

日本記者クラブ会報 記録版

■二〇〇〇年一月十二日（水） 研究会「経済見通し」

二%の成長軌道へ 真水十兆円の財政措置を

植草 一秀

（野村総合研究所上席エコノミスト）



昨年一年間、政府の政策が景気支援のスタンスを貫き、日本経済は危機を脱した。それでもやつと経済はゼロ成長ペースに戻っただけと見る。ことし、さらに真水十兆円程度の財政出動が必要と主張し、これを、日本経済復活の最重要課題である企業の構造改革に使うべきだ、と。九七年の失速を繰り返してはならないと、緊縮財政への転換に反対した。

労働コストの価格破壊

昨年一年間で、日本経済は危機を脱しました。一昨年（九八）十月の六十兆円の金融問題の対応と、十一月の二十四兆円規模の景気対策が契機となり、事態が明らかに改善に向

かいました。私達が景気警戒論を唱えたことが、大型の景気対策の追加につながり、その結果として事態の改善が得られたわけで、想定していたシナリオの中で、望ましいプロセスが現実化したものと理解しています。昨年、事態が改善したもう一つの大きな要因は、経済政策が、年間を通じて景気支援の

スタンスを貫いたことです。五月の日米会談で、日本の内需刺激策の継続がテーマになりました。ここで小淵首相は「不転換の決意」との表現で、追加策をとることを表明し、十一月には十八兆円の景気対策がとられました。従来なら事態が改善すると政策が逆噴射を起こし、事態悪化の原因となっていました。しかし、今回は景気回復優先の政策スタンスが年間を通じて維持された。これが、日本経済を底支えするうえできわめて重要な働きをしたと思っています。

今年の経済を見る着眼点は、大きく分けて三つあります。第一は日本の構造改革です。特に企業部門で進展するかどうか。第二は国内的な政策に関連した問題です。第三の視点は外的な要因です。

構造問題では企業部門の設備、債務、雇用の過剰が指摘されますが、特に雇用問題での対応が重要です。九〇年代に米国経済が非常

目次

二%の成長軌道へ真水十兆円の財政措置を1

植草一秀

野村総合研究所上席エコノミスト

底割れはないが低成長続く日本経済

若月三喜雄

日本総合研究所理事長

11

に強くなった原因の一つに、BPR（ビジネス・プロセス・リエンジニアリング）があげられています。

冷戦終結後、世界市場が拡大し競争が激化して、大量の安い労働力が資本主義経済に流入した。そのため労働コストの価格破壊が世界的に進行しています。先進国の最大のネットワークは人件費の高さです。これに対する有力な対抗手段が、BPRです。

情報システムを入れて人を減らしたわけです。Eメールなどに代表される通信を最大限に活用して、ホワイトカラーの労働コストを大幅に圧縮した。これがBPRによる収穫です。米国の場合、それに成功した企業の競争力が回復し株価が上昇した。その上、政府の政策が景気支援のスタンスをとり、新しい産業を起こす措置をとった。これらがうまくかみ合って、大幅な景気回復が実現し、完全雇用を達成しました。

ただ、注意してみなければいけないのですが、社会全体としては広範囲な賃下げが起きたのです。例えば、製造業で三万ドルの年収をもらっていた人が、いったん失業して再就職した場合、年収は二万ドルぐらいになる。これがアメリカにおける調整の一断面です。そうした調整が、果たして日本でこれから進行するのが、大きなポイントです。

調整インフレからの副作用

第二の国内の政策問題は三つあります。まず、景気回復のスタンスが維持されるのか。ここに至って、また緊縮財政を求める声にわかに強まっている。時期尚早の緊縮財政政策への回帰は、景気の回復軌道を崩壊させます。これが今年の政策リスクの一つです。

ご存じのように九七年度には財政赤字を減らそうと増税策をとりました。これが日本経済を直撃して、金融波乱を引き起こした。その結果、財政赤字が激増しました。この過ちを繰り返してはいけません。堺屋長官の指揮のもとで、経済企画庁が新たに財政再建の中期的な方法を検討する研究会を設置するそうです。緊縮財政論を押さえ込むことができるのか。大蔵省対経済企画庁の戦いがまず第一の注目点です。

二つ目として、政局の変動が政策の空白期を作ります。政策の空白は、株価や景気にはマイナスの影響を与えます。当面、選挙はサミット後との見通しが有力ですから、年前半のリスクは取り除かれています。では、年後半はどうなるのか。現在、自公政権への逆風が吹いています。これを景気・株価浮揚策とサミット効果の二つで乗り切れるのか。株

価が例えば二万円突破、景気もプラス成長に向けて着実に歩み出し、サミットも成功。この場合は、与党は選挙でもそれほど打撃を受けない。これが逆になると、次の選挙で大きな変動が起こる。今年は、政局抜きに経済をみることはできません。

三つ目です。現在は調整インフレ的な政策が進行している、と言えらると思います。国も、債務を抱えた企業もインフレが起きると非常にありがたいと、調整インフレを求める声が潜在的に強い。これですべてがうまくいくようにみえますが、問題があります。調整インフレ的政策が本当に進行した場合、先行きのインフレ予想が高まり、名目の長期金利が急上昇する恐れがある。そうすると、結局はインフレの実際の進行が遅れますので、実質金利が上がって株価や景気にマイナスの影響が出てくる。こうした波乱も想定されるのです。現在進行中の調整インフレ政策の副作用が、どの時点で表面化するのか。これが三つ目です。

最後の外的要因は米国のリスクです。米国では景気がなお強すぎるのが現状です。この景気を少し冷やさなければいけない。金利を上げるにより、株が下がり消費が冷えるという経路を、FRBは念頭に置いていると思います。なかなか市場はそうように動いて

いませんが、いずれは市場が、消費を冷やすために株価の調整が迫られていることを認識する局面がくる。そのとき株価の調整が二〇%程度ならば、ソフトランディングにつながる。ところが三割以上の調整になると、世界的に波乱をもたらすことになる。ここがポイントだと思っています。

株価の動きは景気の動きと連動しています。株価が先に動き景気が後を追う。株価は政策転換に反応し、景気は政策が実行されて影響が出る。このタイムラグが、約八カ月です。九二年以降の八年間、日本の株価は一万三千円から二万三千円のレンジで、一進一退を繰り返しました。これは、日本経済が八年間一進一退を繰り返したことで、表裏一体をなしています。九二年以降、危機と呼べる局面が四度ありました。そのとき株価がそれぞれ一万四千元、一万六千元、一万四千元、一昨年は一万二千元台まで下がった。

この危機を打開したのは何かというと、景気対策なのです。九二年は十・七兆円、九四年は十五兆円の景気対策が打たれた。九五年は十四兆円の景気対策と公定歩合の〇・五%への引き下げでした。そして、九八年は二十四兆円の景気対策と六十兆円の金融対策がとられた。このように財政政策を中心とした景気回復策を本腰を入れて打つことで、事態を

打開してきたのです。

昨年の事例で画期的だったことがあります。株価が上昇して経済状況が改善してきた中で、さらに後押しをする政策が初めてとられた。これが十八兆円の景気対策です。このスタンスが今後も維持されるのかどうか。株価は、昨年七月から高原状態に入っている。景気がこれを後追いするとなると、年明け後、生産活動も高原状態に入ることになる。問題は、この高原状態からもう一度浮上するのか、再び下落するのかです。その分岐点となるのが、今後の経済政策です。再び緊縮に戻るならば春以降の景気は下り坂。景気支援スタンスを維持するならば、春以降も景気は浮上する。株式市場は、そこを見極める時期にさしかかっています。

ＩＴウェーブが株価かさ上げ

なにより最近の株価上昇を引っ張っているのは、インフォメーション・テクノロジーです。いわゆるＩＴ革命のなかにある業種で、株価が大きく上昇している。通信が二七五%の上昇です。ＮＴＴデータなどを含むサービスが二四五%、卸売業が二四〇%の上昇です。一部の商社が「通信事業参入」と発表しただけで、株価が二、三倍になるのです。

情報通信ハードウェアの中心である電気、精密はそれぞれ一八五%、九五%の上昇。店頭登録銘柄にいたっては二七八%あがっています。これは、ネットバブルといえる状況です。ところが、いまとりあげた業種を除くと、ほとんど株価は上がっていないのです。三三業種に分類したうち、三割以上上昇しているのはわずか十業種。残りの二三業種は三割以下の上昇で、下落している業種も多数あります。つまり、アメリカから五年遅れでやってきたＩＴウェーブが、日本の株式市場をかさ上げしているのです。そして、ＩＴを除く日本の産業はきわめて停滞している。いまの日本経済を見るには、ＩＴ部門とそれ以外を分けて考える必要があると思います。

景気の中核である個人消費が、昨年はいくらか改善しました。その最大の要因は、株価の上昇です。株価上昇で、消費者心理が緩んだ。これは実はトリートロジー（重複関係）なのです。景気が良くなると思えば株が上がる。株が上がれば消費が拡大する。プラスがプラスを呼ぶ。しかし、マイナスがマイナスを呼ぶとも言えるので、読み方が難しいのですが、そこで株価は中立との前提で考えると、消費を決めるのはやはり所得環境です。いまのところ、まだ所得が大きく伸びる見通しは立ちません。昨年十一月の現金給与総額

は対前年比マイナス一・二。月例の給料は減少が止まりましたが、まだボーナスが減っています。サラリーマンの懐具合は依然として冷えている。したがって、個人消費は低迷が続く、というのが予測の基本になります。

次は設備投資です。IT関連の投資は拡大しています。しかし、素材部門での設備廃棄や、非製造業における抑制は続いています。設備投資全体としては、抑制基調が強い。

住宅投資が、昨年は回復しました。ただ、駆け込みが一巡し、金利が少し上昇してきています。それをうけて、すでに住宅着工件数が減少傾向を示している。それから、公共投資も増えたのですが、その後横ばい。特に地方単独事業などの減少が伝えられています。輸出入では、アジア経済の回復で輸出がかなり増えていきます。ところが円高の進行で、輸入も激しく増えている。景気に影響を与えるのは、輸出から輸入を引いた純輸出です。これを見ると、景気押し上げ効果は小さい。

二〇〇〇年度はゼロ成長

つまり、民間需要ベース、公共事業横ばいを考えると、おおむねゼロペースの経済成長が続く。九九年度の政府見通しは〇・六％となつています。実は今年度は、統計上のゲタ

が〇・六％あります。ですから政府が〇・六と言っているのは、年度に入ってから経済成長はゼロであることを示しているのです。九九年から二〇〇〇年にかけて、いまのところゼロペースでの景気の推移が見込まれています。そうした中で、昨年十一月に十八兆円の景気対策を打ちました。「こんな大きな対策を打ったのだから、その効果を考えれば二〇〇〇年はもつと浮上するのではないか」と思われるかもしれませんが、しかし、実はこれは違います。

この十八兆円の景気対策のうち、本当にGDPを押し上げる部分「真水」は約九兆円です。「真水」の明確な定義はありませんが、私の理解では、十八兆円のうち真水と呼べる部分は、社会資本の六・八兆円、雇用対策の一兆円、介護対策の〇・九兆円。合わせて八・七兆円。GDP比で見ると、「一・六％程度GDPを押し上げる」との政府発表は、それほどズレのない数字です。ですから、この政策自体は大型対策なのです。

なぜ、それを踏まえても二〇〇〇年はまだゼロ成長しか見込めないのか。

まず、昨年の状況を考えてみます。実は、九九年度当初予算の上に、約十兆円のGDP押し上げ効果が乗っていたのです。これは、一昨年十一月の二十四兆円の対策です。この

うちの真水が、約十兆円だったわけです。これから審議が始まる二〇〇〇年度当初予算は、九九年度当初予算と同じサイズで作られています。ということは、昨年の秋に追加策をとつていなかったら、実際の財政が昨年度からちようど十兆円分減っていたわけです。十兆円も落ちたら、GDPは二％下がります。ゼロ成長の経済がマイナス二％になるのです。つまり、昨年十一月の十八兆円の対策は、二〇〇〇年のGDPを押し上げる政策ではなく、落ち込みを穴埋めする政策なのです。この景気対策でやつと、政府支出が今年のGDP成長に与える影響が中立になるのです。これで日本経済は昨年、今年と、だいたいゼロペースで進むことになる。ゼロペースとは、倒れはしませんが、フラフラしていく、という状況です。

真水十兆円の追加で成長軌道へ

ゼロ成長を放つておいて二になる確率は非常に低い。「ここまでやったのだから、あとは経済の自律的な回復を」という意見があります。ですが、個人消費か、設備投資か、住宅投資か、外需か、公共投資か、どれがどう増えて、ゼロが二になるのかを説明している人は、一人もいません。ゼロ成長を放つてお

いても、なかなか自律的には二にはならないのです。ですから、私はあと十兆円追加するべきだと考えています。十兆円追加したら、プラス二になる。二%成長を早期に実現するには、人為的に十兆円の需要追加策をとったほうが早いのです。

二%の成長がいったん実現すると、二%の所得増加をもたらす。二%の所得増加は、二%の支出増加をもたらす。二%の支出増加は、また二%の成長をもたらす。いったん二まで引き上げてしまえば、あとは自律的に回っていくのです。ですから私は、景気を押し上げる最後の一手の政策が必要だと考えています。

為替レートについて触れます。為替レートの変動要因は三つあります。一つは、アメリカの政策。八五年以降の円/ドルレートの転換点は、アメリカの政策に強く影響を受けています。中期の転換点はアメリカが支配していると言える。残る二つは、実質短期金利差と経常収支不均衡です。この二つのどちらかが、主たる為替の変動要因になっています。

例えば、九五年から九八年の三年間はドル高への流れでした。一ドル＝八〇円から一四七円になった。このドル高は金利差によるものでした。金利差でドル買いがどんどん増える。ドルが上がるから、ますますドル投資が

有利になり、さらにドルが上がる。もし金利差だけで為替が決まるのなら、そのままだドルは二〇〇〇円、三〇〇〇円になってもおかしくないわけです。ところが、そこまではいきません。「経常収支の不均衡」要因があるからです。円安が進むと日本の黒字が急拡大します。GDP比で三%超というのがあるポイントだと思います。そこまで日本の黒字が拡大すると、「このドル高はいくら何でも行き過ぎではないか」という見方が広がってくるわけです。

九八年は、日米協調介入が転機になり、流れが変わりました。いったんドルが急落すると、ドル買いをしても金利差が吹き飛んでしまう。金利差要因が効き目を失うわけです。そこで今度は、経常収支要因が表に出てくる。こうして、金利差要因と経常収支要因が交互に為替市場を支配する。

現在、経常収支要因で円高の流れの中にありますが、そろそろ転機が近いと思います。大統領選挙を控えたアメリカはドルの急落を防ぎたい。もう一つ、経常収支の不均衡が、どうやらピークアウトしてきている。これは、日本の内需拡大が進み、アメリカの内需抑制が進めばもつとはつきりしてきます。

「そろそろドルが下がりきった」となれば、再び金利差要因が効き始めます。私は、一〇

〇円から一一五円のレンジでの動きを一年ぐらい続ける、ボックス相場の時期にさしかかっていると思っています。その先はまだ読みにくいのですが、順序としては、また金利差によるドル高が生じやすい時期に入るだろうと考えています。

アメリカが成功した三つのポイント

そうした中で、日本がこれから浮上していかれるのかどうか。うまく浮上した先例、九〇年代のアメリカを見てみます。

アメリカがうまくいった理由は、三つあげられます。第一に、経済政策がうまくいった。実は、九〇年から九二年のアメリカと、九二年から九四年の日本は、経済状況がほぼ同じ動きでした。景気の動き、株価の動き、不動産、金融不況とよく似ています。アメリカは九二年から順調に上昇気流にはいった。日本は九四年から乱気流に巻き込まれた。これは経済政策の差です。

アメリカでは、景気が回復にさしかかった九二年の七月と九月に追加利下げをしました。実質短期金利ゼロというかなり思い切った政策で景気回復優先のスタンスを明確にし、軸足をずらさなかつたのです。その結果、先行きに対する自信が確保された。それ

が株価を押し上げました。株価上昇に誘導されて、景気回復が実現した。

日本は、同じような局面だった九四年に利上げに動こうとした。政策の逆噴射で病氣再発です。九六年は、すっかり元氣になりました。かかったところで大増税。ここでまた激烈な逆噴射でした。九九年に初めて、少し良くなったところでの追加策を打ちました。今、初めて浮上への手がかりをつかんでいる。九二年のアメリカに並んだ可能性があるのです。アメリカはその後、七年間で株価が三倍になりました。これをそのまま当てはめれば、二〇〇六年に日経平均は五万円になる。そこまでいくかは分かりませんが、期待はできます。

二点目に、アメリカは金融問題の処理が早かった。アメリカが金融問題の解決策をしっかりと作つたのは、八九年の八月です。日本は九八年の十月。日本の動きは二年遅れとしても、実質七年遅れです。この間に、日本の深刻さは幾何級数的に拡大しました。ただ、六十兆円の対策で現在、金融恐慌の危険は著しく低下した。ですから、一と二はとりあえずそろつた。

あと三がそろえば日本も浮上となりますが、実はこの三番が一番難しい課題として残っている。企業部門の改革です。アメリカはBPRを進めた。情報通信の技術を使つて

ホワイトカラーの合理化をやったわけですから、これで効率が上がりました。一般に日本でBPRと言うと、パソコンを買ってメールができるようになったという程度です。単にそれだけなら、パソコン分の経費がかさんただけです。そうではなく、ITを活用して生産性を上げる、つまり人数を減らすまでやれるのか。これが残された課題です。

アメリカでは、企業がBPRをやつて人を減らした結果、株価が上がった。こうして、九〇年代を通じて労働分配率が低下して、資本分配率が上昇しました。潤つたのは資本家なわけです。それでも暴動が起きないのはなぜか。労働者としての取り分は減っている一方で、株主としてのキャピタルゲインを含めた利得があつたからです。やめさせられた労働者は、リストラをやつた会社の株を買つて潤っている。労働者も、401kなどで、相当広範に株主化しているのです。これで調整がついている。

日本は逆に、九〇年代を通じて労働分配率が上昇した。典型的な資本主義国のアメリカ、典型的な社会主義国の日本、という対比になる。望ましい姿は両者の中間にあるのではない。日本では労働分配率の上昇に歯止めがかからず、企業の競争力が落ち、倒れてしまう。そこを変える必要がある。しかし現

在の体制では、ここが一番のタブーになっている。企業はそれなりの努力はしています。しかし、変化のスピードはきわめて遅い。最後の課題については、悲観的に考えざるを得ない状況にある。

こうしたことを含めて、「日本経済復活の条件」を考えてみます。第一に、二%成長実現のために、真水十兆円の追加を実行すべきです。「財政再建」の声もありますが、むしろこの方が安上がりなのです。何もやらずにたまたまうまくいくこともあるかもしれません。しかし万全を期すならば、ここで仕上げの政策をとる。「画竜点睛を欠く」ことがないようにするべきです。

二番目は、企業部門の労働コスト削減です。日本企業の国際競争力確保、生産性上昇を実現しなければいけない。そのためには、労働力の流動化が非常に大きな課題です。日本社会の基礎構造にある「長期雇用」「年功制」を少し変更する必要があると思います。

三番目に、新産業の創出です。単に合理化を進めただけでは失業者が増えるだけです。失業者が新産業に吸収されて、調整完了となる。八〇年代以降、アメリカでどの産業が拡大したのか。実は情報通信以外にもあるのです。小売産業、外食産業、ヘルスケア産業です。一見、地味な産業が実は拡大してい

る。これらは実は、すべて非交易財、貿易できない仕事なのです。貿易できる仕事は、アジアがどんどん奪っていく。アメリカで成り立つ仕事は、アメリカでしかできない仕事。小売産業も外食産業もヘルスケアもみんなそうです。ただ、これらの分野は、基本的に生産性が低い。ですから賃金は下がってしまう。三万ドルもらっていたのに、再就職したら二万ドル。残念ながら、先進国においてはこうして雇用を維持していかなければならない。これは宿命だと思います。

企業の構造改革に財政支援を

企業部門の労働調整では、「離職者支援制度」を早期に確立する必要があります。従来の日本の労働政策は、まず雇用維持でした。しかし、雇用を維持し過ぎると調整が遅れます。そこで最近、見直しが進んでいます。新たにこの制度を採用した会社に助成金を出すといった話が出ています。

次に出ているのが、失業者の教育と、再雇用の促進ですが、この二つの間のステップが抜けています。「住居」「年金」「賃金」をどうするか。国民的にはここが一番の問題なのです。住むところがなくなれば一家の生活問題です。年功制賃金というのは、若いころ

少ない給料でがまんした分を、年をとって取り返す仕組みです。ところがその部分が消えてしまう

私が主張する対策は次の三つです。一つ目に住居と年金の対策です。住居は、住む家に困らない体制の整備。公的金融や公的住宅を活用すれば可能です。例えば、社宅に入っていた人たちはすぐ公的住宅に移れるようにする。また、社内融資を受けていた人が公的金融に切り換えられる措置をとる。こうしたことはやろうと思えばできる。年金は、勤続年数に対応した年金受給権を保証する。賃金は、途中でやめる場合は、若いころ少なかつた分と年をとって多くもらう分の調整を企業に義務づけるため、ガイドラインを設定する。具体的には難しい問題がありますが、財政資金も投入する。平成金融大不況の調整では、特例措置をとっています。金融機関に六十兆円、中小企業には三十兆円の金を用意した。労働者にも十兆円ぐらい用意してもいいのではないか。先ほど申しあげた真水十兆円の景気対策を、「離職者支援制度」の確立にふりむける。

その上で、二つ目の条件です。もつと企業に人員削減や賃金変更の自由を付与すべきです。これを認めないと、企業は倒れると思います。また、連結納税制度を導入して、企業

グループ内での雇用確保を促進することも必要です。

三つ目に、雇用の受け皿となる産業の振興です。重視すべき産業の中心は当然、情報通信です。それ以外に、先ほどあげた外食、小売、ヘルスケア。外食と小売の振興には、市街化調整区域の開放が重要だと思います。これは農地法五条の改正が必要になりますが。日本は、土地が足りないわけではない。都市近郊には膨大な土地が、手付かずの状態で放置されているのです。狭い日本を有効に生かすには、市街化調整区域の開放を抜本的に考える必要があると思います。それから、介護保険制度の発足を機に、介護産業を国策として振興する。これらが、雇用の受け皿として重要な産業になると思います。

景気回復後に財政構造改革を

財政政策については、今後の財政再建を考えるうえでまず、その出発点をきちんと認識するべきです。それは、財政赤字拡大は「九七年度の拙速な増税政策が、景気悪化、株価下落、金融不安発生を通じて、日本経済を大不況に陥れたことによって生じた」という厳然たる事実です。財政再建の手順は、まず日本経済を、その実力に見合う二%の成長軌

道に誘導し、不況による税収の落ち込みを是正する。これが第一です。循環的な財政赤字の解消を優先する。赤字法人の激増を逆にみれば、景気回復で法人税収が急激に回復するわけです。

二番目に、何と言っても財政再建で重要なのは「歳出削減」です。二%成長が二年維持された段階で、五年程度の期間を設定して財政構造改革をやるべきだと思います。これは、政府支出のムダを徹底的に排する「財政支出構造改革」でなければいけない。前回の財政構造改革は「赤字削減」を目標にしている。これだと、歳出にメスが入らずに増税に向かう危険が非常に高い。大きな政府につながりやすい財政構造改革です。これを避けるために、支出削減目標を設定し、構造改革期間中は増税を排除する方法が必要です。

これをやり終えた段階で、三番目です。社会保障制度等について、負担と給付の組み合わせの選択肢を示す。高福祉高負担か、中福祉中負担か、低福祉低負担か。それを国民が選ぶ。選んだうえで、必要な増税を飲んでもらう。こういう順番を取るべきです。

こうした財政健全化十カ年プログラムを作成し、財政再建を目指すべきだと思います。いま財政を出すと金利が上がる、と懸念されています。しかし、現在の貯蓄投資バランス

を考えると、財政で金利が上がる可能性はきわめて低い。あるとすれば、調整インフレで期待インフレ率が上がって金利が上がるケースです。が、ISバランスによる金利上昇の懸念は非常に小さいと思います。

金融行政について一言だけ触れます。一昨年の秋、六十兆円の論議をしていたときのことで。いまは、火事だ。火を消すのが先だ。燃えているときに、だれが火をつけた、だれが油を注いだなどと言うのは建設的ではない。そういう話は、火が消えた後でじっくりやればいい」という話がありました。六十兆円で火は消えたのですが、消えた後で、だれが火をつけたとか、だれが油を注いだ、という話もまったくなくなってしまう。パニック防止だけが目的ならば、公的資金の無制限の注入で不安を排除することはできる。それで、これは実現したわけです。しかし、その後の適正な責任処理が、ほとんど手付かずで残っている。

そこで「日本版ペコラ委員会」を作るべきと、私は考えます。これは国会の役割です。アメリカで、一九三三年に上院に「銀行と通貨に関する委員会」という委員会が設置されました。ここでパブルの問題を総括しました。これを「ペコラ委員会」と呼んでいました。日本でも特別委員会を国会に設置し、パ

ブルの問題の総括をすべきだと思います。

金融政策については、景気回復実現までは金融緩和スタンスを維持せざるを得ないと思います。ですから、いたずらに金利上昇懸念をおおるような発言は控えるべきです。私が最大に危惧しているのは、日銀の独立性の問題です。

日銀政策委の議決権保有者の人選方法について、もう少ししっかりしたルールを確立する必要があります。日銀政策委員会の議決権保有者は総裁、副総裁の三名と審議委員六名の合計九人です。この九人すべてが、広い意味で内閣に人事権を掌握されている。内閣がその人事権をちらつかせるようになると、日銀の独立が根本から揺らぐ。現実には、内閣の意向を反映して、なし崩し的に調整インフレ的な政策へ動いている。

その結果として、金利がすでに方向を変えたのではないかと思われまします。金利は、九〇年秋にピークをつけ、九八年秋に世界的にボトムをつけた可能性がある。この間、世界はデフレの方向に動いていた。これがいま、デフレからインフレへ、すでに方向を変え始めている。十年タイムの転換点を過ぎつつある。そうになると、名目の長期金利が急上昇する恐れが出てくる。これは、調整インフレ政策の最大の副作用でもあり、今年後半の懸念

材料です。

アメリカについては一言だけ。アメリカは九二年以降、所得・支出・生産のプラス循環で現在に至っています。アメリカの現在の問題は、少し景気が強すぎることなのです。特に個人消費が五%ペースで拡大している。経済成長率は約四%です。しかし、供給力の方は三%程度しか生産を増やせない状態です。このままだと需給がひっ迫してインフレになる。現実に、生産者価格、消費者物価とも着実に上昇してきている。「クリーピング・インフレーション」「忍び寄るインフレ」になっているわけです。

二〇〇〇年の日本経済のシナリオを考えてみます。現在、可能性が高いのは「試練の延命シナリオ」。とりあえず景気を支える政策を打った、ゼロベースでフラフラ歩いて行く、という状況です。「日本再浮上シナリオ」を実現するためには、もう少し真水を注入し、構造改革をやる必要がある。特に労働市場の改革が重要です。離職者支援制度を作り、新産業を生み出す政策を打つ。これなら二〇〇六年に株価五万円もありうる。こうした政策を打ち、「試練の延命シナリオ」が緩やかに「日本再浮上シナリオ」に移行していく道筋が見えてくる。

日本再浮上の胎動が広がっていく年になる

のではない。希望をこめて、そんなふうに考えます。

質疑応答

長谷川洋三(日経) 電子商取引ブームが、個人消費の喚起や企業の生産性向上にどういう役割を果たすか。またこれが日本経済復活の条件にどのようにかかわるかをお話してください。

植草 株価で触れましたが、現在の株価上昇はIT一色。電子商取引Ⅱeコマースはインターネットを活用した商取引です。ITの中にeエコノミーが含まれる。ITそのものはインターネット以外にも、たとえばパソコン、デジタル家電などを含む、もう少し広いものです。

インターネットを活用したeコマースによつて、ライフスタイル、産業構造の変革が起こる。

店舗に行つて品物を見て買う。これが通常の消費構造です。店舗に行つたら欲しい品がないこともある。時間の制約もある。店員がくつついて来てうつとういしい。eコマースではこれらの問題はなくなる。家でパソコンをたたいてインターネットのカatalogを取り

出す。それで商品選択をして発注をかけるだけ。しかも二十四時間対応が可能です。これは通信販売とほとんど同じですが、最大の違いはカatalogです。従来の通信販売は、膨大なカatalogを必要とする。また、カatalogの更新もある。このコストが非常にかかるわけです。インターネット上ならば、きわめて低コストでカatalog情報を提供・更新できる。

購入者は、インターネット上の情報を見て発注する。メーカー側は、翌日にその発注に応じて発送する。発送したらダイレクトに消費者に届くわけです。となると、間の小売、卸が一切省かれる。その部分のコストが落ちて、もつとも安い価格で賞品も提供できるようになる。ですから、どうしても手にとつてみなければならぬものは別として、相当多くの消費財がeコマースに乗ってくる。

そうなるとおそらく、メーカーと、物流と決済の拠点だけで事足りる。拠点はコンビニエンスストアや郵便局などでしょうか。あるいはJRなどがターミナル駅を開放して、物流・決済の拠点として活用することも出てくるかもしれません。いずれにしても一般の小売店は激しい影響を受けます。また、流通業界そのものがきわめて大きな再編にさらされるでしょう。

これが生産性を上げることになるのかは

はつきり分かりません。ただ、一方でITはGDPを押し上げる効果をもつと思います。ITによって事務労働を効率化できる分、生産性が上がるからです。もう一つ、このeコマースは、従来の生産体制、生産形態を、新しい形に変えていく。これは、大規模な産業構造の再編につながる。業界の激しい変革をもたらす。そこには宝の山のようなビジネスチャンスが広がっている、と理解しています。

内藤茂（NHKOB） もう十兆円の景気対策で二%成長軌道にのせるといふ話は、樂觀的ではないのか。日本は、設備投資と公共投資のGDP比率が高い。公共投資は九九年当初予算で八%です。先進国では一番高いフランスで三%くらい。この構造をいつまでも続けられないのではないか。だとすれば調整力が働いて、経済の推進力とはなり得ない。設備投資比率は、不況時でも各先進国より六〜七%高い。資本の利益率が問題になっているいま、設備投資が一定の力を日本経済に与えることも期待できないのではないか。

植草 民間の設備過剰の調整が現在進行中と言われています。八〇年代後半から九〇年代初頭にかけてのバブル期に過大な投資が行

われた。このときにいったん設備過剰になったわけです。九〇年代に入って、設備投資が二桁マイナスを三年ぐらい続けました。これを当時ストック調整と呼んでいました。実は、九五、六年の経済白書でバブル期の過剰設備に対するストック調整はおおむね完了しつつある、との判断が示されていました。

ところがここに至って再び設備過剰になった。これは、九七年以降、景気が急激に落ち込んだ結果です。九五、六年から設備投資は、はつきりプラスに転じて、すでにバブルのころの過剰設備も解消していたのです。ところが九七年の失速で、設備が相対的に過剰になった。ですから、この設備過剰は、サブライサイドそのものに問題があるのではない。また、すでにいま、設備投資の減少幅が縮小しつつある、との指摘がある。一方、世界的なITウェーブで、日本企業全体もIT関連投資の必要性が拡大している。設備投資減少幅は短期循環的に見ても、かなり縮小する段階にさしかかってきている。ですから、設備投資については、おおむね中立要因として捉えてもいいのではないか。

二%成長が二%成長を生む。これは単純な理屈です。二%の成長をいったん生みだすと、必ずそれは二%の分配所得の増加になる。必ずトータルの分配所得が増加に転じま

す。通常の消費態度が一定という前提でいけば、所得の増加に見合う支出の増加が期待される。この支出の増加が、再びこれは最終需要の増加になるので、二%の生産の増大につながる。

ただご指摘の問題はあります。いったん政府支出を増やすと、その水準をしばらく維持しなければいけない。でないと今度は政府支出減となり、成長押し下げ要因になる。

もう一つ、政府公的投資がGDP比八%と諸外国に比べて高い。これについては、高い低いそのものより、高い政府支出が有効に使われているかが問題です。八%でも、本当に福祉増大をもたらす使われ方ならば、資産としては必ずしもマイナスではないと思います。日本は地震国ですから、同じものを作るにもお金がかかる面もあります。社会資本でもまだ必要なものがあれば、それは持つてもいいわけです。

（文責・村上）

植草一秀氏（うえくさ・かずひで） 一九六〇年生まれ。東京大学経済学部卒。八三年野村総合研究所入社。大蔵省財政金融研究所研究官、京都大学助教授、スタンフォード大学フーバー研究所客員フェローなどを経て、九六年主任エコノミスト、九九年から現職。

■二〇〇〇年一月十七日(月) 研究会「経済見通し」

底割れはないが 低成長続く日本経済

若月 三喜雄

(日本総合研究所理事長)



循環的には景気回復局面に移った日本経済だが、外需主導、公共投資依存型の成長は限界にきている。設備、雇用、債務の調整過程が進む中で、勝ち組と、負け組の二極化現象が進行する。政府の景気浮揚策で底割れは回避できる。が、一部は別として設備投資も、希望の星であるITなどの新産業も本格的な牽引役になるにはまだ少し時間が必要なようだ。

今年の日本経済をみる前に、世界の経済環境に触れてみたいと思います。昨年半ばから、世界経済に二つの大きな変化が見られ始めました。一つは、アメリカだけではなく、世界経済全体に回復の動きが広がってきたという事。

一九九七年後半から始まったアジア危機以降、世界経済を支えたのはアメリカ経済でした。アメリカ経済の一人勝ち。サマーズ財務長官が言うように、「アメリカという唯一のエンジンが世界経済を支えた」という状況で

した。

ところが昨年後半ぐらゐから、アジア経済が予想以上に急速な回復を見せ始めた。ヨーロッパ経済では、ドイツとイタリアが立ち直り始めた。

そして日本も、デフレ・スパイラルの危機をなんとか脱したようです。さらにラテンアメリカも、ブラジルの経済がそろそろ底打ちになり、反転の兆しが見られる。このように、アメリカの一人勝ちという状況が変わってきているわけです。

カギは米経済のソフトランディング

二番目の変化は、アメリカ経済自体の変化です。高い成長を続けながらも物価は安定している。理想的な形で進んできたアメリカ経済ですが、世界経済の回復が進んで、石油化学や一次産品などが上がり始めたうえ、八年を超える好景気で、労働需給がだんだんひっ迫してくる。そういうことで、インフレの兆しが見え始める。政策金利も一昨年の金融危機に際して三度も下げたのをまた三度戻す、という格好になっている。長期金利も上がり始める。こういう変化が出てきました。

こういう二つの大きな変化に派生して、さらにいくつかの変化が起こってくる。一つは資金の流れです。それまではアメリカ経済の一人勝ちということで、アメリカが世界の最終消費者でした。アメリカは経常収支で大幅な赤字を出していますが、お金はみんなアメリカに集中していた。ですからファイナンスがついてくる。余ったお金は、もう一度いろいろな国に投資される。こうした形でお金が回っていたわけですが、世界経済が少しずつ回復に向かうと、一部はヨーロッパに戻ったり、あるいは日本に入ってくる。そうなることが替相場に影響が出てくるわけです。

また金利引き上げの動きが出てくると、一本調子で来たアメリカの株価が上がったり下がったりする。九、〇〇〇ドル近くまでいった株価が、昨年末に一万一千ドルを超して最高値を更新した後、やや乱高下な状況が始まっている。こういう変化が生じてきているわけです。

ですから、今年の世界経済の課題は、二つの大きな変化の中で、どういう新しい均衡を探すかということになる。そのときに、為替や株価、あるいは資金の流れに急激な変化が起こると、世界全体の回復に大変なマイナスが生じる。ですから、予測しがたい大きな動きを起こさない形で、新しい均衡にもっていく必要がある。それは実際には、アメリカがインフレを起こさないようにすることです。要するにアメリカの潜在成長力といわれる、体力に見合った三・二%前後の成長にソフトランディングさせていくということ。その反面として、ほかの国々のエンジンの出力を上げる。こういうことだろうと思います。

ヨーロッパは、いままでのところユーロが弱くて輸出主導型の経済なのですが、これを内需主導型に変えていく。日本も内需主導型で景気を回復していく。そしてアジアも昨年は九八年の反動で非常に高い伸びでしたが、それを持続可能な成長にしていく。

こうした形で進むと、アメリカの輸出が増え、経常収支の赤字拡大に一定の歯止めがかかってくるわけです。そうすると、ドルの急落や株価の大きな変動がなくなる。そういう穏やかな格好で新しい均衡を求めるというのが今年の大きな課題です。カギを握るのは、アメリカです。アメリカが金融政策をうまくやり、なんとかソフトランディングする。これができるかどうか、世界経済にとって大きなカギになるだろうと思います。

高い若者の消費性向

こうしたことを前提にして、今年の世界経済をみてみたいと思います。現状は、景気が下げ止まり、非常に弱い形ですが、景気循環の回復局面が始まったとみています。景気が底入れをするに至った大きな要因が三つあります。一つは政策要因。緊急経済対策としてあれだけの財政措置をとりました。また「ゼロ金利政策」の採用で、金融政策の方でも精一杯の努力をしている。こうした政策努力が景気の底入れの大きな要因になった。

もう一つは海外要因。特にアジア経済の予想以上に早い回復が、アジア向けの輸出を増やした。また、アメリカがスローダウンすると言われながらスローダウンしないで、引き

続き高い輸入をしてくれた。こういうことで、日本の輸出が好調だった。

三つ目は、いわば心理的要因です。一昨年の暮れは長銀問題をはじめとして、非常に暗い状況でした。日本経済はデフレ・スパイラルの底に落ちていくのではないかと、あるいは金融システムがメルトダウンするのではないかと言われた。それが消費者心理に大きく響いた。消費性向がどんどん落ち、財布のひもが固くなった。しかし、年が明けて危機感がなくなると、消費性向が戻ってきた。所得はそんなに増えていないのに、消費に回す分が戻ってきた。新しい商品も出るということ、消費が意外に堅調です。

最近では、若い人の消費性向が高い。結婚しない症候群といわれる親離れをしない独身者が、1LDKマンションを買ったりして独身生活を謳歌する。実際には、何かあると実家に助けてもらう。こういう人たちの消費性向が非常に高い。これら独身所帯は、全所帯の四分の一ぐらいなのです。この所帯の実質消費が、昨年前半は四%ぐらい伸びた。サラリーマン世帯はマイナスだったわけですから、極めて顕著な違いをみせている。

このようにいまの景気回復は、政策要因や海外要因、心理的要因に支えられているわけ、経済の自らの力によるものではない。自

律的な回復力がなかなかつかないというのが問題だと思えます。昨年の一―九月までの九カ月間の実質成長率は前年同期比でプラス〇・四%、民間需要の伸びはマイナス〇・七%でした。民間需要が弱い。ですから、昨年の七―九月のGDPが対前期比マイナス一・〇%、年率マイナス三・八%というのは現在の経済の実力を反映しているわけです。

ただそうは言っても、輸出の環境はいいわけ、輸出はしつかり伸びている。さらに一昨年から昨年前半まで、一生懸命減産等を行い、公共投資も相当出たということで、在庫調整も進展した。それが、生産等の堅調に結びついている。そして昨年の十一月―十二月は、Y2K関係で在庫積み増しの動きもあつた。加えて、この一―三月は、昨秋に発表された十八兆円の経済新生対策の効果が出てくる。こういうことを考えると、景気回復は弱いながらも一応上昇の基盤は整ってきたとみています。ですから、三月に終わる九九年度は全体として一%ぐらいの成長になるのではないかと。

しかし、それがどんどん拡大につながっていくかというと、簡単ではない。日本経済はいろいろな重しを抱えていますから、順調に浮揚していくような環境ではない。それが問題なのです。それに景気を底入れに導いた政

策要因、あるいは海外要因は上昇を支えるというのではなく、むしろ力が弱くなってくるだろうと思えますので。

従来型公共投資は構造調整にマイナス

アメリカ経済はこれからスローダウンしなければいけない。特にアメリカの昨年の経常収支の赤字は、対GDPで四%、三千三百億ドルでした。それが今年は四千億ドルを超える。このように借金がどんどん増えていくというのは、ドルの信任にとっても、よいことではない。それに、今年は大統領選挙の年ですから、保護主義の動きも出てくる。アメリカをあてにしてどんどん輸出をすることができないということになるわけです。

また、政策的な要因も効果に限界が出てくる。公共投資の中で、地方公共団体の財政事情が急速に悪化しています。ほとんどの地方公共団体が、何らかの格好で行き詰まりを見せている状況です。地方の公共投資の計画で未達成分が非常に高くなっている。単独事業というのがガタツと落ちていく。こんな状況ですから、地方にはあまり期待できない。

また公共投資は国債を増発して賄わなければいけないわけです。その増発による副作用の方もだんだん大きくなっていく。出せば出

すほど、金利上昇の圧力が高まり、日本の国債の格付けも落ちてくるという状況になってしまいうわけです。

心配なことは、従来型の公共投資では、景気を、あるいは日本の成長力を増す力にはならなくなってしまうということです。むしろ逆に、日本の構造調整を遅らせてしまう。例えば、効率の悪いハイウエーを作っても、だれにもメリットがない。しかし金利負担、メンテナンスのコストは降りかかってくる。新幹線も同じだろうと思います。結局、こういう社会資本を増やしても、それが成長力、あるいは日本の成長率に貢献する度合いがどんどん落ちてきている。

加えて、民需の力強さにも問題がある。過剰三兄弟“と言われる過剰設備、過剰雇用、過剰債務の調整が進んでいないという実態があるわけです。

設備、雇用調整に大きなバラツキ

まず、設備調整の段階はどこまでいつているのか。マクロベースではどうみても時間がかかりそうです。名目GDPに対しての設備投資はだんだん落ちてきている。九一年から九六年の平均が一七%近くでしたが、最近はやややく一三・六%ぐらいまで下がってき

た。日本の適正は一一%ちよつとだろうと思います。もう少し時間がかかる。

ただこれも部門別に大きなバラツキがある。例えば大手の加工業は、早いところはおそらく二〇〇〇年度中に設備調整が完了する。が、ほかのところは二〇〇一年度にずれ込む。勝ち組と負け組の差が大きくなっているわけだ。

期待の星は、新しい産業の伸びです。そういうところが、どんどん成長を引っ張って行ってくれば、今までの産業も期待成長率が上がってくる。設備の稼働率も上がっていくのですが、それが出てくるにはもう少し時間がかかりそうです。

むしろ二〇〇〇年度は、まず企業の事業再編あるいは合併に忙しい。会計基準が変わるので、財務内容もよくしなければいけない。そういう課題の方が先にくるので、新しい設備については今年はあまり期待できないと思います。

それから過剰雇用と賃金の問題。これもあまり楽観できない。日本の労働分配率がどんどん上昇してきた。雇用調整にはなかなか手がつけにくい。アメリカなどに比べてかなり調整が遅れている。そして、ここでもバラツキがある。大企業、製造業は比較的早い。あるいは職種別でいうと、事務職や管理職が

余っている。むしろ情報関連の専門職が足りない、というバラツキがあります。

このところ失業率の上昇が止まってきたので、ちよつとよくなっているのではないかといい声があります。が、実は雇用の質が非常に悪くなっている。正社員が減ってパートタイマーに置き換えられているのです。それに四月に社会に出る新卒者の数字が表面に出てくると、また失業率が上がると思います。

そして債務調整。どのぐらい過剰債務なのかという手掛かりとして、長期債務の対キャッシュ・フロー倍率をみると、八〇年代の平均は四・一倍でした。高いときは六倍を超したときもありましたが、最近では五・五倍ぐらい。まだまだ高いわけです。これが八〇年代の平均まで落ちるには、あと二、三年かかる。

ただ一つの救いは、八〇年代に比べて、金利水準が違うことです。金利が低いから、かなりの借金をしていても、何とか耐えられる。ただ、逆にこれが構造改革を遅らせる要因にもなってくる。いまの金利水準だからいいが、それが反転してくれば、大きな負担になってしまう。「金利が低いから借金を返すのを急がなくてもいい」というのも問題があるわけだ。

いま申しあげた三つの過剰というのは、既存の産業を中心しています。では、新しい

企業はどうなっているのか。そういう過去の後遺症がない企業が日本経済を引っ張っていけばよいではないかということになるのですが、確かに新しい産業は動き始めています。

新しい牽引役としてのIT産業

ご承知の通りIT産業。「ITというのはいったい何だ」という質問があるわけです。ITというのは、ハードとソフトと、それからコンテンツと非常に広い。アメリカ商務省の定義によると、コンピュータ及びコンピュータ関連の機器の設計、製造、販売、そしてサービス、そういうものがみんな入る。あるいは放送、情報関連の機器、その実際の放送事業、あるいはプログラミング、ソフト等もみんな含むとなっています。

これは大変な成長性があるということが、アメリカの例で分かっている。アメリカは一九九五年からインターネットを中心に、特にITが経済を引っ張ってきた。日本はどうか。昨年後半に出たロンドン・エコノミスト誌の特集を見ると、日本は第三グループに入っている。第一グループはアメリカ、第二グループはイギリス、ドイツ、第三グループが日本やイタリア、フランス。それぞれが二年ぐらいずつの差がある。ですから、日本は

アメリカより四年ぐらい遅れている。

ただ現実には、日本も急速にキャッチアップしてきている。日本の情報化投資のGDPに対する比率も、急速にアメリカに迫いついてきています。

もう一つ、今年に関連があるのは、Y2Kと情報化投資です。Y2Kのために、世界がものすごいお金を使った。こういうお金が本来に必要だったのか、この騒ぎは無駄だったのではないかという話もあります。しかし逆に、Y2Kで情報化投資が非常に大事だという関心が高まって、むしろY2K問題が終わったらコンピュータに積極的に投資していかうという動きが多くなると言われています。私は、後者の見方の方が現実的だと思います。うかがっています。

私どもの研究所も一種の情報産業です。いろいろな情報システムの設計等をやっている。かなりの大企業が情報化投資を活性化するとやっています。Y2Kは結果的には情報化投資を促進することになるのではないかと多少楽観的にみえています。

ただ問題は、統計が未整備なのです。プログラミングあるいはソフトというのは、ITの中でも大きな設備投資として取り上げるべきもので、アメリカは統計を変えてきています。ソフトに対する支出も一種の設備投資だ

と見ている。しかし、日本は経費になる。銀行のコンピュータ化投資は、コンピュータの機器そのものはそんなに高くはなく、むしろプログラミングが高い。そういうことを考え、企画庁は今秋からソフトに対する支出も、全面的ではないのですが、設備投資に組み入れることにしています。でも、いまのところまだ日本はITがらみの統計が未整備だと言えらると思います。

いずれにしても、ITはこれからの希望の星です。アメリカに続いて日本でも若い起業家が出てきている。いわゆるニューリッチ。大金持ちになれるという報道があると、オレもやってみようという気持ちが出てきているように、新しい会社の登記の数も増えてきている。心強い動きがあるわけです。

名目成長と実質成長のかい離

このように見ると、日本経済は二極化が強くなつてきているといえるかもしれません。高付加価値でこれから伸びる部門、あるいは早く調整を終えて次に向かおうとしている企業と、それに対して、伸びが止まって低付加価値、さらに過去のいろいろな重しで、ますます足を取られている部門。この二つに分かれる。結局、勝ち組と負け組の二極化が非常

にはつきりしてきている。これは産業間の二極化だけではなく、同じ産業の中でもそういう二極化が出てきている。

グリーンズパンFRB議長が「アメリカで起こっているような情報技術革新の波は、日本やヨーロッパにも当然押し寄せている。しかし、それをうまく活用するには、日本やヨーロッパは、たとえば労働市場が非常に非弾力的だから、アメリカのようにはうまくいかないのだ」と講演していましたが、日本の場合は、その上に、財政が古い、遅れた部分を一生懸命支えてしまっている。ここに大きな問題がある。

以上のことを含めて、二〇〇〇年度の経済のシナリオを新産業牽引ケース、調整急進展ケースといくつか考えましたが、現状維持シナリオというのが一番可能性がありそうです。

実質GDPは一・二%ぐらい。「経済新生対策」の効果が年度前半は出てきますが、民需の自律的な力はまだ弱い。ですから、後半になるとちよつとダレてしまう。「もう財政は出せない」というのであれば、予想した公共投資の一・一%がもう少し落ちるかもしれない。その代わり、設備投資や、新しいIT産業が少し前倒しで経済を引っ張り始める。新産業牽引シナリオの一部がわずかながら後半に出てくるかなと思っています。

こうした中で留意点は、名目と実質の乖離があるということです。九九年度は、実質で一%伸びるわけですが名目は〇・二%です。現にいま分かっている昨年一月から九月までの三つの四半期の前年同期比の実質はプラス〇・四%でしたが、名目ではマイナス〇・二%。これは結局、物価が落ち着いているという下落をしているからなのです。

企業というのは、要するに名目で見る。売上も収益も名目で見ますから、実質は、バーチャルな数字になってしまふ。ですから、特に流通関係者の百貨店やスーパーが「それほど回復するかな、どうも実感があまりない」というのは、こういうかい離があるからなのです。そういう意味で二〇〇〇年は、一・二%伸びると言いましたけれども、名目は〇・三%、回復の実感がやや弱いという姿になるかもしれません。

カジ取り難しい金融政策

金融政策は非常に難しい局面にきています。いま二つの方向から金融政策に注文がついてきている。一つは、引き続き内需主導の景気回復を確実なものにするためにゼロ金利を維持しろという注文。場合によってはさらに金融緩和を強める、という要請が出てい

る。例えば、円高がもう少し進めば、量的な緩和をもっと進めたらどうか、国債をもっと買い入れたらどうか、あるいはインフレターゲティングを採用したらどうかとか、金利をもっと長いものまで低めに誘導したらどうかとか。金融緩和をいつそう進めるような要請が出てくる。

片方では、ゼロ金利はもうやめるべきだ、ゼロ金利の解除の時期を探るべきだという注文。ゼロ金利による弊害がいくつか出てきているのではないかとことなのです。

先ほど申しましたように、ゼロ金利で構造調整を遅らせています。本当はもう構造調整を進めなければならぬ企業が、いつまでたつてもゼロ金利で生き延びている。こういうことでは構造改革が進まないのではないか。あるいは高齢者、年金生活者の負担を、これ以上長引かせるのは、社会公平からみてもマズイのではないか。そして金利というのは借りるだけではなく、運用する人もたくさんいる。生保、信託、あるいは財団が参ってしまうのではないかと。あるいは金融のインフラストラクチャー。金融先物市場や短資会社などは、金利がプラスであるということを前提にしているわけで、ゼロ金利が続くとダメになってしまうのではないか。

こういういろいろな問題があり、これ以上

の積極的な金融緩和策というのは限界にきているという声もあつて、非常に難しいカジ取りになっていくと思います。

さらに、宮沢蔵相も「これ以上赤字財政に頼るわけにはいかんでしょうなあ」と、人ごとのようなことを言っています。財政にもこれ以上頼るわけにはいかない。ですから、今後財政と金融のポリシーミックスをどう考えていくのか。九〇年代に先送りした難しい問題、非常に難しいツケが二〇〇〇年からやつてくるということになります。

暗い話をしましたので、最後に明るい話をして終わりたいと思います。先ほど言いましたIT革命を含めて、日本の技術革新能力は、国際的にみて、そう過小評価する必要はない。これはある程度期待してもいい。

技術者の話を聞いてみても、日本のIT産業にからむ技術は、そうバカにしたものではない。IT関連が大衆化してくると、そういう分野は日本がとて得意なところだと言うのです。たとえば携帯電話のiモード。パソコン抜きにインターネットに直接つながる。アメリカは両手でキーボードをたたいているけれども、日本は親指だけでやっている。こういうものがいつたん大衆化すると日本はとても強いと言っています。

昔からよく言われることで、アメリカはモ

ア・アドバンス・プロダクト、日本はモア・ディペロップト・プロダクト。アメリカはいろいろなアイデアで、先進的なものを作るけれども、日本はそれをずっと使いやすく、消費者のニーズに合ったものに改良する。テレビ、VTR、自動車などもそうでした。今度はITも、と技術者が言うわけです。日本がアメリカを凌駕するとは言いませんが、そういうマスマーケットの段階では、かなり期待してもいいのではないかと。

アメリカの国際競争力評議会が昨年出したレポートに「日本のイノベーション力は侮れないどころか、むしろ相対的には強まっている」というものが載っていました。内容は「日本は一九九〇年代の経済停滞にもかかわらず、七〇年代からの革新能力の改善をずっと続けている。このイノベーションへの投資は、経済成長の困難にあつてもほとんど弱くなっていない。二〇〇五年には米国を超えるだろう」というようなものでした。

これは多少、アメリカ自身に対して自戒、警告の念を強めているのかもしれませんが、日本は創造的破壊、古い技術とか古い産業から新しいところにリソースを回していくというプロセスをやつていかなければならない。そうしないと、二十一世紀は日本にとってはあまり大きく開けない世紀になってしまう。

う。目先にとらわれて、なんとか成長率だけ上げようということではなく、もう少し長い目で見ていきたいと考えています。

質疑応答

山内雅夫（NHKOB） IT革命が進行してパーソン・ツー・パーソンのコミュニケーションが進行する世の中になると、メディア自体が変質してくる。特にマスメディアというものがいらなくなってくるのではないかとと思うのですが、日本のマスコミはフォース・エステイトとして存続し得るのだろうか。

若月 タイムワナーとAOLの合併という、ジャーナリズムにとって大変ショッキングな出来事がありました。企業統合というところでしたが、実体はAOLというインターネットの会社が大きなマスメディアのタイムワナーを買ったのです。

心配の種は、こういうことが続いてくると、ジャーナリズムあるいはメディアが、どんどん統合されていく。しかも、インターネットあるいはそういうIT技術の会社に吸収されていくのではないかと。そうすると、果たして言論の自由は守れるか。そういう論調もあるわけです。

しかし、インターネットだけではなく、技術の会社がむしろジャーナリズムよりも有利になってしまおうと思う。なぜか。株価が高いからです。株価が高いのを利用して、圧倒的な資金力、調達力でメディアを買収される。ですからインターネットという技術がメディアを買うというのは、流行になるのではないかと。

今年、株価がまた上がるとすれば、おそらくそういう合併や買収、特にメディアがらみのものが一つのファクターになるのではないかと、ということがウォールストリートでも取り沙汰されている。ですので、第四の帝国といわれたメディアが失われていくかどうかは、皆様方ジャーナリストの心構えというのにかかっているかもしれません。

北原彰（日本繊維） 個人的には日本経済を中長期的に救うのは調整インフレしかないだろうと最近思うのですが、いかがでしょうか。

若月 調整インフレ論者のクルーグマンの考え方は、日本は流動性のワナに陥っている、なぜかというところ、日本は人口問題等もあり、おそらく期待成長率はどんどん落ちていく。こういう国は均衡レートというのか、経済

を立ち上がらせるための金利水準はマイナスだ、だから、今のようないことをやっているのは絶対立ち上がらない。こういうことが前提なのです。だから今までのような金利政策ではダメで、非常にアンオーソドックスなものをやれ、と。たとえば「これから十五年間、四%インフレをやります」ということを言つて、それが浸透し四%のインフレになるのなら、たとえば名目金利がゼロなら、実質金利はマイナスの均衡金利に下がる。だから、そのぐらいやらないと日本は立ち上がらない、ということなのです。

これは私から言わせれば、現実離れた前提だと思えます。というのは、日本の期待成長率はもうずっとマイナスだとはとても言えない。さつきも言いましたように、例えば技術革新というような要素をまったく無視している。それから、人口問題も悲観的に見過ごしている。彼の持論の前提となることを考えるためには、人口はもうマイナスでなければならぬのですが、まだまだ日本の人口はマイナスではない。ですから非現実的な前提を置けば、彼の言っているようなことまでしなければ日本は立ち上がらないかもしれないが、それはあまりにもひどいのではないかと、と言いたいと思います。

もう一つ現実、調整インフレというのは

効くのかということ。さらに日本銀行が「これから十五年間四%インフレを起こしますよ」というようなことが言えるのか。日本銀行法には日本銀行は物価安定、インフレと戦えと書いてあるのです。日本銀行法を改正しなくては行けない。それから高齢者や年金生活者に対して、「あなた方の貯蓄は毎年四%ずつ目減りをしますけれども、勘弁してください」というようなことが果たして政治的に言えるのか。実際問題として、受け入れられないと思います。

しかし、クルーグマンの調整インフレ論の神髄は、インフレが起きるのだということに信じさせないと効果がないということですから、なかなか社会的には受け入れられない。しかもどうやってインフレを起こすのか。為替をめちゃくちゃ弱くすることは国際的にできない。国債をめちゃくちゃ買うということも、とても受け入れられないと思います。

迂遠かもしれませんが、構造改革、規制緩和等を着実にやって、それで技術革新等に期待をしていく。あるいは、個々の企業がリストラをやつて経営内容をよくしていく、競争力を高めていく。こういうことしかないのではないかと。時間はかかりますが、そういう禁じ手に乗ってはいけないうと、中央銀行に奉職した者として思います。

岡田幹治（朝日） 昨年は、日本銀行が大きく態度を変えた年だと見る人がいます。二月にゼロ金利政策をとり、その後、総裁がいろいろな発言をしている。直接国債を引き受けるということはしていませんが、いろいろな技術的なことでその消化に協力している。日銀は、もはや通貨の番人をやめた、という見方についてどう思われますか。

若月 これは非常に厳しい質問です。中央銀行の独立とか正しい道を歩めと言つても、経済の実体からまったく関係なくやれるかという、いろいろな配慮をしていかなければいけない。

いま日本銀行が譲れない線、これだけは絶対に守らなければいけないというのは、赤字国債の大量引き受け、あるいは赤字国債の直接引き受け、あるいは調整インフレターゲットの採用だと思えます。こういうところは絶対に譲れないとみていると思う。

しかし一方で、例えば昨年九月のように、日本の企業が円相場でヒーヒー言っている、これ以上円高になると株が大幅に下がってしまう、決算ができない、こういうプレッシャーがあると、そういう最後の守らなければならぬ線との間で、できるだけ弾力的にやつて

いかなければいけない。こういう非常に狭い道を歩くことも選択せざるを得なかったのだろう、と思います。

私は、日本銀行が越えてはならない線を越えたかというところではない。ギリギリのところまで譲歩し、ギリギリのところの道を探ったのだ、とみています。

北原 過去三十年間をみますと、インフレの平均率が、日銀の公定歩合の年々の平均と、実は奇妙に一致する。ということは、言い換えると、ある水準のインフレがある水準の金利と対応する。もし公定歩合にほぼイコールの一年ものの定期金利が同じぐらいの率で実現するならば、年金生活者も年寄りも、企業の財務担当者も、それほど大きな打撃をインフレ率から受けることなしにいくのではない。

そういう意味で、私は現在のゼロ金利で行くよりも、二%ぐらいで行く方が、はるかに消費者の購買意欲を高めると思うのです。いま大事なのは、千二百兆円とも千三百兆円ともいわれる金融資産を持っている、一般の国民が消費性向を上げてくれることです。その手立てというのは、生半可な減税でもなくて、これからゆつくりとインフレが進むということとを彼らが認識することではないかと思

うのですが、いかがでしょうか。

若月 ご承知のようにインフレターゲットティングにはいくつ種類がある。例えばクルーグマンの言うような、むしろ積極的にインフレを起こして経済を立て直したらどうだ、というのが一つ。一部の日本の学者にも魂胆としては、そうしないと財政赤字は減らせないと、インフレ待望論というような意見もあるわけです。

もう一つは、インフレを抑えるためのターゲットティング。これから物価上昇をしないし二%の範囲内で抑えますよ、というターゲットです。おそらくこの中央銀行も、だんだんこういう格好でやることになると思います。それからもう一つ。まったく機械的にやるということ。インフレ率が二%になったら自動的に「はい上げます」とか、あるいはマネーサプライを何%でちゃんと抑えるというルールでやるとか。両極端があるわけですが、実際にはそういう極端なことはできなくて、ルールと裁量の間をとらなければいけないだろうと思います。それが一種のインフレターゲットティングの根拠になるわけです。だから、裁量というものを一種のルールのようなもの、目安で説明できるように抑えていく。裁量を制約するというのがインフレター

ゲットティングの考え方で、これからの中央銀行の一つの主流になると思います。

そういうインフレターゲットティングをいざれやっていくべきだし、日本でも採用しなければいけないと思います。が、これには二つの問題があります。一つは、そういうものを導入するときの経済状況。もう一つは、どういうターゲットティングをやるのかということです。インフレターゲットティングというのは、インフレを抑えるためのものですから、インフレがどちらかというと高いときからだんだん抑える。インフレが二%、あるいは三%のターゲットを超えそうになれば、なるべく早めに金利を上げなさい、ということに使うわけです。

日本の場合はいまはむしろデフレ状況です。そこから、なんとか脱しようとしているときに、中央銀行がどうやって実現するのか。何かターゲットしますと言ったときに、手段がなければそれは口だけではないかと言われてしまい、できもしないことを言う中央銀行はバカじゃないか、と言われてしまうわけです。

もう一つは、そういう状況なら、「インフレを起こせ」とか「どんどん国債を買え」とか「株も買えばいいのではないか」という政治家や学者が現れるのです。中央銀行が株を

買う国なんてどこにもない。お札の裏打ちにある資産が、ものすごく変化する株だなどという国はどこにもない。しかし、学者によってはインフレターゲットインギンを達成するためには、どんな手段も使えばいいではないかという方もいる。これは非常にリスクがある。ですから、私は今の状況では、まずゼロ金利で、潤沢な流動性の供給でよいではないか。ノーマルな状況になったら、おそらくインフレターゲットインギンが必要なのだろう、というように考えています。

それからもう一つ大事なことは、何をもつてターゲットインギンにするかです。消費者物価でいいのではないかと思います。日本の場合には消費者物価は、この二十年ぐらい二%以下に安定しているのです。問題は資産価格です。地価、株価、ゴルフの会員券、こういう資産の価格がものすごく動く。その資産価格をどうやって入れるのか、こういう問題が出る。ブラザのあとバブルを放置した日本はけしからん、という批判があるのですが、あのとき実は消費者物価は、ほとんど一%、卸売物価はマイナスだったのです。ところが地価だけがものすごく上がった。ですから、消費者物価をターゲットにしたらよかつたのかというと、それだけでは十分ではない。いろいろな問題があつて、インフレター

ゲッティングをしたらすべてうまくいくのかというと、そんなに簡単な話ではない。経済がもう少し落ち着いたら、そういう問題もじっくり検討してもらいたいと思っています。

大谷健(朝日OB) 失業率などをヨーロッパと比較しても、インフレを起こせという暴論をあえてしなくてはならないほど、日本経済の実体が悪いのか。どうも私は信じられないのですが、いかがでしょうか。

若月 いまのは、中央銀行に対するエールとうかがつておきます。それほどひどい状況ではないということなのかもしれませんが、問題なのはこのままで行きますと、どんな日本の成長力が弱くなることです。これはインフレとは別にです。いまみたいな財政、現状維持のためにばかりお金を使っている、あるいはゼロ金利を絶対動かさないようにしようというのとはまた危険なものですから、インフレについては非常に力強いエールだと、現役の人に言っておきます。

(文責・長谷川)

若月三喜雄氏(わかつき・みきお) 一九三三年生まれ。東京大学法学部卒。五六年日本銀行入行。ニューヨーク駐在参事、調査統計局長、名古屋支店長、総務局長などを経て、八九年理事。九十三年から現職。