グローバル経済と金融・為替動向

内海　孚

はじめに

内海でございます。日ごろ私ども日本格付研究所は、皆さんに大変御指導いただいております。この機会をかりてお礼を申し上げます。もっとも、今日お話しするのは、格付会社と関係のない、いわば私個人の見方ということでございます。

一、米国経済の中期的展望

最初に、何といってもアメリカ経済に関心がありだと思います（文末添付スライド1．参照）。アメリカ経済に関しては、私は去年の二月に伺ったときも、ここ三年とか四年はせいぜい二％程度の成長にとどまるのではないかということを申し上げたと思います。そのころバーナンキ氏の連邦準備委員会では、今年も来年も、大体三％から四％という楽観的な見通しをしていたわけです。

私がアメリカの経済成長率はせいぜい二％前後にとどまる、これがまだ二～三年は続くだろうと思っております根拠の第一は、家計部門の借金が非常に膨らんでいて、家計部門が消費を抑制して借金を返済、貯蓄をふやすということで、傷んだバランス・シートを改善するには、まだ相当な時間を要すると見ているからです。雇用市場、住宅市場には改善の動きは見られますが、本格的回復にはまだほど遠いという感じです。

こういったぐあいで、恐らく今年も二％は超えないでしょう。一番新しい第３四半期で三・一％という高い成長率が出ましたが（スライド２.）、年間を通じて二％を超えるといってもわずかだろうと思います。

その原因としてＧＤＰに対する個人消費の割合が出ていますが（スライド３.）、アメリカは一九六〇年ごろからずっと、ＧＤＰの大体六〇％を越える程度が個人消費だったのが、一挙に七〇％程度まで膨れ上がっているわけです。

これは借金によって可能になったわけで（スライド４.）、一九九七年には家計部門の総債務のＧＤＰ比が六六％だったのが、二〇〇七年には一〇〇％近くになり、これを徐々に減らして、今こういう状態（二〇一一年、八六パーセント）になっている。まだこの過程は続くだろうというのが私の見方です。

貯蓄率も（スライド５.）サブプライムローン危機のころよりも大分下がったといっても、アメリカは歴史的に見ても、バブルのころはほとんどゼロとかマイナスが続いたわけですから、三・四％というのはまだ高い。こういう努力を続けざるを得ない。

もう一つは、アメリカの個人消費を見ていく上で無視できないのは、所得格差の拡大、いわゆる

中間層、健全なミドルクラスの崩壊みたいな現象の問題です（スライド6.）。第五分位、つまり一番上のほうの二〇％は、一九七〇年には全体の所得の四三％が懐に入っていたのが、二〇一〇年は五〇％以上の所得を稼得しているという経済になっている。一番下の二〇％はかつて四・一％、これがさらに減って三・三％にすぎないという貧富格差社会になっている。しかもこれは課税後、それから社会保障給付を受け取った後、なおかつこれだけの差が出ているということです。

税を課税する前、そして社会保障給付のある前を見るとこんなに違っていまして（スライド7.）、第五分位、一番上の高いところは六〇％です。注目していただきたいのは、最上位一％が、一九七九年には一〇・五％の所得をポケットに入れていたわけですが、これが今や何と二一％を稼得する状態になっている。この辺を理解しないと、今議論になっている「財政の崖」の出口をどうしていくかという問題もわかりにくいわけです。

実際にアメリカの製造業の給料の状況を聞いてみますと、例えばケンタッキーにあるＧＥの工場で、二〇〇五年には、会社は年金とか医療保険込みで、一人当たり時給で二二ドル払っていた。最近、同じ工場で、同じ仕事を、時給一三・五ドルで求人したところ、四〇〇名の募集に対して、五〇分で六〇〇〇人が集まった。このぐらい実際に給料が下がっているという実態があります。中西部の自動車工場では、かつて時給が二八ドルだった。現在は一五ドルに下がっている。アメリカの中産階級の崩壊の具体例として、そういう数字がいろいろあります。

住宅価格が下がってきたわけですが（スライド8.）、このところようやく住宅の需要も少し明る

くなってきた。まだ本格的な回復にはほど遠いわけですが、住宅価格が上がってきたものですから、住宅価格の時価と借金との間で、住宅価格のほうが上になる例も出てくる。その差額の部分をホームエクィティローンで借りられるというのが少し活発になってきたという話を聞きますから、これは若干明るい材料ということになるだろうと思います。

民間信用残高ですが（スライド９.）、アメリカとヨーロッパと日本と比べますと、対前年で比べてみて、アメリカだけは、九月はプラス三・四％とふえてきているということが言えます。企業向けの貸し出しも家計向け融資も、二連続四半期でふえているという数字があります。ヨーロッパと日本がこういう状態であることは、アメリカのほうが一歩先に行っていると言えると思います。アメリカについて非常に悪いニュースのようなことを申し上げましたけれども、後で触れるヨーロッパあるいは日本の成長率はなかなか二％に達しないと思います。ヨーロッパはゼロ％に近いところになるでしょう。そうやって考えると、先進国の中ではアメリカの経済が一番高いところにいることになります。

また、アメリカについては、先に向けて明るい材料が幾つか出ていることに注目する必要があると思っています。第一は、アメリカの製造業の国内回帰傾向です。国内回帰傾向にはいろんな背景があるのですが、一番大きいと言われているのが、中国からアメリカへの製造業の復帰という形。アメリカの製造業は今までアウトソーシングと言われたのが、リ・インソーシングとかメイド・イン・アメリカ・アゲインとか言われていて、これはホワイトハウスもバックアップしているわけです。

最大の原因は、さっき申し上げたように中国と対照的な動きになっていまして、アメリカは労働コストは下がっている。一方、中国の労働コストは、御存じのように二〇〇〇年から二〇〇五年の間に年率一〇％程度上がり、二〇〇五年から二〇一〇年は一九％、今後五年間は、中国政府の見通しでも一七％と置いているようですから、二〇％近く上がることを想定したほうがいいだろうということです。しかも、労使紛争の頻発という条件の悪化がまず背景にあります。

そして、労働生産性を比べると、これは単純な計算になるわけですが、アメリカと中国の製造業のアウトプットの金額は、中国のほうがちょっと上ですが、ほとんど同じです。しかしながら、製造業の雇用者数は、アメリカが一二〇〇万人、中国は一億二〇〇〇万人。つまり、中国人が同じアウトプットするのに、一〇倍の人数が働いているということになります。先ほどのアメリカの労働賃金の低下ということを考えると、中国でやっているのはどうかということがあります。

その次に、後ほども申し上げますが、中国のほうは、例えば電力は二〇一〇年以降毎年一五％以上、上がっています。そういうことを考えると、エネルギーコストが安くなっているアメリカに戻ったほうがいいということで、製造業がアメリカに戻ってくる傾向がかなり出てきた。それに加えて石油、石油ガスが安くなる。シェールガスとかシェールオイルによって、アメリカは二〇二〇年には最大の石油産出国になるというのが国際エネルギー機関の見通しです。遅くとも二〇二三年には、自給だけでなくて輸出もできるようになる。

エネルギー価格が下がったことで、石油を大量に消費する産業、ペトロケミカル、鉄鋼業、肥料

というような第二次産業的なものがアメリカに戻る傾向、また、アメリカに来る外国の企業が出始めるということがアメリカの大きな力になっていくのではないかと思います。二％程度の成長というと非常に悲観的に聞こえるかもしれませんが、アメリカは先々に明るい材料があるということを頭に置いたほうがいいのではないかと思っております。

二、欧州の中期的展望

その次はヨーロッパです（スライド10）。昨年伺ったときも、ユーロというのは永続しないのではないかとか、ユーロ圏の分裂は必至だという論調が非常にある中で、私自身の欧州大陸の情報ソースをずっとフォローしながら、欧州は何とかマドルスルー（ほふく前進）していくということを申し上げたと思います。

よく言うのですけれども、ユーロの問題について、英国やアメリカの英語による情報にはバイアスがあるということを頭に置いておく必要があります。それは言うまでもなく、英国は、欧州大陸のほうに分裂があって、そのバランスの上に上手に乗って、弱いほうに味方しながら、あの小さい英国が経済的、政治的な覇権を握ってきた。英国にとっては、大陸が全部一緒になるというのは立場を非常に弱くするというのは、英国人の間にしみついていると思います。

例えばアメリカでブッシュ大統領が第二次イラク戦争に踏み切ったとき、ドイツ、フランスはこれに反対していました。英国のブレア首相は、何とスペイン、イタリア、ポーランドなどを糾合して戦争に参加させ、あのときはＥＵがちょっと分裂のような状態を呈した。それで参戦した国々の

ほうは失敗して、再びドイツ、フランスの枢軸を中心として進むということになったということが例として挙げられます。

フィナンシャル・タイムズは非常にいい新聞ですが、率直に言って、ユーロ圏の問題に関しては相当バイアスがあります。あれを読んでいると、ギリシャは三回か四回デフォルトになっているはずだと思うのです。

例えばギリシャはだめだ、だめだという話ばかり耳に入りますが、実際問題として、ＯＥＣＤの国で過去あれだけ大きな財政引き締めをした例はない。二〇一〇年五月以来、ＧＤＰ比で六％財政赤字比率を改善している。それから、ヘルスケア部門への公共支出についても二五％ぐらい減らしている。最近の情報では、労働コストも二〇一〇年以来一五％ぐらい低下している。ギリシャですらそういうふうに頑張っている。しかも、あの選挙の前に、こういう厳しい財政再建が選挙で支持されなかった場合には、ギリシャは切り捨ててもスペインやポルトガルには波及させない手を打って、その腹を固めていたと思いますが、御存じのように選挙の結果は、厳しい道を行くというギリシャ人の選択があった。これを受けて、実際にギリシャに適用される計画についても、ある程度その達成年限を二年ぐらい遅らせるとかいろいろな措置がとられ、今度ようやく追加的支援も最終的に決定して、支出が行われる運びになってきました。まだまだいろいろあると思いますけれども、私は、そういう形でマドルスルー、泥だらけになっても何とか進んでいくと見ています。ですから、ユーロ圏の分裂とかユーロがどこかに行ってしまうことはないと考えています。

逆にユーロの強みは何かというと、財政再建を優先的課題として、そのためにはゼロ成長、場合

によっては一時的にはマイナスでも、あえて財政再建をやろうと腹をくくっているところだと思います。腹のくくり方は日本などの到底、比ではありませんし、アメリカですらそこまでいっていないのは御存じのとおりです。

アメリカに戻りますと、例の財政再建という形で取り組んでいる中で、フィスカル・クリフ（「財政の崖」）という問題がこの年内に片づくかどうかという問題があります。アメリカの「財政の崖」とはどういうことか。もしこの年内に大統領及び民主党と共和党との間に話し合いができないと、どういうことになるかというと、ブッシュ大統領が行った五〇〇〇億ドルの減税がこの年末で切れます。それから、歳出については、民主・共和両党の間に合意ができなかったために一括カットがかかってしまう。そうすると、アメリカの議会予算局の計算だと、二〇一三年、来年の上半期には、年率で二・九％のマイナス成長に、リセッションになる。失業は二〇〇万人ふえて、失業率が九％にまたはね上がるというのが「財政の崖」です。

減税についてはかなり歩み寄りがあり、オバマ大統領は二五万ドル（大体二〇〇〇万円）ぐらいまでの減税は維持しましょう、それから上の人に対する減税は打ち切りという案を示している。それに対して共和党が多数である下院のほうは、年間所得が一万ドル（大体八〇〇〇万円）の上ぐらいまで適用しろというところまで歩み寄っているわけですが、これが年末ぎりぎりまでせめぎ合いが続くことになります。仮に年を越してしまったときには、市場は短期的には相当揺れると思います。ただ、この増税というのは所得税で年課税なものですから、来年になって若干遅れても、それで決まれば効果を持つことになりますから、全体

的な空気を見て、共和党のほうも民主党のほうも、それを分裂させたことの責めは負いたくないということは当然あるでしょうから、何とか決着をつけるものと思っています。

ヨーロッパのほうは、なんとかかんとか言いながら腹をくくって財政再建に取り組んでいるところは、今は短期的には経済は悪いけれども、中長期的にはユーロ圏の強いところだと思います。イタリア、スペイン、ポルトガルはそれぞれ国内に問題を抱えていますが、緊縮財政を推進していますし、ユーロ圏の指導者、ＩＭＦ、ＥＣＢも支援体制を固めているということでございます。ギリシャにつきましても、先ほど申し上げたように、目標達成時期についてＥＵもＥＣＢもＩＭＦもある程度フレキシブルに対応していますし、ギリシャは先週国債の買い戻しの計画も達成して、ユーロ加盟国の支援が再開されることになっています。

私はユーロ圏の強みだと申しましたけれども、財政再建だけでなくて金融政策についても余り変なことはやらないで、あくまでも正当な道で取り組もうという雰囲気が強いので、その意味ではアメリカや日本よりも先行している点もあり、短期的には経済成長という面からいけばマイナスですが、中長期的には強くなっていくと見ています。

先進国については、私は単年度というより二、三年ぐらいの比較的中期的な見通しで申し上げているのですが、アメリカが二％をちょっと超えるか超えないか、ユーロ圏についてはゼロから一％ぐらいという中で、開発途上国、いわゆる新興市場国がどうかということについて、中国を例にとってお話をしたいと思います。

三、中国経済の動向

先進国の経済成長が鈍化しても、新興市場国の経済成長が活発で、世界経済を引っ張っていくというデカップリングセオリーがもう成り立たないことは、皆さんおわかりになったと思います。今、新興市場国もなかなか難しいところにあります。

（日本の高度成長期と中国の今の成長期との比較）

日本の高度成長期と中国の今の成長期と、どこが違うのかを見ていただくためにこの表をつくりました（スライド11.）。中国については二〇〇六年から二〇一一年をとりました。平均一〇％台の成長が続いています。日本は大体一九年間にわたって一〇％近い成長が続いたのですが、六一年から六六年までをとってみました。

ＧＤＰの構成比ということで、中国と高度成長期の日本と比べますと（スライド12.）、日本は個人消費、民間消費というものが五〇％の上のほう、六〇％近い。これが日本の成長の最大の貢献要因だということがおわかりいただけると思います。これに対して中国は三〇％台、それもだんだん減ってきているという現実があります。

中国において成長の駆動力になっているのは固定資本形成で、二〇一一年も四六％を超えると思います。日本も、ＧＤＰの三〇％台の固定資本形成というのは国際的には非常に高い基準ですが、中国に比べるとずっと低い。

純輸出ということで見ると、中国はこのところちょっと減っていますが、高い数字。日本はマイナスということもあって、日本が輸出によって成長したのではないということがこれでおわかりい

ただけると思います。

財貨の輸出額と名目ＧＤＰのパーセントを見ると、中国は三〇％前後、日本は一〇％に達するか達しないか、今でもせいぜい一二％ぐらいでございます。そういう意味では、日本は輸出で国を建ててきたという要素は確かにありますが、中国とかその他アジアの国よりは、その度合いがずっと低い。

（中国の政治、社会、経済の行方に関する八つの質問）

中国の問題を幾つかの質問という形でご説明しようと思って準備してきました（スライド13.）。

①　中国の本当の成長率は？

御存じのように中国の成長率は、今年は大体七・五％に行くと見られております。今年の第１四半期が年率で八・一、第２四半期が七・六、第３四半期が七・四、年間で大体七・五は出てくるでしょう。ただ、本当にそれだけの成長率を達成したのかといいますと、今度中国の首相になる李克強が、二〇〇七年に北京のアメリカ大使に「中国のＧＤＰはMan made（人がつくったもの）で信用できない。もっと頼りになる数字は、電力消費、鉄道貨物輸送量、銀行融資の三つです」と言ったという話が伝わっています。

さて、電力について見てみますと（スライド14.）、この辺（二〇一二年第２四半期頃）はほとんどゼロです。このことは後で申し上げるように、中国の経済が一時的に明るい要素として、これがどの程度続くかというのが問題の核心ですが、それでも最新の数字が六・四六から七・六ぐらい。年で平均して五％ぐらいになるでしょう。電力消費量から見ると、ＧＤＰ成長率七・五％と

いうのはちょっとクエスチョンマークだなという感じがあると思います。

銀行融資のほうは三カ月ぐらい前に、中国政府が景気を支えるために、二〇一三年、二〇一四年に予定していた公共事業の前倒しを認めるということがあった関係でちょっとふえてきましたが、四大銀行の一一月の新規融資は、対前月比でマイナス二四％と失速している。

それから、貨物輸送量のほうもそんなに大きな数字が出ていないという問題がありますから、中国のＧＤＰというのは、必ずしも実態を反映していないという前提で考える必要があります。

②　成長の駆動力転換の可能性は？

「成長の駆動力を固定資産投資及び輸出から個人消費に転換していくことは可能か？」。中国の温首相は、成長の駆動力をこういうふうに変えなくてはいけないということを常に言っているのですが、中国は御存じのように大きな所得格差がある。労働者の間でも、先進地域の正規労働者と出稼ぎ労働者との間には大きな違いがある。つまり、中国には二つの世界がある。

先進工業地帯の正規労働者以上の人たちは、中国の成長の果実を受けて豊かな生活をしている。一方、もう一つの国は、人口の五〇％弱の農村人口と都市における非正規労働者。これは最貧開発途上国並みの所得しか得ていないという問題があります。極度に不完全な年金、医療、教育、しかも、これらを担当しているのが地方団体ですが、地方団体が今極度の財政難に陥っているということで、固定資産投資及び輸出から個人消費に転換していくのはなかなか難しい状態にあるということは言えると思います。

③　大規模な景気刺激策に踏み切るか？

「成長が鈍化しているのに対して、新指導層が大規模な景気刺激策に踏み切るか？」。これを市場は期待していたわけですが、前の温家宝体制のときから、中国の指導者たちが二〇〇八年、二〇〇九年の危機に際してとった大規模な景気対策によってどういうことが起こったかというと、不良債権が山積し、無駄なインフラ投資、そして後遺症としてのインフレということで、むしろ後悔している。だから、ファインチューニング（微調整）以上のことはやらない。さっき申し上げたように、二〇一三年から二〇一四年に予定された投資を認めるという決定を行ったのですが、国家予算でそれを裏づけることをやっていない。

また、四大銀行を初めとする国有銀行に、融資をやってもいいよという感じ、場合によってはもうちょっと強くそれをエンカレッジするということはやっているようですが、四大銀行のほうも、過去リーマンショックの際、地方の投資のための地方公社に対する貸出しが相当程度不良債権化しているので腰が引けている。若干ふやしたけれども、結構短期融資が多いとか、これがなかなか進んでいない。そういった意味で大規模な景気刺激策に踏み切る用意がありません。

このところ、先ほど申した措置で少し明るくなっているが、これがどこまで続くかという問題があるわけでございます。ただ、確かに明るくなっているということは、さっきの電力で見ていただきました。

中国製造業購買担当者指数（スライド15.）。ＨＳＢＣの出しているのはもっと中小企業までカバーして、よりリライアブルだろうということでそちらをとると、約一二カ月、五〇を割っていた。五〇を割るということは、製造業が拡大では

なくて収縮していたということ。五〇を超えると拡大します。ようやくこれが一一月に五〇・九になったということで、収縮がとまってちょっと頭を出した。これも明るい材料であるわけです。

輸出入に関しては（スライド16.）、輸出も輸入も伸びがこんな低いところにありまして、これがどう動いていくかということに注目しているのですが、最大の輸出先であるユーロ圏、アメリカもあのような経済成長の状況にありますから、これがそう大きく伸びるとは思われない。中国の経済はちょっと明るい兆候はありますけれども、どこまでそれがもつかということでございます。

この三月にアメリカに行って政府高官等と話していたときに、中国がすぐハードランディングという感じはないけれども、三年後ぐらいに政治的、社会的にいろんな問題が出たときの懸念があると言っていました。それはどういうことか、私なりに解釈すると、中国の経済はさっき見ていただいたように、五〇％近くが固定資産投資を駆動力としているわけです。ところが、一〇％成長経済から七％成長経済になったときに、ただでさえ今も過剰な固定資産投資の必要性はもっと落ちる。ということは、今まで成長の原動力だった固定資産投資が、今度は成長の足を引っ張ることになる。成長率が低下したときに、中国のいろんな社会的な問題がどういうことになるか、それが政治的にどう反映するかという問題だと考えていいのではないかと思います。

④　薄熙来事件の後遺症、習・温親族の蓄財問題のインパクトは？

「薄熙来事件の後遺症、そして習近平自身、それから温家宝について、親族の巨額資産蓄積問題が今後の中国の政治、社会、経済にどういうイン

パクトを与えるか?」という問題があります。御存じのように習近平親族の資産問題、これはブルームバーグが報じて、このブルームバーグはすぐブロックされました。今、中国人はアクセスできません。それから、フィナンシャル・タイムズが温家宝親族の巨額資産蓄積問題を報じました。これもウェブサイトはブロックされていますが、米国の元政府高官によると、中国人の間では広く読まれて浸透している。こういうことは、ああいう指導者はいつもそうだ、驚きではないという感じで受けとめられているけれども、指導者層にとっては、この指導者交代の時期に出たということで非常にショックを受けている。それが政争の形であらわれて、表面化していくことを非常に懸念しているということでございました。

また、胡錦濤の官房長官に当たる人の息子が、フェラーリの後ろの座席にほとんど裸の状態だったチベット人の女性を二人乗せて死亡事故を起こした。これが胡錦濤の最後の影響力をかなり弱めたということも言われています。こういうことが次々と出てきた。

そのころ、お聞きになったことがあるかもしれませんが、クリントン国務長官の中国指導者に対する発言という格好でブログに出てきたのですが、実際はそうではなくて、中国において出されたブログらしい。これによると、ヒラリー・クリントン長官は中国の指導者に対し、「貴国がフィリピン、ベトナム及び日本と開戦すれば、米国は六つの対策を考えている。一兵卒も使わず中国を負かすことができるだろう」と言った。

その六つの対策は、一、中国の政府高官が所有する海外の銀行口座の残高を発表し、凍結する。二、中国のパスポートを持つ中国人官僚の名簿を公表する。三、米国に住んでいる中国人高官の家

族の名簿を公表する。四、ロサンゼルスにある「めかけ村」を一掃する。五、米国在住の中国人高官の家族をグァンタナモ刑務所に収容する。六、中国国内の失業労働者などの不満分子に武器を提供する。これはなかなかうまくできたブログだと思うのですが、こういうのが非常に広がっているということから見ても、中国のいろんな水面下のフラストレーションがおわかりいただけるだろうと思います。

⑤　中国の財政は、大規模公共投資で景気を支えられるか？

さて、今のところ中国は大規模な公共事業等に踏み切ることはしないだろうと申し上げましたが、踏み切るとなった場合においても、本当にお金があるのかという話があります。実際に中国は、今回二〇一三年、二〇一四年の公共事業とか公共投資の前倒しにはうんと言ったといっても、必ずしもお金をつけているわけではない。そして、こういうのは地方団体が大体やるわけですが、地方団体の財政が実は大変な状況にある。

これはフォーブスという雑誌の記事ですが、ちょっと信じられないような話がたくさん出ています。ある中国の大都市の税務署では資金がなくなり、税務職員が自分の給料を納税者から直接取り立てるよう命令されたという。これは一つ二つではなくて、国内に非常に広がっている。江蘇省の泰州市では、賃貸料に対して五％の違法な課税が行われ、税務職員がその徴収に戸別訪問している。海南島の市町村では、土地売却代金として計上した予算額の一七％しか徴収できないでいる。杭州市の税収は対前年二七％減、今年の一―六月の土地売却収入も前期の五〇％弱にとどまっている。

そういうたぐいのエピソードが大変ありまして、中国は国の予算というだけでなくて、国有企業に二〇〇八年、二〇〇九年、巨大な融資をさせたことについても、これが不良債権化した場合には、国が指導しただけに結局面倒見なくてはいけない。地方財政、地方の借金についても同様だということになると、これは本当にお金があるのかという問題になります。

⑥　資金の海外流出の背景は？

⑦　人民元の上昇は今後も続くか？

その次に、最近非常に起こっていることは、中国はこれまで外から直接投資を含めた巨大な資本の流入があり、これがいわば中国の経済の近代化を支えてきたわけですが、それが今や逆流している。例えば七―九月の資本金融収支は七一〇億ドルで、２四半期連続の赤字です。これは中国政府の統計です。別途ウォールストリート・ジャーナルによると、中国は昨年からキャピタル・インフローからアウトフローに転じたけれども、その詳細な数字は政府が発表していない。ウォールストリート・ジャーナルの推計では、昨年一〇月から今年の九月までの一年間で二二五〇億ドルの流出があったと言われております。これは中国のＧＤＰの三％に当たる。

その背景は何かということですが、これもアメリカにいる中国問題の専門家によると、中国経済及び政治制度への悲観から、ホットマネーという国際的な資金だけではなくて、中国民間資本も、裕福層の海外移住または汚職官僚の海外逃亡によって流出していると指摘しています。そういう形で不法な資金流出を含めて、大きな資金流出になっているということ。

このエビデンスはいろいろあるわけです。例え

ば香港にあるオフショアの人民元のレートというのは、オフィシャルレートよりも過去一年近く弱くなっている。そういうことから考えると、このところ中国政府も人民元の一本調子での上昇はさせなくなっていますし、実際の資金の流れがこういうことですから、上昇が今後も続くかということは、恐らく前のようなエネルギーは続かなくなってきているのだろうと思います。

⑧　夫々の新指導者の下での米中関係は？

中国もアメリカも指導者が改まりました。アメリカはオバマ大統領で同じですが、夫々の指導者の下での米中関係がどうなるかについては、一番象徴的だったのはアメリカの大統領選挙の前の外交政策に関する公的討論です。オバマ大統領はあのとき、中国は重要なパートナーであるとともに「アドバーサリー」というのは日本語に的確な訳は難しいのですが、敵というニュアンスのかなりある競争相手、そういう言葉を使っていました。もちろんオバマ大統領の対中政策が転換するということはないと思うし、中国のほうも、習近平は従来と同じようなスタンスで胡錦濤路線を継いでいくと思われますので、余り大きな変化はないと思いますが、個別のトレードに関する事項については、これからアメリカは一層アグレッシブにやっていくだろうということは言えると思います。

それから、尖閣問題に関しては、私の情報では、初めのほうの段階で既に中国の高官は、アメリカの政府のカウンターパートに対して、最終的に取引の形は、主権の問題を棚上げして、エネルギーと漁業の資源の共同開発に焦点を当てることになるだろうということを言っていたそうです。ただ、最終的な結論が仮に中国側がそうであって

も、日本側がどうかということもある。ただ、こういうことは表向きの交渉ではなかなかできないわけで、問題は、かつてアメリカと日本の間にあったバックチャネルというか水面下の関係、これは中国との間では、竹下さんとか小渕さんはいろんなチャネルを持っていて、中国の人民解放軍とすらそういうチャネルがあったのですけれども、今はそういうチャネルがない。

私もアメリカと合計八年間、日本が日米摩擦の真っただ中にあるときにいましたが、何か問題を解決するというのは、表向きの交渉で解決したことは一度もない。最終的な結論は裏でして、それを表に出すという格好でやっています。民主党がそういう点で非常に弱かったということはありますが、では今、自民党もかつてのように中国とそういうバックチャネルがあるかというと、それがよくわからない。どういう形で最終的なところにうまくいくのかということは、依然としてなかなか難しい問題だと思います。

しかも、日本の企業の中で撤退しようという動きも随分出てくると思います。今、中国で日系の企業が雇用している中国人労働者の数は、直接、間接を入れると一〇〇〇万人を超えるわけで、中国政府が日本企業が出ていくのをただ傍観しているかどうかという問題がある。中国は企業の撤退の動きを察知したら、労働者を動員して大規模労働争議を起こす構えでいるとか、いろんな説があります。その辺はよく考えながらやっていかざるを得ないと思いますし、これ自身もなかなか容易なオペレーションではない。

四、日本のデフレ問題について

さて、日本のことは必ずしも今日の課題ではな

いのですが、一つだけ問題提起させていただきたいと思っているのは、金融政策との絡み、いわゆるデフレ問題です。既に日本銀行は二〇年にわたって国債買い切りオペをやっています。今、バーナンキもそういうことをやり始めましたから、日本銀行だけではなくなりました。そして、ＥＣＢも国債買い切りオペをやっています。これはオペというよりも、スペインとかギリシャ、そういった国の金融を助けるということですから、国債を買った分については流動性を吸収するというのは別途やっていますから、流動性の提供ではなくて、その点でも欧州中央銀行のほうはより堅実にやっているわけです。

私が問題提起したいのは、今「アベノミクス」と言われて、株式市場もいいし、為替もいい影響があったといって喜んでいる状態ですが、大丈夫だろうかというのが私の心配です。

幾つか疑問を申し上げたいのですが、第一はデフレの定義です。デフレというのは、一九二九年の大恐慌の後、毎年二〇％も三〇％も物価が下がりました。物価がそんなに下がれば、買うのを待っていれば、また翌日下がりますから買い控える。それがまた景気の足を引っ張るという悪循環に陥ったわけです。年に〇・五％をデフレというのかなというのが、私のまず第一の疑問です。

第二の疑問は、物価が金融政策だけでほとんど決定されると考える。経済学者で結構そういう人がいる。民主党の公約で、高校授業料がただになりました。あれで消費者物価指数は〇・五％下落したのと同じ効果があります。それから、最近日本のお米が高くなっているので、輸入米にシフトしているという話が盛んに報道されています。基本的に、日本がずっと市場開放を進めてきた結果の物価下落の面というのも、今のお米の例にある

わけです。ですから、金融政策だけで物価が決まるという考え方もちょっとクエスチョンマークです。

その次には、インフレ目標。私たちが勉強していたころ、それから実務にいたころ、そこより超えないのがインフレ目標だったのが、今専ら日本で言われているのは、そこに達するようにするインフレ目標。そのための金融政策は何かというと、買いオペをふやして、長期金利も無限にゼロパーセントに近づけようということになるのでしょう。それがどういうことかというと、二％のインフレというのは、いわば二％の消費税をみんなに課すのと一緒です。それと同時に、国民の貯金のほうは二％減価させようという話ですから、これはおかしいという政治家が一人もいないというのが、実は驚きだということでございます。

それから、銀行への影響。日銀の国債買い切りオペで長短金利差は本当に極小化して、銀行経営が難しくなっているだけではなくて、そんなに金利差がなければ、リスクをとって貸し出すというのも難しくなってきますから、むしろ融資を抑制している現象すら見られる。国債買い切りオペという金利政策が慢性化したために、これをやめた途端に国債の保有を膨らませている銀行はかなり難しいことになるということで、今日本銀行は、進むのも地獄、やめるのも地獄ということになっているのではないか。

振り返って考えてみると、よく長期買い切りオペをやめたら、今度は国債金利が上がって財政がまた大変だ、国債費が上がって大変だと言いますが、本当にそうだろうか。例えば国民の得る預貯金の金利が二％になると、大体二〇兆円ぐらいは国民の可処分所得がふえるようですが、二〇兆円ではなくて、そのうちの二〇％、四兆円は源泉徴

収されて財政資金のほうに入ります。それを考えると、国債費が上がって財政が難しくなるというほど財政のほうには痛みはない。

国の姿というのは、突き詰めて言うと恐らく二つの選択です。「温かいけれども重税の国」を選ぶか、「冷たいけれども安い税金の国」を選ぶか。アメリカの大統領選挙はまさにそこのところ、大きな政府、小さい政府で争われたわけです。ところが日本は、今やこれだけ借金をしょってしまい、かつ高齢化ということを前にすると、日本において可能なのは、「余り温かくはないけれども重税の国家」しか実は選択がない。そういうことを国民に説得して、しっかりと理解を求めて政策をつくってくれることが望ましいわけですが、それができないので、専ら日本銀行にツケを回しているという姿ではないかというのが私の感想です。これについてはいろいろ御異論もありましょうから、今日これ以上述べませんけれども、本当はそういう政治を強く望んでやまないところでございます。

むすびに代えて―為替の見方

最後に、私の為替の見方を申し上げたいと思います。去年ここに伺ったのは二月だったと思いますが、そのころはドルが七〇円台の半ばぐらい、ユーロが九〇円台半ばぐらいだった。そのとき、二〇一二年の年末には、一ドル＝八五円から九〇円、一ユーロ＝一〇五円から一一〇円ぐらいになるのではないかということを申し上げました。私の為替の見通しというのは、あしたどうなるとか、一カ月先ではなくて、大体一年先で申し上げている。ドルのほうはあと何日か残っていますが、あるいは八五円に達するかもしれません。

ユーロは一〇五円から一一〇円と申し上げましたが、一一〇円を超えて一一二円に近づいています。

さて、今年はどうかというと、これまでは日本固有の要因に着目するというよりも、国外のユーロの危機とか、ドルの弱みがどうということで、いわば海外発で円が強くなりました。ところが、為替市場はこのところ、日本固有の事情に着目するようになってきた。そこが変わっています。

第一に貿易赤字です（スライド20）。貿易赤字がこういう形で恒常化してきています。そして、アメリカやヨーロッパに比べて、我が国の企業部門や金融部門は潤沢な資金を動員できる態勢にあるために、M&Aを含めて対外直接投資が活況を続けている。これは円を弱くする要因に動きます。機関投資家や個人による証券投資はおっかなびっくりという感じで、まだ本格的ではありませんが、円安傾向の定着を確認すれば、また大きなマグニチュードで動き出す要因になる可能性があるということで、円高は是正されて、円安のほうに動いていく時期に入ったと見ております。

それから、海外では大手ヘッジファンドを含めて大方の見方は、どこまで円安がいくかについてはいろんな意見がありますけれども、円高の終えんという点ではほとんど一致しております。その意味では最近の円売りの主役は海外の投資家だったのですが、これが日本の投資家によってフォローされることが一段の円安の実現には必要だと見ております。

それから、このところ金利という要素については前のような注目は集まらずに、どちらかというと、さっき申し上げた為替の需給のほうに注目するようになってきています。外部環境としては、ドルやユーロその他から見て、今のところ円のほ

うが余り動きがないから、円に仮置きするかという動きがだんだんなくなってきているという感じです。

そういうことを総合的に勘案して、私は来年の末に向けて、一ドル＝八五円から九〇円、一ユーロ＝一一〇円から一一五円という方向に向かっていくと思っております。ただ、日本の機関投資家とか個人が本格的に動き出すと、さらなる円安シナリオはあり得ると思います。また、日本が今、原発もとまったこういう状況から考えると、一〇〇円を超える円安になると、今度は輸入コストという面からネガティブな要因になると思うので、場合によっては逆の介入、つまり買介入というシナリオも、一〇〇円前後であり得ると想定したほうがいいのではないかなと思っております。

大変駆け足になりましたが、ご清聴どうもありがとうございました。（拍手）

東理事長　内海社長、どうもありがとうございました。アメリカ、ヨーロッパ、中国、そして日本の課題について御紹介いただき、それぞれの今後の展望について大変詳しくお話をいただきました。

それでは、お時間を少しいただいておりますので、皆様から御質問あるいは御意見を伺えればと思います。お手をお挙げいただければマイクをお持ちしますので、よろしくお願いします。いかがでしょうか。

ございませんようでしたら、私から質問させていただいてよろしいでしょうか。

先ほどの為替の見通しですが、非常に長く捉えたときに、オーバーに言うと三六〇円からの円高のトレンドが終わって、これから何十年という単位での円安方向に入ったという認識でいいのかというのが一つ目です。

二つ目は、ユーロ・ドルという関係で、今後のユーロの方向感について教えていただければと思います。

内海　私は、円の右肩上がり傾向というのは、もう終わりつつあるという見方をしております。その最大の理由は、第一に日本の交易条件とアメリカの交易条件の長期的な変化です。御存じのように、市場経済に住む人口が、二〇世紀の終わりごろまでは一〇億人ぐらいだったのが、今や五〇億人に膨れ上がった。中国、インド、ブラジルがその例ですけれども、そういうところの人たちの生活水準なり生活スタイルが変わってくることによって、一次産品の需要は長期的にふえていく。食料でもそうです。中国人がみんな牛肉を食べ始めたらどうなるか。一カロリーの牛肉をつくるのには三〇カロリーのトウモロコシを食べさせないといけないわけですから、食料も例外ではありません。そういうことになると、需要がふえる。しかし、一次産品に関しては、供給が需要をキャッチアップするにはどうしても時間がかかりますから、価格は上がっていく。もちろんこれは市場経済のもとで、そのときの作柄とか需給関係によってアップアンドダウンがあると思いますが、長期的傾向として価格が上がっていくと考えざるを得ない。

そのときアメリカは大きな資源を持っている。日本はこれをほとんど輸入に頼っているというハンディキャップがある。同時に日本はそういった一次産品を入れて製品を輸出していますが、一般的に言うと、製品の値段というのは、安い労働力が大量に市場経済に流入した結果、下がっていくと考えざるを得ない。よほど独特のものをどんどん創造していけば別ですが。したがって、その両面から日本の交易状況が悪くなるというのが最大

の理由です。

その次の理由は、アメリカのさっき申し上げましたエネルギー革命の結果、アメリカが最大のエネルギー生産国になり、しかも輸出すらどんどん出てくるということです。

それから、最後に人口構成の見通しで、日本が急速に高齢化する。例えば二〇五〇年で比較しますと、日本は今の一億三〇〇〇万人が一億人になって、しかも高齢化する。中国人は一三億五〇〇〇万人が一四億人になりますが、六〇歳以上の人口が二一％になると推定されています。アメリカは、現在が二億八〇〇〇万人、これが四億人になって、高齢化の問題も余りない。これもアメリカの強みだということを考えると、円が三六〇円から七〇円という円高になってきた右肩上がり傾向というのは大体終わったと見ています。

それから、次の御質問のドルとユーロとの関係ですが、ユーロ圏は成長を二の次にしてでも、長期的に見て財政と金融の正常化を一日も早くして、コンフィデンスを維持するのが大事だ。それがない限りは持続可能な成長は不可能だという長期的な見方で進んでいるということを評価しています。その意味で、連邦準備委員会とヨーロッパの中央銀行であるＥＣＢと比べても、よりＥＣＢへの信頼があるのではないかと見ているものですから、ドルとユーロとの関係は、中長期的にはユーロは強くなっていくのではないかと思っています。

東理事長　そのほか皆様から、御質問あるいは御意見等がございましたら伺いたいと思いますが、いかがでしょうか。――よろしゅうございますか。

それでは、いただいた時間も過ぎておりますので、本日の「資本市場を考える会」をこれでお開

きにさせていただきたいと思います。

改めて、内海社長、本日はどうもありがとうございました。（拍手）

（うつみ　まこと・㈱日本格付研究所代表取締役社長）

（本稿は、平成二四年十二月二五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

内　海　　孚　氏

略　　歴

昭和９年東京生まれ。昭和32年東京大学法学部卒業後、大蔵省入省。
フランス留学ののち在ベルギー日本国大使館書記官、内閣官房長官秘書官事務取扱、主税局税制第一課長、東海財務局長、在アメリカ合衆国日本大使館特命全権公使、国際金融局長を経て、平成元年財務官。在任中は、Ｇ７、プラザ合意、中南米危機などの対応を含めて担当、そして日米構造協議（SII）でも日本側代表者として対米交渉した。
大蔵省退官後、平成４年より慶応義塾大学商学研究科教授。平成13年１月より(財)国際金融情報センター理事長。平成16年６月より(株)日本格付研究所 代表取締役社長。

平成元年　「ポリシーメーカー・オブ・ザ・イヤー（政策立案賞)」受賞。
平成２年　「レジオン・ドヌール勲章（ナポレオンが制定した仏最高勲章)」受章。
平成４年　メキシコ合衆国、アルゼンチン共和国より叙勲。
平成９年　ベルギー王国より「レオポルト２世・グランオフィシェ賞」受賞。
平成19年　「レジオン・ドヌールコマンドール勲章」受章。
平成20年　「瑞宝重光章」受章。

2012年12月25日

グローバル経済と金融・為替動向

株式会社日本格付研究所
取締役社長　　内海 孚

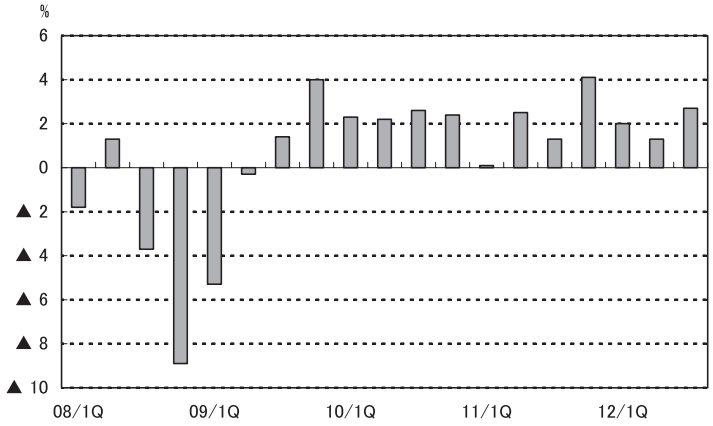
1. 米国経済の中期的展望一今後2-3年は、せいぜい2%前後の成長率にとどまる

（1）家計部門が消費を抑制し、借金の返済・貯蓄の増加により、痛んだバランス・シートを改善するには、未だ相当な期間を要する。雇用と住宅市場には、改善の動きは見られるものの、未だ、本格的回復にはほど遠い。

（2）国、地方を通じた財政再建が必要であり、増税及び歳出削減は、成長の抑制要因になる(「財政の崖」)。

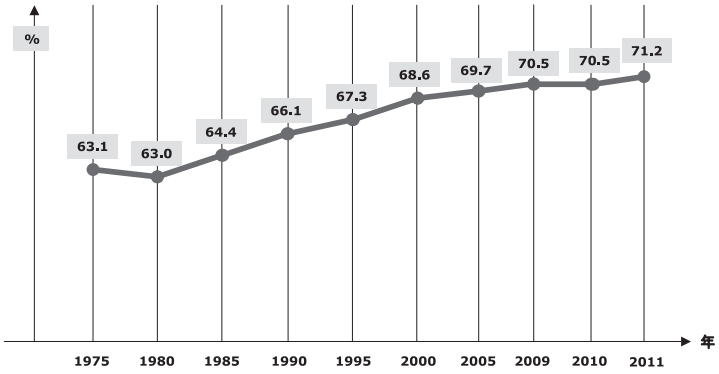
（3）自己資本強化の要請、その他規制の強化により、銀行は貸出に厳しい態度でのぞまざるを得ない。

2. 米国の実質GDP成長率(前期比、年率)



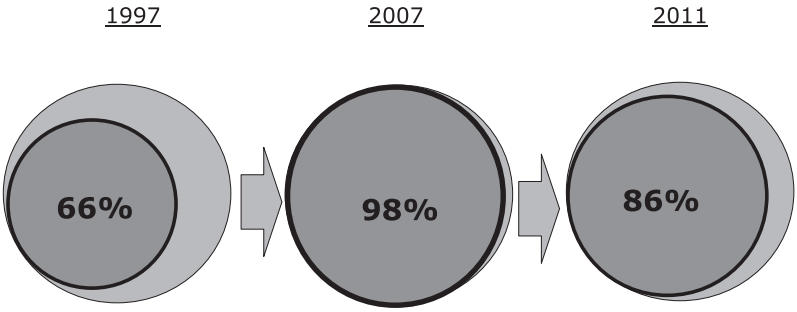
（出所）米国商務省 経済分析局

3. GDPに占める個人消費の割合（米国）



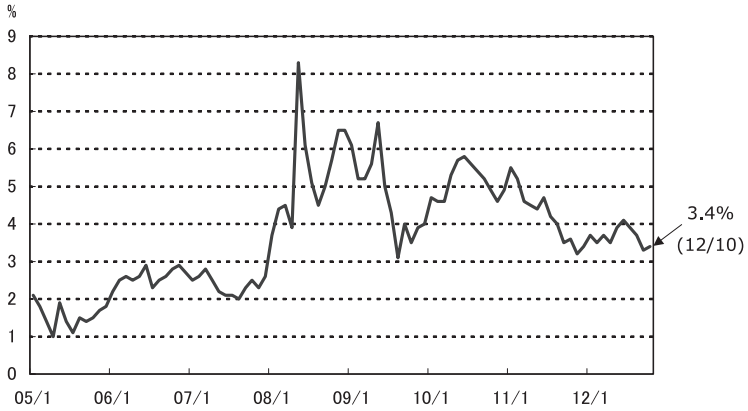
（出所）米国商務省 経済分析局

4. 家計部門総債務対GDP比（米国）



（出所）米国商務省 経済分析局、連邦準備制度理事会

5. 家計部門貯蓄率の推移（米国）



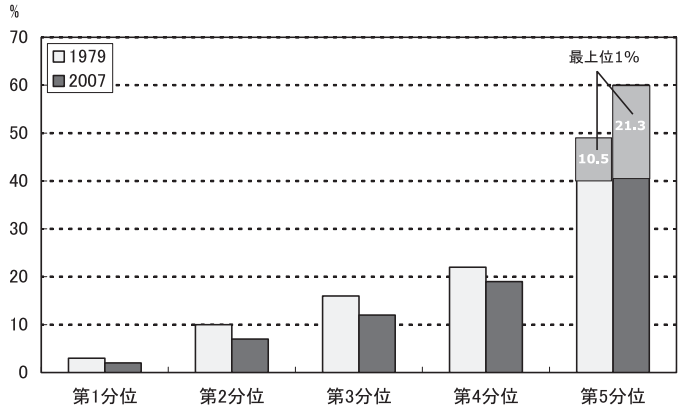
（出所）米国商務省 経済分析局

6. 米国の世帯所得配分

	第1分位	第2分位	第3分位	第4分位	第5分位
2010	3.3	8.5	14.6	23.4	50.2
2000	3.6	8.9	14.8	23.0	49.8
1990	3.8	9.6	15.9	24.0	46.6
1980	4.2	10.2	16.8	24.7	44.1
1970	4.1	10.8	17.4	24.5	43.3

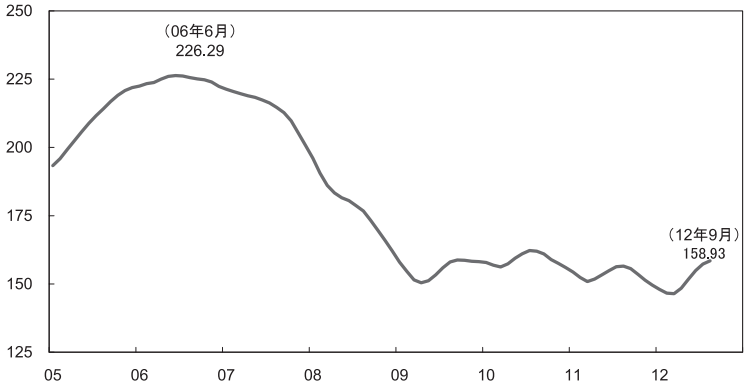
（注）　所得最下位が第1分位、最高位が第5分位。
（出所）米国商務省 国勢調査局

7. 米国の世帯所得配分(全体比)



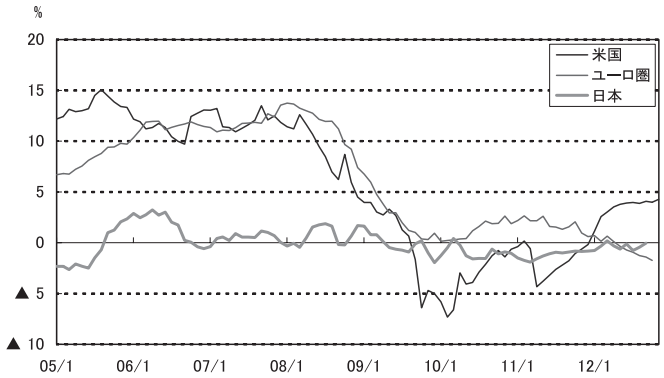
（注）　所得最下位が第1分位、最高位が第5分位（税および社会保障給付前）。
（出所）連邦議会予算局

8.（米国）住宅価格の推移(主要10都市)



（出所）スタンダード・プアーズ社ホームページ

9. 民間信用残高（米、ユーロ圏 及び 日本）の推移



（出所）連邦準備制度理事会、欧州中央銀行、日本銀行

10. 欧州(特にユーロ圏)の中期的展望 ―今後2-3年は、0～1%程度の成長にとどまる

（1）財政再建を優先的課題とし、そのためには、ゼロ又は低成長も受忍する基本的スタンスで、腹を括っている。

（2）イタリー、スペイン、ポルトガルは、夫々、国内に問題を抱えながらも、緊縮財政策を推進ユーロ圏の指導者、IMF、ECBも、支援体制を固めつつある。

（3）ギリシャについても、ギリシャがユーロ圏にとどまるための政策努力を具体的にすすめる限り、これに対する支援は継続されよう。

（4）財政再建及び金融政策の正常化に向けた努力で、米、日より先行していることは、短期的にはマイナスだが、中長期的には、強味となっていくだろう。

11. 日中の実質GDP成長率比較

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中国	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3

	1961	1962	1963	1964	1965	1966
日本	12.0	8.9	8.5	11.7	5.8	10.6

（出所）中国：国家統計局、日本：内閣府

12. GDP構成比（日中比較）

(1) 民間消費

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中国	38.8	36.9	36.0	35.1	35.0	33.8
	1961	1962	1963	1964	1965	1966
日本	57.0	57.7	58.8	57.6	58.5	58.0

(2) 固定資本形成

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中国	39.7	39.6	39.1	40.7	45.2	46.2
	1961	1962	1963	1964	1965	1966
日本	31.9	32.2	31.6	31.7	29.8	30.3

(3) 純輸出

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中国	5.5	7.5	8.8	6.6	3.9	3.0
	1961	1962	1963	1964	1965	1966
日本	▲ 1.8	▲ 0.0	▲ 1.1	▲ 0.5	1.1	1.3

（出所）中国：国家統計局、日本：内閣府

（別表）

輸出/GDP比

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中国	39.1	38.4	31.7	24.1	26.6	26.0
	1961	1962	1963	1964	1965	1966
日本	9.6	9.8	9.4	9.8	10.8	10.9

（出所）中国：国家統計局、日本：内閣府

13. 中国の政治、社会、経済の行方に関する8つの質問

1. 中国の本当の成長率は？

2. 成長の駆動力を固定資産投資及び輸出から個人消費に転換していくことは可能か？

3. 成長の減速に対応して、新指導層は大規模な景気刺激策に踏み切るか？

4. 薄熙来事件の後遺症、そして、習及び温の親族の巨額資産蓄積問題の今後の中国の政治、社会及び経済に及ぼすインパクトは？

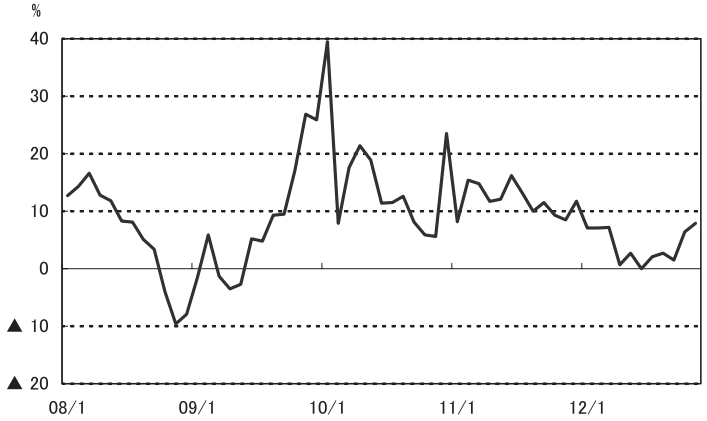
5. 中国の財政は、必要となれば大規模な公共投資で景気を支えることは可能か？

6. 資金の海外純流出の背景は何か？

7. 人民元の上昇は今後も続くか？

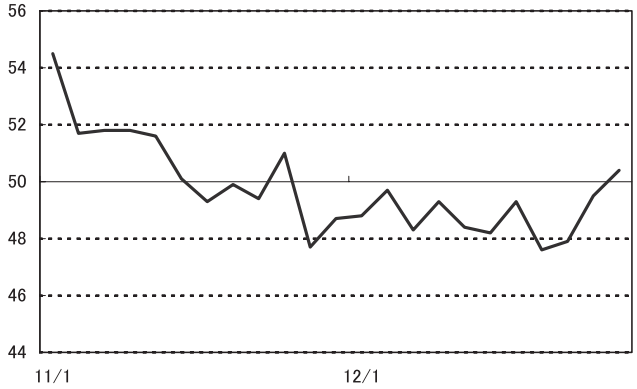
8. 米、中、夫々の新指導者の下での米中関係はどうなるか？

14. 中国の発電量(前年同月比)



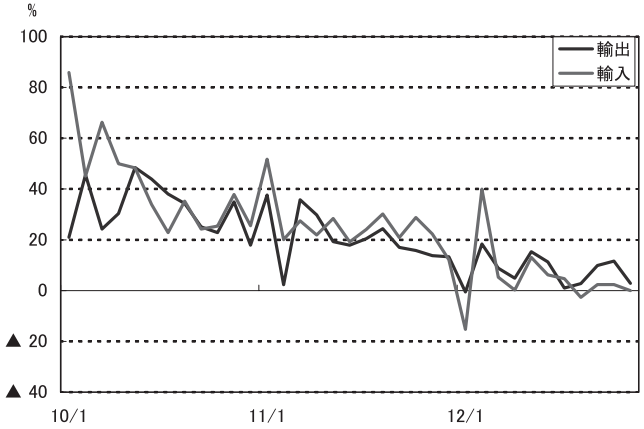
（出所）国家統計局

15. 中国製造業購買担当者指数(PMI)



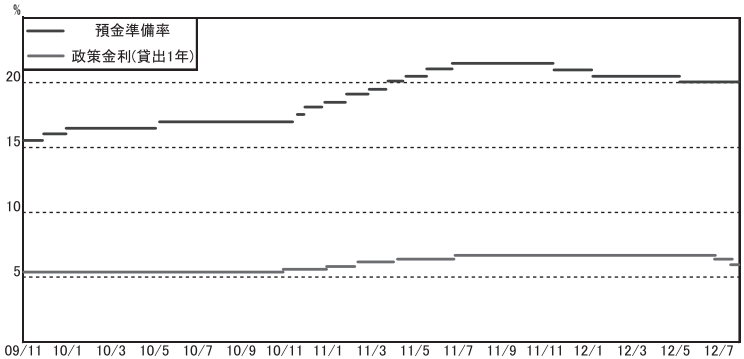
（出所）HSBC

16. 中国の輸出入(前年同月比、通関ベース)



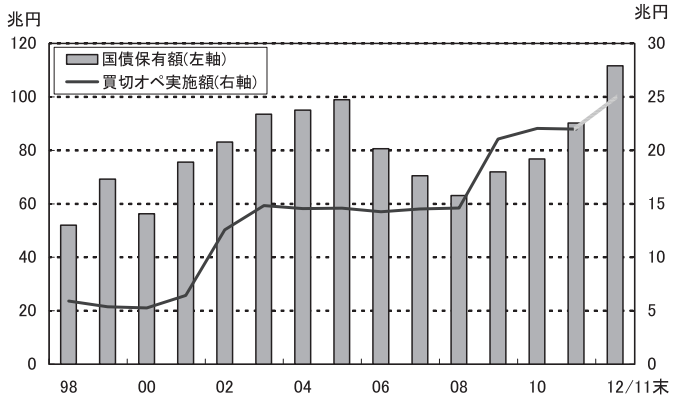
（出所）中国海関

17. 中国の預金準備率と政策金利



（出所）中国人民銀行
（注）　預金準備率は大手行向け。

18. 日銀による国債買切りオペの推移及び国債保有高

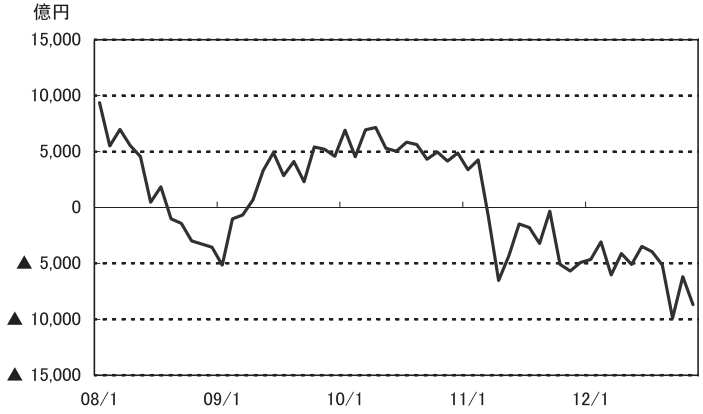


（出所）日本銀行「日本銀行勘定」、「金融調整」の「国債買入額」よりJCR作成
（注）　国債保有額は11年までは年末、12年は11月末。12年の買切りオペ実施額は日銀政策決定会合の決定を反映した予想値。

19. 日本の鉱工業生産(前月比、季調済)

（出所）経済産業省

20. 日本の貿易収支(季節調整値)



（出所）財務省
（注）　輸出はFOB価格、輸入はCIF価格