

## 市場経済の光と影

——日本経済再生のシナリオ——

内 海 孚

小山理事長 定刻になりましたので、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、昨年、一昨年と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、皆様もよくご存じかと思いますが、恒例ですので、改めてご経歴等を簡単に紹介いたします。

内海さんは、昭和三十二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など、海外での経験を豊富に積んでおられます。その後、主税局の主要課長や東海財務局長を歴任され、昭和五十八年から三年間、在米大使館特命全権公使として活躍されました。帰国後、国際金融局長に、また平成元年には財務官に就任され、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。退官後は、慶応義塾大学大学院商学研究科教授に就任され、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ておられます。著書も、東洋経済新報社から、昨年『ユーロと日本経済——新通貨は世界をこう変える——』を、またことしに入ってから、慶応大学地域研究センターから共著で『アジアの金融資本市場——危機の内相——』を出しておられます。

また、証券界におきましても、日興証券にこのほど新設されました経営諮問委員会の委員として、その識見を生かしておられます。本日は、その内海教授に「市場経済の光と影——日本経済再生のシナリオ——」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いします。

それでは、よろしくお願いします。

## 一、市場経済の癖——オーバーシュー

ト

きょうは、「市場経済の光と影」という大きなテーマを掲げてしまったわけですが、そういうことだけでなく、現在のアメリカやヨーロッパの経済、あるいは日本の経済の問題、そして為替市場のことにも当然のことながら言及をさせていただくことになると思います。

世界経済のこの十年というものを振り返ってみますと、やはり一番大きな変化はマーケット経済が世界を完全に制覇したということだろうと思います。十年前には、市場経済に住む人口は約五億人程度でございました。ヨーロッパは西欧だけ、アメリカは米国とカナダぐらい、アジアでは、日本とその周辺という程度だったわけですが、今や

世界の中で市場経済に住む人口は五十億人ぐらいになってしまいました。

もちろんその中には、社会主義市場経済というちょっと奇妙な冠を持った中国も入っているわけですが、今や欧州全域が、中欧、東欧を含めて市場経済を志向していますし、アジアのほとんど全域、中南米の全域を含めて、市場経済が完全に制覇をしている。これが、市場経済のグローバル化の流れということになると思いますが。

ちょっと余談になりますが、一年前に、キューバのハバナでスピーカーになるのを頼まれて行きましたところ、フィデル・カストロ大統領が約一時間半にわたって大演説をされたわけです。彼は本当にアジアの危機、その前のメキシコ危機、その他世界経済の中で起こった出来事を、一つ一つ極めて克明に自分でフォローし、自分なりの解釈

をそれに加えて、何も原稿を見ないで大演説をしたわけです。もちろんその核になるのは、市場経済の誤謬、そしてグローバル化の名のもとの米国の世界支配への批判だったわけですが、

その後、外国から来た三人のスピーカーが昼食に招待を受けまして、カストロ大統領は日本にも非常に関心があつて、そこでまず私が受けた質問は、日本に相続税はあるのかということでした。日本には、最高税率七〇%の相続税がある、日本は、恐らくモスト・コミュニスティック・カウンتری・イン・ザ・ワールドだろうという話をしていたわけですが、

その次に、彼はグローバル化についてどう思うかと私に聞くものですから、私は大統領に、「私の答えは次のジョークでしましょう」といって、次の話をしたわけです。このジョークはお聞きになったことがあるかと思いますが、その

ジョークの中では、元英国首相のサッチャーさんが死にます。死んで、どういうわけか地獄に行くことになる。地獄への道を歩いていくと、そこに地獄の門番がいます、サッチャーさんに「あなたはこれから地獄へ行くけれども、ここに二つの門がある。どっちの門をくぐっていくか」と聞くわけです。サッチャーさんが、「どっちが違うの？」と聞くと、門番が「しょせんあなたは釜ゆでの刑だから違わない。ただ、こちらの門は市場経済の門で、あちらの門は社会主義計画経済の門だ。どっちから行くか」というので、サッチャーさんは二分ぐらい考えた上で、社会主義計画経済の門を指さしまして、「私は、こちらから行く」というわけです。そうすると門番はさすがに驚いて、「あなたはマーケット・エコノミーのチャンピオンだったのではないか。どうしてこちらから行くのか」と聞くので、「恐らくこちらの方は石

炭が不足していて、温度がぬるいんじゃないの」と答えるわけです。そういうジョークをフィデル・カストロ大統領にいましたら、彼は笑いませんでしたが、ほかの人たちは大笑いをしたというようなことがあります。

このように、とうとう社会主義計画経済に対して市場経済が完全に優位に立ったわけです。ですから、今や好むと好まざるとにかかわらず、いかなる国も市場経済の波と無関係に生きるといいうことは難しくなっています。

ただ、この市場経済には、一つの癖があることだんだんわかってきました。どういうことかとすると、世界のあらゆる国やあらゆる地域には、強いところと弱いところがあるのです。日本経済もそうですし、アメリカ経済もそうです。ところが、一たんある国なり地域なりが光の中に入ってくると、市場経済はその国あるいは地域の長所

われる大きな銀行、例えばバンク・オブ・アメリカも破綻寸前になり、本店ビルも売却するだけでなく、経営者が日本に来て、日本の銀行に助けを求め、日本の銀行もかなり支援をしたことは記憶に新しいわけです。後でFRBの人に聞きますと、本当にあのシティーグループですら、存続させるかどうかで真剣な議論をしたといっています。アメリカの銀行は、そういう状態でありました。

Cは、いうまでもなくcarです。アメリカの三大自動車メーカーも、ほとんど日本の自動車メーカーにシェアを奪われております。

Dは、defense industryです。軍縮の結果、非常に国防産業が困難になった。

Eは何かというと、American economy 自体だねなどといっていたわけですが、そんな時代だったんです。

しか見ない。そして、一たん国なり地域なりが影に入ると、短所しか見ない。その結果、非常にオーバーシュートするということです。近年を見ても、その例は枚挙にいとまがありません。

例えば、一九八〇年代後半から九〇年代の初めにかけての米国と日本に対する見方がその例です。一九八〇年代の後半に、私も含めたエコノミストが集まって、アメリカ経済をA、B、C、D、Eというふうにアルファベットであらわしてみようと、遊びながらやったことがありました。

Aは何かというと、airlineです。あのころ、急激なディレギュレーションの結果、アメリカの航空産業はみんなだめになって、とうとうパンナムが消えてしまったという時期です。

それから、Bはbankです。思い出していただけとおわかりのように、アメリカの銀行は、単にS & Lだけでなく、マネーセンターバンクとい

そのころ、日本の方は、全くすべてがうまく回っているように世界には見えていたわけであります。日本人自身も非常に自信を持っており、アメリカに学ぶものはもう何もないといっている経営者や技術者が随分いました。日本の財界人は、あちこちで日本式経営法について話してくれというので、引っぱりだこでした。

余りジョークばかりいっているといけないんですが、恐らくこれも、あのころアメリカ人の間で始まったジョークなんです。飛行機がエンジントラブルで航続不可能になって、パイロットが乗客に「もうこの飛行機はだめです。あなたは落ちる前に何がなりたいですか。それをやってください」というと、まずフランス人の乗客は、「自分は死ぬ前に、国歌であるラ・マルセイーズを歌わせてもらいたい」といい、日本人の乗客は、財界人だったそうですが、「私は、日本式経営法

について話させてもらいたい」といい、そしてアメリカ人の乗客は、「あの日本人が日本式経営法について話す前に死なせてくれ」といったというんですが、そのぐらい日本人は過度の自信を持ち、アメリカ人は完全に自信喪失の状態にあったわけです。(笑)

しかし、アメリカの企業セクターが、強烈なリストラとディレギュレーションの中で、その影の中から、再びアメリカを世界最強の経済にする光が徐々に出てきていたことを、マーケットは当時は全然気がつかなかったわけです。そういうようなことで、マーケットのグローバリゼーションというのは、どうしても市場のオーバーシュートが目立つようになります。もちろん世界において市場はすべてであって、市場にオーバーシュートはあり得ないという考え方をする人もありますけれども、私は、市場にはオーバーシュートは必ずあ

り、マーケットというのは、長い目で見ると、それはおのずから是正されていくのですが、しばしばオーバーシュートが一年とか二年続く傾向が出てきたというのは、このところの新しい現象だろうと思います。

こうしたオーバーシュートというのは、市場のグローバリゼーションと決して無関係ではありません。よくグローバリゼーションと簡単にいいますが、物とか普通のサービスのグローバリゼーションよりも、金融のグローバリゼーションの方が先行しているということが明らかになってきています。それには、二つの理由があります。

結局は、情報技術の発達という大きな理由になるわけですが、一つは、それによって資金の移動がほとんどネグリジブルなコストで、しかもリアル・オン・タイムで行えるようになった。もう一つは、世界じゅうの市場の中にあっという間に情

ると思います。

例えば、為替市場の世界では、一九八〇年代の前半には、ずっと一ドル二四〇円とか二五〇円という時代がありました。これは、アメリカが財政と貿易との双子の赤字を続けていたわけですが、その中でインフレを防ぐために、FRBが二けたの公定歩合という高い金利を維持したために、世界じゅうの金が集まって、ドルが異常に高くなったのです。その後、一九八五年九月二十二日にプラザ合意があると、その是正はあっという間に行われて、二年後には、一ドルが何と一二〇円という、ドルの価値が、円ではかつての半分になってしまったわけです。

それ以外にも、クリントン政権ができてから、日本の経済も政治も全く混沌の極にあるときに、一ドル八〇円というレートが出現したのもオーバーシュートの例だと思えます。いずれにしても、報がリアル・オン・タイムで駆け回ることから、同じ情報に基づいて行動するわけですから、市場の中に不可欠に、同じ方向にオーバーシュートする結果が出てくるわけでございます。

こうしたオーバーシュートの最大の被害者は、我々が最近見た例では、メキシコとかアジアの国々、すなわち比較的小さい、オープンな経済です。日本のように大きな通貨変動を受けてきた国も、いろいろな意味でクッションになるような安全弁があるためにそのようなことにはならなかったわけですが、それでも、やはりいろんな苦しみをそれによって受けてきたわけです。考えてみると、二年間に円ではかったドルの価格が半分になってしまふとか、そういうことに日本は実によく適応してきた、私は、この能力というのは、むしろ驚嘆すべきものだと思っております。しかし、メキシコとか最近のアジアの幾つかの国々と

比較して、日本は市場のオーバーシュートの被害を受ける度は少ないといっても、やはりその被害を被ってきたわけでありませう。

## 二、アメリカ経済——ソフトランディングと二つのリスク

きょう、ちょっと触れたいと思っておりますのは、資産インフレと、その崩壊の過程の問題です。我々が日本銀行を初めとして聞く話は、なぜもっと早く金融政策のスタンスを変更できなかったのか、つまり、なぜ資産インフレを起こしてしまったのかということで、そういう批判とか反省は、既に十分行われていると思います。

しかし、あのと時の状態を考えると、一般インフレは、ほとんどゼロだったのです。地価とか株価だけの資産インフレが存在していた。そう

いう状態は、実は今まで我々は余り経験していなかったわけですね。つまり、一般インフレがほとんどゼロのときに、資産価格が非常に高騰したからといって、その対策として、当時とられた公定歩合を急激に上げていくという、金融政策だけではない。これに対応することがよかったのかどうかという問題に対する本当の検討、あるいは反省が、全く行われていない。

私は、きょうはちょっとその問題を提起させていただきたいと思っております。それはなぜかという点、今アメリカでグリーンズパン議長がやっている対応が、極めて対照的だからです。状況は似ています。アメリカもインフレ率は極めて安定をしております。その中で、株価がバブルだ、バブルだといわれながら、急激に上昇し、そして持ち家の価格も上昇しているということになります。

これをバブルだという人はいるのですが、グリーンズパン議長をリーダーとするFRBの対応の仕方が、当時の日本の対応の仕方と極めて対照的なのです。つまり、資産価格が上昇しているときに、中央銀行の役割はどうあるべきなのかというときに、日本銀行は資産インフレに対して、あたかも一般インフレに対するのと全く同じように、マクロ政策としての金融政策で対応することをお当然と考えました。そして、一九八九年の五月三十一日から一九九〇年の八月三十日までのわずか一年三カ月間に、公定歩合を二・五%から六%まで引き上げました。これによって、短期間に資産価格の大幅な下落が起きました。いわゆるバブル崩壊の主役を演じることになりました。しかし、日本経済を、戦後最長の不況にたたき込んだことも事実ではないかと思えます。

この公定歩合を六%にしてからわずか十カ月後

の一九九一年七月には、既に引き下げを始めざるを得なくなり、これを二・五%に戻すのに、わずかまた一年七カ月でした。現在の公定歩合は〇・五%ですが、その中でゼロ金利政策をとってから、何カ月もたっています。そして金融政策はほとんど機能しない状態になっている。

ゼロインフレのもとで資産インフレに対応するのに、マクロ政策としての金融政策が前面に出ることがよかったのかどうかということが、私は問題ではないかと思えます。当時のことを考えますと、金融を取り巻く雰囲気というのはかなり変わっていました。一九八三年に、日米円・ドル委員会があって、金融の自由化とか規制緩和が始まり、金融の自由化によって金融機関自身が経済の中でパブリックグッズというか、公共財という性格をだんだん忘れ始めていた時期に当たっていました。これは、銀行自身だけではなくて、規制当

局の意識もその点でそういう感じがあったのかも  
しれませんが、あの当時のことを考えてみると、  
いろいろなシンポジウムで銀行業と一般企業はど  
こが違うのかということがよく議論になってお  
り、銀行も一般企業も、しょせん利潤を追求する  
ことが主要目的だという認識に何となくみんな  
なっていました。

しかし、後になってみると、これだけ巨額な公  
的資金が銀行の救済のために投入されるというこ  
とは、やはり銀行には公共財としての特殊性があ  
るということが明らかになったわけでありませ  
ん、これは、その意味では全く皮肉なことなの  
かもしれません。

いずれにしても、先ほど申し上げたように、マ  
クロ政策として、資産インフレに対応する以外に  
どういう方法があったかという点、例えばアメリ  
カでは、不健全な貸し出しに対して、銀行監督当

局が目を光らせるという形で、株の取得や不動産  
に対する金融に、極めて個別に目を光らせるとい  
う対応をしています。恐らく、当時不動産融資に  
対する総量規制が行われましたけれども、これは  
金利の引き上げが先行して、ほとんど新しく貸せ  
なくなつてから起こつたような話ですから、規制  
的なことと、もっと緩やかな金利の引き上げが併  
用されていたら、本当はかなり様相は変わってい  
たのかもしれないと思います。

こうした経験から、米国の今の金融政策を見る  
と、非常に対照的です。グリーンズパン議長は、  
中央銀行の役割は、一般物価の安定である、した  
がって、ゼロインフレのもとで資産価格の高騰に  
金融政策で対応すべきかどうかについては、まだ  
結論が出ていないという言い方から始まり、例え  
ば彼が「株価はバブルか」と聞かれたときに、  
「もし一年ぐら以後に株価が三分の二とか半分に

なつたら、恐らくそれはバブルだったんでしょ  
う」、つまり、中央銀行といえども、そこについ  
て判断するのは難しいので、非常に慎重な対応  
をしているわけです。

少なくとも、彼は株価を直接的に金融政策で抑  
制するということはしない。あくまでも、中央銀  
行というのは実体経済の中で一般的なインフレが  
出てくるかどうかということが問題だ、そういう  
考え方でいるわけです。

したがって、現在の米国の経済というのは、ご  
存じのように、すべて順調に回っており、一方  
で、非常に高い成長率をエンジョイしながら、ま  
だインフレの芽というのはそれほど出ていない。  
ただ、グリーンズパン議長が株価について警戒し  
ているポイントというのは、株価自体の水準では  
なくて、株価の高騰あるいは持ち家価格の高騰  
が、個人及び企業に実力以上の消費と設備投資を

させることが経済活動の過度の拡大を招いてい  
る、それによって、労働力プールが枯渇して、単  
位時間当たりの労賃が上がり始めているというこ  
とです。

これまでは、単位時間当たりの労賃が上がって  
も、一つには、生産性の上昇というものでそれを  
カバーできたし、もう一つは、アジア危機などの  
原因で輸入価格が低下して、それによってインフ  
レにならなかつた。つまり、アメリカの企業は労  
賃が上がっても、それを価格に転嫁することがな  
かなかできなかった、あるいはしないで済んだけ  
れども、この二つの要素、つまり生産性の上昇は  
いつまでも続くわけではないし、もう一つの対外  
的な要因としては、アジアの経済も回復し、輸入  
価格も上がり始めている中で、もうそれは物価の  
抑制要因にならないということで、アメリカの経  
済がインフレを起ささないで成長できる限度は大

体三・五%ぐらいと見て、そこに成長率を収れんさせていくということで、緩やかに、慎重にかじ取りをしているということです。

そういう意味で、私はアメリカの関係者ともいろいろ意見交換をしているのですが、いずれアメリカの実体経済の成長も三%台に収れんしてくるでしょうし、その関係で株価の方も調整過程が来ると思います。恐らく、今のような慎重なFRBのかじ取りを見ていると、結構上手にソフトランディングしていくのではないかなという感じを持っています。

ただ、アメリカの経済のリスクというのは、次のように大きく分けて二つあると思います。

一つは、最近着目されていますが、経常収支の赤字がどんどん膨らんでいるということ。このふえ方が、相当異常なものです。アメリカの経常収支の赤字は、一九九七年には千四百億ドルでし

た。これが九八年には、二千二百億ドル、九九年には、三千四百億ドル近くということで、非常に急激に赤字が増えております。この赤字は、何らかの形でファイナンスしなければならぬ。アメリカは、以前は国債を売ってファイナンスしていたわけですが、今は予算が黒字ですから、国債はそんなに出不さなくてよくなってきている。

どういう形でファイナンスしているかという点、外国がアメリカの株を買うとか、社債を買うという形でファイナンスしているわけです。例えば、一九九九年の国債以外の株とか社債に対する対米証券投資の額は三千二百六十億ドルです。ですから、アメリカの経常収支赤字のほとんどは、株と社債を売ってファイナンスされているわけです。しかも、それはほとんどヨーロッパの金です。しかも、それはほとんど数字しかないので、株は、九九年前半までの数字しかないので、株は、欧州の投資家がほとんど買っている。社債に

ついても、大体七〇%ぐらいは欧州が買っているといわれている。

しかし、こういう動きは、意外と簡単に逆転しやすい。欧州の状況とか日本の状況によって簡単に逆転しやすいものですから、どこからスタートしてもトリプル安になる危険がある。つまり、ドルがガタガタと下がると、ドル建てのペーパーを買うのは国内の投資家も嫌うようになりますから、ドルがどんどん下がる。ドルが下がると株価も下がり、債券価格も下がって長期金利が上がります。こういうことになってトリプル安になるわけです。

ルービン財務長官、サマーズ財務長官と続いて、強いドルはアメリカの国益だといっているのは、ずっとそれが頭にあるからです。つまり、ドルがガタガタしてしまったら金利は上がるし、株価は下がる。これは、政権を維持する上で非常に

困難であります。強いドルといっているのは、そういうことなんです。まず、ドルからスタートしても、トリプル安になる。また、株価がハードランディングの調整になったらどうかというと、さきほど申し上げたように、巨額な経常収支赤字を株や社債を売ってファイナンスしているわけですから、株価が下がったらドルを買わなくなると、ドルの価値がハードランディングになる。どこからスタートしても、トリプル安の危険があり、これがアメリカ経済を急に影にたたき込む可能性があるということなんです。

以上のことについては、FRB、そしてグリーンズパン議長もよく認識をしながら、アメリカの経済成長率をもう少し下げていかないと、輸入を減らすこともできないし、輸出もふえないということであるわけです。

もう一つのリスクは、今のアメリカの株式市場

は、実体経済にリスクを見るのではなくて、どうも実体経済はもう大丈夫だという前提に立ってしまっているようで、FRBやグリーンズパン議長が金利を上げるかどうかということだけがリスクだというように、極めて単純に動いているということです。ですから、非常に逆説的なのですが、いろいろなアメリカ経済の指標を見て、例えば成長が鈍化しているというような数字が出ると、むしろ株が上がるわけです。例えば最近の例だと、三月十五日に、二月の鉱工業生産の数字が出ました。これは、対前月比〇・三％という極めて小さな伸びでした。一月は一・一％という伸びですが、昨年率にしたら非常に大きかったのですが、二月は〇・三％と低かった。ところが、株がバツと上がりました。普通、経済成長が鈍化すれば、株は若干調整を受けるのに、逆なのです。

というのは、今株式市場は、グリーンズパン議

まずっといって、ある日突然気がついて株価が暴落したときには、今のアメリカの消費も株価で支えられている面があるので、そうすると今度また消費がハードランディングで減る、そうすると、実体経済も株式市場も、両方の調整がかなりハードランディング的になるのではないか、そういうことを私にしてくれた人がいて、これも一つの重要なポイントだと思います。

私たちは、どちらかというと、リスクのあるシナリオのことばかりいい過ぎるわけですし、今、二つのことを申し上げたからといって、そうなるといっているわけではありません。ただ、そういうことだけちょっと気をつけながら見ていく必要があるだろうということでございます。恐らくグリーンズパン議長は、三月にも〇・二五％の引き上げをやるでしょうし、もし成長率が調整されない場合、つまり三％台の方にいくまでは、恐らく

長のことしか見ていないわけです。成長が鈍化すれば、金利引き上げのペースが弱まるだろうということ、専らそれを見て株価が動くわけですから、きのうのニューヨーク市場の大きな上昇も、二月の生産者物価が対前月比で一％上がった、これは非常に高いのですが、石油とか食料品を除いたコアインフレ率は〇・三％と低いから、FRBはそんなに急激に上げないだろうということで株が買われているわけです。

これは、意外とみんな気がつかないのですが、私のあるアメリカの友人が、そういうリスクをいうのです。こうやって見ていると、アメリカの株式市場というのは、実体経済がかなりスローダウンして悪化していても気がつかないでいて、ある日突然気がついて、ハードランディング的な調整をする、つまり、さきほど申し上げた実体経済の変化に気がつかないで、オーバーシュートしたま

〇・二五％ずつ引き上げていくという構図だろうと思います。

ただ、その中で気をつけなければいけないのは、金融政策の効果が出てくるには、非常にタイムラグがある。だから、これもオーバーシュートで調整のし過ぎになってはいけないということ、彼らは極めて慎重に意識しながら動いているということでもあります。

### 三、ユーロ安は行き過ぎ

欧州の方にちょっと目を転じたいと思います。

欧州で一番の問題は、ユーロができてから一年三カ月になります、それは今のところいわば極めて幻滅的な結果になっているということです。ユーロがどうしてこういう状況なのかということですが、まず、ユーロの取引を行っている実務家



たちに聞くと、やはり十一カ国の通貨はどこも指標をどう見ていいかわからないから、そこで判断が非常に難しいということが基礎にあるということです。

その場合に、結局は最大のシェアを持っているドイツを見ることになるわけですが、ご存じのように、ドイツの経済は昨年は余りぱっとしませんでした。特に、昨年の初め、いわゆるSPD(社会民主党)の政権ができてから、そのスタートにおいて、ラフォンテーヌ蔵相が、ビジネスのコンフィデンスを失わせるような政策をしようとした。ラフォンテーヌ蔵相が、例えば社会福祉大臣か何かになっていたらまだよかったですよ。ところが、大蔵大臣が、例えば春闘に当たって、賃上げに対して非常に好意的な発言をしてしまうと、あるいは税についても、むしろ反企業の税制を發表するというので、ドイツの経営者たちが社民

党政権に対して、当時は完全に信頼を失ったような時期でありました。これがまた経済の足を引っ張っていた。

そういう不幸なスタートがあったわけですが、その次にまた、さきほどグローバリゼーションと申すことを申し上げましたが、グローバリゼーションというのはアングロサクソンのルールですから、マーケットはどうしてもそういう目でEUを見る。例えば、ドイツでフォルトスマンという大きな建設会社が倒産の危機に瀕したときに、ドイツ政府がこれを救済した。これに対して、英米系のメディアもマーケットも極めてネガティブに対応した。しかし、これはドイツ的な見方からすれば、社民党政権が、まだスキャンダルのなかった保守党であるCDUに対してあらゆる選挙で負けていたときに、フォルトスマンの救済でシュレーダー政権は非常に人気を回復したのです。あのこ

ろ、よくドイツから聞こえた声は、フォルトスマンがシュレーダーを救ったんだ、その逆ではないという話です。

ドイツ政府がフォルトスマンを救ったために、その下請まで含めると六万人が失業になるのを防ぐことができたということですが、マーケットは英米的ルールで見ているものですから、その間にそこが出てくる。

それから、三番目に、新しい欧州中央銀行(ECB)というのが、為替についてどうもビナインネグレクトというか、いわゆるマルクに対するブレンデスバンクのような強さを持たないで、ユーロ安を何となく放置しているのではないかというパーセプションがいまだに続いてきている。

確かに、ECBの友人たちにいろいろ聞くと、十一カ国の中で、今までG7のコーディネーションという形で協調介入や何かをやった経験がある

のはドイツとフランスだけなんです。デュイセンベルグ総裁を含めて、ほかの国はドイツ・マルクだけ見ていけばよかった。ドイツ・マルクにそう離れないでくっついていようにしていけばよかった。今までドルとか円が視野に入ったことのない人たちが圧倒的に多いわけですから、それと比較的気楽な発言をあっちでしたりこっちでしたりすることも、ECBの通貨価値維持に対する本当の熱意をマーケットが感じなかった一つの理由であります。

そういうことでユーロが下がってきたとき、特に最近のユーロの下落には、日本の機関投資家が極めて大きな役割をしています。ユーロがドルと一対一よりも一たん強くなってきたのですが、それがまた急に下がったのは、期末を控えての日本の機関投資家の行動なのです。これは、いわゆる一五％ルールというのがあって、前の期末よりも

一五%為替レートが下落しているときは、損が実現していなくても、それは損として計上しなければいけないということになっているためです。一九九九年三月末のユーロは、大体一ユーロが三〇円なんです。ですから、一〇八円から一一〇円ぐらいを割ると、一五%ルールの適用になるというので、その辺で、急に期末にかけてヘッジをしたり、あるいはどんどん下がってくると、投げ売りをしたというので、今のような状態を招いた。

しかし、今のユーロに対する市場の評価を見ると、さきほど申し上げたように、やはりマーケットは、今やユーロの影だけを見ていて、これから出てくるものをちょっと無視しているのではないかという気がします。それは欧州経済の回復は、ドイツですら始まっていますし、ドイツ以外、例えばフランスなどは、昨年第二・四半期は年率で三%、第三・四半期が三・九%というよ

うに、フランス自身の見通しをはるかに超えて高い成長を維持し、そのために税収も予想せざる自然増収があって、減税に回せるという状態にあります。スペイン、ポルトガル、アイルランド等の経済は、むしろだんだん過熱気味だというくらい成長率を実現しています。

それから、金利の面でも、欧州中央銀行は、きのう〇・二五%上げましたが、欧州も景気回復と石油価格の上昇、さらにはユーロ安による輸入価格全般の上昇によって、インフレがいわゆる欧州中央銀行が限度としている二%を超える状況がだんだん出てきていますので、恐らく引き続き一、二カ月の間に、また〇・二五%上げると思います。そういうように、経済の上昇とともに金利も上がるということで、ユーロもそろそろマーケットセンチメントは行き過ぎのところに来ているのではないかという感じが、私はしております。

#### 四、日本経済は再生する

日本の為替の問題に移りたいと思いますが、数週間前に円が一〇五円ごろから一一〇円近くまで、急に安くなりました。これは、私もどう説明していいのかちょっとわからないという感じで見ていたのです。こういうことの説明は後追いの説明をしても何の意味もないのですが、一つは、企画庁長官が、日本の経済の成長率は昨年第四・四半期にマイナスになるだろうということで、再び日本はリセッションかという形での円売り、それから、それを背景として日本株について、欧州系はそうでもないのですが、米国系の投資家で利食い売りがかなりあった。

さらに、一〇五円を超えてだんだん円安になってくると、機関投資家がヘッジ外しをする。これ

はまた円を安くする要因なので、そちらにも加速する。また、安い金利の円を借りてドルにかえ、これを世界の、より金利のリターンがいいところに投資するという、いわゆるキャリートレードが始まったということが背景にあったのでしょうか。それがまた一〇五円に戻ってくる過程は、これもまた説明が難しいのですが、今いわれていたことの逆が起こったわけで、GDPのマイナスは織り込んだ上で、設備投資がいいとか、結局は日本の経済の見通しはポジティブではないかということとで、今度は、反動で円買いが入り、そして再び日本株への投資が活発になる。

そうなると、また、機関投資家がヘッジをするから、また円高に加速するということになってきているわけですが、そういう細かいファクターで後追いの説明をしても始まらないので、私は、大ざっぱに言って、これから半年ぐらいのレンジを

見ていくときには、大体一〇五円から一一五円の  
間ぐらいじゃないか、これは少数説ですが、そう  
いうふうに思っています。

それは、第一には、やはり巨大な額の郵便貯金  
の資金がどこに動いていくかということに関係す  
るわけですが、今見ていると、日本ではどうも機  
関投資家よりも個人の方がスマートになってきて  
いるのではないかと思います。例えば、一ドル＝  
八〇円の時、日本の機関投資家は、ネバー・ア  
ゲイン・달러ペーパーという感じでしたが、個  
人はアメリカの国債やドル建て預金に移り始めま  
した。それが契機になってアメリカのファンドも  
動いて、八〇円から急激に円安というか、レート  
の正常化が進みました。もう一つの例は、ロシア  
危機の前、一昨年、円が一四〇円を超えて円安に  
進んでいったときに、日本の機関投資家は、一四  
〇円を超えても依然としてドル建てのペーパーを

買い続けていましたが、ロシア危機が契機になっ  
て急激に円高が進み一一〇円近くまでいったら、  
町の銀行にみんな列ができて、個人がドル預金に  
どんどんかえたのです。

そういうことを見ていると、今は日本の個人の  
この方面におけるスマートさはかなりあると思  
う。その意味では、私は、特に郵貯に関していう  
と、今度出てくる資金の約半分は六十歳以上の高  
齢者が持っているといわれているのですが、この  
人たちは金利で食べる人が多いわけですから、そ  
ういう方向に相当動くことは無視できないのでは  
ないか。

それから、金利の面でいうと、日本の方の調整  
も、いずれ長期金利をスタートにして始まってい  
くとは思いますが、さっき申し上げましたアメリ  
カのFRB、そして欧州中央銀行の利上げの方が  
先行していくと思います。それはある意味では、

ドル高あるいはユーロ高要因、円安要因になって  
いくだろう。

また、日本の輸出業者は、この間、円安の局面  
で、三カ月ぐらいまでのドルはほとんど売ってい  
ますので、新しい円高圧力にはこの三カ月ぐら  
いはなりにくいということを考えると、一一五円に  
近いシナリオというのもあるだろう。

ただ、一方、日本の第一・四半期の経済指標  
は、プラスが相当目立つ数字になるでしょうし、  
近々発表される短観もそうでしょう。そして、  
徐々に長期金利も調整されていくということにな  
ると、一方的な円安はもろくないわけでした、  
そういう意味で、大体一〇五円から一一五円ぐら  
いのところでいくのかなと思っています。

株式市場については、私は全くわからないわけ  
ですが、米国の株式市場は、ソフトランディング  
かハードランディングかは別として、いずれ少し

ずつ、あるいは何らかの形で調整が行われていく  
わけです。

その場合のシナリオは二つあって、一つはドミ  
ノシナリオで、アメリカが倒れば日本がもっと  
倒れるということ、これはよくいわれるシナリ  
オです。もう一つは、セーフヘブンシナリオで、  
「セーフヘブン」というのは、嵐や何かがあった  
ときに逃げ込む港のことですが、アメリカの方で  
調整があったら、資金を日本やヨーロッパに移す  
というシナリオです。

見ていると、つい三カ月ぐらい前までは、何と  
なくドミノシナリオという方が強かったように思  
いますが、このところ、アメリカの株式市場の調  
整を受けるこちらの反応を見ても少しずつクッ  
ションが始めたかなという感じで、少しずつ  
セーフヘブンシナリオの方に行っているのかなと  
思います。その意味で、私はアメリカの株価の調

整が始まる前に、日本の実体経済と株式市場がきっちりと底固くなっていれば、セーフヘブンスナリオに比較的近づいていくのではないかと思えます。

第一・四半期のGDPの数字が、恐らくポジティブになるだろうとか、郵貯からの資金流出が株式市場にかなり来る可能性がありますし、日本の機関投資家とか年金などが株のウエートをふやそうとしている動きを考えると、どちらかというと、やはり日本の株式市場については、私は細かいことはわかりませんが、第三者的に距離を置いて見ていると、ある程度順風の吹いている時期が続くのではないかという感じでございます。

そういうことから、今度は、日本経済をもうちょっと中長期的に見てどうかということですが、私は、日本の経済の実体に関しては、一年前と今の一番大きな違いは、企業経営者

のセンチメントの改善というものがベースにあるということが非常に違いますし、その次に、ちょうどアメリカの一九八〇年代と同じように、影の中で一生懸命やってきた企業のリストラクチャリングがようやく効果を持ち出して、企業業績が多くの場合に改善を見せているというのが次のファクターとしてあります。

第三に、そういうことを背景として設備投資が上昇してきている。アメリカでは、過去二年の設備投資は、半分はIT関係だったといわれていますが、ということは、その面で日本の企業は一番おけているわけで、また日本の企業経営者自身 がそれをよく知っておりますので、そういう形でのキャッチアップというのが不可避的に起こってきている。さらに、住宅についても、数字でいうと、一月のマンションの契約率は七〇%に落ちたといっていますが、昨年からの活況はずっと続い

と投資家のセンチメントがかなり改善していることだと思えます。いわゆるエコノミストの人たちは、いろいろな指標ばかり見ている、やれ個人消費がどうか、あるいは政府支出の寄与度がマインナスになるだろうとか、そういうことばかりいうのですが、結局、我々の過去十年の困難はどこから来たかということ、いわゆるバブルの崩壊の後、信頼の危機の時期が長く続き、それがとうとう一九九七年十一月の山一証券や北海道拓殖銀行という、日本人が永遠に続くだろうと思っていた大企業が目の前で崩れていくのを見て、日本人が高度成長以降初めて、いわゆる雇用不安を感じ始めたというところから、一挙に実体経済の危機になったと思うのです。

そのように、まずセンチメントが悪化して実体経済がついていったわけですが、今度は、株式市場の改善が大きく寄与しているわけですが、これというものが実態です。そして、それらを反映して、雇用の方も、数字としては、例えば超過勤務も伸び、新規雇用の数も伸び、求人倍率も改善していった、少しずつ改善の兆候が見られてきています。ですから、私は、一つ一つの経済指標に一喜一憂をしないでいいのではないかと思っております。

さらにもう少し長期的に考えますと、私は前からいっているのですが、いわゆるディレギュレーション（規制緩和）というのは、短期的にはむしろ経済の回復なり成長なりを妨げるものです。それは、以前ロックフェラー上院議員と話していたとき、彼がいていたのは、レーガン大統領が規制緩和を積極的に推し進めていたとき、自分はそれに反対だった、それは、そのために自分の州であるウエストバージニアでも、中小企業がどんどん倒産し、そして、失業率は二二%になった、し

かし、そういう困難を通じて、アメリカは再び世界最強の経済を実現することができた、その結果、失業率はウエストバージニアでも5%を切るようになった、自分は間違っていた、レーガンが正しかったということを書いていたことがありません。

日本がいろいろな意味で国際化とか規制緩和を推し進めていく過程は、本当にこれは厳しいプロセスで、ちょうどアメリカの一九八〇年代から九〇年代初めにかけてのプロセスと同じだと思えます。さきほど申し上げたように、Aはエアラインとか、Bはバンクとか、そういうことを申し上げましたが、まさにそういうプロセスを通じてアメリカは強くなったわけです。日本も、そのために難しかった時期がずっと続いたわけですが、ようやく、そういう規制緩和の短期的なマイナスの効果よりも、長期的なプラスの効果の方が多くなっ

ですから、例えば、日本の場合、取締役は本当は株主総会で選ばれるわけですが、実際はトップが従業員の中からほとんど選ぶ。アメリカは、取締役の八〇%は外から入るんです。したがって、会社経営に対してある程度距離を置いて取締役会がちゃんと見ていくことができる。

もっと典型的な例としては監査役です。監査役は、本来はこれも株主総会で選ばれるのですが、実態として日本ではCEOが、あなたは取締役にしよう、あなたは監査役にしようということですから、結局、監査役といっても、実態は経営者にとっても監査役自体にとっても従業員メンタリティーですから、そういうところで、本当のきちんとした内部監査ができるわけがないわけです。

これが持ち株会社になると、それは完全に変わるでしょうね。内部できちんと目を光らせる人が監査役になるでしょうし、経営陣が期待の成果を

てくるプロセスに入っているということが、私はやはりあるのではないかと思います。

その次に、この規制緩和の中で、日本の経済に対して一番大きな意味を持ったのは、持ち株会社の解禁だったのでないか。日本は占領時代に独禁法で持ち株会社が禁止されて以来、それに対応するものとして株の持ち合いというのがずっと進んだわけです。

ただ、株の持ち合いというのは、これも私はよく申し上げているのですが、例えばAという会社とBという会社が株の持ち合いをすると、AはBの株主であるけれども、株主としてのマネジメントへの干渉はしない、BはAの株主だが、Aのマネジメントには干渉しない、いわばそういう状態でクロスシェアホールディングというか、持ち株関係ができていますと、株主の立場は全くマネジメントに反映のしようがないわけです。

上げないときには、簡単に交代させられるという欧米式の流れが出てくると、一般株主にとっても、やはり自分の株主としての立場が持ち株会社である程度代表された形で声がそれだけ発せられることになるわけで、やはり日本の個人の資産保有形態も変わってくるのではないか。

ただ今の状況を見ると、分社化して持ち株会社にするとか、あるいは今まであるのを一緒にして、持ち株会社がそれを見るといように、持ち株会社と各会社との距離がなさ過ぎて大丈夫かなという感じもしないではないのです。しかし、その場合でも、五年、十年とたてば、やはりいつまでも親族ではないわけで、それなりの距離が出てくると思います。私はそういう意味で、持ち株会社が導入されたことは、日本のコーポレートカルチャーも、そして日本の個人の資産保有形態も変わってくるその芽をつくっているのではないか

という気がします。

そして、さらに、我々の目の前でどんどん起こっているような、単に外国から資金が株主として入ってくるだけでなく、経営についても外国から新しい血がどんどん入ってくるということは、日本の経営に大きな刺激とショックを与え、かなりいろんなインパクトが出てくるだろうと思いません。その意味で、日本はかなり変わってくるのではないかと思えますし、それは決してマイナスではなくて、ポジティブな方が多いのではないかと思っておりますので、私は日本経済の再生については、基本的にはオプティミスティックというか、日本の将来については比較的大きな望みを持っているという見方でございます。

私の話はここで終わりました、何かご質問があれば、あるいはご意見があれば承って補足をさせていただきますと思います。どうもありがとうございます。

ます。

内海 ユーロがこれからまたさらに拡大していくということが、今度はどういう形で通貨としてまとまっていくか、あるいは金融政策が一つになっているわけですから、状況の違うところに適用されて大丈夫なのかとか、いろいろな問題があるわけです。例えば、今アイルランドとかスペインなどは、インフレ率も結構高くなっています、ユーロの金利はもう決まっているわけですから、地域ごとの違いにどう対応するのかというのは非常に難しい。これは、実は壮大な実験です。

楽観的に見る場合には、ある程度時間を置いて、経済が一体になって、通貨も一体になることによって、経済サイクル自身もだんだん一致することになるだろう、だから、金融政策も共通であることで、だんだん同じサイクルになってくるだろうというものが、その根拠ですが、これはもう少

ございました。(拍手)

## 質疑応答

小山理事長 ありがとうございます。

予定されている時間が若干残っておりますので、もしご質問等ございましたら、ご発言願います。

質問 ユーロに関して一点お尋ねしたいんですが、今度ギリシャも加盟してくるし、その範囲がだんだん広がってくると、経済状況の違いというものがどんどんふえてくる。そういうものが本来にまとまっていくのか。先ほどのお話の中でも、よくわからない部分があるということでしたが、そのあたりで見た場合、ユーロというのは本当に評価できるのかということについて、もう少し詳しくお聞かせいただければと思います。

し様子を見ないとわからない。

アメリカ系の学者は、前からユーロに対して比較的敵意を持っていますから、そういうことだめになってしまいうだろうという見方ですが、それに対して、通貨だけでなく、例えば財政規律や何かも含めて一体化して行くことで、時間はかかるけど一緒になっていくのではないかなという見方がもう一つあるわけです。

それから、アメリカの大統領の年頭教書ではありませんが、今のままで行くと、二〇一三年にはアメリカの国債が本当になくなってしまふ。ヨーロッパの方は、一応国債はあるわけで、お話しの問題は、十一カ国、それがふえていくわけですが、単一の国債の条件というものでなくて、国によってスプレッドが若干あるわけです。

これもまた、なかなか複雑で、やはり欧州全体

としては、ニューヨークのようにまとまった商品の品ぞろえがあり、その一つ一つについて奥の深いセカンダリーマーケットがあるというのと、これまた違っておりまして、まだ成熟しておりません。しかし、アメリカの方がだんだんそうなってきたとき、ヨーロッパがだんだん一つになっていく過程で、欧州の市場とユーロの重みは、十年というオーダーで見ると、やはりだんだん出てくるのかなという感じがします。

それから三番目に、さきほど申し上げたように、欧州の資金が、今、専らアメリカ、それからここところは日本にきているわけです。アメリカで何かあったとき、どこへその金が逃げていくかというのは、やはり日本より、まず欧州なのではないか。というのは、経済の回復の過程も日本より一歩も二歩も先に行っていますし、本来欧州の金ですから欧州のことはよく知っている。とい

うことを考えると、さきほどのセーフヘブンシナリオの考えでゆくと、日本もある程度そうだが、やはり欧州はセーフヘブンになるのかなと思ったりする。そんなことを考えると、今のユーロに対する市場のイメージは、ちょっと影ばかり見過ぎているという感じがです。

質問 今、グリーンズパンの金融政策に世界の関心が非常に集まっているんですが、アメリカの中では、今後過熱を抑えるために、金利をもう少し、五〇ベーススあるいは一〇〇ベースス上げていくと、下手をすると、一昨年のロシアとかLDCのような、信用不安のパニックを伴うような暴落が起こるのではないかという意見が相当あるんですが、その辺は、内海さんはいかがお考えですか。

内海 僕がFRBの人たちといろいろ会話している感じとしては、一方において、今おっしゃった

ように、とにかく成長率が三%台にいくまでは、少しずつ金利をずっと上げていくというのがある反面、そうするとき、やはり金融政策の効果には、当然タイムラグがあるから、オーバーシュートを絶対してはならないという感じが非常に強いですね。その意味では、僕は非常に慎重だと思っんです。だから、そういうのを見てみると、グリーンズパンとかマクドナーとか、あのチームはマーケットのことを非常に知り尽くしながらやっておられるなという感じが強くて、僕は、うまくソフトランディングに成功していくのではないかなと思います。

小山理事長 よろしゅうございますでしょうか。

ほかにはございませんね。

それでは、これで本日の講演を終わります。

（本稿は、平成十二年三月十七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）