

第9回・榊原特別顧問を囲む為替懇談会

2016年 2月 9日

特別顧問 榊原 英資 青山学院大学教授(元財務官)
代表取締役社長 遠藤 昭二 株式会社IS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==今年は“騒ぐ申年”の格言通りの世界市場大波乱での幕開けとなり、未だ治まる気配にありません。真に世界経済のパラダイムチェンジを思わせます。原油価格の急落に始まり中国景気減速からの資源価格急落の煽りで、BRICS 経済の凋落・欧州の金融債務不安の復活・日本アベノミクスの曲がり角。唯一穏やかな回復基調にある米国に漂う景気の持続性、等々、負のサイクルの中での市場展開が続いています。従いまして市場の焦点が定まりにくいのですが、波乱の根源の一つ中国リスクから対談を進めたく思います。

坂本==確かに中国リスクが市場の関心事です。世界の GDP の 22%が米国・23%が EU で、次が中国の 14%ですが資源爆買大国の低迷は影響が大きいです。中国減速・米国減速の世界経済に与える影響度に関し、ある米大手銀行のレポートが出ておりますが、中国 GDP が 1%下がると、世界経済は 0.5%下振れ（日本=-0.4%・米国=0%）、一方米国 GDP が 1.0%下がると世界経済は 1.2%下振れ（日本=-1.8%・欧州=-1.3%）と興味深いレポートです。それに乗じたか、ジョージソロスが中国のハードランディング・リスクを提起し、ソフトランディングが出来るかが市場の最大関心になっていますが、この点からまず顧問のご意見をお聞きしたいと思います。

榊原==現段階ではシナリオの選択は難しいが、今まで続いた高度成長経済が終わり、安定成長期に移行する初期段階にあり、丁度、中国は 1970 年代の日本の状況にあります。当時はオイル価格の高騰下でしたが、今回は急落低迷という真逆の状況下にあります。成長率に関しても 7%に近い数字が発表されても確認の方法がなく、鉄道輸送数値・電力消費量。銀行融資残等の数字から判断すると 2~4%ではとの見方も多くあり、李克強指数は現実に相当下っており実体の成長率は公表数字より低い 4%程度なのかもしれない。この中国の減速は日本経済にとっては中国依存度が一番高いので注視せざるを得ないですね。

坂本——この不透明さが人民元切り下げ圧力を増す材料となり、ソロスを筆頭に大手ファンドはハードランディング・シナリオを喧伝し市場不安を煽っていますね。

榊原——このような危機時の通貨切り下げは必ず失敗します。1998 年のアジア危機が参考例です。IMF はタイ・マレーシア・インドネシア・韓国等の各国に変動相場制への移行

を薦め、通貨の切り下げを市場に委ねましたが、結局通貨波乱が金融危機に発展した経験があります。混乱収束後に IMF（国際通貨基金）も失敗を認めています。

遠藤——そうすると資本流出規制等で取り敢えず混乱收拾にあたる事ですね。SDR（IMF 特別引き出し権）のメンバー入りどころではないですね。

榊原——そうですね。SDR は特段のメリットはありません。資本規制・金融規制等を動員し切り下げ幅を調整すればよい。現行のドルペッグ制の中での人民元切り下げという事です。財政には余裕があるとも聞かれます。従って財政出動の余地も残されており、又、AIIB（アジア投資銀行）も稼働すれば一带一路の路線の中でのインフラ整備等で、現状の過剰設備の解消に役立つという事ですね。それがハードランディングを避ける 1 つの方法でもありますね。



遠藤——今月最終週に G 20 が上海で開催されますが、議長国である中国がドラスティックな再建提案をする可能性はありますか。

榊原——G 20 はよく分かりませんが G 7 では議長国はあくまで司会役です。従ってあまり過剰な期待はしない方が良くかもしれませんね。しかし新たな資本流出規制等でのハードランディング・シナリオ回避の手は打ってくる可能性はありますね。

坂本——次は欧州ですが、欧州は中国と今までは Win・Win の関係にありましたが、中国の減速に伴いドイツの対中国へのスタンスにも変化が見え始めています。メディアも一党独裁批判の記事を多く報道するなどの変化ですが、現状ではユーロ圏は消費に支えられ若

干緩やかな回復傾向が見られますが、難民問題対応に関しての各国のばらつき、並びに南欧債務問題の残存等から見ますと、ダウンサイド・リスクもあると思われませんが、今後のユーロ圏経済をどうご覧になられますか。

榊原——確かに当面は問題ないですが、ユーロ圏は構造要因を抱えています。金融・為替は統一したが財政は個別で、結局これが南北格差を拡大する事に作用しています。この基本的問題が残存する限り、危機は繰り返し今後も起きる可能性があります。エマニュエル・トッドの著作で、“ドイツ帝国が世界を破壊させる＝日本人への警告”の本が売っていますが、これからはドイツ帝国がユーロ圏を破壊する事になる危険性を孕みますね、(笑い)。その根本はユーロという単一通貨で、これがドイツに大きなプラスになったのです。かつては、各国は経済状況に応じて通貨の切り下げ等を自由にできたが、今はそれが出来ない。従って、ドイツは国際収支・財政収支共に黒字も、域内各国はバラツキが多く、それが経済の南北格差拡大になっている。昔に戻すことは出来ないし、ヨーロッパ合衆国の誕生も無理で、難しい問題を潜在的に抱えていると云えましょう。

坂本——その現状が今のユーロ圏ですね。今までユーロ圏はドイツ主導で緊縮財政を続けてきましたが、最近の難民の流入から欧州は新たな経済対策を迫られています。難民流入を防ぐ為の国境作りや、既に流入している難民の失業対策、又、若年層の高失業率改善の為に、他国に財政支出を行う裁量の余地をドイツは認めますか。

榊原——基本的に賛成しないでしょう。ドイツ自体が必要とするなら行うでしょうが、域内諸国が財政出動しても現状が改善されるかは不透明ですし、一方財政赤字が増える事だけは確実ですから。先にも述べたようにユーロ圏経済は今後も次々と危機が起きる可能性があり、ダウンサイド・リスクを内包しているのではないのでしょうか。

遠藤——ドラギ ECB 総裁は3月には追加緩和に関し公約に近い発言をしていますが、ここに来て欧州金融機関の信用不安も再燃してきています。従って実施せざるを得ませんね。

榊原——結局は金融でやらざるを得ないでしょうね。しかしマイナス金利の副作用も出始めており、銀行・企業の信用リスクも再浮上していますね。中々先が見えにくい状況で、正に世界経済は“**Secular Stagnation** =長期的停滞”と云うべき状況ですね。

坂本——その世界経済低迷の中で唯一回復基調を維持し、リーダー役を果たしてきた米国ですが、ここに来て少し当初の予想より鈍化の傾向が見え始め、利上げのペースが遅くなるとの見方が多くなり始めてきています。年4回からせいぜい1~2回程度になるかと思われませんが。

榊原——最近発表された多くの経済指標は景気減速を示していますね。米国との繋がりの深い中南米も最悪の状況で経済崩壊の危機にさらされている国もあり、現状では GDP の下方修正は当然でしょうね。従って利上げが出来るかどうかはわからない状況になってきていますね。行っても 1 回程度かもしれませんね。昨年までは FRB は強気で 4 回利上げの可能性を市場に示唆しましたが、ドル高の影響・世界経済の悪化を軽視していたかに思えます。

中南米に見る様に新興国は苦境にありますが、その中ではインドが人口増をベースにインフラ整備を始めとする景気拡大の余地があり、中産階級が増加する過程にあり消費関連の事業拡大の余地も大きくポテンシャルは高いですが、しかし世界不況の影響を受ける可能性もあり予断は許さない状況です。

坂本——日本にとっても大事な貿易相手国ですね。最近、FOMC の景気判断のグリーンブックのデータが、極めて稚拙で正確性に欠けるとの批判もあります。少し慎重になるのではと思われま

す。そこで日本ですが、個人/家計消費減・輸出減・実質賃金もフラット等々、明らかに日本経済は失速の気配にあります。アベノミクスの新三本の矢も不発に終わる危機ですが。



榊原——円高・株安が続くと日本経済は腰折れの危険があります。そもそも新 3 本の矢（出生率 1.8 人、GDP 600 兆円・介護離職ゼロ）は、目標であって政策ではありません。どうするかの方法論が一番重要なのです。

坂本——確かにアベノミクスは結果的には日銀の金融緩和のみによる効果であった様に思

えます。第2・3の矢の実行が急がれます。その中で今回、日銀がマイナス金利の導入を行いました。個人的には付利撤廃のゼロ金利でETF枠の拡大の方が効果はあったのではと思います。

榊原——マイナス金利のバズーガ砲は変化球のようなもので、現状下では効果は一時的なものに終わるのは致し方ないですね。現にヨーロッパでもその限界が露呈されています。しかし秋口に向けて黒田総裁は、消費増税と引き換えに更なる緩和策に打って出るでしょう。

黒田総裁にとって金融緩和は財政赤字の削減の手助けであり、直近の景気の落ち込みで再延期する事は国際的にも信用失墜になる事は確かで、粛々と進める事を考えているのでは。その意味では今年は極めてシビアな年になると云えますね。景気の落ち込みは日本のみならず世界的需要不足にあり、特に先進国は成熟社会となり、需要が減退する事は当然です。日本は特に高齢化の中で需要低下は著しい。需要不足でも財政出動は累積債務が多く無理で、金融政策に頼らざるを得ないわけです。しかしその金融政策も限界が見え始めている状況と云えますね。そもそも成熟社会では成長率は上がらない。1%程度を前提に考えるべきなのでは。



坂本——直近の日銀の予測で潜在成長率は0.2~0.3%の数字を出していますのは妥当な数値なのかもしれませんね。

榊原——そうです。無理に成長率を上げる政策は取らない方がベターです。1.0%成長で我慢、原油安・資源安のおり、2.0%の物価目標を降ろしても問題ないでしょう。そもそも先進国の掲げる2.0%目標は、高成長の時代のインフレ率を下げる為のターゲットで、上げる

為の数値ではなかったのです。今は逆にインフレ率は 0.0~1.0%の時代です。1~2%がノーマルで低成長・低インフレでいいのではないのでしょうか。先進国ではインフレの懸念はないという事を認識すべきですね。経済社会の構造変化を見据え 1.0%に設定し直す方が自然でしょう。ポルトガルの格言に“今日より良い明日は無い”がありますが、成熟社会ですのあまり多くを求めない方が無難でしょう。

遠藤——世界経済の構造変化に目を向けた政策対応を行うと云う事ですね。

榊原——日本の課題は財政圧迫要因である高齢化による社会保障福祉費の増加への対応がありますが、その財源は低成長時代を前提に消費増税で補うのが的確な選択肢なのではないのでしょうか。勿論一時的には消費は落ち込み景気にはマイナス要因として作用しますが、中長期的には消費は回復します。現政権は最近の景気の落ち込みで先行き不安が台頭し、増税は延期したいところかとも思います。歴代内閣で増税を行った内閣は全て次の選挙で敗北していますから（笑い）。

坂本——それに増税再延期は国際公約違反にもなり、財政に関しては逆に将来不安を市場に掻き立てます。最近の市場変動の大きさを見ても、市場は資源価格暴落という新たな課題の中で消化不良を起こしています。落ち着きどころを求めてまだまだ乱高下の気配ですね、それにしても最近の混乱は驚きです。

榊原——私は年初の TV インタビューで今年は“乱”の年になると云いました。原油・資源価格の下落がロシア・ブラジル等の経済を直撃したように、構造そのものが変わりました。従って、市場では、世界経済が負の連鎖になると安全な円が買われる。今は、円高が株安を誘導する。現状では、ドル円は 110.00 円・株価も 15000 円が視野に入り、切れる可能性も残しています。黒田バズーガ砲の放たれた円安・株高の時のトレンドの逆行の動きですね。

坂本——釈迦に説法ですが、急激な円高には為替介入で対応も可能と思います。金融安保という意味を加味し円高阻止の市場介入の可能性は。

榊原——110.00 円切れでは無理かと思われませんか、100.00 円切れでは可能性もありうる。米国が同意する事が前提で、単独介入は効果がありません。

坂本——最後になりましたが、世界経済の構造変化は、金融市場にも如実に現れています。ボルカールールの適用を見る様に、政策当局の市場への規制による締め付けが強化されてきています。このままでは、金融機関はリスクテイカーになれず、その結果、市場は歪み

先行きが心配されます。

榊原——21 世紀に入り資本主義が終焉しつつあります。しかしこれからは新たな経済社会に対応する為に、国は様々な対策に乗り出すでしょう。つまり“State Capitalism”の時代到来を認識する必要がありますね。

遠藤——長時間有り難うございました。今年は戦後 70 年を経て日本経済は正念場にあるとの認識を政府も持っているようで、今後の政策対応は極めて注目されます。“乱の年”の市場の変化を見ながら、次の懇談会をお願いしたいと思います。

以上