

9 月度月例会 講演録

日 時： 平成 20 年 9 月 26 日 (金) 12:00~13:30
講 師： 水野和夫 氏 (三菱 UFJ 証券 チーフエコノミスト)
演 題： グローバル化の本質と日本の課題

- ・本日はグローバル化の本質と日本の課題ということで、「深刻な世界の過剰債務問題」「悪化する日本の交易条件」を中心にご説明したい。

[日本経済への影響の纏め]
(資料 1 ページ)

- ・サブプライムローン問題が 2007 年に表面化し、今更に問題が厳しくなっているが、問題自体は 2004 年からであり、サブプライムローンが累積する過程の 10 年間、1995 年あたりから金融経済肥大化が起こってきた。金融市場で 10 年間に 90 兆ドル資産が増加している。一方、サブプライムローン問題が表面化した 2007 年 2~3 月の原油価格は 1 バレル 50 ドル台前半であり、サブプライムローン問題表面化後の原油価格高騰が目立っている。原油に農産物・貴金属等を含めた商品市場の規模 10 兆ドルに対して、資金が 90 兆ドル増加した、というのがこの 10 年間の動き。
- ・サブプライムローン問題発生後、過剰債務問題、交易損失という 2 つのルートで日本経済に影響を与えている。過剰債務は米国だけで 3~4 兆ドルあると見られる。これを全て金融機関の負担にするというのは考えられず、IMF が 9 月 25 日に不良債権が 1.3 兆ドルと発表したのが、そうだとすると残り 1.7~2.7 兆ドルは家計が貯蓄率を増やして債務返済していくことになる。不良債権処理は 4 合目あたりに来ており、今の進捗率を考慮するとあと 1~2 年掛かる見込み。全体の過剰債務 4 兆ドルを家計が解消して身軽になるには、貯蓄率の上昇幅にも依るが、5 年程度掛かるのではないかと。つまり 5 年間は消費主導で景気が回復することは難しいと考えている。過剰債務問題は英国・スペインなど、全世界的 (日本とドイツ以外) で起きており、日本の先進国向け輸出の増加は期待できない。新興国の内需拡大が起きて、そこに対して何時日本の輸出が増えていくか。それまでは輸出減のため日本の GDP 成長率は抑えられてしまうであろう。
- ・一方、交易損失について、2003 年から徐々に原油価格が上昇しており、交易条件の悪化により、62 兆円の所得が日本から流出している。そのため企業収益・個人所得が減少し、個人消費が減少し、GDP の伸び悩みに繋がっている。2007 年の平均原油価格が 82 ドルだったので、原油価格が 82 ドル以下になれば、交易損失は減少するが、100 ドル近辺で推移すれば今年度も年間 20 兆円を上回る交易損失が発生する。
- ・このように、日本経済はここ 10 年の金融経済の肥大化、資源・食糧価格高騰の両方から影響を受けていると言える。

[近代の終焉]
(資料 2 ページ、5 ページ)

- ・今までの資本主義・工業化の大きな流れのなかで幾つかの転機があったが、決定的なことは、1997 年 9 月から日本の 10 年国債利回りが 2%を下回り、ついに 12 年目に突入したことである。これほど長期間に渡る低金利を経験した国はかつて無い(これまでの最長はイタリアで 1611 年~1621 年の 11 年間)。金利は利潤率の代理変数であり、日本企業の ROA と金利は殆ど並行して動いている。つまり金利は殆ど利潤率と同じと考えて良い。即ち、日本では過去 11 年間資本の利潤率が低かったということ。
- ・ROA の使用総資本に該当するのがマクロ統計では資本ストック統計になると思う。1 単位の GDP を作るのに何単位の資本ストックが必要かという資本係数を見てみると、先進国では日本は 2.1、ドイツは 1.8 で高く、これらは輸出国。資本係数 1.0~1.5 に収まっている米英は内需主導。資本係数が高い国は、投下資本が大きくなって、分母が大きくなり、利潤率が低くなる。増益率は日米で差がないが、利潤率を比較すると差が出てくる。それが長期金利日本が 2%以下、ドイツが 3%台前半、米国が 4%前後という差に表れている。尚、中国は、設備投資対 GDP 比率が 40%を超えている現状では、資本係数は既に 2 を超えている可能性が高く、日本を上回る資本ストックを積み上げている状況と思われる。
- ・現在の経済・社会システムを維持させるのに困難なほど利潤率が低下してしまったので、システムを色々変えなくてはならないという動きが出てくる。それが金利が急騰したオイルショック直後以降の様々な改革、例えば新自由主義の経済政策を採用したり、金融自由化で国際資本が完全移動する状態を作る改革を行ったり、2001 年の中国の WTO 加盟を始めとする BRICs の台頭をニューフロンティアとして取り込むと動きがあったと思う。

(資料 8 ページ)

- ・原油価格は 2003 年まで、3 分の 2 の確率で 1 バレル 13~30 ドルのレンジに入っており、上下はあっても平均価格の 22 ドルに戻る動きをしていたが、2003 年前後に大きな屈折点があったと言える。過去の歴史を見ると、1500 年頃にも物価トレンドが変わった時期がある。それぞれの時期に何が起きたのか。

(資料 3 ページ)

- 2003 年は、その直前から BRICs の台頭が言われ、先進国 10 億人に対して BRICs だけでも 28 億人が先進国の仲間入りを目指して近代化をスタートさせたので、原油価格もそれまでのレンジでは収まらない事態が起こったのだと思われる。追いかけてくる人数の方が多い場合、それまでのシステム・価格体系では対応できなくなる。1500 年頃も、それまで地中海世界 2,400 万人が先進国だったのに対して英蘭仏独・東欧の 4,500 万人が台頭してきた時期で、追いかけてくる人数の方が多かった。19 世紀に日独が先進国を追いかけた時期があったが、その際は日独の人口が先進国の 40%程度で追いかける方が人数が少なかった為、既存の価格体系に吸収された。

(資料 10 ページ)

- 価格体系が変わるときは、金融面でも大きな変化がある。国際資本が完全に移動するようになった最初の年と考えられている 1995 年から 2006 年にかけて、世界の金融資産が 88 兆ドル増加した。この間、実物経済を代表する世界の名目 GDP と、世界の金融資産の比率は、2.1 倍から 3.2 倍に広がった。金融資産のうちで最も増加したのが米国株式であり、名目 GDP が最大なものも米国なので、米国の株式時価総額と GDP を比較してみる。米国の株式時価総額対 GDP 比率の推移を見ると、1929~1994 年までの株式時価総額対 GDP 比率は平均 0.49 であり、株式時価総額は GDP の半分であった。それが 1995 年からジャンプを始め、1995 年以降の平均では株式時価総額は GDP の 1.4 倍ある。欧州を中心に世界中の資金が米国に流入し、米国から欧州に資金が流れていくパイプが太くなっている。国際資本が完全に移動する前の 1994 年まで、米国の少ない貯蓄を中心に形成される米国株のレンジは GDP の約 0.5 倍であったのが、1995 年以降は米国に加えて欧州・アジアから米国に資金が流入し、それが株式に投資され株価水準の訂正が起こったと考えられる。

(資料 11 ページ)

- 1995 年以降の金融資産の増加 88 兆ドルは、主に米国(36 兆ドル)、欧州(24 兆ドル)で増加しており、日本では 5 兆ドルしか増加していない。合計で 60 兆ドル資産を増加させた欧米の投資家は規模 10 兆ドルの商品市場にリスクを取って参入することができた。

[深刻な世界の過剰債務問題]

(資料 16 ページ)

- 米国の現状についてご説明するが、住宅価格がここ 10 年上昇しなかったのは日独だけであり、それ以外の国は米国と同じ状況。日米の債務の対 GDP 比率を、日本を 17 年先行させて比較してみる(日本の 1980 年と米国の 1997 年を比較する)。17 年ずらすとスタート時点が一緒になり、ピークもほぼ 10 年後で同じになり、上昇幅も債務対 GDP 比率 0.6 倍から 1 倍へと同じになる。米国のピークは 2006 年の段階で、サブプライムローンでこれ以上信用力の低い人がいないところまで需要を掘り起こした。日本では 1989 年の段階で大学生が都会のワンルームマンションに住むようになり、あとは高校生が都会に集まらない限り次の需要が無い、即ちもう需要を掘り起し尽くしたと言える。
- 所得に対する借金の比率が高まると、地価が上昇しないと所得からは借金が返せないという状況になり、需要が無くなり地価が下がると、借金の比率の上昇部分が一気に不良債権化する。
- 日本では 1989 年時点で 108 兆円の過剰借入があったことが 2~3 年後に判明している。当初個別金融機関の不良債権額の積み上げでは 10 兆円前後と小さく報道されたが、マクロ統計から見ると最初から 100 兆円規模の過剰借入が明らかであった。これを日本では 10 数年かけて公的資金 46 兆円と銀行の赤字決算で処理している。赤字決算はゼロ金利を通じて家計によって負担されたと言える。日本の過剰債務調整は、株価、地価、家計所得が底を打った 2004 年まで掛かった。
- 米国の過剰債務は約 4 兆ドルあるので、この処理が終了するときが米国経済が立ち直るとき。4 兆ドルをどうやって解消していくかは金融機関と家計の押し付け合いだが、家計が身軽になる為にノンリコースローンの家を銀行に返してしまうと、要償却額が増え、公的資金を注入して処理することになり、それは増税となっていずれ家計の負担として返ってくる。

(資料 17 ページ、18 ページ)

- 米国の実質住宅価格を最もカバレッジの広い連邦住宅公社監督局指数で見ると、価格の傾向線をまだ 3 割上回っている。上ブレしたときは、傾向線から下ブレしてから傾向線に戻る。今回は上ブレが最大 4 割だったので、下ブレも大きく 3 割程度下落すると仮定すると、銀行の回収不能債権額は 1.27 兆ドルと試算され、IMF が昨日発表した不良債権額 1.3 兆ドルとほぼ同じになる。
- 金融システムに影響する不良債権額は、地価がどこで止まるかに掛かっている。仮に地価下落が傾向線から 4 割とすると、銀行の回収不能債権額は 2.15 兆ドルと試算される。逆に傾向線から 2 割の下落とすると、回収不能債権額は 5 千億ドル弱となり、金融安定化法案による 7 千億ドルの公的資金投入で米国の金融システム問題は既に償却が殆ど終わっていることになるが、危機が収まらなかったということは、殆どの人が地価下落が 2 割では済まないと考えているということになる。
- IMF が発表した 7 月末現在のサブプライム関連損失償却額は 4 千億ドル。9 月末で 1 千億ドル積み増したとして合計 5 千億ドル。処理すべき金額を 1.27 兆ドルとすると進捗率は 4 割で、これは日本の 1997 年く

らいに来ていると言える。日本では1998年に進捗率が6割まで進み、1998～2003年に9割まで進んだ。このことから考えると、これから1年が米国にとって最も厳しい時期と言える。

(資料19 ページ)

- ・公的資金を注入する場合、恐らく外国人投資家が米国債を購入しなければいけないと思うが、外国人投資家は、米国債を安心して買えないだろう。なぜなら米国の所得下位90%層はネット貯蓄が毎年2,540億ドルのマイナスであり、借入なしでは生存できない。これまで金融機関は所得下位90%層に毎年8,080億ドル貸し出しを増やしてきたが、これからは融資基準を厳しくし、貸し渋りが起こるだろう。そうすると、まず金融資産1,710億ドルの取り崩しが起こり、銀行預金が増えないので銀行は米国債を買えない、だから外国人投資家に米国債を買ってもらい必要がある。所得上位10%層が米国債を買ってくれば良いが、彼らはいっと高利回りの投資が多いであろう。更に金融資産を取り崩してもネット貯蓄はまだ約800億ドルマイナスが残る。
- ・純資産が豊富であれば問題無いが一 米国全体では豊富だが 一 米国の所得下位50%の人は総資産12万ドル以下で負債比率が82%なので、負債が約10万ドルある。純資産を取り崩していくと2世帯に1世帯が債務超過となる恐れがある。銀行は債務超過の人に返済目処の無い生活資金を貸すことはしにくいであろう。
- ・するとどうなるか。金融資産へのネット投資を取り崩してもまだ800億ドルのネット貯蓄のマイナスがある。この穴埋めに実物資産へのネット投資3,830億ドルが大幅に削減される。実物資産には住宅・自動車投資が含まれており、従って家計の住宅・自動車投資が2割以上落ちる可能性が高い。自動車会社は今でも経営危機かもしれないが、更に販売台数が落ちてリストラを進めなくてはならない可能性がある。米国の金融システム危機は、家計の財務状況を考えると、実物投資の減少に直結する状況になっている。

(資料20 ページ)

- ・恐らく投資家はそのようなことが分かっていると思う。7月に外国人投資家が米国から256億ドル資本を回収した。特に米国政府機関債(ファニーメイ等)を500億ドルも売却している。米国におカネが外国から流入してこなければ、経常赤字国である米国は外国から資本を回収せざるを得ない。現に317億ドルの投資を回収した。この時期日本の株価も下がっており、不動産価格の下落もこの影響だと考えられる。このようにお互いが資本を回収しあうのは珍しい。まだ統計は出ていないが、8・9月もこの状況が続いている可能性が高い(その後、8月の統計が公表され、お互いに資本を回収しあっていたことが判明)。

(資料21 ページ)

- ・先ほど住宅・自動車等の実物投資が減るだろうと言ったが、投資しなかった分は貯蓄が増え、借金の返済に充てられる。現在米国の貯蓄率は0.7%だが、貯蓄率の1.5%増加が5年間続いて8%になるという状況(これで、4兆ドルの過剰債務のうち、銀行の不良債権1.3兆ドルを除いた2.7兆ドルの債務を返済できる)を想定すると、貯蓄率が決まると所得も決まり、そのなかで消費に廻す量も決まるので、GDPも決まってくる。この想定では、米国はある程度の輸出の伸びを見込んだとしても、2012年まではマイナス成長が続く。ということは今まで以上に輸出が伸びないとマイナス成長は回避できないが、日独を除いた多くの国が住宅価格の調整局面にあり、消費を増やしてくれる国は少ない。
- ・尚、第1次オイルショック以降1994年までの平均貯蓄率が8%なので、貯蓄率7.5%とは、米国が1994年以前の状態に戻るということ。貯蓄率が1.5%ずつ増加していくと米国のGDPに占める家計比率が71%に下がる。従って今米国に起きている調整は、1994年以前の米国に戻る圧力が掛かっている状態と言える。

[悪化する日本の交易条件]

(資料6 ページ、8 ページ)

- ・1650年に物価のピークを迎えているが、その頃何があったかということ、新興国の英国と先進国イタリアの一人当たり実質GDPの格差(英国/イタリア)が、1500年に0.65、1600年には0.89、そして1700年には1.14と逆転したのだが、一人当たり実質GDPがちょうど並んだのが1640年頃。だいたいそのころに物価と共に国際秩序も安定してきている。
- ・今の日本と中国に当てはめ、日本が年率1%成長、中国が8%成長として試算してみると、20年後には日本と中国の一人当たり実質GDPが並ぶ。そう考えると原油価格はまだピークではなく、この先20年日中の一人当たり実質GDPが均衡するまで原油価格の上昇圧力が続くのではないか。

(資料23 ページ)

- ・今年の4～6月期だけで7兆円、2003年からは62兆円の所得流出が起きている。2002年からはいざなぎ景気を超える長期景気拡大を続け、年率2%GDPが成長したが、年率▲0.6%分の交易損失があり、国内総所得は年率1.3%しか増えなかった。2008年第2四半期の交易損失を28.1兆円と計算しているが、これは原油価格が124ドルであった為。原油価格が100ドル台で推移とした場合、年間20兆円超の交易損失が発生する。

(資料 24 ページ)

- 今までは GDP と国内総所得(GDI)、国民総所得(GNI)は並行して動いていたので GDP だけ見ていれば良かったが、最近は 2%も乖離するようになったので、GDP が潜在成長率の 2%を発揮したとしても所得は伸びないということになりかけている。

(資料 25 ページ、26 ページ)

- 被雇用者の 6 割に該当する中小企業・非製造業の一人当たり給与額が 2004 年から下げ止まり、景気回復の効果はあった。但し所得の低い人は年 9 回以上買う割合が高いと思われ、2002 年以降、年 9 回以上購入するものの価格が上がり始めていることから、所得の実質的な価値は維持できていなかった。そうしてみると今回は戦後最長の景気回復にも関わらず、6 割の人にとっては生活水準が下がってしまうものだった。

(資料 22 ページ)

- 交易条件は、日韓の悪化が著しく、欧州はあまり悪化してない。理由としては、自国通貨建て取引が多い。食料自給率が高い等。日韓は輸出重視で円(ウォン)安政策を取っている。今後も原油価格が上がるなら、円高政策を取るべき。また輸出品目の多様化を図るべき。

以 上