

要 旨

第3の道一切り拓くべき日本の将来

みずほ証券株式会社エクイティ調査部シニアエコノミスト

飯塚 尚己 氏

前半は2010年の海外、国内の経済の見通し、後半は海外のエコノミストとの意見交換の中で示された日本政治への疑問の紹介と、どのような政策を示せば彼らが納得するか、私的な案をお聞きした。

I. グローバル経済：恐慌リスクは回避、焦点は出口戦略

(1) グローバル経済

- ・世界恐慌への危機緩和：想定通りに経済政策は「グローバル・ニューディール+グローバル量的緩和」の方向。但し、規模は必ずしも十分ではなく、米国では追加対策の可能性も
- ・2009年後半にボトムアウトの可能性が濃厚：東アジア経済は景気回復局面、米国経済は対策効果により09年7-9月期にマイナス成長から脱却、懸念が残るのは欧州経済
- ・欧米の景気回復イメージ：参考になる1990年代前半の日本経済
- ・バブル崩壊後の日本では「全治5年」：2009年は「全治5年」の真中、そうすると自立回復は早くとも11年、12年

(2) 日本の教訓：「出口戦略」をめぐるリスク

- ・大恐慌の教訓：どうすれば大恐慌を回避できるか。迅速かつ十分な金融緩和が必要で、金融緩和だけでなく財政出動も必要
- ・日本の出口戦略の失敗：日本経済の大停滞＝二度にわたる大型景気後退、潜在成長力の低下、財政赤字拡大等
- ・大停滞の原因：デット・デフレーションの過小評価、デフレ影響の軽視、結果として“too little, too late”、結果として早すぎたマクロ経済政策の引き締め（1997年度の財政引き締め、2000年第一次ゼロ金利解除）
- ・FEDゼロ金利解除のタイミングは2011年以降：第1のハードルは雇用・失業のトレンドとしての改善、第2のハードルは財政再建の優先、第3のハードルは金融機関のバランスシート
- ・バーナンキFED総裁、財務長官とも、日本の失敗を承知している。
- ・欧州経済に関しては悲観的。金利を早く引き上げるようであるが、早すぎる金利引き上げとなる。
- ・欧州経済は、①英国、スイスの金融立国の成長モデルの国はバランスシートが毀損しており金利引き上げ策は取りづらい、②スペイン、ポルトガル、ギリシャは住宅バブルの傷が大きく2,3年必要、③中東欧は大きく低下。
- ・東欧はアジア通貨危機と同じ状態。2000年以降の独仏伊の成長率の高さは中東欧の成長率の高さによる。中東欧は、対外債務積み上がり、経常収支悪化、財政収支悪化等により当分ゼロ近辺の成長に止まり、独仏伊の中核国のマイナス要因。
- ・通貨も懸念材料。ユーロ、ポンドは現在の水準を保つことは困難で1ドル=1ユーロ、1ユーロ=100円となってもおかしくない。
- ・アジアのマクロ経済バランスは一部の国を除き良好（民間ISバランス黒字＝貯蓄過剰、経常収支黒字等）→国内で資金調達可で、アジアは楽観視。社会インフラ、ITインフラ不足で金の使い道としてインフラ整備に民間の資金導入→インフラ整備はサプライサイドの公立改善や内陸部への市場拡大にも。
- ・日本としては、アジアの成長をいかに自国の成長に結びつけるか

II. 日本経済

（講師は）エコノミストの中で、楽観的なほうに属するが、

- ・コンセンサス・シナリオ：2009年V字回復+2010年L字停滞＝√型回復（2009年4月以降のみずほ証券ハウスビュー）
- ・コンセンサス・シナリオの背景：①2009年の成長：在庫調整の終息+政策効果の持続、②2010年の失速：政策効果の息切れ、雇用回復の遅れ（ジョブレス・リカバリー）、設備投資のモメンタム欠如
- ・2009年～2012年の景気回復のイメージ≒2002年～2005年の景気回復局面
 - 2002年：輸出増加+在庫調整終息+政策効果で回復スタート
 - 2003年：政策効果の息切れで一度目の「踊り場」、年後半より設備投資と輸出の加速で回復始動

2004 年：消費回復の遅れと輸出失速により二度目の「踊り場」

2005 年：雇用回復を受けて個人消費が安定的に増加、内外需バランスのとれた自立回復

- ・メインシナリオ：2010 年の景気は踊り場（L 字型停滞）……景気腰折れの可能性は低い、景気踊り場のリスクは否定できない。

Ⅲ. アップサイド・リスクへの備え

（１）生産回復 9 割シナリオの台頭

- ・2009 年夏場までのコンセンサス＝「8 割経済」
- ・台頭しつつある「9 割回復シナリオ」：マクロの鉱工業生産は 2009 年 10 月には 8 割を達成する見込み。
日本経済新聞社調査（主要 100 社）によると、30%の企業がリーマン・ショック直前比 90%以上の回復と回答
- （２）9 割回復シナリオの持続可能性
- ・2009 年 7-9 月期までの実績：4-6 月期 I I P 前期比 8.3%上昇、7-9 月期比同 7.4%上昇、10-12 月期同 5.0%上昇の予測
- ・今後の生産回復をみる上では生産回復が遅れている資本財・建設財の動向が鍵
- ・輸出回復↑生産回復↑稼働率上昇→設備投資回復となれば踊り場回避
- ・現時点ではほぼ確実視できるのは輸出回復：背景は①輸出先行指標の明確な回復、②中国の個人消費刺激策（「家電下乡」等）、③機械受注・外需の増加（資本財輸出＝生産回復の可能性）
- ・極めて規則的な I I P と機械受注のボトムアップのタイミング：機械受注は I I P の 3-4 ヶ月遅れでボトムアップ
- ・多くのエコノミストが誤る設備投資予測：経営者の“animal spirit”に基づく決断をエコノミストは読めない。
- ・10-12 月期機械受注見通し：達成率の上ぶれ傾向を踏まえると大きなプラスになる可能性が大

Ⅳ. アップサイドリスク 2 民主党の経済政策

（１）迷走してきたマクロ経済政策

- ・小渕・森政権：伝統的ケインズ政策……財政支出拡大＋金融緩和（ゼロ金利政策）
- ・小泉政権：新自由主義的政策……民主化＋財政再建＋金融緩和（量的緩和）
- ・安倍政権：新自由主義的政策＋ α
- ・福田政権、麻生政権：伝統的ケインズ政策
- ・鳩山政権：社会主義的政策……国営化＋財政拡大＋所得再分配＋金融緩和

（２）ようやく動き始めたマクロ経済政策

- ・管国家戦略担当相：「デフレ宣言」（2009 年 11 月 20 日）
- ・白川日銀総裁：「デフレ宣言」（2009 年 11 月 30 日）
- ・日銀追加金融緩和（2009 年 12 月 1 日）
- ・いずれも力不足であり追加緩和の可能性大

Ⅴ. 望ましい経済政策の方向性―「第 3 の道」ないしは北欧モデル

（１）現在はどうのような方向性が求められているのか？

- ・所得再分配＋構造改革の再加速＋財政再建：1997 年英国ブレア政権「第 3 の道」
- ・大きな政府か小さな政府か：北欧モデル

—— 家計に対して「大きな政府」：税負担も高いが社会保障も手厚い

—— 企業に対して「小さな政府」：税負担は低く競争条件に優れる

（２）民主党政権と経済政策：成長戦略は不在？

- ・民主党政権は内需主導型の経済成長を想定
 - 所得サポートによる個人消費の刺激
 - 出生率改善の可能性（引退世代から現役世代への所得トランスファー）
- ・「温暖化ガス 25%削減目標実現のためのグリーンニューディール政策の加速
- ・東アジア諸国との F T A ・ E P A の締結加速（来年は A P E C 議長国）

— 文責は(社)経済企画協会にあります。