

金融危機下の米・日経済をどう見るか

クレディ・スイス証券株式会社

マネージング ディレクター チーフ・エコノミスト 白川 浩道氏

総合研究開発機構 (NIRA) 会長 牛尾 治朗

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤 元重

金融危機をどう認識するか

伊藤 サブプライム・ローンに端を発して、今、世界的な金融危機が進行中です。まず、この金融危機の現状を白川さんはどう認識されるか、お聞かせいただけますか。

白川 今回の金融危機のポイントは、サブプライム・ローンという、デフォルトする可能性が高いものをたくさん組み込んだ証券化商品 (CDO) を金融機関自らが開発して、金融界で流通させ、かつ自らも保有してきた点だと考えています。この証券化商品の価値が急激に下がっている。言いかえれば、下がった時価での評価をせざるを得ないという状況になっているということです。その結果、金融機関は大きな資本不足に陥っています。資本不足を背景に、インターバンクの市場を始めとして、至るところで流動性不足が起きている、お互いにおカネの融通ができなくなっています。

私は、今回の金融危機については、「住宅バブルの崩壊」という側面もありますが、むしろ「金融バブルの崩壊」だと捉えています。ですから、私は今回の金融危機について「住宅バブル崩壊」という言い方はせず、「住宅・金融バブル崩壊」と言っています。金融機関

が証券化という手法を用いることにより、金融機関が引き起こしたバブルが崩壊しているという理解で、今回の金融危機を捉えているということです。サブプライム・ローンといういわば無価値の債権を、自らが運営する SIV (ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル) と呼ばれるファンドを用いて証券化し、しかも投資資金の一部を金融機関も含めた他の投資家から調達することによりレバレッジ(注1)を高め、あたかも価値があるもののように流通させてきたわけです。つまりは、金融機関に倫理感が欠如していたものと認識しています。

伊藤 なるほど。金融機関が証券化という手法を用いてサブプライム・ローン債権の流通性を高めたことが、バブルを引き起こす大きな要因になったということですね。ところで、最近の話題としてリーマン・ブラザーズ証券の破綻については、どのようにお考えですか。

白川 リーマン・ブラザーズ証券は、いわゆる CDO といわれる証券化商品を非常に多く持っていたことが直接的な要因だと考えられます。リーマン・ブラザーズ証券の CDO の保有額が多額であると分かると、金融機関からの資金調達が難しい状況となった。いわゆるカウンターパーティ・リスクを市場が



白川 浩道氏

クレディ・スイス証券株式会社

マネージング ディレクター

チーフ・エコノミスト

認識し、その結果リクイディティ（流動性）が失われた。

伊藤 金融機関が見放したというわけですか。

白川 そうです。誰もおカネを出さなくなりました。ベアスターンズ証券のケースも同じだと思いますが、やはり大きいのは、最後はリクイディティです。ソルベンシー（支払能力）を疑われ、カウンターパーティ・リスクを市場が意識した結果、リクイディティが失われるという典型的なパターンだと思います。

時価会計基準がもたらした事態

伊藤 先ほど、金融機関が保有する証券化商品に対して、“下がった時価での評価をせざるを得ない”と言われましたが、この点についてご説明いただけますか。

白川 サブプライム・ローン債権等が組み込まれている証券化商品について、アメリカ金融機関は今、100 の簿価に対して 10 か 20 で評価しています。これはやはり行き過ぎだと考えています。現在、アメリカ金融機関は

アメリカ財務会計基準に従い、証券化商品の流動性を加味した非常に厳しい時価評価額を採用しています。つまりは、流動性のないものは全てゼロで評価しています。サブプライム・ローン債権がデフォルトしていても、実際に家は建っているわけですから、清算価値で言えばそこまで極端な数字にはならない。クレジットリスクだけ勘案すれば 50、60 だよいいのではないのでしょうか。

ただし、最近になり、この時価会計基準を緩和すべきだという動きがアメリカ国内で出てきています。フェアバリュー（公正価値）・メジャーメントと言いますが、価格がつかない流動性のないものについては、理論値で評価すべきだと。今回の 7,000 億ドルにも及ぶアメリカ政府の金融機関の不良債権買取による金融支援に関しても、バーナンキFRB議長は理論値（フェアバリュー）で行うと言っています。そうすると、金融機関が 10、20 で評価したものを、アメリカ政府は 50、60 で買い取るわけですから、金融機関にとっては評価益が発生し、資本に対するインパクトも大きなものとなります。当然、批判もあるでしょうが、金融危機の現状を考えれば、私は会計基準をこのように変えざるを得ないのではないかと考えています。

伊藤 今、言われたことは、要するに現在のアメリカの時価会計制度が行き過ぎてしまって、時価評価損益が過大に振れてしまう。だから、最も話題になっているCDOや不動産をベースにした証券なども、流動性よりもむしろキャッシュフローを評価した形で見たほうがよいということですね。

白川 その通りです。例えばBOE（バンク・オブ・イングランド）は、本年6月に発刊したレポートで、「IMF（国際通貨基金）はサブプライム・ローンを中心とした世界の

金融機関の損失が140兆円、1兆4000億ドルにも上がるというが、これはナンセンスである」と言っています。これはCDOに入っているモーゲージが将来のある時点で破綻する確率は理論的に算出でき、そこから逆算して理論上の評価損はIMFが想定している評価損の3分の1ぐらいしかないはずである、という指摘です。アメリカ流に言えば売りたいでも買い手が見つからない場合には、極限的には無価値で評価することになるわけですが、やり過ぎだということです。世界的に証券化商品の会計基準を見直すべきだという機運があるため、ヨーロッパの金融機関はアメリカの財務会計基準を採用せず、様子をみている状況です。

伊藤 つまりは、ヨーロッパの金融機関は、アメリカほど厳しい時価会計基準を採用していないということですね。

白川 そうです。世界的に会計基準が変わるであろうという読みがあって、まだ採用していません。ですから逆に、ヨーロッパの金融機関の方が相対的にリスクが顕在化していないと言えるのではないのでしょうか。小さな銀行は破綻し、投資家は痛手を被っていますが。

日銀のドル買い介入と住宅バブル

牛尾 アメリカの住宅価格の下落については、どのようにお考えでしょうか。現時点で大都市圏においてはピーク比で2割程度下落していると言われていますが。

伊藤 地方都市においては、大都市と比較し、下落幅は緩やかであると言われています。

白川 地方都市は緩やかです。住宅価格の下落規模自体は、日本のバブル崩壊時とは比べものにならないほど小さいと私は思ってい



牛尾 治朗

NIRA 会長

ます。日本では不動産バブルの崩壊により住宅地の価値が700兆円ほど縮小しました。GDPの約1.5倍です。今回のアメリカでは、住宅価格が現時点でピーク比2割下落しており、約500兆円、5兆ドルほど住宅価値が縮小していますが、これはアメリカのGDPの0.4倍です。従って、日本と比較した場合、アメリカにおける資産デフレのマグニチュードは4分の1程度にすぎません。ただし、証券化という手法により、世界中の金融機関にマイナスの影響が波及している点が、日本のバブルとは大きく異なると認識しています。

牛尾 1965年ぐらいからのアメリカの住宅価格というのは、実に適切に値上がりしてきました。当時、アメリカに勤務した人は、赴任時に家を買って、10年ぐらいたって帰るときには、ちょうどその期間の家賃分を上乗せして売却できました。つまりは、売却時にはほぼ居住期間の家賃分だけ住宅価格が上昇しているというわけです。アメリカの住宅市場というのは、上手にできているなと思ったものです。そういった意味では、アメリカというのは住宅資本主義だと言えました。今回は、住宅価格上昇過程における最後の数年で

これまでの巡行速度と比べて過剰に住宅価格が上昇したことが失敗であって、住宅価格が巡行速度上の価格に落ち着けば、アメリカには常に年間で 200 万人や 300 万人の移民が入ってくるわけですから、健全な住宅市況を取り戻すことができるのではないのでしょうか。

白川 そう思います。過去 30 年間で、住宅価格は平均で 6% 程度上昇していました。当時の名目 GDP の伸び率とほぼ同程度でした。

牛尾 非常に適切な上昇率だと思います。

白川 ただし、住宅価格上昇過程における最後の 2～3 年は恐らく 2 桁を超える上昇率となりました。

伊藤 その要因をどのようにお考えでしょうか。

白川 私は、世界的な金融緩和の行き過ぎが最大の要因だと思っています。特に日本による 2003 年から 2004 年初めにかけての約 30 兆円以上にも及ぶ大量の米ドル買い介入は問題であったと考えています。米ドル買い介入により、日本からアメリカに過剰な流動性が供給されたため、米国の金融市場が過度に緩和的になったことがサブプライム・ローン問題を大きなものにしたのではないのでしょうか。「市場のグローバル化の進展の下で、日本の金融政策が海外に金融バブルを発生させるのではないか」というテーマで今、研究に取り組んでいるところです。当面はリスクに対する厳しい見方が続くでしょうから、日本のおカネが海外へ急激に流れていくことはあまりありませんが、また日銀がゼロ金利政策に逆戻りするようなことがあれば、再び日本から海外に過剰な流動性を供給する事態となります。これは懸念されることです。

牛尾 今、日銀がアメリカに米ドルを大量供

給していることについては、どのようにお考えでしょうか。

白川 今のように、金融システムに問題が起きている時にはやむを得ない部分もあると思います。ただ、その効果はほとんど期待できないと考えます。つまり、市場には資金が不足しているのではなく、市場は資金を出す相手の信用度に対して懐疑的になっているのです。手元に資金があっても、怖くて他の金融機関に融通できないのです。ですから、むしろ、日銀が問題のある金融機関に直接的に資金供給することの方が有効であるのだと考えます。

牛尾 その通りですね。

伊藤 ただ、金融機関相互の疑心暗鬼の中で、流動性が確保できなければ、市場の短期金利は急騰してしまうのではないのでしょうか。もちろん本質的な解決策とはならないものと考えますが。

白川 その通りです。昨今の、米ドル LIBOR（注 2）の急上昇を見ても、流動性確保の観点からみて、マーケットへの資金供給は一次的にはやむを得ないものと考えます。ただし、改善の状況を見極め、適正な時期に資金供給を終了させる舵取りが、日銀に求められているのではないのでしょうか。

投資銀行ビジネスの今後

伊藤 このような状況下において、今後の投資銀行ビジネスについて、どのようにお考えでしょうか。ゴールドマンサックス証券とモルガン・スタンレー証券は銀行持ち株会社に移行しましたが。

白川 1 つ言えることは、過去数年隆盛を極めた証券化ビジネスは縮小していく可能性が高いということです。オーソドックスな部

分は残るかもしれませんが、投機性があるものは大きく縮小してしまうのではないかと思います。

牛尾 現物の貨幣と将来の貨幣間のリスクに着目した、いわゆる金融派生商品と呼ばれるデリバティブ取引も相当制限されるとお考えですか。

白川 デリバティブ取引とか、デリバティブ取引を組み込んだ商品も、今後はその取扱において難しい部分が出てくるのではないのでしょうか。本来、金融業の付加価値生産は新たなリスクを取ることから生まれます。これは多くの一般企業と同じです。何がしかのリスクを取って新しい商品を開発しながら、新たな収益機会をみつけていくわけです。しかし、今回、残念なことに、サブプライム・ローンの取扱において金融機関は倫理基準を超えたようなことを行ってしまった。その結果、当局の規制や監督は格段に厳しくなるものと考えられます。そうするとやはり、投資銀行ビジネスそのものが、かなり制約を受けざるを得なくなると思うわけです。

伊藤 なるほど。ただ、読者の方に誤解を与えるといけないのですが、縮小せざるを得ない部分は、プロの方から見たときの証券化ビジネスであって、テクニカルな手法を用いた投機性の強いものではないのでしょうか。証券化ビジネスの利点というのは、特に不動産に対してリスクの社会的分散を可能にすることであり、実体的な経済ビジネスとしての不動産投資を進める上で、大きな役割を担ってきました。社会的リスク分散という点において、ある種のしっかりとしたルールの下で、行き過ぎたことをやらないように規制するという意味では、証券化ビジネスは重要だと思います。

白川 その通りだと思います。おっしゃるよ



伊藤 元重
NIRA 理事長

うな証券化のコアのビジネスは当然残っていくとは思いますが、しかし、ウォールストリートというもののイメージは変わってくるでしょう。要するに、企業金融の根幹をなす預金業務や貸出業務といった根源的なビジネスは当然残るでしょうし、リスク分散としての証券化ビジネスも残るでしょうけれど、収益性の観点からみれば、それだけではやはり厳しいと言わざるを得ません。

金融業界の今後

伊藤 投資銀行ビジネスの縮小に伴い、金融機関は今後どのようなビジネスに目を向けていくとお考えでしょうか。

白川 今後は、「ウェルス・マネジメント」と言われている、いわゆる個人富裕層向けのビジネスが増えていくのではないのでしょうか。世界的にみて、日本人が持つ膨大な貯蓄もターゲットになるでしょう。

牛尾 いわゆるプライベート・バンキング業務ということですね。

白川 そうです。やはり、日本人の高貯蓄率に着目し、外資系金融機関が参入してくるわけですから、その意味では日本の銀行は、従

来と比較し、より厳しい競争環境に置かれるものと思います。

牛尾 今、どちらかという恵まれた会社を退職して、1,000万円を超える退職金を受け取り、退職後も嘱託社員やシニア社員として生活に困らない程度の収入を受け取れるような人が、日本には相応にいるのではないのでしょうか。このような人々が、自分のおカネをどうやって運用したらよいかと悩んでいるケースがあるわけです。この人々を対象としたプライベート・バンキングが無いのです。対象は、金融資産保有額が1桁上の階層になってしまう。今、日本の貯金で一番眠っているのは、まさにこの階層だと思うのです。これら人々が耳を傾けるような、資産とおカネの有効利用のコンサルティングができれば、日本の過剰貯蓄を少しでも是正することもできるのではないのでしょうか。

白川 現時点では、外資系金融機関がいわゆる富裕層ビジネスの対象とするのは金融資産額を億単位で保有する階層です。この間口を広げますと、対応するセールスマンの数を大きく増やさなければならないなどの課題が出てきます。逆に言えば、保有資産を億円単位で区切ることによって、よりきめ細かいサービスを提供することが可能になります。例えば、1人のお客さんにピタッとくっついて、資産運用、保険の世話、相続税の対策、旅行の予約など広くサービスを提供するのです。

牛尾 そのようなことまでするのですか。

白川 そうです。保有資産を例えば2億円で区切れば、そのようなサービスを提供することも可能となります。

伊藤 投資銀行ビジネスを行っていた人々を、いわゆる「ウエルス・マネジメントビジネス」に移すことは可能なのでしょうか。

白川 可能だとは思いますが、ビジネスモデルはまるで違います。同じ金融の中でも、ウエルス・マネジメントというのは人的折衝という部分において、投資銀行ビジネスとは異なるテクニックを要するわけです。そのような人員の配置転換がもし可能ならば、まさに牛尾会長が言われたように、1000万円の階層まで間口を広げることでもできるでしょうし、それは相当効果があるものと思われま。ただし、人的面で大きなイノベーションが必要になることを考えておく必要があります。

金融ビジネスは新興市場国に向かうか

伊藤 今後の金融機関のあり方という観点から、あえて一つ違う議論をしたいと思えます。81年、82年には南アメリカのデフォルトに伴う金融危機がありました。また、その前の70年代は、オイルショックに端を発した国際金融市場危機に見舞われましたが、先進国の間でのユーロボンドマーケットの急速的な発展や、スワップ等の金融派生商品の活用により金融危機をたくましく乗り切ったものでした。確かに現状の金融危機を省みると、今の金融機関は反省すべきところがあるのでしょうか。実は2年か3年経ってみると、たくましく、かつしたたかに新しいビジネスモデルを創出させることもあり得るのではないかと考えられます。ただ、その際には、もちろん倫理観だとか、様々なことが問題になってくるとは思います。今回の金融危機を経て、これから2年後、3年後にどのような形で金融機関が再興してくるのか、興味深いところです。

白川 そういう意味では、未開拓の新興市場国、具体的にはアフリカ等にどれだけ参入できるのかという点が、アメリカやヨーロッパ

の金融機関にとってのポイントになると思います。

牛尾 特にアフリカは貧富の差が激しいですからね。富裕層は、日本のへの観光旅行で平均 40~50 万円のお土産を買って帰るので。

白川 アフリカはやはり、今後焦点になると思います。例えば、当社でも、インドや中国における、拠点の拡大については、一巡した感があります。これからは、アフリカ、ロシア、中東地域の開拓に目を向けていくことになるでしょう。

伊藤 具体的には、アフリカのどのような国でしょうか。

白川 アフリカの北と南の部分の国です。南で言えば南アフリカ、北で言えばモロッコ、ナイジェリア、エジプト等が考えられます。真ん中のあたりは開発途上ですぐにビジネスが拡大するというわけではないでしょう。

伊藤 アフリカでは、どのようなビジネス展開が考えられますか。

白川 まずは、地場の中小企業にファイナンスを提供し、経済成長を手助けすることです。そうすれば、次の段階では、個人の所得水準が上昇します。そうしたら、消費者金融ビジネスを展開していく、ということではないでしょうか。

米国経済の行方:成長率・消費構造・雇用

伊藤 アメリカ経済の今後の行方についてはどのようにお考えでしょうか。

白川 アメリカ経済については、短期的にリセッションに入るのかどうかという議論ではもうなくなってしまっているのではないのでしょうか。どれぐらいの低成長がどれぐらい長く続くのかということが焦点になると

思いますし、それは当然、世界経済についても同様だと思います。アメリカが世界最大の赤字国ですから、世界経済の成長エンジンであることは間違いないと思います。世界成長率は、5%であれば好調で、4%であれば普通で、3%になると厳しいというところだと思いますが、3%と4%の間を行き来するような状態が数年間続く可能性が結構高いのではないかと考えています。

伊藤 しかしそれは、バブルを招く急激な上昇ではないという点で、過去 20~30 年を見れば悪い話ではないとも思えますが。

白川 今後、全体として、金融業界は襟を正していくことになると思いますから、新しいバブルはしばらくは発生しないものと思われます。ITバブルがあり、その後に今回のアメリカの住宅・金融バブルがあり、資源バブルがあり、要するに緩和的な金融政策とバブルの繰り返しのようなことが起こってきましたが、今後は起こりにくいだろーと考えています。そうすると、やはり3%から4%の間ぐらいの成長率を行き来する、いわば「地に足がついた成長」になってくると考えます。ただ、その中で懸念があるのは、やはり各国で政府部門が肥大化していくことではないのでしょうか。アメリカが財政政策に頼って景気を支えようとするれば、金利が今までより上昇する局面も当然あるのではないのでしょうか。

伊藤 人口の面から今後のアメリカの経済成長率を考えてみたいと思います。アメリカは移民により毎年 300 万人ずつ人口が増えていくと言われていています。しかも、その 300 万人の中には、貧しい人だけではなくて、むしろCIA (チャイニーズ・アンド・インディアン・アメリカン) という比較的裕福な人たちが含まれている。彼らは、まずはアメ

リカの優良大学に入るケースが多く、家とクルマを揃えようとする。

確かに、金融の状況は切羽詰まったものであり、今後経済成長率は低下すると思いますが、移民受け入れに伴う今後の人口増加を背景に、長いトレンドで見ると、それなりにアメリカの経済成長率は戻るのではないかと考えています。

白川 住宅について見ますと、アメリカの住宅価格はだいたい来年の半ばぐらいにはボトムを打つかないと考えています。中西部で1500万円位まで、西海岸でも2500万円位まで既に下落しており、これからさらに大きく下げることはないように思います。

伊藤 そこまで下落しているのですか。

白川 建設コストを考えていったら、フェアバリュー（公正価値）は時価と比べてそれほど低い水準にあるわけではないでしょうし、実際に人口増加が住宅需要を支える部分もあるでしょう。しかし、私が気にしているのは2点あります。一つは、個人の住宅をベースにした借入金であるホーム・エクイティー・ローンが相当過大になってしまっていることです。もう一つは、アメリカ人の将来へのペシミズムがかなり強まっている点です。世論調査で定評のあるギャラップ社の調査によると、「将来景気が悪くなる」と答えている人が、実に8割を占めており、史上最高で推移しています。

アメリカ人の心理がかなり悲観的な方向へ変わってきているとすれば、従来アメリカで成り立っていた「おカネを借りてモノを買う」という行動自体がかなり変わってくる可能性はあります。

牛尾 今までは、借金して買うことが当たり前でしたからね。

白川 アメリカにおける貯蓄率は、高成長の

ときにはゼロ%近傍でしたが、これが徐々に上がっていくと思われまます。リセッションが起こるかどうかは別として、アメリカにおいて貯蓄率が上昇し、消費が抑制されるようなことがあれば、長期間にわたって低成長をもたらす一つの大きな要因になる可能性はあるのではないのでしょうか。モラル・ハザードの問題はありますが、個人消費の長期低迷を防ぐためには、やはり個人に対して債権放棄（借金の棒引き）を行うしかないかもしれません。

伊藤 アメリカの借入制度は、ノンリコースですよね。つまりは、ホーム・エクイティー・ローンであれば、債務不履行が起こっても、借入人である個人に遡及されずに、あくまで住宅そのものへの遡及に限定される。

白川 確かに、債務不履行となれば、極論すれば家さえ渡してしまえばいいわけです。しかし、債務不履行とならない個人についてもその負債返済負担を減らしてやるのが大事です。比較的体力のある個人の借金棒引きを行えば、さすがに消費が回復するのではないかと思うわけです。

伊藤 アメリカ人の悲観的心理を考えると、4～5年程度の中期中で景気回復を早めるということできないわけではないですね。

白川 政策面では、今申し上げた債権放棄よりも、まずは減税を追加することが考えられます。また、オバマ氏が大統領になれば公共事業を追加するでしょう。アメリカ人がそうした景気対策を見ながら、「従来の消費構造を変化させる必要はない」と判断するのか、もしくは「対策は打たれているが、もうお金を借りて支出するのはやめよう」と考え、貯蓄・消費構造が変化するのか、という点が重要なポイントだと考えます。後者のような状況ですと、政府が積極財政に転じてもメリ

カ人の消費が伸びませんから、景気は回復しないということになります。

アメリカの製造業に復権はあるか

牛尾 製造業のように、金融業界も現物経済に回帰できれば間違いはない。しかし、投資銀行ビジネスにおいてテクニカルな手法を凝らし、多大な利益を稼ぎ出してきたアメリカ国民が、また製造業に回帰することができるのでしょうか。

白川 やはり、難しいのではないのでしょうか。アメリカが直ちに製造業強化のほうにシフトしてくるとは思いません。ただ、今回のアメリカ大統領選挙においても、為替政策に関する議論は出てくると考えます。今回の選挙では、オバマ候補にせよ、マケイン候補にせよ、オハイオ州が一番重要な州と言われていますが、同州は製造業のウェイトが比較的高い州です。このため、製造業寄りの為替政策も含めた議論が展開される可能性もあるのでしょうか。

牛尾 アメリカにおける今後の雇用について、どのように見えていますか。

白川 不動産や建設業での雇用調整はかなり終わったと思いますが、今後の雇用増は期待できません。もし米ドル高が是正されれば、製造業の雇用は安定するかもしれませんが、現段階では雇用は減少しています。そうすると、雇用を創出するセクターはないのです。ただし、直感的に考えれば、どの産業がアメリカの雇用を引っ張るのかと考えると、中期的には製造業しかないのではないかと思います。

牛尾 製造業も、ハイテク製造業の雇用は少ないですね。

白川 いわゆるサービス業のウェイトがア

メリカは非常に高い。私は、金融業界はしばらく厳しい状況が続くと考えています。その結果、製造業で戦略をある程度練らなければならなくなってくるでしょう。そうすると、日本の製造業にとっては、当面厳しい状況が続くのではないかと感じています。

牛尾 私は逆に、例えば自然環境や温暖化問題に耐えるような自動車という話になってくると、技術力の面から日本のトヨタ自動車やホンダのアメリカの工場に活躍の場があるのではないかと考えています。製造業の拡大は、技術力の面からも日本系の現地企業が軸にならなければ、ハイテク製造業の雇用は増えないのではないかと考えています。

白川 真面目にモノを作っている日本経済はやはりすばらしい、そういう見直しが株式市場で起こる可能性があるのではないかと思います。日本は相対的に今回の金融危機における痛手が小さい点も見逃せませんが、倫理的な面でも日本を見直す動きが出てきているように感じます。

牛尾 そうですね。

円高下の日本経済の行方

白川 ただ、日本は経済成長が弱いですから、そこでもう一段、成長の話があれば、ずいぶん変わるのではないのでしょうか。

伊藤 ですから、日本も豊かな成長をもたらすような改革をしなければいけないわけですね。

牛尾 この10年間アメリカは輸入国として世界の消費の大きなシェアを占めてきました。この背景には、金融業やサービス業による多額の収益が消費を支えていた面があると思います。合わせて、米ドル高という流れもあった。それが、今後は相当ブレーキがか

かることが予想されます。おそらく、今後の相場のトレンドは米ドル安円高に向いてくるでしょう。また、ユーロに関しては、今回の金融危機に関連した潜在的リスクを始めとして、アメリカと比較し開示の進んでいない潜在的事項が今後明るみになっていくでしょうから、ユーロと米ドルの関係では、むしろ米ドルは弱くならないだろうと思います。ということであれば、円の独歩高ということになるのではないのでしょうか。

伊藤 日本にとって、内需拡大の観点から言えば、円の独歩高は必ずしも悲観すべき材料であるとばかりは言えないと思います。また、日本にとっては金利が上昇することも個人消費改善の観点から言えば、プラス要因になるのではないのでしょうか。

牛尾 そう思います。資産収入が上がれば、個人消費も上がってくると思いますが、なかなか難しいでしょう。金利が上がらない理由の一つとして、生産性が上昇していない点が挙げられると思います。バブルの後、国債等の残高は増加しています。国債の発行は、短期的な資金の供給という観点では有益かもしれませんが、それ自体が収益を生まないのので、日本全体の生産性を下げているわけです。この部分を解決しないと、日本という国は、内需拡大できないわけです。

伊藤 その通りです。企業部門において、三つの過剰というものがあります。債務と設備と雇用ですが、現状をどのようにお考えでしょうか。

牛尾 製造業の上位企業は、おおむね無借金経営に転換し、かつ人員の削減も完了しており、三つの過剰については、ほぼ対応が済んでいるものと認識しています。

白川 金融債務については、かなり調整が進んだと思いますが、最近の日銀短観のデータ

を見ていて一番調整が遅れているのは生産設備だと感じています。生産設備に関しては、確かに過剰感は縮小してきているものの、依然として供給超過の状態が続いていると思います。

日本は貯蓄から消費へ

牛尾 日本の家計は多額の貯蓄を保有しています。その点は、どうお考えですか。

白川 今、家計の貯蓄保有についての研究をNIRAで行っているところですが、基本的には「貯蓄から消費へ」という発想に転換することが必要だと思っています。人口の高齢化が進むなかで貯蓄率が低下し、日本も資金不足になることを懸念する声が多いわけですが、本当にそうなのかと考える必要があります。OECDの統計でも、日本の純金融資産は突出して高い。例えば欧米では、可処分所得に対して、負債を差し引いた純金融資産がだいたい2倍から3倍であるのに対し、日本は4倍です。

伊藤 これは以前から言われていることですが、日本の家計は、あまり投機性の高い商品には投資しませんね。今回の状況をみると結局、動いたら損をする。

白川 今の日本の低金利政策の結果、1年ものの定期預金で0.4%しかない。他方、1年後にどれぐらい物価が上がるかという個人の期待インフレ率は、アンケート調査でみるとかなり高い水準になっています。加重平均すると3.5%にも達しています。ガソリン価格が下がり始めていますから、インフレ率は今後下ってくるでしょうが、ただ、それでも、根っこにある日本の個人の期待インフレ率は、おそらく2%ぐらいはあり、それを下回る可能性は低そうです。そうしますと、経済

学的に考えれば、今の預金金利では、毎年資産価値が目減りしてしまいますから、リスクを取って2%以上の利回りを生む金融資産に投資することが合理的なのですが、実際はなかなかそうならない。日本人は貯蓄志向と安全志向の両方を持っているのです。ただ、考えてみれば、日本人のこうした貯蓄志向を反映して、巨大な金融資産蓄積がなされてきたわけです。私に関心を持っているのは、日本人はややおカネを貯めようとし過ぎているのではないか、個人がもっとおカネを使って消費を増やさないと、日本経済の成長力が弱いままで推移するのではないか、という点です。これから貯蓄不足が大変な問題になるという議論をするよりも、一部の富裕層などに蓄積されている貯蓄が消費に回るような経済構造を考えた方が有益なのではないかと思うのです。

伊藤 具体的に何か解決方法はありますか。

白川 将来不安を減らすことによって消費を活性化すべきだと考えています。将来不安には、いろいろありますが、社会保障制度に対する不安が強くなっています。社会保障制度に対する不安をどう取り除いていくべきかというのが、重要な政策課題だと思います。社会保障は今後どうしても収支のバランスが崩れるのですから、支出を減らすのでなければ、収入を増やすしかない。消費経済を活性化しつつ、税収を上げようとするれば、長い目で見れば高所得階層にとって相対的に痛みが小さい消費税増税を考えていくしかないのではないかと思います。消費が拡大すれば、そのプラスの効果は様々な所得階層の人に回るわけですから、税制の問題点に深入りせずに、いかにして消費を刺激できるのか、その際に、特に余った貯蓄を抱えている比較的富裕な階層の人たちの消費を拡大させら

れるのか、まじめに考える必要があるでしょう。

伊藤 確かに、累進課税で所得格差を減らしていくには、いろいろな意味で限界がありますね。税で貯蓄をどこに使うかというメッセージが今の日本には、欠けているのだと思います。私は、日本でも、たとえば教育や医療の分野は需要先として大事だと思っています。実は、これらの分野はイノベーションにつながる産業になるはずですが、医療などというのは最もイノベティブな分野を含んでいるし、教育は、そこにおカネを使うとイノベーションがよくなるわけですが、日本はそうなっていません。例えば、新薬はどこで開発されているかということ、ほとんどアメリカです。そういうところをテコ入れしていくと、単に需要を喚起するだけではなく、日本そのものを変える大きな原動力になるはずですが、まだ、そこにシフトできてきません。その点を抜本的に変えなければいけないと思います。

牛尾 グローバル経済を生きていくのは簡単なことではありません。今、先が読めない状況にあります。こういう時にこそ、原点に還って、各人がしっかりとした職業意識をもつことが求められているといえるでしょう。

伊藤 今日はどうもありがとうございました。

2008年10月1日

ウシオ電機株式会社にて

(注1)投資資金の一部を、借入や債券の発行（他人資本）により調達することで、自己資金に対する投資利益率を高めることをいう。原義は「てこ（レバー、lever）の使用」。

(注2) ロンドン銀行間における米ドル資金の出し手金利をいう。LIBOR（ライボー）とは「London Inter-Bank Offered Rate」の略であり、インターバンク市場における短期金利の代表的な指標である。

白川 浩道（しらかわ・ひろみち）氏略歴

クレディ・スイス証券株式会社 マネージング ディレクター チーフ・エコノミスト

1983年、日本銀行入行。金融研究所 エコノミスト、米国留学を経て、経済協力開発機構エコノミスト（91～94年）。その後、日銀に戻り、国際局、金融市場局で調査役を歴任、99年に退職し、UBS証券チーフエコノミスト。2006年4月から現職。著書『マネーサプライと経済活動』[1996]（共著）東洋経済新報社 など。

NIRA 対談シリーズは、NIRAホームページでご覧いただけます。

<http://www.nira.or.jp/president/interview/index.html>

NIRA 総合研究開発機構
National Institute for Research Advancement

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー34階
TEL: 03-5448-1735 / FAX: 03-5448-1744
URL: <http://www.nira.or.jp/index.html>

©総合研究開発機構 2008 2008年10月14日発行