は気力を持って購入し始めるというか、生活のビジョンが思い浮かぶという状況になりつつある。

問題は、それを通じて生活のビジョンがどう浮かびあがるかということなのですが、私は、やはり、それが浮かびあがり始めているという気がします。ただ、もしそうだとすると、現在、まだ残っている問題がありますので、それへの対応を急ぐ必要がありますし、あるいは、個人消費が重要だということだったら、これを展望できるだけの「用具」を、われわれは開発しなければいけない。そう言う、「何だ、また政府にお願いして、何かインデックスでもつくれという話か」

というふうな受けとられるかもしれませんが、そんな必要は毛頭ない。皆さま方も、「よし、何か仕事をしてみよう」と思われる方がおありでしたら、何人かでチームを組んで、どうやって消費行動の将来を展望するインジケーターがつくれるか、研究したらいいかでしょうか。消費関連企業に売れるだけのインジケーターをつくり上げればいいわけです。

アメリカ流で言えば、これは当たり前のことなんです。日本だと、一じゃ、企画庁にカネをつけて整備させるという話になりがちですが、それだとわれわれは税金としてえらい高い負担を背負うことになるわけです。白書とかの類も値段をつけて売ればいいんですよ。なにも役所がやる必要はないと基本的には思っております。民間が頑張ればできる分野はまだまだいっぱいあるわけですから、もっと商売の種を増やしたほうがいいと思うのです。

魅力的になった日本マーケット

もう一つ今年の景気の柱になるのは、民間設備投資です。政府見通しでも実質二ケタ近い数字をあげていますが、これが実質二ケタに乗ったとしても不思議はないと、私は思っています。

日本の企業が円高に見合ったと言いますか、国内需要を中心にしたところに、企業戦略を移し変えざるを得なくなっているわけです。非貿易財という言い方をしている人がいますが、サービスを含めて非貿易財の分野で勝負せざるを得ないということです。そうすると、これまで外需に多くを依存してきましたから「内需」というのは何だね。非貿易財というのは何だね」と

いうことになりす。業務形態として、それに合ったものになっていないわけですから、今後はその分野についての仕事を増やすという動きになる。そのためには先行投資もいりますし、いろんな形態を取らなきゃいけませんし、財にしろサービズにしろ、それを産み出すには必要な設備投資がいるわけです。これがいま進み始めているということだと思います。

為替レートが上昇する時に、企業がどういうビヘービアをとるかというのを、西ドイツの場合と比較すると、かなり対照的な面があるんですね。もちろん、日本でも円高に伴って、先ほど言いましたようにアウト・ツーシングということから、対外投資は相当増えています。この点は、西ドイツでもずつと行われてきています。その面の投資では似ています。しかし、国内に対する投資が、西ドイツと日本とは違う。

西ドイツの場合、たとえば大手の化学会社はアメリカでの投資をどんどん進めるわけです。こんなにマルク高ドル安になれば、ドイツでつくっていたのでは駄目だということで、対米投資をやたら増やしているわけです。これはある種のゼロサムでして、国内で行う投資を外に振り向けるという、そういう性格が非常に強く出ている。西ドイツの今年の設備投資は横ばいぐらいだろうと考えていいと思うのですが、日本は前年比一〇%ぐらい伸びてもおかしくない、というところにあるわけです。

西ドイツの経営者の場合は、A地に投資しないんだつたらB地に、あるいは国内でやるのをやめて外国へ投資する。こういうことなんです。日本の場合は、それだけの国際性がないということだけでなく、やはり、もっと国内でもっともうけの機会をつくり上げよ

うということになっていくわけですね。これはつまり、「日本のマーケットは本当においしいんだ」という気持ちに、日本の企業がなってきたらいいんだらうと思うのです。

どのくらいおいしいかということなんですが、今年の日本は、GNPが暦年でみて三六〇兆円程度になる。ドル換算しますと、約三兆ドルです。アメリカの暦年のGNPが、今年も四兆七、五〇〇億ドルと四兆八、〇〇〇億ドル位になるかもしれません。五兆ドルまではいきません。四兆八、〇〇〇億ドルのGNPと、三兆ドルのGNPという並びになってくるんですね。これは、この二、三年をとってみると、日本のマーケットがどのくらいおいしくなっているか、ということを示しています。これは何も日本に住んでいる人たちにとっただけおいしいのではなくて、海外の人たちにとっただけおいしいんです。急速に拡大しているわけです。二年半前には、日本で一ドルもうけようと思うと、二四〇円もうけなければいけなかったわけです。いまは一ドルもうけようと思えば、一二五円もうければいけそうです。もし同じ円がもうけられるとすれば、もうけが倍になっているわけですね。おいしいマーケットが突然現れてきているわけです。

最近では数十万円の女性ものスーツを、OLの人がパッと買うんだそうです。こんなすごいところははないというわけです。ですから、イタリアからも、フランスからもやたらやってくる。円安時代にはなかなか物が売れないと言って、海外の人も、日本で物を売ってなんてあまり考えなかったわけですね。なにせ一ドルもうけようと思ったら、二四〇円もうけなければいけなかったのですから。しかし、いまは一二五円で

す。ここでもうけるにしかず。ですから、ワツとやってくるわけですね。

売れるところも変わってきました。円安時代には原宿の「ラフォーレ」とか、「パルコ」とか、みんなそいうところで買っていた。ところが、円高を通じて、全然違うところで物が売れ始めた。もちろん「ラフォーレ」も「パルコ」も、いずれも経営者は立派な方で頑張っておられますが、ちよつとこのところの様子がよくないようです。海外から日本を見るまなざしが変わるだけで、流れが変わってしまう。物の売れる場所も変えてしまっている。

それはそうです。いま、新しいところがいいろいろ出て来て「パルコ」や「ラフォーレ」に入ろうとしたってアキがないですから、別の所に出てくるわけです。それが売れるということになると、やはり、売れる場所まで変えてしまう。

そういうおいしいマーケットですから、世界的にみてもこれだけおいしいマーケットはないことに、突如、日本の経営者も気づくわけです。そして日本の中でもうける仕組みをどうやってつくつたらいいのか、ということになるわけです。

経営者も国内マーケットに投資

ですから、ある時期日本が外需に依存し、あるいは研究開発の成果を得る点でも、外にネットワークを持たなくてはいけないという時代には、外国通は大変モチなわけですが、いまは、日本通でなければいけない。日本に長くいたから日本通かと言ったら、絶対そんなことはない。「オレは生まれてこの方、米のめしを食

ってずっと日本にいるから日本通だ」と言える人は、非常にハッピーな方でして、日本に長くいるからって決して日本通ではない。日本の仕組み、日本が今までこへどう変わろうとしているか、日本に住んで生活している人たちが何を、なぜ、どのように指向し始めているか、ということに精通していなければなりません。日本通が、いまもうけの種を一番持っているんですね。要するに、そこへ経済もいまシフトしてきていて、みんなのまなざしが違ってきているわけです。

日本の企業経営者が、それを認知し始めているわけです。どうやってその中で継続的にもうけられる仕事を生み出せるのか。それを考えた設備投資が動いています。いま行われている設備投資の幾つかは、不確かな未来に賭ける行為ですから、当然、失敗するものもあるわけです。ある確度で成功すると失敗するものが、当たり前の話ですが出てきます。しかし、ここに賭ける以外にない。

どうやら現在ただいまのところ、日本の企業は総体で言えば、意欲をなくしていない。気力がある。気力のある最後のフェーズかもしれません。何年かして失敗が幾つか出て、「結局ダメだ。オレは気力をなくした。もう会社売ろう」ということになってくると、また話が変わってきますが、当面は気力が見い出せますし、多分、新しい条件ができてくれば、本当に内需を中心として歯車がグルグルグルと回転していけば、ほとんどの経営者が気力を失わないで、「よし、やってやろう」という話がまだ続くのかもしれない。しかし、歴史的にみても、そう長い間、特定の国や特定の地域だけで気力が持続した試しはないのですから、どこかでその気力も衰えるんだらうと思います。しか

し、日本の場合はまだどこかハングリーなところがある、と言っていると思います。これが動いていく。ですから、今年は、個人消費と民間設備投資中心なんですね。それは、消費者と企業経営者に意欲がみられるからです。

住宅ブームから対日輸出ブームへ

昨年の場合、やたら意欲をみせたのが小金持ち……いや、大金持ちもそうなんですけれども、住宅建設がやたらすごかったでしょう。年率で一八〇万戸とか、一時は一九〇万戸位になるといって、信じ難い話だったんですね。四、五年前には、一〇〇万戸切るのはないか、と言っていたわけです。一九九〇年の住宅着工戸数は一〇〇万戸を切ると考えていた人はものすごく多いですよ。それが、瞬間とはいえ一八〇万とか一九〇万。何でこんなことになったのか。住宅統計をみればすぐ分かることです。半分が貸家なんです。これは何なのか。これは、日本で節税という動機がマクロの統計上確認された最初ではないか、と私は思っているんです。

たとえば、首都圏で地価が上がりますでしょう。七五歳ぐらいのおじいちゃんはかなり大きな家を持っている。そこへ貸付先のない銀行が行って、「おじいちゃん、相続税大変だよ」とやるわけです。事実、いまの年度の相続税は前年比で三割ぐらい増えています。金持ちが多く死んだということではなくて、地価の上昇がやはり大きいわけですね。だから「このままいっただらえらい相続税を払わなきゃいけないよ。大変でしょう」と言われれば「いや、オレも心配なんだ」とな

る。「いや、いいことがあるんです。名目資産価値を下げればいいんです」「そんなうまい方法があるのかね」「借金してごらんさない。借金すれば名目資産価値を減らせますよ」「借金するたって、どこから借りりゃあいいんだ」「いや、私のところがお貸しします」。こんな具合に銀行がお金を、こういうお年寄りに貸すわけです。

結局、おじいちゃんに三億円を貸して敷地の一部に貸家をつくらせる。三億円かけてうわものをつくっても、税務上は一億五、〇〇〇万円、大体半値ぐらいの評価です。借入金の三億円が立っていますから、名目資産価値はそれで、税務評価上は一億五、〇〇〇万円減る。これは、銀行に説得されたおじいちゃんが、「よっしゃ、これで相続税は問題ない」と言って、税を一億、五〇〇〇万円減らすために貸家をつくるという話なんです。その他パートナーシップを組んでなんとかいうのや、いろいろな話があるわけです。

私は、国民経済研究協会を辞めて三年半ぐらいになるんですが、きょうは喜んで来させていたでいますけれども、講演というのは非常にイヤなんです。たまにはやらなきゃ——という事情もあるので、やっているんですけども、たとえば一流ホテルにそういうおじいちゃんをいっぱい集めて、カネをしこたま出させようという不動産業もあるんですよ。(笑)言っちゃなんですが、時にはテレビ局の事業部なんかかきまして(笑)、「頼む」なんて、人を介して「さういうところへは出ないことにしてる」と言ってお断わりするのですが、土地を持っているとか、何億ぐらい持っているさうだ、というお年寄りを集めての講演の依頼が多いんですよ。不動産と株屋さん

のものがすごく多いんですね。これは、私は品位にかかわる問題だと思っています。

要するに、節税のためにもすごい人が動員されている。皆さま方のマスコミの宣伝を含めて言うと、本当にものすごいですよ。それで何やかんや言って、貸家をそこらじゅうに建てさせているわけです。

しかし、これも、もう一巡でして、こんなことが長く続くわけがない、というところまで来たわけですね。

しかし、あれも借入金は一〇年ぐらいで返してしまわうわけですね。一〇年ぐらいたら、また銀行が行って、「おじいちゃん借入金を立てたけれども、全部返済が終わってしまったよ。おじいちゃん長生きしたから、もう一つ建てなければ、また相続税問題だよ」とやるんじゃないか。日本にへんなサイクルができるんじゃないかって、まあ、くだらないことを考えたりしているんですね。

やはり、われわれの社会は品位がなくなり始めていると思うんですね。その意味で税金の仕組みを本当に変えなくてはいけません。節税を目的とした経済活動が、景気を持ち上げるといっては健康とは言えない。今年のGNPは、住宅投資がえらく持ち上げていますからね。こういう形態は異常なことですね。だから、税制はどうあるべきかというのを本当に考えないと、われわれは品位をなくします。

私は、やはり、コンサンクション・タックスに移っていくべきだろう、と思っています。所得税率を下げ、そのかわり全部の活動を目の目にさらすということを考えないと、いけないのではないのでしょうか。アンダーグラウンドではないけれども、節税を目的とし

た経済活動が非常に多くなっている、という問題があるわけですね。

今年はまだかこれ以上うねりを持って貸家建設が行われるとはちょっと信じ難い。入り手がなくて、いっぱい空きが出始めていますから。「いやいや、これは節税だから、別に入らなくてもいい。損金を立てられるから払う税金も少なくて済む」なんて言っている人もいるそうですけども、そんなことで建てている人ばかりでもありませんから、住宅建設はほどほどになると思うんですね。しかし、大変ありがたいことに円高を通じての、内需のメカニズムが動き出したというふうに通じています。

このメカニズムを前提にして、対日輸出ブームがすでに起きているんですね。これが、今年のはつきり確認されると思います。日本向けの輸出が増える。昨年、まだ統計が出そろっていませんが、韓国や台湾の対米輸出比率はすでに下がってきています。台湾は対米輸出比率五割、韓国が四割と言っていましたけれども、昨年はそれが下がっていますし、今年さらには下がると思います。そして、その分だけ日本向けが増えると思います。

今年の特徴は、民需を中心とした経済活動が行われるとともに、対日輸出ブームがアジアの中進国に起きるといふことです。ということはどういふことかというところ、何やかんやと言っても、米離れが始まるんですね。為替レートの面でも、もう一喜一憂していても始まらない、という雰囲気が出始めているわけですね。米離れが始まっているということ、われわれは、今年の経済を通じて気づくのだらうと思うんですね。

進む米離れと米国の明日

にもかかわらず、アメリカの構造調整の先行きが非常に気になる場所です。一九九〇年代のアメリカ経済の様子を考えてみますと、次の三つの想定に分けられると思います。一番目はセービング・アメリカ。二番目がコンペティティブ・アメリカ。三番目がフォートレス(省)・アメリカ。この三つの類型に構造調整後のと言いますか、その後をめざす米、というものが多分あるんだらうと思います。

セービング・アメリカというのは、現在の米はI Sバランスが崩れすぎているという話です。もつと貯蓄をしなければいけないという話です。貯蓄を増やすためには、消費にペナルティーを課するのがいいということで、消費にブレーキをかけるような増税を前提に考えると、いろいろいさ方です。

コンペティティブ・アメリカというのは、一九八〇年代の米が、ドル高のもとで製造業の競争力が大変低下しましたので、これを元に戻すだけの競争力を持たなければいけないという話です。一つは為替レートの調整であるし、もう一つは生産性を上げるために、労働者がもう少し知的に武装しなければいけない。いろんな推計がありますが、アメリカの労働者の半分は、現在の近代的な労働にふさわしいディシプリンを備えていない、ということも言われています。逆に言えば、そこがちゃんと知的に武装されれば、アメリカの生産性ももつと向上する。まあ、統計上の話なので、では、どういふメカニズムでそれをやるのかというと、大問題なんです、その問題があるわけですね。

要するに、アメリカはもう少し生産性を上げ、かつ為替レートの調整を通じてコンペティティブにならないければいけない、という問題です。

もう一つは、アメリカが立ってこもる、という話です。何で三三万人の駐留米軍がヨーロッパにいるのか。アメリカの人口は二億四、〇〇〇万で、拡大ECは三億を越えるわけです。生活水準も変わらないにもかかわらず、三三万人もの若者が行っている。そのため使っているカネは約一、〇〇〇億ドル。こんなに使っているものだから、うまくいかないのではないかと、というわけです。もし、アメリカの軍事費をGNP比で——いまは六・五％程度ですが、ヨーロッパ並に三、四％に下げれば、経常収支はバランスする。もし、日本並に二％にすれば、「経常収支は真っ黒だ。文句あるか」という話があるわけです。要するに、岩に立てこもるといふ話です。

ヨーロッパでは、三番目のシナリオはあり得るなあ、という雰囲気になってきています。どうしようかな、という話を始めてるわけです。ソ連との絡みがあるいろいろありますから、いろんなバリエーションが出てくるわけです。アジアの場合を考えましても、やはり、具合悪いというか、なかなか難しい問題があるんですね。

アメリカ流の議論をすると、アジアにおいて核の拡散が妨げられていたのは、第七艦隊を中心とした米軍がアジアに展開していたからだ、という話になるわけです。日本が核武装せず、韓国、台湾が核を持つとした気配はありますが、結果としては持っていない。なぜ、それで済んだのかといったら、米軍がいたからだ、という話です。

今度の大統領選の民主党候補の中に入ってませんが、そのうちドラフトというのがありますでしょう、それで出てくる可能性のあるジョージア選出のサム・ナン上院議員は八〇年代の初めから、ヨーロッパからは「軍隊を引け」と言っているわけです。何でちゃんと軍事努力をしないヨーロッパを、アメリカがカバーするのだ、という話をしています。日本やアジアについては、まだ、そこまでは言っていないませんが、ヨーロッパの後には、やはり、日本周辺の問題がくるわけです。

その時、どういう秩序をつくるのか。日本は誰と話し合って、どういう秩序をつくるのか。ソ連と誰か話し合える政治家がいるのか。誰もいません。これはヨーロッパと日本の決定的な違いです。ヨーロッパには、その社会で信頼を受けた人で、クレムリンとの間でちゃんと議論のできる人が何人もいます。こんなことを言うと、「オレはソ連パイプだ」と言っている人に悪いので、誰もいらないとは言いませんけれども、非常に少ないんですね。そういう議論さえできない。「考えてもいなかった。そんなことはわれわれの関心事でなかった」という話になる。しかし、一九九〇年代、フォートレス・アメリカがだんだん本物になっていくだろう。その時、秩序というものをわれわれはどう考えるのか、という問題がある。

先ほど米国離れが進むと言ったのは、成長要因としての対米輸出が減る、あるいはほとんどネグリジブルになる、という意味なんです。アメリカのGNPは五兆ドル弱です。輸入は増えないと考えたほうがいい。そうなると、成長寄与部分で対米輸出が持つ意味は、ほぼゼロになるわけです。大雑把に言って日本も韓国も台湾も、そこでは米国離れなんです。しかし、成長

寄与要因として、アメリカが今後数年たぶん寄与しないだろうということと、われわれが世界の秩序ということを考えて時に、アメリカをどう考えるかというの

は全く別問題です。米国離れが進むと言ったのは、成長寄与要因としての米国離れが進むということです。われわれが、一九九〇年代以降の、二一世紀の話をしても始まらないのですけれど、そのところを考えたら、アメリカの持っている機能が変わるわけです。アメリカの関与の仕方と、アメリカのパワールのあり方が変わる時に、どう秩序という問題を考えるのか。これは、米国離れなんかでできるわけでもないし、まさにアメリカと一緒に考えていけないう問題なのです。米国離れと言っても、それはアメリカを決して無視していいという話ではないということを、最後に付け加えてさせていただきます。

(文責・編集部)

たなか なおき氏略歴 一九四五年生まれ 東京大学大学院経済学博士課程修了 国民経済研究協会主任研究員を経て 八五年から経済評論家として活躍