

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 03-3581-1111

■研究会「二〇〇一年経済見通し」一月十日（水）

“政治不況”寸前の日本経済

ロバート・フェルドマン

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券

チーフ・エコノミスト



米国経済の減速、IT革命の下で初めて経験する景気循環。新年度経済の前に横たわるこうした要素に対応しきれない森政権。昨年、つかの間の光が見えた感のある日本経済だが、構造的なリスク要因は消えない。持論の「CRICサイクル」を紹介しながら、悪循環脱出のカギはことしの選挙にある、と。

今日の話のタイトルは「政治不況」寸前の日本経済です。それだけでメッセージが分かんと思いますが、今後の世界経済の行方、なぜこれだけ下方修正になってきているのかなどについてもコメントしたいと思っています。ただし、各国が同じ状況ではない。これがポイントです。アメリカと日本の政策は完

全に違う。それに関連して、ブッシュ政権がどういう政権になるのかについても、後で触れたいと思います。

リセッション直前の世界経済

まず、世界経済のリセッションについてお

話します。ポイントは、米国は今年前半、マインナス成長になるということです。わが社の担当者は一強の縮小と言っています。

ただし後半は早い段階でリセッションが終わって、また回復が始まります。それでいままで通りの四%成長ではないか、と言っています。

しかし、ゲタのマイナス効果が働いてくるので、二〇〇一年全体としては一・一%の成長しかないということになる。これは相当低い。かなり不況になるのではないか、と言う人もいました。とにかく、米国の減速は来る。

なぜ急に悪くなったのか。ひとつは原油価格の急騰です。最近はずがってきていますが、まだ高い。ここ一〇年間の平均が約二〇ドルですから、二五・二六ドルは決して低くはない。とにかく、石油価格が上昇して、アメリカ経済を悪化させたということがあると思います。

さらに、一番大事な点はITサイクルが一巡したということです。皆さんもインターネットを使ったり、iモードを使ったりしていると思いますが、こういうものは、大体、行

12ページ

遅れた産業構造調整

池尾和人 慶応義塾大学教授

き過ぎたところまで行きますよね。

日本の数字でみると、高所得者の方が通信関係に使う金額が多い。ここ数年かなり上がってききましたが、最近は一クアウトしているように感じます。日本だけの話ではない。アメリカでも行き過ぎた、こんなものはいらないとか、循環的なことは出てくる。ITの自然のサイクルが少し弱くなってきたところもあると思います。

もう一つは感染効果です。アメリカ国内だけでなく、世界的にも同じことが言えます。IT技術が発達すると、情報のスピードがものすごく速くなる。ですの在庫管理がその分やりやすくなる半面、感染も速くなる。悪くなったときの影響がすぐに出るということです。

ですから、二〇〇〇年は五%前後の成長だったアメリカは、今年は一%程度の成長しかない。基本的にはアメリカは「V型」になっ

てしまうという予測です。韓国も、世界経済から悪影響を受けているところがありますが、やるべき改革をやっていない部分もありますから、少し悪くなるのではないかと。台湾もマレーシアもタイもそういう感じですね。

しかし、中国、インドはむしろ国内要因でかなり成長が続くと思います。したがって、

アジア全体では二〇〇〇年の七・五%から若干減速はしますが、中国、インドが頑張っているの、まだ五・六%くらいは成長すると考えています。

ただし、日本に対する影響を考えるとインド、中国の動きよりも韓国、台湾、マレーシアの方が大事ですから、数字以上に日本が悪影響を受ける可能性はあると思います。

欧州は、すでに財政出動するとの約束もあり、ECB（欧州中央銀行）も動き出しているの、減速は来ますが、約一%の減速ではない。二〇〇〇年は三・三%でしたので、今年は一%をちょっと超えた数字で成長するのではないかと。

悪化を増幅させるリスク要因

では二〇〇〇年のリスクはどこにあるのか、主に三点あると思います。

一つはIT革命の感染効果が迅速に広まって、失望感を広げさせるということがある。この景気循環が、IT革命になって初めて起きているものですから、どのようにこれまでの普通の景気循環とからみ合っているのか、だれも分からない。

だから、感染効果が疫病になってしまうのか、それとも回復の兆しが六月あたりに出た

場合、それもすぐ感染して全世界を持ち上げるのか。これが大事な議論だと思います。

ただ、IT技術の発達は悪いことではない。恐らく企業収益は若干悪化すると思いますが、あまりにもコストダウンできる技術なので、そのうち設備投資はまた始まると思います。

技術面では、やることはまだいっぱいあります。Webサイトなど未熟なところがたくさんありますし、開発すれば非常に便利なものもたくさんある。社内でもかなりの議論になっていますが、私は技術に対する考え方は基本的に楽観的です。IT革命は脅威ですが、ある意味で救世主ではないかとも思うので、それほど心配していません。

二番目は金融部門の不良債権の悪化というリスクがあります。

数週間前までは、米国社債の金利の開きが非常に大きくなっていました。貸し渋りがすでに始まったということでした。

ここ数週間は、少しそれが縮小し始めていますが、借り入れコストがまだかなり高い。仕方ないところもありますし、経済が自然に需要を抑制する建設的破壊のひとつと解釈してもいいと思います。これだけのバブルがあったときに、金融機関の知らなかった不良債権が現れてくることはよくあると思います。

ニューヨーク本社の仲間のバイロン・ウィーンが面白いことを言っています。「悪いことがあるときには大体、ほかにも悪いことが現れてくる」というわけです。「こういう不良債権問題はゴキブリのようだ。一匹だけでは絶対来ない」という考え方です。

不良債権問題がこれからどれだけ悪化する
かで景気に対する影響が出てくる。ですから
これは大きな問題だと思ひます。

日本に影響を与える可能性もある。というのは、日本にも、まだ知らなかった不良債権、知りたくなかった不良債権がある。それが現れてくるときに、海外市場でジャパンプレミアムが再発生する可能性がある。これは氣を付けないといけないと思います。

三番目のリスク要因は逆資産効果です。

ナスタックの総合指数が、とんでもない五〇〇〇〇という水準から二五〇〇まで戻ってくるといふことだと思ひますが、これは一年前の水準であることを忘れてはいけないと思ひます。

だからと言って、逆資産効果がないというわけではないのです。ダウ全体がそれほど弱くないと思いますので、これに関しては私はそれほど気にしてはいません。株価が上昇するときは、それが程度まで消費に入っていくという資産効果があります。しかし、株

餌が下がる時は、それよりもっと大きな
マイナスの効果があるのではないかといふこ
とです。

なぜかといいますと、いまアメリカでは株を持つてゐる国民の割合が非常に上がつてゐます。いいニュースが入つたときに、すぐお金を使おうとする人はいないと思いますが、悪いニュースが入つたときは、すぐに支出を減らそうとする動きが始まります。ですから、これは相当大きな問題だと思ひます。

統計上、米国の貯蓄率はゼロか若干のマイナスということになっています。資産効果がなくなつて、普通の成長率に戻るということであれば、五ないし六%の貯蓄率になります。そうすると、かなり長い間、消費がさえないということになります。ゼロから六に戻すのは相当に大変なことです。これは景気への悪影響が来ると考えられます。

ですからこの三つは、二〇〇一年の大きなリスク要因ではないかと思っています。

米国の不況が短く浅ければ好転も

暗い話ばかりでイヤだと言う方もいるかと思いますが。日本の投資家セミナーでいつも「いい話はないか」と聞かれるのですが、実はあるのです。米国の不況が短く浅く、というこ

とであれば、二〇〇一年はわりといい年になつてくる。それに加えて、成長の基盤がしつかりとしてくるわけですから、もう少し持続性のある世界経済になるのではないか。ですから、谷はあるけれども一年先になるとたぶん回復するだろうと思います。

特に生産構造は最近、柔軟性が高まっています。これはIT革命のおかげだと思えます。もう一つは政策反応が、特に米国ですでに始まっていることです。

先週 連銀の〇・五％利下げのニュースをテレビで見て「エーッ」と思いましたが、グリーンズバンFRB議長はやはり、動くときは本当に動くという方ですから、かなり信頼できると思います。

では、これからどうなるか。さらに果敢に動くのではないか。あと一・五%の利下げがくるのではないかと思います。そしてブッシュ減税もくる。とにかく政策反応がもう始まっている、というのが大事なポイントです。

原油はすでに軟調し始めていますし、OPECもあまりにも高い原油価格はイヤだとはつきりしていますから、その分、世界経済は安心できるのではないかと思います。

通貨は難しいのですが、少なくとも対ユーロでドルはすでに安くなっています。これは、ここ二年間で一番おかしい動きだったと

と思いますが、とにかく正常化が始まったというところで二〇〇二年に景気回復をもたらす要因になるのではないかと思います。

円相場ですが、私は本来、円高派です。というのは経常黒字がまだ高く、海外への資本の流出はそれほど多くない。これが円高要因だと思ってきました。外れるときもありましたが、基本的には円高になっているはずだと思っています。まだそう思っていますが、いまはなぜ円安が進むのか、という話が圧倒的に多いのです。

例えばブッシュ政権は日本経済を回復させるために、一三〇円を許すのではないかという話が東京の為替関係者の間にある。「そんなことはないだろう。アメリカがこんなに悪くなっているときに、円安を促すことはまずない」と言っても、「知らない」と円安が続く言い訳を探している。こういう雰囲気になっているわけですから、議論したってしょうがない。もう少し安くなっていくなかないと思います。

ただし、一二〇円がトップだと思っています。なぜかと言いますと、いろいろな要因がありますが、一つはアジアに対する迷惑です。いくらブッシュ政権が日本を好きで、中国が嫌いと言ってもこれは本当は嘘だと思えますが、アジアに対して迷惑です。あまり

円安になった場合、中国が切り下げをしなればいけない状況になってしまう。これは、日本政府が止めると思います。が、止める力があるのか。私はあると思います。

普通はあまりこうした介入は効かないと思いますが、いまの日本の外貨準備金をみると三五〇〇億ドルあります。それくらいお金がある。ですからドルを売ったら何とかなると思うので、一二五円前後でまとまるのではないかと。その後、本来の円高にまた戻って、年末は一三二円になっていく。ですから、石油はV型、円相場は逆V型という感じがしています。

次は政策反応の話をしたと思います。

米国は今年後半から力強い回復へ

米国の場合、連銀が今後さらに一・五%、合計で二%の利下げを考えています。やはり景気指標が急激に悪化したことで、大きく動かないといけないという雰囲気は確かにあります。インフレの恐れも全くありませんので、動かない理由はない。だから大きく果敢に動くことは当然ある。

もう一つは、財政政策と金融政策のミックスをどうするかということです。ブッシュ新大統領は減税すべきだと言ってきましたが、

グリーンズパン議長は反対だと言っています。むしろ、黒字をつかって債券発行額を減らそうと言ってきたんですね。

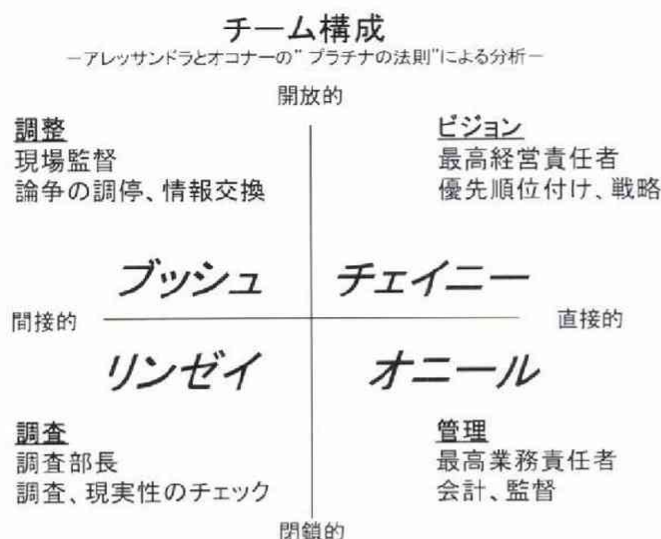
だから、減税に対するグリーンズパンの考え方と、ブッシュ新大統領の考え方は完全に違う。ある説によりますと、連銀がこれだけ果敢に早く動いたのは、景気を早く回復させたい、そうすると大きな減税を止められることになるからだ、というわけです。

そういう意味で、政策反応と戦略がしっかりとれているということで、金融政策は動く余地が非常に大きい。

ただブッシュ減税は果たして必要なのか、という議論もあると思います。選挙前に「やりますよ」と言ってきたのでやらざるを得ない面もあります。金額は言ってきたほどではないかもしれないが、年率で五〇〇億ドルくらいの減税になるのではないかと思います。

ただし、実行は難しい。というのは、ご存じの通り上院は五〇対五〇です。減税をする際は何かの見返りを民主党にあげないとできない。ですから金額はその分、少なくなってくると思います。

クリントンの増税に比較すると、二倍くらいの減税になりますが、期間を一〇年間で、ということをお考えとそれほど大きくない。小さな政府への一歩、と解釈してもいいと思



ブッシュ大統領の調整能力

さて、ブッシュ大統領はどういう大統領になるのか。私が最近読んでいる『プラチナの法則』という経営の本の中に面白いことが書

います。

とにかく、アメリカは政策の理念もあり、戦略もあり、動く余地もありますので、二〇〇一年後半からかなり力強い回復が来る。二〇〇二年もそれが続くというのが結論です。

かれていました。チームを組むとき、それに参加する人達の性格によって、そのチームがうまくいくかどうかが決まるというのです。
(上表参照)

人間の性格には一つの軸がある。一つは相手と付き合うときに情報をたくさんあげるか、少なくあげるか。これが縦軸です。もう一つは、ものを言うときに直接的に言うのか、間接的に言うのか。これが横軸です。この二つの軸で大体の性格が決まる、というわけです。

ビジネス界では、表のようにきれいに人の性格が分かれるというのです。右上の方は直接的にものを言うし、ビジョンを持っている人です。だから、経営が上手とか経理が上手とかではなく、むしろ大きなビジョンを持って「お前、こうやってよ」というような人。そういう人が社長になる。

そして、はっきりものを言うけれども情報をオープンに出さない人、こういう人は経理部長です。

左の下の方は研究部ですね。間接的にものを言って、情報を出さない人は調査部長というような感じですね。こういう性格の人は、社長になることはまずない。

そして左上の、オープンだけれども間接的にものを言う人。こういう人は調整役だとい

うわけです。

こういう枠の中でブッシュ政権を見てみました。すると面白いことに、ブッシュさんはこの調整役だということです。CEO（最高経営責任者）はチェイニー副大統領。逆ですね。本当は大統領がビジョンを持つ方でなければいけないのに、どうもブッシュさんはレィガン元大統領のような性格ではないらしいのです。

チェイニーさんは、非常に強い性格の方らしいのですが、そういう性格の人がチームにいることはないことだと思います。

オニール財務長官はどちらかと言えば経営部長らしい。リンゼイ大統領補佐官（経済政策担当）がたぶん調査部長です。

こう考えますと、チーム内で話を通じているなら、わりといい政権になるのではないかと思います。ただし、大事な点は、ブッシュさんが本当に調整役をできるのか、ということです。そういう意味で、ブッシュ政権は小渕政権みたいになるのではないかと。

ブッシュ政権の閣僚はすごく優秀で、専門知識を持っている人が多い。ただし、強い性格の方も多いので、ガンガン、ビシビシとばかり言うとうまくいくとは限らない。そういうところをブッシュ大統領がどうやって進めるのか。これが大事です。

議会との関係も非常に微妙です。連銀との関係もどうやってやるのか。これはオニール財務長官とグリーンズパン議長が昔からの友人で、はっきりしたことを言える仲だそうです。たぶんうまくいくと思いますが、政策の議論は大変です。だから結局、ブッシュ大統領の調整能力が、番肝なポイントだと思います。

債権暴落の可能性も

次は日本経済についてお話しします。ちょっと逆説的ですが、ある意味で、海外の景気減速は森政権にとって神風だと思うのです。というのは、日本の景気が明らかに下り坂になっている中、自分でその責任を取らなくて済む。景気の悪化はアメリカの責任だということがあるかと思っています。

もう一つは国内的なことですが、あまりバラまきできる状況ではないのに、フル規格の北陸新幹線など、やりたい気持ちが見えみえですね。ですから「景気減速だ、何かやらなくては」となった場合に、少しでもバラまきできるチャンスが出てくるわけです。七月の神風だ、という言い方もあると思うので面白いなと思います。

ただし、どれだけできるのかとなると、あ

まり動く余地がない。なぜかというと、五兆円とか一〇兆円の再生だというと、債券市場が悪化します。そうするとまた、金融問題が発生しますので、あまり大きく動けない状態だと思います。

では日銀はどうするか。ゼロ金利にはもちろん戻りたくない。私はゼロ金利を解除したのは間違いだと思っていますが、だからといって、すぐゼロ金利に戻すべきとは思っていません。

というのは、戻っても景気に対してそんなに大きな影響はない。もし債券が暴落した場合、すでにゼロ金利に戻っていたら、どうすればいいのかわからない。やはり債券暴落の可能性はありますので、ゼロ金利政策をそのための薬として残しておくべきだと思います。

です。で結局、日銀も動く余地がない。アメリカと正反対ですね。財政も動けないし、金融も動けない。では構造改革はどうか。政治の問題もあって動けない。これはもう、どうしようもない状態で、何か来るのを待つしかないという状態ではないかと思っています。

これはある意味で表面的な話ですが、深い話は私の持論の「C R I C（クリック）サイクル」の図をご覧ください。

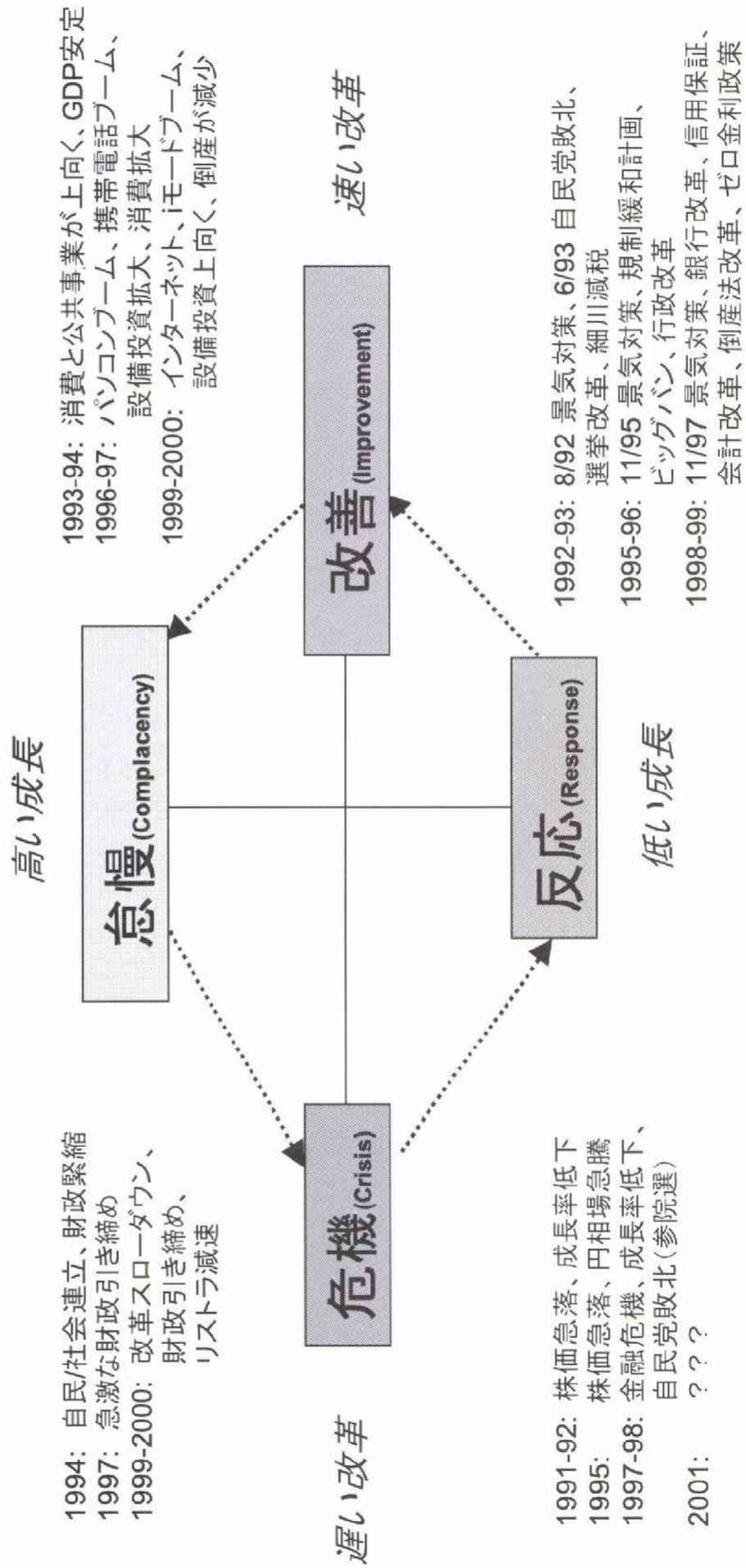
C R I Cサイクルから抜け出せない日本

このC R I Cクリックサイクルは英語の頭文字から取りました。危機（Crisis）から反応（Response）、反応から改善（Improvement）、改善から怠慢（Complacency）、そして怠慢の当然の結果として、また危機が来る。そういう循環を考えました。ここ一〇年間の日本経済は、かなりきれいにこの循環に入っていると思います。

例えば九一、九二年、株価が大きく下落、成長率が低下しました。それに対する反応がようやく九二、九三年あたりに始まった。特に、九二年八月の景気対策などがあり、その結果として九三、九四年は景気が良くなりました。消費も公共事業も上がったし、設備投資も少し安定し、ちよつと良くなった。

でも、危機感がその分なくなったのですね。その結果、社会党が自民党と連立を組むことになった。これは怠慢です。土井さんは、いまでも同じことを言っているかと思っていますが、そういうことがあるのは政界が自分をどうやって守るかということしか考えていないわけですね。そうしたことが、中心的なテーマになるわけですから、それはやはり怠慢な時

CRIC サイクル



期だと思っています。

そして九四年に「自社さ」の連立があつて、当然の結果として、株価の暴落と円相場の急騰があつた。危機から反応、反応から改善、改善から怠慢、そしてまた危機へとぐるぐる回つて来たということです。果たして今年はこのサイクルの中のどこにいるのか。危機寸前だと思っています。

では、どういう危機があり得るのか。日経平均の一万三〇〇〇円はほぼ起きたと言えると思いますが、債券利回りが4%まで急上昇すると、金融機関にとってかなりの危機になります。これを社内で発表したときに、債券部長が「そんなことはまずないよ」と言っていました。九八年十一月のことを考えると、急上昇することはあり得る。

もう一つは急な円高です。なぜ、これが起きるのか。いろいろな可能性があります。市場の危機が来るということもあり得ると思います。

あるいは政治局面の危機もあります。例えば、プッシュ政権は日本が好きで、中国は嫌いという印象があると言いましたが、実際にそうなつていくのであれば、もちろん中国は反発します。そうするとアジア全体の雰囲気が悪くなるわけで、当然、市場に悪影響を与えます。

だからいろいろな危機があり得る。今後六カ月間あるいは一〇カ月間は、こういうことが起こる可能性が非常に高いと思います。

ただし、どの危機が来るかよりも、それに対する反応段階が肝心です。C R I Cサイクルをもう一回繰り返して回るのか、それとも脱却して、もっと持続性のある成長になるのか。これは、反応局面で決まります。

反応局面で誤つた対応をすれば、もう一回ぐるぐる回つて行くことになります。むしろ痛みを伴うかもしれないが、財政改革や構造改革をやれば、このサイクルから脱却できると思います。

しかしいまの政治事情を考えますと、どうも誤つた対応しかできない。少なくとも七月の選挙までは、私の目からみたら誤つた対応の道をたどることになる。だから、ぐるぐるとC R I Cサイクルをもう一回回りそうになると思います。

そこで、日本国民の決断が必要です。七月の選挙のとき、どういうメッセージを政界に送るのかということです。政界に自分たちが選挙で負けるという形でメッセージが伝われば、正しい対応に乗り換えていく可能性がないとは言えません。これは日本国民が民主的な方法で決めることです。今年の非常に大事なポイントだと思います。

ここ一〇年間、日本の民主主義は良くなつたと思います。九三年、そして九八年の選挙で、政界と政策が国民の声を聞いて動きました。ですから、今年の選挙ではどういう国民の声が聞こえてくるのか。痛みを伴うかもしれないが、とにかくやりなさいよ、という声が強く政界に伝わっていけば、C R I Cサイクルを繰り返さなくて済む。楽しみです。では最後に、エコノミックスばい予測の数字の話をさせていただきます。

格差拡大するITと非IT

「MSDW 二〇〇一年成長率予測」コンセンサスとの比較」の表をご覧ください。どこが議論の焦点かと言いますと、まず設備投資です。私は一・九%と予測しましたが、政府は面白いことにどちらかといえば私に近い考え方です。平均の六・〇七%よりかなり低い三・八%という数字を出しています。

どこが肝心かと言いますと、ITと非ITの関連です。ITは減速はしますが、まだまだやることはいっぱいありますから、ある程度まで続くと思います。

ただし、非IT部門は下がっていく。比率から言うとITが四分の一、非ITが四分の三というわけですので、ITがいくら強くて

MSDW 2001年成長率予測

～ コンセンサスとの比較 ～

	政府見通し	民間調査機関予測 (含、MSDW)			MSDW
		平均	最高	最低	
実質 GDP	1.7	1.73	2.8	0.4	0.2
民間最終消費支出	1.5	1.42	2.7	0.3	0.2
民間住宅投資	-1.9	2.78	2.1	-6.3	-2.7
民間企業設備投資	3.8	6.07	9.9	-0.5	1.9
政府最終消費支出	+0.2	2.25	3.5	-0.8	1.8
公的固定資本形成	(寄与)	-4.06	0.7	-9.8	-5.0
外需(寄与度)	0.2	-0.12	0.4	-0.4	-0.1
輸出	4.0	3.45	7.0	-0.5	2.7
輸入	5.3	5.82	10.3	2.2	4.2
消費者物価	0.2	-0.24	0.4	-1.1	-1.6
失業率	4.5	4.58	5.0	4.2	5.4
円ドル為替レート	109.0	106.74	114.0	96.9	116.0
原油価格	31.7	26.89	32.0	23.0	23.3
米国成長率	3.4	3.14	4.0	2.0	1.1

(日本を除く世界)

出所: 東洋経済新報社「東洋経済統計月報」(2001年2月号)、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・リサーチ

も非ITが下がっている場合、高い数字が出ない。ですから市場のコンセンサスの六%は高すぎると思います。

次は個人消費。コンセンサスは一・四二%の伸びになっています。政府は一・五%で、私は〇・二%です。ひどい数字という感じがしますが、基本的にはリストラが終わらない限り、所得も伸びないし貯蓄率も下がらないというのが私の考え方です。

なぜこれだけ消費が弱いのかという議論がいままで活発だったのですが、実は悪くないという説もあります。どうもさえないという雰囲気ですから、少し弱いのではないかな、と思っています。

では、所得はどのくらい伸びるのかということですが、設備投資があまり強くないし、政府もどちらかというと緊縮財政です。そして輸出もさえない。こういう問題がある中で、所得が伸びるというのはちょっとおかしいと思います。この点が政府予測に対する、私の一番大きな批判です。貯蓄率が大幅に下がらないと、政府予測は成り立たないので、ちょっと甘いという気がします。

米国の成長率は民間部門の平均で三・一%です。わが社は一・一%で、最近、下方修正した数字です。これからほかのところも下方修正することになるので、それをきっかけに

かなり大きな下方修正が民間の予測機関には来ると思います。

私は去年前半、「景気はまた減速しますよ」という予測を出し評判が良くなかったのですが、最近、いろんなところから「当たったね」とEメールが入ってきます。すでに投資家が調査機関よりも早く、自分の心の中の予測をしている。ですからコンセンサスが下がってくると言えと思っています。

それでは今後、景気はどうなってくるのか。日本経済にとって一番肝心なのは、リストラをどういう形で進めるか、ということだと思います。これに関して三点申しあげたいと思います。

「資産」のリストラを進めるべき

まず、「ROA(総資産利益率)」が日本の将来を決める」と申しあげたいと思います。経常利益を総資産額で割った数字が八〇年代までは平均四%でした。それが九〇年代に入ってから下がる。上がったたり下がったりしていますが、回復してもまだ三%足らずです。例えば、賃金を労働生産性に見合った水準に抑えたとしても、ROAがいまの二・八から三・二までは上がりますが、四までは行かないのです。総資産の分母があまりにも大きい

から必要な歴史水準のROAにはならないのです。

では、どうすればいいか。分母を縮小するしかないのです。最近の資産総額のトータルは一二六兆円あります。適当な水準に企業収益が上がっていくと、賃金を適性水準にした場合、もちろん、分子が上がります。ですから、どれだけ分母の一二六兆円の資産を減らせば四割の達成ができるのかということになるわけです。約二割の縮小が必要です。すなわち二五〇兆円の資産縮小が必要です。これは大きな金額ですね。

ではどうやってやるのか。流動資産を減らして短期負債を減らすという手もあります。例えば半分くらい、それでやりましょうということであれば、一二五兆円は減ります。ただし、それ以上できるかというとたぶん難しい。残る一二五兆円をどうするか。固定資産から減らさなければいけないと思います。

特に不動産の簿価が時価より高いところがいっぱいあります。私の推計では少なくとも四六兆円はあります。いや、恐らく七〇兆円はあると思いますが、そういうものを固定資産から外さなくてはいいけない。

それはそれでいいんですが、債権放棄もまた必要になる。減らさないといけない一二五兆円の固定資産のお金を、負債のところまで

これがどれだけ悪影響を受けるのか。債権放棄が五兆円で済むならいいんですが、それもまだちょっと甘いと思います。

ですから、金融庁がいまの不良債権の数字を出していますが、まだまだ実像をつかんでいないと思います。

ただし、ここではビジネスチャンスがいっぱいあります。仕方ないから潰すところを潰したときに、その企業の資産をだれかに売るわけです。その際、安く土地を買い取る人はたくさんいます。経営戦略をうまくやった企業を見てみると、お金を持っています。そういう企業が土地を安く買えるなら、わりと早く日本経済が再生できるのではないかと。

そういう意味で、逆にビジネスチャンスであることを忘れてはいけないと思います。二〇〇一年はこういう「資産」の分母のリストラが進む年になると思います。

最大の難関は税制改革

二点目は財政構造のリストラです。財政再建は基本的に赤字を減らすことです。赤字を減らす方式は三つあります。

一つ目はいわゆる自民党の従来の方式。支出が段々上がっていくことを許しながら一票を取るためですが、大きな増税をする。すな

わち大きな政府ということですが。

二つ目はサッチャー型です。サッチャー首相が本当にやったかどうかは疑問がありますが、支出を大きく減らしながら多少の減税をするということです。

三つ目は、橋本方式とでもいいましょうか、増税をしながら支出を削減する。これはマクロ経済に非常に大きな影響を与えますから、持続性のある政策ではないという経験になつてしまいましたが、この三つの中から選ばなくてはいいけないのです。

これを日本国民がまだ選択していない状態だと思っています。これを決めたらほかのところもスムーズに進むと思いますが、残念ながらいまの政治状況の中で「こうやりましょう」と言う人はいない。

「小さな政府が賛成の方、手を挙げてください」と聞きますと、ほとんどの方が手を挙げます。では、何を減らすか、これが問題です。たとえば防衛費を減らそうということになった場合、それで高齢化によって上がっていく社会保障費の何割ぐらいを賄えるのか。あまり大きな割合ではないのです。だからどういった財政削減をするのが、非常に難しいのです。

こういう肝心な点が決まっていないう中で、財政議論をしたって仕方ないと思います。

税制改革の話はちよつとありましたが、臆病な提案だったと思います。ですから、日本国民がこれからどういふ哲学で財政再建をするのか、それを決めてほしいと思います。

税制改革は相続税の限度をどうするとか、そういう話ではないと思います。日本経済が高齢化する中で、税制でどうやって生産資源を生み出すのか、それが一番大事な点です。

例えば、国税庁はいま、約五万七〇〇〇人の職員がいます。アメリカのIRS（内国税庁）は九万九〇〇〇人くらいです。日本の国の役人を二割五分減らすという法律は、すでに成立されていますから、五万七〇〇〇人を文字通り二割五分減らすと、四万三〇〇〇人になります。その陣容でいまの税制をどうやって実行するのか。問題は非常に大きい。電子化するしかないのです。

電子化することであれば、納税者番号制度が必要です。そして納税者番号制度を導入するなら、プライバシーをどうやって守るかという問題ももちろん出てきます。こうした問題に早く取り組まないと、ことが進まないわけです。ですから、いまの税制改革案は臆病だと思っています。

二番目のテーマは順法制です。いままでは公正、公平ということが言われてきました。しかし、さまざまな人間がいろいろな立場に

いるわけですから、あまりこういう言葉を使つてはいけないと思うのです。あまりにもあいまいだからです。だから、どういふふうに法律通りにやっているのかを証明することが大事です。

次に効率性。効率というのは高齢化社会では、どのように生産資源を生み出すかということだと思っています。ですので結局、引退年齢を三年ないし四年間さらに延ばす必要があると思います。

税制はそれに見合ったような形になっているかどうかが肝心です。リスクを取るような税制にしないといけない。キャピタルゲインに対する課税は廃止すべきだと思います。どうせ入ってくるお金は非常に少額です。リスクテイクを小さくしていることもありますので、これは絶対に直すべきだと思います。

資本を優遇して労働側をいじめるつもりは全くありません。むしろ、どのようにリスクキャピタルを生み出して、資本をうまく蓄積させるかが重要なのです。そのように税制改革を進めるべきではないかと思っています。

（文責・長谷川）

ロバート・アラン・フェルドマン氏
（Robert Alan Feldman）

一九五三年生まれ。イエール大学卒業後、マサチューセッツ工科大学で経済学博士号を取得。IMFアジア・欧州・調査部、チェイス・マンハッタン銀行、ニューヨーク連邦準備銀行、ソロモン・ブライザーズ・アジア証券などを経て、九八年モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券チーフ・エコノミストに。日本経済の見通しや金利動向の予測を行なうとともに、外国為替・株式の投資戦略の策定にも参画。著書に『日本の金融市場・財政赤字、ジレンマ、および規制緩和』（八六年 MITプレス）『日本の衰弱』（九六年 東洋経済新報社 日本語）など。

■二〇〇一年一月十二日（金）

遅れた産業構造調整

池 尾 和 人
慶応義塾大学教授



八〇年代以降の経済環境の大きな変化の中で、生産性の高いセクターとそうでないところの二重構造が、日本経済に顕在化してしまった。それに対し九〇年代を通して、一貫して産業構造調整にともなう痛みを和らげる経済政策をとった結果、構造調整が遅れ、いまや長期的な雇用維持能力が衰えてきている、と危惧する。

経済見通しというテーマですが、景気判断や景気予想はあまり得意ではありません。そこで、構造的な話、主に日本の金融サービス業の将来、見通しについて話したいと思います。その前提として、日本経済全体の見通しについてまず考えてみます。

「長期不況」ではなく「長期停滞」

経済の状態が悪いと、一律に「景気が悪い」とか「不況だ」という言い方をしがちです。

しかし、経済の状態が悪いと言っても、二種類あります。一つは、リズムの問題。景気循環のリズムの局面として、経済が悪化している状態です。もう一つはリズムの一面面の話ではなくて、リズム全体をならした時のレベル、つまり水準そのものが低下しているケースです。この二つは経済状態が悪いという点においては同じことかもしれません。しかし、意味合いがかなり違う。対応の仕方が正反対になるのです。だから、どちらの経済悪化なのかを明確に区別する必要があります。

人間にもバイオリズムと言われるリズムがあり、調子がいい日があったり、悪い日があったりする。そういう人間が集まっているのが経済ですから、経済全体にも景気循環と言われるリズムがあるわけです。そのリズムの問題として経済状態が悪化しているのなら、対応としては時間稼ぎをしていけばいい。いずれ回復するのだから、その場をしのいでいけばいいわけです。

それに対して、水準そのものが落ち込んで経済が悪化している時には、時間稼ぎはむしろ逆効果です。事態をさらに深刻にし、より悪化させます。時間稼ぎをすべきか、問題を先送りせずに懸命に取り組むべきなのかを見きわめなければならぬ。レベルそのものの低下を構造的な悪化と表現するならば、循環的な悪化か、構造的な悪化かで対応は全然違うわけです。だから、それを一律に「不況」と言ってしまうと、その区別があいまいになり、対応を誤りかねない。

一九九〇年代以降の日本経済の悪化は、明らかに構造的なものです。景気循環の問題ではない。このレベルが低下している状態を、経済用語として「不況」と表現するのは間違いです。「停滞」という言葉を使うのが正しい。九〇年代の日本経済は「長期不況」ではなく「長期停滞」の状態にあった、と言うの

が経済学的には正しい表現だと思います。

実際に九〇年代を振り返ると、景気循環は決してなくなっていたわけではない。不況局面だけが一〇年間だらだらと続いていたわけではないのです。たとえば九五年、九六年は、拡張局面にあった。循環的には好況期だったのです。しかし好況期であるという実感がない。それはレベルそのものが落ちていくからです。人間の体で言えば体質そのものが弱っているわけです。だから、その日の調子としていい局面にきてても、本当に体がいいとは感じられない。

このようにアップ・アンド・ダウンという意味でのリズムは九〇年代の日本経済にもあって、九五、九六年は拡張局面にあった。その後九七年から下降局面に入りました。これはリズムの問題なのです。この時の失速については、よく財政政策の失敗が指摘されます。九七年に橋本政権が九兆円の国民負担増加につながる財政構造再建策をたて、これが経済の失速を招いた、と。しかし、そうした政策がなかったならば九五、九六年の拡張局面がそのまま九七、九八、九九年と続いたかどうか。それはあり得なかったと思います。好況は、循環である限りいずれ反転するのです。永続することは「循環」という言葉の定義からいってあり得ない。また、九五、九

六年の景気刺激策を含め、当時の財政政策は景気循環を増幅するように作用していました。ですから、九五、九六年の段階で、いざなぎ景気を超えるくらいに拡張局面の持続がすでにあったわけです。それが、さらに一〇カ月、二〇カ月続くことは、リズムの問題としてあり得なかったと考えます。

だから、放っておいても下降局面に入るはずだった。それが財政政策によってさらに増幅され、落ちこみが激しくなった。そして九七年の秋には金融システムが抱えていた問題が顕在化する。さらに経済状況が悪化して、九八年の局面に行くわけです。

その後、景気刺激策がとられたこともあり、景気循環で言えば回復局面に入って現在に至っています。したがって、現在も循環論的な観点からいうと拡張局面にあるわけで、好況期であると表現すべきだと思います。ただ、レベルそのものが低い。だから、本当に調子がいいとは思えないのです。

真の回復には構造改革が不可欠

本来の意味で日本経済を調子のいい状態に戻すためには、レベルそのものを引き上げなければならぬ。そのレベルそのものを引き上げるための努力を、構造改革と呼んでいる

のです。構造改革を考える前提として、レベルの低下がなぜ生じたのかを、まず確認する必要があります。

一九八〇年代以降、日本経済は少なくとも三つの大きな環境変化に直面してきています。一つは日本経済自身の問題。キャッチアップという経済発展の段階が終わり、次の段階に移行したことです。日本経済は明治以来、欧米先進諸国に追いつき、追い越せてやってきました。キャッチアップを目指した経済発展を遂げてきたわけです。その一世紀を越える努力が、一九八〇年代の初頭までには実を結んだのです。これは大変な偉業だと思います。しかし、その結果として、経済の発展段階が次の段階、いわゆる成熟期に入ったわけです。これが一つ目の変化です。

それから二つ目がグローバル化、三つ目が情報化という構造変化です。こうした大きな構造変化に、日本の社会経済システムが柔軟に対応してきたかと考えると、それができていない。むしろ七〇年代以降、日本の経済システムについては硬直化が進んだところがあります。高度経済成長期の日本の経済システムが持っていた柔軟性、悪く言えばいい加減さがなくなり、硬直化してきたのではないか。そのために、システムと経済の実態の間に大きな不適合が発生している。このことが

日本経済のパフォーマンスレベルを低下させていると思うのです。

そうした日本経済が抱える構造的な問題の中で指摘しておきたいのが、新たな意味での二重構造化です。伝統的な意味での二重構造化といえば、大企業と中小企業間の二重構造化、つまり規模の差を意味しました。「新たな意味で」と言ったのは、そうした規模の大小ではなく、生産性の格差を意味しているからです。産業間、主として製造業と非製造業の間で生産性の上昇率に非常に大きなギャップが生まれています。この二重構造化が八〇年代から始まり、九〇年代に入ってから非常に顕著になってきた。新たな二重構造化が生じたのは、先ほどの環境変化のうちのひとつ、日本経済がキャッチアップを終えたことがきっかけになっています。それがグローバル化などによって加速されてきたのです。

グローバル資本主義の成立

九〇年代のさまざまな問題の原因を、バブルの崩壊に求めがちです。バブルの崩壊という国内的要因があると発想しがちですが、そうした内向きな発想だけで本当にいいのでしょうか。九〇年代以降の変化を考えるとき、国内で起こった事もいろいろあります

が、むしろ日本経済を取り巻く国際環境の変化の方が大きかったように思われます。

九〇年代初頭に冷戦が終わりました。八九年にベルリンの壁が崩壊し、九一年にソ連邦が消滅。九〇年代に入るころに、冷戦は終わったわけですが、この冷戦の終了が、国際政治や国際関係の面において非常に大きなインパクトを持った出来事であることは、広く認識されています。しかし、国際政治、国際関係の面だけにおいて大きな出来事だったわけではないのです。経済活動の面でもきわめて大きな衝撃でした。冷戦の終了は、経済面において大きな供給ショックだったのです。

冷戦が続いていた八〇年代まで、資本主義経済、市場経済は、地球上のほんの一部にしか存在していませんでした。このころ資本主義をやっていた地域は、北米のアメリカ、カナダと西ヨーロッパ諸国、それからアジアでは日本くらいです。総人口でいって、一〇億人くらい。それが九〇年代以降、冷戦が終わって旧社会主義諸国が、市場経済への移行を図る。政治体制的にはまだ社会主義の中国も市場開放政策をとり、市場経済への参入を図る。新興経済諸国、エマージング・エコノミーが出てきて、資本主義、市場経済への参入を図る。このように九〇年代に入ってから、一挙に資本主義が地球全体に広がったわけです。

最近「グローバル資本主義」という言葉がよく使われます。この言葉が使われるようになったのは本当に最近なのですが、それは当然の事です。そもそも八〇年代まではグローバル資本主義などは存在しなかったのです。ところが九〇年代の初めに、アフリカ大陸と南極大陸を除けば、ほぼすべて資本主義の圏内に入った。こうしてグローバル資本主義は成立したわけです。こうした国際経済の変化を度外視して日本経済の先行きを論じるのは内向き過ぎると思います。

インドなど新興経済諸国も含めると、総人口四〇億人が市場経済に参加するようになりました。市場経済の参加者が一挙に四倍に増えたのです。しかも、新たに参入した人たちの所得レベルの格差は、従来の格差よりはるかに大きい。参加者間の所得格差が非常に大きい経済構造に変わったのです。

その中で日本経済は競争をしていかなければならない。だからいままでと同じような調子でやっていけない、と考える方が自然でしょう。大競争時代に突入したのです。日本経済の賃金水準は、ドル建てで換算すると世界一高い。世界一高い賃金水準の下で新興経済諸国や移行経済諸国などと競争し、勝ち残らなければならない。そのためには、産業構造の高度化が不可欠なのです。

「アジアで最も豊かな国」ではない

日本経済の二重構造に関連して、円レートについて少し補足しておきます。貿易の対象になっているものには、ある種の購買力平価が成り立っています。円レートは日々あるいは短期的に激しく変動することがあります。ですから、でたらめで原則もなく決まっているかのような印象を与えるかもしれません。しかし、変動相場制に移行してからの四半世紀を振り返るとそうではない。ならしてみるとやはり、輸出財の物価を日米で均等にするような水準に決まっているのです。

輸出財産以外に産業の生産性は、輸出財産より低い。そして円レートは、貿易対象である輸出財の物価を反映する。つまり円レートは日本で一番生産性の高いセクターの競争力を反映する形で決まっているのです。ですから、ものすごく割高になる。日本はドル換算した賃金は世界一でも、物価が高いので実質的な賃金、生活水準は決して高くはないのです。アジアで名目所得が一番高いのは日本です。しかし、物価を勘案するとアジアで最も豊かなのは香港、シンガポールであって、日本ではないのです。

その根底には日本経済の二重構造があるの

です。二重構造になっているがゆえに、その国内物価は高い。日本で本当に生産性の高いセクターは、雇用者数で一割くらいしかありません。あとの約九割は生産性が低いままです。日本経済の本当の意味での回復、つまりレベルを上げるためには産業構造改革が必要なのです。

ところが、産業構造改革が必要だ、というのは簡単なのですが実行は難しい。産業構造が変わる過程では、衰退する産業から新しい産業に資源、労働力などが大きく移動していかなければならない。そのプロセスでは、たとえ、時的とはいえ、かなりの失業が発生するなどの出来事は避けられないのです。産業構造改革には痛みがともなう。これは避け難い事実なのです。

とはいえ、痛みを回避したいと思うのも当然のことです。そこにジレンマが生じるわけです。産業構造調整をしない限り日本経済のパフォーマンスは改善しない。経済のパフォーマンスを改善しない限り、冷戦後の大競争時代を勝ち残れない。そのために産業構造調整をしようとする、かなりの痛みを耐えなければならぬ。九〇年代の日本経済はこうしたジレンマや厳しい選択に直面してきたのです。そして日本経済は当面の痛みを回避することを選択してきました。

九〇年代にとられた基本的な経済政策は、産業構造調整にともなう痛みを和らげることを目ざしていったのです。それによって失業率増加といった痛みは確かに和らげられてきました。しかし結果として、必要な産業構造調整はさらに遅れてしまったのです。時的な雇用を維持するために、長期的な雇用維持能力が衰退しているのではないか、と危惧しています。

「ITで万事解決」は幻想

そうした中で、一昨年ごろから「IT革命による景気回復」というシナリオが出てきました。ITという神風、追い風を利用すれば、痛みなしに産業構造の高度化が実現し、経済の調子がよくなるのではないかと期待されたわけです。しかし実は、ITそれ自体が生産性の劇的な改善につながるわけではないのです。

組織のあり方をそのままにし、単にコンピュータを従業員一人ずつにあてがって、それをLANで結べば生産性がドラスティックに上がる。そんなうまい話ではない。ITの導入によって産業組織構造が変わる、企業組織のあり方が変わる。こうした企業組織構造の革新、産業構造の整理がなければ意味がな

いのです。人的、物的な資源が経済全体のレベルで再配分されて初めて効果が生じる。これがITに関するアメリカの経験です。

アメリカでは一九八〇年代の不調のせいもあり、非常に激烈な企業のリストラが行われました。IBMなども経営不振から大リストラを行ったのです。そしてまだ財政赤字が深刻だった九〇年代初め、冷戦の終了にともない軍事費のカットが行われるわけです。それからNASAの宇宙開発予算もカットされました。こうして、大量の技術者が軍事部門やNASA、IBMなどから吐き出されました。

こうして職を失った技術者たちの一部が金融産業に流れこみ、デリバティブなどの商品開発に携わったりします。「ウォール街でロケットサイエンティストがデリバティブの開発をやっている」と言われたりもしました。しかしそれは、NASAなどをクビになった人が仕方なく証券会社に勤めた結果なのです。ロケットの研究者ならば、事情が許す限りNASAをクビになって、食べるために仕方なくやっただけなのです。

このように多くの優秀な人材が金融、情報産業に流入しましたが、これはアメリカが意図してやったわけではないのです。いわば、

ケガの功名です。それが九〇年代以降のアメリカの情報産業の発展を支えた。IT革命は痛みをとまなう、というのがアメリカの経験だったのです。

日本の構造改革において、ITは確かに追い風です。しかしそれは、日本経済が直面している課題を基本的に変えるものではない。その課題の必要性をむしろ強める、改革を迫るものなのです。改革を後押しする、という意味での「追い風」なのです。

キャッチアップに有効な銀行中心型

金融システムのあり方を考えるうえで非常に特徴的なことを指摘しておきたい。それは先進国だけを見ても、金融システムは非常に多様だということです。多様だと言っているだけでは話が始まりませんので、これを大きく二つに分類しています。銀行中心の金融システムとマーケット中心の金融システムです。

わが国では間接金融、直接金融という言い回しがポピュラーですが、現代の金融論ではあまりこの言い方はしません。内容的には同じ事かもしれませんが、銀行中心、市場中心という言い方をします。それぞれ長所短所があります。どちらが全面的に優れている、と

いうことはない。もし全面的に優れているシステムというものがあるのなら、みんなが採用するはずですが。しかし、先進国だけを見ても金融システムは多様なわけです。これはやはり、絶対的に優れた金融システムなどないことを示しています。ある面ではこちらの方が優れているし、別の面ではもう一方が優れている。だから、銀行中心型の金融システムにもいいところはあるわけです。

銀行中心型のシステムは、追いつける時にはいい。経済開発の途上国の段階とか、産業革命の追随国、あるいは産業革命の成熟に向けた局面では、銀行中心型の金融システムの方がいいパフォーマンスが期待できます。一方、市場中心型の金融システムは、経済開発を達成した段階、あるいは産業革命の突破局面に適していると認識されています。

日本経済は、一九八〇年代初めの時点でキャッチアップを終えたわけです。その結果、資金不足で苦しんでいた経済から、金余りの経済構造に一八〇度転換が起きた。キャッチアップ段階では、投資機会がはっきり目の前にあるわけです。その投資機会を実現するための資金を確保することに苦労すればいい。ポスト・キャッチアップ段階では、投資機会を探すのに苦労しなければならぬ。お金の方はもうあるという段階なわけです。そして

それぞれの段階に適したシステムがある。

投資機会はどう見つかっていて、資金集めに苦労する時に適している金融システムと、お金はもうある、だけど投資機会をなかなか見つけ出せない、という時にふさわしい金融システムは違うのです。

ですから、キャッチアップを終えた八〇年代以降、日本の金融システムは変化を求められてきたのです。銀行中心のシステムから市場中心のシステムへの転換が求められていたのです。ただ、誤解のないように補足したいのですが、単純にアメリカ型の市場システムに移ればいい、という話ではありません。

アメリカ型の金融システムにするならば、さまざまな制度的インフラとか文化的背景を全部移植しなければいけない。しかしそれはできない相談です。そもそも、アメリカ型をやってアメリカに勝てるわけがない。本家の方がずっと得意なはず。このように、金融システムの改革は、アメリカ型にすればいい、という単純な話ではないのです。

日本経済の発展段階から言って、市場型の要素は大胆に取り込んでいかなければならない。しかし、どこかに出来合いのものがあって、それを採用すれば済む、という都合のいいモデルはない。要するに創造しなければいけない。自己革新をしなければいけないので

す。参考事例はいくつかあるわけです。そこから学びながら、日本の金融システムは自分で変革していくしかない。自己変革を遂げる事が、八〇年代以降日本の金融システムの課題だったのです。

金融システム改革は「失われた一五年」

八四年に日米円ドル委員会がありました。その時点で日本は金融自由化に取り組むべきだったのです。日米円ドル委員会から九九年のビッグバン実施まで一五年間のギャップがあるわけです。日本の九〇年代をよく「失われた一〇年」と表現しますが、金融システム改革については「失われた一五年」なのです。

「失われた一五年」を何年で取り戻せるでしょうか。金融ビッグバンをやって二、三年で取り戻せると思うのは甘過ぎるでしょう。アメリカにしろ、イギリスにしろ立ち止まっているわけではない。彼らも大きく変化し、動いている。それに追いつこうと思ったら自分はその以上に動かなければならない。それ以上動いたとしても、短時間ではなかなか差は縮まらない。一五年間の空白があったことを思うと、すぐに追いつけるなどと考えること自体が空想的だと思います。

一年のギャップを三年かかって追いつける

としたら、五年の差を埋めるのに四五年かかるわけです。半世紀ぐらいからないと追いつけない。ビッグバンにともない、制度面の変更は集中的に実現されています。金融に関する規制緩和措置の面については、本年度末ではほぼ実現するわけです。ですがそれは、ようやく舞台が整った、というだけのことです。それですぐに追いつけるわけではない。オリンピック級のスタジアムをつくれれば、すぐオリンピック選手が育つわけではないのと同じです。

制度措置という意味ではまだいろいろありますが、基本的な緩和面については一応整うわけです。でもそれは施設が用意されただけなのです。すぐにオリンピック級の選手になれるわけではなく、これからトレーニングを重ねていかなければいけない。ですから、金融に関しては、ボールは行政側ではなくプレーヤーの側にある。一応整った舞台装置で、どれだけのプレーを展開していけるのか。プレーヤーの側にボールがあるというのが私のいまの認識です。

金融ビッグバンを日本の金融における光の面とすれば、影の面が不良債権問題です。この問題に関しては基本的に決着がついていない。これはやはり、産業構造調整を日本経済全体として避けていることの裏返しだと思う

のです。

不良債権の処理が進まないことについて、銀行がけしからん、という話はもちろんある。私も、いまの日本の金融機関の取り組みが十分だとは思いません。ただ、金融機関が本当にドラスティックに不良債権の処理をしたら、日本経済はどうなるのでしょうか。やはり大型の企業倒産が続出することになるでしょう。それにともなう失業者の大量発生は避けられません。逆を言うと、大量の企業倒産が出てはいけない、失業者が出てはいけないと言われたら、不良債権の抜本的な処理はできないのです。

そこそこ景気の底割れが避けられて、失業も避けられて、不良債権もなくせるなら、それにこしたことはない。しかし、残念ながら、それは両立することではないのです。大型倒産の続出を覚悟で不良債権の抜本処理をするのか、雇用の維持をとるのかを選ばなければならぬのです。そして九〇年代の日本は、どちらかというと大型倒産の回避、雇用の維持をとってきたのです。その結果として、不良債権はだましまし処理されてきた。

こうした日本経済の動き方について、ロバート・フェルドマン氏はC R I C サイクルという言い方をしています。最初のCは危機(Crisis)。危機になると日本人はそれな

りの反応(Responsse)をする。危機に反応すると事態は改善(Improvement)される。一定の改善がみられると、そこで反応が鈍ってくる。改革がストップして怠慢(Complacency)が生じる。これでは問題は抜本的に解消されていまいまです。から、再び危機が訪れる。

このサイクルの中に日本経済はいる、と彼は言っているのです。そう言われると反論できない。情けないことです。九〇年代を考えると、確かに二回ぐらいこのサイクルをやっています。住専問題など危機があつて、その反応にあたつた。それで少しましになったと思ったら、関心が金融から薄れてしまった。そしてまた九七年以降の金融機関の大型倒産という危機の中、九八年に入る。それらの対応が行われて金融機関の再編成も進みました。こうして事態が落ち着いてくると、また企業のリストラの手が緩んでくる。

このサイクルと、景気循環のサイクルが割合バラレルに動いています。ここから二〇〇一年の経済見通しを考えますと、このC R I C サイクルで言う怠慢から危機へ。日本経済は、最後のCから次のサイクルの頭のCに移る時点にさしかかっている可能性が高いと見えています。

金融産業はどうで儲けるのか

最後に金融産業の将来について考えます。要するに産業なわけですから、どこに収益の基盤を見いだすのかを考えなければならぬ。不良債権の処理が終わっていないのは確かに問題です。しかし、それだけが問題なのか。たとえば、今日なんらかの措置で、政府が不良債権を全部買い上げたとする。日本の金融機関のバランスシートから不良債権を全部いっせいに消したならば、明日からは健全にやっついていけるのだろうか。不良債権さえなくなれば、金融機関はこれまでのようにやっついていけるのだろうか。そうとは思えないのです。

企業体として存続、繁栄していくためには、儲からなければいけません。では、儲ける場、収益機会をどこに見つけていくのか。それが見えてこない。収益機会の展望がないのです。金を貸すこと自体には、ほとんど収益機会は見いだせない。キャッシュアップが終わって金を集めることに苦勞する時代ではなくなつた。経済の成長率が1%の時、どうして企業が外から金を借りなきやいけないのだ、となるわけです。

売上高が毎年倍増するような形で成長しているのなら、外部資金をどんどん借りて業務

を拡大していく必要が当然あるでしょう。しかし、売上高も伸びないのにどうして外から借りる必要があるのか。借り入れを増やしていったら、過剰債務の状態に陥るだけです。

日本経済は、先進国の中では外部資金調達への依存度が高かった。それは成長率が高かったからです。欧米の経済では、企業部門が外部資金調達に依存する度合いは、日本よりはるかに低かった。それは成長率が低かったからです。

日本もいま、これだけ成長率が低くなって成熟化している。これからは投資するにしても、内部留保の範囲内で行うのが自然な姿なのです。成熟企業が外からどどんお金を借りるなんておかしいことです。だから、資金提供はこれからは金融ビジネスの中核にはならない。平均的な企業は内部留保の範囲内で投資を行い、外部資金調達にほとんど依存しなくなる。もちろん、非常に成長率の高い企業については、外部資金調達は引き続き必要になる。いわゆる、ベンチャー・ファイナンスなどは必要になります。また、組織再編のための資金調達も必要になるでしょう。

企業にも寿命があるわけです。同じような組織構造で三〇年、四〇年も続いていると組織が硬直化してきて、パフォーマンスが落ちてくる。活力を維持するには、内部組織を見

直す必要がある。衰退段階に入った企業は、活力を維持するために組織の再編成をするわけです。たとえば企業の分割をしたり、企業結合をしたりします。日本の大企業のほとんどはこの段階に入ってきていると思います。それにともなうファイナンスは考えられる。

前者のベンチャー・ファイナンスはもちろんベンチャー・キャピタルの仕事です。後者の、衰退段階の企業の再組織化は、いわゆる投資銀行業務になるわけです。ですから、日本の商業銀行とは違う種類のノウハウが必要な範囲では、資金の調達は必要なのです。

しかし普通の商業銀行の顧客となるような企業は、外部資金に依存する必要がなくなってきた。そうすると、普通の金融機関はどうやって儲けるのか。家計や企業に対するベーシックな金融サービスしかないわけです。資金繰り、決済サービスの提供といったベーシックなサービスを中心にやっていく存在にならざるを得ない。

しかし、そういった事は別にイノベティブでもなんでもない仕事です。となると、コストの勝負です。徹底したコスト構造の見直しが必要になる。日本の製造業がやってきたようなコスト管理をやって、どれだけ安い費用でサービスを提供できるか、という勝負になるのです。これが、これから日本の普通の

金融機関がやっていく主な仕事でしょう。これでちゃんとやっていこうと思うと、コスト構造の抜本的な見直しが不可欠です。いまの日本の普通の金融機関のコスト構造では、こうした競争の中ではなかなか生き残れない。

もう一つ考えられる金融サービスが、問題解決サービス、はやりの言い方をすると、ソリューション・サービスです。情報化が進む中、我々は楽になるのではなく、むしろ情報洪水に押し流される傾向にある。情報処理能力の拡大が、情報の増加に追いつかない状態になってきている。そこで生じる問題を解決するための支援を行う。これが問題解決サービス。このサービスが、今後の金融機関の仕事としてかなり重要なものになっていくでしょう。これは広い意味では投資銀行業務と言えます。この問題解決サービスに対するニーズは、今後非常に大きくなってくると考えています。

この問題解決サービスというのは、言い換えれば、知恵を提供する仕事なわけです。知恵を貸して欲しい、という人が今後増えてくる。ただ問題は、それに対して貸す知恵があるのか、ということなんです。だから貸す知恵がある、という金融機関は、このビジネスで生きていくのが一つの選択でしょう。貸す知恵がないところは、普通のサービスでコスト勝

負をする。このどちらかに行くしかない、というのが私の思う展望です。現状は、どちらに行くにしても中途半端な感じがします。

どちらかで活路を見いだし、収益基盤を確立することが必要なのです。「オーバードバンキング」ということがよく言われますが、これは必ずしも銀行の頭数が多いことを意味するとは限らない。オーバードバンキングとは、キャパシティが大きいことを意味している。

頭数が多いことは違うのです。一〇行あった銀行を五行ずつ合併して二つにしたとする。だからといって、それでキャパシティが減るとは限りません。頭数が一〇から二になるだけならば、寡占化が進むという点ではむしろマイナスです。頭数がそのままでも、キャパシティを減らせばオーバードバンキングはなくなるわけです。合併して一プラス一を二にしないで一・五くらいにし、少しずつ減らしていくのならばよいのですが。いずれにしても頭数の問題ではないのです。

キャパシティが多いとは、貸し出し残高が多いということです。そしてそれは、経営資源が日本の銀行部門に過剰にあることを意味するわけでは決してない。要するに、貸し出しするしか能がない銀行が多過ぎるのです。ここが問題で、これからは貸し出しは重要ではないのです。お金をかき集めてくることよ

り、投資機会の発見や、そのプロセスで生じる問題の解決に知恵を貸すことが大事なのです。この点が、実は不足している。エキスパティーズが不足していることが日本の金融業にとって実は問題なのではないでしょうか。

情報化社会の人材育成を

このことは、ある意味で金融だけの問題ではなく、日本全体の問題です。どうも日本の人材形成システムが、情報化の中で機能不全に陥っている気がしてなりません。かつてのように、企業内における訓練で、経験と勘でやっていく社会ではなくなっているはずなのです。なのに、まだそれに頼る度合いが高過ぎるのではないのでしょうか。確かに経験と勘は大事です。それを否定するわけではありません。

ただ、経験と勘だけに頼るのはまずくなってきた。高等教育などフォーマルな形で教育を通じて、高い専門知識を獲得させる。それらと実際の経験を結合した形の人材形成をしないと、情報化社会の中では生き抜けないでしょう。

官僚組織などもエリート集団と言われてますが、人材の登用、形成の仕組みは明治時代から基本的に変わっていません。大学の学部

を卒業して公務員試験に合格した後は、職場での訓練しかない。国際会議などに日本から政府関係者が行く場合、出席者は学歴で言えば学部卒の人ばかりです。他の国から来る政府関係者はアジアの諸国でもほとんどPh.Dです。これは肩書きがどうこうといった問題ではないのです。情報化社会を生きるためのスキルを身に付けているかどうかの問題なのです。特に金融サービスは知識集約産業になっていく一面があります。エキスパティーズが、より高いレベルで求められることになるわけです。ですからこうした問題がより顕著に出てくると思っています。

(文責・村上)

池尾和人氏(いけお・かずひと)

一九五三年生まれ。七五年京都大学経済学部卒、八〇年一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了。岡山大学経済学部助手、京都大学経済学部助教授を経て、九四年慶応義塾大学経済学部助教授。九五年同大学同僚教授。八七年に論文『日本の金融市場と組織』により京都大学経済学博士。著書に『現代の金融入門』(ちくま新書)、『日本の金融市場と組織』(東洋経済新報社)など。