

## 国際金融の現状と今後の見通し

内海 孚

小山理事長 皆さん、おはようございます。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、これまで何回かこの講演会の講師をお願いしていますし、高名な方なので、ご存じの方が多いと思いますが、改めてご経歴等を初めに簡単にご紹介させていただきます。

内海さんは、昭和三二年に東京大学法学部を卒業して、大蔵省にお入りになり、お若いころフランス留学やベルギー大使館勤務等を経験しておられます。その後、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などに手腕を発揮されました。大蔵省を退官された後、平成四年に慶応義塾大学商学部教授に就任され、我が国を代表する国際金融問題の権威者として、内外で活躍を続けられています。本日は、その内海教授に「国際金融の現状と今後の見通し」というテーマでお話しいただくこととしました。

ご清聴をお願いいたします。

## 一、為替——当分一一〇円—— 一一二〇円か

ただいまご紹介をいただきました内海でございます。

毎日いろいろなことが起こるものですから、三日ぐらい前に、ちょっとこの辺でお話を申し上げる機会があったんですけども、その後また為替市場も国債市場もそして短期市場も、ご存じのようになっているということ、なかなか毎日気が抜けない皆さん方だと思えますけれども、まず、為替市場の状況について、私の見方を申し上げたいと思います。

いうまでもなく、昨年九月の終わりのころから、急に円高に振れたわけですが、私にいわせると、これは円高というよりも、過度の円安の是正

狼狽売りに出る。さらには、急にヘッジ率を高めるということが、結局また円買い・ドル売りということになるわけです、あのころ、僕は一一二〇円台は意外と近いといっていたら、あつという間に、いつとき一一二〇円を超えて一一一円ぐらいいったことはご存じのとおりでございます。

私は、大体レンジとしては、一一〇円から一一二〇円というところに、当分の間安定していくんじゃないかなと思っっているのですが、それは大体次のような理由によるものでございます。

第一には、今こういう状態の中で、つまりロシアの危機から始まって、ロングチーム・キャピタル・マネジメントの破綻というのは象徴的な出来事なんです、ヘッジファンドがかなり痛んで、その活動の六〇〜七〇%はクローズした状態です。つまり平常の活動の三〇%ぐらしか動いていないということに象徴されるように、ある程

だというふうに見ております。というのは、この引き金を引いたのは、実はロシアの危機でございます、まして、ロシアの危機が起こって、米国の初めとして、かなりロシアにポジションを持っていたファンドが大分ダメージを受けました。ダメージを受けて、リスクのあるポジションは解消して、こうという動きが急激に出てきて、その中で、ヘッジファンド等が、円については売りポジションを巨大に持っていたわけですが、その売りポジションを巻き戻すという過程で、円安が是正されて円高に進んだということです。

一四五円を超え、一四六円、一四七円というような円安だったのが、急に一三〇円台になる。一たんそうなりますと、今度は日本の生命保険会社等の機関投資家が、一四〇円を超えてもヘッジもしないで、金利差に着目してどんどんドル建ての国債や債券を買っていましたから、今度はそれが

度投機的にお金を動かす資本の動きが比較的静かなときは、どちらかというと、經常収支の状態、例えば円・ドルについていいますと、日本の赤字、アメリカの赤字というものが今まで以上に効いてきますので、これだけ円高に急激に動いたところで安定するというベースがあるというのが第一の理由であります。

第二の理由は、またいろいろな動きがきのうからきょうにかけてありましたけれども、一一〇円から一一二〇円というレンジは、私は大体いろいろな感じからいって、ファンダメンタルズに合致したところではないかと、前から思っているわけですが、それはどういふところからくるかということ、クリントン政権ができたときの円・ドルレートが、一ドル＝二二五円でありました。その後、クリントン政権の高官の円高を促すようないろいろな発言が相次いで、それでマーケットは非常に

影響を受けて、ご存じのように八〇円を切る七九円というような円高の時期がかなり続いたわけでございます。その間、日本の主要製造業はリストラを進めて、一ドル八〇円に耐えられるようなコスト削減等の体質改善をかなり進めましたので、その後、また一一二五円に戻ってしまうのは、本当はそれでもちょっと行き過ぎなところがあるわけでございます。

円高が一二〇円ぐらいになったときに大変だといって株が売られましたけれども、ちょっと思い出していただければ、八〇円という円高から、一九九五年七月七日夜の日米協調によるいわゆる七夕介入で、今度は一挙に円安・ドル高が進んで、あのころの新聞を思い出していただければおわかりのように、みんな、もう一〇五円なら全然安心だといっていたわけですから、慣れというのは恐ろしいもので、今度は一三〇円、一四〇円あるい

は一四五円に慣れると、一二〇円は大変だということになりますけれども、一一〇円から一二〇円なら、日本経済がサバイブできないということは全くない。

アジアの通貨のためにも、そして日米の貿易収支のよりバランスのとれた姿その他から見ても、一一〇円～一二〇円がおおむねファンダメンタルズに合致しているといっているんじゃないかというところが第二番目の理由です。

第三番目の理由は、いろいろな発言がいろいろなときに飛び交いますが、私が見るところ、日、米、欧、そしてアジアの諸国も含めて、円・ドルでいうと、一一〇円～一二〇円というのは、おおむね居心地がそう悪くない水準だということだと思います。

そして、最後に、最近の為替の動く傾向としては、動くときには急に水準が変わって、その後、

相当期間安定する時期が続くという傾向があります。これはどうして出てくるのかといいますと、今のようなレートがもうしばらく続くと、一種の、これは後で申し上げるようなターゲットゾーンとかそういうことでなくても、何となく上と下に壁ができるのです。

それは、例えば大体一一〇～一二〇円の間で動くなという感じがみんなに見えてくると、一一〇円ぐらいのところに来たら、輸入業者がドル買いをしようとか、あるいははまだ損を抱えているためにまたドル投資を始めようという機関投資家があるかなかないのはちょっとおかしいように思うんですが、もうちょっとそれが定着してくると、一一〇円までくれば、これだけ金利が低いならばドル債を買おうということになって、ドルの下値の方ですドル買いの壁がダァッとできるのです。

今度は上の方で、例えば一二〇円になるならば

円買いをしようという輸出業者や何かが並ぶとか、そういうふうにして、ずっと壁が両側に出てくるものですから、それで比較的長期間安定する傾向ができるんだろうと思います。

さきほどちょっと機関投資家のことに触れましたけれども、大変おもしろい現象は、急に一一円になったときに、個人が銀行の窓口に並んで、ドル預金をみんなふやしたということなんです。そして、これは単に東京の街中だけではなくて、聞いた話では、川崎の信用金庫では一日一億円のドル預金というニーズがあった。考えてみると、機関投資家より個人投資家の方が、ある意味ではよっぽどスマートになったのかなという感じがするわけですけども、そういう動きがあったことは、大変興味があると思います。

そういう中で、ドイツのラフオンテーヌ蔵相が、目標相場圏というような提言をして、これが

今度の二月二〇日のG7で議論されるということ  
が伝えられているわけでございます。ドイツがそ  
ういう提案をするというのは非常におもしろいわ  
けです。というのは、ご存じのように、今まで大  
体、こういうアイデアを温めており、折に触れ発  
言するのはいつもフランスなんです。フランスが  
そついうと、同じEUの中のドイツがまず真つ先  
に反対するわけです。ドイツは常にそれには反対  
でした。

アメリカはそのときによって違うんです。例え  
ば、リーガン財務長官、スプリンケル副長官のと  
きは、絶対反対でした。彼らはそもそも市場介入  
には反対で、市場がすべて正しいという考え方で  
した。ただ、その後の財務長官のジム・ベ  
ーカー、その副長官であったダーマン、この二人の  
考え方は、市場にはやはりある程度そういう目標  
的なものがあるべきだという考え方で、

ならいいじゃないかというレベルにあるときに  
は、その辺で安定させることはできないか、例え  
ば、G7の大蔵大臣も中央銀行もみんなカン  
フォータブルなんだ、居心地がいいんだ、これを  
外れると居心地がよくないんだということがはっ  
きり出せば、本当はプラスだなと思うんです。

なぜかという、近ごろの為替市場は、いろい  
ろな人のいうことを付度して非常に動くわけで  
す。その付度は、まずアメリカのクリントン政権  
ができてから、アメリカの高官はああいうこうい  
うということ、ときには日本の状況から見れば  
もっと円が強くなって当然だというような発言が  
出たり、強いドルを支持するという発言が出た  
り、あるいは、きのうは、大蔵省高官が円安をア  
クセプトするという発言が出たりというたびに、  
為替があっちに行ったりこっちに行ったりしてい  
て、どうも不安定要因が強くなるので、本当はこ

これがプラザ合意を実現させ、さらにはルーブル  
合意を実現させたわけです。ルーブル合意という  
のは、実際は表に出ていませんけれども、ほとん  
どターゲットゾーンそのもののような考え方で  
あったわけでございます。

ですから、アメリカはそのときによって違う。  
今のアメリカの感じは、ちょっと腰が引けてい  
て、余りそういったものに乗ろうという感じは必  
ずしもない。日本はそのときによって違うわけ  
ですが、私が見ていて、恐らく今度のG7で、目標  
相場圏、例えば相場のレンジを決めて、それを外  
れそうになったら、例えば介入する義務をG7の  
各国が負うというような、ある程度硬直的に義務  
をはっきりさせるようなものができるベースはな  
かなかないと思っています。

しかしながら、私が見ていて望ましいと思うの  
は、比較的円もドルも、そしてユーロも、この辺  
の辺がカンフォータブルなんだというのが出た方  
がいいと思うんですけれども、しかし、今度はG  
7ではそこまできかないでしょう。せいぜい、少  
なくとも大体このあたりのレベルがファンダメン  
タルズに一致して、望ましいと思っっているとい  
うようなコミュニケーションが出れば、それだけでも、ない  
よりずっといいなという感じはしています。

きのうのロンドン市場、そしてきょうの東京市  
場で、急にドル高・円安が二円ぐらい進んだの  
は、日本の大蔵省高官が円安を歓迎するとい  
うような発言をしたということ、動いたわけでは  
ありませんけれども、私は基本的に、一一〇円、一二〇円ぐら  
いのレンジについては、意見が変わったというふう  
に見ているわけではありません。そうではないけ  
れども、金利をめぐる論争がいろいろあり、そし  
て日銀がその中で、これについてもまたいろいろ  
なご意見もあると思いますけれども、ああいうア

クシオンをとっている中で、日本の金利が下がることで、ある程度円安になっても、それはそれでいいじゃないかということでありまして、これも程度問題で、これが一二〇円を超えて二二五円、二三〇円になるのを歓迎しているという意味では全くないわけです。

ただ、ああいう発言は、その辺をマーケットはなかなかとりにくいものですから、また誤解をして行き過ぎなければいいなと思っているんですけども、私は先ほど来申し上げているような背景から、一一〇円〜一二〇円は、当分続くというふうに考えていいのではないかと考えております。

## 二、好調な中にも影が見え始めた アメリカ経済

その次に、アメリカの経済に目を向けたいと思

間に、信用収縮という状態になった。

ですから、これについては、グリーンズパン議長が議会証言で、たしか「恐怖心に駆られた、非常にネガティブな、消極的な反応」という言い方をし、かつ、ニューヨーク連銀のマクドノー総裁が、「戦後最も懸念するような金融収縮の状態」という表現をしたわけです。一般の企業は本当に資金調達ができなくなるというような状態で、そういう中から、株価も下落を始めるだけでなく、そのほか何が起こったかというところ、一九九九年について、J・P・モルガンやチェースマンハッタンのチーフエコノミストは、アメリカの成長率はゼロだという見通しを述べるということで、一挙にムードが暗くなったわけです。

その後、アメリカはグリーンズパン議長のかじ取りよろしきを得て、三度にわたる公定歩合の引き下げもあって、信用収縮についてはほとんど解

います。ちょうど昨年の一〇月の初め、IMF・世銀総会がワシントンで開かれていたところのアメリカのムードは、過去数年ないような暗さがあったとき支配していました。これも、引き金を引いたのはロシアの危機なんですけど、ロシアに貸し付けあるいはロシアの債券を買っていた投資家や金融機関がいろいろ痛んでくる。痛んだときに、一挙に起こった反応は、リスクがあるポジションはやめようということ、それが、円安是正への一つのきっかけになったということは、先ほど申し上げましたけれども、それだけではなく、あらゆるリスクから逃げ出そうという状況になったものですから、例えば、アメリカの資本市場でも、国債と一般の優良企業の社債とのスプレッドも、あつという間に三倍ぐらいになるとか、そして優良企業以外は、一切もう社債が発行できない状態になる、そして金融機関も貸さない、本当にわずかな

消したということ、フェデラル・リザーブ・ボードもいじめましたし、株価もある程度戻ってくる、そして、それに支えられて、個人消費は依然としてまた強くなるということから、一月から二月ごろには、一九九九年の成長率は、大体二・一〜二・五%ぐらいにうまくソフト・ランディングするだろうという見方の方が強くなってきて、今再び楽観的な感じがかなり強くなってきているわけでございます。

ただ、アメリカ経済のウィークポイントは確かにあることはあるわけ、アメリカの経済あるいは消費は、株高に支えられていることは間違いない。家計部門の貯蓄は、もはやマイナスですから、資産効果ということで自分が得ている所得以上にお金を使っていますから、株式市場が非常に困難な状態になれば、経済も一緒にハード・ランディングするというリスクがある。これは前

からいわれていることです。

ただ、見ていると、フェデラル・リザーブ・ボードは、株高について、口では時々いいますけれども、そんなに神経質にはなっていない。グリーンズパン議長を初めとして、アメリカのフェデラル・リザーブ・ボードは、基本的にはやはり経済のハード・ランディングを懸念しておりまして、株価についても、フェデラル・リザーブ・ボードなりに、あるべき株価水準と現実の株価水準をいつも比較してまして、一九九七年の夏などに比べると、はるかに過大評価の度合いは少ないという見方をしていますから、そんなに神経質になっていない。したがって、私は、今のフェデラル・リザーブ・ボードの金融政策の基本的スタンスは中立的だと思えます。ですから、ちょっと過熱しそうだと思えば、締めることもあり得るけれども、株価を理由に締めるということとはしない。

て、それによってCEOは、ストックオプションによる利益をさらにふやすという構図になっているということですよ。

私もちょっと数字を確かめてみましたが、確かにアメリカの統計で、新規株式発行を見ると、このところずっとマイナスなんです。例えば一九九八年の第2四半期には、新規株式発行はマイナス一二八億ドル、つまり、それだけ逆に減らしているということですね。第3四半期になるとさらに大きくなって、マイナス二二八億ドルです。第3四半期までしか数字がありませんが、恐らく第4四半期にはもっと減らしているでしょう。

これは、一見、株式市場ということだけから見ると、時価総額が減っているわけですから、その意味では、株高を正当化することになるように見えます。確かにそういう面があるけれども、一方、それが起こす問題は、アメリカの企業の

い。

それから逆に、消費その他のインディケーターが悪くなれば、いつでも金利は下げるということで、その場合、株価が多少高くても、やはり株価よりも実体経済の指標を見てやるというスタンスだと私は見えています。その意味では、フェデラル・リザーブ・ボードは、日本がかつてやったように、インフレ率がほとんどゼロで、資産インフレだけのときに、金融政策で資産インフレを退治しなければいけないというふうには考えていないということでもあります。

それから、もう一つ、これは株式市場に関係するわけですが、このところの株価上昇がどういうところから起こっているかというところ、私の友人のエコノミストの分析では、個人が買っているわけではなく、企業が借金をした金で自己株を取得して、それを消却する、そして、当然株価が上がっ

キャッシュフローを悪化させる要因になっているということですよ。というのは、ただでさえアメリカは今期の企業業績が悪くなるといわれている。

これは、景気循環的にも当然なんです。賃金は相当上がってきています。一方、設備はかなり過剰になっている。そういう中で、本当は価格を上げたんだけど、世界的な物価低落傾向の中で、アメリカの企業は価格を上げることができない。そうになると、企業採算は当然悪化する。企業採算が悪化している中で、さらに借入れをふやして、自己株の消却をしているということですから、企業のキャッシュフローという点ではマイナスであり、これがいざれどどういう影響を持つかというところは、直ちにクラッシュになるというよりも、株式市場だけを見ると、株式数が減って、上がるのは当然だという面もあるわけですが、別途その背後にある企業業績の方は低下するというこ

とになっているわけで、その点はかなり内々に注意をして見ていく必要があるんじゃないかなという感じがしています。

あと、アメリカの弱点はいうまでもなく、巨大な経常収支の赤字です。去年は二三〇〇億ドルぐらいの赤字になっているでしょうし、ことしは三〇〇〇億ドルぐらいの赤字になるといわれている。これは、今までのようにアメリカ経済がずっと好調のときには、資金がアメリカに入ってきてファイナンスしますから、そう問題がない。ただ、今までと違う点が幾つかあります。

第一は、アメリカはもう財政黒字になっているということ。今まで財政赤字の背景のもとで、国債を外国に売って、それでファイナンスしていたということは、もうそろそろ終わってきているわけですから、外国から入っている資金は何かというところ、これはアメリカのシンクタンクがい

ろいろ分析していることでも明らかなんですが、

アメリカの株を買ったり、あるいは期間の短い社債を買ったりというような、簡単に逆転し得るような動きになっていきますので、何かあると、アメリカに入っていた資金が逆転する。そうすると、これが株式市場を直撃するというリスクがあります。

それから、第二は、後でも申し上げますように、ユーロという、ドルに匹敵するような大きなGDPをカバーする通貨ができたわけで、その意味では、ドルについて不安があるときには、簡単にユーロの方に逃げやすくなるということです。

これは新しいファクターです。ですから、そういう意味で、アメリカも相当慎重な経済運営をやってもらわないと、今までのように基軸通貨国ということの上に安眠していることができなくなってしまうことが、ユーロ誕生の大きな役割だろうと

思います。そういう意味で、アメリカ経済は依然として好調ながら、その中のあちこちに影が見え始めたというのが今の状況だろうと思います。

### 三、安定要因に働くユーロ

その次に、欧州経済ですが、これは何と云っても、ユーロの誕生が一番大きな問題であります。

このユーロが一体ドルに並ぶ通貨になるのかどうかということですが、確かにユーロがカバーするGDPでいうと、アメリカに非常に接近しましたし、既にドイツ・マルクは東ヨーロッパ地域では、決済通貨あるいは外貨準備として使われていました。さらに、かなり多くのアフリカの国でフランス・フランがそういう共通な決済通貨あるいは外貨準備として使われていたことを考えると、

かなりドルに近い状態のキークレンシーになる資格は十分あると思っています。

ただ、ドルからユーロにそう簡単に資金が移って、そしてドルとユーロが対等な形に肩を並べられるようになるというのには、まだまだ時間がかかると思います。その理由は、やはりドルの背後にニューヨーク市場という比類のないマーケットがあり、ユーロにはまだそれが無いということ。そういうのは、ニューヨークにはあらゆる種類の金融商品が、それぞれ奥の深い流通市場、非常に流動性のある市場を形成しているわけです。

ところが、ユーロはまだそこまでいきません。例えば、ユーロで主要銘柄は何かといっても、どれをとっていいかわからない。それから、例えば、短期のアメリカのトレジャリー・ビルみたいなものをユーロで持とうと思っても、例えばドイツはトレジャリー・ビルみたいな短期の証券は

ほとんど出していないわけですし、そういう意味で、これはなかなか難しいわけですね。

ドルの場合には、例えばここで二〇億ドルとか三〇億ドルぐらい介入に使うというときに、トレジャリー・ボンドを売っても、マーケットはそれを吸収するぐらい十分の深さがありますけれども、ユーロの場合、フランスのユーロ建て国債あるいはドイツのユーロ建て国債を一挙に、一日二〇億、三〇億売ったらどうなるかというところ、マーケットはそれをなかなか消化し切れないでしょう。ですから、そういうことを考えると、もうちょっと欧州の方がニューヨークに並ぶような形で統一された資本市場が形成されてくるには、少なくともまだ数年の期間があるだろうと思います。

ただ、それはそれとして、私はそれに向けて動いてくるとは思いますし、ましてや英国がそこに入

り、さらにフランクフルト、パリ、ロンドンがその中で競争しながらどういう市場ができてくるのかというのは非常に興味があるわけですね。

ついでに、英国がここに入ってくる見通しについて、私は、ブレア首相が一日も早く入りたいたいという気持ちであることは疑いがないかと思っておりますが、英国経済のサイクルはアメリカと同じで、今ちょうど下降局面にある。大陸の方は、いろいろなる理由から上昇力は弱いといっても、下降局面が終わって、今度は上昇局面にあるというように、景気サイクルが食い違っているものですか、英国は景気サイクルを早く大陸の方に合わせ、そしてそれが合ってきたときには入るチャンスというふうに考えているんじゃないかなというのが、私の見方でございます。

なお、ユーロというものができてくることに

よって、国際通貨あるいは為替市場にどういう影響があるかということについては、私は前からちょっと申し上げているんですけども、基本的には、やはりドルに肩を並べ得るような通貨が出てきたということは、為替市場の安定要因の方が大きいんじゃないかと思っています。というのは、今までドル、マルク、円の三極通貨というのは、今までドル、マルク、円の三極通貨ということとをいっていましたが、ドルとマルク、円との距離は甚だ大きいものがあり、本来の意味での基軸通貨は、やはりドルしかなかったわけですね。したがって、アメリカの方は、唯一の基軸通貨という立場の上に、比較的安住することができましたから、時に我々ビナイン・ネグレクトと申していたわけですが、ドルの価値の維持ということにそれほど熱心にならないということがしばあったわけですね。

しかし、今度アメリカ人たちは、自分の通貨と

肩を並べるようなユーロという通貨が出てきたことは、認識せざるを得ない。ということは、ドルの価値が不安定あるいは弱くなると見れば、その通貨間の資金のシフトは今までよりもはるかに簡単に行われるということですから、ドルと競争できるような通貨ができるということは、アメリカの当局者たちは、今まではしばあったようなドルの価値の維持に対する不熱心さというものは、もう許されなくなってくるんじゃないか。そういう意味では、私は長い目で見て、やはりドルと競争し得る通貨ができたということは、為替市場の安定にはプラスの要因だと思っています。

そして、例えば、日本の投資家にとっても、過去の記録を見ても、ドルと円との変動幅よりも、円とマルクの変動幅の方がはるかに小さいということから考えると、投資対象としても非常に興味のある通貨になりますから、これは無視できない



ことになりましょう。

また、興味があるのは、先ほどのラフォンテーヌ蔵相の提案があったわけですが、例え今年度ユーロというものができると、通貨の交渉は今までと違った局面になり得るということです。

つまり、今までは中心にアメリカがあって、アメリカの当局と日本の当局が、円とドルについて、ここで介入するかどうかという話し合いをするわけです。また、アメリカが、ドイツの当局とドルとマルクについてお互いに介入するかどうかを話し合う。ところが、ドイツと日本の対話は全くなかったわけです。それはあり得なかったんです。というのは、ドイツの中央銀行であるブンデズバンクは、ドイツ・マルクが国際的通貨になることを極端に嫌っていましたから、例えば円とマルクとの間で介入することは許容しないというのが基本的態度で、日本とヨーロッパの間では

介入を初めとする通貨交渉は成り立ちにくかったわけです。ですから、アメリカを中心としてそれができていた。

しかし、ユーロになれば、欧州中央銀行は、別にドイツのブンデスバンクのようなかたくなな立場をとるわけがない。これは、ユーロをドルと競争できるような通貨にしようということで、そうになると、ユーロと円との間の話し合いも可能になる。ひずんだ三角形じゃなくて、ちゃんとした三角形になる。ですから、想定の問題としては、さっきいったように、通貨をこの辺で安定させようという話し合いに、ヨーロッパが全部そういう立場になり、日本もそういう立場になって、アメリカだけが違うというとき、今まで全然成り立たなかったのが、今度は、ユーロと円でそれをやりましょうかということになったらどうか。アメリカは一人だけ別だよといっているかどうかと

いう、大変興味のある局面がつけられるわけです。

今の日本の当局がそういうことをやりたいかやりたくないか、やる勇気があるかどうかを含めて、私は、今すぐそうなるといっているのではないのですが、これからの通貨上の交渉は、極めて新しい戦略が可能になるという意味で、大変おもしろいことになってくるんじゃないかなという感じを持っておりま

す。それから、もう一つ、この通貨統合とか欧州中央銀行の金融政策について、マーストリヒト条約は、極めてドイツ的に、成長よりも「安定」ということに非常にウエイトを置き、これは単に金融政策だけでなく、財政政策の方も、ご存じのように、GDPの三%以内に財政赤字を抑える、それがまず通貨統合に入ってくる条件だし、その後も、もし三%を超えるような財政赤字を出す場合には、いろいろなペナルティーを課すんだという

安定化協定(スタビリティ・パクト)というのを準備したわけです。

ところが、そういう全体の中で、フランスとかドイツというコア国に社会党あるいは社会民主党政権ができたこと、非常に興味がある。それは、まずフランスですけれども、フランスに社会党政権ができたときに、最初の首脳会議でジョスパン首相が、安定も大事だけれども成長も大事だ、そして雇用をふやすことが大事だということを主張し、安定化協定という名前から、成長と安定のための協定(グロース・アンド・スタビリティ・パクト)という名前に変え、内容的にもかなり弾力化したというのが一つあります。

もう一つは、金融政策については、ドイツのブンデスバンクのプロトタイプとして、極めて強い独立性が、欧州中央銀行に与えられているわけで

すが、それに対して政府も注文をつけるようにしようということ、ユーロ・イレブン・グループ、つまり、一一カ国のユーロ参加国の大蔵大臣会議を別につくって、そこで金融政策についても、いろいろ注文をつけるように、声を出せるようにしようという仕組みができた。

それから、今度、ドイツに社民党政権ができる、ご存じのように、今までは余りなかったんですが、ブンデスバンクに対して利下げを公然と要求するということがあったわけです、今度のラフォンテーヌ蔵相のターゲットゾーン構想も、そういうことやや関連しているのです。

というのは、新しいユーロのもとで、ユーロに関する市場介入をやるかやらないか、幾らやるかというのを、欧州中央銀行が全部決められるようになってきている。各国政府はとうとう発言権を失ってしまっているわけです。それに対して、例えば

を支持するわけですが、今回はちょっと冷めているのは、やはりその辺の背景があるのかもしれない。

いずれにしても、極めて「安定」にウエートを置いているマーストリヒト条約自体は変わりませんけれども、実際のいろいろな運用に当たっては、社会党政権がドイツとフランスにできたことによって、若干修正が加えられるような感じも出てきており、そういう点が、これからの欧州の金融政策とか通貨政策の注目点ではないかというふうに思うわけでございます。

#### 四、アジア、ブラジルの動向

ちょっとほかの地域に目を転じますと、アジアについては、全体的にはようやくやや底に到達したかなというところです。その中で、例えば、

プラザ合意の時のように、みんなでドル高を是正しようとか、あるいはルーブル合意の時のように、ある程度ターゲットゾーンをつくらうというときには、政府の声がそれだけ反映できるわけです。例えば、東西ドイツのマルクが統合されるときには、ブンデスバンクじゃなくて、政治責任としてボン政府が決めました。ブンデスバンクがすべて一対二で統合すべきだというのは、個人貯金とかそういう民生的なものについては、全部一対一でやるんだと決定したのはボン政府です。

そういう平価を決める、それから日々の介入をする、その間に立つようなのがターゲットゾーン的なものですから、そうになると、中央銀行だけがやるのではなくて、政治家の意向が入ってくるという、そういう権力闘争みたいところが、あの提案の奥にはちょっとある。そのために、いつもフランスなんかは非常に熱心にターゲットゾーン

フィリピンはそんなに深刻ではなかったわけですが、タイもようやくトンネルの向こうに明かりが見え始めたという状態です。韓国もそうだというのがIMFの判断ですが、韓国の場合には、やはりこれからまだリストラが進む過程で、経済的というよりも社会的に、労働組合や何かの動きが暴発するということなことにいけばいいと思うのですが、その点だけが一つの不安シナリオです。

インドネシアはまだ曙光も見えてこない。これは経済問題というよりも、政治社会問題ですね。選挙の過程を経て、何とか国としてのまとまりが出てくればいいのですが、今のところは、宗教グループ間、そして民族グループ間の対立が、ちょっとコントロールするのが難しいような不安な状態が続いていますし、いずれにしても、インドネシア経済の八〇%をコントロールしてきたとい

われるいわゆる華人（中国系の人）たちがお金とともに出ていって、まだ帰ってくる気配もないということから考えると、まだまだ先の見通しは立ちにくい感じがあります。

中国については、今はともかくとして、最大のチャレンジは何かというのと、これは結構大きい。実はロシアと共通している面があります。ロシアの危機は、別にアジアの危機から起こったというよりも、一つには石油価格の下落、もう一つは、国家の歳入が入らない、歳出の全予算の四〇%ぐらいしか歳入がカバーしないということです。これは、実は、かつて社会主義国だった国の共通の問題でして、社会主義国には税金というのがなく、国营企業の利潤で国を運営していたわけです。ですから、税を徴収するしっかりとしたメカニズムもありませんし、ましてや納税者の協力というものは全くゼロなんです。

す。その相手はこの国营企業なのですが、そういったものの処理を考えると、巨大な歳出が要るわけですが、歳入の方がそれに見合っ出てくるかどうか。

しかも、中国の場合、より複雑なのは、税の徴収は地方政府がやっており、そして地方政府が中央政府の取り分をしばしば送ってこない。そこで、中央と地方との間の対立が激化する。例の広東州の広東国際信託投資公司（GITIC）の問題にしても、あれはいわば税収について協力していない地方への中央からの締めつけだという見方もかなりあるわけで、そういうことをいろいろ考えてくると、この中国の直面する最大のチャレンジは、やはりロシアと共通の面があります。これは相当注意していかなければいけないという感じがしています。

いずれにしても、ASEANの危機でそう思う

同じ問題が中国にも存在している。ですから、

中国は一方において、これから本当に巨大な歳出増が出てくると思うんです。というのは、去年も成長率八%を維持するために、公共事業費を、対前年度二〇数%ふやしただけでなくて、今度は大洪水に対する復旧費がまたそこに重なってくる。これは、いずれにしても国債で賄っていますから、いずれこの財源の問題があります。

そして、ご存じのように、中国は国营企業の改革をやっていくとっていますが、国营企業はほとんど大きな赤字です。この国营企業というのは、その地域における医療、教育、社会保障、いわばみんな引き受けていたわけでした、これを改革していく過程でこういうものを国あるいは地方の政府が引き受けていくのは、これまた大変な話ですし、そして中国の銀行の貸し付けの三五ないし四〇%は不良債権化しているといわれています

のですが、アジアについて一〇%という成長をずっと続けてきたとき、まさにアジアは世界の経済の模範だといわれ、そのときには、アジアの成長を支えているのは高い貯蓄率、そして生活向上への強い意欲、さらにそれに支えられた比較的高い勤労意欲というものが背後にあるといわれましたが、そういうものは今でも健在なんです。とかく、マーケット・エコノミーというもののくせは、ある経済が光の中にあるときには光しか見ないし、影になると今度は影しか見ない。だけど、光の後ろには必ず影があるわけでした、これは日本の一九八〇年代後半のバブルの最中、日本がアメリカの資産をどんどん買うし、日本の経営はモデルだといわれるという光のときは、だれもそういうことはいわなかったわけですが、バブルが崩れてみると、あのとときそういう萌芽は既にあったわけです。

それから、アメリカ経済について、ちょうど日本  
本の経済が光にあるときには、アメリカ経済は  
ずっと影の中にあつて、アメリカに学ぶものは何  
もないというのは日本人みんなの感覚だったわけ  
ですが、その影の中で、結局アメリカの強さが本  
当に出てくるものが準備されていたわけです。ア  
ジアについても、長期的に見れば、この危機的状  
況が終息したときには、世界経済の平均成長率よ  
りも、はるかに高い成長率が可能な地域だとい  
うことは変わっていないと思います。ただ、一〇%  
成長というようなものを期待するのは間違ってい  
るだろうと思います。

今、世界がずっと注目しているのがブラジルで  
ありまして、ブラジルについて、これがまた他の  
ラテンアメリカにも波及し、アメリカ経済にも波  
及することをみんな心配しているわけです。ブラ  
ジルの危機とロシアあるいはその前のタイの危機

ジル経済が悪化することで、ブラジル向けの輸出  
が、アルゼンチンを初めとして落ち込むことが実  
体経済にどういう影響を与えるか、また、ブラジ  
ルの通貨が下落したことで、ブラジルと海外市場  
で競争している国の産品がどういう影響を受ける  
か、そういう実体経済を通じて、ちょうどボクシ  
ングでいうと、あごに一発くらってぶっ倒れると  
いうのではなくて、ボディーパーがどういう形  
で出てくるかということに注目しなければいけま  
せん。その点が違うわけです。

その意味では、今度のG7でも議論になります  
が、IMFあるいは米国はブラジルの金利を上げ  
て通貨がさらに下落するのを防ぐという立場を  
とっているんですが、それよりもむしろ金利が上  
がらないようにして、実体経済がダウンしないこ  
との方が重要じゃないかという見方もあり、今G  
7の中でも意見が分かれていると思うんですけれ

とでは、様相がちょっと違うのです。どこが違う  
かというと、タイのバーツの危機あるいはロシア  
の危機は、金融市場を通じて即座にコンティジョ  
ン・エフェクトといわれているんですが、いろい  
ろなところに伝染したわけです。

ところが、ブラジルの場合には、危機的状況に  
なりそうだという期間が長かったこともあって、  
アルゼンチンにしても、かなり外貨調達をして準  
備を厚くしておくとか、いろいろな対応が可能  
だったために、即座に金融市場を通じてそれが伝  
染していくということは防げた。問題は、今度  
そういう金融市場を通じて即座に伝染するという  
形のものではなくて、実体経済を通じてどうい  
う影響がこれから出てくるかということがポイント  
だ。

つまり、例えばアルゼンチンについていいま  
す、輸出の三〇%はブラジル向けですから、ブラ

ジルのクライシスが直ちにあつちこちに及ばな  
いので済んでいるというのは、一時的ではありま  
すが、小康状態ということかと思えます。

## 五、日本経済—外からの見方は

### 好転

さて、日本の問題と外の問題とを全く切り離す  
わけにいきませんが、私は、日本経済についてい  
うと、まず外からの見方の中で、日本経済はもう  
ひどくはならないんじゃないかなという見方が強  
くなつてきて、本当にここ数日間にいろいろなと  
ころから出てきているのは非常に興味がありま  
す。

例えば、H S B Cという、どちらかという日本に敵しい見方をしていたところが、「日本の銀行―悪夢の終わり」というレポートを出しています。ここは日本の金融機関の不良債権について、九八年九月末で、まだ一二兆円の償却不足額があるというふうに見ていたんですが、そこに今度公的資金が八兆円近く入ったということで、ほとんどこれで対応はした、だから、一番難しいところは大体終わったということを経告したというのが一つあります。

それから、きのうニューヨークから、リチャード・メドレーという私の友人がやっているグループが、その顧客——これは欧米あるいは欧米外の機関投資家のかなり重立ったところを網羅しているわけですが——を対象とした世論調査をやってみたところ、まず世界経済に関して、グローバルエコノミック・リセッション（世界的不況）がこ

れからくるだろうという人はゼロ、しかしその可能性はあるというのは五五%だということです。

日本についていうと、日本経済がまだ際限なく落ち続けるというのが五%、日本経済の沈滞は続いて、政府資金が息切れすると、また落ち始めるというの三二%なんです。日本経済は本格的回復には時間がかかるだろうけれども、もう底を打ったというのが五〇%、そして、回復は始まりつつあるというのが一四%で、つまり、六四%は、もう底を打って、その中である程度上がってきていると見る人もいるというのは、外から見ると目は今までとかなり変わってきているのかなという感じがします。

国内でも最大のいいニュースは、この一二月、一月のマンションとか一戸建ての住宅の販売だろうと思います。本当に条件のいいものは、在庫が底をつきつつあるという状態になっているという

ことで、不動産業者の人たちからヒアリングをすると、どうも間違いはなさそうだし、それに伴って、いろいろな耐久消費財についての波及効果は当然あるわけです。また、それとは別に、耐久消費財自体も、そろそろそのサイクルも底を打って上がってきているんじゃないかということがいわれ始め、そういう数字も出始めているだけではない

くて、生産も、この一二月から、対前月上昇、そして在庫調整も始まっているという兆候もありますので、こういう動向が確認されるのに、あと一〜二カ月はかかると思いますが、少しずついいニュースは出てきていると思います。

銀行に関しては、さきほどのロンドン筋の見方もわかりますように、ようやく公的資金の投入も始まって、本格的なリストラの段階に入ってきているということですので、日本経済についてのそういう外の見方に対して、その中で日本のエコ

ノミストだけが非常に悲観的なことをいい続けるのは全く妙だと思うのですが、その一つが、例の金利をめぐる騒動だと思っております。

私は、まず基本的な考え方は、これは少数派ですけれども、多少の長期金利の上昇、例えば二・五%ぐらいになって、その影響はマイナスとプラスと両方ありますが、むしろ私はプラスの方が多いんじゃないかという立場です。というのは、まず銀行や保険会社にとっては、当面の三月決算のことを考えて、評価損が出るから大変だということをおっしゃっているわけですけれども、もうちょっと長い目で見れば、銀行にとって、長短金利の差が大きくなるのがマイナスであるはずがないのです。生命保険会社だって、当面の会計上の損はそのとおりでしょうけれども、あの低い金利で本当に大変だったわけですが、それが例えば二・五%ぐらいで安定すれば、随分安心する生命

保険会社も、長い目で見ればある。

それから、いろいろ聞いてみると、企業の方からすると、借りられないことの方が問題で、一〇二%金利が上がったからそっちが問題だということではないという人の方が圧倒的に多い。さらに、一一〇〇兆円あるといわれている個人金融資産がほとんどゼロの金利でいるわけです。この一一〇〇兆円の四〇%は七〇歳以上の人が持っているといわれているわけですが、こういう人たちは、お金を使おうと思っても、元本を食うしかないという状態では、お金が使えるわけがない。利回りが上がることで、当然使うことがある程度可能になるというプラスもありますので、私は本来、長期金利の若干の上昇が日本経済の成長を阻害するというのは、ちょっとオーバーステートメントだったんじゃないかと、今でも思っております。

これはどうということかという点、結局、銀行系

のエコノミストたちが、国債の評価損で大変だということで大騒ぎをして、それが外国にも伝わり、日本の政治家にも行きわたって、大騒ぎになってしまったという気がするわけです。ちょっと冷静に考えると、金利が上がって、例えば、預金金利も二%を超えてくれば、今までこんな低金利なら金庫に現金をしまっておいた方がいいやという人のお金も出てくるわけですし、逆に、今度日本銀行がおやりになったように、コールマネーのお金が〇・一五%にしかならない。さらに、これを下げるなんてことになる、出し手の方が、若干でもリスクがあったら、こんな金利にもならないのは出すのはやめようということになって、逆に流動性がとまってしまうのではないか。というものは、こういう低金利は、実はだれも経験したことがないんです。だから、外国の人の意見を聞

いたって、何にも役に立ちほしない。

ある人が調べてみたら、一六一九年、つまり関ヶ原の戦いから一九年後に、ジェノバであった長期金利一・二五%というのが歴史上の最低金利だそうですね。こんなゼロに近い金利が長、短ともに続くということは、本来どういう病理現象を生むかということは、だれも経験していません。

そういう意味で、金利を下げた方がいいのかどうかというのは、私は非常に疑問に思っているのですが、いずれにしても、これだけ大騒ぎになると、今度は何もしない方がおかしいわけですから、きょう、大蔵大臣もはっきりと、国債について、一〇年債の発行予定額を二月債から四〇〇〇億円減額して二年と六年の中期国債に振りかえる、それから、資金運用部による国債の市中買い入れを二月及び三月に、それぞれ一〇〇〇億円程

度を基本としてやりますということを書いて、それがマーケットでも歓迎されて、長期金利が若干下がったわけです。

これだけ大騒ぎをすると、今度は大騒ぎが続くのでは混乱ですから、こういうことは決して悪いとはいえませんが、私はそもそも基本的に、この程度の金利上昇で大騒ぎする方がおかしいと思いますし、それがまた中央銀行に対しては、一層その立場を硬化させて、措置をとりにくくさせる。本来、金融緩和とか通貨供給は、静かにやってしめるべきもので、それが大騒ぎになってしまったということは、非常に不幸なことではないかと思えます。先ほどの大蔵大臣のステートメントを契機として、これからみんな少し静かになって冷静にとということが、私は一番いい薬ではないかと思っております。

私からのお話は一たんここで終わって、まだ時

間が若干ありますので、ご質問あるいは意見とかを伺わせていただいて、それによって私が補足もさせていたきたいと思います。

どうもありがとうございます。(拍手)

小山理事長 どうもありがとうございます。

それでは、まだ若干時間があるようですから、ご質問なさりたい方、もしおられましたら、手を挙げていただけますか。

問 きょうは、先生、ありがとうございます。

毎日暗い話の中で金融の世界にいますと、先生のお話が、胸にちょっと明かりをともしたみたいで、大変うれしゅうございました。

通貨の件でございますけれども、今お話しのように、米ドル圏に加えてユーロ圏ができる。アジアを中心としたいいわゆる円の圏は果たしてできるのかできないのか。これは一二〇〇兆円とかいわれている日本の持っているお金でやるのか、ある

いは全体をひくくめてアジアを円の圏域というふうな形に持っていけるのかどうか、その辺の見通しについてお聞かせください。

答 ご存じのように、通貨には三つの機能があるわけで、一つは、その通貨で価値の表示をする、つまり、円建てでいろいろなことが行われること。もう一つは、価値の保存として、円をどういうふうにして保有させるようになるか、さらには、資金の調達という面で、円がどういう役割りをするか。最後に、通常の経常決済で円がどういう役割りをするかということです。

その中で、最初に申し上げました、円建てのものがどういうふうになってくるかというのがご質問の趣旨だと思っておりますが、それを考えるときに、まず円建てでの資金調達はかなり進んでおります。今おっしゃったように、日本は世界最大の貯蓄過剰国ですから、やはりそこで資金調達は相

当活発に行われてきました。ですから、マルクよりも、むしろドルに次ぐ地位を円は資金調達面では持ってきたということはいえると思います。これはまだ今後続くと思います。

#### 国際金融の現状と今後の見通し

ただ、問題は、そうやって資金調達した外国の政府とか民間の金融機関が、そのまま円を使わないでドルや何かに変えてしまうのですね。いわば円はトランジットにすぎない。つまり、外貨準備でどの程度円を持っているかと、あるいは民間の人が円でどういう形でどの程度持っているかという点、これは極めて少ない。マルクよりも少なかったわけですね。

そこで、今度の税制改正等でかなり進みましたが、例えば大蔵省の短期証券については、源泉徴収をやめました。そのうち外為証券、実はこれが一番大きな金額になりますが、日本が外貨準備を持つためには、それを出して調達しているわけ

です。二三〇〇億ドルに見合うくらいの円の為券があるわけですが、それは日銀が今まで引き受けていたのですが、これを、今度は公募してマーケットで買ってもらうことになりましたから、膨大な金額の短期証券が円建てで、しかも源泉徴収がない、今極端に金利が低いから、余り魅力はないかもしれない、これが正常化してくると、やはり円建ての非常に流動性の高い魅力がある資産になります。

それから、日本の国債についても、非居住者が持っている場合には、源泉徴収しないことになりましたから、これも民間の外国人たちが、日本の国債を持ちやすくなるということになります。そういう意味で、価値の保存というか価値の貯蔵という点、そういう資産保有の面での円の国際化はかなり進むベースはできました。

最後に一番弱いのが、通常決済に使われないと

いうことです。日本ですら、輸入の二割五分、輸出の三割五分程度しか円建てでないわけですから、ましてや第三国間ではほとんど使われていない。

こんな状態では、アジアで円圏ということには、目に見える将来、まだ難しいでしょうね。いづれにしても、今回宮沢構想で、日本はさらに三〇〇億ドル相当というような資金を新たにアジアに供与する、これはみんな円建てになりますから、それだけ円建てでお金を借りるということとは、外貨準備等でも、相当程度円を持っていないと為替リスクにさらされますので、当然その意味では、少しずつ着実に円の影響は及んでいくことは間違いがない。人為的に何かさういう方向に動かさうと思っても、これはなかなかできない。こういうことではないかと思えます。

小山理事長 ほかにどなたかいらっしゃいますで

・トラップに陥ってしまって、全然それが効かない。コール市場がほとんど機能不全に陥ってしまっていましたから、三つの銀行ぐらいいは〇・二五%でとれたけれども、それ以外のところはむしろ上がってしまったという話がありましたね。

それから、これはジョークではなくて、実際にいろいろな投資家と接触している人たちから聞く話ですが、お金持ちの個人は、若干でもリスクがあるなら金庫の中にキャッシュを入れるというのが非常に多くなってしまったというようなことがありましたし、さきほどちょっといいかけていた、今まで経験したことのない低金利による病理現象というか、違った意味でのリクイディティー・トラップがどういふところにあるかというのは、もうちょっと実態を調べないと、本当はわからないんです。

コール市場が不全に陥ったために、日銀がCP

しょうか。

問 調整インフレ論というか、円安、債券安のシナリオとして、日銀のプリンティングマネーに注目しているんですが、現在の日銀のバランスシートを見ますと、日銀貸し出し等がかなりふえており、負債の方は、ほとんどが売り出し手形という形になっているんですけども、これが紙幣に変わるタイミングは、いつをお考えになっておりますか。もしくは、それは全く紙幣にはかわらないと見ているのでしょうか。

答 それは、紙幣にかわる、かわらないという表現で、私がいうことは適切かどうかは別として、日銀のバランスシートが大きくなるのが、やはり日本の景気には重要だという認識がかなりあるんです。ただ、一方において、〇・五%から〇・二五%に低め誘導をしたときも、そういわれたんですが、そうやっても、結局リクイディティー

とかいろいろ対象を広げて、直接資金を銀行に出すようにしましたが、あれはやはりある程度効いたわけです。ただ、外国の人たちから見ると、日銀から資金をただふやせばいいじゃないかということとは、ちょっと単純過ぎると私は思います。

また、日本銀行は前からさういふ傾向がありますが、マネーサプライを比較的軽視していて、指標としては金利しか見えていないようなところがあって、本当は金利はそんなに下げるよりも、実際に効果のある資金を外に出していくということをもっとやるべきであろうと思うんです。例えば、担保の範囲をもっと拡大するとか、さうやって直接銀行にある程度注入することを考えないと、コールが必ずしも円滑に機能しないときには難しいということがあると思います。

最後に調整インフレ論についていわせていただく、これはポール・クルーグマンがさういふこ



とをいって以来、エコノミストの間で非常に議論があるのですが、ただ大変おもしろいと思うのは、このエコノミストの議論の中に、さきほど申し上げた二二〇兆円のうち四〇%を持っている七〇歳以上の人たちがどういう行動に出るか、そういう議論が全く欠落しているということです。つまり、金利をほとんどゼロに近くし、元本はインフレで目減りしていくという状態のときにどうなるのかなという議論、これは政策としては非常にシリアスな問題だと思うのですけれども、そういう議論がエコノミストを含め最近の議論に全く欠落しているのは、何かちょっとおかしいのではないかなという気がします。

景気という面から見ても、かなり高齢者の多くなったこの日本の社会で、高齢者の消費も私は決して無視できないと思います。

ご質問に直接答えていないと思うんですけど

も。

小山理事長 よろしゅうございますでしょうか。それでは、定刻になりましたので、これで本日の講演を終わります。どうもありがとうございました。

(つづみ まこと・慶応義塾大学教授)

(本稿は、平成十一年二月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。)