

## 第13回経済金融研究会

### 「世界経済情勢と為替相場の展望」

講師：保科雅之氏（岡三証券 グローバル金融調査部長 チーフ・エコノミスト）

平成26年10月8日

#### 1 はじめに

ただいまご紹介いただきました、岡三証券グローバル金融調査部の保科と申します。

本日は、このような名誉ある席でお話をさせていただく機会をくださいまして、まことにありがとうございます。また、たくさんの方がご多用にもかかわらずお越しくくださったことにまことに感謝申し上げます。そういう状況でせっかくいらしてくださったからには、私としてもできれば何らかの参考になるようなお話ができればなと思っている次第でございます。

本日はタイトルのとおり、世界経済情勢と為替相場ということでお話し申し上げます。若干私のやってきた調査のキャリアを申し上げますと、一番最初は外国株から入りまして、次に債券をやって、その次に今度はエマージングをやって、その後為替をやり出して、為替が一番長いんですかね。そういうことで、結構あっちこちの国に行ったり、なかなか普通の人が行けないようなちょっと変わったところに行ったりという機会をつくっていただきまして、そういう経験も踏まえて今日はお話しさせていただけたらと思います。

#### 2 IMFの改訂経済見通し

日本経済の話をはかなりウエートをとってお話しをさせていただきますが、ただ、それを語るにも、どうしても海外の経済との関係というのも、これだけグローバル化が進んでくると考えないわけにもいかないということで、最初に海外から見ていって、日本、それで為替相場というところでお話を申し上げたいと思います。

ご存じのとおり、今朝ちょうどIMFが改訂の経済見通しを出しました。全体的には下方修正をされて、それを嫌気して、昨日はニューヨーク・ダウは200ドル以上の下げを演じたとされております。

ただ、IMFの見通しは、はっきり申し上げてしまうと、いろいろなところを集計して最終的につくるものですから、マーケット的には先行性というのはあまりないわけで、私はちょっと取って付けたような理由だなと思います。ただ、もしかしたらその中に、やはりアメリカの量的な金融緩和の解除とか、あるいはヨーロッパと日本の経済の先行きとか、そういったところを懸念している動きがあるかもしれません。

今、ちょうど日本経済を見通しするときに、我々こうやって予測をする立場の人間から申しますと、非常にやりにくいときなんです。やりにくいときというのは、ニーズがあるときだとは思いますが、要はそこそこ消費税増税の影響を乗り越えて、何とか回復はしていこうという見通しを変えようかどうしようか、もうちょっと弱くしようかと悩んでいらっしゃるか、結論を変えつつあるか、そういうところの人が結構多いのではないかと察します。私は何とか乗り越えるんだらうけれども、まだこれからもうちょっと今より冷え込む時期が来るのではないかなと思っております。

そういった意味では、今年の後半は少し、特にここ2週間から3週間というのは、それなりの波乱っぽいものが

あって、それを何とか乗り越えていくような形になるかと思います。そのテンポはやはり引き続き緩やかにならざるを得ないということだと思います。

今回、残念ながらIMFの世界経済見通しが変わってしまったんですが、これは全体的に下方修正され、アメリカだけここに出ている中では上方修正をされています。

私が申し上げたいのは、日本が今回1.6%から0.9%に改訂をされました。2013年の1.5%から0.9%になって0.8%になる。そういう国は日本と中国なわけであります。そういう意味では日本は消費増税、中国は今、経済の改革を進めていて、少し今までのようにただ需要をどーんとつけるようなやり方から変えようとしています。その結果、多少高成長から成長率が落ちるのを容認するという、それぞれ違った要因ですけれども、何が申し上げたいかというと、成長率がやはり下を向くのは日本と中国だということだけお話し申し上げたいと思います。

### 3 マインド面から

そういったことを踏まえて、景気を語るには、人間が営んでいるものですから、当然気持ちの面をまず最初にお話し申し上げたいと思います。

そこで、一番最初に、エコミックサプライズ指数についてお話しします。アメリカ以外ではよく景気指標が出ると思われ、予想より良かった、悪かったという言い方をしますが、予想より良いのが多い場合はプラス圏で、マイナスの場合は予想を下回った指標が多くなるわけです。つまり今は、アメリカを除くと予想を下回っている指標が多いということで、心理的にあまり明るくないということがまずひとつ言えます。

そこでまず、一番最初に懸念しなければいけないのは、大暴落みたいなものです。最初に経済が悪くなるよりは、株のほうから崩れると思いますので、そういうことがあり得るかどうかにについて、私が結構参考にしていてバブル崩壊の指標みたいなものをご披露させていただこうと思います。サザビーズというアメリカのオークションの会社は、ゴッホの絵とかで値段を言っていて、一番高い値段を言った人にそれを売るということをやっています。この会社がもうかるときは、骨董品とか芸術品とかを皆さんが高く買ってくださいるときです。それはどういうときかというと、やはりお金がたくさん、うじゃうじゃ余っているときと言って過言ではないと思います。

過去、この会社の株価を見ると、山が4つほどあるわけです。88年から見てみると、一番最初の山は、日本のバブルが崩壊するちょっと前にピークを打っている。2番目はアメリカのITバブル、3番目がリーマン・ショックとかサブプライム問題等のところ。リーマン・ショックがあったところ。4番目は、これは新興国なのかコモディティなのか、そういったことで山を形成しております。

この会社の株価が、これまでの経験で言うと、25ドルを完全に割れてしまうと、過去のケースは必ずバブルと呼ばれるものが崩壊をしているんですね。ところがリーマン・ショックの後、3番とか4番の後というのは、1回上がったから下がっても、そこから底割れしないで済んでいるので、リーマン・ショック以降はヨーロッパの債務危機とかいろいろあったわりにはパニック的な状況には陥っていない。それは、この会社の株価が何とか25から30ドルの間で踏みとどまっているからだということも言えるかと思うんです。

株価チャートを2007年から最近だけ見ると、これは単なる偶然かもしれませんが、それなりにこの会社の株価が下がったところを見ると、一番最初はリーマンの後、QE1というのが行われましたときで、その後QE2、QE

3、それからECBの3年物のオペレーションは全て30ドル前後で起こっています。偶然だとは思いますが、このあたりで政策がとられたということから、致命的なことに至っていないということでもあります。

昨日現在の同社の株価は、37ドル18セントですので、そういった意味では、この会社の株価が30ドルの前半になって、30ドルを割って、25ドルを割れてしまう、そういったところを私としてはひとつの参考指標として注意をしていきたいと思っています。今は一時と比べると少し下がっていますが、35ドル以上のところでは結構踏みとどまっている、こういう状況にありますよということだけお話し申し上げたいと思います。

#### 4 量的緩和解除から利上げに向かうアメリカ

マインドの話はこの辺にして、そろそろ実体経済のほうに入っていきます。まずアメリカのお話をさせていただきます。

(リーマンショックの後遺症からようやく離脱へ)

アメリカは、一言でいうとプラス材料とマイナス材料があって、プラスはやはりリーマン・ショック時に起こったいろいろな後遺症から一応抜け出しつつあるということです。そういう流れにあることがプラス材料であり、マイナス材料があるとしたら、量的緩和政策が終わって、来年あたりから利上げに転じると言われていることです。こういう状況で、その影響がどう出るか、このあたりからまずお話し申し上げたいと思います。

後遺症からの離脱ということで、申し上げますと、結局これは日本のバブルでもそうだったんですが、バブルの崩壊の多くの形は、やはり過剰な信用です。貸し出しのし過ぎ、あるいは借り入れのし過ぎ、それによって不良債権が発生して、金融システムが傷んで、多くの人が、いわゆるバランスシート調整と言われているような、負債を少し圧縮したりするという動きに出るということでもあります。

アメリカでも当然、今回は住宅バブルの崩壊というところから起こっていて、やはり貸し出しが相当厳しくなったということで、いわゆるクレジットランチと呼ばれる貸し渋り状態がひどくなっているということです。最近、元FRB議長のバーナンキさんが、彼自身もついこの間、住宅を借りかえようとしたらできなかったとか、冗談だかほんとうの話だかわからない話をしていました。その場でその話をしたときには、記者の方たちが皆さん大笑いをしたんですけれども、これはほんとうの話だと彼は言っていたらしいんです。今でもそんなことが言われるぐらいではありますが、当時は完全に負債、信用を圧縮する動きがあったということでもあります。

後遺症から脱するということは、そういった重荷がだんだん取れてきているということなんです、アメリカの資金需要の動きを見ると、このところ資金需要が出てきています。要は、お金を返すときは資金は、返済のほうに回るわけですが、今は、需要する方向がリーマン・ショック以降だんだん回復してきている。

それから、住宅ローンの借り手となった家計ですけれども、これも2007、08年のころは大分トレンドから上振れているぐらい負債をしていました。これを可処分所得に対してどのくらい家計が負債のストックを持っているかということをパーセンテージで出しますと、これもこのところ、いわゆるトレンドのところまでは戻ってきていますよということです。

それから、アメリカの貯蓄率ですが、これもリーマン前はほぼ3%レベルだったわけです。貯蓄率はそのときによって統計にしょっちゅう改定が入って、すぐ水準が変わったりしますが、このベースでは3%ぐらいだったのが、

さすがにリーマン・ショックの後は6%ちょっとのところを中心に推移するようになりました。そのときはアメリカ人がお金を使わないというような言われ方をしましたが、それが去年ぐらいから5%レベルのところまで、一時と比べると貯蓄率が下がった、つまりお金を使うようになったという動きが出てきているということでもあります。

ですから、過大な負債をした。それを減らすためにお金を返さなければいけない。だから、消費に回らないでなかなか景気が上向かないという流れが結構長い。2008年、2009年、2010年、そうやって続いてきたわけですが、さすがに今年に入るとそういった重荷が解消してきて、つまり、だんだん身軽になってきて成長しやすくなる、そういう状況にアメリカは入っているということを申し上げたいわけです。

(多少気になる動きも)

じゃあ問題はないのかということで、先ほど金融緩和の解除ということを申し上げましたが、その前にもう一つ、やはり金融緩和の解除と関係がある話として、物価が上がらないということをお話し申し上げたいと思います。

次にアメリカのインフレ率を数字で申し上げますと、90年代のアメリカの消費者物価の平均は、食品、エネルギーを除くコアでいくと、90年代の平均的なインフレ率、消費者物価指数で見ると、アメリカは3.0%でした。それから、2001年から2010年が平均値で2.0%になっています。2011年から今年の8月の平均が1.8%ということになっています。つまり、だんだんインフレにならない、インフレ率が下がるというような状況であります。一応2%の目標というのをFRBは掲げていて、まだ1.5%ぐらいなので、まだまだインフレ率としては目標より低過ぎるというような状況なわけです。

先ほど消費者物価が90年代は3.0%で、2000年代は2.0%、2011年以降1.8%ということを申し上げましたけれども、同じような形で賃金上昇率を見ると、90年代が3.2%で、2000年代が2.9%で、2011年以降2.0%になっているわけです。つまり、賃金が上がらない。その結果、インフレ率が落ちてきている。日本のようにマイナスにはなっていないです。こういう動きがありますので、これが全体的に、例えば売上げが上がりにくくなっているような感覚になるといったことを生じさせる可能性があるということでもあります。

次に、アメリカの失業率と賃金の関係について見てみます。失業率が上がると賃金が下がっているということです。逆に、失業率が下がると賃金が上がるようになっています。

失業率は、ついこの間発表されたもので5.9%となり、ようやく6%を割ってきました。過去は、6%とか5.5%のところあたりを割ってくると賃金上昇率が加速するということになっています。ですから、そろそろ賃金の上昇率は、加速をしてきてもいいのかなという推測はできるんですが、足元を見ると、ずっと2.0%ぐらいでもたもたしているというのが現状であります。

ですから、これから賃金が上がるような状況になるのか、そういうところを注目していかなければいけない。先週の金曜日に出てきた雇用統計も、賃金は実質前月比で小幅ながらマイナスでしたし、2カ月間の伸びを年率にしても1.5%ぐらいしかありませんので、まだまだそんな賃金が上がるような状況ではない。そうなると、なかなか景況感自体が明るくなるとかというような動きにはなりにくいということで、これがもしかしたら、やはり利上げの時期を遅らせる要因になる可能性があるのではないかと思います。

## (利上げの影響)

利上げについての今のコンセンサスは、来年の4月から6月の間というのが一般的なんですが、私もその時期だとは思いますが、早まることは考えにくくて、このインフレ率を考えると、少し遅れるのではないのかなと思っております。ただ、そういうシナリオでも金融緩和は解除の方向に行っていて、多分今月の終わりには資産の買入れをストップする。来年は金利を上げ始める。スケジューリングはしていないでしょうが、一応そういうスケジューリングになっているような感じで今動いているわけです。

そこで、では今後金利が上がったときの影響を考えなければいけないわけでありまして。そのときには、もちろん設備投資とか個人消費に当然金利の上昇はきいてくるわけですが、それには大体半年ぐらいタイムラグがあります。ただアメリカといっても、最近では世界の経済の影響を受けます。特にニューヨーク・ダウとか、大手500社の株価を集めたS&P500は、海外での利益の比率がかなり高くなっていますので、あまり海外の経済が悪くなつては困るわけです。

しかしアメリカが、金融政策を変えることによって金利が上がったりすると、当然そういった国々に影響が出るということが考えられるわけです。特に新興経済国です。一時期BRICSとかいろいろ言われていました。しかし、そういった国というのは、中国みたいな例外はありますが、人間に例えると、若くてすごく将来性はあるけどお金を持っていない人に例えられると思うんです。だから、将来性を見越して先進国からお金が来るわけです。それでどんどんやっていくんですが、自分たちに非はなくても、先進国サイドで何かイベントが起こって、お金を引き揚げられるということがあります。ですから、新興国経済の弱いところは、自分に責任がなくてもお金が急に出ていってしまつて、経済に悪影響を及ぼすということが当然のことながら考えられるわけです。

実は昨年アメリカの金利が、いよいよその出口が見えてきたというときに、かなり為替の円高が進んで、新興国の通貨が安くなつたりしています。実際にアメリカの金利が上がったときは、多くの通貨が下がっている。つまり、少なくとも米ドルに対して下がっているということが言えるんです。

ここでもう一つ、先に為替の話の一部分を申し上げます。アメリカの金利が上がったら為替がどうなるのかということを考えたいわけです。2012年の1年間、13年の1年間、これで24カ月、それから今年の9カ月、合計33カ月間のアメリカの月間の金利の変化と為替相場の関係を見てみます。

まず全体を4つの局面に分けます。第一にアメリカの10年物国債利回りが1カ月で0.2%以上上がったときのように、比較的大幅な金利上昇があったとき、第二にゼロから0.2%未満の小幅な金利上昇のとき、第三にゼロからマイナス0.2%未満という小幅な米金利の低下のとき、そして第四に0.2%以上の大幅な米金利の低下というように分けて見てみます。

そうすると、アメリカの金利が上がるとドルが強くなるということで、ドルが高くなる。このこと自体はイメージどおりなんですが、アメリカの金利が大きく低下をするときも、実はほかの通貨はドルに対して大きく下がっているということなんです。つまり、アメリカの金利が上がったら新興国通貨が下がって困ると同時に、アメリカの国債利回りが大幅に下がっても新興国通貨が大きく下がって困るということです。多分、アメリカの金利が大きく上がると、新興国にとってみると、アメリカにお金が帰ってしまうということなんだと思います。

反対にアメリカの国債利回りが大きく下がるのはどういうときかという、非常にリスクに消極的という状況を反

映していますので、これはこれで、やはりある意味でアメリカの国債みたいなものを買われたりするということを示しているのだらうと思います。

アメリカの国債利回りがあまり動かないときのほうが新興国通貨を中心とした為替の動きはおとなしいのです。ただ、アメリカの金利が大きく上がったときは、円の反応だけが違うんです。アメリカの金利が大きく低下したときは、ドルに対しては円高になっているわけです。ほかの通貨はみんなドルに対して下げているんですけど、円だけは高い。しかしながら、アメリカの金利が上昇したときは、ほとんどの通貨がドルに対して下がっている。したがって、これを対円相場で見ると、アメリカの金利が大きく下がるときが一番円高になりやすいということです。アメリカの金利が大きく上がるときは、やはり円はそんなに目立って強くなることはないということです。

つまり、この場合は、アメリカの金利上昇というのはあまり急激ですと新興国の景況感が悪化します。多分それが行き着くと、結局株価が下落して、世界的にムードが悪くなって、安全志向が高まって円高になるようなことにつながるので、アメリカの金利が上がるということは、その後アメリカの金利の大幅な低下につながるという可能性もかなりあるんです。いずれにしても円高になるリスクがあるときは、アメリカの金利が上昇しているときではなくて、むしろ大きく低下したときということであります。

ですから、今月は比較的下がっているので、少し足元、円高に来ているような感じですか。逆にもし新興国に投資されるんだったら、アメリカの金利が動かないようなときを選ぶのが一つの鉄則で、アメリカの金利が上がるという前提だとしたら、ドルは買える、あるいは先進国の通貨は買えるけれども、なかなかほかの通貨は買いにくいということはこの結果は示しているのだらうと思います。

それでは今回、アメリカの金利が大幅に上がるようなことがあるかということ、先ほどのインフレ率がなかなか上がりにくいということになると、さほど急ピッチなアメリカの金融引き締めというのは多分考えにくいと思われるので、私はアメリカの金利急上昇のシナリオというのは、そんなに可能性としては高くないと思っております。

(中期的に楽しみが多いアメリカ)

それから、今アメリカは変わりつつあって、製造業がアメリカに帰ってきているとか、そういう中にシェールの問題があって、結局貿易収支が改善しているということがあります。

これも為替との関係で申し上げますと、まずアメリカの原油生産量が、大体2010年ぐらいから2012年の半ばぐらいまでは日量550から600万バレル程度の産油量だったんですが、このところ急増して850万バレルにまでなっているわけです。それによって、アメリカはエネルギーの関連収支が、貿易収支の中でエネルギーの収支が一時期6割ぐらいを占めていたときもありますから、それが縮小してきているということであります。

ここで申し上げたいのは、これも結局、為替の結論は、ほっておくとドル独歩高になるということなんです。アメリカの経常収支が一番悪いときと去年、GDP比でどう変わっているかということ、エネルギー関係の貿易収支がGDPの2.2%から1.4%に減ってきている。これはシェールだとわかるんですが、実はそれだけではないということです。

エネルギーを除いた貿易収支も、2006年のGDP比3.9%の赤字から2.8%にまで、やはりGDP比で1.1ポイント赤字が縮小しているわけです。それから、さらに言うとサービス収支、これは輸送とか旅行とか通信とか保険

とか特許使用料があります。つまり、ロイヤルティー収入とか、そのあたりも多分アップルとかが相当取っているんだと思いますが、これが2006年の0.3%からプラスの1.4%にまで拡大している。所得収支は雇用者報酬と投資収益なんですけど、これもおそらく新興国に進出して、その配当でもうけていたりといったことがあって、プラス幅が拡大しているということです。

何が申し上げたいかと言うと、シェールを例に、少し楽しみがありますよと申し上げたわけです。実はアメリカの国際収支構造が全体的に変わっていつてきている、つまり全体的に良くなっているということです。ですから、このあたりでいくと、アメリカは急激な金融緩和はなかなか難しいかもしれません。ですが、やっぱり着実にドルは高くなっていくだろうというようなことであります。また、アメリカ経済に関しても、テンポは鈍いですが、リーマン・ショックの後遺症から一応抜け出ていて、二、三年前と比べると大分身軽になっていますので、そこそこの成長をすることは可能なのではないかとということです。

## 5 ユーロ圏債務危機からはほぼ離脱、課題は残る

話しは、ヨーロッパへ行きます。時間の限りもあるので、少しヨーロッパのほうに向かいますが、ヨーロッパを一言で申し上げると、債務危機はまだ終わってはいませんが、大分乗り越えつつあります。

足元は、ギリシャがまた自力でやるかという方針を示したので、ギリシャの10年物国債利回りが上がったかっています。今は6.7%ぐらいまで上がってきています。7%を超えるとあまりよくないので注意しておいたほうがいいと思います。ただ、一時と比べると状況は大分ましになっている。しかしながら、去年の後半あたりから高まっていたヨーロッパ復活のムードは、今頓挫をしてしまっている。あるいはもうちょっと柔らかく申し上げますと、一服してしまっている、そういう状況だと思います。

ドイツは今年の第2四半期、つまり4-6月期はマイナス成長になっております。去年あたりはずっと良くなっていたのですが、今年に入ってきてからちょっとまた動きが鈍ってきたというところなんです。

ユーロ圏の景気は、ドイツが引っ張っているというのは疑いのないことなんですが、ここ2日間ぐらいで出てきた景気指標でいきますと、8月分の鉱工業受注は、前の月と比較して一気に5.7%の減。これは2009年1月以来だそうです。それから鉱工業生産も4%減と、まさにそういうような状況であります。今回のIMFの見通しでも、ドイツとフランスとイタリア、この三大諸国はみんな見通しが下方修正されて、イタリアは今年の見通しがマイナスになってしまっているということです。つまり、一時期のヨーロッパが復活してきたというムードが、今完全に頓挫をしているということでもあります。

一つだけ意外なのは、スペインだけ4-6月期プラス0.6%、年率にすると2.5%ぐらいになりますが、7-9月期も多分そのペースで成長するものだと思います。今、一国だけ違う景色となっており、IMFも上方修正しています。ついでに申し上げますと、おそらくですが、ヨーロッパの債務危機が始まって、単位労働コストと呼ばれる単位当たりの労働コストが一番急速に落ちているわけです。ドイツ並みの水準まで下がっている。ですから一番きつい給与の下げを経験し、その結果、多分対外競争力が改善した。それがほかの国と違う結果が出ているところにつながっているのではないかと思います。

ただ、いずれにしても今のヨーロッパはこのように経済の拡大が一巡してきて、政策金利の下げ余地が、ほと

んどゼロになってきて、ない。この先にやるとしたら、やはり資産の買い入れをやるしかないという状況に追い込まれております。特に消費者物価が、目標が2%なのにもかかわらず、直近9月、ユーロ圏の消費者物価指数の上昇率は前年比で0.3しかない、ドイツが0.8しかないという状況です。イタリア、スペインはマイナスになっていますので、こういうようなデフレ懸念的なものも高まっているということで、当然金融緩和観測というのが残るわけです。

じゃあ緩和をするのかしないのかということになるんですが、ヨーロッパの場合、なかなかアメリカと同じようなことをすぐにやるというわけにはいかないところがあって、例えばアメリカ、イギリス、あるいは今の日本は、おそらくはその狙いの中に、必ず資産価格を上げるということが入っていると思うんです。株価を上げる、あるいは不動産価格を上げる、そういうのは派生的な効果だとしても、多分効果としては念頭に置かれていると私は思います。

ただ、ヨーロッパの場合は、そういう考えでは金融政策をやっていないということです。やはり銀行融資がメインなので、日本もある意味そうなのですが、日本はアメリカに追随している形になっているんでしょう。ですから、ヨーロッパの金融緩和というのは基本的にはクレジットクランチを解消する、そこまでいなくても、貸し出しを増やすという目的が第一段にあります。ですから、今ストレステストという金融機関のテストをやってはいますが、それで必要な資本額が足りているのかどうか、あるいは幾ら足りないのかとか、そういうことがわからないうちは、金融機関では幾らお金を貸していいか、なかなか決定ができないので、その間に量的緩和っぽいことをやっても、あまり効果が出ないわけです。

ですから、10月月内にはその結果が出るということを踏まえると、何かしらやるとしたら、早くても年末という状況だと思われまます。ただ、やはり今までの原則として、貸し出しが伸びないからやるとか、そのあたりの原則をどうするのかということがあると思います。単に株価を上げるためとか、それでマインドをよくするとかいう理由でやるのは難しいところがありますので、そういう意味では、周りが言うほどそんなに簡単に量的緩和に踏み込めるかどうかというと、そこは話が難しいところがあるかもしれません。

ただ、かといって、今はヨーロッパの景気はなかなか上がり目がないところでもありますので、そういう状況に追い込まれるということは、やはり私は5割以上の確率であると思います。ヨーロッパは、特にユーロ圏はもう一段、例えば国債を買うとかも含めて、来年以降にそういった措置がとられる可能性はかなり高いと考えております。

景気のほうはとりあえずそういったことで、再パニックみたいなことは避けられるんでしょうが、IMFの見通しではないですけども、1%行くか行かないかぐらいの成長を何とか続けられればいいのかということだと思えます。

## 6 金融システムと経済双方に不安を抱える中国

それから中国です。私は4大苦と表現しております。過剰設備、住宅・不動産の市況の悪化、地方政府債務、影の銀行、つまりシャドーバンキングということですね。結局これらを解決するのが課題になります。何が申し上げたいかというと、今までのように成長率至上主義ではなくなります。したがって、7%は今年に関しては何とか死守はするんでしょうけれども、成長率を高めるというよりは、多少成長率は削っても、とにかく急速に悪化しな



いようにだけ注意するという形になると思いますので、リスクとしては日本経済に与える影響とか、アメリカもそうですけれども、そういうことも含めて考えると、やはりチャイナ・リスクというのは結構想定をしておいたほうがいいんだらうと思っております。

それから、先ほどヨーロッパのところで申し上げ忘れましたが、これからウクライナに関連して、ロシア制裁の影響が出てきますので、そういったことを含めて考えると、私は量的緩和に追い込まれるシナリオをとるとするのは、そういう事情もあるからであります。

いずれにしても、中国のほうも、李克強が注目する中国経済指標ですが、私はいつもこれを不思議に思うんです。多分ここにいらしている方も、中国の経済指標をそのままのみにはしないで、ほんとうかという疑いの目で見ていらっしゃるのではないかなと思うんです。例えばGDPの発表というのは、日本だったら4-6月期までの発表は大体8月の中旬ぐらいに行われます。アメリカだったら、6月までの結果だとしたら、大体7月末に出ます。でも中国は10日過ぎぐらいで出るんです。

だから私は、その時点でどこまで正確かどうかというのは非常に疑問があって、各地集計して、そのまま足して出したりとかいうことをやっているのかなと思ったりもするんです。特に鉄道輸送量とか電力の消費というのは多分加工のしようがない、あるいは技術的な増減が入りにくい。そういう意味でいくと、この2つの統計がマイナス圏にあるというのは、やはり今、中国の状況は決して楽観はできないというところですよ。そういう状況ではないかと思えます。

## 7 デフレ脱却方向だが、消費税の影響が懸念される日本経済 (消費増税の影響)

こうした中で日本の状況を考えていきたいと思えます。まず消費税の増税というのは、増税直後は想定どおりとか、いろいろありましたが、今回は駆け込み需要もその反動も、どちらも97年度当時より大きいということです。それだけは申し上げたいと思えます。日本の経済を考える場合には、当然この消費増税の影響を考えなければいけないんですが、消費増税の影響は2つあって、1つは駆け込み需要とその反動ということです。

ですから、駆け込みでプラスになって、その反動で大きく落ち込んで、問題はその後なんです。その後は横ばいではなくて、駆け込み需要というのは、やはり値が張るとか耐久財とかで、来年買うものを今年買う意味では駆け込み需要はすごく発生しやすいんです。5年先に買おうと思っていたものは、あえて駆け込む必要もないということで、多分1年とか1年半とか、そのぐらいの期間まではもしかしたら耐久財は前倒しで買うということはあるかもしれません。しかし、食料品とか消耗品になってくると、そんなに先までは買ったりしませんので、そういう意味で考えると、4-6月にすごく反動がきつくて、7-9月、10-12月、1-3月とだんだん軽くなっていくということです。

ですから、駆け込み需要のプラスがあって、反動減のマイナスがあって、その後はまたちよつとずつ上がっていくという、まずそういう絵を描く必要があると。もう一つは、可処分所得が増税によって減るというマイナス効果を考えなければいけないということになります。

それを踏まえて考えると、今、日本のGDPは、今年の1-3月が年率で6.0%のプラスで、4-6月が7.1%のマ

イナスになったわけです。じゃあ7-9月はどうなのかというと、幅を持たせて言うと、おそらく悪くても4%、良ければ6%ちょっとぐらい。私の予想の中心は、年率で5.5%ぐらいのプラスになると思います。そういう前提を立てたとしても、それでも今年の年度の成長率は、多分0.5%とか0.6%とか、そのぐらいにとどまってしまうだろうということでもあります。

そういう中で、まず1つだけ先に申し上げようと思います。消費増税の決断というのをすることになっているのですが、私は増税の決断ができない可能性のほうが7割以上ある。ちょっと高いのではないかと思います。やるべきか、やらざるべきかといえば、やるべきだとは当然思いますが、ただ経済情勢の状況からいくと、7-9月のGDPはもちろん表面上いい数字が出るんしょうが、年度の見通しとかを踏まえていろいろ考えると、そう簡単にそこまで決断ができるかという、なかなか難しいと考えています。なぜそうかということですが、つまり日本経済は、今年の後半はかなり冷え込むムードが出てきて、来年度になるとまた少し明るくなるのかなと思っているからです。

#### (消費者物価と賃金の動向)

デフレ自体が解消されたのかということから、まず私は話として入りたいんですが、光熱・水道などが物価上昇の高い順に並び、住居費とか保健・医療とか教育が上昇の低い順になります。上がっているのは光熱・水道とか食料品ですから、何となく輸入をしているものとか、円安で響くものとか、エネルギーとか、そういう関連のものが上がっているということがわかりいただけると思います。ですから、物価上昇の大きな要因はやはり円安であり、エネルギー高であるということ、これは言われているとおりであります。

デフレは解消してきつつあるということ言われますが、東大日次物価指数というのがあって、これは東京大学大学院経済研究科の渡辺努先生がインターネットに発表していて、今回、結構消費税引き上げのときに話題になりました。スーパーのPOSのデータでやっているものですから、当然、電気代とかガス代とかは入らないんですが、日用品の価格が入るわけです。

この指数では、増税の影響を除いていますから、除いてもプラス圏に入ったんですけども、最近また下がってきているということがひとつなんです。ですから、円安とかの理由で、物価は表面的に消費者物価も上がっているんですが、最近の動きを見ると、また物価上昇の動き、特に日用品に関してはとどまってきたということでもあります。

あともうひとつ、教養・娯楽が2番目に入っています。これも円安とは関係ないのかというと、確かに電気製品は日本ではずっとデフレの象徴的な存在だったんです。ただ、実はこれらの商品がボトムアウトして上がっていることがわかります。教養・娯楽耐久財というのは、テレビとかパソコンとかが入ります。家庭用耐久財というのは白物家電とかが入るんですが、こういった品目も、輸入が増えているので、結局円安の価格がはね返っている。ここは私はちょっと読めなかったです。

だから、結局円安で今のところ前年比で見たら物価が上がっていて、今回また足元円安が進んでいるので、よく言われているように、賃金の上昇を伴っているかどうかはもっと重要です。

その意味でいくと、一応賃金は上がっています。最初にパート、バイトから上がって、このところは現金給与総

額も上向いているんです。ですから、一応は良いんですけども、今年に関して言えば、消費増税による水増しを含めて考えると、物価上昇率のほうが賃金上昇率を上回る状況が続いているので、今年度いっぱいはそのようなマイナスの、いわゆる実質所得の中で消費をしなければいけないということですから、やはり経済としては年度内は少なくとも厳しいだろうと言わざるを得ないわけでありまして。

(消費増税と景気腰折れの可能性)

問題は、じゃあその後もずっと厳しいのかということなんですけど、当時と今回で1つだけ多少ましなデータがあります。それは何かというと、やはり97年度というのは、消費増税で景気が悪くなった分もちろんあるんでしょうが、それ以外のイベントがたくさん起きてしまっていたわけなんです。例えばアジア通貨危機がこの年の夏にありましたし、秋以降は金融機関の破綻がかなり相次いで、いわゆる金融危機の状況になっています。それが相当景気に響いたということでありましてけれども、今年はそういう金融危機っぽいことは、日本の金融機関でそういうことはほぼ起こらないので、そこはかなり状況的にはいいだろうと思います。

ただ、今回が特にいいわけではないんです。日本の景気の中で非常に重要と言われる鉱工業生産ですが、これを増税前の1年間を100として、全ての指数をそこでもう一回計算し直して、駆け込み需要とその反動の動きを比較すると、駆け込み需要はちょっと年初に余分に発生したが、その後全く上向いていないということです。

ですから、鉱工業生産というのは日本の景気の波とかなり合っていますので、言いによっては、もう今年の年初をピークに景気後退局面に入っていると言っても別におかしくはないぐらいの、こういう生産統計の動きに実はなってしまうわけなんです。生産と出荷を同じやり方で比較をするとどんなことがわかるかというと、その低調な生産よりさらに出荷のほうが悪いということですから、この分、意図せざる在庫が積み上がっている可能性があるわけなんです。

そういう意味で、やはり今の状況は決してそんなに明るくない。あと、ただ秋口以降に97年の場合は金融危機とかでもう一段落ち込んだりしましたので、それが今年はないかもしれないということを考慮しても、なお、全体的な環境としてはそんなに甘くないということだと思えます。

ですから、もし12月に消費増税をすると、来年度の成長率はゼロに近くなってしまわないか。消費増税を見送ったとしても、やはり0.6%とか0.5%くらいで、私は今年も来年もそのぐらいの成長を見込んでいるが、それは結局何を意味するかというと、潜在的に日本の成長力というのはそのぐらいなんだろうということです。

アベノミクスの第1の矢、第2の矢、そして成長戦略の第3の矢というのがあります。第3の矢はどんなに短く見積もっても5年単位の話だと思えます。5年、10年の話です。ところが、金融緩和とか財政支出をやったとしても、多分これは1年か2年ぐらいの話ですから、成長戦略がこれからうまくいっても、その前に、第1の矢と第2の矢というのは、下手をしたらあと3回ぐらいやらなければいけないかもしれないというような状況です。そもそもそういう設計です。

計算違いがあるとしたら、マインドが一旦上向いてしまえば、あとは自然に上向くということがもしかしたらあるのかもしれないんですけど、それもそんなに何年間も何も追加的なイベントがなくても持続するとは思えないところがあります。そういった意味で、私は今回消費増税を決断するのはなかなか難しいと思います。

来年度になってくると、一応賃金が上がってくるのと、それから前年との物価の関係でいくと、ようやく物価の上昇が上回る状況は解消されていますので、多分来年の春以降はまたもう一回ましになってくるというような状況です。今年の下期は結構そういう意味では日本の経済は少し厳しくて、あとはそれに対して政策的なサポートで株式市場をもたせられるかどうかということ、多分もう一回緩和に踏み込んだりして、それなりにまたじゃぶじゃぶなことをやって、相場をサポートするんだと思います。そういうような動きを私は想定しております。

## 8 再度始まった円安の動き

為替に関しては、最後にちょっとお話し申し上げます。先ほど申し上げましたように、懸案となっているアメリカの金利上昇は私はそんなに急ピッチだとは思いません。円相場という形でいくと、例えば円から外貨に投資をするときに一番起こってほしくないのは、アメリカの金利急上昇も起こってほしくないんですが、急低下するような状況も当然あまりよくないと。日本の場合は、財政は火の車ですけれども、海外との関係でいくとやはり債権国ですから、何かが起こったりすると、結局債務国から債権国にお金が帰ってきて円高になるというような状況が、ある意味発生しやすいんです。そういうことが発生すると、新興国とかで景況感が悪化しますので、全体的にもあまり芳しくないということでもあります。

東日本大震災が起こって為替が円高にいったのも、多分債権国に緊急事態が発生すると、お金を貸すどころじゃなくて、返してくれと言われるだろうということで円高に進んでいると私は解釈はします。そういった意味では、アメリカの金利急低下とか急上昇は、ともに私はあまりないだろうというのが一応メインシナリオでありますけれども、注意をすべきはやはり国際情勢だったり、アメリカ以外のそういうところから、そういう状況が来るかもしれないというところだけは注意をしたいと思います。

さっきアメリカの経常収支の改善ぶりについてお話し申し上げましたけれども、日本の状況についてもお話し申し上げたいと思います。

為替相場がこのところ円安に動き出して、この二、三日はちょっとまた円高になっていますが、わかりやすいのは貿易統計です。阪神・淡路大震災のときは、やはり震災発生後に輸入が増えました。ほどなくその状態が解消されて普通に帰っている。それから、リーマン・ショックのときも輸出が一旦落ち込みましたが、その後は輸出が回復をしている。

ところが今回は、輸出が落ち込んでから伸び悩んでいますし、輸入も全く減る状況ではないということでもあります。原発がとまっているということがあるかもしれませんが、輸出に関しては海外経済のいい悪いもあります。これだけ円安になっていてなかなか貿易状況が改善しないというのは、やはり何らかの理由がある。それは海外進出が進んでしまっているとかもありますし、単純に競争力が落ちているということかもしれません。

一般機械、輸送機械、電気機械は、昔でいえば黒字を稼いでいる三本柱みたいな分野です。ところが、このうち電気機械に関しては、先ほどもちょっと触れましたが、大分輸入が増えてきてしまっているということです。競争力が減っている部分もあるし、海外から安い製品が入ってきたりということがあったりするとは思いますが。輸送機器とか一般機械はまだ黒字を稼いでいる主体ですけれども、3つの柱のうち1つがほぼとんとんになってしまったという状況にあります。この貿易の状況というのも、総じて考えると、私はやはり円安を示唆しているんだ

ろうと思っております。

購買力平価という指標があります。これは内外の物価で価値が同じになるように、為替をどう設定したらいいかということであります。内外の競争力が全く同等になる為替レートということなんですが、これがおもしろいことに、95年とか87、88年、それから78年、このときにやはり歴史に残る円高が起こり、結局どこのレベルまで起こったかということなんですが、それは輸出物価基準なんです。

これは日本製品を輸出する物価とアメリカの企業の物価で比べて見ると。要するに、アメリカで日本製品を輸入するか、アメリカ国内で買ったほうがいいのか、どちらが有利かというところの為替レートは、今算定すると49円なんです。よく円高が進むとき、円高50円説というのが出るんですが、多分私はこのレートを言っているんだろうと思ったりもするんです。いずれにしてもこのときは、輸出物価基準の購買力平価のところ大体帰結していたんです。要するに、輸出企業を完全にターゲットにしていた。

ところが、今はどうかというと、貿易摩擦自体が日本とアメリカの間にはそんなに大きなものが存在なくて、ターゲットは完全に中国になってしまったので、輸出物価基準というのは、もう多分こっちには近づかないだろうと。逆に今は内需企業が海外に出て店を出したりしていますから、だんだん企業が企業の物価に合ってくるんだろうと。輸出企業じゃなくて、企業全体のところに合ってくるということで、これは104円99銭というところですから、今こういうレベルになってきている。

もし消費者レベルまで、我々レベルまで、インターネットの普及とかもありますので、最終的には消費者物価レベルである135～140円レベルになるということなんです。今の状況ですと、企業物価基準から1割ぐらいのところなのかなと考えると、今回の為替相場はどこまで円安が進むかということ、私はやはり115円ぐらいだろうということなんです。企業物価基準の105円からちょっとオーバーするという、1割ぐらい、そういうところが上限になるのかなというと考えています。購買力平価が、今は日本のほうが物価が高いので、この状態が続くとしたら、円安がそういう状態をつくるのかもしれませんが、今は115円という水準まで、ドル円相場でいくと、円安の状況を考えているということであります。

総じて言うと、パニックにはならないんですが、アメリカやイギリスは結構ましでも、、日本に関しては結構きつところが残りますねというのが、私が今思うところなんです。かといって、パニックとか、97年の再来とか、もちろんリーマンとか、そこまでは当然ないとは思いますが。ただ、晴れ間が出るには、その前にまだどんよりした天気を経験しなければいけない。あるいは小雨ぐらいのを経験しなければいけない。そういう状況が今年度末に向けて起こるのかなということだと考えております。

ちょうどお時間もよろしくなってきたようですので、そういったことで、私としては経済がもっとよくなってほしいんですが、ちょっと薄曇りというか、あまり景気がよろしくない話ということになってはしまいましたが、これをもって、今日の私のお話とさせていただきますと思います。

長い時間ご清聴ありがとうございました。(拍手)