

## 【講演録 2 2】

### 「日本経済の動向について」

日本経済研究センター  
理事長  
香西 泰

最近の経済動向について、やや基本的な観点で現在の状況をどう考えるかということ、それに関連して現在起きているいろいろな政策論争の考え方について、どう考えればいいのかということ。また、やや短期的な仕事の景気の展開をどう考えるかということ、大体その3つぐらいのトピックスについてお話をさせていただきたいと思います。

最初に、日本経済の現状をどう考えるかですが、かなり閉塞感、手詰まり感、あるいは危機感というものが次第に募ってきている状況にあると思っています。事実、かなり面倒な局面に入りつつあるなという印象を深めざるを得ないわけです。

その1つは、発表される1～3月、4～6月の統計数字があまりよくないということです。典型的には鉱工業生産です。3月は非常によかったという印象だったのですが、4月の速報がマイナスになり、これが確報になると、さらにそのマイナス幅が大きくなりました。3月がよかったので反動であろうということでしたが、実はその時に調べた5月の予測数字で、これは企業がどういうふうに生産をする計画かを、通産省が調べているものですが、これが微減で、6月の予測数字は大きく減少ということになっています。

3月は好調だと言いましたが、3月の水準を見ていると、例えば鉄鋼は、久し振りにこの1～3月には1億トンペースに回復しているわけです。エチレンは3月が1年前に比べて4割増しぐらい生産しています。紙パルプも非常にいい、パソコンの生産も1年前に比べて3割台の増加です。半導体もいいということで、いろいろなものが多かったわけです。その反動かもしれませんが、4～6月は1～3月に比べて若干の減少になっているということです。3月によかった後はどうもよくないという印象が強まってきていることが、第1だろうと思います。

もう1つは、先日、GDPの統計が発表になりました。これは1～3月の数字ですが、1～3月がわかったので1994年度の数字が一応出て、この94年度の数字は実質成長率が0.6%でした。この数字についてまず第1に言えることは、これで92、93、94年と3年続いて、日本経済はほとんど成長しなかったということです。92年は若干のプラス、93年はマイナス成長、94年も1%に達しなかったわけですから、ほとんど停止状態を3年続けているというのが、第1の特徴だと思います。

第2は、よく新聞等にも出ていますが、物価の上昇が低かったし下がった物もある

ということで、名目値の伸びが実質をさらに下回っています。GDPデフレーターはマイナス0.3、したがって名目成長率は0.6から0.3を引いたたったの0.3%です。つまり、金額ベースでいうとほとんど伸びていないということになっているわけです。

3つ目は、私は元公務員でしたからあまり後輩の悪口は言いたくないのですが、0.6に終わった実績を1年前に政府が見込んだ時は2.8で、それを大きく下回っています。昨年の7~9月がわかった段階で、10~12月、1~3月を予測した実績見込みの数字が1.6でしたから、これまた半分以上の実績がわかっているところで、さらに狂っているというわけです。

さらに言えば、公共投資は政府が自分でやっているわけですから、当たりそうなのです。政府が自分でこれだけ公共投資をやると言った数字は確か9%でしたが、実績は非常に低くて2~3%ではなかったかと思います。つまり、政府が言っていたことは全く実績とは掛け離れていたということが出てきた印象を持つわけです。民間の機関では、もともと公共投資はあそこまでは行かないだろうということは、去年、政府が見通しを発表した時点で言っていたわけですが、そちらが不幸にして当たったということです。

こういうふうに数字が悪いことで、何となく日本経済は調子が悪い印象が強まっているわけですが、もちろんそれだけではなくて、もっと違った形で日本経済についての心配事が増えているというのが現状だと思います。その第1は、これは本日の皆様方のほうが専門家なので、私のような素人がとやかく言うのは非常に憚られますが、素人の意見だということでお聞きいただくと、まず土地価格、株価が、依然として低迷もしくは低下傾向が続いていることです。

株価は日経平均で普通見えています。ピークの89年12月は3万9,000円、現在は大体1万5,000円を割って、1万4,500円前後という数字になっています。これはザッと6割下がっていてピーク時の4割です。私は土地のことは素人ですが、不動産研究所の市街地価格指数の6大都市の商業地を見てみると、大体ピークに比べて37~38になっているのではないかという感じです。地価と言ってもいろいろありますが、株価も地価も大体6割下がったという感じです。

バブルというのは、普通言われているところでは1980年代の後半に始まったというわけで、これは去年の経済白書に出ています。絵を描いてみるとバブルでバーストと盛り上がった山は、株価も地価もほぼ吸収しています。傾向線を書いてくると大体いいところまでほとんど調整が終わっているはずなのです。それにもかかわらず、そこまで下げてもまだ株価は底値感がなかなか出ていません。あるいはなかなか低迷を脱しそうもないというところに1つの問題があります。

こういうふうに資産デフレというものが続いていくと、金融機関の不良債権処理の余力、金融機関の体力というのも思っていたより弱く、なかなか不良債権の処理を自力で解決する体力がないのではないかという話が出てきます。不良債権を処理しよう

とすれば益出しのために、株を実際に売るというよりもむしろ帳簿価格を書き換えるのですが、一応売るためにさらに引下げ圧力がかかり、引下げ圧力がかかるとますます株価が低迷して、不良債権の処理もなかなか捗らないという感じが強まっているのではないのでしょうか。

もう1つの大きな問題は円高ということです。昨年の暮れぐらいは大体100円ではなかったかと思いますが、あれよあれよという間に瞬間風速では80円を突破しました。その80円を突破したのが、一時87円ぐらいまで戻ったわけですが、現在は84円ぐらいの水準にあります。これはいろいろな意味で大きな円高です。例えば360円が200円になったとか、バブルの起きる前のプラザ合意というのは、大体240円のレベルから120円まで下がって、その後150円に戻したわけですが、これが85～86年にかけてです。

この時は、もともとスタートが非常に高過ぎるといえるか、円高ではなくて非常な円安状態、あるいはドル高の状態からスタートして半分になったとか、何割戻したという話であったわけですが。しかし今回はスタートにおいて特段、円安、ドル高ということとはなかったように思うわけです。

また、85、6年ころは日本の国際収支の黒字がどんどんたまり、GDP比で5%に接近していたわけですが。黒字がどんどん累積していく過程でした。今回は94年度中に既に日本の経常収支黒字は縮小しています。これは円で見ても縮小しただけではなくてドルで見ても既に縮小しつつあった。それにもかかわらず、いわば贅肉のないところからいきなり肉を切り落とされるという形の円高が進んできて、しかも日本の黒字が増えているというよりは減っている時に、円高が発生したということです。

この円高がスッと消えてなくなるかどうかはわかりません。株価とか円というのはわからないので、わかっていたら自分で商売して儲けるのがいちばんいいわけです。わかりませんが、いままのところの雰囲気では、おいそれと無くなってくれそうもないという感じですが。あるいは、多少円安に戻るだろうと実は私なども密かに期待していて、あるところでいくらまで戻ると書いてしまって困っているわけです。

戻るのではないかということは考えていますが、戻るとしても産業界がこれぐらいなら競争力から見ても大丈夫だと言っている円レート、例えば105円とか110円とか、そこまで戻るかと言われるとなかなか疑問です。90円に戻ったとしても、90円でもいろんな数字から見るとかなりの円高です。そういう状態が続いているということです。この資産デフレ、円高デフレですが、もう1つこれに賃金デフレでも入れば、本当にデフレの総行進ということになりますが、ここまで低迷すればそろそろ雇用や賃金にも影響が及ぶのではないかと。これはまだ心配があるだけで現実には起きていませんが、そういう雰囲気も漂ってきている状況だろうと思います。

これはあくまで推理といえるか、結果から見て、もしこういうことが続けばこうではないかということであろうと思いますが、一体なぜピークから6割も値下りした株価や地価がまだ低迷しているのか。バブルの山はひとまず拭き去ったはずなのに、まだ

弱いのはなぜだろうか。これはアッという間に株が回復してしまえば話はチャラになりますが、仮にこういう資産価格デフレがまだ継続するとすれば、それはなぜだろうかというふうに理屈を少し考えてみると、いろんな理屈があり得ると思いますが、考えられるのは例えば次のようなことではないでしょうか。

バブルの時以前においても、日本の地価や株価は割高であったのではないか。あまり地価の話をするのは専門家の前で恐縮ですが、素人のことだと思って聞いてください。例えば株価で言うと、普通、投資採算としてはいろんな比率が使われますが、配当利回りは現在1%に達していません。普通P E R（株価収益率）をよく使いますが、日本はこれだけ株が下がっても非常に高い倍率です。収益を株価で割ったもので、大体利回りと同じような感じでいきますが、これが90倍ぐらいあるわけです。例えばアメリカはまだ20倍であります。

これだけ株価が下がっても、国際的に通用する投資基準、採算基準の利回りとか採算ということから言えば、日本の株価は非常に高いものになっています。こういうふうに非常に高いのは、バブルの時にももちろん高かったわけですが、それ以前から国際的に見て、日本は割高な株であったと言わざるを得ない点があるわけです。投資収益率から見ればそう言わざるを得ない。現在、倍率が非常に高いことについて専門家の中には、現在は不況で利益が小さいから倍率が大きくなっている、利益がまた元に戻れば倍率は小さくなる。その他に株の持合いも1つの理由ですが、それは置いて、利益が小さいからいま倍率が大きいのであり、これは不況なのだからそう心配しないでいいのではないかと、と言われる方がいます。

しかし、私はそれは非常におかしな理屈だと素人ながら考えて、専門家と論争をしました。そんなことを言うなら、不況が直ったら利益が増えて、その時、株価収益率はノーマルになる。ということは景気は回復しても株価は上がらないことになる。景気の回復はもうたっぷり折り込んだ株価だと言っている、だからこれは景気が回復しても株価は上がらないということを行っている、それならそんな景気がよくなっても上がらないような株を、皆さんがお買いになるのでしょうか。国債だって3%の利回りがある、どうですかという話をした。私は専門家ではないからただちょっかいを出しただけですが、結果的にはそうだったのではないかと思います。

これは不況だから、いま株価収益率が高いという議論は、裏を返せば、景気がよくなくても、株価は上がる余地がないぐらい先取りしているということであったわけで、そういう株価は上がらない。上がらなければその数字は動かないということであったように思います。

土地のことについて言うのはおこがましいけれども、実は土地についても似たような問題があります。賃貸料からの収益還元価格というのを計算すると、大体1985年においても収益還元価格と現実の地価を比較すると、日本の地価は相当に割高であったというのはいくつかの計算があります。私の知っているのでいちばん有名なのは、野口悠紀雄さんのオフィスビルについての計算です。

何が言いたいかというと、バブルの調整が終わったらこれでもうおしまいだ、と言えるのかという問題が出てきているわけです。バブルというのは2日酔いである、だから2日酔いが直ったら元どおりということかもしれませんが、例えそうであるにしてもなぜ酒を飲んだかということも非常に問題なわけです。欲求不満で酒を飲んだのだったら、その欲求不満も直さないと本当は後始末したことにならないと思います。

そもそもバブルの前でも、日本の地価や株価は割高であった。普通の国際的な採算利回り基準から言って割高であったのは、将来、地価や株価は上がるという信念があったからで、現在の収益や賃貸料で考えるより以上に割高な価格が付いているのは、将来、キャピタルゲインがあると思っているからです。つまり右肩上がり信仰というやつです。

これはバブルの時に非常に顕著になったのですが、別にバブルになって初めて起こったわけではなくて、おそらく昭和40年代以降、日本に定着していた発想でした。現在、1つの仮説として考えられるのは、そのこと自体が問われています。つまり、バブルの前からあった割高、投資採算基準の水ぶくれ、右肩上がり信仰が、投資家の心理の中ではいまや見直されているかもしれないということだろうと思います。

日本の利子は、為替レートがいろいろ変わりますが、基本的には資本の移動は自由ですから、基本的には利子率は国際的にそんなに変わりません。成長率もそんなに変わらないし、むしろ日本は当分低いだろうと思います。そう考えると、日本だけが資産価格が割高になる理由というのは実はないわけです。そういう国際的な考え方をしても、この資産デフレというものは、実はかなり根が深いかもしれないという可能性を秘めているのではないかと思います。いろいろご批判もあるかと思いますが、そういう仮説も成り立つのではないかと思います。

これは余談ですが、例えば日本のこれからの産業社会を考えて何が必要だろうか。例えば空港があればいいというわけですが、日本で国際的なハブ空港を造ることは絶望的です。現在の羽田にしても関空にしても、あのコストとマレーシアの国際空港、あるいはいちばん近い所では金浦空港のコストとを比べてみて絶望的です。東京を金融センターにするという構想も、いまの地価ではなかなか難しいだろうと思います。そういう国際的な都市間の競争を考えた時に、日本の土地が高いということは明らかにマイナスです。

日本は現在円高で苦しんでいます、アメリカは1980年代前半にドル高で苦しみました。現在はいろんな産業が立ち直っていますが、これは日本から自動車産業がアメリカに直接投資をしたことが大きく影響していると思います。情報化に成功したこともあります、例えば自動車産業についてみると、日本がアメリカで自動車工場を建てたことが、アメリカ産業の復活に大きく影響しました。

海外から日本に資本投資をしようとしても、この地価とこの株価では相手になりません。彼らの投資採算に乗らないというのが事実です。そういう地価や株価を維持していくことは、国際的な調整としてはできないし、あるいはそれは不均衡であるとい

うことです。これは是正せざるを得ないように市場の力が働いてくると考えるほうが正しいのではないかというわけです。

この円高というのが一時的で、通常の公式文書によると、これはファンダメンタルズを表わすものなのか、そうでないのかという二分法です。ファンダメンタルズか然らずんば投機であるという分け方で原因を分析する、これが中央銀行や大蔵大臣の会議ではいつも出てくるわけです。結論は決まっています、ファンダメンタルズではない、したがって投機である、だからけしからんということになる。私は、ファンダメンタルでないというのはある程度事実だと思っています。

先ほど言ったように、今回の円高は日本の経常収支黒字が減る段階で起こった円高であり、80円までいくというのはひどいのではないか。アメリカの赤字は増えていましたし、アメリカの金利は下がっていましたから、ファンダメンタルズが全く関係ないわけではありませんが、こんなことになるほどのファンダメンタルズの変化はなかったと思います。

投機であるということも事実です。日本の黒字はせいぜい年間千数百億ドルですが、為替の取引高が1日1兆ドルと言われているわけです。ものすごい量の売った、買ったをしています、思惑でやっている部分が相当あるに違いないのです。多くの方は、これはけしからんと言いますが、実はけしからんとも言えない。黙っていたら自分の持っている財産が値下がりするのですから、上がると思うか下がると思うか、それに応じて自分の財産の保全を図ることは当然のこと、それがいわば投機になるわけです。投機というのは、将来こうなるだろうと思って行動することですから。

再軍備と同じで、お互いに身を守るために投機をせざるを得ないというのが現代だと思っています。思惑であるに違いないわけですが、思惑だから元に戻るよと言っているかというところに問題があると思います。ファンダメンタルズとして、通常のフローの経常収支とか、当面の金利ということを見ると、こんな円高ということはありません。経常収支黒字は、85年にはGDPの5%から6%までいったものが、今はGDPの3%です。それなのになぜ円高かと言われると、同じ経常収支黒字に対して円がさらに高くなる理由があったかもしれないと言わざるを得ないのです。

例えば今年の黒字がこれだけ累積してアメリカの純債務、日本の純債権が非常に累積している。そういうストック面での不均衡で、ドルに対する信認が動揺する可能性が前より高くなっていることも考えられます。

今回の場合は、メキシコ危機がドル安の一つのきっかけになっているように思えます。メキシコで去年の暮れに大統領候補が暗殺された。メキシコはNAFTAに加入したので、経済は発展するに違いないというわけで、アメリカから大量の資金が流れ込んできました。その間に、メキシコペソは資金が入ってくるわけですから価格が上がって非常に高い値段を付けました。ペソがペソ高になったわけですから、当然貿易収支は大きな赤字になっていきました。

しかし、それだけたくさん資金が入ってきますから、メキシコ政府もまんざらでも

なかったわけですが、前述の政治不安が起こって、さらによく見ると貿易収支も大赤字ではないかということになって、アメリカの資金はメキシコを一斉に見捨てて、アメリカ本国に帰るといった事件がありました。

例えはいいかどうかわかりませんが、これは日本の信用組合問題などと非常に似ているわけです。我々から見るとアメリカはメインバンクですから、メキシコのことはちゃんと見ているだろうと考えていた。日本の黒字はアメリカ市場におのずと滞留している。つまりアメリカに預かってもらっているわけです。アメリカの金融機関はそれをメキシコに投資している、だけど大丈夫だろうと思っていた。しかし実際には、いわゆるエマージング・マーケットで、新興市場はかなりリスクで、いい加減な経営をしているものもあります。その時にアメリカはどうしたかということ、メインバンクの責任を取るどころか、真っ先に逃げ出しました。自分のほうは資金を回収しましたから、アメリカでは、資金は余って金利は下がり株は高いと結構な話で、景気はまだ続くと言って喜んでいる状態に、今年の1～3月はなったわけです。

日本の黒字がアメリカにたまってそれがメキシコで運用され、その先で事業が危なくなると、資金がアメリカに帰ったとなると、メキシコのペソは暴落、ドルは続いて下がる、円は上がるという形になるのは、いわば世界の資金フローでは一種の、ディス・インターメディアーションと金融界の用語で言いますが、いわば土地を預かっている銀行が資金を回収して、もう要らない、自分のほうにお金は余っているという状態になったわけですから、アメリカへ持って行くお金の値段が下がるとなるのは当然で、円高、ドル安、ペソ安という形になりました。

現在、アメリカ政府は少し態度を変えてきていますが、もう少しその話を続けると、『ニューヨーク・タイムス』をはじめとするあらゆるアメリカのマスコミが、声を揃えて言ったのですから、アメリカ政府もそう言ったのではないかと私は思っているのですが、俺たちは構わない、円が上がろうがマルクが上がろうが構わない、ペソが下がってカナダドルが下がっているから、平均したら同じだということで、ベナインネグレクトをしたと思います。ドル安を放任する姿勢に出たわけです。

しかし、これは簡単に言えば、アメリカの輸入物価さえ安定していればいいという思想です。従来は、アメリカのドルはマルクや円と一定のバランスを保つ先進国の間の基本的な通貨、グローバル・カレンシーだと理解していたのです。しかしよくよく聞いてみると、自分たちの輸入物価さえ上がらなければいいという。そうだとするとドルは、少なくとも足半分以上は、アメリカ大陸に突っ込んでいることになります。アメリカのある評論家がドルはグローバル・スタンダード（地球本位）からヘミスフェア・スタンダード（西半球本位）に変化したと批評しました。アメリカ大陸の通貨、ローカル・カレンシー、リージョナル・カレンシーだという本性を暴露したことになったのではないかと私はある程度そうだったと思います。

アメリカ通貨は、アメリカの輸入物価が落ち着いているものでさえあればそれでいいというわけですが、アメリカのドルは、何もアメリカの輸入にだけ使われているわ

けではなく、世界的な準備通貨です。しかし、世界的な準備通貨だと言うのだったら、メキシコペソが下がったから一緒に下がってもいいことにはなりません。準備通貨を持っている国はみんな迷惑するわけです。

現にアメリカドルはスペインペセタに比べても、台湾ドルに比べても、シンガポールドルに比べても下落をしたわけです。こうなるとアジアの通貨当局の一部は、これまた非常にスペキュレーションの好きな通貨当局でして、たちまちドルを売って円シフト、マルクシフトをします。それがさらに円高ドル安をかき立てます。つまり、アメリカの通貨がローカル化するということは、世界の準備通貨としてのドルの信認を、やはり傷つけたのだらうと私は思うわけです。

アメリカは、メキシコから資金を回収している間は、別に自分の国の金利は上がりませんからそれでいいのですが、回収し終わったら、アメリカは経常赤字が続いているわけですから、よそから資金が入ってこない金利は上がる筋合いだと思います。アメリカ政府が最近になって、協調介入に応じるようになったのは、私はドルの価値を維持するためだというよりも、むしろアメリカの金利を安定させるためだらうと理解したほうが、わかりがいいのではないかという印象を持っています。

円高を防ぐために介入が行われていますが、日本銀行は4月の1カ月で、150億ドルぐらいドルを買ったのではないかと思います。その前は100億ドルぐらいドルを買っています。1兆円、1兆5,000億円の公的資金でアメリカのドルを買っているとでもいい。民間が誰もドルを買わないものですから、政府中央銀行が買っています。しかしドルを買うといってもドルのお札を集めているわけではもちろんなくて、アメリカの国債を買っているわけです。簡単に言えば日本銀行がドル国債の買いオペをしている、それによってアメリカの国債価格を高める、つまりアメリカの金利を下げていたわけです。それが止まると困る。そこで、アメリカの連銀が、自分も少しは協力しますから一緒に国債を買ってくださいと言っていると理解すれば最近の協調介入の意味が見えてくるのではないのでしょうか。

何を言いたいか、元に戻しますと、つまり円が高くなる、同じ経常収支黒字が変わらなくても円が高くなる、あるいは日本の金利が同じでも円が高くなるという裏には、世界の資金フローの変化、ドルに対する信認の変化、あるいはドルに対するアメリカ政府の政策の変化に対する、諸外国の反応という背景があるわけです。もしそうだとすると、これまた日本にとって困るから円高は元に戻ってくれと言っても戻るわけではない。もっと大きな背景で生じている可能性があると思います。

そういうふうに捉えると、これまたおいそれとは解消しないかもしれません。後で言いますが、少しは円は安くなると思いますが、大幅に円安に振れるかどうかという点には疑問符が付くわけです。

しかし、先ほどの資産価格の問題と同じようなことになりますが、一体これだけ円高になってきた場合、例えば、いわゆる内外価格差の問題というのをどう理解すればいいかです。従来は内外価格差は輸出物価についてもある。例えばカメラは、ニュー



ヨークで買った方が安いという話がありました。しかし、大まかに言えば輸出産業は生産性が高く、価格は国際水準であるのに対し、国内のほうが非常に高い物価になっているというのが内外価格差の理由でした。だから消費者が文句を言ってきたのです。

しかし、国内物価が非常に高い状態で、輸出物価だけ低くして競争することは、限度がある話です。国内物価はよく200円とか188円とか言われていますが、マーケットの為替レートは100円とかいまは80円いくらですね。国内で高い物を買っても輸出産業は非常に生産性が高いわけですから、何とか100円の為替レートで商売ができたかもしれないですが、それがさらに90円、80円ということになってきて、それでいまの内外価格差が維持できるかとなると、これはやはり限度があるのではないかと。

通産省の調査によると、内外価格差は、何も消費者物価だけがなくて生産財が安いということではなく、日本の生産財価格の中にも相当割高のものがあるわけです。ということから何が起きているかということ、値下げしろ、値下げできないなら自分は海外へ行く、あるいは海外から調達するという動きが、産業界に広まらざるを得なくなります。三菱重工業と新日鉄の間で鋼材を下げろ、下げられないなら韓国から買うぞという話がありました。現在の世界最大の製鉄所は韓国の製鉄所ですし、コストもおそらくいちばん安いわけです。

新日鉄のほうでは、それなら買ってごらんさい、韓国だって景気がいいから輸出余力などありませんよという押し問答をして、しかしある程度下げて落ち着いたわけです。内外価格差評論家とか消費者団体だけが騒いでいる問題では実はないわけです。産業界自身の問題になっています。海外移転、いわゆる空洞化です。それなら俺たちは海外へ行くよ、あるいは海外から買うよという問題と直結しています。それぐらいまで内外価格差が大きいと思います。

この問題をさらに突き詰めていくと、ちょっと話がオーバーになるのですが、一体我々の賃金だってドルで測る限り安いとはとても言えない。例えば他のアジア諸国に比べて、100倍とか60倍、70倍というわけです。先進国の中でも断然高いわけです。我々は生活水準が高くないとか何とか言っていますが、競争するのはドルで競争せざるを得ないわけです。そこに非常に不安があって、一体この日本の賃金は、このまま維持できるのかどうか。数字を見ていると誰しも不安に思うだろうと思います。

話がまた脱線するかもしれませんが、アメリカは1970年以降、実質賃金は完全に横ばいでほとんど上がっていません。生産性が上がっているのではないかとはいいますが、アメリカは雇用が増えていて、奥さんが働きに行っていますから家族収入が増えているのです。マルチプル・アーナズ・ファミリーが増えましたから、家族収入が増えています。アメリカは雇用の創出という点では世界一多いわけです。

逆なのがヨーロッパで、雇用は全然作らなかった、賃金は高水準を維持した、失業率は10%です。ともかくアメリカではほとんど実質賃金が上がらず、特に鉄鋼、自

自動車といった輸出産業のブルーカラーの賃金は、むしろ実質賃金が下落していると思います。こういうふうになってアメリカの賃金が停滞しているのは、国際競争のせいではないかが当然問題になるわけです。私は国際競争のせいだと思っています。つまり、そういうブルーカラーの賃金が上がらなくなったのは、あの強力だったアメリカの労働組合を、日本からの競争が打ち砕いた結果だと思っています。このことは別にアメリカにとって悪いことではなく、例えば現在アメリカには自動車ブームが久し振りに来て1,000万台を超えたわけです。それにもかかわらず、自動車の賃金はほとんど上がらなかった。1970年代だったらたちまち賃上げ闘争になっていたはずなのです。そうでなく、好況でも賃金、物価が落ちついて経済が非常に息長く拡大していくようになったのは、日本との競争でアメリカの労働組合も戦略を変えて、むやみな賃金要求をしなくなったためです。だからこれはアメリカにとっていいことだと思うのです。しかし、これはかなり問題があって、海外競争のために賃金が上がらないということでは、それくらいなら保護貿易の方がましだという議論を誘発しかねません。アメリカ国内で論争が起きていて、現在のところ幸いにも私のように、賃金低迷は国際競争のせいだと言うのは少数派なのです。アメリカ国内に原因があると多くの学者が結論付けています。結構なことで、日本からの競争で賃金が上がらなくなると、ますます保護主義になりますから、向こうがそう言っている間はこちらも黙っていたほうが得だと思っていますが、しかし、私は内心そればかりでもないという気が否定できないわけです。つまり、技術力、生産力が同じようになった時に、ズバ抜けて高いドル賃金をある国が持ち続けるということは、やはり難しいのではないかと私などは思っています。

逆に言えば、ヨーロッパは非常に神経質にそれを心配しているわけです。つまりヨーロッパ人は、これまで守り育ててきた福祉国家に、アジアの低賃金労働が殴り込みをかけているというイメージで見ているわけで、WTOができた時も、賃金の違う国、環境条件の違う国と自由貿易はできないという議論が出ました。アメリカでもメキシコのNAFTA参加に絡んでそういう議論がずいぶんあったようです。

つまり、円高デフレの先には賃金調整という問題を避けて通れるかどうかまだわからない。そこに1つの不安要因が介在していると思います。

先ほども言いましたように、地価や株価についても一種のグローバル化の中で評価しなければいけません。内外価格差も、結局経済がグローバル化していく中で評価しなければいけません。賃金もそうです。価格、市場の力は、いつとはなく浸透してきて大きな圧力となってくるものであると思います。

日本だけが右肩上がり信仰を持って、資産価格を決めるわけにいかなくなっている。そういう前提を置くと、現在、日本が抱えている問題はかなり深刻であると言わざるを得ないわけです。それを調整しながら、しかも景気をよくしていくという問題に、突き当たらざるを得ないと思います。

大分脅しましたが、とにかく基本的にはそういう問題があるということは否定でき

ません。このことは、これから日本がどういう政策を取ったらいいかということを考える時には、やはり重要なインプリケーションを持っているように私には思われます。

いま円高デフレ、資産価格デフレと言いましたから、ではデフレならインフレをやれという議論が、オープンに言う人はいませんが密かにあるわけです。しかし、これはなかなか難しいです。まずインフレは政治的に非常に不人気で、インフレをやると田中内閣のような評判のいい内閣でも、アッという間に評判を落とします。日本の選挙民はインフレ反対で、高齢化になってくればくるほどそうです。

また金利が自由化されていますから、インフレになりそうだというだけで、金利が先に上がり、むしろ景気の足を引っ張られるという問題があります。

インフレになれば確かに為替レートは円安になる。しかし、インフレになるということは産業のコストを上げて競争力をそれだけ落としているわけですから、円安になってもインフレ以上に円安にならない限り、日本の産業調整は終わらない。インフレになった分だけ円安になるだけではどうにもならない。いまの基本的な矛盾は解決されません。

インフレをやると、政府の財政は必ず好転するとは言いきれないと思います。最大の政府支出項目になるのは年金ですが、年金には物価スライドが付いています。生活保護にも付いています。医療費は、普通インフレが起これば特に値上がりします。インフレになれば大体アングラ経済が広がりますから税収はあまり伸びません。

インフレになって過去の国債の負担が減ることは事実ですが、これはかなりの部分は金利の上昇でチャラになります。金利がなぜ上がるかということ、インフレになったら損する人が慌てて、金利を高くしなければ貸さないと言い出すから金利が上がるわけです。インフレを起こしてしまえば債務負担は減りますが、起こそうとするだけで金利が防衛的に上がりますので、なかなかそうは問屋が下ろさないだろうと私は思います。調整インフレは、言うべくしてなかなかできないし、やっても効果はないだろうという感じがします。

資産デフレだから、資産デフレを止めればいいではないかという議論があります。しかし、これは株価について見事に失敗しています。いわゆるP K O（プライス・キーピング・オペレーション）のもとで、公的資金を入れて株価を買い支えて何が起きたかです。あの当時は1万8,000円が大体下値でしたが、日本の株が1万8,000円以下にならないとすれば、これはかなり安全な資産だということになるわけで、株式投資の外人買いが流行しました。外人買いが流行すると円高になります。あの時の日本の株式市場は外人買いで円高、そこで企業の収益減、したがって株価は維持できないということで、自分で自分の首を締めたことになりました。

特にまいったのは、証券業界だったと思います。銀行のほうは含み資産が維持されたのかもしれませんが、証券市場では取引がおこりません。高い値段で誰も買いに来ないし、売りたい人はいたのかもしれませんが買い手がない。取引量がうんと減りましたから、証券界は手数料が入らず、自分たちは誰かの含み資産を維持するために、

手数料を取られたということになって、結局自己崩壊をしました。

ここは1つの問題でして、もしこの株価が下がってどうにもしようがない、金融秩序がどうにもならないということであれば、それは中央銀行は買いオペをやってもいいのだからと思います。いざとなれば中央銀行が株を買って悪いことはないだろうと思います。資産価格は、いまどっちの方向を向いているかが問題です。もし日本の資産価格がまだ割高だという判断に立つのであれば、それを人為的に支えることは、先へ問題を繰り越すだけです。

それよりは本質的に、株価や地価を安定させる方策として現在盛んに議論されているのは、土地税制や有価証券取引税といった資産課税の問題です。その一つにみなし配当課税があります。自社株を買うことができるように商法が改正になっていますが、自社株を買くと、買った分だけ株式が減る。それは残った株主に対して株価を上げて配当したのと同じだということで、配当したとみなして課税が行われています。それがあつために折角商法を改正しても自社株買いが行われないのではないかと懸念されています。

有価証券取引税については、取引に税金を課すのは、あまり好ましいことではない。やはり税金は儲けたことに対して課すべきものでしょう。そういう意味で、資産課税、キャピタルゲイン課税がしっかり取れれば、取引税は、それに譲って、廃止もしくは縮小すべきものだと思います。キャピタルゲイン課税がきちっと取れるのなら、みなし課税の問題もなくなるはず。理論的には簡単なことですが、実際はキャピタルゲイン課税は、非常に難しいわけです。なかなか取れないし、税率をどうすればいいかとかいろいろ問題があります。しかし、方向はそういうことではないかと思つています。

地価税その他土地税制については、現在、地価が非常に下がっているのに対して、土地の評価が適合していないという問題はあると思つています。しかし、日本の土地の税率はいまでも国際比較して高いとは言えないと考つています。

いずれにしても税制をかえることは、株価そのものを支え、地価そのものを支えようというより、その条件を変えようということでは1つの進歩であると思つています。

不良資産の問題についても、前は景気がよくなればそのうち何とかなるだろうと思われていたのですが、今では逆になってきて、不良債権問題を処理しなければ、景気もよくなれないし、資本市場もスッキリしない。むしろ処理することで突破口を開いたらどうかというふうにな一般の考え方が変わってきていると思つています。

いくつかの金融機関については公的資金の導入は必至です。よく潰したらいいじゃないかと言われますが、潰しても預金保険機構にそんな金はありません。潰して1,000万円以下の人たちだけに預金を払い戻すとしても、いずれ公的資金は必要になるのです。後で銀行から保険料の形で取り立てることはできますが、おそらく間に合わない。ペイオフをやるにしても預金保険機構を救うために、公的資金が必要になるだろうと思つています。公的資金投入をどういう形で納得していただくかということで、早いほうがいいのではないかと思つています。

私は東京都民ですが、千葉県民にしてみたら、東京都が監督してきちっとしていれば問題なかったはずの信用組合の不始末に、東京都が責任を取らないで、国税からその分の責任を取るとしたら、千葉県民にとっては大変な不公平だと思います。

問題は、地価や株価がいつまで経っても上がらない。円高がなかなか居座って簡単にどいてくれそうもない。そうだとすると大きな産業調整、大きな価格調整、大きな資産再評価ということが必要になってきているという問題がある。以前はこういう問題も、景気がよくなれば何となく軽くなるだろうと思っていた。しかし、景気がなかなかよくならないので、元に戻って資産デフレが問題になったわけです。

その過程で一般的な経済政策はある程度行われました。行われたにもかかわらず日本経済は3年間ゼロ成長で、資産デフレは止まらず、円高を招き寄せたということが、現在の危機をさらに深刻にしています。例えば公定歩合ですが、これは引下げが遅れたと私なども兼々そう言ってきました。特に去年の秋は実質金利がまだ高かったわけですから、もうちょっと早くということを書いていました。しかし、いまになってみればとにかく1%です。これ以上また下げていけないという法律はどこにもなく、0.5にしてもいいし、0.25にしても悪くはありません。しかし、マイナスということはないでしょう。お金を借りに来たら、お金あげますというわけにはなかなかいかないでしょう。ということは、一般の政策というのはかなり手を打ってきています。例えば公定歩合に関する限り、後に残っている玉は少ない。しかも3年間日本経済は成長もしないし、資産価格のデフレは止まらないし、円高が起きたということです。

財政はどうか。もう少し余裕があるのではないかとということですが、2~3年前にいろんな対策を始めた時と比べれば、かなり使い込んでいます。現在、国民所得統計上の財政収支も、年金収入を加えても赤字になっているはずですが、年金はまだ積み立てているわけですから、通常は国民所得上の財政収支は黒字になるはずですが赤字になっていると思います。

地方財政は、むやみやたらに地方債を出すことはできません。自治省がうるさいということもありますが、自分の財政事情からもう緊縮を始めなければいけないことになっています。

先ほど言ったように、政府の見通し以下にしか公共投資は伸びていない。中央政府で考えたよりもずっと少ない公共投資しか、実際上行われなかったのは、地方財政のほうでそろそろ去年からもう引き締めにかかっていたからだろうと思われまます。

もちろん、先ほども言ったように、金利をこれ以上、下げてはいけないということは何もないわけです。昔は公定歩合と市中短期金利の間には0.5%差がありました。現在はうんと小さくて0.25ぐらいでしょうか、もう少し少なくなっているでしょうか。そうになっていますからあまり余裕はありませんが、それは短期金利を公定歩合以下に下げることもあるし、公定歩合だって場合によっては下げることもあるでしょう。補正予算も、赤字国債を含めてこれから組んでいこうと思っています。だがある程度手を尽くした段階で、こういう問題がまだ起きているところに危機があるわけで

す。

金融政策については、金利引下げだけではお金は動きません。マネーサプライが増える、つまり金融がもっと緩和感が浸透するということが望ましいが、そのためには不良債権を処理しておくことが意味があるのではないかと思います。

国の財政については当然、補正予算を付け加えていく。何をやるかについては例えば首都機能に移転するとか、震災対策として復興だけでなく、震災に強い都市づくりなどの公共投資に対する要望などがあるわけです。また新社会資本として、情報化のためのインフラストラクチャーとか研究開発など、そういうソフトなものについても資金をもっと付けるべきであるという議論も行われています。

過去の公共投資について、去年は政府が言っていたよりずっと少なかったですが、一昨年は2桁の伸びであったことは確かです。その割に成長率が上がらなかったではないかという議論がありますが、私はそうでもないだろうと思っています。

まず第1に、やっていなければもっと成長率は落ちたでしょう。財政出動は、確かに景気には直接目に見えてプラスになっていなかったと思います。これは民間建設が非常に落ちたため相殺されたものと思います。しかし雇用だけを考えると、建設業の雇用は一昨年あたりは大幅に増加しています。これは住宅投資がよかったのも一因ですが、公共投資は雇用にはかなり貢献したと言っているのではないかと思います。したがって、私は公共投資無用論には与したくないと思います。新社会資本的な技術開発、将来の日本のためになる情報インフラストラクチャー、情報教育、技術開発一般といったことにも、もっと公的資金が付けられていいだろうと思っています。

それと同時に、最近だんだん強くなってきている意見は、もう政府がやっても駄目なら思い切って減税してくれという議論です。レーガンの時のように思い切ってやったらどうだという議論です。財政支出をカットしてもいいから減税しろという議論が、一方で強まってきていると思います。その一方では、増税してもいいから公共投資をやってくれという議論もないわけではないのです。いずれにしても、従来のようにありきたりのやり方で漫然と財政が助けに来るということではなくて、財政政策というものもここまできた以上は、今後のあり方を考えて、新機軸を打ち出さなければならないところに来ています。また、そういう新しい政策発想が出てこない、やっても駄目だったという失望感だけで、現在の危機意識がさらに悪化するということではないかという気がしています。

以上、いまの日本経済の厳しい状況の背景になっている基本的な問題を申し上げました。もう一度言うと、資産価格とか内外価格差といった物価構造に基本的な歪みがあって、国際的な観点でもう一度その均衡を是正する必要があるということ。その大きな課題と、足元の景気をどうやって建て直すかという課題には、やや矛盾したところがあります。そのため単純な需要政策では処理できないかもしれないという問題を抱え込んでしまっているのです。

これがバブル後、あるいはもう少し遡れば高度成長国家から普通の国家になるため

の調整コストでしょう。資産価格とか内外価格差といった、大きな価格の歪みを是正しながら、景気の回復もしなければいけない。この歪みをそのままにしておくと、むしろデフレ的にだんだんなってくる可能性があります。デフレは止めなければいけませんから、若干のインフレ政策を加えることはいいのですが、しかし、それだけでは歪みのほうが手付かずに残ったのでは、かえって先に問題を繰り越すことになる。これが、現在の日本経済の困難の背景です。

この矛盾を乗り越えるために、不良債権の処理をどういう形でやればいいのかとか、新しい財政政策のパターンはどのようなものにしなければいけないのかとか、税制はどうしようとか、そういう基本的な議論が必要になってきている。

以上が、やや基本的な視点、問題意識と、それに関連する若干政策イシューについてです。それでは、最後のトピックスは足元の景気をどう考えるかということです。過去においては大きな不均衡、大きな矛盾がある時に、資本主義の古典的な解決法というのは恐慌なのです。一斉に不良銀行は潰れてしまうというのが、1つの解決であったんだろうという気がします。

いまのバブルに近い歴史的な先例は第1次大戦後です。第1次大戦後と今というのはいろいろな点で似ています。大体第1次世界大戦では、日本は若干の海軍を地中海に派遣したとか、青島を占領したとかありましたが、戦争には直接参戦せず、海外が戦争している間に経済的には非常に儲けました。冷たい戦争の時の日本も同じで、海外の諸国が再軍備に追われている間に、こちらは軍備に金をかけないで経済で大いに発展しました。

戦争が終わった時に反動が来るわけで、それまで戦争していた国が全部経済に向かって来ます。第1次世界大戦が終わったのが大正7年だと思いますが、株は当然下落しました。しかし、この時の下落が小幅修正で止まります。そうすると下がると思って緊張したのが逆に済んだとなると、途端に株は暴騰するわけです。戦時中の株の上がりよりもむしろその後の大正7年から9年までのほうが、ものすごい勢いで株が上がっています。

これはちょうどブラック・マンデーの時と同じです。あの時株価は2万円だったものが、ブラック・マンデーが軽く済んだあと、その2年後に3万9,000円までいったという、あれと同じ動きです。人間の心理というのは「これはやられた」と思って緊張して、実際は大したことなかったとなると、後は野放図になるもののようで、ちょうど2年間で同じことが起きています。

大正9年に株価が大暴落した。当時は日経平均はなく、東京証券取引所が株式会社でしたから、株式会社東京証券取引所の株が代表株で値動きを表わしました。大体5分の1になったと言われています。そしてついに元に戻らないままに、東京証券取引所は株式会社ではない現在の組織になってしまったわけです。

その他、第1次対戦後に、米騒動が大正8年に起きています。小選挙区制も、第1次大戦後に導入されて、これは1回もやらないで修正されてしまいました。ちょうど

その時まで続いていた明治的な政府から、大正デモクラシーに大きく切り替わっていく時期で、自民党単独政権が無くなったというのとやや似た動きでした。

日英同盟が廃止になります。それまで明治外交の中心は、ロシアの脅威に対してイギリスと同盟を結ぶということで、日露戦争までやったわけです。しかし第1次大戦でロシアに革命が起これ、北からの圧力がなくなると、その時までの外交機軸の日英同盟はなくなりました。いまの日米関係もやや似ています。これは大分余談ですが、大正年代を通じて当時の日本は変動相場で金本位を停止していました。それと大震災がありました。これは起こらないことを望んでいますが、関東では第1次大戦後に起きました。

あの当時は変動相場制でしたが、戦前の平価に比べれば円安に動いていますので、第1次大戦後は円安と書いている本が多い。しかし第1次大戦中にインフレがありましたから、物価との関係で言えば、第1次大戦後の変動相場は概して円高だったと思います。したがって産業界は非常に苦労しています。合理化しないと競争ができないし、海外産業がどんどん軍需産業を転換してきますので、日本の造船業や化学工業は非常に苦労しました。なぜ円高だったかということ、第1次大戦中にうんとお金を儲けていましたから、外貨準備が余っていて、貿易は赤字になってもまだ円高が続いていた、つまり過去の蓄積分だけ円が強かったという事態でした。

その当時の政策を見ると非常に悩んでいて、思い切ってこれは構造改革をしなければいけないからというので、最後は金解禁をやるのです。これは明らかに無理なことなのですが、もたもたしてられないというか、何回も銀行の取付け等が起これ産業界はスッキリしないということで、最後に思い切ってデフレ政策を取ったというのが金解禁でした。

いまの日本を見ても、落ちそうになったら支えてきているのです。いままでの政策もそうなのですが、支え支えてやってきてもなかなか埒が明かない、何か思い切って不均衡を一斉に吹き飛ばしたいというムードが、無意識のうちに非常に広がってくる時期があるように思います。また、外貨準備を全部使い果たした金解禁の後の昭和6年ぐらいになって、日本はまた変動相場に移りますが、この時は円安で輸出産業が儲かりました。いわゆる高橋財政の時代に入って行くわけです。これは、しかし円高時代に産業界が非常に苦心して、合理化していて、コストが安くなっているところへ円安になりますから、非常に儲かったということだと思います。

少し脱線しましたが、あの時は第1次世界大戦中の一種のバブルで、非常に大きな不均衡を抱えてしまったものを、どうやって調整するかということで非常に難しい問題があったということです。そういうことを考えると、今の景気も駄目だというふうには考えがちですが、大正9年に株価が下がって大騒動になってから、昭和5年の金解禁までの間は同じような矛盾を抱えていたにもかかわらず、日本経済は短期的に見ると、結構いい景気と悪い景気を繰り返しています。

中長期的観点で言えば、日本経済には相当大きな問題があって、その問題を解決し



ない限り、なかなかスッキリしない。これはそのとおりだと思いますが、それと同時に、短期の景気はそういう大きな問題があれば、必ずすぐ不況になる、すぐ恐慌になるということはないのです。どのくらいの時間をかけられるかが、過去の例を見てもわからないというか、理論的にも難しいことだろうと思います。

重力の法則があるから、落ちて来るといのは分かっているのですが、木の葉が舞いながら落ちてくるのを、いつごろどこへ落ちるを予測するのは、非常に難しいのと似ているわけです。だからいま矛盾があるということと、これからの景気がどうなるかというものは必ずしも直結はしていないと思います。

とは言いながら、先ほども言いましたように1～3月、4～6月にかけて、これまである程度回復していた経済指標は一斉に悪化しているわけです。現在のこの景気の不調がどの程度発展して、もう一度ここで失速するのか。それとも非常に超低空飛行だけれども、もう一度失速というところまでは行かないで、時間稼ぎができるのかということが問題だと思います。

その問題に対して私は、必ず失速するとまだ断定はできないように思います。かなり厳しい低空飛行が続くという形で想定しておいたほうが、いいのではないかと考えています。その理由をいくつかお話したいと思います。

まず円レートですが、私は若干は円安に戻るだろうといまだに思っています。90円まで戻るかどうかは自信がありませんが、少しずつ戻っていくのではないかと。これは円高に向かう要因もあります。その1つは、アメリカの金利動向で、これはちょっと最近また変わってきていて、気分がこの2～3日違うのですが、アメリカはおそらく景気がスローダウンしていますし、それほどのインフレ懸念がない状況ですので、アメリカの金利はこれから若干下がるのではないかと。

昨日か一昨日にグリーンスパンの講演が行われていますが、それを読んでも、一応アメリカのスローダウンの可能性を認める表現になっていますので、金利が下がる可能性があります。アメリカの金利が下がることは、ドルを買う魅力を薄くするわけですから、これは円高要因になります。そういう円高要因もあるわけです。

円高が起こったので目先は黒字が若干拡大する局面になっています。これは輸出価格がドルで計るとどうしても高くなりますので、円で計った国際収支の黒字の減少は継続しますが、ドルで計った国際収支の黒字は若干増大するだろうと思います。

しかし、その増大はあまり長く続かず、おそらく黒字幅は減少します。GDPとの対比で言えば去年の3%に対して、2%台あるいはもうちょっと低くなる可能性もあり得ると考えています。その理由は何かということ、輸入の急増です。

従来は、日本経済は円高になれば国際収支の黒字が増えると考えていました。なぜ増えるか、円高になると輸出品はドルで計って、同じ100円で輸出しても高く売れるわけです。輸入は円高で景気が悪くなりますから、生産が落ちて輸入は減ると考えていました。しかし、最近の動きは、円高になると輸入は急増すると訂正しなければならぬようになってきていると思います。

それはなぜかと言うと、日本の輸入構成が一転しているためです。従来の我々の頭の中にある日本の輸入は原材料が中心です。しかし、いま輸入の57～58%が製品輸入です。原材料輸入は国内の生産が落ちれば減るわけです。我々がアメリカのエコノミストや政府の役人に会うたびに、円高誘導発言をしたら駄目だよ、そんなことをしたら日本の黒字はかえって増えるよと盛んに言ったのは、輸出の名目値がふくれて輸入が減るからでした。

しかし、製品輸入になると話が違ってきます。不況になる、安い物を買いたい、安い物は海外からの輸入品だというわけです。先ほども言ったように日本経済は昨年度0.6%しか実質成長していませんが、1～3月ごろ、4～6月の毎月の輸入数量の増加は、15～20%という驚異的な数字がずっと続いています。

つまり、製品輸入は円高になると安い物を買おうという動きが強まりますから、急増します。したがって為替レートの所得効果、つまり景気を悪くする効果よりも安い物を買おうという価格効果が勝ちますので、国際収支の黒字は減ってくると思います。

国際収支の黒字が減ってくれば、円高は多少止まってきて、先が見えて来ることになるのではないかと。したがって、円レートが若干なりとも落ち着いてきます。そういう形で1つの安定材料ができてくると思います。

2つ目は、世界の景気は何とか保つのではないかと。アメリカの不況がどの程度になるのかということですが、アメリカの景気は減速することは間違いないと思います。けれども、大きく落ち込むかということ。私はアメリカ景気の落ち込みはそれほど大きくなるとみています。先ほどのメキシコの場合、ラテンアメリカの新興市場の経済が非常に悪くなりました。あの時はアジアにも同じことが起きるのではないかと懸念されましたが、アジアのほうはメキシコのような混乱なしに現在も成長を続けています。

これについていろいろな理解がありますが、アジア開発銀行のレポートが1つの代表的な意見です。ラテンアメリカとアジアとどこが違うかということ、まず1つはアジア諸国のかなりの国で、貿易収支、経常収支は赤字だけど大して赤字でないことです。つまり財政金融政策が比較的健全であるということを行っています。

中国はあれだけ成長してまだ貿易収支は黒字です。他の国はかなり赤字になっていて、ラテンアメリカだって黒字の国が結構増えてきています。これは借金を返すためには黒字を出さざるを得ないので、強制的な黒字が増えているためです。それはともかく、アジア諸国が比較的健全な財政金融政策をやっているということは、認めていいことだと思いますので、その点が安定材料です。

もう1つは、入ってくる資本のタイプが違います。ラテンアメリカでは専らポートフォリオ・インベストメント、証券投資が入ってきましたが、アジア諸国では直接投資です。つまり企業をつくるわけですから簡単には逃げ出さない。こういう違いがあるということのアジア開銀が主張しています。だからラテンアメリカの例はアジアには適用されないだろうと言っているわけです。

アジアをよく見過ぎているのではないかという批判もありますが、一応その考えを支持したいと思います。アジア諸国が依然として高成長を続けるだろうと考えると、円高で輸出はかなり打撃を受けることは事実ですが、マイナスまではいかないで、伸び率の鈍化ということで済むのではないかと思います。

こういう世界の貿易で大きな影響を受けるのは、基礎資材です。先ほども少し言いましたが、現在、鉄鋼は少なくとも7～9月までは1億トンペースで走る形になるように、業界の方々は言うておられます。受注等を見てそういう判断になっているのだろうと思います。化学や紙パもひところの勢いはなくなってくると思いますが、かなり強いのです。

これは、アメリカが景気がいいとアメリカからの輸出が止まり、アジアには自給力以上の需要がある、自分の国の生産能力以上に成長している、そこで日本にお鉢が回ってくるということがあったわけです。そういう基礎資材の好調は、この1～3月に比べれば次第に弱ってくると思いますが、ある程度続く可能性があるだろうと考えています。

3番目は消費ですが、特に消費の中でも耐久消費財については若干のプラスがあるのではないかと。住宅は駄目になってくるのですが、耐久消費財は買い替え時期だと思えます。自動車がいちばん売れたのは1989年の消費税導入の時期で、この時に自動車税が20%から6%に大きく下がり、現在は3%です。あの時に買ったのをいつ買い替えるかということが業界の関心で、94年から国内販売が若干上向いています。

ただし、自動車は4月以降、1～3月よりも回復の度合いが弱くなってきています。しかしいくつかの、耐久消費財についてはある程度の出荷は現在も続いています。いちばん代表的なのはパソコンです。これには輸入も増えてきています。先ほど言ったように、不景気になると輸入が増えるというのは、景気にはますます悪いことなのです。製品輸入が増えるというのは競争相手が増えるわけです。原材料は日本で出来ませんから必要なだけしか輸入しませんが、製品の輸入が増えるということは、国内の生産と代替の可能性が高いわけです。

パソコンは今年は大体500万台売れるのではないかと言われています。これは去年の350万に比べ大幅の伸びです。昭和30年代の日本経済だと、これだけ大型商品が動くとそれだけで高成長になったものですが、現在は日本経済の図体が大きくなっていて、こういう半導体、パソコン、耐久消費財の一部の好調だけでは、全体がなかなか持ち上がりません。

その代わり、前は自転車操業ですから、ちょっと成長がスローダウンするとすぐ大不況になって倒産が起きました。今は図体が大きくなって持ち上がらない代わりに、沈み方もゆっくりしていて、3年ゼロ成長でも失業率はたったの3%で、大きな会社の倒産というのはまだおきていません。従来よりむしろ少ないぐらいです。つまり日本経済は非常に懐が深くなっているものですから、下に下がるのも耐えられる力が強まっていますが、上に上がる力も少ないという状況だと思えます。いずれにしても、

この耐久消費財の買換えは、一応支持材料に私は数えたいと思っています。今年の下期にかけて支えになるのは何といたっても消費です。設備投資も下がるだけ下がっていますので、もうあまり下がる余地はない、むしろ若干増えます。去年までは数パーセントの減少ですから若干増えてきます。いままで増えていて横ばいになるのが住宅だろうと思います。しかし、設備投資は一応プラスになるのではないかと。

財政は、94年度が思ったより低かったわけですから、それよりは伸びは高いかもしれない。

あれこれ足していくと、GDP全体で1%に届くかどうかというのはまだよくわかりません。OECDは歴年で1.3という数字を言っています。

私どもの研究機関の予測担当者がいま積み上げている数字は、1%にはとどかず、4年続きで1%以下という成長です。それでも去年の伸び率の0.6よりは少し高いのではないかと、というぐらゐの感じですが。私は、円レートの出方如何では、1を超える可能性もまだ残っているのではないかと気がします。しかし、1%成長ではなかなか景気回復感というのは出てこない。まだ辛抱するのかもしれないと思えます。

それでは日本経済はもうお先真っ暗で駄目かということ、矛盾のない経済はないわけです。例えばアメリカもクリントンとブッシュが選挙を争ってブッシュが敗北しましたが、あの時のアメリカ経済と日本経済は現在かなり似ている点があります。あの時はブッシュが湾岸戦争に勝って一時は大変な英雄でした。しかし、経済情勢が悪いということが中心で、クリントンに負けたということだと思います。景気は回復していると政府は宣言していましたが、ダブル・ディップ、トリプル・ディップで2~3度頭を突っ込みました。クリントンはそれを捉えて、ブッシュ攻撃をして勝ちました。

勝ってクリントンが乗り込み、景気対策をやろうとしてみたら、アメリカ景気は急速に力強い上昇に転じていました。後で指標が出てみると、選挙中にもアメリカ経済は好転していたのです。しかし、選挙の時には、回復が始まったと言われても回復感がなかった点では、現在までの日本経済と非常に似ていると思えます。

現在と2年前のアメリカ経済と、どこが違うかということを考えてみると、大体2つ違うのではないかと。1つはドル安です。為替レートがドル安に向かいアメリカの輸出が伸び出した。いまの日本の円高がある程度修正されることを期待すれば、多少は楽になることもないわけではないと思えます。

もう1つは、2~3年前にはアメリカは不良債権問題、金融セクターの不安定問題がありました。シティコープとかバンカメとか名だたる大銀行が大赤字で、どうなるかということでしたが、これはグリーンズパンの政策で短期金利を思い切って下げると一方、長期金利を高め維持して利鞘を稼がせるというやり方をする一方、アメリカのことですから赤字が出たとなると営業譲渡とか、切り離し、雇用調整を約1年で大銀行の建て直しが終わりました。

もう1つ中小金融機関、貯蓄貸付組合がやはり大きな赤字を背負っていました。こ

れは預金保険公社が買収するという事で、そのためには預金保険公社を通じて公的資金を投入しました。

公的資金は1,500億ドルといわれていますから15兆円でしょうか、大変な金額です。この公的資金の投入によって、中小金融機関の不良債権問題を整理して、金融システムを再建しました。ドル安と金融機関整理の成功によって、アメリカは3~4%の成長に回復したということだと思います。

アメリカはまた、1970年代以降の経済停滞をディレギュレーションとか、情報化などいろいろ新規産業育成に成功することによって切り抜け、財政面はまだ整っていませんが、その他は金融面でも産業面でもかなりの力を回復しています。

日本経済は残念ながら、95年度もあまり高い成長にならないでしょうが、先ほど申し上げたような構造的な改善を続けていけば、数年かかるかもしれませんが、人並みの回復を始める時期は来るだろうと思います。先行き全く駄目だということは考えていません。国際的な水準から見てのいろいろな不均衡を、できるだけ整理していくことが、日本景気回復にとって非常に重要なことになっていると思います。

お約束の時間より長く喋り過ぎたかもしれませんが、最近の経済動向についての私なりの考え方をご説明しました。ご報告はこれで終わりたいと思います。ご静聴ありがとうございました。

◆ 第22回講演会 1995年 6月22日 於：プラザホール