

## Center on Japanese Economy and Business

日本  
經濟  
經營  
研究所

# America Has Voted: Impact of New U.S. President on Asian Markets

January 29, 2009

### Speakers

#### **Alicia Ogawa**

Senior Advisor, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School

#### **David Resler**

Managing Director and Chief Economist, Nomura Securities International, Inc.

#### **Jeffrey Young**

Chief Economist, Platinum Grove Asset Management, L.P.

### Moderator

#### **Leslie Norton**

Foreign Editor, Asia, Barron's

*Cosponsored by Japan Society, Nomura Holding America Inc., and  
The Women's Bond Club of New York*

### Symposium Summary Report

**Jeffrey Lagomarsino**, Editor  
Senior Research and Editorial Officer  
Center on Japanese Economy and Business

邦訳付

Japanese translation inside



Welcoming remarks: Richard Wood



Introductory remarks: Susan Green



Panelists (from left to right): David Resler, Alicia Ogawa, Jeffrey Young, and Leslie Norton

## America Has Voted: Impact of New U.S. President on Asian Markets

January 29, 2009

---

The Center on Japanese Economy and Business (CJEB), Japan Society, Nomura Holding America Inc., and The Women's Bond Club of New York cosponsored the symposium "America Has Voted: Impact of New U.S. President on Asian Markets" on January 29, 2009. Susan Green, principal of Bank of America and co-chair of the event committee of The Women's Bond Club, and Richard Wood, president of Japan Society, commenced the symposium with welcoming and introductory remarks. The speakers who followed were Alicia Ogawa, director of the Program on Alternative Investments at CJEB (senior advisor to CJEB as of January 31, 2009) and adjunct associate professor at Columbia University's School of International and Public Affairs; David Resler, managing director and chief economist at Nomura Securities International; and Jeffrey Young, chief economist at Platinum Grove Asset Management. Leslie Norton, foreign editor, Asia, at Barron's, introduced the speakers and moderated the discussion.

Professor Ogawa began by commenting on Japan's expectations of President Barack Obama. She said President Obama is quite popular and inspiring to the Japanese people, but they fear that his popularity in the United States and his political mandate may be short lived. There also exists some concern about how pro-Japan some of Obama's policies will be, particularly on matters of trade and North Korea. Professor Ogawa stressed that any enthusiasm for Obama in Japan is far outweighed by the deep pessimism about the country's own crisis of political leadership and inability to deal with daunting economic challenges and financial market turmoil.

Dr. Resler said the best thing Obama can do for Japan and Asia is to return the U.S. economy to growth. He said recent years have disproved the theory that the U.S. economy was becoming decoupled with the rest of the world. In the 1991 recession the U.S. economy imported 21 percent of the goods it consumed; in the 2001 recession this figure was at 31 percent; now it is at 35 percent. He explained that when consumer spending in the United States

drops, not only do Japan's and other Asian countries' exports to the United States fall, but their trade amongst each other declines as well. While Dr. Resler cautioned against a return to the extraordinarily high U.S. consumer spending of a couple of years ago, he said returning it to a sustainably positive number is critical to getting the global economy out of a recession.

Mr. Young drew a connection between Professor Ogawa and Dr. Resler's remarks by noting that Japanese pessimism is partly rooted in the fact that they know their economy is coupled with the U.S. economy, and they are worried that U.S. policies will not be aggressive enough to avert a prolonged U.S. recession similar to Japan's lost decade. That many of the tactics being used by U.S. policymakers were tried by Japanese policymakers in the 1990s is not comforting to the Japanese, he noted. Mr. Young said one of Obama's challenges is to restore confidence in macroeconomic policies.

The speakers next addressed the Obama administration's exchange rate policy. Mr. Young said that despite Timothy Geithner's confrontational remarks aimed at China's alleged manipulation of the yuan, he did not expect any major changes in U.S. policy from the previous two administrations. He speculated that the recent tough talk by Mr. Geithner may be in anticipation that policymakers in Japan and Asia will devalue their currencies as a policy option of last resort to spur domestic growth if interest rate cuts do not work and fiscal policy is perceived to be constrained.

Dr. Resler said he thought Mr. Geithner's remarks were ill advised given that at the time he made them there was yet to be any articulation of exchange rate policies by either side and because the United States has never before been so dependent on capital flows from China. This approach to China's yuan devaluation reminded Dr. Resler a bit of how the United States always conflicted with Japan over the value of the yen in the late 1980s and early '90s.

Professor Ogawa addressed Japanese perspectives on exchange rate policy and capital flows. While Japanese

exporters are taking huge losses because of the yen's appreciation, she said many Japanese equate a strong currency with a strong nation despite the negative impact it is having on the economy. Further, she said that based on her conversations with people at the Bank of Japan (BoJ) and the Japanese Ministry of Finance (MoF), she is surprised that there is inadequate concern over the possibility that the era of the United States spending and Japan and China financing is over. She attributed this to overly optimistic expectations that Asia will respond to this new era by unifying its bond markets.

Given their broad agreement that the Japanese and Asian economies are coupled with the U.S. economy, the speakers weighed in on the effectiveness of the U.S. fiscal stimulus package—which had only passed the House of Representatives at the time of the symposium. Dr. Resler was unimpressed with the version passed by the House because he thought it lacked immediate stimulus. He said too much spending was allocated for long-term infrastructure projects that will not have a short-term stimulus effect. The grants to local and state governments should be enough to avoid major cuts that would be a further drag on the economy, but this too does not qualify as a direct or potent stimulus, said Dr. Resler. Finally, he said an opportunity was missed with the stimulus bill's tax credit, which, for many low-income workers, will not be received until 2010. Dr. Resler suggested a preferable option for getting money to people immediately would have been to cut the marginal tax rates on either Social Security contributions or income.

Mr. Young noted that many of the people currently arguing against fiscal policy in the United States point to Japan's large fiscal spending in the 1990s, which failed to prevent their long-term economic malaise and burdened the country with debt. However, he said the United States has the advantage of learning lessons from Japan's mistakes implementing fiscal stimulus. He highlighted three conditions for fiscal stimulus to be effective. First, it must be large enough to adequately offset the shortfall in private demand. He recommended erring on the side of being aggressive; however, he said there are political realities in the United States that make this infeasible. Second, he said fiscal stimulus must be sustained in order to encourage the pri-

private sector to continue investing, thereby maximizing the multiplier effect. Japan's fiscal stimulus policy was implemented in an on-again, off-again manner that inhibited its effectiveness, and Mr. Young said Mr. Geithner has acknowledged this lesson. Third, Mr. Young said fiscal policy must be coordinated with monetary policy. Again, this is a lesson learned from Japan, where open hostility between the MoF and the BoJ led to counterproductive policies. Mr. Young was confident that the key U.S. policymakers are committed to avoiding this mistake.

Professor Ogawa agreed that the need to coordinate monetary and fiscal policies is well appreciated in the United States. She added that in Japan, tensions are once again high between the BoJ and the MoF, and the BoJ is subject to substantial bullying by the MoF. Professor Ogawa concluded by suggesting that there may also be worthwhile lessons for the United States to take from Japanese industrial policy—either in the way Japan dealt with its declining industries in the 1970s, or how, from 2003 to 2007, Japan created the Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ) to take over and restructure failing companies. She said that the problems facing U.S. industry, most notably the auto industry, cannot be solved by macroeconomic policies alone.

2009年1月29日

コロンビア大学ビジネス・スクール日本経済経営研究所(CJEB)、ジャパン・ソサエティ、野村ホールディングス・アメリカ社、そしてニューヨーク女性証券クラブの共催により、2009年1月29日、シンポジウム「米国の選択: オバマ新大統領とアジア市場」が開催された。バンク・オブ・アメリカ プリンシパルおよびニューヨーク女性証券クラブ イベント委員会共同議長であるスーザン・グリーン氏と、ジャパン・ソサエティ理事長であるリチャード・ウッド氏による歓迎の挨拶および開会の辞により、シンポジウムが始まった。講演者として、CJEBオルタナティブ投資プログラム ディレクター(2009年1月31日以降、CJEBシニア・アドバイザー)でコロンビア大学国際関係・公共政策大学院 非常勤准教授の小川アリシア氏、米国野村証券マネージング・ディレクターおよびチーフ・エコノミストのデイビッド・レスラー氏、ブラチナム・グローブ・アセット・マネジメント チーフ・エコノミストのジェフリー・ヤング氏が続いた。パロンズ誌アジア外信部長のレスリー・ノートン氏が講演者を紹介し、議論を進行した。

小川教授はまず、バラク・オバマ大統領に対する日本の期待について意見を述べた。彼女によると、オバマ大統領は日本で大変人気があり、日本国民にとって刺激的な存在であるが、同時に彼の米国における人気や彼の政権が短命に終わるのではとの危惧もあるという。また、オバマ政策の一部は、特に貿易と北朝鮮問題について、どの程度親日的なものになるのかという不安もある。小川教授は、日本では、自国の政治的リーダーシップの危機と、立ちはだかる経済課題や金融市場の混乱を克服できないというような強い悲観論が、オバマ人気を凌ぐものであることを強調した。

レスラー氏は、オバマ大統領が日本と他アジア諸国のためにできる最善の策は、米国経済を成長へ回帰させることであると述べた。米国経済が世界各国と切り離されてきたとの見方は誤っていることが、近年の出来事から証明されているという。1991年の不況では、米国経済の消費の21%が輸入品だった。2001年の不況ではこの数字は31%となり、現在は35%である。彼は、米国消費が落ち込むと日本や他アジア諸国の対米輸出が減るばかりでなく、そうした諸国間の貿易も減少すると説明した。レスラー氏は、数年前の異常に高い消費へと米国が回帰することには警戒を促す一方で、持続的なプラス成長への回帰が世界経済を不景気から脱却させるためには不可欠であると述べた。

ヤング氏は、日本の悲観論は、日本経済が米国経済と連動していることを日本人が認識していること、また米国の政策が、日本の失われた10年のような不景気長期化を避けるに足るほど積極的なものとならないのではとの懸念があるという事実の一部根差している点に触れながら、小川教授とレスラー氏の発言を関連付けた。彼は、米国の政治家が取っている政策の多くは、1990年代に日本の政治家によって試みられたことであり、それが日本にとって不安を拭えない点であると指摘し、オバマ大統領の課題の一つは、マクロ経済政策における自信を取り戻すことであると述べた。

講演者たちは、続いてオバマ政権の為替政策を取り上げた。ヤング氏は、中国による元の通貨操作疑惑に対するティモシー・ガイター財務長官の非難的発言にもかかわらず、二つの前政権から米国政策の大きな変更は想定していないと述べた。彼は、ガイター財務長官による最近の強気の発言は、もし金利引下げが機能せず、財政政策に限界が生じたと日本や他アジア諸国の政策立案者が認識すれば、自国経済成長を刺激するために最後の政治的選択として自国通貨を切り下げのではないかとの見通しによるものだろうと推測した。

レスラー氏によると、ガイター発言は、その発言があった時点で米中いずれの側からも明確な為替政策が示されていなかったことや、米国経済が中国からの資本流入にかつてないほどに依存していることを考慮すると、軽率だったという。中国の元切下げに対するこのアプローチは、米国が1980年代終りから90年代初めにかけて円の価値について日本と対立してきた状況を彷彿とさせると、レスラー氏は述べた。

小川教授は、為替政策と資本移動に関する日本の見方について取り上げた。日本の輸出企業は円高により大きな損失を被っているが、円高が経済に与えている悪影響にもかかわらず、多くの日本人は強い国家と強い円を同一視しているという。さらに、彼女が日銀や財務省関係者と話をしたところによると、米国が消費し、日本と中国が出資するという時代が終焉を迎える可能性に対し、彼らの懸念が薄いことに当惑したと述べた。彼女はこの点を、アジアがこの新時代に対し、債券市場の統一によって対処するであろうという過度の楽観的期待によるものだという。

日本と他のアジア経済が米国経済と連動しているという点については認識が大筋で一致した上で、講演者たちは、本シンポジウム開催の時点で下院を通過したばかりの米国の財政刺激策の効果に論点を絞った。レスラー氏は、下院により可決されたこの法案は即効性に欠けていると考えており、特に目を見張るものではないとした。彼は、過度の消費が、短期的な刺激効果を持たない長期的インフラ整備策に割り振られていると述べた。地方や州政府への交付金は、経済へのさらなる足枷となるであろう大幅な削減を回避するに足るものであるべきだが、これも直接的かつ効果的な刺激策としては役不足であると、レスラー氏はいう。最後に彼は、景気刺激策の税控除は多くの低所

得労働者にとって2010年まで恩恵を得られないものであり、機会を逸していると述べた。レスラー氏は、国民の手元に資金が直ちに行くようにする望ましい選択とは、社会保障負担もしくは所得の限界税率を引き下げることだったのではないかと示唆した。

ヤング氏は、公的討論などに参加している人々で現在米国の財政政策に反対している者の多くは、長期化する経済停滞を防ぐことに失敗して自国に借金を負わせることになった1990年代における日本の多額の財政支出に目を向けていることを指摘した。しかし米国には、財政刺激策の実行における日本の過ちから教訓を学ぶことができるという強みがある。彼は、財政刺激策を効果的なものとするための三条件を挙げた。第一に、民間需要の落ち込みを十分にカバーできるだけの規模でなければならないこと。彼は、積極的過ぎるぐらいの方が良いとしたが、米国にはこれを実行できない政治的現実があると述べた。第二に、民間企業による継続的な投資を促し、それによる乗数効果が最大化するように、財政刺激策が持続されなければならない。日本の財政刺激策は断続的に行われたため、その効果が妨げられることになり、ガイトナー財務長官はこの教訓を念頭に置いているとヤング氏は述べた。第三にヤング氏は、財政政策は金融政策と連携していなければならないという。これもまた、財務省と日銀との公然とした対立が非生産的な政策につながった日本から学んだ教訓である。ヤング氏は、米国の主要な政策立案者はこの過ちを避けることに必ず尽力すると見ている。

小川教授は、金融政策と財政政策を連携する必要性が米国において広く認知されている点に賛同した。彼女は、日本では再び日銀と財務省間の緊張が高まっており、日銀が財務省による事実上の権利乱用の対象になっていると付け加えた。小川教授は結論として、日本の産業政策からも、米国が得られる有意義な教訓があるだろうと示唆した。その産業政策とは、日本がとった1970年代の斜陽産業に対する政策、あるいは日本が倒産の危機にある企業の引き受けと再生のために産業再生機構設立に至った2003～2007年の経緯である。彼女は、米国産業、特に自動車産業が直面している問題は、マクロ経済政策だけでは解決できないと述べた。

翻訳：谷合満穂(コロンビア大学ビジネス・スクール2006年卒)  
邦訳監修：高橋かほり(日本経済経営研究所)

## About the Event Cosponsors

### Center on Japanese Economy and Business

Established at Columbia Business School in 1986 under the direction of Professor Hugh Patrick, the Center on Japanese Economy and Business (CJEB) promotes knowledge and understanding of Japanese business and economics in an international context. The Center is a research organization widely recognized for its international programs, which provide prominent speakers from the public and private sectors a forum for collaboration and reflection on Japan, the United States, and the global economy.

### Japan Society

Established in 1907, New York's Japan Society has evolved into North America's single major producer of high-quality content on Japan for an English-speaking audience. Presenting more than 100 events annually through well-established Corporate, Education, Film, Gallery, Lectures, Performing Arts, and Innovators Network programs, the Society is an internationally recognized nonprofit, nonpolitical organization that provides access to information on Japan, offers opportunities to experience Japanese culture, and fosters sustained and open dialogue on issues important to the U.S., Japan, and East Asia.

### Nomura Holding America Inc.

The Nomura Group, one of the largest global investment banking and securities firms, is represented in the Americas by Nomura Holding America Inc. (NHA), which operates from five strategically positioned offices in North and South America. NHA's four major business divisions, Equities, Fixed Income, Investment Banking, and Asset Management, work in concert with Nomura worldwide to enhance the distribution and creation of new products and services. Nomura Securities International, Inc. (NSI), a U.S. broker-dealer with Nomura, functions from three offices in the Americas, including NHA's headquarters in New York. NSI is a registered broker-dealer and a member of SIPC.

### The Women's Bond Club of New York

Established in 1921, The Women's Bond Club of New York (WBC) is one of the oldest professional organizations for women in finance. The WBC provides education, mentoring, and networking opportunities for women in finance and finance-related industries. This is accomplished by sponsoring events and community service activities, and by developing relationships with corporate sponsors and other not-for-profit institutions that support women. The WBC membership reflects buy side and sell side across financial services, and a cross section of executive management, consulting, and technology functions.

## **Sponsors of the Center on Japanese Economy and Business**

### **Lead Corporate Sponsors**

Sumitomo Corporation of America

### **Senior Corporate Sponsors**

Daiwa Securities America Inc.

### **Major Corporate Sponsors**

Kikkoman Corporation

RISA Partners, Inc.

Saga Investment Co., Inc.

Takata Corporation

Tsuchiya Co., Ltd.

### **Corporate Sponsors**

AFLAC Japan

Caxton Associates, LLC

Japanese Chamber of Commerce & Industry of New York, Inc.

Mitsubishi International Corporation

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Mitsui Sumitomo Insurance Company, Ltd.

Mitsui USA Foundation

Mori Building Co., Ltd.

Pacific Investment Management Company (PIMCO)

The Tokyo Electric Power Company, Inc.

Yaskawa Electric Corporation

### **Individual Sponsors**

Robert Alan Feldman

Shigeru Masuda

### **Friends of the Center**

John and Miyoko Davey

Sumitomo Chemical Corporation

Sadao Taura

## **Sponsors of the Program on Alternative Investments**

### **Lead Corporate Sponsors**

Daido Life Insurance Company

Nomura Holdings, Inc.

### **Corporate Sponsors**

Advantage Partners, LLP

## **Center on Japanese Economy and Business**

Columbia Business School

321 Uris Hall, 3022 Broadway

New York, NY 10027

Phone: 212-854-3976

Fax: 212-678-6958

Email: [cjeb@columbia.edu](mailto:cjeb@columbia.edu)

<http://www.gsb.columbia.edu/cjeb>