

## 欧米ソブリン不安下のわが国経済財政運営 ～新内閣に求められる基本戦略～

### 《ポイント》

・今夏、欧米でのソブリン不安の高まりが世界の金融市場を揺るがせ、それは円高・株安を通じてわが国経済にも無視できない影響を及ぼしつつある。とりわけ円高の急進は、諸外国対比高い法人実効税率、自由貿易協定締結の遅れ、さらには原発事故に端を発する電力制約の強まりなど、日本の企業立地条件が悪化するなか、企業の海外移転を決断させる最後の一撃になりかねない。

・一方、欧米ソブリン危機をめぐって金融市場がみせた反応は、わが国が財政再建戦略を立てるにあたっての示唆に富む。それは、先進国で最悪のわが国国家債務の削減の必要性を改めて認識させる一方、緊縮一辺倒の財政再建策の限界を露呈させた。当面、欧米景気の弱い状況の持続が予想されるなか、経常黒字国であるわが国の金利が急騰するリスクは低いと考えられる。ならば、財政抑制スタンスの堅持は不可避ながら、世界経済が縮小均衡に陥るのを避けるためにも、当面は財政緊縮を急がず、成長戦略に注力して成長力を高め、世界経済の下支えに貢献することが求められている。

・今後の世界情勢を勘案して今求められる成長戦略は、世界経済の牽引役になりつつあるアジアとの間の共存共栄関係を深化させることで、アジアの持続的成長を通じて日本の成長を実現する、という好循環を強くするというものである。それは、「アジアの中の日本」との認識のもとで、アジアのインフラ整備や産業高度化を支援することでアジア経済全体の成長を促進し、その果実を受け取る形で日本経済も成長する、というシナリオである。より具体的には、①日本はアジアのインフラ整備や産業構造高度化に貢献する、②その見返りとして日本企業は、ロイヤリティー収入・投資収益を国内に還流する、といった共存共栄関係をベースし、アジアはインフラ投資と消費拡大を両輪とするバランスのとれた持続的経済成長を実現する一方、日本は「ポスト工業社会型の経済成長パターン」を確立することを目指すべきであろう。

・新内閣にとって「東日本大震災からの復興」が最優先課題であり、①被災地復興への全面的バックアップ、②電力供給安定化に向けたエネルギー政策の見直し、が重点政策になることは言うまでも無い。さらに、ここ数ヵ月における世界情勢の変化を踏まえれば、1) 急激な変動を阻止しつつ、現状円高水準を前提にした為替・産業政策、2) アジアの持続的成長に貢献しつつ、そのダイナミズムを取り込む産業・通商政策、3) 外需を内需につなげる成長・分配政策、4) 財政健全化に向けた中期的な歳出・歳入一体改革プログラムの提示、の4つの政策についても、震災復興と並ぶ経済財政運営の最優先基本戦略に加える必要があるだろう。

今夏、欧米でのソブリン不安の高まりが世界の金融市場を揺るがせ、それは円高・株安を通じてわが国経済にも無視できない影響を及ぼしつつある。民主党代表選を経て誕生する新内閣は、欧米経済・市場の混乱という、大きな波乱要因をかかえるなかで出発する形である。世界の経済・金融の統合がますます進む今日、欧米諸国が抱えるソブリン・リスクのインパクトを踏まえておくことは、我が国の経済財政政策運営にとっての大前提となる。加えて、国家債務残高のGDP比が欧米をはるかに上回るわが国にとって、今夏の欧米が経験した混乱が示唆するものは多い。8月29日の民主党代表選を経て発足する新内閣にとって、東日本大震災からの復興が最優先課題であることは論を俟たないが、欧米ソブリン危機で世界経済環境が大きく変わったことを踏まえ、政策プライオリティを構築することが求められている。そうした認識に立ったうえで、以下では、新内閣が取り組むべき経済財政政策運営上の課題について提言する。

## 1. 欧米ソブリン危機のインパクト

### (1) 動揺続く欧米金融市場

まず、今年7月以降の、欧米でのソブリン問題に端を発する混乱を振り返っておこう。

欧州では、財政再建が計画に通り進まないギリシャに対する第2次支援策を巡って調整が難航。債務再編が必要との見方が強まるなか、ポルトガル、スペインはおろかイタリアのデフォルト懸念まで台頭し、南欧諸国の長期金利は軒並み急上昇した。7月20日、1590億ユーロの支援策が合意され、ECBも金利安定に向けた国債買い入れを示唆した。市場は安定するかにみえたが、スペイン、イタリアがECBの国債買い入れの対象外であったことから両国の長期金利は再び上昇。結局、8月7日にECBが両国の国債買い入れを開始したことで、何とか市場は一定の安定をみた。しかし、EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の規模拡大、ユーロ共同債の発行など、より踏み込んだ金融安定化策は打ち出されないまま、再び市場が緊迫するリスクは残存している。

一方、米国では、債務上限引き上げを巡る議会の混乱が長期化。最終期限とされた8月2日の直前ギリギリのタイミングで与野党は合意に至り、デフォルトは回避された。しかし、合意内容は具体的な財政再建策を先送りするものであり、S&Pは史上初めて米国債の格付けを引き下げた。

マーケットは織り込み済みとの見方が大勢であったが、世界の金融市場のアンカーである米国債の格下げはマーケットの不安を底流で呼び起こし、タイミング悪く米国景気の先行き悪化懸念が強まったことで、金融市場におけるリスク回避スタンスは一気に高まった。世界の株価が急落し、皮肉にも米国債の利回り低下をもたらすとともに、安全通貨とされる円が急騰するなど、マーケットは大きく荒れた。8月9日、金融市場に催促される形でFRBは超低金利政策を少なくとも2013年半ばまで続ける意向を表明。市場の混乱はとりあえず落ち着いたものの、米国景気の先行き懸念が強いなか、マーケットの不安はなお収まっていない。

### (2) 浮上する世界経済底割れリスク

一連の混乱を経て、欧米経済が抱える構造問題の根深さが改めて認識されるとともに、再び世界経済が底割れするリスクが浮上してきた。

第1は、世界的信用収縮のリスクである。欧州ソブリン危機の終息への道筋がみえないなか、PIIGS諸国向け債権を多く保有するフランスの金融機関の経営不安が台頭、欧州域内の銀行間信用が収縮

する動きもみられはじめている。さらに、P I I G S 諸国では景気悪化のもとで金融機関の不良債権が増え始めており、金融機関のリスク回避姿勢が一段と強まれば、域内金融の急激な収縮がはじまり兼ねない。そうなれば、最悪の場合、リーマンショック時のような世界的信用収縮が再発するリスクを排除できない。

第2は、**財政緊縮策がもたらすリスク**である。ギリシャをはじめとする南欧諸国では、財政緊縮策が景気下振れにつながり、かえって財政悪化を招くという悪循環に陥っている。米国でも、財政緊縮を急げば景気二番底を招く恐れがあり、その場合、世界的に株価が暴落し、先進国を中心に世界経済が同時不況に陥るリスクがある。そうなれば投資家のリスク回避姿勢が高まり、欧州での域内金融が収縮し、第1の世界的信用収縮を併発しかねない。

第3は、**世界同時金融緩和がもたらすリスク**である。欧州が債務危機から脱出するには、ドイツをはじめとする財政優良国が、ユーロ共同債の発行や南欧諸国建て直しのための財政支援に、本格的に乗り出すことが不可欠である。しかし、財政優良国での国民感情からみて、そうした展開は早期には期待できないであろう。E C Bによる流動性供給や漸進的な支援策の提示で何とか信用収縮の深刻化を回避したとしても、その過程でユーロの大幅な減価が進むことになり、欧州はスタグフレーションに陥る恐れがある。一方、米国の経済低迷の底流には住宅市場の調整が道半ばであることが指摘でき、財政刺激策が縛られるなか、超金融緩和の長期化は避けられない。結果として、ドル・ユーロともに減価する圧力がかかり、これに対して日本や中国が通貨高を阻止すべく金融緩和スタンスを強めれば、世界的に過剰流動性が増幅され、新興国の不動産バブルや一次産品価格の急騰など、世界経済に新たなリスクを生み出す恐れがある。

## 2 欧米ソブリン問題がわが国にとって意味するもの

### (1) 欧米ソブリン問題がわが国にもたらす影響

欧米ソブリン問題に端を発する金融市場の不安定化は、既述のリスクをはらみつつ、すでにより直接的な影響をわが国経済に及ぼしつつある。

第1は**株価下落**である。7月後半には日経平均株価で1万円台を回復していたものが、7月末から下落基調に転じ、8月後半以降9000円割れが続いている。株価下落は企業マインドを冷え込ませる。ただでさえ緩やかな設備投資の回復をいっそう慎重なものとし、短期的には景気の下振れ、中長期的には成長力の低下といった問題を生み出すことが懸念される。

第2は**円高**である。1ドル=80円割れの円高水準は輸出産業の採算レートを大幅に上回り、収益に打撃となる。そうした短期的な企業業績への影響に加え、中長期的にも産業空洞化を招く恐れがある。諸外国対比高い法人実効税率、自由貿易協定締結の遅れ、さらには原発事故に端を発する電力制約の強まりと、日本の企業立地条件が悪化するなか、円高が企業の海外移転を決断させる最後の一撃になりかねない。

一方、欧米ソブリン危機をめぐって金融市場がみせた反応は、わが国が財政再建戦略を立てるにあたっての示唆に富む。それは、**先進国で最悪のわが国国家債務の削減の必要性を改めて認識させる一方、緊縮一辺倒の財政再建策の限界を露呈させた**ということである。すでにみたように、大幅な財政緊縮にもかかわらずギリシャ危機が一向に収まらないのは、景気悪化で税収が減り財政健全化が逃げ水になっている、という構図がある。財政再建には歳出の削減・抑制と同時に、税収増につながる経済成

長の強化が不可欠であることを物語る。

ギリシャやポルトガルの場合、経常収支が赤字であるため国内貯蓄で財政赤字を賄い切れず、国民生活水準の大幅低下につながる厳しい歳出削減・増税策を断行する以外に方策はない。経済成長力強化のために、最終的にはドイツをはじめとした優良国からの財政支援や企業誘致に頼らざるを得ないとみられるが、その条件として、ギリシャ国民はなお一段の厳しい耐乏生活を強いられることになる。これに対し、わが国は経常黒字国であり、財政赤字を国内貯蓄で賄うことができ、金利も低位で安定している。南欧諸国に比べ時間的余裕があるうちに、財政緊縮による縮小均衡を避けるべく、経済成長力を高める取り組みに注力することが肝要といえよう。

グローバルな経済環境をみれば、当面、欧米景気の弱い状況の持続が予想されるなか、経常黒字国であるわが国の金利が急騰するリスクは低いと考えられる。**財政抑制スタンスの堅持は不可避ながら、世界経済が縮小均衡に陥るのを避けるためにも、当面は財政緊縮を急がず、成長戦略に注力して成長力を高め、少しでも世界経済の下支えに貢献することが求められている。**

## (2) アジアとの共存共栄型の成長戦略

では、わが国が経済成長力を引き上げるには、どのような取り組みが必要か。結論から言えば、いまや世界経済の牽引役になりつつあるアジアとの間の共存共栄関係を深化させることで、アジアの持続的成長を通じて日本の成長を実現する、という好循環を強くすることが重要であろう。

アジア経済は減速の兆しがみえるとはえ、中国の経済成長率が9%台を維持するなど、高成長が続いている。しかし、持続的成長に向けては様々な課題を抱えているのが実情である。

具体的には、世界第2位の経済規模となった中国の場合、インフレ圧力の強まりが懸念材料として浮上している。加えて、経済成長パターンの歪みも助長されている。中国の現在の成長は固定資産投資主導であり、インフレ率の高まりから個人消費は減速している。中国経済の投資比率は極めて高く、個人消費主導の成長にシフトしていかなければ、いずれ過剰投資問題が深刻化し、経済失速を招きかねない。インフレ率の抑制と個人消費主導の成長への転換を誘導するには、人民元高が有効である。実際、すでに中国は人民元の切り上げを容認しており、このところ人民元は上昇傾向にある。ただし、そのペースは期待する効果が得られるには遅すぎる。この背景には、人民元切り上げは、依然として中国にとって重要な輸出産業に打撃を与え、沿岸部の失業を増やすリスクがある。これを回避するために、中国輸出構造の高度化が課題となっている。

中国と並んで期待されるアジアの成長を牽引するインドでもインフレ率の高まりが懸念材料となっているが、経済成長パターンとしては中国のような過少消費体質はみられない。むしろ電力や通信、交通等の産業インフラの投資不足が深刻な成長制約要因であり、社会インフラを整備していくことが持続的成長の最大の課題になっている。そのほか、近年新たな成長国として注目しているインドネシアでも、社会インフラの整備が成長持続の最優先課題である。

以上のようなアジア諸国の成長持続に向けた課題解決のために、わが国が貢献できる場所は多い。とりわけ社会インフラの整備面では、高い建設技術やインフラ運営のノウハウを輸出・移転する点で大きなサポートができる。また、日本企業が現地に積極的に事業展開を行い、技術や営業ノウハウを移転したり、現地法人で商品開発や研究開発を行うことで、アジアの産業構造の高度化に貢献することができる。これらにより、アジア企業が日本企業のライバルとして成長してくる面はあるが、国内人口の減

少に直面するわが国企業にとっては、有望であるアジア市場で事業を拡大していくことのメリットの方が大きいといえよう。

つまり、「アジアの中の日本」との認識のもとで、アジアのインフラ整備や産業高度化を支援することでアジア経済全体の成長を促進し、その果実を受け取る形で日本経済も成長する、というシナリオの実現を目指すべきではないか。より具体的には、①日本はアジアのインフラ整備や産業構造高度化に貢献する、②その見返りとして日本企業は、ロイヤリティー収入・投資収益を国内還流する、といった共存共栄関係をベースし、アジアはインフラ投資と消費拡大を両輪とするバランスのとれた持続的経済成長を実現する一方、日本はポスト工業社会型の経済成長パターンを確立することを目指すべきであろう。

### 3 新内閣に求められる経済財政運営の基本戦略

わが国経済は、経済成長率の低迷、地方経済の疲弊、社会保障の機能不全、政府債務の累増など多くの構造問題を抱えるなか、今年3月11日の未曾有の大震災の発生により、震災復興、エネルギー安定供給が最優先課題として浮上することになった。そして今夏、欧米ソブリン不安の高まりにより、世界経済の腰折れリスクへの対応という新たな課題が浮上しており、環境変化を踏まえて政策プライオリティを再考することが求められている。

新内閣にとって「東日本大震災からの復興」が最優先課題であり、①被災地復興への全面的バックアップ、②電力供給安定化に向けたエネルギー政策の見直し、が重点課題になることは言うまでもなく、それを「新たな地方再生モデルの創造」、「省エネ型経済成長の実現」、といった構造問題の解決につなげていく形での政策展開が求められている。さらに、ここ数カ月における世界情勢の変化を踏まえ、以下の4つの政策についても、構造問題の解決につなげるとの視点をもって、これらと並ぶ経済財政運営の重点基本戦略に加える必要がある。

第1は、急激な変動を阻止しつつ、現状円高水準を前提にした為替・産業政策である。

急激な円高の進行を阻止すべく、タイミングを見ながら為替介入が行われることが望まれる。ただし、本格的な円安への反転は期待しがたいなか、円高が企業の海外進出を過度に進めないよう、法人実効税率引き下げやTPP、EPAの締結を実現することが喫緊の課題である。さらに、エネルギー価格の上昇抑制など、円高メリットを活かす政策を展開することも重要である。（なお、財務省が8月24日に打ち出した1000億ドル規模の「円高対応緊急基金」は円高阻止の効果としてよりも、通貨高を活用して資源・エネルギーの確保・開発を促進するという点で、円高メリットを活かすための政策と位置づけられる。）

第2は、アジアの持続的成長に貢献しつつ、そのダイナミズムを取り込む産業・通商政策である。

アジアのインフラ整備や産業高度化を支援することでアジア経済全体の成長を促進し、その果実を受け取る形で日本経済も成長する、という共存共栄関係を深化させる。これは、わが国の産業構造を、「大量生産を前提とした工業社会型」から「ノウハウの提供を価値の源泉とするポスト工業社会型」に転換することを意味する。そのためには、既述のTPP、EPAの早期締結に加え、①官民一体となったインフラ輸出の推進、②EPAにおける知的所有権保全強化とその実行体制の構築、③産官学連携による環境分野をはじめとする先端技術の研究開発促進、④グローバル企業の本社機能誘致のための高度産業人材育成プログラム・高度専門ノウハウを備えた外国人の居住優遇、などの施策に注力する必要がある。

第3は、外需を内需につなげる成長・分配政策である。

アジア諸国の共存共栄関係構築で外需主導成長が実現できても、家計所得が増えて内需成長につながらなければ、2000年代半ばに経験した外需偏重成長の繰り返しに終わる。財政健全化に向けて不可欠になる消費税をはじめとした増税が景気後退をもたらさないためにも、家計所得の持続的増加を実現することが重要である。そのためには、①業界をまたぐ事業再編を通じた生産性向上策、②生産性向上に見合った賃金の引き上げ、③業界再編を支える労働移動促進策、をセットにした取り組みが必要である。まずは以上3つを柱とする政労使合意を「雇用戦略対話」において行い、その具体的な施策を産業別に労使で議論する仕組みの創設が求められよう。

第4に、財政健全化に向けた中期的な歳出・歳入一体改革プログラムの提示である。

南欧諸国対比余裕はあるとはいえ、向こう5年のうちには財政健全化に向けた道筋をつけることが不可欠である。具体的には、2013年度までは、復興関係を除き、国債費以外の一般歳出を増やさないとを前提に、既存歳出の一律削減によって財源を捻出し、上記の成長戦略実施のために振り向ける。この間、ラストチャンスとの覚悟のもとで成長戦略に集中的に取り組む。それにより、名目成長率3%を実現し、2014～2016年度までに消費税率の5%ポイント引き上げを行う。さらに、2020年度までに消費税率を5%ポイント程度引き上げ、プライマリーバランスの黒字化を達成する。この間、所得税の課税ベースを拡大しつつ還付つき税額控除制度を導入し、低所得者対策を強化する必要もあろう。

なお、13兆円程度とされる復興事業に必要な財源は、既に方針が固まっている子ども手当の見直し・高速道路無料化の廃止に加え、農家戸別所得補償制度の見直し、特別交付税の重点配分などによって6兆円程度を捻出し、残り7兆円程度を被災地復興に向けた国民の連帯をバックとする所得税の臨時増税（例えば、税額の5%増税を向こう8年間で約4兆円）と法人税の臨時増税（例えば、向こう5年間3%徴収で約3兆円、ただし、法人実効税率は税制改革案どおり5%引き下げ）を組み合わせることで調達し、財政規律遵守のメッセージを発することが適当であろう。

以 上

---

◆『日本総研 政策観測』は、政策 이슈に研究員独自の視点で切り込むレポートです。本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

調査部 山田 久 (Tel : 03-3288-4245)