

【上野】 みずほ証券の上野でございます。今日は、こういった貴重な機会をお与えいただきました財団の方々には厚く御礼申し上げます。また、ここから1時間ほどになりますが、私の上司がよく悲しいストーリーと申しているんですが、非常に厳しいお話におつき合いいただくことに感謝申し上げますと思います。

今日は、資料も簡単なものをご用意申し上げておりますが、こちらを随時ご参照いただきながらということになるかと思えます。

きのうの朝、出社したら、たまたま知人からメールが来ておまして、今ニューヨークに行っている人間なんですが、現地で1ドルピザというのがはやっているそうです。1ドルでピザが食べられると。どういうものかなと文面を読んでいましたら、具が何も無いそうです。生地だけで1ドルで、周りでみんな喜んでとっているそうです。そこまでアメリカ人の消費が冷え込んで、日本でもよく7年ぐらいの周期でデフレーションが起きますけれども、あのころも、いかにお金を使わないかというのを競っている人も私の周りによくいましたが、ああいったムードに今アメリカは陥っているんだなと。そういうムードだということは、それだけアメリカの消費が、過剰なものが今つぶれつつあるなど非常に強く感じるわけでありませう。

また、これは新聞、雑誌等にもよく出ておりますが、クレジットカードを解約して枚数を減らす方が増えているそうですね。アメリカ人のクレジットカード信仰については、何冊か本が世の中に出ておまして、私も何冊か読みましたけれども、例えばゴールドより上にプラチナとかブラックとか、何か非常にステータスのあるカードがあって、それを見せたらホテルのフロントでも対応が全く変わる、王様が来たような対応になるとか、あるいは借りて返済した、いわゆるクレジットヒストリーという、お金を借りて返すということをやらないと、まともな生活がアメリカではできない。車を買に行っても売ってくれない、ローンを組めないという極めて変わった文化がこの10年、20年の間に花開いたわけでありませうが、どうやらそういった借金は美德だというような、日本人から見ると極めて奇異なカルチャーも、いよいよ変わってきたのかなと思えます。

資料の中に、表紙をおめくりいただくと1ページに、まず今日最初にお話し申し上げるテーマとして、世界経済で今何が起きているんですかということを中心にキーワードでお示ししておりますけれども、ざっくり申し上げれば、20年バブル崩壊で、今申し上げた米国の家計の過剰な消費が崩壊しているというプロセスが非常に急激に起きているということかと思えます。

この20年バブル崩壊というのは、87年8月にグリーンズパンFRB議長が登場したところから、グリーンズパンの在任中にほぼ重なりますが、株が下がれば利下げでカバーする、利下げで景気に対するダメージを中和してやるというような、非常にマーケットに優しい、フレンドリーな政策をFRBがとる中で、ジョージ・ソロスの言うようなスーパーバブルというんでしょうか、ちょっとグレードの大きな、一段上の段階でバブル的な要素が膨らんでいったと。それがいよいよ今回の住宅バブル崩壊と、それから株のバブルも崩壊しましたですね。あるいは信用バブルとでもいっていいんでしょうか、クレジットバブルが崩壊した。住宅と株と両方、株価や住宅価格が大幅に下がる、資産価格が下がるということは、もう逃げ場がないわけですね。

ご存じのように、インターネットバブルのときはグリーンズパンが1%にFFを下げて、住宅の価格

を持ち上げることで中和したんですね。株の下げを住宅の上昇で中和したというのが結果的にはあった。ところが今回は、住宅が下がり、かつ株が大幅に下がるという形でダブルでショックが及んだものですから、とうとう根底にある20年のバブルが崩壊した。それに伴って、ここに書いてございますが、その間に醸成されてきた借金とか、あるいはキャピタルゲインに依存した消費がぼしやっけていきまして、そぎ落としのプロセスが急速に起きています。

私は、先ほどご紹介いただいた本にも何回か書きましたが、アメリカの経済については、トランプのカードの城のようなところがあって、表面は確かに、おおっと驚くような大きなお城が組み立てられていても、実は意外にもろい、こういった借金やキャピタルゲインに依存して、要は膨らんだ部分でもっていた経済ですから、その根元のところをぼこぼこっとバブル崩壊で突いてしまうと、ぱたぱたと全体がつぶれて平地になってしまう、カードがぺちゃっとなってしまう、そんなイメージを持っています。今起きているのはまさにこれだと思えます。

同時に、今度はドミノという言葉がありますけれども、これが世界経済という文脈で言えば、今起きていることだと思います。ドミノ倒しですね。

去年の春ごろですか、私はある海外のヘッジファンドの駐日代表なのかな、偉い方にたまたま営業の人間に連れられて、お邪魔してお話したことがあります。当時、デカップリング論というのが株式市場を中心に結構強かったんですね。アメリカ経済の住宅バブルが崩壊して、アメリカが景気後退しても、アジアや日本の経済は大丈夫だという論調がまだ頑張っていたころなんです。私はそれは全否定でございましたので、先方さんは、それはむしろデカップリングだと声高におっしゃっていきまして、結局1時間半ぐらいずっと論争して、決着がつかずに帰ってきてしまったんですけども、そういうことを言う人も最近はいなくなりました。それぐらい完膚なきまでにデカップリングの幻想が崩壊したということですね。

実際に起きているのは、これは皆さん、今だったらもう常識なのかもしれません。ただ、この当時、昨年春とか夏ごろは、そんなことを言っている人は私を含めて少数派だったんですが、グローバル化によって、かえってカップリングが強まっているということが現実にはあったんです。当時、日銀の一部の方もそういうことを言っていました。物の流れを考えればすぐおわかりだと思いますが、最終消費地であるアメリカを中心とする先進国に対して、例えば日本のメーカーさんは、いろいろな国で部品を調達、あるいは組み立てて輸出するという形で、サプライチェーンを、国境を越えてつくっている。最終消費地の経済が悪くなれば、連鎖的にみんな悪くなるんです。

中国の沿海部でおもちゃ工場が急にシャットダウンになって、労働者が賃上げしろとか、首にするなどか言いながら、ゲートの前でプラカードを持ってデモをやっている映像がよくテレビに流れましたけれども、あれはまさにグローバル化、デカップリング否定の典型例です。アメリカの景気が悪くなって、クリスマス商戦を含めておもちゃが売れなくなった。中国の経済がダメージを受けるんですね。中国の失業率が上がるということが起きるわけです。

あるいは、マネーの面でもそうです。物に加えて、マネーの流れという意味でも、アメリカを1つの資金の流出に向けた基地として、アメリカからいろいろな国にお金が行く。ファンドを経由したり、直接の債券購入、株式購入等で入っていく。日本からも、エマージング投信が一時はやりました。

ああいった形でお金が行っていたものが引き揚げられていくと、たちまちそういった国の資本蓄積の弱さが露呈して、経済がぱたぱたと倒れるわけです。

このように、離れていたと思ったドミノが、むしろ今近づいていたということが明らかになり、一昨年の秋あたりから、アメリカ、日本を最初に、徐々にパタパタ倒れていって、かつ倒れ方が、昨年の秋に、10月のリーマンショック以降、急速に連動してきつくなったということでもあります。

ただ、こう申し上げますと、何だ、そのことはもう今はみんな知っているよと思われるかもしれませんが、私がより強調したいのは、その下にある1行です。これを言っている人は、私以外ほとんどいないと思います。こういった話、金融危機とか、恐慌じゃないとか、アメリカの消費がぶっ壊れたとかいうよりも前から、日本経済は淡々と地盤沈下しています。私は2冊目の本のタイトルで『デフレは終わらない』と書きまして、世の中がインフレだと騒いでいるときに、そういう本をたまたま、書いてから出るまでタイムラグがありますから、「よくこんなタイトルで出しますね」なんて言われまされたけれども、全く見方を変えていません。人口が減る、しかも少子高齢化が進んで、消費の担い手になる人口が遠からず一段と減っていくということでもありますから、内需が弱いというのが日本の経済の宿命的な——宿命と言っちゃいけないのかもしれませんがね。今のところは宿命のような、決定的なウイークポイントだと思っています。

ですから、今日はほんとうに悲しいストーリーだと申し上げて、一番悲しいところを今申し上げていますが、仮にこのままオバマ政権の政策努力が順調に実を結んで、金融危機が解消して、金融システムが正常化しました。アメリカ人の過剰消費が、一たんつぶれたものが、またそこから緩やかに消費が増え始めて、日本の輸出が増えて、生産が増えるという輸出主導の景気回復が起きるとしても、根本にある問題は何も解決されないままですから、またアメリカの経済が何かのきっかけで悪くなれば、今回ほどのマグニチュードではないにせよ同じことが起きて、ああ、やっぱりデフレだなということになります。その間に、地盤沈下はもっと進んでいるわけです。この問題をきちんと把握しなければ、これから、皆様いろいろなお立場の方がいらっしゃるのかなとご推察申し上げますが、その部分をきちんと押さえなければ、結局世の中のムードに振り回されて終わりというような、まさに悲しいことになってしまうのかなと思います。

日本経済3つの特徴というのがBのところを書いてありますけれども、人口減少や少子高齢化といった人口動態の問題からしますと、どうやらキーワードの1つは、今申し上げた輸出依存であります。それから2つ目は格差です。これは後ほどまた詳しくご説明します。3つ目が、根強いデフレ圧力ということでもあります。

輸出依存というのは、1つ下の図表1をごらんいただくと一目瞭然であります。これは『「依存症」の日本経済』という本にも、米国依存ということで、なにか外需に依存していることを、秋田県について触れた前の章でたしか取り上げたと思いますが、今もそのままなんです。輸出が落ちれば生産が落ちて、景気が鋭角的に悪くなるというそのままです。内需が弱いからそういうことが起きる。これからもそうでしょうね。

これを何とかしろという論調も確かにあります。私も見ていまして、いろいろな識者の方が新聞、雑誌上で、輸出依存だとこうなるから内需を何とかせいと言っていますが、根本の人口の問題に

きちんと触れている方は少ないです。ごく一握りじゃないですかね。大体パターンが決まっています。安倍内閣が前にやりましたが、生産性を増やせという大上段に構えた議論に逃げるか、あるいは新しい産業育成とか、規制緩和とか、そういった産業政策の部分でとどまってしまうか、それらはもちろん必要なことではありますけれども、決定打には到底ならないと思っています。

それから、格差の問題とあります。これは、人口が減る中でも、一部分だけ切り離すと人口が増えているところがあるんです。例えば東京の中央区ですとか、千代田区とか、都心の幾つかの区などは典型例ですね。それから東北地方で言えば仙台、九州で言えば福岡という形で、首都圏、あるいは地方県も含め、中核都市に人口が収れんする、寄り集まっていく傾向が今非常に強く見られています。

そうすると何が起きるかという、人口が集まっているところは、そこだけ切り取れば、人口減少国家の中ではありますが、人口増加地域ですから、きちんと国内需要がそこだけは伸びますから、デフレ圧力は相対的にはそんなに強くない。ある程度安定した経済状況を維持することができる。一方、人口を吸い取られてしまう周辺部のところについては、地盤沈下が相当きつくなるわけです。次々と商店街がシャッター通りになってしまって、就職先もないですから、また若い人もどんどん中核都市に出ていってしまう。そういう意味での都市圏と周辺部、地方県との格差が起きるということがあります。

そのほか、もちろん輸出に頼ることができる大企業と、内需依存にしかどうしてもできない中小の非製造業といった格差も、これは日銀短観の業況判断DIを見ても明らかですが、格差が縮まらずに、むしろ広がるのが起きざるを得ないということでもあります。

それから、根強いデフレ圧力というのは、これは皆さんびんところれると思います。需要が、特に人口の面から、衣食住といった基礎需要が着実に減っていく。衣食住のうち住のところは、核家族化というんですか、世帯数自体はあと五、六年は伸びる推計になっていますから、まだ住宅の空き家問題は深刻化しておりませんが、世帯数がピークを打って落ち始めれば、だんだん空き家の増加が問題になり、住宅着工といった住宅関連の統計については、景気のアップダウンにかかわらず緩やかな減少トレンドに入っていくと考えています。

また、供給サイドはどうかといいますと、今需要だけ申し上げましたが、供給サイド、つまり企業の数で言えば、まだまだやっぱり多いんですね。需要が減っているのに供給があんまり減らないと、当然価格には下落プレッシャーがかかるという当たり前のことが起きます。だから、いろいろなものを原油高や穀物高で去年値上げしようとしても浸透しなかったんですね。食べる人が減っているんですよ。あるいは、言い方は悪いんですが、お年寄りより子供さんのほうがほんとうは物を食べますから、伸び盛りですから、高齢化していくと食べる量が減ってきますよね。うちの両親もあんまり食べないですけども、例外的なケースはもちろんあるんですが、一般論としては、少子高齢化に伴ってそういった需要が減ってくる。ところが売り手は多いんです。

ほかにもいろいろありますよ。この話をしていると時間がなくなってしまうので、もう一つだけの例にとどめますが、車の構造的な減少という問題があります。自動車については、ガソリン高のせいで売れないんだと言われていましたが、ガソリンが下がっても売れないですね。そういう中でだん

だん出てきたのが、そもそもこの人口面で需要が減っていることのほかに、ライフスタイルの変化というのが最近特に指摘されています。若者が車に乗らなくなったんです。

最近、我が社にも新入社員が来ましたが、やっぱりみんな車を買わない、要らないと言うんですね。私の時代には考えられなかったことが起きています。免許は一応取っている人はいますが、取らないという人もいます。何でと聞くと、まず買って維持費がかかると。確かにそうですね。駐禁の反則摘発も厳しくなりましたから、とめておくだけでお金が取られる。燃料費もばかにならん。保険もかかる。いろいろかかるから公共交通機関でいいんだと。そういう時代にどうやら変わってきたようです。それはもちろん、彼ら自身が学生時代にアルバイトで稼いだであろうお小遣いが限られる中で、IT関係のものにお金を取られていますから、お金の面から車を買う余裕がないというのが、もしかしたらあるのかもしれませんが、もう一つ、やはり若者のライフスタイルの変化、世代交代で意識が変わっているというのがあると思うんです。

そういうことで内需が落ちるところも、自動車業界などについては深刻な問題で、先般、自動車会社のスズキの会長さんが、車はいいものだということを若者に啓蒙しなきゃいけないというようなことを新聞のインタビューでおっしゃっていました。そういうところに問題意識があるというのは、やっぱりあの方はさすがだなと私は思いましたけれども、こういった大きな変化も起きているわけでありませう。

1ページの一番下のグラフにありますように、テクニカルに言えば、デフレという中で、原油高や食品高の前年同月比で見たとときの数字のマジックとでも言うんでしょうか、前年のレベルが高いですから、これから消費者物価のうちコアと呼ばれる生鮮食品を除く部分についてはマイナスに沈んでくるのが確実な情勢です。ご存じのように日銀もそういう見方をしておりますし、私も今年前半、このCPIコアはマイナスに沈んで、夏場はマイナス1%台に深まっていくだろうと。このグラフのスケールで言えば、左のスケールを下に突き抜けるぐらいに昨年の反動で落ちてくるということがあります。

加えて、繰り返しになりますが、景気の悪化を含む需要の減少による物価下落圧力と、それから為替の円高要因もまた物価下落にきいてくるのが確実な情勢であります。最近でも、輸入品の値下げを大手の家具メーカーさんが大々的に宣伝していますね。円高差益還元と銘打ってやっています。それから海外旅行のほうも、燃油サーチャージの引き下げに加えて、円高によってコストが下がっていますから、大手旅行会社がバック旅行の値下げに動いている。こういう円高の面からも物価下落の圧力が加わる、こんな状況であります。景気、物価ともに、どうやら下向きというのが当面の状況ということになります。

これをご説明した上で、次に2ページのほうにグラフがありますので、これをまた取っかかりにして、冒頭に申し上げた状況をご確認いただいた上で、もう少し次のアメリカのお話をしまじろうかと思ひます。

アメリカについては、住宅のバブル崩壊というのがまず起きたわけでございますけれども、2ページの一番上には、中古住宅販売の在庫のグラフがあります。実は、この最新の数字が今週に入って発表になっておりまして、少し在庫の比率が下がる、在庫コストが減るといふ動きがありまし

たが、これは特殊要因で、差し押さえ物件の売却がカリフォルニアをはじめとする西部で伸びたということで説明されていますので、どこまでほんとうに住宅の在庫が減り始めたのかは、まだ1カ月だけの数字では判断しにくいところでもあります。

少なくとも、この図表3の右スケールにあります在庫戸数の月間販売戸数に対する比率というのは、一番新しい12月分でも9.3カ月分ということで、グラフにあります11.2カ月分から下がっておりますが、なお五、六カ月といった適正レベルからは2倍近いところにありますので、住宅の市場の調整はなおしばらく、おそらく半年から1年は少なくとも続くということかと思えます。

その下のグラフは、アメリカの消費の底抜け状況を示しています。先ほど過剰消費が崩壊したということを申し上げましたが、まさにそれは図表4と、その下の5はその状況を示したものであります。例えて言えば、底上げされていた分が、すとんと下に一段落ちていく過程だと。それに見合う形で各国の輸出が落ちて、また国内でもそれに見合って、稼働率の低下から設備投資や雇用の見直しが進んでいる状況であります。アメリカ小売売上高は一気にマイナス2けたのところまで落ちてきたということでもあります。

裏側で、アメリカの家計の貯蓄率が上昇に転じつつあるというのを一番下でお示しています。先ほど20年バブルがスタートしたのが87年と申し上げましたが、そこから5年ほどたった92年ごろからアメリカ人の借金依存が強まり、貯蓄率で言えば、貯蓄が減ってくる方向に動きました。この過剰消費が強まる前は、大体8%ぐらいだったんですね。今一番新しい数字は、グラフの右端の2.8%であります。これが11月分の現状出ている数字でありますので、仮に、もとのレベルまで貯蓄率が上がるまでアメリカ人が毎月消費を抑制すると考えた場合でも、まだここからかなり道のりは長いということになります。冒頭に申し上げたような形で、それが今起きつつあるということでもあります。

続いて3ページ、この辺もグラフをごらんいただければおわかりになるので、ぱっぱと飛ばして、もう少しおもしろい話にしていこうかと思うんですが、デフレがアメリカでも話題になりそうだとことを示したグラフであります。図表6、7は稼働率の低下です。8は金利の低下であります。

デフレというのは、日本では本質的な問題だと思うんですけども、米欧でも、あるいは中国でもこれからそうだと思いますが、消費者物価が前年比でマイナスに転落するという、先ほど申し上げた原油高の反動で、前年が高いから前年比をとるとマイナスになるという動きもありまして、これがこれから大きな話題になってくるわけでもあります。

アメリカの消費者物価、昨年12月分は、総合の前年同月比でプラス0.1%まで落ちてきまして、丸で困った細い線はマイナス転落寸前であります。次回1月分ではマイナスに転落するという見方が、エコノミストでは圧倒的であります。コアのほうも、太線で示しました食品やエネルギーといったバブルに踊った部分を除いた指数で見ても、実は12月はプラス1.8%で、2004年以来久々に2%ラインを割ってきたということで、これが今後1%を割つてくると、FRBが、きのうのFOMCの声明文にありましたように、長期国債の買入れなど一連のデフレ対応策といいますか、金融緩和強化に動いていくものと考えています。

図表7は稼働率の低下であります。稼働率の話をしていしますと、アメリカの製造業の稼働率は、

丸で囲った細い線なんです、12月分で70%強なんです。これは日本でも、1つ前の月の11月分の稼働率を実稼働率というベースで換算すると70%強で、ほぼ同じなんです。でもよく考えてみると、日本で11月に70%ぐらいたと。アメリカは12月で70%ぐらい。日本の12月の生産というのは、明日の朝発表になりますが、前月比でおそらくマイナス8から10%ぐらい落ちますから、稼働率もそれに見合っただけで落ちるでしょう。そうすると日本の稼働率は、おそらく今6割台の前半ぐらいと考えられますから、実は日本のほうが、アメリカよりも製造業の落ち込みはきついです。おそらく12月段階ではそうだと思います。

これは考えてみればおわかりいただけると思いますが、日本のほうは輸出依存でそれだけ持ち上がっていましたし、内需が弱いので、個人消費がもともと弱いということもありますから、輸出依存度が高い分だけどんときているということが言えるわけです。

稼働率が下がると何が起きるかという、設備投資や、あるいは個人消費の一段の悪化がこれに追従して起きてくるわけです。考えてみればおわかりだと思いますけれども、機械設備が遊休している状態が長いとなると、新しく設備を増強しようという計画は当然とりやめ、ないしは先送りになるわけですね。設備投資計画が、各社大手さんが今やっていますが、削減方向になる。

一方、機械に付随して当然人がくっついているわけですから、雇用人員のほうも稼働率が落ちるわけです。最近報道で、まず派遣切りの後で一時帰休とか、あるいは大手自動車メーカーさんもやっていましたが、賃金を多少カットしつつ長期休暇を設定する、工場の操業を10日ぐらいとめるとかいうのをやっていますけれども、人の稼働率も落ちてくる。人が余ってくるんです。

人が余ってきたときに、まず派遣社員の方や期間工の方のような非正規と言われるところをまず切る。続いて今、海外の正社員を切るメーカーさんが出ていますね。次は国内だと思いますよ。国内で正社員を切る、ないしは抑制する。ぱっきり切るのはなかなかできないとすれば、一人当たり賃金の大幅減少は避けられないと思います。一番大きい自動車メーカーさんでも、ボーナスが管理職クラスでも前年比50万ぐらい減るという話になっていましたね。そこからまた業績が悪くなっていますから、もっと減るかもしれません。一般の方についても、ベアについて組合は強硬に主張しておりますが、そちらで多少経営側が譲るとしても、ボーナスのカット率はその分逆に高くなると思いますから、全体で見た収入は、前年比で見れば、本年はかなり大きな落ち込みになると思います。したがって、個人消費が悪くなる。私は底割れのリスクがあると思っていますけれども、そういったことが付随するわけです。

そういったことを防ぐ手法で、ワークシェアリングという話も出ていますが、結局ワークシェアリングもよく考えてみると、これは賃下げが伴うわけですね。賃金をカットしながら、雇用だけは保証しましょう、勤め口の数だけは維持しましょうという話ですから、もちろん雇用が維持されるという分、個人消費に及ぼす影響は軽くなる部分はあろうかと思いますが、悪い影響が所得面から消費に及ぶこと自体は変わりません。決してそんなバラ色のシナリオではないということでもあります。

こんなことを申し上げると、だんだん皆さんも真っ暗になってきますが、そういう中で金利が下がっているわけですね。3ページが一番下、図表8で、金利が各国ともゼロ%に近づいているのをかいていますが、今日、朝ニュージーランドが1.5%下げましたね。これで3.5%ですか。ピークが8.

5%だったと思いますから、差し引き5%下がりました。ニュージーランドのような高金利の代表国でも、金利はピークの半分以下になりまして、かつ追加利下げを排除せずという中央銀行の姿勢になっております。今後一段と各国の金利は下がり、ゼロから1%台というところに収れんしてくると思いますから、このことは為替相場に対して非常に大きな意味があります。金利差が縮まってくると、日本から海外への資金の流出は、インセンティブが落ちるんです。円安には動きにくくなります。

これまで円安になるという理由の中で、資本の影響力が大きくなったということも多くのを為替アナリスト、あるいはエコノミストが言っていましたね。日本の超低金利に対して海外の金利は高い、多少リスクをとっても金利差でカバーできると。黙っていれば、金利差の分、毎日毎日もうかっていくわけですから、いずれは得になる。だから、個人の方もFXをやるし、機関投資家さんもオープン外債のような予約のない外債投資をしていく、その辺に比重を置くというのがありました。これだけ金利が短期で収れんしてきて、長期のほうもイールドカーブがフラット化してだんだん差がなくなってくると、外へお金が出るインセンティブが乏しくなりますから、何か材料が出て、円安方向には各通貨に対して行きにくいという非常に厳しい状況になってきます。そのことはまた、機関投資家さんの運用に加えて、輸出関連企業が為替差益で棚ぼたで収益を得ることが、これまでよりもはるかに難しくなるということも同時に意味しているわけでありまして。

そこで4ページのほうで、今お話し申し上げたことに絡めて、今度は本年の経済の見通しを、もう少し別の角度から申し上げてまいろうかと思っております。

キーワードがいっぱいありますが、これはとりあえず置いておきまして、図表9に企業の経常利益を示しております。なお、出所は「財務省」とありますが、正しくは「日銀」です。大変失礼しました。よく見てみると、一昨年の10月をピークというふうに今日認定されました戦後最長の景気拡大局面の中で、伸び率という意味で言えば、経常利益の伸び率というのは結構早い段階でピークをつけて、あとは落ちてきていたんですね。私なんかはもっと早くマイナスになるのかなと思って見ていましたら、2005、06年度あたりというのは結構頑張っちゃったんです。その辺である程度影響があったのが為替の円安差益ではないかと私は思っています。問題はこの先でありまして、08年度が大幅な減益に今なってきているわけでありまして、09年度、来年度の業績値がどうなるかということこれから考えていく必要があるのかと思っております。

08年度の減益幅は、おそらくこれからグラフで表示されているよりも大きくなりまして、マイナス30から40%ぐらいにはなってくる見通しであります。上場企業ベースで見ても、08年度は各社集計でマイナス3割台の前半でございます。これは今般発表が少し本格化しております下方修正を受けて、マイナス幅が拡大する。

問題は、その翌年に、2001年度から02年度に見られたような単年度の減益でとどまって、翌年度は増益に持っていかれますかという議論だと思うんですね。マーケットの中には、比較的株に強気の方は、こういったV字型の増益をある程度小幅ながら想定している方がいらっしゃるようですが、私は、09年度は1割から2割方はやはり減益になると思っています。グラフ中で申し上げれば、左側の91年度から93年度ぐらいに、3年連続で10%から20%台減益が続いた時期があります

けれども、このときのような——これは日本のバブル崩壊後ですよ——非常に厳しい状況が続く姿を想定しています。

先ほど申し上げましたように、どうやらアメリカの過剰消費崩壊による需要の一段の下方シフトは、そうすぐに終わるような状況ではありません。これが一巡するまでは、米国経済の最大の重要項目である消費は冷え続ける可能性が高い。また、申し上げましたように、そういった海外の大きなショックを受けた国内の設備投資や個人消費といったところの悪化の波が、もう一段及んでくる可能性が今年度は高いことを考えますと、09年度も大幅な減益になるのではないかと考えています。

そうすると、今株価が何とか、PERがなぜか17倍ぐらいで、今日はまたちょっと上がっていますけれども、おそらくオバマ政権への期待感もあるんでしょう。あるいは業績は今が最悪で、ある程度戻るんじゃないかという前回の景気後退期の経験もあるのか、やや楽観的に動いておりますが、非常に危険な状態だと思います。年度末にかけて一段安も十分あり得ると思います。あるいは年度末を何とかこらえて、夏場のオバマ期待からくる、それなりの上昇相場が一たんあるとしても、秋以降一段の大幅な下落が避けられないと思っていますので、株については、私は今までに申し上げたことからご推察いただけますように、弱気ということであります。終値で日経平均7,000円を割るということをやっと前から申し上げておりますが、よくそままでいかずにこらえているなど思うぐらいであります。

1つ下のグラフは、ちょっと毛色が変わってしまっていて、私は身近な経済指標を昔からいろいろ研究といいますか、調べて随時レポートで取り上げているんですが、百貨店の婦人服売り上げについて取り上げています。これは本や雑誌にも何回か紹介しましたので、ご存じの方がいらっしゃるかもしれません。消費のインディケーターとして、ご家庭で財布のひもを握っておられるケースが多いと一般的に思われます女性層の、自分ための消費というんでしょうか、百貨店の、婦人服のいろいろなブランドがありますよね。そういうものの消費は、実感なき景気回復と言われた時期でも結構底堅く推移していたんです。バーゲンセールをやると、そこそこ人も集まりまして頑張っていたんですが、これが一昨年、07年7月からずーっとマイナスに沈むようになりまして、このところマイナス幅が広がってきているんです。1つの消費の底割れシグナルが出ているんじゃないかなと考えています。ほかにも根拠はいっぱいあるんですが、今日はあまりいろいろ指標をご紹介しますと煩雑になりますので、このグラフで紹介します。

もともと2007年に、7月から前年割れが始まった理由は2つだったんです。1つは、ボーナスの減少です。この07年の夏のボーナスから、実は前年比で小幅ながらボーナスが減り始めているんです。手取りが減った、こいつは大変だということで、ご家庭の財務大臣が引き締めを図ったと。もう一つは、ガソリンの値上げ、あるいは食品の値上げが相次いだのが、このあたりから08年の夏場にかけての状況であります。ガソリンが140円から180円に向けて上がっていったのがここから1年間ですね。身近なものの値上がりで、いわゆる悪い物価上昇が起きまして、そっちの面からも消費に対してブレーキがかかったというのがありました。

ところが後者のほうは、原油バブルが崩壊して、私が『虚構のインフレ』という本に書いたら、本

が出る前に崩壊してしまって、またタイミングがずれてしまって申しわけなかったんですが、その重い要因は1つ軽くなっていますが、かわりに金融危機報道の増加とかボーナスの一段の減少の可能性、あるいは雇用不安の強まりがあります。

いろいろな消費統計を見ると明確ですが、雇用に関しての数字がいいときというのは、結構消費は頑張ってるんです。ところが今回は、内閣府の消費動向調査を見ましても、雇用についての意識が過去最低だったと思いますが、格段に悪くなっています。したがって、そういったもっと悪い材料が出たものですから、消費が底割れしかけて、あるいはしているのかなと思うんです。そうしますと、輸出も悪い、あるいは設備投資、消費も悪いと。このページの一番上、キーワードの2行目にありますように、内外需総崩れという状況であります。

ほかに公共投資を多少上積みするのかなというのがありますが、これは長い目で見ればやはり減る方向でしょうからね。住宅も1回持ち上がりかけたんですが、もう足元が崩れてきていますね。明日発表の数字で、着工が前年比でマイナスに転落する可能性が非常に高いです。

ということで、どうやら深く長い景気後退になっておりまして、それから、生産面でも需要が逃げ水のように減っていくので、減産が追いつかず、在庫が積み上がるという非常に厳しい状況が、IT関連を中心に今起きています。自動車のほうは何とか必死に減産して、在庫の積み上がりは相当程度抑制していますけれども、その分雇用や生産設備の調整がきつくなるということが逆に招来されるということかと思えます。

オバマ期待についてお話し申し上げます。お時間の関係もあって、あんまり詳しいご説明はできなくなってきましたが、過剰な楽観論が浮上しているなという感じがします。考えてみれば、大統領がかわったからアメリカの過剰消費調整が急に終わるわけではありませんし、それから今日はあまり触れておりませんが、非常に根の深い金融システムの機能不全、証券化バブル崩壊による米欧の金融機関の大きな痛手と、血がとまっていらないんですよね。出血が続いている、そのままの状態です。公的資金を時々入れますね。輸血しても傷口があいていますから、時間とともに不良債権が増えて、また血が出ていっちゃうんです。アメリカの銀行に対する追加の公的資金の注入が今月明らかになりましたが、あれはまさにそういうことでもあります。

だから、私は去年の早い段階でこう言っていました、徹底的にデスクロージャーをさせて、あるいは金融検査を徹底して、数年間分、過剰なほど償却引き当てをして、それでも大丈夫なほど資本に厚みを持たせてやらないと、市場に安心感は戻らないんです。これをアメリカは、少なくともこれまではやっていません。今日オンラインで出たWSJの報道によれば、オバマ政権は1兆から2兆ドル使って、バッドバンクを含む抜本的なことをやるんじゃないかと出ているようですから、やるのかもしれませんが、ようやくという感じでしょうか。これまでのところは金融安定化策は不十分ですね。

したがって、急にオバマさんが出てきたからアメリカ経済がよくなるというものではない。むしろ金融面の手当てをしたとしても、日本の景気もありますけれども、そんなに急によくなるわけじゃないですね。しばらくは、大手術をして、養生して、ようやく金融システムが正常化してくる、FRBの直接貸し出しを民間銀行にまた任せる形になっていく、そういう流れが、集中治療室から出てくるま

での長いプロセスがありますから、超金融緩和の状態は今年も来年もずっと続くと思います。

利上げは、日米欧ともに、今年も来年も想定するのは非常に難しいと思います。日銀もFRBも、景気の悪化、それから回復時期も不確実性が高いと言っている。自信がないんですね。金融面も傷がいかに深い。今日も西村副総裁の講演が宇都宮でありましたが、自己資本の問題を一生懸命強調していました。それから物価の面、きのうのFOMCの声明文を見ても、デフレ懸念をこれまでよりも前面に出しました。日銀の展望レポート中間評価、先週出ましたものも同様であります。そうすると、どちらかといえばやはり金融緩和を長引かせて、デフレのリスクに対応するという手法になってくるのかと思います。

しかも、日米欧ともに、中央銀行が去年はパフォーマンス上、失敗しているんですね。昨年まで失敗しています。これはあんまり新聞とかが取り上げないので何だろうなと思うんですが、日本は今、山口副総裁になりましたが、山口さんの就任会見のところでさえも景気と物価のリスクを両方見ると言っていたんです。景気の悪化とインフレですね。そんなことをいつまでも言っていたので、日銀の動きは出してくれた。あるいは2007年2月の追加利上げというのは、金融政策の効果が及ぶまでに1年半から2年かかると日銀自身が言っていますから、ちょうど去年の夏場以降、利上げの効果が景気を下押しているという論理構成になりますから、失敗だったんですね。それを認めないんです。

アメリカはどうかというと、去年4月に利下げした後、利下げをとめました。これはやっぱりインフレを懸念した。原油高をトレンドと見誤って、景気と物価のリスクは均衡してきたと言いながら、利下げをとめて様子を見ちゃったんですね。半年様子を見て、10月から必死にまた利下げをし始めて、ゼロに近いところまでやっていったんです。その半年間、空費したんですね。

一番ひどいのはヨーロッパです。ECBは昨年7月、0.25%利上げをしました。この危急存亡のときに、インフレファイターとしてのメンツにこだわって利上げしちゃったんですね。原油高のバブル的な要素を見誤って、インフレリスクがあると強弁して利上げして、わずか3カ月後、10月には利下げに転じて、その後急速に利下げを続けている。急速といいますか、彼らとしては急速に利下げを続けている状況です。

失敗していますから、それだけ次の利上げに向けた行動は、日米欧ともに慎重になると見るのが順当でありましょうから、今年、来年いっぱい見ても、よほどのことがない限り利上げはないと思います。ゼロに近い金利というのは、もっと長いかもしれません。日本の経験でも、量的緩和を2001年に始めて、そこから5年ぐらいやっていたからね。アメリカがそこまで動きが遅いとはもちろん思いませんし、日本のようにCPIコミットメントという使い勝手の悪いものをつけるとは思いませんけれども、どちらかといえば超低金利が長引くリスクを前提に、いろいろな物事を考えていく必要があるのかなと思います。

そんなことを言いながら、いよいよお時間がそろそろ押してしまったんですが、最後の5ページに今回の景気悪化、20年バブル崩壊後の世の中、マーケットを見ていく上での6つのポイントを整理したものがあります。これは昨年10月下旬に投資家さん向けのレポートに私がまとめたものを、多少言葉は書きかえていますが、基本的には同じものをずっとご提示申し上げておまして、現状

でもこれは全部生きていると思うんです。

1番が金融危機の長期化、拡大、深化の問題でありまして、グローバリゼーション——これは今日ご説明しました——と証券化——これは今日ご説明する時間がありませんでしたが、世界中にリスクが分散していますから、集中治療ができないんですね。だから、あっちでもこっちでも火の手が上がってまして、危機が深化するということでもあります。IMFの金融機関の損失見込みが2兆2,000億ドルにきのうなりましたね。大変な額であります。

それから2番目は、景気の連鎖的な悪化、ドミノ倒しと、それから負の相互作用と言われます貸し渋りと景気悪化との相互作用の問題があって、景気は鋭角的に悪化すると。実際そうなったということでもあります。

3点目は、アメリカの公的資金活用の不十分さということで、少し前にご説明しましたが、中途半端に一斉注入してもだめだ、傷口があいていますということで、これは今日出た報道からすると、もしかしたらこれから手当てがなされるかもしれません。1つ明るい兆しなのかと思います。

4番は、インフレは虚構であってデフレだと。むしろ日本に限らず世界的にデフレ、ないしデフレスパイラルのリスクが市場のテーマになりやすいということで、実際、日米の中央銀行がこれを警戒し始めているということでもあります。

さらに5番が、世界的な利下げと超低金利への収れんということで、今日ご説明しましたように、為替の、まず円高が起きた後、今度は円安に戻りにくいということが起きて、国内のマーケットにお金が戻ってきやすくなる、集まりやすくなるということになります。おそらく超長期債なども増発はありますけれども、金利はさらに下がっていく方向ではないかなと思っています。

さらに6番では、これは出口が遠いということを書きと書いてありまして、先ほど来申し上げております利上げに動く時期が、来年、再来年といった先のほうまでにならないと、特に再来年、2011年にならないと実現しないだろうということが書いてありまして、もろもろ考えていくと、今回傷が非常に深いですし、それから一番最初に申し上げたように、世界の経済の傷がいえても、足元がじわじわ沈んでいることをまず念頭に置く必要があるのかと思います。

こう悲しいことばかり申し上げていますと、私はよくお客さんから、投資家さんから聞かれるのは、何が起きたらあなたは悲観論をやめるんですか、どういう条件が整えばなんですかと聞かれますが、これは1つです。日本の人口が増えること。人口というのは、もちろん日本人に限らず、滞在人口という言い方を私は書籍ではしておりますが、日本人、移民、観光客、それから海外企業の在日従業員です。こういったものをもろもろひっくるめた日本の国土でお金を落とす人たちが増えれば、先ほど来強調しております国内需要の縮小均衡トレンド、下向きトレンドが変わりますから、その場合には内需がしっかりしてくるということでデフレ圧力も緩和する、経済も輸出にべったりという状況も変わってくる、いろいろな新しい展開が想定されますので、完全な今のような悲観論からはだんだん切りかえざるを得なくなると思うんですが、残念ながら、今、各政党のマニフェストなのか、選挙公約なのかわかりませんが、ちらちらと新聞報道等でいろいろな政党の言っていることを見る限りは、この本質的な問題にきちんと焦点を当てているところは1つもないと私は思っています。したがって、目先の景気対策にこだわって政策論争している間は、地盤沈下は止まりませ

んし、私は悲観論を申し上げ続けることになるのかと思います。

今日は金利の話とかも含めて、もう少しほんとは申し上げたかったですけれども、ちょうど今お時間が少し超過してしまいましたので、私の悲しいお話はこのぐらいいたしまして、ここからは質疑応答のお時間ということをお約束申し上げておりますので、ご質問がおありの方にお願ひしたいと思います。よろしくお願ひします。

【質問】 先生は、金利はどちらかというと低くなるというほうでお話しされているんですけれども、金融機関ですとか投資家の方と話していると、リスク許容度が減って、なかなか長期のものを投資できないということをおっしゃるんですけれども、そこで景気実態が悪くなるので、これは日銀の低目誘導とかそういうので、金利は必然的に自然と下がっていくものなののでしょうか。金融機関はだれが買うんだろうということをよくおっしゃるので、そのあたりを先生にちょっとご解説いただくと。

【回答】 なるほど、わかりました。私どもは債券市場のセクションにおりますが、今日はそういった方向けではないという認識であまり触れなかったんですけれども、10年債の利回りについては現状1.2%台で1回低下が足踏みしておりますけれども、先般つけた1.1%台半ばを下抜けて、おそらく年度内ぐらいには1%前後まで下がるだろうと強気に見ています。

確かに銀行系の投資家さんを中心に、BIS規制の関係ですとか、あるいは株価が下がって、しかもボラティリティーが高いことからきて、リスクの総量をなかなか現場が持てないこともありまして、あまり長い債券を大量に買えない、あるいは買ってすぐ売らなきゃいけないという状況はあるんですが、逆に2003年の、みんなバンドワゴンに乗りおくれるなど言いながらわーっと債券を買って行って、突っ込んで、0.4%台までつけてまたわーっと金利が上がってきたときに比べれば、そういった歯止めがかかっている分だけ、私が見ていても非常に安心して見ていられるというんですか、二進一退という言い方をしていますけれども、ちょこちょこつと買う動きが出たら投資銀行が利食いの売りを出してリスク量を落としてきて金利が上がるけれども、まあ、そんなに崩れないと。また金利が上がると、今日もそうでしたが、押し目買いが入るというような、結構、何ていうんですかね、マージャンで言えば、安上がりを繰り返しながらも勝ち続けるような、そのうちどんどん金利が下がっていくような、勝ち続けて上がっていくような、手元のポイントが上がっていくような、そういう状況なんだと思うんです。

日銀がということよりも、銀行系の方であれば、運用手段としてほかに買えるものがもうないんですよね。もちろん今は、たまたま社債・CP市場が機能不全ですから、銀行借り入れに企業さんがシフトしてきていますので、にわか需要で貸し出しが出ていますけれども、銀行さんによっては資金繰りが苦しいので債券を売って貸し出しを出そうなんていうところがありますが、これはあくまでにわか需要であって、景気の流れを考えると、これから資金の実需は明らかに減少方向にあるわけです。

ご説明しましたように、設備投資が落ちるとすれば、設備投資向けの資金需要は減退する。日ごろの業務が落ちますから、運転資金の借り入れ需要も落ちますね。あるいは賞与・決済用の需要も落ちるということで、銀行貸し出しについては、まずボリュームが先行き期待できない。加えて、

中小企業さん、あるいは上場企業さんも含めて倒産が増えていますから、いわゆる貸し倒れコスト、信用コストが増えていますので、なかなか積極的にどんどん貸していこうということにもならないですね。

それから、じゃ、これまでバブル崩壊前に隆盛をきわめたさまざまな信用リスクを帯びた証券ないしは証券化商品に投資しようかということになると、市場が完全に崩壊していますし、リスクが高いと。取引自体が非常に成立しにくい状況でもありますし、もともと持っていたものがやられているわけですから、運用手段としてなかなか柱にはしにくい。

それから為替も、ご説明しましたように、為替リスクをとってでもというふうに、為替でもうけようというファンドに投資しようとしても、あまり期待リターンは大きくならないからお金を持っていけない。株もどうやら持っているものは含み損ですから、少なからぬ場合、これもだめと。

消去法で、信用度が高い債券、固定利付の債券にお金を持っていかざるを得ないという客観情勢があると思うんです。その中でどこまでリスク管理セクションの許容範囲があって、デュレーションをとって長目の国債をどこまで買えますかというのはまた投資家さんごとにばらつきもありますし、それぞれの会社さんごとの経営方針もありますから、どこまでやるかというのは差はありますけれども、究極的にはデュレーションのリスクをとって長い債券を買わざるを得ないでしょうね。そうしないと、短期がゼロですから、転がしているとゼロに毛が生えたような運用にしかありませんので、経費も賄えないことになりますので、いやが応でも金利はじわじわと、私は1回とりあえず下がって1%を割るんじゃないかと思うんです。

ただ、それでそのまま終わらないところがマーケットの1つのあやといえますか、おもしろいところでありまして、過去数年を見ると、必ず年に1回、長期金利が2%に向けて近づく場面が起きています。昨年は1.895%をつけました。これは6月だったと思います。その前の年は1.985%をつけました。その前の年は2.005%をつけまして、毎年ちょっとずつピークは下がってきていますけれども、2%台から1.9%台、1.8%台まで下がってきていますが、必ず1回は何か予想もしない動きが起きて、ほんとうは債券を買うニーズがあるだけけれども、みんな横を見ながら引いてしまって、するすると金利が上がって、みんな怖がってしまって金利が上がる場面が1回来るんです。

ですから、私は今年もそういう場面があって、1.7%ぐらいまでは1回あるんじゃないかなと思っています。これはおそらくオバマ期待あたりも、夏場にそれなりに、オバマ政権の減税や公共投資が一時的には米国の経済指標に好影響を及ぼすでしょうから、そういったものはあるでしょうし、あるいは金融システム面で、これから手をつければ、安心感から株が上がって債券が売れる場面があるかもしれません。あるいは地方の債券が、今年は縁故地方債が地方財政悪化から少し発行が多めで、需給的に重いんじゃないかという声もありますので、もろもろ考えると6月から8月ぐらいかなと漠然と今イメージしていますけれども、1回金利が上がると思うんです。それは一過性であって、繰り返しきょうご説明したように、最終的には景気の本格回復の遠さ、あるいは物価の下落の状況、あるいは利上げがいかに遠いかということが再認識される中で再び金利は下がってくると思います。

ですから、私は投資家さんには、皆さんそう思っているとなかなかそうはならないんですけども、夏場かどうかわかりませんが、1回金利がはね上がる。そこでたんと仕込めば、あとは左うちわですよということをよくご説明させていただいています。

【質問】 為替についてお伺いしたいことがありまして、米国債の大量発行等を受けまして、ドル円のドルのほうは暴落のリスク等が最近よく言われているんですけども、先生の今後1年間のドル円の見通し等がありましたら、簡単にお伺いしたいんですけども。

【回答】 わかりました。ドル円は一応78円から103円というレンジを想定してしまして、95年につけた79円75銭を下回る場面もあるんじゃないかというふうに円高方向で見えています。ただし、103円まで持ってきたのは、先ほど申し上げましたオバマ期待が盛り上がる場面で、おそらく株高・円安という一時的な動きがあると思いますから、その場合には100円をちょっと超えるぐらいまでは伸びるのかなと思うんです。

目先のポイントは、やっぱり為替介入の有無とその効果ということになるのかと思います。もちろん、その前の段階で年度末にかけての株安の有無とかがありまして、株安・円高を私は年度末にかけて想定していますが、その場合に本邦当局の為替介入があるかないかということなんですが、これはやるのであれば一発勝負に近いですから、相当、度胸は要ると思います。

まず今の状況では、協調は無理というのは常識です。しかもガイトナー財務長官が中国の問題であいつたことを言っていますから、なかなか為替操作にみずからが手を染めることは難しいと思いますね。しかも民主党政権ですから。そうすると単独でやると。単独でやるとなると、一応G7の共同声明に反しない範囲で、それなりにボラティリティーがあるところでやらなきゃいけないですね。

不規則な変動があるから、為替介入のオーソライズがG7共同声明にのっとって得られるわけですから、思いっきりどーんと動いて、ボラタイルな中で円高をつけたときに介入するのはできますが、1日50銭ずつとんとんとと来るのであれば、為替介入の理屈が立ちません。そのあたりをクリアして為替介入したとしても、大量介入という手が使えないと私は思うんです。何となれば、外為特会の含み損がもう10兆円単位になっていますから、ここからさらにどんどん無制限に介入して、市場機能を麻痺させつつ、一方で含み損がさらに拡大していく可能性が高まるようなことが許容されるかという、これはなかなか難しいと思いますね。

そうすると、ピンポイントでとりあえず一発で決める。悪くても二、三発以内で決めて、ささっとうまくやって去っていくようなイメージになるんですけど、これはなかなか難しいんです。何となれば、前は投機筋のポジションがたまっていて、ヘッジファンドがばんばんに円ロングをつくっていて、そろそろ利食おうかなというところで、あるいはチャートポイントに来て、この辺かなというところで日本のお昼休みとか、ニューヨークの時間帯とか、あるいは夕方のロンドンが始まる前の端境期の時間帯にびゅっとやって、あっと驚くところで動揺を誘ってやるというのはできたかもしれませんが、今回ヘッジファンドも元気ないですし、変な投機的な円ロングがたまるという状況ができていくわけです。

むしろ長い期間にわたって蓄積されてきた、世界中でできた円キャリーと言われるような円売り

ポジションが、株安とともにふつつつとあちこちからわいてくるような状況だと。あるいは輸出企業さんもあきらめてレベルを切り下げて、今日もそうだったと思いますが、90円になったら売ってこようかというような状況ですから、ピンポイントでやるのはなかなか難しい状況なんです。

アナウンスメント効果はどうかという声もあるんですが、アナウンスメント効果は1回だけですからね。1回「為替介入」と新聞に見出しが躍って、2回目からだんだん驚きもなくなるし、またかということになりますから。それできかなきゃ、そこがつけ目で逆にドルを売ってくるような人も出てくるでしょうから、非常に難しいと思います。もちろん、やらなきゃいけないときはやるとは思いますけれども、それだけで円高をとめられるかということ、ちょっと私は疑問ですね。そういう意味で、円高方向のリスク意識は十分に持っておくほうがいいと思います。

加えて、為替については、先ほどニュージーランドの話をいたしましたが、これまで金利差を前提に買われていた通貨については、これから各通貨、含むユーロ圏ですけれども、金利差が縮まってきて、そういうロングでしこっている持ち高が外されてくる可能性がありますから、時々ちょっと上がったところで外すようなオペレーションで損失を最小限に食いとめる、ないしは早目にディーリング的に利食うというようなことが必要かと思っています。ユーロは103円ぐらい、100円割れの方もいますけれども、100円ぎりぎりぐらいまではユーロは崩れると、私は思っています。それぐらいにヨーロッパの金融機関の傷は深いですし、今回の一件で、アメリカ以上にろいんじゃないかという見方が出ているのかなと思っています。

【質問】 例えば中国ですと、2けたではないんでしょうが、1けた後半の成長率が予測されるのを筆頭に、声としてですが、エマージングマーケットが世界経済の崩落をとどめるんだという議論がありますけれども、その点は先生はどのようにお考えでしょうかということと、もう一つ、やっぱり信用といいますか、あるいは財政の面で、先進国は相当お金をばらまくんだと思いますけれども……。

【質問】 これが長い目、例えば5年、10年というタームで世界経済の、ありていに言えばインフレだと思えるんですけども、そういうものに与えていく影響みたいなものを先生はどのようにお考えでいらっしゃいますでしょうか。

【上野】 なるほど、わかりました。まず1点目は、これはデカップリング論が否定されたという状況で、かつIMFの見通しでも、きのうの数字でロシアはマイナス成長になりましたね。最初はプラス1けた後半ぐらい見ていたのかな。それが、マイナスになりました。中国はまだ6%台をつけていました。この国は統計がいいかげんですからね。平気でGDPが1ポイント、2ポイント動く国ですから、中国で6%というのは、実勢は5%以下じゃないですか。ブラジルもどうやらおかしくなっています、ひところ中南米は大丈夫と言われていたんですが、ブラジルの当局者自身がリセッションだと言っています。あと、インドも急速に水準を切り下げて、1けた前半ぐらいですか。だから、BRICsが世界経済を支えるという議論は、デカップリング論が崩壊する中で、むしろ色あせている。

もちろんこれらの国は、今回のアメリカの過剰消費崩壊の後には、1つの成長の力として非常に重要な役割を担うと思うんですが、目先のところは食い止めるというよりは、どこまでドミノの倒れ方が軽くて済むかというステージではないかと思っています。

それから財政については、正直言って、インフレを懸念するというよりは、何とかしないともう底割れしちゃうよということで各国は財政を出している、ないしは出そうとしているんじゃないかと思うんです。インフレになるというのは財政部門の、どこかの国がサステナビリティに懸念が生じて、例えば格下げを食らって為替が売られるとか、あるいはそれと別のパターンとして、財政がなかなか緊縮できずに需要が過剰になって、国内経済加熱でインフレと、いろいろなパターンがあるんですけど、どのパターンも今は想定しにくいと思います。それぐらいに民間の信用というものが崩れていますし、民間の需要が落ち込む中で、ある程度財政で代替をせざるを得ないというよりも、穴埋めで必死という状況でございますから、しかもどの国も財政は悪くなるわけですから、どこかが突出して悪いということを考える余裕も今はないと思いますから、あんまりインフレという感じはしません。

むしろ日本については、私は、財政出動は最終的にはデフレ要因だと思っているんです。今日のご説明しなかったんですが、欧米、あるいはおっしゃられたエマージング諸国は人口が増加していますから、将来の、担税力という言い方をしますけれども、この財政出動のツケを払う人の数は、少なくとも頭数は増える見通しなんです。ところが日本は、確実に今減っているんですね。減って、かつ高齢化していますから、若い人が減っていますから、現役世代の数がどんどん減ってきますから、今財政出動して、定額給付金をばらまいて、それだけ赤字が増えると将来の成長力を抑制する。言いかえると、物価の面で言えば、成長が弱まってデフレが強まるリスクが非常に高いと思いますので、私は今、ばらまきの政策を打つべきでは絶対にはないと思っています。

財政出動論者の方もエコノミストで何名かいらっしゃいますが、私は絶対反対の立場でありまして、むしろそれをやるのであれば、歳出構造の抜本的な見直しです。私は昔、国家公務員をやっていたのでよく知っていますけれども、日本の予算編成の手法というのは極めて旧態依然たるものがありまして、ボトムアップです。下から積み上げて、結果的にできるものは、組織間のパワーバランスを考えると、考え方としては大して変わらないんでしょうね。だったらトップダウンで、ゼロベースで予算を編成する手法に変えて、まずむだな部分を減らして、それを有効な使い方をするほうがはるかに経済成長と財政再建双方に資するのではないかと思います。