

## 榊原教授を囲んでの為替懇談会＝第5回

出席者 特別顧問 榊原 英資 青山学院大学教授（元財務官）  
代表取締役社長 遠藤 昭二 （㈱IS ホールディングス）  
非常勤取締役 坂本 軍治 （株ジャパンエコノミックパルス社長）

### 遠藤社長

今年のグローバル経済は先進国・新興国のデカップリングで始まりましたが、此処に来て米国経済が予想より少し早めに好転の兆しにあり、年初の危機感が最近少し和らいで来ている様な気がします。債券・株式・為替・各市場にも、前回の懇談会の時と比べて好転の変化が出始めています。しかし商品価格の上昇からのインフレリスクが浮上するなど昨年までとは異なる政策面での変化も市場の関心事で、情勢変化の中で本日は米国・欧州・アジア・日本・の順序で今後の経済展開、更に為替レートへの影響を含めお話を伺いたく思います。

### 1) 米国経済

#### 榊原特別顧問

アメリカはQE2をやりまして、かなり順調な景気回復局面に入ってきました。株式も史上最高値を何度も更新する状況になり雇用統計も若干良くなっています。クリスマス商戦も良かったのですね。問題は、何処までこれが継続できるかということにこれからは移って行くと思います。この夏から年末にかけて、このままの好調が続くのか、あるいはどこかで息切れする可能性があるのか。マジョリティは好調が継続するという感じですね。少なくとも年末くらいまでは継続するという予想です。けれども、部分的にはまだ不透明なところが若干残っていますね。マジョリティに従うと、どこかの時点で金融緩和を止めてExit（出口）みたいなことも予想されているわけです。Exitがあるとすれば、金利が高くなるわけですから、ドル高の局面に入っていくということです。マジョリティはアメリカの好調が続いて若干金利が上がってドルが強くなるという意見ですね。

#### 坂本非常勤取締役

2011年の景気展望に関して、14日に出た予算教書が少し強気の数字で、その後のFOMCのコメントに我々市場関係者は驚きました。つまり景気展望がかなり強気になりました。例えば、今年の実質GDPの予想値が昨年11月時点では3.0～3.6%でしたが、今回は3.4～3.9%にかなり上方修正しました。失業率は0.1%くらいの改善なのですが、今回の予算教書、FOMCのバーナンキ発言等を含めて考えますと、直近では財政中立現状維持、それから金融の正常化に舵を切り、6月に満期がきますQE2は一応そこで終了というような方向で動くのではないかと。従って財政赤字もこれ以上増えることはないということから為替政策についても、これまではドル安政策を志向してきたけれども、今後、為替政策

は中立にアメリカは変わったのではないかという見方がウォール街等にもありますが、その点に関し顧問はどうお考えになられますか？



#### 榊原

それは恐らく景気の見通しがそういうことであるとすれば、当然金利は上がって行きます。ドルが強くなっていきますから、今までどちらかというQ E 2で金融緩和をしてドル安にもっていくということから若干中立に戻っていくということは間違いないと思いますね。ただ問題はどの位の間これが継続するか。2011年の景気は良いと思いますが、ただ2012年13年もこの好景気が継続するかどうかという事には私は若干疑問を持っています。でもこれは先のことですね。暫らくは良いということは恐らく間違いないでしょう。

#### 坂本

そういう意味では、完全にアメリカはリフレ政策に舵をきって、どちらかと言えば資産インフレ、資産高志向に変わって来ているのではないのでしょうか。そういうことで、今抱えている不動産市場の停滞の脱皮を図りたいという感じでマーケットは捉えているように思うのですが？

#### 榊原

そうですね。まだ住宅価格下がっていますけども、これを止めたいということです。だから一種のバブルを創るような形に政策が動いて来ているわけです。世界的に言うと資産インフレ懸念が出てきていることですよね。お金がジャブジャブですから。それが食料品価格の上昇に結び付くのです。又、リビア問題等でエネルギー価格が上がるということですね。エネルギーと食糧価格が両方相当な勢いで高騰しているという状態になっていますから、アメリカが金融をジャブジャブにしてリフレ政策をとっていることによって、世界経済の懸念が今まではどっちかというデフレとかディスインフレーションであったのが、インフレに変わってきたというのが今の局面だと思います。

**坂本**

ということは、結論としましては、榊原顧問の見方としましては、今年一年のアメリカ経済は順調という意味に解釈してよいのですね。

**榊原**

はい。順調だと思いますよ。勿論日本は2010年より成長率は落ちるでしょうけどね。それでもかなり2%に近いところまで成長率は上がっていくでしょうし、ヨーロッパも一時の危機は終わったという感じですから、全体として今年は世界経済が順調な景気回復の局面に入ったということだと思います。

**坂本**

前回の対談のときから比べますと、この4カ月間で相当情勢は変わってきていますね。

**榊原**

そうですね、政策的に相当変わって来ているということです。但し構造的な問題は残っています。だからどこまでこの傾向が続くのかという問題はまだあるわけです。それが2012年2013年にどうなっているか。

**遠藤社長**

非常に明るいニュースですね。

**榊原**

従って日経平均等も、かなり順調に上がって行く可能性ありますね。

**遠藤社長**

次に欧州に関してですが、欧州は前年からの命題をキャリーした状況で、市場関係者には非常に不透明感が残り、結果としてユーロドルへの影響が最大関心事でもあります。

## 2) ユーロ圏経済

**坂本**

特に欧州は、二つの問題が去年からキャリーされていると思います。欧州経済の問題の一つはユーロ圏内での南欧、北欧経済のデカップリング化です。直近に発表された経済成長率を見てもドイツが1.2%、フランスが1%くらい、これを真ん中にして、オランダから北に行くに従ってフィンランドまで成長率が非常に高いです。逆に南に行くに従って成長率は低くなっている。特にポルトガル、ギリシャなどマイナス成長になっています。これがどうなるのか？よくよく考えてみれば、ユーロ圏では緊縮財政政策の続行が大前提になっておりますから、そうするとやはり財政面からの景気刺激政策というのは経済成長面では期待しにくい。やはり経済が良好なドイツがエンジンになり、欧州全体を牽引していかざるを得ないと。もう一つの問題はやはりソブリンリスクだと思います。ところがそのソブリンリスクを解決したいといっても、肝心のドイツの中でも方法論に関しては内部割れが起きているしユーロ圏の中でも同様ですね。ドイツはEFSF(欧州通貨安定基金)の増額にもどちらかというとながティブで、それから欧州共通債券の発行に関してもほとんどの国がネガティブです。となると、各国の自浄努力による再生を期待する事のみになり、財

政の制約の中での景気対策、ソブリンリスクの問題で、欧州は今後も景気の低迷状態が続くのではないかと思うのですが、その辺をどうお考えになられますか？



#### 榊原

中長期的に見ますと、欧州というのは1950年代から数十年、ずっと統合のプロセスだったわけですね。ECBが誕生し統一通貨ユーロができて、それが逆転し始めたというのが今日の状況ですよね。ですからギリシャ危機、アイルランド危機。その前にハンガリーとラトビアがおかしくなったということで、周辺諸国が皆おかしくなった。しかも財政危機に各国共に入っています。それに対して、欧州全体でのプログラムというのは、今坂本さんが言われたとおり、必ずしもドイツがサポートしない。そういう状況になっています。欧州のディスインテグレーション（分裂・分解）が実は起こっているという風に解釈したほうが良いと思います。しかもディスインテグレーションが財政危機という形で起こっています。財政のトランスファーはなかなか難しいわけですね。今は金融と為替が一緒になっているわけですから。財政が一緒になると一つの国になるわけです。だからドイツが財政的に全面的にギリシャを支援する、或いは他の国を支援するということになれば、欧州が連合体じゃなくて一つの国になるということですが、そこまではドイツもフランスも踏み切れない。そういう状況ですから、やっぱり非常にヨーロッパが難しい状況になりまして、低成長が続くだろうということですね。一方でアメリカが比較的順調になっていますから、むしろドルが強くなるという局面に入ってきているかもしれません。今、ユーロドルは1.3600~1.4000くらいの中で行ったり来たりしていますが、もう一度ユーロが崩れるという可能性はないとは言えないのではないのでしょうか。

#### 坂本

ECBの政策対応に関しては内部での意見はタカ派、ハト派に2分されていましたが、最

近はタカ派によるインフレコンサーン（インフレに対する警戒・関心）が目立ち始めています。最近の商品相場値上がりからの物価上昇圧力、これをかなり意識した形での発言が多いのですが、実は南欧にしてみれば通貨安の方が嬉しいわけですね。金利引き上げ政策をいち早くするということになるとう通貨高に成ります。ドイツを筆頭に欧州各国は歴史的にインフレは最大の関心事ですから、成長よりもインフレ対策優先だとする国が多いわけですから、ECBの金融政策はこれから難しくなるのではないのでしょうか。利上げの可能性はどう考えられますか？

#### 榊原

先日私はフランスに出張の折、たまたまスティグリッツ（米コロンビア大学教授）とサルコジ大統領と会ったのですが、サルコジ大統領と色々な議論をした中で彼のコンサーンの一つというのは、商品市場に流入している投機資金です。これに対する規制みたいなことを彼は言及していました。G20でもそういう議論がされてますし、商品市場の高騰、つまりインフレですね。そういうものに対しては規制で対応する。そういう動きがヨーロッパから出てくる可能性がかなりの確率であると思います。だからオーソドックスなマクロポリシーから若干ヨーロッパは離れて行くのではないか。これに対してアメリカとかイギリスは反対していますので全世界的には見れば纏まらないでしょうけど、ヨーロッパがその方向を志向している事は確かですね。それからもう一つはインフレのコンサーンができてきているわけですから、それに対して金融をむしろ締める方向に行く可能性が非常に高い。ただECBトリシェ総裁は任期満了で交代の年です。その後継者と見られていた独連銀総裁のウェーバーが降りてしまった。従って誰がECBの次の総裁になるかが今ははっきりしないのです。今のところ非常に有力な候補はイタリアのマリオ・ドラギ中央銀行総裁です。彼が本当になるかというのはまだ分かりませんが、ECBはある意味では混乱してしまっていて、一体これからECB自体がどうなってゆくのか良く分からないという事です。付け加えますとECBのチーフ・エコノミストにドイツ人のユルゲンシュタルクという方がいます。彼はタカ派なのでインフレコンサーンが非常に強いですね。彼はずっとチーフ・エコノミストですから、どちらかというとECB総裁がどうなるかにもよりますが、タカ派的に動く可能性があります。投機の規制或いはインフレの抑制みたいな方向で、成長率は低いけれども金融政策ではそういう方向で動く可能性がある。財政も金融もタイトになるという、そういう状況にヨーロッパがなるという可能性かなり出てきています。



**坂本**

とすると、経済成長率は鈍いですね。

**榊原**

そうですね。だからそこは犠牲にしようというところでしょう。もちろん南欧等は抵抗するでしょうけど、ドイツのタカ派はそうでしょうね。まあ成長率は1%くらいでいいと。インフレがこのところ更新しているから、やはり商品相場に対する規制を入れる。それだけでなく、場合によっては金融で締めるという可能性があると思います。

**坂本**

ユーロドルの今後の相場展開を予想する事は非常に難しいですね。

**榊原**

そうですね、だからドル高になる可能性が結構あると思いますよ。1.3000 の方向に行くような展開も十分に考えられます。

**坂本**

南欧の成長率を考えればユーロ安のほうがいいでしょうし、だからといって、あまりユーロ安をやりすぎると、インフレ率がジャンプアップして、これもまた二重苦三重苦になってゆきますね。

**榊原**

当面は若干のユーロ安でいいという方向に行くのではないのでしょうか。

**坂本**

ECBの総裁ですけど、だいたいいつ頃見えてきますか？

**榊原**

私はマリオ・ドラギになる可能性高いと思います。彼はかなりリスペクトされていますし、いろいろな国際的なフォーラムで議長等されていて、まさにトリシェとドイツのウェーバーと並ぶヨーロッパ大陸の金融のテクノクラートですからね。だからイタリア代表

という事でフランスやドイツが抵抗しなければ、マリオ・ドラギに決まる可能性はあると思いますね。フランスとドイツで交代に総裁を出したいという意見はあるかも知れないけれども、ドイツには今適当な候補がないですから。

**坂本**

どちらかというとな欧諸国にとっては歓迎かもしれませんね。

**遠藤社長**

顧問は以前からアジアに軸足を置いた日本の経済再生を提唱されておりましたが、最近発表の貿易関連のデータからも正にその展開に成っております。そこでまず中国・インドを中心にアジア経済の成長持続のスパン、並びに死角等については如何ですか。

### (3)アジア経済

**榊原**

若干インドも中国も過剰流動性資金が流入してバブル気味になっています。だから中国の当局はこのところずっと準備率引き上げて、金融を引き締めていますね。この結果 10%強の成長率が若干落ちて 9%、8%代になるということはあると思います。あるいは不動産価格が下がって来るといようなこともあると思いますし、インドにしてもこのところインフレがかなり加速して、中央銀行が締めて株が下がっていますね。株のピーク時からは相当下がっています。そのような調整はあると思いますけれども、やはり中長期的にみると中国の高成長は続くと思います。8%から 10%の高成長はしばらく続くだろうと。又、インドにしても 2000 年代の初めまでは、平均 6%くらいでしたけども、今は 8%~9%程度になっています。インドの成長率も中長期的には加速するという局面に入ってきていますから、短期的に若干の調整はあるとしても中長期的にみると中国・インドの経済は好調であることに間違いありません。特にインドに関して言えば、中国とインドの成長率が逆転する可能性があるわけですね。これはインドの方が人口の増加率が高いからです。例えば、ゴールドマンの推定によると、2050 年の人口は中国が 14 億でインドが 16 億です。このように、どこかで人口が逆転します。人口が逆転するということは成長率が逆転するということに繋がります。ですから 10~15 年後先にインドの成長率が中国を上回るということが起こると思っています。従ってこの 2 国が世界経済を引っ張るという局面に入ってきたということは間違いありません。それから日本の東アジアに対するスタンスですけれども、最近になり東アジアの域内貿易比率が高くなってきていまして大体 58%くらいです。これが 60%を 5 年以内に超えるでしょうから、実は日本経済と中国経済、東アジア経済は一体化しているという局面に入ります。その好影響を日本経済が受けているということですから、政治的にはギクシャクしても、経済的には中国と日本が一体化している、そういう状況をきちんと認識しなければなりません。中国経済はそのうち世界ナンバーワンになります。去年日本を抜きましたが、10 年か 20 年後には GDP でアメリカ抜きます。鉄鋼生産でも自

自動車販売台数も今世界でナンバーワンです。自動車販売台数はすでに1700万台を超えて、中国の場合また新たな需要が出てきますから、2000万台や2500万台にそう遠くない将来になります。すると巨大な消費市場ができることになるということです。それをインドは追いかけている。十何年のラグはありますけれど、そういう局面の中で、どう日本企業は上手く取り組むかということですね。

## 坂本

日本のようにデフレが15年も続くと、ちょっと成長している国を見るとすぐにバブルだという見方をします。そういう意味で日本の製造企業は別にしまして、金融分野での投資は相当遅れました。不動産バブル、バブルだと言って結局出遅れました。15年に亘るデフレですから、インフレが順調に進行している国を見ると、ついついバブル進行中のような感覚で見えてしまう結果だと思います。私は以前からそういう見方に疑問を感じていました。ちょうど今の中国は1970年前後の日本で、内需の拡大の余地が非常に大きな国ですから、そういう意味で見ると確かに成長はなだらかにこれからも続いていくのですが、先日のG20で驚いたのは、日本の新聞には出ていませんでしたが、英ファイナンシャル・タイムズに、最初から中国は今回のG20ではisolate（孤立・分離）されていた。それはどういう意味かということ、驚異的な中国の経済に対する中国脅威論からの包囲網なのではないかということです。そしてこれまでドイツは中国よりのスタンスをとっていましたが、今回は英米国寄りに変わったということで、やはり中国の巨大な経済の脅威論は、先進国の中でもハッキリしてきた感じがするのですが。それはそれとして、先日のG20の中で浮き彫りになったのは、食料品を含め商品価格が急上昇し、その結果アジア諸国の消費者物価の上昇が目立ちます。物価の上昇は賃金上昇圧力に跳ね返ってきます。それにどう対応するのか。又、インフレ抑制の為に利上げをすると、資本流入を招いて自国通貨高になる。そうすると今度は輸出競争率が落ちる。一方、利上げをしないで預金準備率をあげるなど他の手段を使う場合には、その効果は限定的に成る恐れがあり、やはり物価上昇圧力、賃金上昇圧力に抗しきれない状況になる。そういうジレンマの中にあると思います。その中でどういう選択をするのか。中国はおそらく消費材輸入関連の関税を相当引き下げていますし、そしてこれからもそういう方向にいくでしょう。それから輸出関連のエネルギー産業に対しても税金の控除や補助金を行い、可能な限り人民元の切り上げをしない方向の中で凌ごうとしている様に見受けられます。とすると新興国との、特に中国ですが、米国とのインバランス改善の為に通貨切り上げというテーマは全く解決されない事になります。最近このインバランス解消に関してはドイツも英米寄りの考えに変わりましたが、この点に関しましてどうお考えですか？

## 榊原

その辺は、中国はだいぶ自信を持ってきていますからね。圧力かけられて何かする国ではない。それから中国の中の市場が大きく拡大してきていますよね。中産階級が急速に増えています。輸出依存度を意図的に下げなくても、輸入を増やすということで調整ができ



ますから、だから私は中国経済をあまり心配していないのです。今の中国脅威論は、以前の日本脅威論と同じで 1970 年頃の日本です。まさに高度成長期の真っ只中にあるわけで、しばらくの間は成長が続きますから、おそらく中国経済が短期的中期的に崩壊するとか、或いは中国の政権がおかしくなることはあまり考えられないと思っています。中国の政権はかなり安定しています。世代交代も順調に行っているし、2013 年には習近平と李克強とが胡錦濤と温家宝の後任になります。と云う事でスケジュール通りに動いています。そういう意味でも独裁国家ではなく巨大な官僚国家です。今の状況では官僚システムはかなり有効に機能しますから、やはり中国経済は順調に成長していくと思います。

#### 遠藤

反政府デモは中国には及ばないのですか？

#### 顧問

それは中国が押さえ込んでいるわけです。中国はインターネット等もコントロールしているし、アラブのデモは中国には及ばないというのがマジョリティですね。中国はやはりそれをコントロールする手段を持っている。一時は中国に波及するのではないかと言われていましたが、識者の意見では中国は大丈夫だということなのです。



#### 遠藤

天安門事件で一定の学習しているのでしょうか。

#### 榊原

それから全体として豊かになっているというのもありますね。格差が酷くなっているわけではない。そして中産階級が増えているという社会ですから。日本旅行に来ている方は中産階級です。全体的に国が豊かになって、日本の高度成長期のように中産階級が増えることによって国が豊かになり、しかもある程度の民主化が進むというプロセスに入っているのではと思います。

## 坂本

中国脅威論は、私は日本には根深くあると思うのですが、2010年度の日本の貿易統計を見ますと輸出・輸入の貿易総額の51%がアジアで、対米は13%くらいになってしまった。そして51%のアジアの貿易総量の内、21%を中国が占めている現状からしますと、顧問の仰る通り中国と一体化、中国に特化した形で日本は経済成長を図っていかなければならないのかもしれませんが、しかし一方では中華思想といいますか、日本を俗国にするという動きは、現状では表面化はしないまでもそういうリスクはあると、尖閣の問題叱りなのですが。これに対応していくには、中国以外の東南アジア諸国と日本は連携を強化しアジアの中でのバランスをとる必要があるのかなと思うのですが。すでにラオス、ミャンマー、カンボジアあたりは中国の資本がものすごく入っていて、これはもう日本があまり何もできない状況だと思えますけれども。最近中国も労働賃金が急激に上がってきており、他の東南アジアの国(インドネシア、ベトナム、タイ、マレーシア)への日本企業の生産拠点のシフトはこれから加速されていくと思うのですが。

## 榊原

東南アジアにはすでに日本は出ていますね、インドネシアやタイなど。80年代90年代に相当進出していますから、東南アジアにこれからさらに大きく入っていくという動きは恐らくないだろうと思いますね。ベトナムやラオス、カンボジアなど、インドシナはあと思っています。日本にとってむしろ重要なのはインドです。インドに出るとのこと。インドは中国に対する一つのバランスになります。それは大国だからです。今、日本はインドに出遅れているのです。つい先日もタタグループが来日しましたがけれども、みずほコーポレートが呼んだそうです。ラタン・タタ以下、タタグループの主要企業のCEOが皆日本へ来まして、みずほグループの皆さんといろいろ話をしていました。インドとの提携は、インド側も日本からお金が入ることを歓迎しているのです。そういうことですから、大きなアジアでのストラテジー（戦略）としては、今後中国の関係を強化するというかあまり敵視しない。一方で、インドとの関係を深くするというのが重要だと思いますね。今は日本の企業がインドへ出るのが少し進み始めています。そこをもっと加速するのが非常に重要だと思います。

## 坂本

例えばインドで日本が進出するとしたら、どういう産業分野になりますか？

## 榊原

自動車、自動車部品はかなりもう出ています。トヨタもホンダもスズキも出ている。ですから今度は部品、鉄鋼等です。鉄鉱石の産地でもありますから。だから例えばタタスチールと新日鉄は良い関係にあるわけですし、一般的な製造業がかなり入っていける余地があります。しかしインドというのは日本人にとって難しい国ですけど。

## 坂本

とくにインド人相手にビジネスで金儲けをする事は難しいと昔から言われていますね。

ものすごくタフですから。

**遠藤**

保険関係も結構出て行っているみたいですね。

**榊原**

保険の自由化がなかなか進まないのですが、だんだん保険や流通に対する規制の緩和が出てきますからね。だから保険、金融、流通みたいなところに進出する事は、これから重要になってくるでしょう。

**遠藤**

マーケット大きいのはいずれにしても羨ましいですね。

**榊原**

ただインドは難しいですね。出ると言っても州によって言葉は違うし、非常に多様ですからね。インドは公用語が18もあります。英語を話すのが2割くらいで、ヒンドゥーが3割くらいです。だからインドのお札というのはちゃんと18の言葉で書いてあります。



**坂本**

それは外国人にはハードルが高く困ってしまいますね、

**榊原**

私のところにいるインド人は中央銀行から来ているのですが、4つの言語を話します。インテリはだいたい3~4つの言語を話すそうです。だからインドに出るといっても大変になりますね。どの州に出るのかで全然違いますから。日本人はまだそこを分かってない。グジャラート州は一番外資を歓迎するところですね。だからタタモーターズも実はウェストベンガルに工場を出そうとして、色々問題が多く結局撤退せざるを得なくなって、タタモーターズはグジャラートに移ったんですよ。

**坂本**

でも法体系は英国の支配下であったのできちんとしていますよね。その意味では安心だと思いますが、一方中国は法体系の整備が遅れていますので。

#### 榊原

現状では法律はすごくゴチャゴチャしていますよ。すぐ訴えられるし。土地買収も大変ですし。

#### 遠藤社長

最後に日本経済ですが政局の混迷は 2011 年の予算を含め、景気の先行きが危ぶまれる状況に成ってきておりましたが？

### (4)日本経済

#### 榊原

2010 年は 2009 年の落込みからの回復で成長率は 3.9%でしたが、それよりは落ちるでしょうけど、2%近い成長をする可能性はあります。いろいろな意味で景気は順調に回復してきています。アメリカ経済も良くなっていますし、中国経済も相変わらずオーバーヒート気味ですよね。そういう意味で外部環境も良いし、国内的にも景気回復基調にいよいよ入ってきましたが、ただ政治が非常に混乱しますからね。3 月から 4 月にかけて。予算が執行できないという話になりかねないですね。それがどういう影響を与えるのかということになります。おそらく予算関連法案が通らないということになりますね。だから暫定予算になるという可能性もあります。それらが景気にどのくらい影響を与えるかということとは分かりませんが、そういう意味では政治的要因は極めて不透明だということです。場合によると政界再編があるという状況ですよね。そこを上手く乗り越えられれば、景気はそこそ順調に回復するということです。株もいいでしょうしね。株も日経ダウも恐らく 12000 円や 13000 円を視野にいれることができる。当面は財政危機ではないですし、5、6 年先に問題があるとしても、当面は国債発行に支障はありませんから、ここ 1、2 年は順調に行くのではないですか。一番の不安要因は政治ですね。ただもう一つ、円高は続くというのが私の意見です。マジョリティはどちらかということ円安ですが、私はアメリカ経済が構造的な問題抱えていることで、どこかに悪い腫瘍が出てくると思っています。そうになると、円が高くなるということで、私は公式には今年中には 70 円代に入るだろうと言っています。それがどういう形で響いてくるか、普通は円高になると株安になりますが。円高でも株が影響を受けないというのが非常に望ましいですけどね。

#### 坂本

円高の問題で一つ、アメリカも良い、ヨーロッパも多少これから今の構造問題が改善整備されていくとなると、今のポルトガルやスペインの国債の利率というのはアトラクティブになってきますね。今のところまだリスクがありますけれども、そういう状況ですと、スリーピング・マネーが、無利子のお金で積んである銀行預金が、直近の新聞でも貯金が

海外投信に流れだしているとの報道が目立ちます。そういう動きがやはり加速されてくるのでは。確かに今までは貯金が全部国債に向かっていましたが、それがだんだん投信等にお金流れ出す動き、それから金融緩和の出口戦略がやはり一番遅れるだろうと言われていたのはやはり日本ですから、ここに来てサムライ債の発行する動きがワールドワイドで結構活発化してきておりますし、直近でも J P モルガンが 1000 億発行しましたね、つまり広義の円キャリートレイドの復活です。そういう動きから見ると資本流失が経常収支の黒字をオフセットしてくるような動きになり、ドル円は安定するのではないかという感じを私は考えているのですが。



#### 榊原

それはマジョリティの意見ですね。むしろ安定するよりも年末にかけて円安に行くのではないかと。特にアメリカ経済が順調だということを前提にして、アメリカにお金、外から流れるということが恐らくマジョリティの意見だということですね。ただ私は、例えば日本の株等に対しての外人投資が出てくる可能性もあるし、今の日本のお金が大量に外に流れるかというところでもないと思っています。非常にリスクアバーズ（リスク嫌い）ですからね。どうしても元本が保証されている国債みたいなもの、しかもまだデフレですから、元本が保証されているというのは魅力的です。それほど大量に外に出て行くということにはならないのではないかと。そんな感じがしています。

#### 坂本

この円高でやはり、生産、製造業の海外支店シフトが起きています。おそらく 80 円のこのレベルが定着してしまうと、かなり外に出る動きが加速するのではないかと。するとやはり一時のアメリカのように、**head quarters nation** 化（本社機能のみ自国）してくると、その影響は、日本の若い人の雇用の機会がどんどん無くなる、それから団塊の世代の方が定年を迎えてくると、そこからまた再就職が難しく深刻な問題になっていくなどの日本の

内在する問題が表面化してくる可能性がありますよね。

#### 榊原

それはもうトレンドだと思いますよ。ですから恐らく日本企業は、外に出ざるを得ないしその傾向は加速されます。そうすると当然それがあつる種の雇用問題を生んで、今でももう非正規雇用は三分の一ですし、しかも非正規雇用のパーセンテージが増えていますよね。ですから国内の雇用問題というのはどうしても起こります。あるいは国内の賃金が下がる。全体としては雇用問題だけではなく賃金が下がり物価も上がらない。そういう状況が続くのだらうと思いますね。だからそれを事実として受け止める。インフレ政策で何とかする話ではなく、或いは日銀がどうにかできるという話でもなくて、構造的な問題で東アジア経済と一体化してしまつているということです。ユニクロ現象が起つているということです。これを **given** (既定の当然の事) としてどうするか？企業のレベルで言うと、外に出ろということです。日本の中でウロチョロしていないで外へ出るということです。

#### 遠藤社長

以上の状況を鑑みて読者の関心事であります為替レートの予測に移りたくと思いますが、まずはドル円、並びにユーロドルの今年前半のコアレンジをどのくらいにセットされますか？

#### 榊原

ユーロドルは恐らく 1.3000 に向かつて、ユーロ安の方向にじわじわと行くのではないかと思つています。ユーロ円で見ますと、110 円を切る可能性があるのではないかと。そして恐らく今年前半ということで云えば、今のレンジから若干の円安ですね。私は 70 円代突入と言つていますが前半はないですね。アメリカ経済は良いのでしばらくは腰折れしないですから。恐らく 9 月くらいまでは、あるいは 6、7 月くらいまでは円安で、80 円代だとは思いますが、80 円から 85 円のレンジが若干切り上がるかも知れない。そんなところで為替は推移するだらうと思つています。その後はアメリカ経済がどうなるかということにかかつているわけですね。当面アメリカ経済は全体的に良いということを見ると、全般的にゆるやかなドル高ですね。しかし中長期的に見るとドル安だと思つています。私は最近アメリカに行くと思つているのですが、アメリカはこれから隆々と立ち上がる国ではないですね。前回もお話しましたが、入国に非常に時間と手間かかるし、セキュリティがすごうるさいです。何となく世の中が荒んでいます。

#### 坂本

それから州財政ですよ。大赤字ですから、黒字はモンタナ州くらいですが人口は 1 百万程度ですから

#### 榊原

そうですね、道路が悪くなつていますし、教育制度も悪くなつていますね。

#### 遠藤

ただ、人口は順調に伸びていますよね。

## 榊原

アメリカは移民国家なので、人口は順調に伸びます。  
特にヒスパニックとアフリカ系の出生率が高いので。だから先進国で唯一、フランスを除いて出生率が上がっている国ですね。他の先進国はすべて人口減っていますから。

## 遠藤

確かに貧困層が増えても、経済にはあまり好影響はありませんから



## 坂本

州財政の悪化がやはり経済回復を遅らせますね。公益部門の雇用削減は続くでしょうし、それをどこまで民間が吸収できるか。顧問の云われる通り中期的には楽観できませんね。

## 榊原

ですから短期的には、連邦財政をジャブジャブにして良くしていますが、どこまで持つかという話だと思いますね

最近アメリカに行っても良い印象を持たないですね。以前はアメリカに行くと自由の国に来たという感じがしたのですが。まだ日本人だから良いですが、イスラムですと大変ですよ。私の知り合いでイスラムの方がいるのですが、入国が大変らしいです。彼はNY証券取引所のアドバイザリーボードのメンバーでステイタスも相当高いのですが、税関では苛められるようです。

## 坂本

因みに中東情勢はどうご覧になられていますか？

## 榊原

あれはやはり秩序の崩壊ではないでしょうか。これも中長期的なアメリカ弱体化の象徴の一つですね。今まではアメリカが仕切っていたのです。特にエジプトはアメリカと組ん

で、あの辺を仕切っていました。イスラエルがあるから、アメリカは非常に関心があるわけですね。反イスラエルの国家を作りたくなかった。だから本格的なイスラム国家を作りたくないわけです。イランのような。だからサウジ、エジプト、バーレーンを応援するようなことをしていたのですが、そこが軒並み崩れてしまったので、そうすると、どちらかというともイスラムの影響が強くなりますね。一気にイランのようになるとは限りませんが、ともかくイスラムの影響が強くなると、アメリカの影響が落ちることです。そうすると反イスラエルの可能性が高いということなので、これは大変ですね。先が見えないですね。民主化運動が起きていると言っても、イスラム教国ですからね。

#### 遠藤

民主化とか言っても、一時的には危ないということですね。

#### 榊原

かなり危ないですよ。秩序の崩壊ですからね。しかもあそこはイスラムでも二つありまして、スンニ派とシーア派が対立しているという構図です。その中でイスラエルのようなクリスチャンの、ユダヤ教の国というのは絶対少数派ですからね。

#### 坂本

ショックだったのはバーレーンです。国民一人あたりの所得が 3 万ドルくらいありますので。だからバーレーン政府も自信を持っていました。ところが民主化が起きてしまった。スンニ派が支配層でシーア派が民衆ですから、やはりイスラムの宗派の問題は難しいですね。

#### 榊原

宗派の問題と民主化がクロスしていますからね。下手をすると王政の打倒等に結び付きかねないので、しばらくは収まらないですね。

#### 坂本

アメリカのヘッジファンドの方が語っていましたが、彼らも馬鹿ではないので、石油が彼等にとっても宝だと。油田まで潰したら食に困ってしまうからだそうです。しかしそう簡単なものとは思えないのですが。約 10 年おきにいろいろと国の体制変化が起きますね。

#### 榊原

今はアメリカもヨーロッパも軍事介入ができないですから。そうすると、どう治まるかわからないですね。

#### 坂本

90 年にソ連邦を中心にする社会主義国が崩壊して、2000 年にはユーロ圏が誕生して、今度では中東の動乱ですね。だいたい 10 年スパンで起きるのですね。

#### 榊原

あれは戦争よりもタチが悪いですね。戦争は時間が経てば治まりますから。しかもインターネット革命です。だから情報も行きかってしまいコントロールできませんからね。中



国のようにコントロールできるシステムがあればまだ良いですけどね。

遠藤社長

不確定要因が目白押しの中での予測は大変難しいものがありますが、本日は色々なアングルから問題点が整理された様な感じがします。指摘された問題に政策当局がどう対応するかも重要な視点と思えますし、様々なファクターを勘案して為替レートの動きを追いたいと思います。次回に又、検証したく思います。長い時間有り難う御座いました。



以上

※この懇談会は、東日本大震災前に開催されています。

※尚、このサイトは情報提供を目的としており、投資の最終判断はご自身でなさるようお願い致します。

本サイトの情報により皆様に生じたいかなる損害についても弊社及び対談者は一切の責任を負いかねます。