

第2回 財政・社会保障の持続可能性に関する  
「経済分析ワーキング・グループ」  
議 事 録

内閣府政策統括官（経済社会システム担当）

第2回 財政・社会保障の持続可能性に関する  
「経済分析ワーキング・グループ」  
議 事 次 第

日 時 平成23年11月16日(水) 13:14~14:50

場 所 中央合同庁舎4号館共用第4特別会議室

1 開 会

2 議 事

○国債市場の信認について

(1) 専門委員、外部有識者からのプレゼンテーション

(2) 自由討議

3 閉 会

○吉川主査 ほぼ定刻ですので、始めさせていただきます。

本日は、お忙しいところ御参集いただきましてありがとうございます。

ただいまから、「経済社会構造に関する有識者会議」の「経済分析ワーキング・グループ」の第2回会合を開催いたします。

本日は、前回の会議で御欠席された2名の先生方がお越しになっていますので、五十音順に紹介させていただきます。

一橋大学経済研究所の小塩隆士先生です。

それから、慶應義塾大学経済学部の土居丈朗先生でございます。

また、本日は外部から有識者をお招きしておりますので御紹介させていただきます。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社の石井純チーフ債券ストラテジストでいらっしゃいます。

それから、株式会社武者リサーチの武者陵司代表でいらっしゃいます。

それでは、早速議事に入ります。今後、年末にかけて社会保障・税一体改革の議論が行われる予定です。そういう点も踏まえ、本日は「国債市場の信認」というテーマについて土居専門委員と、ただいま御紹介させていただきました外部有識者の方々にさまざまな角度からプレゼンテーションをしていただいた後、自由討論ということで皆さんから御意見をいただきたいと思っております。

プレゼンテーションの前に、1点御報告いたします。前回御議論いただいた当ワーキング・グループの中間報告については、10月27日に行われた有識者会議に私の方から御報告し、御了承いただいた上で公表しております。皆様には既に送付しておりますので、御報告いたします。

では、早速、土居専門委員から15分程度でプレゼンテーションをお願いいたします。よろしく申し上げます。

○土居専門委員 慶應義塾大学の土居でございます。今日は、私の発表の機会をいただきましてありがとうございます。

今日は、資料1の「日本の政府債務と成長率・金利」と題しました資料に沿いましてお話をさせていただきたいと思っております。

既にこのワーキング・グループの親会議で報告書が出されておりますけれども、財政健全化のためには経済成長だけでは実現できないということです。特に経済成長率を高めれば税収が大きく増えるのではないかという淡い期待があるわけですが、決してそうではないということは既に確認済みであるということかと思っております。

あとは、残されたテーマとしては成長率と金利との関係ということで、これも経済学の中では長年いろいろと議論されておるところでありますので、少し私なりに最近の研究も含めてお話をさせていただきたいと思っております。

まず、釈迦に説法ですが、2ページ目には我が国の政府債務残高対GDP比が他国に比べて群を抜いて高いというわけでありまして、この政府債務をいかに発散しないようにする

かということが、経済学の文脈では財政の持続可能性ということと呼ばれているものがあります。

3 ページに移りまして、「財政の持続可能性と成長率・金利」についてアカデミックな話で議論をしております。これは別に珍しいものではなくて、こうした分析ではオーソドックスな分析方法かと思えますけれども、政府の予算制約式を対 GDP 比に書き直して異時点間で見るということであります。

4 ページ以降につきましては、実はカリフォルニア大学の星先生と一橋大学の沖本先生との共同論文をお手元にお配りしております。お手元にワーキング・ペーパーを置かせていただいておりますが、これが JJIE に間もなく公刊されるということでもあります。

この論文の要約めいた話をしばらくここからさせていただきます。財政の持続可能性についてはいろいろな分析方法がありますが、例えば成長率を金利との関係を意識しながらいかに財政健全化をすればよいかを議論するとすれば、例えばひとつ確立した分析方法として、現時点から  $n$  年度、例えば 100 年後というある程度長い期間を見渡したときに、政府支出の時間のプロファイルを見極めながら、その期間、同じ税率を課したとして、現時点と同水準に政府債務を抑制するのに必要な税率を確保するということを考えます。このような財政の持続可能性を担保する税率を  $n^*$  というように 4 ページで定義しております。税率と呼んでおりますけれども、意味するところは政府収入対 GDP 比ということでもあります。それから一時的に政府債務対 GDP 比が増大するということがあったとしても、 $n$  年後には現時点での政府債務対 GDP 比に収束するということがあれば、財政は持続可能とみなすという想定で議論をしております。

5 ページですけれども、政府債務をグロスで見るか、ネットで見るとかという話があるのですが、この元論文でも議論をしておりますけれども、将来の社会保障給付を歳出として予測しているということになりますと、例えば社会保障基金の積立金、金融資産というのは、行く行くは将来の年金給付などに支出されるということになりますので、この部分は事実上、年金の給付債務ということになります。そういう意味では、その部分はやがて給付に充てられるということで費消するということなので、その部分はネットアウトするということです。

もう一つは、例えば象徴的には外国為替資金特別会計の債務、政府短期証券ですけれども、これは見合いの金融資産が米国債などであるということで、100 年とかという長きにわたればいずれは売却できたりするかもしれないということで、その部分をネットアウトした Adjusted Net Debt、修正純債務というふうにここでは呼んでおりますけれども、そういうようなものを除いたところで、財政収支を約 100 年にわたって見た場合に、どういう形で財政が持続可能にできるかということを検討しているということでもあります。

ちなみに 6 ページでありますけれども、足元の政府収入対 GDP 比、政府支出対 GDP 比というのは、例えば 2010 年で OECD Economic Outlook に基づきますと、政府支出対 GDP 比は利払い費を除くと大体 38%、政府収入対 GDP 比は社会保険料も含んでおりますけれども、

約 33%というのが足元の数字ということで御記憶いただければと思います。

この論文では7ページのように、将来の政府支出のプロファイルというものを社会保障給付も含めて一定の仮定の下で想定しております。その下で、先ほどの政府の予算制約式に基づいた形で出てくる財政を持続可能にする税率、政府収入対 GDP 比というのは8ページにありますように、例えば我々が標準ケースと呼んでいる名目利率が4%、名目経済成長率は2%であるということだと仮定いたしますと、44%程度の政府収入対 GDP 比が100年間にわたって毎年得られ続ければ、2010年末の政府債務対 GDP 比を2105年末においても維持できるということになります。

ただ、先ほど御紹介したように、政府収入対 GDP 比というのは足元で約33%ということですので、対 GDP 比で見ると約11%の増収が必要になってくるということになります。勿論、これは社会保険料の引上げであっていいわけですが、単純に消費税率ですべてを賄うということであれば、約22%の消費税率の引上げということになるかと思いません。

勿論、歳出削減を我々が想定している以上に行うとか、そういうものも収支改善につながるということですので、それを否定するものではありません。ただ、9ページにありますように、仮にそういう財政運営ができたとしても、やがて政府債務対 GDP 比の抑制を図っていかなければいけないということになりますと、かなりの高い率で基礎的財政収支の黒字を対 GDP 比で出さなければ、それは実現し得ないということには気がつける必要があると思います。ただでさえ、我が国の戦後の財政運営では、基礎的財政収支の黒字を対 GDP 比で高い率で出すということを長年にわたって維持するというこれはこれまで経験がございません。そういう意味では、これは政治的に本当に実現できるのかというところが問われるところかと思いません。

10ページには、対 GDP 比で見た政府債務のプロファイルもありますけれども、これは修正純債務ベースで見ると一時的には250%近くまで上がるという意味ではかなりの高水準になり、これにプラス数十%の率が上乗せされたものがグロスの政府債務ということになりますので、そう考えてみますと極めて高い水準で政府債務を抱えることになるということも、認識する必要があるかと思いません。

11ページは東日本大震災の影響というものを見ており、12ページに結果を示しておりますが、100年という長きにわたったときに、この震災復興の支出の財政負担というのはさほど大きなインパクトはない。財政の持続可能性に重大な支障を来すほどの規模ではなからうということになります。

それから、13ページはかなり極端なケースでありますけれども、もし政府債務を棒引きできた場合でも、実はさほど将来の財政負担を減らせるわけではないということの意味する結果が出ております。

つまり、先ほど御紹介したように、対 GDP 比で見て40%を超えるような政府支出が今後半世紀以上続くということが予想されておりますから、今の政府債務を返済するというこ

とでも負担がありますけれども、今後の政府支出を賄うだけの財源をきちんと確保することだけを取ってみても、我が国は相当な政府収入対 GDP 比を確保しなければならないということを意味しているものであります。

そういう意味では、この 13 ページは政府債務を棒引きするというような一見かなり非現実的な仮定を置いているようでありまして、ここで意味するところは 21 世紀における我が国の政府支出は、高い水準なのでそれに備えて十分な財源を用意しなければならない、今の政府収入対 GDP 比よりもそれなりに高い率の収入を確保しなければ、将来の政府支出の財源すら賄えないということを意味しているというふうに御理解いただければと思います。

14 ページですけれども、インフレにして返せばいいじゃないかという議論が巷間ではありますので、これをより学術的に見たときに、決してそんな簡単な話ではないということを示しております。勿論、インフレ率を上げると名目成長率を高めるとともに、いわゆる貨幣鑄造益というものが得られるということは理論的には考えられますけれども、仮に貨幣鑄造益を入れたといたしましても、結局のところ貨幣鑄造益対 GDP 比というのは 14 ページにありますように、インフレ×ベースマネー対 GDP 比という大ききさでこの政府債務を抑制できることとなります。

しかし、15 ページにありますように、足元で見てマネタリーベース対 GDP 比というのは大体 20%強でありまして、仮にこれを 30%だと見ても、インフレ率を 4%にしたところで政府債務対 GDP 比はたかだか 1.2%しか下げられないということですので、インフレで政府債務を抑制するというのはよほど非現実的なインフレ率でも起こらない限りは余り足しにならないということを意図しております。そういう意味では、まじめにこつこつプライマリーバランスを改善するということが、最も財政健全化に資することだということでもあります。

それで、16 ページに今の話をまとめておりますが、我々の共同論文での分析の想定は名目成長率は 2%ですが、その名目成長率を 2%よりも高くしたところで先ほどの結論は基本的に変わりません。その影響が一番大きいのは、むしろ成長率と金利の差であります。その率の差が決定的に影響を与えるというのは、先ほどのページにもお示ししておりであります。そういう意味では、できるだけ財政を健全化する努力を続けることを通じて、日本の財政の持続可能性を担保することができるという話であります。

最後に、成長率と金利の話でありますけれども、厳密に分析するとなるといろいろ洗練化された方法というのはあるのですが、最近私が発表したものの中で今回の議論でも用いられるかなと思って御紹介させていただくのは 17 ページであります。

我が国の名目成長率と長期金利の関係を 1981 年以降のデータで取ってみたところと言えば、単回帰ではありますけれども、1%の名目成長率の上昇に対して長期金利は大体 0.55%上昇するというような関係が見出せるということでもありますので、仮にそうだといたしますと、特段の歳出削減等をしない、ないしは税制改革をしないということであった

場合、現行の税制を基に税収増があったとしても、今のような形で長期金利の上昇が起こり得るといふことであれば、その分だけの利払い費の増加ということに通じて、結局財政収支は改善しない。

名目成長率が高まったとしても、今の税制や歳出構造をそのままにしたとすれば、利払い費の増が税の自然増収よりも多くなるということ、財政収支はそれだけでは改善しないという結果になっているということなので、やはり税制改革や歳出構造改革は必要であり、成長しさえすれば増税は要らないという話ではないのだろうと思います。

私からは、以上です。

○吉川主査 ありがとうございます。

それでは、続いて石井さんから御報告をお願いいたします。

○石井ストラテジスト 三菱UFJモルガン・スタンレー証券で債券ストラテジストをやっております石井と申します。よろしくお願ひします。

今日は、日ごろの機関投資家向けのプレゼンから資料を抜粋して持ってまいりました。一セルサイドの市場参加者として、今の財政事情と、それから国債の需給、財政の持続性についてどういう見方をしているかということをお紹介できればと思います。

資料2の「国債市場の信認について」ということで、6ページにお進みください。債券市場参加者はセルサイドもバイサイドも今、土居先生が御説明いただいたような財政の持続性の先行きについてやはりかなり悲観的です。

ただ、なぜギリシャなど欧州で見られるような「悪い金利上昇」が起きていないかというところ、コンセンサスとしては最大の要因としてストック面から見た“磐石の国債消化構造”に対する信認というものがあると思います。

代表的なものは図1のように国債の95%以上を日本人が保有しているとか、図2のような家計の純金融資産が政府債務残高をフルカバーしていて、今後増発される国債の消化原資としてまだ手つかずのお金があるというイメージが先行しているように思います。

そうした大きな背景としては、下の2つのグラフにあるとおり、まだまだ国民負担率、取り分け消費税の引上げ余地が大きいので、これから財政再建を本格的にやれば何とか間に合うのではないかという楽観論があるように見受けられます。

しかし、例えば図2の家計純金融資産と政府債務残高のフルカバーというのも、今年度末には政府債務残高が1,000兆円に乗ってくるということで、その期待される消化余力というのはかなり薄くなってきているということが言えます。

7ページをご覧ください。この点は私の考え方であってマーケットコンセンサスではないのですが、フルカバー状態というのは根本的な誤認識があると考えています。家計金融資産を始めとした国債消化原資の全体像というのは、図1のような国内貯蓄約1,600兆円だと見えています。半分が家計の円預金760兆円で、これに最近話題の企業の預金などを乗せたものであります。

更にバッファーがあるように見えますが、当たり前のことですが、下のフローチ

ャートにあるとおり、この莫大な国内貯蓄も金融仲介機関を介して既存の貸出しや有価証券に事実上固定化されていますので、まだまだ余力があるというのは誤認識だというふうに考えています。

この点を示したのが、図3と図4です。図3の方で見ていくと、貸出し、国債などの残高が国内貯蓄を若干上回る状況になっています。なぜ拡大均衡が持続しているかというところ、下の図4に一つの調整要因として外国人と日銀の国債保有分を除いてみると、国内の純粋な民間貯蓄と国債残高がバランスしているという微妙な関係にあります。ですから、今後財政再建が遅れ、淡々と政府債務が増え、国債が累増していくとして、これまでと同様、国内貯蓄と拡大均衡を保っていくには、オーソドックスには国内貯蓄がこれまでと同様のペースで増え続けることを期待するか、もしくは変な言い方ですが、貸出しがこれまでと同様、順調に減り続けて国債の方にお金が回り続けるということを期待するか。更には、外国人や日銀が増える国債を引き込み線のように吸収してくれるか。こういうことを想定しないと、なかなか持続性は保たれないのではないかと思います。

後の2つ、貸出しの減少とか日銀が買い入れるというのは現実的でないとして、結局国内貯蓄が従来同様に増えるかどうかというところにかかっているように思います。

8ページです。そうすると、ストック面でバッファがあるとか余力があるということではなくて、結局フロー面のISバランスが文字どおり従来のバランスを保てるのか、偏重が起きていくのかということで、その貯蓄動向、特に家計部門の貯蓄動向を占う上では、やはり図3のライフサイクル仮説に基づいての推計というものが重要になってくると思います。

このグラフはごくごく単純な一対一の関係から貯蓄率を推計したのですが、高齢化の加速、老年人口割合の急上昇で、早ければ10年代後半以降、貯蓄率がゼロ以下になる可能性も否定できません。

加えて、最近注目を集めている企業の貯蓄についても今後、超円高との共存ということと海外のM&Aなどが活発化するとすると、一種のキャピタルフライト的な動きで企業の貯蓄も海外に向かい始めるということになります。

9ページです。このISバランスの偏重は、当たり前ですけれども経常収支の動向に端的に表れてきます。債券市場参加者は、もともとこの点は的確な問題意識を持っています。下の表1というのが昨年9月とちょっと古いんですけども、QUICKが市場参加者に行ったアンケートで、財政問題で国債が暴落するきっかけとして何を見ているか。6割近くの人が経常収支や貿易収支の赤字か、同じ意味ですが、貯蓄率の大幅な低下ということを警戒しています。

10ページにまいります。そうすると、今後「悪い金利上昇」のトリガーを引くイベントとしては、経常収支黒字が目に見えて縮小するとか、現実的にあと2~3年で赤字化するのではないかとといった思惑が広がる時に、ひとつ大きな鬼門が訪れるのではないかといいことを警戒しています。経常収支の先行きの予測は非常に難しいわけですが、有名な国



際収支の発展段階説にのっとして図1のような最近の経常収支の動向を見てみると、どうやらよく言われる貿易で稼ぐ国から投資で稼ぐ国へと構造変化しつつあって、今後は経常黒字も拡大、ピークアウトの方向が鮮明になるように見受けられます。

では、具体的に所得収支や貿易サービス収支がどうなっていくと市場参加者は見ているかですが、11ページです。まず、貿易収支についてはリーマン・ショック後、それから今回の大震災後、赤字化しつつあります。国内の産業空洞化が本当に加速するようだと、輸出の伸び悩み、輸入の増加基調、それから原発停止に伴う化石燃料の輸入の増大なども加わって案外貿易赤字が定着し、所得収支の黒字を食っていつてしまうのではないかという意識が徐々に共有されつつあります。

仮に貿易収支が早期に赤字定着となったとき、そうすると黒字の屋台骨としては所得収支の黒字ということになるわけです。表1がその所得収支黒字の源泉となる対外資産、グロスでは560兆円余り、純資産で250兆円あるわけですがけれども、グロスで見たときの資産のうち約半分が証券投資273兆円くらいになっています。

更に、表2でこの273兆円の通貨別、資産別の内訳を見ると、大黒柱は米ドル建ての中長期債で、これが約40%を占めている。時代のキーワードとなった米国経済の「日本化」で、米金利が今後例えば10年2%前後で低迷していくことになると、現在のような月間1兆2,000~3,000億円という高水準の所得収支の黒字はなかなか持続が困難になってきて、貿易赤字化とともに経常収支の縮小局面入りというのが意識されるようになるのではないかと思います。

13ページです。この点に関して、最近の欧州債務危機が我が国債券市場に対して発しているインプリケーションとしては、やはり経常収支黒字というのが命綱になっていくのではないかと思います。「悪い金利上昇」が起こるか、起こらないかの命綱ですね。

図1が最近の金利動向で、きれいに二極化しつつあります。ちょうど分水嶺のところにいるのがフランスで、徐々に上昇組の方に入ろうかという動きになってきています。

そして、右の表の1がISバランス、フローの財政赤字、ストックの債務残高、それから経常収支のそれぞれGDP比、それから10年3月末とありますけれども11年3月末ですね。今年の3月末以降の長期金利の変化幅で、フランス以上のところが低下、それ未満のところが上昇ということになっていますが、フランスも足元は上がり始めてきている。

債務危機国は当然としても、なぜフランスが上がり始めたかということ、フローベースの財政赤字がイタリアよりも悪いとか言われているのですが、結局のところやはり経常赤字、双子の赤字の状況であるというのが効いていると思います。

そういう目で見えていくと、ドイツ、日本はやはり安全資産逃避と位置づけられて、引き続き資金が流入しやすく、「悪い金利上昇」は起こるとしても最後の組です。

ちなみに、米国は双子の赤字のリーダーですけれども、やはり基軸通貨の特権というものを依然として享受している感じはあります。

イギリスについては、欧州圏の非ユーロ通貨ということで、やはり逃避対象としてまだ

お金が流入しているようです。

14 ページです。結局、我々の債券分析チームで「悪い金利上昇」が財政問題で起こるといのは、当面はリスクシナリオであってすぐには起こらない。ただし、経常収支が赤字化するかもしれない 2020 年、17~18 年ころとコンセンサスで言われているんですけども、それが視野に入ってくると真性の「悪い金利上昇」というものがやはり起こらざるを得ないのではないかと警戒されます。

差し当たって注意が必要なのは、やはり先走りが得意なマーケットですので、そういう経常赤字化が合理的に予測されるようになった段階で早目に織り込み始める。すなわち、長期、超長期債再投資の腰が引けるとか、中にはパニック的に債券投資から撤退し始める人たちもいないとも限りません。そういうことが前倒しに起こるのを、ここで自己実現的な「悪い金利上昇」というふうに呼んでいます。この自己実現的な上昇といのは、多分に市場心理がトリガーになりますので、なかなか何がトリガーイベントになり、発生するかというのは予測が困難なところでもあります。

15 ページです。近年の内外の例から、そうした自己実現的な「悪い金利上昇」というものを見てみると、図 1 が有名な 98 年末から 99 年初の「資金運用部ショック」の前後です。それから、図 2 が近年、2003 年のときのいわゆる「VaR ショック」の前後ですね。それから、図 3 が 90 年代半ばのスウェーデンの「悪い金利上昇」の例であります。

類似点、相違点がいろいろあるのですが、今のところそのトリガーとなるような相場の高値警戒感、あるいは高値警戒感を伴ったロングポジションの蓄積というものが余り観察されないので、今すぐに起こるとい感じはないんですが、今後こういう投資環境の中で当時と同じような要件がそろっていく可能性がありますので、注意が必要になってきています。

16 ページです。この自己実現的な「悪い金利上昇」、あるいは真性の「悪い金利上昇」でもいいんですが、前兆現象として日ごろ注目しているのがご覧の 3 点です。イールドカーブのステープ化傾向で、10 年長期金利が分水嶺の 1.6% を超えるとき、この分水嶺といのはここ 10 年余り日本の金融危機以降の経験則で、日銀が非伝統緩和をやっているときは長期金利は上ブレしても 1.5% 台までだったということで、逆に言うと非伝統緩和が続いているのに 1.6 を超えたら「悪い金利上昇」のような不可抗力が発生し始めているシグナルとして見えています。

それから、入札における応札倍率の低下傾向とか、あるいはテールの拡大傾向、それから国債発行計画における償還年限の短期化、こういうことが表れるようになった場合には要警戒で、債券投資家には一応そういう前兆現象が出てくるまではやはりこの運用難、期待インフレの低迷、それから磐石の需給という中で、どうしても期待収益を引き下げて低金利とはいえ円債を買わざるを得ないので淡々とした債券投資を推奨しているのですが、こういう前兆現象だけには注意しながら、最後は逃げ遅れてしまうかもしれませんが、淡々と債券投資していかざるを得ないだろうというふうに申し上げております。

では、私からは以上とさせていただきます。

○吉川主査 どうもありがとうございました。

では、続きまして武者さんからプレゼンテーションをお願いいたします。

○武者代表 武者と申します。よろしくをお願いいたします。

私も、マクロ分析というよりは投資ストラテジーを投資家に提供するというような仕事をしておりますので、そういう観点から幾つかの参考になりそうなファクツと見方について御紹介したいと思います。国債信認に関わる直接的な議論にはならないかもしれませんが、幾つかの論点についてお話を申し上げます。

2つありまして、1つは説明用のレジュメで、もう一つはグラフなんですけれども、このレジュメに沿って手短にお話をしたいと思います。

まず、今の世界経済情勢をどう考えるかということです。私の見るところ、通常の循環的な要素とは全く懸け離れた多くの事実が表れているということからすると、今ある転換期にあることは間違いのないと思います。そして、その転換が一体どのようなものであるのかということを考える必要がある。

その転換とは一体どんなものだろうか考える際に、進歩主義的な見方と、それとは別の見方と両方があるんだろうと思いますけれども、私はやはり進歩主義的な見方で現在起こっていることを解釈するということが可能なのではないかと思います。

よく言われる生産様式の矛盾、生産力と生産関係相互の矛盾というようなことに基づいて発生する金融危機や経済困難というようなものと、今起こっていることはかなり類似しているのではないかと。

今、世界経済が一体どういう困難にあるかといいますと、端的に言ってしまうと劇的な生産性の上昇と国際分業の拡大ということがあって供給力が増大する一方で、需要における制約がかなり顕著になっているということのギャップにあるのではないかと思います。

このような大きな特徴というものを2ページにグラフがありますけれども、そのグラフでこれまでどういうことが起こってきたかということをお紹介したいと思います。2ページのグラフは、1896年以降のニューヨークダウの株価の推移です。この株価の推移を見ますと、ちょうど100ドル、1,000ドル、1万ドルという大台で10年~15年という長期の停滞が起こり、そしてその長期の停滞が終わってしばらくして株価が100ドルから1,000ドル、1,000ドルから1万ドルというように10倍になるという経済飛躍が起こっています。

このような飛躍の入り口にどういうわけか、これまで金の価格の上昇が伴っているというようなことをどのように解釈するかということで、3ページに私なりの解釈の一つの案を考えてみました。レジーム、技術革新、供給力の増大という要素です。

それからもう一つは、生産関係を支配している一番重要な要素はやはり通貨制度ではないかと思いますが、このような飛躍的な株価上昇とか経済繁栄の背後に通貨のメカニズムが大きく変わったということがあって、その入り口に金の上昇が起こっていたというようなことが言えるのではないかと思います。

金の上昇という点に関しては4ページに2つのグラフがありますがけれども、ここ100年くらい振り返って金が大きく上昇したプロセスで今と非常によく似ていることが起こったのは1930年代です。これはアメリカのベースマネーのGDPに対する比率が急速に高まった局面と、金の価格上昇というのはほぼ同時に起こっているということで一致しています。

それからもう一つは、1980年に起こった金の上昇です。このときにはベースマネーそのものの変化はなかったわけですが、インフレへの急激な沈静化によって起こったデットのGDPに対する比率の増加ということが起こっている。これは、4ページの右側にありますグラフです。

そういうように、やはり通貨のレジームと金の上昇、そして株価の大きな変化ということとの間にある程度の関連があるのではないか。ということは、今、金の価格が上昇しているとすると、何がしかこの先に起こる通貨の在り方の変化を示唆している可能性があると思います。

それは一体どのようなものかという議論は、後でまた御質問があればと思いますけれども、一応そういう状況の中で現在直面している困難というのはやはり世界の成長が不足している。需要が不足している。他方で、資本が極めて潤沢であるということだと思います。

その原因として2つ指摘できると思いますけれども、6ページにありますのは著しい対外不均衡の増大、つまり中国、ドイツ、OPEC、そして日本も加えますと巨大な恒常的経常黒字国が存在し、その資本や購買力のサーキュレーションがうまくいかないということですが、特に最近の問題は中国、ドイツ、OPEC、それぞれが為替においては非常に硬直的な仕組みをとっており、そこにおける市場のメカニズムがうまく働いていない。ユーロにおける危機もその一つの展開だと思いますけれども、そういうことがあると思います。

それからもう一つの困難は、やはり企業所得の肥大化ということであります。それはアメリカを例にとって説明しますと、7ページの左側にアメリカの税引き企業利益がありますけれども、このように景気が停滞している中で企業利益だけはいち早く過去最高の水準に回復しているということが起こっています。それと同時に8ページにありますように、企業の設備投資が抑制されているために企業の資金の余剰というものが劇的な水準まで高まっているということが起こっている。したがって、この企業の貯蓄余剰が場合によってはさまざまな投機資金にもなり、あるいは資本市場における金利の低下圧力をもたらしているということが言えると思います。このような困難な状態をどう突破していくかということが、現在世界の非常に大きな課題となっていると思いますけれども、なかなか妙案がない。

1つは、いわゆるトリクルダウンといいますが、企業所得が自由主義的なメカニズムを通して最終的に需要に結び付くという流れですね。それは、やはり株式市場の活性化、株価上昇というような資産効果を通して起こるというチャンネルが最もあり得るべき流れではないか。

もう一つ、ケインズ主義的な対応ということもあり得ると思いますが、しかし、やはり国内におけるケインズ主義というのは非常に大きな制約があるということで、本流はいわゆるマーケットのメカニズムによる企業所得の波及による需要創造ということになっていくと思います。

そういった点で、やはりそれぞれの国における弾力的な資源のシフトということが重要で、11 ページにありますのは主要国における失業率変化と GDP 変化の傾向を示したものですけれども、ここにありますライトブルーのアメリカの傾向線が非常に傾斜をしているということから、アメリカにおいては創造的破壊と言われるような弾力性というものが非常にスムーズに機能していることによって、近い将来、株価上昇などの資産効果を通じた所得効果が上手に結び付くというチャンネルがあり得るのではないかと思います。

それともう一つは、そのように所得が存在しているとしても、それが果たして十分に成熟した先進国経済の次の発展に結び付くのだろうかという問題意識があります。それに関しては、アメリカのこれまでのここ数十年の流れそのものがまさしくそのようなものだったのではないかと思いますけれども、それを示すのが 16 ページです。これは日米の雇用の比較ですけれども、空洞化によって雇用全体が停滞した日本と、空洞化以上の雇用創造を国内において実現したアメリカのコントラストが明瞭だと思えます。

17 ページにありますのは、これを GDP の支出項目で見るとこのように消費、支出の比率が傾向的に上昇している。これはまさしく空洞化とアメリカ経済のサービス化ということで、グローバリゼーションにおけるアメリカ経済の対応として理解できるのではないかと思います。

それからもう一つ、アメリカの国内需要創造を支えた要素が住宅だと思えますけれども、18 ページの右側には住宅需要を支えた持ち家比率の変化があります。これが一旦大きく上昇した後、劇的に低下をしておりますけれども、これが傾向的に上昇していくということによる生活水準の向上ということがあり得るのではないかと。

このような幾つかの要素を考えると、先進国経済の需要創造の余地がないということではないのではないかと。エンゲル係数でこれを考えれば、アメリカの場合には 6% くらいのところまで低下をしておりますけれども、日本は 15% 以上という水準ですから、これも低下する余地がある。したがって、需要創造そのものはサービス化によって推進していくことが可能であると思えます。

この辺の議論は直接国債の状況とは関係ないんですけれども、こういう状況の中でひとつ私が注目している動きは 21 ページの先進国におけるいわゆる利潤率と利子率の乖離が非常に顕著になっているということです。このように利潤率が大きく回復し、利子率が低下することによって、資本のオポチュニティが増加しているとともにリスクプレミアムが上昇している。これは日本が陥ったわなであると同時に、アメリカもこれから陥るおそれのあるわなではないか。このところをどう回避していくのかということが現実の大きな課題としてあると思えます。

そういう状況の中で、金融危機が相次いで起こっているということなんですけれども、この金融危機をどのようなものと見るか。金融危機が、市場の最適資本配分をより促進するという方向で起こっているのか、むしろそれを阻害するものとして起こっているのかということの判断が重要だと思います。

金融危機そのものは、基本的には資本蓄積だとか、国際間の不均衡の増大だとか、あるいは資本の垣根の低下というさまざまな時代の変化によって起こっているわけでありまして、特にヘッジファンド、ロング・ショート手法の普及ということによって資本の移動が極めて短期間に大量になったということが、特に破壊的な影響をもたらしているということがあると思います。

今回のサブプライム危機、そしてユーロの危機などもやはりそのようなものでありますけれども、特徴はマーケットが実現する価格がプラスの場合のバブルもそうですけれども、それが崩壊したときの下落もかなり劇的なものになる。

例えば、25 ページのグラフは 1919 年以降のアメリカの社債のリスクプレミアム、つまり債券市場で織り込まれている倒産確率と考えていいと思いますけれども、リーマン・ショックの直後のこの比率というのは大恐慌のときの水準よりも高かったというほどの、ある意味では市場の暴落が起きました。

同様に、26 ページにありますのが ABX 指数、サブプライム市場価格を表す指数ですけれども、これも危機進行の過程では実態を超えて大きく下落をするというような現象が起こった。現在起こっているユーロの諸国における国債金利の上昇も、やはりそのような市場のネガティブショックの結果として起こったという解釈が可能なのではないかと思います。

28 ページにありますのが、1995 年以降のヨーロッパ諸国の金利の動きでありますけれども、これなどを見ましても価格、金利の変化が極めて急激であるということがわかります。そしてまた、そのような急激な価格変化が起こるとというのは、当然のこととしてそれ以前の段階でミスプライシングが発生していて、そのようなミスプライシングが投機のいけにえになったという要素が強いと思います。

例えば、ユーロの場合にはいわゆる国際金融のトリレンマと言われますけれども、為替の変動レート、自由な資本移動、そして裁量的な金利水準、この 3 つを同時に獲得していたのが 2008 年までのユーロショックであったわけですから、それは言うてみれば論理的に大きく矛盾していたわけで、その論理矛盾によってもたらされたミスプライシングの是正が今回の危機の引き金になったということだと思いますが、それが逆に極端に今、進行してシステム破壊的になっているということです。

このように見ていきますと、やはりユーロの危機の現象的な引き金は財政赤字ですけれども、それ以前にそのようなシステムのミスプライシングをもたらす構造的な欠陥があり、そしてやはりその一番大きな背後には財政の問題というよりはむしろ国際的な不均衡、あるいはその背景にある生産性の格差ということが非常に大きかったのではないかと。

先ほど石井さんが、日本の経常収支の問題が国債信認に対して非常に大きな役割を果た

すのではないかとおっしゃいましたけれども、ヨーロッパの状況を見ていますと、やはりこのように国債市場のターゲットとなっている諸国を見ますと、財政の問題以上に対外収支とか、あるいは生産性が大きな引き金になっているというふうに思います。

35 ページにありますのが欧州諸国の GDP に対する経常収支の比率ですけれども、このようにドイツの大幅な黒字と他国の大幅な赤字、この両者の間での資金のサーキュレーションがストップしているということで、結局この対外赤字の大きな諸国に大きな売り圧力がかかっている。

今回、イタリアの場合にはプライマリー財政収支は黒字でありますし、対外経常収支もそれほど悪くない。にもかかわらず大きく投機売りの対象になっていますけれども、やはり一番心配されるのは経済の低成長化と、それからその背後にある生産性の著しい停滞ということだと思えます。

36 ページに欧州主要国の労働生産性、賃金、そして単位労働コストの比較がありますけれども、プライマリー財政赤字という観点から見れば十分に良好なイタリアは、この労働生産性とか、それから単位労働コストという点ではユーロ諸国の中で最もパフォーマンスが悪い国でありまして、こういったことが非常に大きな投機の対象になったということが言えるのではないかと思います。

このように考えますと、日本を考えていく場合にも財政赤字がどうなるかということとともに、やはりマーケットのパーセプションにもっと重要なマグニチュードで影響を及ぼすコンフィデンス、それに影響を及ぼす対外経常収支というようなことが非常に重要になってくるのではないかと思います。

最後に、日本がこれからいわゆる国債暴落だとか、あるいは財政破綻というようなことが起こるとして、それが一体どのようなプロセスで起こるかということですがけれども、基本的には3つほどのプロセスがあり得るのではないかと。

1つは、経常収支、貿易収支、対外黒字の減少で、それは当然のこととして競争力の喪失ということによって起こるわけですがけれども、そこから円安、インフレ、株安というようなことによって金利上昇が財政破綻を招くということです。

2つ目は、先ほどの石井さんのケースにもあった国内貯蓄の減少、それが政府の資金需要を上回るというようなことですね。

そして、3つ目に今の均衡が崩れる方法として投資行動の変化があると思えます。

この1番目、2番目はネガティブな安定の崩壊であるのに対して、3番目は非常にポジティブな安定の崩壊だと思います。というのは、まだ経常収支の黒字も存在し、国内の貯蓄の余剰もある中で投資行動が変化し、国内の投資家のリスク資産選好が高まることによって状況が変化するということです。

日本が今、陥っている異常な均衡状態、デフレであり、円高であり、超低金利でありというような均衡状態のかぎとなっている結節点というのは、やはり金融市場における金利裁定が全く起こっていないというところにあると思っております。

40 ページにありますのが、日本の金融資産の非常に顕著なリターンギャップです。つまり、預金金利がほぼゼロであるにもかかわらず預金に資金が流入し、最もリターンの低い国債という金融資産に向かって貯蓄が一方方向で流れている。そして、それ以外の株式や事業リターン、このそれぞれのギャップがいわばリスクプレミアムですけれども、このリスクプレミアムが異常な水準で高止まりをしているということに、今のデフレ的な異常な安定の最も重要なかぎがあると思います。

ここの異常なリスクプレミアムが、人々の投資行動の変化によって修正される。その修正される時点で、貿易収支も国内の貯蓄余剰も依然として健全であるということになりますと、そこからは非常にポジティブな円安だとか株高だとか、あるいは緩やかな金利上昇というようなことが起こって、恐らくプライマリー財政バランスを恒常的に黒字化していくような実態ができるのではないかと。

今の安定が崩れる2つの悪いプロセスと、1つのポジティブなプロセスのうちのどちらかを追求していくかということが、今の局面においては非常に重要なことなのではないか。そういった意味では、さまざまな形で円安を誘導することによって日本の競争力を維持しつつ、投資家のリスクテイクの資産選択を強めるという政策誘導が非常に望まれることだと思います。

それで、日本に何ゆえそれほどリスクプレミアムの高い状態が定着したかということの一つの解釈として、41 ページに日本の株と土地の時価総額の推移を示したグラフがあります。このように、株式にしても土地にしましても、過去20年、日本は資産価格の一方方向の下落が続いたということで、資産保有のコストはいわゆる一般的な借金のコストプラス値下がりのプレミアムである。この値下がりのプレミアムということが非常に高い日本のリスクプレミアムの背景にあったとすれば、さまざまな観点からフェアバリューをはるかに下回るという大底に近いバリエーションにある日本の資産価格が底入れをしたら、この値下がりのためのプレミアムは将来の超過利潤になり得るというふうに思います。ですから、そのような将来の超過利潤という可能性を政策的に追求していくということが、今のような局面ではあり得るのではないかという感じがいたします。

最後に、しかし、日本にはまだ時間が残されているということをちょっと申し上げたいと思います。

1つは、52 ページのグラフをごらんいただきたいと思います。この52 ページのグラフは日本と主要先進国との労働生産性とか賃金、そしてユニットレイバーコストの比較なんですけれども、この長期にわたる停滞、デフレ、円高の局面で、日本のユニットレイバーコストというのは主要国の中で最も大きく抑制されているわけです。この著しい日本企業のスリム化が、残念ながら円高などによって企業収益にストレートには結び付いておりませんが、ここに日本の企業の将来の大きな潜在力があると思います。

それから、もう一つ御紹介したいのは54 ページであります。これは、日本の主要国別で見た対外貿易収支なんですけれども、対外貿易黒字はこのようにピークの半分くらいで停



滞しているわけですが、対アジア向けの黒字はこのように大きく増加をしており、それも上昇のトレンドが続いています。

更に、この右側にありますのは日本に対する主要国の貿易赤字がそれぞれの国の GDP に対してどれだけかというグラフなんですけれども、このグラフをごらんいただきますと、例えば 2010 年で台湾は GDP に対して 7.2% の対日貿易赤字を計上し、この比率が傾向的に上昇しておりますし、韓国は GDP の何と 3.6% の対日貿易赤字がある。これも上昇しているというように、日本の貿易面での優位性はかなり顕著です。

これを可能にしている理由は何かというところ、アジアにおける垂直分業の確立、工程間分業の確立、その中で日本が担っている技術だとか品質の言ってみればブラックボックスの分野というところで、日本の大幅な価格面での優位性が維持されているということではないかと思えます。

いわゆる労働集約的な部分と資本集約的な部分は海外に流出して戻るべくもないわけですが、それ以外の部分について、日本は依然として優位性を持っている。これが日本の貿易収支の黒字の背景にある以上、このトレンドはそう簡単には変化しないと思えます。

そして、55 ページにありますのは、これが日本の輸出価格にどう影響しているかということです。55 ページの左側がリーマン・ショック以降の為替変化で、日本の円の独歩高です。その結果として、真ん中にあるのは円ベースで見た日本の輸出単価はこのように大きく下落をしています。

ただし、一番右側をごらんいただきますと、現地通貨で見た日本の輸出単価、これは最初の 2 つのグラフから逆算したものですけれども、これで見ますとこのように大きく上昇しています。つまり、今の局面では円高のコストを輸出業者ではなしに輸入サイドが負担するというようなことが起こっているということです。輸入サイドがこのように負担をするということになると、円高になったからと言って日本の貿易黒字が減っていくということにはならないということにもなります。

いずれにしても、このように日本のショックの引き金となり得る経常収支の大幅な悪化だとか、それによる市場のコンフィデンスの喪失というようなことが懸念されるわけですが、それが起きるまでにはまだかなりの時間があるということは政策的な対応の余地があり得るということなのではないかということです。

ちょっと時間が超過しましたが、以上です。

○吉川主査 ありがとうございます。

では、残された時間は 30 分くらいですが、3 人の方々のプレゼンテーションを踏まえて質疑を行いたいと思います。どなたからでもどうぞ。

では、井堀委員どうぞ。

○井堀委員 3 人とも非常に興味のあるプレゼンをありがとうございました。

私も財政をやっているものですから、土居さんのプレゼンというのは非常に自然なので、お 2 人の有識者の方にお伺いしたいのですが、通常我々が考えているのは土居さんのプレ

ゼンのように、要するに政府の予算から見て増税余力がどのくらいかという話をするわけですが、今日のお2人の話だとむしろ経常収支の黒字とか、その方向がどうなっていくか、赤字になっていくかが重要とのこと。

特に石井さんによると、なぜ日本でまだ国債が信認されているかということの一つの理由として、租税負担率が低いからだというのを最初にお話をされたんですけども、その後の議論で税金の話が全然出てこなかったのですが、例えば野田総理が消費税率10%への引上げを国際公約して、来年の通常国会で消費税法案を成立させるというようなことを言っていますけれども、仮にそういった日本の増税努力が政治的にうまくいかなかった場合、市場がどういう形で反応して、要するに消費税を余力があるとしても増税できそうにないということがある程度わかったときに、マーケットが国債の信認に対してネガティブに反応する可能性がどのくらいあるのか。

それが今日のお話のところで余り増税なり歳出削減努力がどうなのかということが日本の国債の信認に関して余り議論されていなかったんですけども、その辺りはマーケットでどういうふうにごらんになっているかということをお伺いしたいと思います。

○吉川主査 では、石井さんお願いします。

○石井ストラテジスト これは私自身というよりはマーケット参加者との議論を通じて受ける印象なのですが、その点に関しては事実上の思考停止状態にあると思います。

アカデミックな議論はいろいろなところから情報入手可能で、興味に応じて多分皆さん真剣に見ていらっしゃると思うんですけども、結局その目線、スパンの違いというんでしょうか、確かに向こう数年あるいは10年以内に言われているようなプライマリーバランスの黒字化をしなければ債務残高が発散するというのは知識として認識しつつも、日々の債券投資という宿命には余り影響を及ぼさない。

多分そうなんだろうけれども、とりあえずこの四半期、この半期、こういう目標の数字があるので、この債券をやはり買わないと数字ができないという方がやはり優先されてしまって、その日々の連続の結果、事実上、長期の観点に関しては思考停止になっちゃっているんじゃないかというふうに見えます。

ですから、だれもが議論中は、「心配ですね、どうなるんでしょう」と言うんですけども、では結局、現実問題として日々の糧を得るにはどうしたらいいかというところでちょっと遮断されてしまっているように見受けられます。

ですから、財政再建に着手するデッドラインがどこかにあって、いよいよ無視できないというところに来たときに、あるときその遮壁が取り払われて、短期の関心と長期の関心が一致して、これは短期的にも買っていては危ないということに多分なって、先ほど申し上げたように、まだ手元の資金は余剰だし、マクロ的に見ても貯蓄超過なんだけれども、やはり長期債、10年や20年はもとより、やはり5年債もちょっと不確実性が高いねという話になってくると、銀行がそのゾーンをメインフィールドにしているので、その需給が崩れてきて金利が上がり始める。

金利が上がれば、今はこれだけ公債残高が累増して利払い費も上向き始めちゃったので、自動的に発散過程に入るんじゃないかというのは、債券投資家さんは皆さん何となく認識しているので、一旦その動きが出始めたときは多分非常に速く動くでしょう。

もしそこでそういう最悪の事態が起きないとしたら、なお政治の増税に向けた国民的なコンセンサスをつくるリーダーシップに対して信認が残っているかどうかにかかってくると思うんです。今は何だかんだ言って、歴代政権が最近は特に必ず増税による財政再建を掲げてきているので一定の安堵感はありますね。

ただ、これもよく言われるオオカミ少年で、「やる、やる」と言って結局先送りしているうちにはいつか信認を失うことに多分なるんでしょうけれども、その境目がいつかというのはなかなか見通しにくいところではあると思います。

○吉川主査 ありがとうございます。

井堀委員の質問にちょっと重ねてということになります、プレゼンテーションの中でも強調されていた経常収支の構造などは、一つの四半期というよりは中長期的な日本の経常収支の構造ということだろうと思うんですが、そういう意味では増税や何かの話というのは中長期だからすぐにはいかない。しかし、経常収支にはマーケットの皆さんが非常に興味を持っている。そこは、井堀委員の質問との関係でどうなっているんでしょうか。重ねて、私から質問させていただきます。

○石井ストラテジスト IS バランスというマクロをとらえていく上で一番速報性があるのが国際収支統計であり、貿易統計だという点で、先行きを足元からの延長線上で予測するときのまさに土台として毎月発表されるものに多分注目していくんだろう。

あるいは、今はまだそうでもないんですけども、今後より過敏に反応するんじゃないか。これはマーケットの人がそう言っているわけではなくて、私が多分そうじゃないかと予想している次第です。

○吉川主査 ありがとうございます。財政赤字の方も1日どれだけ発生するというのを発表しているようですけども、そちらの方は余り注目されない。経常収支の方がいずれにしてもマーケットでは注視されている。

○石井ストラテジスト そうですね。以前、赤字の残高の累増については『ニュースステーション』か何かのキャスターの後ろに電光掲示板で累増させていまして、あれはかなりショッキングな絵だったんですけども、実際には全く反応していなかったですね。話題にもならなかったです。

○吉川主査 ありがとうございます。

では、武者さんからもお願いします。

○武者代表 経常収支に関しては、これはいわゆる日本の利払い能力というよりも成長力だとか、生産性を背景とした競争力ということの現象といいますか、そういうふうなとらえ方の方が強いと思うんです。

したがって、経常収支の黒字国というのはやはり生産性が相対的に高く、将来の成長余力を持っているというふうにとらえられる。今回、イタリアが非常に大きなターゲットになっているというのは、まさしくそのところに私は焦点が絞られていると思います。そういった意味では、タイムスパンの問題とともに関心とされているアイテムが違うんじゃないかと思います。

○吉川主査 ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。

○岩田委員 それでは、少しずつコメントを3つほどいたしたいと思います。

1つは、土居先生の安定化させるための税率について。ここで挙げてある成長率の前提についてですが、名目成長率はどの例もプラスになるというふうにお考えになっているのですが、過去20年、名目成長率はゼロだったわけですね。それで、しばしばマイナスになって、先行きを見たときに仮に物価の方がこれまでと余り変わらず、しかし、実質の方で成長率は下がる。そうすると、マイナスになることもあるんじゃないかと思っているんです。その場合に、結果はどうなるのでしょうか。

○吉川主査 では、まず土居さんにお答えいただきましょう。

○土居専門委員 御質問ありがとうございます。

ここでかぎになってくるのは、歳出がどれだけGDPと連動するかということでありまして。例えば、マイナス成長になったときに確実に年金給付が下がる、減るということになれば、対GDP比の年金給付の額というのはさほど大きく変化はない。そういうことであれば、あくまでもここで見ているのは歳出の対GDP比のプロファイルということですので、マイナス成長になったとしてもここで言っている結果というのはさほど変わらない。

ただ、歳出の下方硬直性があった場合、マイナス成長になったとしても歳出は減らせないということになると、岩田先生がおっしゃったように発散する。歳出を減らせないということなので、よほど大きく歳入を得られない限り、政府債務が発散する。こういう関係にあるということなんです。

○岩田委員 ありがとうございます。

それでは、2点目は武者さんのリスクプレミアムは私もずっと気になっていて、2002年くらいからこれはアメリカも日本もそうだと思うんですが、日本の方がちょっと高かったんですけれども、今は22ページの益回り引く実質金利で、今アメリカは10%を超えていて、日本は8%くらいあって、過去の2%とか、そういうものと比べると明らかに高いなと思うんです。私の一つの仮説は、期待成長率が下方シフトしているんじゃないかと前から思っておりまして、実はバブルとも関係があるのですが、長期の実質金利も主要国は大体基本的に低下傾向だと思うんです。

式で書いてみると益回りは結局リスクプレミアムと期待成長率に分けられるので、結果的には益回りと実質金利の差は、期待成長率と実質金利の差及びリスクプレミアムであり、期待成長率が下がっていけばこれは開いてもおかしくないかなと。

それから、リスクテイクの部分は、例えばショックがあったときには明らかに下がります。

すので、リスクテイクも勿論安心し過ぎるとどうか。

後半の方は逆様かもしれないので、期待成長率が低いので、したがって将来余りマーケットが成長しないと思うと、すぐには実物投資にはしないでキャッシュでためておくというようなことが、日本だけではなくて、特に先進国でそういうことが起こっているんじゃないかと思うんですが、それはいかがでしょうか。

○吉川主査 それでは、武者さんお願いします。

○武者代表 その可能性もあると思います。

それから、やはりもう一つはリスクプレミアムというのが過去の価格下落のための償却のコスト、あるいは信用コストであるという可能性もあると思います。

それから、3つ目にあり得ると思うのは、これは本当にそういうことが言えるかどうか、お伺いしたいところなんですけれども、企業の過剰償却というようなことが今、起こっている可能性が強いと思います。つまり、グローバルイゼーションだとかインターネットなどの劇的なコストの下落によって企業の再投資コストがものすごく下がっています。ですから、キャッシュフローに比べて設備投資が非常に低いということの理由の一つとしてそういうことが起こっている。それが、結果として金利の低下と、それからアーニングシールドの上昇となっているということなんですけれども、ではその資本の言ってみれば余剰というか、利益の余剰が再投資されて成長に結び付くメカニズムがあるかということ、そのところのチャンネルがしばらく見失われているということに、おっしゃっているような低成長の原因があるということは言えると思うんですけれども、それがこれからずっと長期にわたって定着するものなのか、バブル崩壊の一局面上における一つの現象であるのかということに関しては、まだなかなか結論は下せないんじゃないかという気がします。

○吉川主査 岩田委員、もう一つどうぞ。

○岩田委員 もう一つは単純な質問で恐縮なんですけれども、石井さんの方です。21 ページでバーゼルⅢというのがあるんですけれども、ヨーロッパで今度新たにストレステストをおやりになる。そのときに、9%の中核的自己資本比率でやるというふうに来年の6月までですか、そうおっしゃっていて、このバーゼルⅢのスケジュールよりもかなり早く、しかも中核的自己資本比率が非常に高いんですが、そうすると相当の数の問題行というか、自己資本不足と認定される銀行が出てくるんじゃないかと思うんですが、その点についてはいかがでしょうか。

○石井ストラテジスト ユーロ圏の債権・債務のもたれ合い構造、コア国の大手金融機関から危機国に対する投融資や債権残高というのは、象徴的にはフランスからイタリアに対して4,000億ユーロぐらいあるように、ことほどさようにそれが縦横に張りめぐらされているので、今の国債価格の水準でも、あるいは更に下落するようであれば、厳密な試算は行っていないんですけれども、相当な資本不足状態に陥り、9%台まで上げるとなるとかなり厳しいだろうなというふうにイメージされますね。

これは、かねて包括合意などでも、まさにそういう資本不足問題の波及の防波堤として

自己資本増強ということで、まずは自力調達、無理ならば公的資本、最後は EFSF というふうに出しているんですけども、自力調達はもとより公的資本も今の財政状況があるから危機になっているのに、更に財政支出で資本増強というのは多分相当困難なので、最後は EFSF ということなんでしょうけれども、これも資金の出し手であるドイツの今の態度からすると非常に不透明で、9%というのは相当高いハードルだなという印象です。

○吉川主査 ありがとうございます。

どうぞ、小塩委員。

○小塩専門委員 どうもありがとうございます。非常に貴重なお話を3人の方から伺いました。私の方から2点、質問とコメントさせていただきます。

まず土居先生にお尋ねします。非常にショッキングなシミュレーションの結果を紹介していただいたんですが、ちょっと質問です。ここで試算の想定としては、名目の成長率としてずっと2%という数字を置いていらっしゃるって、税率を例えばGDP比で7%を一気に上げる必要があるということですが、そうするとそのマクロ経済への影響というのも考えないといけないのではと思うんです。そういうデフレ的な影響は加味されていないと思うんですが、もしされたとしたらどういう影響が出てくるのか。定性的で結構ですのでお聞きしたいと思います。それが1点目です。

○土居専門委員 御質問ありがとうございます。

確かに、短期的にはそういう税率を引き上げたときの経済成長率への悪化という影響が及ぶということだとは思いますが。ただ、ヨーロッパ諸国を見ても、付加価値税率20%にしているからといってずっとマイナス成長だったのかと言うと、決してそういうことではありませんので、あくまでも私の印象で言えば、駆け込み需要と買い控えというタイミングの問題は起こるかもしれないけれども、長期的に見れば、基本的に潜在成長率を下げない限りにおいてはそれが持続できるということだと思っています。

勿論、その解釈の仕方を多少我田引水的に申しますと、その税率を上げたとしても短期的な影響を考慮した上で、100年弱の長い期間において平均的に見たときに名目成長率が2%になるような経済であつたらそういう結果になるという解釈です。

ただ、少しそこにも触れていますように、その成長率が1%になったとしても、3%になったとしても、それほど結果には大きな影響が出ていない。あくまでも金利と成長率の差が決定的にこの結果に影響を与えているということなので、2%が高過ぎるということであれば、低く見ればそれはそれとして同じような結果が出るということだと思っています。

○小塩専門委員 ありがとうございます。

2点目は石井さんに対する質問です。先ほどマーケットは思考停止状態にあるという非常にショッキングなお話がありましたが、そうすると日本の状況に対してマーケットから警告があまり出てこない可能性があるということなんですね。その背景は、金融機関の方々も国債を抱えているから、自分で自分の首を絞めてしまうということが恐らくあるだろうと思うんです。

ただ、先ほど QUICK のアンケート調査を御紹介されましたが、IS バランスや貯蓄率をマーケットが気にするようになってきているというのは非常に興味深い御指摘だと思います。

しかし、私は経常収支や IS バランスはマーケットが見る指標としてはちょっと適切ではないのではと思うんです。例えば、IS バランスがプラスで安定していても、それは、ひょっとすると民間の投資が小さくなっている結果だという可能性もあります。それと、武者さんがおっしゃったように、特に経常収支には成長力を反映するという面がありますので、それと国債をつなげるというのはちょっと距離が遠いと思うんです。

しかし、先ほどのお話のように、貯蓄率、あるいは、国内貯蓄にマーケットが関心を寄せているということは非常に重要なことだと思うんです。

実は、私もそれがちょっと気になりまして、これは別のワーキング・グループでも紹介したんですけども、民間の貯蓄と政府の貯蓄——政府の貯蓄というのは定義上、赤字国債の発行額です——を足し上げると、SNA では 2009 年でほぼゼロ、あるいはちょっとマイナスになっているんです。これは固定資本減耗を差し引いたネットの貯蓄です。

つまり、日本はもう貯蓄がなくなったということです。そうすると、国債を民間が新たに吸収する余地がだんだんと少なくなっていると思うんですね。貯蓄に対してマーケットがこのように関心を寄せ始めると、やはり国債の吸収に関して大きな問題が出てくると私も思います。

この点がちょっと気になったので、国内貯蓄とマイナスという言葉を 2 つ並べて検索エンジンにかけたところ、1 つだけ引っかかったんですね。それは某金融機関系のシンクタンクの調査レポートで、日本の国内貯蓄が赤字になったという指摘があったんですが、マーケットではいかがなんでしょうか。そういう国内貯蓄の状況についての関心が、昔に比べて高まっているということなんでしょうか。それをお聞きしたいと思います。

○石井ストラテジスト マーケットでは家計、まずストックで見て金融資産残高と先ほど政府債務残高の比較があって、従来は余裕がありました。いよいよ復興対策もあって債務が上ブレして余裕がなくなってきました。折しも団塊世代の大量退職が 12 年から本格化するので、日本も本格的な貯蓄の取崩し時代に入る。

貯蓄率がマイナスになるかどうかを厳密に予想、分析している人はいないと思うんですが、イメージ論で日本人の国民性からならないという人もいるし、やはりなっちゃうんじゃないかということで分かれていますね。そういうことで、貯蓄率に関しては高齢化の加速と、それから団塊退職というイベントリスクを控えて、いよいよ現実味を持って受け止め始めてきているということです。

そんな中で、仮に貯蓄率はマイナスにならなくても、ゼロに近い超低空飛行かもしれない。片や財政再建がどんどん遅れれば、結局、貯蓄率はマイナスにならなくても家計金融資産での国債償還は事実上、行き詰まるんじゃないかという危機感は持ち始めています。

そんなところで、いや、まだ救世主がいるとまつり上げられているのがやはり企業部門、先ほど IS バランスも投資がないから黒字だとおっしゃいましたけれども、まさにそのとお

りで、最近の部門別の貯蓄資金余剰、資金不足の状況を見ても、家計の余剰幅が趨勢的に狭まる一方で、企業の方が波はありますけれども拡大傾向にある。これは、やはり設備投資の抑制、それからキャッシュフロー重視の経営の結果だと思いますが、企業がこのまま設備投資に慎重であれば、仮に家計の貯蓄は伸びなくなっても、貯蓄率がゼロ以下になっても、なお当面、政府債務や国債とのバランスは保たれるというふうに考えている人がちらほら出てきています。

ですから、国内貯蓄といったときは、家計金融資産よりも企業の資金余剰の方にちょっと関心がきているという感じです。ですから、下手に成長戦略で期待成長が高まって設備投資が出たり、M&A だといって円高対策でやられたら金利にとってはかえって、税収が増えるという点ではいいんでしょうけれども、貯蓄不足に拍車をかけるという意味では非常にリスクな環境になってきたように思っています。

○吉川主査 ありがとうございます。

ただ、最後の点は、企業の設備投資もしないということであれば、日本経済全体の将来の成長ということからすれば、財政の将来にとっては更に厳しいということですね。

金融市場が思考停止ということだと、それこそがバブルのような気がします。今のところ国債は確かに日本ではファイナンスされていて、価格も高い、1%と金利は低い中で、今日は経常収支、あるいはその他の貯蓄のこともいろいろ言っていたわけですが、それにしても若干カウントダウン的な側面もあるというようなプレゼンテーションだったというふうに拝聴したんです。

そうなれば、マーケットとしても当面は何とか回っているけれども、やはりそこにリスクがあるというのはトレーダーの方々の頭の中にはあるということなんじゃないでしょうか。市場のプライスには必ずしも今、顕在化していない。金利にも反映されていなくても、そういう意味でのリスクというのはトレーダーの方々の頭の中ではどうなっているんでしょうか。そこら辺をお2人から最後に簡潔に伺えますか。

○石井ストラテジスト アンケートを集計したわけではないので私の印象ですけども、そこはやはり先ほどの短期の視点と長期の視点で使い分けているんじゃないか。事実上の思考停止というのは言い過ぎかもしれませんが、短期の視点では思考停止、長期ではいろいろ考えているんだろうとは思いますが、まだ織り込むまでの現実味がない。

なぜないかという、冒頭にもごらんいただいたように、まだまだ国民負担率や消費税の引上げ余地が大きいという、その余力みたいなものについて信頼、信認があるんだろうと思います。

○吉川主査 わかりました。

では、武者さんどうぞ。

○武者代表 私も、秒読みという緊張感はないと思います。やはりその一番大きな要素というのは、日本の企業の収益だとか、競争力に対する信頼、経常収支の長期にわたる持続性ということが揺らいでいないということだと思います。



そこで、例えば異常な円高があり、原油価格がもっと上がり、世界が深刻なリセッションに陥ることによって大きく日本の経常収支が減少してしまうというような事態になると、パーセプションが一気に変わるということはあると思います。だから、それはむしろ外的な条件の影響の方が大きいんじゃないかと思います。

○吉川主査 どうもありがとうございました。

では、まだ議論すればきりがありませんが、時間も既に若干超過しておりますので、本日の議論はここまでということにさせていただきます。大変貴重なプレゼンテーションをありがとうございました。

土居委員からは、財政の持続可能性を確保するためには相当程度、収支の改善が必要と、ある意味でショッキングなシミュレーションの結果も御紹介いただきました。

お2人の実務家の有識者の方々からは、短期と長期でマーケットの見方は大分違ってくる。短期で秒読み段階ということではない。金利も落ち着いている。ただ、長期的にはお2人ともマーケットでは財政そのものについては、まだ将来日本は負担増を求める余裕もあるということが確かにひとつのアンカーとしてあって、その上でマーケットの人たちは主として日本経済のファンダメンタルズというんですか、経常収支とか、貯蓄率とか、そういうところをとにかく注目しているということでしょうか。

長期的には国債のマーケットはやはり心配すべきところがあるので、そのきっかけとなるのは一体どういうものなのかということも市場も注意している。その際に、日本経済のファンダメンタルズ、貯蓄率、あるいは経常収支の推移、こういうようなものに主として関心を持っていると、こんなことでよろしいでしょうか。

○石井ストラテジスト 私はそれでいいと思いますが、1つだけ付け加えたとしたら、やはり政治のそういう財政再建に向けたリーダーシップ、あとは政治的な政策の実現能力みたいなどころですね。この点は期待をしつつも、またちょっと激しい言い方になりますが、近年の動向からは絶望的なイメージを持ち始めている人がいるのがちょっと波乱要因になりそうです。

○吉川主査 武者さんは、いかがですか。

○武者代表 私もそうだと思います。政治の問題とか、オリンパスに見られるようなガバナンスの問題ということが非常にネガティブな影響を与えるように見えるんですけども、これはしかし投資の観点からするとむしろリスク回避を促進して、バブルと言っていいかわかりませんが、国債バブルを持続する要素にもなり得ると思います。

○吉川主査 どうもありがとうございました。

ただいまの議論は、今後、年末にかけて社会保障・税一体改革の議論が行われると思いますが、今日の議論も参考にさせていただきたいと思います。

5分ほど時間を超過してしまいました。申し訳ありませんでした。これで、今日のグループの会議は終了といたします。

次回の会合につきましては、また事務局から御相談させていただきます。

どうもありがとうございました。