



日本記者クラブ
研究会「2012 年経済見通し」③

変身：将来を無視して暮らしてきた世界経済の 展望

ロバート・フェルドマン氏

モルガン・スタンレーMUFG証券 マネージング・ディレクター 経済調査部長

2012 年 1 月 19 日

毎年恒例の「経済見通し研究会」第 3 弾。この研究会への登壇が 10 回目となったフェルドマン氏は、明るいセーターを着て来ようと思ったが、経済見通しとしてはメッセージが違ふからネクタイだけちょっと明るめにしたという。一貫したテーマは「起死回生」ストーリーはあるか、であった。欧州もアメリカも日本も、現時点では「悲劇」ストーリーであり、欠点を直して「起死回生」ストーリーに変わっていくか。

アメリカについては、大統領選を控えて住宅問題は解決されず、本格的な「起死回生」は難しい。債務危機に苦しむ欧州についても「起死回生」は考え難い。

日本に関しては「起死回生」がまだ可能だとしていくつかの課題を提言した。増税に偏りすぎると財政再建の戦略として失敗する。税制改革とデフレ脱却、生産性の向上、成長を目指した歳出再編、選挙改革の 5 つがうまくかみ合う改革が必要。

その上で、エネルギー技術革新に取り組むことが、日本のためにも世界のためにもなる、と訴えた。そのために必要なお金は意外に安く、国家プロジェクトも必要。NASA のアポロ計画は子ども手当より安い、と。

司会 萬 直樹 日本記者クラブ企画委員

(テレビ東京 報道局次長兼取材センター長兼政治担当部長)

日本記者クラブ Youtube チャンネル

http://www.youtube.com/user/jnpc?feature=mhee#p/u/0/c_mdurUtw8w

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（萬直樹・企画委員） 皆さん、長らくお待ちいたしました。たくさんの方においていただきましてありがとうございます。

日本記者クラブ恒例の経済見通しの研究会でございます。きょうは3回目になりますが、おなじみのロバート・フェルドマンさんです。モルガン・スタンレーのエコノミストとして、活字やテレビなどのコメンテーターとしてもメディアにたくさん出られて、皆さんご存じだとは思いますが、当クラブの経済見通しにもほぼ毎年おいでいただいております。ことしで10回目になります。16年間で10回目ということで、記念すべき日になりました。きょうもたくさんおいでいただいておりますけれども、毎回100人を超える方に出席していただいて、これもおそらくクラブの記録になるのではないかと思います。大変流暢な日本語でおなじみですけれども、文学的な表現や、その年のキーワードを盛り込んで、いつも興味深い分析と解説をしていただいております。

それでは、1時間ほどお話を伺いまして、その後質疑応答を行いたいと思います。申しおくれましたが、私は企画委員でテレビ東京の萬と申します。よろしく願いいたします。

では、フェルドマンさん、よろしくお願いいたします。

フェルドマン 萬様、皆様、本日はお招きいただきましたこと、大変光栄に思っております。

3つの物語で考える

今年が一体どういう年になるのかということが、皆さんの最大の関心事ではないかと思えます。現時点において、特に金融市場にとって一番大事なのはストーリーだと思っています。

実は昨年、ロバート・シラー先生及びジョージ・アカロフ先生の書かれた本を読みまして、その中で、バブルは必ず、新しい世界というストーリーが伴うものだ、ということが書かれていました。この本を読んで、バブルがはじけたときに必ず逆のストーリーもあるはずだと思

ました。

では、ストーリーとはどういうものかということに関して、いろいろ読んだ結果、きれいに金融市場が動くストーリーがいくつかあるということが理解できました。クリストファー・ブッカーさんという方が書かれた本の中で、7つの基本的な粗筋、『The Seven Basic Plots』という本があります。その中で、3つぐらい金融市場に当てはまるものがあります。日本経済にも、欧州経済にも、アメリカ経済にも、加えて、おそらく中国経済にも当てはまる。世界の見通しを考えると、こういうストーリーの中のどれなのか、ということ的背景にして考えるべきではないかと思います。

最初のストーリーは、怪物ストーリーといってもいいのかな、モンスターストーリーともいいますね。これは非常に典型的な、非常に人気の高いストーリーです。ある平和な村に怪物が来ます。怪物に襲われた村は大変なことになる中、村に英雄があらわれます。英雄が魔法の武器を使って怪物と闘って、場合によっては自分も死ぬけれども、怪物を殺して平和を取り戻します。そういうストーリーです。ゴジラという映画そのままのモンスターストーリーです。

日本経済をそういうストーリーで描くことは、もちろんできます。国際化というか、グローバル化、デフレなどの怪物に襲われ、それに対して闘った英雄たちが幾人もいました。宮沢総理、村山総理、橋本総理、小泉総理、総理ではありませんが小沢一郎さん、などがそれぞれ異なる秘密とか魔法の武器を使って闘おうとしていたのです。宮沢総理が財政だ、財政歳出だと。村山さんは規制改革を進めようと。細川さんも同じようなことですが、彼は減税と選挙改革。橋本さんはフリー、フェア、グローバル及び省庁再編。小泉さんはいろいろありまして、郵政改革がその1つ、道路改革などなどありました。小沢さんは、政権交代ですね。

市場は、こういうストーリーが大好きです。何か希望がありそうだから、でも、結局うまくいかなくて死んでしまう。トレーダーたちはもちろん大好きです。変動性が高いから。

だけど、こういう怪物ストーリーで経済を解釈するということは結局意味がない、というのが私の結論です。なぜなら、そんな簡単なストーリーではありません。

「悲劇」から「起死回生」物語へ？

では、ほかに何かあるのかというと、真ん中と一番右側に2つあります。1つは悲劇ストーリーです。もう1つは再生ストーリー。起死回生といってもいいと思います。悲劇ストーリーは単純な話で、何か問題が起こります。ヒーローは、やるべきことはよくわかるんですけども、自分の致命的な欠点があり、やるべきことができないで死んでしまう。これは悲劇ストーリーです。経済ですと、アメリカ経済も日本経済もそうですけれども、この致命的な欠点は何かといいますと、既得権益です。既得権益でがんじがらめになって国が動かなくなって、経済が悪くなって死ぬ、そういうストーリーです。現時点、欧州もアメリカも日本もこういう悲劇ストーリーです。

さて、かわりに何かあるのかということあります。起死回生ストーリーです。ここに「再生」と書きましたけれども、これは眠りの森の美女などのストーリーに似ています。ある多少欠陥がある方がのろいをかけられてしまいます。苦労して苦労して、苦難を乗り越えられないんじゃないかと思ったときに、美人が現れて、あるいは英雄がやってきて、頑張ると励まされ、自分の欠点を直して再生する。これが起死回生ストーリーです。日本のここ20年間、起死回生ストーリーではないか、と思った時期もありました、2〜3回。長続きはしなかったけれども、ストーリーとしてはあり得ることはあり得たのです。

さて、いま、欧州、アメリカ、日本ともに悲劇ストーリーになっています。ことしの最大の金融市場のテーマは、悲劇ストーリーから再生ストーリーに変わっていくのかどうか、ということだと思います。中国はちょっと逆で、ここ30年間、起死回生ストーリーですが、起死回生

ストーリーが終わって悲劇ストーリーになってしまうのではないかと、そういうこともよくいわれています。

世界経済見通し、先進国は 途上国は

だから、こういうことを背景に、米国経済、欧州経済、中国経済、日本経済をみてみたいと思います。ちょっと戻って3ページになります。3ページは、先進国、途上国、両方載せています。赤い丸は2012年（暦年）の弊社GDP実質成長率予測です。右側にある青い丸、これは消費者物価の上昇率の予測です。下にあるのは商品市況予測で、左はエネルギー、原油ですね。右側は農産物です。

さて、まず実質成長率をみてみましょう。減速です。2011年、グローバルの成長率は3.9%ですけれども、ことしは若干減速して3.5%。そういう数字をいま予測しています。ただ、中身をみてみますと、表面よりストーリーがかなり悪いのです。なぜかといいますと、米国は若干回復しますけれども、欧州が大幅に悪化傾向です。これは構造的な問題があって悪くなっているのです。日本はもちろん、震災からの復興があって加速してはいますが、これは持続のあるような成長ではありませんので、たまたま欧州が悪くなっている年に、日本は回復というか復興があって、世界、特にG10のGDPを支える、そういう話だけです。なので、表面より悪い中身です。特にG10、先進国です。

では、途上国はどうかというと、中国も若干減速すると思っています。ハードランディングではないと弊社では予測していますが、減速は減速です。当然です。これは政策的に減速させようとしているからです。成功しています。なぜかということ、当然、インフレが昨年非常に高くなって生活に困っている人が多かったから、当然減速させないといけないということで、それは成功したのですが、減速は減速です。インドもそうですし、オーストラリアは若干上向きですので、資源ブームは続きますから、それはいいのです。ブラジルは、若干昨年よりいいの

ですが、ブラジルにとって決して高い成長率ではないのです。すなわち、両方とも若干減速です。

加えてもう1つは、リスク面で、プラスのリスクが多いか、マイナスのリスクが多いかということです。どうみてもマイナスのリスクが多いのです。欧州からの問題が出てきて、それが全世界に広がる、その可能性はもちろんあります。では、米国、日本、それぞれいろいろなリスクがあります。本当に思ったよりよい結果が出るリスクはあまりないと思います。むしろ悪くなるリスクが大きい。そのため、ちょっと今年の株式市場など、あまり期待できないのではないかな、という感じがしています。

先進国はデフレぎみ、途上国は

さて、物価をみてみましょう。右側の青い丸は物価です。これも減速で、G10のほうは、どちらかといえばデフレ気味です。日本は完全にデフレになっています。最近の指標もそうですし、むしろデフレが悪化しています。復興需要はあっても、デフレが悪化していますので、G10諸国では、果敢な財政はできない、あるいはやりたくないの、金融政策で闘うしかない。それと、ECBも連銀も、かなり頑張らなければいけないということです。

連銀に関しては、QE3（量的緩和第三弾）を春あたりに予定しているのではないかと思います。最近の指標は確かに良くなっています。ただ、一時的な要因が多いと弊社は思っています。つまり、2、3月あたりからまた指標は悪くなってしまい、連銀がまた緩和的な措置をとるのではないかと思います。

日本は、対応がもちろん遅れています。これ以上やることないね、というのが日銀の相変わらずの立場です。後ほど、政治、政策を話すときに言及しますが、日銀が市中より早く大きく動くということはちょっと期待できないので、デフレが大きく改善するという予想はできないでしょう。

では、エマージングではどうか。中国はある

程度、安定するだろうというのは最近の数字のメッセージですし、これは続くだろうと思います。ただ、食料品が問題なので、3.4%の全体の物価上昇率ですと、食料品価格が7~8%ぐらい上がっているということになりますので、大きく、すぐ金融緩和ができるというわけではないと思います。すなわち、準備預金比率を少しずつ下げながら少しずつ緩和していく、ということではないかと思います。大きく金利を下げるということではないでしょう。

財政を若干出すでしょう。中国はインフレがおさまるけれども、金融緩和が大きくなるとか、ものすごい大きな金融緩和ができるような状況ではない、というのがポイントかと思います。

すなわち、先進国は成長が好調ではなく、デフレ気味。財政は財政ですから、あまり動かないでしょうし当然金融緩和が続きます。エマージングのほうは、幸いなことに、若干実質GDPが減速して、インフレがおさまってきています。エマージングが本当に世界を引っ張るかどうかは問題になりますが、ちょっとそこまで余裕がないと思われますので、相変わらず、残念ながら、あまり明るい材料はない、というのが現状ということです。

実はきょう、朝起きて着がえるときに、明るいセーターを着ていこうかなと思ったんですけども、メッセージは違いますから、ネクタイぐらいをちょっと明るくしただけにしました。

エネルギー価格は高止まりへ

さて、もう1つ、エネルギー問題、あるいはエネルギー市場です。これはおもしろいことに、なかなか原油価格が下がらないと思います。世界経済があまりよろしくない中、原油価格がなぜ下がらないのかということです。やはり需要が伸びている。特に途上国、需要が伸びているほど新しい供給がないからです。もちろん、少しずつ少しずつ新しい埋蔵とか新しい油田、ガス田が発見されいますが、価格が下がるぐらいの量ではないので、景気がまあまあさえない中、エネルギー価格が高止まりする、そういう状況

が続くのではないかとと思っています。

食料品は、基本的に同じような傾向です。

大統領選を控え、米の住宅問題は解決せず

さて、こういう世界の中で、米国が起死回生になるのか、また、欧州も起死回生になるのか。一方で、中国は逆に悲劇になるのか、そういう類似したストーリーはあるのか。米国に関しては、やはり大統領選挙次第です。可能性がないとはいいませんけれども、ちょっとまだ時期的に早いなという感じがします。

なぜかといいますと、住宅市場がまだ均衡点に来ていないのです。最近のケースシラー指数などをみてみますと、下げ止まり感が表れていないのです。住宅市場が均衡点に到達しない限り、国民が、じゃ消費しようとか、経済が強くなるよとか、そういう心理にならないのです。

では、措置をとって支えて、さらに回復させようという動きがあるのかというと、QE3（量的緩和第三弾）は若干そういう方向で動こうとするだろうと思います。が、本当に効き目がある政策になるかという、ちょっとそれも疑問ですから、やはり大統領選を背景にして、当面は動きが足踏み状態になるのではないかと思います。

オバマ政権は、ある意味で、非常に微妙な時期に大統領になったと思います。住宅市場について、早く均衡点になるように措置をとるということは、政治的に得策ではないのです。また、住宅価格が下がってしまったら、みんな怒って競争相手に入れるのです。だから、動けないのです。いろいろなけれども、大きく効くような政策をとりにくい状況ではないかと思います。

共和党のほうは、景気回復が早く来るような措置をとりたくないのです、当然。なので、あと選挙まで11カ月ありますけれども、この住宅問題は解決されないで、米国が本格的な起死回生ストーリーになるということは当面難しいのではないかと思います。その中で、選挙についての議論が建設的になるか、ならないかはかなり大きな意味を持つと思います。

ここ1年間、非常におもしろい現象がありました。2〜3年前、ご存じのように、非常に保守的なティーパーティーという国民的な運動がありまして、その中でかなり極端なことをいい出したのです。今回、共和党、いろんな候補が出ていますけれども、結局、極端なティーパーティーっぽい人たちは勝てないのです。なぜかというと、共和党の支持者たちは、とにかく共和党の大統領が欲しい。ティーパーティーに近い人になりますと、総選挙のときに負けちゃうと、よくわかっていますから、結局中道派的な議論になり始めているのです。いまロムニーさんのほうが多分有利かなという状況だと思いますが、だんだんと議論が中道に寄ってきたということも1ついえると思います。

次は、共和党同士の闘いがどうなるかということです。ロン・ポール議員が自分で立候補する——もし今回の予備選で負けた場合、自分の政党をつくって、ほんとに保守的な勢力をつくって、国民に訴えて出るという可能性ももちろんあります。そうなりますと、ロムニーさんは、一番保守的な人たちの票はとれない。どうせとれないから、もっと中道的なことをいい出すはず。そうすると、かなり中道的になったロムニーさん対オバマさんの闘いになります。オバマさんは、じゃ、もっと左へ行くか、それともロムニーさんと闘って、真ん中の中道派的な人たちと競争するのか、こういう選挙になります。これはかなり建設的な選挙になると思います。

すなわち、本質的なことを議論して、国民の決定を待つ、そういうことです。起死回生ストーリーにはなるとは思わないですが、その方向に向かっていくという可能性もあります。なるとはちょっといいづらいかもしれませんが、2012年の米国GDP成長率を2%前半と予測していますが、その中でこの議論が行われるということは、私としては米国経済の中長期的な観点からみてプラスだと思いたいのです。とにかく、2012年、米国は起死回生にならず、13年にはなるかもしれませんが、12年にはならない、そういう気がするのです。

欧州の「起死回生」物語は考えにくい

では、欧州はどうか。欧州のほうは、制度的に非常に複雑です。昨年 10 月 26 日、欧州各国の指導者たちが集まって、もっと果敢にこの財政問題の本質に取り組もう、そういう会合があった次の日ぐらいから、私の電話がまたかなり鳴り始めたのです。欧州の質問ではありません。日本の質問です。すなわち、欧州がもしかしていい方向に向かい始めるなら、次の問題は日本だろう、そういう質問をする投資家がかかりました。その後、いろいろ欧州がまたぎくしゃくなくなっていますし、この前、各国のダウングレード（格下げ）がいくつかありまして、欧州は起死回生ストーリーになり始めたということをやまだいえない状況です。

ドイツが言っているように、本当にしっかりした財政を構築しようということになるのか。もし構築しないなら、ユーロがおかしくなってしまう、北ユーロと南ユーロになってしまう、そういうシナリオはまだあるのです。ちょっと起死回生ストーリーが描きにくい状況です。マーストリヒト条約をまた書き直すという動きも始まっています。最初、すなわち昨年の 10 月あたりにいった中身からちょっと離れた、すなわちもとに戻るような書き替えがいま行われているそうです。今月末、また国家の指導者たちが集まりますけれども、今年、欧州が起死回生ストーリーになることは非常に考えにくいかと思っています。

一方、ECB は動けます。ただ、ドラギ総裁は、我々は手伝いますよ、いっぱい債券を買いますよ、という態度を取りたいのですが、財政との絡み合いによって、言えないのです。そう言いますと、当然、財政当局が怠けてしまいますので、言えない。結局、欧州中央銀行（ECB）が QE に動くだろうと思います。ですが、スムーズに欧州が回復するような動きはできませんので、これもちょっと波瀾要因が多いのではないかと、思います。

さて、中国です。さっき申しあげたように、中国はこれまで起死回生ストーリーが 30 年間

続いてきました。この前の悲劇的な鉄道事故もありまして、既得権益がやってきたことのツケがようやく回ってきたのではないかと、というストーリーがないわけではないのです。ただ、基本的に、中国の潜在成長力がなくなったとか、既得権益がそれを完全につぶしたとか、そういうところまでいっていないのではないかと思いますので、中国の成長は当面、多分大丈夫ではないかと思っています。

これを世界の見方で要約しますと、起死回生ストーリーになってほしい米国、欧州が、金融市場がしっかりしてくる起死回生ストーリーに展開する可能性はしばらくはない。中国は、その起死回生ストーリーに変更が生じることはないと思いますが、多少疑問が残るでしょう。以上のような世界ではないかと思っています。

野田内閣の 2 面性

次は、日本に移りたいと思います。7 ページに行きましょう。

昨年、野田政権が発足したときに、民主党のポスト及び内閣の中身を見て、ちょっとおもしろいなと思いました。二面性があります。任命された時点で、左側に書かれている古川さんとか前原さん、すなわち規制改革、日銀、財政に関してかなり果敢なことをやりたい人たちが非常に大きな意味のあるポストにつきました。

反面、いろんな大臣の任命をみると、専門性の高い方があまりいらっしやらないなという感じでした。すなわち役人主導になってしまう、そういうことを読み取りました。枝野さんが経産大臣になったときに、若干それは変わりました。彼もいろいろよくわかっている人を参考にしていま動かこうとしているので、ちょっと電力に関してはいい方向に動いているかなと思います。けれども、結局、財務省主導の政権になっています。すなわち、この表で言う左が勝つか、右が勝つかということを考えますと、いま右が勝っているということです。

政策的にみると、こういうプラス・マイナス、すなわち市場にとってプラス、市場にとってマ

イナスというのを分けてみますと、T P Pは市場にとってプラスです。本当に農業改革をやるなら、地方が活性化して強くなれば、いろんな国際貿易ができます。ただ、いまの政治構造では、T P Pがなかなか進まないというのが現状です。特に増税の議論がいま激しいため、T P Pを進めようということをする余裕は政権にありません。ただ、やろうとしていることは、まあ若干プラスです。

為替介入もそうです。これまで円高が続いて、続いて、大変だ、大変だといっているだけだったのですが、「VOICE」や「文藝春秋」のエッセーの中で、円高反対だと野田総理ははっきりと発言されています。総理になってからさらなる円高になったので、これは嫌だと思って、当然、政府が大きく介入しました。これは成功でした。すなわち、円相場がこれ以上強くならないように政府は頑張っていますよ、というメッセージが市場に伝わりました。その後、円高はあまり進んでいないということです。これは成功です。ただ、円安にはなっていないのです。

増税に偏り過ぎると財政再建は失敗

では、反対側をみてみましょう。市場に非好意的な活動というか、市場はあまりいいと思わないことをみてみますと、いまの財政議論は、この前、各種新聞の社説をみても同じ意見がありましたけれども、何か増税に偏っているなということです。増税は必要ないと、ほとんどの人が言っていないのです。ただ、それは部品の1つだけという認識です。例えば、車ですと、ブレーキだけでいいというわけではないので、エンジンも必要ですし、運転手も必要ですし、ガソリントankも必要ですし、車輪も必要ですし、他の部品もいっぱい必要です。道路も必要ですし、警察も必要ですし、法律も必要ですし、信号機も必要です。全部部品がうまくかみ合うような形にならない限りは、正しく操作しない。つまり、増税策だけですと、1つのパーツだけでやるということです。すなわち火の車になってしまうということです。

だから、いまのやり方は増税に偏り過ぎて、本当に経済回復になって税収が上がるかというと、そうではない。すなわち財政再建の戦略としても、私は失敗だと思っています。

社会保障制度の改革、本当にやっているのかということです。私は、ほとんど意味のあることをやっていないと思っています。医療改革は若干やっているつもりでいますが、なかなか進んでいない。例えば高齢者の負担ですが、現在の1割を上げようと思っはいるけれども、じゃ、やるぞ、ということにはまだなっていないのです。あるいは国会を通るかどうかというと、かなり疑問があります。

では、1割を2割にして問題が収まるかというと、全然収まりませんね。私はむしろ5割、6割にすべきではないかと思っています。でも、そういうような画期的なことは、いま動こうとしていないので、結局、歳出削減、大してしない、あるいは制度改革、大してしない、効率化は大してやらない、そういうような状況ですから、日本が起死回生ストーリーになりにくいところかなと思います。

歳出再配分なくして「起死回生」なし

あるいは、歳出の再配分です。きのうも実は私、非常に喜んだニュースがありました。東大が秋の入学を導入したいという話がありましたね。これまで日本の学生及び教授たちが海外へ行きにくい学年のやり方でしたから、東大からやるぞということを提案したのは非常によいこと、本当に尊敬すべきことだと思います。一方、議論の中で、高校を3月卒業した子が9月に大学に入るなら、その6カ月はだれが支えるのか、お金がかかってしまうのではないかと、当然思われます。医療年金ばかりお金を使っている国は、教育のお金が足りなくてどうするの？という問題があるのです。だからといって、じゃ、学年、このままでいいかというと、そうではないのです。歳出を支出を再配分しないと起死回生ストーリーになれない、というのが1つの大きなポイントではないかと思っています。

デフレ。デフレという言葉は、総理がほとんど使いません。デフレ脱却、絶対必要だということを民主党でさえマニフェストに入れていましたが、どうもデフレが議題の順番からかなり下がってしまっているのです。となりますと、このままですと今年は起死回生ストーリーになりにくいなといえると思います。

ただ、ここ 2〜3 週間、おとぎ話からストーリーになったところもあると思います。ここ 20 年間、政界再編の話はかなりありましたよね。今回、野田さんが元気を出して、私の増税法案が通らなかつたら総選挙にするぞ、というメッセージを出していますね。これによって、民主党が終わってしまって、再編のきっかけになる可能性ももちろんあります。そうなりますと、かなり短期的、6 カ月か 1 年間かもしれませんが、かなり政界が不安定になるかもしれませんが、哲学をもとにした政党ができあがってくる可能性が、ちょっとストーリーとしてできあがってきたなと思います。

増税法案が本当に衆議院を通るかどうかが、これは疑問です。小沢さんたちがどうするか。いま民主党が 294 議席ですが、小沢さんが 40 数人を連れて離党すれば、衆議院でさえ通らないのです。衆議院を通っても参議院で通るということはかなり難しいでしょう。総選挙になってしまう可能性がかなり高まったかなと思います。総選挙の結果、どうなるか、誰もわかりません。むしろ 2 つ目の参議院ができてしまうのではないかな。まあ、わかりませんが、民主党が 200 議席以下になって、自民党が 120 議席から 180 議席になったりする。その後は橋下新党、みんなの党などなど、公明党など、どうやって連立を組むかということが相当難しくなってしまうですね。これは避けられない段階かもしれませんが、そういう政治がぎくしゃくしたら、市場は短期的に嫌がるかもしれません。むしろ新陳代謝が早くなったことによって、日本の将来は明るくなるということかもしれません。もし、いま申しあげたようなストーリーになっていくとか、イベントが行われていけば、私は、決して悪いことではないと思います。むしろ当然の成長段階ではないかと思います。

選挙改革で政策も変わる

もう 1 つ、大事なことがあります。これは選挙改革です。予算が評判よくないということで、もうちょっと強く政権が、だったら本当に議員の数を減らしますよと。2009 年の政策インデックスの中で、480 人を 80 人減らすとっているじゃないですか、今度やりますよ、そういうことを言いました。これは、実は逆効果です。議席数を減らすのは正しいですが、180 人の比例区の、すなわち一票の格差の問題が全くない比例区から 80 人を削って、一票の格差が残っている 300 議席のところをあまり直さないのであれば、全体として一票の格差が悪くなるということです。改革といいながら、逆効果ですね。

加えて、最高裁判所は何をするのか。これは大変です。衆議院のいまの選挙区制度は、憲法違反状態だと最高裁はいつています。すなわち、制度を直さないといっています。直さないで選挙にいきますと、次に最高裁は、自分が侮辱されたと判断する可能性ももちろんあります。では、今回だけ許すよ、という態度を最高裁が示したら、度胸試しで負けた、ということになってしまいますよね。もう一回、もう一回、もう一回と、国会が同じ政党で選挙する可能性ももちろんあります。逆に、あの選挙は無効だということにしますと、選挙制度を直す国会はないのです。昔の衆議院もないし、新しい衆議院がない中、憲法がいつているとおり、法律をつくって選挙制度を決めるということができなくなってしまう。これは憲法上の欠陥ですね。これは憲法危機と言えるかもしれません。

では、どうするか。1 つのアイデアとして、最高裁が、この選挙は無効ですが、悪い制度で選ばれた国会が新しい選挙制度をつくることだけ許します、ほかの法律はだめですが、これだけを許す、そういうシナリオもあるのです。

もう 1 つは、米国型です。似たようなことはアメリカの州レベルでよく発生します。その場合は、裁判所が新しい選挙区をつくります。線引きを裁判所がやります。この可能性もありま

す。こういう憲法危機になったら、日本の評判が悪くなって、また金融市場がよくないということでしょうけれども、結果として、このグラフですが、この2つの曲線——ブルーのほうが高齢者です——がフラット化してきますと、日本は変わります。どういうグラフかといいますと、横軸は高齢化の度合いです。各都道府県の高齢者対若者の比率です。数字が高いほど高齢者の比率が多いということです。縦軸は、各都道府県、衆議院、参議院で分けています。衆議院が青で参議院が赤で、1議席当たり有権者は何人いるかという計算です。都道府県が高齢化していればしているほど、1議席当たりの有権者の数が少ないのです。

すなわち、年寄りが多いほど議席はとりやすいのです。そういう選挙制度で選ばれた人たちは、若くても、年寄りになっても、当然医療費は削減しない、年金を削減しない、増税はする、そういう政策を進めるしかないのです。そうしないと、選挙に落ちます。

例えば、高齢化が進んでいる選挙区へ行って、日本のために医療費を削減すべきだ、年金を削減すべきだ、と駅前演説をして、当選する人はいないでしょう。だから、制度的に日本がこういう政策になっていることは避けられないのです。最高裁判所の決定によって、この2つの曲線、まず衆議院、次は参議院の判決が出ますけれども、フラット化していきますと、あらわれてくる政策も当然変わります。これは日本起死回生ストーリーの原点だと思うのです。

だから、起死回生ストーリーがあるとすれば、選挙改革に始まる。一回選挙をやって、だめだとすると国民ががっかりする。最高裁はだめだと、そこから選挙制度を変えて、国民の本来の意思を、もうちょっとはっきりした、正しい形であらわせるように選挙制度をつくります。そうすれば、政策はもちろん変わります。

これは日本だけの問題ではありません。アメリカにも全く同じ問題がありますね。エネルギー政策は典型ですけれども、あれだけ上院の一票の格差が大きい中、当然トウモロコシをもとにしたエタノール政策をとりますね。だから、選挙制度は意外に大きな問題なのです。

申しあげたいことは、結局、この選挙制度が変わった場合、日本の起死回生ストーリーが始まるよということです。

2012年の日本経済見通し

さて、ちょっと経済の数字と円相場の話をしていただきたいと思います。ちょっとおくられていますから、駆け足でやります。

数字です。13ページに暦年、年度の数字、両方載っています。では、年度の数字を申しあげましょう。2012年のGDP成長率(実質ベース)1%を考えています。これは決して高くないです。あれだけ復興費を予算の中に出しても、あまり上がらないということは、かなりお金の使い方がおくらしてしまうということも1つです。

もう1つは、企業設備投資です。やはり電力問題もあり、円高もあり、いろいろ拘束がある中で、国内で工場をつくることはあまり魅力的な経済活動ではありません。なので、設備投資もまた下がってしまうのではないかと思います。

消費は、まあまああるでしょう。復興費はすぐ使われるという部分もあると思いますが、そんなに強くないということでしょう。いろいろ財政を出して頑張っているということです。成長はかろうじて1%ぐらいかな、という数字です。13年はどうかという、また減速します。増税の影響もありますが、結局、2012年は、ある意味で1997年の繰り返しです。どーんと財政を出した後、また冷え込む、そういうようなことではないかと思っています。なので、実質ベースでいうと、今年はまあまあかかもしれませんが、長期的に良くなるということは考えられないかなと思います。

デフレはどうかというと、また悪化します。CPI(コア)は、今年度おそらく-0.2%ぐらい。これはエネルギーがかなり入っているということもあり、大きなマイナスではなくて、かろうじてマイナスになります。原油価格がこのままと予測して、12年にはCPIがまた悪化するということです。だから、デフレが続きます。

それが残念ながらの結論です。まあ、さえないなということです。

円相場は、しばらく円高のまま

この中で円相場はどうなるのかというと、日銀はどちらかというとおくれて動くほうですから、ちょっと果敢な金融政策は、政府にいわれない限りはないだろうと思います。為替の考え方ですけれども、基本的に、簡単な需給グラフを使ってもいいと思っています。(10 ページ)

ここでも書きましたが、震災直後、私が一番受けた質問は、何で円が弱くならないの、あれだけのことがあっても通貨が弱くならないのはなぜですか、とよく聞かれました。この枠組みの中で分析しています。横軸はドルの量です。リンゴの量とか、普通の需給グラフと同じです。縦軸はドルの価格です。何円出して1ドルを買えるのかという価格です。これは為替レートです。そうすると、貿易収支、輸出、マイナス輸入、これは右上がりの供給曲線になるのです。上がっていくと円安ですけれども、円が安くなればなるほど稼ぐドルの量が増えます。右上がりの普通の供給曲線です。

さて、需要曲線は何でしょうか。これは国内の投資家、海外の投資家がネットベースで円資産をどれだけ売ってドルを買っているのか、あるいはドルを売って円を買っているのか、そういうネットです。これ、右下がりになっているのは当然ですけれども、円が強くなればなるほど、海外資産が安くなります。当然、買いたいということですから、右下がりの赤い曲線になります。では、右上がりの供給線、右下がりの需要曲線があって、交差するところが均衡点です。

さて、震災後、何が起きたのか。供給曲線が中へシフトしました。これははっきりしています。特に原発事故の結果、電力はどうなるかと心配した結果、海外へ行く工場の数がふえていますから、中へ恒常的にシフトしたということです。

需要曲線はどうなったのか。国内の投資家の

リスク許容度が下がってしまいましたので、海外の資産を買いたくなくなってしまったのです。もちろん円が強いから、海外への投資はありますが、それは曲線の上の動きで、曲線のシフトではないのです。

もう1つは、欧州の問題です。欧州のかなりのお金がドルや円に換わったわけです。特に円を買ったのは中近東、及びアジアの当局だそうです。すると、赤い線が中へシフトしてしまいました。

さて、原点が、例えば昨年2月、Aだとすれば、黒い線が中へシフトして、赤い線も中へシフトして、Bというところになります。すなわち為替レートは変わらないということです。その後、何が起きたのか。米国の景気減速のニュースが夏からありました。加えて、欧州はまた悪くなりました。黒い右側の曲線はあまり変わらないけれども、赤い需要曲線がさらに中へシフトしてしまいました。すると、1ドル77〜75円台になりました。そこで、野田さんが総理になりまして、介入を行なって、海外の中央銀行などが買っている円資産の逆取引をやりまして、大きな為替介入をやりまして、中へのシフトをとめたのです。だから、このあたり、76円ぐらいでうろうろしているのです。

来年どうなるのか。非常に難しいのですけれども、供給曲線、黒い右上がりの曲線はなかなかもとに戻らないだろうと思います。すると、投資家が、海外資産を買いたいという気持ちになるかならないかによって円が決まる。あるいは連銀が思ったより早くQE3をやめて、経済が回復したらいいだろうということで、金利格差が開いて日本からお金が動き、あるいは欧州が落ち着いて、日本で無理に投資したお金が日本から出て海外に戻る。そういうようなシナリオがあって、赤い線が一番下のほうから上まで行ってDまで行く。これが円安シナリオです。年内に、例えば1ドル90円とか、95円とか100円になるかということ、それはないと思います。すなわち、赤い曲線をもとに戻す、すなわち右へシフトさせる起死回生ストーリーは、ことしはちょっと描けないなということです。だから、円相場は、しばらくは円高のまま続くというの

がポイントかと思います。

日本の予算 正しい数字と正しい会計

さて、財政問題、エネルギー問題、両方あるということですが、12分しか残っていませんので、さっきかなり財政の話をしましたので、ちょっとだけ一番おもしろいところに触れて、次にエネルギーへ行きたいと思います。29ページです。

昨年、私は、UC Berkeley の Eichengreen 先生と欧州の2人の学者、そしてもう一人アメリカの学者と一緒に本を出版いたしました。その中で、いくつかメッセージがありますが、本当に大事なものは、やはり正しい数字を使うということです。

日本の予算の議論は、偏って国の一般会計で議論されています。社会保障負担は一切入っていないのです。税収は40兆円しかない。よく、しかないといいますが、我々が払っている年金負担は入っていないのです。それだけでも55とか60兆ぐらいありますから、ちょっと正しい数字を使いましょうよ、ということが1つの大事なポイントです。

あるいは歳出総額、ここに2008年の数字が載っていますが、当時は83兆円だったのです。今はもっと上がっています。政府を連結ベース、すなわち国、地方、社会保障基金を連結ベースでみると、2008年では83兆円ではないのです。ここに書かれているとおり、196.7兆円です。IMF、OECDがこういう一般政府、すなわち全部を連結ベースでみることは当然だ、ということで分析していますが、日本の議論はなかなかそこまでいかない。数字が遅れて発表されるということはもちろんありますが、議論の焦点が違うなということは大事なポイントです。

問題は社会保障歳出の爆発的増加

もう1つ、ビジネス・ライン・ベースに政府の歳出を分けると、非常におもしろいのです。

(30ページ) 政府歳出というのはどういうビジネスラインがあるのかということです。1つは、公共財の提供です。もう1つは、社会勘定です。すなわち保険業。もう1つは銀行業務、金融機関業務です。お金を貸して返済をもらう。それと一緒に発生する利子勘定もあります。この4つに分けています。

各勘定ベースでみてみますと、収支が若干マイナスです。金利が低いから、若干マイナスです。営業収支のほうは黒字です。どういう収入をここにしているかというと、目的税ではない収入すべて入れています。目的税は違います。目的税は社会保障勘定です。ただ、こういう歳出及び収入の分け方をしますと、政府の営業勘定は黒字です。頑張っているのです。利子収支は若干マイナスですが、資本取引はもちろん毎年毎年変わってしまうのですが、政府の貸しているお金が、返済されているお金よりも少ないのです。長い間、貸したお金が戻っているのです。これも政府の目からみて黒字です。

では、赤字はどこかかというと、当然社会勘定です。この赤字は、収入が足りないからなのか、歳出が多過ぎるからなのかということが問題ではありますが、この右下にあるグラフをみれば、すぐわかると思います。青色のラインをみてみますと、これは収入です。社会保障基金の総合収入です。対GDP比率で載せています。1980年の左の目盛りで、大体7~8%です。30年間たつて、これは大体12~13%になっています。倍までいかないけれども7~8割ぐらい上がっています。すなわちかなりの増税をしています。増税をしても、この格差が開いてしまったということは、歳出がさらに上がったということです。

高齢化はこの緑色の線で、高齢化が進んだ80年から90年でも、赤字がふえていないのです。最近になってふえているのです。すなわち、問題は歳入ではなくて、歳出だということです。制度を十分改革していないので、歳出が爆発している、そういうことを数字がいつているわけです。

「起死回生」物語に必要な5つの課題

では、どうすればいいのか。増税もちろん必要ですし、歳出削減、カットも必要ですが、私は、この5つのことを同時にやらないと、起死回生ストーリーにならないと思っています。(34 ページ)

まず、第一に成長です。どこかで道路をつくれればいいというわけではないのです。むしろ残り少ない労働者がもっとうまく付加価値高く働けるようにする。つまり、第二に生産性向上の政策です。第三として、デフレ脱却です。デフレが続く限り、税収は上がりません。デフレ脱却すれば、税の弾性値が高いので、金利上昇以上に、あるいは利払い以上に税収は増えます。デフレ脱却は財政再建の1つの大事なパーツです。成長を目指した歳出再編です。

さっき東大の話の中で申しあげましたが、生産性につながらない医療、年金の部分もちろんあります、これを削って、生産性につながる歳出にすれば、将来的に我々の年金を支える基盤ができてきます。残念ながら、今はないのです。このままですと、我々はもう年金をもらえなくなってしまうのです。

四番目に税制改革や労働供給、ありますけれども、税制改革は、基本的に資本、労働、日本で仕事するようにさせるということを原則にして直さないといけない。金持ちからとろうとか、そういうことは全く意味がない。むしろ逆効果です。

最後に、さっき申しあげました選挙改革など、指導者が正しく奨励するための選挙改革です。

こういう5つのパーツがうまくかみ合うような改革が必要です。

では、具体策は何か。(40 ページ) いろいろ細かくここに書きましたけれども、1つ1つ話す必要は全くないと思いますが、やはり科学技術を進めるような政策がいろいろと必要です。特にエネルギー。社会保障改革はもちろんそうですし、政治改革もちろんそうです。

私の一番好きな選挙改革は、もう無理ですが、選挙権を余命で決めるということです。

すなわち社会の近視眼的な状況を直すような選挙制度をつくることは無理でしょう。一票平等になることだけでもいいと思います。とにかく指導者が正しい政策をとれるようにインセンティブを変えることなど、書かせていただきました。

原発事故で崩れた世界のエネルギー戦略

さて、最後、エネルギーの話に入りたいと思います。福島事故、もちろん本当にひどい悲劇であって、世界史にとって非常に大きな出来事ではないかと私は思っています。(46 ページ)

なぜそう思うかといいますと、多くの国がこれまで化石燃料を減らして、かわりに核燃料を使ってエネルギー供給を確保しようという戦略をとってきました。この事故があって、いろいろ議論はあると思いますが、少なくともこれから10年は核燃料の電力発電の拡大が難しくなります。加えて高くつきます。これまでの戦略が崩れたに近い状態になってしまいました。

では、これからどうするのかというのが問題です。この議論は、非常に感情的になりますので、数字を背景にして議論したほうがいいのかと思って、この資料をつくりました。左側に、世界が使っているエネルギー量を載せています。これは経済広報センターさんが出した数字を基にして作りました。2007年、一番エネルギーを使う17カ国、米国、中国、ロシアなどなど入っています。世界の需要と思えばいいのですが、数字を入れています。

まず、一番左のコラムです。これは日量を100万バレル単位に原油換算したのですが、各プライマリーエネルギーをどれだけ使っているかという数字です。例えば、原油のところに83と書いてあります。これは8,300万バレルを意味しています。世界が毎日原油8,300万バレルぐらい使っているという意味です。石炭をどれだけ使っているのかということだと、8,500万バレルに相当するエネルギーを毎日使っているということです。などなど足しますと、2億6,500万バレルを毎日世界が使っているという

ことです。これは 1 日の需要です。さて、365 日を掛けると、年に使っている量がここに出ってきます。すなわち、1 年に世界が 967 億 100 万 バレル使っているわけです。

棒グラフになりますけれども、2007 年は、ちょうど 96.7 という高さです。では、どうやって将来の需要シナリオをつくるのか、これも難しいです。これから出すエネルギー関連のペーパーの中で、もうちょっと整理して、非常に単純な方法をとりました。ここ 20 年間の奇跡が続くという前提です。

どういう奇跡かという、私が大学時代、世界成長は 1%、エネルギー需要も 1%、そういう伸び率だと教わりました。けれども、ここ 20 年間はそうではないのです。世界成長率が 3.5% に対して、プライマリーエネルギーの伸び率は 2.0% しかないのです。すごい奇跡です。かなり効率がよくなっています。いま電気屋さんへ行きますと、普通の電球のかわりになる蛍光灯とか LED とか、そういうのが入っていますね。ものすごい効率がよくなっています。高いけど。こういう奇跡が続くということを想定して、これまでのとおり、毎年 2% プライマリーエネルギーが上昇していくでしょう、と計算しています。

よく長期展望の 20~30 年間の数字を出されますけれども、20~30 年間というホライズンは短か過ぎます。きょうの新聞にも載っていましたが、政府が今度、核燃料施設を 40 年じゃなくて、60 年まで認めると載っていました。何で 30 年だけの長期展望を出すのか、と当然思います。そうすると、50 年間でみてみようということで、勝手に計算してみました。毎年 2% 上昇するエネルギー需要にしますと、積分していくぐらい 50 年間で使うかを計算すると、単純計算ですが、8.4 兆バレルを使います。例えば 2% じゃなくて、1.5% になりますと、7 兆バレル、7.5 兆とか 7.8 兆ぐらいになります。相当使うということです。

化石燃料の埋蔵量は到底足りない

では、どこから抽出するのか。これが現時点の埋蔵量です。埋蔵量という数字は非常にわかりにくい。あまり当てにならないという評判ですが、一応こういう数字がいまの時点であるということです。確定埋蔵量、すなわちいまの科学では抽出可能と思われる、あるいはとれる確率が 90% 以上、これだけあるということです。原油は 1.2 兆バレル、普通の天然ガスは 1.2 兆バレル、石炭は 3.3 兆バレルに相当する量です。足して 5.7 兆です。新しくとれるシェールガス、世界じゅうでどれぐらいあるのかということ、この前、米国の E I A (エネルギー情報局) が推測を出しました。1.1 兆バレルに相当するそうです。すごい数字ですよ。新技術があつて、確定埋蔵量である 1.2 兆バレルの原油に相当する量です。すごい数字です。足しても 6.8 兆バレルです。ギャップがあります。加えて、50 年間たったらもうないということですから、どうしよう。

もちろん、新しい原油を探しに行くということですが、だんだん高くなりますね。何でメキシコ湾の海底まで行って探しているのか。もっと安いところはないのかというと、ないのです。だから、原油がなくなるということは、いろいろ議論がありますが、みつかったとしても価格が高くなるのは確実です。

日本のエネルギー、50 年間の戦略

さて、日本はどうなるのか。ここで簡単なシナリオをつくりました。上にある、紺の曲線は需要シナリオです。日本は、エネルギーの利用量は 2% 伸びないと思います。人口も減って、効率性を非常に優先する国ですから、いまの 1 人当たりのエネルギー利用量を固定して、掛ける人口で線を引きました。これぐらいエネルギーを使うということです。現時点の供給は、こういう形です。化石燃料は大体 8 割です。原発は 15% 前後で、再生可能エネルギー、水力を入れて大体 5~7% ぐらいです。

さっき申しあげました埋蔵量の話になりますが、だんだん埋蔵量がなくなって、抽出しに

くくなっていく中、価格はもちろん上がります。上がり過ぎて採取しにくくなるとか、使いたくなくなってしまうという可能性もあります。50年先、このビルの向こう側、道を渡って向こう側、日比谷公園の中に石油を掘ってもいいぐらい高い値段でしょう。だから、もう使えなくなってしまうという世界を想定しています。こういうふうに使えなくなって0になる。原発を脱却するという政府方針がありますから、だんだんと減らしていくでしょう、こういうシナリオです。

そうすると、この赤い線、再生可能エネルギーが間に合うまで、50年以内に間に合う水準にするまで、どれだけの伸び率が必要かということ逆算しました。答えは、5.8%です。これから50年間、続けて、毎年再生可能エネルギーを5.8%伸ばさないと間に合わないで電気が消えてしまう、そういうシナリオです。

もちろん、これはいろんな前提の塊にすぎないのですが、問題は相当大きいぞ、という質的な結論があります。現時点の価格体系、現時点の技術水準や業界構造ですと難しいでしょう。だから、価格がまず変わります。また石油危機が来て、原油価格が1バレル150ドルに戻ったり、200ドルになったり、250ドルになったりする可能性は十分あると思います。そうなりますと、では、もっと効率的な節約ができないのか、そういう工夫がまた始まって、技術革新がまた始まります。

エネルギー技術革新こそが日本のチャンス

こういうサイクルが何度も何度も繰り返されて将来が展開されていくのだと思います。日本も世界も、このエネルギー問題を非常に過小評価というか、甘くみているのです。これは日本にとってすごいチャンスです。要するに、いまの原油価格は第二の石油危機に匹敵するぐらい非常に高いのです、実質ベースで。だけど、エネルギー効率が一番高い先進国はどこですか。皆さん、わかるでしょう。日本です。日本のエネルギー技術、節約技術などなど、世界じゅう

に売れるでしょう。あるいはソーラー技術、いろんないいものを開発しています。これはうまくいけば、世界中に売れます。あるいは国家プロジェクトも必要かもしれません。

NASAのアポロ計画、いくらぐらいかかったのか、ちょっと計算してみました(50ページ)。いまのお金に換算して、大体9年間で使ったお金は20兆円ぐらいです。すなわち、1年当たり2.2兆円です。子ども手当より安いのです。あるいは医療費の5~6%ぐらい削減すれば、これぐらいのお金はとれます。意外に安いのです。なので、日本が自分のためにも、世界のためにもやるべきことは、このエネルギー問題に取り組んで、明るい将来をつくることだ、ということではないかと、私は現時点で思っております。

この話の冒頭で、起死回生ストーリーになるか、ならないかということをお願いしました。これは今年の問題です。普通の経済分析ですと2012年は無理でしょう。政治問題も多過ぎるなどなど。ただ、我々が頑張れば、こういうふうに目的を設定して、例えばエネルギー問題にしても何にしてもいいですけれども、これに向かって動こうよ、というプロジェクトとか目標をつくれば、中期的に——長期的でもないのです——起死回生ストーリーは十分可能だと私はまだまだ思っております。

私のお話はこれで終わらせていただいて、質疑に入りたいと思います。どうもご清聴ありがとうございました。(拍手)

《質疑応答》

司会 あっという間に時間がたってしましまして、残り15分ちょっとになりますが、質疑応答に入らせていただきたいと思います。

まず、私のほうから口火を切って質問させていただきます。

先ほど、財政再建のための5つの課題というのがありまして、生産性の向上と、デフレ脱却と、歳出の再編と税制改革と選挙改革ですね。これは、おっしゃるように、全部重要なことだとは思いますが、いままの政治の状況を

みると、どれも非常に厳しい状況です。あえて、同時とはいえ、優先順位といいますか、挙げていただけたらと思うのですけれども。

フェルドマン やりやすい順からいうと、デフレ脱却がかなりやりやすいと思います。いろいろ議論はあると思いますが、私は、日銀がインフレ期待を起こすという政策をとることとはできると思います。

どういう政策かといいますと、GDPデフレーターが安定的に 1%から 3%のバンドに入るまで、毎年毎年、ベースマネーを少なくとも 30%ふやします。そういう政策がインフレ期待を起こすという効果があると思います。それによって実質金利が下がって、景気回復に貢献する、これは割と短期的にできることではないかと思っています。

生産性の問題ですと、これはいろんな企業が自分で動けるところもあると思いますし、動こうとしていると思いますが、いま枝野大臣が頑張っているところが私は有望だと思います。特に電力業界がちょっと時代遅れな行政構造になっていますから、いまのいわゆる distributed generation というのがあるのですけれども、割と小規模の発電所や特にガス発電所をもっと広げるなら、生産性が上がるはずですよ。送電しなくてもいいところもあるから。だから、そういう産業改革、特に法律が必要ないものがいろいろあるはずだと思います。

税制改革とか、そういうのは法律が必要ですから、かなり大変だと思いますけれども、私は、結局、そういう法律を必要とするものは、選挙改革なくしてはあり得ないということだと思いますので、早く一票の格差をなくす衆議院の改革、参議院の改革をやったほうが近道でないかと思っています。

司会 はい、ありがとうございます。では、皆様からご質問をいただきたいと思います。はい、どうぞ。

質問 先ほどフェルドマンさんもおっしゃ

いましたが、シェールガスの開発というのが進んで、これは非常に大きな採可能量がわかっていっているわけですね。特にアメリカ自身が持っているということです。

そこで、質問は、アメリカの経済、それからドルにとって、シェールガスが持つインパクトというのをどの程度に中長期的にみていらっしゃると思いますか。

フェルドマン 質問は、シェールガスが米国経済にどんな影響を与えるかということですが、まず 1 つ、ただし書きが必要です。いま、公害問題が議論されています。テキサス州はそういうことを無視する傾向があるから何もしないと思いますが、ペンシルベニア州はかなり果敢にやってきたので、ペンシルベニア州でさえ、隣のニューヨーク州がいつているように、もうこれ以上公害を出さないと言っています。だから、公害問題がどうなるのかということとは、ちょっとブレーキをかける要因とはなるとは思いますけれども、それを別として議論しますと、これは米国経済にとって非常にプラスです。

いまのガス価格をみてみますと、1,000cf で 2 ドル 60 セントとか、とんでもない安い価格です。原油換算にしますと、1 バレル当たり 20 ドル以下です。すごい値段ですよ。だから、原油の 5 分の 1 です。であれば、何で海外へ送らないの？ アジアでは、東電さんの需要も高いから、むしろ原油より高くついています。だったら、アービトラージのチャンスはあるから、米国から輸出してアジアに持ってきて、アジアで売れば 5 倍とれる。なのに、何でやらないのかという施設がないのです。輸出施設がない。冷却して船に乗せて送る、そういう施設がないのです。

ルイジアナ州で、2016 年完成のプロジェクトがありまして、そのようにするようではありますが、まだまだできないようです。その間、いろんな企業あるいは住宅が他のエネルギーをやめて、シェールガスにするというインフラ設備が続きまして、経済にとってはプラスです。

反面、いま、風力発電の評判が悪くなってい

ます。というか、比較的価格が高くなっている。20ドル台に当たる天然ガスの値段に、風力は競争力がないのです。だから、風力プロジェクトが最近キャンセルになっているそうです。

だから、基本的にエネルギー価格が安くなるのは景気にいい。これはアメリカ国内で開発しているからいいということですが、反面、公害問題がどうなるのか。あるいは、ほかの長期的に必要な研究や設備投資はどうなるか、これは心配要因ですが、短期的にはもちろんプラスです。

ドルに対する影響ですと、その分、原油を輸入しなくてもいいということで、米国の貿易収支がよくなるということですから、これはドルにとってプラスです。どこまで本当にプラスなのかというのは、計算していないからちょっとわからないのですが、まあ若干プラスでしょう。

質問 ユーロ、ヨーロッパのところをもうちょっと詳しく説明していただきたいのですが、さっきおっしゃった、北ユーロと南ユーロに分かれるのか、起死回生になるとしても、悲劇的なところが強いんじゃないかなと思います。要するに、南のギリギスを北のアリが面倒みなければいかんということですよ。それが、だから、経済的ではなくて、民族的にうまくいくのかどうか、その辺の見通しをもうちょっと詳しく……。

北ユーロ、南ユーロには結局ならない

フェルドマン ユーロの見通しをもうちょっと細かくということですが、北ユーロ、南ユーロになるのかということはもちろん話題だと思いますが、私は、結局ならないと思います。なぜかといいますと、いまのユーロで一番得しているのはドイツです。北、南になりますと、もちろん北ユーロがものすごく強くなって、ドイツの競争力が落ちてしまいます。これはドイツ人が百も承知です。ただ、では、自分たちが得しているから、ギリシャの放漫財政を許すかということ、これはとんでもないから、もっと

いろんな危機を乗り越えながらユーロを守る、そういう方向でいくのではないかと思います。

その中で、ドラギさんとかECBと各国の財政当局がどうするかということはかなり議論になって度胸試しゲームになっちゃうしかありません。だから、かなりぎくしゃくも多いだろうと思います。

質問 財政の統一は……。

フェルドマン 財政統一はできると思います。時間がかかりますけれども、やらざるを得ないのです。マーストリヒト条約は、ご存じのとおり、できたときに財政統一せずに通貨統一というのは無理でしょうというご指摘がいろんなところでありまして、やっぱりそうだったと。マーストリヒト条約はどういう形で改正するのか。ドイツ主導ということにするには、いくつかの危機が必要でしょう。なので、おそらく10年程度かかるだろうと思います。財政統一に向かって動くしかないと思います。

欧州、議論されている財政統一の形

どういう形でやるのかということですが、あるいはどういうふうに規律を加えるのか。ちょっとアイデアが欧州を回っているようですけれども、日本でいえば、交付税交付金制度です。各国が税金を1つの大きなプールに入れて、そのプールからいろんな国に配る。税金をプールに入れる義務がある、それを何があってもやらなければいけない。

・・・ただ、その共同プールからもらう権利は、やっぱりしっかりした財政をやらないとだめだということです。だから、預金はしないといけないけれども、預金をおろす権利は、財政を厳しくすること。そういう構想がいま議論されているそうです。そういう方向へ行くしかないのです。

実は、日本も似たような経験がありまして、財務省が、数年前からだと思いますけれども、

各地方自治体に対して、財政指標をつくり始めたのです。しっかりしていないところに対して、しっかりしない限り、もうお金を出さないよ、そういうような、日本風、ちょっとウェットな制度ですけども、規律を加えることにしているのです。そういう意味で、まあ、何とか、そういう規律のある制度をつくっていくという方向ではないかと思います。

質問 フェルドマンさんの、5つのうち選挙改革が必要だというのは非常にわかりますし、しかし、私も結構中年ですけども、若いときからそう思っていました、ごらんのように、日本の一票の格差、地方に多いし、老人が投票するとか、結局、この老人天国と世界でいわれていますけれども、老人天国は変わりません。

私、思うのですけれども、いま国会でいろいろやろうとしています、多分とてもできる状況ではないでしょう。となりますと、地方を合わせて900兆円とか1,000兆円の国債が破綻しますね。さあ、破綻した場合、国債が売れないとなった場合に、まずどういうことが起きるのか。

具体的には、IMFが介入してきて、日本に提案をしていろんなことをやるといっているのですが、フェルドマンさんはどういうことを予想なさいますか。歳出ができないのですから、公務員の削減、公務員の給与のカット、年金のカット、それから銀行、金融機関の債権カット、どういうことを予想なさいますか。いまわかる範囲で。

フェルドマン ちょっと危機を想像しないといけないところもあると思います。まず債券を財務省が出したい金利で出せないと、まず日銀に行きます。日銀に対して、買って欲しくないか、ということを行います。もちろん財政法で、直接買うのはいけないけれども、日銀は、買いますよ、市場に発行して2〜3カ月たってから買いますよ、という政策を日銀が打てば、とりあえずそれはうまくいきます。日銀はそれを相当やらないといけないですから、インフレ期待を

起こすということです。

日本は危機の中でプラスのサイクルも

インフレ期待になりますと、実質資産を買いましょう。円が安くなりますなど、プラスのサイクルが始まる可能性は高いと思います。だから、すべて絶望だということではないと思います。

その危機の中で、もちろん長期金利が上がります。日銀は抑えようとしませんが、長期金利は上がります。そうしますと、やるべきことはよくわかっているけれども政治の拘束があるからできない、という状況が変わってきます。すわなち、制度が動く言い訳が出来るのです。いまはその言い訳を言える時を待っているだけだと思います。

そうしますと、IMFが入る必要性は全くないと思います。日本人は十分やるべきことがわかっています。足りないのは、そういう正しい答えを出す制度です。危機があれば制度は変わりますから、そういうことをいま私は考えています。古い制度が変わらないということであれば、危機がさらに悪くなるだけです。ハイパーインフレになったり、銀行が破綻したりする、そういうようなことになるのです。そうなる前に、多分国民のコンセンサスはあると思うので、何かが動くのではないかと思います。まず日銀にいて、日銀に刷ってもらおう。そういうことではないと思います。

質問 関連で伺いたいんですが、日本の場合は、危機が来たほうが、早く改革が進むという非常におもしろいご指摘なんですが、その危機たるものが、具体的には、国債が売れなくなる状況というのは、いつごろ来るというふうにごらんになっていらっしゃるのでしょうか。

フェルドマン 毎日聞かれる質問です。あまりいい、科学的な構想はそんなになんとも思いません。いまの経常黒字がなくなると、そうなるんじゃないか、というご指摘もあります。

私は、経常収支よりも、貿易収支のほうが正しいと思っています。なぜかといいますと、経常収支の中に、ご存じのとおり、大体3つの中身があります。1つは、サービス収支、これは非常に微々たるものです。もう1つは、所得収支。3番目は貿易収支です。所得収支が現時点で大体GDPの2%です。下がっていくのではないかと思う人はいるんですけども、私はなかなか下がらないのかなと思います。というのは、半分ぐらいが財務省証券です。残り半分は、いろいろ海外で民間が投資したブラジルの工場とか、そういうものがありますから、そんなに下がるとは私は思わないんです。だとすれば、GDPの約2%の所得収支がそのままです。

ただ、このお金は、本当に日本に入って国債を買うお金かというと、そうではないのです。例えば、財務省が外貨準備金をたくさん持って財務省証券に投資していますね。その利払い、計上されるときに日本に入ったようにみえるんですけども、実は再投資されます。100%ほど再投資されますから、所得収支のほとんどは、JGB日本国債に回せない状態だと思います。すると、JGBを買うお金はどういう金かというと貿易収支です。貿易収支は減っているのです。実はことしマイナスです。それは回復するだろうと思いますが、空洞化が進む中、低下傾向が続きます。もうすでに10年間は低下傾向がありますが、さらに早いペースで低下傾向が続くということです。時期はいつかということは非常に難しいんですけども、2015年、2016年あたりかな、ということのをいまちょっと念頭に置いています。

欧州危機が収まった時こそ日本は大変

もう1つ、ちょっとおもしろい質問があります。ことしは、貿易収支がマイナスですよね。何で円安になっていないの、何で国債は暴落しないの、ということは当然の質問です。答えは簡単で、欧州が日本を守っています。欧州がひど過ぎるから、逃げている資金が多い。米国の証券をこれ以上増やしたくない人は、日本にお

いています。だから、貿易収支がマイナスでも日本国債が売れています。

で、欧州がおさまったら、これは日本にとって大変だということです。そういう現象もあるのかなと思っています。

司会 では、時間も来ていますので、最後の質問とさせていただきますと思います。

質問 世界経済のポイントは中国だと思います。中国については、改革開放からの30年の回生シナリオから悲観シナリオの転換点とおっしゃいましたけど、割合モデラートにみていらっしゃいますね。もう少しひどい悲観シナリオに転落する可能性はありませんか。その辺をもう少し詳しく分析していただきたいと思います。

フェルドマン オーケー。担当者の話をいろいろ聞いていますけれども、中国のこれまでの成長モデルは、投資を中心とした成長モデルですね。労働者1人当たりの資本装備率を上げないといけない、というモデルをずっとやってきたんですが、かなり資本の無駄遣いをしてきましたよね。

日本も実は、60～70年代、似たようなことがあったと思います。中国はまだまだ生活水準は足りないし、特に内陸のほうはインフラが足りないの、これまでのモデルを100%変えて消費型成長にしないといけないと思います。

ただ、資本効率をどうやって上げていくのかという問題がまだ残って、中国の政治構造からいうと、資本の使い方をよくするようなインセンティブが弱いのです。なので、この前の鉄道の悲劇のように、投資効率があまりよろしくないの、もっとオープンな市場でこういう投資をやらせてもらわなければ、資本効率は上がらない。そういう制度改革が必要になってきます。新しいリーダーシップになって、そういう方向で行くかどうか、まだちょっと私は疑問があります。日本のようにいろいろ危機があって、少しずつ改革していく、そういうようなプロセスがこれから続くのではないかなと思っています。

けれども、私、そんなに細かく中国はみていないのです。申しわけないです。

ただ、中国は鍵だ、もちろんその部分もあると思います。私は中国だけではなくて、むしろ資源、エネルギー、水などなど、世界級のグローバル問題——中国はその1つですけれども——が鍵ではないかなと思います。国ではなくて、むしろテーマが問題ではないかなと、ちょっと異論を申しあげさせていただきました。

司会 では、時間も来ましたので、これで終わりにしたいと思います。きょうは大変実りのある話をいただいたと思っております。ありがとうございました。

最後に、フェルドマンさんに始まる前にサインしていただきましたところ、文字を漢字できれいに書いていただきましたので、皆様にご紹介したいと思います。「起死回生」ですね。

フェルドマン ちょっと漢字を教えていただいていたんですけれども。

司会 希望を込めてということですね。

フェルドマン はい。

司会 どうもありがとうございました。皆様、拍手をお願いします。

フェルドマン どうもご清聴ありがとうございました。(拍手)

(文責・編集部)

2012年1月

日本経済

変身： 将来を無視して暮らしてきた世界経済の展望

世界概況

政治、政策、新総理

日本経済見通し

金融政策と為替

財政問題、生産性と金利見通し

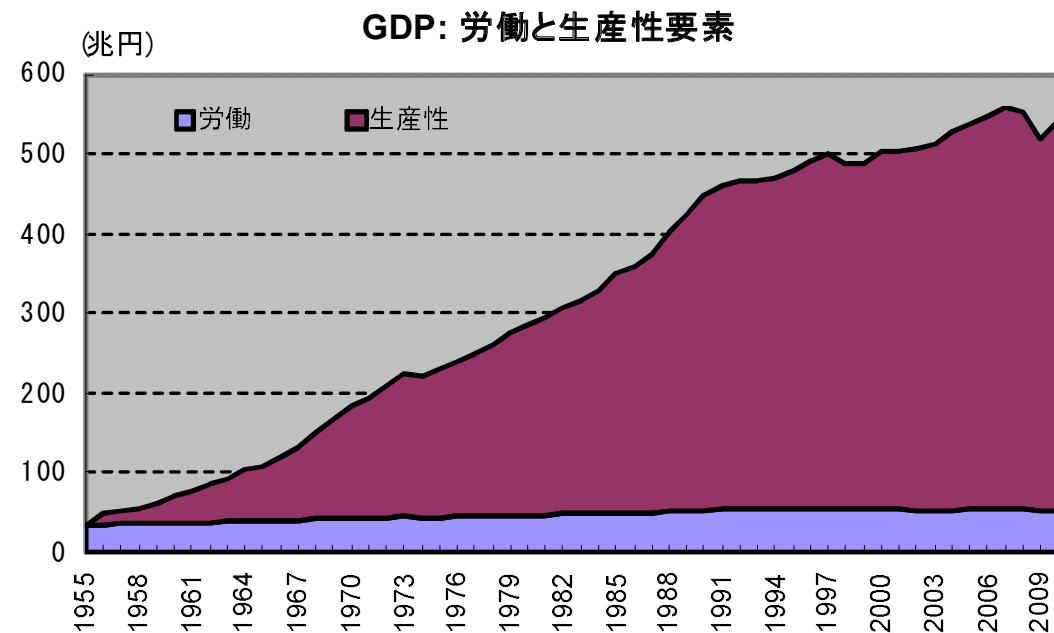
不可欠な生産性の伸び

エネルギー問題

MORGAN STANLEY MUFG RESEARCH
Japan

Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.

ロバート・アラン・フェルドマン、Ph. D.
経済調査部長
RobertTokyo.Feldman@morganstanleymufg.com
+81-3-5424-5385



出所：日経NEEDS、モルガン・スタンレー推計

重要な開示事項は本レポート巻末の情報開示セクションをご参照ください。

世界概況

世界経済見通し：下落リスクを伴い、回復は失速

1. 成長格差は大きい：(a) 先進国と途上国、(b) 先進国同士、(c) 途上国同士
2. 相場：インフレ格差と政策反応
3. 商品市況は、上昇傾向が続く

弊社GDP成長率(前期比年率、季節調整済)、消費者物価(前年比、暦年)予想

1/11/2012	GDP 予測 1				消費者物価指数 予測 2			
	2010	2011	2012e	2013e	2010	2011	2012e	2013e
グローバル全体	5.2	3.9	3.5	3.9	3.4	4.4	3.2	3.1
G 10	2.8	1.4	1.2	1.4	1.4	2.7	1.6	1.4
米国	3.0	1.8	2.2	1.8	1.6	3.2	2.1	1.8
欧州	1.8	1.6	-0.3	0.9	1.6	2.7	1.5	1.3
日本	4.4	-0.8	1.1	0.5	-1.0	-0.3	-0.7	-0.5
エマージング	7.8	6.4	5.7	6.2	5.6	6.1	4.8	4.7
中国	10.3	9.0	8.4	8.7	3.3	5.3	3.4	3.6
インド	8.9	7.3	6.9	7.5	12.1	9.0	6.5	5.9
オーストラリア	2.7	1.5	3.1	2.8	2.8	3.6	2.8	2.4
ブラジル	7.5	3.1	3.5	4.0	5.0	6.6	5.6	5.7

e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想 出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

エネルギー価格予測 – WTI、US\$/バレル 1/7/2012時点

原油	2011E	2012E
強気		115
標準	100 *	100
弱気		75

3a

*= 年末予想、E= モルガン・スタンレー・リサーチ予想(年平均)

出所: Bloomberg、モルガン・スタンレー・コモディティ・リサーチ

主な農産物価格予測

農産物	単位	2011/12e	2012/13e
トウモロコシ ⁺¹	US\$/ブッシェル	6.60	5.75
大豆 ⁺²	US\$/ブッシェル	12.75	12.70
小麦 ⁺³	US\$/ブッシェル	6.70	6.30
綿 ⁺⁴	US¢/ポンド	100	80

3b

e= モルガン・スタンレー・リサーチ予想

注: 期間は米国販売期間に準ずる: +1(4月-8月) +2(9月-8月) +3(6月-5月) +4(8月-7月)

出所: Bloomberg、モルガン・スタンレー・コモディティ・リサーチ

先進諸国は「悲劇」から「再生」物語に変える事が出来るだろうか？

2011年9月6日

Morgan Stanley MUFG Securities
Co., Ltd.ロバート・A・フェルドマン、Ph.D.
Robert.Tokyo.Feldman@morganstanleymufg.com
+81 (0)3 5424 5385

日本経済

J-Insight：日本の物語は欧米に当てはまるか？

市場はアニマルスピリットに沿って変わり、アニマルスピリットは物語に沿って変わる。物語とは、既知の構図と登場人物、リスク、それに起こり得る結末で構成される。平成経済に最も当てはまり得る物語は、「怪獣征服」、「悲劇」、「再生」の3つである。

日本の資産のバリュエーションは、通説とみなされる経済物語の変遷を反映。シナリオは新しい証左や政策の発現とともに変化しよう。したがって、通説の物語が変わる時、日本の投資リスク・リターンの輪郭も変わるであろう。

この数年間、通説物語は「悲劇」。シナリオがすぐに変わると期待するのは賢明ではない。しかし、変化の可能性を否定するのも賢明ではない。2005年5月から2006年5月までの間に日経225種は47%上昇した。S&P500種は7%上昇したに過ぎないが、これは小泉首相が選挙に勝ち、日本の通説物語を変えたためである。

日本の課題は通説物語を「再生」へと戻すこと。下に挙げた3分野の政策を、受け身から攻めへと転じることが必要である。米国と欧州の課題は、類似点を認識し、同じではなくとも相当の措置を実行することである。

平成経済の物語

物語	怪獣	悲劇	再生
あらすじ(例)	平和な社会に恐ろしい怪獣が攻撃をする。ヒーローが現れ、魔法の武器を使い、怪獣を倒す。時には自らの命を犠牲にする(ベオウルフ、ジャックと豆の木、ゴジラ、スター・ウォーズ、ハリ・ポッター)	ヒーローは致命的な欠陥を持つ。奮闘するも、決定的な欠陥が原因で破滅へと進む(オセロ、アンナ・カレーニナ、ボニー&クライド)	闇の力がヒーローの力を制する。暗闇が勝利を治めたかにみえるが、奇跡的にヒロインによってヒーローは救われる(眠れる森の美女、美女と野獣、罪と罰)
結末	仲良く暮らす	ヒーローは破滅の道を歩む	ヒーローとヒロインは結ばれ、仲良く暮らす
予想され得る市場への影響	新たなヒーローが登場すれば、株価は好転し、利回りは緩やかに上昇、そして為替は若干軟化へ。現れない場合、「悲劇」と同様の結末となる。	株価は下落、デフレ持続を受けて、債券利回りは暫時低位安定へ。最終的には、資本逃避を受けて利回りの急騰と大幅な円安を招く。	株価は上昇し、債券利回りは緩やかに上昇し、為替は緩やかに下落へ。

出所：クリストファー・ブッカー著「The Seven Basic Plots: Why We Tell Stories」2004年 Continuum、モルガン・スタンレー・リサーチ

目次

1 議論の構成と結論	p.2-4
2 怪獣物語	p.5-9
3 悲劇物語	p.10-15
4 再生物語	p.16-21
5 物語の道案内	p.22-26
6 欧米の類似点	p.27-28

欧米の類似点

類似点：米国と欧州

日本から遠く離れた米国と欧州の最近の出来事をみると、類似性があることがわかる。興味深いことに、2つの地域の結末は日本によく似ている。「怪獣征服」物語にはあまり当てはまらないが、「悲劇」や「再生」のどちらかに当てはまるかについては相反する証左が存在する。今後出現する証左は、後者2つの物語に関する投資家の判断に影響を与えよう。

米国

米国には、「怪獣征服」物語の視点からみた日本の歴史との潜在的な類似点が幾つか見出される。最も興味深い類似点は、ヒーローの魔法の武器が有効に機能しなかったことである。減税という魔法の武器を携えて登場したレーガン大統領は、1980年代前半の米国経済の病巣に立ち向かったが、数年後には膨大な赤字に直面して増税せざるを得なかった。また、ブッシュ大統領はITバブル崩壊後の2001-02年に景気回復の万能薬として減税政策を推進したが、景気の減速とともに大幅な赤字拡大に見舞われた。2008年、ポールソン財務長官は金融危機に対する魔法の武器として不良資産救済プログラム(TARP)を提案したが、その後さらに多くの対策を打つ必要性に直面した。変化を主張したオバマ大統領の選挙戦での演説は、魔法の武器を携えたヒーローの登場を予感させた。しかし、景気回復は依然として不安定である。

米国のエピソードの中で「怪獣征服」物語の型に当てはまり得るのは、ブッシュ(父)大統領政権が取り組んだ赤字削減である。グラム-ラドマン法による赤字抑制が不調に終わった後、大統領は歳出抑制と増税の困難な折り合いに着手した。この妥協の結果、大統領は1992年の選挙で敗北したが、赤字削減の軌道は確立した。この結果は、ヒーローがしばしば命を犠牲にして戦いに勝つという典型的な「怪獣征服」物語に合致する。

しかし全体的には、「怪獣征服」物語は米国経済の実態や議論と整合的ではない。金融バブルや財政赤字を外部ショックとみる考え方は、米国ではほぼ皆無である。むしろ、経済問題は政策とは関係なく内部の欠陥から生じたものと受け止められている。この論調に基づけば、米国を「悲劇」または「再生」物語の視点からみることが最も有効と考えられる。どちらが有効であるかは成果に左右される。

「悲劇」の論点は、何が事態の悪化を招き、迅速な回復を妨げた欠陥であるかを特定し、その欠陥を修正できるかが重要である。この問題に関する議論を本稿で扱うには範囲が広過ぎる。しかし、欠陥の修正において選挙区再編や憲法の見直しが必要となる限り(どちらも多くの利害関係が絡む困難な仕事である)、「悲劇」の結末に該当する可能性はある。一般に、米国人は、国が統治上大きな欠陥を抱えている可能性を認識することを嫌い、悲劇を基本の物語と受け止める見方は長続きしない傾向にある。米国市場において「リスクオフ」が長く続かない理由は、この傾向によって説明が付くかもしれない。

対照的に、「再生」物語は、米国に広く浸透している。財政政策に関する議論の例をみると、どの主張も、ある種の構造改革(財政赤字抑制に向けた憲法改正、富裕層への増税など)によって問題に対応することが可能だとしている。確かに、「魔法の武器」の要素は多くの提案に含まれている。しかし、世論調査は議会が妥協が成立しない状況に幅広い失望感を示しており、このことから考えて、国民は単独の魔法の武器では解決策にならないと考えている模様である。しかし議会では、魔法の武器への期待論を主張するインセンティブが働いている。この矛盾(国民は結果に納得がいかないにもかかわらず、そうした結果を出す議員を選挙で選んでいる)は、まさに「悲劇」の原因となる構造的欠陥である。

様々な立場からの議論においてある特定の主張が全面的に通ることは考えにくい。米国において「再生」物語が持続し得るのは、選挙のルール、もしくは手続きのルールが変わった場合だけであろう。どちらの面においても若干の進展はみられる。例を挙げると、党利党略のための不当な選挙区改定が対立悪化を招いているとの意見がある。カリフォルニア州はこの問題に対応して、2010年11月、州憲法改正案のプロポジション20を採択した。この改正案は、議会選挙区の制定権を、知事と州議会から独立した委員会へと移譲するというものであった。その一方で、最近の「wave election」(大波のようにどちらか一方が大勝を取る選挙)の風潮に比べれば、選挙区改定の問題はさほど重要ではないとの意見もある。最近の選挙では、一度に膨大な数の議員が入れ替わる結果、議会内部での議員同士のネットワークが薄くなり、妥協成立が一段と難しくなるケースが起きている。

手続き面の進展をみると、民主党はウォルター・モンデル前副大統領の見解を踏まえ、ほとんどの重要法案の成立に事実上必要なスーパーマジョリティの削減に取り組み始めた。⁶⁷

欧州

欧州では、2つの明瞭な理由から、「怪獣征服」物語との整合性は低い。第1に、欧州は、欧州全体としてのヒーローが出現し得るような政治集団ではない。第2に、ユーロや欧州金融規制の構造に起因する諸問題を欧州そのものが招いたことは否定できない。米国のサブプライム問題を欧州の災難の原因とみる見方もあり得よう。しかし、この問題における一部欧州諸国やカナダ、日本の耐性を考えると、規制システムが結果に与える影響は、米国からの影響よりも重要だと考えられる。したがって、「怪獣征服」物語は欧州には当てはまらないといえる。

「悲劇」物語は幾つかの点で当てはまる。最近、マーストリヒト条約の欠点が現在のソブリン危機拡大を助長したとの意見がある。ソブリン債務問題への対処方法を巡って欧州諸国間の見解が一致していない点は、EUとユーロ圏の統治問題を強調している。また、寄せ集めに近い金融システム監督ルールは、共通の規制の枠組みを持たずに共通通貨を維持することの難しさを強調している。EUには論争を収拾できる強い権限が存在しないため、危機に直面すると、首尾一貫した透明な国際政策を立案することは極めて難しい。また、規模の問題もある。協定をまとめるのに必要な当事者の数の多さは、非協力的な国々の個別取引を助長する。この種の問題が原因で、ユーロ楽観論者の間ですら、ユーロ崩壊の可能性に言及する意見が聞かれる。

しかし、欧州が「再生」物語のあらすじに沿って危機に反応していることを示す証左もある。紆余曲折を経て創設された欧州金融安定ファシリティー(EFSF)や安定成長協定(SGP)の改革は、新しいルールが生まれる可能性を示唆している。2008-09年の金融危機以降、規制当局間の調整は大幅に改善している。

このように、欧州も、日本や米国と同様に「悲劇」と「再生」の物語の中間に位置している。通説の物語に関する投資家の判断は証左の出現とともに変化し、それに応じて市場のバリュエーションも変化すると見込まれる。

⁶⁷ Wallbank, Derek, “Democrats to use Mondale Strategy in Filibuster-reform Attempt” 参照。
http://www.minnpost.com/derekwallbank/2011/01/04/24556/democrats_to_use_mondale_strategy_in_filibuster-reform_attempt

政治、政策、新総理

野田新内閣：経済政策の二つの特徴

専門分野における経験

国家戦略担当、経済財政政策、科学技術政策担当相：

古川元久

民主党政調査会長：

前原誠司

1. 全ての経済戦略関連を1人でまとめる;
他の大臣は経験が少ない
2. 政策内容を前原氏と共同で立案

財務大臣：

安住 淳

経済産業大臣：

枝野幸男

現在の活動： 積極的というより消極的

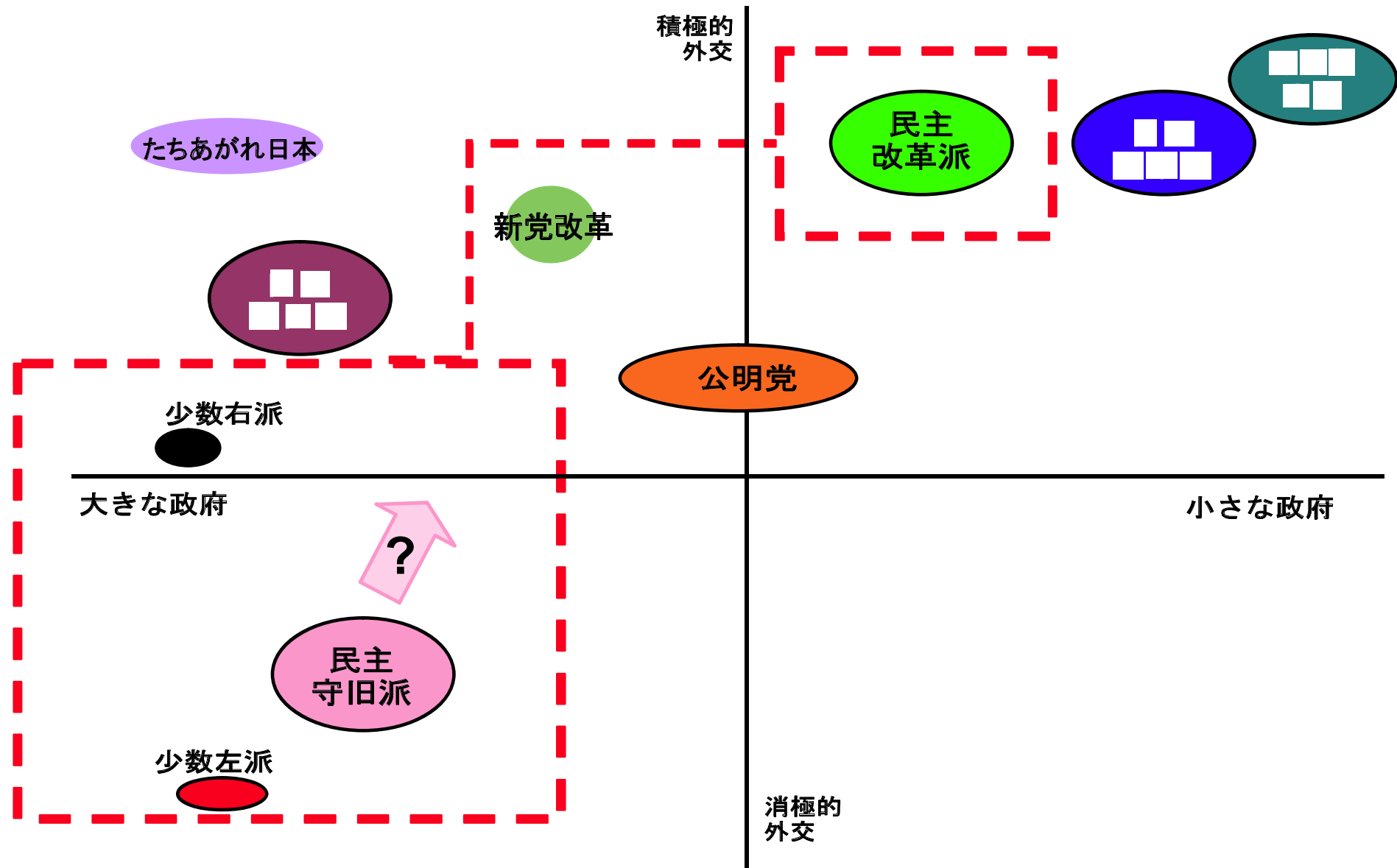
市場に好意的な活動

TPP
為替介入

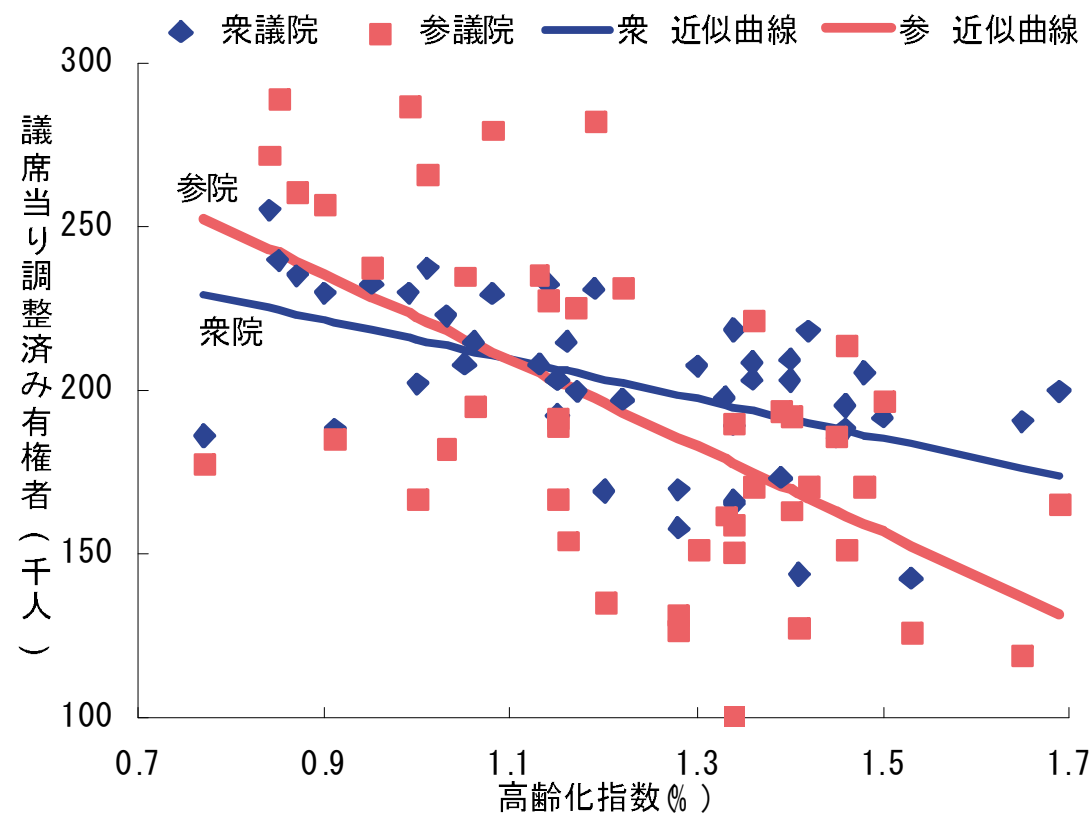
市場に非好意的な活動

増税
社会保障給付制度
改革
支出再配分
デフレ

日本の政治構成：民主党は思想的には分離している



選挙制度問題：日本の選挙制度は高齢者の声が過大に反映されている



日本の高齢者は、地方に集中しており、選挙制度は地方にかなり有利。その結果、高齢者の利益が過大に優遇される。

出所：総務省統計局、モルガン・スタンレー・リサーチ

注：9/6/2010付で公表した (Robert Alan Feldman 著) 「グローバル経済 デフレ：アメリカと欧州は日本の道を歩むのか？」を基に作成。

野田政権：投資家はどのように反応するだろうか？

筋書き:

1. 貧弱な行政機関の怪獣は国を攻撃した。
2. 新たなヒーローが魔法の武器をもって登場：野田首相は政策決定プロセスを改善。
3. 野田首相の控えめな個性が党内の根深い政策相違を克服し、多くの世論の支持を得る。和解が成立する。
4. 国に平和が戻る。

市場の反応（現在）:

今のこの状況を信じましょう。信じれば、株式市場は好転し、債券市場では僅かな金利上昇に必要な財政改革を信じるでしょう。

市場の反応は持続するだろうか？

新しい筋書きの成功への期待が数ヶ月続くかもしれない。しかし、政治の厳しい現実や経済に押しつぶされてしまう可能性もある。全く異なった方法から生まれるあらゆる政策合意には、経済の統一よりも政治的妥協が好まれそうだ。

起こり得る反論：野田首相は「羊皮虎質」かもしれない。古川/前原 政策路線に野田首相が好意的に決めたのであれば、市場はより好意的かもしれない。**したがって、前原氏と古川氏が政策議論にどの程度の手腕を振るうのかを観察するのが重要となるだろう。**

日本経済見通し

日本経済見通し: 震災の影響が2011年に長引き、2012年には回復へ

モルガン・スタンレー経済予測

	暦年				年度			
	2010	2011e	2012e	2013e	2010	2011e	2012e	2013e
GDP成長率	4.4	-0.8	1.1	0.5	3.1	-0.4	1.0	0.5
国内需要	2.7	0.0	1.4	0.1	2.4	0.5	1.0	0.1
外需（寄与度）	1.9	-0.7	-0.2	0.5	1.0	-0.9	0.1	0.5
国内民間需要	3.0	-0.5	0.2	0.7	3.0	-0.4	0.2	0.6
民間最終消費支出	2.6	-0.1	0.7	0.8	1.6	0.3	0.7	1.0
民間住宅投資	-4.3	5.6	2.0	0.7	2.3	4.5	1.7	0.4
企業設備投資	0.5	-0.5	-1.5	0.5	3.5	-2.0	-0.8	-0.3
民間在庫（寄与度）	0.7	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	-0.3	-0.2	-0.1
公的需要	1.8	1.6	5.2	-1.4	0.6	3.5	3.4	-1.2
政府消費	2.1	2.2	2.6	-0.1	2.3	2.1	2.3	-0.2
公共投資	0.4	-1.2	17.0	-6.8	-6.8	9.4	8.2	-5.4
財貨・サービスの輸出	24.2	0.2	0.2	4.3	17.2	-1.7	1.4	4.2
財貨・サービスの輸入	11.1	5.8	1.9	1.5	12.0	4.5	1.2	1.6
GDPデフレーター	-2.1	-2.1	-1.2	-0.5	-2.0	-2.1	-0.9	-0.4
CPI（コア）	-1.0	-0.3	-0.7	-0.5	-0.9	-0.2	-0.8	-0.3
名目GDP	2.3	-2.9	-0.1	0.1	1.1	-2.5	0.1	0.1
経常収支（対GDP比%）	3.6	2.0	1.5	2.3	3.4	1.5	1.7	2.4
原油価格	79.6	94.9	96.6	94.1	83.5	95.4	96.3	93.4
鋳工業生産	16.5	-3.3	3.4	4.0	9.0	-2.3	3.9	3.7
世界成長率	5.2	3.8	3.5	3.9	—	—	—	—

注:e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想(2011年12月9日現在)。

出所:内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

経済見通し(四半期予測)

四半期GDP予測 (季調済、前期比%、%)

	2011年				2012年				2013年				2014年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e
実質GDP	-1.7	-0.5	1.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.5
GDP (前期比年率)	-6.6	-2.0	5.6	0.9	0.8	1.2	0.6	0.8	0.8	0.3	-0.5	0.6	2.2
民間最終消費支出	-1.2	0.3	0.7	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.5	1.2
民間住宅投資	1.8	-2.0	5.2	-0.6	0.1	0.3	0.4	0.3	0.5	-0.1	-0.2	0.2	0.3
企業設備投資	-0.9	-0.5	-0.4	-0.1	-0.8	-0.2	-0.6	0.6	0.6	0.3	-0.5	-0.8	-1.4
政府消費	0.5	0.7	0.2	0.9	0.6	1.4	0.6	-0.9	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.3
公共投資	-1.9	6.7	-1.0	6.3	9.0	3.2	0.2	-3.1	-6.2	3.8	-2.9	-1.5	-0.5
外需 (寄与度)	-0.2	-1.0	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1
財・サービスの輸出	0.0	-5.9	7.3	-1.8	-0.8	-0.2	0.4	1.4	1.8	0.8	1.2	0.3	0.7
財・サービスの輸入	1.1	0.4	3.5	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.5	0.2	1.0	0.2	-0.1	0.2
GDPデフレーター (前年比、%)	-1.9	-2.4	-2.2	-2.1	-1.7	-1.1	-1.2	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2
CPI (コア、前年比、%)	-0.8	-0.3	0.2	-0.2	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2
名目GDP	-1.7	-1.6	1.2	-0.6	0.4	0.1	-0.1	-0.6	0.7	0.1	-0.3	-0.5	1.1
原油価格 (WTI)	94.6	102.3	89.5	93.3	96.5	96.9	96.7	96.1	95.3	94.4	93.6	93.1	92.6
鉱工業生産	-2.2	-3.8	4.0	0.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.5	0.7	0.8	0.2	0.5
完全失業率 (%)	4.7	4.6	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.7
国内企業物価指数 (前年比、%)	1.8	2.5	2.7	1.6	1.1	0.5	0.6	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	0.9
補完当座預金制度適用利率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
無担コールレート翌日物誘導水準	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10	0 -0.10
補完貸付金利 (ロンバートレート)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
LIBOR 3ヵ月物利回り	0.20	0.15	0.19	0.20	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
国債10年物利回り	1.25	1.13	1.04	0.90	0.90	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

注:e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想(GDP見通しは2011年12月9日現在、金利見通しは2011年12月12日現在)。金利は期末値。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

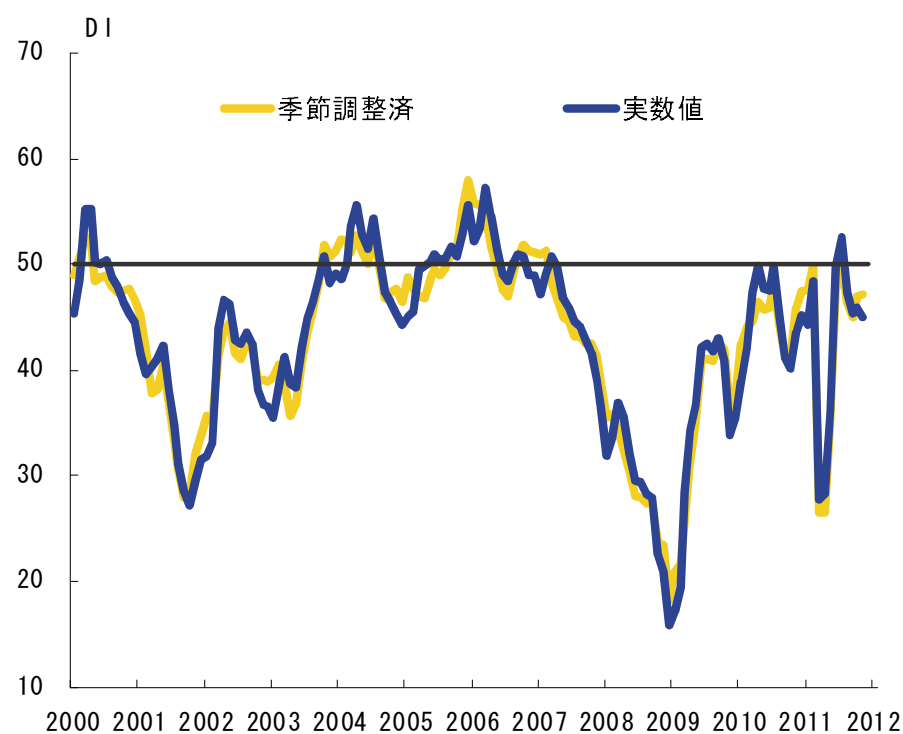
センチメントと在庫：回復に向けた奮闘

景気ウォッチャー統計は回復している。

しかし在庫は完全に管理されている。

景気ウォッチャー調査

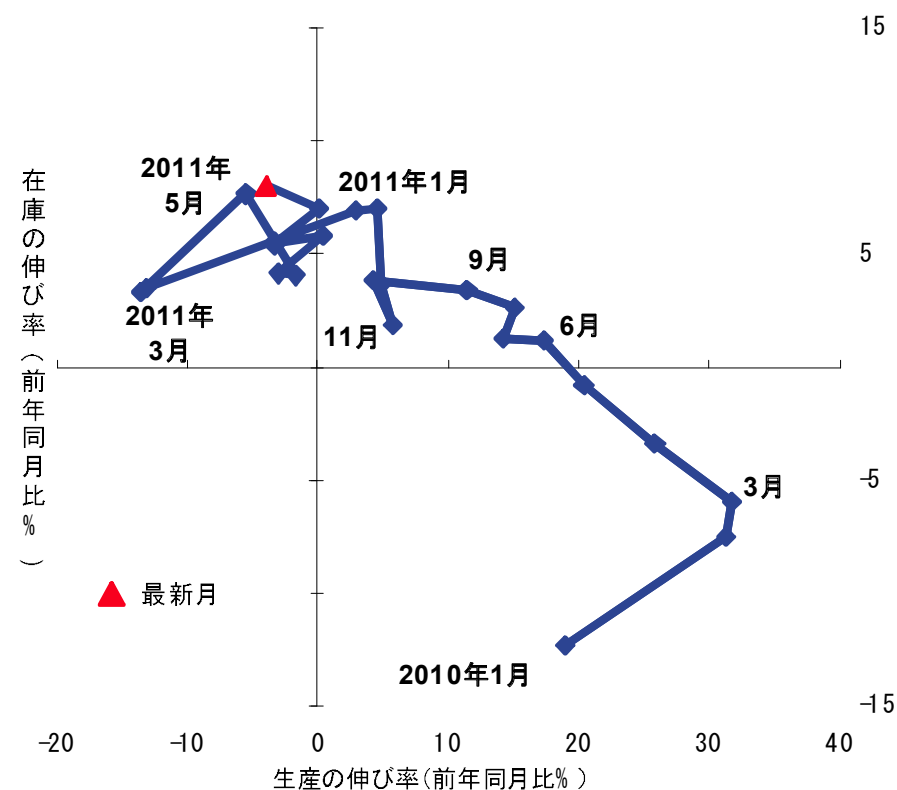
現状判断



出所：内閣府，経済産業省，モルガン・スタンレー・リサーチ

2010-2011年の在庫循環

対前年同月比

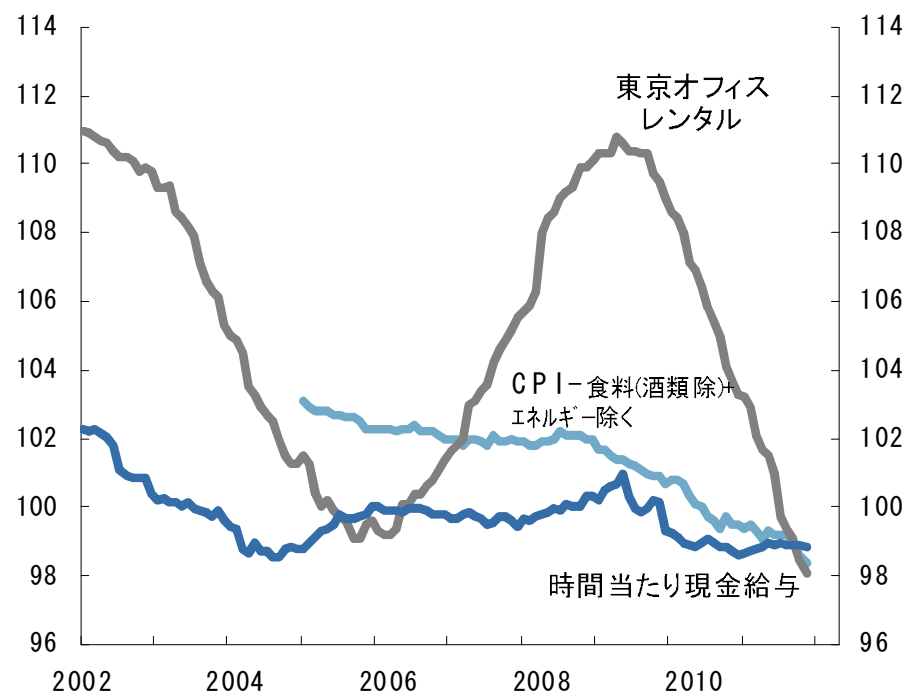


出所：内閣府，経済産業省，モルガン・スタンレー・リサーチ

消費者物価の伸びは(若干)改善しているものの、デフレはまだ改善していない

価格指標

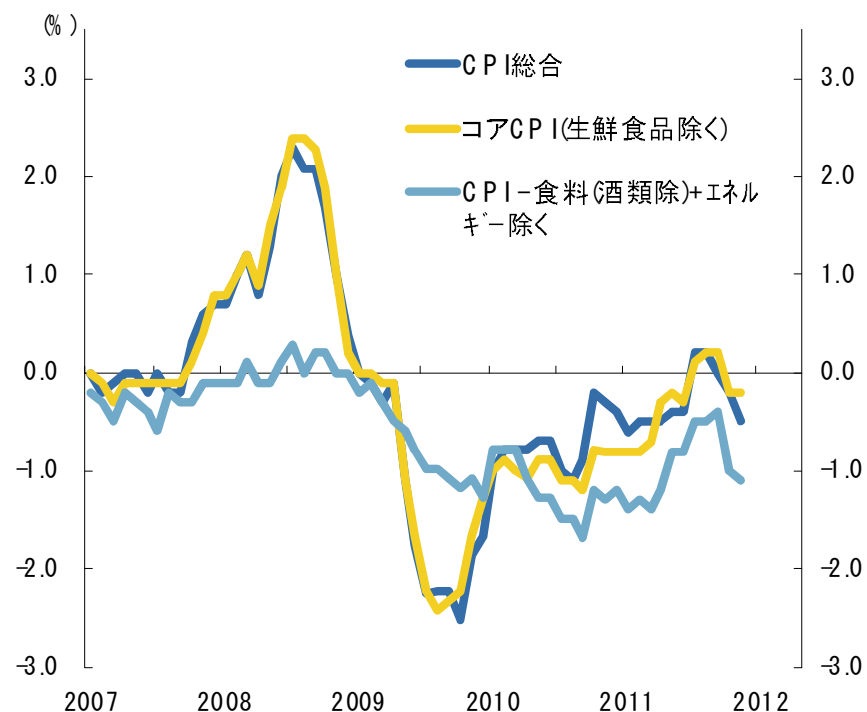
水準、2010年=100



出所：内閣府、日本銀行、厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

消費者物価指数

全国、対前年同月比

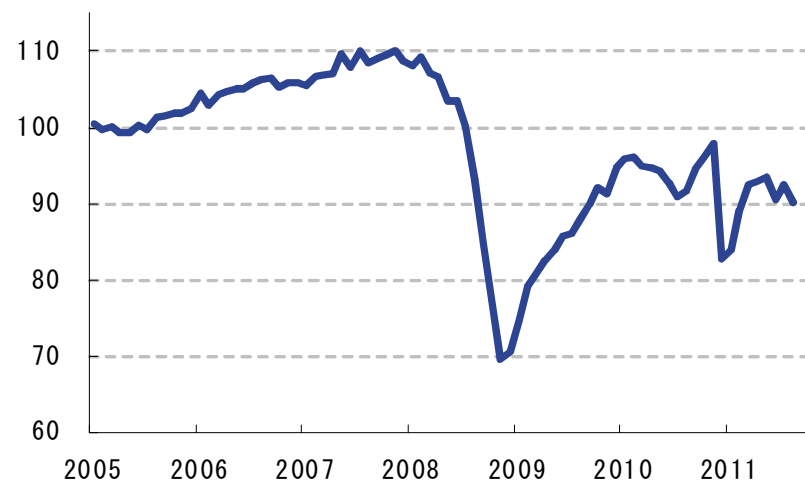


出所：内閣府、日本銀行、厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

震災前の結果を見ても、生産と設備稼働率はピークを超えた

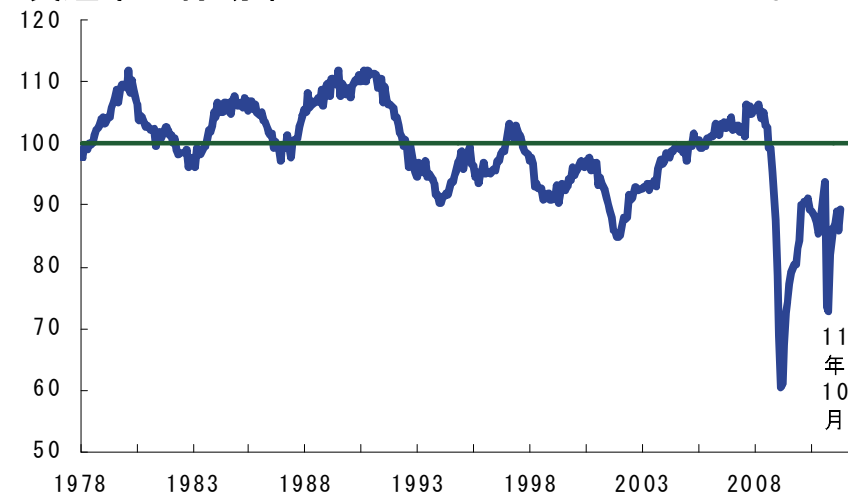
鉱工業生産

2005年=100、2011年11月



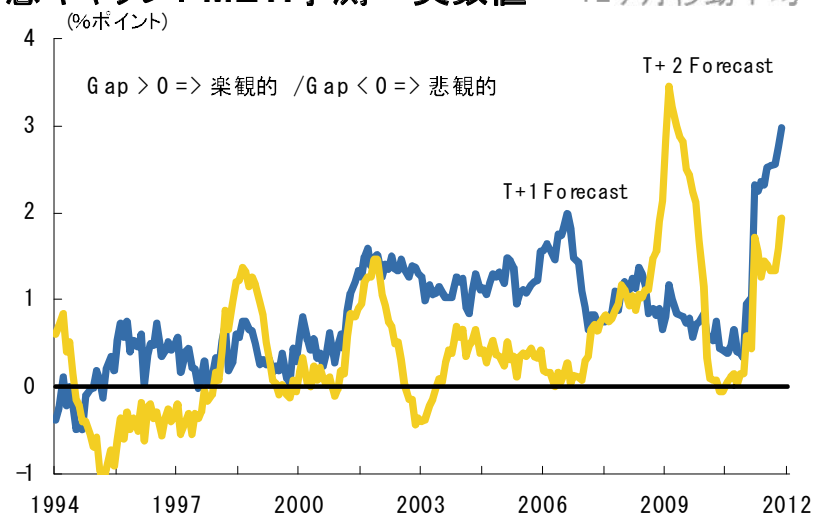
製造業の稼働率

2005年=100



予想ギャップ：METI予測 - 実数値

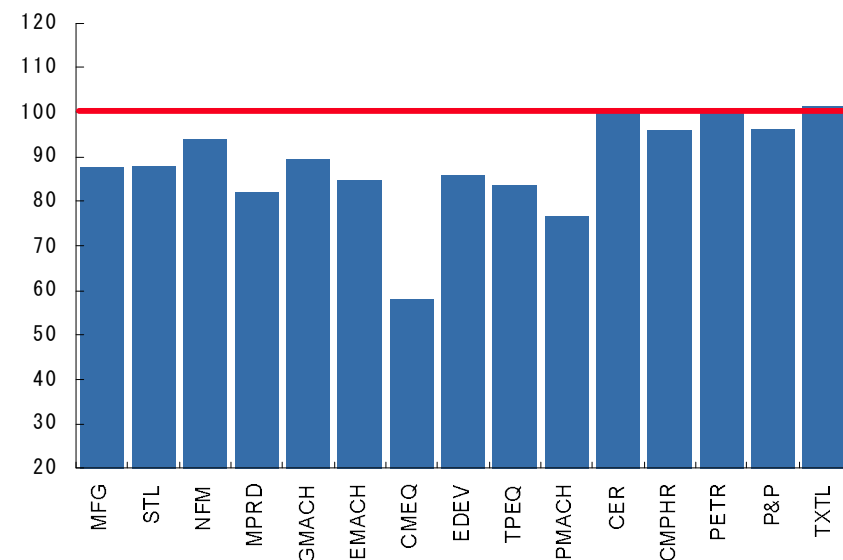
12ヶ月移動平均



出所：経済産業省、モルガン・スタンレー・リサーチ

稼働率指数

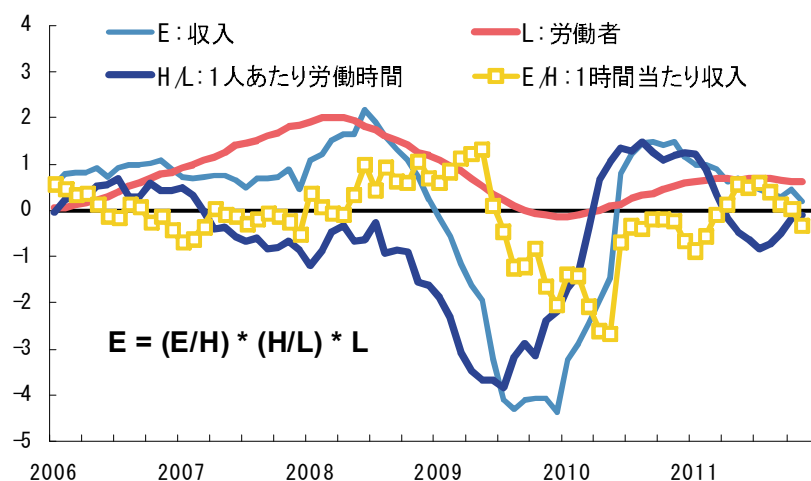
2008年9月=100、2011年10月時点



収入、倒産、消費者心理：改善は一段落

収入内訳

対前年同月比%、6ヶ月移動平均、一般労働者



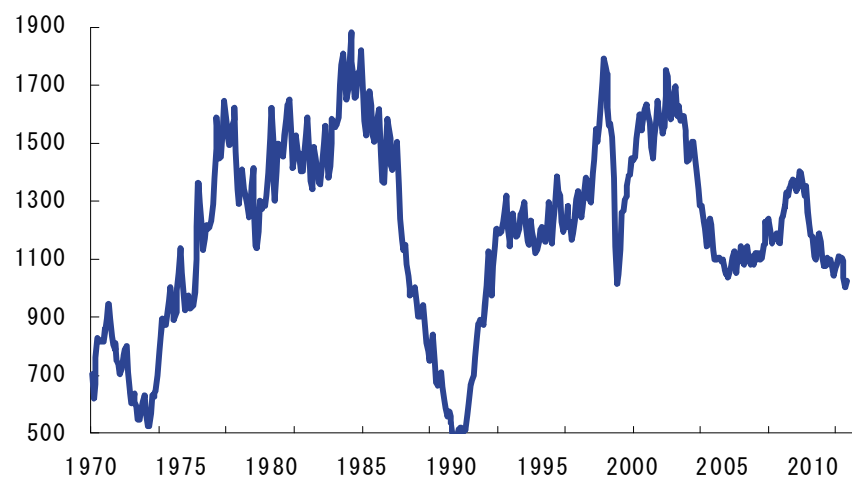
所定外労働時間

1週間当たり時間、5人以上、産業計



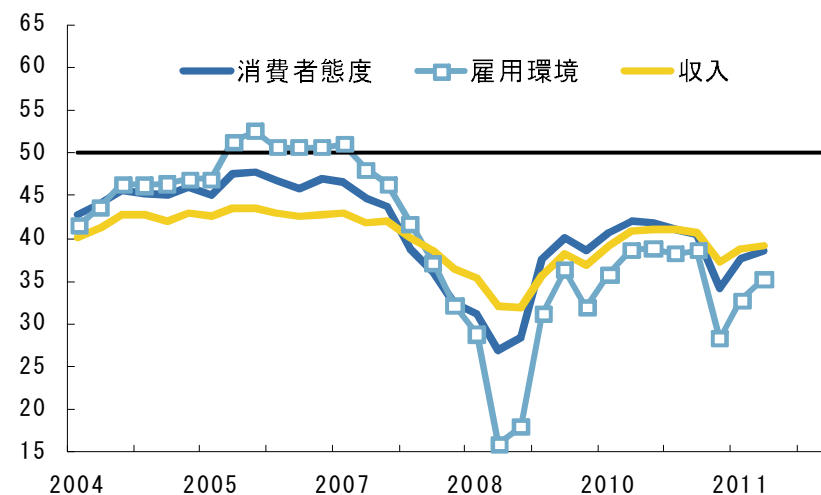
倒産件数

3ヶ月移動平均、月間件数



消費者態度指数

季節調整済



四半期/月次データ

【四半期指標】

	10年 3Q	10年 4Q	11年 1Q	11年 2Q	11年 3Q		10年 4Q	11年 1Q	11年 2Q	11年 3Q	11年 4Q
実質GDP成長率(前期比年率%)	2.9	-2.7	-2.7	-1.3	6.0	短観業況判断DI					日銀予測
名目GDP成長率(同)	0.2	-3.2	-6.8	-6.1	5.0	大企業・製造業	5	6	-9	2	4
法人企業統計 経常利益 全産業	54.1	27.3	11.4	-14.6	-8.5	大企業・非製造業	1	3	-5	1	1
製造業	209.0	20.0	-12.5	-15.3	-18.7	中小・製造業	-12	-10	-21	-11	-12
非製造業	19.9	31.6	26.8	-14.2	-2.7	中小・非製造業	-22	-19	-26	-19	-22

【月次指標】

		四半期				月次						
		10年 4Q	11年 1Q	11年 2Q	11年 3Q	11年 5月	11年 6月	11年 7月	11年 8月	11年 9月	11年 10月	11年 11月
景気全般	景気動向指数(先行C I)	91.4	94.0	91.7	93.4	91.5	93.3	94.9	94.2	92.3	92.0	92.9
	景気動向指数(一致C I)	91.7	91.2	88.1	89.9	88.4	90.7	90.8	91.0	90.1	91.4	90.3
	全産業活動指数(除く農水業)(季調済、前月比%)	-0.2	-1.9	-0.4	2.1	2.0	2.2	0.4	-0.3	-0.7	0.8	—
	第3次産業活動指数(季調済、前月比%)	0.3	-1.6	0.1	1.3	0.9	1.9	-0.2	0.1	-0.4	0.6	—
	景気ウォッチャー調査 現状水準判断D I	36.4	34.8	32.9	41.2	31.7	39.7	43.2	40.6	39.6	41.3	39.7
	景気ウォッチャー調査 現状判断D I	43.0	39.9	37.9	48.4	36.0	49.6	52.6	47.3	45.3	45.9	45.0
	景気ウォッチャー調査 先行き判断D I	42.1	40.1	44.1	47.3	44.9	49.0	48.5	47.1	46.4	45.9	44.7
生産	鉱工業生産(季調済、前月比%)	-0.1	-2.2	-3.8	4.3	6.2	3.8	0.4	0.6	-3.3	2.2	-2.6
	鉱工業出荷(季調済、前月比%)	-0.4	-2.1	-5.7	6.6	5.3	8.1	0.1	0.2	-2.0	0.2	-1.5
	鉱工業在庫(季調済、前月比%)	-0.6	1.0	3.2	2.0	5.6	-2.8	-0.1	2.1	-0.1	0.9	-0.8
雇用・所得	失業率(季調済、%)	5.0	4.7	4.6	4.4	4.5	4.6	4.7	4.3	4.1	4.5	4.5
	雇用者数(季節調整値、万人)	5,472	5,426	5,246	5,294	5,250	5,257	5,213	5,201	5,468	5,461	5,484
	新規求人倍率(季調値)	0.97	1.00	0.98	1.08	0.98	1.00	1.07	1.05	1.11	1.13	1.18
	有効求人倍率(季調値)	0.57	0.62	0.62	0.66	0.61	0.63	0.64	0.66	0.67	0.67	0.69
	現金給与総額	0.2	0.2	-0.4	-0.3	1.0	-0.7	-0.2	-0.4	-0.4	0.0	-1.0
個人消費	実質消費支出(全世帯)	-1.4	-2.8	-2.2	-2.7	-1.2	-3.5	-2.1	-4.1	-1.9	-0.4	-3.2
	実質消費支出(勤労者世帯)	1.1	-3.8	-1.8	-3.4	-0.3	-3.5	-2.6	-4.7	-2.8	-1.8	-4.1
	平均消費性向(季調済)	73.5	72.8	73.7	73.3	74.7	73.6	71.9	73.8	74.3	71.8	73.7
住宅投資	新設住宅着工戸数(季調済年率換算値、千戸)	843.1	842.3	810.0	878.2	814.9	817.0	955.2	933.9	745.4	774.4	844.9
	(前年比%)	6.9	3.2	4.1	7.9	6.4	5.8	21.2	14.0	-10.8	-5.8	-0.3
設備投資	機械受注(民需/除船電、季調済、前月比%)	-4.3	5.6	2.5	1.5	3.0	7.7	-8.2	11.0	-8.2	-6.9	—
	(同前年比%)	5.6	8.9	9.8	5.8	10.5	17.9	4.0	2.1	9.8	1.5	—
	鉱工業資本財出荷(輸送機械除、季調済、前月比%)	1.2	-2.7	6.5	-0.1	8.4	1.1	0.6	-3.0	-6.0	3.5	0.9
	建築物床面積 鉱工業用(季調済、前月比%)	13.5	-11.9	22.6	-21.1	-17.7	11.9	-12.6	-12.3	-7.1	46.3	2.2
公共投資	公共工事請負額(前年比%)	-14.8	-3.2	-9.3	-3.4	-14.1	-3.4	-15.9	3.5	3.3	3.2	6.8
外需	実質輸出指数(日銀) 季調(2005年=100)	119.6	118.0	111.5	121.1	110.0	119.3	119.7	119.8	123.9	118.2	114.9
	通関輸出(金額ベース、円建て、前年比%)	10.0	2.4	-8.0	0.5	-10.3	-1.6	-3.4	2.8	2.3	-3.8	-4.5
	通関輸出(数量ベース、前年比%)	8.6	2.2	-8.3	-1.1	-10.8	-2.7	-5.3	0.9	1.5	-3.9	-4.4
	実質輸入指数(日銀) 季調(2005年=100)	102.3	101.4	103.6	106.2	104.6	104.8	106.8	106.8	105.1	109.9	107.9
	通関輸入(金額ベース、円建て、前年比%)	11.3	11.4	10.4	13.8	12.4	9.8	9.9	19.2	12.2	17.9	11.4
	通関輸入(数量ベース、前年比%)	9.6	7.3	2.8	1.5	5.5	1.7	-2.6	6.0	1.0	6.0	-1.0
	経常収支(季調済、100億円)	432.1	326.0	189.9	270.8	38.6	93.7	82.5	67.3	121.1	51.9	48.0
	貿易収支(季調済、100億円)	177.8	91.0	-124.9	-12.6	-70.3	0.9	-2.3	-19.4	9.1	-52.7	-37.5
物価	企業物価指数(国内、前年比%)	1.0	1.8	2.5	2.7	2.2	2.5	2.8	2.6	2.5	1.6	1.7
	消費者物価指数(除く生鮮、前年比%)	-0.8	-0.8	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.2	-0.2	-0.2
マネー	マネーストック(M2、平残、前年比%)	2.6	2.4	2.8	2.8	2.7	2.9	3.0	2.7	2.7	2.8	3.0
	貸出平残(銀行+信金)(前年比%)	-2.0	-1.8	-0.8	-0.5	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2

注: 括弧書きのない場合、単位は前年比%

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

金融政策と為替

円高はインフレターゲットをもたらすだろうか？

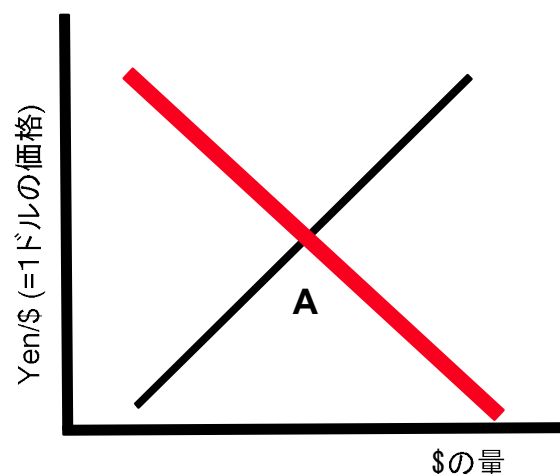
1 野田首相は、円高に立ち向かうことを力強く公然と発言している(2011年10月号の文藝春秋、2010年10月のVoiceを参照)。しかし、首相就任以来、為替介入を実施しているにも関わらず円高は進んでいる。

2012年に予定される総選挙では、円高の雇用への影響は野田政権に大きな影を落とし、より積極的な活動へのインセンティブが高まるだろう。

2 一方、高いインフレ率によって金利利回りの上昇と債券市場の負のスパイラルをもたらすことから、より積極的な金融政策に対し財務省の勢力は反抗している。

3 結果、野田首相自身は積極的な金融政策のため、日銀に対応を要求するかを決断しなくてはならないだろう。現段階では、首相の意欲的な姿勢が垣間見えている。しかし、政策方向を変更すれば、為替は大きく早急に反応するだろう。

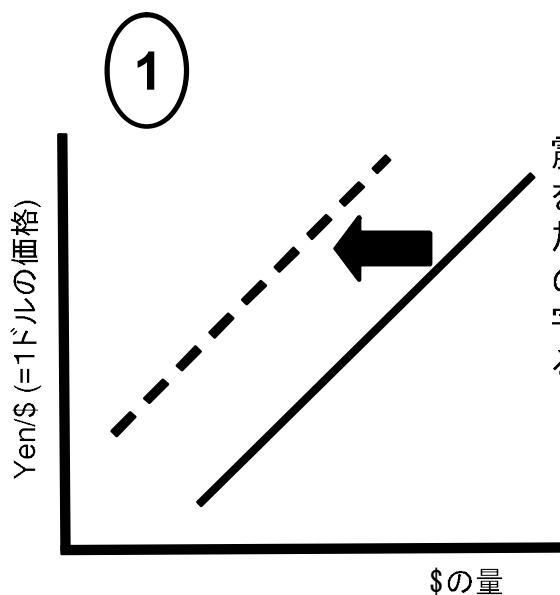
為替：需給関係によって決定



ドル円の最善のモデルは… **需要と供給**

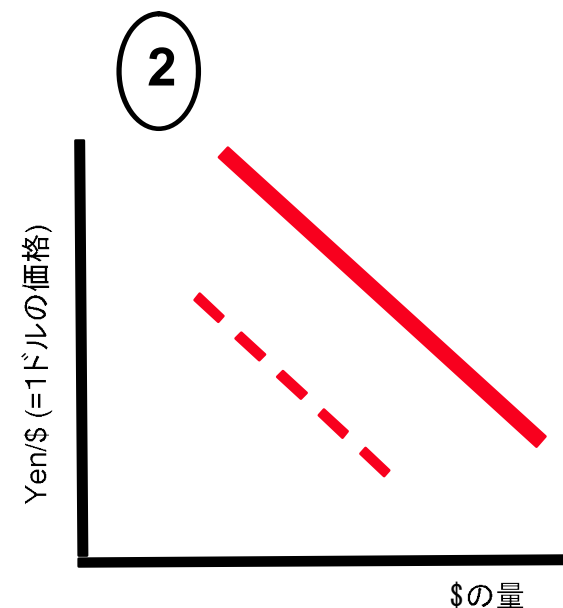
供給面(経常収支)においては、円安によって日本はより多くのドルを供給する。そこで、曲線は上向きに移動する。世界経済が好調すれば、曲線は外側にシフトする。

需要面においては、円高が海外資産を減少させ、日本の投資家はより多くのドルを購入。そこで、需要曲線は下向きに移動する。海外の金利が上昇あるいは日本の投資家リスクが高まれば、曲線は外側にシフトする。海外の金利が下落あるいは日本の投資家のリスクが下がれば、曲線は内側にシフトする。



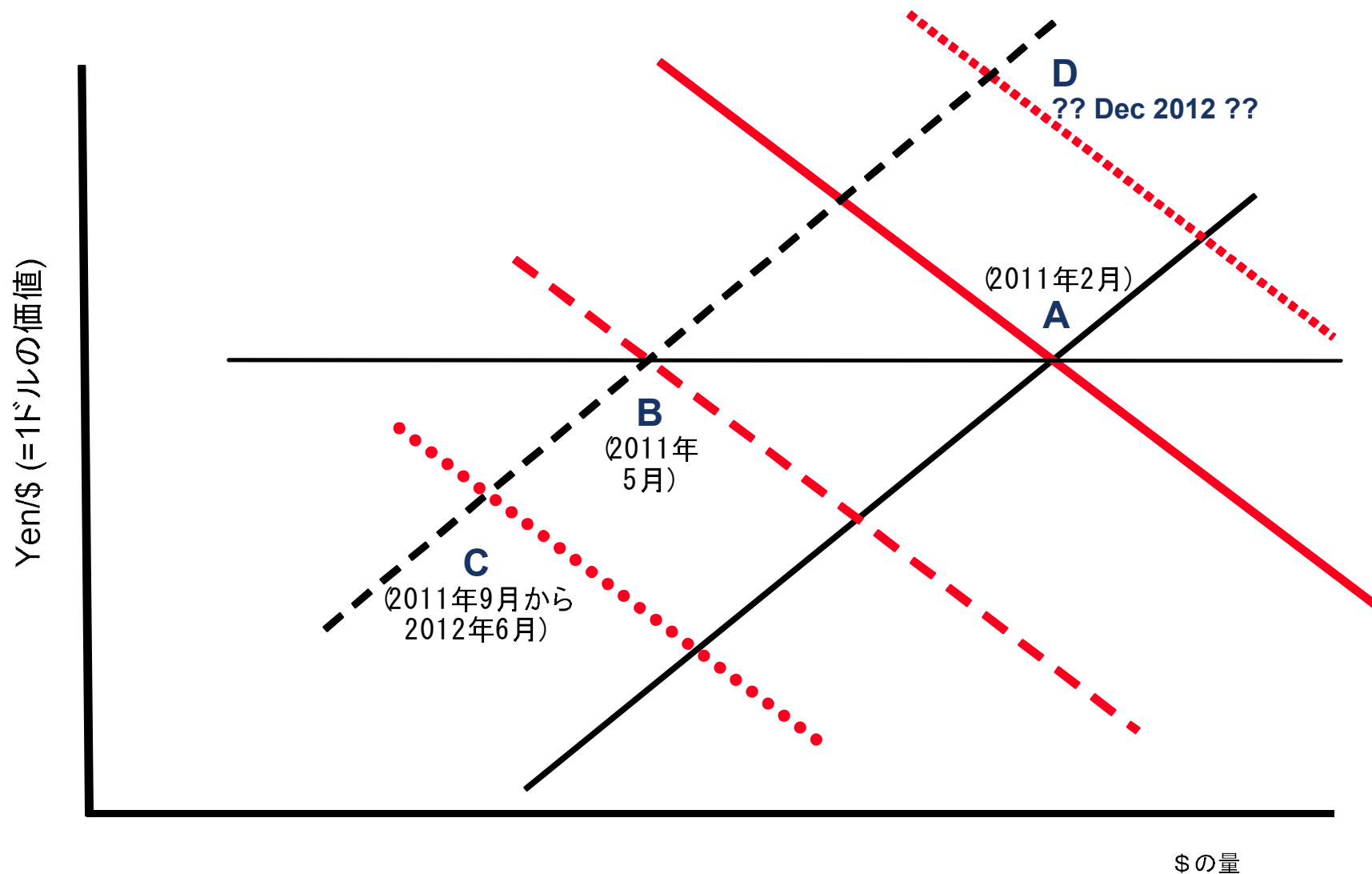
震災と円高は、輸出を減少させ、輸入を増加させる。つまりドルの供給曲線(経常黒字)は内側にシフトする。

資本の流れは、震災と世界経済から影響を受ける。低いリスク回避、低い金利格差、海外金融市場の混乱によって需要曲線は内側にシフトする。



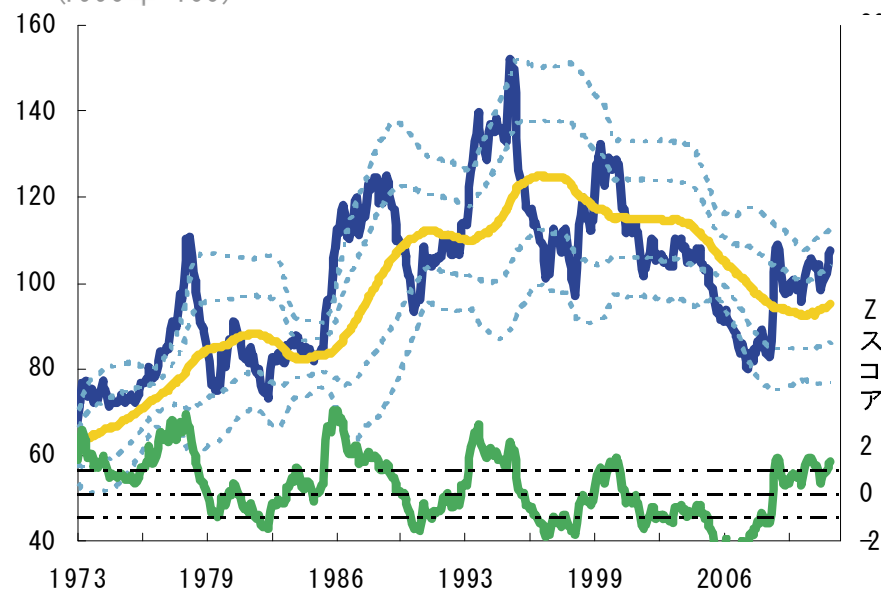
円相場の動き： 2011年2月から2012年12月

円相場の経緯は2011年3月 - 2012年12月に A→B→C→D と推移すると思われる。



物語の変化は為替の動きも変えるだろうか？

実質実効為替レート(REER) 60ヶ月移動平均
(1990年=100)



出所: BIS、モルガン・スタンレー・リサーチ

60ヶ月移動平均基準で見ると、円の実質実効為替レート (REER) は、平均よりほぼ1標準偏差円高となる(120ヶ月移動平均の場合、REERはほぼ正確に平均値となる)。そこで、逆に言えば、上記の質問に対する答えは、過去のどの期間を使うかにかかっている。

多くのREERの算出方法による問題点は、物価状況のみ考慮し、経済状況を除外していることである。

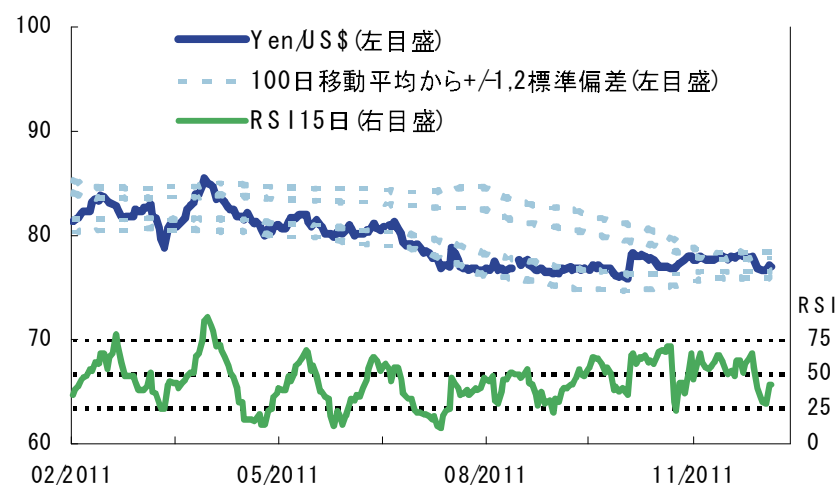
Morgan Stanley Global Currency Forecasts

2012年1月12日時点		2012				2013			
	現時点	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
EUR/USD	1.28	1.25	1.23	1.21	1.2	1.22	1.24	1.25	1.27
USD/JPY	77	74	73	72	71	73	75	77	79
USD/CHF	0.94	0.88	0.88	0.91	0.93	0.94	0.96	0.99	1.01
GBP/USD	1.53	1.44	1.4	1.39	1.41	1.45	1.49	1.54	1.57
EUR/JPY	98	93	90	87	85	89	93	96	100

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

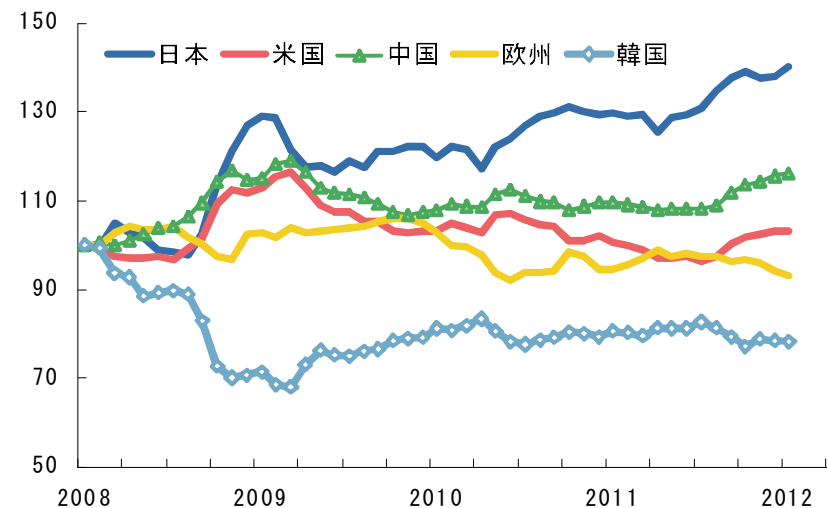
為替：テクニカル面と地政学面

Yen/US\$ と RSI



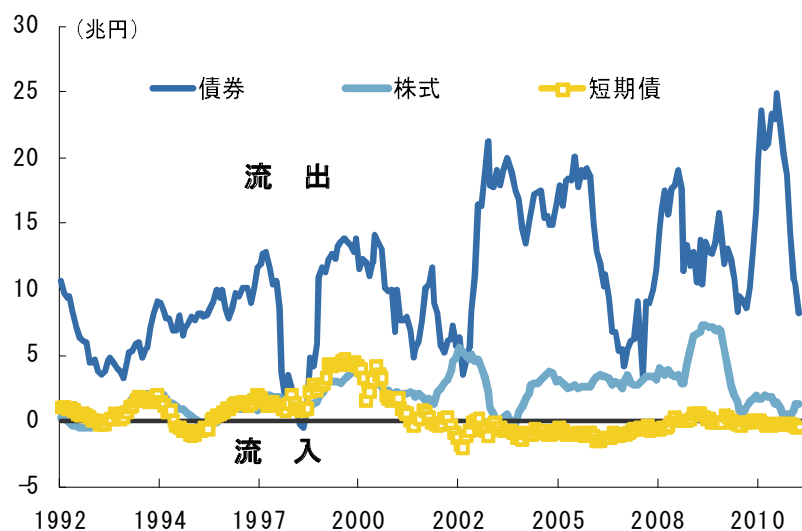
貿易加重為替相場

2008年1月=100



居住者投資資本の流れ

兆円/月、年率

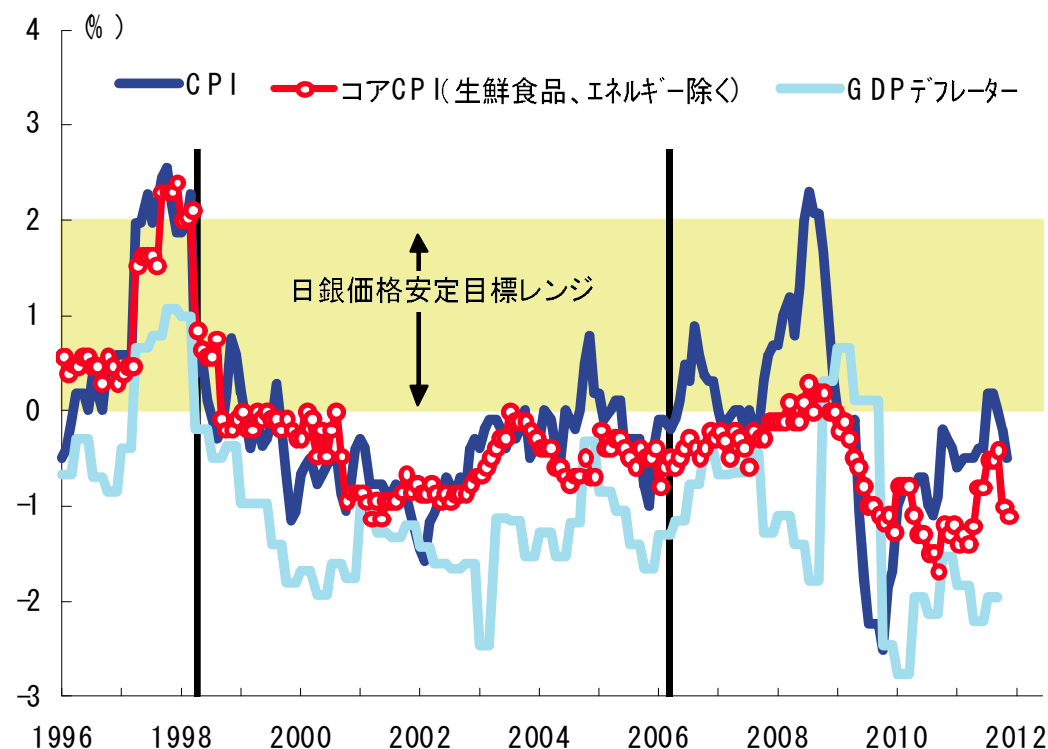


政府と日銀が共通の物価目標をもつことは、より積極的な金融政策を意味するだろう

日銀は物価目標にCPI(全国)を使い、政府はGDPデフレーターを使用している。ここには大きな相違がある：ここ10年のCPIの平均は、GDPデフレーターより0.9%ポイント高い伸び率である。

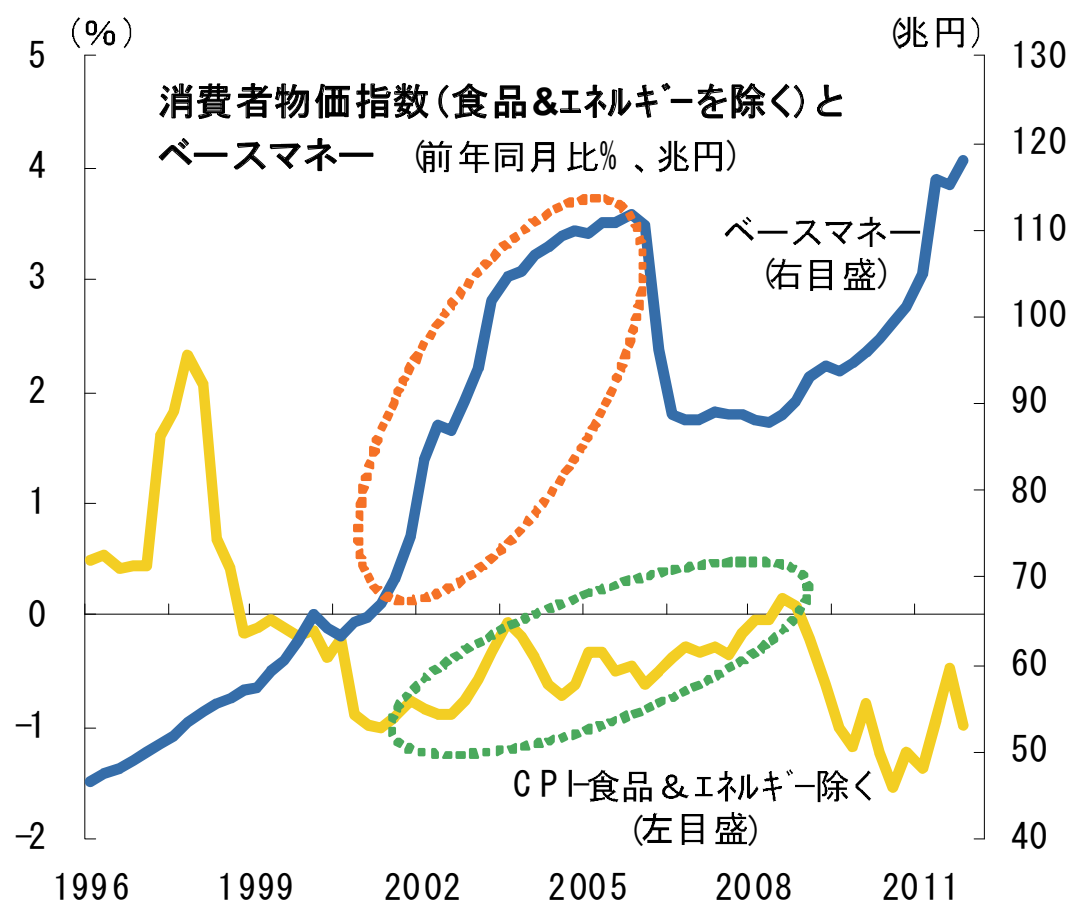
その理由として、CPIは**Laspeyres**指数を使用する一方、GDPデフレーターは**Paasche**指数を使用している事があげられる。

根本的な理由として、CPIは財・サービス価格等を総合してみている一方で、GDPデフレーターは賃金や企業収益の加重平均をみている。後者はインフレ傾向を判断するのにとても重要である。



出所：総務省統計局、内閣府、日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

ベースマネーと物価： 相互関係



2001年から04年にかけてのベースマネーの急激な上昇は当時のデフレ減少に寄与していた。

2008年の世界経済成長の崩壊以降、ベースマネーの伸びは、デフレ圧力を弱めるための十分なものではない。

財政問題、生産性、金利見通し

財政問題： まずは正しい数字と正しい会計を用いる

2008年度予算

歳出	兆円	歳入	兆円
国債費	20.2	税収	53.6
基礎的財政収支対象経費	62.9	その他収入	4.2
社会保障経費	21.8	公債金	25.3
地方交付税金など	15.6	4条公債(建設公債)	5.2
その他	25.5	特例公債(赤字公債)	20.1
計	83.1	計	83.1

一般政府の歳出入(2008年度)

歳出	兆円	歳入	兆円
総固定資本形成	15.0	生産・輸入に課される税(純)	39.0
最終消費支出	93.4	総額	42.0
現物社会移転(例：医療)	34.3	補助金	2.9
個別非市場財の移転	18.5	財産収入(利子を除く)	0.7
現実最終消費	40.6	所得・富等に課される経常税	43.4
社会給付(現物以外)	61.4	社会負担	57.1
その他経常移転	8.4	その他経常移転(純)	1.6
総額	56.2	総額	50.3
一般政府内	47.8	一般政府内	48.7
賃貸料	0.3	利子収入	7.7
		資本移転(純)	14.5
		総額	21.8
		一般政府内	7.3
土地の購入	2.0	総計	164.0
総計	196.7	資金調達額	32.7

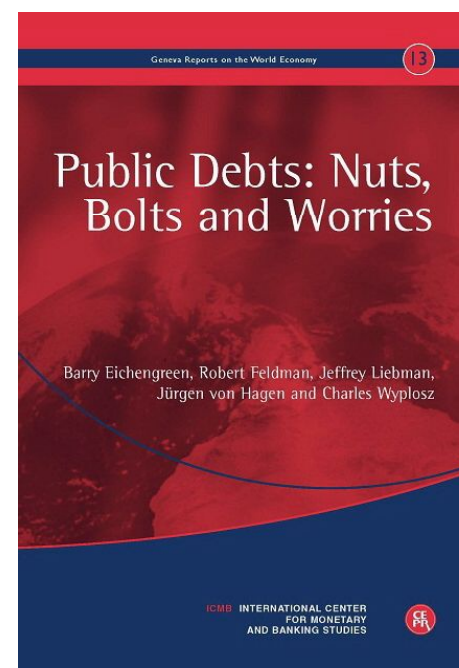
資料： 国民経済計算年報、平成22年版、261ページ。

一般政府の歳出入(2008年度)

歳出	196.7	歳入	164.0
総固定資本形成	15.0	税収	82.4
最終消費財など	59.4	財産所得・経常移転	2.3
社会給付・移転	104.0	社会負担	57.1
利子払い	12.7	利子収入	7.7
資本取引	5.6	資本取引	14.5
		資金調達額	32.7

大きな不整合を招いた原因は幾つかある：

- (a) 政府の定義
- (b) 会計基準
- (c) オフ・バジェット項目
- (d) 補正予算



詳細及び解説は
“Public Debts:
Nuts, Bolts, and
Worries”,
著 Eichengreen
他、CEPR出版、
2011年9月16日よ
り参照。

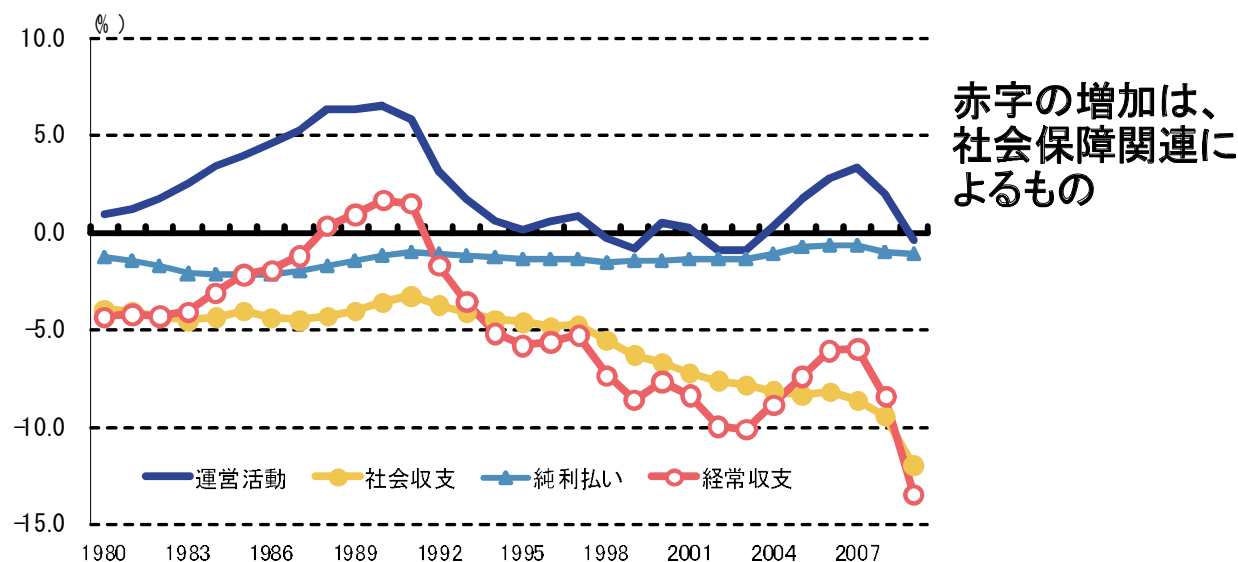
下記よりダウンロード可：
<http://www.cepr.org/pubs/books/CEPR/booklist.asp?cvno=P231>

事業会計の内訳：問題は社会保障収支に潜む

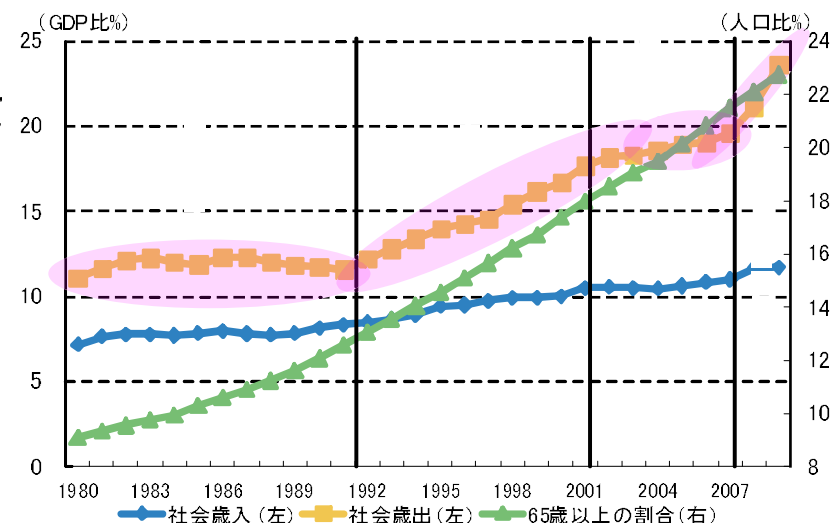
2008年度 一般政府歳出入

機能的表示	兆円
営業収支(基礎的収支)	10.2
営業収入	84.7
営業歳出	74.5
社会勘定収支	-46.9
社会負担	57.1
社会歳出	104.0
利子収支	-4.9
利子所得	7.7
利払い	12.7
資本取引	8.9
資本移転収入	14.5
資本移転歳出	3.6
不動産の購入	2.0
総合収支	-32.7
歳入	164.0
歳出	196.7

政府勘定における「事業会計」分類は、社会保障を除いて国の財政運営がタイトであることを示している。社会保障関連の赤字はGDPの約10%である。



社会保障歳出は過去30年間で倍に増加しており、赤字は悪化している。問題は、急増する社会保障収支にあり、それは高齢化による面もある。



財政改革：歳出削減と増税をどのように組み合わせるか？

0. 初期条件

一般政府負債総額 (2008年度、兆円)	971.9
名目GDP (2008年度、兆円)	492.1
政府負債 (対GDP比)	198%

1. 必要な収支改善の計算式, $PB/Y > (r-g)[D/Y]$

r-g 前提	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
必要なPB/Y 値	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
必要なPB 額 (兆円)	¥13.6	¥13.6	¥13.6	¥13.6	¥13.6
実際のPB/Y (2008年度, OECD)	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
実際のPB 額 (兆円)	¥-24.6	¥-24.6	¥-24.6	¥-24.6	¥-24.6
PB に必要な改善額 (兆円)	¥38.2	¥38.2	¥38.2	¥38.2	¥38.2

2. 増税(前提)

	2008 年度	削減 率	増税からの調整率%				
			0%	25%	50%	75%	100%
消費税増額 (兆円)			0.0	9.6	19.1	28.7	38.2
消費税総額 (水準)	¥10.1		10.1	19.6	29.2	38.7	48.3
消費税率	5.0%		5.0%	9.8%	14.6%	19.4%	24.1%

3. 歳出削減シナリオ

			歳出削減からの調整率%				
			100%	75%	50%	25%	0%
歳出削減額			38.2	28.7	19.1	9.6	0.0
歳出総額	196.7	100.0%	158.5	168.1	177.6	187.2	196.7
公的資本形成	15.0	8.4%	11.8	12.6	13.4	14.2	15.0
経常歳出	59.4	33.3%	46.7	49.9	53.1	56.3	59.4
社会的支出と移転	104.0	58.3%	81.7	87.3	92.9	98.4	104.0
利払い	12.7	0.0%	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
資本移転	5.6	0.0%	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
2008 年度変化率							
歳出総額			-19.4%	-14.6%	-9.7%	-4.9%	0.0%
公的資本形成			-21.4%	-16.1%	-10.7%	-5.4%	0.0%
経常歳出			-21.4%	-16.1%	-10.7%	-5.4%	0.0%
社会的支出と移転			-21.4%	-16.1%	-10.7%	-5.4%	0.0%

財政健全化問題に取り組むには、

(a) 赤字削減目標、

(b) 増税と歳出削減のバランスに対する判断、

(c) 歳出削減項目に対する判断

が必要となる。

財政健全化の議論の多くには、往々にして隠れた想定が含まれている。例えば、増税と歳出削減を実施しても経済に悪影響を与えないという想定である。この隠された想定は誤りである。

国家が財政健全化を追求する場合には、需要減少を十分に補う成長政策が財政側に求められる。

財政改革： 国民が望むことは？

日本国内を講演する際、聴講者の方々と下記財政赤字削減のための組合せを選ぶ機会がある。全てはプライマリーバランスが8%ポイント改善するための選択肢、つまり政府負債対GDP比を安定させるために必要な組み合わせである。無論、暗黙の了解として、財政政策はGDPに影響しないという大胆な前提である。どのような選び方をするだろうか？年齢や業種によって選択は異なる....

	A	B	C	D	E
消費税率	5%	10%	15%	20%	25%
総歳出比率	-20%	-15%	-10%	-5%	0%
財政赤字改善額	40 兆円	40 兆円	40 兆円	40 兆円	40 兆円

若年層、都会、民間
企業の聴講者はBの
組合せを選ぶ。

高齢者、地方、公的
機関の聴講者はC
の組合せを選ぶ。

若干の人が、A、D、Eを
選ぶ。

財政再建策の比較：正しいバランスが必要

	全てを放置	2035年までに財政赤字をゼロ近辺にする			
		増税のみ	生産性加速	インフレのみ	歳出削減のみ
労働生産性の伸び率	1.0%	1.0%	2.6%	1.0%	1.0%
GDPデフレーター伸び率	-1.0%	-1.0%	-1.0%	2.8%	-1.0%
名目歳出伸び率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.5%
財政赤字(対GDP比、%、2035年)	21.0%	0.0%	-0.7%	0.3%	-0.2%
政府負債(対GDP比、%、2035年)	685.1%	509.2%	267.2%	298.7%	389.1%
公的歳出(対GDP比、%、2035年)	49.9%	48.4%	32.9%	37.8%	29.0%
一人当たりGDP(実質、2000年価格)	540	540	812	540	540
高齢者一人当たり政府歳出(実質、2000年価格、万円)	389	389	389	197	207
非高齢者一人当たり政府歳出(実質、2000年価格、万円)	120	120	120	61	64

モデルの構造：

1. 実質GDPは、人口動向を背景に、生産性の伸び率を中心変数にする。ここ10年間の平均値である**1%**が基本ケース。
2. 名目GDPを算出するには、実質GDPにデフレーターを掛ける。ここ10年間の平均値の**-1%**が基本ケース。
3. 政府歳出は名目ベースで設定し、高齢者と非高齢者に分け、名目伸び率は共通にする。基本ケースは**0%**とする。

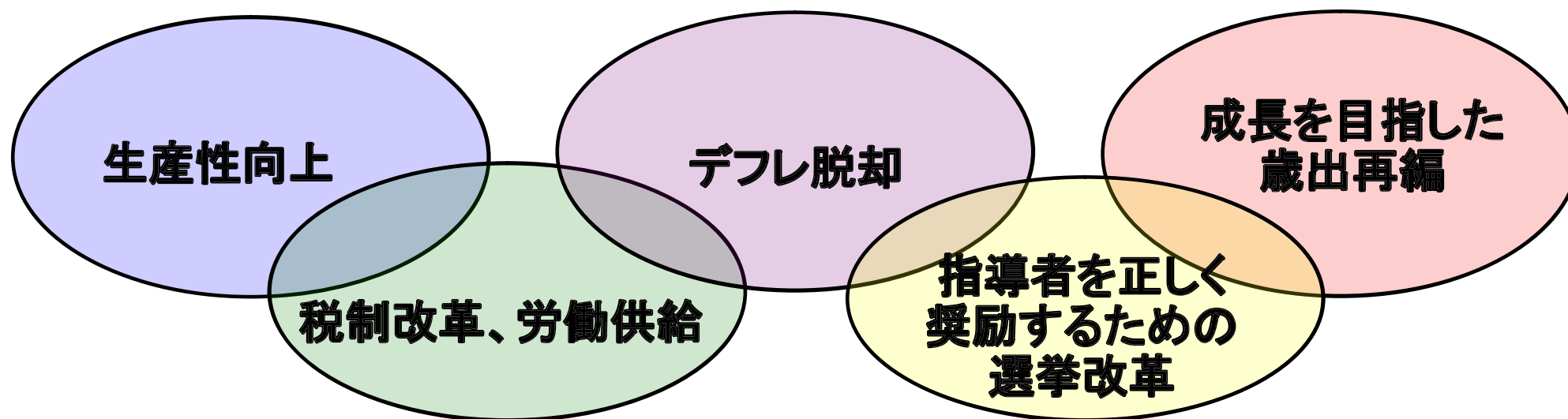
持続性のある財政再建策は、一つだけの政策に頼れない。生産性の加速が一番有望だが、その実現はデフレが続く限り難しい。

歳出抑制も再編も、物価が上がるなかではやりやすい。加えて、歳出再編なくしては、生産性の加速は考え難い。

生産性、デフレ脱却、歳出改革が進めば、名目GDPが加速し、市場の政府に対する信頼感もあがり、長期金利はそれほど上昇しない。すると、同じ税率でも税収が充分増え、財政収支が実際に改善していく。

比喩的に言うと、財政再建は自動車のようだ。いくつかの肝心部品が上手くかみ合わなければ、目的地に着かない。肝心な部品が抜けていて、上手くかみ合わなければ、火の車になるだろう。

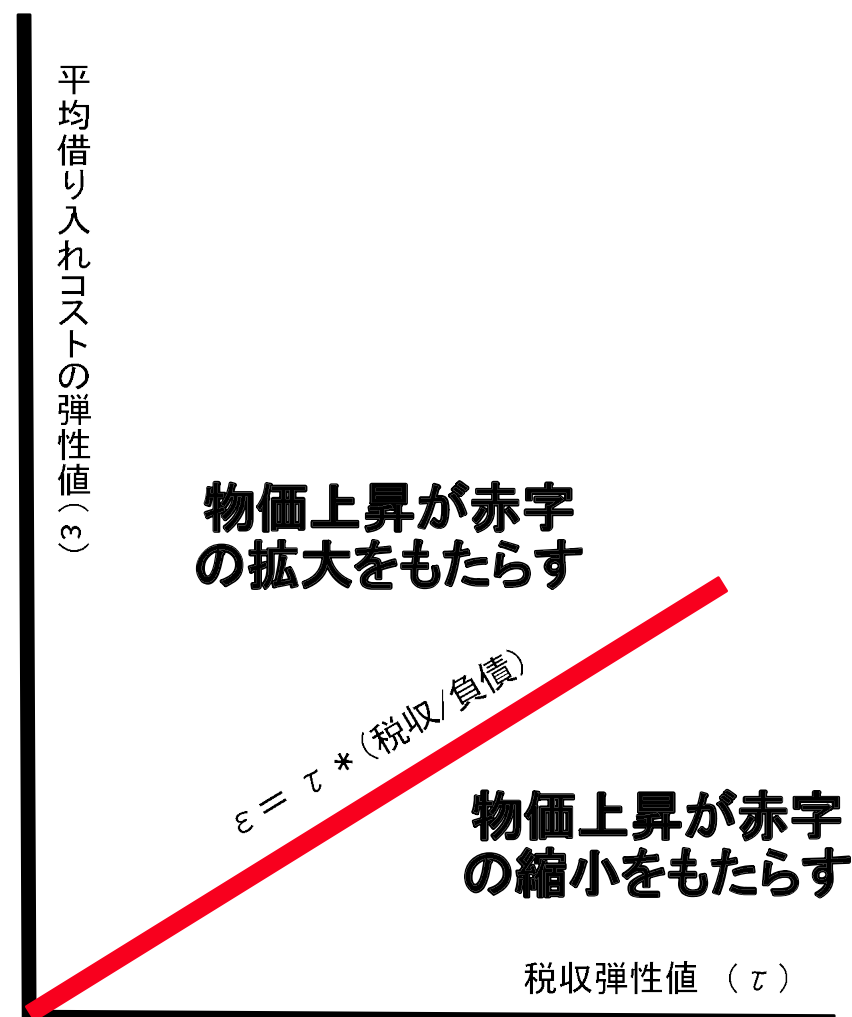
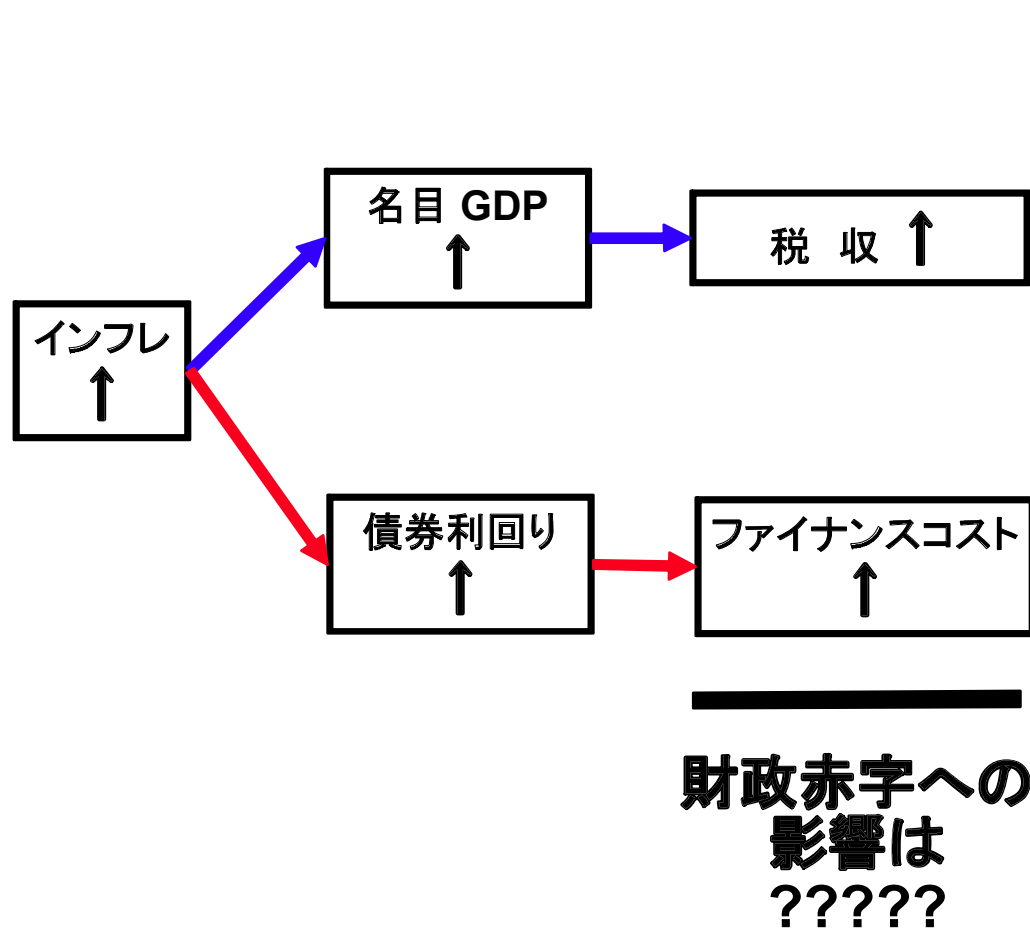
財政再建：五輪の課題



最近の財政再建議論では、いくつかの課題（例えば税制や歳出削減）をどのように組み合わせるかよりも、課題を重視している。日本の持続可能な財政状態のための厳格な査定計画とは、生産性、デフレ、歳出、税制、選挙改革の相互関係を補充するように組み合わせるかというものである。

6月30日に発表された政府・与党による報告書には「生産性」という言葉は言及されていない。デフレについて、日本銀行に対しては、「引き続き、政府と緊密な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするよう期待する。」と言明している。――簡潔に言えば、従来と何ら相違はない。歳出対策は、他の分野への再配分というよりも社会保障支出の増加を意図している。

インフレが功を奏するか、あるいは財政赤字を増やすか？ それは弾性値次第



インフレと借り入れコスト：反応には時間がかかる

価格上昇の変化にJG Bの金利利回りはかなり敏感である。これは長期金利には下限値があることを示唆している。

政府の平均借り入れコスト(利払いを全債務で除す)には、大量の慣性値(74%)を含んでいる。しかし、コアコアCPIの変化も影響している。平均借り入れコストがインフレに追いつくには数年かかるであろう。

反応系列

JG B国債

適合範囲：年次 1985年から2010年

系列	係数	標準誤差
定数	-0.674	0.735
米国トレジャリー10年債利回り	0.505	0.131
コアコアCPI(生鮮・エネルギー除く)%, 消費税除く	0.556	0.212
コアコアCPI%, 消費税除く、ただし >0.5%	0.905	0.358
原指数 調整済みR二乗	0.471	0.280

回帰分析を使った観測値	=	25
R二乗	=	0.946
調整済みR二乗	=	0.935
ダービン・ワトソン比	=	1.839

反応系列

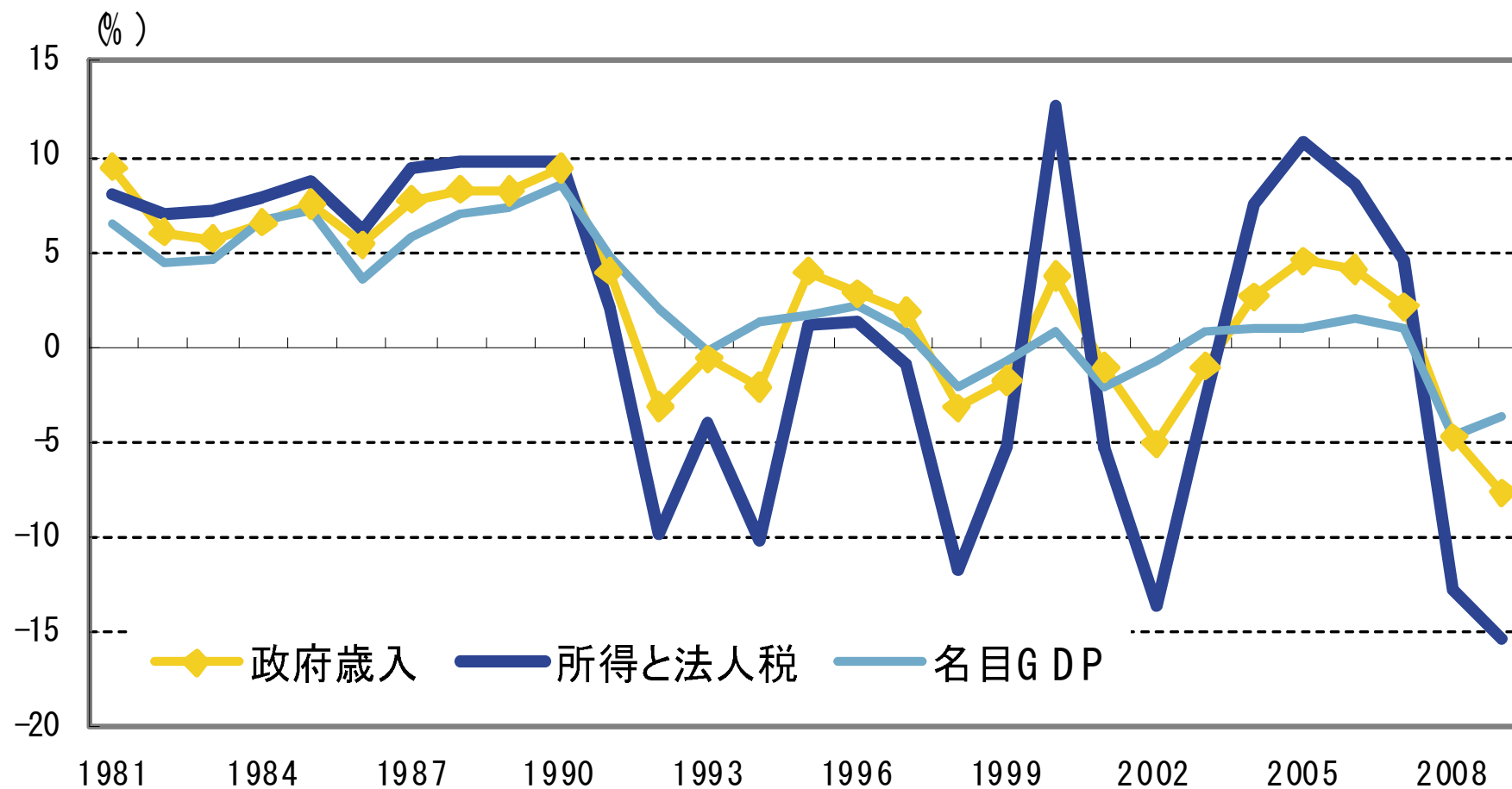
平均借り入れコスト、t年

適合範囲：年次 1981年から2009年

系列	係数	標準誤差	t値
定数	0.474	0.154	3.074
平均借り入れコスト、t-1年	0.741	0.061	12.087
コアコアCPI(生鮮・エネルギー除く)%, 消費税除く	0.252	0.060	4.183

観測値	=	28
R二乗	=	0.984
調整済みR二乗	=	0.983
ダービン・ワトソン比	=	1.695

政府歳入は名目GDP成長率の伸びに非常に敏感



出所： 内閣府、日本統計年鑑、モルガン・スタンレー・リサーチ

長期的な課題：生産性を上げなければ、生活水準は下がるだろう

$$Y = (Y/L) \times (L)$$

実質生産 労働生産性 労働力

$$Y/P = (Y/L) \times (L/P)$$

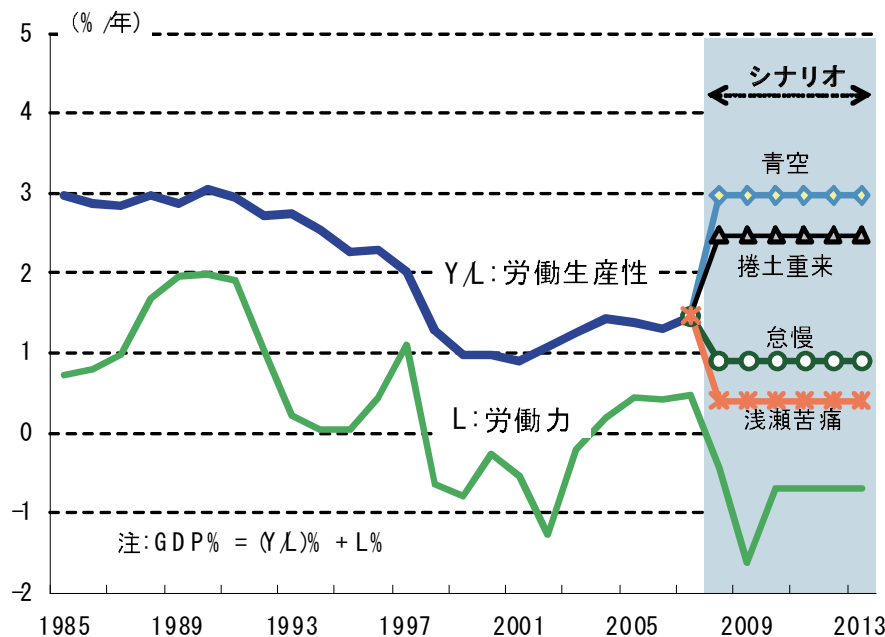
生活水準 労働生産性 労働参加率

$$\left\{ \begin{array}{l} Y\% \\ 2.3\% \\ 1.8\% \\ 0.3\% \\ 0.2\% \end{array} \right\} = L\% + \left\{ \begin{array}{l} Y/L\% \\ 3.0\% \\ 2.5\% \\ 1.0\% \\ 0.5\% \end{array} \right\}$$

= -0.7% +

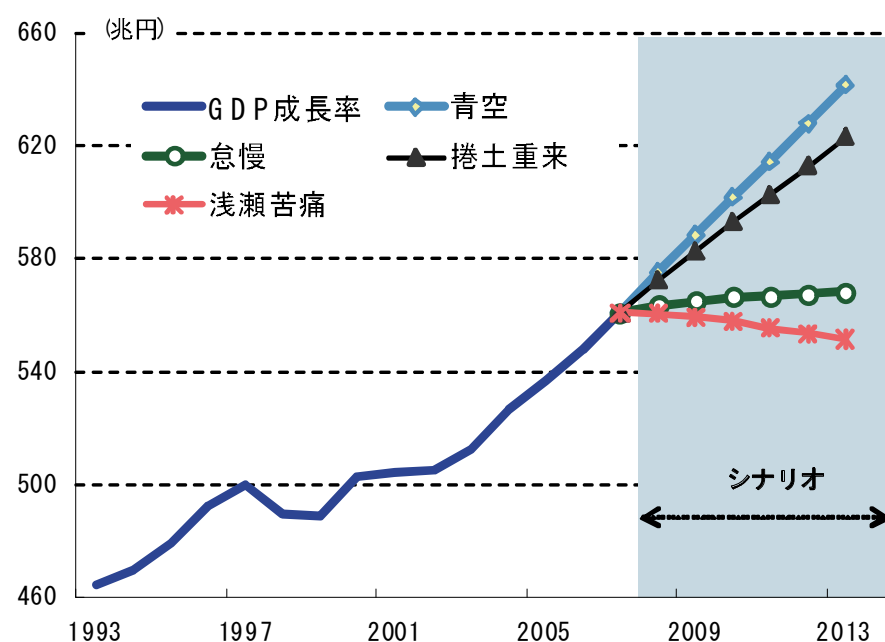
労働と生産性の展望

10年移動平均、Y/L



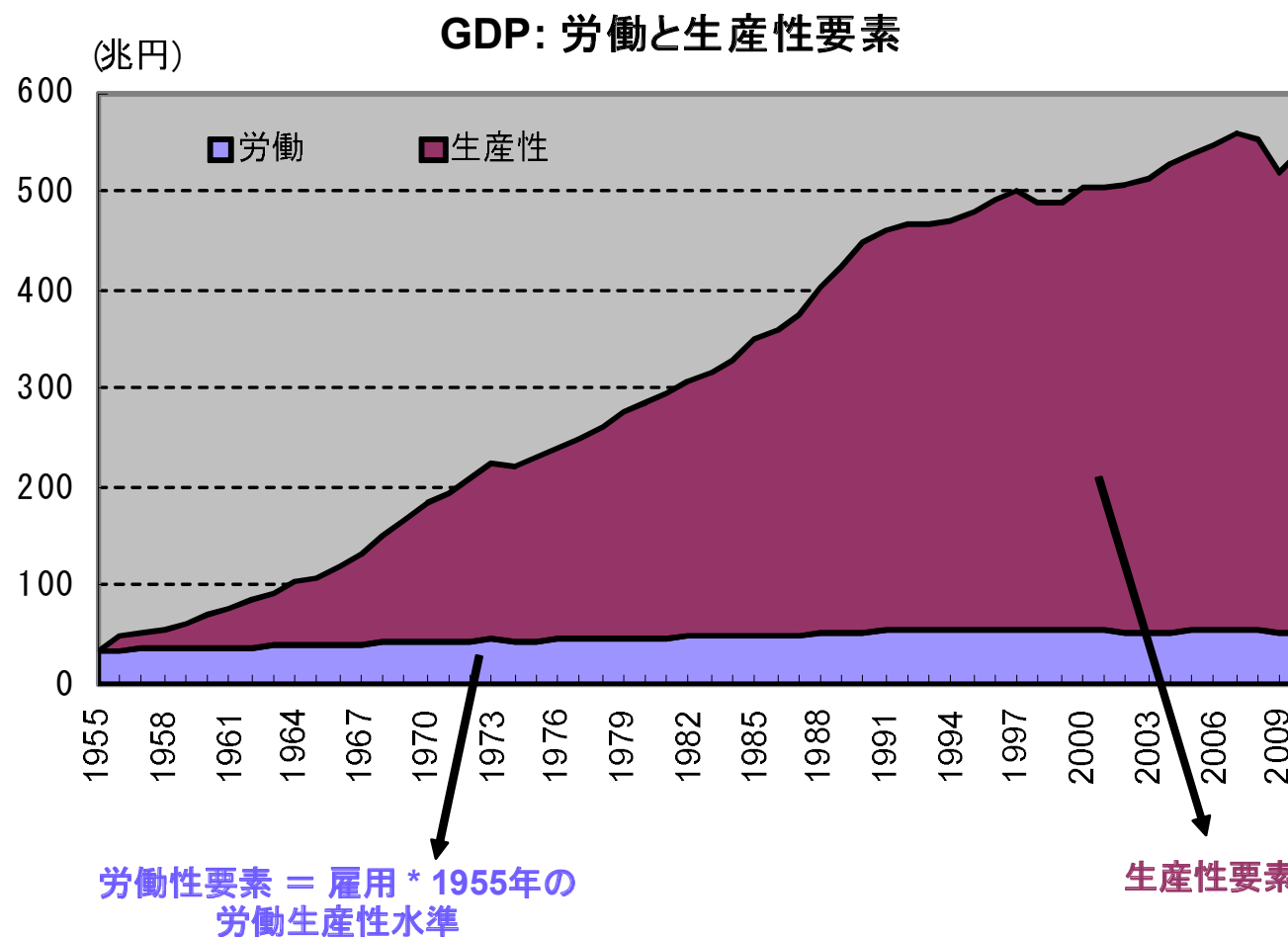
GDP成長率シナリオ

2000年基準



新政権の政策は、生産性を高められるか高められないかによって評価されなければならない。
今のところ、情報は混在している。

歴史：生産性が主な成長の源



日本の生産性の伸びはいくつかの要因から生じている:

より多くの資本ストック
より良い資本ストック
より良い労働の質
より良い技術
より良い資源利用

これら全ての生産性資源は将来にも同様に利用するために必要となるだろう。

生産性が加速するための課題

変化を読み取るための道案内

	影響を及ぼす分野:			
	生産性	デフレ脱却策	支出再編	政策・意志決定ルール
科学とテクノロジー				
エネルギーとバイオテクノロジー分野での研究開発費の大幅増	X	X	X	
科学やテクノロジーの発展を重視した教育へのシフト	X		X	
科学の商業利用を念頭に置いた応用科学の強化	X	X	X	
日本の大学の卒業条件に海外留学の必須化	X		X	
すべての科学分野における交流の活発化	X		X	
e-エデュケーションの拡大	X		X	
金融政策				
政府決定によるGDPデフレーターに基づく1-3%のインフレ・ターゲットの導入	X	X		X
日銀総裁や副総裁の任期をインフレ・ターゲット達成とリンクさせる制度の導入	X	X		X
社会保障制度				
健康保険の高齢者医療費自己負担割合の大幅引き上げ	X		X	
健康保険の生涯ベース医療費の支払い総額に上限設定	X		X	
平均寿命に準じた定年年齢の調整	X	X	X	
健康保険料に喫煙者プレミアムの上乗せ	X		X	
国民年金の所得に応じた支払い制度の導入			X	
保険統計的に公平な年金制度へのシフト	X		X	
電子カルテ・システムの統合や医療機関の電子ネットワークの拡充	X			
政治/官僚改革				
選挙制度改革:(a) 1票の格差の是正、(b) 平均寿命に基づく年齢別選挙制の導入、他	X	X	X	X
都道府県制(47)から道州制(9)へのシフト	X		X	
統治階層の現行6層から3層へのシフト	X		X	
国会および地方議員の数、規模、給与の縮小と削減	X		X	X
官公庁と民間の同等業務における給与や年金格差の是正	X	X	X	
電子政府・自治体の推進と普及	X		X	
官公庁の会計方式を民間セクター基準にシフト	X		X	X
税制改革と生産性向上の促進				
法人税の実行税率の現行40%から20%への引き下げ	X	X		
社会保険の財源を所得ベースの保険料に代わって消費税で賄う制度へのシフト	X	X		
キャピタル・ゲイン課税の廃止	X			
利息や配当収入に対する課税方式の統一	X			
たばこ税の大幅引き上げ			X	
地方自治体への税率決定権付与			X	X
納税や福祉受益の効率化に繋がる国民総背番号制度の導入	X		X	
産業構造				
農業: 農業委員会の廃止と、農地REITなどの農業ファンドの設立	X			
取締役会における社外役員の必須化	X			X
取締役会における社外役員の独立性の保証	X			X
上場株式の持ち合いや自社株保有の制限	X			
議決権を怠る株式の配当引き下げ	X			X
会計方式の世界基準へのシフト	X			X
M&A: 再評価税の徴収猶予	X			

日本経済

J-Insight: 日本の物語は欧米に当てはまるか?

注: 9/6/2011付で公表した (Robert Alan Feldman 著)
「J-Insight: 日本の物語は欧米に当てはまるか?」
図表12より抜粋

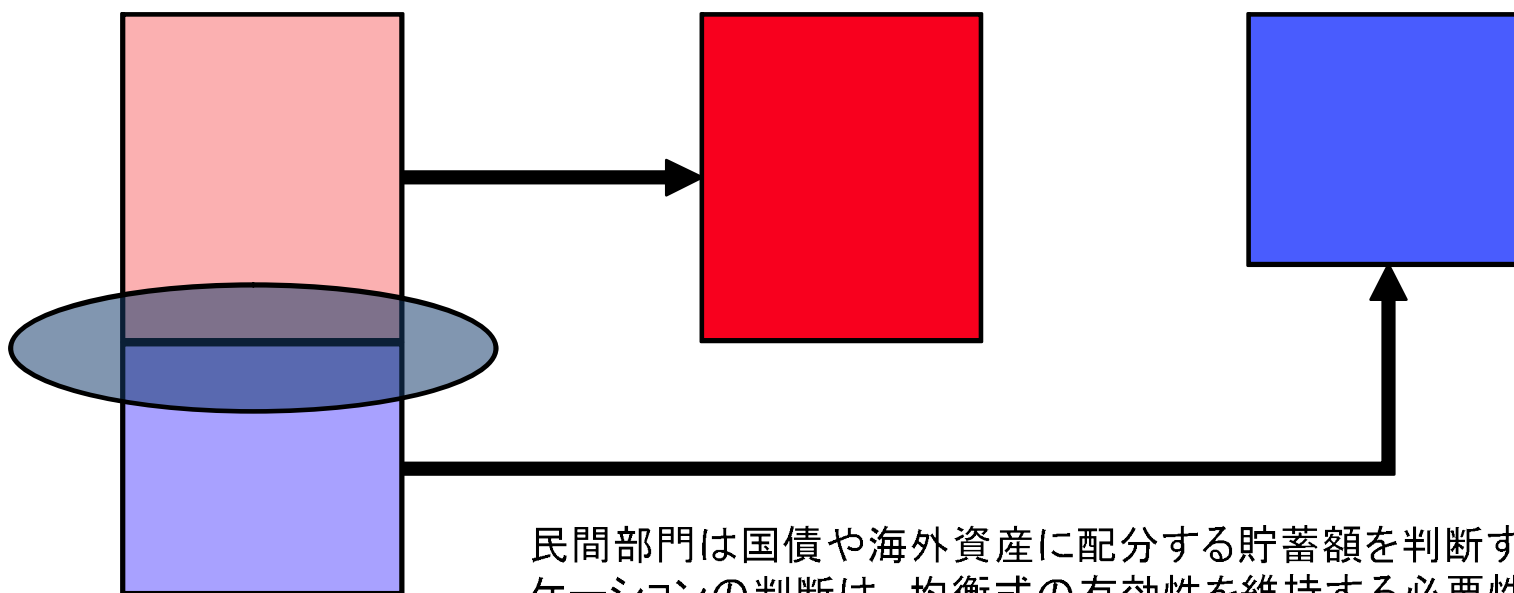
経常黒字は国債利回りの先行きを左右するが、鉄壁の防御とはならない

民間部門の純貯蓄
(利用可能なファイナンス)

政府部門の赤字(=政府
のファイナンス所要額)

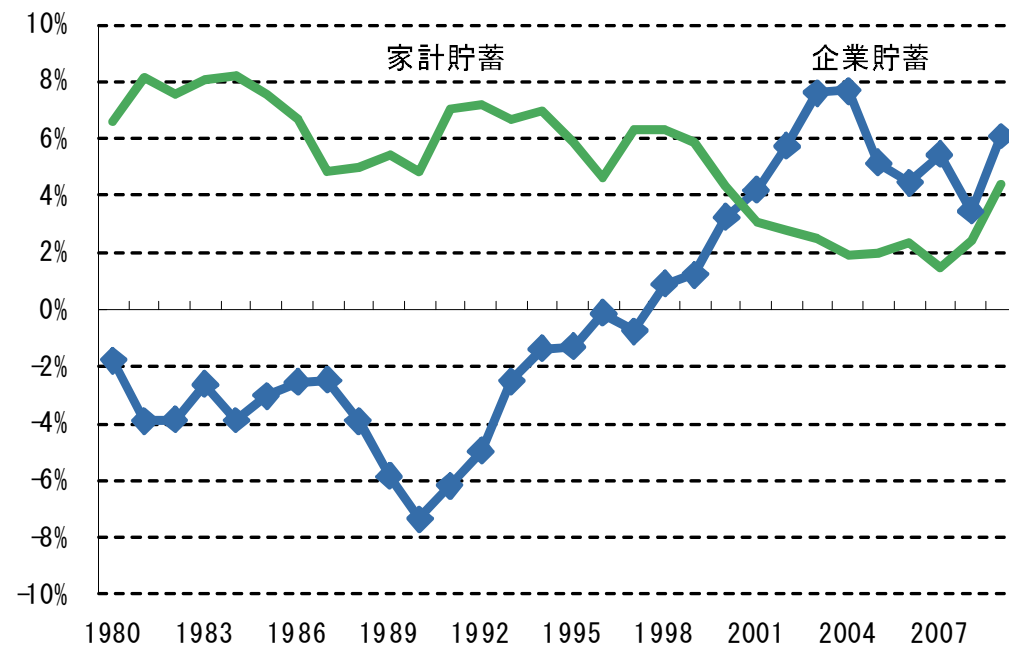
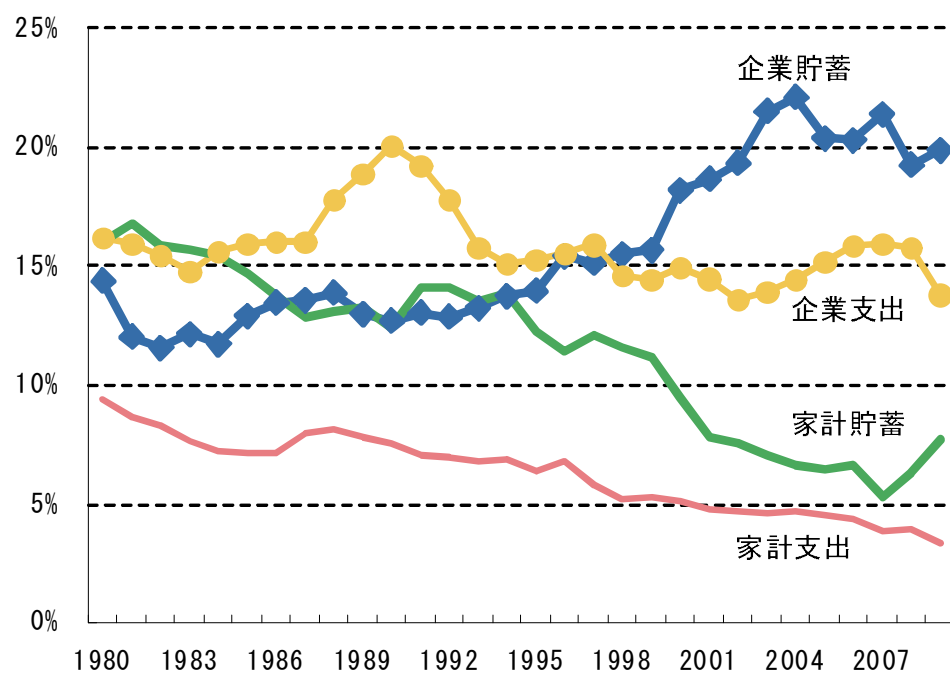
経常収支=海外諸国の
ファイナンス所要額

$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

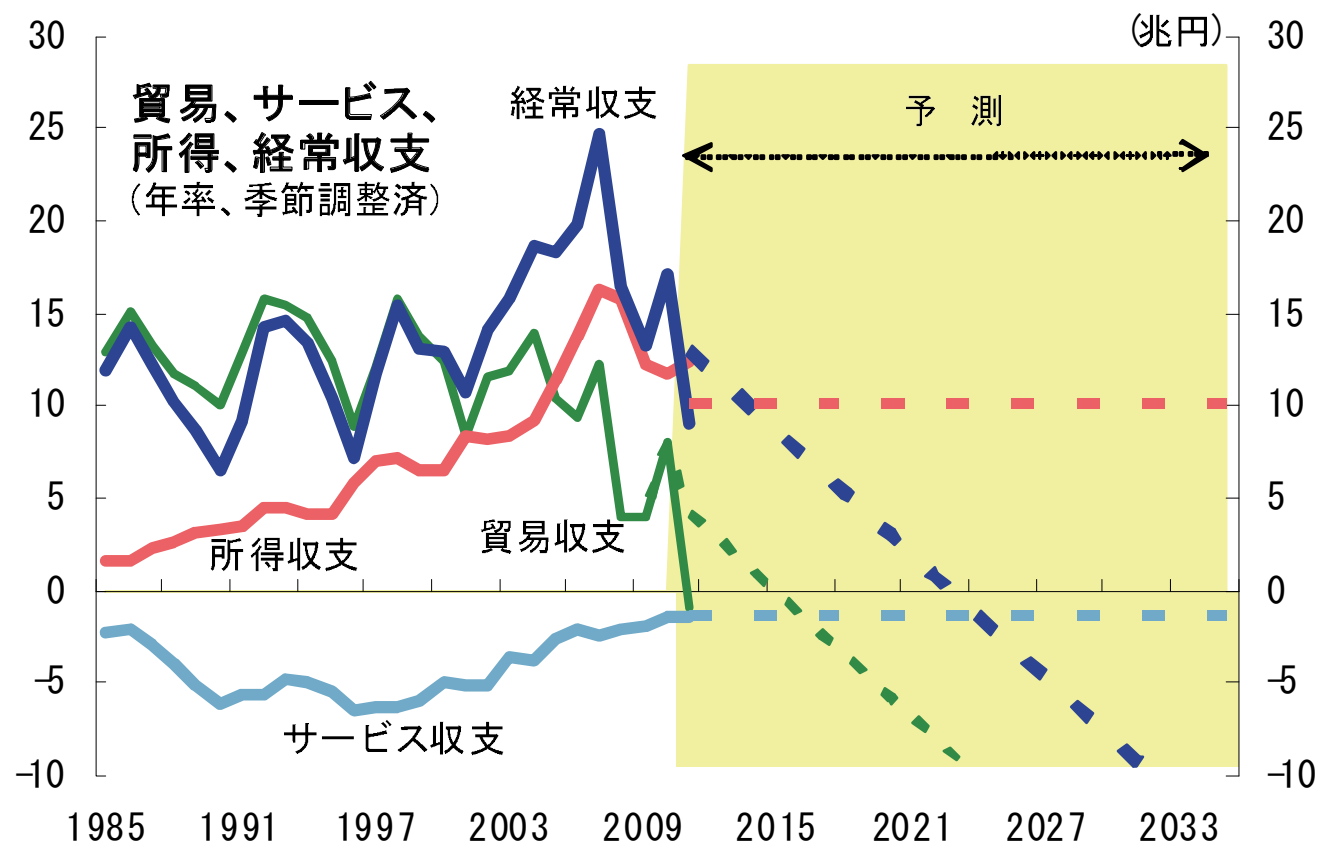


民間部門は国債や海外資産に配分する貯蓄額を判断する。このアロケーションの判断は、均衡式の有効性を維持する必要性と相まって、国債利回りや為替相場の先行きを左右するであろう。

家計と企業部門の貯蓄と支出：デフレは明白



経常収支：所得収支は高水準へ



日本の所得収支は極めて高い。10兆円まで減少したとしても、経常収支が減少に転じるには大幅な貿易赤字を要するだろう。

つまり、純所得収支には、自動的に資本流出に係る項目が含まれている。反面、貿易収支は、経常収支よりも債券市場との関係が密接であり、測定にふさわしいと言えるだろう。

予測＝モルガン・スタンレー・リサーチ予測

注：トレンドラインは2003-10年のデータに基づく

出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

債券市場見通し：2011-12年にJGB利回りは上昇

金利見通しの概要 (期末値, %)

(期末値, %)	12/12/2011時点	2011				2012				2013				2014
		1-3月	4-6月	7-9月	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e
超過準備預金利率		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
無担コールレート		0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10
補完貸付金利 (ロンバート)		0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
LIBOR 3ヶ月物利回り		0.20	0.15	0.19	0.20	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
国債2年物利回り		0.21	0.17	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
国債5年物利回り		0.49	0.43	0.38	0.35	0.30	0.35	0.40	0.40	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
国債10年物利回り		1.25	1.13	1.04	0.90	0.90	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
国債20年物利回り		2.04	1.89	1.73	1.70	1.60	1.70	1.80	1.80	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
国債30年物利回り		2.18	2.01	1.93	1.90	1.80	1.90	2.00	2.00	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15

e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想

出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ (経済調査部、債券戦略部)

経済停滞とデフレ再燃を受け、日銀はゼロ金利政策を 復活させると予想する。

金融政策決定会合などの日程(2011~12年)

12月	20日(火)・21日(水)	1月27日(金)	—	12月22日(木)
1月	1月23日(月)・24日(火)	2月17日(金)	中間評価あり	1月25日(水)
2月	2月13日(月)・14日(火)	3月16日(金)	—	2月15日(水)
3月	3月12日(月)・13日(火)	4月13日(金)	—	3月14日(水)
4月	4月9日(月)・10日(火)	5月7日(月)	—	4月11日(水)
5月	4月27日(金)	5月28日(月)	4月27日(金)	—
6月	5月22日(火)・23日(水)	6月20日(水)	—	5月24日(木)
7月	6月14日(木)・15日(金)	未定	—	6月18日(月)

出所：日本銀行

エネルギー問題

今後50年間のエネルギー需要

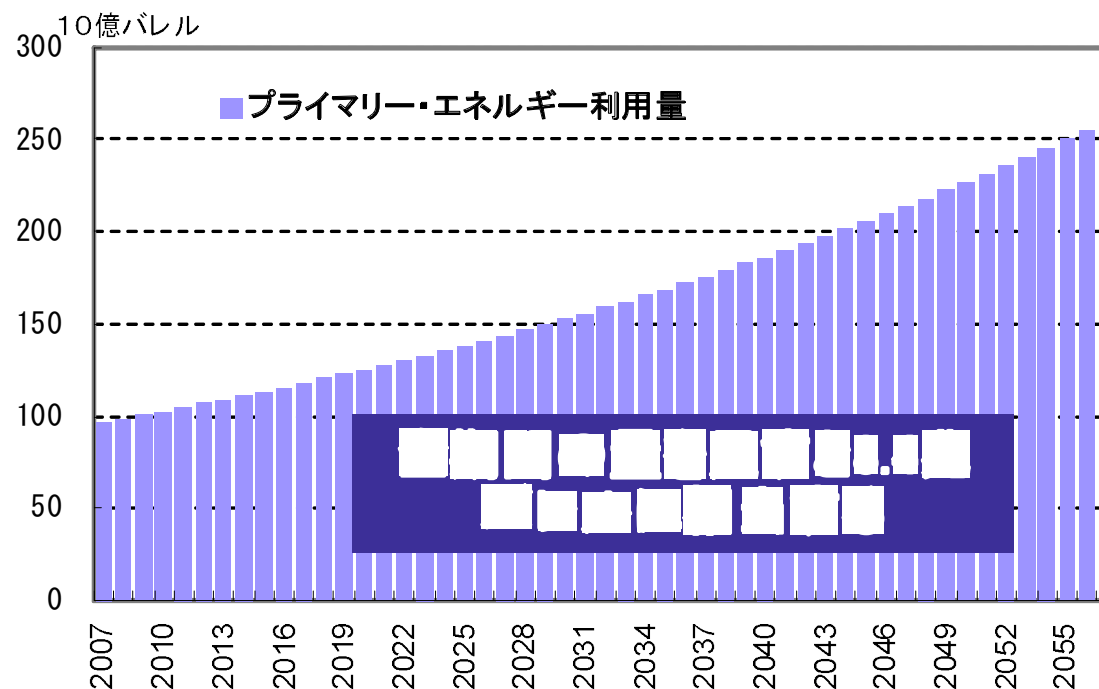
17カ国のプライマリーエネルギー消費量 -- 2007年、原油換算

	水準		シェア
	日(百万バレル)	年(百万バレル)	
総量	265	96,701	100%
核燃料	20	7,399	8%
石炭・泥炭	85	31,154	32%
原油	83	30,295	31%
天然ガス	52	19,044	20%
再生可能	24	8,809	9%

出所：経済広報センター、モルガンスタンレー推計

注：17カ国は、米国、中国、ロシア、インド、日本、ドイツ、フランス、カナダ、英国、韓国、イタリア、メキシコ、スペイン、豪州、オランダ、ベルギー、スウェーデン。

プライマリー・エネルギー消費：2%成長シナリオ



注：2011年以降はモルガン・スタンレー・リサーチ予想

出所：経済広報センター、モルガンスタンレー推計

8. 4兆バレル原油換算のエネルギーは何処から来るのだろうか？

化石燃料の埋蔵量は到底足りない

世界埋蔵量

		原油換算 兆バレル
確定	原油	1.2
	天然ガス	1.2
	石炭	3.3
合計		5.7
採可能	シェール・ガス	1.1
総計		6.8

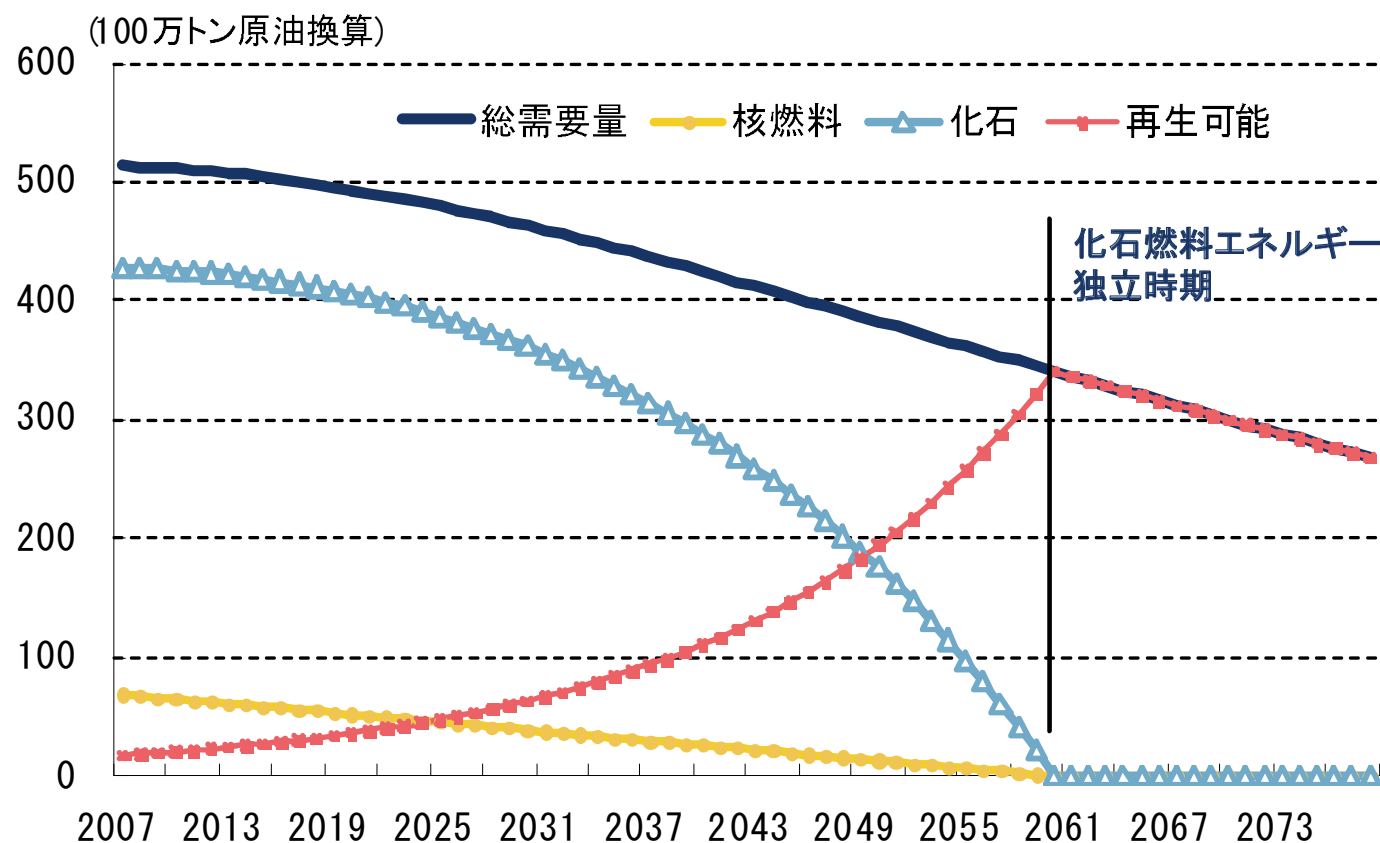
出所：ピーピー・ピーエルシー、米国連邦エネルギー情報局、モルガン・スタンレー推計

2007年から2057年の間、8.4兆バレル換算の予想需要に対し、最近「採可能」なシェール・ガスを入れても、6.8兆バレル原油換算にしかない。

地球から人類へ課題：

「今後50年間に、1.6兆バレル原油換算の非化石エネルギーを見つけ、化石燃料以外のエネルギー技術を開発し、毎年、2500億バレル原油換算のエネルギー供給が出来るようにしなさい。」

日本：エネルギーの独立性を目指す、全分野の技術が必要



注：2011年以降はモルガン・スタンレー・リサーチ予想

需要： 現時点の一人当たりのプライマリーエネルギー利用量を将来人口にかける。

供給：

目標 脱化石、脱核燃料を2060年までに達成。

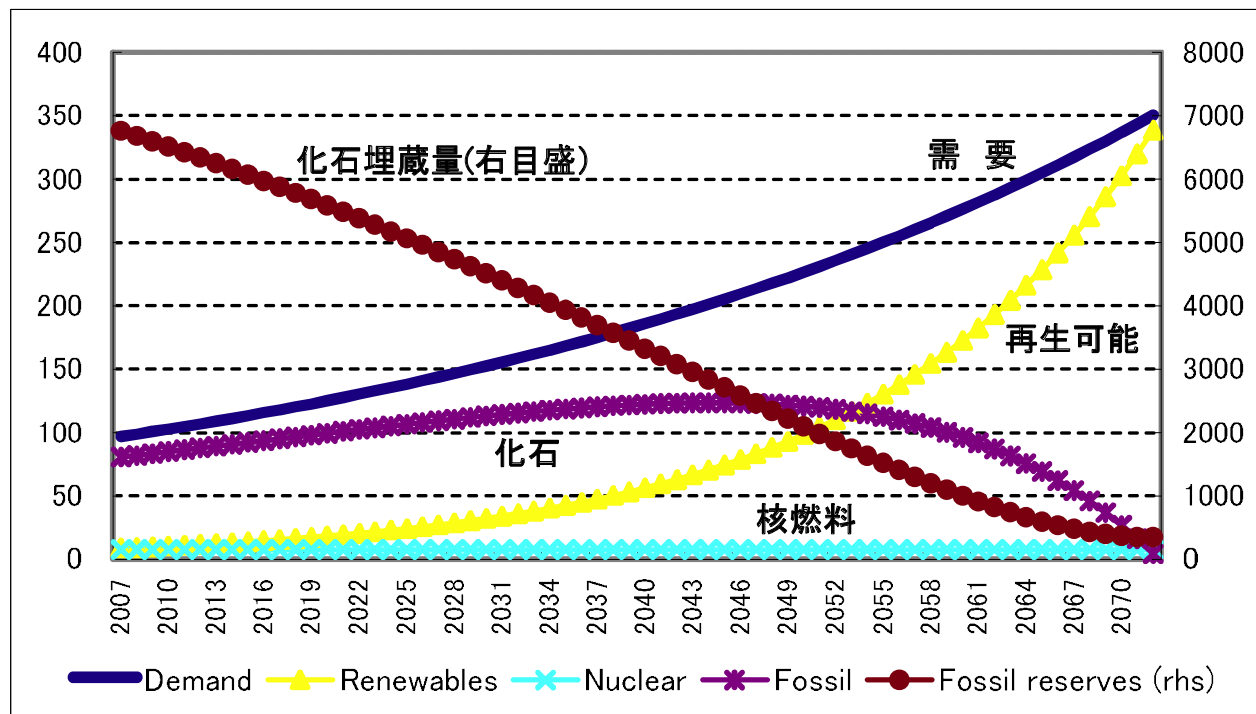
方法 再生可能エネルギー源を年5.8%の伸びにする。

意味合い 死に物狂いで再生可能燃料、省エネ技術を開発しないといけない。

出所：経済広報センター、モルガンスタンレー推計

化石、核燃料、再生可能、保全：全てが今すぐに必要!!

単位：10億バレル原油換算、%



注：2011年以降はモルガン・スタンレー・リサーチ予想

エネルギー・バランス 2007年

需要	96.7
核燃料	7.4
再生可能エネルギー	8.8
化石	80.5
化石埋蔵量	6841.0

需要成長率(%)

再生 (%)	5.8%
核 (%)	0.0%

エネルギー・バランス 2073年

需要	357.3
核燃料	7.4
再生可能エネルギー	358.0
化石	-8.1
化石埋蔵量	347.2

(a) 年2.0% の需要成長率の伸び、(b) 現在の原子力発電、(c) 2070年まで(年5.8%)の世界需要を満たすために十分な再生可能エネルギー、(d) 化石燃料による残存供給、などを想定すると、2060年代までに化石燃料使用は現水準を上回る。埋蔵量減少が化石燃料価格を最高水準にまで押し上げ、さらに 技術変化や代替エネルギー普及に必要なインフラ設備の構築に拍車がかかる。

技術開発にはお金がかかる・・・が、思うほどかからない

アポロ計画時代の NASA 予算

	名目予算 10億ドル	2011年物価 10億ドル
1962	1.3	13.2
1963	2.6	26.3
1964	4.2	35.9
1965	5.1	36.2
1966	5.9	34.7
1967	5.4	32.1
1968	4.7	28.2
1969	4.3	23.1
1970	3.8	20.3
総計(ドル)	37.2	249.9
円ドル・レート		80.0
総額(兆円)		20.0
一年当り		2.2

出所：米国行政予算管理局、モルガン・スタンレー・リサーチ

アポロ計画は色々な技術を挑戦して、月面着陸に成功した。高く見積もっても、現在の物価、日本円に換算すると高くても20兆円のコスト相当となる。

日本の公的医療費は、毎年 約35兆円、公的賃金の支払いは、毎年 約61兆円。

**結論： 技術革新には
費用効果比率が非常に有利。**

2004年の議会予算局のアポロ計画コスト推計は、2005年価格の1700億ドル、という推計もある。これを2011年のドル換算に直すと、約1940億ドルになる。今の為替レートで日本円に直すと、15.5兆円になる。参考文献はButts, Glenn; Linton, Kent (April 28, 2009). [“The Joint Confidence Level Paradox: A History of Denial, 2009 NASA Cost Symposium”](#). pp. 25-26.

テクノロジーを通じた生産性の向上：イノベーション



Lonnie Johnson, 発明家

ジョンソン熱電気変換システム (JTEC)

発明家: Lonnie Johnson, ジョンソン熱電気変換システム

エネルギー方程式: 太陽からの熱 + 2つの膜を通した水素 = 電気を起こす革新的な方法

JTECでは、水素が2つの燃料電池膜の電極集合体の間を循環する。しかし、燃料電池とは異なり、JTECは密閉方式で新たな水素補給は必要ない。ある電極集合体は熱源（例えば集中太陽光）と結合され、他の集合体は放熱板（外気）に結合される。

循環方式が電気振動を開始すると、装置は発電を開始する。発熱し電力が放出する。ジョンソン氏の概念は商品化するために多くの年数がかかるかもしれないが今日の最高技術の倍の効率性で熱を電気に変える潜在能力がある。JTECは、「様々な影響を及ぼすかもしれない」とパロアルトリサーチセンターの材料化学者のKarl Littau氏は述べている。さらに、「あなたはJTECを見て『何故、今まで誰もこのことを考えなかったんだろう？』と言うでしょう」とも語っている。

規制改革：省エネの源

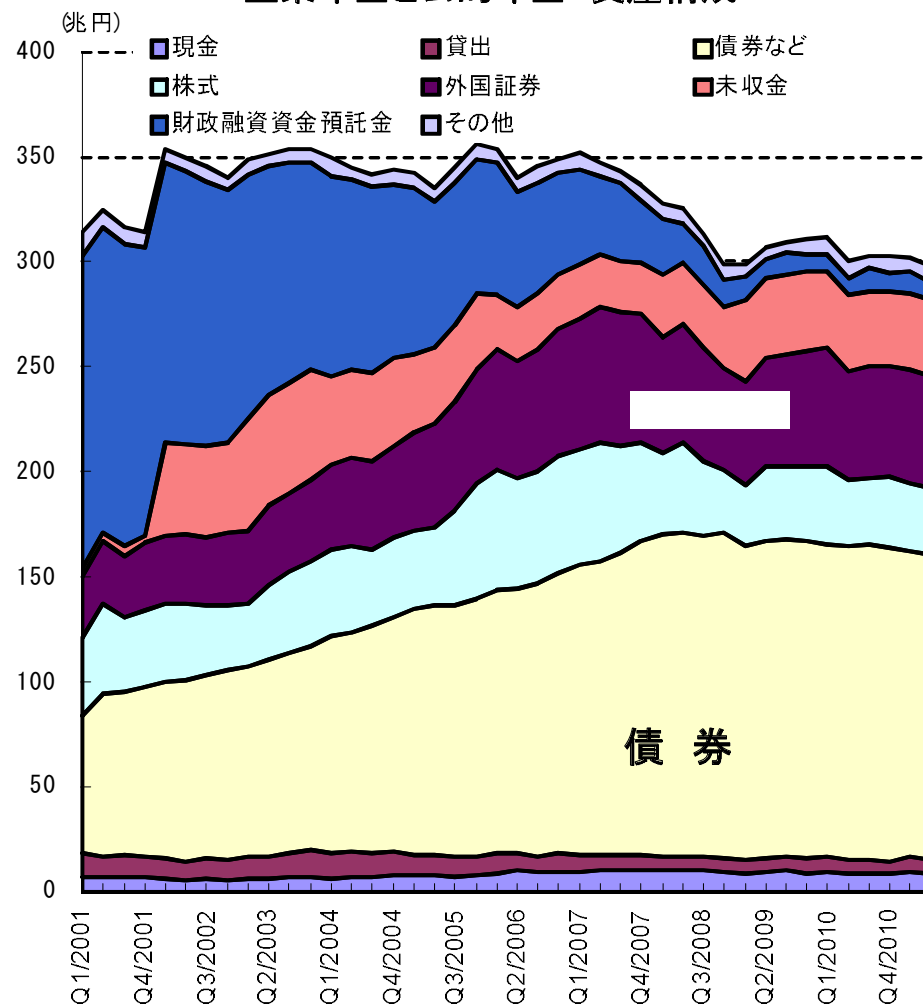
エネルギー及び電力業界の規制構造改革を提案する動きが一般化している。
考えられる変更点は、

- **発送電分離**
- **原子力発電を単一の特殊法人に集中化**
- **発電事業の地域独占を撤廃**
- **50-60ヘルツ周波数変換の促進**
- **スマートグリッド、高圧送電技術の導入**

上記の改革を実施するには、非常に大きな政治的コミットメントを要する。日本が回避したい電力供給上の問題が生じることは避けられないであろう。したがって、上記の規制上の過大を実行する前に、何ヶ月もの時間をかけて調査と協議が行われるであろう。

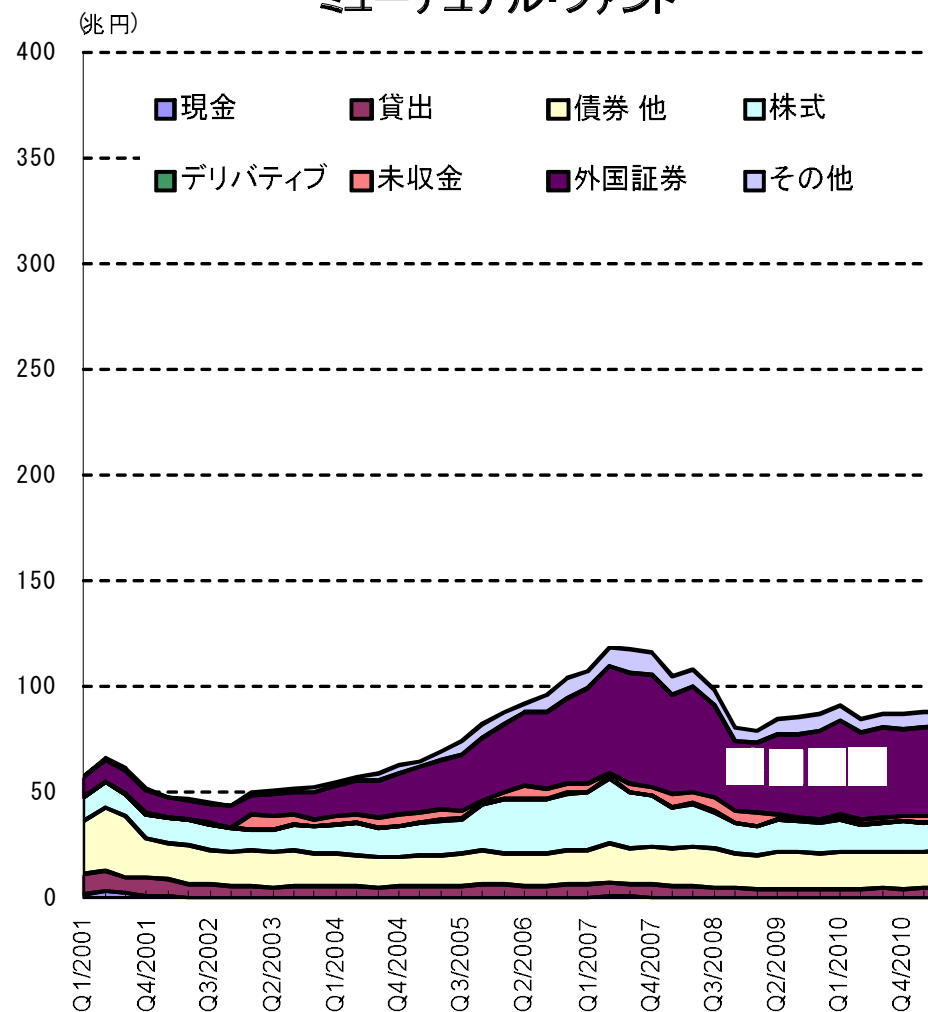
資産配分： 外国証券が大きな割合を占め、債券も同じ

企業年金と公的年金：資産構成



出所：日銀、資金循環

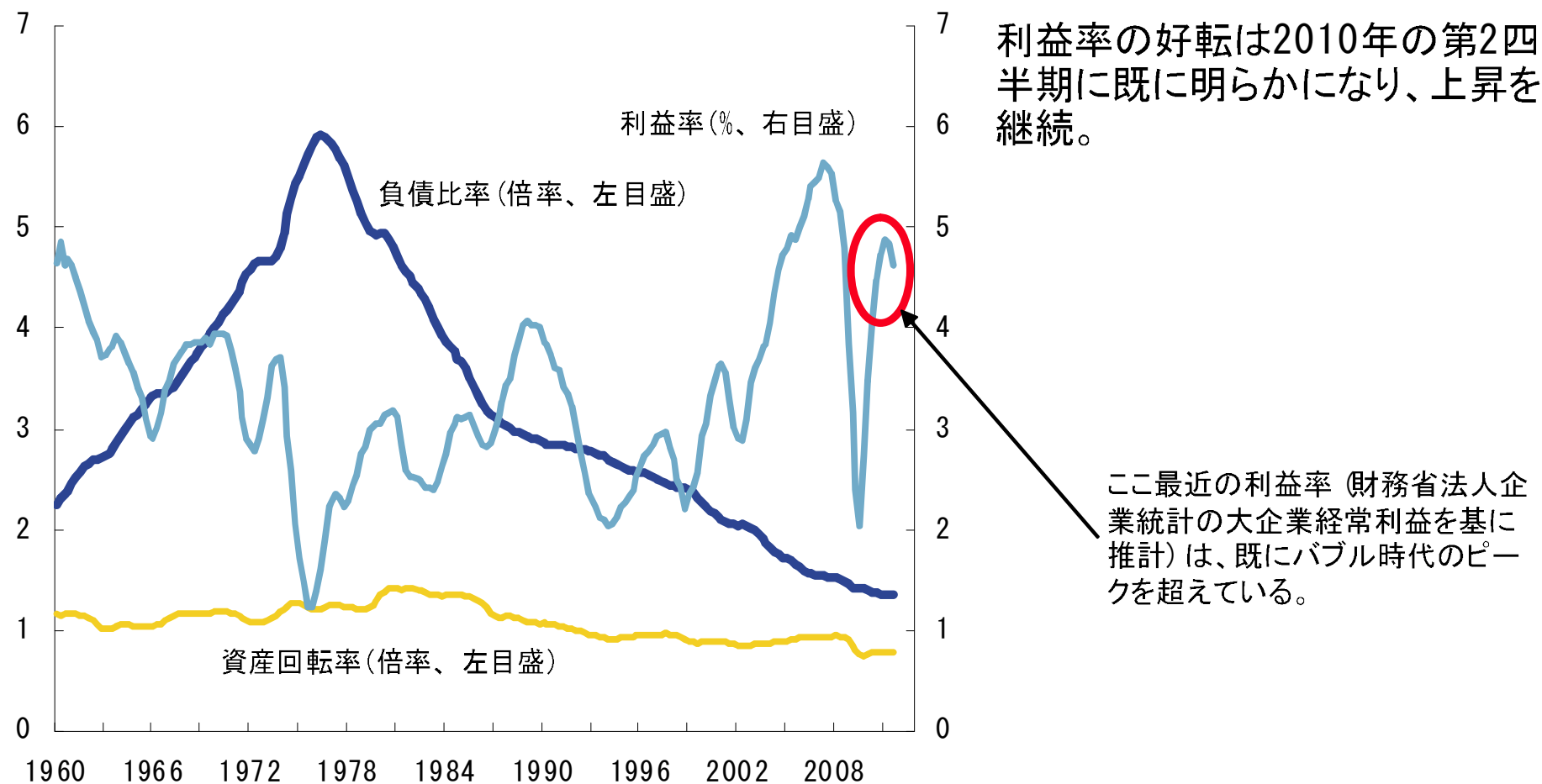
ミューチュアル・ファンド



売上高経常利益率(RPM): 2011年第1四半期に一層の改善を示している

利益率、資産回転率、負債比率

(倍率%、大企業・金融機関は除く)



$$\text{RoE} = \text{利益率} * \text{資産回転率} * (1 + \text{負債比率})$$

情報開示セクション

Morgan Stanley Researchに記載されている情報および見解は、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.およびその関係会社(以下、総称として“Morgan Stanley”)が作成したものです。本レポートで言及されている銘柄に関わる重要な開示情報、株価チャートおよび株式投資判断履歴は、www.morganstanley.com/researchdisclosuresでご覧いただけます。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。本調査レポートに掲載されている目標株価に関わるバリュエーション手法及びリスクについては、morganstanley.research@morganstanley.com にメールの上、当該銘柄のバリュエーション手法及びリスクをご請求ください。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。

グローバル・リサーチ・コンフリクト・マネジメント・ポリシー

Morgan Stanley Researchは当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されました。同ポリシーはwww.morganstanley.com/research/conflictoliciesにてご覧いただけます。

Morgan Stanley Smith Barney LLCのお客様への重要な開示情報

本Morgan Stanleyレポートの主題はCitigroup Global Markets Inc.の同様の調査レポートにて論じられている場合があります。本レポート以外のレポートを閲覧するにはファイナンシャル・アドバイザーにお問い合わせいただくか、Research Centerをご利用ください。

重要な開示事項

Morgan Stanleyは地方自治体のアドバイザーを務めておりません。また、本レポートに含まれる意見や見解はDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Actのセクション975で意味するアドバイスを意図、または形成するものではありません。

Morgan Stanley Researchはお客様ごとの個別事情に合わせた投資アドバイスを提供するものではありません。調査レポートを受領された方々の事情や目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資または投資戦略について、投資家ご自身が独自に評価することをお勧めします。また、投資家各位にはファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。特定の投資あるいは投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の事情や目的によって異なります。Morgan Stanley Researchで論じられている有価証券、金融商品、投資戦略はすべての投資家に適合しているわけではなく、また一部の投資家はこれらのうちのいずれか、またはすべてについて購入もしくは参加するための適格性を有さない可能性があります。Morgan Stanley Researchは、有価証券／金融商品の売買の申込みまたは特定の取引戦略をとることの勧誘を構成しません。投資対象の価値や投資から得られる収入は、金利、為替相場の変動、デフォルトレート、任意繰上償還レート、証券／金融商品の価格、証券市場の指数の変動、発行体の経営・財務状況の変化やその他の要因によって、変化する可能性があります。過去の実績は必ずしも将来の成果を予告するものではありません。将来の業績等に関する見通しは一定の仮定に基づいていますが、その仮定が実現しないこともあります。特に明記がない限り、レポート表紙に有価証券／金融商品の価格が記載される場合の当該価格は当該有価証券の主要取引所における終値とします。

Morgan Stanley Researchの作成について主たる責任を負う債券調査アナリスト、ストラテジスト、エコノミストは、調査レポートの質、正確さ、価値、または当社の収益性や収入（債券取引や資本市場の収益性や収入を含む）、顧客投資家のフィードバック、競争要因などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。債券調査アナリスト、ストラテジストまたはエコノミストの報酬は投資銀行部門、Morgan Stanleyが資本市場で実行したトランザクションまたは特定のトレーディングデスクの収益性や収入と連動していません。

Morgan Stanleyに関する情報を除き、Morgan Stanley Researchは公開情報に基づいています。Morgan Stanleyは信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しようとする場合を除いて、Morgan Stanley Researchに記載されている情報または見解に変更が生じても、Morgan Stanleyはそれを通知する義務を負いません。投資銀行部門の従業員を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解を検討していません。また、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあります。

Morgan Stanleyは本レポートで推奨されている投資や見解と異なった投資判断や自己勘定ポジションをとることがあります。

台湾のお客様各位：台湾で取引されている証券／金融商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limited (以下“MSTL”) が配布しています。こうした情報は読者各位のご参考のために提供しているものです。中国の国有企業または本土企業が発行し、香港証券取引所(“SEHK”)に上場されているすべての有価証券／金融商品、すなわちH株(香港証券取引所(“SEHK”)のハンセン中国企業株指数の構成銘柄を含む)に関する情報はTaiwan Securities Investment Trust Enterprises (“SITE”)にのみ配布されています。投資に伴うリスクはお客様ご自身が独自に評価すべきものであり、投資決定はお客様ご自身の責任において行ってください。Morgan Stanleyの書面による明示的な同意がない限り、Morgan Stanley Researchを報道機関に配布したり、報道機関が引用もしくは使用することはできません。香港のお客様各位：香港における情報は、香港において規制される活動の一部として、Morgan Stanley Asia Limited (以下“同社”)によって、同社のために配布され、かつ同社に帰属するものとします。Morgan Stanley Researchに関するお問い合わせは香港の営業担当者までご連絡ください。台湾で取引が行われていない証券／金融商品に関する情報は、情報の提供のみを目的として記載しているものであり、当該証券／金融商品の売買を推奨もしくは勧誘するものではありません。MSTLはこれらの証券／金融商品の取引を顧客向けに行わない場合もあります。

Morgan Stanleyは中華人民共和国(中国)法による法人組織ではありません。本レポートに関わる調査は中国国外で行われました。Morgan Stanley Researchは中国国内におけるいかなる証券の売付けの申し込み、また買付けの申し込みの勧誘を構成するものではありません。中国の投資家は、そのような有価証券に投資する適切な資格を有する必要があり、適切な政府当局から適切な承認、ライセンス、証明、登録をご自分で取得される責任があります。

Morgan Stanley Researchは、次の国・地域では以下に記された各社が配布しています。ブラジルではMorgan Stanley C.T.V.M. S.A.; 日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.および商品に関わる調査レポートに限りMorgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited; シンガポールでは、Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号199206298Z) および/またはMorgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号200008434H) (前2社はMonetary Authority of Singaporeの監督・規制下)にあり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス233742の保有者であるMorgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"と"retail clients"を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス240813の保有者であるMorgan Stanley Smith Barney Australia Pty Ltd A.B.N. 19 009 145 555 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています); 韓国ではMorgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch; インドではMorgan Stanley India Company Private Limited; ベトナムではこのレポートはMorgan Stanley Singapore Holdingsにより発行されています; カナダではMorgan Stanley Canada Limited (同社はまた、Morgan Stanley Researchの内容について承認し責任を負います); ドイツではBundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)の規制下にあるMorgan Stanley Bank AG, Frankfurt am MainおよびMorgan Stanley Private Wealth Management Limited, Niederlassung Deutschland; スペインでは、Spanish Securities Markets Commission (CNMV)の監督下にあり、Morgan Stanleyのグループ会社であるMorgan Stanley, S.V., S.A. (同社はまた、スペインの法令に基づく金融調査レポートに関する行為準則に従ってMorgan Stanley Researchが作成、配布されたものであることを表明しています); 米国では、Morgan Stanley & Co. LLC (同社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています); 英国では、Financial Services Authorityの認可を受け、その監督下にあるMorgan Stanley & Co. International plcが自社の作成したレポートを配布するとともに、その関係会社の作成したレポートをFinancial Services and Markets Act 2000第21条の目的の範囲内で承認しています。英国では、Financial Services Authorityの認可を受け、その監督下にあるMorgan Stanley Private Wealth Management LimitedもMorgan Stanley Researchを配布しています。英国の個人投資家の方々には、Morgan Stanley & Co. International plcまたはMorgan Stanley Private Wealth Managementの営業担当者から投資についての助言を受けることをお勧めします。RMB Morgan Stanley (Proprietary) LimitedはJSE Limitedのメンバーであり、南アフリカのFinancial Services Boardの規制下にあります。RMB Morgan Stanley (Proprietary) LimitedはMorgan Stanley International Holdings Inc. とFirstRand Limitedの完全子会社であるRMB Investment Advisory (Proprietary) Limitedによる折半出資の合弁会社です。

情報開示セクション

Morgan Stanley Researchに記載されている商標およびサービスマークはそれぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。世界産業分類基準(“GICS”)はMSCIとS&Pによって開発されたものであり、両社の専有財産です。Morgan StanleyによるMSCI 国別指数系列に関する予測、意見、予想およびトレーディング戦略は公開情報のみに基づいています。MSCIは、これらの予測、意見、予想およびトレーディング戦略を検討、承認ないし支持していません。Morgan Stanleyは、MSCI指数作成の決定にいかなる影響または支配を及ぼしていません。Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、Morgan Stanley Researchまたはその一部を複製、販売もしくは再配布することはできません。Morgan Stanley Researchは主に電子配信されていますが、印刷物として発行される場合もあります。推奨証券／金融商品についての追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Dubai Financial Services Authority (以下、「DFSA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch)により配信されており、DFSAによって定義されたプロフェッショナル顧客のみを対象としています。本リサーチに関連する金融商品や金融サービスはプロフェッショナル顧客としての規制上の基準を満たした顧客のみに提供されます。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (以下、「QFCRA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch)により配信されており、ビジネス顧客と市場における取引相手のみを対象とし、QFCRAによって定義されたリテラル顧客向けではありません。

Capital Markets Board of Turkeyの定めるところにより、ここに記載された投資情報、コメントおよび推奨は投資顧問活動の範囲に入らないものです。投資顧問サービスは、証券会社、資産運用会社、非預金取扱機関および顧客の間で締結された投資顧問契約に沿って提供されます。ここに記載されたコメントおよび推奨はこれらのコメントおよび推奨を提供している者の個人的見解に依拠しています。これらの見解は、お客様の財務状況、リスクおよびリターン選好に合致していない可能性があります。そのため、ここに記載されたこの情報のみに依拠して投資判断を行っても、期待に沿った結果が得られない可能性があります。

The Americas

1585 Broadway
New York, NY 10036-8293
United States
+1 212 761 4000

Europe

20 Bank Street, Canary Wharf
London E14 4AD
United Kingdom
+44 (0)20 7425 8000

Japan

4-20-3 Ebisu, Shibuya-ku
Tokyo 150-6008
Japan
+81 (0) 3 5424 5000

Asia/Pacific

1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
+852 2848 5200