

The Next Quake Is Close

債券市場の暴落で日本の金融は崩壊？

「借金大国」を襲うもう1つのバブル

ジョージ・ウェアフリッツ（東京支局長）

高山秀子（東京）

その「ショック」が原油価格の高騰なのか、別の何かかはわからない。だが、なんらかのショックが起きれば、日本の国債市場の実態がバブルであることが明らかになると、モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信（東京）のジョン・アルカイヤは言う。

「『大地震』の日がいつかはわからないが、近いことは確かだ」

専門家の間には、世界第2位の債券市場で混乱が起きることを危ぶむ声が高まっている。6月19日に債券相場が急落したときも「債券バブルがついに崩壊する」との観測が市場に流れた。

株式市場が崩壊した90年以降、安全とされる国債市場に大量の資金が流れ込んだ。その額はあまりに膨大で、民間シンクタンクのPHP総合研究所は、金融システムの動揺につながると警告している。「いつどんな要因でも国債価格が暴落する危険性がある」

問題は、日本人が将来を悲観的にみていることだ。現在の低金利で10年物国債を購入するということは、2013年まで不況が続くと考えていることになる。近代以降、そこまで長期にわたり経済が停滞した例はない。

日本経済が回復すれば金利が上昇し、債券相場は下落して保有者は大打撃を受ける。とくに深刻なのは、足腰の弱った日本の銀行だ。昨年末時点で日本の民間銀行は、市場に流通する国債の約30%を保有しており、国債が暴落すれば破綻しかねない。

りそな救済は政府の「談合」

「みんながいっせいに国債を手放そうとすれば、最悪の結果を招く」と、債券格付け会社の三国事務所の三国陽夫代表は言う。「3年前にナスダック（米店頭市場）が暴落したときのようだ」

当時と違うのは、暴落によって政府も危機に直面する点だ。日本の公的債務は、02年度末の時点でGDP（Gross Domestic Product：国内総生産）の141%に達している。

今後も国と地方は債券を増発するだろうが、ゼロ金利時代は永遠には続かない。国債の利回りが1%上昇すれば政府の資金調達コストは2倍に、2%上昇すれば4倍になる。主要先進国の国債の利回りが、いつまでも3%を下回り続けたことはない。

専門家の多くは、日本の国債の利回りが2～4%に上昇すると予測する。そうなった場合、金融機関などで評価損が発生し、財務状況が著しく悪化するおそれもあるという。

銀行に次いで大量の国債を保有するのは、保険会社、年金基金、日銀だ。だが、金融全体が崩壊するというシナリオは「大げさすぎる」と、スタンダード&プアーズ（東京）のマネジングディレクター、マイケル・ペティートは言う。

その根拠は、5月17日のりそなグループ救済だ。「ほとんど影響が出なくて非常に驚いた」と、ペティートは言う。

だが、あの救済劇を深読みする専門家もいる。竹中平蔵経済財政・金融担当相が青写真を描き、財務省と日本銀行がゴーサインを出したのは、「りそなの破綻で国債市場に混乱を起こさせないという合意」の表れだと、ある財務当局者は言う。

彼らは、国債バブルの崩壊を防ぐためだけに団結したことになる。不安はつものるばかりだ。

ニューズウィーク日本版

2003年7月9日号 P.19

ヨーロッパ

A Heavy Burden

年金制度の背骨がきしむ

高齢化社会の到来で
社会保障は破綻寸前
老後資金をめくり
世代間ウォーズが勃発

シュテファン・タイル（ベルリン）

2050年、ベルリン。かつて国際都市として活気のあったこの町は、老人ホームとゴーストタウンを足して二で割ったような場所になり果ててしまっている。

市民の平均年齢は50歳。子供をもうけるカップルは減少の一途をたどり、学校や幼稚園は続々と閉鎖された。

社会の高齢化が進んだ結果、年金生活を送る高齢者1人を勤労者1人が支えなくてはならなくなった。もはや予算も労働力も無駄遣いは許されない。そこで政府は、年金担当の役所を廃止。これからは、高齢者1人に勤労者1人が割り当てられ、給与の半額を直接手渡すようになる。

先細りする労働人口に年老いた吸血鬼が吸いつくというヨーロッパの未来像は、とくに目新しいものではないかもしれない。高齢化の進むヨーロッパがかかえる「人口の時限爆弾」については、もうさんざん聞かされてきた。

しかし、この「時限爆弾」が爆発するのはずっと先だと思ったら大まちがいだ。爆弾はすでに破裂しており、ヨーロッパはその最初の振動に揺れている。

最近、ヨーロッパ各国を相次いで大混乱に陥れた大規模ストは、いずれも年金改革に端を発している。重くなる一方の社会保障費の負担に勤労世代の反発が強まるなか、社会保障をめぐる世代間の戦いが始まったのだ。

たとえばフランスでは、2006年以降、就労人口が減少に転じる。政府は年金制度の破綻を避けるために、公務員が年金受給資格を得るのに必要な就労年数を延長する計画を発表。公務員組合はこれに反発し、大規模なストに打って出た。

だが改革を見送れば、増税して若い世代の負担を増すか、国が借金をして未来の世代に負担を強いるしかない。ストには屈しないと、ジャンピエール・ラファラン首相は言明している。「これは、未来の世代に対する私の責任だ」と、ラファランは先週も語った。

「世代間戦争」も辞さず

ドイツでも混乱が起きている。ドイツの社会保障当局は先週、年金財源が新たに10億ユーロ不足するという見通しを発表した。これを受けて、今年に入って早くも2度目の社会保障税率の引き上げが行われる可能性が高い。しかしドイツの労働者は、すでに所得税などとは別に給与の19.5%を社会保障税として納めている。

この6月、ゲアハルト・シュレーダー首相は辞意をちらつかせて、ようやく与党・社会民主党（SPD）内の左派を納得させ、最低限の社会保障改革案を了承させた。なにしろドイツの社会保障予算は、すでにGDP（Gross Domestic Product：国内総生産）の28%に達し、財政を大きく圧迫している。

事態は、今後も深刻化する一方にみえる。ドイツでは、向こう30年にわたり毎年50万人以上の若い移民を「輸入」するか、出生率が現在の2倍近くにならないかぎり、21世紀半ばには人口が現在の8300万人から7000万人に減少、国民の平均年齢は41歳から49歳に上昇すると、最近の国連の報告書は指摘している。

イタリアでも、60歳以上の人口が20歳未満の人口を上回っている。これまで社会保障制度を支えてきた人口ピラミッドが逆転してしまったのだ。

ヨーロッパの若い世代は、いらだちを強めている。改革が進まなければ、「世代間戦争」も辞さないという声も聞こえてくる。

ヨーロッパ各国で、若年層が団結して自分たちの意見を主張しはじめた。ドイツ議会では、若手議員が「世代間の公正」を旗印に党派の垣根を越えて結束し、議会を牛耳る年長世代と対抗する動きも見えている。

改革のタイムリミット

「若者は、もっと政治に圧力をかけなくてはいけない」と言うのは、20歳の最年少議員アンナ・リュールマンだ。「そうしないと、私たちが老人になるころには、貧困に苦しむ羽目になる」

パリでは先日、おそらく現代ヨーロッパ史上初めて、改革支持を訴える大規模なデモが行われた。年金改革に反対する労働組合のストに対抗して行われたこのデモには、若い専門職を中心に3万人が参加した。

しかし、変化を望む若い世代に残された時間は少ない。高齢者層は、政治的・経済的な力をますます強めつつある。

退職者は、年齢別でみると最大の有権者層だ。選挙を考えれば、政治家はこの層の顔色をうかがわないわけにはいかない。しかも、政治に対する影響力の強い政党や労働組合の加入者の高齢化は、社会全体より急速に進んでいる。

あと数年もすれば、改革が実現する可能性は永久に閉ざされてしまうと、IFO経済研究所（ミュンヘン）のハンスウェルナー・ジン最近の報告書「ドイツ老人政治への道」の中で警告している。

とはいえ、社会保障改革がまったく進んでいないわけではない。

たとえば、イタリアとオーストリアの政府は、若い世代に老後資金を自分で積み立てるよう求めるなどの改革案を打ち出した（ただし、この改革に反対するストとデモを招く結果になった）。

甘い老後は過去のもの

「世代間の公平」を確保するために、財政政策と環境政策に関して未来の世代への配慮を義務づける憲法改正を検討している国もいくつかある。同様の理由で、オーストリアは選挙権を与える年齢を16歳に引き下げた。

だが、いくら制度を変えたところで、未来のヨーロッパの年金生活者はこれまでのようないい暮らしはできそうにない。社会保障制度の改革を先送りするほど、現在の若者たちが快適な老後を送るのはむずかしくなる。

「老いたヨーロッパ」が、いま恐れられているような暗い世界になるとはかぎらない。人間には適応力があるし、人口が減り続ける老人支配の社会を「悪」と決めつける必然性もない。

だが、高齢化するヨーロッパが貧困と世代間戦争の泥沼にはまり込むのを避けるには、ヨーロッパ人はすぐにでも「適応」の努力を始める必要がある。

ニューズウィーク日本版

2003年7月9日号 P.34

Another Decade of Dithering

すでに失われた日本の「次の10年」

日本経済の見通しについて世界の識者は悲観的だが危機から立ち直れば、10年後には光が見える

エドワード・リンカーン（米外交評議会上級研究員）

このコラム欄でおなじみのキャロル・グラックと私は5月上旬、イギリスで開かれたディッチリー財団の国際会議「21世紀の日本」に出席した。

この会議には日本、イギリス、アメリカ、カナダ、フランス、ドイツから有識者が参加。2日間にわたって経済、政治、外交、安全保障問題について話し合った。私は今回、経済に関する問題を取り上げる。来週はキャロルが、外交と安全保障問題を取り上げる予定だ。

経済に関する討論ではもちろん、日本経済の深刻な現状と今後10年間の見通しが中心議題となった。過去に私が参加した他の会議と同様に、全体としては悲観的なムードだった。終始、楽観的な見方を唱えたのは、日本政府の代表くらいだ。

討論では、今後10年間に起こりうるシナリオが検討された。たとえば、政府の徹底的な改革によってただちに経済が回復する、あるいは危機を回避する程度の改革になんとかこぎつける、または無為無策によって本格的な金融危機に直面するといったケースだ。

日本政府が抜本的な改革を断行する可能性が実際にあるとは、誰も思っていなかった。自民党には経済を回復させるために必要な政策を推進する能力はないし、自民党以外の政権が誕生することもないと感じていた。

焦点となったのはデフレ阻止

しかし、政府の怠慢から銀行や保険会社が軒並み倒産するという極端なシナリオが実現する、と考える人もいなかった。これまでは危機が迫ると、政府は常になんらかの手を打っている。

したがって最も可能性の高いシナリオは、「危機を回避する程度の改革」だろうということになった。

決して喜ばしい結論ではない。望ましい経済成長は達成できず、不良債権問題も長引き、デフレが続くことを意味するからだ。

このシナリオの問題は、弱った民間部門への資金注入が必要となり、財政赤字がふくらむことだ。財政出動にも限界はある。日本の公的債務は現在、GDP（Gross Domestic Product：国内総生産）の1.5倍近い。それが2倍、3倍と増えたらどうなるか。

ある時点で市場は国債の購入をストップするだろう。そうすると政府は、金利の急騰を防ぐために大量の紙幣を発行せざるをえない。そこでかなり激しいインフレが起こる。これまで金融危機に直面した他の国々は、いずれも同じ道をたどった。

以上のような結論とは別に、今回の会議では興味深い点が三つあった。第一に、アメリカのエコノミストにとっては常識である「積極的な不良債権処理」が、それほど重視されなかったことだ。その代わりに、デフレ阻止が焦点となった。

イギリスからの参加者はとくに、金融緩和策こそが経済復活の出発点だと考えていた。金利はすでに低い。日本銀行はインフレターゲット政策や国債の直接購入といった思い切った措置で、通貨供給量を増やすことができる。

アメリカのエコノミストは、金融政策で経済を緩やかなインフレ基調に戻すことには賛成したが、不良債権処理に重点をおいた包括的な経済政策の一環として行う場合に限るという姿勢だった。

日本はいつか復活を遂げる

第二に、不動産と株式市場に政府が資金を注入するという案に賛同する声は皆無だった。日本の政治家や、マスコミに登場する評論家からは時折、政府が地価と株価を押し上げればすべての問題が片づくという声上がる。だが、それがなんらかのメリットをもたらす可能性はゼロだと、参加者全員が考えていた。

政府が人為的にこれらの価格を上げようとしても、必ず失敗する。政府が介入をやめたとたんに、価格は再び下落するからだ。こうした政策で瀕死の建設会社が一時的に息を吹き返すことはあっても、長期的には再び泥沼に陥るだろう。

第三に会議の参加者は、長い目で見た日本の未来に関しては驚くほど楽観的だった。社会の高齢化に伴う数々の問題は、誰もが認識している。だが財政危機が訪れても、それを契機に経済が健全な軌道に乗れば、日本はロシアやアルゼンチンのような壊滅的な危機は避けられる。教育、技術力、労働倫理、法の秩序、社会のまとまりなどを含む基礎的条件が整っているからだ。

日本経済はいつかは復活する。だが今後10年ほど景気は停滞し、最終的に財政危機とインフレに見舞われるだろう。これが会議の結論だ。

これよりもいい結果を望むなら、強い政治的な意志が必要だ。今のところ、それはどこにも見あたらない。

Edward J. Lincoln

米外交評議会上級研究員。1994～96年にモンデール米駐日大使の特別経済顧問を務めた。著書に『老化す

る日本 進まぬ経済改革』など。

このコラムについてのご意見・ご感想をonjapan@nwj.ne.jpまでお寄せください。

ニューズウィーク日本版

2003年7月9日号 P.11

©2003 Newsweek, Inc. ©2003 Hankyu Communications Co., Ltd. 無断転載・複製を禁じます。