

景気討論会 「世界同時不況からの回復—夜明けは見たか?—」

財団法人 関西社会経済研究所

日時：2009年7月30日（木） 午後2時30分～5時

会場：リーガロイヤルNCB淀の間（中之島センタービル2階）

コーディネーター：

伴 金美氏（大阪大学大学院経済学研究科教授）

パネリスト：（報告発言順）

岩田 一政氏（内閣府経済社会総合研究所所長・経済財政諮問会議民間議員）

樋 浩一氏（ニッセイ基礎研究所経済調査部長）

稲田 義久氏（甲南大学経済学部教授・当研究所マクロ経済分析プロジェクト主査）



討論会 要旨

●コーディネーター

伴氏 — 問題提起

08年9月のリーマン・ショック以降、日本経済はフリーフォールの状態で、輸出がほぼ半減するなど未曾有の危機的状況に陥った。本年4月以降、回復の兆しがみられるものの、以前のレベルに戻るにはまだまだである。そこで他国経済と比較して、より大きな影響を受けた日本経済が今後どのように回復してゆくべきか、について論じていきたい。



●パネリスト 報告

岩田氏 — 世界経済、日本経済の現状と見通し

[世界経済の現状]

カリフォルニア大学B. アイケングリーン教授が発表した、今回の不況と1930年代の不況との比較によると、貿易、鉱工業生産、株価とも30年代に比べて大きく落ち込んでおり、増えているのはマネーサプライおよび財政出動による財政赤字である。

今回の同時不況が大きい「Recession (景気後退)」だったのか「Depression (不況)」かというと、30年代に比べると「Depression」に近い状況であるが、迅速かつ拡大的な財政・金融両面における政策対応が、急激な落ち込みを和らげている。

グローバルにみても、金融市場が安定しつつあり、景気もフリーフォールの最悪期を脱して安定化の方向に向かっている。ただ、米国で言われる「グリーンシューツ」(回復の新芽)は政策効果によるところが大きく、自律的な民需回復ではないため、潜在成長率の経路に順調に戻っていけるかということ、目処も付いていないし、そのタイミングも不確実である。

[日本経済の状況]

日本経済も、実質輸出、鉱工業生産が急激な落ち込みの反動もあり、V字型の回復を示しているが、この回復がいつまで続くかは不透明であり、V字型から平方根型になる、また、政策効果が息切れしてきた時に二番底が来るリスクがある、このまま順調に回復し自律的な回復軌道まで続く、というように見方にはばらつきがある。

足下の経済状況を判断する際にみるGDPギャップ(需給ギャップ)が8.2%と上昇し、設備・雇用の過剰感が高まっていることから、①デフレ幅の拡大、②失業率のさらなる上昇、という2つのリスクが生じ得る。

[日本経済の見通し]

政府見通しでは2009年度、2010年度の実質経済成長率はそれぞれ▲3.3%、+0.6%

と予測されている。経済対策効果の表れるタイミングやさらなる追加政策の在り方に関する考え方が異なっているため、2010 年度については民間よりも低く予測されているが、輸出と民需を合わせると 1.2%の寄与を見込んでいる。消費者物価はそれぞれ▲1.3%、▲0.7%と見込んでいる。

[中期経済シナリオと出口戦略]

「出口戦略」については俎上に乗せるべきではないという意見もあるが、私は出口への筋道や脱出の仕方についての議論は大いにすべきだと考えている。

内閣府試算による中期経済見通しでは以下の3つのシナリオを想定した。

①急速な回復、②健全な回復（標準的な回復の姿）、③停滞

経済財政諮問会議では 08 年秋から年末にかけて、主に財政施策の中期的出口戦略として、経済が潜在成長率の経路に戻ったことを確認した上での、社会保障に関する「中期プログラム」（税制改革を含む）の実施について議論した。そこでは社会保障制度の改革、特に福祉のほころびの改善に乗り出す、ということを議論し、改正所得税法付則に明記した。

[健全な回復シナリオ]

中期プログラムで増加が見込まれる社会保障経費をまかなう安定的な財源として「消費税」を想定し、税率引き上げについて 3%、5%、7%の3つの政策選択を考え、それぞれ 2011 年度から毎年 1%引き上げた場合の将来シナリオをシミュレートしたところ、①実質成長率は 2011 年度には潜在成長率経路に復帰する、②財政の基礎収支が 2023 年度までにゼロ以上になるのは 5%、7%引き上げのケースのみ、③政府債務・名目 GDP 比率が安定化傾向を示すのは 5%、7%引き上げのケースのみ、という結果になった。

[中期財政目標]

最終的な財政部門安定のためには、政府債務の名目 GDP 比率を安定化させることが重要である。政府の考える望ましい姿は、2010 年代半ばに安定化し、2020 年代初めには低下させるというものである。ただしもう少し具体的な中間操作目標として、基礎収支赤字を 5 年以内に半減させ、10 年で黒字化することが望ましい。また出発点での利払い費分が約 2%あるため、政府債務の名目 GDP 比率を安定化させるためには、基礎収支がゼロになるだけでなく、黒字になる必要がある。

[長期金利の安定化]

名目金利から期待インフレ率を引いたものである実質金利は、将来の実質成長率予測に依存して決定されるため、実質成長率が急激に伸びなければ、長期実質金利が急激に高まることはあまりない。また、インフレ期待と財政部門の安定性維持（「財政のリスクプレミアム」を低く保つこと）が必要であり、出口戦略について透明性を維持することが重要である。

米国バブルを振り返ってみると、FRB 前議長のグリーンズパン氏の言った「長期金利の謎」を、現議長であるバーナンキ氏が「アジアの過剰貯蓄」で説明したが、これは生産年齢人口の変化によると考えられ、日米バブルには共通の要因があったといえる。そこで次にバブルが起こるのはどこか？となると、2015 年に生産年齢人口がピークになる中国ではないかと懸念される。

樋氏 ー 海外経済の現況と見通しを中心に

[払拭できない先行きの不安]

世界経済は今年 1-3 月期に特に悪化しましたが、4-6 月期には、特に日本はリバウンドで V 字型回復となると予測されている。しかし回復は持続せず、平方根型に近い形となり、以前の水準までは戻らないであろう、というのが大方の見方である。今回の金融不況では二番底の懸念が払拭できない原因として以下の 4 つが挙げられる。

①米国経済不況の本質的な問題は消費者の生活態度・行動自体にあり、家計のバランスシート調整に時間がかかる。

②欧州金融システム問題が深刻化する可能性

③ドル安傾向の長期化

④急激な中国経済回復への懸念（不動産バブルの可能性か？）

[米国の住宅バブルと家計バランスシートの悪化]

今回の経済危機の発端はサブプライム・ローン問題、すなわち米国住宅バブル、特に持ち家率が非常に上がったことにある。住宅着工戸数でみて 2005 年のピーク時の 4 分の 1 程度まで落ち込んだが、50 万戸あたりを底に持ち直しており、住宅の回復に伴って景気が良くなるであろう、とみられているが、問題の根源は住宅市場の悪化ではないのではないだろうか。

米国家計のバランスシートでみると、2000 年頃から負債の所得に対する比率が急激に上がっている。当初は住宅購入による資産と負債の両建てで増えていたが、これはホーム・エクイティ・ローンにより持ち家を担保に借金をして消費に回していたため、比率の悪化が目に見えなかった。しかしバブル崩壊により住宅資産価格が急落すると負債の比率が上がり、ローン返済のために消費を抑えるという状況になったと考えられる

貯蓄率でみても明らかで、2005 年にいったんゼロ近辺まで下がった後、5~7%まで上がっており、家計で消費を抑えて、ローン返済および貯蓄に充てている状況がうかがえる。

このように高まりすぎた負債と資産の比率を正常に戻すには、消費を抑えるしかなく、米国消費が元に戻るには時間がかかり、また回復したとしても 2005 年頃の異常な水準までは戻らないであろう。また現在 9.5%の失業率は今後 10%を超えると見込まれており、所得環境の悪化も避けられないため、米国経済の力強い回復パターンにはしばらくそうにない。

[欧州の住宅バブル崩壊]

2007 年頃から欧州でも、米国サブプライム・ローン問題の影響が非常に大きくなった。しかし欧州各国の住宅価格をみると、2007 年頃までは相当高騰しており、ここ最近価格がかなり下がっており、欧州でも住宅バブルが存在したと考えられる。したがって欧州の金融機関の損失は、米国向け住宅ローン融資の焦げ付きだけでなく、欧州の住宅ローンの焦げ付きも重なっており、今後さらに損失が膨らむ懸念がある。

また 1980 年代の経験から米国金融機関は海外への融資を取りやめていたが、それに代わって欧州系金融機関が、欧州新興国の中東欧、ロシアなどに大量に融資しており、貸付残高をみると、国によっては融資額の GDP 比率がかなり大きくなっている。

仮に欧州・ロシアなどで通貨危機が起こると、欧州金融機関は融資が焦げ付き、苦境に立たされる懸念もある。

[円高とドル高の同時進行]

今回の危機後、円高ドル安が起こっているようにみえるが、実行為替レートで見ると、2008年のリーマン・ショック辺りからドルは強くなっており、世界的には円高・ドル高同時進行という奇妙な現象が起こっている。これは国際的決済においてドルが基軸通貨であり、各国金融機関がドル調達に走った結果である。しかし仮に今後、金融危機が収束していくと、逆にドル売りが進み、円高ドル安がさらに進行するリスクも否めない。

[過少消費体質の中国への懸念]

日本の高度成長期と中国の直近10年の経済成長率を比べると、中国は12~13%と日本の約10%を上回っている。しかし民間消費で見ると、日本は6割近く、中国はここ10年かなりウェットが下がり2007年には3割程度しかないため、実は内需が弱いという問題を抱えている。一方、海外輸出のため投資は非常に活発なため、いかに消費を拡大させるかが重要な課題である。これには高度成長期に所得分配が進み中流層が増えた日本に比べ、所得分配が不公平で地方との格差が激しい中国の購買力が低いという問題が考えられる。

また、金融緩和による銀行貸付残高の急激な伸びと不動産価格の高騰から、不動産バブルが破裂する懸念もある。

[日本経済の見通し]

2008年10-12月期、09年1-3月期と大きく落ち込み、反動で4-6月期は欧米を上回る高成長を遂げたものの、景気対策の効果が剥落するにつれ、成長率が徐々に下がり、二番底を経験するのでは、という懸念がある。回避するには欧米が徐々にプラス成長路線に戻ることが必須であるが、これは2010年度も追加的な財政刺激策が実施されることが前提である。

加えて、追加経済対策効果の剥落によって、さらなる失業率悪化、民間消費の落ち込み考えられる。2009年度の実質GDP成長率は、2008年度の▲3.3%に引き続き、▲3.2%、2010年度は持ち直すものの+1.1%にとどまり、最悪期を脱してプラス方向にはなるものの、2006-07年水準からは到底低く、良くなったと実感できるまでには相当な時間がかかるであろう。

稲田氏 — 日本経済の現況と見通し（マクロモデルを用いた四半期予測）

[景気の現況]

*2009年4-6月期

超短期モデル（支出サイド）予測によると、実質GDP成長率は、前期比年率+0.4%とみこまれる。純輸出は成長率を4.4%ポイント引き上げるが、民需、特に民間住宅と民間企業設備が不調である。

鉱工業生産は大きくリバウンドし、実質輸出額指数も前期比+12.3%と3四半期ぶりのプラスとなり、輸出と鉱工業生産が今期の回復に大きな役割を果たしたといえる。在庫調整もかなり進捗しており、今後の輸出は、欧米などがどのような成長パターン

をたどるかに大きく依存する。

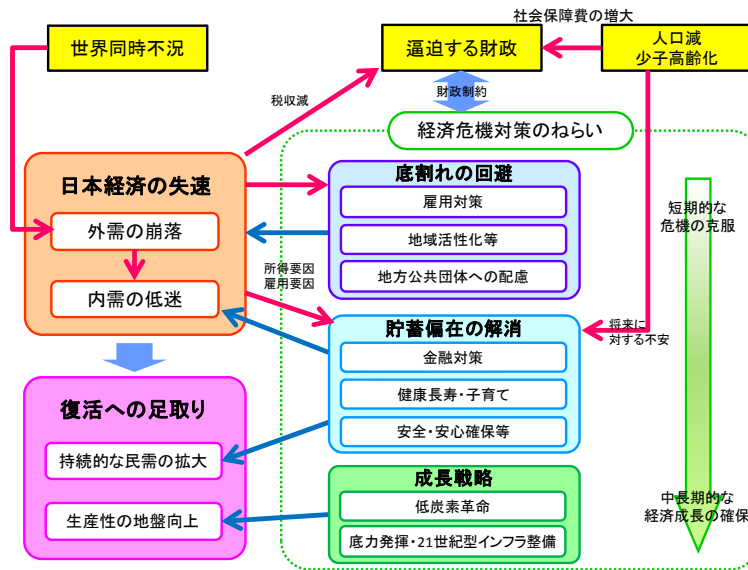
＊4-6 月期の関西経済

鉱工業生産、在庫とも、ほぼ同様の形で調整が行われている。前年比で輸出の落ち込み幅が縮小しており、回復の兆しが見える。

[2009-10 年度の予測]

わが国の実質 GDP 成長率は 2008 年度▲3.3%に引き続き、2009 年度▲2.2%、2010 年度▲1.1%と 3 年連続のマイナス成長となろう。この試算には 2009 年度に相当の政策効果を見込んでいるが、デフレ基調は続くであろう。

＜経済危機対策からみた日本経済の中長期的課題＞



上図は日本経済の短期および中期の政策の俯瞰図である。長期では人口減少問題が間近に迫っている。そこへ今回の世界経済の同時不況という形で外需の崩落、内需の低迷が発生し、フリーフォールとなり、まずは底割れの回避という形で政府は経済対策を打ち出した。一方、貯蓄率は低下し、なかなか消費につながらない。したがって政策的には、短期的な危機の回復と同時に、中長期的な成長戦略について必ず議論しなければならない。

[麻生内閣の景気対策]

いわゆる 3 段ロケットの財政措置 12 兆円の効果について、2009 年度補正予算の仕訳明細をすべてチェック・精査し、アンケートベース（サンプル数：1,000）でマクロモデルを併用し、マーケティング手法を使って試算した。結果、2009 年度には相当の政策効果があがるが、2010 年にはその効果が剥落するため、ここで外需が回復しない場合は、単なる需要の先食いであってしまい、ダブルディップになる可能性が高い。

[海外経済の見通し]

Global Insight 社の予測イメージでは、まずアジアの新興市場国が世界経済回復をリードし、次に米国、そして EU、日本が遅れる、とみている。

中国は2009年1-3月期+6.1%、4-6月期+7.9%と加速し、8%にかなり近づいてきたが、固定資産投資が中心である。財政支出スケジュールは、中央政府は年内4,875億元を予定しており、日本の財政をほぼ上回るため、2009年中に中国が日本を抜く可能性はあるが、実現性にはかなり問題がある。短期的リスクとしても、資産バブルが加速する可能性がある。最終的に、持続的な回復は海外市場の回復に依存しており、中速経済の施策を評価すれば、供給サイドの成長刺激策は成功しているが、出口戦略としてはかなりのリスクを伴うのではないかと。

[関西計量モデルのシミュレーション]

関西経済にとっても中国経済の回復はそれなりの効果をもつが、関西の輸出における中国向けの割合が2割程度ということもあり、影響は決して大きくはない。中国経済だけでなく、他の海外経済が一致して回復しなければ、日本経済、関西経済とも立ち行かないであろう。

(文責 事務局)