

# 經濟論叢

第150卷 第4号

石川常雄教授記念號

---

献 辞	瀬地山 敏	
バーナード理論をめぐって	飯野春樹	1
日本經濟再生の条件	西村 功	17
金融自由化と公的金融機関	内田 滋	29
中央銀行はその独自情報をどのように 用いるべきか	島本哲朗	48
香港金融の外貨化傾向	佐藤 進	64
総投下労働量・所得率と經濟發展	中島章子	86
日本的經營財務と企業特殊的熟練	池尾和人	102

石川常雄 教授 略歴・著作目録

---

平成4年10月

京 都 大 學 經 濟 學 會

## 日本経済再生の条件

——シュンペーター型景気回復への処方箋——

西 村 功

### はじめに

92年6月，宮崎義一・京都大学名誉教授による『複合不況（中公新書）』が出版されて以来，複合不況という新語が今次景気後退の性格を端的に表現した名造語として，一種の流行語とすらなっている。

たしかに今回の不況は，日本のみならず米欧とも共通して，バブルの崩壊による膨大な不良債権の発生に伴うクレジット・クランチと，従来型の有効需要不足とが重なって増幅する新しいタイプである。この間のバブル崩壊過程について，宮崎名誉教授のきわめて実証的かつヴィヴィッドな分析は，けだし現時点における決定版といえよう。

そこで本稿では，宮崎論文ではあまり触れられていない実物経済面の分析を加え，かつ過去の不況期の経験も踏まえながら，今次のいわゆる複合不況を克服するための処方箋を描いてみたい。

### I 不況の性格分析

経済情勢の認識や予測には，常に錯覚がつきまといがちである。好況時にはまだまだ景気上昇が続くかのように錯覚し，逆に不況時にはいつまでも立ち直りの契機すら視野に入っていない。

現に今回のバブル崩壊によって景気が完全な失速状態に陥っていた91年4～6月の時点においてすら，多くのマクロ・エコノミストや政策当局（特に経済企画庁）は，「景気は減速しながらも根強い拡大基調にあり，“いざなぎ景

気”の記録を更新する長期好況の可能性大」という呑気な判断を下していた。ちなみに筆者は、すでに90年秋の時点において、逆資産効果や金融・資本市場の不安定性、設備投資の下降を主因とする景気後退局面の到来を予測し、併せて“いざなぎ景気”との比較の無意味さを指摘していた（90年10月21日付日本経済新聞）。

他方、不況下の経済調整が遅々として進まず、さらに信用システムに対する不安感が根強く潜在している現状では、回復のシナリオを容易に描くことができず、ことにミクロの視点からはトンネルの出口が全く見えてこないのが実感であろう。

しかし、好況の後には必ず不況があり、それはやがて次の好況に転ずる。もちろん今回は、回復局面が定着するまでになお全治3年ほどの期間を要するであろう。では、不況から立ち直るための条件は何か。

これを解明するために、過去の不況時の経験と学習効果が有益なヒントとなるだろう。いうまでもなく、今回の不況はこれまで経験のない新しいタイプのそれであり、バブルの崩壊を背景とする不良資産の発生に伴う信用システムの不安と、実物経済面での需給失衡とが相乗的に作用しており、「複合不況」と呼ばれるゆえんである。したがって過去の不況にその類型を求めることは不可能であるが、不況対策のヒントを探るために、あえて表面的な現象面の類似性を求めるとすれば、昭和40年不況と、二次にわたる石油危機不況とが合成された姿といえよう。

#### (1) 昭和40年不況との類似的共通点

まず40年不況との共通点を考察する。

その第一は、不況の基本的背景・誘因が、外生的要因ではなく、もっぱら内生的要因に求められる点である。

第二は、資本市場・信用機構の不安と実物経済の不況とが同時に発生し、それが複合的に作用した点である。

40年不況は、昭和30年代半の証券ブームが峠を越え、運用預りをテコとする自転車操業的な株価の維持が行き詰って、危機的な証券不況を惹起したものであった。これに伴う一般投資家のパニックを未然に防止して信用システムの安定を保全するため、日銀の特別融資による証券会社の救済が行われたことは記憶に新しい。

この間、すでに景気拡大が天井に達していたにもかかわらず、産業界においては、企業間信用と銀行融資の膨張に支えられて、在庫の積み増しと設備投資の増強が行われた。この結果、国際収支改善のための引締め政策への転換によって経済が減速するや否や、一挙に需給の不均衡と企業収益および財務体質の悪化が顕在化するに至った。これが当時、「マクロとミクロの乖離」といわれた高度成長下における企業の収益低下をもたらしただけである。しかも、大型倒産の瀬発によって、ミクロの不況感は一段と増幅された。

では、今回のバブル不況と40年不況との共通的性格は何であろうか。

今回の不況は、基本的には1980年代後半の超金融緩和と異常な低金利政策のもとで発生した資産インフレと、金融機関の融資急増、企業の債務膨張という内生的要因を発生源としている。すなわち、1985年9月のプラザ合意以降の国際的な金融緩和と日本の内需主導型経済への転換要請に対応して、日本銀行は長期にわたって超緩和政策を実施した。特に1987年2月から89年5月に至る2年3カ月の間、公定歩合は2.5%の低位に据え置かれ、この間マネー・サプライ(M<sub>2</sub>+CD)も87年から90年に至る4年間にわたり2桁の急増が続いた。

このような異常な金融政策を背景として、地価・株価の急騰という資産インフレが発生したことはいうまでもないが、同時に実物経済面においても過大投資が発生した。なかんずく1988年度から90年度まで3年にわたって設備投資が年率15%（実質）の急増を続けたことが、現在の需給失衡を招来したことは明白である。石油危機不況を克服して以降1980年代前半においては、設備投資がきわめて安定した着実なペースで成長した。その内容をみると、①長期的な経営戦略に立ったR&Dおよび新事業の開発投資、②情報ネットワークの構築、

物流改革, 省力化を包含した広義の合理化投資, ③需要増加に見合った能力増投資の3分野のバランスが適度に保たれていた。このような質的バランスが, 着実な投資増加のもとでの需給の均衡と, 企業の体力強化を可能ならしめたわけである。

しかしながら, 超金融緩和に伴う資金調達コストの極端な低下は, 企業の投資戦略の厳しさを失わせる結果となった。しかもバブル経済のもとでの経済の水膨れ現象が, 過大な需要予測の錯覚を生み, 企業を安易な投資拡大へと走らせた。前述の投資急増期間において, 生産能力拡大投資の比重が異常に増大し, その結果経済の減速に伴って需給バランスの失衡が一挙に顕在化するに至った。

これを企業の収益, 財務体質の面からみると, 過剰な資金調達による過大投資と財テクの行き詰まりが, 超低金利時代の終末に伴って急激な収益悪化となって表われた。すなわち, 設備過剰と需要減退から稼働率が急速に低下する一方, 減価償却費の増嵩と金利上昇によって固定費負担が増大し, 営業利益の大幅な低下あるいは赤字化を招来した。このように, 過大投資によって資本の回転率が低下すると同時に, 財テクの失敗から資金の固定化と保有資産の質的悪化・含み損の発生という, いわゆる「バランスシート不況」の様相を呈しているわけである。

昭和40年不況と今次のバブル不況は, いずれも信用システムの不安と企業の財務体質悪化とが複合している点において共通であるが, 信用システムの動揺が40年不況では証券業のみに限定されていたのに対して, 今回は金融・証券・ノンバンクを包含するきわめて広範囲の業界が資産デフレの衝撃を受けているのが特徴である。

## (2) 石油危機不況との類似点

次に石油危機不況との共通点について考察したい。いうまでもなく, 石油危機不況は原油供給の将来に対する危惧と原油価格の断絶的上昇という, 多分に

政治的な外部要因が発生源であった。この点で、今回の不況はもっぱら内部要因に起因しており、その性格を異にしている。

しかしながら、このような相違があるにせよ、不況発生後のプロセス、すなわち中期的な経済成長率の屈折と経済全般にわたるリストラクチャリングが不可避である点において、両者は共通点が多い。

石油危機不況は、原油価格急騰に伴うコスト構造および価格体系の革命的変化に対応する経済構造の大転換を惹起した。すなわち、エネルギーおよび諸資源のコスト急騰が、市場機能を通じて省エネ・省資源型技術および商品の開発、企業経営・家計行動の変化を促進し、経済全般にわたって資源・エネルギー多消費型構造から省資源・省エネ型構造への転換をもたらした。またこれと同時に、マクロ経済面では、過去の高度成長期の年平均10%成長経済から、5%成長経済への急激な屈折が起った。このような環境変化に対応して、企業は従前の10%成長経済を前提とした経営戦略・経営体質からの脱却と、5%成長を前提とした経営の再構築を迫られたわけである。具体的には徹底した減量経営と効率化を通じてコスト軽減、損益分岐点の引下げに注力した。同時に経営資源の重点的再配分によって高付加価値部門の育成強化を図り、エネルギー・資源の高コスト時代に適合した経営体質への転換に経営努力を傾注した。これら一連のリストラが完了することによって石油危機不況からの脱出と景気回復が可能となったのである。1976年から79年に至る4年間は毎年約5%の経済成長を維持しているにもかかわらず、その前半の2年間は不況感が根強く残り、後半の2年に至って急速に景気回復感が強まったという事実は、この間の事情を端的に示す証左といえよう。すなわち過去の10%成長から5%成長への移行に対応する調整のプロセスが前半の2年にはまだ完了せず、後半の2年に至ってようやく経済の構造転換、企業経営のリストラの効果が顕現化したものである。さらに、このような過程を経て、日本の産業界は石油危機前よりもさらに強靱な国際競争力を具備することに成功した。

今回の不況は、その発生源の性格が異なるにせよ、1980年代後半のバブル時

代における6%成長経済を前提とした経済運営、企業経営、家計行動から、3%成長経済への移行に伴う各経済セクターの調整としてとらえることができる。この意味において石油危機不況の経験から学ぶべき点は多いといえよう。

## II 不況克服の条件

さて、今回のバブル不況の性格を上記のようにとらえるならば、不況克服の処方箋もまたおのずから明らかであろう。これを企業経営およびマクロ経済政策の両面から論じてみたい。

### (1) 企業の経営革新

まず第一の基本的要件は企業のリストラクチャリングであるが、これにはバブルの後遺症からの脱却と、将来へ向けての需要創出という2面がある。

#### ① 損益分岐点の引き下げ

その一つは、企業のスリムな経営体質への再構築である。前述の通り、今回の不況の性格を表徴する連続3年間の減益という収益力の低下は、バブル時代の拡張路線のもとで、経費のぜい肉が付着し、財務体質が急激に悪化したことに起因する。

そこで差し当っては切りつめ易い3K（交際費、交通費、広告費）など一般経費の削減が先行しているが、収益体質の根本的な改善には、固定費比率の低減による損益分岐点の引き下げが不可欠である。

現在、製造業の損益分岐点売上高比率は90%と、過去のピークであった石油危機不況時の水準にほぼ達している。石油危機当時の損益分岐点の上昇は、原油・原料価格の急騰に伴う変動費の増嵩が主因であったのに対して、今回は人件費および減価償却費を中心とする固定費の未曾有の増大が主因である。しかしながら、減価償却費・利払い費はバブル期の過大投資と資金の固定化が原因だけに、当面その大幅な圧縮は困難である。したがってその実現のためには、不採算部門および遊休資産の整理、高付加価値の本業部門への経営資源の重点

的再配分を中心に、経営全般にわたるダウンサイジング（減量経営）によって、固定費比率の引き下げと大幅な効率化を同時に図ることが必要である。

## ② 新たな需要創造型の事業開発

いま一つのリストラは、新たな需要創造へ向けての前向きに対応である。前述の減量経営による経費の圧縮は、企業のリストラにとって前提となる必要条件であるが、それだけでは十分条件とはならない。

不況からの脱出には、果敢なぜい肉落しを実行したうえで、経営の目標を明確に見定め、新たな収益源、有効需要の創出のため重点投資を図ることが不可欠である。

石油危機不況（特に第二次）の克服に際して、企業は一方で徹底的な減量経営によるコスト削減を実現すると同時に、他方ではコスト構造・価格体系の変革に対応して、新素材の開発、エレクトロニクス技術と高度のソフトを駆使した新事業の創出と画期的な生産性向上に取り組んだ。これが省資源・省エネ時代における高付加価値商品と世界で最先端の生産システムを生み出し、1980年代前半のイノベーション型景気回復へと結びついたわけである。

現在の不況局面では、バブルの崩壊という現象面のみが強調されがちであるが、その底流において、1980年代後半の低コスト時代から高コスト時代への移行という構造変化が起っていることを看過してはなるまい。すなわち、バブル時代にエクィティ・ファイナンスによって実質金利ゼロで調達できた長期資金は、今後は中期的に最低6%の水準にシフトして定着するであろう。また、高齢社会の到来と労働時間短縮は慢性的な労働需給のミスマッチないし労働力不足を通じて、人件費の増大を招来しよう。さらに、環境保全対策、コミュニティー活動の要請など、企業の社会的コストは従来になかった新しいコスト増要因として付加される。

このような高コスト時代に対応するビジネス機会を創出するイノベーションが必要である。例えば、ソフト・エネルギーを利用した環境保全型商品・サービスを比較的低価格で供給する技術開発、画期的な省力システムの開発。高齢



者が自力で社会生活を営むことを補助する各種の商品・サービスの開発。生産、物流の全面的再編成によって環境対策とコスト・ダウンの一石二鳥的效果を実現するシステムの構築など。つまり、一見、不利に作用する要因を逆手にとって、画期的なコスト・ダウンと新たな需要創造、収益機会に結びつけるしたたかな経営革新が求められる。

## (2) 金融システムの安定性確保

次に第二の要件は、今回の不況を性格づける金融機関経営の質的低下による心理的不安要因とクレジット・クランチの懸念を早急に除去することである。

40年不況当時は、証券業界の経営危機によるパニックを予防するため、日銀特融と銀行の救済融資という緊急措置の発動によって危機を乗り切ることができた。今次の金融不況は、証券業界にとどまらず、銀行、ノンバンクを含めた金融セクターの全分野を巻き込んだ広範な不況であり、しかもグローバルな拡がりのなかで発生している。

そこで、今後の対応も国際的なスタンダードに立脚した正攻法によって、信用システムへの信頼感を修復するに足るものでなければならない。そのキー・ファクターは次の2点であろう。

### ① ディスクロージャーの徹底

その一は、金融機関の経営内容に関するディスクロージャーの徹底である。最近における信用不安の主因の一つに、金融機関が抱える不良資産の金額およびそれに対する引当の実施状況についての不透明性があることはいうまでもない。したがって、このような運用資産の実態と引当金計上の基準に関するディスクロージャーの徹底によって、金融機関経営の透明度を格段に高め、信用システムへの不安感を払拭することが不可欠である。

ただし、これを実施するに当たっては、同時にその後の不良債権整理の計画を明確に示すことが前提となる。かりにこの計画を明示することなく、ディスクロージャーだけを強制すれば、かえって金融機関の経営に対する不安感を増幅

し、信用システムの動揺を来す恐れがある。この債権整理計画の明示とは、次に述べる金融機関自らの対策と政策当局の制度的・行政的対応の両面を含むものである。

## ② 不良債権の早期償却

その二は、前記ディスクロージャーと表裏一体の課題として、サウンドバンキングの維持のため、現在抱えている不良債権を短期間で一挙に償却することが必要である。

これをアメリカの商業銀行の事例についてみると、80年代以降、石油開発融資の不良化、途上国向けカントリーリスク貸金の累増、バブル期の不動産関連融資の急増と、相次いで貸出債権の質的内容が悪化する事態が起った。これに対して、各行それぞれ独自の対策を講じたのはもちろんであるが、共通の手段としては、大規模な人員削減、資産売却と同時に、不良債権の償却を一挙に実施している。この結果、短期的には赤字決算と配当率の引き下げという事態を余儀なくされたものの、膿を出し切ることによってその後の業績回復は比較的順調なケースが多かった。

日本の場合、第二次大戦後の約50年の長きにわたって、金融機関が軒並みに多額の延滞貸出債権を抱えるという事態が皆無であったことに加え、いわゆる護送船団方式の行政のもとで横並び意識の経営が常態化していた。また貸倒引当金の計上や貸出債権の償却についても、税務上、行政上のきわめて限定的な制約が設けられ、各金融機関が自己責任において自主的に処理する余地が小さかった。

しかし、これまでのような横並び方式を続けることはもはや限界に達している。もしかりに、今後も横並び意識のもとに、不良債権の償却を先送りして表面上の利益を計上し、実力不相応の納税を続けている限り、体力は次第に低下することは必定である。ひいては自己責任で健全経営を維持し得る体力を保持している金融機関までも、早晚その余力を失う恐れなしとしない。

この際、実態のディスクロージャーと同時に、早急に債権償却を実施すべき

であり、その結果経常損益の赤字計上、配当の引下げまたは一時停止という事態を生じてもやむを得ないであろう。むしろ国際的なスタンダードからいえば、金融機関が自己責任のもとにサウンド・バンキングの維持のため、一時的に赤字決算をするのは常識である。逆に償却を遅延して表面的に黒字を計上したとしても、それは不健全な粉飾として国際的信用を失うであろう。

これに関する行政・制度面の対応としては、貸倒引当金の計上および債権償却について、一律の制限的な基準を緩和し、税務上も極力金融機関の自主的判断に委ねて、無税償却の余地を大きくする方式に移行すべきである。

さらに、横並び行政からの脱却と自己責任原則の徹底は、必然的に金融機関の体力格差の顕現化をもたらし、自力解決が不可能な金融機関の存在をも白日のもとに曝すことになろう。これに対しては、信用不安を未然に防止するため、別途救済措置を用意することが不可欠である。

### (3) 多様な政策手段の発動

さらに第三の要件として、経済の縮小均衡を防止する多様な政策手段のパッケージが必要なことを指摘したい。

景気回復の基本的条件が、前述の通り企業・金融機関の自力によるリストラにあることはいうまでもない。しかしながら、民間の自己責任による経営再建は、当然のことながら広範にわたる経費削減、大規模なストック調整、さらには雇用調整を伴う。その過程で生ずる縮小均衡作用を放置すれば、経済回復の芽を摘み取るのみならず、景気の底割れを来す可能性もある。

したがって、政策当局はタイミングを失することなく総需要の減退をカバーするための政策手段を講ずる必要がある。ちなみに、日本総合研究所の試算によれば、企業が損益分岐点の引下げによって収益体力の回復を実現するために必要な固定費圧縮額は、1992年現在の全産業ベース（金融・保険を除く）で4兆円に達する。したがって、この需要減少に見合った総需要の造出が必要となるわけである。

そのためには、政策効果に制約のある公共事業のみに傾斜した対策だけでなく、投資減税・所得減税も併せた多様な手段を組み合わせで発動するのが効果的であろう。ただし、減税財源は、長期的な財政体質の悪化を防止して中期的な均衡財政と経済のビルト・イン・スタビライザー機能を維持する観点から、景気回復時の財政余剰金からの優先償還を義務づけた特例国債によるべきである。

経済政策における最重要の眼目は、政策発動のタイミングである。過去の政策の失敗は、進むときも退くときも、そのタイミングの遅れにあったとって過言ではない。今回の景気調整の主体が民間企業・金融機関にあることはもちろんであるが、政策当局も経済運営の失敗の責任を、今後のタイミングのよい政策発動によって果すべきであろう。

### III む す び

前述の通り、日本の産業界はかつて石油危機という経済構造の変革期に直面して、その克服の第一局面として徹底的な減量経営に取り組み、次に第二局面として省エネ・省資源型経済構造への転換の担い手となる各種のイノベーションに果敢に挑戦した。特に第二次石油不況からの回復局面で、筆者はこれを“新シュンペーター型景気回復”と性格づけた（1984・2・11付週刊ダイヤモンド誌）。

今次のバブル不況の克服においても、まさにこのイノベーションが必要である。

シュンペーターは、『経済発展の理論』において、経済発展の原動力は企業家のイノベーションにあると結論づけ、イノベーションの内容として、①新しい財貨の生産、②新しい生産方法の導入、③新しい販路（市場）の開拓、④原材料などの新しい供給源の獲得、⑤新しい組織の実現、の5要素を挙げている。

この5つの新機軸を現実の課題に照らして解釈しつつ、一言で簡記すれば次の通り。

第一の新しい財貨の生産——先端技術を体化した高度技術集約商品。環境保全型商品および環境修復技術。各種シルバー・サービスなど。

第二の新しい生産方法の導入——資源リサイクル・システム。CAD, CAM, CIM の導入による高度省力生産システムなど。

第三の新しい販路の開拓——ユーザーのニーズを敏感にとらえる提案型マーケティング。通信カタログ販売等低コスト商品の提供など。

第四の新しい供給源——各種新素材の開発による材料革命。情報資源のシステム化による生産・販売・在庫・物流管理など。

第五の新しい組織——スリムで風通しのよい組織。顧客のニーズに敏感にレスポンスし得る柔軟な組織。女性および中高年者の有効活用など。

このようなイノベーションの担い手である企業家精神を重視したシュンペーターは、「不況は好況への準備期間である」との名言を遺している。この言葉が今日ほど大きな意味をもつことは近年稀有であったとって過言ではあるまい。

昨今の情勢から、欧米の一部で日本経済斜陽論がささやかれていると聞くが、日本経済の強さの根源である“変化に対する企業の柔軟な対応力”はいまだ決して失われていない。

(1992. 10. 13)