

演

最近の国際金融情勢と日米関係

講

内 海 孚

小山理事長 ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、慶應義塾大学教授の内海孚さんです。

内海さんには、昨年もこの講演会で講師をお願いしておりますし、ご存じの方が多いと思いますが、恒例でございますから、初めにご経歴を簡単にご紹介します。

内海さんは、昭和三三年に東京大学法学部を卒業して大蔵省に入省され、フランス留学、ベルギー大使館勤務等の後、二階堂、竹下、井出と三代の内閣官房長官の秘書官をお務めになっておられます。その後、主税局総務課長、東海財務局長等を歴任され、昭和五八年から三年間、在米日本国大使館特命全権公使として

活躍されました。帰国後、国際金融局長を経て、平成元年に財務官に就任され、G7（七カ国蔵相・中央銀行総裁会議）の有力メンバーとして、主要国の通貨の安定や財政金融政策の調整等に手腕を発揮されました。平成三年に退官され、平成四年から慶應義塾大学商学部教授として内外で活躍を続けておられます。

最近、日米の貿易摩擦の成り行きが大変懸念される状態になっておりますが、本日は豊富な経験と識見をお持ちの内海教授に「最近の国際金融情勢と日米関係」というテーマでお話をさせていただくこととしました。ご清聴をお願いします。

それでは、内海さん、よろしくお願いいたします。（拍手）

一、ハリファクス・サミットと 政策協調の難しさ

ただいまご紹介いただきました内海でございます。

国際金融情勢といえば、ハリファクス・サミットが終わったところですので、これについての私のコメントから始めさせていただきますと思います。

二年前のサミットで、実はこういう合意があったはず。「レス・ペーパーズ」、もっとペーパーの数は少なくする、そして「レス・スタッフス」、ついてくる人の数も少なくする、そして「モア・ディスカッションズ」、もっと討議の時間に充てるということだったはずなのですが、今度のコミニケもバックグラウンド・ペーパーもかな

り長いもので、余りあのとときの合意は生きていないなという感じがします。今のような時期、サミットが政策協調といってもなかなか難しいことはいうまでもないわけです。

私のある友人がこういう例えを言っております。サミットというのは、いわば洋上に浮かんでいる七つの大きな船があって、首脳というのはその船長さんで、それがブリッジの上に立って、天候のぐあいや潮のぐあい等を見て、七つの船ができるだけへさを合わせて、「あちらの方向に行こうじゃないか」ということを話し合う場所なのだけれども、各国とも国内の政治がゴタゴタしているものですから、日本だけではなく、アメリカもフランスもドイツも英国も、いうまでもなくイタリー、カナダも、みんな国内政治が難しくなっていていまして、いってみれば、エンジン・トラブルみたいなのが各船で起こっていて、船長は一番高

いブリッジにいられないで、トコトコ自分で階段を下りて、エンジンルームの点検をしなければならぬような状態だ、だから、政策協調はなかなか難しいんだというおもしろい比喩をしていたアメリカ人の友人がいますが、そういう状況の中ですから、余り大きな期待はできないわけです。

まず、世界経済の展望という点、政策協調に關しましては、実体経済から見るとちょっとどうかと思うのは、依然として引き続き強い成長が継続できるというバックグラウンドがあるのだということ強調していることです。

首脳が集まって、「なかなか難しい」ということは言いえないわけで、私もシェルバーとして二回ほどコミュニケーションに参画しましたが、明るいピクチャーを出す以外にないねということになってしまふわけですから、それはそうなのですから、今世界景気がまた再び微妙な段階に入ってい

るということは疑いを入れないわけです。

アメリカについても、ご存じのように、五月の失業率がふえ、設備の稼働率はまだ高水準ではありますけれども四カ月引き続き下落、耐久財販売の年率の伸びも落ち、個人消費についても、車の販売を初めとして陰りが出ている状況です。為替の問題はまた後で触れますが、今になって思うと、三月の末から四月にかけて、ブendes・バンクが金利を下げ、日本銀行もいろいろありました。結局下げ、そして、フェデラル・リザーブがドル防衛のために金利を上げないのはアメリカのドル防衛の姿勢が弱いからだ、マーケットは専らそういう受け取り方をしていたわけですけれども、今になってみれば、グリーンズパンが正しかったわけで、こういう経済状況のもとでアメリカが金利を上げられると思う方が無理だったわけです。その意味で、アメリカでは、フェデラル・

リザーブが急激に金利を引き下げるとはならないかという見方が浮上しているわけです。

ウェイン・エンジェルという一年ぐらいまでフェデラル・リザーブの理事をしていた人が、アメリカの景気が急転回して急速度に下降しており、それを受けてフェデラル・リザーブは近く金利を下げるというたり、あるいは、副議長のアラソン・ブラインダーが金利を下げるようなニュアンスの発言をしたりしているということで、そういう感じがかなりにおってきているわけです。

ただ、私は、グリーンズパン議長はその辺をよく見ていて、恐らく彼の頭の中には、それがドルに与える影響ということもあるでしょうし、また同時にアメリカの議会の中で共和党がイニシアティブをとっていた財政赤字の削減、これに対して、クリントン大統領の方はどちらかというと「お手並み拝見」という感じていたのがようやく

重い腰を上げはじめ、共和党の方は七年間で財政赤字をゼロにするという計画に対して、クリントンの方はそれよりも延ばして、一〇年間でゼロにするという計画ですが、大統領独自の削減計画をいい始めたということから見て、恐らくグリーンズパンとしては、そういう方にプレッシャーをできるだけかけたいということで、直ちには動かないで見ていたのではないかと、少なくとも公定歩合に関しては、私はそういうふうに見ております。

ただ、FFレートは六%が本当に景気に対して中立的かどうかは、やや意見の分かれるところで、もし動くとなると、FFレートの引き下げが先行するという見方ではないかと私は見ておりますが、いずれにしても、米国も景気が微妙な段階に入ってきており、特にことしの第二・四半期に関しては、場合によってはマイナスに近い数字になるかもしれません。

ただ、第3、第4・四半期、つまり年後半には若干持ち直して、フェデラル・リザーブがインフレを起こさないで可能な成長率として見ている潜在成長率、大体二・五%と見ているわけですが、その辺のところに軟着陸していくことが可能なシナリオではないかと思えますけれども、いずれにしても、アメリカの景気はそういう状況にある。

ドイツにつきましても、このところ経済が急速に失速している感じがあって、それが三月末におけるブンドス・バンクの利下げになったわけです。ただ、これからどういうふうに動くかということに関していうと、私はやはりブンドス・バンクは、自分の国もさることながら、これだけ経済的に相互依存が強くなり、また今後のユーロピアン・ユニオンについて一緒に手を携えている独仏英の相手であるフランスの新政権下における財政政策をかなり慎重に見きわめようとしているの

ではないか。

フランスは金利を下げたいわけですが、ブンドス・バンクが下げないことには、先行するのがそう容易でない。したがって、フランスとしては、ブンドス・バンクに金利を下げてもらいたい。そうすると、ブンドス・バンクとしては、自分のところの行動いかんによって、フランスの新政権を財政赤字削減の方に向けることができるプレッシャーとして使えるを見て、利下げも直ちにはしない。夏休み前ぐらいには国内状況等も見きわめてやらざるを得なくなるかもしれませんが、当面はM³にもそれほど問題はなし、インフレにも問題はなし。また、失速といっても、経済が沈没するほど悪くはないということで、フランスを見ながらの推移になるのではないかと思います。これもどちらかというと、下向きの方を向いている。

そして日本も、円高の是正が進まない中で、株式市場がご存じのような状況ですから、私はむしろ株式市場の問題が経済成長のメンタリティーに非常に影響していると思うわけです。

この間八七円ぐらいまで円が戻ったときに、株式市場の方は実はそれほど動かなかったということで、あるアメリカ系のインベストメント・バンクのリポートでは、日本経済のメルトダウン・シナリオが円安にあらわれたのだという論評があったことをご存じの方がおられるかもしれませんが、そういうことを考えると、円安に動いて、なおかつ株式市場がこんな状況が続いたら、一体どういうことになるのか。

つまり、日本の経済は、株もダメ、円も弱くなるといえるのが一緒にきて、円が弱くなっても株式市場が直らないということでは、まるで日本沈没のような感じになってしまっているのではないか。その

意味では、私は今の円高がいいといっているわけではないのですけれども、むしろ株式市場の状態が変わらないまま円安にいくことの心配もあるわけでありまして、その意味で、今の政策の最重点は、もはや円高是正というよりも、株式市場の活性化に尽きるのではないかと思うわけであります。

それは、この状況が結局マクロ経済の状況にも影響してきているのが現実でして、例えば、四月の機械の新規受注は、対前年で二〇%ぐらい伸びているわけですから、実体経済の方よりもメンタリーにそれが影響して、いつまでたっても活性化しないという状態が何とかならなければ、どうもうまくいかないのではないかという感じがするわけです。

その場合に、よくデフレーションが原因だといわれますが、やはりここでアセット・デフレー

ションとデフレーションを分ける必要があるのではないか。実は、バブルの終わりのころ、日本銀行が急激に金利の引き上げをやっていたころ、私はこういう主張をしていました。日銀はインフレ

というけれども、今卸売物価指数も小売物価指数も極めて安定している、日銀のいうのは、株価と土地のアセット・インフレーションでしょう、アセット・インフレーションとインフレーションとを混同してマクロ経済政策をやることは、僕はどうかと思う、それは非常にミスリーディングではないかということがあったことがあるのです。私がいいたかったことは、アセット・インフレーションについては、例えば、土地に関する融資の直接的な規制、そのころはまだそれをやっていなかったわけですが、いわばそういうミクロ政策として、あるいはレギュレーターの仕事としてやるべきで、マクロ経済政策だけで対応するのはむしろ

る弊害が起きるのではないかということをいつていたわけです。

今度はアセット・デフレーションとデフレーションが一緒になっているのです。株式、土地の問題と一般の物価の問題、これは両方とも企業家心理にマイナスの影響を与えていることは確かだと思いますが、ただ、一般のデフレーションの方は、もちろん円高によって輸入物価が安くなっていることもありすが、よくいわれる「価格破壊」ということに象徴的に出てくるように、やはり流通の段階、そしてそれがまた生産段階にもいろいろな形で影響してきている問題です。

経営者は、当然名目の売上高で業績を判断しますから、実際は、例えばデパートなんかでも、聞いてみると、名目では売上げが落ちていても、実質つまり売上げの量、リアルタームでは売上げはふえているところが多いのです。だけどそれは余

り頭には置かない。

しかし、考えてみると、内外価格差とか、日本市場は閉鎖的だとか、あるいはS・I・I（日米構造協議）で我々がアメリカから指摘を受けていたのは、日本の流通段階や何かが非常に不合理で、それが結果的には、日本経済の消費者には不利な、そして生産者優先の社会をつくっているとか、これはアメリカだけではなく、日本のメディアもみんなそういうことをいっていたわけです。

ですから、いわゆる「価格破壊」、この言葉は僕は余り好きではないのですけれども、そういう形で流通の方の合理化、近代化が進み、そして消費者の声が生産段階にも影響を与え出すということは、長い目で見ると構造改革でありまして、これは日本経済にプラスになる材料であることは間違いない。これが経営者に対してマイナスの影響を与えたとしても、それ自体は、長い目で見るとプ

ラスだということは考えなければいけないだろう。

ただ逆に、今度はアセット・デフレーションの方は、先ほど株式市場と為替市場のことを申し上げましたけれども、これだけ心理的に悪影響を与えとなると、ここで何か思い切った措置がとられることが、私はどうしても必要だろうと思っているわけです。

いずれにしても、そういう背景のもとで心配されているのが、日本が二番底ではなく、また三番底にならないかということです。そういう雰囲気の中で、サミットにおいては、どちらかというと暗い方のことはいわれないで、明るい方のことをいって、そういう岐路にあるアメリカ、ドイツ、日本、その他の経済を見ながら、政策方向を何となくにじませようという苦勞をしたというのは、文章ではわかるわけですが、今の状態では、政策

協調はそんなにすんなりとは出てこないだろうと思います。

政策協調と一言でいっても、私はG7の政策協調については、こういう見方をしているのです。

よく評論家の方やエコノミストは、かつてはG7の政策協調は非常にうまくいっていたけれども、今はもうそれがどこへ行ったか、なくなった。そういう白か黒かという世界で描かれがちなのですが、実は実体はそんなものではないのです。プラザのころでも、その後のルーブルのころでも、どの国でも、国内的にとるべきだと思っている政策と、国際的に要請されている政策との方向が違う場合に、国内政策を犠牲にして対外的な協力を優先するということは、今までもやったことはありません。ですから、その意味での本当に国際協調を優先することは今までもありませんでした。

ただ、同じ措置をとる場合でも、G7や何かを

開くときに、例えば一九八五年のプラザ合意、あの当時はG5でしたが、あれが劇場（シアター）としての機能を持った初めての会議だと私は思っています。

そのシアターの観客はマーケットです。マーケットに対して、この劇場がファンクションするかどうか。初めてファンクションし、また最大のファンクションを持ったのがプラザ会議だった。そのためには、やはりシナリオライターが要るのです。当時は、ダーマン、マルフォードがシナリオライターでしたが、またそのシナリオライターに日本もヨーロッパも協力して、そのシナリオライター及び黒子集団が、実際にシアターで演じるプレイヤー、すなわち、当時でいうと、日本は竹下さん、アメリカはベイカーとか、それぞれの蔵大臣、中央銀行総裁たちですが、そういったプレイヤーとの間にうまく連携をとり、またプレイ

ヤーも必ずしも黒子やシナリオライターのシナリオどおりにするのではなく、なかなか役者がそろっていて、上手に見せ場をつくって、マーケットに強力なシグナルを送り得たということです。

その後のいろんな場面で、こういう劇場がうまく動いたり、動かなかったりしましたけれども、今は世界のどこの国でも、そういうリーダーシップをとれるようなシナリオライターもいなければ、演技でマーケットを印象づけるようなところまでいかないところが最大の問題なので、その意味では、実質は同じなのですけれども、劇場がなかなかうまくファンクションしないのです。ドイツが金利を下げる、そしたら日本もどうせやるような時期に来ていたということは、みんなが見ていたわけですから、それなら間髪を入れずにやっただとすると、これは劇場としてファンクションしたのでしょけれども、残念ながら、ご存じのよ

うな経緯で、この劇場は全くファンクションしなくなってしまったということだろうと思うのです。

ですから、その意味で、G7のファンクションは弱くなっているように見えますけれども、では、政策協調がダメなら、せめて介入の方で平仄を合わせてもらえばいいわけですが、この点については、後で日米の問題に触れるときにまた戻りたいと思います。

したがって、今度のサミットでは、為替の問題については、G7でいっているコミニケを確認しただけですが、実際問題として、サミットのファンクションというのはその程度です。というのは、為替レートに関しては、日本とかアメリカは大蔵大臣、財務長官が自分で左右できる問題ですが、G7の中には、例えばドイツのブンデス・バンクのように、ボンは介入には全く発言権がな

く、専らブendes・バンクがフランクフルトでやるという国もあるわけですから、サミットで新しいものが出てくる可能性はないのです。ブendes・バンクを欠いて何らかの違う合意ができるわけがない。だから、この程度がせいぜいで、これはマーケットもそんなものだろうということで、特に大きな反応はなかったわけであります。

ただ、今度のサミットでの特色は、金融市場の急激な国際的な拡大、資金移動の相互連関あるいは相互依存といった問題を背景として、いわばいろんな場面で出てくるクライシスの可能性に対して、クライシス・マネジメント、つまり危機管理体制についてこれだけ声を大きくし、かつ目配りを相当程度したコミュニケーションは、首脳がやるのがいいのかどうかということは別として、少なくとも首脳レベルでそういう認識が非常にできたことは、私はポジティブに受け取っているのではない

かと思っているわけです。

メキシコの例に見られるように、一つボタンのかけ違いがあると、大きなクライシスに結びつき、また、その一つの国のクライシスが一波万波を呼ぶ危険は、今までとは格段にその可能性が大きくなっているわけであります。

メキシコ類似のケースに対応して、IMFで常時ウォッチをしていて、アーリー・ウォーニング（早めの警戒信号）を出せるような仕組みをつくる、そしてクライシスが発生したときに、IMFが緊急かつ大量の資金を動員して救済に向かうことができるような緊急融資制度について、7カ国がイニシアティブをとったことは非常に大きな成果だと思っているわけです。

実は、これに類することは、日本は一九九一年に橋本提案として出していたわけで、そのとき頭にあったのは、表に出ていませんが、インドの経

験です。インドは、湾岸地域にインド人が随分行っていたわけですが、湾岸戦争の発生とともに海外労働者の送金が途絶えた。それから、ソビエトの崩壊とともに、インドの大きな輸出相手であるソビエトへの輸出がとまり、本当にインドはリクイディティー・クライシスのような状況を呈しそうになった。

そのとき驚くべきことに、今でもそうでしたけれども、インドに対する民間銀行の最大の債権者は日本だったのです。しかし、急にそうになりましたし、日本の銀行は海外債権特別引当金も積んでいませんでしたし、そんなことになったらちょっと大変だというわけで、いろいろ動いて、日本銀行のインドへの金担保借款の準備もし、そして日本がイニシアティブをとって、世銀、IMFにも声をかけ、インドの難しい状況を未然に防いだことがあるのですが、その経験にかんがみて、緊急融

資制度の提案をした。

緊急融資制度は、健全にやっている国が一時的なりクイディティー・クライシスに見舞われたときにIMFがこれを救えるようにしようということです。そういう融資制度の資金は、今は二四億SDRが既に配分されているわけですが、当時の提案としてはSDRを倍ぐらい配分して、先進国が配分されたSDRをIMFに対して貸し付けられるようにしよう、そういうクレジット・ラインをつくる、それによってIMFが必要な資金を賄うようにしようということで、どこの国も財政難で、なかなか金がないものですから、そういう提案をしたことがあります。

SDRの配分については、なかなか合意が得られないだけでなく、配分を受けたSDRをまたIMFに貸すということは、例えばアメリカのように、国によっては別な立法措置が要るとかい

いる問題があった。

そして、今度は前からあるGAB（ジェネラル・アグリーメント・トゥー・ボロー、一般借入協定）という一〇カ国の中でやっていた制度をもっと拡大し、一七〇億SDRまで貸せるようになっていたのを倍ぐらい貸せるようにして、またその貸せる国も拡大して対応しようということになったわけで、SDRからGABによる貸出しに変わったわけですが、基本的には日本のイニシアティブがある意味では実ったわけで、私はそれはやはり歓迎していいのではないかと考えております。

また、メキシコだけでなく、先進国、開発途上国、あるいはエマージング・マーケットを含めて、規制監督当局の間の協力とか、あるいはクライシスを抑止するための防止措置などのシステムの必要性、あるいは監督当局と国際機関との協力の

という非常にきめの細かい政策提言を首脳会談でやっております、政策協調というところは、国内的ないろんな状況でできなくても、少なくともクライシス・マネジメントの体制ぐらいはG7でやることは絶対に必要ではないかというムードの中で出てきたものと受け取れば、それなりにサミットも仕事をしたのかなという感じもするわけです。

最後に、私がこのコミニュケを読んで気になるのは、貿易の項目に、「貿易と環境の分野における政策の両立」とか、「貿易と雇用」あるいは「貿易と労働基準との関係」ということが一行ずつ出てくるところであります。これは実にうまいネーミングだと思うのですが、アメリカの民主党の下院総務であるゲパルトが「Green & Blue 301」ということをいい出した。

どういふことかというところ、「Green」は環境で

す。つまり、環境政策が十分でない国に対しては輸入制限をしてもしかるべきだという考え方です。それから、「Brue」は「ブルーカー」から来ているので、労働基準とか労働者の人権とかがちゃんと遵守されていないようなところには貿易制限をしてしかるべきだという考え方です。これは、マラケシュのウルグアイ・ラウンドの署名のための会議のときも、ゴア副大統領がかなり明白に述べている。そしてその後フランスあたりからもそれを支援するような声が出た。

私は、もちろん地球環境の保全は先進国だけではできないので、開発途上国も含めたみんなの努力が必要だと思いますし、労働者の人権、労働基準も非常に重要なことだと思いますが、ただそれを貿易という手段でやるとなると、非常に危険ではないか。それは開発途上国がいわば先進国にキャッチアップするのを妨げるような動きになる

可能性があると思います。特に日本のように、戦後ゼロから出発して欧米諸国にキャッチアップした国は、これに対してははっきりした態度をとらないと、アジアの国を含めて開発途上国の支持を失う危険が非常にあって思っています。項目として貿易と環境とか、貿易と労働基準という格好で文章が出てくると、ちょっと気になって、これはまさか本当にG7がグリーン・アンド・ブルー・プロテクションニズムになるわけではないだろうかと、その辺が若干気がかりであります。

二、エマージング・マーケット

そういうことで、今ハリファクスのコミュニケーションについての私の見方を述べまして、最近の国際金融あるいは国際経済情勢の動きについてコメントしたわけですが、同時に、さっきメキシコの例を

申し上げましたが、エマージング・マーケットが
どういう状況になっていくのかが非常に重要だと
思うのです。

大体メキシコのあいう問題が起こる前から、
私はそろそろエマージング・マーケットに行つて
いた資金の流れがことは細ってくるのではない
かという見方をしていたのです。その最大の原因
は、アメリカの中における資金の動きです。

ご存じのように、アメリカでは、低金利時代に
預金からミューチュアル・ファンドへの資金移動
が非常な勢いで起こりました。このミューチュア
ル・ファンドのビヘイビアは、銀行預金の場合よ
りもはるかに強く外向き志向であります。エマー
ジング・マーケットへ巨大な資金をどんどん投入
していったということが背後にあります。アメ
リカ側でようやく金利を引き上げていく過程にお
きまして、預金からミューチュアル・ファンドへ

の資金移動はほとんどまり、むしろミューチュ
アル・ファンドの方は伸び悩みか頭打ちに來てい
る。そういうことから見ても、外への資金の流れ
は、ある意味では、アメリカにおいて頭打ちに
なってくるだろうということを考えていたわけで
すけれども、そこにまたメキシコという象徴的な
問題が起こって、エマージング・マーケットへの
心配がまた出てきた。

さらにもう一つ象徴的なことは、これまでの中
国へのフィーパーが急速にさめてきているわで
す。中国については、国防省が昨年の夏に中国の
専門家たちを集めてセミナーをやりましたが、そ
のペーパーを入手してみると、大体鄧小平亡き後
の中国について、経過期間中は集団指導で、現状
延長でいくだろうけれども、それは恐らく一―二
年であって、それから新しいシナリオに転換して
いくだろうということです。

その経過期間以後のシナリオは、一つは、現状延長シナリオ。この可能性が三〇%程度。自由化がもっと進むというシナリオの可能性が二〇%程度。第三番目が分裂シナリオ。この分裂シナリオというのが幾つかに分かれるのですが、例えば、国家主義的な独裁者が出てくるとか、あるいは地方分権から国家が地域ごとに分かれてしまうというところまで、いろいろなサブシナリオに分かれるわけですが、そういった分裂シナリオの可能性が五〇%というスタディーが出ている。

率直に言って、クリントン政権で今一番クレディビリティのあるのは、ペリー国防長官の率いる国防省ではないかというパーセプションはあるわけで、そこでこういうスタディーが出ていることは大変象徴的なわけですけども、ご存じのように、中国については、高度成長をはやし、また経済改革が後戻りしないだろうということまで、

例えば、二年前にムーディーがレーティングを上げたり何かしたわけですけども、インフレは一向に終息しない。また、インフレを終息できるようなマクロ経済政策の手段が結局まだ中国にはないという基本的な問題があることとか、いろんな具体的なケースで、中国に投資してもうまくいかないケースがあちらこちらに出ている。

むしろ具体的に申し上げた方がいいと思います。あるヨーロッパ系の航空会社、ケータリングその他のために中国に子会社をつくって、中国の国有企業との間に合弁企業をつくった。この合弁企業というのが、航空会社にとっては全く失敗以外の何物でもなく、赤字がどんどん累積していくけれども、中国側のパートナーにはこんなうまみはないということになっている。ということ、は、人事はすべて中国側の企業がやることになっているものだから、雇入れの権限は中国側に

あって、そのために中国側のパートナーは大きな給与を取るけれども、実際に労働者の手に渡るのはわずかであって、それは全部合併会社が手に入れてしまうわけですね。こんなことでは合併を続ける意味はないということで、合併を解消しようと思ったら、解消するためにはすべての取締役の全会一致が要するというようになっていて、解消しようにも解消できない。こういうことになっているわけです。ですから、にっちもさっちもいかなくなっているという例もある。

いろんなトラブルがあった場合に、それを解決する法律もないし、また法廷もない。日本のある銀行のつくったリース子会社ですが、最初は政府保証がついていたんだけど、その後ルールが変わって、政府保証がつけられなくなったといってきた。その政府保証も、以前の、すでに政府保証という前提でやった取引までオシヤカになると

いう通報があったという例もある。こういうのは本当に例にすぎないわけですが、ソーシャリス・マーケット・エコノミー、つまり共産党一党独裁のもとでのマーケット・エコノミー、しかもそこには法律と関係のない、そのときそのときの政府の人的ないろんな方針で変わっていくことの不確定さ、そしてまた深刻な各層にまたがるコラプションですね。

あるアメリカ系の証券会社が、デリバティブ商品を中国の公司（国営企業）に売ることに成功したんだそうですが、損が出ると、それは国営企業に付け、利益が出ると、それはマネジメントの人たちのポケットに入ることになっているという。これは実際にある程度そういう人たちから聞いた話ですが、そんなことが次々あるということ、中国に対してもひところのフィーバーが急激に冷めつつある。

ですから、メキシコ、中国、それぞれ象徴的な例ですけれども、そういうことから、エマージング・マーケットへの資金の流れというのは、しばらくはクエスチョンマークがあるのかもしれない。ただ、メキシコがああいう状態になってからすぐ影響が及んだブラジル、アルゼンチンに関しては、意外としっかりと強くなっていました、例えばアルゼンチンなんかについても、直ちにIMF、世銀、それから日本の輸出入銀行も八億ドル相当のアンタイドローンで支援することを決めましたし、マーケットも立ち直ってきている。メキシコについても、ようやく当面のリクイディティーの問題は相当程度リカバーしておりますし、いわゆるテゾボノスも五〇%くらいは高い金利ということに惹かれて借りがえに成功しているようですから、当面は難局は越えたと思えますけれども、あと八月ごろにかけて国内的な社会面の

フリクシオンをどうやって泳ぐかということが一つの中心となっていくように思います。

三、為替——円高カードとジャパンカード

そういう国際環境の中で、日米関係ですけれども、まず為替の面からとらえてみたいと思います。

クリントン政権ができたときに、まず始まったのが、いわゆる円高カードみたいなものをクリントン政権が盛んに使って、日米間のバイラテラルな問題についてプレッシャーをかけようということとを始めたわけです。これは最初から戦略的にそうしたというよりも、私の見方は、最初フレッド・バーグステンというワシントンのあるシンクタンクの理事長が、クリントン政権の発足前に日

本に来て、円高にする必要があるということを閑経連かなんかで演説したのですね。そうしたら、日本のマスコミは、クリントン政権のご意見番がこういったというのではやし、マーケットがまた日本のマーケットらしく、被害者意識的に、すぐ円高に大きく振れた。その後、クリントン政権ができてから、財務長官あるいはクリントン大統領自身、あるいはその他の閣僚が折に触れて、最初是比较的気楽に円高あるいはドル安発言をいうと、これに対して日本のマーケットは非常に動き、新聞も大騒ぎし、経済界も大きく動揺するというのを見て、恐らくこれで円高カードというのは、個別の問題について日本にプレッシャーをかけるには一番有効だということを彼らは学習してしまっただろうと僕は思っておるのです。ですから、最初からのストラテジーじゃなくて、彼らは学習した結果、それを意識的に使うように

なった。

ところが、アメリカにとって、この円高カードというのはいわばもろ刃の剣なんです。それが一番はつきり出たのは、昨年二月一日に細川・クリントン会談が決裂し、その後、一七日ころになってニューヨークの市場で変化が始まったことです。クリントン・細川会談の後、当然アメリカは円高をかけるだろうということで、ニューヨークの方では、当時日本の投資家はまだ二〇〇億ドル相当くらいのドル建てのペーパーを持っていましたから、彼らが一挙に売りに出てくるだろうと予測して、日本の投資家が動く前にヨーロッパやアメリカの投資家がドル売りを始めたのですね。その結果、アメリカの国債価格が下がって、つまり長期金利が上がって、そして株も下がる。アメリカがトリプル安の様相を示し出したのが二月一七日以降です。ですから、アメリカにとって

は非常に危険な状態になってきたわけで、昨年のも二月一七日以降、アメリカの政府当局者は円高カードは使えない状態になっており、現にそれは使っていないわけです。

ところが、マーケットの方は、依然として何かあれば日米摩擦ではアメリカが円高カードを使うだろうというパーセプションがなかなか消えませんから、そこで円高はどんどん進行していく、こういうことになったわけですね。したがって、奇妙なことが起こるわけで、例えば細川内閣が辞職をする、羽田少数内閣ができる、そういう政治的ハンデになると、またドルが弱くなって円が強くなるわけですね。羽田内閣が総辞職をして、なかなか後が決まらない。そうするとまた円が強くなる。今まで通貨の歴史の中で、その国の政治の不安定がその国の通貨を強くしたという例は、僕はこれ以外に知りません。そんな妙なことが起こっ

たのはどういうことかという、日本は政治が弱くなれば、アメリカの要請に応じる力がなくなつて、そしてまたアメリカが円高カードを使うだろう、こういうふうに思っていたからですね。

それがようやくちょっと正常化した兆しがあるのは、先般アメリカが自動車問題で日本に対して制裁をするという方針を明らかにしたときに、ようやく円がちょっと弱くなった。過去クリントン政権ができてから、恐らく為替の市場がそういう反応をしたのは初めてですが、それはどういふことかという、これは当たり前なんです、アメリカが制裁をして、日本からの自動車等の輸入をしなければ、日本の輸出が減るわけです、輸出が減れば、日本の円を弱くするのは、これは経済的にいって全く当然なんです、その当然な反応をするようになったのは、そのときが初めてですね。だから、その意味ではようやく少し為替市

場が正常化したのかな、そういう感じもしないではないわけです。

いずれにしても、アメリカも円高カードは使えない。その後、為替市場を支配したのは、私にいわせるとむしろジャパンカード。ジャパンカードというのは日本が持っていたカードなんですね。

それはどうということかという、二つあって、一つは、円がちょっと弱くなってくると、日本の輸出業者はドルを売る。当時僕は為替ディーラーの人から「戻り待ちブルース」という言葉を教えてもらったのですが、原題は「港町ブルース」とかなんとかいう歌があるのですが、それを為替ディーラーの人たちは「戻り待ちブルース」といいかえて、つまり輸出企業は円がちょっと戻るのが待ってそこで売る、こういうことなんで、円が少し動いてくると、すぐそこで輸出業者のドル売りが起こる。これは起こってもいいんです。起

こつてもいいんですが、今やデリバティブス、フューチャーズ、フォワードズという世界ですから、先の先まで幾らでも売れるわけですね。ですから、ちょっと弱くなると、この際ということ、三カ月、四カ月前の将来のドル収入見込みまで売るということが起こりますから、そこで円安あるいはドル高には手かせ、足かせが始まってしまふというのが一つ。

もう一つのファクターは、機関投資家のドル売りあるいはドル買いをせず、というここに帰着してしまうわけです。ですから、本当は日本の方で、例えば輸出業者が、ちょっと戻ったときに、あわてて狼狽してこの際といってドルを売るのを少し控えようとか、あるいは日本の機関投資家がお互いに、別にこれは談合といって非難されることもないので、少しその辺は様子を見ていこうということがあれば、これは随分トーンが変わっ

たと思うのですね。

当時僕のところにいろんな電話がありました
が、例えばジョージ・ソロスという男から、私、
よく彼とは電話その他で話したり会ったりするの
ですが、彼は何かというと、「おい、カンポ、カン
ポ」というのですね。簡保の資金がドル債を巨大
に売るということはどうなんだ。みんな電話がか
かってくるのは、輸出業者はどう動くんだとか、
あるいは日本の機関投資家がどう動くんだとい
うことばかりになった時期が、もう去年の暮れくら
いからそうですね。したがって、イニシアティブ
は、カードはもう日本の手にきたわけですが、残
念ながら日本のカードの方はオーケストラでだれ
かが指揮してそちらに行こうというわけになかな
かまいりませんから、ジャパンカードの方は使
いがたいまま現在に至った、こういうことでは
ないかと思えます。

今後の為替の動きについていうと、先回も大
きな介入があったのですが、私はアメリカにドル防
衛の姿勢がないとか、あるいはアメリカはそうい
う気持ちがないということは、そうじゃないと
思っておるのです。マーケットはまずここをい
ますよね。アメリカは円やマルクとの間でドルが
弱くなっても構わない、メキシコペソとかある
いはカナダドルとの関係ではドルは強くなってい
るから、したがって貿易のウエイトを加味したドル
の対外レートでいうと、ドルはむしろ強くなってい
るので、ドルが弱くなることについては心配し
ていないんだということがマーケットやエコノミ
ストの間でいわれますが、こういうことはアメリ
カの通貨当局の人はいったことがありません。そ
れははっきりと区別をする必要があります。

二番目に、アメリカが今の状態のままでいくと
心配があるのは、今度のOPECで話が出ている

ように、イランとかアルジェリアは、石油の価格をこんなに下がっていくドルでデノミネートしていたのではかなわないから、マーケット・バスケットにしようということをいい始めた。実は数カ月前に、私は直接聞いたわけではありませんが、情報としては、アラブ首長国連邦とかクウェートが石油価格をマーケット・バスケットにしたいと考え、それをアメリカが必死になってとめたということがあります。そういう動きになってくると、アメリカは相当程度心配をせざるを得ません。

その次に、二カ月くらい前、それから一カ月くらい前にかけて円が非常に強くなったときに、アジアの通貨当局がドルを売って円に転換するという動きがその大きな要素になったということがいわれました。アジアの中央銀行というのは、先進国と違って、外貨準備でかなり積極的にデイーリ

ングをやってもうけようとしていますから、あの動きを構造的にそういうふうに変換したんだと見るのはちょっと早いとは思いますが、もし大きな動きとしてそういうことになると、まだ貯蓄が不足で資本輸入国であるアメリカにとって、これまた看過すべからざる心配のもとになります。

したがって、そういうことから見て、アメリカの方は、やはりドルのこれ以上の下落は防ぎたいし、できることであればもうちょっとドルを強くしておきたいという気持ちは、当然に私はあると思っています。ただ、それがマーケットにスタンズとして伝わらない。これはマーケットの方も悪いんで、さっき申し上げたように、ドイツ、日本が金利を下げたときに、フェデラル・リザーブは、金利を上げないのはドル防衛の姿勢が弱いからだという見方をする。しかし、このときグリー

ンスパンははっきりとG7でもいつていたそうですけれども、アメリカの経済が下降局面に入っているから、金利の引き上げなんかできない、もしアメリカ経済が下降局面に入っていないということを与える人があったら、ここで教えてもらいたいといったのですね。

僕は、そういう状態のもとでアメリカが金利を上げなかったからといって、アメリカのドル防衛の姿勢が弱いということはいえないと思う。ただ、アメリカの今の介入のやり方については、僕は一言でいって、マーケット派が通貨当局のかぎを握っているということで説明ができるんじゃないかと思うのです。マーケット派というのは、グリーンズパンもそうですし、ルビン長官もそうです。彼らの発想は、介入をやるならマーケットに効果があればいけない。端的にいうと、要するにマーケット参加者の手元がドルショートで

あるかどうか。ドル不足の状態のときに介入すれば効く、ドルをたっぷり持っているときに介入しても効かない、こういうことですね。ですから、この間の介入のタイミングというのは、まさにそういうことだったわけです。

日本の介入当局というのは、私自身もその一員だったわけですが、全くマーケット派じゃなくて、スタンス派ですね。つまり、こんなに円が高くなっていくのを放置していると見られるわけにはいかないというスタンス派ですね。アメリカの方は今はスタンス派じゃなくて、完全にマーケット派です。ですから、マーケット派のメリット、デメリットというのは、かなりドルが弱くなっているときで、こんな水準でも介入しないのかというところで、マーケットが見ると、一体アメリカはドル防衛の気持ちを本当に持っているのかというサスペションを生ぜしめるようなことがある。こ

れがマーケット派のマイナスポイント。

ところが、プラス点は、マーケット派が介入するときには、本当にマーケットの参加者の手元ドルが足りないときを見きわめてやるわけですから、そういう意味で極めて効く。さらに、マーケットに対しては、余りドルをショートにしていると、またやられるよという警告をあのとき発しているわけですから、余りドルを売り持ちにしていくわけにはいかないという牽制効果もねらっている、こういうふうに考えたらいんだろうと思っているわけです。

いずれにしても協調介入というのは、今日日本はスタンス派で、向こうはマーケット派ということをいいましたけれども、マーケット派が同調しなければ協調介入はできないわけですから、これからのアメリカの介入、協調介入というのはそういう形で起こるんだということは頭に置いた方がいい

いんだろう。また、マーケットはかなりそういう認識を持ち始めているんだろうと思います。

しかし、いってみると、アメリカはドル防衛の気持ちはあるんだけど、実際は力がかかなり落ちてきていることは事実であります。特にメキシコのために、あれだけ財務省がメキシコのためにまず、議会に四〇〇億ドルパッケージを持ち出したが、立法がうまくいかず、そしてIMFに駆け込んで、IMFとアメリカの為替安定基金とでパッケージをつくり直した。それからまたその過程において、議会への根回しあるいはIMFのほかの加盟国への根回しもうまくいかなかったということ、そういうことが傷になって、アメリカの通貨当局、特に財務省の力が相当弱くなってきて、ドル防衛の意思はあっても、力足らずという感じがあることも否めないことは確かであります。しかし、先回の介入に見られるように、有効なときに

は相当有効なことをやりますから、これは余り軽視していいというわけではもちろんないわけであります。

四、日米自動車問題

さて、今問題になっている日米自動車問題ですね。

自動車については、これはもう簡単なことなんで、要するに日本の方は民間会社が自分で決めることについて、政府が関与することはしないということを明らかにしているわけです。この点は私は通産省は譲れないと思います。

ただ、これが安保やなんかにまで広がるか広がらないかということは、僕は最初からそんな気はアメリカにはなかったと思います。また、日米自動車問題をほかの貿易問題にまで広げ、貿易戦争

として広げていく気持ちは、アメリカにも日本にもないと思います。その証拠は、アメリカがもし日本に対してプレッシャーを強める気であれば、最初に発表するリストに、高級自動車だけでなく自動車以外のセクター、例えばエレクトロニクスとか、そういったものも入れて圧力を加えた可能性があると思うのです。これをしなかったということ、もし本当にそういった違うセクターまで入れて発表されたら、日本の方もカウンター・リタリエーションというか、アメリカの輸入に対してどういう措置をとるかということをしわざるを得なくなっていくだろうと思いますけれども、これも日本側はそういうことは、ちんちんしている人もいますけれども、それは日本はやる気はありません。

ですから、そういったことをとらえても、日米自動車問題を余り過度にとらえるのは、僕は間

違っていると思います。その中で、橋本大臣も、何か新しい切り口があれば、そして政府が直接に関与しないという形で部品購入の問題なりなんなり問題が解決するのであれば、そういう新しい切り口については何とか妥協を探すべきだという気持ちを持っているでしょうし、またアメリカの方も、何らかの新しい切り口で出口を見つけないかと思っているからこそ、二三日からの次官級協議という設定をアメリカ側からしてきたんだろうと思います。

したがって、僕は、かなりの可能性において、この自動車問題というのは解決が出てくる可能性が強いと思いますが、これが仮に出てこなくても、全面貿易戦争になることは私はないと思うので、淡々とアメリカの措置についてのパネル、そしてアメリカは日本の自動車市場についての閉鎖性ということをWTOに持っていくわけですが、

日本の市場が閉鎖的だということについては、通産省は真つ正面から反論していますし、何が閉鎖的なのかということについては、アメリカ側もそうはつきりした挙証をしているわけではありません。

ですから、むしろ日本としては、アメリカがそういう形で出てきた場合には、第三者的なWTOで、日本の閉鎖性というのは何なんだということを書天白日のもとで堂々と議論に応じたいと思う。恐らくは日本側が知らないような、気がつかないような、そしてそのために裸の王様になっている問題があるのかもしれない。そういうものは直せばいいわけですから、それは避ける必要がないし、むしろ避けないで正々堂々とやる方がいいんではないかと思います。

日米関係というのはなかなか難しいし、アメリカというのも近ごろはどうしようもないという

人が多いのですが、僕は、アメリカというのは時々こんなことを考えているのかと驚くような、そういう意味では非常に大きなストラテジーを持った国で、決して侮るわけにいかないだろうと思います。例えばNAFTAの交渉がメキシコと最終段階に来たときに、NAFTAの条約の形式を、メキシコ側はクローズド・エンド型にすることを主張し、アメリカはオープン・エンド型にすることを主張したというのですね。そのとき、アメリカが次の加盟国として考えたのは、チリでもアルゼンチンでもなくて、なんとシンガポールだった。これはブッシュ政権のもとですけれども、シンガポールだったという話を聞いたときに、そういうことが可能かどうかは別として、そういう大きな構想を立てる力というのは、これはアメリカじゃなきゃできないですね。日本なんか、そういう構想というのは政策の中に絶対出て

こないし、ヨーロッパの国ですら、それはなかなかない。この話はある国際機関の総裁から聞いたのですけれども、その話をヨーロッパの何人かのリーダーの人たちに話したら、ヨーロッパの連中も、うーんとうなって、やはりアメリカはすごいなというのですね。

そういうところがありますし、今度の日米自動車問題にしても、アメリカ国内では、アメリカの方がおかしいじゃないかという声が有力新聞の中でちゃんと出てくる。何かアメリカが一方に働くときには、それに対してバランスするような声が出てくる。そういう社会はやはりある意味でまだ健全なところが残っているし、若さも残っていると思うのです。日本はアメリカじゃなくてアジアだというのはわからないではないけれども、どちらかというんじゃないくて、日本とアメリカというのはいつまでもまだまだ兄弟みたいな関係で、こ

れは好むと好まざるとにかかわらず、続けざるを得ない。その中でいろんな対立点やなんかもありながら、一緒に相互依存でやっていく以外の関係しか選択はないと思います。

その意味で、アメリカと日本との関係は、「アメリカよ、さようなら。アジアよ、こんにちは」ということではなくて、また今までのように日米関係という名のもとに日本とアメリカだけが余り距離がない形で行こうというんじゃないくて、アジアともアメリカとも適切な距離を置きながら、自分独自のストラテジーを追求していくという以外に日本の道はないんだろうと思うわけであります。

時間がまだありますので、ご質問とかご意見とかを伺わせていただきながら、あるいはまた若干補足させていただきたいと思います。どうもありがとうございました。（拍手）

質疑応答

小山理事長 一〇分足らず、予定された時間が残っておりますので、ご質問等おありでしたら、どうぞおっしゃってください。

問 一つお聞きしたいのですが、さっき先生のおっしゃったアセット・デフレーション対策ですね。先生、今までのご経歴から、大蔵省ですとか、あるいはグローバルな政策協調の場にお立ちになったというご経験上、アセット・デフレ対策、どんなことをイメージされているのか、ちょっと教えていただければと思うのです。

答 端的に言えば、今の株価が機関投資家、それから金融機関の売りに対応するものがないわけですから、住専を初めとする金融機関の問題というのは避けて通れないんじゃないですかね。だか

ら、そこで、やれ参議院選挙まで待つとかなんとかいうことでなくて、何らかのものを早急に打ち出す必要がありますし、そのとき、財政面で国債を増発して公共事業をやるというよりも、その財源があれば、有価証券取引税とか、その他税制面でそれを使えるようにすることが一番大事じゃないですかね。

今国会で補正予算までつくって、金があるわけだけれども、震災復興というのは違った理由でなかなか進まないわけですね。だから、金を幾ら積んだって、それはそのまま促進されるわけじゃない。そういう財源を違った形で使う。つまり、大蔵省主税局というところは、これをやろうと思っても、主計局が、この金は自分のところで増税で稼がなきゃ困るよといわれたら、手も足も出ないということじゃないような格好で、うまくやっていくことも必要でしょうね。ちょっと抽象的です

けれどもね。

問 金融システムに対して公的資金による介入が入るとか、あるいは歳入の構造を変える、その実現の可能性はあるのでしょうか。

答 公的資金というけれども、みんなどういう具体的なイメージなのかというのはないわけですね。公的資金には予算のお金もある。これはタックス・ペイヤーのカネですね。それから、この間の二信用組合の場合のように、日本銀行のカネ、これも公的資金です。財投も公的資金ですね。だから、これを具体的にどういうふうに構想するかという具体案が出ないと、だめじゃないですかね。僕は何か試案でもつくってみようと思ってるのですけれども、少しそういうことがあちこちから議論されて、そして試案みたいなのがあちこちから出て、議論がクリスタライズして結晶してくるということが少し必要なんじゃないですか

ね。この間の二信用組合みたいに、何も無い、突然こういうのが出て、新しい銀行をつくるのかってびっくりして、それが反感になってまだ尾を引いているという不幸なことじゃなくて、公的資金ならそれについて、使い方をどういうふうにすれば納得が得られるのかというのは、少し具体案が出て、それに基づいて——具体案というのは政府である必要はないのですね、周りからいろんな案が出て、それについて議論がいろいろあって、それを見ながら最終的にということではないと、今みたいな時代は難しいんじゃないかなという気がするのですね。

問 私も資産デフレについての質問なんですけれども、土地の値段は下がっているというコンセンサスはあると思うのですけれども、もし土地の値段が下がれば、これから不良債権はまたふえます。そうした場合に、今の公的資金の導入ですと

か、そういうものもまた一から考え直さないといけないような気がするのですけれども、どうお考えですか。

答 株と違って、土地について、土地の値段を上げることをために公的資金というのは、これはなかなか難しいと思いますね。だから、どういう考え方でいくかというときに、例えば金融機関が住専に対して持っている債権を、実態に応じて、例えばブレイディー・ボンドのときやったみたいに、デッド・ボンド・スワップをやって、ある程度そこで損は出すけれども、それについてはきちりした処理をする。

その場合に、例えば債権について、これは市場で売ろうと思ったら、元本保証でもつかないで売れないでしょうから、それに対してどういうテクニックがあるかとか、そういうことで金融機関の方の立場がはっきりして、その処理のめどが何年

間でつきそうだが、そして金融機関の手元流動性、

キャッシュ・フローの方にも影響しないで、こういうふうにやれるという見通しがつくという方法であって、地価の面で直ちにいったら無理じゃないですか。ただ、土地に関する処理を三年とか五年でなくて、例えば一〇年とか二〇年くらいのオーダーで債権化の問題に取り組めば、基本的には日本というのは、土地の需給からいえば、長期的には構造的によその国よりは土地の供給は限られているわけですからね、特に首都圏の土地というのは。それについて直接的に地価をどうするためめという政策では持っていきにくいのではないですかね。

ちょっと抽象的で、僕は頭にいろいろ考えているんだけど、それ以上は具体的にアイデアがまとまっているわけではないのです。今考えていることをちょっと申し上げると、そんな感じで

す。

小山理事長 よろしゅうございますか。それでは、本日の講演会はこれで終わらせていただきます。(拍手)

(うつみ まこと・慶應義塾大学教授)

本稿は、平成七年六月一九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。