

新春経済展望

出席者

みずほ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト

上野 泰也

JPモルガン証券株式会社 経済調査部長
マネジング ディレクター チーフエコノミスト

菅野 雅明

株式会社 大和総研 チーフエコノミスト

熊谷 亮丸

野村証券株式会社 投資調査部
シニアエコノミスト エグゼクティブ・ディレクター

美和 卓

(司会進行) 公益財団法人 資本市場研究会 理事長

篠沢 恭助

敬称略、発言順

篠沢 証券界には多くのすぐれたエコノミストがおられますが、本日は4人の方に参加していただき、2013年の日本経済と資本市場について展望していただきます。

■ 1. 欧州「ユーロ危機」と米国「財政の崖」

篠沢 はじめに日本を取り巻く諸外国の現状と見通しからお話していただきたいと思いません。

現在の世界の経済で、下方リスクの最たるものは、ユーロ危機のさらなる悪化ではないでしょうか。また、アメリカの「財政の崖」と債務上限到来の問題もあります。

まず、欧州とアメリカについて、順次お話をお願いします。

上野 ヨーロッパについては2012年について、債務危機をテーマにしてこのところ毎年続いてきた「リスクオフの流れ」がようやく止まった年」と位置づけています。欧州中央銀行 (ECB) のマリオ・ドラギ総裁による

金額無制限の3年物長期資金供給（LTRO）とドル資金供給オペで、金融機関の資金繰りが潤沢になり、決定的なリスクイベントである金融危機が、未然に防止されました。以上は短期金融市場での動きですが、債券市場についても、売り込まれていたスペインやイタリアなど周辺国の国債を念頭に、9月に新たな債券買取り策（OMT）を導入し、それらの国債の利回り上昇に歯止めをかけて低下に転じさせることに成功しました。今は債務危機が小康状態で、要するに「火消し」には成功したというのがユーロ圏の評価です。景気はゼロ成長近辺、若干のマイナスから年後半にはプラスの成長で、全体としては停滞が続く見通しです。1-3月期にはイタリアの総選挙というリスクイベントを何とか乗り越える必要がありますが、2013年も危機が大きく深刻化することはないと見えています。

米国については、私は基本的に強気の立場で、住宅バブル崩壊後のバランスシート調整は相当進んだと認識しています。緩やかな回復という流れは当然続くと思います。来年の世界経済でも米国に期待するところは大きであって、逆に欧州に対しては期待するところは小であると思います。

菅野 欧州危機は足下で一服しています。しかし、これまでの経緯を振り返ると、危機的な状況になると、当局が対応して危機を脱しますが、その場しのぎの対応となるため、再度危機的な状況が訪れる、という繰り返しました。2013年に果たしてこれまでのサイクル



みずほ証券株式会社
上野 泰也氏

から抜け出せるかどうか、世界経済を展望する場合に重要です。危機管理者としてのECBに対する期待は続くでしょう。ユーロ圏のGDP成長率は、緊縮財政の緩和から2013年第2四半期以降、プラスに転化すると見えています。但し、景気回復は非常に緩やかなものに止まるでしょう。

そのなかで、スペインの動向が特に注目されます。救済機関への申請を早い時期に行うのであれば、不安要因が後退し市場心理の好転が期待できます。但し、スペインの問題は高い失業率に代表される国内経済の状況です。このほか、春に選挙が予定されているイタリアの動向も気になります。

次にアメリカは「財政の崖」が現実化すると、GDPが3%程度押し下げられます。しかし当社では、実際の増税、歳出削減は一部に止まり、景気下押し効果は1%程度と見えています。ただ、それでも2013年第1、第2四半期には増税効果から個人消費を中心に成長



J P
モルガン証券株式会社
菅野 雅明氏

率鈍化が見込まれます。

但し、個人部門の基調は堅調です。最近ではアメリカ経済の原動力であった、住宅の回復が目立っています。「財政の崖」問題が薄れる年央以降は明るさが戻るでしょう。それでもアメリカの成長率を年平均で見ると、潜在成長率に届くかどうかというレベルかと思いません。

熊谷 ヨーロッパは、リーマンショック時と比較して好材料が3つあります。1点目はドイツとフランスに経済的合理性とは別の次元で、何が何でもユーロを瓦解させないという強固な政治的意志があります。2点目はストレステストにより、どの金融機関がどれだけこの国の国債を持っているのか判明しているので、金融パニックになる可能性が低いことです。3点目はECBが本腰を入れて救済に動いていることです。これらが作用して、金融パニックや景気底割れには至らず、小康状態から緩やかな回復の方向に向かうと思

ます。

しかし、懸念材料も3つあります。1点目はポピュリズムの壁、2点目は財政危機と金融危機が悪循環を起こす可能性、3点目は新興国（ブラジル、インド、中国等）のインフレ懸念です。最も悪いシナリオを試算すると、金融パニックになった時には、ヨーロッパでの貸し渋りや円高の進行などを受け、日本のGDPが4.1%くらい下押しされます。ただ、こうしたリスクが起きる可能性は低いと見ています。

アメリカについて、よく「ジャパナイゼーション」つまり日本のようになるという話が出ますが、そうなる可能性は低いと考えています。1930年代の世界大恐慌と日本の平成不況には3つ共通点があります。1点目は政策対応が失敗したこと、2点目は労働市場が硬直的で、設備がスパイラル的なストック調整に陥ったこと、3点目は金融システムの毀損、不良債権問題です。そのいずれも今のアメリカは条件を満たしていません。米国連邦準備制度理事会（FRB）のベン・バーナンキ議長は、日本の失敗から徹底的に学んで迅速かつ大胆な政策を実行しています。また、労働市場が柔軟なので、設備のサイクルはストック面から見ると完全にプラスの領域に入っています。さらに、2年も経たない内に「ストレステスト」を行い、金融システムも健全化している。加えて住宅や家計のバランスシートの調整も進んでいます。また、うまく為替のマネジメントをしている。こうした

ことから、徐々にアメリカは回復の方向に向かうという考え方です。

美和 2012年を振り返りますと、春先にギリシャが財政破綻をしてユーロ圏から離脱かというところまで危機が深まるなか、政策対応によりリスクオフの流れにいったん歯止めをかけることに成功した年でした。しかし、ギリシャの脱退や、スペインの一部自治州の分離独立という2つの要因で、ヨーロッパが壊れる力は、残念ながら残存すると見えています。但し、現実空中分解するようなリスクシナリオが実現する可能性は低く、壊れそうで壊れないマドル・スルーの状態が継続すると思います。

ヨーロッパの2013年を展望する際に重要な見方は、次の3つだと考えています。

1点目は政治統合、財政統合に向けての動きです。これが加速する形となり、中心国から周辺国への税収の移転に関して前向きな動きが出てくれば、解決に向けての前進という評価ができます。

2点目は財政緊縮そのものを一度棚上げして緩める方向です。2012年はフランスでオランド政権が成立したことで、フランスは財政緊縮から一步脱却をして、景気配慮型の政策に舵を切りました。2013年はドイツの政権の行方がどうなるかが1つ焦点になります。ドイツ自体の財政運用の方針に影響が出れば、ある程度欧州経済悪化の緩衝材になるのではないかと思います。

3点目は金融政策です。ECBが現在行っ



株式会社 大和総研
熊谷 亮丸氏

ている各国の国債市場に対する下支えだけではなく、より積極的な金融緩和に乗り出し、ユーロをさらに切り下げる通貨政策的なところにも踏み込むということも、2013年は視野に入ってくる可能性があるのではないのでしょうか。

これら3つの政策がどういうバランスで組み合わせられ進捗していくかが、2013年にヨーロッパ財政危機が解決に向かって前進するかどうかの鍵になると見えています。

一方のアメリカは、「財政の崖」に伴う景気の下押しが2013年第1四半期以内で収束をするという判断をしています。ただ、企業セクターの活動の弱さが引かかります。アメリカには、わが国ほど深刻ではないにしても、人口の高齢化という問題があります。さらにリーマンショックを経て、金融規制が全般に強化され、従来ほどアメリカ経済にレバレッジが掛からなくなってきています。これらによる成長期待の低下を企業が不安視して行動



野村證券株式会社
美和 卓氏

している可能性があります。

2013年もこの企業セクターの投資意欲、生産意欲の鈍さがネックになり、極めて緩慢な経済成長に落ち着くとの判断をしています。

篠沢 格下げのようなハプニングが外から入ってきたり、ポピュリズムの壁で改革が進まなくなったりすることもありうるでしょう。

上野 ユーロ危機もスペイン、イタリアまで広がり、フランスまで最上級から格下げを行う機関が2社出ています。つまり地域的には広がるどころまで広がったということだと思います。格付け引き下げによる市場への影響については、大きな心配には及ばないと思います。確かに最上級格付けの国債は世界的に見て減少していますが、フランスにせよ米国にせよ、トリプルAがダブルAプラスになっても、相対的に流動性と信用度が高い国債ということに変わりはありません。

菅野 ヨーロッパは循環的には良くなっていますが、構造問題は根深いです。フランスは

構造改革の遅れが同国の成長率を押し下げています。実際に私が聞いたヨーロッパの投資家の予測のなかで最も悲観的なものは、問題がいずれ周辺国からコアの国、具体的にはフランスに向かうというものです。現時点でユーロの情勢を手放しで楽観するのは、時期尚早だと見えています。

熊谷 格付会社は市場を大きく混乱させるまでのことはしないのではないかと思います。ポピュリズムは世界的な問題で、ヨーロッパでもこれが最大のリスクです。ただ、期待を込めて言えば、最後はドイツやギリシャの国民もある程度良識のある判断をするのではないかと考えています。

美和 これまでの話を補足すると、ポピュリズムと格付けの問題は、ヨーロッパで最も大きな問題になると考えられています。ポピュリズムが先鋭化して、各国が自国民の利益だけを考えて行動するとなると、まさしく財政統合、欧州域内での財政再配分のシステムが構築できなくなります。

しかし、その一方で構築できてしまうと、ドイツ、フランスなどの中心国の負荷が増すという視点で、格付機関がこれらの国々の信用に対する見方を下げるといった側面はあると思います。どちらを取るかということですが、理想としては財政統合に向けて、ポピュリズムを克服する方向に動くのがいいだろうと考えます。仮にドイツ、フランスが格下げの憂き目にあったとしても、市場に対しては大きな波乱要因にはならないと見えています。

篠沢 ヨーロッパ経済全体の力が落ちる問題というのは、域内にとどまらず世界に波及をしていく。国際通貨基金（IMF）による10月の見通しでは、2012年のユーロ圏全体の成長率はマイナス0.4%と出ています。2013年もプラスにはなるが、プラス0.2%だということで、非常に危険ではないが極めて低調な状態が続くと見ているようです。

上野 ユーロ圏全体では成長率はゼロ近辺ですが、北と南で経済の強弱のコントラストが強い状況となっており、これがどちらに傾くかがポイントになってきています。南の弱さの北への波及を心配する見方もありますが、一方で、北の方が自信を持って引っ張り上げる力を持てば南にメリットが波及していくとも考えられます。私は後者の見方です。

ドイツの景気にはいま、強い追い風が吹いています。まずユーロ相場が安く、輸出競争力が高まっている。金利はドイツ経済からすれば長短ともに極めて低い水準であり、金融機関の貸出態度もさほど厳しくないようです。それでもドイツ経済が上向きにくいのは、企業に自信がないからでしょう。

しかし、ドイツでは高い賃上げを春闘で実現しています。内需を喚起する政策に、官民を挙げて動いています。これを起点に域内不均衡を是正しようという動きも出ているので、私はドイツの力が全体を持ち上げる方向にいくのかと期待を込めて見えています。

菅野 イタリアの財政の基礎的収支は黒字ですが、成長率が低下しているため、借換債の

資本市場研究会 理事長
篠沢 恭助



消化に苦勞しています。モンティ首相は海外のメディアからは非常に高い評価を受けていますが、国内では、緊縮財政に対する不満から支持率は急低下しています。今後、イタリアで緊縮財政と構造改革路線が継続されるのかどうか、注目されます。

■ 2. 中国、アジア新興国が「世界に与えるインパクト」

篠沢 それでは次のテーマ、中国、アジアをお願いしたいと思います。

中国は減速しましたが、少し盛り返し始めていると思われます。国内要因、EU要因をどう見ておられるか。さらに他のアジア諸国、インドやASEANにリスク要因があるのかどうか、日本経済にとってどのくらい頼りにできるのか。

菅野 今年のサプライズの1つは、中国の景気回復が遅れたことで、その結果世界経済に

も悪影響が出ました。当初、年央までには明るさが広がると予測していましたが、実際に景気底入れの兆しが窺われたのはごく最近です。ただ、製造業PMI（購買担当者指数）が11月に約1年ぶりに50を上回ってきたのでホッとしています。2013年にかけて回復傾向が続くという見方をしています。

一方、住宅価格の高騰は、中国にとって引き続き頭の痛い問題です。金融緩和をすると、实体经济にお金が回らず、住宅価格が高騰するという懸念があります。

中国の過剰供給も問題視されています。リーマンショック後の景気対策により、投資が増えましたが、その結果特に素材産業の生産能力が急増し、国内の需要を大幅に上回るに至りました。供給過剰となっている産業では、金融緩和をしても企業設備投資に資金が回らなくなったのです。

とはいえ、習近平新政権発足に伴い、再びインフラ投資が増え始めました。国内の景気対策に目が向くようになると思いますので、2013年の成長率は8%程度を予想しています。

韓国、台湾では、2012年後半にスマートフォン、タブレット型端末の新製品に対する需要が増加したため、生産が回復しました。2013年にはこの効果がASEANにも波及していくと予想します。

最後に中国との領土問題についてですが、第4四半期に中国向け輸出、訪日観光客が減る影響で日本の第4四半期GDPは前期比年率0.8%程度下落すると見えています。日本の

中国向け自動車輸出が7割減、家電製品類が4割減、訪日観光客数が7割減と予想していたのですが、実際は10月に限って統計を見ると、鉄鋼や石油化学製品の輸出が伸びており、影響は予想より小さいように見えます。まだ最終的な数字は出ていませんが。

篠沢 中国経済にとっての尖閣問題の影響はどうでしょうか。

菅野 足元は、景気が上向いていますので影響は小さいと思います。ただ、中国集中リスクが日本企業間で意識されるようになりました。それまでも中国の人件費の高騰で、やや中国離れの傾向はあったのですが、それが加速されて直接投資の流れがASEANにシフトしています。中期的に見ると、中国の潜在成長率を引き下げる方向に働くと思います。

熊谷 中国は、純粋な「資本主義経済」ではなく、「社会主義・市場経済」なので、現在の「やや低迷」した状態から、ここ1、2年は経済対策によって持ち直してくると思います。ただ、かなり楽観的に考えても向こう5年から10年くらいのタイムスパンで見ると、バブルが崩壊して極めて厳しい状態になるという認識です。

その1点目の要因は、設備の過剰問題。今、中国ではおおよそ11~12%程度経済が成長するという前提のもとで、設備投資の意思決定が行われています。実力は8%弱、7%に近づいている状況なので、将来的に大きなストック調整が不可避です。

2点目の要因は、一人っ子政策採用による

少子化の進展で2015年までには労働力人口が減少に転じます。

3点目は賃金インフレが起きているので、これを受けて中国に対する直接投資が鈍ってくる可能性があります。

4点目は不動産バブルの問題。

5点目は政治が不安定化するリスクです。

新興国全体については、先進国は今、ストックベースの財政赤字のGDP比は110%、新興国は30%くらいですので、まだ財政政策の発動余地が大きいと言えます。政策金利も先進国と比べて高いので、金融緩和余地もあります。つまりある程度政策によって支えることが可能です。これは中国も含め、BRICs全般に言えます。

美和 中国に関しては熊谷さんの見方と概ね同じ考え方ですが、若干時間軸は違います。悲観の部分が早めにやってくる危険性があると判断をしています。

短期楽観の要因は、これまで打ち出された景気対策の効果と、これまで続いてきた資産市場の調整、在庫調整といった国内的な調整の完了が期待できそうだということです。加えて、新政権誕生を受けた祝儀的な追加対策への期待です。2013年第1四半期は、景気の加速感が出てくるという見方ができます。

しかし、過剰供給、過剰設備の問題は深刻で、10%、11%の成長を前提として設備がある。それと設備の質の問題が意外と早く顕在化するかもしれませんね。

懸念材料は今後の人口動態の変化で、2つ

重なって問題が生じる可能性があると考えます。1つはこれまで中国の強みになっていた安い労働力の供給源である農村部から都市部への人口移動が低下してきていることです。これが賃金インフレにつながっているわけですが、2つ目にそれと並行して高齢化も加速する流れです。賃金が増えること自体は、企業から家計への分配が増えるので、かねてから課題だった需要構造を外需から内需に変えるという点では追い風になるはずですが、賃金上昇を正当化できるだけの生産性、付加価値を果たして中国の産業が持ち得るかどうか気がかりな点です。産業の構造改革に早めに着手して成功しないと、この賃金上昇が正当化できなくなり、ひいては中国からの投資の引き上げが、比較的早い段階で加速してしまうリスクがあります。

そういった現象が起きた場合に、代替の投資先として選好されやすいのは周辺のアジア諸国です。その点では中国とのデカップリングがより一層進んでいく可能性はあると判断しています。ただ一方で、中国自体の需要が落ちるマイナス効果が当然アジア周辺国には起きてきます。差し引きすると、マイナス効果が大きいというリスクを考えておかなければいけません。そういった点でアジア周辺新興国に関しては、中国と連動して中長期的には少し慎重な見方が必要ではないかと判断しています。

いわゆる尖閣問題については、新しい体制は比較的早期に収束を図ってくると思ってい

ますので、日本への影響は軽微なものに終わるのではないかと見ています。

上野 私は尖閣の話は、南沙諸島の問題も持っている中国の方から折れてくることはまずないと思います。ただ、それが日本経済に与える影響という意味では、当初の想定よりは限定的なものになりそうだと考えています。

ただ、だから良いということではなく、日本の場合、もともと内需の弱さゆえに経済成長率のベースラインが下がっており、少しでも外需が欲しいというのが企業の現場の声です。せっかく中国経済の勢いが増してきたところで、尖閣問題で遮断されて、中国からのメリットを日本経済が享受できないという構図は決して望ましくありません。2013年の1つのリスクファクターにはなり得る問題です。

また、中国経済については、私は「短期楽観、中長期慎重」というのが基本的な見方です。短期的には中国の潜在的な成長率の高さ、政策発動余力が金融政策、財政政策の両面でまだ大きいことが楽観の要因です。

生産年齢人口の減少については、2015年にピークを過ぎるという見方が、実は2013年ではないかという見解が中国の人口学者から出ています。人口面では中国の成長率に対して、明らかにダウンサイズプレッシャーがかかってきます。

一方で、中国には「後発メリット」があります。日本の失敗を彼らは学習をして、同じ穴に落ちないようにしています。これは中国の隠れた強みです。自国通貨上昇への対応、

不動産バブル崩壊時の金融政策運営、人口問題への対応などで、中国の政策運営は日本の失敗を生かそうとしています。だから「悲観」という言葉を中長期で使わなかったのです。

菅野 中国は財政余力があり、時間はまだ稼げますね。ただ、明らかに中国の成長率が減速傾向に入ってきたなかで、どういうメカニズムで過剰設備問題を解消していくのか、という問題に中国は直面しています。市場型経済であれば、非効率な企業が設備を廃棄するなり、併合するなりして、株主や金融機関がその損失を負担するというルールがあります。中国の場合はそういう市場経済のルールがないために、過剰設備が長期間存続してしまうリスクがあります。その結果、不良債権が潜在的に急増している可能性があります。

熊谷 日中関係については、中国も相当困るところがあると思っています。

1点目はチャイナリスクが浸透し、直接投資がなくなる可能性が出てきます。今、中国は全世界から残高144兆円の直接投資を受け入れていて、日本からは6.5兆円あります。年間フローでは、5,000億円から6,000億円のペースです。これは台湾や香港を除けば、最大の投資額です。

2点目にはサプライチェーンの問題があり、今、日本の中国向け輸出トップが半導体などの電子部品、2位が自動車部品、3位が鉄鋼ですから、中国は部材や素材が入らないとサプライチェーンが滞って、最終製品が作れなくなるおそれがあります。

3点目は反日デモによる国内のガス抜き効果が薄れ、反日から反政府、反格差という方向に移る兆しがあることです。

これらの3点の問題を見ると、彼らも本音ベースでは、それほど対立を先鋭化したくはないはずですが、国内向けのポーズとして対日強硬策姿勢を続けざるを得ないので、日本としては原理原則を貫きつつ、現実的な「落としどころ」を探る必要があります。

■ 3. 2013年日本経済の展望

篠沢 次に日本経済について、こうした国際経済環境を踏まえながらの2013年の展望はどのようなのか。足元を分析しながら、期待も含め、議論をお願いしたいと思います。

熊谷 今、日本は、輸出低迷やエコカー補助金終了の影響などから、景気後退に入っています。2012年3月が山で、第4四半期はエコカー補助金が打ち切られた影響で、消費が前期比で0.4%くらい、GDPが0.2%くらい押し下げられてきます。但し、2013年の年明けからは、景気が緩やかに持ち直してくるとというのがメインシナリオです。

これには3つの理由があるのですが、1点目はアメリカと中国経済が緩やかに持ち直してきて、輸出が回復の方向に向かってくることです。2点目は復興需要が当面日本経済を下支えします。3点目は、ここは議論が分かれると思いますが、私はまだ日本銀行が追加金融緩和を行うべきだと考えています。これ

が円高や株安を止める形で、ある程度日本経済をサポートすると思います。

他方、リスク要因ですが、中長期のリスクとしては、2015年から2020年にかけて、経常収支の赤字化の可能性が出てきます。したがって、2015年前後までに、ある程度財政再建の目途をつけることができないと、国債が大きく売り込まれるリスクが生じます。

短期のリスクは5つあります。1点目はヨーロッパが本当に悪くなると、日本のGDPが最悪のケースで4.1%程度落ちてくることです。これは蓋然性としては1割程度のリスクシナリオです。2点目は日中関係の悪化。これにより日本のGDPが楽観的に見て0.1%、最悪のケースで0.4%程度落ち込みます。3点目のアメリカの「財政の崖」の影響で、日本のGDPはおおよそ0.8~1.2%程度落ちます。さらに4点目として、ホルムズ海峡が閉鎖されて、仮に50ドル原油が上がると、日本のGDPが1.0%、5兆円程度落ちます。5点目としては、可能性は低いですが、円高圧力が再燃すると、10円で0.6%程度落ちます。

結論としては、メインシナリオは緩やかな回復だけれども、様々な地雷が埋まっていて、リスク要因が山積している状況であるという認識です。

篠沢 ありがとうございます。すべてが噴き出したら大変ですね。

美和 2013年は前半から少しずつ持ち直し感が出てくるという判断を取っています。その背景は、おそらく先に中国がこれまでの対策

効果と追加の対策効果で、成長がやや加速し、それにけん引される形で外需が伸びていくと見えています。

次いで、第2四半期あたりからアメリカも家計部門の需要の底堅さが表面に出てくる形で持ち直し、外需を支える形でわが国の景気押し上げに寄与してくると見えています。

日銀の追加緩和については、当然行われるとは思いますが、それが実体的な効果を持つのかどうか。特に為替に働きかけるのかという点は、疑問を感じるころがあります。新政権が日銀に対して圧力を強めて、日銀の政策が変わるという期待に関しては、私は少し懐疑的に見えています。

リスク要因は、一言でまとめてしまえば、2012年に起きたのと同様、若しくはそれ以上に世界の金融資本市場のリスクオフが過熱化することに尽きると思っています。いずれにしても、日本にとっては、そのことで円高が再燃し、2012年以上に円高水準が上がることによって、景気の下押しをするリスクを考慮に入れておかなければなりません。

逆にポジティブリスクという点では、国土強靱化計画、これに絡んだ財政出動の拡大ということがもし新政権のもとで打ち出されてくると、少なくとも短期的にはプラスに働いてくる可能性はあると、そんな捉え方を私自身はしております。

上野 為替については、基調が明らかに円安方向に変わってきており、企業の想定レートとの比較から見て、為替差益がようやく出始

めています。2013年は海外経済動向と為替相場の両輪が噛み合う形で、後退と思しき停滞状況から早い段階で脱出して、日本の景気は緩やかに上向くというのがメインシナリオです。

次の通常国会では、消費増税の予定通りの実施の可否を判断するベースになる春から夏の経済状況を好転させるべく、大型補正予算が冒頭で審議され、公共事業や何らかの個人消費刺激策が出てくると予想されます。

日銀の金融緩和については、とうの昔に流動性の罫に陥っているため实体经济への刺激効果は乏しく、むしろ中長期の副作用、弊害の方が遥かに大きいと思っていますから、国債の買い入れ枠もこれ以上拡大すべきではないと考えます。追加緩和は日銀の信認の低下につながり得る、非常に危険な賭けに近いものになっていますから、日銀にこれ以上期待するのは筋違いです。やるべきことは政府がこの国の需給バランスの悪さを抜本から改善していくことだと思います。

需要面では、生産年齢人口の減少を背景とする国内消費市場縮小の流れに歯止めをかけるような「多面的な人口対策」をやる。少子化対策の抜本的強化に加え、高技能の移民受け入れや観光政策の強化も必要です。供給面では、新しい企業の育成による産業構造の転換を進め、新陳代謝がしっかりした産業、企業に入れ替えていくことが重要です。これらは規制緩和も含めて政府の役割ですから、次の政権がやるべきことは山積ではないでしょ

うか。

最後に2012年に明らかになった、輸出関連の二本柱の1つである電機産業の苦境。その立直しの可否もポイントでしょう。

菅野 2012年の日本経済は、前半は復興需要で何とか成長を維持し、後半は外需にバトンタッチというのが、コンセンサスだったと思います。確かに、前半は予想通りでV字回復しました。ところが半ばでバトンを外需に渡そうとしたら受け取る人が誰もいなかったというのが現状でした。その結果、第3四半期はマイナス成長となりました。

しかし、先行きについては、中国をはじめとする海外景気が回復する兆しが見えていきますので、2013年前半は輸出である程度けん引してもらえそうです。このほか、財政の動向も見込まれますので、2013年前半はプラス成長と判断しています。

日銀はさらに国債を買い増すでしょう。日銀のバランスシートは急速に膨張する見込みですので、円高リスクは少なくとも前半は封印されます。但し、これだけでは日本国内の民需が盛り上がりません。構造改革を実施して先行きの不透明感を払拭することが必要です。しかし、これには時間がかかります。短期間に需要を増やすのであれば、財政歳出増加と日銀の国債購入の組み合わせが効果的です。日本の景気が上振れる可能性があります。このヘリコプターマネーという政策は、一旦始めると終わることが困難、という危険な政策でもあります。この点を十

分に認識する必要があります。

但し、政府と日銀の政策協力により、時間を買っている間に、痛みの伴う構造改革、具体的にはTPPへの参加による農業の改革などですが、これを行うことができれば、外国人の評価にも影響します。このベストシナリオを実現できれば、大幅な株高も夢ではありません。

外国人の間では円の先安感が根強いので、今の日本株投資は為替ヘッジ付きが多いようです。円安に推移したなかで日本株投資が増えてくると、日本人のマインドも回復してきます。2013年にポジティブサプライズが期待できるかもしれません。

日本の経常収支が赤字化する時期が早まる可能性が出てきたことは事実だと思います。しかし、だからといって、すぐに国債暴落を懸念する必要はありません。経常赤字になった場合は、プライマリーバランスの均衡を展望できる政策を打ち出せることができるかがポイントです。その時点で日本に対する信認が鍵となります。

それまでに日本がやるべき3つの政策があります。1点目は成長戦略。今は非常に大きな技術革新のなかにいます。サービス産業のなかで通信との融合を図った産業が次の時代をけん引すると思います。金融、証券資本市場を活性化して、ここも雇用を生み出す大きな受け皿にするとか、まだまだいくつもやるべきことは残っています。2点目に消費増税を今のスケジュール通りにやること。それか

ら3点目は社会保障の歳出の削減。思いきった英断で歳出削減に手をつければ、経常赤字になっても、それほど悲観する話ではないと考えます。

篠沢 新しい成長戦略については、民間がイニチアティブを発揮する意欲を持ってもらえるものになるといいと思いますね。企業家、財界がやる気を起こされることを2013年には期待したいと思います。グリーンとかライフと言われていたイノベーションも、早く具体の中味が出て欲しいです。

それと日銀の国債買い上げについて、政策の狙いが本当のターゲットである企業に届かないことで、効果の発現度が非常に限られているのではないのでしょうか。

熊谷 日銀だけではデフレは脱却できません。政府がもっと民間の活力を活かすよう成長戦略を一体的にやっていくことが必要です。ただ、日銀にできることが全くないかと言えば、まだ追加的な政策発動余地が残されていると思います。特にコミュニケーションの部分です。海外の投資家と話をしていると、日銀の金融緩和は嫌々やっていると思われています。日銀にとっては誤解でしょうが、理解してもらうところまでが日銀の説明責任です。

日銀の金融政策は、最終的にはデフレの脱却に際して、円安・株高の進行などを通じて市場の期待を変えることによって影響を及ぼす側面があります。日銀は日銀でやれることをしっかりとやって欲しい。他方で政府はそ

れとパッケージで、お互いにできることを最大限建設的にやっていくことが重要ではないかと思います。

美和 私はちょっと違った見方で、今、日本で期待を強く動かしすぎてしまうと、確かに円安になり、それに連動して株高になるかもしれないけれども、同時にリスク回避的に動いていたマネーが、リスクを取りに動いてしまうという恐れが出てくる。つまり、マネーが国債に行かなくなる。意外と短時間で財政のバランス、国債の需給のところにしわ寄せがいくリスクを、実は日銀は内々で非常に強く意識して、自制を働かせているのではないかというのが私の読みです。

上野 日銀は1つには、バブルが発生・崩壊して経済の安定が壊れて変動の振幅が非常に大きくなるリスクを見えています。もう1つは自国の通貨を金融政策で無理やり売らせることのデメリットも考えていると思います。また、日銀が国債を買い続け、インフレ心理に火をつけると、国債市場も安穏としてられないわけです。さらに言えば、日本の家計のマネーの絶対額には限界があるので、5年から10年先には、外国人の資金を引っ張ってこない国債の消化が安定的にできない時代がやってきます。もういい加減、日銀にしわ寄せをして無理な政策を発動させることはやめるべきだという主張を私は持っています。

篠沢 今、国債の外国人消化率は8.7%だというのは、長期国債だけだと6.5%くらいですかね。外国のお金も少し入れてもら

方がバランスはいいのかもしれませんがね。

上野 市場からの警告を財政に対して発しやすくなるのですね。今はムラ社会で国債を消化していますからそれが一切出ないのです。

菅野 世界を見渡すと経常収支が赤字の国は沢山あります。アメリカは基軸通貨国です。で別にしても、イギリスも経常収支は赤字です。しかし、イギリス国債のマーケットにおける信認は、むしろ経常黒字国の日本を上回っています。経常収支と国債の信認は直結しません。要は、財政規律を保っている国は信認が厚いということです。

日本の場合、今は短期国債中心に外国の資金が入ってきていますが、中長期的な信認は残念ながら必ずしも十分とは言えません。

同時に日本は、民間部門のリスクの取り方にも問題があります。例えばアメリカは国是としてリスクを取るのはいいことだと考える風潮があります。それが実を結んで、資産を持った人は社会から尊敬されます。日本は残念ながら民間がリスクを取り難い状況に陥っています。

熊谷 今、日銀を擁護する人は、日銀はできることを全部やっていると。できることがないんだと。これはここ何年間かずと彼らが言い続けてきたことです。ところがそのたびに新しい追加緩和策が出てきているので、極端な日銀擁護派の理屈にリアリティがなくなってきています。国債暴落の懸念については、政府が財政規律を保てばいい話であって、パッケージで考える必要はあるけれども、それ

を心配して日銀が金融緩和をしないのは完全に本末転倒です。

今は決して悪い円安ではなくて、円安と株高が同時進行していますので、もちろん国債の直接の引受けなどは禁じ手ですからやっちはいけないのですが、ギリギリのところまで日銀はできることを探っていくべきです。政府と日銀がお互いに疑心暗鬼になるのではなく、それぞれができることを最大限にやるのが、ポイントなのではないかと思います。

菅野 政府が財政歳出を増やすと同時に日銀が国債購入を増額するという政策は、確かにデフレ脱出策としては有効ですが、ある意味、モルヒネの可能性があるので、やればやるほど、神経が麻痺してくるリスクがあります。ただ、モルヒネも使いようによっては良いこともあります。要するに外科手術をする時には痛み止めの麻酔薬は必ず必要なので、モルヒネを薄めて使えばいいわけです。ただ、その時には大前提として必ず外科手術をすることです。今の経済の問題で言えば「構造改革」です。改革までの間に、日銀に時間を買ってもらう目的では正しい使い方だと思いますが、薬だけどんどん使って内臓疾患を作ってしまったのはやはり問題です。

上野 アメリカもヨーロッパも財政緊縮の議論を真剣にやっています。日本場合は消費税を1回上げるだけでもこれだけ議論をして、しかも増税のためと称して水ぶくれした予算を編成している状況ですから、財政規律の真剣度合いがまったく違います。

熊谷 デフレ脱却は日銀の金融政策のみでは容易ではない、そして金融緩和策と財政規律の維持は一体的に行うべきであるということなどについては、意見は共有できたと思いますね。

上野 ただ、歳出の行き場が、産業の新陳代謝の活性化の方に本当に向いているかという、向いていないのです。旧態依然たる予算編成で、民主党政権もやってしまったし、また今度の政権でもそうなるのではないかと考えています。そういった政府と中央銀行の有り様が欧米とまったく違うということは、忘れてはいけないポイントだと思いますね。

篠沢 話は変わりますが、最近の中国は別として、全般としては日本からの対外直接投資は大きく伸びている。しかし海外から日本への対内直接投資が見るも無残な状況になっています。何か良い知恵はないですか。

上野 人口面で縮小に向かっていますから、外資系でも日本株のチーフ・ストラジストを置かないところも複数社あると報道されています。ジャパンパッシングでいろいろな投資がシンガポールや香港に行ってしまう。日本の国内消費市場が人口動態を背景に下向きで沈み続ける流れに歯止めをかけることを何か打ち出さないと難しいでしょう。

美和 トートロジーになりがちな話として申し上げるのですが、もともと直接投資を呼び込むという発想自体が、外から資金を呼び込むことで、ついでに人も引っ張ってこようという魂胆があったと思います。ところが実

態は人口減少ありきで、この国はだめだというバイアスがより強くなってしまっているのが実情です。私としては、もともとこの原点にあった発想を見直した方が良いのではないかと考えています。全体として外国からの対内直接投資が縮小からマイナスに転じるなかで、製造業で言えばR&Dに関連した直接投資は依然として活発であるという話はよく聞きます。こういったところに対して、何らかの戦略的な働きかけがあってしかるべきです。またそれが将来の日本の成長期待の低下に歯止めをかけることにもつながる好循環を生むと思います。

篠沢 人口の減少が現実になりましたが、この点についてはどうお考えですか。

菅野 人口問題は非常に重要な問題ですが、あまりにも人口の制約を過大評価しているのではないかと思います。人口問題があるから、直接投資が減っているというのは、必ずしも正しくないと思います。人口減少の下でも、国内市場を活性化させることは十分に可能です。運命論として受け止めることは間違いです。

最近の日本の内向き志向は問題です。外国からの直接投資はますます入りにくくなります。この議論はTPPの議論にもつながると思います。中長期的に考えた時に、どれだけ日本が真剣に国を開こうとしているのか、それが今問われています。外から異質な文化、考え方を取り入れて、競争をもう一度起こして、そのなかで競争原理を生かして、真に効率的

な企業や産業を生んでいくメカニズムが日本にはどうしても必要です。

リーマンショックを経て、再規制の動きがどんどん強くなってきています。その結果、ますますリスクテイクの風潮が後退しています。そういうところも、この国に投資をしても収益は見込めないということにつながっています。やや行き過ぎてしまった時計の振り子をもう少し戻して、海外から見ても投資できる国に、政策面で手立てをしていくことが非常に重要です。

■ 4. 2013年証券・資本市場の展望

篠沢 最後に2013年の証券・資本市場の展望と活性化策についてお願いしたいと思います。

美和 2つ申し上げたいのですが、最初に「べき論」、それを踏まえた現実的なシナリオという位置づけの話をします。「べき論」では、わが国の明確な成長戦略を打ち出して、そこにリスクマネーを供給する、こういった資本市場が今後さらに求められると思います。ただ、現実の実態がどうかというと、非常に強固な悪循環が生じてしまっています。まず実体経済面でデフレ、需給ギャップ拡大が長期化しています。将来の成長への期待も残念ながら落ちてきているという実情があります。それがリスクマネーの供給を細らせて家計、企業が抱えている余剰資金がもっぱら預貯金とい

うリスクフリーなところに集中しやすくなっています。ところが、それが皮肉にも日本の財政バランスを支えている面もあり、どこか1つスイッチを入れて動かそうとすると、最悪の場合には財政の問題、国債の需給の問題に直結をしてしまいます。つまりリスクマネーの供給が拡大する以前に、財政が壊れるという問題に直面してしまうのが、日本の資本、金融市場が抱えている最大のジレンマです。

2013年にこの現実が変わってくるかどうかについては、慎重に見なければならぬと考えています。特に為替の問題ですね。円高の是正が政策的に必ずしも進んでいく方向にはなりにくいと考えていますので、資本市場の活性化が現実的に2013年に達成の目途がつくかということ、まだ厳しい状況にあると言わざるを得ません。

篠沢 日本取引所も新発足します。

上野 市場の活性化は、経済の実力がまずありきです。日本の金融市場のバックグラウンドにある日本経済が将来に向かって下向きだったり、規制でがんじがらめであったりすれば、入ってくる資金も入ってきません。活性化も何もあったものではありません。

まずは日本経済の将来像を変えるようなイニシアティブを政府に取ってもらうことです。それがあって、初めて日本取引所や様々な金融インフラの整備が活きてきます。

菅野 今、アメリカでは規制が強化されて、金融機関の活動がしにくくなり、リスクが取りにくくなっています。欧州大陸でも金融取

引税がかかって、国境をまたぐ取引がしにくい状況です。規制と税金で欧米の金融機関が苦慮している時に、うまく立ち回っているのがシンガポールです。資金と金融機関と人を呼び込み、今や資産バブル状態です。

翻って、これらの現象は、今の日本の金融市場をもう一度見直す絶好の機会です。今、海外の金融機関は自国以外の拠点をもっと強化しようという動きがあります。ましてアジアは長い目で見れば、成長センターであることは世界的なコンセンサスです。

しかも日本は製造業での雇用はもう生み出しにくい状態になっています。広義の金融産業を見れば、実は周辺産業が大きいことに気づきます。金融は情報産業でもありますから、様々なメディア、弁護士や会計士に対する需要が高まります。また、海外から人を呼び込めればホテルやタクシー、飲食店といった需要も拡大します。金融は非常に裾野の広い産業だと思っています。政府も金融セクターも、本腰を入れて世界に明確なメッセージを発信し、今こそ日本の金融・資本市場の成長を促すべきです。

ただ、そのための課題は山積です。まず税制の問題があります。法人税と所得税率が高すぎます。これでは良い人が来ません。逆に日本人の優秀な人たちが香港やシンガポールに逃げていってしまう懸念が増大しています。

次に行き過ぎた規制も目に付きます。一度見直す必要があります。また、金融庁にも金融監督行政を市場育成の観点から見直してい

ただきたいと考えます。例えば、私が経験したことですが、ロンドンでは、市場基盤整備のために、イングランド銀行（BOE）と市場参加者が同じテーブルについて、どうしたら一番良い規制ができるかについて議論していました。市場参加者の方からこういう規制が良いのではないかと提言をして、双方向のコミュニケーションで良い規制を作ることができる体制作りが、日本でもできたら良いと思います。

最後は人材育成の課題です。日本が国際金融市場として発展するためには、日本国内である程度英語が話せて、基本的な金融の知識を備えた人にもっと育ててもらわないといけません。

熊谷 私は政府サイドと民間サイド、それぞれにまだやることがあると思います。まず政府のなかで、日本人が日本株を持つことを奨励するような仕組み、例えばリスクを取った人に税制などの恩典を与える仕組みを作ることが必要です。日本人が日本の株を持つという健全な状況を投資教育や税制を含めてしっかりと政府に後押しをしていただきたい。

民間サイドは、適正なレバレッジをかけて投資効果を利かせ、それによってROEを高めることが必要です。日本のROEが低い理由は、負債比率が低く適正なレバレッジをかけていないからです。こうした点で外国人投資家から、株主還元が不十分と見られています。

もう1つは株や資本市場は、ある意味で国民経済を映す鏡です。最終的には政府がしっ

かりと成長戦略を実行していくかどうかのポイントになります。TPPや規制緩和の問題にしっかり取り組んでいくことが、わが国の資本市場発展につながるのです。成長分野への投資減税なども重要です。

日本取引所は、インフラとして日本の資本市場を支えて、その発展をサポートしていただきたいと思います。これらの結果として、2013年に日本がもう一度見直される可能性が出てくると考えます。

篠沢 本日は、長時間ご議論いただきまして、どうもありがとうございました。

(この座談会は2012年11月27日に行われたものである。構成：桜木 康雄)