

1 構造調整が続く欧米経済と中国経済の安定持続

(金融動揺と世界経済)

最初グローバルな経済、中国、アメリカ、ヨーロッパという順番で、最後に日本経済のお話しさせていただきたいと思います。

今年3月に震災が起こったとき、世界経済は比較的よかったです。昨年の秋以降世界の金融市場も安定感を増してきましたし、アメリカ経済も強かった。その中で日本だけが世界の大きなリスクを負ったことで、世界の金融市場、投資家の方も日本に非常に注目していただきまし、一般の民間レベルでも、いろいろな支援をいただきましたが、半年強過ぎまして、忘れられたとは言いませんが、金融市場の観点からすると、日本の震災はもう大分過去のものになって、それどころではないという感じになっています。

私も春以降、アジア、ヨーロッパ、中国、韓国に出張しまして、主に日本に投資する投資家とお話をしてきましたが、日本自体に大きな問題があるという感じではなく、関心は、やはりアメリカ、ヨーロッパが傾いています。この嵐が過ぎ去るまでは、日本の状況が仮によくなったとしても、日本のマーケットはよくなるということ、やはり世界中がアメリカ、ヨーロッパを見ているのが現状だと思います。ということで、やはりグローバル、特にアメリカ、ヨーロッパ、中国とこの3地域のお話から始めさせていただきたいと思います。

(先進国で財政問題が深刻化)

アメリカ、ヨーロッパのバブル後の処理、金融問題を押しえ込んだかなと思ったらやっぱり噴き出してきてしまったということで、まだまだ問題が続いており、先進国だけでは問題の解決が難しくなっているということです。

一方で新興国は、別に全く問題がないわけではない。最近まではインフレの問題がありましたし、足元ではいろいろな国で景気の減速も出てきていますが、アメリカ、ヨーロッパなどに比べると経済状況はまだまだいい状況であります。これが今、アメリカ、ヨーロッパが抱えている非常に深刻な問題の糸口になるのではないかと思います。アメリカ、ヨーロッパでは、ある意味日本もそうですが、財政が非常に悪化しています。日本は財政が悪化しているとはいえ、震災後の対応として補正予算を打ち出しています。アメリカ、ヨーロッパでは景気情勢は厳しくなっても財政出動ができない状況になっています。これは主に政治的な要因が大きいわけです。アメリカでは、大きな政府に非常に強く反対している野党の共和党の保守派、ティーパーティーといったグループに支えられた人が非常に力を増してきておりますので、景気も悪いから公共投資、インフラ投資をしようと民主党政権、オバマさんが呼びかけても、なかなかオーケーとは言わないということです。ですから景気が減速してきても、財政出動がなかなかできず、非常に硬直的な財政状況になってきています。

ヨーロッパも同様です。例えばギリシャとかイタリアのようにもう財政再建をしなくては行けないという国は仕方ないですが、比較的財政の状況がいい、フランスとかドイツといった国でも非常に厳しい財政緊縮がとられていて、その分、景気を悪くしている面があります。ユーロ加盟国だけでも財政緊縮策によって来年の成長率が0.6ないしは0.7ぐらい下がる緊縮財政がとられています。

今景気が悪いから、むしろ財政を出してもいいという感じがしますが、そうではない。1つは、ギリシャなどで

起こっている金融不安、特に国際市場の混乱が自分の国に及んできては困ると、財政緊縮をしっかりとするという姿勢を崩していないということです。もう1つは国債の格下げです。アメリカ、あるいは日本もそうですが、国債の格下げがいろいろな国で相次いでいます。例えば最高位にあるドイツの国債が引き下げられては嫌だということで、緊縮財政を崩していない。一方で、ヨーロッパの主要国もどこかの銀行に公的資金を注入しないといけない時期がやってくると思いますが、そういうときに財政は絶対に緊縮ですと政府が公言しています。大事なときに銀行が救われないという不安もあって、金融市場の動揺につながっている面があります。つまり、ヨーロッパ、アメリカは財政政策が十分機能していないということです。

それと比べると、日本は、財政環境はもっと悪いですが、3次補正も出して、財政を出そうとしています。もちろん中期的には緊縮財政は非常に重要ではありますが、必要なときにはやっぱり出すというフレキシビリティ、柔軟性を持っているという意味で、日本の財政政策は欧米よりは今ずっとましになってきています。経済も同じで、欧米と比べれば大分安定感があるというのが日本の経済です。社会もそうかもしれません。アメリカでも今週に入って、ストライキが非常に起こっています。若者のストライキ。金融機関はけしからんとか、豊かな人にお金が行ってしまっているという富の偏在に対し、何とかせよとストライキ、デモが起こっています。去年ヨーロッパ各地でもそういったストライキ、デモが起こっていました。最初はギリシャ、イタリア。財政再建のために増税、公務員の削減などをしなくてはならない国で、デモとか起こったのですが、だんだん中核国に広がっていったというのが昨年の秋以降の動きであります。社会も大分不安定になってきているということです。

それと比べると日本は政権も変わって、経済も、政治も、社会も、それから経済政策も安定感、柔軟性が高まっているのではないかと思います。今ほど日本がよく見えるときはないように思いますが、そうは言っても金融市場は世界に連動していますので、すぐ株が上がるというわけにはいかないということでもあります。

財政環境が非常に悪いのは、基本的には先進国でありまして、新興国では政府債務のGDP比率はどんどん下がってきています。ですから財政環境は予想外に改善してきています。世界全体で見ると、ほぼ横ばいですから、財政環境が悪化しているわけではありません。新興国は例えば財政出動をする余裕があるわけですから、そこがお金を使ってくれば先進国もある程度助かるという面があります。

それからもう1つは通貨です。特に中国ですが、通貨を切り上げていけば先進国は助かっていくわけです。昨年から通貨競争、通貨戦争などとも言われています。経済が弱ってきますと、自分の国の通貨を下げたいということです。そして先進国同士が通貨の切り下げ競争をするのではとされていますが、それは簡単には起こらないと思います。そうではなくて、先進国は日本も含めて追加の緩和策をしていく方向です。それによって通貨の価値は下がっていく。新興国に対して下がっていくという形で、先進国の通貨が全体として地盤沈下する中で、新興国に経済が助けられるということが起こってくると思います。ということで、新興国が財政も出して、比較的高い成長を維持して、特に中国ですが、通貨の切り上げを進めています。今でも通貨をしっかりと切り上げています。このことが先進国、欧米が今直面している問題を解決する、長い目で見ると鍵になってくると思います。

ただ、そうなりますと、新興国が高い成長で、しかも通貨を切り上げるということになりますと、世界全体に占める新興国の規模がどんどん上がっていき、逆に先進国の規模がどんどん下がっていくことになります。今G7と新興国はほぼ同じぐらいの水準になっていますが、まもなく逆転することになります。

ということで、先進国が助かる道は結果的には先進国のプレゼンスが下がっていくことになり、プレゼンスが下がるのと引きかえに新興国の力をかりながら、今直面している大きな問題を解決していくという方向ではないかなと思います。

中国は、アメリカ、あるいは先進国の要求に応じて財政出動してくれるかということです。かつて日本がそういう役割を期待されたことがありました。70年代オイルショックの後ですが、ドイツと並んで、日本が機関車になればアメリカから要請されました。80年代、90年代は日本が巨額の貿易黒字を抱えていたときですが、日本は内需を拡大して貿易不均衡を是正してくださいとアメリカから要求され、日本は同盟国ですから、それを受け入れて、その結果としてバブルが起こってしまったという面があります。

これが中国に通じるかということと通じないです。先月初めに中国、上海、北京に行っていましたが、投資家とそういう議論が出ました。つまりアメリカは中国に金融緩和とか財政出動もして、世界経済を助けてくれと言っているようであるが、そういう要求に応じてはいけなくて多くの人は言っています。なぜかということ、日本と同じ失敗をしないようにするためです。日本はアメリカ側の要請で、内需拡大をして、バブル経済になってしまって、今日の長いデフレがあります。中国は同じことを起こしてはいけなくて、アメリカ側の要求は突っぱねるべきだという議論が結構あります。ですから簡単に日本のように素直に言うことを聞いてくれるわけではありません。

しかし、中国は自らの利害であればやっぱり動くわけですね。財政出動もすれば、場合によっては金融緩和もします。自らの利害とは、やっぱり景気が減速してきていることと、来年政権交代の年だから景気を落とせない、落とすたくないということです。来年中国は政権交代を迎えるというのは、そういう意味でいうと、世界経済にとっては実は運がいい話です。中国が自ら景気をサポートする政策がとりやすいということだと思っています。

(中国は、外需鈍化でも内需主導で高成長維持)

中国経済は、減速しているけれども、比較的高い成長は続くのではないかなと思っています。11年度は9%半ば、減速はしますけれども12年度8%半ばと、大幅に失速はしないのではないかなと思っています。少し前まで中国はインフレを非常に気にしていましたが、今インフレ率が徐々に下がりはじめています。これは引き締め効果もありますが、それ以上に世界で金融不安が起こっていて、穀物の価格などが下がってきていることの影響です。つまり、先進国に端を発した金融不安は、中国のインフレリスクを少し下げて、政策の余地を広げているというプラス面があると思います。徐々にインフレ警戒から景気配慮型に変わってきているというのが中国の政策です。

(9月の中国製造業 PMI は2ヶ月連続上昇)

ヨーロッパ経済などではかなり減速感が出てきていますが、中国はPMIというのが製造業の景況感指数です。これが昨年の秋以降、ずっと下がるトレンドにありましたが、この2カ月はむしろ戻ってきています。一方で2009年からずっと上昇傾向にありましたインフレ率が、8月で一たん下がる形になりまして、今後もっと下がっていくという形です。ですから、成長率は下がる、景気には不安がある中でインフレ率だけ上がっていくという非常に悪い組み合わせから、成長率が戻って、インフレ率がむしろ落ち着くという方向に中国は来ています。それでも減速の不安はあるわけですが、5カ年計画というのが重要だろうと思います。

リーマンショックの後には、中国が4兆元の追加景気対策を発表しました。4兆元は、中国のGDPの12%に当たり、日本で言えば70兆円ぐらいの巨額の景気対策をやったということです。それは世界のGDPのちょうど1%ぐらいで、これが世界経済を救ったという面は確かにあったと思います。今回はまだそういった議論は出ておりませんが、5カ年計画がこの3月からスタートしています。まだ中身もそんなには固まっておりませんが、これが一種景気対策の効果を持つだろうと思います。

(中国の戦略的新興産業7業種の振興政策による景気刺激効果を注視)

5カ年計画の重要な柱は、やはり湾岸部から内陸部に成長を移していき、貧しい人も含めて所得を上げて

いくというのが含まれていますが、産業政策で言いますと、少し前までは繊維産業を非常に支援していました。つまり雇用確保が一番重要な政策課題、社会を安定させて、政権を安定させるためには重要だったということです。これは言い方を変えますと、生産性が低いということですが、そういった繊維産業も支援していましたが、今ほぼ完全雇用になって、そんな必要はなくなっています。むしろ生産性上昇率を上げて、インフレを抑えるほうが重要だということで、戦略的に新しい7つの業種についてこれをサポートするような政策を5カ年計画の中で掲げています。4兆元の景気対策というのは内陸部の空港とか鉄道とか、そうした建設活動です。日本企業がメリットを受けたかという、建設機械ぐらいだったのかなと思いますが、こういう産業になりますと、やはり日本企業に対するメリットも出てくるだろうと思います。

それからもう一つ、5カ年計画の中に含まれている重要な要素が、低所得者向けの住宅建設があります。これは昨年までの5カ年計画よりもずっとパワーアップされていて、5カ年間で確か3,600か3,700万件の低所得者向けの家を建てるとしています。今年だけで1,000万件です。昨年までの5カ年計画が570万件でしたので、7割増になります。これだけで中国のGDPを1.3%押し上げる効果があります。これが今から年末にかけて加速してきますので、世界経済は減速ですが、中国は政府の支出によって支えられていくという面があると思います。

さらに、5カ年計画に乗じて、地方でもいろいろな建設のプロジェクトが出てきます。これは無駄なものも結構あると思います。そういう意味では将来の不良債権問題につながる面もあるとは思いますが、とりあえず景気にはサポートになります。来年の秋に共産党大会があつて、新しい政権ができるわけですが、それにあわせて中央政府の中からも人が選ばれたりするわけです。ですから将来の来年の新政権の中でのポスト争いの一環として地方でもそういう得点稼ぎとしての景気浮揚策プロジェクトが立ち上がってくるのが1年前の秋頃から出やすいということで、中国はそういう国内の財政出動によって、秋以降はむしろ世界経済が落ちる中でもしっかり世界を支えていくことになると思っています。それが欧米、日本にとってもプラスだと思います。ただ、金融市場が混乱していると、株が下がればそれだけでアメリカの景気も弱くなってしまいますので、中国のサポートを待っている余裕がなくなっているということだと思います。そういう意味では政策対応が非常に重要になるわけです。

(欧米のジャパナイゼーション)

最近ジャパナイゼーションという言葉が多く使われるようになりました。これはいろいろな意味がありますが、金融市場で言われるのはアメリカ、ヨーロッパが日本と同じような長期経済低迷、長期デフレに陥ってしまうのではないかとことです。結論から言いますと、アメリカはその可能性は大きくないが、ヨーロッパはその可能性は比較的あると思っています。日本のバブル後と、今の欧米が似ていると言われていています。アメリカも日本もバランスシート調整、つまり民間が処理できないほど借金を抱え込み過ぎていて、それが民間だけでは処理できなくなってきているということで、政府とか中央銀行のサポートが必要になっています。

ただ、日本のバブルあるいはバブル後と今のアメリカとの一番大きな違いは、過剰な借金を抱え込んで、それを一生懸命減らすバランスシート調整をしているのが、日本はかつて企業であり、今アメリカでは個人であることです。だからこそアメリカが簡単には日本型のデフレにはならないと思っています。違いは何かということですが、非常に大きく借金を抱え込んでしまいますと、例えば個人は給料、お金が手に入っても、まず借金を返すほうを優先します。これがバランスシート調整と呼ばれているものです。日本ですと企業が、利益が上がっても、設備投資ではなくて、借金返済にお金を回す。そうするとともに設備投資が弱くなったり、消費が弱くなったりします。ですからどっちも景気が弱くなるという点では同じですが、企業のバランスシート調整の場合は、

つまり生産活動、供給側、サプライサイドまで弱体化してしまうという問題があります。つまり単に景気が弱くなるだけではなくて、設備投資をできるだけしないと、設備はどんどん古くなっていき、新しい技術が生産活動に入らなくなって、イノベーションも起きにくくなってきます。経済の活力が落ちてきて、海外との競争力にも負けて、生産性上昇率も落ちてくる。それにあわせて賃金の上昇率も落ちて、物の値段は上がりにくくなってくる。つまり日本型のデフレというのは、個人が物を買わないからという需要側だけではなくて、この供給側が非常に弱体化してしまっています。

アメリカはそうではないわけですね。消費は弱いかもしれませんが、企業は非常に健全です。企業がバブルを起こしたというのは、2000年にかけてのところですね。ITバブルのとき。あれは企業のバブルとバブルの崩壊だったわけですが、今は家計のバブルとバブルの崩壊なわけですね。ですから企業は非常に健全です。とはいっても消費が弱ければ企業が設備投資をしないのではないか。それはそうかもしれませんが、アメリカの経済の構造も変わってきていて、アメリカ経済もかつてはアメリカが世界で一番大きかったわけですから、アメリカ経済が世界を動かしていたわけですが、今ではそうではなくなっているということです。特に新興国の経済の影響を受けやすくなってきている。さらに中国の経済の影響を受けやすくなってきているということになりますと、消費は弱くても輸出がしっかりしていればアメリカでは企業の設備投資がある程度出てきて、それが日本のように一気に競争力を失うということにはならないということでもあります。その点でいうと、重要なのは、中国が高い成長率を維持しているということと、ドルが安くなっていることだと思います。

ですから、日本型デフレに陥らないかぎりは、バランスシート調整が起こっているのが企業と家計という違いに加えて、さらにドル安が続くかどうかも重要です。日本の場合はバブル後基本的には円高がずっと続いていました。これがデフレの脱却を妨げてきたという面がありますが、アメリカはリーマンショック後、基本的にはかなりドル安が進んでいます。これも大きな違いではないかなと思いますので、アメリカは簡単には日本型デフレにはならないと思います。

しかしヨーロッパは似ている部分があります。家計だけじゃなくて企業もバランスシート調整をしています。最近でこそユーロは大分安くなっていますが、長い間ユーロはかなり強かった。それから不良債権問題の処理の仕方も大分違います。今、アメリカでは銀行に対して公的資金を注入したことをデモで批判されていますが、あれをやったことでアメリカでは大手の金融機関の問題はかなり短期間で処理ができたと思います。日本はやっぱモラルハザードです。できる限り民間には政府は介入しないというので、金融機関に公的資金は注入されましたけれども、かなりの部分は銀行のみずからの努力によって不良債権を処理してきた。

ヨーロッパもやっぱりそういう考えが根強いです。簡単には助けてはいけないという考えが根強いです。そうすると、それはやっぱり金融制度の健全性の観点からすると正しいかもしれませんが、問題解決までにかかなり時間がかかってしまうということです。その間経済が弱体化してしまうという面で言うと、政策対応を含めてみても、ヨーロッパは日本と似ているという面がありますので、今の金融不安は何とか乗り越えられると思いますが、経済の低迷はヨーロッパでは長く続きやすいと思います。ヨーロッパはまだインフレ率がかなり高く、2%前後です。でも、日本でもバブル崩壊からデフレに陥った。デフレに物価が完全にマイナスにトレンドに入っていたのは1998年ですから、バブル崩壊から9年ぐらいたっています。そこからすればヨーロッパも同じデフレに陥るリスクは十分あるのではないかと思います。

(米国家計ディレバレッジ(債務削減)は2015年ごろまで持続)

さて、アメリカですが、アメリカの政策対応とヨーロッパの政策対応は大分違います。ヨーロッパはしっかり問題解決に向けて対応していかななくてはならないと思います。しかしアメリカの政策対応はとりあえず時間稼ぎを

すればよいという面があります。というのは、個人の借金の問題、バランスシート調整ですが、着実に進んでいます。アメリカの個人の家計の債務残高を所得比で見ると、2007年以降確実に落ちてきています。長期的に見るとずっと上がるトレンドにありますが、その中でもこの2000年前後からは大分上に離れてしまって、トレンドラインから大きく乖離する形になっています。それが今戻ってきていまして、今のペースで下がりますと、このトレンドラインに戻るのが2015年ぐらいになります。

それから、もう1つ重要な指標が持ち家比率です。個人の家のうち、どれだけが持ち家なのか、どれだけが貸し家なのかです。家を持つ財力がない人まで借金して家を買ってしまったというのがアメリカのサブプライムローン問題だったわけです。それがもう持てなくなって、強制的に取り上げられて、フォークロージャーですね、競売にかけられたという中で持ち家比率が下がってきています。これも今のペースで下がりが続けますと、2000年あたりの元の水準に戻るのが2015年ぐらいですから、アメリカは2015年まで今のバランスシート調整が続きます。まだと言うべきなのか、もう2015年で解決するのか、とらえ方はいろいろあるかなと思います。あと4年ぐらいです。そこまで経済が失速しないように何とか助けていけば、バランスシート調整は終わります。もう少しでアメリカ経済が健全になってくるのであれば、時間稼ぎをすればいいことになります。とりえず財政政策は今機能していませんから、FRBが折に触れて金融緩和して、金融市場をなだめながら経済が失速しないように、株が大きく下がらないように、支えていくというのを何年かやっていくのではないかと思います。

(米国では株式と不動産に逆相関傾向)

では、今何をすればいいかということですが、アメリカはやっぱり株が重要で、株価を上げる必要があります。アメリカの地価の時価総額と株の時価総額の関係をみますと、日本だと株がすごく上がっているときは大体不動産価格も上がっているときで、下がっているときには両方とも下がっていますが、アメリカは違います。互い違う方向に動いている部分があります。ですから、アメリカ経済は強いという部分があります。先ほど申しましたが企業のバブル、株のバブルというのは、ITバブルのときがピークで、そこから崩れたのですが、株が崩れたときには今度は不動産価格が上がって、経済がサポートされています。今のように入産不況が続いたというのは80年代末から90年代初頭のときです。中小の金融機関がどんどんつぶれていったというのが十何年間続きました。10年以上続きましたが、でも株が上がって、個人が消費を増やすようになり、経済は比較的安定を維持していたということです。例えば93、94年などは銀行の破綻もまだ地方では続いていて、銀行の貸し出しは伸びなかったですが、それでも個人は株が上がったので消費が増えましたし、企業は銀行借入に依存せずにCP、社債などで資金を調達して、設備投資を拡大していきました。ですから不動産不況のときには株を上げるというのが実は非常に重要なアメリカでは政策になっていますので、FRB、特にバーナンキ議長は株を上げることを目指していると思います。

ではどうすればいいか。株を買うのが1つの方策です。日銀でさえ株を買っていますが、アメリカではFRBは株を法律で買えないことになっています。これは法律を変えれば変えられますが、今、議会上院は共和党が制して、共和党とFRB中央銀行との関係は非常に悪く、中央銀行をなくせという議論までありますから、今、法改正というのは難しいということになります。では、何ができるのか、やっぱり量的緩和が次のステップとしてあると思います。

(米国では長期金利の大幅低下が住宅市場を刺激)

9月の会合で決めたのがツイストオペ、あるいはオペレーションツイストと呼ばれるもので、中央銀行が持っているバランスシートの中で、より短期の証券を長期の証券にかえていこうとするものです。メリットは長期金利を下げるということです。アメリカ経済というのは長期金利の動きに非常に敏感な経済で、特に住宅

市場はそうです。さらに、RMBSなども償還分を追加で買い増すということで、かなり住宅を意識した政策が行われましたので、その効果が結構出ると思います。住宅ローン金利と借り換え指数の関係を見ますと、長期金利が下がると、それに合わせて住宅ローンの借りかえの件数が非常に増えています。つまり長期金利が大分下がると短期変動型から長期の固定型に借りかえることができます。ですからこれは個人の債務負担を減らしてその分消費を押し上げるような効果があるかもしれません。ただ、新規に住宅を買うわけではないですが、大体この借りかえ指数というのが新規の住宅ローンの借りる先行指標になります。

住宅ローン申請借り換え指数と新規借入指数の関係を見ますと、新規の借り入れが昨年からまたぐんと落ちてしまっています。まだまだ回復とは言えませんが、ここ数週間かなりのペースで戻ってきています。

ということで、長期金利の低下、これは一部には景気が悪いということもありますが、このオペレーションツイストの影響あるいはオペレーションツイストの期待で、金利が大きく下がってきた影響で、個人がようやくお金を借りて住宅を買うというところまで実はきています。この影響が今後出てくるのではないかと思います。ただちょっと時間がかかりまして、長期金利が下がって、住宅あるいは消費を増やすまで、数カ月から半年かかると思います。ですから主に長期金利が下がり始めたというのは7月ぐらいからですので、一番効果が出るのは来年の春ごろだと思います。ですからアメリカの長期金利がここまで下がりますと、ある程度消費、住宅は支えられるということで、中国と長期金利低下がアメリカ経済をある程度サポートしていった失速にはならないと思っています。

(金融市場と欧州問題)

しかしながら問題は金融市場をなだめなくてはいけないということです。これは欧州の問題です。欧州の問題で金融市場が混乱し、さらに株が下がればこういう効果が出てくるまでにアメリカ経済が失速する可能性があります。この点でいうと、このオペレーションツイストは地味な政策ではありますが、長期金利を押し下げることにも貢献し、アメリカ経済をそれなりにサポートする実効性のある政策と言えるかもしれません。しかし今重要なのは、金融市場をなだめる政策です。より派手な政策で、例えば昨年のQE2のようなものです。ただ、同じ手はなかなか使えません。では何をするかというと、実はQE3だと思います。QE3をやるといって、効果があるのか、それを受けてアメリカの株が大幅に上がるのかというと直感的には難しい感じがしますが、重要なのはヨーロッパの金融緩和とセットですということです。つまりアメリカの金融政策はもはやアメリカだけで完結しなくなっているということです。幾らアメリカ経済のために金融緩和しても、ヨーロッパの問題があつて株が下がれば結局アメリカの景気は弱くなってしまいますから、次のアメリカの一手はヨーロッパも視野に入れた、ヨーロッパの緩和策とセットの政策です。つまりアメリカの次の緩和策はどれだけヨーロッパの緩和策を引き出せるか、ここに重要性があると思います。

ヨーロッパ、ECBは、ちょっと態度は軟化してきていますが、まだ金融緩和というところに明確に踏み出すほどではありません。利下げも年内にはあると思います。一番早ければ今日あるとは思いますが、可能性はあまり高くないということです。例えばFRBが量的緩和をする。ECBも量的緩和的な政策をする。具体的には何かというと、国債をもっと買うということです。国債を買って、例えばイタリアの国債の金利を下げればそれを持っている金融機関の問題を小さくすることができるということです。ただそうするとECBが持っている資産が痛む可能性があるのです。二の足を踏んでいるわけです。買ってはいますけれども、だんだん勢いも落ちてきてしまっています。金融市場が落ち着いてきますと国債の買いを減らしています。でもそれではだめだと思います。ギリシャとか、イタリアとかスペインの国債をもっと大量に買わなくてはいけないと思います。しかも問題が起こった国だけではなくて、予防的に中核国の国債まで買うほうが効果的だと思います。例えばベルギーです

ね。今銀行の問題が出てきていることもあって、ベルギーの国債の利回りは上がってきています。3%前後だったと思います。ドイツが1.8%とかですからそれと比べれば結構高いです。中核国でありながらももう国債の金利が上がっているのは、やはりいろいろな問題を意識されているからです。特にベルギーは、エマージング向けの国債をいっぱい抱えている金融機関が多い国です。特に東欧などです。ですから、そういう欧州のエマージングの問題が起こったときには、一番傷つきやすいと意識されています。金融機関が傷つくと、例えば公的資金で救わなくてはいけないとなると、財政も悪化するということですから、中核国ですが、一番今微妙になってきているのがベルギーなどです。そういった国の国債も予防的に買うのが市場の安定化策としては非常に効果的だと思います。

それから今ECBは国債を買っていますが、一方で不胎化というのをやって、バランスシートが増えないようにしています。そういった政策もやめて、バランスシートをもっと増やしてしまう形で国債を借り入れることです。こうなるとまさに量的緩和です。ですからアメリカが量的緩和をすることによって、ECBの量的緩和を引き出すことです。日本はというと、日本はあまり関係ないですが、欧米が金融緩和、特に量的緩和で足並みをそろえるのであれば、日銀も加わると思います。日銀にとっては、非常に苦い経験がリーマンショックの後、2008年の10月ですが、G7が協調緩和に踏み切ったとき、日銀だけが加わらなかった。日本は金融危機の震源地ではないということでした。その結果として円高が非常に進んで、単独の金融緩和に追い込まれたという経緯があります。

そういった苦い経験も踏まえすと、今回は日銀がお願いして協調緩和に加わっていくということになるのではないかなと思います。ですから、QE3だと何となくインパクトがないような気がしますが、実はQE3だけじゃなくて、ヨーロッパの金融緩和等を引き出すことになりそうです。もしかしたらG7の協調緩和になってくると思います。そうすればやっぱりアメリカの株にも非常に効果的になると思っています。というような解決というか、着地点が年内にあるのではないかなと思っています。

(当面の欧州主要日程)

さらにヨーロッパのお話を進めていきます。実は今申し上げた金融緩和というのはもしかしたらギリシャのデフォルトとセットかもしれないという気もしています。当面の欧州の主要日程をみますと、しばらくは金融市場は安定しそうな感じです。ギリシャは今追加支援を受けないと11月にもデフォルトになってしまいますが、こちらは追加融資を受けられる方向だと思います。一番早ければこの10月17、18日のEU首脳会議あたりで決まると思います。そうでなくても10月末までには決まると思います。それから今日(10月6日)、ECBの政策委員会で、何らかの金融緩和策が出てきます。例えば1年ものの資金の供給とか、無制限の資金供給策などです。ゼロ回答はなく、金融緩和策が出てくると思います。それからギリシャの問題もとりあえず融資を受けて、すぐにデフォルトはないと思います。それから欧州対策として欧州安定化、ファシリティー、EFSFというのがありますが、その融資枠を拡大するとか、その資金を使って銀行に公的資金を注入できるようにするとか、いろいろな前向きな議論が出てくると思いますので、10月は金融市場が安定の月だと思っています。

ただ安定してしまうと、当局の危機感も薄れますので、政策対応も前に進まないということになってしまいます。つまり金融市場が大混乱したほうが政策は進みやすいと思います。予想外の政策が出ることによって、金融市場が劇的に改善することになります。過去の危機というのはやっぱりこういう繰り返したったと思います。

とりあえずギリシャはあと80億ユーロの融資をまもなく今月中には受けて、それによって11月までは資金繰りに目途が付きませんが、12月にまた次の山場を迎えます。12月19日だと思いますが、国債の償還日があります。1年、3年ありまして、次の第6回目の融資は80億ユーロですが、これでは十分足りないの、もう1回

融資を受けないと年を越えないということになります、それがまたうまくいかないという観測が出やすいと思います。タイミングとしては11月末にIMFなどによるギリシャ改革審査がありますが、これは、ギリシャ支援策が昨年決まってから3カ月ごとにギリシャの財政改革をしっかりとチェックすることになっています。これは欧州委員会とIMFとECBの3者で、トロイカと呼んでいます、トロイカでチェックして決めることになっています。今回はギリシャの財政削減目標が達成できないということで、融資が滞っています。でもこの辺はしようがないので出すと思いますが、11月末にまたギリシャは財政再建ができていないということで、追加融資が受けられないという不安が出やすいのはこちら辺のタイミングだと思うので、10月は安定ですが、11月の後半から12月の初めにかけてもう1回金融市場が動揺しやすいタイミングが来ると思います。それを受けて金融政策対応は進んでいくと思っています。

(欧州周縁国におけるデフォルトによる主要各国銀行の損失試算)

ギリシャがデフォルトになったらどうか。デフォルトといってもいろいろなタイプがあります。突然、ギリシャがもうお金を返せませんと手を挙げることは、起こりそうもないですね。起こるとすると、ほかの国、アメリカも中に入れてしようがないということで、ギリシャに対して債権を持っている人に一部あきらめてもらうような、事前調整型、秩序立った、計画的なデフォルトです。デフォルトの定義もともとありませんので、当局者は最後までデフォルトではないと説明するかもしれませんが、事実上のデフォルトは起こる可能性は比較的高いと思います。というのは、救済策はやっぱりドイツがかなり譲歩しなくてはいけないですが、ドイツが譲歩する交換条件として言っているのは、民間の投資家の人が持っているギリシャ向けの債権の損失放棄です。ヘアカット、この比率を50%ぐらいまで上げろと言っています。今まで議論されているのが20%ちょっとです、もっと民間の人が損する形であればドイツも譲歩して、救済策を進めてもいいと言っています。こちら辺が落ち着きどころなのかなと思います。5割を失うとなると、定義はないとはいえ、やっぱり事実上のデフォルトだと思います。

ギリシャがデフォルトになっても大丈夫かという、ギリシャのデフォルトだけであれば何とかかなと思っています。

ある国がデフォルトになると、主要国の銀行の資本がどれだけ失われるかという単純な計算をしてみました。例えばギリシャ、このギリシャのデフォルトも8割損失というすごく悲観的な前提です。例えばいきなりユーロから離脱するといった秩序立っていないデフォルトを想定していますが、現実味はあまりないと思います。その場合は何が起こるかということですが、一番被害を受けるのはフランスの銀行でして、銀行の資本の6%がなくなります。自己資本比率が6%下がるわけではないです。それを公的資金で穴埋めしようとしますと、GDPの1.8%のお金が必要なので、日本に置きかえますと大体七、八兆円ぐらいのお金を注入する必要があります。大騒ぎだとは思いますが、何とか対応は可能かもしれないということです。一方ドイツは、ギリシャ向けのアセットはそんなに持っていませんので、影響が小さいです。フランスが高い数字を持っています。ですからギリシャの問題が一番及びやすいのは昨今も話題になっているフランスと一部ベルギーの銀行ということになります。日本とかアメリカもエクスポージャーはすごく小さいです。例えば日本の銀行が持っているギリシャ向けの債権というのは国債だけではなくて、いろいろな債権です。ギリシャの銀行向けとか、ギリシャの企業向けとかも含めてですが、12億ドル、1,000億円ぐらいということです。アメリカも小さいです。

ところが、フランスの銀行がダメージを受けると、フランスの銀行向けの債権はほぼアメリカの銀行ですとかMMFなどは持っているわけです。フランスの銀行の対外債務のうち、4割がアメリカの金融機関が持っている計算になります。ですからここでヨーロッパとアメリカが連動することになります。つまりギリシャ問題がくすぶると、フランスの銀行問題が出てきて、例えば金融株が下がる、銀行株が下がる。そうすると、アメリカの株も

相当、銀行株も下がりましたけれども、下がるということが起こってしまいます。そうすると日本の金融株も下がります。それからアメリカの株が下がれば円高になりやすいということで、回り回ってギリシャの問題がギリシャ、フランス、アメリカと来て、日本にも回ってくるということですから、ギリシャのデフォルトというのは日本にとって関係ない話ではないです。直接的にギリシャの経済に依存しているギリシャの国債を持っているわけではありませんが、今言ったような経路で日本にも影響が出てくるということです。でもギリシャだけにとどまるのであれば何とか対応可能ですが、これが例えばポルトガル、アイルランドも同じようにデフォルトになると、今度はフランスではなくてドイツとか、ベルギーの銀行が、エクスポージャーが大きいということです。例えばドイツについて言いますと、3カ国がデフォルトになってしまいますと、ドイツの銀行の資本の3分の1が飛んでしまいます。それを公的資金で穴埋めしようとするすると、GDPの5%、日本でいうと25兆円ぐらいが必要です。これは簡単には捻出できないということになります。さらに、ここまで考える必要はないようにも思いますが、スペイン、イタリアもデフォルトになってしまうということになりますと、ドイツの銀行の資本が全部なくなることになります。それを公的資金で穴埋めしようとするすると、GDPの16%ですから、70兆円とか80兆円とかのお金を捻出しなければいけない。これは大変な話です。フランスなどではGDPの4分の1が飛んでしまうということになってしまっていて、現実的ではないだろうということです。

何を申し上げたいかという、ギリシャのデフォルトはギリシャのデフォルトでとどまるのであれば何とかマネジメント可能ではないかなと思います。デフォルトが悪いわけではなくて、もうここまで来ればデフォルトにしてギリシャの国債を持っている債権者に少し損失をしてもらうことによって、ギリシャの借金の返済能力を高めるのも1つの政策なわけです。やはりそういった選択がされるのではないかなと思います。先ほど申しましたように、デフォルトという定義はありませんので、デフォルトではないと当局者は言い続けるかもしれませんが、事実上のデフォルトに近いものがやっぱり起こってくるという可能性は年内にも十分あるのではないかなと思います。ただ問題はそれがほかの国に波及、コンテージョンと最近よく言われますが、波及伝播してしまうとすごく大変なことになるので、重要なのはギリシャをデフォルトさせるのは簡単ですが、ギリシャのデフォルトをほかの国に及ばないように、ほかの国にも金融市場でもデフォルト懸念からどんどん国債が売られるということにならないように抑えていく、こっちのほうは難しいです。ですからデフォルトさせると決めたときには、コンテージョン、ほかの国への波及を防ぐような二重、三重の仕組みをしっかりと周到に準備してからやるということなると思います。

(グローバル金融市場安定回復をもたらす三つの施策)

ギリシャのデフォルトを覚悟にしたとき、私は3つの政策が同時にされると思います。タイミングとしては11月下旬ぐらいから金融市場が大混乱してきて、デフォルトの期限が12月の中旬、下旬にありますので、そこまでの間に次のような政策が行われると思います。

1つは先ほど申しました協調緩和策です。場合によってはFRBとか日銀がEFSF債を買うとか、イタリアの国債を買うということをやると、非常に協調的な印象になります。

二つは、ヨーロッパ側の働きとしては欧州安定化ファシリティの融資枠拡大です。今まで議論されているところだと4,400億ユーロを融資ということですが、これは例えばイタリアとかスペインの国債がすごく暴落して、自力で国債の資金調達ができなくなった場合には、あと2年間イタリア、スペインをもたせることはできない金額です。ですから例えば2兆ユーロに増やせとかそういう議論が出てきているわけです。そうすると、ギリシャがデフォルトになっても、もしイタリアとかスペインの市場がすごく混乱して、自力で国が資金調達できなくなっても、お金が準備されていると思えば市場は攻撃をしなくなります。これがEFSFの融資枠拡大です。ただ、根

本的な問題解決ではなく、波及しないというセーフティーネットみたいなものです。あと銀行への融資、増資を例えばEFSFが支援するとかいうのも根本的な解決ではないと思います。もう少し、根本的な解決としては、ユーロ共同債というのがあるのかなと思います。今、各国がそれぞれ出している国債をみんなで発行することになれば、つまりギリシャが発行してもドイツの国の信用が入ってきますので、金利が低くなります。今EFSF債で似たようなことが既に行われていますが、例えばギリシャの10年債は今20%ですけれども、それが3%台に下がります。ギリシャは救われなくてもいいかもしれませんが、例えばイタリアが6%台の金利が3%台に下がると、これだけで銀行システムは大分助かるということになります。ただそうすると勝手に国債をどんどん発行されてしまうということで、ドイツは嫌がっているわけですが、これはかなり根本的な解決に近いと思っています。年内にこれが合意される可能性は小さいと思いますが、来年以降であれば十分あり得ると思います。

3つ目、重要なのは新興国ということですが、例えば中国とかブラジルが、イタリアの国債を買う、EFSF債を買うということになれば、かなり助けになると思います。先般のG20でも実は事前に中国がほかの新興国に呼びかけて欧州の国債を買うというパッケージをまとめようとしていたという動きがあったと報じられていますが、実際は、それはなかったです。なぜかというと、新興国による支援といっても新興国のソブリン・ウエルス・ファンドの投資ということですから、単純な国債支援じゃなくて、投資なわけです。もうからなければいけないわけです。イタリアの国債を買った途端にギリシャのデフォルトの影響が波及してきてイタリアの国債が暴落したら、もう大損になってしまうということですから、まず欧州サイドがしっかりこういった政策を打ち出すという裏づけがないと怖くて買えないわけです。逆に言うと裏づけがあるのであれば、インサイダーではありませんが買えば絶対すごくもうかるということですから、実はこの2つはセットで行われる可能性が高いということです。それとギリシャのデフォルトが起こっても波及しないように3つの政策がついています。

そうすると、私はこの1、2、3がギリシャの実質上のデフォルトとセットで準備しておいて、出てくるのではないかと思います。これが3つ揃うと、すごいインパクトがあります。株は大暴騰となりますので。私はそのシナリオは結構高いのではないかなと思っています。ですからしばらくは、マーケットは小康状態ですが、11月下旬に近づいてまた混乱して、再びギリシャのデフォルト懸念が出てきて、そこで事実上のギリシャのデフォルトという方向に各国が動いていって、それがほかの国にコンテージョンしないような仕組みとして3つの政策を同時に準備しておいてぱっと出すと思います。それによって金融市場は劇的な改善を見せる可能性があると思っています。ただそういった政策が動くためには、もう1回金融市場が混乱しないと政策も動かないということになります。先ほど申しましたように、過去の例を見ても、金融市場がすごく混乱して予想外の政策が出てきて、金融市場が大幅に戻るということになります。今回についてもそうなりやすいという意味で、年内にはとりあえずの決着が一たん見えるのではないかなと思います。もちろんそれが終わっても欧州の構造問題がまだまだ残りますし、ソブリン問題が解消されたとしても、従来の伝統的な不良債権問題、つまり企業とか個人に対する貸し出しの焦げつきといった問題は、まだまだ問題解決はこれからですから、そういう意味では日本と似たような道を欧州はたどるだろうと思っていますが、今の金融市場の大混乱はとりあえず終息に向かうと思っています。

2 大震災後の日本経済の回復プロセス

(大震災後の日本経済)

先ほど申しましたが、今欧米のことを考えると、日本は非常にまともな国に見えてくるということです。デモもないですし、新政権になって政治もやや安定してきましたし、経済も比較的安定しているということです。株だけが残念ながら下がっています。

震災の影響もあって4～6月期は大幅マイナスですが、この7—9月期はすごく高いプラスになったと思います。これだけ世界経済が傾いているのに日本だけこんなに高い成長になるわけがないと思われるかもしれませんが。これは震災の影響です。

1つは車の生産です。特に5月以降は震災によるサプライチェーンの混乱が急速に解消されて、特に自動車の生産がすごく戻っています。自動車の生産というのは震災前を100としますと、5月の半ばまでは生産稼働率が50%ぐらい、それが9月に100%です。GDPに占める自動車の比率は2%ぐらいありますから100%自動車の生産が増えると、それだけでGDP全体を2%ぐらい押し上げるという効果があります。それが7-9月にも集中したとしますと、年率換算すると4倍強ですから8%ぐらいです。つまり自動車の生産がサプライチェーンの問題が解消されて戻るだけで、非常に高い成長になります。これが高成長の秘密です。ただそれはだんだん薄れてきて、この10—12月期は生産活動の正常化という動きも少しおさまってきますので、成長率が下がると思います。

2つ目の要因は、夏場に個人消費が予想外に非常に強かったことです。震災で消費が非常に弱いという見方が強かったですが、いわゆる自粛というのは目立って見られなかった。これは非常にポジティブサプライズだったと思います。一方で季節性商品、例えばエアコン、クールビズ関連、あと薄型テレビが、7月の地デジへの完全移行前ということもあって、6月、7月は予想外に消費が強かったです。

ただ、それが、8月以降生産の正常化が一巡してきていること、消費の増加の反動減が出てきています。

3つ目の要因は、輸出が減速し、株が下がる、円高が進むという外部環境の悪化が進んでいます。

この3つの要因が重なってきていますので、今後日本の経済は勢いが確かに失われてきています。

来年の1—3期に入りますと、3次補正がおそらく出てくる。低姿勢の野田政権のもとで、11月にも3次補正は成立すると、年明けにはその効果が出てきます。ただ、この10—12月期は、生産の正常化の勢いも落ちてきているし、一方で補正の影響もまだ出てこないという一種エアポケットになると思います。

だから成長の勢いは落ちてしまうと思いますが、それでも例えばゼロ成長とか、そんな感じにはならないと思います。なぜかという、自動車の増産というのがあるからです。これは後のほうでお話しますので、一たん話は進めさせていただきます。

(杞憂に終わった震災直後の「悲観論」)

震災後はすごく悲観論が横行しましたが、どれも当てはまらなかったのかなと思います。例えば今申し上げました「深刻な消費の自粛が長く続く」と言われていましたが、これもなかった。「企業が大リストラをする」と言われていましたが、これもなかったです。今、失業率は4.3%と震災前よりも低い水準まで下がってきていますが、賃金などもむしろ改善してきていますので、震災は労働市場にはほとんど影響がなかったということです。したがって、夏場の消費の増加の反動減はありましたが、そんなに消費が弱いわけではないということです。あと「原発事故で日本の社会が大変になる」とか、「夏の電力不足の問題で景気が二番底になる」という見方もありましたが、そんなことはありませんでした。それから「貿易赤字が定着する」とか、「経常赤字になる」と言われていましたが、これもありませんでした。海外の人は「震災で円安になってくれると株が上がる」という期待を持った人がいましたが、これも大外れです。震災直後に言われていたこういう悲観的な見方は、ある意味何一つ当たらなかったですが、逆にポジティブサプライズはあったと思います。それがサプライチェーンの混乱が予想外に早く終息したことと、被災地での消費が意外と強かったとの2つです。(東北地域の個人消費は堅調)

被災地ほど消費が強いという現象が起こっています。例えば6月、7月は全国の百貨店販売はプラスの0.1、

マイナス0.4とほぼ横ばいですが、東北地区の百貨店はプラスの4.6、プラスの4.2と非常に強いです。仙台だけで見ますとプラスの14.1、プラスの7.7と非常に強いです。阪神大震災のときは阪神地域の消費は非常に弱かったですので、それと比べると予想外です。これはなぜかと考えますと、1つは被災された方の一種の復興需要です。復興需要というのは政府が補正をつけないと出てこないものだと思っていましたが、いわゆる民間レベルでの復興需要が消費者レベルで出てきているということです。例えばお金の余裕がある方は被災された沿岸部からちょっと内陸部に入って、仙台市内で高級マンションを買うという動きも非常に強まったと言われています。あと、服、家具、自動車を買っているという被災された方の復興需要があります。それから復興関連で働いている人の需要というのがやっぱりあると思います。大量の人が、建設関連の人が東北地区に集まっていて、そういった人が物を買っています。私も被災地に5月と7月に行ったんですが、特に7月に行ったときに目についたのは、沿岸部の三陸沖の道沿いに中古車販売がすごく並んでいました。販売といっても単に車を並べておくだけですけれども、これも5月に行ったときには全然なかったんですが、7月に行ったときには非常に増えていました。やはり車がないと生活できないと、中古車市場が非常に増えている。それから、コンビニが非常に増えている。震災前ですと、例えば南三陸町に住んでいる方は車で45分ぐらい走って気仙沼のイオンまで行かないと日用品がなかなか買えなかった人が、コンビニが非常に増えているので、日常製品はそこで賄うようになっています。そういう需要があるからコンビニができますし、コンビニができることによって、新たな需要もおそらくできているということだと思います。

それから3番目が観光客ですね。海外からの観光客は戻っていませんが、国内観光客はおそらく東北地区にかなり出たと思っています。特にこの夏場ですね。私が行ったときもちょうど仙台で祭りをやっていたので、ホテルもとれないですし、客足は当初5万人を予想していたところが13万人集まったと言われていました。そういった人たちが仙台で、平泉で、あるいは東北地区で、お金を使って、つまり現地にお金を落とすことによって被災地を救うといった意識が非常に強かったと思います。阪神大震災のときは確かに自粛だったんですが、今回は消費をすることによって、あるいは被災地の物を買う、被災地に行ってお金を使うことによって、被災地の経済、被災者の方を助けるという意識が強かったといったあたりが、この被災地の消費の拡大につながっていったと思います。少しもう勢いは落ちてきていますけれども、例えば薄型テレビの駆け込みの反動のように、一気にしぼむわけではないということです。こういう点も考えると日本の今の景気の戻りというのは震災の影響もあってやや内需に支えられているという面があるように思います。

(自動車メーカー各社の増産体制強化)

もう1つ日本の景気を支えているのが、生産活動の正常化が一巡してきたと申しましたが、自動車についてはまさに10月から増産が本格化してきています。これだけ世界経済の見通しが厳しくなる中で、なぜ増産なのかということですが、1つはサプライチェーンの問題もあって、今年の上期に生産のレベルがすごく落ちてしまったので、それを取り戻すことと、車の供給がされないのを買いたくても買えなかった潜在的な需要に応えることです。つまりヨタ車が出てくるのを、生産されて供給されるのを待っていてくれる人がいるということです。海外にいるかどうかはわかりませんが、国内にはいるということです。10月からむしろ増産体制を本格化させる計画です。つまり50%まで落ちた操業率を100%まで9月にほぼ戻したんですが、ここから来年にかけては120とか、125%まで拡大させるのではないかなと思います。無謀という見方もあると思いますが、実は買ってくれるという確信があるだけではなくて在庫の水準が非常に低いです。自動車の在庫率でみると、過去の平均よりも10%ぐらい低い。製造業全体でいうと、過去の平均よりも高いので、在庫を積み増す必要はないですが、自動車についてはサプライチェーンの問題で、在庫がすごく低くなってしまいましたので、これをつくっていくと

いう動きがあります。

(国内自動車生産見通しとその経済効果)

そうするとそれだけで生産を押し上げます。国内の自動車の生産は、来年の1—3まで増産体制だとしますと、自動車の生産増加だけで1.1%、年率換算でGDPが押し上げられるということになります。これに合わせて自動車の部品メーカーも増産しますし、それから期間労働者、期間従業員の雇用も進みますから、そうするとまた消費にもプラスといういろいろな波及効果も含めばもっと大きいはずですね。ですから補正予算が出てくる前のエアポケットの段階ですが、自動車の増産がそれを助けるということで、日本経済はやっぱり失速はないということだと思います。補正予算が出てくるタイミングが仮に遅れたとしても、来年の第1四半期もこの自動車の増産が続くという見通しですから、景気はサポートされます。来年、年度明けになりますと今度は自動車の増産も一巡してくると思いますが、そのときには補正予算が出てくるということで、日本はちょうど世界経済が弱くて輸出環境が弱い世界経済のマイナスの影響を受けやすいのはこの10—12月期と、1—3月期と来年の4—6月期だと思いますが、ちょうどそのときに、自動車の増産と補正予算が入れかわり出てくれることによって景気をサポートしてくれます。ですからアメリカ、ヨーロッパよりもずっと日本の経済の安定性は高いのではないかなと思っています。

(わが国の財政政策:3次補正の効果)

最後に、財政政策の話だけをさせていただきたいと思います。3次補正の影響はかなり大きく、2012年度の成長率を1.2%ぐらい押し上げます。ただ一方で、子ども手当を抜本的に見直すなど、歳出削減がされます。それから臨時増税があります。これも野田政権は大増税政権だとか言われていますが、実際に政権が始まりますとあまり無理に増税をするというよりは民主党内で理解が得られるように増税規模をむしろ圧縮する方向に向かっています。その結果として、GDP成長率のオフサイン効果というのは非常に小さいです。ですから2012年度について見ますと、合計で1%ぐらいプラスの効果があると思います。ですから繰り返しになりますが、アメリカ、ヨーロッパなどと比べると大分日本の経済は安定していると思います。それが株式市場にすぐに反映され、金利に反映されるというわけではありませんが、先ほど申し上げたような欧州では積極的な対応、3つの政策対応が行われて、金融市場が安定を取り戻したときには、希望的観測も込めればこういった日本の強さみたいなものが金融市場でももう一度見直され、株が上がる、金利が上がるという方向に反映されると思っています。

ただ13年度以降は少し成長率が落ちてくることを覚悟しなくてはならないと思います。補正の影響は比較的短期ですから、その後は少し落ちてきます。特に13年というのは世界的に見ても少し端境期になります。12年というのは60年に一度選挙が集中する年ですから、いろいろな新興国で財政出動が出てくると最初に申し上げたと思います。でも、政権交代は12年ですから、13年以降は少しずつそういった効果も薄れてきます。

(日本経済の今後の展望)

3年目のジククスと私は呼んでいますが、過去2回の大震災、阪神大震災、関東大震災のときの例を見ましても、震災が起こった年からちょうど3年後に成長率が大きく落ちます。ですから今に直すと2014年ということになります。ですから2013年から4年というのはやっぱり成長率が内外ともに落ちやすく、それからいろいろな節目もあります。例えば13年はBasel3の移行期導入が始まります。あるいはアメリカFRBが2013年の半ばまでは利上げをしませんと言っていますので、2013年の半ば以降は利上げをする可能性があります。それから欧州で言いますと、今の欧州安定化ファシリティー、EFSFが、ESMという機関に変わるのが2013年の半ばです。そうしますともう少し金融市場、投資家に厳しい政策がとられやすくなっていくということで、12

年というのは今の危機を乗り越えれば、比較的いい材料はあるのではないかなと思います。世界的にいうと、新興国が財政で支えるということがあると思いますが、13年、特に半ばから14年にかけてはもう1回成長率が落ちてくる。そのときに日本は再びデフレが強まるかどうかというのは今の時点では何とも言えません。重要なのは、こういった一時的な財政出動がもっと民間に波及するようないい政策が野田政権のもとでとられていくかどうかという点と、あともう一つはやっぱり中国だと思います。日本も独自でデフレを一気に克服できるような力はあまりないと思いますが、例えば空洞化対策がしっかり進むということに加えまして、中国が高い成長を続け、さらに人民元を切り上げていってくれれば、日本に輸入される中国の製品の値段も上がってきますから、デフレ圧力を緩和してくれると思います。やや他力本願的ですが、いい政策と中国の助けがあれば3年目のジンクスはありますが、そんなに大きな落ち込みにはならないと思います。ただ一番おそろしく景況感がいいだろうというのは、このギリシャのデフォルトとともに政策対応も打たれて金融市場が劇的な改善をすると期待される11月か12月からです。それからアメリカの長期金利の低下の効果が一番アメリカの経済をサポートしやすい来年の春です。この間が、非常に景況感がいいと思います。その後はやっぱり13年の後半から14年にかけては、少し世界的にもまたちょっと落ちてくるという時期に差しかかかっていくのではないかなと思っています。

【質問者】 先ほど先生が、欧州共同債を発行するというのが2番目として出てきて、かなり強力な政策だと言われましたが、ただ今のユーロの根本的なシステム上の弱点というか、通貨政策は統一されているが、財政は各国ばらばらで、要は交付金がない地方みたいなところがあります。この問題というのは今後どうなるとお考えですか。

【木内】 ユーロが存続するのであれば、財政政策も統合が進んでいくということだと思いますし、EU、ユーロの中で統一された財務省をつくってというのもドイツの考えはサポートしています。ただこれは相当時間がかかる話だと思います。例えばギリシャの問題の根本にあるのはギリシャの経済が競争力を失ってしまって、それはユーロに根差していますから、ユーロの本質的な問題を解決する策はやっぱりユーロをなくすことだと思いますが、それをしないのであれば結果的には大量なお金のトランスファーが必要になってくるということです。ただそれは財政が統一されなくてはいけないわけですが、そこまでには非常に時間がかかるので、そこまでの中継ぎではありませんが、ユーロ共同債というのがあるのではないかなと思います。

ドイツなどの主張は財政政策が統一されてからでないと、ギリシャが勝手に国債をいっぱい発行して、迷惑がかかってしまうということですが、それを待っていたらもう間に合わないと思います。共同債の場合は結局、今10年債で1.8%ですかね。金利を調達するドイツが例えば3%台で調達しなくてはなりません。ですからドイツにとっては負担ですけれども、直接地方交付税や交付金のように、東京から取って北海道に渡すみたいに、ドイツから取ってギリシャに渡すとすれば、それよりは国民としては受け入れられやすいと思います。どれだけ自分が負担しているかは見えないわけです。という面でいうと、現実的な対応ではないと思います。ただ、本質的には目指すところは財政の統一ですが、それは政治統合に等しいので、それはすごく時間がかかることではないかなと思います。ユーロ共同債もドイツは反対していますが、だんだん支持が広まってきていることも確かですね。例えばベルギーとか、フランスとかもそうですね。ドイツの中でも例えば野党SPDとか賛成しているとか、それから欧州委員会では法律をつくる動きも見せているとかですね。年内にというのはちょっと難しいかもしれませんが、年内の対策の次のステップとしてはあり得るのかなと思います。

本来的には、ドイツというのはモラルハザードを避けたいので簡単に支援しないというスタンスですけれども、

ユーロ自体がもうモラルハザードのかたまりだったということを考えると、10年前にユーロをつくったときにその覚悟は当然していただろうと思います。今になってユーロ共同債をつくったらギリシャが勝手に国債を発行してモラルハザードが起こるといのも私としてはおかしいと思います。ただそれもドイツのユーロを作ったときの政治家と今の政治家が代わってしまって、作ったときはコールさんで、それはドイツが多少犠牲になっても欧州統合のためにやろう、欧州の平和のためにやろうということだったわけですが、メルケルさんは東ドイツの出身者でもあって、戦争のときに例えばドイツがナチスの問題でほかの国に迷惑をかけたという教育はされていない人なので、そういう政治家の世代もかわってしまったので、よりドイツとしては厳しい対応になっているということだとは思いますが。ただもう最終的にはそういった施策しかないと思うので、私はユーロ共同債というのはどこかにつくられていくのではないかなと思います。全部が一気に共同債ではないのかもしれませんが、部分的につくられていって、それがだんだん財政の統合というところに時間をかけて向かっていくという流れが一応メインだと思います。悪いシナリオとしてはもちろんユーロが崩壊するとかあるかもしれませんが、メインシナリオとしてはとりあえずこういう策をとった上で統合を深めていくという方向ではないかなと思っています。

— 了 —

(木内登英氏の経歴等)

1987年 早稲田大学政治経済学部経済学科卒業。同年野村総合研究所入社(経済調査部)、88年野村証券投資調査部出向、90年野村総合研究所ドイツ出向、94年同研究所経済調査部、96年同研究所アメリカ出向、02年同研究所日本経済研究室長、04年野村証券金融経済研究所へ転籍・経済調査部次長、07年同経済調査部長兼チーフエコノミストに就任し、現在に至る。

・その間、内閣府所管経済企画協会のフォーキャスト調査の民間エコノミストメンバー、テレビ東京のワールドビジネスサテライトでコメンテーター等、多方面で活躍。日経ヴェリタスの人気エコノミスト部門ランキングで常に第一位と不動の人気。

・フランクフルトに4年間、ニューヨークに6年間勤務した海外経験を生かしたグローバルな視点から日本経済・金融の動向を分析。