



## 日銀異次元緩和策の行方と世界経済

東短リサーチ株式会社 代表取締役社長

**加藤 出**

### 1. はじめに

本日は、まもなく実施後1年になる日本銀行の異次元緩和策に関するトピックスを中心に、世界各国の経済状況、金融市場について概観します。

現在、金融市場では、2007年から2008年にかけての金融危機発生以降、主要国の中央銀行が政策金利を下げ、まだそこから脱却できていない状態が続いています。

日本は、従来からほとんどゼロ金利の世界、

#### 〈目次〉

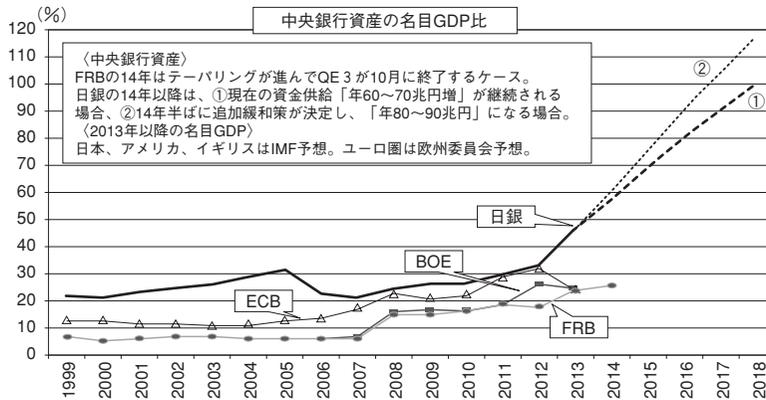
1. はじめに
2. 議長交代、FRBの現状
3. 緩やかな回復基調による欧州経済
4. 荒れ模様の新興国と中国の存在力
5. 日銀と日本経済の展望
6. 総括—日本経済とグローバリズム

せいぜい0.5%までを行ったり来たりでしたが、主要先進国がその仲間入りをしてきています。金利がここまで下がると、これまでの通常の政策では対応できず、各国は非伝統的政策に舵を切っています。つまり中央銀行のバランスシートを使う、証券を購入し中央銀行の資産を膨張させる政策が始まったのです。

米国のFRBは、2014年第4四半期に今のような量的金融緩和策第3弾(QE3)を終えると思われる、FRBの資産は名目GDP比20%台半ばに留まると予想されます(図表1参照)。

一方、欧州のECBは、2013年から3年物の長期資金供給の返済を金融機関に認めはじめました。それを受け、流動性不安がなくなってきた欧州の銀行がECBから借りていた余分な資金を返しはじめ、ECBの資産が縮まってきています。とはいえ、ECBは今後もデイス・インフレーション対策の緩和を続けそうですので、縮んだ資産がまた膨らんで

(図表1) 「魔神を壺に戻せるか？」(BISターナー氏)



くる可能性もあります。それでも日銀ほど劇的に増えることはないでしょう。

日銀については、2014年暮れまでの資産規模の予定を発表していますが、今年末に名目GDP比が6割近くになりそうです。そのまま仮に続けていくと、図表1の①の線のように2018年に名目GDP比は100%くらいに達すると予測します。あるいは追加緩和策により、国債を購入すれば、②の線まで資産が膨張するイメージです。

ただ日銀の場合、資産の中身はほとんど日本国債なので、日本の財政の将来に対して信認が維持されていれば、資産が膨張しても日銀への信認が崩れることはありません。しかし、非伝統的である度合いは、欧米よりも遙かに異次元に踏み込んでいるといえます。

2012年秋に東京で行われたIMF・世銀総会に出席したBISのターナー氏は、「先進国の金融緩和政策は大丈夫なのか。緩和の『魔神

を壺に戻せるか』と話していました。

各国の中央銀行による金融緩和は、一種のギャンブルのような政策に踏み込んでいる、ここからは民間の活力を生かして、成長戦略や財政再建、あるいは少子高齢化問題などの構造的な問題にも対策を示していく必要があります。昨年ドイツの財界の人々と意見交換する機会がありましたが、彼らのハイパー・インフレーションの経験と照らし合わせて、今の日本の政策をかなり危険視している様子がありました。

とはいえ、今はお金がいくらあっても生産や設備投資へは回らず、一部が資産市場に向かう程度ですので、いきなりハイパー・インフレとはなりません。見方によってはかなり際どい政策をやっているといえるわけです。

もう一つ、近年の特徴として、中央銀行が言葉で経済を動かそうとする傾向が強まって

います。

「マネタリー・シャーマン」という表現があります。文化人類学者のホルムズ氏が2013年に出版した『言葉の経済』という書籍の中に「近年の中央銀行は、声明文の言葉づかいなどを通じて、マーケットの期待をコントロールしようとしている。ある意味、文化人類学的なことをやっている」と書いていました。

実際に中央銀行は、市場を誘導するために言葉づかいにはとても気を遣っています。

バーナンキ前FRB議長は、このマネタリー・シャーマンの典型例だと思いますが、ドラギECB総裁もなかなか上手です。「ユーロを守るためなら何でもする」の一言でマーケットを安定させました。

黒田日銀総裁も負けていません。先日、貸出制度を2倍にすると発言しただけで、株価が跳ね上がりました。こういった政策は、うまくいっているときは良くても長続きはせず、苦しくなる局面もくると思います。

しかし、日銀に追加緩和のカードがそうあるわけでもないので、限られたカードでうまくシャーマンを演じることが必要になってきます。

こうしたマネタリー・シャーマン、つまり「言葉の経済」の傾向が強まってきた背景には、これまでの政策の手詰まり感があるとともに、シャドーバンキングの拡大も要因の一つとしてあります。シャドーバンキングというと、中国でのイメージがありますが、規模的には米国が最大です。銀行システムの外で

お金が巨大に動いている現実には直面すると、従来の中央銀行のやり方では市場を操作できません。尚更、言葉でうまく誘導する必要が生じているのだと思います。

## ■ 2. 議長交代、FRBの現状

最初にFRBの現状から説明します。金融危機は、2007年8月から起きはじめましたが、同年秋くらいまでFRBのバランスシート資産に顕著な変化はありませんでした。

長年、資産の約6割が長期国債で、3割が短期国債、残りがその他という構成でした。長期国債と短期国債の保有額が、おおよそドル紙幣の発行残高に沿うように彼らはオペレーションをやっていたのです。

ところが2008年9月のリーマンブラザーズの破綻以降、一挙に状況が悪化し、金融市場にも企業にもお金が流れず、それに対処するため急激なFRBの資産膨張が始まりました。当初は、短期の資金供給でマーケットを鎮めようと試み、徐々に沈静化してきた2009年あたりから非伝統的政策のフェーズが変わってきています。

2010年秋から始まった量的金融緩和第2弾(QE2)、ここから非伝統的政策は、危機対策から景気刺激策、総需要刺激策に変化します。これは多分に暗黙の政治の要請があったと思います。追加的な財政出動ができないなかで、金融政策で何とか景気を回復させてくれということです。しかもFRBの場合は、物



貯まっています。設備投資への期待やシェールガス革命による電気代低下による好影響も見込まれ、3%前後の成長を見込む人が多い状況です。

イエレン氏が2月11日の議会証言でもいっていましたが、FOMCは今年と来年の経済活動と雇用は穏やかなペースで拡大すると考えているようです。先行きの景気予想が変わる材料が出てくれば、QE3の縮小、テーパリングの休止を考えるという言い方ですが、現時点では3月もテーパリングにおいて100億ドルの減額を実施すると思います。

米経済の回復は進むと思いますが、注意が必要な点もあります。例えば、住宅関連指数が直近には下がっています。ここ1年の米国の景気回復局面では、住宅市場の回復が中心になっていますので、気になるところです。現時点で厳密な判断はできませんが、多少の不安要因もあります。ワシントンポスト紙にも出ていましたが、学生ローンの負担が意外に住宅市場の重石になってきているという話があります。

昨今の米国の住宅市場の回復は、投資家が積極的に買って来た側面がありますが、それによってある程度住宅価格が上がっています。長期金利も上がっているので、投資家にとっての妙味が落ち、動きが若干後退しています。代わりに個人の買いが入れば問題ないのですが、ところが20代から30代前半のファーストバイヤー層が、学生ローンで苦しんでいるということです。学生ローンの金利減免の

特別措置がはがれて、モーゲージの審査に通らないという事態が起きています。

雇用の回復自体は続いています。第二次大戦後のリセッションで比較すると、近年のリセッションほど回復ペースが遅くなっています。これには構造的な問題が大きく、中間スキルの仕事が減っています。例えば工場のライン従業員や秘書です。これは工場が国外流出したり、IT化でアシスタント的な仕事が激減してしまったりという要因です。FRBには雇用の最大化が法律で課せられてはいても、こうした点について金融政策で短期に対処することは難しく、悩ましいところです。

雇用の回復がゆっくりですと、おのずと経済全体の回復も遅くなります。こうした中でバブルが過熱しないように、イエレン氏がうまく舵取りをできるかが注目されています。

今、FRBはまだ金融引締め局面ではなく、資産の膨張は続いています。ただ膨張のペースを抑えようとしています。毎月100億ドルずつ膨張ペースを減らしていくと、2014年10月ぐらいから横ばいになる見込みです。ゼロ金利解除は、さらにあとの話です。

各年12月時点のFRB幹部、FOMCメンバーの短期金利予想、Federal Funds金利予想が公表されています。2015年末になると、0.75%あたりが予測の中心値になっています。今はゼロから0.25%という誘導目標ですから、2015年後半に2回くらい利上げがあるイメージです。ただ心配なのは、米国の金融政策の正常化が中途半端な段階でリセッショ

ンに入ってしまうと、追加緩和しなくてはならなくなるということです。QE 4、QE 5 も必要だということになると、膨張した状態がニューノーマルになり、正常化が見えなくなります。また、何か不均衡が起きてくるというリスクもあり、そこからの舵取りはなかなか難しいと思います。FRB幹部は表向き、出口政策を検討しているから大丈夫だといいますが、現場の人はハラハラしていると思います。世界中で誰もやったことがない出口政策は、海図なき領域です。

もう一つの米国の問題として、所得格差、資産格差が最近になってまたクローズアップされてきています。現在の景気回復の一つのドライバーとなっているのは、家計のネット資産が金融危機前よりも上向いていることです。これが気持ちを明るくしている側面がありますが、実際は所得階層の上位の方に資産が貯まっていますので、中低所得層の人は恩恵をそれほど受けられていません。さらに貧困率は、金融危機後上がったままで下がってこないという国勢調査局による調査結果が出ています。こうしたなか、所得階層の上位の方がこの5年間で随分と所得が伸びているということへの不満が相当に溜まっています。

年初のオバマ大統領の一般教書演説でも、一番のアピールポイントは所得格差問題への対処となっています。所得格差が激しいだけでなく、それが固定化してしまうと、低所得階層の人が上にいけない状況が起きます。これでは格差どころか階級になり、社会の活力

が失われていくリスクがあります。

オバマ大統領の12月のスピーチでは、所得階層のトップ20%がずっとトップ20%にいられる確率が3分の2、一番下の20%が上20%にいける確率は、20分の1しかないといっています。これはフランスやカナダなどよりも低く、米国はいまや階層間のモビリティ、移動性が非常に低い社会になっていると考えられています。

その不満がベースにあり、現在の米国では厳しい金融規制を歓迎する声が多いです。この規制は金融産業、ひいては米国経済にとって必ずしもプラスではないという議論をしようとしても、世論の支持が得られないというのが実態です。このように米国の所得格差の問題は、様々に広範囲で影響を及ぼしています。

もっとも様々な不安要因があるものの、米国経済のメインシナリオとしてはゆっくり回復する流れにはあると思います。

### ■ 3. 緩やかな回復基調による 欧州経済

次に欧州ですが、経済自体はそれほど悪いわけではありません。例えば問題になっていたスペインも、今は貿易収支が良くなり、自動車の輸出なども増えました。ドイツ、フランスの自動車メーカーの工場が、スペインは人件費が安いので数多く進出しており、米国などで自動車需要が強ければ、スペインの工

場の稼働率が高まるという相関関係があります。南欧経済は全般的に一時期よりは持ち直しています。

ギリシャについては、まだこうしたグローバルサプライチェーンにうまく入ることができていませんが、イタリア北部は、1人当たりのGDPはドイツ並みの工業社会です。

ただ、インフレ率は下がっています。ECBのインフレ目標は事実上2%未満です。今年1月が0.8%と、低い状態にあります。さらに低くなったときに、追加緩和策を為替市場が期待する可能性は強いと思います。

しかしながらできることが少ないのが実態です。政策金利は既に低く、米国や日本の国債などの資産大量購入策は、ドイツの連邦裁判所の問題があります。うまく調整がつかないと、当面は時間稼ぎの策としてマイナス金利政策があり得ると思います。

マーケットの催促がそれほど厳しくなければ、とりあえず資金供給金利を0.25%から0.10%くらいに下げ、そこでまた追加緩和が必要になったら、銀行がECBに預ける金利をマイナスにするという2段階でいくか、あるいは同時に両方をやってしまうかです。しかし、マイナス金利政策は、様々な弊害がありますので、やってもあくまで為替市場向けの心理的インパクトを狙ってということに限定されるでしょう。マイナス金利にするにしても、弊害が出ないくらいのぎりぎりの線になる可能性があります。

このマイナス金利政策は、隣のデンマーク

で2012年7月から実施しています。銀行間のオーバーナイト金利がマイナスとゼロあたりを行ったり来たり激しく動いていますが、あくまでデンマーククローネとユーロのペッグ（連動）維持が前提の動きです。ユーロの件の金利が下がっていたので、クローネが高くないように、デンマークの中央銀行に銀行が預金する金利をマイナス金利まで持っています。

デンマーク中央銀行も、マイナス金利政策によって銀行が貸出を増やすということは期待していなかったようです。むしろデンマーク中央銀行が恐れたのは、マイナス金利になると、そのコストを銀行が顧客に転嫁するのではないかということです。例えば大口預金者に対して手数料をかける。これは今米国でもバンクオブニューヨークなどがやりはじめていますが、マイナス金利になると、そういうことが起きやすくなります。

あるいは比較的立場が弱い資金の借り手に対して、貸出金利を引き上げて、中央銀行に払うマイナス金利の部分を補おうとする。実際、デンマークで起きたそうです。こうしたことから、2013年1月にマイナス金利の幅を0.2%から0.1%に縮めています。

これらをECBは注視しています。もしECBがデンマークを真似てマイナス金利をやっても、まず米国はまったく気にしないと思います。米国は今、短期金利の下がり過ぎを抑えようとしています。リバースレポによって短期国債の金利がマイナスになるのを防

ごうともしています。こんなときに、あえてマイナス方向の話に付き合うということは当面考えにくいと思います。

日銀についても、マイナス金利は効果がなと考えているでしょう。問題は日銀の場合、マネタリーベース・ターゲットを採用しています。この準備預金を含むマネタリーベースを年間60~70兆円増やすとしていますので、マイナス金利をつけると、金融機関は皆預け入れたくないのでその枠組みが崩れてしまいます。こう考えれば、日銀がマイナス金利を採用することは当面ないといえるでしょう。

#### ■ 4. 荒れ模様の新興国と中国の存在力

続いて、新興国について触れます。年初は随分荒れました。対ドルレートの新興国通貨の状況は、1月にアルゼンチンの問題により、一気に南アフリカ・ランドやトルコ・リラが売られました。直近は少し落ち着いてきています。

各新興国に多様な問題が実際蓄積しているものの、本来は大爆発にはまだ至らないフェーズです。ただ今後、市場での混乱がたびたび繰り返される話ではあります。

アルゼンチンは当面解決しにくい問題を抱えていますので、経済がしっかり立ち行くにはまだハードルが高いです。しかし、中南米

経済全体が引っ張られるかということ、そこまでの伝染の確率は低いと見られています。

例えばコロンビア、ペルー、チリあたりは、近年アジア太平洋、米国との貿易が増えていて、成長率もしっかりしています。メキシコも自由貿易の独自戦略で、近年外国の自動車メーカーの進出ラッシュです。そういう点では影響度は直接は強くないと考えます。

まだ米国の金利が本格的に上がっておらず、金融引締めが始まったわけでもありません。本当のショックがくるのは、まだ早いというフェーズだと思います。米国で本格的に長期金利が上がってくるときまでに新興国が個別に構造的な歪みに対処していく必要があります。フラジャイル・ファイブの国にそれぞれ急成長の歪みがあるとはいえ、それでもこんなに早くショックが起きてきた理由は、一つはマネタリー・チャーマン的な政策の負の面が出た面があります。中央銀行が市場に指示するのですから、投資家があとやることといえば、いかにその方向性に賭けるかという競争になり、次のフェーズでは人より早くいかに逃げるかという競争になります。こうしたことで、グローバルマーケット全体のボラティリティが高くなりやすいという問題をはらんでいるのです。

中央銀行総裁がはっきりと透明性を高くして市場を誘導すると、マーケットがその方向に大胆にベットしてしまうので、揺り戻しが恐いのです。そういう意味では、バーナンキ氏のやり方は、透明性が高いがゆえのメリッ

トとデメリットをはらんでいたといえます。

ギリシャとスペイン・イタリアは経済の脆弱性に大きな開きがあったのに、ギリシャの危機にスペイン、イタリアも巻き込まれた時期がありましたので、類似した現象に注意は必要だと思います。

一方で、もし中国が失速すると、南米も一緒にだめになるという話にもなりかねません。これは先ほど述べたとおり、アジアとの貿易が増えているからです。

中国では理財商品の問題が1月下旬にありました。それでも今の中国内の雰囲気は、今後急激にシステミックリスクになり、制御不能に陥るという議論にはなっていません。

理由は、問題を先送りしてすぐに衝撃がこないように対処していることが一つです。もう一つは、不動産価格がまだ上がっているので、担保価値が落ちていません。

SHIBORとは、中国の上海インターバンクオファーレート、つまり銀行間の金利のことですが、この金利が足元で下がってきています。これは決してクレジット・クランチでお金が回らないということではなく、お金が余っている状況であることを示しています。

それゆえ、人民銀行がたびたび資金吸収オペをしています。これはシャドバンキングに金が流れないように吸収しているという解釈もありますが、実際はもっと狭い意味で、短期金利が下がってきたので、資金吸収しているという程度の話です。

さらに社債の発行が止まってきているとい

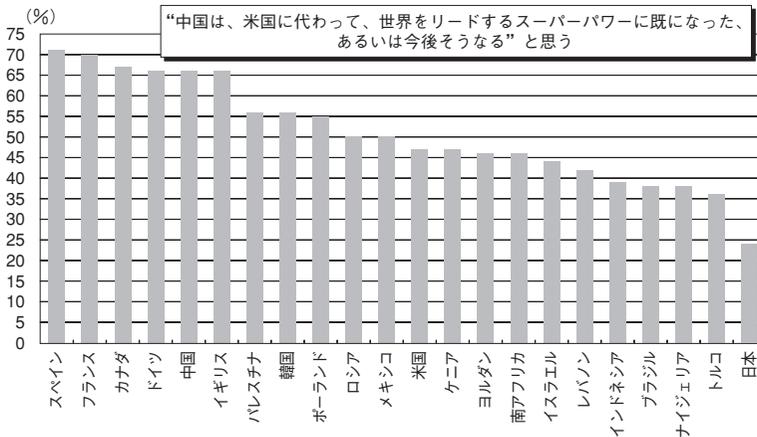
う報道もありましたが、それは当局はむしろ歓迎方向です。今まで信用力に見合ったクレジットスプレッドが付いていなかったのが問題なので、「ここはどうなの」と疑問視される企業は社債を発行しづらくなった、あるいは金利を上乗せしないと発行できないという方向に持っていきたがっていました。実際にそうした傾向が出てきていることに、特に慌てている様子はありません。

過去数十年を振り返ると、政権交代後に、それまではしゃぎ過ぎた企業や機関を生贄的にデフォルトさせたことはありました。現政権は本当はそれを昨年からやりたかったのではないかと思います。ところが、FRBのQE縮小で新興国が動揺したこともあり、不安の連鎖になる恐れがあるので、なかなか膿だしがしにくくなりました。適度なスピードの調整ができず、問題を先送りしてしまう方が中長期的にはむしろ心配されるところです。

例えば住宅問題です。中国の場合、結婚する男性がマンションを持っていないと、お嫁さんが来てくれません。依然としてそういった慣習があり、20代から30代前半の人口が多い間は、住宅第一次取得者数が多いといえます。2020年くらいまで高水準ですが、そこから先、一人っ子政策で急激に落ちてきます。その前からうまくデベロッパーが供給を調整できればいいのですが、当面の課題です。

今の中国もバブルはバブルなので、リスクは勿論あるのですが、レバレッジのかけ方は1990年前後の日本の方が激しかったと言えま

(図表 2) PewResearch Center 2013年春調査



す。また、日本のように成熟経済、都市化も終了、低成長に入ってきたときのバブルとフェーズが違うということです。

2010年、中国のGDPが日本を抜きましたが、2015年にはあっという間に日本の2倍になります。ここ数年も毎年名目で10%前後成長しているので、どんどん増えていきます。バブルがさらに膨張しないように、ある程度抑えられれば、不動産の相対的な価値は落ちていくので、そういった調整ができるかにかかっています。温家宝首相のもとでは、実際にそれをやり、住宅価格が上がり過ぎないようにしていましたが、心配なのは李克強首相になってから住宅価格の上昇を許してしまっていることです。

図表2は、日本で中国報道を見るうえでの難しさが、反映されているという調査例です。

これは米国のPew Research Centerが去年春に行った世論調査です。「中国が米国に代

わって世界をリードするスーパーパワーに既になった、あるいは今後そうなると思う」との問いに、スペイン、フランス、カナダ、ドイツは、65%以上70%ぐらいまでの比率で“Yes”と答えています。一方、日本は24%と各国の中で最低の比率です。これは政治的な背景など様々な思いが入っていることだと思います。

一方、欧州サイドは楽観的すぎる部分があるでしょう。米国あたりが中庸でバランスのとれた見方かと感じます。

欧州での中国を楽観論に見る声が多いのは、中国で業績が良い企業が多いからだと思えます。中国での自動車の販売台数を見るとドイツ勢は強いですが、しかも、高額の種類が売られていますので、利幅が大きい。各国のシェアをみると、外国車では日本とドイツが競っているのですが、動きが対照的です。例えば日本車は、2012年9月から10月、尖閣問題

で急激に落ち、去年は基本的に上昇傾向にあります。去年秋以降は、新車投入もあり、よりシェアが上がりましたが、直近今年1月に19%くらいから13%台まで急落しています。代わりにドイツ車が1月は21%台に戻しています。

もしかすると、靖国参拝問題が多少影響したかもしれませんが、より大きな要因があると思います。ドイツ勢が去年8月ぐらいまで、すごい勢いで売っていたので、翌年のノルマが苦しくなると考えたセールスマンが販売を抑え、年明けから自然体に戻したというものです。その反動で日本車のシェアが落ちたという見方です。英国も中国に対しては露骨にラブコールを送っています。特にロンドンの金融市場は、この先欧州大陸のビジネスが離れていく可能性があります。英国自体、EUから出る、出ないといった話がささやかれ、国民投票まで行います。そういうことがなくても金融ビジネスにおいては、欧州大陸の規制とは異なる方向に舵取りをしようとしているので、シティの金融市場縮小ということもあり得なくはありません。そうするとますます人民元オフショア市場を取り込みたいという思惑につながっています。

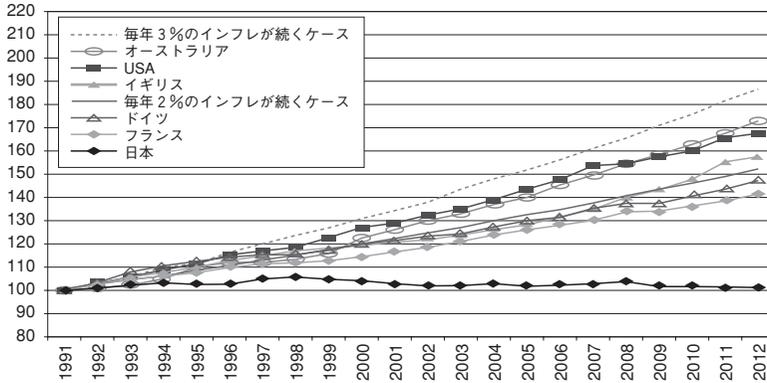
こうした欧州からの中国の見方と、日本の見方が違いは、メディアの報道にも出てきており、より増幅されている側面もあるため、バランスを持って見ていく必要があります。

## ■ 5. 日銀と日本経済の展望

日本について直近心配なのは、米国のメディアでの安倍政権批判が増えていることです。政治面の批判プラス経済面、第三の矢が出ないではないかという批判と相まっています。あまり続くと、投資家が離れる側面もあるでしょう。理解を求めるうまい情報発信が必要な段階だと考えます。

全般的に米国経済は、ゆっくりですが上向いていきます。イエレン氏が舵取りに失敗しなければ、欧州もたどたどしいながらも回復、中国も問題を抱えつつも7%台の成長でいければ、日本経済もそう悪くはならず、当面上向きでいけると思います。ただ、インフレ目標2%の達成は、瞬間風速ではあり得なくはありませんが、経済の実力としてインフレ2%の達成となると、なかなか距離が遠いというのが実感です。今のインフレ率上昇は、円安要因や公共事業による人手不足などが起点となっているからです。欧米と日本のインフレ率を比較すると、直近の日本のCPI（消費者物価指数）が上がってきて、欧米より上向いていますが、円安要因などを取り除くと、ここまではこないわけです。そもそも日銀が目指しているのは、瞬間風速2%ではなく、安定的に2%のインフレなのです。そうであれば、結局は賃金が毎年上がっていく社会にならないと、持続的な2%のインフレにはなりにくいということです。円安がいつまでも

(図表3) 消費者物価指数の水準 (1991年=100) IMF



続くわけではなく、また原油など輸入価格が上がっていくなかでの物価上昇は、むしろ消費にとっては良くないことです。いい形でのインフレには、賃金の上昇が伴わなければいけません。しかし中長期的に毎年2% CPIが上がっている国、図表3でいうと、実線より上の国ということになりますが、それらは図表4の平均年間賃金の推移では、賃金が毎年2%どころか3%以上上がっている国が多いわけです。

中小企業も含めて正規雇用にまで広がっていくには、先行きの景気拡大に対する自信が広範囲に広がらないと難しいです。まず時間はかかります。

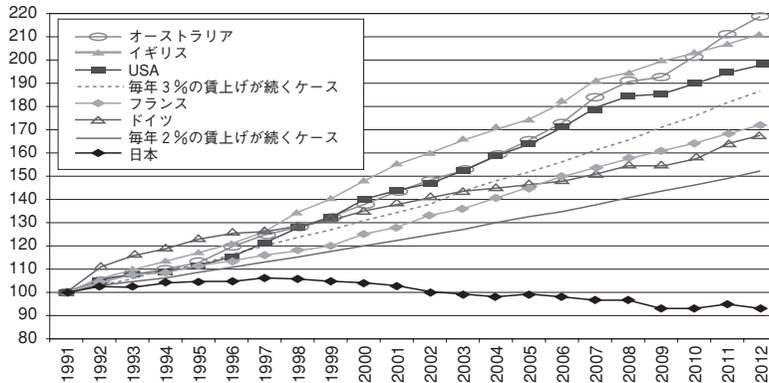
しかも仮に瞬間風速で2%のインフレにまでいったとしても、日銀は今の政策は止められません。国債の買入れをテーパリングするといったら、株が下がり円高になるという状況では政策を止められないのです。日銀が止

めても大丈夫となるには、一つは欧米の利上げがある程度進む必要があります。その点でも当分は難しい。

また、家電メーカーの役員に聞くと、「これ以上の円安は困る」という話になります。既に工場の多くを国外に持って行ってしまっていて、円安になったから工場を持ち帰ってくるわけにもいきません。開発部隊もほとんど外に出しているメーカーも多く、日本人の開発者自体あまりいないというメーカーもあります。これ以上の円安誘導を歓迎しない企業は増えているようです。

労使関係も欧米と決定的に違います。英国のように毎年賃金が上がっている国では、25歳未満の失業率が20%前後と高い。ユーロ圏も24~25%といった非常に高い失業率です。ユーロ圏の場合は組合の交渉力が強いので、インフレで生活コストが上がると、賃上げが実現します。それで企業が苦しくなってくる

(図表4) 平均年間賃金の推移 (1991年=100) OECD



と、中高年の組合員は解雇が難しいので、若い人の採用を抑え調整します。

一方の英国、米国では、リセッションがあればレイオフするという調整弁があるがゆえに、賃金が下げられることは減多になく、インフレは進んでいきます。これまでは日本のようなデフレにはなりにくかったといえます。

日本の場合、非正規雇用も含めて、痛みを広く薄くシェアして失業率の上昇を抑えていましたが、代わりに緩やかなデフレになっていたということです。したがって、安定的に2%のインフレを実現するには、労使関係も変えていく必要がありますが、そこに社会的合意はまだないでしょう。そう考えると、2%のインフレ目標が本当に正しいのかという議論が出てくる可能性があると思います。

当面は財政支出を一段と拡大することは難しいなかで、金融政策に対する期待は、政治

的にも強いですから、なかなか今の政策は終われません。さらに追加緩和策があり得るかどうかというせめぎ合いでしょう。追加緩和策は早くて7月以降だと思いますが、消費税率引き上げ後の反動減がそんなに深くならないければ、日銀はできれば追加緩和を避けたいと考えているはずです。あるいは微調整でマーケットを喜ばせるようなものを行い、何とかバズーカ砲のような話に持っていかないようにしたいというのが本音でしょう。

日銀は消費税率引き上げ後に反動減がくることを想定していますが、その後成長は上向き、インフレ率は2%目標を達成するというストーリーを提示し続けています。4月の展望レポートの発表時に追加緩和を行うのは、相当に外からのショックがないと説明が難しいと思います。

しかし政府が2015年秋に2回目の消費税率引き上げをするには、日銀が適当なところで

追加緩和をして株式市場を持ち上げ、気持ちを明るくしてほしいという要望していると思います。

現実的な問題として、長くデフレ経済が続いた日本で、毎年2%のインフレに急になると、様々なショックがあるでしょう。日本は緩やかなデフレの下である種の均衡状態を保っていました。これが急に2%のインフレになると、持たないセクターが出てきます。何といっても長期金利が今のような0.6%であるはずがなく、長期金利は相当上がります。まず国債を大量に保有している金融機関にリスクが出てきます。あるいはそれに伴う金利上昇により、地方政府の中に苦しくなる場所が多く出る可能性があります。

薄利多売の中小企業では、金利上昇と2%のインフレとなると、やっていけないところもあるでしょうから、優勝劣敗が明確になります。そういう調整が必要なのだという見方もできますが、ショックが大きくならないように注意を向けていく必要があります。

## ■ 6. 総括—日本経済とグローバルイズム

最後に日本経済を総括すると、中長期的には日本経済にとって人口の問題は避けられません。女性の活用と盛んにいられていますが、女性も含めて生産年齢人口が今後は減っていく、それだけでは追いつきません。

社会の平均年齢が上がると、イノベーション

が起きにくくなるという研究もありますので、少なくなっている若い才能にいかのびのびと働いてもらうかも重要な観点です。

あるいは海外の優秀な才能に来てもらうことも必要でしょう。保守的と捉えられがちなドイツの財界でも、多くの経営者は移民がドイツの生産性を上げていると見ています。特に近年は南欧の優秀な人たちがドイツ語を勉強して、ドイツの企業に就職するケースが増え、ドイツ側も幹部候補で採用しています。それによってドイツの少子高齢化問題は、少し和らいでいるそうです。裏を返すと、南欧の人材流出問題が深刻ともいえるのですが、日本にもアジアから優秀な人たちが来てくれるといいと思います。こうした中長期的な対策も必要です。

米国の投資家ジム・ロジャース氏は、アベノミクスに批判的で「こんなに債務が大きく、ひどい人口動態で、移民を入れたがらないのに、通貨安誘導をしている。これは自殺行為的だ」のような言い方をしています。

すぐにこうした問題が噴出するわけでもないものの、中長期的なところでは言い得ていると思います。特に今のままでは2020年にプライマリーバランスの改善や黒字化は見えにくい、無理だという感じです。こうしたことをきっかけに、日本のマーケットや国債の信認が崩れないように、うまく情報発信する必要があります。

「ビジネスのしやすさランキング」という世界銀行が毎年発表している指標がありま

す。全体では27位の日本の「起業のしやすさ」は120位です。例えば役所に申請して認められる日数や、何カ所回らなければいけないか、そういったことが不評です。投資や融資の付き方も上位の国とは違います。目先はこういうところから改善するのも一案でしょう。

また、別の視点では、日本からの米国への留学生が減っているとよくいわれます。数字にそれが表れており、1994年から1995年では米国における留学生は、日本が一番多く45,000人もいましたが、2012年から2013年には19,500人程度で7位と劇的に減っています。

それだけ日本の居心地が良くなっているのでしょうか。実際に国連で集計している「1人あたりの『総合的豊かさ』」という指数では、日本が1位です。これは教育や社会インフラの充実など、住み心地や人としての豊かさの統計で、単にGDPではない集計の仕方です。確かに海外に出向き帰ってくると、日本はサービスがきめ細やかでインフラがきちんと整っていると感じることはあります。

本当に居心地が良すぎて外に出ていけないなら、そこは悩ましいところですが。韓国は米国への留学生3位で約7万人です。人口比で見たら、異様に多いわけですね。こういう人たちの何%かが将来も米国に残り、国際社会に影響力を発揮し、ロビー力を得ていくことは脅威です。こうした点にも鑑み、日本も様々な教育やチャンスを若い人がどんどん得られるように、われわれの世代が支援していくと

いう観点が必要になっていくと思います。

単に目先の株価をいかに上げるかだけが課題ではなく、偏らないように留意しなければなりません。

まとめますと、日銀の資産の膨張を漫然とやっていると、いずれ破綻がきます。今の金融政策だけではギャンブル的な側面は否めず、難しいというのが実感です。

( 本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：桜木 康雄 )