

第 8 回 榊原特別顧問を囲む為替懇談会

2015 年 2 月 5 日

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	遠藤 昭二	株式会社 I S ホールディングス
非 常 勤 取 締 役	坂本 軍治	株式会社 ジャパンエコノミックパルス社長

遠藤社長 リーマンショック後、先進国経済は約 6 年にわたり景気低迷に陥り今日に至っております。その間、先進国の緩和マネーが新興国に流入し、投資導入主体での成長戦略を取った中国を筆頭に新興国がグローバル経済を牽引する時期もありましたが短期間に終わり、未だ低迷混迷から脱しておりません。その中で米国の景気回復軌道が見えるようになったことは明るい材料です。が、昨年後半からイスラム国・ウクライナ危機の深刻化、原油急落による資源国経済の悪化等、新たな問題から市場はリスクオフ・オンの繰り返しで先が読み難い状況が続いています。特にそれらの問題が欧州の裏庭で起きていることもあり、今年はユーロ危機再来下での幕開けとなりました。まず、市場の焦点であります欧州から対談に入りたく思います。

坂本取締役 欧州経済はリーマンショック以降、域内成長率格差の拡大と失業率増加の問題を抱えております。昨年春からドイツ経済にも成長の足跡が聞こえなくなってきました。このような状況下で、パリでのイスラム国によるテロ事件も起き、EU 内では反移民・反イスラムを掲げる EU 内の抵抗勢力の存在も目立ってきております。また、財政危機に直面しているウクライナに対して EU は 18 億ユーロの支援を決定したものの、ウクライナが EU に加盟するための条件や時期を明確にはしていません。一方、ウクライナの EU 加盟は NATO の拡大に繋がるので、ロシアの反発は強く先が見えず、ギリシャ危機の再来も重なり、ロシア支援下にある隣国キプロスとの関係、また、イギリス内でも EU 脱退の声が大きく成りつつある状況等、EU 自体の存亡が問われる危機的状況にあります。このような状態を顧問はどう見ておられますか。

榊原特別顧問 私は、ユーロ圏が危機的状況に直面することになった原因として、ユーロ圏の構造に問題があると考えております。ユーロ圏の発足前には、評価が高い通貨と低い通貨が混在することで為替が各々調整され、国の競争力の差が開きすぎることはありませんでした。今では EU 内で格差が広がり続けております。この問題の解決には二つ道があると思います。一つ目は財政を統一してしまうこと。二つ目はユーロ圏を解体して調整メカニズムを復活させることです。しかしユーロ圏の問題

は根が深く、現状ではどちらも選択することができないでしょう。例えばギリシャに多額の資金を投入し、財政状況が回復したとしてもそれは一時的なもので、時間が経てば現状に戻ってしまいます。ユーロ圏の構造を変えないかぎり、ユーロは弱くなっていく一方なのです。また、ユーロの弱さは円高の一つの原因にもなっており、それが円対ドルにも響いているわけです。



遠藤 ギリシャの財政状況が悪くなるとドイツは輸出にドライブがかかり、嬉しいということでしょうか。

榊原 いいえ。ギリシャだけでなくユーロ圏が弱くなってきていることによって、ドイツの成長率も弱まってきていますよ。やはりドイツの輸出のウェイトはユーロ圏でありますから。

坂本 ドイツの成長率は去年5月ぐらいから約0%です。顧問がおっしゃるように、ユーロが創られたことにより最も得をしてきた国はドイツです。それに対する不満が南欧諸国では蔓延してきております。

遠藤 現在ではユーロ圏内におけるフランスの発言力も低下してきていますね。移民問題が仇になのでしょうか。

榊原 ヨーロッパはどこでも移民問題を抱えています。キリスト教国である西ヨーロッパではイスラム教は異端であり、結果イスラム教徒は下層階級が多くなっています。このようなことから生じる不満がイスラム国のような存在によってヨーロッパ全体

に跳ね返ってきているのです。ヨーロッパでのこの問題は解決の見通しが立ちません。

坂本 国民の不満解消に向けて、一部の大手投資家は緊縮財政を止めるのではといいだしています。大型財政出動ではなく、ヨーロッパはインフラ投資をするには事欠きませんので、補正予算を組んで動き始める可能性です。ドイツの反発は予測できますが、動くことができればユーロ安に歯止めがかかり、投資マネーもヨーロッパに入るでしょう。ドイツもそろそろ雇用の増大に着手する必要があるのでは。

榊原 ヨーロッパの現状打開には、まずはかなりアグレッシブな金融政策を行うことです。財政出動は金融政策の次です。確かにヨーロッパにはインフラ投資先は多くありますが、ギリシャが本当に緊縮財政でなくてよいのかということは判断がつきにくい。そして財政状況が悪い国はギリシャに限られたことではないので、大型の財政出動も難しい。ただユーロ圏は2013年にはマイナス成長でしたが、2014・15年には1%付近に戻るとというのがIMFによる今年の1月時点の予測です。最悪の事態は脱するのではないかというのが一般的な見方のようなですね。

坂本 少なくともドイツやオランダ、フィンランドなど比較的財政状況が良い国が主導で、補正予算を組む動きは出てこないのでしょうか。

榊原 ドイツは抵抗するでしょうね。北ヨーロッパの国も財政リスクには非常に厳しいですよ。やはり財政出動をして景気対策をすることは難しいです。メルケル首相がそのようなことを考えているという話も聞きません。

遠藤 それにしてもユーロ圏経済に関して、為替が経済に効かないということは、武器の一つがないようなものですね。

榊原 そのとおりです。為替による調整ができないために、格差が拡大する一方です。防ぐ方法は財政トランスファーですがドイツには抵抗があります。ギリシャとしてもドイツから支援を受けることは避けたいでしょう。もしもユーロ圏が一つの国ならば財政支援は当然のことですが、中途半端な統合なので財政支援がないかたちで為替が統合している状態です。ユーロ圏はこのような構造上の問題を抱えているため、例え一時的に財政状況を回復させたとしても何らかのきっかけで悪化する可能性が拭えないのです。

遠藤 私の個人的な意見では、低所得層が豊かになりつつ格差が広がることはやむをえないと思います。しかし低所得層が全く豊かにならずに格差だけが開いて行くなれば危険ですね。

榊原 それは先進国共通の現象です。先進国は成長社会から成熟社会に移行し、成長率がトレンドとして下がっております。成長率が上がれば下の層も上昇しますが、日本もアメリカも 90 年代に比べるとかなり下がって今では 1%程です。格差を解消するには国費を投入するしかありません。ヨーロッパではすでに行っておりますが、移民が多く、元々の格差を大きいため中々解消が難しいようです。



遠藤 確かに、突然数多くの移民に社会保障をなどといわれても、救いようがないですね。

坂本 日本を含め、先進国は成熟社会の中で次の一手をどうするかが問われていますね。その中でもアメリカの底力はすごいものがあると感じますがその辺りはどのようにお考えでしょうか。

榊原 アメリカは元々国の伝統として格差を許容する体質があります。実は先進国の中でも格差が最も大きい国はアメリカなのですが、アメリカン・ドリームといわれますように、格差があってもいつか上位 1%になれるという夢を持つことができていたのです。最近ではそれもなくなり、残り 99%層のデモなども起きておりますがね。

遠藤 しかしアメリカの株価は順調に史上最高値を出していますね。

榊原 ただ豊かになっているのは上位 1%から 5%に集中しています。そこが全体を引っ張り上げている状態ですので、やはり格差は拡大していく一方です。そして格差拡大

だけでなく、中産階級が崩壊してきています。これは日本にもいえることですが、中産階級が育たなくなると成長率が下がるので、やはりアメリカも難しい局面にいるのでしょう。

遠藤 日本においても年収が 200 万円の若者がたくさんいます。

榊原 非正規雇用が 3 分の 1 を超えたようですが、それはかつてなかった現象ですよ。

坂本 結論的には財政面からの経済の再構築は直近では期待できず、金融政策に頼らざるをえないということですね。

榊原 そうでしょうね。先進国はどれも財政赤字問題を抱えております。アメリカやヨーロッパも累積財政赤字が GDP の 100%程ありますし、さらに増えています。この状況下で継続的に大型財政出動は難しいでしょう。例えばギリシャは累積財政赤字が GDP の 175%程で、これ以上増えると国債が暴落する可能性もあり得ます。そして暴落するとそれを抱えている金融機関も痛みますから、これは非常に大きな問題ですよ。

坂本 ECB にギリシャが抱えている債務は 500 億ユーロと、それほど大きな金額ではありませんが、しばらくは金融面に頼らざるをえないでしょうね。ドラギ総裁も流動性支援の延長を決めました。ということは、ユーロレートはギリシャ問題からパリテイ（1 ドル=1 ユーロ）を視野に入れる必要はありますか。

榊原 今は 1.14 ドルぐらいですから、視野に入れる必要はあるでしょうね。現在対円では 135 円ぐらいですが、一時 160 円、弱いときは 100 円を切っていました。ですからどちらかという下だと考えております。私は対円に関しても円高と予測しております。

坂本 その辺りも勘案しますと 1 ドル 110 円、1 ユーロ 110 円ということが視野に入ると考えられますがいかがでしょうか。

榊原 そうですね。今、ドル円は 115 円—120 円のレンジですけれども、おそらく遠くない時期に 110 円—115 円になりますよ。要するにユーロは構造的に弱いですし、ドルが強いこともマーケットは織り込み済みですので、これ以上ドル高（ユーロを除く）になることはないと思います。



坂本 話は飛びますが、地政学リスクや他の要因でリスクオン・リスクオフの繰り返し
日本の市場に波及してきましたが、ドルの安定で安全逃避の円買いという形から安全
逃避のドル買いに変わることですね。ユーロはまだ先が見えませんが。

榊原 ただ私はBRICSの成長率が良くないことから世界経済に対して悲観的に捉えており
ます。IMFの予測ですと今年の中国の成長率は6.8%だそうです。おそらく中国経済
は高度成長期から安定成長期に入ってきているのですが、この転換期を中国政府
は乗り切らなければいけません。インドはモディ政権の期待値が大きいため比較
的に好調ですけれども、やはり中国リスクが大きいですね。

坂本 モディ氏はアジェンダどおりに政策を行っておりますよね。また、インド中央銀行
総裁のラグラム・ラジャン氏との協調も素晴らしいと思います。

榊原 ラジャン氏はインフレ率10%から8%まで下げましたね。モディ氏とラジャン氏の働
きにより、IMFによると今年のインドの成長率は6.3%になるだろうといわれており
ます。しかしBRICSでは中国以外にロシアとブラジルもかなり不調です。

遠藤 なぜブラジルは悪いのでしょうか。

榊原 それは原油価格・資源価格の問題です。ロシアはマイナス成長で、ブラジルは0%に
近い。原油価格が高水準に戻れば良いですが、シェールガス効果もあって、価格は
戻らないでしょう。資源大国は困りますよね。

坂本 アメリカの一部では資源大国であるロシア・ブラジルが G20 から抜けて、G18 になるのではとの声も聞こえるようになりました。

榊原 現在、経済動向が比較的安定しているのは G7 ですね。アメリカ・イギリスは好調ですし、日本も比較的が良い。ユーロも若干戻ってきております。

坂本 ユーロはしばらく先が見えませんがね。

榊原 構造的問題を抱えていますから、ユーロはトレンドとして下がると見ていいと思います。ですから、ユーロ円は 110 円程を視野に入れておいたほうがいいのかもしれない。

遠藤 ユーロ圏ではギリシャが治まったとしても、スペインやイタリア、ポルトガルなど次々に問題が出てきますね。

榊原 南欧諸国の経済は不安定で、失業率も高いですからね。

遠藤 ユーロが経済危機を完全に脱出することは難しいのですね。ところで最近では世界中銀版 ”ブラックスワン”とも揶揄される突然の政策変更、例えばスイス中銀の介入上限の撤廃、カナダ中銀の利下げ等、利下げ競争による通貨安誘導が始まっておりますが、アメリカの強いドル政策にも限界が来るのではと思われれます。その辺りはいかがでしょうか。



坂本 強いドルの耐久度がいよいよ試されてきているのではないかということですね。アメリカ経済も回復傾向にあります。オバマケアが見かけより重荷になっており、社会保障の企業負担が増えるので、なかなか正規社員の採用に踏み切れないのです。それならば非正規社員を採用したほうが良いという意見も少なくないようです。オバマケアを完全に実行してしまうと、正規社員 1 人あたりの雇用負担額は非正規社員 3 人分で、つまり企業の雇用負担額は約三倍になってしまい、アメリカの雇用拡大の一つのネックになってきます。

榊原 議会も共和党がコントロールしているので、なかなか法案も通らないのでしょう。おそらく共和党は次の大統領も狙っています。オバマ大統領には非常に厳しい局面ですね。

坂本 このようなことから、アメリカ経済は成長率が良いとはいえ、今後急上昇するとは考えにくいです。

榊原 そうですね。ただ IMF は強気で、アメリカの成長率が 3.6% 近くまで上昇すると予測しております。シェールガス効果等、様々なことを勘案しますとアメリカ経済は非常に順調といえるでしょう。

坂本 ただ一方、アメリカの GDP に占める輸出の割合は 20% 近くありますので、強いドルが過ぎると輸出にかなり影響が出てきます。産業界ではドル高に対する、不満の声もあがっておりますので、やはりドルが今後さらに上に急進することはないでしょう。

榊原 私は対円でのドル高局面は終わったと考えております。日本の金融緩和とアメリカの利上げによるドル高円安が続いておりましたが、マーケットは既に織り込み済みで、円高の局面に入ってきたと思います。ドル円で 120 円を超えることは今後ほとんどないでしょう。

坂本 今回 FRB が声明の中で "International developments" という言葉を使用しました。国際情勢の変化が今後アメリカのリスクにもなるため、その辺りにも目配りをしていくという意味がその言葉に含まれていると私は思います。自国主義の FRB がこのような言葉を使うというのは大変珍しいことです。このことからマーケットの一部が利上げの時期を遅らせると解釈したようですが。

榊原 アメリカの自国経済は順調ですが、世界経済はあまり良くはないですからね。やはりどこかで影響を受けるという見方が出てきている可能性はあります。ユーロも BRICS もあまり良くない状況の中で、アメリカの一人勝ちの状態だけが続くとは考

えづらいという見方が出てくることは当然です。ただ国際機関は少なくともアメリカに関して強気な見方をしています。

坂本 利上げの時期はどれぐらいずれ込むと思われますか。当初は今年の 6 月に利上げを行うと言っておりましたが。

榊原 利上げに関しては少し慎重になっていると思われます。インフレが加速しているわけではないので、急いで利上げを行うニーズもありませんから。

遠藤 確かにこれ以上のドル高になると、GM もさらにしぼんでしまう。

榊原 先進国のインフレ率は軒並み低いですから、利上げ時期はかなり延びる可能性があります。

坂本 アメリカは資産インフレを大事にする国ですが、現状では株価も市場最高値圏にあるわけですし、このレベルからは、あまりジャンプアップはしないでしょう。

榊原 アメリカの株価が現在ピークを打っていることは確かですから、今後どのように下落を抑えるかが問題ですね。

坂本 FRB が一番恐れていることは、やはり株の暴落でしょう。リーマンショック以降、流動性相場はアメリカから始まりました。その状況の中で、ヘッジファンドをはじめとした保険や年金、投信機関等のポートフォリオに占めるインデックスファンドや ETF の比率は 20% ぐらいでした。しかし現在では短期ヘッジファンドの大量参入もあり、比率が約 57% まで上がっております。この比率がまた 20% ぐらいまで下がると株がかなり下落します。このようなことから FRB はとても神経質になっていると耳にしましたが、その辺りはいかがですか。

榊原 神経質になるでしょうね。株がピークを打っており、さらに上がることも考えづらい。暴落はなんとしてでも防ぎたいので、どのようにメンテナンスをしていくかどうかです。アメリカ経済は株価にとっても敏感ですから。

坂本 そういう意味でも強いドルの限界といえますね。円安・株高の連動、円安・ドル高も終焉局面というわけですね。

榊原 円高局面ですね。

坂本 ただ日銀の金融緩和の効果により、日本のゼロ金利と量的緩和策は長期化するでし

よう。広義の意味での円キャリー取引、例えば円ベースのサムライ債の発行などが旺盛になってくることは予想されます。現に海外公的機関等による発行量も増え始めています。また、本邦勢の海外証券投資の活発化も予想され、これ等が円高を抑える要因として作用するかと思います。

遠藤 最近では、三回目の金融緩和があるのではないかと言う人々が出てきておりますが。



榊原 黒田総裁はそろそろ金融緩和の出口を模索していると思います。

坂本 日本の財政赤字の金額は笑い事ではありませんからね。

榊原 話題は移りますが、アベノミクスがそろそろ賞味期限切れだと感じております。第一の矢である金融緩和は効力を持ち、円安株高になり大成功でした。ところが第二の矢である財政政策と第三の矢である成長戦略はあまり効果をあげておりません。

坂本 安倍首相がロンドンのギルドホールで行ったスピーチで、アベノミクスの三本目の矢を、”TINA”、”There is no alternative”と仰っていました。マーガレット・サッチャーの名台詞を使ってまで公言をしたのですから、成長戦略のネックになっている長きにわたる岩盤規制に、もっと大胆に踏み込まなければ、市場の信頼につながらないのではと私は思います。

榊原 私の意見では、日本経済の成長段階は既に終わり、これからは成熟戦略が必要です。

日本の成長率は大体 1%ですがそれを 3~4%に持っていかうとするとバブルになってしまいます。それではかえって経済が不安定になるでしょう。今度私が出した本のタイトルは「成長戦略が日本を滅ぼす」なのですが、内容としては成熟戦略についてです。企業の成長は別として、日本の成長率は 1%で十分でしょう。国民一人当たりの GDP は高いですし、人口も減っております。すでにレベルが高いのですから、今後は現在の水準をいかに維持し、それをいかに活用するかだと私は考えます。人々の関心が健康や環境に向いていることもすでに成長期ではないことの裏付けです。というわけで日本のドメスティックな成長は今後も 1%台でしょう。

坂本 MSCI は世界が変わりかけてきていることを受け、世界が抱える長期構造テーマを分析しました。長期構造テーマとは具体的に、先進国においては高齢化と若年層失業率の問題、新興国では経済成長に伴う中間所得者層の増大、発展途上国では人口増と通信インフラについてです。このテーマに基づき投資を行うことで成長につながると MSCI は分析をして、実際に世界では投資が行われております。結果、バイオ・医薬品・ヘルスケア・不動産・テクノロジー・航空機・水資源・運輸インフラなどの株価は上がり続けていることから、日本も成熟国家として、長期的テーマを構造ベースで捉えるべきだと思います。MCIS の先見性は評価できます。

榊原 やはり、成熟時期に入ると伸びる産業は医療などで、製造業はそこまで伸びません。これからはサービス業の規制を緩和し、いかに伸ばしていくかで成長率が変わってきます。

坂本 私としては、安倍首相に第三の矢としてそこをどうにかしていただきたい。

榊原 安倍首相の周りでそういった意識はなさそうですね。規制産業である医療や教育の規制緩和をぜひ行っていただきたいものです。製造業は海外進出をすることで成長していくと思いますから。

坂本 安倍首相が第三の矢でサービス業の規制緩和をしなければ、日本の株が下落する可能性も考えられます。そういった意味では今が安倍政権の正念場なのかもしれません。

榊原 新薬の認可なども日本は遅いと思います。

遠藤 少しずつ変わってはきておりますが、なかなかアメリカのようにはいきません。現在当社では地熱や水力発電への参入を視野に入れており、適切な場所を探しておりますが、国立公園法に二重三重とひっかかり、動くことができない状態です。これぞ規制の典型だと身を持って実感しております。

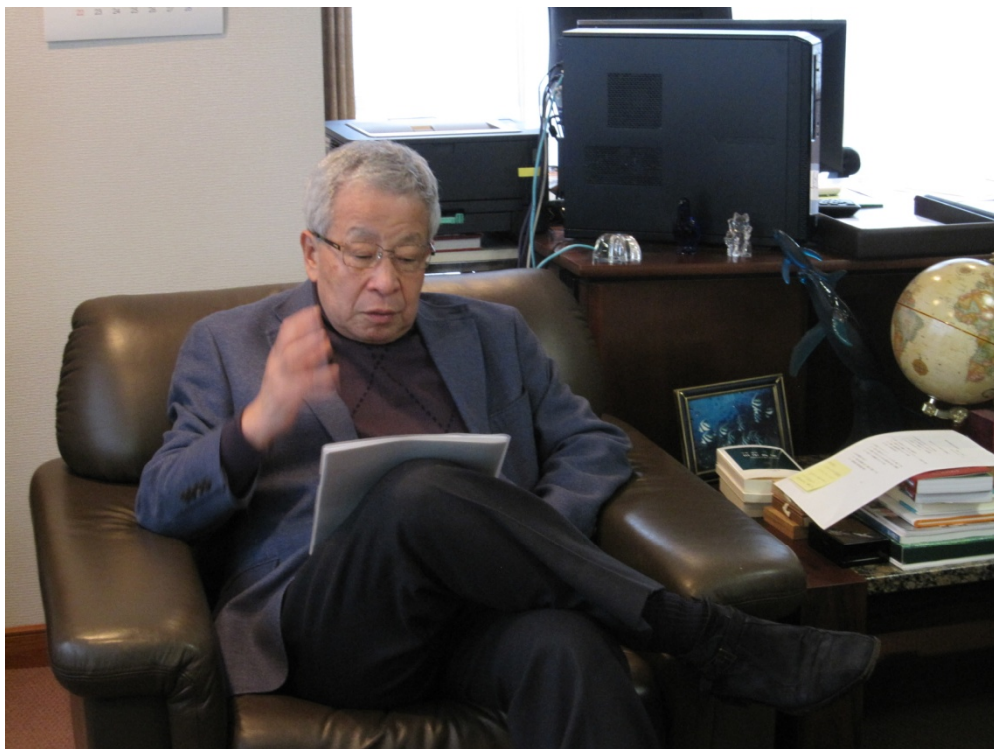
榊原 大体良質な地熱が存在する場所は国立公園内なのです。地熱発電や海洋利用発電は日本の非常に大きなポテンシャルなのですから、このような事業こそ規制緩和が必要であると思います。

坂本 そういった分野で規制緩和をしなければ、またアメリカ・中国輸出に頼らざるをえなくなります。いつまでもそのような状況ではいけません。

榊原 重点をサービス産業に移し、どのように活性化させるかですよ。サービス産業は今まで規制産業でしたから、そこには規制緩和の余地がかなりあると思います。

坂本 ということで、ドル円はどのくらいでお考えですか。

榊原 そう遠くない時期に 110～115 円になるでしょう。やはり世界経済が混乱することは円高要因になります。今はユーロが不安定ですし、イスラム国やウクライナの問題もありますから、比較的安全な通貨である円は高くなります。ドル高に関してはすでに市場に織り込み済みでしょうが、アメリカが予測されている以上の金融引き締めを行えば別です。しかしそれはおそろくないでしょう。日本の金融緩和もいつまでも続くわけではありません。



坂本 マーケットは未だ日本の追加緩和を期待しておりますが、それはないとお考えです

か。

榊原 私はないと思います。

坂本 確かにこれ以上追加緩和を行うにしても ETF の買い増し程度の追加緩和ぐらいでしょう。どこの国もそうですが、マーケットはあまりにも政策に頼りすぎていると感じます。

遠藤 それは日銀が火をつけたのか。スイス中央銀行やカナダも続いておりますが、中央銀行間の戦いのようでありあまり良くないような気が致します。

坂本 真に中央銀行がブラックスワンになっています。

榊原 どこの先進国も低成長で低インフレのため、金融緩和のリスクが下がっていることが原因でしょう。金融引き締めは異常な事態がないかぎり行わなくなっています。

坂本 そうですね。最後に原油価格の落ち着くところはいかがでしょう。

榊原 シェールガスなど新しいエネルギー源が登場し、原油の今までのステータスが変わってしまいました。逆オイルショック状態です。天然ガスも石油も価格はもう上がらないでしょう。

坂本 原油は 1 バレル=50 ドルぐらいで安定しますか。この価格が続くとロシアの外貨準備は 3~4 年で底をつくともいわれています。ロシアにしてもブラジルにしても資源国は困りますね。その辺りが今後の世界経済の新しいテーマになってくるでしょう。

榊原 中東はイスラム国の問題もありますが、そういった意味でもますます不安定になるでしょう。日本は相変わらず輸入が必要ですが、アメリカは自国でエネルギー源を確保してしまったわけですから。

遠藤 メタンハイドレードはどうなったのでしょうか。

榊原 日本はやはり海洋国家です。日本の排他的経済水域は世界順位で 6 番目なのです。その資源を使わなければもったいないです。

坂本 そのとおりですね。

遠藤 それでは、本日も長時間にわたりありがとうございました。(了)