

# 基調講演 「世界経済の中の日本」

野口 悠紀雄 氏  
早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授



## 》 基 調 講 演 《

野口 悠紀雄 (のぐち ゆきお) 氏

早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授

東京大学工学部卒。64年大蔵省入省。72年エール大学Ph.D.（経済学博士号）を取得。一橋大学教授、東京大学教授（先端経済工学研究センター長）、スタンフォード大学客員教授などを経て、05年4月より現職。専攻はファイナンス理論、日本経済論。主な著書に「バブルの経済学」「超」整理法」「超」勉強法」「ビジネスに活かすファイナンス理論入門」「資本開国論」等。

野口悠紀雄です。本日ニッセイ基礎研シンポジウムにおきましてお話しできる機会を持てたことを大変うれしく思っております。主催をしてくださいましたニッセイ基礎研、後援をしてくださいました日本生命の皆さま方に御礼申し上げます。

## 1——はじめに

本日これから約1時間「世界経済の中の日本」というタイトルでお話をいたします。お話しする内容は、皆さまのお手元の資料の中に簡単な要約と、幾つかの資料を印刷してお配りしてございます。ほぼそれに沿ってお話をします。

今日お話しします内容は主として三つの点です。1番目に、今世界で何が起きているのか。金融危機、金融混乱、経済危機の問題です。2番目に、その問題が起こった背景、もう少し長期的な観点から見て、特に90年代以降の世界で何が起こったかについてお話をいたします。3番目に、もう少し細かい企業というレベルで見た場合にどのような変化が生じているか、その中で日本はどのような立場にあるかという点をお話ししたいと思います。

今日私のお話の要点、私が一番主張したい点をあらかじめ申したいと思います。それは現在世界で起きている金融混乱を対岸の火事だと思っている人が多いのです。アメリカで金融の問題が起こった。それが日本に飛び火する。それを日本は何とか防がなくてはいけない。このように理解していらっしゃる方が多いのではないかと思います。そうではないということをお話ししたいと思います。

つまり、この問題は日本の問題そのものである。日本は問題の中心にいるということを話したいと思います。今われわれが問われているのは、日本経済のこれまでの仕組みを今後続ける

ことができるかどうか。それに対して大変深刻な問いが突きつけられている。これはわれわれの問題である。この点を強調したいと思います。

## 2——現在の世界経済の混乱

まず1番目のテーマ、金融混乱の問題です。よく言われますように、これは百年に一度くらいしか起こらないことが今起きている。これはそのとおりだと思います。今朝ここに来る前にウェブサイトを見ていました。株価の時間ごとの動きがグラフで示されているそのグラフが今朝、垂直線になっていました。これは本当に仰天しましたが、同じことが確か先週の末、金曜日午前中にそのウェブサイトを見たら、やはり株価の線が垂直になっているのです。こんなことは今まで見たことがない。ですから百年に一度の問題が起きている。これは間違いないことだと思います。

それで、何が起きているのか。一般に理解されていることは、これはアメリカの金融危機である。アメリカで住宅バブルが起こった。サブプライムローンという比較的低所得者の人を対象にした住宅ローンができて、証券化という手法で、そのローンを幾つも集めて証券化する。それを分割して売りさばく。さらに複雑なことも行われていた。こういうことが行われていたのだけれども、それが破綻した。特に去年の夏以降、この証券化商品の価値が急速に下がりだして、アメリカの金融機関が危機に陥っている。このように問題が理解されています。

そして、今後の日本経済への影響としては、アメリカがそういう問題を抱えているので、アメリカが景気後退をする。アメリカが景気後退をすると、日本もその影響を受ける。つまりこれはアメリカの問題のとばっちりだという理解です。これが一般的な理解だと私は思います。

確かに表面的に見ますと、そういうことが起こっているのですけれども、それは表面への表れにすぎないと私は思います。重要な点は、特に将来どうなっていくか、日本に対する影響、こういうことを考える場合には、この背後に何かがあるのかということを理解しておくことが必要だと思うのです。

### ●アメリカの経常収支の赤字が原因

私の理解では、今起こっている問題は、単に金融の問題ではなくて、マクロ経済全体の問題、世界的なマクロ経済の大きなひずみが顕在化した問題であると考えております。それは具体的に何かと申しますと、アメリカの経常収支の赤字です。経常収支というのは、アメリカの貿易収支や所得収支を足した国際収支の項目です。それが非常に大きな赤字を出し続けている。このアメリカが経常収支の赤字を続けられるかどうかという問題はだいぶ前からいろいろ議論されてきていたのですけれども、それが去年の夏ごろついに限界に達した。そこから生じている問題であるとは私は考えています。

このような理解は、将来の見通しを考える場合にも重要です。もし問題が金融機関の問題であれば、金融機関に資本注入するとか、金融システムの安定性を確保すればそれで問題は解決されるということになります。しかし、もしマクロ経済のひずみの問題であれば、そのひずみが直らない限り、問題がまた別の形で現れてくるということになります。ですから将来への予測を考える場合にはこの点が重要です。

アメリカの経常収支について、これまでの経緯を資料の図1に示してあります。この図1は、アメリカの経常収支の対GDP（国内総生産）に対する比率を目盛ってあります。これをご覧いただいておりますように、アメリカの経常収支は、戦後かなり長い間黒字を続けてきまし

た。ところがこれが1980年代に赤字になったのです。これはその当時大変大きな問題として議論されました。対外バランスだけではなくて、アメリカの財政収支も赤字になりましたので、これは「双子の赤字（twin-deficit）」の問題として議論されたのですが、この80年代の問題は一時解決されたのです。このグラフでご覧いただけるように、1990年ごろには若干ですけれども、黒字になったのです。

ところがこれで解決されたわけではなくて、90年代を通じて赤字がどんどん拡大していきましました。2006年にはGDPに対する比率が約6%に近づき、額では7000億ドルくらいで、大変大きな額になってしまった。これは維持できないということが問題の原因であるということだと思います。

ごく簡単に、なぜ赤字が増えてきたかと申しますと、それは主としてアメリカの消費支出です。つまりアメリカ人が使い過ぎているわけです。あまりに贅沢な生活をしているのです。つまり、アメリカは生産する以上のものを支出して、その結果、対外収支が赤字になるということになっています。

この赤字はどのようにして処理されているか、どのようにしてファイナンスされているかということですが、この赤字の他方には黒字国があるわけです。黒字国はどこかといいますと、それは主として日本と中国と産油国です。この三つがアメリカに対して貿易の黒字を出しているのです。それをアメリカ側から見たのがこの経常収支の赤字だということなのです。

黒字国は貿易収支で稼いだお金をアメリカに還流させています。つまりアメリカに投資しているのです。これは国によっていろいろ違う方法ですが、中国の場合には直接に外貨準備を積み上げるといって、アメリカの国債を購入するという形です。日本の場合は、政府だけでは

なくて民間の金融機関、民間の機関投資家が持っていますから、少し複雑なのですけれども、基本的にはやはりアメリカに対する証券投資の形で環流させています。産油国はどうか。産油国は自分で運用するというよりは、そのお金をヨーロッパに持って行って、特にイギリスの金融機関を仲介してそれをアメリカに投資するという形で行われています。

このように方法は違うのですが、全体として見ますと、アメリカが貿易収支で発生させた赤字は、黒字国がアメリカに投資をするということと還流していたのです。これでバランスが取れていたのです。これがこれまでの姿です。

問題はこの構造がどこまで続くかということです。アメリカの赤字が大きくなり過ぎて、アメリカに投資するのは危ないと投資家が考えるようになると、これが壊れてしまうわけです。それが今年の夏起こったわけです。その結果アメリカの住宅価格が下がり始める。そしてサブプライムローンが破綻する。こういう問題が起こってきました。

そのお金はどこへ行ったのかというと、原油や穀物、あるいは金（きん）、そういう一次産品に対する投機あるいは投資に向かいました。このために原油、金、穀物の価格が上がってきたのです。ですから、サブプライムローンの問題が起こったことと、原油価格の高騰というのは同じ問題の二つの側面です。

## ●原油も金も値上がり

原油価格が上がったのは事実です。ただ、それはドルで表示したら上がったということで、実は金（きん）で計ってみるとそんなに変わっていないのです。つまり原油も金もほぼ同じように値上がりしたということです。

それを示しているのが、図2です。ここには金価格の推移を書いてありますが、ご覧のよう

に、金価格は80年代、90年代ほぼ安定的に推移しましたけれども、2000年ごろから急速に値上がりしているのです。原油もこれとほぼ同歩調で値上がりしています。

それを示しているのが次の図3です。つまり、金で表示した原油の価格は、変動はありますが、大体同じなのです。金を価値の基準と考えれば、要するにドルの価値が低下して、金と原油の価格は昔どおりということです。ただ、もう少し詳しく言いますと、図3でご覧いただくように、金で表示した原油の価格は傾向的には上がっています。これは、新興国、特にインドや中国における所得の上昇に伴うガソリンの消費の上昇、そういう需要増を反映しているものだと思います。こういう長期的な傾向はありますが、短期的に見れば金と原油はほぼ同一の歩調で上がっています。

今年の初めに1バーレル100ドルを突破したときに、金も1オンス1000ドルを突破しました。1バーレル当たりの原油の価格を10倍したものが1オンス当たりの金の価格だと言われているのですが、ほぼそういうことになっている。その比率は図3でご覧いただくように、現実には10%より少し低いのですけれども、ほぼそうなっているということです。

つまり何が起きているかといいますと、今までのアメリカの経常収支のファイナンスの仕組みが問題を起こしているということです。その結果、今までアメリカに流れ込んでいたお金が、原油とか金というところへ動いていく。こういう世界的なお金の流れが大きく変調しているということです。

このお金の流れはあっちへ行ったり、こっちへ行ったりで、まだどこに行くのか分からないのです。ですから、株価もある日には上がったかと思うと、次の日暴落するとか、まるでジェットコースターみたいな動きをしているのです

けれども、これは、そういうお金が行き場を探して全世界をうろうろしているということだと思います。この問題はまだ収まっていません。

先ほど申しましたように、仮にアメリカの金融機関の問題が解決されても、このお金はあるわけですから、それはどこかに行かざるを得ないのです。原油価格は確かに最近では落ち着いてきていますけれども、それがずっと続くかどうかは分からない。もし、アメリカに対する投資が再び原油とか金に戻ってくればまた上がるということになります。

### ●日本自身の問題

そのことは日本の側から見れば、原油価格が上がるということですから、企業のコストの上昇という問題になります。日本はインフレの危機の問題が去ったわけではないのです。つまり、日本の経済は大変大きな問題を抱えているわけです。

それはどういう意味で抱えているかといいますと、次の二つの面で抱えています。それは第1に、これまで過去数年間日本企業の収益が増加しましたが、それは主として円安によるものだったのです。特に2005年以降、日本の企業の収益が増加しました。これは日本企業がリストラをやって生産性を上げて、それで収益が回復したのだと、一般に言われていました。確かにそういう面もあったのでしょう。しかし、もっと重要なことは円安だったのです。異常な円安が続いたのです。このメカニズムについて今日詳しくお話しする時間的余裕がありませんけれども、昨年夏の為替レートの水準は歴史的な円安でした。円安になるということは、日本の輸出産業の価格競争力が高まるということです。主としてそれによって日本は2005年以降景気回復を実現したのです。それに伴って株価も上昇しました。

そのことはもはやできない。それは先ほどの資金の流れの一環として、実は円キャリートレードという形で、日本の安い資金コストのお金を借りて、それを複雑な流れを経てドルに投資することが行われていたのです。これは投機的な資金の動きですが、それが逆向きに動き出した、戻ってきたのです。戻ってきたということは、借りていた円を返すということですから、それは円を買うということで円高になるということです。昨年の夏以降の円高の動きは、これまでの円キャリートレードの巻き戻しであると基本的には考えられます。従って、円安に依存して輸出を増加させるという経済成長の戦略はもはやできないということになります。

二つのうちのもう一つの要因は、アメリカの問題が経常収支の赤字であるとすれば、それが縮まらない限り問題が解決しないということです。アメリカの経常収支の赤字が縮まるということは、黒字国の黒字が縮まるということです。先ほど申しました三つの黒字国のうち、産油国の黒字は簡単には縮まらないと思います。残るのは、中国の貿易黒字と日本の貿易黒字が縮小するという事です。ですから、日本の貿易収支の黒字が縮小するのは不可避なのです。そうならない限り問題が解決できないということです。

ですから、為替レートの価格要因と、量的な要因、二つの要因によって日本の貿易収支の黒字は縮小せざるを得ない。これは決して机上の空論ではありません。実際、日本の貿易統計を見ますと、今年8月に日本の貿易収支はついに赤字になりました。これは信じられないことです。わずか20年くらい前、中曽根内閣のとき、ご記憶だと思いますが、日本の黒字が世界経済をかく乱しているというので、官民一体となって黒字減らしに躍起となったのです。だから日本の貿易収支が赤字になるなんてことは誰も想

像できなかったのですが、それが現実になったのです。これは8月だけの短期的なことだけではなくて、長期的に変動はあるでしょうけれども、日本の貿易収支が赤字になっていくという傾向は避けられないと思います。

この点の認識が、最初に申しましたけれども、日本で薄いと私は思うのです。アメリカで起こった問題が日本へ飛び火してくる。だから何とか日本はそれを防がなくてはいけない。こう考えている人が多いのです。アメリカの景気後退の影響を何とか最小限に食い止めよう。だから日本で景気刺激策をやろうと言っている人がいるのですが、そんな話ではないのです。

アメリカの経常収支が縮んで、日本の貿易収支が縮まっていく、それは不可避なのです。避けられないのです。どうしようもないのです。よく落語で「どうする、どうすると言ったって、どうしようもねえじゃないか」と言うのですが、まさにそのことが今起こっているのです、まさに「どうする、どうする」なのですけれども、どうしようもないのです。無責任なことを言うなと怒られるかもしれませんが、そういう状態です。

われわれが考えるべきことは、それに対して飛び火を防ぐというのんきなことを言っているのではなくて、日本経済の構造をどうするかということを考えないといけないのです。それがわれわれに与えられた大変大きな課題です。

実際、貿易収支が赤字になっただけではありません。株価の動向をご覧ください。株価の下落は、日本の下落の方がアメリカより激しいのです。これは基準点をどこに取るかで若干違いますけれども、日本の平均株価の下落の方がアメリカの平均株価の下落より激しいです。もしアメリカの問題が日本に飛び火しているのであれば、つまり日本は間接的に影響を受けているのであれば、こんなことが起こるはず

はないのです。

株価が語っていることは何かというと、問題はわれわれ自身にあるということです。だからこれは日本人にとって大変重要な問題であるということを私はあらためて強調したいと思います。

この問題は、われわれ日本人の立場から見ると非常に分かりにくい問題です。何でこんな問題が起こったか。よく「山高ければ谷深い」と言います。でも、今まで日本人にとって、山が高かったという実感はないわけです。山は低いままだらだら来て、谷ばかりが深くなる。これから高くない山から谷になる、一体これはどうしたことか。これは多くの方がそうお考えになっていると思います。それは当然です。それはなぜかということ、実は山は高かったのです。世界は高くなったのです。日本がそうならなかっただけのことです。

例え話でいえばこういうことだと思います。3幕ものの芝居があるとして、その芝居の第2幕でドンちゃん騒ぎの大騒ぎをやったとします。第3幕で、その報いで悲劇が始まるという芝居があったとします。その芝居を見に行ったら第2幕の間中居眠りをしてしまった。目が覚めたら第3幕が始まっていたと。ドンちゃん騒ぎを見なかったから一体何で悲劇が起こっているのか分からないと。私は日本人の大部分はそういう立場にいると思います。何で今、世界が深い谷に落ち込んでいくのかが分からないのです。分からないのは当然で、日本は高い山を経験しなかったからです。

B I S（国際決済銀行）の昨年の年次報告は非常に印象的でした。そこに「これは20年間続いた歴史的繁栄の終わりである」と書いてあるのです。これは日本人には分からない。20年間歴史的な繁栄が起こった。全く日本人には分からない。B I Sのレポートはご親切にもその後

に「ただし日本とドイツを除いては」と書いてありました。確かにそのとおりなのです。日本とドイツを除いては1990年代に世界的大繁栄、歴史的な大繁栄が起きたのです。その問題についてこの次にお話をしたいと思います。それが2番目のテーマです。

### 3——90年代に起こった世界経済の大変化

#### ●日本の国際的地位の低下

90年代に何が起こったのか。90年代の初めごろ、日本は1人当たりGDPで断然世界のトップでした。今は真ん中辺りです。20番目くらいではないでしょうか。真ん中辺りにいるということは、日本より豊かな国が今やたくさんあるということです。これは驚きです。特に日本人にとってショックだと思うのは、イギリスが今や日本より豊かだということです。この図2-1は少し古いのです。少し古いために日本とイギリスが同じくらいですけれども、最近のデータを見ますと、イギリスは日本より3割くらい1人当たりGDPが高い。3割もイギリスは豊かな国になりました。これはショックですね。

日本人のイギリス観というのは、80年代の末にサッチャーが日本に来た。サッチャーは日本の工場はなんと効率的だろうと驚いたわけです。「われわれも日本に見習わないといけない」と言って帰ったのは80年代の末でした。そのときの状態のまま日本人のイギリス観は止まっているのです。実際そのときイギリスは最低でした。1人当たりGDPがイギリスは日本の半分くらいだったのです。だから「もうイギリスは駄目だ」と多くの人がそう考えたのです。しかし今やイギリスは日本よりかなり豊かになりました。第2幕の間に起こった結果がこれです。日本が眠っている間にこのようなことが起こりました。

実はもっと驚くべきことがあるのですが、それはアイルランドです。アイルランドは日本のかなり上にあります。アイルランドという国は「ヨーロッパの病人」といわれた経済状態で、産業革命後もイギリスの圧政下にあって農業国のままにとどまった。できるものといえばジャガイモしかない。そのジャガイモもできなくなって、「ジャガイモ飢饉」という有名な飢饉がありますが、みんなアイルランドから逃げ出したのです。

どれだけ逃げ出したかということ、今全世界でアイルランドからの移民の人が約7000万人いるといわれているのですが、そのうち約4000万人はアメリカにいます。アイリッシュ・アメリカンという人たちです。彼らはつい最近までその多くは厳しい貧困にあったのです。7000万人が世界に出ましたが、ではアイルランド本国に何人残ったかといいますと、今のアイルランドの人口は約370万人です。ほとんど外に出ていってしまったということです。なぜ出ていったかということ、アイルランドにいたってどうしようもないからです。

そのアイルランドが、今や日本より5割くらい豊かになってしまったのです。今までアイルランドなんて意識した人も日本人では多分いなかったと思うのですけれども、そのアイルランドはかつての支配国のイギリスよりも豊かな国になりました。こういう驚天動地の変化が起きているのです。これが90年代に起こったことです。

ではなぜそういうことが起こったか。それを解く一つの鍵がこの図にあります。横軸は製造業の比率を示しています。就業者中の製造業の比率がどのくらいか。日本は2割くらいです。日本より左に多くの国があります。左にある国が日本より豊かな国です。つまり傾向線を描くと左上がりになっているのです。

これは何を意味するか。これは製造業の比率が低くなった国ほど豊かになったということです。つまり、脱工業化が21世紀型の豊かさをもたらしたということです。誤解のないように申しますけれども、これは製造業が駄目だと言っているわけではありません。そうではなくて、90年代に起こったことはこういうことであるということです。これは事実なのです。製造業から脱却した国が豊かになったのです。

アメリカも製造業の比率が日本よりかなり低い。10%くらいで日本の半分です。アメリカは今、日本よりかなり豊かな国です。私は数年前カリフォルニアに1年間おりましたが、1年間に工場を1回も見ませんでした。これは今思い出すと極めて異常な風景です。煙突の立った工場は一つもない。カリフォルニアにもともと工場がなかったわけではないのです。もとはありました。昔フォードの自動車工場だったところを今はショッピングセンターにしたというようなところはたくさんあるのですけれど、今、工場がないのです。これが、アメリカが脱工業化したということの明らかな兆候です。

では、すべての国が脱工業化したか。そんなことはありません。日本よりも右にある国もあります。その典型がドイツです。ドイツは日本より製造業に対する依存度が高い。そして日本より貧しい国です。つまりドイツは没落したのです。ドイツだけではありません。ヨーロッパ大陸の中心にあった20世紀型の産業国、フランス、イタリアもそうです。それらの国が没落したのです。豊かになった国はヨーロッパ大陸の中心にあった国ではありません。ヨーロッパの周辺にあった小さな国です。それらの国が脱工業化をして豊かになったのです。

### ●大変化を引き起こしたもの

このような驚くべき変化が1990年代に起こり

ました。なぜ起こったかということですが、原因は二つあります。一つは冷戦が終結したということです。もう一つは技術の変化、ITの進歩です。

冷戦の終結、社会主義国の崩壊は、経済的な観点から見るとどういう意味を持っていたかといいますと、それは労働力が一挙に増えたということなのです。今まで社会主義圏にいた人たち、ソ連、中国、東欧、インドもそうです。そういう国にいた労働力はわれわれ資本主義国とは一応無関係でした。しかし、冷戦が終結して世界が一つの経済になったということは、それらの人たちはわれわれと同じ経済圏に入ったということです。だから労働力が一挙に増えたのです。

どのくらい増えたかといいますと、社会主義圏には今まで人類の約半分がいましたから、つまり労働力が一挙に2倍になったということです。労働力が2倍になれば賃金が下がるのです。これが経済的に見た冷戦の効果です。賃金は上がっていません。日本は90年代の中ごろ以降賃金は上がっていません。日本ですらそうなのです。アメリカではこのことはもっと顕著に生じています。賃金が下がっているのです。

この変化に対してどう対処したか。賃金が下がったのだから、労働力をたくさん使う産業はやめにしよう。それは中国などに任せて、自分たちは別のことをしようということにしたのです。それが脱工業化ということです。そして豊かになったのです。つまり安く使える労働力を活用したということです。

日本は残念ながらそのように考えられません。これはデフレであって悪いことであると考えたのです。だから何とかしなくてはいけないということで、低金利政策を行ったのです。これは、私は大きな経済政策の間違いだったと思います。日本はこのときに何をすべきだった

かといえば、イギリスやアイルランドと同じようなことをすべきだったのです。しかし日本だけの問題ではありません。先ほど申しましたように、20世紀型の産業大国がおしなべて没落しました。

先ほどアイルランドやイギリスが豊かになったと言っているのですが、何で豊かになったのか。それはITの活用です。これは時間的な余裕がありませんので、一つだけお話をしたいと思います。

今アメリカで企業に電話をするとその電話はまず間違いなくインドにつながります。インド大陸につながるのです。従って、インド人と話すということになります。インド人の英語というのは非常になまりが強く、聞くとすぐに分かってしまうのですけれども、コールセンターのオペレーターたちはアメリカ英語を教育されているので、電話で話しているだけでは分かりません。

何でインドにコールセンターを移したか。理由は二つあります。一つはアメリカ大陸とインド大陸をつなぐ通信回線のコストはほぼゼロになったのです。これがIT革命ということ。IT革命の一つの効果ですが、全世界的に通信コストはゼロに近くなったのです。だから、アメリカ国内に置いておこうが、インド大陸に置こうが同じことなのです。

もう一つの理由は、冷戦が終結した結果、それまでの社会主義国であったインドにアメリカの企業がコールセンターを置くことも可能になりました。ですからアメリカは90年代の変化をまことにうまく使ったということになります。

私もアメリカに行くとき何度も企業に電話をしました。そのときはどうもおかしいと思っていたのです。コールセンターがインドに行っているというのは知っていましたが、ほとんど意識しませんでした。若干変だなと思ったこ

とがあるのですけれども、こういうことを言うときちょっと怒られてしまいますが、なぜかといいますと、オペレーターが話している英語が非常に丁寧な英語なのです。どうも少しおかしいなと思ったのです。今考えれば、あれはインド人だったのです。そういう世界が実現しています。それはコールセンターだけではありません。

アイルランドも、最初の発展のきっかけはアメリカの企業がアイルランドに支社を作って、そこからヨーロッパ大陸の顧客のカスタマーサービスをやるということをはじめた。それがアイルランドの経済発展の始まりです。なぜそうなったかといえば、アイルランドには優秀な人がたくさんいて、アイルランドとヨーロッパ大陸の通信コストがゼロだからそうなったのです。その後、アイルランドの賃金が上がってきたためにコールセンターはインドに移りました。

コールセンターはITを活用したグローバルセッションの始まりですけれども、その後次々にさまざまな活動が全世界的な共同作業として行われるようになりました。コールセンターの次はデータの処理です。インドはちょうどアメリカの地球の裏側にあるので、アメリカ人が夕方仕事を終わってその日の処理すべきデータがあったら、それはインターネットを介してインドに送る。そうするとアメリカ人が寝ている間にインド人がそれをきちんと整理して、次の日の朝出てくると、整理されたデータができていくというのが今は日常的事務になっていきます。インド人はもともとデータとか数値を扱うのがうまいですから、このたぐいのことは非常に安い賃金で非常によくやってくれるわけです。

日本でもインドにアウトソースしてしまえば、と思うのですが、残念ながら日本ではそうはできないのです。それは英語の問題があるか

らです。そのたぐいのグローバリゼーションは英語でなされているので、英語がないと入っていけない。だから日本が新しいグローバリゼーションに入れなかった大きな理由は言葉にあるのです。

それは別として、簡単に申しましたけれども、90年代における冷戦の終結とIT革命が世界を大きく変えました。その結果、このようなことが起きているということです。

イギリスは、アイルランドとは少し違って、金融に特化していったのです。そのようなイギリス的な新しい経済の在り方が果たしてうまくいくかどうか。今まで15年間うまくできていたのですけれども、それが果たしてうまくいくかどうかというのが今問われていることだと思います。仮に1年後またお話をするとすれば、違ったことをお話しせざるを得なくなるのかどうか、それは何とも分かりません。今、大きな変動が起きているということです。

#### 4——産業構造の変化

今後のことはよく分かりませんが、90年代においてそのような大きな変化が起きたということをお話ししたいと思います。そして、残念ながら日本はドイツ、フランス、イタリアと同じように、その新しい変化には全く対応できなかったということです。だから日本の国際的な地位が低下してしまったのは不可避だということです。

以上お話ししましたのは国のレベルでお話ししたのですけれども、では個々の企業のレベルで見るとどうなのかということを残り15分くらいお話ししたいと思います。

そのことを示していますのが今日お配りしている表をご覧ください。この表に書いてありますのは、企業の価値の比較です。日本とアメリカ

の幾つかの企業に対して価値を評価してみました。ここで使っている企業の価値というのは市場が評価した価値、つまり企業の時価総額です。その値が一番左側に書いてあります。時価総額というのは、企業のサイズが大きくなると大きくなります。当たり前のことですね。そこで、それを調節するために、この時価総額を従業員数で割って1人当たりの時価総額を算出してみました。その結果がこの表の右から2番目の欄に書いてあります。この表は、1人当たりの時価総額によって日米の企業を三つにグループ分けしたのです。一番上の企業、グループAと書いてありますが、グループAの企業の1人当たり時価総額は300万ドルくらいのオーダーです。グループBの企業はその約10分の1、30万ドルくらいのオーダーです。グループCの企業はそのさらに10分の1、つまり5万ドルとか7万ドルくらいのオーダーです。だから10分の1、10分の1、10分の1となっています。

今アメリカで自動車会社のGMがいつつぶれるかに皆非常に興味を持っていますが、GMはグループCに入っています。ただし、この数字を作ったのは少しデータが古いのです。今やGMの株価は下がりましたから、もっと数字は小さくなっているのですが、このときのデータでもGMはグループCです。

これを見て、アメリカの自動車産業は駄目だ。日本のトヨタはグループBで、1人当たり時価総額はその10倍だ。だから日本は強いのだとお考えの方がいらっしゃるかと思いますが、それは違うのです。この表が意味しているのは、自動車産業はもはやアメリカでは要らない産業になってしまったということです。ですからGMの破綻に対してアメリカ政府はこれまで手を貸しませんでしたし、多分これから後も手を貸さないでしょうね。自動車産業はアメリカから消えていきます。

ではアメリカはいいのかというと、実はグループAにあるような企業が現れているのです。つまり1人当たり時価総額で見て、その100倍の価値を持つ新しい産業群が現れています。このグループAにいる企業はすべてアメリカの企業です。そしてカリフォルニアのシリコンバレーにある企業が多いのです。このグループAのような企業がアメリカで生まれてきている。つまり、アメリカの産業は変わっているということです。この点は大変重要です。

今の経済危機の問題を見て、アメリカは駄目になると考えている方が多いのです。アメリカの投資銀行はみんな駄目になってしまった。GMもフォードも駄目になるであろう。だからアメリカは駄目だ。こうお考えの方がいらっしゃるかもしれませんが、それはニューヨークは、デトロイトは、駄目になるということです。シリコンバレーにはグループAのような企業が現れてきているのです。

このグループAの一番上にあるのはグーグルという企業ですが、グーグルは皆さんご存じのようにインターネットの検索サービスを提供している会社です。化け物みたいな会社だと言わざるを得ないのですけれども。今年7月の新聞のニュースでグーグルの株価が下がったというニュースがありました。なぜ下がったかというと、グーグルの業績がアナリストの予想を下回ったので投資家が失望して株価が下がったと書いてあります。よくよく記事を見ますと、グーグルの利益は対前年度比30%の増にとどまった、だから失望したというのです。30%増えたのです。増えたけれども失望した。そういう企業なのです。

これはグーグルだけの話ではありません。グループAにある企業、マイクロソフトとか、IBMはグループBですが、IBMもそうです。これらは軒並み2桁の増益を記録しているので

す。トヨタ自動車は日本で最も優秀な企業だと思いますが、トヨタは先日の発表で、利益の対前年度比が4割減少するという予測になりました。だから4割減少と3割上昇の差なのです。

アメリカ経済は決して一体ではないのです。デカップリングという言葉がありますが、ニューヨークの投資銀行が駄目になっても新興国があるから大丈夫だということがしばらく前に言われて、どうもそうではないらしいということになったのですが、アメリカの中でデカップリングしているのです。こういう企業が現れているということを変に私は注目したいと思います。

グーグルという企業は、ご存じだと思いますが、ついこの間、創立10周年になった非常に若い企業です。スタンフォード大学の大学院の学生が2人で最初は遊びでやっていたのです。遊びでやっていたら面白いから事業にしてみろと行って事業にしてみたら、あれよあれよという間に成長したということです。このIPO、株式公開が行なわれたのがちょうど2004年、私がスタンフォードにいたときだったのですが、シリコンバレーはお祭り騒ぎでした。

ですから、グーグルの株価というものがそもそも分かるようになってからまだ4年くらいしかたっていないです。それにもかかわらずグーグルの時価総額は日本の企業を次々に抜きました。昨年の初めころ、「グーグルよりも時価総額が大きい日本の企業は何社ありますか」と私はよくいろいろな人にクイズで聞いていたのです。時価総額ですよ。1人当たりではなくて時価総額でグーグルを超える日本の企業は幾つありましたかと。大体の人が間違えていました。答えはその当方で2社だったのです。三菱UFJとトヨタ、この二つだけがグーグルより上でしたが、そのほかのすべての日本企業はグーグルに抜かされました。歴史ある伝統ある日本の

企業が、大学院生2人が遊びでやっていた企業に抜かされてしまったのです。これはショックだと思っていましたら、その後グーグルは三菱UFJを抜き、そしてついにトヨタも抜きました。つまり今やグーグルを超える時価総額の日本企業はないのです。

ごく最近までのデータは為替レートの変動で若干違いますが、大まかに考えていただくと、グーグルとトヨタの時価総額はほぼ同じと考えていただいてよろしいです。時価総額は同じですけれども、従業員数は大きく違います。トヨタの従業員数は約30万人います。グーグルは何人か。この表を作ったときで1万人でしたが、その後2万人になりました。2万人としても、2万人の企業と30万人の企業が時価総額で同じなのですから、1人当たりで計算すれば15倍ということになります。驚くべき差です。2万人というのはごく最近のことで、IPOをやったときのグーグルの従業員は300人くらいでしたから、1人当たりで計算したら、結果を見るのも嫌なほど差がついていたのです。こういう状態が生じているのです。

われわれはこのことを率直に考えるべきだと思います。先ほど来申しておりますように、グーグルが特殊ではないのです。このような産業群がアメリカで現れてきているというのが大変大きな問題です。これが日本の将来の問題にかかわります。日本は90年代を眠って過ごしましたけれども、目が覚めたら大変なことが起きている。それは金融で大混乱が起きているというだけではありません。新しいタイプの産業が成長しているという点でも重要です。このことは日本ではあまり注目されていないと思います。われわれにとっての課題というのはまさにこういうことだと思います。円安に依存して輸出を増やしてそして経済成長をする、その戦略はもう駄目だということがはっきりしているのです。

## 5——今後の資産運用

では、どうしたらいいのか。これこそがわれわれの問題です。今日のシンポジウムのタイトルは「老後保障はどうなるか」となっています。老後の保障についていろいろな問題があることは事実ですね。官民の問題、社会保障をどうするか、そういう問題は非常に重要です。しかし、その根源にあるのは国の生産性です。国がどういう面で生産性を上げていくか、それがなければ老後の保障はあり得ないのです。どんな制度を作っても、日本の生産性が低ければ老後生活は貧しいものになるのです。

この問題の基本は、これからの日本の生産性をどうやったら上げられるかということです。生産性を上げるのはいろいろな方法があります。それは単に製造業の生産性を上げるだけではありません。あるいはグーグルみたいなIT産業に出ていく、それも一つの方法でしょうけれども、それだけではありません。

一つご注目いただきたいのは、日本は今、非常に資産が豊かな国だということです。ストックをたくさん持っている。日本の対外資産、日本が世界に持っている資産は現在600兆円をかなり上回ってしまっていて、日本のGDPより大きいのです。ということは対外資産の運用利回りを仮に1%上げられれば、それは経済成長率を1%上げるのと同じことになるのです。GDPを増やすという面での経済成長も重要です。しかし資産の運用利回りを上げるということも重要なのです。それは日本全体にとって重要なことです。

そして現在までのところを見る限り、日本は必ずしもその面でうまくやっているとはいえません。日本は今や世界一の対外純資産国なのです。グロスの資産から負債を控除した純資産は世界一です。つまり日本は世界一の金持ちなの

です。しかし残念ながら、日本はその金持ちに  
対応するだけの賢い資産運用を国全体としてや  
っているとは思えない。それを向上するという  
ことも将来の日本を豊かにする一つの方法で  
す。だからやり方はいろいろある。とにかくそ  
れが問題の根源であるということを私は強調し  
たいと思います。

最後に、先ほどグーグルとトヨタの比較を申  
しました。トヨタは多分日本で最も優れた企業  
だと思いますが、そのトヨタの社員が15人集ま  
ってやっとグーグルの社員1人に相当するとい  
うことです。これは私はおかしいと思います。  
非常におかしいと思います。そんなはずはない  
と思うのです。

なぜかといえば、一人一人の日本人とアメリ  
カ人を比較する限り、能力の面で15倍もの差が  
あるはずはないのです。大ざっぱに言えば大体  
同じとっていいと思います。それにもかかわ  
らず、企業の価値を見るとこういう差が出てき  
てしまう。それはなぜかということです。この  
問題は、経営の在り方、あるいは社会制度の在  
り方、そういう問題であるとしか考えようがな  
いのです。つまり、本来非常に優秀である日本  
人をうまく使うことができない、日本人の潜在  
能力を引き出すことができていないという問題  
だと思うのです。

もしそうだとすれば、それは解決がつく問題  
だと思います。これこそがわれわれに突きつけ  
られている問題であって、それをどう解決して  
いくかということがわれわれの問題であると思  
います。それは皆さま方お一人お一人が日常の  
お仕事の中で解決していく問題であるというこ  
とを私は最後に強調したいと思います。

ほぼ時間になりましたので、私のお話は以上  
で終わりにさせていただきます。どうもご清聴  
ありがとうございました。

## 世界経済の中の日本

早稲田大学大学院ファイナンス研究科

教授 野口 悠紀雄

### 1. 現在の世界経済の混乱は数十年に一度の大きな変化

(1) 原油価格、食料価格は、対ドル価格の上昇。金価格に対する比率はあまり変わっていない(1オンスあたり金の価格は、1バレルあたり原油価格の10倍)。つまり、現在生じているのは、ドルに対する信頼の崩壊。

(2) この原因は、アメリカの経常収支赤字の急拡大(現在GDPの6%程度)。その背後にあるのは、90年代におけるアメリカ経済の反映と、戦費の増大。これが縮小しないと、現在の問題は解決しない。

(3) 現在生じていることは、1970年代最初に起きたことに似ている(ブレトンウッズ体制からスミソニアン体制への移行)。

(4) アメリカ経常収支の赤字縮小は、日本の経常収支黒字縮小を意味する。したがって、日本はこれまでのような外需依存成長をできない。為替レートの行方を予測するのは難しいが、日本の株価が短期間のうちに回復するとは思えない。

### 2. 90年代に起こった世界経済の大変化

#### (1) 日本の国際的地位の低下

80年代には、イギリスの停滞は著しかった。アメリカもそうだった。

90年代の初めに世界で最も豊かであった日本は、いまや17位。アメリカ、ヨーロッパ諸国に抜かれた。「どうしようもなく貧しい国」だったアイルランドにも抜かれた。イギリスの景気拡大は15年目。

#### (2) 大変化を引き起こしたもの

- ・冷戦の終結によって、社会主義経済の労働力が使えるようになった。中国は工業化した。

- ・IT革命。情報通信技術だけが突出して進歩した。

### 3. 産業構造の変化

(1) グループBの企業は現在の優良企業。アメリカでは、将来のリーディング産業であるグループAが登場している。

若くて比較的小さい。ITに関連。

これは、中国にはできない経済活動。日本にそうした企業が登場していないことが問題。アメリカの産業構造は変化しているが、日本は変化していない。

## 当日配付資料（1）

### （2）21世紀型産業構造への転換

金融は未来のリーディング産業になりうる。1970年代に金融技術の革命が起こった。イギリスの復活は、製造業でなく金融業による。

日本人の能力は高い。この15年程度の間には起きていることは、長い歴史の中では特殊現象。政府や会社に頼らず未来を開いてゆくことが重要。

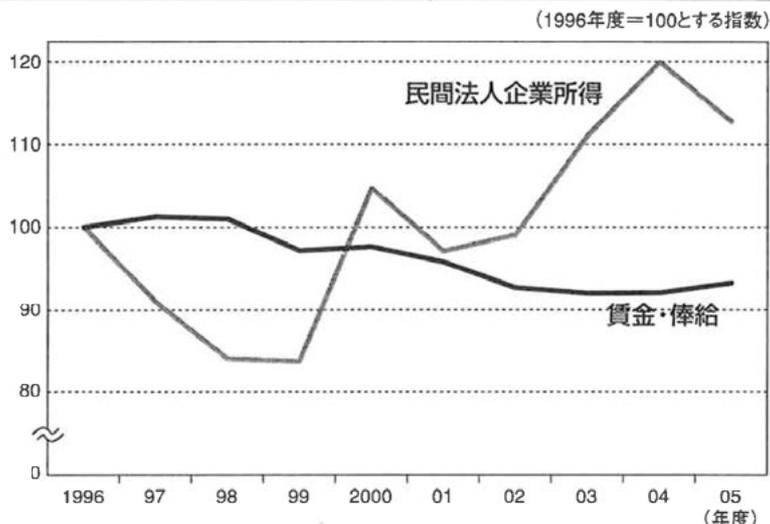
### 4. 今後の資産運用

（1）日本国内の資産だけでどの程度の収益が得られるか分からない

（2）国際分散投資を取り入れざるを得ないと思われるが、為替リスクの評価は難しい

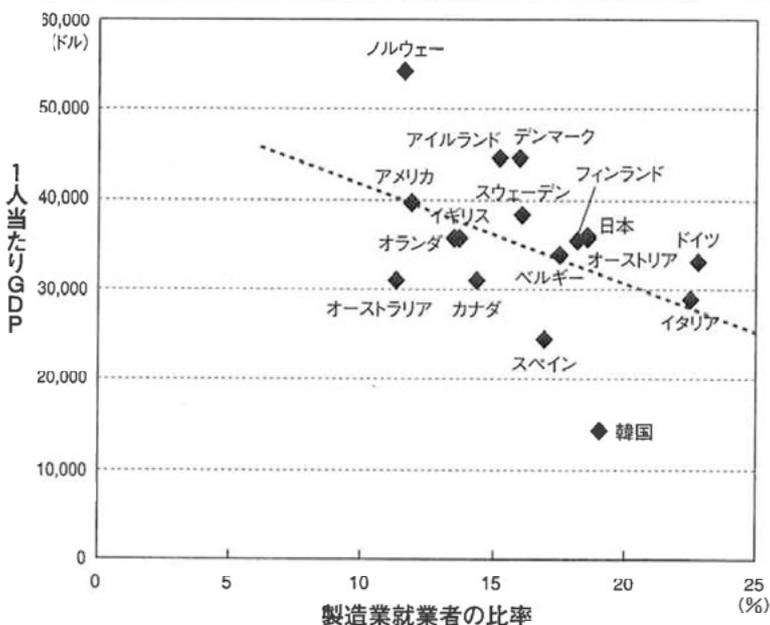
野口悠紀雄ホームページ <http://www.noguchi.co.jp/>

図1-1 民間法人企業所得と賃金・俸給の推移



2000年以降、法人企業所得は増加している半面で、賃金・俸給が減少している。

図2-1 離陸する「脱工業化国」



製造業就業者比率が低いほど1人当たりGDPが高くなる傾向が見られる。

注：2004年のデータ。点線は回帰線を表わす。

野口悠紀雄著  
『資本開国論』(ダイヤモンド社)  
P.5 (上)、P.60 (下) より

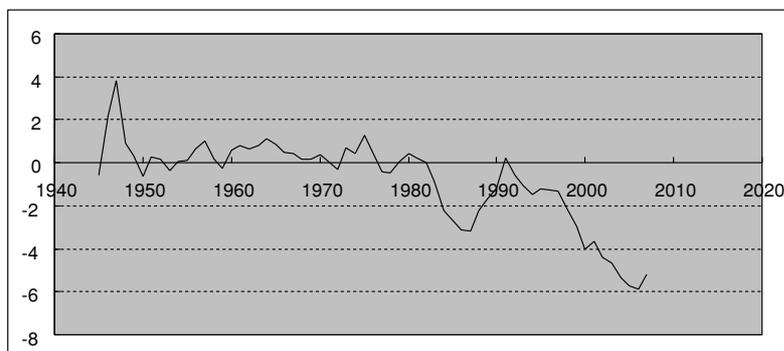
**表3-1 日米主要企業の価値の比較**

企業名	時価総額		従業員数 (人)	1人当たり の時価総額 (100万ドル)	資本収益率 (総資産 利益率) (%)		
	1,000億円	10億ドル					
グループA	グーグル	137	10,674	12.83	17.43		
	ヤフー	41	5,500	7.45	8.27		
	エクソン・モービル	406	88,300	4.60	14.35		
	アップルコンピュータ	75	17,787	4.22	11.85		
	マイクロソフト	275	71,000	3.87	15.8		
	シスコシステムズ	156	49,926	3.12	13.84		
	インテル	112	79,700	1.41	9.8		
	GE	360	300,000	1.20	2.21		
	アマゾン	16	13,900	1.15	7.6		
グループB	Bの1	トヨタ自動車	279.05	239	295,992	0.81	5.17
		キヤノン	83.74	72	121,588	0.59	10.63
		IBM	139	319,273	0.44	7.67	
	Bの2	ソニー	59.53	51	162,800	0.31	1.23
		三菱重工	22.27	19	63,333	0.30	0.76
		日清紡	3.12	3	9,545	0.28	2.6
		IHI	6.87	6	21,847	0.27	0.37
		日立造船	1.52	1	8,523	0.15	-7.2
		松下電器産業	56.79	49	332,548	0.15	1.93
		東芝	23.40	20	177,529	0.11	1.68
グループC	富士通	16.64	14	160,912	0.09	1.84	
	日立製作所	27.82	24	335,873	0.07	0.38	
	NEC	12.64	11	156,545	0.07	0.31	
	GM	17	335,000	0.05	-1.52		
	フォード	14	300,000	0.05	-1.05		

注：2007年3月の値。「Yahoo!ファイナンス」のデータにより作成。

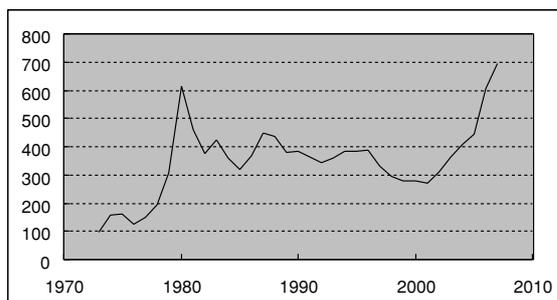
野口悠紀雄著  
『資本開国論』（ダイヤモンド社）  
P.110 より

図1. アメリカの対外経常収支赤字 (GDPに対する比率。%)



アメリカの経常収支は80年代後半に悪化したのが90年代初めには縮小した。しかし、90年代後半から傾向的に悪化。最近ではGDPの6%に近づいている。

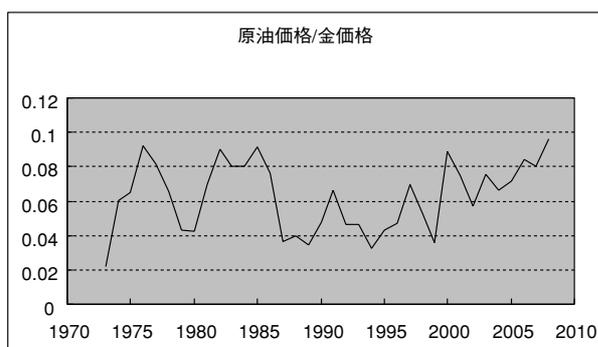
図2. 金価格の推移



ロンドン金価格：1トロイオンスあたりドル。

金価格はブレトンウッズ体制の35ドルから約10倍になった。その状態が80、90年代を通じて続いたが、アメリカ経常収支赤字の増大を反映して、再び動いている。

図3. 金で表示した原油価格



原油価格はドル表示では急上昇しているが、金で表示すれば、70年代、80年代と余り差がない。むしろ、80年代後半から90年代が低かった。

原油価格：サウジ原油、1バレルあたりドル  
金価格：ロンドン金価格、1トロイオンスあたりドル

表1. アメリカの対外取引

	2007年の取引			対外経常収支の推移								
	経常赤字	在米資産増	米資産の増	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
日本	-110,251	68,201	48,564	-80,569	-90,705	-77,542	-80,619	-74,957	-90,205	-95,797	-111,141	-110,251
中国	-289,703	235,607	1,976	-72,743	-88,043	-88,657	-109,901	-131,830	-172,029	-218,468	-257,896	-289,703
EU	-42,365	1,019,024	-868,121	-40,306	-54,093	-51,852	-73,962	-89,587	-86,258	-107,259	-86,878	-42,365
OPEC	-128,109	27,356	-14,115	-14,255	-42,496	-35,260	-32,294	-51,041	-72,898	-100,022	-111,382	-128,109
	-570,428	1,350,188	-831,696									