

日本記者クラブ会報

一九九三年一月六日 研究会「93年経済見通し」

東京都千代田区内幸町二丁目一
日本プレスセンタービル
◎社団法人 日本記者クラブ
電話 〇三三五〇三二七二一

日本経済は四十代の壮年 ――三月の乗り切りがポイントに

鈴木 木 淑 夫
野村総合研究所理事長

◆景気後退に四つの要因

昨年の景気後退は私が予想していたよりも長く、深くなりました。また、日銀短観などを見ても一種の逃げ水現象みたいなもので、経営者の見通しも四半期ごとにずるずる後ろにずれていくという状況でした。

この景気後退にはかなり複雑な要因が絡まっています。私は四つの要因を考えておかなければいけないと思います。

第一は、普通の景気循環論によるところのストック調整です。大型景気の持続を前提にして設備、在庫、住宅、それから家庭では耐久消費財というもののストックが形成されたわけですが、これが急激な成長減速にもなっていて過剰になる。過剰ストックの調整のために設備投資、在庫投資、住宅投資、そして耐久消費財購入というものが落ちてくる。これがまたさらなる減速を招くという悪循環を起こして、景気後退になった。これが古典的といえますか、普通の山高ければ谷深し、とい

う景気後退です。

二番目は、そういう状況が起きてきた時にもっと早く政策的な手を打っておけば、こんなにも深く長くならないですんだのではないかと、政策の手遅れです。特に財政政策。一昨年の暮れ、九二年度の予算を組んだ時に、大蔵省は増税を含む緊縮予算だということを言いました。私はびっくりして、これは増税じゃない、増減税とんだ、緊縮予算なんてとんでもない、公共投資だけ見れば、やや刺激的だというようなことを言ったのですが、当の政策当局が増税を含む緊縮予算だと、とんでもない正反対のことを言っていました。

事態の深刻さによりやく気が付いたのは昨年三月です。それで、予算が成立したとたん前倒し執行となったわけです。ですが、そんなものではきかないということで、八月二十八日に十兆七千億円という本格的な追加策が出されました。景気後退が始まって一年以

目次

日本経済は四十代の壮年	1
――三月の乗り切りがポイントに	
鈴木木淑夫 野村総合研究所理事長	
“成人病”の日本経済	11
早急に資産デフレへの政策を	
高橋乗宣 三菱総合研究所参与	

上経ってからです。いかに対策が遅れたかははっきりしている。

三番目は、金融政策に関係していますが、金融機関がこれだけ金利を下けているのに、マネーサプライの動きがどんどん落ちてきている。昨年の九月以降は前年比でマイナスになってしまった。これは前代未聞の話です。なぜいつものように、これだけ金利を下げているのに通貨供給が増えないのか。銀行の貸し出し行動がいつもと違うからだと思いません。理由は二つありまして、一つは、B I Sの自己資本比率規制。もう一つは、資産内容の悪化に伴う貸し渋り。この二つでマネーサプライが伸びない。

これは、実は中小企業の設備投資が出てこないことと深くかかっていると私は見えます。通常なら、金融緩和期には中小企業のサービス産業および非下請け系の製造業の設備投資が真っ先に出てきます。それを支えるものは、銀行の積極的な貸し出し態度なのですが、今度はそれがありません。

そして四番目に、いわゆる資産デフレです。地価、株価の暴落に伴ってバランスシートの資産側に穴があった、投資損失が出た、これの償却をしなければいけない、というわけで銀行の不良貸し出し問題に限らず、一般企業でもそういうことが起きている。そうします

と、営業利益が回復し始めても、それを償却すれば経常利益は減益、あるいは赤字という状況が続いていきます。

実はこの資産デフレは、今年もまだ続くわけですから、この面から、とてもいつものように投資は回復できないという話になる。

◆消費の萎縮と中小企業設備投資の不発

一年前を顧みて率直に反省させていただく、私が完全に見落としていたものが二つありました。一つは消費性向が下がるということとは全く見落としていました。ベア率が四・九五%でしたから、いくら時間外手当が落ちて、賞与の伸びが止まっても、個人所得の伸びから言うと、あんなに消費が停滞するはずがない。雇用指数も伸びている。両方合わせれば、名目の個人所得は四・五%ぐらい伸びているわけです。

それなのに消費性向が下がった。この消費性向の低下は今申しあげた四つのことが全部絡んでいます。さらに心理的に消費態度が萎縮したということもあると思います。これは予見できませんでした。

もう一つはこれとも絡んでいます。中小企業の非製造業の設備投資が不発に終わりました。その理由は、中小企業のサービス産業

や非下請け系製造業は、消費依存型なのでですね。この消費が消費性向の低下でずるずる弱くなってきた、ということがひびいていると思います。

さらに、銀行の貸し出し態度がいつもと違う。また、中小企業の設備投資というのは何らかの形で不動産と絡んでいる。自分が持っている土地を担保にして借りるということが多い。ところが、銀行の態度はそんなものももう懲り懲りだ、ということですから、そうした三つの要因が絡んで、いつもなら真っ先に飛び出してくる中小企業の設備投資が全く動かなかった。

この消費と中小企業設備投資の二点を読みなかつた、と思います。しかし、この二つがおかしいということには、昨年の中ごろには気が付き、そのころから私の見通しが下方修正されてきているわけです。

◆経済安定化政策の失敗に原因

さて、以上申しあげたような、少なくとも四つの要因が複雑に絡み合っていて、この景気後退は特殊である、複雑であるということになる。いわゆる、複合不況論というのが出てきている。さらに、その延長線上で大変悲観的なことを言う人は、これで日本経済は構造的

な曲がり角を曲がった、歴史的な転換局面にあって、これからはせいぜい二〜三成成長しかできない、といった中期停滞論まで出てきている。

しかし、私はそういう見方にくみしません。なぜなら、この四つの理由はなるほど複雑に絡み合っていますから、経済の予測は大変難しい。しかし、この四つの原因は全部政策と絡んでいます。スタビリゼーション・ポリシーの失敗から発生しているのです。このスタビリゼーション・ポリシー、経済安定化政策というのは、なるべく山を高くしない、そのことによって谷が深くならないようにして、なるべく景気の変動を小さくする、というものです。この景気安定化政策に失敗したのです。

具体的に言うと、この四年間の大型景気成長率は一番最後の年の瞬間風速で一年平均してGNP五・六%、GDP五・九%でした。六%近いスピードで走っている経済を、いきなり三%以下に減速させれば、どんなにコンピュータを駆使して在庫管理をやっているも、一夜にして在庫が過剰になるに決まっている。

政府はコンピュータで在庫管理をしているのだから在庫調整の大規模なものには起きないだろう、なんてことを経済白書にも書いて

いた。私もそんな気がしていました。ひどい在庫リセッションはもうないだろうと。しかし、六%近いスピードを次の四半期にトーンと三%以下に落とすとというような急激な減速をすると、あっという間に過剰が出るわけです。びっくりしてその過剰の調整をすれば、その調整の行為というのは投資削減や耐久消費財の購入削減ですから、これが次の減速を呼んでさらに過剰を深くする。

もう一つスタビリゼーション・ポリシーの失敗の分かり易い数字をあげますと、八七年度から九〇年度までの四年間、M2プラスCDのマネーサプライの平均増加率は一〇%以上でした。次の九一年度でどこまで落としたか。二・六%です。四年連続一〇%以上でやってきて、次にポーンと二・六%まで落としている。これで、資産インフレと、その反動である資産デフレが発生しなければ不思議というくらいの激しさです。

これだけスタビリゼーション・ポリシーの失敗をすれば、大きなストック調整も起きるし、それに気が付かないで政策の手遅れも起こる。何よりも、大規模な資産デフレが起こる。そして、銀行の資産内容が悪化して銀行の貸し出し態度が渋くなるのはあたりまえといえども、すべてはスタビリゼーション・ポリシーの失敗です。

◆ “構造転換論” は危険

そういうわけで率直に私自身の反省も込めて申しあげているわけですが、財政面から言っても金融面から言っても、スタビリゼーション・ポリシーに失敗した。しかし、その背景は国際政策協調という観点からでした。日本が低金利にしてドルの暴落を防ぐ。また内需主導型で大型景気を続けることで黒字を減らし、世界経済を引っ張っていく、これが経済面の国際貢献だというつもりでやっていたわけです。

しかし市場経済ですから、日本の潜在成長率の四%をはるかに上回る形で四年以上突っ走って置いて、もうダメだと急激にスピードを下げれば、さっき申しあげたような理由で激しい景気後退になってしまうのはあたりまえです。これだけ激しい景気後退になると、今度は世界から日本はもったいなく、今度なら困る、ということになるわけです。現在の世界経済は、三極体制です。三極というのは、言うまでもなく、米国とドイツと日本。この三国は自分の責任で自国の経済を安定化させ、持続的な成長をすることこそが国際貢献になるわけです。日本は国際貢献をしたつもりが、とんでもない大きな景気後退

になって、全くいま貢献していない、ということになってしまいました。

私は、今はやりの構造転換論は危険だと思っています。なぜ危険かというと、まず第一にスタビリゼーション・ポリシーの失敗という、政策の失敗という認識がないからです。

この認識がないことによって、もう一回失敗を繰り返す恐れさえあります。この失敗の裏に間違った政策協調があった、間違った国際貢献のコンセプトがあった、ということをはっきりさせないと、同じ失敗を繰り返す恐れがある。そういう意味で、構造転換論は危険だと思う。政策のせいだと言わないで、経済が自立的にダメになったというのですから、これは危険です。

もう一つは、日本経済を支えている根本的な強さの条件は変わっていないと思うのです。根本的な強さの条件とは、まず第一に技術開発力だと思えます。第二には、それを体化した設備投資をやって十分ファイナンスできる高貯蓄率。インフレを起こさない、黒字も維持できる、という高貯蓄率がある。これで、貯蓄・投資をそろって発展できる。そして、三番目にはフレキシブルな貸金システム。ポナナスや時間外労働のところではフレキシブルに動く、あるいは春闘でも、非常に需給状況をよく見た基礎賃金の決定が行われている。

この三つは全く変わっていないわけですし、どこが構造不況だ、という気分です。これからは二〜三%の成長しかできないということになりますと、日本はまだ四十代の壮年なのに、もう六十過ぎの高齢者用の薬を飲まなければいけないということになる。薬を飲んでホルモンのバランスを崩す、あるいは、薬は飲まないけれど心理的にもう老人だ、ということになってしまふ。

そういういくつかの意味で、私は構造転換論、あるいは構造不況、複合不況という議論は、やや危険であると思っています。

次に九三年度の展望に移りたいと思います。

◆回復と後始末の相反する流れ

本年の経済には相反する二つの基本的な流れがあると思います。四つの原因で景気後退に陥っているわけですが、そのうちのストック調整と政策の手遅れ、この二つは今年直ってくる。

ストック調整の方は、今年進んでいきます。設備、在庫、住宅、耐久消費財の四つでストック過剰になったのですが、ご承知のように住宅ストック調整が一番早く終わって、住宅投資が回復してきています。在庫ストック調

整の方も公共投資と住宅投資が、いま景気回復を引っ張ろうとしていますから、ここに関連する建設材のところでは、昨年の秋に在庫ストック調整は終わっている。生産財のストック調整もメーカー段階ではほぼ終わってきている。流通段階を含めてこの一〜三月期が山だと言っています。春になれば生産材の在庫ストック調整が終わって、素材の商品市況も底入れするんじゃないか、という話が出てきています。

残念ながら、資本財と耐久消費財は、消費と設備投資が依然として低迷していますから、在庫ストック調整はまだまだ尾を引いていくと思えますが、少なくとも今申しあげたような形で、ストック調整は必ず進んでくる。

それから政策の手遅れには違いなかったけれども、とにかく十兆七千億円の総合経済対策を打ち出してきて、補正予算も成立したわけです、この影響が今年に入って本格的に出てきます。経済企画庁は乗数効果まで入れて、成長率を二・四%持ち上げると言っています。私は二%ぐらいと見ていますが、この二%持ち上げる効果がフルに出ているのは今年の秋ごろです。

ストック調整と政策の手遅れのところから考えれば、今年はやかではあるが秋ごろに向かって回復の動きが相当出てくる。今年

は回復の年という話になります。

これに対して、資産デフレは続く。この三月決算で思い切って資産にあいた穴、投資損失を計上して来ようというわけですから、六月ごろに出てくる三月末決算では、仮に営業利益あるいは業務純益が増益でも、経常は減益赤字、という企業あるいは金融機関が並ぶわけです。

それから、例の不動産担保付き債権買い取り会社が動き出す。それによって銀行の不良貸し出しの整理が進みますが、それは取りも直さず企業の整理が進む、ということですが、不動産の取引がようやく始まる。その結果、確定する不動産の投資損失に企業が耐えられれば、耐えた企業が経常段階で大きな赤を出して頑張る。耐えられなければ、倒産する。どっちに転んでも、これは投資回復どころの話ではない。

このように、ストック調整完了と政策効果で回復してくるという流れと、資産デフレの後始末の本番を迎えて投資回復どころじゃないうという流れと、二つの相反する流れがあり、しかも二つとも本物です。

◆上期にマダラ模様の回復始まる

この二つの相反する流れをマクロ的に見る

とどうなるのか。マクロ的には一―三月期は、まだ景気底這いだと思えます。生産も出荷も上がるのか下がるのか分からない、フラフラした状態だと思います。

しかし、この時期はさっき言いましたように、建設財に続いて生産財のストック調整が大きく進んでくる時期なのです。そして四―六月期に入ると、生産財の在庫ストック調整は完了し、商品市況底入れという形になってきますので、製造業の半分以上が在庫ストック調整を完了することになってきます。

ですから、四―六月期、七―九月期には、きわめて緩やかなマダラ模様の回復が始まるだろうと思えます。マダラという意味は、さっき言いましたように、資本財、耐久消費財がその間もまだまだ調整中だからです。これはそもそも最終需要が立ち直ってこないから、在庫調整完了などという甘い話は当分こない。

非常に業種間格差が大きい。そういう意味でマダラ模様です。

同時に財テク失敗の程度によって企業間格差も大きくなるでしょう。失敗のない企業は、営業利益が回復し始めれば同時に経常も回復する。ところが、財テク失敗を抱えている企業は営業利益が回復しても経常はダメ、投資どころではない。というわけですから、業種

別、企業別の格差が非常に大きいマダラ模様の緩やかな回復の時期が、この四―六月期、七―九月期（九三年度上期）だろうと思えます。

そして今年の秋、十一―十二月期への入り口まできますと、いくら何でも個人消費と製造業設備投資に底入れの動きが出るだろうと思えます。個人消費については、うまくすればもう少し早く出ると思えます。それはどういうことかと言うと、今年のペア率はおそらく三％台に下がります。その限りでは消費にブレーキがかかりませんが、いま異常に落ち込んでいる消費性向が正常値に向かって回復し始めた時に、個人消費の回復が起こると思うのです。円高不況の時もそうでした。こういう形での個人消費の回復を秋以降と見ています。そのころになると稼働率が上がってきます。だから時間外の落ち込みはもう止んでいく。若干、建設財や生産財などはプラスになってくるでしょう。そういう意味で消費はこれ以上足を引っ張りません。

設備投資については、非製造業はフラフラしながらも少しはプラスかもしれない。製造業のマイナスが止まるのは、今秋ぐらいと見えています。全体として設備投資もマイナスがなくなってくるというのが、十一―十二月以降ぐらい。そうすると、さすがに資本財と耐久

消費財の在庫調整も峠を越えてくるだろうと思えます。

そういうわけですから、かなり緩やかな回復と見ています。

◆政策的に大事な一―三月

以上、私のマクロのシナリオをお聞きになってお分かりだと思いますが、一番危険な時期がこの一―三ヶ月です。この時期が最もフラジャイルな時期です。この時期に、もう一回底が抜けるようなことが起きる、あるいは昨年八月のように景気回復に自信を失う、その結果、政策不信がつのり、あげくの果ては金融システム不安が出る、ということでも株価が突っ込んでくる、というようなことがもう一度あると大変です。今度は本決算を控えていますから、昨年八月のような中間決算の話ではありません。これは異常にうるたえる状況になります。

その意味で、一―三月の最もフラジャイルな時期を逆に乗り越えれば、今申しあげたようなシナリオで四―六ヶ月以降動いていく可能性が非常に高くなると思います。一―三月にとんでもないことが起きると、私のシナリオは完全に狂います。ですから、政策的にはこの一―三月というのは、すごく大事だとい

うように思っています。

具体的には何をしたらいいのか。まず、金融面では現在の金利の水準はかなり低くなっています。しかし、これだけ企業マインドが冷え込んでいますので、実質金利というのは、意外とまだ高いのではないかと。インフレ率が下がっていること、投資の予想収益率が極端に落ちてきていること、この二つの理由で、実質金利をもう少し下げることがあつてしかるべきだと思います。

これは早い方がいい。早く手を打たないと、万が一ダブルディップになったり、株価暴落みたいなことになったら大変です。また、それをすることによって、マネーサプライがようやくマイナス成長を脱してプラスになってくることを確実にできるのではないかと、思います。

◆早く所得税減税のアナウンスを

二番目は、財政です。財政節度を守らなければいけない、だから赤字国債は出せない、というわけで所得税減税をしなかった。しな

い形の来年度予算を出し、一刻も早く衆議院を通す。衆議院を通った後、すぐに公共投資の前倒し執行だけでなく、二―三年の赤字国債発行を財源とする所得税減税をする。三兆

円、四兆円ぐらいの所得税減税の補正予算を組む。これをアナウンスすることが非常に大事だと思えます。このアナウンスが一―三月中にできるといい。しかし、予算が衆議院を通るのは三月末になってしまふ、あるいは四月になってしまふということだと、これができる。これはよるしくないと、思います。所得税減税を、やはりやるということをし、でも早く言った方がいい。

七月に東京サミットがあるし、いずれ総選挙もあるわけですから、政府も自民党も所得税減税ぐらいはやらなければいけない、と思っているのだらうと思えます。しかし、それを今言ってしまうと、赤字国債発行で節度が崩れる、ということでは言えない。その事情はよく分かれますが、そんなことを言ってい―三月に何か起きたらどうするのだ、と心配です。

最後に、金融システム対策ですが、私も、民間の銀行の対策に公的資金を出すようなことはやるべきでない、と思っています。今のうちに、パッチワーク的に個々のケースを、大蔵省と日本銀行が協力して処理していく、それに必要な資金を中央銀行信用、その他普通のルートで出していくべきだと思います。いずれにしても公的資金を出さないと処理できないところが、農林系統の金融機関および

これに絡んだ住専です。

ここは救いようがありません。ここには公的資金を出さなければダメなんだろうと見ています。しかし、タイミングよく出す必要がある。ウルグアイラウンド決着で米の関税化をやると、いずれは大規模な農業構造改革というようなものを出さなければいけないわけですから、その中に潜り込ませるような形で、系統金融機関に対する公的資金援助をタイミングよく、上手に打ち出すことが大事だと思います。

それ以外のところに安易に公的資金をつぎ込むことには反対です。例の不動産担保付の債権の買い取り会社も、あれは凍結機関ではなくて、不動産売買を促進して不良貸し出しの整理を進める機関ですから、別に公的資金はいらない、と思います。

以上、ちょっと歯切れよく言い過ぎた感があります。そういう政策を真剣に考える、それも、一―三期期を乗り切るという問題意識で考える、ということが大変大事だと思います。

◆調整の最終局面迎える米・加・英

最後に簡単に、海外と日本のマーケットに触れたいと思います。

先進国は、八〇年代後半の大型景気の調整局面のほぼ最終期の局面に入っていると思います。どこの国でも程度の差はあれ、不動産価格の下落で不良貸し出しが発生しており、財政赤字が拡大しています。また企業や家計の負債比率も上昇している。こういうものを調整しないと次の回復は起きない、という状況です。

その中で、比較的早く九〇年から九一年に調整に入ったアメリカ、カナダ、イギリスは今年が上がってくる。これに対して、下がっていくのがドイツ、フランス、イタリアといったところだろうと思います。ドイツは現在の高金利の影響が出て、いよいよ今年は景気後退に入っていく。ちょうどその中間にいるのが日本です。日本は、今年なんとか最悪期を脱しよう、というところではないでしょうか。先進国全体の成長率は昨年が一・五%前後でした。今年は二・〇%ぐらいになるだろう。アメリカ、イギリス、カナダ、日本が昨年より今年の方が成長率が上がってくるためです。

しかし、二%の成長では、先進国全体の失業率は下がりません。その意味では回復ではない。回復という言葉は今年の先進国の経済の説明にはあてはまらない。だから調整の最終局面だと思います。

しかし、日本にとって幸いなことに、東アジアが今年成長率を上げてきます。これはアセアンおよび韓国のインフレ率が下がり始め、経常収支が改善し始める。これでいよいよ金融緩和ということになるからです。三年目に入る中国の景気もまだ続きます。そろそろ過熱さみですが、まだ今年いっぱいはずっと続きます。

ですから、東アジア全体の成長率は昨年より今年の方がはつきり上がってくる。東アジアは、域内の水平貿易と、域内の直接投資をテコにして、自分の足で歩き始めています。

これに対して景気回復が始まるアメリカ、カナダ、イギリスは経常収支の赤字再拡大局面に入る可能性がある。ですので、先進国の世界だけ見ると、あたかも日本だけが黒字を拡大しているような恰好になります。日本がいくら東アジアで稼いでいるのだと言ってもダメでして、多くの人が指摘しているように、今年、この黒字拡大の問題はかなり厄介になる。

まず第一に、七月の東京サミットで表面化してくるだろうと思います。それだけに、私は一―三月を無事に乗り切る政策を早く打たなければ、国際的にも申し開きが出来ないような、窮地に追い込まれる恐れがあるのでないかと思っています。

◆金利の反発にはしばらくかかる

幸いにして、一―三月を乗り切って、さき申しあげたようなシナリオで回復し始めると、いよいよ本格的な円高が始まるのではないかと。日本の景気回復が始まった、もうこれで日本の金利は下がらない、という日本における金利先安感が払拭される時期は夏から秋だろうというふうに思います。

それまではアメリカの回復の方が先ですの、どうしてもドルが強い。またヨーロッパは大陸中心に景気後退に入りますから、ヨーロッパ通貨は弱い。そうすると、日本はドルがヨーロッパ通貨に対して高くなった時には、何かヨーロッパ通貨と一緒に連安みたいなおことになりかねません。前半ははっきりしない動きで、決して円高ということはないだろうと思いますが、いよいよ日本の景気回復が始まったところから、大幅黒字をバックにした本格的な円高が始まって、一―〇円台に定着してくるのではないかと、というように思います。

そういうわけで金利の方は、先安感が払拭されてきますが、さりとて、そう簡単に上がらないだろう。これは何よりも回復が緩やかであるということ、二番目にはマダラ模様であるということ。つまり業種間、企業間の格

差が尾を引くということ。三番目には、円高が始まると金利は簡単には上がらない。そうした、もろもろの理由で金利の反発はしばらく先だろうと思います。

株は、こういう中でどう動くのか。ごく大ざっぱに言えば、やはり業績の回復に確信をもったときから、ようやくしっかきした足取りで上がってくるだろうと思います。ただやはり、一―三月の時期がまず怖い。そして、総選挙の結果も怖いと見ております。

以上が今年の展望であります。さっきも申しましたように、日本経済の強さを支えている基本的条件に変わりはないと思います。ですから政策さえ失敗しなければ、緩やかではあるが来年以降になれば本当の回復という流れになっていく。景気上昇が始まり、決して二―三%成長なんてものではないだろうと思います。九〇年代中ごろの次の大型景気につながっていくものになるだろう、と見ています。中期展望との関係でも、この一―三月にヘマをしないというのは大変大事なことではないかと思っています。

質疑応答

池浦 (時事OB) 一―三月がカギだといふのは同感なのですが、政局あるいは政治情

勢から見ると、予算がそう簡単に通りそうもない。その場合、現実には金利政策しかないのではないかと。

そうすると、公定歩合の引き下げだけで、予想される危険な状態をうまく先へ延ばすことができるのだろうか。公定歩合も〇・五%とか〇・七五%ではなくて、一%以上やらなければならぬような事態になるのかどうか。その辺をうかがいたい。

鈴木 指摘のように、今の政治情勢を考えると、予算を人質にとられてしまつて、三月中には成立しない。従つて、最後まで政府は所得税減税をしないと云わざるを得ない。こういう可能性はある。

その場合、金利の下げ幅をただ大きくしてみても、そんなに効くものではないと思えます。昨年の八月は二段構えでいきました。二十八日には十兆七千億と言ったのですが、十八日の方は、今振り返ってみるとあまり中身がなかった。しかし、あれですっかり安心して、株価は急回復したわけです。あの手のこととはあるかもしれないと思います。さっき申しあげたように、公的資金を系統金融の方へつぎ込むことだけを言ったのではマズイ。農業改革というものと、パッケージにする。そうした何かウルトラCみたいなものがあるの

ではないか。その手のことをピンチになったら使わざるを得ないのではないか。公定歩合の引き下げだけでは、どうにもならないのではないだろうか。

広瀬 (東京) バブル経済時代の日本の消費は、あまりにもバブル的であって、現在の消費性向の方がむしろ健全であり、貯蓄率の関係でも望ましいという考えがあるのですが、いかがですか。

鈴木 バブル時代の消費性向は上がり過ぎていた、と思います。しかし、逆に言っても今は下がり過ぎです。

たんすを開ければたくさん洋服があるから洋服を買わないとか、三年目の車検の時期がきても車の買い替えをしないとかが言っていますが、それは程度問題であって、耐久消費財といえども壊れますので、あるサイクルで必ず購買意欲が高まる時期がくると思います。耐久消費財のストックのサイクルというものもあると思います。

そうなら、消費性向が再び上がっていく。ただ、バブル時代のような上がり方はしない。そういう意味で、正常値への回帰といってもいいと思います。資産インフレと資産デフレというものが両極端ですから、消費性

向も極端から極端に飛んだように思います。

小野 (道新OB) なるべく早く予算を通して、それから所得税減税をやったらいとおっしゃった。これはもちろん補正予算ですね。補正予算で所得税減税をやる場合に、早いほうが良いのでしょうか。また大蔵省はたして赤字国債に踏み切ることができのでしょうか。

鈴木 いまの本予算の中で所得税減税をする、その財源は赤字国債だ、となると、所得税減税と赤字国債の対応関係がボケます。お金に色はついていないのですから。その赤字国債は実は所得税減税分ではなくて、何かの支出分かも知れない、と言われたらそれまでです。

そうしますと、族議員のタカリに遭います。それこそ、節度が破れて、赤字国債をそれだけ出すならあと五千億どうだみたいなの、バナナのたたき売りのことになり、大変なことになります。

ですから、本予算では絶対に赤字国債を出してはいけない、という決意を大蔵省も宮沢総理も示しているわけです。それは私も支持しています。そして赤字国債を出さない範囲でギリギリのきちんとした予算を組む。そう

しておいて、それが国会を通ったところで所得税減税だけの補正予算を組む。これはタカリに遭わない。ついでにこの支出を増やせなんていうのは、全部シャットアウトする。所得税減税だけの補正予算を組むべきだろうと思います。

それから赤字国債は、昭和五十年代の赤字国債とは全く違います。二年ないし三年のもので、償還は二年後、三年後に自然増収が出ていけばそれでやるし、出ていなければ消費税率の引き上げでやるということであります。つまり、時間差の直間比率是正をやるということですよ。

しかし、そんなことを今、口にしようものなら選挙で袋だたきにあいますから、口が曲がっても言えない。しかし、もし自然増収で間に合わなければ消費税率を上げる、ということなんです。時間差で直間比率是正をやる。ですからダラダラと赤字国債は増えませぬ。二〜三年できちっと償還するわけです。二〜三年後なら、いくらなんでも次の大型景気が始まっていると思いますから、かなりの自然増収もあるでしょうし、今度こそ消費税率の引き上げということでしょう。

しかしこう申しましても、野党がそこを突いてくるに決まっています。かなり難しいことです。しかし、狸と狐の化かし合いみ

たいなもので、そんなことは絶対やらないとか何とか言いながら押し切る以外にないでしょう。

竹内（常陽） 本当にこの一―三月を越えれば、ほのぼのと明るい陽差しがさすのでしょうか。

鈴木 公定歩合を〇・五％下げれば、コーレルレートも〇・五％下がると思います。そうしますと、貸し出しおよび証券投資の限界採算は良くなりますから、ほっておいてもマネーサプライの前年比は、一―三同期のどこからプラスになってくると思います。

でも、これはあまりほめた話ではない。昨年落ち込んでいるから前年比がプラスになるだけの話です。しかし、ダメ押しをするぐらいの効果は十分あるだろうと思います。

それから、個人消費が落ちている最大の理由は消費性向の落ち込みです。消費性向というものは、限りなく落ちるはずは絶対がない。あまり金を使うなど言われても、限りなく消費性向を落とすというのは不可能です。必ず消費性向の低下は止まる。止まると、個人所得の伸びに伴って消費も伸び始める。そういう局面に入ってきます。もうそろそろ入ると思います。そして消費性向が本当に回復する

のは、私は秋以降と思っています。

花井（東京） 過去の不況と比べて、今回の不況を、個々にはいろいろ違う局面があるでしょうが、トータルとして深刻度をどのよう判断していらっしゃいますか。

鈴木 昨年の始めごろ、まだ水準は高いというようなことを政府はしきりに言っていました。しかし、八月の短観で円高不況並ということが分かって、十一月の短観では円高不況以下に突っ込んだ、ということもはっきりしてきました。

どのくらいの深刻さかということですが、戦後復興期は別にして、近いところで言えば、昭和四十九年はこんなものでなかった。これはマイナス成長でした。高度成長が終わって、本当に明日をも知れない状態に放り出されたのが昭和四十九年です。そのころに比べれば大丈夫ということは言えます。逆に、最近の円高不況に比べたらどうかと言われれば、あれ以上に突っ込んだということははっきりしています。

それから、第二次石油ショック後の不況よりも、いまの不況の方がV字型に突っ込んでいると思います。そういう意味では、突っ込みは相当激しくなってきたと言えらる。そ

の理由は、さっき言いましたように、個人消費と中小企業の設備投資がおかしいこと。これは、円高不況や第二次石油ショック後の不況では、そんなに出ていなかった現象です。

（文責・編集部）

■一九九三年一月八日 研究会「93年経済見通し」

“成人病”の日本経済 早急に資産デフレへの政策を

高 橋 乗 宣
三菱総合研究所参与

日本経済はいまだ変深刻な問題に直面しています。不況というのは、そもそも経済の生理現象のようなものです。「いやだ、いやだ」と言っ出すものを出さないで済ますわけにはいかない。しかし、その出すものが、「食べかつ飲み」ということを相当にやった後です。それから、そう簡単に出しきれないわけではない。かなりやっかいな調整をしなくてははいけません。だろーうと思ひます。

ただこれをきちっとやれば、それに耐えるだけの力を日本経済は十分に持っている。高齢者なら本格的な切開手術をうけることはできないが、日本経済はまだ壮年期であると考えています。従って、相当の荒療治にも耐えるだけの基礎的な体力、底力というのはしっかり

り持っていると思ひます。

◆ “土砂降り”から “ぬかるみ”へ

最初に結論的な言い方をすると、九三年の上期の景気は、いまのところほぼ諦めというムードです。九二年と同様、上期は “土砂降り”の状態が避けられそうにない。下期はどうか。「下期回復」という声かけっころ多いわけでは

私は、上期が土砂降り、下期がいきなり晴天になったら困ると思ひます。ですの、下期は “ぬかるみ”という表現をします。そんなに悪いのか、という反応もありませんが、ぬかるみに足をとられてい

いきなり晴天になったら、どうなるか。足を突っ込んだまま乾ききってしまい、足が抜けなくなる。しばらくはぬかるみの状態が続いて、九四年ぐらいいから順行速度に乗れるというペースがベストではないだろうかと思ひます。

成長率は、研究所の方は二・三%という数字を出していますが、私はもう少し低めで、二%までいけばいい方だろうとみています。いつの不況でも必ず整理すべきテーマというものがあるわけでは。通常は在庫整理であるとか、あるいは設備投資をやり過ぎた場合のストック調整であるとか、こうしたものが循環的にやってくるので、これらは循環要因と言われています。

今回の場合もちろん、そういう側面が付随していることは否定できない。しかし私が強調したいのは、今回の場合、在庫調整が始まったから景気の後退が始まったわけではないし、ストック調整が始まったからでもない。つまり、景気が後退を始めたためにストック調整、在庫調整のテーマもかぶさってきた。こういうことで、因果関係を循環的な要因で考えようとすると、どうも違ってくる。いわば副作用的な形で、循環要因と言われる調整テーマも抱え込んでしまっている。

◆ぜい肉体質で固定費上昇

では、そもそも問題は何かだったか。大きく分けて二つあると思います。一つは、八〇年代、十年間の成長の結果と言ってもいいのですが、大変なぜい肉というかコレステロールがついてしまったということです。要するに成人病体質の原因になるようなアクをすっかり蓄え込んでしまったということです。従って、壮年期ではあるけれども、相当深刻な成人病に陥ってしまっているということなのです。

もう一つは資産デフレの問題です。この両方がかぶさったところに、循環的なファクターも付随する格好になっている。そういう姿を構造不況というのか複合不況というのか、呼び名は別としまして、幾つかの要因が折り重なった形になっていることはどうやら間違いない。

まず最初の、成人病体質についてですが、その症状をみると、要するに企業経営の問題なのです。固定費が非常に高くなってしまった。その結果、損益分岐点比率が大変高くなっていまして、おそらく九二年度の下期は九〇%になるだろう。損益分岐点比率が九割というのは、七四年と同じレベルです。しかし

その時は原因がはっきりしていた。石油の値段が五倍に上がったことで各種のコストファクターがみんな上昇し、一気に固定費が高くなり、損益分岐点比率が上がったということだったのです。

しかし今回の場合は、そうした言わば外的ショックによって生じたのではない。積年の病弊というか、八〇年代に入ってから成長コースが生み出したものだと考えています。

具体的に言う一つは、多品種少量生産型の生産システム。ちょうど八〇年代に入ることから日本経済の成熟時代ということが言われて、国民の価値観の多様化とか、消費者ニーズの多様化ということがしきりに意識されて、それに対して供給サイドでは差別化というテーマを強く意識して、いろいろな投資をやり、開発を進めてきた。

しかし、多品種少量生産型システムというのはとてもコストがかかるやり方なのです。例えば車や家電製品などは、ちょっと品種が変わるとネジからクギまで全部変えなくてはならない。それに対応して設備の数も増える。共通な部品で生産できる製品量に比べると、一品種の製品量が少ないということですから、要はマスマリットを見捨てるというやり方なのです。それに対応した生産設備も多種類に上ってくるということから、減価償却コ

ストが非常に膨らんでくるわけです。減価償却コストの膨らみを意に介せず、マスマリットを潔く捨てて差別化を追求し、多様化した消費者ニーズを捕まえ、シェア競争をやる、ということを追求してきて、その結果、固定費が大変高くなってしまった。

売り上げが右肩上がりでもどんどん上がっていく状況であれば十分対応できます。しかし何らかの事情で売り上げが頭打ちになり、物によっては低下することになると、たちまち音を上げてしまう。

そういう状態で、今回の場合も企業の業績は、九〇年度第三・四半期から減益基調に転じているということです。当時はまだ景気は絶好調という声が非常に強かったわけで、たまたま業績がちょっと陰ったという程度にしか意識されていませんでしたが、今になって振り返ってみると、企業業績はその時点からかなりはっきり悪化基調に変わっていたのです。

結局その理由になっているのが、生産の仕方なのです。多品種少量生産をうまくやり過ぎた結果、逆に企業体質、経営体質が非常に脆弱になった。“水ぶくれ”と言った方がいいかもしれない。あるいはコレステロール、ぜい肉を蓄えてしまったということだろうと思います。

これの見直しがいま急ピッチで始まったというところでは、大手企業、特に本社レベルで、リストラのためのプランニングがだいたいできてきているのが現状だろうと思いません。せい肉をそぎ落としていくことになる、影響はかなり深刻な形で、例えば下請組織の集約化・再編成というような問題も当然出てくると思います。

そうなるとう雇用調整というテーマもいよいよ本格化してくる。これが具体的に出てくるのが、実は九三年度です。これまでは、ある意味では準備期間でした。雇用調整と言っても残業時間を減らすとか、臨時雇用やパート、あるいは派遣労働者の方々にお引き取りいただくというような形で調整を進めてきましたが、実はこれから本番だと思えます。

特に下請を中心にした製造業主体の地域経済ではかなり影響が出てきている。場合によっては、地域経済そのものの運営が難しくなる、ということまで恐らく進んでいくだろう。これが九三年度の流れだろうと思えます。

◆資金の調達能力が萎縮

もう一つの資産デフレの問題。これがまた非常にやっかいな問題です。これもしきりに

議論されていますが、問題として一番よく現れているのが、マネーサプライの伸び悩みです。最近はいまのマネーサプライの伸び悩みにあるということ、新聞紙上でもマネーサプライ統計が発表になる度に、グラフまで載せています。一昨年の一月に比べると、まさにツルベ落としてです。

先だって、当局の方からはマネーサプライの伸び悩みについては重視しないということにおかしなコメントが出されましたが、実は、あれは腹の中では極めて憂慮しているということだろうと思わざるを得ない。マネーサプライ重視というのは八〇年代の一つの流れで、これがバブルのころには伸び率が二ケタだった。ですから、景気もいよいよ早めに締めるといふ形に動くべきだったところをやらなかつたというの、重視すると言いつつ、実は見損じていたということになるわけです。今回は重視しないとされているが、腹の中では非常に懸念していることだろうと思えます。

いま、貸し渋りということが盛んに言われています。マネーサプライというのは、大部分が預金通貨です。当座預金から定期預金まで入れたものがM2、最近ではプラスCDという、譲渡性預金も加えた形で統計が取られています。これが伸びないということは、結局

のところ預金が増えていないということなのです。それはなぜか。要するに貸し出しが伸びていない。銀行に聞くと、「これは貸し渋りなのではなく、企業の方の借り渋りなんだ」という答えが返ってくる。私は、両方が存在していると思っています。『渋る』という言葉を使うと、ちょっとニュアンスが違ってくるわけですが、資産デフレというものの具体的な影響は、金融機関が貸し出しの余力、与信能力を萎縮させてしまうということですし、一方の企業の方も与信に対して受信といましようか、あまり使わない言葉ですが、資金の調達能力が非常に萎縮してしまっているということだと思ふのです。

ひとつ具体的な事例があります。昨年十一月に聞いた話ですが、土地を担保にして資金を調達しようと思つて都銀一行と地銀二行に相談に行つた。四、五年前には十億円という評価をもらつていた土地で、当時は担保の掛け値はあつてなきがごときもので、だいたい一・二掛けとか一・三掛けぐらいで資金手当ができた。要するに十二、三億円の資金調達が可能だった物件だったそうです。それを持つていって評価をしてもらつたら、五億だった、と言つたのです。三行とも五億という評価だった。掛け値が〇・八です。とりあえずその資金を調達して設備の手直しをしていこ

うと思ったけれども、足りないので見合わせた、という話を直接聞いた。

この事例の場合は、更地といえますか、これまで抵当権が設定されていない土地でそうだった。ところが、ご承知のとおり、大部分の事業会社の資産では繰り返し繰り返し、それを担保に入れて調達されていますから、非常に複雑に抵当権が設定されています。こういうものをいま持ち込んで資金繰りの相談をしてもほとんど相手にしてもらえない、という格好になっているわけです。ですから、借り渋りというよりは、資金の調達能力そのものが萎縮しているというしかないと思います。

一方で、資金市場の方はご承知の通りの状態ですから、そこで資金を調達できる企業はそう多いわけではないので、中堅以下のところはどうしても銀行からの借入れに依存する割合が大きい。そういうところは金融の目詰まりにすっかり侵されてしまっている。

資本市場も金融市場も半身不随というか、事実上機能停止の状態になっているわけですね。

そういう中で貸し出しが増えない。銀行の貸し渋りというのは、あつものにこりてなますを吹く、ような類いの部分もないとは言えませんが、やはり当面は足元の経営基盤の

立て直しに最大の努力をするという状態ですから、これまでのような思い切った貸し込みは到底期待できない。

これについて、金融システム、決済システムというのは公共財なのだから、そういう点を配慮して、公定歩合が下がって業務純益が膨らんでいる部分の一部を前向きに貸し出しに回すような対応をしてもらわなければ困るという意見があります。それはその通りですが、しかし公共財であると同時に、私企業でもあるわけです。私企業としての経営基盤のリストラに、いま最大の取り組みをしなくてはいけないというのも現実です。

銀行が、貸し出しに際してリスク評価を慎重にやる。これは本来の健康な銀行の原則です。ある意味では、極めて健全な経営姿勢がとられていると言って差し支えないと思います。

いずれにしても、銀行と企業のどちらが悪かという話ではなくて、結局は資産デフレというものの影響によってそれぞれの能力が萎縮している。その結果として貸し出しが増えず、預金が増えず、マネーサプライが伸び悩み、最近ではマイナスになっている。こういうことだろうと思います。

◆マネーサプライ伸びず仮死状態

マネーサプライの伸びというのは、特にたっぷりした基準はありませんが、名目経済成長率プラス一ないし二%ポイント程度というのが、これまでの経験則から出されています。そこから考えますと、現時点で四、五%ぐらいの伸びがあればそう心配なことはない。それを大きく上回ると逆に先行きインフレ懸念が出て、金融が縮まっていかなくてはいいという格好になる。現状はゼロまたはマイナスですから、正常な血圧を四、五%とする、非常に低血圧になってしまっているという状態だと思います。これほど血圧が下がれば、経済の実態は事実上、冬眠状態ないし仮死状態という言い方ができると思います。

先ほど、成人病体質で、コレステロールで血管が詰まっているということを申しあげましたが、成人病になると血圧は高くなるのが普通です。異様に低いということになると、これはつまり生きていけないということなんです。非常に複雑な格好になっているのが現状だろうと思います。

ここに、きちっとしためどをつけないと今回の不況からの立ち直りはちょっと難しい。よく景気対策、景気対策ということが言われます。景気対策というと、要するに総需要政

策で需要を積み増すとか、公共投資の前倒しをやるというような形が出てきます。いま需要の積み増しが全く必要ないとは思いませんが、それは実は成人病患者に高カロリー食を食べさせるようなところがなくはないわけですね。むしろ、ダイエットを支援するような、政策面からの措置がほしいということなのです。

具体的には、例えば固定費が高くなり、中でも減価償却コスト、労働コストが非常に高くなった。あれだけの投資をやったのだから、自己責任でやれ、というのももちろんその通りなのですが、その中でも省エネ型の投資とか、省力型、つまり人手不足の中で、それに対応する投資をやるのは、ある意味では国策に対応している部分もあると思うのです。この辺の減価償却については割増償却を認めるというような措置を考えてもいい。

自分のコストでやるのだけれども割増償却を認めるといえるのは、その部分への減税措置と似たような格好が出てくる。また、いまのうちには手を打っておかなくてはいけない、例えば環境対策とか、それに関連した省エネ型の投資とか、そういう投資減税、加速度償却制度の導入のような形の方が将来の成長性を確保するという意味から言って、重要なのではないか。いま、いたずらに需要を付け足す

ということでは、今回は不況対策の意味をなさないと、私は考えています。

◆ぜひ必要な資産の再評価

最も深刻なのは、先ほどから申しあげている資産デフレです。これにどうやって歯止めをかけるか、これがないと——鈴木淑夫さんは悩ましい問題とおっしゃっていますが——実にやっかいな問題です。

私は資産の再評価をぜひやってもらいたいと思っております。資産の再評価というのは、要するに取得時の値段で記帳されているものを、実勢までとはいかないまでも、土地の場合には、例えば公示価格の七、八割程度のところまで評価替えするということになるかと思えます。これはいずれにしても九五年にはやらなくてははいけません。国際会計基準に統一することになりますので、これまでのように含みということでは「タンス預金」にしておくわけにはいかなくなります。

だったらいまやった方がいい。こういうことを言うと、もろ刃の剣だ、という意見が出てきます。というのは、評価益についての課税という問題がここでも避けられない。しかし、これはすぐに当年度の課税ということではなくて、五年から七年くらいかけて、時間

をかけて調整していく。税制上はそういう扱いにしていくということで、企業会計上は、資産再評価という形が取ればいい。例えば金融機関の場合には、旧地銀全体でみて自己資本比率がたちまち三〇%になるという話もありません。三〇%になればいいということではなく、それだけ増資をしたのと同じ効果が出てきますから、不良資産の整理が割合簡単に可能になってくるだろうと思うのです。

また一般企業にしても、資産の部分がふくらむと、実は増資と同様の効果が出て、先ほど申しあげた資金調達力という面で見ると、改めて厚みを増すことができるということになるのではないかと。

いずれにしても、資産デフレという問題にかなりはつきりした歯止めをかけないと、これは大変なことになってしまいそうだ。この点では、めずらしく鈴木さんとも一致しています。(笑)

◆公的資金を導入してでも歯止めを

そろそろ本音が出てきますが、もう一度地獄を見るのですかね。ということをおっしゃるのならば、他の方もそういうことをおっしゃっている。実はそういう危険性を非常に大きくはらんでいる。表立って言えないが、

このまま何もしなくてもいい、という状態は絶対ない。このままでいくと、地獄はすぐそこ、ということだろうと思います。

そう考えますと、ますますにでも資産デフレに対して、はっきりした政策的な評価と対応策を出してもらわないと困るわけです。特に農協系統、それからいわゆる住専。こういうノンバンクのようなどころについては公的資金を導入しても歯止めをかけないと相当やっかいなことになってしまいかねない。

今回動き出す例の不動産担保付き債権買い取り会社についても、いまのところ公的資金の導入は考えない、民間自力でということになっていきますが、自力というのは、要するに余力があるところは身ぎれいになれるということに過ぎない。一番問題が大きいところは、あの恩恵に浴さないということにもなりません。仮に深刻な影響が予想されるような場合には、やはり公的資金の導入も含めて、日本の信用決済システムは断固守るということを政府がはっきり示さなくてはいけない。なるべく早めにまずアナウンスしてもらいたい。先ほど、資産の再評価は、九五年には避けて通れない話になると申しあげましたが、とにかく、なるべく早めに実行に移すことが大事です。現状をどうやって底入れさせるのかという、有効な処方箋をまず示してもらいた

い。処方箋を全部出してしまおうと次がなくなるというので、小出しにするという悪い癖があります。しかしこの際、考えただけはともかくははっきり出しておく。必要ならば公的資金の導入も辞さないという断固たる態度を、具体的なプログラムとあわせて示してほしい。そのアナウンスメント効果というのは、そう小さくはないだろうと思っています。

◆施策よければ上期で最悪期を脱出

通常は景気対策の延長上で、所得税減税というのがしきりに出てきます。もちろん個人的には歓迎なんです。が、これまで申しあげてきたような理由から、いまの日本経済にとって所得税減税が本当に起死回生の妙薬になり得るのか疑問です。恐らくこれは処方違いになるのではないかと。

金利についても、一段の緩和を求める声が強いです。もちろんそれも結構ですが、いまのマネーサプライの状況とか、物価の沈静傾向を考えると、もう一段下げてすべてが解決するということになるのかどうか。本来やるべき施策を置いておいて、すべてを金融にまかせるといっては、金融にバイアスがかかりやすくなる。

これまでバブル退治というので金融に非常

にバイアスがかかりました。国際協調、円高防止というところでも金融にバイアスがかかった。こういう苦い経験をしてきています。ここでまた、金融だけにバイアスがかかるようなやり方は、避けてもらわないといけない。その他の本質的な部分、資産デフレにどうやって歯止めをかけるのかというところからきちっとしたプログラムを用意し、その中で金融のもう一段の緩和というのは結構だろうと思いますが、減税だけとかマル公の話だけとかは、いま避けるべきだろうと思っています。

いずれにしても、施策いかにということでしょう。それが、はっきりした対応策が期待できないということであれば、九三年度の経済成長を一・五%前後で維持できれば上出来だろうという感じですね。

後半にかけてはぬかるみというの、企業のリストラというものもこれから本番だからです。"一件落着"という形にいかないと、ミクロの面で、足元が非常に悪い状態が九三年度いっぱい続くだろうと思います。マクロの面では、施策がうまくいけば上期で一応最悪期は脱するという格好になっていくのではないかと考えています。

質疑応答

広洲 (テレビ朝日) いま言われた資産デフレの問題に関して、宮沢首相はどこまで問題を認識しているとお考えでしょうか。

高橋 宮沢首相の経済学というのは、私が承知している限りでは、基本的にケインジアンです。ですから何かというと減税であり、公共投資であり、これが景気呼び水になる政策だという方向にいらしてしまふ。しかし、今日申しあげてきた日本経済の現状からすると、ケインジアンでは処方できないと思いません。

ご承知の通り、何年か前に宮沢さんが総理を目指して出されたテーマが「資産倍増論」でした。もちろん、「資産倍増論」を掲げざるを得なかった部分も日本経済にはありました。GNP大国とか、経済大国と言うけれども、ストックでみると日本はまだ十八番目。先進国とはとても言えないという議論がされている中で、資産を倍増させようという話が出てきて、みんなある程度納得したような部分があったと思います。

ところが、どうやって倍増させるかというシナリオは実はありませんでした。株価ある

いは地価が値上がりしていくということに対して全く無防備だった。あの動きに警戒心を持っていけば、かなり早めにマネーサプライを絞り込むという政策対応があり得たと思うのですが、国際協調、政策協調ということも絡んでいて、結局やらなかった。

その資産倍増ということをおっしゃった宮沢首相が、いまは倍増ではなくて資産デフレという問題に悩みぬいている。日本経済をどうやって舵をとっていったらいいのか、メモリも論理回路もないだろうと思います。そうなると、結局元の木阿弥で需要を増やす、需要追加ということにしか考えがいかないのではないでしょうか。

小針 (日経OB) 宮沢首相にいい方策がないとすれば、終局的に預金者心理が動揺するということになる。この点についてどうですか。

高橋 このまま手を打たないとすると、四月以降かなり危ない時期に入ってくるような気がします。

というのは、本決算をきっかけにして、銀行のディスクロージャーも個別にやり、まずまずのところだけが出てくることになると思います。一番問題なところが腐ったままとい

う格好になると、それに対する不信感というのはかなり強く市場を支配することになるのではないかと。

したがって、公的資金の導入も辞さずという、信用決済のシステムを守るということについて、断固たる姿勢を早めに示してもらいたい。それが出れば、預金に対する不安というところまではいかないかと思っていますが、甘いでしょうか。

松本 (日刊工業) 信用システムの崩壊の問題についてうかがいたい。高橋さんも鈴木さんも、いわゆるノンバンク、系統金融だけが問題で、そこが集約的だとおっしゃっていますが、すでに静かな、緩慢な取り付け騒ぎがおこっているのではないかと。資金ショートがおこっている銀行がバタバタある。当局の認識は非常に甘いと思うのですが、この点について、どうみていらっしゃるか。

もう一点は、資産の再評価についてうかがいたい。昨年、当クラブの「金融問題」研究会で大蔵省の方にも質問しましたが、全くノ一感度なんです。

それは、おっしゃるように税の問題が一つと、もう一つはそれを資本金に組み入れた場合は、すぐ配当の問題がかかってくるということにあると思います。長期的にはいいが、

短期的には企業にとってマイナスになる可能性がある。そういうことを考えると、配当負担のかわらない資本準備金に、思い切った組み入れてしまうという手しかないのではないか。それを原資にして、思い切った不良資産の償却をやるという対応が必要だと思うのですが、いかがでしょうか。

高橋 二番目の問題については、全く同感です。資本準備金という形にするしかないだろうと思っています。

一番目の問題ですが、おっしゃる通り資金収支という点でいうと、都銀あたりまで、収支尻が流出超過というような格好になっている。すでに昨年でそういう状態になっていまして、全体として資金ショートが起きているのは間違いない。

これをユーロあたりから引張ったりということで、何とかしのいでいるという現状です。申しあげるまでもなく、ユーロからの資金は大変逃げ足の早い、いわゆるホットマネーですから、いつ逃げ出すか分からないという不安を抱えていることになる。かつ相当にプレミアムが金利についた状態で、かなりコストの高い資金を取り入れている。それだけでなく、劣後債とか劣後ローンとかコスト高の資金を抱え込んで、何とか対応するという

ような動きになっている。

先ほど、私企業としての銀行の経営基盤の再建というような言い方をしましたが、実態は、例えばBIS規制への対応をみても、むしろ将来的には経営基盤を脆弱化させかねないようなやり方、つまりコスト高の資金で対応することになっているのが、実は大変心配です。

資金収支が赤くなっているというのは、ご指摘のように問題だろうと思います。ユーロあたりから引張れるところはいいが、ユーロさえ取り込めないところまでくると、これは本場に「いまわの際」ですね。そういう実態が三月ないし四月にかなりはつきり出てきて、恐らく株価も、大底割れになるかもしれない。

実は雑誌のアンケートで今年の最安値は一万四千元、高値は一万八千元と答えました。相変わらず私が一番低かったのですが、本当は一万四千元割れと答えなかったんです。でもやはりインパクトが大きく、目立ちますから。実体的には恐らく大底割れというような流れになってくる。そこから破綻が始まるかもしれない。

宇田 (NHKOB) 資産デフレの問題は、経済のいろいろな側面があったにして

も、やはり土地の価格が根幹にあったと思います。それに対する根本的な政策がないと、やはり信用システムと同じようにどうにかなくなってしまおうと思うのですが、どういった有効な手段があるでしょうか。

高橋 有効な手段は多分ないだろうと思います。例の担保不動産の流動化ということも、言うべくして実態は恐らく塩漬けに近い格好になってしまおう。やはりよほど金利を下げるということでは、費用対効果の関係で土地の手当に回っても、というくらいの流れにならないと動きが出ないかな、と思います。買いが出なければ、要するに下げるほかない。不動産に関しても売り玉は相当あるわけですから、そういうことですから、ちょっとうまい手がないのではないかと。

例の生活大国という旗印で年収の五倍というのを掲げてしまいましたから、むしろ土地の値下がり逆行するような対策を出しますと、かなり批判的な声が出てきます。これも具合が悪い。土地の買い上げ機関というわけにもいきませんし、これは、金融の大緩和しかないのではないかと思えます。ただし、その場合も多少、下げ止まりからやや回復の動きが出たところで、機動的に締めていくということをやらなくてはまずいと思えます。

竹内（常陽） 昨年のお話も厳しいと思いましたが、今年はもっと厳しいですね。本当に手立てはないのですか。

高橋 とにかく資産内容の改善というのを早急にやるべきでしょうね。また、株価については、本質的には個人投資家に戻ってくるのがかなり重要だと思っています。相場の面からいっても、マーケットの正常化という面から言っても、個人株主が帰ってくるのが重要ではないかと思っています。

そういう観点から、本当はあまり言いたくないのですが、時々申しあげているのは、株券での遺産相続については相続税の評価を額面でやったらどうかということ。相続税を払うために株を売らなくてはいけないという構造になってしまっている部分にまずプレキキをかける。資産を持つ方が相続税を考えると、土地を切り売りしてしまっているのが現状ですけれども、株で相続すれば額面で済むということになれば、要するに売りを出さない。いくらか買いで、というような格好になっていくと思うのです。

ただ、これは将来、相続を受けた人が売り切った場合には、売り値と額面との差分に対してキャピタルゲイン課税をする。いわば課

税の先送りです。住宅の買い替え特例と似たような格好になるわけです。実際に株で相続する場合には、額面に代表される資本金の持分比で権利を持っているわけです。その権利を相続するのだから、それで十分ではないかと思っています。

これが本当に起死回生の策になるかどうかは別ですが、これまでの単なる景気対策というものでは、とてもうまくいかないのではないか。

ひとつ付け加えますと、企業のリストラは、ぜひやってもらわないと困る。過剰雇用の部分も、雇用調整と言うと叱られてしまうのですが、ある程度の整理は避けられない。その結果、地域経済に厳しい問題が出てくるかもしれないが、それに対する受け皿を用意してもらい必要がある。雇用の流動性を高くするような助成措置を通して、とにかく企業がリストラをやらないと、九割の損益分岐点比率ではとても成り立たない。

いずれにしても、これまでのように潜在成長率が五ないし六%というのは無理なので、私は二・五%と見ていますが、それくらいの低成長時代を生き抜いていくための経営体質になっていかなくてはならない。例えば、ゼロ成長でも黒字を出せるというぐらいの体質改善策とか、あるいはこれまでメンツで取り

揃えていた品揃えを見直して、本当に付加価値の高いものに特化していくとか、そういう戦略的なことをやってもらわなくては困る。

それを言うと、「ミクロではその通りである。けれどもそれをミクロでずっとやっていくと合成の誤謬で、マクロ全体では不況が連鎖と続き、大不況になってしまふ」と言われてしまいました。私はそこまではいかならないと思っています。つまり、底力と言っています。必ず歯止めがかかる。そんなにズルズルと縮小再生産でアリ地獄にはまっていくな格好にはならない。業績の悪化に歯止めをかけ、業績改善にめどが立つポイントというのはそんなに遠くにあるわけではないと思っています。そのために流れ出る血を一時的に調整するような措置は、いまの体力だったら十分可能だろうと思います。

ですから、何か対応策はないのかという質問に対しては、決定打はないけれども、それなりに策はあります、というのがひとつ。加えて、そうは言っても、すぐまた調整という問題を忘れてしまうようなやり方は絶対に避けてもらいたい、ということ。す。

鈴木（日経OB） 潜在成長力を二・五%とする根拠を説明していただきたい。

高橋 労働投入量が下がる、これが一番大きいところだと思っています。婦人労働を活用するとか、外国人労働者もあるからというように、外国がよく指摘されるのですが、それはそれで一般的な潜在的可能性はあるとしても、それを実現するための投資はほとんどやられていない。それをすぐ期待できるような情勢ではありません。さらに、時短をそこそこにやっていくということも含めて考えると、労働投入量の伸びが非常に制約される。

もう一つ、資本係数が非常に高くなっている。よく生産関数では資本ストックで供給力を説明するのが普通になっていますが、資本ストックが高くなっているのと同時に、資本係数が高くなっているということからすると、供給の設備能力という点で、そんなに余力がないのではないか。これはいろいろ議論がありますが、例えば通産統計の中の生産能力指数の伸びというのを見ますと、最近はコンマ以下の伸びになっています。平均二%程度の能力という格好になっている。

それを上回って、この間伸びてきていたのは非製造業の分野、サービスの分野です。そちらがかなり上がって、その結果、人手不足という深刻な問題にぶつかっています。

これから生産性を向上できれば、まだ三%台の後半ぐらいは可能だ、という意見もあり

ますが、それは確かにその通りです。しかしそれは非製造業の分野の、特に第三次産業の分野の生産性をどの程度上げることができるといふことにかかっているのではないかと。第二次産業の製造業は、もう相当に生産性が高くなっています。これが限界というわけではないのですが、これまでのような格好では伸びないだろうと思います。

そういう意味で、第三次産業の分野、サービスを中心にした分野の生産効率の上昇というのにはなかなか難しいテーマです。日本の経営の一つの中核である年功序列制などを見直して、企業内の間接部門に対しては基本的に裁量労働制とか年俸制とか、全く違う賃金体系を入れて絞り込んでいかないと、第三次産業分野の生産性というのには、なかなか上がらないだろうと思っています。

(文責・編集部)