

## 第二回榊原特別顧問を囲む為替懇談会

出席者 特別顧問 榊原 英資早稲田大学教授（元財務官）  
代表取締役社長 遠藤 昭二（（株）ISホールディングス）  
非常勤取締役 坂本 軍治（（株）ジャパンエコノミックパルス社長）



### 遠藤 社長

早いものでリーマンショックの金融・経済危機から一年が経過し、金融市場機能は正常化してきましたが経済の回復は各国マチマチで、特に先進国は回復感に乏しく、この背景の中で為替相場は各国利害がぶつかり合う新しい局面に入ってきている感じがします。本日は特別顧問にご就任戴きまして第二回目の懇談会になりますが宜しくお願い申し上げます。

### 坂本 非常勤取締役

グローバル経済の枠組みが G8 から G20 に変わる中、此処に来て世界経済の明暗が鮮明化、新興国は成長が軌道に乗り、先進国は低迷・不透明感が残る状況に成ってきております。昨日、米ノンバンク大手 CIT の破綻等のニュース、更には商業不動産の不良債権化が進む米国経済の今後をどうぞ覧になられていらっしゃいますか？

### 榊原 特別顧問

確かに商業用不動産の不良債権化は今後深刻な問題に発展する要素を含んでいます。特に米国は地方銀行の数も多く、その財務体質の劣化は今後の地方の地域貸し出しの減少に繋がる可能性もあります。又、緊急経済対策の期限切れ（自動車買い替え優遇等）等もあり、今後の個人消費には大いに不安が残るところで、現在の景気状況も一言で言えば V 字型回復ではなく L 字型で、先日発表された 7～9 月期の GDP も予想数字より良好（3.5%）であったが翌日の個人消費はマイナス 0.5%と、景気はフラジャイル（壊れ易い）な状況で

あることを景気指標は物語っています。米国企業業績の回復は、レイオフ、コストカットをベースにしており一過性と見てもおかしくは無く、ゴールドマンサックスを始めとする一部大手はそれなりの業績を出していますが、実体経済に直結する多くの地方銀行の回復には時間がかかり、危機を脱出したと解釈するには程遠いと言えます。

**坂本；**

確かに昨日飛び込んできた CIT（米国大手ノンバンク）の破綻、民事再生法申請のニュースを見ても、顧問のご見解を裏付けておりますし、商業用不動産貸付の不良債権化等楽観は出来ない状況ですね。この状況認識下での発言かどうかわかりかねますが、10月30日にガイトナー米財務長官がシカゴで講演し、“更なる投資、更なる輸出振興”が米経済に必要なとされていると発言しましたが、これは低金利をベースにしたドルキャリアによるドル安容認ではと市場は見ておりますが？

**榊原；**

景況認識、政策等に関しては、メディアでは余り取り沙汰されていませんが、サマーズ国家経済委員会会長、バーナンキ連銀総裁、ガイトナー財務長官は密に定期会合を持って経済・金融に関し、現状認識は勿論の事、今後の政策運営に関してもブレが出ないように統一的な意見統合、摺り合わせを行っていると思います。先にも述べた様に米金融・経済はフラジャイルな状況だけに、企業収益の増加と安定を軸足に置き穏やかなドル安を志向しているのは明らかで、三者での合意された考え方と見た方が無難なのではないでしょうか。

**坂本；**

米国の当面の基本スタンスがそうだとしますと、今後各国間での為替レート水準に関する利害関係は今週の G20 のテーマになりそうですが、新興国特にインド、中国が世界経済の景気回復の機関車役を担っているだけに物議を醸し出しそうですが？



**榊原；**

1970年代～1980年代もそうですが米国が自己中心的に自分たちの考えを押し付ける事は歴史の示すところで、時代は変わっても彼等の性癖は変わらず、今回のG20でも彼等の主張を押し付ける可能性は十分に考えられますし、何れの日にか中国人民元にも強烈な切り上げ圧力をかけるのではないのでしょうか。それがアメリカ人ですよ。(笑)

**坂本；**

私も長きにわたり米銀社会に身を置きましたのでそのあたりの感覚は良く理解できます。一方、ユーロ圏の経済もドイツを除いて停滞しておりますが、この点に関しどの様にご覧になられておられますか？

**榊原；**

米国と比べ16カ国の集合体であるだけに、難しい問題を多々抱えている事は確かで、金融機関の問題ひとつとっても米国と比べ不透明感が強く、又、景気対策にしても各国財政状況はまちまちで、当然の事ながら回復過程に段差が生じるのは避けられません。更に、ユーロ圏以外の隣接する中東欧、バルト三国という新興国は、今回の金融・経済危機の直撃を受けており未だ大きな回復への前進を見ていません。これ等の国々はユーロ圏の経済庇護下にあり、又、ユーロ圏内部の地中海沿岸諸国等の景気回復立ち遅れもあり、金融・経済の立ち直りには米国以上の時間を要する可能性は十分に考えられます。

**坂本；**

米・欧景気の停滞が予想される中で、インド、中国、ブラジルを中心にした新興国は金融、財政の政策効果で回復が軌道に乗ってきたことが確認されてきておりますが、その持続性と今後の展開をどの様に見ておられますか？

**榊原；**

ひと言で云えば、中国、インドの景気回復は軌道に乗ってきており、今後の成長持続も期待して良いのではないのでしょうか。このアジア 2 大国の成長に支えられ、その他アジア諸国も回復途上にあり、韓国、日本もその恩恵に与っている。日本の対中貿易量が既にアメリカを上回ってきている事がその証左でしょう。今後数年、この両国は中国が 7~8%、インドが 6~7%の経済成長率を維持して行く事は期待されておりますし、又、実現可能と思われれます。その根拠となるのは両国共に増加を続ける人口で、現在の中国が 13 億人、インドが 11 億人から、そう遠くない時期には中国の人口増加抑制策の影響もあり、インドの人口が中国を抜く事になると言われており、これをベースに両国の経済成長率を考えると 10~15 年位のスパンでは、経済成長のスピードはもとより、成長率でも中国とインドが逆転する事も考えられます。従ってやはりこれからは、一国の出生率は長期的に一国の経済成長を考える時、重要な要件になるでしょう。欧州でもフランスは 2.2 人、イギリスでも 1.9 人です。



**遠藤；**

それを考えますと、日本の 1.3 人は深刻な問題ですね。人口問題が出ましたので、“コンクリートから人”へと政策の視点を大きく変えた鳩山新政権に期待する日本の今後について話題を進めさせていただきます。

**坂本；**

新政権に期待する声は大きなものがありますが、まだ誕生して 1 ヶ月を経過したところですので、今後の推移を期待と共に見守る必要があると思うのですが、一つだけ不安がありますのは、新政権は藤井財務相を筆頭に内需、内需と経済政策の外需からのシフトを強調しすぎているように思えるのですが（結果は円高で）。新政権は輸出と外需をイコールに考えているのではないのでしょうか。確かに GDP に占める輸出の割合は 17%程度ですが、輸出を支える、部品メーカー、その下請け中小企業、並びに製品輸出に拘わる運輸産業等

は統計上輸出に含まれておりません、内需に含まれます。従ってやはり内需・外需のバランスが必要と思われませんが。

**榊原；**

確かにその批判はあるとは思いますが、藤井財務相は遠藤社長が言ったように“コンクリートから人”への大きな基本的政策思想を強調した結果だと思えます。翻って現状の日本の置かれた状況をみますと、グローバル経済の著しい変化と、その中であって日本の状況も大きく変わって来ております。日本経済もひと頃の成長経済国から成熟経済国家に変わってきており、成熟国家にとっての新しい政策が要求される時代に入っています。つまり、人口減も考慮に入れ子供手当、又、高齢化が進む中での医療問題等内部に目を向けた政策は時代の要求でもあり、喫緊の課題になってきており、政策の中心に置く必要に迫られている事が挙げられます。グローバル経済の今日、資本と人の移動は国境がなくなり、より効率の良い地域を目指して製造業は移動している時代になっており、各国共に技術革新は日進月歩で日本の圧倒的優位性は徐々に終わり、その意味では日本の自動車を始めとする製造業はピークを打った感がしないでもありません。一つの例を挙げれば韓国です。韓国は自国マーケットが小さい為に輸出を基点に海外を見て事業推進を行っていますが、日本は自国マーケットがそこそこ大きい為に国内を見て事業推進をしてきました。従ってアジア地域を取って見た場合、韓国企業に日本企業は劣勢を強いられる結果となることから明らかです。これをして直ちに日本の輸出産業が衰退するわけではありませんが、サービス産業、林業、農業、医療や介護、教育、娯楽といった分野での内需を中心にした産業が経済を牽引して行く可能性が高まってくると思えます。

**坂本；**

その意味では韓国の積極的 FTA への取り組み姿勢は注目されますね。早く日本も FTA に関しては論議を深めていただきたいと思えます。ところで新政権の政策施行に向けた具体的予算の貼り付けが極めて注目されていますが、自民党の補正予算案を大幅に減額した 3 兆円をどの様に評価されておられますか。

**榊原；**

現状の日本経済も米国同様にフラジャイル（壊れ易い）で決して楽観できる状況にありません。従って緊急の雇用対策等の問題を含め、向こう 2 ヶ月以内（12～1 月）に総額で 6～7 兆円規模の補正が必要と、先日鳩山政権に進言しました。迅速に動かないと“鳩山不況”になる危惧もあります。



**坂本；**

予算の話が出ましたので、予算規模は未だ決まっておりませんが、先日鳩山首相は来年度の国債発行額を 44 兆円に抑えると公言されました。増加を続ける財政赤字を意識しての発言かなとも思いますが、一方では法人税の落ち込みから税収は 40 兆円を切る事も予想されており、その範囲に抑えるのは難しいかとも思いますがいかがでしょうか？又、此処に来て内外共に日本の債務残高の GDP 比率に関心が寄せられていますが、成長率との関係と絡めお考えをお聞きしたく思います。

**榊原；**

まず景気の先行きを考えると、先ほど述べた様に成長基盤は弱く政策対応を誤ると二番底を打つ可能性もあり（米国も同様ですが）、財源論議に拘らず、新規国債を発行することにより子供手当など新たな政策を行えば良いでしょう。世論もマスコミも余りにも財源論議に偏り財務省主計局と変わらないのではないのでしょうか。直近の景気回復は財政で下支えをしたことは言うまでも無く、エコカー減税、エコポイント等が需要を喚起した事であり、これ等が無くなった時の景気落ち込みリスクを考える必要があります。特に雇用の問題は深刻で景気対策は最優先課題と言えるでしょう。従って財務省的発想を横へ置き、ここははっきりと財政出動の時と思えます。

最後に国の借金問題に関してですが、現状の状況下では国債発行を増発しても金利が直ぐに 2% をヒットするような市場環境にありません。現在日本の国債、地方債を併せ公的部門の借金は 800 兆円を超えているが、個人金融資産も 1400 兆円を超える水準にあり、国民の貯蓄が公的負債をカバーするというマネーの循環機能が働いています。加えて日本は世界最大の債権国です。それと米国と決定的に異なるのは、米国は国債保有の海外依存率は 60% に達しており、6% 弱の日本とは大きく異なります。勿論、無駄を省く努力は必要ですが、前向きな新規発行は成長戦略の一環でしょう。

**遠藤；**

以上、グローバルに経済の現況をレビューしてきましたが、この状況下来年 3 月位のスパンでの為替レート、ドル円、ユーロドルの動きは如何でしょうか？

**榊原；**

冒頭に申し上げたように基調的には穏やかなドル安は続くのですが、ユーロも 1.5000 ドル付近では頭が重くなるように市場のバランスの中で動いているように思えます。ドル円も一挙に 85 円を割り込んでくるようなら、80~85 円の中での為替介入（円売りドル買い）が視野に入ると思いますし、個人的には介入出動をしても良いのではないかと考えています。円高基調になればユーロ/円も 130 円から 120 円台へと大きく下落する可能性もあります。

当局からすれば、自分の経験からも、円売りドル買い介入は行い易いのです。短期外為証券を発行して円調達しドルを買い続ければいいわけで、極論すれば制限はありません（笑）。一方、ドル売り円買い介入は、外貨準備を取り崩す必要があり自ずと制限があります。

**遠藤；**

本日は長時間に渡り有り難う御座いました。来年新春には、新年度と言う事での放談会を催したく宜しくお願い申し上げます。

以上

尚、このサイトは情報提供を目的としており、投資の最終判断はご自身でなさるようお願い致します。

本サイトの情報により皆様に生じたいかなる損害についても弊社及び対談者は一切の責任を負いかねます。