

## 第三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

前回の対談におきまして2010年の先進国経済の見通しに関しましては低成長予測を頂いたと記憶しております。為替相場も方向的には円高、ユーロ安方向というような展望予測を頂きまして、まさに予測の範囲内での動きの中、今日に至っているわけでございますが、本日は低成長下の先進国、並びに順調な経済成長を軌道に乗せている新興国の今後につきまして、為替動向を含めた中でお話をお伺いしたく思っております。どうぞ宜しくお願い致します。

### 坂本 非常勤取締役

グローバル経済は、先進国は未だ低成長下にあり、一方新興国はグローバル経済のリーダー役を担う活躍を果たし順調な回復を見せるという二極化現象の中での展開となっておりますが、まずは先進国・米国、ユーロ圏、日本と3つの経済金融の情勢にご意見を頂いて、最後に為替相場がそれをベースにどのような展開になるかというようなことで進めさせていただきます。

まず米国経済ですが、最近では民間のエコノミストをはじめに一部の大手ヘッジファンド等は、かなり米国経済に関して強気の意見を持ち始めています。

その根拠としては、悪天候にも拘わらず個人消費、住宅関連の指標の落ち込みが小幅であった事、更に昨年2月に成立した7870億ドルの財政支出による景気刺激策が3分の2未使用であり、それがこれから順次発動されて来る期待感、又、この一年半、民間企業のリストラが進んだことで収益の改善が順調で、流動性、現金のキャッシュフローが積み増しされており、何れその内部留

保が設備投資、事業拡大に投下され、徐々に雇用も回復して今年は4%成長の下支え要因になるとの意見もあります。楽観論が急速に台頭してきていますがこれに対する榊原特別顧問のご意見を頂きたいと思えます。

#### **榊原 特別顧問**

確かに去年の末に比べると、非常に楽観論が増えてきていますね。最近の数字が比較的良いということもありますが、果たして本当にそうなのか僕はかなり疑問を持っています。その一つは、金融危機は終わったとはいえ、コマーシャル・リアルエステート（商業用不動産）の部分が再び懸念される状況になってきていることがあげられます。住宅市場が底を打ったといっても、商業用不動産などは、まだ非常に悪い状況にあります。それが原因でリージョナル・バンク（地方銀行）大小含め8千のうち150程度がすでに潰れているわけで、金融危機が完全に終わったといえるような状況ではないのではないのでしょうか。それから、小売り売上高は思ったより良かったのですが、コンシューマー・デッド（消費者債務残）はずっと溜まってきています。アメリカのコンシューマー（消費者）はどちらかというと借金を返すムードに入ってきているわけです。その結果、貯蓄率は5%程度まで戻ってきていますね。従って、今後消費が順調に進むかどうかは必ずしもはっきりしないと見えています。

今後も良い数字と悪い数字が交互に出てくると思いますし、一時のようにダブルディップ（二番底）ということはないように思いますが、もう少し慎重に見たほうが良いかなというのが私の意見です。

#### **坂本；**

そうすると成長率で見ると、今年度4%というのは強気すぎると！

#### **榊原；**

そうですね、強気過ぎるのではないのでしょうか。せいぜい2%とかそんなところではないですか。アメリカ経済というのは日本と違って、強気になると強く数字が出てくるという傾向が過去にあります。

#### **坂本；**

解りました。それからもうひとつ、オバマ政権が米国の輸出大国化を公言し始めましたが、この点に関しましては？



**榊原；**

アメリカの為替政策は明らかに変わりました。今はドル安政策です。今までアメリカは強いドルは国益だと 95 年から基本的スタンスを変えていませんでしたが、ここにきてドル安効果で輸出を増やそうという方向にきています。これは相当な変化だと思います。特に中国に対するプレッシャーを増やしている。また、昨日、100 人ほどの議員が、“中国が為替をマニプレート（人為的操作）していることを認めろ”と人民元の切り上げを要求するように大統領に迫っています。ということはドル安政策ですね。このようにドル安政策にはっきりと踏み切ってきたというのが今のアメリカのポジションではないでしょうか。これからの展開が重要だと思います。

**坂本；**

今までアメリカがなかなかドル安政策を取れないというひとつには、財政赤字のファイナンスの海外依存度が高かった事がネックで、55%強を海外に依存していた為に簡単にドル安政策に舵を切ると米国債の引き受け手がなくなるという危機感があったのが、ここにきて国内マネーが投資物件の不足、並びに安全志向も加わり、金融緩和・低金利の長期化予測の基に国債に向かい始め、直近の報告ですと海外依存度は 48%を切ったという状況に変化して来ていますのでドル安政策が取り易く成っているのかと。

**榊原；**

しかも、どちらかという海外から米国内にドルが戻っているでしょう。ヨーロッパが危機的な状況ですから、そのような危機状態の中だと、やはりどうしてもドルに戻りますよね。さまざまな形で外に出ていたお金がドルに戻っています。ですからドル安、ドルが暴落するということを余り心配しなくていいと思います。それ故、ドル安政策が取りやすいということがあるのではないのでしょうか。

**坂本；**

そうすると当分の間は金融政策の分野でも、市場の関心事の一つでありますF O M C 声明文での文中のエクステンデド・ピリオドの文言は残存で年内の金利引き上げは難しい？

**榊原；**

直ちに出口戦略ということではないでしょうし、年内の金利の引き上げも無いでしょう。

**坂本；**

次にユーロ圏ですが、経済が成長しているときにはE C B の機能はワークしておりましたが、景気下降局面に入り低成長・デフレの危機に直面して、従前から心配されていたユーロ圏の内包する制度的欠陥が露呈された感じが致しますが？

**榊原；**

確かにこれは、ユーロ圏の制度的欠陥ですね。経済が順調に推移している時は上手く機能しますが、逆転しだすと、弱い南欧、例えばギリシャ、バルト三国、また中東欧などユーロにリンクしている弱い国々が落ちこぼれてくるわけです。そういうところをドイツやフランスが助けられるか、といとなかなか難しいですよ。例えば、ドイツにしてみれば、ギリシャの年金制度は非常に潤沢で、63 歳ぐらいでリタイヤして、しかも 80% ぐらい年金がもらえる、そういうところは直してほしいと。財政支出を切れ、とドイツは最初にそう進言します。ドイツはそのような年金制度を持っておりませんから、どちらかというラテン系の年金制度が豊かなところと、そうでないところの差が出てきて、それが逆回転しだとなかなか改善は難しいです。ドイツ国民にしてみれば自分を犠牲にして助けるのは賛同しがたいでしょうから、やはり政治的には一番厄介なところですね。ですからユーロの仕組みが逆転し始めたという事ですね。

**坂本；**

現状のユーロ圏では、各国の財政規律に主眼を置くためにマクロ政策を取りにくく成ってきている感じがあります。ドイツ、フランス以外の国の景気回復は相当遅れる可能性があるように思えますが？

**榊原；**

そうだと思います。ギリシャがユーロに入っていなければ、とうに自国通貨切り下げですよ。通貨を切り下げて金融緩和するというスタイルだけど、それはできません。両方ともできないわけです。

それで財政がおかしくなるという話で、そこを何とかしろということになると、財政を締めろということになります。そうすると、落ち込んだ時に打つ手はないわけです。

ですから 98 年の東アジア危機の時に、IMF がタイに要求したり、インドネシアに要求したりしたのも同様です。財政をタイトにしろとの要求ですね。

景気が悪くなっているときに、為替はいじれないは、金融政策もいじれない、財政はタイトになる、とますます悪くなりますよね。まさに今は、そういうジレンマに陥っているわけです。だから似たようなことは他でも、例えばスペイン、ポルトガルでも起こるでしょう。



**坂本；**

“P I I G S” の新語が生まれていますね、ポルトガル、イタリア、それにアイルランド等。

**榊原；**

ギリシャ、スペインを含め、どちらかというと弱い国が政策手段を持たないことになるわけでしょう。財政が悪化するとそれが問題視され財政改善を要求される。そうすると景気はどんどん悪くなるわけで、むしろ本来必要な政策とは逆の手段を取らなければならないのは非常に厳しいですね。

**坂本；**

今回はギリシャ国債の借り替えは出来ましたけれども、借り替え発行金利を見れば 3% 強、ポルトガル、スペインが 1% 強、ドイツ国債よりは高くなっていますから、金利負担を考えると経済成長率よりはるかに高いわけですから、経済再建はなかなか…

**榊原；**

当面の危機は乗り越えたにしてもやはり長引きますよ。ユーロの制度的欠陥が出て来たということですかね。経済が拡大しているときや成長率が高いときはいいですが、今は逆転し始めており、各国共にデフレーションの局面に入ってきているわけですね。

**坂本；**

他のユーロ諸国は、ドイツに対して不満は無いのですか？ユーロになって一番メリットを受けたのはドイツですよね。いきなり貿易で稼ぎまくりますから。通貨が統一通貨ユーロに成った事から、域内貿易のシェアが 60%ぐらいまで上昇したと思うのですが、そういう意味からすればやはりドイツの一人勝ちで、ほかの諸国とディスハーモニーが出て来るのではないのでしょうか？

**榊原；**

いや、あるのでしょうかね。当初はギリシャを筆頭に得をした国があるわけです。強い通貨に加わることができたわけですから。相当のメリットを受けたでしょうね。しかし逆転してくると今みたいな話が出てくるわけです。

**坂本；**

顧問はECBの総裁とはご関係が密だと思うのですがけれど何かそのへんのことはお聞きしておられますか？

**榊原；**

いえ、最近はお会いしていませんからわかりませんが、苦しい状況でしょうね。要するに金融政策も一つ、為替政策も一つになっている訳ですから、各国の間に非常に大きな差が出てきて来た時に打つ手が無いのです。そのために金利を引き下げるとかという話になりますが、なかなかできないですよ。ギリシャがヨーロッパの中で支援を考えると、域内支援がなければIMFに行く、と脅かして、EUの中でさまざまな形での支援を取り付けたいということでしょう。だから非常に難しいですよ。

**坂本；**

今後のユーロ経済は多難で暗い感じがしますね。

**遠藤；**

最後に日本ですけれども、財務相が菅さんになりこれまでの円高容認から若干円安への軌道修正かと市場は感じ始めております。特にアジア中心の外需で幾分景気が持ち直してきておりますけれども、今後の政府の景気浮揚政策を含めてどのようにお考えになられていらっしゃるのか、お聞かせ頂きたいと思っております。

**榊原；**

二点あります。ひとつは確かに景気は持ち直していますが実感が湧かないですね。景気が持ち直しているとの実感が無い。持ち直しているのは実質GDPなのです。名目GDPは増えていま

せん。実感するのは名目ですから、デフレが進行する中で実質GDPが伸びている、そういうことなんですね。確かに景気は回復局面にはありますが、実は去年の10～12月は年率3.8%です。前期比0.9%ぐらいですか。ですが対前期0.9%は名目でみると対前期比は0.1%なんですね。名目で見るとほとんど変わっていないといえます。だから、実は景気は回復していると云われているわりには実感が伴わないということでしょう。

**坂本；**

実感が伴わない理由が、実質GDPだけの改善という事ですね。

**榊原；**

そうです、我々が見ているのは名目ですからね。実質というのは作られた数字ですから。だから名目で見ればやはり物価は下がっているし賃金も上がらないという現象が続いているわけです。デフレというのは、物価が下がるのと同時に賃金も下がる状況にあるわけで、そうなると不況感は余り改善されてきません。だから民主党政権は、むしろ景気浮揚策を謳わなければならないのです。政府支出も増やさなければいけない。それに、今日の参議院予算委員会の公聴会でも言ったのですが、実はそれに対して財務省がブレーキを踏んでいます、財源がないと言って。僕はこれは嘘だと思います。確かに財源の主要な税収は落ちました。税収は9兆円近く落ちていきます。今年度予算を見ると、確か去年に比べて11兆円ぐらい国債は増加していますが、それに対して財務省が危機感を持ち、もう財源がないと言っているのです。確かに日本の累積赤字は大きくなってきておりGDPの180%ぐらいに達しています。しかし家計の貯蓄の残高を見ると個人資産の残高は1500兆円ぐらいあります。ネットアウトしても1100兆円を超えているわけです。つまり、実は借金は多いのだけれども日本国民がその蓄えで国債を買っているという状況なのです。国債の94%は日本人が買っているわけです。日本人が日本国をファイナンスしているのですから、財政赤字は大きいけれどもノープロブレムなのです。

そここのところをきちんと皆が理解していないわけですね。だから僕が今日の公聴会で述べたのは子供手当を半分にする必要はなかった、26,000円出すべきだったと。その分国債を出せば良かった、と。今はバッファーがあり個人資産が大きいですから、国債をいくらでも消化できるので。44兆円の消化は勿論のこと、60兆円でも消化可能です。今はそれを行うべきなのです。今それを実施しないと、どんどん景気は落ち込む可能性があります。デフレの中で回復が思わしくなく回復の実現が遅れます。だから国債の大量発行というのが今必要だし、それを吸収するだけのベースはマーケットにあるわけですね。国債依存が例えば44兆円じゃなくて60兆円になっても、おそらく発行金利は1.5%を超えないでしょう。機関投資家はラッシュして買いに出ます。特に今は若干円高気味に推移していますから、海外への投資の流れは止まっています。一方、株価もこれからどんどん上がると思う人はいませんから、株にはあまりマネーは行きません。そうすると、国債市場には個人が直接ではなくても間接的に機関投資家などを介してマネーが入ってくる状況ですので、国債はいくらでも売れるという状況になっているわけです。だからこの



段階ではむしろ国債を発行して歳出を増やすということに踏み切らなければいけないのですが、財務省に財源がありませんと言われ、それができていない。国債発行も財源なのですから。今は国債を順調に発行できる状況にあるわけで、むしろ歳出を拡大するのが、今、採用しなければならない政策なのです。そこが間違っているのではないですか？ということをお前は言っているのです。



**坂本；**

国債の発行残高の対GDP比で見て、近々債務が200%に接近・到達する状況を見ますと不安を感じます。これは、太平洋戦争末期時の軍事債券を含めた数字と同じレベルになってきているわけで、1945年に結局新円切り替えの時に全部デフォルトでパーになったわけですね。私は子供のころ親父がガクツとしているのが記憶に残っています。従いまして国債を増やした後の出口戦略と言いますか、今度は逆に財政をどう再建するか。

**榊原；**

この状況は4、5年は持続します。もちろん、中長期的な財政再建策を打たなければいけない。中長期的な財政再建策というのは答えがはっきりしているのです。消費税増税です。消費税増税をは5年から10年先にどうやるかを考えればいいわけで、当面は国債発行で凌げるわけです。貯蓄残高が大きいですからね。そこで十分にカバーできます。94%は日本人が買っているこの状況はしばらくは変わらないでしょうから。これは日本全体としては全く問題ないわけです。最近日本の貯蓄率は下がってきています。2%から3%下がっており、5年10年先に個人金融資産がどんどん増えるという状況には全くありません。現状は1500兆円近くあるけど、このまま赤字が増えていくと徐々にバッファは少なくなるわけです。だから今から4、5年はそれを使って景気回復をすれば税収だって回復します。税収を回復させて中長期的には消費税増税を行う。それがよいシナリオだと思います。



**坂本；**

そこで出口戦略に打って出る。

**榊原；**

そうです。だから今は余裕があります。今は余裕があるということを意識したほうがいいのです。今、余裕がないと言って財務省の言いなりになっていると、国債も発行できない、歳出もどんどん切らなきゃいけないということになり、結局、景気悪化に拍車がかかります。景気が良くなれば税収は増えるわけですから、今は税収が極端に落ち込んでおり、おそらく底ですね。企業収益も来年度は良くなるでしょう。ここは底ですから、もう少し財政で刺激したほうがいいと思います。

それからデフレは止みません。デフレは構造的です。なぜかという、東アジアの経済統合が進んでいるからですね。ということは、どうしても全体の価格も賃金も緩やかだけど下がる傾向になります。中国の価格が上がり賃金も上がり、日本の価格は下がり賃金も下がるということは、どうしても経済統合の結果として生じる現象です。そういう意味ではデフレというのは構造的ですよ。だから日銀総裁になにやれ、あれやれと言っても関係ないということです。白川さんはそれが分かっているのですよ。先日、タイの大蔵大臣が来日し、白川さんと一緒にディナーの機会がありました。まあ、緩和・緩和の声が大きいので少しは緩和するけれども基本的には関係ない。日銀が若干緩和したところでデフレなんか治まりませんよと。

**坂本；**

私は白川総裁のそれが非常に気になっているのです。と言いますのは小泉構造改革をやった2002年からは2%ぐらいの経済成長率を示し景気回復をしました。その時に、福井総裁はゼロ金利と大量金融緩和をセットで行いました。それと、当時の財務官溝口さんの大規模円売り介入もありました。一方、財政にはキャップをかけ、マクロ政策の効果であったのではと思うのですが。

**榊原；**

僕はそう思わない。要するに2002年から2007年まで日本経済が良くなっているのは、輸出ですよ。もっぱら輸出です。

**坂本；**

だからそれは結局マクロ政策の効果だと思うのですが。

**榊原；**

だけどそれは、基本的には金融政策は関係ありません。要するに、1990年代に実は輸出は日本のGDPの10%だったのです。その後2001年からスタートしてその比率が16%になったわ

けですよ。6%は大きい数字です。約 30 兆円から 40 兆円あるわけです。確かに介入の効果があつたことは否定しません。けれども金融政策の問題ではなかったということですね。だから輸出が牽引したわけです。国内の消費とか設備投資が引っ張ったわけじゃない。輸出が牽引しそれに設備投資が付いてきたという、そういうことですね。

**坂本；**

今は、少し円安方向に向かわないと経済には芳しくないのでは、すでに民間企業は相当海外シフトを考えていますよね。

1つは法人税が世界で一番高い、この問題があると思います。それからもう1つはこの円高が続く中で採算の悪化です。そういうことで、仕方がないから海外に出ていくと。そうすると雇用の改善というのは全く期待出来ない事になります。

**榊原；**

それはその通りだと思うけど、日銀が緩和したとしてもこの状況は変わらないですよ。

**坂本；**

しかし再度の金融緩和は円キャリートレードの下地が出来ますし、何でもやれる事はすれば良いと思うのですが

**榊原；**

でも、すでに日本の金利は低いのですよ。アメリカはあれだけ低くなりほぼゼロ金利ですから、それはドルキャリーのほうがいいんでね。

だから日銀がさらなる緩和をやってもほとんど効果はないと思います。もうすでに今緩和していないわけではないのですよ、政策金利は 0.1%で事実上ゼロでしょう。

**坂本；**

そこがポイントで何故 0.1%日銀当座預金に付利するのか、それが自分には不思議に思えます。取っ払えばいいじゃないかと。

**榊原；**

ほとんど効果はないですよ、0.1%と 0.0 なんて。

**坂本；**

そうですね、じゃあそれはこれからの自分への宿題いう事にします。次に経済政策面で榊原さんが仰っているサービス産業へウェイトをシフトしていく、つまりコンクリートから人へという方向ですが、リーマンショック後の 2009 年の景気落ち込みは、製造業中心の国ドイツと日本が

6%ぐらいと一番の落ち込みで、米国、イギリスなどは半分程度でしたね。

ただ、少し回復過程に入ると確かにドイツも日本も順調に回復はしていますが、GDPに占める製造業の割合が20%ぐらいで、12~13%のアメリカ・イギリスと比較すると経済の底辺は彼等が大きいような感じがします。落ち込むときに落ち込みの底が浅いわけですから今後はどの分野に日本は成長の軸を置いていったらいいとお考えですか？



**榊原：**

それは2つ位あって、製造業はどうしても中国、インドに進出しないと展望が開けないわけです。ところがそれができていないのですよ。つまり、韓国勢などにやられてしまっている現状です。インドなんかは完全に韓国にやられています。あるいはアラブやアフリカも同様に、韓国や中国に全部先を越されているわけで、日本企業は未だ外で戦う体制になっていないのです。本来は製造業が生き延びていくためにはそれらの地域に出て行くしかありません。自動車は国内で売れない中で国内回帰してもそんなに売れないですよ。今後は先進国では自動車はあまり売れなくなります。自動車が圧倒的に売れるのは中国とインドです。ですからそこに出ていくしかありません。

それから2つめは、国内のサービス産業でどこを伸ばしていくのか、そのための産業政策を行っていかねばならない。もう一度産業政策を見直さなければならぬ時期です。

でも現在では産業政策は悪だと思われています。そうじゃないだろうと。アメリカもヨーロッパも今日、産業政策を持っているわけですよ。その政策に沿って誘導しようと政府は行動している。だけど日本だけその産業政策がないわけです。極端に言えばお前ら勝手にやれみたいな話でしょう。やはり産業政策をしっかりやらなければいけない。例えば教育・医療などをどのような形で成長産業にしていくのかを考えなければいけない。そういう時期に入ってきているわけですよ。しかしその戦略がないですね。こういったことは政府主導でやらなければいけないのです。規制緩和を含めいろいろとルールを変えなければ成長産業になりませんからね。観光事業も同じです。明らかに成長産業ですが、それもまあ、観光庁を作っただけでは見たけれど、きちんとした

政策ができていない。だからかつての通産省が製造業をサポートしたように、国土交通省はもとより他の省庁も産業政策をどうやっていくかを考えなければいけないのです。技術についても考え直さなければいけない。例えばいろんな分野の技術が劣化して来ています。だから今、韓国に先を越され、いずれは中国にも追い越されることは目に見えているわけです。もうすでにソニーやパナソニックが完全にサムスンに抜かれています。それに対して国としてどうするかをそろそろ考えなければいけない時期に入ってきているのではないかと思います。

**坂本；**

それは今の民主党政権に期待できますか？

**榊原；**

まあ、今は混乱状態ですからね。それどころではない感じがします。政治状況を見ますと自民党は崩壊寸前で、今度の選挙だってみんなの党が伸びるぐらいの話でしょう。だから、自民党に戻るという手はないし、それが無いから鳩山（弟）さんを始めに離党組が出始めている。新党を作ったほうが勝てると思うから、どんどん新党運動が活発化してきています。今日、舛添さんに会った印象では一緒に組む可能性もあるわけです。彼の場合は新党を作って党首にでもなれば、総理大臣になれる可能性もあるわけで、そういう方向に自民党は向かっている感じですね。だからやはり、民主党政権はあと5年10年続くのではないのでしょうか。だからこそ、民主党政権はそろそろ将来を見据えた政策を考えなければいけない時期に来ています。本当は今、小沢さん・菅さん・鳩山さんが本気になってやらなきゃいけないのですよね。全てを抜本的に考えなければいけない時期に入ってきています。僕は基本政策をヨーロッパ型にして、はっきりと打ち出せと提言しています。

ヨーロッパ型というのは一言で言えば大きい政府ということですね。こども手当も100%つける、あるいはフランス的に育児手当のようなものをもっと福祉に入れるとか、また、保育所と幼稚園を一緒にして無料化するとかですね。そういう方向に日本も政策を切り替える時期に来ているわけです。

おそらく国民には受けると思います。それを施行してから消費税の値上げが順番になるわけで、おそらく受け入れられるのではないのでしょうか。しばらくは国債にも余裕がありますから、大きく政策を転換すべき時期に民主党は来えています。最近の国民の支持率低下はマネー・スキャンダルなどが要因との指摘もありますが実はそうではないと思います。民主党の支持率が下がっているのは、国民の多くが政権交代をしたから何か変わるかなと思ったけれども、何も変わらないじゃないかと。それだと思います。それに加え景気もあまり良くなりません。両方を期待して変化を求めたが実態的には変化が起きない失望感だと思いますね。それを鳩山さんなり小沢さんなりがわからなきゃいけません。

**坂本；**

是非、そのへんを進言してください。

最後に新興国のインド、中国の経済の今後に関しまして、特に中国は上海万博が終わったら少し成長ペースが鈍化するとの見方もありますか？

**榊原；**

落ちないでしょうね。中国もインドも非常にいいですよ。むしろインドでは懸念材料はインフレになってきており、インフレをどうやって抑えるかが焦点になってきています。成長率は非常にいいですよ。一方、中国はバブルです。中国はバブルでインドはインフレです。経済は非常に順調ですが、バブルやインフレをどう抑えるかの世界に入ってきているわけですよ。

**坂本；**

取り敢えずそうすると当面の両国にとっては金融政策が注目されますね。金融政策は少しタイトに？

**榊原；**

だから処方箋が非常に難しくなります。成長目標を達成する中でバブルを潰さなければいけないわけですから、これはなかなか難しいですよ。成長は低くていい中でのバブル潰しは比較的楽にできますが、バブルを潰しながら成長を維持するということは、難しいものになりますね。インドもやはりインフレを抑えなきゃいけない、しかもかなりの部分が食料のインフレなのです。これは政治的には非常に具合が悪いことです。食料インフレは天候に左右されますからね。金融政策でそれをコントロールするのはなかなか難しいところで、できにくい部分があるというのが一つです。それで、成長を抑えていかなければいけないわけですから。R B I もなかなか難しい舵取りを迫られていると思います。

ただどいづれにせよ、為替相場に関してはアジア通貨高になりますね。

**坂本；**

真にその通りのアジア通貨高の動きに市場は転じてきております。

**榊原；**

だから現在、元の切り上げが問題になっていますが、インドルピーも既にもう 1 ドル=45 ルピーまで来ました。相当ルピー高になっている。あるいはタイバーツ、マレーシアドルも高くなっている。全てアジア通貨高なのです。しかもアメリカはドル安政策を取っていますので、アメリカ自身大歓迎ですよ、むしろもっと元高にと迫っているわけですから。ということで、アメリカのドル安政策と相まってアジアの通貨高が進んでいる。それに巻き込まれて円が高くなるという構造になるわけですよ。だから、円自体が強くなる要因はあまりありませんが、やはりアジ

アとリンクしているという事で円高になるというパターンがこのところの状況じゃないですか。



**遠藤；**

ズバリ、半年後の 9 月末位のスパンで相場動向を考えますと、どれぐらいの動きに成るかとお考えでしょうか？

**榊原；**

やはり円高でしょう、85 円位じゃないんですかね。それからユーロは 120 円切って、ユーロ＝円が 110 円、115 円、その辺りまで行くのではないのでしょうか。厳しいですよ、日本経済にとっては。円安に向かう感じはしないですね。専門家はむしろ夏以降は円安だって言っていますが、どうもそんな気はしない。

**遠藤；**

先ほどのアジア通貨に引っ張られて円高になっていくという…？

**榊原；**

そうですね、全体としてアジア通貨高になるでしょう。それからアメリカはドル安政策でしょう、ユーロは弱いでしょう、ですからどうしても対ドル・対ユーロで円が弱くなるという構図はちょっと考えにくいですね。

**遠藤；**

先程の東アジア圏の経営統合と併せて考えると非常にやっかいですね？

**榊原；**

やっかいですね、日本だけが先進国で、しかも成長率は高くないわけですよ、それにもかか

わらず通貨はアジア諸国に引っ張られる。もちろんその一方では、メリットも受けているわけです。中国経済が良いということで日本はメリットを受けていますから、それを理由にどうしても対ドル・対ユーロでは円高に行かざるを得ないという構図だと思います。だから日本経済は難しいですね、このような状況になると、逆に日本の企業は海外に行かなければいけない。中国やインドに行かねばならない、そういう話になるのでは。

**坂本；**

そうするとその結果、日本では雇用が増えないということになって、非常に日本経済は悪循環に陥るわけで、為替介入で円高をストップさせたいところですが介入は非常にしにくいですね？

**榊原；**

介入は出できないでしょうね。

**坂本；**

一般的には 85 円で介入と予測する人も市場にはいますけれども、個人的には出来ないと思っています。

**榊原；**

できません。つまり介入ができる条件というのは、アメリカがドル高政策を取っているという背景が必要です。しかし今はドル安政策を取っています。円高歓迎だっという話です。

**坂本；**

ですがどうなのですかね、中国スタイルでアメリカが何と言おうと日本は円が高すぎると困るから円売り介入をしますと、これは通貨外交上出来ませんか？

**榊原；**

できませんね、中国は独立国ですから。つまり軍事的・政治的にも独立しているわけでしょう。日本は経済的には独立しているけど軍事的政治的には独立していないわけですよ。だからそれは無理ですね。

**坂本；**

それではドル円で直接介入しなくても、ユーロ円での手段があると思いますが？ユーロ円で介入するときにはアメリカの了解は必要なのですか？

**榊原；**

必要ないが、ただ E C B との関係ですよ。E C B には少なくともインフォームしてタセッ



ト・アグリーメント（暗黙の了解）を取る必要はあります。しかし、ユーロで介入するということはユーロ高にするということですよ。それを現在のヨーロッパが歓迎するかどうかですね。

**坂本；**

ヨーロッパも、もう少しユーロ安にしたいというのが本音でしょう。私の昔の友人でフランクフルトにある金融筋なのですけれども、先日電話で話した折、ECBの考えている介入のレベルはと質問をしましたところ、私が想定していた水準より低かったですね。1.2000～1.1500のレンジに入ると、ECBによる介入の可能性を示唆しておりました。

**榊原；**

一度だけ出動したことがあります。しかしその時はパリティを切って0.8900ぐらいと記憶しています。過去それが唯一ですから、ユーロが極端に弱くなってくれば出るでしょうが、どのレベルで出るかはちょっと分からないですね。かつての例からいうと、パリティ（1ユーロ＝1ドル）位までいかないとなかなか出られないのかなと思います。

**坂本；**

ドル円介入、ユーロ円介入共に現状では難しそうですね。

**榊原；**

そうですね。特に、ユーロ円での介入に関しては、現状先方のECBが了解するかどうかですよ。それはアメリカの場合と同じです。というのは、今のレートは経済実態をある程度反映しているわけですからね。ユーロは非常に大きな問題を抱えているし、特に南欧ですね。それでユーロが弱くなっているわけですから。また、例えばアメリカに今介入すると言ったら、やはりノーでしょう。イエスという可能性はないのではないのでしょうか。

なかなか厳しいですよ。こういう為替状況になってくるとますます日本企業は海外に行かなければならないという話になる、要するに日本が過去アジアに進出した時は円高の時期ですからね、プラザ合意・ルーブル合意の時ですから、それ以降東南アジアに出たわけですよ。その後、中国に進出したわけで、どうしても緩やかでも円高が進むと海外にプロダクションサイドを移すということになってきます

**坂本；**

そうすると目先の需給では直接投資が外に出ようになります。それは1つの円安要因だと思いますけれども、それがこれからどの程度の規模で出てくるのか注目されます。それと昨日でしたか新聞発表では、ゆうちょ銀行が3000億の米債を購入していたと報道されましたけれども、日銀ダイレクト介入ではなく、政府系機関がゆうちょ銀行を含め介入の代行をするような動きが始まって来た感じがしないでもないのですが。

**榊原；**

それは充分有り得る話ですね。

**坂本；**

それ以外円安誘導の方法ないのですかね。とすれば90円前半がいいところなのでしょうか？

**榊原；**

そうですね。このくらいでちょうどでしょう。しばらく動かないでしょうね、レンジでね。レンジで下も89円、88円を破るっていうのも当面は難しいでしょうね。

**坂本；**

機関投資家の海外投資はフルヘッジだった様ですが、少しずつ89.00円台ではヘッジ外しが出ていると聞いております。

**榊原；**

当面、90円を挟んでのレンジに入ってきていますよね。だから、なかなかレンジを破れないのですよ。

**坂本；**

従いまして、この4月から9月の上半期でどの程度のコアレンジが形成されるかが市場の関心事なのですが、特に輸出関連の企業では90円～100円のコアレンジになるのか、85円～95円なのか、80円～90円なのか、非常に興味を持って市場を見ていると聞いております。

**榊原；**

僕は90円を挟んで85円～95円程度のコアレンジを形成するのではと思います。80円～90円にはならないだろうし、又、90円～100円もちょっと難しいだろうし。

**坂本；**

元財務官の内海さんは100円を挟み±5円が日本経済の実力だっておっしゃっておられますが、確かに同感でそのレンジが一番良いレベルと思います。

**榊原；**

だけど、為替レートだけではなく、日本経済の競争力が弱っているのが一番の問題で、そこを何とか解決していかねば、だってソニーがサムスンに負けている現状ですよ。

僕は最近へ韓国に行きましたが、韓国は勢いがあります。国として、日本とまったく違います。

オリンピックがその典型ですね、国としての勢いが外向きなのです。日本は内向きになっている。1つの例を挙げれば韓国の子供達は留学したいが、日本の子供達は外になんて行きたくないという。そのへんが非常に違いますよね、勢いが。



**坂本；**

それで思い出しましたが直近で顧問が書かれた本、“日本人は何故国際人になれないか”その通りだと思いますね。

**榊原；**

だから日本人の英語力が非常に低いのですよ。それがネックになりますね。

**坂本；**

そうですね。グローバル化に対処して行きませんと。

**遠藤；**

細かな話ですけども、カーシェアリング事業に参入を去年の暮れからしておりまして、車載機、車の制御装置ですね、携帯でロックを開けたりエンジンをかけられるというようにしたり携帯からやるもので、顧客サービスでそういった制御装置を特注でお願いするのですが、日本の会社は納期的なものですとか、ロットのサイズとかに拘り、全くビジネスにならないのです。それに対し韓国は本当に積極的で、これでもだめかとかこれでも仕事をくれないかとか、どんどん押してきますね。

いつのまにか日本側は勝てないと決めてかかっているのか、非常に消極的で最初からスタートから気持ちで負けていますから、これじゃあもう日本の電子部品メーカーはやっていけないと思いますね。永遠に韓国には勝てないなというふうに思いました。

**榊原；**

さまざまな分野でそれが今起きているのです。今日、公聴会でもう一人の方が話されていましたが、もうほとんど全ての分野で負けていると、日本の産業界は、技術はあるのだけれど、それをマーケティングする方法が下手だというわけですね。日本の産業界は特許を一番多く持っているのに、それをうまくマーケティングできないことが問題ですね。

**遠藤；**

証券事業で、M&A関係のフィナンシャルアドバイザーとして相談を受けるのですが、いわゆるエクイティを受ける人を探しますと、環境事業についてはすぐに韓国政府が乗り出してきましたね。中国は政府系のお金持ちが寄ってくるのですけれども、韓国だけはもう政府そのもの大臣が日本に来たりしますね。

**榊原；**

ですから、日本はもう一度産業政策をやり直す必要があるのだと言いたい。政府が乗り出す時期なのです。多くの他国は乗り出して来ているのです、アメリカもヨーロッパも。日本だけがやっていない。産業政策で政府が乗り出す場合は、例えばJ B I Cを使い出動するなど、いろいろと方法はあります。日本も昔はさまざまな方法で行なっていましたが、それをいつの間にか民営化の掛け声の下でやらなくなりました。しかし今は政府機関を使い、いろんな産業政策、新しいタイプの産業政策を採用することがどうしても必要なわけです。しかし現状では何もやっていない。また、民間企業では、コンプライアンスを必要以上に重要視するあまり、企業行動が非常に制約される状況や迅速なアクションが取れないような状況が生まれ、僕は日本社会の警察化だと言っているのです。

**坂本；**

同感です。コンプライアンスを偏重しすぎると、コンプライアンスに制約され、日本の企業成長が止まる可能性もあると思います。

**遠藤；**

そうですね、何のために仕事やっているのかが分からなくなってきましたよね。

**遠藤；**

本日は話題が豊富で長時間になりましたので、此の辺で終了させて戴きます。本日の論点をベースに市場動向をウォッチしたく思います。引き続き次回も宜しくお願い致します。有難うございました。

以上