

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：再考・欧米日の債務問題	1p
＜今週の”The Economist 誌から＞	
”Fears of a hard landing” 「ハードランディングの恐怖」	7p
＜From the Editor＞ 棋士の言葉	8p

\*\*\*\*\*

### 特集：再考・欧米日の債務問題

来週はいよいよ年度末ですが、この時期を「1ドル80円台、日経平均1万円台」で迎えることができるとは、正直なところ思っていませんでした。このところ海外経済も落ち着きを見せ始め、景気の見通しにも幾分明るさが見えてきました。年初に「1ドル77円、日経平均8500円」であった頃に、恐れられていたのは「1ドル50円」や「リーマン2」の方でした。この間の違いは小さくありません。

さて、過度な悲観ムードがようやく修正されてきたとはいえ、世界経済は前途洋々とは程遠い状態です。リーマンショックから既に3年半が過ぎたにもかかわらず、先進国が抱える債務問題は巨大な時限爆弾として景気の先行きに不安を投げかけている。欧州、米国、日本、それぞれの債務問題の現状を取り上げてみました。

#### ●欧州：ギリシャの「魔の日」は何事もなく……

今週、3月21日（水）朝のテレビ東京『モーニングサテライト』を見ていたら、30秒ほどのごく短いニュースが流れた。滝井礼乃キャスターが淡々と以下のような内容を読み上げたが、これが新聞であればいわゆる「ベタ記事」であろう。

#### ■ギリシャ、国債償還乗り切る

ギリシャは20日、EU＝ヨーロッパ連合などからの第二次金融支援や民間の金融機関の債務削減受け入れを通じ国債の大量償還を乗り切りました。ギリシャの財務省関係者によりますと、EUなどからの今回の支援額は75億ユーロ＝およそ8,300億円でそのうち6割が国債の元本償還金の支払いにあてられたということです。

このニュースの重要性は、いくら強調しても足りないほどである。「3月20日の国債大量償還を、ギリシャはどうやって乗り切るのか」というニュースを、同番組では年初から何度も取り上げてきたし、そのことは世界中が心配してきた。その3月20日が、何事もなく平穩に過ぎた。慶賀に堪えずとはこのことだが、得てして物事がうまく行ったときはニュースとしての扱いは小さくなる。これが失敗していれば、今頃は無秩序なデフォルト状態になって大騒ぎしていたはずである。

それではギリシャ問題は、なぜうまく行ったのか。「ECBによる長期(3年)資金供給オペ(LTRO)が思った以上に効果を発揮した」というのが、衆目の一致するところである。昨年11月に3代目ECB総裁に就任したマリオ・ドラギ総裁は、間髪をいれずに2度の利下げ(0.25%ずつ)を実施し、政策金利を年1%に戻した。そしてLTROを通じて、総額で約1兆ユーロの資金を市場に供給した。しかも欧州の銀行が応札する際には、低い格付けの金融商品を担保にすることを認めた。銀行は大助かりで、その資金で自らの債務を返済するとともに、自国の国債を積極的に購入した。そうすれば資産内容もよくなるし、利ざやも抜けるというわけだ。結果として、欧州の国債市場も安定することになった。つまりは「スーパー・マリオ」による好プレーというわけだ。

こうやって時間を稼いでいる間に、ギリシャの追加支援策がまとまった。民間投資家が保有するギリシャ国債を、最長30年の新発国債やEFSF債に交換することで、債務を大幅にカットした。と同時に、EUとIMFが総額1300億ユーロの支援を決定した。この間、CDSをめぐるクレジット・イベントもあつたりしたのだが、とりあえず「3月20日の国債大量償還」は無事にしのげたのである。

ちなみに、本誌の昨年10月7日号「日米欧・先進国経済の明暗」では、欧州ソブリン問題について次のように指摘している。

1. 問題の本質は、上策(ユーロ圏の財政統合)と下策(中途半端な支援策による時間稼ぎ)はあるが、中策(理想論と現実論を兼ね備えた手頃な具体策)がないこと
2. それでは中策は本当はないのかというと、欧州統合の立役者であるユーロクラットたちが、ちゃんと「裏シナリオ」を用意しているはず。
3. それは「秩序あるデフォルト」といった形になるだろう。例えば「ユーロ圏内で管理された厳しい条件の債務再編を行い、他国への波及を食い止める」こと。

筆者は欧州経済に特段の知見があるわけではないのだが、上の予測は「当たらずと雖も遠からず」であった。マリオ・ドラギはMITで博士号を取り、ゴールドマンサックスの経営陣に居たこともある。米国育ちのテクノクラットが、欧州で求められて久しい「中策」をひねくり出してくれた形である。

## ●欧州：「政治主導」がもたらす混乱

もちろん、これで欧州債務危機が去ったわけではない。おそらくはつかの間の平穏であって、近いうちにまた新たな波風が立つことだろう。

正直な話、あのギリシャ政府が素直に心を入れ替えて、緊縮財政や政府資産の売却を着実に実施するとは考えにくい。財政再建が遅れたり、景気低迷が続いたりするようだと、再び手詰まりになるかもしれない。そしてギリシャでは、5月6日か13日には総選挙が実施される見込みである。すなわち大衆迎合の誘惑が始まるということだ。

フランス大統領選挙も目前に迫っている。4月22日に第1回、5月6日に第2回の投票日が控えていて、サルコジ大統領はこのところ急速に追いつけているものの、社会党のオランド候補の優勢が伝えられている。選挙結果次第では、「メルコジ体制」と呼ばれた独仏の緊密な連携体制は維持できなくなる。オランド候補は新財政協定には批判的であるし、国内向けには「年金支給開始年齢の引き下げ（引き上げに非ず）」を公約している。

さらに今年のフランス政局の悩ましい点は、6月に議会選挙が予定されていることだ。こういうときに有権者がバランス感覚を働かせて、大統領選挙とは逆の結果が出るのはよくある話である。となると、4～6月のフランス政局を最後まで見届けないことには、今後のEUの指導体制は見当がつかないことになる。これらの政治イベントの行方次第で、再び欧州経済には不透明性が高まるだろう。

極論してしまうと、欧州危機の問題はマリオ・ドラジ総裁やパパデモス・ギリシャ首相のような、金融界出身のテクノクラートがやっている分には意外とうまく回る。市場から見ても、「官僚主導」の方が安心というものだ。ところが増税や緊縮財政など、痛みを伴う決断に踏み切る際には、物事を「政治主導」で決めなければならなくなる。そして政治家が前面に出てきた瞬間に、ポピュリズムとの戦いが始まってしまうのだ。「選挙」を抱える政治家は、民意に敏感にならざるを得ない。これは日本や米国にも相通じる、「財政問題の基本構造」と言ってもいいだろう。

特に金融システムが大荒れになったときは、どこでも民意は過激に振れるものである。日本では1996年の住専国会がそうだった。わずか5000億円の公的資金投入に対し、当時の世論は激高した。そのために公的資金注入という政策はタブーとなってしまうのだが、お陰で金融不安は長期化し、2005年春のペイオフ解禁まで続くことになった。

米国ではリーマンショック直後にTARPが導入され、比較的短時間で不安は解消した。投入した7000億ドルのほとんどは回収されているのだから、政策としては成功と言っていだろう。にもかかわらずTARPへの反感が、税に対する草の根の怒りを呼び覚まし、ティーパーティー運動という過激な保守運動の隆盛を招くこととなった。

もちろん欧州においても、政治が荒れない方が不思議と言っている。おそらくギリシャのデモに留まらず、政治イベントがあるたびに「債務問題への異議申し立て」が表面化するのではないだろうか。

## ●米国：「中国人教授」が投げかける波紋

政府債務の問題は、かならず有権者を不機嫌にさせてしまうものらしい。その一例として、米国における傑作なテレビの意見広告をご紹介します。ユーチューブで”Chinese Professor”と検索すればすぐに見ることができる<sup>1</sup>。

舞台は2030年の北京の大学校である。未来都市のようなキャンパスで、大学教授が学生たちに中国語で語りかけている。そして以下のような英語の字幕が流れる。

<i>Why do great nations fail? The Ancient Greeks... the Roman Empire.... The British Empire... and the United States of America.</i>	偉大な国はなぜ失敗するのだろうか。 古代ギリシャ、 ローマ帝国、 大英帝国、 そしてアメリカ合衆国。
<i>They all make the same mistakes turning their back on the principles that made them great.</i>	彼らは皆同じ失敗をしている。 自分たちを偉大ならしめていた原則に対し 途中から背を向けてしまうのだ。
<i>America tried to spend and tax itself out of a great recession.</i>	アメリカは大不況から脱出するために、 支出して増税することを選んだ。
<i>Enormous so-called “stimulus” spending, massive changes to health care, government takeovers of private industries and crushing debt.</i>	いわゆる「景気刺激策」、 医療保険制度の大型改革、 政府による民間企業の買収、 …そして彼らの財政は破綻した。
<i>Of course, we owned most of their debt... so now they work for us.</i>	その負債のほとんどは当然、我々が保有していた。 ゆえに彼らは今、我々のために働いているわけだ。

ここで学生たちがドッと笑う、というのが「落ち」である。2030年の米国は、中国に経済を乗っ取られた衰れた存在に成り果てている、という未来 SF なのだ。

まことに後味の悪いCMだが、オバマ政権に対するネガティブキャンペーンとしてはよく出来ている。1964年の"The Daisy Girl"、1988年の"Willie Horton"、そして2008年の"3am Phone Call"などに匹敵する名作かもしれない。もっとも意見広告を提供しているのは共和党ではなく、”Citizens Against Government Waste”（政府のムダに反対する市民の会）という財政保守派のアドボカシーグループである。

CMの論旨は明快で、米国は自らを偉大ならしめてきた原則、すなわち健全財政に戻れということに尽きる。それを反中感情に絡めたところが技能賞で、米国の善男善女たちを憤慨せしめるメッセージ力を有している。他方、米国債を1兆ドルも保有する日本としては、「ウチでなくて良かった」と内心、ホッとするとところである。

<sup>1</sup> <http://www.youtube.com/watch?v=OTSQozWP-rM> 既に240万回も視聴されている。

## ●米国：党派的对立と政策論の不毛

改めて考えてみると、ここで叩かれているオバマ政権の決断は、経済政策としてはそれほど間違っているとは思えない。金額の多寡は一考の余地があるにせよ、リーマンショック後の需要の落ち込みを防ぐには、7870億ドルの景気刺激策は必要であった。経営破綻したGMを政府が救済したのも、今となっては「結果オーライ」だろう。医療保険改革については意見の分かれるところだが、やりようによっては全体の医療費コストを下げることもできるはずである。

ところが保守派は、経済状況や政策のコスト&ベネフィットなどの事情は捨象して、「支出を増やすこと自体が悪」という分かりやすい文脈にしてしまう。そして左派の側も、「雇用状況を考えれば、もっと支出が必要だった」という極端な議論に走りがちである。

右派と左派、ティーパーティとリベラル派の間には、極端な状況認識の差異がある。以下は、渡辺将人北海道大学准教授の新著『分裂するアメリカ』（幻冬舎新書）の一節から。

チェンジにポジティブな意味を込める人は、医療保険改革法が成立しても、イラクから撤退しても、「チェンジ」が多少あったと認めようとせずオバマを否定し、チェンジにネガティブな意味を込める集団は「チェンジがどんどん実現してしまっている」と危機感を募らせ、これまたオバマを否定する。（第1章 素顔のティーパーティ運動）

この問題を、「オバマの存在が米国民を二分している」と説明することも可能だろうが、筆者はむしろリーマンショック以後の特異な経済状況が、民意の亀裂を拡大したと見るべきではないかと思う。そして日本における住専国会のときがそうだったように、国民がこんな怒りを内包してしまうと、正しい経済政策が採りにくくなるのである。

金融危機後に発生する財政問題に対する対応策は、理想を言えば以下のような手順を踏む事が望ましい。

- ① 流動性を供給して金融システムを安定させたくえて、
- ② 経済成長を一定の比率に保ち（あるいは景気の腰折れを避けながら）、
- ③ 支出の削減を十分に行い、
- ④ 最後に民意を得て増税する。

上記のうち、①～②までの段階は比較的容易である。これらは中央銀行や経済官僚の仕事であり、欧州債務危機は今この段階にある。しかるに、③～④という政治家の仕事が容易ではない。

現在の米国は③の段階で、支出削減の中身が与野党間の大テーマとなっている。そして

今年の暮れになれば、「ブッシュ減税の再延長問題」という形で、④の問題が浮上するだろう。問題は、その時点で大統領選挙と議会選挙がどんな形になっているかである。

日本は一足先に、④の段階に突入している。もちろん「増税の前に、政治家と公務員の数をもっと減らすべき」という声はあるけれども、それをやったところで財政再建への効果は限定的である。こうしてみると、日本は世界的な債務問題においてフロントランナーの位置にあることが思い知らされる。

## ●日本：消費税をめぐる政争の意味

本稿執筆時点において、消費税増税をめぐる与党内の紛糾はなおも続いており、閣議決定は年度末ギリギリまで延びそうな情勢である。本来、政治家の仕事とは、上述の通り困難なものであるのだから、合意形成に時間がかかるのはある程度は致し方ないと思う。

しかるに現在の政府・与党内の混乱は、民意を受けての政策上の論争というよりは、自分たちの内部対立にかこつけたパワーゲームのように見えてしまう。党執行部と反主流派の対立があまりにも根深いため、消費税でも TPP でも意見の集約が難しくなっている。実は民主党は「決められない」のではなく、「決めたくない」のではないだろうか。

本誌でたびたび触れているように、消費税に関しては下記に掲げるような非常に多くの論点がある。しかるにここ2週間ほど行われてきた民主党内の論議は、もっぱら「景気弾力条項」と「追加増税条項」の2点であるという。前者は文章表現次第であるし、後者は単なる「ネゴ代」であろう。どこでどう時間を使っているのか、筆者には理解しがたい。

## ○消費税の論点

### 「消費税 6 つの懸念」

竹下首相（1988年）

- ① 逆進的な税体系
- ② 中堅所得者の不公平感
- ③ 低所得者の過重な負担
- ④ 税率の引き上げが容易に
- ⑤ 事業者の事務負担
- ⑥ インフレを招く

### 「平成版 6 つの懸念」

野田首相（2012年?）

- ① 駆け込み需要と反動減
- ② 急激な景気冷え込みへの対応
- ③ エネルギーや自動車などの二重課税
- ④ 食品、医療、公共交通などへの軽減措置
- ⑤ 被災地復興への影響
- ⑥ 共通番号制は間に合うか

国民の側は醒めていて、消費税問題への関心は高いものの、与党内の対立への関心は薄い。察するに、「消費税はおそらく上げなければならないのだろう」「でも、こんな形で決められるのは嫌だ」「ひとつ、次の選挙で思い知らせてやるか……」というのが、大多数の腹の内なのではないだろうか。

## <今週の”The Economist”誌から>

”Fears of a hard landing”

「ハードランディングの恐怖」

Finance and economics

February 17<sup>th</sup> 2012

**\*中国の2月貿易収支は大幅赤字でした。このことが意味しているものは何か。中国経済の調整=”rebalancing”が始まっているというのが The Economist 誌の見解です。**

<要約>

中国の過剰輸出はいつも非難的だ。慢性的な黒字に怒る者は多く、今週オバマ大統領は、中国やベトナムなど市場を歪める国に対して、関税を課す法案に署名した。いつもは対立する米国の議員たちも、輸出叩きに関してはまるで中国のように一枚岩になる。

だが今月、興味深い指標が2つあった。3月13日、最大の貿易相手である日、EU、米が、中国はタングステン、モリブデンと17種類のレアアースなど、ハイテク製品に欠かせない商品の輸出制限をWTOに提訴した。中国は「根拠がない訴えだ」と怒り心頭である。

もう一つの知らせは、中国関税局がまことにレアな中国の貿易赤字を報告したことだ。2月の315億ドルの赤字は史上初であり、月間黒字の最高額をも超えるものであった。

中国の貿易収支は、輸出工場が閉鎖される春節の時期に悪化する。今年は春節が1月でありデータには歪みがある。しかし1~2月分を合算しても、中国の赤字は40億ドルとなる。例年なら輸出入ともに反転するところだが、今年は輸入のみが増えたのである。

赤字は恐怖と希望をもたらす。恐怖とは、欧州経済の危機と石油など資源価格の増加により、中国経済が急減速することだ。希望とは中国経済の調整が進み、外需依存モデルから転換することだ。ただし単月のデータだけでは、どちらも立証不能である。

輸出の弱さは中国経済の減速を招いている。1~2月の鉱工業生産は11.4%増だが、これは2010年同時期の15%に比べて低い。だが世界経済の見通しは改善し、輸出の底入れを示唆している。またインフレ低下に伴い、中国政府には景気刺激の余地が生じている。

2月の貿易赤字はアノマリーかもしれないが、中国の対外収支が大勢で悪化することを示している。中国の経常収支黒字は、リーマンショック前のGDP比10%から昨年の2.8%にまで低下した。香港の為替デリバティブズ市場では、もはや元高ばかりには賭けられなくなっている。温家宝首相は、「ゆえに人民元はもう均衡点に近い」と述べている。

だが不幸にも中国経済の対外調整は、国内の調整を伴っていない。経常黒字の縮小は国内投資の増加によるもので、消費によるものではない。ゆえにすぐ黒字に戻ると懸念するエコノミストもいる。例えば2001~04年の投資ブームは、04~07年の黒字増大の先駆けとなった。投資は主にアルミ、機械部品、セメント、化学、製鉄などの重工業で行われて、これらの国内供給が輸入品を駆逐した。そして国内の建築産業が落ち込んだとき、彼らは国内の売れ残りを海外で売った。かくして巨額の黒字が生じたのだ。

この3年間、中国は再び投資ブームを享受した。不動産市況が弱含んでいるため、建設産業はまたも減速している。再び04~07年の黒字に戻るのだろうか。

今回の投資ブームは工場ではなく、道路や鉄道や住宅に向かっている。2009年には借入れが劇的に増加したが、製造業向けは1割に過ぎず、約半分がインフラ案件に向けられている。温首相は、セメント1.5億トンと鉄鋼3120万トン分の老朽施設を閉鎖したと述べた。

重工業の合理化と過剰設備の除去のお蔭で、昨年のような巨額対外黒字は避けられよう。貿易相手国も一安心だろう。だが事はそんなに簡単ではない。一例をあげれば、中国政府は某大手企業に他の12社を買収させ、そのうち8社を閉鎖した。世界を席卷していた同産業の供給力は一気に減少したが、問題はそれがレアアースであったことである。

### <From the Editor> 棋士の言葉

「3/11」の一周年に合わせて、いろんな特別番組や特集記事がありました。有識者の寄稿やインタビューもたくさん目にしましたが、もっとも印象に残ったのは、当日の日経新聞朝刊に出ていたこのコメントでありました。

「今は予測が極めて難しい時代。将棋でいえば、5手、10手先を考えても仕方ない局面。とりあえず次の一手を考えて指して、相手の手を見てまた考えるしかない。将棋の場合、わけのわからない局面ではとんでもなく悪い手を指す可能性が高い。だから、いい手を指すより、悪い手を指さないことが重要だ」

「また、先が見えない場面では将来に出来るだけ多くの選択肢を残すことが大事。将棋でいう『含みの多い手』が望ましい。そういう意味で、(先々の政策を選挙の時点で固定してしまう) マニフェスト政治というのは、先の見えない今の時代との相性があまりよくない気がする」

語り手は将棋界の第一人者である羽生善治さん。「いい手を指すより、悪い手を指さないように」というのは全く同感です。そこで気を付けるべきなのは、「含みを残すこと」。喩えて言えば、今すぐ「脱原発」か「再稼動」を決めるのではなく、時間をかけて「エネルギーのベストミックス」を検討していく。なるべく将来に多くの選択肢を残しておけば、後悔することが少なくて済むのだと思います。

こういう一手は、マスコミで誉められる事は少ないでしょう。大向こう受けを狙うなら、「維新」とか「グレートリセット」とか、威勢のいいことを言った方がいい。しかし本気で改革を目指すのであれば、世の中の動きがもっと落ち着いて、見通しがよくなってからの方がいい。せめて政界にもう少しまともな顔ぶれが揃うまでは、軽挙妄動しない方がいいのではないかと思います。

その羽生二冠は3月18日、NHK杯将棋トーナメントを4連覇しました。しかも通算では10回目の優勝で、初の「名誉NHK杯選手権者」に輝きました。トーナメント方式の4



連覇ですから、高校野球で言えば春夏連覇を2年連続したようなもの。どれだけ強いんだ…と呆れるほかはありませんが、渡辺竜王を倒した決勝戦は矢倉戦の名局で、見ていて何度も唸られました。

当日の解説は森内名人でした。今期は羽生さんが、A級順位戦を全勝で勝ち上がって名人挑戦者となりました。ファンとしては4月からの七番勝負がまことに楽しみです。

\*次号は2012年4月6日(金)にお届けします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03) 5520-2195 FAX: (03) 5520-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)