

講演

日本経済の現状と展望

国際収支不均衡と円相場

去る七月二〇日に、財団法人簡保資金振興センターの主催で「かんぽ資金セミナー」が開催されました。講師には、日本経済研究センター理事長深尾光洋氏が招かれ、「円相場の行方」と「日銀による金融政策と金利の行方」を中心に講演が行われました。

円安でまずまずの経済成長

今年の一月にイギリスの中央銀行、バンク・オブ・イングランドで国際会議がありましたが、一番驚いたのはロンドンの地下鉄です。

ゾーンワンという山手線内程度の地下鉄の初乗り均一料金が現金で四ポンド（約一〇〇〇円）、パスモのようなカードを買っても一・五ポンド（約三五〇円）なので、異常に高いと感じました。これは、物価が高いというよりはポンドの為替相場が高い。円からみ

るとイギリスの所得も物価も非常に高いという状態です。私は、外国のエコノミストによく会いますが、「日本のホテルは安い。高級ホテルでもすごく安い」と皆が言います。これが彼らの実感で、多分主要都市の中では東京が一番安いと言っています。

日本の物価安の背景には円安があり輸出が有利になつている。それと海外の景気がまあまあよいということで、経済成長はまずまずの状態にあります。日経センターの最新の見通しでは、二％強ぐらいの経済成長を見込んでいます。〇六年度の実績で経済成長率

日本経済研究センター理事長

深尾光洋



74年京都大学工学部卒業後、日本銀行に入行。78年ミシガン大学経済学部入学、81年同大学Ph.D.取得。97年慶應大学商学部教授に就任。99年より日本経済研究センター主任研究員、2005年に同センター理事長に就任する。主な著書に『中国経済のマクロ分析』（日本経済新聞社・編著）、『検証日本の収益力』（中央経済社・日本経済研究センターとの共編著）などがある。

米国は少し景気が悪い状態

一・九％、その後二・一〜二・二％が続くという見通しです。私どもは、〇九年の四月に消費税の引上げがあり、この影響で駆け込み需要が多少あるので、〇八年度の終わりから〇九年の初めぐらいにかけて、経済成長率が一時的に上がると見込んでいます。

〇七年度のアメリカの成長率は、二％台の下の方というように見通しています。

今アメリカでは住宅バブルが崩壊し、サブ

プライムローン（信用度のあまり高くない人向けの住宅ローン）が抵当流れになるケースが増えていきます。これまで所得の低い人でも、地価の上昇を見込んで、大都市の遠い郊外の住宅をローンを目一杯組んで買っていました。しかし、ここ二、三年アメリカの金利は非常に低いところから5%ぐらいまで上がってきました。このために住宅ローンを変動金利で組んでいた人々がだんだん返せなくなってきたのです。いったん抵当流れになると、住宅地に売家のサインが出てくるわけですが、こうした売家がポツポツと出てくると、周りの家の値段も下がります。このために住宅価格が下がってきて、相当無理をして買った人の住宅価値が下がった結果、借金が返せなくなっています。また、転売を考えて買った人々もローンを返せなくなってしまったというわけです。

このためにアメリカの成長率が2%ぐらいになり、日本と同じ程度まで伸びが鈍化しました。しかしアメリカの2%というのは日本の2%と大分違います。日本の場合は今、生産年齢人口（二五歳から六五歳の人の人口です）が大体〇・八%ぐらいのペースで減っています。特に団塊の世代の大量定年退職で、働いている人数が毎年減っていくという状況になっています。これに対して、アメリカの場合は、生産年齢人口が1%ぐらいのベ

ースで増えています。日本はマイナス〇・八、アメリカはプラス一、この、生産年齢人口の変動の違いによって成長力に相当の違いがあります。ラフに見積もってその六掛けぐらいです。ラフに見積もってその六掛けぐらいです。成長力に1%前後の差があるということですから、このため、アメリカの2%成長では、増え続ける労働力を吸収できず、景気が多少悪化しつつあります。

国内消費が伸び悩むわけ

次に日本国内の消費に話を移します。〇一年ごろから所得のマイナスが続く、ごく最近でも一人あたりの賃金はあまり伸びていません。むしろ就業人数が伸びているので、雇用者所得は何とか2%弱ぐらいの伸び、成長よりも若干低めぐらいの伸びになっています。

所得が伸びない理由は、団塊の世代の退職がかなり影響しているとみています。六〇歳ぐらいの退職者が一人出ると、大体新卒の若手であれば三人ぐらい雇えます。給与の高い人がやめただけ、企業としてはコストが下がる反面、個人の所得は減ります。最近、雇延長で六〇歳を超えても働く方は結構多いわけですが、この場合も給与が半分以下になるようなことが多く、「給与が多少少なくても楽に働きたい」という方が増えています。こ

うなると、給与は半分以下ぐらいで十分な経験がある人材を企業は雇えるということもあり、マクロ経済全体でみると、あまり所得は増えないのです。

さらに、社会保険料は毎年引き上げられ、健康保険の本人負担も増えていく。定率減税も徐々になくなっていきます。こういう状況で増税の可能性もある。その結果、可処分所得の伸びは低めになり、消費は伸び悩んでいるということが言えます。

消費者物価上昇率 ゼロから2%が目標の日銀

金融政策について考えてみましょう。日銀は去年の三月に、ゼロから2%ぐらいの消費者物価上昇率を「中期的な物価安定の理解」という、ちょっとわけのわからないタイトルで発表しました。「消費者物価でゼロから2%を、広い意味での物価の目標圏とします」という意図だと思っています。

目標としては、ゼロから2%というのはちょっと低過ぎるように思います。消費者物価のインフレ率は1%ぐらいが望ましいのではないかなというのが、私が日銀にいたころからの持論です。理由は、消費者物価指数は品質の向上をあまり考慮しないなどの統計の作り方から、実態よりもやや高めに出る傾向があるからです。

自動車の例を引くと、昔の車——私が学生

時代に初めて親に買ってもらった中古のカローラは、ラジオはついていましたが、エアコンもなければカーステレオもない、パワーステアリングもパワーブレーキもない、そんな車でした。最近の車——トヨタのヴェイツに目を向けると、小さい車でもパワーステアリング、パワーウィンドー、パワーブレーキ、エアバッグ等がついて、エアコンも当然標準装備になります。これで値段は、安いタイプであれば一〇〇万ちょつとぐらいいから買えます。昔のカローラの新車の値段も一〇〇万弱ぐらいですから、相対的にみると結構高かったわけです。ほぼ同等の値段でも質は相当上がっているのです。当時はそんな装備の車を買おうと思ったら二倍以上の値段がしたわけで、装備がどんどんよくなっても値段はあまり上がっていない。こういう品質の向上分を現在の消費者物価はあまり考慮していないのです。このために物価指数がやや高めに出やすいと考えます。

もう一つの例としては、新しい販売チャネル。例えば電気製品を買うのに郊外の大きな家電量販店やアウトレットモールへ出かけたがり、インターネットで安いものを買うことが可能ですが、このような新しい販売チャネルがなかなか消費者物価の統計に反映されず、従来型の販売チャネルで統計をとるので、ど

うしてもやや高めに出るのです。

こういったことから、消費者物価がプラス「二%」ぐらいのときに、大体ほんとうの物価安定ということが言われています。日銀の目標のゼロから二というのは、消費者物価ゼロというのはむしろ実質的には物価は下がっているということになります。目標圏としてやはり一%プラスアルファぐらいのインフレ率を目指すべきではないか。やはり現在の日銀の目標値は低過ぎると思っています。

このため長い目でみれば、むしろ一から二%ぐらいのインフレ率達成を目指すべきだろうと思います。ただ、日銀が今の段階で物価の目標値は一%から二%です、今ゼロだから一%引き上げると発表すると、現時点で長

期金利がはね上がるリスクがあります。将来

物価が上がるなら、長期の資金運用をする場合はこんな安い金利では貸せないと考え、借りるほうはそんなに物価が上がるのなら今のうちに借りておこうということで、長期で借りる人が出てくる。この結果として、長期金利が一%やそこらはね上がるリスクが出てくる。こういうことを考えると、当面ゼロから二というのは妥当な範囲ですけれども、数年したところで一、二%を目指すべきだというのが私の考え方です。

こう考えると、日銀の行うべき政策運営態度としては、「物価安定の理解」というようなあいまいな言葉を使わずに、「日銀が中長期に目指すべき物価上昇率の目標」というのを発表すべきだろうと思います。この点では欧州中央銀行の場合は二%以下というのを公式の目標にしていますが、これはゼロから二というようにみんな理解している。ゼロから二ということでは現在の日本と同じですが、最近、欧州中央銀行は言い方を変えて、二%以下だけれどもレンジの上のほうを目指すと言っている方を変えています。これは、欧州中央銀行は大体一から二%ぐらいを政策目標にしていることなのです。

あるいはアメリカの連邦準備制度理事会、中央銀行ですが、アメリカの連銀も議会証言などで物価の安定として消費者物価で一から



2%ということを明確に言っています。ですから、日本のゼロから二というのはヨーロッパやアメリカに比べてもやはり低いのです。

巨額介入が円安を生む

最近では、経常収支の黒字が続いているのに円高になっていません。これは、介入と低金利によるものです。

過去をみると、黒字がたまると円高になるので、八六年から九〇年ぐらいにかけてドル買い円売り介入が行われました。次に、九二年から九四年にかけての黒字のときも同様の介入をしたので外貨が増えていきます。九八年以降も経常黒字がたまりますが、黒字以上の介入をしています。特に溝口善兵衛さん（財務省財務官、〇三年から〇四年）のころの介入というのはべらぼうな介入で、過去三〇年以上の間例がないような巨額の介入をしました。

これだけ介入すると、経常収支の黒字で民間の手にドルがたまる以上に、政府がドルを吸い上げた格好になります。そうすると円安になる傾向があるわけです。また、日本が黒字をためても、日本が外国に直接投資をして還流している分は円高になりにくいという構造があります。つまりドルをためて、ドルのまま持っているのが替相場のリスクが相当

あるので、売り圧力が出てくる。しかし、外国の不動産を買ったり、工場を建てたり、向こうの企業を買ったりすれば外貨ではなく外国の物を持っていることになるので、この分は円高になりにくいというわけです。

経常収支の黒字はたまってきたのですが、介入が大きかったので円高圧力の原因になる民間の持っているドルのキャッシュというものはあまり増えない。むしろ介入で減ってしまった。これが円安の背景にある一つの要因とみているわけです。

円安のもう一つの理由は、日本の非常に低い金利です。金利が〇・五%ということは、キャリートレードをすることもうかる。キャリートレードというのは、要は円でお金を借りてドルないし高金利通貨で運用すると、為替相場さえ横ばいならもうかるということです。日本の財務省も借りた円資金を使ってドル買いをして、米国国債などで運用しています。大きな利益を出していますが、これはキャリートレードそのものです。

円安がデフレ脱出の糸口に

円安の影響で日本経済はデフレから回復したわけですが、もう一つの大きな要因は海外の景気拡大です。特に中国の景気拡大が非常に大きく、中国向け輸出がガンガン伸びま

した。一番のピークは三、四年前ですが、年率三、四割のペースで中国向けの輸出が伸びた結果、日本の景気を引き上げました。しかも、その間円安が続いた結果、日本経済は何とかデフレから出られる状態になりつつあります。

しかし、この円安というのはほんとうに長く続くものなのでしょうか？

世界全体の経常収支をみると、アメリカが赤字を一手に引き受け、ユーロ地域は非常に小幅の赤字です。逆に黒字を出しているのは中国と、産油国や天然ガスの生産国である中近東・ロシアです。要するに、中国、ロシア、中近東という国が大きな黒字を出して、あと日本がまあまあの黒字を出す。これに対してアメリカが大赤字になっているのが世界経済の図式なわけです。このためにドルは弱い。

そろそろ円高か

円安のもう一つの理由は、日本政府や日本の金融機関に対して信用がなかったことです。ここ三年ぐらい、日本の銀行は大分息を吹き返してきたわけですが、それまでは、次はどこが破綻するのだろうというような感じだったわけで、これが外国から見ると日本の円で運用する意欲をそいできた。日本経済が回復してきて、日本の金融機関の格付けも上が

つてくる、政府の格付けも引き上げられる、こんな状況になってくると、円への回帰があり得るだろうと私はみています。

ここで、現状で外貨準備をどんどんためている中国や産油国のファンドマネジャーの立場になって考えてみましょう。中央銀行といえども途上国の外貨準備、通貨運用をしている担当者のメンタリティーは普通のファンドマネジャーに近い。彼らは、増え続ける外貨を運用しなければならぬ。では現状、何をかうか。ポンドを買うか、あるいはユーロを買うかというわけです。ポンドやユーロの為替相場は既に相当高いわけです。当然ターゲットとしては人民元あたりが買いたい通貨のトップにくると思いますが、中国は為替管理をやっているから買えない。不動産をかうかと思ってもなかなか運用できない。

こういうわけで、運用が難しいわけです。では、出おくれ通貨はないか。こう考えると、円がそろそろ見直されるのではないだろうか。いつになるかはわからない。当面円は下がるかもしれないし、年内ぐらいを展望しても上がらないかもしれない。しかし、長い目でみると、中国や産油国の外貨準備に占める円のウエイトの低さかげんが見直されるのではないかと。日本経済の回復に対応してみると、円のウエイトがちょっと低過ぎるという感覚に変わってくるのではないかなとみています。

景気を冷やさないと工夫が必要

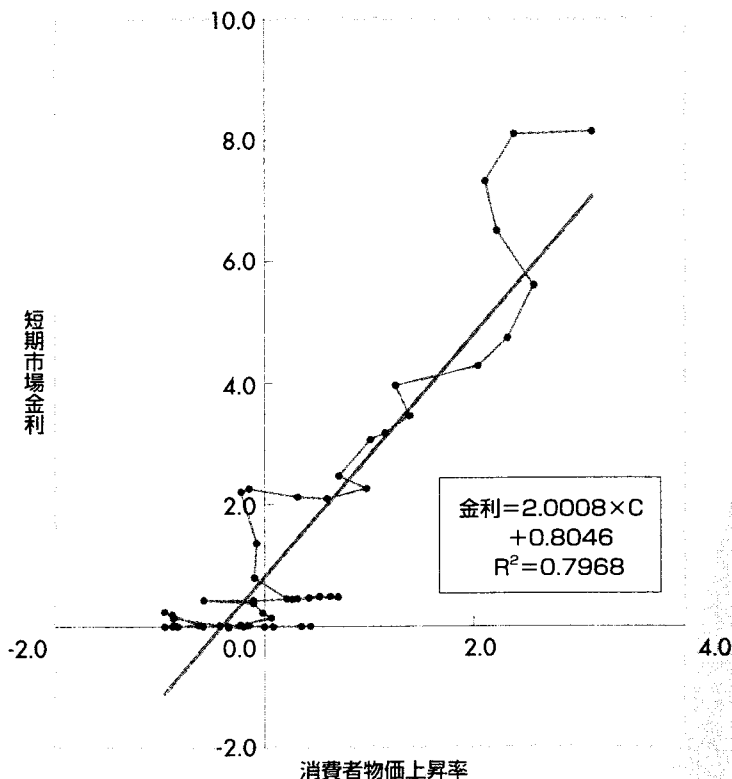
最後に、日本の景気についてお話しします。

私は今年の夏に〇・七五まで金利を上げるのはどうかと思っています。というのは、景気を支えているのは低金利による円安で、それでようやくこの程度です。景気がこれだけ上昇過程を続けてきたにもかかわらず、金利が〇・五で経済がまあまあ安定して、インフレになるような要素は全くないわけです。

そうすると、むしろ景気をもう少し強めに維持して、物価を少し上げていく。もちろん物価が上がっていくと金利も少しずつ上げる必要があります。その上げるペースは図の右上がりの線よりもむしろちょっと下のあたりを通る線で上げていったほうがいいのではないかと。従来の物価と金利の関係よりも、むしろ少し低めで上げていったほ

うがいいのではないかと。というのは、財政が今、引き締め気味になっていきます。税金は少しずつ上がっているうえに、社会保険料も上がってくる。財政はもう引き締めざるを得ないわけで、景気に対しては財政面からはむしろ足を引っ張るほうに働く。そうすると、金融面では少し景気を押し上げるほうに働いたほうがいいだろうということです。こうすると過去の局面よりも少し金利を低めにしたほうがいいというように私は見えています。

消費者物価上昇率と短期市場金利の関係 (1991年-2005年)



※短期市場金利は無担保コール翌日ものの金利。消費者物価は除く生鮮食品の3期移動平均後年率上昇率。
※消費者物価は消費税導入による飛び上りを除去済み。