

テーマ：「経済・金融動向～動揺する国際金融市場」

日時：平成19年9月28日（金）

A 本日は日本経済の現状についてお話いただきたいと思います。では、よろしく願いいたします。

講師 まず、景気の現状ですけれども、4 - 6月期のGDP統計がออกมาして、2007年4 - 6月期の成長率がマイナス成長になって、これはかなり予想を下回る成長になったということであります。この大きな要因は、輸出の伸びが鈍化したことと設備投資が大きく減少したことですけれども、背景としては、そろそろ設備投資の伸びが鈍化してくることは予想されたわけですけれども、期待したほど消費の伸びが高まってきていないということがあります。

消費の伸びが高まらなかった理由として、とにかく所得が伸びていないということと、6月単月の話ですが、税源移譲の効果で、前半は所得税が若干下がったのですけれども、後半、定率減税廃止の分が全部住民税の増税という形であらわれて、かなり負担増になってしまったということがあります。

設備投資については、企業収益がかなり堅調なので、前年比で見れば高い伸びが続くというふうに期待されていましたが、GDPの基礎統計でもあります「法人企業統計」では、4 - 6月期の設備投資が17四半期ぶりに前年比でマイナスになってしまった。これが大方の予想を裏切って設備投資がマイナスになってしまった大きな原因になっています。

法人企業統計の設備投資を製造業と非製造業に分けてみると、製造業の設備投資は前年比でそこそこ伸びていて、大きく落ち込んだのは非製造業のほうだということがわかります。非製造業の減少の理由は、リース業、不動産業というのが大きいのですが、この要因は、正直なところ、よくわからない。幾つかの可能性が指摘されていまして、リース業については、リース契約の会計処理の基準・考え方が変わる。これはすぐに変わるわけではないんですけれども、将来そういったものが変わるということを見込んで、リース契約が手控

えられるのではないかということでリース業の投資が減った。

A あれはもう適用されているのではないんですか。

講師 一部早期適用で、本格的に変わるのはまだ先の話みたいです。

もう一つは、不動産のところで建築基準法の適用が非常に厳しくなるということで、それを先取りする形でマンション等の投資が減ったのではないかということも言われていますけれども、これ自体、実際に審査が厳しくなったのは7月以降なので、この4 - 6月期の設備投資の落ち込みというのを説明するには十分な説明力を持っていないということです。

ただ、企業収益自体、経済力を見て20四半期連続で前年同期増です。これは「いざなぎ景気」のときの19四半期連続というのを上回る長期の増益ということになるので、企業収益自体はまだまだ堅調であるということなので、国内要因からすると、そんなに急に設備投資が落ち込んでくるという状況にはないと思っています。

したがって今後の景気の動向を大きく左右するものとしては、海外の経済の要因が考えられるわけですが、ご承知のとおりサブプライム・ローンの問題というのが8月になって大きく取り上げられたということで、この問題について少し話をしようと思います。

A 不動産業というのは、賃貸住宅とかそういうほうが多いわけですか。

講師 たぶん、販売用のマンションとかそういったものだと思います。もちろん、住宅投資自体が今年に入ってから前年比で減少気味なんですね。だから、住宅投資自体が少し調子が悪いということなのか、それにしてもこれだけ大きく落ち込むというのは何か特殊要因があると思いますので、それだけではなくて、いま言った法律とかそういう行政的な問題とか、一時的な要因、こういうものであれば、徐々に体制が従っていくに従って需要自体はあるわけですから、

また持ち直してくることが考えられるので、制度の変更の要因とか、そこが主因ではないかといまのところは思っています。そうすると、7 - 9月期以降は前期ベースではかなり大幅に持ち返すということです。

サブプライム・ローンの問題というのは、そもそもアメリカの住宅ローンの中で比較的信用度が低い人たちへのローンの供与、それが延滞率が非常に上がってきて、サブプライム・ローンを使った証券化商品に問題が起こったということなんですけれども、もともと住宅ローンの延滞率というのが2005年くらいを底に徐々に上昇してきている。サブプライム・ローンでは、ついに15%近くまで延滞ローンの割合が増えてきた。サブプライムの上に「Alt-A」という、もう少し信用度が高い人たち向けの住宅ローンがあるんですけれども……。

A ランクの話ですか。

講師 ランクです。サブプライム・ローン自体は住宅ローンのうちの10%強で、アメリカの住宅ローン市場が10兆ドルくらい残高があるので、全体で1兆ドルくらいの問題ということなんですけれども、さらにその上の格付けの住宅ローンまでどんどん問題が拡大していくと、問題になる債権自体が1兆ドルでは済まなくなって、問題はさらに拡大していく心配があるということです。

よく言われるように、住宅ローン自体、かつての「S & L危機」のときには銀行そのものが住宅ローンを出して、銀行がそのまま住宅ローン債権を抱えていたということで、S & L危機のときには、S & Lに問題が起こったということは非常にはっきりしていて、そこに問題が集中していた。今回の場合には、住宅ローンを証券化してまって、住宅ローンを発行した会社自体あるいは銀行自体は住宅ローンの債権をもう持っていない。住宅ローンを束ねて発行された証券化商品を買っていた人たちにいろいろな問題が起こったということです。

問題の経緯ですけれども、住宅ローンの問題自体は既に今年の初めからだいぶ問題になっていて、3月には、サブプライム・ローンの専門大手のピープルズ・チョイス・ホームズ・ローンというところが連邦破産法の適用を申請する

という問題が起こっていた。7月に入りまして、アメリカの格付け会社がサブプライム関連の証券を大量に格下げをした。この結果として証券の価格が非常に大きく落ちて、そこで問題が顕在化し始めたという形です。

特に問題が大きくなったのは、8月に入ってから問題がヨーロッパの金融機関に波及したということです。8月9日にはフランスのBNPパリバ傘下のファンドが解約を凍結するというようなことになります。解約が凍結されたのは、持っていたサブプライム・ローン関係の証券の格付けが下がったために価格付けができなくなった。サブプライム・ローンの証券化商品の取引がなくなって、要するに値段がつけられなくなったので解約に応じられないということになった。これをきっかけにして、ヨーロッパの金融市場で銀行間で資金のやり取りがほとんどストップするという形になり、当日、ECBが大量の資金供給をして銀行間の決済を支えるという事態になったわけです。

この問題は一度は、FRBが公定歩合を下げ、月末にはアメリカ政府が住宅ローンの対策を行うことを発表したことでおさまったのですけれども、9月14日になって今度はイギリスに飛び火して、ノーザン・ロックという中堅の銀行の資金繰りが行き詰まって、この銀行への取り付け騒ぎが起こるような事態になりました。

このイギリスの銀行は決してサブプライム・ローン問題で損失を出したわけではなくて、銀行の資金繰りを証券市場に非常に依存していたので、証券市場で信用収縮が起こったので、証券市場を通じて資金の調達ができなくなったということです。そういう意味では古典的な信用収縮で、なおかつ、起こったことが銀行への取り付け騒ぎという話なので、かなりの衝撃が走ったわけです。

幾つかの問題が指摘されていまして、住宅ローンの延滞率の上昇は今年に入ってから既に指摘されていた話なのですけれども、格付け会社が住宅ローンの証券化商品の格付けを下げたのが7月になってから、しかも一気に大きく引き下げたということで、住宅ローンの証券化商品の格付けのあり方に問題があったのではないかということも指摘されております。

過去の金融危機との比較ですけれども、S & Lの危機の損失額というのは

4,500億ドル、52兆円くらいと言われていて、日本の場合には不良債権処理で100兆円くらい損失が出た。これと比べると、当初バーナンキ議長が議会で証言したときには最大で1,000億ドルくらいという発言をしていて、その規模であれば、かなりの問題であることは確かですけれども、世界経済を揺るがすほどの大規模な問題ではないというふうに言われていました。しかし、必ずしも問題がサブプライム・ローン問題だけにとどまらない可能性があるということと、もう一つ、損失が細分化されて証券の形でいろいろなところに分散している。本来であればリスク分散というのはプラスに働くはずなんですけれども、今回の場合にはリスクがいろいろなところに隠れているので、それをみんなが恐れて資金の提供をしない、信用収縮が起こる。そういう問題になっているということで、このマイナスもかなり考えなければならないということです。

A サブプライム・ローンというのは、幾つかの債権をロットにしてそれを格付けするんですか。

講師 住宅ローンの証券化のときには、住宅ローン債権をまとめてひとかたまりの債権にする。今度それを幾つかに分割するわけですがけれども、一番低いところのエクイティの部分は、仮に住宅ローンが焦げ付いたときに、損失がそこに集中するようにまずそここのところに損失を出す。そういうものをつくる。その上澄みみたいなところを、メザニンとかシニアという形で損失があまり波及しない部分をつくって、それを、より高い格付けの証券として出す。そのかわり格付けが高いところは利回りが低い。エクイティの部分は損失が出る可能性も高いんですけれども、損失が小さければ非常に高利回りになるということで、ここをヘッジファンドが買っていたわけです。

A 個々の住宅ローンを借りている人の返済能力ではなくて、束ねたあとのファイナンスのガードの仕方で格付けしていくわけですね。

講師 格付けをしたり証券を分割するときに一定の延滞率を見込むのですが、この延滞率の予想が甘かったということは言われているんです。もともところいった商品は比較的新しいものですから、過去何年間かの平均的な延滞率の動きとか、あるいは、その変動から将来を予測するというのをやるので、予想以上に住宅市場が大きく落ち込んだ。もう一つは、住宅ローンの貸付側が、こうやって証券化できるということで審査がかなり甘くなって、本来貸し付けてはいけないような人たちにまでどんどん貸付をしたのではないかと、そういうことも指摘されています。

住宅市場ですけれども、アメリカの持ち家率を見ていると、かなり長期にわたって持ち家率が安定していたのですが、90年代の後半から急激に持ち家率が上昇していく。そういう意味で住宅市場に何らかのバブル的なことが起こっていたことは間違いないだろうと思いますし、GDPに占める住宅投資の割合を見ても、1990年代半ばから急激に上昇しているので、住宅投資が歴史的な循環というところから見てもかなり大幅に上昇していたということは確かだと思います。

それは住宅の値段が上昇を続けたことが大きいわけで、2004年以降、FRBが利上げをしてきたので、その効果があらわれて住宅投資自体はかなり前から相当停滞して、ここ1年ぐらいはGDPを押し下げる働きをしてきた。このために住宅価格も、民間の統計では少し前からですけれども、公的な統計でも下落し始めたということがわかっております。

住宅価格の下落の意味ですけれども、アメリカの場合、住宅を担保にして借り入れをして、それを消費に使うというホーム・モーゲージ・ローンというのがかなり普及している。サブプライム・ローンの部分でも実は45%ぐらいが住宅購入のためであって、残りは借り換えで、そのうちのかなりの部分が、借り換えによって借入金額を増やして消費におカネを回すというビヘイビアのために使われていたと見られます。

住宅の価格が上がっていたうちは、住宅価格が上がるので担保価値が上昇して借り入れを拡大し、過去の住宅ローンの返済をした後もさらに余ったおカネ

というのが出てきて、これで消費の拡大ができるという、玉手箱のように、あるいは打ち出の小槌のように住宅が使えたわけですけれども、逆に住宅の価格が低下し始めると、担保価値が低下して借り入れを縮小しなくてははいけない。当然、消費を抑えて返済に回さなくてははいけないということが起こるわけで、住宅投資自体が住宅投資のバブルが非常に大きかったので、数年間低迷するだろうということはやむを得ないというふうに考えられているわけですけれども、住宅を使った消費の拡大ということが逆に回って消費が非常に落ち込んでしまうということが、いま、一番懸念されていることです。

アメリカの家計のバランスシートを見ると、純資産で見てもそれほど悪い状態ではない。むしろ純資産の可処分所得に対する比率は、2000年頃に比べれば少し下がってはいますけれども、ここ数年はかなり改善しているということなんです。

2000年頃にピークをつけて下がってしまっていて、ここは金融資産がかなり減っているのですが、株価が下落したことが効いているのではないかと思います。そのあと上昇しているのですが、上昇している理由は、実物資産の可処分所得に対する比率が上昇しているということになります。その一方で、住宅を購入しましたので、当然、住宅ローンの可処分所得に対する比率も上昇して、負債の所得比も上昇している。スケールがだいぶ小さいですけれども、年収の60%くらいから100%くらいまで住宅ローンのウエートが上がったということです。

この間、実物資産のほうは年収の200%~300%近くまで上がっていますから、家計の純資産という意味ではむしろ純資産が増えたことになっているのですが、住宅の価格が下がってしまえば実物資産の資産額は落ちてしまって負債だけが残ってしまう。そうすると、日本の不良債権あるいは住宅価格の下落のときと同じように、逆資産効果が働いて消費を抑制せざるを得ない状況になる危険性もある。

A これは、アメリカの雇用が少し落ちて低所得者がローンを払えなくなったことが原因なのか、それとも、住宅バブルがあって過剰供給になって価格の

先安感が出てきたという不動産面の要因でこういう形になってきているのか。实体经济といいますか、雇用の減少という形が原因になっているのか、どちらですか。

講師 今年の8月の雇用統計で初めて、久し振りに雇用者が前月比でマイナス4,000人くらい減っているんですけども、雇用の減少という現象があらわれたのはごく最近の話なので、むしろ2004年からどんどん利上げをして、金利を引き上げて住宅のバブルをむしろつぶそうとした。その結果、住宅投資が相当落ち込んできて、それが住宅価格の下落というところにつながっていったということだと思います。

A 金利を上げていった。

講師 2004年以降、金利を上げたんです。ITバブルの崩壊というのがありましたね。そのためにアメリカ経済は非常に大きく落ち込むのではないかと言われていたわけですけども、そこはグリーンズパンが非常に思い切って金利をどんどん下げていって、ITバブルの崩壊からアメリカ経済を非常に上手に立ち直らせた。そういうことでグリーンズパンを「マエストロ」というふうに非常に称賛したわけですけども、いま振り返ってみると、その過程で金利が非常に下がったので住宅投資のバブルみたいなものが起こっていて、それが拡大することで消費も経済も非常にうまく回っていた。ついに住宅のバブルが崩壊したので、アメリカ経済にいろいろな変調があらわれてきたのではないかとということです。

A 雇用の減少というのは、むしろ住宅問題が起こった結果かもしれないんですか。

講師 恐らくその結果だろうということですね。少し前までは、雇用の増加

は続いているので家計の所得はかなり堅調で、仮に住宅価格が下落しても雇用所得でかなり消費の伸びが賄えると言われていたわけです。第2四半期の経済成長率は4.0%と書いていますが、昨日の夜、新しい数字が出て3.8%になりましたけれども、ここで消費の伸びがかなり落ちているということなので、ついに住宅価格の下落の影響も消費にあらわれたのではないかと。そして、消費を支える一番根っこにある雇用者の増加というところが、8月の雇用統計が前月比でマイナスになったというところで、この辺にも影響が及んできたのではないかと。というふうに言われていて、今後、この動きが注目されるという状況にあるかと思います。

A いま、貨幣の供給を増やしたり金利を上げなかったり、いろいろな形でやっていますけれども、見通しとしては、どういう形で問題が解決していくとお考えですか。

講師 まず金融システムの問題として、金融機関の間で損失の所在をめぐって、資金供給がうまくいかないというところは、いま、ECBとFRBがやっている金融機関への資金供給で何とかしのげるだろうということだと思います。

ただ、損失はどこかにあるわけで、そういう意味では経営側に影響が出るような金融機関が出てくることは避けられない。それを救済しようとする、日本の不良債権処理と同じように、S&Lのときもそうですけれども、何らかの形で公的な資金を注入しないと金融機関を立ち直らせることはできないということだと思います。

A これはサブプライム・ローンですけれども、債権として流動化しているわけですね。一般の人が買っているということはないんですか、機関投資家とか。

講師 住宅ローンの証券化商品そのものを投資家が購入しているということ

ももちろんありますし、それから、そういうものを一部購入したファンドみたいなものを個人が購入している、そういうこともあると思います。ですから、ある意味で銀行のところにはリスクはなくなっただけはいるんですけども、そういったものが証券化されているところなどに損失が及んでいる。

もう一つ、銀行の問題は、ヘッジファンドとか、ヨーロッパの銀行なんか特にそうですが、傘下の投資ファンドにクレジットラインを設けているわけですが、そこがいまのような証券市場で資金供給ができないという状態になると、銀行に資金供給を仰ぐという形になって、そこからひょっとすると銀行に損失が波及してくるかもしれない。そういう問題も指摘されています。

A 銀行というのは「経済の血液」だと思うんですね。だから経営の失敗であれ、そこは銀行が社会的に救うという面があるかもしれないけれども、例えば機関投資家とか、それを購入した人がそこで損失を被ったというのは、社会的にそれを救うという論理ができないのではないのでしょうか。

講師 恐らく住宅ローンの救済といっても、いまアメリカの政府が考えているのはローンを借りた人そのものですよね。その人たちが、例えば借り換えができなくて資産の売却に迫られるというときに、連邦の住宅何とか公社というところが債権を買ったり、あるいは、一時的にローンに応じたりという形でローンの借り換えを図るというような形ですし、もう一つは、当然銀行システムを守るために何らかの手が打たれるということになります。実際にいまやっているのは、FRBもECBも、銀行が出す担保を、従来であれば引き受けていなかったようなものも担保として認めて資金供給をするという形でやっています。

A どうもアメリカでは民主党のほうが問題にしている、共和党のブッシュ政権はサブプライム・ローン問題に対してあまり熱心でないような印象を受けるんですけども、そうでもないですか。

講師 サブプライム・ローンというのは必ずしも低所得者向けというわけではないけれども、信用度が低いという意味で、やはり所得の低い人たちがたくさん利用しているというところもあるわけです。それから、先ほど住宅の持ち家率が急上昇したと申しあげましたけれども、いま、どちらかという市場原理主義的な経済運営の中で、賃金という形では低所得者層に恩恵が及ばなかったけれども、こういうものを使ったり住宅価格の上昇ということで低所得者層の人たちも住宅が持てるようになった。なおかつ住宅の価格上昇の恩恵を被っていたということで、社会的な不公平の問題とかそういうものも押さえられていたわけですが、住宅価格の下落でサブプライム・ローンを利用していた人たちにその影響が及ぶということになると、低所得者層への影響が非常に大きいということはあるわけです。

もう一つ、共和党側がサブプライム・ローン対策にやや腰が引けているのは、どうしても財政資金を投入するという話になると財政赤字が拡大するので、現在の財政を見ている財務省みたいなところからすると、対策としてはなるべく小ぶりのものにしたい。それから、フレディ・マックとかファニー・メイという日本の住宅金融公庫に当たるようなところは、「小さな政府」ということで、できるだけ機能を縮小していくという共和党の方針だったわけで、この住宅ローン対策をやるということになると、いままでの方向からすると逆行して、そういったものの機能を拡大しなくてはいけない。方針転換が必要だということと抵抗しているというか、躊躇しているということではないかと思います。

A 何かヨーロッパのほうが騒いでいてアメリカの政府は少し後手に回っているような印象を受けてしょうがないんですけどね。

講師 そうですね。アメリカの住宅ローン債権の証券化に関与した証券会社の何社かは、経営にかなりの打撃があったのではないかとされていますが、むしろ積極的に証券化商品を買ったのはヨーロッパの金融機関が多かったというふうに言われています。これは、ヨーロッパの金融機関の国際化が遅れたり

ということで、やや遅れて証券化市場に入ってきた。そのために、かなりリスクの高い証券化商品をヨーロッパの金融機関は相当買っていたのではないかとされています。むしろアメリカの銀行は、自分の持っていた住宅ローン債権を証券化して相当リスクから逃れることができたのではないかと。そういう意味では金融システムに対する影響ということだけを見ると、アメリカよりもむしろヨーロッパのほうが打撃が大きいかもしれないということです。

ただ、アメリカ経済で住宅価格の下落が起こって、そこで返済できないという問題が起こっているわけなので、実体経済ということで行くと、やはりアメリカ経済にもかなり影響は出てくるのではないかとこのように私は思っています。

A 不良債権処理のときには、何が不良債権かというのを見極めるのがなかなか難しかったと思うんですけども、今回はそれぞれのロットごとの債権だから、これは問題がある、ないというのが比較的わかる。そうすると、それを誰が持っているかというのもわかるので、どれだけ問題の債権があるかというのはもっとつかみやすいはずではないですか。

講師 まず、住宅ローンの債権自体が証券化されているということです。証券化する時点でどういうふうに損失を配分するかというのが決まっているわけですが、証券化した商品を、ほかの例えば社債とかそういったものと合わせて、また別の証券化商品をつくるといったようなことが行われているので、もともとあった損失が最終的にどういうふうに分配されているのかというのは非常にわかりにくい。しかも、証券化されたものは当然売買できるので、どこに売買されているか、もともと買った人自体もわかりにくいですし、現在それを誰が保有しているのかということも、これもまた非常にわかりにくい問題だということがあります。

最後の問題はこの証券化した商品の価格付けの問題なんです。日本の不良債権処理のときでもそうですけれども、実際にこれが不良債権かどうかというの

は後になってみないとよくわからないので、証券の価格が一体どれくらいが適正なのかということを知る方法が実は難しい。実際に市場で取引されたとかそういうような価格であると、ほとんど二束三文みたいな値段になってしまって、それで評価すると実はものすごい損失になってしまいますけれども、日本の不良債権のときもそうですが、十何年たってみると、実はそれほど大きな損失ではなかったとか、実は立ち直ってしまったとかいうことももちろんあるわけです。

そういう意味では、いまの時点の価格で証券化商品进行评估すること自体が本当にいいのかどうかという問題もあるし、そもそもそれ自体が非常に難しいということがあります。そうすると、損失の確定とか、救済するにしてもどういうふうに救済すればいいのかということがよくわからないということもあると思います。

A 日本でいろんな新聞記事とかを見ていると、サブプライム・ローンというのは何かこう靴の上から搔くようなところがあって、よくわからないのが実感なんですけどね。

講師 まあ、幸か不幸か日本の金融機関があまり購入していなかったようです。幾つかの損失は発表されていますけれども、実はそれほど大きな金額ではないし、それから、直接持っていないにしても、いろんなファンドに隠れてはいるかもしれませんが、いまのところ、そんなに多額に投資をしたという話も聞いていないので対岸の火事のようにも見えるわけですね。

ただ、このサブプライム・ローンをよく見てみると、もともとサブプライム・ローン自体が、クレジットとか住宅ローンで事故歴がある人でも借りられるというもので、相当危険性の高いものであったことも確かです。30年固定金利で住宅ローンを借りるというのが現状的にはアメリカでは主力商品だったようですけれども、現在では、このサブプライム・ローンに限ってみると4分の3が変動金利なんです。しかも4分の1の固定金利の中には、固定金利なんだ

けれども、インタレスト・オンリーといって当初金利分だけ支払えばいい。何年かたって元本の返済が始まるというタイプのものも含まれているわけです。

A 日本の住宅公庫みたいな。

講師 全くそういう感じですよ。ですから、途中で返済金額が大きくなるわけですよけれども、住宅の価格が上昇していれば、返せなくなるというところで住宅を売却してしまえば、住宅ローンの返済が十分でき、なおかつ、住宅の値上がり分で幾ばくかのキャッシュを手に入れることすらできたということですね。

A まさに花見酒の経済ですね。

講師 しかも日本の住宅のローンであれば、頭金2割とかある程度頭金を要求されますけれども、頭金そのものに対するローンがあって、頭金ゼロで借りられたり、そんなローンもたくさんあったようです。そうすると貸し出し側も、住宅の価格が相当上昇することを見込んでどんどん貸し付けた。日本のバブルのときとかなり似た様相を呈していたのではないかと思います。

日本のバブルと比較して唯一救いだと思われるのは、これは住宅ローンと住宅市場のところの問題であって、企業の商業的な投資とか、企業の設備投資そのもので大幅な投資の超過があったとは見られないということで、日本のバブル、不良債権のときの問題に比べればそれほど深刻ではない。広がり薄いのではないかとこのところが、救いといえれば救いではないかと思います。

日本にとってのリスクは、いま申し上げたアメリカの減速から来る危険と、もう一つ、円高が進むというリスクがあるかと思っています。円の現在のレートは115円前後です。この115円前後という数字は、昔の360円から比べると随分円高にあるように見えますけれども、実はここ数年、日本の物価はほとんど上がらなくて、海外の物価の上昇が続いてきたので、物価上昇を加味した実質ベースで見ると実は相当円安水準にあるということです。特に、いろいろな通貨

との合成である、日銀が発表している実効為替レートで見ると、名目では確かに1970年の頃から相当な円高になっているわけですがけれども、1985年のプラザ合意直前くらいの水準まで円安が進んできているということです。(資料4ページ「実効為替レートの推移」参照)この太いほうの線です。

1985年に1ドル240円くらいから100円代の半ばまで急速に円高が進んだのですけれども、いま、その効果はほとんどなくなっているということになるわけです。そういう意味では非常に円安で日本経済は利益を得て、デフレからの脱却をそろそろ実現しようかと.....。

A これはどうやって見るんですか。

講師 実質実効為替レートで、上のほうが円高、下が円安です。これは名目ですから、物価を調整していないので、1975年くらいのところが100で、現時点で300くらいですか。相当円高ですね。

A 100は？

講師 1973年の3月が100です。実質実効為替レートですと物価上昇率を調整していますから、こんなに変動していないのですけれども、これは左の目盛りですが.....。

A これが100でね。

講師 1973年の3月が100ですがけれども、これがずっと100くらいの水準にあって、プラザ合意で150くらいまで円高が進んだのですけれども、その後、物価上昇率分が全く調整されない形で為替レートが動いてきているということで、相当な円安水準にあると言えます。

もともとアメリカの経常収支の赤字は大きいという話を何度もしていますけ

れども、1980年代のプラザ合意の頃に比べて、この頃、名目GDPで3%ぐらいだったわけですが、現在では、倍近い6%ぐらいのところまでアメリカの経常収支の赤字というのは大きくなっています。これだけ大きくても、特にいま国際金融で問題が起こっていないというのが、世界じゅうからアメリカに非常にうまく資金が流れ込んでいたということがあるわけです。

この資金流入のもとをたどっていくと、1つは、中国が外貨準備をどんどん増やしている。非常に短期間の間に中国の外貨準備が増えて1兆ドルに達して、あっという間に世界の外貨準備保有国になりましたけれども、このうちのかなりの部分がドルで保有されています。

2番目は日本で、中国より少ないとはいっても9,000数億ドル外貨準備を持っている。しかも、最近の為替の介入は行っていませんけれども、調停金利を背景に外貨建ての資産の取得が非常に盛んで、家計が外貨建ての資産をたくさん購入する。円キャリートレードとかそういったものがあって、日本から海外、特にアメリカに向かって資金が相当流れてきているということがあります。

3つ目はオイルマネーで、これが直接アメリカに入っているわけではありませんけれども、ロンドン市場などを通じてアメリカの市場にそのおカネが入ってきている。これが非常にうまく回転しているので、アメリカの経常収支の赤字がこれほど大きくなっても、ほとんど何も問題なくファイナンスはできている。最近では、外貨準備の中でユーロのウエートが徐々に上がっていて、これがいずれ資金のシフトというような形で顕在化してくるのではないかとされています。

A 確かにここで少し下がって、こっちは上がっていますね。

講師 ええ。左側が「外貨準備高に占める米ドルの比率」で、右側が「外貨準備高に占めるユーロの比率」ですけれども、1999年くらいから見ると傾向的にはドルの比率が下がってユーロのウエートが上がってきている。これも先進国と途上国に分けてみると、途上国のほうはもともとユーロの比率が高いです

けれども、さらに途上国のほうが、ユーロのウエートの上昇の仕方あるいはドルのウエートの下落の仕方が顕著なんです。中国も入っていますけれども、その途上国の中でこういった資金のシフトが起こって、いずれ、ユーロが基軸通貨化してドルにとって代わる。そうすると、ドルの信認がもっと落ちてしまってドルの急速な下落が起こる。そういうリスクも抱えていると思います。

A いま、ユーロがすごくいいですね。

講師 現在、1ユーロが1.4ドルを超えています。一時は1ユーロが0.7ドルでした。ユーロが発足した当時は1ユーロ1.2ドルくらいだったでしょうか。少しユーロが割高だと言われていたんですけども、それをはるかに超えてユーロ高になっている。

実はドルの実質実効為替レートはかなり下落してしまっていて、もちろんユーロに対しても下落しているということなんですけれども、それでもアメリカの経常収支の大幅な赤字が減ってこないということは、かなりの部分が対中貿易の赤字の大きさに原因があります。それから国別で見れば、依然として日本は第2位か第3位ぐらいの貿易赤字の相手国なわけで、そうすると円の実質実効為替レートがかなり安いことと併せて、中国元や円というのがまだまだ上昇する余地が大きい。むしろ対ユーロではドルはかなり調整が進んでいるということになるわけで、ドル安が起こるとすると、中国元とか円が逆に大きく上昇するというリスクを抱えているのではないかというふうに思います。

企業の経常利益を支えているものとして実は円安というのは結構大きくて、日銀短観などでも企業の想定為替レートが115円くらいで推移していたのですが、現実の為替レートが120円を超える円安になっていった。この差が為替の差益ということで、輸出企業を中心に経常利益の押し上げ効果を持っていた。現在の115円くらいの水準ではそういった効果がなくなってしまうということもあって、円高が非常に大きく進行する。さらに進行すれば今度は経常利益を圧迫するという方向になるので、日本の景気に対するマイナスの影響というの

が心配されると思います。

A 1ドル105円という感じかなという実感はあるんですよ。一時、111円くらいまで行って、105円くらいまで行くのかなと思ったら、いままた少し円が安くなったといえますか、ドルが戻っていますね。これは「強いドルはいいことだ」とアメリカの誰かが言ったとか、そういうことが原因なんですか。

講師 アメリカ側としてはドルの急激な下落は望まない。あまりにもドルが急激に下落すれば、資金がドルからひょっとしたら例えばユーロなどに急激にシフトしてしまっ、今度は急激なドルの下落によるインフレが起こって、景気の悪化とインフレと両方同時に起きてしまう、そういうリスクがある。そういう意味ではアメリカが急激なドルの下落を望んでいない。秩序立って緩やかに下落してくれるのが一番いいというふうに思っているとは思うんです。

ただ、現実のところ円が110円台のところにとまっているのはむしろ日本側の要因だと思います。日本ではまだ内外の金利差が大きいので、少し落ち着けばまた円から外貨への動きが起こって、円安だというふうに予想している人がかなりいるということです。数カ月ほど前に日銀の西村審議委員がアメリカで講演をして、昔は「チューリッヒの小鬼」というのが為替レートを動かしていたけれども、最近では日本の主婦が為替市場を動かしている。日本の個人の為替取引が非常に活発になり、例えば為替証拠金取引のような非常にレバレッジの高い投資をやっている。個人投資家が逆張りのように動いていて、円高になるとどんどん外貨を買う。そして円がある程度安くなったところで外貨を売って利益を得る、そういう動きをしている。そのために為替レートの変動の幅が非常に小さくなっているんだ、ということを行っています。

個人で為替証拠金取引などをやっている人もたくさんいるので、そういう意味では個人の投資家が、日本の低金利がある限りまだまだ外貨を買う行動をとることは十分あり得るので、少なくともいまのところは、そういう動きが円高が一気に進むのを食い止めているということではないかと思います。

A かなりきわどいですかね。

講師 リスキーな投資ですね。個人の投資家の方がどれくらい理解して外貨建ての商品を買っているのかというところも、やや問題がありますし、10月からの「金融商品取引法（金商法）」の施行で、例えば高齢者向けの商品の売り方とか、リスクのあるものは特に消費者に詳しい説明が求められる状況になっています。あるいはこういうものがきっかけになって、海外への資金の流出が鈍ることで円高が進むとか、そういうことも十分あり得るのではないかと思います。

A 最近、投資信託が女性に流行っているとありますけれども、投資信託の中に外貨を入れているケースも結構あるわけですね。

講師 いま一番売れているのは外貨建ての投資信託です。特に高齢者の方が退職金とかそういったまとまったおカネを運用するのに、日本の円建ての投資信託ですと、日本の株自体があまり調子がよくないということもありますけれども、株式投信でもそんなに儲からないし、債券を中心としたバランス型のファンドでは利回りが低いので利子がほとんど入ってこない。外貨建ての債券あるいは株式では高収益が期待できるということで、こういったものを非常にたくさん買っているということもあります。

A この辺はやや包丁の上を歩いているような感じもしますね。

講師 まあ、その人がどのくらい理解してやっているのか。もちろん、あまりよく理解していない人も中にはいるでしょうから、そういう意味ではそういうところで問題が残る可能性はあると思います。「貯蓄から投資へ」ということで、もうちょっと持っている金融資産の利回りを上げようとはしているんですけども、なかなか経験がないので、そういった危険への対処とか、どれく

らいやってもいいのかということに不慣れで、問題が起こったりする可能性もあると思います。

日本経済に話を戻しますと、消費者物価の前年比のマイナスというのがなかなか直らない。2006年の初めに、一時、物価が前年比で上昇した時期があったんですけども、その後、原油の価格が下がってガソリン価格が下がると、再び消費者物価の前年比がマイナスという状況が続く状態になっています。この大きな要因は、石油製品の価格の変動で、今年の夏くらいが原油価格のピークで、今年の初めにかけて原油価格はどんどん下がった。石油製品、特にガソリン、こういったものの値段が下がって物価を押し上げる力がなくなったということが大きいと思います。値下げのほうは、移動電話料金の値下げとか、相変わらず家電製品の価格の下落が続いていて、消費者物価全体が下がり続けるという状況になっています。

ただ、こういった表面上の物価の上昇の勢いが出てまた落ちてきたということとは別に、水面下では、実は物価は上昇の方向に向かっているのではないかと私は考えております。消費者物価に採用されている品目を一個一個、前年同月比で上昇したか減ったかと数えてみると、2002年くらいの時期では、上昇品目割合から下落品目割合を引くと下落している品目のほうが圧倒的に多くて、差は40%くらいあったんです。ところが、最近では上昇品目の割合のほうが高く、この差が10%くらいプラスのほうに来ている。ですから品目数で数えれば、価格が上がっているもののほうが全体の1割くらい多いという形になっています。

それにもかかわらず消費者物価指数がなぜ下がるかというと、値段が上がっているモノというのは金額がわりと安い。物価指数を計算する上ではウエートが小さいものが多いからなんです。例えば価格が上がっているものとしては、マヨネーズ、ティッシュペーパー、トイレtpペーパー、こういった日用品です。購入頻度は高いけれども価格は安いというものが値段が上がっている。一方、価格が下がっているのは薄型テレビとかパソコンといった価格が高いものです。こういったものの値段が下がっていてウエートが大きいので、消費者物

価指数を押し下げる力は強いということです。

ただ、金額は低いですが、安いモノというのは購入頻度が高い。そういう意味では消費者心理としては、かつてのように物価が下がっているという位置から、むしろ物価が上昇し始めたというふうに消費者は感じ始めているということです。

こういった消費者の心理が少し変わり始めたことが、企業の行動にも徐々に影響を与えていると見られます。企業の中には、そろそろ原材料価格の上昇を製品価格に転嫁しようという動きが広がっていて、10月からいろいろなモノの値段が上がるのがマスコミ等で報道されています。そういう意味では徐々に価格上昇の動きが広がって、今年末くらいには物価の上昇が目に見える形で起こるようになるのではないかと私は思っております。

A 消費者が、この10年間ずっと物価は下がらないものだと思ったのが、物価上昇ということが身近な品目で少し慣れてきた。そこに企業が、じゃ自分の製品もという形で上げてくる面があるので。

講師 今までは物価はほとんど上がらないし、どちらかというと下がっていくというイメージを持っていたので、仮に値段が上がるものがあれば、急激な買い控えとか、その商品から消費者が離れてしまうことが心配されたわけですが、けれども、こういうふうにあっちもこっちもモノの値段が上がってくると、多少値段が上がっても消費者も受け入れし、仮に一時的に消費者が値上がりした商品から離れても、また戻ってくるだろうというふうに企業も期待できる。ひと昔前よりは値上げがしやすくなっているということではないかと思えます。

A 一番身近なものでいくとオレンジジュースですね。

講師 ああ、そうですね。これは地球温暖化の問題といろいろ関連があって、オレンジもそうですし、大豆、トウモロコシ、サトウキビ。石油代替エネルギー

ーで、例えばサトウキビも砂糖にするのではなくて、アルコールにしてガソリンに混ぜる。そういったものの作付けを広げるために、大豆の作付け面積が減ったりというようなことも起こっている。一方で、中国とかどんどん経済発展するので、消費が増えてきて食料品等の値段を押し上げる。こういう構図になっているので、そう簡単に価格上昇の動きが止まることはないのではないかと思います。

A 何となく物価上昇の足音がするような雰囲気はあるのですが、もしそうなってくると日本経済は大変なことになってしまいますね。要するに、消費がいまひとつ伸びないときに物価が上がってくるとなると、吸収できないんじゃないですか。

講師 ここは難しいところで、デフレからの脱却という話をしていたわけですね。デフレで何が悪いかというと、価格が下落するので買い控えが起こる、そういう議論があったわけです。私自身は、価格の下落が消費に与える影響はそんなにマイナスだとは考えていなかったもので、むしろ物価が上がり出すことのほうが消費に対してはマイナスの影響があると思っております。確かに消費者心理なんかも最近少し悪化が見られるのですが、一つは、住民税の引き上げで負担が増えている。もう一つは、こういった身近な商品で価格が上昇していることが、消費者マインドを少し悪くしているということもあるのではないかと思います。

A 逆に、物価が少し上がり始めたといって駆け込み的な需要があって、むしろ消費が上がる可能性もあるんですか。

講師 それがデフレのときに言われていたことで、価格が下がるのでみんな買い控えすると言われていましたが、実はその効果はそんなに大きくないと思います。価格が下落するといっても、消費者物価は前年比で0.何%という世界

ですから、買い控えが顕著に起こるようなレベルのものではなかった。逆に、消費者物価が上昇し始めますけれども、そんなにものすごい勢いで上がっていくわけではないので、駆け込み的にモノを買うという話にはならない。消費税が2～3%引き上げられるとか、かなり明確にこの時期に集中してということがわかれば駆け込みというのも起こるでしょうけれども、この先消費者物価が上がっていったとしても、前年比で0.何%かせいぜい1%という世界ですから、そんなに大きな駆け込み需要は起こらないのではないかというふうに思います。

A 貯蔵のきかないものが物価が上がって、貯蔵のきくものが下がっているという傾向ですよね。ですから、駆け込み需要にならないかもしれません。

講師 むしろ問題は、物価が上がりそうにもかかわらず賃金が上がっていないということです。これは逆に、賃金が上がらないのでなかなか物価が上昇してこないということにもなっているんです。失業率が3%半ばまで下がってきていまして、これだけ下がってきたのであれば賃金の上昇率はもう少し高まりそうなのですが、実はなかなか高まっていない。「毎月勤労統計」などで見ていると、最近になって1人当たり賃金が下落傾向にあるということで、これだけ雇用環境がよくなったのになぜ賃金が上昇してこないのかというのは一つ議論になっているところです。

幾つかの要因は指摘されていまして、一つは、パートとかアルバイト、低賃金の人たちが非常に増えた。雇用者は増えたけれども、そのかなりの部分がパートやアルバイトという形の低賃金の人たちだというのが全体の平均の賃金を押し下げている。

それから、フルタイムで働いている人の中でも、正社員と派遣のような非正規の社員と比べると、どこの企業も派遣のような形が増えていて、一般にこの人たちは正社員よりも賃金は低いので、同じようにフルタイムの人たちなんですけれども、平均賃金を下げる効果を持っているということです。

3つ目は、団塊の世代の方が賃金のピークを超えて、今年は特に60歳が定年

というところに達している。年功序列賃金のピークが50歳代半ばですから、そこを越えて賃金の低下側面に入ってきた。このために全体として平均賃金が下がっているのではないかと。特に定年退職後に、最近の雇用延長のようなもので、嘱託とかそういった形で再雇用されると賃金は大幅に下がるということがあります。それで1人当たりの賃金が下がって見えているということではないかと思えます。

ただ、賃金の上昇の兆しが全くないかというと、やはり景気がよくなってきて、しかも企業が雇用を活発化しているので、パートやアルバイトを採用することは非常に難しくなってきた。パート、アルバイトの人たちの時給はかなり上昇しています。

それから経団連の調査では、新卒の初任給が徐々に上がってきている。かつては初任給の据え置き企業が9割以上あって、ほとんどの企業が初任給を凍結していたのですけれども、初任給の凍結企業も6割くらいに下がっている。さらに、失業率が高かった頃は、転職すると大体給料が下がる。リストラなどで新しい職に移らざるを得ないという形で転職していたので、前職に比べて給料が下がる人が多かったんですけども、最近の調査では、むしろ転職によって給料が上がる、年収が増えたという人のほうが多くなったということもあって、徐々に賃金の上昇が起こっているのではないかと思えます。ここから先、さらに若年の労働力が不足してくれば、初任給、若い人の賃金を中心に、上昇ということが起こってくるのではないかと私は考えております。

A 両方ともそのバランスですね。片一方で下がる要素があるし、片一方で上がる要素が少し兆しがある。そこのバランスがどっちの方向にブレていくのか。

講師 高齢者が大量に定年退職して行って再雇用されて、賃金の平均値を下げるという動きは、もう2、3年、特に団塊の世代の人たちが定年退職、60歳を超えていくまで相当な力として働くと思えますけれども、一方で、若年の労

働力の不足というのは非常に著しい。

少し前までは就職氷河期という形で、大学を卒業した人が就職口を見つけるのは非常に難しかった。ところが、いまや一転していて新卒者の採用が非常に難しい。金融機関、特に銀行などはここ10年ぐらい初任給を据え置いてきたところも多かったらしくて、報道によれば、初任給を2万円、3万円というふうに引き上げた銀行もあるようです。それだけ引き上げれば、その前数年間にわたって相当賃金を上げてあげないと、給与の逆転が起きてしまうので、若い人全体の給与が上がってくる形になるのではないかと思います。

金融政策ですけれども、日銀の金融政策は、消費者物価の下落が続いている間はさらに利上げをするのは難しいということで、一つ、物価が上がってこないということが大きなネックになっていたわけです。この問題は、先ほど申し上げたように徐々に値上げの動きが広がってくるということで、今年末ぐらいになれば利上げができる状況になってくるのではないかと私は考えています。

ただ、サブプライム・ローンの問題による金融市場の混乱というのはそう簡単にはおさまりそうもない。あるいはアメリカの景気の減速みたいなことが起こると、日銀としても利上げに踏み切るのはなかなか難しいという状況が続くのではないかとということで、なかなか利上げは困難という状況が続くのではないだろうかと思っております。

A 日銀の中で意見が分かれていますよね。特に西村さんですか……。

講師 利上げを提案しているのは水野（温）さんですね。

A いま利上げを言っている人はどういう考えでおっしゃっているのですか。

講師 これは実は私も日銀の人に同意しているのですが、デフレ脱却という目標自体がいまやあまり意味をなさなくなっているのではないかとということなんです。不良債権問題を抱えていて企業が過剰債務を持っていた時代には、デ

フレで物価が下がるというのは企業収益に非常に影響を与えますし、実際に物価の下落によって地価とか株価が下がっていたので、物価を上昇させることが資産価格の上昇にもつながるし、企業の収益を高めるということでも意味があったので、デフレ脱却というのは非常に大きなテーマだったと思います。

しかし、いまや不良債権問題もほぼ処理が終わっているし、土地とか明確に上がり始めているわけです。そうすると、物価が上昇するとどういう良いことがあるのかというと、それほどいいことがあるわけではない。むしろ日本から資金が流出して、アメリカで住宅投資のバブルが起こるとか、あるいは世界的な商品市況、いろいろなところにカネが流れ込んでしまって、原油の価格もかなり投機的な動きで値段が上がる。その一つの原因は、日本の金利があまりにも低いからだということがあるわけで、そうすると日本の金融の正常化というのは、仮に物価上昇率が高くななくても、そちらのほうがメリットが大きいだろうということなんです。

ですから、いま利上げの提案をしている水野さんと、それから、数日前に須田審議委員が講演をしていますけれども - - もちろん、金融市場を混乱させる気はないわけですが、できるだけ早く日本の金利を正常な水準に持っていきたい、こういう意図は持っていると思います。

A 金利を上げる理論の中に、いまの金利が適正水準より低いというお考えがあるんですか。もう一つは、例えば高齢者の貯金の利回りが低いから高齢者が非常に生活に困っていると。そっちの面もあるのですか。どういうところが一番そのファクターであるんですか。

講師 日本経済が正常に成長していく。例えば実質で1%台後半、そこで物価上昇率はある程度ある。そういった状況を想定すると、金利はもうちょっと高いというのが正常な姿だと思うんですね。現在、短期金利が0.5%。物価上昇率はほぼゼロですから、実質金利は0.5%くらい。これは実質金利としても少し低めであることは確かだと思います。だから実質金利は1%か、もうちょ

っとあってもおかしくはないという意味で、金利も少し高くてもいいのではないかと、そういう考え方だと思います。

高齢者の預金金利の問題も確かにありますけれども、それは経済との兼ね合いで、例えば所得再分配とかそういったものを念頭に置いて金融政策をやっているわけではないと思います。むしろもっと問題なのは、日銀もそうですけれども、物価の安定は日銀の使命であるというふうに考えている。アメリカのサブプライム・ローンの住宅投資の行き過ぎでもそうですが、物価の安定だけということではいままでの施策がそれほど間違っていたとは思えない。むしろ、住宅価格の上昇とか、資産価格の変動、あるいはかなり投機的な動きというのを抑えるためにもっと早めに利上げをしておけばよかったのではないかと、そういう反省もあるわけです。

日本のバブルのときもそうなんですけれども、あのときの金融政策も、消費者物価や企業物価という物価だけを見たら決して間違っていたと言うのは難しいと思います。いま金融政策の目標を日銀も政府も比較的狭くとらえていますけれども、物価にだけ金融政策を特化して考えるというよりは、もうちょっと広く、資産価格も含めて経済の安定みたいなことも金融政策の目標としてとらえていくべきではないか。そうすると、いまの0.5というような低い金利水準でいつまでもやっておくのが……。例えば最近、都心の地価が非常に上がったり、かなり投機的な動きが見えたりというところからすると、もう少し金利が高いほうが日本のためだし、世界的な商品価格の上昇を止めるという意味でも、日本がもう少し金利を上げて海外に資金が出ていけなくすることが、世界的な政策の協調みたいな意味でも必要になってくるのではないかと思います。

A 局所的物価上昇 - - 例えば都心の地価が猛烈に上がっているとか、局所的インフレを全国的な金融政策として受けとめて金利を上げる、こういう論理というのはあり得るんですか。

講師 確かに局所的な地価の上昇なんですけれども、それは背景で何かいる

いる変なことが起こっている、そういう症状のあらわれだと思うんです。地方の地価はまだまだ下がっていて、地価が全国平均で上がっているとはいっても都市部だけだということは確かなんです。

では、その全国平均が上がるまでずっと待っているかというふうになると、人口減少という状況の中で、平均として見ればあまり人が住んでいないところで衰退して地価が下がるというのはある程度やむを得ないことであって、むしろ局所的に異常な地価の上昇が起こる。それはいずれどこかでバブルみたいなものの損失を生んで、それが経済にどこかでマイナスの影響を及ぼす、そちらのリスクのほうが高い。だから、地価をもうちょっと全体に上げたほうがいいというメリットと、上げ過ぎることによるデメリットとを考えながら、どこでブレーキを踏むかというのを考える必要が出てくるのではないかと思います。

A 要するに日銀のボードも、金利はいずれ上げたい、いまは適正水準からすると低過ぎる。しかし、いまは様子を見ようというのが大体のボードの考え方なんでしょうか。

講師 そうだと思います。正直なところ、唯一利上げを言っている水野さんが、どこまで本気で利上げが必要だと言っているかというのは、ちょっと疑問なところはありますね。もちろんここで提案をやめたら、金融市場は、日銀は利上げを放棄したというふうに受けとめられかねないので、そういう意味でもあえて利上げという旗を下ろさずに頑張っているというふうに私は受けとめています。

A 日銀の金融政策として通貨量の供給というのはほとんど意味がなかったと。いまさら日銀の窓口指導というわけにいかないから、そうすると金利というのが最大の有効な金融政策の手段である。そこが動かせないといいますが、いまのところ、金利を少なくとも上下できないということなので、ある面では日銀が手足を縛られた状態で金融政策を考えなければいけない。そこからいけ

ば金利を何とかしなければいけないと、そういう意識がおありですかね。

講師 確かに下側に動く余地が非常に小さいので、真ん中ぐらいのところにいれば上にも下にも行きやすいということはあるでしょうね。

それから量と金利の話というのは、量的緩和のときに量を非常に重視して、量が増えればデフレから脱却できるとか、そういうような議論があったんです。いま考えると、量的金融緩和政策というのは、実は、当初言われていたような効果はほとんどなかったのではないかと思います。

A 日銀のレポートでも、効果があまりなかったようなことを書いていますね。

講師 そうですね。言われていたのは、量が増えれば物価が上がるはずだったのですが、実はそういう効果はほとんどなくて、唯一効果があったのは、為替レートが円安になって輸出が伸びて、そこから景気の回復が起こったという効果だけだったのではないか。もちろん、大量に資金を供給したので信用不安を抑えたとかそういう話はありませんけれども、それは当初言われた量的金融緩和の効果ではないと思っています。

A ただ、いまの日銀の利上げというのが前と違って、マーケットは事前にそれを織り込んでいて、後追的に金利を上げるような雰囲気が出ていないんです。

講師 それは、日銀のボードがそういう発言を繰り返して、何となく利上げは当然だという状況をつくり出してから上げているということだと思えます。昔、金融政策はサプライズが大事だという話があって、サプライズを起こさないと金融政策は効かないというふうに言われていた時代があったんですけれども、いまは、どちらかというとサプライズを起こすと金融市場が混乱して、あ

まりプラスはない。ですから金融市場とうまく対話して、日銀がやろうとしていることを事前に市場に受け入れさせて、自然な形で政策が変更される。そうすると、短期金利は日銀がそろそろ上げそうだというのを織り込んで、かなり前から、期間の長いものから上がっていった、日銀が実際に行動を起こしたときにはほとんどショックがないという状況を、日銀みずからがつくり出しているような気がしますけどね。

A やや高度な利上げ政策のやり方なんですかね。

講師 まあ、そうですね。特にいま日銀がやろうとしている利上げが、市場を驚かせてインフレを抑制しようとか、そういうものではないですね。むしろ正常化に持っていかうとしているだけなので、利上げによってインフレを抑制しようとしているとか、そういう姿勢を見せるために驚かすという意図は全くなく、金融市場が混乱しないように、自然に静かに正常化できることを望んでいる。そういう意味でも金融市場に事前に、自然に利上げができるようなものを織り込ませているということではないかと思います。

A なるほど。わかりました。

講師 最後に、日本経済の今後の見通しです。最初に申し上げたように、日本経済そのものからすると、賃金がなかなか上がらないので消費が少し弱いという問題はありますけれども、それほど大きく景気が急に悪くなるような様相を抱えているわけではない。むしろアメリカの減速の影響が心配されるという状況なんです。

アメリカ経済が減速したというのは日本の輸出に影響を与えるわけですが、ここで強気論、弱気論、2つあります。

1つは、日本の輸出が伸びているわけですが、これの大きな原因はアジア向けの輸出の伸びにあります。強気の人たちの主張というのは、仮にアメ

リカ経済が落ち込んだとしても、アジア向けの輸出の伸びで日本も世界経済自体も堅調な伸びが期待できる。アメリカ経済と世界経済の動きというのは切り離されつつあるという議論があります。

ただ、私はいまの輸出水準の動きから見ると、メーカー向けの輸出が落ちて、アジア向けの輸出が伸びて日本の輸出は伸びているという状況はあるわけですが、例えば中国の貿易の構造を見ていると、貿易収支の黒字をどんどん伸ばして中国経済が発展している。もちろん、北京オリンピックを控えた国内の社会資本投資の伸びというのもありますけれども、輸出が伸びることによって輸出関連の投資が非常に伸びるということで発展をしているという部分があるわけです。そうすると、中国からの輸出が止まってしまうと、中国経済は設備投資の意欲自体が急激に失われかねない。

それから、日本からの輸出という面で見ますと、アジア向けの輸出、特に中国向けの輸出の中には部品の輸出がかなり含まれています。結局そこは、中国国内で最終製品になってアメリカに再輸出されていたりするわけですから、アメリカの輸入の伸びが鈍化すると、日本のアジア向けの輸出自体が大きな打撃を受ける可能性は高いのではないかと思います。そういう意味で、アメリカ経済の減速というのをあまり楽観的に見るのは心配だなという感じもしております。

こういった輸出の伸びの鈍化はある意味で避けられないわけで、鍵を握っているのは消費の伸びということになります。期待しているのは、もうちょっと賃金が上昇してくることと、それから、これから団塊の世代の人たちの定年退職が本格化しますけれども、退職一時金がかかなり大量に支払われる。こういったものはほとんど貯蓄に回るわけですが、この一部が消費に回ってくる。こういった形で消費の伸びが続くことを期待しているわけです。

我々の予想は、2007年度は1.7%で2008年度の成長率は1.9%ということで、民間のシンクタンクの中の予想としては両年ともかなり低いほうです。この予測の特徴は、外需の伸びの鈍化、特に2008年度には相当外需の規模は小さくなる。これは、アメリカ経済の減速による世界経済全体の減速とともに、アメリ

力の減速自体がドルの信認を弱めて、円高・ドル安のかなりの上昇が起こることを織り込んでいるわけです。

この辺の見方は、中国、インドの高成長で中国やインドが世界経済を引っ張るという見方が正しいのか、それとも、アメリカの影響はまだまだ大きいという見方が正しいのか。そこは、ここ1、2年くらいの経済の動きがどうなるかというところを見ていきたいと思います。

A 雇用者報酬の予測と成長率の予測はかなりリンクしているわけですね。

講師 そうです。一応1%台後半の成長で、外需が悪化してもそれなりに経済成長は続いていくというのは、消費のところがもうちょっと盛り返してくるからだということですね。

A いま、潜在成長率が1.7~1.8ですか、2%弱ぐらいですね。我々は、何%の経済成長だったら喜ばなければいけないかというところはどうなんですか。

講師 実質成長率でいけば2%もあれば随分よくて、まあ、1%台の半ばでも経済成長率としてはそれほど低くはないと私は思います。特にこれから労働力人口が減少に向かえば、成長率自体をそんなに高く維持することは難しいと思います。

A 確かに2%としても10兆円の新しい経済活動が起こるということですから、金額の単位としては大きいわけですね。

講師 ここから先はいろいろ議論があるところですがけれども、労働力人口の減少をどうやって補うか。もちろん生産性を上げることは重要ですがけれども、生産性を上げるために設備投資をたくさんして、1人当たりの機械装備率を上げて経済成長を維持しようという考え方は非常に強いんですけども、私自身

はこれはあまりいい考えだとは思っていません。日本の場合には設備投資のウェイトが非常に高いんですね。GDP比で16%超えるような設備投資をしている。

その結果何が起きているかというところ、資本の収益率が非常に低くなっているわけです。GDPのうちのかなりの部分が、いまある資本のリプレースのために必要になっている。そうすると、設備投資をするためにまた働かなくてはいけないという形になって、それが、1人当たりGDPは大きいけれども、あまり豊かさを感じられない。1人当たりGDPは大きいけれども、実は消費できる額ということでやるとそんなに大きくないんです。それはなぜかということ、生産はしているけれども、生産設備の維持・更新のためにそのかなりを使わなくてはいけないからだと思います。ですから本当は、設備投資はもっと絞り込んで、そのために必要な資源をもっと消費に回すことを考えていかなくてはいけないのではないかと思います。

A 例えば労働力人口が減少する場合でも、消費が起こってきてそこから日本全体の経済の活力を上げていく、そういう考えですか。

講師 いままではむしろ需要が足りなかったわけです。いかに需要を掘り起こすかという意味で、多くの場合、設備投資を需要だと考えている。だけど、これからはだんだん高齢化が進んで、例えば家計の貯蓄率なんかはほとんどゼロになってしまう。労働力も減ってきますから、そうすると、需要が足りないのではなくてむしろ供給のほうが足りなくなる。供給力をどうやって維持するかというほうが重要になってくると、需要を掘り起こす必要はなくなってくる。設備投資はもちろん供給力を維持するためには必要ですけども、あまり需要、需要というふうに考えていくと、設備さえ増えればいいということになる。最後は、なぜそんなに生産が必要なのかということ、結局は消費を増やすためなんです。消費を維持するよりも、投資をし過ぎているのではないかとということです。

日本の企業は、しばしば、ROAが低い、資産の効率が悪いというふうに言われますけれども、それは収益性の低いような投資もいままでの惰性でやっ
てしまっているところに問題がある。アメリカの企業はよく「選択と集中」とい
うことで、儲かるところに資金を集中して、利益が多少出ていても不採算部門
ということで切り捨てててしまいますけれども、日本の企業の場合はなかなかそ
れができない。それが資本収益率であるとか、ROA、ROE、株主の資本収
益率が低いということにもあらわれているのではないか。アメリカ式の市場原
理主義がすべていいとは思いませんけれども、やはりもうちょっと資本に対し
て収益性を求めていくことをやらないと、日本企業の効率はいつまでたっても
よくなるのではないかと思っています。

A もし消費を増やすとすると、最大の消費を引っ張っていく力があるのは
住宅だと思うんです。福田さんの「二百年住宅」というのは、住宅審議会か何
かに福田さんが出ていて自分で言い始めたらしいんです。昔、ツーバイフォー
か何かやっていたんですかね。住宅はわりと昔からやっておられて、二百年住
宅か何かわかりませんが、住宅を動かしていくというのは、特に耐震住宅をつ
くっているいろいろな災害の予防をすとかそういう形でいくと、“一石三鳥”く
らいのことがやれるのではないかと思うんですね。

講師 住宅産業自体はかなり裾野が広いし、いろいろなものを購入するのに
住宅がネックになっているという部分も確かにあると思います。ただし私自身
は、いま消費を増やしていくのに一番ネックは何かというと、やっぱり老後の
不安だと思うんです。もちろん年金も問題ですけれども、ある程度年を取った
方の心配というのは、介護とか医療の問題です。寝たきりになったときに本当
にどうなるかわからないということがあるので、この制度をもっとしっかりさ
せることが大事だと思います。

いまの状況では、せっかく介護保険制度はできましたけれども、介護保険制
度だけでは明らかにうまくいかないし、おカネがいくらあっても介護のシステ

ムはうまく回らないかもしれない。そういう中で、少しでもおカネを持っていないとうまくいかないのではないかと。

A そうですね。ある面でいくと福祉の充実が消費を増やすという面がありますね。

講師 これくらいのおカネがあれば介護が大変になっても大丈夫だということがわかれば、それ以外の部分でもっと使えるんですけども、いまの状況では本当にどれだけおカネがかかるかわからない。そういう状況では高齢者もなかなか消費はできない。本当に公的な介護保険の制度が固まれば、今度はその上に私的な保険制度みたいなものがのっかって、例えば、満足のいく介護を受けるにはこれくらい保険を掛ければいいのか、そういうことがわかってるので、早く介護のシステムみたいな問題をちゃんとしたシステムにしていくことが大事ではないかと思います。いまは介護保険の収支が非常に問題になっているということで、少しでも切り詰めようという方向に行くので、人々が安心できるシステムの設計からは距離があるということではないかと思います。

A アンケート調査による国際比較をすると、日本人というのは最も心配が多い国民だとなっているんですね。おっしゃったように特に老後の不安というのは、世界の中でも日本人が圧倒的に心配症の国民だとなっているんです。これはやっぱりよくないですね。

講師 それも全く意味がないわけではなくて、単なる心配ではなくて、例えばスウェーデンとかフィンランド、そういった北欧の国の老人の介護施設と日本の施設を比べると、圧倒的に向こうのほうが設備なんかもすばらしいし、実際のサービスのレベルも高いですね。すべての人がそれだけのサービスを受けているのかどうかわかりませんが、公的な部分にある程度私的におカネを積まなければいけないとしても、「これだけおカネがあればとにかく心

配はない」ということができているといい。でも、日本の場合には、公的な介護だけで、一人で自宅で寝たきりになってしまったときに本当に大丈夫なんだろうかという心配がある。そのときに少しでもおカネがあれば何とかなるんじゃないかというふうに考え始めると、どうしても消費はできないということになりがちなんです。そこを早く何とかしないといけない。介護保険ができ上がったときには、これでもう少し老後の不安が軽減されるのではないかと思います。たわけですが、実はなかなかそこまで行っていないということが大きな問題ではないかと思います。

A 高齢者の貯蓄率というのは相変わらず高いんですか。

講師 実は、高齢者はかなり貯蓄の取り崩しをしています。特に公的年金の支給金額が引き下げられたり、支給開始年齢が引き上げられたりしているので、60歳以上の高齢者で見るとかなりの貯蓄の取り崩しが起こっています。ですから、日本の高齢者がおカネを貯め込んでずっといつまでも貯蓄し続けているというのは、像としては実は間違っているんです。いまの状況は、やっぱり少しずつおカネを取り崩して、本当はそこまでつつましく生活しなくてもいいのに、将来が心配で、このおカネを使ってしまったらどうなるかわからないというところで、あまりにもつつましくやっているということではないかと思います。

A どうもありがとうございました。(了)