

日本経済再興の産業的課題

富士通総研顧問
(日本経済研究センター会長)
香 西 泰



要 旨

アメリカが長期にわたる好況を謳歌するなか、アジアでは通貨危機が起こり、アメリカへの資金集中が進んだ。アメリカ人勝ちの金融構造が破綻を来せば、世界同時デフレに陥る可能性もあり、世界的な資金の流れが不安材料である。日本では金融不安が依然として解決されておらず、万一世界同時デフレに突入すれば非常に危険だ。財政政策に関しては、①日本政府の信用維持に努めること、②ストップ・ゴーの陥穽を回避すること、が重要であろう。財政・金融のみならず、産業界も設備投資比率の高さ、換言すれば資本生産性の低さという問題を抱えている。資本生産性の低さは一面では資産価格の高さに起因しており、ある程度の価格調整が必要であろう。市場為替レートと購買力平価が乖離していることを考えると、為替レートによる調整の可能性もある。しかし、本質的には、新たな技術革新によって高い資本生産性を実現することが必要であろう。

本日は、マクロ経済の応用部門に携わってきた者として、外部からみて産業にどういう問題を感じているかについてお話ししたい。

世界経済の明暗

現在、世界経済をみると3つの流行語があるように思われる。1つ目はニューエコノミー。アメリカにおいて、インフレが生じず好況が続くまでも続く新しい経済が生まれたのではないかという議論である。2つ目は新型危機。アジアの通貨危機に際していわれたことで、従来は、インフレ→経常収支悪化→通貨危機というパターンであったのが、経常収支よりむしろ資本勘定の面から通貨危機が起きたことを指している。

3つ目はデフレーション。最近では、同時デフレとか世界デフレとかいった言葉もささやかれるようになっている。

アメリカのニューエコノミーには、産業の復興とともに、低金利の日本からの資本流入やアジア、日本からの安価な輸入品による賃金上昇の抑制など、世界経済に支えられてきた側面があった。そうしたところにアジアの通貨危機が起こったわけであるが、アメリカ経済への影響には3つの側面があると考ええる。まず、価格効果。アジアからの輸入品価格の下落によるインフレ抑制である。この価格効果はアメリカの好況の持続性を高める方向に働いている。次に、所得効果。アジアの所得減少は本来アメリカ景気にとってマイナス要因であるが、むしろ景気

過熱の危険性を相殺するのではないかとの見方も出ている。最後に、金融効果。資金の流れに対する影響であり、これが新型危機の所以である。アジア・エマージングマーケットに流入していた大量の資金が、行き場を失ってアメリカ市場に回帰しつつある。アジアの不況が金融面でアメリカへの資金集中を促しているのである。

こうしたアメリカ経済の一人勝ちの状況は1920、30年代にも通じるものである。当時の日本も第1次大戦後のバブル破裂によって金融不安、低成長であったし、ヨーロッパは賠償問題を抱えて戦後復興が進まなかった。また、ラテンアメリカやアジアの農業も一種の恐慌状態であったといわれる。20年代にも日本、ヨーロッパ、その他世界が低調のなかでアメリカが繁栄し、ウォールストリートの急騰を招いた側面があり、現在のアメリカ経済の一人勝ちには若干の不安定要因を感じる。

アメリカでは物価安定が続くなかで株価上昇が続いているが、この問題に金融政策でどう対処すべきかということに関しては明確な結論は出ていない。20年代もアメリカの物価が極めて安定するなかで株価だけが急上昇したし、日本のバブル期も物価が最も安定した時期であった。このように考えると、世界経済のリスクは高まっていると考えることもできるのではなかろうか。

このリスクが爆発すると、世界同時デフレーションということになるわけだが、この可能性はまだわからない。アメリカの金融システムは、伝統的な商業銀行のシェアが大幅に低下して、ファンドやファイナンスカンパニーのような新しい形の金融機関の役割が拡大するなど、近年大きく変化しているが、この評価は2分されている。新形態の金融機関は証券化された資産を持ち、預金システムとは関わりがないので、金

融機関の危機が通貨システムに波及せず、従来のシステムよりも安定するという見方がある一方、ラストリゾートがないところで大きな金融混乱が起こる可能性があるとの見方もある。いずれになるかは判定できないが、不安定材料はアメリカだけではなく世界的な資金の流れにあるといえよう。

日本の金融不安とその（未）処理

こうしたなかで日本の現状を考えると、金融不安が大きな問題である。ただ、アジア諸国やアングロ・サクソン諸国のほとんどはバブルを経験しており、バブル自体が悪いというよりはむしろその事後処理が問題であろう。

アメリカでは、貯蓄貸付組合の整理に公的資金を投入すると同時に、金融機関では大規模なリストラを行い、1、2年で不良債権を減らして収益力を回復した。一方アジアでは、バブルの破綻はすなわち経済の破綻で、IMFの管理・監督の下で金融システムをリフォームすることになった。これに対して、日本はアジアのようにバブルが壊れたからすぐ経済が駄目になるということはないし、同時に公的資金の導入やリストラはアメリカのように迅速に行われなかった。このままでは、金融不安の根源である金融問題の処理はますます遅れるのではなかろうか。

日本には1,200兆円の個人金融資産があるといわれるが、この1,200兆円の金融資産は本当はかなり空洞化しているはずだ。バランスシート上で、個人金融資産は企業・金融機関にとっては負債にあたるが、企業・金融機関の資産には土地その他数百兆円の穴が空いているわけであるから、個人金融資産1,200兆円が無傷だということはいえない。大きな国民負担を伴わ

Forum

なければ1,200兆円の実は保てない。アジアやアメリカと比べると、日本の状態は依然アンバランスを残している。地球に惑星が衝突する可能性とどちらが高いかはわからないが、アメリカ人勝ち経済の金融的な構造が破綻を来したときに、このように金融システムが脆弱な状態で世界的なデフレに突入することになれば、非常に恐ろしいことではないか。地球と惑星との衝突がないことを祈るしかないのと同様、それを回避する知恵もなく、ただ祈るしかないというのが現在の日本の立場で、大きな不安を残しているといえよう。

財政政策の動揺と転換

財政政策については、政府の信用を維持し、ストップ・ゴーの落とし穴を避けることが大事になってきている。

ムーディーズが4月2日に日本の国債のレーティング変更を検討する可能性がある」と発表した。今後は日本政府の信用ということも財政政策の運用上考慮していかなくてはならない。日本にもすぐ当てはまるわけではないが、韓国の危機がある意味で国債あるいはカントリーリスクのレートダウンから始まったことは留意しなければならない。レーティングはレーティング会社が勝手にやっているとの解釈もあるが、やはり投資家の雰囲気の一つの現れと解釈した方がよいのではない。少なくとも、政府の財政バランスも回復できない、景気も回復できないということに対する国際投資家の目が厳しくなっていることは注意しておく必要があろう。

今回の景気対策がうまくいけば、在庫調整の後にホッと一息つく時期があろう。その時には財政再建をどうするのかという問題に再び直面

することになるわけだが、第2次大戦後のイギリスのように、ストップ・ゴーの陥穽に陥ることだけは避けなければならない。

設備投資減退と低い資本生産性

以上、財政・金融の話をしてきたが、一体問題が残っているのは財政・金融だけであろうか。その点で今年の設備投資に注目したい。

バブル破裂後減少を続けた設備投資は、95、96年には増加に転じ、日本経済の自律回復の支えとみられていた。しかし、企業アンケートや機械受注の動向をみると、98年度は減退する、あるいは少なくともかなりスローダウンする見通しである。一体この理由は何なのか。これはやはり景気の基調は非常に弱いということを示していると考えられる。

現在の設備投資の軟調さを説明するには2通りの考え方がある。1つは、後で触れるが非常に好調に伸びていた情報通信産業の設備投資が頭打ちになっていること、つまり技術革新がスムーズにっていない可能性があること。もう1つは、日本における設備投資比率の高さである。

設備投資比率の高さは、換言すれば資本係数の高さ、あるいは資本生産性の低さである。成長率は高度成長期の10%程度から最近では良くて2%にまで低下している。それにもかかわらず、設備投資比率は約20%から16%程度にしか低下していない。このため、資本係数は大きく上昇している。一方、アメリカは90年代を通じて考えると、設備投資比率は10%そこそこである。労働供給の伸びが止まっていることや金利が低いことを割り引いたとしても、日本の資本生産性は低すぎるのではないか。この資本の生産性が低いということが、日本の産業の低収益

構造を規定している側面がある。この低収益構造を打破していかない限り、産業の面から日本経済の再生をリードする力は生まれてこないのではないかと危惧される。

設備投資比率の問題は、一面価格の問題でもある。アメリカでは、設備投資に占める情報関連投資のウェイトが非常に高い。特に名目ベース以上に実質ベースで高く、情報通信関係のデフレーターが非常に下がっていることを示している。一方、日本の情報関連投資の比率は名目ベースでは徐々に上がっているが、実質ベースではなかなか上がらないことが指摘されている。土地、株式など資産価格の収益還元基準からの乖離が、価格下落を招き、金融不安の根源となったように、産業界においても資産価格の高さやコストの高さが、設備投資比率の高止まり、ひいては資本の低生産性を改善するために設備投資が抑制される原因となっている可能性がある。資産価格の低下による調整がある程度は必要であろうが、それには時間がかかるし、デフレ効果という経済的なロスも心配だ。価格調整は不可避だが、それだけで問題を完全に解決することも難しい。また、過去においては調整は恐慌という形で非常に短期間で処理されたが、このことに対する評価は2分されており、どの位のスピードで価格が低下すべきかという問題も未解決だ。

技術革新の推進

高い資本生産性を実現して再び日本経済が成長するには、技術革新が重要と思われる。そこで、技術革新について考えてみたい。

日本はこれまでキャッチアップを通じて非常に高い技術進歩を実現してきたが、現在はアメ

リカとの差がかなり開きつつあるように思われる。技術革新を妨げているものについては、諸説ありよくわからないが、IDC ワールドタイムズが作成した各国の情報化の進展度合いを評価するインデックスをみると、日本の場合は社会インフラ整備の遅れが足を引っ張っている。新しい市民社会の形成が情報通信をはじめとする技術革新につながるとの見方もあり、日本でもある種の社会組織的な動きがないと、技術革新はなかなか進まないとみられる。技術革新がどういう形で行われるのかはわからないが、新たな技術革新がないと、高コスト・低収益を打破して新しい均衡に移るために、相当の経済的、時間的ロスを覚悟せざるをえない。財政・金融の破綻に対して、産業界はよくやっているという評価がこれまでは定着していたが、98年度の設備投資低迷をみると、産業界自身ももう一段の技術革新に取り組みねばならないといえよう。

為替レートの動向も重要だ。日本の高コスト問題は、為替レート次第でかなり様相が異なってくる。購買力平価ベースの生産性をみると、日本は依然としてアメリカに大きく水をあけられている。市場為替レートと購買力平価がいつまでも乖離していることはありえないから、円安による調整が行われる可能性はある。ただ、為替レートによる調整があるとしても、やはり技術革新が必要だ。例えば、アメリカの産業好況を支えているのは、シリコンバレーのような新興企業とフォーチュン500に入っている既存の大企業の両方である。アメリカも為替レートを下落させて、ある程度の調整をしたわけだが、それだけでシリコンバレー抜きアメリカ経済に終わっていたとすれば、長期的にみてどれだけの持続性があつたろうか。技術革新によって、新しい先端部門を拓いていくことが必要であろう。