

第9回経済金融研究会

「欧州問題と日本経済見通し」

J P モルガン証券株式会社 経済調査部長 チーフエコノミスト マネージングディレクター
菅野 雅明氏

平成24年9月20日

ご紹介いただきましたJ P モルガン証券の菅野です。本日は、マーケットが非常に大きく動いています。昨日、日本銀行から金融緩和の発表もあり、また今月に入ってからECB、FRB、そして日銀と金融当局がかなり大きく動き、それに伴いマーケットも大きく動いている中で、お集まりいただきましてありがとうございます。

それでは、本日の講演テーマ「欧州問題と日本経済見通し」に入ります。最近大きく取り上げられているヨーロッパの情勢、そしてアメリカの雇用問題、中国の景気の話をつなぎながら、今、世界で何が起きているのか、といった点を中心にこれから1時間程度お話しさせていただいた中で、私の切り口をご理解いただければ大変幸せです。

市場の大きな流れを判断する場合には、その背景となる大きなマクロ経済に対する理解が必要になると思います。私は仕事柄、海外の投資家と会いますが、彼らはマクロ経済の現状と先行き判断からスタートして、最後は自分の具体的な投資戦略につなげるという思考をとっている方が多いです。今日のお話を通じ、皆様がマクロ経済を理解する上で少しでもお役に立てればと思っています。

（今年後半の世界経済の動向）

まず世界経済の流れを全般に見て、それから少しずつ各論、国別の経済状況の説明をいたしたいと思います。今年後半の世界経済を展望すると、アメリカは潜在成長率（2%強）を若干下回る2%程度の成長を見込んでいます。ヨーロッパは依然マイナス成長が続くでしょうが、焦点となるのはスペインです。中国については、年初の時点では、年央以降の回復と予測しましたが、底入れ時期が先ズレしています。

年初に比べると世界の景気のもたつきが目立っていますが、その分先進国の政策当局は、緩和政策で景気の底割れを防いでいます。ECB、アメリカ、日本の金融政策がその役割を担っています。一般的にはこういうときは財政政策も期待されますが、今はどこも赤字ですので、財政は動けない。そこで金融政策に期待がかかっている状況です。

もう一つ注目すべきは新興国の状況です。BRICsに代表される新興国は世界経済の牽引役として期待されていましたが、ここに来てもたつきが目立っています。これまでの高成長に伴う歪みが表面化し、政策も自由に発動しづらい状態になっています。

（日本経済の動向）

こういった世界情勢を背景に日本をどう考えるかという、年の前半は復興需要と個人消費がある程度支え、平均3%弱の成長とかなり高い成長が実現しました。今後復興需要は依然として成長を支える大きな柱ですが、年内にはピークアウトするでしょう。個人消費もこれまでは、「ペントアップ・デマンド」と呼んでいて、震災の後抑えられていたものが漸く戻ってきて、年前半の経済を支えましたが、足元に出ている指標は、エコカー補助金が打ち切られた自動車だけでなく全般にやや弱含んでいます。設備投資は、企業が21世紀の戦略を立てる中で、国内よりも海外に重点を移す企業が多く見受けられますので、国内の設備投資はある程度増えるとしても、極めてマイルドな増加にとどまるという状況です。

こうした中で、日本経済の今後を予測する場合の大きな不確定要因が日本の政局です。多分、年内に総選挙があるのではないかと考えていますが、その後できる政権がどのような形になるのか注目されます。多分、自民党を中心とする連立政権ではないかと思いますが、誰が首相になるのか、その政策の内容にどの程度期待できるのか、が今後を考える大きな注目点になると思います。

中期的には課題は山積しています。まず財政につきましては、消費税増税の法案が通りましたが実行されるのかどうか、まだ確定はされていません。景気条項が入っていますので、2013年の経済がどうなるかによって、消費税増税のスケジュールに影響が出てきます。ただし、消費税増税だけで日本の財政問題が解決できるわけではありません。このほか、社会保障を中心とする歳出の抑制、それに経済成長という3つの柱がうまくワークしないと、日本経済の将来の展望が開けません。

(日本は貿易赤字が定着し、経常赤字も時間の問題)

日本の財政再建の問題を議論するときに重要な前提は、残された時間がどれくらいあるかということです。明日にでも国債が暴落するというのは心配すぎですが、のんびりと構えられるほどの時間的余裕は無いと思います。そこで重要となるのが、日本の経常収支の問題です。今はまだ貿易赤字が増えていく中でも所得収支が黒字なので、何とか経常収支は黒字です。経常収支が黒字ということは、財政赤字が巨額になっても、民間部門の貯蓄がかなりあるのでそれで相殺して、余ったお金が海外に流出しているという状態です。しかし、このままでいくと、一つのリスクとしては貿易赤字がもっと増えて、最終的には所得収支の黒字を上回ってしまって、その結果として経常収支が赤字になるかもしれなません。

経常収支が赤字になることは、日本がネットの資本輸入国になることを意味するわけですが、すぐに財政危機が来るわけではありません。世界で経常収支が赤字の国はアメリカ、イギリス等たくさんあります。それらの国がすぐ財政危機に陥っているわけではないですし、これらの国の国債もマーケットで消化できますので、それで問題が起きるわけではありません。しかし、そのためには、国が財政規律をきちんと守るということを投資家にしっかり認識してもらえる政策を打たないといけないわけです。その段階で日本の政府が投資家のチェックを受けることになりませんが、それまでにはまだ時間があります。逆に言うと、その間にしっかりとした財政政策とマクロ政策の枠組みを打ち立てないと、投資家から厳しい判断が下される状況になる可能性がある、というのが経常収支の問題としてあります。

ただ、経常収支がいつ赤字になるのか、10年、20年先の話なのか、いろいろな見方があります。私の見方では、2015年頃に経常収支が赤字になるリスクは少なくないと思います。

(世界景気は、欧州・中国の景気状況により「年後半回復シナリオ」を修正、景気回復は先ズレ)

今年の初めに世界全体のGDPがどのように変化するか予想しました。成長率は年初が一番低くて、尻上がりによくなって、今年の第4四半期には潜在成長率を回復すると予測しましたが、足下の予測では、第2、第3四半期がむしろボトムで、第4四半期から回復が始まり、この潜在成長率を回復するのは今の予想では来年の第3四半期です。つまり世界の景気回復は年初思っていたよりも3四半期、9カ月先ずれしたと見ています。昨日日銀の白川総裁は日本の景気回復は半年先にずれたと発表しましたが、我々はグローバル経済については3四半期先ずれしたと見ています。

本年第1四半期についてはタイの洪水の反動があり、一時的に成長率が高まりましたが、その後の景気の足踏みの原因の一つはヨーロッパの景気後退の長期化です。年初に予想したときには、欧州は年央には欧州財政危機はかなりおさまって、年後半には景気も回復すると思っていたのですが、年内は景気後退が続き、2013年に入って何とかプラス成長が期待できる見通しになっています。

なお、景気判断する場合、私たちは前期比年率という基準で見えています。前年同期比で見ると景気の転換点を見失うので、前期比年率という共通の尺度で見えています。これで見ると中国の場合、年の前半は7%弱の成長です。第3四半期は7.4%の予測ですが、当初はこれを8%と見ていました。これを今、下方修正して7%台の予測です。第4四半期にようやく8%に乗る予想ですが、この数字が下方修正される可能性もあります。中国経済は、政策対応もあって底割れする心配はないと思いますが、リーマンショック後のように中国経済のV字回復は期待できません。

(リーマンショック後、変調をきたしつつある先進国経済)

リーマンショック前後のGDPで比較しますと、ドイツ、アメリカはリーマンショックのピークを超えています。日本は震災の影響があったので一旦大きく落ちて、そこからはかなり回復しているのですが、リーマンショックの前には届いていません。ヨーロッパの中でイギリスをみますと、最近やや成長力に陰りが見えて、横ばい圏内です。このように最近は何国によって、あるいは地域によって、成長率にばらつきが出ているが今の状況です。

世界で一番重要な経済指標を1つだけ挙げろと言われれば、私はグローバルPMIを挙げます。PMI(企業購買担当者景況感指数)は、最近メディアでも取り上げられるようになりましたが、企業景況感指数の代表的なものとして、世界二十数カ国でこの統計が発表されています。マーケット社がアンケート調査を実際にやっていますが、これは月末時点で景気判断に関する同じ質問状をほぼ同時に各国で企業に送付し、各国でその統計を集計・発表しています。

この二十数カ国の個別PMIをGDPで加重平均して一つの指標にしたのがグローバルPMIです。こ

のグローバルPMIは、マーケットが地球を1周してアメリカで終わりますので、アメリカの場合はISMを使っているのですが、ISMという景況感指数が発表になったところでその数字インプットすると、自動的にグローバルPMIが計算できます。通常は月初に発表されますので、世界中の投資家が注目しています。

では、実際にこの指標を眺めて見ましょう。2011年初から足元にかけて悪化しています。50が景気中立ラインですが、直近では50を割っています。ただ、PMIを製造業とサービス業に分けてみると、製造業の悪化が顕著でサービス業は比較的良好です。今日発表されたロイター短観という指標ですが、そちらも製造業はかなり減速感が強まっている一方で、情報通信とか、商社の景況感はかなりいいという状況です。

PMIを国別に見ると、アメリカは50前後でかろうじて下げ止まっていますが、一番悪いのがユーロ圏です。日本も足下で急激に悪くなって、水準的には、日本と中国が50をちょっと下回るところにいます。

(商品市況の動向)

私は景気判断をする上で商品市況にも注目しています。商品市況をCRBインデックスという指標で見ますと、これはいろいろな商品の価格をウェイト付けした上で一つの指標としてあらわしていますので、供給要因よりも需要サイドの要因が見えてきます。この指標は中国の景況感と非常に整合的に動いています。商品市況は中国の景気を見ながら動いているとも言えます。中国は世界最大の資源輸入国ですから、中国の先行き景気がよくなってくると、商品市況も上がり出すという相関関係が見えます。足元まで中国のPMIが50を下回っているということは、中国経済が回復に至っていない中で、商品市況も低迷を余儀なくされているということです。

ただ、今月に入ってから商品市況は、まず原油が上がり始めて、それと穀物が上がり始めています。穀物はアメリカの干ばつという供給要因ですので、決して需要が強くて上がっているわけではありません。そういう供給要因で上がっていると見ていたところ、今月に入っていろいろなものが上がり始めました。実は今、商品市況の世界でおもしろいことが起きています。市況が上がっている一番の理由はアメリカのQE3、すなわち量的金融緩和第3弾による流動性の追加供給です。

これはどう解釈すべきでしょうか。商品市況が強いということは、これから世界の景気がよくなるのではないかという見方があります。逆に、QE3で上がった商品市況はあまり実体経済を反映していないので、むしろ今後は商品市況が落ちるのではないかという見方もあります。どちらになるかはもう少し見ないとわかりませんが、世界経済が本格的に回復するには時間がかかりますので、商品市況がこのまま一本調子で上昇する可能性は低いでしょう。むしろ調整する可能性があります。

(来年の世界経済の三つのシナリオ)

来年の世界のシナリオを3つご紹介します。ケース1は、回復シナリオで最も楽観的なシナリオです。

新興国の経済が回復して、資源価格が上がり始めます。そうすると、資源輸出国の経済もあわせて回復する。それと同時にヨーロッパも今のユーロ危機が次第に薄れていき、最終的にはユーロが銀行同盟、財政統合のほうに向かっていくという中でヨーロッパの経済も回復する。そして、アメリカも、財政の崖の問題がありますが、これを越えるとアメリカもよくなる。これが一番バラ色のシナリオであります。私は35%という確率をつけています。

ケース2は、逆に大きく下振れするシナリオです。ケース1とは全く逆に、欧州危機が再燃し、ギリシヤはユーロ離脱、スペイン、イタリアへ飛び火し、中国経済もなかなか浮揚しない。基本的に中国は、需要を創造してくれるところで、日本の経済成長も中国を中心とするアジアの需要を取り込むことで成長すると考えられていますが、今後気をつけなければいけない問題として、中国の供給過剰があります。いろいろな産業で生産能力が国内需要をかなり上回っています。鉄鋼、セメントという素材、それからソーラーパネルのような先端製品、それに自動車も同様です。現在の生産設備は、中国の経済が今後2桁成長をするという前提で生み出されましたが、実際の成長率は、8%行くかどうかという状況です。この結果、供給能力が過剰になった産業が生まれたわけです。

中国は、国内で需要しきれないものを安値で輸出し始めました。日本製品のような高付加価値品と全てが競合するわけではないですが、一部競合する部分においては海外での市況下落の影響を日本の輸出メーカーも受けています。このほか、アメリカの「財政の崖」の問題もあります。仮にこの問題が何とかなかったとしても、本当にその後成長のパスに乗れるかどうかわからない。これがケース2の悲観シナリオです。確率は15%ということで、ケース1よりも可能性は低いと見ています。

一番可能性が高いと思うのはケース3で、ケース1と2の中間に位置する「問題先送りシナリオ」です。今ヨーロッパは一息ついていますが、しばらくすると何らかの問題が起きて市場は最悪の事態を織り込みに行きますが、そこで漸くECBやEUが対策に乗り出し、とりあえずそのミニクライシスには何とかふたをし、そこでまた市場は一息つく、という繰り返しのシナリオです。ミニクライシスが起きる前に対処できればいいのですが、市場が落ち着くと、各国政府は国民に不人気な政策を実行する動機が薄れるので、その結果、対策は後手に回ることになります。一方、新興国経済も回復はするものの、各国それぞれ固有の歪みが蓄積されていますので、昔のような元気よさは影が薄れます。アメリカも基本的には潜在成長率以下の成長率水準ではないかというのがこのケース3ですが、この可能性がシナリオとしては一番高く、50%の確率を見ています。では、次に各国別にやや詳しく見てまいりましょう。

(米国：雇用問題 製造業は急速に悪化、鉱工業生産は減少)

アメリカは何といっても雇用が重要です。バーナンキ議長は最近の講演では、「アメリカの雇用は回復しているが、回復の速度はイライラするほどゆっくりで、深刻な懸念を持っている」と繰り返し言っています。確かに雇用は少しずつよくなっているように見えます。失業率も少しずつ下がり、毎週発表される新規失業保険申請件数も緩やかに下がってきていますので、方向としては改善の方向に向かっています。

また、雇用統計で発表される雇用者の所得も伸びていますが、足元で伸びが緩やかになっているのが気になります。同時に、アメリカで発表されている時間当たり賃金の伸びもまだプラスですが、トレンドとしては賃金上昇率が下がってきています。したがって、アメリカの個人消費は、底堅く推移しているとはいえ、所得環境が厳しいので、急速な回復は期待できないでしょう。

そして、さらに重要なのが、労働参加率と雇用者数対人口比率を示したデータです。労働参加率が急速に落ちています。失業率が下がっているのは、これを反映している面もあります。まず、労働統計の基礎をしっかりと理解してください。働いていない人が全て失業者ではありません。仕事についていない人の中で、職探しをしているが見つからないという人が失業者です。ですから、家庭の専業主婦とか、定年退職して年金生活者の方は、失業者とは言いません。労働参加率が下がっているということは、職探しをしていない人が増えてきているということです。高齢化になれば労働参加率が当然下がるのですが、足元の急激な変化は高齢化だけでは説明できません。言い換えれば、あまりにも雇用環境が厳しいので、職探しをするのを諦めてしまっている人が多くなっている、と解釈すべきでしょう。

次に、雇用者と人口の比率について見ましょう。雇用者数は毎月10万人強増えています。ただアメリカはまだ人口も増えているので、人口対比では横這いとなっています。雇用者数対人口比率の足元の水準は、リーマンショック後の一番低いときと大差がない状況です。過去の推移を見ると、景気後退期のときに下落し、景気回復とともに上昇するというパターンを繰り返していたのですが、今回は特にリーマンショック後に同比率が急落した上、回復力がほとんどありません。リーマンショックが終わってから3年経過しましたが、全く回復していません。これがFRB、特にバーナンキ議長が一番見ているチャートと言われています。バーナンキ議長が雇用に強い関心を抱いているのも分かるような気がします。

では、なぜアメリカで雇用が増えないのでしょうか。実は日本も含め、世界の先進国が全部同じ問題に直面しています。一番わかりやすい例でお話すると、アメリカのアップル社は、世界最大の時価総額の企業ですが、アメリカ国内での直接雇用は5万5,000人です。アメリカの外での雇用は100万人以上だと言われています。アメリカが世界経済の機関車役だった頃のアメリカ自動車産業ビッグ3がアメリカ経済を支えていたモデルとは全く違います。

当時はデトロイトを中心に、非常に裾野の広い自動車産業がアメリカの中で雇用をつくり出し、それがアメリカの消費を盛り上げ、国内での雇用がさらに増えるという好循環が見られましたが、アップルのような会社はアメリカ国内には工場を持っていません。全部アウトソーシングです。アメリカ国内で雇用している5万5,000人もほとんどが企画部門とか、研究開発部門の人たちで、同社は製造業に分類されますが、実際やっている仕事は製造業ではなく、サービス業をやっていることになります。製造業が先進国内では雇用を生み出しにくくなっているのです。

1990年以降、20年かけてグローバル化が急激に進展しました。日本も含めて先進国の企業が中国をはじめ新興国に出向き、拠点を作り、そこで10年以上人を雇って仕事をしているわけですから、オン・ザ・ジョブ・トレーニング労働生産性は急速に上昇しました。その結果、技術移転が進んでいます。一方、

賃金格差はまだ平均して10倍以上あります。今の先進国と新興国の賃金格差が生産性の格差を正当化できるかと問われれば、答えはノーです。新興国では、急速に賃金が上昇し、先進国との賃金格差が今縮まろうとしています。それでも、新たな新興国が次々に台頭していますので、賃金格差は依然として大きなものがあります。これが先進国で雇用が生まれない一番大きな問題だと思っています。

こうした状況下、先進国はどうしたらいいのでしょうか。主たる対応は金融緩和ですが、金融政策はあくまでも痛み止め、あるいは時間を買うことしかできません。ただ、金融緩和の結果として短期金利はゼロ、長期金利も日本は1%割れ、アメリカでも2%割れという、「もうこれ以上下らない」というギリギリのところまで来ています。それでも、先進国では雇用が十分には生まれていません。もし先進国で雇用が生まれる状況が出るとしたら、それは大きな技術革新、技術進歩があって、新興国ではできないような仕事が出てくるかどうかですが、これはなかなか難しい話です。あるいは、思い切って先進国の産業構造を変えて、新興国ではできないような高い付加価値をつくることにリソースを全部集中するような産業構造に変えることができるかどうかと問われています。ただ、これは痛みを伴うので、政治的に困難を伴います。これが今の先進国が置かれている状況です。

ほかに何か解決方法がないかということ、実は1つあります。それは為替レートを通じる調整です。といっても、先進国間の為替レート調整ではありません。先進国と新興国との間の為替レートの調整です。新興国の為替レートを思い切って切り上げれば、自動的にドルベース、あるいは外貨ベースで見た所得格差、賃金格差は縮まります。日本では1985年にプラザ合意がありましたが、あの当時はG7中心に世界経済が動いていた時代で、日本はまさにライジングサン、G7のなかで最も高い成長を誇っていました。当時日本は先進国の中の新興国のような役割を演じ、日米貿易摩擦が激化し、日本が雇用を奪うとの見方から、米国での日本批判が高まりました。しかし、プラザ合意により日本は円高を受け入れて1ドル=240円ぐらいから1ドル=120円まで、100%の円切り上げを1年半ぐらいの間にやりました。先進国間でのバーデン・シェアリングで日本はより大きな負担を担うことになりましたが、そのおかげでG7を中心とする新たな経済繁栄がその後1990年代まで続いたわけです。

同じような為替調整を新興国、とくに中国が今やれば、一つの解決策になります。人民元の切り上げが一つの大きな柱になるわけですが、中国が切り上げない限り、ほかの新興国は中国との競争上、不利になりますので切り上げられない状況です。しかし、今中国は人民元の切り上げをするような状況ではありません。今年に入ってから人民元の対ドルレートは若干弱含んでいますので、むしろ中国としては低賃金を武器に国内の雇用を何とか確保したいという考えが先に出ています。中国の為替政策は、中国自身の短期的な国益という観点からは多分、正しいと思います。しかし、その結果として先進国の体力がどんどん弱くなっている、今のヨーロッパに見られるように、気がついてみたら中国の輸出市場がなくなっているということになりかねないわけです。中国が人民元の大幅な切り上げを拒んでいると、結局世界の政策との調和がとれず、先進国経済のみならず世界経済全体の成長率が落ちる結果にならないとも限りません。

人民元の大幅な切り上げがないことを前提に考えると、先進国自身が経済を調整しなければなりません。

ん。今、日本は非常に苦しい立場です。特に製造業は円高で大変です。ほとんどの製造業では、皆さん異口同音に円高が大変だ、何とか1ドル=90円ぐらいまで円安にしてもらえないものか、そのために政策を発動すべきだと言います。日本の製造業の競争力が低下しています。70年代、80年代のアメリカの製造業に似ているのですが、先進国間の為替レートは今後はそれほど大きくは動かないと思います。為替介入しても効果は限定的でしょう。先進国では、短期金利がほぼゼロで差がなく、長期金利差もかなり縮小していますので、為替レートの歪みは限定的です。ただ、米国の金融緩和政策がより積極的なことから、ドルが売られ、ドルが1割程度割安になっています。このことは、円が対ドルで1割程度割高になっていることも意味します。

重要なのはむしろ先進国と新興国の間の為替レートをどう調整するかということですが、残念ながらG20はその場にはなっていません。あまり機能していないというほうが正しいのかも知れません。日本は日銀の金融緩和政策で何とか時間を買っている間に、新しい意味での成長路線に移っていかないとはいけません。

政府も内閣が代わるごとに成長路線を出しますが、ほとんど変わり映えしません。医療、介護、福祉を産業に育てようとしたり、代替エネルギー政策に取り組んでいます。ただ、個別産業の育成をするのが政府の役割ではないと思います。戦後あるいは、明治維新の後の追いつき、追い越せ経済のときはいいですけども、今日のようにどこが将来の日本を牽引する産業、企業になるかわからないときには、あまり有効とはいえません。

例えばアメリカのアップル社は、アメリカの政府が保護して補助金を与えたから成長したわけではありません。必要なのは、規制緩和をし、法人税を下げ、革新的なアイデアを持った人たちが出てきやすい環境を作る必要があります。スティーブ・ジョブズが出てくる背景には何万人、何十万人の多くの人たちがいて、その中のたまたまの一人です。だから、裾野を広げないといけないわけです。農業の問題も重要です。農業は成長産業になるポテンシャルはあります。農業は現在魅力のある産業ではありません。あまりにも農家の収入は少な過ぎるし、重労働です。「だから保護しよう」というのは大きな間違いです。高収益の産業にしないといけない。例えば、やや極端な例で恐縮ですが、高級米の代名詞である「こしひかり」は基本的に輸出する。海外で高い評判を得ているわけですから、国内で売るより高く売ればいいわけです。そのかわり日本人が食べるのは、海外で生産された米で、関税ゼロで日本に持ってくれば、米の値段は今の半分以下に下がります。そうすると、海外でつくる米の国内需要が増えるので、カリフォルニア米とか、タイ米は、品種改良が行われて、もっとおいしい米が安く入るようになるかもしれません。こういうことで日本の農家を、高付加価値化をして輸出産業にするというくらいの方向転換が必要だと思います。牛肉の自由化をして安いビーフが輸入されても和牛の市場は健全です。オレンジの輸入自由化が行われても、温州みかんは生き残っています。農家は高い付加価値の品種の生産を増やすことで収入を増やすべきです。

要はグローバル化の中で、今何が起きているのかを理解しない成長戦略は意味がないと思っていますの

で、自由な発想で、いろいろなものにチャレンジできる基盤をつくるのが大切です。それは規制緩和です。そして、所得税と法人税はもっと下げないと優秀な人・企業が海外に逃げてしまいます。なおかつ、重要なポイントは、海外から高い技術を持った人に来てもらうことが必要です。日本人だけでやっているとどうしてもガラパゴスになってしまいがちなので、世界の市場を相手に、新しい製品を開発し、新しいサービスを開発していかなければいけないときは、やはり海外の人たちのアイデアが必要になります。

私は、日銀に二十数年間いて、今JPモルガン証券という外資系の会社にいますが、外人には目からうろこの発想が結構あります。例えば今リサーチの仕事ですが、レポートを国内では日本語で配っています。海外で英語で書いたレポートを日本語に翻訳する仕事がありますが、その編集の大半のプロセスを今やインドに移管しています。日本語の編集をインド人ができるわけないと思っていましたが、やってみたらうまくいくのです。インド人は日本語を絵として見えています。別に字がわからなくてもいいのです。一定のマニュアルをつかって、文章とグラフの位置だけ指定しておく、土曜日に送付した翻訳文が月曜の朝にほとんどパーフェクトに編集されてできあがってきます。そうすると人件費はかなり低下します。要はグローバル化の中でどうやって国際分業して、日本で何をやるのかというところにもっと焦点を当てないと、今の雇用の問題は解決されないでしょう。

(米国：「財政の崖」問題)

アメリカでも財政赤字対策は重要な課題です。所得税減税を中心とするブッシュ減税や、給与税減税がこの12月に期限を迎え、来年1月からは全部増税になり、そのほかにも、歳出の面でいくつか自動歳出が始まり、これが来年の第1四半期に集中します。したがって、これが全部一度に今の法律が施行されてしまう、あるいは増税になると、来年の第1、第2四半期は大幅なマイナス成長になり、年間を通してGDPを3%程度押し下げるといふ、これがまさに財政の崖です。もし、財政の崖が顕現化すると、米国経済は景気後退に陥ります。

ただ、JPモルガン証券の標準シナリオは、かなりの増税、歳出削減が先送りされると予想しています。先ほど2013年のシナリオで先送りシナリオがありました。実はこれに準じています。もちろんアメリカの大統領選挙、それから議会選挙が11月6日にありますので、その結果次第でどちらに行くかよくわかりませんが、逆に言うと落とし穴がわかっている、アメリカ人もわかっている落とし穴に落ちることはないと思います。ただ、議会と大統領との政治的駆け引きは必ずありますので、最終的に崖にならなくとも、その前には、不透明感から企業は投資を手控える、あるいは個人は消費を抑制するといった行動に出ることは十分に考えられます。

次に、政策でFRBの話を申し上げたいと思います。今回オープン・エンドのQE3、住宅ローン担保証券(MBS)を無制限に買うという発表がありました。それに加えて、重要な政策変更が2点ありました。第1は雇用が回復するまでは低金利政策を続けるという決定で、第2は景気が回復しても低金利政策を続けるという非常に強い意思表示をしたわけです。その結果何が起きたかということ、10年債の利回

りは、先週少し上がりました。ところが、市場で計測される期待インフレ率ももっと急上昇したのです。その結果として実質金利が大幅に下がり、今はむしろ実質金利はマイナスになっています。実質金利が逆転して、プラスからマイナスの領域に今入っていますが、これがアメリカの株価を支えている一つの要因です。このように考えると、アメリカの金融政策はそれなりにワークしているようにも見えます。

ただ、問題は、果たしてこれで米国の実体経済が反応するかです。焦点は、雇用や住宅です。住宅は、緩やかですが少しずつよくなっています。ところが、問題は雇用まで影響が及ぶかどうかです。これが先ほど申し上げたように、非常に難しく、依然として大きな距離があります。

もう一つのアメリカの問題は資産格差です。所得格差のことがよく言われますけれども、それ以上に資産格差がどんどん大きくなっています。このチャートは、所得階層別に見た米国家計の純資産保有額の推移です。これを見ると、これは平均値と中央値とも、リーマンショックの後は落ちています。これは、住宅の価格が下がったことが大きく影響しています。

第2に注目すべき点は、平均値と中央値の差が大きく乖離している点です。平均値だけ見るとあまり下がっていないようですが、この背景にあるのは、非常に一握りの人の資産だけがどんどん増えて、大半の人の資産は下落したことを意味しています。中央値というのは100人いたら50番目の人です。そして、平均値というのは一種の加重平均になりますので、富裕層の人の資産が増えれば平均値は下がりませんが、真ん中にある人の資産額は急落します。

次の表は、所得階層を6つに分けています。これは3年ごとにFRBが実施しているアンケート調査の結果ですが、2007年から2010年で純資産が増えているのは一番上の所得階層で見てトップ10%の人たちだけです。ほかは全部減少しています。

アメリカは先進国の中では21世紀型の経済構造の変化に一番順応していると思います。新しい企業が次々に生まれているからです。ところが、非常に皮肉なことに、国全体としては順応しても、国の中で見ると順応できるのは一部の人に限られてしまいます。当然ですが、新しい環境に順応した人に高い投資利益がもたらされるというのは、大きな世界の激変期に常に起きることですので、自然なことがアメリカで起きているのですが、その結果、所得分布がゆがみ、資産格差が拡大するということが起きています。いわゆるオキュパイ・ウォールストリート運動が起きてしまうわけです。アメリカ国内の格差拡大にアメリカがどのように対処していくのか注目されます。

アメリカの共和党系の人たちは、「資産格差は当然。自分たちも非常に苦学して何とかここまで来た。そして失敗もしたけれども最後に何とか成功してリッチになった。貧しい人たちだって今低い所得の人たちだって頑張ればいい。頑張らないで政府からお金をもらおうとしていること自体が間違っている。」と主張します。

一方、民主党系の人々は、「勉強したくてもお金がないから勉強もできない。人生のスタートで差がついているから、アメリカンドリームは消えた。政府は所得再配分を徹底すべき。」と主張します。

このようにアメリカの世論は真二つに分かれてしまっていますので、これで本当にアメリカという社会が、

今までどおりアメリカンドリームで固まれるのかどうか、ここが非常に気になるところです。

（欧州危機の行方）

欧州の実体経済は景気後退局面が続いています。去年の初めぐらいまではヨーロッパはギリシャ、スペインという景気低迷の地域と、ドイツを中心とする堅調な経済の両方があったのですが、結局のところドイツ経済も景気が悪くなってしまっています。金融市場は、一旦はギリシャ、スペインの債券が大きく売られて、利回りが上がりましたが、今月のドラギECB総裁の無制限の国債購入宣言で、足元は長期金利が低下し始めました。その結果、周辺国では政府の利払い費が減少するなどの効果がみられ、財政リスクの低下に繋がっています。いわば、ドラギ総裁の口先介入で財政危機が回避されるかもしれない、と言う期待から「ドラギ・マジック」と呼ばれています。

一方、ギリシャの状況は悪化しています。緊縮財政をしても、経済が悪化し、税収が落ち込む結果、当初予定していた財政再建のペースが鈍化するという悪循環に陥っています。しかし、欧州では、今すぐギリシャを破綻させられない理由があります。これがスペイン、イタリアに飛び火するかもしれないので、少なくとも防火壁ができるまではギリシャを何とかそっとしておきたいということです。防火壁ができたらギリシャだけを切り離すというのが一つの解決策になるのですが、ただ、残念ながらその防火壁も十分ではないというのが今の状況です。その防火壁というのは、これまでのE F S F、今後はE S Mと呼ばれる救済機関に何とか資金を集めて、いざ債券市場が危機になれば、国債をマーケットから買って危機を抑えようというのがファイアウォールですが、まだ資金が十分に集まらないので、ギリシャは何とかして今のまま時間稼ぎをしなければいけないというような状態です。

足下の焦点はスペインに移っています。スペインの問題は、リーマンショック後の不動産バブル崩壊による銀行の不良債権問題がきっかけです。ただ、不動産バブルの崩壊はどここの国でもありました。日本も90年代にありまして、北欧でもありました。アメリカも似たような問題がサブプライム・ローン市場で発生しました。ただし、銀行の不良債権問題の解決には教科書が既にあるので、直ちに公的資金を注入して、銀行の取りつけ騒ぎのような危機的な状況を回避しつつ、不良債権を早期に処理する、ということが先進国では常識になっています。ただ、スペインの場合は、公的資金を注入すると財政が悪くなり、そして財政が引き金となって国債が暴落する。国債が暴落すると、その国債を持っているのはスペインの銀行ですから、スペインの銀行のバランスシートが悪くなるという悪循環が起きてしまいます。

公的資金を入れると通常は金融危機は解決の方向に向かいますが、スペインの場合には公的資金を入れるともっと状況が悪くなるという、全くこれまでになかった問題が発生しています。これは財政危機と金融危機が同時に起きつつあるということです。ですので、スペインの場合にはもはや1国だけでは対応が困難になっています。そうすると、スペインの国の外からの融資が必要になります。

さすがにドイツもスペイン発の金融危機は防がなければいけないというのはわかっていますので、今のところ金融システム対策についてはスペインに公的資金をすぐ入れようと合意できています。問題は財政

です。ドイツも、スペインの国債価格が急落するような局面ではスペインの救済が必要になることは理解しています。問題はそのプロセスについてで、ドイツは、事前にスペインが財政規律を守るということをはっきり確約してほしい、その証拠を見せてほしいと主張しています。ところが、スペインにしてみると、それはわかるが、それは時間がかかるので、そんなことをやっている前に国債のマーケットが暴落するかもしれないから、まずは早急に資金を手当てし、市場を安定化させてほしい、という言い分です。

このほか、スペインがE S M（欧州安定メカニズム）に救済を申請すれば、スペインの国債をE C Bが無制限に買うというスキームが今月初めにできました。ところが、スペインはまだ申請していません。スペインにしてみると、申請すれば財政の自主権を失う懸念があるからです。実は今回、それに加えてI M Fの了承も必要になったのです。E C Bがスペインの国債を無制限に買うためには、事前にI M Fがその財政再建スキームを了承しなければならなくなり、これは結構高いハードルになってしまっています。98年に韓国が金融危機になったときにI M Fが入ってきて、最終的に韓国はそれを乗り越えましたが、あの当時のI M Fはイメージでいくと日本の戦後の進駐軍みたいなもので、政府が一時的に財政の独立性を失ったような状況になって、I M Fの言うことに全部従わなければいけなかったわけです。

また、今のスペイン政権の立場からは、救済申請すると、自分たちの政策の失敗を認めたような形になって、政権を維持していけるかわからないという国内問題もあると思います。さらに、スペインでは自治州が強い権限を有し、中央政府のコントロールが及びにくい、と言う問題もあります。それでなかなか申請ができていませんので、スペインがいつ申請するのか、が市場の関心事です。次に、スペインの銀行の自己資本不足の問題がまだ残されており、その問題がまた出てくるかもしれません。3番目に財政の話として、今スペイン国債の格付はトリプルBを保っていますが、次に格下げされるとダブルBに落ちてしまうリスクが非常に高くなります。そうするとスペインの国債は投資不適格になりますので、今スペインの国債を持っている投資家が投げ売りし出すリスクが高まります。そうすると、今はとりあえず落ち着いている債券市場が急落しかねません。まだまだスペインの問題は薄氷の上を歩いているような状況が続いています。

仮にスペインがおかしくなると、次にはイタリアに飛び火してしまうかもしれないという問題があります。イタリアに飛び火すると、今度は、イタリアとスペインの南欧の諸国に一番貸し出ししている銀行はフランスの銀行ですので、フランスの銀行の信用問題にもなりかねません。こういう形でどんどん飛び火するという最悪のシナリオのリスクも皆無とはいえないのが現状です。

今、ヨーロッパについて、缶蹴りをしながら前に進むようなものだと言われます。問題が起きると、とりあえず何か当局が対応する。今回もそうです。それがちょうど缶を蹴るようなもので、とりあえず当局が対応して、マーケットが鎮静化すると、当局はそれ以上やらない。そうしている間にまた問題が起きてくる。すると当局が対応する。問題が起きないと当局が動かないというサイクルに入っているような感じがあるので、急激に状況の好転は望みがたいわけですが、缶蹴りをしながら進んだ後どこに行くのだろうかということについては2つの大きな見方があります。

1つは、前に進んでいるのだから、次第にいろいろな問題点が克服され、最終的には財政同盟が結ばれ、ドイツが救済資金を提供しやすくなる。それから、ECBも動きやすくなるので大丈夫ではないかというのが楽観的な見方です。一方、当局は対応するが、後手後手に回り、むしろ状況は悪化し、各国の政治が不安定化し、いずれユーロは崩壊してしまうのではないかというのが悲観的な見方です。

その両方の見方が今マーケットにはあって、その間に無数の選択肢があるわけですが、私は実体経済が鍵だと思います。実体経済が回復すれば、ヨーロッパの国々の間にも余裕が生まれてきます。ところが、実体経済が悪くなると、例えばドイツでも失業者が増えてきて、ドイツもほかの国のことを考えるゆとりがなくなってきて、ユーロ各国間の協調の足並みが乱れるリスクが高まります。

来年、ヨーロッパは政治の季節を迎えます。イタリアでは、今のモンティ首相の後任を決めるべく、来年4月には総選挙が予定されています。モンティ首相は国外では評判の高い実務家首相ですが、国内では、失業率が高まっていることもあり、反政府デモが頻発しています。ドイツでもメルケル首相がさらに政権を持続できるかどうか、これが来年前半の話題になりますので、政治の動向から目が離せません。

(中国の景気)

中国の景気回復が遅れていると先ほど申し上げましたが、私が注目している指標は中国のマネーサプライと銀行貸し出しです。中国も金融緩和を始めたので、銀行貸し出しの前年比、マネーサプライの前年比も少し上向いています。過去は金融緩和をすると銀行貸し出しが増えて、中国経済は急速に回復する、というパターンが一般的でしたが、今回は、銀行貸し出しが増え始めているにも関わらず、実体経済の反応が遅れています。

一体、中国では何が起きているのか。2つの仮説があります。1つは、当局の金融緩和が非常に慎重だという説。第2は、金融は緩和されているが、金融から実体経済にいくメカニズムが十分に機能していないのではないかという仮説です。両方とも妥当しているかもしれません。後者については、例えば金融が緩和して最初に反応した市場は住宅価格です。住宅価格は底入れし始めていますので、中国流の景気回復メカニズムがうまく回り始めたことを意味している可能性があります。ただ、住宅価格は上がっても、そこから他の実体経済への波及が十分ではないのです。

それは何が原因かという、中国の過剰設備投資という問題があります。GDPに占める中国の固定資産投資、これは民間設備投資だけでなく、日本でいう公共投資、それから住宅投資の3つを含んでいますが、2011年はGDPの46%が固定資産投資です。これは2002年-2007年ぐらいのリーマンショック前までの水準より上がっています。ますます設備投資に依存する経済成長になってきています。

成長率が加速しているときには、この成長パターンは持続可能です。ところが、成長率は、2011年が9.2%、多分2012年は7%台と、ますます落ちていきます。過去に実施した設備投資が十分に収益を上げられず、投資効率がどんどん落ちていることを意味しています。ですから、そういうときに多少金融を緩和しても、追加的な設備投資が出てくるのが考えづらいというのが今の中国で、明らかに中国の成

長メカニズムは変調を来していると言えます。

ちなみに、ほかの国をみると、日本の固定資産の割合はGDPの20%、アメリカは15%と、明らかに減速経済に対応した形になっています。ですから、中国の政府も、設備投資ではなくて消費を何とか刺激したいといろいろな政策を行っていますが、中国は、社会保障制度があまり整っていないので、家計部門が貯蓄志向で、あまりお金を使いません。こうした状況下、中国政府は公共投資で景気刺激を再び始めました。インフラ整備です。

皆様すでにお気づきでしょうが、90年代の日本と同じような公共事業主導の景気回復です。日本もバブル崩壊後には公共投資をさかんにやりました。ただ、これが効率的なものであればいいのですが、あるときから公共投資が非効率になってしまいました。設備投資、公共投資をやっているときはいいのですが、それが成長に結びつかないと、結局非効率の投資になって、ますます悪循環から抜け出せなくなることがあります。ただ、中国の場合はまだ財政赤字が小さいので、非効率な公共投資を打っても財政問題は生じないので、しばらくは大丈夫です。したがって、短期的には中国経済の先行きはさほど悲観していませんが、中期的には、中国はもっと資源配分を効率化していかなければなりません。過剰投資をどのように処理するかも問われています。

（日本経済の見通し）

日本はGDPを見ると、震災後V字型の回復を遂げ、本年前半に何とか震災前の水準までは回復しましたが、足元では外需が弱くなり、国内も消費がやや失速ぎみです。年後半はマイナス成長になっても不思議ではないと思います。ただ、少し長い眼で振り返ると、雇用者報酬は、名目ベースでは97年あたりがピークで、その後は一貫して減少しています。ピークから13%減っています。ところが、この間デフレが続きました。この結果、実質雇用者報酬は横ばいから足元はちょっと増えているということで、生活水準は決して悪くはなっていません。ただし、名目の所得はどんどん減っているというのが日本の実態です。

次に、企業金融ですが、企業は今、非常に多くのキャッシュフローを抱えています。収益はリーマンショック前に比べるとはるかに低いのですが、設備投資を大幅に落としているため、キャッシュフローはリーマンショック前を上回っています。企業はこのお金を何にも使わずにため込んでしまっています。銀行預金にしているの例が多いのですが、これではお金が実体経済になかなか回りません。日銀は金利を低くすると同時に、成長基盤強化オペなどを通じ、銀行貸出を増加させるべく奮闘していますが、今のところあまり成功していません。民間企業向けの貸し出しは下げ止まりましたが、増加には転じていません。企業が国内で投資する環境にないのが、一番大きな問題だと思います。その結果として、設備投資は非常に緩やかな回復に止まっています。

企業収益は、法人企業統計で見ると、製造業の出遅れが目立ちます。非製造業は回復しています。ただ、これはあくまでも国内の企業収益ですので、これだけを見て製造業が全般に悪いというのはミスリーディングです。すなわち海外収益を併せた連結ベースで見れば製造業の収益も回復傾向にあると思います。明

らかに企業の経営上の重点、収益源は海外に移っているというのが今の製造業の実態です。

最後に、日本の経常収支についてお話します。今日、貿易収支が通関ベースで発表になりましたが、季節調整後で見ると赤字です。昨年の震災以来、貿易収支は赤字になっています。輸出入別には、輸入が高水準の中で、輸出が緩やかに減少しています。

日本の今の貿易収支が赤字なのはエネルギーの輸入が増えているからだと言われていますが、それももちろん一つの理由ですが、エネルギーを除いた収支でも黒字は減少傾向で、その結果として貿易収支は今赤字幅拡大の方向にあります。

自動車産業について見ると、国内生産は緩やかに減少傾向にある一方、海外生産が増えていきますので、大手自動車メーカーの海外生産比率は私どもの試算では2014年度には75%を超えてくると見込んでいます。以前は海外の自動車需要が増えると輸出という形で国内の生産増えましたが、もはや輸出ではなくて海外の生産拠点から国内に供給するような体制になっています。

それから、電気機械の輸出入収支は、黒字幅が急速に減少して、あと何年かで電機は輸出産業ではなくなる可能性すら出てきました。近年輸入数量が急増する一方、輸出数量はほぼ横ばいの状況です。特に通信機械がその典型ですが、スマートフォンの輸入が大幅に増えています。スマホに関しては、日本の消費者もメイド・イン・ジャパン以外のものに対してアレルギーはなくなっています。液晶の輸出は急減していますので、その結果として通信機械の輸出入収支は大幅な赤字となっています。

ただ、こうした現象は、70年代、80年代のアメリカと似ています。新興国では、低賃金を武器に製造業の競争力を急速に高めています。むしろ、日本の企業は、海外へ出ていくなということではなくて、むしろ積極的に海外投資を行い、海外で収益を上げて、その収益を国内に持ってきてくださいということに尽きるのだと私は思います。一方、国内の雇用はサービス業と農業、あるいは製造業でも企画、研究開発部門は当然国内に残りますので、そういうところで増やしていくべきでしょう。

国内の雇用を守るために必要なのは教育です。高い生産性を有する人的資源を国内に持たない限りは、グローバルな競争を生き残れません。高い賃金に見合った、ハイエンドな高付加価値商品が日本でつくれるように、またそうしたサービスを提供できるようにするためには、教育が非常に重要な要素となります。今の教育は時代の要請に答えているでしょうか。日本の教育産業の国際競争力が問われています。

最後に、経常収支の話を一言。経常赤字になるまでにあと3年弱と私は申し上げましたが、この点は幅をもって考えてください。時期は別にしても、日本の経常収支が赤字化するのは決して不自然なことではありません。高齢化と企業の海外進出が進展する中で、財政赤字が高水準を続けると、いずれ国内純貯蓄は底を突きます。問題は、それまでの間にいかに日本が経常収支赤字の後の時代に備えた国内の体制をつくれるのか、これが一番重要な課題と私は考えております。

時間になりましたので、これで終わらせていただきたいと思います。

ご清聴どうもありがとうございました。(拍手)

— 了 —

(菅野雅明氏の経歴等)

東京大学経済学部卒業。シカゴ大学大学院経済学修士号取得。

1974年日本銀行入行、同国際局為替課調査役、同秘書室兼政策委員会室調査役、同ロンドン事務所次長、同調査統計局経済統計課長、同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員(日銀より出向)を経て、1999年J. P. モルガン入社。現在に至る。

その間、総務省統計審議会委員、内閣府統計制度検討委員会委員、財務省関税・為替等審議会専門委員等各省庁所管各種委員会委員等を多数歴任。

日本経済新聞「ここに注目」「十字路」「経済教室」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」等へ執筆多数。テレビ東京「モーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。