

国際経済のリスク要因

— N. Y. 株価と石油価格 —

大場 智満

小山理事長 定刻になっておりますので、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。大場さんは大変有名な方なので、皆さんもよくご存じだと思いますが、恒例でございますので、初めに私からご経歴等を簡単に紹介いたします。

大場さんは、一九五三年に東京大学をご卒業して大蔵省に入省され、国際畑の要職を歴任されて、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。今に残る大きなお仕事としては、一九八四年の日米円ドル委員会（日本側座長として、我が国を金融自由化へと踏み切らせる役割を果たされたことや、一九八五年に五カ国蔵相・中央銀行総裁会議によるプラザ合意を実現し、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、また、現在外国為替等審議会会長代理をされていりますが、外為審で大場さんが取りまとめられた外国為替制度の抜本改正は一昨年の春に実施され、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されました。

このように、大場さんは大蔵省時代から今日まで引き続き我が国を代表する国際金融問題の権威として活躍しておられます。景気の先行きもようやく少し明るさが見え始めてまいりましたが、それだけに、日本経済が大きく依存しております世界経済、中でもアメリカ経済の今後に関心が集まっています。そこで本日は、大場理事長さんに「国際経済のリスク要因——N. Y. 株価と石油価格」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。

それでは、大場理事長さん、よろしくお話しします。

きょうおじゃまするに当たって、昨年、一昨年はどういとお話をしたか、小山さんがいつもまとめておいてくださるものですから、念のために十分ほど見てまいりました。それによりますと、一昨年はロシアが危ないというお話をした。それと市場との関係などについてもお話ししましたが、今やロシアのことしの成長率は、お手元の資料では六・七%になっています。これはきょうのお話と関係がありますが、一にかかって石油価格の高騰によるものです。ですから、ロシアはこの二年間に大きく変わってきている。

昨年は、株価のお話もしております。念のためにとお話を、去年お話しした要旨を見ておりましたらほっとしたんですが、ニューヨークの株価は下落するかもしれないけれども、ソフトランディングで、ハードランディングにはならないだろうという話をしております。その考え方は変わります。

もう一つおもしろいのは、七三年のときが中東紛争、七九年がイラン・イラク戦争（イラン革命）、九〇年が湾岸戦争なんですが、今また中東で、まさにイスラエルとパレスチナでごろんのよな状況になっているわけで、どうも中東の問題と石油価格の高騰とリセッションとが、たまたま、たまたまといった方がいいのか、あるいはある程度の連関を持っているというのか、それがきょう皆さん方にお考えいただきたいことなんです。

というのは、ことしの世界の成長率は、私は非常に高いとお話しております。アメリカも今五%を超えていますし、ヨーロッパも最近は三%を超えようような勢いですし、アジアもいいし、中南米もいい。ところが、お手元の表は開発途上国の見通しを示したのですが、来年はことしよりも落ちます。落ちるといふか、減速するといふ表現がい

せんで、きょうも、もし株価のお話をする場合に、ソフトランディングの立場でお話ししようと思っております。

ただ、気になるのは石油価格の上昇でして、この石油価格の上昇と、ニューヨークの株価の下落が一緒になりますと、我々としては警戒しなければならなくなるおそれがあるという気がいたします。きょうの昼も、私どものところの理事になった内海さんといろいろ議論していたんですが、これまで石油価格が高騰したのは、一九七三年、七九年、九〇年と三回ありますが、いずれもその後、リセッションになっているのです。もちろんその間には、中央銀行がインフレ期待に対して金利を引き上げるといふ引き締めの行動をとるといふハードマネタリー・ポリシーをとったということもあるのですが、どうもリセッションになっている。

いかもしれません。お手元の見通しは、もちろん石油価格もある程度織り込んでつくっているんですけども、そういうときに石油価格の高騰、高どまりということになりますと、あるいはイスラエルとパレスチナの戦いに万一OPEC諸国が石油を武器にするということが起きますと、これはかなり大変で、リセッションの方に向かうおそれがあるなと思っております。ただ、今のところOPECは、石油をイスラエル・パレスチナ紛争のために使わないということをはっきりいっておりますから、そういうことを心配しなくていいんですけれども、七三年、七九年、九〇年と見てきますと、若干歴史的には嫌なことがあるなと思っております。若干歴史的には嫌なことがあるなと思っております。

それでは、まずニューヨークの株価のお話をしまして、その後、石油価格の問題に入りたいと思っております。もし時間があれば、日本はこれ

開発途上国、中・東欧、ロシアの経済見通し

	実質 GDP 成長率 (%)			GDP デフレーター 上昇率 (%)			経常収支 (十億ドル)			対外債務 (十億ドル)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
アジア	6.8	6.1	5.7	3.8	4.4	4.7	65.1	49.1	43.9			
NIEs	7.8	6.0	5.9	3.2	3.2	3.0	31.7	29.0	29.2			
シンガポール	8.2	6.0	5.8	2.5	2.5	2.5	19.2	20.6	22.1	33.4	35.2	37.0
韓国	8.5	6.0	5.9	4.1	4.1	3.9	7.3	3.7	3.6	145.7	139.5	134.2
台湾	6.6	6.1	5.8	2.1	2.0	1.9	5.2	4.7	3.5	41.2	42.1	42.8
ASEAN	5.0	4.7	4.7	5.0	4.8	4.8	32.5	19.1	9.5			
インドネシア	4.0	4.5	4.5	6.0	6.0	6.0	7.8	4.8	1.3	144.0	139.8	138.0
タイ	5.0	4.5	4.5	3.0	2.5	2.5	7.4	2.7	0.7	85.7	82.1	80.1
フィリピン	4.0	3.8	3.8	7.2	7.0	7.0	9.5	7.2	6.0	52.8	54.6	56.5
ベトナム	5.5	6.0	6.0	4.5	6.0	7.0	0.0	-0.6	-1.2	14.8	15.0	15.4
マレーシア	7.7	6.0	5.7	4.6	3.6	3.5	7.7	5.0	2.7	42.5	42.6	43.1
中国	7.6	7.0	6.0	0.5	1.0	2.0	13.4	11.3	13.5	156.2	157.5	159.3
インド	6.2	6.2	6.1	7.0	7.0	6.8	-9.9	-7.6	-5.8	101.1	103.6	106.1
中南米	4.1	4.1	4.1	8.9	8.0	7.7	-47.6	-59.4	-69.7			
メキシコ	6.5	4.5	4.5	11.0	10.0	9.0	-17.7	-21.2	-24.3	166.7	171.4	178.4
アルゼンチン	1.6	2.8	3.0	0.6	1.2	1.5	-10.8	-11.6	-12.5	149.7	155.1	160.9
コロンビア	2.3	3.0	4.0	10.0	10.0	9.0	-0.5	-2.2	-3.3	34.5	34.5	35.7
チリ	5.5	5.5	5.3	4.0	3.5	3.0	-1.0	-0.9	-0.8	35.3	36.4	37.8
ブラジル	3.9	4.5	4.5	8.0	8.3	8.3	-23.9	-26.1	-28.0	231.8	234.3	238.0
ベネズエラ	3.0	3.0	2.5	20.0	19.0	19.0	9.8	6.3	3.1	35.3	33.4	31.0
ペルー	5.0	5.0	5.0	4.5	4.4	4.3	-2.6	-2.9	-2.9	29.9	30.1	30.4
中東	4.7	3.5	3.4	25.4	12.4	10.3	28.3	21.3	12.3			
イスラエル(注)	3.8	3.8	3.5	5.5	5.5	6.0	-2.2	-2.6	-2.5	11.3	12.0	12.7
イラン	3.6	2.9	2.6	20.0	18.0	17.0	5.3	4.5	3.6	9.0	7.7	6.3
サウジアラビア	4.6	2.8	2.8	22.9	-4.2	-4.6	16.1	11.2	4.4	0.0	0.0	0.0
トルコ	5.5	4.2	4.1	44.0	27.5	21.5	-5.0	-5.7	-6.5	113.1	119.0	125.9
アフリカ	4.4	4.2	4.0	5.1	4.9	4.6	-2.2	-3.0	-3.9			
エジプト	5.3	4.8	4.8	3.5	3.0	3.0	-1.2	-1.4	-1.7	32.9	33.5	34.1
南アフリカ	3.5	3.5	3.2	6.5	6.5	6.0	-0.6	-1.2	-1.8	36.0	34.5	34.0
中・東欧	4.1	4.5	4.4	11.1	8.6	6.5	-22.1	-23.0	-23.8			
チェコ	2.5	3.5	3.0	3.5	3.5	3.3	-1.6	-1.9	-1.9	21.7	20.9	22.7
ハンガリー	5.5	5.3	5.3	7.8	5.9	4.9	-2.0	-1.9	-2.0	27.2	27.9	28.7
ポーランド	5.0	5.1	5.0	9.0	7.0	5.4	-15.7	-16.2	-16.7	61.1	64.6	68.7
ロシア	6.7	3.0	2.5	29.0	11.0	7.0	37.7	31.9	28.9	170.3	167.9	165.5

(注) イスラエルの対外債務はネット数値

国際経済のリスク要因

からどうなるかというお話ししたいと思います。というの、きょうの表題にありますように、国際経済のリスクというのは、短期的には、ニューヨークの株価と石油価格だと思っているわけです。ただ、中長期的に考えますと、日本の財政赤字によって金利が上がることで、他国の資金の流れにも影響を与えていくわけですし、このまま放っておきますと、日本の財政赤字が国際経済のリスク要因になる。きょうは、端的なお話に集中しますので、もし時間があればそこまで入りたいと思いますけれども、まずはニューヨークの株価と石油価格についてお話ししたいと思います。

一、ニューヨークの株価

最近のニューヨークの株価についての新しい動きは、皆さんごらんになっておられると思います

が、九月の末から十月にかけて、ブラハでIMF世銀総会が開かれました。皆様の中でも何人かおいでになった方がいるかと思いますが、その際にIMFが、「エコノミック・アウトロック」という、かなり厚い本を出しました。

それを読みますと、最初に出てくるのは「Can the U.S. achieve a Soft Landing?」です。IMFはこの表題でかなり詳しく書いています。ただ、IMFの書き方は、ソフトランディングだということがわかるような書き方です。つまり、最近の動きを見ると、家計部門の動きが少し出てきているが、まだ個人消費は高い、雇用は、モデレートだ、そして、例のニューエコノミー論ですけれども、ITへの投資がアメリカの設備投資を引っ張ってきているというようなことが書いてあります。

私なりに考えますと、二年前には、アメリカの

潜在成長率（ノンインフレーション・サステーナブル・グロース）、要するにインフレなき持続的成長率は二・五%というのが連銀の考え方だったわけですが、最近ではみんな四%だというようになっていきますし、連銀の理事の中にも四・五%という人もいるわけです。恐らくグリーンズパンも、四%ぐらいは頭の中にあるのではないかと思います。

去年お話ししたかと思いますが、マルグレンという男が私のところにきたときに、大場さんいろいろな話をするために、グリーンズパンとか、ニューヨーク連銀総裁のマクドノーに会ってきたということだったので、そのときに、アメリカの潜在成長率について、マクドノーが三・五%という数字をいっていたら、グリーンズパンが「お前までそんなことをいってはいけない」といってたしなめていたという話を、本当だと思っんです

四%とか四・五%にとどまらないで、五%を超えてどんどん行くということだと思いますが、成長率が高くなり過ぎる、そしてインフレ期待が生じる、そこで連邦準備制度理事会が金利を引き上げる、その金利の引き上げを契機として、株価の下落が始まる、こういう想定です。

ハーダーランディング・シナリオでは、その株価の下落を二〇%と見ています。問題は、二〇%の株価の下落が起きたときに、ドル安を伴うというのと結びつけている。ですから「ハーダーランディング・シナリオ」になるのでしょうか、ドル安については、以前は一律に考えていたのですが、今回はより厳密に計算しまして、ユーロに対してはドルは二五%安くなる、円に対してはドルは一〇%しか弱くならないということで、ユーロと円とを区別しております。これもおもしろいというか、それだけユーロの下落が大きいからとい

けれども、マルグレンが私にしてくれたわけです。ということですが、どうも一年ぐらい前は、まだそんなに潜在成長率が高いとは思っていなかった、あるいは、高くなりそうだけれども確信を持っていないということだったのかなという気がしております。

ということですが、ソフトランディングに向けて進んでいるのだと思うのですが、気になりますのは、IMFの「エコノミック・アウトLOOK」には、その後には、ハードのもうちょっと上の「ハーダーランディング・シナリオ」というのがついてくるのです。これを読みますと、やはり嫌な感じになります。ハーダーランディング・シナリオが、どういふきっかけで起きるかということですが、それはことしじゅうに起きるといふ前提で書いているのですが、まず、インフレ期待が高まる、これは、成長率が今の潜在成長率よりも高くなる、

う単純なことかもしれませんが、そのような計算をしております。

そして、その株価の下落は世界じゅうに及ぶということですが、日本とヨーロッパについては、ニューヨークとヨーロッパなり日本の市場双方に上場している銘柄はヨーロッパの方が多く、ヨーロッパの方が影響が大きく、日本はそれほど影響はないといっている。その点は実は日本の方が敏感でして、いつもニューヨークで株価が下落すると、そのくらいは必ず落ちていくわけですが、そういう見方がある。

これは私どもの調査ですが、ニューヨークの株価が下落したときに、アジア諸国ほどのくらい株価の下落に見舞われるだろうかというのを、アジア部に国別にヒアリングさせました。私のところは、一人一カ国担当です。マクロ的なチェックもしましたが、結論だけ申し上げますと、ニュー

ヨークで株価が二〇%下落したときに同じぐらい下落するだろうというのは、韓国、台湾、シンガポール、香港、オーストラリアの五市場です。

それから、ニューヨークで株価が下落しても影響がないのが二カ国ありまして、一つが、インドネシアです。これは下がるどころまで下がっているからということなんでしょうか。もう一つは、中国（上海B）です。この二つは、影響がない。

あと、その中間、つまり二〇%の下落があったときに、そんなに落ちないだろう、真ん中ぐらいかなというのが、タイ、フィリピン、マレーシアだったのですが、この前ニューヨークの株価の下落があったときに、マレーシアは逆に株価が上がっている。ですから、これは別の説明を何か考えなければいけない、何があるかなと思ったり、輸出が伸びている、特に、ハイテク製品の輸出が伸びたりしている。あるいは、企業業績もいい。

ち込むという姿になっております。IMFは、来年のアメリカの成長率の見通しを三・二%と見ております。これはことよりはは充分下がるんですけども、この三・二%が、株価の二〇%下落によって一・九%ポイント下がるという計算になっております。約二%ポイント下がるから、来年のアメリカの成長率は一%ちょっとに落ちる、こういう計算になるわけです。

日本については、来年のIMFの見通しは、これは割とまあまあ見えてくれているようですが、一・八%です。この一・八%が、今のハーダーランドディング・シナリオのときには〇・八%ポイント下がって、一%になるということ。それから、ユーロエリア十一カ国は、来年からはギリシャが加わって十二カ国になりますけれども、ユーロエリアはIMFの見通しですと、来年は三・四%の成長率ですが、これが一・三%ポイント

恐らくマレーシアは、松下の工場が中心じゃないかと思うのですが、これは特殊要因です。

いずれにしても、これだけグローバルゼーションが進みますと、アメリカのニューヨークの株価の下落が、我々に響かないわけはないだろう。ただ、NASDAQとダウ平均で見まして、韓国等がNASDAQの動きに敏感だというような結論が出ておりました。

さて、このようにニューヨークの株価が二〇%下落し、それにドルの下落を伴う場合に、成長率への影響はどうかということなんですけれども、IMFの試算によりますと、ことしのアメリカや日本の成長率は、IMFの見通しよりも、逆にちょっと上がるくらいだろう。というのは、成長率がこれから年末に向かって高くなり過ぎるから、金利を上げて抑えるんだという考え方に立っているからそうなるわけですが、来年はかなり落

落ち、二・一%に低下する。

そして、他方ソフトランディング・シナリオのときには、成長率は若干低下する、これはもともと低下するようにつくってありますから低下するわけですけれども、大したことはない。

今回の一万ドル割れの時にも、アメリカでもかなり心配する方がいたようです。グリーンズパンといえば、内海さんのところには、そのときグリーンズパンがこんなことをいっていたという電話連絡があったそうで、多分本当だと思えますが、グリーンズパンは「カムフォータブル」といった、「心地よい」と訳すところとちょっと行き過ぎですけれども、まあ別に悪くないんじゃないのというような感じがいいかと思えますが、そういうたこのことです。

それはそうでしょう。これは前にもお話ししましたけれども、四年前には「いわれなき熱狂」と

という言葉でグリーンズパンは使ったわけです。そのときは、六五〇〇ドルだったのです。その後、グリーンズパンもよく我慢したし、上手に見通しを変えて、ソフトランディング、ソフトランディングということをやってきたと思うのですが、そういうことをいろいろ考えますと、八〇〇〇ドルになっても、またそれを少しぐらい割っても、彼は別に慌てないということではないかという気がします。

もう一つ、アメリカという国は、対応の政策手段を持っているのです。日本と全く違う。要するに、財政は黒字になっているわけです。九九年度は二二三〇億ドルの黒字です。二〇〇〇年度もまた計数整理をすれば、一五〇〇億ドルぐらいの黒字が出ていると思うのですが、財政が黒字なのです。金利は六%前後ですから、下げようと思えば下げられる。財政も使おうと思えば使える。歳出

をふやしてもいいし減税をやってもいいし、社会保障の方にお金を使ってもいいし、何でもできるというポジションにあるわけです。そこが全然日本と違う。もし株価が急落するような場合には、すぐ金利を下げて対応する、あるいは財政も緩める、こういうことになるだろうと思います。

今のところ、きのうあたりの世論調査ですと、またブッシュの方が四〇五%ポイント有利になってきておりますが、ゴアが大統領になりますと、財政の黒字を借金の返済に使うという政策を継続するといっておりますから、十二年後にはアメリカの国債発行残高がゼロになるわけです。

モスコウというシカゴ連銀の総裁に、冗談のように「アメリカの国債発行残高がゼロになると、一番困るのは、日本の大蔵省と日本銀行である」といったんです。外貨準備が最近ふえてしまつて、三〇〇〇億ドルを超えていますから、外貨準備

のほとんどを三カ月のTBから三〇年債ものまで買っているわけですから、国債発行残高がゼロになると日本の大蔵省と日本銀行が一番困るという話をしたときに、モスコウ総裁は「心配しなくてもいいのです。アメリカの社債というのはしっかりとっていますよ。ファニー・メイというのもお買いにしてみたらいかげんしょうか」といわれたわけです。「指標銘柄はファニー・メイにしたかどうか」なんて余計なことまでおりましたけれども、そういうことなので、ゴアがもし選挙に勝った場合には、そういう政策を継続するので、厄介だなという気がいたします。

それに比べて日本の方は、もしニューヨークの株価の下落の影響を受けてこちらの株価が下落しても、財政政策とか金融政策は全く出動する余地がありませんから、ノー・ルーム・フォー・マヌーバーといえますか、いや、困った状況だなと

いうことです。きのう、たまたま大蔵省のOBの集まりがあって、ちょっと池田元政調会長と話したんですけれども、きのうあたりの世論調査からいうと、サマーズが財務長官にとどまる可能性は薄くなってきたと思いますが、ゴアが当選しますと、サマーズは財務長官として残るので、やっぱりちょっと注目しておかなければならない。

僕が知っているのは、あの人は、非常にフレキシブルな人だということです。日本に来るとき、飛行機に乗るまではサミュエルソンなんです。飛行機で太平洋を飛んでいるうちにケインズに変わって、成田に降り立ったときにはケインズに成り切っている。自分の国はサミュエルソンで、人の国へ来るとケインズだ。これはちょっと困った人だなと思っているわけですけれども、ここ二三日の状況では、サマーズ財務長官の可能性は薄らいできているということです。

彼が一番財務長官にとどまりそうだったのが、レーバーデーの後の世論調査です。民主党の大会の後、ゴアが盛り返しまして、レーバーデーの後の世論調査では、ゴアの方が優位に立つわけです。それで私が非常によかったと思ったのは、幾つかの世界経済の問題について、サマーズが戦略を変えたというのがそれと関係があるのです。そういう意味では、あの世論調査に私は感謝しているわけですが、二つ変わりました。

ゴアが勝ちそうだということは、財務長官としてサマーズが留任する可能性が高いということなんですが、そうすると、ゴアが望んでいることに余り強く反対してはいけないということになるわけです。第一は、恐らく彼の哲学とは違うのでしようが、石油の戦略備蓄の取り崩しについて賛成に回ったわけです。おまけにヨーロッパで開かれたG7のときに、ほかの国に対しても備蓄の取

り崩しについての話し合いというか、ほかの国は備蓄まで取り崩すとは考えていないでしょうけれども、アメリカもやるかわりに、ヨーロッパの方もということは、いったやに聞いておきますけれども、これはゴアの当選の可能性が出てきたという事で変わったということです。

もう一つは、為替相場の問題で、ユーロ安に対応するために協調介入をG7の直前、九月二十二日の金曜日にやりましたですね。これには、宮沢さんが驚いていたわけです。私も驚きましたけど、協調介入には障害が二つあったわけです。

一つは、サマーズです。サマーズの哲学からいえば、協調介入なんてとんでもないということですが、それがのっかってきた。つまり、ドル高政策は下ろさない、ドル高の旗は掲げるが協調介入はいいですよと。私は、これは、ゴアの当選の可能性が高まってきているということ抜きにして

は、やはり考えられないのかな、こう思っているわけです。

もう一つは、ドイツです。ドイツが、ティートマイヤーとかブendesバンクの人たち、あるいは欧州中央銀行に行ったイッシングとか、そういう人たちの顔を思い浮かべますと、そう簡単に協調介入に乗り出すような人たちではないのに、なぜユーロの中で協調介入に賛成したか。これには、三つぐらいあると思うのです。

一番大きな理由は、もちろんユーロ安そのものです。これは石油価格の高騰と一緒になっているのですが、卸売物価にはもう既に影響していますから、それが消費者物価に反映してくるんじゃないかということを一考している。

もう一つは、石油価格の高騰でガソリンと灯油の値段が相当上がってきました。これは英国でもフランスでもドイツでもベルギーでもそうです。

特にベルギーとイギリスでは、石油諸税が高いということ、石油に関する税金を負けるという運動になったのです。これには両国は断っておりませんが、フランスとドイツは少しい返事をしていくわけです。要するに、税金を減らせという運動まで出てきた、そのくらいなら協調介入の方が安いやと大蔵大臣は考えるのが常識だと思っわけです。

三つ目は、シュレーダー首相が、ユーロ安は結構だ、輸出が伸びるからだということをいった。

これは、最近のディーセンベルグ欧州中央銀行総裁の発言と同様に驚くべき発言でして、こんなにセンスがないのかというか、知らないのかというか、やっぱり驚きです。それがブendesバンクとか大蔵大臣に相当重荷を負わせたということがあって、やはり協調介入に動いてきたのかなと思います。

だから、宮沢大臣や財務官も、まさか協調介入が実現するとは思っていたんじゃないでしょう。それがドイツがそういうふうになって、ヨーロッパがまとまり、アメリカもついていった、日本は反対する理由はありませんし、また一番介入が好きな国ですから、他の国がやろうというのに、日本がダダをこねるということはあり得ないわけですから、どうぞということになって、それで協調介入が実現したわけです。

あのとき新聞一紙のインタビューがあつて、せっかく協調介入をやっているときに余り足を引く張るつもりはないけれども、効かないんじゃないかなというようになことを申し上げたんですけども、どうもそれが当たってしまつて、逆にちょっと悪かつたかなと思つていますが、今のところまた元の木阿弥になつてゐるわけです。

基本的に、これまで、アメリカの成長率が物す

からヨーロッパ向けは、六〇〇億ドルの売り越し、つまり、アメリカが前に買ったのを売つたということ。ヨーロッパがアメリカに二〇〇〇億ドルの証券投資を行つて、これは債券と株式とちよつと半々ですけれども、アメリカは逆にヨーロッパの証券を六〇〇億ドル売つた、売り調だ、こういう状況です。

それから、直接投資がもっとすごい。ヨーロッパからアメリカへの直接投資が、昨年一年間で二三〇〇億ドルなんです。アメリカからヨーロッパへの直接投資が七〇〇億ドルです。ですから、差し引き一六〇〇億ドルぐらいになる。差し引きで計算する必要はないですけれども、要するに、ヨーロッパからアメリカへは、直接投資が二三〇〇億ドルで、証券投資が二〇〇〇億ドルであるわけです。合計四三〇〇億ドルになります。これは、ドルが強くなる、ユーロが安くなるというこ

ごく高く、五%以上です。ヨーロッパも高くなつたとはいつても三%ちょっとですから、まだアメリカ企業の収益の方が大きいんじゃないかということ、最近ヨーロッパからアメリカへの資金の流れに変化が出てきておりますけれども、ことしの前半までは、昨年と同じ資金の流れなのです。驚くべきことですね。

昔私が課長のころは、ヨーロッパとアメリカとの資金の流れを見ると、ヨーロッパからアメリカへは五分の四が証券投資で、五分の一が直接投資、企業進出だったので。逆にアメリカからヨーロッパへの投資は、五分の四が企業買収とかの直接投資で、五分の一だけが証券投資だったので。

それが昨年一年間はどうでしょう。まず、ヨーロッパからアメリカへの証券投資は、二〇〇〇億ドルです。驚くべき数字です。そして、アメリカ

との一番わかりやすい説明ではないかなという気がしております。

なお、日本とヨーロッパの間は、今のアメリカとヨーロッパの規模に比べますと、大したことはありません。直接投資では、ヨーロッパから日本へがちよつと一〇〇億ドル、日本から欧州へが八〇億ドルという数字になっております。証券投資は、日本からヨーロッパへが、昨年一年間で七八〇億ドルで、この時期は、債券の方が六七〇億ドルと多い。私は、株を買つた方がいいんじゃないかなとお話したことがあるかと思ひます。欧州から日本へは、約九〇〇億ドルです。これも債券が六〇〇億ドル、株式が三〇〇億ドルになります。ことしの前半までは、余りデータが変わつていないという気がいたします。特にアメリカとヨーロッパの間は変わっていません。その後、ことしの後半から数字が変わり出したという状況だ

と思います。

株価のお話を先に申し上げておりますが、また後で株価と石油の話と一緒に申し上げます。今為替相場のお話に入りましたのですけれども、今のような状況でユーロが安くなってきたわけですが、どうでしょうか、これは逆に皆さんにお聞きしたいんですけども、ユーロレートがそろそろ底に来ているんじゃないか。どうもヨーロッパも困っていますし、これは石油価格の影響について話すときにまたお話ししますけれども、ユーロ安と石油価格の上昇とが一緒になっているために、ヨーロッパの卸売物価も上がっている。消費者物価ももう九月から上がり出していますし、これは政治問題になってくる可能性があるのでは、やはりちょっと困っているの、協調介入かどうかは別として、ユーロについても金利その他いろんな政策手段もあるでしょうから、やはりい

ろいろ考えていくのではないかなという気がしております。

アメリカの方は、さっきから申し上げておりますように、自分からは動かない国で、協調介入に参加しながら、片方で強いドルの戦略は変えないといっているわけですから、よくわからないです。それは、今の財務長官が、日本に来るとケインズで、向こうにいるときはサミュエルソンということですから、いたし方ないといえたいし方ないわけです。

二、石油価格の高騰

さて、石油のお話です。ちょっと気になることを先ほど申し上げてしまったわけですが、一九七三年、七九年、九〇年と、これまで石油価格の高騰の時期が三回ありました。最初が中東紛争、次

がイラン・イラク戦争、九〇年には湾岸戦争というのが重なっていた。さらに、それぞれその後、世界経済がリセッションに入っている。

しても、このように景気が減速していくという状況ですと、石油価格の高騰があれば少し響いてくるかなという気がしております。

別にその類似性を指摘するつもりはないのですが、けれども、たまたまお手元の表を見ても、これには、ことしから来年にかけて、石油価格の高騰を余り織り込んでいないのです。ある程度の石油価格の上昇は見込んで見通しを立てて、この表をつくったのですけれども、この一番上を見ますと、来年の成長率は、アジアでは〇・七%低下して六・一%という見通しを出しております。その下をごらんになると、NIEが七・八%から六・〇%とか、ASEANは割と健闘して五%から四・七%というぐあいになっている。中・東欧だけはいいけれども、ロシアが、ことしの六・七%から半分の三%になる。

石油価格が高いまま居座るということを抜きに

石油価格の高騰が何によるのかというのは、これは皆様方もいろいろ目に触れておられると思いますけれども、需要面では、アジアの景気回復がV字型だったというのが、かなり影響したかもしれません。インドネシアとタイを除いて、完全にV字型で回復しました。韓国が一番典型的ですが、私が想定したよりもはるかに早くアジアの景気回復が進んだ。これが石油に対する需要を高め、供給が追いつかなかったということかと思えます。

供給面でも、幾つか問題が指摘されています。その第一は、石油の値段が下がって一〇ドルぐらいで推移していたときに、OPECが減産に入っただということ。しかも、アジア危機の影響で

石油消費量が一九九七年、九八年と減りましたから、そのときに減産を実行した。ですから、九八年、九九年にかけては、大体四三〇万バレルぐらいの減産が行われた。

もう一つ、これまで中東では、石油収入で余りが出ると、石油精製設備の構築の方に回していたのですが、いずれの国も同じで、社会保障とか、国内のソーシャルプログラムに支出を充てなければいけないという状況から、設備の拡大の方にお金が回らなくなっていたというのもあるかもしれません。

さらに、メジャー等の石油企業が、バランスシートを非常に大事にして、バランスシートの改善と株価上昇を優先する戦略をとったために、設備投資を抑制していったこともあるようです。

さらに、これは需要面とか供給面のことに比べると小さな話かもしれませんが、タンカーが若干

不足していたというような問題とか、投機、これは我々が想定するほど大きなものではないようですけれども、ヘッジファンドのお金が、どうも石油の方にも回っていたということがいわれております。そんなことから原油価格が高騰したという説明になっております。

これらの要因を考えてみますと、原油価格はそう急には低下しないのではないかと思っております。ですが、内海理事と毎日議論していると、彼は低下の方に賭けていますし、私は、そう簡単ではないのではないかと思っております。これはいずれわかることでしょう。

ただ、精製設備との関連で、灯油が少し不足気味になっております。特に、アメリカでは、ヨーロッパの方が値段が高いものですから、アメリカの企業がヨーロッパに振り向けてしまったということがあるわけです。これが大統領選挙でよく問

題にならないかと見ているのですけれども、これを議論し出すと、両方とも痛み分けになってしまいうから、やらないのかなと私は思っています。要するに、これから冬に向かって灯油が必要なきに在庫を減らしてしまったのは何だというふうに共和党が民主党、つまりゴアを攻撃しますと、何をいっているんだ、テキサスで石油資本と結びついているのは共和党、つまりブッシュじゃないかという話になるので、恐らくファイファイ・ファイファイではないか。そんなことで、余り問題が大きくなるのかなと思ったりしているわけです。

それから、今激戦の中西部の方は、たしか一年ぐらい前は、まだ一ガロン一ドルだったと思うのですが、今は二ドルで倍になっているけれども、余り騒がないですね。ヨーロッパのように、トラック業者が高速道路を封鎖したり、大デモンス

トレーションをやったりという動きは、少なくともアメリカでは見られない。

なぜなのかと思っておりますが、これはやはりニューヨークの株価が高いために、その資産効果で個人消費が高まり、設備投資がふえているというところで説明するほかないのかなと思っております。個人消費の中で石油関係費は大分上がってきているらしいのですけれども、それでもIMFの調査では二・六%ぐらいだといわれています。そうしますと、少しは響くのではないかという気がするのですけれども、どうも騒ぎになっていない。騒ぎは、もっぱらヨーロッパで起きているというのが現状です。ですから、アメリカの場合には、これまで高い株価の影響を受けて個人消費が伸びているために、石油高騰の問題が、ストライキとかデモを起こすほど痛みを伴ってきていないということだと思えます。ドルが強いという問題

も、もちろんあるかもしれません。

日本の場合には、三つほど原因があって、騒ぎが起きないのではないかと思っています。一つは、石油の依存度が五〇%ちょっとと低くなったということ、二番目に、特にユーロなんかに比べてみると、円高というのがあるんじゃないでしょうか、三番目に、ガソリンスタンドの過当競争というのがある、我々は助かっているわけです。

実に、日本のこの静けさ、石油価格の高騰問題でヨーロッパやアメリカの新聞を読んでいると、日本のプレスの動きがちょっと気になります。ジャイアンツが勝ったという記事が一面トップだ。そういうことで、日本の新聞の扱い方については、よく外国の人にいわれるのです。ユナイテッド・バンク・オブ・スイツランドのボルピンが日本についての随筆を書いて、これはなかなかおもしろいのですけれども、その中で彼は、ど

うしてかと疑問をぶつけています。

例えば、コソボ問題についてヨーロッパやアメリカの新聞は集中して書いている、あるいは、CNNでもコソボ問題ばかりやっているときに、日本のテレビは何をやっていたかという、野村沙知代の問題だ。それから、最近の中東紛争、パレスチナ・イスラエルの問題が外国紙一面トップになり、あるいはテレビでもそこに焦点を当てて見せているときに、日本は英国航空のスケジュールの問題をずっとやっている。これはボルピンにいわれるまでもなく、日本の受けとめ方というのは外国と違うのかなと思います。

こんなことを今ここで皆さんに申し上げても仕方がないのですが、日本のプレスについては、私も迷惑を受けている。

それは例の「フリー・アー・ユー」です。秘書官が森首相に、クリントンに会ったときには、あいすね。これが今のような話になってしまったのは、NHKがだまされてテレビで流してしまっただ、しかも、ジョークとして流したのではなくて、本当だと思って流した。だから一番悪いのはNHKで、迷惑を受けているのが私なんです。(笑)

さつぐらい英語でしなさい、「ハウ・アー・ユー」といいなさいといった。そしたらクリントンが、「アイ・アム・ファイイン」とか「ファイイン・サンキュー」といって「アンド・ユー」というだろう。何かいったら、すぐに「ミー・ツー」といいなさいと秘書官が教えた。

ところが森総理が、いざクリントンと握手するときに、「フリー・アー・ユー」といった。クリントンも、日本の首相は大変ジョークがわかるというので、「アイ・アム・ヒラリーズ・ハズバンド」といったわけです。

これは私がつくったことになっているんです。通産省なんかがいいつけているらしいんですな、あれは大場さんに違いないと。

このジョークは、五年前に韓国の大統領がワシントンに行ったときにできている。だから、ワシントンかニューヨークの特派員が持ってきたんで

石油価格高騰の影響について、IMFが計算しています。五ドルの石油価格の上昇が消費者物価や世界の成長率にどのような影響を与えるかということです。まず、二〇〇一年の成長率は、先進諸国(米国、欧州、日本)では〇・二%ポイント、アジアでは〇・四%ポイント低下させる。産油国と消費国が混在しているアフリカや中南米は、地域としては影響はないだろうということまでつけ加えておきます。インフレ率については、OECD諸国では〇・二〜〇・四%ポイントぐらい上げるのではないかという計算をしております

す。

いずれにしても、原油価格が四〇ドルを超えたりしますと、少し影響が出るのですけれども、三〇ドル台で推移している限り、私は経済に対するこれといった影響は出てこないと思います。むしろ、パレスチナとイスラエルの戦いがどうなっていくのか、平和のうちに終われば一番いいのですけれども、その問題とか、先ほど表でご説明したように、もともと来年はことしよりも世界経済の成長率が減速するので、それと重なってしまうというようなことをいろいろ考えて、ちょっと気になっているという程度であるわけです。もう一つ、ニューヨークの株価の下落がなく、ソフトランドディングになれば、それほど心配しなくてもいい、こういうことかと思っております。

他方、ロシアにとっては、非常にプラスの影響が大きかった、ブラジルも助かった、インドネシ

三、日本の財政赤字

日本の中長期的なお話を少し申し上げておきますと、日本の財政赤字、これは政治の方も二つに議論が分かれてきていますが、私は、かなり大変な問題になりつつあるという気がしております。

まず第一に、先進諸国で日本のように財政赤字が大きい国は、もう一カ国もなくなりました。アメリカは財政黒字国です。ヨーロッパは、ギリシャを含めて二カ国は、GDPの三%以内で財政赤字をおさめてしまっ、今やイタリアを含めて一%に向かっている。そういうことで、日本のGDP対比八%の財政赤字というのは、突出しているわけです。

四年前には、イタリアと日本だけが財政赤字が大きかった。私はローマに四年もいましたから、

アも、ここでござんいただくように四%の成長ですから、思わぬ国が石油価格の高騰で助かったということかと思えます。

ただ、一般的には石油価格の上昇は、消費国から産油国に所得が移転することです。産油国が移転された所得ですぐに先進諸国から輸入をふやしたり、アジアから輸入をふやしたりしてくればいいのですが、タイミングがありますし、どちらかというところ、これまで借金が少なくなりますから、そちらの返済に回すとか、ちょっと落ちていた社会保障の方にお金を回したりということになりますと、〇・二〜〇・四%成長率が低下すると思えますが、とにかくタイムラグはどうしても生じるのではないかと、こんな気がしております。

イタリアという国が文化的にも教会とかすばらしいものを持っているか知っているものから、イタリアと比較することにそれほど悩んだりしないのですけれども、どうも政治家の皆さんに、日本の財政赤字はイタリアと同じですよとか、イタリアと日本が比較されていますよという話をすると嫌がるんですね。

これは、ティートマイヤーに四年前に聞いた話で、竹下さんにも羽田さんにもお話ししましたが、コール政権のときにドイツで閣議の前に閣僚たちが雑談しているとき、イタリアと日本がどちらがいい国かという議論になったというのです。日本とイタリアは似ているというのです。

まず、銀行の不良債権、それから財政の赤字が大きい、経済もちょっと停滞してきている。社会的には、イタリアはマフィア、日本はオウム。さらにもう一つ、二つ、よく似ているところがあっ

た。それでどちらがいい国かとやっていた。ティトマイヤーが、おれは日本の方がいい国だといってやったと恩に着せるので、何とやったのかと聞いたら、「日本は経常収支の黒字が大きい。赤字のイタリアとは違う。だから日本の方がいい国だ」、こういったということでした。

私は、経常収支の黒字をこの三〇年間非常に大事にしています。外国からは重商主義者などといわれるのですが、日本の強みはそこしかないわけですから、何といわれようと、経常収支の黒字だけは大事にしていかなければいけないと思っています。

しかし、そのイタリアも今や財政赤字がGDP対比で一％です。政治家に対していうときに、どこの国と同じだというのが非常に効くものですから、仲間を探したところ、大国で見つかったのがブラジルとトルコで、ちょうど日本と同じ八％で

した。

ですから、きょうを契機にして、日本の財政赤字が中長期的には世界経済のリスク要因だ、何しろブラジル、トルコと同じサイズの財政赤字なのだ、こういうお話をしたいかと思えます。

日本は、これまでは市場経済といいながら、ブランド・エコノミー（計画経済）なのです。我が古巣の悪口をいうつもりは全然ないのですけれども、理財局長が、これは国債を発行する立場ですから、当たり前なんですけれども、国債を幾ら発行しても、金利が上がらないように全力を挙げているわけです。党の方も、ひそかに日銀の方に、新発債を買えとまではいわないけれども、既発債は少し買ってよというようにことをいっていた節があるわけです。だから、これだけ国債を発行しながら金利を上げないという戦略を、みんなとってきた。それは計画経済だといっているわけです。

す。

これからは、そろそろ市場経済らしく物事が動いてもいいのではないか。これだけ国債を発行したら、国債のイールドが上がるといのが市場経済なのではないか。すると、私のところも小山さんのところも助かる。財団法人ですから、拠出金の運用が非常に大事な財源ですから、株や債券に投資してはいけないから、今、私のところは〇・二％の定期預金で運用していますので、非常に参っている。

ですから、ことしの春ぐらいから、日銀のゼロ金利政策の解除はどうですかと新聞記者によく聞かれましたので、これは解除すべきだと私はいつてきた。それをマクロ経済政策の問題としていうと、あちこちから弾丸が飛んでくるんです。ちよっとお話ししたいとか、いろんな方がいてくるものですから、そこで私は、我が財団法人が生

きていくためには、どうしてもゼロ金利政策の解除をしてもらわなければならないという言い方をいつもしていたんです。そうすると、皆さん笑って、その後議論しようという気にならないので、もっぱらそれでゼロ金利政策の解除をいい続けてきたわけです。やっと解除になりました。

この前も村田大蔵政務次官には、何故日銀にゼロ金利政策解除の投票を先に延ばせというような提案をしたのかといったのですが、やはり恐らく党の方に、こういうことをやっておいたというのを、見えるような形で示しておきたかったんでしょうか。気持ちはわからないわけではないですが……。そういう状況ですけれども、私は、長期金利が上がるのが市場経済だと思っているわけです。そうしますと、おのずからいろいろと論理的な動きが出てくるはずなんです。

私どもは、経済の成長率をことしは一・五―

・六%、来年、再来年は二%ぐらいと見ているのですが、それほど楽観できないと思っているのは、これまで日本経済の回復に貢献してきた要素が、これからどうなるかということを考えますと、やはりちょっと気になるのです。

日本の景気回復を進めてきた要素は三つあって、第一は、世界経済です。周りの国が全部よくなった。アメリカが去年四%、ことしは今のところ五%以上の成長率です。これはやはり大きいです。アメリカ向け輸出が去年かなり出ている。それから、アジアがよくなってきた。アジアが悪くなった一九九七年、OECDが日本の成長率への影響を計算して、マイナス〇・七五%ポイントだといった。これは一つの試算ですが、アジアがよくなると、その逆が起こるわけで、〇・七五%はちょっと大き過ぎるにしても、今回はプラス〇・二五〇・五%ぐらい、日本の成長率は高くなっ

ているのではないか。それから、ことしはヨーロッパが三%成長ですから、これも変わってきている。このように周りの国がみんなよくなって、日本の成長率、景気の回復に貢献しているわけです。

第二は、やはりIT投資だと思います。これはもちろん大企業、特にITに関連している業界のものだとは思いますが、この投資効果はかなり大きいと思います。それが中小企業まで及んでいないことは問題かとは思いますが、やはりIT投資です。ただ、これが計算上どのくらいの効果があったかというのは、なかなか難しい。アメリカの場合ですと、二・五%から仮に四%まで潜在成長率が高くなったとして、そのうちのどれくらいがIT投資によるものか、あるいは、IT投資の結果として労働生産性が上昇したのか計算している人はいないですから、非常にラフにいつて一%ぐ

らいだと考えるとすれば、日本は、まだ規制は残っているし、NTTの料金は高いし、いろいろなことで割り引くと、その半分の〇・五%ポイントぐらいはあったのかなと。これはどなたか計算して教えていただけるとありがたいのですけれども、そういうソフト、ハードにわたるIT投資の結果として、日本の成長率も〇・五%ポイントぐらいは上がっているのかなと考えているわけですよ。

三番目に——三番目に持ってきて申しわけないのですが、マクロ経済政策です。財政は、これだけイージー・フィスカル・ポリシーをとってきた。それから、金融も、イージー・マネタリー・ポリシーをとってきた。ゼロ金利政策を、これだけ長く続けてきた。そういう政策で現在の日本の景気回復があるわけです。一・五〜二・五%、暦年で見ると二%近い成長が達成された。

それ以外にもいろいろな要素がありますけれども、この三つの大きな要素が今後どうなるかを考えたときに、最初の世界経済は、来年は減速します。ことしほどのプラスの影響にはなりません。第二のIT投資、これも期待できるのですけれども、今申し上げたように、成長率への寄与は〇・五%ポイントぐらいかな。もし皆さんのところで計算される方がおいでになったら、ぜひ教えていただきたいと思います。ここは依然としてプラスの要因として残ると思います。

最後に、マクロ経済政策ですが、これは逆方向に行きます。財政政策は、これ以上やれるわけではない。イージー・フィスカル・ポリシーをとっていき、必ず国債のイールドが上がるからです。イールドが上がれば、短期金利も上がりやすくなる。上げやすくなるというべきでしょうか。日銀は、今そういうことは口が裂けてもいえないで

しょうけれども、昔は日銀は、いつも長期金利が先が上がって、それをフォローする形で短期金利を追従させていった。それが一番楽なんです。それが市場経済だ。短期金利に焦点が当たってしまつから、速水さんもご苦労されるわけです。これだけ国債が発行されたんだから、問題はそこにある。国債のイールドが上がるのは当たり前だというふうにみんなが考えていいんじゃないかと、私は考えているわけです。

そういうことを考えますと、マクロ経済政策では、財政も、増税まではすぐいかないと思いますけれども、これからは歳出を抑えていかなければいけないわけですから、そうすると、日本の成長率がそれほど高くなるということはないなという気がしています。いいところ二%前後かなというのが、私の来年の見通しです。

皆様方もいろいろなことをお考えになっている

し、また、皆様方の方が中小企業のお話なども聞く機会が多いかと思しますので、いろいろお考えただければという気がいたしております。

以上で私のお話を終わらせていただきます。
(拍手)

小山理事長 予定された時間が来ております。ぜひご質問なさりたいという方がありましたら、一問だけでも思っておりますが、ございますか。

——それでは、これで本日の講演を終わります。

(おおば ともみつ・国際金融情報センター理事長)

(本稿は、平成十二年十月二十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)