

世界経済の行方を占う

内海 孚

【二〇〇八年―世界を覆う 逆流現象】

前半、皆様方に絵で御説明をするというのを試みてみようと思つて、こういうのをつくりました。(巻末資料参照)

私は、今起こっていること、それから、これから起こることを理解するためには、二〇〇八年に、今まで世の中が動いていたことが、一挙に逆流し始めたということを理解しないといけないと

思っています。

「世界を覆う逆流現象」というのは、言うまでもなくサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機から始まったわけですけれども、それは過去における行き過ぎの是正という大きな流れに沿っているわけです。

一、不動産ブームとその崩壊

まず、「不動産ブームとその崩壊」。これは日本でも、一八八〇年代に、不動産バブルとその崩壊

は経験したわけですが、今回起こったことは、地域的にも非常に大きな広がりがあり、それがしかも同時進行し、さらに、その生み出した潜在的なキャピタルゲインというのは非常に大きかった。ですから、その崩壊というのも、その広がりと深さにおいて、かつてないような規模でこれが逆流として起こっていった、世界の経済に深刻な影響を与えているということでありませう。

二、レバレッジからデレバレッジ、貯蓄

その次の逆流現象の例が、アメリカの個人消費です。「レバレッジからデレバレッジ」という逆流は個人消費だけでなく、企業部門その他いろんなところで起こっています。

その典型的な例がアメリカの個人消費です。ア

メリカの個人消費がアメリカのGDPに占める割合は、一九六〇年ごろから見ても、伝統的に大体六〇%台の下の方です。七五年、八〇年、六二〜六三%程度です。それが今やGDPの七〇%を超えてしまった。この超えたことは、いわばレバレッジ、つまり、借金に依存しているわけです。

ですから、今、そのレバレッジが、デレバレッジ、つまり、返済、そして貯蓄ということに転換して、逆流しているわけですが、これが伝統的な六二〜六三%のところに戻るという是正は、長い、非常に厳しいプロセスになるという可能性を考えておかなければならないと思います。

そして、そういう消費が家計部門の借金によって成り立ったということを申し上げましたけれども、現に一九九〇年には、アメリカの家計部門の借金の総額はGDPの六〇%でしたが、今はGDPの一〇〇%にまで膨れ上がっているわけです。

今、どうということが現象的に起こっているかといいますが、アメリカ人は一生懸命貯蓄をして、使うほうはそんなに使わない。一月には一・八％と一時的に膨らみましたが、新しい数字で見ると、ことしの二月にはまたマイナス〇・二％という形になっていますし、恐らくこういう姿は当分続いていくということではないかと思つています。

三、米国から海外への投資とその逆流

逆流現象のもう一つの例が、アメリカから、過去において洪水のように、アメリカ以外、即ち、新興市場国、ヨーロッパ、日本などに向けて、直接投資及び間接投資の波があつたわけですから、なにも、これが今すごい勢いで逆流をしています。

ぜ逆流しているかという、企業も、アメリカ国内で資金調達ができないから、間接投資も直接投資も一生懸命戻しているわけです。それから、ヘッジファンドを初めとする投資ファンドも、損を埋めるため、あるいは投資家からの解約の要請にこたえるために、海外の投資を還流させています。

今、我々から見ると、円を中心に見るために、ドルは弱くなつていくという見方をしている人がいますが、ドルは世界の円以外のすべての通貨に対して強くなっています。円がそれに対してさらに強くなつていくだけです。そのドルの強さというのは、米国への資金の還流によるわけです。まず、株式市場ではヘッジファンドのたたき売りで、日本の株価は、いつときニューヨークの株価の下落よりももっと下落しました。

フォードはマツダの二〇％の株を売りました

し、そして、A I Gは日本にある子会社の株を売ろうとしています。それから、シティは日興コーディアルを売りに出す。ですから、日本だけ見ても、まだまだアメリカへの資金の還流というのは続くわけでございます。

こういうような動きが、新興市場国にも非常に大きな困難を与えています。同時にヨーロッパの国からも、アメリカは資本を引いています。ですから、ユーロに対してドルが強くなるわけです。そして、一方、ヨーロッパのほうは、東ヨーロッパの国々から資金を引き揚げるということをやっているから、東ヨーロッパの国々も困難になつていくというのが現在の姿です。

つまり、アメリカやヨーロッパから過去出たお金が、それぞれアメリカ、ヨーロッパ、いずれも自分のところにお金が調達できなくなって、何とか調達しようと思つて、外からお金を逆流させて

いるわけです。

四、投資銀行というビジネス

モデルの終焉

別の例を申し上げます。インベストメントバンク、これが一九七五年には、アメリカの投資銀行の総資産は、アメリカのGDPの5%でした。二〇〇三年には、何と二五%まで膨れ上がりました。そして、とうとう今、アメリカではインベストメントバンクはなくなつてしまいました。

五、ヘッジファンドの興亡

その次の例が、ヘッジファンドです。ヘッジファンドは、ピーク時には二兆ドルあると言われていました。それが去年、まず投資で二〇〇億

ドル程度が失われ、そして、同じ二〇〇〇億ドル程度が投資家の解約によって引き揚げられました。さらに、ことしの第1四半期だけで、投資家がさらに二〇〇〇億ドルぐらい引き揚げるといことが言われております。

そして、ヨーロッパの大陸の国々からは、ヘッジファンドの規制という声が上がっていました。アメリカや英国がこれを絶対にはまないでいました。ところが、こういう事態になって、アメリカでもガイトナー長官が、ついにヘッジファンドを登録制にして規制していくんだということを言明しましたし、オバマ政権のもとで金融改革の指揮をとっているポール・ボルカー氏は、先日、ヘッジファンド、PEファンド、あるいは自己売買のようなリスクにさらされやすい資本市場行動には強い規制が必要だということを言っていますから、この方向で相当な強化が行われるというこ

とになります。

そして、マードフのネズミ講事件で、ファンド・オブ・ファンズというビジネスモデルは終わったということも言われています。

六、ソブリン・ウェルス・ ファンド―陶醉と幻滅

その次が、ソブリン・ウェルス・ファンドで、これも去年の初めには、約二・五兆ドルのソブリン・ウェルス・ファンドができていました。二〇一五年になると、一〇兆から一五兆米ドルになるだろうと言われていたわけです。

一番注目を浴びたのが中国で、外貨準備から二〇〇〇億ドルをこの会社（CIC）のほうに移して、CICが全世界的にこれを運用するというので、これがある程度の不安感や恐怖感、懸念とと

もに注目を浴びたことは御記憶のとおりです。

また、当時の金融庁担当大臣を含めて、日本にソブリン・ウェルス・ファンドをつくるための議員連盟というのができて、何億円も払って有能なファンドマネジャーを外国から連れてくれば、外貨準備の運用によって巨大な富が生まれるはずだ。これをしないのはばかげているということ、それを推進しようという動きがあったことは、我々の記憶にも新しいわけですが、今やそういう声が失速していることは云うまでもありません。中国の例では、既に六一億米ドルを失いました。これはブラックストーンとかモルガン・スタンレーの株を早い時期に買い取ったために、それだけのキャピタルロスが出ているわけですが、今や八五%はキャッシュで保有して、これからどういふふうに進めるかということを検討中と言っているから、もう既に何カ月もたっていますが、

動きがありません。

しかも、このC I Cは、金利を払って二〇〇億ドルの資金を抱えているわけですから、金利のほうはどんどん出ていくわけで、その意味でもこの戦略は完全に頓挫しているということになります。

七、第一次産品の価格―熱狂から幻滅へ

ここで見ていただくように、商品価格が、物によって三分の一から半分以下がってしまったというところは、これも改めて御説明する必要はないと思います。

八、新興国市場―

デカップリング(?)から

リカップリング(!)へ

アメリカ、そしてヨーロッパがリセッションに入っていくことが明らかになったとき、一年ぐらいまでは、ほとんどすべてのエコノミスト、これは国際機関のエコノミストを含めて、アメリカやヨーロッパの経済が沈滞しても、世界経済は、新興市場国、中国とかインド、ロシアとかブラジルとか、そういう新興市場国によって支えられることになる。つまり、こういった新興市場国は、アメリカやヨーロッパの影響はそんなに受けない。「デカップリング」という論調が支配的でした。

しかし、現実にはリカップリング、つまり、影響をまともに受けるということが明らかになりま

した。

その中で、例えば中国のように充分過ぎるくらいの外貨準備があり、予算的にも余裕のある国、しかも、世界で最も高度成長を誇っている中国に関してどうかというと、御存じのように一〇%を超える成長だったのが、去年の一〇―一二月は六・八%。ただ、これは対前期ではなくて、対前年同期に対しての六・八%なので、何パーセントの瞬間風速で進んでいるかは本当はよくわからないのですが、発電量は、対前年同月でマイナスが一〇月、十一月、十二月とこんなに続いている。中国の電力というのは、九〇%が産業用です。民生用というのは一〇%にすぎません。日本では、産業用が七〇%で、民生用が三〇%ですけれども、中国では九〇%が産業用。それがこんなに減っていて、本当に経済が成長しているのかという事です。

ニューヨーク大学のルビーニ教授は、彼はいつも悲観的な見通しを言うので有名な人ではあるのですが、「中国は既に二〇〇八年第4四半期にリセッション、つまりマイナス成長になっている」ということを言っていますし、そのうちいろんな金融機関のエコノミストたちも、例えば、スタンダードチャータードでは、去年の第4四半期は、対前期伸び率では1%しか伸びていない。モルガン・スタンレーは1・5%とか、メリルリンチは0%に近いというようなことを言っているわけだ、中国ですら、こういうようにデカップリングから、またもりにリカップリングということになった。

九、振り子は反対方向へ

こういうように、振り子は明らかに反対の方向

に振れています。米国との間では、私自身も日米構造協議の議長として交渉に臨んだり、いろいろな交渉を経験しましたけれども、アメリカ側は常に民間部門というのを最大限にし、公的部門というのは最小限にとどめるのがいいという使命感を持って、その他の地域に接してきたことは御存じのとおりであります。しかし、今やアメリカにおいても状況が逆転しているわけです。

例えば、シテイバンクとかバンク・オブ・アメリカというようなアメリカを代表する大銀行も、シテイについては、とうとう資本の三六%が国有になりました。それから、バンク・オブ・アメリカは、六%ですが、国が最大の株主です。ですから、こういう銀行も、ナショナルリザーブシオンとは言わないまでも、実際には、運営しているのは経営者ではなくて、FDIC（米連邦預金保険公社）の会長をしているシーラ・ベアーが、今や役

職者や一般の雇用者の給与水準まで決める。配当も決める。そして、どういう資産を処分するか、どういう子会社を処分するかも決めていると言われている。

最近、ポール・ボルカー氏がトロントでしたスピーチが大変興味深いのですが、今後のアメリカの金融制度がどうなっていくかということに関して話しています。彼は、米国の金融制度は、時計の針を戻さなければいけない。そして、その信用供与の中心となるのは、コマースシャルバンクである。つまり、それはスーパーマーケット・バンキングモデルの終わりだということを言っておりません。

そして、彼は続けて、こういった新しいモデル、つまり、コマースシャルバンク中心の銀行制度は、強いコマースシャルバンクが、主として消費者とかビジネスに与信をするのであって、リスキー

な行動をすべきではないということを言っています。そして、別途緩い監督のもとに伝統的な証券会社が存在する。これについては、世界的な大きな規模のもの以外はそんなに強い監督をする必要がないということ、これは、彼はグラス・ステイガルの時代に針を戻すということを頭に置いているのではないかとこのように解釈されています。

即ち、金融業、銀行業というのは、实体经济、つまり、企業とか家計を支えるという役割に戻る。であって、金融業だけの中でお金をいろいろマネーゲームみたいなことをやって利益を生み出すという時代は終わったということが、どうも彼の頭の中にあるのではないかと思います。

【世界経済の今後をどう読むか】

さて、今申し上げたようなことを頭に置いて、これからの世界の経済の動きをどう読むかということになります。

一、今、何が起こっているか

金融危機は沈静化へ

私は、第一に、リーマン・ブラザーズで起こったような大きな金融機関の破綻ということは、アメリカやヨーロッパの大国に関しては、再びそういうことはまず起こらないだろう、と考えています。それはアメリカとかヨーロッパの大国に関して言えば、もうそういうことは二度と起こさない

という気持ちで政策に取り組んでいることが明らかだからです。

その次に、リーマン・ブラザーズの破綻の後に起こったような金融機関の間のお金の完全な凍りつきというのは、一〇月の半ば、まずEUで、そして、それを追っかけてアメリカで、金融機関相互の貸し借りに関しては政府が保証するという異なる措置をとったことによって、金融機関の間のお金の凍りつきはかなり解凍してきました。

各国の中央銀行、即ち、アメリカの連邦準備委員会、ヨーロッパのECBなどを中心に、豊富な流動性を市場に注入して、しかも、社債の買い取りその他極めて異例な方法をとって、資金の注入をやっています。今、英国は長期国債の買い切りオペをバンク・オブ・イングランドが始めましたし、日本は既にずっとやっているわけですから、アメリカも今度のFOMCでこれを始めるか

どうかというのが注目をされているということでもあります。それに加えて、主要な金融機関に公的資金が注入されて、それによって銀行の脆弱化した資本ベースが強化されつつあります。

例えば英国でも、それから一部アメリカでも、債券の保証というのは国で行われたりしていますけれども、恐らくあと一週間の間に、アメリカで不良債権についてどういうような措置がとられるのかということが、より具体的な形で発表されることになっていきます。

不良債権という場合に、よく、アメリカでも日本の例を倣えばいいじゃないかということ、非常に物わかりげに言われる政治家も多いんですけども、不良債権の実態がアメリカと日本では全然違うのです。

アメリカは、申し上げましたようにサブプライム・ローン、それがだんだんプライム・ローンに

まで及んできたんですけれども、根っこにあるのは対個人の債権の悪化です。ですから、そういうものが証券化されて、それがまた第二次的な複合金融商品に組み込まれて、ばらまかれたのが不良債券になる。同時に、アメリカには七〇〇〇ぐらいの中小銀行があります。その七〇〇〇ぐらいの中小銀行の貸し出しの約三分の二は、住宅ローン及びコマースシャル不動産ローンだと言われています。ですから、それは今度一つ一つの細かい住宅ローンとか、そういったものの積み重ねです。債券の買取りとは別に、地方の中小銀行の七〇〇〇もある銀行の不良債権の買取りも考えなければならぬので、そんなに簡単ではない。

さて、日本では、個人は大体まじめに払っていて、それほど不良債権化していない。東京では、自分の買ったマンションが五分の一とか一〇分の一に下がっても、三〇年というような年賦で、ま

まだまだ払い続けています。日本の不良債権は、主として大きな企業のものに集約されました。ですから、大体どこにどのぐらい不良債権があるかということも明らかでしたし、その処理の仕方というのも、その意味ではよく目に見えたわけですが、アメリカの場合、よほどそれより複雑ですが、これはなかなかガイトナー長官も苦労をして、直ちに案がまとめにくいんだらうというように私は見えています。

そういう状態のもとで、今、銀行間のお金の動きが大分スムーズになってきたということを上申しましたが、その一方で、銀行から対企業、そして、対個人の貸し出しというのは、依然としてタイトであり、むしろ収縮が続いています。

アメリカで自動車売れないということが言われますが、それは需要が弱いこともありすけれども、自動車ローンを申し込んでも、受け付けら

れるのは六〇%で、四〇%ははねられてしまうわけです。ですから、そういうような中で、しかも、クレジットカード・ローンについても、どんどんそれが制限をされていくというような中で、アメリカの金融機関の貸し渋りというのか、貸しはがしというのは依然として続いていますし、それはヨーロッパでも同様です。ですから、恐らくそういう金融の収縮は、私はまだ二年や三年続くのではないかと思っています。

そして、社債市場が凍りつく中で、銀行貸し出しがそうやって収縮していく状態。さらには、個人のほうは、バランスシートが悪化しているために新しく借りるところか、債務の返済と貯金を一生懸命やっているという状態、さらには企業部門のリストラ、そういったものが、今後とも实体经济を悪化の方向に持っていく続けるのは当分続くというように見ておく必要があるのではないか。

ですから、多くの国際機関の見通しでは、先進国経済はことしはマイナスだけれども、来年はプラスに転じるというふうに言っておりますが、私は、恐らくプラスに転じるとしても、一番早くて二〇一〇年の後半、もつと可能性のあるのは二〇一一年からという感じで見えております。

二、今後、世界経済はどの程度の成長が可能か

さて、そうやって一番早ければ二〇一〇年の後半あるいは二〇一一年になってからプラス成長のほうに行つたとしても、その後、どの程度の成長が可能なんだろうかということです。

(1) 先進国の場合

私は、プラスの成長に戻ってからも、恐らく数

年は、せいぜい一〜二%という成長が先進国の共通の成長率になるのではないか。数年ということを申し上げましたが、場合によっては、これが一〇年近くになるかもしれません。

その理由はこういうことです。

第一に、各国は、景気刺激措置を一生懸命やっています。アメリカもそうですし、ヨーロッパもそうです。アメリカがさきのG20の財務大臣会合で、GDPの二%をめどにみんなで新規策を講じようということを提案しました。そういった数量目標はヨーロッパから相手にされませんでしたけれども、そうやって各国とも一生懸命やっています。それによってリセッションがデプレッションになるということが防がれるということはあるわけですが、二〇一〇年または、二〇一一年に成長がマイナスからプラスに転じたら、今度はどうなるかということです。

今、例えばアメリカでとっている景気刺激策は、三〇四年たつと、その効果というものはもう蒸発してしまいます。その後に来るのは何かというと、むしろ財政の規律を回復して、財政を再建しようという動きになります。ですから、これは当然成長は抑制しても、財政の規律を回復しようということにならざるを得ません。

二番目に、銀行がかつてあつたような安易な信用拡大に走るといふ可能性は、これも到底ありません。

三番目に、さつき見ていただいたように、アメリカの家計が典型的なその例ですが、家計が再び借り入れに頼ってお金を使うというのに戻ることにはなかなか難しい。むしろアメリカが伝統的な消費のパターンであるGDPの六二、三%ぐらいのところに戻るということを考えると、これはまた非常に長い厳しいプロセスになっていくだろう。

ただ、これが進めば、アメリカの対外的な不均衡というのはかなり解決してしまうかもしれない。という意味では、アメリカは再び対外的なポジションが強くなるかもしれないというように私は見ているわけです。

アメリカの企業部門も、最終需要が弱い、しかも、その先行きも明らかでなければ、積極的に設備投資あるいは新しい雇用をしようというようには動いてこないということになるのですから、これもアメリカでもヨーロッパでも、プラスに転じたからといって、すぐ三%とかというようなところにはなかなか戻らないんじゃないかというように思っております。

(2) 開発途上国、新興市場国の場合

さて、その次に、開発途上国、新興市場国についてはどうでしょうか。これも今、中国を始めと

して新興市場国の回復のほうが先行して、これが世界経済の回復の先導役になるということが、期待を込めて語られているのは御存じのとおりであります。しかし、本当にそうなるかということについては、私は実は非常に疑問を持っています。むしろ私は、新興市場国の回復は、先進国よりもおくれるのではないかというように思っています。

先ほどのデカップリングが成り立たなくて、リカップリングになったということを申し上げましたが、先進国のリセッションが新興市場国に伝染していく一種のメカニズムというものがありません、そのメカニズムの最たるものが先進国への輸出が不振ということで、そういう影響を受ける。それから、先進国からの投資が新興市場国の成長を大きく支えたわけですが、これも積極的にそんなに出てこなくなるだけではなくて、これは直接

投資も、そして間接投資も含めて、むしろ引き揚げていく傾向というのが極まるだろう。

その次に、こういう状態の中で第一次産品の産出国に関して言うと、あるいは石油産出国について言うと、こういうものの価格もなかなかもとに戻らないというようなことから、先進国の回復がない限り、開発途上国の回復も難しいというのがあるわけです。

それに加えて、私は、経済が困難になると、新興市場国にある、それまでそれほど見えていない社会的リスクが顕在化する危険があるということを感じるわけです。中国というのは、少なくとも経済的に見る限りは、あれだけの世界一の外貨準備を持ち、予算に関しても、少なくとも現在はいかに余裕がある国で、それだけバッファがあるわけですけれども、社会的リスクということを言いますと、御存じのように、中国社会の中の大きな

所得格差。まず地域的に見ると、上海の一人当たりGDPと、一番貧しい貴州の一人当たりGDPでは、上海が一〇倍です。上海の中でも、例えば貧しい農村地帯からの出稼ぎ労働者というのは、何ら社会的な保障もなく、医療保険もなく、給与水準も正規労働者の何分の一という給与で働くということ、沿海州の開発された地域でも、大きな所得格差があります。これがまず非常に大きな潜在的なテンションになっているわけです。

それだけではなくて、しかも、そういう農村からの出稼ぎ労働者、これは約一億人とも二億人とも言われているんですが、そういう人たちのうち既に二〇〇〇万人が失業して、農村に帰る。農村に帰って、食っていけるか。中国というのは、世界の人口の二〇%が住んでいますけれども、耕せる農地というのは世界の三%にすぎません。帰って、農村で食っていけるわけがない。しかも、経

済的な条件が悪くなって、失業者というのがどんどんふえているわけであります。

それから、別の社会的なリスクは公害問題。中国の公害問題は、農地の汚染、水の汚染、空気の汚染。これがまた農村地域の土地の収用にまつわる組織的な汚職。それがまた公害を生み出すという、開発、汚職、これに伴う土地収用、そして公害というのが組み合わさって、非常に深刻な社会的なリスクを生み出しており、御存じのように、二〇〇四年か五年ぐらいまでには、大小の反乱が幾つ起こっているということを中国政府は発表していたんです。たしか一番最近で、二〇〇五年が七万件ぐらいあったと思いますが、全く発表しなくなりました。最近、そういう地方地方で起こっているのは、地方で警察とのトラブルがあつても、押さえられてそれで済んでいたわけですが、今度は深刻な失業問題で、広東省など大きな騒擾

事件が目に見える形で起こり始めました。

そしてまた、その失業に関して言うと、一番深刻な問題となっているのが、大学卒業者が就職できない。中国では一人っ子政策で、大学が雨後のタケノコのごとくたくさんふえてきました。二〇〇七年には四五〇万人の卒業生が出ましたが、そのうちまだ八〇万人は依然として職が見つからない。二〇〇八年には五六〇万人の卒業者のうち二〇%は、依然として職が見つからない。ことしはさらに卒業生がふえて六〇〇万人になるそうです。

地方の反乱というのは、お互いに横の連絡がないのですが、大学卒業者というのは、みんなブログでいろいろやりとりをしながらエスカレートしていくということに、中国政府が非常にナーバスになっていて、ですから、膨大な数のインターネット監視ポリスを導入して、そういうのを監視して

未然に問題を防ごうとしているという話ですが、そのぐらい中国が社会的な問題を抱えているということを認識しておく必要があるのではないかと。

中国政府が四兆人民元の巨大な景気刺激策を発表したのはいいのですが、それがまず、鉄道とか高速道路あるいは空港というような大規模インフラに優先して使われるというのが伝えられており、そうだとすると、さっき申し上げたような社会的なリスクに対応できるのか、むしろ問題は地方的には一層深刻になるんじゃないか。

ですから、中国の非常に貧しい地域では、義務教育でも必ずしも授業料がただではない。それから、医療費となると、全く医療保険はないので、生活の大きな負担なるということなので、そういうほうに使われれば、ある程度社会的なリスクの顕在化に対処するという意味では有効なんじゃないかと思われまます。最近、全人代ではそういうよ

うな声も出たような感じで、そちらのほうに用途が振り向けられれば、あるいは大分緩和されるのかもしれない。ただ、中国に詳しい人に言わせると、結局、中央政府が決めても、そういうたソーシャル・セーフティネットは地方の末端が担当しているので、そこへお金が到達して、有効に本当に汚職なしに使われるかということについては、中央政府も自信がないのでなかなかそこに踏み切れないのだという話もあります。

いずれにしても、中国を例に挙げましたが、これは中国だけではなくて、宗教的な対立とかいろいろなソーシャルなリスクがあるので、そういうのが経済的に難しくなると社会的なリスクが顕在化し、社会的なリスクが顕在化すると、今度経済のほうも難しくなるという、この関係を見る必要があるんじゃないか。そういうことを考えると、新興市場国のほうが、先進国よりも先行して景気

回復をしていくというようなことは、そんなに簡単に期待できないのではないかと。

特に私がちよつとリスクとして思うのは、また中国のことになりますが、さつき所得格差のことを申し上げましたように、共産主義というのはもう中国の指導理念ではなく、何が指導理念かというとナシヨナリズムです。ですから、国でいろんな社会的なフリクション、テンションが高まったときに、ナシヨナリズムにそれを訴えて解決しようというときに、それは隣国である日本にとっては大変怖いシナリオになるおそれがあるという感じは、私は潜在的には持っているわけでございます。そんなことで、先進国、それから、新興市場国合わせて考えて、なかなか難しいわけです。

三、日本経済の現状と今後

(1) 証券市場の動向と株価対策について

日本に関して言うと、九月の半ばぐらいまでは、世界経済の中でお金が円滑に動いている唯一の国が日本でした。そういう中で、一〇月ぐらいから、日本も同様にお金が凍りつき始めました。

私は、日本の場合には、一番大きなファクターは株価の下落だったと思います。日本は先進国の中でもサブプライム・ローンの影響が最も軽微です。恐らくサブプライム・ローン関係の損失というのは、全世界の損失の中のせいぜい四%ぐらいのはずです。それがこんなに凍りついたのは、現象的には、例えばサムライ市場で言うと、ベアー・スターンズとかアイスランドのサムライ債のデフォルトというのがありますが、もっと根本

的には、私はニューヨーク以上の株価の下落だったと思います。株価の下落が銀行の資本ベースを脆弱化して、そして、金融機関はお金があるのに、貸すことを渋るようになりました。これが今でも続いているわけです。

ですから、日本に関してはいろいろな処方せんがありますが、四〇年不況前後に共同証券をつくったり、あるいは証券保有組合をつくったりしたことがあります。これは政府のお金は使わないうで、ただ大蔵大臣とか日銀総裁とか、あるいは理財局長などがいろいろ陰で動いて、説得し、あるいは調整役をやって、そういうことをやって何とか難局を免れました。

今、そういう問題で、例えば日経平均で八〇〇〇円以下にはならないようなセーフティネットがちゃんとできてるといふようになっただけで、私は日本のお金の動きというののがらっと変わると

思います。口で言う人は大分出てきましたけれども、政治の貧困の中でなかなかそういう動きにならない。

(2) プラザ合意後の日本経済の動き

私は、過去を振り返りながら思うのですが、まず、日本の経済が非常に困難になった一九八五年一〇月のプラザの後、どうやって日本が立ち直ったかということを見ますと、プラザ合意というのは、一九八五年一〇月、そのときには一ドルが二四〇円でした。二年間たつたら、一ドルが一二〇円になりました。この猛烈な円高は、本当に日本経済にとっては大変なショックだったわけです。その間、日本の企業は猛烈なリストラをやりました。リストラをやっただけでなくて、今まで輸出に依存していた、例えば多治見の陶磁器業界もその例ですが、内需転換のための商品開発その他、

円高の結果、積極的なものも含めたリストラに取り組みました。そうやってコストダウンをしたところに、輸入品原料が半額になったわけですから、そういう川上からのコストダウンも加わって、損益が一挙に改善し、日本は史上まれな好況になったわけです。

その後は、いわゆる「失われた一〇年」の時代。このときから立ち直ったのが明らかになったのが二〇〇三年です。二〇〇三年度の東京証券取引所の金融業を除く全上場会社の平均で、売り上げがほとんど伸びない中で、業務純益が対前年七〇%ふえました。これはまさに企業部門のリストラが実ったわけです。それからスタートして、日本の景気が回復しました。

(3) 今後の日本経済の見通し

今度はどうかというと、日本の場合は、恐らく

景気の回復も、間違いなく企業部門から来るでしょう。企業は、今猛烈な勢いでリストラをやっています。この日本企業のリストラというのは、世界で例を見ないほどの厳しいコストカットをやります。コストカットをやったところに、さつき見ていただいたように原料品の値段は半分以下に下がりましたし、円高にもなりました。そうなる、リストラによるコストカットに加えて、川上からのコストダウンが加わりますから、損益は意外と早く回復し、それが株価にも出てくるのではないかと思います。

じゃ、そうやって企業部門が回復してプラスになつたら、日本の経済成長が大いに栄えるかというと、そうはなりません。それは日本の個人が徹底的に虐げられているからです。第一に給与は上がらない。企業は業績が上がっても、なかなかそれを社員に恩典に浴させない。

第二番目に、若い人たちは、自分たちが年をとったときに、今決められているような程度の年金がもらえるわけではないと思っています。年金の改革がおくれていますから。だから、若い人たちもお金を使わない。一生懸命ためる。

第三番目に、既に引退した人たち、日本の個人貯蓄一五〇〇兆円と言われていますが、その四分の三はその人たちのものでしょう。そういう人たちが、一年の定期預金が〇・三%とか〇・四%というような金利でお金を使うわけがない。

そういうように考えるものですから、最終需要のほうは、外需も、そんな元気が出ない。そして、内需のほうも個人消費はそんな元気が出ない。企業部門がよくなれば、雇用もある程度ふえますし、オーバータイムもふえるし、設備投資もある程度行きますから、プラス成長にはなるでしょうけれども、個人に対する政策がこんなよう

なことであれば、やはり日本もせいぜい1%か2%。与謝野さんが「だから景気」と表現した、そんな姿から出ることはないんじゃないかと思えます。

(4) 為替相場の見通し

最後に、為替について私の見方を申し上げます。実は私は、毎年年末に「翌年の為替市場を占う」ということで、見通しを出すのですが、二〇〇九年に関しては、去年の一二月に、円が九〇円を割れるか割れないか。ほとんどの予想が一ドル〃八〇円台というような声が圧倒的に多かった中で、私は、ドルに関しては一ドル一〇〇円プラスマイナス五円。ユーロに関しては、一ユーロ一五円プラスマイナス一〇円ということで申し上げます。たわけです。

その理由は、第一に、さっき申し上げたように

ドルが強い。それは、アメリカにお金が還流しているからです。この還流は、私はあと一年ぐらいは続くと思っています。さっき申し上げたように、日本にある資産だったのが、日興コーディアルとかAIGの三つの子会社とか、そういうものが処分されたりするように、全世界的にまだまだ還流は続いていくことを考えると、ドルの強さは当分続くだろう。

それに対して、さっきも申し上げたように、去年の秋ぐらいまでは、日本は唯一、円滑にお金が動いている国でした。ですから、サムライ債も随分日本で出ました。しかし、今、サムライ債もほとんど凍りついてしまいました。日本は何となくお金が動いているということで、ドルよりいいなという感じで円が強くなったわけですけども、日本も同じようにお金が凍りついてしまい、そして、貿易収支がとうとう赤字になる。經常収支で

すら、最近の数字は赤字になる。しかも、この日本の政治的な状態を見て、強いドルをさらに上回るような形で、円にお金が来るということはありません。

よくプロの人たちは、「いや、まだキャリートレード、巻き戻しがある」という。しかし、専門家が言うキャリートレードの解消というのも、もうそんなものはありはしないのです。ですから、円がそんなに強くなるバックグラウンドではないと思っていましたので、大体一ドルは一〇〇円プラスマイナス五円というレンジで申し上げました。それは、こういういろんな予測不可能なことが起こりますから、そのレンジからはみ出して、上がったたり下がったりはあると思いますが、年末には大体その辺に収れんするんじゃないかと思っています。

それから、人民元について言うと、去年の前半

は、中国政府は相当なスピードで人民元の上昇を許容してきましたけれども、去年の後半はパタとこれがとまりました。私はむしろさつき申し上げたような理由で、あと半年から一年ぐらいすると、ひよつとすると中国から相当大きな資本逃避（キャピタルフライト）が起こって、人民元は弱くなるんじゃないか。それは中国政府がそうしようというんじゃないかと、むしろキャピタルフライトという格好で、中国政府にとっては好ましがらざる形の人民元の価値下落が起こる可能性すら見ておく必要がないかなという感じで注目をしております。

大体時間になりましたので、この辺で一たん切って、御意見、御質問を承りたいと思います。

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。アメリカ、ヨーロッパ、それから開発途上国を含めまして、大きな流れについて大変丁寧に御解説をいただいたと思います。ありがとうございます。

それでは、時間をいただいていますので、御質問、御意見等ありの方、御発言をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

それでは、質問をお考えいただく間に、私から一問。

一昨日、G 20というんですか、二〇カ国の蔵相・中央銀行総裁会議があった。それから、四月初めに、二〇カ国の首脳会議が開かれるということなんですが、きのう一応、それなりの共同声明が出ております。四月の20カ国首脳会議、どういう点を期待されておられて、それが一つの大きな転機となって、世界経済あるいは世界の金融市場

が回復していくというような可能性というんですか、見方というのはどの程度あるものか、その辺のお感じを伺いたいと思うんですが。

内海 一言で結論的に言うのと、そんな大きな成果を期待しても無理だと思います。ただ、ある程度やっただけのことはあるかなという感じは出さないじゃないかと思うんですね。それは一つには、例えば財政については、アメリカが期待するようなバーデンシエアリングとかいうか、そこまでは行かないけれども、みんな一生懸命協力してやろうということが出てくるでしょう。

それから、金融監督の強化についても、例えばブラウン首相が提案しているような、世界的な何か新しい機構をつくるというような合意は到底できないにしても、各国のレギュレーターがそういう原則を頭に置いて、こういうあるべき姿を頭に置いてやるんだということをつくり出すような形

で、IMFとかフィナンシャル・スタビリティフォーラムにそういうものをつくるようにということ、それもある程度強化していく形になるんでしょう。

結構具体的に踏み込むこととしては、例えばタックスヘブンの問題とかヘッジファンド、あるいは私自身の関係していることでは格付会社についてのコメントとか、結構細かいこと。さらには、金融機関の役職者あるいはもっと一般に経営者の報酬の問題とか、そんなところに入ってくるかもしれません。

私は一番大きな期待を抱くとすると、IMFを中心とした国際機関への資金増加についてのコンセンサスが出るということと、保護主義に対して、どの程度の強い形で決意表明をするかということ、この二つが将来に対するインプリーションとして一番大きいのかなという感じがしま

す。

高橋理事長 ありがとうございます。

何か御質問はございますか、どうぞ。

質問者 為替の話の中で、人民元に関しての御発言ですけれども、場合によってはチャイナからのキャピタルフライトという事態もあり得る、こういう御意見だったかと思うんですけれども、今やはり投資の対象として一般的な個人から見ると、中国を含めたBRICsというのが着目だと思えます。お話の中で、新興国の経済回復も余りほかばかしくないというトーンで拝聴いたしましたんですが、中国以外のロシア、ブラジルに関して、為替というよりも経済成長性の問題でコメントをちょうだいしたいというのが一つ。

やはりこの二つの国は、資源国ということでございますので、為替の面からはいろいろ今日御教示いただいたんですが、その一番重要になってき

ます原材料のオイルに関しては、世界経済の関数で価格が決まってくるのではないかと思うんですが、どのようにごらんになっていらっしゃるか、お教えいただきたいと思います。

内海 まず、資源価格についてですけども、私は、この二一世紀が始まるときの長期的な見方として、二一世紀と前世紀との一番大きな違いは、市場経済に住む人口が五〇億人になってスタートしたのがこの世紀なんです。ですから、市場人口にそれだけの人が住むようになり、その生活水準、生活スタイルが変わることに伴って、エネルギーを含めた資源の価格というのは長期的に上昇する。つまり、ライフスタイルが変われば、それに応じて需要はふえるけれども、第一次産品とかエネルギーはそんなにすぐ供給がふえませんか、長期的には上がっていくというシナリオを描いて、それは依然としてそうだと思っている。だ

けど、市場経済がちょっと行き過ぎました。一挙にこんなに上がったら、その反動が来るのは当然ですが、長期的には、私はやっぱり上がっていくことは間違いがないと思います。ただ、今、我々が視野に置いている五年ぐらいということを見る限りは、そんなに資源が急にまた高くなっていくという感じはないでしょう。

そういうことを頭に置きながら、今おっしゃったBRICsについて一言ずつ言いますと、まずBRICsの中で、一番最悪な状態はロシアでしょうね。ロシアは石油に全面的に依存し、プーチンのいわば反民主的というか、ああいう格好で歴史の針をもとに戻すような形で、しかも、そういう政権が石油の価格の上昇ということに支えられていたわけですけども、石油価格が下がり、そして、近隣国とのいろんな問題その他から言って、外からの投資も入ってこないということで、ロシ

アは非常に難しい状態。

私は一番強いのはブラジルではないかと思っ
ているのです。一言で言って、政治的には、どち
かというところ左翼政権が、市場をよく理解し
た政策をとっているということがバックにあり、
しかも、今は商品価格が下がっているので困難が
ありますけれども、その資源の多様性ということ
から見ても、中期的にはブラジルが一番安心感が
ある。

それから、インドというのはおもしろい国で、
依然として田舎国家だというんですね。つまり、
田舎に人口がたくさんあり、農業で生きていると
いう部分が非常にあるということが、意外と今度
のアメリカ、ヨーロッパ発のクライシスの伝達と
いうのが、インドに関しては中国ほど深刻に響い
ていないという感じがします。

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。

それでは、御質問ないようでしたら、時間も過
ぎておりますので、この辺で今日の講演会は閉会
にしたいと思います。

内海さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(うつみ まこと・株式会社日本格付研究所 社長)

(本稿は、平成二十二年三月一六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（SII）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 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）」受賞。

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」受賞。

平成20年 「瑞宝重光章」受章。

2008年 - 世界を覆う逆流現象

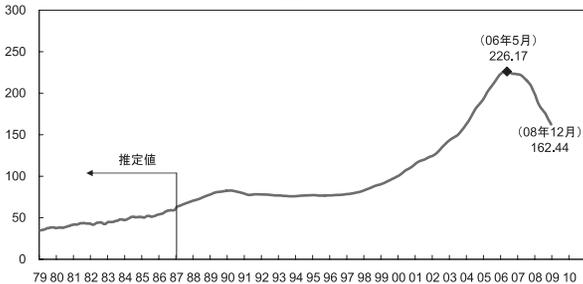
2009年3月16日

株式会社 日本格付研究所

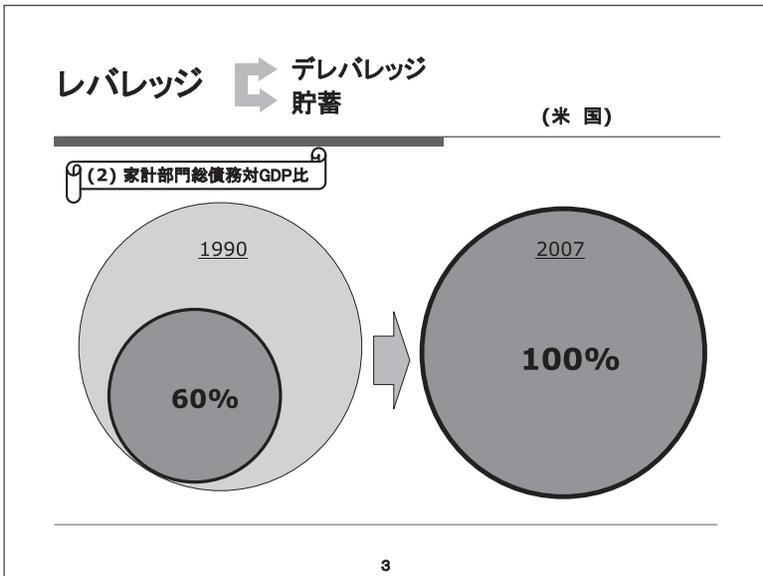
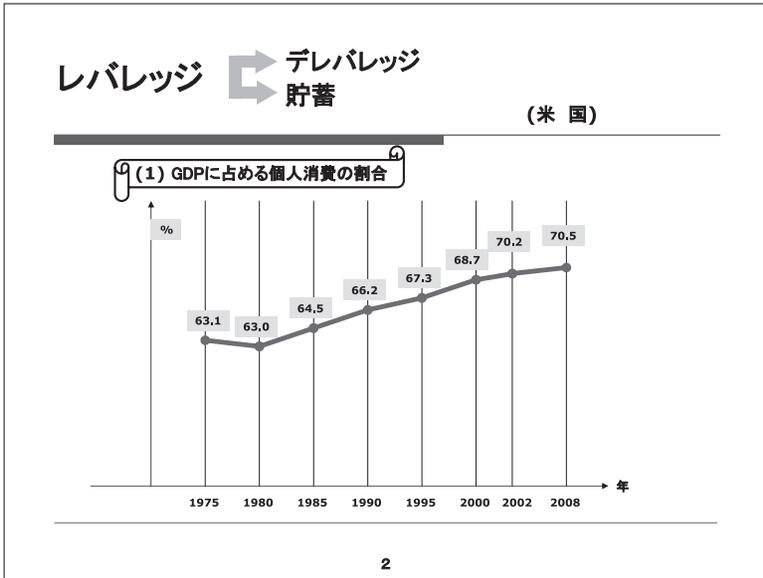
取締役社長 内海 孚

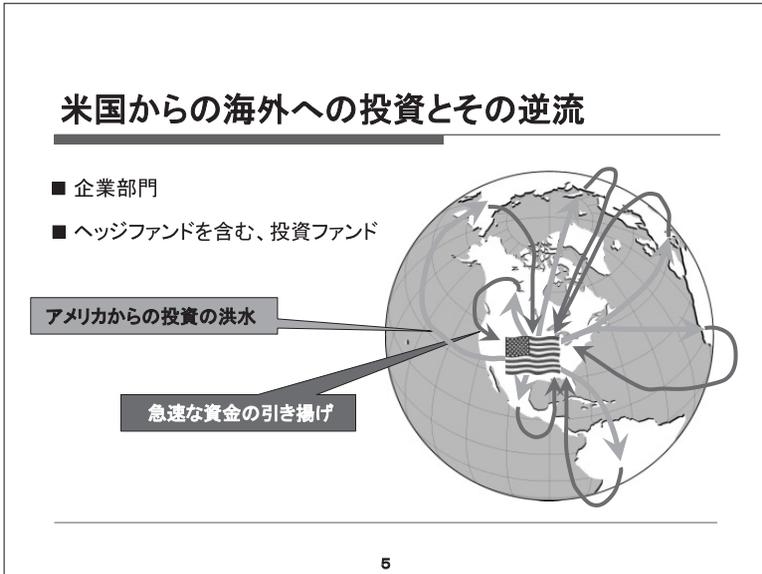
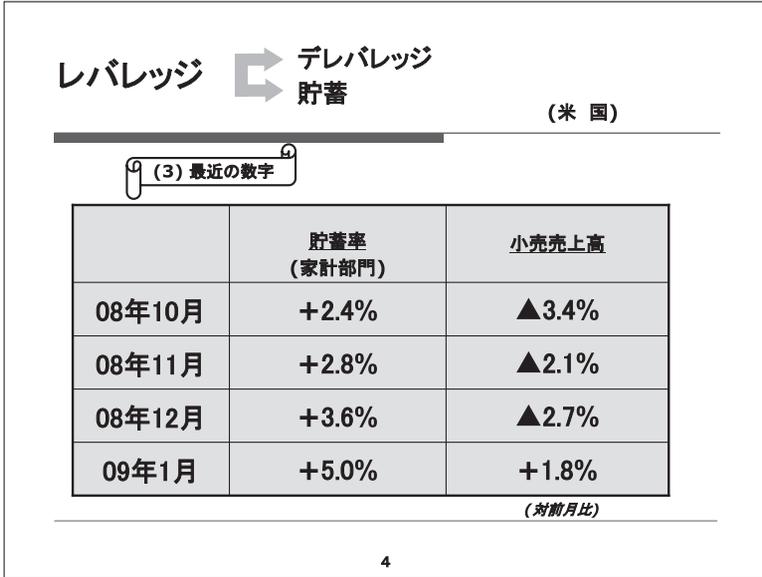
不動産ブームとその崩壊

スタンダード・アンド・プアーズ/ケース・シラー主要10都市住宅価格指数 (米国)
(月次)



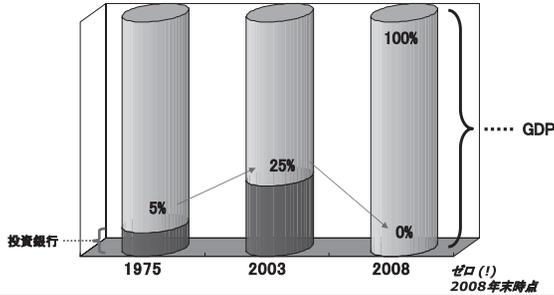
(注) 79年1月～06年12月は、米国商務省「新規住宅平均価格」からの推定値。





投資銀行というビジネスモデルの終焉

米国の投資銀行の総資産(対GDP比)



6

ヘッジファンドの興亡

- ピーク時 = 2兆米ドル
 - 2008年に -2,000億米ドルが投資で失われ、また、
-2,000億米ドルが投資家から引き揚げられた
- (米国における)登録義務
- マードフ氏の「ネズミ講事件」



7

ソブリン・ウェルス・ファンド - 陶酔と幻滅

□ ドラマチックなデビュー

- 2008年初め: 2.5兆米ドル
- 2015年: 10~15兆米ドル (推定)
- 中国投資有限責任公司 (CIC): 2,000億米ドル

□ 突然の失速

- 中国投資有限責任公司 (CIC)は61億米ドルを失った
(ブラックストーン、モルガン・スタンレー等)
- 現在、その85%が **キャッシュ** で保有されている(!)

第一次産品の価格 - 熱狂から幻滅へ

	最高値 (2008)	2009年3月10日
CRB先物指数	472.36 (7月)	207.64 (▲56%)
原油 (WTI) (米ドル/バレル)	145.29 (7月)	45.65 (▲69%)
トウモロコシ (米ドル/ブッシェル)	7.55 (6月)	3.67 (▲51%)
銅 (米ドル/トン)	8,805.00 (4月)	3,710.00 (▲58%)

新興国市場

- デカップリング (?) → リカップリング (!)

新興国（中国の例）

成長率 (年率換算)

■ 2008年10~12月 6.8%

発電量 (前年同月比)

■ 2008年10月 ▲4.0%

■ 2008年11月 ▲9.6%

■ 2008年12月 ▲7.9%

鉄鉄生産高 (前年同月比)

■ 2008年10月 ▲17.0%

■ 2008年11月 ▲9.6%

■ 2008年12月 ▲10.5%

「中国は既に、2008年第4四半期にリセッション入りしている」

～ ルビーニ教授 - 「ドクター・カタストロフィ」と呼ばれる

振り子は反対方向へ

- 規制緩和** から **規制強化** へ
- 小さな政府** から **大きな政府** へ
- 民営化** から **国有化** へ