



日本記者クラブ研究会「2006 年経済見通し」

## 現在の経済現象を「仮説」する

2006 年 1 月 20 日

武者陵司

ドイツ証券東京支店副会長兼 CIO

page 2

従来の尺度が通用しない？

page 3

金の価格上昇

page 4

投資をしないのに景気が減速しない謎

page 5

中国とインドのチープレーバー

page 6

ローマ帝国は何故栄えたか・・・？

page 7

仮説はフレキシブルに

page 8

金利裁定の復活

page 9

リスクプレミアムの規模が広がると・・・

page 10

日本の株価は上昇する

page 11

株価上昇のファンダメンタルズ

page 12

バブルは日本の固有病ではなかった

社団法人日本記者クラブ

本日は、このような場にお招きいただきまして、大変ありがとうございます。私自身は、昨年(2005 年)、いろいろな点で相当な見込み違いをいたしまして「しまったな、いよいよ私の予測生命もこれで終わりだな」と思っていたところが、このようにお呼びいただきまして、驚くと同時に、非常に感謝している次第であります。

しかしながら、このようにお呼びいただいたということは、どこで間違ったのか反省せいということだと思いますので、私なりに一体どうして間違えたのかということを実際に、ちょっときょうは考えてみたいと思っております。

ただ、それと同時に、私をお呼びいただいたもう一つの要因は、確かに景気はよくなっているし、株は上がった、と。しかし何か釈然としないということも、皆さんの中にあるんじゃないか、と。私だったら、その釈然としないところを何か少し別の切り口で反論をするというようなところもあるんじゃないかというようなことが、ひょっとすると期待されているのかもしれないと思います。そのようなご期待にも本日はこたえたいと思っております。

ちょっと自分のことを申し上げて恐縮なんですけど、私自身は、通称ストラテジストとか、チーフ・インベストメント・オフィサーという言い方をしておりますけれども、本心は「予測を提示する」ってみれば単なる予測を考えることをしている人間である。予測といますか、仮定ですね。あるいは仮説です。「仮説提示屋」といった方がいいと思います。

したがって、経済とか金融を正しく予測するというよりも、最も理論的に納得のいくような仮説を考えることだけに熱中している人間である、と。したがって、私自身は、外れても別にどうっていいことはない、というような気持ちも一部にはあるわけです。

外れるよりは、むしろ論理的に一番きれいな仮説をつくる方が性に合っているというのが私の立場でありまして、そういった点から、ちょっとほかのエコノミストだとかストラテジストとは切り口が違ってくると思います。

そのような観点で、本日は、私が最後の年頭のセミナーということでもございますので、もはや多くの方が論じておられて、私よりもはるかに詳しい分析をなされている、その屋上屋を重ねる意味は全くないわけでありまして、私は、そういったことはとりあえず棚に上げて、現時点においてどのような仮説が最も説得力があるのかという、その仮説ということにこだわってお話をしてみたいと思います。

と申しますのも、そもそも私は去年、非常に大きな見込み違いをしました。見込み違いをしたのはしたんですけれども、それはやはり私がある意味で正しいと

思っていた仮説が、どうも狂っていたということから来ております。そして、恐らく私が間違えたと同じように、同じような仮説に基づいて大間違いをしている人がたくさんいるんじゃないか。とすれば、やっぱり新しい仮説が必要ではないかというようなことであります。したがって、仮説ということにこだわってお話をしたいわけでありまして。

前置きはさておいて、本日は3点ほど申し上げたいと思います。

1つは、いま、世界経済はかなり繁栄しているように見える。その世界経済繁栄の背景に一体何があるのか、その持続性はいかに。そして、それによって日本経済はどれほど支えられるのか、これが第1のポイントです。

第2のポイントは、日本の株は、私はまだまだ上昇していくと思います。その背景には一体何があるか。

3点目に、それでは15年のバブル後の経済困難は一体何だったのか。その辺のところをお話しをして、結論として、2006年の非常に大ざっぱな経済と市場のアウトラインを申し上げたいと思います。

## 従来の尺度が通用しない？

何といっても、きょう一番お話ししたいのは、ちょっと従来の尺度では理解できないことが起こっているということでもあります。その最大のポイントは、アメリカ経済がどうしてここまで強いのかということです。私は3年ほど前からアメリカ経済に対する最大の弱気論者になりまして、相当な自信を持ってアメリカ経済はいずれ息切れをする、と。だから日本の景気回復も株価も先行き厳しいということを常に主張してまいりました。いまやそれは大きな間違いであったということがはっきりしております。

しかし、どうして私が悲観的に考え、現実にならなかったのかということでもあります。最大のポイントは、一言でいえば、景気がいいのにアメリカの金利が上がらなかったというこの1点に尽きると思います。したがって、私にとってのさまざまな見込み違いは、この異常な金利の低さにあるということでもあります。

**資料** は、過去25年間のアメリカの名目経済成長率。青い棒グラフと、緑の線、長期金利、そして赤は短期FF金利の推移であります。

このように振り返りますと、かなりはっきりしておりますのは、過去アメリカの金利は、経済の変動とともに非常に見事なパラレルな動きを示して変動してきたということでもあります。しかし今回は、景気がこのように回復しているにもかかわらず、金利が全く上昇していない。これが一つの大きな過去との相違点であります。

それから、もう一つの相違点は、1980年代以降、

名目成長率に比べて、長期金利というのは、常にそれよりも高い水準にあったわけです。ところが2002年の終わりぐらいから、アメリカの長期金利は名目成長率よりも下になりまして、その後、名目成長率が幾ら回復しても金利が上がらないという、成長率と金利の大きな逆転現象が起こったわけであります。

このような現象は、私はもう2年以上前から気がついておりまして、それがさらに私を自信を持ってアメリカ経済に対して弱気を主張する根拠となってまいりました。なぜなら、金利が低いということは、いま、経済は成長していても、いずれ金利の水準まで経済はスローダウンしていくに違いない。ですから金融市場は、我々が考える以上に経済の将来を予見している、と。低金利はアメリカ経済の将来の懸念、あるいはデフレ化というようなことを示しているんだということであります。

しかしながら、2年たっても3年たっても、このギャップは埋まらないどころか、またちょっと開きぎみである。つまり、いま起こっていることは、アメリカにおいて7%の名目成長を4%の資本コストで達成できるという、信じがたい好条件であります。

7%の果実を4%のコストで得られるのであれば、これほど楽な仕事はないわけですけれども、そして、そんなことって普通は続かないことなのですが、あたかも棚ぼたにみえるような、このようなフレームワークがもはや3年にわたって続いていて、まだことし、来年、しばらく続くかもしれない。これは非常に大きなミステリーといえますか、不思議だと思います。

どうしてそんなことが起こるのかというのはまた後で説明するとして、このように低金利が続けば、いま、相当借金をしているアメリカの家計は、もっと借金をすることができ、その借金によって需要が生まれ、その需要によってアメリカ経済が世界の機関車となって世界経済をさらに引っ張っていくということは、当然のこととして可能になります。はっきり申しあげますと、過去3年間、アメリカの経済が世界の機関車を続けることが可能であったのは、経済成長率と裏腹のこの低金利が持続したということに尽きると思います。

この点で、私自身は景気の見通しを間違えたけれども、しかし景気の見通しを正しく当てた人も、多分間違っていたのではないかと。景気に仮に当たったとすれば、このような低金利がずっと続くというふうには、恐らくだれも考えていなかったであろうということ。つまり、低金利と高成長のこの両方が3年にわたって続くということを予測できた人は、ほとんどいなかったのではないかと。とすれば、やはり多くの人々の頭の中にあるモデル、仮説がちょっと通用しない時代に、いま入ってきている可能性がある。これがまず第1に

ご理解いただきたいポイントであります。

さらにごらんいただきたいのは、資料のグラフですけれども、世界的にアメリカに引っ張られて低金利が続いております。しかし、経済の成長率を大きく下回る低金利というのは、主要国の中でもアメリカだけであります。アメリカ以外の国というのは、基本的にはやはりこの赤の長期金利は名目成長率よりもかなり高い水準にあります。オーストラリアはちょっと例外ですけれども、ほとんどがそうであります。

過去3年間のアメリカだけが、高成長と低金利という恵まれた金融情勢を享受している。どうしてこんなことが可能なのだろうか、と。これはグリーンスパンがいうところの大きななぞである、うれしいなぞである、というふうにいっていいと思います。

もう一つ、私にとって従来の常識ではなかなか理解できないことが起こっております。それは、この間の金の価格の上昇であります。資料の左側にありますグラフは、ドルのレート赤と、それから金価格の推移を示したものであります。

### 金の価格上昇

私はもう昔から、金というのはドルのネガティブインジケーターであり、ドルに不安が起こったら金を買えばいいというように思っておりました。それから、金というのはやはりインフレのヘッジの絶好の対象である。したがって、インフレ懸念が起きたときには金を買えばいいと思っていたのです。

ところが、昨年1年間、ドルが相当強く反転いたしました。そして、このドル高が進行している中で、金の値段が弾みをつけて上昇し始めたということが、去年1年間に起こったことであります。

そしてまた、インフレリスクが高まっているかという、先ほどごらんいただいたように、アメリカの長期金利が安定している、あるいはむしろ低下傾向である。アメリカの中央銀行のコメントなどをみても、インフレ懸念を本当に心配するような情勢には全くなっていない。したがって、債券市場は安定しているわけです。

このように、債券市場ではインフレを予測していないのに、なぜ金の市場だけが上がっているのか。つまり、ドルが弱くもない、インフレでもない、にもかかわらず金が上がる理屈というのは一体どこにあるのか。従来の常識では理解できないのではないかと思います。

さらに、昨年1年間でほとんどの人が間違えた予測は、やっぱりドルの強さだと思います。ほとんどの人は、私も含めまして、昨年はドル安の1年だった。なぜならアメリカの借金はいよいよ限界に達して、だれもアメリカにあまりお金を貸そうとしなくなるので、ドルは弱くなるだろう。当然、その結果としてア

アメリカの金利も上がるだろうというようなことは、私だけではなく、経済に対して強気の見方をする人も、弱気の見方をする人も、ほぼ全員が考えていた予測でありますが、これは見事に外れた。

ことしになっても、ほとんどのエコノミストは、当社ドイツ銀行も含めまして、やはりドル安シナリオをとっております。これはしかしちょっとどうかと私は思いますけれども、いずれにしても、このようにドルが強い。猛烈な借金の増加がありながら、ドルがむしろ強くなっている。この辺のところもちょっと不思議であります。

こういったさまざまな不思議をどのような理屈によって整合的に理解するか。それが私は現時点においては最も重要なことであり、私の最大の関心事であります。

一つははっきりいえるのは、金上がるのはだれかが買うからですね。お金があるからです。金利が下がる、債券が買われる、なぜか。お金があるから債券が買われる。景気がいい、これもお金が潤沢にある証拠でしょう。そして日本を含めて、世界株高が続いている。これもお金がある。端的に言えば、金上がり、債券上がり、金利が下がり、そして株上がり、これらすべては世界的にお金が潤沢にあるということのあらわれでありますから、当然、お金が前提として非常に潤沢にあるというのは、当然のこととして、まず第一に考えられることであります。

問題は、どうしてそのような流動性の潤沢な環境が生まれたかということでもあります。かつては例外なく過剰な流動性、潤沢な流動性というのは、中央銀行のやや向こう見ずなというか、中央銀行の不用意な金融緩和によって、いわば輪転機を回し過ぎて流動性が供給されたというのが常でありました。

そのような形で中央銀行が金融緩和をし過ぎたためにお金が余っているということであるのかどうかということですが、今回はどうもそれは違うということが、資料 右側のグラフからおわかりいただけます。

この右側のグラフは、グローバルダラー、つまりアメリカのベースマネーと世界の中央銀行が保有するドル、これを足したものをアメリカの名目成長率から引いて、グローバルの実質ダラーを計算したものであります。このように実質ダラーを見ますと、確かに2004年までは、アメリカの超金融緩和のもとで、このドルの過剰流動性は相当高まっていた。したがって、さまざまな金の値段が上がるとか、資産価格が上昇するのは、中央銀行の過剰緩和ということで説明できる。

ところがすでにアメリカの中央銀行は13回も利上げをしております、このようなグローバルな過剰ダラーというのは、かなり回収されております。したが

って、中央銀行が不用意に金融緩和をしているから流動性が潤沢で、資産価格が上がるという説明は、もはや通用しない時代に入った。

しからば、なぜこんなにお金が潤沢にあるのか。中央銀行が原因でないとすれば、その原因はどこにあるのかということが、次の疑問として浮かび上がってまいります。

1つ、かなりはっきり指摘できるのは、企業がお金を使わなくなっている、企業が投資をしなくなっているということでもあります。資料 左側にありますのは、米国の企業の設備投資のキャッシュフローに対する比率、これが上の赤い線であります。そして下は、米国の企業設備投資のGDPに対する比率であります。いずれもここ数年、アメリカの景気は非常にいいのに、このレベルというのは過去の不況期並みの非常に低い水準であります。

何がいえるか。つまり景気がいいのに企業は設備投資をしていない。企業は大変利益が上がって、キャッシュフローが増えているのに設備投資をしていないということでもあります。

### 投資をしないのに景気が減速しない謎

これも昨年の上半までの私の弱気の非常に有力な根拠でありました。企業が投資をしていない、ということは、いずれ景気は息切れをしてくる。投資をせずにいつまでも成長が続くことはあり得ないわけですから、企業が投資をせず、しかも金利が上がらないということは、景気の先行きは厳しいということを示しているんだということで、私は非常な自信を持って弱気論をぶっていたわけです。

ところが、企業が投資をやらないのに、いつまでも景気が減速しないし、企業の収益も伸び続けている。これもまたかなり大きな不思議な点であります。しかも、ちょっとデータはここにはありませんが、このような企業の設備投資の弱さ。弱さといえますのは、キャッシュフロー、利益などに比べると、設備投資が非常に低いというのは、アメリカだけに特有の現象ではなくて、日本はもっとそうであります。ヨーロッパもそうであります。

そして、日米を始めとする世界先進国の非常に大きな現在の経済構造の特徴は、企業セクターが貯蓄セクターになっているということでもあります。資本主義経済は当然、すべての富は個人に帰属する、家計に帰属するということからすると、家計の富、余剰を企業部門が借金をして投資に回して、そして付加価値をつくって、そのリターンを金利などの形で家計に還元するというような形で資金が循環をする。これが資本主義の普通の資金の循環であります。

ところがここ3年ほど、世界の先進国は、日米欧と

もに企業部門がお金をためる主体になっている。普通であれば、企業がお金をためて投資をしないとすれば、借金をするのは政府か家計しかない。政府も家計も幾ら借金をしたって、それによって設備をつくって、キャッシュフローを上げて、利益を上げる、付加価値をつくるということはできない主体です。つまり、付加価値を上げることができるのは企業しかないわけですが、その企業が借金をせず、企業以外のところが借金をしている経済、これは極めて不健全で、非常に近い将来景気が悪くなるシグナルである、というふうに考えるのが普通の経済学の教科書から出てくる答えだろうと思います。私はそのように思っておりました。だから弱気だった。

ところが、日米欧の企業が投資をしないのに、依然として企業収益は好調で、景気の息切れの気配は全くない。一体これはどうしたことが。つまり私自身は、どうも自分が考えている常識と全くかけ離れたことが、いま起こっているということに言及せざるを得ないということになるわけであります。

さて、それでは、企業が投資をせずに経済が成長できるなんて、そんな夢のようなことがあり得るのかどうなのか。あり得ないといっても、すでに3年間続いているわけですから、現実にあるわけです。しかしそれが何年も続くことであるのかどうか、ということちょっと考えなければいけないということになります。

私の結論は、やはりそういったことも時にはあるのではないかと。例えば、昔は1%の成長をするのに1000億ドルの投資が必要だった。いまは1%の成長をするのに500億ドルの投資でいいというようなことが起こっているとすれば、成長は続くけれども、お金はあまり必要とされないということがあり得ると思います。そのようなことが可能かどうか。

## 中国とインドのチープレーバー

私は、幾つかの仮説を考えれば、可能ではないかと思っています。第1の仮説は、やはりIT革命であります。同じ機能の設備投資をするのに、物すごく低い、安い値段で可能になった。従来の3分の1、4分の1の設備投資で、同じ機能の装置が手に入り、それによって同じだけの所得が得られれば、資本の必要性というのは大分小さくなる。これは恐らく多くの方が想像できる、そして合意できる一つの理由だと思います。

しかし、それだけでこんなことが起こっているというのもちょっと、それにしてもあまりにもいまの乖離は顕著である。私はむしろ、中国とインドのチープレーバー(安い労働力)というのが非常に大きいんじゃないかというように思います。それはどういうことかというと、例えば中国から安い労働力を輸入しています。例えば日本で工場をつくるのをやめて、中国で工場を

つくる。そうすると、その工場と同じ設備をつくっても、中国でつくればコストは3分の1、4分の1で済む。それによって必要な資本はセーブできるということもあります。

しかし、それ以上にやはり大きなことは、中国やインドから物すごく安いものがたくさん入ってくることによって、我々の所得がそれによって押し上げられているというこの事実を、我々はちょっと軽視し過ぎていたのではないかということでもあります。

一例を挙げますと、アメリカも日本も、大体中国から年間でどのくらい輸入しているかというと、GDPの2.5~3%くらい輸入しています。したがって、我々は、日本もアメリカも、大体GDPの3%くらい中国に輸入代金としてお金を払っています。

しかし、仮に3%の輸入代金を払っているものの、それをやめて、日本あるいはアメリカで中国から輸入しているものをつくると、一体どれだけかかるのか。恐らく人件費のコストは、20~30倍の差がありますから、楽観的に見積もっても10倍くらいの差はある。つまり、GDPの3%払って輸入しているものの、それを日本で、あるいはアメリカでつくるとすれば、GDPの3割のコストがかかる。GDPの3割のコストがかかるものを、わずか3%の支払いで可能になったとすれば、その差額の27%、これは一体何か。これはギフトですね。

このようなギフトを、一般的な経済分析ではどのようなかということ、輸入がふえる。中国から輸入がふえているということは、GDPのマイナス勘定になります。しかしこれは3%払っているから、3%分がマイナスであるということなんですけれども、仮に3%払わないで、逆だとしたらどういうことになるか。

中国から3%払わないで、そのかわり27%のものをただで分捕ってきたらどういうことになるか。GDPの27%の略奪品(という用語がありますが)ある意味ではギフトが日本に中国から与えられる。あるいはアメリカに中国から与えられる。

こういったチープレーバーの結果もたらされる購買力の上昇、これは著しいものがあると思います。日本、ヨーロッパ、アメリカを含めて先進国の人口は7億程度、そして、中国、インドだけで人口はもう23~25億とかいう規模ですから、3倍ある。そして、この両者の賃金格差は、もう20倍、30倍以上ある。同じ経済圏において、これほどの著しい賃金格差が長期にわたって定着していて、しかもそれが過去何年も全く収れんしていない。こんなことは、過去の世界の経済史においてもなかったことだと思います。つまり、極めて潤沢な、泉からわき出るような労働力がいとも簡単に手に入る。それによって我々はいかに大きな恩恵を受けているかということを申し上げたいわけです。

そのような形で、チープレーバーのギフトが年々与えられるとすれば、これは一体どれだけ資本を投下して得られる所得であろうか。必要な資本投下は極めてわずかで非常に大きな所得が得られるということがいえるのではないか。

ちなみに、**資料 右側**のグラフは、それを非常に単純に考えたものです。中国からの輸入増加のGDPに対する企業の10倍がどのくらいの規模かということです。それは何を意味するかというと、中国から、例えば10兆円輸入していました。ことしは11兆円になりました。そうすると、1兆円中国からの輸入がふえます。この1兆円中国からの輸入がふえたということは、それは日本でつくれば10兆円かかるものを1兆円で調達できたということですから、差額の9兆円は中国からのギフトになる。

では、この9兆円というのは、日本のGDP500兆円に対して何%かということ、大体2%だということ、中国からの輸入増加のGDPに対する企業を非常にラフに計算すると、こんな形のグラフになる。つまり、アメリカも日本も、中国との交易がどんどん膨らんで、中国からの輸入がふえたことによって、GDPを押し上げる効果が非常に高まってきているということでもあります。

いってみれば、世界経済がどんどん統合して、中国だとかインドとか、そういった地球の裏側にある安い労働力が瞬時にして手に入るようになったということによるこの恩恵が、世界の経済の成長率を、特に先進国の成長率を押し上げている。これはコストのかからない成長であり、一見棚ぼた的な成長なんだということでもあります。

しかし、これはよく考えてみると、棚ぼたはあり得ないわけで、どこかで所得がふえているとすれば、どこかでその所得は発生しているわけでありまして。どこで発生しているのか。例えば日本の人件費の30分の1の中国人に、日本人と同じ技術を教え、日本で、あるいはアメリカで売る販路を与え、そして機会を与えれば、日本人と同じだけの生産性、アウトプットは得られる。つまり、極めて急スピードの生産性向上が、中国とかインドの低開発地域において発生していて、その多くの果実が中国やインドではなしに、先進国に交易条件という形で移転しているということでもあります。

### ローマ帝国は何故栄えたか・・・？

よく考えますと、ローマ帝国の繁栄というのは、一体何によってあれほど長期に続いたのだろうか。最大の理由はやはり、ローマの中央に住んでいる市民の非常に有利な交易条件だと思います。辺境の人々が1年かかって働く生産物を、ローマの中央の人々が1日ぐ

らいで生産できる生産物と交換できるというような有利な交易条件が与えられたことによって、ローマ市民は辺境から多くの財を集中して、所得を移転することができた。そのようなことの結果が、長期にわたるローマ帝国の繁栄のメカニズムだったのではないかと思いますけれども、そこでいえることは、辺境における生産性の上昇と、それを1点に集約する有利な交易条件ということによって、ある一定の期間においては、先進国において棚ぼたとも思える、コストを伴わない成長があり得るのではないか。

どうもここしばらく、アメリカを含めて世界の先進国は、そういった有利な条件に、いま遭遇している可能性があるのではないか。これは、程度の問題は置くとすれば、多くの人々が合意することだと思います。

ほかにさまざまな要因がありますけれども、いずれにしても、ハイテク革命と、そして世界経済の急速な統合、著しいチープレーバーの利用可能、こういったことが同時に可能になったことによって、世界はあまりお金の固定化をせずに、資本を固定化せずに、長期にわたって成長できるような時代に一時的に入っている。これがあとどのくらい続くか。この点は、もっとさまざまな議論が必要ですが、どうもそのようなことを考えないと、なぜこれだけ景気がいいのに金利が上がらないのかということに対する答えが出てこないということがいえると思います。

さらに企業収益が非常にいいということなんですけれども、ちょっと指摘したいことは、ちょっとスキップいたしますけれども、企業収益は非常にいい、と。その企業収益がよかったわけですが、多くの人々は、デフレが終わったからよかった、デフレのときには企業収益悪かった、というふうに思いがちであります。

**資料** は、企業収益の中の2つの重要な指標、限界利益率と固定費負担率を示した推移であります。非常に驚くべきことは、90年から2000年過ぎるまで、日本はデフレが進行しました。デフレの進行によって最も打撃をこうむると思われたのは、企業収益でした。確かに企業収益は悪かった。

では、どうして企業収益が悪かったのかということで振り返ってみると、決してデフレが原因で企業収益が悪くなったわけではないということが、ここからわかるわけでありまして。というのは、企業の限界利益率は、デフレが進行している場面においても改善していたんです。つまり、企業の売り値は下がっていましたが、企業の仕入れコストは売り値が下がるよりももっと下がっていた。企業の収益が悪かったのは、売り上げが伸びなくて、固定費の負担がふえたり、賃金が上がって、高どまりして、それが圧迫したというさまざまな要素がありますが、少なくともデフレの進行に

よる交易条件の悪化ということで企業収益が悪かったということでは決していないわけです。

つまり、90年代以降続いていた企業の交易条件の改善の大きな要素というのは、やっぱりコスト低下です。そのコストの大きな要素は、中国から次々に安いものが入ることによって、黙っていても毎年コストが低下できるようになったという、この事実があると思います。

皆さんも、過去10年間を振り返って、1993年、1994年、日本の最大の課題は、金融不良債権の問題が起こる直前の課題は、内外価格差であることを思い出されることでしょうか。日本の給料は名目的には高い。しかし物価が高いので、国民の購買力は極めて低い。国民の生活水準は悪い。この内外価格差をいかにして解消すべきかというのは、90年代前半の日本の非常に大きな問題だったと思います。

しかし、振り返ってみると、その後十数年の物価下落によって、国民の実質所得は少なくとも緩やかに上昇した。なぜ国民の実質所得が増加したか。最大の理由は、やはり安いものがどんどん中国から入ってきて、物価が下がったという要素が大きいと思います。

このように考えると、安い海外の労働力が長期にわたって先進国の経済を潤すということは往々にしてあることでありまして、日本はまさにその恩恵を受けてきたということがいえるのではないかと思います。

いずれにしても、そのようなことで、現在、あまりコストを払わずに成長できるこの時代が、まだあと1年～2年続くとすれば、何がいえるか。つまり、低金利で高成長という非常に恵まれた好環境がまだ続くということでもあります。したがって、成長率が高くて金利は上がらない。アメリカはもっと借金ができる。したがって、アメリカの対外債務はもっと膨らんでもドルも弱くならない。ドル高、低金利継続、世界経済の持続的拡大、このような状況があと1年や2年は続くのではないか。このような仮説が成り立つわけであります。

これが正しいかどうか。これは今後の検証にまたなければいけませんし、断定はできませんが、少なくともこのような仮説を導入して考えないと、いまの世界経済の安定は理解できないと私は思います。

## 仮説はフレキシブルに

したがって、どう考えるにせよ、相当フレキシブルに、仮説ということも含めてフレキシブルに構えておかなければいけない。これがきょう私が特に強く訴えたい論点であります。このような点というのは、恐らく私以外、こだわってご説明する人はいないと思いますので、非常に時間をかけて申しあげた次第であります。

いずれにしても、このように考えると、世界経済は低金利と高成長で、結構いい時代が続くというのが、ことし1年間の環境であります。かてて加えて、日本の株式市場にはもう一つの大きな見方があるということ、2点目に申しあげたいわけであります。

それは、非常に恵まれた株式のバリエーションということでもあります。一言でいえば、日本の株は非常に割安である。好環境に加えて割安なのだから、株はまだまだどんどん上がる可能性がある、というのが私の結論であります。

株式が割安である。一体どういう根拠で割安であるというのかということをごらんいただきたいと思います。日本の株が割安であるというふうについて、直ちに多くの反論が返ってきます。ほとんどの人は、割安ではない、と。むしろ日本の株は割高だというふうにいると思います。

**資料** の右側にありますのは、世界の主要な株式市場のP E Rの推移であります。株価が利益の何倍かというグラフですけれども、この青い太い線が日本でありまして、日本はかつては極めて高かった。このような時代が終わって、過去3～4年、世界の平均とほぼ同じぐらいになった。しかしここに来て日本の株が上昇して、また日本のP E Rは世界で一番高くなっています。このような状態をみて、日本の株は世界で割安とはいえないというのは、これまでの常識の議論からすると、多くの人々がとる結論であります。

しかし私は、過去3年ほど、「いや、日本の株は割安である」というふうに言い続けてまいりました。そして、いままなお割安だというふうに主張を続けております。なぜか。確かにP E Rでみれば世界で一番高い。P E Rというのは益回り、アーニングシールドの逆数ですから、アーニングシールドでみれば、日本は世界で一番低いんですけれども、それは表面的な低さであって、実質的には低くはない。なぜか。

**資料** の右下にありますのは、世界の主要国の長期金利であります。世界の主要国の長期金利はほぼ4%。日本の長期金利は1%。両者の差は3%であります。つまり、金利は日本は物すごく低いわけであります。考えなければいけないのは、株というのはコストゼロで得られるリターンではありません。株を買うためには預金をおろさなければいけない。あるいは債券を売らなければいけない。あるいは借金をしなければいけない。つまり、株を買うためには一定のコストがかかる。このコストが長期金利です。

アメリカの人が株を買うのに4%のコストがかかります。日本人が株を買うには1%のコストしかかからない。コストに3%の差があるときに、リターンにあまり差がない。P E Rにおいては若干日本は高いけれどもあまり差がない。コストに3%も差があって、リ



ターンはちょっとは日本が低いけれども、あまり差がないとすると、相対的にどっちが有利か。いうまでもなく、日本の方が有利だということになるのは当たり前だと思います。

しかし、このような資本コストとの比較において、株が割高か割安かというような尺度ではかる見方というのは、これまで世界の市場の中では極めて少数でした。海外の投資家でも、日本の投資家でも、過去3年間私がこのようなことを主張していたときに、納得してくれた人は1割もいなかったと思います。しかし、いまや私のような相対的な株価評価の見方が急速に多数派になろうとしてきているというように思います。

それでは、一体どこで多くの人々が、絶対的な表面のリターンからコストとの見合いで考えた相対的なリターンへと物の考え方の座標軸を変えたのかということでもあります。

1つ参考になるのは、資料の左側にあります、世界の主要国の不動産のリターンのグラフであります。この黄色い線は、世界の主要都市の不動産の絶対リターンですね。キャップレートというのは不動産の投資利回り、絶対リターンの比較であります。そして、この赤い線が、このリターンを得るためのコスト、債券の利回りのレベルであります。

このように、世界の主要都市、ソウル、ロサンゼルス、ニューヨーク、フランクフルト、パリ、ロンドン、東京と比べますと、もうずっと前から日本の不動産のリターンは世界の主要都市で最低であります。この世界の最低の東京の不動産に、ここ数年、世界の資金がこぞって入ってきて、不動産を買いあさっている。

なぜ最低のリターンの東京に入ってきたか。いうまでもなく、リターンが低かったから入ってきたわけがあります。理由は、コストが低かったからです。この1%台のコストを借りて、4%~5%のリターンが得られるのであれば、これはもう非常に妙味のある投資である。そういうことで、このコストとの比較で日本の不動産市場に世界のお金が入ってきた。そして彼らは、この借金を借りて、大変にレバレッジを高めて、年間何割という高いリターンを、パフォーマンスを得た。これが海外の投資家の日本不動産投資で成功した大きな理由であります。

同じことは、株にもいえる。やはり日本の株のリターンは、これと同じで、世界主要都市で一番低いですが、しかし、それ以上に日本の金利は低いわけですから、日本で借金をして株を買ったら、不動産でやったのと同じ、大変な利益が期待できる。これがいま起こっていることの背景ではないかと思います。

こういった投資方法、これは一体何かというと、一言でいえば、金利裁定ということでもあります。例えば債券を売って株を買う。借金をして株を買う。いずれ

も確定利付の資産をショートにして、エクイティー、株式をロングにするという裁定であります。そのような裁定的な投資構造が浸透すると、絶対的リターンなんてあまり意味がなくなる。やはり相対的にコストとの見合いで、どちらが有利かということが大きな問題になってくるということでもあります。

## 金利裁定の復活

そのように考えると、いま、特に強調したいのは、昨年からことしにかけて、日本において劇的な金融市場の変化が起こっているのは、金利裁定の復活ということでもあります。

それをご説明するために、まずごらんいただきたいのは、資料であります。少なくとも昨年来少しは変化しているものの、依然としていまの日本の金融市場の最大の特徴は、リターンにおける著しいギャップであります。国民の金融資産の53%を占めている預金は約800兆ありますが、ゼロリターンです。

しかし、ちょっとリスクをとれば、もっともっと高いリターンの資産というのはたくさんある。実物事業のリターンは6%~7%あります。株でも4~5%。そしてまた、不動産だって3%、4%、5%。ですから、さまざまな、もっとリターンの高いものがたくさんある。にもかかわらず、国民は一向にゼロの預金からはお金をこちらにシフトさせずに、非常に大きな乖離が生じている。この大きな乖離そのものが、人々は金利裁定を働かせていないということのあらわれなのであります。

それをイラストにしたのが下のグラフであります。公定歩合というのは預金金利です。一番低いゼロリスクのリターンであります。ゼロです。しかし、実際の実物事業のリターンはすでに回復して、6%、7%と、ここまで来ている。この両者のギャップが市場空前に広がっている。1970年代にも同じような幅のギャップがありますが、しかし率で見れば、片や6%、片や14%ですから、せいぜい2倍ぐらい。

それに対して今は、片やゼロで、片や6~7%ですから、無限大の差がある。信じがたいレバレッジがきく状況にありながら、なお人々は借金をして投資をしようとしていない。つまり、不良債権、金融危機の後遺症に懲りて、金利が幾ら安くとも借金をしない。全くリターンがゼロでも、預金でみんな満足しているという、こういう時代が何年も続いた。むしろ、続くどころか、このギャップがどんどん膨らんでいたということでもあります。

このギャップは一体何かというと、専門的な言葉でいえば、リスクプレミアムであります。つまり、リスクゼロだからゼロのリターンでみんな満足しているわけですが、しかし、ちょっとでもリスクをとったら、や



っぱりもっとリターンが必要だ。例えば、事業投資をするんだったら、最低でも相当なリターンが必要だ。幾ら上乘せのリターンが必要かという、この上乘せリターンがリスクプレミアム。

### リスクプレミアムの規模が広がると…

ですから、いまの日本経済、金融の特徴というのは、人々がリスク回避に極めて強く影響されているために、このリスクプレミアムが空前の規模に広がっている。このリスクプレミアムが空前の規模に広がっているということは、度胸がある人、知恵がある人、金がある人、リスクがとれる人、このような人々は、ゼロで借金をして、非常に高いリターンに回せますから、大もうけができる。しかし、知恵がない人、度胸がない人、お金がない人、これはゼロの預金にしかない。

ということで、非常に限られた人が恵まれた環境のもとでのプレーをしていく。そして、その恵まれた人の代表例が、昨年までの海外の投資家ですね。海外の投資家は、日本の金融機関と違って、バランスシートは健全だから、リスクがとれる。世界のいろいろなことも知っているから、知恵もある。度胸もある。そういった人たちだけが、このおいしい金融環境で大もうけができた。そうはならじと、ようやく昨年の後半から、多くの人々がリスクをとり始めたというのが、この間の地価上昇、株価上昇の大きな背景にあるということであります。

このように考えますと、日本においては、非常に株価が金利の資本のコストに比べて割安になり、そして、その割安の株価が人々のリスクテイクの姿勢の高まりによって、大きく上昇するという、そういう時期に入ってきているということがいえる、ということを申し上げたいと思います。

さて、ちょっと専門的になりますけれども、株価の妥当なレベルって一体どのくらいなのか。これからどのくらい株が上がるのか。ジャーナリストでなくても、個人的な関心を皆さんはお持ちだと思いますので、ちょっと解説を申し上げたいと思います。

**資料 左側**にありますのは、長期にわたる株式リターンの要因分析のグラフであります。赤がトピックスのトータルリターン。トータルリターンというのは、値上がり益プラス配当。株主が得られるリターンの合計であります。これが赤であります。

そしてこの青は、株式のリターンの最大の説明要因でありますファンダメンタルズバリューであります。一言でいえば、企業利益を毎年毎年足し上げたものです。企業の利益がもうかったら、株価は価値が上がる。この企業利益の累積、ファンダメンタルズバリュー、これが青です。そして、この赤と青の差額が緑であります。

つまり、株価というのは、ファンダメンタルズバリューとそれ以外の緑、この2つの足し合わせたものが株のリターンである、株価であるというふうに考えていいわけであります。

このように、株を分解いたしますと、極めてはっきりしておりますのは、何十年という超長期でみれば、株のバリューというのは青の線に収れんする。つまり、株式はファンダメンタルズによって決定される。アナリストやエコノミストが株価を予想できるというのは、その限りにおいて正しいということはいえると思います。

しかし、これは何十年という極めて長期のトレンドにおいていえることであります。このファンダメンタルズバリュー以外のこの緑、これはいってみれば、業績、ファンダメンタルズ以外の株価要素でありまして、一言でいえば、株価の人气度、バリエーションの変化ということであります。このバリエーションの変化というのは、このように長期でみれば、あまり方向性がない動きをする。

しかしながら、3年あるいは5年ぐらいの、むしろ中期でみれば、この赤の線を最も忠実にトレースしているのは、この青ではなくて緑です。つまり、「来年の株価はどうなりますか」と私が聞かれて答える際に、ファンダメンタルズバリューから株価はこうなりますというふうにいえば、大抵外れる。しかし、株式人気、バリエーションからみてこうなりますといえ、大体当たっている。つまり、短期においては、エコノミストやアナリストに頼るよりは、相場師に聞いた方が株価はより当たる。この緑の方がより正しいということがこのグラフからおわかりいただけると思います。

つまり、短い将来の株価は、むしろ株式人気がどうなるかということを一生涯懸命考えた方がはるかにいい、というのが私の結論であります。私も30数年アナリストやストラテジストとしてファンダメンタルズバリューをもっともらしく説明してきた人間ですけれども、やはり短期でみれば、なかなか株式の価値というのは、経済分析でははかれないということは、つくづく思うことであります。

さて、ことし、来年、しばらく株はどうなるかと聞かれれば、当然そうなると、この青の線がどうなるか、景気がどうなるかということもさることながら、この緑がどうなるか。これが極めて重要であります。

そこで、我々は幾つかちょっとシミュレーションリサーチをしました。この緑の線が何によって決定されるかということ調べたんですけれども、わかった結論は、日本の場合には銀行貸し出しと極めて強い関連があるということであります。

**資料 右側**にありますグラフは、ピンクの線と青の線ですが、ピンクの線というのは、緑の線から

リスクフリー金利、長期金利を引いたもので、いってみれば株式人気を決めるリスクプレミアムとっていいと思います。この株式人気を決めるリスクプレミアム、このピンクの線、これはほとんど全く同一とっていいほどの相関関連を持って、銀行の貸し出しと平行に動いてきたというのが、過去 35 年の日本のマーケットの特徴です。

同じことをアメリカやヨーロッパでやってもこういう形にはなりません。やはり日本の株式市場、金融市場の特徴として、株式の人気、バリエーションというのは、銀行の信用創造活動に極めて密接に依存してきたということがわかるわけであります。

さて、その銀行の貸し出しはどうなるか。ここにあります右側のグラフですけれども、特に青い線ですね、これが銀行貸し出しですけれども、バブルの前、相当にふえ、バブル期に抑制されて、しばらくゼロになり、97 年から銀行の貸し出しはマイナスになって、このマイナスがほぼ 10 年続いた。しかし、いよいよこの銀行貸し出しがマイナスからプラスに転ずる、いま、まさしく秒読みの大変なスイートスポットに差しかかっている。1 年ちょっと前は、日本の銀行貸し出しは 4 % 近いマイナスでした。それがここ 1 年の間にマイナス幅が鋭角的に縮小して、とうとうこの 12 月はマイナス 0.3 です。恐らくことしの 1 月からは銀行貸し出しはいよいよプラス。

## 日本の株価は上昇する

このように株価人気を決定する銀行貸し出しが大幅な長期にわたるマイナスから少しでもプラスになるといことになりますと、これは株式人気を大きく高めて、株価を押し上げます。このようなことによって、今後の株価上昇が予想される。つまり、この企業業績とは関係ない、ファンダメンタルズとは関係ない株式人気、この緑が大きく上の方に上昇して、株が押し上げられる時代にいよいよ入っていくということでありま

す。

というようなことによって、私もは、日本の株価はこれから大きく上昇するだろうと考えています。

1 つ数字を申し上げますと、1991 年から 2005 年までの 15 年間で、株式のリターンは毎年どれだけあったかという、毎年マイナスの 1.6 % でした。では、その 15 年間に債券のリターンはどれだけあったかという、毎年プラス 6 % でした。債券のリターンがあるということは、金利が下がるので、債券の値段がずうっと値上がりを持続したということでありま

す。これは 15 年も債券のリターンが 6 % もある。これは極めて異常なことでありま

なぜそんなことが起こったのか。人々はリスクをと

りたくなないので、元本が保証されている債券を持つ。債券を持つと、元本が守られるだけじゃなくて、値上がりがあるって、リターンがもうかる。こんなことが何年も続けば、当然のこととして、債券さえ持っていれば大丈夫だ。債券過大保有シンドロームというようにことにやっぱりならざるを得ないですね。そのかわり株を非常に少しか持たない。

しかし、このような 15 年間続いたトレンドが、いま、大きく転換しているのはまず間違いないと思いま

す。よくても金利はもう下がらない。むしろ若干上昇していく。つまり、債券を持っていることのリターンは、過去 15 年間のプラス 6 から、楽観的にみても、今後は 1 % ちょっとぐらいしかない。場合によってはマイナスがあり得るとというのが、今後の債券のリターンの見通しです。

では、株はというと、過去 15 年間マイナス年率 1.6 % であったものが、先ほどのようなことによって、私もは今後 5 年間、株はプラス 11 % ~ 15 % 上昇するということに考えていま

す。

このように、過去 15 年間と全く正反対の世界に入るとすると、これは債券を持ち過ぎの日本の多くの投資家は、大変なリスクに直面することになります。日本の投資家が、債券、株をどのような比率で持っているかということをやっとごらんいただきますと、資料 に家計、保険、年金とありま

す。

例えば家計をみますと、日本の家計の株式保有というのは、全体の資産の 1 割もありません。1990 年のピークにはこれが 23 % ありました。それがいま、1 割以下です。アメリカはというと、3 割を超えております。つまり、日本の家計は 1 割しか株を持っていない。残りの 9 割は債券などの元本が保証された資産だ。しかし、この元本が保証された 9 割のものは、ほとんどもうリターンがない。この 1 割のものだけが突出したリターンに入るといことがはっきりした時代になると、これは債券を持ち過ぎ、株持たな過ぎの非常に大きなリスクになります。

同様に保険会社。日本の保険会社も株は 1 割ないです。アメリカの保険会社は株が 24 % ある。これも、いま、申しあげましたようなことになったら、これは大変なことです。やっぱり株を持たなければいけない。

銀行も同様です。つまり、いままで株を持たないように、持たないようにというふうにいわれて、もう 15 年間なれ親しんできたその性癖を、いま、劇的に変えないと、今度は大変に傷を負ってしまうという環境に直面している。

となると、何が必要か。早く債券を売って、預金をおろして株を買わなければいけない。このようなことが起こる。つまり、劇的な株式需給の変化がこれからやってくるということでありま

す。というようなことによって、株価が大きく上昇する時代に入ったとい

ことがいえると思います。

さて、株式のバリューを考えるうえで、絶対的な尺度はありません。というのは、株を買うのにみんな何かと比較して計算して株を買っているんですね。預金の金利が1%、株の配当が1%、どっちがいいかなというようなことで株を買うわけです。

そのような観点から、過去、株を考えるのに最も都合のいい、比較対照する尺度は、社債の利回りです。同じ資金を運用するにしても、株を買うか、あるいは債券を買うかということであります。

昔は、例えばここにあります過去30年以上の日本の推移ですけれども、社債の利回りというのは、株式の配当の3倍、4倍あるのが過去20~30年前は普通でした。このような高い社債の利回りという時代が終わって、2年ほど前から、社債の利回りと配当の利回りがほぼ同じになりました。これは一体何を意味するかということであります。

これは、著しく株が割安であるということを示していると思います。なぜか。社債の持ち主がもらえるのは何か。金利しかもらえません。例えば、社債の持ち主は、1%の社債金利ということであれば、毎年1%利息をもらえるだけです。

では、株の持ち主は何がもらえるか。もちろん毎年、株主ですから配当がもらえます。この配当が社債と同じ1%。しかし、株主は配当のほかに株価の値上がり益というものがあります。株価の値上がり益というのは、理論的には何によって決まるかというと、企業が配当以外に社内にため込んだお金が値上がりしていくということであります。

いま、大体日本の企業の配当性向、配当として支払われる比率は2割強、4分の1以下です。4分の3は企業の利益は社内に留保として積み上げられる。この社内に留保として積み上げられた利益は、当然、経済的には株価上昇となって株主に返ってくる。つまり株主のリターンは、大体4分の1が現金でもらえる配当、4分3が企業に預けておいて、その結果、株価が値上がりでもらえるリターン、これが株主のリターンです。

そういうように考えると、金利しかもらえない、社債所有者のもらう金利が株主のもらう配当と同じということは、株主が企業に預けているこのお金というのは、ほとんど株式市場においては無視しているというほどの株価の割安状態というか、株価の割負け状態を示しているといっていると思います。

このような株式の配当と社債の金利が同じだったのは、歴史を振り返るといつごろかというと、1960年以前の話です。日本経済が戦後の奇跡の復興を遂げるはるか前のバリエーション、つまり企業は来年つぶれるかもしれない。いま信じられるのは、企業がことし我々に払ってくれる配当だけだ。企業が社内に留保

している利益なんて当てにならない。この時代の株式のバリエーションと同じバリエーションが、ここ2~3年前の日本の株につけられていたということですね。それほど日本の株式はリスク過敏症の結果、割安に放置されていた。

## 株価上昇のファンダメンタルズ

このような状態があったので、人々は安心して債券を持って株を持たなかった。しかしこのような状態がいよいよ是正されたとなれば、怒濤のような資金のシフトが起こらざるを得ないと思います。そして現実それが昨年の後半から起こって、現在経験しているような大幅な株式上昇相場に結びついているということであります。

このように考えると、株価上昇のファンダメンタルズはやはり経済という観点だけからだけではなくて、需給という観点からもやっぱり備わっているというふうにいわざるを得ないと思います。

景気の点については、もう私はお話をすることはありません。多くの方々が考えているように、日本の経済は2%を超える成長になり、デフレ脱却はともかくとして、金融政策も転換されていくでしょう。

さて、最後に、数分だけ申しあげたいのは、このように振り返っているいろいろな観点からお話を申しあげて、それでは、いまの日本をどのように位置づけたらいいのかということであります。株価は上がっている、と。どうもいわゆる「失われた10年」は終わって、日本はまた黄金の何年間かに入っていくようだ。黄金シナリオで考えていいかどうか。しかし、世界経済となると、先ほど私が申しあげましたように、どうも未踏の領域で、過去経験しなかったことが起こっている。このような複雑な環境の中で、過去10何年間日本人が悩み、苦勞してきた経済困難、一体それをどのように総括したらいいのかということであります。

その答えは？という、私は残念ながら持っていないといわざるを得ない。ただ、振り返ってみて、すべての人が間違えていた、すべての人が過去の考えを一人は棚上げにして、清算して、いま起こっていることを虚心坦懐に考えなければいけない場面に来ているんじゃないか。このことだけは言っているのではないかと思います。

まず申しあげたいのは、1999年まで、ほとんどの人は、やはりバブルができた。不用意にもバブルをつくった。そして、不用意にも金融引き締めでバブルをつぶした。そして、バブルがつぶれた後、デフレ経済になった。これは世界の中で日本だけだ。日本は世界の劣等生だ。まさしく日本だけがかったこのような病は、日本の構造的な病弊から来るものですね。したがって、日本固有の構造改革というのは絶対必要な

ことなんだ、このように、私も含めて多くの方々は信じて疑わなかったと思います。

### バブルは日本の固有病ではなかった

ところが、2000年になって驚くべきことが起こりました。日本の固有病かと思っていたこのバブルが世界病だった。アメリカでITバブルができて、それがつぶれて、アメリカのグリーンスパンはあわてて金融緩和したけど、幾ら金融緩和しても緩和しても、銀行の貸し出しはどんどん落ちてくる。マネーサプライが落ちてくる。流動性の罠に陥りそうだというようなことが起こりました。まさしくバブルをつくったのは、決して日本病ではない。これは世界のどこの国でも、1990年代の後半に共通に経験した、世界の、ある意味では時代病である、というように思える状況が続いたと思います。

したがって、世界同時に起こっているバブル、バブル破裂、デフレ、金融政策の無能化といったことは、これは日本の問題もさることながら、やはり世界の資本主義体制に問題があるのではないかな。その資本主義体制といえは、やはりドル金交換が停止され、ニクソンショック後、世界の主要中央銀行は輪転機を回しまくって、インフレリスクを無視してマネーを供給した。このマネーの過剰供給が結果としてはアセットインフレーションになり、バブルになり、バブルが破裂し、経済困難になった。

そのような世界の危機の深化のあらわれとして、世界のバブルの破裂があり、日本はたまたま少し早目にそれがやってきたということだけではないかというようなことが、2000年代の初めには思われました。私もそのように主張した覚えがあります。2001年、2002年。

そして、2003年以降何が起こったのか。そう思っていたら、アメリカの市場空前の財政出動と金融緩和によって、このバブルの後遺症がうまくおさまっちゃった。どうもバブルの後遺症は日本だけの問題で、アメリカはバブルの後遺症をほとんど思うことなく持続的な経済拡大を実現できてしまった。それは、バブル後の処理が悪かったという日本の処方間違いが間違っすぎない、やはり金融政策の間違いがすべてであり、それさえ間違えなければ、戦後の1990年以降のバブル後のこの経済の停滞はなかった、というような議論も、いま出てきていると思います。

そして何といっても、大恐慌のときの教訓は、大恐慌のときにやたらと清算主義に走って金融を引き締めた、この当時のアメリカの中央銀行の誤りを繰り返したことが日本の問題であり、それを繰り返さないことがアメリカの成功であり、やはり中央銀行の政策の差なんだというようなことが、いまの議論のファッショ

ンとして出てきていると思います。

この、いま3つ出てきたさまざまな仮説の中で、どれが正しく、どれが間違っているか。私はすべてが正しく、すべてが間違っていると思います。どれ一つとして、いま起こっていることを完璧には説明できるロジックはないと思います。したがって、そのどれかの陣営に依存して何かを主張するということは、いまやかなり困難になっているのではないかな。もうすべて自分の旧来属している陣営から離れて、もう一度まっさらなプレーイングフィールドの上でロジックを立てなければいけないのではないかな。

その際に申しあげたいのは、やはり今までの議論で欠けていたのは、やっぱりグローバル経済の統合の恩恵だと思います。先ほど、中国などからのチープレーバーの恩恵が世界の金利を押し下げて、世界経済を安定させているというようなことをいいましたが、この点に関しては、過去なかったことであります。そして、ちょっと振り返ると、同じように世界経済が困難に陥り、バブルができ、というようなことが1920年代から30年代にあったわけですが、あの時点と、今回の最大の違いは、やはりこの世界経済環境だと思います。あの時点では、世界の列強は植民地を分割して、世界経済のフロンティアはなかった。したがって、国内における閉塞的な経済を突破する条件が乏しかった。日本は満州に出て行って、たたかれてしまった。

そういったフロンティアがなかった当時と比べて、今回は、中国、インドという大きなフロンティアがある。そこから安い労働力がどんどん入ってきて、国内の所得を押し上げてくれる。このような連続的なチープレーバーの提供によって、日本は非常にコストをかけずに、犠牲を払わずにバブルの後遺症から立ち上がることができたと思います。

考えてみますと、私もそうですが、多くの方が、1990年バブルを経験した。その後、バブルがつぶれた。我々は大変な苦労をしたというようにみんないますけど、本当にそんなに苦労したんですか、と私は聞きたいと思います。1990年のピークと今日と比べて、今の方が生活水準が悪くなっていると思っている人はあまりいないんじゃないかなと思うのです。

つまり、何を申しあげたいかというと、過去、10数年間の日本は、みんな「失われた10年」といっていますけれども、失われてはいなかった。国民の生活は10数年たっても、むしろ向上しています。国民の金融資産は1990年にバブルがつぶれたときには、900兆。いま、1400兆ですから、バブルがつぶれて6割国民の金融資産は膨らんでいるんですね。株は下がった、不動産は下がったというけど、我々の貯金の通帳の残高は、バブルのピークの6割もふえている。6割貯金の通帳の残高がふえて、物価は下って

いるわけですから、我々の預金が提供してくれる購買力たるや、15年前のバブルのピークよりもはるかに大きい。

そうすると、一体どこに失われた15年があったのだろう。確かに職を失った人、苦勞した人は、中にはたくさんいらっしゃると思いますが、国民全体としてそんなに患ったわけではない。大して患わないのに、バブルの整理が終わって、再び輝かしい日本の復活の時代に立ち始めたという、それはどうもちょっと話がうまくでき過ぎているんじゃないかというように私は思いますけれども、それでは、そのコストはだれが払ってくれたのか。やっぱりグローバル経済的な、グローバル・エコノミック・インテグレーションです。世界的な経済統合の恩恵が、円が強い環境の中で日本にめぐってきて、非常に安くていいものを、信じがたい安い値段で海外から買うことができることによって

得られる、所得増加の恩恵というのが日本を救ってくれた。

このような望ましいフレームワークが今後どのようになっているか。これはもう私の仕事ではなくて、本当にエコノミストと経済学者の方に分析していただきたいことだと思いますが、少なくとも、そのようなダイナミックなフレームワークを前提としていまの情勢を考えないと、何かいま起こっていることは、私にはしっかり理解できないというように思うわけでありませう。

ということで、一応、私からは、経済分析というよりは、いまの経済現象を整合的に考える一つの仮説というようなことでお話をさせていただきました。与えられた時間が過ぎてしまいましたので、私からの説明は以上で終わらせていただきます。