

世界経済と市場の動向

内海 孚

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は慶応大学教授の内海孚さんです。

内海さんには、これまでも何回かこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例ですので、改めてご経歴等を簡単にご紹介します。

内海さんは、昭和三二年に東京大学法学部を卒業して、大蔵省に入省され、お若いころフランス留学や在ベルギー大使館勤務等を経験され、また、二階堂さんや竹下さんなどが官房長官をされていた当時、その秘書官をしておられます。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は、

在米日本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）の有カメンバーとして、主要国の通貨の安定などに手腕を発揮されました。大蔵省を退官された後、慶応義塾大学商学部教授に就任され、国際金融問題の権威者として内外で活躍を続けておられます。

本日は、その内海教授に「世界経済と市場の動向」というテーマでお話しいただくことにいたしました。

ご清聴をお願いします。（拍手）

一、最近の円安について

ただいまご紹介をいただきました内海でございます。

ちょうど、為替をめぐっているいろいろなことが起こっておりますので、タイミングが良過ぎたのか悪過ぎたのか、若干弱っております。

今の為替についての私の見方を申し上げることから始めようと思います。

ご存じのように、昨年の暮れぐらいから、通常よりもちょっと行き過ぎた円安になってきているような感じを持たれながら、これが進行してきました。私は、二月のG7では、大体一二五円が一つの抵抗線だという感じが、太平洋の両側、つまり日本側とアメリカ側の両方にあつたと思っておりますし、実はこれはまだ同じようにあると思つて

うせやるならば効果があつた方がいい、アメリカと一緒にやるのがいいということで、ボールがアメリカ側に投げられたという感じの状況だということ、まず一つ理解していいだろう。そのボールを投げられている側のアメリカは、さっき申し上げたように、一二五円を超えたら行き過ぎだという感じはみんな持っておりますが、ここで介入に入るとなると、それがどういう結果を招くかまだ読み切れないために、踏み切れないでいたということです。

それはどういうことかという点、過去一年半ぐらいを振り返ってみて、アメリカは強いドルに転換した結果、資金を集める結果を呼び、それが長期金利を安く保ち、景気の持続を助けた。同時に賃金の上昇が昨年の夏あたりから目立ってくる中で、それが物価上昇に結びつかないで済んでいる一つの大きな要因が、ドル高で輸入物価が抑えら

います。

一二五円を超えて一二六円も超え、一二七円にまで入ったわけですが、日本側からは行き過ぎだというコメントが三塚蔵相からありましたが、アメリカ側は黙っていた。そこで、円安容認あるいはドル高容認かという感じが、日本時間で昨日のマーケットが閉まるまでの状況でありました。

それについては、結局こういうふうに見ていいのではないかと思っております。一二五円を超えた円安はさっき申し上げたように、日米とも「これは行き過ぎだな」という感じを持っていることは変わらない、ただ、日本側も、一二五円をびた一文超えたら大変かという点、八〇円を超えた円高のときのような絶対的切実感はあるわけではないのです。

介入資金は二三〇〇億ドルもあるわけですから、幾ら大量に介入しても構わないのですが、どれるというところにありますから、アメリカがずっと強いドルを支持するといってきたことの背景には、それによって低い長期金利と低い物価を維持することができるというメリットがあるからであります。

しかしながら、ドル高がどんどん進行してしまふことについては、産業の競争力という面から見ると、国内市場、外国市場においてアメリカ製品の価格競争力に問題が出てくるわけですから、おのずからそういうこともアメリカは意識しているわけです。

今までのところ、少なくとも強いドルは債券高、株高を呼んでずっと好循環をしてきた。ようやく株式市場が調整局面になったところですが、ある程度の株価のソフトランディングはやむを得ないという認識は、グリーンズパン議長、財務省とも持っていると思います。そうかといって、こ

れがハードランディングのような格好で行くりスクは避けたいと考えるのは当然でございます。

したがって、為替市場に日本と一緒に介入（インターベンション）をして急激にドル安の方に入った場合どうなるのか。市場に介入するとなると、私は相当インパクトがあると思います。今投資家はかなりドルをロングで持ち、円や欧州通貨はショートにしていますから、今介入したら非常に効きます。ましてや、ドルと円という関係では、我々は長い間クリントン政権のあの円高カードでさんざん痛めつけられておりますから、マーケットはかなりセンチティブです。一たん協調介入があると、一挙に円が強くなる可能性がある。そうなった場合に、長期金利ひいては株価に不測の影響を与えないかというリスクシナリオをどう読むか、アメリカとしてどう対応するかというのが難しかった。

としては輸出主導でなく内需主導で成長を図るということをはっきりいっておられたので、行き過ぎた円安はこれにはあまりいい影響を与えない」ということをいった。ということは、日米の両方から、太平洋を隔てた両側から、口でのインターベンションが明白に始まったということでございます。

そこでご存じのように、マーケットは一たん一二五円台に戻り、今一二六円ちょっとぐらいのところ、それなりに効果はあったわけですが、これも、これからのシナリオとしては、もしマーケットが一二五円から一二〇円に向かっていくとした場合には、一二〇円に近づけば近づくほど、口での介入ではなく、実際の資金による介入の可能性が濃くなると判断してそう違わないと思います。

その場合、まず協調で入るのか、あるいは日本側が単独で入って、それをアメリカ側が公にサ

この問題の責任者である財務長官のルービンがアジアを訪問して留守だということもあって、アメリカの中でこの問題について二つの意見がありながら、うまく調整が図られないでいたというのは、日本時間のきのうまでの状況だと考えていただいてもそう大きく違いはないだろう。

ルービン長官がアメリカに帰り、きのう同長官がはっきりと述べた基本的なスタンスは、「我々は強いドルを支持し続けるけれども、円との問題は別だ」と、一般的なドル高は支持するけれども、円との関係はちょっと別だというふう、ドル高と円安の世界とを分けたということです。ですから、「強いドルを支持する態度は変わらな」といいながら、「三塚蔵相が円安の行き過ぎに懸念を表明していることについては自分は同感だ」とはっきりと公にし、「自分が日本に行ったときに、橋本首相にもお目にかかったけれども、日本

ポートするという発言で始めるのかはわかりませんが、いずにしても、円安に行く場合には、そういう感じで通貨当局は対応してくるのではないかと思います。

前からいわれているように、アメリカが、円に対してドルが強くなる許容度と、マルクに対してドルが強くなる許容度は、かなり分けて考えられています。円については一二五円は超えない方がいい、今若干超えておりますけれども、超えない方がいいと思っており、マルクについては一ドルが一・七五マルクぐらまでは許容するという感じだと思っています。そういうことも、ルービン長官の発言にあるような、ドル高は支持するけれども、円をちょっと別の世界に置いているというのはそういう背景だと思います。

私は、証券会社や機関投資家の友人にもいっています、これから特に個人に外貨建て債、特に

ドル債を売るときには、そういうリスクがあることをいっておかないといけないと思っております。介入があると結構大きく振れると思えます。例えば一一〇円に近い方に動いてくる可能性すら排除し切れない。

しかし、一一五円とか一一〇円になれば、日本の機関投資家はこの低金利では到底運用できないという気持ちを持っていますから、実際に予定していたよりも外貨運用の額をふやしてやる所の方が多いかも知れない。そういうことを考えると、流れがまた円安の方に行きますので、私が前から申し上げている基本的なレンジはあまり変わらず、一〇五円より円が強くなっていくとはちょっと考えられないと思います。一方、円安の限度は一二五円をびた一円や二円も超えてはならないということではないけれども、一二五円を超えた円安は、いつ介入があってもおかしくないと

ん。

その意味では、単独でやる場合でも、相当なマクニチュードで入るだけのものは持っているわけです。介入の効果は、いつもはそんなに大きな量でなくても出ますが、今度はそれだけのものができるだけの外貨準備を日本は持っているということとは、注意しておいた方がいいのではないかと思います。

これから数か月を展望しての為替に関しては、日米両国の金利やいろいろなことも関係しますし、欧州通貨、後に申し上げるユーロができるかどうかをめぐってもいろいろ波乱があると思えます。大体一〇五円ないし一一〇円から一二五円のレンジの中からそう離れない。円安になっても、私は一三〇円に近づけば近づくほど何か起きるというシナリオは、基本的には変わっていないのではないかと思っております。

ころに入ってきているということだと思えます。

なお、日本の外貨準備二三〇〇億ドルというマクニチュードは相当大きなものでして、あのプラザ合意の翌年、一九八六年に私が国際金融局長になったときの日本の外貨準備は、三五〇億ドルでございました。それから、弱くなっていくドルあるいは円が強くなることを防ぐために、介入に介入を重ねて、とうとう二〇〇〇億ドルを超えたこともありました。

その後、日本は御存じのようにトリプル安の状態になり、さらに湾岸戦争（サウード・ストーム）の間にドルが強くなり円が弱くなったりしたときに、ドル売り介入をして、私が財務官のときには七〇〇億ドルぐらいいまで減ったと思えます。それがまた、ふえにふえて二三〇〇億ドル。

これは本当は減らしておかないと、今後どんどん円高になったときに、なかなかドルは買えませ

二、アメリカの金融政策

次に、為替にも影響がありますが、特にアメリカの金融政策でございます。

アメリカの景気については、もうそろそろスローダウンすると思われるながら、結構持続してきました。その中で、ようやく自立してきたのが賃金の上昇でございます。

アメリカでは、過去一〇年をとると、平均的な給与水準は実質ではマイナスでございました。アメリカは、リスストラの過程の中で、賃金を実質でマイナスにし、その分は利潤を増やすという形で企業体質を強めてきたわけでありませう。

どうしてそれが可能になったかというと、ヨーロッパと非常に対照的なんですけれども、ヨーロッパの場合は組合が強く、労働慣行が極めて硬

直的で、なかなか人を減らすことができない。一たん雇うとなかなか首にできないということになると、企業は当然のことながら人を雇うことに慎重になる。したがって、新しい雇用はふえません。

フランスなども、大学を出た約四分の一の人が就職できない状態であります。また、ドイツの失業率は、一九二九年の大恐慌のときよりも高くなったということがいわれております。しかし、賃金は上がり、もう雇用に入っている人はなかなか首にできないという状態です。ちょうど地下鉄の満員電車で、乗ってしまえば「もう満員だぞ」と新しい人に乗せないという硬直性が今のヨーロッパ経済の最大の問題でありまして、またヨーロッパ経済で失業率がますます高くなっていることの要因であります。

ところが、アメリカではこの一〇年間に非常にができなかったから強くならないという状況です。

ところが、このところアメリカ経済の中で、その状況がちょっと変わってきた。例えば、三月の雇用統計でも、新規雇用だけを注目している人たちは、比較的そう大きな新規の雇用があったわけではないので、大体マーケットの予想どおりであるとして、FED（連邦準備制度理事会）は今度五月二〇日のFOMCでも金利引き上げに動かないと見えています。FEDが注目しているのは、それよりも平均賃金の上昇で、時間当たり賃金の上昇は前年に比べて四%上がってきています。

グリーンズパンという人は、議会証言などでも、経済を指数によって説明するのではなく実肌でさわったような説明をします。彼が二月に行った議会証言では、この問題について、こういう言い方をしている。「アメリカでは、雇用の不

リストラが進みました。特に顕著なのは、いわゆるフォーチュン五〇〇社という大きな企業のホワイトカラーが大量に放出されました。いろいろな数字がありますが、五〇〇万人あるいは一〇〇〇万人に近い数字もあります。これらの人々は、結局中小企業に吸収された。その間にあって、大企業でも新採用の給料はふえましたけれども、一般の勤労者の給与はむしろ実質的にふえない。しかも、大きな企業から出て小さな企業に就職する人たちは、当然賃金水準も落ちるわけです。景気はいいけれども、いろいろなリストラの中で、ジョブ・セキュリティといえますか、仕事があるかどうかの不安がずっと存在し、その中で実質賃金を下げることができた。これがアメリカの経済を強くしたわけです。

マーケットの実に冷徹なロジックを生かしながら経済を強めた。そして、ヨーロッパ経済はそれ安に基づく賃金の下降傾向はもはや終わりつつある。一月にはもっといい仕事を求めて、今の仕事を放擲する人たちがふえてきた」という言い方で、雇用とそれに基づく賃金の上昇傾向にウォーニングを發した。そういうことで株式市場に対する軽いジャブをずっと出しながらいたわけですが、それと相まってFFレートの〇・二五%の引き上げに踏み切ったわけでございます。

ですから、今度の五月二〇日にどうするかという注目点は幾つかあると思います。一つは、四月の雇用統計で賃金がどの程度上がるかということですね。

もう一つは株式市場の動向でございます。彼はまず一二月に株式市場について警告しましたが、それは「株価のある程度下落が経済の一般的な景気後退と一緒になるのでなければ、それほど心配は要らない」という軽いジャブでした。

私は、ルービン財務長官もグリーンズパン議長も、恐らくあの時点では株価がちょっと行き過ぎているから、いずれ調整があるだろう、その調整の際ソフト・ランディング的に余り問題を起さない形でうまくできるかどうかということが念頭にあったと思います。その後のグリーンズパン演説も、株価の方が自律的に調整してくれることを期待し、それがないとこちらの方が動きますよという感じでした。

ニューヨーク株式市場もある程度の調整が始まったわけですが、ある程度下がるのは構わないとしても、ハード・ランディングは絶対に困るということです。先ほどの為替に関しても、ある程度下がる中でハード・ランディングになることは避けたいということが頭に非常にあるのだろうと思います。

その意味では、一九八〇年代の終わりごろか

リーンスパンの演説を読んでいると、かつてのポルカーのところとは違って、M2、M3が金融政策との関係でここ数年間余り登場しなかったのが、最近非常に登場しますので、その辺は注目していた方がいいのではないかと思います。

三、アメリカの財政改革

アメリカが二〇〇二年までに財政赤字をゼロにすることにしましては、去年の十一月の選挙が終わった段階では、比較的容易に合意ができるのではないかという感じをみんな持っていました。特にマーケットはそういうふう考えた。

クリントンという人は、なかなか彼自身原則をちゃんと持った人ではないので、仮にクリントンが大勝するだけではなくて、民主党が上院も下院も制するようになってしまうと、どっちの方向に

ら、アセット・インフレーションをつぶすために、経済も一緒にオーバークールしてしまったというどこかの国のセントラルバンクとは随分違うわけございまして、非常にマーケットを知り尽くした財務長官と連邦準備制度理事会議長の二人が、なかなかうまくマーケットを動かしているという感じがします。

五月二〇日のFOMCも、その辺からいうと、マーケットは三月二五日に金利を引き上げたときに、これから何回かに分けて引き上げていくだろうと読んだようですけれども、これはもうちょっとニュートラルだと思えます。景気がある程度ソフト・ランディングしていくか、雇用の状況がインフレにどの程度つながっていくかということだと思います。

最後にもう一つ注目しておいた方がいいと思うのは、M2ないしM3の数字です。これは、グ

行くかわからない、財政赤字の削減をしないで、ポピュリズム的な人気取りに走らないとは限らないという感じを持っていたわけですが、その点はアメリカ人もちゃんとバランスを考えて、クリントンがランドスライド的な大勝をするともに、議会は上院、下院とも共和党が多数を維持したわけです。ですから、クリントンも国内的には財政赤字を削減して二〇〇二年にはゼロにするということ、共和党、民主党、両党の協調路線になっていくだろうと見ていたわけです。

ところが、ことしの二、三月に風向きがちょっとおかしくなりました。その原因は、クリントン、ゴアをめぐる政治資金関係のスキャンダルです。それが議会でも攻撃され始めると、結局クリントンは自分を守るためには、民主党の中で特に力を持っている左派のグループに依存せざるを得ない面が当然出てまいります。そうなると、今度

は共和党との間が難しくなるわけで、その一つの例が、財政赤字を二〇〇二年にゼロにするためには、今の消費者物価指数(CPI)が実態より高く出過ぎるという問題です。

これは、いろいろ著名なエコノミストたちやグリーンспан議長からもそういう指摘があって、CPIを現実に合わせて見直すことをしないといけない。また、それによって財政赤字はかなり減るわけです。アメリカはいろいろな点で物価スライド(インデクセーション)をしています。例えば社会保障支払いも大体みんな物価スライドでございします。それから、歳入面では課税最低限等も物価スライドになっています。消費者物価の伸びが低く出てくれば、それは大きな節約になるわけです。

共和党と民主党との間、特に民主党のクリントン大統領と共和党の議会のリーダーシップとの間

トンを突き上げる。そうするとクリントンは、共和党と前々から約束していたことを守れなくなるというような複雑なポリテカル・ダイナミックスに入ってきた。それでなかなかこの合意がうまくいかないのですが、先週末に、議会共和党と大統領との間ではある程度進展があったといわれています。何ともいえませんが、前のようにはすんなりといかない状態になっているわけでありませぬ。

いずれにしても、クリントン大統領は今国内的には議会を共和党が制していますので、自分のイニシアチブを発揮できる状態ではありません。いきおい国際関係を一生懸命やることになりませぬ。しかし、国際関係を一生懸命やるといっても、これも難しい問題ばかり山積しています。

例えば第一に、中国との国交正常化という問題です。この間ゴア副大統領が中国に行って、一見

には、ある程度密約があって、超党派の、中立的にこの問題を検討するCPI検討委員会をつくらう、そして、CPIについて抜本的に見直しをしようという合意ができていたわけです。しかし、その合意に基づいて上院の共和党リーダーであるロットがそういう委員会をつくらうといったときに、クリントンは約束を守らないで、それにうまく対応しなかった。

なぜ対応できなかったかという点、さっき申し上げたように、いろいろなスキャンダルで攻撃されている中で、クリントン自身が比較的中道右派のところから民主党左派の方に軸足を移動せざるを得なくなった。ご存じのように、民主党左派は組合とか、社会保障でいうとその給付を受けている人たちですから、わざわざ消費者物価指数を見直して低くし、社会保障の支払いを引き下げようということには同意するわけがないから、クリン

進展しているように見えますが、それに大きく影を投げかけているのが、中国の資金が昨年一月の大統領選や議会選のときに、間接的な形で民主党に行ったのではないかと、それによって中国側は選挙の結果に影響をさせようとしたという見方がかなり行なわれていることです。中国をWTOに入れていこう、あるいは最恵国待遇を毎年きめるのではなくて、ある程度恒久的に中国に最恵国待遇を認めるということを立法府に持っていた場合に、立法府からまさにそこを突かれる可能性があります。

この問題はクリントン後の大統領候補、今はゴア副大統領が専ら考えられています。ゴアにとっては非常に複雑な問題を提起されることになります。自分が中国へ行き、正常化したときに、民主党の中で資金をもらっているために、人権の問題や貿易の問題あるいは環境の問題で中国を甘

く扱ったのかという批判にさらされていく可能性
がありますので、ゴアにとってはクリントン以上
に難しい問題が出てきます。

ちなみに、民主党の大統領候補としては、ゲブ
ハルト下院議員が今出ることをはっきりさせてい
ますので、その点で民主党の中で人権問題、環境
問題あるいは労働問題というふうな、中国に一番
対応しにくいところで、ゴアが今度は政治資金の
問題も絡めながら攻撃されることとなります。こ
の辺がアメリカの次の大統領選挙に向けて非常に
興味のあるところではないかと思えます。

さらに、クリントンの外交戦略の中で、例えば
中東和平の問題も、今ナタニエフ首相を呼んでい
ますが、彼もなかなかアメリカのいうような形での
妥協には応じられないということで、これももう
まくいかないでいます。

それから、NATOの拡大については、一応エ

ロ」という共通通貨ができるのかできないのか、
そのときに、そこに参加する国はどうなるのか。
これは、為替市場とかいろいろなところはどうい
う影響を与えるのかという問題であります。

これもよく申し上げていますが、英米系から
入ってくる大方のニュースによれば、おくれるの
ではないか、ドイツが財政基準を満たさなくなっ
たから一年くらいおくれるのは必至だとかいう情
報ばかりですが、どうもそこにもバイアスがある
ようであります。

それはどうということかというところ、ご記憶の方が
あるかと思いますが、去年の二月ごろ、ジョージ
・ソロスが日本に来て、シンポジウムをやりまし
た。ジョージ・ソロスとそのチーフリーダーの
ドラッケンミラー、大蔵省の榎原さんとか、何人
かが出てシンポジウムをやったときに、私、たま
たま司会をしていまして、いろいろな議論の中

リツインと話し合って、チェコ、ポーランド、ハ
ンガリーの三つをNATOに入れることについ
て、いろいろほかの代償も出した関係もあって、
エリツインがのんだという形になっています。し
かし、アメリカの国内では、むしろこの三方国に
限ったことで、それ以外の東ヨーロッパ諸国がロ
シアの直接の影響下に置かれるのかという反発が
強い。この中で、ウクライナ、バルト三国につい
ては、アメリカにおけるこれらの国々に絡む移民
が強いボイスを持っていますので、これもなかなか
容易な問題ではないというように、対外問題も
そう容易ではないわけであります。

四、ユーロの見通し

ヨーロッパの方に目を転じますと、いうまでも
なく一番のポイントは一九九九年の一月に「ユー

で、欧州通貨統合が予定どおりできるのかと思っ
ていたら、全員が、これはできなくなるか延びる
か、どっちかだということを行いました。どうも
英米系——榎原さんが英米系かどうか、そうなの
かもしれないけれども——英米系の人は大陸の
ことについてはどちらかという懐疑的に見る傾
向があるのです。

信頼している情報通の友人たちからも、ドイツ
が景気後退、失業率の上昇を背景として、マース
トリヒトというGDPの三%以内という財政赤字
基準を満たさなくなることはほとんど必至だ、ド
イツとフランスが入らない通貨統合というのはあ
りえないので、延びることは必至だという情報が
頻々と入ってきました。

ところが、そのころ私の友人で、ドイツの野党
のSPD（社会民主党）の金融問題の責任者であ
り、ドイツ連邦議会のEU統合委員長をしている

人が来たので聞いてみた。いろいろ伝えられるところによると、SPDがだんだん来年の秋の選挙では有利になってきて、通貨統合では延期を主張しているというのを聞いていたものですから、彼自身に聞いてみましたところ、こういうのですね。

「まず、我々はGDPの三%以内に財政赤字がおさまらないときに、無理して発足するには反対といっているわけで、ただいたずらに延ばせといっているわけではない、ドイツの景気が上昇して満たすようになるかもしれない、そうなれば全く問題はない。アメリカからは、コールの政治的な立場が非常に弱くなり、SPDのシュレーダーという次の首相候補の方がずっと人気も高くなっている、あるいはコール首相はステップダウンするんじゃないかという話が伝わってくるが、その点については、コールの力を過小評価しては

は、それは特例として超えていないものとして扱えるという規定がある。ドイツが東西ドイツ統合をしたために大きな債務を抱え、それによってさらに財政赤字がふえているのは、これはまさにエクセプショナル・アンド・テンポラリーという条件に当てはまるんだ」という、非常に重要な発言をしているのです。

前に同じドイツのティートマイヤー連銀(Bundesbank) 総裁が、公債発行残高がGDPの六〇%を超えないことという基準の適用に当たっては、東西ドイツ統合に基づいて公債がふえた分は、例外的に扱ってもいいということをおっしゃったことがありますが、さらに今度はそれを進め、一般の財政赤字にまで適用があつてしかるべきだという発言をした。これを勘案すれば、ドイツは三%は問題なく満たします。ですから、そういう意味で、かなり進んでいるのだらうと思いま

いけない、彼は、前からよくそういうことがあつたけれども、その都度ちゃんと切り抜けて、いざとなると力を発揮してきた。またSPD自体についていうと、シュレーダーとフォンテーヌという二人のリーダーが争っているのはウィークポイントだ。」

野党自身に聞いても、アメリカとかなりニュアンスが違ったところは非常におもしろいところだったのですけれども、その後を見ても、コールは決然と、自分はまた選挙に出て通貨統合をやるんだといっている。そして、先週の末に、EU蔵相会議が開かれましたが、ここでドイツのワイゲル蔵相が、かなりはつきりということをおっしゃっているのですね。「財政赤字三%基準については、実は弾力条項があつて、エクセプショナルかつテンポラリー、つまり異例かつ一時的な要因によって赤字がGDPの三%を超えた場合に

す。

それに、欧州の銀行は、もはやコンピュータでも広報でも、一九九九年一月にユーロができるという前提で、巨大な資金を投入して準備を始めていますから、そういうことも頭に置かなければならないわけです。ですから、この問題は、英国とかアメリカから入ってくる情報と大陸で行われている実態とはかなり違うんじゃないかなという感じがしています、今僕はかけをしるといわれ、七割くらいの確率でできる方にかけておっしゃっています。

では、どういう国がそこに入ってくるかというのは、これまたそれぞれの国の状況によって非常に違うわけでありす。

まず、さっき申し上げたように、ドイツとフランスが入らない通貨統合のスタートというのは一〇〇%ありません。ですから、フランスとドイツ

が満たさない場合には、これはだめです。あとほかはどういうところが入るかということですが、これも、そこで一番ポイントになるのは、イタリアを初めとする欧州の地中海諸国ですね。イタリア、ポルトガル、スペイン。その中で特にスペインとイタリアは、新しい政権が昨年できて、相当なりふり構わない形で、とにかく第一グループに入りたいたいということをやっているわけでございます。イタリアは、昨年の財政赤字のGDP比率は大体七%近いのですけれども、ことしはこれを一举に三%にした予算を出しているのです。

その中では、例えば欧州統合税というのを一回限りかけるとか、あるいはそれだけならまだいいのですが、税の還付申告があっても、その還付は翌年送りにするとか、もっとひどいのは、国家公務員の退職金の支払いも翌年送りにするとか、ひどいじつじま合わせをやりながらやっています。

さっき申し上げた財政赤字基準とかいろんな基準は、ことしの数字を締めたところで判断されるわけです。そして、それを来年の四月ないし五月に判定して発足したときに、最初に入る国を決めることになっていくわけですが、イタリアは、これまた政治生命をかけて一生懸命やっていますから、なかなか容易ではないわけです。

いろんな笑い話みたいな実話があって、去年ですけれども、イタリアのプロディ首相がドイツのコール首相に会いに行くと、イタリアを第一グループに入れてもらわないと困るんだということやいうときに、何かドイツをおどかす手はないかと考えて、閣議でいろいろ協議したという話があるのです。いろんな人から聞いたことですが、その中でおもしろい話は、もしイタリアが第一グループに入れてもらえないとなると、イタリアは南北イタリアに国家分裂してしまうかもしれない

れども、それでもなおかつ満たされない可能性の方が強い。

ドイツでは、イタリアを初めとする地中海通貨が最初から入ってくることに非常に抵抗感があります。その背景には、来年の秋にドイツが総選挙だということ、そして、ご存じのようにドイツ人というのは強いドイツマルクに対する非常な信頼と愛着を持っていて、ドイツマルクを放棄して何かわけのわからないユーロという通貨になることについては、非常な不満と不安を持っているわけですね。その中に、ましてやイタリアの通貨やなんかが入ってきたら、弱いユーロという印象になってしまうので、これはかなわないというのがドイツ人の率直な気持ちであります。

その中で来年の秋に総選挙ということですから、コールとしても、本当は、イタリアとかそのほかの地中海通貨が入ってきては困るのですね。

ということをやドイツにいったらどうだろうか、そうしたら、だれかが、いや、そんなことではコールはちっとも困らない、彼はきつと北イタリアだけなら入っているよというんじゃないか、それならやめようということになったということがいわれているくらいで、それくらいイタリアは一生懸命なわけです。

そうしてみると、どこの国が入るかというところ、一心入りそうな蓋然性のある国としては、さっき申し上げたドイツ、フランス、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグ、それに加えてフィンランド、オーストリア、アイルランド、この八つは大體入る、あと意外とわからないのが英国です。英国はずっと通貨統合には距離を置いてきましたが、労働党、特にブレアは非常に親欧的で、統合過程に積極的に入っていった方がいいという考え方を持った人ですし、またシティーは、ロンドン

というものがヨーロッパあるいは世界の国際市場としてユーロという通貨を扱うことを中心となり得るや否やという問題がありますので、英国としては今は距離を置いておきたいけれども、これしかないとなったら、入っていく可能性は結構あるんじゃないかなと思っています。

トヨタの奥田社長が、英国がユーロに入らない場合には、ちょっと生産拠点を直直さざるを得ないといったのは、実に適切な発言でありまして、私は前から申し上げているのですが、日本の対EUの投資はかなり英国に偏っているのですね。自動車なんかほとんどみんな英国です。もしユーロができて、英ポンドが全く別な形でフロートする。そして、今みたいにポンドが強いときはいいのですが、ひところのようにポンドがたがた下がることになる、英国から輸出される日系の車について、輸入制限をしなければ困るじゃないか

合致するような形で経済運営自体は進めている。ただ、そのためには、最後の条件としての欧州通貨制度に復帰するというプロセスをまだやっていないものですから、それをやらないといけない。これをやるようだと、英国はもう入ると判断して、もしいのかなという気がします。

そのようなことで、ユーロが一九九九年一月にできる可能性は相当ある。その場合にどういう影響があるかというのは、いろいろ今研究もされているわけですが、極めて大きな問題意識からいうと、私はやはり世界の為替市場には安定的な影響を持つだろうと思います。さっき申し上げた八つの国だけで発足しても、アメリカのGDPの半分以上の国だけ見ると、しかも貿易あるいは通貨圏という観点から見ると、アフリカのかなりの国はフランスが基軸通貨になっていますし、東ヨーロッパはドイツマルクがほとんど基軸通貨になっています

という議論が大陸の方で起こりかねない。そういうことを考えると、EU投資はある程度分散しておいた方がいいわけで、もうちょっと本土の方にも分散しておく必要があるわけでございます。

ましてや通貨がさっき申し上げたようなことになって、別ということになると、そういう可能性は全く排除し切れないわけで、リスクがあるわけでございますから、ああいう発言も英国にとっては一つの大きな牽制にならざるを得ない。これは政府がいうわけにいかないのですけれども、実際にビジネスをやっている立場からの発言としては、私は非常に適切な発言だと思います。

そういうことを総合的にいろいろ考えると、英国もひよっとすると入る可能性がかなり出てくるんじゃないかという気がしないでもないのです。英国はそう思えばかなり変わり身の早いところ。しかも、マーストリヒトの定める条件に

すので、通貨圏としてはこの辺まで広がってくるだろう。

そういう通貨ができるということは、アメリカにとつては、いわばドルと競争するようなキーカレンシーが誕生するということです。今までは、アメリカは、例えばある時期は財政赤字も貿易赤字もたれ流しで、キーカレンシーの国だから、別に債務累積で直ちにリクイディティーの問題になることはない、俗な言葉でいえば、お札をプリントすれば破産することはないじゃないかという安易な経済運営をやった。

しかし、ユーロができると、外貨として、ドルよりもユーロにしようということでもシフトされるでしょうし、例えば産油国でもそういう動きが一時あったことがありますけれども、いつも弱くなっていく通貨じゃだめだから、ユーロ建てにしようというように動いてくるとかいうことで、競

争者ができるということは、アメリカもそれだけドルの価値の維持を、今までと違って常に一生懸命考えざるを得なくなるだろう。そういうふうに考えれば、長い目で見て、欧州統合通貨ができることは、国際的な為替市場には安定要因になるだろうと思います。

また、例えば日本の投資家という観点から考えると、これから出てくるフラン建ての債権、マルク建ての債権、あるいは銀行の持っている債権債務、それはみんな基本的にはユーロ建てになるわけです。ですから、そういうことになってくると、この視野で、その資産の価値を考えながらやっていくことになるわけでございます。そういう意味で、ユーロができるという見通しが強くなればなるほど、そこに入ってくるであろう例えばフラン、スフランとかベルギーフランとかオランダギルダーとか、そういうものとドイツマルクとの価値

て国際化していかなければいけないという問題意識が、当然橋本総理にもあるわけでございます。

五、日本版ビッグバン

そういうことで、次に日本の国内にちょっと目を向けてみますと、昨年は三・六%という、これはだれも実感がありません。G7の中で最も高い成長率を達成したわけですが、そういう経済の実体と、心理とか信頼の弱さというのは一体どういうところで結びついてくるのだろうというのが、これがなかなかわからないわけでございます。バブルの崩壊の後、銀行セクターの問題、さらにその奥に不動産の問題があり、こういうものにしっかりとメスが入らない限りは、なかなか心理的にも浮き上がれないところがあります。

また、無視できないのは、規制緩和の短期的な

のコンバージェンスというか、だんだん一致してくる傾向が強くなってくるだろうと思います。ですから、イタリアが入るか入らないかというのは、そういう意味ではイタリアに非常に影響するわけです。

逆にユーロができなくなったときに、ドイツマルクがまた強くなるのかということについては、できなくなる原因がドイツの財政赤字のためであり、それによってユーロの発足が延びるといふことであれば、それでドイツマルクの買いだというように強くなるかどうか、今までとちょっと違うのかなという感じを持っています。

いずれにしてもユーロができると、日本の円は今までのままだと、いわばローカル・カレンシーみたいなものになってしまいますので、そういうことも視野に置きながら、早急にビッグバンのようなことで日本の金融市場の自由化を一挙に進め

影響が今出てきているということがあると思います。規制緩和については、中長期的にはこれが絶対に日本にとって必要なプロセスであり、それがなければ日本経済というのは世界経済のグローバルゼーションの中でサーバイブできないと思いますけれども、その過程においてはなかなか難しい問題があり、今まさにその渦中にあるということじゃないか。

私の友人のJ・ロックフェラー上院議員が一月に参りましたときに、彼がアメリカについてこういうことをいっていました。「自分は、レーガン大統領がイニシアチブをとっていたディレギュレーションには反対だった。そのために、アメリカでは失業がふえ、いろんなセクターは難しい問題が出て、自分の州・ウェストバージニアでは、失業率が二二%にまでなった。しかし、今になってみると、結局その過程を経て、アメリカ経済は

世界で最強の経済になり、失業はウエストバージニアでも5%になった。だから、自分はあのとき間違っていた。やはりレーガンのやってきたディレギュレーションは正しかった」といっていました。

アメリカのように、会社の間とかセクターの間での労働の移動が日本よりはるかにフレキシブルに行われるところでも、そういう問題があったわけです。日本は会社の間で移るとかセクターの間で違うところに行くというのは、伝統的に非常に難しいですから、私はその意味ではこの産みの苦しみというのはアメリカよりもっと深刻であることを覚悟しておかなきゃいけないと思います。けれども、そうだからといって、その間、例えば財政赤字をふやして公共事業をやったり特別減税をやったりして、その苦しみを緩和するということも、これはなかなか難しいわけでした、この産み

な時期に入っているんじゃないかなという気がするのですね。

だから、大学など新卒の求人は問題なくふえているけれども、移動していくところのスムーズさでミスマッチが起こっているというのが、どうも今の状況じゃないかと思うのです。せっかく設備投資も増え、また田安とそれによる輸出の増加あるいは利益の増加に助けられている反面、そういう難しさがちょっとしばらくの間出てこざるを得ないのかなという気がしますけれども、その意味では、政府が一・九%という自然体の成長率を出して、ことしは去年よりも成長率はダウンするけれども、財政という竹馬に乗っている経済じゃないのですから、これはそういうことで考えてくださいという自然体の出し方をしているのは、僕はかつてのいろいろなやり方から見ると、非常にいいんじゃないかと思うのですね。

の苦しみはそのまま苦しみとして受けなければならぬだろうと思います。

現に私は、日本経済がかなりいい姿になってきていると昨年の暮れには思っていました。その一つの背景としては、雇用が随分改善してきたというところが、昨年の暮れに見えたことです。昨年の一〇月、十一月、十二月は、対前年で新規求人数は二〇%くらいにふえていました。製造業は二五%くらいふえた。オーバータイムも一五%くらいまでふえた。しかし、この一月、二月には、これがまたちょっと難しくなってきた、そんなにふえなくなってきた。一方、短観なんか見ると、中小企業などでは人が不足しているから、いい人を探りたいと答えているところがあるのですけれども、失業率は減らない。会社から会社に適材が移っていくという過程が、日本の場合アメリカよりもっと難しいですから、そういう摩擦的

エコノミストは、規制緩和をすれば景気がよくなるし、規制緩和が遅いから景気が立ち直らないんだなんていっていますけれども、短期的には、テレコミュニケーションなどの分野は規制緩和が即雇用の増加に結びつくでしょうけれども、それ以外の分野では、例えば田舎の方に行かれると、何とか銀座というところがだんだん店を閉めて、郊外には、大きなスーパーマーケットだけでなく、おもちゃから靴から家電から薬まで、大きな店舗ができていくわけですから、こういうのがどんどん起こってくる過程では、なかなか一挙に明るくならないのですね。しかし、これはきっちりと思えばなければならないプロセスなんだろうと思います。

そして、金融関係でのビッグバンについていえば、基本的にはまずビッグバンのフロントランナーとして、為替制限を撤廃することをしたと

は非常に重要で、これは後戻りがきかないということですが、つまり、日本のマーケットにしかないようないろいろな規制や税制を含めたハンディキャップがそのままであれば、お金の流入、流出が自由になってみると、日本でお金を持っていたり日本で取引をしたりしたらばかばかしいということになりますから、相当早いペースでビッグバンというか、改革なり自由化なりを進めないとならないということです。日本の市場にしかないようなハンディキャップは除去しなければいけない。

ですから、証券会社にとっては非常に厳しいプロセスですけれども、例えば株式の取引手数料の問題も、国際水準とは違う形での規制があり、さらにそれに有価証券取引税があるということになると、自由に持ち出せるお金で外国で取引をするようになり、日本の方は完全に空洞化してしまい

膨大な数の巨大な資金を持った投資家がいる。日本もそうです。ですから、当然そこでの投資家保護とか税の公平みたいなことも考えざるを得ない。

その例は、外国為替管理法がこの国会で改正されますけれども、その施行が来年の四月になっている。なぜかという、税の方の手当てが必要だからです。例えば、私が仮に億万長者だとしますと、為替管理が自由になって、税の方の手当ても何もなければ、私はこのお金を日本に預けておく意味はないわけで、日本の銀行に持っているとして○%の源泉徴収を取られますけれども、これをニューヨークでもロンドンでも持っていけば、通常、非居住者の預金には源泉徴収はかかりません。

本当はそこで得た金利は、私の三月一五日までの申告に入れないかならないのですが、税務署が

ますので、そういう日本市場にしかないようなハンディキャップは取り除かないといけないことになりません。

二番目に、私、よく申し上げているのですが、「ビッグバン」という言葉はロンドンから借りてきたわけですが、東京市場はロンドン、シンガポール、香港型ではなくて、ニューヨーク型を考えるとということだと思います。というのは、ロンドン、シンガポール、香港はお金が外から来て、外に行くマーケットです。ですから、投資家保護とかディスクロージャーとかいうことにそれほどうるさくないですね。例えばユーロ市場の方が Yankee 市場よりもずっと自由で、ディスクロージャー等の規制もない。そこに入ってくるのは大体プロの世界です。税の面でも、そこでの税負担の公平をそれほど考えないでいいわけですが、これも、ニューヨーク型になると、アメリカには

わからなければ、申告する人はいないかもしれないね。ですから、アメリカではそういうことを考えて、一万ドル以上の送金については、送金に携わった金融機関が I R S にリポートしなければならぬことになっている。

日本でもしそれをしないとすると、日本の銀行に預ける人もなければ、また日本で株を売ったり買ったりするよりも、外国に預金してそれで向こうで売ったり買ったりするのも自由なわけですから、キャピタルゲインも何も税務署にわからない。そんなことをしたら、東京市場が国際市場になるどころか、国内市場としても完全に空洞化して、日本の銀行や証券会社に預けたり資金運用したりする人はなくなっちゃいますからね。ですから、あくまでも税を取るためと思われるかもしれませんが、これをやらなかったら、日本の銀行や証券会社は実は大変なことになってしまうので

す。というようなことが、ニューヨーク型だといふことの一つの例であります。

三番目に、よくロンドン市場はビッグバンの結果成功したのか、失敗だったかというときに、これには評価が分かれていて、ウインブルドン現象が起こった、英国の証券会社はほとんど残らなくなっちゃったということがいわれているのですね。なぜウインブルドン現象というかとすると、ウインブルドンテニスは英国で行われるけれども、勝つのはスイスのヒンギスだったりドイツのグラフだったりアメリカの何某とかだったというところで、英国人が勝つことはない、それと同じだということですが、日本の場合にはこれだけ膨大な数の巨大な資産を持った投資家がいるから、ロンドンとは違うと思います。

ですから、それだけ大きなニッシュというか、巢を持っていますから、証券会社にせよ、銀行にできなかったディレギュレーションがかなりできることは確かだろうと思うのです。

ただ、それだけでなくて、私は持株会社というのは日本のキャピタリズム自体に大きな意味を持つと思います。というのは、なぜ日本では個人の資産のうち七割前後くらいしか株を持っていないのか。それはいろいろ理由があると思いますが、一つの大きな理由は、株主の声が経営に反映するようになっていない。経営と株主との間に適切な距離、透明な関係がない。つまり、日本は株の持ち合いということをやってきたわけですけれども、例えばここにおられる安藤さんと私が違う会社だとすると、私は安藤さんの株を持っているけれども、口はいえない。安藤さんは僕の株を持っているけれども、口はいえない。ですから、経営者は好きなことができるわけで、いわばその上に眠っていることができる。株主に報いることは考

せよ、そんなにみんな取られてしまうことはあり得ない。ただ、その中で、ある程度グローバル・プレイヤーとしてやっていこうという銀行や証券会社は、恐らくビッグバンの一〇年後には、ファンドマネージャーの四割とか半分は外国人だったり、あるいは取締役会も青い目の取締役が何人もいるという状態に、人的にも多国籍化していないと、なかなか国際競争力を持つことは難しいんじゃないかと思えます。

最後に、ビッグバンとの関係で、私は持株会社を許すことになったことが非常に大きな役割をすると思います。というのは、一九八三年の円ドル委員会以来、いろいろ規制緩和を進めてきたわけですが、どうも最後にぶつかるのは業間問題でありました。ですから、いろんな業態を一つの持株会社の下でファイアウォールをしっかりとくりながらやっていけるようにすることで、今まで

えなくてもいいことになってしまふ。根本的に持株会社になれば、株の持ち合いと違って変わるのですね。

まず、どこが変わるかということ、監査役の任命から変わります。今は監査役というのは社内から登用するような意識で任命されますけれども、それで公正かつ妥当な内部監査ができるわけではないのです。今度は間違いなく持株会社が任命します。そこから始まって、アメリカで行われているように、株主の声を反映して、CEOも簡単に、もし株主に報いる形でしっかり仕事をしていない場合には、変えることにもなる。そういう形で、株主の声が経営に反映することになるということでは、日本の資本主義に大きな影響があるのではないかと思います。

どういう形で持株会社ができるのかというときに、やはり持ち合いが解消する受け皿として、ど

ういう形で持株会社をつくっていくのかというストラテジーをいろんなところで検討していかないといけないんじゃないかなという気がします。

例えば、よく我々友人たちと話しているのですけれども、銀行を持つような持株会社をつくるときに、今のように銀行株が下がっているときはチャンスだから、少しそういうことを頭に置いて戦略をつくることもありましよう。また、バブルの最中非常に持ち合いが進んだときに、地方銀行やなんか、自分の株を持ってもらったり、いろんなところから持たされたというのですね。それなら、幾つかの銀行が集まって、その会社の持株会社をつくって、徹底的に効率的にやってもらおうというのも一つのチャンスだと思います。

そういうことを考えると、株主の声がそれだけ出てくる、投資家の声が出てくるというのが、日本の資本主義への一つのレポリユーションになる

○小山理事長 定刻になりましたので、特にご質問のご希望がなければ、これで本日の講演を終わりたいと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

(うつみ まこと・慶応義塾大学教授)

(本稿は、平成九年四月一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

わけで、よく税制改正で法人税の引き下げを要望していますけれども、証券界からいうときには、法人税の引き下げを経団連と同じような言い方ではないのではなくて、例えば所得税との二重課税の問題をとりあげる、EUの国はもう挙げて二分の一は所得税と法人税の間で調整することにしていくわけですが、証券界からいうときには、経団連と一緒に並ぶことはないのであって、投資家の声をどうやって反映するかということをお考えになる方がいいんじゃないかと思うのです。そういう意味でも、新しい資本主義というものの性格が、持株会社を機縁にかなり変わってくるんじゃないかなという気持ちで、私はこの問題を見ております。

ご質問の時間が余りなくなりましたので、すけれども、私は若干でしたら構いません。どうもありがとうございました。(拍手)