

# なぜ、日はまた昇るのか？

— 今後の日本経済 —

久保田 勇 夫

高橋理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから、「資本市場を考える会」講演会の三月の例会を開かせていただきます。

本日は、御案内いたしましたように、ローン・スター・ジャパン・アクイジションズ会長の久保田勇夫さんにおいでいただきました。ローン・スター・ファンドというアメリカの投資ファンドがございまして、その日本への投資のアドヴァイスなどをする会社の会長でいらっしゃいます。

久保田さんについては、御存じの方も多いかと思いますが、お配りいたしましたように、昭和四十一年に大

蔵省にお入りになりました、ごらんいただきますように国際金融の畑で活躍され、国際金融局次長、関税局長をされまして、平成九年には国土庁の官房長、そして国土庁の事務次官を経験されておられます。その後、都市基盤整備公団の副総裁になられまして、そのときに、この「資本市場を考える会」においでいただきました。日本の不動産証券化の展望ということで、REIT等についてお話しいただきました。二〇〇一年五月でございました。

その後、先ほど申し上げましたように、ローン・スター・ジャパン・アクイジションズの会長でおられ

るわけでありませう。ローン・スター・ジャパン・アクイジションズはアメリカの投資ファンドでありますので、アメリカの投資ファンドの戦略等についていろいろ伺いたいという気持ちもあるのですけれども、その話はむずかしいということのようなのです。

実は、久保田さんにはもう一つの顔がありまして、イギリスの「エコノミスト」の編集長でありますビル・エモットさんの長年の親友であります。ビル・エモットさんは、一九八三年に特派員として東京に駐在したことがあるんですけども、それ以来の友達であり、二〇年以上にわたっていろいろ親交があつて、議論をしたりしているということでございます。

エモットさんにつきましては、よく御承知のとおり、一九八九年に「エコノミスト」誌上で「日はまた沈む」ということで、当時まだバブルの絶頂期であった時代に、日本経済に対する警鐘を鳴らして名を売った人でございます。そのビル・エモットさんが、昨年一〇月に、エコノミスト誌で「日はまた昇る」、あれ

以来一五年たつたけれども、日はまた昇るんだということ、日本経済に対する新しい見方を披露してくれました。

つい二月には、「日はまた昇る」という日本語の本を上梓されて、これから一〇年、一五年という展望をしますと、日本経済への期待が非常に大きいのだということ、いろいろな観点から論じておられます。ただ、日本への期待を論じている一方、「確かに太陽は再び昇り始めているけれども、日本がその真の可能性を発揮するためには、まだなすべきことが多い」ということもいつているようでございます。

そこで本日は、御案内いたしましたように、長年の親友である久保田さんを通じて、ビル・エモットさんが日はまた昇ると分析してくれた背景でありますとか、今後の日本経済に対する注文、考えている点等についてお話をさせていただきたいということで、お招きいたしました。

どうぞよろしくお願いいたします。

なぜ、日はまた昇るのか？

御紹介いただきました久保田でございます。過分の御紹介をいただきました。

眺めてみますと、この道、専門の方がたくさんいらっしやいますので、お話しするのをためらうところもあるのですが、役人をやめましてこういう状況になりますと、ある意味では全部失ってしまっておりまして、いろいろなことを考えずにお話させていただきたいと思えます。

かたがた、どうも公務員時代ですと、なるべく正確に話そうということになります。あるいはフランスよくということを考えますために、どうしても慎重になりがちであります。民間に来ますと、必ずしも全体は見えない、しかし見えているところはかなり正確なものではないかということもありません。多少方針変更と申しますか、これまでと違って、私といたしましては少しはつきり物を申し上げたいと思っております。

## はじめに

最初に、ちょっと横道にそれますが、今御紹介いただきましたように、なぜ私がこういうことをやっておるかという御理解をいただくために、私の経歴を見ていただければありがたいと思えます。

私は昭和四一年に大蔵省に入りました。それから一年後にオックスフォードに留学いたしました。日本の法学部を出ているのに経済学の修士とはけしからぬと大分やられました。そして、最後の試験のときには、筆記試験の後の口述試験では私だけは四〇分の長いものをやられました。他の人は大体五分で終わったのですけれども、おまえは疑わしいから最後だといわれて。それはこもつともであるということでは何か卒業できました。

そこで、今日の話にも少し関係があるので、多少その辺の話からしたいと思います。

オックスフォードの授業の仕方というのは、御承知のようにチュートリアルというのをやりま  
す。そこで、私が一番最初にもらった題名は  
「What is money?」通貨とは何か。そして、必  
読文献を三〜四冊、あるいは論文を幾つか示され  
まして、これを読んでエッセイを書いてくるよう  
に言われます。期間は一週間後。そして、一週間  
後に教官と一対一で一時間議論をする。これが教  
育の基本でありました。

エッセイを書いて持っていくと、中身の議  
論を一對一でやってくるのです。それで、どこが  
良いとかこれが悪いとか。そこで鍛えられたの  
は、経済の基礎とともに、なぜそういうことが書  
いてあるか、なぜ書いていないかという中身の話  
と、これは大蔵省に入ってよくアメリカで勉強し

てきた人との間でよく論争したんですけれども、  
多くある表現の中でどうしてそういう表現をする  
か。AとBとCという言い方の中で、どれが一番  
適切かということも非常に厳しくやられました。

エモット氏も学部生の時に同様の訓練を受  
けているわけです。

こういう訓練を受けていますとエモット氏なん  
かの文章を読んでも、ああここは手を抜いている  
などが、ここはもっといいたいはずのだけれど  
も書いていないというのがわかるような気がし  
ます。

例えば今日とりあげます本の中で財政赤字と  
か、中国との関係なんというのはぼやっと書いて  
いますが、どっち向きか、何を言っているのかは  
わかるような気がするわけです。

その後、御紹介いただきましたように、国際金  
融行政をずっとやっております。実は、三一年

なぜ、日はまた昇るのか？

間ぐらい大蔵省にいまして、そのうち東京を離れたのが三年でございます。あとは全部霞が関なりその界限で働きました。

経歴をちよつと見ていただきますと、七九年に短期資金課という為替関係の業務を担当する課の課長補佐になりました、一九九七年に国土庁に出るまで、国際金融の關係の仕事を大体ずっとやってまいりました。それも国内にいる国際派として働いたといつてよいと思います。五八年の財務官室長のときは円・ドル委員会の事務局みたいなことをやりましたし、六〇年の国際金融局国際機構課長のときには、いわゆる東京サミットを担当しましたが、そこでG7をつくる、つくらぬという議論があつたと思います。

それが終わつて仕事に楽しかなと思ひましたら、副財務官というのを二年間やりました。そして八六年の夏から八八年の夏まで二年間、G

5、G7に通訳として出席しました。具体的に何をやってたかといひますと、当時は、宮沢喜一大蔵大臣、澄田智日銀総裁、行天豊雄財務官の時代でございますが、もつぱら澄田総裁の英語の通訳をやっていました。一度、ループル合意のときに、フランスから、おまえは通訳ではない、余計なこともやっている、けしからぬといわれたこともありますが、とにかく二年間務めました。

八六年秋のアメリカのFRBの議長はボルカー氏でございました。通訳をやっておりましたら、発言内容はほとんど経済学的にはトートロジーである。自分の耳がおかしいのかとパニックになりかかりましたが、後で聞いてみたら、あの人は大体あんなものだといわれてほつとしたのですけれども。

それから一年後にグリーンズパン氏がFRBの議長としてこれらの会合に出ることになりました

た。いろんなところでグリースパン氏は何をいつているかよくわからないといわれるんですけども、私の知っている限り、実はグリーンズパンはそういうことはほとんどないと思います。非常に厳密な物の言い方と経済学的なアプローチで説明しているのです、その発言の内容を厳密に聞けば、非常にわかりやすい人だと思います。

そういうことをやっておりますうちに、私もだんだん国際派になるんだなということで、意識的に多少人脈の構築も考えました。そのころから、東京は大変重要なところだということになっていまして、極めて優秀な外国のジャーナリストが集まっていたんです。その中の一人がエコノミスト誌のビル・エモット氏です。彼は八三年ごろだと思いますが、こちらに来ました。

ビル・エモット氏は日本に来てからロンドンに戻って「エコノミスト」の副編集長、ついで編集

長になりましたが、そのほかに有名なしつかりした人ではフィリップ・リエス氏がいました。AFP通信の人ですが、非常に優秀な男で、東京支局長を終わってパリに戻って、AFP社の国際金融部長をやって、しばらくしてまた九〇年代の終わりに東京に來まして、現在EUの担当者でブラッセルにいます。彼は、二回目の日本滞在中に、「カルロス・ゴーン 経営を語る」という本を、カルロス・ゴーンと共著として著わしています。

それから、もう一人目立ったのは、当時ロイター通信社にいたR・ミラー氏です。彼は、ワシントンに移って、現在は「ビジネスウィーク」の特別記者となっております。去年の一月七日号の「ビジネスウィーク」、その号のカバー・ストーリーである「THE NEW FED」という記事を書いています。FEDの議長がバーナンキ氏になると決まったときに、グリーンズパン氏

なぜ、日はまた昇るのか？

の事績を論じ、将来のFEDの政策がどういうことになるかを書いていきます。

そのほか、現在も東京にいますが、ロイター通信社のリンダ・シーグさんも活躍していました。彼ら自身がいつているのですが、東京市場の地位に低下に伴ない最近の東京の特派員の質は落ちたと。しかし、最近また、盛り返してきているような気がします。

私も、どうも国際派になりそうだということ、こういう連中ともかなり意識的に研究というか友達になるように努めました。さらにいえば、今考えてみますとえらい連中とやっていたのだなと思います。BOE総裁のマービン・キング氏とは、八四年に日本に来たときからつき合いがございます。つき合いといますか、当時彼は三十幾つでロンドン大学の教授でありました。その後も経済論争とかいろいろあったんですけども。他

にトリシエ欧州中央銀行総裁ですが、これはまさにループル会議のときのフランスの官房長でございます。当時の財務官の相手方はルベック氏という人でした。現在もドイチェ・バンクのチーフ・エコノミストであるノヴウル・ヴァルター氏、当時マコーレー銀行にいたビル・シールズ氏などはこの時期、知り合いになりました。公務員では、現在ニューヨーク連銀総裁のティモシー・ガイトナー氏は、一九九五年の日米金融協議の米側側の議長であり、当時日本側の議長であった私とは激しくやりあつた仲であります。

そういうことで、当時いろいろな意識的に人脈つくりをやってきたというのが事実でございます。結局、大場、行天、内海、千野、中平、加藤の歴代財務官にずっと仕えました。そろそろ国際金融はおれの方かなと思つたら、本日お招きいただきました。日本経済研究所理事長の高橋厚男理事

長の後の後の関税局長になれという話で、そういう縁で本日のこういう話になったのではないかと思います。

ただ、せつかくの人脈でもありますし、やりかけた話でもありますので、なるべくこういうことを引き続きやりたいなということもあつたものですから、ローン・スター・ジャパンにヘッドハンティングされて移ってきた後もある程度のつきあいをしているという状況でございます。

そういうことを踏まえて、なぜビル・エモット氏を紹介するか、あるいはその人の説を中心にして議論するかという話をしてみたいと思います。

レジュメを準備いたしました。あつち行つたりこつち行つたりして、このレジュメ自身も後で見ますと余りできがよいものですから、私なりに多少説明をしながらお話しさせていただきますと思います。

## 一、ビル・エモット氏の日本経済論

先ほど御紹介しましたビル・エモット氏というのは、二〇〇五年一〇月八日に、「エコノミスト」で高橋さんから御紹介がありました「The Sun Also Rises」という記事を書いたわけでございますが、その二日前に丸ビルホールで講演会を開いています。

この人の説に対するわが国における最も一般的な理解というのは、恐らく二〇〇六年二月の「文藝春秋」のインタビュウの見出しに要約されていると思います。これはこういうふう書いてあるわけです。東谷暁という方がビル・エモット氏にインタビュウをされたものなのですが、その副題として、「日本はなぜよみがえつたのか？ 日はまた昇る 日本経済復活の秘密 日本没落を予



なぜ、日はまた昇るのか？

言したエコノミストの意外な分析」と書いてあるのです。

徐々に述べますように、この「The Sun Also Sets」は、決して日本経済の没落を予測したものではないのでありまして、私も当時、それが出てすぐ、大蔵省のファイナンスに書評を書きました。が、全くそういう話ではありません。

そのときの「The Sun Also Sets」の議論はどういうことを書いているかというと、昨今の日本の経済状況なり世界の雰囲気を見ると、日本はすぐナンバーワンになるといろいろいわれているけれども、そうではないだろうということしか、実はいっていないのです。当時のその手の話の一番最初は、たしか一九七九年のエズラ・ボーゲルという人の「ジャパン・アズ・ナンバーワン」だと思えます。

ここで、エモット氏の『日はまた沈む』（一九

八九年、九〇年）と書いております一枚目の一番下でございます。これは、英文版が出たのが八九年で、日本語が出たのが九〇年でございます。

その当時の雰囲気は、皆さん御承知のとおりだと思います。日本が大変な国になると、世界的に非常にのぼせ上がっていた時期でございます。具体的に申し上げますと、一九八九年六月にはダニエル・バーンスタインという人が、「円がドルを支配する日」という本を書いた。九〇年六月にはアロン・バイナーという人が「ジャパマンナーの驚異」という話を書いております。八九年二月には日高義樹氏、この方は当時NHKにおられたと思えますけれども、「日本は『一番』でいい！」。一番になりそうだけれども二番でいいと書いた。そういう雰囲気の中で、「日はまた沈む」ということを書いてあるわけでありまして。そこでその分析を多少紹介しますと、次のようなことであ

ります。

第一点は、日本を今日あらしめているのは大幅な経常収支黒字、巨額の資本の流出、結果としての世界最大の債権国である。これが当時の日本をあらしめているのだ。こういふ事象は、かつての英国や米国に見られたものであって、何ら目新しい事象ではない。これが第二点に書いてあります。

第三点に、これは私は非常に大事なポイントだと思つたのですが、経常収支黒字が大きい理由は、よくいわれているように、日本市場が閉鎖的だからとか、日本のやり口がフェアではないからとかいふことではないという書き方をしている。

そこでは、日本において家計の貯蓄率が高く、企業部門に資金余剰が生じつつある、あるいは、政府部門の赤字が縮小されつつあるといったマクロ面の事象やアメリカの経済政策がおかしいことの

反面であるとしている。

四番目として、資本の流出は資金の不足するアメリカを初め国際金融市場の安定に寄与している。

五番目として、これはいかにも彼らしいところですが、日本は急速に変わりつつあり、日本の人口構成の急速な高齢化、社会保障制度の成熟、人類の消費性向の増大等から判断すると、一九九五年、遅くとも二〇〇〇年には資本輸出国ではなくなるだろう。これは現在から見ると予測としては明らかに間違つたわけですけども。

第六番目に、そういう前提のもとに、日本、米国、欧州は所要の政策を推し進めるべきだといふ話を書いてあるわけです。

これは、経済理論的には、日本の経常収支黒字をISバランス論で説明している。経常収支不均衡の原因をISバランスに由来すると説明してい

なぜ、日はまた昇るのか？

る。確かに、定義的に経常収支の赤字なり黒字は一つの国内の消費と貯蓄の差であることは事実ですけれども、それが原因で経常収支の黒字が生じたり（日本の場合）、赤字が生じたり（米国の場合）する、そして、貯蓄が減少する時期に日本の経常収支の黒字がなくなるという説明をしたのは、私は明らかに間違いだと思います。

いずれにしても、彼自身は当時からこういう説明をしていたわけです。そして、その考え方から非常におもしろいのは、この人の特色が既に出てきている。それは、一つはお得意の分野といえますか、経済の予測をするということについて、一〇年、一五年のスパンで物をいうということです。

したがって、今度の「The Sun Also Rises」も、今から一〇年、一五年後の日本はどうなるかという議論をしてあるわけです。これ

は、この人の一貫したアプローチでありまして、例えば二〇〇三年に出ました、日本名はたしか「20世紀の教訓から21世紀が見えてくる」という本がございます。これも時間がおありでしたら、ぜひお読みになることをお勧めします。

それぞれの章ごとに、アメリカ、中国、ヨーロッパ、日本がどうなるかということ、やはり一五年先のチームで書いてある。そういう一〇年、一五年のチームが得意分野だというのが一つです。

脱線しますと、人によって期間の得意分野があるんです。例えばジョージ・ソロス氏は、私が八八年から八九年の為替資金課長のときに面会希望があり、現時点での為替相場の状況については議論しない、円については過去についても将来についても論じないという二つの条件で一回だけ一時間ぐらい会ったことがあります。一二月六日で

す。この日は私の誕生日でしたが、その時、彼は最初の本の日本語訳である「相場の心を読む」という本をくれました。ちなみにこれは非常に面白い本で、彼がある一定の時期にどういう見通しでどういう為替取引をしたか、成功だったか失敗だったか、それは何故か、が大変正直に書いてあります。ヘッジファンドが何をしているかわからないと思われる方は一度お読みになると良いと思います。その後も何回か会いました。この人は大体三・四半期を見るのです。一年後ではなくて半年後でもなく、三・四半期、三クォーターズでどうなるかという議論に非常に興味を持つタイプ。それぞれ人によってそういう得意分野がありますが、このビル・エモット氏というのは大体一〇年、一五年が得意である。それが一つ。

二つ目には、非常に観察力が鋭いということでもあります。これは後でも述べますけれども、こう

いうことです。例えば「The Sun Also Sets」のときには、要するに八九年、九〇年の頃ですが、日本という国は、物事は変わらない、何も変わらないとみんないう。前と同じだよというけれども、よくよく見るとどんどん変わっていく。物事は前と同じだと人々がいつているときに、その変革をいかに早く見つけ出すかというのが日本に駐在する外国人ジャーナリストの醍醐味だといっているわけです。

そういう特色が、この「The Sun Also Sets」のときに、既に出てきているわけでございます。そういうことをまずお話ししておきたいと思えます。

## 二、ビル・エモット氏の経歴

そこで、ビル・エモット氏本人の経歴でござい

なぜ、日はまた昇るのか？

ます。レジユメを見てもらいますと、オックスフォード大学のPPEというところを卒業しております。PPEというのは、オックスフォードのアンダーグラデュエイトには、経済学そのものがありません。Philosophy Politics and Economicsという、政治経済哲学、PPEというておりますが、そういう学部でございます。この中で、将来経済の専門分野に進む人は、その中の経済の科目について、たくさんペーパーを読んでといいますか、試験科目をとって経済学者になるんです。PPEというのはジャーナリストだとか政治家だとか公務員になる人の最も集中するところでございますまして、たくさん本を読まなければならぬということ、大変きつい学部であります。それが終わって東京支局長として日本に來まして、四、五年いたと思いますが、それから「エコノミスト」の副編集長になり、次いで編集長になった。

彼が最初に、日本経済に関して世界的に注目されましたのはアメリカン・エキスプレス社の懸賞論文で一等をとった時でございます。その当時、一九八四年だったと思いますが、日本経済がどうなるかという話を書いた。それは、現在の論調のもとになるところではあります。

私がなぜこれを非常に鮮明に覚えているかといえますと、彼が賞をもらったときに、すぐに取り寄せてそのエッセイを読みました。そうしたら、その中に、「日本人は自由化を進めることが大変国益にかなうことがわかった。」そこから先はややイギリス人的なジョークといいますが、「例えば日本人は海外に行くと物事が非常に安いことがわかった。旅行も安いし映画も安いし馬も安い。」という風なことが書いてある。そして、その後に「even sexes」（セックスさえ）も安いと書いてあったのです。彼流のジョークです。

だから、おまえひどいこと書くなということ、すぐそのコメントを書き送ったことがありまして、それで覚えているわけでございます。それで、この「日はまた沈む」という話になったわけです。

### 三、日本経済の今後 (ビル・エモット説)

それでは、日本経済の今後についてビル・エモット氏は何をいつているのか。これは、先ほど御紹介がありましたように、日本語訳が既に出ているそうですので、私が御紹介するのややダブリになるかと思えます。ただ、正直なところ、できれば英語の原文で読まれた方がいいのではないかと思います。

そこでいっておりますことは、一つは、日本経

済が非常に好転していること。それから、先ほどお話を飛ばしましたが、一〇月の時点ですが、経済の好転は事実だということ。

当時、日本の経済情勢がよくなったからビル・エモット氏がよくなったと書いているとかいろいろ書いてあるのですけれども、そうではない。一年半か二年ぐらい前から、日本経済はどうも強くなっているようだけれども、どうしてだろうかという議論を私に吹きかけてきた。そのときに、彼の一つの注目点は、なぜ消費支出が余り落ちないんだ。計数を見ると、所得は伸びていない。GNPもマイナスで伸びていないのに、どうして個人消費支出が余り落ちないのかという話です。私は計数を見ていなかったのですけれども、多分貯蓄率が減少しつつあるのだろうという話をしたら、ああそれならわかるという話をしていました。これは一応事実だったのです。そういうことであり

なぜ、日はまた昇るのか？

ますが、その前に、なぜ好転しているのかという話のとき、経済の好転は事実である。したがって、彼は一年近く前から、日本経済は強いという記事を書くことと思って大分材料を集めていた。ところが、一〇月に「エコノミスト」誌にその記事を出したところには、実は九月の自民党大勝の選挙も終わって、日本経済は立派なものだということふうになっていたので、何か少し妙な話になったなという話をしておりました。

そこで、レジュメの二ページ目の二であります。が、そういう意味で、当時の評価も含めて、今の状況というのは評価が行き過ぎつつあるのではないかとこの議論をしていた。これは一〇月の時点です。

経済の好転は事実だといっておりますが、その原因は何だという話を、これは専門家の方が多いので非常に恐縮なのですけれども、株価の好転の

原因を中心として説明してありました。レジュメの二ページ目のところに「株価好転の背景」と書いていっているところでもあります。依然として現在も妥当だと思います。

一つは、国内的要因ということで、懸案の解決あるいは解決のめどがついたという非常に常識的な話ですが、不良債権の問題あるいはデフレの問題であります。

もう一つは経済指標の好転ということで、特に成長率。これは、時がたつにつれて非常にはつきりしてきたわけでございますが、その成長率がよくなったということ。

第二番目に、国際的な要因としまして、国際的な資金の余剰があるのではないかとこのことでございます。これは、彼がいったものを私流に膨らませたところがあるのですけれども、どうもいろんな計数を見ますと、資金が余剰ではないかとい

うのいろいろな方面から読み取れるわけであり  
ます。

一つは、世界的にヘッジファンドがかなりの勢  
いで伸びているということであります。日本にお  
きましてもいろいろヘッジファンドがあります。

余談になりますが、外国人から、ヘッジファンド  
への投資は結構だが、日本人はどうしてあんな危  
ないとはいいませんが、変動の大きい可能性のあ  
るヘッジファンドに全体の投資額の割には巨額な  
資金を投資するものがあるのかということを知ら  
れたことがあります。

また、時によりますけれども、実質金利が余り  
高くならないのは国際的な資金余剰の反映だと  
か、これは御専門の方の解説が要るかもしれませ  
んが、そういう議論もあります。

それから、銀行活動の活発化といえますのは、  
実は私がつけ加えたものであります。非常に不思

議なこと、ここ二三年の国際クロスボーダー  
の資金取引を見ますと、ヨーロッパ系銀行を中心  
としてクロスボーダーの銀行の債権が物すごく伸  
びているのです。特にアジア諸国に対するものが  
大変伸びているわけであります。インドネシアに  
対しては、ドイツが一番残高を多く持っていたと  
思いますし、かつては、フィリピンを除いては、  
東アジアは中国を含めて日本の銀行の残高が圧倒  
的に多くて一位だったような気がするのですが、  
今や状況はかなり変わっている。

その背景を、例えばヨーロッパのビジネスの人  
にいわせると、二つあって、一つは、ヨーロッ  
パには投資物件がない。即ち資金余剰である。し  
たがって、これは外に行かざるを得ないという説  
と、もう一つは、アジアの方が見込みがあるか  
ら、こういう説明をする。

ヨーロッパの金融ということでも多少脱線をし



なぜ、日はまた昇るのか？

すと彼らがヨーロッパで今盛んにいつているのは、integration of European financial markets。要するに、ヨーロッパの金融市場の統一化の努力を盛んにやっている。ところが、これがなかなか思うようには進んでいないのが実態のようであります。特に銀行のリーテールの部分についてはほとんど進んでいない。しかし、いわゆるホールセルの部分については、そうではない。ルールも実態もほとんど変わりつつある。しかも、私が個人的に大変心配していますのは、今から日本の金融機関、銀行は、ヨーロッパに進出ない海外で活動しようと盛んですけれども、ヨーロッパの規則とかルールが物すごい勢いで変わり、かつ複雑になっている。その実態がわが国では十分知られてないのではないかと。

私どもがこういうことをいうと、おまえは年寄りだといわれるかもしれませんが、昔、私どもが

国際金融局で仕事をやっておりましたときには、日本の主な銀行の人を集めまして、どうもここはおかしいからみんなで調べよう。あなたはこの国のこれを調べなさいという話をして、結局、やや変則した形であっても、世界の国際的な銀行活動の規制状況とか実態をわが国全体として把握することができました。

ところが、今は、そういう話をやっているところはどこにもない。銀行協会でもないし、それぞれの銀行はともそういう余裕はない。金融庁はそういうところまで手が回らないということでございます。いずれにしましても、ヨーロッパの金融統合の状況というのは大いに気をつける必要があると思います。これはやっぱりお金が余っているという一つの証左ではないかと思えます。

それから、国際的な要因、株価好転の背景として彼らが盛んに挙げますのは、投資対象の欠如で

す。ビル・エモット氏などは、ドイツへの失望というのを特に盛んに話しておりました。統合しますとやはり最大の経済だということもあるのかもしれませんが、ヨーロッパで投資対象を探すとドイツということにならざるを得ない。そのドイツにあまり適格投資に適したものがない。

それから、この辺は異論があるかもしれませんが、中国に対してはやはり賛否両論があります。いろんなファンドなどを見ましても、積極的に打って出るところと、あそこはなかなかそうでないところがあるわけであります。更にこれまでの日本に対する過小評価があった、その反動だという見方もございます。

その他、株価好転の現状として、ジャーナリズム的に、いや悪かった、悪かったという話をして、次はよかった、よかったという話をするという議論、傾向、即ちジャーナリズムは極端から極

端に走り勝ちだということ、これがここに「ジャーナリズムの体質」と書いた内容です。その他、九月の総選挙で自民党が大勝した。そういうことで株価好転になったということで、議論をしていたわけでございます。

#### 四、長期的（一〇～一五年）予測

そこで、レジユメの二ページ目の方に戻っていただきまして、やはりさはさりながら、当時の、即ち一〇月頃の状況として、現在の評価は行き過ぎになりつつあるのではないかと考えていたようであります。現在だと、余計そういふかも知れません。そこで、次は彼の得意な一〇ないし一五年先の予測であります。ここは細かくお話をしたいと思えます。この議論はここに取りまとめておきましたけれども、どうも日本の経済について、

なぜ、日はまた昇るのか？

長期的には悲観的な見方が依然として強いのではないかということをお前提とした議論でありま  
す。

(1) 人口減少でも、相応の経済成長

そこですべてあります一つは、人口の減少とい  
うことで、二〇〇七年がピークになる。そういう  
意味で、まず人口が減り始めるという話と、二つ  
目には、人口の老齡化が進む。そういうことで、  
当然経済成長率を中心とした経済パフォーマンス  
はうまくいかないだろう。

さらにいえば、OECDは生産性の伸びを一・  
七%と予測して、成長率を一・三%、二〇〇四年  
から二〇一〇年の間のことですが、という話であ  
ります。

今後一五年間の予想をするときに、何を議論す  
るかということでございます。悲観説は間違っ

ているというわけです。そこで、ここにばやっとし  
か書きませんでしたけれども、非常に大事なことは、  
いわゆる「ロストデケード」（失われた十年）とい  
うことがなぜ起こったか。その原因は除  
去されたかどうかということがよく考えないとだ  
めではないかというのが大きなエッセンスであり  
ます。

それは、「その他」というところにちょっと書  
きましたけれども、実は一九八〇年代なり九〇年  
代、厳密には八〇年代後半からだと思っんですけ  
れども、日本は異常な事態だった。したがって、  
そのときの様子なり計数を前提とした議論をする  
のは間違いだというのが大きなフィロソフィーで  
あります。

そこで、何が間違っていたか、何が異常だった  
かというのは、この人によりますと、日本という  
のはまさに世界史上最大の資産ブームのときに、

伝統的に所有していたフレキシビリティ（弾力性）とディシプリン（節度）を失った。それは、彼は具体的にいろいろ述べていますが、それらは昔からそうであつたわけではないという議論をするわけであります。

具体的な話としまして、基本的なディシプリン、秩序といいますが節度と申しますか、それを失つたというのは、第一に民間部門については、企業は拡張に走つて、資金はコストフリーだという前提で活動したし、銀行は企業のビジネス内容にかかわらず貸し出しをした。それから、人々は変革に反対して自己満足に浸り、現状維持に走つた。

よくよく考えるとそついう状態だつた。ところが、これは私も非常に賛同するわけですから、日本という国は、それほど昔からそうであつたわけではない。裏を返しますと、日本は、例え

ば五〇年体制だとか何とかといわれるように、戦後すつと同じ固的な体制であつたわけではないということをしていっているわけでありませう。

ディシプリンを失つた二つ目の話としましては、公的部門で節度のない拡張的な財政政策などがとられた。その原因が、今消えつつある、あるいは問題点が理解されて建て直しが図られつつある、ということが、将来、中長期的に大丈夫だといふ最大の原因だと議論するわけでありませう。

フレキシビリティについても同様だといふわけでありませう。

具体的にどういふことかといひますと、まず政府支出は非常に下がつてきておつて、企業の債務も下がつてきていゝし、銀行貸し出しは上がつてきている。そついう意味で、別の言葉でいひますと、マーケットメカニズムが動き出してきたといふことをいひたいのだらうと思ひませう。

なぜ、日はまた昇るのか？

そのまた具体的な表現として、いわゆる三つの余剰がなくなってきた。それは、負債、労働、生産設備の余剰ですけれども、それがなくなってきた。したがって、今まで行われてきたり、いろんなところで依然として行われている過去一〇年の計数を使った議論は間違いだということ強くいうわけです。

さらにいえば、ポジティブな方からいいますと、もともと高い教育水準と高い技術水準と、企業内での協調性を持っていた国が、しばらくの間喪失していたフレキシビリティやディシプリンを回復するとどうなるかをよく考えなければならぬというわけです。それとの絡みで、日本は特別なことがないと変わらないというのは誇張であるという話をしてるわけでありませう。

非常におもしろいのは、そういう意味で、紹介するよりは、直接本文を読まれたり、聞かれたり

する方がいいのかもしれませんが、小泉総理のいわゆる構造改革というのは、当たっているかどうかよくわからない。正しいかどうかわからないし、中身を見てもどうかという議論は十分ある。しかし、全体としてみると、改善する方向に向かっていているんだ。したがって、後継者が誰であろうとこういう傾向のポリシーを引き続きやる限りは多分うまくいくだろうとっている。

そこで、我々にとつてのポイントは、うまくいくとは限らないとっているところは一つあるのですけれども、いずれにしましても、こういう議論は彼の最初の「日はまた沈む」のところでも見ましたような、日本は特別なことがないと変わらないというのは誇張であつて、多くの見えない分野で少しずつ変化が起つていっている。それが全体として大きな動きになるということが一つの特色だといつていっているわけでありませう。

さらにいえば、彼にいわせると、日本がピークだったときに、日本の制度が極めてうまくいったことを根拠に、すべてのことについて日本に学ぶべきである。日本は、これからもよくなるだけだと考えるという過ちを多くの人が犯していた。だから自分は、そうではないのだということと「The Sun Also Sets」を書いた。

今回は幾つかのことが大変まずかったゆえにすべてのことがまずかったと考えられ、かつそれが永久に続くと考えられてきた。だから、それは間違っているというところで、自分は「The Sun Also Rises」を書いたのだ、という話をしているわけでありませう。

彼が明示的に、あるいは黙示的に指摘している問題をレジユメの4(3)のところで書いておきました。先ほど最初のところで申し上げましたように、はつきりこうだというようには書いていない

のです。しかし、話としては、財政赤字はしっかりとやらないといけないよというふうなことをふわっと書いてある。それから、構造改革もかなりの程度いいかげんだなという趣旨のことが書いてある。

その後、<sup>あと</sup>競争、流通、観光を、これは割とはつきり書いていますが、しつかりやれということを書いておるわけでありませう。

(2) 成長の「源泉」は、生産性向上（技術進歩）さらに、生産の源泉というのは、レジユメの(2)に書いてありますように、「生産性向上（技術進歩）」だ。これはまた後で私なりの追加的な考えを申し上げたいと思います。

日本のR&D、いわゆる開発研究費のGDP比が高い、これは過去一〇年か一五年の平均をとったのだと思いますが、日本は三・一%であって、

なぜ、日はまた昇るのか？

アメリカは二・八でEUが一・九%だ。こういう国の生産性が上がらないはずがないという議論になっっているわけでありませぬ。

そこで、彼の講演の後で、「おまえのいっているのはわかるけれども、具体的にもう少し個別論がないとどうも迫力がないのではないか」といったのです。「わかった」ということでございませぬが、確かに「The Sun Also Rises」を読みませぬと、それに対する答えの一部が書いてあるような気がいたします。御興味のおありの方は、その辺をお読みいただければと思ひます。

レジユメの（注）として、経済成長率は労働力の増加と資本の増加。 $\alpha$ はいわゆるトータルファクタープロダクティビティーといひませぬか、その他生産性の向上であるわけです。彼の議論を経済学におおざっぱに整理しますと、日本の経済成長は、この $\alpha$ をいかにうまくやるかといひこと

だ、しかもその素地は十分であるといひのが、彼全体の話ではないかと思ひつけたいわけでありませぬ。

## 五、今後の日本経済の課題

エモット氏の話の紹介ばかりしていてもしようがありませんので、多少それ以外の話もつけ加えたいと思ひます。

それは、わが国経済政策のあらゆることの中にあります構造改革についてであります。できればその他も少し申し上げたいと思ひます。

### (1) 構造改革

日本の経済の課題として、従来からずっと構造改革といひ議論が行われてきました。これは、例えは金融システムの改革だとか、あるいは税制改革だとか財政改革とか歳出改革といひわれているわ

けですが、どうも構造改革という言葉自体が余りはつきりしません。

構造改革とは何だろうかと私なりに考えますときに、経済の構造改革とそれ以外の構造改革とは、もしかしたら違うのかもしいないと思うわけでありませぬ。司法制度なり地方分権などとは性質が違つし、さらにいえば、構造改革というのは目的かという話であります。

宮沢元総理はさすがに鋭いことをいっておられます。大蔵大臣の時代に「自分は、この構造改革という言葉が大嫌いだ。何をいつているのかわからない」という話をされたのを聞いたことがあります。まことに当を得た話ではないかと思いません。

実際調べてみますと、御承知の方もいらつしやると思ひますが、もともと構造改革というのは、政治学上の言葉だといふんです。それは、革命を

起こさなくてもその社会構造を改革すれば社会をよくできる。これは、江田三郎氏（元社会党国会議員）のいわゆる構造改革という話ですし、さらにはヨーロッパのある政治学者が言い出した言葉だというのが山崎正和さんのお話だつたように思ひます。

しかし、ここでいう構造改革というのは、どうも経済学的に使われ始めたのは、私がかかりました限りでは、一九六〇年代のラテンアメリカの経済開発についての議論だつたのではないかと思ひます。

当時は、開発経済の中では、ラテンアメリカが非常に有望な地域だといふ話になっておりましたし、そのときの大きな議論が、経済発展をするために金融政策の自由化などどうまくいくのか、社会構造改革が必要なのかといふ、マネタリストとストラクチャリストが激しく争つていました。



なぜ、日はまた昇るのか？

ほかにもあるかもしれませんが、これが恐らく構造改革の議論が経済的な面に出てきた最初ではないか。少なくとも最初のころの話ではないかと思えます。

さらにいえば、この構造改革という言葉が世界的に盛んに出始めましたが、一九七〇年代の終わりから八〇年代にかけてでございまして、その典型的なものは、世界銀行の構造調整融資というものだと思います。これは、Structural Adjustment Loan。要するに構造調整をやれば、それを条件として国際収支ファイナンスをするための金を貸すというのが、この構造調整融資であります。

この構造調整融資の中には、構造調整とは何かということが実は定義されていない。ただ、個々のこのローンの貸出し条件の中に次のようなことを達成せよ、という項目が書いてあるだけであ

る。そこで、ある学者が、そこでいう構造調整なものはいかなるものを調べた。

世界銀行の構造調整の中に掲げられている項目は、当時調べたら一〇項目ほどある。それは、一つは財政の規律、第二に公共支出の優先づけ。プライオリティーをつまぐやれということだと思いますけれども。それから税制改革、金融の自由化、市場原理を入れた為替制度、貿易の自由化、直接投資の自由化、民営化、規制緩和、所有権の確立、こういうことが世界銀行の構造調整融資の構造調整の中身という整理になっています。

これを見ますと、一方では財政がらみの、財政の規律だとか公共支出というグループ、第二にマーケットメカニズム。例えば金融の自由化だとか、貿易の自由化だとか、民営化だとか、直接投資の自由化だとか、規制の緩和だとか、マーケットメカニズムの政策のためという第二のグループ

があるような気がするのです。

そこでわが国の構造改革についての話です。

有名なのは、中曽根内閣の「国際協調のための構造調整研究会報告」というのがあります。これは八六年の話です。さらに九五年に、「構造改革のための経済社会計画」が出ております。九六年に「六分野の構造改革」というのが出て、高度情報通信、物流、金融、土地・住宅、雇用労働、医療福祉。さらに橋本内閣が「六大改革」として、経済、財政、社会保障、金融、行政、教育。振り返ってみますと大変多くのことが構造改革という名のもとにやられていて、そのために内容や趣旨がどうもはつきりしていないのではないかと。

私が思いますのは、やはり経済政策としての構造政策、構造改革というときには、「何々としての」とか、「何とかを達成するための構造改革」ということが明確にされる必要があるのではないかと。

かという気がするわけであります。そういう意味で、歴代の経済面での構造改革の中で、はっきりしているものは八六年です。「国際協調のための」構造改革と明示されているからです。

いわゆる構造改革といわれているものの中に、見ただけであるほどと思われる、いわば目的と手段が一致しているものもあります。

例えば、司法制度改革のように裁判官が足りないとか、財政改革、地方制度改革あるいは大学の改革のようにその目的が非常にはつきりしているものと、構造改革といっただけでは、中身は何をやるべきかということがはつきりしていないものとがあるのではないかと。

経済政策としての構造改革は後者ではないかと。この場合には、その目的をしっかりとしないと、所期の効果もたらされるかどうか疑わしいところがあるのではないかとという気がするわけであ

なぜ、日はまた昇るのか？

ります。

具体的に申し上げますと、まず目的を、例えば、「市場メカニズムを達成するための」とか、「資源の効率的配分のための」というふうなことを、まずはつきりすべきではないかという気がするわけであります。

私どもが見聞きした範囲では、例えば道路公団の改革というのは、ある意味では道路に対する資源の配分を減らすということですから、今考えてみますと、極論すれば別に制度の改革をする必要はなかったのではないか。道路の建設を何キロメートルにするというふうに短縮するだけであったのではないかという論も成り立ちます。現在進められています郵便貯金の改革というのも、やはり公的に受ける資金の拡大をとめるということとを目的にするということがより明瞭にされているのではないか。具体的なものに翻訳すると、そ

ういう気がするわけでございます。

そういう意味で、まずは目的の明確化ということが一つ。

二つ目は、構造改革という措置は手段であるという認識が大事ではないかと思えます。したがいまして、例えば構造改革をやる、あるいは制度を変えるといったときに、それは手段でありますから、それによって目的を達成しない場合にはその中身を変えなきゃいけないことを意味しているような気がするわけであります。

三つ目は、これはイギリスの連中なんかもよくいいますけれども、構造改革の中身というのは状況に応じて変わるものだ。だから、経済状況が変わってくれば、構造改革としてベストの措置は変わるのが当たり前ではないかということです。そういう意味では、構造改革の政策も、時代により、状況の変化により、より弾力的であることが

好ましいのではないかという気がするわけです。

最後に、構造改革というのは既存の構造を変え、即ち、現に存在しない構造にしようとするわけですから、結果としてうまくいくかどうかわかりません。したがって、基本的にはトライアル・アンド・エラーズのプロセスでありますので、やり出してうまくいきそうでないことが判ったら、その内容を変更するのが当然だという認識が非常に大事なことはないかと思えます。

具体的なことを申し上げますと、例えばイギリスのPFI。イギリスのPFIは、これは我々も非常に興味を持っていたわけですが、もともと始まったのは政府に予算がないので民間の資金を使って、政府の金を使わないで公共事業なり公的なことがやれないかということから始まった。ところが、やってみたところが、実は民間の金の方がコストが高いことがわかった。当たり前

の話で、租税で賄う場合は当然ですが、そうでない政府保証をつけた資金の調達の方が、民間の資金よりもコストが低い、即ち、民間の資金の方がコストが高いのは当たり前なのです。

そういう意味で、資金的にうまくいくということとは間違っていた。しかし、それを民間に移すことによって設備や施設の建設コストや運営コストを削減をすることができる。したがって、PFIの目的は、イギリスの場合では資金の調達ということからコストの削減に移ってきた。

さらにいえば、よくいわれている鉄道の改革なども、当初は非常に勢いでやってみた。やってみたのですけれども、やり過ぎていろんな事故が起った。それで、またもとに戻りつつある。

そういう意味で、構造改革というのは、トライアル・アンド・エラーズの話であって、間違っておれば、当然方向を変換することが必要なのでは

なぜ、日はまた昇るのか？

ないかという気がするわけではありません。

そこで、ビル・エモット氏の話とどこでどうつながるのかという話になりますけれども、私はビル・エモット氏のやっているロボットなどを使って技術的な生産性が上がるという話のほかに、存在する各種資源の最適配分をより良く行うことにも重点を置くべきではないかと考えます。

特に、これは私がいろいろ外国の人とつき合っているせいもあるのですが、人的資源の最適化ということをもう少し議論すべきではないかという気がするわけがあります。

実際にやっていますと、男女の差でありますとか、国籍でありますとか、専門分野でありますとか、それぞれの人の属性でありますとか、そういうことに対する配慮が、日本の仕組みの中では非常に強いようです。個人の能力や適不適ということまで話がいかない。

身近な例でいいますと、この組織のポストには、公務員のOBは採用しない、そういう話が多くある。欧米諸国では、銀行の頭取さんなんかでも、金融業務の経験がない者をぽつと連れてきて、しかも全体としてうまくいっているんです。それはなぜかという点、マネジメントの能力に着目して連れてくるからです。

さらにわが国の場合、いろんな取引を見ますと、やはり外部と取引をしているといいつつ、実は同じグループの中の取引が非常に多いのです。こつこつということを改め、専ら市場原理に基づき物的資源の最適配分、人的資源の最適配分をもう少し上手にやることによって、例えば人口は増えなくとも、より高い成長率を達成できるのではないかと思っています。

したがって、日本経済の課題というのは、広い意味での構造改革をどのようにやっていくかとい

うことがまず最大のポイントではないかという気がします。

## (2) 金融政策

金融政策につきましては、よくよく調べてみますと、日本の金融政策は非常に難しい。お話ししようと思つていろいろ調べましたらますます難しくなりました。今非常に大きな流れとして、世界的に金融政策についてアメリカの新しいFEDの議長であるバーナンキ氏がどういう政策をとるかが議論がされています。その中で気がつきますのは、アメリカのFEDの政策が本来の金融プロパーの領域の他にグリーンズパン氏のもので、やそれ以外の分野に踏み込み過ぎたのではないかという議論が、少なくともアメリカの中ではかなり出てきておる。やや小さな金融政策といいますが、金融は金融だという議論にかなり傾斜しつつ

あるような感じがいたしております。

いずれにしましても、もう少しだけ感想を申し上げますと、私自身もずっと、古いんですけれどもボルカー氏の時代から、グリーンズパン氏の時代、今度はバーナンキ氏と見えますと、グリーンズパン氏の時代とか、先ほど申し上げましたものと絡み合つのですが、かなり経済理論的にきちとしたことをやっている。あらゆることがマーケットメカニズムに沿っているように見えますけれども、その実、そうでない要素が結構入っている。

これは、例えばブラックマンデーのときに彼がどういう対処をしたかとか、あるいは経済政策をうまくやるためにアネットドータル・アプローチといいますが、計数はこうなっているけれども民間ではこういう話があるということによって、最適なものをどんどん探っていく。

なぜ、日はまた昇るのか？

さらにいえば、これは彼自身がある上院委員会  
で証言していますけれども、ある時点でもっと早  
めに金利の引き上げをやるべきだったのだけれど  
も、それをやると銀行がもたないと思つたから、  
金利の引き上げは半年延ばしたということを通直  
にいつているわけです。

そういう意味で、グリーンズパン氏のポリシー  
というのは、一方で非常にドグマティックとい  
いますか、マネタリストのような形をとっています  
けれども、その実、一方で非常に実務的な考慮が  
働いていたような気がしております。

何事もそうですけれども、外国の制度を見る  
ときには、静態的なもののほかに、実態はどの  
ように運用されているかということを見ながら  
やっていく必要があるのではないかと思つてお  
ります。

### (3) 財政赤字

最後に、財政赤字につきましては、これは三つ  
ぐらい説があります。財政赤字の計数は、具体的  
に見ますと、日本の二〇〇五年度債務残高はGD  
P比一五八・九％。アメリカが六四％で、ヨー  
ロッパの国は大体六〇％以下にするように努力し  
ているということになっています。さらには財政  
赤字の収支のGDP比ということであれば、日本  
は、二〇〇五年度で大体六・一％ぐらい、アメリ  
カの五・〇％、ヨーロッパの大体三％台とかなり  
違つているということがあります。

第一の説は、多いから大変だという説です。二  
つ目は、そうではなくて、政府には資産も結構あ  
るからいいではないか。その説によると、債務残  
高はGDP比で一六〇％といっているけれども、  
政府の有する資産を除けば七〇％ぐらいに落ちる  
というのですが、しかし実務的な観点から見る



と、資産があるからといって、それを使って財政赤字を埋めていいという制度はなかなか作ることはできないので、それもちょっとどうかという気がします。第三説は、外国から借りていないからいいではないかという説です。いずれにしても、これらの三つの説があります。

そういうことで、ちょっと雑駁になって、あっちへ行ったりこっちへ行ったりしました。

「その他（外国誌の読み方など）」というのを書きました。国際経済情勢がどうなっているかを見ないと、やっぱり日本の経済運営はマクロでもミクロでも十分なことはできないと思います。

私の経験を踏まえていいますと、アメリカの情報なり分析なりというのは、ほとんどオープンに出ているんです。一流紙、経済誌なり週刊誌にはほとんど出ております。したがって、どこに出ているものが非常に大事なのか。どの週刊誌はどう

いう性癖があるのかとか、さらにいえば、あのライターはどういう癖があつて、そのバイアスをどう修正して読めば、ほぼ正確な全体の姿になるのかを知ること、非常に大事なことはないか。

本当は日本人が行つて、日本人が調べて、日本人のジャーナリストが、週刊誌なり新聞で報告できればいいのですけれども、それはちょっと無理なのです。そういう意味では、やはり外国の週刊誌なり月刊誌あるいは日刊紙をうまく読みこなしてやっていくというのが一番得策ではないかと思っております。

雑駁な話でございましたが、とりあえずはこういうことでお話を終わらせていただきます。

御清聴ありがとうございました。（拍手）

高橋理事長 どうもありがとうございます。

ビル・エモット氏から始まって構造改革論、多



なぜ、日はまた昇るのか？

方面にわたるお話を伺いまして、大変ありがとうございました。ございました。

御意見あるいは御質問等がございましたら、ぜひ御発言いただきたいと思えます。

質問者 不躰な質問なんです、アメリカの貿易赤字を縮小しなきゃいかぬということで、しきりに欧州とかアジアの国に内需を増やせという話があるかと思うんですけれども、これに対して、日本も含めて欧州とかアジアの方で内需を増やさなきゃいかぬというか、増やそうという動きというのが、今お金が余っているので少しずつ増えているというのはあると思うんですけれども、それぞれの国の政府として、そういう方向に動くとう考え方というのはあるんでしょうか。

久保田 恐らく余らないと思えます。それと、余りそう動くべきではないのではないかと思えます。

それは、今日は話しませんでしたけれども、一九九〇年、日米構造協議で公共事業費の十年間の四三〇兆円をアメリカとの間で示したとき、私は調査企画課長で大蔵省の取りまとめの課長でした。その後、海外経済協力基金総務部長の時代に向こうに行つて、当時USTRの二〜三番目だった男に私が申し上げたのは、「内需拡大について同じ黒字国であるドイツには強く言わないのに、公共事業の拡大など内需の拡大を日本になぜ強く求めるのか」と。「それはドイツは譲歩しないが、日本は譲歩するからだ」というのです。

黒字国の内需の拡大も大切ですが、赤字国の内需の抑制も大切なのです。赤字大国であるアメリカが、その赤字を減らすための景気の抑制をしようとしなことが問題だというのが、現在の世界の多くの学者の意見ではないでしょうか。

それから、一般的に経済政策目標は、経済成長

率、国際収支、物価と雇用ですか、その四つの中で、経済成長率だということをや非常に高くいうのはアメリカなんです。それ以外の国は、御承知のように、ヨーロッパではインフレに対してとか雇用に対してとかいうものがありますので、そういう意味で、一般的、国際的世論というのはやや成長率に過大評価だというか、成長率に重点を置き過ぎではないかと私は思っています。

質問者 もう一ついいですか。

そうすると、逆にアメリカの貿易赤字というのが、別に、解消する方向に向かった方が望ましいというのともかくとして、向かわないと世界経済がどうかなっちゃうところまでは、皆さん考えられていないと思っていんでしょうか。

久保田 世界経済の前に各国経済があるので、そこは日本みたいな国同士でやっているときとアメリカのような国とやっているときは戦法を異に

しない。

実は、一九六〇年代の国際収支調整過程、今の話とそれ以降の国際収支調整過程の議論とは大きな差があるんです。それはどういことかということ、六〇年代は赤字国と黒字国の負担をどうやって調整するか。赤字国は景気の抑制をやり、黒字国は景気の拡大をする。どちらがどれだけやるべきかというのが国際収支の調整の議論の中心だった。

ところが、アメリカの国際収支が赤字になつてから、この議論が消えたように思うのです。それは、はっきりいえば、アメリカの教科書にバードンシエアリング、即ち、負担の分担、という議論はほとんどないと思います。ということは、放っておけば、バードンシエアリングの議論はすつ飛ばす。そうすると、基軸通貨国というのは赤字を出したいだけ出すということになつてしまつては

なぜ、日はまた昇るのか？

ないでしょうか。

ちよつと私の議論は先鋭的に過ぎるかもしれないませんが、近々そういう本を出す予定にしております。要するに、世界の国際経済の議論というのは、基軸通貨国の教科書をそのまま使い過ぎてい

るのではないかと考えております。  
高橋理事長 御質問、どうもありがとうございます。

久保田さんの本は四月ぐらいに出るそうであり  
ますので、御紹介いたします。

ほかに何か御意見なり御質問、ありませんで  
しょうか。

先ほどのビル・エモット氏の話で、見えないと  
ころでちゃんと少しずつ改革ができてきているのだと  
いうことが評価の原点になっていて、その中に日  
本の資本市場、マーケットの改革も入っているの  
だろうと思います。一〇月にエコノミスト誌に論

文を出した後、日本市場はライブドア事件であり  
ますとか、誤発注とか、システムダウンとか、い  
ろんな事件があつて、人によつては日本市場に対  
する海外からの信頼が失われたのではないかとい  
う人がいます。

一〇年、一五年先を見るのがエモットさんだと  
すれば、余りそういう問題に対する考えと  
は示されていないかと思いますが、もしそういう  
ことを経ても、やっぱり日本市場に対する信頼は  
変わらないのかどうかというような点、教えてい  
ただきたいと思います。

久保田 一〇月八日ごろ、出たときに、まだライ  
ブドア事件は出ていないんです。ところが、その  
時点で、エモット氏の論文の途中にもうライブド  
アの写真が出ていまして、堀江さんの写真も出て  
いた。日本ではいろんなことが起こっている。そ  
の中で、まだ法律が十分整備されていないため

に、本来であれば許されないようなことが、法律上規制されていないという理由だけで許されているというふうなことを書いていました。

そういう意味で、法整備がおくれているという話と、いくつかの行為は間違いいではないかと。彼の言葉でいえば、日本の金融行政というマーケットについての一つの特色は、ルール・オブ・ロー (rule of law) ではなく、即ち法による支配ではなくて、ルール・バイ・ロー (rule by law) だということだ。バイ・ローというのは、要するに現在存在する法律による行政であって、その結果として、他の先進国では許されていないようなことが許されていると書いていました。恐らく、現在議論になっているような事件を頭に置きながら書いてたのではないかと思えます。それから、日本に対する信頼というのは、おもしろいと思いますのは、ライブドアの事件が起き

てから、日本はやっぱり遅れているなという議論が一時かなり出たようですけれども、全体として、そのために規制の緩和が遅れるとかということとは考えられていないし、日本への信頼が低下するとは思われてはいないというのが一般的な認識ではないでしょうか。

さらに大事なことは、多少規制緩和が遅れたりしても、日本の市場なり資金力というのはとても無視できないというのが実態ではないかという気がします。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何か御質問等ございませんでしょうか。

私ばかり聞いて何なんですが、もう一つ。せっかくの機会なので、ローン・スター・ジャパンの会長というよりも一般論として伺いたいのですが、海外の投資ファンドが今、日本にどんどん来ているわけです。さっきのようなビル・エモット

なぜ、日はまた昇るのか？

氏の一〇年、一五年の明るい展望あるいは期待からしますと、まだまだ海外のそういうファンドとというのは日本をターゲットとして見ているのだろうか。あるいは、中国とかそういうところに期待というんですか、ターゲットが変わっているのではないかという意見もあるようですけれども、その辺、もしお差し支えなければ。

久保田 恐らく、それは投資家によって違うと思うんです。中国でうまくやるうところと、そこはルール・オブ・ローではないようだからそこに行きたくないというのと、ケース・バイ・ケースではないでしょうか。

そういう意味で、日本に対する期待というのは、私は大変大きいと思います。なにしろ世界でNo.2の国の話ですから。

これはビル・エモット氏の「20世紀の教訓から21世紀が見えてくる」という本にも書いてあるん

ですが、中国というのは、過大評価される傾向があるといわれています。その理由は、一つはGDPに比して輸出や輸入といった対外取引のシェアが非常に大きい。したがって、貿易量なり何なりで見るときに非常にでかい、それが一つ。それから人口が多いという話。それから三つ目には、為替の問題にもかかわりがあるんですが、資本取引の自由化がされていない、そのことが見落とされることが多い。資金とか、金融市場とか、少なくとも金融面についてはどうかという人が多いのではないのでしょうか。

東京市場というのは、いろんな意味で大変有望というが大変大きな市場なので、早くより合理的になることを非常に強く期待しているというのが実態だろうと思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにどなたか、御質問の方、いらっしやいま

せんでしょうか。

それでは、時間でもございますので、今日の講演会はこの辺でお開きにしたいと思います。

久保田さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(くぼた いさお・ローン・スター・ジャパン・  
アクイジツションズ会長)

(本稿は、平成一八年三月一日に行われた講演会の  
記録で、文責は当研究所にある。)

なぜ、日はまた昇るのか？

久保田 勇 夫 氏

略 歴

昭和41年 3月 東京大学法学部 卒業  
昭和41年 4月 大蔵省 採用  
昭和44年 6月 オックスフォード大学経済学修士  
昭和46年 7月 国税庁若松税務署長

( 中略 )

昭和56年 7月 同 大臣官房企画官 (国際金融局総務課)  
昭和58年 7月 同 財務官室長  
昭和59年 6月 国税庁長官官房企画課長  
昭和60年 6月 大蔵省国際金融局国際機構課長  
昭和61年 6月 同 大臣官房参事官 (副財務官)  
昭和63年 6月 同 国際金融局為替資金課長  
平成元年 6月 同 大臣官房調査企画課長  
平成2年 6月 海外経済協力基金総務部長  
平成4年 7月 大蔵省大臣官房審議官 (国際金融局担当)  
平成6年 7月 同 国際金融局次長  
平成7年 6月 同 関税局長  
平成9年 7月 国土庁長官官房長  
平成11年 7月 国土事務次官  
平成12年 9月 都市基盤整備公団副総裁  
平成14年 7月 ローン・スター・ジャパン・アクイジションズ・LLC 会長

著 書

『現代の国際金融』1983年 財経詳報社  
『国際金融の新展開－世界を動かす日本』1988年 財経詳報社  
『国際交渉のABC』1997年 大蔵財務協会  
『役人道入門』2002年 中央公論新社  
“The Role of Domestic Saving and Macro-economic Stability in the  
Development Process” 1991年 Economic Papers 誌  
(Economic Society of Australia)  
“Policy Coordination in the Context of Japanese Foreign Exchange Rate  
Policy”1988年 Economic Papers 誌 (Economic Society of Australia) 他

(レジュメ)

「なぜ、日はまた昇るのか?—今後の日本経済—」

2006.3.1

久保田

A わが国経済の現状

1 株価好転の背景

(1) 国内的要因

- ・懸案の解決又は解決のメド…不良債権、デフレ
- ・経済指標の好転…とくに成長率

(2) 国際的要因

- ・国際的な資金の余剰(?)…ヘッジファンド、実質金利、銀行活動の活発化
- ・投資対象の欠如(ドイツへの失望、中国?)
- ・これまでの対日過少評価

(3) その他

- ・ジャーナリズムの体質
- ・9月の総選挙の大勝

2 経済指標

- (1) 成長率の好転、雇用の改善
- (2) マイナス物価の消滅(ストックに関係、悲観化の遠因)
- (3) 三つの余剰の解消(労働力、生産設備、債務)

3 将来は?

- (1) ①労働力の減少 ②海外経済の動向(中・米) ③原油価格
- (2) 財政赤字(二つの見方)
- (3) 構造改革の成否  
(注) 世界経済の現状

B ビル エモット

1 本人の経歴

(オックスフォード大学のPPE、東京支局長、エコノミスト編集長)

2 アメリカン・エクスプレス社の懸賞論文で受賞

3 「日はまた沈む」(1989年、90年)(後述)



なぜ、日はまた昇るのか？

C 日本経済の今後（ビル・エモット説）

1 経済の好転は事実（含諸要因の改善）

2 現在の評価は行き過ぎ（？）

3 長期的（10～15年）予測

(1) 人口減少化でも、相応の経済成長

- OECD の予測（1.3%；2004－2010）は低過ぎる
- 何故なら生産性の伸び1.7%との予測は減少（1990年代は2%、1980年代は3%）

(2) 成長の源泉は、生産性向上（技術進歩）

- 過去の R&D の GDP 比は高い（日：3.1%、米：2.8%、EU：1.9%）
  - ロボット
  - サービス等を中心に余地大
- (注)  $\Delta g = \Delta l + \Delta k + \alpha$

4 その他

- (1) 停滞期（過去15年）の原因は、かつて存在した flexibility と discipline の喪失による。（これらが戦後、ずっと続いたわけではない）
- (2) 日本は、特別なことがないと変わらないというのは誇張である。（見えない多くの分野で、少しずつ変異が起こり、それが大きな意義をもつ国）
- (3) （財政赤字、構造改革、競争、流通、観光）

D エモット説の評価と今後の日本経済の課題

1 構造改革

2 金融政策

3 財政赤字

E その他（外国誌の読み方など）

（以 上）

(資料)

## 主要経済指標

	平成16年度	平成17年度	平成18年度	対前年度比増減率					
	(2004年度)	(2005年度)	(2006年度)	平成16年度		平成17年度		平成18年度	
	(実績)	(実績見込み)	(見通し)	(2004年度)		(2005年度)		(2006年度)	
	兆円	兆円程度	兆円程度	%	%	%程度	%程度	%程度	%程度
	(名目)	(名目)	(名目)	(名目)	(実質)	(名目)	(実質)	(名目)	(実質)
国内総生産	496.2	503.9	513.9	0.5	1.7	1.6	2.7	2.0	1.9
民間最終消費支出	285.2	289.1	294.3	1.0	1.7	1.3	1.9	1.8	1.6
民間住宅	18.3	18.3	18.5	2.3	1.7	0.0	▲ 0.7	1.0	0.4
民間企業設備	71.1	75.9	79.6	4.4	5.4	6.8	7.7	4.8	5.0
民間在庫品増加 ( )内は寄与度	▲ 1.0	▲ 0.4	0.3	(▲ 0.3)	(▲ 0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府支出	113.6	114.3	113.2	▲ 1.9	▲ 1.4	0.6	0.5	▲ 1.0	▲ 0.9
政府最終消費支出	89.3	90.7	91.0	0.9	1.8	1.6	1.7	0.3	0.6
公的固定資本形成	24.0	23.5	22.2	▲ 11.4	▲ 12.4	▲ 2.3	▲ 3.4	▲ 5.4	▲ 6.2
財貨・サービスの輸出	67.0	73.8	81.1	11.0	11.4	10.0	7.7	9.9	7.3
(控除) 財貨・サービスの輸入	58.1	67.1	73.1	13.5	8.7	15.5	7.2	8.9	5.1
GDP デフレーター・騰落率									
内需寄与度				0.6	1.3	2.0	2.5	1.7	1.5
民間寄与度				1.0	1.6	1.9	2.4	1.9	1.7
公需寄与度				▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
外需寄与度				▲ 0.1	0.5	▲ 0.5	0.2	0.3	0.4
国民総生産									
国民所得	361.0	367.7	375.6	0.7		1.8		2.2	
雇用人報酬	255.4	259.6	264.3	▲ 0.3		1.6		1.8	
財産所得	10.1	11.2	12.7	31.8		10.8		13.3	
企業所得	95.5	96.8	98.6	1.0		1.3		1.8	
労働・雇用	万人	万人程度	万人程度		%		%程度		%程度
労働力人口	6,639	6,660	6,660		▲ 0.3		0.3		0.0
就業者総数	6,332	6,370	6,385		0.2		0.6		0.2
雇用人総数	5,355	5,410	5,440		0.3		1.0		0.5
完全失業率	%	%程度	%程度						
	4.6	4.3	4.1						
雇用人報酬	兆円	兆円程度	兆円程度		% (名目)		%程度 (名目)		%程度 (名目)
	280.1	276.2	273.6		1.0		▲ 1.4		▲ 0.7
生産	%	%程度	%程度						
鉱工業生産指数・増減率	4.1	1.8	2.9						
物価	%	%程度	%程度						
国内企業物価指数・変化率	1.5	1.7	0.9						
消費者物価指数・変化率	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5						
GDP デフレーター・変化率(注1)	▲ 1.2	▲ 1.1	0.1						
国際収支	兆円	兆円程度	兆円程度		%		%程度		%程度
貿易・サービス収支	9.6	7.0	8.5						
貿易収支	13.2	9.8	11.5						
輸出	58.8	64.3	71.2		10.2		9.3		10.8
輸入	45.7	54.5	59.8		13.2		19.3		9.6
経常収支	18.2	18.4	20.7						
経常収支対名目 GDP 比	%	%程度	%程度						
	3.7	3.7	4.0						

(注) GDP デフレーター (物価変動指数) : 名目成長率から GDP デフレーター の変化率を差し引くと実質成長率になる。