

第一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（ジャパンエコノミックパルス社社長）



遠藤 社長

当社の特別顧問にご就任戴きまして最初の金融経済を含め為替に関するお話を聞く会を企画させて頂きました。宜しくお願い申し上げます。

さて早速ですが、世界銀行が昨日（平成 21 年 3 月 31 日）発表した経済見通しで 2009 年度の世界全体の実質経済成長率がマイナス 1.7%まで落ち込むとの予測が出ましたが、改めて米国経済の動向が市場のフォーカスとなってきておりますので、まず米国経済からお話を伺えればと思います。特に米国経済浮揚の時期（オバマ政策グループはどの成長産業セクターに軸足を置き、浮揚時期の時間軸）等についてはいかがでしょうか？

榊原 特別顧問

少しさかのぼって 1990 年代後半のアメリカを見ますと、当時米国は大変な経常収支の赤字を持っていた為、ドルを弱くし輸出を増やすのが通常な考え方であったわけですが、当時のルービン米財務長官は常識的な考えをひっくりかえすインベストメント・バンカー的な発想をしました。

彼は、経済収支の赤字は増えても良いのだけれども、それをファイナンスする事を強く市場に訴えており、事実、1995年～2006年ぐらい、サブプライム問題が起こるまでにアメリカ経常収支の赤字は7倍にも増えていました。

ところが、アメリカの金融機関は資産・負債両建てでどんどん資金を増やし、ちょうどその期間のアメリカの金融資産は100兆ドルと膨大になりました。その間 ABS・CDO・等の新しい証券化商品が生まれ、更に CDS という、証券化商品をバックアップするかたちで元本を保証する等の金融工学商品も巨大化し、金融資産が膨らむプロセス

で結局、アメリカにお金流れ込み、1995年ぐらいから株価、アメリカ住宅価格も急上昇しました。特に先行した株価は、大体当時の N.Y.ダウが4千ドルだったものが1万4千ドルまで上昇しました。

住宅価格もこのプロセスの中、10年ちょっとで3倍近くまで上昇し、金融バブルで資産価格が大きく膨張し、それがサブプライムローン問題で破裂したのがアメリカで起こった事実でした。

また、金融バブルの崩壊だけではなく、同時に消費バブルも崩壊しました。

ファイナンスを付けるかたちで消費していった訳ですが、アメリカの貯蓄率はこの間のプロセスで下がり、消費者はクレジットカード等で物を買う、オートローンも頭金無しで購入出来る等の状況でした。

そして住宅ローンも当然のことながら所得の低い人達でも借りられていた訳ですから、それが出来なくなった為にアメリカの消費が急落するという事が起き、クリスマス商戦等その後も消費が落ち込んでいる状況が続いています。

坂本 非常勤取締役

確かにおっしゃられたようなプロセスで、住宅、消費、そして信用といった三大バブルがバースト（破裂）した訳ですが、問題はその影響がアジアを直撃しましたね？

榊原；

世界銀行の予測にしても OECD の予測にしても、アメリカの落ち込みよりも日本・韓国・シンガポールといった輸出に依存している経済国のほうがさらに酷く、打撃が大きいと見えています。

一番大きな輸出先であるアメリカで消費が崩壊した為に、輸出が急落した事は、日本・韓国・シンガポールでより顕著に起きています。

世界同時不況の状況は、アメリカ = マイナス 2 ~ 4 % ・日本 = マイナス 4 ~ 7 % ・韓国はそれ以上急落するといった状況で、アメリカ発の同時不況で世界経済が崩壊し、特に輸出の依存度が高い国々の被害が大きくなっていると言えます。

坂本；

一般には、景気の回復は今年の末か来年と言われておりますが、もしアメリカ経済が浮揚するとすれば、どういう産業セクターを軸足に置き、また時期はいつ頃になるとお考えでしょうか？



榊原；

楽観的な予想では大体そう言われておりますが、常識的に2年はこの状態が続き、2010年後半から回復の兆しが見えてくるのではないのでしょうか。

水野和夫さん（三菱UFJ証券チーフ・エコノミスト）が言っていたことですが、この時期に財政政策という手法はあまり効き目がない。なぜ効かないかということ消費者マインドが冷え込んでいるから。

財政政策が効く状況とは消費に火がつく時である為、消費者マインドが悪くなっている現況で若干の減税、あるいは公共事業を行っても大きく左右されないでしょう。

やらなければならない政策とは、消費者マインドを良くする政策ですが、それはとても難しい。また将来への不安を取り除く事も重要になってきます。

年金制度を良くする等の政策をしなければ、実は消費者マインドは良くなれないが、今の状況では難しい。又、金融財政政策を従来通りに行ったとしても、なかなか回復しづらいのではないのでしょうか。

アメリカのオバマさんも“グリーンニューディール”という言葉を発言しているのでそのことをよく解っていると思います。

例えば太陽光発電・風力発電等を表に出し、そういうところにお金をかける事で改革を行う。その時の政策は循環的財政金融政策では無く構造政策になる。

一方では金融システムが崩壊している為、政府がお金を入れる、或はバッドバンク、不良債権買取機構を作らなければならない、財政に多少のお金を入れてもあまり意味が無いのが今の状況ではないのでしょうか。

坂本；

新興国大手の中国は、輸入大国であるアメリカをベースに中国経済の成長を牽引してきましたが、ここに来て外需が急落した為に、財政出動による内需へと舵をきっています。日本は今までこれ等の輸出主導の新興国に対して生産中間財を輸出する形で、成長してきたモデルが頓挫しマイナス成長になっている現況を見ると、日本の困難性は当分

の間は続きそうですが？

榊原；

OECD の経済見通しでも今年の中国経済成長率は6%台、2007年が11.3%だったのでほぼ半減していて、中国・インドはマイナスにはならないが相当大的な打撃を受けています。

中国の場合では、今回の景気刺激策は4兆元ですので、60兆円近い内需拡大策をうち、それがどれくらい効いてくるか、それで輸出の減少分をどれくらいカバー出来るのかが問われています。

若干、内需拡大策が動き出して日本からでも工作機械や鉄鋼等を再び中国へ輸出しようとする気配ありと関係者から聞いております。

そこが機能してくると日本の経済にはプラスの要因として働くが、それは未知数で、どれくらいの動きになるのか、或は輸出急減で相当傷ついたところをどれくらいカバーできるのかと言われてしています。

坂本；

確かにOECDの予想経済成長率を見ると中国がプラス6.3%、インドがプラス4.3%、ブラジルがプラス0.5%と新興国大国がプラスの成長を期待されている。しかもそれは、人口が多い新興国に限られていて、ロシアは大幅に5.6%のマイナスになっています。そういう点で見ると、これからの成長率はある程度の成長基盤が出来ている国で、かつ人口の大小が大きく影響する可能性もありますね。

榊原；

人口が多い新興国はまだまだ庶民が石油を買い、まさに近代化、産業化のプロセスの途中であり、人口が多い為ある程度は物を買わなければなりません。

一方で、先進国は非常に難しい状況に来ており、今まで売れていた耐久消費財等は殆ど買い換え需要であった為、自動車等も5年に1回の買い換えが、10年に1回と期間が長くなってしまうと自動車が売れなくなってしまう販売額は半減してしまう。テレビ等の家電製品も同じ事が言えるでしょう。

これが実際に今、日本・アメリカで起きている事で、自動車の売上等何もかもが急減しそれが元に戻るかという戻らない可能性がある為、新しい産業セクターを見つけなければならない。極端な言い方をすると製造業は衰退産業となりつつあることを指摘したい。つまり物が売れなくなる傾向があり、特に先進国では現実的になり得ると思います。新興市場国は別だが、先進国は考えてみれば物が溢れ、今まで買い換えばかりだった状況がそうせず他の物にお金を使うという消費者マインドが変わってくると、おそらく物が売れなくなるという状況が起こります。

その典型が自動車、家電製品でそれが今もっとも被害を受けています。

景気が回復すれば何とか元に戻せると世間では思われていますが、それは若干であり、元には戻らないと思われま

これは大きな構造変化だとそろそろ意識を持たなければなりません。

自動車の時代は20世紀で終わったと感じられ、自動車が贅沢品では無くなってきている事から、自動車に乗ってカッコいいと思う時代では無くなってきていて、明らかに若者は自動車離れにあります。

若者がカッコいいと思って自動車を買わないようになってきている事自体、自動車業界にとって深刻な問題でしょう。



遠藤；

今年社会人になる新入社員2～300人に車の種類はどのようなものが欲しいかアンケートをとった結果、榊原さんが言うように高級車でも無くスポーツカーでも無い小さな車で、第3位に軽自動車がランキングするような結果になりました。我々が若い時に考えた嗜好とは全く違って、非常に現実的であり夢を持たない若者が多くなっていると思います。そうすると、今のアメリカ自動車業界の再建は難しく、世界的な再編が自動車業界に起こる可能性がありますね。

坂本；

GMという名前は残るが、ゼネラルモーターズからガバメントモーターズとして名前が変わりGMとして残るという表現をアメリカの知人から聞きました。

ニュースに出ていたチャプターイレブンの適用があり得ると言われていますが。

榊原；

適用した方が再生は早く、チャプターイレブンの発動を回避しようとすれば賃金を大幅にカットできず、年金負担額も落とす事が出来ない。

おそらくGMがディーラーといろいろな契約を結んでいると思われるが、この契約も反故にすることが出来ない為、一度チャプターイレブンにして、その上でガバメントマネーを導入しようという考えがあるようです。

坂本；

それにGMにお金を入れるよりもGMに債権を持っている人達をサポートしたほうがコストも安くすむ。

レガシーコストを切る為には、チャプターイレブン以外には方法ない。車1台で千ドル

もレガシーコストが掛ると言われています。

榊原；

昨年11月にボルカー米元FRB議長に会う機会があり、その時彼はすでに“チャプターイレブンを発動しなければならない”と、そう言っていました。彼は今、ホワイトハウスの顧問団の議長をやっているのではやはりその通りかと思います。そうするとアメリカ経済再建もなかなか大変になり、不良債権買取機構も最後はやはり価格交渉になってくる。ただ、価格をどのように決めるかというところが明確では無く、方向性としては正しいと思うが、相当大変な作業でしょう。

遠藤；

この辺でEUの金融・経済混迷とその問題点(ユーロ諸国による救済・援助、更に東欧の金融、経済危機の行方、デフォルト・リスク)に移りたいのですが。

坂本；

ユーロ圏の方が金融問題の根が深く、中東欧に貸し込んでいる貸付債権総額の内、ローンの不良債権化している部分は米国より大きいと言われてますね。

榊原；

ヨーロッパ版サブプライムとも言われていて、中東欧に貸し込んでいるものが焦げつき、アイルランド・スペインの両側(西・東)がおかしくなっています。そういうところに貸し込んでいるヨーロッパの銀行の不良債権がどのくらいあるのかは明らかになっていませんが、アメリカ同様少なくとも同じくらいの金融危機になる可能性が極めて高いのです。

坂本；

ソブリン債の格付にかなり差が出てきていますが、現実的にベース経済が停滞・下降の中で、金融負債が大きくなっている中東欧諸国(旧ソ連邦圏)でのデフォルト・リスクが懸念されている状況をどうぞ覧になっていますか。

榊原；

まずは、IMFが入りEUが支援するプロセスでデフォルトを起こさないように何とかしなければならず、アルゼンチンのような事が起こる可能性が零では無い為、まずは資金援助が必要になるでしょう。

坂本；

IMF 総融資額2500億ドルを7500億ドルに増額する案が決まりましたが、これは必要不可欠であったわけですね。

榊原；

特にアジアの国は今あまり資金を必要としない為、中東欧諸国、西欧の一部、ラテン米がどうなるか分からないが、そこにIMFがお金を援助しなければならず、加えてヨーロッパの場合はEUなりECBがお金を援助しなければならない状況であり、かなり深刻です。成長率は大体の予測はマイナス4~5%程度で、アメリカ同様ヨーロッパも

苦しい状況にあります。

坂本；

日本の今年の成長率予測は、世銀がマイナス 5.3%で、OECD はマイナス 6.6%で日本の危機は深刻です。シカゴのある経済研究所の人達と会話をしたのが、ちょうど日本の2月の貿易収支が発表された時でした。輸入が43%減少と大幅で、“日本の輸入がこれだけ減ってきているという事は、日本の少子化、高齢化が実態経済に深く反映していて、これは日本経済の悲劇の始まりだ”という研究員のコメントに感心しました。輸出は先進国のアメリカ・中国経済の経済成長の推移に従って実際には回復をしますが、内需による日本の輸入の回復はあまり期待できそうにもありません。

榊原；

少子化というのはむしろ長期的な話で、短期的には消費が落ち込んでいるので、高い物が売れなくなっています。売れているのは、ユニクロや任天堂だけではないでしょうか。

坂本；

ある米国ヘッジファンドは、“現状では日本株で買えるのは素材メーカーの2銘柄程度”と云っていました。このコメントは象徴的で先程榊原さんがおっしゃっていた通り、製造業の衰退は今後の困難性を予想させますね。実は前述のコメントが、研究所発のレポートで流れると、シカゴ IMM の短期トレーダー達のポジションが円買いから円売りに変わりました。

榊原；

100円を上抜けする日はそう遠くなく、過去暫らくの間は90~100円で取引されて来ましたが、遠からず100~110円で取引をされるのではないのでしょうか。今はまだ99円位で跳ね返されていますが。いまだ、ディーラーの人達は“1度円高局面に戻る”と言っていますが、元には戻らないのではないかと思います。



坂本；

95円以下に戻るのを待っているような気がします。しかし現にロンドンのFX市場

では、期間 2 ~ 5 年で権利行使価格 120 円程度のドルコール・オプション取引が出来始め活発化の傾向にあります。

榊原；

テクニカル的には 1 度戻すという事もあると思いますが、97 ~ 98 年の様に円安になりだすと一気にいくというエレメントもあり得ます。あの時は金融危機であり、今の日本は製造危機である為、金融機関もいずれ傷つく事になるのではないのでしょうか。今はまだ、直撃を受けていない為そこまで危機を感じられてはいないのですが、いずれ株が下落してくるような事があると金融機関も先行きが暗いですね。

遠藤；

暗い話が続きますが、日本経済の復活はあるのか。其の為の政策対応、経済再生の選択肢は？

榊原；

日本版グリーンニューディールと言ってオバマさんも行っていますが、ようするに成長分野に焦点をあて、製造業から、1 つはエネルギー。太陽光発電、風力発電等に大量に補助金を入れる。日本は技術がある為、太陽光発電等は結構成長する可能性はある。もう 1 つ、日本版と言っているものは農業で、食糧自給率が 40 % なのを 60 % まで引き上げる計画を作り、これにも補助金を相当入れると同時に、規制を緩和して株式会社の参入を事実上自由にすれば、相当農業は活性化し、クリーンエネルギーと農業の活性化が起こると思われま

それとは別に、将来の成長産業は何かということ確実に医療ではないのでしょうか。

それは、高齢化が進んでいる為であり、あわせて、予防医学の技術が急速に変化している為で DNA の細胞等でいろいろな事が出来るようにこれからなる訳で、すでに MRI などのように色々なかたちで検査が出来るようになり、間違いなく成長産業になると思います。

しかし、日本の医療は完全に統制されているのです。主要な医療は全て統制され決められている事になっています。

これは非常におかしな事で、日本人は当たり前だと思っていますが、例えば天下の名医に手術をしてもらっても、大学のインターンでも金額は同じであり、市場経済の国に於いてはありえない完全な社会主義である。“貧乏人は皆死ねと言っているのか” という意見を持つ人が必ずいるので、これを政治的に崩す事は結構難しいのです。

今後はある程度保険でセーフティーネットは維持し、その上で医療の自由化、薬価の自由化をしていかなければならない。

せっかくの成長産業ですから、自由化する事により、色々なかたちで病院が出来、色々なかたちでの医療が可能になってきます。

ところが今、最も流行っている病院が赤字である為、これをどうやって成長産業に持っていくかということのも非常に大きな問題です。

もう1つの成長分野は、娯楽・教育で、娯楽は既にゲーム等がありますが、教育は規制されている為、認可制にせず証券会社のように届出制にしてインターナショナル・スクールのような学校にしてみる等、多様な学校を作り、その中には成人教育を含めて展開すれば必ず成長産業になるのではないのでしょうか。

今の規制産業で大きいのは、農業・医療・教育であり、これを自由化しなければ製造業がおもわしくない中、日本経済はうまくいきません。中・長期的に見れば、製造業も斜陽産業であり、自動車にしても、中国・インドから追いかけては敵う訳もなく、いくら技術があっても大きな市場では、中国・インドの様に安い物が受け入れられるようです。

日本の技術がいかに高くても殆どが売れなくなってきて、日本で買い換え需要が弱くなってくれば日本の自動車メーカーは売れなくなり、同様にテレビでも同じ事が起きます。それに代わる産業を育てなければならぬ為、当然、医療や教育、農業等そういうところの規制を緩和する事により始めて可能になります。またこれは当たり前の事で経済が回復してくれば当然、サービス化する訳で第3次産業、その最たるものが医療・教育そして農業となりそれが成長産業になります。

また、健康や安全志向が強くなると農業はさらに成長が見込まれ、そういうところに政策をシフトしていくことをやらなければならないでしょう。

その分野では政府が出来ることが大きく、今まで規制産業だった為に規制の緩和をする事だけで大分違い、場合によっては補助金を入れる事が出来、そこがこれからの政策ポイントだと思われます。

坂本；

私のアメリカの経験で言えば、アメリカの場合、大学の研究室や地方の研究者の優れたノウハウ・技術の新しい産業の芽に、民間が資金提供をして組成化してゆく、つまり、インキュベーションから IPO 迄と、上場し大きな産業に育てていくのが一般的に行われていますが、そういった事が日本にはあまり無いように見えますが？



榊原；

日本の大学は悪平等で全てに対して教授会が決める為、優秀な人達に資源を集中することが出来ません。

研究開発の段階で公的なセクターがほとんど役割を果たしていません。日本の場合には民間企業の研究所等に優秀な人達が居て、そこが何とかしている訳ですが、公的セクターが効率的に入れるよう自由なシステムにしなければなりません。

大学関係の法律を変える事、学校教育法という法律の第54条に“重要な事は教授会で決める事”と書かれていて、最高裁の判決が出て“重要な事は人事を含む”と書かれている。

大学というところは、労働組合が人事部門の中に入っている等、良い組織になる訳が無く完全な悪平等になっていると言えます。

坂本；

世界金融経済が同時不況に陥り、今までのシステムのパラダイムシフトが始まっていますが、変わらないのは日本の政治システムだけなので、少しパラダイムシフトが必要な時期だと思いますが？

榊原；

日本の技術力と美的センスが今、“ジャパクール”と言われていてアニメ・ゲームだけではなく、世界で注目されています。日本のポテンシャルはすごくあるので、そのポテンシャルをどう活かすかだと思うのです。

“日本は没落する”と云う本を書きましたが、あの本に込めたメッセージはそうなってほしくない為に書いていて、日本の強みをどう活かすかという戦略を取れば良いと思うのです。

アメリカのマネをしなくても、その戦略を取ればまだまだいける感じがあります。

遠藤；

先程、ドル・円の見通しは経済展望の中で伺いましたが、ユーロドルはどの位のレンジで見られますか？

榊原；

ユーロドルはそう強いわけでは無く、今ユーロが強くなっているのは金利差の関係だけです。

逆に世界同時不況で世界経済が国々で悪くなると、ドルは今年から来年にかけ強くなると思われれます。円安になり、ユーロもどこかでユーロ安になる可能性は極めて高く、危機の時はマネー・センターが強くなる。アメリカ発の危機ではあるがファースト・イン、ファースト・アウトとのアメリカが一番復活するのが早いのではないのでしょうか。日本やヨーロッパ等他の国々は回復が遅れるでしょう。

結果的にはうまくいけば来年の末ぐらいには、アメリカは景気が回復して、それに対して他の国々は遅れを取るかたちになり、それが見えてくるとドルが強くなる。

色々な対策は打っているの、ヨーロッパや日本より早く、2年くらいで回復してくる可能性が高いのはアメリカで、相対的にユーロは弱含む。ドルの基軸通貨体制は、向こう5～10年は崩れないでしょう。

坂本；

アメリカは、食糧・エネルギーも充分あり、人口も移民を中心に増加、金融機能、IT分野のソフト部門は世界最強、化学・医薬品、又、航空機産業も加えて全体のバランスを見ればやはり強さが目立ちます。

榊原；

他の国に良いところがあれば別ですが、他の国々が落ち込んでしまった為、相対的にはアメリカはそんなに悪くない。今、ユーロは金利差で強めに動いていますが、どこかで逆転する可能性もあり、不良債権問題がいくつか浮上して来たりすると逆転する動きと成るでしょう。

遠藤；

貴重なお話をありがとうございました。大変有意義な時間を過ごさせていただいたことを幸せに思います。それではこのへんで第一回の記念すべき“榊原特別顧問を囲む懇談会”を終わらせていただきます。

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。