

テーマ：「今後の経済・金融動向について」

日時：平成17年9月26日（月）

A 最初に、全体の話をお伺いさせていただきたく、よろしくお願ひ致します。

講師 7月に政府・日銀が踊り場脱却宣言をしているのですが、我々が一番注目している鉱工業生産を見ていくと、7月は前月比でマイナスになっている。なかなか明確な増加を示さないということで、踊り場を完全に脱却したのであれば、もう少し鉱工業生産が明確な増加傾向が見えてくるはずだというふうに思うのですけれども、いまのところそこまで行っていないので、「踊り場を脱却した」というふうに過去形とか完了形で語るのはいまひとつどうかなというふうな印象を受けています。

昨年夏ぐらいから生産が停滞し出したときに、当初はIT関連の在庫が膨らんでいて、この在庫調整が終われば景気が再び力強く回復し始めると言われていて、今年の初めぐらいにもIT関連の在庫調整が終わって景気が再び拡大するのではないかということが言われてきたのですけれども、在庫の中身をIT関連財とそれ以外に分けてみると、IT関連財の在庫が当初は膨らんで、それ以外の在庫はむしろ減少気味だった。今年に入ってからむしろIT関連財の在庫調整がある程度進む一方で、それ以外の在庫がかなり増えていて、在庫調整の問題がIT関連の業種からそれ以外のところに移っていつている。この辺が、踊り場脱却が実現するのが少し長引いている原因ではないかと思ひます。

なぜこういうことが起こったのかということを考えてみると、一つには、昨年の夏にアテネオリンピックとかそういったものを期待して、IT関連財の生産が過剰になったということはあるけれども、それ以外にも、昨年の夏ごろにかけて輸出の伸びが大きく鈍化して、数量ベースで見るとやや減少気味になったということが、この在庫の積み上がりに大きく影響したのではないかというふうに思ひます。

輸出の停滞が起こった大きな原因ですけれども、一つは、それまで高い伸びを続けていたアジア向けの輸出が大きく伸びが鈍化してきたことが挙げられます。その背景で、アメリカ向けはその少し前から伸びがやや低下していて、EU向けもほとんど時を同じくしてユーロ高の影響等もあってユーロ圏の経済がやや伸びが鈍化したということから、ユーロ向けの輸出も数量ベースで見ると減少基調となったというところが、昨年の夏以降の輸出の鈍化をもたらしたのではないかと考えています。

ただ、最近のところでは、アメリカ向けの輸出が持ち直すのと同時に、中国向けを中心としたアジア向けの輸出の鈍化がほぼ止まった形になっているので、このあと大きな問題が生じなければ、輸出が再び持ち直して景気が回復していくことは期待できるのではないかと考えています。

中国経済の動向、原油高の世界経済への影響、最近のところではハリケーンがアメリカ経済を襲った、これがまた原油高に拍車をかけるということにもなっているので、この辺が大きな懸念材料ではないかというふうに思います。

まず、ハリケーンの影響です。いまのところ、ハリケーンが襲ってからの経済指標というのは一つも出ていないので、過去のハリケーンの被害とか、似たような自然災害の被害というのを参考にするしかないという状況で、影響を本当に見極めるにはもう少し時間がかかるかなと思います。アメリカのナショナルハリケーンセンターの推計資料によれば、過去、ハリケーンの被害が一番多かった年は、名目で見ても実質で見ても2004年ということになっていて、2004年価格で450億ドルです。

A これは去年ですね。

講師 そうです。去年、非常に大きな被害があったにもかかわらずアメリカ経済は堅調だったということからすると、それほど心配することはないのかなという感じもするんですけれども、今回の場合には、最初に来たハリケーンの「カトリーナ」の影響だけで2,000億ドルと言われているので、被害の規模

からして2004年の4倍以上あるということで、かなりの規模である。そこに今回の「リタ」の影響も加わるので、被害額はかなり大きなものになると考えられます。

GDP比で見ても、金額そのもので見ても過去最大級であることは間違いのないことですけれども、仮に2,000ドルの被害ということで考えると、名目GDP比で約1.7%ということになります。これぐらいの規模の影響というのは、自然災害として例えば日本の阪神・淡路大震災を考えると、兵庫県の推計で被害額が9兆9,000億円余、名目GDP比に直すと約2%ということなので、これぐらいの影響かなというふうに考えられているわけです。

全国経済に占める規模で考えても、神戸市の市民総生産が全国合計の1.3%、カトリーナの被害が一番大きかったルイジアナ州の生産が全米の1.3%ですから、これぐらいの被害を受けた地域の経済規模としても同じくらいであります。被災世帯も阪神・淡路大震災で16万世帯というふうに言われていますけれども、カトリーナは40万以上の世帯が給付の申請をしているということなので、規模的にも非常によく似ているのではないかというふうに思います。

阪神・淡路大震災のときには、95年1月の鉱工業生産が12月に比べてかなり大きく落ちたのですけれども、2月になると、鉱工業生産はほとんど12月の水準を回復しているということなので、今回も8月、9月、この辺のところの生産に非常に大きな影響が出ることは確実だと思いますけれども、アメリカ全体の生産で見たときにそれほど大きな影響は見えない可能性もあるのではないかと。

ただ、産業別に見ると、今回の場合には石油精製、原油の生産といったものがメキシコ湾岸に集中しているので、そういった業種での影響というのがかなり長引いて、先ほど申し上げたような原油高に拍車をかけるとか、そういったおそれがあることは一つ注意しておかなくてはならないのではないかと思います。

当然、地域の経済にとって一時的にはかなり大きな打撃があるわけですがけれども、阪神・淡路大震災のときの兵庫県や神戸市の経済を見てみると、震災が

起こったのが95年ですから、94年度は県民総生産、市内総生産はかなりのマイナスが見られるわけですが、翌年度になりますと、住宅投資とか公的固定資本形成、復旧のための公共事業が非常に大きく伸びて、地域の生産はかなり大きくりバウンドしているということなので、むしろ、もう少したつとリバウンドの復興需要が全体を押し上げるということも考えられます。ですから、業種別にかなり生産が増えるもの、減るものというのが歪んではいますけれども、全体として見た場合の米国経済の成長率が、これで非常に大きく落ち込むということはありませんかと思えます。

ただ、既に623億ドルの補正予算を組んでいるということですし、さらに追加の補正予算を500億ドル以上要求しています。今後の追加で財政赤字がさらに拡大していくというおそれがある、こちらは長期的な問題として考えておかななくてはならないのではないかというふうに思っています。

財政赤字ですが、既に双子の赤字の問題が現在でもかなり問題になっているわけで、この影響で財政赤字の削減計画をブッシュ政権は出しているわけですが、これはほとんど達成不可能ということになって、財政赤字の問題と経常収支の赤字の問題が、どこかで非常に大きく取り上げられる可能性があるのではないかと思えます。暦年で見ますと、2004年の経常収支は約6%の赤字ですが、四半期で見ると既に6%を超えていますし、財政重視の赤字は、名目GDP比で見れば過去のピークまでは行きませんが、非常に深刻であることは確かであります。

これだけ問題がある中、長期金利は非常に安定しているわけですが、どこかで財政赤字の問題を市場が非常に懸念して、ドルが売られたり、あるいは長期金利がはね上がったということは心配しておかななくてはならないのではないかというふうに思っています。

もう一つ、アメリカ経済で非常に心配されるのは住宅価格の上昇であります。全体として住宅の価格が大きく上昇しているだけでなく、地域を見た場合、かなり上昇率が高いところと、それほど上昇していないところの差が大きくて、例えば太平洋側では前年に比べて20%以上上がっているということなので、や

や住宅バブルの様相を呈しています。これは、住宅を担保にして借り入れして消費に回すということが行われているので、住宅の価格が下落した場合、住宅投資が落ち込むだけではなくて、家計貯蓄率がかなり落ちているわけですから、家計が債務の返済、あるいは金融資産の積み増しが必要になってきて、アメリカ経済を支えている消費が落ち込むことで経済が減速するというリスクを抱えているのではないかという懸念があります。

住宅価格がどこまで上がっていくのかということについては、連銀も上がり過ぎを懸念して金利を引き上げている一つの原因になっているというふうには思いますが、緩やかに住宅の価格上昇が止まるということであればいいのですが、どこかでバブルの崩壊のように急速な価格の下落が起こるというリスクも考えておかななくてはならないのではないかと。こういったリスク要因が急激な形で発現しなければ、連銀が、これから緩やかに利上げをもう少し続けていくことによって、いずれ、経済の成長率、アメリカの潜在成長率が考えられている3%ぐらいのところに緩やかに落ちてくるということになるのではないかと思います。

A グラフの棒線が前年に比べた住宅価格の伸びですか。

講師 全米が棒グラフで、太い線が中央北東部、ここはかなり住宅価格の上昇率が低い。一方、太平洋側は住宅価格の上昇率が非常に高く、地域によってかなりばらつきがあります。

A それにしても前年に比べて10%以上、全米平均で住宅価格が上がっているわけですね。

講師 そうです。もちろん、統計がどこまで全体をカバーしているのかという問題もありますし、こういうふうに地域的に偏っているということの評価も結構難しいんですね。日本の場合には、住宅バブルのときはほとんど全日本で

起こって、その中でも東京とか大阪の都市部が広がったということですが、これで見ると、中央北東部（含シカゴ）の地域というのは、過去に比べて少し高めかなという気はしますが、それほど上がっているわけでもない。日本のバブルのときの80年代後半の地価上昇と比べると、そんなに急激なものではないというふうには言えるのではないかと思います。

これが、不動産を担保にした消費者の借入れで消費が拡大する、そのところのメカニズムが組み込まれているところが、日本と違って、消費などに与える影響が大きいのではないかとこのように心配される要因です。

A アメリカの物価上昇率は何%でしたか。

講師 2%ちょっとくらいです。

A それに比べても全然高いんですね。

講師 そうですね。

アメリカの経済の見通しですけれども、ハリケーンがなければ3%台の半ばくらいの成長率から、緩やかに3%を切るようなところに成長率は落ちていくという見通しをしていたのですが、今回のハリケーンの影響で、第4四半期のあたりのところがやや大きく落ち込んで2%台半ばに落ちる。ただ、その反動で今度は来年の初めに成長率が一時的にかなり高まってしまって、連銀の利上げの影響なんかもあって、そこから緩やかに成長率が潜在成長力並みのところに落ちてきて、インフレもそれほどひどいことにならないし、急速な住宅価格の崩壊も起きない、というのが標準的な見方かなというふうに思います。

ただ、ガソリンの価格が非常に高騰しているから、当然アメリカは自動車社会ですし、日本に比べてガソリンの消費のウエートは高いわけですから、こちらのほうが消費を抑制するようになることも懸念されます。ガソリン価格が高騰している間は、連銀も利上げを止められないということがあるので、いま、

利上げが多くの人たちが想定していたような4%台の前半で止まらなくて、インフレ抑制のためはかなり強い引き締めが必要になるという可能性もあって、ガソリン価格の先行きについては相当注意して見なければいけないというふうに思っているわけです。

次に海外の話としては中国が懸念されるわけで、一つは、元の切り上げが行われたわけですが、今回は元の切り上げ自体は非常に小幅でありまして、ほとんど中国の黒字の拡大というか、大幅な黒字を縮小させるのに役に立たない。中国も外貨準備がどんどん増えてしまっているわけですが、経常収支が黒字だというだけではなくて、海外からの投資資金が流入してくることが外貨準備の増加のかなり大きな原因になっています。

為替市場で、当然、不胎化のためにドルを買って元を売るという介入をしなくてはならないわけですが、これが膨らんできて、中国経済はやや過熱気味であるということからすると、むしろ金融政策は引き締め気味にしないでいいのですが、介入の資金がどんどん出ていってしまっていて、金融の引き締めがなかなか効かないというジレンマに陥っています。

A 日本の外貨準備はいまどのくらいですか。

講師 8,000 億ドルです。

A それに匹敵するというか、だんだん近づいてきているんですね。

講師 いま、中国の外貨準備高は第2位ですが、そのうち日本を抜いて世界一になるのではないかとされているわけです。

A これは、元の為替レートを抑制するためにドル買いを結構やっているのですか。

講師 介入は相当やっているみたいですよ。

A その結果でこうなっていると。

講師 そうです。経常収支の黒字分だけであればまだいいんですけども、緩やかな元の上昇ということを中国政府が目指しているとする、そこはまた大きなジレンマがあって、一気に切り上げてしまえば、投機的な目的による資金の流入は入ってくる暇がないわけです。しかし、これから緩やかに少しずつ元が切り上がっていくということ中国政府がやろうとしていることが確実であれば、元を買えば確実に切り上げで儲かるということになるので、投機的な資金が非常に増えてくる。緩やかにやれば中国経済への影響は非常に小さいわけですけども、投機的な資金が非常にたくさん入ってきて、最終的に元がある程度上がったときに、逆に元売りの圧力が出てきて、経済が混乱することになると思います。

ただ、IMF、それから先進国は、基本的に変動幅を大きくして市場の実勢に任せるべきだという考え方なんですけれども、中国は、元が上がってしまうと国営企業の経営がおかしくなって失業者が大量に出てくる可能性がある。現在、年率で9%台の成長をしていますが、労働需要が逼迫してくることは見えていないわけです。逆に言えば、それだけ高い成長をしていないと、農村部から出てくる労働者とか、いままでの国営企業で抱えている過剰雇用みたいなものを吸収しきれないということになるわけで、元の急速な切り上げというのはあまり望んでいない。

もう一つは、97年のアジア通貨危機の教訓として、中国は、市場に何でも任せてしまうのはやはり問題があって、緩やかな自由化、コントロールを徐々に緩めていくということをししないと、いろいろな制度とかそういったところが完全ではないわけですし、先進国ほど整備されていないわけですから、途上国の金融システムは非常に脆いという認識を持っているということではないかと思っています。

A ドルペッグはしていないのですか。

講師 ほとんど現実にはドルペッグだったんですけれども、市場の変動幅を対ドルで1日に0.3%というのをこの間発表したんです。ところが、このときの期待は、毎日毎日0.3%くらいずつ元が上がっていく可能性があって、1年間にすると相当大きな元の引き上げも可能ではないかというふうに一部の人は期待したのですけれども、中国の現在の為替施策を見ていると、ほとんど切り上げるといふ気配を見せていない。ですから、対ドルで2%くらい切り上げたまま、ほぼ横ばいで推移していて、また何か機会がないと、大幅に元を切り上げていくことは考えていないのではないかというふうに思います。

A IMFはこれで放っておくんですか。IMFに入っていますよね。

講師 入っています。

A これでIMFとしては許しているのですか。

講師 先日のG7でも、元の柔軟性の拡大というのが大きな課題になって、声明の中にも盛り込まれてはいますけれども、現実には中国に圧力をかけようとしてもなかなか難しいということだと思います。各国とも中国市場に参入したがるので、そういう意味ではあまり中国と事を構えたくない。

アメリカも、国内では中国製品が非常に増えて、不公正貿易とか、ダンピングとか、そういったものの声が出てはいるんですけれども、ただ外交問題として - - これは私の考えですけれども、例えば北朝鮮の問題とかイラクの問題を考えたときに、中国と事を正面切って衝突するのも、外交的にはあまり得策ではないと考えているということではないかと思います。

中国自体も、今回のG7に合わせて元の柔軟性をもう少し拡大するということを発表しているんですけれども、そもそも今回、元の切り上げを発表したの

も、胡錦濤主席がアメリカを訪問すると。結局、ハリケーンで延期になってしまったんですけども、そのときに元の切り上げの圧力を受けて、それから切り上げをするというのでは、外交上、アメリカの圧力に屈したという形になるので、前もって先手を打ってやったというところがある。中国も、元をいまの水準でずっと強めておこうという気はないんですけども、緩やかにやりたいということではないかと思っています。

A 経済よりも政治のほうがリードしている面もあるんですね。

講師 そうですね。中国の中央銀行というのは先進国の中央銀行とは違って、基本的には政府の一部分にすぎない。ですから、そんなに自由度があるわけではなくて、政府の政策のラインに沿って動いているということではないかと思えます。

中国は一昨年来、かなり加熱ということが言われていて、去年の初めあたりから、加熱防止のために投資の抑制をしていると言われていたわけです。少し中国経済が減速してくるのではないかということが言われていたのですが、昨年と今年の投資を業種別に見てみると、左側にある5業種ぐらいが、過剰設備とかそういったものが懸念されるので、いわゆる引き締めの対象になっている業種です。不動産とか建設については、確かに2004年に比べれば今年のほうが投資の伸びが低いとは言えるんですけども、それ以外のところでは、引き締め対象と言われているわりには意外に投資が落ちてきていないという感じがする。

それ以外の業種にいたっては、特に引き締められているということでもなくて、むしろ伸びているものもかなりあるということなので、全体としての設備投資が思っていたほど鈍化していないのではないか。このあたりも、中国が加熱防止のために引き締めをして対中輸出が相当落ち込むのではないかということは懸念されていたわけですけども、意外に落ちなくて、輸出が持ち直してきている一つの原因だろうというふうに思います。

もう一つ、中国の輸出で非常に大きいのは、いままで中国がかなり大量に輸入をしていた業種でも、輸出が輸入を上回って黒字が出るようになってきている。典型的なのは金属製品で、これまで鉄鋼を特化係数で見ると、金属製品では2003年くらいまではかなり輸入が多かったわけですがけれども、今年の1 - 6月で見るとむしろ輸出超過になっている。輸送機械とか電機とかそういったところでも輸出超過という形になってきていて、いままで輸入業種であった業種でも、総生産能力が増して輸出超過になっているということのようであります。

A このグラフはわかりやすいですね。輸送機械も輸出超になっているのですか。

講師 輸送機械といってもかなり幅が広いので、例えば自動車などがいままでかなり輸入されていたわけですがけれども、国内の生産が非常に増えてきて、輸入量が減ったということもあると思います。

今年に入ってから中国の貿易収支の黒字が非常に大きくなっているんですけども、一つは、繊維の多国間協定が切れて繊維製品の輸出が非常に大きく増加した。これはアメリカとかヨーロッパでかなり問題になって、再び繊維の輸出の自主規制が話題になっています。

もう一つは、中国の国内で自動車の工場とかいろいろなものができてきて、いままで輸入していたものが国内生産で代替されるようになって、輸入がそれほど伸びていないというところもある。

A 中国人が自動車をたくさん持つようになった傾向というのは、国内生産がたくさんあったんですけども、それまで国内需要が増えなかったということですか。

講師 いままでも国内需要があった。ただ、それは輸入品だったわけです。

自動車の需要が非常に増えてきたので、日本のメーカーもそうですが、中国の国内に工場をつくって、合併ですけれども、中国の国内で自動車を生産するようになった。それによって輸入がそんなに伸びない、場合によっては減るといふ形になっているわけです。

A 輸入が伸びないという意味ですね。

講師 ええ。それで黒字がますます拡大するという形になっています。ですから、収支で業種別に見たときに黒字が増えているというのは、一つは、輸出が増えているということもありますけれども、輸入の伸びがそんなに高くなくなってしまっているということもある。そういう意味で、中国向けの日本からの輸出が、中国の引き締めによって大きく鈍化するのではないかと考えられていたのですが、意外に底堅いという状態になっています。

懸念材料はやはり原油の話で、原油価格は今年の夏ごろに一時、非常に高くなっていましたけれども、このときと今年に入ってからと若干状況が違いまして、昨年夏は、資料の「0410」のあたりで、東京ドバイ原油とニューヨークのWTIの価格差が非常に大きく開いていて、価格が上昇したのはニューヨークだけという感じだったんですね。これは、投機的な資金が原油市場に流れ込んで、それで原油の価格が上昇したと言われていたのですが、そのあと、むしろ東京の原油も上がって、WTIと東京のドバイ原油の格差が今年に入ってからほとんど縮小していった。

今回、ハリケーンの影響があって再びWTIのほうは相当上昇して、この価格差が少し開いたりしていますけれども、方向としては、一時はニューヨークだけが上がっていて、非常に投機的な動きだろうというふうに見られていたものが、そうでもなくて、世界的な需給の逼迫をあらわしていると考えられるようになりました。

一つには、世界的に石油の消費量が増えてきているということがあります。ただ、地域的に分けてみると、下のグラフにあるように、日本とか欧州、ロシ

ア、このあたりは1985年から見てこの20年間で、むしろ消費量は全体としてみれば減っているような感じになっている。ほとんどここは増えていない。非常に大きく増えているのは、一つは中国です。それから、その他のアジアというところなんですけれども、これは前半はN I E Sが増えた。後半は、インドとかそちらのほうも増加に寄与しているということで、最近、中国、インドが言われるわけですが、ここの経済発展が大きくて、それで原油の消費の拡大にもつながっているということが言えるかと思います。

もう一つ、拡大の原因になっているのはアメリカでして、この20年間で原油の消費のかなりの拡大を見ている。アメリカ経済はここ十数年来、好調だったということももちろんありますけれども、それだけではなくて、アメリカは現在、京都議定書に参加していません。そういうように環境問題よりも経済発展・経済成長重視ということで、やや省エネとかそちらのほうへの取り組みが遅れているということも言えるのではないかと。その辺が今回だいぶ原油が上がって、アメリカの自動車メーカーの不振にもつながっている。

1970年代に排気ガス規制を最初はアメリカが先行してやっていて、日本のメーカーが排ガス規制でアメリカ市場に自動車の輸出ができなくなるのではないかと話があったわけですが、結果的にはアメリカは排ガス規制をあまり強化しなくて、日本の場合には排ガス規制を非常に強化したので、それが燃費の向上につながって自動車産業が非常に発展した。アメリカの自動車産業やエネルギー産業の戦略が、環境制約を逃れようとして政治力を非常に発揮したというのが裏目に出ているということもあるのではないかと考えています。

A ある面でいくと、そういうことをやらなかったのも、その報いという面があるんですか。

講師 どこかでエネルギーの制約にぶつかるといことは見えているわけですよ。それを逃げてきたのが、結局、ここでしっぺ返しを食らったということではないかと思っています。

中国やインドはよく、GDP 1 単位当たりのエネルギー消費量が高い、エネルギー効率が非常に悪いというふうに言われます。それはGDPが小さいからということがあるわけで、1人当たりのエネルギー消費で見るとやはり非常に少ないです。ですから、所得水準が上がっていったときにインドや中国のエネルギー消費が増えてしまう、これはほとんどやむを得ないと思うんです。アメリカは人口がせいぜい3億人です。でも、中国は13億人ぐらいいるわけですから、4倍ぐらい人口があって、アメリカと比べてエネルギーの消費が3分の1以下ということからすると、1人当たりのエネルギー消費は実は非常に小さいわけで、ここはまだまだ伸びていってしまうことはある程度やむを得ないと思います。

A 去年、アメリカが際立って価格が高かったわけですがけれども、アメリカは京都議定書とかも守らないし、環境問題についてあまり配慮しないだろうという思惑で、ドーンと先物が出てきたのですか。

講師 いえ、そういうことではなくて、このときアメリカの金融緩和がすごく効いていたわけですね。この1年間に11回利上げをして、2%以上FFレートが上がっているわけです。3%近く上がったわけですから、そこからすると1年前の状況というのは、かなり金融が緩んでいて、投機的な資金がこういったところに流れやすかった。ですから、利上げをしてくることによって、ある意味ではアメリカの投機的な動きが少しは弱まっているというふうに思うんですけれども、実態として石油の需給が逼迫してきている、それが先高感というのがあるということが止まらないので、なかなか原油価格が下がってこないということだと思います。

原油がこれだけ上がると、当然、過去の石油危機のようなことが心配になってくるわけですがけれども、原油価格の上昇による日本からの所得の流出というのを考えてみると、第一次石油ショック、第二次石油ショックのときは共に、当時の名目GDP比で見ると約4%の所得流出があったという計算になります。

今回、WTIベースですけれども、仮に65ドルくらいまでになったということ
で計算すると、所得の流出額はGDP比で約1.5%ということなので、そう
いう意味では過去2回の石油ショックに比べれば、原油価格の上昇が直接日本
経済に与える影響はかなり小さいということになります。

もう一つ、前回の2回と違うのは、第一次石油危機も第二次石油危機もやは
りインフレが非常に大きな問題だったので、政策的に経済を減速させている。
金融の引き締めをやり、財政政策も引き締めて総需要抑制政策をとった。今回
の場合は、ようやくデフレから脱却しようかというところであって、特に金融
をこれで引き締めなくてはいけないとか、政策的に経済を減速させるというこ
とは考えられないので、そういう意味では前2回に比べれば、国内の経済に原
油高が与える直接の影響というのはそれほど大きくないのではないかと。

ただ、海外のほうは、例えば中国も原油を大量に輸入しているわけですけれ
ども、これを避けようとする、もう少し減速が必要だということになります
し、アメリカ経済の場合には、ガソリン価格の上昇が家計の消費を圧迫して消
費が落ち込んでしまうという可能性もある。

それから、我々は何となく、アメリカというのは産油国で石油が豊富だとい
う印象がありますけれども、実は、いまアメリカが世界一の原油の輸入国なん
です。ですから、原油の価格が上昇すると、アメリカの経常収支の赤字がま
す大きくなる。それがどこかで引き金を引いてドル安ということも考えられ
るということで、海外経済からの影響というのは非常に心配しなくてはいけ
ないことだと思います。

A 第一次石油ショックのときは、日本の経済成長率が7~8%あったので
はないかと思えます。それに対して4%。ただ、日本のいまの経済成長率が
2%か3%ということていくと、経済の成長率の現在の状況からいくと、それ
に対する割合としてはかなり強いということとは言えないのですか。

講師 そういう見方もできるかもしれないですけれども、第一次危機と第二

次危機のときだと、同じような影響でありながら、第一次石油ショックの直前は高度成長、列島改造とか、10%近い成長なわけです。第二次石油危機の直前ですと、第一次石油危機の余波が残っていて成長率は非常に低かったわけですが、経済への影響ということから見ると、むしろ最初の第一次石油危機のほうがはるかに大きかったということになると思います。

ですから、成長率が低いので影響が懸念されるというのは確かだとは思いますが、絶対的な規模が非常に小さくなっている。それから、原油の輸入代金の占める割合自体が円高によって非常に小さくなっているわけです。かつてのように、原油の輸入が輸入代金の非常に大きな割合を占めるというところから比べると、その影響自体は相当小さくなっている。日本経済自体もかつては重化学工業が中心で、エネルギーが止まると、輸出品から経済全体に非常に大きな影響があったわけですが、経済構造、産業構造が、重化学工業からエレクトロニクスとか、そちらのエネルギーをそれほど消費しないものに移ってきてしまっているということも大きいのではないかと思います。

A いま、アメリカがこれだけ原油価格が上がってきて、なおかつ、ドル高と申しますか、円安になっている傾向がありますね。これはどういうふうに見えるのでしょうか。

講師 そこは非常に難しく、一つは金利差の問題ですね。アメリカは利上げを、今回のハリケーンの話もあって休止するのではないかと考えていたところが、利上げは続いていて、金利差がかなり開いていくという見方が広まっているというのが一つだと思います。

それ以外のところでは、私自身は、アメリカは経常収支の赤字が非常に大きいので問題だと思いますが、日本も、先月の経常収支の黒字が相当大きく減りましたけれども、原油価格の上昇によって輸入が非常に大きく膨らんでいるので、貿易収支の黒字が縮小する傾向にあるんです。そこから日本の黒字も非常に大きいので、日本の円がどんどん高くなっていくというのが少しは緩和され

ているという、その2つではないかなというふうに思っています。

A この2つで、いまの若干ドル高円安的な傾向に……。

講師 なっているということではないかというふうに思います。ただ私自身は、ドルを、対円だけではなくて、もちろん中国の元も含めて、もっと大幅に下落させないと、アメリカの経常収支の赤字というのは持続可能なところまで落ちていかないというふうに思っています。

A もう一つは、日本はこの1カ月近く、株が上がっていますね。外国の資金がかなり流入してきていると言われてはいますが、実際の資金でいくと、ドルを売って円を買うということですから、もっと円が高くなってもいいのではないかと思いますけれども。

講師 そこはやや謎なところで、海外から資金が相当流入しているはずだと。一方で、日本の個人投資家などは、金利が向こうのほうが高いのでドル建ての資産を買っていた。そういった動きが相殺しているというようなことも言われています。

A 確かに日本の投資家はものすごく外債を買っていますね。特にドル建債は、4～5%の金利水準ですね。日本はゼロ金利ですからね。それで買って少し円安になって、それから円高になってしまうと、またパーになっちゃうわけですね。

講師 過去何回か円高の局面があって、その少し前のところでは個人投資家が相当買っているのですが、逆に円高になり出したときに、個人の外貨建ての投資みたいなものが急速にしぼんで、これがまた円高を加速する。そういうこともあるので、痛し痒しというか、いいような悪いようなということだと思

ます。

A 少なくともこの1週間か2週間くらい、円安にちょっと振れているんですけども、これは日本経済への見方が弱いということではなくて、いまおっしゃったような技術的なこと。

講師 だと思います。それからこの間の総選挙で、自民党が負ければ円安、勝てば大幅に円高と言われていましたが、選挙の途中で自民党大勝というムードになって、結局、選挙は終わったけれどもあまり円高にならなかったところがあって、あまり円高は進まないのではないかと、そういう見方が出たということも一つではないかと思います。

A 為替レートはなかなか理屈では割り切れないところがありますね。

講師 ええ。単純な需給ではなくて、相当、思惑とか投機的なおカネがたくさん動いているということがあるので、やや……。うまく説明できないですが。

A これが説明できれば、すごく儲かる（笑）。

講師 何だかんだ言いながら、デフレの脱却というのはある程度見えるようになってきたということではないかと思います。消費者物価の下落幅は、2002年の初めくらいから比べると非常に小さくなってきている。2003年の秋にも、一度、消費者物価ゼロとかプラスがついているんですけども、このときは、その年度の初めにあった医療保険の制度改正で自己負担が増えて、これが物価上昇につながった。それから、たばことか発泡酒の増税。それと、この年は冷夏でお米が非常に高くなったというのが効いていて、それでプラスになったということなんですけれども、この1年くらい、2004年の10月くらいから、2003年に冷夏でお米が上がったというのが、2004年になるともとに戻っているので、

前年から見ると消費者物価を押し下げる方向に働いているわけです。

資料で言うと、ちょっと見にくいですが、「米」と書いてある、点々で書いてあるところです。こっち側が押し上げていて、2003年の夏ぐらいから押し上げ出して、2004年の10月ぐらいから逆に押し下げるほうに働いた。

こういった特殊要因を除いてみると、消費者物価の下落というのはかなり小さくなっていて、今度は逆に、ガソリン代の値上げが消費者物価を押し上げる特殊要因になっているわけです。ガソリン価格の上昇はもうしばらく続くでしょうし、これはとてももとに戻るとは思えない。大幅に下落してもとの水準に戻るのちょっと難しいだろうというふうに思われるので、米価などの特殊要因がなくなれば、今年の暮れにも消費者物価が前年比でプラスになるだろうということも予想されるわけです。

A 「その他」というのは何ですか。

講師 これがほとんどなんですけれども、この特殊要因以外全部ということです。普通のサービスから何から全部入っています。

A ワケのわからない「その他」というのが、少し幅が小さくなってきたということもあるわけですね。

講師 ここが特殊要因でなく、物価の実勢といいますか、それだと考えると、1%近いマイナスからいまは0.2%くらい、1%というところまで縮んでいる。そこにガソリンの値上げが加わるということを考えると、ほとんどゼロか、若干プラスというのが実勢だと思います。

消費者物価が前年比で安定的にプラスになれば、日銀は量的金融緩和を解除するという見方なわけですから、その条件として、少なくとも消費者物価が安定的にプラスじゃないといけないという条件の一つはクリアするわけですね。

問題は、来年の夏には消費者物価の基準年の改定がありまして、これをやる

と、消費者物価の上昇率が少し下側に行くということになるわけです。消費者物価のラスパイレズ指数があって、価格が上昇しているときに若干高めに出してしまう。例えば、価格の下落の非常に大きなものがあったとすると、その消費というのはどんどん増えるわけです。だけど、基準年では消費のウエートは非常に小さい。

例えば液晶のテレビみたいなものあって、2000年時点だと非常に価格も高いので、ウエートは非常に小さい。現在のように価格がどんどん下がってくると、消費のウエートが上がって行って、新しい消費者物価をつくと、価格の下落の大きな液晶テレビの消費者物価のウエートが大きくなって、全体としても下落幅が大きくなると。

過去の基準年の改定を見ていると、基準が改定されると、0.2 ~ 0.3 %は消費者物価が下側に行くということが見られる。そうすると、基準の改定によって消費者物価が多少下側に行ってもまだプラスだということを見ておかなければいけないということなので、相当上がっていないといけないということですね。0.5 %とか0.6 %とか、かなりの上昇まで行っていないと緩和の解除は難しいのではないかと。そうすると、来年の前半というのは少し無理があって、来年の夏に実際に消費者物価の基準を改定しても、相当プラスだということを見て量的緩和の解除が行われる可能性が高いのではないかと。

A これは、いまおっしゃった切りかえがあるわけですね。液晶とかDVDとか、いままで高かったものが、合理化とか収入が増えて下がっている、それがいままではあまり入っていないんですかね。

講師 ウエートが小さいわけです。2000年時点だと、そういったものはまだそれほど消費の中で大きくなっていないですから。

A それが確かにいま下がっていますけれども、それが入ってくると全体を押し下げてくるということですね。

講師 パソコンとかカラーテレビでもそうですけれども、最初のうちはものすごく値段が高いので、持っている人は非常に少ないわけです。どんどん値段が下がってきて猛烈に下がり出すと、そこで需要が増えて、今度はそのウエートが高くなる。それが消費者物価の指数の中にどんどん入ってきて、しかもウエートはどんどん上がっていくということになる。「パーシェ効果」と言いますけれども、それを考慮すると、基準の改定のたびに少しずつです下回ってしまう。

A 我々からしますと、消費者物価というのは、同じサービスがずっと価格が上がるとというのが物価上昇だと思いますが、需要が増えて下がるというのは、それも一応消費者物価の下落になるわけですね。何かいいことじゃないかと思うんですけどね。

講師 昔、いい物価の下落と悪い物価の下落とかいう話がありましたけれども、需要が拡大しながら物価が下がっていくというのは、決して悪いデフレという話ではなくて、昔もあったわけですね。それこそ白黒テレビの時代からカラーテレビの時代から、新製品は大体最初はものすごく値段が高くて、どんどん値段が下がっていく中で需要が拡大してきたということなので、ある意味では財の物価というのはそんなに上がらないし、下がるものも結構あるということだと思っんです。

A 我々の旧来の常識だと、需要がなくて下がるのがデフレであって、これはまずいけれども、需要があって下がるというのは、脱却すべきものではなくて、いいことじゃないかなという意識があるんですけども。

講師 ただ、全体としての消費者物価がどうかということですよ。下がっているものもあるし、上がっているものもあるのは当然なんですけれども、そのときに平均が下がってしまっているというのはまずい。それをプラスにしましょう

というのがいまの金融政策なわけで、ゼロとか0.1とか、そんな微妙なところで政策を云々するのは意味があるのかという批判ももちろんありますけれども、一応ゼロ以上というところを指標に置いた以上は、ゼロなのかプラスなのかマイナスなのか、そのところはかなり微妙な話で、実は0.2～0.3という数字は、金融市場でいろいろなことを見ている人たちにとっては非常に大きくて、長期金利とかそういったものの動向に相当影響してくるだろうということになるわけです。

一つは、消費者物価が今年の年末あたりにプラスになると。そういうのを見れば、量的緩和の解除がそう遠くはないということが見えてくるので、そのときには長期金利はかなり上がってくるのではないかと。いまは1.3%台というかなり低いところにあるわけですが、2%近いところまで徐々に上がっていくのではないかと考えています。

もう一つ、量的緩和解除のタイミングで問題になるのは消費税の引き上げです。消費税の引き上げは、最初は2007年度にもあるのではないかと言われていました。これは、小泉総理の任期が2006年9月までということなので、任期が終われば消費税の引き上げが行われるのではないかとしたことだったのですが、いまの時点では、谷垣大臣が2007年度の消費税の引き上げはないということを行っているので、技術的な面からも、あるとしても2008年度以降ということになると思います。

消費税を引き上げると景気が悪化するのを見えているわけですから、量的緩和解除とか、金利をゼロからプラスに持っていくのはかなり難しいということなんですけれども、消費税の引き上げが2008年度以降になれば、2006年度末から2007年度にかけて量的な金融緩和政策を解除して、それから金利を多少上げるという時間的な余裕があるということになるのではないかと。そういう意味で、2006年度末から2007年度のどこかにかけて量的緩和が解除されて、金利が徐々に上がっていくという見通しを持つということができるのではないかとと思います。

当然、長期金利が上がっていくことになりましてけれども、長期金利がどのく

らいまで上がっていくのかというのは、シンクタンクによってかなり見方が分かれています。この資料は、東洋経済の統計月報をまとめた主要な予測機関の長期金利の見通しです。これを見ていると、デフレを脱却して10年ぐらいたてば日本経済はかなり正常な姿に戻ってくると思いますけれども、このときに長期金利がどのくらいまで上がっているのか。2%台の半ばくらいまでしか上がらないという見方と、4%を超える水準まで上がっていくというのと、かなり大きく見方が割れています。

A 二極化していますね。

講師 こういうふうになる原因は何なのかというのを考えていくと、一つは、デフレ脱却というもののイメージですね。日本経済が正常化したときに、恐らく上のほうの一群は、昔と同じとは言いませんけれども、例えばいまのヨーロッパとかそういうような経済の姿 - - 物価もある程度上がるし、成長率もある程度ある。そういう経済に戻っていくという形だと思えますけれども、下側の一群は、物価が上がらない、そういう経済のイメージがずっと続いている、そんなイメージではないかと思えます。

アメリカでもヨーロッパでも、消費者物価は前年比で2%くらいは上がっているわけです。長期金利の水準もアメリカでいま4%強、ヨーロッパはちょっと低くて4%弱ですけれども、まあ、4%くらいのところにはある。日本だけが、物価が上がらない、長期金利が非常に低い、あるいは抑えられるというのは、むしろ楽観的過ぎるのではないかという感じがするんです。日本だけがなぜそういう状態を保てるのか。むしろ日本は、アメリカやヨーロッパのように物価もある程度上がってしまうし、そのために金利もある程度高くならざるを得ない、そういう経済をイメージするべきではないかと思えます。

ある意味では長期金利が低いほうが、財政問題なども、例えば政府の利払い費が膨らまないという、ある意味ではいいこともあるわけです。だけど、そういうことは逆に難しいのではないかと私は思っています。

A (資料6ページ右下の図) 政府はどれですか。

講師 政府は、我々のところの左にあります。点線です。ないでありません。

A 政府も「上がる」という見通しですね。

講師 政府はかなり上がっていくと見ています。デフレからの脱却がかなりスムーズにいく、それに伴って金利も上がってしまうという見方ですけれども、政府が一番心配しているのは、金利がもっと上がることだと思います。

A 国債の金利が上がってしまうと.....。

講師 利払い費が膨らんで、政府債務も膨らんでいくという原因にもなるわけです。

A そうすると、消費税を上げなければしょうがないと。

講師 まあ、そうですね。そこは難しいところで、結局、名目GDPが増えなければ税収も上がらないし、債務の規模を考えたときに、例えば債務の名目GDP比が問題になるわけです。名目GDPが伸びなければ金利も上がらないので、債務自体も膨らまないんですけども、名目GDP比で考えると、むしろ名目GDPが大きくなってくれたほうが、多少債務が膨らんでも名目GDP比がむしろ下がるということになるわけです。

A ただ、こうなると今度は株が下がって、しかも、かなり膨大な債務を抱えている企業の収益が落ちますね。

講師 名目GDPが増えていくわけですから、企業収益自体、売上もある程

度伸びますね。売上が伸びていくので株価が支えられるという要素が一つありますけれども、金利が上がっていくので、いま利払い負担が小さくて債務が結構大きくても、もっているという企業が、今度は、売上はある程度伸びているけれども、利払い負担に耐えきれなくなって多少淘汰されるということはあるのではないかと。現在、史上空前の企業収益とか言っていますけれども、そのかなりの部分は利払い負担が非常に小さいということがあるわけです。そこは、現在の株高が少し行き過ぎているのではないかとこのように私は感じています。

結局、長期金利はある程度上がり出したらコントロールのしようがないわけです。低く抑えて株を維持し、財政赤字も何とか抑えようということは無理やりやろうとしても、結局はもたないのではないかと。

例えば、政府が財政の利払い負担の増加をおそれているので、日銀に量的緩和の解除を遅らせるとか、圧力をかけるのではないかとこのように思惑もありますけれども、そういうことをやると、結局インフレが行き過ぎてしまったりとかそういうことが起こって、最終的にはもっと引き締めて金利が上がってしまうということも起こるので、決して望ましい政策ではないと思います。ただ、ある程度上がっていくというのは覚悟しなければならない。

デフレ脱却でいろいろ明るい話も出てきていて、例えば銀行の貸出ですけれども、いままでは非常に大きな減少だったわけですがけれども、最近のところでは、不良債権の処理とかそういった特殊要因を除くと、前年比で若干のプラスになっている。ただ、貸出がある程度伸びているところを見ると、相手は、地方公共団体とか、個人向けの融資なんです。法人向けの融資は実はまだまだマイナスが続いているということです。

A 地方公共団体と個人。

講師 地方公共団体向けの貸出が伸びているのは、一つは、地方が地方銀行に預金を持っているんですけれども、預金がペイオフの対象になると困るので、債務と相殺するために借入を増やしたとか、そういう話も出ていますので、実勢

として本当にものすごく増えているかどうかはよくわからないということです。

A 債務と相殺するため？

講師 例えば100億預金があって債務がゼロだと、ペイオフにかかると100億全部ペイオフの対象になってしまいます。だけど、借入をしておいて債務が100億あれば……。

A 帳消しになるんですか。

講師 そうです。そのために、借入が地方債とかそういったところからシフトしている可能性があるということだと思います。個人で借入がかなり増えているのは、いままで、住宅金融公庫の住宅ローンが多かったわけですけれども、これの振りかわりになっていて、決して個人がそんなに借入を増やしているわけではない。そういう意味で銀行の貸出がものすごく伸びているわけではなくて、結局、マネーサプライの伸びがそんなに高くないというところにつながっているのではないかと思います。

A 最近の新聞記事では、企業への貸出を銀行が随分アクセレートしていくというのがあるんですけども、この数字を見るとそうでもないんですね。

講師 金融機関は不良債権の処理も進んだので、企業向けの貸出を増やそうとしているんですけども、最後のところにありますように、企業のフリーキャッシュフローはすごく大きいわけです。いままでは、これがむしろ債務の削減にどんどん向いていたわけです。だけど、今年さらに収益がよくなっていて、設備投資もある程度増えていますけれども、フリーキャッシュフローの中で十二分にできている。ですから、借入をして設備投資をする必要はないわけです。ある意味で儲かっている企業ほど手元資金が潤沢で、設備投資をするのに借入をする必要がない。そういう形になっているので、そういう意味ではなかなか

積極的な借入の拡大というところには至らないのではないかと。

A フリーキャッシュフローというのは、毎年のキャッシュフローから設備投資と資金需要を引いたものですか。

講師 毎年の収益。減価償却費プラス税引き後利益の2分の1。

A フリーキャッシュフローというのはそれから設備投資を引いたものですか。

講師 そうです。

A それがこんなに増えているんですね。確かにマネーサプライにはつながっていないわけですね。

講師 銀行の貸出が増えないとマネーサプライの増加につながらないわけですから、マネーサプライの伸びがものすごく高くなって行って、例えば物価が上がっていくとか、名目GDPが増えていくとか、そういうのはちょっと考えにくいわけです。もともと、金融緩和政策によってデフレを脱却していくというのに対してかなり懐疑的な意見があったわけですがけれども、いまの状況から行って、金融の緩和が、どれだけ需要の拡大とか、直接的には物価の上昇につながるのかというのを考えていくと、非常に疑問があるということですね。

A これを見ると、量的緩和政策は何だったのかなという感じもしますね。

講師 一つには、金融システム不安とかそういったものを抑えるというので、銀行に潤沢な資金を供給していれば、銀行が資金ショートして金融システムがおかしくなることはないかと。それがあったと思います。

ただ、もう一つ期待されていたデフレ脱却とか、物価を押し上げる効果というのはどこまであったのか。それはなかなか議論があるところだと思いますし、私はかなり疑問だと思います。そうは言いながらも、長い目で見ると失業率が下がってきていますし、有効求人倍率もかなり上がってきているということで、雇用環境がよくなってきていることは確かだと思います。

A ちょっと前のほうに戻ると、いま新聞で、量的緩和の見直しとかそういう記事が多くて、日銀の政策審議委員の中でもいろいろ議論がかまびすしくなっていますけれども、日銀は何とか金利を上げたいという意識はあるのですか。

講師 日銀としては、そもそもあまり効いていると思っていない。経済に対して効果があるとは思っていないわけです。もちろん日銀といっても、例えば岩田副総裁とか、ああいう人たちは量的緩和に対して非常に積極的なわけです。多くの日銀の審議委員は、やはり政治との絡みで、例えば2000年8月にゼロ金利の解除をやった。あれが失敗で、日銀に対する圧力が高まったわけです。そこで量的緩和政策が効かないんだというふうに言って抵抗しても、日銀が抵抗しているから景気が悪いとか、デフレから脱却できないということになる可能性が高い。ですから、あまり意味があるとは思っていないし、副作用もかなりあるというふうには思っているけれども、ある意味ではやむを得ずやっているという意識だと思います。

これだけの日銀当座預金を維持しようとする、相当オペレーションで無理が来ているわけです。あまりやっていると、例えば短期の金融市場とか完全に死んでしまうし、いまでも、短期の資金の取り入れとかそういうノウハウを持った人たちがいなくなっているという話もあって、どこかで金利がつく世界に戻ったときに、短期の小売市場がちゃんと機能するのかという心配をしている人もいるくらいなんです。そういう意味では早く金利を上げるところに戻りたいということだし、こんな異常なことをいつまでも続けていてもいいのか、ということも思っている。

A 現在の日銀の金融政策の手段というのは、結局、量的緩和をどういう形でやるのかという形しかないわけですか。

講師 いまやっていることは、長期国債の買い切りオペレーションと短期の資金供給ですね。だけど、これをいつまでも続けていくのは、いずれどこかでインフレになってしまうことは確かですから、どこかでやめなければいけない。それをやめるタイミングをめぐって、日銀としてはなるべく早くやめたいということだと思います。

A アメリカの連銀が金利を引き上げたり下げたりという記事が出ると、やはり日銀の連中は、うらやましいなという意識はあるんでしょうか。

講師 どうなんですかね。もちろん、ああいうふうに金利の世界に早く戻りたいということは考えていると思います。まあ、あれほど機動的に動けるとは思っていないと思いますけれども、早く正常な状態に戻りたいと。そうしないと、いずれどこかで問題が起こると思います。一つには、日銀のバランスシートで、国債をすごくたくさん持っているわけですが、長期金利がはね上がったときに、当然、毀損するということですね。

A それがありますね。

講師 それ自体は時価評価の問題なので、民間の金融機関のように収益を問題にされるわけではないので、時価評価しなくてもいいように日銀のルールを変えているんです。だから、直接時価評価はしなくてもいいようになっているはずなんですけれども、それでも金利が非常に上がってきてインフレがひどくなったときに、資金を吸収しなければいけない。例えば、いま持っている手持ちの国債を売却して資金の吸収をしなければいけないというときには、実現損として出てしまうことがあるわけです。

だから、あまりにも金融を緩め過ぎておくと、あとで正常に戻すときに非常に無理なオペレーションをしなければいけないかもしれない。そういうことは心配していると思います。

A 円高になると、日銀は恒常的に損失するという仕組みがあるわけでしょう。ドルを持っていますから。

講師 ただ、日銀自体が持っているドルはそんなに多くなくて、ほとんど外国為替の特別会計のおカネですから、むしろ特別会計の損失金の問題ですね。

A 日銀は為替の変動ではそんなに損をするわけではない。

講師 そうです。

A そうすると、いまの国債のところが大きいですね。

講師 国債のところは結構大きいです。

それで、雇用の話ですけれども、高齢化が進んできているので労働力人口が減り出して、雇用市場がかなり改善してきている。2007年になると、団塊の世代の人たちが大量に60歳定年になることが見えていて、そういった人たちの手当てということで雇用市場は非常に大きく改善している。これがいろいろな意味でプラスになってきていると思います。

一つは、雇用者の数は増えているんですけども、実は増えているのはパートであって、賃金も非常に低いし身分も不安定。数は増えるけれども、賃金はあまり増えないでむしろ減少するという問題があったわけですが、パート以外の一般の労働者の人たちの減少は止まって、むしろパートよりも一般労働者のほうが増える形になってきた。これが賃金の上昇につながってきていると思います。

ただ、一般労働者といっても、よく見てみると、我々が思い浮かべるような正規社員ではなくて、派遣の社員が結構多い。いままでのように大企業が正社員をどんどん採るといったことではないという点はちょっと注意しておく必要がありますけれども、それにしてもパートタイムと派遣の社員ではこれまた給与が倍くらい違うので、そういう意味では所得のプラスにつながっていることは確かだと思います。

A 派遣労働者の統計というのはあるんですか。

講師 あります。労働力調査の詳細統計を見ると、どういう職種かというので。

A 消費はどうですか。

講師 最後のページですけれども、雇用環境がよくなってきているので、消費が底堅く推移している。設備投資も当初、もう少し鈍化してくるのではないかと思っていたのですが、輸出がそこそこもっているということもあって、4 - 6月期の設備投資は製造業で再加速の動きがあるということで、ある程度は堅調に行くのではないか。ただ、原油価格が上昇すると当然収益を圧迫しますから、それで設備投資が落ちてくるという心配は、頭に入れておかなければいけないだろうと思います。

もう一つあり得る問題は、負担増です。去年の厚生年金の引き上げ、これから毎年少しずつ年金の保険料が上がってきますし、定率減税の縮小、2007年度には廃止という方向になっていますから、この負担増も考えられる。いまのところ、この規模が2005年度、2006年度と大きくはなるんですけれども、GDP比で見て0.5%ぐらいの規模だろうということで、これで景気が本当に悪くなるということはないと思いますけれども……。

A 個人的な見解で結構ですが、定率減税の縮小・廃止はどういうふうに評価しておられますか。あれは恒久的な定率減税だったので、話が違うのではないかという説と、いや、あれは景気対策として一時的にやったのであって、戻すのが正当だと。両方説がありますが、個人的にはどっちの見方をしておられますか。

講師 結局、何らかの形で増税が必要なことは確かだと思います。減税のし過ぎというか、景気がよくなってきたらある程度戻さざるを得ない。いきなり消費税を2%上げるといっても非常に難しいので、技術論からいけば、定率減税を縮小していくというのが現実論かと思います。

あれをそのまま据え置いたほうがよかったかどうかというのは、直間比率をどう考えるかという問題だと思うんです。税金の計算の仕方としても、一回税率を計算して、そこから2割減税するという非常に中途半端な制度ですから、そういう意味ではどこかで精算せざるを得なかったということだと思います。

A 定率減税という考え方自体が。

講師 考え方自体がね。だから、どう考えても時限的なものというか、恒久的なものであるはずがない。それを恒久的なと言ったのは、やはり景気対策の方便だった。いずれ増税するというと、効果が小さいのではないかと。ただ、あれを本当に恒久的な減税だと思った人はいないんじゃないかと私は思うんですけどね。

A 名前は恒久的とありますけれども、みんな一時的だと思っているわけですね。

講師 ええ。だから、ある程度景気もよくなってきたし、多少の負担増であれば耐えられるという状況なので、本当に慎重にですけれども、少しずつ小さ

くしていくというのもいいのではないか。

あとは、消費税は本当に引き上げるときに、いまは5%ですけれども、2%引き上げても5兆円ですね。一気に10%にしてしまえとか、そういう声もありますが、これは相当慎重にやらないと景気に対して相当インパクトがあると思います。

いまの我々の見方は、今年度は設備投資も消費も伸びて2%ぐらいの成長。来年度については、アメリカの成長率が3%に向かって少しずつ下がってくることとか、負担増もあるということで、消費も設備投資もスローダウンして、1%台半ばの成長率に少し下がる、こういうようなイメージを持っています。

A そうすると、踊り場議論といいますか、去年の4 - 6ぐらいが悪くて、これが踊り場なのか、むしろ下降していくのかという議論がありますが、一応あれは踊り場で上昇が続いたというふうに見ておられますか。

講師 そうですね。脱却してしまったのか、まだし終わっていないのか、そこは正直言ってよくわかりません。ただ、このまま変なことが起こらなければ、脱却は間違いなさそうだとということだと思えます。

A 脱却したときの姿というのはどんな感じですか。

講師 例えばペーパーを見ていただきたいのですが、2002年の後半から2003年の夏くらいにかけて一回踊り場があるわけです。ここでは鉱工業生産はほぼ横ばいになっていますけれども、脱却したあとは、しばらく生産が相当明確なプラスの上昇になっている。そういう意味では、もう少し生産が明確に増えていくところが見えるはずだと。いまの段階で踊り場脱却したかどうかと言われると、いまの生産の伸びでは、脱却したというふうに断定するには動きがぎくしゃくし過ぎている。

A 「脱却したな」というのは、例えば成長率でいくとどのくらいのレベルで、経済というのはどんな状況を念頭に置いておられますか。

講師 成長率からいけば、2%ぐらいの実質成長率だと踊り場を脱却しておかしくないんですね。実質GDPの動きと景気の踊り場脱却云々というところと、少しそごがありますけれども、もうちょっと生産が強くて、賃金ももう少し上がっていく形かなというふうには思っています。

ただ、前回踊り場を脱却した2003年の後半というのは、それほど賃金も上がっていなかったし、ただ鉱工業生産の伸びが非常に高まって踊り場脱却ということだったので、景気の山谷とか踊り場とか、そういう議論と成長率と経済の姿の議論の間にはちょっとギャップがあるかなと。踊り場とか、山とか谷というのは、景気の局面の非常に技術的な話だと私は思っています。

A ただ、2%というのは、我々の年代からするとかなり低いなあ。それはしょうがないですよ、7~8%で過ごした人間ですから。ただ、政府が発表している潜在成長率がいまのところは2%台ですかね、あれからいくと、2%くらいでみんな満足しなければいけませんよという考えですか。

講師 私のざっとした計算からいくと、労働力の伸びはほとんどゼロ、資本がある程度伸びていくということで、技術進歩を入れても潜在成長率は2%あるかないかというレベルだと思います。2%くらいあれば、そんなに潜在成長率から下側に行っているということではないというふうに考えます。昔は、1%くらい雇用が伸びていて、技術進歩も、国内での技術開発だけではなくて海外から技術を輸入したりということで、技術進歩率も非常に高かったわけです。資本も不足していたので、どんどん投資していたということなんですけれども、既に資本の収益率はそんなに高くないところまで来ている。

A いま、どのくらいまで来ていますか。

講師 企業のROIなどで見ると、むしろアメリカより日本の企業のほうが低いわけです。にもかかわらず、GDP比で見たときに設備投資の割合が日本の場合は15、16%あります。アメリカはGDP比で見て設備投資の割合は10%ちょっとですから、アメリカは4%近く、3%強の成長率ですね。日本のほうは2%ぐらいで、設備投資の比率が高い。

企業で考えたら、売上の伸びが低い企業のほうが設備投資の比率が高い。これは明らかに収益率が低くなるということですね。そういう状態なので、私は、設備投資の割合がどんどん高まって行って経済が成長するというのは、決して望ましい形ではないと思います。

A ROIと申しますか設備投資の資本の収益率というのが、我々の年代だと、昭和40年代、50年代は、5%になるとパッと設備投資が上がるというのが体にしみ込んでいるわけです。いまはとんでもない話ですね。

講師 もっとずっと低いんじゃないですかね。

A もう一つは、資本の利益率で設備投資が上がるかどうかという形につながっているかどうかですね。

講師 むしろマクロで設備投資全体をそういうふうに考えられないのではないかと思います。実際にいまでも、新しい産業などでは設備投資の収益率は非常に高いと思います、例えばITとか。一方で、設備投資の収益率が非常に低い産業がたくさんあって、そこは過去の減価償却費がたくさんあるので、キャッシュはたくさん出てくるはずなんです。それが、再投資することが本当にいいのかどうかという検証を十分に受けないままに再投資されているのではないかと、そういう懸念を私は持っているわけです。

A 話が飛んですみませんが、先ほどの、在庫が増えているのが気になるん

ですけれども、これは具体的にはどういう内容というふうに考えたらいいか。

講師 今年の1 - 3月期に在庫がかなり増えたんですけれども、そのときの政府の見方は、景気の回復に伴う前向きな在庫の増加という見方だったんです。ただ、必ずしもそうも言えないのではないかと。それほど先行きに関して企業が強気になっているとも思えないということで、あちこちに輸出の停滞とかそういったところから在庫が積み上がってしまっている。そういう部分もあるのではないかと私は思います。

A いわゆる第1象限から第4象限のグルグルと回っていく景気の循環がありますね。あれでいくと、在庫が積み増すとそこで生産が停滞して、景気が減速に落ちる。そうすると、在庫の積み増しというのはやや気になるところではないでしょうか。

講師 IT関連のところは、明らかに在庫の積み上がりで生産調整が起こっていたんです。ただ、それ以外のところについては、在庫が積み上がっているというところまで来ていなくて、業種によって相当バラバラで、全体を合成すると動きが非常にわかりにくくなっているという感じだと思います。

A 今年の春過ぎからIT関係は在庫が調整されて、そのあとは非IT関係が非常に在庫が増えているわけですね。これは、例えば輸出を見込んで生産していて、それが一時的に輸出が落ち込んでいるので、一時的な要因として在庫が積み増しているのか、それとも景気循環の中のまずい状態の在庫積み増しかというのは、これから内容を分析しないと……。

講師 一つは、少し輸出が停滞したので、輸出向けの在庫が、生産が少し追いついて在庫が積み上がっているというところもあるとは思いますがけれども、

そのあと輸出が持ち直してきている中でもまだ在庫の増加が続いているというところは、例えば消費とかそういったところについては多少前向きのもも混じっている。いま、在庫の増加のところは両方入り混じっているのではないかという感じがするんですね。

ですから、この期待どおりに行けば、結局生産が伸びてきて、恐らくこの在庫の積み上がりは解消されていくということになるだろうと思います。

A アジア向けの輸出が少し停滞しているというのは、何が原因だと考えられますか。

講師 これは中国の景気が、ほんのわずかですけれども、去年後半から成長率が少しだけ下がった。先ほど設備投資が予想外に強いというふうに申し上げましたけれども、投資の伸びは若干鈍化したと思うんです。まあ、逸話ですけれども、それによって、例えば建設用機械とかそういったものの輸出がかなり鈍化したとか、そういったことがあったので、そういったものが効いているだろうというふうに思います。それは中国だけではなくて、アジア経済全体に影響が波及して、日本からアジア向けの輸出の鈍化という形であられたのではないかと思います。

A 消費が回復しないと本当の景気回復にはならないと言われますけれども、消費の回復といいますか、消費の見通しというのはどういうふうに見ておられますか。

講師 一つは賃金の問題です。賃金というか所得の問題なんですけども、これだけ失業率が下がってきて、企業の収益が非常に高いということで、賃金の上昇を求める声が結構あるわけです。資料にはちょっとありませんけれども、労働分配率を見ていると、確かに90年代に入ってからずっと上がり続けてきた労働分配率が、少し下がってきたということは確かです。ただ、もっと前にさ

かのぼって80年代あたりから見てみると、かなり上がっていることは確かだと思います。だから、ここで労働分配率が上がってしまうのがいいことかどうかという疑問を持たざるを得ない。

先ほど企業収益の議論が出たときに、金利が低いので企業収益が非常に高いと申しあげましたけれども、本当はもうちょっと金利が上がって、あるいは、企業がもっと配当して、そちらのほうから家計に所得が返ってくる必要があると思うんです。それは賃金ではなくて、財産所得の増加で家計に所得が返っていくという形が望ましいのではないかと。

バブルの崩壊で起こったことというのは、GDPは500兆あって、それなりに生産が行われているわけですね。だけど、その所得のかなりの部分が、不良債権の処理とか企業の債務の削減というところに使われてしまって、家計に戻ってこなかった。一つは賃金が上がらないという形ですけれども、もう一つは、金利が下がったり配当がなかったりという形で、財産所得が大きく減少したということで、家計の所得が減って消費が伸びなかった。だから、消費が伸びるために家計の所得の増加が必要なことは確かですけれども、それはたぶん賃金という形ではなくて、財産所得がもとの状態に戻る、その形で実現するのではないかと思います。そうしないと、どこかで金利が上がったときに景気サイドに矛盾が露呈してしまうと思うんです。

A 国会の論戦でもそれは確かに議論されたところですよ。労働分配率が下がっているというのは、政府の公式の資料でも明確にそう言っているわけです。確かに下がっているけれども、それは90年代から比べると下がっているのであって、90年代が逆に上がってしまった。むしろ上がり過ぎているので、下がっているのは当然だというのが、政府の……、竹中大臣などもそういう言い方をしているわけです。やはりそういうふうに考えたほうがいいのか。

ただ、これはケインズ理論じゃないんですけれども、一遍上がったところというのは、皆さん、ウェイジとして当然と思っているわけです。下がるというのは、さっきの定率減税ではないですけれども、マイナスだという意識があっ

て、そのところは消費に対してかなりきつい形になってくるのではないかと
いう感じがするんですね。

講師 それは確かだと思いますけれども、私は、企業経営者もその考え方を
改めなければいけないと思うのですが、労働分配率、賃金で払ったもの以外は
みんな利益は企業のもの、そういうイメージですね。実はそれは違うのではな
いか。経済の教科書は、基本的にGDPで出てきた所得は賃金と財産所得と両
方家計に戻っていくはずです。

だけど、現実の日本経済は、いままで成長率が高くて収益が高かったので、
賃金として家計に戻る部分以外は企業の中で再投資されてきた。だけど、投資
の収益率が落ちてきたのだから、特に成熟した企業は再投資してどんどん拡張
していく必要はないわけですから、利益を家計に還元するという形で株主に対
応すべきだと。そういう意味で配当とか金利がもうちょっと上昇するというこ
とが必要なのではないかと思います。

A そうすると、配当のところの税制を変えればいいんですね。

講師 そうですね。そこは非常に大きな問題だと思います。日本の企業の経
営者は相変わらず、額面50円の1割配当していればよかったという時代の感覚
が抜けていなくて、再投資をすることで利益がさらに拡大していくのか、とい
う検証がやや甘いのではないか。それが、日本全体の資本収益率の傾向的低下
みたいな部分にもつながっているのではないかという感じがします。

A アメリカなんかは、株主の配当は税制上は控除が認められるのですか。

講師 ブッシュ政権になって、配当の税率をすごく下げるということはやっ
ていますけれども、二重課税になっていることは確かだと思います。だけど、
日本の場合にはあまりにもそれが極端だった。自己資本が非常に薄くなって、

みんな借入でやるようになってしまった。そこも、結局経営がおかしくなったときにバッファがないという形で非常に大きな問題になっている。

ただ、バブルが崩壊したあとに、あまりにも借入に依存し過ぎるのはよくないということで、無借金経営みたいな企業を目指すという企業が増えてきたんですけども、逆に、内部留保をあまりにもたくさん持ち過ぎると、この間のフジテレビとかああいうふうを買収のターゲットになってしまうわけです。企業は、おカネをたくさん持っていて、それを十分効率的に活用すればいいんですけども、活用していないというのは買収のターゲットになっても仕方がないと思うんです。それはもっと効率的なところに運用できるかもしれないし、本当に投資をする必要がないのであれば、それを企業がいつまでも抱え続けるのは、経済全体にとっても決して望ましいことではないと思います。まあ、そういうところを狙って買収を仕掛けるのがいいかどうかというのはありますけれども、それは仕掛けられる側にもスキがあるというか、問題があるということになります。

A 効率的な運用というのは、従来は新たな事業機会だったわけですね。何かのことに對する準備資金としては狙われてしまう。いまは金利も低いし、要するにそれはちゃんとやっていないのではないかと。そういうことで企業もそこに対しては非常に悩んでいるのではないのでしょうか。

講師 企業も配当政策というのをもっと柔軟にすべきだと思います。いままでは、好況だろうが不況だろうが、儲かっているもいなくても、同じだけ配当し続ける安定配当というのが企業にとっていいことだと言われていたわけですが、これからはそうではなくて、非常に儲かったというときにはどんどん配当してしまう。そのかわり利益が出なければ、配当できないということだから配当しないというのが正しいのではないかと思います。

A 前もデフレからの脱却というのをおっしゃっていて、本当にデフレとい

うのは何でしょうか、デフレから脱却するというのは、一般の庶民からすると単に物価が上がるという形になってしまうので、それは国民全体としては厚生が増加すると言えるのでしょうかと、何かそういう議論をした覚えがあるんですけどね。

講師 私のイメージは、デフレから脱却するというのは、企業がデフレの処理のために国民所得の一部をどんどん吸収していってしまうことがなくなって、それがちゃんと家計のほうに戻ってくるというイメージです。それは必ずしも賃金ではなくて、金利であったり配当であったりということだと思っんです。現在は、利子所得が利払いよりも少なくなってしまうている。これはやはり異常な姿だと思います。これだけ家計がおカネを持っていて、しかも本来、投資をしたからにはおカネが戻ってくるはずなのに、これだけ金融資産を持っていながら利払いをしているというのは異常。それをもとへ戻そうとすると、どうしてももうちょっと金利は上がらざるを得ない。

A もう一つ、いま、格差ということに対して議論があります。90年代の経済状態からいろいろ紆余曲折があって、今回、景気が少し明るくなってきた。しかし、それは90年代から見ますと随分違った形で経済がもう一遍新しい姿になってきて、それはむしろ格差が鮮明になってきた。政府が言っているのは、むしろ格差をてことして経済を活性化しましょうと。ただ、日本は従来、格差ということに対してはコンサバティブな考え方で来たのは事実です。

格差というのをどういうふうに考えるか。例えば賃金の格差もあるし、企業の格差もあるし、いろんな格差があるわけですね。労働分配率の問題一つとっても、これも格差が明らかに高くなっている。格差について、どういうふうにお考えですか。

講師 私自身は、格差があまり拡大するのを好むわけではないですけども、ある程度の格差の拡大はやむを得ないのかなというふうに思います。いままで

の賃金にしる、地域経済にしる、いろいろな意味であまりに平等になり過ぎた。結果の平等を言い過ぎて、あまりにも弱いところがそれにおんぶするようになったということだと思ふんです。ぶら下がっている人が多くなり過ぎてしまったということだと思ひます。

その一方で、手放して格差が拡大することを放置してもいけないと思ふんです。当然、格差が拡大するので、それに対する対応 - - 世代間、親の格差が子供につながるようにという意味では、例えば奨学金をもっと拡充していくとか、そういったことは必要でしょうし、失業している人に対する生活保護の話とか、そういったところはちゃんとやるべきだと思ひますけれども、ある程度格差が拡大してしまうのはやむを得ないかなと思ひます。

A 格差の固定化もかなり進んでいるというのは数字でも出ていますよね。

講師 そうですね。ただ、教育をやる人たちが言うように、初めは子供に能力の格差はない、最初から潜在能力に格差がないと言うのは間違っていると思ふんです。やはり潜在的な能力に格差はある。

A 言い方は難しいですけどね。

講師 そうなのはある程度認めざるを得ない。それに対してみんな結果が同じでは、やる気が起こらないということだと思ふんです。

もう一つ、格差がなぜあまり好ましくないかということ、本当に能力の差だけで格差が生じるのであれば、それは仕方がない部分はあるんですけども、いま出ている所得の格差というのは必ずしも能力の問題ではなくて、偶然という部分があるのではないか。バブル崩壊のあとに企業が倒産して、非常にラディカルな人は、「倒産するような企業に勤めていた人が悪い」という言い方をしていたけれども、じゃ、本当にその企業が倒産するかどうかということを知っていてその企業に勤めていたのか。あるいはA社とB社とあったときに、

その企業に勤めていなかった人は、その企業が倒産しそうだと思ったからほかの企業にいたのか。そうではなくて、ほとんどの場合、たまたま A 社を選び、B 社を選んだ。その人たちの能力もほとんど違わなかったかもしれないけれども、偶然、片方はつぶれてしまう、片方は生き残った、そういう部分もあるんじゃないかと思うんです。そういう意味では、結果として生じた格差を自分の能力に還元してしまうのは、ちょっと行き過ぎだろうというふうに思います。

所得税とかそういったものの累進的な構造とか、所得格差を緩和するような政策を最終的には実施すべきだと。完全にフラットなものはあり得ないというふうに思いますけれども、格差が生じないようにするべきだ、平等でやるべきだというのは、かえって、実際に頑張っている人をちゃんと評価しないという意味の不平等な社会だと思います。

A　そういう形で格差を是認しながら競争社会という形が前提になると、そこにある程度のセーフティネットが必要ですが、どうも格差の進行にセーフティネットの充実が追いついていないような感じがします。

講師　そうですね。私は転職しましたがけれども、転職市場の問題というのは非常に大きな問題で、失業する可能性はある。当然ですね、敗者も出てくるし。そのときに、能力があったにしろ、前と同じような仕事が再び見つけれられるかという非常に難しい。それは誰もがそういう社会で、たまたま動かざるを得なかった人が職を見つけようとするのが難しいということなんです。だから、だれかが人為的に人が流動化するようなことをつくり出す必要がある。私は、それはやはり政府の役割だと思います。

別に政府がたくさん人を雇えというわけではなくて、例えば、政府が定期的に幹部の人とか高齢者の中高年を雇用する。仮に政府が50歳くらいの幹部の人をどこかに雇えば、そこに空きができるわけです。そうすると、そこを目がけてまた誰かが動き出す。そういう人が動くきっかけをつくるということは必要だと思います。いま、政府自体も中途採用は例外的なことではしかないわけで、

そうではなくてこれを制度化してしまう、これも一つの考え方ではないかと思
います。

A 労働の流動化というのは非常に重要だと思いますけれども、ちょっとこ
こが追いついていない面がありますね。

講師 既存のところ既に座ってしまった人としては、なるべくそこから動
きたくないということだと思っんです。

A 例えば県の雇用状況がどうかというのを見ますと、2つありまして、1
つは、県の失業率をどうやって計算しているのかというのはちょっと難しい面
がありましてね。例えばある企業が、どこの人でもいいからいま求めていると。
そこは県の人にも就職のチャンスがあるわけです。そのところをどうやって
カウントしているのか、そこがよくわからない。県内の企業が県の中で、また
は、外部の企業が県の中で雇用をやるというのが、県の有効求人倍率であつた
り失業率であつたりしている面があつて、いま県で失業している人はどうして
も県で就職しようと思つている人ばかりではないわけです。

もう一つは、実際には管理職とかそういう希望が多いんです。少し訓練をし
て技術職の仕事に行くということについては、就職の希望が非常に小さいん
です。ですから、従来の自分が来たところで、できれば管理職で就職したい。そ
ういうことでいくと県の中の求人倍率が低いとか、失業率が高いというのも、
一皮めくるとよくわからないんですね。

講師 管理職というのもわからない職種で、日本の企業も、日本の社会全体
そうですけれども、スペシャリストをあまり重視しないで、ジェネラリストで、
何となく管理をするという人を重視することをやり過ぎたというのがあると思
うんです。その結果、管理職として一体どういう能力があつてそれだけ高い所
得を要求するのかといったときに、なかなかうまく答えられない。

A 部下の管理能力というんですけど。

講師 日本の企業の場合には、ある部下と長期間つき合っていたので、若いときに面倒を見たとか、そういう貸し借りであったり、企業の外に出てしまったときに機能しない、そういう資産というか、そういうものが多いと思うのです。長年企業の中にいたので、自分と同年代、あるいはもうちょっと年上の人たちとの間にできたネットワークとか、その企業にいてこそ価値はあるけれども、外に出てしまうとその価値を失ってしまう、そういうものが結構多かった。そういう人たちが再び管理職としてどういう技能を發揮できるのかと考えたときに、意外に自分が思っているほどの価値はない。そういう問題はあると思います。それは企業もそうだし、社会全体として、管理するとか、そういうことにあまりにも価値を見出し過ぎて、専門的な能力とかそういうことを軽視してきた、そのツケでもあると思います。

最近、理系離れというのが問題になります。みんな問題にするわりには、理系の人たちが所得の面とかそういうところで優遇されているかということ、意外にそうではない。それでは誰も行きたがらないのは当たり前だと、そういう問題だと思います。

A どうもありがとうございました。(了)