

2011年経済見通し

日本記者クラブ講演

2011年1月28日

岩田一政

日本経済研究センター理事長

構成

1. 2011年度の日本経済：踊り場から回復軌道へ
2. 為替レートの安定：国際競争力と円高の評価
3. 為替レートの安定：産業別の円高の効果
4. 好循環経済：ドイツの経験
(付録)アメリカの信用緩和・量的緩和策の効果
5. 最適な金融政策運営(アメリカ)(日本)
(付録)ケインズの処方箋
6. アメリカの財政刺激策第2弾
7. 欧州の財政リスク
8. G20の行方
9. 日本の成長戦略(I), (II), (III), (IV)
(付録)APECの成果
10. 世界・日本経済の展望

1. 日本経済の現状： 踊り場から回復軌道へ

- 日本経済は、2009年3月に、景気は谷を付けた後、年率5%（10-12月期のマイナス考慮すると約4%）の回復軌道に乗った（戦後第15循環に入った）。
 - アメリカは2009年6月に底を打った後、年率3%で回復。
 - 2010年年後半からは、政策効果息切れと円高により、生産は「踊り場」に入っている。
 - GDPは酷暑、エコカー効果で7-9月期に前期比年率4.5%の後、Q4に1-1.5%程度のマイナス（ESPコンセンサスはマイナス2%）。
- 2010年、2011年、2012年世界の成長率は、5.0%、4.4%、4.5%であると予想される（IMF購買力平価）。
- 世界経済は二極化し、マルチ・スピード回復（先進国2-3%程度、新興国6-7%成長）：二極化は中長期的な「メガトレンド」でもある。

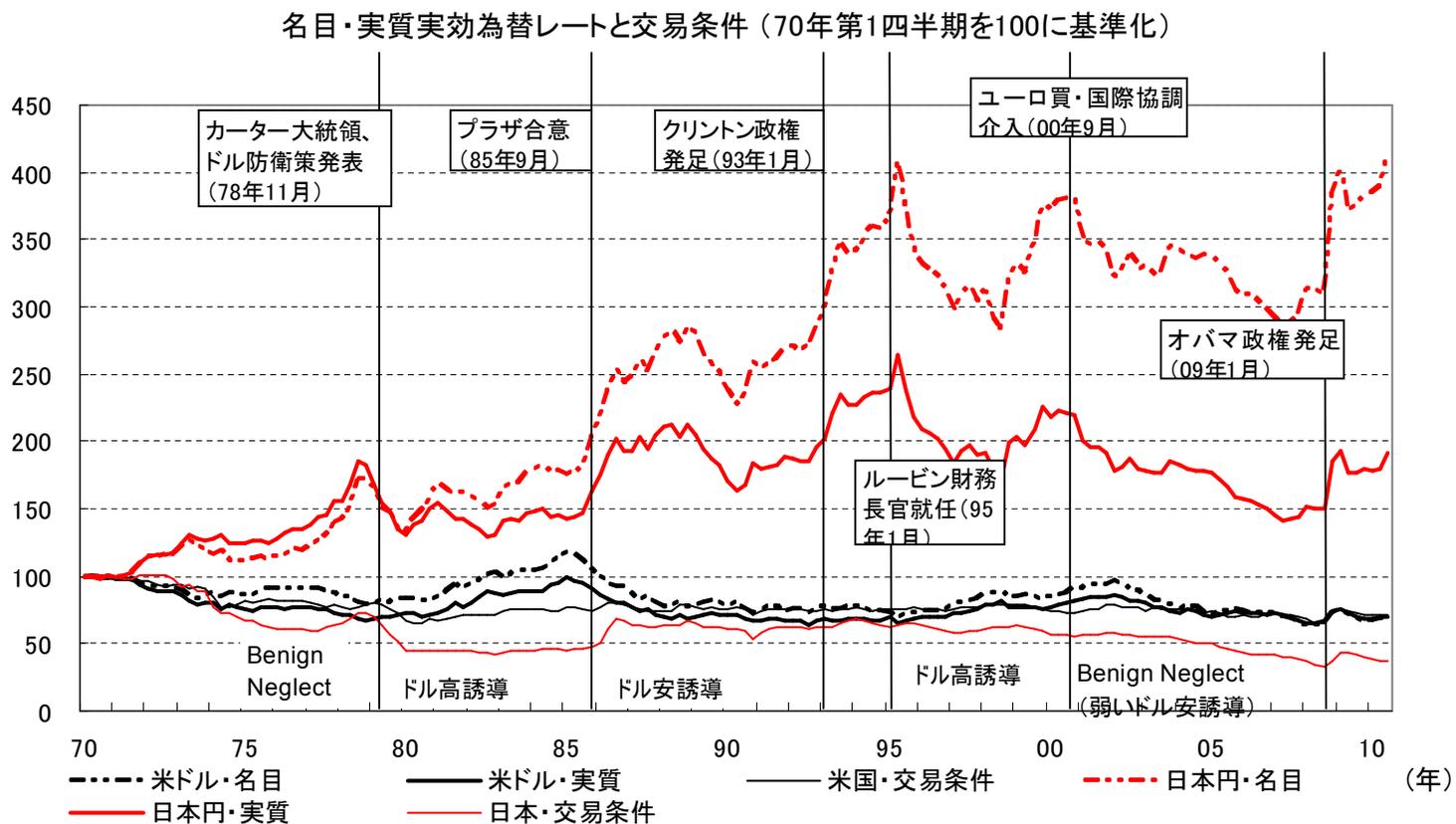
1. 2011年度の日本経済：踊り場から 回復軌道へ

- ・2011年後半から回復軌道へ復帰。
- ・主要なリスク：原油、一次産品の価格高騰、欧州の財政危機、新興国のインフレとバブル
- ・日本のマクロ経済政策の課題は、デフレ克服、税・社会保障制度の抜本的な改革、成長戦略の3つ。
- ・デフレ脱却には、「最適な金融政策運営」と適切な「成長戦略」の実施により、およそ2年で実現することが望ましい。デフレ根治には、「為替レートの安定」、「成長力底上げや人材育成を通じた労働生産性向上・新規雇用創出」による「一人当たり名目賃金の持続的な上昇」が必要である。
- ・メインシナリオとして、日本経済の成長率は、2010年度、11年度、12年度は、3.3%、1.5%、2%程度と予想している。

2. 為替レート of 安定： 国際競争力と円高の評価

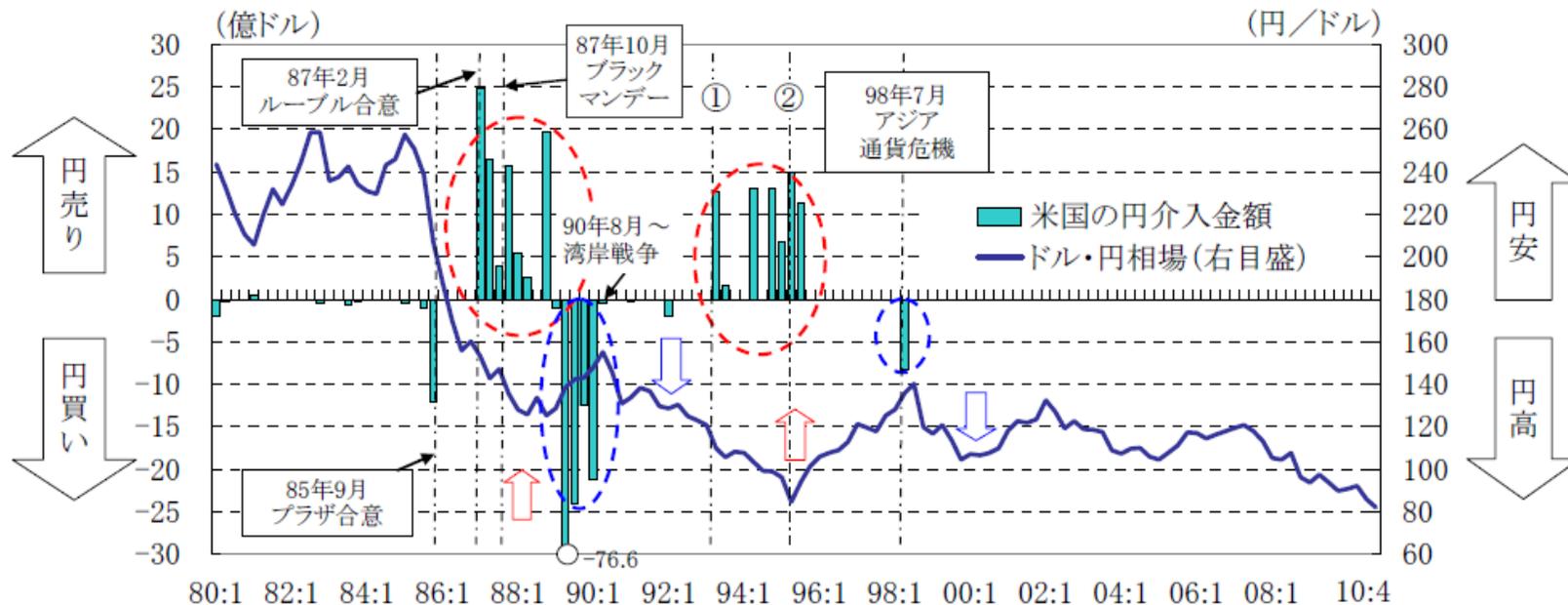
- 日本 of 名目 (実質) 実効為替レートは、70年以降5回目 of 円高局面 (2007年以降)。1970年以降名目実効円レートは4倍に (図1)。93-95, 99-2000, 2003-04, 2010年9月に円売り介入 (図3)。
- ドルは、3回目 of ビナインネグレクト of 局面 (2002年以降)。アメリカは、ドル高とドル安の間を揺れ動く (図1)。86, 90, 98年に円買い介入 (図2)。
- 円高 of 評価: 実質実効レートは過去20年 of 平均に近い。他方で、実質為替レートは、70年以降2倍増価している。しかも、90年代後半以降、交易条件と反対方向を向いている。
- 日本 of 国際競争力、価格競争力 of 低下 (世界市場に占める輸出シェアは1992年から半減 (図4))。
- アメリカ of 量的緩和第2弾・財政刺激策 of 公表後、円高は一服。

図1. 日米の名目・実質実効為替レート



(出典) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bureau of Labor Statistics U.S. Import and Export Price Indexes; 日本銀行「企業物価指数」

図2. アメリカの介入政策



80:1 82:1 84:1 86:1 88:1 90:1 92:1 94:1 96:1 98:1 00:1 02:1 04:1 06:1 08:1 10:4

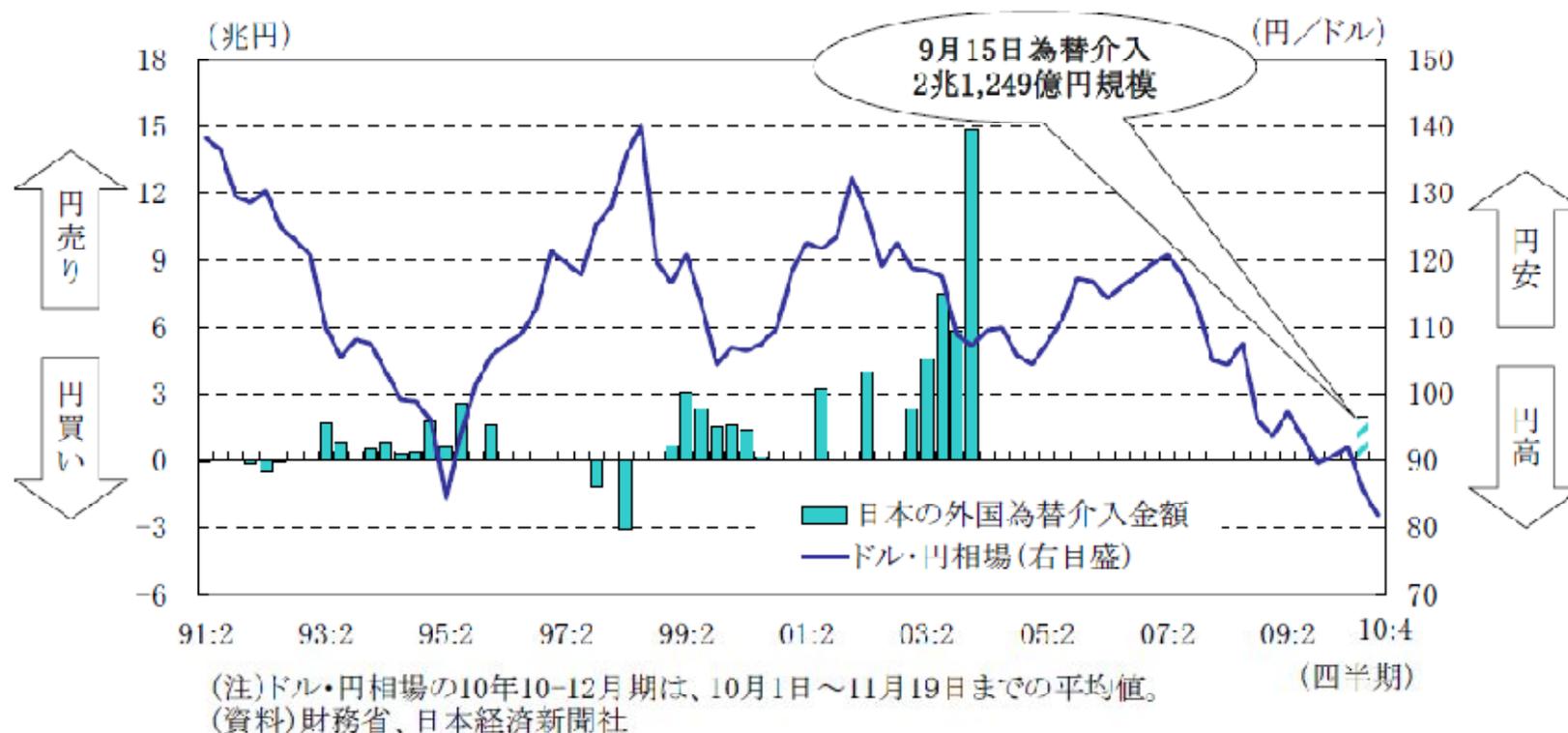
(注)ドル・円相場の10年10-12月期は、10月1日～11月19日までの平均値。(四半期)

①と②はそれぞれ、93年4月、95年4月のG7蔵相会議(ワシントン)を示す。

(資料)米国財務省、日本経済新聞社

(出所)日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

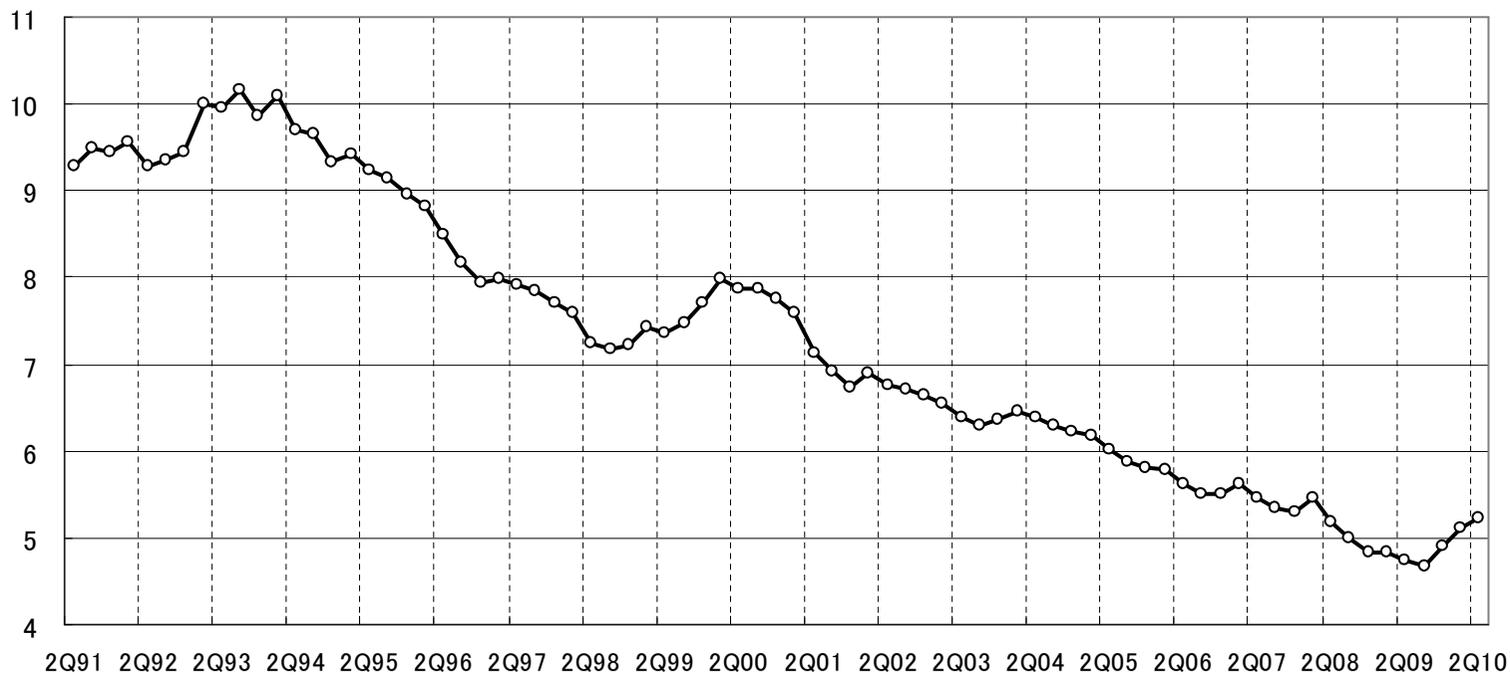
図3. 日本の介入政策



(出所)日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

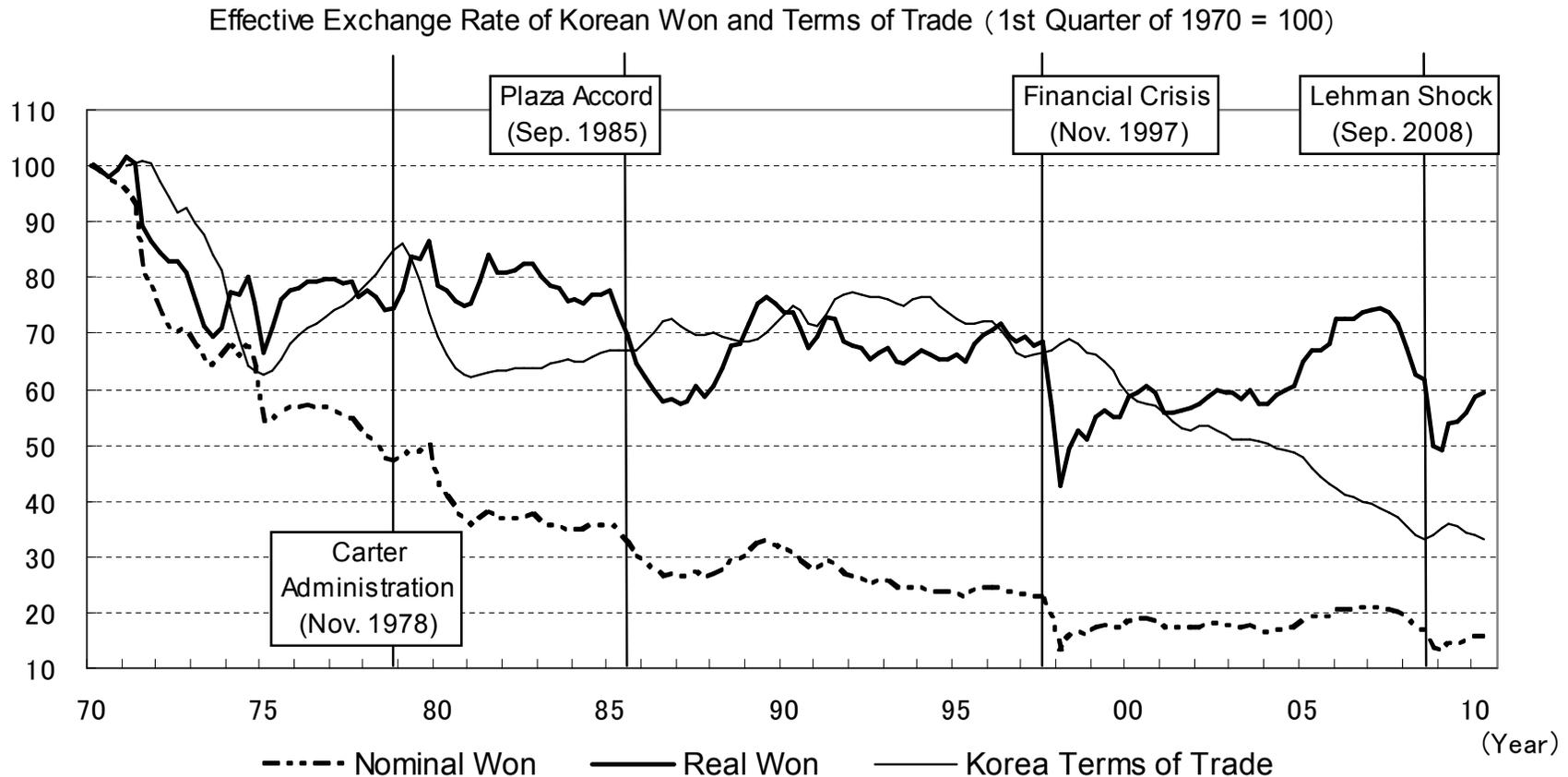
図4.日本の輸出シェア

日本の輸出額が世界の総輸出額に占める割合(%)



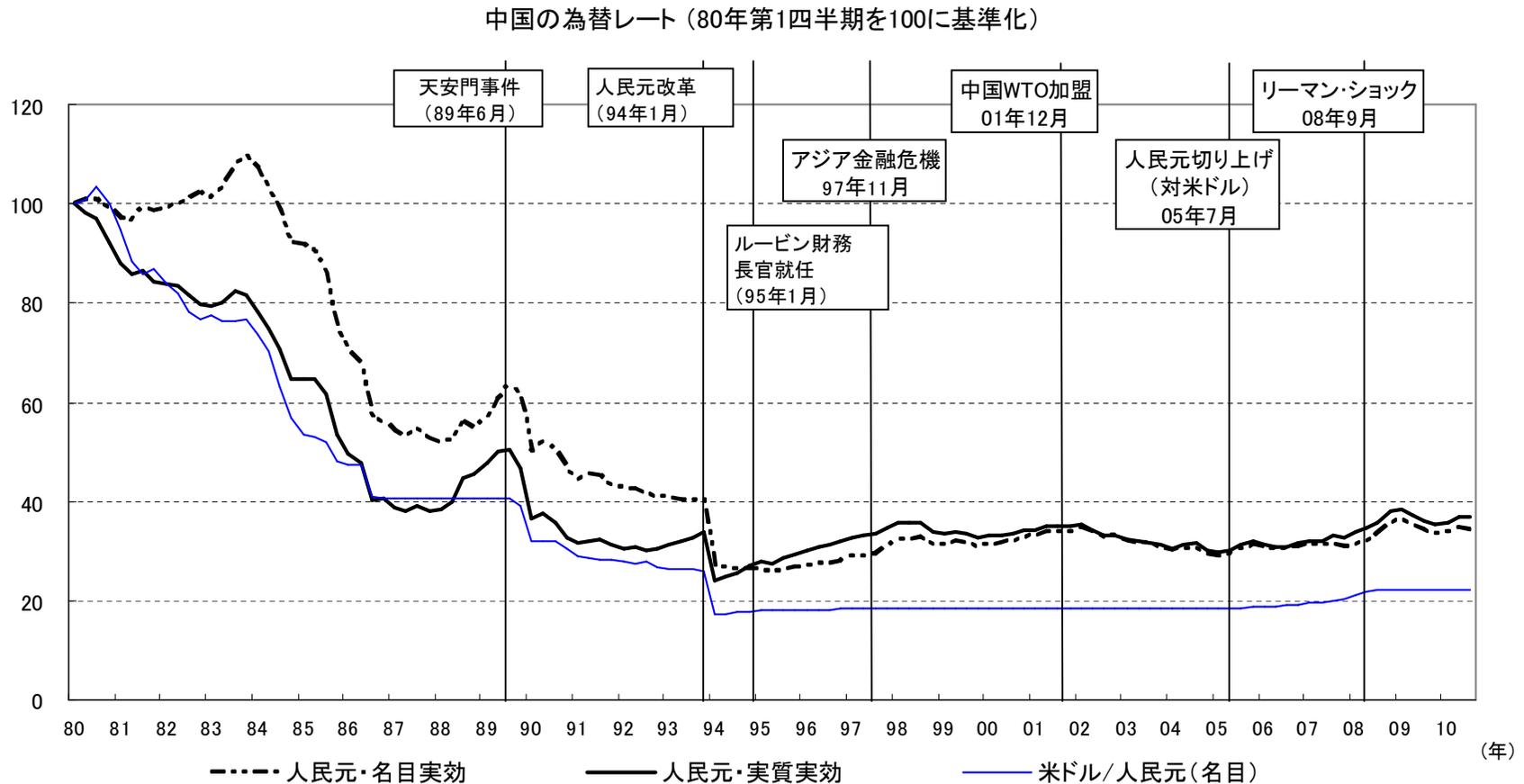
(資料)International Monetary Fund *Direction of Trade Statistics*

図5. 韓国の 名目・実質実効ウォンレート



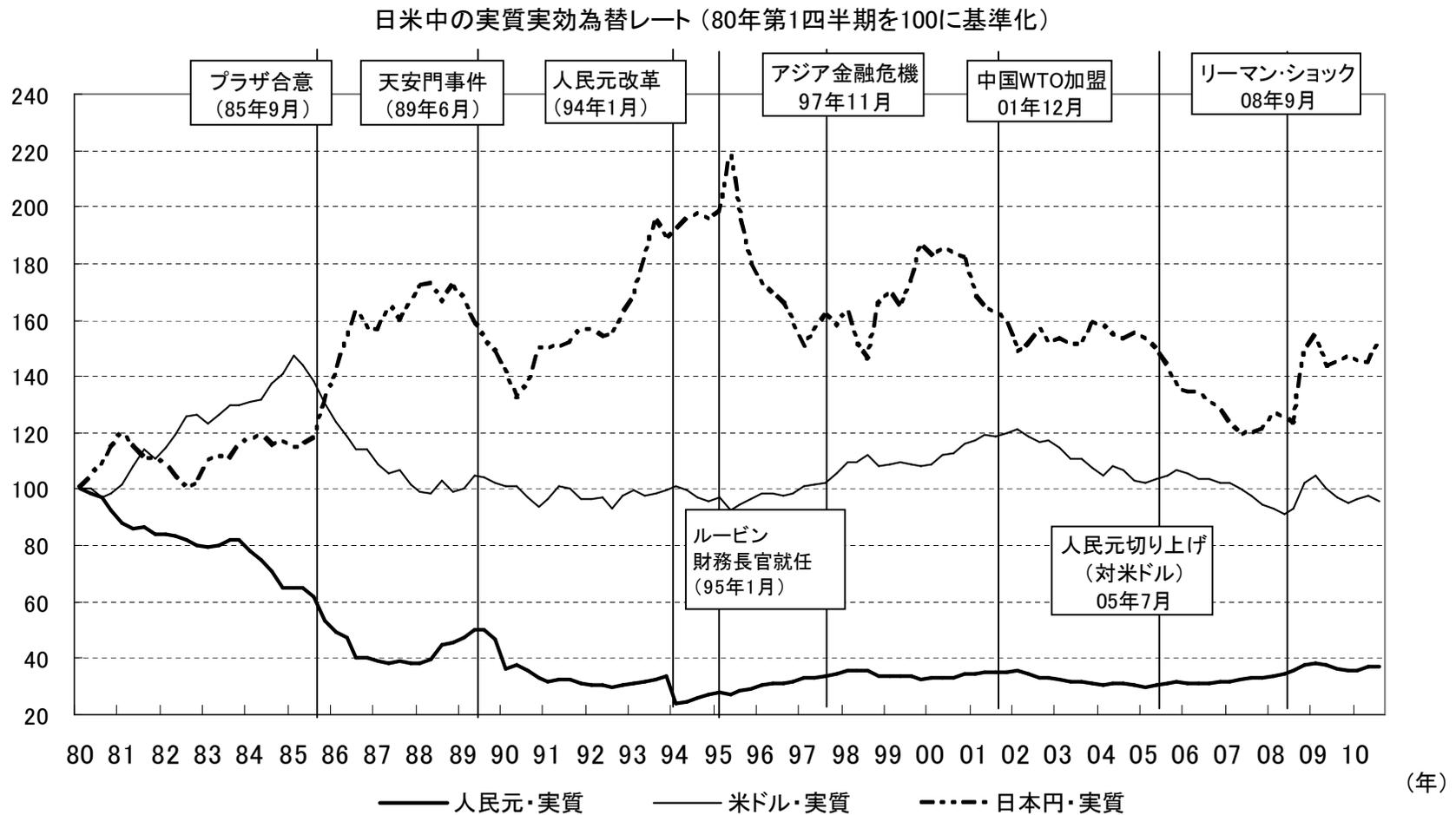
(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*;
International Monetary Fund, *International Financial Statistics*

図6. 中国の 名目(実質)実効為替レート



(出典) 国際通貨基金, International Financial Statistics

図7. 日米中の実質実効為替レート

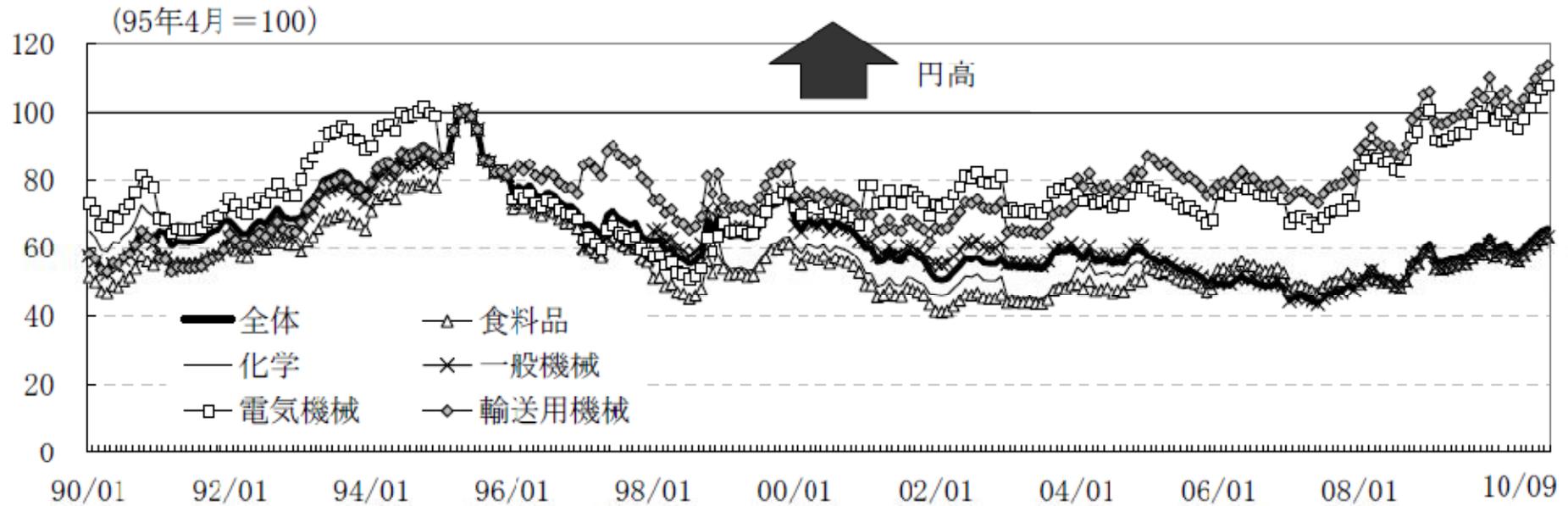


(出典)国際通貨基金, International Financial Statistics

3. 為替レート of 安定： 産業別の円高の効果

- 2007年以來の円高(1ドル120円から80円近傍まで5割円高)は、「実質実効為替レートでみると過去20年の平均にほぼ等しいので大きな問題はない」とする説がある。
- しかし、産業別の(賃金コスト差を調整した)実質為替レートをみると、輸送機械、電気機械では95年の円高を上回る円高になっている(図8)。
- 産業別の顕示比較優位指数をみると、輸送機械は優位を維持しているが、電気機械、一般機械では低下傾向にある。

図8. 産業別の実質円レート (賃金コスト調整)



(注) 名目円ドルレートを産業別の単位労働コスト(ULC、名目雇用者報酬/実質GDP)で実質化した。
(資料) 内閣府『国民経済計算』、日本経済新聞社、米商務省 (月次)

(出所) 日本経済研究センター「SA144 四半期経済予測 説明会資料」2010年11月

4. 好循環経済：ドイツの経験

- ドイツは、南欧諸国の財政・金融危機にもかかわらず、東西ドイツ統一以降最高の景況感を示している。
- ユーロ発足以降、賃金コスト差を調整したドイツの実質実効為替レートは、13%減価している(表1)。
- ドイツはユーロに守られて、輸出拡大、直接投資、生産性向上の好循環を享受している。

表1. ドイツの實質実効為替レート (賃金コスト調整: 1998年末=1)

国	ユーロ	ドイツ	オーストリア	アイルランド	ギリシャ	スペイン	イタリア
實質 実効為替 レート	0.2	-13.7	-5.8	11.3	9.1	11.2	9.4

(付録)アメリカの信用緩和・量的緩和策の効果

- 大規模購入プログラム第1弾: MBS1.25兆ドル、機関債0.17兆ドル、長期国債0.3兆ドル(合計1.7兆ドル)
- 大規模購入プログラム第2弾: 長期国債6000億ドル、「受身の引き締め」回避分埋め合わせを加えて2011年6月までに月平均1100億ドル(総額8800億ドル)。
 - 政策金利2%引き下げにほぼ相当。第2弾の長期国債購入は、技術的には最大の規模。
 - MBSの長期国債に対するスプレッド50bp低下、長期国債60bp低下(外国債金利も低下)
 - GDP3%上昇、雇用300万人増、失業率1.5%低下、インフレ率1%上昇でデフレをほぼ回避。
- ただし、新規国債発行を含む財政政策の効果は考慮されていない。正常化のプロセスや賃金・物価の硬直性が強いとこの効果は小さくなりえる。

他方で、デフレリスクに対して中央銀行が強い政策をとるという期待が醸成されれば、効果は強くなる。
- 一次産品価格高騰を考慮すると量的緩和第3弾はないであろう。物価水準目標政策は先送りされた課題。
- 副作用に関する議論: フェルドシュタイン、テイラー、グリーンズパンなど共和党系エコノミストおよびブラジル、中国など新興国の批判あるが、FEDは「二つの任務」に忠実に『最適な金融政策』運営を実施しているだけである。アメリカにとっては新興国のブームはむしろ支援材料である。

5.最適な金融政策運営：アメリカの例示 (潜在成長率2.5%を仮定)

- ・先行きのGDPギャップとインフレ率の目標値からの乖離を最小化するように運営。
- ・政策目標ルール(スベンソン・ルール)：先行き、以下の式を満たすよう運営。
 (インフレ目標値からの乖離) +
 (GDPギャップに対する相対的な調整済ウエイト^(注)(=1.3)) ×
 (GDPギャップの目標0%からの乖離) = 0
 (注)調整済とは、物価上昇率のGDPギャップへの反応度で調整することを示す。

2010年11月大勢見通し(FRB)

均衡成長率=2.4-3.0%、均衡PCE=1.5-2.0%、均衡失業率=5.0-6.3%

	成長率	GDPギャップ	コアPCE物価指数
2010年	2.4-2.5%	-5%	1.2-1.4%
2011年	3-3.6%	-4.5%~-3.9%	1.1-1.7%
2012年	3.6-4.5%	-3.4%~-1.9%	1.1-1.8%

5. 最適な金融政策運営：日本の例示

1月日本銀行改定予測

望ましい物価上昇率：1－2%、望ましいGDPギャップ：0%、潜在成長率：0.5%

	成長率	GDPギャップ	消費者物価 (基準年改定)
2010年度	3.3%	－3.2%	－0.3% (－0.8%)
2011年度	1.6%	－2.1%	0.3% (－0.2%)
2012年度	2.0%	－0.6%	0.6% (0.1%)

・アメリカ、日本とも2011、12年度ともに最適な運営の式に代入した値はマイナスで最適ではない。最適な金融政策運営の観点からは、なお、更なる金融拡大が必要。日本は生鮮食品・エネルギーを除く連鎖指数の採用が望ましい。

(付録)ケインズの処方箋

- 大恐慌が進展中に執筆された「貨幣論」(1930年)でケインズは、以下のように記した。

「しつこく長引く不況に対する私の処方箋は、長期金利が限界まで引き下げられるよう中央銀行が、債券を購入することにある」(pp.331-2)
- 一般理論(1936年)でも「提示された価格であらゆる満期の国債の売買を一つの短期国債に対する政策金利に置き換えるべきである」と述べている。

6. アメリカの財政刺激策第2弾

- 財政政策は、年末に期限切れになるブッシュ減税が2年延長。
 - 加えて給与税休日(1100億ドル)失業給付期間延長据え置き、配当所得、キャピタルゲイン課税軽減措置延長や設備投資加速償却など総額8578億ドルの追加措置は、成長、雇用にプラス。
 - 平仄のとれた財政金融政策運営によって、長期金利は量的緩和第2弾の前の水準に接近し(回復期待の高まりから実質金利上昇)、ドル高・円安傾向を助長している。
- アメリカは、デフレをどうやら回避。
- 債務残高増は問題。

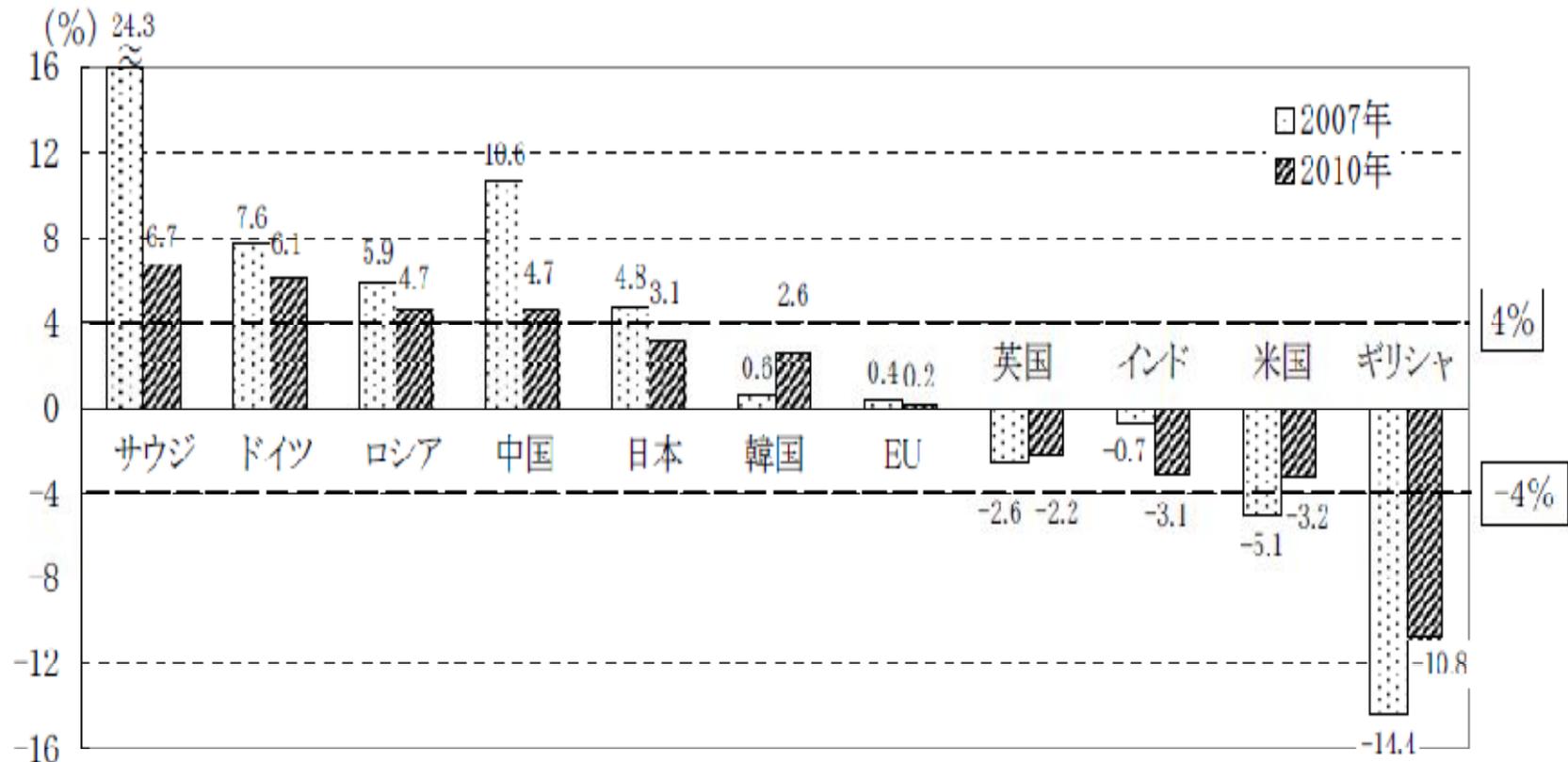
7. 欧州の財政リスク

- アイルランドで財政リスクが再燃。ポルトガルもリスクがある。スペインに波及すると大きな問題。ユーロ危機が円高要因になり得る。
 - No bailout, No exit, No defaultの組み合わせでは解決不可能。
- 欧州金融安定化基金は2013年までの時限措置。これを恒久化する「欧州安定メカニズム」2013年6月創設。ドイツは、「有限責任」を主張。
 - 欧州債券提案および基金規模拡大を却下。
 - リスボン条約(非救済条項)の改正、「秩序あるリストラ」(基本原則損なう国に対するEU内議決権停止を含む)、民間の国債保有分にもヘアカットを求める。
- アイルランドへの資金支援850億ユーロで決定。しかし、ポルトガル、スペインで問題がくすぶる。

8. G20の行方

- ・アメリカは人民元の引き上げ、経常収支目標設定に成功せず（図9）。
- ・日米同時金融拡大は、名目・実質金利低下を通じる内需拡大効果がある。他方で、保護主義・貿易戦争は明らかに回避すべきである。
- ・新興国の資本規制は、金融面の不均衡に対する「マクロプラウデンシヤル政策」。他方で、「資本規制競争」のリスクがあり、世界の資金配分の歪みを拡大する。「国際的ガイドライン」の設定が必要。先行きの世界のクレジットの増加と配分、派生商品含むレバレッジ比率、短期借入れ比率の点検。
- ・サルコジ大統領は、G20に向けて「21世紀のためのIMF」、「食料」、金融派生商品を含む投機資金規制のため「金融取引税」と取引の透明性を強調。

図9. 主要国の経常収支



(資料) IMF

(出所) 日本経済研究センター S A144 四半期経済説明会資料、2010年11月

9. 日本の成長戦略(I)

- 成長戦略: 10年間で平均実質成長率2%(名目3%)を実現するためには、デフレ解消に加え、潜在成長率を引き上げる政策(成長力底上げ)が求められる。
- 2020年度基礎収支均衡には、歳出歳入ギャップ(13.9~23.2兆円)を解消する必要がある。
- 「2009年度所得税法改正附則第104条」に基き、2011年度中に税・社会保障制度の改革を通じる財政健全化の具体的な道筋を示す必要がある(図10)。

図10. 日本の基礎収支



(出所)内閣府「経済財政の中長期試算」(平成23年1月21日)

9. 日本の成長戦略(II)

- デフレ脱却の成否は、成長戦略選択の適切さに依存する(グリーン成長、アジア太平洋戦略、人的資本拡大・人材育成の3つが重要)
- APECでは、(1)「バランスの取れた成長」、(2)「維持可能な成長(グリーン・グロース)」、(3)「包括的な成長」、(4)「知識を基盤とする成長」(5)「安全な成長」(BISKS)をかかげている。

9.日本の成長戦略(III)

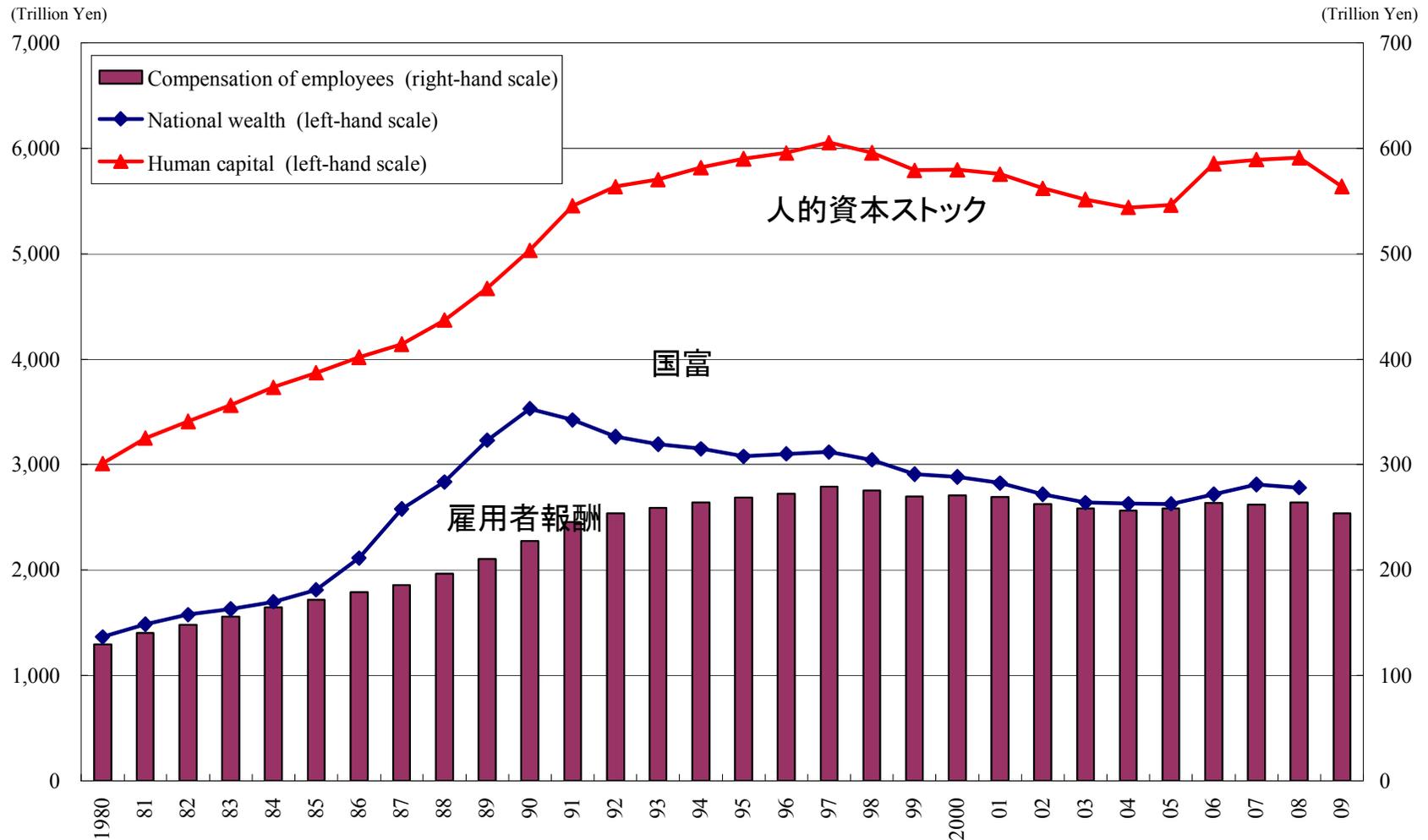
- グリーン成長が成長戦略になるための条件
 - 中長期の温室ガス排出量削減目標の明示化(2020年に1990年比で25%削減:国内分(少なくとも15%か?)と海外クレジット分の明示化):京都議定書GHG排出量90年比7%減少の達成可能性高まる(2009年度4.1%減少)。
 - 環境技術・環境財・サービスにおける比較優位の維持(次世代自動車、原子力発電)と石炭・石油税の環境税への改変。ただし、本格的な環境税導入には国境税調整必要になる。
 - アジアにおける2国間条約に基き環境技術輸出による「2国間クレジット」の導入。
 - 世界の成長率は環境制約により低下するとしても、国際分業により日本が成長率を高めることは可能。

9. 日本の成長戦略(IV)

- 人材育成:日本は国富に比して人的資本が豊富な国である(図11)。しかし、労働生産性のアメリカへのキャッチアップは停滞(全要素生産性格差と大企業・中小企業格差に問題。企業内人的資本形成と配分・職業訓練の重要性)。
- イギリスの産業革命は、「ダーウィンの人的資本形成」により可能になった。日本では中産階級以上で世帯人員の減少幅が大きい。若者・女性を中心に「日本型人的資本形成」を再構築する必要がある。
- 女性のエンパワーメント、非正規職員のキャリアパス形成と積極的なマンパワー・ポリシー実施により、多様で柔軟な働き方を可能にすべきである。
- 子育て・勤労給付付き税額控除の導入は不可欠で、「税と社会保障の共通番号」導入はその前提条件。

図11. 日本の人的資本ストック

兆円



Sources: Annual report on national accounts, Labour force survey.

(付録) APECの成果

- ・「より深い地域統合」(FTAAP)の重要性。
APECは、「開かれた地域主義」から「地域的経済統合」へ。
2015年までの行動計画策定に合意し、2020年に向けてのFTAAP構築を議長が記者会見で述べる。
- ・ FTAAP(貿易自由化、貿易円滑化)は、APECの成長率を2.3%、日本の成長率を1.1-1.4%高める(川崎論文、表2)。
- ・ 農業は、所得保障を貿易自由化とリンクさせる。韓国並みの補助金を出す場合、10年で30兆円程度。既存の補助金は減反政策維持が基本であり、これを改組すべきである。
- ・ FTAAPへの道は多様: ASEAN+3, ASEAN+6, TPP(日本: 0.48-0.65%): 日本が参加しないことのコストがあり、「反成長戦略」の採用を意味する。6月のTPPへの参加決定は最重要課題。

表2. FTAAPの経済効果

(貿易自由化と貿易円滑化)川崎論文*

	FTAAP	農業生産	自動車 生産	電気機械 生産
APEC	2.3%	-	-	-
日本	1.1% (1.4%)	-4.8%	7.8%	-0.9%
アメリカ	0.5%	3.6%	-1.6%	-0.2%
中国	7.5%	3.3%	3.7%	10.9%

*Kawasaki, K. (2010) "The Macro and Sectoral Significance of an FTAAP" ESRI Discussion Paper Series No. 244. Economic and Social Research Institute.

10. 世界・日本経済の展望

- アジアの興隆：中国の経済規模は、購買力平価で2010年にアメリカを追い抜く（スブラマニアンピーターソン研究所研究員）。2012年説は、コンファレンスボード。マディソンの予測では2015年（表3、4）。
- ジョルゲンソン教授は、2019年の「ニューG5」として中国、アメリカ、インド、日本、ドイツを予測。
- アジア太平洋地域における「より深い経済統合」（人の移動を含む）を実現することが、「失われた20年」からの脱却の鍵である。

表3. 一人当たり実質GDP (国際ドル)

	0年	1000年	1500年	1700年	1820年	1952年	1978年	2003年
中国	450	450	600	600	600	538	978	4,803
日本	400	425	500	570	669	2,336	12,585	21,218
インド	450	450	550	550	533	629	966	2,160
欧州	450	400	774	923	1,090	4,342	10,972	16,750
米国	0	0	400	527	1,257	10,316	18,373	29,037

表4. 2030年の世界GDPシェア
 (1990年国際ドル) (括弧内は改定(%))

	2003年	2030年
中国	15. 1	23. 8(28. 1)
インド	5. 5	10. 4(11. 3)
日本	6. 6	3. 6(3. 3)
欧州(西欧)	19. 2	13. 0(11. 0)
アメリカ	20. 7	17. 3(14. 2)
その他アジア	13. 2	15. 4(15. 3)