

日本とユーロ危機

2012年8月27日

山本利久

これはドイツの有力紙フランクフルター・アルゲマイネ・ツァイトゥグ(FAZ,2012/8/14)に寄稿されたカーステン・ゲルミス氏の論文をドイツ連銀 Auszuege aus Presseartikeln Nr.34(2012/8/15)から要約し、若干のコメントと資料を添えたものである。

野田佳彦首相によると、日本人が恐れる幻影がゆっくりと形を現し始めている。注意を怠ると、それが数年のうちにギリシャ、スペイン、そして多分、間もなくイタリア、と同じ運命に日本を押しやる可能性がある、と首相は言う。日本ほど債務残高の多い国はない。国家が過去 10 年間に累積した債務残高は既に大分前から 10 兆ユーロの水準を越えてしまった。この数字は世界第 3 位の経済大国の年間 GDP の 3 倍を優に超えるものだ。それでいて日本国債の利子は今でも極端に低く、欧州の危機に見舞われたイタリア、スペイン或いはギリシャ国債より遥かに低いのである。負債額は 90 年代初頭、日本の投機バブルが頂点に達して以降、毎年急速に増加したにも拘わらず、10 年物日本国債の利回りは常に 1%以下である。

野田氏は、市場の静穏は油断のならないものだ、と考える日本の数少ない政治家の一人だ。日本が数年内に欧州諸国に次いで、国家債務危機の泥沼に埋没する次の候補者になり得る危険性が高まっている。このため、計略を立て、次の選挙で再選されないリスクを侵しながら、首相はほぼ 10 年来彼の前任者全てが失敗してきた方向へ踏み出した；国際比較上比類なきほど低い、日本の 5%の消費税は 2015 年までに 2 段階で、10%に倍增される。

日本が急速に高齢化する社会のため担う健康保険並びに社会保障費は、毎年の換算で 100 億ユーロ以上増加する。その際、国家予算の半分を賄うためだけに、税収が既に当てこまれている。残りは長年にわたり、新規国債の発行で賄われる。しかし如何なる国も長期間にわたり急増する債務に依存することは出来ない。白川方明^{まさあき}日銀総裁はこの数カ月来常に、日本が財政手段を或いは財政を長期的に健全化することが出来ると金融市場が信ずる限り、日本国債の利子は低い状態に留まる、と強調してきた。

日本が巨額の債務を抱えているにも拘わらず、尚極めてよい状態にあり、そして国債の利回りが非常に低いことは、日本国債に対する需要がほぼ全面的に国内からのものであることに起因している。国家債務の 90%強が国内の投資家によって担われている。民間銀行、準国有の郵貯銀行、年金そして保険会社が全体で公的債務の約 4 分の 3 を保有している。それは彼等にとり、利回りが物価下落のため過去 20 年間の平件で 2%以上になるので、遣り甲斐のある事なのだ。金融緩和政策が経済成長を促し、デフレ克服に寄与する、と東京では公に言われている。しかし実際は日銀が国家財政のファイナンスを行っている。日銀

の計画では来年末までに総額 83 兆円に上る国債の購入を予定している。2012 年に計画された購入オプションだけで 40 兆円に上る—これは政府予算の中で新たな債務として盛り込まれた額と丁度一致する数字である。国家債務のファイナンス(財政の金融化)は、既に日本では長きにわたり実施されている。格付け機関はそれなりの理由で日本を格下げし、日本を要注意先としている。

債務国家の結末は野田首相により施行の運びとなった増税にも拘わらず、勿論不透明だ。日本政府自身は、国家債務額はこれで最善の場合現在の水準に保つことが出来る、としている。日本が節約をそして長年にわたり引き延ばされてきた労働市場と教育制度の改革、一層の競争力強化と自由貿易、そして更なる市場開放を決意しなければ、日本はやがてその国家債務を更に海外でも調達しなければならなくなる。しかし海外投資家は—ギリシャ、イタリア、スペインが要請に応じた様に—一段と高い利回りを押し通すだろう。そして国家財政の将来は壊滅的な結果となるだろう。或いは野田首相が言うように；その時日本が取らなければならない緊縮政策はおぞましいものとなるだろう。

不快な改革を避けることに慣れ親しんだ日本の政治家は、その為今、中央銀行への圧力を高めている。日銀はその財政の金融化を拡大しなければならない。しかし投資家が、それはただ経済成長を生み出すための中間金融であることを最早信じなくなる時、何が起きるか？投資家が国債投資から手を引くと、金利は上昇するだろう。それでも日本はギリシャの様な運命を被ることを阻止出来る。今はゆっくりと推移しているが、金利と債務のスパイラルが一度始まってしまうと、その時には勿論遅過ぎるのだ。

コメント・資料：

1. これは欧州の識者間で共有された日本に関する見方の代表例とも見える。彼等はこれまでユーロ・ユーロ圏危機を当該国のそれぞれに付いて同様の分析、議論に基づき対応策を練り、関係国への説得に努めてきたのだ。その方式を日本にそのまま当てはめることには問題があるが、長期的に見ればこれらの分析と処方箋は相当程度適切に問題点を指摘しているとみてよかろう。只諸対策導入のタイミングと順序に付いては当然のことながら絶対的なものはない。それにしても昨今の日本の政局の混迷、政策の迷走ぶりはドイツ人には戸惑う点も多いことだろう。

2. 格付け: S&P BBB 以上が投資適格銘柄

出所：Wikipedia（格付け 2012/2/1 現在）

国名	格付け			
英国	AAA(安定的)			
ドイツ	AAA(安定的)			
フランス	AA+(ネガティブ)	AAA		
米国	AA+(ネガティブ)	AA+	AA	AA-
日本	AA-(ネガティブ)	A+	A	A-
イタリア	BBB+(ネガティブ)	BBB+	BBB	BBB-

中にはフィッチ・レーテングスの様に、日本国債の格付けを中国、韓国の下に置く格付け機関も出てきた。

3. 消費税の推移

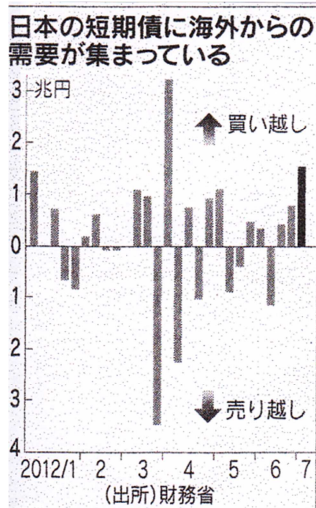
1989年：3%で、株式・不動産バブルの最盛期に初めて導入。増税反対論者はこれが景気後退を誘発した、と見ている。

1997年：5%、これを境に日本の名目GDPは10%減少、それが税収の打撃となり、97年以降22%減少、債務残高が倍増した。増税賛成派は、痛みは一時的で、その主な原因は97/98のアジア金融危機と邦銀に於ける不良最近問題の悪化が原因だ、としている。

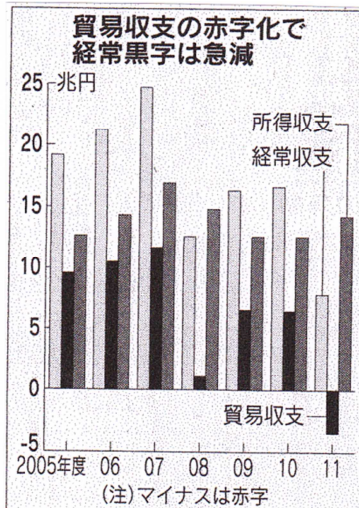
2014年4月：8%

2015年10月：10%

3. 日本国債に対する海外投資家の関心は現在そこそこの水準にあり、国際金融情勢、為替市場の動向次第で尚、短期的に見れば増加する可能性もある。逆に我が国投資家による資本の海外逃避も十分考えられる。そこで問題になるのが為替市場の動向だ。これは資本移動ばかりでなく、経済活動に重大な影響を及ぼすことは言うまでもない。その意味からすると、為替動向に付いては市場に任せておけばよいとする為替政策(表向きは兎も角)にグランドデザインを欠く日本はいつでも海外投機筋の絶好のターゲットになり得る。IMFのラガルド専務理事は本年7月6日の都内における講演で、「円はやや過大評価されている」と同情的だ(日経 2012/7/7)。日本の貿易構造、経常収支の昨今の推移を見ると、積極的に円買いに走る経済的理由に乏しい。



出所：日経(2012/7/15)



出所：同(2012/7/8)

5. 国債保有等(2011年度末、日銀集計)

海外勢：76兆円

国内金融仲介機関：612兆円(国債残高に占める比率は66.6%)

個人金融資産残高：1513兆円

(了)