



日本記者クラブ
研究会「2012年経済見通し」④

「耐雪 梅花麗」

岩田一政 日本経済研究センター理事長

2012年1月20日

日本経済の2012年度は実質2%、13年度は1%の成長を見込むが、ユーロ危機によって12年度は実質1%にとどまるリスクがあると語った。危機対策とデフレ脱却を兼ねて外貨建て資産を購入する50兆円規模の「金融危機予防基金」の創設を提唱。エネルギー問題では原発の発電コストが1kwh当たり20円を上回るという試算結果が出ていると指摘するなど、広範な問題提起をした。

司会 小此木潔 日本記者クラブ企画委員（朝日新聞編集委員）

日本記者クラブ Youtube チャンネル

<http://www.youtube.com/user/jnpc?feature=mhee#p/u/3/XktJ7GRs1QE>

文末に会見で使用した資料があります。

©公益社団法人 日本記者クラブ

司会（小此木潔・企画委員） 皆様、お待たせいたしました。それでは、本日の記者会見を始めたいと思います。

ゲストは岩田一政さんです。日本経済研究センター理事長。元日銀副総裁、あるいは経済財政諮問会議の委員だった方として大変有名でいらっしゃいます。最近、国家戦略会議の「日本再生の基本戦略」を議論する場でも、中心的なメンバーとして活躍なさっておられます。昨年末に政府がフレームワークを発表しましたが、その中では、2011～2020年までに日本経済の名目成長率3%というものを基本として、さらにその内実を今年の半ばぐらいに具体化していく。そのようなスケジュールで審議もなさっておられます。

きょうは日本経済の見通しについてですが、もちろん世界経済の見通しを踏まえてということで、大変有意義なお話が伺えるものと思っております。皆様方、お寒い中をおいでいただきましたが、大変寒い中、行ってよかった、来てよかったと思えるような、すばらしい内容になることは間違いありませんので、どうぞよろしくお願いいたします。

岩田 それでは、座ったままで失礼いたします。どうも丁寧なご紹介をいただきまして、ありがとうございます。本日は「2012年の経済見通し」ということでお話しするということがあります。お手元に資料があると思いますけれども、それに従ってご説明いたしたいと思っております。

成長率のほうから簡単にいいますと、今年度は実質成長率は2%程度だろうと。これは日経センターの一番最近の予測というのがそういうことになっておりまして、私個人も大体そんな数字だろうということでもあります。

その中身をごらんいただきますと、図1に四半期別の動きが出ていますけれども、ここにありますように12年度、12年の1-3月というのは、12:1というところがそういう数字であります。11年の10-12月期というのはまだGDPの数字が出ていませんけれども、この予測では大体0%近傍であるが、10-12月期、若干

のマイナスの可能性があると、私は個人的に思っていますが。これはタイの洪水でありますとか、あるいはグローバルな経済のやや踊り場的な予想というのが影響して、0%近傍になる。

しかし、年明けからは、つまり1-3月期です。現在、足元ということになりますけれども、それはもう少し成長率が高まるということでもあります。特に公的需要というのは灰色の線がかいてあります。復興予算で11年度に4回補正予算を行いました。第3回目が11月に通りましたけれども、それだけで12兆ということですので、この復興予算の効果があらわれてくるということでもあります。すでに11年の10-12月期もこういうプラスで寄与しているわけですが、その寄与がもっと大きくなるということでもあります。

ただし、この公的需要のプラスの効果というのは、実は年度の半ばぐらいまででありまして、これは1回ふやしますと、そのふえるのがとまってしまいますと、もう寄与はゼロになってしまうということがありますので、年度の半ば以降はむしろ若干のマイナスということで、決して永続的なものではないということがいえようかと思っております。

2012年度は実質2%成長

まとめてみますと、12年度、ここでは2.1と書いてありますが、2%程度の成長、13年度は1%ぐらいになるのではないかとということでもあります。

で、年度の後半には、いまの日本はIT部門で在庫調整が起こってしまっていて、それがおそらく終了するというようなことがあると。

ただし、この2%成長ということには大きなリスクがありまして、いま、皆さんよくご存じのようにユーロの危機が深化をしております。今年、OECDは予測を2つ出して、悲観シナリオという異例のことですけれども、そういうものがあるともっと成長率は下がりますという数字を出していますが、私も、ユーロ危機が深化すると、ここで考えているよりも1%ぐらい

日本の成長率も影響を受けて、2%でなくて1%になるという可能性があると思います。

それから、いまみたいな円高が続きますと、デフレ脱却、私はなるべく早く脱却したほうがいいと思っていますけれども、すぐには実現しないだろうと。私の個人的な予測は、12年度、-0.5%ぐらいあるのではないかとこのように思っています。これは、いまの足元の消費者物価は、食料とエネルギーを除きますと1.1%というマイナスなので、エネルギー価格とか何かが変わらなければはがれてきて、-0.5%ぐらいになってしまう。成長率は2%あるとしますと、いまの日本の潜在成長率は0.5%ぐらいだと思いますので、GDPギャップは縮まるわけで、その分は消費者物価を押し上げますけれども、エネルギー価格、食料価格の動向いかんで違った結果になり得るということでもあります。

脱デフレが遅れるリスク

そこで、このシナリオの主なリスクは何かということなんですが、ここにありますようにユーロ急落。このところ、ちょっと持ち直していますけれども、やはり急落リスクがある。通貨クラッシュリスクがあるとずっといい続けてきたのですが、通貨クラッシュというのはどういう定義かという、ラインハルト、ロゴフというお二人の方が、このところ、いろいろ政府債務の危機についてたくさん本も出されていますし、論文も書いておられますけれども、1年間で15%下がるとクラッシュだとおっしゃっています。私は、ユーロの通貨クラッシュがあり得るのではないかとこのことを去年からずうっと申しあげていましたが、この危機はいまもある、と。

2番目はエネルギー関係でありまして、原子力再稼働、これもいまま議論が行われていますけれども、それが再稼働しない場合どうなるのかという電力不足の問題。

それから、地政学的リスクでいいますと、イランが経済制裁に対してホルムズ海峡を封鎖するかもしれない、というようなこともリスクと

してある。その場合には、おそらく原油価格が急騰するのではないかと。1バーレル当たり200ドルぐらいまで上がるのではないかと、こういう方もおいでになります。

それから、少し中長期のリスクで申しますと、首都の直下型地震ですとか、あるいは西日本大地震というようなのが、30年以内に70%の確率でありますというようなことがいわれていますので、それはいつ起こるかわからないけれども、リスクとしては考えておかなければいけない。

こんないくつかのリスクがあると思います。きょうのお話は主として、リスクのうちのユーロと、それからエネルギー。特に電力、エネルギーパス。将来、日本はどういうエネルギーのパスを描いていったらいいのか、というようなことに関連したお話をさせていただきたいと思っております。

世界経済のほうは、全体としておそらく2.5%ぐらい、これは世界銀行がそういう予測を最近出しましたけれども、もう少し悲観的にみる見方もこのごろ出ておまして、2%ぐらいではないかという方もおいでになります。

その中でも、あまり高い成長率ではないのですけれども、低い成長率ですが、アメリカと新興国が下支えするのではないかと考えております。アメリカについては見方が悲観論と楽観論と常に存在していますけれども、私は大体2~2.5%ぐらいは成長できるのではないかと考えております。

中国のほうは、やや減速して8%。しかし、8%を切ると、政治的なリスクが高まる、7%を切ると、政治危機になる、こういうことがいわれていますので、これは絶対維持するだろうということで、8%であります。

ユーロ圏は景気後退

ユーロ圏は、もう10-12月期からドイツが実はマイナス成長、-0.25%というのが出ておまして、ユーロ圏全体がリセッションではないかというふうに考えております。

世界経済全体のリスクとしては、もちろんユーロ危機と、それから地政学的なリスクがあるのではないかということでもあります。

そこで、まずユーロの危機のほうからお話をしたいと思うのですが、ユーロのほうは題を「生存をかけた危機」というふうにいたしましたけれども、エグジステンシャルクライシス。エグジステンシャルリズムというのはフランスの哲学者のほうにおいでになりますけれども、生き残るのか死ぬのかという、そういう危機に直面していると思います。

つい最近、ユーロ圏の9カ国の格下げがありまして、同時にE F S F債（欧州金融安定化基金）の格下げがありました。こういうことがありますと、融資可能額がおそらく縮小するのではないかと。どこまで縮小するか、ちょっと推計の仕方では幅がありますが、下がる可能性があると思います。

それから、もう1つリスクがありますのは、民間の関与の話がこの後ろに書いてあるのですが、プライベートセクター・インボルブメントとっておきまして、ギリシャの債務に関して、民間部門が持っているギリシャの債務あるいは債権といってもいいのですが、その借りかえの交渉ですね。ボンドの交換をしますと、こういう交渉が行われていますが、その交渉のほうも、きょうもまだ決着はついてないで、まだもめているという問題があります。これがうまくいきませんと、おそらく3月20日の債務返済ができなくなって、3月20日にはデフォルトするのではないかと、こういう見方をする格付会社もあります。

4月は「悲惨な月」との説も

それが1つで、もう1つ私がリスクだと思っていますのは、フランス大統領選挙が4月、1回目のごさいまして、そこでサルコジ大統領、フランスの国債が下がったりなんかしてパフォーマンスが悪いというふうに評価されて、仮にうまく再選されないというようなことになった場合には、クルエリストマンズだと。ウォーシ

ユという、中央銀行のウォッチャーで有名な方がいるのですが、「最も悲惨な月」になると。私も、そういうことがあった場合には、ユーロにとっては流血の4月かという、ギリシャのデフォルトのリスクと相まって、本当に行き詰まってしまうという、こういうことがあり得るといふふうを考えております。

そういう、行き詰まってしまうのはどういうわけかというので、いくつか材料を考えてみますと、1つは、ユーロがどのくらいバズーカ砲といえますか資金を用意すれば不安がおさまるのかという点からまず考えてみますと、財政資金がもっと必要だということ。救済資金ですね。それから、銀行部門もやはり資金需要があるということでありまして、そういうのを足していくと、相当巨額のお金が要るといふことでもあります。

12年のユーロ圏の政府の国債借換総額は1兆ユーロあるといわれております。

金融機関の自己資本不足額というのは、これはヨーロッパの金融監督当局が1,147億ユーロありますと、こういうふうになっております。私自身の見方は、ここに書いてありますけれども、欧州金融機関のリスクエクスポージャー、これはピーグス（P I I G S）と呼ばれている国に対してどのくらい融資しているか、国と金融機関に対して。それは2.3兆ユーロあると。仮にヘアカットといえますか、ロスが2割出てしまいますと、それだけでも4,600億ユーロになります。1割であっても2,300億ユーロだということなので、IMFはすでに2,000億か3,000億ユーロぐらいになる可能性があるのではないかとおっしゃっていたと思うのですが、こういう自己資本の不足。つまり、ヨーロッパの銀行は、いってみますと、リーマンショック以降、いろいろな手だてを講じてはきたのですが、こういう不良債権の問題を完全には処理し切らないで、ここまで来てしまったということかと思えます。そこに政府債務危機が上乘せされてきたということで、自己資本不足が生じていると。

さらに、金融機関が債務を発行していますけれども、その借りかえが7,000億ユーロぐらい

あると。

それから、最後に書いてある点は、これはあんまり一般には知られてないのですが、私は前からちょっと注目をいたしております。ユーロはECBがありまして、中央銀行1つなんです、同時に決済システムがターゲット2という、日本でいうと日銀ネットですね。これは経済の、いってみますと決済の最終じりをここでやっているわけですね。日本銀行も毎日毎日、お金がきちっと合ったかどうか、決済がちゃんと合ったかどうかということを確認をしていますけれども。実はターゲット2というところで決済されないで、そのまま残っている未決済額というのが、ブンデスバンクのバランスシートで見ますと5,080億ユーロある。こういう巨額の未決済のまんま残っているというのは、ちょっと普通は考えられないことなんです、中央銀行間の決済が終わらないで、それが残っている。

これは個人的な経験ですけれども、ベルギーのプラート理事というのが今回、シュタルク理事の後を継ぎましてECBの政策担当の理事になりました。ECBが発足してからずっと、最初はドイツのブンデスバンクのイッシングさんが政策担当の理事になりまして、その後もシュタルクさんがやりました。ところが、シュタルクさんは辞任された。で、当然ドイツからのワイデマンさんか、あるいは財務省のほうからおいでになったドイツの方がなるかといわれていたのですが、結果的にはベルギーの理事の方がなりました。

新聞の報道では、ドイツとフランスが理事のポストを争って、妥協策でベルギーのプラートさんになったのだという記事が専らなんです、私はちょっと違った見方をしています。プラートさんというのは、実はこういう決済の専門家で、私、日本銀行におりましたときに会議でお会いしたことがあって、1時間ぐらいそういう決済の話をしたことがあるのですが、本当の専門家でありまして、通貨決済銀行の話ですとか、あるいはSWIFTという、これも決済に関連したテレコミュニケーションですけれども、そちらの情報管理の問題について極めて専門的な知識を持っておられます。私の推測は、政策担

当にプラートさんを持ってきたのは、この未決済問題を同時に解決を考えてもらいたいということが働いたのではないかというふうに思っております。

欧州安定化の基金は不足

いずれにしましても、こういう資金需要というのは足し上げると、これでもダブっている部分もあるかもしれませんけれども、巨額のお金が必要だと。私は前から、EFSFというのは4,400億ユーロではとても足りないので、2~4兆ユーロぐらいないとだめじゃないですかと、こういうふうに申しあげていたのですが。いまの供給側のほうの体制は、EFSFと、今度ESMという、新しい、もうちょっとしっかりした組織、制度をつくってやりますということなんです、両方合わせても上限が5,000億ユーロだと。ドイツは、これよりふやすことは嫌だというふうにおっしゃっていますので、5,000億ユーロに、ヨーロッパの加盟国がIMFを通じて融資するという——お金をIMFを通じて出すんですが——1,500億ユーロで、合わせても6,500億ユーロだと。

もちろん、いまのEFSFを、レバレッジを効かせた形で1兆ユーロまでふやしたいという提案はあったのですが、部分保証方式でやるか、共同投資ファンド方式でやるかというので、2つ出ていますけれども、これはまだ話が煮詰まってないということなので、いまのところ、利用可能なのは5,000億ユーロと1,500億ユーロ。場合によって、5,000億ユーロのほうは、EFSF債が格下げになりましたから、もしかすると実際に使えるお金はこれよりも少ないかもしれない、こういうような状況かと思います。どうしても、いま準備しているよりは、もっと大きな金額を用意する必要があると私は思います。

それで、危機が起こった場合にはどのくらいインパクトが生ずるかということなんです、要するに、ユーロ圏の金融機関が自己資本不足をどうやって解消するかと。1つは増資することですけれども、ユニクレジットという

イタリアの銀行が増資したら、非常に低い株価になってしまったという問題があります。

もう1つは、持っている資産をどんどん売却するということですね。それはデレバレッジといわれているのですが、デレバレッジをやるということは結局、もう貸し出しをしない、あるいは貸し出しを回収するという、貸し渋り、貸し出し回収というようなことですので、クレジットクランチが起こるということでもあります。

信用収縮とデフォルトの懸念

ユーロ圏の金融機関の資産規模は実は 41 兆ユーロありまして、アメリカの金融機関の 16 兆ユーロよりもはるかに大きいわけでありまして、そうしますと、単にユーロ圏の企業や家計が困るというだけではありませんで、グローバルに金融仲介に障害がいろいろ出てくるということになります。すでにあらわれているのが中東欧で、ハンガリーが IMF と融資の交渉を開始する。中東欧には 3,140 億ユーロ、全部の対外債務の 3 分の 1 ぐらいですかね。あるいは中南米 1,350 億ユーロ、アジア向けも 2,580 億ユーロあるということで、こういうところで信用収縮が起こりますと、特に私が心配しているのは、アジアで貿易金融の面で信用収縮が起こると、実体面にも極めて厳しい——リーマンのときにそういうことが起こりましたけれども——ことが起こることになります。

ギリシャのデフォルトのリスク、先ほどいいましたように3月20日にそういうことになる可能性が、リスクがあるというふうに思っていますが、過去の歴史をみてみますと、実はギリシャは随分何回もデフォルトをしております。独立してから、1826年、1843年、1860年、1893年、1932~1964年という、デフォルトあるいはリスケジュールリングをやっているということでありまして、1829~2006年間にデフォルト、リスケジュールリング確率というのは5割を上回っている。いまちょうど民間が関与してヘアカットで議論しているのは50%でありまして、ちょうど歴史的平均の確率でそのヘアカットをやっ

ている。

スペインは、中世からになりますけれども、1476年から13回デフォルトしている。デフォルト確率は23.7%あるということなので、あまり珍しいことでもないということになります。

日本は、1946年、戦後直後ですね、預金封鎖というような形でデフォルトしたことがあります。アメリカはほとんどないのですけれども、33年に金での支払いを停止したことがあります。一時的なデフォルトをしたことがあります。

中世の時代はむしろ、デフォルトというのは「瀉血」だと。悪い血を除くような話で、周期的にやっていたということでもあります。

ただ、それが終わりましたのは、イギリスの名誉革命で、王様じゃなくて納税者が税収を決められるようになった。それで、納税者が決める予算、あるいは出す債務というのは、必ず納税者が払ってくれるだろうということで、信頼ができるようになりまして、ロンドンのマーケットが発展したというふうにいわれております。

そういうことで、デフォルトのリスクはかなりあるということでもあります。

それに対しては、どういうことを対応したらいいかと、私の処方せんをいくつか書いてあります。

1つは、安定化基金を抜本的に拡充する。

もう1つは、ECBが国債を購入する。ECBは、3年の資金供給を、無制限で資金を1%で供給しますということをやりました。これは相当効果がありまして、マーケットのストレスが相当鎮静化する効果がありました。でも、もちろん完全には鎮静化はしないわけでありまして、4,980億ユーロですかね、すごい額ですけども、50兆円ぐらいの資金供給を一遍にやったわけですが、2月もそれをやや下回るぐらいになるだろうといわれております。どうしてそういわれているかということ、資金供給するとき、中央銀行は担保をもちろん要求するわけですね。ただ、その担保について、各国の中央銀行にゆだねるというふうにしてこれをやりますといっておりますので、おそらくあまり質がよくない

担保物件であっても、それを担保として認めて資金を出すということになるだろうと思います。そういうことで、私は、2月末にまた4,000億ユーロぐらい出すようなことになるのではないかと予想をしております。

ユーロ共同債への提案

もう1つ、対応策としては、ユーロ共同債というのを出したほうがいいと。私もそのように思っていますが、提案がいくつかありまして、ユンケルさんとトレモンティという、これは政治家の方のご提案で、共通債を発行するというようなご提案がありますし、あるいは、ブリュッセル研究所というところがベルギーにありますけれども、そこはブルーボンド・レッドボンドという2つの種類のボンドを共同債で出せと。それから、ドイツの5賢人委員会が減債基金債というのを出したらどうかと。デット・リデンプション・ファンドというファンドをつかって、そのファンドが共同債を出すという提案であります。それから、EC委員会がスタビリゼーションボンドというのを提案しております。大学の先生でも、そういうことを提案している方がおられます。

共同債については、要するに、いま、いろいろな加盟国がそれぞれ国債を出しているわけけれども、財政統合するのだったら共同の1つの政府債務というのにして、それに、いま存在している加盟国の個別の国債といつでも交換できるようにしていけば、安定するのではないかと。こういうことで、共同債を発行したらどうかというふうにいっているのですが、ドイツはそれに反対をしております。

ドイツの反対の1つの理由は、これは私の推測ですが、先ほどのターゲット2についての未決済額が5,000億ユーロぐらいあるわけですが、こういうものは、よく考えてみると、実は共同債だと。だけど、それは質の悪い共同債だ。質の悪い担保でもってバックアップされた共同債というのを実は発行していて、例えばそれをドイツは買っている。その資金を使って周辺国は

財政赤字をファイナンスし、それから、銀行部門の損失の穴埋めをし、しかも、お金持ちは資本逃避の道具に使っている。そういう状態のものになるような共同債には絶対反対だ、こういうふうにいっております。

ただ、私が注目しているのは、デット・リデンプション・ファンドというドイツの5賢人委員会の提案ですけれども、これはどういう提案かといいますと、名目GDP比60%を超える部分の国債を、すべて1つの基金にプールしまして、プールしたうえで新たに共同債というのを発行する。しかし、その共同債は、20~25年で償還するという。

重要なことは、その償還の資金は税収にイアマークすると。例えばいまは消費税を社会保障に使いますということで日本では議論が行われていますけれども、ここではデット（債務）の償還資金を特定の税収です、税収のうちの例えば何%とか、必ずその償還に充てる。こういうものにするということでもあります。

で、財政規律を守らない国については基金の対象外にするという、いってみますと厳しい財政規律を強化していくようなファンドの共同債だ、こういうことになります。

ですから、共同債を出す場合にポイントは、財政規律が弱まる方向で共同債を出すのか、むしろ強化する方向で出すのかという、方向性は両方あって、ドイツがオーケーというのは、少なくともこの規律を強化するような方向の共同債でなければ、おそらく無理なんだろうというふうに思います。

ユーロの根本的問題は、通貨だけ統合して財政は統合しなかったということが結局は問題、すべての根源でありますけれども、今回、去年12月のEUの首脳会議での決定事項で重要なことは、フィスカル・コンパクトというのが導入されまして、構造的財政赤字を0.5%以内におさめるといような財政ルールを憲法に書き込む。しかも、守られない場合には自動制裁をとりますというようなステップが踏み出されました。これはおそらくポジティブな方向への動きだというふうに思います。ですけれども、す

ぐに財政同盟というのではあるわけではありませ
んから、そこに行くまでの間に、いろいろな
金融面での工夫が必要になってくるだろうとい
うことであります。

もう1つ、アメリカの動向ですが、先ほど私、
12年はアメリカと中国が何とか下支えを果た
してくれる。日本も成長率でいえば2%になれば、やはり下支えということになると思います
けれども、アメリカについては2つ見方があり
まして、強みと弱みと両方ある。

米国は輸出にドル安の成果

強みのほうから先にいいますと、2002年から
アメリカは相当に為替レートが低下をいたして
おりまして、どのくらい下がっているかという
と、これはちょっと後ろのほうになりますけれ
ども、ごらんいただきたいのは、米国の2002
年の第1・四半期から2011年第2・四半期まで、
どのくらい名目実効為替レートが下がったか
という、上の段が名目の実効為替レートなん
ですが、55%下がっております。半分以上にな
っているということなんです。実質のほうで
みても33%、3分の1ぐらい実質の為替レ
ートが下がっている。その分だけ、裏を返して
いうと、実質の為替レートは国際競争力を、も
し下がれば助けるし、上がってしまえば損な
う、こういうことになっているわけですが、3
割も下がりますと、やはり競争力が戻って
くるということでもあります。ですから、オバ
マ大統領は輸出を倍増したいとおっしゃっ
ているんですけども、かなり目標を達成した
のではないかなあというふうに思っております。

ここで、この青で出ている分は、これは交
易条件がどう動いたかということでありま
す。輸入価格のほうが12%だけ輸出価格
を上回ってきたということでもあります。

そういうことで、アメリカの1つの強みは、
すでに相当ドルが減価してきたということ
であります。去年の11月あたりからどうも
ドルのこれまでの低下のトレンドがとまって、
少し反対方向に動き始めた。これはもちろ
ん、ユーロが

大きく急落するというようなことの裏返し
で、ドルが逃避通貨になっているというこ
とがあるかと思えます。

もう1つ、ドルについて2つケースがあり
ますということをおっしゃる方がおいでにな
ります。それは、ドルはキングか、それとも
じきかと。ドルについていうと、パラノー
マルなことが起こるのではないかといい
ます。ピムコという大手の債券の取引を
やっている会社がありますけれども、その
エコノミストのビル・グロースさんがお
っしゃっているのは、パラノーマルだと。
ちょっと前にはピムコのエコノミストの
方は、これからはニューノーマルで、リ
ーマンショック以降は、いってみますと、
成長率がそれ以前よりもかなり低下す
るでしょう、ということをおっしゃった
のですが、今年についてはパラノーマル
だといっています、2つの状態がどちら
もノーマルだという。

1つはキングであって、どういうとき、
ドルがキングになるかということ、ユー
ロの金融機関がデレバレッジを進めて、
ユーロが急落するとき。しかし、逆に
インフレが高進するというようなこと
にアメリカの国内でなった場合には、
ドルはやはり急落する。ユーロ圏の
デレバレッジが進めばドルは強くなる。
ですけれども、アメリカの国内がイン
フレになればドルは急落する。こうい
う2つがあり得ますということであり
ます。

私の判断は、おそらくユーロの金融機
関のデレバレッジのリスクというのが、
よりメインのシナリオではないかとい
うふうに思います。そうしますと、
ドルは、私は一時急落するリスクが
相当あると思っていたのですが、むし
ろ12年というような年をとってみま
すと、持ち直す可能性がある。

同時に、オイルシェールガスの生産
が拡大をしております、これは経常収
支・貿易収支を改善する効果が相当
あると思います。そうすると、これ
もドルを下支えする要因になるの
ではないかというふうに思います。

反対に弱い面はどうかといいますと、
住宅が

弱い。まだ価格が下がっておりまして、これからも10%、20%ぐらい下がるのではないかという予測がなされております。そうしますと、住宅を購入したときの借金と住宅の価値を比べると、借金のほうが多くなってしまう場合をネガティブエクイティと呼んでいるのですが、この件数が相当、5%低下するだけで200万件もふえるのではないか。これはみずほ総研の推計ですけれども、こういう見方もあります。

それから、家計部門の債務・可処分所得の比率もまだ高い。

さらに財政部門についていいますと、信頼性のある財政赤字削減目標、私は中長期に4兆ドル以上ちゃんと削減すべきだと思いますけれども、政治的にそれが実行できるかどうかかわからないと、こういう問題があります。

それから、アメリカの将来の債務ですね。特に社会保障関係合わせますと66兆ドルもあるということなので、これも、そういう大きい将来の債務も考えたうえで、どのようにして信頼のある財政運営ができるかというところが問題かと思えます。

アメリカの民間と公的債務の和は、実は360%ということで、歴史的にかかってないほど高い状態にあります。

赤字であっても、しかし、資本流入がいまも続いております。これは特にユーロが急落するというようなことがあって、さらに続いております。しかし、こういうことが果たして長続きするのでしょうかということについては、すでにラインハルト、ロゴフさんは、少し心配ではないでしょうか。ドルの過去の通貨クラッシュは、1971年に金とドルの交換制が停止されました。ニクソン大統領の新経済政策ですが。それで、そのときに通貨クラッシュが起こったというふうに、ラインハルトさんとロゴフさんは論じておられます。

そのとき、どのくらい為替レートが下がったのかというのは、実はこの1970～1973年なんです。名目実効為替レートは20%下がって、実質は26%下がった。しかし、今回は、もちろん期間は長いのですが、2002年がピークでありま

して、それからみると、実は55%も下がっているということでもあります。

ただ、急落するという要因と、それから、そうでない、一方で、ここに書いてありますけれども、アメリカの民間ファンドというのは、2002年以降、資産保有の多様化ということを随分進めてきておりまして、それがどうやらストップしている。どうやらそれがとまってきたというのが去年の半ばぐらいからの動きでありまして、これは、外国の中央銀行、あるいはソブリン・ウェルス・ファンドの多様化ですね。多様化といっても、これはドルがメインでしたから、それから離れていくということなんです。それがどうやらストップしてきた。これは少なくとも短期的にはドルを下支えするのではないかと思います。

QE 3は限定的か

しかし、また、その一方で、金融政策運営のほうでいいますと、連邦準備制度理事会が量的緩和を第1弾、第2弾とやりまして、第3弾目はオペレーションツイストだったわけであり。だから、第3弾があるのではないかと予測する向きもあります。私は、結論からいうと、もしあるとしても、おそらく問題の残っている住宅市場に焦点を絞ったものになる。したがって、MBSといいますか、モーゲージ・バックト・セキュリティの買い取りというような措置が中心になるのではないかと考えております。

もう1つ注目されますのは、将来政策金利が何%になるかということを取り込むということが、すでに前回のFOMC（連邦公開市場委員会）で決定されておまして、24日に公表されることになっております。この問題は、私も日本銀行にいたときからずっと何とかやれないかと、日本銀行もやる余地はないだろうかと考えていた問題であります。

具体的には、2007年夏にカンザスシティ連銀のコンファランス。そのころは、毎年このコンファランスに行っていたのですが、その前の年に、スヴェンソンさんはもともとプリンストン

大学の先生なので、バーナンキさんとは同僚なんですけど、金融政策の論文をたくさん書いていたら、どうも自分で政策をやりたくなったらしくて、スウェーデンの副総裁に移ってしまったんです。で、実は2006年にスヴェンソンさんは、オプティマル・ポリシー・プロジェクションという、アメリカの金融政策を最適な形で運営した場合の政策金利の動きと、それから、現実の政策金利の動きを比べるような論文を、その1年ぐらい前に出していたので、ちょうどスヴェンソンさんと顔を合わせたので、「いや、あのとおりをどうしてフェッドはやらないのかなあ」といっていたらバーナンキさんが来たので、「どうしてやらないんだい？」と、こういうふうに聞いた覚えがあるんですが、内部的にはそういうことで、そういう計算はずっとやっている、事務的にはですね。ただ、その公表の形をする場合には、各メンバーが、自分が望ましいと思う政策金利、来年は何%にする、次の年は何%にする、次の年は何%にするということを公表するということがあります。

私自身は、これはすごく自然なことだと思っています。というのは、予測の数字を、例えば日本銀行ももちろんそうですけども、公表するわけですね。来年いくらになる、来年いくらになりますというふうに出すわけですが、そのときに必ずその裏では暗黙のうちに、政策金利はいくらにするかということ、どこか前提に置いているはずなんです。いまのままで何にも変わらないというのが一番単純ですけども。しかも、前回の2001～2006年にかけての量的緩和のときには、物価上昇率がゼロ以上になるまでは金利は動かさない、ゼロ金利でやります、こういうことをいっていましたので、経済予測の中で消費者物価がプラスにならない間はもちろん、金利は当然ゼロのままだという暗黙の前提があるわけです。しかし、そうでない場合には、むしろ常に何か前提にしているはずなんです。1つはコンスタントを前提にする。もう1つは、マーケットが予測している、つまりフォワードレートといいますか、先物市場での金利の動きをみて、それを前提として予測をつくるというのが1つあるのです。

その1つの問題は、マーケットのいうとおりにしてしまったのと、政策としてどちらが望ましいのかということの両立が難しくなってくる。そうすると、コンシステントな予測を出すためには、自分はこういう予測が正しいと、こういう政策金利にするのが正しい、そのもとで、どのくらいの成長率、どのくらいのインフレ率になるのが正しい、こういうように予測するのが自然でありまして、その意味では、こういう将来のパスを出す。すでにニュージーランド、スウェーデン、ノルウェーというような国は、将来のパスというのを出しているんですね。出したうえで、しかし、マーケットが予測する金利との差をどう考えるかということが実は政策運営上極めて重要になります。

金融政策の運営に透明性を

いってみますと、日本でこういうことを、あるいはアメリカでやると、どういう効果が生まれるかということ、より透明性のある政策運営ができる。記者の方は、いつも次回は金利がいつ上がるだろうかということに気にして、夜遅く駆けつけたり、朝早く来たり、大変なんですけど、予測が出してあれば、これは……。もちろん、その予測ですから、何かあれば当然現実に応じて変わり得るわけですが、中央銀行としてはこういうのが望ましいと思うというのが出ていますから、それをみてしまえば明瞭だと、こういうことになります。

もう1つの可能性は、失業率がもっと下がるまで、7%までは頑張るべきだという主張も……。これは、シカゴの連銀のエバンス総裁がおっしゃってられます。

このぐらいのメニューがありますけれども、政策パスのほうは24日出す。そのほかに量的緩和を強化するかどうかというのは、物価の上昇率の動向と、失業率がどのくらい下がっていくかという、その動向をみながら決めていくのではないかと考えております。

いずれにしても、アメリカの場合には、少しでも弱くなる場合には、連盟準備が何かも

う少し思い切ったことをやるのではないかというの、ある意味では強みになっているのではないかというふうに考えております。

日本のほうは、ずっと円高対策ということで悩んで、円高がひどいというので悩んでおります。どのくらい円高になったかということについては、この表の2007年第2・四半期からですね。それ以前は実は円安傾向で来たわけですが、2011年の第3・四半期までとりますと、名目実効為替レートは34%円高になっていると。実質のほうでは27%円高になっていると。スイスは、ヒルデブラントさんはちょっとお気の毒だったのですが、為替レートをペッグしてしまうような上限を決めて、そこには無制限の介入をするというコミットメントをやりましたけれども、この間どのくらい上がっているかという、日本とかなり近いんですが、30%で、日本よりやや低い。スイスは、実質では25%であります。

スイスの場合には、これ以上スイスのフラン高というのは2つの意味で耐えがたいということ非常に明快に主張しておられます。1つはデフレになってしまう。もう1つは、国際競争力が損なわれる。常に2つおっしゃっておられまして、それでもってペッグしてしまう、こういう対応をとったわけでありまして。

そういうことで、日本はやっぱり一番強いですね。円高が厳しい状況が続いてきたということがいえようかと思えます。

これは図で示したものですけれども、1970年を100としますと、いまの名目実効為替レートというのは400。実質のほうでみますと、これは大体180ですか、200に近い。長期的にみて、ずっと円高トレンドが続いてきたということでもあります。最近の円高というのは、この部分だと。前回厳しく円高になったのが、この1990年代の前半ですね。私は、この1995年に向けての急速な円高が、日本をデフレ経済に陥れた主要な要因だったというふうに考えています。

いま申しあげた2001~2007年までというのは実は、ごらんになっておわかりのように、傾向的に円安でありました。2001~2006年までは量的緩和をやりまして。特に2003年、2004年

という時期は、溝口善兵衛財務官が35兆円の介入を行いまして、私も日本銀行で2003年3月から、福井総裁らとともに13~15兆円、量的緩和の強化をいたしました。両方、つまり金融政策でサポートされた為替レート政策、介入政策というのは有効だったのではないかと思います。量的緩和をやっていた時期は、トレンドとして円安で、これが2006年3月の時点で曲がりなりにも消費者物価指数がプラスの方向に動いてきた要因だったと思います。

量的緩和は、解除しても、なおかつ少し円安が2007年の初めまで続きましたけれども、これはいわゆる円キャリートレードという、まだ金利水準が低いので、円でお金を借りて、金利の高い国に投資をするという、キャリートレードが円安を助長いたしました。

しかし、それも、2007年の初めぐらいでもって、それが逆転し、巻き戻しが起こるということで、それが部分的にはこの円高をつくり出したというふうに思います。

米の量的緩和策は円高要因

その後は、リーマンショックがあつて、日本も金融の拡大政策をとりましたけれども、アメリカの拡大政策はもっと大きかった。このところ、IMFがスピルオーバー効果の分析というのをやっております、アメリカの量的緩和第1弾、第2弾というのは、ドルレートを5%下げたと。同時に円レートを12%円高にしたと。一国の拡大的な金融政策は、自国の為替レートを下げますけれども、その裏返しは貿易相手国の為替レートを上げるという効果になるのですが、円レートは相当それで上がるという影響を受けたのではないかというふうに思います。

ドルは、そういうことでどうなのかというんですが、これは2002年から、だらだらだらと下がって、リーマンショックのときは本国にお金が回帰しまして、一度戻るんですが、その後まただらだらと下がって、歴史的には最も低い水準を更新する。前のドル安の時期というのは、プラザ合意以降のドル安、95年までドル安

を続けました。いってみると、そのはね返りで円高になったといってもいいと思うのですが、今回もその意味では似たようなことになっている。私は、基軸通貨国が自分の通貨価値を下げよう、下げようとやり出すと、いろいろな問題が起こると思っているんですけども、日本はやはりその相当の被害者ではないかというふうに思っております。

日本の円高について議論が2つありまして、いまの円高は実質実効為替レートでみると、水準でみるとそんな高くないからいいのだと、こういう議論があります。私はどう考えているかといいますと、この上がり方が相当シャープだというのが1つ。もう1つは、同じ実質実効為替レートでも、質的な競争力というのは考慮されてないわけですね。これは価格だけの競争力に影響するということでもありますけれども。

ほかのアジアの国はどうかということでもてみますと、これはウォンですけども、ウォンは1970年を100とすると、いま、実質実効為替レートは60ぐらい。4割ぐらい、これはもう傾向として下がっております。円は逆さまで、200ぐらいに上がっているということで、対照的であります。

それから、人民元も全く同様でありまして、アジアの中で日本だけが、いってみますと、ひとりで独歩高を、長い目でみて円高を続けている。昨年の11月に韓国のエコノミストと話す機会があって、「どうして円はひとりでこんなに上がっていくんだ。私にはよくわからない」というふうにいわれたことがあるんですけど、しかし、アジアの国は全く反対でありまして、いまはむしろ人民元を皆さん意識して、こちらの動きに合わせるようにしていますので、そうしますと、ますます円高が際立ってくるということだと思います。

以前は質的な面で日本は非常に競争力がありましたので、その差があまり目立たなかったのですけれども、いまは相当それはキャッチアップをしてきましたので、同じ実質実効為替レートでも、日本の企業にとってはより厳しい状況に追い込まれているのではないかと思います。

結果はどういうことかということですが、1993年、世界の輸出に占める日本のシェアというのは10%ぐらいあったんですが、いまは5%ぐらいで、半分になっております。いま、世界のGDPに占める日本の割合は8%か9%ありますので、GDPの世界に占めるシェアよりもっと大幅に輸出のシェアは落ちている。しかし、ドイツは、最近若干下がっていますが、ほとんど同じシェアを維持しているということがあります。

今の円高は行き過ぎ

ということなので、私は、やはりいまの円高というのは、ファンダメンタルから乖離している円高ではないかというふうに考えております。

ピーターソン研究所というのがありますけれども、通常は円に対しては厳しいんですが、円はまだ安い安いというふうに……。バグステンという方は、90年の初めには日本によく来て、1ドル90円だ、80円だって、何だかバナナのたたき売りだと思ったんですけども、要するにドルを安くしているわけですね。ドルの安売りをやったところなんですけど、いまは、円の実質実効為替レートは9%過大評価されていまして、ピーターソンの研究所もそのようにおっしゃっております。

円高に対してどう考えたらいいかということなんですけど、私は3つほど対応があると。1つは、2003～2004年の経験に照らしてみれば、為替レート安定化のために、金融政策でサポートされた介入政策は有効ではないかということです。しかも、安定化することによって、デフレ脱却というのもみえてくるというふうに考えております。

金融機関・企業のレベルでいいますと、円で資金調達して外貨建て資産を購入するということをやれば、これはちょうど日本銀行と政府がやっている、一緒に行動するということが結局同じことになる。金融政策でサポートされた介入政策というのは、いってみますと、日本銀行が円資金を出して、その資金でもって財務省が

アメリカの国債を買う、こういう組み合わせと同じことになるんですね。それを民間の金融機関や、あるいは民間の企業がやってもいいわけです。円で資金調達して外貨建て資産を買うと、全く政府、日銀と一緒に行動するのと同じ効果が生まれる。

ですから、企業であれば、あるいは金融機関も、M&Aをやるとか、あるいはユーロの金融機関が資産をどんどん売りたいというのであれば、それを買ってやるというようなことを積極的にやればいいと。これは枝野経済産業大臣も、資源関連のものをもっと買うようにしたらいい、というふうにおっしゃったようですけれども、それは金融政策でサポートされた介入政策と同じ効果があるわけでありませう。

ただ、手持ちのドルで買うだけだと、これは何にも変わりませんので、新たに円で資金調達をして外貨建てを買わなければいけないということでもあります。それから介入政策のほうも、財務省が国債を出して、それでアメリカの国債を買うということだと、日本の国債とアメリカの国債をスワップするということだけですので、為替レートに与える影響はそれだけ弱くなってしまう。円でファイナンスすれば、もっと効果は強くなるということでもあります。

50兆円の金融危機予防基金を

最後に書いてあるのは、日本の金融機関とか企業だけじゃなくて、外国の企業とか外国の政府が円建て外債を出して、その得た資金で外貨建て資産を買えば、全く同じことが起こります。これは1979年にカーターボンドというのを、アメリカがマルク建てのアメリカ国債を発行したことがあります。これはドル安をストップするためですね。ですから、円建て外債がどんどんふえるとか、あるいは場合によっては、外国のどこか、ユーロの加盟国でも、中欧ですかね、ほかの国でもいいんですけれども、円建てで国債を発行して、日本がその円建てのものを買うということだって、これはあり得るということがいえようかと思ひます。

私、もう少し進んだことを、10月からやっている国家戦略会議で提案したことがありまして、3つあります。円でいろいろな外貨建ての資産を購入するために、金融危機予防基金というのを50兆円つくったらどうでしょう、と。戦略会議というのは、総理もおいでになっているし、日銀総裁もおいでになっているし、財務大臣もおいでになっているし、こういうことを申しあげるの一番いい場所かと思ひまして、こういうことをやる。これは結局先ほど申しあげたことでいいますと、金融政策でサポートされた介入政策をやるのと同じ効果が生まれるということでもあります。しかも、ユーロ圏で信頼性のある共同債を出すというようなことがあれば、それを買ってやればいいというふうに思ひます。

2番目は、IMFの融資枠、これは7,500億ドルあるのですが、現在利用可能なのは4,000億ドル弱ですけれども、それを倍にしたらどうかということをお願いしました。そうしたら、つい先日、5,000億ドル融資能力を拡大したいと、こういうようにIMFが正式に要請されたようでもあります。大体私の思っていたとおりに物事は進んでいるかと思ひます。

3番目は、通貨クラッシュが起こってしまったからでは遅いわけですね。起こらないようにするにはどうしたらいいかということをお願いする場を。マクロプルーデンスポリシーというのは、インターナショナルでしかあり得ない。マーケットはグローバルですから、それを議論する場をつくる。

で、日本の立場からいうと、主要通貨、リザーブ・カレンシー・カンントリーといひますかね、そういう国の為替レートの安定のためのルールですね。いま、過度の変動がある場合は介入してもいいということになっているのですけれども、過度の変動というのはどう定義するのかという問題があります。

アメリカがつい最近、為替レートに関する報告書を財務省が出しましたが、そこでは、日本の介入政策について3月11日はサポートしたと。大地震の後の円高。しかし、それ以外の2回はサポートしなかったというふうに書いてあります。理由はそこに書いてありまして、円

のボラティリティーはユーロよりも低かった。変動の度合いが小さいのに何で介入するのだと。しかし、それは1つのはかり方であって、私は、これはもっと議論する余地があるというふうに考えております。

そういうことで、為替レート、円高という問題については、いろいろな手だてを、政府、日銀、それから企業、金融機関、それぞれ可能なことを可能な限り努力するということが、為替レートを安定化するということが重要ではないかと思っております。

次は予算のほうなんですけど、復興予算について、25兆円ぐらいかかりますね。すでに復興予算としては19兆ほど用意しているということでもあります。ただ、私、よく考えますと、もうちょっと民間の活力が生かせないかと思っております。1つはPFI（プライベート・ファイナンス・イニシアティブ）という、民間が社会インフラに投資するということについて、もっと積極的にイニシアティブを発揮する。日本はすでに4兆円やっています、実績がありますけれども、これは、いろいろな分野で10兆円ぐらいあるのではないのでしょうか、と。

PFIは実はもっとグローバルに考えても、アジア太平洋地域で13兆ドルぐらいインフラ投資の……。これは上下水道ですとか、あるいは、今回、タイでもって洪水が起きました。これ、私は温暖化の影響もあるというふうに思っております。というのは、世銀が2050年の温暖化のシミュレーションをやっておりまして、温暖化が進んだ場合に世界でどこが一番被害が大きいかというと、それは東南アジアだというふうに議論しております。なぜかという、これは洪水の被害でそうなりますという。ですから、今回のタイは、すでにその始まりではないかと思えます。そういうことを考えると、緊急を要するインフラ投資だと私は思います。そこは、PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ）という、PFIよりももうちょっと民間のイニシアチブが発揮されるような仕組みなんですけど、そこに日本がうまく入っていけるかどうかというのは、日本の国内でもどのくらいうまくそういう事業ができるかとい

うことと関係しているということなので、アジアに成長を取り込むということはTPPで随分議論されたんですが、私は、この復興の過程におけるPFI、あるいはアジアにおけるPPP、これはつながっている話で、国内でうまくいけば、アジアの成長もうまく取り込めるというふうに思っております。

いまのは予算で、ちょっとわき道へそれてしまいましたが、きょう、もう1つ大きく話したいと思っておりますのは、エネルギーの問題なんです。エネルギーのパスをどういうふうを選択したらいいのかというのは、今後の日本の経済を展望するうえで極めて重要な選択の問題だというふうに思っております。

エネルギーのパス選択が課題

こういうものを考えるときに当たって、いま、いろいろ議論が行われていて、原子力による発電のコストはどのくらいなんだろうかということが、1つの重要な論点になっております。従来、原子力発電が一番安い、1kW当たり5~6円だと、こういうふうにいわれてきたのですが、しかし、今回のような大きな事故があった後で、これからどのくらいのコストがかかるというふうに考えるべきなのかというのは、エネルギーのパスの選択上、極めて重要な要因だというふうに考えております。

まず、その発生確率ということについて考えなければいけない。これは保険料と関係してくるわけでありまして。東京電力も事故の後、保険をやってもらいたいと思ったわけですが、保険会社が受け付けてくれないというようなことがあって、1,200億円政府に供託するというようなことが起こっていますけれども、足元で大きい問題になっております。

私の提案は、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）マーケットの価格情報を使って発生確率を推測するという。これは、CDSのマーケットというのは、ギリシャの国債でも何でも、300ベースポイント、500ベースポイントになったという。これは倒産のリスクの保

険料ですので、東京電力についても、このCDSの価格と、それから株価の動きというのは対照的に動くということでもあります。これは東京電力ではなくて、ほかの電力会社のCDSもこのとき上がったわけでありましたが、そのときの情報を利用すれば、マーケットがどのくらいの確率でまた事故が起こるかということ予測しているということがわかるわけであります。

センターの予測、その使った結果は、ここにありますように、1基当たり4~5%というようにマーケットは考えた。CDSから推測される。4~5%といいますと、20~25年に1回起こりません、こういうことになりますね。

過去のグローバルな実績で考えると、チェルノブイリがあり、スリーマイルがあり、今回、福島があると、原子炉の数でいうと5つあるわけですが、それを、1年間原子炉を運営したのを1として全部集積して、そのうち5つ壊れてしまった。それで確率で出しますと57年に1回ということになります。日本では3基事故になってしまったわけですね。これまで操業を始めてから1,500炉年あるので、500分の1ということになります。ですから、それだけ聞くと、500年に1回かというふうに思うのですが、ただ、これから仮に50基ずつと動かしますということですと、500を50で割らなければいけないので、10年に1回ということですね。

したがって、CDSの価格は、グローバルな過去の実績と、日本で起こった実績の、中間ぐらいの価格をつけた、発生確率をみたということかと思えます。

IAEAの基準だと、もっと厳しくて、10万年に1回なんて、50基あったとしても、2000年に1回という数字になるわけですが、現実の実績はもっと頻繁に起こってしまったと、こういうことかと思えます。

アメリカの場合には、個別の責任保険、電力会社は個別に3億ドルまででいいと。二次的には電力業界全体で上限が125億ドルという、有限責任の原則を貫いております。しかし、こういう有限責任の原則、これをそのまま仮に4~5%の確率で応用して考えますと、大体400~

500億ぐらい毎年保険料を積むということになります。ですけれども、アメリカの場合には、こういうように電力会社に有限責任としたうえでも、スリーマイルがあったのが1979年ですが、それ以降、30年以上たったけれども、まだ1つも新しいものはつくられてない。政府はつくりたい。ですけれども、電力会社は、コストとベネフィットを考えるとつくらなかつた、こういうのがアメリカの対応でありました。

いま、問題になっていますのは、原発停止になってどのくらい電力が不足するかという、私はシナリオ1と呼んでいるのですが、もう1つのシナリオは、新規の原発はつくれない。そうすると、耐用年数、今度60年にするそうですけれども、40年だと仮定しますと——それは原則40年なんですね——2050年には原発が全部停止するという。これはシナリオ2でありまして、日経センターのほうは、シナリオ1の場合とシナリオ2の場合と、両方とも中期の予測を、去年の7月、それから12月に公表をいたしました。

シナリオ1のときに、何が大きい問題として起こるかということ、潜在成長率がかなり電力制約で低下してしまう。数年は潜在成長率がおそらくゼロになってしまうのではないかとということでもあります。

それから、これは地域別にばらしたものでありますけれども、関西は特に今年の夏は相当影響が大きいということになります。ただ、この試算は、量的に電力がカットされてしまうという、強制的な停電、そういうものがあつたときの効果であります。で、現実に起こりそうなことは、おそらく価格上昇ですね。電力料金が上がるという経路なので、おそらくこれよりは効果はモデレートになるとは思いますが、関西とか東京は、夏、厳しい。その厳しさの度合いというのは、今年の夏より明らかに厳しい。関西のほうは倍ぐらい厳しくなるということでもあります。

それが1つのインプリケーションで、もう1つは、原子力がとまりますと、化石燃料、火力でもって代替する。これは自家発電もふえますし、電力会社も火力に切りかえる。そうしますと、輸入がふえるわけですね。化石燃料の輸入。

いま、主にLNGで輸入しておりますけれども。そうしますと、貿易・サービス収支は今年から赤字になりますが、経常収支のほうも2017年度から赤字になる。こうなりますと、財政のほうの、国内の貯蓄と投資のバランスが、これまで貯蓄超過だったのが反対になるということでありまして、国債を国内で専ら消化するということが難しくなってくると思います。そういう違いが出てくるということでもあります。

原発のコスト計算が問題

それから、原発についていいますと、保険料だけではありませんで、費用がいろいろかかります。処理費用がかかる。いまの原発自体も、どういうふうに最終処理するのか、決着がついていませんけれども、それも相当お金がかかる。去年の4月に5.7~20兆という数字を出したんですが、その後の進展を踏まえてみますと、もっとかかりそうだな、と思います。

汚染を除去するのも、これもどこまできれいにするかということ幅がありますけれども、標準ケースは40年間で40兆円というように私どもは考えております。それから、もちろん損害賠償の費用はかかります。廃炉の費用もかかります。いまいったように保険料もかかります。それから、電源立地対策費も、安全地域を広くしましたので、これまでより4~9倍ぐらにかかるといえることになると思います。こういうので、全部合わせると、原子力の発電コストは20円を超えるということにもなり得ると思います。

実行可能なエネルギーパスは、そのとき、どうなんでしょうかということで、5つあります。2012年初めにすべて停止するシナリオ1。新規をつくらないシナリオ2。3番目は中間のドイツ型。4番目は、一時的に停止して、またつくり始めるアメリカ型。5番目は、継続してずっと維持します、ですから、新規もつくりますというシナリオ5を考えることができます。

私が重要だと思いますのは、基本的にはコストだと思っているのですが、ただ、コストは私

的な費用だけではありませんで、社会的費用は同時に考えるべきだというふうに思います。

例えば図12は、シナリオ5とシナリオ2を比べて、どのくらいコストが違いますかというものです。あまり変わらないのですが、50年に脱原発のほうは、シナリオ5の、ずっと原発を、新しいものもつくるし、続けますというものと比べると、むしろ低くなります。

それから、図13は、実行可能なエネルギーパスというのはどうなのか、ということです。いまこれが一番1つの選択の問題で重要なのですが、積み上げていろいろ計算をしているのですが、2050年の時点でいってみますと、新エネルギーでいいますと、全電力の17%ぐらいまではいける。あと、既存の水力がありますので、加えると27%ぐらいまでいけますということが、いまのところの私どもの見通しであります。ただ、この前提としては、省電力、節電を20%やりますというような前提を置きますと、いまのような姿を描くことができます。ただ、この場合でも、再生エネルギーが3割弱ということですから、残りは化石燃料に頼らざるを得ないということになります。それは果たして地球温暖化の国際公約と整合的かどうかという問題を残すということになると思います。

しかも、こういう新エネルギーをふやす場合には、もっと規制緩和を進めなければいけない。例えば地熱は相当ふえるようになっているのですが、このぐらいふやすためには国立公園の規制の緩和、地熱を使うためにはそういうことが必要になってくると思います。

それから、送配電についても規制の改革というのは当然必要になって、新エネルギーをこれだけうまく使っていくためには、送配電の改革も必要だというふうに考えております。

そういうのが、いま、私の考えているエネルギーの大まかな将来のパスの姿だということになります。

最後に1点、税・社会保障制度の改革の問題というのがありまして、で、基本問題。IMFのほうでは、このところ、日本の政府債務は大丈夫かというので、立て続けにレポートを出し

ていますが、最近出したものでは、4つのSで15%まで上げると。10%じゃなくて。soonerであり、stepwiseであり、sustainedであり、simpleでなきゃいかん、こういうことをいっております。

この問題については、将来の見通しについて、これも政府がいま準備していますけれども、センターのほうではどう考えているかという、毎年1%引き上げて消費税を10%まで上げたらどうということが起こるかという、基礎収支の赤字は、2020年にゼロにしなければいけないのですが、それは極めて、これのみ限りまだ困難だというふうに思います。こういう債務の問題については基本的な問題があると思いますけれども、いま、日本は相当厳しいところまで追い込まれていて、政治的な対応がやはり重要な局面に来ているのではないかと考えております。

ちょっと話が長くなって、以上のようなところで一応終了させていただきたいと思います。(拍手)

《質疑応答》

司会 どうもありがとうございました。大変深いお話を、わかりやすく、詳細にお話しいただきました。

最後にご説明いただいた36ページのグラフなんですけど、この前提となっている成長率の見通しがあるんだろうと思うんです。これは日経センターの見通しですが、岩田さんが中心メンバーとして加わられた昨年末の「日本再生の基本戦略」の中では、2011～2020年度までの平均名目成長率3%程度というのを政府のいわば大目標として掲げています。先ほどお話しになったエネルギーの電力制約のリスクとか、あるいは消費増税を途中でいつ入れるかという、とりあえず政府のスケジュールに沿って考えますと、それによってGDPの下押しされる部分、しかし、中長期的には非ケインズ効果なり何なり、いろいろプラスだという説もあり、よくわからないんですけども、そういうものはどういうふうに絡んでいるのか、整合的なのかどうかと

いうのを、まずお尋ねしたいと思います。

財政収支は慎重シナリオで

岩田 そうですね。政府のほうで、いま用意しつつあるのは、こういう戦略目標でもってすべて実現した場合には成長率がいくらになるか。あるいは、ちょっと違った言い方をしますと、政府の政策目標としては実質成長率を2%、名目成長率を3%にしたいと、目標として掲げている。しかしながら、現実のこういう基礎収支、財政収支がどういうふうに推移するかということについては、戦略が成功する場合のケースで考えるのではなくて、むしろ慎重に考えた場合のシナリオでもって考えるべきだという、2つのシナリオ。これ、前年もそういうことをやったんじゃないかと思えますけれども、今年も同じことを多分おやりになるだろうと思います。慎重なシナリオでやった場合には、大体1%ぐらいの——1%を若干上回っているかもしれませんが、そういう成長率になると。ここでの私どものシナリオは、おおむね1%ぐらいの実質成長率で行くということでもあります。

こういう二通りの数字を出すというのは紛らわしいのではないかという見方も当然あり得るわけですね。先ほどの政策金利を予測とワンセットで出すほうが、より整合的だというふうに私も思うのですけれども、いまのところは、財政の長期予測のほうもワンセットで出すというところまで行っていないということかと思えます。

司会 政府の国家戦略会議でも、岩田さんは発電コストについて、原子力発電1kW当たり8.9円という政府の計算例が示されているけれども、実際には原子力発電1kW当たり20円を超えるようなコストになるんじゃないかと指摘されました。この数字の違いは、何によって出ているのでしょうか。

岩田 そうですね。政府のほうの見通しというのは、戦略会議の場でもそのように申しあげ

ましたけれども、いまの時点ではっきり負担することがわかっている費用、それをまとめると、汚染除去等の費用が6~7兆円だというふうに前提を置いて考えれば、1kW8.9円というような数字になる。しかし、はっきりわかってない、まだ確定していない、まだ見通せない部分というのは考慮に入れられてないわけですね。ただ、政府のほうも、今回は非常に進歩していると思うんですが、いま、いろいろコスト計算の議論をやっていますけれども、その報告書では最後にワークシートがついていまして、汚染費用がこのぐらにかかるといふふうにインプットすれば、1kW いくらになるということが計算できるようになっているんですね。ですから、そこはいろいろ想定して、皆さん計算してくださいと、こういうことになっていますね。

司会 どうもありがとうございました。それでは、会場の皆さんからご質問をいただきたいと思います。

質問 デフレからの脱却というのは重要だと思うんですけども、お話だと、デフレからの脱却は極めて困難だと。いまのところ、デフレの実額はどのくらいなのか。25兆なのか30兆なのか、あるいはそれ以上なのか。で、超円高、それから欧州債務危機、中国の減速、これによるデフレギャップの上乗せ分はどのくらいなのかということ。それから、中長期的には潜在成長力は1%ぐらいだというお話ですけども、その場合、デフレギャップ脱却というのは果たして可能なかどうか。デフレを脱却するにはどういう有効な手だてがあるのか。有効な手だてとしては、おそらく大規模な金融緩和だと思うんですが、その辺を含めて、少し詳しく教えていただければありがたいと思います。

岩田 どうもありがとうございました。去年もたしか似たご質問を受けた覚えがあったですね、デフレギャップはいくらなんだという。これははかり方がなかなか難しいところがありますけれども、政府及び民間のシンクタンクの

方々のいろいろ計測の数字をみますと、足元、GDP比で大体3%ですね。ですから、何兆円という言い方をすると13兆とか14兆とか、そういうレベルの大きさだと思います。ただ、計測は常に難しい問題がたくさんありまして、想定いかんによって変わり得る数字だということも注意しなきゃいけないというふうに思います。ただ、私は大体そんなものだろうと、3%程度のデフレギャップは存在しているというふうに思います。

脱デフレ、2013年度は厳しい

で、潜在成長率が仮にいま0.5%で、それで12年度に2%成長するとしますと、デフレギャップは2-0.5で1.5%縮まるわけですね。ですから、半分になるということになります。それから、同じ成長率が、また2%続くかどうかわかりませんが、そうしますと、同じようにまた1.5%なくなるということで、2年続けて例えば2%成長するというようなことがあれば、デフレギャップはなくなっていくはずだというふうに思います。ですけども、厳しいのは、私どもの予測でも13年度は1%ぐらいに減速するというふうに考えていますので、まだその時点でデフレギャップがゼロになっているかどうか危ないなあと、こういうことかと思えます。

デフレは基本的にはGDPギャップがどのくらい縮まっていくかという、ゼロになってプラスの方向に動くかということが基本的な要因だというふうに思っています。ただ、同時に、為替レートも大きな影響を与えまして、為替レートが行き過ぎた円高になれば、もちろん成長率にマイナスの影響を与える。設備投資を冷やしてしまうというような効果があって、その結果、成長率も下がってしまう。

もう1つは、輸入価格が下がるということはいいいことですけども、価格の面からは、国内価格からみますと、価格を押し下げるような要因になる。また、いまのような円高が持続すると、輸出はなかなか思ったように伸びない。で、成長率もしたがって高まらない。場合によると、

円高が、いわゆる空洞化というんですかね。私は、必ずしもすぐ空洞化になるかどうか、企業の対応によるところも随分あるというふうに思っているんですけども、その場合でも、長期の成長力を引き下げる可能性が……。ファンダメンタルを超えた円高というのには、そういう悪い影響があるというふうに思っています。

介入と金融政策を組み合わせよ

ですから、いまの時点で重点を置いて考えるべきことは、為替レートが円高の方向には少なくとも行くようなことは決して許さない。あるいは、もう少し為替レートを下げる、円安方向に安定化させるということが必要なんだと思っています。

それを一番手っ取り早くやるのは、介入政策と金融政策が力を合わせてやることなんです。それを1つにしてやれば、日本銀行が外債を購入するという政策になる。それを50兆円やると。しかも、債務危機でもって困っている国の国債を——それは市場の信頼のある債券でないと困りますけれども、そういうものを買ってやれば、政府債務危機も予防できる。債務危機が深化してしまいますと、その国の通貨は急落するわけですね。通貨クラッシュがいまも起こっているわけですけども、ユーロは。それを事前に同時に防止するという効果が期待できるんじゃないかということで、いま、日本銀行と政府がやるべきことは、50兆円の外債購入、あるいは、IMFを通じて政府債務危機が深まらないようにする。あるいは、IMFの場でもって、為替介入のルールについてもうちょっと客観的なルールをつくって、何かいまは私どもも気兼ねをしながら、顔をうかがいながら介入をやっているような感じは受けているんですけども、もう少し正々堂々と、主要通貨の安定というのは、日本だけのためではなくて世界のためにもなりますというようなことを、もう少し冷静に議論するというようなことが必要だというふうに思っております。

質問 いま、先生おっしゃいました政府債務危機ですけども、ちまたにはいろんな本も出て、非常にあおっているのは、実際、確かに迫ってはいるんでしょうが。ここ数年、そのうちというような話がいろいろ出ておりますが、実際、国債の引き受けをどこもやってくれないというようなときが来た場合ですね。きのう来られた方なんかは、とりあえずは日銀がそれを引き受けてお札を刷るというようなことをおっしゃっていましたが、それでありまして、今度は何かインフレが心配ですね。実際、どうなんでしょう。国債が消化できないという事態になったら、実際はどんなことが起こるんですか。ギリシャのように国民に負担を強いると。公務員カット、年金カット、それから国債の債権もカットしていただくと、こういうことになるしかないんでしょうか。ちょっと教えていただきたいんですが。

岩田 そうですね。おっしゃるとおりだと思います。その意味では、いま、ユーロで起こっていることは、私にとってはものすごく勉強になっていて、仮に国債がマーケットで売られるようになったら、どういうプロセスを経て、そのプロセスにおいてはどういう対応をとったら一番有効なのかということをお手本という変ですけども、逆の意味のお手本ですけども、そういうことを予行演習をやっていたような状況ではないかというふうに思っています。

過去、日本は、戦後の直後に、インフレでデフォルトしたことがあります。このもとをたどると、いってみますと、高橋是清大蔵大臣が、金本位制を離脱して、マネーでファイナンスされた財政拡大をやって、デフレはうまく抜けたのですが、その後、軍部の台頭があって、結局、国債の残高というのを減らすところまでは完成しなかった。その意味では未成交響曲だったんじゃないかというふうに思うんです。

今回、同じようなところに近づいていると思います。マーケットのほうの評価、CDSも、ちょっと前は日本国債のCDSは20~30 ベーシスポイントだったですけども、いまは150

とか160とか、じわじわと上がってきておりまして、特に政治的な対応力というのが弱いと思えば売り込んでくる。それは、例えばフランスなんかをみますと、フランスの財政は確かにそんなによくないですけども、日本より悪いわけじゃないですが、それでも売り込まれるというようなことが起こり得るわけですね。ですから、サルコジ大統領だったか、あるいはノワイエ中銀総裁だったか、「フランスが格下げされて、イギリスが格下げされないのはけしからん」というふうにおっしゃったんですが、数字だけみると、フランスのほうがいいんですよ。イギリスのほうが厳しいんですよ、財政赤字も債務残高も。どうしてフランスが格下げなんだと怒られたんですが、格付会社のほうの説明は、政治の対応能力がどのくらいあるかと。比べると、イギリスのほう格段とあるようだとということで、数字だけではないということなんだろうと思いますね。ということで、いまの野田政権の例えば政府の債務の問題について、やはり政府は、あるいは政治家は信頼できるような対応をできるんだということがマーケットに伝わるかどうかというのは、やはり重要なポイントだと思っています。

それから、過去のデフォルトの歴史というのでも振り返る必要があって、アメリカも戦後直後はものすごく債務残高が高かったんですね。ですけど、そこは、ひどいインフレにもしないし、デフォルトにもしないで抜けられたんですね。基本的な方法は、ファイナンシャルプレッションといわれていますけれども、金利を規制したんですね。長期金利を高くないように抑え込んで、それを続けている間に何とか減らしていったという。ですから、政府債務残高が大きくなり過ぎたときには、ファイナンシャルプレッションか、あるいはインフレでデフォルトするか、あるいは、インフレがひどくなくてもデフォルトするか、そういう三通りなんじゃないかと思っています。いまの日本の政府債務の数字はやはり、ラインハルトさんでも、90%というのは過去の歴史上の名目GDP比で、いまは200%になってしまいましたので、過去の経験に照らせば、よく日本はもっているなあという状

況じゃないかと思います。

質問 野田内閣が消費税を上げようとしておりますが、消費税を上げるということは、日本の国債、あるいは財政の赤字財政をてこ入れするという意味では、プラスのメッセージを国際的に発すると思います。しかし、それはある意味では円高をまたさらに助長することになるのかもしれないというふうにも思います。それから、政府のメッセージの発し方にもよるわけですが、消費税が確保されたから、皆さんの年金は保障されますから安心して消費に回ってくださいと、こういうようなメッセージを発すれば、また別の面が出てくるかと思いますが。そのメッセージの発し方にもよりますけれども、円高になる危険がさらに助長されるのではないかという面と、日本の経済が回転するようになる面と、両方あるかと思いますが、その辺の見方についてご説明ください。

財政拡張は円高要因

岩田 わかりました。大変興味深い論点なんですが、金融政策のほうは、基本的には拡大的な金融政策は為替レートを円安のほうにするとするんですが、財政政策がどっちに動くのかというのは、私のみるところ、財政引き締めは為替レートを下げる、拡大は為替レートを上げる。それは例えば最近の例でいうと、イギリスのポンドというのは大幅に減価をしました。金融危機があつてですね。で、いまの首相は、大幅な財政削減をやりますということをアナウンスして当選して、実際にそのとおりやっています。その結果、イギリスは、為替レートはどうか起こったかということ、ここにありますが、2007年の第1・四半期から2011年の第3・四半期まで、名目実効為替レートは33%減価した。大幅に下がっているんですね。ですから、これは、バンク・オブ・イングランドが量的緩和を大胆にやったということと、財政政策を大幅に引き締めたという、その組み合わせでこういうことになったというふうには思っております。

逆に日本の場合、先ほどおみせしましたが、1990～1995年、これはすごくおもしろい時期というとなんなんですが、つまり、日本ではバブルが崩壊したのは1990年なんですけど、イギリスもバブルが崩壊したわけですが、その後、金融緩和と財政引き締めをやったわけですね。日本の場合はどうだったかという、1990年、バブルが崩壊して、金融は拡大方向。金利を下げるのがおくれたという議論はありますが。

で、もう1つ、財政のほうはどうだということ、ストラクチャル・インピーディメント・ダイアログというのが1988年、1989年にありまして、そのとき決定した10年間で430兆円、面積で拡大するということがありまして、1995年まで公共投資が強烈にふえるんですね。

私は、このエピソードとイギリスのエピソード、両方比べてみますと、日本の場合、どうしてこんなに円高になったのか。バブルが壊れて。イギリスもバブルが壊れて、あつちは3割下がって、こっちは5割以上上がって、と。それは、金融政策の拡大の度合いが足らなかったのかもしれない。しかし、もう1つは、財政政策を日本は拡大した。その結果、GDPはあんまり下がらなかったんですね。下支えされたんです。ですから、その意味ではよかったです。リチャード・クーさんはそれで、財政政策、大切です、大切ですと、こういうふうにおっしゃっているんですが、大幅に実質GDPは下がることはなかったんですが、そのかわり、為替レートは上がったんですね。つまり、財政拡大すると金融市場にはどういう影響が及ぶかという、金利は上がる方向に働くんですね。資金需要がつかますから。反対は反対ということなんですね。金利が上がるということは、やはり為替レートは上がりやすくなるということになります。

ですから、いまの時点で考えますと、今年度の予算というのは、中期財政フレームを全部守ったというふうに政府はおっしゃるんですが、しかし、実態は、復興予算を考えなきゃいけない。あるいは、年金の分も交付国債でというような2.6兆、そういうのを加えますと、実は歳出規模は相当大きいんですね。ですから、いまの足元の財政政策というのは決して引き締めの

ではなくて、これは4回も補正予算をやりましたから拡大的なんですね。そうすると、財政政策自体は円高の方向に働きやすい。日本は歴史的にずっと円高なんですけど、どうしてなんでしょ、どうしてなんでしょと聞かれるんですけども、1つは、円高になると、すぐ不況になる、大変だといって財政を動かすわけですね。そうしますと、為替レートには反対に効くんですね。ですから、実質GDPの落ち込みは防げるかもしれないけれども、為替レートはむしろ円高方向に作用してしまう。それ以上に金融政策がもっと拡大的にやって、それも相殺し切って、それ以上に拡大的であれば、為替レートはもう少し下がる方向に行くかもしれない。

質問 一般にいわれるのは、GDPの日本の決定要素というのは、貿易収支の黒字+設備投資+政府・地方一般会計予算。これは200兆ありますが、その2.5倍ぐらいになるというのが普通なんです。まあ、政策によっていろいろ変わってきちゃう。その場合、増税でやった場合と、それから赤字国債でやった場合、いろいろ中身によって違うわけですね。もちろん、そういうものでない財源であれば一番いいんですが。いまは増税をしようとしているんで、その増税をした場合の、そういう影響力をどういうふうに日経センターというか、お考えになっているんでしょうか。本当は僕はもう1つ、デフレギャップについては大変違う議論がありますけれども、これをやっているとならないんで、そこはやめます。

岩田 どうもありがとうございました。ここに先ほどご紹介したのは、1%ずつ上げた場合の基礎収支の動きとか書いてあるんですが、GDPについてももちろんこういう予測をやる時には全部数字も計算をしております。いまの政府の3%上げて2%上げてというよりは1%ずつのほうが、実はGDPが変動する幅は小さくなります。これは少しずつのほうが、もっと滑らかに動くということになります。ですから、私はなるだけ少しずつのほうがいいと考えていて、5%上げるんでも1%ずつ、少しずつ上げるほう

が望ましいというふうに思っています。

それから、歳出削減ということについていうと、やはりリーマンショックで、本来は一時的に出したはずなんです、それが必ずしも一時的でなくて、下方硬直的に歳出がふえている部分というのはあるんですね。それはやはり歳出をなるべく削減するほうが望ましいと思っています。

それですから、今回の大震災が起こった後も、センターでは、3月17日ですか、その5日後に提案をして、少なくとも5兆円すぐ復興予算を組めと。しかし、それは、既存の歳出の組みかえですね。民主党政権が一番やりたいと思っている子ども手当とか、そういうのは一時停止して、しかし、優先度を考えて、それをみんな回したほうがいいのかという提案をやったんですが。それは、やや経済理論でいうと、経済理論的にはそういうときはボンドが一番いいというのが定説だと思いますけれども、日本のいまのような財政の状況を見ると、むしろその政策のほうがいいだろうと。現実に2次補正までそういうふうに行ったんで、よかった、よかったと思ったんですが、第3次補正で12兆という、急にまた膨らましてしまったので、私は、そこはもうちょっと民間の活力を生かすような形で、例えばPFIを使って10兆円分はそれでやると

か、そういう工夫があったほうが、もっとよかったのではないかというふうに思っております。

司会 ありがとうございます。

最後に、きょう、ゲストブックにいただいた、このサインをご披露したいと思います。これは、「雪に耐え……」、どう読みますか。

岩田 これは「雪に耐え、梅花麗しく」って、エコノミスト懇親会で申しあげたことがあるんですけども、西郷隆盛の詩に、失題とって、題がついてないあれですけども、その一句がこの句でありまして、雪に耐えてこそ初めて梅は麗しく花を開きますという。つまり、つらいときを耐えていけば花が開くんじゃないでしょうかと、こういうことで。

司会 日本経済も世界経済も頑張ってもらいたいということですね。

岩田 ええ。

司会 本日は大変ありがとうございました。

岩田 どうも失礼いたしました。(拍手)

(文責・編集部)

2012年経済見通し

2012年1月20日

日本記者クラブ

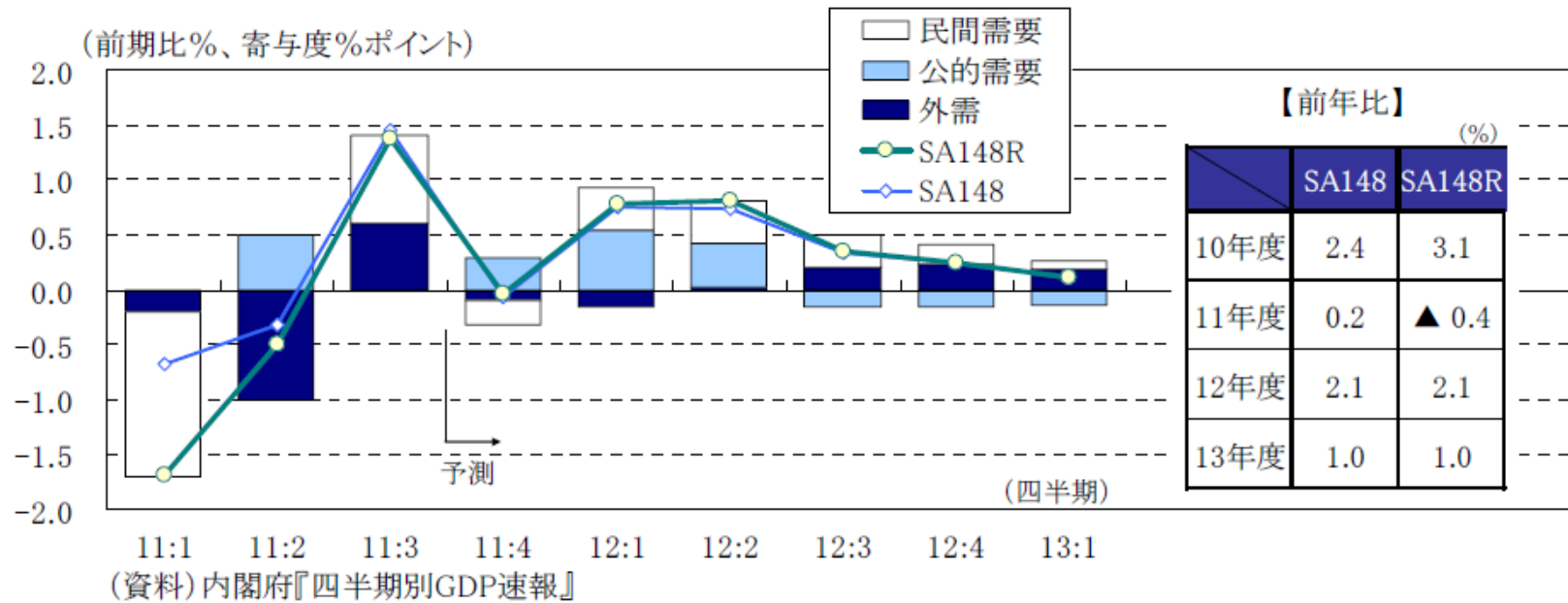
日本経済研究センター理事長

岩田一政

1. 日本経済の見通し

1. 2012年度の実質経済成長率は、2%程度、名目経済成長率は1%近傍と予測する(図1)。それでも先進国の間では高い成長率。中長期の潜在成長率は1%弱。
 - 年度前半は復興需要が主導する(公共投資、設備投資、住宅投資)。
 - 年度後半には、IT在庫調整が終了。
 - ユーロ危機の深化による下振れリスク(1%)がある。
2. 2012年1-3月期から2011年度復興予算(18兆円)の効果が現れる。しかし、公共投資の寄与は予想されるよりも小さく、10-12月期には効果が剥落する。
3. 円高の持続もあり、デフレ脱却は実現しない(消費者物価は2012年度にマイナス0.5%)。
4. 日本経済のリスク
 - ユーロ急落に伴う円高
 - 原子力再稼働停止と電力不足
 - 原油価格急騰(ホルムズ海峡封鎖)
 - 自然災害(首都圏直下型地震、西日本大地震)

図1. 経済成長率の見通し



2. 世界経済の見通し

1. 世界経済は、アメリカと新興国が下支え(2.5%)。
 - アメリカ経済は、2012年に2-2.5%成長。
 - 中国は、8%成長。
2. ユーロ圏は、2011年10-12月期から景気後退(ドイツも、すでにマイナス0.25%)
3. 世界経済のリスク
 - ユーロ危機の深化とその波及
 - 地政学的なリスク(イラン、北朝鮮)

3. ユーロの生存をかけた危機

1. フランスなど9カ国の格下げ

- EFSF債の格下げと融資可能額の縮小(格付け維持可能な融資額は、4400億ユーロから2714億ユーロへ(第一生命研究所))
- フランス大統領選挙で、サルコジ大統領には不利な材料。4月はユーロにとって「最も悲惨な月」(ウォーシュ)になるか？

2. 財政資金と銀行部門の資金需要

- 2012年のユーロ圏の国債借り換え総額は1兆ユーロ
- ユーロ圏金融機関の自己資本不足は1147億ユーロ(欧州金融機関のリスクエクスポージャーは、2.3兆ユーロなのでより大きくなる可能性)
- ユーロ圏金融機関の債務借り換えは7000億ユーロ
- ターゲット2の未決済額(質の悪い共同債)は5080億ユーロ(ベルギーのプラート理事が政策担当になった理由)

3. ユーロの生存をかけた危機

3. 融資可能額

- EFSFとESM合わせて上限が5000億ユーロ(ドイツは上限引き上げに反対)+IMF融資1500億ユーロ。
- 1兆ユーロまでレバレッジで拡大の予定だが未決着:部分保証方式(モノライン?)と共同投資ファンド方式(劣後部分をEFSF負担:CDO?)。

4. 民間関与も難航

- 民間部門保有のギリシャ向け債権のヘアカット(債務元本の減免)50%案も交渉中だが、失敗し、強制的債務交換になるとデフォルトと認定される。

5. 危機の波及:デレバレッジによるクレジットクランチ

- ユーロ圏の金融機関の資産規模(41兆ユーロ)は、アメリカの金融機関(16兆ユーロ)を大きく上回るので、アメリカを含むグローバルな金融仲介に悪影響(ヒュン・ソン・シン教授の「銀行過剰説」)。
- 中東欧(3140億ユーロ)、中南米(1350億ユーロ)、アジア向け債権(2580億ユーロ)が売却される。

3. ユーロの生存をかけた危機

6. デフォルトのリスク

- ギリシャのデフォルト・リスク高まる(3月末に債務不履行になるか？(フィッチ))
- ギリシャは、1826, 1843, 1860, 1893年、1932-64年にデフォルトしている(1829-2006年間にデフォルト、リスケジューリング確率50.6%)。
- スペインは、1476-2006年に13回デフォルト(デフォルト・リスケジューリング確率23.7%)
- 日本のデフォルトは、1946-52年(預金封鎖)。アメリカは1933年パナマに対する金での支払いを停止(1936年に紛争解決で支払い)。
- 中世の時代には、国家破綻は、病いを癒す「瀉血」(血液を抜き取る治療法)であった(フランスは943-1800年に8回デフォルト)。
- イギリスの名誉革命によって、納税者が税収を決定できるようになり、国債は市場に流通するようになった
- 対外デフォルトは経常収支赤字と密接に関連し、国内債務残高も新興国の国内デフォルトに関連。

3. ユーロの生存をかけた危機

7. 当面の処方箋

- 金融安定化基金の抜本的拡充(2兆ユーロは必要)
- 国債ECBによる購入(3年のリファイナンスは、市場ストレスを鎮静化)
- ユーロ共同債権の発行(ドイツ反対): 欧州債務庁発行債(ユンケル・トレモンティ)、ブルーボンド・レッドボンド(ブリュッセル研究所)、減債基金債、安定債(EC提案、Brunnermeierプリンストン大学教授)

8. 財政同盟への道

- フィスカル・コンパクト(加盟国予算の監視強化、憲法で財政赤字を名目GDP比率で0.5%まで削減を明記)

9. 五賢人委員会の減債基金提案

- 名目GDP比60%を超える国債をプールし、20-25年で償還するために共同債を発行
- 償還資金は、税収にイアマーク
- 財政規律を守らない加盟国の国債は、基金の枠外

4. アメリカの脆弱性と強み

1. 強み:

- 2002年以来、すでにドル価値はかなり低下。製造業持ち直し。
- ドルは「王か乞食か?」:「パラノーマル」は、ユーロ圏金融機関のデレバレッジとインフレ高進の綱引き。
- オイルシェールガスの生産拡大で貿易・経常収支改善

2. 脆弱な住宅部門

- 住宅価格はなお1-2割低下か? ネガティブ・エクイティの件数(1000万件)が増加する(5%低下で200万件増加(みずほ総研))。
- 家計部門の債務・可処分所得比率はなお高い。

3. 財政部門

- 信頼性のある財政赤字削減目標(4兆ドル以上)の実行は不可欠。
- アメリカの将来債務(メディケイド35兆ドル、メディケア23兆ドル、年金など8兆ドル)が、66兆ドルに達する。

4. アメリカの強みと脆弱性

4. アメリカの民間債務・公的債務の和の名目GDP比率は、歴史的に見て異常に高い(360%)。
 - アメリカは経常収支赤字でも「資本流入のボナンザが持続」している。
 - また、2002年からドルの名目実効為替レートは55%低下し、歴史的最低値を更新するなかで、外国の公的当局によるアメリカ国債の保有残高が急増している。前回のドル通貨クラッシュは1971年。(Reinhart=Rogoff(2011))。
 - 他方で、アメリカ民間ファンド、中央銀行・SWFの資産保有多様化が傾向とまる。
5. 連邦準備制度理事会の金融政策: 量的緩和第1, 2弾の後、オペレーションツイスト。
 - 1月24日の政策金利パスの公表(2007年夏のカンザスシティ連銀コンファランスでのバーナンキ議長とスヴェンソン副総裁:「最適な政策予測」)
 - 量的緩和第3弾があるとしても住宅市場に焦点。
 - 7%まで失業率が低下するまで超緩和持続か？
6. インフレ期待は安定しているが、失業率は2-2.5%の成長率では余り低下しない。

5. 日本の円高対策

1. 世界の金融システムが移行期にある下で、スイスフランと円が逃避通貨になっている。
 - 円は、2007年Q2から2011年Q3にかけて名目実効為替レートが34%（実質では27%）増価。1990年Q2から1995年Q2には45%（実質38%）増価（表1）。
 - 足元の円の実質実効為替レートの水準は2001年頃の水準であるが、ジョルゲンソン=野村（2007）によれば、2000年に41%、2004年に円は24%過大評価されている。加えて、韓国、中国の質的な国際競争力の向上。
 - ドルは、2002年Q1から名目実効為替レートが55%下落（実質では33%下落）、ユーロは2009年9月から名目実効為替レートが9.4%下落（表2）。
 - ピーターソン研究所は、円の実質実効為替レートを9%過大評価と計算。
2. 過度の円高・株安への対応としては
 - 金融政策でサポートされた介入政策は有効（2003-4年の教訓）
 - 金融機関・企業は円で外貨建て資産購入（欧州金融機関の資産買取、M&A）
 - 円建て外債・カーターボンド（1979年マルク建て65億ドル）

5. 日本の円高対策

3. グローバルな金融危機予防、主要通貨のクラッシュ回避のための3つの提案(10月戦略会議提案)
 - (1) 円での多様な外貨建て資産購入を可能とする金融危機予防基金(50兆円)の創設。
 - (2) IMFの融資枠を7500億ドルから1.5兆ドルに拡大(現実には、IMFは1月に5000億ドル増強要請)。
 - (3) ドル安・ユーロ安が行過ぎる場合(通貨クラッシュ)とシステミックリスクの顕現を予防するため、国際マクロプルーデンス政策と主要通貨為替レートの安定を話し合う「金融危機予防会議」をIMFに設置。

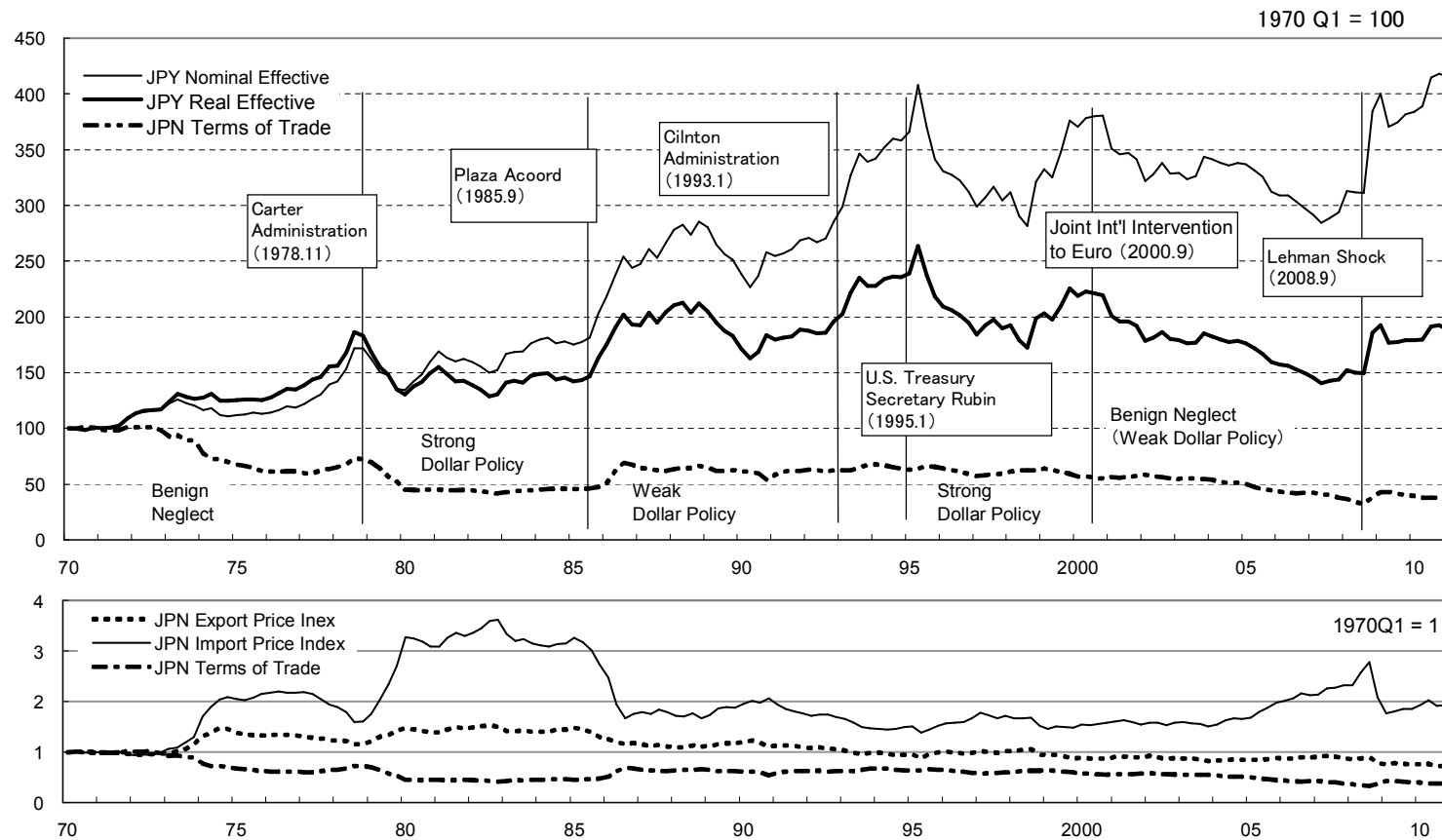
表1 大規模な実効為替レートの上昇・
同時期における交易条件の変化

	日本		スイス
	実効為替レート	交易条件	実効為替レート
1990Q2 -1995Q2	+45% (名目) +38% (実質)	-1.9% (全体) +1.1% (石油・石炭・ 天然ガスを除く)	
2007Q2 -2011Q3	+34% (名目) +27% (実質)	-27.5% -6.0% (石油・石炭・ 天然ガスを除く)	+30% (名目) +25% (実質)

表2 大規模な実効為替レートの下落・
同時期における交易条件の変化

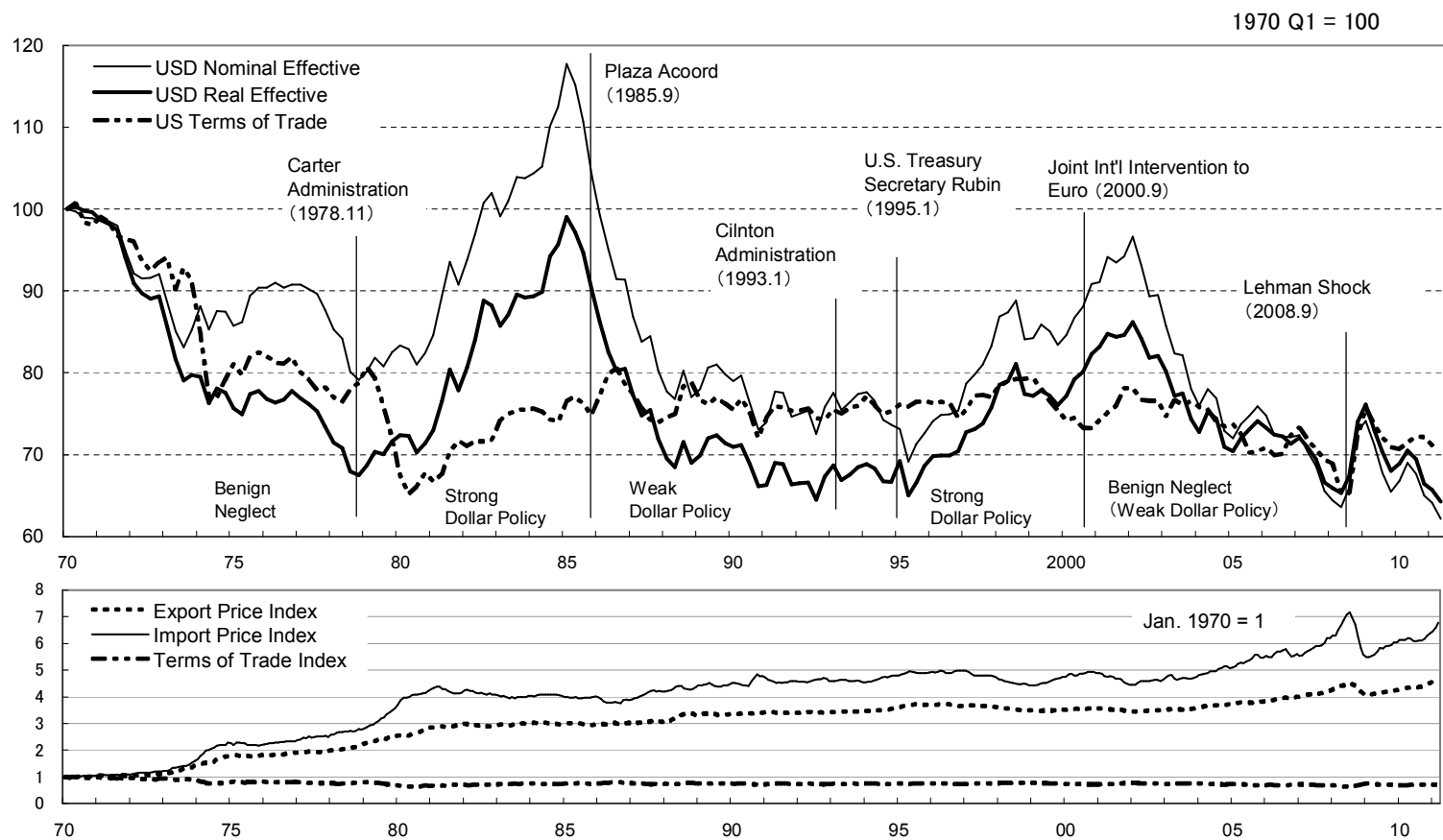
	米国		ユーロ	ドイツ		英国	
1970Q1 -1973Q3	-20%	-7.8%					
1985Q1 -1988Q2	-53%	-2.2%					
1990Q4 -1996Q1						-24%	-0.9%
2002Q1 -2011Q3	-55%	-12%					
2007Q1 -2011Q3						-33%	+0.1%
2009Q3 -2011Q3			-7.1%	-4.3%	-8.7%		
			-9.5%	-6.4%			

図2. 円の名目・実質実効為替レート



(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bank of Japan, *Corporate Price Index*

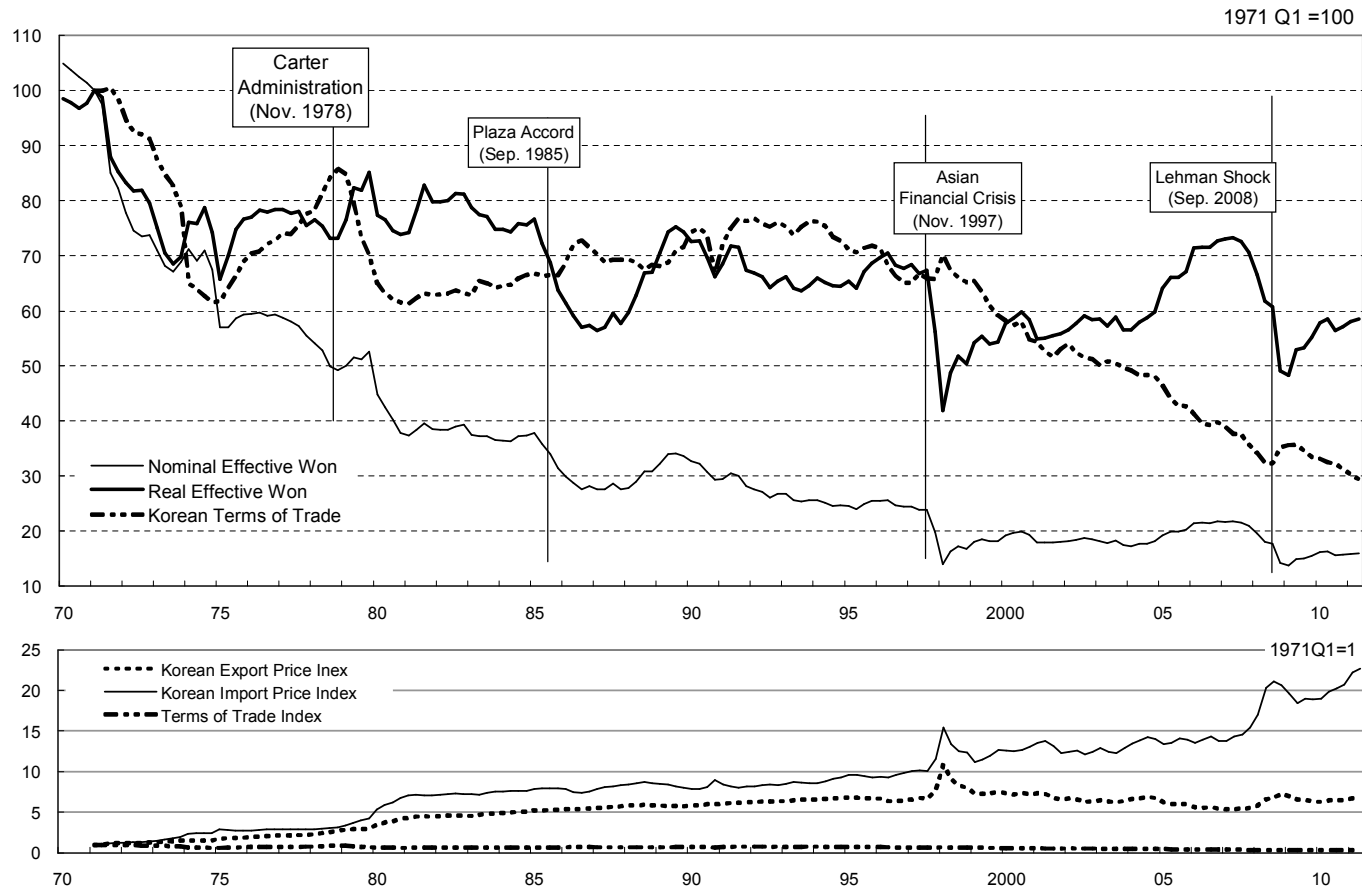
図3. ドルの名目・実質実効為替レート



(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bureau of Labor Statistics, *Import and Export Price Indexes*

(Year)

図4. ウォンの名目・実質実効為替レート



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

図5. 人民元の名目・実質為替レート

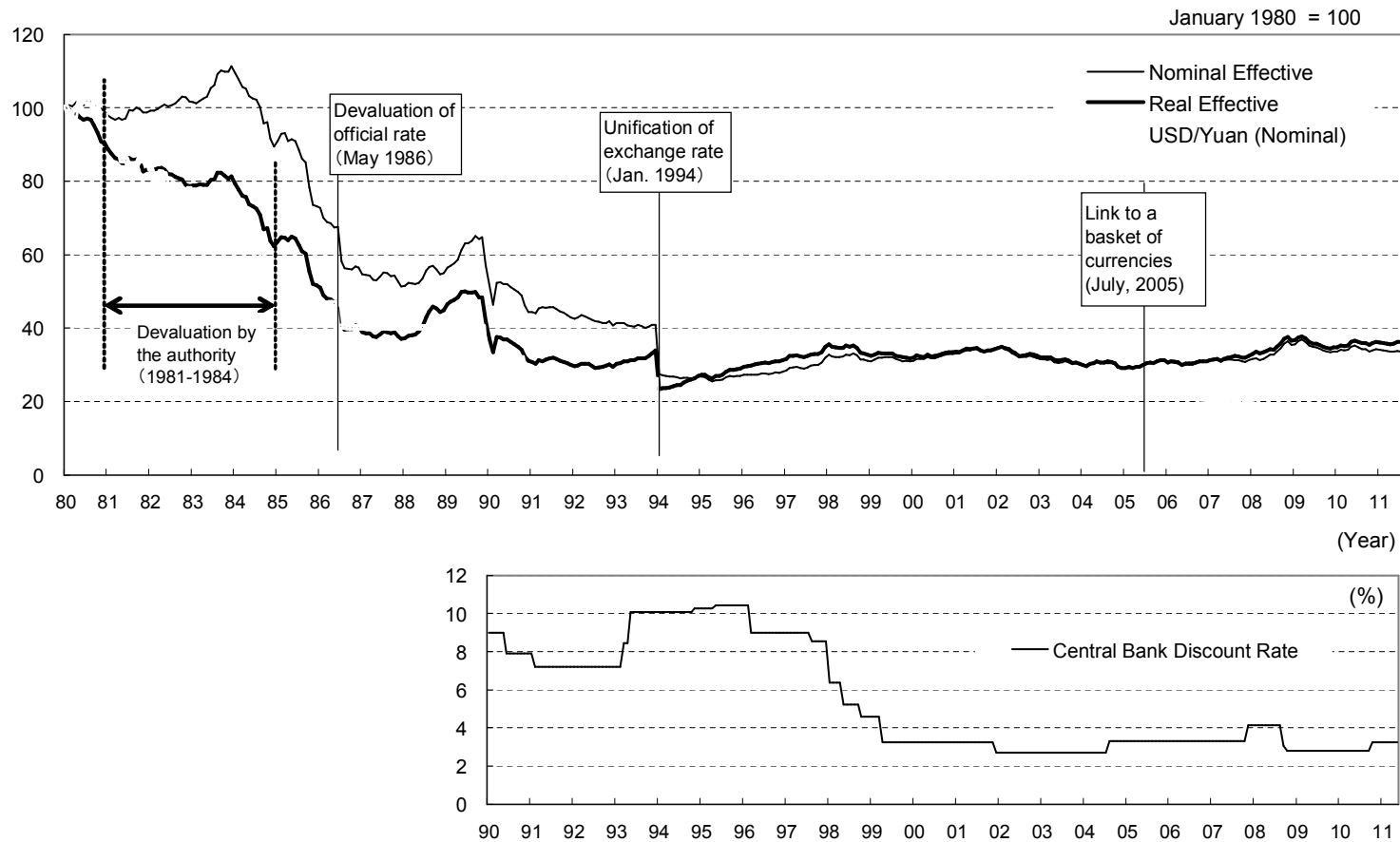
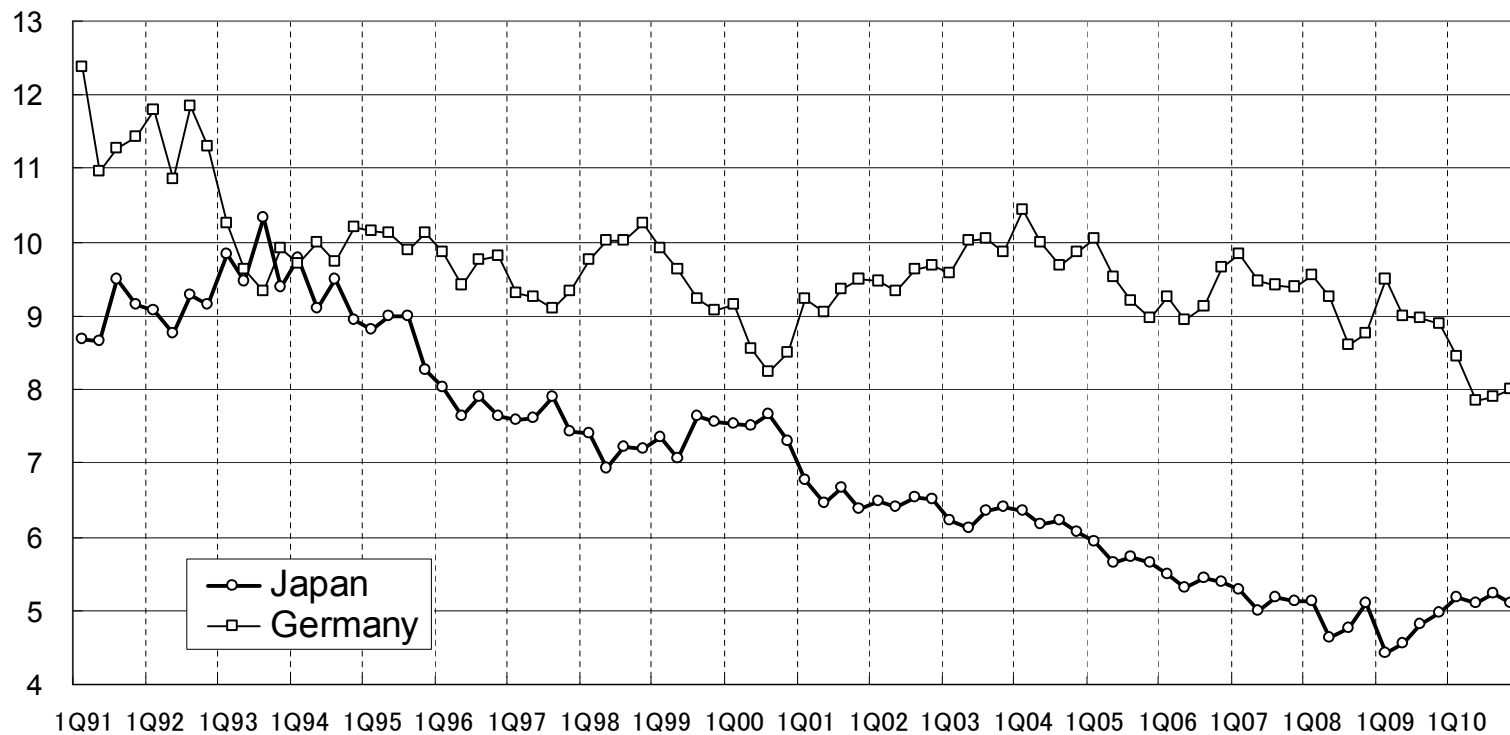


図6. 日本・ドイツの輸出シェア

The Shares in the World Export Value in Total (%): Japan and Germany



(Note) The values are measured in the US dollars.

(Quarter/Year)

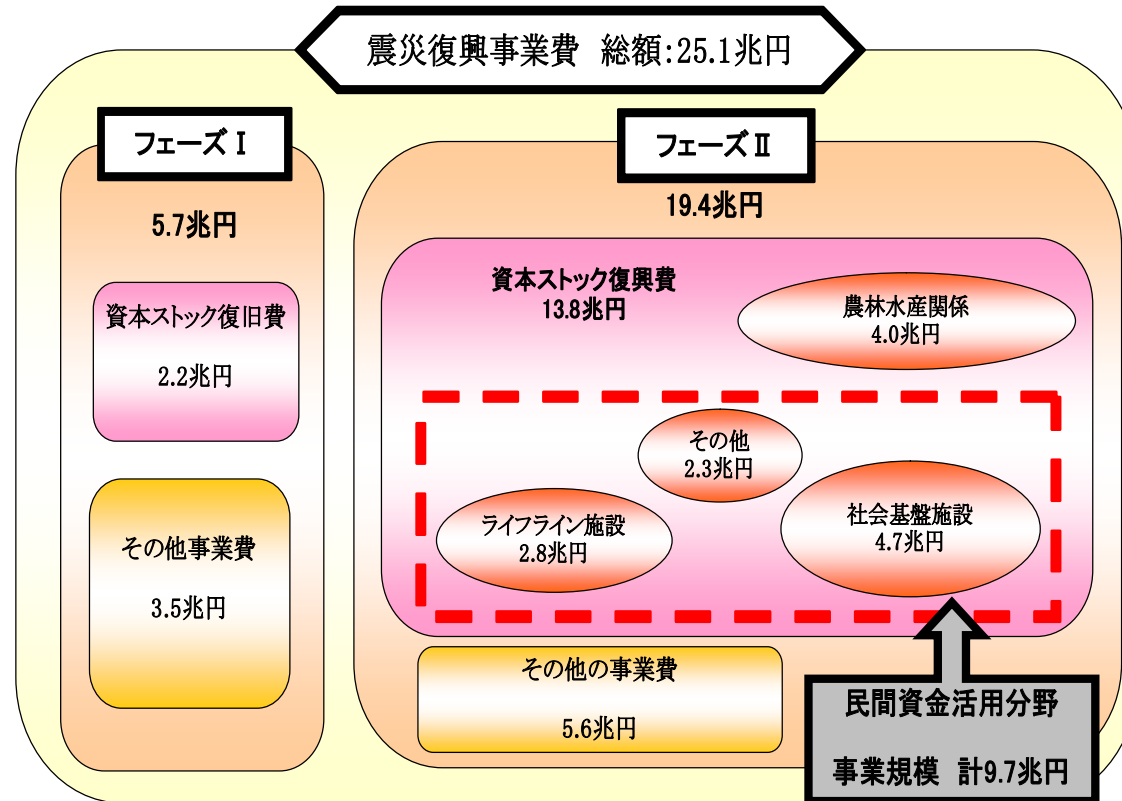
(Source) International Monetary Fund *Direction of Trade Statistics*

6. 復興予算への提言

1. 復興費用は25兆円と試算しているが、すべて国費で見るべきか疑問である(2015年度までの復興予算は19兆円)。
 - 国内でPFIの活用余地が10兆円程度ある(図7)。
 - 海外でのPPP事業展開にもPFIの国内での展開によるノウハウ蓄積は有用である。世界、アジアのインフラ投資需要は2030年までに、それぞれ41兆ドル、13兆ドル(図8)。
 - タイの洪水に地球温暖化要因: 2050年に温暖化による被害が最も大きいのは東南アジア

2. 2重ローン(3兆円程度)負担軽減策。
 - 1. 5%の住宅ローン減税4500億円、
 - 高台移転への土地買取り補助8400億円、
 - 中小零細企業からの債権買取1. 5兆円、
 - 金融機関へ5000億円の公的資金投入。

図7. 復興事業費の推計



注) 復興事業費は以下の方法により推計した。本推計には原発事故関係は含まれていない。

(1) 阪神淡路大震災の(復興事業費総額-民間事業者負担分)/資本ストック被害額の比率から、復興事業費全体25.1兆円を推計。

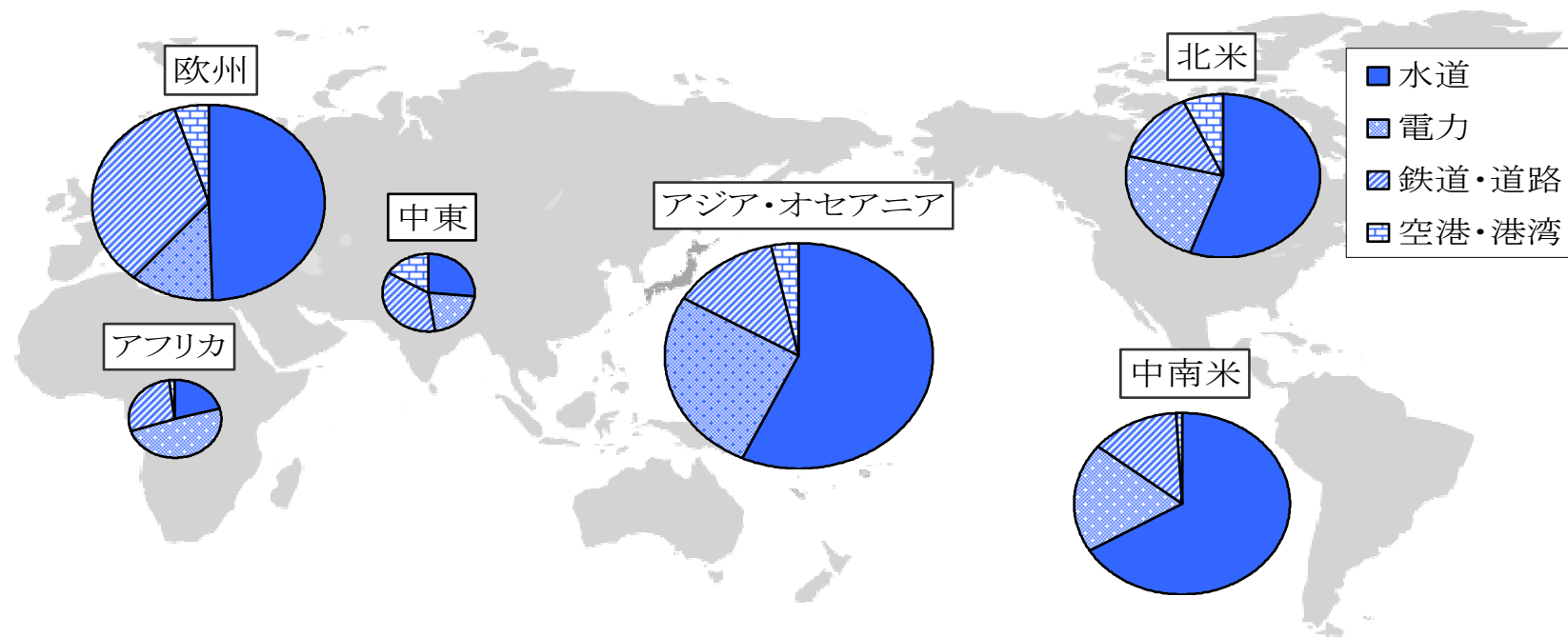
(2) フェーズ I 復興事業費を11年度第一次および第二次補正予算とし、残りをフェーズ II 復興事業費とした。

(3) 阪神淡路大震災における復興事業費の負担区分内訳から、東日本大震災フェーズ II 事業費を資本ストック復興とそれ以外に按分。

(4) フェーズ II 資本ストック復興費の内訳は、資本ストック被害額の比率から按分して推計した。

資料) 内閣府、兵庫県

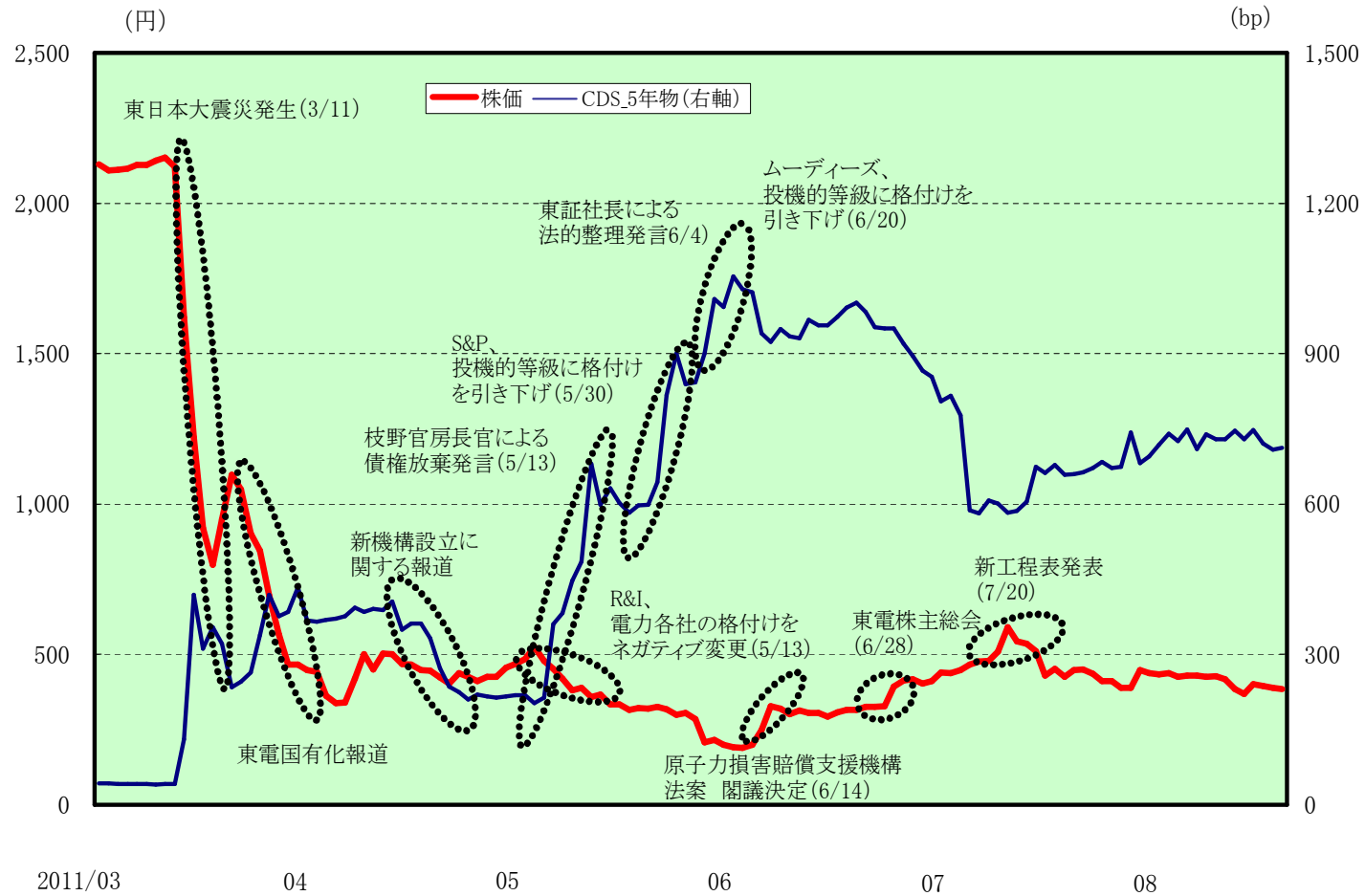
図8. 2005～30年のインフラ投資市場予測
(2005-30年に世界で41兆ドル、アジア・オセアニアで13兆ドル)



7. 原発事故発生確率と保険料

1. 原発事故の発生確率について、CDS市場の価格情報を活用すべきである。
 - CDSスプレッドの変化から観察される原発事故の発生確率は1基当たり4-5%である(図9)。20-25年に1回事故。
 - 過去の実績は世界で57年に1回、日本では3基事故があり1500分の3で、日本に約50基あるので10年に1回事故。
 - IAEA安全基準では、10万年に1回以下が基準。日本に約50基あるので2000年に1回。
2. アメリカでは個別の責任保険で3億ドル、二次的措置として電力業界での賠償責任上限125億ドルをおいている。
 - アメリカの措置を前提に、CDSの価格情報を用いると原子力損害賠償機構の一般負担金は1年で400-500億円になる。
 - 日本の場合、電気料金は規制されており、一般負担金が電気料金に転嫁されるとすれば、電力会社の株主ではなく、家計・企業が負担することになる。

図9. 東京電力の株価とCDS(5年物)の推移(2011/03/01~8/31)



8. 日本経済

: 原発停止による電力不足

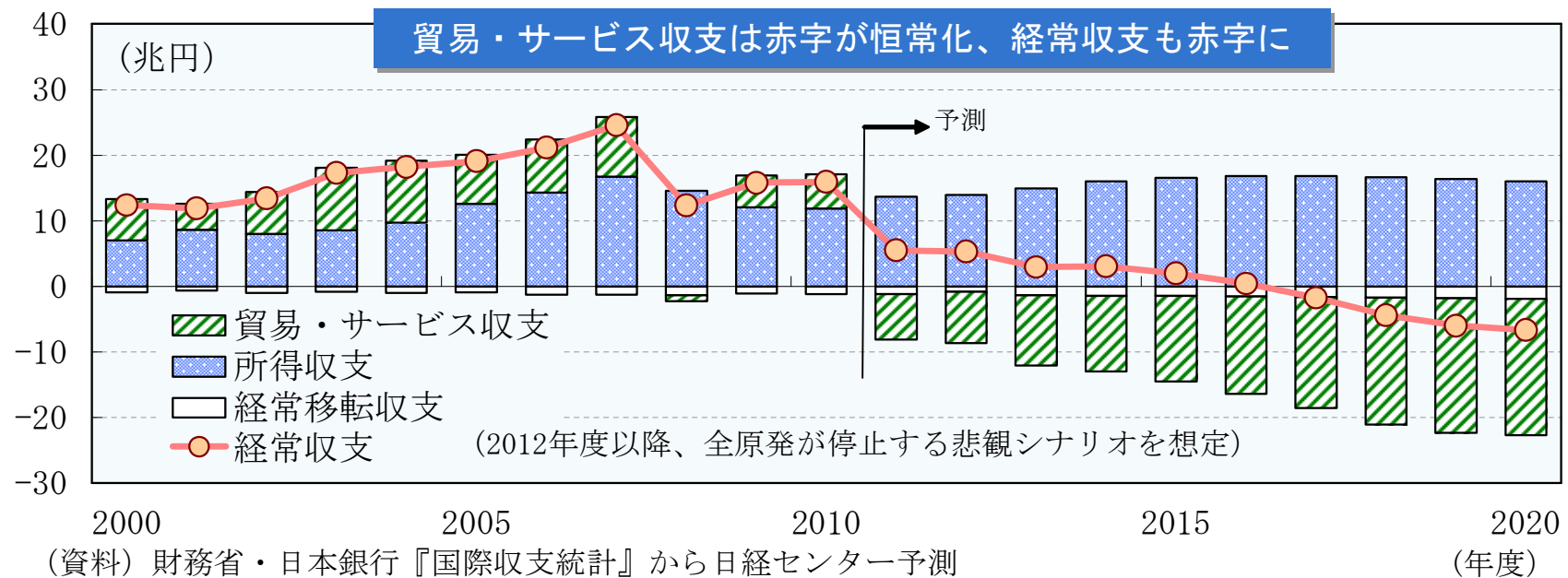
1. 原子力発電所が、再稼動しない場合、2012年5月にはすべて運転停止となる(シナリオ1)。
2. 耐用年数40年、新規原発建設ゼロなら、2050年に原発がゼロになる(シナリオ2)。
3. シナリオ1では、潜在GDPは、原発が操業する場合に比べて、中長期的に平均して1.2%低下する。潜在成長率は、2015年度までほぼゼロ。地域的には、関東、関西で最も深刻な電力不足が発生(表3)。
 - 6-11月には、生産と電力使用量の間的大幅な乖離が生じた。これは節電努力による電力生産性の向上を示す。
 - 化石燃料輸入費用は3-4兆円増加する(10年間で約24兆円)。
 - 貿易収支は赤字になり、やがて経常収支にも影響を与える(2017年度に経常赤字)(図10:成熟した債権国から債権取崩国へ急速に移行)

表3. 全原発が止まった場合の各電力管内の供給制約率
(GDPの押し下げ率)

(%)

電力会社\年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
北海道電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
△ 東北電力	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
▲ 東京電力	0.4	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1
中部電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
北陸電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
▲ 関西電力	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2
△ 中国電力	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
四国電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
△ 九州電力	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
▲ 全国	0.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	0.5

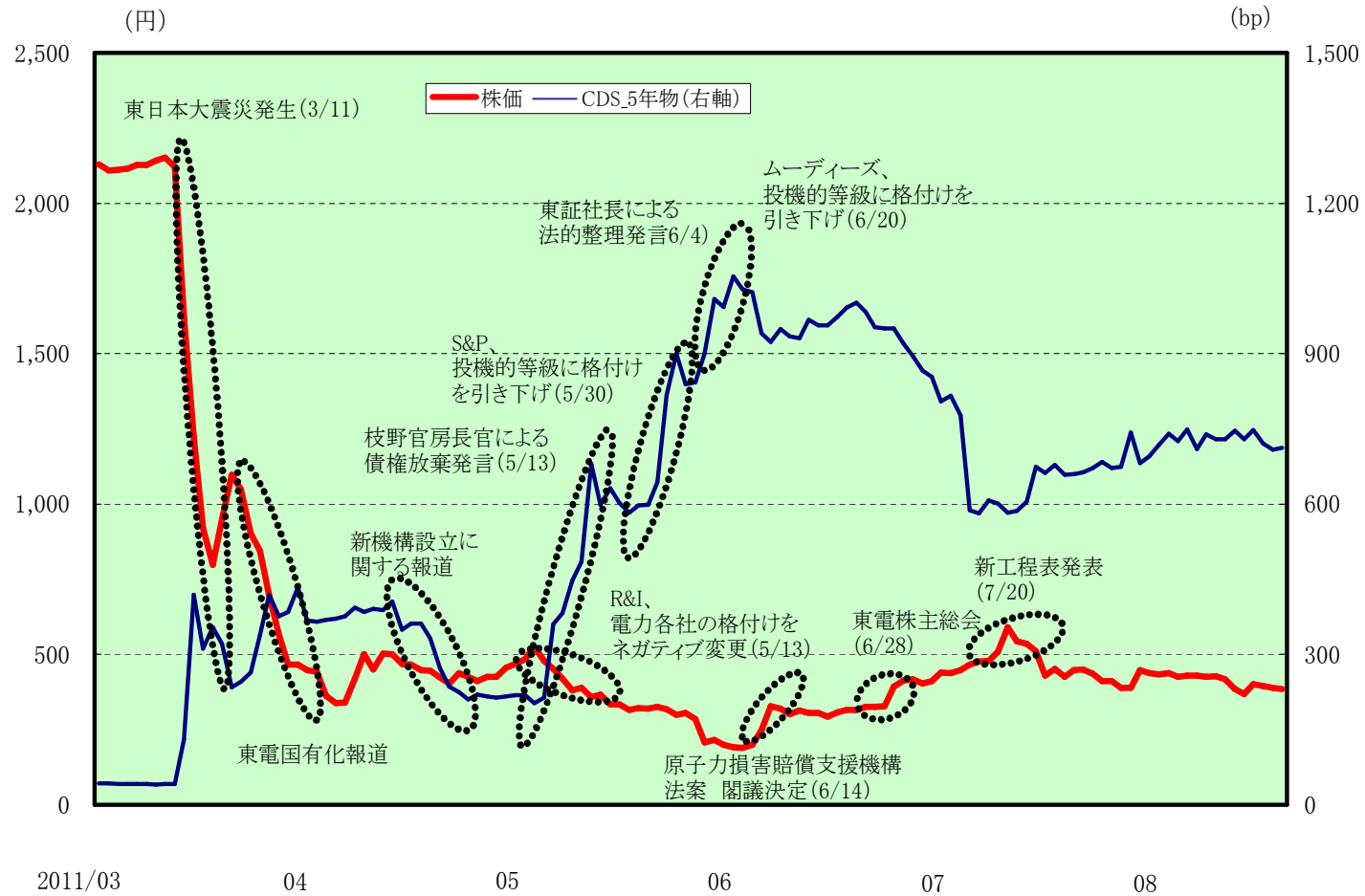
図10. 経常収支は赤字へ:成熟した債権国から債権取崩国への移行



9. 原発の処理・維持費用

1. 原子力発電所の処理費用: 5.7 – 20兆円と推定(日経センター4月)。
 - 汚染除去費用は12-55兆円。標準ケースは40年間で40兆円。
 - 損害賠償費用、廃炉費用、保険料, 電源立地対策費も加える必要。
 - 40兆円の除染費用、損害賠償、保険料、電源立地対策費を考慮すると、原子力の発電コストは20円/kWhを超えることになる。

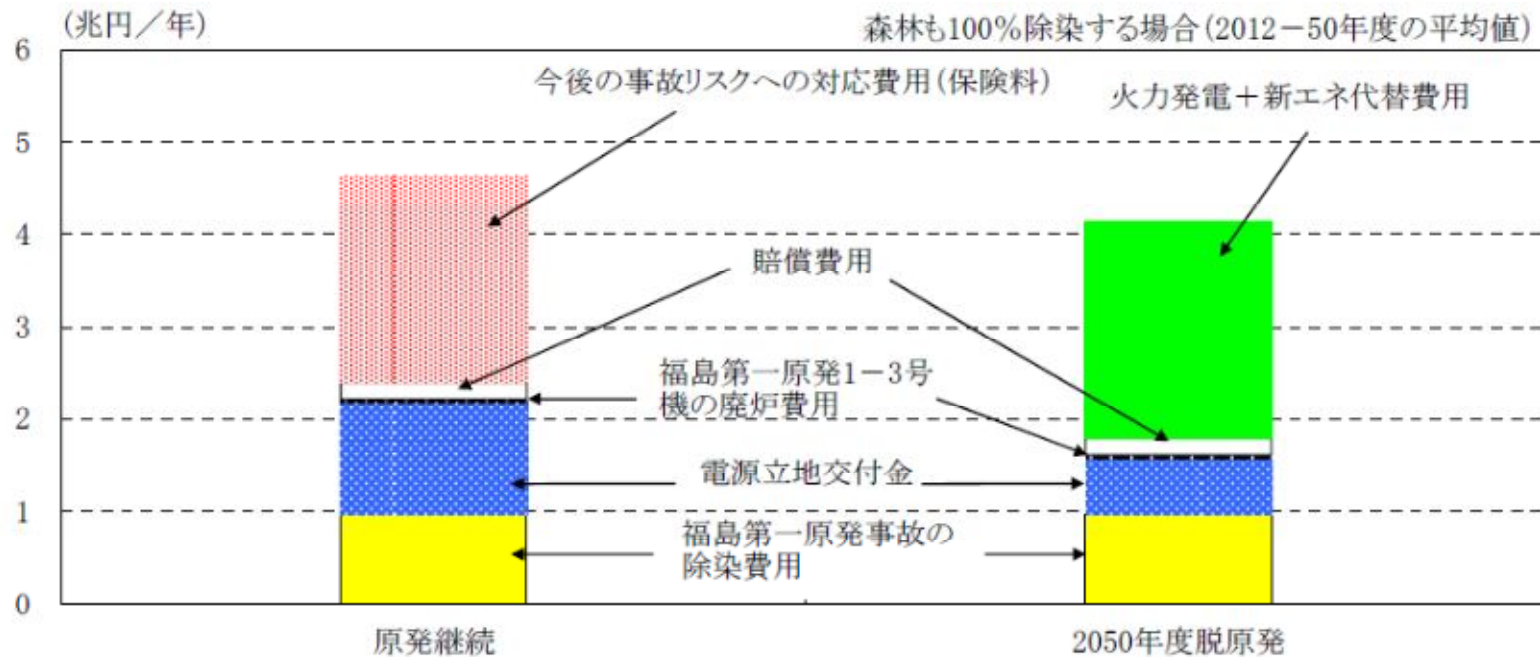
図11. 東京電力の株価とCDS(5年物)の推移 (2011/03/01~8/31)



9. 実行可能なエネルギー・パス

1. 原子力発電に関しては、以下の5つのケースが考えられる。
 - (1) 2012年初めにすべて停止(シナリオ1)
 - (2) 新規原発建設の停止(シナリオ2)(2050年脱原発)
 - (3) (1)と(2)の中間(ドイツ型対応)
 - (4) 新規原発建設の一時停止(アメリカ型対応:電力会社の損害賠償に上限)
 - (5) 原発発電量を継続して維持(シナリオ3)
2. 望ましいエネルギー・パスについては、発電の私的費用に加え、発電の社会的費用、電力不足に伴う経済負担の大きさを客観的、総合的に判断すべきである。
 - 省電力20%を前提にすると、原発継続(シナリオ3)の費用は、2050年脱原発ケース(シナリオ2)の費用よりも高くなる可能性。

図12. 原発継続と2050年度脱原発の追加費用比較



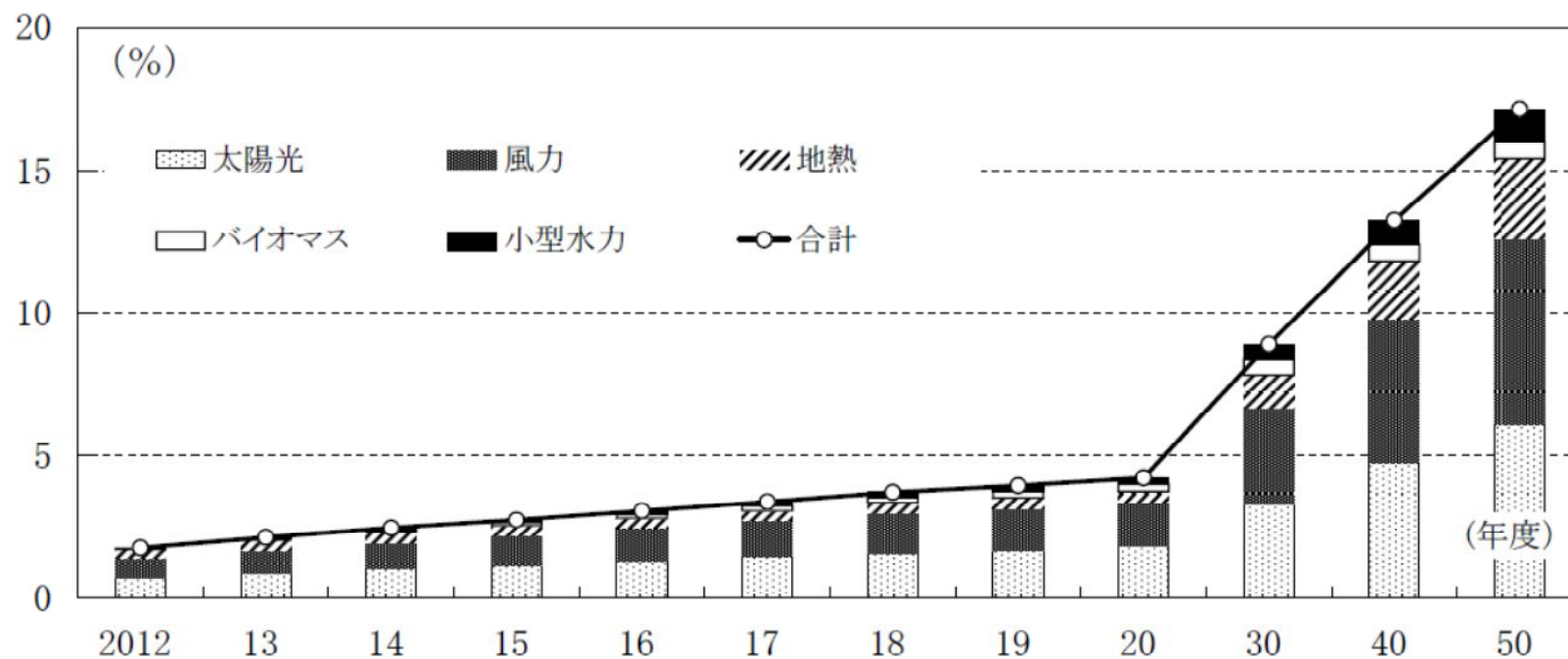
(注) 環境省、日本原燃 HP、東京電力 HP、原子力・安全保安院、原子力委員会、東京電力に関する経営・財務調査委員会の資料より推計

9. 実行可能なエネルギー・パス

3. 火力発電については、短期的には増やさざるを得ないが、中長期的には、温暖化ガスの2050年半減(先進国は80%)目標を維持するのであれば、減らさざるを得ない。
 - 将来の火力発電依存増、原油価格上昇による所得移転の大きさも考慮する必要がある。
 - オイルシェールガスの供給先(カナダなど)の確保、石炭火力(CCS)の実用化も有望。

4. 節電20%を前提にすると、新エネルギー(太陽光、風力、地熱、バイオマス、小型水力)の比率は、2020年度に3%(水力加えると11%)、2050年度に17%(水力加えると27%)となる。
 - 積み上げ方式で考えると、2020年に再生エネルギーの割合を20%(水力含む)にする政府の目標達成は困難である。
 - 送電・配電網の改革を含めた新たな政策フレームを作成し、「創エネルギー社会」の構築を大胆に進める必要がある。

図13. 2050年度には太陽光や風力、地熱などで17%の発電が可能に(消費電力に占める各電源の発電比率の推移)



10.政府債務の基本問題

1. 2015年度から消費税を毎年1%上昇させ、10%にしても2020年度に基礎収支赤字は、名目GDP比率で2.9%
 - IMFは、4Ss (sooner, stepwise, sustained, simple)で15%まで引き上げを推奨
2. 債務累積の基本問題:コモンプールと政治のフラグメンテーション
 - 財政制度の透明性は、先進11カ国で日本が最も低い(田中秀明(2011年)):財政統計の不十分性、一般会計ベースの予算編成、手続き上の透明性不足(経済財政諮問会議、事業仕分けの役割)。
 - 日本は、「世代会計」の存在する国のなかで生涯純負担に関して最も世代間不公平性度が高い(負担先送り):生涯純負担額:65歳:マイナス3633万円。0歳:プラス3511万円。将来世代1億795万円(増島・島澤・村上(2009))

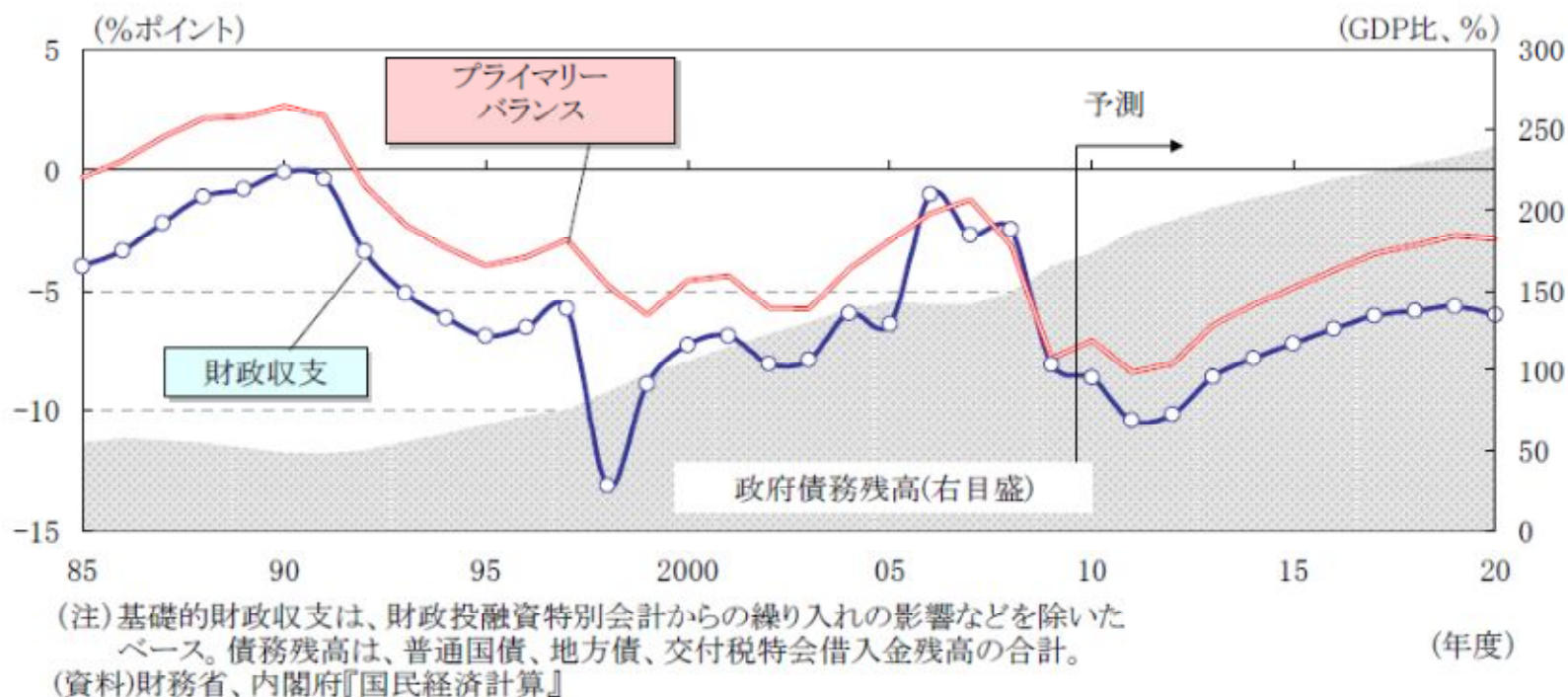
10.政府債務の基本問題

- 赤字国債と賦課方式の公的年金制度は、後世代に「負の遺産」を残すことを可能にする。
- 負の遺産を残したい人が、選挙の中位投票者になると(総人口の中位年齢は45歳、投票者の中位年齢は53歳)、政府債務は累増する。

3. 処方箋

- 社会契約アプローチ:憲法による財政赤字禁止
 - 選挙制度:少なくとも一人一票制度とドメイン投票法、
 - 世代間の不公平性を是正する中立的な「財政調整審議会」の設置
- * 環境維持のための環境税も、負の遺産を残さないためのものである。

図14. 国と地方の基礎的財政収支、財政収支、債務残高(GDP比):消費税毎年1%上昇ケース



11. 自由貿易体制強化 : TPP、APEC、WTO

世界経済システムが移行期にある下での自由貿易体制強化のための3つの提言
(CSIS=日経バーチャルシンクタンク政策提言; 岩田=浦田編(2011年))

(1) 21世紀型貿易のルールメーカーになる。

- 21世紀型の貿易ルールは、企業の国境を越えた生産工程間のきめ細かな国際分業を円滑に行うことを可能にする。
- 日本企業のグローバル・サプライ・チェーンの再構築を障害なしに実施できるようにすべきである。ドーナツ型を回避し、ピザ型展開。

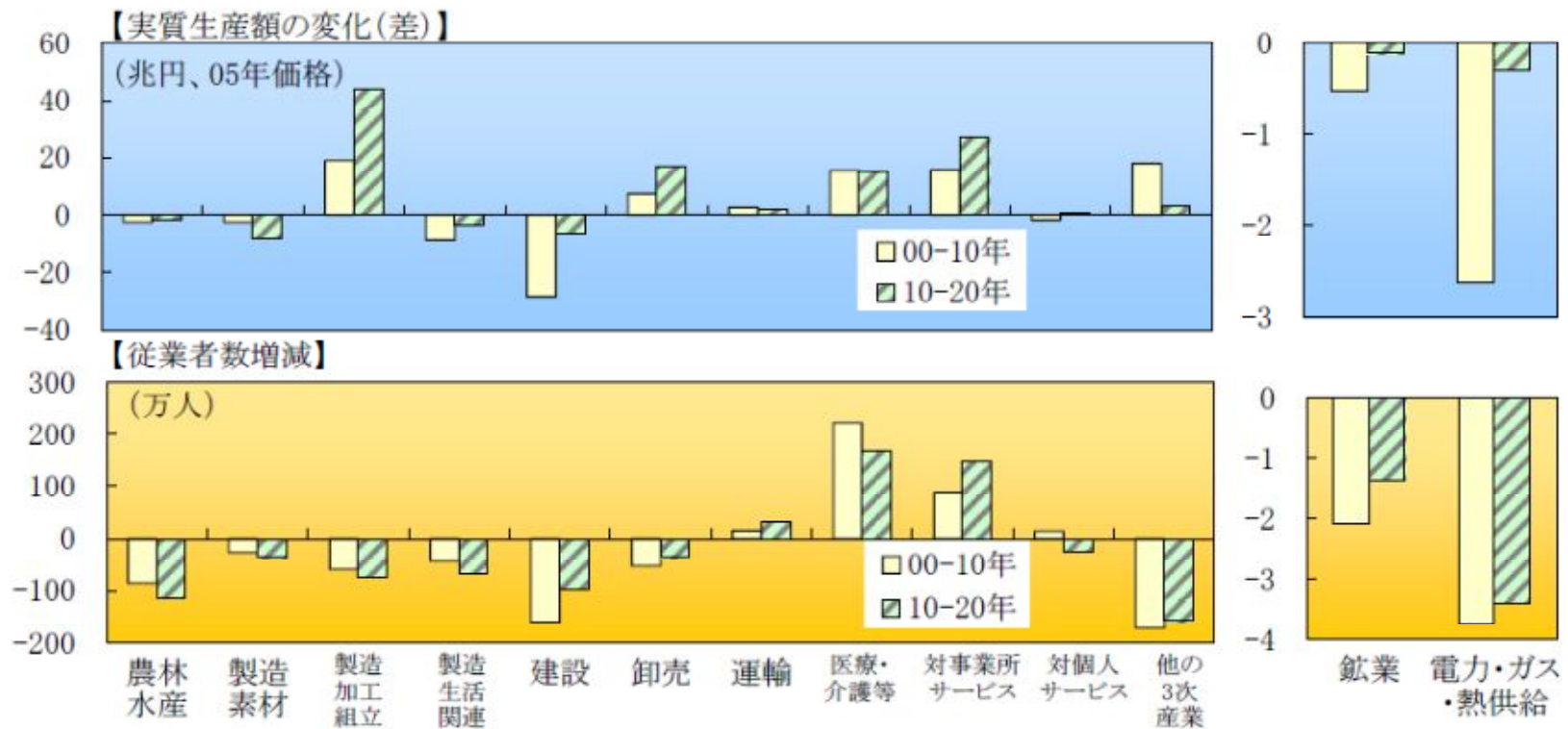
(2) 安全保障(環境、エネルギー、食料)の観点からも多角的な自由貿易体制の強化が必要。

- 環境財にゼロ関税、差別的な輸出規制(レアアース)の禁止、食料の差別的な輸入規制禁止。

(3) 若者が担う「強い農業」を創る。

- 若者にとって魅力のある産業へと変革し、農漁業・食品加工業など含め成長戦略の1つに位置付ける。
- フランスでは高齢者への離農終身保証金の交付、若者への就農交付金などにより青年農業者への経営移譲を促進し、1経営当り19ha(1970年)から53ha(2006年)に集約化した。

図15. 今後10年間の生産・雇用の変化



参照文献

- [1]岩田一政・浦田秀次郎編「新興国からの挑戦：揺らぐ世界経済システム」
日本経済新聞出版社、2011年
- [2]田中秀明「財政規律と予算制度改革」日本評論社、2011年
- [3]増島稔・島澤諭・井上貴昭「世代別の受益と負担：社会保障制度を反映した世代会計モデルによる分析」内閣府経済社会総合研究所、ESRI Discussion Paper Series, No.217, June 2009
- [4]Jorgenson, D., and Nomura, K., "The Industry Origin of the US-Japan Productivity Gap," Economic Systems Research, 19, 2007
- [5]Reinhart, C., and K. Rogoff, "A Decade of Debt," NBER Working Paper, No.16827, February 2011
- [6]Reinhart, C., and K. Rogoff, "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis," NBER Working Paper, No.13882, March 2008