

# 第43回 ESR I - 経済政策フォーラム

「ギリシャ財政危機と今後の世界経済」

平成22年7月20日

内閣府 経済社会総合研究所

司会 それでは、定刻になりましたので、ただいまから、E S R I - 経済政策フォーラム「ギリシャ財政危機と今後の世界経済」を開会いたします。

本日は皆様暑い中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

私は内閣府で参事官をしております林伴子と申します。海外経済の調査分析の責任者を務めております。本日は司会を務めます。どうぞよろしくお願いいたします。（拍手）

ありがとうございます。

それでは、最初に国家戦略担当大臣、経済財政政策担当大臣の荒井聰大臣から開会の挨拶をさせていただきます。

大臣、よろしくお願いいたします。

荒井大臣 皆さん、こんにちは。本日はこのフォーラムにお越しいただきまして、本当にありがとうございます。もう43回になる伝統的なフォーラムでございます。十分なお議論を皆さんとできればというふうに思います。

先月の6月18日に、新成長戦略というものを作りました。成長戦略は過去何代かの内閣で毎年のように作られてそのほとんどが成功しませんでした。その成功しない理由をいろいろと調べた結果、結果的には政治のリーダーシップが不足していたことに尽きるということで、政治のリーダーシップを生かすべく新成長戦略を作りました。この新成長戦略は、従来の成長戦略が供給側から、企業側からみた成長戦略であったのに比べて、これは需要側からの成長戦略という特色があるかと思えます。特に、現在の我が国の経済状況がデフレであるということ。これを定義して、約3年以内に必ずデフレ脱却をすると、そのための政策を集中していくことがこの新成長戦略の骨格でございます。そして、この間、約3年間は財政に71兆円という歳出のキャッピングをはめ、その後のデフレを脱却してからの税制の抜本改革に取りかかろうというのが、6月22日に作り上げた財政運営戦略でございます。この新成長戦略と財政運営戦略、わずか1週間の間に2つの大きな計画を閣議決定しましたが、この閣議決定書を持って菅総理がカナダのG8・G20に出席し、その場でこの2つの成長戦略と財政運営戦略を発表したわけでございます。ヨーロッパの財政再建というのは、大体5年間程で財政再建を、プライマリーバランスを黒字化するという計画のようですけれども、私たちのこの財政運営戦略では、余りにも債務が積み上がったがためということもございすけれども、現実的な、ある意味では成長にやさしい財政再建策と配慮した結果、約10年間でプライマリーバランスを黒字化するという内容になっております。これは菅総理が財務大臣時代から、財政再建策については非常に熱心というか危機感を持っておりまして、特に本日は皆様方でご議論いただくギリシャの財政破綻に

ついて、克明な報告を受けておりました。財政破綻というのが、どういうことになるのかと。ギリシャでは年金額が減額になったり、あるいは公務員の給与が減額になるという実態があったわけでごさいます、そういう実態の報告を受けて一刻も早い財政再建をしなければという思いが、結局今回の参議院選の選挙戦の消費税の問題に言及していくきっかけになったわけで、その危機感というものが上手にうまく説明し切れなかったという後悔の念は持っておりますけれども、私は問題意識としては正しい認識だと思っております。これからは政治の世界の中で、財政運営戦略が3年間でデフレを何とか脱却をして、その後に本格的な財政再建策と、あるいは税制改正ということを考えておりますけれども、そういう路線で、今回、またギリシャ問題について皆様方がご議論いただけるということで、大変うれしく思っている次第でございます。財政破綻というものがどういうものなのかということについて、日本国民はまだ十分理解をしているという状況にはないのかなということをお大変心配をしているところであり、そんな中で今回皆様方のこのようなフォーラムをしていただけるということは大変ありがたい限りでございます。ご熱心な議論、討論をどうぞよろしくお願い申し上げます。

本日は、うちの論客の1人でございます津村政務官がパネリストで参加をすることになっておりますので、ぜひ内閣府の、あるいは国家戦略室の業務内容についてもご意見をいただければと思っている次第でございます。

どうもありがとうございました。（拍手）

司会 どうもありがとうございました。

それでは、本日はまず3人の専門家の方々の基調講演、その後パネルディスカッションを通じてギリシャ財政危機の根本的な原因と教訓、ほかのヨーロッパ諸国や金融システムへのコンテジョン、金融システムの不安定化、今後の世界経済、さらには日本の経済財政政策運営のインプリケーション、含意についてご議論をいただきます。

これらに先立ちまして、こうした論点の背景説明をいたしたいと思えます。

なお、こちらで大臣は退席をさせていただきます。どうもありがとうございました。

それでは、「ギリシャ財政危機の経緯と最近の状況」につきまして、簡単にご紹介をいたしたいと思えます。皆様、お手元に「ギリシャ財政危機の経緯と最近の状況」という資料をお配りしております。こちらで紹介したいと思えます。

そもそも、ギリシャは2001年の1月からユーロに参加しております。ユーロの発足は1999年1月、11か国で始まりましたので、ギリシャはちょっと遅れての参加でした。ギリシャはユーロに参加してから、長期金利がドイツ並みに低下いたしまして、経済が活況を呈しました。実

は、財政赤字は後から振り返ってみれば3%を超えていたのですが、国債の利回りも低く、格下げということもなく、比較的順調に推移いたしました。ギリシャの財政危機の直接のきっかけは、2009年10月の政権交代でした。新政権は財政統計データを大幅に下方修正いたしまして、これがギリシャの財政に対する市場の不信の高まりのきっかけになりました。また、11月にはドバイ・ショックがありまして、市場がソブリン・リスクというものを強く意識するようになりました。さらに12月には、ギリシャ国債の格下げが行われました。先ほどのデータ修正もあり格付け各社とも格下げをしたということで、ギリシャの財政に対する市場の懸念がさらに高まっていきました。

この間、ギリシャ政府は5か月間で5回の財政再建策を出しました。ただ5回も出したものですから、小出しという印象になってしまいました。EUも首脳会議等で必要な場合には断固とした協同行動を取るといったメッセージを出しました。ですが、具体策がないということで、マーケットのギリシャへの懸念は収まりませんでした。こちらの右上のグラフは、ドイツ国債とギリシャ国債の利回りのスプレッド差でございます。これが2009年の秋からぐっと上がっています。またソブリンCDS、これは国債の保証料と考えていただければと思いますが、ギリシャ国債のCDS、これもぐっと上がってくるという状況でございます。そして4月にはギリシャ政府が国際社会に対して正式に支援要請をしました。この支援要請に対しまして、5月2日には1,100億ユーロの支援策が決定されております。ですが、それでもマーケットの懸念は収まりませんでした。特に、ほかの似たような国々にも波及しまして、右下のソブリンCDSをみていただきますと、先進国でCDSの高い国々を挙げますと、ギリシャの次がポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアと、こういった国々が徐々に上がってくるという状況になりました。それで結局、ヨーロッパではE C O F I Nで7,500億ユーロの支援に合意して、これで基金を作ることになりました。また、E C Bも機能不全に陥った国債等の流通市場への介入、具体的にはギリシャ国債やポルトガル国債をマーケットから買うことをいたしました。これによって、一旦はソブリンCDS等も下がって落ち着くことになりました。しかしながら、またじりじりとCDSが上がってきておりまして、6月にはギリシャは1,000ベシスまでつけております。1,000ベシスといいますと、2002年にデフォルトしたアルゼンチンと同じぐらいまで上がってきたということです。こうしたこと背景には何があるのかといいますと、私ども3つの懸念があるということではないかと考えております。

1つは、ギリシャの財政再建策の実現可能性でございます。今回の1,100億ユーロの支援を受けるに際して、ギリシャは3つの条件が与えられました。1つは財政再建、2つ目は構造改

革、3つ目は金融システムの安定化ですが、特に財政再建が厳しいコンディショナリティになっています。足元では、財政赤字はGDP比13.6%と大きい赤字ですが、これを2014年には3%以下にするということで、具体的には先ほど大臣から紹介いたしました公務員賃金のカット、年金支給額のカット、さらに付加価値税率を21%から23%へ上げると、こうしたことを決めております。ですが、これが本当にできるのだろうか。世論調査の結果をみますと、新たな財政再建措置に反対というのが66%と約7割、そして(4)のところにありますように、ストやデモを受容するかということ、受容するという人が7割という状況でございます。特に、实体经济との関係が心配されておまして、左下のグラフにありますように、ギリシャの実質GDPは6四半期連続、1年半連続マイナス成長で、しかもマイナス幅が拡大しているという状況です。失業率も12%近くという状況です。これで本当にできるのだろうかという懸念が1つあります。

それから懸念の2つ目としては、今後の国債償還スケジュールがあります。今年、もう既にかなり返してしまいましたが、来年以降、300億ユーロずつ毎年返済していきます。ここへ先ほどの1,100億ユーロの支援も、これも借金ですので、これも返済していかなければいけないということで、これが本当にできるのだろうかという懸念があります。

そして3つ目ですが、これが私ども一番心配しておりますが、コンテイジョンのリスクというのがあります。具体的には2つのコンテイジョンがあります。次のページですが、まず、いわゆるPIIGS諸国、ほかのユーロ参加国に与える影響です。実際、ポルトガル等は格下げをし、アイルランドも昨晚格下げがあり、こうした問題があります。2つ目のコンテイジョンは、ヨーロッパの金融システムへの影響です。こちらの右側のグラフをみていただきますとわかりますように、PIIGS諸国向けの与信・融資が多いのは、フランスやドイツの金融機関であり、こちらへの波及がまた懸念されると。また、実際5月には、ドイツの連邦金融監督庁は国債の空売りの禁止や、一部のドイツの金融機関の株式の空売りの取引の禁止をするといったことを決めました。これがかえってドイツの金融機関が危ないのではないかというマーケットの不信を呼ぶということも起きたわけです。

5ページ目ですが、さらに、ハンガリー等、中・東欧諸国の問題もあります。ハンガリーも政権交代がありまして、6月に新しい政権の報道官が「ハンガリーのデフォルトに関する観測が誇張だとは全く考えていない」と発言したものですから、ハンガリーの通貨、ハンガリーはユーロに入っておりませんので独自通貨があるのですが、フォリントが大幅に下落し、非常に市場での不安感が高まっていくということが起きました。また、6月8日には、今回のギリシ

ヤの危機のきっかけが統計の問題だったので、統計について質を高めようということになったのですが、その後の記者会見で経済財政担当の欧州委員が、ブルガリアの財政統計に懸念を表明するといったことがあり、今度はブルガリアが危ないのじゃないかという懸念が高まったわけです。6ページ目ですが、この中・東欧諸国ですが、中・東欧諸国向けの貸出が多いのは、実はオーストリア、ドイツ、イタリアといったところでありまして、特にオーストリアは19世紀の歴史、例えばハプスブルグ家のオーストリア・ハンガリー帝国のような歴史的なつながりもありまして非常に貸出が多い、ここがまた心配されている状況です。

それから、7ページ目でございます。そうしたことで、今、現状をどうみるかということですが、ギリシャ等のソブリン・リスクが、ヨーロッパの金融システム全体の不安に拡大していると言えるのではないかと考えております。具体的には、例えば銀行部門のCDSをみますと、ユーロ圏については足元上昇しておりまして、これは去年の春先頃の水準まで上がってきております。これはどういうときだったかと言いますと、08年の9月にリーマンショックがあって、その後アメリカのストレステストが行われるまで、ずっと金融システムへの不安がどんどん高まっていた時期、その時期が去年の春先だったわけですが、その時期に近い水準までユーロ圏の銀行部門のCDSが上がってきております。また銀行間の取引金利も高止まりという状況です。こうしたことから、EUでは金融機関に対するストレステストをまさに実施しているところでして、これは2回目です。去年の秋に、大手22行を対象に行い、その1回目のときは全体として大丈夫となったわけですが、今度の2回目のテストでは、91行、特に市場で不安視されていますドイツの州立銀行や、スペインのカハと呼ばれる共同組織形態の金融機関も対象に91行やるということになりまして、その結果が今週金曜日23日に公表されるということで、ここが今注目されているわけでございます。

また、ヨーロッパの実体経済でございますが、こちらの方も非常に弱い状況になっております。去年の夏、7 - 9月期の頃は、自動車の買替え支援策を各国ともやっておりましたのでGDP成長率は少し持ち上がりました。例えばドイツでは普段300万台のマーケットで、200万台分の買替え支援策をやっております。そのため生産や消費が伸びるということが起きたわけですが、もうその買替え支援策も終わりました、今、足元では年率換算で1%弱という、大変弱い成長になっております。特に内需、消費、投資が弱くなっておりまして、他方で中国等新興国向けの輸出が増加しておりますので、生産は持ち直しています。ただ、日本等と違いまして、中国向けの輸出が全体の輸出に占める割合は大変小さいですので、基調は弱い状況です。また失業率も上昇しておりまして、ユーロ圏全体で10%という状況でございます。ドイツは輸出が

改善しているのに、失業率は今、足元では低下してきていますが、例えばフランスやスペイン等は上昇しておりまして、スペインは全体で20%弱、若年層だけとると40%と大変高い水準になっております。

こうしたヨーロッパの弱い経済情勢が世界経済にどういった影響を与えるかということですが、日本やアメリカについては、EU向けの輸出のGDP比が左下にございますが、比較的小さいです。例えば中国については、一番の輸出先がEUということもありまして、ある程度の影響が見込まれます。従いまして、今回のヨーロッパの金融システム、实体经济の問題は、日本への影響としましては、ユーロ安円高や、あるいはヨーロッパの需要が弱いということで、EU向け輸出が弱いことに加えて、中国経済経由で影響するという可能性も否定できないと思います。そのユーロでございませけれども、左側にユーロの対ドルレートの長期的な推移をみております。足元1.29ドル程度と、少し戻ってきておりますけれども、かつての水準、例えば1ユーロ1.6ドルといったような水準からは相当安くなっております。これが大体いつ頃の水準かといいますと、2004年、2005年、2006年頃の水準まで下がったこととなります。ただ、ユーロは歴史的にみると最安値は0.8ドルまで下がったことがあります。これは99年にユーロが発足して銀行間の取引が始まり、2002年1月からユーロの紙幣やコインが流通したわけですが、その間はなかなかコンフィデンス、信認が得られなくて非常に弱いという状況が一時期ありました。

私どもは毎月『月例経済報告』で世界各国の景気の現状、先行きの見通し、リスク要因を分析しております。この絵では、景気の現状を示しておりまして、大体どのあたりにあるのかと顔の大きさが経済規模を示しています。アメリカにつきましては、政策効果もあって緩やかに回復しております。ですが最近、今年後半減速するのではないかとといった懸念材料がいろいろ出てきているという状況で、ここをよくみていきたいと考えております。他方、中国やインドは拡大しておりまして、やや過熱気味でちょっと汗もかいているという状況でございます。EUは下止まりですが、世界経済の3割を占める大事な経済ですので、注目してまいりたいと考えております。全体としてはリーマンショック後、各国持ち直していく方向にありますが、そのばらつきが大変大きくなっていて、マクロ経済政策の方向性についても、それぞれ難しい舵取りが求められています。そういう意味では2009年頃は各国金融緩和をして財政拡大をすればよかったわけですが、今の景気の状況は非常にばらつきがありますので、財政運営、金融政策運営、いずれも非常に難しい舵取りが求められていると考えております。

なお、本日ギリシャにつきましてお話し申し上げましたが、詳しい分析は『世界経済の潮

流』とお手元に概要をお配りしております。私ども、かつて世界経済白書と言われていたものですけれども、今は年2回、こうした形で世界経済の状況を分析しております。お手元にお配りしているのは概要でございますが、こうした形で本でも一般書店で販売しておりますので、もしご関心がありましたらお買い求めいただければと思います。

では私からは以上です。ありがとうございました。（拍手）

では基調講演に移りたいと思います。島本さん、白川さん、嘉治先生、ステージ座席へご移動をお願いいたします。

では、お1人目は、BNPパリバ証券チーフストラテジストの島本幸治さんにご講演いただきます。島本さんは、旧日本興業銀行を経て、現在はBNPパリバにおいてチーフストラテジストとして、国内外のマクロ経済・金融市場の分析及び債券投資戦略の立案を担当されております。

それでは島本さん、お願いいたします。

島本 トップバッターを務めますBNPパリバの島本と申します。どうぞよろしくお願いたします。先ほど林参事官からの的を射たお話をいただいていますし、あるいは本日は著名なエコノミストの方々がいろいろな形での経済分析、コメントをされるでしょうから、私からはマーケットの状況と日本へのインプリケーションという観点でお話させていただこうと思います。

ストラテジストというタイトルをあまりお聞きになったことがない方がいらっしゃるかもしれませんが、私が何をやっているかと言いますと、マーケット戦略を機関投資家の方に提供するという仕事をしております。ですから、今回のギリシャ問題については他山の石という言葉がありますが、日本は大丈夫かという点でご心配されている方も多いのでこうしたお話をさせていただきます。

先に結論を申し上げますと、直ちにどうこうということではないものの、ただやはり長い目でみると日本のマーケットも注意点があるという結論であります。

まず、最初の話ですが、ここ1、2年マーケットで非常に注目されているデータがVIX指数というチャートデータであります。これはびっくりするような名前ですが、マーケットのボラティリティーのインデックスです。市場参加者が先行き不透明感を感じると、これが跳ね上がるというデータでありまして、リーマンショック後に大変高い水準になった後、2009年から2010年にかけて随分安定してきました。これは、100年に一度の経済危機が起こったということで、政府と中央銀行が一生懸命マーケットの混乱を抑えるべく財政拡張したり金融緩和したりという結果、マーケットは安定してきたわけです。ところが、この5、6月に関しては、再



度これが跳ね上がってマーケットが不安定化するという状況が出てきました。そこで右の吹出しをみていただきますと、最近のテーマはもう民間の問題ではなくて、政府の問題がフォーカスされています。例えばギリシャを初めとするヨーロッパのソブリン・リスク、これは政府のリスクが大丈夫かという問題であるとか、あるいは規制強化の動きをマーケットが言い訳するというような、こういう値動きが目立っておりまして、マーケットのテーマは民間の市場経済から公的部門に移ってきたなど。これだけ政府が随分無理をして経済・金融市場抑えてきた結果、政府の方にリスクが転嫁されているのではないかというのがこの動きです。お手元の資料では2週間ほどデータが古くなっておりまして、足元のVIX指数のデータは25程まで下がっております。このチャートでいうと、移動平均線のあたりまでずっと下がっていきまして、実は市場関係者からみるとこのヨーロッパ問題、特にギリシャ問題に関しては一旦峠を越えたかなという雰囲気になっています。確かに、今週金曜日にヨーロッパ各国政府がストレステストと言いまして、銀行の健全性をチェックした結果を公表することになっておりますが、ただ、何行か資本が足りないという銀行が出たとしても、そういう銀行に対してはしっかりとした公的な手当てがとられるのではないかと、ちょっとマーケット楽観視しているのかもしれませんが、今、この問題は随分沈静化しています。

もう1つ、最近流行のデータとしては、マーケットをご覧になっていない方からするとちょっとわかりにくいかもしれませんが、ベシス・スワップというマーケットについてお話しさせていただきます。これはヨーロッパの金融機関がドル資金を調達するときのどのくらい慌てて資金を調達しているかということを見る指標で、ここ1、2か月は随分注目されていたデータです。これも右側の赤か緑の線でちょっとみにくいかもしれませんが、足元随分安定しておりまして、この5、6月にマーケットが随分混乱したのはギリシャ問題が金融システムに波及したということや、ストレステストの結果が相当ひどいのではないかという不安感もありましたが、もう1つは6月末の資金繰り問題もあったわけです。ただ、これも7月に入ったということで、今はやや穏やかな雰囲気政府の公表を待ち構えているという状況です。その左側にあるチャートがLibor-OISスプレッドとありまして、これまたちょっとややこしいタイトルですが、Liborというのは、London Inter-Bank Offered Rateで、ロンドンで活躍する銀行の資金調達の金利です。OISというのは、Overnight Index Swapと言いまして、これはもう単純に短期金利のデリバティブです。そうするとロンドンで活躍する銀行が資金調達をするときの金利から、短期金利のデリバティブを引いて何が出るかというと、これは銀行の資金調達プレミアムです。これもリーマンショックの局面と比較すると、足元若干上がっていると

はいえ、水準としてはちょっと安定しているということで、市場の雰囲気はむしろそのヨーロッパ問題から肝心要の景気の方に移っているというのが今の率直な印象です。

ただ、楽観的な議論だけではなくて留意点を1つ申し上げると、相当中央銀行が無理して頑張っているということがポイントです。5ページ目のグラフが、日米ユーロ、中央銀行のバランスシート対GDP比というグラフが出ております。3極の中央銀行の資産規模をそれぞれの地域の対GDP比でみたチャートでありまして、ECBに関して申し上げますと広義のユーロシステムという点では各国の中央銀行もあるのですが、ここはグラフはちょっとみやすくするためにこういう表記をすると、大体そのGDP比で1割程が目安だったものが、日銀は2001年、ITバブルが崩壊した頃から量的緩和を始めていまして、その次に2009年に入って、FRBが量的緩和を始めました。今はECBも含めて各国がバランスシートを競うように拡大させているという状況で、金融システムは今、若干小康状態で安定していると申し上げましたが、その分の負担が相当中央銀行にかかっているという状況です。その結果、何が起きているかといいますと、先進国の間で大変な金余りが起きているという状況です。株式市場とか債券市場と違って、為替市場は全面安というのがないマーケットでありまして、日銀もECBもFRBもバランスシートを増やしているということは、円もユーロもドルも下方に圧力がかかっているということで、その分どこかの通貨に上昇圧力がかかる。あるいは資金がシフトしやすいという状況で、今アジアにお金が向かいやすいという状況は変わっていません。

例えば、次の6ページ目が3極の新興国のファンダメンタルズと比較したチャートであります。新興国経済圏というとアジア、中南米、中・東欧と3極に分かれるわけですが、それぞれの成長率と経常収支をみます。成長率というのは投資した際のリターンの目安です。経常収支というのは資金が余っているか足りないかということで、資金があって安定した地域か、あるいは資金が足りなくて不安定な地域かという見方ですが、やはりアジアは成長率も安定していますし、経常黒字もふんだんにあるということで、我々ヨーロッパの金融機関が世界経済をみる際は、ヨーロッパは厳しいけれどもアジアあるいは日本も含めて、このエリアは比較的底堅いのではないかという見方をしています。

少しだけ当社の宣伝をさせていただきますと、次のページに経済見通しがございまして、我々は日本の成長率3%程いくのではないかとみています。一方、ユーロ圏については1%あるいはゼロ成長もあり得べしということで、ヨーロッパはやはりこのギリシャ問題、これから財政を再建していかなければいけないということで、緊縮財政下で成長率は厳しいけれども、日本については先進国の低金利政策の影響で、とりわけ中国が底堅い成長を達成すると比較的

安定した成長軌道をたどるのではないかとみています。中国について、1つコメントさせていただきますと、11ページに人民元とインフレ率のチャートがございます。中国はいよいよ人民元を政府が少しずつ上昇させるという新しいステージに入ってきました。これだけ人民元が上がると中国の競争力がなくなるのではないかと、あるいは人民元の切上げ後には、中国の中央銀行の金融引締めが待っているのではないかと、中国の景気についても先行き不透明という議論が出ております。確かに中国は不動産を中心にバブル的状况にありますから、ここがバブル崩壊を起こした際に日本経済に与える影響というのは注視する必要があると思います。ただ、足元で起こっていることは人民元が緩やかに上がり始めたことで元の先高感が程度はともかくまだ残っている状況です。元の先高感が残っていますと次ページに中国にお金が集まっているか流出しているかという、ホットマネーの流出入のチャートがございますが、人民元が先々上昇しそうだということでむしろ人民元への投資圧力が残っている、資金が流入しやすい状況であります。非常に不安定なユーロ圏経済が続く一方で、先進国の低金利政策が中国を初めとする新興国をサポートして、中国の高成長が日本を底支えするという枠組みが1、2年続くのかなというのが当社の現時点での経済見通しであります。その点で、日本に与える影響という点でみておく必要があるかなというのが、むしろギリシャ問題、財政問題であります。ギリシャ問題については先ほど解説ありましたが、そもそもマーケットがギリシャ国債は大丈夫かという見方を強めたきっかけは何かというと、ギリシャの金融システムの中にあるモラルハザード的な雰囲気は1つの引き金になったという言い方ができると思います。ユーロ圏は通貨を統合していますので、短期金利はユーロ圏内で同じです。ところが各国でファンダメンタルズとの違いや財政悪化の程度の違いが出てきたことで、ギリシャは長短期金利のスプレッドが非常に開きやすくなったわけです。財政が不安定ですとそれだけ財政プレミアムが乗る形で国債が売られて金利が上がりますから、その結果ギリシャの銀行がギリシャ国債をたくさん買って、キャリーを確保しようという行動に走り、これに対してギリシャの中央銀行がちょっとやり過ぎはいけないよと、官民のモラルハザード的な雰囲気は長続きしないのじゃないかと苦言を呈したことがこのギリシャ問題がマーケットに意識されるきっかけにもなったわけです。日本国債にこれがどういうインプリケーションがあるかということですが、21ページのグラフをご覧ください。日本国債は今誰が保有しているかというチャートが右側でございます。これは資金循環統計の中で、日本国債を誰が何%持っているかという保有構成比をみたグラフです。これをご覧くださいと2001年から2007年までは郵貯と公的年金、これはかつては2001年以前は旧資金運用部への預託義務がありましたから貯金であるとか年金で集めたお金を、財務省

と言いますか旧資金運用部に預託していたわけです。これが2001年に預託義務がなくなったことで、資金が旧資金運用部から郵貯・公的年金に毎年50兆円規模で償還があったので、これで国債を買っていた結果、国債の保有比率が高まっていたというのが2001年から2007年です。言い方を変えると、道路と申しますか、何たら事業団から国債への資金シフトが起っていたと、こういう時期があったわけです。ただ、今この郵貯も公的年金もそうした資金シフトが一服して、国債の保有比率はほぼ横ばいで推移している中で、最近では保険であるとか銀行の資金シフトが目立っております。こうした形で保険や銀行の国債への資金シフトが足元加速している背景には、もちろん経済がデフレなのでなかなか投資対象がないということもありますが、もう1つの背景としては、2013年からアイファスまたはイファースという新たな国際会計基準（IFRS）が日本でも導入されるため、こうした会計基準の改定をにらんで金融機関がリスク性、価格変動のある資産を持ちにくくなる、あるいは生保については、負債、資金を調達するときの期間も時価評価されるという中で、こうした会計基準の変更をにらんで、国債に資金をシフトさせているという面も一部ではあります。そうすると、こうした会計制度が導入された後は、国債の保有インセンティブが逆になくなってしまうというリスクもあるわけでありまして、ミクロの面では日本とギリシャと随分違うところがありますが、マクロ的にはその国が国を挙げて国債に資金をシフトさせるという点ではギリシャと似たような現象が今日本でも起っている面もありまして、中期的に展望するとこうした制度改定の後、ちょうど日本の人口動態みると、2012年頃から団塊の世代の方が60半ば、65、66歳になってきますので、経常黒字が縮小に転じる、あるいは貯蓄率が大きく下がってしまうということもあり得ますので、このギリシャ問題は日本市場へのインプリケーションという意味では少し警戒的にみる必要があるかなというのが私の印象です。

結論としては、短期的な景気への影響ということ以上に、財政問題という点ではしっかり財政再建の方向性を示していく必要があるということがポイントだと思います。

私の話は以上でございます。（拍手）

司会 ありがとうございます。それでは基調講演のお2人目をご紹介いたします。クレディ・スイス証券チーフエコノミストの白川浩道さんにご講演いただきます。

白川さんは日本銀行、OECD、UBS証券を経て、現在はクレディ・スイスにおいて日本経済チーフエコノミスト兼経済調査部長として、国内外のマクロ経済・金融市場の分析を担当されております。ご著書に『マネー・サプライと経済活動』等がございます。

それでは白川さん、お願いいたします。

白川 今、ご紹介にあずかりましたクレディ・スイスの白川でございます。今、島本さんからかなり詳しくマーケットの現状の評価、日本についてもインプリケーションいただきましたので、若干重複するところがあるかもしれませんが、お話をさせていただきたいと思います。本日は2点、お話をさせていただきます。

1つ目は、今のヨーロッパの評価ということでございます。

2つ目は、最近私が考えておりますのは、どうも日本の国債もですが、こうした経済危機が起こりますと、実は国債が売られるどころか買われていくということで、一種の国債のバブル的な状況が起こっているのではないかということです。ソブリン・デット・バブル、国債バブルをどのように考えるのか、市場がどのようにみているのか、どうみていくべきなのか。市場は本当に評価できているのかということをお願いしたいと思います。

欧州につきましては、今、まさに島本さんからご指摘がありましたけれど、欧州の1つの特徴は、1つの通貨、ユーロ圏、1つの金融政策ということで、そこは非常に特徴的な、つまり幾つもの国が1つの政策枠組みの中で行われているという特殊な部分がある一方で、財政問題を考えるときには、普遍の基準でみていかなければいけない。これはユーロ圏だけだからということではなくて、日本でもヨーロッパでもアメリカでも、こういう問題が起こったときは普遍の基準でみていく必要性があります。プレゼンテーションの画面をご覧くださいと、1つはまず国債市場が壊れてしまったというときには、誰も国債を買いたくない、皆売りたいと流動性がなくなってしまう。こういうときに、政策対応が行われるわけですが、マーケットの流動性が政策課題として1つ出てきます。これは真ん中の上でありまして、ギリシャ向けの支援や周辺国向けの支援、それから先ほどもありましたけれども、E C B中央銀行による国債購入があります。右側に「2,000億ユーロ？」と書いてあり、私はE C Bが日本円で約20兆円は買うだろうと思ってきたのですが、最近かなりE C Bも腰が引けてまいりまして、この1、2週間で非常に国債購入が減ってきております。これは基本的にヨーロッパの国債市場の流動性がかなり回復してきていると、中央銀行であるE C Bはそう判断していると私は思っています。ですから、1つ目の課題であるマーケットの流動性について、誰も国債を買ってくれないのではないかというところから、徐々に今マーケットは回復してきている。これは、クリアされつつあるのではないかというふうに思います。

次の問題は、流動性が回復してそれで終わりかというところではなくて、当然、問題国の借金返済能力を高める調整があるということです。これが、ソルベンシー改善、左下ですけれども、どうやってギリシャ、それからポルトガル、スペイン等の問題国の借金返済能力を改善し

ていくのかと。1つ考えられますのは、デット・リストラということで、これは元本を削減する、金利を減免する。ラテンアメリカでも行われましたけれども、この国は全額返せないのだから、100回収しようと思わずに、まあ70%程返してくれればいいだろうといったような発想です。それともう1つは、そうした国々が自ずから借金を返せるように財政収支を改善していく、プライマリーバランスを改善していくということでございます。デット・リストラというのはどうも借入国に面子がありまして、100%は返せませんとは言いたくないようで、リストラの議論にはなかなかありませんが、この緊縮策の導入ということはかなり進んできています。しかしポイントはやはりこのリストラが進むかどうかです。つまり、万歳（バンザイ）して100%は返せない、70%なら返せる、じゃ、皆さん、銀行がそのロスを負ってください、そして公的支援を入れて銀行にも安定化を促す、というわけです。やはりこれが次のポイントになると思います。ただそこまでいってもまだ政策課題は終わらない。これは右側の下の通り、日本はまさにそうですけれど、財政緊縮化をして国のバランスシートを改善しても必ずしもうまくいくかどうか分からない部分があります。最終的にはデフレになってしまえば税収は上がらないということです。これは中長期的に重要な問題でして、例えば今、ギリシャでも例えば年金も含めて改革をやっている、公務員人件費も削減している。こういうことによって、もし仮に成長率が落ちていってしまえば、当然税収は上がってこないことになるわけです。私の理解では実はヨーロッパの方がアメリカよりも財政問題が深刻ではないかと思っております。といいますのは、実はアメリカはドルという基軸通貨で資金を借りてきたために、今まで結構低いコストで借りることができています。欧州はそうした基軸通貨を持ってこなかった。最近ユーロが2大通貨制を形成するようにはなっておりますが、各国のこれまでの調達コストは結構高い。その国の財政が大丈夫かどうかという財政の維持可能性は、インフレを含めたトレンドの名目成長率と金利の関係になるということですが、欧州はむしろアメリカよりも高めのインフレ率を達成する必要があるのではないかと思っております。これが最終的には大きな問題になります。

例えばアメリカは消費者物価でみて、今大体全体で2%程、エネルギーと食料を除きますと1%程ということですが、欧州も今2%からかなり下がってきましたが、私の理解では欧州はむしろ3%のインフレを達成しませんが財政問題は解決できないかもしれない。そうしたことと、財政を緊縮するということが本当に整合的なのかどうか。私は多分整合的ではない、どこかでこれは立ち行かなくなるだろうと思っております。例えば、ハンガリー、これは今の問題とは少し変わりますが、1年程前に危機が先に起こったわけですが、IMF等

の支援プログラムで緊縮をしてきましたが、足元では緊縮財政を続けていくのが難しくなってきた。これは経済を悪化させると、むしろ財政バランスが改善しないかもしれないというリスクを問題国が背負っているということを明らかにしたと言えます。ECBはバランスシートを拡大してきていますが、まだ若干腰が引けているかなと思っています。日本銀行もそうですが本当にインフレを起こすということはどういうことなのかということです。先ほどまさに島本さんがおっしゃったように、ユーロも今安くなってきていますが、相手のアメリカも頑張っていて緩和していますから、じゃ、ユーロが一気に1を切るかということ、そうはならない。ECBに限らず、どうやってインフレを作るかということは非常に深刻な問題です。金利を上げずにインフレ率だけを上げて財政の維持可能性を高めていくということは極めて大きな課題なのですが、私はそれに対する答えはみえていないと思います。

欧州は不動産問題が非常に深刻だと思っていて、むしろアメリカよりもバブル性が強かったんで、ここから不動産デフレになっていくと思います。日本でもそういう意見はときどきありますけれど、中央銀行が株を買うとか不動産を買うとか、そういう議論も実は欧州では出かねないかもしれないなと思います。そうした思い切ったことができませんと本当に財政問題が改善するのか、まだ見通しは立っていません。まさに、島本さんがおっしゃったように、短期的な流動性は維持されていますしマーケットはかなり安定していますが、その先の問題として本当に借入国の返済能力が上がるのかどうかという問題と、それから今申し上げたように、そのさらに長期的に借入を続けていくことができるのかという財政の維持可能性の問題と、まだ先がみえていないということで、私は欧州問題についてはかなり悲観的にみております。

今私が投資家さんから国債は買いか売るか、こう聞かれたとします。私の今の議論からすると、欧州の国債はまだ買える状況にないかもしれない。つまり、まだ将来の欧州の財政問題がどうなるかみえていないということなのですが、恐らく、答えは当面は買えてしまうかな、ということです。マーケットがそうした長期的な財政問題を織り込んでいくと私は思いません。むしろ、これはアメリカでも日本でも起こることですが、景気的情勢が余りよくないと財政状況にかかわらず、国債は買われていきます。特に、ドイツとかフランスとか比較的状况のいい国は、むしろどんどん国債は買われていってしまうのではないかと、バブルになっていってしまうのではないかとさえ思います。国債にはバブルは発生しないというふうに理論的には言われています。なぜかというところを替とか株価と違まして、アンカーがある。最終的には10年たてば10年後にパーで償還される、こういうアンカーがあると、理論的にはバブルは発生しないことになっておりますけれども、そうした理論を無視した形で一時期かなり国債価格が上

がる、つまり金利が下がってしまう状況のリスクがあるというふうに思っております。私はソブリン・バブルという表現を使っておりますが、なぜマーケットが将来はわからないけれども国債を買っていく可能性があるかという、例えばG20等の国際会議の場で、皆さん財政再建です、ここからもうどんどん財政を引き締めていきましょうと言われてしまうと、景気が悪くなるということですから、将来、国債市場がどうなるかはわからないけれど、とりあえずは株ではなくて債券投資だ、ということになる可能性があることが大きいと思います。

問題は、そうした国債市場で起こるかもしれないこのバブルを事前にマーケットは予見できるのか、ないしはできていたのか。要するに、私は国債を売るか買いかと言われたら、買いかもしれない、と答えますが非常に不安です。投資家さんが買って本当に大丈夫かなと思うわけです。実際にマーケットがそうしたプライシングと申しますか、評価がちゃんとできているかどうかということについて申し上げると、実はマーケットというのは非常にいい加減といわざるを得ません。これをみていけば国債が危ないと言える指標は非常に限られていると私は思っております。

今5ページに出させていただいたプロットですが、これは1996年から2008年のデータです。OECD諸国の各国ごとに毎年データがございますから、12~13年分の各国のデータを諸国全体としていきますのでパネルデータと言いますが、横軸が経常収支GDP比、縦軸が長期金利マイナス名目成長率、つまり一種のマーケットにおける財政のプレミアムを意味します。成長率に比べて金利が高いということはある程度財政問題がマーケットで意識されて高めの金利になっているということになります。経常収支とは基本的にはその国の、帳尻でみた貯蓄超過ないし投資超過です。財政問題を議論するときには、財政のバランスだけを見るのではなくて、その国の民間貯蓄が十分に財政赤字をファイナンスできているのかどうかをみます。日本を例にとれば、すぐおわかりになると思いますけれども、日本は10%の政府赤字を13%の民間貯蓄でカバーしており3%の対外黒字がある。対外黒字がある国は基本的には財政問題に対するストレスが非常に小さくて、経常収支黒字GDP比が右へいけば右へいくほど、つまり大きくなればなるほど、恐らく金利は成長率に対して低くなるだろうと思います。理論的に申し上げると必ずしもそこまではきれいな議論ができない部分があるかもしれません。しかし、イメージからしますとこのプロットは右下がりにならなければいけない部分がある。赤字になっていけばもっと金利は高くならなければいけない。ところがチャートをご覧くださいとわかりますように全くのばらばらで、ほとんど相関がありません。つまり経常収支をみても何もわからない。ただあえて申し上げますと、ギリシャが青い三角を表わしますが、これは左下にあります。



経常収支がずっと赤字にもかかわらず、ごく緩やかに描ける右下がりの線のかなり下側にあるということは、非常に金利が低い状態です。名目成長率より金利が低い。ギリシャは対外赤字にもかかわらず、金利の方が成長率よりもずっと低かった。これはちょっとバブルっぽいにおいがするかもしれないと言えます。

もう1つの指標は経常収支ではなく、政府のグロスの借金（負債）のGDP比です。これは今と逆で右上がりのカーブが描ける可能性が高いわけです。つまり、政府の借金のGDP比が上がっていけば金利が成長率に比べて高くなっていくという関係です。これは先ほどの経常収支のチャートよりは少しまでも、プロットしますと緩やかな右上がりのカーブをなんとか描けるのです。面白いことは、政府債務GDP比率が80%を下回るくらいのところではほとんど相関がないことです。ところが、80%超えるあたりから、緩やかに右上がりの関係が描けそうです。実はギリシャがこの右上がりの中でかなり下の方にあるということは、政府借金のGDP比率が100%を超えているのですが、金利の方が成長率よりもかなり低かったということです。やはりギリシャ国債にはバブル性があったようにみえます。日本をみていただくと、緩やかなこの右上がりの曲線の下側にあるため、これもちょっとバブルのにおいがすると思います。なお、ギリシャは先ほどのチャートと2つあわせて考えていただきますと、市場の評価というのがやや甘過ぎたかなということはあるかもしれませんが、ポイントだけ申し上げますと、経常収支をみても、市場の財政状態に対する評価に関してはほとんど何も言えません。また、政府借金のGDP比をみても、80%以下では同様にほとんど何も言えない。100%を超えていきますと、何か言えそうになってくるわけですが、実はその場合でも、マーケットのプライシングというのはかなり加減で、財政リスク問題が必ずしもきちんとは反映されていないということです。国債バブルが始まる、ないしは始まっている、起こっているという1つの可能性をみるために絶えずウォッチしなければならないことはその国の財政問題を金利が的確に反映しているのかどうか、という点です。実はギリシャの場合は、ドイツの金利との間に裁定関係があって、ドイツの借金返済能力によってギリシャのそれが見えにくくなっていた、まあ人のふんどしで相撲をとっていた、ということです。これは非常に大きなポイントであると思います。私が日本について心配しているのは、日本の金利というのは非常にアメリカの金利との相関が高いことです。大体アメリカの金利とのスプレッドが200ベースとかになっているわけですが、日本の国債金利が日本の借金返済能力を必ずしも反映していないかもしれないのは、米国債との相関の存在、つまり米国金利がアンカーになってしまっている可能性があるためではないかと。ギリシャの問題はドイツという健全国との金利裁定が働いていた。日本は米国と

の裁定が働いているかもしれない。本当にこの1%という金利が日本の借金返済能力をあらわしているかどうかは、やや疑問であるということでございます。

私のコメントはこれで終わらせていただきます。（拍手）

司会 どうもありがとうございました。

それでは基調講演の3人目をご紹介します。慶應義塾大学の嘉治佐保子先生にご講演いただきます。嘉治先生は、ジョンズ・ホプキンス大学で経済学博士号を取得後、現在、慶應義塾大学経済学部教授として欧州経済等を研究されています。ご著書に『国際通貨体制の経済学』等がございます。

それでは嘉治先生、お願いいたします。

嘉治 ありがとうございます。本日はこのように皆様の前でお話しする機会を頂戴いたしまして、ありがとうございます。ほかの皆さんがしっかりしたお話をしてくださいましたので、私はちょっと抽象的な話をいたします。

まず、結論から先に申し上げますと、1つ目の結論は、問題はユーロよりも大きいということです。ユーロ批判に集中してしまうと、問題の本質を見誤ってしまうというのが1つ目の結論。もう1つの結論は、問題は他人事ではないということです。地域統合の成功のために、どれほど国家主権を移譲するのか。いかにして、成熟経済で成熟社会を支えるか、金融取引の規制を初め、規制はどうあるべきか。いずれも他人事ではない。日本にとって他人事ではないことが問題になっているというのが2つ目の結論です。3つ目の結論はちょっと悲観的なので質問の形で書きましたが、同様の危機が再来することは避けられるだろうかという観点から考えまして、もしかしたら成長というものに対する認識の変化が必要なかもしれない。ここからちょっと挑戦的な話になって、わざと極端なことを言っている面もあるのですが、金融市場というのは本来的に不安定ですので、成熟社会の下で成熟経済を成長させようとする、金融危機が起きて、財政危機が起きて、結局、成長率が低下してしまうのではないかとということを皆様に投げかけたいと思います。

まず1つ目の結論。問題はユーロよりも大きいという結論についてですが、金融財政危機が発生するには、基本的なメカニズムがあると思います。まず、必要な構造改革を避けながら、かつ成長率を上げるために金融緩和、あるいは金融取引の拡大、金融規制の緩和を行います。すると、金融市場、不動産市場でバブルが発生します。やがてバブルが崩壊いたしまして、恐慌を避けて不良債権を処理するために財政を拡大いたします。一方、税収が減ります。そこで財政収支が悪化してしまう。これが基本的なメカニズムだと理解しております。このメカニズ

ムは、日本、米国、EUに共通しております。米国の場合、必要な構造改革というのは富の偏在の修正だったと私は思います。1つの研究で、過去30年間の米国の実質成長のうち、1ドルにつき実に58セントが所得分布の上位1%に帰属していたという研究結果が出ています。その一方で、労働者の生活を守るために、一部の産業、例えば自動車産業で、労働コストが過大になっていった。富の偏在を修正するためのコストを払うことを、投票者も政権も選択しないまま、経済成長を実現して低所得者が家を所有することを容易にした結果が、金融緩和、金融取引の拡大、そして今回のバブルになったというふうに考えています。

EUも基本的に同じメカニズムです。特にPIIGSでは、今、白川さんからお話もありましたけれども、この金融緩和、金融取引の拡大が、ユーロの加盟によって容易になっておりました。PIIGS以外の加盟国も基本的に同様に、必要な構造改革を促すこともユーロの目的の1つで、金融政策という政策手段をECBに預けてしまい各国から奪ってしまうという意味で構造改革が促されるはずだったのですが、それが十分に進んでいない。必要な構造改革を回避していることは、いわゆるリスボン戦略がなかなか進展しないことをみてもよくわかるわけです。ただし、ここで欧州経済を研究している者として申し上げておきたいのは、ユーロに問題がないということは申しておりません。ユーロは今回の危機によって、統合のためにどれほど国家主権を移譲するのかという観点から様々な示唆を与えています。そもそも、ユーロは政治的な計画ですから、政治的意思が支えなければ問題が露呈するのは当たり前なのです。ここで避けるべきことは、ユーロを欧州危機の原因として批判することに集中してより根本的で世界共通の問題を見失うことです。欧州が危機を迎えているのは、欧州統合という企画の中止を意味するものではありません。加盟国は欧州連合に加盟していることによって、環境基準、製品規格、金融規制、その他の面で一国では発揮できないほどの影響力を発揮しています。さらに、欧州統合、とりわけ単一市場なしに今日の欧州の繁栄はありませんので、今後も単一市場を守ることは重要な課題です。

次に、2番目の結論、「問題は他人事ではない」に入ります。問われているのは3つの関連する問題です。1つは、国家と超国家の関係。「統合」の成功、世界経済の安定のためにどれほど超国家組織に国家主権を譲るのか。2つ目は経済と社会の関係。成熟経済でいかに成熟社会を支えるのか。3つ目が政府と民間の関係。金融規制を初め、規制はどうあるべきか。以上の、日本にも深く関係する問題があるわけです。

まず、国家と超国家の関係ですが、EUにおいてリスボン戦略、安定成長協定、今般誕生いたしました4,400億ユーロの新組織European Financial Stability Forumをどう運用すれば安

定的繁栄を得られるのか。それがとどのつまり、EUとユーロエリアのガバナンスの問題になるわけです。そして、問題はEUに限ったことではありません。欧州だけではなく、G20での今回の議論は規制のハーモニゼーションがいかに難しいかということを示しているわけです。これはもう世界全体のガバナンスの問題になるわけです。

次に、経済と社会の関係ですが、成熟社会と私が呼んでいるのは、社会保障、雇用保険、年金等が整備されて、投票者の期待値が高く、高齢化が進んでいる社会です。よって、国民負担率が高く、産業構造が硬直化しやすい。一方、成熟経済というのは、賃金が相対的に高く、付加価値の高い製品サービスにしか比較優位を持たない。そのため、国民負担率を下げ、規制緩和によって新しい産業の育成、労働移動、産業構造転換を促す必要があるわけです。

3番目に、政府と民間の関係ですが、まず第1に覚えておかなければいけないのは、国有化すれば安心というわけではないということです。一部の民間企業の方が、国よりも債券発行体としての信用が高いということがもう既に起きています。資産運用や投資判断において、官が民より優れているわけでもありません。つまり、存在するリスクを民間と政府の間で渡しあっているだけです。それでも、安定的繁栄を維持できるような規制を導入するのが政府の役割の1つです。ということは、常に内在するリスクが生む弊害を最小にしつつ、経済活動を委縮させない規制とは何だろうか。このことを皆で考えていかなければいけないわけです。

最後に、展望に移ります。やや悲観的になると最初からウォーニングを出しておりましたが、日本について考えますと、今、日本がどういう状態にあるのかというと、私たちは、バブル崩壊とその後の失われた10年を経て、日本的金融、担保主義、土地神話、護送船団方式に対して非常に反省したわけです。アングロ・アメリカンの金融を導入せよ、「貯蓄から投資へ」ということでやってきました。ところが、リーマン以降、アングロ・アメリカンの金融も安定的ではないということもわかってしまいました。つまり、金融は本質的に不安定なわけです。その不安定性について経済学的に説明しますと、1つは金融市場は取引コストが低くて調整速度が速い、そして情報が非対称、しかもモラルハザードがあるわけです。従って、まず価格が期待や噂に大きく影響され短期間に大幅に変化し得るし、バブルも生じやすいということです。それから、金融市場には必然的にリスクが内在します。新しい金融商品が批判のやり玉に挙がっておりますけれども、このリスクをカバーするために開発されているのであって、この金融商品の便益は、金融部門のみではなくて、実物部門も享受しているわけです。例えば、ドイツの大きなエネルギー会社にイオンという会社があるのですが、今回デリバティブがオープンマーケットで取引されるように規制が加わることによって、余分に75億ユーロの資金を調達し

てそれに備えなければならなかったということもあるわけですから、金融商品、デリバティブが悪いと言われてはいますが、実物経済も恩恵を受けているわけです。それから、先ほどG20のところで申しましたように、金融規制はハーモニゼーションを必要とする。金融取引は公的機関が行おうと民間が行おうと同じくらい危険なのであって、公的債務も民間債務もサステイナブルでなくなれば、同じくらい危険であります。先ほど、国債バブルについてお話いただいたようなことが言えるわけです。

以上のように考えてわかることは、金融市場の本質的不安定性は政策で取り除くことができないということです。政府に何とかしろと言ってもどうすることもできないわけです。他方、成熟経済で成熟社会を支えるために、かつ構造改革を避けつつ成長率を上げようとする、バブルになって崩壊し、民間の不良債権が増えて経済が停滞し、財政収支が悪化して公的債務が拡大、金融機関が国有化され、産業構造の転換を阻害、経済の非効率性が上昇し、結局成長率が低下してしまうというメカニズムがあります。しかし、安定的成長のために痛みを伴う改革が必要であることは、日米欧を問わず、民主主義国において投票者に受け入れられがたい。構造改革しないで成長しようとする、バブルになってしまうわけですが、では改革してくださいと言ってもなかなかそれは民主主義国家では実現しがたいわけです。そうすると認識を変えるしかないのかもしれないという結論になります。つまり、私たち全員がここで「成熟経済において何のために経済成長が必要なのか」自分たちに問い直してみなければいけないと思います。社会保障、失業保険、医療費、年金を賄うためなのか。それは結構ですが、だったらそのために何をあきらめる準備があるのかということを考えなければいけないところに来ているのではないかと思うわけです。日米欧とも現在「ない袖は振れない」という状態になっていますので、この悪い財政状況はその意味では幸いなかもしれない。以上、やや悲観的なノートで私の発言を終わらせていただきます。

ありがとうございました。（拍手）

司会 嘉治先生、どうもありがとうございました。

それでは、ここで休憩を取りたいと思います。10分弱、15時20分まで休憩を取りたいと思います。休憩後はパネルディスカッションに移りますので、会場の皆様におかれましては、15時20分までにお席にお戻りいただくよう、お願いいたします。

（休 憩）

司会 それでは、パネルディスカッションに入りたいと思います。初めに、本日のパネリストをご紹介します。

まず基調講演に引き続きご参加いただきますBNPの島本幸治さん。クレディ・スイスの白川浩道さん。慶應義塾大学の嘉治佐保子先生です。

次に、パネルディスカッションからご参加いただきます三菱総合研究所の主任研究員の武田洋子さんです。武田さんは日本銀行を経て、現在は三菱総合研究所において国際金融や公共政策等を研究されています。

また、内閣府より経済財政政策担当の大臣政務官の津村啓介も参加いたします。同じく内閣府より経済社会総合研究所長の岩田一政も参加いたします。

それでは、パネルディスカッションを開始いたします。

最初に武田さんから、基調講演に対するコメントも含めて、お話をいただければと思います。

武田 本日は、まずこのような場に参加させていただきまして、ありがとうございます。また、前半の部分では内閣府の林様、また基調講演の3名の先生方から、大変詳しいご解説をいただきまして、ありがとうございました。私も白川さんや島本さんと同様に、民間の立場からマクロ経済動向をみておりますが、マーケットからはやや距離を置くシンクタンクのエコノミストの立場から、今回のギリシャ問題について3点、1つ目にギリシャ危機の背景、2つ目に先行きの見方、そして3つ目に日本経済への影響について、簡単にお話させて頂こうと思えます。それではまず、なぜここまで危機が拡大したかということですが、私は3点ポイントがあると考えています。

1つ目は、最初に内閣府の林様からお話ございましたように、今回の危機、ギリシャ危機という名前はついておりますが、ギリシャ固有の問題ではなく、EU全体の問題であったことです。特にPIIGSと呼ばれるポルトガル、アイルランド、イタリア、スペイン、ギリシャは、いずれの国も非常に厳しい財政状況にあり、かつ経常赤字国です。さらに言えば、5か国向けの与信の大半を欧州金融機関が保有しており、欧州のリスクを欧州自体が抱えている構図があります。

2点目が、統一通貨、そして統一金融政策による制約です。通常、危機が起きますと例えばアジア通貨危機等を思い出してもわかるとおり、通貨がまず大幅に減価し輸出主導で景気が回復するといったケースが多いですが、ギリシャのようなユーロ加盟国にはそうした手段が採れません。ではギリシャがユーロから離脱したらどうかということですが、離脱すればほかの問題国についても第2のギリシャになるのではないかと、つまり、次々とユーロから離脱してしま

うのではないかとの認識が市場で広がる可能性があり、そうなればユーロ信認の失墜を招くためその手段もとることができないという面があったと思います。

3つ目は、ヨーロッパの政治的不和が露呈したことです。財政主権が各国に委ねられている状況の中、ギリシャ支援については、ユーロ加盟国の協調が何よりも大事だったわけですが、危機初期の時点では、大国のドイツを初めとしてユーロ加盟国がギリシャ支援に対し消極的であったことがありました。自国の利益あるいは世論を優先した結果として、対応が後手になったことが4、5月にユーロ危機が一段と深刻化した背景の一つになったのではないかと考えられます。

先行きのユーロに対する見方ですが、冒頭島本さんからありましたとおり、ユーロの危機について今のところ市場は小康状態、つまり一服したかのようにみえますが、私は中長期的にみて、ユーロに対する不信感には払拭されておらず、この問題はくすぶり続けるのではないかと考えています。その理由は4つございます。まず1つ目は、ギリシャの財政再建計画の実効性に対する疑念です。白川さんもお指摘されておりましたが、緊縮財政と成長の両立が難しいということです。ギリシャは今、2014年には3%以下に財政赤字を減らすと目標を立てていますが、このまま緊縮財政を実行すれば、さらに税収減につながって、財政赤字がなかなか減らない可能性も十分に考えられます。こうした中、市場では債務リストラへの懸念がくすぶり続ける可能性があります。2点目が、最初に申し上げたように、欧州金融機関がPIIGS向け与信の大半を持っており、欧州金融システムに対する懸念が残るということです。この点については林様からご説明がございましたとおり、今週金曜日の23日にストレステストの結果が出ますので、その結果次第では一旦材料が出尽くして、市場の不安感が後退することもあるかもしれませんが、根本的に問題を解決するには、問題を抱える銀行への公的資本の注入が必要になる可能性も十分あるのではないかとみております。3点目が、欧州経済の回復が遅れるリスクです。各国が緊縮財政を行うほか、金融機関が貸出を抑制すれば、欧州経済にマイナスの影響をもたらすこととなります。ただ、マイナス面だけではなく、プラス面もあるということをお若干補足させていただきますと、ドイツ経済のように輸出主導で経済が回っている国にとっては今回のユーロ安はプラスです。従って、マイナスの影響をユーロ安によるプラスの効果がある程度相殺するため、私は非常に緩やかながらも何とかプラス成長を続けるのではないかとみています。ただ、世界経済の中で一番回復が遅い地域になると思います。4点目としては、今回露呈しましたユーロシステムが抱える根本的な問題、これが解決されていないことが挙げられます。いわゆる最適通貨圏と言われる条件、すなわち自由な労働移動や財政主権の統合とい

った条件は現段階では満たされていません。それゆえ、金融政策、為替政策が一本化されているにもかかわらず、なかなか財政や金融監督の面では協調しづらいという状況が続いています。以上、4点から、ユーロに対する不信感は、当面継続すると考えております。

最後に、日本経済への影響をどのようにみたらよいかということですが、3つのルートでまとめて整理したいと思います。

1つ目が輸出を通じた影響です。欧州経済が下振れる、あるいはユーロ安が進めば、日本にとっては輸出の押下げ要因になります。ただ、日本のユーロ向け輸出ウェイトというのは、実は10%弱程度でございまして、米国や中国に比べればウェイトが小さい。従って、この1つ目のルートは、為替次第ではありますが、それほど影響は大きくないと言えます。

2点目、こちらがより日本経済にとっては重要なルートになるかと思いますが、国際金融資本市場の不安定な動きが続くリスクがあると思っています。現段階では先ほど島本さんからご紹介いただいたVIX指数でみると、少し不安感は後退していますが、それでも何か話題が出て再び投資家のリスク回避姿勢が厳しくなる場合には、新興市場から資金が流出するといったところまでリスクとしてはみておいた方がよいと思っています。現段階でそこまでには至っていませんが、そのリスクが顕現化し、中国、インド経済がスローダウンすることになれば、日本経済にとって大きな影響を与えます。また株価の下落は、特に米国を中心に資産効果あるいはマインド悪化を通じて経済を押し下げる方向に働いている可能性があります。スライドを先に進めますが、最近米国経済ではマインドの悪化を示す指標が続いています。左側が企業の気持ちを表わすISM景況指数ですが、製造業、非製造業とも2か月連続で低下しております。また右側が消費者の気持ちを表わす指標ですが、こちらも足元では低下に転じています。金曜日に出了した別の統計でみた家計の気持ちを表わす指標も約1年ぶりの低水準まで落ちており、金融資本市場の春先以降の不安定化というのが米国のマインドに影響しています。それが市場における米国景気の先行き懸念につながって、さらに市場の不安定化要因になるといった様相がみられ始めている点には注意が必要だと感じております。

最後に一番強調したい点は、今回の危機を通じてソブリン・リスクに対する投資家の目は潜在的に厳格化したのではないかということです。先ほど白川さんから危機が起きてもむしろ国債が買われているというお話をいただきましたが、私はむしろ将来の状況は厳しくなるとみています。日本とギリシャの違いとしては、経常黒字か赤字かという点、日本は国債の95%を国内で消化している点などがありますが、結果として財政規律に対する危機感の低さを招いているという面ではある意味ギリシャと共通しているともいえます。つまり、ギリシャもユーロ



に加盟していたからこそ、ほぼ国内消化とみなして国債の管理が行われていました。8割程度がユーロ域内で保有されていたことがあります。つまり、財政規律に対する危機感の低さという点で多少なりとも共通項があるのではないかと考えています。さらに、日本の先行きについて予断を許さない状況として、高齢化の進展とともにいずれ家計貯蓄率がマイナスに転じる可能性があります。つまり日本については、時間的猶予はありますが、その猶予が徐々に失われつつあると思います。市場の厳しい目にさらされる前に、財政再建に向けて実効性のある道筋、つまり税制改革、社会保障改革、そして歳出構造の見直しを今から進めていく、あるいは計画していく必要があるのではないかと感じております。

最後に、嘉治先生から問題は他人事ではないということと、公的債務、民間債務ともにサステナブルでなければ同じぐらい危険であるというお話をいただきましたけれども、私もそのように感じております。以上です。（拍手）

司会 どうもありがとうございました。それでは次に岩田所長からコメントをお願いいたします。

岩田 私はペーパーがありませんが、3点申し上げたいと思います。

1つは、嘉治先生から非常にファンダメンタルズな問題提起がありまして、バブルというのは、成熟経済で人々が期待する資産収益率あるいは収益の増加が、経済の均衡収益率よりも常に高いことを求めようとすることです。成熟してきますと、均衡資本収益率が恐らく新興国と比べれば低くなっているでしょうからそのギャップがバブルであると、こういうお話がありました。私も、バブルが起こる理由はいろいろあると思いますが、普遍的な理由と特殊な理由の両方が存在すると思います。普遍的な理由は嘉治先生がおっしゃったように、人々が期待するある特定の資産の収益増加率が高まって、それが均衡の収益率よりも高いものを期待するとその結果バブルが起こります。こういうことはある意味で普遍的な理由だと思えます。ですけれども成熟社会でない国でも、例えば、今、中国でバブルが起こっているわけでありまして、成熟していない国のバブルはどう説明するのかというような問題も同時にあるうかと思えます。私自身は日米のバブルについて、実は生産年齢人口の要因が裏で働いていた共通の要因だと思っています。そして中国も2015年に生産年齢人口、シェアがピークになりますので、それまでは非常にバブルが起こりやすい。つまり、生産年齢人口が増えていく経済は、足元の成長率等、調子がいいわけです。消費も、設備投資も伸びやすい。ですが、近いうち5年ないし10年かそのぐらいのうちに生産年齢人口はピークアウトしますということを、もし、特に債券市場の参加者が意識するとしますと、期待成長率は上がらない。そうすると、足元では成長率が高まっ

ても実質の長期金利は上がらないのでどうしてもバブルが起りやすい環境になり、日本もアメリカもそうであったと思いますし、今、中国がそうだと思います。EUはどう考えるかということですが、EUはやはりEUの特殊性があったと思います。それはユーロが導入された99年、私、2000年末にB I Sのホワイト氏を訪ねたことがあり、ホワイト氏はそのときアドバイザーをやっておられましたが、そのとき何をおっしゃったかということ、ユーロが導入されて驚くべきほど各国の国債利回りが収束したと。驚くべき収束でした。ホワイト氏が何を言ったかということ、ホワイト氏はもともとカナダの中央銀行の副総裁でしたから、カナダをよく知っている。カナダの州の債券と中央政府の債券との利回り格差を比べて、ユーロはもっと縮小してしまったと。これはもしかするとちょっとユーフォリア、統一ということで浮かれているのではないのでしょうかとおっしゃってありました。実はそこに1つのポイントがあると思います。ユーロという1つの通貨ができてE C Bが政策金利を決めるわけですが、E C Bは2%以下という物価上昇率の目標をみながら金融政策を運営している一方、この2%というのは加盟国全部が2%になるということを期待しているわけではなく平均して2%です。1%の国があってもいい、5%の国があってもいい、6%の国があってもいい。物価上昇率が平均で2%になればいいということなので、実は2%以下といっても、本当は1.7%だと言う人がいますが、1.7%なんかどの国も達成していなくても、実はE C Bは任務を達成したということになります。そこにいろいろな問題を実ははらんでいると思います。例えばですが、政策金利を2%でも3%でもというのを設定します。ドイツは物価上昇率が非常に低いものですから、2%行かないことが多いです。そうしますと、実質金利はプラスになります。ところがギリシャやスペイン等は物価上昇率が高く4、5%あります。そうしますと、同じ3%の名目金利を置いてもそういう国は実質金利がマイナスになってしまう。マイナス2、3%という水準が2000年に発足してからずっと続いたわけです。アメリカの場合には、先ほど嘉治先生がサブプライムをある意味で富の偏在を是正するために認めたと、規制緩和したことで問題が大きくなったとおっしゃいましたが、私はこのユーロ圏の場合には、1つの金利で政策運用すること、しかも物価上昇率は収束しない。もちろん発足するときは物価上昇率も一定のところ収束するだろう、物価水準さえも収束するのではないかという期待がありましたが、現実はそうではなかったわけです。コストや物価上昇率の格差は縮まらなかった結果、南欧諸国でバブルが起りやすくなった。起こっても当然、実質金利が長くマイナスが続けばバブルになります。これは非常に明解なことだと思います。

それからもう1つのインプリケーションは、このバブルが崩壊してからの解決の問題がこれ

また難しい。物価上昇率が違うことが実は非常に大きな問題を作り出すわけです。通常はバブルが崩壊しますと為替レートも大体下がります。日本は例外で下がらずむしろ増価し80円を切るところまで上がってしまったことは例外中の例外で、どうして起こったのかこれはとても大きい問題、疑問だと思っていますが、そのおかげで日本はデフレになってしまったと思っており、今の南欧諸国が抱えているのが同じ問題だと思っています。つまり、ユーロ圏全体としての実質実効為替レート、それから加盟国のそれぞれの実質実効為替レート、これらをとりますと加盟国ごとに非常に異なるわけです。実はドイツは発足してから実質実効為替レートは自国の物価上昇率が低いものですから、5%程今の時点で減価しています。これは輸出に非常に便利でありまして、従って今もドイツの輸出は非常に好調であります。ところがギリシャ、イタリア、スペインといった物価上昇率の高いところは各国ごとの実質実効為替レートは切り上がってしまっています。どのくらい上がっているかという、発足してから今の時点で2割程上がっています。ギリシャが仮にユーロ圏をやめて通貨をまたドラクマか何か入れて減価すればその問題は解決します。実はそのように解決しつつあるのが英国でありまして、実は英国はユーロが発足した時点から4割程実質実効為替レートが上がりました。ところが、ここ1年程で急速に2000年時点に戻り、増価幅はゼロになっています。どのくらいポンドが下がったかを示しています。自由に為替レートを動かせるがゆえに英国はゼロのところまで来た。恐らくデフレではなくむしろインフレの問題が出ており、3%を上回るような物価上昇率なのでキング総裁はエクスキューズレターを財務大臣に書かなければいけないことになっていると思います。

以上から、コメントとしては、ユーロの特殊性と言いますか、今回の問題の1つの根源はやはり金融面だけ統合したことによるいろいろな矛盾が今出ていると思います。今回の財政危機では大変だったとは思いますが、根底はやはり金融問題だと思います。つまり、バランスシートのクリーンナップをしないままで、財政引締めという方向に一斉に動くことは、やや危険が多い。これについて白川さんと私は同意見ですが、G20が同時に2013年までに半減すると、一緒にやりましょうというのは危険だと思います。むしろ、日本の97、98年、バランスシートの問題が解決しない中で財政緊縮した場合に何が起こるかという問題を提起しているように思います。以上で終わります。（拍手）

司会 ありがとうございます。それでは次に、津村政務官、コメントをお願いします。

津村 ご紹介いただきました内閣府政務官の津村啓介と申します。前々回、たしか雇用危機下の出口戦略というタイトルで、年始頃だったでしょうか、パネリストを務めさせていただきました。当時、出口戦略の話をしていただいていたことを思うと、隔世の感と言いますか、状況が少し変

わったのかなという感慨もございます。今、皆さんにちょっと後出しでお配りさせていただきましたA4 1枚の資料の話の後ほど少しさせていただこうと思いますが、今パネリストの皆さんのお話を、政策の当事者でございますので、3つの切り口でお話を聞いていました。1つは、このギリシャ財政危機に関して、足元の金融経済をどうみるかということ。2つ目は、短期の、まさに今年補正予算を組むのか組まないのかとか、あるいは追加緩和をするのかしないのかとか、そういう種類の短期のマクロ政策についてのインプリケーション。そして3点目は、もう少し長く、政府の経済財政政策のあり方、日銀との関係や統計のあり方。この3つについてヒントをいただいて帰りたいなと思いました。

3点目についていろいろ書いているのがこの紙でございます。まず1点目の、足元の金融経済をどうみるかということについて、先生方のお話、パネリストの皆さんのお話を聞きながら、例えば島本さんのお話と比較しますと、私どものと言いますか、私の見方はまだ少し悲観的なのかなと思いました。1つは株の動向、もう1つは為替の動きが結果的に日本の通貨がユーロ圏等と比べると相対的に信頼されている面があるのかもしれませんが、足元の円高傾向は最近の企業の景気ウォッチャー等をみていますと、大分マインドを冷やしているように思います。多少内輪話をしますと、実は6月も月例経済報告で、政府として景気回復宣言をしようかどうかということはかなり具体的に議論した場面がありました。当時1～3月期GDPの1次QEがプラスになりまして、3四半期連続だったかプラスを続けていましたことや、2次QEを確認してもプラスを維持していたこと、設備投資等も若干明るさがみえてきたということで回復宣言に踏み込もうかということもありました。実は、欧州、米国をみますと「リカバリー」という言葉を景気判断として使っていて、日本だけが「ピッキングアップ」という持ち直しという表現でした。現在のユーロ圏と日本の状況を比べると、国際的にみればさすがに日本の方が少しいいのではないかと、1～3月、10～12月期の数字をみても、日本は欧州よりも悲観的に判断しているのはちょっと変じゃないか。日銀の方もそういう種類のことをおっしゃいますし、実際に日銀は5月に緩やかな回復という判断に踏み込んだわけですが、私たちとしては、結果的に選挙前に回復宣言する嫌らしさを気にしたわけではないのですけれども、回復宣言は見送りました。それはどうしてかと言いますと、私がお配りした資料の1．に関わっています。これは景気判断の技術として、持ち直しや回復という方向観の議論を大変注目するわけですが、新政権になりまして、これ前々回のESRIフォーラムでも言いましたが、方向観と水準と両方について言及しないと一般国民の方の実感に合わない。いくら前年比プラスとか生産等はまだ十何か月プラスが続きましたけれども、絶対値でみるとまだまだヒストリカルには低い水

準にありますし、設備投資に至っては昨年は企業統計で一番低いものでした。ただ、その低い中での前年比プラスをどれだけ喜ぶかという話なわけです。そうしたことから着実に持ち直しているが、つまり水準が上向いているけれども、依然として厳しい状況にあるという絶対水準の低さがある意味では強調する表現を政権交代から10か月、フレームワークとして続けています。もう1つの工夫としては、月例経済報告の資料等でも名目値に注目をするというのを、私たちはしきりにアナウンスしてしまっていて、もちろん実質GDPで国際比較する議論と一線を画するわけではありませんが、日本の今の深刻なデフレの状況を考えますと、名目値でみた方が賃金、所得という意味でも国民の皆さんの生活実感により近いのではないかと。マーケットや政府関係者の景気の議論と一般の国民の皆さんの議論がもし乖離する場面が時にあるとすれば、この名目と実質の見方のバランス感覚によるものではないかなというのが私どもの考え方でございます。もちろん政権が変わるたびに統計のあり方や景気判断のあり方が根底から変わっては連続性を傷つけてしまいますので、今までの景気判断に加えてそういう見方をプラスアルファでオンしているとご理解いただきたいと思います。

話はこの資料の方に移っていきます。先ほどからギリシャの話も出ていましたけれども、財政統計の信頼性がこのソブリン・リスクの問題と深く結び付いているとこの半年余り感じてきたことです。私どものこの日本でも昨年9月に政権交代が起きたわけですが、その2、3か月後にGDP統計のミスが2週間続けて出ました。1つは人為的なミスというか、ダブルチェックを怠っていたために起きたミス。もう1つは統計の手法上の、1次QEと2次QEでは数字の作り方が違うということによるものなのですが、日本の統計が海外の中国等と比べますと非常にまじめに作っていると言うとちょっと問題があるかもしれませんが、中国等の統計をみると非常にスムーズになっているわけです。日本の統計はもうギザギザで、プラスマイナス毎回変わっていくわけで、それはサンプル数の問題もあるわけですが、日本の統計がある意味では非常に鉛筆をなめずにとというか、非常にリジットにつくっているからこそなっています。当然サンプルにも限界がありますし、そういう中で国際的な目を気にすると、日本はGDPを作っている定員の数も国際的には半分程のため、少ない人数でやっているからいい加減なのではないか、うまくできないのではないかと。政権交代から2か月後の1、2週間の間に、日本も統計を何度も見直したじゃないか。ギリシャの統計のレベルと日本の統計のレベルは当然違うと思うわけですが、よくものを知らない人から見るとちょっと似た構図にみえてしまっているということなので、可能な見直しはしっかりやってここは信頼性を高める努力もやっていこうというのが2.でございます。GDP統計を作成していただいているのは岩田所長の

ところですので、岩田所長とちょうど今定員要求の時期ということもありいろいろと大分ご無理を言っておりますが、欧米で100～150人レベルのスタッフを、現在定員58人を1.5倍の85人に増やそうとしています。行政改革のご時世と全く逆行する要求をするのは大変なことですが、各方面のご理解をいただきながら半歩前進ぐらいはしているところです。

それから3.の日本銀行との対話というところですが、幾つかの動きがありまして最終的にこの4月から3か月に1度、総裁と総理が定期的に会うという枠組みがスタートしました。成長戦略の中でも、日本銀行とも中身をやりとりしながら、この実質2%、名目3%の成長率、ということは物価上昇率1%程度、これはGDPデフレーターでみるのか消費者物価指数でみるのか多少議論があるところですが、こういう目標を共有していわゆるアコードにはほど遠いものですが、政策目標を緩やかに共有しながら、そして金融政策決定会合には私ども政治主導をうたっていますので、政治家が実際に出席して議事録に言葉が残る形で国民の皆さんからは中身の是非も含めて検証可能な状態で、政府・日銀の一体的なマクロ経済財政運営を実現していこうと考えております。

長くなりますのでもう中身に入りませんが、4番目の新成長戦略、5番目の財政運営戦略について私たちの一番の特徴と思っていますのは、鳩山政権から菅政権に総理は代わりましたけれども、民主党政権が続く限りは、現在の枠組み、この戦略を変えないとしています。先ほど荒井大臣からもありましたが、自民党時代には10年間で15、16本の成長戦略、つまり毎年成長戦略が複数の役所から出てきました。それを政権全体として国家戦略室が取りまとめ、総理大臣が代わってもそれを衆議院議員の任期が終わるまでは1つの戦略でそれを維持する。財政運営戦略についても同じです。中期財政フレームという形で、3年後までの財政歳出の大枠を6月の時点でコミットしました。すぐに結果が出ない取組ばかりですが、先ほど先生方からのお話を聞いていて政策へのインプリケーション、どういう話をされるか特に注目して聞いていたのですが、嘉治先生が金融市場の1つの制約と言いますか、特質として情報の非対称性ということをおっしゃっていましたけれども、政府ができることの1つは、そうした情報の非対称性を少しでもなくすこと。公開されるべき情報は少しでも公開をし、あるいは開かれた場でなされるべき議論、政府と日銀、あるいは政府と市場の対話がそうだと思いますが、少しでも開かれた形で行っていくこと。そして、武田さんほか皆さんからお話があったように、財政再建に特効薬はありませんし、すぐに消費税を何%上げればすぐに解決する、そういう問題ではないと思いますが、財政再建に向けた実効性のある道筋をしっかりと描いて、それをPDCAサイクル、Plan Do Checkをしっかりとやりながら、衆人環視の下で国民の皆さん、マーケットの皆

さんのチェックにさらされながら愚直に毎年のその経済財政施策を運営していくことなのかなと思います。これから私たちの政権が代わらない限り、新成長戦略と財政運営戦略をこの6月に示して、先ほど申し上げたような景気判断の表現上の工夫、日銀との開かれた対話、あるいは国際的な信用に至るGDP統計の人員の拡充と中身の見直しとシステム面で取り組んでいるということ、ひとまずの政府側からの答えとさせていただきたいと思います。

いろいろ、ご指導、ご示唆いただければと思います。（拍手）

司会 ありがとうございます。それでは今までのコメント、武田さん、津村政務官、岩田所長のコメントを踏まえて、基調講演の方々から反論等ございましたら、御発言いただきたいと思います。それではBNPパリバの島本さんからお願いします。

島本 まず景気認識について、私はちょっと楽観的に聞こえたかもしれないので、その背景についてお話をさせていただこうと思います。政務官がご指摘されたとおり、政策としては余り楽観視してはいけない、こういう景気がピークアウトの兆しが出てきたところではあると思います。ただ、私が申し上げたいのは、ヨーロッパよりは相当恵まれているということでありまして、なぜ私がそんなことを言うかといいますと、私自身がフランスの会社に勤めているからであります。1か月前に、エコノミスト、ストラテジスト、アナリストが一堂に会しまして、世界経済を点検するという会議をしましたが、まさにそのヨーロッパのアナリストの見解は真っ暗でして、通貨制度を含めてもう出口がないという悲観的な議論でありました。ただ、それと比べると日本がまだというポイントは、今あまり議論にならなかった点で2点指摘させていただきますと、1つが為替の問題です。ヨーロッパ問題の難しさは、これまでも議論にあったとおり、為替調整ができないところに弱い国の難しさがあるわけですが、当たり前の話ですが日本は一応為替が既に変動化されているわけです。今日本からみると、アジア経済が強いため日本がアジア通貨に連れ高して、対ドルで円高になることに対する不安感がよく議論されています。実際、為替一旦85円まで来ました。ところがそもそも日本の円を実体経済の影響でみる場合、むしろ重要になっているのがアジア通貨そのものであります。例えばこれから人民元が上がっていくということであれば、ドル・円でみるよりはその実効レート、アジア通貨も含めた円の評価が重要になっており、こうした面ではアジア通貨が堅調な限りはドル・円でみるほど実は円高ではないということもこれから出てくるのだと思います。いずれにしても、なかなかアジア経済がけん引する日本経済の絵姿についての実感は各面があると思います。何と言いますか、内需主導ではないですし価格競争も厳しいですから実感は欠くのですが、ただ数量ベースでみた景気というのはまだ追い風を受けているというのが1点。

それからもう1つが、金融システムの問題でありまして、まさにヨーロッパはこのソブリン・リスク財政の問題が金融システムに今波及しつつあるという局面に来ました。ヨーロッパの金融システムについて議論する際に我々がよく使っているのが、ジャパナイゼーションという言葉で、いろいろな意味でヨーロッパの金融システムが日本と似てきたという点であります。アメリカのような時価会計が貫徹したシステムではないので、いろいろな問題が糊塗できてしまう、先送りできてしまうというのがヨーロッパの金融システムであり、これは日本と似た面があるわけです。こうした点では、ヨーロッパはいろいろな意味で時間がかかって調整していく、ユーロ安を中心に調整していくということだと思いますが、一方で、日本はこうした問題を十数年早く先行してきたメリットがありまして、確かに自己資本がまだ脆弱だという面はありますが、この点についてはパーゼル3のルールはちょっと今軌道修正に入ってきています。むしろ、日本の金融機関が置かれている問題は、その運用難という言葉に代表されるとおり資金調達はその間に問題ではありません。ヨーロッパの金融機関は巨大なローンマーケット、マネーマーケットがありますが、やはりそのマーケットで資金調達する金融機関にはマーケットが不安定性に直面するとファイナンスの問題が出てくるわけです。これと比べると日本の金融機関は運用は一步二歩恵まれていまして、お金が集まってしまってどうしようもないところ、なかなか運用対象がないというところに問題があるわけです。ここはむしろ自信を持ってリスクを取るという発想も必要なのではと、こんな思いも込めてちょっと楽観的な言い方をさせていただいたわけでありまして。

次に、嘉治先生からご指摘があった金融市場の不安定性について触れさせていただきますと、ここはまた、是非はともかくとしまして、私はむしろ日本の今後の中期的な成長戦略を支援するファクターが、この金融市場のメカニズムだろうと相変わらず思っています。これは最近、金融という言葉自体が政治的にはあまり人気がなくなってしまっていますが、日本が持っている大きなアセットとして巨大な金融資産があります。これがなかなかリスクを取っていないという現実がありますので、ややリフレ気味な金融政策と併せて規制を緩和し、構造改革をより強力に推進していくというパッケージでないとなかなか日本の成長戦略も具体化しないのかなという思いもあり、日本についてはそんなにうつむき加減ではなく良い面もみていこうという話をさせていただいた次第であります。

司会 ありがとうございます。それでは白川さん、いかがでしょうか。

白川 津村政務官からも景気判断のお話がありましたけれど、着実に持ち直しているけれど依然厳しいというのは非常に妥当であるというふうに思いますし、実質GDPではなくて名目



GDPで議論することも非常に適切だと思います。ただ私自身は恐らく政府や日銀よりもはるかに悲観的だと思います。特に日本銀行はもう強気過ぎて、話にならないというか、何を考えているのかというような見通しを出しています。世界経済に対する日銀等の評価について私が思っている違和感というのは、中国の設備投資ないし固定資本形成で世界が引っ張られているという非常に誤った認識がかなり蔓延しているという点です。つまり、アメリカ・ヨーロッパが減速しても中国で何とかなると。これはユーフォリアだと私は思います。最近余りにいい加減な議論が多い、つまり感覚的な議論が多いのです。世界GDPの規模はIMF等の推計によりますと、金額ベースで大体60兆ドルと言われていますが、アメリカの経済と中国の経済をごちゃまぜにしてしゃべってしまっている、規模を考えた方がいいと思います。60兆ドルありますが、欧米の消費、これは若干政府消費を含みますので個人消費だけではありませんけれども、大体23兆ドルぐらいと私は推計しています。世界のGDPの3分の1強はアメリカとユーロ圏の消費です。中国の投資がとにかく全てを引っ張ってうまくいくという感覚をお持ちの方もいらっしゃるが、中国は仮にGDPを5兆ドルと仮定しますと、投資は大体非常に広くとって3兆ドル。欧米の個人消費を含めた消費のマーケット23兆ドルに対して中国の投資は3兆ドルしかありません。5、6分の1ぐらい。なぜ6分の1のものだけで世界経済が引っ張られると考えるのか。それは非常に投資の伸びが高いからというのが1つの答えでしょう。25%とか、そうした伸びをしてきているので、中国の投資マーケットでかなりいけると。しかし、不安に感じているのは、この中国の投資の伸びというのはかなりばんばんの状態ではないかなということ。これが落ちてきますと、当然世界経済にマイナスインパクトがありますが、同時に今アメリカとヨーロッパの消費も落ちていきそうです。今まで非常に無理した状態でバブルが崩壊したアメリカ、それから金融問題のある欧州の消費の減速を中国の投資の拡大でサポートしてきたとは思いますが、そのシナリオはかなり崩れてきている。私の手元の試算では、アメリカとヨーロッパの消費は大体、名目値で3%程の成長が2%程に多分減速してくる。それから、中国の投資が25%というのが30%にいくのではなくて20%に落ちてくる。これだけで大体年間4,000億ドル程のGDPが世界全体で失われます。この40兆円規模の減速をどうやってカバーするかといいますと、基本はやはりアジアの消費だと私は思います。世界経済が順調に拡大していくためには、ここからはどうしてもアジアの消費拡大が必要になってくる。そこで重要なのはアジアの通貨がどれくらい切り上がるか、アジアの、特に人民元を含めてこうした通貨が切り上がってドルベースでみた中国の購買力がどんどん上がっていってくれば、欧米がモノをアジアに売ることができる。一方、本日の新聞にもありますけれど、中国人民幣

の切上げ幅は柔軟化決定後、たったの0.8%とかです。日本の70年代をご覧になるとわかりますが、日本は1人当たり所得が増えていくときに、70年代前半の日本の1人当たりの国民所得はドルベースで大体6,000~7,000ドル程ですが、これが1万ドル台に上がっていく過程では、当然のことですけれど、円が切り上がっていった。つまり、日本の製造業の付加価値生産力、生産性が上がっていき、労働コストを吸収しつつ為替も切り上がっていった。こうした日本の1970年代後半のような経済成長の発展過程を中国でみることはできるのかどうかということです。例えば人民元が2割上がるということになってきますと、中国の消費のマーケットは海外にとって相当魅力的になりますし、中国人の消費力というのはものすごい力がつくと思いますが、こうしたシナリオはほとんどみえていない。私の結論では世界経済は間違いなくスローダウンするでしょう。そして、今、世界経済は4%程の速度で走っているかもしれませんが、恐らく3%台前半までは落ちてくると思います。世界経済のトレンドは大体3.5%程ではないかと思いますが、このトレンド成長率を下回りますとデフインフレ圧力がかかってくる。今までは何となく景気良くなって、またインフレだというイメージがあったのが、足元ではそうではなくなってきているのではないかとということで、日本経済は極めて厳しい状況に置かれると思っています。来年度の日本の成長率を日本銀行は確か1.9%だったと思いますが、来年度はゼロ%台じゃないかなと私は思っています。プラスになってくれればいいね、というぐらいのイメージでみた方がいいのではないかとということです。成長戦略という議論が先ほど出ましたが、この辺がこの秋以降非常に重要になってくると思います。

日本銀行との協調の議論もありましたけれども、私は日銀だけをいじめれば何とかかなとは思いませんが、これからそこが非常に大切な局面に入ってくるのではないかと考えています。まずその点だけちょっとコメントさせていただきました。

司会 ありがとうございます。それでは嘉治先生、いかがでしょうか。

嘉治 はい、ありがとうございます。まず岩田所長が私が申し上げたことを上手にまとめてくださいますので、普遍的な理由とおっしゃってくださいましたが、それに関して申し上げます。私は日米欧に該当すると考えておりますけれども、例えば中国のような国でも必ずしも該当するとは考えておりません。もちろんバブルが生じるほかの理由もあるということをご否定するものではありませんので、ある1つの普遍的な理由ではないかと考えております。ヨーロッパで起きたことに関して特殊な理由があるのではないかと岩田所長がご説明くださって、確かにそのとおりなのですが、その同じ現象を違うところからみると、やはり私の話した説明になるかと考えております。すなわち、スペインでもギリシャでも、必要な構造改革を避けたわけです。

避けた結果がこういうことになっているという意味では、普遍的な理由が該当するのではないかと思います。ユーロに参加したとき、困ったことになったのは、ギリシャやスペインだけではなく、ドイツも別の理由で、つまり強過ぎるドイツマルクレートでユーロに入ってしまったので困ったわけです。その後ドイツが何をしたのかというと、身を切るような努力と言うとちょっと大げさですけども、労働コストを下げた程度労働力市場に弾力性を導入しまして、様々な改革を行い、それで実質実効為替レートが減価する結果になりました。つまり、物価の上昇を抑えたからこそ今日のドイツの成功があるわけです。そして、まさに岩田所長がおっしゃいましたように、実質実効為替レートが減価しなかった国々では、インフレ率がドイツのように下がっておらず、その努力を怠っていることがすなわち構造改革を怠っているということでもあります。従って、ユーロに入ったという特殊要因があったとはいえ基本的な構造は同じで、必要な構造改革を怠って高い収益を求めようとすると、結局バブルになると解釈しております。決して岩田所長の解釈が間違っているということではなく、同じことを別の側面から見るとそういう説明になるのではないかということです。

それから、島本さんがおっしゃったことで、日本の金融資産をうまく運用するということが最後に出てまいりました。ちょっと気になったのですが、幾つかのところで何人かの方がおっしゃっていることですが、日本の金融資産が1,450兆円ある。日本の発行する国債は95%をその1,450兆円が支えていて、日本人が買っているからギリシャにはならないという議論がありますが、実はこの1,450兆円のうち、400兆円ぐらゐは民間が民間に既に貸している年金や保険というものになっていて、1,000兆円は国債を買っているわけですから、残りの余裕は50兆円しかないということです。これは、1年間で日本が発行してしまう国債の量です。ですからこれ以上の国債発行を国内で消化していくためには、あるいはその1,450兆円がさらに増えるか、借換えというか貸換えが起こるしかないわけです。島本さんがおっしゃったのが資産をうまく運用するということであるとすると、国債から流出して、もっと収益率の高い民間の活性化を促すような投資に向かうということになると思いますが、白川さんの言葉を借りれば、実は国債市場のバブル崩壊という言い方になるかもしれません。そういう観点から見ると、日本の景気回復は実は恐ろしいことで、景気が回復してほかにもっと良い投資先が出てきますと、国債からお金が流出してそちらに行きますので国債市場はどうなるのかという問題が生じます。そうなったときに初めて財政再建が可能になるのかもしれませんが、その過渡期を何とかソフトランディングしないと、非常に危ない現状があるわけです。日本の家計貯蓄率は長い間高くて、私も貯蓄率というものを意識するようになって以降高いので、三田の授業でも日本は貯蓄率が

高いという話をずっとしてきましたが、ここのところは一変して日本の家計貯蓄率は非常に低くなっております。リーマンショック以降の短期的な現象であったとしても、実に米国の家計貯蓄率よりも低いのです。ほとんどG8で一番低いぐらいのところまで下がってきています。今の日本の貯蓄投資バランスの中でどこの貯蓄が大きいかというと民間企業です。法人部門の内部留保が大きい。それがしかも減価償却だというわけです。ですから、過去たくさん投資をした結果としての減価償却の部分で法人の内部留保が多く民間の貯蓄が多い状態になっていて、決して家計貯蓄に頼れる状態ではないという現状があるわけです。それを考えますと、もっと民間の経済が活性化してきて、そちらの収益率が高くなるということは良いことではあるけれども危ないということが1点と、今後日本が発行していく国債をどうやって消化していくのか、誰が買うのかという問題があるということが2点。この2つを付け加えさせていただきます。以上です。

司会 ありがとうございます。それでは、武田さん何か、今までのご議論の中でコメントございますか。

武田 まず、世界経済や日本経済の見方について、島本さん、白川さんからもお話がございましたが、私はどちらかというと日本経済を心配する側、悲観的にみている側におります。短期の視点では、昨今の景気回復は他力本願であるという点です。つまり、中国向けの輸出に強く依存していることと、政府のエコポイント、エコカーといった政策効果に大きく依存してきた点です。政策効果については、当然徐々に勢いはなくなってくるでしょう。実際、9月、12月には期限切れを迎えるということもあります。中国についても、先ほど白川さんからもご指摘がありました。さすがに公的資本形成が20%から30%に伸びていくとは考えにくいと思います。むしろ中国は過熱感を抑えたい局面を迎えており、ハードランディングは想定していませんが、これまでの急ピッチでの回復からはむしろ少しずつ落ち着いてくる、つまり良い意味でソフトランディングに向かうと考えています。このように日本経済を支えていた2つの要因が今後少しずつ剥落していくことを考えると、二番底とは思っていませんが、高い伸びは期待しがたく2%前後での推移が続くのではないかとみています。今の2%前後というのは今年から来年にかけての平均、1年間の前年比でみたときの平均です。

また、先ほど嘉治先生からご指摘がございましたリスクマネーの供給、1,450兆円をどう使うのかということと、財政をどのように支えるのかという点は非常に難しい問題だと思います。あえて理想論を申し上げるならば、今あるこの1,450兆円を成長分野に回し、潜在成長力を高めるというのが本来効率的な資源の使い方ではないかと思っています。ただ、財政再建に道筋

がないまま、成長分野にお金を流してくださいということになると、嘉治先生がご懸念されているように国債市場を支える国内のお金が減ることで財政に対する懸念が高まるリスクがあります。そうなる前に財政再建について中長期的な道筋を示す、これは消費税だけではなく、社会保障改革あるいは歳出構造を生産性の低いものから高いものに配分を見直すことをしない限り、両立は達成できないと考えています。また、財政再建というと税率を上げることだけに注目が行きがちですが、税率を上げるだけでは人々の期待所得は下がってしまいますので、財政を再建するには期待所得に働きかけるようなことも併せて行わなければいけない。つまり、生産性が高いところに歳出配分がシフトしたと国民が信じるような歳出構造の改革、あるいは将来の我々の生活が大丈夫だと、年金がしっかりもらえると安心できるような年金改革、これらを併せて行わないと成長と財政再建が両立しないことになると感じています。以上です。

司会 ありがとうございます。今、白川さんから両手が挙がっていました。

白川 私が申し上げたのは国債バブルという話ですけれど、嘉治先生のご懸念はよくわかるというか、これはご懸念というよりも、ウィッシュフルシンキングだと思います。日本の国債バブルが崩壊してくれないと、これは本当に政府が財政再建するエクスキューズがない。私は多分そういうエクスキューズは当面来ないと思います。基本的には先ほど先生がおっしゃったとおりですが、企業が全然資金を借りて投資をしてくれない、どんどん利益を債務返済に充てています。家計部門でちょっとぐらい家計貯蓄率が落ちても私は全然大丈夫だと思います。これが最大の問題なのです。島本さんにも私の後をお願いしようと思っていますが、島本さんが言っているようなやはり金融の中でもう少しリスクアセットに資金が行った方がいいというのはまさにそうだと思いますし、逆に言うと、そういうことが起こって国債バブルが崩壊してくれないと、これはもうどうやって1%の金利の中で財政緊縮するのでしょうか、という議論になります。国債金利は下手したらゼロ%近くに行ってしまう。そのときに政府が、金利がゼロ%でも将来のことを考えて財政再建します、緊縮化します、ゼロ・ファンディングコストでもやりますと、言えるのでしょうか。景気拡張派からみると何を言っているのかという議論なるでしょう。ただデフレを煽っているだけじゃないですかと言われたときにどうするのか。これは立ち往生するリスクがあると思います。日本の銀行、そして借り手もそうですが、ほとんど何もやることなくなくなって、お金を返すだけでどんどん金利が下がっているのです。国債バブルに近いだろうと思っても皆買い続けていく。このリスクが大きいと思います。むしろ私も早く国債バブルが崩壊してほしいと思うわけですが、政府は国債バブルを崩壊させることはできない。なぜかという金融システムに問題が起こってしまうからです。

私はしばらくバブルが続き最後に崩壊して大変なことになると思っています。その問題を避けるためには、日本銀行に国債を渡しておくしかないのではないか。日本銀行に国債を多く保有してもらって、暴落のときに全部背負ってもらうしかない、そんな議論になってしまうのではないかとことさえ懸念しているということです。

司会 それでは島本さん、お願いします。

島本 私も、盛り上がってきたので参戦していいですか。

司会 ええ、どうぞ。

島本 結論から言うと、これは程度問題で非常に難しいのが機関投資家がリスクをとると国債が暴落してしまうかもしれない。ただ日本の財政を立て直すためには成長分野が必要で、成長分野のためにはリスクマネーも必要だと。両極端な議論になって、ぐるぐる回ってしまうのです。ただ、今の金利は僕も白川さんと一緒にちょっと低いと思います。一番怖いのは破産してしまうリスクが一番怖くて、そのときには例えば円が暴落したり国債が暴落したり株が暴落するといったリスクはそんなにないと思っていますが、ただこういうリスクをしっかりと抑制して成長分野を日本のマネーで育成していくためにはもうちょっと金利が高い方が良いという議論はあります。例えば、今の国債の95%が官民合わせて国内の機関投資家が持っています。同じような指標をみて、同じようなビヘイビアで、同じような規制の下でやっているというのはあんまり安定性がありません。むしろ、投資家層が分散されこれから中国の方にも買ってもらわなければいけないわけですから、そうした分散を促していく上でももうちょっと金利が上がることで投資家層を広げた方が、中長期的な、突発的なリスクを抑制するという面がありますので、これは逆にひっくり返して言うと、国内の機関投資家ももうちょっと投資のポートフォリオを多様化していく必要があって、それが国債以外もリスクを取って買うことのメリットが双方に出てくるのではないかと思います。実はこれは日本に始まった問題ではなくて、一応本日のテーマであるギリシャに戻ると、そもそも我々はギリシャ問題というのはそんなに深刻じゃないと思っています。なぜかという、これはユーロ圏内の配分の問題だからです。これはユーロというのが当初はアングロアメリカに負けない効率的な経済圏を作ろうとか、NATOを東方に拡大していこうとか、安全保障上の幾つかの目標があったのが、今ではそれがなくなったことが問題で、例えばユーロを2部リーグ制にするとか、ギリシャを切り離すとか、こういうことは現実的ではないので、結局はユーロ圏内で財政部門がリーダーシップを発揮して調整していくというステージにも入っているのだと思います。ただ、実はドイツ国債が今買われているわけです。そうすると、ユーロ圏そのものが非常に不安定視されているからという、

中での偏在の問題があっても、リスクマネーはドイツ国債であるとか、日本国債であるとか、米国債に今向かっているという状況があって、世界的な資金フローが今非常にコンサバティブになってしまっていると思います。規制当局が時代の流れで、あるいはポピュリズムに背中を押されるように、ややリスクマネーに歯止めをかけてしまっているのは、今ちょっとムーディーに行き過ぎているので、これが逆に金詰まりを起こしてしまうリスクの方にも目配せする必要があるなと思います。いずれにしても国債問題をどうランディングさせるかというのは非常に難しいのですが、ある程度その投資のスタイルも分散化されて、あるいは国債の保有層も分散化された方が最終的には安定感があるので、そのためにはもうちょっと金利が高い方がいいのかなというのが僕の印象です。

司会 ありがとうございます。岩田所長、いかがですか。

岩田 今のバブルのことについてちょっとご質問をしたいのですが、1つは島本さんの配付資料でご説明がなかったのですが、25ページに財政プレミアムの推計というのを出されていて、これを拝見すると2007年から2010年のところでフォワードレートを取ってその要因分解をされたものだと思いますが、この内訳をみるとほとんど財政プレミアムが2000年頃から高く、それでほとんど説明していると思います。逆に潜在成長率と期待インフレ率を合わせた期待名目成長率です、これはもうゼロだとマーケットは読んでいます。もしこの分析が正しければほとんど今の国債の金利1.2%等はほとんど財政リスクによっているということでしょうか。最初に林参事官からご説明がありましたが、日本のCDSスプレッドは90程あります。バブルですと普通はリスクプレミアムが過度に圧縮されると思います。それから国債というのは価格が無限に上がっていきかという、最初に白川さんがおっしゃったように償還しなければいけないので無限に価格自体は上がっていくことができない。ある期間が来ればそれは閉じなければいけないという問題が同時にありますので私自身はどこまでバブルなのかというのは非常に識別が難しいのですが、つまり何%以上だとバブルになって、そうでないとバブルでないのかというのは極めて難しいのですが、マーケットの参加者がリスクを読み込んでいるということはあって、しかしながら国債の金利は低いところにあるという状況だと思います。基本的に私はバブルのリスクというのは抱えているけれども、バブルそのものだということに関してはちょっと躊躇せざるを得ません。ほかの方でも、本日はおいでになっていないですけど、有力なエコノミストの方がティロールのバブル代替仮説を引いて、資本過剰な経済では資本収益率よりも成長率の方が高くなってしまうと言っています。そうするとバブルが常に起こって個別のバブルはどんどん潰れるけれど総体としてのバブルは生き残り、日本も今は国債にバブルが生き

残っていると議論される方がいますが、そこも本当に日本は資本過剰経済なのかどうかです。もし本当に資本過剰経済だとしますと、白川さんが今望んでおられる設備投資はなかなか出てこない。私もフリーキャッシュフローに比べて日本もアメリカも企業の設備投資比率は低くなっていると思いますが、そういう実物資本ストックがそもそも過剰であるということがあるとすると、むしろまだ減らさなければいけないということです。というふうに考えてしまうことも合わせて考えると、今日本の国債がバブルそのものだということについてはやや留保したいと思っております。それからバブルとは、先ほどの白川さんの話でも政府債務比率、GDP比率が80%が90%に超えるとどうも関係が出てくるというリスクプレミアムの話があったように思いますが、要するに遠い将来の債務残高の割引現在価値がゼロに収束しない状況です。発散してしまうケースもあるし、あるいは一定値になる場合もあるかもしれませんが、とにかくゼロにならない、遠い将来の割引現在価値がゼロにならないとすれば財政の持続可能性はないと思います。私どもの研究所で『バブル・デフレ研究』というのを7巻ほど発刊しておりまして、そこで財政編というのがあり、その中に加藤先生がお書きになっているいろいろな調べ方をされるのですが、90年代後半から持続可能性はどうも失われているのではないかという分析をされています。ただ、マーケットのコンフィデンスがそういう分析ですぐその通りだと思って反応するかという点必ずしもそうでないです。つまり、その国が持っている潜在的な担税力と言いますか、どのくらい税を政府が本当に課そうと思ったときには課することができるのかという非常に微妙な問題ですが、あるいは歳出をどのくらい削減していけるかどうかというそのときの政権の政策についてのクレディビリティというのがもう1つ間に入って、そこで市場がどのくらい信頼するかということになるのではないかと思います。以上です。

司会 ありがとうございます。島本さん、白川さんにちょっと難しい質問が岩田所長からありました。ちょっとお考えいただく間に、津村政務官から手が挙がっていたので、津村政務官をお願いします。

津村 話の腰を折らなければいいのですが、少し私なりに今お聞きして感じたことをお話しさせてください。国債バブルかどうかというのは、定義の仕方みたいなところもあると思いますが、日本の国債が非常に危機的な状況であるということは誰の目からみても明らかでしょうし、そういう中で最近経験したのは、先ほどの嘉治先生のお話と絡みますが、成長戦略を描いていくときにリスクマネーというもののあり方がどういうものかということを経済成長戦略の真ん中の議論の1つとしてやらなければいけないはずで、実際そういう議論もしかけたのですが、では年金や郵貯等の自主運用をどれだけやっていくのかという議論をちょっとさわるだけで政



府内での反響というのも大変なものですし、逆に政権全体としてもやはり怖いものです。ですから結局、成長戦略の議論を国債の今置かれている状況が制約してしまっていて、恐らく民間レベルでも同じようなことが起きて、非常に政策の幅を狭くさせてしまっているというのも実感しています。そういう中で、先ほどからの議論の中でも出ていなかったわけではないと思いますが、私がちゃんと掴めなかったのは、先ほど白川さんのこの金融市場に財政状態に対する評価基準が存在するのかというお話。同じことを言っているのかどうか分からないのですが、マクロな話、つまり国債とか財政状況を語る時には、その中身の話をしなければいけないということは皆さんおっしゃるし、先ほども武田さんが予算の質がすごく大事という問題提起をしていただいてその通りだと思いましたが、今私たちは事業仕分けですとか、あるいは予算の組替えということを一生涯懸命やろうとしているわけですが、それが本当のところどの程度成長率に関わってくるのか、あるいは同じ国債の発行額だけれども、それがより良い財政なのかどうかということをどのように市場が評価してくれるのか、あるいは我々政府自身も各省にこの予算はどうだということ予算査定するときにその尺度がなかなかなくて、言われたことをある意味もう信じるしかないといった予算編成作業に現場的にはなってしまうのですけれども。同じ財政出動でも、それが良い財政出動なのか悪い財政出動なのか、菅総理的になってくるのですけれども、菅総理はよい財政出動なら、国債、もっともっと発行したって、その分、良い成長が生まれるならそれがいいじゃないかみたいな、多少乱暴に聞こえる議論を時々されるわけですけれども、そこまで言うかどうかは別として予算のクオリティを高めるという議論にもしかしたらマクロ政策というよりはミクロ的なのかもしれません、マーケットの皆さん、あるいは識者の皆さんと、そういう議論をもっともっていきたいと感じました。ほかにもあったのですが、話の腰を折りそうなのでこれくらいにします。

司会 それでは、島本さん、お願いします。

島本 国債バブルについて、私の資料の25ページに図表があります。これで何が言いたいからお話しさせていただきます。長期金利が成長率より高いか低いかと、もうずっと神学論争みたいなものがあります。マーケットからみるとどういう整理になるかということ、お金を持っている人が投資するときに実体経済に投資すると投下資本収益率は名目成長率並みだろうと思いますし、あるいはコンサバティブにいけば、国債に投資してもいいので大体国債の利回りと同程度成長率である程度裁定が働くだらうと。ただ、財政の状況が怪しくなってくると怪しい人にお金を貸すときには高い金利を取るのと同じ議論で、国債が暴落するリスク分は高く金利を取ろうということで、国債の利回りの方が財政プレミアムが乗ることもあります。いわゆるフィッシ

ヤー方程式といって、長期金利 = 成長率、潜在的な実質成長率 + 期待インフレ率 + 財政破綻を初めとする何らかのリスクプレミアムと3分割できるという議論があって、そのときに日本では大体指標の金利の10年債の利回りがよく使われます。今日本では向こう2、3年ゼロ金利だろうとマーケット参加者は思っているケースが多いですから、そうすると10年というのもちょっと短過ぎるので、もっと超長期の利回りあるいはイールドカーブに内包されている均衡的な日本の金利で表現する方が良いだろうというのがこのモデルで、ここで言うときに私がよく申し上げているのは、日本の長期金利はいい加減のようであり、しっかり財政をある程度フォローしていますと。日本の財政状況を見ているので、例えば日本の中長期の財政の信頼性であるとか、その時々々の財政状況を意外とちゃんとマーケットはみているという示唆が1つです。また別の言い方をすると、この手のモデルは結構幅を持ってみる必要があり、絵をみても1%ぐらい上下に結構振れてしまっています。つまり、足元の国債の利回りが、例えば今の1.08%という10年債利回りがバブルかどうかというのは、常にそうですけれど、わかりません。だからこそ、常に注意が必要だというのが結論でありまして、私はその日本の財政をみる際に、この2012、2013年以降は高齢化の影響がミクロ・マクロの実物経済あるいは実体経済に顕著に影響が出てきますし、社会保障の負担も団塊の世代が65歳になると同時に変わってきますから、ここから先の中長期の財政を考える際には、常に危機感を持ってみる必要があるということでもあります。実際、マーケットが財政を評価するときは何かあったときに、悪い方に突発的に反応するリスクがあって、そうでないときは実は余り債券市場は細かくはみていない。ただ、事後的に分析すると水準はフォローしているので、この中長期の財政改善の方向性を安心感としてマーケットに与え続けるとことが大事だというのがこのグラフの趣旨であります。

司会 ありがとうございます。岩田所長から白川さんの資料にもコメントがありましたが、白川さんいかがですか。

白川 いわゆる発散型のバブルということ为国債のマーケットについて言っているわけではなくて、適正な国債価格があると考えたときに、やはり現状の日本では国債価格が若干高過ぎる、金利としては低過ぎるのではないかと、ということです。資料6ページのチャートでも指摘しましたが、政府借金のGDP比がかなり上がっていけば、将来発散的に借金が増えてしまうかもしれないというリスクが認識されて良さそうなわけですが、市場ではそうしたリスクは一定レベルにまで借金のGDP比が行かなければ、多分認識されていないみたいだということです。ただ日本の場合をみると、非常に弱い関係ではありますが、180%や200%に近い政府の借金のGDP比からしますと、3%程の名目成長率よりも金利が幾分高くてもおかしくはないよ

うに考えることもできそうです。今の日本の名目成長率をどう考えるかが非常に大きな問題になりますが、もし、政府が言っているような3%成長だったら6%です。これでは国債は暴落ということになりますが、それを想定しないまでも、日本の名目成長率ゼロ%程度と考えると10年国債の利回りは3%でもおかしくはないということにはなります。ここからみて、日本の1%という金利はちょっと低過ぎるのではないかという議論です。それが先ほど島本さんがおっしゃったように、程度の問題であり基準は非常にファジーであり、どこからどこがバブルかというのは難しいですが、そういう感覚でもって試しています。マーケットがなぜそういうものを織り込んでいないのかについての私の理解は、先行きの期待成長率が非常に低くなっているからだろうとまず思っています。つまり、企業はどんどんお金を返済してくる。日銀の今の0.1%という金利は未来永劫続くのではないかと思っている。期間構造という議論が金利にはありますが、毎年0.1%がずっと10年続けば、10年の金利もずっと0.1%だという発想がある可能性があるわけです。ですからその問題は非常に微妙でありまして、3%あってもいいですが逆に0.1%でもそうおかしくないかもしれない。しかし、問題は日銀がもし0.1%の政策金利を未来永劫に近い10年間続けるとすれば、10年後頃には日本経済は大変な状態になっていて、恐らく財政問題がもっと深刻になっているはずだと考えると、そこまでなぜマーケットは織り込まないのかという疑問が湧きます。その意味ではちょっと金利は低過ぎるとの議論になります。

いずれにしても、明確にここからバブルかバブルじゃないかという議論に反論することは非常に難しいと思います。これは、岩田所長のご指摘に対してはやや降参というか、おっしゃるとおりかもしれないが、私はこういうふうと思うという世界をどこまで行っても多分抜けられないと思います。

司会 ありがとうございます。津村政務官、お願いします。

津村 少し話が変わるかもしれませんが、エコノミストでない私がここに参加させていただいている意味というのは、実はこういう非常に高いレベルの議論をどうやって現実の政策プロセスにつないでいけるかどうかということに関わっていると思っています。そういう意味でもご質問に近い形で皆さんにちょっと問いかけたいのですが、先ほど景気認識についてと、そして政府は今何をできるか、何をすればいいのかということについて、是非アドバイスが欲しいと思います。何を今そもそもやっているのかについては、PRではありませんが先ほど6点程説明させていただきました。より目の前のことについて申し上げれば、成長戦略を出しました、財政運営戦略も出しました、そして目の前で来年度予算編成を今から始めようとしています、その規模はこの程度ですということも既にコミットしています。そうするとさ

らに何かやるとしたら、例えば補正予算という話になるのか、日銀と一緒に追加緩和みたいなことを議論するべきという話になるのか。少なくとも本日の段階でそういうスタンスではないと思います。一方、出口の話をもう始められるのかというと、とてもそんな状況ではない。私なりの感覚では早くても来年度後半以降でないと、出口の議論という話になかなかならない。そうすると、物凄く政策の幅というのが狭いところで私たちが今何をやっていけばいいのか。私が先ほど申し上げたのは来年度の政策経費が前年度の予算を上回らない範囲ということですから、その中の組替えで少しでも成長に寄与するものは何かということを探していくということと、もう1つはGDP統計であるとか、長期ビジョンを示すことによって、民間の皆さんの将来への予測や期待等に働きかけていこうということです。しかしながら先般の選挙でそのクレディビリティがどうなっていくのか。そんなところにいるわけですが、先ほど足元の景気について、もう1つ悲観材料と言うべきか楽観材料なのかこれも皆さんにご判断、アドバイスいただきたいところですが、今政府の支出の中身のことについて起きている大きな変化の1つは、同じ政府支出でも公共投資から個人消費刺激策へとシフトしていることです。かなり急激にシフトしてしまっていて、公共投資はこのところ数か月前年比マイナスを続けている一方、子ども手当の支給や高速道路の社会実験が始まり、いろいろな評価がありますが、これらがどのようにこれからの日本経済にプラスに働くのか働かないのかといったことも、今こそまさに議論していただいて、場合によれば来年度予算に反映させていかなければいけない、そういう場面だと思っています。現状認識だけ言いましたが、もしこういう議論をもっと政府として発信すべきだ、今これが決定的に足りない部分だというアドバイスを、もちろん会場の皆さんからでもいいのですが、いただければと思います。

司会 それでは、施策をとということでございます。岩田所長。

岩田 隣から申し上げるのは何か差し出がましいのですが、今世界の先進国が直面している問題は、成長と財政再建という2つの課題をどういう順序で、あるいはどういう形でやれば一番うまくいくのかということについて頭を悩ませているのだと思います。G20から出たメッセージは結局日本は例外として先進国は2013年までに財政赤字を半減するという、私はちょっと強過ぎるメッセージだと感じています。これは白川さんも同じご感想だと思います。昨日のファイナンシャルタイムズに、実はマーティン・ウルフ氏とラリー・サマーズ氏がお2人それぞれ記事をお出しになって、ウルフ氏は以前から再建に先走るのはこんな誤りはないと英国、新政権の毎年2%程度削減するというのは破滅する道だとかなり強く主張されています。それでサマーズ氏が何を書くのかなと思って読んだら、オバマ大統領が1週間ぐらい前だと思っています

が、ちょうどG20に向けてG20コリーグヘというレターを出していました。ホワイトハウスから出ていますので誰でもみられます。そこで書いていることは何かというと、実はアメリカは景気回復を最優先の課題とすべき時であると書いてありまして、財政再建が最優先とは実は言っていない。アメリカの景気をみていますと景気刺激策を取ったのですがそれが年前半でほとんどピークアウトし、それに連れてやや踊り場のリスクが出てきたと言っています。私は日本もある意味での踊り場のリスクが出てグローバルにも踊り場があり得ると思います。しかも欧州がそのように一斉に財政引締めを実施した場合には余計にそのリスクが強くなる。そういう状況に今立ち至っているのではないかと思います。そこで、日本が例外とされたことについてマスコミ等のご意見を拝見していると2つあって、日本だけ例外でけしからん、日本だけみそっかすにされてけしからんという方と、いや日本は外交を非常にうまくやったとお書きになる方と両方いたように思いますが、私は後者だったのではないかと思います。何で今そのように財政再建を急ぐべきだという議論が出たかということ、1つは世界の成長率が思ったよりよかった。1年前に2%を切ると思っていたら4%程行きそうで安心だから、早く引き締めましょうと。これはOECDもIMFも共通しています。もう1つはギリシャ問題が起こり尻に火がついてしまったので、何が何でも財政再建と走ったのが欧州だと私は思っています。しかしよく考えてみると、どうして思ったよりも世界経済が良くなったのかということ、これは2008年頃に各国が協調して財政も金融も拡大したわけです。かつてないような拡大政策を取って、その結果実は思ったよりも良い成長率になったのです。それを一斉に引き締めましょうと言ったら、恐らく今度は思ったよりも強い引締め効果がグローバルには出ると思います。スピルオーバー効果というのがもう1つあり、各国がそれぞれやる分にはそれなりにいいのですが、一斉に引締めの方にいってしまいますと、思ったよりも強い引締め効果が生じてしまうというリスクが今1つ出ているのだらうと思います。サマーズ氏が何を書いているかということ、結局、そのアメリカのやっているようなことが一番良いのだとおっしゃっている。そういうことしか書いてありませんし、政権の中においでになりますから仕方がないのですが、内部で議論されていることはもし仮に踊り場のリスクが強くなって景気が停滞するということがあれば、それは多少財政面あるいはもしかすると連邦準備制度理事会も、はっきりとは言っていないが、もう一段の緩和も選択肢としてはあり得るかなということをおっしゃっているのではないかと思います。財政の方でいうと、失業給付延長法案は最近うまく議会を通らなかったのですが、オバマ政権は通したいのだらうと思います。それから場合によると、本日の白川さんのお話にあったように、企業にフリーキャッシュフローがあってそれを何かうまく使えないかという発想

で、これも政権の内部のある方々がおっしゃっているのは、ビルト・アメリカ債プログラムというものです。これは地方政府が、実は地方債の発行で非常に四苦八苦しており、税収も上がらず支出がむしろ減少してしまうのを政府が補助するプログラムですが、既に1,000億ドル程の規模で債券を出すのに補助金を出すということを、決して大規模ではありませんが、少し下支え的なことをどこかで考える必要が出ていますとオバマ政権は考えているのではないかと思います。問題は、誰も答えを知りませんが、財政再建と成長のベストな関係です。グローバルについて言えることは、すべての国が同じときに同じことをする必要はないということだけは確かです。それぞれが正しいことをやるべきだというのが実はIMFのリプスキー氏がおっしゃったことですが、私もそれは正しいと思います。それぞれの国が正しいことをやる。しかし、すべての国が歩調を揃えて同じ方向で同じことをやる必要はこの出口について言うと必要ないと思います。ただ微妙なのは、財政再建と成長の問題はとても難しい問題であります。ドイツは再建すれば信頼感が戻ってきて民間支出が出ると明らかにおっしゃっていて、恐らくドイツは何とかうまくやれる。ユーロがこれほど下がっていますし、輸出競争力がますます強くなりますので恐らくそれをもって、再建をやりながら成長もする。ドイツの再建計画というのはよく中身をみるとそれほどドラスティックではありません。英国よりもずっとモDESTであります。それから日本は例外とされましたが、毎年本源的な赤字を0.5、0.6%ずつ減らしていくのは実行可能な目標だと思います。

司会 ありがとうございます。政務官から、今何をすべきかというお話がありました。パネリストの方々でこの際言っておきたいということがありましたら短目をお願いします。はい、島本さん。

島本 もう時間ですね。じゃ、簡単に。一般には政務官、菅総理にお近いと言われていらっしゃいますので、やはり社会保障を中心に成長するというのは大きな高福祉・高負担にみえてしまいます。いわゆるスカンジナビアモデル、北欧モデルです。ただ北欧経済で比較的それがうまくいっている背景は（人口が）数百万人規模なので行政の透明度が高いことといえます。そうした意味では、北欧型を目指されるのであれば地方分権なんかと合わせた方がいいのではないかと思います。そうは言っても日本が成長するためには企業の力は必要だと思っすし、北欧型は税制改革も二元的所得税といたしまして労働からそれなりに税金を取っても金融資本あるいは法人からは余り取らないといった減り張りをつけたことが、効果が出たと言われている背景の1つでもあります。その点では、私としてはちょっと残念な結果でもありますが、今回消費税が否定されたとしたら法人税であるとか金融関係の税制にしっかり減り張りをつけ

て引き下げるといふ成長戦略も必要かなと思ひます。岩田所長もおっしゃったとおり、景気そのものはちょっと減速気味なので、ここで無理に財政・金融を絞るのはおかしな話ですので、財政再建の方は余り急ぐ必要がないと思ひますし、特に金融の方は津村政務官の3番のところで書かれていますけれど、この辺はぜひみんなの党の方々とうまく工夫して良いやり方を考えていただければと思ひます。以上です。

司会 ありがとうございます。では、白川さんお願いします。

白川 では、ごく簡単に。以前政務官にお会いしたときにも私が申し上げたのは、日本は成長を諦めた方が良いということをお願いしたと思ひます。要するに、成長するという前提の下に全てを組むのでうまくいかない。日本がプラス成長する可能性はもう極めて低い。ゼロ成長を前提に物事を組むべきで、そうしないと至るところにバブルが起こっておかしなことしか起こらない。従って、もうゼロ成長ないしマイナス成長を前提に、経済制度を作り変えるべきだというのが私の基本的な考え方です。非常に違和感があるのは、誰が3%成長すると思っているのか、どこの誰がそのように思っているのか、日本の国民にそう思っている人が本当にいるのか。これはアンケートでもとるべきでしょう。つまり、日本の企業と個人にどのくらい将来成長すると思っているかを聞くべきだと思ひます。そういう意味で、私は高い成長率を目標に掲げてほとんど意味がないと思ひます。しかし、実はOECDの中でみても日本はそんなに大きな政府ではありません。従って、成長を諦めて歳出カットしますと、世界的に例をみない小さな政府が出来上がります。しかもみんなの党はもっと小さくすると言っているわけですから、どこまで政府を小さくすれば気が済むのか、とも思ひます。このように財政を巡る議論は非常に混沌としており、結論はなかなかでないと思ひます。成長するにはどうしたらいいのかという議論はわからなくはない一方で、成長しないことを前提に社会保障制度等をどう組み替えていくのかという議論をするべきだと思ひます。基本はそれだということに思ひます。

司会 ありがとうございます。では、嘉治先生お願いします。

嘉治 蛇足ですが、今白川さんのおっしゃったとおりで、無理に成長をしようとする成熟経済で成熟社会を支えようとするという先の私の普遍的なバブルの理由の話になりますので、成長ではなくもっと別のものを求めるというように、はっきり舵を切つて、国民に対するメッセージを明確にしていきたいと思ひます。

武田 将来の所得が全く伸びないという状況では若者が希望を持ってませんから、私は成長を目指していくことは大事だと思ひます。もちろん絶対実現できないような高い成長率を前提に

社会保障改革を進めないとなれば問題で、現実的な成長率予測に基づき社会保障改革を進めるべきだと思いますが、成長戦略は大事です。津村政務官が歳出構造を見直すために何をすればいいのか、成長戦略を出したけれども何が不足なのかとおっしゃっていましたので2点申し上げます。まず1点目として、成長戦略については掲げられている項目は大変すばらしいと思いますが、財源の明記がないほか、どのように実行していくのかロードマップというものをもっと具体的に示して欲しいことです。2点目として、歳出構造の見直しについては、実行していくのは政治主導ですが、評価するのは政治主導だと難しいと思います。中立的な立場からの政策評価というプロセスがどこかの時点で必要になるのではないかと思います。過去は非常に経済効果が高かった支出でも、現在の日本経済では効果が低いものはたくさんあると思いますので、その辺をきちんと見極めていくことが大事です。最後に、緊縮財政と景気の関係についてですが、日本の中期財政フレームでは、2020年度になってようやくプライマリーバランスが黒字化すると計画されています。これ以上遅くなると、次世代への負の遺産がどんどん大きくなります。したがって、この1、2年での急速な財政緊縮は景気にとって大きなマイナスだという懸念は共有いたしますが、一方で今政権から示されている中期財政フレームは達成しなければいけないと感じています。以上です。

司会 ありがとうございます。時間も過ぎておりますが、せっかくの機会ですので、会場の皆様からどうしてもこれが聞きたいというのがありましたら、お手をお挙げください。それでは。

質問者 2点だけ白川さんに質問したいと思います。白川さんの資料の6ページで日本の一般政府グロス債務GDP比となっているわけですが、例えばこれをネットの債務GDP比にすると、日本の場合ネット債務が200~300兆円と言われておりますし、グロスで書くことでちょっと誇張されているのではないかと感じます。2点目として、成長しないとおっしゃられていたましたが、その点につきまして私はちょっと懐疑的でございます。潜在成長率は何で決まるかという、人口成長率+技術の成長率+TFP成長率です。人口成長率に関してはネガティブかもしれませんが、なぜTFPの成長率がゼロもしくはネガティブになってしまうのかということがわかりません。具体的に申し上げますと、日本の科学技術は例えばIPSなりメタンハイドレートの採掘なり所々の科学技術をみますと、世界に冠たる技術が幾らでもあるわけでそこに資金を集中的に投入していけば、幾らでもTFP成長率は伸ばせるのではないかと私は思うのですがいかがお考えでしょうか。

司会 では白川さんへのご質問ですね。はい、お願いします。



白川 おっしゃるように、政府の持っている資産をネットアウトしたネット債務のGDP比でみるかグロスでみるかですが、実はこのチャートをネットで作ってみたのですが、これも余り大きく変わりませんでした。日本はおっしゃるようにネットでやるとバブル的な部分が小さくなるのは事実です。ですからご指摘は非常に的を射たご指摘だと思いますが、問題は政府の借金のうちどれぐらいを資産で持ってネットアウトしてもいいのかという点は、実はあまり見方として決まったものはなく、かつ年金等の資産を売却することが本当に現実的かどうか、また売却することによってむしろ金利が上がるリスクもあるのではないかと、ということをお考えますと、恐らくグロスでみておいた方がいいのだろうという結論の下にやっています。それから、成長の話は、まず人口成長率、それから資本の伸び、それからTFPと言われる技術革新力と、まさにおっしゃるように技術革新力は最近トレンドでみるとGDPに1%程の寄与がまだあります。従って、人口成長率ないしは労働力の伸びがマイナスに落ち込んでもゼロにならない可能性はあると思います。ただ、その資本、先ほど岩田所長がおっしゃいましたが、資本ストックがかなり過剰になってきていて資本の伸びが今後マイナスになっていく可能性を実はみている分があるということ、それから技術革新力については私がやった分析ですが、高齢化に従って技術革新力は鈍っていくという可能性が実はデータの的に示されています。ですから、現状の政策のセッティングとか状況を判断しますと、実はゼロ成長は実質GDPで十分あり得るのです。おっしゃるように、ここから政策をかなり変えてTFPを例えば高齢化から来るマイナスインパクト等を相殺して、余りある程のTFP上昇がもせるとすると、プラス圏内に残る可能性は否定できないと思っています。そこは必ずしも悲観的にみなくていい部分かもしれませんが、現状ではそうした政策との環境がすべてある程度与えられていると考えますと、ゼロ成長ということをお想定しておく必要があると思います。

嘉治 質問者の方のようにいつも成長率を計算しておられると生産関数でお考えになるかもしれませんが、総需要と総供給は同時決定です。供給が伸びようとしても需要が追いついてこないと物価が調整してデフレになるだけですので、供給関数に入っている変数だけみてプラス成長が可能じゃないかと思われるかもしれませんが、必ずしも実現しないと思います。

司会 ありがとうございます。ほかにもたくさんお手が挙がっていましたが、時間も大幅に過ぎておりますので、本日は残念ながらここで終了いたしたいと思います。本日は多くの皆様にご参加いただき誠にありがとうございました。これでESRIフォーラムを終了させていただきます。最後に、パネリストの皆様には拍手をお願いいたします。(拍手)ありがとうございました。

お帰りの際はお忘れものがないようお願いいたします。またアンケートは受付に設置しております回収箱までよろしくようお願いいたします。

- 了 -