



日本記者クラブ

研究会「2010年経済見通し」①

夜明けの香り

2010年日本の投資家への8つの質問

ロバート・フェルドマン
モルガンスタンレー証券経済調査部長

2010年1月6日

世界経済の緩やかな回復を受け、各国中銀は量的緩和からの戦略的脱出を図るが、それは日銀を除いての話。円安が進むという見通しの下、エネルギーなど世界的なテーマの分野で、またアジアの成長を条件に、日本にも大きなチャンスがあるという。民主党政権の政策はどこまで経済効率の上昇に寄与するのか、不透明な部分はあるとしつつも、規制改革の断行に一定の期待も込める。

© 日本記者クラブ

長谷川様、皆様、本日お招きいただきまして、ありがとうございました。大変光栄でございます。

今年の経済は、もちろん経済だけではなく、いろんな国の政策の変更、政治問題、いろいろ絡んでくると、非常に複雑で、ある意味ではおもしろい年になるのではないかと思います。生活水準が上がるか下がるかわかりませんけれども、知的におもしろいというところもあるので、今年はちょっとおもしろい年だらうなと私は思っております。

基本的に、今年は“夜明けの香り”が若干あるのではないかと思いますけれども、どこまでそれが実現できるのかどうかということは、もちろん疑問に思われるところでしょう。

それに関して、いま私が会っている世界の投資家には、主に8つぐらいの質問があるのではないかと思います。配布資料の表紙に書かれているところですけれども、1番から4番までは、世界経済と日本という関係です。5番から8番までは主に日本国内の問題ということですけれども、それぞれ、非常に根が深い問題ではないかと思います。

まず、大ざっぱに8つの質問の答えを申し上げますと、世界経済の回復は継続するでしょうか。私の答えは、「はい、継続します」です。緩やかですけれども、先進国、途上国の間の格差、先進国同士の格差などいろいろありますが、全体として回復は続くでしょう。

円安の流れ、109円くらいまで

各国の中央銀行は、量的緩和から脱出するでしょうか。これは脱出するだろうと思います。ただし、例外が一つあります。日銀です。むしろ量的緩和をもっと大きくやらないといけない、というところではないかと思います。

3番目は、これは投資家に大事な問題ですけれども、円相場はどこへいくのかということです。私は、かなりの円安にいくのではないかと思っています。109円くらいかなと思っています。

もちろん、世界景気が回復して、日本が回復しないということは、日本の経常黒字が増えるということですので、円高要因もあります。ですが、金利格差も開きますので、国内のお金がドーンと海外に流れてしまうことは年後半にあるのではないかと思いますので、むしろ後者のほうが強いということで、円高が終わって円安になっていく年ではないかなと思います。

日本にも大きなチャンス

その中でよいニュースはないのかということですけれども、あります。4番目の世界で起きていることによって日本が恩恵を受けるということはいっぱいあるんですね。私、きょうは寒いから発熱保温の下着を着ています。残念ながらエコポイントはもらえないのですが、本当はもらうべきだと思います。そういう、エネルギーに関するすごい技術がありますし、食料問題もこれからまた重要になっていくので、大変大きなチャンスがあるのです、日本の農業に関しては。アジアもすごく成長するし、所得水準格差が非常に大きいので、日本が各国にいろんな機械を売って、地下鉄とかインフラを売って、成長する機会は十分あると思います。

さて、国内のことです。5番目の成長率が上昇し、デフレが終わるでしょうか。まあ、徐々に徐々にということではないかと思います。

6番目の日銀が政策を積極的に拡大させるでしょうか。非常に積極的になると思っています。その背景は後ほど話をしますけれども、やっぱりデフレになったということは日銀も認めているからです。

7番目ですけれども、日本の債券利回りは上昇するだろうかということですけれども、上昇すると思います。ただし、日銀は金融拡大あるいは量的緩和にいくということですので、それほど急上昇ではないのではないかと思います。リスクはもちろんあります。非常に心配しているところはあります。ですが、徐々に上がっていきだらう、と思っています。

最後に民主党政権は経済効率を上げるだろ

うか、すなわち日本の生活水準を守るために経済効率を上げなければならないということは一番肝心なテーマだと思いますけれども、答えは、残念ながら、不透明だというところです。後ほど、それに関してもお話をさせてもらいたいと思います。

さて、もうちょっと詳しく話をしたいと思います。まず、ちょっと数字が多いスライドですけれども、資料の2ページ目です。グローバル全体はどうなるか。2010年、弊社モルガンスタンレーの予測ですけれども、4%です。2011年、3.9%です。これは緩やかですね。若干、ここ30年間の平均より高い伸び率になりますけれども、これは全部歴年ですが、2009年の-1.1の次の年としては、4%は、そう高くないのです。

先進国経済の伸びは緩やか

なぜなのかということをみてみると、G10が問題です。先進国ですけれども、1.9%しかない。米国はまあまあ2.8と思っています。ですが、欧州は非常に緩やかな1.2、日本は0.4しかない。そういう、まだまだ構造問題をたくさん抱えている、財政問題をたくさん抱えている先進国ですから、高い成長率を達成するのは多分無理ということではないかと思います。

先進国同士の格差は、ここに見えるようにかなり大きいということです。これによって、各國中央銀行の量的緩和からの出口戦略のスピードが異なってくるということが一つの大変なポイントです。これは円相場に影響を与えます。

さて、エマージングはどうかということですと、先進国に比べてはるかに高いということです。普通は高いんですが、中国は10%、インドは8%などあるんですけども、これも相当よい成長が続くということではないかと思います。

さて、消費者物価、すなわちインフレはどうなるのかということですが、日本はまだデフレですけれども、そう大して高いインフレではない。中国は若干インフレ気味になっていくのではないかという観測はありますけれども、年前半はそうでしょうけれども、後半は落ちついて

くるのではないかと思っています。

そうすると、緩やかな成長、緩やかな物価上昇という、割と全体としては穏やかな年になるのではないかというイメージを持っています。

では、エネルギー資源、あるいは商品市況はどうでしょうかということですけれども、2009年は原油価格、これはWTIベースで、平均して大体62ドルでした。ことしは平均して85ドルになっています。最近ちょっと天候が悪くて、原油価格は上がっていますけれども、85ドル足らずのところまで上がってきます。

原油、穀物価格とも上昇傾向

傾向的に申しあげますと、さらに上昇していくということを考えています。これはなぜかといいますと、成長が続く中、もちろん原油、エネルギーに対する需要がふえます。残念ながら、それにこたえる供給はありませんので、原油価格、エネルギー全体が上昇していくだろう、と思っています。

もう一つ、とても大事なのは穀物価格です。昨年とそれほど大きな価格の格差は出てこないと思っていますけれども、傾向として、2011年、12年にかけて、トウモロコシも大豆も小麦粉も上昇傾向が続くでしょう。これも日本にとって、安全保障上の問題もありますし、正しく反応すれば、日本の農業改革を進めて、チャンスもあるということではないかと思います。こういうことを背景にして、日本が農業政策を考えなければいけない、ということではないかと思います。これは全体像です。

次は、もうちょっと細かく米国経済の話をしたいと思います。現時点、多分、弊社モルガンスタンレーで一番議論になっている予測ですが、米国の10年国債が今年末には、いまの3.5前後から5.5まで上がっていく。すなわち200ベーシスポイント上がっていくということを考えています。

その背景としてはいくつかあるんですけども、一つは、景気回復が続きます。昨年の財政出動の効果が、これからさらに出てくる。こ

れが一つ。もう一つは、ここ1年間の金融政策が、今年に入ってからぐんぐん効果が出てくるということです。そういうことが起きている中、実質金利が、80年代から90年代が終わるまでの平均値である3%を超えたところまで戻るのではないかと思っています。

実は、社内でこういう話をしますと、世代間の見方の違いがあります。私みたいな70年代、80年代にかけて初めて経済を細かく観察するようになった人間たちは、実質金利は3%以上が中心だと思っている人が多いのです。だから、それが普通だ、それに戻るだろう、という意見が多いのです。

逆にここ10年間、経済を見るようになった人たちは、2%台が普通だと思っています。というわけで、ちょっと議論が非常に激しくなるのだと思いますが、私は、まあ、年齢もあって3%台がむしろ正しいのではないかと思います。

債券取引は乱高下の予想

もう一つ、気をつけないといけないところですけれども、取引のパターンがちょっと異常だということです。ニューヨークの担当者のジム・キャロンという者がおりますけれども、キャロンいわく、いまの債券取引のトレーディングは非常にテクニカルな部分が多いと言います。すなわち、今日、明日のトレーディング・ポジションをとるときに、ファンダメンタルズを考慮する割合とテクニカルを考慮する割合を見てみると、テクニカルが3~4割から6~7割まで上がっているということを指摘しています。つまり、ファンダメンタルズの部分が減ってしまっています。

そうすると、ファンダメンタルズが変わりましたということになりますと、テクニカルな部分が大きく変わります。従って、ちょっとだけインフレ気味になっていくというニュースがもし流れると、あるいは雇用統計が今度もしプラスになったとすると、そうなると思いますけれども、債券利回り上昇というポジションをすぐとろう、あるいは債券利回りが下がってしまう

だろうというポジションをすぐ切っちゃう人が非常にたくさん出てくるのではないかと思っています。だから、かなり乱高下するのではないか、ということがその一つの結論です。

ただし、それ以上に実質金利の上昇が必要だということですので、これに気をつけないといけないところではないかと思います。

これはもちろん日本にも影響を与えます。日本の長期金利、後ほどまたお話をしますけれども、方程式を立てて予測をしますと、もちろん国内のデフレとかインフレとか、あるいは国内の成長率とか、そういう要因が非常に大きいのですが、米国の利回りもかなりはっきりした影響を与えます。アメリカ金利が1%上昇した場合、日本の金利は大体0.2ポイントぐらい上昇するというのが私の方程式の結論です。アメリカの長期金利が本当に200ベーシス、すなわち2%ポイント上昇するのであれば、これは日本に対して0.4ポイントの上昇要因になってきます。これは相当大きいのです。日本国債の利回りが0.4ポイント上昇すると、国内、特に中小企業に対する影響が大きい。だから、これは気をつけなければいけないところではないかと思っています。

あとは、アメリカにとって大事なテーマがいくつかあるんですけれども、そろそろ健康保険改革法案ができあがって議会を通るでしょう。いろんな議論があるし、あまりよい改革ではないじゃないかという話もあるし、確かに進めるべきと思われるところ、進んでいないところもあるんですけども、一応できたということになりますと、オバマ政権が一つ成功したことになります。ほかの問題に取り組むことができるようになりますので、相当すっきりするのではないかという感じもします。

重要な米国の金融改革

金融市場からみれば、一番大事なのは金融改革です。どのように金融監督の制度を直すのか、米国のドッド上院議員が言っているような、消費者金融庁とか、そういうものをつくるのか、

それとも連銀を中心にしてやるのか、これはまだ相当決めないと伺いとあります。

私は、どちらかといえば、連銀がやったほうがいいのではないかなと思いますけれども、この前のバブル崩壊で明らかになったことを見てみると、やっぱり制度的にアメリカが日本に比べてかなりおくれているところがあるなという感じがします。

それはどういうことかといいますと、例えば保険に詳しい方はすぐわかると思いますけれども、日本の場合は、保険業を監督しているのは、もちろん金融庁ですね。全国で一つしかない。アメリカの場合は、各州が、その州にある保険会社を監督しています。ばらばらです。共通認識もなし、共通ルールもないし、もう大変です。そういう制度上の足並みの乱れを直さなければ、ちょっと進まないのではないかなという心配があります。ですので、どこまで米国が、そういう制度全体の乱れを直せるかということが相当議論されるのではないかと思います。

現時点では、それほど大きな進歩はないのじゃないか、という心配がありますので、新年になって、どこまでこれを進めるかどうかということは肝心なポイントではないかと思います。

迫る新しい商品の償還期限

資料に基づくと、1月から3月までの間、C MBSとか、そういう新しい商品の年限が切れてしまう、といった話はあります。ですので、不動産のリファイナンスがかなり必要だということが言われています。多分そうでしょう。4-6ヶ月期もそうだと。全体としての統計はそんなにないんですけども、ウォール街の人たちと話をしますと、そういう話が多いです。

本当にそうなりますと、不動産のリファイナンスが必要なのに、出来ないとどうなるんだ、という問題が出てきます。もちろん、借入先のほうは、リファイナンスできなければ倒産してしまうケースもあり得るのですが、他方、そういった債権や金融商品を持っている金融機関は大変になるか、どうかということはちょっとわ

からない。

なぜかといいますと、もうすでにストレステストをやっています。十分ストレステストをやっている限りは、そんな大きな問題にはなりません。もうすでに評価損を出しているはずですから。だけど、ストレステストがもし徹底していかなければ、また何か起きてしまうのではないかという心配があります。これは、これから3か月以内にはっきりしてくることで、非常に大事なテーマではないかと思います。

あと、住宅市場そのものが本当に回復するかどうかということですけれども、ケース・シラ一住宅指数などをみてみると、若干上がっていきます、ここ数か月。ですが、安いものばかりがこれまで売れて、上がっている理由は、今まで差し押さえになって市場に出なかつたもの、すなわち高いものが市場に出始めているから平均が上がっているだけだと。すなわちミックスが変わった。軽自動車だけではなくて、高級車も中古車市場に出ている、そういうようなことがいま心配されています。ですので、やっぱり住宅市場の統計、指標から目が離せない、そう思います。

緩やかな回復は続くだろうと思いませんけれども、ダウンサイドリスクはいくつかまだあります。政策のリスクも市場のリスクもある、ということではないかと思います。

まだ余裕がある中国の財政

次は中国です。これはもっといい話ですね。中国はご存じのとおり、ものすごい財政出動をしていますが、さらに出す余裕がたくさんあります。(資料4ページ)右側にグラフがありますが、中国のGDPに対する政府負債の比率は、(各国との比較の中で)下の方にあります。非常に低いのです。ほかの国に比べて非常に低い。ですので、どんどんお金を使えます。何か田中角栄時代になってしまふんじやないか、という心配がもちろんあります。つくるべきではないものをいっぱいつくるとか、そういう心配がもちろんあります。

ですが、この前、中国の友達と話したのですけれども、北京にはいま、地下鉄が3本しかないということを言っていました。これは足りないのです。つくるべきインフラがたくさんある。ですから、そんなに中国経済については心配はしませんが、お金の使い方をみてみると、今回の財政のお金を均一的に分けて使っているそうです。すなわち、どの地域にも同じだけのお金を使っている。これはちょっと変です。

なぜかといいますと、被害を受けたのは、ほとんど沿岸部です。あるいは世界貿易と関連したところです。では、お金をいっぱい使おうという政治的な判断が出たときに、もちろん政治のフィルターでお金を使うということになります。それによって非効率が生まれてしまったという可能性ももちろんあります。

なので、景気は、数年間はいいでしょう。ただし、どこまで不良債権をつくっているのかということが、相変わらず投資家の心配ではないかと思っています。

各国間の金利格差が開く

さて、これらのことと背景に、各国の中央銀行はどうするのかということになりますが、ちょっと小さいのですが、ここにグラフがあります(同5ページ)。これは先進国ですけれども、横軸は、昨年第4・四半期から今年の第4・四半期までの成長率です。縦軸は、これから1年間、いまから12か月後、どれだけ政策金利を上げるかという軸です。見事ですね。成長の多い国は利上げが大きい。成長の少ない国は利上げが少ない。残念ながら、日本が一番左下です。成長が低く、加えて金利は上げない。

これがなぜ大事なのかといいますと、為替の話になりますけれども、やっぱり金利格差がこれから開きます。タイミングもズれて、各国同士の金利格差もズれていくということですので、かなり為替市場がこういう動きによって影響を受けるということではないかと思っています。

ちょっと読みにくいかもしれませんけれど

も、すでにノルウェーあるいはオーストラリアの中央銀行が金利を上げ始めています。欧州の方は、アメリカより早いでしょう。そういう中央銀行だから、成長は低いかもしないけれども動きは早い。アメリカがその後ですけれども、年末にかけてフェデラルファンド(F F金利)を大体2%まで上げていくと思っています。

日本は、上げるどころかデフレが続きますから、量的緩和にいくしかないと思っています。ですので、為替に影響を大きく与える、こういう金利格差が開きます。これが多分、今年市場にとって一番大きなテーマの一つでしょう。

さて、ドルはどうなるのか、円はどうなるのかということです(同6ページ)。アメリカの金利が上がっていくという予測になりますので、対円ですけれども、一番円が安くなっていく。ドルが円に対して強くなっていくということではないかと思っています。

おもしろいことに、ちょっと時間がかかりますけれども、米国の利上げが欧州より大きいということですので、年末にかけて、米ドルが対ユーロで強くなっていく、そういうことを予測しています。

中国、06年に続く通貨切り上げか

反面、途上国は、若干話が違います。というのは、中国は非常に景気がよくて、2006年に実行した為替の切り上げをもう一回実現するのではないか、と弊社は思っています。そうしますと、対ドルで、中国元は若干切り上げになっていく、すなわちドル安になっていくのではないかと思っています。これはドルの話です。

さて、Yenクロスレートはどうなるか、ということです(同7ページ)。これもまた非常に大きな意味を持つと思いますけれども、オーストラリアドルの対円レートは、もうすでに非常に大きく動きました。ですので、これから1年間はそんなに動かないと思いますけれども、他の大事なクロスレート、例えばブラジルリアルとか、韓国ウォンとか、台湾ドルとか、中国元に対しては、円が安くなってきます。

この中で、多分一番大事なのは、韓国ウォンではないかと思います。2カ月前までは、ウォン・円、為替レートが1円当たり13.5ウォンぐらいだったのです。ことし年末まで、それが9.5ぐらいまで下がっていくと思っています。これはすごいウォン高・円安ということになります。

なぜそうなるかというと、簡単なことです、いま韓国は景気がいいのです。中国におんぶしてもらっている部分もあるんですけれども、結構景気がいいから金利を上げます。ということになると、金利格差が開いて、対ドルで韓国銀行も金利を上げるし、景気もいいから、韓国ウォンが強くなっています。で、円が安くなっていますから、クロスで30%ぐらい動きます。これは日本の輸出、特に韓国を競争相手にしている輸出業者はかなり影響を受けます。これは為替の中で、多分一番、いまお客様と話すと人気のある話になっています。

さて、ちょっと教科書っぽいことになりますけれども、どのように為替市場を分析すればいいのかという話をしたいと思います。

為替市場は需給で動いている

金利格差で動くとか、むしろ金利格差ではなくて、為替が経常黒字で動く、あるいは成長格差で動く、いろんな理論がありますね。私は、こういう理論を全部考えてみると、結局、需給という結論に達します。

ただし、単なる軽い意味の需給ではなくて、ドルを供給する人たちは誰、ドルを需要する人は誰、その2つの分析を合わせてようやく為替の予測ができると思っています。(同8ページ)

では、供給は誰がやっているのかということですと、輸出業者です。もちろん輸入を引きますが、輸出業者だと思えばいいのです。世界景気が、例えば3%成長していると前提を置いて、円が安くなればなるほど輸出業者が稼ぐドルが——これは稼ぐドルの量ですけれども——多くなってきます。右上がりの供給曲線です。教科書どおりです。リンゴの量、リンゴの価格でみると、価格が上がれば上がるほど供給がふえま

す、そういう簡単な話です。

では、需要を引き受けるのはだれかということになりますが、これは国内の投資家です。国内の投資家にとっては、成長の格差とか世界成長よりも、むしろ金利格差が大事です。国内の金利が1%、海外の金利が5%であるとすれば、やっぱり海外へ行きたい人は多くなってきます。金利格差が1%ポイントしかないという場合は、あまり海外へ行きたくないのです。その金利格差が一定であるという前提を置いて、円が強くなれば、やっぱり海外で投資したい。

例えば、4%の金利格差があるとしましょう。円相場が100円であれば、若干海外の債券とか資産が高いのです。反面、同じ金利格差で、円相場が50円であれば、その海外資産が安いのです。そうしますと、円が強くなればなるほど、投資家はドルを買いたい。だから、需要曲線が普通の右下がりの需要曲線になるということです。そう定義すると、予測は簡単になります。

さっき申しあげましたように、これから徐々に供給曲線が右へシフトします。ただし、金利格差が開いていきますと、国内投資家がどっと海外の資産を買い始めるのです。そうしますと、2つの交差するところが、昨年末の85円から円安の方向でいきます。

では、本当に109円かということが問題になるわけです。これは判断の問題ですけれども、徐々に世界景気が回復するということですと、供給曲線も徐々に右へシフトする。赤い点線で表したグラフです。ただし、金利格差が、我々が言っているように、いまのほとんど、短期で0から1.45、長期ですといまの2から4.3までいく。これは米国に対してですけど、これだけ動くということであれば、おそらく国内の投資家がどっと海外資産を買うでしょう、そういうことを考えています。

ですので、需要曲線のシフトが供給曲線のシフトよりも大きいということになりますと、結局、価格、すなわち為替レートが円安の方向で動く、そういうふうに考えています。

このやり方は、実は昨年、非常にうまくいきました。金利格差が大きく縮小しましたよね。

そうすると、需要曲線がドーンと中へ入ってしまったのです。左へのシフト。しかし、3月から世界景気が徐々に回復し始めた。すると、需要曲線が動かず、供給曲線が若干右へシフトしたということになったわけですから、交差点がもちろん円高になったのです。これ、当たったのです。ですから、今年の環境で同じ考え方を使えば、多分こういう動きをするのではないかと私は思っています。

さて、次の話になりますけれども、4番目の質問です。日本にとってどういうチャンスがあるのかということです。

バングラデシュ——インドの隣の国——の人口がわかる方、いらっしゃいますか。多分誰かわかるでしょう。さて、日本より多い、日本より少ない、AとB、どうですか、多いと思う方、少ないと思う方。——当たっていますね、多いです。1億4,000万人ぐらいです。平均生活水準、すなわち1人当たりのGDP、幾らかというと、購買力平価で測っても、1,400ドルです。日本は3万4,000ドルです。中国でも、6,000ドルぐらいです。(同9ページ)

アジアの発展は日本にプラス

アジアの発展途上国——ほかの地域もそうですけれども——の今の生活水準と、日本の生活水準の格差を半分、これから20年間で埋めるという目標があった場合、どれだけの資本蓄積が必要かと考えましょう。相当すごいですね。特に中国の場合。中国は、人口が増えないので。そうすると、生活水準を上げようと思った場合、資本蓄積、技術蓄積しかないのです。なので、これによって日本は相当プラスになるという可能性もあります。これは多分、日本にとって一番のチャンスだと思います。

売れる商品があるかないかということは、もちろん問題です。いわゆるボリュームゾーンと言われるのですけれども、発展途上国に向けてデザインされたものが多いかというと、若干少ないのです。これは事実です。ですが、日本の創意工夫とか、そういうことを考えると、でき

ないはずがないので、これも相当すごいチャンスではないかと思っています。

次は、スライドはないのですけれども、食糧も、さっき申しあげましたように、価格が低下する傾向ではありません。むしろ上昇傾向です。話は非常に簡単ですけれども、発展途上国の生活水準が上がれば上がるほど、肉を食べたい人が多くなってきます。肉は、たくさん穀物を使います。特に牛肉。豚肉もそうですけれども、鶏肉はそんなに使わないのですが、やっぱり使います。鶏肉1kg相当分に使っている穀物は2kgだそうです。そうすると、肉を食べたい人が多くなってきますと、どんどん穀物の需要が増えます。

では、その穀物を誰がどこで作るのか。だって、土地はもうないのです。若干転用するというのがあるのですけれども。最近、ニューヨークタイムズで読んだのですが、アルゼンチンで、これまで草を食べる牛ばかりだったんですけども、土地がもったいないということで、アメリカ、日本でやっているように、大豆とかトウモロコシを食べさせて育てるということになったのです。これはアルゼンチンにとって、すごい文化の変化ですよね。なのに、やっています。アルゼンチンでさえそういうことをやっているということは、やっぱり土地が足りないとということを意味します。

そういう情勢下、日本の食糧自給率は低い。この前、民主党政権が新しい予算を出しましたが、その中に自給率を上げようというモデル事業が入っています。どこまでできるかわかりませんけれども、こういう食糧が足りなくなってきた世界の中で、非常に非効率的に土地を使っている国にはすごいチャンスがあるのです。

土地利用の効率化で地方に好機

だからこそ、農業委員会を廃止する、土地の使い方をよくする、そういう制度改革がもしできれば、地方はいま悲鳴をあげているそうですけれども、本当に悲鳴をあげていますけれども、地方にとって大きなチャンスになると思います。

ですから、この食糧危機は大変なことになりますが、日本にとって、すごいチャンスではないかと思います。

エネルギーも、もちろんそうですね。ニューヨークーボストン間、電車に乗ったことのある方、手を挙げていただけますか。——あまりいないんですね。乗らない方がいい。あまりよくない。遅いし、よく揺れるし、本が読めないです。

今回、オバマ政権が、ボストンーウォシントン間に速い電車を走らせようと予算案を練っていますけれども、なかなか実現しにくいことだそうです。全世界で、電車を使おうという動きが広がると思います。もちろんエネルギー的に効率がいいし、CO₂的に効率がいい。日本は今度、CO₂削減目標は大変だ、大変だという話はあるのですけれども、もっとうまく国内の鉄道網を使って、飛行機を飛ばすのを少なくすれば、若干貢献はあるでしょう。

とにかく、そういうエネルギー技術を輸出できるところはたくさんあると思います。特に鉄道。ですので、これもすごいチャンスということだと思います。

寝ている技術を生かせ

だから、いま、暗い、暗いという話が多いのですけれども、実はすごいチャンスが待っています。日本は優れた技術をいっぱい持っています。一方でその技術をお金に換えていないところがたくさんあるのです。多分、一昨年話をしたときに申しあげたかと思いますけれども、一つの例は、いま私がかけている眼鏡です。一見は普通の眼鏡ですけれども、年寄りになっていく先進国にとって非常に便利な眼鏡です。

どういうものかといいますと、本を読むときに、あるいは新聞を読むときに、目の状態がちょっと変わってしまったので、外して読む方が楽ですね。老眼になっちゃったということですけど、かけて外して、かけて外して、面倒くさいのです。しばらくはひもをつけていたのですが、何だかおばあちゃんぽいということ

で、もうちょっといいものはないのかなと眼鏡屋さんに聞いてみたら、あります、こういうことですね。サングラスのように、クルッと上げて下げるのです。

眼鏡屋さんいわく、こういう眼鏡は日本以外にないんですって。昔はあったらしいけど、いまはないのです。あ、これはおもしろいなと、今度出張するときに海外の友達に紹介しよう、買いたい人がいたら何て言つたらいいかなと思って、造っている会社に電話してみました。「海外で売ってない」って。「え？ 高齢化する全世界で売っていないって、どういうことですか？」と聞いたら、「いやいや、売るものか。だって、壊れたら直せない」。職人意識が非常に高いということ、まあ尊敬できますけれども、どうやって老後を守るの？ と思うんですよね。

だから、寝ている技術がたくさんあるのです。そういう技術をもっとお金に換えていくことができれば、3%成長は無理ではないと思います。ただし、制度を改革して、それができるようにする必要があります。コーポレートガバナンスとか、もっとお金をもうけようとか、あるいは持ち合いをもっと解消しようとか、そういうようなことをやれば、いま申しあげたようなエネルギーやアジア諸国などから、そういうチャンスをつかむことは十分できるのではないかと思います。

さて、あまり時間がないので、国内の話をしたいと思います(同10ページ)。国内景気です。2010年度、成長率は現時点、我々の予想では0.5%しかない。政府経済見通しの1.4%より若干低いということです。政府の方は、内需拡大はかなりあるということを言ってまして、消費は、我々の言っている0.8%より若干高い。

設備投資は当面伸びない

ただし、一番大きな違いは、設備投資です。我々は、設備投資はほとんど出ないだろうと思っていますが、政府は若干出るだろうと思っています。

加えて、政府の公的部門のマイナスが、我々

に比べて若干小さいのです。いろいろ比較できますけれども、基本的なストーリーは簡単です。外需はいいが内需はよくない。内需がよくないのはなぜかというと、結局、稼働率が低過ぎるからです。稼働率が低い限りは、設備投資が上がつてこない。設備投資がなければ、賃金が上がらない。賃金が上がらなければ、いくら子供手当——本当は親手当ですけれども——があつても、あまり消費がわいてこないという、そういう話です。

ちょっと話が飛びますけれど、緑色の線が製造業の稼働率です(同13ページ)。100前後でドーンといって、世界の景気が悪くなったときにドーンと下がったのです。これはもうびっくり仰天の下がり方です。戻っていますけれども、まだまだ普通に戻りません。

では、普通に戻るには何が必要かということをちょっと考えてみましょう。稼働率は、もちろんここに書いてあるとおり、工業生産を生産能力で割ったものです。この稼働率を上げるには、工業生産を上げるか、生産能力を減らすか、そのどちらかの組み合わせです。

さて、昨年10月を原点にして、生産能力が85ですけれども、生産を増やして、生産能力を減らすという組み合わせを計算してみました。例えば、90年代の平均値である95.4という水準に戻るには、生産が15%上昇して、生産能力をさらに5%減らす。あるいは生産が10%しか上がらない場合、生産能力を7.5などなど、そういう組み合わせが必要となります。相当大きいのです。

加えて、過去の設備投資の案件が実ってきて、最近の動きですけれども、若干生産能力はむしろ上がっているのです。そうすると、やっぱり設備投資は当面出ないということになります。もちろん、派遣社員は製造業でだめだという法律が通れば、さらに設備投資は海外へ行ってしまう。そういうものもあるのですけれども、この問題が解決されない限りは、ちょっと景気は大変でしょう。

あるいは、全然違う分野、さっき申しあげましたような規制改革とか、農業改革とか、そ

いうことをやらないと、どうにもならない。そういうのが日本経済の現状ではないかと思います。

経常黒字なら長期金利は安定するのか

さて、その中で、財政及び長期利回りをどう考えるべきかということですけれども、日本の長期金利が上がらないのは、経常黒字があるからだ、ということをよく言われます。これはある程度正しいのですが、すべてではない。マクロ経済、教科書によく載っている基本的な方程式ですけれども(同14ページ)、これは恒等式ですが、これはネット貯蓄です。民間の貯蓄です。民間が誰かにお金を貸さないといけないのです。これは政府が借りるか、海外——すなわち経常黒字になるのですけれども——が借りるか、そのどっちかです。

それと、これがすべての貯蓄であるとすれば、民間がある程度政府に貸します。また、ある部分を海外に貸すことを決めるのです。だから、経常黒字がプラスだということだけで、長期金利が安定というわけではないのです。もう一つ大事なのは、何割を政府、何割を海外に、というのが大事です。すなわち資産運用です。

これから、さっき申し上げましたように、国内投資において、国内の資産ではなくて、海外資産のアロケーションを増やそうということであれば、日本の経常黒字があつても、長期金利が上昇し、円が安くなります。

ですので、経常黒字があるから日本は危くないということは、実は正しくないと私は思います。

では、その背景として、日本の投資家が、本当に日本の資産を持ち続けるかどうかということが問題になるのですけれども、多分大丈夫だろうと思うのですが、財政の数字を見てみると、相当大変だということはよく知られています。

これはO E C Dが出している数字なのですけれども(同15ページ)、日本が一番大変な場所にあるということです。すなわち、負債比率

が高くて、プライマリーバランス、すなわち政府とか企業でいえば営業収支、これが非常に悪い。負債比率を安定化するだけでも、すなわちこれ以上増やさないことでも、プライマリーバランスをいまのOECDの5%、おそらくもうちょっと6%ぐらいだと思うのですが、5%から2~3%のプラスにしないといけないですね。すなわち、大きな赤字をまあまあの黒字にしないと、負債比率が安定しない。どんどん上がっていくのです。これはやっぱり怖いところです。

であれば、なぜ長期金利が上がらないの？ということが問題になります。いろんな要因があります。今年前半、金利上昇要因は10個あるのですけれども(同16ページ)、その中の5つぐらいは上昇になって、5つぐらいが上昇しない、ということになっています。前半は多分大丈夫でしょう。特に、日銀、大きな金融機関が担って、いっぱい買うということがあれば問題ないでしようけれども、後半になって若干変わります。ですので、ちょっとこういう個別決定要因の面とか観点からみたら、若干危なくなってくるのかな、ということは言えるかもしれません。

長期債にリスク・プレミアムが入ったか

もう一つ、ちょっと統計的な分析もやりましたけれども(同17ページ)、もうすでに長期債にリスク・プレミアムが入ったのではないかと私は思います。

どういうことかと言いますと、簡単に申し上げると、昨年のようなデフレが、今まで2回ぐらいあったのです。98年、2002~2003年ですね。当時は、利回りが1%を下回ったのです。四半期ベースで、ちょっとここには見えないんですけれども、1%をかなり下回ったことがあるのです、両方とも。今回は、デフレがもっと悪い。景気の悪化がもっと悪い。なのに、長期金利が1.2%以下になっていないのです。なぜ下がらないのか。ファンダメンタルズが断然に悪い。加えて米国の金利が断然低い。なのに、下がらない。下がってないのはなぜなのか、とい

うのが問題です。

おそらくリスク・プレミアムがどこかに入ったのではないか、というのが一つの答えでしょう。パニック需要、すなわち通貨に対するパニック需要、もう長期債は欲しくない、とにかくキャッシュが欲しい、そういう需要があつて、国債利回りが上がったという可能性もあるんですけども、この問題は、ここ6か月ぐらい、大体おさまってきました。すなわちパニック需要が終わったのです。なのに、長期金利が下がらません。

だから、こういう統計的な証拠を見ると、すでに市場が日本の長期金利にリスク・プレミアムを加えたのではないかということも言えると思います。

で、今年、何が危ないと心配するかと言いますと、やっぱり米国の利回り上昇です。それが始まって、その中で、もし予算の話がしっかりとこなければ、特に中長期的に財政再建がもしできなければ相当大変になるということではないかと思います。

中長期的な話をしましたけれども、何度も何度も同じことを繰り返して申しわけないのですが、いまこそ大事だということですから、もう一回これをちょっと紹介させていただきたいと思います。

中長期的に何が大事なのかということをもう一回考えますと、この19ページに書かれているところです。これは財政再建の原点であるし、生活水準の安定の原点でもあります。

労働生産性を上げるしかない

簡単に申しあげますと、生産は労働者1人当たりの生産、すなわち生産性掛ける労働者の数です。簡単ですね。高齢化をどうやって入れるかといいますと、人口で割ります。Pですね。PはPopulation(人口)です。左も右も、Pで割りまして、 $Y/P = (Y/L) \times (L/P)$ 、本当に単純な方程式ですけれども、意味が深い。

Y/P は、生活水準です。平均的に人口1人

当たりどれぐらい消費できるか、どれぐらいの所得があるかということです。これは生活水準です。

Y/Lは、相変わらず労働生産性です。1人の労働者がどれぐらい生活しているかということです。L/Pは何かといいますと、労働参加率です。高齢化とは、労働参加率の低下であると定義してもいいです。例えば、引退年齢を延ばしても、この参加率は下がります。必然的に下がります。そうしますと、生活水準を一定にしたいなら、生活が下がっている中、生産性を上げないといけない。それしかないのです。

すると、今回の政権の新しい政策を評価するときに、生産性の加速に貢献するかどうかを見ることがすべてだと思います。これ、自民党政権でも、民主党政権でも、何党政権でも同じです。政権は関係ない。

改善策、悪化策、抜けている策も

さて、今回のマニフェスト、その後の出来事を見てみると、効率を改善する政策、効率を悪化させる政策、両方あります。やるべきだけれども、やっていない政策、つまり抜けている政策もあります(同20ページ)。

いくつか例を申しあげましょう。効率を改善する政策、この前、事業仕分けがありましたけれども、光栄なことに、参加させていただきました。多分、日本国民1億2,500万人の中、1億2,500万の方々が、参加したかったと思います。私は外国人として参加できたということは、大変光栄であり、日本が本当にオープンな国だと思いました。

この仕分け事業では、効率を上げることがいくつかできたと思います。

この仕分けの決定事項は、おかしいんじゃないかということがよく言われましたけれども、細かいところを見てみると、やはり変だなあというところがあるのですね。だから、戦略がないのは問題ですけれども、仕分け的に、お金をよく使いましょうということで、一応進歩だと思います。あるいは経済財政諮問会議だけでは

なくて、経済戦略、あるいは国家戦略的に考えよう、もうちょっと広く、すべてを同時に考えよう、これも進歩だと思います。あるいは、閣議が自分の議題を自分でコントロールする、すなわちトップの役人ではなくて、自分でコントロールするということ、これも進歩です。いくつかいいことはありました。

郵政改革の逆戻り

では、効率を悪化させることは何かといいますと、一番大きいのは郵政の逆戻りです。これによって日本の効率が上がることはありません。むしろ、生活水準を下げるということです。かんぽの宿、日本の資産だから、何でこういうことをやったの? という質問がよくあるんですけれども、今のかんぽの宿は、私に言わせれば、資産じゃないです。負債です。毎年赤字でしょう? 每年赤字のものは資産といえない。使い方をよくすれば資産になりますけれども、のままにしておくということであれば、負債のままで。日本国民が貧乏になってしまいます。

だから、そういうふうに、どうやって資源をもつとうまく使うかということを、郵政改革を入れてやらないといけないと思いますけれども、とにかく、これで郵政の逆戻りは非効率になってしまうおそれが非常に高いと思います。

入ってないものはいくつかあるんですけども、成長戦略はその一つです。デフレもそうです。赤字をどうやって削減するかということもその一つです。それがこの前の民主党マニフェストに入ってないです。デフレという言葉が入っていないのです。PDFファイルを、民主党のWebサイトからダウンロードして検索してください。ないの。(笑) 入っていません。なのに、2カ月前ぐらいからですか、菅副総理が、GDPデータが出たときに、「あ、このデフレがすさまじいよね」ということを言ったんですね。だから、ようやく民主党がデフレと雇用の悪化のことをよくわかって、日銀と相談して、では何か動きましょうよ、ということを決めたわけ

です。これも進歩です。

以上のように、抜けている政策があるんですけれども、だんだんとそれを直そうという動きになっているから、これは心強いなあと思います。

では、間に合うかということですが、これもちょっと難しい問題ですけれども、民主党の財政政策とか、財政再建がどうなっているのかということを考えると、こうなるんですね(同22ページ)。マニフェスト及び政策インデックスを読みますと、はつきりはしないんですけれども、何となく歳出を削減する。4年間はやらないけれども、できる限り歳出を削減した後、次の総選挙を増税の国民投票として使います。十分できる限り、無駄遣いをやめました、できる限り削減しました。ですから増税よろしいでしょうか、ということを聞くという訳です。そういうことは、政策インデックスに書いてあるのです。

すると、税金に関してはこうなりますね。最後、歳出を減らして増税をトンとやります。これ、財政再建のイメージです。橋本政権の二の舞いです。

財政再建と同時に需要喚起策を

では、財政再建をやる限りは、緊縮財政になるんですから、ほかに何か同時にやらないと間に合わないんですね。それは何かという問題ですけれども、お金を使わない需要喚起ですね。

供給サイドという言い方もあるんですけれども、私はむしろ、93、94年の携帯電話の改革に似たようなことがいいんじゃないかと思います。あれは供給サイドの改革、規制改革だといわれていましたけれども、携帯電話の保有の改革は、ものすごい設備投資を起こしたのです。だから、規制改革は、供給だけじゃない、需要改革でもある。そういうことをやりながら、財政再建をやれば景気がもつ。これがポイントです。

数字をちょっと書きました(同23ページ)。ちょっと細かいことは説明するのは時間がかかるので省きますが、例えば、いまの日本経済が

500兆円、で、政府歳出が180兆とします。政府歳出を10%削減します。残りの赤字、いま、45兆円ぐらいですけれども、それを増税で賄います。もちろん、増税をして、歳出削減をすれば、景気が悪くなりますよね。景気が悪くなつても、さらに増税しなきやいけない。また景気が悪くなつて、さらなる増税になります。イタチごっこのようになります。まあ、収まってきますけれども、10%歳出削減して、赤字をゼロにするという目標があれば、GDPが11%下がります。政府的にもちません。なので、何かやらないといけない。

これはおもしろいんですよ。何がおもしろいかというと、最近、民主党のほうからも規制改革という言葉がちょこちょこ出始めています。この前の「サンデープロジェクト」に、古川副大臣が出て、規制改革やらないといけないということを結構強くおっしゃったのです。原口大臣もおっしゃっています。なので、どれだけの規制改革による需要喚起が必要かということをちょっと計算してみました。

答えは30兆円分です。相当大きいですね。民間の歳出を30兆円、すなわち156兆円ぐらいから186兆円ぐらいまで喚起すれば、政府の歳出削減、及び増税が全然よくなってきます。すなわち増税が少なくて済んで、GDPは守れます。

新しい分野で規制改革が出てくるか

ですから、今年に入って何が起きるか。いろんな政治の動きはあるでしょう。ですが、基本的に生活水準の安定、規制改革による需要喚起がなければあり得ない。そうすると、財政再建をやりながら、小泉改革に戻るということまでいかないでしょうけれども、いろんな新しい分野、90年代の民主党に戻る、そのような政策が出てくるのではないかと私は思います。そうしなければ選挙も勝てないし、経済ももたない。党の支持率はもたない。そういう方向で経済政策は動くのではないかと私は思っております。

というのが私の本日の話です。あと、30分ぐ

らい質疑の時間があるかと思いますので、喜んで皆さんの質疑をお待ちしたいと思います。よろしくお願ひいたします。

どうもご清聴ありがとうございました。

<質疑応答>

司会・長谷川幸洋企画委員(東京新聞論説委員) どうも大変ありがとうございました。

それでは、皆さんからのご質問をお受けいたします。

質問 アメリカ経済について二つお尋ねしたいのですが、一つは、不良債権の処理の状況などから見て、日本のかつての不良債権の時代と非常に似ている。アメリカも低迷する10年ぐらいに落ちるんじゃないかという見方をする人がありますが、そういうことはありませんでしょうか。

もう一つの質問は、ドルですね、ドルの信認が非常に崩れて、強烈なドル安になるという見方の人も多いんですけども、それについてはどのようにお考えでしょうか。

米国は“失われた5年”ですむ

フェルドマン部長 米国も“失われた10年”になるか、ということだと思いますけれども、私の結論は、10年にはならない。5年はあるかもしれないけれども10年はない。スピードをみてみると、若干速いと思います。財政を出すのも速かったし、成長戦略を出しましようというのも若干速かったと思います。基本的にどこが違うかというと、日本の場合は、不良債権処理をする法的インフラ、やり方、金融庁をつくるないといけないとか、預金保険機構の構造とか、そういうことが90年代前半に全然できていなかったのです。どうやってつくるかということに相当時間がかかったのです。

そろったのは、大体2000年前後だと思いますけれども、それに加えて、“竹中プラン”によ

って、監査役に厳しい基準を加えたということによって、インセンティブが変わりました。それが全部そろったら、割と速いスピードで不良債権処理が進んだと思います。

米国の場合は、そういうインフラが一応あります。ただ改革が若干遅い。これは言えます。ですが、すでに概念もあるし、日本人以上に、もうかつてない人はつぶしてもいい、という国民性もあるから、若干速いでしょう。同じ人間である限り、2~3年間で済むはずがない。ですが、10年にはならないかなとちょっと思っております。

ドルに対する信認。これよくわかります。ただし、では、かわりに何があるのか。いまの各國通貨をみてみると、ドングリの背比べですね。強いのがあるとすれば発展途上国でしょう。でもブラジル・レアルが世界通貨になるのはまだ早いです。ですが、よく質への逃避といわれるんですね。Fly to quality。ブラジル債を買いたいか、アメリカ債を買いたいか。あるいはブラジル債を買いたいか、日本国債を買いたいかですと、途上国債権を買いたい人が多いんですよね。ただし、ではアメリカ、日本、欧州のように、金融市場が大きくて取引きしやすいかというと、そうではないんですね。

ドル以外の通貨はまだドングリの背比べ

だから、ドングリの背比べの中でも、まだドルがまあ機能するのではないかなと思いますけれども、アメリカ自身が、いわゆる基軸通貨の役割を果たすのが、実は負担になっているところもあると思います。

というのは、自分の国の通貨が基軸通貨になりますと、安心するんですよね。怠けやすくなるんですよね。みんなアメリカにお金が来るということによって、競争しなくてもいいような経済ができてしまった面がありますので、それを直さないといけないと思います。ですから、今回、アメリカにお金が流れてこないのね、という雰囲気になりますと、これにはアメリカが反応して——いい方向で反応すればという前提

ですけれども——むしろ米国再生につながる。

だから、基軸通貨の役割を失いそうということになりますと、逆に米国再生につながる、そういうようなことも働くのではないかと思います。

答えになっているかどうか、ちょっとわかりませんけど……。

質問 先ほど、また規制緩和でもって需要をつくりましょうという話がありましたけれども、そこの中で、なぜ携帯電話の規制緩和は成功したのか、それは技術革新の裏づけがあったんですね。ICと通信衛星と光ファイバー。そういう技術革新のない分野で規制緩和をしたとしても、タクシー業界とか、床屋さんとか、生産性が上がることはないわけですね。そういう意味での、技術革新のある規制改革分野というのは、いま、どんな分野があるというふうにお考えでしょうか。ということと、最近の民主党が出しました、政府が出した成長戦略、新成長戦略がありますけれども、あれの2%、3%の可能性については、どんなふうにお考えでしょうか。

さまざまな分野に大きな可能性

フェルドマン部長 最初の質問ですけれども、どういう分野があるかということですけれども、いくらでもあると思います。農業はその一つです。農業は、あんまり技術革新がないと思われていると思うんですけども、全然そうじゃないのです。新しい流通のやり方、例えば新しい冷凍のやり方とか、新しい技術はたくさんあります。

例えば、私が初めて日本に来た40年前は毎年、日本が海外からかなりイチゴを輸入していましたね。日本でつくれない時期もあるから、海外から輸入していたのです。今はほとんどしていないそうです。なぜかというと、国内でも、もっとおいしいものを1年じゅうつくれる技術が開発されたからです。ですので、技術開発は特定の分野だけにあって、例えば電子とか、そういうところにだけあって、ほかのところに

はない、と私は思いません。

むしろ、規制があって技術改革を阻んでいるところが多いのではないかと思います。医療、その好例だと思いますけれども、農業だと、法律とかルールの構造が非常に大きいですね。さっき、農業委員会の話をしましたけれども、農地法を読んだこと、ありますか。皆さん、読んでますか？ 手を挙げていただけませんか？ 農地法、読んだことある方。——読んでくださいよ。もう笑いますよ。冗談ではないんです。インターネットから簡単にとれます。ちょっとだけ検索して農地法……。パチパチ入れて、すぐ出ます。

とんでもないんですよ。土地を買いたいならどういう手続が必要なのか、見てみると、とんでもないです。だから、日本の農地の1割がいま耕作放棄になっているのです。もったいない。

なぜそれを改革しないかというと、政治です。小さな大名さんがたくさんいます。自分の地位を失いたくないから動かない。その結果、日本が貧乏になっている。

だから、技術革新はそんなになくても、いま申しあげたような農業委員会のようなルールを変えれば、どんどん生産をふやすことは可能ではないかと思います。

技術や教育にお金を回す必要

ただし、ある意味で、おっしゃるとおり、技術が一番大事だと思います。この前の仕分けの結果をみてみると、技術とか研究に若干厳しいところもあったのですけれども、私が見る限りは、技術以外、日本の救い道はないという結論ではないかなと思います。

その考え方があらわしい戦略に入った、ということはよかったですな、と思います。残念ながらちょっと細かくすべてを読んではいないんですけども、2~3%は可能かというと、それは可能だと思います。技術革新が速ければ可能だと思います。ただし、どうやってそういう技術を開発するのか、どれだけのお金をかけて開発させるのか、どこからお金を取って、何を削って

技術革新にお金を回すか、これはあんまり書いてないんですね。夏にもう一回新しい、細かい工程表を出すということは、鳩山総理の記者会見に書かれていたのですけれども、ぜひともそれを見てみたい。

私もそろそろ年金をもらう年代になります。反対意見があるかもしれないけれど、やっぱり年金受給額を減らして、技術革新や教育費にお金を回して、持続性のある日本をつくる以外、生活水準を守れないのではないかと思います。

だから、基本的に技術革新だ、というご指摘は正しいのではないかと思います。

質問 要素費用の均等化の法則というのがあるわけですね。その要素費用の中の最大のものは、人件費ですね。開発途上国の人件費は、日本の 20 分の 1 とか、10 分の 1 とか、いろいろあるわけで、結局、人件費が均等化していくというプロセスが、いま強烈に進んでいると思うんですよ。そうすると、労働力を利用するということになると、やはり資本は日本から出て、途上国へ強烈に行きますね。それで世界の経済が平準化というか、均等化されるということかもしれませんけれども、このスピードがあまりにも速過ぎて、しかも、物をつくる場合に、コンピュータの数値制御というか、それが進んでいるものですから、未熟練の人でも簡単に物がつくれるという状況があるものですから、要素費用の均等化を急速に進めているというのが現状だと思います。

これが、いまの日本の年末の、例の非正規雇用の人の日比谷公園の問題とかいうふうなことで噴出しているんですが、この問題を、もう歴史の必然でしようがないというふうにあきらめるのか、あるいは日本独自の何か物をつくっていく、それは技術突破だと。世界のいろんな技術の 50% から 60%、70% の、いわゆる特殊なモーターとか、物すごい技術が日本にありますね。それにもかかわらず、全体としてはやっぱり衰退していくというか、競争に負けて、低い水準へ下がっていくという流れをとめることができないという、非常にペシミスティックな見方を

する人もあるんですね。

で、それはおまえ間違いだということをいつていただきたいんですが、その理由を含めて、お願いしたいと思います。

フェルドマン部長 間違いということはちょっとといえないんです。が、この問題を初めて書いた経済学者はだれかというと、実はちょうどこの前亡くなりましたサミュエルソンだと思うんですね。サミュエルソンとストルパーが、何か 1939 年か 40 年あたり、賃金均等化定理というのを出したのです。Wage equalization theorem と出したのです。

簡単なことですけれども、貿易が進めば進むほど、各国の人たちの賃金が同じになるよ、そういうことです。まさにそのとおりになっているんですね。

止められない「同一労働同一賃金」

おもしろいことに、例えば小沢さんの Web サイトをみてみると、いろんな美辞麗句が書いてあるんですけども、その中の、「同一労働同一賃金」と書いてあるんですね。何と素敵な響きだなあと思うのですけれども、いまおっしゃったことは、まさにバングラデシュ、中国、日本、同一労働同一賃金になってしまふんですね。だから、おっしゃるように止められない、ということです。

では、その中でどうやって高い生活水準を維持するかというと、さっき申し上げましたけれども、新しい技術を開発するしかない。

その点で、非常によいお話がこの前ありました。財務省の『国の債務管理の在り方に関する懇談会』に私もちょっと参加してタイトルは忘れちゃったんですけども、年末にかけて緊急に新しいレポートを書きました。

最初の会合のときに、野田財務副大臣が出席されまして、ある先生が、野田副大臣に、「成長、どうするんですか」ということを聞きました。野田副大臣が、非常にクリアな答えをしました。

「短期的にはやっぱり健全的なことをやるしかない。ただし、中長期的に賃金を上げることは、生産性を上げるしかないよ」と、そうおっしゃったんですね。そうすると、教育改革、特に技術、科学、数学、そういう科目をもうちょっと徹底して学校に導入して、科学をやっている人たち、全体の人口の1%以下かもしれませんけれども、それを2%にするだけでも相当大きな変化が起こります。

だから、そういう技術立国によって、おっしゃった問題、賃金が同一化してしまうということを克服するしかない。これ、早くやらないといけない。

教育、技術革新で生活水準を守る

さきほど、仕分けの話が、ありましたけれども、その中で、小学校の英語教育が出ました。私は違う小委員会だったんですが、何となく導入の仕方があんまりよろしくないじゃないかという判断になったのです。反面、韓国が物すごい勢いで英語教育をやっています。びっくりする数字をみました。

韓国と日本、比較すると、TOEFL試験があるじゃないですか。TOEFLを受けている人の数はどっちが多いかというと、韓国です。しかも、平均点数は韓国が高い。これはびっくりしますね。

だから、教育によって技術革新を早めて、生活水準を守るしかない、というのが私の結論です。答えになるかわかりませんけれども、答えるとすればそれしかないかなと思います。

質問 相変わらず明快な分析で、大変勉強になりました。

きょう触れられなかつたんですが、地方分権ですね。究極的には道州制の導入というスケジュールもあるわけですけれども、この中央集権制の打破と、地方分権の問題、それはどういうふうにお考えですか。

フェルドマン部長 簡単に申し上げると、どんどん進めるべきではないかなと思っております。これも、生産性の問題です、結局。北海道開発局が一番はっきりした例だと思いますけれども、私が参加した仕分けのワーキンググループの中で、北海道開発局がやっている調査をどうするかという事業に対する評価がありました。それで、ほかのところが十分やっている調査がたくさんあるのです。だから、やめよう、廃止ということになったのです。

廃止した方がいい北海道開発局

それだけではなくて、いくつかのワーキンググループのメンバーたちは、道庁、すなわち北海道の県庁みたいな道庁というのがあるのですね、道庁と開発局は何で2つあるの、ほとんど重複しているじゃないか、とご指摘がありまして、私もかねてから申しあげていますけれども、北海道開発局は廃止してもいいじゃないかと申しあげました。

北海道開発局に何人いるかご存じですか。さて、ちょっと当ててみましょうか。

A、500人。B、1,000人。C、3,000人。D S、5,000人。E、7,000人。いいですか？

では、500人と思う方――

1,000人――

3,000人――

5,000人――

7,000人――

はい。今年の答えは、昨年の人数ですけれども、5,800人です。びっくりしました。5,800人いるの、多いじゃないかということを、この前国会のある勉強会で申しあげましたけれども、北海道代表の方がやってきて、「もう減らしましたよ、昔は12,000人だったよと」。(笑) この重複は、やっぱり外すべきです。それで地方に任せられることは地方に任せようということは、もちろん当然です。プラス現場主義の徹底。これも非常にいいことではないかと思います。

地方分権が効率アップ、特に政府部門の効率

アップに非常に大きくつながると思います。教育も特にそうだと思います。私も資料の中で、かねてから、申しわけないんですけど、文科省の廃止を申しあげています。地方に任せるほうがいいのではないかと思います。

あとは、メディアの役割ですね。もうちょっと徹底して、すごくいいジャーナリズムもあると思いますけれども、もっとガンガンいっていただきたい。記者クラブの廃止とか、皆さん頭から湯気が出るかと思いますけれども、そういうことでガンガンいろいろやって、おっしゃることを進めていけばいいじゃないかなと思っております。

司会 それでは最後、私、司会者の特権を生かしていただきたい、私のほうから一つコメントさせていただきたいと思います。先ほどメディアの話もあったので挑発にお答えしたいと思うんですけど、きょうの全体のフェルドマンさんのお話を聞くと、私の印象は、とても政権に対して楽観的な感じがする。つまり、歳出についても、これから下がっていく、こういう話だけれども、ご承知のとおりの予算拡張が続いているし、これからも私は続していくのではないかと思われるところが一つ。

それから、規制改革、教育の問題、農業などなど、本屋に山積みの課題はたくさんこれまでもあるわけだけれども、これは進むかというと、どうも進まないのではないか。にもかかわらず、きょうの全体のフェルドマンさんのお話は、とても楽観的なのは、これは相手が我々日本人であって、いわばフェルドマンさんにとってはお客様であるから優しい言葉を並べているのではないか。実は、外国人投資家に話すときは、もっともっと批判的なことを言つていて、もう日本の投資はやめたほうがいいよ、当分、この国はだめだと、明るい未来はない、ということを言って、実はモルガンスタンレーの顧客からは、日本からさっさと撤退するようにというようなことをいっているんじゃないかなという気がいたしますが、その辺はいかがでしょうか。

日本を直すのは日本人

フェルドマン部長 私は日本から撤退したくないんですよ。というのは、すばらしい人はたくさんいるし、もちろん、もうほかの国と同じで、いい人、悪い人、いるんですけども、撤退したくないです。できることを実現してほしい。世界に貢献できることはたくさんあるんですね。

楽観過ぎるということ、よくわかります。ですが、私の「C R I C サイクル」というものがあります。これは、危機、反応、改善、怠慢という政策のサイクルがあると思っています。改善していくよ、ということを思っているのは、そのサイクルの中ですね。

例えば、一昨年、すごい危機がありました。昨年1月、2月にかけて反応があつて、夏にかけて改善がありました。その後、いろいろあつて、怠慢の時期に入ったんですね。いまも怠慢の時期だと思います。また危機が来ます。危機が来た場合、どうすればいいのかという案は様々なところでつくられています。メディアの方がそれをどんどん報道して、問題を国民に明らかにしていけば、もっとよい次の反応ができると思います。

だから、楽観的か悲観的かではなくて、この「C R I C サイクル」をうまく使って、うまくガンガン議論して、直すということがむしろポイントではないかと思います。

だから、海外のお客さんに日本から撤退するようにいうということは、私は絶対やりません。日本を直すなら、日本人が直すんですね。海外が撤退しても日本は直らない。日本人が直すんだ、ということではないかと思います。

済みませんね。

司会 いや、最後はとても激励をいただきました。どうぞフェルドマンさんが長く日本で仕事をできるように頑張りたいと思います。

どうもありがとうございました。

(文責・編集部)

2010年1月

Research
Japan

日本経済

2010年
1月

日本経済

夜明けの香り：2010年日本の投資家への8つの質問

1. 世界経済の回復は継続するだろうか？
2. 中央銀行は量的緩和から脱出するだろうか？
3. 円はどこへ進むのだろうか？
4. 世界的なテーマで何が日本に恩恵をもたらすだろうか？
5. 日本の経済成長は上昇し、デフレは終わるだろうか？
6. 日銀は政策を積極的に拡大させるだろうか？
7. 日本国債利回りは上昇するだろうか？
8. 民主党政権は経済効率を上げるだろうか？

Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd.
ロバート・アラン・フェルドマン、Ph.D.
経済調査部長
Robert.Tokyo.Feldman@morganstanley.com
+81-3-5424-5385



著者の見解:

1. はい
2. はい(日銀を除く)
3. 1ドル=109円
4. エネルギー、食料、アジア
5. 徐々に
6. はい
7. 緩やかに
8. 不透明

重要な開示事項は情報開示セクションをご参照ください。

世界経済見通し：2010年、2011年は緩やかに回復；商品価格は上昇へ

緩やかなペースではあるが、世界経済は2010-11年に回復しよう。新興市場の経済成長率は先進国を超えるとみられる。インフレ率は全ての地域において落ち着いた動きを示す見通し。

したがって、投資配分の対象として、投資家は引き続き新興諸国に照準を合わせる可能性が高い。

	GDP 予測				消費者物価指数 予測			
	2009	2010e	2011e	2011-15e	2009	2010e	2011e	2011-15e
グローバル全体	-1.1	4.0	3.9	3.8	1.9	3.0	3.3	3.2
G10	-3.4	1.9	2.1	2.0	0.0	1.7	1.7	1.9
米国	-2.5	2.8	2.8	2.4	-0.3	2.6	2.5	2.1
欧州	-4.0	1.2	1.1	1.7	0.0	1.3	1.5	2.2
日本	-5.4	0.4	1.5	1.0	-1.2	-0.5	-0.4	0.5
エマージング	1.6	6.5	5.9	5.9	4.3	4.5	5.0	4.6
中国	9.0	10.0	8.5	8.0	-0.6	2.5	3.5	3.0
インド	6.0	8.0	7.6	7.5	10.2	7.0	6.1	5.0
オーストラリア	0.7	2.1	4.6	2.8	1.7	1.6	2.4	2.0
ブラジル	0.0	4.8	4.0	4.0	4.2	4.5	5.5	5.0

e = モルガン・スタンレー・リサーチ予想

Energy	US\$/bbl	2009	2010	2011	2012	Grains **	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12		
		Crude Oil	forward curve	Bull case	Bear case		Corn	US\$/bu	4.50	4.50	5.50	6.25
		85	95	105			forward curve		3.91	3.93	4.35	4.47
		62	82	87	89		Soybean	US\$/bu	9.00	9.00	11.00	12.50
				100	115	120	forward curve		10.26	10.52	10.54	10.40
				55	65	70						
Precious Metals	US\$/oz	2009	2010	2011	2012		Wheat	US\$/bu	5.50	5.50	6.50	7.00
Gold	US\$/oz	945	1,000	1,050	1,075		forward curve		5.58	5.63	6.36	6.86
forward curve		978	1,173	1,189	1,224							

Global Economics Team

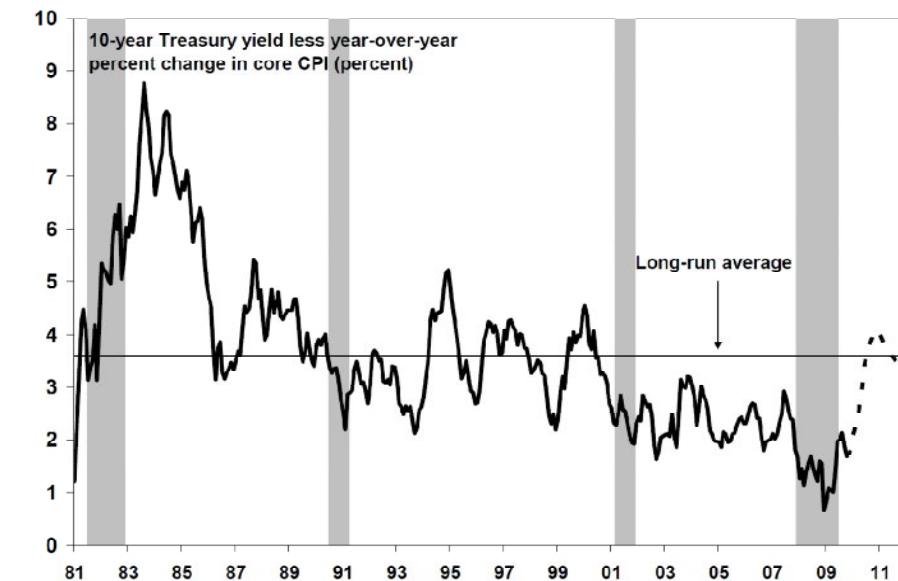
December 9, 2009

Global Forecast Snapshots
The Global Economy in One Place

米国：論点 – 米国10年債5.5%という弊社予想はコンセンサスから離れている

Exhibit 1

Real 10-Year Treasury Yields Are Still Near Historic Lows



Source: Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics, Morgan Stanley Research
Note: November 2009-December 2011 values represent Morgan Stanley Research estimates.

Global Economics Team

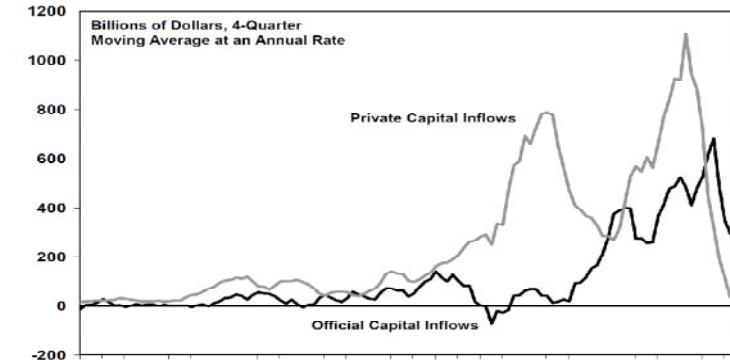
Joachim Fels
Joachim.Fels@morganstanley.com
+ (0) 20 7425 6138

December 9, 2009

Global Forecast Snapshots
The Global Economy in One Place

Exhibit 4

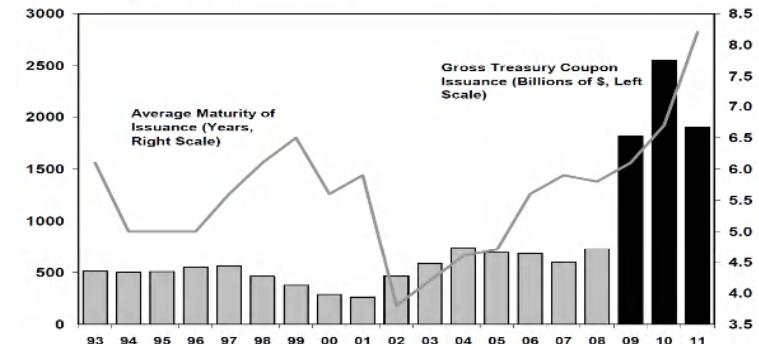
Global Investors Will Require Higher Yields to Provide US Capital Inflows



Source: Bureau of Economic Analysis

Exhibit 5

Treasury Supply Will Continue to Skyrocket



Source: US Treasury, Morgan Stanley Research
Note: 2009-2011 values represent Morgan Stanley Research estimates.

中国の財政刺激策：充分継続可能

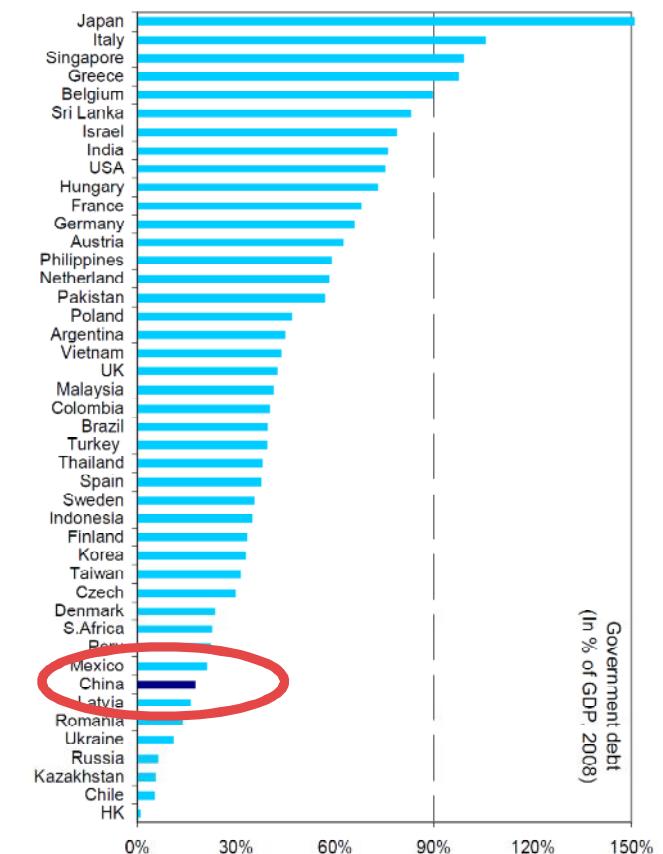
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Real GDP	11.6	13.0	9.0	9.0	10.0	8.5
Consumption	8.7	10.5	8.3	8.5	9.8	10.0
Gross capital formation	11.8	12.3	9.8	15.1	12.2	9.7
Net exports (contribution to growth, ppt)	2.2	2.6	0.8	-1.5	0.0	-0.5
Exports, Custom	27.2	25.7	17.3	-16.0	9.0	11.5
Imports, Custom	19.9	20.8	18.4	-13.0	10.0	16.5
Current Account (US\$ bn)	250	372	426	329	350	328
Current Account (% of GDP)	9.4	11.0	9.9	6.8	6.1	4.8
Contributions to GDP Growth (%)						
Consumption	4.5	5.3	4.1	4.2	4.8	4.8
Gross capital formation	4.9	5.1	4.1	6.3	5.3	4.4
Net Exports	2.2	2.6	0.8	-1.5	0.0	-0.5
Inflation (CPI)	1.5	4.8	5.9	-0.6	2.5	3.5
Public Sector Budget Balance (% of GDP)	-0.8	0.7	0.0	-3.0	-3.0	-3.0
3-Month Interest Rate (% EOP)	1.80	3.33	1.71	1.71	2.25	2.25
1Y Base Lending Rate (% EOP)	6.12	7.47	5.31	5.31	5.85	5.85

A= 実数、E = モルガン・スタンレー・リサーチ予測

Qing Wang
Qing.Wang@morganstanley.com
+852 2848 5220

Steven Zhang
Steven.Zhang@morganstanley.com
+86 21 2326 0029

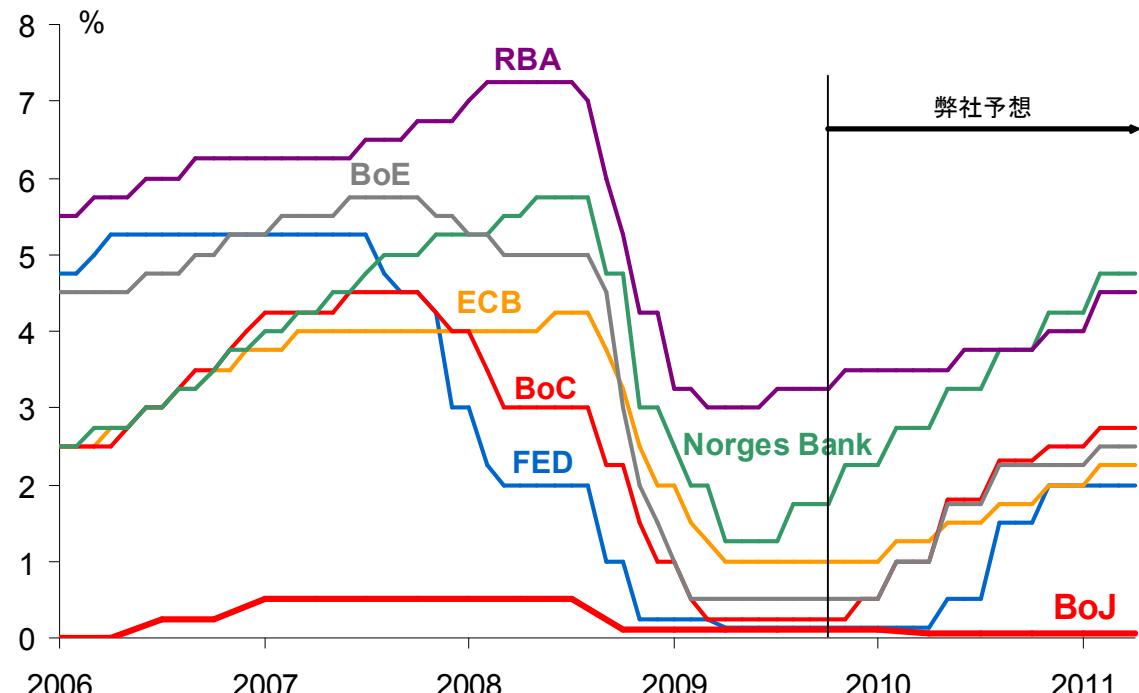
Exhibit 2
China's Government Debt Is Low



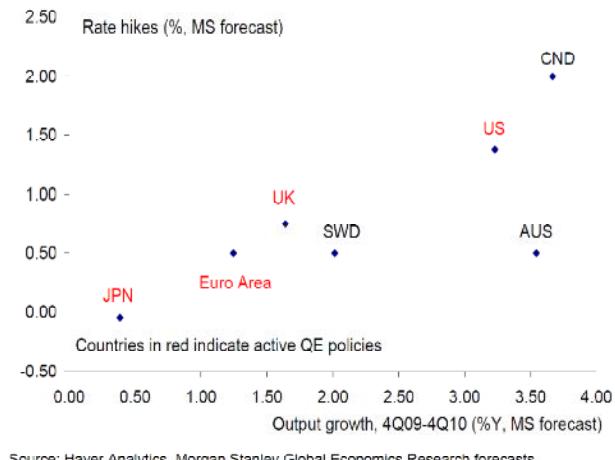
Source: CECI, Haver, Morgan Stanley Research

金融政策：出口のばらつきは成長率のばらつき次第

主要国中銀の政策金利見通し(期末値、%)



出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ



経済成長率が最も大きく加速する国は、利上げの大きさも最大となる。

日本の成長率は最も低いとみられ最も遅く出口を通過する見通し。実際、入口はまだ続いている。

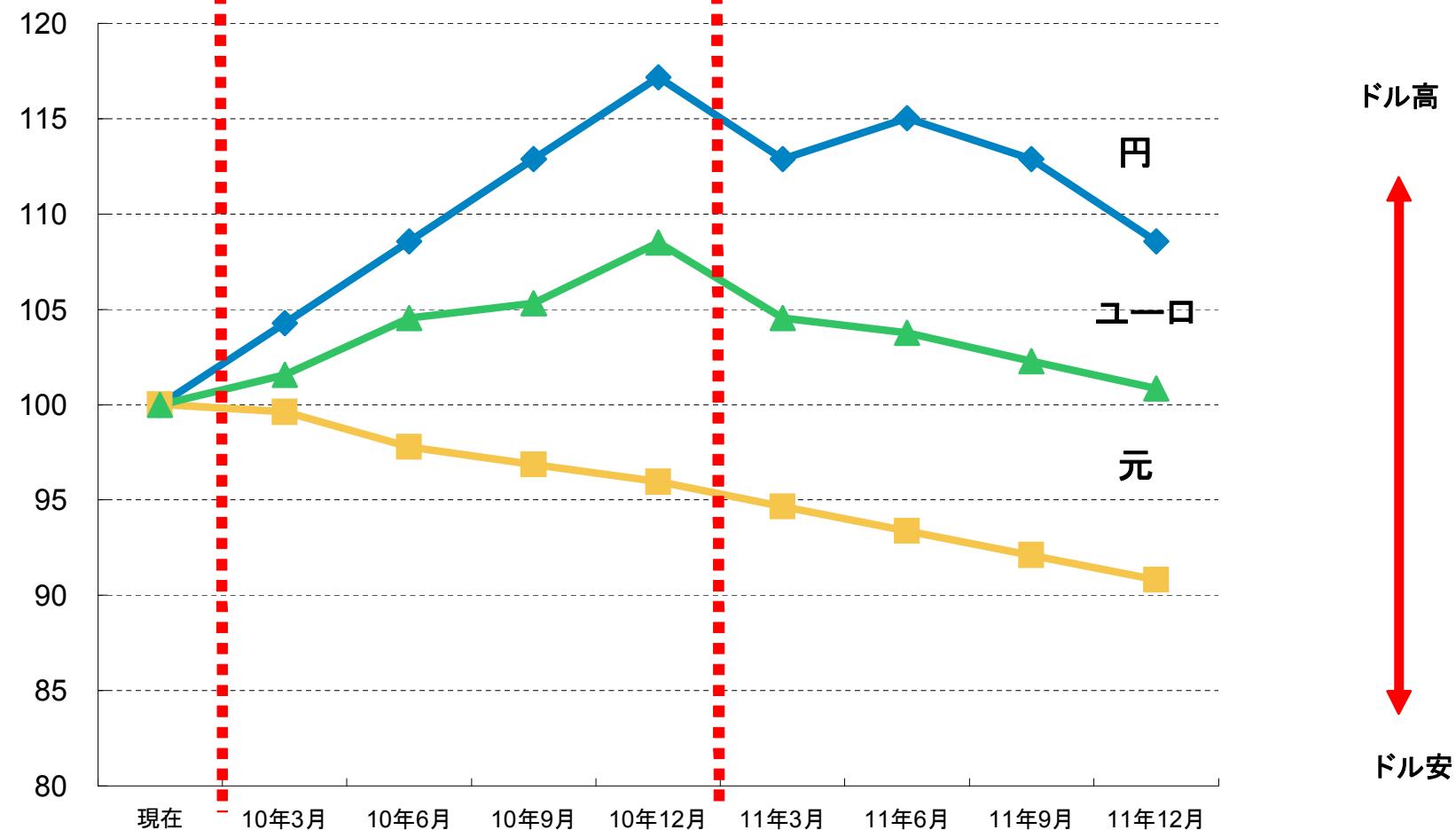
Global Economics Team

Joachim Fels
Joachim.Fels@morganstanley.com
+ (0) 20 7425 6138

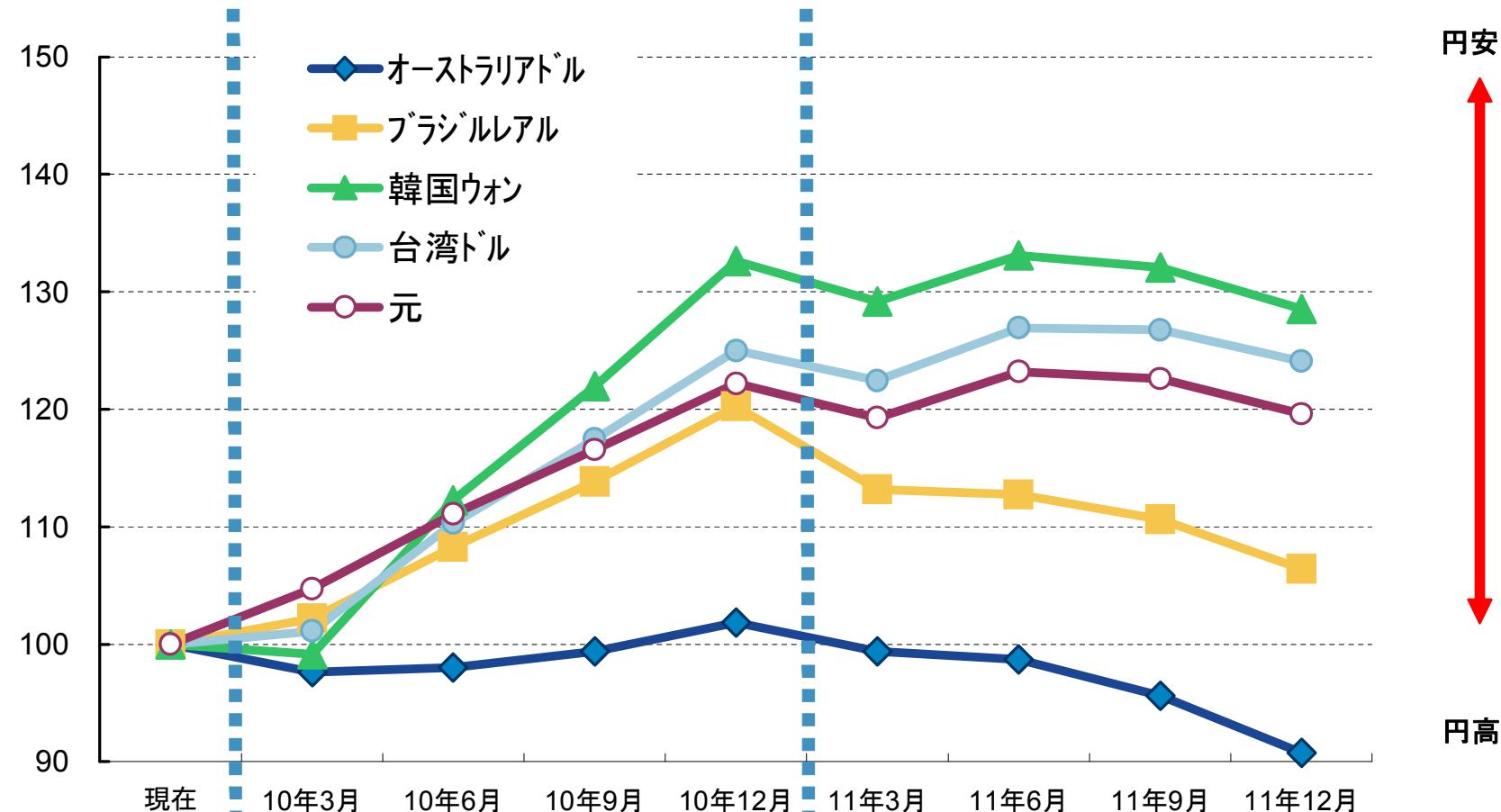
December 9, 2009

Global Forecast Snapshots
The Global Economy in One Place

弊社予想：米ドル vs 円、ユーロ、元 (2009年12月18日=100)



出所： モルガン・スタンレー・リサーチ

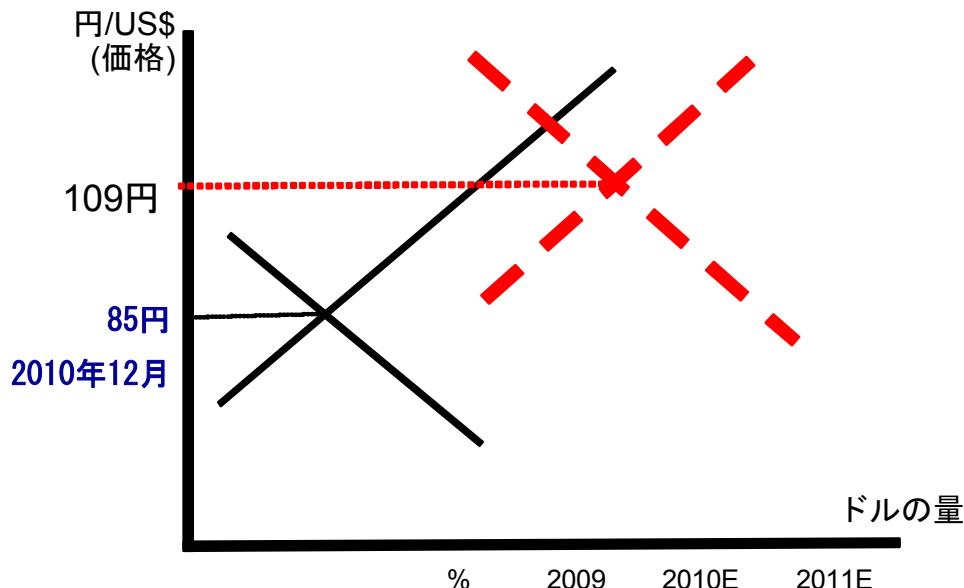
弊社予想: Yen クロスレート (2009年12月18日=100)

出所： モルガン・スタンレー・リサーチ

円相場をどう理解するか：需要と供給

米国の金融政策が出口に入り、日本が量的緩和に動く中、金利差と長期債利回り格差は再び拡大しよう。したがって、ドルの需要曲線(例えば日本の国内投資家の需要)は外側にシフトすると見込まれる。

しかし、海外諸国の経済成長率が日本を上回ることから、ドルの供給曲線(輸出業者のドル収入)も外側にシフトしよう。前者の影響力がより強いとみられ、円はドルに対して大幅に下落し得ると考えられる。

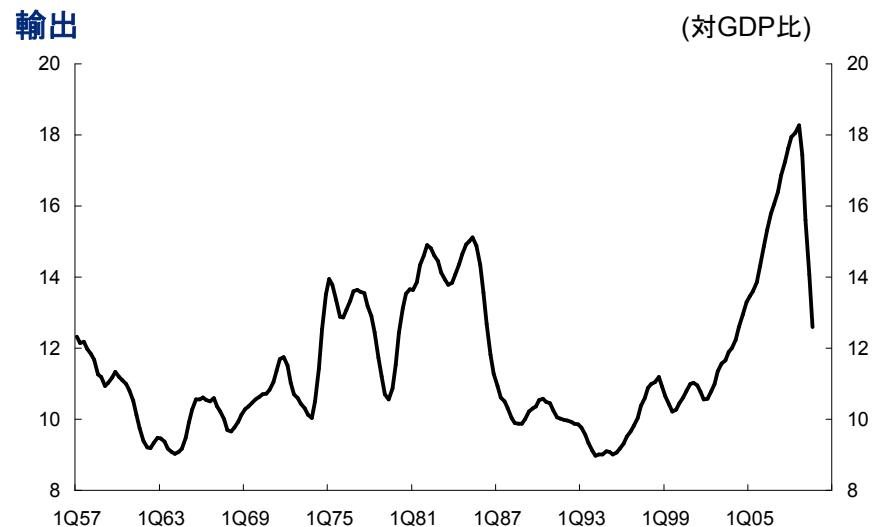


	%	2009	2010E	2011E
政策金利 (EOP)				
米国		0.13	1.50	2.00
日本		0.01	0.05	0.25
差 (米-日)	0.12	1.45	1.75	
10年国債金利 (EOP)				
米国		3.50	5.50	5.50
日本		1.30	1.20	1.50
差 (米-日)	2.20	4.30	4.00	
GDP 成長率				
グローバル全体成長		-1.1	4.0	3.9
日本経済成長		-5.4	0.4	1.5
差 (グローバル-日)	4.3	3.6	2.4	

E = モルガン・スタンレー予測、EOP = 期末

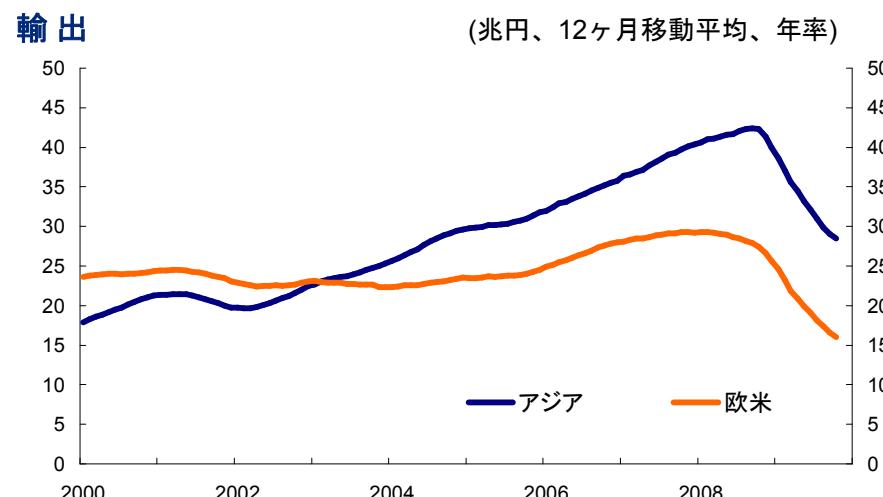
出所: モルガン・スタンレー

グローバルなテーマ：アジアの経済成長は日本にとって好機



途上国の1人当たり所得を日本の現行水準の半分程度に引き上げるだけでも、膨大な量の資本と技術が必要になる。

先進国の経済成長が停滞しても、近隣諸国の生活水準向上を助けることで、日本の製造業は何年も活況を呈すことになろう。



出所：財務省、内閣府、経済広報センター

順位	国	一人当たりGDP 水準(PPPベース)
2	ルクセンブルグ	82,441
6	米国	47,440
23	フランス	34,205
24	日本	34,116
50	ポーランド	17,537
77	ブラジル	10,466
100	中国	5,970
130	インド	2,780
154	バングラデイッシュ	1,399
181	ジンバブエ	268

Source: 国際通貨基金. (2008年のデータ)

日本経済見通し：2010年は小幅に回復

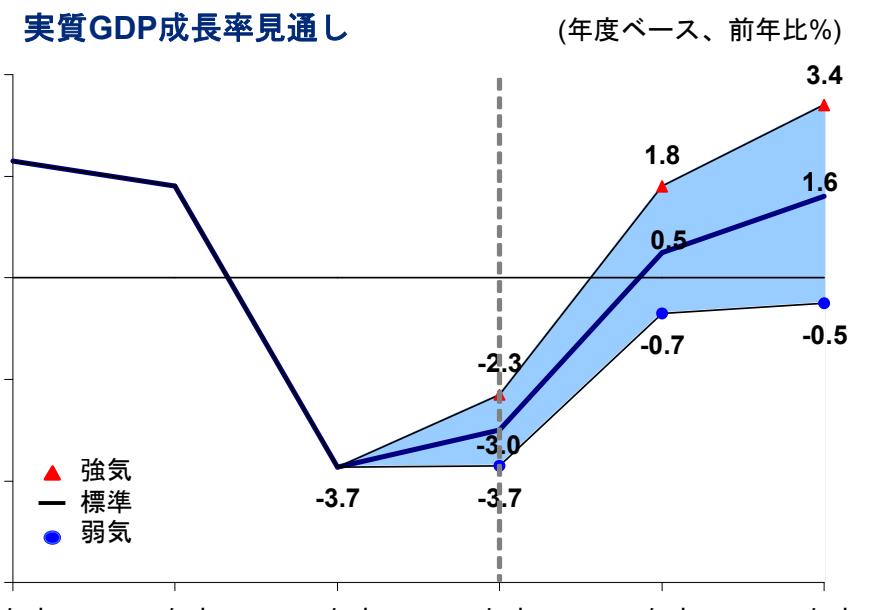
日本のGDPは緩やかに上昇するだろう。しかし、それは外需のみによってと考えられる。脆弱な設備投資と公共事業削減は再配分の財政支出からのプラス需要と相殺するだろう。

経済予測：2009-2011年

	暦年				年度			
	2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e
GDP成長率	-1.2	-5.4	0.4	1.5	-3.7	-3.0	0.5	1.6
国内需要	-1.3	-3.8	-0.8	0.9	-2.7	-2.8	-0.4	1.1
外需（寄与度）	0.2	-2.1	1.4	0.6	-1.2	-0.6	1.1	0.5
国内民間需要	-1.3	-5.5	-0.1	1.4	-3.1	-4.2	0.6	1.4
民間最終消費支出	-0.7	-1.0	1.2	0.8	-1.8	0.6	0.8	0.7
民間住宅投資	-8.2	-13.8	-6.6	2.1	-3.7	-18.2	-0.4	1.1
企業設備投資	0.1	-19.4	-2.2	1.7	-6.8	-16.1	0.4	1.9
民間在庫（寄与度）	-0.4	-0.1	-0.3	0.3	-0.1	-0.5	-0.1	0.3
公的需要	-1.2	2.1	-2.9	-0.7	-1.2	2.0	-3.5	0.2
政府消費	0.3	1.3	-1.0	-0.2	-0.1	1.0	-1.1	0.1
公共投資	-8.5	7.1	-12.1	-3.7	-6.6	7.5	-15.1	0.9
財貨・サービスの輸出	1.6	-25.4	9.7	8.5	-10.4	-14.9	8.7	8.4
財貨・サービスの輸入	0.8	-18.1	-1.4	6.0	-4.4	-15.2	0.7	7.1
GDPデフレータ	-0.9	-0.4	-0.2	-0.7	-0.5	-0.6	-0.2	-0.9
CPI（コア）	1.5	-1.2	-0.5	-0.4	1.2	-1.5	-0.4	-0.4
名目GDP	-2.0	-5.7	0.2	0.8	-4.2	-3.6	0.4	0.7
経常収支（対GDP比%）	3.2	2.8	3.5	3.0	2.5	3.1	3.6	2.8
円・ドル為替レート（円）	103	93	93	105	100	91	96	103
原油価格	99.7	62.0	80.0	85.5	86.1	70.1	82.2	86.1
鉱工業生産	-3.4	-22.7	9.9	3.5	-12.6	-11.2	6.3	3.6
世界成長率	2.8	-1.1	4.0	3.9	--	--	--	--

注:e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想(2009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



e = モルガン・スタンレー・リサーチ予想、暦年ベース

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

12/9/2009付けで公表した（著 佐藤健裕、山口毅）「日本経済予測の微修正：GDPを受けて」より抜粋出所

量的サプライズ：ベースマネーは大幅に拡大へ

日銀がデフレ終焉を促すためには、量的緩和への回帰が必要である。

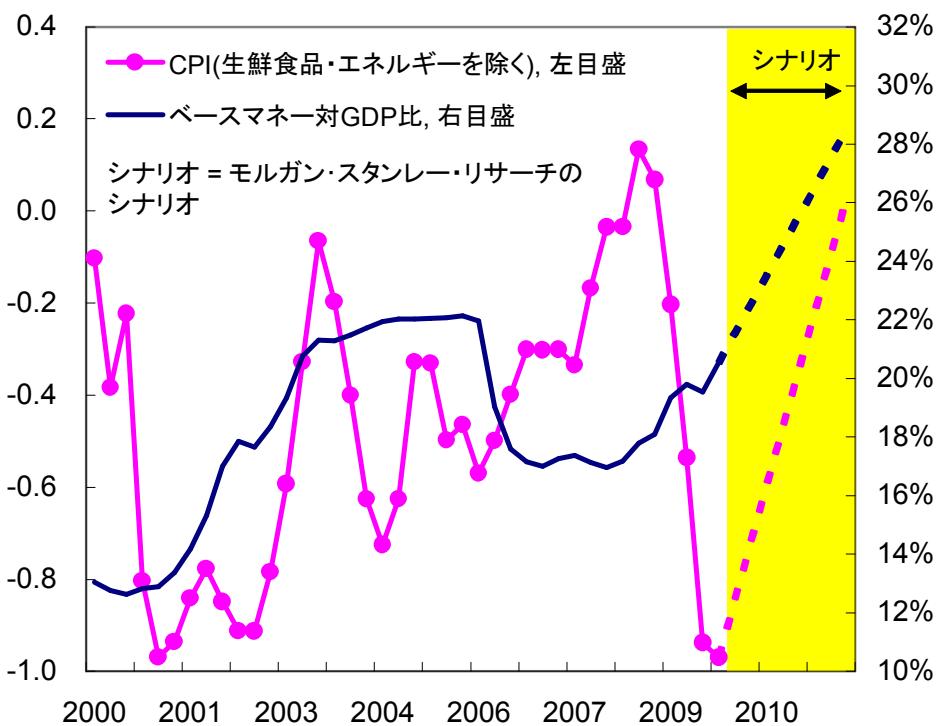
2001-03年には、ベースマネー/GDP比率は13%から22%へ上昇し、コア・インフレ率が-1%から0%へ戻る過程に寄与した。

今回はこれと同様の、もしくはそれ以上のベースマネー増加が必要になるとみられる。GDP比9%ポイント増加した場合、約45兆円のベースマネー増加、もしくは2009年のベースマネーの約50%相当に匹敵するであろう。

日銀はバランスシートを大幅に拡大する必要性に直面しよう。これは国債買入れ増額か、為替市場における非不貿易化介入を通じて実現し得ると考えられる。

(注：介入の判断は日銀ではなく財務省が行う。しかしながら、介入の財源は短期債発行によって確保されることから、日銀はそれら短期債を購入するか否かを判断する必要がある。大規模な介入が行われる時には、概してそうした措置が行われる。)

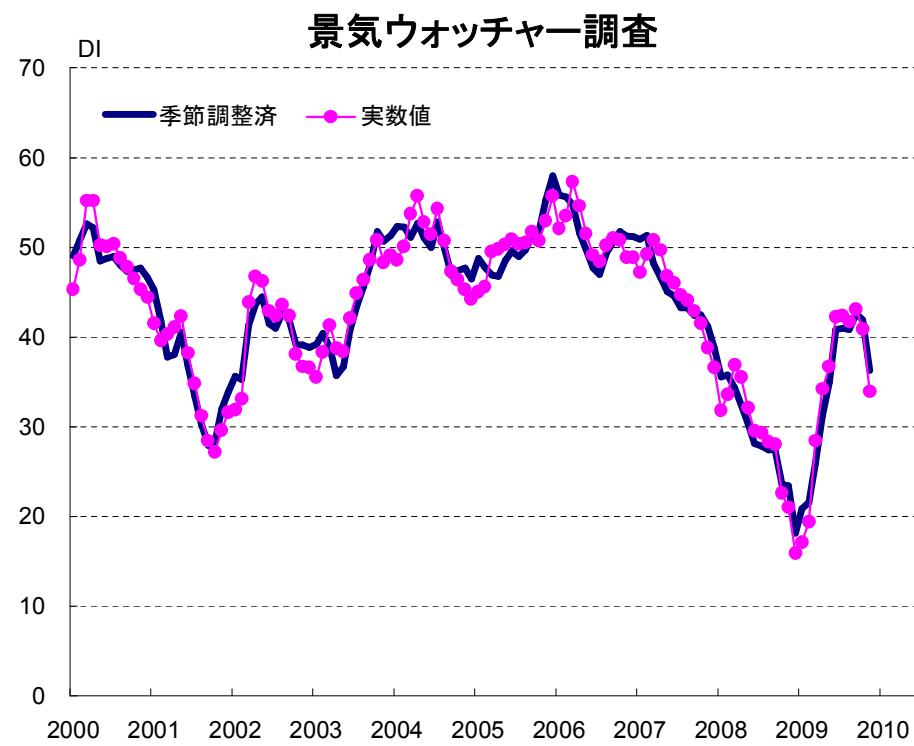
ベースマネーと消費者物価指数(生鮮食品とエネルギーを除く)：デフレ終焉へのシナリオ



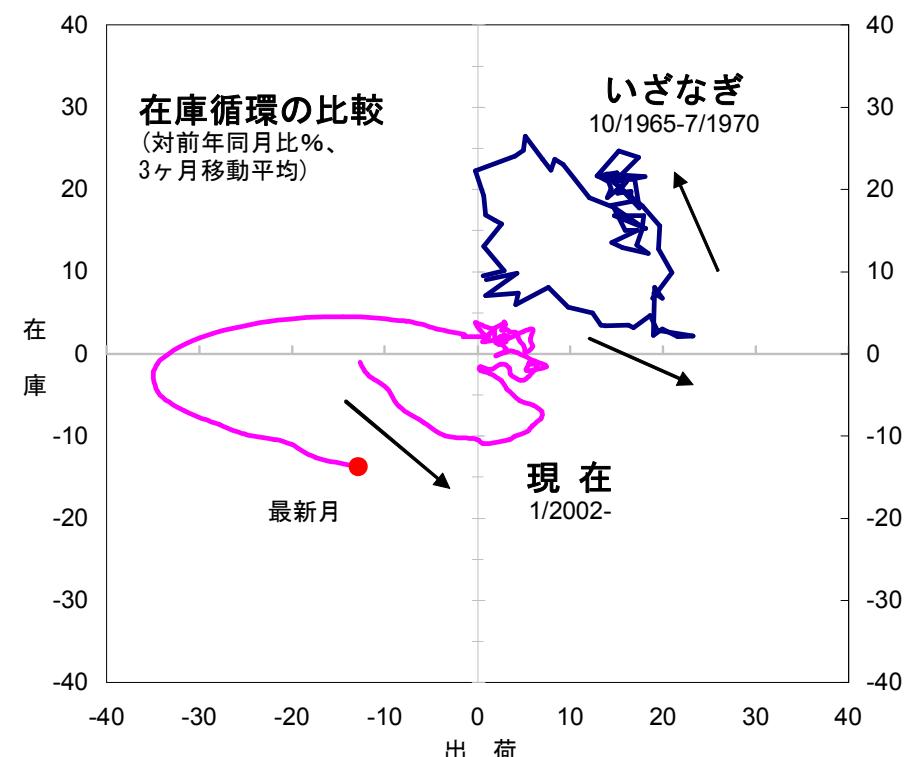
出所：内閣府、日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

センチメントと在庫：矛盾点

景気ウォッチャー統計は低下に転じた。

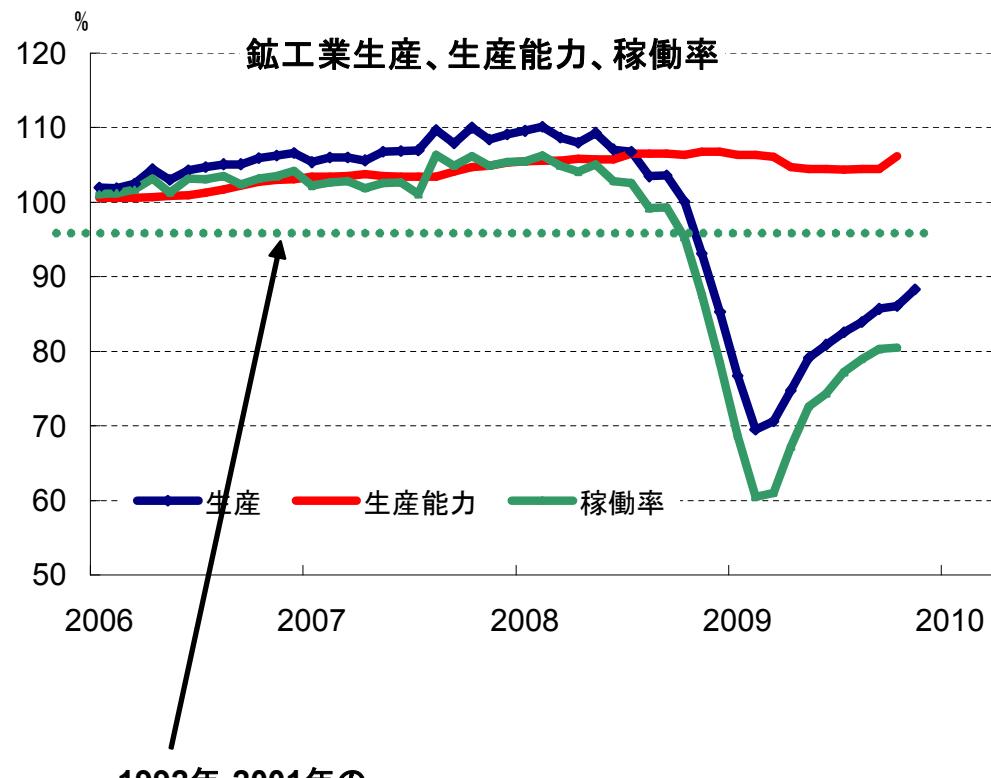


しかし在庫は完全に管理されている。



出所: 内閣府, 経済産業省, モルガン・スタンレー・リサーチ

生産拡大と生産能力削減が稼働率上昇に必要



$$\text{稼働率} = \frac{\text{鉱工業生産}}{\text{生産能力}}$$

稼働率指数	生産				
	2009年10月	86.1	90.4	94.7	99.0
生産能力	80.50	0	5	10	15
106.2	0.0	80.50	84.53	88.55	92.58
103.5	-2.5	82.56	86.69	90.82	94.95
100.9	-5.0	84.74	88.97	93.21	97.45
98.2	-7.5	87.03	91.38	95.73	100.08
95.6	-10.0	89.44	93.92	98.39	102.86

設備稼働率を1990年代の平均(95.4)に戻す場合、
大幅な生産増加に加えて、大幅な生産能力削減が
必要になる。

出所: 経済産業省、モルガン・スタンレー・リサーチ推計

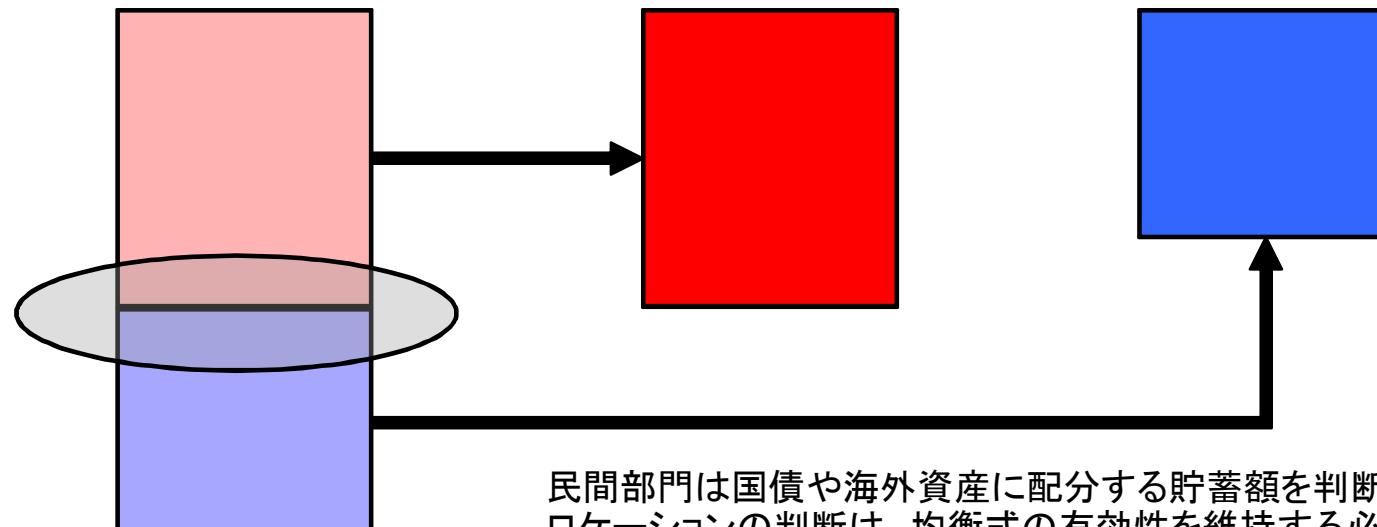
国債利回りはマクロ経済均衡式とアセット・アロケーションの判断に左右される

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)

经常収支=海外諸国の
ファイナンス所要額

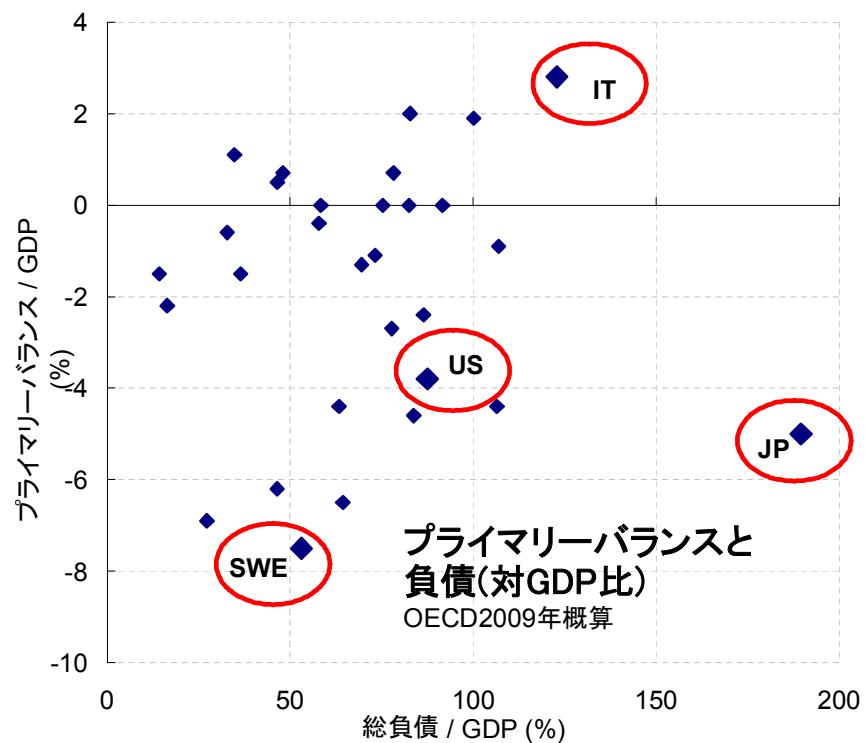
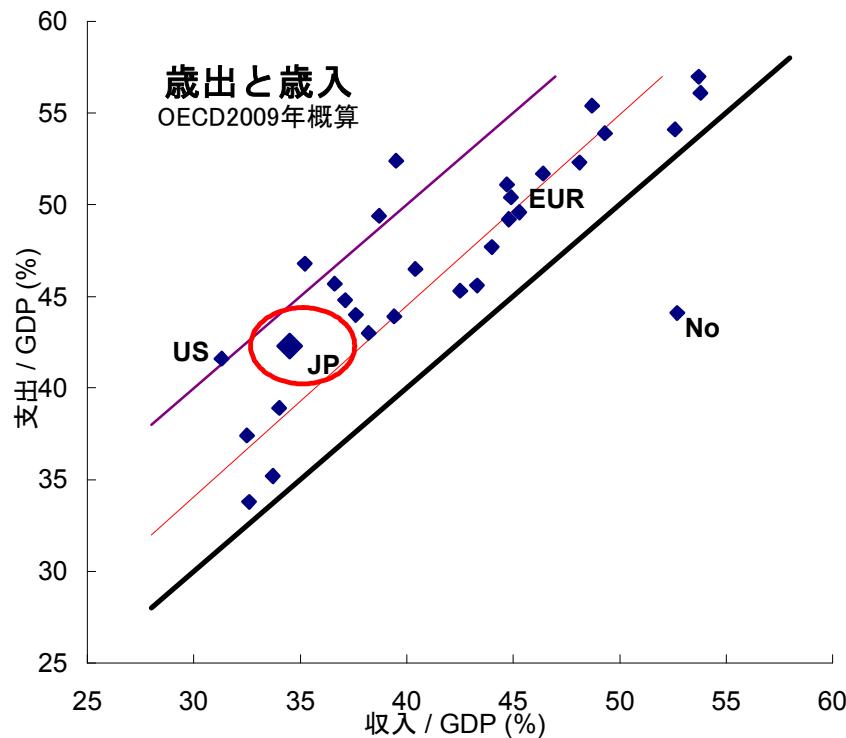
$$(S-I) = (G-T) + (X-M)$$



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。

出所： モルガン・スタンレー・リサーチ

日本の財政赤字の対GDP比率は平均水準、PBの対GDP比と債務の対GDP比は以前より悪化



出所: 2009年6月No.85 OECDエコノミック・アウトロック

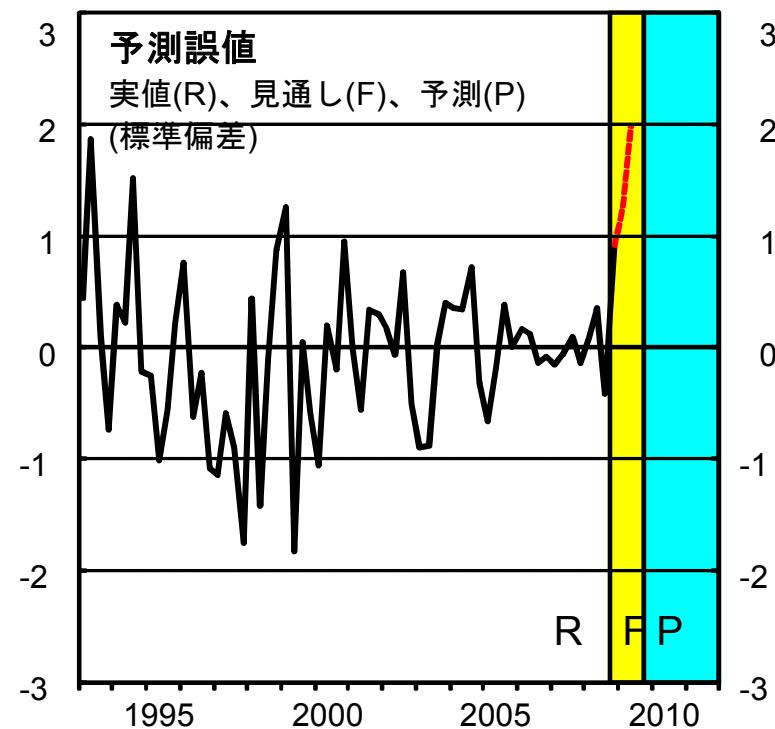
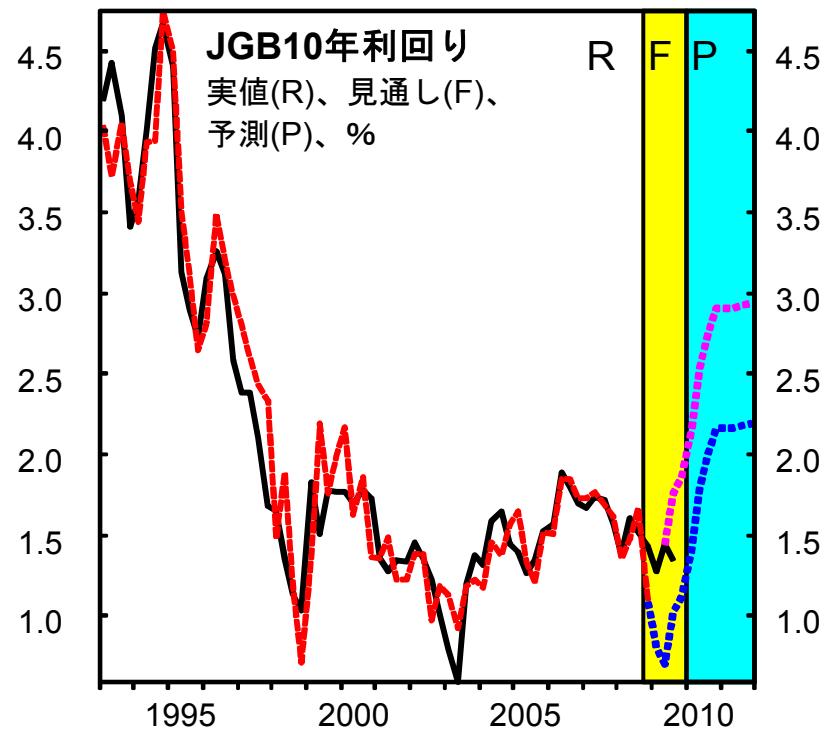
JGBs: 国債利回り上昇の条件

国債利回り上昇要因

	2010年前半	2010年後半
1 デフレの鎮静化	No	Yes
2 円安	Yes	Yes
3 貸し出し需要増	No	No
4 企業資金繰りの悪化	No	No
5 日銀利上げの可能性台頭	No	No
6 国債の大きな増発	Yes	Yes
7 米長期債の利回り上昇	Yes	Yes
8 日本株の上昇	Yes	Yes
9 資産運用のリアロケーション	No	No
10 外国勢の円債売り	Yes	Yes
	5/10	6/10

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

JGB利回りの予測を試算すると、現在の10年利回りは水準を大幅に上回っている。新たなリスク・プレミアムがJGBに織り込まれたのだろうか？



見通し、予測＝モルガン・スタンレー・リサーチ 出所：日経NEEDS、モルガン・スタンレー・リサーチ試算

グローバル株式からみた日本：オーバーウェイト！



Global Equity Strategy

The 2010 Global Outlook December, 2009

Jason E. Todd, CFA
jason.e.todd@morganstanley.com
+1 212 761 7991

Gerard Minack
gerard.minack@morganstanley.com
+61 2 9770-1529

現実問題：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

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

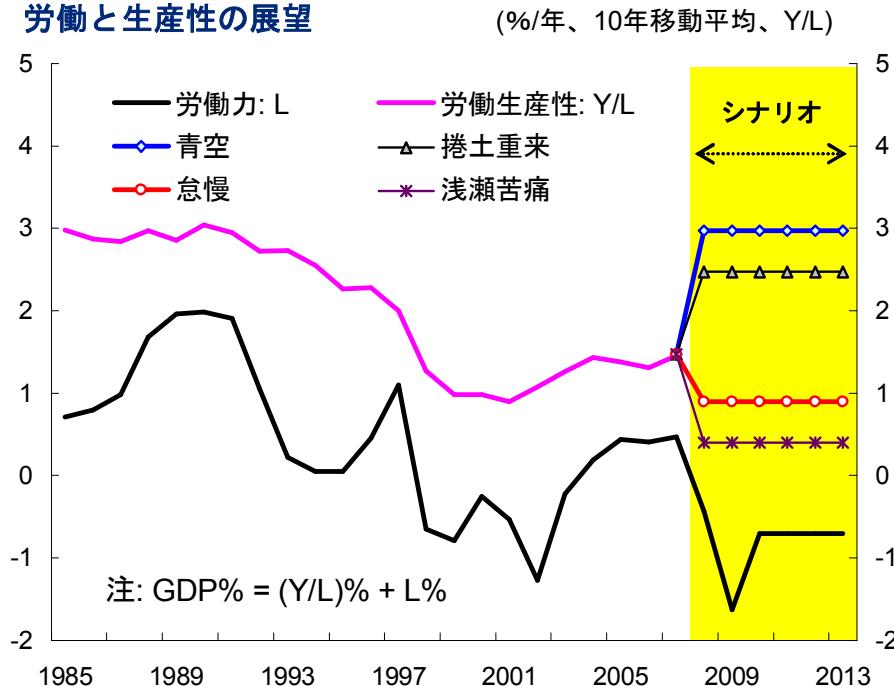
生活水準 労働生産性 労働参加率

$$\{ Y\% \} = \{ L\% \} + \{ Y/L \% \}$$

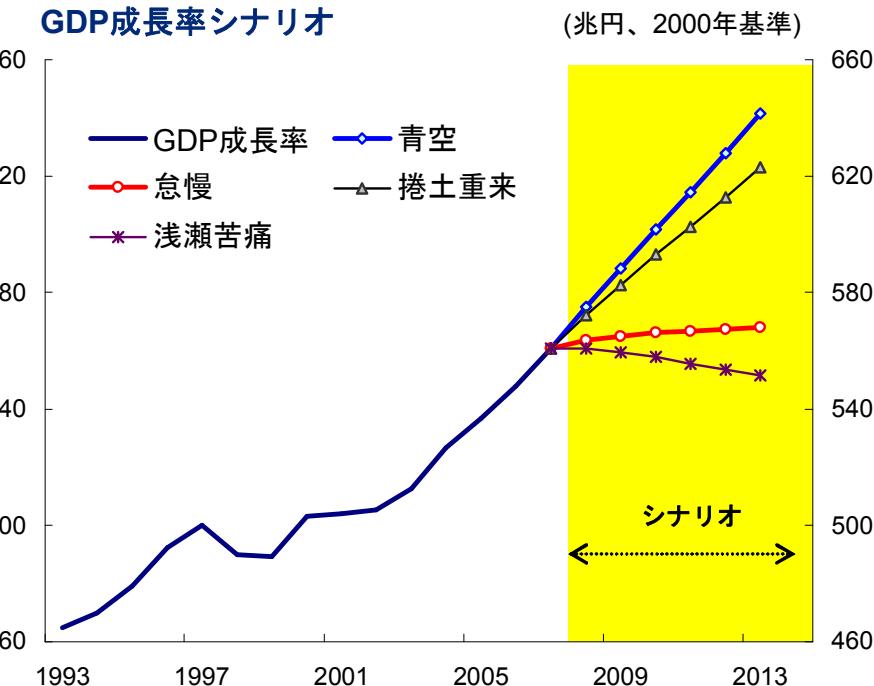
2.3%	3.0%
1.8%	2.5%
0.3%	1.0%
-0.2%	0.5%

$$= -0.7\% + \{ 3.0\%, 2.5\%, 1.0\%, 0.5\% \}$$

労働と生産性の展望



GDP成長率シナリオ

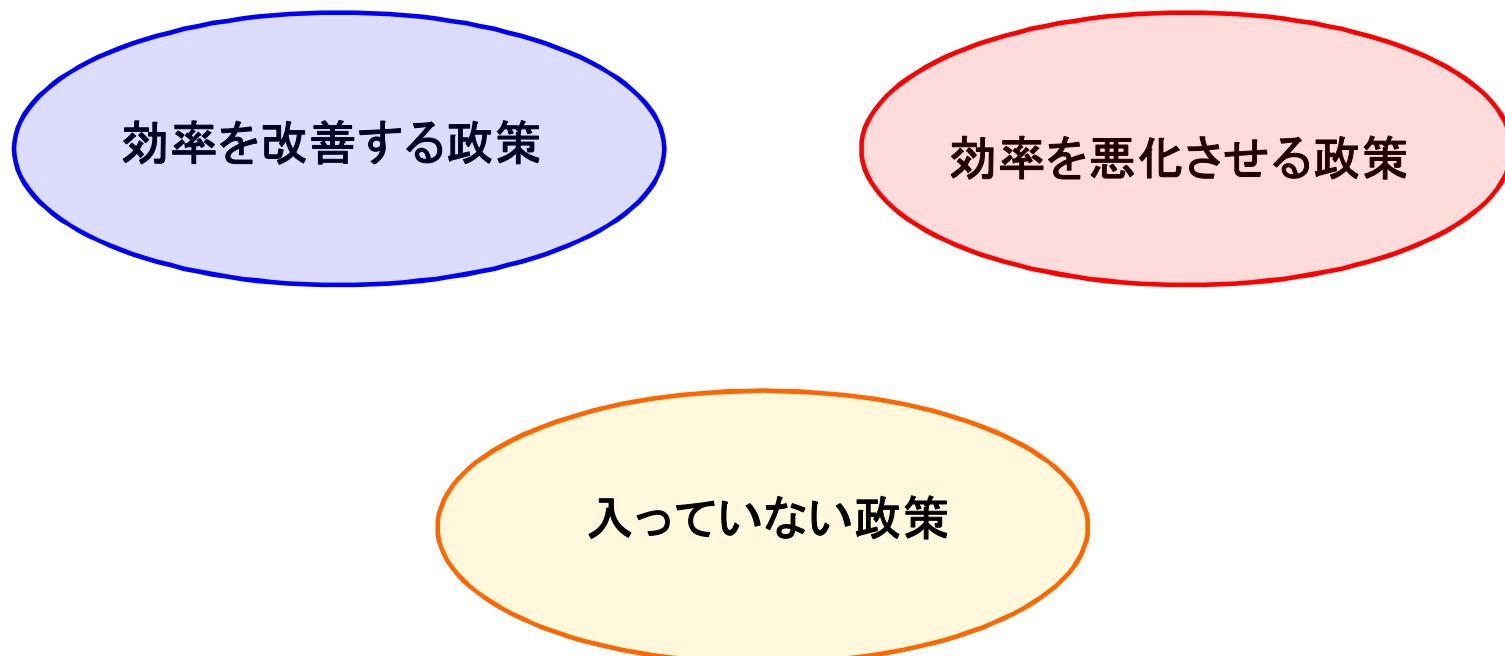


新政権の政策は、生産性を高められるか高められないかによって評価されなければならない。今のところ、情報は混在している。

注： シナリオ = モルガン・スタンレー・リサーチによるシナリオ

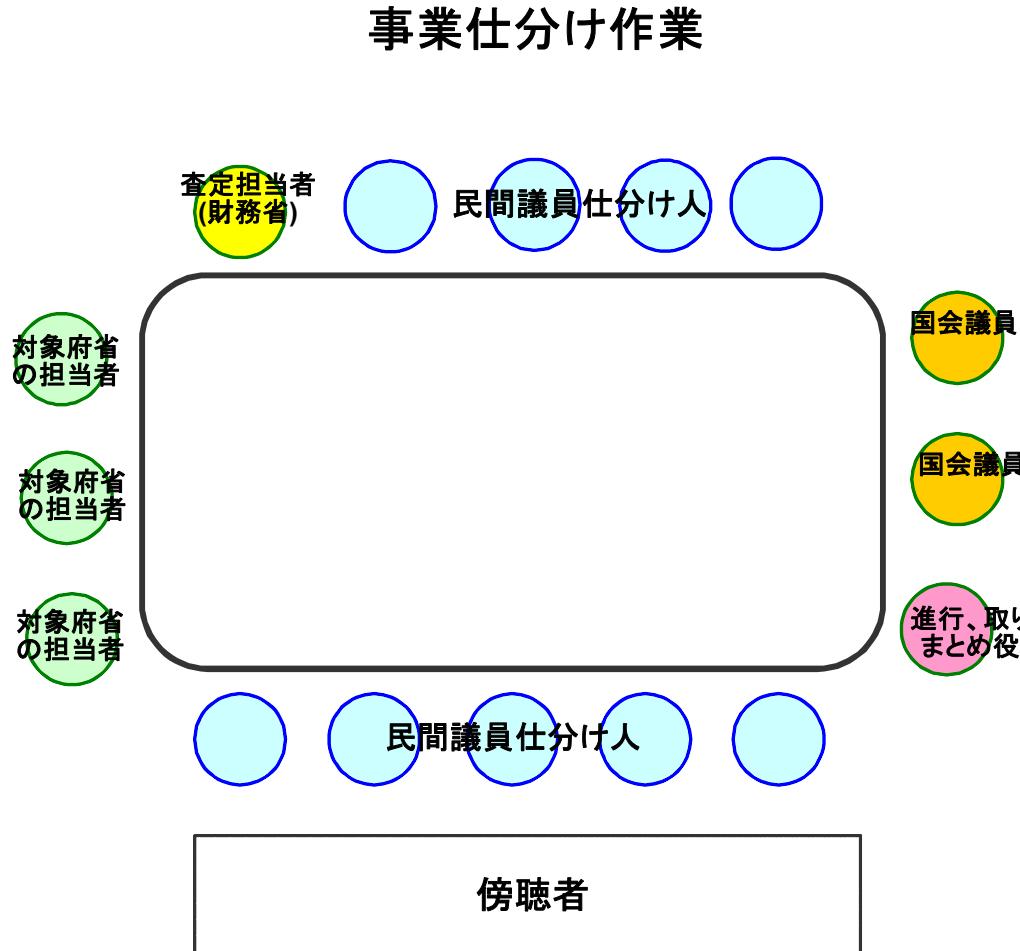
出所： 内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

民主党マニフェスト：善・悪・略



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

事業仕分け作業 (行政刷新会議)

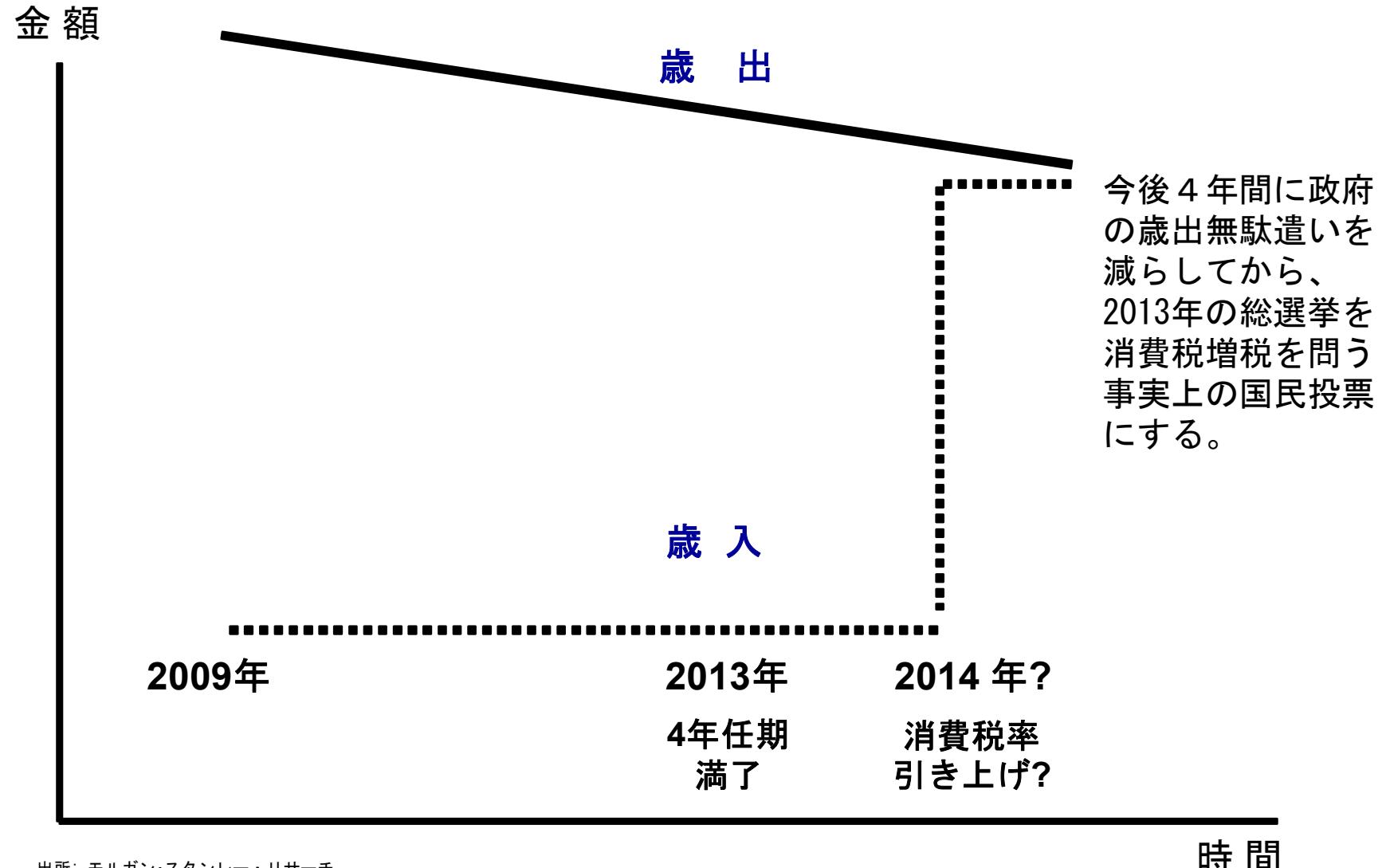


1. 省庁の担当者が支出計画を説明・主張する
2. 財務省主計局の担当者が、計画に対する財務省の評価を示す
3. 委員が質問を行う
4. 委員が支出計画の続行、変更、廃止について表決を行う。表決は予算編成の要素として用いられる。

問題点：

- (a) 仕分け vs 戦略
- (b) 大衆迎合 vs 既得権益
- (c) 項目の選択
- (d) パネリストの専門性
- (e) 判断の質

民主党マニフェストからの財政政策案



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

財政再建と経済動向：1997年へ逆行？

一般政府勘定を基に算出

ケインズ経済学:

$$Y = A + G + c(1-t)Y$$

結果:

$$Y = (A + G) / [1 - c(1-t)]$$

税収:

$$T = t Y$$

結果:

$$Y = T/t$$

単位:兆円

経済

A	155.8
G	180.0
t	27.00%
GDP	500.0

財政収支

赤字	45.0	0.0	0.0	0.0
G	180.0	180.0	162.0	162.0
税収	135.0	180.0	162.0	162.0

社会的選択

歳出削減 (= Gの変化)	0.0	-18.0	-18.0
収入増 (= [tY]の変化)	45.0	27.0	27.0
構造改革 (= Aの変化)	0.0	0.0	30.2

モデル変数

c	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
A + G	335.8	335.8	317.8	347.9
1 - c(1-t)	67.2%	72.5%	71.4%	69.6%

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

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 Japan 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)。

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・ポリシーを遵守しています。同ポリシーはwww.morganstanley.com/institutional/research/conflictpolicies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 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なく、Morgan Stanley Researchを受領された方々の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資あるいは投資戦略について、投資家ご自身が独自に評価され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、任意線上償還レート、証券／金融商品の価格、証券市場の指標の変動、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。

Morgan Stanley Researchは、Morgan Stanleyに関する情報を除き、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している投資や見解と異なる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：Morgan Stanley ResearchはMorgan Stanley Taiwan Limitedが配布しています。Morgan Stanley の書面による明示的な同意がない限り、調査レポート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。調査レポート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。

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。日本では、Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd.；カナダではMorgan Stanley Canada Limited (同社はまた、調査レポートの内容について承認し責任を負うことに同意しています)；ドイツではBundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) の規制下にあるMorgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main；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調査レポートが作成、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. Incorporated (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。

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保有者の財産です。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を複製、転載、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クライアントとしての規制上の基準を満たした顧客にのみ提供されます。

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ー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
Tel: +1 (1)212 761 4000

Europe
25 Cabot Square, Canary Wharf
London E14 4QA
United Kingdom
Tel: +44 (0)20 7425 8000

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

Asia/Pacific
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: +852 2848 5200