

- ・ヒアリング先：ニッセイ基礎研究所専務理事 樋浩一氏
- ・文責：財団法人都市化研究公室理事長 光多長温

## 1. 国際経済情勢

・アメリカの雇用情勢は緩やかに改善傾向。失業率は、2009年のリーマンショック前は、5%前後、リーマンショック以降急上昇し、10%位にまでなったが、最近では8%程度にまで低下。また、雇用者数も、リーマンショック以前の138百万人から、130百万人にまで縮小したが、最近では135百万人にまで回復。期待したほどではないが、若干の改善と言えよう。

・他方、欧州危機国の金利も低下傾向にある。一時、スペイン、イタリア、アイルランドが危機ライン(=支援要請ライン)とも言われる7%を超えていたが、最近ではポルトガルも6%程度でその他の国も5%以下にまで低下。フランス、及びドイツは2%程度。

・このように、円安傾向の背景には欧米の経済回復傾向がある。しかし、欧州の財政危機とユーロの未来については、様々な課題があることも事実。即ち、問題が解決されずに、国際金融問題が繰り返し起こる根深い構造問題がある。ユーロ圏内の大幅な経常収支赤字とドイツ・オランダのような恒常的黒字国の色分けがはっきりしていることがユーロ不安定の原因。国際収支赤字と財政赤字の双子の赤字問題の根は深く、国際収支不均衡問題、経済格差、及び失業率格差等多層的問題が存在する。各国間の物価格差も拡大しているが、これをデフレで解消するか、インフレで解消するか。国際収支の改善には国内物価が安定する必要があるが、ギリシャでデフレ、ドイツでインフレが起こることが望ましいとも言えるものの現実問題として難しい。いずれにしても、経済のファンダメンタルズの問題であり、放漫財政の解消だけでは解決しない問題。

・ギリシャでは国際収支と財政収支の双子の赤字問題が深刻である。財政収支の対GDP比は10%超、財政収支の対GDP比はやはり、10%超。90年代終わり頃は、それぞれ、4%、6%程度であったが、2000年代に入って急速に悪化。ユーロ圏の中でも特に問題であり、ギリシャが国際金融問題の火薬庫的存在ともなっている。

・また、ユーロ圏内の国際収支不均衡問題がある。ドイツとオランダが恒常的黒字国であ

るのに対し、スペイン、イタリア、フランスが赤字国となっている。特に、スペインの赤字幅はかなり縮小したが、それが却って、フランスおよびイタリアの赤字を目立たせる結果となっている。

- ・ユーロ圏内の物価差も課題。フランス、ドイツに比べてギリシャの物価高が突出。
- ・このように見ると、ユーロ圏を一つの通貨でまとめていくことはかなりの財政、経済規律が必要。現状のままではまた、国際通貨問題が噴出してくるか不安要因が多い。
- ・日本でなぜこういう問題が起こらないか。地方交付税で資金が豊かな地域から豊かでない地域に所得移転が行われている。これからすると、ヨーロッパでもわが国の地方交付税的な政策が必要かもしれない。

## 2. 日本の経済情勢

### ①国際収支・国際経済

- ・円安の背景には日本の国際収支の基調変化がある。即ち、まず、経常収支黒字縮小傾向の背景には経常収支の内容が、貿易収支から所得収支に比重が移りつつあることがある。
- ・貿易収支は赤字基調になっている。この背景には、大震災の影響による原油・LNG 輸入の増加及び海外経済の不振と円高による競争力低下がある。特に、対中関係の緊張によって、対中輸出が大幅に落ち込んでいることが指摘される。
- ・そもそも、国際収支の発展段階説がある（ロストウ）。
  - (1) 未成熟な債務国は、経常収支、貿易・サービス収支及び所得収支はいずれも赤字で対外純資産もマイナスとなる。
  - (2) 成熟した債務国は、経常収支は、赤字、貿易・サービス収支は黒字、所得収支は赤字で対外純資産はマイナスとなる。
  - (3) 債務返済国は、経常収支及び貿易・サービス収支はともに黒字、所得収支は赤字となり、対外純資産はマイナスとなる。
  - (4) 未成熟な債権国は、経常収支、貿易・サービス収支、所得収支がいずれも黒字で対外純資産はプラスとなる。
  - (5) 成熟した債権国は、経常収支は黒字、貿易・サービス収支は赤字、所得収支は黒字で対外純資産はプラスとなる。
  - (6) 債権取り崩し国は、経常収支及び貿易・サービス収支はともに赤字、所得収支は黒字となり、対外純資産はプラスとなる。

・この中で日本は現在（5）の成熟した債権国の段階と言えるであろう。2020年にかけても、貿易収支の赤字幅は更に拡大し、所得収支は更に増加する見込みであり、2022年以降は、状況によっては、経常収支が赤字となり、上記の発展段階説で言えば、（5）の成熟した債権国から（6）の債権取り崩し国になる可能性もある。

・経常収支の黒字縮小乃至は赤字化の意味を考える必要がある。即ち、経常収支が黒字の場合は海外に対する貸付が起こり、国内金利が海外金利よりも低くなる。しかし、経常収支が赤字の場合は海外からの借り入れとなり、国内金利が海外金利よりも高くなる。

・その結果、財政収支にも影響が生ずる。即ち、経常収支が赤字化すると、国債金利が上昇し、財政赤字状態を続けることが困難になる。従って、経常収支が黒字化することが困難な場合は財政赤字の削減が必要となってくる。

・現状の日本とギリシャとの違いは経常収支黒字だけである。財政収支は大幅な赤字、政府債務も膨大に上っている。異なるのは経常収支黒字だけ。経常収支が赤字化するとギリシャと何ら変わらないこととなる。

・為替レートの実効レート、対中国、対ユーロ貿易が拡大しているため、対ドルだけで計ることはできない。デフレが続いているため、円の実力は分かりにくい。物価上昇率を勘案すれば、プラザ合意の後で見ると為替相場は滅茶苦茶円高とは言えない。

・為替レートを決める力は購買力平価。日本のデフレは円高を引き起こす力となる。また、物価上昇による円安では競争力は高まらない。

・中国経済は、2010年の12%から順次低下してきて、現在では7%前後にまで低下。当面は8~9%程度に上昇するであろうが、中期的には潜在成長率は低下し、7%台に収斂していくことが予想される。中国経済は、金融緩和や財政政策に関して欧米日に比べて政策発動の余地が大きいということが言える。中国の経済成長モデルは、外資と投資依存から国内消費による経済成長が続いており、投資比率が異常に高い。今後の成長のためには、国内での需要を作り出す必要がある。他方、不動産価格の上昇懸念、欧米日の超金融緩和による資金流入等からバブルの懸念もある。

・世界経済の構造変化が起きている。すなわち、先進国は経済が低迷し、財政赤字と金融市場の混乱（リーマンショック、欧州財政危機当）が完全には収まっていない。これに対して、新興国の経済成長が著しく、相対的に高い成長を達成している。

・世界経済は欧米先進国中心から重心が移動している。すなわち、中国はアメリカを、インドも日本を上回る経済規模になりつつある。従って、ドル基軸通貨体制がいずれ揺らい

でくとも視野に入れていく必要がある。ポンドも下落する方向。世界の収支構造も、アメリカの1人赤字と、石油輸出国及び中国の経常収支黒字の併存状態。

・長期的には、円元直接取引が開始されることとなろう。現在の世界各国の外貨準備高保有通貨は、米ドル 62.1%、ユーロ 25.0%、イギリスポンド 3.9%、円 3.7%、その他、5.2%となっているが、将来的にはドルの基軸通貨体制は弱まっていくであろう。

## ②貯蓄率

・貯蓄投資バランスは、90年代半ばからの政府部門の恒常的赤字体質は依然として変化はないが、2000年以降企業部門の貯蓄超過の増加と家計部門の貯蓄超過の縮小。わが国の家計部門貯蓄率は1980年代は15%超から、2000年代以降大幅に落ち込み、現状では2%前後となっている。アメリカが4%前後に上昇しているため、日米で家計部門の貯蓄率は実質的に逆転。

・この家計部門の貯蓄率低下の一つの要因は高齢化の進展。高齢者は価格弾性値が低い。即ち、高齢者は安い価格の店まで行けずに近くの高い価格で買う傾向がある。

## ③財政問題

・消費税が2018年度10%上げることになると金利上昇が予想される。  
・アメリカ型のように社会保障をバツサリ切ってしまうても財政収支の改善は望めない。日米の金利の見通しとしては、日本の10年物国債金利は2020年にかけて2%程度にまで上昇する見込み。アメリカの金利は経済回復により金利上昇し、2020年にかけて4%超(10年物国債)なるであろう。

## ④金融問題

・デフレ脱却が実現すると、金利は上昇することとなろう。2022年位にかけて、楽観シナリオだと長期金利は3%超、メインシナリオでは2.5%程度、悲観シナリオだと1%程度で推移か。

・金融緩和策とその効果については、まず、貨幣数量説から考えてみる必要がある。貨幣数量説は、「物価×経済活動両＝通貨の流通速度×通貨の供給量」で現わされる。お金の量を増やせば、物価上昇が起こるか経済活動の活発化のいずれか(又は両方)が起こるはずである。しかし、実際は貨幣の流通速度が低下している。

・日本銀行から民間銀行には大量の資金供給が行われているが、民間銀行から企業・家計に資金が流れない(滞留する)現象となっている。即ち、日本銀行から民間銀行に供給された資金が日本銀行に滞留している。日本銀行への法定準備金は8兆円程度であるが、当

座預金が 40 兆円から 50 兆円近くまで積みあがっている。

- ・「マネーの不足がデフレの原因なのか」。金融緩和強化策が取られているが、現実的には、株や土地の購入に資金が回っており、結果的にバブルになったり、国民負担増加の恐れも生じてくる。また、外債購入を行うことは金融政策により円安誘導を行うとして海外からの批判も起こる可能性がある。国債購入を行うことも財政ファイナンスとの批判も起こる。
- ・従って、金融緩和は効果もあるが、副作用の危険もあることに留意しておく必要がある。即ち、突然の金利上昇やインフレのリスクもある。

- ・90年代半ば以降、経済成長率（名目）にかかわらずマネーの供給量の増加は続いている。マネー供給の効果も疑問視される。貨幣の供給が続いてもこれが貸し出しに結びつくことが難しかった、そして、貨幣は供給されるが貨幣の流通速度が低下し、貨幣供給の効果が限定されていた。

#### ⑤アベノミックス

- ・そもそも、デフレ脱却の望ましい姿は、「景気回復⇒需給のひっ迫⇒価格の上昇」更には、「雇用改善⇒賃金上昇⇒コスト増による物価上昇」である。望ましいデフレ脱却の姿は賃金及び企業収益の増加を伴うものである・

- ・望ましくないデフレからの脱却の姿は、「原油等の資源の価格高⇒輸入価格上昇⇒価格転嫁」という道筋であり、これはコストプッシュインフレ（スタグフレーション）となり、企業収益を圧迫し、賃金上昇は難しくなる。

- ・この 20 年間、景気は停滞している。その中で、経済危機としては、93 年 10 月から 97 年 5 月にかけてのアジア通貨危機、99 年 1 月から 2000 年 11 月にかけての IT バブル崩壊危機、2002 年 1 月から 2008 年 2 月にかけての住宅バブル崩壊、2009 年のリーマンショックがある。一方、景気回復（3 回）はいずれも海外要因で上昇したものであり、外需依存での経済成長は長続きすることはなく、基本的には内需主導が景気回復することが望ましい。リーマンショックの時はアメリカよりも日本の方が景気の落ち込みが激しかった。

- ・財政政策は解熱鎮痛剂的な機能を果たすが、持続性が問題となる。過去の失敗は成長戦略が成功しなかったからである。外需による成長は長続きしないため、外需への依存からの脱却が必要となる。

以上

