

# グローバル経済と金融・為替動向

内海 孚

## はじめに

内海でございます。

世界経済について、マーケット関係者の見方とちよつと違って、長期的に見たときに見通しはどうなんだろうか、そして、どういうところにリスクがあるんだろうか、また、これを背景として、為替市場は年末あたりまでを展望してどんな感じになるかということにつきまして、私の見方をお話しさせていただきたいと思ひます。

## 一、主要国経済成長の推移―

### リカバリーとリバウンドの相違

まず、図表1をご覧ください。第一に、リカバリーとリバウンドというのは違うということを申し上げたい。つまり、リカバリーというのは経済が本格的に回復するということなんですが、ガタンと落ちた後、ボールがはね返るように戻るといふのは決して本当の意味での回復とはいえないわけです。これは、リバウンドと云うべきです。

図表1 主要国経済成長の推移

|       | 単位：%   |       |       |        |       |
|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|       | 日本     | 米国    | ユーロ圏  | ドイツ    | 中国    |
| 08/3Q | ▲4.6%  | ▲4.0% | ▲2.2% | ▲1.8%  | 9.0%  |
| 08/4Q | ▲11.9% | ▲6.8% | ▲7.1% | ▲8.5%  | 6.8%  |
| 09/1Q | ▲19.9% | ▲4.9% | ▲9.6% | ▲13.1% | 6.1%  |
| 09/2Q | 11.3%  | ▲0.7% | ▲0.6% | 1.9%   | 7.9%  |
| 09/3Q | ▲1.2%  | 1.6%  | 1.6%  | 2.8%   | 9.1%  |
| 09/4Q | 5.7%   | 5.0%  | 0.8%  | 1.3%   | 10.7% |
| 10/1Q | 6.8%   | 3.7%  | 1.5%  | 2.3%   | 11.9% |
| 10/2Q | 3.0%   | 1.7%  | 4.0%  | 9.5%   | 10.3% |
| 10/3Q | 4.5%   | 2.6%  | 1.5%  | 2.8%   | 9.6%  |
| 10/4Q | N/A    | 3.2%  | N/A   | N/A    | 9.8%  |

(注) 中国を除き、前期比年率換算。中国のみ前年同期比。

### (1) アメリカのリバウンド

例えばアメリカでは、サブプライムローン・クライシスからリーマンクライシスを経て、非常に大きなマイナスが続いた後、二〇〇九年には非常に高い成長率が第四・四半期に出ました。そのころ、ホワイトハウスでオバマ大統領のアドバイザーだったサマーズが二〇〇九年一二月に景気後退終了宣言をしたにもかかわらずその後パツとしない数字が続いたということで、5%というのは決してリカバリーではなくて、リバウンドだったということです。

### (2) 日本のリバウンド

日本についてはそれが一番典型的にあらわれています。日本はサブプライムローンの影響をそんなに受けていません。二〇〇七年には、ヨーロッパもアメリカも、お金も市場も完全に凍りついて

しまった。ところが、日本だけはサブプライムローンの影響を受けていなかったためにお金が進んでいました。従って、日本の銀行から海外へのシンジケートローンが供与され、サムライ市場での起債も活況を呈したのですが、日本が元気がいい一方、ドルもユーロも、経済が非常に悪くなったということでお金が日本に集まってしまったために円高になりました。そして、円高トラウマにいつもとられる日本経済が急に、ここで見られるようになり、企業は、在庫を減らす、生産を減らす、工場をクローズする、雇用も減らす。従って二〇〇九年の第一・四半期、三月期までの落ち込み方というのは、世界にも例がない企業部門の円高恐怖症による過剰反応がこういう形になったわけです。一一・三%というような高成長は典型的なリバウンドです。

### (3) 中国の成長率

それから、例えば中国ですが、二〇〇八年の第四・四半期、二〇〇九年の第一・四半期は六%台まで落ちていますけれども、本当にこんな成長をしていたのかどうか。このときの中国の電力消費量を見ると、対前年同期に比べてマイナスです。税収もマイナスです。恐らくこのころ中国は、マイナス成長かゼロ成長に落ち込んでいたと思います。その後、中国は、欧米にも日本にも見られないような猛烈な景気刺激策を特に金融面で、国営銀行を通じてお金を出して景気刺激策をやった結果、いち早く成長を取り戻したわけですが、今、中国はこの後遺症にどういう形で対応するのかという問題に直面しているわけです。

## 二、世界経済の中長期的展望

—先進国経済の成長は、一〜二%にとどまる（一〇年間？）

五年あるいはそれ以上の期間にわたって、先進国の経済成長は大体一、二%にとどまるのではないかと思います。アメリカの連邦準備委員会は超金融緩和政策をとりながら、来年度の成長率として三・五%というようなことをいっていますが、それが持続するとはなかなか考えにくいと思っています。

### (1) 先進国が低成長にとどまる理由（その一）

—— 財政は拡張から引き締めへ

その第一の理由は、財政再建です。一九二九年のときの教訓によって、政府も中央銀行も思い

切った景気刺激策をとった結果、少なくとも大不況が大恐慌にならないで済んだわけですが、今度はその景気刺激策の効果が消失して、これに代って引き締めに入ります。特に、財政については思い切った引き締めに入らざるを得ない。

御記憶かと思いますが、ソウルでの二〇カ国首脳会議の前に、アメリカとヨーロッパ、特にフランス、ドイツ、英国との間で論争がありました。

その論争は、ヨーロッパの国々はここで財政をしつかり立て直しておかないと、経済の基礎がガタガタになる。人心の不安というものが消えない以上、経済の回復はない。だから、多少経済成長を犠牲にしても、財政再建が最優先であるべきだという主張でした。アメリカは、財政再建は必要だけれども、景気回復が明確にならない時には急ぐべきでないという主張でありました。結果としては、その中間をとってG20宣言文にあるような

ものができたわけですから、その後、アメリカで大きな変化が起こりつつあります。

どういふ変化かという点、御存じのように、中間選挙で共和党が下院の多数を制しました。共和党は、今までの景気刺激によって膨らんだ財政赤字を徹底して削減するという方針を打ち出しています。新しく下院議長になったペイナーは、アメリカの今年度予算の歳出規模は二〇〇八年のレベルまで圧縮するんだということを公言しています。二〇〇八年のレベルまで圧縮というのは現実的でないとしても、少なくとも、去年とことしの間の財政の伸びというものはほとんどゼロになるだろうと思われれます。つまり、アメリカも財政再建のほうに完全にかじを切ったことになりました。

G 20宣言文の中で日本は、日本はこんなことが実現できるわけがないということで、恥ずかしいことに例外扱いになっているわけですが、そう

やってアメリカも含めて先進国がみんな財政再建にかじを切る。金融のほうは、その効果を和らげるためある程度緩和的に続いていくと思われれますが、インフレというものの芽が見えてくると、その辺も含めて政策転換がはつきりしてくるだろう。そういうことになると、景気に対しては、財政・金融政策とも、特に財政政策に関しては、極めて緊縮的に働くということを感じなければならぬ。

(2) 先進国が低成長にとどまる理由(その二)  
——自己資本規制等により銀行の貸出が厳しくなる

二番目は、こういう銀行の危機というものを二度と起こさないという観点から、自己資本の量的・質的な規制強化、あるいは、その他、アメリカでも、ボルカールールといわれるような強い規

制が敷かれる結果、銀行は今までのような甘い貸し出しというのとはできなくなるということであり、信がたやすく得られる時代は過ぎてしまったことを米国民は理解する必要がある」といつていますが、そういう時代に入るといふことでもあります。

(3) 先進国が低成長にとどまる理由(その三)

——家計部門のバランスシートの抜本的改善には何年もの月日を要する

三番目に、今まで世界経済を引っ張ってきた駆動力というのは、アメリカの家計の消費、個人消費でした。

アメリカの個人消費がGDPに占める比率とは、歴史的に六三%ぐらいを限度としていました。一九六〇年代の初めからチェックしても大体そんなものですが、これがあつという間に七〇

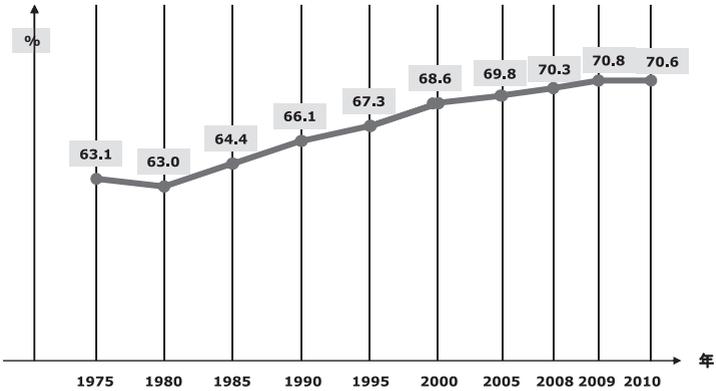
%まで膨れ上がってしまった。(図表2)

それは何によつて可能になったかというところ、結局借金です。アメリカの家計部門の総債務の対GDP比は、一九九〇年は六〇%だったものが二〇〇七年には一〇〇%まで膨れ上がる。これが世界経済の駆動力だったわけです。しかし今、アメリカの消費者は一生懸命債務を返済し、貯蓄に励むということになっているわけでもあります。(図表

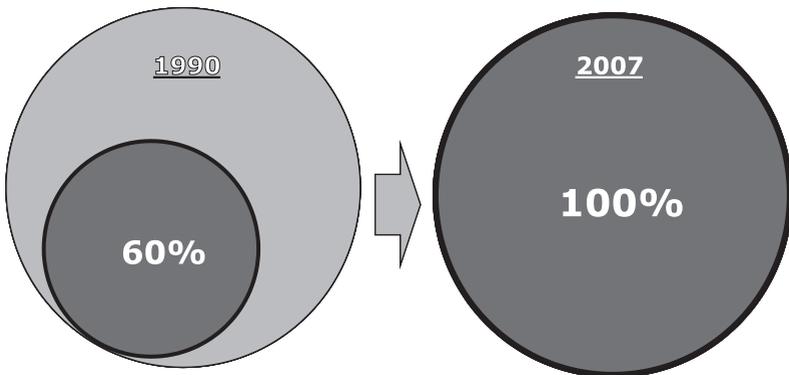
3)

図表4に見られますように、アメリカの貯蓄率は、景気がよかつたときにはゼロ%とかマイナスが続いていたのが、今や五%台まで上がつていゝる。昨年末の売り上げが比較的よかつたものから、今は楽観論が支配していますけれども、アメリカ人が債務を返済し、貯蓄をすることによつて家計のバランスシートを直していくプロセスとつていうのは、そんなに簡単に終わると思えませ

図表2 GDPに占める個人消費の割合(米国)



図表3 家計部門総債務対GDP比(米国)



図表4 貯蓄率と小売売上高(米国)

|       | 貯蓄率<br>(家計部門) | 小売売上高<br>(対前期比) |
|-------|---------------|-----------------|
| 08/1Q | +2.7%         | ▲0.7%           |
| 08/2Q | +4.8%         | +0.5%           |
| 08/3Q | +3.6%         | ▲1.3%           |
| 08/4Q | +5.2%         | ▲7.1%           |
| 09/1Q | +5.4%         | ▲1.7%           |
| 09/2Q | +7.2%         | ▲0.0%           |
| 09/3Q | +5.6%         | +1.9%           |
| 09/4Q | +5.5%         | +1.5%           |
| 10/1Q | +5.5%         | +2.3%           |
| 10/2Q | +6.2%         | +1.1%           |
| 10/3Q | +5.9%         | +0.8%           |
| 10/4Q | +5.4%         | +3.3%           |
| 10/10 | +5.5%         | +1.6%(前月比)      |
| 10/11 | +5.5%         | +0.8%(前月比)      |
| 10/12 | +5.3%         | +0.6%(前月比)      |

(注) 季節調整済み。

ん。その点、連邦準備委員会は、その点読みが甘いのではないと私は思っています。

アメリカ人の今のそういったメンタリティーをあらわしているのは、二〇〇九年十一月、CNNテレビで「あなたが一万ドルを手にしたら何に使いますか」という質問をキャスターがして、視聴者からの回答を集計すると、四五%がその一万ドルを借金の返済に使う。二五%が貯蓄をする。

「お金を使う」と答えたのはわずか七%だったということがあります。その例に見られるように、アメリカ人は基本的には、お金を使うよりもバランスシートを直していくという時代に入った。そうなると、世界の成長の駆動力というのは何かということにやはり中長期的に直面しているわけです。

(4) 先進国が低成長にとどまる理由（その四）

——経済システムの信頼の喪失から立ち上がるのには、かなりの期間を要する

その次に、個人及び企業を通じて、サブプライムローンから始まってリーマンショックとつづき、経済システムに対する信頼が失なわれたわけで、これから立ち直るのには、相当な期間を要する。日本でも一九九七年、我々にとって永久の存在だと思っていた大きな金融機関や証券会社がバタバタ倒れていくのを見て、それが大きなトラウマになって残って「失なわれた二〇年」になっているという面があります。また、一九二九年の大恐慌の後、アメリカの一九三〇年代の一年当たり成長率はわずか一・三%です。そういうように後遺症を考えると、一挙に成長が戻るというのも考えにくい。

(5) 先進国が低成長にとどまる理由（その五）

——新興市場国も先進国の低成長の影響を受け、また、これらの国々の成長率が鈍化した場合、社会的リスクが顕在化する恐れがある

多くのエコノミストは、先進国は低成長でも、高成長の新興市場国が結局、世界経済を支えるということをいっています。例のリーマンショックのときに、ほとんどのエコノミストは、デカップリングということ、世界経済は、先進国がそうであっても、開発途上国、エマージングエコノミーは影響を受けないといっていました。しかし結局、先ほどもちよつと見ていただいたように、中国を含めてデカップリングにならなかつた。新興市場国というのは輸出に非常に依存していますから、先進国の低成長の影響を受けざるを得ない。新興市場国の成長が鈍化した場合には、その内在する社会的なリスクが顕在化する可能性がある。

そうなる政治経済に大きな影響があるというこ  
とです。

私が世界を見るときの師とも仰いでいる米国の  
著名な識者がいるのですが、彼は中国について、  
中国を見るときに経済だけを見ていたのではこの  
国は理解できない。深刻な潜在的な社会的リスク  
があり、経済が悪くなると社会的あるいは、その  
社会的リスクが顕在化すると経済が深刻な影響を  
受けるという点をよく見ておかないといけないと  
いうことをいつもいっています。そういうことか  
ら、新興国のリスクというものを考えてみたいと  
思います。

### 三、新興市場国の社会的リスク

#### (1) 宗教及び民族の問題

一番典型的な例として中国を取り上げていきま

すと、例えば宗教および民族の問題です。これは  
いうまでもなく、チベット、新疆ウイグルとかウ  
ルムチでよく起こっているようなこと。いつも  
我々にいろんな事柄が聞こえてくるわけです。

#### (2) 所得及び富の格差の拡大

それから、所得及び富の格差の拡大。中国とい  
うのは、一つの国と考えると間違えてしまいま  
す。一番豊かな地方、つまり上海の一人当たりG  
DPはマレーシアよりもはるかに上ですし、先進  
国並みに近い。一方、一番貧しい貴州の一人当た  
りGDPはバングラデシュよりもはるかに下。そ  
の間の違いは一对一三という数字があります。中  
国の人民網という政府関係のネットの情報です  
が、そこに中国の政治協商会議委員という政府の  
高官が書いているのは、中国では人口の〇・四％  
が七〇％の富を握っている。幾らなんでもそこま

では考えにくいと思つたのですが、次のような話を聞くと、それも有り得るかという気がしてきました。

一昨年の一二月、これは日本の新聞でも報じられました。吉林省にある通化鋼鉄という国有の鉄鋼会社が経営困難になって、民間の大手の鉄鋼会社がこれを買収することになった。そして、民間の会社から出向してきた社長が強烈なリストラをその国有鉄鋼会社で始めた。そうしたら、三万人の職工のデモが大荒れに荒れて社長が撲殺されたという事件がありました。

私が興味を持ったのは、それに関連する「フィナンシャル・タイムズ」の記事です。職工たちの平均月給は二九ドル、買収者である民間の鉄鋼会社のオーナー社長の総資産が二九億ドルだということです。これはやはりすごい数字で、そうなるとう人口の〇・四％が七〇％の富を握っているという

のもあり得ないではないかと思いましたが、こういった富の格差、本当の意味での資本主義経済でできたというよりも、国家の関係するいろんな仕事、規制業種とかインフラとか土地の払い下げとか、いろんな格好で規制されている中から富が蓄積されている。後で出てくる統治組織に蔓延する汚職との関係、あるいは、環境の悪化との関係というようなことでそういう問題が出てきているということが社会的にどういう影響を及ぼすかというのを、我々は相当注意しておかなければいけないのではないかと思います。

### (3) 環境の悪化及び統治組織に蔓延する汚職

特に、先ほど申し上げたように、経済回復を図るため、欧米に例をみない刺激策、即ち、GDPの二〇％近い資金を国有銀行を通じて提供して、それが不動産開発や公共事業といった投資に充て

られた。それによって、所得及び富の格差の拡大、環境の悪化、統治組織に蔓延する汚職、この三つが一緒になって一層深刻化しているということが識者によって指摘されてもいるわけです。そういうことを考えると、かなりリスクは高くなっている可能性があります。

今、エジプトで起こっていることに関して、中国では「エジプト」という言葉をインターネットで検索することは完全にブロックされています。それは、中国の政治指導者たちがその点に関して非常に懸念を持っているからだろうと思います。

#### (4) インフレの懸念

その懸念に当面火をつける可能性があることとして私が着目しているのは、インフレです。御存じのように、中国はインフレ目標として四%というのを目標としていましたが、二〇一〇年一月

は五・一%、二月は四・六%。まだ一月は出ていませんが、ロイターによると、アナリストたちの予想としては五・三%ということで、五%を超えるだろうという予想が行われています。

これだけのインフレの中で大幅な賃上げが勢いで行われています。例えば広州では、最低賃金が最近二一%引き上げられました。六月以内二度目の引上げです。インフレの中で一番大きな要素が農産物だったわけですが、国連食糧農業機関は一月、農産物の価格指標が過去最高を記録したと発表しました。これは世界的な需要の増と不規則な気候変動が原因だとされていますけれども、国際的にも食料価格が高騰している。

天安門事件の背後にも、顕著なインフレが国民生活を脅かしていたということがいわれています。しかも、天安門事件のときもちょうど指導部の交代期でした。そういう意味で、中国のインフ

レ、今起こっているチュニジアやエジプトの問題も、食料や燃料のインフレというものが非常に背後にといいことがいわれておりますが、その辺は相当注意しておかなければいけないのではないかと。新興国のリスクは、相当高まってきているということは認識しておいたほうがいいのではないかと思います。

#### 四、二〇一一年に向けて為替市場を占う

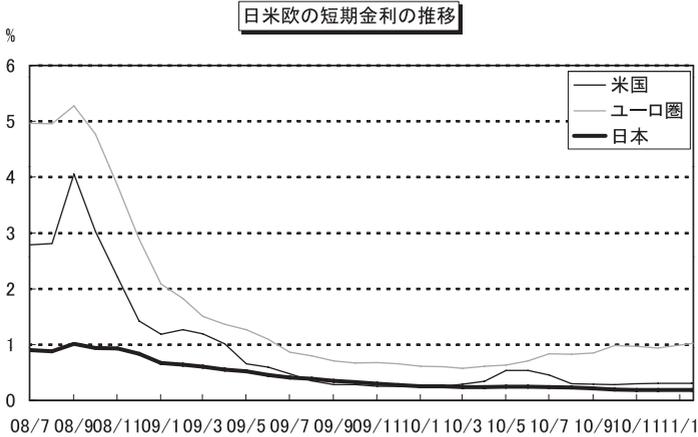
日本のことに入る前に、為替の問題について私の見方を申し上げます。

「為替のディーラーにとって中期的というのは二時間だ」というジョークがありますが、大体年末までを視野に入れて、どんなレンジで動くだろうかということをお申し上げます。

#### (1) 不美人投票の様相を呈する為替市場

今の為替市場というのは、一言でいうと、不美人投票の様相を呈している。どこの通貨がいいとか、どこの経済をしようとかいうようなことではなくて、どこにリスクがあるか、そのリスクからどうやって逃げ出すかということを決まっています。ですから、まず、ギリシャに始まるユーロ圏周辺国の危機がだんだんユーロ自体を難しくするのではないかということでユーロが売られる。その次には、バーナンキが議会証言で、アメリカの経済の行方は非常に不透明だというようなことをいうと今度はドルが売られる。そういうときに、円がいいというわけではないが、とりあえず円に仮置きするかという感じで円が買われて、円が強くなり、八〇円ぎりぎりのところまで来たわけです。そうだからといって、別に日本円にそう魅力があるわけではない。日本の経済のパフォーマン

図表5 日米ユーロ圏の短期金利



(出所) Bloomberg

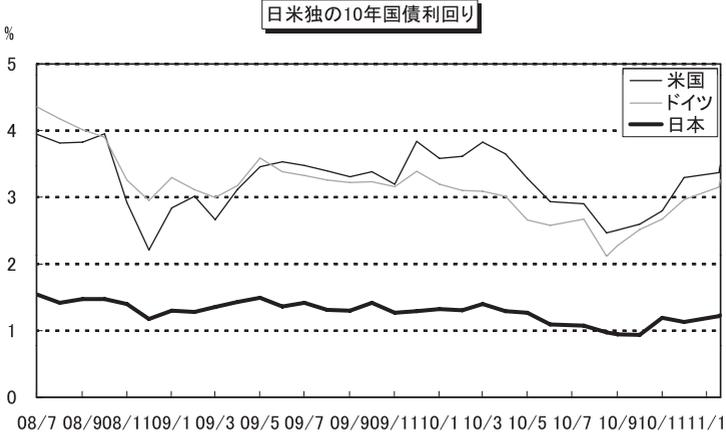
(注) 3ヶ月物LIBOR (月末値)。2011年2月のみ2月2日時点。

スがアメリカやヨーロッパよりいいわけではありません。

(2) 円高の合理的な理由はあるか

例えば図表5及び図表6の金利を見ても、二〇〇九年九月から一月のあたりでドルと円の短期金利が一時逆転したようなときがあつて、そのときにまた円高が加速しましたが、その後は日本の金利が一番低いわけですし、長期金利になるとこれだけの格差がある。これも円を買う理由としては説明が難しい。日本の経済も円もずっとパツとしないけれども、ガタガタとイメージが悪くなつたユーロ、そしてドルからとりあえずちよつと仮置きすると思つて円に置いたという感じなんだろうと思つています。そういう意味で、どんどん円高が進むと考えるための合理的な理由はないと思つています。

図表6 日米独の長期金利



(出所) Bloomberg

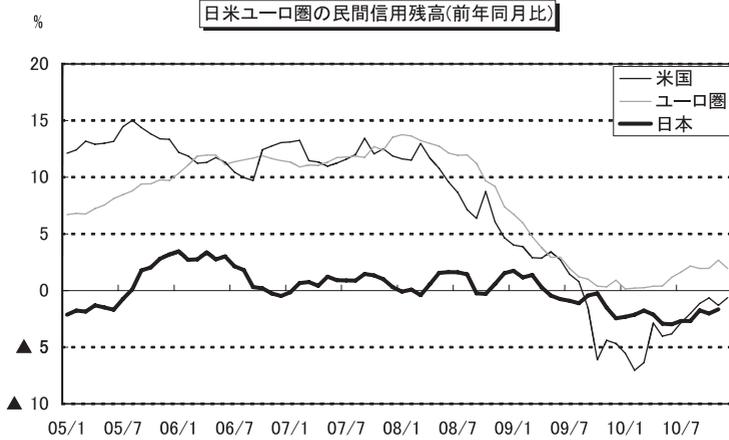
(注) 月末値。2011年2月のみ2月2日時点。

(3) 為替切り下げ競争は実在しているか

メディアでは、ユーロもドルも為替切り下げを競争しているということが盛んにいわれました。しかし、為替の切り下げ競争はありません。アメリカの通貨当局も、ドルを意識的に安くしようという気はないし、むしろそういうことによる害のほうを彼らは恐れています。ユーロについても、欧州中央銀行のトリシエ総裁はそういうように絶対に考える人ではない。

ただ、いえるのは、為替切り下げ競争ではないけれども、金融緩和競争があったことは確かです。これは今でもあるような感じです。しかし、欧州中央銀行は別です。アメリカのバーナンキと日本の白川さんとの間の緩和競争です。これがいいのか悪いのかということ、例えばアメリカについてよくいわれていることは、先ほど申し上げたように、自己資本比率は質量ともに高める。あ

図表7 民間信用残高(米、ユーロ圏及び日本)の推移



るいは流動性基準などの規制を強化すれば、銀行は民間にお金を積極的に貸そうということにはならない。そこへ金融緩和をやったからといって、お金が銀行を通じて実体経済に回るとは考えにくい。

図表7は民間信用残高の推移ですけれども、アメリカもユーロ圏も日本も、ひとところに比べてこんなに低くなっているわけです。ですから、バーナンキのように思い切った金融緩和をやったからといって、企業や個人のほうに回るのではなくて、結局、外にあふれ出る。それで、むしろほかの国からアメリカが反発を食らうというようなことが起こっています。また、政治圧力もあって日本銀行がアメリカにつき合っているものですから、日米が緩和競争をしていることはありますけれども、為替の切り下げ競争はない。それで被害者意識的に考える必要はない。

(4) 人民元の動き

人民元の動きですけれども、人民元については、中国が為替制度の弾力化をしますということによってから、ドルに対して三・七％ぐらい切り上がった感じです。最近、オバマ大統領と胡锦涛主席の間でいろいろやりとりがありました。私が関知している限りでは、中国は、年五％ぐらい切り上げていけばアメリカはOKなのではないかという解釈をどうもしているらしい。しかし、アメリカはそれでは決して満足するわけではない。それから、ユーロ圏にしてみると、最近、中国の輸出品というのはアメリカよりもユーロ圏のほうにたくさん出ていますし、それによって問題が起こっているだけでなく、ドルが弱くなっている中で、ドルに対して三・七％ぐらい切り上がっても、ユーロに対しては、むしろ切り上がっているところか切り下がる。それから、円に対し

てももちろんそうです。それから、最近、ブラジルを中心とした新興市場国では、為替市場に為替レートを任せているところが多いですから、そういうところにとっても中国の人民元についての問題意識が非常に高まっている。

今度フランスが議長国になったG20でいろいろ問題がある中で、各種の指標、例えば経常収支について、対GDP比の比率を見ていこうとか、いろんな話がありますが、中国をどうやってそういうルールの中に持ち込ませるかというのが、ほとんどの国、新興市場国も含めてあるわけです。しかし中国は恐らく頑として応じない。今のところ全くそれを受けつけないという構えです。ですから、この問題はなかなか解決の目途はありません。

(5) 二〇一一年末の展望

私は、大体今年の年末までを展望して、総合的に見て、今の円高局面というのは若干是正されて、九〇円プラスマイナス五円、つまり、大体八五円から九五円の間には収れんするのではないかと。ユーロに関しては、一一五円から一三〇円の間には収れんするのではないかと考えております。

その関係でよくいわれることですが、ドルは基軸通貨の立場を失うとか、あるいは、ユーロ圏というものもどうなってしまうかわからないということの本当にまじめにいう人がいます。国際通貨制度についているんな議論がありますが、私は、予見し得る将来において、ドルが基軸通貨という地位から足元が揺らぐというような事態は考えにくいと思っていますし、次第にユーロがドルに並ぶ基軸通貨となつて二つの基軸通貨が並んでいく、恐らくそういう時代に入っていくのではない

かと思っています。

## 五、日本経済の課題

最後に、日本のことについてコメントさせていきたいと思います。

図表8で見えていたように、まず、日本の民間部門でいうと、家計の債務の対GDP比は六五・五%です。ほかの国よりもかなり低いほうに属するということがわかります。アメリカは、九六・四%、大体一〇〇%です。ところが、政府部門の債務比率のGDP比では、日本は一九二・九%、ほとんど二〇〇%です。アイルランドの危機だとかスペインの危機とかいいますが、比較にならないくらい日本の政府部門の債務は大きい。この問題にどういう出口を見つけていくのかということが私は最大の問題であろうと思います。

図表8 債務比率(GDP比、%)

|             | 民間部門         |             | 政府部門         | 合計           |
|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|             | 非金融企業        | 家計          |              |              |
| ドイツ         | 71.1         | 63.4        | 73.1         | 207.7        |
| アイルランド      | 204.2        | 120.8       | 64.0         | 389.0        |
| スペイン        | 140.0        | 86.0        | 53.2         | 279.3        |
| フランス        | 108.7        | 53.6        | 78.1         | 240.4        |
| イタリア        | 83.2         | 42.2        | 115.8        | 241.1        |
| オランダ        | 94.2         | 127.9       | 60.9         | 282.9        |
| ポルトガル       | 164.7        | 97.0        | 75.1         | 336.8        |
| <b>ユーロ圏</b> | <b>104.6</b> | <b>65.8</b> | <b>78.7</b>  | <b>249.1</b> |
| カナダ         | 53.6         | 82.9        | 82.5         | 219.0        |
| 日本          | 95.9         | 65.5        | 192.9        | 354.3        |
| 英国          | 116.3        | 103.1       | 68.1         | 287.5        |
| 米国          | 77.6         | 96.4        | 83.0         | 257.0        |
| <b>G7平均</b> | <b>84.6</b>  | <b>80.2</b> | <b>100.8</b> | <b>267.7</b> |

日本は国債を九〇%以上国内で消化しているから問題はないとよくいわれますが、日本人が持っているといっても、個人が持っているのは五%くらいで、七六%は、金融機関や年金、そういうところが持っているわけで、日本人自身は持っているという意識はない。ということが起こりうるかというところ、金利が上がってくる、つまり国債が下がってくるとか、何かあって売り手が出たときに、一波万波でそれが波及して、どういう危機が突然来るかということはやはり考えておかなければいけないのではないか。

このたび、S & Pが日本の国債の格付けを下げました。格付けというのはデフォルト率の問題です。デフォルト率の問題としては、日本人がデフォルトするとは考えられないと思いますので、それはそれとしても、しかし、このままで本当に高齢化を迎えていいのかという問題は早く考えて

もらいたい。日本の経済を見ていて、企業部門は、上場企業の損益の状況から見ても、アメリカの企業と同じように損益の状況は非常によくなっていると思います。アメリカに似て、新しく人を雇わない。それから、日本の場合には、人員は減らさなくても給料は減らすというようなことで、企業の合理化の結果、極めて損益の状態はよくなっているということがいえると思いますが、やはり問題は、最終消費、つまり国内の個人消費です。

働いている人たちは、給料が上がらないどころか、むしろ下がっているので、消費に元気が出ない。もつともこれは国の政策の責任ではないからしようがない。高齢者の人たちは、定期預金の金利がほとんどゼロ、一年物の定期預金金利が〇・二とか〇・三%、これではお金の使いようがない。先ほど長期金利の比較を見ていただきました

けれども、日本は十数年前から日銀が国債買い切りオペをやっている、それをやめることができないでいる。ようやくアメリカも、連邦準備委員会がこの状況のもとで国債買い切りオペというのを始めましたが、いつ出口をといるのはつきりさせていますので、これはちゃんと出口が見つかるんだらうと思います。ですから、アメリカでは長期金利がそれによってそう大きな影響を受けていない。そして、欧州中央銀行及びユーロ圏の中央銀行も国債の買い切りオペを始めましたが、これに関しては、国債は買うけれども、その分は流動性を吸い上げるということをやって、長期金利全体に大きな影響を与えないようにしている。つまり、財政危機にある国の対策としてやっているわけです。日本の高齢者にとっては、一体いつまでこういうことをやっていけばいいのかという問題があると思っています。

一方、若い人にとっては、自分たちが年金の受給年齢に達したときに、それは到底もらえそうもない。六割も保険料を払っていない中で、自分たちが受給年齢に達してももらえとは思っていない。だから、お金を使わないで貯金をする、こういうことになるわけですから、政治のほうでこういう問題は解決してもらえないだろうと思っています。

そういう意味で、早く社会保障と税というものはつきりさせていく。こうやって見ると、個人の債務というものが日本はまだ少ないということはある意味で、個人のほうが消費税という格好でそういうものを負担しながら、財政のほうを助けていくということに早く踏み切らないといけないだろうと思っています。

## 六、国際通貨をめぐる二つの嘘

最後に、「国際通貨をめぐる三つの嘘」という形で問題提起をしているところに触れたいと思います。

### (1) ドルの覇権は遠からず終焉する（第一の嘘）

一つの嘘は、先ほどもちよつと触れましたが、ドルの覇権は遠からず終焉するということです。

先ほど見ていただいたように、アメリカの家計の貯蓄率の向上、それから財政赤字の縮小が進んでいくと、アメリカの貯蓄投資バランスが改善する。ということは、アメリカの経常収支がISバランスの改善を通じてよくなっていくという見通しを中長期的に持っています。もつとも、アメリカ人がまた借金を膨らませてお金を使い出せば別

ですけれども、それもなかなかできないのではな  
いかと思っているものですから、いわゆるグロー  
バル・インバランスというのは、アメリカに関す  
る限りは少しずつ縮小していくのではないかと。

それから、いうまでもなく軍事力、技術開発力  
から見て米国の優位性がありますが、人口動態か  
ら見ても、アメリカの強みというのはやはり無視  
できない。現在と二〇五〇年とを比べますと、日  
本人は一・三億人が一億人弱になるし、ヨーロッ  
パは七億三〇〇〇万人が六億人に減りますが、ア  
メリカは二億八〇〇〇万人が四億人にふえる。中  
国は一三・五億人が一四億人にふえますが、一  
人っ子政策の結果として六〇歳以上の人口が三一  
%になるという推計です。ですから、人口動態か  
ら見ても米国には強みがあります。

それから、資源国としての強み。今、二〇世紀  
には市場に住む人口が一〇億人だったのが、今や

五〇億人。市場に新しく流入した人口、今の中国  
やインドを見ていただければおわかりかと思いま  
すが、そういう国々の人たちの生活水準、ライフ  
スタイルが変わると、資源の需給というのは、需  
要が長期的にふえるのに対して、供給のほうはな  
かなか追いつかない。そうすると、やはり価格は  
上がっていくわけです。例えば、一三億人の中国  
人がみんな牛肉を食べ始めたらどうなるか。一カ  
ロリーの牛肉をつくるのに三〇カロリーのトウ  
モロコシを食べさせないといけないわけですか  
ら、資源の価格は上がっていくだろう。そういう  
中で、資源国としての強みがアメリカにはあると  
いうことも無視できない。

また、よくいわれていることですが、決済通貨  
としての利便性、金融商品の多様性、流通市場の  
整備は他通貨が比肩不可能といったことがござい  
ます。ですから、私は、ドルの覇権が遠からず終

焉するということとはなかなかないと思いません。

そして、大変興味があるのは、ロシアのメドベージェフ大統領がBRICS諸国の首脳に呼びかけて首脳会議をやりました。そのときにロシア側からは、国際通貨制度について、ドルへの依存をみんなで減らしていこう、相互決済は我々の通貨でやるし、外貨準備も、お互いの通貨を持ち合うようにしようということを議題にするんだということがいわれました。特に私は、外貨準備の中に、例えば中国がロシアのルーブルを入れるとか、ロシアやブラジルやインドが人民元を外貨準備に持つというようなことになるのかどうかということを目を凝らして見ていましたが、結局、何もそういうことは出ませんでした。中国はアメリカに、「国際通貨問題についてロシアのペースにすることはしない、だから、胡錦濤主席は行くけ

れども、財務長官は行かないし、人民銀行の総裁も連れていかない」、つまり、そういう議論には乗らないということをお知らせしているということからもおわかりになるように、表に出てくる現象と実際の動きは全く違うということです。

## (2) ユーロ及びユーロ圏はいずれ崩壊する

### (第一の嘘)

それから、ユーロ及びユーロ圏はいずれ崩壊するという議論があります。欧米及びアングロサクソンの情報に一〇〇%依存している日本もそうですが、そういうことがついこの間まで本当にまじめに議論されていたというのは、私にとってはやはり驚きです。

コールとミッテランによる通貨統合に向けた独仏合意。鉄のカーテンが崩壊したときにドイツが東西統合するということについては、フランスも

そうですし、ベネルクスその他、欧州のどこの国もが反対だったんです。それは、二〇世紀の間、二度にわたってドイツの戦車に組み敷かれた国々としては当然の気持ちだったんだろうと思います。コールがミッテランに東西ドイツの統合に合意してくれということをしたときに、ミッテランはいいよと。だけれども、そのかわり統合過程を一挙に進めようじゃないか、そのためには通貨統合が一番いい、と云い、ドイツがこれに乗った。こういう歴史的な重みもあるわけで、そんなに簡単に、ドイツはギリシヤなどの重荷が大変だから抜け出すだろうなんて議論をする人がいましたが、そんなことはあり得ないわけです。

また、ユーロを離脱することについては、離脱したいという国だけではなくて、すべての国の合意が要するという法的問題もあります。例えば、ギリシヤが離脱してドラクマという通貨に戻る。戻

ることのメリットは切り下げだと、そういう人たちはみんないます。三〇%とか、少なくともそのぐらい切り下げなければ輸出メリットはないかもしれない。では、三〇%切り下げたらどうなるか。ギリシヤの国及び個人、企業はみんなユーロ建て借金しています。その借金が三割ふえてしまうということですから、そんなことはできるわけがないのです。

ここでやはり注意したほうがいいのは、アングロサクソン情報、例えば「フィナンシャル・タイムズ」というのは本当に立派な新聞で、私もいろんなことで勉強させてもらっていますが、少なくともユーロ圏に関することについては本当にバイアスがあります。ユーロができる前の論調を見ていただくと、ユーロなんて絶対できないという論調が圧倒的に支配していました。英国というのは、欧州大陸で対立があることにうまく乗りなが

ら覇権を持つてきた国ですから、欧州大陸が一つになるということは、英国にとっては一大事なんです。また、そういうバイアスがあるアングロサクソン情報やアングロサクソンのマーケット情報に日本人も乗るものですから、そういうほうに振れています。ユーロ、ユーロ圏がガタガタすることはないし、最近、見ておわかりのように、ドイツもいろいろ国内政治がありますから、メルケルもいろんなことはいうけれども、結局、救うように動いているということがあります。

(3) 中国の大量の米国債保有は、同国の米国に対する強力なカードである (第三の嘘)

これもよくいわれていることですが、中国は大量の国債を保有しているので、中国はアメリカに対して巨大なカードを持っている。オバマ政権ができたときにクリントン国務長官がすぐ中国に

行って、国債をちゃんと持っていかないとお願いしたという記事を思い出される方がいるかもしれません。しかし、中国はそんな簡単にこのカードを使ってドルなんて売れないのです。中国は二〇〇七年に、外貨準備の運用を多様化して、リスクはあるけれども高利回りの商品に資金を動かしたことがあります。そのときに、三〇〇〇億ドルぐらい動かして、一五%ぐらい損失、八〇〇億ドルの損失を出して再び米国債に戻ったということがあります。

また、日本が米国債を売ったら米国は困るか？と当時の連銀の総裁に打診したことがあります。私が大蔵省にいたころのことです。そうしたら、連銀の総裁は、それはいいんだ、ニューヨーク連銀がしばらくそれを抱えていて、市場に影響がないように出していけばいいんだからということをやっていました。ですから、連銀がバッ

ファーになれることです。

それから、中国がロシア主催のBRICS会議について、ロシアのペースに乗らないよと内々に連絡したということを先ほど申し上げましたが、表の動きと本当の裏の動きとによく注意する必要があります。ということですよ。

御清聴、どうもありがとうございます。(拍手)

**高橋理事長** どうもありがとうございます。

世界経済の中長期的な展望、リスクや為替の動向等について、大変わかりやすく、示唆に富んだ御説明をいただいたかと思えます。三つの嘘のお話も大変興味深く伺えたと思います。また、日本経済の課題についても触れていただいたかと思えます。どうもありがとうございます。

それでは、お時間をいただいておりますので、

御質問、御意見等おありの方、ぜひ御発言をいただきたいと思えます。

**質問者** 大変示唆に富むお話、ありがとうございます。

先生が国際金融情報センター理事長のとき、七、八年前でしたか、ワシントンと東京で円とドルのお互いにコンファタブルなレベルというのは、一〇五円か一一〇円でプラスマイナス五円ぐらいとおっしゃいまして、そのとおりにしまして、七、八年たつてシフトしたんですけれども、やや中期的に見ると、円とドルのお互いにコンファタブルなレベルというのはどのように見えておられますか。例えば一〇年末とか。

二つ目は、先ほど中国のデカップリングのお話がありましたけれども、新興国が引き続き相対的に高い伸びをしますと、ちょうど日本が一九六〇年代、七〇年代に一〇%の実質成長を毎年のように

に遂げて、中間層が非常にふえてきて、それが大きな国内市場をつくってまいりました。三種の神器とかそういうものが爆発的に売れたわけでございます。BOP、ボトム・オブ・ザ・ピラミッドですか、私どもが若いときは、BOPというのはバランス・オブ・ペイメントだったんですけれども、今はボトム・オブ・ザ・ピラミッドということなのですが、そういう新興国、特に人口を多く抱えるような中国、インド、インドネシア、そういうところの中間層が豊かになってきたときに内需で消費財なんかを吸収する。対米、対ヨーロッパ輸出に依存しなくても、国内の需要でもって国民が豊かになって中間層が幅広くなつてきて、そこでクッションになって相対的に高成長を遂げるといいますか、ちょうど日本が八〇年代までそうございましたけれども、その二つの点で御意見をお伺いしたいと思います。

**内海** 為替の適切なところがどこにあるか、これはそのときそのときで変わるわけです。例えば日本の企業の円高抵抗力というのは、このところ非常に強くなっているといわれています。しかし、もっと長期的に見ると、一ドル＝三六〇円から始めて、八〇円を切るところまで来た。こういう傾向、円の右肩上がりというのは今後も続くのか。私は、実はそれには懐疑的です。

その最大の理由は、先ほど申し上げた世界経済の構造的変化の中で、市場経済に住む人口が一〇億人から五〇億人に膨らんだこと。その結果、一次産品の需給を反映して、一次産品の価格が長期的に上がっていくであろうこと。それから、製品の価格。特別なハイテクのものを除くと、新興市場国の豊富な労働力が市場経済に入ってくることで、製品の価格は下がっていく傾向があるということを考えて、日本のように、ほとんどの

一次産品を外に依存して製品を輸出するという経済の交易条件は、長期的に難しくなっていくことは避けられないのではないか。その中で、日本の製造業は高付加価値のものをくり上げてサブライブしてきていますけれども、長期的に見て、原料高・製品安という傾向の中では、円の右肩上がりというのは、日本の交易条件の悪化ということからすると終ったのではないかというように見ています。

ですから、先ほど年末に円安に振れるということとを申し上げましたが、それは今申し上げた長期的な傾向を反映してというより、短い期間でみて申し上げたのですが、長い目で見ると、少しずつ円は弱くなっているのではないかと思っています。

それから、中国の中間層の問題ですが、先ほど、〇・四%の人が富の七〇%を握っているとい

いました。〇・四%といっても一〇〇万人です。ですから、〇・四%というのはやはり極端な人たちだと思うんです。仮にその一〇倍、あるいはその二〇倍の人が相当豊かになったとしても、二〇〇〇万人、三〇〇〇万人という一つや二つの国がどんでんできるくらい豊かになっていく。ただ、ちようど日本の高度成長期のように、金持ちもいない、そのかわり貧乏人もいない、そういう所得と富の均分化された経済と今の中国の経済とを見ると、中国の経済というのは、アメリカのような極端な資本主義での富の再配分ではなくて、そもそも地域的その他で格差があるところに、その発展段階で、国家というものがいろんな形で市場経済に参与することによって、体制から受益する金持ちができるという社会ですから、表面的には非常にいい中間層が育っているように見えるかもしれませんが、日本とはちよつと違うのでは

ないか。ですから、その背後にどういう社会的なリスクが醸成されているのかということを実はよく見ておかなければいけないのではないかと気がしております。

日本の高度成長の時代と今の中国の高度成長の比較研究をしてみたのですが、日本の場合には本当にソーシャルリスクのない高度成長でした。戦後、まず財産税で富の均分化が図られて、その後も税制などを通じて富の格差のない社会というものができて、その中で経済成長が進んだという極めてまれな例だったと思います。

**質問者** 今、デカップリングの話がありましたので、アメリカの金融政策のエグジツトの問題についてお伺いしたいと思います。

二〇〇八年の秋に、財政と金融の両方から、異例、緊急の措置が米国を初めとしてとられたんですけれども、こういう措置をとった後のエグジツト

トというのが一番難しいだろうと思うわけです。

それで、政府がその当時から約束していたように、財政面の政策というのは、エグジツト、支出であって、それはそれで非常に賢明な策だろうと思うんですけども、去年の秋、多少リスクが高まったこともあって、大幅な金融緩和、QE2というものを米国政府が始めました。バーナンキは強硬政策の専門家ということなので、確信を持ってやっているのかもしれませんが、今いろんなひずみが出ている。ひずみの一つは、アメリカの経済の中で、実需を上回って、あるいは実需がないのに金融だけ緩和しているものだから、それがスピルオーバーして世界の資源高を招いていて、先週たまたまテレビを見ていましたら、そのことを指摘されたバーナンキが非常にフラストレイテッドしている場面がありました。

他方で、米国のほうは、実需がない、あるいは

貯蓄率が回復しつつあるということは、まさに貯蓄率上昇の中で家計がバランスシート改善をやっているわけでありますから、バランスシート改善をやるというのは長期的にいい方向なんですけれども、アメリカの消費が爆発的に改善するののかどうかという問題もあります。

そうすると、今、残された唯一の手段である金融緩和でもってアメリカは片肺をやっているように感じがるんですけども、このエグジットについて、いつごろというふうに思っておられるのか。それから、マーケットというのは非常に貪欲でありますから、エグジット政策がとられたときというのは、常にまたそのことを売り要因としてやってくるのが考えられるのでありますけれども、その辺について内海さんはどういう見通しを持っておられるのかお伺いしたいと思います。

内海 まず第一に、出口政策には、御指摘のよう

に、財政のほうの出口政策と金融のほうの出口政策とあるわけですが、今のところ、各国とも財政の出口のほうに緊急だということでもちらが先行している関係で、金融の出口のほうは、あれだけ厳しい態度をとっている欧州中央銀行ですら出口はまだという感じです。しかし、インフレということについて最も厳格な態度をとっている欧州中央銀行が、出口政策については恐らく一番先に行くのだろうと思います。

アメリカのバーナンキ議長に関しては、御記憶があるかもしれませんが、彼がまだ一人だったころ、日本の経済について、ヘリコプターでお札をまけばいいじゃないかといったことがあります。今、彼がアメリカでやっていることは、かなりそちらに傾いていますし、それは今のホワイトハウスにとっては非常にありがたいことなんでしょう。財政のほうを締めなさいけないとい

立場ですから。

ところが、今御指摘のような問題も実はあつて、流動性の供給は末端まで効果がある形で行かない。そして、私がわからないのは、今年、連邦準備委員会は三・五%というような成長率になるだろうといいながら、なおかつ、このような金融政策を続けるのか。雇用が改善しない間はやるんだといっていますけれども、かなりいろんな批判もあり得るわけですし、現に連邦準備委員会の中でも、いわゆるタカ派といわれる人たちの態度がだんだん硬化しているだけでなくて、共和党が下院を制するようになって、そういうところからは非常に強い連邦準備委員会あるいはバーナンキ批判が出てきている。それから、共和党系の学者たち、ジョン・テイラーなんかも含めて、非常に強い批判をし始めました。ですから、あれがどこまでサステイナブルかということは、私は当然ある

と思います。

現に、あれだけ金利を下げて、しかも、バーナンキは長期金利も下げたいようだけれども、逆に長期金利は上がっているのです。あれは、アメリカの成長を買っているんだという説とか、インフレになりそうだから長期金利が上がっているという説とか、いろいろありますけれども、少なくとも、バーナンキがあれだけ超緩和政策をとって長期金利が上がるというのは、やはりどこかゆがみのような気がしないでもありません。

ですから、バーナンキの金融政策というのはかなりはつきりとした色があり、その意味で見ていると、緩和バイアスのほうに極めて寄っていて、それに対するアメリカの批判というのがどういう形で出てきて、それがまたどういう形で金融政策への修正になるのか、ならないのかというあたりが注目点ではないかと思えます。

この間、アメリカで長期金利が急にはねました。ブッシュ減税を一年延長することに決ったときです。あのとき日本の長期金利もはねました。というように、国際的にそういうつながりもあることですから、アメリカのバーナンキ金融政策の行方と日本へのインパクトということもよく見ておく必要があると思っています。

**質問者** お話、ありがとうございます。

通貨でやはり注目を受けておりますが、資源ということで、オーストラリアドルの見通しなんかも一言いただけましたらうれしく思います。

**内海** 資源国通貨の問題は、今、たまたまサイクルロンで被害を受けているということがありますが、それはちよつと別に考えますと、先ほど申し上げた中国を含めた動き、つまり、中国が〇・二五%金利を上げただけで世界中の株価が下がり、そして資源価格が下がるということがありまし

た。今、資源価格を一番左右しているのは世界の工場である中国の経済の行方ですから、中国についてちよつと影が差すようなことがあった場合には、直接的に相当影響を受けるといふ問題も含めて、オーストラリアだけではなくてアメリカ経済、特に中国経済、その成長が鈍化したときには、その鈍化の影響を一番受けるのは資源国通貨だということで見えておかれたほうがいいだろうと思います。

**高橋理事長** ほかに何か御質問、御意見のある方、いらつしやいませんか。

それでは、時間でございますので、この辺で閉会にしたいと思います。

**内海社長**、今日は、大変お忙しい中おいでいただきまして、ありがとうございました。(拍手)

(うつみ まこと・日本格付研究所 代表取締役社長)

（本稿は、平成二十三年二月七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

内 海 孚 氏

略 歴

昭和9年東京生まれ。昭和32年東京大学法学部卒業後、大蔵省入省。

フランス留学ののち在ベルギー日本国大使館書記官、内閣官房長官秘書官事務取扱、主税局税制第一課長、東海財務局長、在アメリカ合衆国日本大使館特命全権公使、国際金融局長を経て、平成元年財務官。在任中は、G7、プラザ合意、中南米危機などの対応を含めて担当、そして日米構造協議（S I I）でも日本側代表者として対米交渉した。

大蔵省退官後、平成4年より慶応義塾大学商学研究科教授。平成13年1月より(財)国際金融情報センター理事長。平成16年6月より(株)日本格付研究所 代表取締役社長。

平成元年 「ポリシーメーカー・オブ・ザ・イヤー（政策立案賞）」受賞。

平成2年 「レジオン・ドヌール勲章（ナポレオンが制定した仏最高勲章）」受章。

平成4年 メキシコ合衆国、アルゼンチン共和国より叙勲。

平成9年 ベルギー王国より「レオポルト2世・グランオフィシエ賞」受賞。

平成19年 「レジオン・ドヌールコマンドール勲章」受章。

平成20年 「瑞宝重光章」受章。