

移行期にある世界経済と国債信認について(提出用)

2011 年 11 月 16 日

武者リサーチ 武者 陵司

移行期の世界経済情勢・・・移行期は確か、何から何へ(体制間移行ではなく体制内移行)

- ・ 移行期特有の現象、長期金利、株価、金、相次ぐ危機と乱高下(市場の機能不全か警告か)
- ・ おそらく生産様式の矛盾発現(=生産力×生産関係)に類似した関連。
- ・ 世界資本主義の進(深)化は続くのか enlargement(外延的拡大) & deepening(内包的深化)
- ・ 経済進歩がもたらした危機・・・発展の一過程(globalization、IT・Net revolution、global financial integration)・・・mismatch の発生、生産性革命=供給力増大と需要の制約

- ・ 米国ダウ 100 年史に見る経済と市場の発展・・・3つの推進力の検証

地政学レジーム、列強世界分割時代 Pax Americana、Pax Am 世界共和国
 技術生産性革命・・・石炭 石油・電気・自動車 半導体・情報 ネット、新エネ?
 需要創造メカニズム、信用・通貨制度 金 管理通貨 ドル本位 市場本位?
 金価格上昇と通貨体制、中央銀行システムの変遷

- ・ 世界成長=所得が需要に結びつかない

巨大恒常黒字国の存在(中国・ドイツ・OPEC の為替硬直による資本移動歪曲)
 企業所得の肥大化

a. 海外所得(=先進国にとっては金融所得)、投資収益・技術料・経営指導料・・・国内
 HQ 機能、R&D の増大 高級社員の優遇、

b. 企業の純貯蓄化(global 化・net 化で投資コスト著減=企業の過剰償却が進行して
 いる可能性) 企業による実物投資ではなく金融投資(企業買収・年金などのため
 の将来キャッシュフローの取得=株式)へ、 自社株買い、 賃金引き上げ 株
 高が問題を解決する?

c. 一国ケインズ主義(企業増税による所得再配分)の限界、global pyramid(炭素税な
 どの創設

- ・ 先進国の発展型、「プラチナ社会」(小宮山氏)、 サービス化、 資産蓄積と利子・配当
 所得依存、 エンゲル係数の低下・・・米国はグローバル化(=空洞化)、IT 化(=機械化)にど
 う対応してきたか

- ・ かい離する利子率と利潤率(=異常に高いリスクプレミアム)はいかに収斂するか

市場価格上昇による市場利潤率(earnings yield 低下)、投資復活による利子率上昇
 政府過剰債務は成長により解消へ

世界不況による企業収益の急悪化 earnings yield 低下

財政破綻、ハイパーインフレによる利率の急上昇(=インフレによる資本の減価)
レジーム転換(戦争・革命)による一気清算(資本の破壊)

猛威をふるう金融波乱……現代金融と資本移動は最適資本配分を阻害しているのか

- ・金融の肥大化、グローバル化と資本移動の速さとスケール 高まる資本蓄積、増大する不均衡(=国際信用)、低下する資本の垣根(資本市場の一体化 制度変化・規制緩和・ネットによる取引コストの著減・時価会計による国際資本市場の一体化、金融技術革新と投資手法の発展……synthetic products ex. ABX、CDS)、long short 手法の威力 =瞬時に資本移動
- ・金融の分業化、投資銀行の分化、プラットフォームの提供か、リスクテイクによる裁定利益の追求(ヘッジファンド化)か
- ・遅れる制度変化、情報格差の存在・定義変更(時価会計導入など) 裁定チャンスの増大、ヘッジファンドの規模・機能拡大、限りなき非効率性(mispricing)の発見と裁定へ。売り材料の模索。「次は sovereign が 2009 年末ヘッジファンドの合言葉」、醸成される「次は日本国債バブル」?
- ・資本移動の猛威……+の mispricing の是正から-mispricing の形成 system destruction の危機に。決定的な市場心理と新たな safety net 必要に(lender of last resort から buyer of last resort へ)、例 リーマンショック時の credit risk premium ABX 指数 株式の yield spread 南欧国債金利?
- ・中銀の体質変化、金 国債 市場性資産(将来 cash flow の現在価値)、最後に残る安全網機能(lender of last resort, buyer of last resort)

揺らぐ債務に対する信認

- ・増大する財政赤字、問われる赤字の sustainability 赤字(残高、フロー)水準、金利水準、成長性、は将来に対する市場の perception、かつ相乗的に悪化する。
- ・ギリシャ・イタリア国債売り発生の原因は 放漫財政、財布のない政府、経済悪化と金融困難(リーマンショック後の連鎖)……何故イタリア not UK US JPN
- ・ユーロの体制的欠陥と域内不均衡、為替、金利政策、資本移動の同時実現不可
- ・ドル問題……危機時のドル選好、フローと残高のミステリーは当分持続、・基軸通貨国特権……シニョリッジよりも米国金融収益性 対外資産投資収益率 vs. 対内投資収益率(米国のビジネスモデルの優位性、対内債券投資率<対外実物投資率、チープレーバレッジ、ドル安、基軸通貨プレミアムなど)、
- ・米国経済とドル体制、アメリカはなぜ強いのか、霸道から王道へ、global governance model 競争 世界の頂点に立つ資格がある、情報ネット技術で圧倒、新社会・新システムの開拓者、S.Jobs、B.Obama、B.Clinton 民主主義におけるより普遍的価値の開拓者・推進者、経済的富の創造と消費パターンの開拓者、・政策選択を支える知性(not

ideology but pragmatism)、経験論対観念論

国債暴落の教訓と日本国債暴落のシナリオ

- ・最重要の confidence management 競争力の維持、デフレ脱却=成長回復と改革、赤字削減による信認の向上がカギ。
- ・ mispricing を放置するな。裁定の機会を早く摘み取れ。 mispricing の根源、日本人の home country bias の問題、制度・規制・指導による過度の「リスクテイク抑制」国債は risk free か。制度変更の可能性の放置。
- ・ 決定的モメント(threshold point)の回避、決定者はグローバル金融市場。
- ・ 日本の陥った罠、デフレ均衡状態(デフレ、円高、超低金利、金利裁定の停止=異常高リスクプレミアム)がどのように崩れるか。デフレ均衡の構成要素(高競争力=貿易黒字維持=企業収益維持、内需の低迷、名目賃金下落、財政赤字累増、低株価)
- ・ デフレ均衡が崩れる 3 つのシナリオ
 - 貿易黒字消滅 企業の競争力喪失(根源である技術品質優位=pricing power の喪失)
円安・インフレ、株安
 - 国内貯蓄減少(家計貯蓄減+企業海外投資シフト) 金利上昇、財政赤字拡大加速、株安
投資行動の変化 国内リスク資産選好(+海外投資)高まる 円安・株高今こそ市場心理に働き掛けるとき。新重商主義時代における国家利益の主張(対中地政学の顕在化により日本の工作余地発生……日銀 BS を使った円安誘導!!!)。
- ・ 世界経済と日本におけるデフレ均衡崩壊のマトリックス、世界経済着実に回復(インフレ抑制下の経済拡大 ドル高・株高)、世界低成長定着(ドル安進行・株式下落)、世界危機進行(ドル安・株下落)、世界インフレ(ドル高・株堅調)

国債信認危機の可能性マトリックス

	対外黒字消滅	国内貯蓄減少	投資行動変化
世界経済回復			-
世界低成長			-
世界危機進行			-
世界インフレ			-

日本にまだ時間は残されている

- ・ 競争力=対外黒字の維持、世界有数のコスト削減、アジアで突出した技術品質優位
- ・ 国際分業、アジア分業に於ける日本の地位 少子高齢化の制約はアジア市場とアジア労働力で突破できる

- ・円安 デフレ脱却の可能性
- ・変化する地政学環境、失われた 20 年、獲得した 20 年
- ・日本は破局的危機なしに改革できるか
- ・日本の技術優位の源泉、gemeinschaft 的特性は governance の欠陥として致命傷にも

望まれる政策体系 内的改革と外的主張・開放

- ・国民ベクトルの統合
- ・政治力・・・「国家の退場」の時代における global power の理解と政策動員力
- ・ 第一の開国 列強の世界分割
- ・ 第二の開国 Pax Americana
- ・ 第三の開国 対世界共和国? に向けてのリーダーシップ
- ・ アジア最大の民主主義国、経済大国 世界共和国のアジアにおける啓蒙者