

# 日本記者クラブ会報

■一九九七年一月八日（水）研究会「経済見通し」

## グローバルスタンダードへの脱皮

原田 和明

（三和総合研究所理事長）

冷戦後急速に拡大した経済のグローバル化と、成長センターとしてのアジアの躍進の中で、日本型システムは機能不全に陥ったとみる。九七年度経済は循環的には景気回復局面にあるが、財政などの逆風に加えて、構造要因が足かせになり暗い。しかし、今年肝心なのは、日本がグローバルスタンダードに向けて、どの程度改革に踏み出せるかなのだ、と。

構造論の立場から日本の問題を考える場合に、この十年近くの動きの中で、二つの年をエポックメイキングな年として考えるべきだろうと思っています。一つは一九八五年であり、もう一つは一九九〇年といってもいいし、九一年といってもいいんだろうと思います。

### 群を抜く対中直接投資

どういう意味かと言えば、八五年はブラザ合意が成立して、先進国における為替調整がスタートした年です。その結果、日本の為替レートが当時二四〇円前後だったのが、三年

東京都千代田区内幸町一丁目  
日本プレスセンタービル  
◎社団法人 日本記者クラブ  
電話 〇三三二五〇三二七二二

経たないうちに一二〇円台の円高になった。その過程において、円高対応ということ、日本の企業が海外にどんどん直接投資をした。中でも特にアジアに向けて直接投資をしたことが、アジアの八五年以降における急速な発展に結びついたわけです。ご承知の通り、マレーシアのマハティール首相が、日本からやってきた百年に一回のチャンスであると言いながら、それを活用してアジアが世界の成長センターとしての評価を持ち始めた時期だと思うわけです。

より重要なのは一九八九年にベルリンの壁が崩壊して、九一年にはソ連邦が姿を消してしまったことです。その冷戦構造の崩壊以降において出てきた大きな流れがナショナリズムであり、リージョナリズムです。とりわけ経済の側面から非常に重要なのが、グローバルイズムです。グローバルイズムというのは、言うまでもなく資本、モノ、情報が国境を越え

### グローバルスタンダードへの脱皮Ⅰ

原田 和明

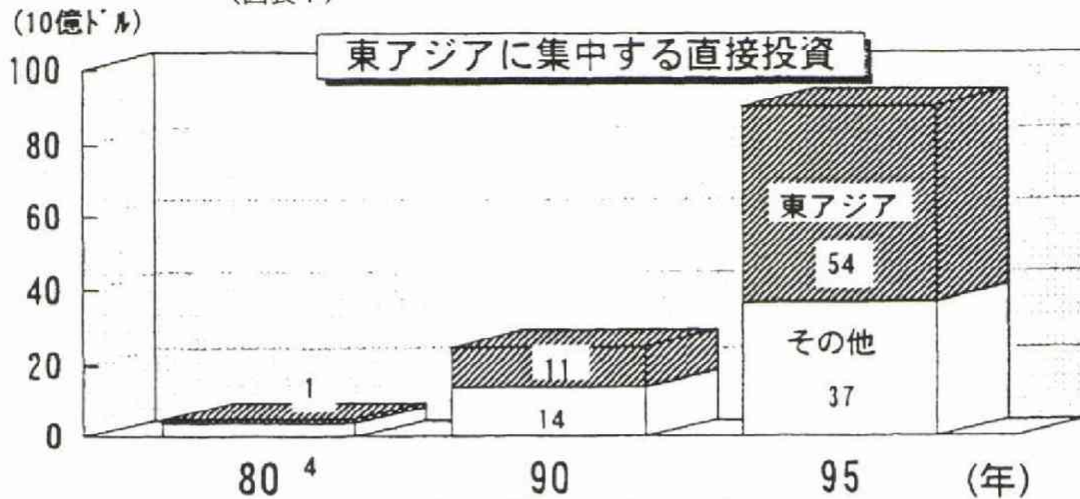
（三和総合研究所理事長）

#### 深刻化する長期的課題

11

ロバート・フエルドマン  
（ソロモン・ブラザーズ・アジア証券  
東京支店マネージング・ディレクター）

(図表1)



(注)・ここでの東アジアは、韓国、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、中国、カンボジア、ラオス、ミャンマー、モンゴルを指す

(図表2)

IMFの世界経済見通し(1996年9月)

暦年	実質GDP成長率(%)			
	94	95	96(予測)	97(予測)
日本	0.5	0.9	3.5	2.7
米国	3.5	2.0	2.4	2.3
ドイツ	2.9	1.9	1.3	2.4
アジア	8.2	7.9	7.3	7.3
世界	3.7	3.5	3.8	4.1

(注) アジアについてはADB(アジア開発銀行)96年11月見通し

「東アジアに集中する直接投資」(図表1)という棒グラフを見ると、世界の直接投資が東アジアに急速に集中している姿がはっきりと表れています。九五年の数字を見ますと、この棒グラフ全体が発展途上国に対する世界の直接投資になるわけですから、

て自由に動くことです。そこで、いったいお金がどういう動きをしたかというところ、八五年以降から世界の成長セクターという評価を得てきたアジアが、資本にとつてもっとも将来有望で、リスクも比較的小さいという意味での、最大の候補地になったわけですね。

れども、その中で斜線を引いた部分が東アジア向けの直接投資です。金額にすると五百四十億ドルぐらいです。実はまだ統計数字が固まっていないのですが、大ざっぱに見て六割強が中国向けの直接投資になっていると思います。まだ公的數字は九四年までしか出ておりませんが、おおむねそんな感じですね。

このグラフからお分かりいただけますように、グローバルイズムの結果として、さらなる直接投資がアジア、なかんずく中国に向かって流れ出し、これがさらにアジアの国々の成長を高める動きにつながった。私はそのように認識しています。

このようなグローバルイズムとアジアの躍進の中において、戦後五十年間続いていた日本的システムが機能不全に陥ったのではなからうかと思えます。確かに現象的に言えば、バブルの崩壊と、それによるバランスシート調整というものが根底にあつて、いまの日本経済の弱体化が生じたということには、私も異論はありません。しかしもっと根本的に考えれば、そういう大きな世界の流れの中で、日本が舵取りを誤ったことにいまの根本的な問題があるのだらうと思うわけですね。

したがって、結論的なことを言えば、日本の経済が血を流し、あるいは相当の痛み



を伴う大手術をしなければ、二十一世紀に向かつての日本の復権はあり得ないのではないかと思います。次第です。

ここで世界経済の動向に目を転じますと、総括的に言えば「拡大する世界経済」「高成長続くアジア」「復活した米国」「凋落気味のわが日本」ということになるのだろうと思います。

IMFの世界経済見通し(図表2)を見てください。これはまだ九月までしか出ていないのですが、アジアだけは十一月のADBの数字が入っています。九月時点においては、IMFは日本が暦年九六年は三・五%、九七年は二・七%という数字を出しておりますが、これが極めて楽観的に過ぎることは申すまでもありません。米国については、九六、九七年と安定成長路線という言い方ができるかと思えます。

一方、アジアについては、これは一番新しい予測値ですが、九四年以降、低下傾向をたどっているけれども、これは一時的な金融引き締めその他の影響によるものであり、ポーランド・クルーグマンなどがあるようにアジア経済が一つの壁に突き当たったとは私は見なしません。後でこの報告いたしますように、依然として今後も世界の成長センターとしてのアジアの地位は不変であるし、さらなる発

展段階に入る可能性が強いと思うわけです。

ヨーロッパについて簡単にコメントをさせていただきます。EUの欧州通貨統合は実現する公算は高まっているし、恐らく実現するだろうと考えています。しかしそれは結局、政治の力による強引な統合になるのではないかと思うわけです。コール首相とミッテラン大統領との間での、東西ドイツ統合とEMUのパートナーといったような密約説もあります。そういう意味で、おそらく政治的に実現する可能性が極めて高いだろうと思うわけです。その真の狙いは何かと言えば、いまのヨーロッパがあまりにも福祉政策に片寄りすぎているために、構造的な高失業率から抜け出すことができない、といったような問題とやらんでくるのではないかと思います。

EMUを政治的に実現していく背景にある真の狙いは、過大な福祉政策を是正することにあるのではないか、そんな感じを大変強く持つわけです。ただ、政治的な力でEMUを発足させて、果たしてその後うまくいくかと言え、経済法則から見ても、かなり深刻な問題を巻き起こす可能性もあるのではなかろうか。EUは全体としての経済動向の指標として、成長率と失業率をあげていますが、EU全体の失業率はドイツ、フランスなども含めて、一〇%を超える二桁台の高失業が続いて

いるわけです。

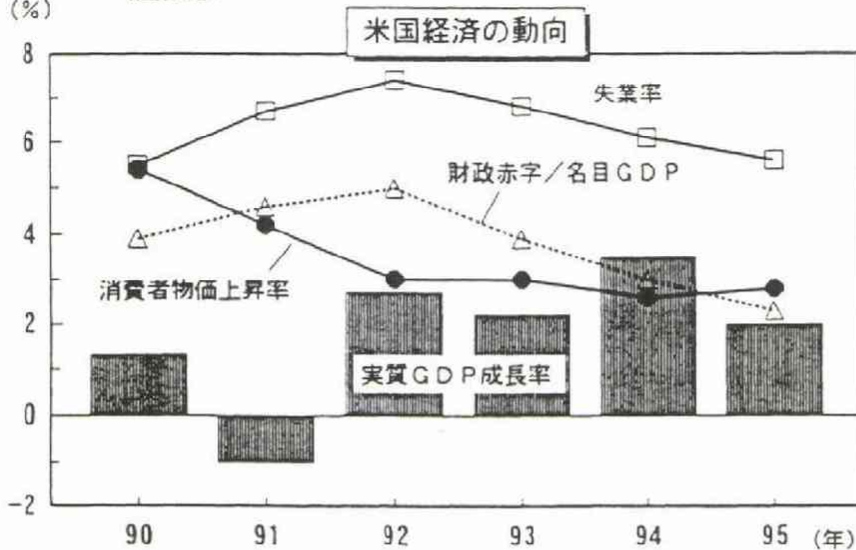
### 構造的に強化された米国経済

さて、アメリカですけれども、私はかなり楽観的です。いまのアメリカは、物価は安定基調で、景気は堅調な拡大を続けると見なし、間違いのないだろうと思っています。米国内産の競争力を強め、安定成長を支える主因は、情報化の進展だと思っています。

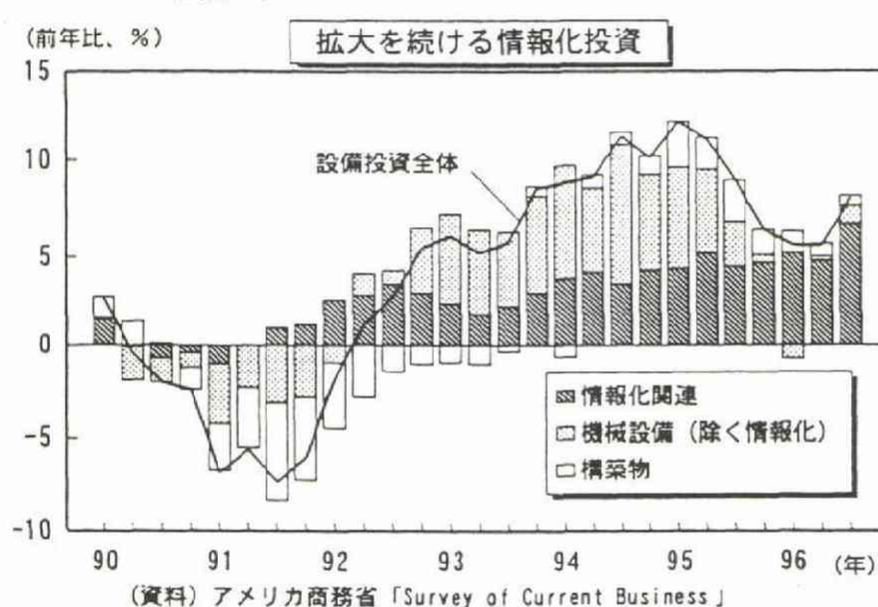
例えばインターネットの接続ホスト数をみましても、アメリカが昨年の一月時点で六百万台前後であるのに対して、日本では三十万台前後です。アメリカの人口が日本の二倍と見なせば、一人当たりの普及率で言えば、アメリカは日本の十倍になります。いろいろな情報関連の指数を対比してみますと、だいたいい四倍から十倍ぐらいの格差が日米間にあるのが現状です。

そのことを念頭に置きながら、「米国経済の動向」(図表3)を見てください。棒グラフが実質GDPの成長率で、九二年以降二%強の状態が続いてきています。失業率は九二年の七・四%をピークにして毎年改善歩調をたどり、現状は五・三%という水準になっています。名目GDPに対する財政赤字は九二年が五%でしたけれども、その後は毎年低下

(図表3)



(図表4)



してきました。九五年は二・三%の赤字というふうな、四年連続で絶対値も比率も改善方向に向かっています。それから消費者物価ですが、これも九二年から、ほとんど三%前後の横ばいです。こういうマクロの数値からだけ診断したところでは、極めて順調な形であ

ると思います。次に設備投資を見ます。先ほど安定成長の主因は情報化の進展だと言いましたが、この分野ではアメリカが完全に世界の中のリーダーを確立したといつてもいいのではないかと思います。設備投資の推移表(図表4)を見

ていただくと、驚くべき数字が目につきます。

黒い斜線で引いているのが情報化関連の投資ですが、設備投資全体の伸びに対する寄与は、最近では八割近くまで高まってきています。機械設備とか構築物の比率は非常に小さなものになっているわけです。

アメリカでは、このように四年連続して設備投資が大きな成長をした例は、過去においてはほとんどない。ところがこの表に見られる通り、情報化関連の設備投資が非常に盛り上がってきている。これがアメリカ経済の順調な発展の原動力になっているわけです。今後さらにデジタル革命が進んでいくことを考えますと、アメリカの設備投資は、情報化投資を中心にして今後も高い伸びを続ける可能性が大きいのではないかと思います。

これとの関連で「企業の研究開発力の日米比較」というアンケート調査があります。九一年では、化学と医薬品を除くと、その他の分野では概ね日本がアメリカを凌駕していたわけです。これが九四年になりますと、鉄鋼と機械で多少日本の方が優位ですが、その二つを除くと、日本はアメリカと拮抗しています。一番重要なポイントとして通信電子の分野で、いままでは多少日本が優位だったのが、わずか三年間ぐらいの間にアメリカ優位



に変わってきています。遺憾ながら日米の技術開発力の面においても、格差が出てきたと言わざるを得ない。

もちろん、アメリカの社会には、多くの問題が山積しているわけです。ドラッグの問題、エイズの問題、あるいは銃砲の問題と、いろいろあるわけです。しかしながら、経済全体について考えてみますと、この数年間アメリカ経済は構造的に強くなってきたのではなからうかと思うわけです。

そういうことを背景に考えると、いま六千六百ドルを超えた株価も——一部には大暴落を懸念する方々もいますし、それを頭から否定することはできません。上昇のテンポが早すぎるといことは事実だと思えますけれども——私はこれが下落するとしても、それはいわゆる調整局面になるのだらうと思うわけです。また六千ドルを割るような事態があるかもしれませんが、一九八七年十月のブラックマンデーのような事態が起こるかと言われれば、私はその可能性は非常に小さく、もしも混乱が起こるとすればむしろ日本発になるのではなからうかと思うわけです。

では、アメリカ経済にとって、いま何が泣き所なんだろうと考えてみますと、一つは原油があります。WTIがバレル当たり二十六ドルくらいになっていますが、これも大きな

致命傷になるほどのインフレ要因にはならないだろうと思います。それから個人の債務負担が非常に大きくなっているという問題があります。けれども、これも従来のピーク時とほぼ拮抗するくらいのところに来ているというところでして、すぐにアメリカ経済がおかしくなるという可能性は非常に小さいだろうと思います。

このようにアメリカ経済を見てまいりますと、基調としてはアメリカ自体の構造、産業の競争力が強くなつてきており、当分は安定成長路線を続けていく可能性が強いのではないかと展望しているわけです。

### 高成長続くASEAN

次にアジアです。総括すると当面、輸出の不振から減速気味だが、政治的混乱のない限り、今後も世界の成長センターとしての地位は不変だと考えています。

このところNIEsもASEANもそれぞれ様相が変わってきました。NIEsの場合には先進国入りに向かって産業構造の高度化という問題にぶつかり、韓国も少々苦勞している。韓国については、景気の減速が続く、半導体市況のこれからの回復がどうなるかというところが力ギではないでしょうか。いずれ

にしても、NIEs四力国は、先進国を目指す中で一つの壁にぶつかっている、というのが現状ではなからうかと思えます。

香港につきましては、年初のテレビ番組や新聞などを拝見していると、返還を控えた香港についての記事が多かったわけですが、私は基調的には楽観的に考えております。むしろ中国返還後は回復基調の景気を後押ししていくのではないかという感じがします。一部には大変な悲観論もあります。一国二制度という体制が五十年間確約されていますけれども、それを十分に信頼している人はおりません。昨年、私は北京に参りまして、中国政府の首脳部の人からいろいろ意見をうかがうチャンスがありました。一番印象に残っているのは、「香港という金の卵をうまくコントロールできなければ、つまり香港統合に中国政府が失敗すれば、中国共産党自身もそれによって消滅の運命をたどるかもしれない。だから我々は中国共産党の命運をかけて、香港の問題を成功させていこうと思っているんだ」という声です。

香港をつぶしてしまおう、つまり金の卵を殺してしまつたのでは、中国のこれからの発展はあり得ないということは、私が接した限りにおいて、中国政府の中で非常に強い考え方になっているように思われるわけです。ま

た、香港返還が成功しなかった場合には、台湾の統合も困難になっていく、ということも絡んできます。

したがって、基調的に言えば、返還後の香港では何も変わったことは起こらない。

むしろ経済的には安定が続くのではないかと思います。しかしただ一つ、中国政府の人たちと話したときに感じた危惧があります。それは彼らが資本主義経済というのはどういうものであるか、市場経済というのはどういうものであるか分かっていないという点です。したがって、彼らが金の卵を殺すつもりでなく行った施策が、いわゆる市場の反乱によって政策とは逆の結果をもたらしてしまう、という懸念は残っていると思うわけです。好意や善意で行った共産党政府の政策が裏目に出て、結果的に香港から資本や人が流出してしまうということ懸念しているわけです。

ASEANについて一言で言えば、高成長が続くということです。ただしその中で、労働問題が復活してきているタイとかマレーシアの問題、ラモス政権下でかなり経済が進展してきているフィリピン、というような明暗の違いはあります。しかし、ASEAN全体は今後も高度成長を続けることは間違いないだろうと考えています。

中国について注目すべきは、この秋に開か

れる第十五回共産党大会ではないかと思えます。いまの基本路線が変わると思われませんけれども、二十一世紀に向けての体制や方針がこの大会で決定されるわけです。そこでどういう動きが出てくるのか注目される。おそらく、江沢民主席が体制強化に成功するのではなからうかと思うわけです。現在は一応インフレを抑えて、経済的には多少好転の方向に向かつておりますけれども、懸念される経済面の課題、国有企業の改革とそれによって生じる失業問題、都市と農村の所得格差の拡大、人口増圧力と食料・エネルギー環境問題など、依然として残っています。

ただ、中国の産業構造も相当大幅に変わってきています。企業形態を見ても、九〇年では外資その他による企業が四・四％、個人企業が四一％で一番問題になっている国有企業が五五％近かったわけです。ところがこの五年間の間に、個人企業や外資系企業の比率が非常に上がりまして、国有企業の比率は三四％まで低下している。一番大きなネックになっている国有企業の改革が比較的順調に進んでいると言えるのではなからうか。

以上、簡単にアメリカ、ヨーロッパ、アジアについてお話ししたわけですが、アメリカ・アジアとも大変にビビッドな発展を遂げている。しかし、わが日本だけがどうも歯

車が狂ってしまい、まったく孤独な状態になっているような感じを強く受ける。

### 減速避けられない日本経済

そこで今度は日本の問題に移ります。まず現状の景気ですけれども、日銀の短観と三和の短観、その他の指標をあわせて考えますと、ストック調整の進展、設備投資の回復、低金利と円安が収益増加に寄与していることなどに加えて、消費税引き上げ前の駆け込み需要もありまして、夏場以降の公共投資の大幅減少を差し引いても、現状は緩やかな景気回復路線にあるという見方には、私も異論はありません。

ただ四年くらい連続してゼロ成長に近いような低成長が続けてきた日本経済が回復過程に入ったとすれば、景気循環論的に言えば、九六年の景気は相当力強い回復を示してしかるべきです。これがなぜ「緩やかな」という表現をつけないといけない状態にあるのか。

さらに、公定歩合が〇・五％という超低金利が年金生活者や金利生活者に大きな影響を及ぼし、財投関係などにも歪みが生じているにもかかわらず、日銀が引き上げるための景気の先行きについての確信が持てないところ



に、むしろ問題の根深さがあるのではないかと思うわけです。

そういうことを念頭に置きながら、九七年度の日本経済を考えてみます。結論的に言えば九六年度が二・五%から三%弱ぐらいの成長率を実現するのに対して、九七年度は一%前後ではないかと展望しています。私ども三和総研の公式の見通しとしては、実質GDP成長率は九六年度が二・六%で、九七年度が一・三%です。私自身はもうちょっと低くて、一%前後というのが妥当なのではなからうかと考えています。

なぜそんなに九七年度の経済を悲観的に見るのか。循環的には景気の回復期にあるけれども、財政・金融・為替の逆風や構造的要因が景気の足かせになって、前半悪いことはほぼ確実であり、後半になってもなかなか回復基調には向かわないのではなからうかと思われるからです。マイナス要因についてファクター別に説明してみます。消費税の引き上げ問題は言うまでもないうえに特別減税の廃止が加わりました。両者で約七兆円の金が国庫に吸いあげられることになり、それだけ消費購買力の減少につながります。

金融政策につきましては、〇・五%の公定歩合がさらに下がる可能性はないわけです。つまり、金利は上がることはあっても下がる

ことがない、という意味でネガティブファクターになるのではないかと思います。九六年度については、この超低金利が企業収益へプラスにはたらき、住宅建設の促進にも非常に効果的だったわけですが、そういう要因が九七年度においては期待できません。

九七年度の為替レートは一〇五円から一二〇円ぐらいの間で、方向としては円安基調であろうと考えているわけですけれども、これがどう動くかによって、経済に与える影響も相当変わってくるだろうと思っています。

財政については、九六年度は九五年度の十四兆二千億円という巨額の補正予算による公共投資の効果があつたわけですが、九七年度の緊縮財政では公共投資も二兆円前後で前年度と比べて減少するようです。そういう意味で、財政もやはりマイナス要因になるだろうと思います。

プラス要因としては、企業が一生懸命リストラをしていること、それからストック調整の進展があげられます。また、情報家電といわれるパソコンやカーナビゲーターとか新しいカメラなどの情報化にかかわる商品の売れ行きが、消費を支えるのみならず設備投資にも好影響を与えていると思います。プラス要因としては、どうもこのくらいしかないのではない

いか。

## 浮揚を妨げる構造的な要因

さらに構造的な制約要因がいくつか指摘できます。まずアジアの躍進を背景にした製品輸入の増加と設備投資の海外流出という問題があります。この二、三か月の貿易収支には異なる動きが出ていますが、基調としては依然として変わらない。設備投資の海外流出はわれわれの知る限り、多くの企業が一二〇円くらいまでであれば既存の方針は変えないと聞いております。そういう点では、この流れは依然として続くだろう。

第二に基調的な供給過剰があります。バブル経済のときに、三年連続して二桁台の設備投資の伸びが続く、わが国の供給余力が大きくなり高まったわけです。バブル崩壊後の一時期は、二十四、五兆円の需給ギャップがマクロの面から推計できるといって戦後最悪と言われるような事態にありました。それがいま徐々に改善はされていますけれども、基調的な供給過剰傾向は依然として続くのだらうと思います。

例えば国内での自動車の生産能力は千五百万台くらいあるのではないのでしょうか。それにもかかわらず、国内における生産は九六年

度においても一千万台ちよつとでして、いくらか増えても千二百万台を超えることはないのではないかと思います。九六年度の自動車の設備投資が伸びているのはR・V車用の新しい設備投資が必要だったからですけれども、果たしてこういう状態が九七年度においても続くかという、なかなか前向きな判断にはなれない。いわゆる技術革新投資だとか、更新投資などが行われるとしても、本当の意味での能力増強の投資というものはほとんど出てこない。

そういう意味から考えると、設備投資の動きは九七年度の経済の一つの力ぎを握っていると思うわけですけれども、盛り上がりは難しいのではなからうかと思うわけです。せいぜい六、七%くらいの伸び率だとすると、その他の個人消費の足踏み、住宅投資の減少、公共投資の大幅減という要因を考えると、設備投資が牽引力になって九七年度の景気を押し上げるということは、ちよつと難しそうに思われるわけです。

構造的制約要因の三つ目は高失業率の問題です。三%を超える状態が続いています。企業はリストラを続けていますが、依然として企業の中には潜在的な過剰雇用が存在しており、いまの三%台の高失業率が多少は是正の方向に向かうにしても、二・五%を割るとは

考えにくいのではないか。この高失業率が個人消費の制約要因になるのではないかと思えます。一般の方々、先行きの不安を覚えて、簡単に財布のヒモをゆるめなれないということにつながるのではないかと思うわけです。

このように考えますと、設備投資が仮に六、七%の成長をしたとしても、全体としての成長率はかなり低くならざるを得ないだろうと思うのです。

それでは全然明るい面がないのかということになりますが、日本経済の復活の決め手は、構造改革の推進以外にはないのではないかとというのが、私の結論です。橋本総理は正月に教育問題を入れて、六つの分野における大改革を実行すると言われました。特に金融システムの改革についての原則としてフリー、フェア、グローバルと言われた。これは六大改革を通じての原則と見なすこともできるだろうと思うわけです。

この三つの原則を推進していくためには、国と民間の両者において、相当の意識改革が行われ、痛みに耐えて改革を実行していくことが国民の総意となり、政治、行政の本当の目標とならないと、なかなか難しい。これが行われれば、だいぶ情勢が変わってくるのではないか。

## 破たんしたフルセット生産方式

次に、構造変化の進展について三点申しあげます。一番目に貿易構造の変化、二番目が規制緩和、三番目に二十一世紀への展望と、私なりの考え方をまとめてみます。

まず第一点の貿易構造の変化です。古い日本のシステムの一つの大きな特色として、輸出主導型の経済成長を過去五十年間、日本は続けてきたわけです。その基本的な方向として、フルセット生産方式によって海外にあらゆる種類の商品を、日本から集中豪雨的に輸出していくという姿が見られたわけです。これが世界のひんしゆくを買った面もある。それこそ繊維、家電から始まって、ハイテク産業に至るまで、あらゆる分野の商品を海外から輸入した素原材料をもとにして完成品を作り、付加価値の高いものを海外に出してきました。これをフルセット生産方式と言っていると思いますが、これがアジアの躍進によって破たんしたと言って大過ないだろうと思うわけです。今後はアジアとの水平分業の方向に向かつていかなければならない。そういう問題に、いま突き当たっているんだろうと思うわけです。

輸出入構造の変化を示すグラフ(図表5)を用意しました。まず「財別輸出構成比」を



見てください。七〇年以降の日本の輸出構造はこういうふうに変わってきているわけです。第一に工業の素材材料などがシェアダウンしている。それから耐久材の中でもテレビとかVTRなど、東アジアの国々が生産段階に入ったものは急速にシェアダウンしている。その反面、海外の工場を立ちあげるために必要な部品等のいわゆる資本材、またそれをつくるための工作機械、半導体といった分野においては、ご覧のようにシェアアップが見られるわけです。

「輸入構成比」の方で一番注目されますのは実線で示した製品輸入比率の推移です。七五年から八〇年くらいの製品輸入比率は二〇%程度だったわけですが、最近では六〇%くらいまで上がってきているわけです。

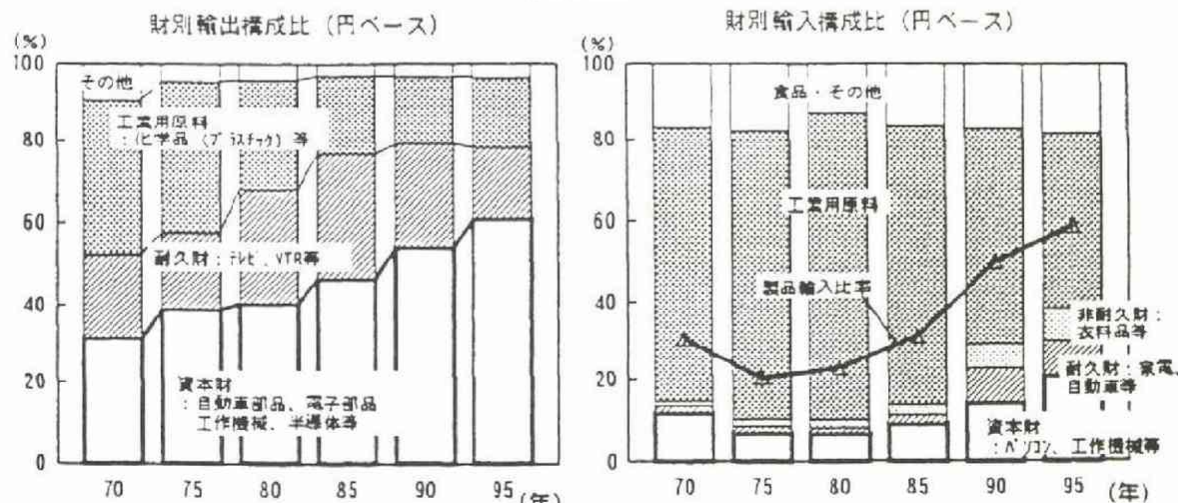
このように、アジアの国々からの製品輸入によって、日本国内の製造業が相当大きな圧迫を受けている。ただし、外交的な側面から見れば、こういう動きは日本がアジアの一員として進んでいくためには望ましいという評価もできるわけです。そういう意味から言えば、これからの日本はアジアとの水平分業に力を入れていくべきです。例えば、日本は最もレベルの高い先端技術産業の分野を担当する。汎用的な技術関係の分野は韓国とか台湾が受け持つ。家電製品などについてはASE

ANの国々が受け持ち、さらに労働集約的な繊維産業その他については、ベトナムやミャンマーといったところが受け持つというふうな、いわゆるアジアの中における水平分業、あるいはアジア全体としてのフルセット生産方式という方向に進まざるを得ないだろうし、そのことが日本にとってのプラスにもなっていくのではないかと思うわけです。

第二点は規制緩和です。規制緩和は景気に対して簡単に効果が出ないという声もありますが、即効薬の側面というのは多分にあるだろうと思うわけです。例えば、国境を越えた競争が規制緩和によって激化してくれば、内外価格差が是正され、実質的な消費購買力が増加することが考えられます。また規制緩和による新規産業の参入が設備投資の促進にも結びつく。

もちろん半面では、規制緩和をすれば従来既得権益に頼っていたような企業の中では経営力による格差が鮮明になってくるということも当然言われているわけです。しかしながら、例えば経済企画庁の資料で、規制緩和の経済的効果を九〇年から九五年度の平均値で見ると、GDPの約一・七%という数字があがってきているわけです。もちろんこれにはかなり問題がありまして、規制緩和の結果として落ちこぼれが生じるというようなネ

(図表5)



ガティブな面を入れておりません。若干規制緩和のPRを狙ったバイアスがかかっているようにも思います。ともかく、流通関係や情報通信などの分野を始めとして、規制緩和というのは経済の成長にとつても、かなり大きな即効性のあるプラス面があるだろうと私は思うわけです。

具体的に言えば、携帯電話がもう二千万台に近付きつつあるような現状があります。あるいは昨年の住宅関係では輸入材がかなり自由化された。容積率も緩和され、かなり価格も下がりました。ツーバイフォーなどによる住宅ですと、坪三十万を割るようなものになり出てきておりますし、三階建て住宅もだいぶ普及し始めてきている。大店法にかかわる問題等も含めて考えると、規制緩和は相当血の出る部分もあるけれども、全体として見れば景気に対する効果もかなりある、というふうに見ることができるとはなからうかと考えております。

そういう意味から言えば、橋本総理が本当に六大改革を民間と一体となつてやり抜けば、活力ある日本の復活というのは決して不可能ではないと、むしろこの点を強調したいと思うわけです。

## デジタル革命こそ復活の力

最後に二十一世紀への展望についてお話しします。ご説明するまでもありませんけれども、加速する情報通信革命がベースになります。

アメリカと同様に日本経済の復権のためには、情報通信分野における革命的な、いわゆるデジタル革命といったようなものが進展することが、一番の中核になるのではないかと思います。そういう意味では、パソコンやLANの普及によつてテレワーク人口が増加する。テレワーク人口とは、いわゆる情報通信に関連するような職業に従事する人を指しているわけですが、わが国におけるこの分野の労働人口は現在九十万人強だと思えます。これが二〇〇〇年ぐらいには三百五十万人程度まで膨らむという推計も出ているわけです。十何年前だったでしょうか、アルビン・トフラーが「第三の波」という本の中で、エレクトロニック・コテッジという概念を出しました。そういうふうな動きを含めて申しますと、例えば高齢者の方が出勤しないことが可能になってくる。そうするとテレワーク人口の増加が高齢化社会にも大きなメリットを与えて、ひいては社会構造の変化を加

速したり、雇用問題の改善に役立っていくのではなからうかと思うわけです。産業別に見ますと、情報通信を中心にして福祉、流通物流関係、サービス関連などの分野で高い伸び率が期待できるのではないかと思われているわけです。

いずれにしても、今年は本来に日本経済の構造改革をして、いわゆる日本の経済システムそのものをグローバル・スタンダードの方向に向けていかなければならない。これにはいろいろな異論もあると思うのですが、それをやらなければ、日本経済の先行きはお先真っ暗であつて、本当に曙光をみることができなくなってしまうのではないかと思います。

恐らくそれが九七年度の経済の姿を決するだけでなく、その後の二十一世紀に向かつての日本の命運をも決するといつてもいいのではないかと、相当の危機感を持ちながらお話をさせていただきました。

(文責・編集部)

原田 和明氏 (はらだ・かずあき) 一九三一年生まれ。東京大学卒。五六年三和銀行入行。取締役調査部長などを経て、八六年三和総合研究所専務。副社長の後、九三年から取締役理事。著書に「激変する世界経済の読み方」「銀行10年後への戦略」など。



■一九九七年一月六日(月) 研究会「経済見通し」

## 深刻化する長期的課題

ロバート・フェルドマン

(ソロモン・ブラザーズ・アジア証券東京支店)

マネージング・ディレクター

緊縮予算や消費税の税率アップ、特別減税打ち切りなどで、九七年度はいわばキャンディー切れの経済となり、成長率も1%を切るだろうとみる。政治的不安定から長期的課題への対応が遅れているとし、特に生産性の低下と深刻な財政悪化を指摘、日本衰弱のシナリオも示した。

九七年の景気ということがテーマですが、これはなかなか面白い問題だと思えます。今年のビジネスがどうなるかということだけではなくて、もうちょっと長い目で見た日本経済にとって非常に大事な年ではないかという気がします。

ここ二年間、景気がかなり良くなった。しかし、九二年、九三年、九四年はかなり景気が悪かった。どっちが正常で、どっちが異常かが九七年で分かってくるのだらうと思います。

問題は、政府がお金をばらまいて、本当の景気の回復になるかどうかということだと思えます。ここ一年半ぐらい、政府が使ったお金がかなり効いてきたということは事実だと思えます。子供にキャンディーなどの甘いものを与えればすぐ元気になるんですけれども、砂糖の分、血液の糖分が少なくなると疲れてしまうということもあります。九七年は果たしてそういう糖分が消えてしまう年になるかどうか。これが基本的な問題ではないかと思えます。

すでに私がどういう見方をしているかご存じかもしれませんが、そろそろ政府のばらまいたお金が切れてしまつて、糖分がなくなつて、景気がまた悪くなつてしまうことになるのではないかと思います。

### 糖分切れの九七年度経済

まず、図表1「日本経済見通し」をご覧ください。ただきたいと思えます。旧予測と新予測が載っていますけれども、新予測は九月の時点で作ったものです。その後いま新しい数字がたくさん出てきていますから、あと一週間ぐらいで最終版が出る予定です。

一番上の実質GDPの新しいところを見ていただきたいと思えます。九六年の新しいところは三・1%という数字になっていますけれども、これはデータの修正によって多少低くなる可能性があると思えます。九七年度は一・2%という成長率になっていますけれども、どうもいまの数字とか政策前提を考えますと、一%までいかないのではないかと。多分〇・九とか〇・八とか、そういうところまで下方修正される可能性が大きい。

なぜこのような悪い数字になるか。まず公的固定資本形成のところの原因だと思えます。かなりマイナスになるのだらうと思えます。

図表1 日本経済見通し (年度ベース)

	1995	1996F		1997F	
		旧 Old	新 New	旧 Old	新 New
実質GDP(国内総生産)	2.3%	3.2%	3.1%	1.4%	1.2%
国内需要	3.3%	4.1%	3.9%	1.2%	1.1%
・民間最終需要	2.5	4.5	4.1	1.9	1.9
・民間最終消費支出	2.7	3.5	2.7	1.8	1.8
・民間企業設備	5.1	6.3	6.1	3.4	3.6
・民間住宅	-6.7	10.9	14.8	-1.8	-2.2
・政府最終消費支出	1.6	-0.4	0.4	0.0	0.1
・公的固定資本形成	10.0	4.5	6.7	-4.0	-5.1
・在庫品増加 <sup>a</sup>	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1
純輸出	-1.0	-0.8	-0.8	0.1	0.1
・輸出	4.7%	4.8%	4.0%	5.5%	6.6%
・輸入	15.1	12.5	11.6	4.8	6.0
名目GDP	1.8	4.0	3.6	2.8	2.5
消費者物価	-0.1%	0.7%	0.3%	2.0%	1.7%
・消費税上げを除く	-0.1	0.7	0.3	0.5	0.2
卸売物価	-0.7	0.8	0.4	1.7	0.6
・国内	-0.9	0.4	-0.3	2.0	1.2
GDPデフレーター	-0.5	0.7	0.5	1.4	1.3
単位労働コスト	-0.8	0.1	-0.1	0.8	0.9
経常収支(兆円)	¥9.44	¥7.5	¥7.5	¥9.76	¥8.8
・対GDP比	1.9%	1.5%	1.5%	1.9%	1.7%
・貿易収支(通関)	¥9.09	¥7.4	¥6.4	¥12.75	¥8.9
対ドルの円相場(円)	¥96.4	¥108.5	¥108.8	¥105.0	¥105.9
原油価格(ドル・バレル)	\$18.3	\$17.7	\$19.3	\$17.3	\$16.1
長期プライム・レート	3.0%	3.7%	3.3%	3.9%	3.6%

注：在庫、純輸出ともに成長率の符号。E：ソロモン・ブラザーズ  
経済予測は9月末現在。

資料：経済企画庁、日本銀行、大蔵省、総務庁

す。真水で一兆円ぐらいの補正予算が出ると  
いう前提があったのですけれども、それより  
多少大きな数字が出る可能性があると思いま  
す。たいして良い数字が出ることはまずない  
だろう。ここではマイナス5%という数字を  
載せていますけれども、良くなってもマイナ  
ス四とかマイナス三ぐらいで終わるんじゃない

いかと思います。すなわち、財政政策、特に  
公共投資の成長率が落ちて、あるいはマイナ  
ス成長になるということではないかと思いま  
す。  
次は政府最終消費支出ですけれども、これ  
も〇・一%という、低い数字になっていま  
す。が、もうちよつと高い数字になる可能性  
もあります。

年末の予算案  
を見ますと補  
助金の伸びが  
四%前後とい  
うことらしい  
ので、消費の  
方もそれに支  
えられて多少  
高くなる可能  
性もあるのだ  
はないかと思  
います。  
このように  
支出から見  
た財政の方は、  
ここに書いて  
ある数字より  
多少高い数字  
が出たとして

も、全体で見ますとかなりのマイナス効果に  
なるのではないかと思います。

次は民間設備投資ですけれども、ここでは  
三・六%という予測になっています。最近の  
日銀短観などを見ると、だいたいこういうペ  
ースで動くだろうという気がします。輸出産  
業はこれだけの円安ですから、まず問題ない  
だろうと思いますけれども、懸念材料がない  
わけではない。例えば稼働率、どういうふう  
に計るかという問題が非常に大きいのですけ  
れども、この稼働率がどうも高くないという  
点があります。

企業収益が最近かなり回復しているのは事  
実ですが、水準はそれほど高いというわけ  
ではないのです。たとえば大蔵省の法人企業統  
計を見ますと、金融を除く全体の企業消費、  
すなわち経常利益の対GDP比率を見ます  
と、だいたいここ二、三十年間の平均値まで  
きているだけです。景気がピークアウトする  
ときに平均値までしかきていない。設備投資  
を加速するほどの収益の水準ではないという  
ことではないかと思えます。

また財政再建の動きが始まると、いきおい  
景気に関する懸念が出てきます。それに伴い  
企業マインドが悪化するということもありま  
すから、設備投資がそんなに強くなる環境で  
はない。



一方、この点でいいニュースはどこにあるかというと、やはり技術です。技術革新が非常に早い。その分の設備投資はどんどん続くだろうと思います。ですから、設備投資がマインナスになるというのはちょっと極端すぎるかなという気がします。

普通の計量分析の方法で設備投資は六%から七%の予測値が出ますが、どうもそれは強すぎるという気がします。

私は、技術革新という良いニュースと悪いニュースの比重を考えて、この数字を出しましたけれども、三・六%でも多少楽観的なという感じがしています。民間設備投資は景気を支える程度だろうという感じがしています。

次に民間最終消費支出ですけれども、ここで一・八%という数字を載せています。前提として、ちょっと古いのですけれども、まず消費税が上がり、特別減税の打ち切りはないだろうということを、この数字を出したときに考えたのです。でも、どうも打ち切りになるだろうという感じがですから、それが可処分所得を約〇・六ないし〇・七%ぐらい抑えることになります。したがって、この一・八%より多少低い数字になるだろう。一%前後だろうというのを、いま私は考えています。もう一つ社会保障の拠出金が今度上がりま

す。もうすでに十月から上がっているけれども、年間ベースでも可処分所得がかなり悪影響を受けるのではないかと思います。

消費税の引き上げの駆け込み需要は、最終的にどういう影響になるかは、ちょっと計りにくい。しかし、どうも九七年度に関しては良い影響ではないと考えなければならぬ。

すなわち、個人消費はここに書いてある一・八%までいかないということですから、もし一%になった場合に、これはGDPの六割くらいを占めるものですから、一%台のGDPの成長率が難しくなると思います。

次は純輸出ですけれども、ここでは、輸出は六・六%の伸びという数字になっています。為替レートは年平均で約一〇六円という

前提になっています。私は、いまの円安がおかしいと思っています。逆転するだろうと思っています。しかし、ここから逆転したとしても、年平均で一〇六円になるということにはちょっと難しい。ですから、輸出がもう少し高くなる可能性はあると思います。八%ぐらいじゃないかと思っています。米国景気もかなり強いし、欧州も回復が続くというわけですから、輸出市場の成長は悪くない。

問題は輸入が果たして伸びるかどうかわです。為替レートが一〇六円くらいだったなら、六%の輸入の伸びがあるだろうと思っています。すが、もしGDPが大きく下方修正になつ

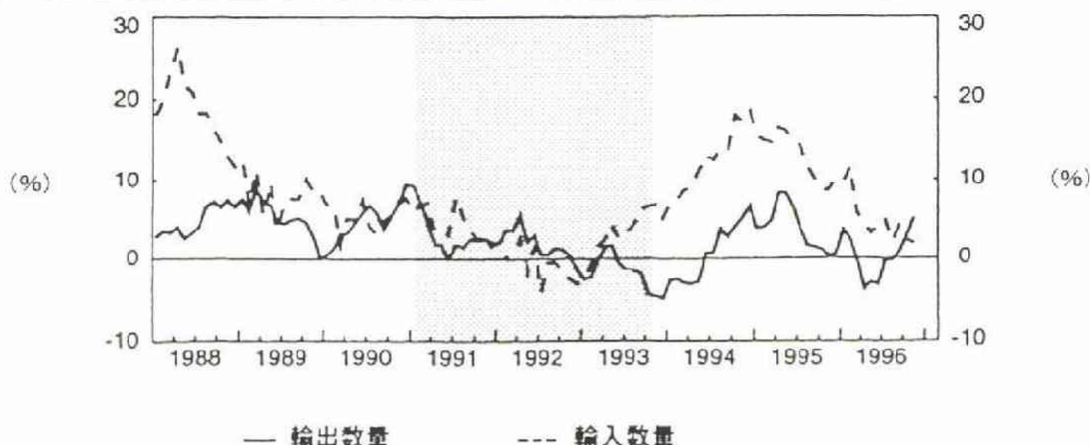
て、円がもうちょっと安くなった場合は、四%かそれ以下になるという可能性もあると思います。すなわち、いわゆる「はさみ効果」が生ずるということになります。

そうしますと、純輸出が、ここに書いてある〇・一になるのではなくて、〇・三とか〇・四とか、そういう数字になる可能性はありますけれども、とにかく景気を大きく支えるということはないのではないかと思います。特に消費が弱い中で、輸出あるいは純輸出だけに頼って景気がよくなるということは多分ないわけですから、ストローリーは同じで数字がちよつと違うだけだということと終わるのではないかと思います。

#### 円安反転のポイントは何か

こうなりますと、いつまで円安が続くかが、かなり大きな問題になります。輸出の数量がかなり伸びて、輸入の数量がかなり減るという中で、経常黒字が九六年のように低下するということはまずないと思います。ここに書いてありますように、経常黒字が九六年度の七・五兆円から八・八兆円に増加していくという予測をしていますけれども、これがもうちょっと高くなっていく可能性があると

図表2 日本の輸出入数量の伸び（前年比、3カ月移動平均）



資料：大蔵省

易摩擦にはならないと思いますけれども、ト  
レンドとしてはかなり上昇していくというこ  
ろがポイントだと思います。

次に図表2をご覧ください。輸出入数量の  
伸びのグラフです。私はこのグラフが大好き  
で、かなり前から使っていますけれども、こ  
こに、いわゆる「はさみ効果」が非常にはっ  
きり出ています。ここでは三カ月の移動平均  
を使っています。各三カ月期間の数量の伸び  
が載っています。十一月までの数字が載って  
いますけれども、十一月までの三カ月が前年  
に比べてどうなったかが実線と破線で表現さ  
れています。

はつきり分かりますように、輸出数量の伸  
びが輸入数量の伸びより高くなりました。こ  
れも最近の為替市場の関係者の間で、ちよつ  
と話題になっている点です。これからそれが  
さらに話題になっていくかどうか、肝心なポ  
イントだと思います。すでに石油価格が高く  
なっても前年比の貿易黒字がプラスになっ  
ているわけですから、かなりこれは為替に影  
響を与える可能性があると思います。ただし、  
平均で一〇六円になるというのはちょっと難  
しいわけですが。

ところで、物価はどうなるか。インフレと  
いう言葉はあまり使いたくないけれども、最  
近の動きを見ると非常に面白い現象がありま

す。日銀が九五年に金利を下げたとき、特に  
九月の金利引き下げのときには、インフレは  
かなりのマイナス水準になっていました。ど  
の指標を使うかにもよりますが、マイ  
ナス〇・三％とかマイナス〇・五％という数  
値もあります。

十一月の全国の生鮮食料品を除いた、コ  
ア・インフレをあらわす指標を見ますと、前  
年比でプラス〇・四％になっています。十月  
はプラス〇・二％でした。約一年間でインフ  
レが、かなりのマイナスから若干のプラスに  
なってしまったということです。東京区部の  
数字を見ると、それほど加速していません。  
むしろ前年比で、まだプラス〇・一％ない  
し、ほぼフラットという感じです。インフレ  
が、今度の消費税引き上げによって悪影響を  
受けるかどうか注目すべき点ではないかと  
思います。

もし乗値上げの雰囲気広がっていけ  
ば、これはかなり大事なポイントになると思  
います。特に債券市場は、ずっとこれから十  
年間インフレがまったくないと判断している  
わけですから、いやそうじゃないよという指  
標が出れば、これは市場にとってかなり大変  
なことだと思います。

私どもの消費者物価の予測を見ますと、こ  
れは消費税の影響を除く数字ですけれども、



九六年度〇・三％、九七年度〇・二％という数字になっています。修正した後は、これ以下になる可能性はないと思います。むしろ、もうちょっと高くなる可能性がある。とにかくデフレに戻ることはないということが大事なポイントだと思います。

日銀が公定歩合を〇・五％にしたときに、かなり大きなデフレがあったわけです。デフレがなくなつて、財政出動が効いてきて、景気は悪いけれどもデフレにはなっていないというのであれば、〇・五％という公定歩合をマクロ的な観点から、どうやって弁護するのがかなり大きな問題ではないかと思えます。特にいまの円安の中で、現在の金利水準を弁護するのは、マクロ的な観点から見れば難しいと思います。

さつき経常黒字は上昇するだろうと言いましたけれども、石油価格が大変大きな意味を持つと思います。十一月の貿易統計ではつきりしているけれども、前年比で円建ての石油価格が、五、六割ぐらい上がっているわけです。それでも貿易黒字が前年比プラスになった。ですから、石油価格が少しだけ下がった場合に、貿易黒字が、経常黒字もそうですけれども、ぐんと膨らむ可能性があると思えます。そうなった場合、これはもちろん為替に効きますから、非常に大きなポイントになる

と思います。

石油価格がここの二カ月ぐらい低下するというような環境ではないと思いますけれども、春になつてから石油価格が下がるだろうという予測もあると思います。そうなった場合に、これはかなり円相場に影響を与える可能性があると思います。経常黒字もそこから影響を受けるだろう。いまは原油が日本の輸入の中で占める比率は一〇％までいかない。ですから、十五年前ほど大きな割合ではないけれども、五割、六割ぐらい変わる石油価格の動きですから、一〇％のシェアでもかなり意味を持つていところだという気がしています。

要約しますと、九七年は景気がかなり悪くなつていくという中で、インフレはなくてもデフレには戻らない。経常黒字がかなりのペースで増加していく。そういうところだと思います。

政府の政策ですが、九七年はだいたい決まっているということだと思いますけれども、橋本首相が自民党をどの程度抑えていくかが注目点だと思います。恐らく九七年に関して大型支出政策が出るということではないと思えます。

積極政策の可能性は、むしろ九七年ではなく九八年にあると思います。なぜかといま

すと、多少シニカルかもしれませんが、ここ数年間の日本の財政政策を見ますと、かなりいわゆるポリティカル・ビジネス・サイクルで動いているという気がしています。すなわち、政治の日程によって財政政策が決まってきたという気がしています。十四兆円の補正予算が出た九五年は、おそらく九六年に選挙があるだろうということが前提だったと思います。九六年に予想通り、ちよつと遅かったかもしれませんが、選挙がありました。しかし、九七年には選挙がないことになると思います。自民党も野党もそれを望んでいない。それに加えて、やはり企業も献金したくないから、今年はよしませうという意見が多いと思います。ですから、九七年にはお金を使つてもしょうがないということになる。

しかし、九八年は別です。参議院の選挙が決まっています。九八年の七月です。そのときにダブル選挙をする可能性があると思えます。政治予測は私の専門分野ではないけれども、自民党にとつて、これは大きなチャンスではないかと思えます。特に社民党が非常に弱い状況が続く中で、自民党がこの前の衆院選のように、社民党から多くの議席が取れるなら、その後の自民党としての政治運営が容易になるという可能性がある。ですから九八

図表3 現在の生産性の伸びおよび参加率を前提とした人口一人当たりのGDP

Figure 55. Per Capital GDP With Current Productivity Growth and Participation Rates

	Labor Force			Productivity		Living Standards		
	Working Age Population	Participation Rate	Labor Force	Growth of Output Per Worker	Level of Output per Worker	Total Population	GDP	GDP per Person
	(Th. Persons)	(Percent)	(Th. Persons)	(Percent per year)	(Millions of 1990 Yen)	(Th. Persons)	(Billions of 1990 Yen)	(Millions of 1990 Yen)
1995A	87134	76.52 %	66672	0.63 %	6.88	125463	458380	3.65
2000	86350	76.52	66072	0.63	7.09	127385	468746	3.68
2005	84390	76.52	64572	0.63	7.32	129346	472720	3.65
2010	81304	76.52	62211	0.63	7.55	130397	469961	3.60
2015	77404	76.52	59226	0.63	7.80	130033	461690	3.55
2020	75774	76.52	57979	0.63	8.04	128345	466386	3.63
2025	75118	76.52	57477	0.63	8.30	125806	477096	3.79

注：1995年は実績。2000年から2025年の値はソロモン・ブラザーズの予測値。  
資料：厚生省、人口問題研究所、経済企画庁、労働省、ソロモン・ブラザーズ

年に向かつて、どうやって参院選に勝つか、ダブル選挙をやるかということが最大の政治問題になるだろうと思います。

そうなれば財政政策を使って、赤字は少し置いておいて、景気を多少浮揚させようという動きへ向かっていく可能性はあると思います。

いつから市場がそれを読み取ろうとするかは分かりませんが、私は今年後半だろうと思います。これは金利水準にとっても大きな意味を持つところだと思います。

#### 時間がない長期問題への対応

ところで、日本の長期的な問題が、いまの政権で解決できるかどうかについて、私は懸念を持っています。というのは、政治があまりにも不安定ですから、長期的な経済問題に力を入れる余裕がないという感じがします。ですから、この長期問題が悪化する一方になつてしまう可能性は残念ながらまだあると思います。

話がここまでできましたので、ちょっとこの長期問題について、私の考え方を紹介させていただきます。

なぜ、懸念が強いのかといいますと、時間があまりないからです。日本の高齢化がかなり

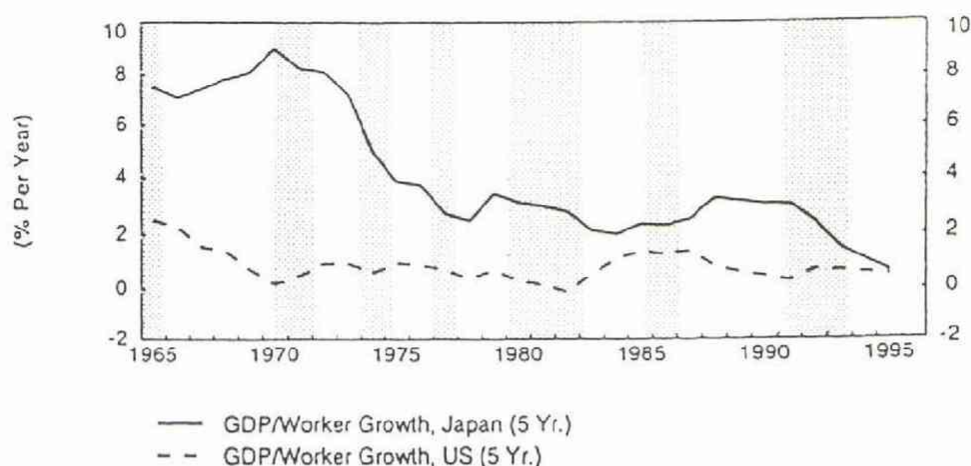
早いペースで進んでいるということが基本的な問題です。戦後の日本の経済政策を考えますと、時間をかけて徐々に改善していこうというやり方でやってきて、かなり成功してきました。ただし、人口の老齢化のペースを見ますと、今後五年間以内に、かなりの改革を実行しない限りは、もう回復できなくなってしまう可能性が非常に強いと思います。

数字を見れば分かるかと思いますが、でも、人口の高齢化はもうすでに早いペースで始まっているわけです。図表3をご覧ください。現在の生産性の伸びと参加率を前提とした人口一人当たりのGDPのシナリオです。一番左側の数字は生産年齢人口です。すなわち、十五歳から六十四歳までの総人口です。一九九五年ではこれが八千七百十三万人くらいありました。三十年先の二〇二五年には、これが約七千五百十二万人まで下がっていく。ほぼ二百万人減るわけです。では、労働者はどれくらい減るのか。もちろん参加率次第ですけれども、いまの参加率が約七六・五％です。これは歴史的にみても高い水準です。五〇年代には同じぐらいの参加率がありました。その後七〇年代半ばぐらいまで下がって、七〇％まで下がりました。その後まただんだん上がってきているのですが、いまは七六・五％というところまできて、ちょうど



図表4 労働者一人当たりのGDPの伸び

Figure 54. GDP Per Worker Growth



注：労働者一人当たりのGDPは5年移動平均値。

資料：日本は経済企画庁、米国はウォートン・エコノメトリックス、ソロモン・ブラザーズ計算による。

一九五五年の水準に戻っているところですが、もうすでにかなり高いわけです。もうちょっと高くなっていくことは不可能でなく、長期的にはむしろ八〇%までいってもおかしくない。しかし、ここでは現在のかなり高い参加率が続くという前提を立ててみますと、労働力が九五年の六千六百六十七万人から約九百万人減って、五千七百四十八万人ぐらいいまで下がっていくわけです。九百万人の労働者が減るわけです。

これはどういう意味を持つかというと、総人口があまり変わらないから、働く人がもつと一生懸命働かないと、みんながいまの生活水準を保てないということになるわけです。みんなが一生懸命働くということは、即ち生産性が高まるということになります。ところが、最近の生産性の動きを見ますと、残念ながらあまり高い伸びではない。九六年は多少景気が良かったから、いくらかは生産性の伸びがあったかと思いますが、五年間の移動平均で見ると、図表4の通りです。九〇年代に入ってからかなり減速したという事実がはっきり出ています。

石油ショックまでは労働者一人当たりのGDPの伸び率が八%くらいありました。石油ショック以後は、それが平均して三%くらいになった。ただし九五年までの五年間の移動

平均、九六年はまだ決まっていけないのですが、九五年までの五年間の数字を見ますと、たった〇・六%しかないのです。

これは他の先進国とほぼ変わらない水準ですけれども、これが続いたとしたらどうなるかということ計算してみました。図表3に戻りますけれども、〇・六三%がずっと続いているという前提を立てて、次のコラムに労働者一人当たりの生産金額（実質ベース）が載っています。九五年の数字は六百八十八万円。これが、これから毎年〇・六三%増加していくという前提を立てて計算すると、二〇二五年には八百三十万円になるわけです。

ですから、簡単な方程式で計算しますと、労働者の数が分かれます。参加率が七六・五%という前提で、二〇二五年に労働者の数は五千七百四十八万人になります。一人当たりの生産額がこの前提によつて分かれます。八百三十万円です。その二つの積がGDPになるわけです。そのGDPはいくらかといいますが、右から二番目のコラムになりますけれども、四百七十七兆円になるわけです。すなわち労働する人たちの数が少なくなっているけれども、一人が生産する額が上がってきているわけですから、だいたいトントンになるわけです。その金額、四百七十七兆円をその時点の推計人口で割ってみると生活水準、す

なわち人口一人当たりのGDPが計算できるわけです。

一番最後のコラムですが、非常にショッキングな内容です。というのは、いまの高い参加率が続いて、他の先進国とあまり変わらない生産性の伸びが続いたとしても、生活水準が全然上がらないという結果です。

### いかにして生産性を上げるか

では、どうすれば良いか。これが基本的な経済問題です。人口をなんとかして増やすことができないかという問題です。ある時期、私は日本は土地が高くて子供を育てるのにお金がかかるから出生率が下がったのだらうと思っていたのですが、イタリヤは日本以上に出生率が低い。でも日本ほど土地は高くない。土地だけでは説明できるようなものではない。出生率を高くしてこの問題を解決するということとは非常に難しいだろう。

移民で解決できるかというと、これもダメです。九百万人ぐらいの労働力の不足ですから、仮に九百万人を入れたとしても、その人達をどうやって養うのか。彼らが生み出す税金もあるけれども、これでは足りないわけです。しかも、いろいろな社会の変化を伴う政

策が必要になります。もちろん移民は増やした方がいいと思いますが、それが解決策になるというわけではない。あくまで脇役です。

労働力の参加率を上げるという政策をとるべきだと思います。いまはまだ六十五歳は高齢だという社会通念があるが、どうもいまの高齢の方の健康状態を見ると、違うな、と思います。すなわちいまの七十歳が昔の六十五歳、あるいはいまの七十五歳が昔の七十歳という感じですね。もう少し高齢者に働いていただくというのが必要な政策だと思います。

参加率を上げるということは大事なポイントだと思いますが、それでも脇役に過ぎないというのが結論です。例えば全然生産性が上がらないという前提を立てて、参加率だけで現在の生活水準を守ろうという計算をしてみれば、すぐ分かります。参加率がどこまで上がるべきかというと、なんと九〇%まで上がっていかないと間に合わないわけです。猫まで働くというような状態です。そういう数字をみますと、やはり脇役に過ぎないという感じがします。

そうしますと、あくまでも人口政策は脇役だということですから、何が主役かというと、生産性政策です。ここまで生産性の伸びが下がったのはなぜかということが非常に大

事な問題になります。結局、経済理論から考えて、設備投資が公的部門も民間企業部門もそうだけれども、非常に不効率だったというところしかないと思います。

例えば八〇年代後半に民間で作り過ぎた設備がたくさんあったと思います。それによって九〇年代に入ってから生産性の伸びが低くなったと思います。公的部門もそうだと思いますけれども、作らなくて済む橋とか道路をたくさんつくった。レインボーブリッジがいい例だと思います。あれはきれいな素晴らしい橋だと思いますけれども、もともとそれを作る必要があったかというと、なかったと思います。まず埋立地を作る必要があったかというところ、なかったと思います。東京都内の土地の使い方に、非常に良くない点があるということ、皆さんご存じの通りだと思います。土地の規制を緩和して、使い方を直せば、島も作る必要はなかったのです。

構造問題がたくさんあって、それを直すために全然別のところで、全然違う政策をとってやったわけですから、公的部門の資本の使い方が悪くなったと思います。今度もまた新幹線のフル規格の話がありますけれども、これもやる必要はないと思います。限られたお金を、どうやって一番効率的に使うかが問題です。これだけ老人ホームが足りない中で、



あまり人が住んでいないところにフル規格の新幹線を作ることはおかしいと思います。

ですから、民間も政府部門もそうかもしれないけれども、徹底して資本の使い方を直さない、〇・六%という生産性の伸び率は上がらないのではないかと気がします。

これは結局政治問題になりますけれども、時間があまりないから詳しくお話しせんけれども、やはり、どの国でもそうだけれども、利益団体と政策当局の取引を直さないと、資本の使い方は良くならないということです。

そのためには政治改革をもつと進めるべきです。選挙制度を変えたことは意味を持つと考えます。予算編成のやり方も徹底して直すべきです。財政の基準、ディスクロージャーの点でも改革すべきです。そういうかなり徹底した政策をとらないと良くならないと思います。とにかくこの長期問題がどういう形で、どういうスピードで解決されるかということが大きいと思います。これは経済のパフォーマンスだけではなく、市場にとって非常に大きな問題だと思っています。とくに債券市場にとって大事だと思っています。考えてみれば、九六年ほど変な年はなかったと思います。私の予測が外れたから恨みをもっているという面もあるでしょうが、考えてみれば非常に不

思議です。景気が回復しました。インフレがマイナスからプラスになりました。財政が悪化しました。円が大幅に安くなった。そういう環境の中で長期金利が下がったのです。こんな変な市場はないという気がします。

### 急速に進んでいる財政悪化

では、これからの債券はどう動くのか。景気が悪いということですから、長期金利は低い方がいいということが言えるだろうと思います。景気の面からすれば、長期金利は上昇すべきだとは、そんなに強く言えないだろうと思います。

ただし、これだけ財政が悪化している日本で、金利がこれだけ低いということはおかしいと思います。六カ月前ぐらいに、あるヘッジファンドのお客さんに、「日本は次のイタリアになるのか」と聞かれました。その時点で私は、その可能性はあるだろうと答えました。その後もう少し勉強して、日本の財政を調べてみたら、その時点での私の答えは間違っていたということが分かりました。なぜ間違っていたかといいますと、もうすでになっ

ているからです。一つは一般政府の財政赤字です。一般政府というのは、中央政府、地方政府、社会保障

基金を併せて連結ベースでとったものです。これでみると、日本は全然優等生でもなんでもないということです。イタリアほど悪くはないけれども、良くはない。特に最近の対GDP比の赤字は四%前後だと思いましたが、米国の二%に比べて非常に悪いわけです。

もつと大事なものは、金額でなくて、いわゆるプライマリーバランスという概念があるのですが、これは利払いを除いたものですけれども、これが悪い。なぜこれが大事かといいますと、すなわち利払いを除くと、どのくらいのペースで墓穴を掘っているかという計算になるからです。当然、利払いを除いた分が利払い以上に黒字になっている場合、負債は減ってきます。

日本の数字を見ますと、このいわゆるプライマリーバランスがプラスになっているのではなく、大きなマイナスになっているのです。イタリアは対GDP比で約三・五%ぐらいの黒字プライマリーバランスです。しかし、日本は三%以上のマイナスになっています。すなわちイタリアはもうちょっと遅いスピードで掘っているわけです。それに対して日本はもつと早いペースで掘っているわけです。ですから、イタリア以上に悪いということが言えます。

もう一つ計算の話をしします。この前、社会

保障ワーキンググループが国民負担率（税金、社会保障などが国民所得に対して何%になっているか）を計算しました。いろいろなシナリオがありました、それが五〇%を若干上回るだろうという試算でした。

これは非常に良い計算だと思いますが、残念ながら、この普通の概念、すなわち国民負担の中には、財政の赤字が入っていないのです。それを入れてみると五〇%どころか七〇%までいくわけです。九四年が基準年になっていたのですけれども、基準年の普通の負担率が三五%ぐらいで、赤字が約三%ぐらいだったのですから、足してみると三八%ぐらいでした。シナリオ計算だったけれども、かなりの財政再建をやったとしても、赤字を入れた数字が六〇%ぐらいまでいくのです。

赤字を入れた方が正しい計算だと思います。というのは、これは将来の税金で賄うわけですから、それを入れて計算すると、大変な財政再建をやらない限りは、負担率がかなり大くなる。やっても大くなりますけれども、やらないとパンクすることになります。

結論ですが、今年はどこまで債券市場が、それを織り込むかが基本的な問題だと思います。資金の需給があるから、他に買いたい資産がないから国債を買っているところ

があると思いますけれども、税金を上げながらももう少し支出を増やすという、タックス・アンド・スペンディングという財政哲学が続く限りは、赤字が悪化しなくても日本の財政は健全じゃないということが言えると思います。そのうち債券市場が、これが分かってくるだろうという気がします。

為替はもうすでに行き過ぎたと考えていますけれども、日本の経常黒字が増え出すというところが、多少心理的な影響を市場に与えて、金融政策が、そのうち普通に戻るということがあればまた円高に振れる。それが一〇五円とか一〇〇円ぐらいまで振れるだろうということを考えています。ここ数週間以内にそういうことはないだろうと思うのですが、次の動きはやはり円高だろうということをかなり強く感じています。

（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。イエール大学卒業後、マサチューセッツ工科大学で経済学博士号を取得。IMF調査局、チエース・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、主席エコノミストとして日本経済全般にわたる見通しを担当。著書に「日本の衰弱」。