略 略

略 略
はじめに

最初に、「タイトルの恐慌」の定義をちょっとお話ししておきますと、大恐慌という言葉はガルブレースの『ザ・グレート・クラッシュ』から来ていますが、ここに言う恐慌は、ザ・グレート・クラッシュとは違って、不況に近い、あるいは不況よりももう少し低いというような感じで使われていました。実は、前回、前々回の講演会の講演をちょっと読んできたのですが、一つ気になったのは、毎年の開発途上の経済の動きを差し上げているのが表の表（図表1）を示すにぎただきますと、四四五％の成長になっているのです。ですから、レーティングもDからCマイナスに上げました。それから中国は、成長率は大体七％で同じ動きですね。（ただし）も、これにレーティングを上げました。○月初めに会員の皆様にお配りしたのです。なお、最初に申し上げたのではなく、本日会に上げたのは、東ヨーロッパで、スロバキアとルーマニアをそれぞれ一歩上げました。やはりよくなくなっています。

逆に、下げた国は、これは余り大使館の関係者にいうことがわわれて困るのですので、アルゼンチン、ブラジル、ウルグアイです。後で時間があれば、もう少し詳しくお話しさせてください。レーティングが変わるということです。
世界恐慌は避けられるか

図表1 開発途上国、中・東欧、ロシアの経済見通し

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>実質GDP成長率（%）</th>
<th>GDPデフレーター上昇率（%）</th>
<th>経常収支（十億ドル）</th>
<th>対外債務（十億ドル）</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>アジア</td>
<td>4.2</td>
<td>5.2</td>
<td>5.6</td>
<td>2.9</td>
</tr>
<tr>
<td>NIEs</td>
<td>0.8</td>
<td>3.5</td>
<td>4.1</td>
<td>1.4</td>
</tr>
<tr>
<td>シンガポール</td>
<td>-2.5</td>
<td>3.8</td>
<td>4.7</td>
<td>1.5</td>
</tr>
<tr>
<td>韓国</td>
<td>2.7</td>
<td>3.8</td>
<td>4.0</td>
<td>2.0</td>
</tr>
<tr>
<td>台湾</td>
<td>-1.0</td>
<td>3.0</td>
<td>4.0</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>ASEAN</td>
<td>2.4</td>
<td>3.8</td>
<td>4.5</td>
<td>5.2</td>
</tr>
<tr>
<td>インドネシア</td>
<td>2.8</td>
<td>3.8</td>
<td>4.3</td>
<td>10.5</td>
</tr>
<tr>
<td>タイ</td>
<td>1.8</td>
<td>3.5</td>
<td>4.0</td>
<td>1.6</td>
</tr>
<tr>
<td>フィリピン</td>
<td>2.6</td>
<td>3.9</td>
<td>4.4</td>
<td>8.0</td>
</tr>
<tr>
<td>ベトナム</td>
<td>6.5</td>
<td>6.4</td>
<td>6.7</td>
<td>4.5</td>
</tr>
<tr>
<td>マレーシア</td>
<td>0.8</td>
<td>3.0</td>
<td>5.0</td>
<td>-2.3</td>
</tr>
<tr>
<td>中 国</td>
<td>7.4</td>
<td>7.2</td>
<td>7.3</td>
<td>1.2</td>
</tr>
<tr>
<td>インド</td>
<td>5.0</td>
<td>5.2</td>
<td>5.5</td>
<td>6.0</td>
</tr>
<tr>
<td>中南米</td>
<td>0.8</td>
<td>2.2</td>
<td>2.8</td>
<td>6.4</td>
</tr>
<tr>
<td>メキシコ</td>
<td>0.2</td>
<td>1.5</td>
<td>2.5</td>
<td>6.0</td>
</tr>
<tr>
<td>アルゼンチン</td>
<td>-1.5</td>
<td>2.0</td>
<td>2.5</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>コロンビア</td>
<td>2.0</td>
<td>3.0</td>
<td>4.0</td>
<td>10.0</td>
</tr>
<tr>
<td>チリ</td>
<td>3.2</td>
<td>4.5</td>
<td>5.0</td>
<td>3.5</td>
</tr>
<tr>
<td>ブラジル</td>
<td>1.5</td>
<td>2.5</td>
<td>3.0</td>
<td>8.0</td>
</tr>
<tr>
<td>ベネズエラ</td>
<td>2.8</td>
<td>2.0</td>
<td>2.0</td>
<td>15.0</td>
</tr>
<tr>
<td>パリル</td>
<td>0.0</td>
<td>3.0</td>
<td>3.5</td>
<td>2.0</td>
</tr>
<tr>
<td>中 東</td>
<td>0.2</td>
<td>3.0</td>
<td>4.2</td>
<td>16.8</td>
</tr>
<tr>
<td>イスラエル</td>
<td>1.8</td>
<td>2.5</td>
<td>3.3</td>
<td>0.1</td>
</tr>
<tr>
<td>イラン</td>
<td>3.6</td>
<td>4.2</td>
<td>4.8</td>
<td>10.0</td>
</tr>
<tr>
<td>サウジアラビア</td>
<td>1.2</td>
<td>2.4</td>
<td>3.4</td>
<td>-2.0</td>
</tr>
<tr>
<td>トルコ</td>
<td>-5.7</td>
<td>2.5</td>
<td>4.9</td>
<td>55.3</td>
</tr>
<tr>
<td>アフリカ</td>
<td>3.4</td>
<td>3.8</td>
<td>3.8</td>
<td>4.6</td>
</tr>
<tr>
<td>エジプト</td>
<td>4.0</td>
<td>4.3</td>
<td>4.5</td>
<td>2.8</td>
</tr>
<tr>
<td>南アフリカ</td>
<td>2.9</td>
<td>3.5</td>
<td>3.3</td>
<td>6.0</td>
</tr>
<tr>
<td>中・東欧</td>
<td>3.0</td>
<td>3.8</td>
<td>4.0</td>
<td>8.5</td>
</tr>
<tr>
<td>チェコ</td>
<td>3.5</td>
<td>3.5</td>
<td>3.2</td>
<td>5.1</td>
</tr>
<tr>
<td>ハンガリー</td>
<td>4.6</td>
<td>4.7</td>
<td>4.8</td>
<td>6.8</td>
</tr>
<tr>
<td>ポーランド</td>
<td>2.0</td>
<td>3.5</td>
<td>4.0</td>
<td>6.0</td>
</tr>
<tr>
<td>ロシア</td>
<td>5.1</td>
<td>4.2</td>
<td>3.2</td>
<td>16.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

（注）イスラエルの対外債務はネット数値
証券レビュー 第41巻第11号

は、去年、おとし差し上げた経済見通しが、ちょっと的確ではなかった国があるということを物語っていると思います。

ロシアが一番違うのです。その一番大きな理由は、やはり去年から石油価格が上がった。これでロシアは稼いだのです。その後、石油価格が少し下がりみなと思っていたら、今度はプチン大統領が政策運営を非常に上手にやっておりまして、会の方へ左派と右派で大体分割されているので、すかず中道派を中心にして、下院を非常にうまくマネージしています。ですから、どうもロシアは余り悪い点をつくられなくて、DからCマイナスに上げました。

Dというのは、投資不適格で、ローンなども貸さない方がいいというものです。ただ、Cマイナスしたからといって、すぐ債券発行とか、ローンをお貸しになるとはしていただきたくない。

トルコをDからCマイナスにしたときに、やはり元気のいい会社があって、トルコの円建て債の発行をされたところがあるのです、幸いにして、金利ちょっと滞ったこともありましたが、今や金利はもっと高まったということ、三月○○億円ぐらいの円建て債の残高がある。それから、アルゼンチンも、やはり四○○○億円近く発行残高があって、主として中小金融機関が持っていま。アルゼンチンの場合は、落としてもCマイナスでとめてありまして、デフォルトということはないと思いますけれども、ちょっと気にはなっています。

ガルブレイスの本を読みますと、株価が暴落する二十一二九年恐慌時とは違う

二十一九年恐慌時とは違う
世界恐慌は避けられるか

GDP、あのころはGNPですが、一九三三年には一九二九年の三分の一になっています。やはり大変な不況で、大不況というのではなないかと思います。

だから四人に一人が失業者になった。それから

二九二九年の九月二日で、それが一九三三年七月の横倉の下落というのではある株でいうと、USスティールが二六二ドルだったのが二デルになっています。

Mが七八ドルだったのが八ドルになっています。

驚くべき数字です。
証券レビュー 第41巻第11号

第二には、預金保険機構の存在が大きいと思います。当時はアメリカにもありませんでしたから、どこかの銀行が危ないというと、みんな押しつけていて、その銀行をつぶしてしまう、破綻に追い込むということが行われていたわけです。

ただ、来年三月からのペイオフは、私は一度延ばしたからもう一度延ばすというのはよくない、と私は思います。けれども、私の友人の安倍薫雄君は、中小金融機関にとってみると大変だからもう一度延ばす必要があると言っています。

アメリカと日本での問題で違うのは、アメリカの場合には、預金保険機構というのは昔はなかったわけで、これは預金者にとっても大変であったことである。

日本はそこが全く違うわけです。皆さん、あらゆる銀行は、万円という限度を置いていたということは、全く考えられなかったわけですね。万円という限度を置いたということは、今までは考えられなかったわけです。そういうところに、○○○○万円しかおられなかったわけですね。そういったところに、○○○○万円という限度を置いていたという事態は、全く考えられなかったのです。

だから、安倍君はそこから、ペイオフは延ばさなければならないのかということになるのです。そこでアメリカと日本ではちょっと違うのです。

審査も、いっしょに延ばしたから、やはり対外的な日本への批判、あるいは、日本はどういうことになっていのかということにつながるので、私は賛成できない。
世界恐慌は避けられるか

三番目に、セイフティ・ネットです。これがやら

一方、特にアメリカですね。皆さんご承知

のでおり、違っているわけですね。たまたま

方方が、アメリカでさえも、あ

多くは一九二九年から三三年と今では全く違いま

す。年金、社会保障、その他です。

それからさらに、金融政策とか財政政策の打ち

方が、特にアメリカですね。皆さんご承知の

とおりで、違っているわけですね。たまたま

今回アメリカが財政黒字ということもあって、

ます航航空業とテロ対策で五〇〇億ドルくらい使っ

て、さらに下院に出ておりますが、九五五億ド

ル。約〇〇〇億ドルの減税案がまだ出ていると

いう状況にあるわけです。ですから、全く違うと

いうことが申し上げられると思うのです。

『ザ・グレート・クラッシュ』については、四

年くらい前に、もしお読みになる機会があったら、

はしがきの六ページだけ読むべきです。それ

きの六ページはご自身で書いておられました。

はしがきの六ページで、私が非常におもしろい

と思ったのは、やはりガルプレイスはジョークの

才能が非常にあったと思われます。一つは、要す

て、二版、三版、四版と出版されているのです。

の一つで、彼が議会で証言しているうちにもう

録しているのです。ところが、不況が進むにつれ

て、証言しているうちにもう一株が上がりましたと書いてあり、彼

た人たちから物すごいクレームが殺到しました。中に

取られたものに、もう少し書いたり、書いたりしたのです。証言してい

ことを詠っている」とか、そういいう手紙もいっ
この人は自分が書いているんでしょうね。\n
この人は自分で書いている、しょっと思いますね。\n
「ガールフレンド」は、週末、バーモントに行ってスキーをやってんだそうですね。スキーでひっくり返って骨折してしまった。それが新聞に報じられたら、またたくさんの手紙が来る。「おれの祈りが通じた」とか、「神は存在する」とか、そういったようなことを自分で書いている、まあ、ある日、ラガーディア空港の本屋で見ていた本、自分の本がベストセラーになっている、かどうか、ああいう人で非常に気になる、ということです。\n
さらにもう一つ、最後のところに、本屋に行くと自分の本が置いていた、自分の本が置いていない、生懸命探したところ、見つからない。そこで女の子がやってきて、「何の本をお探しですか」と聞くので、『ザ・グレート・クラッシュ』といったら、その店員が、「そんな本、売ってないですよ」という。
世界恐慌は避けられるか

一人のユダヤ人が、「それは頭だ。プレインだ。モーツァルトがそういっておられる」などといった。モーゼもユダヤ人です。二人目のユダヤ人が、「いや、人間の体の部分で一番大事なのはストマック（胃）である。イエス・キリストがそういっておられる」といった。二人目のユダヤ人が「いや、人間の体の部分で一番大事なのはストマック（胃）である。イエス・キリストがそういっておられる」といった。四人目のユダヤ人が、「皆さんは人間の体の部分でどこが大事かという議論をされている。カル・マルクスがそういっておられる」といった。

プロイノイド・アタック

先ほどは「九二九年から九三年の大不況との関連で、今こそいうことがあり得ないというお話」というのです。プロイノイド・アタック、荛岸戦争、湾岸戦争の時は、石油価格が高騰しているのです。しかし去年のこの時期にお高騰していたときには、「一つは、ニューヨークの株価がいくつ下落するか、もう一つは、石油価格の高騰がいくら下落するか」などと話したのが、「このまま続くのかどうか、この二つが私の関心で」というお話をした記憶があるのです。

三
イスラエル／パレスチナ紛争とテロリスト・アタックの影響
図表2 中東紛争と不況

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>日 本</th>
<th>米 国</th>
<th>先進工業国</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>4次中東紛争</td>
<td>1973</td>
<td>8.9</td>
<td>5.8</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1974</td>
<td>-1.2</td>
<td>-0.6</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1975</td>
<td>2.8</td>
<td>-1.1</td>
</tr>
<tr>
<td>イラン・イラク戦争</td>
<td>1979</td>
<td>5.2</td>
<td>3.2</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1980</td>
<td>4.2</td>
<td>-0.2</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1981</td>
<td>2.9</td>
<td>2.0</td>
</tr>
<tr>
<td>湾岸戦争</td>
<td>1990</td>
<td>5.1</td>
<td>1.2</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1991</td>
<td>3.8</td>
<td>-0.9</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1992</td>
<td>1.0</td>
<td>2.7</td>
</tr>
<tr>
<td>イスラエル／パレスチナ紛争</td>
<td>2000</td>
<td>1.5</td>
<td>4.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2001</td>
<td>-0.5</td>
<td>1.3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2002</td>
<td>0.2</td>
<td>2.2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

（注）2001年、2002年は見通し（テロリスト・アタック前）
世界恐慌は避けられるか

ですから、私は昨年のような話をして、二〇〇〇年に見える、既に石油価格が上がってい
る。一バレル当たり一〇〇ドルから、去年お話しし
た段階では、もう三〇〇ドル近くになっていると思
うのですけれども、石油価格がかなり上がってい
るということ、そしてイスラエル／パレスチナ紛
争が激しくなっているということを話したか
ためだと思うのです。しかし、まさか今回のテロリ
スト・アタックになるとは、もちろん思いませんでした。

昨日、ちょっと新聞記者たちと話していて、外
国の新聞では「テロリスト・アタック」という言
葉をみんな使っているのに、日本だけなぜ「同時
発生デロ」という言葉を使っているのかと聞いた
から、やはりNHKが最初に「同時多発デロ」とい
う言葉を使ったことにによるらしいのです。どうも

"世界恐慌は避けられるか" の記事を読む.gov.cn 網頁
これかと日本がマイナス〇・五％、米国が一・三％、先進工業国が一・三％、来年は日本が〇・四％、米国が〇・二％、先進工業国が〇・二％ということだが、一〇月のワールド・エコノミック・アウトルックでは、
こう考えたようだ。序章から、あるいはもう少し早めようか、そうかとか、あるいはもう少し早めようか、
いくつかか、あるいはもう少し早めようか、ワシントンの sagtアタックが起こる前から、ミン川のWTI
と、ジェノバのサミットで、グローバルゼーション反対というデモがひとつだった。ワシントン
で、一体やるかならないかというのは大分議論し
ていたのです。そこでお月一日のテロリスト・
アタックですから、これはもうやめたというの
で、初めてIMF・世銀総会がなくなってしまいました。

表2の（注）に書いてありますが、二〇〇一年、二〇〇二年の数字は、九月一日日前にIMF
委員会、中銀委員会、金融委員会を含む委員会という形に名前が変わっているわけです。
しかし、一〇月一八日にグリーンスパンが両会合
と金融財政政策に関する証言を行っていますが、
その冒頭に、彼は、「テロ攻撃後、経済にどうかす

証券レビュー 第41巻第11号
世界恐慌は避けられるか

影響を正確に見通すことは、現時点で不可能であると述べております。そして、「あと数週間に一時的なショック状態は和らい、経済活動をより正確に測ることが可能となるだろう」といった予想も述べております。しかし、グリーンズパンがいっているのです。ですから、グリーンズパンは、経済活動をはっきり見通せないということです。だから、経済学者が見通してはいけないのです。なにかというような気がしてあります。

ただ、いえることは、テロ以降、アメリカ経済は長期的には生産性及び経済成長に影響を及ぼすことがないと言われ、と言っております。それでも、明らかにかかる言いをいっておかないとけないのです。我々、まして経済学者が説明してはいけないのです。

だから、あの人いったもわからないような言い方をするのでは有名です。私が話すったときもそうでした。たしか金利はまだ下げるのかというようにながお話しした時かと思うのですが、金利を下げる要因を一つ話してくれ、次に、下げなくてもいい要因を一つ説明してくれといったら、かわらないのです。だから、わからないわけです。だから、わからないわけですよ。必ずわからないようにし、べき方をするならですね。
証券レビュー 第41巻第11号

自身でよくいわれていたからいいのですが、「言
語明瞭、意味不明」です（笑）。グリーンスパン
も、言語明瞭で真意不明なんです。ある人と比べ
て違うのは、竹下さんは正気のときに言語明瞭、
意味不明です。つまり、お酒を飲まないときです
けれども、グリーンスパンは、お酒を飲んだらめ
ちゃちになってしまうのではないかと思うの
です。意味がはっきりしないのではいかがかと
思うのです。そういったときにぶつかったことは
ありません。

それから、またここでジョークを思い出して申
しわけないのですが、竹下さんに私が幾つも
ジョークを教えたので、彼が「一番喜ん
で使っていたのは「王けの四段階」というもので
お話ししたことはないでしょう。外国の銀
行協会長に英語で聞いたものです。「フォーゲッ
ト」という言葉で、あとは簡単な言葉をつけ加え
ればいいのです。

第一段階は、人の名前を忘れ、友達の名前を
忘れる。第二段階は、人の顔を忘れ、「あなた
だれ？」「だれだったか？」というのならまだい
けけれども、すれ違ってもあいさつしない。人
の顔を忘れ、第三段階は、女性の方には申しわ
けないのですけれども、ジッパーを上げるのを忘
れる。一番ひどい第四段階は、ジッパーをおろす
のを忘れる（笑）。第三段階のときは、「ジッパ
ダウン」でいいのですね。第四段階は、「ジッパ
ダウン」という言葉が通じますけれども、「アンジ
ップ」という言葉が通じます。そうでないとき
にあれば、必ずみんな笑ってくれます。

でも、このジョークは外国のある銀行協会長さ
に随分昔に聞いたのですが、竹下さんに教えた
—— 14 ——
世界恐慌は避けられるか

四
アメリカの株価と個人消費

とが、私の教えられたその銀行協会長について

聞かれた。「大奥さん、これから、一度使っ

と。したけれども、テロが起きるまでのこのまで

のアメリカ経済に対する私の警戒は、株価がこれ

だけ上がっているのに、何故個人消費が下がらな

不いのかということだったわけです。株価はもう既

に下がっていたわけです。これはたしか去年の一

月にお話ししたときに

が、二〇〇一年のアメリカ経済の成長率は、IMF

の想定した数字から一・九％低下する。約二％

のマイナスです。そのときのIMFの見通しは三

・二％だったのですから、三・二％から一・九％

を引くと、一・三％という数字になってしまう

です。それから二〇〇二年は、今の前提で計算す

にハードランディング・シナリオということ

で、ニューヨークの株価が一〇％下がったとき

きは、IMFの試算の根拠では、必ずドルも弱く

なるということに読んでいたわけです。当時の為

替相場の状況から考えたのですでしょうけれど、

アメリカ経済に対する私の警戒は、従来

に伝えておいてくれ」といわれ、伝えた覚

えがあります。
証券レビュー  第41巻第11号

と、アメリカ経済の成長率を1%下げるだろうという判断だったのです。

日本とヨーロッパについては、ほぼ同様です。

こう考えると、日本の成長率が大さっぱに、大体1%くらい、IMFの想定した見通しより低下するという試算をしていました。ヨーロッパについてはどうでしょうか。

日本については1〜2年は0〜2%成長率を下げる。

私が今考えているのは、もしこのIMFの数字を使うとしても、株価が下落して、その影響がもう出てくるわけですが、そこに今度テロリスト・アタックが起こりましたので、どちらの要因で幾ら成長率が下がるだろうかというのは、なかなか試算が難しいのです。

図表2に書いてある数字から、5%くらいは下がっててもいいのではないかと思います。

企業の設備投資が減るというお話は、1つでした。これはそのとおりに進んできました。ところが、もう1つ、1年前にお話ししたのは、逆資産効果として個人消費が減るというお話でした。これがそのとおりに進んできたのが、いつまでたっても個人消費が減らないのです。だから、アメリカから来る人、来る人に、何故这样一个結論が出たかといえば、個人消費が落ちないのかと聞いたわけです。

それを考えると、減たと仮に減ったとしても、減たの結論が出たわけではありません。それが何故だか、どこまでもためらうのです。

そこで、アメリカから来る人、来る人に、何故这样一个結論が出たかと聞くと、減たの結論が出たわけではありません。それが何故だか、どこまでもためらうのです。

まず、個人消費が落ちないのかと聞いたわけです。そうして、要するに、減たと仮に減ったとしても、減たの結論が出たわけではありません。それが何故だか、どこまでもためらうのです。
世界恐慌は避けられるか

世界恐慌は避けられるか

ウォルマートでは換金に応ずるかどうかでし
tて、10%くらいは使ってくるけれど、残り
はキャッシュにして持ち帰るお客様が多いとい
うデータがあるらしいです。

また、意外に不動産の値段が下がってないとい
うのです。自分の家の値段が下がってない、だか
ら、株価が下がっても、個人消費を落とさせるの
でないだろうということをいう人もいたので
ます。そうかと思っていたのですけれども、やは
り八月から個人消費は落ちております。

また、疑問なのは、ミシガン大学の消費者信頼
度指数で、80%ちょっと上回っているので
す。これも説明できないのです。なぜだろうと考
えているのです。たとえ答える個人個人に愛国心で
もいるものがあるのか、テロに負けてはいけない
というアメリカ政府の宣伝もあるわけです。そう
いうことから、それは個人消費を落とさないよ
うにする」とか、「アメリカの将来に信頼を置い
tている」か、やはりそういう答え方をする人が
多いので、消費者信頼度指数が、私が考えている
ようには大きく下がってこないということかなと
思ったりしております。

しかし、その個人消費も落ち出しました。そし
て、貯蓄率は、八月の数字までしかないのです
gが、多分九月、一〇月と上がっていると思いま
します。ですから、ISバランスで考察すると、I（投
資）は一定としても、S（貯蓄）がふえていくわ
けです。ご承知のように、アメリカの場合には、
S = I = 経常収支の赤字です。ですから、Sがふ
く月を見出して、金利が下がっているにもかか
わず、ファイナンスに問題があるという話を聞
かれます。
きませんから、そのうることではないか。

二年前のアメリカの経常収支の赤字は四〇〇億ドルアットで、そのほど

の時点ですぐに、経常収支の赤字が減っていない

るのではないか、三〇〇億ドルの方が向かって

いるのではないかという気がします。

そうすると、ファイナンスの所要額が減るわけ

が合っていることだけでも考えただけで

すねども、そのように説明できるのかなという

気がしています。

ところで、株価ですが、図表3に、(NYダウ)

によると、日経平均との比較というのがあります。

二年前にこの表をつくったのが現大統領補佐官

のリンゼイです。二つの数字が割合を重なっている

時期に彼がこれをつくったのです。

点線は日経2万5千で、これは下の(1929)の

年月月であるわりに、左端が一九八〇年、

右端が一九九三年です。点線のピークは一九九

年の二月です。思い出すのでも嫌かもしれない

けれども、三万九〇〇円まで行ったときです。

ログ処理をしているものですから、左側の四角い

囲みをこらわれたくというのです。ログ四万

円が四・六です。四・五が三万円、四・三が二万

円になります。これが日経2万5千の一九八〇年か

ら九二年の動きです。

この表にリンゼイが、たまたま一年前の春に

やったととき、一〇年たたらニューヨークの

ダウを書いてみたら、一致してしまった。ですか
ニューヨークのダウは、左端が一九〇○年で、右の端は、まだ来ないのですけれども二〇〇〇年を過ぎたもののは最近ということになります。この表を見ますと、分かれてきたのは、二〇〇二年になります。この表を見ますと、分かれてきたのは最近ということになります。これからもログ処理してありますから、ログ一定のドルが四〇・〇、ログ五〇〇〇ドルが三・〇九です。デリリスト・アタック後、八〇〇〇ドル近くまで下げましたのが、三・〇九まで行くと、七五〇〇ドルで下がるという、そういった大変かなと思っています。これがいわゆるリーゼイ曲線ですが、ある新聞社のワシントン支局長が、本社からの指令でリーゼイのところへ行ったそうですが、リーゼイ曲線について伺いたい、といわったら、「それは何だ」というわけです。

この点線のとおり落ちるなどとも全く思っていないから、そのように理解されはちょっと困るわけです。ただし、これは別にどうということはなくて、何と、株価についても、ＩＭＦもわが下ところで、株価については、ＩＭＦもわが下で落ちるというわけではないから、そう思うかい、私、そういうふうに申し上げて来まききれども、なかなか下がらないのでみんな迷っていたのです。

おとつ日の三月でしたら、デービッド・ヘイルという新進気鋭のエコノミストを呼んでいて、新進気鋭のエコノミストを呼んでいて、ニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし、聴衆の方々もニューヨークの株価が心配だったし。
世界恐慌は避けられるか

どうなるか話し合われたのです。そうした

彼は、マイクロソフトの株価を見ていくと

いうのです。マイクロソフトの時価総額がどうな

るか、バブルかどうかわからないではないか。マ

クロソフトの時価総額が、オーストラリアのG

D P（○○○億ドル強）を超えて、カナダのG D

もと思えるんじゃないか、そしてその後は、下落

するのではないかというような話をしていた。さ

に、イギリスの一兆○○○億ドルという数

字はそのときはいいませんでした。だが、去

年の秋にカナダのG D Pを超えてし

わせます。去年の秋にカナダのG D Pを超え

ました。これは大変だ、デービット・ヘイル

と、いよいよG 7を入れかえるか、カナダを落

してマイクロソフトを入れるかというような

ジョークをつくったりしていたんです（笑）。

現在はどうかというと、また落ち込んで、オー

ストラリアに近づいています。先週末で、時価総

額が三兆○○○億ドルぐらいです。皆さんおなじみ

の国としてはスイスが大体三兆○○○億ドルぐらい

で、マイクロソフト一社の時価総額がスイスと

オーストラリアのG D P等しい、こういうこ

とがいるかと思います。

五 イT不況の意味

アメリカ経済に戻りますが、アメリカ経済がテ

ロリスト・アタックの前にも既に不況になりつつ

あったということ、その一番大きな理由はI Tだ

といわれております。私はI Tについては、I T

関連の製造業とI T関連のサービス産業に分けて
考察した方がいいのではないかということで、特と

考察した方がいいのではないかということです。

日本の労働生産性の上昇は、私が非常に大きいのではない

かと思われます。ところが、日本についてはそういう考察を加える方が多い

に、アメリカの気まずい気味に思っています。いずれに

しても、アメリカの不況はＩＴ不況だといわれて

おり、これはかなり大きな問題です。

ことの一部に、ＩＴについてちょっと気にな

って、自分が政権を取っていた最近の五年間、つま

り、一九九五年から二〇〇〇年までの間の、労働

生産性的上昇率は年平均一・六％だというおり

しました。これはかなり大きな数字です。それが、

ニューニコロミー論の根拠だと思うのです。今

技術革新ということが考えられ、ずれでガタッときたからで

なかった、生産現場あるいは企業経営にＩＴが導入

されています。これが○・四％ある。これはＩＴ

は書っていないのです。多分ＩＴによるものだろうし私は思

いますので、これも加えると○・プラス○・四

です。これとくると、ずれにしても、ＩＴセク

クターにおける技術革新は思ったほど大きくはない

のです。
世界恐慌は避けられるか

ただ、ITが今後も、特に日本では、企業経営とが生産現場にITのソフトを導入するのは、アメリカに比べてこのところ逆にちょっとおくれてしまったようだから、依然として大事な問題ですけれども、ITで美白を説明しようというのは無理なという気がするのです。もう一つ、ことしの夏前に私がショッキングだったのは、こういう話をするとき、後で、もう少しこれになると、問題は一〇年後ですけれども、すっかり変わったのです。要するに、質問は一つで回答者は三〇〇人だということでした。

一つは、現在大事な重点科学技術分野は何か、
証券レビュー 第4巻第11号

ことで、どちらかというと円高ドル安に持っていったということがなす。その先もジョークだと思うが、財務長官コニールはビッグサウンドの出身です。テキサスとニューヨークの間だから、非常にフレキシブルだというわけでもなくなります。それに、あの方はアルコのCEOもされていまから、製造業の方にも足を踏み込んでおられるというので、どうも財務長官のチームの方が緊密でうまくやっているというのです。これは私も、確かにそうかという気がします。四六歳のライス補佐官、これは飛び Released University。
世界恐慌は避けられるか

本来は、経済チームの方がまとまっているはずなんですね。というのも、今の大統領グリーンスパン、オニール、これはもう二度にわかった人何年前のフォード政権下でお互いに知り合った人なんだそうです。私は、フォードという大統領は業績はわからないのです。が、そのときに若手の人人がいて、それが今の政権で大統領、連邦準備制度理事会議長、それから財務長官となってい
るのです。

当時シュルツが予算局の次長が何かだったんで、余計なことなんですねけれども、政治チームの方が非常にしっかりしているのに対して、経済チームの方が時々、どっちを向いているのかなという感じを受けていますけれども、そういう問題があります。

何年後の友人だというのです。この三人は意見が非常によくわかっていると思うのです。

七 日本経済はどうなるか

世界恐慌に陥るか、日本経済はどうなるかという話だけで一日間、一時間かかってしまうのです。
リカは、去年は5%という成長率だった。これを
IMFが修正して四・一%にしています。ヨー
ロッパは三%を超える成長率ですし、アジアもみ
んなよかった。中国は7%、隣の韓国は9%、イ
ンドも5%と、みんなよかったんです。この影響
連の製造業も一T関連のサービス産業も日本の成
長を高める方向に寄与しているわけですね。三番目の
要因は、マクロ経済政策です。昨年はゼロ金利政策
セッション、不況に入りつつあるわけですが、ヨー
ロッパは、ことし・五%くらいで、いい方で
いたように、ことしのアメリカの成長率は、こ
の四半期からマイナス成長だと思いますから、リ
セッション、不況に入りつつあるわけです。ヨー
ロッパは、ことし・五%くらいで、いい方で
いたように、ことしのアメリカの成長率は、こ
の四半期からマイナス成長だと思いますから、リ
セッション、不況に入りつつあるわけです。ヨー
ロッパは、ことし・五%くらいで、いい方で
いたように、ことしのアメリカの成長率は、こ
の四半期からマイナス成長だと思いますから、リ
世界恐慌は避けられるか

それはいるのか、あるいは、あの質のよい安い労働力ということがあるものですから、直接投資がかなりの規模で続きます。

いろいろ計算してみますと、中国への直接投資の流入は、としけし私どもは大体三九〇億ドル近くというふうに見込んでいますが、これがだんだんふえていって、二〇〇五年には四五〇億ドルぐらいになるだろう。株式投資も、こともあたりかも大体一五〇億ドルくらいはネットで見込んでいようということなので、いんじないだろうか。ということなので、入ってくる金が非常に多い。

経常収支も、ことしこ来年ぐらいはプラスになる。その後は経常収支はマイナスになってしまう、マイナス幅もだんだん多くなりますと、直接投資の流入が二〇〇五年でも四七〇億ドルあるとすると、やはりおつもりが来るんです。二〇〇五年の経常収支の赤字は、私々の三〇〇億ドルと見込んで、

常収支の赤字は、私々の三〇〇億ドルと見込んで、

常収支の赤字は、私々の三〇〇億ドルと見込んで、

常収支の赤字は、私々の三〇〇億ドルと見込んで、

常収支の赤字は、私々の三〇〇億ドルと見込んで、
証券レビュー 第41巻第11号

いまし。経済の発展に経常収支の黒字が徐々に縮小し、これを拡大するため、物価は低下し、為替レートも安定しているし、こうもこうも問題があるというふうにはいえません。

今債の経常収支は三兆円、一年の黒字になる。二兆円が年間の民間銀行から借りた金を年に二円が返済をできるという状況です。今経常収支の黒字を前提にすれば、そう難しいことではない。そういうことで、ロシアのレーティングを今までのDからCマイナスに上げたわけではない。ロシアは、五～四％、三％というぐらいに、どうも成長がいった。ここが去年お話ししたことが、おとどお話ししたことに一番違っているです。私は、たしかにロシアは悪いといってたんじゃないかと思います。
世界恐慌は避けられるか

統計が示しました。この数字は非常に気になっているものです。日本の輸出数値が落ち込んでいるのです。これはアメリカの個人消費が落ちる方向にある。要するに、成長率の低下を物語っているのです。EU向けもそうです。アジア向けもだんだん

EUAが2%以上減っているのです。アジア向けもそうです。EUも4%落ちて

EUAは、電気機器メーカー及びその伴生

業務を中心に、ASEAN諸国と中国に工場を

展開し、現在も、国内でつくるべきものが沢

山あるわけではない。各企業が利益を極大にするために Aus
図表4 日本の輸出（数量）

<table>
<thead>
<tr>
<th>年度</th>
<th>米国</th>
<th>EU</th>
<th>アジア</th>
<th>世界</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1998年</td>
<td>5.4</td>
<td>13.4</td>
<td>-15.3</td>
<td>-1.3</td>
</tr>
<tr>
<td>1999</td>
<td>4.3</td>
<td>-1.4</td>
<td>9.7</td>
<td>2.1</td>
</tr>
<tr>
<td>2000</td>
<td>3.0</td>
<td>3.9</td>
<td>17.1</td>
<td>9.4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>月</th>
<th>米国</th>
<th>EU</th>
<th>アジア</th>
<th>世界</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1月</td>
<td>-12</td>
<td>-7</td>
<td>-1</td>
<td>-5</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>-11</td>
<td>-10</td>
<td>-1</td>
<td>-6</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>-11</td>
<td>-7</td>
<td>-2</td>
<td>-3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>-18</td>
<td>-14</td>
<td>-8</td>
<td>-9</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>-17</td>
<td>-14</td>
<td>-7</td>
<td>-10</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>-18</td>
<td>-19</td>
<td>-13</td>
<td>-14</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>-15</td>
<td>-21</td>
<td>-14</td>
<td>-12</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>-12</td>
<td>-21</td>
<td>-15</td>
<td>-13</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>-18</td>
<td>-22</td>
<td>-15</td>
<td>-14</td>
</tr>
</tbody>
</table>

（資料）財務省 貿易統計

日本の輸入（数量）

<table>
<thead>
<tr>
<th>年度</th>
<th>米国</th>
<th>EU</th>
<th>アジア</th>
<th>世界</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1998年</td>
<td>-10</td>
<td>-10</td>
<td>-4</td>
<td>-5.3</td>
</tr>
<tr>
<td>1999</td>
<td>-0.5</td>
<td>-3.3</td>
<td>16</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>2000</td>
<td>-0.2</td>
<td>5.6</td>
<td>20</td>
<td>11</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>月</th>
<th>米国</th>
<th>EU</th>
<th>アジア</th>
<th>世界</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1月</td>
<td>-1</td>
<td>22</td>
<td>15</td>
<td>12</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>-5</td>
<td>15</td>
<td>4</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>-3</td>
<td>8</td>
<td>6</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>-9</td>
<td>5</td>
<td>5</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>-8</td>
<td>11</td>
<td>5</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>-16</td>
<td>-6</td>
<td>-4</td>
<td>-6</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>-18</td>
<td>7</td>
<td>2</td>
<td>0.2</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>-18</td>
<td>4</td>
<td>-3</td>
<td>-6</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>-20</td>
<td>-4</td>
<td>-9</td>
<td>-10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

（資料）財務省 貿易統計
世界恐慌は避けられるか

EANに工場をつくり、中国に工場をつくる

という本を書きましたが、そのときに、今のような直

接投資の進展がなかったからということです。そ

れは日本の構造問題です。

九五年に『二つの空洞化を超えて』という本を

書きましたけれども、そのときに、今のような直

接投資の進展がなかったから、と指摘しました。

しかし、各企業が一社一社の利益を極大に

するために選択したのであり、また、アメリカの

ように安い労働力を国内に持ってくるという考え

方が日本にはないわけですから、出てくるしか

ないのです。そんなことをいろいろ考えさせるの

がこの表です。

昨年は日本経済が主題ではありませんからあ

まり触れませんでしたが、私自身の生活を見ていても、

土曜、日曜は、よく庭で植木屋をやっておりま

すが、頭の先から靴下まで全部ユニクロなんだ

そうだれと、生活必需品は非常に上がり

なります。洗っても色落ちません。すると、

ネクタイなんかが高いのが買えるわけです。きょう

の私のネクタイはドミックです。生活必需品で節

約して高いのが買えるわけです。

これが今、我々の個人消費の二極化ではないか

でしょう。女性の方はもっとそれがあきらかになっている

のではないか。自分自身を見て、生活必需品とか

ネクタイに向かう、それが二極化であり、選択的

消費ということでしょう。ですから、みんな一人

一人が生活必需的なところはいいものを安く使っ

て、余裕ができたところで選択的消費にまわす、

こんなふうに理解しております。
きょうのテーマは世界不況が起きたらということなので、そちらに重点を置いてお話ししました。しかし、こういったことを話すのを忘れてるんじゃないですか？

質問：グローバル化の後退とかが停止についてはどう思っていますか？

反答：グローバルは、好むと好まざるにかかわらず進んでいくものではないでしょう。日本とみてもとめられるものではないと思います。日本の独自の歩みは必要だ。EUを満喫えという議論もあるかもしれませんが、もう少し考えて。

私の考えは、金融あるいは会計といったところからグローバリゼーションが進んでいくのかと、それらの関係を理解することをいましていこうと思う。
世界恐慌は避けられるか

確かに、おっしゃるように、ジェノバ・サミットのときにグローバリゼーション反対の非常に大いなデモがあり、また今回ワシントンでIMF・世銀総会が開かなかったのも、それが想定されたからではありませんが、私は変えられないじゃないかと思うのです。つまり、経済には国境はなくなりつつあるので、立っているのですから、これは仕方がない。グローバル化していく国際経済と国際の上に頑張って、政府をどうしなだのいいのか。それが国際協調、政策協調なのでしょうか。それにしては政策協調は弱いんです。そんな感じで見ております。お答えになりましたかどうか。

それから、きょうは金融政策の話をしていましょう。もっと彼は私が、なぜ日本の企業は最近政府に頼るのですね。特に政府に頼るのはフランスだと彼はいったんです。いつの間にか、日本は苦しくなると政府に頼んでいる。もう少し頑張ってほしい、ドイツは絶対に頼るのですね。フランスだと彼はいったんです。だからドイツなのかしれない。だからいいところが悪いところが両方あるかもしれない。
証券レビュー 第41巻第11号

本稿は、平成十三年十月二十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

大場 智満 氏

略歴

1953年3月 東京大学法学部法律学科卒業
1953年4月 大蔵省入省
1977年7月 大臣官房審議官（大臣官房担当）
1978年6月 大臣官房審議官（国際金融局担当）
1979年7月 国際金融局次長
1982年6月 国際金融局長
1983年6月 財務官
1986年6月 大蔵省顧問
1986年12月 国際金融情報センター 理事長
2001年1月 同理事長を退任、現在 理事

著書

『二つの空洞化を超えて』（日本放送出版協会、1995）
『NEW ヨーロッパを読む 75のキーワード』（有斐閣、1995）
『世界の金融・資本市場』（金融財政事情研究会、1995）

ほか