

# 日本記者クラブ会報

■「九六年経済見通し」 一月十日（水）

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 〇三三三三〇三三三  
〇三三三三〇三三三

## デフレから緩やかなインフレへ

ロバート・フェルドマン

(ソロモン・ブラザーズ・アジア証券 経済調査部長)

経常黒字の減少と民間資本の流出増加に当局の介入が加わり、円相場はドル一〇〇円前後で推移する、と外国人アナリストは見る。そのうえで公共投資を原動力に、日本経済はデフレから緩やかなインフレに転じると言う。不安材料は大量の余剰雇用であり、消費の動向に注意を払う必要がある、とも。さらに橋本、小沢両政権を想定しての日本経済の行方を比較する。

今日は、日本経済の見通しというトピックですが、まず予測の前提として大事な、為替についての考え方を若干紹介させていただきたいと思います。

私どもは三カ月、六カ月、十二カ月先は一〇〇円と予測しています。これは安定というよりも、いろんな強いパワーの間でバランス

がとれるということを意味しています。ただし、ここ一年間ぐらい変動幅が非常に激しくなったわけです。これからも時々円高派が勝ったり、円安派が勝ったりする可能性が十分あります。

### 為替を決める三つの需給要因

まず、為替に対する考え方、考える枠組みを紹介させていただきます。私はその点では非常に古い考え方をしています、結局「需給」だという考え方です。

経済理論の歴史を考えると、最初は貿易、あるいは貿易収支で為替が決まる。その次に金利の格差で為替が決まる。その延長線としてポルトフォリオ・アプローチと言うのですが、いろんな人がいろんな資産を買うことによって為替が決まる、あるいは購買力平価で為替が決まる、いろんな考え方があります。が、どれを見てもドルの余剰、あるいはダブつきがどれぐらい出るかということを中心にした考え方です。

今は非常に複雑な世の中になっていますので、いろんなところからどういうふうなドルのダブつきが出るかということを考えなければ

### 目次

デフレから緩やかなインフレへ	1
ロバート・フェルドマン	
ソロモン・ブラザーズ・アジア証券 経済調査部長	
不況の閉幕、停滞の開幕	10
高橋伸彰	
日本開発銀行設備投資研究所主任研究員	

ばならない。大きく分けて三つのドルの供給先、あるいは吸収先があると思います。

日本の場合、一つはもちろん経常黒字です。日本はずっと経常黒字ですから、それはドルの供給要因だと簡単に考えていいと思います。

二番目は民間資本の動きです。時々プラスになったりマイナスになったりしますが、いろんな項目があるので非常に分析しにくいところだと思います。日本には出入りする金がたくさんあるわけですから、どうやってこのような複雑なものを分析するか非常に難しいが、ネットですべてどうなっているかがポイントです。ドルの供給先あるいは吸収先の一つとして、いわゆる民間資本の動きがあるということをお話しておきます。

三番目は、ここ六カ月で非常にはつきりしているのですが、公的部門の役割が見逃せない。連銀あるいは日銀、欧州の中央銀行もかなり研究していますが、介入だけでは為替は変わらない、という研究結果が非常に多いのです。金融政策を変えない限りは為替は変わらない、という結果が多い。夏以降の日銀の動き方を見ると、かなり金利を下げたり介入をしたりしていますが、為替の需給から見ると、公的部門の役割は見逃せない。

現在、経常黒字が下がってきている。一方

で民間資本の流出が上がっているか、上がっていないかは微妙ですが、とにかくどこかで両者が交差するのではないか、という感じだと思います。まだ交差していないのですから、そのギャップは公的部門が吸収している。これが今の枠組みではないかと思えます。

そこでドルの供給先である経常黒字がどうなるか、吸収先の民間資本、公的介入はどうなるか、という三つのトピックスを話します。

### 見込めない経常黒字の大幅減少

まず経常黒字ですが、かなりのペースで低下しているということが、最近の通説になっています。ちようど今日（一月十日）、十二月上旬の貿易黒字のデータが出ました。前年比で三割ぐらい減ったということになっています。

輸出の物価と輸入の物価の両方とも一〜二%ぐらい上昇しているわけです。交易条件の変化によって貿易収支が縮むことはあまりないわけですが、ただし数量の面では、輸入数量が輸出数量よりも八〜九%ぐらい伸びているわけで、年率では貿易収支の低下があるわけです。

これからその減り方が続くかどうか非常に基本的な問題です。どうやって分析するか、モデルが二つあります。

一つは、ISバランスモデルです。国内の貯蓄と投資が合っているならば国際収支がバランスしますが、日本の場合、貯蓄が多くて投資が少ないわけです。ですから経常黒字がプラスになります。これからは財政がもっと積極的になり、貯蓄率が多少減るとすればそれは海外部門では経常黒字の低下を意味するわけです。大体少し減っていくだろう、ということだと思います。特に財政政策が今年、あるいは九六年度、かなり積極的になるわけです。設備投資も加速するので、いわゆる支出の面からは、若干の経常黒字の低下が期待できる。

問題は貯蓄率ですが、下がると思えません。ですから貯蓄の方から言えば、おそらく経常黒字に対する低下圧力、あるいは抑制圧力はあまり出てこないのではないかと。つまりISバランスから見ると、多少の経常黒字の低下はあるだろうが、それほど大きなものではないのではないかと、というのが私の結論です。

もう一つの経常黒字の分析の仕方に、いわゆる弾性値から分析しようというのがあります。輸出弾性値、輸入弾性値という分け方を

して見てみます。

輸入の方はここ二、三年間、弾性値が上がったということが簡単に証明できます。例えば九一年までの八年間のデータを使って弾性値を計ってみます。ある水準の弾性値が推計できますが、九五年までの八年間、すなわち移動標本期間を使って計算すると違う弾性値の推計が出ます。例えば九一年までの八年間の結果と、九五年までの八年間で弾性値の推計値が変わります。その弾性値の比較をする、かなり上がった結果になります。

ただし、四半期ごとに計算すると、ここ一年間ぐらいはあまり輸入の価格弾性値が上がっていない、という結果があります。残念ながら弾性値の上昇はもう終わったのではないかと、という結果です。ですから輸入の面から経常黒字がこれ以上早いペースで減るといふことは、多分ないのではないかとというのが私の結論です。

輸出の弾性値ですが、これは非常に奇妙な結果が出ます。九一年か九二年あたりから、日本の輸出弾性値が急に減って、ほぼゼロになった、という計算ができます。これはなぜかという、日本でしか作れない商品がかなり出てきたのではないかといいことです。

海外のお客さんと話すときに、そういう話題が出てきます。自動車メーカーが次々と海

外に生産拠点を置き、日本からの輸出を大きく減らしています。逆に、半導体の製造機械など、日本でしか作れないものがたくさんある。輸出構造が変わって、そういうものの輸出が伸びているわけです。

日本以外に作れないものの輸出が多くなってきたわけですから、それほど輸出が危ないということではない、というのが私の実感です。もちろん特に自動車の低下があるわけですから、多少輸出の低下はあるかもしれないけれども、既にそのプロセスの大部分は終わっているのではないかと。あるいは、十分予測されるようになったのではないかと。

ですから、貿易の方から見て、それほどドルの供給が減る方向で動いているのではないという気がします。せいぜい二割、三割低下するということではないか。

### 増加に転じる民間資本流出

それはそれでいいのですが、最近の資本勘定の数字を見ると、民間資本があまり活発化していない、という感じが非常に強いのです。

これは次のように計算します。まず経常黒字があります。介入の数字も簡単に分かります。外貨準備預金が月が終わった翌日に発表

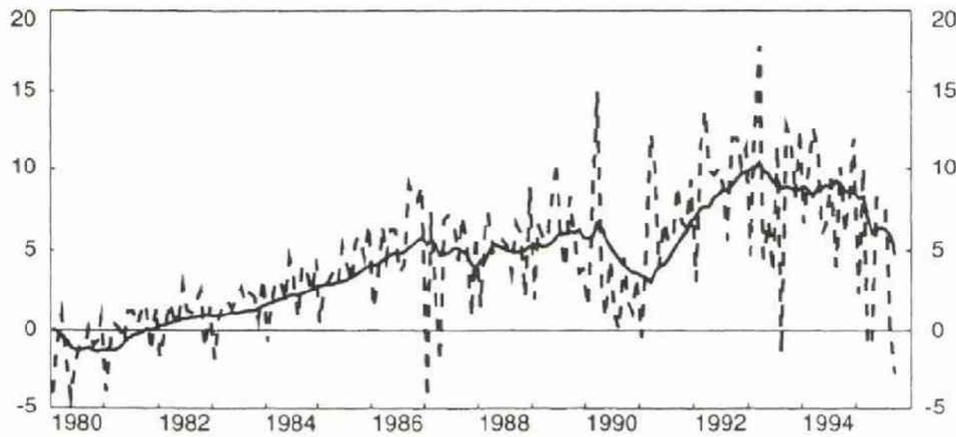
され、それがどれだけ上がったかということに分かりますので、その差額、経常黒字と外貨準備の増加の差額を、民間資本と定義しています。その総額をここ数カ月みてみると、十二月移動平均は約四十五億ドルの流出しかない。三月月平均をとると二十五億ぐらいだと思います。とにかく非常に少ない。ですから、これからその民間資本が上がらない限りは、介入がほとんど必要になる。これから民間資本がどれだけ上がるか、ということが大きなポイントです。

図表①に「当局の介入を除くネットの資本の流れ」と書いてありますが、十二月移動平均の動きを表しています。ちよつとだけデータが遅いのですが、あと一カ月ぐらいのデータをここにに入れて計算すると、もう少し下がっています。この数字が約四十五億ドルから七、八十億ドルぐらいまで上がっていかないと、当局の介入の必要性が続くということになるわけです。

それでは上昇するかしないか。日本の機関投資家のポートフォリオの中での海外資産、あるいは外国証券を見ると、ピーク時に比べてかなり減っていることが簡単に計算できます。ピーク時では総バランスシートの四・九%ありましたが、いま四・四%に下がってきました。この〇・五%のマイナス分を金額に

図表① 当局の介入を除く資本の流れ(ネット、1980年～現在)

(単位：10億ドル)



— 当局の介入を除くネットの資本の流れ  
 —— 12カ月移動平均

直すと、六百九十億ドルになるわけです。これはかなり大きな金額です。ですから、動きたい気持ちがあれば動く余地がある。

それでは、海外にお金をいっばい送ろうという気持ちになっていくかというところ、なっているだろうと思います。うちの外債セールスが、どれだけ私たちに質問しているかを見て、お客さんが動いているかが大体分かります。最近では質問が多くなってきました。ですから、おそらく、民間資本の流出は上がっていく方向だと思っています。

そうするとドルのダブつきは、今年は去年に比べて減ってくると思いますが、なくなるわけではなく、潜在的に円高圧力が残っている。ただし、当局の動きによつてそれが実際の円高に現れてくるかどうかが決まります。

当局が特にここ六カ月、かなりドルを吸収しても良い、という態度を見せています。今ごろ「やめた」とは言わないはずですから、それは大丈夫だろうと思います。

例えば、去年の九月に外貨準備預金が百三十億ドル上がった。すごい介入があったわけですが、それ以降それほど介入の必要はなかった。とにかく、かなり介入しても良いという態度がはっきりしている。

ですから結論を言うとつまらないのですが、経常黒字が減つて民間資本の流出が上昇

して、ドルのダブつきが減ってきます。残っているダブつきを当局が吸収する、という組み合わせですから、おそらく円相場はあまり動かないと見ても良いということだと思います。そうすると一ドル＝一〇〇円というのが、マクロ経済にとつての前提になります。

### 公共投資が景気のメインエンジン

さて、この前提で、どういうマクロ経済が期待できるか、ということが次の問題です。

我々の最新の見通しでは、九六年度の成長率は二・七%です。政府は二・五%という数字を出しましたが、「政府よりも高い成長率を出すのはおかしいのではないか」というお客さんがいます。これは、タイミングの問題でそうなってしまった。この数字を細かく見てみると、ちょっと面白いところがある。

まず、一番大きな成長率を見ているのは公的資本形成、つまり公共投資です。九六年度に七・〇%の上昇だと見えています。これは九月の補正予算がかなり強く出るという前提です。景気の原動力は政府の支出である、ということが一つの大きなポイントです。

二番目は民間の設備投資です。これは四・三%の上昇と見えています。特に機械受注が良くなっているし、企業収益がかなり良くなつ

ていることを考えると、これぐらいあるだろう。これは原動力と言えるかどうか微妙な問題ですが、とにかく設備投資は悪くない、ということです。

基本的な問題として、民間消費支出が果たして二・七%まで上がるか、上がらないか、というのがかなり大きな点です。我々の考え方は、それほど上昇しない物価状況の中で少し賃金も伸び出す。実質所得が二・二〜二・五%ぐらい上昇するのではないか。

雇用状況がこれ以上大きく悪化しないということであれば、貯蓄率が上がらないということになるので、それだけ消費が伸びる、という予想になりました。この点では議論の余地がいつばいあるという気がします。

まず、果たして雇用調整が終わっているか、というところが一つの問題です。この点で面白いと思うのは、製造業の動きと非製造業の動きです。製造業の雇用状況を見ると、前年比で二〜三%のマイナスの伸びが二、三年続いている。かなりのリストラが製造業では進んでいるということ。非製造業の方は、製造業から放出された人たちをほとんど吸収している。ですから雇用がそれほど全体として悪化していない。もちろん以前より低い賃金で採用されることになりませんが、とにかく雇用そのものがそれほど悪くないという

背景があるから、おそらく消費は大丈夫だろう、というのが私たちの前提です。絶対そうなる、という保証はもちろんありません。

心配なのは、いわゆる余剰雇用がどれだけあるかという計算です。例えば、雇業者数あるいは就業者数をGDPで割って、GDP一単位当たり何人の労働者が必要か、という計算をしてトレンドラインを引くと、かなり低下のトレンドです。すなわち生産性が上がっているというわけです。

八八年から九五年までの期間でグラフを見ると、ちょうど八九年に実際の比率とトレンドラインからの比率の差が約二百万人になります。一番労働不足が深刻だった八九年は二百万人ぐらい足りない、ということが通説だったので納得できるような結果です。同じ分析を今やってみると、六百万人余っている計算になります。これは大変です。もちろんそうはならないのですが、これだけの人が余っているということは、労働状況が簡単には改善しないことを意味しています。

### デフレは終わったか

こういう環境の中で、果たして入ってきた収入はそのまま消費になるか、という問題が残ります。これは私たちの予測の非常に大事

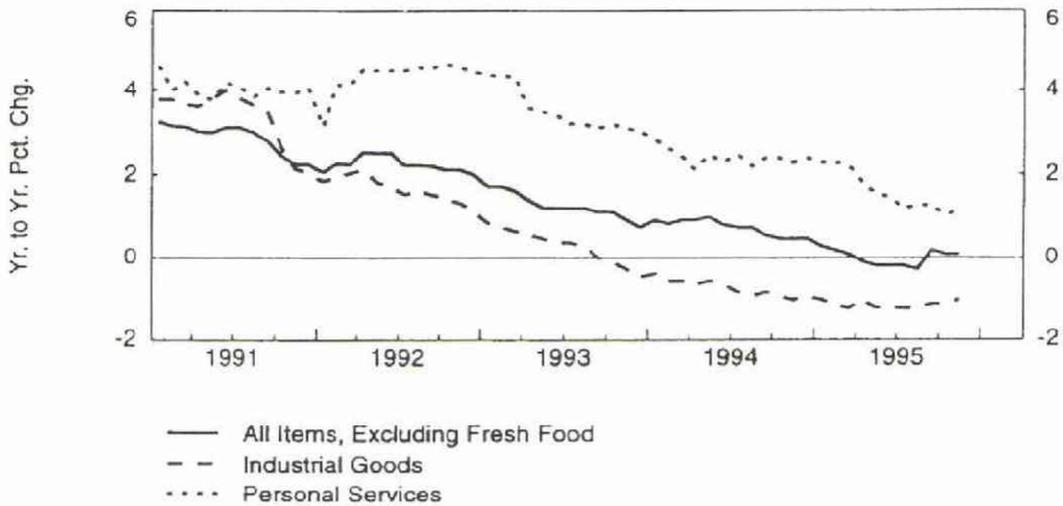
な前提になります。ですから小売売り上げなど、消費に関する指標からは目が離せない、ということが一つの大きなポイントだと思います。

もう一つの大事なところは、消費者物価です。今年度はマイナス〇・四%の予想だったのですが、九六年度はプラス〇・五%になるという予測です。これは通年ベースでは〇・五%ですが、四半期のパターンで見ると、九七年前半に約一%ぐらいまで、あるいは一%に向かつて上がっていく、という内容です。そうすると、これはかなり面白い結果を生むことになる。

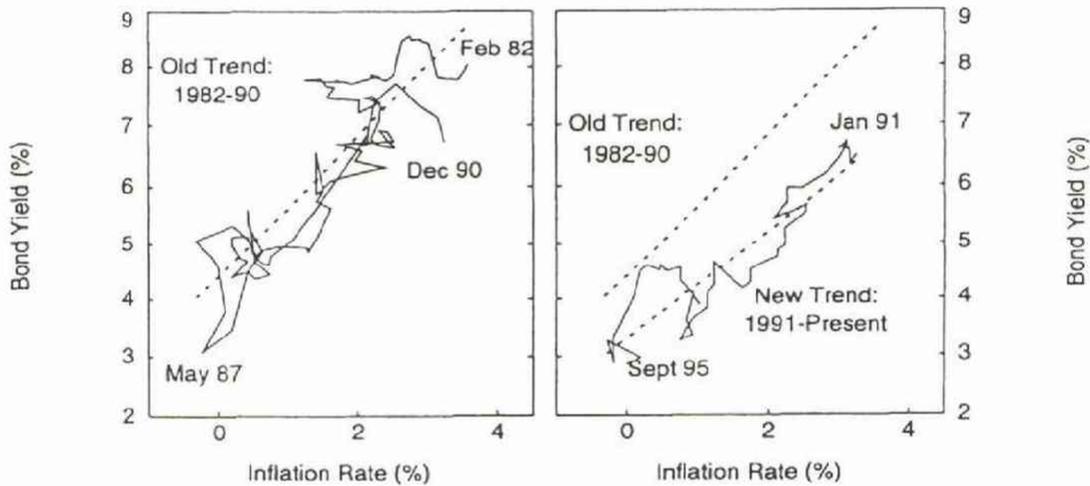
まず、果たしてこれがあり得るかということですが、**図②**をご覧ください。工業製品と個人サービスの消費者物価中の前年同月比の上昇率が載っています。実線が生鮮食品を除いた物価の上昇率です。最近の動きをみると、最低値を既に打ったのではないが、という印象があります。

ここで面白いと思うのは、工業製品がマイナス一・二〜三%ぐらいだったのが、マイナス〇・九%ぐらいになったことです。もちろん、円安が多少効いていると思いますが、これはかなり大きな意味を持つ指標ではないか。つまり、デフレはもう終わったということにつながりますから、この考え方が浸透し

図表② 消費者物価の前年同期比の伸び



図表③ 債券利回りとインフレの相関関係



ていくと、債券市場に響いてくる可能性がある。デフレが本当に終わっているか、終わっていないか、ということはもちろん議論の余地があると思いますが、これはあとの話にすぎません。

さて、以上のように景気が九六年にかなり回復する、デフレが終わって緩やかなインフレに転じる、というマクロ環境の中で、長期金利がどうなるかに簡単に触れたいと思います。

**景気回復で上昇する長期金利**

モデルを組むのは非常に難しいのですが、私が使っているのは、債券利回りとインフレ率の相関関係の図③です。この図は、八〇年代と九〇年代に分けて分析しています。左側は八〇年代、すなわち八二年から九〇年のデータを使って計算した相関関係曲線です。右側は同じ相関関係曲線の点線があるのですが、九〇年代に入ってからそれがシフトしたのではないかと、という感じでしたので、新しい相関関係曲線を計算しました。

九〇年代に入ってから実質金利が不況につれて下がったのですから、曲線がシフトしたのは当然です。とにかく、この新しい相関関係曲線を使って分析すると、長期金利がかなり上

**景気回復で上昇する長期金利**

下がったのですから、曲線がシフトしたのは当然です。とにかく、この新しい相関関係曲線を使って分析すると、長期金利がかなり上

がるということになります。

我が社は、去年の十月ごろから今年の十月あたりまでに長期金利が四・五%まで上がっていくという予測を出しました。その時点でそんなに上がるわけがない、という考え方が非常に多かったです。ただしここ一カ月ぐらい、二・七〜八%ぐらいから、複利でいえば三・一%ぐらいまで上がってきたということです。それから、景気がよくなると金利が上昇するということが証明されたということです。

さて、この四・五%という数字をどうやって計算したかという点、非常に簡単です。縦軸に債券利回り、横軸にインフレ率をとりまします。インフレ率が一%に向かっていると、相関関係曲線から言えば金利がどうなるか、ということを読み取れば分かると思います。一%ぐらいのインフレ率ですと、ちょうど約四・五%になるわけです。ですから、これは面白くしたいから出したわけでも何でもありません。このグラフから数字をそのまま取ったということなのです。

これに対してお客さんが、「そうはならないだろう」という考え方を表すときに、例えば金融業界の構造が変化して、債券に対するニーズが多くなったからそこまで金利は上がらない、などと言います。果たしてそれが本当かどうか分からないのですが、かなり金利

が上昇することになるのは間違いないと思います。

特に今年二月、三月は、債券市場は激しい動きをするのではないか、と思います。なぜかという点、どうも季節性があるようなのです。夏に金利が高く、冬に金利が低いという傾向がある。債券利回りの原系列をコンピュータに入れて、季節調整プログラムを使うと、なんとなく夏は金利が高く冬は低い、という結果になるわけです。

なぜなのかは、私はよく分からないのですが、大学の先生に教えてほしいのですが、もともとこれだけ発達している市場の中で、季節性が残っていることが非常におかしいと思いますけど。

この季節要因で金利が低くなっているのは、十二月と一月です。だから二月から三月になると季節要因から言えば金利が上昇する傾向にある。景気が回復していくと同時に季節性が効いてくると、債券市場がかなり激しく動く可能性がある。

#### マクロ経済から見た橋本政権、小沢政権

次に、政変がマクロ経済環境にどういう影響を与えるかについて簡単に触れたいと思います。枠組みとしては、マクロ経済の分析は

供給曲線と需要曲線で分析すれば良いと思います。橋本政権と小沢政権を比較して、どっちが供給が良く動くか、どっちが需要が良く動くか、という分析をしなければならぬ。

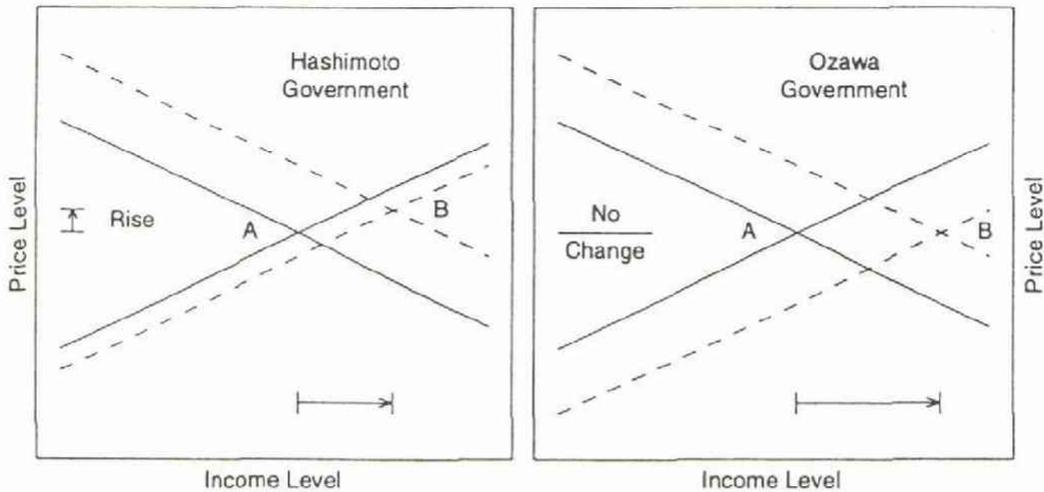
図④をごらんください。  
橋本さんが首相になるという話が先週の金曜日に出ました。その話が二時ごろ出たとたんに、ご承知の通り建設株が急に上がりました。本当に一分経たずに上昇したのです。やはり、典型的な自民党の補正予算に参加した橋本さんが、これからもたたくさんの公共事業などの建設関連のお金を出す、ということだと思います。

ですから橋本政権になると、かなりそれによつて需要曲線が右にシフトすることが予想される。九七年、九八年にもそれが続くかはちよつと分からないのですが、自民党の性質からいうと多分そうではないかと思えます。

さてこの点で小沢さんはどうかということ、どちらかといえば遜色がないということだと思います。党首選挙の時の資料の中に「かなり建設や公共事業をやりますよ」ということが書かれていました。十五兆円ぐらい増やすとかいう数字が載っていたかと思えます。とかくかなり支出を増やすということだと思います。

それでは税金はどうなるか。今度の三党合

図表④ 橋本政権と小沢政権のマクロ経済



意には、いろんな税金を検討しようと思  
いています。何をするかは書いていませ  
んが、検討するという事です。消費税を本  
当に引き上げるかをもう一度検討する  
締め切りが九月に来ます。その時点で、  
税上げを橋本政権が決めるか決  
めないかは分かりませんが、もしその  
時までには、引き上げるのは実際問題  
として難しいのではないかと。  
ですから、税金の面から言うと、橋本  
政権もかなり刺激的な政策をとる可  
能性がある。小沢さんはどちらかと  
いうと、もっとはつきり税金を下げる  
という姿勢をとっている。刊行物の中  
などで、消費税の引き上げは五年間  
延期し、その後5%なり10%なりに  
上げる、と述べていますが、当面は上  
げないという事です。  
ですから特に需要政策の面では、小  
沢さんも橋本さんもそれほど違いは  
ないのではないかと。もちろん小沢  
さんの方は都市部の人たちに向けて  
財政支出を増やす、橋本さんの方  
は地方向け、あるいは農業向けの補  
助金を増やすとか、そういうことを  
やるのではないかと思います。とにか  
く金額から言えば、それほど大きな  
違いはないのではないかと、という  
気がします。

供給面で積極的な「小沢政権」

違いがあるとすれば、供給面に出る  
のではないかと。小泉さんとデイベ  
ートをやってきたときに、橋本さん  
は「自分も規制緩和と支持だ」と、  
かなりはつきり言いました。けれど  
も、私が見た限りではそんなに積  
極的ではないという気がします。な  
ぜかというと、「自分の経験から言  
えば、官僚が規制緩和を実行する  
わけだから、官僚を説得してから  
やるのではなくてはならない」と  
橋本さんはおっしゃいました。官  
僚が納得するような規制緩和であ  
れば、大したものにならないとい  
う気がします。  
ですから、橋本政権と書いてある  
グラフでは、供給曲線、右上がりの  
曲線は動くこととは動かない、そ  
れほど動かない。なぜ動かないとい  
うと、動かないと日本経済は大変  
だということです。しかしそれほど  
積極的ではないのではないかと。  
小沢さんは、印象としては非常に  
積極的にやると言っています。具体  
性をちよつと欠くところがありま  
すが、例えば特殊法人を全部廃止  
するとか、小沢さんらしい発言が  
いろいろあつたわけです。どちらか  
と云えば、多分そういうことに関  
しては積極的だろうということ  
です。そうしますとこのグラフで  
供給曲

線は、かなり大きく右にシフトすることになります。

さて、橋本政権と小沢政権の比較をする  
と、AとBの比較になります。橋本さんの場  
合は、経済がAという点から、Bという点ま  
で動く、所得水準はかなり上がります。こ  
れはもちろん株には良いことですが、同時  
に、供給曲線があまり動かないから、物価が  
上昇します。あるいはインフレ率が上昇しま  
す。そういう組み合わせになります。

逆に小沢政権の場合には、AからBに経済  
が動く、所得水準が大きく動きます。ただ  
し物価が上がらない。どちらかといえば下  
がる可能性もあります。供給サイドが改善す  
るからです。

これを比較すると、それでは小沢政権の方  
がいい、という結論を出すことができます  
が、残念ながらこのグラフに書いていないこ  
とがあります。

その一つは調整コストがどれだけかかるか  
ということ。規制緩和をするときに、失  
業する人が出るということは予想されます。  
そういう人たちが、次の仕事を見つかるま  
では時間がかかることがあります。その過程  
で損をする分と規制緩和をやって創出される  
需要と、どちらが大きいかは簡単に比較でき  
ない。もし調整コストの方が大きいというこ

とであれば、橋本政権の方が良いという可能  
性がある。

もう一つは規制緩和がすぐ供給改善につな  
がるかという点、そうではない場合もありま  
す。ここに書いたように大きく供給曲線が動  
くという結果にならないわけではな  
い。ですから、比較静態に限って言えば小沢  
政権が良いということですが、動的なこと、  
ダイナミックなことを考えると、必ずしもそ  
うではない。

債券市場で両方を比較してみると、金利は  
橋本政権ではもっと上がることになります。  
物価が上昇するわけです。ただし、小沢政権  
の場合は、かなり大変な動きになるわけだ  
から、日本の金利にプレミアムがつくとい  
う可能性もあります。ですから、簡単に金利で  
は比較できないということになります。

もう一点、どちらにしても財政赤字がかな  
り増えると思います。既に対GDP比率で一  
般政府、社会補償を入れて計算した収支は、  
GDPの約四・五%という推計を我が社はし  
ていますが、それ以上増やしたらどうなる  
か、という問題がある。

もちろん両者とも、所得水準が上がるから  
その分税収が入りますが、橋本さんの場合、  
所得の上昇が政府の支出に頼るものですか  
ら、政府収支が改善する余地はあまりない。

小沢さんの場合はもうちょっと改善する可能  
性がある。というのは、政府支出と関係ない  
所得の改善が、あるところまではあるわけ  
です。規制緩和をするから、あるいは供給サイ  
ドが改善するから、その分の所得の上昇があ  
るわけですから、その分の税収もあるわけ  
です。

ですから、どちらかと言えば、供給サイド  
を積極的にやった場合の方が、財政赤字の問  
題は少ないのではないかと。あるいは、思うほ  
ど上昇しないのではないかと、という結論で  
す。ただし、これはあくまでも理論上の結果  
に過ぎないので、残念ながらそれほど正確だ  
とは言えません。

(文責・編集部)

ロバート・アラン・フェルドマン氏 一九五  
三年生まれ。イェール大学卒業後、マサチュ  
ーセツ工科大学で経済学博士号を取得。I  
MF調査局、チェイス・マンハッタン銀行、  
ニューヨーク連邦準備銀行などを経て、八九  
年ソロモン・ブラザーズ・アジア証券会社入  
社。現在、マネージング・ディレクター、主  
席エコノミスト、調査本部共同責任者として  
日本経済全般にわたる見通しを担当。

■「九六年経済見通し」 一月八日(月)

## 不況の閉幕、停滞の開幕

高橋伸彰

(日本開発銀行設備投資研究所主任研究員)

九六年度は二%前後の成長を果たし不況の幕が下りる。が、代わって潜在成長率が一%台後半という停滞の時代の幕が上がる。なぜ高い経済成長が難しくなったのか、なぜケインズ政策は効かなくなったのか、産業の空洞化はまだ続くのか。日本経済はピークアウトしたと分析し、低成長でも成立するように政策プログラムを書き直す必要性を訴える。

さまざまな経済統計の動きをみると、少なくとも成長率に関しては、九五年度から少数点成長を脱し、おそらく九六年度も一%台半ばを超えると思われる。ただ、政府見通しの二・五%に達するかどうか、ということに関しては、私自身は少し否定的な見方をもっています。成長率が一%台半ばを超えたということであるならば、不況は終わったと見るべきである、と思っています。

と申しますのは、やや結論を先走って申し上げると、日本の潜在的な成長率は、今回の

平成不況を経て、おそらく一%台後半まで下方屈折したのではないかと見られるからです。その意味で、九六年の日本経済は、不況が閉幕するという意味では大変おめでたい年になると思いますが、同時に成長率に関しては中長期の停滞を覚悟すべき、かなり苦しい年の開幕になるのかなと思います。

最初に、多少おめでたい方の話から進めさせていただきます。表に政府と民間の九六年度の見通しの一覧を示していますが、官民の格差は九六年度になってかなり縮小してき

政府・民間の経済見通し

	政府	民間平均	民間MAX	民間MINI	92~95年度平均
実質GDP	2.5	1.9	2.6	0.9	0.6 (1.2)
名目GDP	2.7	1.9	3.0	0.9	1.0 (0.7)
民間消費	2.3	1.9	2.6	0.7	1.6 (1.9)
設備投資	4.1	3.5	5.1	0.5	-4.7 (2.4)
住宅投資	2.2	-0.1	5.2	-8.1	0.5 (-8.2)
公的資本形成	—	5.2	11.3	1.0	8.4 (5.5)
輸出等	7.3	4.0	10.2	0.3	2.5 (5.2)
輸入等	11.1	8.1	13.7	2.8	6.1 (12.3)
経常収支	9.7兆	934億円	1143億円	726億円	- (106)
為替レート	—	99.9	92.5	105.0	- (95.0)

( ) 内は95年度の見通し(日経センター)。民間は『エコノミスト』96.1.19号掲載の35機関を対象。

た、というのが来年度の見通しの特徴だと思えます。  
と申しますのは、九四年度においては、政府見通しが二・四%に対し、民間の平均が〇・五%ということ、両者の間には二%ほどの格差がありました。今年度の見通しに關しても、政府は当初二・八%で民間の平均はほぼ一・七%ということ、一%以上の開きがあったわけです。来年度に関しては、両者

の開きは〇・六％で、官民格差はかなり縮小しているように思います。もし、大蔵省にもう少し力があつたなら、この格差はおそらく〇・四％ぐらいになつていたと思われれます。

### 平成不況を長引かせた空洞化

確かに、まだ民間の予測機関の間には相当の格差が残っていますが、来年度の成長見通しはほぼ二％前後に収束して来たと思われれます。この背景をGDPの需要コンポーネントから見ると、過去四年間と比較して最も顕著に変わつて居るのは、設備投資の回復です。

九二年度から九五年度の設備投資の平均増減率は、マイナス四・七％で、日本の成長率の足を引っ張つて来たわけですが、これが引き続き来年度もマイナスになるという見方はほとんどない。その意味で、民間の見通しが収束してきたことの背景には、設備投資が足元で回復してきたことが大きな要因になつて居ると思います。逆に言えば、この設備投資がどういう形で回復していくのか、ということが実は九六年度の成長率の大きな力ギを握つて居る、と思われれます。

そこで、簡単に過去四年間にわたる平成不況を、この需要面から振り返ってみます。平成不況の前半二年間、すなわち九二年度と九

三年度は、一言で申しあげると設備投資不況であつた、と見る事ができます。実際、設備投資は九二年度にマイナス一・四％、九三年度にはマイナス一・九％、それぞれ日本の成長率の足を引っ張つていたわけです。もし、この二年間に設備投資がマイナスにならなければ、この二年間とも日本経済は二％ぐらゐの成長が実現できていたわけです。

設備投資は、今回の平成不況に至るまで、戦後二年連続して減少したことはおそらくなかつたわけですが、今回は三年連続して日本の成長の足を引っ張つたわけです。この背景には政府、日銀が見ているような、バブルの崩壊によるストック調整の長期化だけでは説明できない要素があると思います。その一つが、昨年の夏に報告（九五年七月二十七日II記録版78号）させていただいた空洞化、すなわち設備投資の海外流出です。

この設備投資の海外流出は、ある意味では世界的な経済構造の調整の波の中に、日本経済がビルトインされ始めた、ということの一つの証であると思います。この世界的な経済構造調整の変化が、日本の成長率に顕著に現れ始めたのが、おそらく九四年度、九五年度あたりではなかつたか、と思ひます。

この九四、九五年度では、国内の消費の増加を打ち消すような形で輸入が増加したわけ

です。ですから、平成不況の後半を一言で申しあげると、広い意味での空洞化不況、横文字で言えばグローバリゼーション不況と呼ぶことができると思います。このように見ていると、今回の不況が予想外に長期化した背景には、単なるバブルの崩壊ということに加え、世界レベルでの経済構造の調整に日本経済がビルトインされ始めたことがあると思われれます。

この意味で、私は、九四年度というのは「空洞化元年」であつたと見ています。これを需要項目のコンポーネントで見れば、輸出を中心とした外需が日本経済の成長に対して、中長期的にマイナス要因に働き始めた年である、と見ることができると思われれます。おそらくこの傾向は、二十一世紀初頭、二〇〇五年ぐらいまで続くのではないかと見ています。

そのように考えると、日本経済はこれまで設備投資と輸出を中心とした外需を両輪として成長してきたわけですが、その片方の外需という要因が今の日本経済から大きく剥落した、と見ることができると思われれます。もう片方の設備投資がどういう形で回復していくのか、ということが今後の日本経済を見る上で力ギを握つて居ると見ています。

## 今だに残る百兆円の過剰ストック

次に、その設備投資が今後どうなっていくのか、ということについて話させていただきます。ここに来て設備投資が回復してきた要因として、いくつかの理由がいろいろなところで指摘されています。

その中で一番重視されているのは、ストック調整の進展という現象です。バブル期に資本ストックが過大に積み上がってしまい、この調整に時間を要したことが、設備投資を停滞させてきた主因であると、政府は分析してきましたからです。

実際に過去の民間企業資本ストックの伸びを見ると、バブル期には全産業、製造業とも、ほぼ八%近い伸び率を示したわけです。当初、経済企画庁等は、この伸びが五%を切つてくると回復してくる、という見方をしていました。つまり五%回復説が唱えられていたわけです。しかし、これは九三年度に実際に資本ストックの成長率が五%を切つても設備投資は回復しなかった、ということにより裏切られたわけです。

次に出てきたのが三%説です。五%は少し大きすぎたので、今度は三%を切つたら設備投資は増加に転じる、という言い方がされてきたわけです。確かに九四年度に、製造業の

資本ストックの成長率が三%そこそこになったあたりから、製造業の設備投資が回復を示し始め、九五年の一―三月期から三年三ヶ月ぶりに日本の設備投資が回復に向かい出した。

ただ、問題はこうした資本ストックの調整の進展が、来年度以降も設備投資の回復に寄与するかどうかという点です。現在、日本全体の資本ストックの残高は、全産業ベースで約九百兆円、製造業だけで三百二十兆円あります。つまり、九四年度の経済に関して言えば、この九百兆円の資本ストックを使つて、約四百六十兆円のGDPを生産していたことになるわけです。

振り返ってみると、九二年度から九五年度にかけての四年間は、経済はほとんど成長していませんでした。そこで四年前の資本ストックの残高を見ると、全産業ベースで七百二十兆円、製造業だけで二百六十兆円あった。その当時のGDPは約四百五十兆円でしたから、実はこの四年間はほとんど生産量は増えなかったのに、資本ストックは約百八十兆円も日本経済の中で増えている。

バブル時代の稼働率が高過ぎたことを考慮して、大ざっぱな見方をすると、資本ストックの調整は進展したと言つても、なお百兆円近い過剰ストックが日本経済の中に積み上が

っている、と見ることができると。

加えてこの間、企業の期待成長率もかつての三%台半ばから一%台半ばまで下方屈折している。そうした要素を考慮すると、資本ストックの伸び率が三%を切つたから、これを契機に設備投資が回復していくという見方は、非常に難しいのではないかと。

## 期待できない設備投資の持久力

第二点として、企業収益が回復してきたので、投資採算面から設備投資は回復していくのではないかと、という見方があります。確かに、資本収益率と企業の金利コストを比較すると、昨年あたりから投資採算性は、製造業平均で九四年のゼロから七%ぐらいまで改善してきています。

しかし、この企業収益回復の背景にあるのは、多少の数量回復と金利の低下であり、これが続いていくかということになると疑問です。現在進んでいる価格破壊の影響により、それほど売り上げは伸びていきません。それから、すでに今年に入って株高等を反映して金利も下げ止まり始め、長期金利も上昇に転じ始めています。そう考えてみると、企業収益についても順調な回復というのは見込めないのではないかと。

第三点として、設備が相当老朽化している  
ので、その更新のために設備投資が回復して  
くるのではないか、という説もあります。実  
際に日本全体の設備の平均年齢——ヴィンテ  
ージと呼んでいます——はバブル末期の  
八・五年から現在は九・五年と、十年近くに  
まで日本の設備は老齢化している。

ただ、設備の平均年齢が老齢化したことによ  
って設備の更新が起きてくるためには、そ  
の背景に技術革新の進展がなければいけな  
い。つまり、設備が古くなったことにより生  
産性が落ち、あるいは競争力が落ちて、だか  
ら設備を取り替えるという意欲が働いてこな  
ければならない。しかし、実はこの平成不況  
を通して、情報関連を除けば技術革新の停滞  
は顕著です。研究開発投資そのものも昨年度  
までは純減であった、ということを考える  
と、設備が老齢化したということが、設備の  
更新に直結するという可能性はこの点でも少  
ないと思われまます。

また、情報関連投資の急増等も、確かに九  
五年度の設備投資の増加額の五割ぐらいは情  
報関連投資が占めています。しかし、かつて  
の自動車とか鉄鋼、石油化学などと比べ  
ると、波及効果が小さく、しかもかなりの部分  
が海外に流出するという傾向があります。特  
に半導体をとらえて見ると、国内生産額はこ

の一年間で六千億円ほど伸びていますが、輸  
入額も三千億円ほど増えている。そういう意  
味で、情報化関連投資には期待はもてるけれ  
ども、回復のけん引力としてはあまり期待で  
きない。

さらに、東アジア諸国の成長が日本の設備  
投資に好影響を及ぼすのではないか、という  
見方もあります。しかしながら生産拠点の海  
外シフトの影響などを考えると、ここからも  
あまり大きな期待はできないのではないか。  
ということを考えて見ると、設備投資は確  
かにここに至りて少しづつ回復の傾向を示して  
はいるが、経済全体をけん引するほどの期待  
は来年度も望めないのではないかと見てい  
ます。

### けん引力をなくしたケインズ政策

以上のように、いくつかの需要項目を総合  
してみると、春闘の不調とカリストラの継続  
などを考えると、名目と実質が一致するよう  
な、せいぜい二%弱の成長であろう。公共投  
資は、下期に補正を組めば六%ぐらいの増加  
が見込めるが、もし下期に補正が組まれない  
ようなことであると、公共投資は三%台半ば  
の増加に止まるであろう。設備投資も調整含  
みの三%台ぐらいではないか。加えて外需

は、当分は輸出の伸びを輸入が上回るような  
状態が続くのではないかと、いうことをいく  
つか積み上げていくと、せいぜい一・七%か  
ら一・八%ぐらい、というのが、日本経済の  
来年度の実力ではないかと見ています。

しかも来年度は一%程度の下駄を履いて日  
本経済がスタートします。九五年度はマイナ  
ス〇・三%というマイナスの下駄を履いてス  
タートしました。そうすると、年度間成長と  
いうことになれば、おそらく九五年度は一・  
四%、一・五%の成長になりますが、九六年  
度は〇・七%、〇・八%ぐらいの成長に止ま  
る。そうであれば回復感も、来年度の方が今  
年度よりは少し乏しいような形になってくる  
と見ています。

私は戦後の日本経済の中で、これほど成長  
が難しいと認識された時代はなかったのでは  
ないかと思えます。なぜこれほど日本の成長  
が難しくなったのか、ということについてい  
くつかの要因をみてみたいと思います。

一つに、景気対策によってなかなか成長率  
を高めることができなくなった、という見方  
があります。これについては、景気対策は有  
効性を失ったという言い方、あるいはケイン  
ズ政策はもう死んだ、という見方があるわけ  
です。

いくつかの数字を見てみますと、必ずしも

ケインズ政策の効果がなくなつたのではなく、そのけん引力がなくなつてきた、ということが分かると思います。今回の平成不況において、九二年八月から計六回、事業規模で六十三兆円の景気対策が実施されました。その中で、いわゆる真水といわれている公共投資は、三十兆円を超える。三十兆円を超える真水を費やしなが、なぜ成長率が回復しなかつたか。それには財政再建を通して、官民の投資規模の格差が大幅に拡大したことが影響している。

例えば九二年度に関しては、設備投資は六・七%減つたわけです。これに対して公共投資を一七・七%増やした。しかし、公共投資を二割近く増やしても設備投資のマイナス分を埋めることができなかつた。同様に、九三年度は設備投資が前の年に比べて約十兆円減りました。これに対して公共投資を一〇%以上増やしたのですが、これも設備投資の減少分の半分も埋めることができなかつた。九四年度に関しては、両方ともマイナスです。なぜこれほどまでに官民の投資規模が大きく開いたかという、昭和五十年代後半の財政再建が非常に大きく影響しているわけです。昭和五十一年度の民間設備投資は二十六兆円です。これに対して公共投資の金額は十五兆円だった。この時は、民間設備投資が仮

に七%減つたとしても、公共投資を一二%増やせばその減少を埋めることができたわけですから。しかしいまは財政再建を経て、公共投資の相対的規模が縮小している。その一方で、バブルを通して民間設備投資の規模が大幅に拡大した。その結果、民間設備投資の減少を補うほどの公共投資の追加ができなくなつてきた。これがケインズ政策のひとつである財政政策のけん引力を失わせた要因になっていると思います。

#### 減税分を相殺した家計の金利所得減

もう一つ、ケインズ政策には低金利政策があります。この低金利政策についても、すでにいろいろなところで議論されているように、個人部門の金融資産が蓄積されてきたので、低金利政策をとると企業収益は改善するけれども、それを相殺するぐらいの家計の金利所得が減少してしまう、という状況に陥っている。

しかもこの一、二年の状況を見ると、この低金利政策が企業収益の改善にダイレクトに結び付く前に、金融部門が中間搾取してしまっている、低金利政策の恩恵は企業収益の改善にフルに結び付かなかつたばかりか、家計の金利所得の減少まで引き起こしてしまつた。

日銀の資金循環表で見れば、一%の金利低下が三兆二千億円の家計部門の金利所得減を引き起こすと言われています。この試算に基づけば、九四、九五年度で十兆円近い収入が家計から失われたわけですから、ほぼ減税を相殺するような形になつていたと思われる。ですから、私は単にケインズ政策が死んだとか、あるいはケインズ政策の効果がなくなつた、というような言い方は、必ずしも適当ではないと思います。その一方でケインズ政策そのものが経済構造の大きな変化によつてけん引力を失つた、ということは事実だろうと思います。

よく一般に、公共投資は旧態然とした土木工事中心だから景気けん引力がないとか、あるいは土地の買収に食われるからけん引力がないとか、減税をしても消費が飽和しているから効果がないとか、そのような言い方がされます。しかしそうではなく、官民の投資規模の格差が拡大したこと、個人部門における金融資産が蓄積したことが、ケインズ政策の効果を薄めている原因だと思われれます。

それとは別に、GNPの規模が大きくなれば容易に成長率は上昇しない、という事態が生じてきます。GNPの変遷を見ると、オイルショックがあつた一九七三年度に日本のGNPは百兆円を超えたわけです。その百兆円

のGNPが、いまや約五百兆円ぐらいになっている。

これは何を意味しているかというと、仮に十兆円の需要増加があった場合、かつての高度成長期であれば一〇%成長を実現できたわけですが、今はただか二%成長しか実現できなくなってきた。つまり経済規模が大きくなったことにより、成長率がなかなか実現できなくなってきた、というのが今の日本経済です。

### 成長前提の政策は破綻している

問題は、そうした状況にあるにもかかわらず、多くの政策プログラムが、なお成長を前提として作られていることです。それが日本経済の構造問題の深刻さを招いているのではないかと思います。

例えば政府の年金です。いまだに実質五・五%の利回りを想定してプログラムが組まれています。しかし、現実に五・五%で運用できない分は、どのような形で調整されていくかというところ、ご承知のとおり保険料率のアップとか、あるいは支給開始年齢の引き上げというところで、プログラムの破綻が繕われている。

結論から先に申しあげると、今のよう

に用利回りの想定を変更しないで、保険料率の引き上げや、支給開始年齢の引き上げによって年金のプログラムを維持していこうとすると、おそらく二十一世紀初頭には支給開始年齢は現行の六十五歳から七十歳ぐらいになります。そのうちに平均寿命まで延びるのではないかと言われています。平均寿命まで延びるといことは、ほとんどの人は年金をもらえないで死んで行くことになるわけです。

財政収支についても、現在の歳出・歳入構造を前提にするとおそらく実質三%、名目五%程度の成長が実現できなければ、赤字国債の発行が不可避ではないか。それ以外にも民間の多くの不動産プロジェクト、例えばバブル期に立ち上がったプロジェクトなどは、年平均三%ぐらい家賃が上がらなければ収支がとれないようになっていく。

個人の住宅ローンも、おそらくほとんどの人は、最低でも年三%程度のベースアップを前提に住宅ローンを組んでいる。典型的な例は、五年経ったら返済額を増やしていく、というステップアップローンです。これについても相当破綻してきている。

それ以外にも官僚機構は、成長下で公共料金を値上げしていく時にはその権限を発揮できますが、成長が止まり値下げということになると、規制緩和の方が良いとなり、ほとん

ど権限発揮の余地がなくなる。そのほかにも日本の労働慣行等も成長率を前提にして行われてきているわけです。

こうした成長率を前提としてきたようなプログラムが、政府だけではなく、民間あるいは個人ベースでもどんどん破綻してきているのが現状なのです。それに対して、「だから成長率を引き上げる必要がある」というような議論が大勢を占めているかと思えますが、私は逆に、だから成長率を上げなくても済むような、つまり低い成長率でも成立するようなプログラムを考え出していく政策に転換していく必要がある、と思っています。

### 成長を妨げる労働人口の減少と高齢化

なぜそのように考えるかと言いますと、おそらく日本経済というのは、平成不況を経験している間にピークアウトしたのではないかと、というのが私の見方です。ピークアウトした一つの大きな要因として日本の総人口があります。現在の出生率の低下が続くと、二〇〇五年から六年ぐらいには日本の総人口はピークをつくと言われていますが、ご承知のとおり十五歳から六十四歳の生産年齢人口といわれている層は、昨年度が既にピークだった。つまり日本の労働力は、実は今年度から

減少に転じ始めることになる。これについては、長期的には〇・五%ぐらいの成長マイナス要因になっていくと思われれます。しかも日本の高齢化はどんどんこれから急速に進展していく。

いろいろな予測が外れる中で、西暦二〇〇〇年に日本がスウェーデンを抜いて世界一の高齢国になる、というのだけは、おそらく最も精度の高い予測であると言われている。しかもこうした高齢化の中で、政府は「高齢者の活用によって日本の労働力を維持して欲しい」と言っていますが、日本の高齢化の最大の特徴は、高齢化が急速に進むということだけではなく、高齢化の七割が、七十五歳以上の後期高齢者による高齢化だということですよ。

当然こうした高齢化を前提とすると、マクロの貯蓄率も低下していく。

日本経済研究センターが行った長期予測によると、家計貯蓄率は二〇一〇年ごろには一〇%ぐらいに低下するのではないかと見られていますので、このことから推測すると、ISバランス的には二〇〇二年とか三年ごろには日本の貿易黒字はゼロになる、と予想されるわけです。

それ以外にも、円高によって見失われてきたかもしれないませんが、九二年度以降、日本の

成長率は世界経済の成長率をずっと下回った状況が続いている。そうしたことから類推すると、世界経済に占める日本のシェアは、九二年度をピークにしてどんどん減少に転じている、というのが実態ではないかと思われれます。これも日本経済研究センターの長期予測ですが、日本経済の世界経済に占めるシェアは、九二年度が大体一五%ぐらいでピークだったのが、二〇二〇年には一〇%ぐらいになる。また東アジアに占める日本経済のGDPシェアは、九二年度は七割ぐらいだったのが、二〇二〇年には四割ぐらいになるのではないかと見られている。しかし、私はこの予測でもまだ少し楽観的だと見ています。

なぜ楽観的かと言うと、戦後の日本とアメリカの関係にもみられたように、成長率の格差は通貨の価値にも影響を与えるからです。つまり、実際、終戦直後は一ドル三百六十円だったのが、現在は百円前後まで円高になっている。

そのように考えると、日本の円が、これから成長してくるアジア諸国の通貨に対して、もし弱くなっていくことを想定するならば、この世界経済に占める日本のシェアは、日本経済研究センターの予測を半分ぐらいに割り引く必要がある。

そうなると、かなり悲惨な状況になる。世

界に対する日本のシェアは二〇二〇年ごろには、通貨の低下も考ええると五%ぐらい、アジア経済に関しては二割ぐらいにまで減少する可能性をひめている。

### 止まらない産業の空洞化

加えて、設備投資の海外流出がまだ当分続くだろうと見られます。なぜ続かないかというと、前回ご報告申しあげましたが、簡単に集約させていただくと、日本の製造業とか産業は、これまではいろいろな外的ショックに対して日本国内で調整をおこなってきた。石油ショックがあれば、日本国内で省エネ投資をする。あるいは代替エネルギー投資をする。それからプラザ合意以降の円高のときは、国内で合理化をし、省力化をする、というように国内で調整をしてきたわけです。

けれども、この平成不況を経て、日本の企業あるいは産業は、そうした調整の場を国内に限らず海外に広げ始めている。つまり、いろいろな外的ショックや環境の変化に対して、それを国内で調整するのではなく、国際的な場で調整するように転換してきている。その典型的な例が、いわゆる広い意味での空洞化、生産拠点の海外流出です。

こうした世界を舞台にした産業や企業によ

る調整というのは、実は日本以外の国ではだ  
いぶ以前から行われていた。例えばアメリカ  
とかドイツ、ヨーロッパでは、はるか以前か  
ら自国だけではなく、世界を舞台にした調整  
が行われていたわけです。ですから、アメリ  
カとかドイツでは、海外生産比率が既に二  
割、三割にもなっているわけです。

しかし同時にいろいろな国々が、ドイツと  
かアメリカを舞台にして経済構造の調整をし  
てきたので、アメリカやドイツから出て行っ  
たと同じくらいにアメリカやドイツにいろい  
ろな企業が入ってきたわけです。そのためこ  
うした国々では出て行く空洞化と外から入っ  
てくる対内投資の部分とのバランスが保たれ  
ている。

日本の場合は、そうした調整の場から外さ  
れているということを考えると、今後ともど  
んどん出ていくだけの空洞化が続いて行くの  
ではないか。そうしたことを積み上げて行く  
と、かなり悲観論ではあります。長期的な  
日本の潜在成長力は一%台後半というのが私  
の見方です。

### 景気の回復より信頼の回復を

これだけで終わると極めて無責任な悲観論  
で終わってしまうので、こうした停滞元年に

おいて、どういった形で政策を転換してい  
たらよいのか、ということについて、最後に  
お話しさせていただきます。

停滞という言葉は、ある意味では非常に悲  
観的な言葉です。停滞からくるイメージは  
日本経済にとつては必ずしも好ましくない、  
とお叱りを受けるかもしれません。今年景  
気回復の年である、今年景気に薄日が見え  
始めていると、いろいろな方が言われるわ  
けです。しかし、言われる方々がどのぐらいの  
成長率を想定しているかといえば、せいぜい  
二%台半ばなのです。

つまり、二%台半ばの成長率をもって回復  
であるとか、経済が好調に転じると言うの  
は、戦後の日本経済においてはなかったこと  
です。アメリカ、ヨーロッパを見渡しても、  
二%台の成長率で景気が回復したと言う国は  
あまりない。ところが日本の中では、二%の  
成長で景気が回復したという明るいムードが  
漂うぐらい、成長率に関して停滞の時代を迎  
えているのではないか、と思われる。

そうした成長率に関する停滞の時代に、ど  
ういうふうな政策を転換していくのか。これ  
も最近巷間よく言われていますが、来年度に  
関して言えば、景気の回復よりも信頼の回復  
が、日本経済にとつては最大のテーマになる  
と思われれます。これまでの対応と、これから

の対応ということを簡単にお話したいと思  
います。

すでにいろいろなところで言われています  
が、とにかくこれまでの対応は、問題が起  
る前は「銀行はつぶれない」「橋は倒壊しな  
い」「景気は必ず回復する」、とにかく「あ  
り得ない」と言う。そして問題が起こると、  
「そんな急激な円高は予想できなかった」  
「まさか震度七がくるとは思わなかった」  
「不測の事態であった」と説明して重要な事  
実については公表しない。さらに責任を問わ  
れると、日本の官僚機構は、「予測できない  
事が生じたのだから、だれの責任でもない」  
と答え、「だから問題の処理はみんな分担  
しよう」ということになる。その結果が、な  
し崩しの公的資金の導入とか、展望なき年  
金の料率や、支給開始年齢の引き上げとか、  
行政改革なき増税となってきたわけです。  
ある程度成長率が高かった時にはそれでも  
良かったが、これからは、問題が起こる前  
あらゆる事態を想定しておかなければなら  
ない。

問題が起きたら、まず最初に事実を明らか  
にし、直ちに対応を協議する。そして責任を  
問われたら当事者が責任を負うべきです。予  
測できないことが起きたから責任をとらない  
で良いのであれば、平社員でも社長が務まる

わけです。つまり、予測できないことが起きて責任をとるから社長が必要なわけです。責任というのは、予測し得ないから逃れられるわけではなく、結果に対して負うのが責任なのです。

しかも、その問題の処理については密室であいまいに決着するのではなく、あくまでもルールにしたがって進めていかなければならない。責任は当事者が能力に応じて分担していくわけですから、金のない人は、ある意味では刑務所に行つてもらうことも必要かもしれませんし、お金のある人は、お金に応じて責任を負担していただく必要があるのかもしれない。今回の不良債権処理についても言えるのではないか。そのようにしなければ、おそらく停滞の時代における政策対応は難しいように思います。「責任」ということが一番のメインになるわけです。

### 規制緩和による成長は筋力がいい

現在の、規制緩和を中心とした構造改革の議論についても、私は、規制緩和を成長の最後の手段のように捉えるというのは不適切だと思います。むしろ、日本経済の成長率、あるいは潜在成長力が低下してきたからこそ、規制というのが必要なくなってきた。つま

り、各種の規制は成長を阻害していたのではなく、成長しなくなったから規制の意味が失われ始めた、言い換えれば成長しなくなったから規制の問題が顕在化し始めたのではないかと見ております。このあたりについてはいくつかの異論があるかと思えます。

その意味で規制緩和の意義というのは、あくまでも人々の選択肢の多様化にあり、その結果として成長が高まるかどうかは、結果論に過ぎない。つまり、成長するために規制緩和するのではなく、成長しなくなったから規制緩和するというのが筋だと思えます。

昔アメリカで規制緩和が盛んに唱えられたとき、アメリカの規制緩和推進派の学者が航空会社の例を出して、規制緩和の効果を強調した。エアラインというのは、運賃も自由化して路線参入も自由化すれば、その効果はものすごく大きい、と主張していました。

そのとき「規制緩和の効果が発揮できるのは、エアライン以外にどんな産業があるか」とたずねたときに、その学者は十分ぐらい沈黙したあと、「ガーベージコレクション」つまりゴミ収集業だと答え、それ以外に思いつかなかつた、といわれています。つまり、規制緩和をすればどうなっていくのか、ということについてはなかなか具体的に語られなかつたという一つの証しだと思います。

いま日本の中で規制緩和として多くの人が唱えるのは、情報通信の分野です。「それ以外に何ですか」と聞くと、「大店法だ」と。「大店法を緩和するとどうなるのか」と聞くと、この前もテレビである規制緩和論者は、「ロードサイド店が増える」というような言い方しかできなかった。それ以外にあるかと言うと、ぐっとつまって次が出てこなかつた。

私は規制緩和を否定しているわけではありません。規制緩和というのは進めなければいけないと思いますが、しかしそれをあたかも成長のラストリゾートのように位置づけると、かなり期待が裏切られるのではないかと見ているわけです。

それと同時に、規制緩和にともなう必要なのは規律と責任を明確にする競争秩序だと思えます。規制緩和といえはすぐ大店法だと言われますので、これを例にあげると、例えば昨年あたりにカビの入ったミネラルウォーターであるとか、中国からの輸入米をコシヒカリだといって袋に詰めて売っていたのは、個人の商店ではなく、ほとんどが大手のスーパーだったのです。

つまり、大手のスーパーは確かに安いものを売る、価格破壊の先行者になつてくる。しかし、製品の品質に関してどれほどの責任を

持っているのか。私は別に個人商店を保護するわけではありませんが、近所のお米屋さんとか酒屋さんは、このようなものはまず売れません。なぜならば、一回そのようなミスをするとその店はつぶれてしまうからです。ところが大きなスーパーは、新聞に一片の謝罪広告を出して製品さえ回収すれば、昨日と同じように営業を続けられるわけです。

規制緩和を進めるのであれば、少なくとも一罰百戒のルール、つまり自由に伴う責任、競争規律を明確にする必要があると思います。

### 統計より人を見た政策を

私は日本の政策は、これまでは「森を見て木を見ない」政策であったと思います。木を見て森を見ない、という言葉がありますが、これは細部にこだわり全体像を見失うことをいさめた言葉です。ところがこの言葉を、そのまま日本のマクロ経済政策に適用していくのは、これからはだんだん難しくなっていくと思います。

今までの政策は統計を見て人を見ない政策であった、と言えるかと思う。それでも何とかうまく運営できたのは成長ができていたからだと思います。しかし、成長が止まってし

まった、あるいは成長が期待できなくなってきた社会の中で、統計を見て人を見なければ、政策の意味もほとんどなくなるのではないかと思います。

失業対策とか雇用対策を見ても、失業率の改善は一生懸命訴えるけれども、失業者の救済についてはあまり語られていない。成長が高くて失業率が低い状態のときには、失業率を改善することは、ほぼ失業者をなくするという政策に等しかったので、失業率の改善というのは正しい政策だったかもしれない。しかし、現在のように三・五%を超えるような高失業社会になると、どんなに失業率を改善しようとしても、二百万人近い失業者が常に存在する。そうした人たちをどうするのか。まさに、失業率の改善ではなく失業者の救済を焦点にした政策に転換していかなければいけない。

福祉政策についても、政府は負担率の抑制ばかりを気にしている。その結果が中福祉、中負担という虚構の政策です。中福祉、中負担というのは言葉の上では成立しますが、現実にはどうなっているかと言えば、元気なお年寄りにとっては高福祉低負担、寝たきりになると低福祉高負担、合わせて中福祉中負担というのが、いまの実態です。

つまりいざというときの安心が全く確保さ

れていない。だからみんな使い切れないほどの財産を抱えて死んでいくわけです。それを政府が最終的には相続税という形で吸収するので、政府はバランスがとれているかもしれない。ませんが、個人はたまったものではない。そういう意味でも負担率の抑制ではなく、一人ひとりのお年寄りが、いざというときに安心できるプランを考えていかなければならない。

同じようなことが今の金融政策にも言える。金利とかマネーサプライとか、金融市場をコントロールする政策はもちろん大切なわけですが、中小とか個人企業の資金のオペラビリティをどのように確保していくのか、ということがこれからの日本経済の中では非常に重要な課題になってくる。そのためには、健全な債券市場、あるいは株式市場を育成していく必要があると思う。

そのほか予算査定においても、少なくとも毎年二割とか三割ぐらいの支出内容については、ゼロベース査定をするような形で、予算も変えていく必要がある。

このように停滞元年の政策ビジョンはかなり厳しいわけです。しかし、これまで行われてきたような、統計を見て人を見ない政策ではなく、人を見た政策に変えていかなければ、これからの日本の政策はうまくいかない

のではないか。

最後に戦後のアンシャンレジーム（官僚機構）を解体する市民革命について申しあげます。

二十世紀最後の十年を世界は冷戦の終焉とともに迎えて、日本はバブルの崩壊とともに迎えたわけです。この二つの相違が、世界と日本の距離を広げているのではないかと見ています。

冷戦の終焉を契機に、世界経済の構図が大きく変化してきている。東西の壁を越えるだけではなく、南北の経済格差をも越えるような、かなり大きな世界経済の新しいレジーム作りが始まっている、と思われまます。つまり、ほとんど地球が一つになるような形で、世界経済の新しい秩序がつくられている。

そうした秩序がこれから形成されていく中で、日本経済の持っている現在の五兆ドルという経済力は、とてつもなく巨大である、ということを私どもは自覚する必要がある。この五兆ドルというとてもない経済力、このあまりに巨大な経済力をなお持続的に拡大していかなければ、国民に安心した、あるいは安定した生活保障ができないとするなら、いったい戦後日本における五十年間の経済成長は何であったのか、という疑問が出てくるわけです。私は、何のための成長なのか、そし

てだれのための成長なのかを問い直す時代を迎えているように思います。

ここで私が主張したいのは単なる悲観論でもなく、清貧のすすめでもありません。二%弱の成長でも成立するように、すべての経済プログラムを書き直す必要があるのではないかとこのことを申しあげたいのです。

なぜそういう言い方をするかといえば、二%弱の成長でも成立するプログラムは、当然ながら三%成長でも成立する。四%でも成立します。三%、四%成長したときには、その分はポーンナスとなって国民に返ってくる。しかし、三%とか四%の成長を前提としたプログラムは、二%になればすべて破綻してしまふ。破綻したつければ、国民がさらに働き負担しなければ、償なえない。

私がいま自分の給料袋から引かれている厚生年金の掛け金を見て、これで自分の老後が安全だとは全然思わない。それを安泰だと思わせているのが、成長率というものに対して、過度に依存した今までのプログラムではなかったか。

我々は高めの成長率ではなく、それを低くしても成立するプログラムに、個人も企業も政府も、書き換えていくことが、いま求められている気がします。それが停滞元年ということでは考えなければならぬ大きな課題だと

思います。

（文責・編集部）

高橋伸彰氏（たかはし・のぶあき） 一九五三年生まれ。早稲田大学政経学部卒。七六年日本開発銀行入行。調査役、名古屋支店企画調査課長などを経て、九四年から設備投資研究所主任研究員。著書に『設備投資と日本経済』（共著）など。