

## 第7回 榊原特別顧問を囲む為替懇談会

2012年11月28日

特別顧問 榊原 英資 青山学院大学教授(元財務官)  
代表取締役 遠藤 昭二 株式会社I Sホールディングス  
非常勤取締役 坂本 軍治 株式会社ジャパンエコノミックパルス社長

### 遠藤社長

約1年ぶりの懇談になりますが、先進国の経済は依然として低迷し回復状況は鈍く、前回の懇談に比べますと新興国経済も調整局面に入り、顧問が先般書かれました本にも世界不況のお話が記載されていましたが、その中でも、難問はあるもののやっとな米国の景気事情も一筋の明るさが見え始めた、そのように思うところがあります。

しかしながら、バーナンキ・ワードの財政の崖が直近のハードルになります。

本日はまず米国経済の今後について、このあたりから顧問のお話をお伺いしたいと思います。

### 坂本取締役

アメリカの議会が今週からスタートし、まだ大統領選挙直後という事もあり、議会での取り組み方はまだ具体的には進んでおりません。実は直近で米国の大手投資会社のトップと話す機会があり、「財政の崖と言っても200~300メートルなのか又は2~3メートルになるのか、人の場合は2、3メートルで足が折れてしまう、従って米国の経済も今、オバマ政権が選挙前に考えた6070億ドルの財政をいきなりカットしていくことは出来ない。よって、7項目程あるうちのどこで妥協するか、おそらく2、3メートル飛び降りて負の効果が出来ばすぐ次の手を打ってくる。そういう期待感からアメリカ株が持ち直している。」と仰っておりました。非常に印象的でした。

### 榊原特別顧問

私も最近ラリー・サマーズ氏が来日した際にそのような話をしましたが、確かに財政の崖というのは、大統領選挙までは非常に問題になるが選挙が決まってしまうれば解決可能だと言っておりました。要するに、ある程度選挙が終わって政権が確立し議会もそのようになれば直に対決姿勢はとってこないでしょうから、大幅なカットというにはおそろくないであろうということです。まさに今そうなっています。

そんなことで、株も住宅も良いですし、昨日発表された消費者信用指数も5年ぶりぐらいに良い数字になっています。ですから、アメリカ経済が財政の崖を乗り越える、或いは、

乗り越えるであろうという期待感のもとで、かなり活気を呈してきている、そういう状況です。



世界経済の中で唯一アメリカが非常に良いということは、全体が同時不況のような中で、アメリカが牽引車になる可能性が若干出てきたということだと思います。ですから、今後アメリカ経済がこのまま好調を維持できるかどうかは 1 つの大きなポイントになると思います。まだ、はっきりはしていませんが。

#### 坂本

市場もそういう方向で織り込み出しているということになりますが、問題はさらにQE3の効果がどうでてくるか。バーナンキ議長は、QE3を実施した時に、ターゲットを雇用、労働市場に切り替えましたけれども、今後必要があればQE4に打って出るということを行い、マーケットに安心感を与えました。

そこで、米国の製造業の復活というのがここにきて市場で言われ始めましたが、私は、アメリカが今までの経済外交政策の転換の可能性が現実味をおびてきた感じがします。今まではアジアをはじめ海外に出ていた製造業が今度はアメリカ大陸中心に移ろうとしているのではないかと、つまり、カナダ・アメリカ・中南米とくにメキシコ、そういう形で、1つにはアジア諸国の賃金や労働コストのアップとか、あるいは石油価格の高止まりで輸送コストが非常に高くなっているという事でバルク商品等はアメリカで作った方が安いということも認識され始め、オバマ大統領は製造業に力を入れだした。シェールオイルも明るいニュースとしてアメリカでは捉えられております。そういうことで私は、今までのようなヘッドクォーターズ・ネーションといえますか、本店だけアメリカ、製造は海外という長年続いたアメリカのビジネスモデルが変わってきたという感じを受けております。その辺りについて顧問はいかがお考えでしょうか。

#### 榊原

そうですね、やはりメキシコ・カナダを含んだアメリカ大陸を重視し始めたということも

事実ですし、また世界全体がドルに戻っているという部分がありますよね。今まで新興市場国にずっと流れが傾いていたけれども、中国やインドも成長力がかなり減速しています。そういう中でアメリカにいろいろな形で、製造業だけでなく資金なども戻っていく、そういうトレンドが出てきています。

オバマ氏はそれをうまく使おうというような戦略に転じてきていますね。

### 遠藤

当社グループ子会社に於いても、国内富裕層の方々に米国不動産を投資商品のひとつとしてご紹介しておりますが、以前は買主が決まるまで2、3カ月程の余裕がありました。しかしここ最近、2、3週間、或いは航空券を手配して出発する間に売れてしまいます。

主に5億から15億ほどの物件を中心に紹介しておりますが、回転が非常に速くなりました。これは相当なバロメーターなのではないかと思えます。



### 榊原

そうですね、完全に住宅市場は安定してきましたね。価格も安定してきました。

### 遠藤

はい、かなり品薄感になってきているという印象が見えてきております。

### 坂本

続いて、冒頭にサマーズ氏とお話になられたということでしたので、1つ顧問にお伺いしたのは、これは個人的考えなのですが、長く続いたワスプ（プロテスタント・白人・アングロサクソン）社会の1つの転換期が今回の選挙だったのかなと。

ヒスパニックやアジア、黒人、そういう白人以外の人が増え、それが経済の消費構造のなかでも大きなウェイトを占めているということで、これはワシントンの友人から聞いた

話ですが、共和党は選挙前、完全にロムニー氏が勝ったという確信を持っていたというんですね。ところが結果は逆でした。

#### 遠藤

そういう統計も、結構出ておりましたね。

#### 榊原

要するにオバマ氏が勝ったのは、ヒスパニックとアフリカ系、アジア系の人々の票を獲得したからです。白人ということからすれば、圧倒的に共和党が獲得したわけです。

#### 坂本

そうしますと、共和党も小さな政府というものから妥協せざるを得ないのかなと。民主党の、いわゆる大きな政府ですね。そうになるとなかなか緊縮財政というのは採用しにくい状況が生まれているかと、この点に関してはどうお考えでしょうか。



#### 榊原

小さな政府に持っていくのは非常に難しいですよ。人口からいえば、ヒスパニックなどが増えているわけですから。従って、いずれはマジョリティになりますね、ヒスパニックとアフリカ系が。そういう状況の中にありますから、共和党のいうような小さな政府或いは財政を切り詰めていくということはなかなかできないでしょう。

やはり、ヨーロッパ型の福祉社会の方向に向かわざるを得ない、そういうところがあると思います。ある種の転換期だと。さらにオバマ氏があのような勝ち方をしたのは、象徴的です。ヒスパニックやアフリカ系の人々をケアしなければ政権はもたないわけです。ということは、福祉の充実ということになります。ある程度大きな政府を維持せざるを得ないというところに来ているのではないのでしょうか。

**坂本**

そうすると、共和党とすればこの財政の崖をめぐる問題は、相当大幅な妥協をせざるを得ないということですね。

**榊原**

まあ、共和党がどういう戦略をとるかというのはわかりませんが、全体の流れはそうですね。ですから、このままのスタンスで戦っても2年先の中間選挙は勝てないですね。どのように出てくるかですが。

**坂本**

ということは、そういう意味ではアメリカも転換期に差し掛かっているということですか。

**榊原**

ええ、ワスプの世界ではなくなってきたということですね。

**遠藤**

いまだに人口が伸び続けていますから、そういう意味では多少の軌道修正があっても、長期的にはアメリカは安心ではないでしょうか。

**榊原**

人口が伸び続けている原因は、ヒスパニックやアフリカ系が増えているからです。ホワイト・アングロサクソンの人口は減っています。まさにそういう中で人口が増え、そういう人々の政治的な影響力が大きくなっていく、それをオバマ氏が今、受けているということです。

**遠藤**

最近では日本の動きとしても、衆議院選挙前ということでいろいろな発言が飛び出し、話題が沢山ありますので、そういうことについてもじっくりお話を聞きたいと思っております。

12月16日に総選挙があるわけですが、このあたりを睨んで直近では円安に動いてきたりもしておりますが、選挙の読みも含め、日本の、もちろん為替レートも含めた景気の先行きはどのようになるとお考えでしょうか。

**榊原**

まず政治状況からいいますと、おそらく民主党は惨敗するだろうといわれていますね。議席が100以下になるだろうと。そして自民党がある程度勝つということが予測されている

わけでありますけれども、問題はその勝ち方で、私が注目しているのは今回の“日本未来の党”ですね。これは小沢氏が仕掛けたのでしようけれども、小沢氏は陰に隠れ、今の議員勢力は 60 ぐらいあり、嘉田氏を担ぎ、名古屋の河村氏も参加という中でこの党が伸びてくる可能性が出てくると思います。この党が現有 70 あるいは更に増やして 100 ぐらいとってきますと、第二党になる可能性もあります。ですから、自民党が過半数をとれずに、または 200 ぐらいはとれたとしても、公明党は 30、そうすると過半数をとれないわけです。又、日本未来の党が伸びて 100 前後となると、更に自民党の議席は減る場合もあるでしょう。そうなってくると、かなり流動的になります。

**坂本**

“日本維新の会”はどうでしょうか？

**榊原**

日本維新の会は、失速すると思います。

**遠藤**

軸足が少しぶれてきましたね。

**榊原**

軸足がぶれ、“たちあがれ日本”と組んでしまいましたので、これは非常にマイナスですよ。橋下氏のイメージが崩れてしまっていますね。おそらく日本維新の会は勝てないと思われれます。むしろ日本未来の党が勝つのだと思います。嘉田氏を担ぎました。女性が TOP というのは選挙では非常に良いのですよ。あれは小沢氏の考えですね。

小沢氏というのは、女性を使うのが上手なのです。そこに河村氏も入り、山田氏も入っています。ですから、選挙では結構票がとれるのだと思います。そうすると今までの想定と若干変わってくると思われれます。たとえば日本未来の党が第二党になるということも可能ですよね。

**坂本**

そうすると、自公民という連立は考えられませんか。

**榊原**

自公民の連立も考えられますし、日本未来の党と自民党が組むという連立も有り得ると思います。

**坂本**

そうですね。ただ、基本的な政策がかなり違いますよね。



**榊原**

安倍氏とは違いますが、自民党もいろいろですからね。もともと小沢氏のところも自民党ですから。従って、結果によっては色々な構図が考えられると思います。自公で過半数がとればそれで終わるでしょうけどね。

**遠藤**

日本維新の会も西の方は票をとれるのでしょうか。

**榊原**

大阪周辺はとれると思いますよ。しかし、東京はとれないと思いますね。さらに今のよう  
な形で日本未来の党が出てきていますから、橋下氏の魅力が急激に落ちてしまうわけ  
ですね。

そして嘉田氏が上がってくるでしょう。未来の党が出来たことにより、選挙の情勢が  
変わってくると思います。おそらく維新は、20 から 30 しかとれないのではない  
でしょうか。私はそう思います。

**坂本**

そこまで少ないでしょうか。

**榊原**

とれないと思います。

**遠藤**

比例でしかとれないでしょうね。

**榊原**

比例でもどのくらいとれるか分からないでしょう。やはり、急速に変わりますからね、政治情勢というのは。

**遠藤**

いろいろ失言もありましたからね。

**榊原**

やはり石原氏と組んだというのはイメージが相当悪いですね。片方は女性の TOP で非常に柔らかいイメージでしょう。ですから、日本維新の会の失速というのは十分に有り得ると思います。

**遠藤**

やはり、日本未来の党の黨員自体も自信が出てくるでしょう。“国民の生活が第一”よりもステージが上とといいますか。

**榊原**

ええ、国民の生活が第一では勝てなかったわけですよ。現有 60 から 70 あったのが 10 程しかとれないだろうと言われていましたしね。ところが今回の形になると現有の維持は出来るだろうという流れになってきていますね。場合によっては増えると。そのような風が吹く可能性もかなりあると思います。

**遠藤**

党名もセンスがありますよね。やはり、党の名前も重要ですね。

**榊原**

日本未来の党という名前と女性の TOP で、反原発、反消費税でしょう。それらは、風を吹かせる要素を持っているわけです。反原発というのを非常に強く出していますしね。私はこれで変わってきたなと思います。

安倍氏の人気はいまひとつ出ませんね。安倍氏はある意味で相当失言しているわけですから。

**坂本**

確かに安倍氏は参謀の書いたシナリオを象徴的に公言したのですが、マーケットにおいては、野田解散宣言に続いての安倍発言で相場を盛り上げた効果が大きかった事は事実です。



**榊原**

一応円安になって株も上がりましたが、あれは一時的なものです。それが続くわけではないでしょう。

**坂本**

そうですか。

私は市場の場に立っている目からしますと、安倍氏の言われたことというのは日銀にも相当インパクトがあったと思うのですが。

**榊原**

インパクトがあっても、日銀の中立性を侵すようなことを言うのはタブーです。もうひとつ、日銀総裁の任命権があるとは言ってもこれには議会の承認が必要なのです。参議院、自民党はまだマジョリティを持ってないのです。公明党を足しても持っていません。ですから、そこは慎重にやらなければならないのです。

そういう発言は慎重さに欠けているので大変問題だというのが私の意見です。

**坂本**

ただ、いわゆる緩和政策をとらなきゃいけないという安倍氏の発言は、インフレターゲットの設定、加えて負のスパイラルだったデフレと円高是正という主旨は非常に的確な発言だと思っております。

**榊原**

そこは違うでしょう。

例えば、実質実効為替レートは円高ではないのです。要するに確かに名目では円高ですが、実質実効為替レートで言うとかつての 110 円ぐらいなのです。ですから今、円高だと騒ぐ必要はなく、むしろ業績が他の理由で悪いところが *excuse* (逃げ口上) に使っていると思います。

**坂本**

ですが、実質実効為替レートは 82 円で、今のレベルがだいたい均衡点です。

**榊原**

95 年とは全然違うんです。

**坂本**

ただですね、最近非常に面白い資料が出ているのです。

アメリカ大手の監査法人 KPMG、ここが各国の為替レートをベースにした製造業のコスト比較をした結果を発表しました、2012 年の日本円を 77 円 33 銭に置き、2012 年の米国製造業のコスト指数を 100 とするわけですね。そうすると、77 円 33 銭をベースに確か 8 月頃はそのレベルでしたが、この時日本の製造業のコストは 109.4 という数字が出ているんです。そしてドイツは、その時のユーロ水準は 1.35 台だったのですが、100.01 で、コスト比較はドイツとアメリカの製造業がほぼ同じなのですね。それからイギリスは、94.5 でまだ競争力があります。

#### 榊原

その理由をはっきりしていて、要するにヨーロッパはユーロなのです。ですから、ドイツマルクだったら全然違うのです。ドイツはユーロというシステムのメリットを受けて競争力が強くなってきています。日本は、単独通貨だから円高になっているんです。



#### 坂本

その通りですが、ただ非常に面白い点は、ここから 20%円高になったと仮定し 62 円になった時、アメリカを 100 としていますので日本は 123 なのです。もうやっていけないのですよね。それから 20%円安にして 93 円になった時には 102.2 で、これでやっと競争力が出てくる、そういう結果です。

#### 榊原

そこは反論させていただきたい。

それは円高だけのせいではないのです。日本はコストが高すぎるからで、要するに賃金が高すぎるんですよ。

#### 坂本

ええ、賃金はコストに含まれます。

そこでなぜ日本の製造業はコストが高いのかという話になるわけですが、いきなりコスト

削減というのは出来ません。ではどうするか。そのひとつには円高を止めて円安にもっていき収益の改善をする、そういう点に視点を置いた安倍氏の発言は効果があったと思うわけですね。

**榊原**

それをどうやってやるというのですか、ということです。金融ももう十分緩和していますし、これ以上緩和しても円安にはならないですよ。

**坂本**

そこは、私は違います。

日銀の金融緩和の方法が不十分だったという指摘は正しいと思うのです。何故かといえば、アメリカが QE1、QE2、QE3 を行いました。QE1、これは市場機能の回復ですよ、これで一気に 170 兆ほどのお金をつぎ込みました。それを補完する為に 2010 年にさらに QE2 を行いました。QE3 に踏み切った 2011 年というのは、今度は製造業の雇用を増やしていく、そういう視点に移行しました。ですから、経済情勢の変化によってやはりアメリカの金融政策というのは変わってきています。

ところが、なぜ日銀がデフレの中で金融緩和をやってもうまくいかなかったかというところ、マーケットと経済の変化に合わせた金融政策を行ってこなかったという事が私はあると思います。

**榊原**

私はそうは思いません。

今の日本の状況は、日銀が緩和をしていないことが問題ではなく、銀行の先にお金が出ないんです。お金は銀行までは回っていますが、その先に出ていかないだけという話です。

**坂本**

その点はアメリカも同じだと思いますよ。だからアメリカはリスク資産の商品を FRB が買ったわけですよ。

**榊原**

では日本は何をやれば銀行からお金が出るのですか。民間借入需要がないのです。

**坂本**

日銀が国債を買っているとは言っても、償還期限が 3 年以内の国債のみです。

**榊原**

では、もっと償還期限の長いものを買えば出ていきますか。

**坂本**

銀行から出るのではないのです。日本の貯蓄から投資へと、銀行預金から証券を買うなどそういう形での民間のマネーフローを変えていくということです。

**榊原**

どうやって変えますか。

**坂本**

それは日銀が長期債・リスク資産を買うのです。

**榊原**

政府が長期債を買えば変わりますか。

**坂本**

変わると思いますよ。

**榊原**

買ったらどのように変わるのでしょうか。

**坂本**

それはアメリカの例がいい例です。要するに **QE3** の時にツイストオペを行いました。安倍総裁の言ったことに関してヘッジファンドの幹部などと話をしますと、デフレとインフレというものを一緒に話しているのかなという言い方をするんですね。平たく言えば、デフレ脱却も出来なかった日銀がインフレなど出来るわけがないというのが彼らの言い分なのです。従って思い切って **10年債** を買うなど、少なくとも **5年超** の償還債ですね、まだまだ緩和の余地はあります。この点に関してはアジア開銀黒田総裁も、先日、緩和の方法は多々あると公言していました。ですから、安倍氏の発言の半分は正しいと。

**遠藤**

ここ数日の円安は、安倍氏のその発言もあるのではないかと思います。

**榊原**

一時的に円安にしたというのは、安倍氏の発言ですよ。

**遠藤**

それはやはり戻ってしまうのでしょうか。

**榊原**

ええ、それは一時的なもので、さらに円安になるというものではないのです。ですから今は、82円から少し戻っていますよね、あの発言の効果が消えれば元に戻るということです。

**坂本**

ということは、円高のシナリオは変わっておりませんか。

**榊原**

私は変わっていないと思いますよ。

**遠藤**

貿易収支は恒常的に赤字なので。



**坂本**

その問題もでてきたわけです。従って経常黒字も漸減傾向。

**榊原**

それはあると思います。その状況が続くのであれば、緩やかな円安になる可能性はあります。

**坂本**

おそらく、脱原発などの問題もありますから、日本の貿易収支の赤字は年度ベースで、5～

6兆円で継続されますよね。

**榊原**

経常収支が赤字になれば円安になりますけども、黒字が変わらなければ変わらないと思います。

**坂本**

経常収支の黒字も減るのではないですか。

**榊原**

減ってくるということが明確になれば、ですね。

**坂本**

なっています。2011年の外為特会の運用利回りは2.66%です。2007年がピークで4.76%あったわけです。アメリカの10年債はほとんどゼロ金利なのに1.6%まで下がっておりますから、おそらく外為特会の今年の所得収支の利回りは2%をきるのではないのでしょうか。

**榊原**

外為特会の所得収支とは関係がないでしょう。

**坂本**

これが日本全体の運用利回りの1つの目安になると思いますよ。従って所得収支の黒字は減少する。

**榊原**

目安になるということですね。それはアメリカの金利が下がっているからです。海外の金利が下がっているから。

**坂本**

その通りです。民間が投資している分の収益がどんどん下がっているということですね。そして新興国の金利も下がりだしました。そうしますと、おそらく今年の所得収支は、2011年が約7兆円でしたから、もう少し少なくなるのではないのでしょうか。

**榊原**

問題はそれが定着するかどうかです。例えば貿易収支の赤字が本当に定着するのか、経常収支の赤字が定着するかどうか。まだはっきりはしないですね。そうでなければ、為替

には、少なくとも中長期的には持ちませんよ。

**坂本**

ただ、為替市場は先取りしますから。現に日本の貿易赤字は定着するというのを先取りし始めていますからね。

**榊原**

ですから、若干円安にはなっていますよ。けれども、まだ分かりません。

**遠藤**

ヘッジファンドの方々は少なからず円安を見ておりますよね。

**榊原**

それは 85 円～90 円になると言っている人が結構いますが、私はそうはならないと思います。

**遠藤**

過激な方は 95 円などと言っていますね。

**榊原**

そうですね、私はならないと思いますがそれは分かりませんよ。

**坂本**

ただ、今までの状況から考えると、実は私も今週書いたのですけれども“円高悲愴交響曲の第一楽章が終わった”と。そして“第二楽章に入った”。つまり、70～80 円のレンジというのはその“第一楽章”であった。ここからは“第二楽章”だ。“第二楽章”に入った理由はアメリカに少し明るさが見えているとか、今、遠藤社長が云われた経常赤字が大幅に減り出している、そういう現況です。それから、新政権の総裁になろうとしている方のインフレーションターゲットの設定、日銀の更なる緩和、そういった材料を入れるとまあ“第二楽章”に入ったのではないかと。

**榊原**

75～85 円ぐらいのレンジにはなるでしょうね。

**坂本**

私は、“第二楽章”は 80～90 円だと思いますね。“第三楽章”は 90 円～100 円なのですから、けれどもね。

**榊原**

まあ、85 円ぐらいになる可能性はあると思いますよ。問題は、その後の貿易収支、経常収支、いろいろな指標の展開がどうなるかということですよ。ただ、アメリカ経済が非常に好調で今のところそれが続いておりますので、それはむしろドル高、円安のファクターですよ。

**坂本**

それと、いずれ日本も財政の崖という問題に数年後直面するのでしょうかけれども、今、産業の空洞化が日本で起きておりますが、2〜3 年後からはマネーの空洞化が起きるのではないかという気がしております。



**榊原**

それも少し意見が違いますね。今のところは国債の需要が極めて強いんです。その国債の相場が反転するというのが本当にあるのかどうか、私は、5 年間ぐらいはないと思っておりますが。

**坂本**

ないというのは1%以下ということでしょうか。

**榊原**

はい、1%以下或いは1%前後で続くだろうということですね。つまりこれは、国際的にみて株安なんですね。資金が株から債券に動いているわけです。さらに日本の債券というのは、ある意味では逃げ場になっているので、それが変わるとは思えないです。それから、日本の財政は確かに悪いのですが、逆にいうと日本の国債の92%は日本人が買っているわけですね。ですから国債の需要は十分にあるのです。需給からいって、国債の需給が逼迫するということは当面考えられないです。



ということは、財政赤字は当面問題にならないということです。今までも問題になってこなかったんです。累積赤字は先進国の中でももちろん日本が一番悪いですよ。過去 10 年間ずっとそうです。

#### 遠藤

郵貯が民営化後、預金残高をずっと減らしてきておりますが、大口の買入先の郵貯がもう限界に近いのではないかとも思いますが。

#### 榊原

ですが、銀行が買っていますからね。郵貯のお金が銀行にあって、銀行が国債を買っていますから。あまり投資先がないんですね。要するに貸出先もないし投資先もないので、どうしても国債になってしまうんですね、こういうときには。

#### 遠藤

それはありますね。

#### 坂本

ですから、日銀がもっと長期債・リスク資産を買う。

マネーの運用者にとって長期金利は 1 つのインフレ指標になりますが、今でいうと日本のインフレ期待は 1% 以下です。日銀は 3 年以内の国債しか買っていないので、民間はリスクに脅えながら長期債を買っている。日銀が長期債・リスク資産の買いに踏み切れれば、マネーは円債から徐々にシフトされる切っ掛けになる。中長期ではマネーの円安期待からの海外投資が活発化し、マネーの空洞化現象というものも視野に入れていいのではないかと思います。

#### 榊原

まあ今いろいろな人から日銀批判が出ておりますが、私は白川さんのやってきたことは問題ないと思っています。日銀の中立性を侵すようなことを言うべきでない、政治家が介入する話ではないのです。

むしろ私は、今の景気対策というのは財政でやるべきだと思っています。

#### 坂本

つまり財政出動ということですか。

#### 榊原

財政出動です。

財政はもちろん悪いです。累積赤字もありますけれども、財政出動をするほうが筋だと思いますね。これは効きますよ。けれども、日銀の更なる緩和というのはどれくらい効くのか分かりません。お金が回らなければしょうがないですから。財政は実際にお金を使うわけですからね。

**坂本**

仰る通りです。ただ、円安方向にするというのはひとつの景気刺激効果ですよ。そのためには緩和というのは有力な武器かと。

**榊原**

日銀が若干緩和して、そんなに円安になりますか。

**坂本**

なっていくと思いますね。

**榊原**

もともと日本はゼロ金利なのですよ。

**坂本**

一般的にはそうですけれども、日銀は当座に付利しています。これが問題ですね。なぜ0.1付利しているのか、ですから安全逃避の円買いになるわけですね。これは取っ払えばいいんです。

**榊原**

取っ払えば円安になりますか。

**坂本**

少なくとも、今ある滞留マネーが数兆円出ていきます。

**榊原**

私が基本的に坂本さんと意見が違うのは、今の円高を問題だとは思っていないのですよ。先程言いましたように、実質実効為替レートでは大した円高ではない、95年とは全然違います。ですから、トヨタはこれで十分競争出来ますよ。パナソニック、シャープが競争出来ないのには他に問題があるからです。円高のせいではないのです。



**遠藤**

パナソニック、シャープは海外比率がまだまだ足りないですね。

**榊原**

そうです、グローバル化が足りないんですよ。

国内経済が停滞しているのですから、外へ出ていかなければ仕方がないんです。

日本の企業の問題点というのは、トヨタなどは別ですけども、やはりグローバル化が進んでいないということですね。グローバル化をやるためには円高はむしろプラスなんです。円高を利用しなさい、と私は言っているんです。円高であれば向こうで安く工場が出来ますし、向こうの企業も安く買えます。円高を利用してグローバル化を進めるとするのが筋で、今円安に持っていくというのは違うんです。

**坂本**

今はかなり進み出しているのではないですか。

**榊原**

進んでいますよ。海外 M&A がこの 1 年程で非常に増えています。それは円高のメリットなのです。一国の通貨が高いということは、バランスシートで言えば絶対にプラスですよ。

**遠藤**

顧問は以前もそのように仰っておられましたね。

**榊原**

急激に円高になれば別ですよ、緩やかに円高になれば、通貨が強いというのはその国が強

くなるということですからマイナスではないんですよ。

**坂本**

ただ一方では失うものも大きいですよ。

**榊原**

ですから、バランスシートは失うものと得るものがあるわけですから。ただ、プラスの方が大きいと。

**坂本**

いや、必ずしもバランスシートに出ない、例えば雇用の問題等もこの10年で製造業は500万人の雇用を失くしましたので、そういった今後の雇用というものを考えた時に、本当にこれでいいのかなとも思いますね。

**榊原**

製造業というのは、日本では当然減るんです。ですが日本の失業率はこの10年間上がっていかないわけです。ですから、経済のサービス化です。

**遠藤**

それは雇用も含めてグローバルゼーションを進めるということなのだと思うんです。工場と一緒に日本も海外に行くしかないということを含んでるのかなとも思います。

**榊原**

製造業というのは、いずれ中国やインドに出ていく形になりますね。

**坂本**

ええ、中進国に出ていきますよね。そうなりますね。

**榊原**

ですから、アメリカから製造業が出ていったときと同じようなことが日本でも起きるのだと思います。そうなってくると日本は産業構造を変えて、ITだとかサービスなどにシフトしなければいけないですし、実際にある程度のシフトは起こっています。

**遠藤**

円高が害ばかりではないことは分かりますが、デフレについては、やはりインフレの方が良いような気がしますが。

**榊原**

インフレが1~2%ならいいですよ。

これは少数意見ですが、今のデフレの原因は日銀ではないんですよ。日本のデフレの原因はやはりグローバリゼーションです。

多くの企業が中国で生産し、それを輸入してくる、当然安くできるわけですよ。ユニクロはその典型ですが、これは外国で作って持ってくれば日本で作るのとは全然違うのです、それが起こっているのです。特に東アジアでは経済統合が激しいですから、どうしても日本の物価は下がるでしょう。中国の物価は上がります。そういう意味ではこのグローバリゼーションが止まらないとデフレは止まらないです。日銀がお金を増刷したところで、私は止まらないと思います。つまり、原因が他にあるわけですから。物の安売り競争というのは、おそらく国内では生産していないでしょう、これはなかなか止められないですよ。ですから、緩やかなデフレというのは仕方がないと思うのです。私はどちらかというと、物価の安定ですねと言っています。つまり、私たちが日常購入する物の値段が下がっているかということ、そうではないのです。

**坂本**

仰る通りですが、私が懸念していることは、緩やかなデフレが続いた時にこの財政赤字はどうするかということです。財政赤字が少なければ顧問の経済理論がパーフェクトに合致すると思いますが、この肥大化した財政赤字、今やGDPの200%になろうとしている、この現状では？

**榊原**

ですが、インフレが1%ではそれは関係ないですよ。5~6%なら別ですけども。

**坂本**

それはそうなのですが、ただ、1~2%でも10年単位で見ると大きくなりますよね。

**榊原**

そこには、一応手を打っています、消費税8~10%でしょう。

おそらくそのうち15%まで上げなければならない。要するに、財政赤字を少なくするには税金を増やせば良いのです。

**坂本**

では、歳出のカットはどうお考えですか。

**榊原**

歳出のカットはなかなかできないですよ。

**坂本**

ですからそこが、ケインズ政策を進めると景気が好調になっても財政赤字を減らすことができなくなるというブキャナンというサイクルが出来あがってくると。

**榊原**

ですが、日本の財政というのはおそらく、いわゆる一般歳出の半分以上は社会保障ですよ。ですから社会保障を切らなければ歳出は切れないです。社会保障と公務員の給与、公務員の数が日本は先進国で一番少ないですから、そこを切るということが出来るかというとな難しい。また、社会保障はなかなか切れないのですよ。歳出を個別に見ていった場合、ほとんど切るものはないです。

**坂本**

そうですね、特会を見るとかなりあるような気もしますが。

**榊原**

特会は別ですよ、あれは大体保険ですから。特会は黒字を累積して保険金の支払いに備えているわけですから、少なくとも一般会計を見る限りでは切れるものはそれほどないと思います。そして日本は、ヨーロッパなどと比べると小さな政府ですから、実際にどこを切るんだということを指摘している人はあまりいないです。ほとんど切れないです。

**遠藤**

“みんなの党”などは、給与2割カットなどと言っておりますね。

**榊原**

それをやれば別ですが、2割カットをやればすごい不況になってしまいます。

**坂本**

ただ、それも分かります。しかし表現は少し悪いのですが、タックスペイヤー（納税者）の方が平均給与が低くて、タックスイーターの方が高いというこのギャップは少し変だと思えますよね。



**榊原**

ただ、日本の公務員に支払われている給与の総額というのは GDP の 6% で、欧米先進国の半分以下なんです。公務員の数も少ないですから。そういう意味でそれをさらにカットするののかというのは、私はある種のポピュリズムだと思いますね。既に 1~2 割のカットは行っておりますが、実際に欧米の半分以下しか払っていないものをさらにカットするというのは、経済理論的におかしいですね。さらに 2 割カットなどを実行すれば、景気には相当な悪影響がありますよ。

**坂本**

一時的には確かにその通りかもしれませんが。天下りなどの問題を含め他の問題もあります。

**榊原**

天下りと言うからですよ、それは再就職なんです。公務員の平均は 50 過ぎでほとんどが退職しますからね。

**坂本**

60 歳まで辞めさせなければ良いのではないですか。

**遠藤**

受入側がいる以上は、法律を作ったとしても歯止めがかからないでしょう。

**榊原**

それは民間の大企業でも同じように、みなさん 50 過ぎで退職し子会社へ行くわけでしょう。関連会社へ行ったりもするでしょう。役人も同じことをやっているわけです。日本の雇用システムというのはそうになっていて、大体の役員クラスが 60 前後、社長が 65 歳ぐらいで他の人たちは皆、辞めなければいけないのですよ。そして子会社や関連会社へ再就職する、

それを公的機関においては天下りと呼びます。ただそれだけですよ。

**坂本**

そういう意味でも日本の課題というのは、毎年大きくなりだしていますよね。

**榊原**

そこは坂本さんと違って、私は日本に対してそれほど悲観的に思っていない。

つまり日本経済をどのように見るか、もう一度成長経済に戻さなければいけないなどと、そのようにみると非常に悲観的になるのです。私は1%成長で良いと思っています。人口も増えませんし、平均的に日本人は極めて豊かでおそらく世界中で一番です。一人当たりGDPはアメリカの方が若干多いですが、日本は次いでNo.2ですね。さらに日本はアメリカに比べ格差が少ないことから、おそらく世界中で一番豊かと言えるのです。そうなるともう、成長することはないですよ。この成熟社会をエンジョイしてください、と。ですから、環境を楽しんで健康で安全な日本社会を楽しむ、それでいいのではないのでしょうか。

北欧諸国を省くと国の65%の森を維持している国というのは日本しかありません。

**坂本**

そうですね。北欧でも3~4カ国ではないでしょうか。

**榊原**

日本は森、海を維持していますから非常に良い環境を持っていますし、犯罪率も低く一番安全な国でもあり、平均寿命も世界一高い、おそらく世界中で一番健康な国民なのです。

**坂本**

仰る意味は分かります。ただそれが何年もつか、私はどちらかと言うと悲観論者なのですが。

**榊原**

ですけれども、環境は変わりませんし犯罪率も極端に増えることはないでしょう。日本人の健康もおそらく食べ物の影響でしょうし、それほど変わることはないのではと思います。

**坂本**

そこで私が心配なのは、この1千兆にのぼる借金です。

**榊原**

これも、日本は民間も含めた全体の債権という意味では世界一の債権国家なのです。



つまり、累積経常収支が一番大きいわけですね。

政府は借金をしているが、民間が豊かで、全部合計するともっとも豊かな国ということになりますね。さらに、国債の92%は日本人が買っており外国からの借金ではないので、日本人が買い続ける限りはあまり危険ではありません。今の状況は5~10年変わらないと思います。というのは、日本人の典型的な貯蓄というのは貯金でしょう。銀行預金と郵貯ですね。そうすると今度、郵便局と銀行が国債を買う訳ですよ。最近では以前の95%から92%に下がりましたが、これは日本の資産が良いということで外国人に買われているわけですから、その意味でも財政赤字は当面心配する必要はないと思います。ただ、中長期的には増税しなければいけません。ということであまり悲観しておりません。

### 遠藤

一方で、200万円程度の年収の方が20代では5割に迫ろうとしているというのは、かわいそうといえますか。

### 榊原

そうですね、それは格差が拡大しているんですね。

世界的に拡大しているのですが、日本もかつては平等な社会でしたが、相対貧困率がアメリカに次いで高くなってきています。これは何とかすべきです。

格差が比較的少ないのは実はヨーロッパで、それは何故かという、これは社会福祉政策なのです。若者にお金出している、フランスなどでは子供手当があり、また出産が無償です。そこに向かうかというのが、今の政策的に大きな課題であると思います。そのためには税金を増やさなければならないです。ヨーロッパの消費税は20%程です。

格差が拡大し特に若者などが貧しいわけですから、対応策としては出産、育児、教育を無償にすることです。そこにいくためには、消費税15~20%ですよ。非常に難しい局面に入っておりますね。このまま格差を放置してアメリカと同じような小さな政府でいくのか、格差を是正するためにヨーロッパ型の大きな政府で行くのか、これが非常に重要な政策課題になってくると思います。しかしこれはなかなか難しいですね。おそらく民主党も自民党も反対でしょう。ですから私は、始めに福祉を拡充すべき、と言っています。始めに福祉を拡充し次の選挙の際に“この福祉を維持するため増税しなければならない”ということで判断していただくという問い方もあります。

### 坂本

それは今までにはない発想ですね。今までは逆でしょう、先に増税を掲げるので誰も信用しなくなるという。

**榊原**

そうやらないと国民は納得しませんからね。

**坂本**

ところで、中国経済はどのようにご覧になられますか。

**榊原**

中国経済はちょっと問題だと思いますね。

おそらく、10%成長が7%成長ぐらいに移っていくのでしょうね。そのプロセスの中で、今まであったバブルのような状況が崩壊する恐れがあり、不動産、株などもさらに下がる恐れがあります。ですから、かなり要注意だと思います。

インドも今まで7~8%だった成長率が今年は5%前後になる可能性があるんです。

ですから、新興市場国は世界経済が良かった頃にお金を吸収し成長してきましたけれども、今は逆に流出しているわけです。そんな理由から新興市場国の経済が良くないということが起こるので、これはなかなか深刻な問題だと思います。

アメリカは良くなってきましたが、ヨーロッパは、一応危機は止まったけれどもしばらくは悪いです。

**坂本**

短期的安定ですよ。

**榊原**

短期的安定で、構造的な問題が解決していない。

ヨーロッパの構造の問題というのは先程も申し上げましたけれども、ユーロを採択したことだと思います。ユーロを維持し、財政は別にするシステムを維持する限りはヨーロッパの危機は続くというのが私の意見です。つまり、ドイツとギリシャは同じ土俵では競争出来ないのにも関わらず、同じ通貨ユーロで競争させられているわけです。もし昔ならマルクが切り上げになりドラクマが切り下げになったから条件を変えられたのですが、今は変えられないのです。そうなってくると格差は拡大する一方ですから、ヨーロッパ危機の根本問題は解決されていないと私は思います。

**坂本**

銀行同盟もしくは共同債の発行で財政を一体化できるかという、これは無理でしょうね。

**榊原**

非常に難しいですね。政治的決断で踏み切れるかどうかですから、当分は難しいでしょう

ね。ドイツは嫌がりますから。



**坂本**

絶対反対でしょうね。

**遠藤**

最終的にはどうなるのでしょうか。

**榊原**

今のシステムでは無理ですよ。

一時的に危機を止めてもギリシャやスペイン、イタリアがドイツとの格差を広げていくのは今の構造上仕方がないです。ですからドイツを中心としてお金をつぎ込まなければならない、これを継続的につぎ込むとなると一つの国ですよ。一つの国にするということを、最終的にドイツが合意するかどうかです。そうなってくるとギリシャは日本で言う、沖縄或いは北海道になるわけですね。そこに東京や大阪からお金を入れるという話になります。今はそうなるのかどうかの曲がり角に来ているのではないのでしょうか。当面はつぎ込んでいますが、これをずっと続けるのかという話になりますよね。それができないので、ギリシャは緊縮策をとれと言っていますが、とれないですよそれは。

**遠藤**

ドイツは債権の棒引きをやり続けるしかないということですね。

**榊原**

そうですね、ですから構造的な問題だと思います。

**坂本**

一方ではスペインでカタルーニャ州の独立運動など、新たな動きが出始めています。

**榊原**

起こってきますね。比較的豊かな国は独立したいということになりますよね。

**坂本**

あれが1つの中長期的にみた崩壊のシグナルなのかという感じも持ちますね。

**榊原**

はい、ユーロの崩壊が始まったということですよね、まさに。

**坂本**

ヨーロッパというのは民族がいろいろですから、おそらくカタルーニャ人というの、アジアでは多くの人には知らなかったのではないですか。

**榊原**

あとスペインのバスクなどもそうですね。

**坂本**

スペインに度々旅行していた人は知っていたでしょうけれども、知らない人は多いと思いますよね。ですから、人種問題があるだけに非常に難しいですね。

**榊原**

ヨーロッパの問題というのは、非常に構造的で難しいと思いますよ。

**坂本**

ということは、ユーロドルはもう上がらないと。

**榊原**

今は少し戻っていますが、やはり今がピークであとは100円をきってくるでしょうというのが私の見立てです。

**坂本**

そこがやはり、なかなか円安に進まない原因の1つです。

## 榊原

ですから私が円高というのは、要するにネガティブ・ビューティーコンテストというわけです。日本は less アグリーなのです。日本はビューティフルではないのです。つまりヨーロッパは非常にアグリーであると。アメリカは今のところ好調ですが、これを維持出来るかどうかは分からないという事になると、皆なんとなく円に来てしまうということが暫く続く可能性があるのではないのでしょうか。これが私の円高説の根拠です。

## 遠藤

私はどちらかと言うと期待の意味で円安が望ましいといつも思っておりますものですから。

## 榊原

日本を中心にしていると円安説になるのですが、ヨーロッパ、アメリカ、日本と三つを見るとそう簡単には円安にならないという感じを持ちます。特に対ユーロでは絶対無理であると。

## 坂本

対ユーロではなかなか難しいですね。

ですから仮に円安にいくとしてもゆっくりとしたシナリオですね。

横道にそれますが、最近格付け会社が猛威をふるっています。サブプライムローンの時には何も見ていなかったのですが、今は各国国債の格付け引下げは日常茶飯事です。格付け会社に言われなくても、誰が見ても良くないと分かるわけです。ところが問題は格付けによって投資の配分を変えなければならないルールがあります。

## 榊原

要するに格付機関というのは、良いときはどんどんバブルを煽りますし、悪い時はどんどん悪くするというそういう役割を担ってしまっているわけです。それをやらないと“格付けがおかしい”と言われてしまいますからね。

## 坂本

今回、消費税の問題であまりごたごたすると日本国債の格付けに関わってきますよね。これもひとつの円安要因として考えられます。国内の金融機関も国債の持分を減らさなければならないということになりますので、その辺の問題も含め、来年にかけて非常に多難になる可能性も考えられます。

## 榊原

来年はある意味では荒れる年ではないのでしょうか。

政治的にもいろんな変化が起こりますし、経済は全体的に悪くなりますから、相当波乱の年になると思います。

今度の選挙でもいろいろなことが起き、まずは政権交代、これは必ず起こるでしょうし、さらに新たな要因も出てくるかと。そして、日本未来の党が勝つと反消費税で自民党も半々ですし、消費税の先行きも分からなくなるでしょう。

**遠藤**

与党もどういう党で形成されるのかが全く見えてこないですね。

**坂本**

そうなのです。自公連立で過半数に届かないとなるとどうなるのでしょうか。

**榊原**

そうすると、自公民で組むというのも一つの選択ですね。

**坂本**

それを除くと、日本未来の党と。

**榊原**

日本未来の党とみんなの党と日本維新の会でしょうか。

**坂本**

そうすると、日本維新の会と組む可能性もありますかね。

**榊原**

日本維新の会とはなかなか組みにくいでしょう。未来の党と組めるかどうかですね。

**坂本**

ヘッジファンドは16日の選挙の結果を見ながら全てポジションの手仕舞いをすると言っています。

**榊原**

ですから、民主党がどれだけ減るか。今言われている程減らない可能性があるんですよ。60~70と言いますが、減りはしても100~110維持する可能性もあるわけですよ。

**坂本**

そうですか。

**榊原**

それほどは減らないと思います。日本未来の党が 100 近くとったら、連立を組めばいいのです。そうすれば自民党政権にはならないでしょう。いろいろなことが考えられると思うんです。

ですから自民党はおそらく 200 前後でしょう。公明党と組んでも過半数に届かない恐れがあります。ですから今回の選挙の結果は、非常に流動的で分からないですね。



**坂本**

私は、自民党が議席を予想より少し減らすのかと思いましたのは、麻生氏などが復活で旧自民のイメージが。

**榊原**

意外と自民党が驕っているという感じが出てきています。そうなると自民党に投票しようとしている人が変わってくる可能性はありますね。

ですから、自民党はそれほど勝てないのではと思っております。勝つことは勝つでしょうが意外ととれず、民主党が言われている程は負けずに、日本未来の党が結構出てきたり、その構図も有り得るのではないかと思うんですね。

**坂本**

問題は選挙後の連立政権がどうなるかということですね。

**榊原**

そうですね。自民公明で過半数がとればその連立ですよ。

**坂本**

まあそうでしょうが、自民公明は過半数とれないでしょうね。

**榊原**

その可能性は極めて高いでしょう。そうすると、日本維新の会と組むのか日本未来の党か、みんなの党か、そういう話になるでしょうから。或いは民主党と組むのか。

**坂本**

最終的に自公民になるのかなという感じもしますけれども。

**遠藤**

参議院を考えるとそうならざるを得ないでしょう。

**坂本**

今残っている民主党も考え方が自民党に近いですからね。

**榊原**

そうですね、それ以外は出てしまいましたからね。

**遠藤**

どうなるかは本当に読めないですね。

**榊原**

野田氏などは自民党でもおかしくないですよ。松下政経塾というのは自民党でいいのです。

今の政権の中核は、政治以外に経験のない人達なのです。政経塾に入り県会議員になり、国会議員になり。ですから経済、行政も知らないわけですよ。やはり無理ですよ。昔は経験者が政治家になっていましたが、今はそれが少なくなってきましたね。

**坂本**

ましてや外交分野は。



**榊原**

外交ももちろんわからないですね。ですから、いい加減なことを言うか丸投げするかどちらかなんです。

**坂本**

政経塾授業の半分を英語の学習時間にしたらいいかもしれませんね。

**榊原**

政経塾は演説の仕方を教えていますから、演説が上手いでしょう。

**遠藤**

ディベートも本当に強いですね。

**榊原**

それはきっと政経塾で学んだのです。

**坂本**

今日は久々に面白い話でした。

**遠藤**

初めてこんなにエキサイトした気がします。

**榊原**

だいぶ対立しましたね。

**坂本**

結果的にディベートになってしまいました。

**遠藤**

本日も長時間にわたり有難うございました。

※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。