

# 順調な航海をつづける日本経済

— リスクはどこに? —

内 海 孚

## はじめに

内海でございます。

先日のドイツのエッセンで行われたG7では、ユーロ圏の大蔵大臣や中央銀行総裁から、円とユーロの問題が、また、為替の問題が出てくるんじゃないかというのでかなり注目されたわけですね。

今度のG7では、もう通貨の問題はエッセンであく抜けしてしまったような感じなんですが、そ

の後、いろんなリスクが顕在化してきた。

一つは、皆様方が経験をされた、中国から始まる株式市場の調整です。これは、またもとに戻って回復していますけれども、一つのリスクとして認識された。

もう一つ、より基本的には、アメリカのサブプライム住宅ローン、つまり余り信用のはかばかしくない人に対してかなり安易に提供されてきたローンの不払いが非常に目立ってきて、これがアメリカの経済の Achilles 腱になるかどうかというところが、やはりリスク。

このように、いろんなところにリスクが出てきている。したがって、単なる為替のリスクというような、あのとき指摘された円キャリートレードが余り行け行けどんどんだと、その巻き戻しが起こったときのリスクを思わせるような形で文言が入っているわけです。

確かに、円キャリートレードの巻き戻しというのは怖いような経験があって、一九九八年、ロシア危機のときに、あのころもすごい勢いで円キャリートレード、円で借りて、高金利のところにお金回っていったところが、ロシアが危機的状態になったので、リスクのあるところからみんな金を引き揚げる、したがって円は返すということになったものですから、わずか数日の間に、一ドル百四十幾らだったのが、一挙に一〇〇円台になっ  
てしまいました。ですから、円キャリートレードというのはそういうリスクがあるわけです。

しかし、そこから株式市場とかサブ・プライム部門とか、いろんな形でリスクが顕在化しているのではないかというのが、今我々の直面している問題です。

日本経済、日本の経済はもはや回復段階を過ぎて、巡航速度で順調に二%を超える程度で進んでいるわけですし、日本の企業部門は絶好調。個人の方は底堅いものの、いま一つ勢いが無いという感じはありますけれども、それでも、今日本経済の失速というシナリオはなかなか考えにくいと私は思っているわけです。

そのような日本経済に、どのようなリスクがあるのかというのが今日のテーマです。

## 一、米国経済の失速はないか？

サブ・プライム住宅ローン問題は米経済のアクレス隼となるか？

日本経済にとって一番影響の大きいのはアメリカ経済です。米国経済の失速はないか。サブ・プライム住宅ローンはアメリカ経済のアクレス隼になるかどうかというのが最初のリスクです。

今年の二月ぐらまでは、それまでであったいろんなアメリカ経済に対する慎重な、あるいは場合によってはネガティブな見方、そしてアメリカの連邦準備委員会は、年の半ばごろにはもう利下げに踏み切ってくるんじゃないかという見方すらあったわけです。しかし、年末の商戦での結果が非常によかったこと。その背後には、ガソリン価格が下がったことによって、アメリカ経済は個人

消費を中心として非常に力強い成長を示したわけ  
です。

設備投資はいまいちだけれども、個人消費は強いし、貿易の方も輸出が非常に伸びたということも、力強い要素。そういう中で、それまでであった悲観的な見方は、一月から二月の初めぐらまでは完全に姿を消していたのです。

しかし、すべていいと皆が思うときには必ず何か問題が出てくるもので、サブ・プライム住宅の問題が顕在化してきました。

サブ・プライム、つまり余り信用の十分でない人に対する貸し付けがかなり安易に行われて、その一〇%を超えるものが破綻していくのではないかということから、ネガティブな見方が非常に広がっている。これがアメリカ経済の足を引っ張ってしまうという悲観的な見方と、連邦準備委員会を中心として、そうはいつでもそんなに深刻化し

ないという見方と分かれているわけです。

確かに、サブ・プライム住宅ローンが米国の住宅ローン残高に占める割合は一〇％にならないくらいですから、そういう意味ではそれ自体が非常に深刻なものではないんですが、欧米の大手の銀行がそういった住宅金融会社に融資をしていたというだけでなくて、こういった高利のサブ・プライムローンをアメリカのインベストメントバンクが証券化して、広く投資家に販売してきたということもあるわけです。

ですから、その両面からいろいろリスクが出てくると波及してくるかという問題。さらに、そういうことがあると、アメリカの金融機関が、貸し出しの審査に当たって今度は過度に慎重になると、経済全般に影響を及ぼすことになるという懸念が云われているわけです。

住宅部門はただでさえ不振なわけですから

も、これで債務不履行、差し押さえ、住宅の競売ということになると、住宅価格がさらに低下する。これが低価格のものにとどまるならともかく、一般の住宅まで波及した場合には、やはりこれも問題になるわけです。

あるメリルリンチのエコノミストは、住宅金融会社、そして銀行が融資基準を引き締める。さらに、住宅の差し押さえ、住宅の供給の増加ということになると、米国の住宅価格が一〇％程度下落するかもしれない。そうになると、米国経済はリセッションになるという見方。これが、悲観説の一番強いものです。

アメリカでは、戦後、住宅価格が全国規模で、一年間で前年に比べて下落した例は一度もないのだそうです。日本は、バブル崩壊の後、不動産価格のひどい下落を経験したわけですが、アメリカはそれを経験していないものですから、その

シヨックは非常に大きいだろうというわけです。

しかしながら、連邦準備委員会は、今アメリカは雇用の状況も非常にいいし、賃金も上昇している。例えば、二月の個人所得は対前月で〇・六％ふえている。一月に対前月で一％ふえているのをさらに乗り越えて〇・六％ふえている。そのように個人所得はふえているし、二月の個人支出もそれに応じて〇・六％ふえるというように、雇用状態が好調、個人消費も好調なので、その面からいっても乗り越えられるし、仮に住宅金融会社でいろいろ破綻が起ころうとも、アメリカの銀行セクター自身は、抵抗力をかなり強めているので、これの懸念はそれほどないという見方をしています。ただ、連邦準備委員会も一番注目しているのは、この問題が住宅価格の低下、そしてこれが個人消費の足を引っ張るといったことがどの程度出てくるかという点です。その意味で小売売上げに、

ここ何カ月かは注目していく必要があるだろうと思います。今の状態は、恐らくあと二〜三カ月そういう状態を見ないと、本当にこれがどの程度深刻化するかという動きが把握しにくいと思います。

そういったことを、恐らくグリーンズパンは、三分の一程度アメリカはリセッションになる可能性があるという言い方をしているのかも知れませんが、

企業部門を見ると、アメリカの企業利潤というのは五〇年来最高の利潤のレベルを更新しているわけです。にもかかわらず、設備投資がいまいちばつとしない。どこにお金を使っているんだろう。結局、自己株の取得とか、いろんなマネーゲーム及びマネーゲームに対抗するために使われて、設備投資に回らないんじゃないかという見方もあるわけです。この辺は、余りそれが行き過ぎ

ると、一つのリスクになるということも、頭に置いておいた方がいいのではないかという感じがしております。

## 二、欧州経済（ユーロ圏）の回復は本物か？

欧州経済の方は、一昨年まで日本経済のひところを思わせるような不振が続いていました。特にユーロ圏の最大の経済のドイツは非常に悪い状態が続いていましたけれども、去年ぐらいから回復が本格化して、去年は二・六％の成長。今年も恐らくユーロ圏は二・五、六％の成長をするだろう。

ドイツは、付加価値税率を一六％から一九％に上げて、それが懸念されましたけれども、特に問題なくこれを取り切っていますし、欧州中央銀行

は、恐らく今の短期金利の三・七五％をあと一度ぐらいは上げて、二〜三カ月とか三〜四カ月間に四％ぐらいに持っていくということだろうと思います。

ちょっと逆行しますが、アメリカの連邦準備委員会は、五・二五％まで上げて、それからずっと上にも下にも動けないでいます。今の連邦準備委員会のスタンスは、成長と物価とどちらがどうなるかよくわからない。口ではどちらかということインフレ警戒感の方が若干強いニュアンスを出してはいるものの、本当のところはよくわからない。したがって、今までのように方向性を出せなくなってきている。

## 三、リスクは一杯ある中国？

その次に、前は世界経済を論じるときにはアメ

リカとヨーロッパで大体終わりましたが、今は中国を無視するわけにはいかなくなりました。

最近、私の友人で、ニューヨークに本拠のある地政学の専門家がブリックスを比較して、論じているのが大変おもしろい。彼の意見でいうと、ここ数年間というオーダーで見て、ブリックスの中で一番投資して安全なのはブラジル、その次がインド、それから中国、ロシアだということです。

その見方は、ブラジルについては、比較的成熟した自由市場に基づいたデモクラシーが確立している。ブリックスの中で、ブラジルは成長率は一番低いし、租税負担もGDPの四〇%ということ、ほかの国よりも高いけれども、また各種の改革が一見遅いように見えるけれども、やはりこの国のデモクラシーはかなり定着し、その中で左翼勢力（今の大統領、ルーラ大統領は左翼から出てきている）が、非常に現実的な規律のある政策を

やっているわけです。

そういった規律のある、しかもマーケットフレンドリーな政策を左翼勢力がやれるということ、が、この国の一番安定した要素だということで、ブラジルを最右翼に置いていきます。

その次にインドですが、彼は中国に比べてインドを高く評価しています。長期的には中国よりインドの方がより安定した投資先とみている。その一番基本にあるのは、やはり政治的な透明性。それから、経済の自由化にしっかりと方向を定めている。

この国は、そういう意味では、中国が政治的あるいは社会的なリスクがあるのに対してそういう方のリスクが少ないといっています。ただ、インドの一番の問題は教育の問題だという。

今、サービスセクターの人材というのは、ただでさえ不足しているところに、今の初等教育及び

大学教育が、地方政府の意識が非常におくれているために、なかなか改革が進まない。

人口はふえても、例えば大学から出てくる卒業生の二五％は直ちに実用に使えないという問題がある、地方政府がインフラとかいろんな改革の足かせになるといふ問題を提起しながら、しかし今のマンモハン・シン政権はいろんな抵抗を排しながら改革を進め、しかも透明性のある政策、対外的にも米、中との関係を深めるだけではなくて、パキスタンとの和解も進めていることを非常に評価している。

これに対して、中国に関していうと、いろいろとリスクを指摘している。これは、経済的リスクよりも、むしろ長期的な社会的リスクというが、中国という国が急激にグローバリゼーションに直面することによる問題を挙げています。

外からのいろんなアイデア、情報、人の出入

り、物やサービスの出入りが前例のないスピードで中国の国境を越えて来る。これらに適応していくこと自体が難しい問題を提起するなかで、国内では環境破壊とか貧富の差の極端な拡大。それから、毎年一五〇〇万人もの人口が、農村地域から都市に移行。それらが大きな社会的不安を醸成、社会的な不安定をもたらしているという。

また長期的な高齢化も深刻な問題です。例えば、これは中国自身がついているわけですけども、今二〇〇五年末の六〇歳以上の人口は一億四四〇〇万人で、アジアの高齢者人口の半分がいるわけですが、二〇二〇年からは一〇年ごとに約一億人ずつ六〇歳以上の人がふえる。一九九〇年には現職労働者と退職者の人口比率が一〇対一ですが、二〇二〇年には二・五対一。しかも、そういう高齢者の人たちについて、年金などのセーフティーネットがほとんど整備されていない。



ですから、二〇二〇年になったときに、六五歳以上の人口は、中国で二億六五〇〇万人、この面倒を見るような年金制度の改革には一体幾ら金がかかるんだということになると、大変な社会的問題及び財政的問題を抱えるだろうとっています。

私は、中国を理解するには、これを一つの国と考えたら理解できない。ここは一つの大きなコスモスです。そこには上海みたいな先進国もあり、貴州に代表されるようなL L D Cというか、最も貧しい開発途上国、みんな一緒にあります。上海の一人当たりG D Pはマレーシアよりもはるかに上です。これはもう先進国並みです。ところが、貴州の一人当たりG D Pはバングラデシユよりもはるかに下です。上海のような先進国部分に、安い賃金の労働者が無限に入ってくる国ですから、こういう国が隣にあるというのは、我々も

なかなか大変であるわけです。

また、世界の人口の二〇%が中国にいるわけですが、可耕面積は世界の三%です。ですから、基本的に人口過剰国で、したがって毎年一五〇〇万人から二〇〇〇万人の人口移動があるわけですが、間違いなく今後一〇年間はこれが続くということですから、これは大変なことです。この国は、本当に一つの国と考えたら、なかなか理解できない。しかも、そこが巨大に世界の一次産品を吸い込んで、製品として世界に吐き出しているわけです。

今、世界全体の主要商品の需要に占める中国の割合は、銅をとっても、アルミをとっても、ステンレス、粗鋼、鉛、亜鉛、いずれもアメリカよりも中国の方が余計に吸い込んでいる。例えば、二〇〇〇年から二〇〇四年の間に、世界の原材料需要はほとんど中国が引っ張っているわけで、例え

ば世界の鉄鉱石の海上輸送は、二〇〇〇年から二〇〇四年の間の増加を一〇〇としますと、中国の増加は一〇七。つまり、中国の需要増がなければ、鉄鉱石の海上輸送量はむしろ若干減ったといふことになる。

この国の問題は、成長を支えているのが固定資産投資、特に不動産、鉄、セメント、アルミというように、もう既に過剰になったところに依然として過大な投資が集中していること。中国政府も一生懸命それを抑制することをやっているわけですが、そうかといって、中国の失業問題は深刻ですから、ブレーキを踏むといっても、本当に力を込めてブレーキも踏めないという難しい政策運営をやっているわけです。

いずれにしても、日本の戦後の高度成長期において、インフレや対外赤字のために抑制が必要なきときは金融、財政を通じて締めたわけですが、そ

ういう直接的な手段は、中国はなかなかマクロ経済政策を使ってはできないんです。金利を上げ、金融を締めれば人民元に対する投機はさらにふえるし、さっき申し上げたように本当におくれたところもありますから、そういうところに財政資金の支出を緩めるわけにはいかない。

しかも、当時の日本と違つのは、地下金融というものが発達していて、アメリカのある学者にいわせると、GDPの三〇%ぐらいアンダーグラウンドの金融がある。金融を量的に締めるとアンダーグラウンドの方へ資金が行つてしまふ。従つてマクロ政策を主要な政策手段として使えず、直接的な規制に依存してやってくる。しかし、どこまでブレーキが本当に踏めるか。その背後には、深刻な失業問題があります。

さつき申し上げたように、毎年一五〇〇万人から二〇〇〇万人の人口移動があるわけですから

も、同時に毎年二四〇〇万人の失業者が増加しているといわれています。

これは、単に量的にというだけではなくて、ひとりっ子政策をしていますから、その家族はみんな、子どもを大学に出して、いい将来を保障してやりたいと思う。それを受けて、伝統のある大学以外にどんな大学が林立する。一家の希望を背負って大学へ行っても、なかなかクオリティーの高い大学に行けない。したがって、大学を卒業しても、その先が難しいわけです。

この間、アメリカで聞いた話では、ユニレバーという会社が二〇〇〇人の採用の募集をしたところ、何と二万人の応募があった。しかし、採用レベルに達していた応募者は到底二〇〇〇人もいなかったという話です。そういう大学を出た失業者たちというのが、また新しい社会不安の問題になっていく。

#### 四、北朝鮮、イランなど核拡散はどこまで行くか？

その次のリスクが、北朝鮮とかイラン、それから核拡散というのは一体どこまでいくんだろうかということですよ。

北朝鮮に関していうと、ブッシュ政権は北朝鮮がまだプルトニウム爆弾を完成していなかったときには、いざとなったらピンポイント爆撃をすればいいというカードを持っていたわけですが、イラク戦争も始まって動けない間に、プルトニウム爆弾を完成してしまっただけです。

これは、完成してみると、プルトニウム爆弾というのはグレープフルーツぐらいの大きさですから、そのうちの二つや三つでもアルカイダのようなお金のあるテロリスト集団に売り渡されると、

ニューヨークやロサンゼルスですら直接核攻撃にさらされる。ですから、アメリカにとつては、北朝鮮の核武装は、単に同盟国である日本や韓国への攻撃だけではなく、アメリカ自身の安全保障にかかわる重大な問題であります。

今、イラク戦争で手一杯になった結果、何とか外交でそれに対応しようとしてはいるわけですが、今稼働している核開発を停止するということが、非核化ではないのです。非核化というのは、本当に爆弾というものを一切放棄しなければならぬ。しかし、つくられた爆弾を国のどこかに隠した場合には、国際原子力機構でそれを探し出すといつてもなかなか難しいわけです。

核の開発の停止あるいは放棄ということと非核化ということはあくまでも違うということを認識する必要があります、それをどうやって非核化に持っていくかということがポイントになるわけです。

それから、イランに関していうと、北朝鮮についてと同様、ロシアも中国も含めて、イランについての核武装は何としても阻止したいという立場です。というのは、イランが核武装した場合に、もはやサウジアラビアとかエジプトとか、核を持つようになることはとめられない。だからやっぱり、ここでイランが核武装を断念させない限りは、核不拡散条約というのは絵に描いた餅みたいになってしまうということについては、ロシアも中国も、それは同意なんです。

また、中国がなぜ北朝鮮に対して核放棄を迫っているかということの一番大きな理由は、技術的には日本は、その気になれば核武装ができるわけで、北が核武装した場合には、日本の核武装はとめられなくなる可能性がある。それは、中国にとって最大の国家安全保障上の懸念だということなので、北に対して圧力を強めているということなのだ。

です。

イランが核武装化をとめたいと云っても、アメリカ自身が余りカードを持っていない。イランについてはまだ完成していないし、また、当初イランが想定していたよりも、濃縮作業はかなり困難に達しているということとで、一番早くても二〇〇九年といわれている。時間があるので、いざとなれば核開発施設に対するピンポイント爆撃というカードはありますが、今それをやったらイラクで苦闘しているアメリカ軍一五万人に対して直ちに報復的攻撃を隣のイランから仕掛けられたらどうなるか。イランは、それが可能なミサイル技術を持っており、そのミサイルに載せる生化学兵器を持っていることは確実ですから、これはなかなかピンポイント爆撃というカードも当面は使えないということになってしまいます。

恐らく、ブッシュ政権は、イランについても北

朝鮮についても外交的解決を推し進めていくけれども、では外交的に解決するかと聞かれたら、ブッシュ政権の責任者は確信のある答えはできないだろう。だけれども、今イラクで手一杯な米国は、それ以上できない。結局は、次の大統領の手にゆだねられざるを得ないということになるでしょう。

## 五、不安定化する中東—わが国の石油確保に不安はないか？

その次に、不安定化する中東。これは、イランの問題にも関係するわけですが、まずイラクでの米国の立場。なぜ、イラク戦略の失敗から、中間選挙で大敗しながら、ブッシュ政権が一七〇〇〇〇人の軍隊の増派を決定したのかということについてであります。

ブッシュ政権の考え方は、一万七五〇〇人の増派は、バグダッド及びその周辺の治安を回復しないと何も進まない。特に、バグダッドでシーア派とスンニ派の暴力的対立が激化しているが、マリク政権は基本的にはシーア派ですから、シーア派の武闘勢力に対してどうしても手が出せないというか、むしろそのサポートを受けてきているようなところがあるので、手が出せないどころかやろうともしない。

スンニとシーアの間で武闘が激化している以上、国の治安は回復しないということで、アメリカからの増派部隊を中心として、シーア派の武闘勢力に対してはアメリカが直接対決する。そういうことで、とにかく首都圏の治安を回復しなければアメリカは撤退することができない、こういう考え方に立っているわけです。

ですから、ブッシュ政権が、もう放り出して軍

隊を帰国させようということであれば別なんです。が、何とか米軍はイラクでやることはやったという形で撤兵するためには、恐らく他に方法はなかったんだろうというのが、専門家の見方です。

しかし、それはもう遅過ぎたのではないかと、一万七五〇〇人では到底不足ではないかということとを考えると、成功するかどうかの見通しは必ずしも明らかではない。その意味では、ブッシュ政権の賭です。ただ、不幸なことに、そういうブッシュ政権の意図しているところは日本でも全く報じられていませんけれども、アメリカの国内でも理解されていないものですから、議会はそれに対して非常に強い反発をしていることは御存じのとおりです。そういう意味では、退くも進むもできないという状態は依然として解決しない。ただ、先ほど申し上げたように、アメリカが本当にある程度名誉ある撤退をするには、本当はそれしか

いんだという点はあるんだろうと思います。

それとともに注目されるのは、パレスチナ問題の解決なしには中東の不安定化の問題は解決しないという気持ち、サウジとかエジプトとかは持つており、アメリカに対してもっと本腰を入れて、イスラエルとパレスチナの間の和解を進めるようにという要請をしている。

それを受けて、ブッシュ政権の方も、ある程度そういうスタンスは示しますが、ブッシュは自分で動かない。ライス長官では役不足の感があつて、今まで乗り出さなかつたサウジのアブドラ国王が、かなり積極的にイスラエルとパレスチナの和解を仲介するとか、前面に出てきたというのが、非常に興味があることです。

いずれにしても、サウジアラビアやエジプトとかヨルダンとか、親米の国はスンニ派が多数です。イランはシーア派で、イラクでサダム・フセ

インに弾圧されていた多数派がシーア派です。サダム・フセインというスンニ派を除いたら、パンドラの箱をあけたようにイラクが混乱して、そこでイランの影響力が強くなりシーア派が圧倒的な勢力を持つようになる。これについて、サウジアラビアとかエジプト、ヨルダンというような、親米的な国々が非常に不安を持つてきているわけですから、今サウジアラビアはアブドラ国王のもとで、安定しているといえますが、それでもみんな八〇歳という高齢、しかも国内的な不安定化が着実に進んでいるといわれていますから、日本の石油をどこに求めるかというときに、いつまでもあの地域に依存することのリスクというのは、もつと日本の政府の中枢で考えてしかるべきではないかと思えます。

## 六、石油、資源価格上昇の再燃は？

それから、石油価格はこのところ安定していますが、石油価格、資源価格の高騰というのは日本に対してどういうリスクかということです。

私が慶応大学の教授をしていたとき、鉄のカンテンが崩壊し、市場経済が世界を制覇して、市場経済に住む人口が五〇億人になったことのインパクトについて、いくつかの仮説を述べたことがあります。

第一に、一次製品の値段が基本的に上がっていかだろつということ。それは例えば中国がモーターゼーション、一三億の中国人がみんな自動車を運転するようになったらどうかと考えればすぐわかることです。食料についても、牛肉一カローリーをつくるためには穀物を三〇キロカローリー

食べさせないといけないわけですから、中国人がみんな牛肉を食べるようになったらどうなるかと考えると、需要はふえるけれども、一次製品の供給というのは直ちにはふえませんが、やっぱり原材料価格というのは長期的に上がっていくだろうというのが、第一の仮説です。

第二に、製品の価格は、安い労働力が市場経済に大量に流入する結果、下落するだろうということです。この二つとも、今我々の前に実現してきており、日本のような資源最貧国は、交易条件の悪化など厳しいチャレンジに直面することになるだろうと当時述べていたものでした。しかし、日本は、非常に難しい一〇年間の間に、かなり企業部門のリストラクチャリングが進んで、ハイテクと高付加価値のものに特化してきて、これらのチャレンジに対して非常に抵抗力ができてきたと思います。



それから、石油に関していうと、ひとつ、第一次石油ショックのときに、日本は徹底した省エネルギーに取り組んだ結果、一九七三年、第一次石油ショックの年から一〇年間の間に、日本の経済の規模が大体五割増しになったんですが、石油消費の量は三分の一減らしたんです。そういう前例のないような構造改革をやったために、日本は今一番省エネルギーに成功した国になっていますので、石油価格の上昇には最も抵抗力の強い国になっている。

しかも、石油精製業を自由化したこともあって、石油精製業の過剰設備があるというのは、今恐らくヨーロッパとアメリカを見ても日本だけです。だから、原油が上がっても、それが製品に波及するのは、アメリカやヨーロッパは原油の上昇よりも先行して製品が上がる傾向があるのに対し、日本は逆ですから、その意味では比較的に

クは少ないといえるのだらうと思います。

## 七、日銀の金利引上げは日本経済の不安要因？

日本銀行の金利の引き上げは日本経済の不安要因かということについては、私の考え方は単純にして、大体、今の日本経済がデフレだと定義をしたのが誤りだった。

デフレというのは、一九二九年の後、前年よりも三〇%ぐらい物価が下がり、それによって消費者は物を買うのを待てば待つほど安くなるからまた待つ。だから、価格が下がる、そうなるもまた景気が悪化して価格が下がるという悪循環になるのがデフレなのです。

だから、一年間に〇・一%、〇・二%下がるとか、一〇年間で一%下がるのがデフレだとみずか

ら規定してしまつて、しかも金融政策が1%とか  
○・何%下がるか上がるかで金利が上げられるか  
下げられるかなんてはかな議論をしている国はど  
こにもないわけです。

今のように経済が正常化してきているときにそ  
れを放置することはおかしいし、ましてや日本銀  
行が長期国債の買い切りオペを、国債の発行量を  
上回るような額で行い、長期金利を人為的に抑え  
るようなことをやっているのは、そのリスクの方  
がよっぽど大きくなっているのではないかと思ひ  
ます。その辺は、また為替のところでも申し上げよ  
うと思ひます。

## 八、消費税引上げは避けるべきか？

次に、消費税を上げるとはリスクかというこ  
とです。

一九九七年の悪夢といいますが、小売売上げ、  
設備投資、自動車の売上げ、デパートの売上げを  
見ると、消費税引上げ前の一九九六年の終わりに  
急上昇して、それから年がかわつて、二%上がつ  
た途端に急下落しましたが、この間の変化のカ  
ブを引くと年末・年始の乱高下を別にすれば、通  
常の極めて緩やかな上昇をつづけているのです。

ところが、秋になつてから、山一、北拓、次々  
と破綻していった。そういった大企業は永遠の存  
在として見られていましたから、それががたがた  
崩れていく。あどときに完全に日本人がコンフィ  
デンスを失つていった状態、これが日本経済をど  
ん底にたたき込んでいったわけです。あれを消費  
税のせいにするというのは、間違いだと思つてい  
ます。

少なくとも、今の個人消費がいま一つ元気がな  
いということは、若いジェネレーションの人達

が、あれだけ国民年金の不払いが多いのだったら、自分たちが年金をもらえるときになつたら、予定されたとおりちゃんともらえるかという気になる。老後は自分で備えようということになる。

そういうのが個人消費の足を引っ張っている。大体所得のない人から本当に保険料を取ろうと思つたら、徴収費の方が高くなつてしまうのです。消費税という形で、所得のない人も、受益者である高齢者も年金の資金に協力して、そして年金が高齢化社会の中できちんともらえるようにすることが大事だと思います。むしろ、そういう制度づくりを早くやってもらうことがリスクを軽減していくのではないかと思います。

## 九、急激な円高リスクはないか？

為替についてというと、私は、今の円のレート

は、ちょっと円安かなという感じをもっています。この円安が、一つは円キャリートレード（低金利の円で借りて、高金利の通貨に投資をするということ）、それから、高齢者の人たちが毎月あるいは隔月払いで利払いの取れる外貨向けの投資信託を買っているからです。後者だけでも四〇兆円をこえ生保の外債投資よりも大きくなっているのです。

そういうことがいつまで続くか。キャリートレードが逆転した場合には大きな逆転リスクがあるので、私は円・ドルレートについては、今年を展望して一五円プラス・マイナス五円ぐらいと想定しています。さらに二二〇円を超えた円安ということもあるかもしれませんがそれは永續化しないだろうとみています。

ユーロについてというと、一五五円プラス・マイナス五円ぐらい。そんな感じで私は見えています。

徐々に日本の金利構造も正常化していくことで、そんなに大きななく乱動的動きにはならないで済むのではないかと思えます。

## 一〇、中長期に見た日本経済の最大のリスクは？

最後に、日本の経済の最大のリスクは何かという、今の政府に長期的思考の政策選択が全く欠落しているだけでなくて、短期的でもない、「刹那的だ」といつているんですが、参議院選挙の前には厳しいことは何もしないというリスク、これが一番大きいと思えます。

グリーンспанがなぜ、経済が順調にいつているときにFF金利について1%から始まって〇・二五%ずつ金利を上げて五・二五%までもつてきたのかというのは、スタンスを中立に戻しておか

ないと、何が起こるかかわらないこの世界経済の中で、いざというときに中央銀行が対応できないというリスクを彼は認識して、少しずつ金利を上げて中立に戻していった。今、欧州中央銀行がやっているのもそういうことです。

財政についても同じです。今、日本で何かあったときに、金融的にも、財政的にも、手の打ちようがない。これが最大のリスクだと私は思います。つまり、苦い薬はすべて先送りというようなことをやっているのが、私は日本経済の最大のリスクではないかと思えます。

御静聴どうも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した。日本経済あるいは世界経済を取り巻くさまざまなリスクにつきまして、大変コンパクトに、また示唆に富んだお話を伺うことができたかと思えます。

お時間をいただいておりますので、御意見なり御意見なりございましたら、ぜひ御発言をいただきたいと思えます。今日のお話に関してでも、あるいはそのほかのことでも、何かございましたら、ぜひ。

質問者 大変いいお話をありがとうございます。  
た。

ある人に聞いたんですが、一九九五年頃、ルービン財務長官が就任してから、強いドルと盛んにいい出しました。これをとらえて、アメリカは經常収支で大幅に赤字を出すけれども、資本収支で資金を回収する、ぐるぐる回って、いつてみれば新ブレトンウツズ協定みたいな発想がどこかにあるんじゃないかといって、なるほどなとも思うんですが、飛躍し過ぎておりますか。御意見をいただければと思えます。

内海 今お触れになった状況、ルービンが出てく

る前のことを考えますと、クリントン政権ができたときに、クリントン政権は円高カードを対日交渉で意識的に使いました。

米国の高官がもつと円高になるべきだというと、日本はメディアも含めて官民が大騒ぎする。

だから、日本にいろんなプレッシャーをかけるのは円高カードが有効という、どうもそういうことを学習して、意識的に使った。そうでないと、日本経済が最悪の状態に落ちていくとき、しかもアメリカ経済が絶好調のときに、一ドル八〇円とというような円高になるわけがないのです。

ところが、単に円レートとの関係でドルが下がるだけじゃなくて、欧州通貨との間でも下がり始める。そして、ドルへの投資が鈍り始めて、金利も上がり、株が下がり、つまりトリプル安の状態になってきて、そこにルービンという資本市場をよく知っている人が財務長官になって、これでは

やっていけない。その意味では、資金が流れてこないのでは金利が上り、経済が回復基調を維持できないという発想に立って、「強いドルはアメリカの利益」と述べ、いわゆる七夕介入が実現したのです。

ですから、市場のことをよく知っているルービンが、それで新しい通貨制度構想まで頭に置いていたとは思いませんけれども、それまでの円高カードを放擲して、逆に強いドルで資金を呼び込むことを考えて、アメリカ経済の回復を実現したことは確かです。

ブッシュ政権になってからも、強いドルは国益ということはそのまま相続したんですが、ただ介入に関しては、やっぱりクリントン政権と最後のブッシュ政権とでは明らかに違っている。

介入については、今の共和党政権の方が、余り市場に手をふれてはいけないという感じが強い

です。ただ、基本的には同じ考え方に立っていると思っただけだと思います。

高橋理事長 どうもありがとうございました。

ほかに何か御質問はございますか。

質問者 先生のお話ですと、金利は早目に引き上げて、日本の景気のいいうちにある程度日銀が金融政策を發動できる範囲にまで持つていった方がいい、というご意見です。また、消費税についても、多分年末頃からそういった議論が出てくるかなど私も思っていたんですが、消費税の方は早目に動かして、将来の年金とかに備える。もし、こういった一連のことを一気にやるような形をとると、為替も、レパトリの巻き戻しなんかも大きく出たりとか、そういったゆがみとかさういうものは大丈夫なんでしょうか。

参議院選挙前にいろんな施策を打たないというリスクももちろんあるんですけれども、それを平

気で夏場に向けてやるとすると、そういうことをしたときに日本経済は耐え得るのかどうなのかというのが、ちょっと・・・。

内海 グリーンスペインが、メジャードベースということ、〇・二五ずつゆっくりやったとか、今のECBのやり方もそうですけれども、やっぱりいろんな政策変更というのはソフトランディングでやっていった方がいいことは確かです。

長期金利についても、例えば日本銀行が国債買い切りオペを、全部やめるといったら、これはハードランディングになるおそれがありますから、やっぱり少しずつソフトランディングをしていきながら将来に備えるということだと思いません。しかし、今みたいに何も手がつけられないというのでは困りますね。

質問者 そうしますと、例えば〇・二五%の短期金利の引き上げを何回か年内にやるぐらいだった

ら、日本経済は大丈夫という？

内海 というのは、この間もあるヨーロッパの中央銀行の総裁と話していたときに、G7で、日本では、個人消費が勢いがついていないが、企業部門は絶対調だ。個人部門は、個人消費の方はもうちょっと勢いがつくといい、だから給料を上げてくれと政府関係者がいつているという話の中で、日銀総裁も答弁しているけれども、超低金利の結果、個人部門が、例えば一〇年間の間に三〇〇兆円超を失っている。それがどこへ行っているかという、企業部門に行っているわけですから、政策としても、会社に給料を上げるといっても、金融政策の正常化の方が本当はオーソドックスだという話をしていんです。

やっぱり、外から見てみると日本では見ていないようなところが見えることがある。そういうふうにも見えるわけです。

高橋理事長 ありがとうございます。ほかに何がございませんでしょうか。

私から一つお伺いしたいと思います。内海社長は日本格付研究所の社長でいらっしやるわけですが、格付というのは資本市場の機能として大変大事なものだと思います。ムーディーズとか、スタンダード・アンド・プアーズとか、アメリカあるいはヨーロッパの格付会社が世界じゅうで機能しているわけです。その中で、内海社長の格付研究所を初め、日本に二社格付け機関があるのですが、日本の格付け機関というのは、あるいは内海社長の格付研究所というのがムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズあるいはフィッチと違うんだ、こういう特色があるんだという点がおもしろいなるのであれば、教えてください。ありがとうございます。

内海 大変ありがたい質問をしていただいてあり

ありがとうございます。

よく、フランスのSECの委員長に当たるような人などと話しているときに、例えばそのころドイツのシュレーダー首相がアングロサクソンの格付会社に腹を立てて、我々自身の格付会社をつくらなくてはいけないといっても、残念なことに今からはもうつくれないということなんです。もう完全に寡占状態になっていて、今からつくっても、恐らくなかなか市場がとれないだろう、もう遅い、日本はよかつたねといわれるんです。

やっぱり、アングロサクソンのスタンダードとというのは、見ていて、ちよつと我々と異物感があるときがある。例えば、数年前にムーディーズがトヨタ自動車をダウン・グレードした。その理由が、永年雇用制度は競争力を害するということ。これは全くアングロサクソンスタンダードそのもので、それは実は全く誤りだった。トヨタはナン



バーワンの自動車会社です。

もう一つ、やっぱりちょっと我々から見てどうしてもわかりにくいことは、日本の会社の経済が悪いときには徹底して二ノツチ、三ノツチと下げ、破綻に追い込まれることがある。他方、よくなってくると、二ノツチ、三ノツチ、平気で上げらる。私は、二ノツチも変えるということは前のレーティングが間違っていたということだ、そういうふうに考えてやれとっているんです。

市場経済というのはオーバーシュートしますよね。それをまさに体現するようなレーティングのやり方というのは、やっぱりアングロサクソンなんだらうと思いますけれども。それとは違ったアプローチをしていきたいということです。

高橋理事長　ありがとうございます。

ほかに何かございませんでしょうか。それでは、そろそろ時間でございます。

今日は本当にお忙しい中、貴重なお話をありがとうございました。厚く御礼申し上げます。とつございました。

内海　御静聴ありがとうございました。(拍手)

(つづみ　まこと・株式会社日本格付研究所社長)

(本稿は、平成一九年四月五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

- 1957年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省  
1962年 フランス留学  
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  
2001年 （財）国際金融情報センター 理事長  
2004年 （株）日本格付研究所 取締役社長
- 1989年 ポリシーメーカー・オブ・ザ・イヤー受賞  
（インターナショナルエコノミーマガジン誌 政策立案賞）

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）

(レジュメ)

順調な航海をつづける日本経済  
—リスクはどこに?—

株式会社 日本格付研究所  
取締役社長 内海 孚

1. 米国経済の失速はないか? サブ・プライム住宅ローン問題は、米経済のアキレス腱となるか?
2. 欧州経済(ユーロ圏)の回復は本物か?
3. リスクも一杯ある中国?
4. 北朝鮮、イランなど核拡散はどこまで行くか?
5. 不安定化する中東。わが国の石油確保に不安はないか?
6. 石油、資源価格上昇の再燃は?
7. 日銀の金利上げは日本経済の不安要因?
8. 消費税上げは避けるべきか?
9. 急激な円高リスクはないか?
10. 中長期に見た日本経済の最大のリスクは?