

演 今後の国際金融情勢について

講

榎原英資

小山理事長 ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は大蔵省国際金融局長の榎原英資さんです。皆さんもよくご存じの大変有名な方ですが、恒例でございますので、簡単に経歴等を紹介いたします。

榎原さんは、東京大学経済学部のご出身で、大学院経済学研究科を経て、昭和四〇年に大蔵省に入省されました。翌年ミシガン大学経済学部に留学され、さらに国際通貨基金に派遣されるなど、豊富な国際経験を積まれ、その後も、昭和五二年に埼玉大学助教授、昭和五五年にはハーバード大学客員教授に就任されるなど、多彩な経歴をお持ちです。その後、理財局総務課長、東海財務局長をお務めになり、平成二年から国

際金融局担当の大臣官房審議官、同局次長を歴任され、財政金融研究所長を経て、昨年からは現職に就任しております。

榎原さんが国際金融局長に就任されて間もなく、それまでの厳しい円高の趨勢が劇的に変化してきたことは、皆さんもよくご存じのとおりでございます。榎原さんは、現在、通貨を初め国際金融関係の重責を担って活躍しておりますが、そのお仕事ぶりには内外から厚い信頼が寄せられています。本日は、その榎原さんに「今後の国際金融情勢について」というテーマでお話いただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。それではお願いします。

一、G7と日米欧の金利・景気 動向

国際金融局長の榊原です。(拍手) 今、私どもは国際会議シーズンでございます。私もこの火曜日、ワシントンから帰ってまいりました。日曜日にワシントンでG7の会合がございました、大蔵大臣、日銀総裁が出席され、その後IMFの暫定委員会、IMF・世銀の合同開発委員会がございました。またこの週末には、マニラでアジア開発銀行の総会が開かれるということでございます。G7のことについては新聞に報道されていますから、皆さんご存じのことだとは思いますが、その辺からお話しをさせていただきます。G7の会合のときに、あわせてIMFがG7諸国の経済見通しというのを出版しております。

ど話をしたのでございますけれども、そこでも、日本経済については、比較的今までのようにいろんな形の注文がつくということではなかったわけでございます。

ルービン長官と久保大臣が会った後、大体打ち合わせをして、こういう内容であったということ、双方で発表するわけでございますけれども、久保大蔵大臣の方から、日本政府は景気の回復を、トップ・プライオリティーという言葉を使いたけれども、最重要課題だと考えている、日米両国は中期的な赤字の削減、財政再建の必要性について合意したというような言い振りになっております。G7の会合そのものでも、久保大臣の方から日本の景気の現状を説明し、あるいは住専関連の法案の審議の状況を説明したわけでございますけれども、欧米から特にそれについていろいろ議論があったということではなかった。

IMFの見通しですと、日本の九六暦年のGDPの成長率は二・七%、それから、九七暦年の成長率が三・一%ということでございまして、これは消費税の五%への引き上げ、あるいは特別減税が継続しないという前提によるものです。政府の公式な見通しが九六年度で二・五%でございますから、IMFの見通しは、実は政府見通しを上回ったかなり強気のものということになっておるわけでございます。

国際的には、今の日本の景気回復について、比較的楽観的な見通しが支配的でございます。住専あるいは不良債権問題についても、予算が衆議院を通過したということで、いずれ今国会中には関連法案を含めて住専問題の決着がつかろうということが、大体市場その他にも織り込まれているということで、今回のG7、あるいはG7に先立ってルービン財務長官と久保大蔵大臣が四五分ほ

日本の新聞を見ていると、これらについていろんな議論があったように書いてありますけれども、今見てきたような嘘をいっているのだと思います(笑)。日本中心に記事を書く傾向があります、実は日本イシューというのは、今度のG7では余り大きな話題ではなかったのでございまして、むしろG7諸国が今一番懸念しておりますのは、欧州の景気後退でございます。IMFの見通しでも、九六暦年はフランスもドイツもともに一%台、それも一%台のむしろ低い方の成長率で、ヨーロッパの景気後退が大変懸念されているというところでございます。

ご承知のように、ドイツ経済が相当厳しい状況になってきております。しかも通貨統合ということ、九七年の末までにはどの国が参加するかというのを決めなければいけないという状況でございまして、財政的には極めて厳しい状況に立たさ

れているわけでございます。たしかきょうの新聞にも、福祉の削減を含む財政措置をドイツ政府が発表したということがございますけれども、共通通貨に移行するためには相当の財政の赤字削減をやらなければならぬ。増税あるいは福祉の削減ということをやらなければいけない。景気後退のプロセスの中でやらなければいけないという極めて厳しい状況に立たされているわけでございます。

ドイツのブンデスバンクなどは、どちらかというところとマネタリストですから、景気が悪い中で財政の赤字削減あるいは増税をしても、景気にはむしろいい効果があるとしている。これはマネタリストのロジックでございます。要するに国債の発行残高が減る、残高が減れば当然金利が下がる、金利が下がれば、その分設備投資がふえる、こういうロジックでございますから、むしろ財政の赤

字削減というのは決して景気にマイナス効果はないという言い方をドイツ政府、フランス政府ともしているわけでございます。しかし、やはりケインジアン的な刺激効果というのものも全くないわけではございませんから、そういう意味でケインジアン的な刺激政策がとれないという状況に追い込まれております。

そこでできるのは金利の引き下げと為替の問題でございます。実はご承知のように、G7を相当意識して、一週間ほど前にドイツのブンデスバンクが公定歩合とロンバード金利の〇・五%の引き下げを行ったわけでございます。それがなければ、G7の会合なんかでも特にアメリカとドイツが相当激しい合うような場面が予想されたわけでございますけれども、そういうこともある程度考慮に入れて、ドイツが〇・五%の利下げに踏み切ったということでございます。

それから為替についても、G7が終わった後に、コミュニケではなく議長サマリーというのを出すわけでございますが、そこでは「特にこの一年間、去年の四月二十五日のG7の会合以来の為替のレートの進展を歓迎し、今後とも協力を続ける」ということで、この前の一月の議長サマリーと全く同じものを出したわけでございます。ドイツ及びフランスについていいますと、ドイツのブンデスバンクのティートマイヤー総裁とかフランスのアルチュイという、この一月に就任したばかりの経済予算大臣、これは経企庁と大蔵省が一緒になったようなところですから、その大臣が、G7の場外で、「フランス及びドイツはさらなるマルク安を望む、さらなるドル高を望む」ということをいっております。

将来また金利の引き下げがあり得るということを示唆しているわけでありまして、それを受けて

相当マルク安が進んでおります。今朝は、たしか一ドル一・五三マルクまで下がってきておりまして、G7を契機に大体一・五を切って、一・五一、五二、五三と、このところ毎日のようにマルク安が進んでいるというような状況でございます。マーケットに詳しい皆さん方が多いと思いますけれども、マーケットの見方では、いずれ一ドル一・六マルクぐらいまではいくのではないかとという見通しがあるわけでございます。

ご承知のように、ブンデスバンクというのは非常に誇り高い中央銀行でございます。通常の状態では自国通貨を安くしたいというようなことはいわないわけでございます。非常にマルク高になったときにも、ドル高にしたいとはいわなかった。要するにドルが悪いのだ、ドルがこんなに安くなるから悪いのだということで、ドル高ということはここ

一年ぐらゐ常に口にしておったのですが、マルク安ということをやティートマイヤー総裁がはっきりというようになったのはここ一、二カ月のことでございます。マルク安を望むのだということをはっきりといひ始めているということで、ドイツ経済が相当厳しい状況に立たされているのでございます。またこれは、中央銀行に対するいろんな形での政治的プレッシャーが相当高まってきているということの反映でございます。

一時、日本国内でも海外でも、マスコミで、日本型経営とか日本型システムがどうもうまくいかなかったというところが随分話題になったわけでございますが、今海外のジャーナリズムで話題になっているのは、ドイツ型システムがどうもうまくいかないのではないかということ、たしか二、三週間前にも「ニューズウィーク」に、ドイツ型システムの崩壊みたいな話が出ておりまし

入れてこななければいけないのではないかと議論が出てきておりまして、そんな中で非常に構造的に難しい問題をドイツ経済は抱えるようになってきた。かてて加えて共通通貨への移行という非常に難しい政治問題を背負っているというわけでございます。

ドイツマルクがそういう形でマルク安の方向に進む中、円・マルクもかなりマルク安の方向に進んできておりまして、一マルク＝七二〜七三円で推移していたのが、六九円台に入ってきております。今朝あたりは六九円五〇銭ぐらいまでマルク安になってきていて、円・ドルレートも若干それに引張られて一〇六円の中ごろと円が反発するような感じになっておるわけでございます。

G7の会合で、もう一つ、表立っては話題になりませんでしたが、特にアメリカ側などが非常に意識しているのは、やはり日本の金利の動

た。

ドイツのシステムというのは、ご承知のように、かなり日本と似ているところがございます。共同決定法というのがございまして、労働側の意向が政策決定に相当反映されるということがございますから、アングロサクソン型のシステムとは相当違うシステムでございますし、余りレイオフなんかできない。首を切りにくいという意味では、むしろ日本以上です。日本の場合は、法律的に切りにくいことではなくて、社会慣行上非常にレイオフをしにくいわけでございますけれども、ドイツとかフランスはいろんな形で法律的な制約がかかっておりまして、法律的に人を切ることはできない、リストラすることが非常にできにくいということになっておるわけでございます。その辺、やはりドイツでも、ドイツ型システムではなくて、若干アングロサクソン型のを

向でございます。ご承知のように、日本の金利の先高感というのはかなりマーケットに浸透しております、たしかユーロ円の三カ月先物などは、一・何%、たしか何日前に一・二、三%になっていきますから、今オーバーナイト・コールが〇・四九とか〇・五%とかいうところで推移していますけれども、夏ごろには一%を上回っていくのではないかとというのが、マーケットのパーセプションでございます。日銀の方と話をすると、「マーケットは間違っている」とおっしゃるのですけれども、そういうマーケットのパーセプションが浸透してありますので、アメリカなどは神経をかなりピリピリさせているということでございます。

ご承知のように、釈迦に説法でございますけれども、為替市場のみならず、日米欧、特に日米の債券市場、株式市場というのは非常に連動する傾向を強めております。日本の投資家のみならず、

欧米の投資家がかなり日本のマーケットに入り込んでいます。例えばよくいわれておるのが、ヘッジファンド等が日本で円を借りてその円をヘッジをしないで米英債市場に投資をしているということとでございます。日本の低金利を利用して、その金利差と、それから為替が比較的安定していることも利用して、アメリカのヘッジファンドが債券を相当買っている。若干アンワインドしたとはいわれていますけれども、まだそれがかなり大量にあるといわれているわけでございます。日本の金利が上がることによって、アメリカの債券売りということになり、アメリカの金利が上がると、それがまたニューヨーク・ダウにも響いてくるということとでございます。たしか一カ月前の「USAトゥデー」という新聞にも、「日本の金融政策がアメリカを動かす」というようなヘッドラインで大きな記事が載っておりましたが、まさに

日本の金融政策の行方というものに対して、国際的に非常に注目が集まっています。

松下総裁もいわれているように、景気がよくなればある程度金利が上がってきます。これは当たり前前のことなんですけれども、問題はそのかじ取りをどういうふうにするかということが大変デリケートな段階になってきたということとでございます。皆さん方ももうご承知のように、二月の大蔵大臣発言、三月の松下総裁発言、あるいは四月に入っただけのやはり総裁発言が、マーケットに相当影響を及ぼすということになっております。

クリントン政権の一つの特徴として、クリントンがどういうわけか非常に長期金利を気にする傾向があるといわれています。『アジェンダ』というホワイトハウスの内幕を書いた、日本語訳ではどういうことになっていたか、『ホワイトハウスの内幕』というようになっていたかわかりま

浴びてきています。

せんが、そういう本がありますけれども、そこにホワイトハウスでの最初一年ぐらいのことが非常に詳細に書いてございます。その中でクリントン大統領が、毎朝「長期金利はどうなった」と聞く場面がございまして、特にアメリカの三〇年物の金利がどうなっているかを非常に気にしているということとございました。

ルービン・久保会談でも、ルービン長官が、「このところ六%台の前半に落ち着いていた三〇年物の長期金利が六・八とか六・九%になっている。この金利の行方に対して、私としては大変コンサーンを持っている」とおっしゃいました。もちろんそれ以上日本の政策に立ち入るようなことは全くおっしゃいませんでしたけれども、アメリカの金利の動向について非常に気にしているということとでございます。そういう意味で日本の金融政策のかじ取りというのは、国際的に非常に注目を

実は、同じようなことが一月、二月あるいは三月に入っただけのFED（連邦準備制度理事会）の金融政策のかじ取りということにもあったわけでございます。FEDが公定歩合を引き下げたわけでもないかということにマーケットが非常に敏感になっておりまして、アメリカ経済のいい指標が出るたびに、金融市場がおかしくなるという変な話でございました。そういうことが一月、二月とかなり続いたわけでございますけれども、どうもグリーンズパンさんはそこをうまく乗り切ったようです。

金利相場は、アメリカの側ではどちらかというとファンダメンタル相場に変わってきたということとでございます。まさにグリーンズパンは一月、二月の非常に難しい政策のかじ取りを乗り切ったという感じをアメリカの方は持っているよう

でございます。乗り切ったところで再任が固まったということでございます。あの辺の金利相場をファンダメンタルズの方に向けていくというかじ取りが、中央銀行にとっては非常に難しいということでございますけれども、どうもアメリカの方はそこそこうまくいったかなという感じを皆さん持っているようです。

IMFのアメリカ経済の見通しでも、九六年は大体一・八%ということでございますけれども、どうもアメリカ政府の人たちは、二%を上回るといふようなことでそこそこ強いのではないか、ソフトランディングという言葉を使っていますけれども、そこそこ強いところにうまくソフトランディングするのではないかと彼らはいっております。それから予算の方も暫定予算、暫定予算でやってきましたが、ことしの予算については一昨日ぐらいに決着をした。赤字削減計画については、

融政策、あるいは財政政策がどういふふうになるのか、そんなことがG7の会議等で皆さん関心のあった話題であろうと思っているわけでございます。

二、貿易・経常収支構造の変化

私どもがただ一つ、アメリカの財務省なりFEDあるいはヨーロッパの人などに強調しているのは、やはり日本のマーケットが構造的に大きく変化をしてきているということでございます。

例えばサマーズ副長官なんかに会いますと、彼の心配しているのは、日本経済が景気回復しているといっているけれども、どうもこのところの景気回復の仕方を見ると、場合によるとまた輸出主導型になるのではないかということです。特にことしは後半にかけて内需がどのぐらい出てくる

まだ共和党、民主党間で合意しておりませんけれども、とにかくことしずっと暫定でやってきたものについて決着がついたということでございますから、アメリカの政策当局者は、アメリカの経済の先行きについてはそこそこ一安心している。そんな状況になってきているような気がいたします。

ですから、国際的に今非常に注目されてきているのは、やはりドイツを中心とするヨーロッパ経済がどうなっていくかでございます。そういう関連でヨーロッパの金利あるいはヨーロッパの通貨がどういふふうに動いていくか。それから日本については、先ほど申し上げましたように、そこそこ楽観的な見通しが一般的だと申し上げましたけれども、住専問題あるいは不良債権問題の先行きがどうなるか、それとの関連で景気回復がどのくらい確かなものなのか、その際にやはり日本の金

かということが、必ずしもそれほど明確ではない。我々としては財政である程度下支えをしてきたのだけれども、そろそろ民需が出てきて、民需主導型の成長ということになるだろう、なっているといっているわけでございますが、「民需主導型はいいけれども、輸出主導型は困るよ」というのがアメリカの基本的な姿勢でして、日本の経常収支の黒字がそこそこ減るプロセスの中で民需主導の景気回復を達成してほしい、どうもこのままほうっておくとまた輸出がふえるのではないかということをお心配しておるわけでございます。それに対して、私どもは心配はありませんよということをお申し上げます。

このところお話す機会が若干ありまして、いろんなところで申し上げているので、それはもう聞いたという方がいらっしゃるかもしれませんが、私どもの分析では、日本の貿易収支ある

いは経常収支の構造が大きく変化してきたと考えられているわけでございます。たまたまきのう四月上旬の貿易収支の発表がございましたが、これは若干特殊要因もあったと思えますけれども、四月上旬の貿易収支は実は赤字になっております。そういうことで、このところずっと貿易収支、経常収支の大幅な削減が続いております、これは恐らく私どもの予想を上回って貿易収支、経常収支の削減が大きく進展して行くのではないかと思っております。

その原因は、やはり日本の消費者なり企業なりのビヘイビアの構造変化だと思っております。消費者の側でいいますと相当輸入傾向がふえてきている。輸入に占める製品の比率というのが今六〇%を上回っておりますけれども、これがさらにふえていく可能性があるということが一つ。それから、やはり流通などが相当自由になったということ

と、通信、コミュニケーションというものが非常に

に発達したということで、消費者のビヘイビアがかなり変わってきたという気がいたしております。輸入品を相当買うようになってきた。製品及び農水産物の全商品の中に占める輸入の割合というのは、今大体三〇%弱ですけれども、これが恐らく四〇%から五〇%にふえて行くのではないかと。アメリカではその比率が今五〇%ぐらいになっているわけでございます。アメリカも二〇年前は二五%とか三〇%だったということですから、恐らく日本の消費者のビヘイビアがそういうことではなく輸入品に向かうということになっていくのではないかと。これは日本経済のいわば構造変化ということではないかというふうに思っております。

それから、企業等にヒアリングをいたしまして、企業のビヘイビアがかなり変わってきてい

る。輸出企業でもできるだけ輸入と輸出のバラン

スをとるようなパターンをつくることに心がけているわけでございます、例えば半製品とか部品とかを海外から輸入して、輸出とのバランスをとるといふことをやっております。どうしてそういうことをやるかという、為替レートが大きく変動するときに、その為替レートの影響を受けないようにするため、かなり輸入の比率をふやしているということがあります。

もう一つはやはり海外生産をかなり積極的に進めていることでございます。特に大企業の場合、今まで海外生産ということに比較的消極的であったところも、この動きを非常に積極化させてい

る。例えばトヨタなんかが典型的な例でございますけれども、今までは比較的国内の雇用ということを重視して、海外生産は必ずしも積極的に進めていなかったのが、これも非常にアグレッシブに

海外生産を進めている。

これも一種の円高で非常に被害を受けたことの学習効果というふうにいいたらいののかと思えますけれども、要するにアメリカで売れるものはできるだけアメリカでつくろう、そういうことであれば為替の影響は受けない、それから貿易摩擦というようなことにもならないということ、為替と貿易摩擦の双方を緩和して、海外生産を積極的に進めていくことをやっているようにございます。ですから、日本の企業のグローバルゼーション、あるいは消費者のグローバルゼーションというのがこのところ相当急速に進んできているということでございます。

それから海外生産ということからいいますとも、最初海外生産を始めたときには、どちらかというと資本財の輸出ということで、輸出がふえるという効果が非常に多いのでございますけれど

も、そろそろ海外生産がある成熟期に達しつつありますので、今度は輸入がふえる局面に入ってきたというところで、事実企業の海外活動にかかわる輸入がそろそろふえ始めてきている。輸出、輸入でいうと、最初ネットの輸出がふえる局面があって、その後そろそろネットの輸入がふえてくるという局面に入ってきているということ、消費者、企業双方の側面から、恐らく中期的に日本の貿易収支、経常収支の構造が変わってくるのだろうと、私どもは見ているわけでございます。

恐らくあと一、二週間すると、九五年の貿易収支及び経常収支の最終的な数字が出ると思いますけれども、私どもの政府見通しでは、九五年は一〇兆を若干上回る経常収支の黒字ということだったのですけれども、実は九五年の四月から九六年の二月まで、三月だけは省いたところで統計をとってみますと、八兆二〇〇億円の経常収支

は輸出のビヘイビアを大きく変えていくのだろうという意見を持っております。

三、資金運用の自由化とグローバル化

もう一つ私どもが注目しておりますのは、やはり金融関連の緩和が非常に進んできたということでございます。特に生保が予定利率を大きく下げて、年金関係の確定利回りをたしか四・五から二・五%ぐらいに下げたということがきっかけになりました、資金運用関係の規制の自由化というものが相当大幅に進んだということでございます。若手のブルーデンシャル・ルールみたいなものは残るかと思えますけれども、恐らくこれから相当の勢いで資金運用の自由化が進んで、恐らく二、三年後には欧米並みのデイレギュレーション

の黒字ですから、三月の黒字が大きくても、まず一〇兆円は間違いなく下回るだろう、つまり政府見通しはまず間違いなく下回るだろうと考えております。場合によると九兆円台の下の方にくる可能性もあるということで、九五年で既にGNP対比で二%を切る可能性が出てきましたので、九五年で二・一とか二・二%とかいうのが我々の予測でございましたから、その予測を大きく上回って削減が進んでいる。その削減が、今申し上げましたような構造の変化だということでございます。

私どもの九六年度の経常収支の予測というのは九兆七〇〇億円ということでございますけれども、恐らく今のペースで削減が進んでいけば、かなりこれを大きく下回る数字になる。七兆円台とか八兆円台とかが十分可能なペースで構造変化が進んでいく。これはやはり日本の経常収支あるい

ンが実現するんだろうというふう感じておるわけでございます。これはやはり日本の金融機関あるいは年金基金というもののビヘイビアを非常に大きく変えていくのだと思います。今まで資金運用の分野というのは、それほど激しい競争がなかった。なかったというところ、ちょっと語弊があるかもしれませんが、資金運用に関する競争がそれほど激しくなかったということがいえるのではないかと思います。基本的には、年金については、生保と信託がほぼ独占するような形で資金運用がなされていたわけでございます。実は私は、日米金融協議ということで、今保険協議というわけのわからない協議をまたやらされているのですけれども、金融協議は割に順調に決着いたしました。その中でアメリカが一番重点を置いていたのが、年金基金等の資金運用の自由化ということございました。これは私どもも

日本経済ということを考えても、当然その自由化は重要なことだと思いましたが、ほぼアメリカの要求を受け入れる形で自由化を進めてきたのでございます。これが恐らく日本の機関投資家のビヘイビアに大きなインパクトを与えるのだろうと思っております。

四月一カ月だけでも年金福祉事業団のほぼ五兆円の資金が生命保険から流出しているわけでございます。この五兆円のうちの恐らく五〇〇〇億円ぐらいが海外投資に向かうだろうということがいわれているわけでございますけれども、やはり四月に入ってから株が割に強含みあるいは円がかなり安くなった背景には、恐らくその資金運用面での構造変化が、経常収支面での構造変化とほぼ同時並行的に進んできていることに対する認識があるのではないかと思っております。

そういう形で考えますと、今の年金基金あるいは家なり、年金基金にとっては非常に重要な問題だと私は思っております。

やはり今までの経緯からいいますと、どうもグローバルな資産運用については、日本の機関投資家なり組織が若干欧米におくれをとっている気がいたしております。今これだけ日本が低金利で、しかも低金利がしばらくは続いていくだろうというところが予測される中で、どうしても運用利回りを上げていくということが、適切な形でリスクをとることが非常に必要なわけです。しかし、そのリスクの評価、リスクのとり方というの、日本の機関投資家は余りうまくないというのが現状ではないかと思っております。大体横を見て行こう傾向がございますので、みんなで渡れば怖くないということですが、みんなで渡るころにはもう相場は終わっているということになるわけでございます。

は生命保険というところのリスク・アセットの比率というのが非常に低くなっているわけでございます。一時かなり外債投資とかが高かったわけでございますけれども、それがこの四、五年ずっと傾向的に下げてきた結果、今例えば平均的な生保の外貨建て債券の運用比率というのは五%以下になっていまして、これは客観的に見て非常に低いレベルです。競争が激しくなれば、当然その比率がふえてくるということが予想できるわけですから、そういう意味で、日本の円以外の通貨に、資産運用が構造的に相当シフトしてることが期待されるわけでございます。ご承知のように、株式市場にも機関投資家のお金かなり入ってきているということですから、これは今後の為替の状況等にもよるかとは思いますが、そういうお金がかなりコンペティティブな形で入ってくるのではないかなと思っております。これは日本の機関投資

去年の円高是正のプロセスをずっと見ておりまして、私どもがいろいろファンダメンタルズとかG7の間の協調関係とかいうことから、「やはりドルは買いたのではないですかね」と、余りいうとインサイド・インフォメーションになってしまいますから、その程度のことしかいえないのですけれども、しかし結果としてやはり日本の機関投資家は四月までは余り出てこなかった。若干買っ場面もあったのですけれども、買ったすぐ後にやはり利食いで売ってしまったということですから、ストックとしてのドル建て債券の保有額が大きくふえているかというふうには思いません。三月末では、余りふえていない。ではヘッジ率をかなり落としているかというのと、これも余り落していない。結果として、日本の機関投資家のビヘイビアが円高是正のプロセスで大きく変わったかという余り変わっていないということでは

すから、これは利益を儲け損なったということにもつながるわけでございます。

その間に積極的に出てきたのがアメリカ、欧州系のヘッジファンド、ミューチュアル・ファンドでございます。これはかなりトレンドを先取りするような形で、かなり積極的に出てきました。リチャード・クーさんなんかによると、「投機の円安・実需の円高」とおっしゃったりするのですけれども、そういうことではなくて、本来日本の機関投資家が出てきてみたいな局面でもちよつと出られなかった。そのところを欧米の短期あるいは長期のミューチュアル・ファンドなんかはかなり出ていた。そういうことで欧米の投資家が先導する形でドル高が進んだという形になっておるわけでございます。ですから、今後やっぱり資産運用ということをグローバルに考えていくときに、その辺のビヘイビアが変わっていかないと、

どうしても欧米系の投資顧問とか欧米系の資産運用をやる機関に日本のファンドを運用させる方が、結局はメリットがあるということになるのではないでしようか。

一昨日も生保の方と話していたのですけれども、やはりインハウスで運用するという時代がもうそろそろ終わっているのではないか、かなりの部分を外に資金を出して競争させて、それでうまく利回りが上がらないところからは資金を引き揚げるといふビヘイビアが必要になってきているのではないかとことです。大蔵省もそうですけれども、日本の組織というのは何でもインハウスでやろう、自分の組織の中でやろうということで社員の教育なんかをするわけでございますけれども、こういう時期ですと、インハウスでやるということがもう限界に来ているのではないかという気がしておるわけでございます。

これは証券の世界でも、銀行の世界でも似たようなことでございまして、私は商売柄欧米の金融機関の方とつき合うことが多いのでございましてけれども、やはりここ四、五年欧米の金融機関が大きく変わってきている。特に今まで比較的保守的だったドイツとかスイスの銀行あるいはフランスの銀行というものが非常に大きく変わってきているという感じがいたします。一言でいえば欧米の金融機関が、本来の意味での多国籍企業になってきたということでございまして、例えばドイツの銀行がイギリスのマーチャント・バンクを買収する、あるいはオランダの保険会社がベアリングスを買収するということで、積極的に大陸系のもが——大陸系はユニバーサル・バンキングですから、証券と両方をやっているわけでございますけれども——アングロサクソン系の金融機関、インベストメント・バンクを買収するというところで

ございます。

しかも買収した後、マネジメントは基本的にアングロサクソン系の連中に任せる、資本は握っているけれども、マネジメントは任せるという形で運用しております。ご承知のように、ドレスナーとか、ドイツチェバンクとか、クレディ・スイスとか、スイス・バンク・コーポレーションとか、ドイツ、スイス系の銀行がそういうところに非常に積極的に出ていっているという形でございますし、役員の構成なんかを見ても完全に多国籍になっているというところから、比較的本に近かった大陸系でも、少なくとも金融に関する限りはかなりアングロサクソン化している、あるいは多国籍化しているということになってきている。恐らくそういう形で多国籍化しなければ、もう競争に勝てないということが意識されているのではないかと思います。

特にグローバルに資金運用をやるということになりますと、一番重要なものは、やはり情報でございませう。しかも、情報がリアルタイムで入ってこなければいけない。情報を得るために何が一番重要かという点、人脈です。その国の非常に有力な人を何らかの形で雇わないと、その国の重要な情報は入ってこない。そういう意味で、金融機関が本来の意味でのマルチナショナル・コーポレーション（多国籍企業）にならないと、国際業務ができないという局面に入ってきたような気がいたします。これは、日本の金融機関にとっても今後大きなチャレンジになっていくのではないかと。

よく銀行の方に申し上げるのですが、例えば大和銀行事件がニューヨークで起こった。その背景は何だというような話が去年もいろいろされたわけですが、非常に単純に申し上げますと、ニュー

と想っているわけでございます。

少なくとも一九七〇年代から八〇年代にかけては、外国に支店を持つことが一種のプレステイジであった。必ずしもそこで商売をして儲かるということではない。そういうことでやったわけですが、それがここに来て大きく変わってきて、日本の金融機関も変わらなければならない局面に立たされていると思えます。

これは大蔵省も若干責任があるのかもしれないが、大きな国際化の波に日本の金融機関が若干乗りおけている。ただ乗りおけているといっても、四〇五年の話だと思えます。ヨーロッパの銀行が大きくそういうものに出てきたのもここ四〇五年ですから、そこをキャッチアップするプロセスがどうしても必要ではないかと考えているわけでございます。

ニューヨークに出ている日本の銀行の数は六〇行、香港に出ている数は七〇行あるわけです。アメリカの銀行は東京にどのくらい出てきているかという点、恐らく一〇ちょっとです。イギリス、ドイツにしても大体一〇を切ります。欧米先進国で国際業務をやっている銀行の数は大体一〇前後で、あとはローカルな仕事あるいは貿易金融をやっているということですから、日本のように、非常に幅広い多くの数の銀行が国際業務をやっているところは、欧米にはなくなってきている。

しかも、六〇行、七〇行出ていて、例えばニューヨークやロンドンで資金を取るときには、みずから取れないものですから、日本の大手の銀行に頼んで取ってもらって、大手の銀行が若干マージンを取って、ドル資金を下位の銀行に回しているということが行われているわけで、そういうことが実はジャパン・プレミアムの構造的背景だろう

四、外為法の抜本改正の方向

そんなことで、私どもも、今、外為審の専門部会で、外為法の抜本改正をそろそろ考えようじゃないかということを議論しております。証券外為については、法律を改正しないで自由化できるものは大体自由化したつもりですが、どうしても法律の根幹にかかわるようなものについては、法律改正をしなければできないということですが、

一九八〇年代に外為法の改正をいたしました、原則自由、例外禁止という体系に移ったわけです。八〇年代に改正をしたときには、ヨーロッパの大陸系の国などは為替管理が相当強うございましたから、その時点では、比較的先進的というか、規制の緩い体系であったわけですが、八〇年の後半から、通貨統合あるいは経済統合ということ

で、ヨーロッパが一挙に外為あるいは金融規制を自由化しましたので、今、G7の中で外為関係の規制が一番強いのが日本ということになっているわけです。これを少なくとも欧米並みにしようということ、今議論を始めているわけでございます。

幾つかポイントがあるわけですが、一つは、日本の資本取引がかなり許可制、事前届出制になっているということですので、これはできれば、原則として事後報告ということに変えたいと思っております。

もう一つ、通貨主権という議論があるわけでございます。通貨主権というのは、基本的に日本の居住者が円を使って、非居住者には余り円を使わせないということで、原則としては、日本の居住者が例えばドルなどの外貨の取引をすることは禁じられているわけです。私が出張から帰ってき

て、余ったドルを私の友人に売れば、外為法違反ということでは処罰の対象になる。

これは理屈のない規制ではございません。少なくとも、経済が発展途上にあるときには、そういう規制がなければ、どうしても国際通貨であるドルが国内通貨になってしまうわけです。経済の成長発展のプロセスでは、そういう規制は当然理由のある規制でございます。

そういうことですが、今、G7の国で、通貨主権ということで規制をしている国は日本以外なくなってきたということですので、居住者の外貨取引の自由化、あるいは非居住者の円取引の自由化をそろそろ考えるべき時期に入ってきているのではないかとこの感じがしているわけでございます。

あとは、外為法の基本にある為銀主義を一体どういうふうに考えていくのかということも、一つ

の課題になるかと思えます。

ただ、こうした改正をしていく中で、報告はきちっとしなければいけない。報告義務違反に対するペナルティーは海外は非常に厳しいのですけれども、日本は、報告義務違反はそれほど罪が重くないという意識がごく一般的にあります。大蔵省の検査が入れば、違う帳簿をつくれればいいぐらゐの感じでおられる方が結構いるということです。それは違うよということで、報告義務違反に関しては欧米並みにしなければいけない。

大和銀行も、基本的には報告義務違反ですね。ほかに大きな罪があったということでは必ずしもない。報告義務違反でその国から放逐されてしまうというような厳しいペナルティーが科せられるわけですから、そのところは日本も欧米並みにしなければいけない。

それから、有事規制みたいなことに対してもし

ちっとした法制度を整えなければいけない。有事規制というと、皆さん、「そんなことやることは余りないじゃないですか」とおっしゃるのですけれども、実は既に有事規制はやっているわけです。経済制裁を国際的にやることはごく通常のことです。イラクとか、ボスニアヘルツェゴビナの一部とか、幾つかそういう問題があるところに、我々は欧米と同時に経済制裁をしている。これはまさに有事規制でございます。

有事規制は発動されることがないという議論はミスリーディングな議論で、これは常時発動されていると考えていただいたいと思います。ですから、これは発動できるようにしておかなければいけない。しかも、日本の場合は、憲法以下有事立法は余りできていないわけですから、ボーダーを超えるような金融取引については有事規制が発動できるような形にしておかないといけないとい

うこともございます。

それから、為替を業としてやる場合に、リスクの監督をどういうふうにするかとか、幾つかの問題が残っておりますけれども、そういう問題をきちっとクリアした上で、外為法の規制を欧米並みにすることがそろそろ必要ではないか、そういうことによって、日本の国際化が本当の意味で進むだろうと思っております。

私ども、今国際金融局でいろいろ規制をしているのは、証券局や銀行局のかわりにやっているところがございまして、「もうそういう役割は引き受けない」と私はいっているのです。「規制するならば、そちらで勝手にやってください。我々が代理人としてやることはもういたしません」といっているわけですが、クロスボーダーの本格的な自由化は、結局は国内市場の本格的な自由化につながる。

実は、欧米の金融自由化はそういう形で進んで

きたわけです。アメリカの金融の自由化も、結局ユーロ市場から戻ってきたということです。もちろん、今でも、ニューヨーク市場の方がロンドン市場より規制が厳しい。国内市場の方がユーロ市場より規制が厳しいのは当たり前のことですけれども、ユーロ市場から逆流する形でニューヨークの自由化が進んだということですから、クロスボーダーで自由化することが非常に重要なことだと思っております。

五、アジア各国との連携

若干カレントな話をさせていただきますと、今朝の新聞に多分出たと思えますが、昨日の二時に、私ども、アジア七カ国とアメリカの財務省証券の現先取引を行う契約を結びました。私どもは

「レポ取引」と呼んでおりますが、オーストラリア、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの七カ国の中央銀行あるいは大蔵省との間で、ドルの流動性について問題が起きた場合には、中央銀行間でドルの融通をしましょうという協定でございます。

これは、昨年の一月に、香港が主導いたしました。日本を除くアジアの国の中で既にそういうネットワークができておりました。今回は日本がそれに参加するという形で、レポ取引の取り決めをしたわけです。

これはドルですが、将来の問題として、円のレポ取引のような契約を中央銀行間で結ぶというようなことも可能性として考えられるわけで、今後、アジアの通貨当局間での協調関係が非常に重要だと思っております。

これも何度も申し上げたことがありますが、今

や、東アジア、東南アジアの諸国の外貨準備高は、G7のそれを大きく上回っております。今日日本が突出しておりますが、二〇〇〇億ドルほど外貨準備を持っておりまして、中国も八〇〇億ドル、台湾も八〇〇億ドル、香港も五〇〇億ドルを上回るものを持っている。タイ、マレーシア、インドネシアもかなり持っております。全部足すと六〇〇億ドルぐらいになるのではないかと思います。G7全部足しても四〇〇〇億ドル弱ですから、外貨準備については、東アジア、東南アジアがかなり持っている。

しかも、東アジア、東南アジアの中央銀行は、皆様ご承知のように、外為市場でかなり積極的に動くわけです。昔、「チューリヒの小鬼」という言葉がございましたが、このところずっと積極的に動いているのは、シンガポールの中央銀行MASであり、マレーシアの中央銀行バンク・メガラも

非常に積極的に動いている。それから、人民銀行の代理人として、バンク・オブ・チャイナ（中国銀行）が市場で相当積極的に動いている。バンク・オブ・チャイナがデルタヘッジをかけたとか、いろんな形のうわさがマーケットで乱れ飛ぶわけですが、かなり積極的にマーケットに出てくるわけですから、この人たちがどう動くかで相場はかなり大きく左右されるということでございます。

私どもがレポ取引を結びました一つの目的は、流動性危機がそう短期間に起こると思っているわけではありませんが、そういう協約を結ぶことによりまして、お互いにインフォメーションの交換を頻繁にする。例えば外貨資産の運用をどういうふうにやっているかということについてお互いに情報の交換をする。

私ども、シンガポールがどう動くか、中国がどう動くかということについては、大変関心があります。とで、これは私どもではございませんが、例えば中央銀行の間でもそういう会議が頻繁に持たれておりまして、オーストラリア連銀総裁のフレージャーさんは、アジア版BISをつくれというようなことをいっている。アジア版BISはまだ時期尚早であるというのが、日銀を含めたアジア諸国の中央銀行の現在の考え方のようですが、アジア版BISの提案に見られますように、アジアの中央銀行の間の協調関係は非常に重要だという認識が出てきているわけでございます。

若干テクニカルになります。今度のG7の会議が一番大きなイシューになったのは、GAB（一般借入協定、General Agreement to Borrow）です。今まで欧米先進国、G10と呼ばれている国で一たん事があったときには、G10の国がお金を出して流動性を提供しようという仕組みがあったわけですが、今回、アジアの非常に外需の多い国

ますし、逆に、中国、シンガポールも、日本が何を考えているかということに大変関心があるということですから、G7の間では、今までそういう形で情報の交換がなされてきたわけですが、今後、アジアの中央銀行との間で協同行動をする、あるいは情報の交換をするのは非常に大事なことでないかと思っているわけでございます。

二月にも、シンガポール、香港の通貨当局と委託介入の契約をいたしまして、今では、オーストラリア、シンガポール、香港とは委託介入の契約ができていますから、必要であれば、例えばシンガポール、香港等と協調介入もできる。あるいは、我々が委託をして、シンガポール市場で日本の資金で介入することもできる、こういう形を整えているわけです。

アジアの為替市場、金融市場が世界で占めるプレゼンスが非常に大きくなってきているということを入れてGABを拡大しようという考え方が出てきて、これが、G7あるいはIMF・世銀の暫定委員会、合同開発委員会などで大きな話題になったわけでございます。

ここでの最大の問題は、ヨーロッパ諸国は、GABは拡大したい、G10は拡大したいのですが、ヨーロッパと同じ資格でアジアを入れることに抵抗があるわけです。他方、アジアの国は、とんでもない、義務がふえるなら、当然のことながら、権利も同じような形でなければいけないということ、今回のG7で決着をつけるつもりだったのが、つかなかった。シンガポールとか香港とかオーストラリアなどをG10と同じステータスで入れることについて、特にヨーロッパの小国が賛成をしないということで、まさに国際金融界でも、アジアの諸国が台頭してきた、それをどういうふうにするかという

ことが非常に大きな関心事になってきております。

私どもも、きのうレポ取引などを結んだ際には、米ドルですから、当然アメリカにも事前に連絡して、こういうことをやるよという話をしましたが、アメリカも非常にピリピリしておりまして、「おれたちも入れろ」というような話でした。「それはどうぞお入りください」ということですけれども、アジア経済がいろいろな意味で二一世紀に入って大きな比重を持つてくることははっきりしているわけですから、金融とか国際金融の世界でも、それをどう取り込むか、そこにどう入ってきていくかということが非常に重要な課題になってきているわけで、我々としてもそれを積極的に推進したいと思っています。

その関連で、今アジアの中央銀行なり大蔵省と話して、私どもがアジアにおける日本絡みの

最大のイシューだと考えておりますのは、アジアに「二つのインバランス」と呼ばれる現象があるということでございます。

これは円の国際化等とも結びついてくることで、特にインドネシアとか中国を始めとして、アジア諸国は円借款が非常に多い。アジアの債務の大宗は円の債務です。アジアの外貨準備が多くなったと申し上げましたが、アジアの外貨準備の大宗は米ドルです。ですから、ドルと円の間にインバランスがある。

従って、例えば円高になると、日本経済も相当デメリットがあるのですけれども、少なくとも円高でメリットを受ける人も日本国内にいるわけです。円高で被害を受ける人もいるけれども、少なくとも日本にとってはマイナスばかりではない。ところが、東アジア、東南アジアの国にとっては、円高になると借金がふえるわけですから、マレー

シアのアンワールという大蔵大臣兼副首相は、「日本は高利貸か。二五〇円で借りたものを一一〇円で返せというのはどういうことだ」ということで、まさに彼らにしてみればそういうことだと思えます。一〇年、二〇年のタームで借りて、返すときには円が倍になっていたという話ですから、彼らは大変なジレンマを抱えている。

それなら、円の資産をもっとふやして、資産と負債の通貨構成を同じようにしたらいいじゃないかということですが、円の資産をふやそうとする、ドルを売って円を買うわけですから、円高になってしまいます。そうすると、円高で債務の方が被害を受ける。こういうことで、非常に難しい問題です。マーケットでそう簡単に解決できるような問題ではない。

これと同じ問題がフローの問題でもあります。日本は東アジア、東南アジアから物を買うときは

ドルで払う。つまり、日本の輸入はほとんどドル建てです。ところが、日本の輸出は円建て比率が相当ふえてきまして、現在平均で四〇%ぐらいです。ですから、アジアの人が日本から物を買うときは円で払わなければいけない。こういうことになっておりまして、円高が趨勢としてずっと続いているときには、彼らにとって非常に不利になるわけです。

そういうことで、ストックの面とフローの面の両方で円とドルのインバランスがある。アジアに行くと、これを何とかしてくれという話を非常に強くされます。マレーシアのマハティールの後継者といわれているアンワールという人は、非常にアウトスポークンな人で、いいことをいう。アメリカにもいいことをいいますし、日本にもいいことをいう人ですが、この間のAPECの大蔵大臣の会合で、「日本からカネな

んか借りない。高利貸みたいところから借りるつもりはない」ということをいっておりました。が、まさに彼らの正直な本音でございます。

ですから、私もアジアと共同して、国際金融の面でその問題をどうやって解決をしていくかということとは、輸銀の問題、基金の問題であると同時に、日本政府全体の問題だろうと思っております。先ほど申し上げましたレポ取引の協定なんかと同時に、その問題について、ジョイントでどういう解決策が可能かということをしていろいろ議論しているわけです。

どういことが具体的に可能かということについて詰まった議論をしているわけではございませんが、例えば、マーケットを通さないオフマーケットの取引も可能性がありますし、いろいろな形での円とドルのスワップみたいなことをやるというのも可能性としてありますし、そんなところを

わけですが、日本の場合は官と民が離れているというところで、そういう意味では、官民一体で海外に出ていくことが非常に重要である。

そんなことをいうと怒られますけれども、日米貿易交渉なんかをやっていると、欧米は、民間会社の代理人みたいな形で政府が出てくるということが多く。それがまた当然のことだということを受け取られているわけですから、アジアなり途上国に出っていくときには、官と民との連係プレーを有効にやっていく仕組みをつくっていかなければいけないのではないかと思っっている次第でございます。

一応一時間ぐらいたちました。あと一五分ぐらい時間がございますので、ご批判なりご質問があれば受けたいと思います。どうもありがとうございます。(拍手)

今後いろいろ議論していこうと思っっているわけでございます。

非常に速いペースで国際化を進めると同時に、アジアの国との連係プレーを今後どういうふうにやっていくかということが、商売をやられる方にとっても非常に大きな課題だろうと思っております。私も政策当局にとっても非常に大きな課題だと思っっているわけで、特に先進国に比べますと、アジアの発展途上、あるいは新たに市場に移行するような国については、パブリックセクターの影響力はまだかなりあるわけですから、プライベートセクターの方と協調して、そういうところとの連係プレーをどうやっていくかということが非常に大事だと思っております。

実は日本は、「日本株式会社」といわれますが、私も国際業務を見ていて非常に感じますのは、アメリカもヨーロッパも大体官民一体で出てくる

質疑応答

小山理事長 どなたか、ご質問あるいはご意見ございましたら。

問 三つお願いしたいのですが、まずお話の中にもあったのですが、二月に久保蔵相の発言の後一気にな二〇〇億ドルが出ていくような為替介入をしなければいけないような事態があったわけですね。ヘッジファンドからドル債に資金が流れたということですが、まだ相当あるのじゃないかといわれているのですけれども、基本的なものとはどんなものなのかというのが一つです。

次に、昨年の夏場から何段階かに分けて、為替対策というんでしょうか、資金の対外投資促進のような案が出てきて、為替関係の自由化もどんどん進んできたわけです。先ほど局長がいわれた話

で、レポ協定も含めた一貫した流れだと思おうので、すけれども、これで一通り終わって、あとは外為法という今のお話の流れですが、外為法といったところには残っていないのか、あるいは、場合によっては、そういう法律改正を伴わないいろいろなお考えをお持ちになっているのか、ヒントをいただきたい。

三番目ですが、今現在一〇六円台で、じりじりと円が高いわけですが、為替の水準についての何らかのコメントをいただければと思います。

答 最後の質問はタブーでございますけれども(笑)、ヘッジファンドのポジションが今どうなっているかということについては、いろいろな見方があるようでございますが、相当ポジションがスクエアに近くなってきているのじゃないかなという見方が市場では一般的なようでございます。

二月にかなりヘッジファンドが売ったのは事実

の七、八月からかなりいろいろ対策をやったことは事実でございますけれども、今まさにそういう環境が整いつつあるのではないかなと思っております。先ほど申し上げましたように、資金運用の自由化ということで、今後相当出てくるのではないかという気がしております。当然、外為法の改正はそういうものに直接資するということではないですけれども、東京市場の国際化ということについては非常に重要なステップだと思っておりますし、法律の改正を伴わないことができることがまだあれば、これは積極的にやっていきたいと思っております。

それから、今若干円高に向かっていているのは、金利の先高感と関係があるのだろうと思っております。ある意味でアメリカの金利相場という局面はあったのですけれども、今の為替は日本の金利相場みたいな感じで推移しているわけですね。これ

でございますし、その後も、ソロスが売っているといううわさが出ていました。うわさが本当かどうかよくわかりませんが、それほどめちゃくちゃにポジションを積み上げていたわけではないですから、かなりスクエアになってきているんじゃないか。

ですから、今後彼らがどういう方向に出てくるのか、さらにショートしてくるのか、あるいは、もう一度ロングポジションを積み上げてくるのかということが、今後の為替の動向を占う上で一つの大きなファクターになるのではないかと。ただ、申し上げましたように、ファンダメンタルズは今むしろドル高の傾向に推移していると私どもは見ているわけですから、その辺でマーケットがどういふふう動いていくのかなという気がしておるわけでございます。

それから、海外投資の促進ということで、昨年

は、先ほど申し上げましたように、ユーロ円の三カ月物はかなり高いとか、そういう金利の先行きはどうなるかというマーケットのエクスペクテーションとの関連で、円が強くなっているという局面ではないかと思っております。

サマーズ副長官が東京に来たときも、アメリカとしては、為替レートがファンダメンタルズに沿って動くことを歓迎している、ファンダメンタルズに沿って動いた場合には、特定のレンジで何とかしようということは考えないとサマーズさんはいつていたというふうな報道されております。本人に確認しておりませんが、私どもの立場も全く同じでございます。為替レートがファンダメンタルズに沿って動くことを歓迎いたしますし、その場合に、私どもが特定のレンジをもって行動することはない。

そういうことで、余りお答えになっていません

けれども、私どもとして為替の水準に言及することは禁じられているわけでございますので、これでご勘弁いただきたいと思ひます。

問 為替がファンダメンタルズで動くというのは、まさにそのとおりだと思ひますが、ファンダメンタルズにもいろいろあるかと思ひます。今お話のありました、例えば貿易収支とか經常収支はまさに構造的な問題で、日本の黒字幅はどんどん減っている。經常収支ベースでいくと、サービスの部分もありますので、赤字幅が拡大していく。まさにこういうことだろうと思ひますけれども、もう一つ大きな要因として、財政赤字の動向は見過ごせないと思ひます。

日本の場合、先進国の中でも、GDPに占める財政赤字比率が突出して高い。恐らく七割をどんでん超えていくのだろうと思ひますが、一方、ヨーロッパの方では、通貨統合を控えて三%

減税の二兆円の廃止を含んで考えますと、たしか四・一％が二％台に、七％台が四％か五％になるということでございます。

税制改正が予定どおりに進めば、日本の財政赤字は相当大幅に削減されるというのが私どもの見通しでもありますし、IMFの見通しでもあるということですから、これは、景気の先行きの動向と税制改正が予定どおり実行できるかということにかかっていると思ひます。

ご承知のように、大蔵省はぜひこの財政赤字を削減したいと考えておりまして、ただ、今の橋本政権の最重要課題は景気の回復ということでございますから、その二つが両立する形で進んでいくのが非常に望ましいことだと思ひております。

それから、円が暴落するというだけではなく、一一〇円を一度超えていくと相当な円安になるのじゃないかとおっしゃる方がいるのですけれど

以内に抑えようとしている。アメリカは、財政協議が今難航していますけれども、もし仮にこれが決着した場合に、財政赤字がゼロになる。これはGDP比ゼロになるわけです。

そうすると、今お話のありました經常収支ベースでの日本の赤字化、日本が突出して財政赤字が拡大していくという状況の中で、もしかしたら一方で円の大幅な暴落があるのではないかという懸念もあろうかと思ひますけれども、その辺についてはどういうふうにお考えになっていらっしゃるのでしょうか。

答 一番最初にIMFの見通しのお話をしましたが、IMFの見通しでは、九六暦年の日本の財政赤字のGDP比は四・一％です。これは社会保障基金を含めたものですが、社会保障基金を除いた中央及び地方政府は七％ということですが、ただ、九七年の予測は、消費税の五％への引上げ、特別

ども、正直申し上げまして、私どもは円レートをあるレンジにおさめておく能力はございません。市場のセンチメントが大きく変わるときに、これを後押しすることはできません。あるいは、この二月みたいな状況ですが、非常にスペキュラティブな動きが起こって、それを未然に防ぐことはできませんけれども、いわゆるターゲットゾーンとカリファレンスレンジと呼ばれるようなシステムを導入することは、今の状況ではできないと考えております。

これだけ大きく資本が移動して、一日の為替の取引が一兆ドルとか二兆ドルといわれているときに、我々ができることは相当限られたことです。そういう意味で、私どもにもできることは、乱高下あるいはスペキュラティブな動きを未然にチェックするということではないかと思ひております。この一年間でかなり円高是正が進んだというこ

との背景には、八〇円台の円高は相当めちやくちやなレートだった、ファンダメンタルズから極めて大きく乖離していたレートであって、これは遅かれ早かれ戻ってくるものだったと思います。私どものアクションで若干それが速くなったということはあるのかもしれないけれども、大きく乖離をすれば必ず戻ってくるわけですから、相場とこのはそういう大きな動きをどうしても繰り返さざるを得ない。

ただ、先ほどいいましたように、いろんな形で中央銀行との関係プルー等が実施され、他方、アジアにおける円とドルのインバランスというような構造的な要因を解決できれば、乱高下の幅をできるだけ小さくすることはできると思っております。

問 貿易収支、経常収支が構造的に変わってきている、予想以上に黒字幅が減ってきているという

す。外需が減る形で三％にいくことになるかと、設備投資とか消費が相当伸びなければいけない。これは本当にいけるのか、そういう話が、日本の景気の先行きの見通しをするときに、恐らく一番難しい問題だろうと思っております。

私どもは、設備投資、あるいは消費等の民需がその程度伸びるのではないかということを見ていますが、少なくとも民間の予想なんかを見ていきますと、それほどはいかないよというふうな話でございませう。ただ、外需がそういうふうな構造的に変わっていくことは所与だと思います。そういう中で、経済全体、特に雇用問題を含めて、今後どういふふうにやっていくかということは、大変難しい課題だと思っております。

これは恐らくアメリカが経験したことでもありませんし、ヨーロッパが経験したことでもあるというところで、相当の形で外に雇用なり生産が漏れて

ご指摘はそのとおりだと思うんですが、その流れと、冒頭、IMFの見通しでは、日本のことしの成長率は二・七％、来年が三・一％と割に楽観的に見ている、外国はそういう見方だということですが、内需がふえても輸入で漏れてしまう。せっかく需要がふえても、ざるから水が逃げてしまうように漏れてしまうとすると、日本が三％前後の成長にはなかなか戻らないのじゃないかという感じもするのですが、その両方の関係はどうお考えになりますか。

答 実は、IMFの二・七％、三・一％の予想は、かなり輸出がふえるという予想が背景にある。例えば九七年は黒字がまたもとへ戻っていくと予想しているんですね。私ども、それは違うんじゃないですかということですから、例えばアメリカなんかと話していても、彼らはその辺非常に気になるらしくて、「三％はいくよ」というわけで

いく中で、どうやって日本の成長率を三％台に乗せていくかということが非常に大きな政策課題ではありますけれども、私どもは、経常収支がある程度構造的に変わって減っていく中で、九六年、九七年度には二・五から三％程度の成長が可能であるというふうなところは考えております。小山理事長 それでは、大体予定の時間も参りましたので、これで本日の講演会を終わりにいたします。どうもありがとうございます。(拍手)

(さかきばら えいすけ・大蔵省国際金融局長)
本稿は、平成八年四月二十六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。