

日本及び世界経済の見通しとその課題

武 藤 敏 郎

はじめに

御紹介をいただきました武藤でございます。

二年前にここでお話した記憶がよみがえってまいりましたけれども、あのときと今回とで、また同じようなことをお話するような印象を持っておりまして、日本経済も世界経済も、事態の解決に向けて大きく一歩を踏み出したという印象をなかなか持てないのが残念なところでございます。今回は御承知のようなヨーロッパの情勢であ

りますので、そういうことも含めてお話した上で、日本の課題をお話しさせていただきたいと思っています。

一、日本経済の見通し

早速でございますが、日本経済の現状につきまして、二ページの資料（本文末資料を参照）をごらんいただきたいと思います。右のほうに四半期の実質GDPのデータがございますが、二〇一一年の第一・四半期、第二・四半期とマイナスにな

りました。実は昨年の第四・四半期からマイナスになっていったわけでありすけれども、アメリカの景気動向にかなり左右されたマイナスであり、今年の初めには、日本はこれからはだんだんよくなっていく、二〇一一年度においてはそこそこプラスになるだろうと思っておりました。三月一日の東日本大震災によってさま変わりとなったわけでございます。

しかし、二〇一一年七月九月、第三・四半期以降はプラスに転ずるであろうと見ております。いろいろありますけれども、一時、サプライチェーンの寸断が生産減少に結びついていたというような事態はもうかなり回復してまいりました。予想以上に回復したということだろうと思います。ただ、御承知のようにタイの大洪水がサプライチェーンの問題にまたダメージを与えつつあり、その影響はまだ見えておりませんけれども、直

接、間接、再びサプライチェーン問題が立ちはだかつてきたという印象は持っております。近い将来、下振れるリスクがあると思います。しかし、足元、日本の大震災によるサプライチェーンの寸断についてはほぼ解消したと言ってもいい状態になっているわけでございます。

消費も、消費者センチメントの大幅な悪化、特に東日本というよりは東京で大幅に消費が抑制された心理的なショックというのはこういうものかなと思います。あの大津波の映像を見ると、みんな元気がなくなったということだと思えます。

ただし最近では、少し明るい兆しも見えてまいりました。東北の百貨店では五カ月連続売上高が伸びているといったような報道がなされております。婦人関係のハンドバッグとか靴とか、被害に遭った人たちが、多少そういうものを買い求めて

いるようです。食器とかキッチン用品も売れているということを見ると、仮設住宅の生活の再興と関連しているかもしれません。そういうことで少しずつ戻ってきておるわけでございます。

失業率も、九月には日本の失業率は四・一％ということで、八月から〇・二％改善しました。輸出も最近好調になって、特に自動車は一時の下振れから上振れに転じておりますので、そういうことから第三・四半期の経済成長率はプラスになるだろうと見ております。ここでは五・二％となっておりますが、最近の分析では六％を超える可能性すらあると思っております。

年度で見ますと、二〇一一年度は回復するものの、前半のマイナスによって打ち消されて、〇・一％、ほぼ横ばい。二〇一二年度は今言ったような回復が少しずつ進捗していく上に、御承知の大型補正予算の復興特需がございますので、二％台

中ごろまで上振れていく可能性が高いだろうというふうに見ております。

一〇月二七日に日本銀行が展望レポートということで、今年度から二〇一三年度までの見通しを発表いたしました。前回発表したものから下振れておりまして、二〇一一年度の実質GDPがプラス〇・三％、二〇一二年度がプラス二・二％、二〇一三年度はプラス一・五％という見通しを立てております。物価につきましては、今年度はゼロ、二〇一二年度がプラス〇・一％、二〇一三年度はプラス〇・五％というところでございます。日本銀行は、日本の物価上昇率は一％程度が望ましい水準ではないか、インフレターゲットではございませんけれども、そういうことを示唆しておりますので、この見通しによれば、二〇一三年度までは金融緩和のエグジット・ポリシーはとられないであろうというふうに解釈できるのではないかと

と思います。

二、世界経済の見通し

日本がこういう状況でございますけれども、世界経済がどうかということで、三ページを開きいただきたいと思います。三ページはIMFの見通しです。ここで申し上げたいことは、世界経済が四％程度成長を、二〇一一年度、二〇一二年度続けるであろうということでありまけれども、先進国が一％台の中ごろで、新興国が六％を超える。いわゆるデカップリング論というのがありますが、そのような状況を示しておるわけでございます。

この中で米国が一・五％から一・八％に対してユーロは一・六％から一・一％ということで、むしろ来年にかけて下振れていくという姿をあらわ

しております。これは九月の推計ですけれども、今後恐らくユーロ圏はもつと下方修正が行われる可能性があるのではないかと考えております。

後からお話しますが、ユーロ圏の景気低迷に伴って、中国の輸出がかなり減少してきて、デカップリング論というのはやや乱暴な議論で、先進国と新興国は多少のタイムラグを伴うとしても、やはりシンクロナイズしているというのが常識的なところだと思います。

中国の財政事情は、ヨーロッパや日本と比較しますと、極めて健全でございます。財政出動の余地がかなり高い。現にリーマン・ショック後、四兆元の財政出動と金融緩和によって、中国経済は一時、六％成長ぐらいまでスローダウンしましたけれども、その後は一〇％を超えるような成長に回復してまいりました。公共投資のウエイトが、中国の場合にはかなり高い。しかも、財政余

力がありますので、積極的な財政政策を打てるということ、内需主導である程度自律的に成長を保つことができるという意味で、厳密にはデカップリングというのは言い過ぎだと思えますけれども、自律的な成長というのが中国に見られる現象ではないかと思っております。一言で言えば、中国を中心とする新興国によって世界経済が牽引されているのが現状であるということでございます。

三、米国経済の見通し

さて、簡単に欧米の状況を見ておきたいと思えます。四ページに米国の成長率と失業率をお示ししてございますが、リーマン・ショック後、大幅に下振れた成長、左図の棒グラフでございますけれども、その後の反動もありまして、回復したわ

けですが、昨年の秋からやや下振れ傾向、足踏み傾向が見られ、それに向かってFRBはむしろ金融緩和の第二弾を打って出たということでございます。その背景には失業率が高どまった状態であったということも、FRBの危機感をあおったということもあつたかと思えます。

この七月九月のアメリカのGDP成長率は二・五％ということで、回復の兆しを見せておりますので、FRBはアメリカがリセッションにこのまま突っ込んでいくというような見方はしていないと思えますけれども、思ったほど順調な回復を遂げていないということから、QE3というのがどのようなか、第三弾の金融緩和ということが話題になっていくわけでございます。

その背後には、五ページにありますとおり、住宅市場の低迷があると思えます。アメリカのリーマン・ショックの根本原因は、住宅バブルの崩壊

でございます。住宅価格が大幅に下落した後、今日においても三三・五%、三分の一ぐらい下がったところで横ばった状態にあり、それを示しているのが住宅販売の状況でございます。一時は新築戸建て販売戸数が一四〇万戸といったようなことがあったわけでございますけれども、現在では三〇万戸と大幅な下落になっておりまして、この結果、アメリカの家計は依然として債務超過の状態にある。あのころ住宅を大量に買っていた家計が、住宅価格の下落によって債務超過になり、その後アメリカでは貯蓄率が上昇いたしました。債務の返済に家計が努力している。したがって、消費がなかなか強くないといったような状況が観察されたわけでございます。

六ページにありますとおり、FRBのバランスシートを見ますと、リーマン・ショック後、通常の三倍近いバランスシートの拡張をいたしました

た。さらに昨年の秋にこれを拡大しました。それがQE2と呼ばれるものでございます。それでもなお、アメリカの経済がなかなかよくなりません。

かつて日本がデフレのときに、現在のバーナンキ議長、当時はまだ理事でありましたけれども、日本銀行はバランスシートを拡大させるべきである、思い切つてやれない、不十分なのが原因なんだといったようなことを盛んに言っておられましたが、FRBがこのような拡大をしても、依然としてアメリカ経済が立ち上がらないことに、多少いら立ちを覚えているはずであります。最近では、金融政策はすべてを解決するわけではないといったようなことを強く言われているのは御承知のとおりでございます。

七ページは、最近、八月の段階で、現在とっている超低金利政策、事実上のゼロ金利政策ですけ

れども、これを二〇一三年半ばまで継続するという時間軸政策を発表いたしました。日本でもこの政策をとったことがあるわけでございますけれども、バーナンキ議長もそういう政策をとったのですが、加えて九月の政策決定会合では、短期国債から長期国債に乗りかえるというツイスト・オペを行うということを決定いたしました。これは長期金利に働きかけて、長期金利の引き下げを実現するというものでございます。

この緩和政策には、FRBの中にも異論があるようで、少数ながら反対の人がいるわけでございます。一月にFOMCがあるのですが、そこでFRBがどのような発信をするかということに市場の注目が集まっておりますけれども、仮に状況が悪化するという兆候があれば、さらなる緩和政策をとる用意があるといったことをどこまでにおわせるかといったようなことが関心事になってい

るわけでございます。

四、欧州経済の見通し

米国についてはこのぐらいにさせていただきました。欧州についてお話を進めたいと思います。欧州は御承知のとおり、リーマン・ショック後、アメリカと同じように、ECBは金利を引き下げました。それによってリーマン・ショックの世界経済に与える影響に対して政策対応をとっていたわけでありましたが、昨年の初めごろからギリシャの財政問題が新たにヨーロッパの火種となりました。

一〇ページにありますとおり、ギリシャは二〇〇九年の財政収支の赤字が、GDP比マイナス一五・五%、その他のPIIGS諸国のデータはそこにあるとおりでございます。これを引き下げる

べく政策努力を行うということ、二〇一二年には六・八％に下げるという計画になっておりますが、これが実現されると信用している人はいないということだと思えます。一方、GDPの成長率は、ギリシャはマイナス成長に入っておりますので、財政緊縮が景気をさらに冷やす可能性という悪循環に陥っていると言つてよろしいかと思えます。

そういう状況の中で、皆さん御承知のとおり、一ページにありますとおり、ギリシャの国債金利が暴騰しております。二年物の金利が七〇％を超えるといったような信じられない状況でございます。これはもはや新たな国債発行は不可能としまして、これを意味するわけであります。対独スプレッドの左のグラフを見ていただきました。ギリシャが非常に高いレベルで高まった状態にある。一方、ポルトガルとかスペイン、イタリアも

じわじわと上昇してきているということでございます。

ギリシャの問題の一つに、一二ページにありますとおり、フランス、ドイツ、英国など、表の上のほうにあります債権国が、債務国ギリシャに対して、三三％の与信をしております。このように見ていただくと、フランスは、ギリシャ、イタリアに非常に入れ込んでいる。ドイツもしく、英国もしくでありますけれども、一番与信が多くなっているのはフランスでございます。

一四ページに、長期国債の格付表を置いておきました。最近スペインとイタリアは、実はA Aにあつたのですけれども、引き下げられてしまいました。日本は一九九〇年代はA A Aだったのですけれども、現在はS & PだとA A マイナスでございます。中国と同じ格付です。

ちよつと脱線しますけれども、アメリカは、例

の債務上限引き上げ問題でオバマ大統領が苦勞さ
れている間に、格付がA A AからA Aプラスに引
き下げられました。アメリカにとっては納得でき
ない格付機関の評価だということでありませう
ども、いかんともしがたい状況であります。

こういう状況の中で、一三ページにありますと
おり、ギリシヤをめぐっていろいろなイベントが
ございましたけれども、一〇月二六日のEU首脳
会議で、ギリシヤ問題に対する抜本的解決のため
に首脳が集まって、そこで一〇時間に及ぶ大議論
をして、結論を三つ出したのは、最近の報道で皆
さんも御承知であろうと思います。

簡単に要約いたしますと、まず第一は、ギリ
シヤのデフォルトを何としても防がなければいけ
ない。そのためには、ギリシヤの債務を削減す
る。ヘアカット率が五〇%、要するに債務を半減
するということを決定したわけでございます。七

月の段階で二一%削減するということが決定され
たのですけれども、マーケットはそれを評価しな
かった。そこで今回は五〇%カットする。その
際、民間金融機関はこれに自発的に応ずる。自主
的に応ずるということでございますので、格付機
関の金融機関の評価は引き下げられないというよ
うな裏事情がございます。

また、ギリシヤに対して、二〇一四年まで国債
借りがえが順調に行われるように、国債償還が滞
ることのないように融資することを決定いたしま
した。こういう決定を行えば、ギリシヤ国債を保
有する投資家、特に銀行の資本増強が当然必要に
なります。そこで、大手行七〇行に対して、T i
e r 1ベースで九%の自己資本を来年の六月まで
に確保するようということを決定いたしました。
いろいろなことが言われていますけれども、
一〇六〇億ユーロ程度の資本不足があるのでな

いかと伝えられております。

第三番目は、EFSFと言われる欧州安定化基金が、融資機能あるいはセカンダリー・マーケットでPIIGS諸国の国債を買う機能を持っているのでございますけれども、四四〇〇億ユーロの資金規模を一兆ユーロぐらいまで何とかふやしたい。そのふやすための手段を発表いたしました。二つありまして、一つは融資ではなくて保証をする。例えばイタリアが国債を新たに発行するとき、二〇％程度保証するといったようなことが検討されているようであります。第二番目には、EFSFの出資による特別目的会社をつくって、中国、ブラジルなどの資金を呼び込もう、投資をしてもらおう。それによって、EFSFの子会社であります特別目的会社が、問題のユーロ周辺国に資金供給できるような、そういうものをつくろうということでございます。

この三つを二七日未明に発表すると、市場はポジティブな反応をいたしまして、株価も上昇し、ギリシャ国債のスプレッドも若干縮小いたしましたけれども、現在でも市場の疑念は一向に晴れていないというのが結論だと思います。今後は、一月三日、四日に開かれるG20カンヌ・サミットで、ヨーロッパがどのような決意表明をするのかということがポイントになるだろうと思います。

今申し上げました主要国によるさまざまなギリシャ問題への対策は、一見もつともらしいと思いますが、バランスのとれたもののように見えますけれども、実は実行可能性においてさまざまな疑念があると言わざるを得ないと思います。五〇％のヘアカットといっても、これは自主的に金融機関が受け入れるということでございますので、仮に自主的に受け入れない金融機関が出てきたら、どうということになるのかという問題もあるわけで

ございます。

融資拡大ということを申し上げましたけれども、IMFは必ずしもこれに合意しておりません。資本増強が一〇〇億ユーロ必要だということに対して、民間から自己資本を調達できる銀行はあるとは思いますが、そんなに多くないかもしれない。そうすると、日本でかつて行われたように、公的資金を入れることになります。イタリアやスペインで、例えばスペインのサンタンデルが公的資金を注入されたら、スペインの財政赤字が問題になっているわけですから、多分スペインの国債のダウングレードが行われる可能性が高い。そうすると、その評価損がさらに拡大いたしますので、悪循環が生ずる可能性があるだろうというふうに見られるわけでございます。

日本の場合には、考えてみると、資産バブルの崩壊は、民間での出来事でございましたので、巨

額の財政赤字をかかえた国の財政とはいえ、当時の国債はまだAAAでございましたので、国が公的資金を注入することによって最終的にはおさまったということでございます。

ヨーロッパの問題は、国債バブルの崩壊でございますので、国債で調達した資金で、国が民間銀行に自己資本を増強するといっても、その国の財政の悪化によって、市場は信用しないということがありますので、ある意味、日本より深刻さはより大きいのではないかと思います。

今月の初めにフランクフルトで金融関係者の会合があつて、出てまいりましたが、パネルディスカッションがあつたのですけれども、当時はこのことがまだ決定されておりませんでしたので、ヨーロッパの人たちがみんな口々に言っているのは、ユーロ諸国の政治指導者の無為無策ぶりに対する批判でした。日本でもちよつと聞いたことが

あるような議論だと思っていました。

最後にモデレーターから、日本の経験について何か述べることはないかということだったので、私はバブル崩壊後、一九九〇年代の日本というのは、不良債権問題の深刻さの認識に過小評価があったように思う。したがって、その対策が後手後手に回って、しかも、不徹底なものになって、戦力の逐次投入というような批判を受けた。トゥーリトル・トゥーレイトというものです。ヨーロッパを見てみると、全く同じように思うということを上げた上で、これを最終的に解決したのは、日本では公的資金の注入だった。したがって、ヨーロッパも結局そういうことにならざるを得ないのではないかということを上げました。

しかし、日本は単独国家でありますので、比較的そういう判断もできるわけですが、ヨロ

ロッパの場合には、よく言われるとおり、通貨統合と金融政策の統合はなされておりますけれども、財政統合がなされていないために、メンバー各国はなかなか議論が収束しない。特にドイツ、オランダ、オーストリア等、そういう国は、ギリシャに対して非常に厳しい。放漫財政運営をしておいた国民の高い給料を、何で勤勉なドイツ国民が面倒を見なければいけないんだといったような強い拒否反応がありますので、メルケル首相も国民の説得に大変苦労しているわけでございます。

ドイツがギリシャ救済の意思を表明する前に、国会の承認を得る必要があるというのが、ごく最近のドイツ最高裁の判決になりました。したがって、メルケル首相は、二六日にこの会合に出る前に議会の承認を必要としたわけでございます。議会の了解をとったのですけれども、ドイツ国民の税金は極力使わないようにしろということになっ

ているわけでありまして、先ほど申し上げましたとおり、新たな各国拠出というのは出てこないのですね。これを言うと、今のユーロはなかなか話がまとまらない。

ですから、既にある欧州安定化基金（E F S F）に少し残ったお金がありますので、このお金をタネにして保証をする。そうすると、何倍ものレバレッジが働きますので、資金不足を補うことができるのではないかというのが、保証という政策の基本的な考え方でございます。すなわち、ドイツは、新たな出資はしない。E C Bがそこに出資したらどうだということに対して、ドイツは反対いたしました。なぜなら、E C Bの資本は、メンバー一七カ国のシェア割の負担によって拠出されておりますので、それが棄損したら、それぞれの国がそれぞれの負担割合に応じて税金を出さなければいけないことになるので、結局これ

は成立しなかった。

中国からお金を引っ張ってきたらどうかというもう一つの案も、サルコジ大統領の苦心の策ですけども、どういうメカニズムでそういうことが可能なのかというのはよくわかりません。わかりませんが、推察するに、S P Cをつくって、そこにE F S Fが二五〇〇億ユーロぐらいの余裕がまだありますので、そのうちの半分なりなんなりを保証に充て、半分を例えばS P Cに出資する。その出資金をもとに、世界の機関投資家、特に中国とブラジル、ノルウェーと言っているのですけれども、ブラジルとノルウェーは拒否反応を示しておりますので、中国が一番可能性があるのですけれども、そこから何千億ユーロの融資をしてもらう。棄損したら、出資金を担保に、中国には損をさせませんといったようなイメージだろうというふうに推察しております。

EFSSのCEOが先週末、北京を訪問して、いろいろ説明したと言われているのです。中国は隣人として協力する用意があるけれども、この問題の解決はヨーロッパの問題であるというようなことを言っているのです。同時に、G20において、中国にそれ相応のリスpektが払われることを期待するというようなことを言っているわけです。

私は、中国は協力するのではないかと予想するのです。EFSSにいきなり中国がダイレクトに出資するのではなくて、IMFから出資をしたかどうかということになる可能性が多分高いと思うのです。そうすれば、中国は世界の国々とともに、かなりの金をIMF経由でEFSSに入れる。それはすなわち世界機構であるIMFに対して、中国の発言力を高めるといふ副次効果を持つわけですから、ヨーロッパに対して恩を売ると同

時に、IMFに対する中国のプレゼンスを高めるといったようなことですね。

これは日本にとつてはなかなか厄介な問題なので、本当にうまくいくかどうかわかりません。これらはすべて約束したことを実行することには天と地の差がありますので、実行段階になると、結局なかなかうまくいかないということも十分あり得ると思います。それがギリシャの対独スプレッドが依然として下がってこないというマーケットの判定なのではないか。自己資本の充実が来年の六月まで時間的な余裕がありますので、多分そのぐらいまでは、今回の対策がプラスなのかマイナスなのかははっきりしないという状態が続くのではないかとこのことでございます。

五、日本経済の課題

(1) 東日本大震災からの復興

さて、中国の問題は省略いたしましたして、日本の課題ということに話を進めたいと思います。日本の課題の第一は、震災からの復興でございます。

御承知のとおり、一九ページ、二〇ページにありますとおり、政府は次々と補正予算を計上してまいりました。今回は東日本大震災関係だけで一二兆円近い補正予算を計上する。その財源調達には、ほとんどが復興債の発行によって賄うけれども、その復興債の償還時には、所得税付加税等の増税によって償還するので、財政赤字の拡大には結びつかない、そういう復興税の提案を野田政権は議会に対して行いました。これが二〇ページに書いてあることでございます。

財政支出を増やすときに、増税で手当てするという思想は今までなかったように思います。湾岸戦争のときにちょっとあったのですけれども、それは実は金額も大したことはなかったし、法人税ということでありましたが、今回は法人税は減税をしばらく我慢してもらうということで、所得税増税を中心にするということです。国民の反応は受け入れるということのほうが、世論調査によればより多くの割合を占めておるようでございますけれども、国会審議の場でどういうことになっていくのかわかりませんが、しかし、この復興税は、実は日本にとって非常に重要な意味を持つていると私は思っております。

大和総研では、三月十一日の震災から一週間後に、復興連帯税構想を発表いたしました。かなり反響を呼んで、「復興連帯税いいんじゃないか」と言っていたいた方々も経済界にかなりおられ

しました。しかし、政権がそっちのほうにいくかどうか、まだその時点では極めて疑念が多かったわけですが、そういう意味で、この政権が財政問題について正しい方向にいつているのではないか、それを評価してもいいのではないかということが、私が言いたいことの第一点でございます。

(2) 円高問題

第二点は、円高問題でございます。この数年で見ると、四割ぐらいの円高になっているのです。

一二〇円台から七〇円台でございますから、名目的にはかなりの円高になっているわけでございます。輸出製造業の方々のお話によれば、韓国、台湾等の為替が逆に下落していることを考えると、日本は大変厳しいということを言われるわけですが、二二ページにありますとおり、

実質実効為替レートで見ると、現在そんなに円高になっているわけではございません。もつとさかのぼると、もつと円高の状態にあったときがあるということでございます。二〇〇七年、二〇〇八年と比べると、円高のほうに振れておりますけれども、二〇〇七年、二〇〇八年が多少異常だったということも言えなくもない。したがって、G 20のような場では、日本が円高といつても、せいぜい急激な為替の変動は経済に悪影響を与えるということを確認したといったような文章に合意する程度にとどまるということでございます。単独介入ということは十分考えられますけれども、協調介入ということにはなかなかならない。こういう状況の中で、日本銀行は二七日に、資産購入等基金というものが既にあるのですけれども、五〇兆円の枠を五兆円ふやして五五兆円にする。そのふやした分は長期国債を四兆円から五兆円ふやして

九兆円にして買い入れるんだということを発表いたしました。これから万が一にもF R BがQ E 3というようなことで金融緩和に入っていくますと、日米金利差はもうぎりぎりのところまで行くということも心配の一つであると思われます。

しかし、これも日本銀行としては大変苦しい決断であつたろうと思います。現在、四兆円の買い入れ枠に対して、実際に買った額は一兆六〇〇〇億ということなんです。半分にも至っておりませんので、買い入れの余裕はまだあるわけですが、アナウンスメント効果というか、マーケットに対して日銀として、円高対策に無策ではないという発信をしたことだと思えます。マーケットの人たちの意見を聞いてみると、意外とこれは安心感を与えるいい政策だというポジティブな評価も聞かれますので、全く何もしないというよりは、私は評価してもいいのではない

かと思っております。

(3) 電力供給不足問題

第三点は、電力供給不足問題だと思います。野田総理は、当面は安全対策を十分とりながら原発を稼働させていきたいと言っておられますので、脱原発依存ということを言われた前内閣よりは、原発というものを当面活用していくという考え方があるのではないかと推察しておりますが、あの浜岡原発を止めたあたりから、世の中がおかしくなってしまったように思います。福島が止まった後、何が心配されたかという、この夏の電力不足でございました。しかし、浜岡を止めた後、今後の日本における電力不足ということが課題になってしまったと思います。すなわち、この電力不足問題は次元が変わったというふうに私は思っています。

そこで、大和総研として、原発を止めたときにどういう影響があるかというシミュレーションをしてみました。時間がありませんので、詳しくは述べませんが、二三ページに条件が書かれております。一言で言えば、悲観シナリオは、直ちに原発を止める。現在動いているものが定期修理に入るまでは止めない。一三カ月で定期修理に入りますので、一三カ月たつと、止まるということなので、この悲観シナリオでいくと、来年の五月には一基も稼働しない。すべての原発がストップするということになります。

それに対して楽観シナリオは、定期修理のものは、修理が終わったら再稼働するということが前提になっております。ただし、新規のものはつくらない。その意味では最近の国民感情を忖度して前提を置いております。また原発は四〇年たつと耐用年数が来ますから、新規のものをつくらない

ということとは、すなわち、二〇二〇年までの間に、五四基のうち、二九基が稼働するにとどまるという事態になります。残りは耐用年数が来て廃炉になるということでございます。廃炉にするのをやめて、更新投資を同じ場所ですたらいではないかという議論はないわけではないのですけれども、それは廃炉にするということを前提といえました。

再生可能エネルギーは、電力発電シェアで二〇%を超えるということは不可能だと思いますが、一応楽観シナリオにおいては二〇%になるということを前提といたしました。再生可能エネルギーというのは非常に不安定な電力でございますから、その不安定な電力のシェアを高めると、電力供給の安定性というものに問題が生じてきます。悲観シナリオのほうは、太陽光発電の技術革新といっても、なかなか簡単には進まないだろう、今

の現状どおりでいくだろう、少しずつ上がっていく程度だろうということでございます。

そうしますと、どういうことが起こるかというのが次にありまして、実質成長率は、悲観シナリオの場合、二〇一〇年代前半、平均〇・七%、これでございますと、二〇一一年とか二〇一二年にはマイナス一%ぐらい標準的なシナリオから乖離する、下振れるということでございます。標準的なシナリオが何なのかというのはあるのですけれども、ここでは乖離幅ということでお話をしたいと思います。消費者物価は悲観シナリオをとると物価が下振れてまいりまして、かなりデフレ的な状況が続くということでございます。

二五ページは電力料金でございます、これはアロケーションの問題はあるのですけれども、産業用電力は五割増、家庭用電力は二十数%近い増になるだろうというふうに見ております。

最後にCO₂排出量でございますけれども、悲観シナリオは今後排出量が増加していつて、京都議定書でさえも達成することができない。楽観シナリオでは、麻生元総理が主張した二〇〇五年対比、一五%減、これは対応できる。しかし、鳩山元総理の言われた二五%減というのはとても及ばないということでございます。楽観シナリオでさえも及ばないということですね。九〇年比二五%減というのは原子力の活用を徹底的にやっていくということの意味したはずでございます。そういう意味で、今回の問題は、我々に大きな問題突きつけているということであります。

楽観シナリオの二〇二〇年代に再生可能エネルギーが二〇%になるというのはちょっと無理筋だと私は個人的には思っております、せいぜい十数%にとどまるのではないかと思っております。結局、経済実態に余りにも配慮しない原子力政策

は、二〇一〇年代前半において、工場の海外移転という不可逆的な結果をもたらす可能性が十分あるということは申し上げたいわけでございます。

(4) 社会保障と税の一体改革

最後に、社会保障と税の一体改革、これも余り詳しく申し上げる時間はありませんけれども、実は今年の六月に、政府・与党社会保障改革検討本部決定というのがありまして、これによれば、二〇一〇年代半ばまでに消費税率を一〇％に引き上げる。二〇一五年度に想定される社会保障の金額は、物価上昇あるいは高齢化の進展、さらには多少のサービスの向上を加味したものですけれども、四二兆円程度の公的な社会保障支出が想定され、五％から一〇％に上げると、大体二七兆円、すなわち三分の二程度は消費税で賄うということが実現する。

しかし、この本部決定にあるように、社会保障の全額を消費税で賄うとすれば、さらに五・七％、約六％の消費税引き上げが必要になるということを示唆しているわけでございます。日本の消費税率水準は一六％ぐらいになるということを覚悟しなければいけない。

ヨーロッパでは御承知のとおり、二〇％の国が多いわけでございます。そういう意味では、一五～一六％のレベルが、特段、消費税率水準として異常に高いわけではありません。そこまではいいのですけれども、実はそのための法的措置を、政府は来年三月までに、すなわち、次期通常国会に提出することになっているのです。このことについて余り認識されている方は少ないと思いますけれども。現政権はそのために、多分もういろいろ検討していると思います。しかし、出さ出さないかについては、かなりシビアで政治的な決断を

要するのではないかと考えています。

(5) 日本の対外戦略

最後に、日本の対外戦略です。日本はいろいろな課題ばかり抱えて、少子・高齢化が進展する社会の下で増税しなければならない。大震災の影響に何とか打ちかっついていかなければならない。暗い話ばかりでございますけれども、グローバル経済に打って出るといったようなことが必要なわけでございますが、御承知のようにTPP問題についてはまた世論を二分しているといえますか、政治が結論を出すのがなかなか難しそうな状況にある。

お見受けするところ、どうも野田総理の腹は決まっているのではないかと想像します。施政方針演説を見ると、ほんの数行、今後の議論の推移を見守るといった趣旨のことを発言されているので

す。ですから、マスコミの中には、総理の指導力不足ではないかといったようなことを指摘する向きもあるわけでございますけれども、これだけ党内で大議論しているときに、総理が施政方針演説で結論を言うてしまうということは、私は常識的にあり得ないのではないかと思うので、マスコミの人には、何でもかんでも総理がはっきり言えいいんだというのはちょっとどうかと思うということを書いてございます。自民党のほうも総理の考え方が見えないとまでは言うのですけれども、参加すべきであるとはなかなか言えないのですね。党内が割れていますから。したがって、お互いさまの状況にあると私は思います。

しかし、どう見ても、これに参加しないと日本の長期的な戦略を構築することはなかなか難しいのではないかと思います。農業問題とか、幾つか深刻なダメージを受けるとい話がありますけれ

ども、そうであるならば、それに対してどうしたらいいかという議論をするべきであって、だからTPPに参加しないんだというのはちょっと極端なのではないかと思います。

(6) 日本の成長戦略

最後に、日本の成長戦略についてどうするのかということが話題になっておりまして、政府では戦略会議の場でそれを議論することになっております。実は成長戦略というのは、前の内閣のときにもいろいろつくられていて、メニューはいろいろ出ているのです。余りにも総花的なので、本気度が感じられないといったような、そういう状況に実はあるわけなんです。もっと論点を絞って、政府はこれとこれをやるといったようなことでない、あれもやります、これもやりますというの、現実問題としては先へ進まないという結

果になってしまふ可能性が高い。

私は、むしろTPPと同時に、農林漁業というのを、日本の主要産業の一つに育てるための対策をとつたらどうかと思っております。それからエネルギーも、これだけ問題になっているので、エネルギーと環境産業を徹底的に追求していく。今回の大震災は、我々にさまざまな問題を提起してくれたと思いますけれども、その際、それからすべて回避するという思想ではなくて、それならば、それを真正面から突破していくような、そういう政策を成長戦略としてとっていったらどうかというふうに思うわけでございます。

ここの点は抽象的なことで恐縮でございますけれども、以上申し上げまして、私のお話を終わらせていただきます。御清聴どうもありがとうございます。(拍手)

東理事長 武藤理事長、ありがとうございます。
た。

四時半までお時間をいただいていますので、もし御質問いただく前に、補足的に何かお話しただく点があればと思いますが、よろしいですか。

それでは、御質問をいただきたいと思います。

御意見、御質問のおありの方は、お手をお挙げ願えますか。

それでは、口火ということで、私から一つ質問させていただきます。先ほどヨーロッパでの会合で、日本の教訓として指摘されたことがなかなか実現しにくそうだというお話を伺いました。ヨーロッパの今後を考える上で、一つは日本の教訓に学んだとして、その後のルートはどのように見たらよろしいのかお伺いできればという点と、もう一つは、市場との対話という点で、アメリカに比べると、ヨーロッパはどうも上手でないという

印象を受けるのですけれども、市場との対話という点についてお考えをお聞かせいただければと思います。

武藤 まずヨーロッパの今後がどうなるかという大きな視点ですが、今の状況が簡単に解決しそうもないので、ヨーロッパはこれから年単位の停滞が続くのではないかというのが第一点でございます。

しかし、ギリシャは、ユーロから出ていってもユーロに残っても、地獄の状態は変わらない。出ていくと、もとのドラクマという通貨に戻るということかもしれないけれども、それを幾ら切り下げても、契約上の債務がドラクマになるわけではなく、ユーロ建てであり続けますから、むしろ劣化した通貨で高い債務を返すという至難のわざに挑むことになるわけです。一方、ユーロに残っていると、徹底して財政再建を要請されますの

で、増税、公務員給与引き下げ、年金支給開始年齢切り上げといったような国民が直接血を流すようなことをやり、ギリシャは非常に苦しい状態が何年も続く。ギリシャのデフレ状態は相当長期間続くということだろうと思います。

ギリシャにとつてはどちらもそうなんですけれども、ヨーロッパ全体にとつては、ギリシャが出ていくということは、多分ユーロというものの信認に傷がついて、場合によると、ユーロは崩壊してしまうかもしれないということになって、メルケル首相が議会で演説したように、結局ユーロは守らなければいけないのだ。だから、そのために何ができるかということを考えましようということだとだと思ふのです。

ユーロの最大の弱点は、財政統合がないことですからけれども、考えてみると、EFSFをつくつて、これをさらに発展的に解消して、もっと大き

なものにするという構想があるのです。それを二年後ぐらいに実現しようということで、こういうものは条約改正になりますので、手間暇かかるのですけれども、そういう構想があります。

これは各国の実力に応じた比例的拠出によつた財政統合、限定された部分の財政統合といつてもいいわけです。それが棄損したら、出資に応じて各国が負担するということですから。もしここが自己資金調達手段、ユーロ共通債と言われるようなものを持つて、自分で調達して、万が一、損失が発生したときには出資国が全部面倒を見るんだという思想になれば、それはもう事実上の財政統合の第一歩だと言つてもいいんだらうと思ふのです。現にユーロはその方向に歩み始めておりますので、厳密な意味での財政統合が難しいということとは、多分そのとおりなんでしょうけれども、財政統合が行われていないデメリットを何とか克服

するという努力は行われていくのではないか。時間がかかるかもしれないけれどもね。

ヨーロッパはアメリカに対抗するために理想に燃えてつくったあの統一通貨は何とか守るだろうというのが私の見方です。その上で、では今後どうやっていくのかということになれば、少しずつ財政統合へ向かうのではないか。財政負担を時間をかけて国民を説得しながら、ヨーロッパ周辺の財政を安定させていくことしか道がないのではないか。ヨーロッパ危機は、要するに財政危機でございまして、ギリシャの財政問題が解決しない限り、抜本解決にはならないですね。それはポルトガルもしかり。イタリアとスペインも同様の事です。

ユーロ首脳会議の開かれる直前に、イタリアのベルルスコーニ首相に向かってヨーロッパ主要国は、イタリアの年金支給開始年齢を、六五歳から

六七歳に引き上げると迫りました。国会では大変なことになって、ベルルスコーニ首相は、どうも来年の早期総選挙を野党に約束したのではないかというようなわさが流れるほど、もう極めて厳しい中で、イタリアは年金支給開始年齢の引き上げを実現しようとしています。

日本は御承知のとおり、基礎年金が六五歳までいつていきますけれども、厚生年金はまだ六〇歳で、引き上げの第一歩の六一歳になるのは二〇一四年なので、それから十数年かけて、三年ごとに一年ずつ引き上げていくという極めてのんびりした状態であります。主要国は、年金支給開始年齢が六五歳ないしはそれよりも上ということが、今の相場とまでは申し上げませんが、かなり出てきておりますので、先ほどの社会保障に対する消費税の引き上げも、多分そういうことを裏でやらないと、なかなか納得されない。

これは就業者の所得から高齢者の所得への移転をするということですから、移転した結果、高齢者のほうがより有利になるといったような事態は承認されません。明確な回答はなかなか出ないですし、しかも今回決めたことは、マーケットはまゆつばというところと言葉は悪いのですけれども、どこまで実行できますか、結果を見てから考えましょうというのがマーケットの反応ですから、これはかなり長い期間にわたって停滞するだろう。

余談ですけども、実はアメリカが長期的な停滞に入るような印象が強いですね。というのは、オバマ大統領は、国債借り入れ上限を引き上げるときに、歳出の削減と増税によって、財政赤字を削減しますので、債務上限だけは引き上げてください。そうでないと、国家のデフォルトになってしまいますということを強く訴えたわけです。

ティーパーティーという共和党の極端な主張の人々が増税に絶対反対。御承知のとおり、アメリカはねじれ国会になって、下院は共和党が多数を占めておりますので、これでは法案は通らないということになるわけです。

そこで、今やっていることは、一月二〇日ぐらいまでの間に、共和党と民主党が六人ずつで特別委員会をつくって、そこで財政再建と増税の組み合わせをどうするかというのを議論することになっていくのです。ところが、六対六ですから、その枠組みからして、これはなかなか結論に至らないのではないかと。ところが、仕掛けがありました、ここで決まらないと、一兆二〇〇億ドルでしたか、歳出削減が自動的に行われるという条項がくっついていくのです。これがアメリカは日本と違ってすごいところですね。議論してください、結論ができなかったら自動カットですよ。

ただし、自動カットは、議論した結果の削減より
ほぼ半分なんです。だけど、半分のことは自動的
にやらせてくださいという法案になっているわけ
です。

それほど深刻な状態になっていますから、ほと
んど財政政策の余地は限られている。そうする
と、FRBの金融政策に行くのですけれども、F
RBは現在、日銀と同じ状態にありますので、政
策の手詰まりに直面していますので、アメリカは
ちよつと大変だと思ふのです。住宅市場はああい
うことです。それでヨーロッパが悪いという
ことになれば、アメリカだけがそんなに順調に行
くとは思えない。

そうすると、ヨーロッパとアメリカが悪けれ
ば、日本もそんなによくなるとは思えない。そう
すると、頼みは新興国だということですけれども、
デカップリング論というのは、先ほど少し申し上

げたとおり、私は本当かなというふうに思う。確
かに自律性はある。中国の場合なんか自分で財政
出動はできるのです。しかし中国の対ヨーロッパ
向け輸出はもう激減しています。日本の中国向け
輸出も激減するわけで、しばらく世界経済は大変
な状態が続くと思わざるを得ない。余り明るいこ
とを言えなくて申しわけないのですけれども、今
の話にひっかけて申し上げると、そういうことで
ございます。

東理事長 短期のみならず中長期な視点で、多く
の地域に目配りが必要だということが改めてわか
りました。

それでは、皆様から改めて御質問いただきました
と思います。

質問者 長期国債の格付について質問させていた
だきます。日本の長期国債の格付、例えば楽観的
に考えて、将来に上方修正されることを念頭に置

いて、多分いろいろなことを努力しなければなら
ないと思いますけれども、この中で日本及び日本
政府は何を優先的にやるべきだと思いますでしょう
か。

武藤 日本国債の格付を引き上げるためにという
ことですね。日本政府が国債の格付を引き上げる
ためには、財政再建に取り組んでこれで何とかい
けそうだなということになれば、格上げされる可能
性はあると思うのですね。マーケットはその結果
が出る前に評価しますので、これは本気だな、や
る気だなということになれば、それは反映される
だろうと思います。

日本は財政再建に対しては二つの手法が既に発
表されているわけです。一つは財政運営戦略とい
う、赤字の縮小をいかに図るかという目安を発表
しているわけでございます。この財政運営戦略は
二〇一五年までに、プライマリーバランス赤字半

減、二〇二〇年に均衡させることをうたっている
わけですけれども、二〇一五年半減は何とかなる
としても、二〇二〇年均衡は難しいと思います。

一〇年先の経済ですから、いろいろ予測できな
い面もあるかもしれませんが、内閣府もそ
ういう推計を出して、基本的にそれを認めている
わけなんです。それは消費税を一〇％に上げた
ことが前提になっていますので、消費税をさらに
引き上げる必要が示唆されているわけなのです。
社会保障に関する話と財政運営戦略を、毎年一歩
一歩、少なくとも目標に向けて前に進んでいると
いうことを示すことによって、格付機関が見直し
てくれる可能性があるだろうと思います。

この格付機関の格付の考え方というのも、実は
まことに不透明、不明朗で、怪しいところもある
のです。日本の国債の格付けがAAAから下げ
られたときに、ちょうど私まだ現役だったのです

が、ボツワナという国と同じ位置づけだったのです。ちよつと水準を忘れてしまいましたけれども。ボツワナがどこにあるか、ご存じでない方もおられるのではないかと思うのですけれども、ダイヤモンドなんかを産出する国らしいです。日本には地下資源は何もないけれども、ボツワナにはダイヤモンドがあつて、決して日本と遜色のない状態なのだという説明でした。

僕は、なぜボツワナなのかというのをムーディーズの東京事務所に照会したわけです。文書による回答が欲しいと。それはもちろん出してこないわけです。では、口頭でもいいからというので議論して、当時の若手に議論してもらいに行つたのですけれども、平行線なんです。しかも、例えば今回のアメリカのA A Aを引き下げたときには、何と債務上限引き上げの議論の最中ですよ。要するに、彼らはタイミングをねらってくる

わけですね。今回、イタリアとスペインを引き下げたのもユーロ首脳会議の直前でした。要するに、自分たちのやっていることが世界に影響を与えるということが必要である、そういう戦略だと思ふのです。何か格付機関というから、公的機関かと思うと大間違いで、あれは株式会社なんです。しかも、格付する相手からお金をもらうというのが基本です。日本の場合には、勝手格付でございますから、日本国は一銭も払っていませんけれども、ビジネスモデルとしては、格付してもらう機関から手数料を取って格付して、社債の発行レートというのが決まるという仕組みでありますから、投資家から料金をもらうのであれば公平かと思ひますけれども、ビジネスモデルは非常に問題が多いですね。

アメリカは格付機関がほとんどアメリカ中心に行われているものですから、何とか守ろうとして

いますけれども、ヨーロッパは目のかたきにしています。これに規制をかけるべきだという強い主張を、もう何年も前からやっております。反対だったのは当時のFRBグリーンズパン議長で、要するに、自由な格付が、結局自由な市場をはぐくんで正しいプライスが決まるんだという徹底した自由主義経済論者でありました。私は格付機関は余り信用しませんけれども、現実は無視はできないというのが正直なところだと思います。

東理事長 ほかに御質問あるいは御意見のおありの方はおられますでしょうか。よろしいですか。それでは、時間がそろそろ参りましたので、今月の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

改めて武藤理事長、どうもありがとうございました。（拍手）

（むとう としろう・大和総研理事長）

（本稿は、平成二三年十月三十一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

武 藤 敏 郎 氏

略 歴

昭和18年	埼玉県生まれ
昭和41年 3 月	東京大学法学部 卒業
昭和41年 4 月	大蔵省入省
平成11年 7 月	主計局長
平成12年 6 月	大蔵事務次官
平成13年 1 月	財務事務次官
平成15年 1 月	財務省 顧問
平成15年 3 月	日本銀行副総裁（平成20年 3 月退任）
平成20年 6 月	東京大学 先端科学技術研究センター 客員教授 （平成23年 5 月退任）
平成20年 7 月	株式会社 大和総研 理事長
平成21年 4 月	私立開成学園理事長・学園長
	現在に至る

日本及び世界経済の 見通しとその課題

株式会社 大和総研

理事長 武藤敏郎

2011年10月31日

－資本市場を考える会－

目次

- | | |
|------------|----------------|
| I. 日本経済 | Ⅲ. 日本の課題 |
| 1. 日本経済見通し | 1. 震災復興 |
| 2. 世界経済見通し | 2. 円高 |
| | 3. 電力供給不足問題 |
| Ⅱ. 世界の動向 | 4. 社会保障・税の一体改革 |
| 1. 米国 | 5. TPP |
| 2. 欧州 | |
| 3. 中国 | |

日本及び世界経済の見通しとその課題

I-1. 日本経済見通し

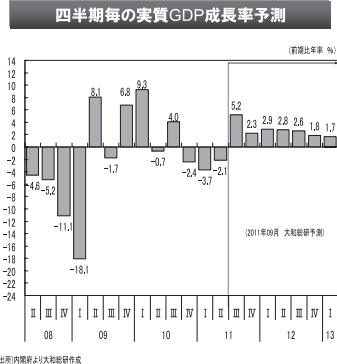
(前年比 %)

	実績		予測	
	09年度	10年度	11年度	12年度
実質GDP成長率(90暦年連鎖価格)	-2.4	2.3	0.1	2.6
内需寄与度	-2.7	1.4	0.8	2.3
外需寄与度	0.3	0.9	-0.6	0.4
民間消費	0.0	0.8	-0.2	0.9
民間住宅投資	-18.2	-0.3	2.1	4.9
民間設備投資	-13.6	4.2	-0.4	5.3
政府最終消費	3.5	2.2	2.7	1.6
公共投資	14.2	-10.0	3.5	9.2
財貨・サービスの輸出	-9.6	17.0	-0.6	7.2
財貨・サービスの輸入	-11.0	10.9	4.7	6.7
名目GDP成長率	-3.7	0.4	-1.6	2.6
国内企業物価上昇率	-5.2	0.7	1.7	1.3
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-1.5	-0.9	-0.5	-0.4
失業率(%)	5.2	5.0	4.8	4.7

前掲

米国経済成長率(前年比 %)	-1.8	3.0	1.6	2.6
原油価格(WTIドル/バレル)	70.8	83.5	85.6	80.0
為替レート(円/ドル)	92.8	85.7	78.9	78.0

(出所) 大和総研第170回日本経済予測(改訂版) 10月9日



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

I. 日本経済

2

I-2. 世界経済見通し

実質GDP成長率見通し

(前年比 %)

	2009	2010	2011年9月予測	
			2011	2012
世界	-0.7	5.1	4.0	4.0
先進国	-3.7	3.1	1.6	1.9
米国	-3.5	3.0	1.5	1.8
ユーロ圏	-4.3	1.8	1.6	1.1
英国	-4.9	1.4	1.1	1.6
日本	-6.3	4.0	-0.5	2.3
新興国・途上国	2.8	7.3	6.4	6.1
中国	9.2	10.3	9.5	9.0
インド	6.8	10.1	7.8	7.5
ロシア	-7.8	4.0	4.3	4.1
ブラジル	-0.6	7.5	3.8	3.6

(出所) IMF "World Economic Outlook Database" Sep. 2011 より大和総研作成

消費者物価変化率見通し

(前年比 %)

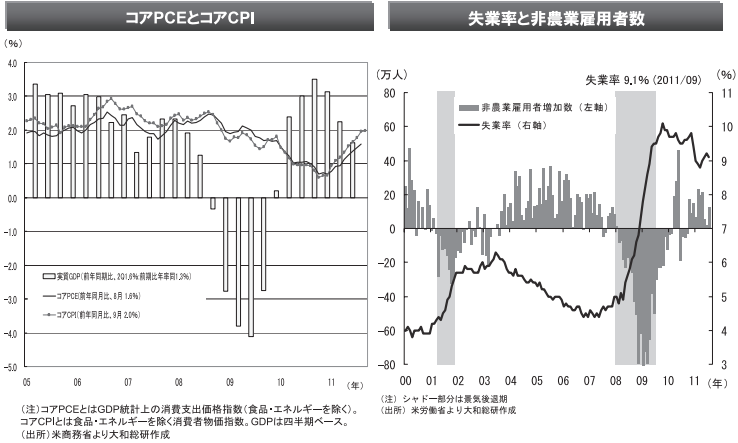
	2009	2010	2011年9月予測	
			2011	2012
世界	2.5	3.7	5.0	3.7
先進国	0.1	1.6	2.6	1.4
米国	-0.3	1.6	3.0	1.2
ユーロ圏	0.3	1.6	2.5	1.5
英国	2.1	3.3	4.5	2.4
日本	-1.4	-0.7	-0.4	-0.5
新興国・途上国	5.2	6.1	7.5	5.9
中国	-0.7	3.3	5.5	3.3
インド	10.9	12.0	10.6	8.6
ロシア	11.7	6.9	8.9	7.3
ブラジル	4.9	5.0	6.6	5.2

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

I. 日本経済

3

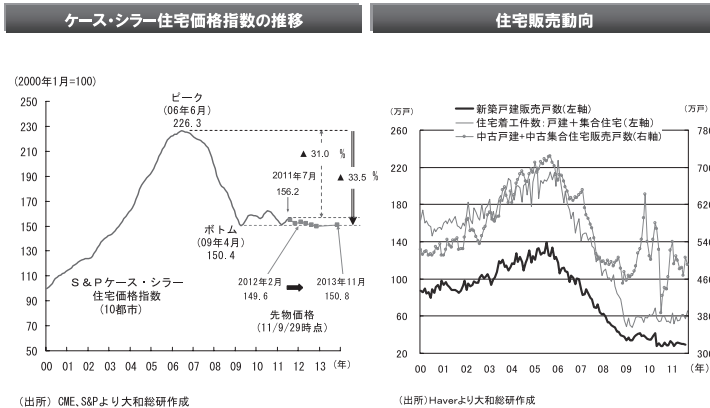
II-1. 米国（1）成長率・消費者物価及び雇用



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 1. 米国 4

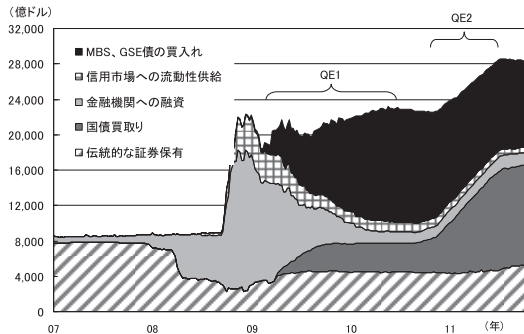
II-1(2) 米国の住宅市場



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 1. 米国 5

II-1(3) FRBのバランスシート



(出所) FRB Cleveland 資料より大和総研作成

II-1(4) 段階的な金融緩和に踏み切ったFRB

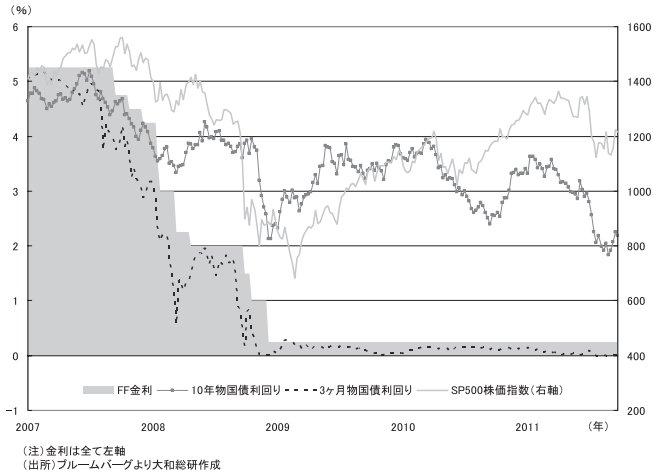
2013年半ばまでの超低金利継続を表明【8月9日 FOMC】

- フェデラル・ファンド(FF)金利誘導水準を0.00～0.25%に据え置く。FF金利の異例な低水準は、少なくとも2013年半ばまで正当化される可能性が高い。

ツイスト・オペとエージェンシー債再投資の方針変更【9月20-21日 FOMC】

- FOMCは保有証券の平均残存期間を長期化することを決定。2012年6月末までに残存期間6-30年の財務省証券4,000億ドルを買入れ、3年以下の財務省証券を同額売却する方針。このプログラムは、より長期の金利に下向きの圧力を加え、より広範囲な金融状況を一層緩和的にする一助となろう。
- 住宅ローン市場の状況を支援するため、FOMCはエージェンシー債とエージェンシー発行モーゲージ債(MBS)の元本償還資金をMBSに再投資する。償還期限を迎える財務省証券を入札でロールオーバーする既存の政策を維持する。

II-1(5) 米国の長短金利と株価の推移

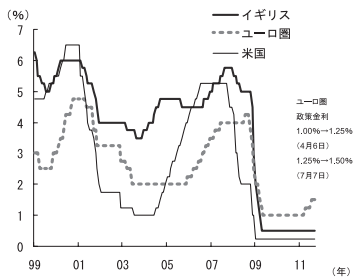


Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 1. 米国 8

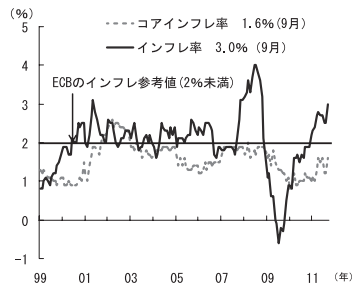
II-2. 欧州 (1) 金利とインフレ

欧米の政策金利



(出所) 各国中央銀行より大和総研作成

ユーロ圏のインフレ率



(注) コアインフレ率とは食料品・エネルギーを除いた消費者物価上昇率
(出所) Eurostat より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 2. 欧州 9

II-2(2) PIIGS諸国の財政赤字と実質GDP成長率の動向

○ 財政収支の対GDP比の動向

GDP比(%)	2007年 (リーマンショック以前)	2009年	2010年	2011年 予測	2012年 予測
ギリシャ	-6.7	-15.5	-10.4	-8.5	-6.8
アイルランド	0.1	-14.2	-32.0	-10.3	-8.6
イタリア	-1.5	-5.3	-4.5	-4.0	-2.4
ポルトガル	-3.2	-10.1	-9.1	-5.9	-4.5
スペイン	1.9	-11.1	-9.2	-6.1	-5.2

(注)ポルトガルのみ2010年も推計値。

(出所)IMF "World Economic Outlook Database" Sep. 2011, ギリシャの予測値のみ2012年度政府予算案(2011年10月3日閣議決定)。

○ 実質GDP成長率の動向

(%)	2007年 (リーマンショック以前)	2009年	2010年	2011年 予測	2012 予測
ギリシャ	4.3	-2.3	-4.4	-5.5	-2.5
アイルランド	5.2	-7.0	-0.4	0.4	1.5
イタリア	1.5	-5.2	1.3	0.6	0.3
ポルトガル	2.4	-2.5	1.3	-2.2	-1.8
スペイン	3.6	-3.7	-0.1	0.8	1.1

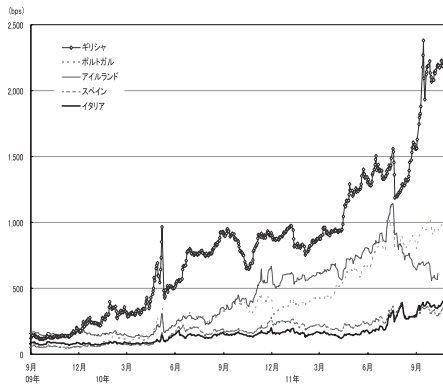
(出所)IMF "World Economic Outlook Database" Sep. 2011, ギリシャの予測値のみ2012年度政府予算案(2011年10月3日閣議決定)。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

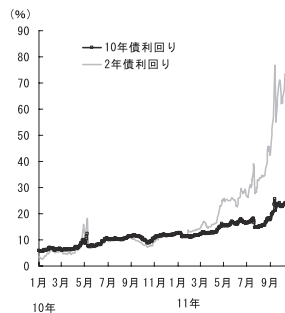
II. 世界の動向 2. 欧州 10

II-2(3) PIIGS諸国の対独スプレッド、ギリシャ国債の利回り

長期国債利回り対独スプレッド



ギリシャ国債の利回りの推移



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 2. 欧州 11

II-2(4) PIIGS諸国への英独仏債権比率

債権国→ ↓債務国	フランス	ドイツ	英国
ギリシャ	33%	21%	8%
アイルランド	6%	17%	25%
イタリア	35%	14%	6%
ポルトガル	11%	16%	11%
スペイン	17%	20%	12%
5カ国平均	22%	17%	12%

(注) 縦軸国向け国際与信を100%とした場合の横軸国債権比率(2011年6月末)

(出所) BIS、IMFより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 2. 欧州 12

II-2(5) ギリシャ問題の経緯

2009年	10月	21日	ギリシャ新政権が2008年の財政赤字をGDP比2.75%から同7.75%に修正。
2010年	5月	2日	EU、IMFが3年で1,100億ユーロに及ぶギリシャ支援策で合意。
		10日	EU、IMFが計7,500億ユーロの欧州安定化基金(EU600億、IMF2,500億、欧州金融安定化基金＝EFSF4,400億ユーロ)創設を発表。
2011年	4月	26日	ギリシャの2010年の財政赤字削減計画の未達が明らかに。
	5月	23日	ギリシャ、追加融資の前提となる更なる財政赤字削減策を議会に提出。
	6月	17日	ギリシャ、内閣改造。民間債権者に自発的な負担を要請することで独仏首脳合意。
	30日		ギリシャ議会、2015年までに284億ユーロの歳出削減・財政再建計画及び関連法案を可決。
	7月	21日	ユーロ圏首脳会議：EFSFによる国債購入等EFSF機能拡充を含む第2次支援策まとまる。実行には原則、各国の議会承認が必要→10/13にユーロ全17カ国が承認。
	9月	2日	ギリシャ、2011年のGDP成長率を▲3.5%から▲5.0%まで下方修正。
		11日	ギリシャ、2011年の財政収支をGDPの▲7.5%にすべく追加的な財政再建策を発表。
		29日	独議会在EFSFの機能拡充案を可決。
	10月	3日	ギリシャ、2012年予算案と3万人の公務員削減計画を開議決定。2012年の財政赤字対GDP比見直しは▲6.5%から▲6.8%に拡大。
		10日	フランス・ベルギー系金融大手デクシア、経営破たん。
		21日	ギリシャ、緊縮財政法及び関連法案可決。1次支援の第6弾80億ユーロの融資実行条件整う。
		23、26日	EU首脳会議：最大1,000億ユーロの銀行資本増強を進める方針をまとめる。
	11月	3-4日	G20首脳会議(予定)

(出所) 報道資料等より大和総研まとめ

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 2. 欧州 13

II-2(6) 長期国債の格付け

	Moody's		S&P
Aaa	米(-)、英、独、仏	AAA	英、独、仏
Aa1		AA+	米(-)
Aa2		AA	
Aa3	日本、中国(+)	AA-	日本(-)、中国
A1	スペイン(-)	A+	スペイン(-)
A2	イタリア(-)	A	イタリア(-)
A3		A-	
Baa1		BBB+	アイルランド
Baa2		BBB	
Baa3		BBB-	ポルトガル(-)
Ba1	アイルランド(-)	BB+	
Ba2	ポルトガル(-)	BB	
Ba3~B2		BB~B	
B3	ジャマイカ、パキスタン	B-	パキスタン、ジャマイカ、エクアドル(+)
Caa1		CCC+	
Caa2	エクアドル	CCC	
Caa3		CCC-	
Ca	ギリシャ(-)	CC	ギリシャ(-)
C		C	
		D/SD	

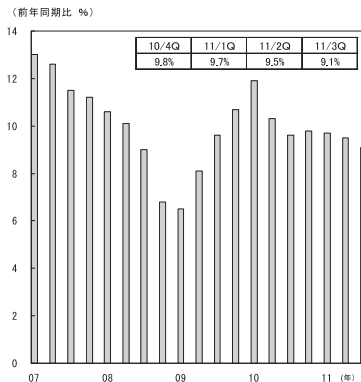
(注)外貨建て長期国債の格付け。括弧内は格付け見直しをあらわす。+はポジティブ、-はネガティブ、非表示はステープル。ただし、日本、米国のみ自国通貨建て長期国債の格付け。
(出所)各格付会社の資料より大和総研作成(2011/10/21時点)

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

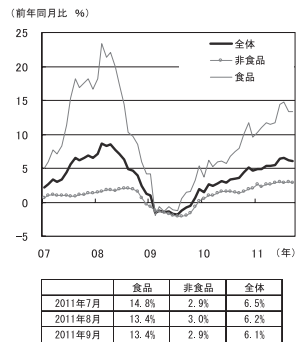
II. 世界の動向 2. 欧州 14

II-3. 中国(1) GDP成長率と物価

四半期ベース実質GDP成長率



消費者物価上昇率の推移

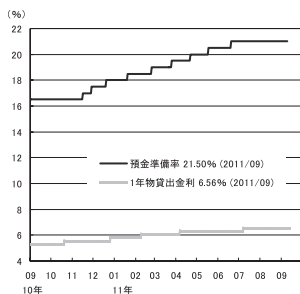


Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 3. 中国 15

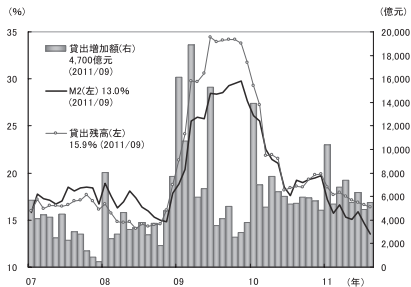
II-3(2) 中国の金融統計

預金準備率と貸出金利



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

貸出増加額、M2、貸出残高伸び率の推移

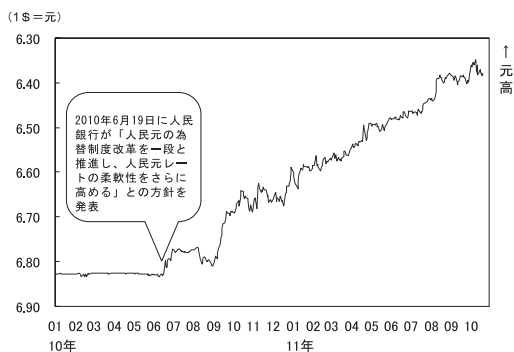


(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 3. 中国 16

II-3(3) 人民元の対ドルレートの推移



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

II. 世界の動向 3. 中国 17

III. 日本の課題 1. 震災復興（1）阪神・淡路大震災当時との財政状況の違い

	阪神・淡路大震災当時	東日本大震災
① 国・地方の基礎的財政収支 （対名目GDP比）	① ▲3.2%（H6年度）	① ▲6.0%（H22年度見込み）
② 一般会計公債依存度	② 22.4%（H6年度）	② 45.8%（H22年度補正後）
③ 国・地方の長期債務残高	③ 368兆円（H6年度末） （対名目GDP比75%）	③ 827兆円（H22年度見込み） （対名目GDP比174%）
④ 日本国債の格付け	④ Moody's:Aaa, S&P:AAA, Fitch:AAA	④ Moody's:Aa2, S&P:AA-, Fitch:AA-

（注）格付けは震災発生時のもの。Moody'sは8月24日に日本国債をAa3に格下げしている

（出所）第12回東日本大震災復興構想会議提言資料編、内閣府「経済財政の中長期試算」平成23年8月12日より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

III. 日本の課題 1. 震災復興 18

III-1(2) 平成23年度一般会計補正予算のフレーム

第1次 平成23年5月2日 成立 (単位: 億円)

歳出	歳入
1. 東日本大震災関係経費 40,153	1. 税外収入 3,051
2. 既定経費の減額 ▲37,102	2. 公債金 —
合 計 3,051	合 計 3,051

第2次 平成23年7月25日 成立 (単位: 億円)

歳出	歳入
1. 原子力損害賠償法等関係経費 2,754	前年度剰余金受入 19,988
2. 被災者支援関係経費 3,774	
3. 東日本大震災復興対策本部運営経費 5	
4. 東日本大震災復旧・復興予備費 8,000	
5. 地方交付税交付金 5,455	
合 計 19,988	合 計 19,988

第3次 平成23年10月21日 閣議決定 (単位: 億円)

歳出	歳入
1. 東日本大震災関係経費 117,335	1-1. 復興債 115,500
	1-2. 税外収入 187
	1-3. 復興財源となる歳出削減 1,648
2. その他の経費 3,210	2-1. 税外収入 867
	2-2. 東日本大震災復旧・復興予備費の減額 2,343
3. B型肝炎関係経費 480	3. 税外収入等 480
合 計 121,025	合 計 121,025

（出所）財務省

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

III. 日本の課題 1. 震災復興 19

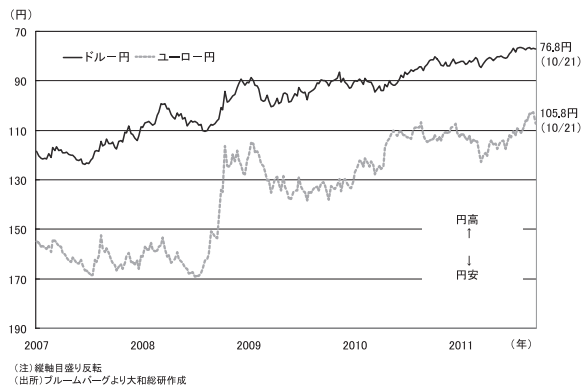
III-1(3) 東日本大震災からの復興政策とその財源

- 日本政府は、11～15年度の5年間で集中復興期間と位置づけ、国・地方自治体を合わせて少なくとも19兆円の復旧・復興対策規模を計画。
- 11年度第1次～第2次補正予算において、歳出削減等により6兆円を国債発行なしで措置済み。
- 残り13兆円のうち、第3次補正予算で9兆円超を復興債の発行により措置する政府案を国会で審議中。
- 復興債は、従来の一般の国債とは区分して管理する方針。
- 第3次補正予算を含む今後発行される復興債の償還財源については、最大限の歳出削減と税外収入確保の努力をすることに加え、過半を増税で手当する法案を同時に審議中。政府案での増税規模は今後10年間の合計で11.2兆円。
- 復旧・復興のための財源負担を次世代に先送りせず、復興の経費について政府収入と政府支出を多年度で完結する仕組みを堅持。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

Ⅲ. 日本の課題 1. 震災復興 20

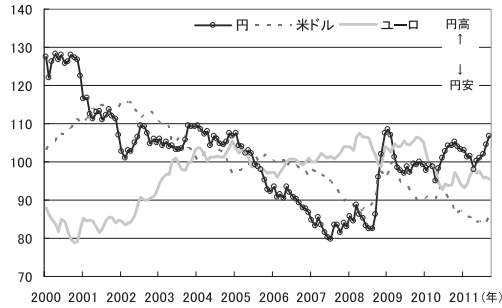
III-2. 円高（1）名目為替レート



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

Ⅲ. 日本の課題 2. 円高 21

III-2(2) 実質実効為替レート



(注) 対象バスケットはブロードベース58カ国、月平均、2005年＝100
(出所) BISより大和総研作成

III-3. 電力供給不足問題 (1) 電力供給シナリオ

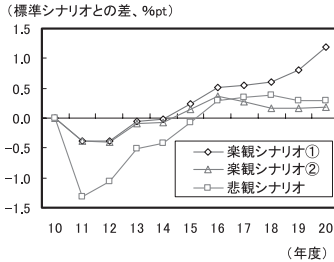
	楽観シナリオ①	楽観シナリオ②	意図シナリオ
原子力	●定期点検中の原発は点検終了次第、順次再稼働。 ●震災等の影響で一時的停止している女川原発等10基は2013年1月に再稼働。 ●福島第一・第二、浜岡の原発は稼働せず。 ●着工済みのものを含め、新規の原子力発電設備は建設されない。 ●建設後40年経過した原発は廃炉へ。	●楽観シナリオ①と同じ。	●定期点検中のものも含めてすべての原発が再稼働できず。 ●2012年5月には原発による発電がゼロに。
火力	●電力需要に応じて稼働率をただちに大幅引き上げ(特にピーク時の稼働率は92%)。 ●震災前の建設計画と足下の増設を反映。 ●ただし、原油・LNG・石炭の2020年度価格は現在より2割上昇。	●楽観シナリオ①と同じ。	●火力発電の稼働率が直ちに上昇せず、2012年末に向けて徐々にしか出力は増えず。 ●その他は楽観シナリオと同じ。
再生可能エネルギー	●政府が想定している2030年度に発電割合を21%にする計画を2020年度へ前倒し(水力を除く再生可能エネルギー発電設備を2020年度で現在の16.9倍に)。 ●太陽光発電は技術革新と規模拡大が進み、2020年度の電力買取価格(導入コスト)は現在の9割程度に。	●政府が想定している2030年度に発電割合を21%にする計画を2025年度へ前倒し(水力を除く再生可能エネルギー発電設備を2020年度で現在の3.3倍に)。 ●太陽光発電は技術革新と規模拡大が進み、2020年度の電力買取価格(導入コスト)は現在の7割程度に。	●東日本震災前に電力事業者が計画していたとみられる程度に導入(水力を除く再生可能エネルギー発電設備を、2020年度で現在の1.3倍に)。 ●太陽光発電の技術革新が進まず、電力の買取価格や建設費用は2020年度まで一定。

(注) 太陽光発電の電力買取価格は発電コストの動向を見ながら毎年度見直しが行われる

(出所) 大和総研作成

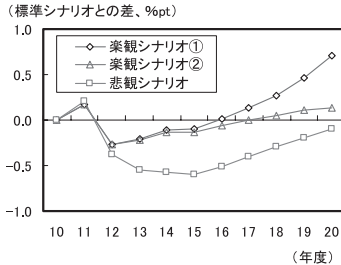
III-3(2) 電力供給シナリオ別に見たGDPや物価への影響

実質GDP成長率への影響



(出所) 大和総研作成

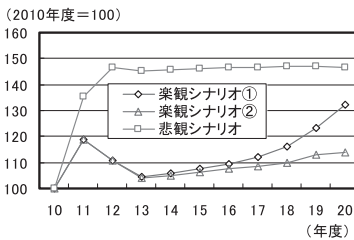
消費者物価(CPI)変化率への影響



(出所) 大和総研作成

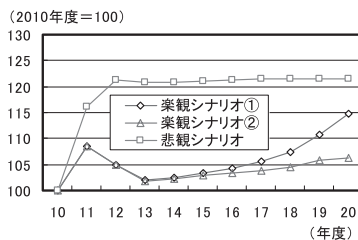
III-3(3) 上昇が見込まれる電力料金

産業用電力料金



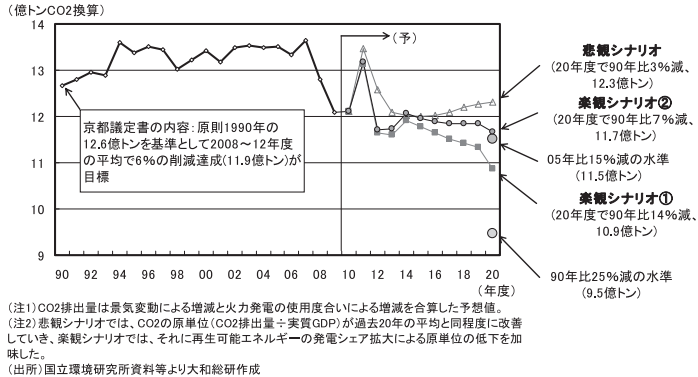
(出所) 大和総研作成

家庭用電力料金



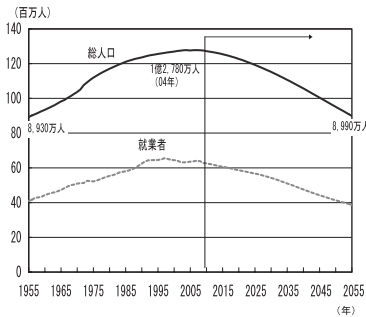
(出所) 大和総研作成

III-3(4) CO2排出量見通し



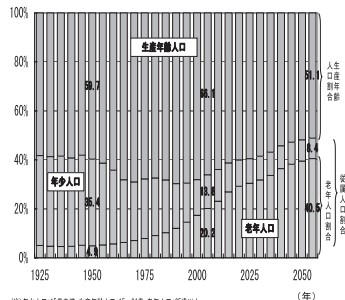
III-4. 社会保障・税の一体改革 (1) 人口問題

日本の人口動態



(注) 就業率の先行きは、男女別・年齢階層別の就業率を遡延5年間平均の値で固定して計算した場合
 (出所) 総務省「国勢調査」及び国の推計人口「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(2006年12月推計)」より大和総研作成

超高齢化する日本の人口構成



(注) 年少人口: 15歳未満、生産年齢人口: 15～64歳、老年人口: 65歳以上
 (出所) 総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(2006年12月推計)」より大和総研作成

Ⅲ-4(2) 社会保障・税一体改革案要旨と問題点

1. 2011.6.30 政府・与党社会保障改革検討本部決定の基本的枠組み

- (1) 消費税率は社会保障四経費（制度として確立された年金、医療及び介護の社会保障給付、少子化対策費）に充当（現在、基礎年金、高齢者医療、介護保険の高齢者三経費に充当）。
- (2) 消費税率（国・地方、ただし現行の地方消費税を除く）を全て国民に還元するため、消費税を原則として社会保障の目的税とすることを法律上明示し、区分経理。
- (3) 将来的には、社会保障給付にかかる公費全体について消費税率（国・地方）を主たる財源として安定財源を確保。
- (4) 現行の消費税率の国・地方の配分を変えないことを前提。引上げ分の消費税率については、上記（1）の社会保障給付における国と地方の役割分担を実現することとし、地方自治体の社会保障給付に対する安定財源を確保。
- (5) 上記を踏まえ、まずは、2010年代半ばまでに段階的に消費税率を10%まで引き上げ、当面の社会保障改革にかかる安定財源を確保。

2. 問題点

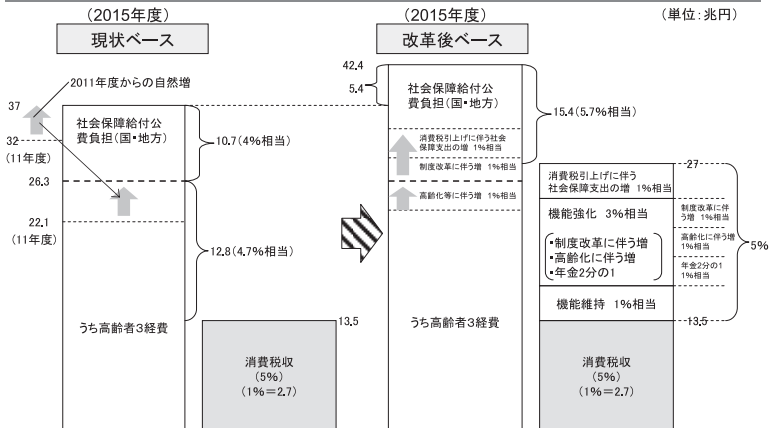
- (1) 今回の合意は閣議決定されていない（2011.7.1閣議報告）
- (2) 「2010年代半ばまでに段階的に消費税率（国・地方）を10%まで引き上げる」と時期が曖昧にされるとともに、「経済状況の好転」が消費税引上げの条件に加えられた。
- (3) 2015年時点で、社会保障の重点化・効率化による歳出減▲1.2兆円が見込まれているが、その内容が不十分。
- (4) 消費税引上げ分の国と地方の配分については、今後の課題。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

Ⅲ. 日本の課題 4. 社会保障・税の一体改革

28

Ⅲ-4(3) 社会保障給付費と消費税引上げの姿



(注1) 「財政運営戦略」(平成22年6月22日閣議決定)における財政健全化目標において、国・地方及び国の基礎的財政収支赤字の対GDP比率を、2015年度までに2010年度の水準から半減し、2020年度までに黒字化することとされている。内閣府試算(平成23年1月)の2015年度の試算結果からは、消費税率改革で約3%の基礎的財政収支(国・地方)の改善が必要。

(注2) 改革後ベースにおける「高齢化等」に伴う増は、いわゆる自然増のうち経済成長による伸び(「機能維持」に含まれる)を超える増加のことである。

(注3) 社会保障給付には、基本的に地方単独事業を含みならず、今後、その全体状況の把握を進め、地方単独事業を含めた社会保障給付の全体像及び費用推計を総合的に整理する。

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2011 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

Ⅲ. 日本の課題 4. 社会保障・税の一体改革

29

III-5. TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)

マクロ経済効果分析 試算：内閣府経済社会総合研究所	TPP参加による 農業への影響試算 試算：農林水産省	TPP不参加による 基幹産業への影響試算 試算：経済産業省
計量モデルを用いて試算(金額は2008年度名目GDPより算出)： <TPP参加(100%自由化)> 実質GDP 0.48%～0.65%増 (2.4兆円～3.2兆円増) <TPP不参加> 日本がTPPや日EU、日中EPAを締結せず、韓国が米国、中国、EUとFTAを締結(100%自由化)： 実質GDP ▲0.13%～0.14% (0.6兆円～0.7兆円減)	主要農産品19品目(林野・水産を含まない)について全世界を対象に直ちに関税撤廃を行い、何らの対策も講じない場合の農業及び関連産業への影響： 実質GDP ▲1.6% (7兆9千億円程度減)	日本がTPPや日EU、日中EPAを締結せず、韓国が米国、中国、EUとFTAを締結した場合の「自動車」、「電機電子」、「機械」及びそれらの関連業種への影響： 実質GDP ▲1.53%相当 (10.5兆円減)

(出所)内閣官房より大和総研作成

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等にご遠慮ください。