

## 国際的環境と日本経済の出口

内 海 孚

関理事長 それでは、大変お待たせいたしました。きょうは、国際金融情報センターの理事長をなさっております内海孚様をお招きいたしましたので、ご通知申し上げますように、「国際的環境と日本経済の出口」という題でお話しをいただくことにいたしました。

ご承知のように、内海さんは大蔵省で税制、国際金融畑でご活躍になられまして、九一年にご退官になり、その後慶應大学で教授の仕事をなされ、現在は国際金融情報センターの理事長をお務めでございます。まさに国際金融問題、グローバルベースで日本経済と国際金融の流れについて、ずっとフォローされていらっしゃる方でございます。

来週の金曜日には、いわゆるG7大蔵大臣・中央銀行総裁会議もございます。また最近には、中東のいろいろな紛争、それで石油がどうなるとかといった問題もございます。それから、アメリカ経済、ヨーロッパ経済にも、日本はもちろんでございますが、いろいろと動きがある時期でございますので、大変いいタイミングで内海さんのお話を伺えることとなったことを喜んでおります。

それでは、早速でございますけれども、どうぞよろしくお願いいたします。

## 一、アメリカ経済の動き

——五つのリスクと経常収支の赤字

ただいまご紹介をいただきました内海でございます。

きょうは、「国際的環境と日本経済の出口」というテーマですが、国際環境といえば、やはり日本に一番影響の大きいのは、アメリカ経済がどちらの方へ向いていくのだろうかということから始めることになるのだらうと思います。

アメリカ経済の見方については、いろいろな外国の人に会っておられる方は、同じような感じを持つておられるのではないかと思います。エコノミストと経営者の人たちとの間で意見が大体正反対なのです。エコノミストの大多数はV字型回復説で、年の後半になると瞬間風速で年率四%を超え五%ぐらいでV字型の回復過程に入ってくる

という見方を、この年初から持っています。ややそれを裏つけるような経済指標が出てくることも確かでございます。

ところが、企業経営者の方は全く反対で、ときには悲観的と思われるほど、今の景気の回復の状況が永續するという感じはないのだということをおいわけです。

私だけがそういう感じを持っているわけではなくて、三月の初めにニューヨーク連邦準備銀行のマクドノー総裁と会ったとき、彼も全く同じ感じだということをおいっていました。

アメリカ経済は、九月一日の同時多発テロの後、相当早くから回復の徴候が出ていることは確かで、特に最近、在庫調整が大体終わり、それが生産活動の上昇に結びついてきています。テロの直後はともかくとして、もう一〇月ぐらいから、グリーンズパン議長は「surprisingly」と

いつているのですが、驚くほど強い個人消費が続いている。それがエコノミストたちの急激に回復するというシナリオのバックにあるわけです。

それに対して、企業経営者は非常に慎重です。私もどちらかというと、アメリカの回復というのは、この調子で永續するものかどうかということについては、かなり疑問を持っています。連邦準備制度理事会（FRB）も、グリーンズパン議長のスピーチなどを聞いていますと、回復の徴候は明らかになつているといいながら、そして、金融の基本スタンスを緩和スタンスから中立スタンスに直すということまでやっているわけですが、しかし、これが永續するものかどうかについては、最終需要がきつちりとした格好で出てくる必要があるということをしています。最終需要というのはいうまでもなく設備投資と個人消費で、これが基本的に出てこなければ永續はしないといっ

ているわけです。

私自身、そして企業経営者の話なども総合して、アメリカ経済について慎重な見方をしている根拠を幾つか申し上げますと、第一は、確かに生産は回復してきています。そして、自動車の売上げも一〇月、一一月と非常に順調に伸び、それもその勢いがある程度落ちてきたといつても、比較的順調に続いていますし、不動産価格は引き続き堅調で、新規住宅戸数も順調に伸びています。そして、小売についても、例えばクリスマス商戦などもまあまあだったといわれています。しかしながら、企業経営者たちにいわせると、あれは「profitless recovery（利潤のない回復）」だ」というのです。

お聞き及びのよ様に、自動車の売上げは月賦にゼロ金利を適用するというような一種のダンピングで維持し、あるいは促進したわけでした、これ

は潜在的な需要を先食いしているという面があるわけです。クリスマス商戦に関しても、相当なディスカウントをして売上げを維持したということもあるようですから、その意味でも確かに、*profitless recovery* といふことは当たっている。

やはり企業利潤とマネーフローが十分入ってこない限りは、ただでさえ設備の過剰状態がまだ解消されていないというアメリカで、新しい設備投資が出てくるかという点、それはクエスチョンマークではないか。実はFRBも、表面的には比較的明るいトーンを出しながらも、設備投資が出てくるがこの経済回復が永續する条件だといっている、その条件が充たされるかどうかはまだはっきりしないわけです。

したがって私はアメリカの企業業績がどういう形で出てくるかという点に一番注目しています。最近いろいろ企業業績が発表されますが、ど

ちらかというポジティブなものよりも減益が多いわけですし、これからまだまだ六月ぐらいまでいろいろな数字が出てくると思いますが、その意味で今のところ私はどちらかというと、あまりいい形では出てこないのではないかなというように思っています。

それから第二に、企業利潤という観点では、実体のマネーフローに加えて、エンロン後遺症がどういう形で出てくるかです。ご存じのように、エンロンの問題がアメリカの企業部門のバランスシート、あるいは会計監査というものに関して、きわめて深い不信を抱かせることになったということです。

どういう形で後遺症になるかという点、企業経営者としては、当然自分が責任を負うような形になることを避けるために、会計処理は今までのように何らかの形で利潤を膨らませるといふような

ことはやりにくくなって、固めに処理せざるを得ない。ましてや会計監査をする監査法人が、アーサー・アンド・アンダーソンの轍を踏まないためにきわめて保守的な会計処理を求めるということは、これは自然の勢いであります。ですから、その意味で *profitless recovery* というものが、マネーフローをそんなに太くしないということだけでなく、企業会計上それがどういふふうなことに、二年マイナスの影響を与えるかということに注目する必要がある。

それもグリーンズパン議長がいつているように、長い目で見れば、それはアメリカの企業部門のトランスペアレンシーをより改善するということとで、ポジティブであることは確かですが、短期的にはやはり利益の圧縮要因にならざるを得ない。

さらに、アメリカ議会では、この関係でいろいろ

るな法案が出ています。例えば、ストック・オプションの支給に係るものです。アメリカの企業会計原則では、ストック・オプションを支給しても、それを企業の損金にする必要はない、つまりその分利潤が膨らんで出るわけです。一方、税法の適用に当たっては、コストとして引くことができることになっており、いわばダブルスタンダードになっています。

議会では、それはおかしいということで、法人税の適用上コストにするためには、企業会計上も損金として落とさなければいけないという法案が出ています。これに対しては当然のことながら、経済界は強く反対しているので、その行方はまだわかりませんが、そういう動きがある。

それが実現するとどうなるかということ、ニューヨーク連銀で計算したところによると、対前年増益率が四ポイントぐらい減ってしまうということ

でした。また、あるアメリカのインベストメントバンクが計算したところでは、ストック・オプションの一番多かった年は二〇〇〇年度ですが、二〇〇〇年度のS P五〇〇社の平均純益は、対前年一二%の伸びであったのが、対前年マイナスイメージになるということです。そのくらい大きなインパクトが会計上あるわけです。

ですから、エンロン問題は、ほかには波及しなかったといっていますけれども、いろいろな意味でアメリカ企業のバランスシート、損益計算書、会計監査その他周辺に非常に大きな影響を与えています。どのくらい影響を与えるのかということについては、いろいろなエコノミストに聞くと、何かそれを避けるような感じがあってちょっと気味が悪いのです。マクドノー総裁は、あまり大げさにとらない方がいいんじゃないかといっています。したが、どのような響き方をするかというのは、

やはり注目する必要がありそうな気がしています。

第三に、ちょっと余談になりますが、エンロンとの関係で、議会の中に、レイティング・エイジェンシー（格付会社）について非常に問題提起をする意見、さらに法律をつくるための調査の動きが出ています。どういふことかといえますと、エンロンが破綻になるわずか二日か三日前になって、ようやく格下げが行われたのです。破綻してから格下げを行っているところもある。議会では、一体それはどういふことなのかという調査を始めているわけです。

その調査の一つのポイントは、格付会社が、格付けとともにコンサルティングビジネスをやっている、コンサルティングビジネスで高い手数料を取っている、結局格下げがおくれたということではないか、つまり、コンサルティングビジネ

スと格付けは利益相反ではないかというのが一つのポイントです。

もう一つのポイントは、ちょうどあるインベスメントバンクが、エンロンをほかのエネルギー関係の会社が買収する仲介をしていたが、そのインベスメントバンクからの圧力が、格下げを阻害したのではないかということ、この二つの観点から調査をしている。

このように考えてみると、アメリカの議会は、ストック・オプションの問題もそうですが、市場の実態というものを非常によく見ながら、的確に調査とか立法の動きをやっているなという印象を受けるわけですが、そういう動きがあるということも注目されます。

SECでも、国が認定している格付け会社の業務が適正に行われているかどうかということについて調査に入るといふ動きもあります。我が国は

これまでやられっ放しですが、そういうことも参考にしながいろいろ考えていく必要があるのではないかなという感じです。

アメリカ経済のリスクとして第四に、これは個人消費に關係するのですが、持ち家の価格の上昇が続いていて、これが結局個人消費を落とさないでいる最大のファクターになっているということです。これは九月一日の前からホワイトハウスの経済担当補佐官などは言っていました、株価が下がってもやはり持ち家価格が上がり続けていることが、個人消費をそう落とさないでいる理由だということ、です。

確かに、日本では持ち家価格が相変わらず下がり続けていて、働き盛りの人たちがバブルのころ三〇年というような年賦でお金を借りて、さて住みかえようと思っても、価格が半分だ、三分の一だというのは、もう買いかえもできないという

状況ときわめて好対照で、アメリカは逆にそれをリファイナンスすることでさらに可処分所得がふえているというように、それがうまく回っている。

ただアメリカでも一九九〇年代の景気上昇期に、回復が始まった後も個人消費がなかなかキャッチアップしなかったのは、あのころやはり持ち家価格が下がっていたからで、その意味で、後で申し上げますが、日本においてデフレーションよりもアセット・デフレーションの方が問題だということは、株だけでなく不動産についても明らかにいえることだろうと思います。

ですから、アメリカの場合に、これがいつまで続くかというのが一つのリスクで、もし持ち家価格の方が逆に下落していくようなことがあると、特に今後金利の上昇局面になるとその可能性が強くなるので、これが個人消費へのリスクになるだ

ろう。

最後に第五として石油価格の問題があります。

以前からFRBでは、バレル当たり二五ドル以上の水準がかなりの期間続くことは、やはりアメリカの回復シナリオにかなり水を差すことになると思っています。

石油価格上昇は考え方によっては、インフレを惹起するか、それならばそれでFRBが金利を上げるとかと思う人があるかもしれませんが、実はそうではないのです。

アメリカの場合には、FRBが金融政策のガイドラインとして見ているのは、一般物価ではなくて、エネルギーと食料品というように余り金融政策と関係なく動くものを除いた、いわゆるコアインフレ率です。石油価格が上りそして一般物価が上ったからといって、金融引締めには動かない。

FRBが心配しているのは、まず設備投資にど



ういう形で水をかけるかということです。石油価格が上がれば、それは当然のことながら、コストが上がる。しかしコストが上がっても、アメリカの場合非常に競争激甚なマーケットですから、なかなか売値に転嫁することができない。エネルギー価格の上昇を転嫁できないということになると、結局一種の法人税みだいになって、企業収益を圧迫する。そして設備投資をするかしないかというときの損益分岐点にマイナスの影響を与えるから、それだけ設備投資に水をかけるといのが一つあります。

もう一つは、これはグリーンズパン議長が過去のスピーチでよく言及しているのですが、ガソリン価格の下落が、アメリカの個人消費を維持するのに非常に役に立っているのです。今度はそれが逆に動くわけですから、個人に対し一種の新しい個人所得税か個人消費税みたいなものがかかるこ

とになって水をかけることになるわけです。FRBはこの二つを心配していて、これから石油価格がどうなるかということは、アメリカの大きなリスクの一つになっている。

実は石油価格の上昇というのは、当然のことながらヨーロッパにも日本にも影響があるわけです。それぞれどういうふうに影響するかということですが、例えば、私が大蔵省にいたころは、石油価格が上がったときには、まず石油を全面的に輸入に依存している日本が一番ヒットされる。ですから、石油価格が上がると、大体円は下がるといのが常識だったわけです、近ごろはそれになり変わってきています。石油価格が上がっても、日本は比較的そんなに影響を受けない。第二次石油ショックのときから既にそうなんです。

それはどういうことかというのと、まず七三年の第一次オイルショックのときに、徹底した省エネ

ルギー構造の経済にしたということがあります。

七三年から八二年までの一〇年間、日本経済の規模は大体倍になったのですが、何と石油の消費量というか輸入量は三分の二に減っているわけです。そういう非常に省エネルギー構造の経済をつくったというのが一つあります。ですから、第二次オイルショックのときは、日本はほかの国に比べると影響はずっと少なかったし、その後もそうです。

もう一つは、石油業界の非常に激甚な競争です。これはヨーロッパなどに比べると、本当に典型的にそうなのです。ですから、製品価格の方があまり上がらないということがあります。

アメリカについては、国内産の石油があるにもかかわらず、完全に輸入依存体質になってしまっています。エネルギー価格が上がっても、非常にマーケットが競争的ですから、一般の物価には

それほど波及しない。

ヨーロッパの場合には、原油価格が上がると一般物価にすぐはね返ります。欧州中央銀行は、エネルギー価格などを除いたコア物価ではなく一般物価をみながら金融政策を動かしています。その点もちょっとそれに対する反応が違うのです。ですから、欧州中央銀行は、どちらかというところ、フレの方をより警戒するという感じです。

石油価格の上昇がそれぞれ三大経済圏にどういふふうに受け取られているかというのは、ざっと申し上げるとそんな感じです。

そういうことで、この米国経済の五つのリスクというのが、アメリカの景気回復が本当に継続し得るものかどうかというときの目配りが必要な点であります。私は企業経営者がどちらかという慎重だというのは、やはり先ほど申し上げたような、エンロン後の会計に対する不信というもの

が非常に重く心理的にのしかかっているということもあるのではないかなという感じを持っており  
ます。

そして、アメリカの景気回復への障害という面でもっと構造的な問題としては、経常収支の赤字が挙げられます。経常収支の赤字はずっとGDPの三%を超えて、今や四%も超える状態が続いている。通常は景気が沈滞しているときには、経常収支の赤字は減ってくるわけですが、アメリカの場合は若干減つてもほとんど目立つほどではなくて、またふえ始めています。

これに対してグリーンズパン議長も、相当強い調子でウォーニングをしていますが、ハワイで三週間前にしたスピーチでは、アメリカの固定資本形成の四〇%は外国の貯蓄でファイナンスされており、こんな状態が問題なく続く国というのはい、アメリカもその例外ではないと言っておりま

す。

私はそれを読んだとき、これは後で円ドルレートのところでも申し上げますが、財務省、特にオニール財務長官は、ドルが強いことはアメリカが強いことだというようなことをいい続けているわけですけれども、グリーンズパン議長を初めとするFRBは、ドルのレートについてもちよっとナーバスになっているのではないかなという感じがします。

果して、このグリーンズパン・スピーチの一日ぐらい後に、ニューヨーク連銀のマクドノー総裁が、個人的にはドルはちよつと強過ぎるんじゃないかと思うということを言つて、ちよつとその辺をのぞかせた感じがありました。

いずれにしてもアメリカの経常収支の赤字は、今までどうやってファイナンスされてきたかという、過去数年、ヨーロッパからの資金の流れが

圧倒的に大きかったわけです。しかしながら、ただんヨーロッパ経済も持ち直してきていますから、今までのような規模で直接投資がアメリカにいくとか、あるいはポートフォリオ投資がいくということも考えにくいということになると、ドルも、そして米国の株式市場、債券市場もそれぞれリスクを持っているということになるのではないかなという感じがしています。

ですから、私がアメリカ経済を見るときの、一体今の回復が本当に永続できるものかということについては、かなりのクエスチョンマークを持っていますし、ニューヨークの株式市場についても、さらなる調整の可能性というのも見ておいた方がいいのではないかという感じを持っています。

そういうことを背景として、アメリカの金融政策は、グリーンズパン議長は、今の一・七五%と

いうのはもちろん早く直したい、せめて二・七五%ぐらいにはできるだけ早く持っていく、最終的には、FRBは大体中立的な短期金利は三・五%ぐらいと見ていると思われしますので、その辺まで持っていくかと思っているんですが、しかし、今度五月七日に利上げに持っていくかどうかという点については、今マーケットは、最初三週間ぐらい前は上げるとは必至という感じで長期金利が上がったりしていましたけれども、ちょっと今はどうかかなという感じで見ているのではないのでしょうか。

これから出てくる雇用の数字とか、小売上げの数字とか、あるいは耐久財、機械、特に機械の出荷の状況などを見るのでしようが、まだ何ともいえませんが、やはり原油価格の値上がりが続くというのは、どちらかというと引き締めに持っていくにくい方の動きかなと思いますし、今の時点

でどちらかと言えといわれたら、私は据え置くのではないかなという感じがしています。

## 二、ヨーロッパ経済の動き

ヨーロッパ経済については、特に申し上げることはそれほどないわけですが、アメリカ経済よりもちよつと先行するぐらいの感じで回復に向かっているということはいえると思いますが、ヨーロッパの中で一番大きな経済であるドイツに関しては、まだなかなかいい数字が出てきません。

ドイツについては、特に、今労働賃金の交渉が組合との間で行われており、一番みんなが注目しているのは金属労働組合との交渉です。経営者側二%、組合側六・二五%と距離があります。これ%、あるいはそれ以上ということになると、イン

フレもさることながら、それによって景気後退への影響が非常に心配されることになりました。五月の初めぐらいまでには結論が出るのでしようが、その辺までモヤモヤしているという感じがす。

フランスもドイツも選挙の季節に入っているわけですが、国内政策に関していうと、あまり政権の交代というものが大きな影響を与えている感じではありませんので、国内経済へのインパクトという意味では、それほど心配はないんだろうと思います。

ただ、アメリカとヨーロッパの景気の連動というのは、思った以上に出てきております。それは貿易関係を通じてというよりも、過去四、五年にわたってドイツを初めとするヨーロッパの国からアメリカへの直接投資、特にIT部門とか金融関係への投資というのが非常に活発に行われた結

果、アメリカの方の企業のバランスシートの悪化が、連結を通じてヨーロッパの企業に及ぶというパターンが非常に強まり、それが結局米欧の景気の連動性を強くしているわけです。

ちょうど日本でNTTとNTTドコモが、アメリカとかオランダなどに投資した結果が結局裏目に出て、連結で大きな損になってしまったというようなことが、もっと大きな広がりを持ってヨーロッパの企業部門に影響を与えているということですが、こういう影響は、初めはあまり念頭になかったのですが、そういうのが非常に強く出だしたということがあるわけでございます。

### 三、為替相場の動向

それらを前提として、為替相場がこれからどうなっていくのだろうかということ、ちょっと申

し上げたいと思います。

ことしの初めには、ご記憶かと思いますが、ほとんどの人たちは、円は弱くなる、その背景として、アメリカ経済は回復基調に入っているし、日本の経済はまだ先が見えない、したがって円は弱くなる、大体一五〇円とか一六〇円とかいうようなことが多くの人によっていわれていたわけであります。

私がこの一月の初め自分のレポートに書いたのは、強いて占うならば、この三月末にかけて、若干、円安是正が起こるのではないかと、そして、年末の一二月というところまではなかなかわからなけれども、大体一二〇円プラス・マイナス五円というものでした。

年末にどうなるかは別として、今のところどちらかという当たっているわけですが、そういうふうに考えたことの背後の考え方をちょっと申し

上げますと、まず、外国の証券会社のアナリストたちは、エコノミック・パフォーマンスがアメリカと日本とこれだけ違ったら、円安にならないわけはないといっているのですが、経験的にいうと、日本の通貨は、日本のマクロ経済政策の状況を反映するということが、むしろ少ないのです。

円が八〇円を割るような強さになったときのことを思い出していただくと、ちょうど細川政権のころですが、日本経済はバブル崩壊の後、雪だるまが下に転がっていくように悪化していた、アメリカ経済の方はどんどん上昇期にある、そこで円が一ドル八〇円を割るような強さになったわけです。単に経済だけではなく、政治面でもほとんど政権がかわる、一体どこへ行くかわからないときだったのです。

それは一つの例なのですが、そういうことで

ちょっと作業をさせてみました。ちょうど一〇年前の一九九二年から四半期ごとに、ある四半期がその前の四半期よりも成長率が上がり、円が強くなったときは○、前の四半期より成長率が下がり、円が弱くなったときも○。つまり、マクロ経済状況が円に適切に反映した場合を○、そうでない場合を×として計算したところ、三八の四半期のうち、○はたったの八つでした。これはもちろん大ざっぱな統計ですが、非常に印象的なのです。日本の経済の強さと円の強さとは余り関係がない、というか、日本のマクロ経済の状況が円に反映するということは意外と少ないということですね。

それでは何が一番影響されるかという点、外からの声、特にアメリカの通貨当局とか、行政府の意見で非常に動くのです。これは日本の投資家のやや被害者意識的なところが一番出るのでしょうか

けれども、これが一番影響してそういう結果になつてしまふわけです。ですから、経済の状況を比べて、円がどんどん弱くなるというのはまず余りないだろう。

私がこの三月末にかけて円安が少し修正されるだろうと見たのは、日本の保険会社、年金あるいは銀行その他が、三月末に益を出すかというときに、幸い円安になつたことでドル建ての資産を処分して益出しをするほかに、なかなか種はないだろう、ということ、ドル建ての資産の処分という形で、若干円安の修正が起きざるを得ないだろうと思つていたわけです。例えば都銀でも、アメリカの子会社銀行を処分したり、出資先のアメリカの銀行の株を処分したというのもそうですが、そういう形で円安の修正が起こらざるを得ないだろうと思つていたわけですが、現に少し円安の修正の動きがあつたことはご存じのとおり

です。

それではこれからどういうことになるか。例えば日本の経常収支は、ことしも一兆円ぐらいの黒字が続く一方、アメリカは、グリーンズパン議長が警告しているように大きな赤字が続いているということも無視できませんし、アメリカの大きな赤字は、今までは外からの資本流入でファイナンスされていましたが、このまま続くということもクエスチョンマークがありますし、それやこれや考へて、やはり一〇〇円プラス・マイナス五円ぐらいに落ち着くのではないかなというのがそのとき考へたことです。私は今でも大体その辺じゃないかと思つてゐるのです。

円安にすることによつて日本経済は救われるという人が結構多いのですが、これは私は基本的に誤つてゐると思ひます。短期的には円安が輸出企業の損益を改善しますし、それが株式市場にもい



い影響を与えることは確かですが、不自然に一四〇円、一五〇円、一六〇円というように円安になっていった場合、どういうことになるか。日本はすべてのエネルギー及び原材料を輸入に依存しているわけでありまして、そういうものの値段が上がる。

値段が上がるのは、デフレではなくて、インフレになっていいのではないかと論者がいるわけですが、今の状況は、コストが上がったからといって、それを売り値に転嫁ができないから物価が上がらないわけです。つまり、製造業及びサービス業は、コストが上がっても値段が上げられないから今のデフレがある。

そこでどういうことになるかというと、原材料とかエネルギーが上がった分は、結局法人税のようにして企業負担になってしまう。それだけ企業利潤を食ってしまうわけです。ですから、私はそ

れはボディーブローのようにマイナスに効いてくると思っていますので、余り安易な円安論はちょっと間違っているのではないかと思っているわけです。

円ドルについてはそんな感じですが、ユーロについていうと、ユーロは依然としてちょっと過小評価をされている。特にヨーロッパからアメリカへの資金の動きがそろそろ止まってきている兆候もかなり強く出てきていますので、そういうことを考えると、ユーロはもう少し強くなるのではないか。その意味で、これはそういつてもなかなかそうならないのですが、ドルとユーロとが一对一ぐらいになってもおかしくないという感じがしていますので、ユーロと円のレートに関しては、比較的ドルと円よりも安定的に行くのではないかという感じがしているわけでございます。

#### 四、日本経済の出口

そういった国際環境の中で、日本経済はどういうところに出口を見出すのだろうかということになるわけですが、ちょうど三月の初めにニューヨーク連銀のマクドノー総裁に会ったときに、私は日本の金融セクターについてこういう説明をしたのです。

私はある銀行の社外重役をしているのですが、昨年九月二六日にその取締役会で、ワーストケース・シナリオについて議論をした。ワーストケース・シナリオというのは、今後日本経済が来る三年間、最悪のコースをたどっていったときに、銀行の貸付資産というものがどういう形になるか、これは分類が要注意から要管理になるか、あるいは破綻懸念先とか、そういうふうが悪

化していくわけですが、そうなった場合追加的な公的資金の供与を受けなくて生きつづけるためのシナリオは何かということを議論した。そのときに、まず、例えばアメリカで非常に利益を上げている子会社銀行を売却するか、本店ビルも売却してリースバックするとか、最終的には資本準備金にまで手をつけざるを得ないということまで議論をしていたわけです。

その後、金融庁の特別検査が入った。その検査というのは、想定していたよりもはるかに厳しいもので、三年間ぐらいの間に一番悪く物事が推移した場合にそうなるかと思われていたところに、特別検査の結果それが来てしまった。したがって、そのとき議論したシナリオに従って、例えばその子会社銀行を売却するか、本店ビルの売却も含め、さらには資本準備金まで手をつける、全く新しいゼネレーションが頭取になる、というよ

うなことが起こったのだということ、彼に話しました。

その時私がいきましたのは、これについてはいいことが幾つかある。それは第一に、日本の金融機関が本場にワーストシナリオを書き、それに準備をするというようなことは、今までやったことがなかった。それがいろいろなことを遅らせていた。こういう形で動き始めたことはいいことでしょう。

第二に、金融庁の検査に対して、何かマーケットは信用しないようなことばかりいつているけれども、それだけ厳しいものだったということもいふことだと思ふ。

第三に、主要銀行に対して特別検査が入り、資産査定をやり、改めて分類をする結果、恐らく三月末までに問題視されていた法人が生存可能なものと、消えていくものとはつきり分かれてくる

というのがかなり見えてくるだろう。このように日本の企業部門全体についての見通しがはっきりしてくることによって、そこが日本経済の再スタートのいわばボトムになるだろうといったわけでございます。

現にその後の推移を見ると、例えば新聞に出てきたのをずっと追いまして、飛島、フジタ、長谷工、ミサワ、ダイエーというようなところが、とにかくサーバイバルできるような形で動く、そして東洋シャッター、市田、岩田屋、佐藤工業というようなグループは、整理される方に分類されていくというように、かなりはつきりしたものが見えてきた。私は、株式市場が三月に改善してきたことは、もちろんカラ売りの規制というような技術的な問題もありましたけれども、やはりそういうものがはつきり見えてきたというのが一つのバックにあると思ふのです。

それについてマクドノー総裁も非常にそれを評価してくれまして、数日前、日本の金融セクターの不良債権の処理は結構進んでいる、そして金融庁はいい仕事をしているということを書いてくれました。今、日本人がいろいろいつても、だれも信用しないものですから、どうやってそういう人たちに本当のことをわかってもらうか、そして、それが外に出ていくという形にしないといけないと思うのですが、私自身も、それは別に彼に対してというよりも、日本の経済なり、金融セクターというものを見ていて、やはりそういう感じがするのです。

ですから、明日一二日発表される金融庁の特別検査の結果は、相当クレディビリティのある数字だと考えていただいていると思います。甘くして問題を先送りするという感じのものではない。ですから、そういう格好で、まず日本の不良

債権の問題がある程度はつきりと進み出す。今は主要銀行を中心として行われていますが、さらにこれがだんだん中規模以下のところに進んでいくに従って、日本の企業セクター全体が灰色になっているところが白と黒がはつきりしてくる、それが、一つのスタートラインになっていくのではないか。そういった問題とはまた別に、経済循環的には、これもアメリカと同じですけれども、在庫整理というのはかなり最終段階に来て、ようやく生産も上向いてきたというのもいい材料です。

私は日本の景気がどういう形で改善してくるかということは、八〇年代後半には底に沈んでいたアメリカ経済が一九九二年頃から回復してきた過程と重ね合わせながら見ているのですが、アメリカ経済は一九八〇年代は本当にむずかしい調整期でした。ですから、その一〇年にいわゆるフォーチン五〇〇社といわれる大企業から三五〇万人

の失業者が放出されたわけですから。雇用不安というものがアメリカ経済全体に広がった。そういう三五〇万人の人たちが中小企業とかベンチャーキャピタルに吸収されていくという過程であった。したがって、アメリカでは個人消費というのはずっと沈滞が続いたわけです。雇用不安があるからこれは当然です。

そのアメリカ経済が何から回復してきたかというところ、そういう必死のリストラの中から企業収益がまず改善し、それが設備投資という形になり、そして一九九三年ぐらいから徐々に上昇期に入ってきた。しかし、雇用不安から、依然として個人消費の方はなかなかキャッチアップできなくて、本当に個人消費が出てきたのは、アメリカの景気の上昇が始まってから二年ぐらいたってからです。

私は日本の景気の上昇についてもそうだと思う

のです。ある晴れた日に、急に個人がお金を使い出すなどということは考えにくいと思うのです。

ですから、やはり日本もアメリカと同じように、企業収益の上昇というものから始まる。その意味では、本当は二〇〇〇年度というのは、法人税収が対前年で一〇%以上伸び、見通しよりも一八%も伸びた年だったので、本当はあのととき一つのチャンスだったのですが、アメリカのITブームの破綻が、心理的にも実体的にも影響して、日本の方はまた沈んでしまったわけです。日本の証券会社の見通しでも、二〇〇二年度の企業収益はかなり劇的に改善するというような見通しも随分出ているようですし、そこが一つ契機になって、設備投資が徐々に出てくる、その後、個人消費が追いかける、そういう形で日本の経済の出口というのが出てくるのではないかという感じがしているのです。

しかし、そのためには幾つか条件があります。

まず心理的に、アメリカ経済なりニューヨークの株式市場と日本とは別だという意識がないと、さきほどいいましたように、もしアメリカ経済がV字型ではなくてW型で沈むようなときに、また日本も一緒になってしまつのです。

このところ株式市場を見てみると、ようやくニューヨークとは少し違う動きをし始めたかなという感じもするのですが、お金というものはあつちこつちと動くわけですから、ニューヨークと一緒にこちらがいつも沈むとは限らない。逆にシーソーのように、向こうからこつちへ来るといふこともあるわけですから、どうやってアメリカへの依存という呪縛から心理的に逃れるかということがまず一つあるのです。

考えてみると、日本は輸出立国だという頭がもうみんなに染みついてしまつていますが、日

本は、GDPの中でも、輸出額は一〇%になるかならないかです。アメリカとほとんど同じなのです。ヨーロッパの国は大体三〇%から四〇%です。アジアの国は、例えば韓国は四〇%近いでしょうし、マレーシアなどは一〇〇%を超えているのです。日本の輸出の中でアメリカが占めるのは三〇%ぐらいです。もちろん、日本がアジアに部品を出して、アジアからアメリカに行くというのも多いですから、それは三〇%にとどまりませんが、それにしてもアメリカ経済との連動性をそんなに大きく考えることはないわけです。どうもその呪縛からなかなか逃れられないということ、これを何とか断ち切る必要があるのではないかということなのです。

もう一つは、政治の方の問題です。これも私はメディアに非常に問題があると思うのですが、外国へ行きますと、日本では構造改革が進んでいな

いとみんないうのです。そこで、構造改革とは何ですかと聞くと、答えがないわけです。何も無いわけです。さらに突っこんで聞くと、ほとんどの人は銀行の不良債権問題だといいます。しかし、これは本当は構造問題でも何でもありません。また、これはさつきいいましたように、その処理が進んでいるという説明をしているわけです。

私は今度ニューヨークに行ったら、こういう例を挙げてみようと思うのです。以前は、郵便貯金、簡保、公的年金の資金はほとんど全面的に財投に行つて、それが財投機関に流れていたわけです。これが改革の結果、財投は自分で資金調達をする。公的年金などの資金は、民間の資金と同じように、市場に行くようになった。公的年金は、一九九九年基準でいえば一四四兆円が、七年間の経過期間の間に順次市場に出ていきます。財投が戻ってきて、市場に出てゆくという形になる。

ですから、今年度に関していうと、九兆円の新しいお金が公的年金の積立金から出てきて、そのうち株式市場には約一・八兆円がニューマネーとして入ります。それから外債とか、外国株の取得に二兆円ぐらいが動きます。これは一つの構造改革の典型です。

多くの論者は構造改革というのだけでも、総論はあつても各論がない状態で、日本はおくれているという話ばかり出る。これは何とかイメージを変える必要があるわけです。今度、五月初めに、アメリカのジョン・テイラー財務次官が来ますが、今計画しているのは、彼を佐久に新幹線で連れていって、あの辺の小諸とか岩村田とかの中心の町は、商店街に人がいなくなつてどんどん閉めている、一方、佐久平のインターチェンジから駅にかけては、二〇〇〇台ものパーキング場があるような大きな店舗がどんどんできていて、一〇

○円ショップ、あるいはユニクロの店などもある、ということで日本がどういふふうに変わっているかというのを見せてやるうと思っっているのです。

日本の景気が今こういう状態なのは、一つは、やはり構造改革の中で短期的でネガティブな影響が出ていることがあるんです。規制緩和というのは万能薬のようにいう人が大勢いますし、そして長期的には、それが日本経済にとつて絶対に必要なことは確かですが、短期的には、やはりいろいろな難しい問題を生ぜしめてきているのが、過去一〇年起こっていることです。例えば価格破壊がまず小売段階で起こり、それが下請段階にも来てということがあるわけです。

日本の景気上昇パターンというのは、いつも中小企業の方がまずよくなって、大企業がついていくという形なんです、今度は大企業の方がリス

トラで少しずつよくなって、中小企業がついてこない、そこでまた失速するというのを繰り返しているわけなんです。ですから、この痛みの期間、仕方がないというか、ある程度それは産みの苦しみだということ、そういう形でみんなが我慢しなければいけない面もあるわけです。そういうことを考えると、私は、先ほど申し上げたように、日本経済の出口というのは、やはりまず大企業から始まつたりストラにより景気がよくない中での収益の改善が始まり、それが設備投資につながり、これが経済を持ち上げることによって、個人消費に火をつけていく、そういうパターンではないのではないかと思えますし、またそれは私は決して不可能ではない、結構あり得るシナリオではないかと思うわけです。

私からのお話はここで終わります、恐らくご質問等おありかと思しますので、あるいはご意見



も含めてお聞かせいただければと思います。

どうもありがとうございます。(拍手)

関理事長 大変ありがとうございます。

それでは、今質問の時間もとっていただきまし  
た。非常に広い範囲のお話があったと思うので、  
どなたかご質問、ご意見、ご感想、何でも結構で  
ございますが、おありになったら、ちょっと合図  
をしていただけませんか。

質問 構造改革について、これが構造改革だ、こ  
れが進んでいるというような例を、少し挙げてい  
ただけませんか。

答 第一には、私はやはり財政改革だと思いま  
す。景気がずつと悪いものですから、財政刺激と  
いう話が出ていますけれども、英国、オランダ、  
北欧、ニュージーランド、みんな構造改革とも  
に財政改革をやっているのです。

アメリカのジョン・テイラー財務次官は私の前  
からの友人ですが、この間、彼と会ったときに、  
日本は財政健全化の中期計画を立てる予定はない  
のかというから、いや、それはまさに日本が一九  
九六年に橋本内閣がやるうとしたことで、それを  
妨げて結局こういう状態にしたのは、あなたの前  
の財務長官と財務次官ですよという話をしたので  
す。

三〇兆円というのは形式的な話で、それを守る  
か守らないかということではないのですが、基本  
的にはやはり財政の規律というのは、諸外国では  
やはり構造改革の一環として取り上げられてきま  
したし、日本についても、以前のように、何でも  
お金を出しませうというのに比べて、明らかに  
構造改革だと思えます。財投改革もそうです。郵  
便貯金は、郵政事業というものがどういう形にな  
るか、まだクエスチョンマークがありますが、こ

れもそういう方向に進んでいることは確かだと思  
います。道路公団の民営化なども含めて、政府と  
民間の仕事の分け方については、ある程度議論は  
進んでいると思います。

それから、私が思いますのは、小泉さんのいう  
ことはみんな改革で、それに対して反対するのは  
抵抗勢力だという図式でジャーナリズムが物事に  
アプローチするのは、全く間違いだと思います。  
自民党の中にも、最近の動きを見ていると、やは  
りある程度話をしながら出口を見つけていくこと  
ということはあると思います。その意味では、政治  
が不安定になっているということを過度に心配す  
ることはないのではないかと思います。  
質問 中小企業のマネーフローは、銀行サイドか  
らの「貸しはがし」があつて、新規の案件があつ  
ても、なかなか進まない。一方で、大手企業は、  
マーケットで資金調達をしようにも、格付けの問

題が出てきてしまつて、うまくいかない。日銀が  
いくら資金供給をしても、それが循環しなくて、  
結局のところこのような状態がもうしばらく続い  
てしまうのではないかという意見が結構あると思  
うのです。この辺に対してのお考えをちょっとお  
聞かせ願いたいのです。

答 その問題に対する鍵というのは、結局金融機  
関がリスク・リターンについての戦略を打ち立  
て、それがきちり実施されるかどうかにかつ  
ていると思つのです。今まで日本の金融機関は、  
ご存じのように、ほとんど一律の安い金利をみん  
なに適用する、担保を取っているからそれでい  
い、こういうことで長年きたわけです。ところが、  
もう不動産担保といつても信頼できるわけでは  
ないということになると、リスクに応じたリ  
ターンを取るということをほとんどやっていな  
かった金融機関がこれから何を基準にしていくか

ということになるわけです。

その意味で、一年前ぐらいは、そういうことを指摘しても、「なかなかお客さんのところに行つてリスクに応じたリターンを取るといつてもむずかしい」という感じの方が強かったのが、今ここまで来ると、もうそうはいってられないということ、大手銀行もリスクに応じて金利を取つていかざるを得ないということを急速にやり始めています。

ということとは、今までは安い金利でしか貸さないということだと、少しでもリスクがあるともう貸さないというふうに動いてしまつわけですが、リスクに応じた金利を取るということで対応する場合には、今まで外れていたところが、あるいはこれから外されるかもしれないところにも、ある程度資金が回り始めるといふ意味になるわけです。もちろん、どうしても危ないところに貸すわ

けにはいかにせよ、やはりリスクに応じたリターンを取るといふ形で、資金供給の円滑化にもなつていくと思ひますし、それがなければ、なかなか日本の企業部門の再生というのは無理だと思ひます。

しかし、一年前と今とでは、中で見ていると、本当に意識が変わつてきました。やはり金融機関も、このままでは生きつづけられないということに追い詰められてきたのです。だから、僕はその意味では、比較的そういういい方向に動き出してくるベースはできてきたのではないかなというふうに見始めているのです。

質問 在庫循環に伴う景気回復というのは既に始まつているのではないかと一般にいわれております。昨今、中期的に見ると、回復期間というのは非常に短くて、一二月から一八月ぐらいではないか。一説によると、昨年一二月ぐらいから回

復が始まっているとすれば、今度の回復は、また回復感なき、非常に弱々しい回復で終わってしまうのではないかという見方もあるのですが、先ほどのお話で、これから個人消費の回復を伴って設備投資まで行くかどうかは別としても、先生はかなり長期間の回復をお考えのように承ったのですが、その辺、いかがでございますか。

答 先ほどはちょっとこういう条件でということとで申し上げたのですが、二〇〇〇年度というのは、ある意味で、確かに循環的にも上昇期にありました。企業利潤も、上場会社だけでなく上がりました。税収というのは、一 番経済の実体をあらわすと思うのですが、法人税収が対前年で一〇%以上ふえたのです。あの時期は、それ以前がずっと対前年比減が五年ぐらい続いていたのです。アメリカのエコノミストは、日本の景気が上昇しても財政はよくなるまい、なぜならば、繰越欠損金

があれだけ累積しているから、法人税はふえないなどといっていたのですけれども、その繰越欠損金を消して、なおかつ法人税が一〇%ふえたわけです。これは明らかに一つの循環的な上昇期にあったと思うのです。在庫の動きもそうでした。

ところが、それを直撃したのが、IT不況とニューヨークのナスダックの暴落です。これは私は、輸出を通じて日本の産業が打撃を受けたというよりも、やはり特にナスダックで損をしたのをカバーするために、外国の投資家が日本株で益出しをして、それがナスダックに連動して日本株を暴落させたということだと思えます。そのことが心理的に直撃したという感じが非常に強いと思います。

ですから、私は、基本的に過去一〇年ずっとそうなのですが、バブル崩壊以降、やはり一番しこっているのは、实体经济ではなくて、信頼の不

足というか、コンフィデンス・クライシス（信頼の危機）で、ここから解放されないと、少しよくなくても、すぐ何かの影響を受けてガタンと行くということになります。それはやはり問題なので、その意味で、さきほど申し上げたように、ニューヨークに何かあっても、こちらは違うのだ、今度は主役が交代するんだぐらいの感じであってくれば、景気回復のベースというのはちゃんとあると思うのです。ここが脆弱であると、どうもなかなか難しいんですね。その意味で、私は今の日本の問題というのはますます心理的なところから来るのではないかという気がしています。

関理事長 あとお一人ぐらいお時間がありますが、ございますか。…それでは、内海理事長の今のお話にもちよっと関連するのですが、私から一つお伺いいたします。

今の株価とかそついう問題について、アメリカ

と心理的に切断をすることが必要なのではないかとついうお話があったと思うのですが、ご承知のように、日本の株式市場における売買において、相場の割合が海外からの売買になっているわけですね。そうすると、日本の市場で売買をする外国の投資家、機関投資家も個人投資家もいるかもしれませんが、そういう人たちは、ある程度日本は独立に動く市場だというような感じで動いているのか。今の心理的に切断をして考えるというのは、日本の国内の投資等の課題になっているのかどうか、そのあたりはどんなお感じでしょうか。

答 私が見ているところでは、今、関さんのいわれた後の方で、つまりアメリカの株式市場の動きとか経済の動きに影響されると思っっているのは、むしろ日本です。この三月に、日本株について結構はつきり見えたのは、アメリカの年金基金とかそついったところは、かなり日本株を買ったとい

うことです。日本の投資家とアメリカの投資家の違いは、一言でいうと、日本の投資家の投資行動は、どこかに投資をしようというときに、そのリスクがどこにあるかということを考えるわけですが、アメリカの投資家―ファンドなどのマネージャーは、もちろん投資するときのリスクは考えますが、同時に、そこに投資しないことのリスクを考えるということがあるんです。

ですから、日本株を極端にアンダーウエイトにしていたから、日本がちょっとよくなるのではないかという感じが出てくると、むしろ日本株を持たないことのリスクということで動くわけで、現に今アメリカの投資家の間ではそういう動きがやや出ているということはどうも確かかのようにです。

関理事長 どうもありがとうございます。まだまだご質問もおおありになるかと思いますが、そろそろ時間でございますので、きょうの私どもの会

合は終わらせていただきます。

先生、どうもありがとうございます。

(つづみ まこと・国際金融情報センター理事長)

(本稿は、平成十四年四月十一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

国際的環境と日本経済の出口

内 海 孚 氏

略 歴

- 1957年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省  
1963年 在ベルギー日本国大使館書記官  
1974年 内閣官房長官秘書官事務取扱い（二階堂、竹下、井出各長官）  
1981年 主税局総務課長  
1982年 東海財務局長  
1983年 在アメリカ合衆国日本国大使館特命全権公使  
1986年 国際金融局長  
1989年 財務官（1991年退官）  
1992年 慶應義塾大学教授  
2000年 (助)国際金融情報センター理事  
2001年 同 理事長
- 1989年 ポリシーメーカー・オブ・ザ・イヤー

審議会委員等

- 財 務 省 関税・外国為替等審議会委員  
厚生労働省 社会保障審議会・年金資金運用分科委員

著 書

- 『ユーロと日本経済－新通貨は世界をこう変える－』（東洋経済新報社、1999）  
『アジアの金融資本市場－危機の内相－』  
（共著、慶應義塾大学地域研究センター、2000）