

日本記者クラブ会報

記録版

■2000年1月12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。それでもやっ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。ここで小渕首相は「不退転の決意」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

に強くなつた原因の一つに、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。先進国最大のネッ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つた。これらがうまくかみ合つて、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、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、いつ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かが、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。ここにきて、また緊縮財政を求める声がとにかく強まっている。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ない。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長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

価が例えれば二万円突破、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の打撃を受けない。これが逆になると、次の選挙で大きな変動が起ころる。今年は、政局抜きに経済を見るることはできません。

三つ目です。現在は調整インフレを求めるが進行している、と言えると思います。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なりますが、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後に遅れますので、実質金利が上がつ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。金利を上げることにより、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。なかなか市場はそのように動いて

いませんが、いざなは市場が、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と、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円、一万六千円、一万四千円、一昨年は一万二千円台まで下がった。

この危機を開い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ウエーブが株価かさ上げ

なにより最近の株価上昇を引つ張っているのは、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」と発表しましたが、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

情報通信ハードウエ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%があがります。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てやつてきたITウエーブが、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

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る。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、おむねゼロベースの経済成長が続く。九九年度の政府見通しは〇・六%となっています。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、年度に入つてからの経済成長はゼロであること示しているのです。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つたのだから、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。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比でみると、「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是、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つたら、実際の財政が昨年度からちょうど十兆円分減っていたわけです。十兆円も落ちたら、GDPは一%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歩むことになる。ゼロペースとは、倒れはしませんけれどもフラフラしていく、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。「ここまでやつたのだから、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、公共投資か、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つたほうが早いのです。

二%の成長がいつたん実現すると、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。いつ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おります。

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つた。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ます。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ば、そのままドルは二〇〇〇円、三〇〇〇円になつ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%超というのが一つの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」という見方が広がつてくるわけです。

一九八六年は、日米協調介入が転機になり、流れが変わりました。いつ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います。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。日本がうまくいつた理由は、三つあげられます。第一に、経済政策がうまくかつた。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

○円から一一五円のレンジでの動きを一年ぐらいたり続ける、ボックス相場の時期にさしかかっていると見てています。その先是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二つのポイント

そうした中で、日本がこれから浮上していくのかどうか。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つた理由は、三つあげられます。第一に、経済政策がうまくかつた。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。

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つた」となれば、再び金利差要因が効き始めます。私は、一〇

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、同じような局面だつた九四年に利上げに動こうとした。政策の逆噴射で病気再発です。九六年は、すっかり元気になりかかつたところで大増税。ここでまた激しい逆噴射でした。九九年に初めて、少し良くなつ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つた。アメリカが金融問題の解決策をしつかり作つたのは、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つている。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って

ホワイトカラーの合理化をやつたわけです。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つたという程度です。単にそれだけなら、パソコン分の経費がかさんだだけです。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、株価が上がつた。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つている一方で、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って潤つている。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中間にあります。望ましい姿は両者の中間にあります。日本では労働分配率の上昇に歯止めがかかる。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つてゐる。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。

こうしたことを持めて、「日本経済復活の条件」を考えます。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激増するだけです。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、貿易でできない仕事なのです。貿易できる仕事は、アメリカ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います。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くなければならぬ。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」をどうするのか。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、年をとつ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、社宅に入つ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替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つ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。金融機関に六兆円、中小企業には三十兆円の金を用意しました。労働者にも十兆円ぐらい用意してもいいのではないか。先ほど申し上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「九七年度の拙速な大増税政策が、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つて生じた」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、何と言つ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」を目標にしていました。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つ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す。「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、火が消えた後でじつくりやればいい」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、という話もまつたくなくなってしまいました。

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。十年タームの転換点を過ぎつつある。そうなると、名目の長期金利が急上昇する恐れがでてくる。これは、調整インフレ政策の最大の副作用であり、今年後半の懸念

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っています。ですから、いたずらに金利上昇懸念をあ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、もう少ししつかりしたルールを確立する必要があると思います。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、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。ここでバブルの問題を総括しました。ここでペコラ委員会と呼んでいます。日本でも特別委員会を国会に設置し、バ

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5%ペースで拡大している。経済成長率は約4%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つ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つた、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

のではないか。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＝e－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－コマースによって、ライフスタイル、産業構造の変革が起こる。

インターネットを活用したe－コマースになるとおそらく、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ようか。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

出します。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。これは通信販売と同じですが、最大の違いはカタログです。従来の通信販売は、膨大なカタログが必要とする。また、カタログの更新もある。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、きわめて低成本でカタログ情報を提供・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ないものは別として、相当多くの消費財がe－コマース上に乗つてくる。

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ようか。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。

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によつ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-commerce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う話は、楽観的ではないのか。日本は、設備投資と公共投資のGDP比率が高い。公共投資は九九年度当初予算で八%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つてているいま、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。このときにいつたん設備過剰になつたわけです。九〇年代に入つて、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ました。ところがここにきて再び設備過剰になつた。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ました。ところが九七年の失速で、設備が相対的に過剰になつた。ですから、この設備過剰は、サプライサイドそのものに問題があるのではないか。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ウエーブで、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つてきている。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。

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ェロー研究所客員フェローなどを経て、六年主任エコノミスト、九九年から現職。

たゞご指摘の問題はあります。いつ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）

■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)



力ギは米経済のソフトランディング

循環的には景气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。

した。

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こと。

ところが昨年後半ぐらいから、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・スパイク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、反転の兆しがみられる。このように、アメリカの一人勝ちという状況が変わつてきているわけです。

一九九七年後半から始まつたアジア危機以降、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

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、八年来超える好景気で、労働需給がだんだんひつ迫してくる。そういうことで、インフレの兆しが見え始める。政策金利も一昨年秋の金融危機に際して三度も下げたのをまた三度戻す、という格好になつている。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つてくる。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つていたわけですが、世界経済が少しづつ回復に向かうと、一部はヨーロッパに戻つたり、あるいは日本に入つてくる。そうなると為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、一本調子できたアメリカの株価が上がり下がつたりする。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、新しい均衡にもつていい必要がある。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。こうしたことだろうと思います。

ヨーロッパは、今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が、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、今年の日本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つたとみています。景気が底入れをするに至つ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つた。

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・スペイラルの底に落ちていくのではないか、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つた。しかし、年が明けて危機感がなくなると、消費性向が戻つてきた。所得はそんなに増えていないのに、消費に回す分が戻つてきた。新しい商品も出るということ

で、消費が意外に堅調です。

最近は、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、一LDKマンションを買つ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つたわけですか

ら、極めて顕著な違いをみせていく。

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で、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います。昨年の一ヶ月までの九ヶ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、昨年の七ヶ月の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。

ただそうは言つても、輸出の環境はいいわけで、輸出はしつかり伸びている。さらに一年から昨年前半まで、一生懸命減産等をやり、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。

しかし、それがどんどん拡大につながつていかかというと、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、むしろ力が弱くなつてくるだろうと思いますので。

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ガ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ことは、ドルの信任にとつても、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おり、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ます。単独事業というものがガタツと落ちている。こんな状況ですから、地方にはあまり期待できません。

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つてくる。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つてしまふわけです。

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つてしまつてることです。

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いてい

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ます。九一年から九六年の平均が一七%近くでしたが、最近はようやく一三・六%ぐらいまで下がつてき

た。日本の適正は一ー%ちょっとだろうと思
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すれ
込む。勝ち組と負け組の差が大きくなつてく
るわけです。

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つて
行つてくれれば、今までの産業も期待成長率
が上がつてくる。設備の稼働率も上がつてい
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つてきてい
るので、ちょっとよくなつているのではない
かという声があります。が、実は雇用の質が
非常に悪くなつていて。正社員が減つてパー
トタイム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われます。
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
因にもなつてくる。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
なつてしまふ。「金利が低いから借金を返す
のを急がなくともいい」というのも問題があ
るわけです。

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

企業はどうなつてているのか。そういう過去の
後遺症がない企業が日本経済を引っ張つてい
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—I.T.産業

ご承知の通りI.T.産業。「I.T.」というのは
いつたい何だ」という質問があるわけです。
I.T.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、コンピューター及びコン
ピューター関連の機器の設計、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つています。

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つてている。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
I.T.が経済を引っ張つてきた。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
入つている。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、日本も急速にキヤツチアツブしてきている。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りつつてきています。

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つた。こういうお金が本当に必要だったのか、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問題が終わつたらコンピューターに積極的に投資していくという動きが多くなるとも言われています。私は、後者の見方の方が現実的だとう気がしています。

私たち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つている。かなりの大企業が情報化投資を活発化すると言っています。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いきます。ソフトに対する支出も一種の設備投資だ

と見ており。しかし、日本は経費になる。銀行のコンピューター化投資は、コンピューター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ると思います。

いずれにしても、ITはこれから希望の星です。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、オレもやつてやろうという気持ちが出てきているようで、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。

以上のことと含めて、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でますが、民需の自律的な力はまだ弱い。ですから、後半になるとちょっとダレてしまう。「もう財政は出せない」というのであれば、予想した公

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、伸びが止まつて低付加価値、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。この二つに分かれます。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。

グリーンスパン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しては、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、財政が古く、遅れた部分を一生懸命支えてしまつてある。ここに大きな問題がある。

名目成長と実質成長のかい離

こ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。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。

グリーンスパン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しては、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、財政が古く、遅れた部分を一生懸命支えてしまつてある。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でますが、民需の自律的な力はまだ弱い。ですから、後半になるとちょっとダレてしまう。「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ません。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、名目と実質のかい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か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います。ですから、特に流通関係者の百貨店やスーパーが「それはどう回復するかな、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。場合によつてはさらに金融緩和を強めろ、という要請が出てい

る。例えば、円高がもう少し進めば、量的な緩和をもつと進めたらどうか、国債をもつと買い入れたらどうか、あるいはインフレター・ゲットティングを採用したらどうかとか、金利をもつ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いうことなのです。

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、あるいは財団が参つてしまふではないかとか。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つてしまうのではないか。

こ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つていくと思います。

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」と、人ごとのようなことを言つていまして、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も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つている。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。

昔からよく言わることで、アメリカはモ

ア・アドバンスト・プロダクト、日本はモア・ディベロップト・プロダクト。アメリカはいろいろなアイデアで、先進的なものを作れるけれども、日本はそれをずっと使いやすく、消費者のニーズに合つたものに改良する。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、かなり期待してもらいいのではないか。

アメリカの国際競争力評議会が昨年出したリポートに「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ってもほとんど弱くなつてない。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も自戒、警告の念を強めているのかもしれません。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ぬ。そうしないと、二十一世紀は日本にとつてはあまり大きく開けない世紀になつてしま

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になると、メディア自体が変質していく。特にマスメディアというものがいらなくなつてくるのではないかと思うのですが、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。

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つてしまふと思う。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い取れる。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

若月 タイムワーナー 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な出来事がありました。企業統合といふとでしたが、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ーナーを買ったのです。

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るつているかもしれません。

北原彰曠（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とどう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 日本は流動性のワナに陥つていいのかというと、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いくのではないか。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。

を立ち上がらせるための金利水準はマイナスだ、だから、今のようなことをやつていて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い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、そこ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、現実離れした前提だと思います。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ぎている。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、彼の言つ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ませんが、それはあまりにもひどいのではないか、と言いたいと思います。

もう一つ現実に、調整インフレというの

を立ち上がらせるための金利水準はマイナスだ、だから、今のようなことをやつていて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い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、そこ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、現実離れした前提だと思います。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つたく無視している。それから、人口問題も悲観的に見過ぎている。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、彼の言つ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ませんが、それはあまりにもひどいのではないか、と言いたいと思います。

もう一つ現実に、調整インフレというの

効くのかということです。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いけない。それから高齢者や年金生活者に対して、「あなたの貯蓄は毎年四%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せん。

しかし、クルーレ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を信じさせないと効果がないというのですから、なかなか社会的には受け入れられない。

しかもどうやつ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、規制緩和等々を着実にやつて、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つて、これ以上円高になると株が大幅に下がつてしまふ、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

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ふと、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ティーの採用だと思います。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つて、これ以上円高になると株が大幅に下がつてしまふ、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つたのだろう、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、そうではない。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つたのだ、とみています。

北原 過去三十年間をみると、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。もし公定歩合には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か。

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つてゐる、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、これからゆづくりとインフレが進むといふこ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ティングにはいくつか種類がある。例えばクルーレーマンの言うような、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一ないし二%の範囲内で抑えますよ、というターゲットです。おそらくどこの中央銀行も、なんだんこういう格好でやることになると思ひます。

それからもう一つ。まったく機械的にやること。インフレ率が二%になつたら自動的に「はい上げます」とか、あるいはマネーサプライを何%できち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。何か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つたときに、手段がなければそれは口だけではないかと言つて、ルールと裁量の間をとらなければいけないだらうと思います。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ティングの考え方で、これからの中銀

行の一つの主流になると想ひます。

そういうインフレターゲットティングをいずれやつていくべきだし、日本でも採用しなければいけないと想ひます。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

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、学者によつてはインフレターゲッティング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ある。これは非常にリスクがある。ですから、私は今のような状況では、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つたら、おそらくインフレターゲッティングが必要なのだろう、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グにするかです。消費者物価でいいのではないかといいますが、日本の場合は消費者物価は、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。プ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、あと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つています。

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ませんが、問題なのはこれまで行きますと、どんどん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つていて、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、現役の人々に言つておきます。

(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。九三年から現職。