

# 日本記者クラブ会報

記録版

東京都千代田区内幸町  
日本プレスセンタービル  
©社団法人 日本記者クラブ  
電話 〇三-〇〇〇〇〇〇

■研究会「二〇〇一年経済見通し」一月十日(水)

## なぜ日本経済は停滞しているのか

富田 俊基  
野村総研研究理事



日本がいま学ぶべきは、ニューエコノミーの米国ではなく、増税と歳出削減により連邦財政を黒字にした米国であり、GDP比一〇%近い財政赤字を削ることによって好況がもたらされたイタリアである、とデータを示して持論を展開した。

九〇年代に日本経済が停滞した理由について、いろんなことが言われています。私は冷戦の終結についての認識が、政策当局者においても企業経営者においても、間違っていたのではないかと考えています。そこで冷戦終結ということで何が起こったのか、ということとをまず話してみたいと思います。

### 冷戦終結の世界経済的な意味

それは、世界レベルでの産業構造の大きな変化が生じた、ということとです。冷戦の終結という、東西の政治の壁がなくなったということがよく言われるわけですが、経済では

南北の壁がなくなった。途上国や計画経済だった国々が外向きの経済政策を始めた。貿易の自由化と外資受け入れ、ということとです。

つまり二億数億人の人々が新たに市場経済に参加し始めた。それによって労働力をたくさん用いる産業では、先進国のどこもが比較優位を失いました。

そのため九〇年代初めは、わが国だけではなく、アメリカにおいてもヨーロッパ各国においても、景気後退を経験します。こうした大きな世界経済の変化が「グローバリゼーション」なのです。

グローバリゼーションは現在も進展中です。そのことが今日のわが国や欧米主要国における物価の沈静化の背景にある、と考えていいと思います。

別刷りの資料Ⅰの「潜在成長率の低下」をご覧ください。八〇年代、わが国経済は四%程度の潜在成長率を中心に、細い線のグラフが示しますように成長率が変動していました。それが九〇年代に入りますと、潜在成長率が二%弱に低下し、二%を中

13ページ

日本経済の「新生」とは何なのか

高橋伸彰 立命館大学教授

心に景気が変動してくる、という姿になっています。

なぜ、潜在成長率が低下したのか。これが先ほど申しました冷戦終結の経済的側面の影響なのです。労働力を多く用いる産業において、一挙に機械設備が陳腐化し、賃金の高い労働力が競争力を削いだ結果、これを主因として大きく潜在成長力が低下したのです。

こうした大きな世界レベルでの産業構造の変化というときに、私が思い出すのは一九世紀後半の世界経済です。これは今日の世界経済を考えるうえでも重要ですので、資料Ⅱ「一九世紀イギリスでの長期デフレ」を見ていただきたいと思います。

それは一八七三年から一八九六年までの間で、ビクトリア王朝期でした。左上のグラフはイギリスのGDPデフレーター、国内物価全体の動きを太い線で示しています。細い線で輸入物価をそれぞれ一八七三年を一〇〇として示しています。

約二〇年間、国内物価は下落を続けています。輸入物価はこの間に約四割下落しました。国内物価は累積で二割低下しています。

なぜこういうことが起こったか。当時、後発国であったアメリカ、ドイツにおいて工業化が起こった結果が関係しています。アメリカ、ドイツでは、この二〇年間ほどで二倍強

も工業生産が増えた。それに加えて、穀物が世界で大量に生産されるようになりました。

スエズ運河の開通や、新大陸における鉄道の敷設、そして冷凍技術の発達で、安い穀物や牛乳がどんどん先進国に入ってくる。ということ。イギリスはこの間、卸売物価でみまして年率二%強の下落が続きます。そして輸入が資料Ⅱの中段右のグラフのようにどんどんイギリスで増えます。金利も左下のグラフのようにますます低下傾向を続ける、ということでした。

### 平和の配当としての物価沈静

同じ資料Ⅱの右上のグラフで、現在のわが国の様子がわかります。輸入物価が九〇年代初めを一〇〇として、いまでも当時よりも二割近く輸入物価が低い。そしてGDPデフレーターがほとんど上がらず、最近ではマイナスになっている様子がうかがえます。

程度の差はありますが、起こった現象というの、世界レベルでの大きな産業構造の変化であり、先進国全体に影響を与えているということです。

資料Ⅲの中段のグラフは、冷戦終結の後、日本経済にどういう影響が起こったかを端的に示しています。輸入比率、これは工業製品

についてですが、国内向け出荷に対する輸入品の割合、これが九〇年代に入りまして大きく上昇を続けている。

輸出はどうかといいますと、海外での生産が増えまじりまや、わが国全体の輸出よりも本邦製造業の海外生産の方が大きいということ。

九〇年代半ばにおいて、一般にはこの現象を空洞化と呼んでネガティブにとらえたわけですが、企業サイドからみれば、世界レベルで資源の最適配置を行うというプロセスであった。その結果として、八〇年代まで勢いよく伸びていた輸出も、その増勢を九〇年代に入って大きく鈍化させるということになるわけ。

安価で豊富な労働力で、良質なものが豊富に生産される。そこに直接投資がどんどん増える。ということで、そこから先進国は輸入を増やします。その結果、資料Ⅲの表にありますように九〇年代に入ってから、日米欧の先進国の卸売物価、生産者物価、消費者物価は、第二次大戦後経験したことがない沈静を示す、ということになったわけです。

冷戦の終結によって、先進国の人々は物価の沈静化という平和の配当を受け取った、と考えていいかと思っています。

資料Ⅰに戻っていただきたいのですが、こ



うした物価の沈静の中で、日本経済は先ほど申しましたように、潜在成長率が低下するということになりました。あのとき、企業においてきわめて弾力的な対応を取ることができたのであれば、潜在成長率がここまで低下しなかった。

しかし、国内において労働力、資本の分配を弾力的に行うことができなかった。九〇年代初めはまだ、規制緩和ということもかなり、声高に叫ばれておりました。「平岩レポート」というのも出ました。しかし、経済改革の動きは長くは続かなかった。

その一方で日本は景気が悪いんだ、ということ、景気対策を繰り返しました。九〇年代、欧米先進国では財政の健全化が進んだのですが、日本は全くそれとは逆の方向を歩んだ。過去一〇年間で合計一〇回、規模にいたしまして累計で一三六兆円もの景気対策が発動されました。どうも冷戦が終わってからも景気判断に、過去の慣性を持ち込まれてしまったからではないか、と思われれます。

### 大きな政府と市場介入の非効率性

では、欧米とわが国とを分かった大きな違いは何だったか。そこで私が思い出しましたのは、ハイエクが『隷属への道』(一九四四)

という本の中で書いた次の一節です。

「過去数世代にわたっての偉大なユートピアであった、かのデモクラティック・ソシアリズムは、単に実現が不可能であるだけではない。それを実現しようとする努力は、現在それを望んでいる人々の誰もが受け入れようとはしない、全く異なった結果を生み出してしまふ。しかし、人々はこの関係があらゆる側面において明らかにされるまでは、そのことを信じている」

あらゆる側面において計画経済、大きな政府、市場への介入が非効率をもたらしたことを知ったのは、欧米の方が明確でした。八九年十一月にベルリンの壁が倒壊した、そのことによって誰の目にもそれは明らかになった、と考えられるわけです。

冷戦終結後の世界レベルでの産業構造の大きな変化にともなう景気後退の影響を受け、アメリカにおいてもヨーロッパにおいても、九一年、九二年、九三年は、マイナス成長を経験しております。そういう中におきましても、欧米は規制緩和と小さな政府を目指して、頑張ったのです。

どうもわが国では、八〇年代までの成功体験や、日本型経営が礼賛されていた時代の経験が災いしているのか、あるいは冷戦ということについての認識が薄かったせいなのか、この

計画経済、政府の市場への介入ということに對する反省ということがあまり出なかった。

そのため一時は盛り上がった政治改革とか規制緩和、経済改革というのも線香花火のように消えてしまったのではないか。そう、私は思っています。

そして逆にわが国で起こったことは、これもまた先のハイエクの本の中の一つのセンテンスが見事に言い得ています。

「国が経済を計画するという仕事を引き受けると、それぞれに異なった個人やグループを適切に処遇するという問題が、ただちに中心的な政治問題になるのは避けられない」

九〇年代、わが国の経済政策として本当に重要だったのは、とにかくにも不良債権の処理を迅速に行うことであつた。しかし、皆さんご承知のように、残念ながら本格的に公的資金が注入されたのは九九年三月で、バブルが崩壊しておよそ一〇年弱もたつてからだったのであります。

この処理に至りますまでに、公共事業がどんどん拡大された。そして減税、また中小企業に対する信用保証、あるいは地域振興券、さらには介護保険の徴収延期、あるいは児童手当の拡充といったことなどなど、まさにハイエクが言っているようなことが連続しました。

## いまやイタリアを抜く国債残高

冷戦終結のシグナルを、十分に受け止めることができなかったというのを背景に、資料Ⅰの表のように、国債残高は一〇年で倍増しました。経済の規模は一二%増えましたが、利払い費と地方交付税を除いた一般歳出は、実に五割も増えてしまいました。

税収は減税が相次いだ結果、二〇%余りも九〇年度よりも少ない水準になりました。そして国債発行額は五倍となり、国債残高は二倍となった。この間、不幸中の幸いだったのは、金利が冷戦後の物価沈静を受け低下を続けたということです。そのため国債残高は倍になったのですが、利払い費は一兆円で横ばいということでした。

資料Ⅰの「政府債務残高対GDP比」にありますように、国と地方を合わせた借金残高の経済規模に対する比重は、わが国は他の欧米主要国とは逆に、九〇年代に入るとどんどん上昇を続け、そしていまやイタリアをも追い抜く水準になってしまった。

この世界レベルでの大きな産業構造の変化に対して、アメリカはきわめて円滑に対応することができました。その背景は何か。実は賃金と生産性の上昇という古典的な問題で、

すこぶる柔軟に対応できたからだろう、と考えられます。

資料Ⅳを見てください。一人当たりの時間当たり賃金を、物価上昇率で割り引いたものが、時間当たり実質賃金として出ております。アメリカは図にある一九八〇年から、実はそれ以前からなのですが、時間当たり実質賃金はずっと横ばいです。

経済の規模はグラフは九六年までですが、実質GDPは一・五倍になっています。ですから経済規模が拡大した分、労働投入、すなわち雇用者数が増えました。企業利潤も増大し、これがさらに次の発展を準備するための設備投資に向かう、という形になった。

## 資本分配率も資本生産性も低下

ところが、わが国の場合は、実質GDPよりも時間当たり実質賃金の方が拡大してしまつた。八〇年から九八年までの間に、時間当たりの実質賃金は一・七倍になりました。それに対してGDPの拡大は一・六倍です。

そうなると、労働投入の減少、あるいは企業の収益の圧縮、このいずれか、あるいは両方で調整されねばなりません。失業率が上昇するか、企業が減益になる。こういうことで、わが国の場合は調整されてきたわけです。

その結果、わが国の労働分配率と資本生産性はどうなったか。資料Ⅳの下段のグラフをご覧ください。労働分配率というのは国民所得に占める雇用者所得の比率です。このグラフは一九五五年（昭和三十年）から描かれておりますが、第一次石油ショックの後に労働分配率が大幅に上昇しました。その後、八〇年代まで横ばいだったのですが、九〇年代、冷戦終結から再び上昇傾向に転じています。

これに対してアメリカでは、雇用者所得の国民所得に対する比率は、ほぼ一定にコントロールされています。労働分配率が上昇するということは、資本分配率が低下することと同義です。

その右のグラフをご覧ください。資本分配率は七〇年ごろは一五%あったのが、いまはその半分です。しかも同時に資本生産性、つまり一単位の機械設備のストックから生み出すことのできる国民所得、これがどんどん低下を続けております。

この結果、両者を掛け合わせたリターン・オン・アセット、ROAがどんどん低下している。こういうことがやはり、株価が長きにわたって低迷を続けている背景になっているわけです。

つまり、冷戦終結という世界レベルでの産業構造の変化に対して、政策の面においても



企業経営の面においても、十分な適応を遂げることが依然としてできていない。そうしたことが日本経済のきわめて重苦しいムードの大きな背景だろうと思うのです。以上、九十年代、とりわけその半ばまでの議論をいたしました。

## 九七年の景気後退での誤解

次は九七年の不況の原因についてです。

いまでは九兆円の国民負担の増大、つまり財政構造改革が九七年からの景気後退をもたらしたのだ、という考え方が一般化しています。影響力の大きいマス・メディアを通じての増屋太一さんとか、テレビのパラエティー番組に出る自称エコノミストの方々が、そういうことを言われるもので、国民は財政構造改革で景気が悪くなったのだ、という呪縛にかかってしまっているように、私には思われます。

当時をふり返ってみますと、九七年四月に消費税率が三%から五%に引き上げられました。引き上げに先立ちまして、九七年一―三月というのは駆け込み需要の発生で、景気は統計資料で見る限り非常に良かった。したがって四―六月はその反動でマイナス成長というものでした。

では七―九月はどうだったか。GDPの速報が出ましたのが十月三日です。大手の金融機関が相次いで破綻して、金融不安の最中でした。そのこともあって九七年七―九月のQ.Eの中身、これがあまりよく吟味されることなく放置されてしまっている、と私は思っています。

その中身をみますと、まず全体で二・一%の年率のプラス成長でした。個人消費も設備投資もプラスに戻っています。消費性向は七・四%と九六年の水準に戻っております。十一月に発表になった日銀短観は十一月調査ですが、設備の過剰感と主要企業においても中小企業においても後退しているとしている。つまり、景況感としては改善した、ということです。

つまり九七年十一月になるまでは、七―九月の統計で見る限り、景気はまだ拡大を続けていた。それでも当時は株価が下がった。それで、消費税を引き上げたから株が下がったんじゃないか、という指摘があります。実は九六年の夏場にはアメリカで株が大幅に上がりまして、グリーンズパン議長はその過熱を抑えようということで、金利を引き上げるといふシグナルを何回か市場に送りました。それが原因となって日本株も下落を始めます。

その下落の中心は銀行株です。九六年十一月に金融ビッグバンが宣言されまして、金融機関の経営も自己責任ということで、市場は不良債権の多い銀行と、そうではない銀行の選別を始めます。

## 銀行の格差拡大から株価低迷へ

資料Vの「主要行の株価と格差」というグラフをご覧ください。薄い方の線が変動係数です。これは銀行の株価のバラつき状況を示しており、九六年暮れから銀行株のバラつきが拡大してくるのです。つまり、不良債権の多い銀行と多くないと思われる銀行の間での格差が拡大しつつ、全体として株価が低迷に向かう。

そして九七年一月には、ムーディーズが後に破綻した銀行についてネガティブウォッチということを打ち出します。それを契機にさらに株が下がる。九七年七月二日にはタイ・バーツ危機が起こり、アジア通貨危機が発生するわけです。それがさらに日本の株価を引き下げることになったのです。九七年四月の消費税の引き上げで実体景気が悪くなったということでもなく、また、それによって株価が下がったというようにも理解できません。

では九七、九八年の景気後退は何で起こったか。申しあげるまでもなく九七年十一月三日に三洋証券の更生法申請、十七日に拓銀破綻、二十四日に山一廃業という、相次ぐ金融機関の破綻が生じました。

こうした大手の金融機関の破綻で何が起ったか。まず家計は、わが国に長く続いてきた終身雇用制度が潰れてしまうのではないかとこの危惧から、財布のひもを引き締めます。九七年暮れ、とりわけ九八年一月以降、個人消費は急速に低迷する。さらに企業も九八年に入ってすぐ、雇用意欲が急速に減退します。そして銀行の貸し出し態度も九七年十一月を境にして急変します。

資料V中段のグラフがそれを示しています。太い線は銀行貸し出しの前年比の伸び率です。大型金融機関の破綻が起こるまでは、前年比プラスあるいはゼロ近辺で推移していましたが、それが急速に減少します。

中小企業から見た銀行の貸し出し態度判断、あるいは大企業からみた銀行の貸し出し態度判断。これも九七年十一月から急速に悪化します。つまり、貸し渋りは九〇年代の初めからいろいろ言われたわけですが、一挙に表面化したのは九七年十一月からです。

それは当然でして、十一月三日、三洋証券の破綻、これでコール市場において少額なが

らデフォルトが発生する。それによって銀行はインターバンク市場においても資金を出すのを躊躇する。そして、自分の銀行に預金取り付けが起きるのではないか、ということで融資を一挙に引き締めるわけです。そうすると企業は在庫投資も設備投資もできない。企業も自らキャッシュを積み重ねなければならぬという状況が、九七年十一月から起こったわけです。

それで設備投資も在庫投資も個人消費も一度に九七年末から冷え続ける。いまからふり返りますと、ゼロ金利政策が本場に必要だったのは、九七年十一月からであった。

### 財政構造改革不況ではなかった

さらにロシア危機、つまり九八年八月十七日にロシアが一方的にデフォルトを宣言するということが起こります。一挙にマーケットは信用リスクに敏感になる。それによってヘッジファンドが経営難に陥る。そうするとますますマーケットにお金を出す人がいなくなる。ということとでマーケットは異常な引き締め状況に陥りました。

それは九八年十月のことでした。十月二日に日本の一〇年国債の金利が〇・七七五%という有史以来まれにみる、おそらくかつてな

い低金利になりました。日経ダウも九八年十月九日に一万二八七九円という九〇年代の最低を記録します。

当時、まだ金融機関に対するセーフティネットがない中で、国会でいろいろとめめていた時期でした。こうした状況から脱却できたのは、九九年三月に公的資金が注入されたからです。

九九年三月に公的資金が注入された結果、その翌月、九九年四月に景気は底を打っています。つまり、世上言われるところの財政構造改革不況というのは、実は金融デフレであったということなんです。不況が公的資金注入でもって底を打ったということからも、それは分かります。

しかし、こうした認識を持つことができなかった結果、日本の経済政策は暴走を続けます。金融デフレが起こっているのに、全く違う処方薬を使ってしまった、ということなのです。

九七年十二月十七日、橋本首相は特別減税二兆円をやる、とおっしゃる。財政構造改革法が成立したのは九七年十一月二十八日です。わざわざ財政健全化の目標年度を繰り上げて二〇〇〇三年度にした、橋本首相自らが減税をやる、と言い出すのです。

一度、減税をやるとなると、この二兆



円がどんどん膨らみます。四月には税調会長が、〇兆円規模の減税が必要だと、そして参院選挙直前には自由民主党は新聞広告で、恒久減税の実現をうたいました。

選挙の後、参院選挙に負けたのは、減税を打ち出さなかったからだ、と言われていますが、実は選挙の前にこのように減税を打ち出していったんだけど、選挙に負けたということなのです。

そして、経済企画庁長官に任命された堺屋長官は任命直後、九七年の消費税引き上げなど九兆円の負担増は失政であった、とおっしゃったわけです。

それからさらなる経済政策の暴走が始まります。空前絶後の規模の景気対策がどんどん発動されます。

景気が回復過程にある中におきましても、去年の十月十九日に一一兆円もの規模の景気対策が発動されることになりました。この結果、資料Vの「歳出入対GDP比」のグラフが示しますように、一般会計の歳出規模は九八年から大幅に拡大し、税収は九九年の恒久的減税によりかつてない低い水準になり、巨額な公債発行が定着します。

また、国債の増発の際に長期のものと金利に悪影響が出るということで、償還年限の短いものを大量に発行しました。その結果、

どんどんと国債の満期が到来するという事情になっています。

### 国債の保有を増やす銀行

資料Vの「国債償還額の急増」という表にある通りです。例えば二〇〇〇年度、三年前の見通しでは、つまり、経済政策が大暴走する前の見通しでは、一一兆円の償還があるだけだった。

ところが去年発表された見通しでは、その倍の六二兆七〇〇億円の国債が満期をむかえるとなるわけです。だからまた、国債を発行しなければならぬことになってしまいました。きわめて短期間に財政の状況が悪化した姿が、ここにも現れています。

このように大量に国債が発行されたにもかかわらず、非常に低金利が表面上続いています。では、それを支えているお金の流れはどうなっているか。資料VIの「九〇年代のマネーフロー」を見ていただきたいと思います。

左が最終的な貸し手で、家計が中心です。最終的な借り手は企業です。この間を結ぶのが間接金融仲介で、銀行、民間の保険、年金、投信です。

フロー図の右の表が示しますように、毎年、年平均で三〇兆円ずつお金がAの間接金

融仲介に入っています。Bは企業への貸し出しですが、九八、九九年には、年平均で四兆六〇〇億円も貸し出しが減少する。その一方で今度はC・間接金融仲介による証券市場での資金運用が急増しています。

その中身というとH、年平均で九八、九九年、四一兆七〇〇億円。主として国債です。つまり、銀行貸し出しが非常に減少する中で国債の保有が増えたので、バランスがとれている。

大事なことは、預金がほぼ毎年三〇兆円ずつ銀行に流入している。ですから銀行は貸し出しを減らす一方で、増えた預金以上に国債の保有を増やしている、ということです。

この点をよくよく考えてみますと、国よりも信用力の低い銀行が国債を運用して、預金金利を払い続けることができるんでしょうか、ということです。

こうした状況を海外の投資家は、非常にさめた目で見ていたようです。

どのようににさめた目で見ていたかというと、日本国債に対してリスクプレミアムを求めたようになった、ということです。

日本のドル建て政府保証債とアメリカ国債の金利差の動きにも、それは反映されています。九七年および九八年前半は金利差はあまりありませんでした。大体〇・二五％程度の

差でした。アメリカ国債は大量に発行されており、売買がしやすい。それに対してドル建て輸銀債の発行量は少ないので、売買しにくい。そういう売買のしやすさ、しにくさを反映して輸銀債の方が金利は高かった。

しかし、それが九八年八月に急変します。八月十七日、ロシアが一方的にデフォルトを宣言したわけです。

長いこと国際金融市場で大国のデフォルトはなかった。そういう中でデフォルトが起った。投資家はデフォルト・リスクにきわめて敏感になり、信用リスクの低いと思われる国に対して、信用リスクプレミアムを求めるようになったわけです。

その結果、アメリカ国債に対して日本国債（ドル建て輸銀債）の金利が以前は〇・二五%高だけだったのに、それよりももっと大きい〇・七%程度高い金利を求めるようになってきた。

最近はこの債券の満期がだんだん短くなつてきていますので、信用リスクプレミアムもやや縮小してきています。が、依然としてかつてよりも大きな信用リスクプレミアムが、わが国政府が保証するところのドル建て政府保証債に求められている、ということなのです。

## 劣化する日本国の信用

では円建てで見たらどうか。もっと恐ろしいことが起きています。

資料Ⅶです。グラフが示しますように、わが国の一〇年国債の金利はきわめて低い水準にあります。調べてみますと、日本で一番低かったのは戦時国債で、これは強制的な低金利の時期でして三・五%。アメリカでは一九四一年に一・八五%。イギリスでも物価が下落する中で長期国債の金利も低くなるという経験をしています。その一番低いときで二・二五%。それよりもっと低かったのは、一七世紀の初めに、ジェノバ共和国向けに融資した金利で、期間六年で一・一二五%。二%程度だった。そのころまでさかのぼらないと、今日のわが国の低金利に相当するものが見当たらない。

これだけ金利が低いと、まだまだ日本の国債は大丈夫だ、というように思いがちです。しかしながら、資料Ⅶの二番目のグラフにありますように、イタリア国債よりも金利が高い状況が続いています。

イタリア国債は二〇〇一年二月償還、いまから九年先のものです。日本国債もほぼ同じ満期の国債です。これを比べたものです。ご

覧のようにイタリア国債の方が金利が低い。特に昨年の秋から金利差が拡大してきている、ということです。

イタリアとの比較だけでなく、円建てで国債を発行している国々との金利格差をみたのが、その下の表です。発行額はどの国も少ない。少ないということは、それだけ日本国債よりも金利が高くないと売買しにくいので、単に信用力の格差だけではない。日本国債の発行量が多いだけ、日本国債の金利は下目に出て、低くなる傾向が普通はたります。にもかかわらず、金利差というのが歴然とついております。

九九年の日次平均で、どれだけ金利差があったのか。例えば、ベルギーに対しては九九年中は日本の方が、これはすべてベースポイントでありますので、〇・〇一八%低かった。それが二〇〇〇年になってからは〇・三%日本の方が金利が高くなっている。

アイルランドに対しては同じです。スペインに対しては九九年中は〇・二八%日本の方が金利が高く、二〇〇〇年には〇・〇五%日本の方が金利が高い状況になっています。この中で日本より金利が高いのはイスラエル、ギリシャ、発行額の少ないスウェーデンです。

このように日本国債は見かけ上は金利が低



くまだまだ安全で、貸出先もないので銀行はどんどん国債を持ち続けることができる、と思いがちなのですが、実は日本国の信用はきわめて劣化してきているのです。それが故にほかの主要国よりも高い金利を、ドルベースにおいても円ベースにおいても、求められるようになってしまっている、ということなのです。

以上のような状況の中で、二〇〇一年の経済の見通しをかいつまんで申しあげてみたいと思います。

### 新年度の設備投資は底堅い

新年度の経済見通しのポイントは、去年の夏以降の輸出の減速と半導体を中心とするIT関連需要の一巡で、景気の失速につながるか、ということにあります。

弱気説が多いのですが、データをみますと、必ずしもそうではない。

輸出の減速とIT関連需要の減少が同時に起こったとすると、どのくらい影響が出るか試算してみました。輸出が一〇%、パソコンも一三%ほど減少すると、大胆に仮定しますと、全産業でマイナス一・四%のインパクトになります。製造業だけをとれば三%程度のマイナスが出ます。この面を見ていると、確

かに弱気にならざるを得ない。

しかしながら、設備投資を見ますと、輸出、IT関連以外のところで裾野の広がりがみられます。日銀短観でもあまり注目されませんでした。設備投資が上方修正されています。製造業の二〇〇〇年度下期の設備投資は実に、二二・七%も増えるという見通しです。

設備投資の先行指標である機械受注や建築着工床面積も、底堅い動きを示しています。現在の底堅い動きというのは新年度の半ば、つまり本年の秋口くらいまでは、設備投資が強いであろうということを示唆しています。

設備投資の目的も単に省力化というだけでなく、能力拡充という部分が出てきています。また社会的に公害防止意識が高まり、石油価格が上がったということで、省エネ投資すら出てきている。目的も多様化してきており、目立たない形ですが、設備投資の動きは底堅い。

一方で、大企業・製造業では設備のリストラも活発に行われています。大企業・製造業では資本ストック全体の五%近いところまで、これが拡大が続いています。

また売上高に占める人件費の割合でみても、大企業・製造業ではリストラが続いています。つまり重要なことは、冷戦後のグロ-

バル化が進んだ国際市場で、厳しい競争にさらされ、また株式市場での規律に直面している大企業・製造業においては、リストラが人的な面でも設備の面で進んでいるということです。

しかしながら他の業種、非製造業・大企業及び中堅・中小企業では、いまだにリストラは人件費の面、設備の面、負債の面においても、顕著な進展がみられていない。

次に個人消費を考えてみます。いま申しましたように、全産業でみればリストラが十分進展しているとはいえないのですが、雇用調整企業の割合が九九年に、景気が底を打ってからどんどん減少を続け、失業保険の受給決定件数も減ってきている状況です。また、事業所規模が五人から二九人のところでは雇用が増え続けています。

### 雇用者所得は若干増加する

こうしたことを反映して、結局は一人当たり定期給与（所定内十残業）が、弱いのですが増加を続け、雇用者も若干増えてきたというところで、雇用者所得全体は増えるという状況になっています。

個人消費は弱い、弱いと言われますが、個人消費を百貨店やスーパーの統計で見えて

は間違えます。ユニクロなどいろんな新業態が出てきていますので、包括的なレベルでとらえる必要があるかと思っています。

つまり、個人消費は非常に見えにくいところで着実に、きわめてテンポは弱いのですが、増えているということです。

個人消費に火がつかないということで、景気が悪いんだ、ということを経前長官はよく言っていました。しかし、そんなに火がついたら、それこそ日本企業のリストラが進んでいない証拠であり、長期的なわが国経済の発展にむしろマイナスです。ここはがまんのしどころで、個人消費が急激に盛り上がりながら、むしろ持続的な景気回復につながり得るのです。

つまり、異常に上昇した労働分配率が修正されるプロセスですので、個人消費に過大な期待をもったり、また、個人消費を増やすためにどうしたらいいか、という議論に終始しては、この冷戦後の世界レベルでの産業構造の大きな変化への対応を見失ってしまうだろう、というのが私の立場です。

アメリカ経済ですが、株価下落、個人消費低迷という中でも、まだ政策対応の余地が残っています。

一月三日にフェデラル・ファンド・レートが引き下げられました。一九五〇年代からず

つと見てみますと、実質のレートは二%が平均です。ということは、まだ現在からして一・二五〜一・五%程度の利下げの余地があります。

アメリカが減税をやるのではないかとよく言われます。減税をやると思いがちな、とすぐ我々は直結させて考えがちです。しかし、今朝もアメリカの人に電話して聞いたのですが、多分、ブッシュはメンツにかけても減税をやるだろうが、議会で民主党が強いなかでは簡単ではないだろうと話していました。

減税の効果について、米国のテレビ番組が取りあげているんだそうです。そうすると、おおむね三分の一は効果があるだろう、と考えており、三分の一は効果がないと考えているし、残りの三分の一の人は分からない、と思っているようです。

日本の場合にはすぐ効果がある、と思っている人が多かったわけですが、アメリカでは違うようです。いずれにしても、米国では景気対策は金融政策でということが定着してきています。

アメリカが株安の中で、円が安くなっていることをみますと、アメリカ経済がハードランディングする、というようなシナリオを読んでいる人は非常に少ないと思います。だか

ら、当面はまだ円が安くなっていくとみていいと思っています。

しかし、日本経済は昨年末までが踊り場であって、この新年から実体面では強い指標が出てくる。二〇〇〇年度の二%から二〇〇一年度は二%の成長になる、と私どもの研究所は見ているわけで、それがだんだん現実になってきますと、日米で景況感の格差が縮小する。そして逆転してくるということで、円高に向かう圧力が、今年の半ばくらいから復活してくるのではないかと。

### 財政健全化への道筋は

時間がすぎてしまいましたが、もう少し話をさせていただきます。

先ほど申しましたように、日本の国の信任が低下するほど財政事情が悪いという中で、財政健全化への道筋を立てねばならないわけですが、その場合の大きなポイントは公共事業の削減、地方財政の分権化、そして社会保障制度の改革です。

地方財政の分権化というと、すぐ国の補助金を減らして、地方に財源を委譲すべきだ、というようなことが言われます。しかし、それでは交付税制度を通じて、地方団体が中央政府に陳情する、いまのスタイルと全く変わ



りがありません。そうではなしに、本当の地方分権のためには、国が地方へ財源委譲をするのではなく、地方が課税自主権を確立することが必要なのです。

社会保障の方ですが、二〇二五年の人口構成は二〇二五年の通りですが、その二〇二五年には基礎年金、高齢者医療、介護保険合計が一〇兆円。もし、これらをすべて消費税でまかなうとすれば、消費税率はこの分だけで二五%になるということです。

私は団塊の世代ですが、団塊の世代にはまだ団塊ジュニアがいるので、何とか人口もピラミッドの形になっているのですが、そろそろいいのは団塊ジュニアのあとです。こちらは逆ピラミッドになっています。当然、労働力人口が減れば、成長率は鈍化せざるを得ないわけです。

それでもまだまだ堺屋元長官などは、アメリカはITで景気が良くなったんだ、景気が良くなって、財政赤字がなくなったじゃないかとよくおっしゃる。

しかしながら、アメリカが九〇年代にやったことは財政赤字の徹底した削減だったのです。それが金利低下を促して、企業の設備投資を活発化させて景気が良くなった。

具体的にどういうことをやったか、といいますと、九〇年十一月にブッシュ大統領は〇

BRAに署名いたします。OBR Aというのは包括財政調整法のことです。長期にわたって支出にターゲットを設け、税制と義務的経費には新規に政策を行う場合には、ペイゴ原則のもとで他の義務的経費を削減するか、増税をするという法律です。

そしてブッシュ大統領は、所得税の最高税率を二八%から三一%に引き上げます。九一年は景気が悪くなりセッションでした。しかし、OBR Aの弾力条項を発動することなく、歳出削減を続けました。

九三年二月に、クリントン大統領はブッシュの署名したOBR Aを延長します。さらに所得税の最高税率を二九・六%に引き上げます。そして九七年には、二〇〇二年までキャップとペイゴ原則を内容とするOBR Aを再延長します。こうした相次ぐ増税と歳出削減により、連邦財政は黒字化したわけです。

所得税の対GDP比の推移でみて、八〇年に九%だった所得税が、レーガン減税で八〇年に八・四%、八九年に八・三%、九二年に七・七%まで下がりますが、九七年には九・三%に戻っているのです。

### GDP比三%になった所得税収

わが国はどうか。九九年度の所得税収は一

五兆四〇〇〇億円ですので、GDP比三%です。所得税の一人当たり負担は、アメリカの三分の一にすぎない。日本の所得税は高い、高いと言って減税をした結果です。

所得税の最高税率も三七%で、連邦所得税二九・六%よりも、日本の方が低い。課税最低限もアメリカは二万一〇〇〇ドルくらいですが、わが国は四〇〇万円程度で、日本の方が高い。またアメリカは、レーガンの時代に、地方交付税を廃止（一九八五年）しました。

そうすると見習うべきは、増税と歳出削減を繰り返したアメリカであり、また日本より金利が低くなったイタリアということになります。

一九九三年のイタリアというのは、今日のわが国と同じくらい、つまりGDP比で一〇%近く財政赤字が発生していました。それをユーロ加盟にターゲットを合わせ、財政赤字の削減を図ります。アメリカのペイゴ原則と同じように財源確保義務が基本です。それで財政を健全化しました。

イタリアの場合、注目されますのは、税務警察の活動です。これは腰にピストルをつけた六万人の税務警察が、フリーダイヤルでの脱税密告を受けて、六人一チームでそこへ駆け付けて、税務検査を行って徴税強化を行うというものです。彼らは帽子に黄色い炎、日

本で言う火の玉小僧と同じようなマークをつけて、「やるぞっ」という感じで税金を集めます。

彼らの役割というのは、まず税制に信頼をもたせることが第一。次に増えた税収で税率を引き下げることによって、他の欧州各国の企業と競争できるような条件を作り出す。そして所得税率も引き下げて、ますます税制の健全化をはかるといふものです。

時間がずいぶんオーバーして恐縮ですが、最後に財政を健全化したら景気が悪くなるのか、ということです。

先ほど、九七年の景気後退は、消費税率の引き上げのせいではない、と私は発言しました。国民がそういう呪縛にかかっていると、なかなか誇りのあるわが国を建設することはできません。

### 非ケインズ効果に留意を

通常よくいわれるのはケインズ効果で、赤字が拡大すると景気が良くなるんだ、という短絡した考え方です。しかしそれは、きわめて限定的な範囲で成立するものと考えます。政府債務残高が異常に拡大した中で、さらに財政赤字が拡大すると、実は逆効果が生まれてしまう。それが非ケインズ効果です。

先ほどのイタリアが好例です。イタリアは数少ない財政赤字の多い国でしたが、赤字削減によって好況がもたらされました。

ということでケインズの世界、これはきわめて限定されたところでしか成立しない、ということをもっと認識する必要があります。

では、財政健全化はどういうテンポで進むのか。この場合の財政健全化とは、政府債務残高の対GDP比を一定に保つということです。一定に保つためには、例えば二〇〇七年を目標にすると毎年、財政赤字をGDP比で一・五％も削減しなければなりません。

ところで財政構造改革は、どの程度のテンポを想定していたのか。もともとは毎年GDP比で〇・四％ずつ削減することを前提としておりましたが、橋本首相が二年繰り上げるということ、それが〇・五五％になりました。つまり約〇・六％。このようなテンポでいきますと、二〇二一年までかかってしまいます。

二〇二一年というと、先ほどの人口ピラミッドの姿の時代です。それではとても遅い、ということではないでしょうか。

(文責・岩崎)

富田俊基氏(とみた・としき)

一九四七年生まれ。京都大学経済学博士。七一年野村総合研究所入社。内国経済調査室長、ブルッキングス研究所客員研究員、政策研究センター長などを経て、九六年から現職。著書に『冷戦後の世界経済システム―協調と対立のゲーム理論』(東洋経済新報社)『財投解体論批判』(同)『国際累増のつけを誰が払うのか』(同)など。



二〇〇一年一月十二日(金)

# 日本経済の「新生」とは何なのか

高橋 伸彰  
立命館大学教授



伝統的な財政、金融による景気対策発動の余地はきわめて少なく、ペイオフ延期など改革先送りのツケを負い呻吟する日本経済。その明日を、経済成長がすべてを解決するといった、これまでの成長パラダイムの延長線上で考えるのではなく、人間中心主義的な視点から再構築すべきだ、と。

最初に景気の現状と見通しについて一通りお話しします。次に今後の政策対応について触れたいと思います。

昨年の七月に発表された経済白書の最後にこうあります。

「二〇〇〇年初夏には、景気の改善が家計にも波及し始め、家計の所得も緩やかながら増加に転じたと見られる。消費者マインドが改善してきているところから見て、今後家計消費も緩やかな増加段階に入っていくことが期待される。景気は、今年度後半には、民間

需要中心の自律的な回復軌道に乗っていくことが期待される」

しかし、二〇〇〇年度後半がすでに半ばを過ぎたいま、再び政府の回復シナリオは破綻し始めているように思うのです。

堺屋前経済企画庁長官は、「いまの足踏みは予想されていたことだから心配はない」と言っています。しかし、「二〇〇〇一年が明けるころには景気は足踏みする」という見解が公式に示されたことがあったでしょうか。こう指摘すると「だから、昨年の十一月に事業

規模、一兆円にもなる経済対策を打った」と堺屋氏は反論されるかもしれません。ですが、さらに一年前の九九年十一月に、八兆円の経済対策を行ったときに「これがダメ押しだ」と言われたのは、当の堺屋経済企画庁長官だったのです。

口達者、筆達者な方ですから、「結果的に私の予想は外れたことはない」と強弁されるかもしれません。しかし、二、五年五カ月間におたる堺屋長官の経済運営を振り返って、私が評価できるのはせいぜい九九年三月までです。つまり、在任期間初めの七カ月間ぐらいが評価に値するのではないかと思います。

そのことを、あらためて政府による景気判断の推移を見ながら確認してみます。

政府の景気判断は、よく「霞が関文学」と言われます。何を言いたいのか作者でないとわからない。もしかしたら、作者すらわからないのではないかと、と揶揄されているわけです。これをわかりやすい表現に変えよう、と霞が関「文学」に一石を投じたのが、イベント好きで、官僚出身で、ベストセラー作家の経済企画庁長官でした。一言加えるならば、マクロ経済の知識が乏しい経済企画庁長官でもあります。

「ベストセラー作家の経済企画庁長官」の本領が発揮されたのは、最初の三回の景気判

断の変更まででした。

まず就任早々の九八年九月に、当時の日本経済を「景気は低迷状態が長引き、きわめて厳しい状況にある」と表現しました。日本経済はどこまで悪くなるのかわからない状況だ、ということ是非常にわかりやすく国民に訴えた。これが一回目です。

この判断によって、総額六〇兆円の公的資金を積んだ金融再生関連法案が成立しました。さらに、財政改革法の凍結、何でもありの景気対策も、この判断によって正当化されたのです。

その三カ月後には、「変化の胎動」の名文句で、いち早く日本経済は底なしの危機から脱しつつあることを見事に言い当てました。

この名判断に対して、当時「想像妊娠で終わっているんじゃないか」といった批判もありました。しかし、事実として「変化の胎動」はあった。そして九九年三月には、「政策効果に下支えされて下げどまりつつある」というところまで景気は改善したわけですから。

この時点までは、小渕政権は大きな成果をあげたと思います。そしてそのスポークスマンあるいは政策調整役として、堺屋長官も大きな功績を残されたと言えます。もしこの時点でお辞めになっていれば、大変な名長官として名が残ったのではないでしょうか。

## 五カ月間に四回の上方修正

しかし、九九年六月以降になると、景気判断が小刻みに上方修正されるようになりま

す。少し功を焦る気持ちが出てきたのでしょうか。実際、九九年六月から九九年十月まで、わずか五カ月の間に、四回も景気判断の上方修正が行われたのです。そしてこの小刻みな上方修正は、意外な効果を生み出します。

徐々に徐々に景気はよくなっているのだから、この流れを大事にしよう。ここは景気を優先して改革を送りしよう。こうして、景気優先、改革先送りの雰囲気がつくりだされていったのです。

この雰囲気の中で二〇〇〇年が明け、小渕首相が「二兎を追うものは一兎をも得ず」という言葉で、景気優先、改革先送りの方針を明らかにします。このときは運がよいことに、二〇〇〇年の流行語大賞にもなった「IT革命」の風が吹き始めていました。この風を受けて、昨年二月九日には日経平均が二万円を突破しました。

こうして二〇〇〇年三月の景気判断において「自律的回復」という言葉が使われたのです。それまでは政策効果に支えられていた景気が、自律的回復に向かっていくと判断され

たのです。

残念ながらこの直後に、小渕首相は倒れられて帰らぬ人になってしまいました。しかし堺屋長官は、森政権の下でもなお、景気のかじ取りを任されることになりました。

ここでキーワードとなるのが、「企業優先の景気判断」と「IT頼みの回復祈願」です。総選挙を控えて、昨年四月ころから、この二つをキーワードにまた景気がクロウズアップされてきます。総選挙前の五月、六月と二カ月続けて、また景気判断が上方修正されたのです。

小刻みな上方修正が、再び国民に対して「景気は少しずつよくなっている、だから荒療治はよくない」という印象を与えたと思います。こうして与党は、企業を中心に自律回復への動きがあらわれてきている、このままいけば、もう少しで家計部門にも景気回復が波及する、そうなれば日本経済は本格的な回復に入っていく、だからまだ景気対策の手綱を緩めることはできない、という理屈を成立させ、景気を選挙の争点にしたのです。

結果はご存知の通りです。都市部、特に東京では惨敗しました。しかし、景気をクロウズアップすることによって、公共投資の恩恵が及ぶ地方の支持を得ることができました。こうして、何とか自公保の連立政権は維持でき



たわけです。

しかし、その後の日本経済の状況を見てみますと、どうもここもとない。まず、雇用を切り捨てて、企業部門だけが回復を続けています。それが家計部門に波及していくのか疑わしい。また、IT革命は、アメリカにおける成功物語だけが頼りなわけです。アメリカがつかずけば、日本もひっくり返るようになる。そして、改革を先送りしてきたツケが徐々に顕在化してきている。それらが昨年十一月の政府の月例経済報告における判断にあらわれています。「家計部門の改善が遅れるなど」という前置きを入れて、二年二カ月ぶりに下方修正をしたのです。

### 家計部門の回復は難しい

この二年二カ月ぶりの下方修正というお土産を置いて、増屋長官は去りました。

新しい年を迎えて、マーケットが日本経済にくれたご祝儀は、株安と円安という大変厳しいものでした。それでも二〇〇〇年度、二十世紀最後の年度を一年間通して見れば、政府の見込みの通り一%台前半のプラス成長は実現できるでしょう。そのけん引役は言うまでもなく、設備投資と輸出です。ただ、輸出については、すでにかげりが見え始めていま

す。となると、二〇〇一年度の経済はどうなるのでしょうか。

まず昨年末に発表された政府の経済見通しを見てみますと、一・七%。民間は一番低いところで一・二%、一番高いところは二・八%と予測しています。大半の見通しは二%弱というところに集中しています。ですから、二〇〇一年度の成長率に関しては、あまり官民の差は見られません。そして官民いずれも、輸出の伸びは鈍るものの、設備投資の伸びは持続、加えて消費も回復してくるだろう、と見ています。

私自身の見方についてポイントを整理してみます。①企業部門の回復が持続②それが家計部門へ波及③公共投資が徐々にフェードアウトして、改革着手への合意が得られる④アメリカ経済がソフトランディング。以上のことすべてが実現するならば、官民の見通しを上回る二%近い成長が達成できると思います。逆にこうしたポイントが満たされないとすると、またゼロ成長に戻ってしまうのではないかと。

では、どちらの可能性が高いのかというと、残念ながら後者ではないか。厳しい状況になる可能性の方が高いのではないかと思います。その根拠について、ポイントごとにみていきます。

まず、企業部門の回復は持続するのか。高度成長期であれば、いったん設備投資が増加に転じると、増えた設備投資によってまた次の設備投資がうまれた。いわゆる「投資が投資を呼ぶ」好循環です。設備投資の伸び率は必ず一年目よりも二年目の方が高くなる、という投資サイクルでした。しかし最近では、消費が後をついてこなければ、設備投資だけでは息切れをきたすおそれがあります。つまり、投資が投資を呼ぶ循環ではなくて、消費が投資を呼ぶという循環がなければ、設備投資の持続は難しいと思うのです。

となると、家計部門を中心とした消費が回復するのが、二〇〇一年度の焦点になります。これについても、過去の見方が通用しない部分があらわれているように思います。

以前ならば、生産が回復すれば雇用が増えました。生産の回復が雇用の安定を導いたわけです。しかしいまは、生産が回復しても常用雇用が増えないという状況が続いています。つまり、生産の拡大が雇用の安定に結びついていないのです。

また、以前であれば、企業業績の回復が給与、特に賞与の上昇につながりました。ですが、いまは業績が上がっても、賞与を上げるのではなく、借金を返す方にお金が使われています。企業収益の回復が、所得の増加に必

ずしも結びついていかない。ですから所得増加がなかなか実現できないのです。

加えて、大企業と中小・個人企業、あるいはIT産業と非IT産業の間、つまり企業規模間や業種間の格差が大きくなっています。平均で見ると所得は緩やかに回復していても、過半の家計は積み残されているかもしれない。このように家計部門の回復も難しいと見えています。

こうなると、公共投資のフェードアウトも非常に難しくなります。景気がよくなる状況で、無策のまま参議院選挙を迎えることは、与党としてできないでしょう。となると、公共投資のばらまきが復活する「ばらまき」という表現が不穏当ならば「不要不急の工事の前倒し」と言ってもかまいません。この「不要不急の公共投資の前倒し」は、確かに成長率の下支えにはなるかもしれませんが、しかし、政策で景気を支えれば、自律的回復はさらにまた遠のいてしまうのです。

### 改革がさらに先送りされる懸念も

ここまで来ると、改革が再び先送りされるおそれが出てきます。二〇〇二年四月に予定されているペイオフの実施が、再び延期されるかもしれない。また政府は、財政改革を口

にすることすら、はばかるようになるかもしれない。こうして政府が景気優先を前面に打ち出すと、何が起るでしょうか。政府の意図とは逆に、市場からの売り圧力が働き、改革先送りがさらなる円安、株安を招く可能性が出てくるのです。

そうした中でアメリカ経済の行方がどうなるのか。すなわち、グリーンズパンFRB議長のマジックがいつまで通じるのか。これについても、過度の期待は避けるべきでしょう。

となると、先ほどあげた条件がすべて整って、三％近い成長が実現する可能性は低い。むしろ条件がすべて整わずに、ゼロ成長に近いくところまで押し戻されてしまう可能性の方が高いと見えます。

その兆候がすでにあらわれ始めています。昨年の十一月の生産指数が減少に転じました。また、同じく十一月の景気動向指数では、一致指数が一九カ月ぶりに五〇％を割った。

政府は、いずれもこうした状況については特殊要因であって、基調としては回復が続いていると言います。しかし、特殊要因を除けば景気は変動しない。変動するということとは、特殊要因が基本的な要因と化して景気が動くわけです。景気変動をすべて特殊要因だけのせいにしてしまうと、動きを見誤ります。

では、どう政策運営をしていくべきか。財政、金融それぞれについて、景気対策の視点から見てみたいと思います。この二つの政策は効果および発動余地という点で、すでに限界に達していると見えています。

なぜ財政政策の効果が限界に達したのか。

まず一つは、いまのような景気対策を続ければ、どんどん財政赤字が累増する。これは将来、増税という形で自分たちに返ってくるのではないか。だったら、将来のために消費を減らし、貯蓄を増やそうという消費者の合理的な判断。それと、こんなことをして本当に日本経済はよくなるのだろうかという漠然とした不安。この二つから財布のひもが締められて、景気対策の効果がうすれている。

つまり、景気対策に見合って景気がよくなるのではなく、対策の効果をうち消すように、消費の手控えが起きているのではないか。

また、発動の余地が低下している背景には、財政赤字の問題があります。私は、財政赤字はすでにルピコン川を越えていると思うのです。つまり、景気回復と歳出カットだけではブライマリーバランスを回復できないところまで悪化している。ですから財政政策の発動も、限界に達しているのではないか。

こうした見方に対しては次のような反論があります。日本では貯蓄があまっているのだ



から、国債を発行して景気対策を發動する余地が十分にある。しかも、長期金利はむしろ下がっているではないか。この状況なら、まだまだ国債を発行して、財政を發動する余地がある。

しかし、なぜ長期金利が低いのか考えてみてください。一つは、将来に対する不安からデフレ圧力が働いているからだと思います。つまり、将来、景気もあまりよくならない、物価もまだ下がるのではないかと予想がある。この状況では、別に金利がつかなくても流動性さえ確保できればいいわけです。高い金利はいらないけれど使いたくはない、という人たちが多ければ、長期金利が上がらないのは当然です。

### 国債を買い支える「財政再建期待」

また、市場にはまだ、日本政府は最悪の事態に至る前に財政再建に取り組んでくれるんじゃないか、という期待がある。この期待が日本の国債を買い支えているわけです。もし財政再建に対して市場が失望したらどうなるか。財政は一気に破綻、つまり、国債が暴落するおそれがあるのです。この危険性については東京大学の井堀利宏先生も指摘しています。もちろん、破綻する破綻するといっても、

現実にはなかなか破綻しないものです。しかし、危機はある日突然やってくるわけです。なぜ突然かといえば、危機の前兆をすべて無視して、大丈夫だとタカをくくっているからです。そうした、タカをくくった政策をあらためて、早急に危機に備えなければ、危機を回避できないのです。

このように、財政政策については効果も乏しく、発動する余地もないと思います。

金融政策では、昨年八月のゼロ金利解除をめぐっているいろいろな議論がありました。私は、昨年八月のゼロ金利解除はむしろ遅すぎたと思います。それでもゼロ金利解除自体は、政策の機動力回復への一歩前進であったと見ています。

金融政策の最大の強みは機動性にあるわけです。つまり、きょう決めたら明日からでも実施できる。これが金融政策の持つすばらしいメリットなのです。財政政策は、予算案をつくって国会審議を通して、と大変な時間がかかるわけです。これに対して金融政策はきょう決めれば明日からもう実施できる。この機動性を維持するためには、常に政策に自由度がなければいけない。要するに、上げる余地も下げる余地もあって初めて、金融政策の機動性が発揮できるのです。

金融の引き締めは、何かあればいつでもで

きます。しかし緩和となると、金利を下げる余地がなければできません。では、政策の機動性はどうかやって普段から確保しておくのか。小刻みでもいいから、チャンスがあれば金利を引き上げて、発動余地をつくりだす努力をしなければいけない。〇・一％でも、二％でもいいから、タイミングを見つけて小刻みに金利を上げておくべきなのです。

つまり、五年以上続いている超低金利政策とは、こうした金融政策の機動性の創出をサボり続けた結果だということになるのです。ですから、機動性発揮の余地を少しでも回復した意味で、昨年のゼロ金利解除は評価できると思います。

一方、アメリカの経済学者クルーグマンのように、さらなる量的緩和をして、調整インフレをしなければいけない、といった議論も根強くあります。ですが、経済財政諮問会議のメンバーに入られた東京大学の吉川洋先生も指摘しているように、これは順序が逆だと思っています。つまり、景気回復が起きて初めて、インフレ期待が起きるのです。インフレ期待を起こして景気回復を進めるというのは、順序が逆だと思っています。

いま、量的緩和の金融政策を唱える人は、実質金利が高すぎることを問題視しているわけですから、名目金利が下がっている

はいえ、物価の下落部分を考えるとやはり実質金利は高すぎる。だから、なんとかして実質金利の高どまりを解消しなければ、企業の投資も継続的に起きずに経済はよくならない、と。けれども、私はケインズが指摘した実質金利の高どまりによる流動性のワナではなく、いまの状況は、消費者の将来不安による過剰な流動性のワナに陥っているのではないかと思うのです。

つまり、どんなに金利が低くても、将来の不安から、消費をせずに貯蓄をしようとする消費者の行動が問題なのです。これは金融政策の問題ではなくて、むしろ相当部分は財政政策の問題です。インフレ期待を引き起こせば解決する問題ではない。だとすれば、いたずらにインフレ期待を引き起こすことはあまり効果がない、と考えるわけです。

このように、財政・金融政策とも、効果および発動余地の点で限界に達している。それに加えて、これまで改革を先送りしてきたツケもあらわれ始めているように思うのです。

## ペイオフの先送りが残した火種

まず一つは、ペイオフの先送りです。これによって、不良債権の処理が遅れ、新たな金融不安の火種が発生しているのではないか。

不良債権の処理が遅れているのは、地価が下がり続けているからです。担保不動産の売却によって債権を回収しようとしても、まだ毎年一〇%近くも地価は下がり続けている。放っておくと、それだけで新たに一〇%ぐらゐの債権が新たに不良化していくのです。しかし、だからといって地価を上げる、というのは間違いです。地価を上げるのではなく、早く不良債権を処理しなければいけない。

もう一つ、これまで倒産を回避してなんとか雇用を維持しようとしてきました。しかし、それによって、逆に雇用調整が長期化している。それは、次のことにあらわれています。

一つは、中高年のリストラ。もう一つは、新規採用の停滞です。中年に対しては、リストラではなくワークシェアリングで対応すべきだと思います。

長年勤めていた企業で役に立たないとされた中高年が、ほかの企業に行って役に立つわけがない。つまり、社会的な観点から考えるのならば、中高年はできるだけ、いままで勤めたところで働き続けるほうがいい。人が余っているのであれば、ワークシェアリングで仕事と所得を分け合う方が、転職先を探すよりも、個人にとっても社会にとっても望ましいように思います。また、新規採用の停滞に

は、新しい職能教育制度で対応するべきだと思います。このような雇用調整の長期化が、二番目の問題です。

それから三番目は、自公保政権という改革には最も不適格な政権による、政権維持だけのためのばらまきの福祉。介護保険料の凍結、児童福祉手当の支給条件の緩和などの問題です。これらは、結果的に少子高齢化への抜本的な対策を遅らせることになります。

以上のように、日本経済の現状は非常に厳しい。伝統的な財政・金融政策といった景気対策については発動の余地がない。加えて、改革先送りのツケが始まっている。

となると、この先、本当に展望はないのかということになります。この面について、日本経済新生への課題ということで少しお話しさせていただきます。

「日本経済新生」は、現政権によれば、IT革命をテコに、新たな成長を目指していくことです。そのために、IT革命の効果を阻害する規制や保護を緩和、撤廃して、日本経済の新生を目指す、と。

## 戦後の成長パラダイムは終焉

つまり、新しくまた成長を目指すという意味なのです。しかし、そもそも、なぜいま日



本経済を新生しなければいけないのかを考えてみてください。求められる「新生」とは、戦後の成長パラダイムが終焉し、新しい日本経済のあり方を目指すことだと思ふのです。

戦後の成長パラダイムとは、言うなれば成長への過度な依存です。成長を続けていけば、経済社会の問題はほとんど解決できるという考え方です。いま日本の経済社会にあるいろいろな問題の原因を、成長できないからだ、景気が悪いからだ、と片付けようとする見方です。しかし、この見方は、私は以下の三点で崩れていると思うのです。

一つは、そもそも日本の潜在成長率が低下している。これはまぎれもない事実です。六〇年代の平均一〇%、あるいは七〇年代、八〇年代の四%と比べると、九〇年代は一%まで下がっています。

二つ目は、成長の原動力であった都市化と工業化、一言で言えば近代化が限界に達していること。つまり、都市化、工業化とは、自然を破壊しながら、あるいは自然を人工的に作り変えながら、人間にとって住みやすい社会をつくっていくことでした。しかし、そうした動きに地球環境問題や資源の有限性が制約要因として働いてきているのです。

三つ目としては、価値観の多様化。人が物の豊かさを求めていた時代というのは簡単で

す。物は金を出せば買える。物の豊かさが優先しているときは、成長して所得を増やせば物が買えるようになり、物の豊かさは満たされたわけでした。しかし、心の豊かさとなると、簡単にお金では買えない。つまり、成長して所得を増やしたからといって、心の豊かさが満たされるわけではないのです。

日本で、物の豊かさと心の豊かさの価値が逆転したのが、一九七九年のことです。それから、もうすでに二〇年以上の年月がたっています。豊かさに対する人々の要求が変われば、当然、成長だけで問題は解決できません。

では、何が求められているのか。当然ながら、戦後を支配した成長パラダイムを転換していくことが求められるわけです。要するに、だれも負担しなくても、最後は成長が負担してくれるんだ、という発想をまずあらためるべきなのです。

たとえば社会保障制度を充実させる場合、だれが負担するかはわからない。とりあえず給付だけ決めておく。そうすれば、やがて成長して、みんな保険料、税金を払ってくれて、なんとかつじつまが合うだろう。また、個人が住宅を買うとき。いまはとも返せそうにないけれども、とりあえず住宅を買っておこう。いずれは成長して賃金が上がって、ローンは返せるはずだ。あるいは企業にしても、

売れる見通しはないけれども、とりあえず設備を拡大しておこう。そうすれば、将来成長して、設備も稼働していくはずだ。

このような、だれが返すか、だれが負担するかをはっきりさせなくとも成長がすべて解決してくれる、という発想から脱皮しなければいけないのです。

次に検討すべきは社会的費用の問題です。つまり、市場価格には反映されないような、安全、自然、人々の健康に影響を与える環境などの社会的コストを考慮して経済活動を行うということなのです。

それから、GDPなどの経済統計による、律的な政策判断からの転換。経済統計だけを見て、政策がうまくいった、うまくいかなかったと一喜一憂する。こうした判断をあらためていく必要があると思うのです。

ただ、こうした言い方ではまだ抽象的だと思いますので、最後に、もう少し具体的な形で、どうすればよいのかを考えてみます。

### 人間重視の経済政策へ

私は、人間重視の政策に、日本の経済政策の方向を変えていく必要があると思います。このためには、だれが、いつ、どのような形で負担するのかをしっかりとルールとして定

める必要がある。

財務省は、いまだに大蔵省の名残を受けて予算の権限に固執しているようです。しかしこれからは、税制をどうするのか、国民の負担はどうあるべきかを中心に考えてほしい。そうすることが大きな政策転換の柱として重要ではないでしょうか。

それから、二十一世紀においては、地球環境を成長の制約要因としてとらえてはいけません。つまり、成長と環境をトレードオフのようには考えてはいけないと思います。まずは環境を優先する政策をとっていかなければいけない時代を迎えています。

また、政策目標として、経済統計にかわる新しい社会統計をつくるべきではないでしょうか。

男女差、年齢差、障害の有無、あるいは都市と地方、そうした差で、教育、雇用などさまざまな日常生活の参加機会に生じる不平等が、現在の日本にどのくらいあるのか。こうしたことを統計として把握し、その統計値を改善していくことを目指す。毎年の予算を作成するときに、経済だけでなく社会的な統計値がどれだけ改善されるのかも政策の見直しとして掲げる必要があると思います。いまのような成長率一辺倒の見直しでは、小数点台の経済成果を競うだけの政策に重点が置かれ

てしまうわけです。

さらに言えば、政府そのものがそろそろ景気対策から手を引くべきです。つまり、政府はもう循環的な景気対策を行わない。たとえば、災害等の特別な出費を除き、景気対策としての補正予算は組めないようにする。そうした厳しい縛りを財政再建を進める中で検討すべきではないか。景気よりも、もっと政府が果たすべき重要な役割がある。それに重点を置くべきではないかと思っています。

労働に関しては、公共的な職能訓練施設をつくる。いままでは、個別の企業がそれぞれの職員を教育してきました。それを地域、あるいは企業や労働組合が協力して、公共的な職能訓練施設に変えていく。つまり、新卒の人はそこに二、三年入って、どこでも通用するような職能訓練をうける。そうした施設の整備が必要ではないか。

IT革命について少し触れます。私は、IT革命を産業革命の延長線上で考えるべきではないと思います。次なる新しい成長の起爆剤としてIT革命を考えるのではなく、新しい地球社会を築いていくための機とする。つまり、循環社会、地球環境問題と適合する形でIT革命を進めていく必要があるかと思っています。

たとえば、情報機器の普及には、最初から

製品リサイクルを義務づける。そうしないと、結局、IT産業もまた、地球環境に大きな影響を与えることになってしまう。今回掲げられているIT基本法は、そうした配慮に欠けているのではないか。

新しい世紀が始まったわけです。これまではいろんなしがらみにとらわれて、大きな改革、政策の転換ができませんでした。しかしここに来て、我々が成長依存から脱して新しい世紀を迎えることができたなら、私はそこには日本経済社会の新しい可能性が広がっていると思います。ただ、そうした可能性をこれまでの成長政策の延長線上に求めようとしても、それはなかなか見つけ出すことができないのではないのでしょうか。

(文責・村上)

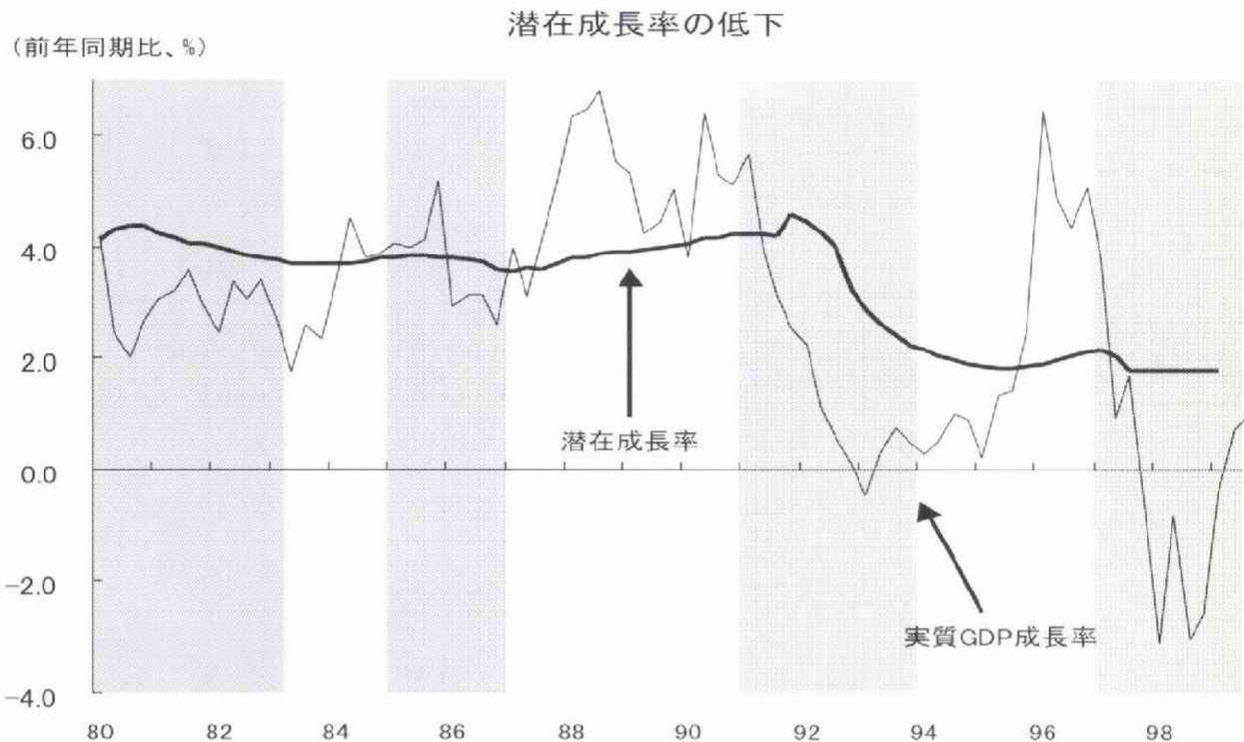
高橋伸彰氏(たかはし・のぶあき)

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(現・日本政策投資銀行)入行。設備投資研究所主任研究員、総務部次長などを経て九九年三月退職。同年四月から立命館大学国際関係学部教授。著書に『設備投資と日本経済』(共著 東洋経済新報社)、『数字に問う日本の豊かさ』(中公新書)など。



# 野村総研・富田俊基氏の「経済見通し」研究会資料

## 資料 I



(注) 1. 潜在成長率はコブ・ダグラス型生産関数による推計。

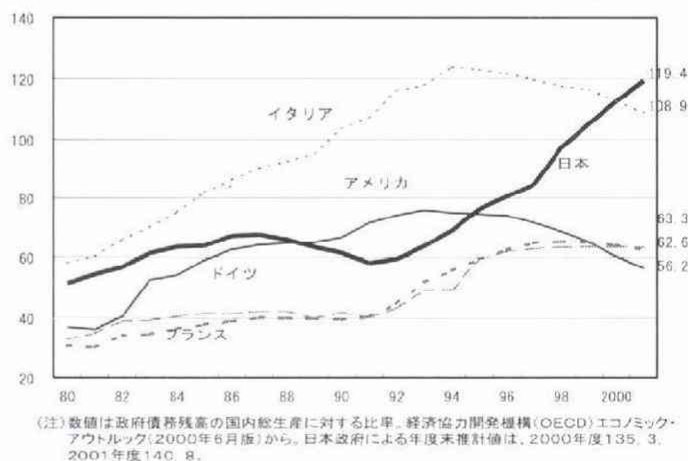
2. シャド一部は景気後退期を示す。

(出所) 経済企画庁「国民経済計算」、総務庁「労働力調査」等より推計。

国債残高は10年間で倍増 (単位: 兆円)

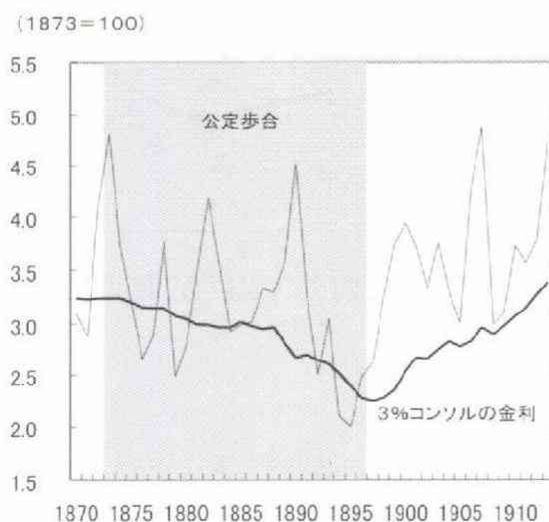
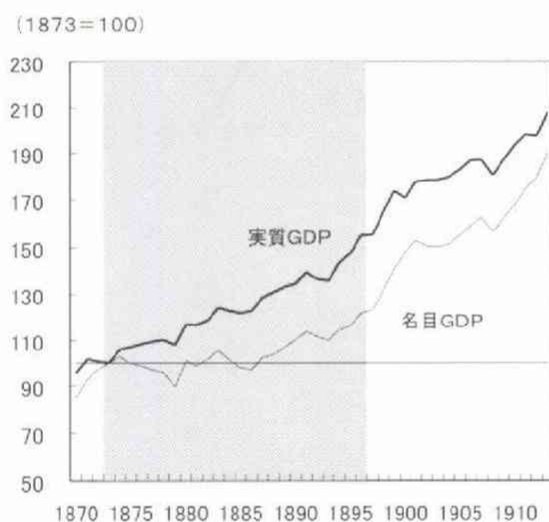
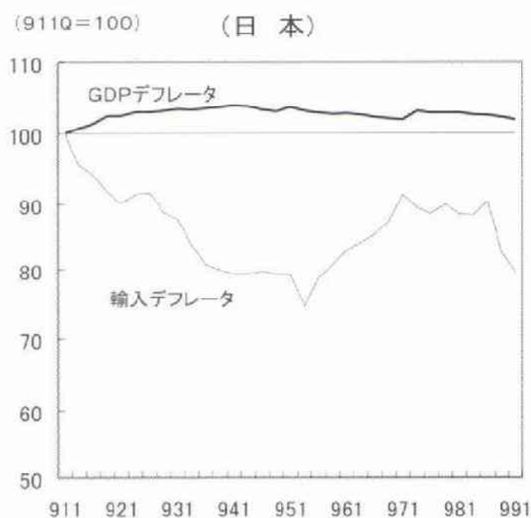
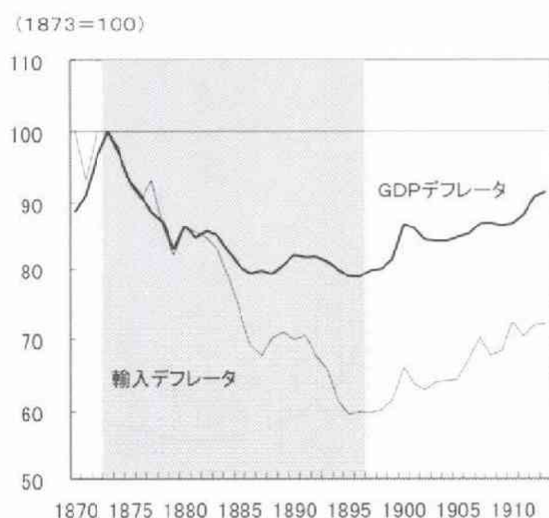
	1990年度	1999年度	変化率(%)
GDP	439	495	+ 13
歳出	69	89	+ 28
一般歳出	38	56.3	+ 49
国債利払費	11	11	+ 6
地方交付税	16	12.4	- 22
税收	60	47.2	- 22
国債	7.3	37.5	5.1 <sup>倍</sup>
国債依存度	10.6%	42.1%	—
国債残高	166	335	2 <sup>倍</sup>

政府債務残高対GDP比 (対GDP比、%)



## 資料Ⅱ

### ●19世紀イギリスでの長期デフレ (1873~1896)



#### イギリスでの長期デフレ(1873~1896)

卸売物価 年率2.3%下落(累計42%)

#### ①後発の米、独で工業化

この間、工業生産は英で60%増に対し、米国2.4倍、独2.1倍。英の名目輸出のGDP比は23%から17%に低下。

#### ②交通・通信革命(スエズ運河開通、冷凍技術)

#### ③クラフト・コントロールの下での賃金硬直化

#### 実質経済成長率

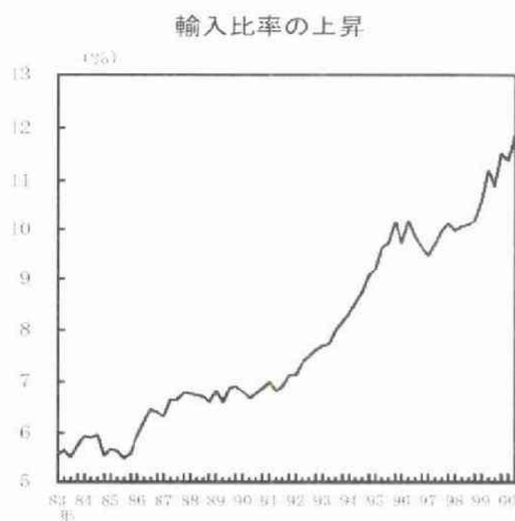
1851~1873:	2.1%
1873~1895:	1.6%
1895~1913:	2.7%

#### 金利

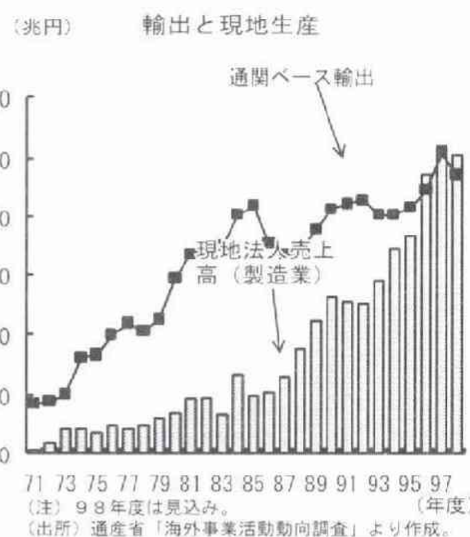
コール・レート	1895年	0.25%
長期金利	1880年代平均	2.81%
	1890	2.47%
	最低1897年	2.25%



## ●冷戦後世界での産業構造の大変化の影響



(注) 輸入比率 = 輸入 / (国内向け出荷 + 輸入)  
(出所) 通商産業省「鉱工業総供給表」



## 各国の物価上昇率

卸売物価指数(WPI)ないし生産者物価指数(PPI)

(単位: %)

WPI/PPI	日本	米国	ドイツ	英国	フランス	イタリア	カナダ	G7
1971~75年	9.3	8.3	6.4	13.4	9.0	14.9	9.6	10.1
1976~80年	5.7	8.7	4.0	14.5	9.1	16.9	10.0	9.8
1981~85年	0.1	3.6	4.1	7.6	9.1	11.7	5.5	5.9
1986~90年	-1.0	2.7	0.2	3.9	1.5	3.1	2.1	1.8
1991~95年	-0.8	1.4	1.2	3.8	0.4	4.1	3.3	1.9
1996~99年	-1.0	1.0	-0.4	1.3	-1.4	0.8	0.7	0.2
(1971~99年)	2.2	4.4	2.7	7.6	4.8	8.8	5.4	5.1

(注1) 米国、英国、ドイツ、フランス、イタリア、カナダは生産者物価指数(イタリアは82年以降。81年以前は卸売物価指数)。日本は国内卸売物価指数。

(注2) 各期間におけるWPI・PPI年間上昇率の単純平均。

(注3) G7は各国の単純平均。

## 消費者物価指数

(単位: %)

CPI	日本	米国	ドイツ	英国	フランス	イタリア	カナダ	G7
1971~75年	11.6	6.8	6.2	13.2	8.9	11.5	7.3	8.4
1976~80年	6.7	8.9	4.0	14.4	10.5	16.4	8.8	9.3
1981~85年	2.8	5.5	3.9	7.2	9.6	13.8	7.5	6.1
1986~90年	1.4	4.0	1.4	5.9	3.1	5.7	4.5	3.6
1991~95年	1.4	3.1	3.5	3.4	2.2	5.1	2.3	3.0
1996~99年	0.5	2.3	1.2	2.6	1.1	2.4	1.5	1.8
(1971~99年)	4.2	5.2	3.4	8.0	6.1	9.4	5.4	5.5

(注1) OECD "Main Economic Indicators"より"CPI ALL ITEMS"を採用。

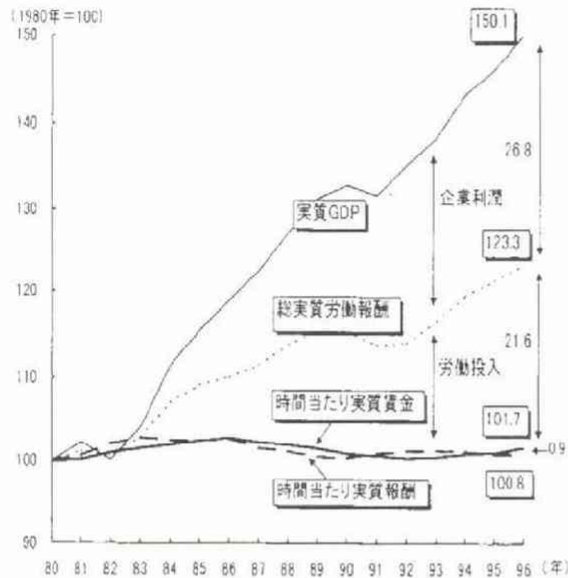
(注2) 各期間におけるCPI年間上昇率の単純平均。

(注3) G7はOECDの公表している加重平均。

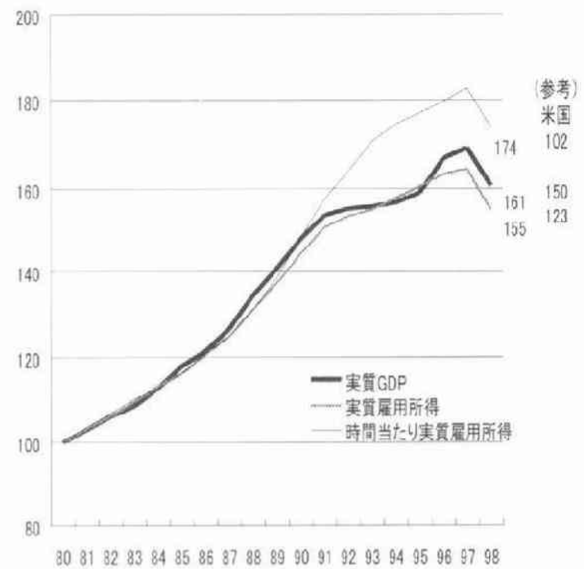
## 資料Ⅳ

### ●賃金と生産性という古典的な問題

ほとんど増加していない  
時間当たり実質報酬（アメリカ）

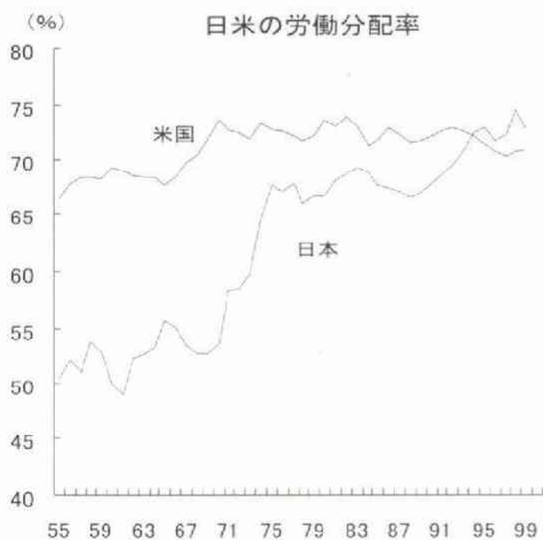


実質GDPと時間当たり  
実質雇用所得の推移

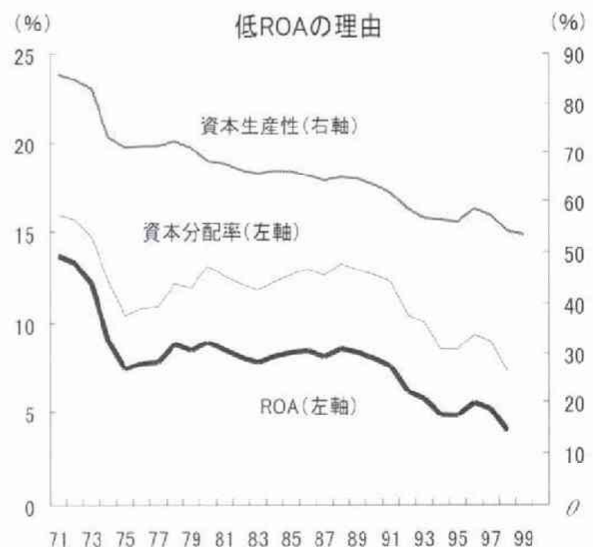


（出所）平成9年度版世界経済白書

### 硬直的な労働市場



（出所）国民経済計算、米商務省統計。



（注）1. ROA＝法人営業余剰／民間資本ストック  
 2. 民間資本ストックは設備投資デフレータで名目化  
 （出所）国民経済計算などより野村総合研究所作成。



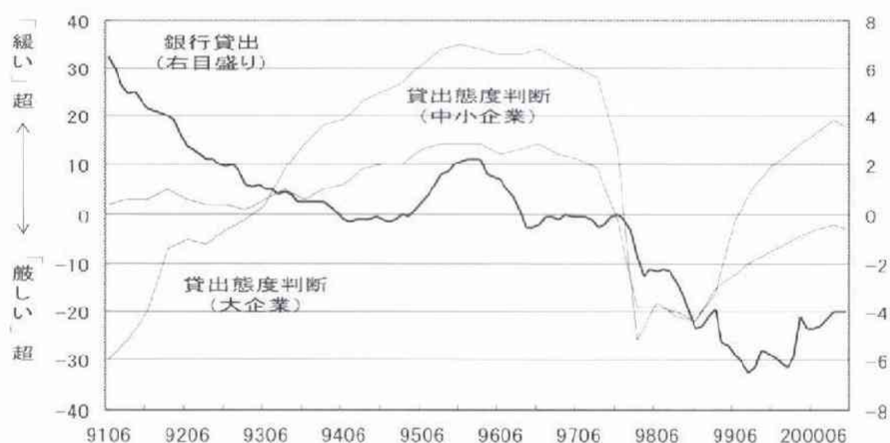
# 資料V

主要行の株価と格差



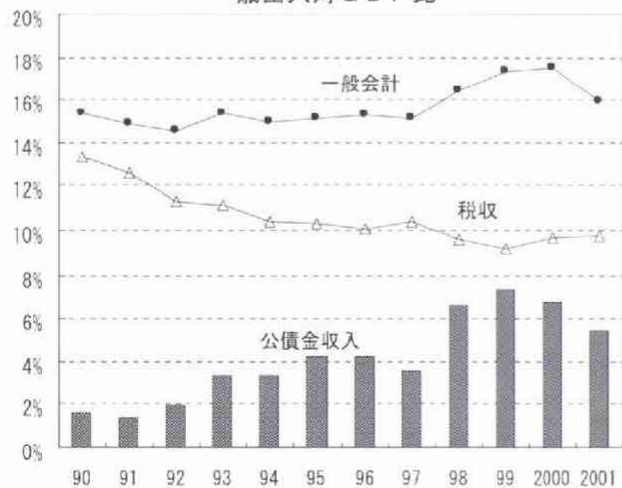
(注) 主要16行の平均株価(月末)とその変動係数。

(%ポイント) 急変した貸出態度判断と銀行貸出 (前年比、%)



(出所) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、「企業短期経済観測調査」

歳出入対GDP比



(注) 99年度までは、決算、2000年度は補正後、2001年度は当初予算。

国債償還額の急増

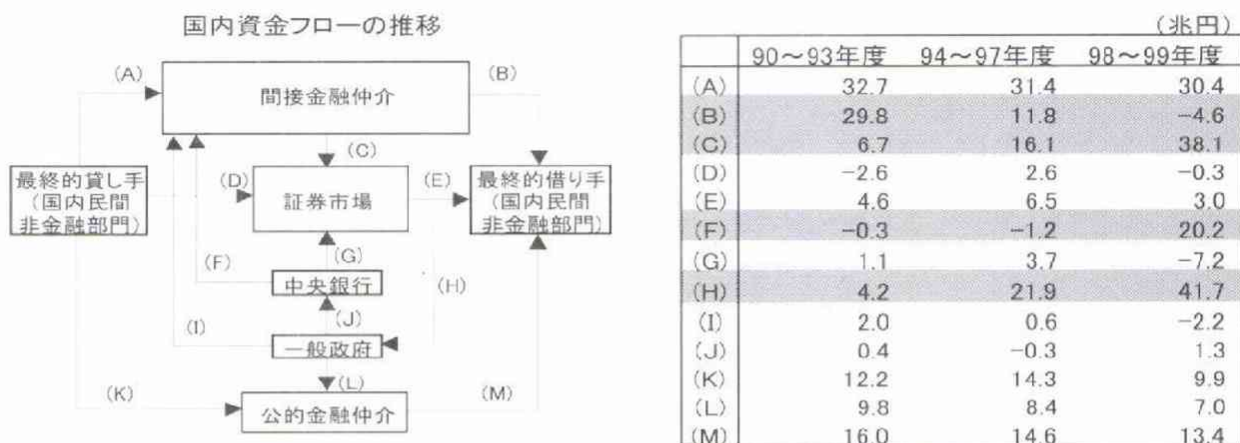
(単位: 兆円)

年度	97年度見通し	2000年度見通し
2000	32.0	53.3
2001	31.0	62.7
2002	35.2	66.1
2003	35.7	78.6
2004	34.4	79.6
2005	34.4	97.3
2006	40.5	97.9
2007	41.8	111.7
2008	10.5	120.5
2009	36.2	115.7
2010	35.8	117.8
2011		131.2
2012		130.0
2013		140.7

(出所) 大蔵省「国債整理基金の資金繰り状況等」についての仮定計算  
(97年1月版と2000年2月版の比較)

## 資料Ⅵ

### ●90年代のマネーフロー



(注) 1. (C) . (F) . (I) はネットのフローを示している。

2. 「間接金融仲介機関」は、預金取扱機関、保険・年金基金、証券投資信託から成る。

(出所) 日銀資料より野村総合研究所作成

## 資料Ⅶ

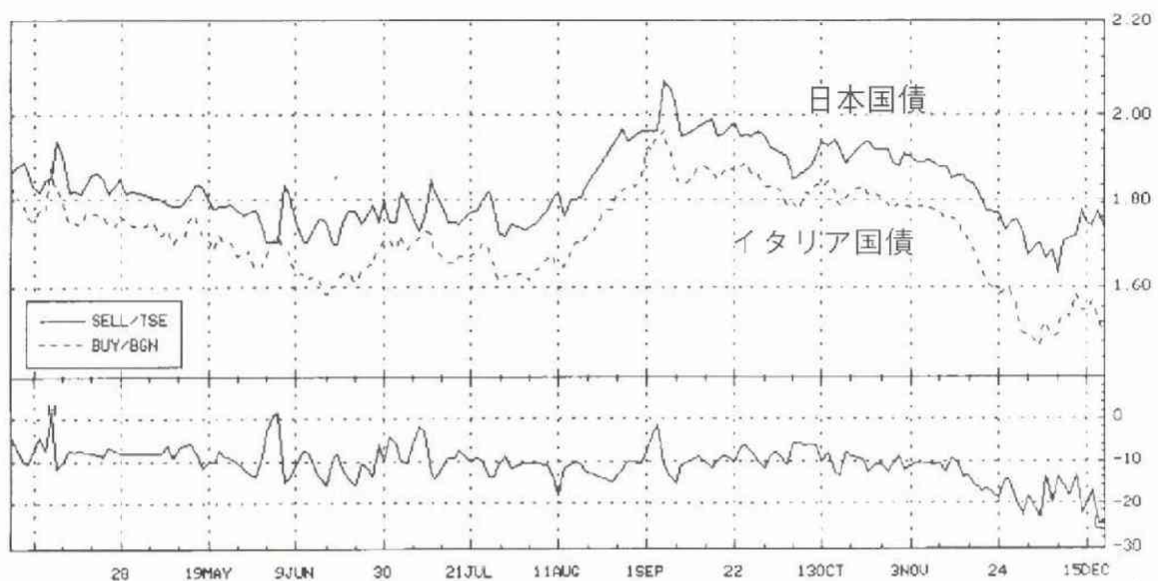


(出所) 日本相互証券

(注) 99年3月24日までは指標銘柄の引値。99年3月25日より新発10年国債の引値。



### イタリア国債を上回った日本国債の金利



(注) イタリア国債はクーポン1.8%2010年2月償還、日本国債クーポン1.7%償還2010年3月償還。日本国債の市場金利は東証による

(出所) Bloomberg

### 円建ソブリン債と日本国債の金利格差

発行国	格付け (ムーディーズ)	償還日	クーポン	発行額 (億円)	99年のスプレッド 日次平均	2000年のスプレッド 日次平均(～12/20)	(参考)日本国債 償還日	クーポン
ベルギー	Aa1	2004/11/8	4.875	750	1.8067	-3.2379	2004/12/20	4.5
アイルランド	Aaa	2005/4/4	4.5	150	3.3582	-0.4619	2005/3/21	4.4
スペイン	Aa2	2006/9/20	3.1	1500	-2.8219	-5.4956	2006/9/20	3.1
オーストリア	Aaa	2007/3/13	5.875	200	-6.7098	-10.2262	2007/3/20	5.7
フィンランド	Aaa	2007/5/28	5.125	200	0.502	-1.7085	2007/3/20	5.7
イスラエル	A2	2007/8/3	3.0	200	NA	27.749 (注3)	2007/9/20	2.6
ギリシャ	A2	2007/8/8	2.9	500	54.902 (注1)	22.709	2007/9/20	2.6
スウェーデン	Aa1	2008/3/4	3.3	350	11.618	5.9252	2008/3/20	2.1
ポルトガル	Aa2	2008/4/24	3.5	350	11.62	7.8452	2008/3/20	2.1
カナダ	Aa1	2009/3/23	1.9	500	11.2 (注2)	1.7076	2009/3/20	1.9
イタリア	Aa3	2010/2/23	1.8	1000	—	-0.5144 (注4)	2010/3/22	1.7
ニュージーランド	Aa2	2012/5/11	2.59	100	NA	18.369 (注5)	2012/3/20	6.3

(注1) 1999/9/30～ (注2) 1999/4/27 (注3) 2000/8/18～2000/12/12

(注4) 2000/4/3～ (注5) 2000/5/24～

(注2) 市場金利はBloombergのレートに基づく。

(出所) Bloomberg