

国際エグゼクティブフォーラム朝食会（平成 20 年 11 月 27 日）

三菱 UFJ 証券チーフ・エコノミスト：水野 和夫氏

「100 年に一度の深刻な米金融危機

——世界同時不況は来るのか？金融危機ははたして収束するの
か？」

○はじめに

「100 年に一度の深刻な金融危機」というテーマでご報告させていただきます。これは米国にとっても、また日本にとっても 100 年に一度の深刻な危機に直面しているのだらうと思います。まずレジメの表紙に 1 番から 6 番までの項目があります。1 番と 2 番はサブプライムローン問題が起きた背景とその本質、世界経済の中心だったアメリカが、その後その仕組みがどうも機能しなくなりつつあるということをご紹介します。

3 番と 4 番は、世界同時不況が来るのかということに関わるのですが、これは来ると思います。日本、アメリカ、ヨーロッパの 3 地域が同時にマイナス成長になるというのは IMF もすでに予想していますが、IMF の予想は来年の秋から景気が緩やかに回復してくるという予想です。しかしこれから 1 年間で同時不況から脱するというのは、どうも難しいのではないかと考えています。实体经济の調整は 5 年ぐらい掛かるのではないかと。それも、うまくいってもということです。1930 年代のように名目 GDP が 4 年後には半減してしまうとか、あるいは実質 GDP が 3 割も減少してしまうなどということはもちろん起きないと思います。マイナスと言っても、おそらく 5 年間で年平均マイナス 1 % 前後の年率です。そういう成長になるのではないかと考えています。あとは財政政策でどれくらいカバーできるかに掛かっていると思います。

5 番は日本の状況について。どれぐらい影響を受けるだろうかということをお願いしたい。

○グローバル化；三つのステージ

2 ページ～7 ページは 1 番から 6 番までの概要になっていますので、最初に概略を申し上げます。まず今のサブプライムローン問題は、去年（2007 年）の 8 月 9 日、パリバショックから具体的に生じていると思います。今は第 II 段階のところの 2008

年にいます。

サブプライムローン問題の出発点は1974年前後ではなかったかと思います。オイルショック直後の不況、スタグフレーションに見舞われたときですし、ここに新自由主義と書いてありますが、ハイエクがノーベル経済学賞を取って翌々年の76年にミルトン・フリードマンがやはりノーベル経済学賞を受賞しました。ケインズ主義の「大きな政府」から「小さな政府」へと大きく舵を切り替えた年です。先進国の長期金利も74年がピークでした。それから世界の粗鋼生産量を世界の総人口で割っても74年がピーク。したがって先進国の成長の一つのピークでした。粗鋼生産量ですから工業化のピーク、あるいは耐久消費財の飽和点ということになるのだと思います。

74年から94年までは1人当たりの粗鋼生産量はずっと下がり続けています。95年からはまたグローバル化で新興国の需要が増えて1人当たりの粗鋼生産量はまた上昇トレンドになっていますが、第2次世界大戦後から74年まではずっと1人当たりの粗鋼生産量が上がって、74年でピークを迎えて94年まで下がり続けました。

したがって実物経済というのは74年からはそれほど拡大しませんでした。一方、拡大したのは市場経済化ということで、ニクソンショックが少し前の71年にあり、為替市場の自由化が起きて金融経済が拡大していくスタートだったと思います。特に95年以降は、国境をマネーがより自由に越えるようになり、金融経済が一段と拡大していくという、この13年間でした。

95年から今年10月に掛けて世界の金融資産は103兆ドル増えています。約1京を超える金額が世界の金融資産では増えました。日本は60年間で1500兆円を蓄積しましたが、この103兆ドルの7割は欧米で増えています。欧米では13年間で日本の7倍ぐらいの金融資産を増やしたことになります。期間が5分の1ぐらいですから、 7×5 で35倍のスピードということになります。

おそらく資本主義が始まってからこの10年という期間で、GDPが60兆ドルありますから、GDPの約2倍近いお金を増やしたことは過去一度もありません。金融資産が増えていく過程で証券化商品とか、かなり信用力の低い限界的な人に対しても融資をするという（結果的にはサブプライムローン問題）、アメリカで言えば東海岸から西海岸まで最後の限界需要者までたどり着いたという状況になったのだらうと思います。

2008年から数えて5年間ですから、2012年ぐらいまでは欧米では基本的には実体

経済、いわゆる過剰債務、過剰借入を返済しなければならないこととなります。過剰債務とは、企業が過剰債務に陥るとかなり大胆なリストラということができるようですが、家計のリストラというのは、そんなに食事の量を減らすわけにもいきませんし、生活水準を急に1割、2割落とすことができませんので、どうしても時間が掛かると思います。

順調に行って5年ぐらいで調整して、2013年からどうなるかと言いますと、第Ⅰ段階とはまったく逆で、このときは金融経済が非常に拡大していく時代だったと思いますが、2013年からは今度は実物経済が拡大していくだろうと思います。実物経済というのは新興国経済で、いま現在で20兆ドル経済です。先進国はいま40兆ドルあって、全体で世界のGDPが60兆ドルですが、60兆ドルはそんなに拡大しないのではないかと思います。

3ページをご覧ください。この囲みの中に世界の金融資産の金額と、実体と書いてあるのは世界の生産活動の総称である名目GDPの比率です。95年に2.2倍だったのが3.4倍に増えて、第Ⅱ段階ですでに20兆ドル以上です。2000兆円以上の金融資産がなくなったという状況です。これがいろいろな信用収縮を引き起こしています。

第Ⅲ段階に入ると、先進国は1.5%ぐらいで成長していても、40兆ドルからせいぜい54兆ドルぐらいにしかならない。新興国が実質で5%、名目で物価を3%ぐらい足して8%と計算すると、あつという間に90兆ドルぐらい。これは2033年ですから25年後ということになりますが、そういう意味では60兆ドル経済が143兆ドルぐらいになる。もちろん環境問題とか脱化石エネルギーへの移行がないと、なかなか143兆ドルまでは到達できないかもしれませんが、そういう技術革新があったときにこれぐらいの規模になる。そうすると金融資産はいま160兆ドルあるのですが、250兆ドルに増えたとしても2倍弱に戻る。この比率が140兆ドルと世界の金融資産が仮に250兆ドルだとしても、95年よりはちょっと低い数字になります。2.2倍から3.4倍まで行って、また2倍以下に戻るといようなことが全部で70年ぐらい掛けて起きるのではないかと思います。

グローバルゼーションというのはおそらく70年ぐらいで、前半戦の34〜5年が終わって、いまちょうどハーフタイム（中間点）に入っているという状況だと思います。ハーフタイムのあと後半戦に入って、前半戦にもう一度戻るかと言うと、起きないでしょう。その理由は、この赤い字は為替レートですが、95年の1年間の平均値が円

ドルで言えば 94 円。ユーロは当時ないのですが、99 年の交換レートでさかのぼって計算すると 1.29 です。資料を作成した最近の数字ということですが、ほとんど同じような数字になっています。

95 年の段階に為替レートは戻りました。戻ったという意味は、金融経済が肥大化していくときの原動力は強い通貨。ここで 1.2 倍から 3.4 倍に増えるときは 100 兆ドル以上増えたのですが、そのうちの 7 割は欧米で増えました。欧米はドルとユーロで、どちらも強い通貨政策を取っている。強い通貨政策を取ればアメリカにお金が入ってきて、またアメリカからヨーロッパにお金が再投資されるということで金融資産が増えたことになります。日本は外国から入ってくる金額が少なかったから出て行くお金も少なかった。その差額の貿易黒字は非常に大きかったのですが、最近赤字になってしまいました。貿易黒字は非常に多かったのですがお金の出入りは非常に少なかったのです。

そうすると、欧米で金融資産を増やす、お金をたくさん取り入れて、また外国に再投資するというときの強い通貨がもう出発点に戻ってしまったということは、おそらくハーフタイム（第Ⅱ段階）が終わったあと、また前半線（第Ⅰ段階）に戻ることはないだろうと思います。もちろんもう一回強いドル政策が取れば、またアメリカにお金が集まってくると思いますが、これから 1 兆ドルの財政赤字、場合によっては 2 兆ドルぐらいに財政赤字が増えるだろうという予想も増えていますので、100 兆円も国債を出したらとても強いドルにはならない。

原油については戻ったかと言うと、かなり戻りそうな気配もありますが、原油は基本的には 30 ドル以下で推移していました。為替と同じように原油も 30 ドルに戻ってしまうと、実体経済は第Ⅲ段階で新興国経済が拡大するかどうかちょっと疑わしいということだと思いますが、いま日米欧でマイナス成長の予想が出ていても、50 ドル前後を保っているというのは、やはり将来の需要の増加を織り込んでいることになると思います。

○日米株式会社モデルの破綻

ハーフタイム（第Ⅱ段階）に入って何が起きたか。アメリカは代表で、イギリスもスペインもアイスランドも 1 番のグループ（「投資銀行」グループ）に入ることになります。投資銀行と書いてありますが、米国経済自体があたかもひとつの巨大な「投

資銀行」のよう海外から低コストで巨額の資本を調達する。だいたい月間でアメリカの例でいえば 900 億ドル。9 兆円、毎月調達していました。うち貿易赤字で 600 億ドルは収益を生まない、いわゆる自動車とか原油の支払い代金。残りの 300 億ドルを対外投資して、900 億ドルと 300 ですから3倍以上のリターン、受取利息を維持することによって2番と1番の差である投資収益収支は黒字を一応4-6月期までは維持しています。おそらく7-9月期もまだ黒字だと思います。したがって低コストで外国へ高い投資というのが投資銀行モデルだと思います。ただ、黒字を維持しているのですが、すでに今年の7月からまったくアメリカにお金が入ってこない状況になってきました。すでに損益計算書(PL)では黒字を出しているのですが、資金繰りがおかしくなっている。これがアメリカ全体の国際収支統計から伺えます。

一方、日本はと言うと、ここは日本と韓国と台湾と中国とドイツがこのグループ(「輸出」株式会社)に入ることとなります。こちらはお金ではなくて物ということになりますから、原材料を安く仕入れて完成品・加工品を高く売るということで成長を維持していく。あるいは貿易黒字を維持していくということでした。すでに2002年から原油等が上がってきたので輸入物価が上がり始めました。したがって交易条件は2002年からずっと悪化傾向をたどっていたのですが、こちらの投資銀行タイプの国が消費を非常に積極的にしてくれたので、輸出数量が非常に増えました。製品1単位当たりの粗利益は交易条件で表すのですが、こちらは悪化していましたが、この悪化を打ち消すぐらいに販売数量が伸びていたこととなります。

ところが10月になってアメリカの自動車販売台数が、1000万台がもう少しで割れそうになるところまで落ちてきているので、販売数量に急ブレーキが掛かって、黒字だったのですが8、9、10月と赤字になっています。これは季節調整済みで赤字ですが、季節調整しなくても8月と10月が赤字という状況になっています。したがってアメリカがサブプライムローンで投資銀行モデルがどうもガタついている。ということは、その裏側で輸出に依存している国、すなわち韓国、日本、台湾、中国、ドイツもみんな同じような状況にある。この1番と2番はコインの表と裏ということになると思います。

サブプライムローン問題が顕在して明らかになったことは、1994年までとそれ以降で、かなり資本主義の性格が変わってしまったということです。今までGMにとっていいことはアメリカ合衆国やアメリカ国民にとっていいことだと。これはひょっ

としたら 74 年でもう終わっていたかもしれませんが、94 年までそういう関係が一応あったのでしょうが、サブプライムローン問題になって、明らかにこの三者の関係は利害が一致しているわけではないということになったと思います。いまアメリカのウォール街にとっていいことが、アメリカ合衆国やアメリカ国民にとっていいことかどうかは、まったく分からない状況になってきました。

どうしてそういう状況になってきたかというのは、あとで資本のリターンが著しく低くなってきたというところで、資本と国家の利害が一致しないような状況が生じているということを説明したいと思います。

次に、株式市場。「日本“輸出”株式会社」に対して、外人がいま 6 割ぐらい東証の売買のウェートを占めていますから、外人が日本の輸出株式会社をどう見ているかということになります。成長経済においては長期の移動平均線が岩盤だと思われていた、これは下値抵抗線といいます。長期の移動平均線というのは、例えば 4 年移動平均線ですと、3 年景気がよくて 1 年不況というのが日本の一つのパターンですから、4 年間通算して買い続ければ、その中に 1 年不況が入ったとしても後ろの 3 年間で必ずカバーできるということで、ずっと成長トレンドのときは長期の移動平均線が必ず下値抵抗ラインになっていました。4 年のうち、厳しい不況（例えば、第一次石油危機後の不況）があつてときは、10 年の移動平均線が下値抵抗線になります。というのは、2 つの景気循環を経れば、たまたま厳しかった不況を克服できるということになるからです。

10 年移動平均線を恒常的に下回ると、成長経済が終わってしまったと判断してもよいのです。厳しい不況が連続して 2 度続くことになって、それは偶然ではなく、厳しい不況にならざるを得ないような構造変化が起きていると判断すべきなのです。日本で 10 年移動平均線を恒常的に下回らわったのは、92 年の 4 月でした。次に 20 年移動平均線を下回ったのは 97 年 11 月でした。97 年は日本の金融システム不安が始まったときですが、ここからは 20 年でももうダメだということにで、あと 50 年までついに来ってしまうというのが 2003 年でした。

ようやくこの 2003 年のときに、7600 円を付けたときに、ようやくそこから 1 万 8000 円まで上がったのですが、結局 1 万 8000 円というのは 20 年の移動平均を超えることができませんでした。本当は超えていればおそらく失われた 13 年を取り戻したと言えたかもしれませんが、去年（2007 年）の 7 月のピーク水準が 20 年移動平均線を

越えることができませんでした。その直後にサブプライムショックが起きたからです。今回のリーマンショックとかが起きると逆に 50 年を切ってしまうことになりました。

そうすると、どういうふうにかえたらいいかということは、80 年代のバブルと、それから 95 年から始まった欧米のバブルは基本的には同じ流れの中で生じたということだろうと思います。この点についてもあとで、資本のリターンのところでお話しますが、日本の 80 年代と 90 年代半ば以降の欧米は、基本的には一緒の問題を抱えていた。その問題が日本で先に噴出したということだろうと思います。

なぜ日本で先に噴出したか。日本はちょうど 1987 年ぐらいからアメリカの 1 人当たり GDP でアメリカを超えました。1 位はルクセンブルクやスウェーデンです。人口が 1000 万以下の国が 1 人当たり GDP 1 位なのですが、人口が多い国で日本が世界一になったのが 87 年です。したがって 87 年からは日本が近代化レースの中で先頭に立ったのが 1987 年ということになります。1997 年まで 10 年間、先頭を走り続けました。先頭を走り続けるということは、それだけ近代化に伴う矛盾が日本で先に出てきて、そしてあとからアメリカで出てきて、欧米で出てきたということになると思います。

レジメ 6 ページ。アメリカの投資銀行型モデルと日本の輸出型モデルというのは、ここにそれぞれアメリカの実質 GDP に対するアメリカの個人消費の比率、それから日本の GDP に対する日本の輸出の比率。それぞれ 70% と 16%。左目盛りと右目盛りでちょっとスケールは違うのですが、さらに 1、2 年で見るとまったく逆方向を向いているときもあるのですが、ある程度長期のトレンド線を抽出すると、すなわち、上の面積と下の面積が同じになるようにトレンド線を描いていくと、この 2 本の線が重なって 1 本に見えるような状況になっています。

対米輸出依存度はもちろん 80 年代半ばから現在に掛けて低下しています。日本企業は対米輸出依存比率を 40% から 20% に下げてきているのですが、結局グローバル化していきますとアメリカ経済とヨーロッパ経済も連動するし、それから新興国も今のところ連動していますので、この 2 つの比率が同じような動きをすることになります。

アメリカは長期の個人消費の比率が上昇トレンドにあるときは住宅ブームが背後に起きています。この長期のトレンドよりも下に向かって下がっていくとき、青い線がトレンドよりも下に出てくるときははいずれも住宅不況です。今回ももう住宅不況が

起きて、このトレンドラインよりずっと下に下がっていくということが起きています。おそらくアメリカはまた 70%からスタート地点の 67%ぐらいに、青い線がこのへんまで下がっていくということが起きると思います。

新興国も、今のところ先進国と経済が連動している、いわゆる「カップリング状態」ということですので、新興国向け輸出を増やしても、なかなか日本の輸出が相手側の事情で増えないということがあると思うので、日本の輸出も出発点の 9%ぐらいに戻っていくということが起きると、あとは GDP に対する比率が 8.8 に下がり、設備投資の比率が同じように 95 年のスタートの 13.4 に戻る。その他の項目は、個人消費とか公的資本形成は、今までの伸び率を維持する。今までの伸び率を維持するという事はゼロ成長を維持するということになります。

これまで 2002 年から日本経済は 2%成長をしてきたのですが、それは輸出と設備投資ですべて説明できます。それがマイナスになっていくということは日本の成長率が 1 年間でマイナス 2%ずつ下がっていくということになって、これで 5 倍しますとマイナス 11%ということになってしまいます。

そうならないようにするためには国費 5 兆円と事業費 27 兆円を使って 1%ぐらいはプラス押し上げる。それでもまだマイナス 1.2 ぐらい残ってしまうだろうと思います。来年もまた 5 兆円の経済対策を 5 年間打ち続けて、ようやくマイナス 1%ぐらいという状況になるのではないかと思います。

今後どうするかということについては、アジアが欧米とデカップリングして自立的に成長していくときに、その地域向けに日本が輸出を増やせるような態勢になっているかどうか、ということになるのだろうと思います。

7 ページ目は、同じことを今度はクロスセクションで示したものです。

1. サブプライムローン問題の本質

それでは 8 ページ目から、まず最初に、サブプライムローン問題をどう評価したらよいかということです。資本と国家と国民の三者の利害関係がもう一致しなくなってしまった、その背景がここに書いてあります。(9 ページ図 1- 21 世紀の利子率革命)。本来ならば、企業の利潤率を時系列で取ればいいのですが、企業統計をずっとさかのぼって取ることはできない。例えばオランダの東インド会社の財務諸表は、本当はあるのですがすぐに手に入らないということで、東インド会社の利潤率が

分かりませんが、おおむね長期金利と利潤率というのは一緒になります。

使用総資本利益率（ROA）で利潤率を捉えると、その ROA の中には負債のコストと、それから株主資本利益率の2つが入っていて、中小企業の場合は特に株主資本利益率（ROE）がそんなに高くし、ウェイトも小さいから、結局 ROA は借入金のコストとほとんど同じように動きます。実際に日本の中小企業の ROA と 10 年国債利回りはほとんど同じように動いています。ちょっとだけスプレッドが乗っかっているだけです。金利の動きを見ればほとんど企業の利潤率が分かります。

74 年というのは、1 人当たりの粗鋼生産量が先進国の鉄の消費量がピークだったときとまったく同じタイミングで、長期金利もピークを付けています。英国の 14.2% という長期金利の水準は経済大国の中では、資本主義が始まって以来最高の金利です。このときはインフレが各国 20% 前後であったので、実質的な資本のリターンとはマイナスに陥りました。大恐慌のときもちょっとマイナスだったと思いますが、インフレ経済下ではじめてマイナスに陥った。通常ですと緩やかなインフレと景気拡大がずっと一緒に続いていたのですが、この時点でスタグフレーションに陥ってしまいました。

そこでインフレ退治ということで、マネタリスト的な考え方を採用し、80 年代はインフレの抑制には非常に成功したわけですが、90 年代に入っても利潤率がまったく上がらない状況が生じています。ここでは実物投資の利潤率ということになるわけですが、それがまったく上がらずに、ついに日本では 97 年 9 月以降、現在 12 年目に入っているという状況です。10 年が一つの設備投資期間だとすると、それを越えてしまっているというような超低金利です。これはもう 1619 年を挟んで、11 年から 21 年までという両端を入れて 11 年間というのが今までの最高記録だったのですが、今年（2008 年）の 9 月に入って日本が更新しています。

10 年以上にわたってリターンが低くなると、これまでの仕組みではもうやっていけない。ということで、このときは荘園制から資本主義へと、しかも地域がイタリアからオランダやアムステルダムへと、ヨーロッパ大陸のドナウ川からライン川に沿って経済の中心が北上していくということが起きて、北部ヨーロッパでまた利潤率が上がるようになりました。400 年間ずっと趨勢的に利潤率が下がってきているのですが、特にこの 12 年間は非常に低いという状況です。そこでグローバル化が起きて、新しいフロンティアを求めたということになると思います。先進国ではキャピタルゲイン

でリターンを増やしていくということだと思います。

74年というのは、もう一つベトナム戦争で、73年にベトナム・パリ和平で、75年にサイゴン陥落だったと思います。この段階で一応対外フロンティアが、ソビエト連邦が健在という前提の中ではこれ以上外へ進出することができなかったというのも74年、75年だったと思います。

したがって、冷戦が終わった90年代になって国境を超えて資本が活動するということをしないと企業が存続できない状況になってきた。そうするとオバマ大統領が今度当選して、三者の関係をもう一度良好に戻してほしいというのが投票した人のおそらく願いだったと思います。では、先進国でもういちどの利潤率が上がるような仕組みをつくれれば三者の関係がまた元に戻るとは思います。先進国で利潤率を上げるというのはなかなか難しい。ということは、オバマ大統領も最初の4年間は、2年間で不況が終われば再選可能だと思いますが、5年も不況が続くことになると2期目が非常に難しくなってくると言えるのではないかと思います。

「中産階級」がグローバル化の進行のなかで没落の危機にあります。サブプライムローンというのは信用力が低く、将来これから10年後ぐらいには家を購入して中流階級あるいは中産階級になるという人たちが、そうできなくさせてしまった。GM問題というのは、すでに中産階級に入っている人たちが、これから中産階級の特権である年金や医療保険、そういったものがなくなってしまうかもしれないという大きな問題になっていると思います。その背後には、アメリカで2世帯に1世帯がもう資産をなくしそうだということが進行しているということだから、アメリカが今後、消費でまた世界をリードしていくというのは非常に難しくなっていると言えらると思います。

実物投資は先進国ではなかなか高いリターンを実現できず、金利が下がりっぱなしだったのですが、一方で金融資本市場ではこの103兆ドル、今までにないお金をつくることに成功しました。これが10ページに示してあります。

ここで世界の金融資産というのは、(注1) 株式時価総額と世界の債権発行残高。ここには国債も証券化商品も入っています。それから世界の預金というマネーサプライを加えた合計です。通常、お金と言う場合はマネーサプライのことを言いますから、預金のことだけをマネーサプライと言っていたわけですが、今は株式交換制度が企業買収によって認められるようになると、株式もほぼお金に近いような役割になってき

たといえます。

95年と去年の10月、ニューヨークダウが1万4000ドルで市場最高値を付けたときの金融資産は64兆ドルから188兆ドルへと、123兆ドル増えました。そのあと、ここで株価が3割とか5割下がり、20兆ドル以上下がって167兆ドルです。1995年の金融資産の名目GDPに対する比率が2.2倍で、2088年で2.7倍ですから、まだ95年よりは金融経済のほうが相対的に金融資産の実物経済に対する規模が大きいのです。

95年は先ほど新自由主義全盛期だと言いましたが、95年以降の数字を使うと国際資本は完全に移動しているということが確認できて、94年までのデータだと、どうもそれが言えないということで、そこで95年を基点に取りました。これはルービン財務長官が、強いドルは国益だという政策を取ったときとちょうど重なっています。

実際にこの金融資産の中で最も増えたのがアメリカの株式時価総額ですから、右側にアメリカの時価総額を抜き出して、アメリカの企業利益と雇用者所得を足したGDPで割ったものです。94、5年前後で水準が明らかに変わりました。上限が0.7倍だったのが、一時、上限が2倍ぐらいに上がりました。いまでも株価が下がっていますが、それでも8200ドルぐらいで計算して、まだ1倍強あります。アメリカが1968年、ジョンソン大統領のときに「大砲もバターも」という政策を取ったときに0.74倍だったので、それに比べても、いまはこれだけ株価が下がっても時価総額は高いのです。

時価総額というのは1株に発行済み株式総数を掛けたもので、1株当たりの利益に対する何倍まで株価は買われているかというのは、この94年までも10倍から20倍、そして現在でも10倍ぐらいですから、1株当たり利益が94年以前に比べて高くなったわけではないということになります。ということは、あとは発行済み株式総数が増えていないとジャンプしたのは説明できないことになり、94年までは未上場株で、これは本当に価値があるかどうか分からないという金融資産が、95年以降公開ブームでちゃんとしたお金が付くようになったということになります。

したがってアメリカからすれば、本当にお金に近いものかどうか分からない未公開株がいつでも換金できるお金になったことになります。95年以降、アメリカのお金の世界では、おそらく無から有のような状態が起きたと思います。なぜそういうことが起きたかと言いますと、95年まではアメリカの株式を購入するのはアメリカの貯蓄に限られていたのですが、強いドルは国益政策で世界中の貯蓄がアメリカの株式を

買うようになったので、投資金額が非常に増えたこととなります。

アメリカに入ってくるお金が、94年までと、それ以降で計算すると4倍に増えています。4倍のお金が増えて、それで20倍のレバレッジを掛ければ94年を1とすると95年以降は80倍のお金をアメリカが手にしたこととなります。その結果、手にしたお金が103兆ドルになるわけです。20兆ドル減らしても103兆ドルあります。新興国及び途上国の名目GDPが、さきほど20兆ドルと申し上げたが、一応端数を入れると19.4兆ドルになります。

103兆ドルがすべて直接投資、新興国向けの直接投資に向かうという、ちょっと極端な前提なのですが、近代化に掛かる時間が20年ぐらいとしますと、1年間で5兆ドルの直接投資金額です。これを名目GDPの分母19.4で割ると26%になりますから、設備投資の対GDP比率が26%も上がることとなります。日本は73年に設備投資と公共投資と、あと住宅投資も実は入れているのですが、32%というのがピークでした。先ほど74年がいろいろな意味でピークだったと言いましたが、日本も近代化の一つの指標で見るとピークでした。それ以後、この比率は32%を超えられません。さらにG7の中で比較しても3割を超えたのは日本だけです。

そうしますと、新興国は日本の1973年に到達できるような設備投資をしようと思えばできることとなります。もちろんその国の資本市場の整備とか、法律制度がきちんと整わないとももちろんできないと思いますが、資金面の制約はほとんどなくなったと言えると思います。

今年（2008年）の通商白書によると、1世帯当たりの可処分所得が5000ドル以下だと生存のための消費ぐらしかせいぜいできない。食料品とか、家賃とか、それから少しの衣料ということになると思いますが、5000ドルを超えると耐久消費財が購入できるようになるということです。いま中国が1人当たり2500ドルですから3人家族で7500ドル。1人当たりGDPですから、その中に企業利益も入っていますから7割ぐらいを掛けるとちょうど5000ドルになって、中国がちょうどいま、平均的に1世帯当たり5000ドルラインを超えてきたこととなります。

二極化していますから、半分の6億人がもう5000ドルを超えて耐久消費財ブームになるというわけではないが、相当規模で5000ドルを超えてくる世帯が毎年増えてくる。2000年から2006年に掛けてBRICs4カ国だけで1億人から2億人強に増えているので、この5年間だけでもBRICsで1億人が新たに耐久消費財のところに入

ってきていることとなります。そういう意味では5年ぐらい先進国と新興国が連動して景気停滞したとしても、その後は、先進国はそんなに著しい回復は難しいという想定下で自立的に新興国が発展していくという状況がお金の面からは整ったということになると思います。103兆ドル手にした欧米の投資家から見ますと、何らかのかたちでリターンを獲得しなければならないから、おそらく先進国向け投資よりは新興国向け投資に向かう可能性が高いと思います。

2. 「米“投資銀行”帝国」の破綻

11 ページ目からは、先進国向けの投資はなかなか増えないだろうということを述べたいと思います。理由は一番下のマル・ですが、すでにお金が十分アメリカに入っていないという状況が起きています。

14 ページ（図5）をご覧ください。先ほどアメリカは月間で900億ドルの資本流入があると言いました。住宅価格が二桁になった2004年4月から今年の6月までの月間当たりの平均で計算していますが、毎月910億ドル、外国からアメリカに資本が、これは証券市場に入ってきました。銀行が外銀から資金調達する分は除いてあります。貿易赤字は月間で615億ドルです。収入を生まないで消費してしまうというのが貿易赤字です。残りの294億ドルは、端数があって四捨五入すると294になりますが、米国は対外投資することができました。

外国資本は緑の面グラフになるのですが、3ヵ月間の動きを見ると、今年の7月からアメリカはまったくお金が入ってこない。入ってこないどころかアメリカから外にお金が逃げていくという状況が生じています。アメリカは最低でも600億ドル入らないと、615億ドルの貿易支払い代金を資本市場では調達できないのです。ただし、今年の9月、リーマンショックがあったときには309億ドルもアメリカにお金が入ってきました。これは地域別に見るとイギリスから10億ドル単位で47も入ってきています。

ほかの地域、EU12とか中国、日本もそうですが、みなアメリカから、たとえば米ドル債を売却して日本に戻しているということが起きています。イギリスは背後におそらくサウジアラビアのお金、中東マネーがあると思います。それからカリブ海も約40（10億ドル単位）という数字です。これはアメリカのヘッジファンドがペーパーカンパニーでカリブ海に置いているお金ということになりますが、ペーパー上はアメ

リカにもう一回戻さざるを得なかった。

この2つ、イギリスとカリブ海を足すと 900 億ドルに近い数字になって、この2地域だけで 900 億ドル、資本流入させていますが、それでも全世界からは合計で 300 億ドルしか米国に資本が流入しなかったということです。どうするかというと、米国資本が外国から、さらに日本に持っている株式とか R I E T とか、そういったものを売却して 350 億ドルアメリカに戻しました。合わせてちょうど 600 億ドルになりますので、この証券市場で 300 億ドル流入超と、それから外国から回収した 350 億ドルを合わせて、ちょうど貿易赤字の分を支払うことができたということになります。350 というのは過去最高の回収額です。

アメリカの消費が抑制されて貯蓄率が上がってきているのですが、すぐに貿易赤字が黒字になるわけではないから、ここ最近では必ず 600 億ドル入ってこないと何らかの対策、ほかの証券市場ではない、いわゆる米銀が何とかしなければならないという状況が生じてきます。

900 億ドルを毎月調達しているのですが、うち 600 億ドルは米国債です。今は米国債を 500×12 ヶ月ですから 6000 億ドルは外人が買っていますが、今後米国の財政赤字は 1 兆ドルを超えることになると、財政赤字は 08 年度にくらべて、6000 億ドル増加することになります。今度財政赤字が 1 兆ドルになると、現在のドルレート（1 ドル=95 円）に影響を及ぼさないようにするには外国人投資家が 1 兆 2000 億ドル購入してくれないといけないのです。常に米国債だけでこれだけお金が入ってこないとアメリカは資金繰りが困ってしまう。ところがいまがんばっても月間で 300 億ドルしか米国に資金が入らないですから、おそらくドルが供給超過になってドル安が起きる可能性が高いと思います。

お金が集まらないというのは（図3）と（図4）で簡単に説明します。さきほど、金利のところで、スペインとイタリアの金利が非常に下がって荘園制社会から資本主義に変わったと申し上げたが、そのときに何が起きたかということ、お金が集まらない今のアメリカと似たような状況が起きたのです。それが 1557 年です。（図3）（図4）。一気に 400 年前になってしまうのですが、このとき世界をリードとしていたスペイン帝国に資金繰り破綻が起きました。戦争ばかりして、もうお金がないと言い始めた。

それでヨーロッパの銀行が大打撃を受けて、ドイツのフッガーとか、そういったところが倒産状態になりました。このときに、1557 年に財政破綻宣言をして当時の金

融危機が起きて、ちょっとだけ、2、3ミリ物価が下がっているのですが、これで14年間も物価が低迷しました。不況は17年不況というふうに言われています。この57年を境に17年間の不況です。このときも長い16世紀と言われている時期が150年から200年続いて、そのちょうど真ん中地点で起きています。最初の100年間はスペインとポルトガルがグローバリゼーションをリードして、後半はオランダ、ドイツ、イギリスがグローバリゼーションをリードしていきました。

ちょうど今も前半戦はアメリカがリードしていましたが、先ほどのようにもうお金が集まらないということですから、アメリカが今後もグローバリゼーションをリードしていくことはなかなか難しい。一番お金が国境を自由に越えて動くのがグローバル化だというふうに見ると、アメリカはもともと自国で貯蓄を持っていませんので、外国からお金を取り入れて、そしてまた外国に投資するというのがアメリカのグローバル化ということですから、入ってこないと投資するお金がないということになります。投資するどころか回収しなければいけないことになります。

この7月にアメリカにとってお金が集まらないという時期が生じたのですが、1557年には同じようにスペインにお金が集まらないということで物価が17年間下がったのですが、今年の7月に原油価格が147ドルでピークを付けています。したがって原油というのは、当時、物価は耐久消費財がないから供給制約のある食料品の価格が8倍に上がったのです。今も供給に制約のある原油が20ドルから140ドル、7倍上がって、また50ドルに下がっている。ということは今後5年間経済が低迷するとなると、原油は5年間、この147を抜くことは可能性として少ないということになるだろうと思います。第3段階に入っていくというのは新興国が先進国から自立して成長する過程だと思しますので、また原油価格は今年の147ドルを超えて上がっていく可能性が高いと思います。

物価が1650年にピークを迎え、ここでグローバリゼーションが一応終わりました。終わったというのは、国際秩序が一応安定化したというのが1648年のウエストファリア条約だと言われているから、30年戦争が終わって、ようやく安定しました。なぜ安定したかと言えば、下から3行目、イギリスが今のBRICsで、イタリアが今の日本やアメリカということになると思いますが、1人当たりの生活水準を1人当たりGDPで比較すると、1600年と1700年の間の1640年代の前半に、データは100

年ごとにしか OECD が計算していませんので毎年の GDP は分からないのですが、直線で比例按分しますと 1642 年ぐらいに 1 対 1 になっています。

経済格差がなくなると、国際秩序を安定させないと、先進国だと思っていたイタリア、すなわち、ローマカトリック教会側がここで何とか妥協しないとっと落ちぶれてしまうというか、もっと衰退してしまうので、ここで妥協することになったのだと思います。

今のグローバリゼーションは中国と日本で代表させますと、1 人当たり GDP の格差は、まだ日本を 1 とすると、中国は 0.26、4 分の 1 になります。でも 20 年後に、日本が 1 % で中国が 8 %、単純に伸ばしただけですが、0.99 になります。これは元が 1 ドル 3 元まで強くなるという、これは OECD の購買力平価をそのまま使いました。20 年間の間に、どこかでプラザ合意のようなことが起きるとすると実際に並んでしまいます。そういう意味ではグローバル化というのは、新興国の人たちが豊かになりたいという欲求があるとすれば、アメリカの調子が現在ちょっとおかしくなったとしても、それでグローバル化が終わるわけではないということです。

宗教改革のときも宗教論争だったわけですが、実際にはプロテスタントの人たちの経済的な欲求というのは、ローマ教会が持っている教会の財産を自分たちに寄せせというのが経済的な動機だと言われているので、そういう意味でドイツ、オランダ、イギリスの人たちがローマ帝国の財産を管理していた教会に対して自分たちに与えろということですので、経済的欲求というのは基本的には変わらないのではないかと思います。

3. 米過剰消費の是正プロセス

アメリカの家計がいま抱えている住宅ローンは 10.6 兆ドルあるのですが、所得との比較で見て、どうも過剰に借り入れているのではないかという金額が 3.8 兆ドルもあります。自動車ローンなどを入れると 4.3 兆ドルになります。実はこの過剰借り入れというのは (図 6) どうやって計算したかと言えば、18 ページ目のピンクの線で、これがアメリカの家計の住宅ローン残高を可処分所得で割ったものになります。97 年までは緩やかで、日本とほぼ同じような傾向線で債務が増えていたのですが、住宅価格が 97 年から上がり始めますと債務借り入れが一気に増えるようになりました。

アメリカの場合は 0.6 倍から 1 倍に増えています。日本は水平軸が 1980 年とアメ

リカの 1997 年を重ねてあります。ちょうどトレンドが変わったときを重ね合わせると、偶然 0.6 倍でピークも 1 倍、期間も 10 年です。ほとんど債務に関してはどの国でも 0.6 倍から 1 倍に増えていくと、どうもバブルが崩壊してしまう。イギリスも計算してみると 0.6 から今回 1 倍でした。短期間の間にこれだけ債務を増やすと、もちろん所得で割っていますから上がることも自体が所得で裏付けられていないことになるわけで、いわゆるバランスシートの両建ての拡大ということになっていきます。

この傾向線とアメリカのこのギャップが 3.8 兆ドル、約 4 兆ドルになります。アメリカで 4 兆ドルぐらい生じているということはどういうことか言うと、EU 経済もドイツを除いて、アメリカかそれ以上に住宅価格が上がりました。イギリスはアメリカとまったく同じパターンです。しかもアメリカは 14 兆ドル経済で、ユーロが 15 兆ドル経済ですから、ヨーロッパでもおそらく 4 兆ドルぐらいの過剰借入れがある。ということは、合わせて 8 兆ドルの過剰借入れがあることになります。

先進国 40 兆ドルの経済で、8 兆ドルもの過剰借入れを抱えてしまいました。したがって、とても 1 年でこの 8 兆ドルを回収できるようなことにはならない。インフレになったり、不動産価格が上がっていけば自然に過剰借入れは消えてしまうわけですが、通常バブルが崩壊するときはインフレにはならないわけですから。インフレになるとしても所得が上がらないインフレ、いわゆるスタグフレーション的なインフレになってしまうので、8 兆ドルというのは時間を掛けて解消していくしかない。

その 8 兆ドルというのは欧米合わせてで、アメリカだけで 4 兆ドルになるのですが、どういうテンポで返していくことができるかというのが 19 ページ（図 7）です。4 兆ドル近い過剰借入れのうち、1.4 兆ドルは銀行に不良債権として返さない、銀行に家を返してしまうという形で清算すると、残りの 2 兆 6000 億ドルぐらいを何とかがんばって返していくことになります。その 2 兆 6000 億ドルを捻出するために貯蓄率が毎年 1.5% ずつ上がっていくと、08 年に 3% になり、09 年に 4.5% になり、10 年には 6% になるということで、最終的には 2012 年で、9% に貯蓄率が上がっている。そうすると、この 5 年間で類型すると 2 兆 6000 億ドルが捻出てきます。これでようやく 2 兆 6000 億ドルの過剰借入れを返して、1 兆 4000 億ドルは銀行の不良債権と合わせて 4 兆ドルになるのですが、そのときの成長率がこの数字です。08 年が 0.9、来年が 0.1、そのあとはもうマイナスになっていくということになります。

これは輸出とか設備投資が 2002 年からの景気回復と同じようなテンポで伸びてい

って消費だけ調整するという、最も甘い前提で計算してこの程度です。当然消費が落ちれば設備投資も落ちますし、ヨーロッパも調整をすればアメリカの輸出も落ちるでしょうから、すでに今年からマイナスになり始め、今年の後半からマイナスになって来年もマイナスということになるだろうと思います。

したがってヨーロッパでもほとんど同じことが言えるので、来年だけ3地域そろってマイナス成長と言うよりは、平均して見ると5年間ぐらいどうもあまり調子がよくないということが起きるのではないかと思います。

20 ページ、過剰借入れを返したあと、アメリカはまた世界中からお金を集めて立ち直ることができるか。ただ7.5%まで貯蓄率が上がっていけば、そのときの経常赤字というのは2000億ドルぐらいになりますから、今のように月間で900億ドルも集める必要はもちろんありません。もうちょっと少ない金額で大丈夫ですが、アメリカが5年たったあと、先進国あるいは新興国から見て魅力的な消費市場かどうかということに対してはちょっと疑問があると思います。魅力的な消費市場にはもうならないのではないか、と思います。

理由は、20 ページの一番下の家計のバランスシートが著しく悪化していることにあります。特に2世帯に1世帯、いわゆる下位50%ということになるのですが、そうしたら1200万円、12万ドルを持っていて、その12万ドルのうち82%は借金があります。計算すると985万円でした。約1000万円の借金がありますから、net worth（純資産）は200万円しかないことになります。

今までは200万円しか純資産がなくても負債は1年間で8080億ドルも増加しています。下位9割というのはちょっと変な表現ですが、大半の人が全体で8080億ドル借りて、住宅に投資したり、預貯金を増やしたりして、さらに足りない2540億ドル分というのは消費、すなわち自動車を買ったり生活費に充てるという、いわゆる資産の蓄積に結びついていない額です。+3億人で、だいたい1億世帯で90%ですから0.9で割ると1世帯当たり28万円ぐらいが借入による消費支出になります。金融機関の融資態度が厳しくなってきましたので借入は今後できなくなります。そうすると生活水準を前年並みに維持しようとする、200万円の純資産が徐々に減らしていくことになりますから、28万円ずつ取り崩していくことをしますと、7年ぐらいで純金融資産がなくなってしまう。もちろんバブル期並みの生活水準を維持することは困難でしょうが、所得が不況で減少していくから、実際には純資産200万円自体

を取り崩していくということになると、やはり純金融資産が徐々になくなっていくこととなります。

そうすると、5年後には資産をほとんど持たない人がかなり増えている可能性が高いことになって、そのときに自動車ローンの審査とか住宅ローンの審査で、今のようなサブプライムローンで、甘い審査で貸してくれるということはないと思います。そうすると資産を持っていない人はなかなか消費ができないということになるのではないかと。アメリカで半分の世帯が200万円しか資産を持っていないということですが、日本でも22%の世帯（二人以上の世帯）が日銀の統計では金融資産がゼロという家庭が5世帯に1世帯に上ってきました。単身世帯は30%にも達しています。

日本の場合は借り入れのほうは問わないで、預金残高がゼロかどうかと聞いて22%の人がゼロだと答えているわけですから、日本の場合はすでに債務超過に陥っている人が22%いるということになります。そういう意味では、ここで示した数字はアメリカだけではなくて、先進国でかなり今まで、冒頭で申し上げた資本と国家と国民の間の利害が一致しているというのは、その国の中で中産階級が増えていくことに他ならず、そこでリターンが高くなっていくということだったのですが、今は中産階級が徐々に少なくなってきているということが起きています。それをオバマ大統領がどうやって立て直すかということが課題になってくるだろうと思います。

4. ウォール街からデトロイトの再編へ

次に第4章です。自動車のところはすでにいま新聞等で、GM問題あるいはアメリカの自動車会社の問題ということになっていますが、サブプライムローンもこれから家を失うであろう人が400万人ということなのですが、自動車関連に携わっている人が400万人ということですから、こちらも相当大的な規模ということになります。今までは1640万台体制でしたが、今は2番目のマル・にあるように1050万台しか売れない。600万台もあつという間に需要がなくなりました。

これから過剰借り入れの2兆6000億ドルを返していかなければいけないわけですから、新規のローンはなかなか組めないということになりますと、1000万台を下回ってくる。いま1050万台で自動車メーカーの稼働率は58%しかありません。6割を切っています。これから6割をさらに切って5割台とか、場合によっては5割を下回ってしまうということになると、半分工場を閉鎖しなければいけないということにな

ります。GMだけで25万人の従業員でOBが70万人いるそうです。OBのひと70万人の家族も含めて医療年金も保障しているということですから、半分リストラして12万人体制になると、いま1台当たり日本の車に比べて10数万円割高になっているのですが、半分にしますと20数万円割高になってしまいますので、GMの再編というのは年金問題と直接関わってくるということになります。

そういう意味で、ヒラリーさんが言っていたような国民皆保険制度を導入するということと一緒にしないと、GMあるいは自動車会社の救済はうまくいかないことになります。そうなる国民皆保険を制度化するのに数ヶ月や1年以内ではできないわけですから、この1年間あるいは2年間は何とか政府が救済する。救済してもおそらく1年、2年では業績はよくなるということになりますから、また80年代のようになる。23ページ、1000万台を切った81年から83年のときも実はビック3の稼働率は58%で、今と同じです。しかも3年続きました。そしてクライスラーを政府が救済。そのあとレーガン大統領が、自動車を買うと確か加速度償却で、自動車購入に対してインセンティブを与えるということになって、自動車販売台数が増えて、なおかつ自主規制という名の下の保護貿易のようなことをやってアメリカの会社が立ち直りました。

今回、同じような自動車減税、加速度償却をやって、レーガン大統領のときのような大型減税をやって、なおかつ数量規制も含めてということがあれば、またビック3が立ち直ると思いますが、そうでないとやはり政府救済をしてもなかなかうまくいかないということになって、また救済費用が掛かってしまうということになる。それはまたアメリカの財政赤字の問題になって、結局アメリカの金融と経済を立て直すには1兆ドルから2兆ドルの国債発行が今年も来年も必要ということになり、誰がそれをファイナンスするかという問題にたどり着いてくることになると思います。

中国は景気対策が2年間で57兆円。中国のGDPの合計16%ですから1年間で8%。「真水」だけではないと言われていきますから、仮に日本の90年代のように半分が真水だとしますと、GDPを1年間で4%押し上げる。9だったものが、放っておいたら5%になっても、また9%に戻せるという対策だと思いますが、57兆円も中国で公共投資をするということは、中国はおそらく「アメリカの国債は買う余裕がありません」ということになると思います。そうすると1兆ドルを超えるところは日本とサウジだけで、対応できるのかということになります。

日本は03年に30兆円、ドル買い介入をしたので、ゼロ金利、量的緩和をして30兆円の当座・準備を積み上げていけば30兆円ぐらいは介入できるかもしれません。アメリカがまた魅力的な市場に戻るという前提があれば、それはそれで日本にとってもプラスだと思いますが、なかなか今回はドル買い介入をしてアメリカの市場が魅力的になるわけではないということだと思いますので、非常に今後ドル問題というのは大きな課題になってくるのではないかと思います。

5. 「日本“輸出”株式会社」の課題

最後に5. と6. で日本の課題についてご紹介したいと思います。「アメリカが安い金利でお金を調達して高いリターン」を実現していたように、日本は「安く原材料を仕入れて加工品を高く売る」という経済構造の上に成り立っていました。すでに原油価格が30ドルから50ドルに上がって交易条件は非常に悪くなりました。販売数量、輸出数量でカバーしていたのですが、今年の夏以降、輸出数量がマイナスになってきました。

27 ページ、交易条件と稼働率指数。稼働率は輸出数量とおおむね連動しますので、交易条件と稼働率を掛けたものが収益環境指数。これは内閣府の以前は景気動向指数の中に入っていました。収益環境指数が青い線、赤い線が日本企業の営業利益です。単位当たりの粗利益が交易条件で販売数量が稼働率だとすると、ほぼ同じように動くこととなります。

最近、原油が下がってきて交易条件が少し改善しています。ただ改善していると言っても、少しだけ改善しているだけです。2002年からこれだけ落ちてきて、改善していると言ってもこの程度ですので、まだまだ改善しているというふうには言えないと思います。一方、輸出数量がマイナスになってきましたので、結局掛け算をした数字は相変わらずマイナス。第3- 四半期もさらにマイナス幅が拡大しています。第4- 四半期がどうなるかということですが、アメリカの自動車販売台数が1000万台を切ってくるようなことが起きると、収益環境指数はさらに下に向いて、2割の減益が3割の減益の方向に向かっていきます。

すでに輸出が10月も落ちてきています。10- 12の10月だけですけれども。純輸出の寄与度だけで日本のGDPはマイナス4%ぐらい足を引っ張っています。年率換算で4%減です。ですから輸出以外のところがおおむねゼロ成長だったとしても、今

度4%マイナスというような数字が出てきてもおかしくないぐらい、いまマイナス幅が非常に大きくなってきています。

レジメの24ページに戻ります。交易条件のところは、原油価格が下がっても、まだ農産物などは原油と同じように3分の1になっているわけではありませんので、なかなか輸入物価が思ったように下がっていません。そうすると日本として何ができるかと言うと、一つは輸出面で、販売数量を先進国ではなく新興国のほうに移していく。それは中国でちょうど1世帯当たり5000ドルになってきました。それからアジアでジャパंकールのトレンドが起きていますから、日本のライフスタイルにあこがれている人が多いということです。

「通商白書」では、新興国でいま5億人しか中産階級はいないわけですが、あと30年たつと15億人に増えると言われていています。OECDに加盟している先進国はいま10億人弱です。400年掛かって10億人が豊かな生活になったのですが、これから30年で、もちろん2万ドルとか3万ドルにはまだ達しないのですが、1万1000ドルから1万7000ドルぐらいの規模になる人がプラス10億人増えるということです。ですからそういう意味では販売先をシフトしていくことが重要になってくるのではないかと思います。

為替についても、たとえば資源はドルで買っていますから、本当は円高がプラスです。アジア通貨に対しては、まだ短期的にはドルと円の関係でアジア通貨がドルとリンクしているでしょうから、円高になってしましますが、5年後にはアジア通貨は円より強くなっていると思います。そうしますとアジア通貨に対しては円安になります。資源は円高・ドル高で安く買い、アジア通貨に対しては円安になるという、非常に望ましい組み合わせが実現できるのではないかと思います。

ただ介入などをしますと、円安・ドル高になってなかなか資源を安く買えないということになって、短期的にはアメリカの国際金融システムを何とかしなければいけないというのは、それはその通りですから、ある程度円が安くなるということが起きるのですが、中長期的にはドルに対しては円高、アジア通貨に対しては安くなるという組み合わせが望ましいと思います。

6. 世界の株価・為替パフォーマンス

あと2点グラフを紹介します。一つ目は28ページです。そうやって初めて日経平

均株価とニューヨークダウとの連動性が離れてくる。日経平均をドル建てに換算すると去年の7月から現在までほとんど、昨日のニューヨーク市場、シカゴの為替を見れば、掛け算をして今日の日経平均が分かるような状況になっています。実際にドル建て平均株価では43%下落、アメリカが40%下落です。縦軸の目盛りが違うのですが下落率もほぼ同じになります。

先ほどのような構造に変えていくと、今度は元建て日経平均と上海総合株式数が同じになるということがたぶん起きて、そのときは上海株が上がっている。上がらないとももちろん困るのですが、そうなっている可能性が高い。

2番目の申し上げたい点は31ページです。よく「大恐慌再来」というようなことが言われていますが、実体経済では名目GDPが半減したり、失業率が25%になったりという意味ではまったくないと思います。株価から見ると、あるいは先ほどの過剰債務を8兆ドルも抱えているというようなことを見ますと、実体経済は政策の失敗で急に悪くなることはないのかもしれませんが、やはり時間が掛かるということ、この日経平均株価は示唆しているのではないかと思います。

これはニューヨークダウの30年代と90年代の日本を重ね合わせたものです。ピークは1989年と1929年ですから60年ずれています、ここの41ドルまで下がったのは政策の失敗です。スムート・ホーリー法と、それから金本位制を維持するためのドル防衛の利上げで9分の1まで株価が下がってしまいました。そのあとの状況はほとんど同じように推移しているわけですが、最近このように乖離が目立っています。1950年代というのは戦後のあとのヨーロッパの復興とか、そういうことで上がっていきました。ということは、今度はアジアの台頭があるとニューヨークダウのように上がっていくということになります。現時点からすぐにアジアの復興ではなくて、実体経済で5年ぐらい掛かるとすると、株価はその1年か2年前というところ3年間ぐらいはちょっと厳しい状況ではないかと考えています。

私からのご報告は以上です。ご清聴ありがとうございました。

【質疑応答】

(鈴木・メルシャン) アメリカの自動車産業が大変な打撃を受けていることへの救済策として、特に日本の車の輸出に対して何らかの措置を取るのではないかとこの考え方に対して、どうお考えかということ。

もしそういうことがあった場合に、日本としてどうしたらいいかということについて、先生は新興国があるではないかというお説です。それも確かだと思いますが、自動車を中心として新興国への輸出がアメリカへの輸出の減となるには少々タイムラグがあるのではないかと。そのタイムラグを埋めるにはどうしても日本の内需を振興しないと日本経済は無理なのではないかと思うのですが、そのことにはあまりお触れになりませんでした。

日本の内需を振興するためには 1500 兆円ある日本の個人金融資産をもっと活用することを何らかの方法で考える必要があるのではないかと。日本の財政赤字というのは、国はマイナスだが国民は 1500 兆持っているわけですから、それを頭に入れてやるということ。財政出動と言うと、すぐ田舎に道をつくったり、そういうバカなことをするので、使い方は大いに考えなければいけないけれども、内需の振興という、そのへんのセットを考えないと新興国だけに頼っても無理ではないか。それとアメリカが日本からの輸入に対してかなり厳しく出ざるを得ないのではないかと。これらの点についてお伺いしたい。

(水野) 最初のアメリカの自動車産業の救済策について、民主党政権だとちょっと保護貿易的な心配はあると思います。共和党政権のときでしたら、自動車会社の人などにお伺いすると、もう日本の自動車会社はアメリカ雇用を生んでいるのだから、そういう心配はないとおっしゃっているのですが、今回の選挙ではそうは言っていないと思うのです。オバマさんに投票してくれた人の期待に応えなければいけないと思いますので、そういう意味では自主規制という名の、(本当は自主規制ではなかったのですが) 数量制限というのはあるのではないかと思います。

そういう意味では、日本からするとアメリカ政府が救済してくれたほうが本当は望ましくないということだと思います。しかし日本の事情は通らないでしょうから、救済をして、形の上で自主規制という名の輸出数量までは行かざるを得ない。そうしないと、救済だけしたのではアメリカの自動車会社は立ち直らないと思います。その懸念は十分あるのではないかと思います。

2番目の、日本にとってどうしたらいいかというのはご指摘の通りで、内需のところには私はまったく触れなかったのですが、利益率とかいろいろな点を考えれば、まだまだ5年先からすぐにアメリカで得られたような利益を得られるわけではないと思

いますので、そういう意味ではこの5年間の間に内需振興策は必要になってくると思います。そのときに制約が、財政赤字があるでしょうから、ばらまきのものはあまり効果がないと。そういう意味で、将来に役立つようなということになるのでしょうか、環境とか医療とか、教育といった、日本の産業構造をうまく変えていけるような、あるいは中小企業の方が外国へ進出しやすいようなこと。例えば中小企業に対する政府系金融機関の融資でも、外国に出て行くのだったら信用保証しましょうとか、そういうようなことにお金を使っていくべきではないかと思います。

それから個人金融資産については、日本の家計のマインドがリスクを取らない。これはどうしてか。90年代までに言われたことは金融資産（預金）と実物資産（土地）ということでした。土地はリスクがあるんだと言われていて、リスクの高い土地と最も安全な現預金をてんびんの左右に掛けて、真ん中でバランスを取っていたのだという解釈でした。しかし地価が下がって低いところまで来たのに、いっこうに金融資産（預金）のほうでリスクを取ることもしないということでしょうから、結局、日本はアメリカと違って、資産についてはほとんどバランスでリスクを取らないんです。常に安全なものという選好があるのではないかと思います。

そうするとリスクを取ることが嫌いな人にどうやってリスクを取ってもらうかというのはなかなか難しい。証券会社だから言うのではないですが、手前味噌になってはいけませんが、マル優の逆のような、証券市場に投資すればマル優のような優遇があるというので、ちょうどそれで中立になるのではないかと思います。

それでも今のような状況ですと、優遇してもまた株が今のように7000、8000円台でやはり損をしたじゃないかということになって、また結局リスクを取らないことになりかねないと思います。やはり1500兆円というのは、なかなかリスクを取れと言って、優遇してリスクを取ってみたらまた下がってしまったという、そういうリスクがまだあると思います。ですから本来ならばリスクを取ることが大好きな外人のお金を日本に入れて、日本人はそんなに自分でリスクを取らなくても外人がリスクを取った恩恵で一緒に上がっていくのがよかったのですが、その機会を逸してしまいましたので、やはり自分でリスクを取って上げるしかないということだと思います。

(小峰・法政大学) ありがとうございます。水野さんのお話は大変スケールが大きくてコメントがなかなか難しいのですが、グローバリゼーションと資本主義の1.0

から 2.0 への関係について一言。資本主義が 2.0 になって、資本の利害と国民の利害が違う方向になる可能性が出てきたということですが、私の理解ではグローバリゼーションというのは本来そういうものです。つまり企業が国境を越えて、資本も国境を越えますから、企業の利害が必ずしも国民経済の利害とは一致しないことになります。だからグローバリゼーションの流れが続くのだとすれば、この関係を修復するのは不可能ではないかというのが私の理解です。そうすると資本主義 2.0 はそのまま行かざるを得ないことになるのではないかと思うのですが、その点はどうでしょうか。

(水野) 私もまったくそう思っています。グローバリゼーションが続く限りは修復は難しいと思います。グローバリゼーションがある程度落ち着けば、もうどこに投資しても同じようになると、20年、30年後にようやくもう一回修復ができるかなと思います。その間はどしたらいいんでしょうかね。ほとんど利害が一致しないという状況ですから民主主義も大変だなと。

(佐久間・三菱東京UFJ銀行) 2つほど。お話の最初の項に、これから先は金融と実物のバランスが回復する長い時代に入るということでしたが、私は案外金融のほうが、実体経済が少しよくなれば、またすぐ伸び始めることもあるのではないかと考えています。なぜかと言えば、先進国の年金という大きな資金のプールの high yield を求めてのリスク・テイクのデマンドは非常に強い。あと途上国まで含めて考えても、人口動態的に、フローのインカム以上に年金の支出のほうが、先進国が今の途上国ぐらゐの成長段階にあったときと比べると、非常にそういうプレッシャーは強いのではないかと考えています。それから考えると、少し景気がよくなれば金融のほうがまたそのリスクを取らざるを得ないということが早めに起きるのではないか。この点が一つ。

もう一つは、最後のニューヨークダウの1930年のときとの比較の図で、ダウが結局、ニューディール政策とか、第二次世界大戦で徹底的に破壊されたヨーロッパのストックの復興や、あと朝鮮戦争もあったのですが、そういう世界中の需要に対して供給側がアメリカ中心で、それでようやく25年掛かって大恐慌の前のピークを回復した。日本の現状を見ますと、これからアジアとか途上国の台頭に依存せざるを得ないとおっしゃったのですが、それに日本だけではなくてアメリカもヨーロッパも乗っか

ってくるということを考えると、今の日本の状況の悪さは大恐慌のときの比ではないのかなと。25年たって大恐慌は元に戻ったのですが、日本はもっと掛かるのかなと悲観的にならざるを得ないのですが、そのへんはどうでしょうか。

(水野) 最初の点はおそらく、新しい金融技術革新が出てくれば、また金融経済が大きくなるというのは十分あると思います。アメリカは住宅の価格が20兆ドルで住宅ローンが10兆ドル。2001年のときには株式が下がって、10兆ドルぐらい株価がダメになったときに20兆ドルの住宅市場ができたということでしょうから、次にまた金融技術革新があるときに、20兆ドルよりもっと大きな規模の市場があつて、そこで金融技術革新が起きればまた新しいバブルが起きるかなと思います。

それから住宅と株価でやって、それ以上に大きいのは何があるかなと思うのです。ただ株が、インターネット・バブルが崩壊したときにもう何もないかなと思ったら、動かない住宅を動くようになったということですから、想像もつかないようなことがあれば、キャピタルゲインのほうがうんと効率がいいでしょうから、そういう動きが出てくる可能性はあると思います。今の段階で20兆ドルより大きい規模が何かなというのが問題だと思います。

2番目はご指摘の通りです。結局、第二次世界大戦と朝鮮戦争の2つの戦争でアメリカが29年の大恐慌から抜けたわけですが、今回はそんなことはない。百年に一度とグリーンSPANが言ったのは大恐慌より厳しいという意味が言外にあると思いますので、ご指摘の通りだと思います。

(笹尾・日揮) 非常に大きな構造として、アメリカの過剰消費が近年世界を引っ張ってきたという大構造があると思うのですが、その中で、いまアメリカ型の金融モデルがこうなると、日本型の輸出タイプもダメだよというあたりのメカニズムは非常によく理解できました。それでも新興国側が一応台頭するだろうと。そのメカニズムがいま一つ分からないと言いますか、アメリカがこけると新興国もこけるというイメージもあるのですが、そのへんはどういうメカニズムで新興国が台頭すると思われているのでしょうか。

(水野) 基本的に私が考えているのは「収斂仮説」です。収斂仮説というのは、

所得水準の低い国は高い成長をするということです。それは今の先進国、すなわちアメリカ、オーストラリア、カナダといった国は200年ぐらい前に所得水準が低くて、当時生活水準が高いイギリスとかオランダに比べて高い成長をして結局、先進国に追い付いていく。そのときに、低い所得水準の国に収斂仮説が成り立つ前提条件が3つぐらいあります。貯蓄がある程度蓄積されていること、初等教育の充実、所有権の確立です。資本主義でないと所有権が確立しないから、冷戦以前の時代にあっては中国、ロシアなど今でいう新興国ではなかなか3つの条件はそろいません。グローバル経済の前は自国で貯蓄がないとテイクオフできなかったということがありましたが、いまグローバル化すると自国で貯蓄がなくても外国からお金が入ってきて、あと初等教育があるかどうかはその国の条件だと思います。

そして共産主義を取っている国がなくなったということになると、あとは初等教育のレベルが高いということクリアしていけば収斂仮説が成り立つような状況が、このグローバル化でできたと思います。それで世帯当たり5000ドルの国が1万7000ドルから2万ドルに向けて上昇していく状況が整ったのではないかと思います。それは18世紀のアメリカ独立戦争のときもそうでしたし、16世紀のオランダやイギリスが低水準からイタリアに追い付いていくときもほとんど同じように収斂仮説で説明できますので、今度はBRICsに代表される新興国が近代化のプロセスに入るかなというふうに思っています。

[了]