

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

注目すべき世界経済の3つのトピック¹

(財)国際通貨研究所
理事長 行天 豊雄

IMF・世銀総会などを中心とした今秋の一連の国際金融会議は、原油価格のかつてない高騰によってもたらされている好ましからざる影響への懸念を除けば、比較的平穏である。しかし、世界経済が明らかな安定を辿る中、中国や日本では明るい兆しが見られているにもかかわらず、米国には無視できない暗流が流れている。ここでは、筆者がワシントンで人々と交わした会話を通じて考えたことを記そうと思う。

1. グローバルな不均衡

現在の世界経済をとりまく著しい特徴は、世界経済が近年にないほど米国に依存しているにもかかわらず、米国では同時に不均衡が深刻化しているという事実である。米国経済は中国の8倍、日本の2.5倍という大きさであるから、米国経済が4%成長すれば、世界経済の伸びの40%に等しい需要を提供していることになる。米国経済が唯一の成長のエンジンというわけである。しかし、米国経済には拡大する経常収支赤字や崩壊の危機にある資産市場のバブルといった不吉な兆候が鮮明になりつつある。泥沼のイラク問題、急騰するガソリン価格、ハリケーン「カトリーナ」がもたらした悲劇的な被害などが、こうした不吉に輪をかけている。

筆者の見るところ、中でも問題なのはGDPの7%にもなんんとしている経常収支赤字の不均衡である。世界経済にとってのジレンマは、この経常収支赤字が米国の家計の飽くことなき消費の結果だということである。過去10年間の米国の経常収支赤字急増は、その大部分が輸入の増加によるものであり、輸入の80%が耐久財、非耐久財を問わず消費財の輸入であった。この背景には、米国がもはやこうした消費財を生産する産業ベースを持たないという深刻な現実がある。言い換えれば、現在の米国の経常収支赤字は大部分が構造的であるということである。したがって、ドル安による価格変化により輸入を抑制するに

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1154号(2005.11.1)に掲載されたものである。

はドル安が極めて大きくなり限り効果がないということになる。経常収支赤字はあるいは消費抑制によって縮小できるかもしれない。しかし、米国の家計貯蓄率は 80 年代の 10% 近辺から最近ではほとんどゼロ% にまで落ち込んでいる。これをたとえば歴史的な平均水準である 6% に回復させようとするれば、消費支出が GDP の 70% を占めていることから、大幅な景気の鈍化をともなわずにはいられないだろう。米国の経常収支赤字は、現在のところ外国からの投資によりファイナンスされているが、これは世界に対する米国の債務国の地位を悪化させ、債務返済の負担を増加させることから、いずれはドルの信認を弱めることになる。外国からの投資が減少するようなことになれば米国の長期金利は上昇し、資産市場のバブルを破裂させることになる。現在のような危ない状況をこれ以上放置すれば、ドル急落の懸念を高め、長期金利の急騰を招くことになるのは必至と思われる。

しかしながら、本年秋の IMF・世銀総会をとりまくワシントンの雰囲気はグローバルな不均衡の問題について奇妙な安堵感、自己満足にあふれていたといえる。たしかにこの問題については問題がないという人はいないし、特に米国の貯蓄率の改善の必要性に異を唱える人はいない。しかし、差し迫った問題とする向きは少ない。つまり具体的方策がとられていないにもかかわらず皆が現状に甘んじている状況なのである。

では何故このように楽観的な見方が横行するのであろうか。

当局者としての立場、次を狙う者の立場としての楽観と言う面もあろうが、この背景にあるのは、第一に、インフレの懸念が今はなく、流動性過剰で困る人はいないことであろう。確かに米国の住宅バブルの問題は具体的なリスク要因となっている。しかし、グリーンズパン米 FRB 議長も米国の場合は実需がありまた住宅価格の上昇が金融緩和のお陰もあって可処分金融資産の増加につながり、これが消費を支えるという構造にあることを認めている²。また、原油価格の上昇についても、グリーンズパン議長は、長期的には構造的な要因から需要供給の不均衡が拡大するだろうし、先物価格の上昇からみて市場もエネルギー高を一過性とみなしていないと指摘しつつも、当面は米国のインフレ要因としてはあまり懸念していないようである。むしろ、米国においては石油価格上昇の結果、皆が石油を高い価格で買い求めその結果他の消費を減らすことになれば確かに消費は減ることを認めている。しかし、価格上昇によりガソリンの消費が減っても、全体としての消費にはあまり影響はないとみており、米国経済は引き続き堅調が予想されるのである。

² グリーンズパン議長は 2005 年 9 月 26 日全米銀行協会年次総会講演において、「現在の消費は多分に株価と住宅資産価格上昇によるキャピタルゲインに支えられているため、モーゲージ金利が上昇したり住宅の値ごろ感がなくなったりすれば、リファイナンス収入が減り、消費が減ることになり、その結果、貯蓄率上昇、消費財等の輸入減少、貿易赤字の縮小につながると見られるが、米国のような弾力性のある経済においてはその調整の影響は価格、金利、為替の変化により大部分吸収されよう」としている。また、「住宅バブルもまだ地域的に限定されている」と見ている。

第二の背景は、システミックリスクが具体化するような金融システムの危機がないことである。確かにヘッジファンドが急拡大した結果、counterparty riskはあるが、現実には規制監督当局が counterparty risk について対策を講じているし、仮にどこかで破綻があってもシステム全体としては流動性が十分にあるということで流動性クランチの怖れがないということが挙げられる。従ってヘッジファンドの存在そのものがリスクとする見方は今では少ない。一方でエマージング市場についてもアジアの成長などからプレミアムが減少している。確かに途上国については、まだまだ金融システムに資本注入が必要なところがあるろうし、その他、ガバナンスやコンプライアンスといった面から見て例えばアジア新興国の金融機関が十分に健全化したとは言えない。そのようなところから危機が再現しないようにする努力が必要であり、また、国内金融市場効率化、流動化の必要もある。理論的にはリスクは引き続き大きいということもできよう。ただどこかにリスクが存在しているという意識がない。金利ミスマッチ、為替リスクはあっても、メカニカルリスクといった、金融機関の本来の仕事の流れの上では発生しないリスクには関心が薄いのが現状である。

第三に、上記の金融の安定を反映したともいえようが、現在はむしろ環境、人口、エネルギー問題の方が深刻になっていることである。ただし、ドーハラウンドを成功させるべく頑張れとの声は強いが、どうしてもこれを成功させなければならないというモメンタムはない。というのは、現在各国が問題と考えている貿易障壁があまりないためである。ドーハラウンドで関税引き下げや quota 撤廃が実現しなくとも、モノは動くしカネはあるという現実がそこにある。今回ワシントンで聞いたパスカル・ラミー-WTO 新事務局長の話もそうだった。即ち、昔ながらの自由貿易主義者は残っているが、グローバル化が進行すると貿易自由化を昔のような形で推進する必要性が減少する。むしろ NPO などは自由化は大企業の利益のためと見ており、秩序ある貿易の必要性が高まっているとしている。

このように、この不均衡の問題も、米国の経常収支赤字のファイナンスがうまくいかなければ危ないが、当面はそのような事はないかもしれず、そうすれば経常収支赤字が資本収支によってファイナンスされるのは当然という見方に従って問題がないことになる。では、本当に皆が心配していないのかということ、本心では、米国の経常収支赤字拡大は sustainable ではないという見方が大勢である。前に述べたとおり、この問題をあまりにも長く放置しておけば、その調整は激しいものになり、世界の経済・政治状況の安定を著しく阻害する恐れがある。手遅れにならないうちに調整を始めなければならないが、米国の経常収支赤字は極めて構造的になっており、早急な解決は難しい。スノー米財務長官の言うとおり、米国が経常収支赤字改善のため急激な引き締めをして消費を抑制した場合、米国に代わる受け手があるのかということになる。結局 G7 の声明にあるように、「世界的な不均衡への中期的な対処という課題は、国際社会の共同責任であり、持続的な成長を最大化するように取り組まなければならない。このため米国は更なる財政健全化、欧州は更な

る構造改革、日本は財政健全化を含む更なる構造改革といった力強い行動が必要」というように、徐々にでも的を定めた着実な努力が必要であろう。

なお、IMF はサーベイランス機能を中心にマクロ経済調整に力を発揮すべきとの議論はある。しかし、IMF のファイナンスはもっぱら途上国のためであり、マクロ経済調整が必要な先進国はファイナンスを受ける必要がない。且つ国際的な援助市場での役割は薄くなっている。というのは民間の資金フローが遙かに大きな役割を担っているからである。現在の IMF への批判は強い。それは創設から 70 年代初めまで続いたブレトンウッズ体制が崩れた後は守るべきものがなくなってしまったためである。IMF は financing agent と化しまた世銀との機能オーバーラップの問題が生じた。アジア通貨危機の際には IMF も関与したが、危機対応ということではアジア各国はむしろ外貨準備積み上げで対応している状況にある。

2 . 中国

中国の人民元相場の問題については、一層の弾力化を求める声が強いが、今年 7 月の改革は小さくはあるが、遠い道のりの重要な第一歩であったと見るべきであろう。周小川人民銀行総裁は、人民元の問題には貯蓄 投資バランスが大きく関係しており、現在中国では過剰投資の状態である一方、特に消費需要が少ないのが問題であると強調していた。消費を増やすには預金金利引下げやモーゲージ・消費者金融など消費促進ローンの導入が必要としており、また、社会保障制度が未整備であり、これに一生懸命取り組みたいとしていた。為替相場の変更には国内産業の問題を手当てする必要がある、他の政策と手を取りあってやっていく必要があるとしている。他方、スノー長官も、中国が多くの問題を抱えているのはわかるが、固定相場を放置すれば一方的な投機が起こりかねず、また、なにもしなければ議会の保護主義を阻止できないところまできていたとして、中国の対応に一応の評価を下している。

しかし、7月の切り上げが極めて小幅であったので、国際世論は満足せず、中国もこれで人民元問題が片付いたとは思っていない。完全な変動相場制に移行するためには資本取引の全面的自由化が必要であるが、それにはまだ 5 年や 10 年はかかるであろう。従って、その過渡期においては銀行や国営企業の体質強化、資本市場の整備という国内体制作り専心しながら、バスケットベッグの下で変動許容幅を次第に拡大していくという戦略であろう。中国の通貨政策の中長期的課題として考えられるのは、第一に 8 千億ドルに及ぶ外貨準備の運用であり、第二には人民元の国際化である。外貨準備については、当面は国際金融情勢の動きを見ながら通貨別構成を弾力的に変更していくとともに、それを対外投資、特に米国企業の買収に積極的に活用する政策がとられよう。その際、買収の相手は資源、エネルギー、先端技術関連が中心となるだろうから、それは単なる経済行為だけではなく、

国際的な政治・軍事外交の舞台での駆け引きとなることに注目すべきである。また、第二の課題については、中国には二つの選択肢があろう。一つは人民元をアジアの基軸通貨とすることであり、もう一つは日本等と協力してアジアの金融統合を促進し、アジア共通通貨の成立を目指すことである。この点に関しては、わが国としては中国が第二の道を選択するよう、常に協力を働きかける必要がある。

3. 小泉改革への海外の反応

日本に対する海外の評価が最近非常に良い。それは株式市場が活況を呈し、年初予想されていなかったような相場の上昇を見ていることに示されているが、ここではその背景等を考えてみたい。

海外の日本に対する評価が基本的に移ろいやすく *volatile* であることは今も変わらない。

これまでは、日本の金融システムに対する不信があったこと、また、日本は何も変えられないとの固定観念のようなものがあった。むろん、人口問題や財政赤字の問題は引き続き深刻である。しかし、金融システム強化はどうも本当に実績を挙げているらしいとか、今度の選挙で示されたように日本は変わっただらしいという感じが強まってきた。選挙の前後に日本から伝わってくる話はドラマティックであった。小泉首相の選挙のやり方やその結果が二重三重の意味でショック療法として伝わった可能性がある。

バブル崩壊後 10 年以上の期間を経て、日本人は、このままではじり貧になるという危機感を持っていた。そこに小泉首相が登場し、日本人が日本を変えることができることを示したということの意味は大きい。特に国民は、自民党の族議員中心の政策決定、及びこれと直結した官僚制度という仕組みを変えることができるのではないかと、という意識を持つに至った。これは大きな変化であった。

従って、今や日本人にとって、家計、ビジネスとも、改革とは昔ながらの日本のやり方を変更することを意味する。即ち、昔ながらのやり方の変更が必要(*necessary*)であり、また変えることができる(*doable*)のだという意識、かつ、変えると良いことが起きる(*pay off*)という 3 つの要素を日本の有権者が考えるに至ったということである。

国民意識が変化した背景には、以下のように経済が色々な面で良化してきたことがあげられよう。第一に金融部門が目覚しく強化されたこと。90 年代に 20% 近くあった不良債権比率はいまや 3% 以下に低下した。金融再編成が進み、15 年前には 20 を超えた主要銀行数は 3 つの銀行グループに統合された。新たに設立された金融庁の下で規制体制が整備された。日本の銀行業界はいまやずっとスリムになり、健全で収益性を高めている。

第二に企業部門でもリストラが進展した。バブル期に過剰設備、過剰債務、過剰雇用を抱えていた企業は、たゆまない努力により 3 つの重荷の削減に成功し財務状況の強化と収益の改善がもたらされている。そして現在では多くの企業が投資と雇用を復活させつつあ

り、労働市場の改善見込みが消費者の信頼感と消費の回復につながっている。

第三は将来の見通しの改善である。小泉政権が開始した政策決定プロセス、規制緩和、民営化、財政等の構造改革は企業、家計の心理状態を変えることに成功した。

第四は、対外面からの下支えがあること。前述のように、米国経済は個人消費と投資支出を中心に力強い成長を続けており、輸入需要が強い。中国も9%を越える成長を続けている。こうした主要市場への堅調な輸出の伸びが日本経済の回復に役立ったのである。

しかし、短期的なリスクがないわけではない。第一に、原油価格の上昇がどの位続くか。もっとも、日本の場合かなりの抵抗力がある。第二に、今後金融政策が変わる際のリスク。Smooth transition が可能か。長期金利が上昇し JGB 価格が下落する影響如何。特に中小金融機関への影響などが心配である。

中長期的には、まず財政赤字の改善は doable かどうか。これに伴い必要となる税制改革がマクロ経済状況に与える影響如何という問題がある。また、人口問題が大きいのしかかっている。日本の出生率は先進国中最低であり、日本の人口はまもなく減少に転ずる。労働人口の減少からほどほどの成長を維持するためだけでも高い生産性を維持する必要がある。高齢化も急速に進んでおり、少ない労働人口が退職者の年金を負担しなければならぬという状況は財政的のみならず、社会的、政治的な不安定をもたらすだろう。これに対しては退職年齢の引き上げ、高齢者や女性、外国人の積極的活用などが必要となろう。少子化対策として財政的、社会的、法的環境を整える必要もある。

小泉改革の行方に広く関心が集まっているが、小泉首相自身からの返事がまだないようである。任期は残り1年しかない。任期延長の可能性はあるが、小泉首相の性格を考えるとおそらく延長はないだろう。郵政法案が通っても内容が固まるには時間がかかろう。地方財政、年金、消費税等々、他にも問題は山積している。1年でどの程度改革が進むか。1年後に政権が交代した場合どうなるか。

今までの改革は上記日本経済復活の4要素からわかるように、不良債権への公的資金注入の話を除けば、全て民間の自助努力によるものであり、マクロ政策面からの支持はなかった。かつ、改革そのものが景気回復に役立った部分は大きくなかったといえよう。

今後は、民間部門の自助努力に全面的に依存するのは良くない。従って、できるだけ早く金融、財政政策の機動性を確保し、循環的景気変動に対し対応する力を持つておく必要がある。また、今後の改革では、民営化によって民間のイニシアティブを拡大することが必要である。大きな政府部門には郵貯、道路、政府系金融機関が含まれる。しかし、純粋な民営化で需要や雇用を創出した例は実は日本にはない。むしろ、規制緩和で教育、通信、医療等で効果が上がっている。構造改革で重要なのはこうした点であり、こうした改革を真剣に進めることにより海外での日本の評価も維持されることになるだろう。

Copyright 2005 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>