

ゲスト

森田長太郎氏

パークレイズ・キャピタル証券
ディレクター / チーフ・ストラテジスト

聞き手

伊藤元重

総合研究開発機構理事長

No.66

金融市場が問う 日本の信用

ポイント

●欧州債務危機の背景には、財政問題だけでなく、共通通貨ユーロの下で資金の安易な流出入が起きやすいという通貨システムの問題がある。このことが財政危機の根本的な解決を先延ばしにしてきた。

●景気回復は財政悪化を緩和する面があるが、現状では、ソブリンリスクへの懸念からユーロ圏では有効な景気刺激策をとることが難しい。景気低迷が長期化し、景気悪化と財政悪化の悪循環を起こすリスクがある。

●膨大な金融資産の受け皿となれる通貨が世界的に限られていることから、日米の国債への資金流入が続き、長期金利が低下している。また、日本では労働コストの低下が企業の過剰貯蓄を生み、国債を買い支えている。

●財政危機や破綻が起きるときには、通貨への信用の喪失やインフレによってお金の流れが変わってくる。そこまでの時間軸は長いと考えられるが、インフレの兆しが出てくるのが、一番大きなリスクである。

●成長力の低下や高齢化を背景とする財政悪化は、先進国の共通現象であり、日本が一番先行している。必要なのは、単なる財政の収支尻合わせではなく、「世代間の負担の平準化」に目的を絞った制度改革を通じて、財政の持続可能性を高めていくことである。

財政問題と通貨システムの問題

伊藤 いま、いわゆるソブリンリスクへの関心が高まっています。今日は、ソブリンリスクについての本も書かれている森田さんに、いまヨーロッパで何が起きているか、そこから日本が学ぶべきことは何かについて、いろいろとお話を伺いたいと思います。

最初に、ヨーロッパの最近の動きをどのようにみていらっしゃるか、お話しいただけますか。

森田 ヨーロッパの問題について、最近書いた本『日本のソブリンリスク』¹の中で強調しているのは、ギリシャの問題と日本の問題の違いです。本質的な違いは、通貨システムの問題だと考えています。ギリシャには自国の通貨を持たないという意味での特殊性がありますが、これはアジア通貨危機で起きた状況と非常に似ています。アジア通貨危機において、アジアの国々は独立した金融政策をとっていましたが、通貨に関してはドルペッグ制をとっていた。これと同様に、ヨーロッパにおいてもユーロという共通通貨の枠組の中で、実際の資金フローとしては、過去 10 年間に短期の資金移動が頻繁に起こっていたのです。ギリシャの財政問題は確かに非常に深刻ですが、財政問題だけでなく、通貨システムの問題でもあるということ認識すべきだと思います。

伊藤 通貨システムの問題というときに、ギリシャがおかしくなるとユーロ全体に影響が及ぶとい



伊藤 元重
NIRA 理事長

うことはよくわかるのですが、ギリシャがユーロに入っているために、ギリシャにとっての問題が複雑になるという面もあるのでしょうか。

森田 あると思います。つまり、資金流出が非常に簡単に起きてしまい、国債のファイナンスもできなくなっている。通貨が共通であるということは、景気がいいときには、先進国から発展途上国にイーザーマネーがどんどん入ってくるということです。

伊藤 ギリシャの場合は、フランスなどの銀行が買ったわけですね。

森田 そうです。それが刺激となって成長を高める。これと同じことが、スペインなどでも起きていた。ところが、逆に資金が流出するときも、非常に簡単に出ていってしまい、アジア通貨危機と似たような状況に陥ってしまった。

伊藤 歴史に「もしも (if)」はないのですが、仮にギリシャの通貨がドラクマのまま、欧州共同体 (EU) に属しつつもユーロに加入していなかったら、今回の問題は起きなかったということですか。

森田 そう思います。そもそも過去 10 年間における資金移動がだいぶ違ったものになっていたはずで、ギリシャのドラクマは非常に弱い通貨で、経済としてはいまよりはるかに成長が弱かったかもしれないかもしれませんが、今回のような事態には至っていない可能性もあったと思います。

伊藤 ギリシャはユーロに固定したために、ユーフォリアが起きていたということですね。逆にドラクマのような通貨を持っていたら、資金も流出しにくいということですか。

森田 要は資金が入ってこないの、流出もない

という話です。アジア通貨危機の場合は、各国の金融政策が違って高金利で、しかも通貨がドルペッグされていたため、非常に簡単に短期の資金調達が行われました。アジア通貨危機と今般のギリシャとでは少し条件が違う面もありますが、構造的に共通する部分があると思います。

伊藤 海外から大量の資金が入ってきたということですね。ネットの債務をどう測るかは、なかなか難しいのですが、GDP 比で見たときには、日本の財政もギリシャに負けず劣らず、かなり重い債務を持っている。しかし、独自の強い通貨を持っているという意味では、日本の方が資金の流出は起きにくいということですか。

森田 政府の信用というのは、通貨の信用とほとんど同じです。単純に政府の債務額だけで比較してしまうよりは、例えば対外純資産という見方も、国全体としての貯蓄という見方もあると思います。

共通通貨が抱える矛盾

伊藤 今回のギリシャ危機の原因が通貨システムをめぐる問題にあるとすると、共通通貨というのはデメリットが大きいということですか。

森田 ユーロの問題も、もともとの発端は、第二次世界大戦後に独仏が戦争をしないためにつくったという究極の制度ですから、そこまで含めたメリット、デメリットというのは、判断の難しい部分があります。どれだけ経済的に崩壊しても、戦争さえしなければそれがメリットだと言えそうになります。ただ、純粋に経済的に言うのであれば、相当なリスクのある制度ではないかということが、今回、かなり明らかになったと思います。

伊藤 アジアでも共通通貨にしたら、大変だということですね。

森田 中国と日本の経済政策もそうですが、アジアで企業や個人の経済行動が、将来的に完全に収斂するとはとても思えないですね。ですから、アジアで共通通貨を導入したとしても、いろいろな形でバブルの発生を増幅してしまうリスクが拭えないと思います。

伊藤 最近の EU の状況を見ると、金融市場が危機を増幅している側面があるように思えます。EU

のいまの通貨制度を変えない限り、金融市場はギリシャやイタリアのような問題を見つけては、どんどん仕掛けていくわけですね。プレーヤーとしてどういった印象をお持ちですか。

森田 ユーロの問題が、根本的に異なる経済構造の国を共通通貨でまとめていることにあるとすれば、この問題はユーロが崩壊するまで続くということになってしまいますが、ものには程度があります。マーケットがどこまで仕掛けるかという話も、ギリシャとイタリアでは相当違うわけです。単純にいまバランスシート調整のような圧力があるのかどうかでいえば、スペインの問題にはそうした圧力が、潜在的に相当残っています。不動産バブルの崩壊からまだ2~3年で、しかも価格も十分に下落していない状況ですからね。イタリアの問題はバブルと形態は異なりますが、過去の債務を抱えながら強引にユーロに参加した。そのため財政の債務残高をある程度減らすまでは、そうした圧力が残る可能性がある。残っている以上は、グローバルな金融市場が何らかの形で不安定化したときに、当然ターゲットになりやすい。こうした問題が解消されるまでターゲットになる可能性があるということですね。

伊藤 一方で、ドイツの企業側からすれば、ある程度為替が安くなると、実はいい部分もあるわけですね。

森田 為替の水準は、高い方がいい国と低い方がいい国が、その真ん中の水準の通貨を使ってやっているということであって、当然、高い方がいい国にとっては非常においしいという、ゼロサムの話なのです。だから、ドイツがいま通貨安で稼いでいるものを、財政補填の形で、ギリシャやイタリア、スペインに投入しなかったら、バランスするわけがない。だからもう答えは見えていて、ドイツの財政投入以外にはないわけです。

当面の財政再建は景気次第

伊藤 ヨーロッパの問題は、今後どのように展開すると思われますか。

森田 そもそも財政悪化がどうして起きたかという経緯からすると、日本の場合も、バブル崩壊と



森田 長太郎氏

パークレイズ・キャピタル証券ディレクター

いう金融危機があった。ギリシャの場合も、アメリカ発の金融危機の影響がヨーロッパに及び、景気が急激に後退したことによってギリシャの財政赤字が膨らんだということからすれば、当然トリガーはアメリカ発の金融危機にあったと思います。

伊藤 景気が悪くなるから税収が減るという意味で、財政が悪化するわけですね。

森田 そのような面もあるし、当然、景気対策のための歳出も増加する。バブル崩壊後の日本はまさにその道を辿ってきたわけです。悲観的なことを言えば、ヨーロッパやアメリカでも2サイクル目の危機が起こり、経済の低迷が長期化する可能性もある。景気が速やかに通常に戻れば問題は解決するが、そうならないリスクもあると思います。

伊藤 景気が戻ると、どうして財政問題が解消するのですか。

森田 要するに、税収が回復してくると、財政再建で歳出の削減ができるようになるためです。日本でも2003~2006年の間は景気のサポートがあったので、ある程度歳出削減が進んだわけです。

伊藤 景気次第ということですか。税収の弾性値はあまり大きくないとの見方もありますが、ヨーロッパやアメリカの成長率が1%ポイントぐらい上がれば、問題の深刻さは相当緩和されるということですか。

森田 いま、先進国は、二つのフェーズの財政問題を抱えていると思います。一つは景気循環的な問題と、もう一つは高齢化により社会保障費が構造的に膨らんでいるという問題です。後者の問題に関しては、日本も含めてこれから中長期的に取り組んでいく部分だと思っています。短期的に非常に

落ち込んでいる部分は、ある程度景気の要因で解消してくるのですが、逆に、景気もたつたまま欧米で 5 年ほど経過した場合を考えると、日本と同じように 2 サイクル目の財政悪化が起きるリスクも、当然あり得ると思います。

伊藤 マーケットを見ている方は、やはり景気の先行きを気にしているということですか。

森田 正直言って、景気というファクターが相当大きいと思います。

伊藤 欧州は、いまなかなか景気が立ち直らない。景気そのものが財政を悪化させる一方、財政悪化により景気が悪化する、といった形の悪循環が起きているということですか。

森田 この夏場以降に起きていることは、そのようなプロセスを市場が懸念し始めているということです。財政を景気刺激のために使えないということですね。これが純粋に経済的な事象として起きているかということ、必ずしもそうではない。経済的な事象としてクラウドリングアウトが起きていけば、インフレで金利が上がってしまい成長を損なうので、これ以上財政政策を使えないということになります。いまそのような状況は全く起きていない。政治的な問題として、財政政策を使えない状況が起きているわけです。

伊藤 オードックスなケインズ主義的立場に立てば、本当に景気が悪くなってくると、多少国債を発行しても景気刺激策をとるべきだということになるわけですね。しかし、財政危機に陥っているギリシャやイタリア、スペインといった国々では難しい。その他のヨーロッパの国々でも景気刺激策をとるのが難しいというのは、やはり国債のマーケットを皆さん気にしているからですか。

森田 そうですね。景気刺激策をとる余地があるとすれば、アメリカ、イギリスですね。イギリスも相当悪いですが、政治的な制約はユーロ圏諸国よりは小さいですね。日本は復興がありますので、結果的に少し違った方向に向かっていますね。

今なぜ米国債、日本国債が買われるのか

伊藤 ところで、アメリカのソブリンリスクについては、どのようにごらんになっていますか。

森田 アメリカの債務上限の問題が 8 月の初めに焦点になり、実際に格下げが行われました。S&P が言っているロジックも二転三転したのですが、結果的に、格下げが行われてからアメリカの長期金利は低下しました。格下げが発しているメッセージというのは、もちろん財政悪化への警鐘ということだと思いますが、問題はなぜ長期金利が下がるのかということですね。

これには二つの論点があると思います。一つは、財政刺激がそもそもできないということ、格下げがより強く意図しているのであれば、当然景気が悪化して、インフレ率、インフレ期待も下がるので長期金利が下がるという面がある。

もう一つは、ギリシャとの比較です。同じように財政状況が悪化している国が、片やアメリカのように金利がどんどん下がる。片やギリシャのように 20% になってしまう。この数カ月間に、両極端の動きが起きた。この違いは何か。財政の問題なのか、通貨システムの問題なのか。結論からいうと、アメリカの抱えている問題は、いまの時点ではまだ通貨システムの問題であって、財政そのものではないということです。

伊藤 通貨システムの問題とは、どういうことですか。

森田 要するに、資本逃避が本当に起きるか、起きないかということです。リスク回避的な動きがマーケットで発生したときに、「リスク回避したお金がどこに向かうのか」という問題がありますが、アメリカでは資本逃避は起きていない。アメリカでいままでリスクをとっていたお金は、そのままドルに戻ってきているのです。ギリシャの場合は、財政にいろいろな問題が起きてきたときに、同じユーロ圏の中で、イタリア、ドイツなどへお金が逃げたわけです。この通貨をめぐる大きな環境の違いが、今回鮮明になったと思います。

伊藤 日本の場合はアメリカに近いということですか。

森田 そうだと思います。そもそも、いま世界中で、先進国の過去の経済成長により蓄積された膨大な金融資産が積み上がっている。これが何らかのリスクをとって配分されているわけですが、リスク回避をするときにどこに戻るか。今回、ドル

のお金はドルへ戻った。日本のお金は、たぶん日本に戻ると思います。場合によっては、ドルが日本に戻るといふことも起きていて、それがいまの通貨のバランスを決めている。これだけ膨大な金融資産の受け皿となり得る通貨は、実はそんなに選択肢があるわけではないですね。

伊藤 スイスフランとか、オーストラリアドルまでは行かないのですね。

森田 戻ろうとしたのですが、戻る大きさがありません。人民元はいま非常に注目を浴びている通貨ですが、自由化されていないので戻る先にならない。そうなってくると妙な話で、財政の悪化が市場で懸念されて、リスク回避的な動きが強まれば強まるほど、その根源である日本国債や米国債にお金が流入してくるといふ現象が、これからも続く可能性があるわけです。

伊藤 この状況が少し収まるためには、景気がよくなればいいのですが、まだこの先に二つも三つも山があって難しいですね。

森田 山がある可能性はあると思うのですが、今回の危機の起点をどこに見るかということによっても若干変わってくると思います。例えば、日本のバブル崩壊は1989～90年頃ですが、2000年にアメリカも大きなITバブル崩壊を経験していて、そこから一つの連続的な動きだというように見るのであれば、今回のリーマンショックで、二つ目の山というか、谷を経験しているわけですね。そういう意味で言えば、もう少し小さな山谷があると、蓄積されたいろいろなゆがみのようなものが解消されてくるという、やや楽観的な見方もあるかと思えます。

伊藤 例えばヨーロッパで言うと、ギリシャとか、スペイン、イタリアも含めて安定化するためには、いろいろな安定化のための措置を投入して、じつと回復を待つということになりますね。

森田 あと1～2年の間に少し景気の落ち込みはあるかもしれませんが、そこを越えると何とかなるというのが、一番楽観的な見方かもしれないです。ただ、アメリカにしてもヨーロッパにしても、経済規模に対する債務比率、あるいはアメリカで注目されている家計の債務比率を見ると、現実にはまだピークアウトしてからそれほど時間がたっ

ていない。日本の場合は、これが90年以降一貫して落ち続けて、十数年間の調整でようやく安定に向かっていく状況です。日本の場合も企業部門の債務が大きかったのですが、アメリカもヨーロッパも、2008年のリーマンショックの直前まで企業部門の債務比率が上昇していた。そこを起点に考えるのであれば、この調整期間は、これから10年かかるといふ悲観的なシナリオもあり得ます。バランスシート調整がうまくいかず、財政悪化が持続的に進行してしまうということですね。

財政再建の鍵を握るのは政治である

伊藤 マーケットの目から見たときに、いまの日本の財政状況からの出口みたいなものについては、どのように考えているのでしょうか。先ほどおっしゃられた楽観的なシナリオになれば、日本の財政はリスクが表面化することなく、うまくいくのでしょうか。

森田 最終的には政治の議論になります。日本のいまの財政赤字を構造的な部分と循環的な部分に分ければ、どう考えても構造的な赤字部分が多いので、景気がよくなることで財政赤字が解消するという楽観論はまず皆無です。政治的に構造的な財政赤字をどのように解消していくのかというプロセスが示されるまでは、楽観論は浮上しようがないと思います。

伊藤 にもかかわらず、マーケットは国債を買っていますよね。買っているだけではなくて、10年物の長期国債の利回りが1%を切るところまで来ているということは、近い将来、つまり3～5年というオーダーで見たときに、日本財政はそれほど深刻なことにならないと見ているのでしょうか。

森田 たぶんそうだと思います。8～9月にマーケットが激変したことによって、日本に関してクリアになったことがあります。いま日本の10年物国債の金利が1%であるのに対して、米国債の金利は1.8%です。日米間で潜在成長率の差は2%ぐらひはあって、米国のインフレ期待もやはり1%以上はあるので、どう考えても米国債の金利のほうがおかしいですね。

一方、日本の長期金利の1%というのは、潜在

成長率が 0.5%だと考えると、もっと低くてもいいという考え方もできないわけではありません。日本の国債がバブルかどうかという議論がずっと以前からありましたけれども、いまの一時期をとってみれば、ファンダメンタルズから非常に説明がつく金利水準であるという皮肉な状況が起きています。つまり、潜在成長率とインフレ期待という部分での数値からすると、一番フェアに近いのがいまの日本国債の金利だと言えらると思います。

伊藤 財政の場合、バブルかどうかの判定はなかなか難しいのですが、今後、期待できる税収と、政府が支払わなければいけない年金・医療などの社会保障費を対比し、さらに現在極めて高水準の債務残高を既に抱えていることを踏まえれば、バブルではないと言うのもなかなか難しい気もしますがいかがですか。

森田 みずほ総合研究所の高田創さんも議論されているように、将来の増税可能性には、政治的な議論と経済的な議論の両面があると思います。これ以上の増税をしたら経済が破綻してしまうからできないという限界値と、政治的にできないという限界値ですね。経済的な限界値から考えたときには、いまの日本の構造的な財政赤字を解消することが不可能だとは言えない。しかし、現実には政治が問題なのです。

伊藤 政治が問題だとすると、危機的な状況に陥るのも政治が原因になり得るということですか。

森田 その可能性はあると思います。ただ、本当に危機的な状況に達するのは、通貨の信用が、円ですら失われるような状況が起きたときです。例えば人民元の流動性が非常に高まる。あるいはユーロももっと拡大して、円から容易に資金が移動するような状況が生じる中で、実際に政治が動けないといった場合には、リスクプレミアムの状況はかなり変わってくると思います。

伊藤 いまは、円から出ていく魅力的な資産もないので、結局円にとどまるしかない。しかし、仮に円への信用が失われるような状況になると、日本の国債を保有している投資家、金融機関の行動パターン、あるいは選択の幅が変わるということですね。

森田 これも、ユーロやアジア通貨危機の際のド

ルペッグ制と同じ、通貨システムの問題です。なぜお金が移動するかという話になったときに、投資先の国の資産の期待リターンから為替のリスク、為替のボラティリティ（変動率）を控除した後のリターンが海外投資の期待リターンになります。為替のボラティリティがある以上は、投資先の国の期待リターンがそれ以上に魅力的でなければ資金が流出することはないわけです。

もう一つの問題として、金融規制の問題もあります。日本の金融機関にとってみると、為替のボラティリティを積極的に取ることはリスク管理上かなり難しくなっている。そう考えると、日本の金融機関が外貨建ての資産を大量に保有することは、いまは不可能な状況です。ですから、究極的に通貨逃避が起きる条件を考えると、個人の金融資産家が、どんなにボラティリティが高くても、日本の通貨を持っているよりドルや人民元、ユーロの方が安全でリターンが高いと確信すれば、通貨の障壁が崩壊することになる。将来的な可能性としてはもちろんありますが、そこまでの時間軸は相当長いと思います。

日本企業の過剰貯蓄が国債保有に向かう

伊藤 今後、日本の潜在成長力が厳しい状況になれば、円安になっていくこともあり得るわけで、資金が他の通貨に移動するというリスクがないとは言えないのでしょうか。

森田 バブル崩壊以降の資金の流れを見ますと、日本のバブルのころは、個人の金融資産は、不動産や株式に投資され、ものすごいリスクをとっていた。金融機関も外貨建ての資産運用を相当のリスクをとってやっていた。その後のバブル崩壊の中で、投資家は資産価格のボラティリティを削減するという方向で、10年ぐらい動いていたと思います。

その後起きてきたのがデフレです。そのため、国内の、例えば預金に代表されるような固定金利資産の実質金利が、高止まるという現象が生じてきました。もちろん、高い実質金利の国はいくらでもあるのですが、潜在成長率に匹敵するような高い実質金利を普通預金のような安全資産が提供

し続ける状況は異例です。いまの時点では個人による合理的な金融資産選択の結果だと思えます。これが変わってくる前提があるとなれば、インフレーションだと思います。実質金利が明らかに高い状況がなくなってくれば、通貨の障壁を越えやすくなりますからね。

伊藤 少なくとも 80 年代末の不動産バブルのときには、みんなで渡れば怖くない、つまり、みんなが不動産を買うから自分も買うといったハービヘービア（群衆心理）がマーケットにあったのですが、いまの国債の場合には、怖くないからというより、デフレが続いているのでそこしかないからという部分もあるかもしれませんね。

森田 銀行であっても、生命保険会社であっても、国債保有が増加しているいまの状況を、本当にエンジョイしている機関投資家がいるかという、いません。現実的な資産選択として、もうそれしかないというのが実感に近いと思います。銀行の場合は、企業の借入金の返済が常態化してきているわけで、言ってみれば企業が貯蓄を行っているという状況です。銀行のバランスシート上で預金が全く減らない状況なので、国債以外に資金運用の選択肢がないわけです。一方、同じボリュームのものを米国債に投資できるかといえば、規制上できない。規制を外したとしても、そう簡単にドルのボラティリティのリスクはとれないですね。

伊藤 金融機関としては、例えばデュレーション（債券に投資された資金の平均回収期間）を長くとるか、短くとるかということで、多少対応できますよね。

森田 リーマンショックの後、現在に至る約 3 年間を見れば、銀行のデュレーションはむしろ長期化の流れにあります。長期化しないと、リターンを維持できないためです。地方銀行も明らかに長期化の動きになっていますが、この理由の一つは、やはり規制ですね。

デフレが呼び起こす企業の過剰貯蓄

伊藤 いま設備投資といった企業の前向きな行動がないものですから、国内の貯蓄資金が、国債に回っているわけですね。

森田 そもそも企業が貯蓄をするということ自体が、企業の一般的な行動からすると、かなり特殊なことです。日本でも 80 年代までは、むしろ企業がキャッシュフロー以上に資金を使って、その足りない部分は銀行融資を受けて投資をしてきた。企業がそもそも貯蓄主体になっているということ自体が、非常に特殊な状況だと思います。

伊藤 デフレとバブル崩壊の合わせ技ですね。

森田 そう思います。日銀も、ずっと以前から、内需の期待成長率が落ちて、国内の投資を抑制しているからと説明していますが、現実には企業の貯蓄がなぜ起きているのか、実はよくわからない。個人的に分析した結果では、この 10 年間、企業の労働コストの低下が顕著に起きていて、それがかなり過剰なキャッシュフローの源泉になっているのではないかという気がしています。

伊藤 いいかどうかは別として、経営が効率化しているということですね。

森田 その原因が何かというと、例えば生産拠点の移転により中国から実質的に安い労働力を輸入しているといった状況がある。いま、日本の企業のキャッシュフローの内訳を分析してみると、人件費はほとんど減益要因ではなくなってきている。90 年代の途中までは、労働コストは恒常的に減益要因でした。企業は減益要因である人件費をカバーする形で、売り上げを伸ばすなり合理化をして、収益を出してきた。いまは、これが完全に逆転しています。これが企業のキャッシュフローを、ある意味過剰に生み出している。企業はいま大変苦勞をしていて余っているお金なんかないと反論されたりもしますが、これはデータからも明らかです。

伊藤 そういう構造があると、仮に少し景気がよくなって、企業が海外に積極的に投資しても、国内の需給バランスはあまり変わらないということですね。

森田 変わらない可能性がありますね。労働コストの問題というのは、海外の低賃金の問題なのです。これは 19 世紀のイギリスなどと同じ構造で、ドイツ、日本、アメリカが低賃金で生産した製品をイギリスに輸出したために、デフレ的な状況が起きていた。同じように、いま、アジアが低賃金

で生産した製品を、日本に輸出しており、それがデフレ的な状況を生んでいる。これが続く限り、もしかしたら、あと 20 年ぐらい、日本企業は貯蓄を生み続けるという、いいか悪いかわからないような話もあり得ますね。

ただ、企業のキャッシュフローが設備投資を大幅に上回っている状況が何を意味するかというと、資本ストックが基本的に減少していくということだと思えます。それによって潜在成長率がさらに低下していくということは、経済が縮小していくことでもあるので、これが果たしてサステナブルかどうかは問題です。

伊藤 長期的なサステナビリティは別として、企業の過剰なキャッシュフローが、国債を支えているということですね。

森田 企業の貯蓄が国債のスタビライザー（安定化装置）になっている状況は変わらないでしょうね。実はアメリカでも、リーマンショックの後の景気循環の中で、同じことが起き始めているのです。

先進国の共通現象としての「日本化」

伊藤 これだけ財政赤字が増えていて、しかも、なかなか長期的な展望が見極められないにもかかわらず、目先には潤沢な貯蓄資金があり、お金もそこに入っていかなるを得ないということで国債の資金繰りは回っている。しかし、この先に本当に着地点があるのかどうか、皆さんが非常に不思議に思っています。しかも、日本の財政を見ると、税収が歳出の半分以下の状態が続いており、政治的にも財政の健全化をする力が出てくる感じではないですね。

森田 そうですね。そういう意味で、今回の日本のケースというのは、実は参考になる過去の事例が何もないのです。財政論の一般的な議論から言えば、いまの日本の財政の持続可能性をどんな手段で計測したところで、既に破綻しているという結果しか出てこない。

ただ、現実には、日本は破綻していない。しかも、今年に入ってからアメリカでも同じようなことが起きつつある。財政状況が悪くて格下げと

いうのはあくまで外部の評価ですけれども、そういう中で、逆にアメリカでも日本でも長期金利がむしろ低下している。ということは、最近「日本化」という議論が盛んですが、少なくともこれは日本だけの特殊ケースではなくて、たぶん先進国の一つの共通現象として、こうした問題が起き始めているということなのではないかと思えます。日本は、その中でも一番先行しているわけで、その答えなり帰結は、いまのところ、どこからも出てきていない。

伊藤 さらに程度の差はあれ、アメリカでもヨーロッパでも、日本と同様に高齢化がこれから進むわけですね。

森田 「日本化」の議論はそこに収斂すると思うのですが、人口動態の面で、先進国はこの 10~20 年でもう間違いなく成熟化の段階に入ってきている。潜在的な成長力も低下しますが、それに見合った形の社会保障制度が確立している国があるかと言われると疑わしい。完全に確立された制度というのはまだないのではないかという気がします。

そうだとすれば、日本がどう着地するかという先行モデルを、自分の頭で考え出さなければいけない。欧米の経済モデルを持ってきても全然始まらない。意思決定のシステムも含めて、どうコントロールしていくかという「日本モデル」を、これから考えていかないといけないということだと思えます。

伊藤 仮に、日本の政府がいまのドイツやイギリス並みに、政治的にかなり強い意思をもって、足元の財政赤字を減らす方向に改革するような政府だったとすると、デフレが続く中で、銀行の資金の行き場がなくなりますよね。つまり、政府が大幅な貯蓄不足状態ではないような財政運営をした場合には、どうなったのでしょうか。

森田 デフレが相当深刻化していたのではないかと思います。

伊藤 結局、政府が財政赤字を出していること自身が、システム全体の中で必然になってしまったということですね。

森田 3~5 年のスパンで見れば、間違いなくそうだと思いますけども、10~20 年のタームで見れば、どこかの時点で財政再建をする必要があるわけで、

その財政再建のやり方次第だと思います。経済が活性化するような形の改革があり得るのであれば、それによって長期的に成長を高めることになる。そういう意味で、財政再建は何のためにやるのかを根本から議論しなければいけない。財政収支を均衡させるという財務省的なロジックだけでは、まさにデフレを深刻化させるだけです。財政収支を改善すると同時に、将来の成長力を高めるための財政再建とはどのようなものかについての議論をしないと意味がないと思います。

世代間の不公平感をなくす社会保障制度を構築せよ

伊藤 財政再建をある時点でやらなければならないとすると、具体的には、増税と社会保障制度改革ということになりますか。

森田 公共投資がこれだけ縮小している中では、日本の財政問題はすなわち社会保障問題だということはある。若い人がお金を使えない。高齢者の方も、過剰貯蓄を続け、膨大な金融資産を抱えたまま亡くなる方が非常に多いです。だから、その両方を変えるような方向で財政再建していかないと、この問題は解決しないと思うのです。

伊藤 結局、高齢者は、資産と国債による負債の両方を、次世代に渡すわけですからね。

森田 ですから、消費水準を上げることが大事だと思います。この10年間の日本の経済政策のテーマはグローバリゼーションで、外で物を売るためにどうするかということが重要課題でした。それは正しい反面、財政の問題はそれだけではなかなか解決しない。国民みんなが安心してお金を使って、消費水準が上がるような構造改革をやらなければいけないという段階に来ている。そのためには、社会保障制度の構造を抜本的に変える必要がありますね。

伊藤 社会保障制度のどこを変えたらいいと思えますか。

森田 最も大きな問題は、世代間での負担の不公平感だと思います。それがいろんな意味で消費行動に影響を及ぼしている。一方、高齢者の方は高齢者の方で、長く生きることによって保障が足り

なくなるという「長生きのリスク」みたいなものがある。その両方の観点から制度改革をしなければいけないと思います。

もちろん、所得水準や賃金の問題もあると思うのですが、それだけではなくて、根底には、貯蓄志向をどうしても強めざるを得ないような状況があると思うのです。これは一部の若者や高齢者だけの話ではないわけです。例えば1,500兆円の金融資産のかなりの部分が、実はバブルのときに土地を売却した金融資産の残りであるとか、ちょっと景気がよかったときに退職金がたくさん出たのが残っていると、いわゆる過去の遺産ですが、税制や規制を見直して、そういったお金がより動くような形にするとか、持続可能な社会保障制度を確立して、人々が安心して支出できるような形にしていくといいのではないのでしょうか。安心して消費できるような制度改革をいろいろな形でやっていくということですね。

日本にとってのソブリンリスクとは何か

伊藤 ご著書では、日本の財政のリスクシナリオについて数字で示してあり、興味深く拝見しました。結論として一番起こり得るのは、財政状況はさらに悪化するけれども破綻には至らないということですが、これは時間軸としては例えば2020年ぐらいまでのことをお考えなのでしょうか。

森田 実はもう少し長いイメージを考えています。先ほども申し上げたように、政府の破綻が起きるときは、最終的には通貨の信用が損なわれて、インフレーションになってくる。そこでお金の流れが変わってしまうのが、非常に大きなファクターだと思います。ここで強調したかったのはプロセスなのです。いろいろなプロセスの中でリスクが高い問題は、何らかの形でインフレ的なファクターが出てくる。その中で、中央銀行引き受けを迫られるような政治的状況が生まれてくると、まさに1920年代のドイツのような、完全な国家破綻のシナリオに陥る可能性があります。

伊藤 そのようなところまで追い詰められる前の段階で、日本経済に何らかのショックが加わることにより財政危機に陥るということはないのでし

ようか。

森田 これも、ニワトリが先かタマゴが先かといった議論なのですが、そういう状況が起きているときは、おそらく通貨の暴落やインフレーションが起きているときなのではないかと思います。デフレ均衡的な世界の中で、突発的に国債が暴落する、あるいは国債の入札ができないというようなことが起きたときには、たぶん自律的にもう一度市場メカニズムが回復するのではないかと思います。一番重要なのは、マクロ的な前提となる変数が変化し始めているときに、金利が上がった場合です。インフレーションの兆しが出ているというのが、一番大きなリスクだと思います。

伊藤 逆に、デフレの下では絶対に財政破綻は起こらないということでしょうか。歴史的にもそうですか。

森田 そもそもデフレ事例がそれほどあるわけではないので何とも言えませんが、それほど間違いではない気がします。ただ、一番大きな問題は、政治家がどうせデフレで金利も低いのだから財政再建なんかしなくてもいいのではないかなってしてしまうことですね。財政収支均衡という議論にしていると、いまの日本の政治は動かない。選挙をすれば負けてしまうわけですからね。ですから、財政再建の目的を、「世代間の負担を平準化するための改革」というように一本に絞って、いろいろな制度改革が必要であることを政治家が国民に伝え始めるべきではないか。その中で、不公平の問題を、こちらからあちらに移すだけでは問題があるので、増税なりの形で、少しずつ全体の水準を上げながら、負担を移動していく。そうした目的の下に、10～15年かけて長期的に均衡に向かって

いくのであれば、それでも間に合う気がします。

伊藤 ヨーロッパにおける債務危機が混迷の度を深める中で、日本のソブリンリスクをどのように考えるかについての関心が高まっていますが、森田さんにはこれを財政問題と通貨システムの問題のそれぞれの側面から捉えることが必要であることを明快に語っていただきました。また、日本のソブリンリスクの顕在化を回避するための鍵は政治であり、財政再建の目的を「世代間の負担の平準化」に絞った上で、少しずつ増税などを行うとともに、国民が安心して消費できるような社会保障制度を構築していくべきではないかといった具体的な提言もいただきました。新しい視点から、世界、そして日本のソブリンリスクを考えるよい機会となったと思います。本日は、ありがとうございました。

(2011年10月5日実施)

(注)

- 1 土屋剛俊・森田長太郎『日本のソブリンリスク：国債デフォルトリスクと投資戦略』東洋経済新報社、2011年。

森田 長太郎（もりた・ちょうたろう）氏略歴

バークレイズ・キャピタル証券ディレクター/チーフ・ストラテジスト。1988年慶應義塾大学経済学部卒。日興証券、日興リサーチセンター投資調査部債券ストラテジスト、日興ソロモン・スミス・バーニー証券債券本部債券ストラテジスト、ドイツ証券債券調査部チーフ債券ストラテジストを経て、07年12月より現職。『日本のソブリンリスク』[2011]東洋経済新報社（共著）等、論文多数。

本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。

E-mail : info@nira.or.jp

公益財団法人 総合研究開発機構

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー34階

T E L : 03-5448-1735 / F A X : 03-5448-1743

U R L : <http://www.nira.or.jp/index.html>

©総合研究開発機構 2011 2011年11月18日発行