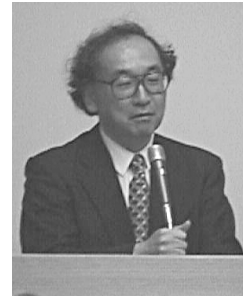


米国経済・証券市場の動向と 日本経済へのインパクト

評論家

田中直毅



要旨

アメリカの株価が神経質になっている現在、日本のバブル時代と同様、アメリカの株価も崩れるのではないかと考える人たちが増えている。しかし、アメリカで株価が本格的に崩れ、我が国のような長期経済調整過程が始まることはないであろう。我々の経済システムが持っていた脆弱性に比べ、アメリカがこれまでの10年ほどで作りに上げてきたシステムは、相当に強靱なものだというのが私の理解である。グローバルな社会を考えると、特定の地域が人も入超、モノも入超、したがって資本も入ってくるというところが、かなり長期間持続したとしても、それは別に不思議なことではない。しかし、いかにアメリカが強靱だとしても、アメリカは1国で世界の中に立っているわけではない。アメリカの調整を軽微に終わらせるためには、豊富な金融資産を背景にした日本が、世界の投資家に評価してもらえるような経済システムを作り上げる必要がある。

アメリカの株価が神経質になっている現在、日本のバブル時代と同様、アメリカの株価も崩れるのではないかと、というふうに考える人たちが増えている。日本では、まだバブルの崩壊過程が止まっていないので、きっとアメリカもそうに違いない、あるいは、我々だけがつらい思いをしているのは腹が立つということで、あれは崩れるに違いないというふうに信じたがっておられる方が多い。今日の話は、残念ながら、たぶんそういう形にはならないだろう。アメリカの株価が本格的に崩れ、我が国のような長期経済調整過程が始まるというふうにはならない。確かに株価の推移だけをとりあげ、グラフを重ねてみれば、やっぱり崩れるというふうに考えられる方が多い。しかし、我々の経済システム

が持っていた脆弱性に比べ、アメリカがこれまでの10年ほどで作りに上げてきたシステムは、相当に強靱なものだというのが私の理解である。

我が国における株価上昇の背景には、地価の急騰を背景として会社の解散価値のようなものを測り、地価が急騰すればするほど会社の解散価値は上がるので、もっと買い上げられるというセールストークが一番強かったように思う。この株価急騰が終わってみると、踊っていたのは我々だけであって、海外の人は、さして踊っていたわけではないということが判明する。アメリカの場合、この間、経常収支は確かに赤字が大きいが、他方、当り前のことだが資本収支はずっと黒字である。資本収支が黒字ということは、お金の運用をしている人たちが自分でソ

ロバンを弾き、これはアメリカへ持っていったほうがいいと思って持っていつているわけであって、長期間資本収支の黒字が続いているということは、アメリカがお金の流れで1つの基準を作り上げており、この基準の中で自分のリターンを取ろうとしているということである。

1980年代の終わりの日本を考えてみると、経常収支は黒字だったが、資本収支は基本的に赤字で、我々がお金を外に持ち出していた。相対的には我々が持ち出しのほうが多かったということの意味している。モノも、アメリカのマーケットに次々に持ち込んだ。留学生をとっても、この10年、更にアメリカの大学院をはじめとした高等研究機関の評価は高くなり、世界中の人たちが集まる。ベンチャーという形で、意欲的な仕事をやりたいという人たちもアメリカのマーケットに押し寄せ、企業を設立しているというのは、ご存じの通りである。

世界で一番発展したアメリカが、あたかも開発途上国のように経常収支の赤字を長期間続けているということ、いったいどう考えていいのかという根底的な問題は未だに存在している。この点で私は、ある時期から、アメリカを伝統的な国家の枠組みで考えるのはやめたほうがいいというふうに思い始めている。建国から200年ちょっとしかたっていないが、よくよく考えてみると、アメリカというのは、別にアメリカ人というので生まれたというよりは、契約を通じてアメリカ人であることを確認した人によって作り上げられたという、奇跡的な成り立ちの国家である。他方、数千年にわたって、肩がぶつかり合い、お互いに空間を住み分けながら、秩序を重んじている社会が、ヨーロッパ、日本である。そこでは、あまり主張を激しくぶつ合うと社会にいろいろひびも入る。ヨーロッパ

とか日本のような非常に歴史のある社会で作り上げられたモデルをアメリカに適用するのは誤りではないか。アメリカは、経常収支の赤字を長期間続けながらも、人も、モノも、資本も入り続ける、そういうマグマが渦巻いている世界だと考えたほうがいいのではないか。

グローバルなレベルで、国境を外した社会を考えてみると、特定の地域が人も入超、モノも入超、したがって資本も入ってくるというところが、かなり長期間持続したとしても、それは別に不思議なことではない。国際収支を、国家というものから判断すると、「それは脆弱性ということではないか」というふうになる。が、これを、地球全体を1つの国家と考えてみると、1つの国家の中で特定の地域が、人も寄せつけ、お金も寄せつけ、そして、どんどん消費を続けるというところがあったとしても不思議はないわけである。20世紀は間違いなくアメリカの世紀だったと思うが、21世紀の初頭もアメリカの世紀が続くのではないか。

では、なぜ、ここまでアメリカ経済が立ち上がってきたのか。一番大きな理由としては、連銀議長にボルカーとグリーンズパンという人たちが公人として出現したことが挙げられる。翻って我が社会では、選挙を通じない形で人を選び、その人に権限を与えて、その人に公人として仕事をしてもらうシステムが欠落している。ハンフリー・ホーキンス法に基づいて議会で証言する時は大変だったが、ボルカーというのは、ある意味で、1つの態度をずっととり続けた人である。グリーンズパンは1992年の大統領選挙の年に、リトルロックへ行きクリントンと会い、「アメリカの経済運営について大統領候補に対して説明するのは、パブリック・フィギュアとしての自分の役割である」とし、「長期金利を

Forum

低下させることがいかに重要か」について話した。仮に日本で、日銀総裁が、小渕内閣の下で、民主党党首の鳩山由紀夫さんに、「あなたはシャドーキャビネットのプライムミニスターだ。今後、国政において、経済・金融政策も含めて議論をするに当たって誤解があってはいけないので、ぜひお話ししたい」と言って、総選挙の前にレクチャーに出かけたということがあり、どう反応するだろうか。

クリントンが大統領選に勝った後、財政の規律について厳しい人たちを、財務長官からはじまって経済政策運営の人に充てている。民主党の大統領だから、歳出を増やしたいという気持ちはあったが、彼は抑えた。それは、長期金利を低下させるためには財政バランスが極めて重要である。長期金利が低下するならば設備投資は上昇に向かうし、設備投資を中心とした景気の上昇は非常に持続性を持つという、このロジックを完全に理解して、その通りにやったし、そのために、人材の組み合わせを行った。こうした理由から、クリントンという人は少なくとも経済政策の上では、恐るべき成功を収めた人と思う。それをごく早い時期に刷り込んだグリーンズパン、あるいは、そうした人をパブリック・フィギュアとして選び続けることに習熟しているアメリカというものは、私は、これは決して無視してはいけないと思っている。

アメリカ経済が3%台の成長率が3年も4年も続き、しかもインフレ率も低下していることは驚くべきことである。そうは言っても、こんな3%台の成長率を4年もやっていれば、何か変化が起きるのではないかと考えるのは不思議なことではない。しかし、株価と、長期債の利回りというものをとってみると、裁定はアメリカのマーケットで完全に働いている。長期金利

が上昇に転ずる時には株価は下がっているし、長期金利が下がりそうだとということになると株価は上がっている。

我が経済のバブルの時は、この裁定は実現しなかった。1989年の5月に日本銀行は金利を引き上げた。これで長短金利は逆転したが、それから半年以上にわたって株価が上昇した。こうした異常な行動、裁定理論の働かない仕組みは、今のアメリカのマーケットに働いていない。実に理論通りに働いている。アメリカの場合と異なり、日本のエコノミストが経済指標をどう組み合わせても国債の値段が予測できない。裁定理論が働かないということは、いかに我が国の経済システムが脆弱なものになっているかということである。日本の経済システムは、20年ほど前から、カンパニー・キャピタリズム、法人資本主義というのではないかと考えられてきた。日本にはキャピタリストはいない、いるのはステイクホルダーだけだという、なんとなくそういうものだなと。会社を集った人たちが運命共同体でやっていると考えられてきた。しかし、キャピタリストがいなくて、更に金利生活者が安楽往生したところで、我々はいったいどうやってリカバリーの道を描こうとしているのか。「いや、一番悪い時期は終わった。これからはリカバリーのパスに入った」と主張している人もいる。しかし、アメリカにはリズムがあって、日本には秩序がない。日本ではお金の秩序は依然としてできていない。

では、このところの株価の上昇はどう説明するのか。大きな理由は、やはり1,200兆円から1,300兆円の個人の金融資産というのが背景にあったからだ。家計金融資産残高というものが、後生大事に、たとえCDで0.1%しか金利が付かなくても持っていたが、円建ての資産に対す

る買いを伴い、円キャリー・トレードというのの逆転、アンワインディングが起き、それをきっかけにアジアの景気の転換が生じ、日本の輸出も回復をたどるといったパターンをとった。このように、我々はアメリカのマーケットで何か変化が起きたときに、日本の側に買ってもらえる、世界の投資家から何らかの形で評価されるものを持ちえているかどうかというのが決定的に重要である。

いかにアメリカが強靱といえども、アメリカは1国で世界の中に立っているわけではない。アメリカの調整を軽微に終わらせるためには、日本が世界の投資家に評価してもらえるようなシステムを作り上げることが一番いいわけである。この関係がインターディペンデンスである。日本側で受ける仕組みを作るためには、国内で個々の例えばビジネスが、明日を睨んでどのようなリストラクチャリングに入っているのかが重要である。そして、21世紀を支えるビジネスラインというものをどういうところに絞り込んで業務を展開し始めたのか。

マーケット・キャピタライゼーションの大きい上位100社の東証におけるトランザクションを見ると、だいたい5割から7割くらいは上位100社でトランザクションが起きている。日本の企業のリストラクチャリングというのが本格的に行われ、将来を見据えた投資、営業形態をとっていて、投資家がここなら拾ってもいいと。日本の事業会社の買えそうだと投資家が判断する銘柄が、上位100のうち50までくれば、多少のコレクションは日本で受けられると胸を張って言えるのではないが。

インターディペンデンスの関係が拡大する中、日本のシステムがこれからどうなるかについて、アメリカでも大変な関心があることは当然であ

る。アメリカでは日本におけるビジネスモデルがどうなるのかは極めて重要なテーマとして取扱われている。大まかにいって2つの極端な議論がある。1つは、日本のビジネスモデルがアメリカみたいにならなければ日本は回復しないと。もう一方は、日本は日本のやり方でそれなりに何とかなるよという意見。そういう人たちは、例えば、1,300兆の金融資産が、例えば5%で回り始めたら、どうなるかと。年間、家計に1,000兆円の5%で50兆円。日本の家計は、「いやあ、賃金が上がらないから」とか、「年金が心配だから」というのでリボルトを起こしているという説はあるけれども、何のことはない。

この2つの間で、我々はどこに行くのかはともかく、日本経済の構造を変えないとリカバリーの第一歩が出ない。富士通総研が推計した日本の民間設備投資に占める情報関連投資は、98年度で23%くらいの数値になっている。一方、アメリカは40%になっている。結局、このような独立投資、明日の企業経営を睨んで戦略的な布陣をするときに、どうしても必要な投資というものが、どのように認識されて、それをどうビジネスの具体的なものに結び付けるか。これがどれだけ動き出すかということが第一に重要である。

最近、ディポジット・ペイオフ問題が巷間で議論されている。重要なことは、今、日本の金融機関が、メガバンクとか、あるいは、企業系列を超えた、何のためにそれをやっているか。ペイオフ解禁、2001年4月ということを持続するということがどういうことか。これは、この分野における独立投資が増えるということであり、日本に Banc One や Nations Bank が生まれるということである。これが、もし、決済性の預金が心配だから2001年を2005年まで延ばした

Forum

らどうかという類いの話が出たら、誰も新しい時代に対応しない。日本で Banc One は生まれてこないし、Nations Bank は生まれない。日本においてキャッシュマネージメント・アカウントは起きないし、この分野における独立投資は生まれない。ペイオフ解禁は must である、我々にとって。私は、きのうの金融審議会で、「これは must だ」と申し上げた。もちろん、ほかの意見があることは承知しているけれども、我々はとりあえず、明日に備える投資というのが、工場で過剰設備があるなしということとは関係なしに、この流れを作り上げて明日に備える。これがまず第一歩。

この結果、少しずつ景気が回復すれば、それに連れて、様々な波及効果が出てくる。そして、究極的には個人の金融資産が生きてくる時代が到来する。今年の3月末は1,300兆円を超えている個人の金融資産。これが現在まったくゼロ金利で動かない。その金融資産の内訳を見ると55%は預金・CD。何でお金をそんなところに置いているんだという疑問がわいてくる。「いや、いや、減価するよりはいいや」と。「ややこしいところへ持っていくと、根こそぎ取られてしまうから、根こそぎ取られるよりも、まだましでいいや」と。そのようなお大尽が日本経済にはいっぱいいるということである。しかし、この金融資産が健全に生きてくる仕組みを作れば個人消費に波及してくる。

今、我々が使える切り札、カードは、やはりこの資産の効果だ。円キャリー・トレードの逆転が起きたというのも、結局のところ、積み立てた金融資産が効いた。いざという時に、資産はありがたいと。これが生きてくる仕組みを作るための努力をしなくてはならない。その努力が実れば年率3%程度の成長をするということ

は難しくはない。

こうした成長パスを実現するには、大変な経営資源の絞り込みが必要である。家計が動く前に企業が動く必要がある。日本経済が財政支出に依存するのも、もうそろそろ限度が来ている。このためには、新しいビジネスモデルを作る必要がある。そのビジネスモデルが動き出せば、開放された日本市場に依存したアジア系企業も増えるであろう。