

## 国際経済は順調に推移していくのか

大場 智満

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、国際金融情報センター理事長の大場智満さんです。大場さんは、ご承知のとおり有名な方で、その必要はないと思いますが、恒例ですので、初めにご経歴等をご紹介いたします。

大場さんは、一九五三年に東京大学を卒業して、大蔵省にお入りになり、国際金融畑の要職を一貫して歩かれて、一九八二年に国際金融局長に就任され、翌八三年から三年間にわたって財務官として活躍されました。当時の大きなお仕事としては、一九八四年の日米円ドル委員会の日本側座長として、今日に至る金融自由化の道筋をおつけになったことや、一九八五年に米国のマルフォード財務次官とともに五カ国蔵相・中央銀行総裁会議によるプラザ合意を実現し、困難とされ

る主要国の政策協調に成功されたことなどが挙げられます。その後、国際金融情報センター理事長に就任され、我が国を代表する国際金融問題の重鎮として、内外で活躍を続けておられます。

大場さんは、現在外国為替等審議会会長代理として国の政策形成にもかかわっておられますが、外為審で大場さんが取りまとめた外為法の抜本改正は、昨年四月に施行され、金融ビッグバンのフロントランナーとして重要な役割を果たしてきました。一昨年夏のアジアの通貨危機に端を発した世界的な経済危機への懸念は、このところ、ようやく落ち着きを取り戻したように見えますが、実情はどうなのでしょう。本日は、大場理事長さんに「国際経済は順調に推移していくのか」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。

図表1 開発途上国、中・東欧、ロシアの経済見通し

|         | 実質 GDP<br>成長率(%) |      |      | GDP デフレーター<br>上昇率(%) |      |      | 経常収支<br>(十億ドル) |       |       | 対外債務<br>(十億ドル) |       |       |
|---------|------------------|------|------|----------------------|------|------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|         | 1999             | 2000 | 2001 | 1999                 | 2000 | 2001 | 1999           | 2000  | 2001  | 1999           | 2000  | 2001  |
| アジア     | 5.1              | 4.9  | 4.8  |                      |      |      | 54.3           | 21.7  | 22.5  |                |       |       |
| NIEs    | 5.7              | 4.7  | 4.8  | 2.7                  | 2.9  | 3.2  | 36.2           | 24.4  | 25.5  |                |       |       |
| シンガポール  | 5.0              | 4.5  | 5.0  | 0.5                  | 1.0  | 1.5  | 13.8           | 14.5  | 15.3  | 16.2           | 16.8  | 16.9  |
| 韓国      | 6.0              | 4.0  | 4.0  | 4.0                  | 4.0  | 4.0  | 14.9           | 1.9   | 1.7   | 136.5          | 129.1 | 123.9 |
| 台湾      | 5.4              | 5.7  | 5.9  | 1.5                  | 2.1  | 2.6  | 7.6            | 8.0   | 8.5   | 40.0           | 40.8  | 41.4  |
| ASEAN   | 1.5              | 2.7  | 3.5  | 11.2                 | 6.4  | 6.2  | 23.2           | 10.1  | 0.6   |                |       |       |
| インドネシア  | -1.0             | 2.0  | 3.5  | 25.0                 | 10.0 | 8.5  | 4.7            | 4.1   | 2.4   | 150.0          | 147.4 | 145.5 |
| タイ      | 2.5              | 2.5  | 3.0  | 1.5                  | 2.5  | 3.0  | 10.5           | 2.4   | -1.9  | 78.1           | 77.1  | 78.6  |
| フィリピン   | 2.7              | 3.5  | 3.5  | 8.0                  | 6.0  | 7.0  | 1.5            | 0.0   | -0.7  | 49.6           | 48.8  | 49.1  |
| ベトナム    | 4.2              | 5.0  | 5.4  | 6.2                  | 7.1  | 8.6  | -1.1           | -1.3  | -1.5  | 22.4           | 23.0  | 23.8  |
| マレーシア   | 3.0              | 3.0  | 3.5  | 2.5                  | 5.0  | 5.0  | 7.6            | 4.8   | 2.3   | 43.4           | 42.0  | 41.4  |
| 中国      | 6.5              | 6.0  | 5.0  | -1.0                 | 1.0  | 3.0  | 3.9            | -2.8  | 7.2   | 157.7          | 155.0 | 153.1 |
| インド     | 6.0              | 6.1  | 6.3  | 4.5                  | 7.5  | 7.5  | -5.4           | -6.2  | -7.0  | 99.8           | 101.9 | 104.7 |
| 中南米     | -0.8             | 2.4  | 2.9  | 11.2                 | 10.2 | 8.5  | -59.3          | -58.8 | -61.4 |                |       |       |
| メキシコ    | 2.8              | 3.2  | 3.0  | 16.0                 | 15.0 | 12.0 | -13.6          | -14.4 | -14.7 | 164.7          | 169.2 | 174.6 |
| アルゼンチン  | -3.0             | 1.5  | 2.5  | -1.0                 | 1.2  | 1.5  | -12.0          | -12.0 | -12.6 | 144.6          | 147.4 | 152.5 |
| コロンビア   | -4.0             | 1.0  | 3.0  | 10.5                 | 10.0 | 10.5 | -0.7           | -1.0  | -1.6  | 34.6           | 34.1  | 34.1  |
| チリ      | -0.5             | 3.5  | 5.0  | 2.0                  | 6.5  | 3.0  | -1.8           | -2.4  | -2.5  | 34.3           | 35.9  | 37.5  |
| ブラジル    | -1.0             | 2.7  | 2.7  | 12.0                 | 10.0 | 8.0  | -20.2          | -29.2 | -29.6 | 235.9          | 238.2 | 242.9 |
| ペネズエラ   | -5.0             | 0.0  | 2.0  | 30.0                 | 25.0 | 23.0 | 2.4            | 3.7   | 3.2   | 36.1           | 35.3  | 34.8  |
| ペルー     | 2.5              | 3.5  | 5.0  | 4.0                  | 4.5  | 4.3  | -2.2           | -2.5  | -2.8  | 31.1           | 31.5  | 31.9  |
| 中東      | -0.8             | 3.2  | 2.4  | 31.2                 | 27.4 | 22.4 | 0.1            | 2.2   | -5.6  |                |       |       |
| イスラエル   | 1.0              | 2.5  | 2.5  | 5.0                  | 5.5  | 5.0  | 0.0            | -0.1  | -1.4  | 10.0           | 8.4   | 8.2   |
| イラン     | -0.3             | 3.3  | 2.7  | 35.0                 | 25.0 | 22.0 | -0.5           | 0.1   | -0.5  | 15.1           | 15.9  | 16.4  |
| サウジアラビア | 0.3              | 2.6  | 1.4  | 10.7                 | 3.1  | 0.0  | -3.9           | -2.5  | -6.6  | N.A.           | N.A.  | N.A.  |
| トルコ     | -3.4             | 3.8  | 2.9  | 62.5                 | 62.5 | 52.5 | 0.1            | -0.8  | -1.6  | 104.0          | 106.5 | 106.5 |
| アフリカ    | 2.9              | 3.3  | 3.6  | 5.7                  | 5.6  | 5.5  | -4.6           | -6.3  | -7.5  |                |       |       |
| エジプト    | 5.5              | 5.7  | 5.8  | 4.0                  | 4.5  | 5.0  | -3.1           | -3.5  | -4.2  | 30.2           | 31.1  | 32.3  |
| 南アフリカ   | 0.8              | 1.4  | 2.0  | 7.0                  | 6.5  | 6.0  | -0.9           | -2.1  | -2.5  | 38.6           | 38.5  | 38.7  |
| 中・東欧    | 1.6              | 2.6  | 2.7  | 11.0                 | 10.1 | 8.6  | -20.7          | -19.7 | -19.8 |                |       |       |
| チェコ     | -1.0             | 0.7  | 1.5  | 3.5                  | 5.8  | 6.0  | -0.6           | -0.8  | -1.1  | 23.3           | 22.3  | 21.6  |
| ハンガリー   | 3.7              | 3.6  | 3.8  | 9.7                  | 7.0  | 5.0  | -2.5           | -2.6  | -2.6  | 27.4           | 28.3  | 29.2  |
| ポーランド   | 2.9              | 3.8  | 3.5  | 7.0                  | 7.0  | 6.5  | -13.1          | -12.9 | -12.8 | 44.0           | 46.0  | 48.4  |
| ルーマニア   | -3.5             | 0.0  | 0.5  | 45.0                 | 40.0 | 30.0 | -2.8           | -2.4  | -2.2  | 9.8            | 10.8  | 11.8  |
| ロシア     | -2.0             | 0.0  | 0.0  | 75.0                 | 30.0 | 10.0 | 12.5           | 13.0  | 12.0  | 144.5          | 145.4 | 144.2 |

(注) 1: 数字は原則として JICIF1999年9月実施の予測・レーティングをベースとしている。

2: イスラエルの対外債務はネット数値。

## 一、ニューヨークの株価

「国際経済は順調に推移していくのか」というテーマは、小山さんの「期待は順調に推移していかない」という話をしろということかと思うのですが、きょうは、アメリカのニューヨークの株価の話を少しお話ししなければいけないと思っております。

確かに、ソフトランディングかハードランディングかといえば、私のシナリオはソフトランディングということですから、それほど世界がひっくり返るようなことにはならないだろう。たしか一年前に、私はガルブレイスのグレートクラッシュ（大恐慌）のお話をしまして、ああいうことはいと申し上げた記憶がございます。

去年は、ロシアの話をせざるを得ませんでした

た。昨年八月十七日にロシアの通貨・経済危機が起き、その後私がここでお話ししたのは十月二十九日ですから、その間アメリカは物すごく心配していたわけです。十月初めのIMF・世銀總會のときには、ニューヨークでクレジット・クラッシュが起きており、株価は二〇%ぐらい下がっている。グリーンズパンが何とかしなければいけないということ、その時点から年末までに三回、合計〇・七五%金利を下げるわけです。それはやり過ぎだったのですが、そのくらいグリーンズパンは心配したわけです。

ところが、そのために、年末には株価が高くなり、そのために、アメリカの人々は資産効果で個人消費をふやし、企業の設備投資は増加した。そして、ことしは四%近い成長率ということになってきているわけです。

まず、私どもの見通しを申し上げます

と、お手元にお配りしました図表1は、開発途上国についての数字です。先進国のものもあったのですが、皆様方がポケットに入れやすいように、一枚ぐらいの方がいいのかなということで、一番詳しいのを用意致しました。

最初に、先進国の成長率について申し上げておきます。日本については、私どもは特別に日本に焦点を当てて大作業をやっているわけではありませんが、ことしの成長率を1%、来年を1・5%、再来年の二〇〇一年を2%と見ております。ことしの1%は多分間違いないと思いますが、あるいは、来年が1・5%、再来年が2%というのには、逆になる公算もあるのではないかなという気もしております。つまり、来年の方が再来年よりもいい。財政の状況とか日銀の金融政策、これには量的な問題と金利の問題と両方あるかと思いますが、大蔵省と日本銀行が、どうもぎくしゃくし

ローバル・スタンダードが決まっています。デファクト・スタンダードがまがずでき上がって、それからグローバル・スタンダードかなと思うのですが、例えば、この前も日本にきたドイツのテイトマイヤー前連銀総裁は、相変わらずユーロランドといっております。ユーロエリアとかユーロゾーンとは絶対にいわない。ユーロランドといっているのです。

ところが、フランスのトリシェ中央銀行総裁は、ユーロゾーンという言葉を使います。パリの郊外にユーロランドというのがありますが、あれはデイズニランドみたいなもので、そんなことからユーロランドというのは、ドイツに対する感じと、遊園地の連想からどうも嫌だということのかもしれないが、私どもはユーロエリアという言葉を使っております。これは、IMFでもOECDでも、今のところユーロエリアの方向でいくので

ていたのが、先週ぐらいに、やっと大蔵大臣と日銀総裁の意思の疎通が図られたような記事があります。この問題については、私の考え方を後で申し上げようかと思っております。

アメリカは、ことしが三・八%の成長率です。一年前には、ことによるとゼロ成長かもしれないというアメリカのチェースマンハッタンのチーフエコノミストのお話をしたかもしれません。彼は、去年の十月の初めの段階ではゼロ成長だといっていたのです。私どもの見通しでは、ことしは三・八%、来年が二・六%、再来年が二・五%ということです。

ヨーロッパの方は、私どもは十一カ国の数字をとっております。一応ユーロエリアということですが。このユーロエリアの呼び方は、前にお話ししたかもしませんが、ほかにユーロランド、ユーロゾーン、イレブンという呼び方もあり、まだではないかと思っています。

そのユーロエリアですが、ことしの成長率が2%と、上方修正いたしました。来年、再来年は堅く二・五%ぐらいの成長率と見ております。

ということとは、これはまた後でお話ししますが、日本とヨーロッパの成長率がよくなり、アメリカの成長率が低下してくるということで、そのために資金移動が変わってくるのではないかといいうことです。

どういうふうになるかといえば、アメリカの三〇〇〇億ドルの経常収支の赤字は、ことしも来年も再来年も残るのではないかと思うんです。この三〇〇〇億ドルというのは非常に大きなもので、ご承知のように、経常収支の赤字が三〇〇〇億ドル出ると、その分外からお金が入らなければいけないということなんです。

今までは、アジア危機だ、中南米危機だという

ことで、みんなラスト・リゾートというか、セーフ・ヘイブンというか、ともかくアメリカへお金の流れがいったわけですが、これからは、必ずしもアメリカへお金が行くだけではないんじゃないか。ヨーロッパに流れる分がふえてくるのではないか。あるいは、日本にも投資したいという向きも出てくるかもしれません。この三〇〇億ドルのファイナンスが、今までのようにスムーズにいくかどうか。ということは、アメリカで金利が上がらないと、三〇〇億ドルのファイナンスがスムーズにはいかないのではないかなという気がします。

同時に、金利が上がると株価が下がる。株価が下がる、逆資産効果で個人消費が停滞し、設備投資も減少する。これは、成長率の低下につながります。成長率の低下まで想定しますと、金利は下がるのではないか。

後で数字を申し上げますが、最近二つの見方に分かれております。来年、アメリカの金利は上がるという見方と、アメリカの金利は下がるという見方です。それぞれに理由のあることなので、これは、これからの動きを見ながら自分で考えてみるなければいけないかと思っています。

なお、十一月十六日だと思いますが、次のアメリカのFOMC（連邦公開市場委員会）が開かれ、ここで、多分ことし最後の金利の引き上げがあるのではないかと思います。〇・二五%の金利の引き上げを想定しておりますが、それまでにインフレを示唆するような数字がたくさん出ますと、この〇・二五%が〇・三七五%とか〇・五%になる可能性があります。それから、逆の動き、リセッション的な動きが強くなってくると、いじらないという可能性もあるわけです。

いずれにしても、十二月のFOMCで金利を動

かすことはないと思います。それから、一月はお休みで、次のFOMCは二月になるので、どう考えても十一月に金利を上げておいた方が、アメリカにとっちはいいんじゃないかなと思っておりませんが、まだ三週間ぐらいありますから、その間にどういう指標が出てくるかで決まってくるのではないかという気がしております。

前置きが長くなって申しわけございませんが、去年のお話の続きとして考えますと、去年はニューヨークの株価さえしっかりしていれば、余り大事にはならないという話を申し上げたと思うのですが、ことしも私はそういう感じで見ています。ニューヨークの株価を下げるような要因は、国内的には、アメリカの今の矛盾が出てくること、その理由になります。その矛盾というのは三つありますが、これは、アメリカにとっても大問題なんです。

第一は、労働需給がタイトになってきているということです。賃金の上昇圧力が出てきている、これが一つです。

第二の問題は、まさに株価が高過ぎるといのがアメリカの悩みの種です。たしか三年前にグリーンズパン連邦準備制度理事会議長が「いわれなき熱狂」という言葉を使いました。そのときのニューヨークのダウ平均は、六五〇〇ドルぐらいだったのです。六五〇〇ドルの時にグリーンズパンは「いわれなき熱狂」といったわけですから、今の一万ドルを超えている水準は、本来ならばとても受け入れられるような水準ではないと思うのですが、逆にグリーンズパンに対する信頼が非常に強いものですから、下がるようなときには必ず手を打ってくれるだろうということから、金利を上げて株価は下がらないという状況が出ているのかもしれない。

三番目の問題は、先ほど申し上げた経常収支の赤字です。

アメリカ経済の抱える大問題はこの三つだと思えます。そのいずれかから、ニューヨークの株価が高過ぎることそのものが問題なんですけれども、ニューヨークの株価が崩れていく可能性があるわけです。

アメリカ以外の外からの影響でニューヨークの株価が崩れる要因として、私は、昨年は、アジア危機が心配だったというお話をいたしました。これは、後でお手元の数字を見ながらご説明しますが、アジアは見事に回復しつつあります。インドネシアを除いて大体プラス成長軌道に乗っております。韓国についてはことは六%の成長率を私どもは見込んでいるわけです。

次に、去年はロシアが心配だという話をいたしました。しかし、これも何とかクリアいたしましたし

長が早くなったときに、資金の流れに変化が出て、じわじわとアメリカが崩れるというのがちょっと気になってきている。

実は、ニューヨークの株価についてお話しするときに、最近私が有名にしまった一つの表があります。図表2です。点線が日経225の十二年間の動きです。一九八〇年から一九九二年まで示しています。もちろんピークのところは、皆様が忘れようにも忘れられない、一九八九年十二月末の三万九〇〇〇円になった時点です。

この表はどういうものかといいますと、前FRB理事のリンゼイ、この人は今やブッシュ候補の有力な経済参謀になっており、共和党だということとは頭に置いておかないといけないのですが、彼が十年遅れでニューヨークのダウ平均(実線)をグラフにして重ねてみたら、一つの線になってしまったということです。動きが大きいものですか

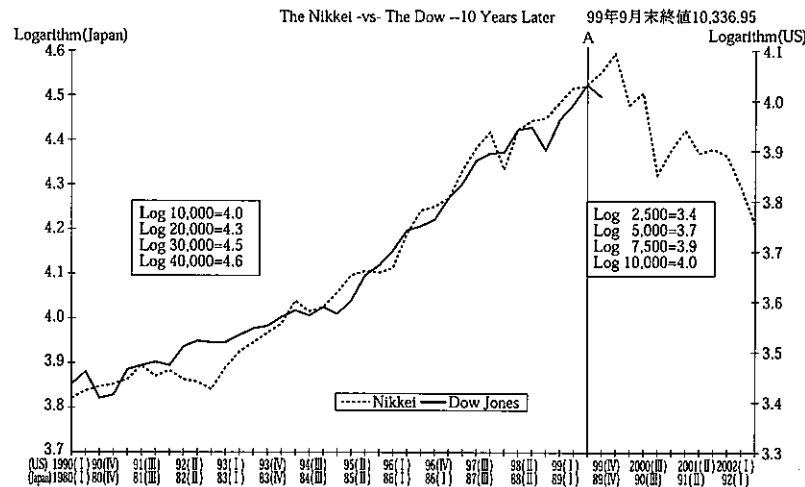
た。先ほど申し上げた金利の低下によって株価は元に戻っていったということです。

その次に去年私が心配だと申し上げたのは、中南米の通貨危機、経済危機だったのですが、これは現在も続いております。しかし、アルゼンチンの大統領選挙があります。予定どおりデラルーアという野党の候補が勝ちました。後ほどこれも数字で申し上げますが、為替はアルゼンチンでは一対一ですから動きようがありませんが、国債のスプレッドが広がるか縮まるか、スプレッドというのは同じ期間のアメリカの国債と自国の国債との利回りの差なんです。中南米全般にわたってこのスプレッドがむしろ縮まる方向になっていまして、中南米がニューヨークの株価を大きく下げてしまうようなことにはならないのかなという感じを今持っているわけです。

あと気になるのは、逆に日本とヨーロッパの成

国際経済は順調に推移していくのか

図表2 リンゼイ氏(前FRB理事)のNYダウについての見方(99.4.26)



Sources : 1991 (pg. 393), 1993 (pg. 453), 1995 (pg. 385), 1997 (pg. 406), 1999 (pg. 436)  
Economic Report of the President, Bank of Japan, Historical Nikkei Stock Average.

ら、ログ処理がなされていますけれども、この計算の根拠とかやり方は正しいと思います。

縦のAの線は、今年の五月時点ですが、アメリカのダウ平均の動きが日経225の十年前の動きと重なってしまった。したがって、もしこれからも十年前の日本の株価の推移と同じ動きをするとすれば、ことしの末にニューヨークの株価は一万四〇〇〇ドルになり、その後六〇〇〇ドルに急落するというのがこの表です。彼自身もこんな形になるとは思っていなかったわけですが、これはまさにハードランディングの表です。

このAの線から後の最近時点では、横ばいよりもちょっと下がっていますから、ニューヨークのダウ平均は、既に一〇年前の日本の日経225の動きとは違う動きになってきております。そういう意味で、この表は、ソフトランディングではなくハードランディングになっては困るというふう

国際経済は順調に推移していくのか

す。

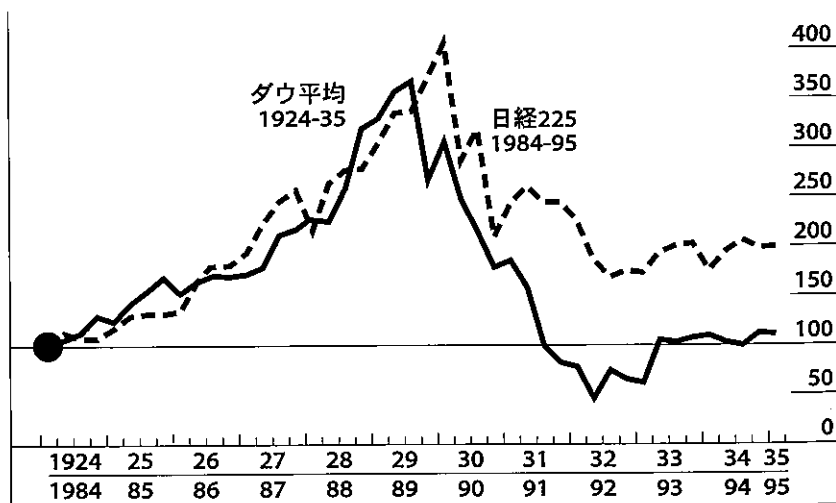
そうこうしているうちに、もう一つ、ロンドンの「エコノミスト」で見つけた表が図表3です。点線が日経225で、一九八四年から一九九五年までの一〇年間で、実線は、六〇年前のダウ平均です。つまり、一九二四年から一九三五年です。日本のバブルとバブルの崩壊というのは、一九二九年の大恐慌ほどではなかったのだなということが、これでわかるわけです。途中までは同じですが、最低のところは、日本の方が軽く済んでいるわけです。

そこで、この前一時一万ドルを割ったときがありまして、アメリカでも今後どうなるのかという議論が非常に激しく闘われております。いろいろな考え方があります。主な意見だけ、私どものワシントンの事務所からまとめて送ってきたのがありますから申し上げておきますと、まずブル派

けとめていただければよろしいかと思えます。

九月の末から十月の初めはワシントンにおり、現地の各新聞の支局長たちと一緒に話し合いの機会を持ちました。実はそのとき、日経の記者に東京本社からリンゼイに会えという指令が来て、「『リンゼイ曲線』とはどういう曲線か聞いてください」といわれ、それでリンゼイのところへ行ったら、「そんな曲線は知らない」といわれたという話がありました。それが、このグラフなんです。それは、私がこういう講演会などの機会に使ってすっかり広めてしまったものですから、恐らくそれが日経新聞の耳に入って、それが「リンゼイ曲線」ということでアメリカに逆輸入されてしまったのだと思います。そういったことがあったものですから、最近リンゼイが日本に来ると、この表を使っているようです。これは、半分ジョークだと思って聞き流していただいで結構で

図表3 A tale of two crashes



Sources: Primark Datastream; Dow Jones

は、株価はあくまでも企業収益を反映すべきだという考え方に立っているわけですが、「二万ドルは単なる指標の一点に過ぎず、それを下回ったことは特別の意味はない」という主張です。これには、ゴールドマンサックスのコーヘンとかペインウェバーのカーシュナーがいますが、「歴史的にはいまだに低いインフレ率や米国経済の底堅さにより、今後好調な企業収益が見込まれるとしており、株価はこれまでほどの伸びは見られな」として、当面の間大きく下落することはないと予測している」ということです。先ほどの表でも、一万四〇〇〇ドルまでいくことはないけれども、それほどひどいことにはならないというのがブル派です。

ベア派の方は、「今回の下落幅の大きさから、米国株式市場は過大評価を修正するための調整局面に入ったと見ている。ニューヨーク市場筋は、

れども、どうもそのトーンはなかなか変えられないようです。ただ、エコノミストとか経済学者は現状認識が甘いということもいわれておりますから、その辺は十分割り引いて考えてみなければいけません。

最近私が聞いたジョークで、こういうのがあります。熱気球に三人の男が乗っている。飛んでいたら突風が吹いてきて、パイロットが落ちてしま、二人だけ残った。そうしたら、二人のうち一人がもう一人に向かって「おれたちは今どこにいるのか」と聞いたら、もう一人が「気球の中だ」と答えたわけです。すると質問した方が、「あなたは、もしや経済学者ではないでしょうかか。」「どうしてそれがわかるんだ」と聞き返したら、「それはわかりますよ。第一は、現状認識が全くできていない。第二は、そのことについて何の反省も認識もない。だからあなたは経済学者だ」と

本年ダウが二〇〇ドル以上下落した日が七日あるが、そのうち四日が九月二十一日以降に集中していることを指摘し、今回の下げ局面は一時的なものではなく、市場参加者のマインドは完全に変化したとしている。また、メルリンチのマーフィー氏は、九八年十月以降のラリーは終わり、ひそかにベア相場へ既に移行したと述べている。また、「CPIという短期的な要因だけではなく、米国の貿易赤字拡大による経常収支のファインアンズ問題、あるいは第4四半期以降の企業業績への懸念も根強く、チェースマンハッタンのリプスキー——一年前にも彼の話をしましたが、彼は、ことしはゼロ成長だといった悲観派です——は、コスト上昇圧力は高まっており、経済の先行きが不安定さを増す中、経済成長は減速を開始した」としております。一年前は、もっと激しく、ことしの成長率はゼロ成長だといったわけですから、

いうものです。(笑)

## 二、アメリカの金利の見通し

アメリカの金利については、実は私どもは、三十人ほどの方に、これにはアメリカの銀行、証券の方も含まれていますが、毎月一回、一カ月後、三カ月後、半年後どうなるか、予測をしております。三カ月物の短期金利については十一月と、これは私も驚いたのですが、要するに十一月は金利が高いのですが、三カ月後の来年の一月、半年後の来年の四月はちょっと低くなるのです。十一月に高くなったのは、先ほど申し上げたように、多分十一月十六日に金利を上げるだろうと思えますが、その前後に金利が高くなると思うんです。数字を正確に申し上げますと、平均ですが、一カ月後の十一月の二十日前後は六・一三二%。

三カ月後の一月は五・九二四%、来年の四月になりますと、ちょっと上がって五・九五四%です。

ただ、日本のディーラーを除いて、外国の銀行、証券のディーラーだけで同じ数字を見ますと、一カ月後は六・〇五八%、三カ月後は五・九六七%、そして半年後の四月が五・九〇八%と明らかに金利が低下していく。これは、恐らく株価の低下と成長率の低下を織り込んで、このような金利の見出しを出しているのではないかという気がするわけです。

また、アメリカの三十年物国債の利回りについて同じ予測を申し上げますと、これはもっとはつきり出ていますが、一カ月後が六・三%、三カ月後が六・二六八%、半年後が六・一五六%と下がっています。これは、外国の銀行、証券の方々も大体同じ傾向で、ちょっと水準が低いというか、出だしが高くて後は低いですけれども、ほ

ぼ同じ傾向です。

ですから、単純に、経常収支の赤字が三〇〇億ドルで大きいから金利が上がらないと円滑な資金調達ができないという考え方で対応をしていくと、一面的にしか物を見ていないことになるのかなと思ったりしているわけです。

### 三、日本の金融政策と為替介入

そこで、為替相場の話と関連があるのでお話ししますが、この一カ月、大蔵大臣と日銀総裁、あるいは大蔵省と日銀の間で、何かぎくしゃくしているという印象を、新聞その他報道でごろんになったかと思えます。私のところにも新聞記者がやってきて、「不胎化というのは何ですか」と聞いてきます。「不胎化」については、私は一九八五年のプラザ合意のときにもボルカーなどと議論

わけです。

実は、九月二十六日、ワシントンのG7でその決着がついたはずだったんです。速水総裁がG7で四項目の説明をしたわけです。四項目というのは、第一に、日本銀行は、ゼロ金利政策のもとで潤沢な資金供与を行っている。第二が、最近の急激な円高の進行が、企業収益等を通じて、景気や物価に与える悪影響を懸念しており、この見方は政府とも共有されている。三番目は、金融政策運営については現在のゼロ金利政策のもとで、豊富で弾力的な資金供給を行い、為替変動の影響も含め、金融経済情勢に応じて適時適切に対応していく方針である。四番目は大事なんですけれども、ゼロ金利政策の効果浸透をより確実なものとする観点から、調節手段の拡充についても検討していく。

したことがあるんですが、その議論を外に出すようなことはありませんでした。不胎化というのは、市場で介入した場合、例えば、今だったらドルを買い支えるとき、円でドルを買うわけですから、円が市場に出ていくわけですが、それを全部吸収してしまうことです。金融政策を行っているわけではありません。介入の政策目標は為替相場の安定ですから、市場で介入してドルを買うとか売るとかすると、それによって結果として市場に円が回る、それを吸収するのは当たり前じゃないかというのが、不胎化の議論です。

要するに、日銀は、一兆円ぐらいダブルブにしているから、それをこれ以上ふやしたってどうせ資金需要がないんだから、効果がないじゃないか、それに対して、大蔵省は、何か新たな政策手段を考えたかどうかというふうに、両者の間で議論があったことが、新聞等を通じてうかがわれる

この四項目が非常に大事だったわけですが、



実は、この四項目が、G7の後の記者会見では、時間が不足していたために省略されたんです。

これは皆さんもご記憶かとは思いますが、IMF・世銀総会の初日に、今までは大蔵大臣と日銀総裁が朝食会を主催して、そこで、それまでに終わったG7とか、IMF暫定委員会とか、開発委員会の説明を要領よくしてくれたんですが、これが三年ほど前から官民の癒着だということおかしな論議があつてやめてしまったわけです。朝食を一緒に食べて、何で官民の癒着かと思うのですが、それきりなくなりました。そのため、大蔵省や日銀は、逆にIMFとか世銀に対する金融界の首脳の間が薄れてしまうということを心配した。行ってもわからないからです。G7とか、IMF暫定委員会——これは今度から通貨委員会に名前が変わります——とか、開発委員会

で、何が問題で、どういう結論が出たのかわからなくなってきたわけです。だから、来る方が減ってきた。

これではいけないということで、私は憎越だとは思ったのですが、私の名前で皆様方に声をかけまして、そこに大蔵大臣や日銀総裁をお呼びして、それまでに終わった会議の話をしてもらうという会を催したわけです。

大蔵大臣は組閣の話があるので、すぐ帰らざるを得なくなつて、大蔵省からはかわりに黒田財務官が出席されましたが、日銀総裁は、この四項目目を時間がなくて省略してしまつたのです。それが、どうも悪かつた。

アメリカの新聞記者が記者会見の場において、一番大事な四番目が省略されたこと、つまり調節手段の拡充について検討するという話を落としたことをサマーズにいつけたという説と、どうも財

務省が記者会見の場にあらかじめ人を入れておいて、そこだけを用意して聞いていて、すぐに報告させたという説と、いろいろな説がありますが、そういうことでアメリカ側から、「申しわけないが、記者会見をもう一遍やり直してくれ」という話があり、総裁は、本当に心外だつたと思うのですが、もう一度おやりになつたわけです。

私もその辺の説明をいろいろお聞きして、大蔵省と日銀の間の意見の違いは、この四項目でなくなった、つまりゼロ金利政策の効果浸透をより確実なものとする観点から、調節手段の拡充についても検討していくことがはっきり打ち出された、こういうことかと思つています。

なぜここまでこの問題がこじれたかというところ、これは、私の推理だと思つてお聞きしていただきたいのですが、要するに日本とアメリカの協調介入は、寸前までいっていたと思うのです。場合に

よつては、ヨーロッパも参加した協調介入が行われたと思つています。確かに榊原財務官が、やめる直前に猛烈なアグレッシブな介入をやつたんですが、日本だけだと効かないんです。介入というのは一カ国だけでやつても、なかなか効果を上げにくい。アメリカと一緒にやるといふことは、どの水準で、幾らドルを買うかという相談をあらかじめしなければいけないわけで、そういう相談をしてやるのが協調介入で、単独介入よりは、協調介入の方が効くのは当たり前なんです。日本の新聞の論調は、単独介入で効かなかつたら、次は協調介入だ、こういう世論を形成しつつあつたわけです。

私もこの一五年間ずっと見てきて、あるいは自分もやっていたことですから、振り返ってみますと、日本の通貨当局は、私も含めて、介入というのが割と好きなんです。特に市場でドルを買うの

は好きなんです。私も担当課長のときには、ドルを買って外貨準備がふえるのが、楽しくて楽しくてしようがなかった。円が弱くなったときは、逆にドルを売らなければならぬのですが、そのときは売りたいくないですね。一度ふやしたものはそのまま抱えていたいという気分になる。

日本は、介入というものについて、割と重視している。ところが、アメリカの方は、介入は簡単なものではありません。財務長官まで決裁が回って、財務長官がサインしないと、ドルを幾ら売るとか、幾ら買うとか、できないのです。両国とも大蔵省なり財務省が指導していることは確かです。日本の場合、日銀法の改正のときに随分議論されましたが、ドイツが対外価値を中央銀行（フンデスバンク）が見るのと違って、日本は、対内価値は日本銀行、対外価値は大蔵省という分け方で、為替相場の方は大蔵省の方の所管になってい

るわけです。

もう一つ大事なことは、介入という政策手段は、経済政策によって補強される必要があるという事です。補強されたときに、より効果が出る。また、その逆もあり得ると思うんです。経済政策というのは、介入という政策手段によって補強される場合がある。

要するに、日本は介入について割と期待感があり、また介入という動きをとりたがる癖がある。これは、私自身も含めてのことです。これに対してアメリカは、まず政策の協調です。一九九五年に、サマーズが副長官のとき、協調介入に応じますが、これも、それまで日本側が協調介入してくれ、協調介入してくれとアメリカにいても動かなかったのですが、それが動いたのは、日本がコールレートを下げたからなんです。つまり、日本で政策の変更があったから、アメリカは協調介

入に応じた、それは財務長官のサインのときに大事だし、議会で質問があったときに、そういう答え方をするわけです。ですから、何か経済政策面で変化が起きたということがないと、なかなか協調介入に乗り出しにくい。それがアメリカサイドにあるわけです。

アメリカサイドをずっと観察していると、日本では、まず財政政策の方は、補正予算で非常に大きいのができそうだと、大蔵大臣の話聞いていても、そっちは大丈夫そうだと、金融政策はどうだろうかというのと、ゼロ金利だからこれ以上金利が下がらない、そうすると、量的緩和しかないが、量的緩和につながるような政策手段はないんだろうかということも期待していた節があるわけです。

そこで、日銀の政策決定会合で、もう十分だという結論を出した、私は、政策決定会合は正しいと思うんですが、市場が期待していることに対し

ては、答えにはなっていないかった。当時、二、三の新聞にインタビューを受けたとき、私は、同床異夢という言葉は悪いけれども、たまにはあいまいさが必要なのではないかといっておりました。その辺は、日銀は、理論的過ぎたのかな、あるいはともかく正直な、いい中央銀行だなと私は思ったわけです。ところが、それがどうもアメリカを動かすには至らなかつたということ、非常にがっかりした人たちがいるんじゃないか、こういう気がしているのです。

ですから、最近では、政策面でも、日本がいろいろ政策手段を検討しているということだし、いずれ補正予算が議会に出てきますから、そうすると、もし次の機会に円高になるようなことがあったら、協調介入がやりやすい状況ができて上がります。つあるのかな、こんな気がしているわけです。協調介入があると、これは効くことは間違いないと

思います。

そんなことで、ちょっと詳しくご説明申し上げます。またけれども、大蔵省と日銀は何をやっているんだと見ていた方が、かなりおいでになるのではないかとということで、今のようなお話を申し上げたわけです。

為替相場の今後の見通しですが、これは十月二十六日に私どものところで行った予測です。四十三人のディーラーに伺った結果の数字ですが、平均を見るとおもしろくない。大体一カ月後も、三カ月後も、半年後も一〇五円前後で、今の水準と余り変わらない。ですから、私はいつもレンジを見ているわけです。一番円高だといっている人が幾らか、一番円安だといっている人が幾らか、その開きを見ているのです。一カ月後は、一番円高だと考えている方は一〇〇円、一番円安と考えている方が一一〇円、開きは一〇円です。これは十

一月の末のことですから、十円しか開きがないのは当たり前かもしれません、三カ月後の一月末の予測になりますと、円高の方が九五円、円安の方も五円下がって一一五円になるのです。ですから、九五円から一一五円というふうに関きが大きくなる。半年後、来年の四月末になりますと、円高は、九〇円です。九〇円まで行くという人が、四三人の中に一人だけいる。円安の方は、一一五円になるといふ人が、一人だけいる。一一五円の方は三カ月後と変わらないのですけれども、半年後に九〇円になると予測をしている人が、たった一人だけだがいる。この方は銀行のディーラーです。

そういうことで、今後、円の対ドル・レートがどうなるかということ、協調介入との関連で申し上げているわけですが、このくらいならば、協調介入を必要とするような円高かどうか。

要するに、為替相場というのは、私は水準は市場が決めればよいと思っっているわけです。通貨当局が水準を決めるなんというのは、もうおこがましい。通貨当局の役割は、乱高下をならすと、急激な円高とか急激な円安を、介入によってならす、それが大事だ、こういう考え方です。

ただ、この前の六月の非常に大規模な、アグレッシブな介入のときに、私が新聞等で相当批判していたら、大蔵省の若手の課長が「大場さんの考え方は、ややクラシックじゃないですか」といったものですから、「何をいうんだ」なんていったことがあるのですけれども、そのとき、私のセンターの顧問をしている内海慶応大学教授が、「自分が昔アグレッシブな介入をしておいて、今アグレッシブな介入はおかしいなんていっても、やはりだめなんじゃないですか」といっていました。一九八五年のときには、まだアグレ

ッシブな介入というのが効いたわけです。

そのときは、G5で幾ら売ろうというサイズを決めて、しかも、何円になるまで続けようということまで決めたわけです。ですから、二四〇円から二〇〇円、さらに一七〇円ぐらいまでいってしまっわけです。二〇〇円までは持っていこうとしていたのですけれども、その後は勢いがつき過ぎて、後で当時の中曽根首相とか竹下大蔵大臣に、「これは行き過ぎだ、何とかならないか」といわれたけれども、「いや、だめです、動き始めてしまったら、途中でとめようと思ってもとまりません」ということがありました。二〇〇円にいくまでは、物すごい苦労したわけです。すぐ戻ってしまっわけです。ところが、二〇〇円を割り出したら、どんどんいって、今度は動きがとまらなくなっってしまったって、ワシントンと交渉してくれという話にまでなっってくる。

要するに、ここまでやろうと水準を決めて、幾ら使うかという金額まで決める。しかも、一円たりとも戻さない。二四〇円が二三〇円になったら、二三二円には戻さない。二二〇円になったら二二二円には戻さない。これはラチェット方式とこのことです。「ラチェット」という後ろに戻らない歯車があるので、そういうやり方をした。

そんなことがあるものですから、我がセンターの顧問の内海教授は、自分がアグレッシブな介入をやっておいて、今、後輩がアグレッシブな介入をやっているといっていることにはないじゃないか、こういうことをいったのだらうと思っておりますが、介入というのは、今お話ししたような背景の中で考えられる問題だと思えます。

久しぶりに行ってみると、まず、空港がにぎわっていた。昨年の二月は、外国旅行する人は非国民ということ、だれ一人外国には旅行に出なかつた。車の数も非常に減っていたし、BMWとかベンツとか外国車を運転していると殴られるというので、そういう車は家にしまっていた。

さらに、九八年の十二月ぐらいから、金を供出したわけです。そのときは、金の価格が非常に高かった。ですから、六月三十日に私が行って講演をしたときに、「やはりあなた方は先を見ています。金が高いときに金を集めた」といったのですが、二〇億ドル分の金の供出があって、外貨準備を二〇億ドルふやした。もちろん原価は払ったようです。六月ころは、金の値段が最低になっていました。一オンス二五〇〜二六〇ドルだった。ですから、「あなた方は先が見える、高いときに売って外貨準備を二〇億ドルふやした。今、買い戻した

#### 四、「金」の動き

もう一つ、今ちょっと気になっておりますのは、「金」です。専門家の間では、ゴールド・キャリー・トレードとっておりますが、これがこれから非常に大きな影響を与える可能性がある。

ことしの六月三十日に私は韓国に呼ばれて講演に行ったのですが、そのときに韓国の大蔵大臣のお話を伺った。この方はすぐおやめになったのですが、そのお話の結果、私は図表1にある韓国の成長率を六%に修正したのです。実はそれまでは二%の成長率と見ていたのを六%に上方修正し、かつ韓国に対するレーティングを一段階上げたわけです。

私は去年の二月にも韓国に行っておりまして、そしてことしの六月ということになるのですが、

「儲かりますよ」という話をしたのですが、一人も笑わないで、むしろ怒っている方がいるのです。

それで、すぐ気がついた。やっぱりこういう話をしてはいけないんだ。多くの方々、特に公務員の場合には、婚約指輪等をみんな供出した。つまり、思い出まで供出してしまっているわけですから、それに気がつかなかったのは、ちょっと私も失敗したかなと思っ、その話はすぐにやめたということがあったのです。

その後見ておきますと、金が上がりました。そのときに金の価格が最低になっていたのは、二つぐらいの理由があって、一つは、バンク・オブ・イングランドが、大蔵省の強い要請で金を売らざるを得なかった。二十五トン売り、もう一回二十五トン売って、今はやめている。それから、IMFが重債務国のために一一〇〇万オンスぐらいの

金を売るといふ話が出ていたのです。

ところが、これが変わってしまった。九月二十六日にヨーロッパの十五の中央銀行——十五行というところ、EUの十五の中央銀行と思われれますが、そうではなくて、入り練りがありますが集まって、金の売却について制限をしようということを決めたわけです。このために、金価格が上昇に転じてしまった。そして、今は三〇〇ドルを超えるところまで来ている。

ヘッジファンドは、LTCMがもう破綻して、顧客からの預かりも来年の三月、四月になると多分完済し、そこで解散することになると思いますが、今全体として余り大きな活躍をしていません。しかし、そのファンドとかディーラーの間で、どうも金価格が五月、六月、七月と下がってきたものですから、ショートポジションをとった。要するに、先行きもっと下がるという見当を

フォメーションとして来ているわけです。

金というのは、有史以来掘ったものを全部集めても、神宮プールのちょうど二杯分ぐらいなんです。それは少ないというふうにお考えになるか多いとお考えになるかは別として、今気になっておられますのは、五兆五千億〜十一兆円の金のショートポジションがある。これを解消しようとする、投資銀行とかヘッジファンドは、アメリカの国債等を相当売らなければいけないんじゃないかという問題があるということ、ちょっとご記憶しておいていただきたいと思えます。

ただ、アメリカについては、これとは全然別のお話になります。今ちょっと思い出したのでお話しします。というのは、今のアメリカの財政は黒字で、このまま黒字を続けていくと、十五年間でアメリカのドル建ての国債は、計算上はなくなってしまう。ですから、困るのです。日本も二千二

つけたんでしょうか。このサイズが物すごく大きいのです。正確にはつかめないのですが、大体一年間の生産量の二倍ぐらいの金のショートポジションがあるといわれている。

そうしますと、今、一年間の金の生産は大体二千トンちょっとぐらいですから、かたく見積もっても五千トンぐらいのショートポジションがある。これは金額にすると五兆五千億円になる。もっと大きく見積ると、一万吨、十一兆円になるのです。このまま金価格が上昇していくと、どこかで手じまいをしなければいけない。さて、何を売って手じまいするかというときに、恐らくアメリカの国債かなという話が、今出てきていて、そのために、こちらの方からアメリカの金利を動かす要因がある。これは私どものロンドンで調べさせたのですけれども、こういう話が専門家の間で出ているということ、かなり気になるイン

百億〜二千三百億ドルぐらいの外貨準備を全部Bとアメリカ国債で運用しているわけだし、皆様方も、資産のある部分はドル建て債で運用されている方もいると思うのです。

アメリカの国債なき世界というのは、一体どうなんだろう。ドルというのは基軸通貨で、みんなが使っているし、資産にもしたがっている。ところが、その資産で一番安心なものがなくなってしまう。まあ、そんなことになるわけはないから、これはジョークだと思って聞いていただければいいと思うのですが、アメリカはまだどこかで赤字を出し始めるということになるし、減税をやったり、あるいは社会福祉に相当お金を使っていくということになるので、余り心配する必要はないと思うのです。しかし、計算上はそのようなことになるぐらい、アメリカの財政の黒字は立派なものだということ。今、財政の赤字で世界の大国

のうちで心配なのは、もちろん日本とブラジルで、あと中国とロシアも気になりますけれども、こちらは増税できないということで、どうも税収不足で大変だ。しかし、統計が大体しっかりしていない国ですから、余り言及できない。少なくとも統計がしっかりしている国では、日本とブラジルがGDP対比で八%ぐらいの財政赤字になる。これはやはり由々しいことだと思っております。

私は、ロシアの行くべき道は二つしかないと思う。選択肢は二つだ。一つは、増税です。しかし、増税しただけではだめで、徴税能力を高めなければいけない。それができないときには、ルーブル紙幣の増刷しかない。つまり、やがてインフレがあらわれる。こういう話を去年も申し上げましたけれども、よくよく考えてみると、ブラジルも日本も、同じようにどうもチヨイスが二つしかなくなるぐらい、大きな赤字になってきている

に下がる。ヨーロッパの方は、二%ぐらいから二・六%、あるいは場合によっては、EU委員会の発表では二・八%ぐらいになるかもしれません。そうになると、資金がアメリカからヨーロッパに動いていく、これが気になっております。

## 五、開発途上国の経済見通し

ヨーロッパのお話を申し上げた機会に、図表1の開発途上国の数字について、ちょっとご説明申し上げます。

まず、アジアですが、ことしから来年、再来年にかけて、大体五%前後で横ばいというふうに見ております。国別にみるとすぐおわかりになりますが、中国が足を引っ張っております。中国は大きな国ですから、ことしの成長率が六・五%であるのに対して、来年が六%、再来年が五%と下がる

思っているのですけれども、選挙が近づいているようですし、連立政権もできたところですから、この話はしばらく余り深入りしないようにしてはいかがでしょうかと思っております。

気になるのは、繰り返しますが、日本とヨーロッパの成長率が高まりますから——もちろん、日本について皆さん方が悲観的な見通しを持っておられるなら、日本は外してもいいのですけれども、少なくともヨーロッパは成長率が高くなってきましたから、来年は二・五%とか二・六%でしょうか。EUの委員会が十一月の末に数字を発表しますが、恐らくもっと高い数字を出すのではないかと思います。自分で自分を褒めるといような数字で、二・七%とか二・八%と、来年、再来年の数字をかなり高く出してくるのではないか。

アメリカの方も、下がっても二・五%とか二・六%なんです、アメリカは三・八%が二・六%のもので、アジア全体として見ると、五%で横ばいです。

問題の韓国は、先ほどちょっと触れましたが、ことしの六%が来年は四%になる。ことしの六%の成長率は、多分間違いないと思います。先ほど申し上げた韓国の元大蔵大臣は、七%までいくと書いておりましたが、六%と、かたく押さえております。来年は、四%ではないだろうかという気がしております。

日本から韓国向けの輸出を見てみますと、一年前に対してことしの第1四半期は一二%上昇していますし、第2四半期は二四%の上昇になっています。大幅に伸び出している。七月、八月、九月の三カ月を見ますと、三七%、四〇%、四〇%という高い伸びです。

そして、三カ月おくれで、日本の韓国からの輸入が急増していくわけです。第1四半期は、まだ

マイナス五%ですが、第2四半期は一年前に比べて一三%ふえている。七月が一三%、八月が二四%、九月が一九%ふえている。これはまさに韓国の高い生産活動、高い成長を物語っているのではないかという気がいたします。

同じような目でタイを見てみますと、日本からタイ向けの輸出が伸び始めるのは、七月からです。第3四半期からで、七月が三%、八月が五%、九月が九%と伸びているのですが、日本のタイからの輸入は、七月以降も大体一〇%ずつ前年を下回っている。ですから、タイは、韓国のような姿になっていないという問題を指摘することができますと思うのです。

タイは、図表1の資料では成長率二・五%というところでかたく押さえているのですが、IMFは、もちろん三%以上の数字を出していくと思いません。というのは、韓国とタイはIMFの優等生

いだと思うのですけれども、韓国のような成長は見られないのではないかと思います。

アジアでもう一つコメント申し上げておきたいのは中国ですが、この表をごらんいただくと、GDPデフレーター上昇率が、ことしがマイナス一%、来年一%、再来年が三%という姿になっております。そして経常収支は、ことしが三九億ドルの黒字、来年が二八億ドルの赤字、再来年が七二億ドルの黒字という姿で、対外債務が一五七〇億ドルから一五三〇億ドルまで減っていくという姿を描いているわけです。問題は、人民元がどうなるかということかと思えます。

中国の場合、ことしの六・五%という成長率も、当たるかどうかわかりません。中国の場合、首脳がことしの成長率は七%というのと、七%になってしまいますから。首脳の一言で、各省庁、各州が、在庫の積み増しで、どのような数字

であるという認識を持っているものですから、IMFにとって見ると、韓国とタイはよくなってもらわなければ困るので、ついついそういう期待もあって、成長率を高目に出している。

しかし、タイの問題は、依然として金融システムにあります。金融システム改革が進んでいませんし、不良債権の処理が全く進んでおりません。よその国のことは余りいえないのですけれども、日本はかなり進んだ状況だと思えますが、タイの場合には、不良債権の処理が進んでいません。外国の銀行がタイの銀行を買おうという動きがあったのですが、これは今みんな一時取りやめております。と同時に、タイの国内で国粹主義的な動きが出てまいりまして、外国の銀行のシェアを五%以上にするのはよくないとかいう声が出てきて、ブレーキがかかっております。ただ、直接投資だけは引き続きタイに流入していて、それが救

でもつくっていく。そうすると、私どもの六・五%という成長率の見通しは間違いだ、こういうふうになってくるわけです。

次に中南米です。中南米については、先ほどはニューヨークの株価に大きな影響を与えるということで取り上げたのですが、何とか大丈夫ではないかと思っております。ことしは、アルゼンチンがマイナス三%、コロンビアがマイナス四%、ベネズエラがマイナス五%、ブラジルもマイナス一%で悪いのですが、来年は、ごらんいただくように、全部プラスになって、平均してみると二・四%、再来年は二・九%になる。このような姿ならば、ニューヨークの株価を下げるとか、アメリカの銀行の不良債権を増加させるとか、そのようなことにはならないのではないかと気がしております。

ただ、ドーンブッシュ教授の話では、中南米に

ついでには割と厳しいのです。この方は、いつも自分の奥様の国を褒める方で、十年前は日本を褒め、七年前はブラジルを褒め、最近では、アメリカはすごい、世界経済はアメリカでもっている、そういう話を必ずされます。今は奥さんがアメリカ人です。

私も驚いたのですが、まず、エクアドルについては、もう見放しているという感じです。要するに、あの国は政治のシステムがなってないから、政治が経済を壊してしまった、だから、エクアドルをよくしようと思ったら、まず政治を壊すしかないという論旨です。ただ、壊し方がわからない、このように話しています。これはメキシコの大学での講演ですから、メキシコとペルーだけは褒めていますけれども、ほかの国は軒並み酷評している。

コロンビアについては、内戦状態だ、ただベネズエラについては、先々週ですか、チャベス大統領が来日しましたので、余りご披露するものはかられるのですが、ドーンブッシュ教授によると、クレイジーな大統領をいただいて大変だ、経済はよくなるはずがないというような一行で片づけておられます。

なお、中南米は、為替の方は、アルゼンチンは依然として一ドル一ペソを守っているわけです。野党のデラルーアが大統領になったのですが、多分大蔵大臣になりそうな人が、実は五月に私のところへ訪ねてきた。私は大蔵大臣になるとは思っていないのですが、質問を三つほどしたので、第一に、デラルーアが大統領になったら、ドル・ペソ制度をどうするのかと聞いたら、維持するというんですね。一ドル一ペソという政策は、野

ルと違うのは、コロンビアのゲリラは金持ちで、それが問題だ、こういうことをいっておられます。

さらに、ブラジルについては、ブラジルの大統領がたった一つお気に入りのことがある、それはお金を使うことであるといっています。財政赤字がGDPに対して8%ですからね。最近はお金がなくなったので、ベイビーにキスして回っているともいっている。要するに、ポピュリズムなんですかね。こういう描写を、ドーンブッシュ教授はしている。どうもブラジルに対しては、離婚して以来、非常にきついです。

アルゼンチンについては、正しいことでやり残したことは何もない、IMFに聞いても、やるべきことはないんじゃないかという答えが返ってくる、それなのになぜ成長率が低いのか、それは隣人が悪いから必要するに、ブラジルが悪い、こう

党のブエノスアイレス市長が大統領になっても変えないということだった。二番目の質問は、そうすると、成長率は高くない、株価は下がるかもしれないという話をしたら、そんなことはわかっていますという答えでした。三番目に、ドラリゼーションをやるのか、パナマみたいにドルの国になってしまうのかという質問をしたら、絶対にやらない、こういっていました。この人が多分大蔵大臣になるのではないかと思えますので、アルゼンチンは、これから悪くなるということはない、少なくともいいのではないかという気がしております。

ちなみに、ロシア危機でニューヨーク株価が下がり、各国の株価もみな下がりましたが、その前の去年の七月三十一日現在の株価を基準にして、その後中南米の株価がどのぐらい下がっているか、あるいは上がっているかを見ますと、ア



ルゼンチンとコロンビアを除いて、大体上がっています。ブラジルは七%、メキシコが二二%、ペネズエラが八%、チリが八%上がっています。アルゼンチンが七%低下していて、コロンビアは二〇%低下している、こういう姿が出ております。

それから、先週末のアメリカの国債と中南米の国債とのスプレッドの動きをみると、それは縮まってきております。ブラジルでいうと、一月十二日、つまりフロート移行の前日には、一二〇〇ベイシスポイント(二二%)ぐらい、アメリカの同じ期間の国債に対して金利が高かったわけですが、現在は七〇二ベイシスポイントですから、七%ぐらいということ、かなり縮まっております。また、現在、メキシコが四〇〇ベイシスポイント、アルゼンチンが五一九ベイシスポイント、ペネズエラがちょっと悪くて七八四ベイシスポイントですが、ペネズエラについては一〇〇〇ベイ

シスポイントを超えていたし、アルゼンチンも七〇〇ベイシスポイント近くまでいっていたのですから、それが今のような数字に下がってきているということは、市場は、中南米は何とかいくのではないかという判断を下しているという気がしております。

時間が押してきて申しわけございません。アジアではインドネシアについての説明をほしよってしまっただかと思うのですが、インドネシアは来年からは私はプラス成長になると思いますが、ことはどうにもならないのではないかという気がしております。

ただ、ワヒドという大統領は、割と聡明というか、いろいろ調べてみると、随分頭のいい人だというのがわかります。私が気に入ったのは、この人はジョークが好きだということ。この間も、自分とメガワティとは最高のコンビだ、なぜ

かといえば、自分は目が見えない、メガワティは口がきけないということをいった(笑)。メガワティ副大統領は、どうも口下手らしいんですね。ワヒド大統領は、一年ぐらい前に脳溢血で倒れて、大分リハビリをやって少しは見えるらしいのですけれども、余りよく目が見えない。

ちょっと気になったのは、インドネシアは中国やインドとも仲よくしなければならぬ、そのときに助けてくれるというか、お金と人材の面で支援を受けなければならぬ、それをやってくれるのが日本とシンガポールだといっているんです。これはちょっと気になる言い方かなという気がしております。

大事なことで落としていることが幾つもあるかと思えます。時間が押してきておりますので、以上でとどめたいと思えますが、私のところで、国

に対するレーティングを年二回動かしてきております。最近レーティングを上げた国が、韓国とマレーシアです。そして、レーティングを一段階下げた国が、アルゼンチンとコロンビア、そういう状況になっております。

なお、ことしの十二月に、格付会社についてのコメントというか、評価の第二集を出すつもりで、今作業を進めております。去年は、日本とアジアについて、我々のレーティングとスタンダード・アンド・プアーズとかムーディーズのレーティングとを比べてみて評価したわけです。ただ、幸いなことに、インドネシアでもタイでも、我々は一九九七年の三月には、もうレーティングを下げていた。ところが、ほかのレーティング機関は、事が起きてから下げている、その結果、かなり大幅に下げたりしたわけです。

ですから、こちらは得意になってその比較をし

たのですが、逆に中南米になりますと、私どもの下げる時期と上がる時期がスタンダード・アンド・プアーズとかムーディーズよりも遅いという結論が出てくるかもしれません。それでもそのまま出そうと思っております。それぞれが得意なところがあっていいのではないかと思っております。ですから、そんな考え方で対応していくつもりです。

小山さん、何か大事なことで落としているところがあるのではないかと思っておりますが、落とした点がありましたら、ご指摘いただきたいと思えます。あるいは、ジョークが不足しておりますか。(笑)

最近、証券のジョークをアメリカから聞いてきました。株価が下落して、ハードランディングしたときの話で、一九二九年にもはやったのではないかと思うようなジョークですが、ハドソン川の

てきたというジョークがありますけれども、大体似ています。

証券の関連で、今、一つ思い出しましたが、今度マイクロソフトは、入れかえでダウ三〇種の中に入る。四つ外して四つ入れるということで、この四銘柄を見てみますと、世の変遷がわかるのですが、それがニューヨークの株価を上げるのか下げるのかということが気になります。マイクロソフトがこれ以上上がらないという判断だと、マイクロソフトを入れてシアーズを落としたというところが逆目に出るかもしれませんし、この辺は、始まってみないとわからない。もう来週から始まると思えますが、この入れかえが、ちょっと気になっております。

日本の日経225も、やはり入れかえなければいけないんじゃないかと思えます。日経225の方が悲観的な姿を映し出す。やはりアメリカのように景気

ブルックリン・ブリッジは自殺の名所で、ある証券マンが大損して、そこへ行った、真ん中から川に飛び降りると、大概成功するということで、行ったら、物すごい行列なので諦めて帰ってきた、こういうのが一つありました。

それから、あるチーフディーラーはマーケットにコーナーを持っていたが、最近ではコーナーにマーケットを持っている、東証のようなところにブリスを持っていた人が、コーナー、つまり街角に露店か何かを開いている、そういう意味でしようか、そんなジョークもありました。

行列のジョークというのは、いつもあるので、ロシアでゴルバチョフ大統領が物すごい改革をやっているときに、怒った古参の労働組合員が、ピストルを持って赤の広場に向かったけれども、ゴルバチョフを暗殺しようとする労働組合の幹部ですごい行列になっていたので、諦めて帰っ

のいい企業を入れていったらどうかと思えます。

ただ、この前、エコノミストのデビット・ヘイルに、ニューヨークの株価はどうなるんだと聞きました。彼もわからないというのです。そのときに、彼はこういう話をした。マイクロソフトの時価総額を見てくれ、今、大体五〇〇億ドル近くになっているが、多分もうオーストラリアのGDPを超えたし、カナダのGDPはたしか六〇〇億ドルだと思いが、ことし中にカナダに匹敵する、来年になると、イギリスのGDPに追いつくかもしれない、そうになったら、間違いない。だから、急落があり得るんじゃないか、とこういうことをいっておりました。要するに、デビット・ヘイルほどのエコノミストでも、株価がいつ下がるかとか、どのくらい下がるかというのは、見当がつかないから、今のような話を持ち出したのかなとは思えます。

それでは、この辺で終わりにしたいと思います。  
す。(拍手)

小山理事長 ありがとうございます。それでは、時間も少し超過しておりますので、このくらいで本日の講演を終わらせていただきます。

(おおは ともみつ・国際金融情報センター理事長)

(本稿は、平成十一年十月二十八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)