

転換点の近づく世界景気
先進国と新興国それぞれの課題

**The Global Economy Approaching
a Turning Point**

— Challenges for developed countries and emerging countries —



公益財団法人 国際通貨研究所
Institute for International Monetary Affairs

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

はじめに

緩やかな拡大を続けてきた世界経済は、景気循環上、2019年内にも転換点を迎える可能性が高まっており、各国の成長率見通しも軒並み下方修正されてきています。喫緊では、米中間からグローバルに拡大する貿易・通商摩擦や英国のEU離脱問題などが、世界経済全体にさらなる下振れリスクをもたらしています。また、中長期的にみても、先進国と新興国はともに、成長の持続と金融の安定に向けて構造的な課題を抱えていると言えます。

以上の問題意識をもとに、国際通貨研究所では2月25日に「転換点の近づく世界景気～先進国と新興国それぞれの課題～」と題するシンポジウムを開催いたしました。本シンポジウムでは、国内外から著名な専門家をお招きし、各国・地域の現状を踏まえううえで議論していただきました。

本稿は、同シンポジウムにおける各パネリストのスピーチおよびパネル・ディスカッションでの議論を記録にまとめたものです。ご関心のある皆様方の今後のご考察への一助になれば幸いです。

2019年8月
公益財団法人 国際通貨研究所

Preface

The global economy maintains a moderate growth but it is widely expected that it will come to a cyclical turning point sometime in 2019, and downward revisions in the GDP growth outlook are expanding among countries and regions. At the present time, trade friction expanding from the U.S. and China to the world and the withdrawal of the UK from EU pose further downside risks to the global economy. Also, in the medium to long term, both developed and emerging countries have structural challenges towards sustained growth and financial stability.

With these points in mind, the Institute for International Monetary Affairs held on February 25 a symposium titled “The Global Economy Approaching a Turning Point —Challenges for developed countries and emerging countries—”. We invited prominent experts from home and abroad and we had the pleasure to have very active discussions on the basis of current situations that the panelists represent, namely, Japan, the US, the EU, and Asia including China.

This is a record of speeches of the panelists of the symposium and discussions in the panel discussion session. We would be happy if this will be of some help to those who are interested in the issues concerned.

August 2019
Institute for International Monetary Affairs

パネリストの略歴／Profiles



白井 さゆり

慶應義塾大学総合政策学部教授、
元日本銀行政策委員会審議委員

Sayuri Shirai

Professor, Keio University,
Former Member of Policy Board, Bank of Japan

日本銀行政策委員会審議委員（2011-2016）を経て、慶應義塾大学総合政策学部教授（現職）及びアジア開発銀行研究所客員研究員（現職）。コロンビア大学大学院・経済学研究科博士課程修了（Ph.D）。近著「Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy」（改訂版、2018）の他、日本経済、金融政策に関するコメンテーターとして内外のテレビ番組等にも多数出演。

Dr. Shirai is a professor of Keio University and a visiting scholar at the ADB Institute. She holds Ph.D. in economics from Columbia University. She was a Member of the Policy Board of the Bank of Japan (BOJ) in 2011-2016. Her recent book is Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy published by the ADB Institute (the second edition, 2018). She regularly appears on Bloomberg Live TV program, CNBC TV program, and various Japanese TV programs as a commentator on Japanese economy and monetary policies.



ゲルトルーデ・トゥンペル・グゲレル

元欧州中央銀行（ECB）専任理事

Gertrude Tumpel-Gugerell

Former Member of the Executive Board,
European Central Bank

元欧州中央銀行専任理事（2003 -2011）、元オーストリア中央銀行副総裁（1983 -2003）。

2014年、欧州委員会のユーロ圏共同債・専門家検討グループ議長。現在、オーストリア経済研究所名誉コンサルタント、Commerzbank等の社外取締役を務める。2013年より三菱UFJフィナンシャル・グループのグローバル・アドバイザー・ボード委員。

Dr. Tumpel-Gugerell is a former Executive Board Member of the ECB and former Vice-Governor of the Austrian Central Bank. In 2014 she chaired the Expert Group of the European Commission on Debt Redemption Fund and Eurobills. In 2017 she published the Evaluation Report on the European Stability Mechanism. Currently she is Emerita Consultant at the Institute for Economic Research in Vienna, non-Executive Director at Commerzbank AG, OMV AG and VIG AG in Frankfurt and Vienna. Since 2013 she is Member of the Global Advisory Board of MUFG.



タリサ・ワタナゲス

元タイ中央銀行総裁

Tarisa Watanagase

Former Governor, Bank of Thailand

元タイ中央銀行総裁（2006–2010）。同銀行に 35 年間勤務し、IMF にもエコミストとして出向。1997 年のタイ通貨危機及びその後の対応において、同国の金融監督や決済システム等を含む金融セクター改革に尽力。

Dr. Watanagase had a 35 year career with the Bank of Thailand (BOT) and was Governor between 2006 -2010. She was instrumental in the 1997 Thai crisis resolution and the ensuing supervisory and financial sector reforms, the modernization of the Thai payment system and the passage of the new BOT Act in 2008, which guarantees central bank independence. Dr. Watanagase also worked as an economist at the IMF and as a short-term consultant/advisor to the IMF, World Bank Group and regional central banks.



エレン・ゼントナー

モルガン・スタンレー 米国担当チーフエコノミスト

Ellen Zentner

Chief U.S. Economist, Managing Director,
Morgan Stanley

2013 年にモルガン・スタンレーに入社し、現在、米国担当チーフエコノミスト。ニューヨーク連邦準備銀行、シカゴ連邦準備銀行及び米国銀行協会の諮問委員会メンバー。全米企業エコノミスト協会（NABE）及び NABE 財団の理事。コロラド大学及び同大学院にて経営学士、経済学修士を取得。

Ms. Zentner is Chief US Economist and a Managing Director at Morgan Stanley, joining in 2013 from Nomura Securities International. Ms. Zentner serves on the Advisory panel for the Federal Reserve Banks of New York and Chicago, as well as the American Bankers' Association. She is a Director of the National Association for Business Economics (NABE) as well as the NABE Foundation. Ms. Zentner holds a Bachelor of Business Administration and a Master's Degree in Economics from the University of Colorado.

(アルファベット順／In alphabetical order)



渡辺 博史
国際通貨研究所 理事長

Hiroshi Watanabe
President,
Institute for International Monetary Affairs

1972年東京大学法学部卒業、同年大蔵省（現財務省）に入省。主税局税制第三課長、同第二課長、大臣官房秘書課長、大蔵大臣秘書官などを経て、国際局長、財務官などを歴任。2007年退官後、一橋大学大学院教授、日本政策金融公庫代表取締役副総裁、2013-2016年国際協力銀行総裁。2016年10月より現職。

Mr. Watanabe after graduating from the University of Tokyo joined the Ministry of Finance (MOF) in 1972. Before retiring as Vice Minister of Finance for International Affairs in 2007, he occupied various senior positions in the Taxation Bureau and others at the MOF. He later took high positions in the Japan Policy Bank and the Japan Bank for International Cooperation (JBIC) before his appointment as the President of JBIC in 2013. Since October 2016 he has been the President of the IIMA.



倉内 宗夫
国際通貨研究所 専務理事

Muneo Kurauchi
Managing Director,
Institute for International Monetary Affairs

1978年慶應義塾大学卒業後、東京銀行（現三菱UFJ銀行）入行。国際プロジェクト部、ニューヨーク勤務などを経て、常務執行役員名古屋営業本部長、専務執行役員国際部門副部門長などを歴任。2014年7月より国際通貨研究所専務理事。

Mr. Kurauchi joined the Bank of Tokyo (presently the MUFG Bank, Ltd.) in 1978. He took up many important posts including Deputy Chief Executive of Global Business Unit of the MUFG Bank, Ltd. as Senior Managing Executive Officer. Since July 2014, he has been Managing Director of the IIMA.

目次／Contents

日本語版

Japanese Version 1

英語版

English Version 60

本シンポジウムは主に英語で行われました。日本語版は英語での記録を当研究所で翻訳したものです。内容については、英語版が日本語版に優先します。

The Japanese version is based on the transcript of the speeches and discussions which were mainly conducted in English. Regarding the contents, the English version takes precedence over the Japanese version.

日本語版
Japanese Version

Occasional Paper No.37

第27回 国際金融シンポジウム

転換点の近づく世界景気
先進国と新興国それぞれの課題

(日本語版)

2019年2月25日 経団連会館



公益財団法人 国際通貨研究所

目次

1. 開会スピーチ	1
倉内 宗夫 (国際通貨研究所 専務理事)	
2. 国際金融シンポジウムの開催に際して.....	5
渡辺 博史 (国際通貨研究所 理事長)	
3. 米国の経済・金融情勢について.....	6
エレン・ゼントナー (モルガン・スタンレー米国担当チーフエコノミスト)	
4. 欧州の経済・金融情勢について.....	18
ゲルトルーデ・トゥンペル・グゲレル (元欧州中央銀行専任理事)	
5. アジアの経済・金融情勢について.....	23
タリサ・ワタナゲス (元タイ中央銀行総裁)	
6. 日本経済と金融政策について	28
白井 さゆり (慶應義塾大学総合政策学部教授、元日本銀行政策委員会 審議委員)	
7. パネル・ディスカッション	34

1. 開会スピーチ

倉内 宗夫（国際通貨研究所 専務理事）

パネリストの皆様、聴衆の皆様、こんにちは。国際金融シンポジウムにお越しくださり誠にありがとうございます。本日は「転換点の近づく世界景気 ～先進国と新興国それぞれの課題～」と題し、2020年にかけて循環的な転換点を迎える可能性のある世界各地の課題と今後の見通しについて、皆様と一緒に確認していきたいと思っております。

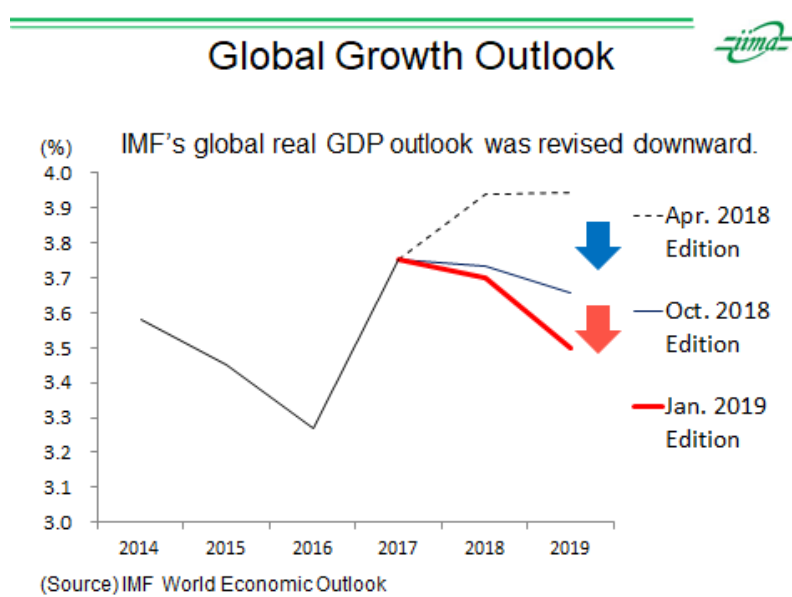
最初に、私から簡単に世界経済の現状と論点についてご説明し、議論の共通認識を提供させていただきたいと思っております。



1. 世界経済の現状 ～高まる先行き懸念

世界経済は足元まで拡大基調を維持してきたが、その成長ペースの見通しには2018年後半から各国・地域間でバラツキが生じ、一部では減速傾向が鮮明になっています。例えば今年1月に公表された国際通貨基金（IMF）世界経済見通しの改訂版では、ユーロ圏やトルコを中心に、世界全体の実質GDP成長率予想が3.5%と、昨年10月の予想から0.2%ポイント下方修正されました。

2020年にかけて、各国・地域の景気が循環的な転換点を迎えるとの見方も台頭しています。昨年終盤の株価急落はやや行き過ぎであったかもしれませんが、国際金融市場において、そうした先行き懸念が幅広く存在していることは注目されます。



2. 先行き懸念の背景 ～4つの論点

それでは、国際金融市場が抱えている先行き懸念は、どのような背景から生じているのでしょうか。私どもでは、世界経済にかかわる論点として、次の4つが挙げられると考えております。

論点(1)：米国の保護貿易主義

第1の論点は、米国の保護貿易主義です。その矛先は北米自由貿易協定（NAFTA）や欧州、日本にも向けられましたが、とりわけ中国との貿易摩擦に対する懸念が拡大しています。米中の対立構造は、今や貿易摩擦の域を超え、先端技術や安全保障も含んだ総合的かつ長期的なものとも指摘されています。現在、3月初めからの関税引き上げを回避すべく、米中間でギリギリの協議が行われています。

保護貿易主義が各国経済にマイナスの影響をもたらす経路は、主に3つあります。米中貿易摩擦を例にとると、①関税引き上げに伴う米中間の貿易縮小、②グローバルバリューチェーンを通じた中国と第三国の貿易縮小（ただし、第三国には貿易転換効果でプラスの影響が生じる場合もありますが）、および③景気先行き不透明感の高まりに伴う企業の投資マインドや金融市場センチメントの悪化、となります。

このうち、特に警戒すべきは経路③であり、昨年終盤に一時的ながら株価が急落したのもこれが一因でした。昨年秋のIMFや経済協力開発機構（OECD）の世界経済見通しでは、この経路③が、経路①②による貿易縮小と同等程度に世界全体の実質GDPを押し下げるという試算が示されました。

論点(2)：中国経済の減速とそれに対する政策対応

第2の論点は、中国経済の減速と、それに対する同国政府の政策対応です。中国経済は昨年、デレバレッジや不良債権対策を受けて設備投資の増勢が鈍化し、景気減速傾向が鮮明になりました。2018年の通年の成長率は6.6%と、28年ぶりの水準まで低下しました。足元では、米中貿易摩擦に伴う輸出減少も景気の重荷となりつつあります。また、2018年の出生数が1980年以降の最低水準まで落ち込んだことは、長い目で見た場合の不安材料です。

そこで中国政府は昨年後半から、財政政策や金融政策で景気下支えを図る方針を明確にしています。すでに個人所得税の減税幅を拡大済みですが、本年1月には中小企業を対象とした減税策も打ち出しています。

しかし、こうした状況に対して、2つの指摘がなされています。第1は、米中対立の拡大・長期化するなかで、中国政府の政策対応が景気下支えにとり十分か否かが不透明であることです。第2は、仮に政策対応が景気下支えに十分だとしても、それが本来取り組むべき構造改革（①金融システム不安を伴わないデレバレッジ、②金融部門の改革を損なわない不良債権対策、③地方政府の資金調達スキーム見直しや国有企業の効率性改善・過剰生産

能力削減に向けた改革)の先送りにつながるという懸念が残ることで。

論点(3) : EU 主要国の政治的不透明感

第3の論点は、欧州連合(EU)主要国がことごとく政治的な不透明感を抱えていることです。

英国のEU離脱(Brexit)の問題については、「合意なき離脱」を回避できるのか否かが依然不明確であり、ますます混迷を深めていると言わざるを得ません。

こういう時ほど、EUを牽引する独仏両国のリーダーシップが求められますが、ドイツのメルケル首相は昨年末に与党ドイツキリスト教民主同盟(CDU)の党首を辞しており、新党首にはメルケル派のクランプカレンバウアー氏が就いたとはいえ、メルケル氏自身の求心力は低下しています。フランスでは昨年11-12月に大規模なデモが繰り返し発生し、マクロン大統領は各種改革の撤回を余儀なくされました。独仏両国のリーダーシップがなければ、EU全体の政治・経済上の安定性確保は難しいといえます。もう一つの大国であるイタリアの連立政権はEU懐疑派であるうえ、財政赤字問題を抱えています。

なお、本年5月の欧州議会選挙では、ポピュリスト(極右)勢力の議席拡大が予想されており、これも不透明感の増大につながりそうです。

論点(4) : 新興市場の調整リスクへの政策対応

第4の論点は、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げや欧州中央銀行(ECB)の資産購入終了といった先進国の金融政策動向に伴い、新興市場が調整するリスクです。これは昨年半ばには、アルゼンチンやトルコの金融・為替市場の混乱に伴い、強く意識されました。最近では、FRBの利上げ観測こそ一時期よりも後退していますが、米国の保護主義や中国経済の減速を勘案すると、新興市場の調整リスクには引き続き注目すべきかと思われます。

問題は、このリスクが顕在化した場合、各国・地域の当局が、どのような政策対応をとり得るかです。理想的には迅速な国際的協調行動が望ましいですが、現実に先進国が新興市場を勘案した金融・財政政策をとり得るのか(FRBの利上げ早期打ち止め、ECBの利上げ開始の先送り)は不透明です。また、特に東南アジア諸国連合(ASEAN)では、各国の外貨準備の積み上げは十分なのか。チェンマイ・イニシアチブ・マルチ(CMIM)は必要な際に適時に発動できるのか、といった論点もあります。

3. まとめ

これまで述べた以外に、G20などでは、モニタリングが必要な潜在的なリスクとして、暗号資産(仮想通貨)が指摘されています。暗号資産の流動性の低さやボラティリティの高さが問題視されているほか、消費者・投資家保護やマネーロンダリング・テロ資金供与対策(AML/CFT)が課題とされています。

このように世界の経済と金融を取り巻く議論は尽きませんが、私のお話しはこの辺で終わりにし、パネリストの皆さんのお話に耳を傾けてみたいと思います。どうぞシンポジウムをお楽しみください。ご清聴ありがとうございました。



2. 国際金融シンポジウムの開催に際して 渡辺 博史（国際通貨研究所 理事長）

ご来場の皆様、本日はシンポジウムにお集まりいただき、ありがとうございます。本日は素晴らしい女性のパネリストの方々と共に、深い議論を進めて参りたいと思います。

本日のパネリストは、米国出身のエレン・ゼントナーさん、オーストリア出身のゲルトルーデ・トゥンペル・グゲレルさん、タイ出身のタリサ・ワタナゲスさん、そして、日本出身の白井さゆりさんです。この順番通りにパネリストの皆様からそれぞれご講演をいただき、その後、1 時間半かけてパネル・ディスカッション形式の議論を進めていきます。まずは、ゼントナーさんに米国の情勢について、お伺いします。現在、米国市場は我々の主な関心事項であります。トランプ大統領は夜中にツイートを投稿し、金融市場に何らかの影響を与え、市場の変動は米国の金融政策にも影響を及ぼしています。さらに、米国の金融政策が、先進国だけでなく、発展途上国等、様々な国に影響を及ぼしています。そのような点についてエレン・ゼントナーさんにご見解をうかがいたいと思います。

ゼントナーさんは 2013 年にモルガン・スタンレーに入社し、現在、同社の取締役兼米国担当のチーフエコノミストを務められています。また、ニューヨーク連邦準備銀行、シカゴ連邦準備銀行及び米国銀行協会の諮問委員会メンバーであり、全米企業エコノミスト協会（NABE）及び NABE 財団の理事を務められています。それでは、ゼントナーさんのご見解を是非伺いたいと思います。よろしくお願ひします。



3. 米国の経済・金融情勢について

エレン・ゼントナー（モルガン・スタンレー米国担当チーフエコノミスト）

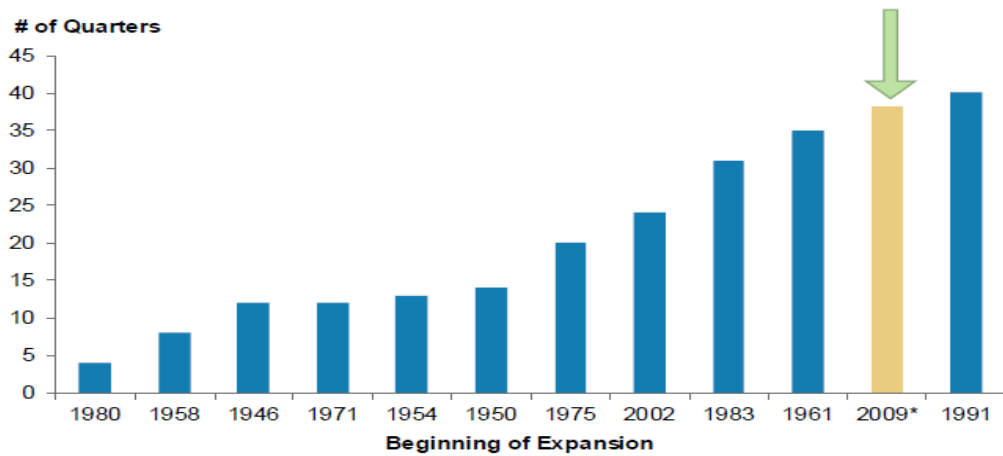
こんにちは。本日のシンポジウムに招待していただき、ありがとうございます。そして、私達パネリストについて多様性が欠如している（全員女性である）こと（それは現在センシティブな問題であることを知っています）をまず謝罪します。

本日は、まず現在の景気拡大の異常な長さに関するいくつかの背景を提供することにより、米国経済の今後の展望について意見を述べることに集中します。そして、2つ目に、現在の経済情勢とそれに続く成長及びインフレの見通し、そして米国の金融政策立案者がどのような政策措置を取りうるかについて議論します。



それでは最初に、現在の景気循環についての意見を述べます。図表 1 は、第二次世界大戦後の景気拡大期の長さを示しています。ご覧のとおり、現在の景気拡大期はすでに 2 番目に長いものとなっています。そして、今年の 6 月には現在の米国の景気拡大期は記録上最も長いものになるでしょう。一方、その記録の達成日が近づくに連れ、米国で景気後退が訪れる懸念が高まることに私たちは直面しています。それを懸念するいくつかの根拠があります。米国の経済成長は、依然として人口の高齢化、投資不足、そして金融危機で残された傷により制約されています。これらの要因は、私たちが慣れ親しんできたよりもはるかに長い間にわたり平均以下の経済成長をもたらした理由のほんの一部です。また、金融危機のあとには長期的に平均以下の経済成長が続くことが正常であることに気づくことも重要です。

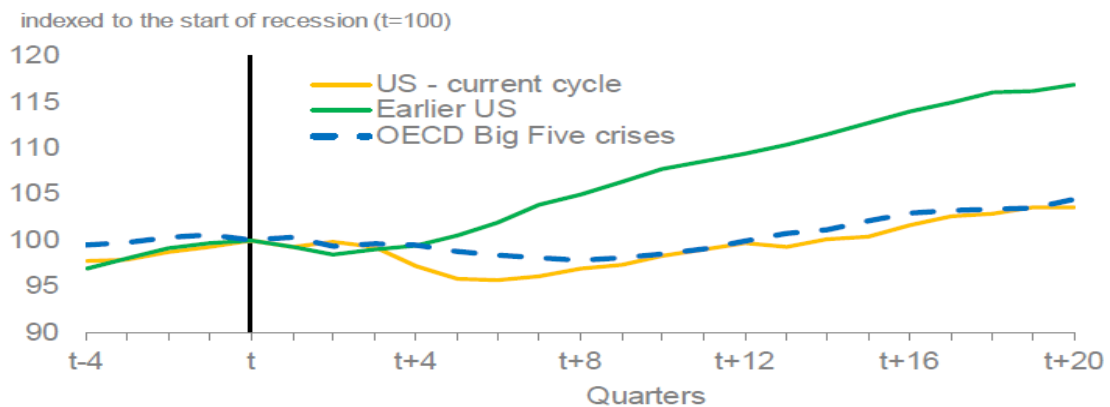
Exhibit 1. The Length of Post WWII Recessions



Note: Comparison is to expansions post-WWII. * indicates current expansion through 4Q 2018.
Source: National Bureau of Economic Research, Morgan Stanley Research

図表 2 は、現在の米国の景気循環を、「過去 10 回の景気後退時の平均的な景気循環」と、「Kaminsky 氏と Reinharts 氏が最初に特定した OECD の 5 大金融危機の景気循環」と比較したものです。これを見ると、現在の景気拡大期は長く続いているにもかかわらず、その成長は平均以下の状態が続いています。そして、それは過去の金融危機後の回復歩調と非常に似たものとなっています。

Exhibit 2. Real GDP Around Recessions and Financial Crises



Note: "Earlier" is the average of the last 10 recessions; OECD Big Five financial crises first identified by Kaminsky and Reinhart (1999); Countries are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1997). We use 1997 for Japan (as opposed to 1992) as this was the start of the most intense phase of the financial crisis there.
Source: OECD, Morgan Stanley Research

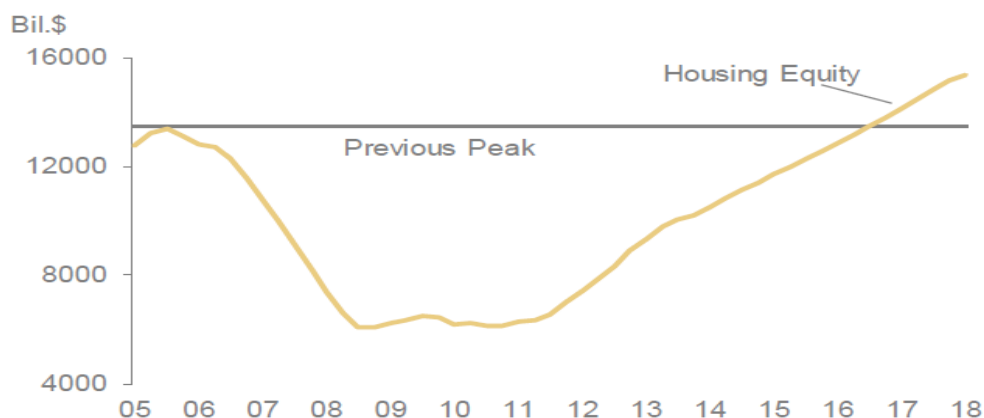
それは、「今回も他の景気拡大局面との違いは全くない、総じて正常な状態である」ということです。米国経済の景気拡大軌道は地面すれすれに近づいており、そのため以前より

も小さな打撃がすぐに景気後退につながる可能性があります。

しかし私の考えでは、「タイムスタンプの如く景気後退に陥る時期が決まっている」という懸念は誇張しすぎています。不況に陥ると懸念される方々は、景気拡大期が単に10年という長期にわたり続いていることを根拠にしていますが、私はそうは思いません。イエレン FRB 前議長の言葉を借りると、「長い期間にわたり景気拡大局面であったのは事実であるが、...私はその景気後退期が訪れる日がすでに確定しているとは信じません」¹ということ です。

その代わり、景気後退の前には景気過熱の時期が先行する傾向があり、そのためより積極的な金融政策を必要とします。しかしながら、私は米国経済の主要セクターを調査しているのですが、現時点では過熱の兆候はほとんど見られません。図表 3 は、住宅市場の見通しを表していますが、この主要セクターは2017年に前回の純資産の最高額に達したばかりであるとともに、全国平均住宅価格は前回のピークから12年以上経った現在においても、わずか5%しか上回っていません。しかも、それは名目ベースの数値であり、インフレ調整後の数値で見ると住宅価格は依然として前回のピークを大きく下回っています。このように、住宅の回復はかなり遅れていますが、それは同時に住宅市場が過熱には程遠いことを意味します。現在、雇用創出のペースは驚くべきものであり、失業率は過去20年近くにおける最低水準まで低下しています。そして、賃金の伸びは上昇しているとはいえ、高い生産性と低いインフレ傾向により、その伸びは正常範囲内にとどまっています。確かに、図表 4 に示すようにフィリップス曲線が非常に平坦であったため、労働市場がひっ迫していても、それがインフレに対しほとんど影響を及ぼしていません。インフレの持続性もまた低下してきています。

Exhibit 3. Slow Recovery in Housing Equity

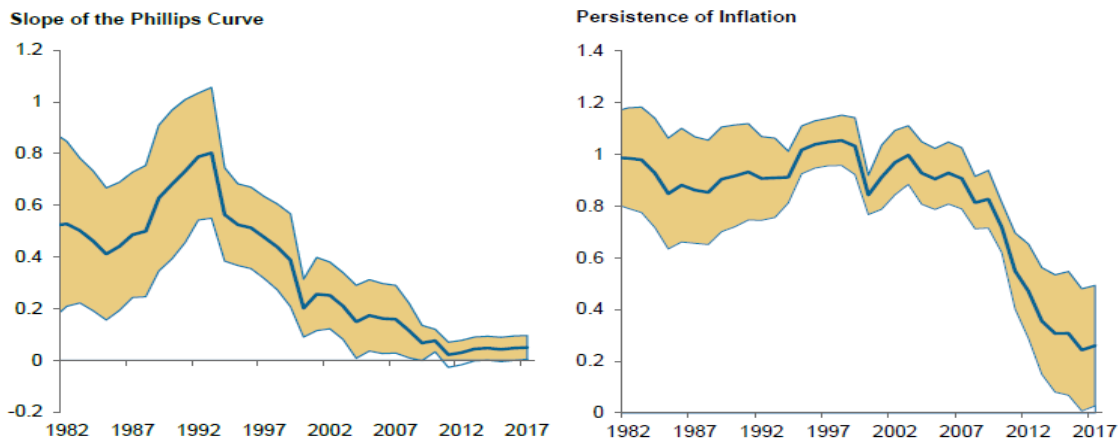


Source: Federal Reserve Board data through 3Q18, Morgan Stanley Research

¹ Transcript of Chair Yellen's Press Conference, Dec.16,2015 より

Exhibit 4. The Phillips Curve Is Flat

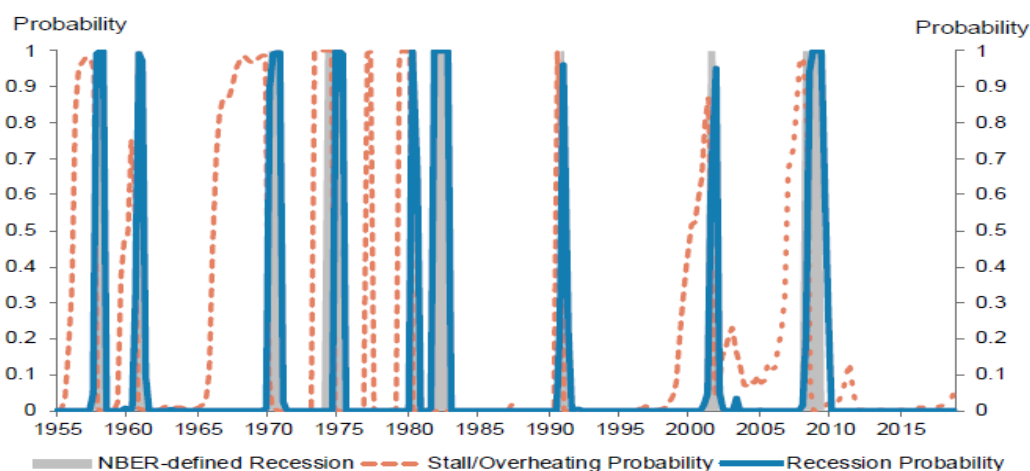
“...many factors, including better conduct of monetary policy over the past few decades, have greatly reduced, but not eliminated, the effects that tight labor markets have on inflation.”



Note: See Chairman Jerome H. Powell, Monetary Policy and Risk Management at a Time of Low Inflation and Low Unemployment, October 2, 2018.
Source: Federal Reserve, Morgan Stanley Research

さて、モルガン・スタンレーには「不況確率モデル」があり、それを私たちは **Dual Mandate Model (DMM)** と呼んでいます。そのモデルの名前の由来は、FRBのDual Mandate（二重の使命）の観点から経済の過熱を捉えようとしているためです。DMMでは、インフレの上昇によって引き起こされる不況リスクを測定します。FRBの引き締めがほとんどの景気後退の舞台を整えているという見方を基盤にモデルを作りました。このモデルで入力する「失業率」と「前年同期の総PCE（個人消費支出）価格インフレ」という2つの指標は、「持続可能な雇用の拡大」と「価格の安定」というFRBの二重の使命を反映したものです。そして、現在はインフレ率が低く安定し、かつ失業率が引き続き下降しているため、DMMは図表5に示すように、景気が不況に先行する過熱段階に入っている可能性が低いことを示しています。

Exhibit 5. DMM Points to a Low Probability We Have Entered the Overheating Phase



Source: Federal Reserve Board data through 3Q18, Morgan Stanley Research

図表 5 を見ると、景気が過熱段階に入った可能性は低いと考えられるため、現時点で不況に突入する可能性は非常に低いままであることがわかります。つまり、今年の 6 月には記録上の最も長い景気拡張期を迎えると予想されます。

それでは、現在の経済状況についてお話ししましょう。2018 年に 3%の成長が続いた後、2019 年初頭の景気は緩やかなスタートを切っています。政府機関の 35 日間にわたる長期休業と「北極の渦巻き (Polar Vortex)」(1月の世界の気温が 1990 年代以来の最低気温を記録したとのニュースが流れています) のほか、市場の相場変動が大きくなっていることや政治の不透明さを背景に消費が慎重になっているため、第 1 四半期の米国経済の成長率は 1%に低迷する可能性があります。米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、利上げサイクルを中断し、景気見通しが減速していないことを確認するデータが発表されるまでは次の手を打たないことで、金融の急激な引き締めに対応しました。

FRB の 1 月の会合での「より辛抱強くなる」との決定を後押ししたのは、景気見通しがより不透明になったことが唯一の要因ではありませんでした。パウエル FRB 議長が「利上げの要因が弱まっている²」と述べたように、インフレ圧力がなくなったことも重要な役割を果たしました。

2019 年の経済成長は緩やかに始まったかもしれませんが、経済活動は決して崩壊していません。1 月の労働市場は、30 万人以上の雇用の純創出と労働参加率の顕著な上昇を示しました。消費者心理と企業景況感ならびに設備投資計画もまた、2018 年後半に一貫して減少してきた後、関税問題に先駆けて行われた景気刺激策や還付金の影響による急拡大からは落ちてきたものの、正常な拡大スピードで安定的に推移しています。

² 2019 年 1 月 29 日-30 日の FOMC ミーティングでのパウエル FRB 議長の発言より

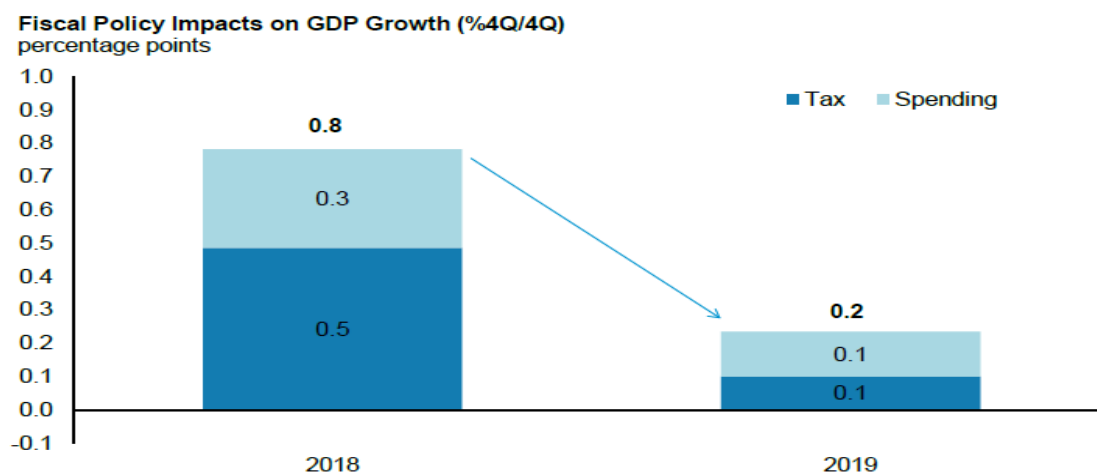
将来を見ると、前に述べた一時的な要因から、第 2 四半期の GDP は回復すると予想されます。さらに、FRB が利上げ政策を止めたことで、2019 年に入ってから金融環境は緩和局面に入っており、それが経済成長を支えると予想します。一方インフレ見通しですが、今後数カ月間は全く変化がないため、FRB は今年も引き続き辛抱強い動きを続けると予想しています。

それでは、今年の経済成長の見通しについてお話ししましょう。私は 2019 年第 4 四半期の GDP は前年同期比+1.7%拡大すると予想します。その数値は、2018 年に経験した 3%成長とは対照的です。今年は成長を左右するいくつかの要因があります。それらを体系的に述べていきます。

第一に、図表 6 からわかるように、財政刺激策は薄れつつあります。昨年我々は、減税及び雇用法 (TCJA) と予算上限の引き上げにより GDP 成長率が合計+0.8 ポイント押し上げられたと推定しています。図表 6 で要因別に記載した通り、減税によるプラスの影響が+0.5%、予算上限引き上げによるプラスの影響が+0.3%ありました。それが昨年の経済成長の+0.8%分を下支えしましたが、今年はその影響度が+0.2%分に減少します。そのため、もし差分+0.6%分をカバーするのであれば、財政政策による直接的な刺激が必要となります。

Exhibit 6. 2019 Outlook: What's Weighing on Growth This Year?

Fiscal stimulus is fading.



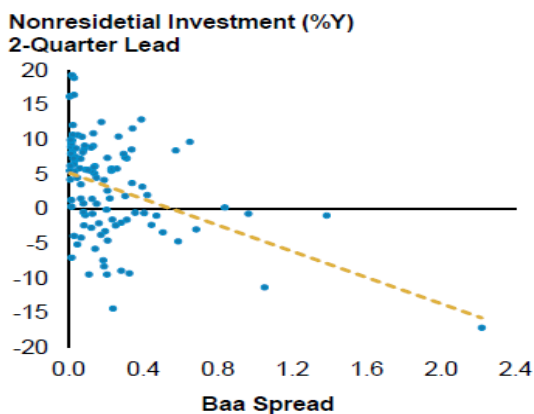
Source: Morgan Stanley Research

米国では事業投資の背景として、企業の信用スプレッドは非常に重要です(図表 7 参照)。実際、マクロ経済モデルを構築しようとするとき、企業の信用スプレッドは世界の経済成長より、また貿易政策に対する仮定や、それがどのように影響するのかの仮定よりも、もっと重要です。

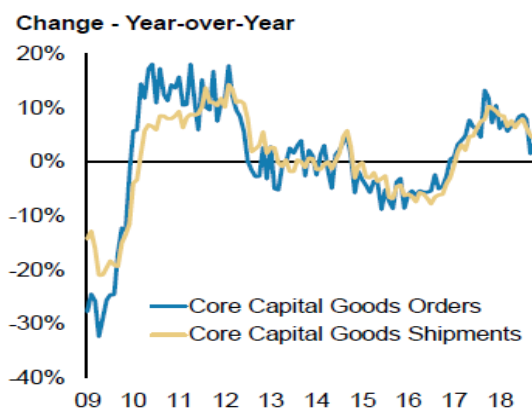
Exhibit 7. 2019 Outlook: What's Weighing on Growth This Year?

Uncertainty around trade policy and wider corporate credit spreads are pointing to sluggish investment ahead.

Widening corporate credit spreads associated with drag on investment



High frequency data shows slowing momentum in investment trends



Source: Census Bureau, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, Morgan Stanley Research

基本的に、企業の信用スプレッドは、昨年と比較して今年はさらに上昇する可能性が高いでしょう。これは資本コストを引き上げ、投資と雇用に対してマイナスの影響を与えます。経済の先行指標である「耐久財受注報告」は、今後投資が減速することを示しています。貿易政策をめぐる不確実性ももちろん景気減速の役割を果たしてきました。さらに、関税引き上げの予想は、昨年中に多くの投資を進める要因となりました。したがって、昨年の第1四半期と第2四半期のデータを見ると、その時期は米国では設備投資が急増しており、それは景気刺激の要素はそれほど大きくなく、世界経済が好調に推移する要因となりました。関税が有効になるまでに得ることはすべて得て、その時期が過ぎた現在はその反動が来ています。しかし、企業の信用スプレッドが事業見通しの観点から最も重要であり、今年はそれほど経済を下支えする要因とはなっていません。

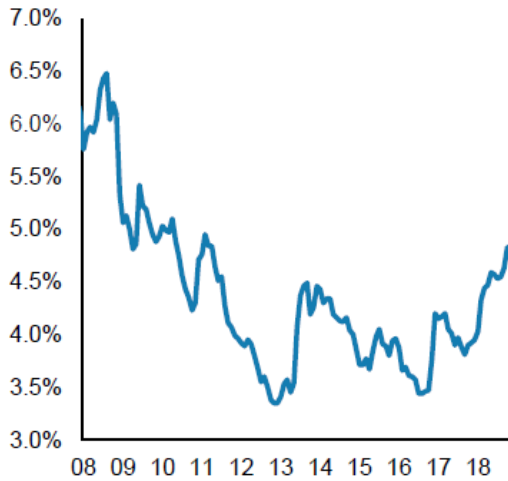
完全雇用の環境下、経済の潜在的能力をはるかに超えて活動している経済に対応するため、FRBは昨年4回利上げを実施しました。FRBは自らが行うべき仕事をきっちり実施しています。GDPが昨年3%増加したので、FRBはその成長を減速させる必要がありました。彼らは金利と信用コストを引き上げたので、住宅ローン金利は上昇し、住宅や自動車販売も減速し、それらは今後成長の後押し要因とならないだろう、と考えられています。

Exhibit 8. 2019 Outlook: What's Weighing on Growth This Year?

Interest rate sensitive sectors will not contribute.

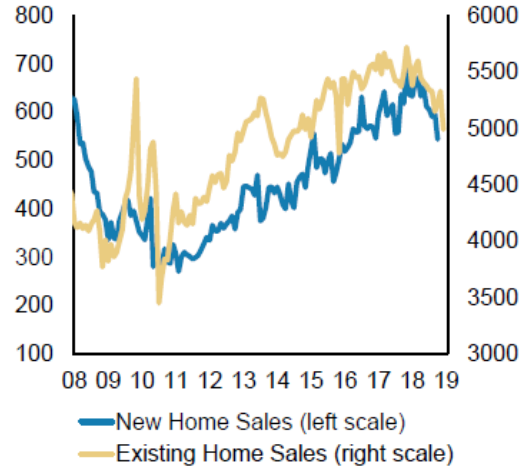
Mortgage rates continue to climb

Mortgage Rate



New and existing home sales have slowed recently

Thous. SAAR



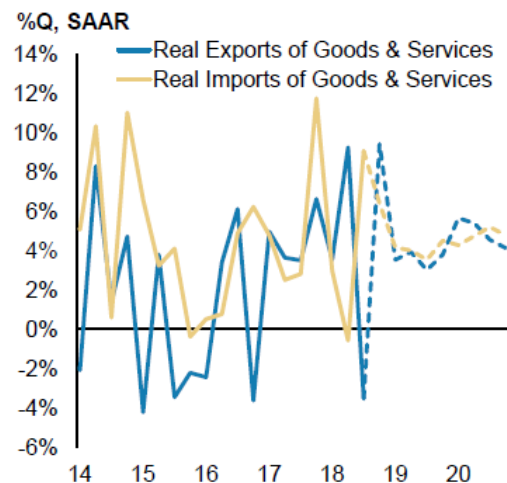
Source: FHLMC, Census Bureau, National Association of Realtors, Morgan Stanley Research

最後に、関税は世界的な成長の鈍化をもたらし、輸出の伸びを抑制すると予想しています。そして、米国では、輸出と輸入のギャップを埋めるためには輸出の伸びが輸入の伸びより倍増する必要があることから、今後貿易は米国経済成長の重しとなるでしょう。

Exhibit 9. 2019 Outlook: What's Weighing on Growth This Year?

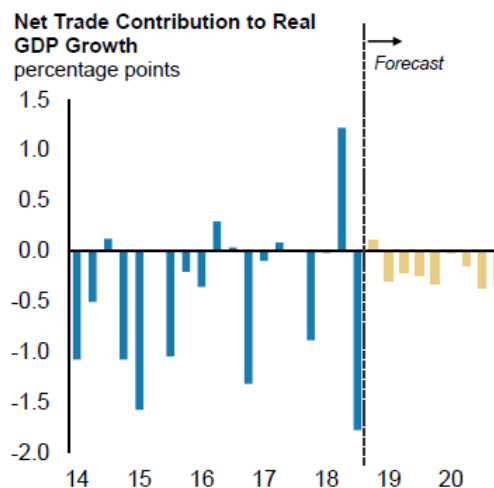
Export growth likely to be restrained by tariffs.

Export growth likely to be restrained by tariffs/slowing global economy; import growth likely to remain moderate as well



Source: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research

Net trade expected to subtract about 30bp per quarter from GDP on average in 2019, roughly in line with 5Y average

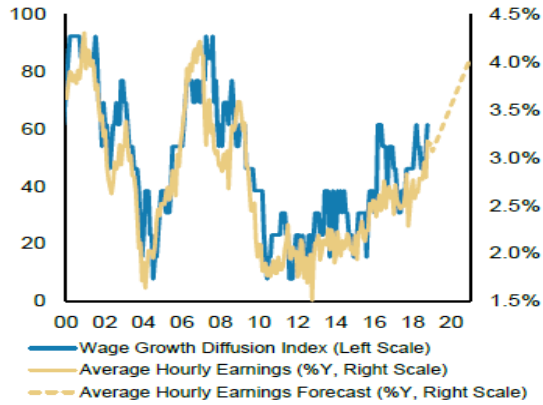


さて、米国の経済見通しの明るい要因は何でしょうか？私が見通しの悲観的要因について多くのことを話してきましたが、家計部門がその見通しを明るくしています。そして、幸運にも私たちの経済の70%を占める同部門が、賃金の伸びが強まっていることから、今年中そして来年も拡大すると予想します。可処分所得に占める債務返済費用の割合が、通常は金利上昇とともに高まるのですが、現時点でまだ上昇していないのは、多額の家計部門の負債が固定金利で確定しているからです。家計負債は変動金利にさらされる傾向が強いなか、現時点でほとんどすべての負債が固定金利で固定されていることは、通常そのような緩和策を有していないことから、非常に珍しいことです。

Exhibit 10. 2019 Outlook: What's Bright in the Outlook?

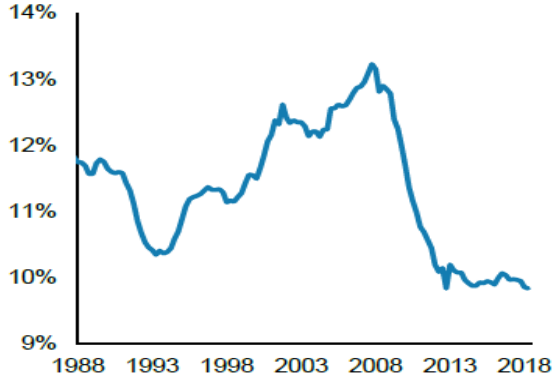
The household sector remains impressively resilient. Wages are rising and the cost of carrying debt is low.

Wage breadth helps lift aggregate earnings to 4.0%Y by end of 2020



Debt-service costs are close to all-time lows

Total Household Debt Payments, Share of Disposable Personal Income



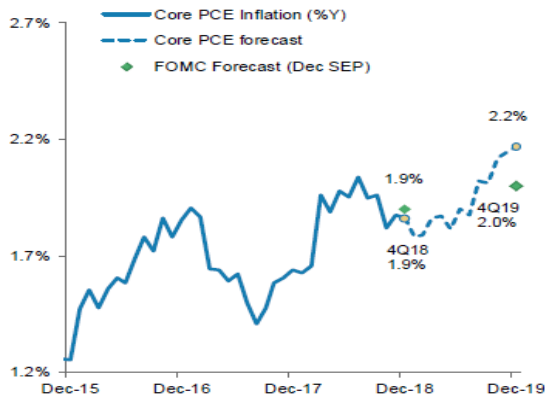
Source: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve, Morgan Stanley Research

最後にインフレと金融政策について述べて締めくくりましょう。図表 11 は、今年のコアインフレの推移と、主要セクターの物価上昇への貢献度を示しています。関税の影響、医療価格の上昇率が伸びていること、そして労働市場ひっ迫による賃金の上昇圧力を受けて、今年は FRB のインフレ目標である 2% の範囲内にとどまるものの、コアインフレは夏までに上昇し始めると予想します。

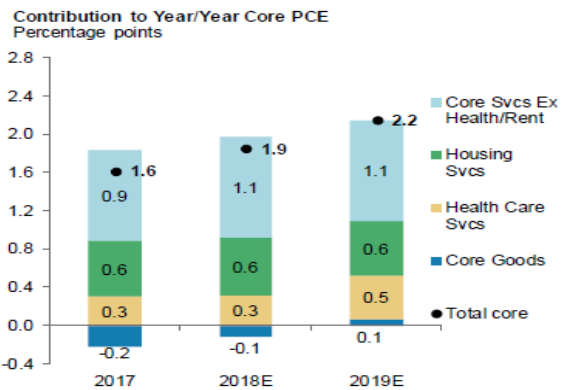
Exhibit 11. 2019 Outlook: Inflation Rises to 2.2% By Year-end

Tariffs, higher medical price inflation, and upward pressure from a tight labor market work together to push up core prices. The Fed will debate how much is permanent vs transitory.

Core PCE inflation moving up



Decomposition of core PCE inflation, actual and projected



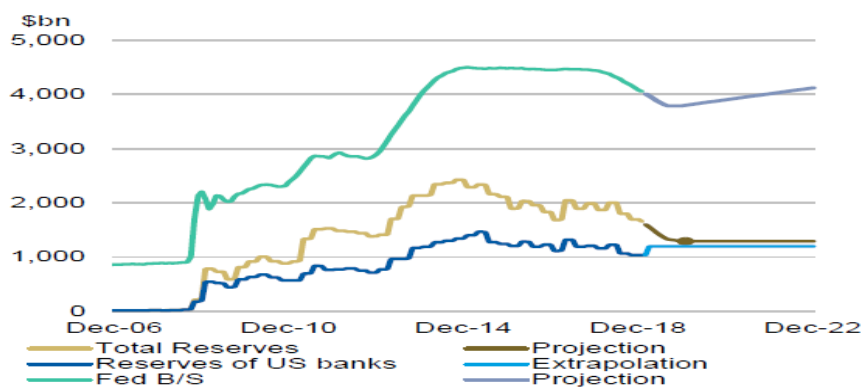
Source: Bureau of Economic Analysis, December 2018 FOMC Summary of Economic Projections, Morgan Stanley Research

現在、金融政策については、FRB は「政策決定の第 3 段階」、つまり金融政策を「緩和」

から「中立」へ管理する段階に移行しました。FRB は、今年の上半期には見通しに対する景気下振れリスクを管理する必要があるまでは傍観すること、そして GDP 成長率が潜在成長率を上回って推移していることを背景にコアインフレが明らかに上昇していることが確認されたときに徐々に金融引き締めを行うこと、を示しました。そして、その実施は 2020 年と予想します。バランスシートについても同様です。1 月の FRB 議事録では、理事全員が、バランスシートの圧縮は今年後半に終了するとの声明を発表しました。そして 3 月の公式声明で、テーパリングが 4 月 1 日に始まり 9 月に終了すると宣言することを予想します。実効フェデラルファンド金利 (FF レート) 管理の維持のため、FRB は引き続き国内銀行が現在の準備金を維持するために十分な資金を維持・供給するものと予想しています。我々はまた、FRB がその額に加えて、その制度を維持するためのバッファー (その結果、図表 12 の通り、FRB の準備残高は 1.3 兆ドル、そしてバランスシートの総額は 3.8 兆ドルに達する) も維持することを期待しています。FRB は、銀行のバランスシートに対するビジネス上および規制上の圧力により、当面予想できる範囲においては、自身がマネーマーケットにおいてより大きなプレゼンスになることを認めるようになりました。

Exhibit 12. 2019 Outlook: The End of Balance Sheet Normalization

Projection under our base case scenario for a September 2019 end to balance sheet normalization.



Source: Morgan Stanley Research

したがって結論としては、米国の景気拡大は第二次世界大戦後の史上最長になると見込まれます。国内では金利上昇と財政刺激策の剥落と同時に、海外では世界経済成長の鈍化と地政学的緊張リスクがあります。しかし、最近金融政策立案者たちは経済見通しを脅かすような不安定な金融の引き締め状況を迅速に除去する行動をとっています。そしてそれは、パウエル FRB 議長が景気拡大サイクルを長引かせるためならありとあらゆる政策を実行する旨言及していることを証明しています。

ご清聴ありがとうございました。

渡辺：

ゼントナーさん、現在の米国経済や市場動向についてご説明いただきありがとうございました。

本日、2月25日は米国の金融システムにおいて記念すべき日です。約160年前の2月25日に米国で初めて銀行業務の免許が認可されました。また、1862年2月25日には、ドルの法定紙幣が発行されました。その当時は素晴らしい日々でしたが、現在の米ドルは、世界経済および国際金融市場で圧倒的な影響を及ぼしております。その点に関して後程パネリストの方々と、より議論を深めていきたいと思えます。

それでは、2番目のパネリストはゲルトルーデ・トゥンペル・グゲレルさんです。グゲレルさんは、現在、オーストリア経済研究所の名誉コンサルタントをされています。2003年から2011年までは欧州中央銀行専任理事を務められ、それ以前の1983年から2003年にかけてはオーストリア中央銀行副総裁を務められていました。また、2014年に欧州委員会のユーロ圏共同債・専門家検討グループ議長を務められていました。そのため、彼女は、欧州の混乱や発展段階における多くの業務経験がございます。

それでは、グゲレルさんお願いします。

4. 欧州の経済・金融情勢について

ゲルトルーデ・トゥンペル・グゲレル（元欧州中央銀行専任理事）

ありがとうございます。私は500年前の銀行のお話から始めたいとは思いませんが、本日このシンポジウムに参加し、議論に貢献できることは喜びであり名誉であります。

150年前に日本は私の母国である当時のオーストリア・ハンガリー帝国と国交を樹立しました。ウィーンの素晴らしい展覧会を訪れると、モネ、ドガ、ヴァン・ゴッホ、クリムトなどが日本の美術とデザインから大きな影響を受けていたことが思い起こされます。

1か月前に、日EU経済連携協定が発効しました。これは偉大な経済的業績でありルール設定の点で価値があります。



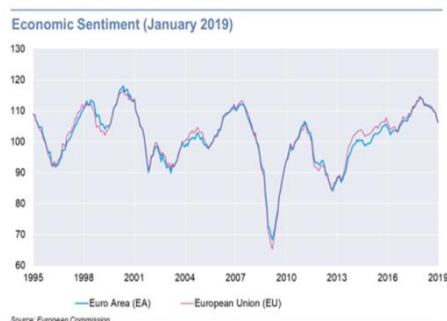
私は次の三つの点につきお話しします。

- 経済見通し
- ユーロ圏内でのドイツとフランスの協調、改革の予定
- 政治的不透明性の結果、経済は減速するのか？

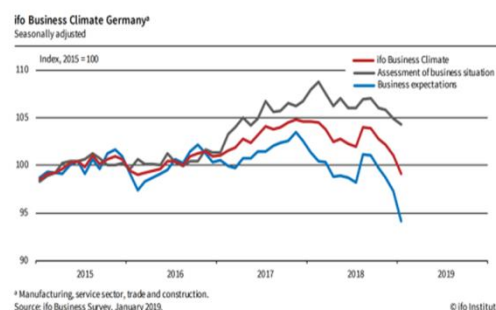
まず、ユーロ圏の成長は2018年後半に鈍化しました。欧州委員会が2月上旬に発表した冬季経済予測によると、成長は続くがペースは遅くなります。7年間の成長後の景気減速は予想されていたことですが、秋季予測で予見されたよりも景気は強いようです。

先行指標である欧州委員会の景況感指数や、ドイツのビジネスマン7000人のインタビューに基づいたIFOビジネス環境指数は、過去数カ月連続して悪化しており、IFO指数に至っては過去5年間で最低のレベルとなりました。

Economic Sentiment euro area and EU



IFO Business climate Index Germany



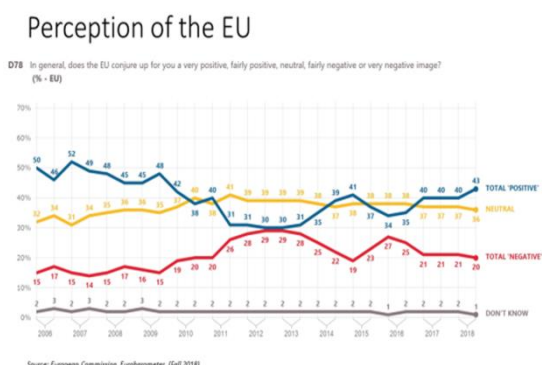
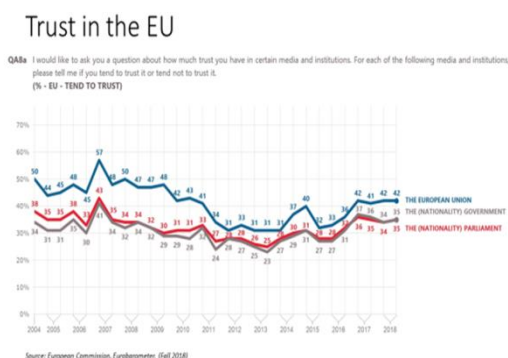
どうしてこの文脈にドイツが関係するのでしょうか？なぜなら、ドイツは外国貿易に最

もさらされているからです。貿易政策における不確実性は、貿易活動の弱まりという形ですでに現れています。米国の政策変更に起因する不確実性が、一定の影響を与えています。中国の成長減速はさらに大きな影響を与えられると思われま

す。ドイツ以外でも、フランス、イタリア、ベルギーなどで同様に景況感が悪化しています。私は職業柄、過去のビジネス・サイクル転換点を何度も経験してきましたが、下降局面ではずみがつくと、下降が自己実現してしまう要素を持っています。

私の二つ目のポイントは、ユーロ圏での協調についてです。2018年11月に実施された、最新のユーロ・バロメータ調査によると、金融危機後の困難な年を経て、EUに対する見方（信認度合い）は総合的には改善しました。

とは言っても、南部欧州や英国での信認度合いは限られています。自国の経済状態が悪いと思う国民は、EUへの信認も低くなる傾向があります。グラフからもわかるように過去数年の間、EUへの信認は改善傾向にあります。



EUにおける政治的優先課題について、旅行・仕事・学問および外国で暮らす自由が、最も重要であると回答した人は83%でした。共通の防衛・安全保障政策は76%。エネルギー政策・貿易政策が70%以上。移民政策へは関心が高く69%。次が、外交政策の63%。デジタル単一市場については、政策プログラムに含まれているのですが、重要度はあまり高く見られていないようです。

欧州統合の柱である、ドイツとフランスの同盟は続くのでしょうか？これは主催者から受けた質問の一つです。

私は90年代後半に欧州の政策策定に関与し、今も欧州統合に関する議論を注意深く見守っていますが、両国の同盟の存在に疑いを持ったことはありません。経済に対する考え方や国民性に違いはありますが、協調することの重要性は強く認識されています。

1カ月前、メルケル首相とマクロン大統領はアーヘン条約（通称 Aix la Chapelle 条約）に署名しました。これは、更なる統合、協調、そして協力への強いコミットメントです。

この条約の具体的な結果が見られるのでしょうか？それには忍耐強くなければなりません。大きな制度的成果は危機の最中とその後に現れています。欧州安定メカニズム(EMS)、

銀行同盟、追加的投資基金などが創られました。昨年 12 月、共通予算に向けた第一歩が踏み出されました。また、単一破綻処理基金（SRF）が補強されました。これは国境をまたぐ銀行取引の信頼性を高める重要なステップであると思います。2019 年は振り返りと方向付けの年となるでしょう。

EU の執行組織である、欧州委員会は、5 月下旬の欧州議会選挙の後に新たに結成されます。この選挙はさまざまな政治運動の強さのバロメーターとなるため、大きな関心が持たれています。

伝統的な政党（人民党や社会民主党）は支持を失い、ポピュリスト政党が支持を得ると想定されます。次のスライドは欧州議会選挙の最新のサーベイです。欧州全体をカバーするサーベイがないため、個々の国のサーベイを組み合わせなければなりません。人民党や社会民主党は支持を失うと予想されます。リベラル派が票を集め、右翼政党はさらに支持を得るでしょう。総合してみれば劇的な変化はありませんが、人民党や社会民主党は欧州議会で過半数を失うでしょう。

Political Preferences – European Parliament – Election May 2019

	People's Party	Social Democrats	Liberals	Green	Right Wing	Left Wing
Election 2014	219	187	68	52	135	52
Projection*	185	130	95	50	177	57
Change	-34	-57	+27	-2	+42	+5

*national surveys Jan 2019 and estimates

Source: foederalist.eu

個々の国では、変化はかなりのものとなる可能性があります。例えばイタリアの「北部同盟」は 2014 年の選挙で 6%だったものが 40%の支持を得るかもしれません。フランスではル・ペン党首の党はマクロン大統領の「前進」よりも支持を得るかもしれません。ドイツでは「ドイツのための選択肢」の支持は 12~16%と予想されています。

ドイツに関しては、メルケル首相から後任のクランプ=カレンバウアー女史に引き継がれますが、大部分の政策は継続するものと期待されています。クランプ=カレンバウアー女史は世論調査では前向きな支持を集めています。我々がより統合されたヨーロッパへの勇気ある一歩を踏み出すかどうか、それを語るには早すぎます。今から 1 年後には、もっと詳しいことがわかるでしょう。

では、第三のポイントであるリスクに移りましょう。**Brexit**、イタリア、ポピュリズムという問題です。**Brexit** は投機的思惑、最後の瞬間の幻想、妥協の探求といった話題に満ちています。ブラッセルの内部関係者は期限ぎりぎりの交渉がなされると予想しており、ノー・

ディール（合意なき離脱）による意図しない結果への解決策を探すために追加の時間が与えられると想定しています。北アイルランドとアイルランドの国境問題がその例です。英国の EU に対する姿勢は非常に複雑で、現在も英国内で議論が続いています。これは英国首相と党員との間の議論で、現状欧州ができることは多くありません。

イタリアに目を向けてみましょう。イタリアは多くの点で国内政治的に不確実性を抱えています。その一つは、連立政権が有権者に対し、選挙公約である年金改革の撤回、ベーシックインカムなどの約束を果たせるのかという点です。特に南部では生産性の伸びが低く、若年層の失業率が高いという構造的問題があります。これらは新しい問題ではありません。

労働市場は柔軟になってきたものの、若者の労働条件はさらに厳しくなっており、それがポピュリズムを掲げる党への支持理由の一つになっています。他方、認識しておきたい点は、昨年末に、イタリア政府は金融コストの上昇を回避するために、元々意図された予算政策を追求しないことで欧州委員会と合意に達したことです。

政治の経済的影響についての主催者のご質問にお答えします。

Brexit は海峡の両側に悪影響を及ぼしますが、その程度は最終合意次第であると言えます。様々な想定ができます。自由貿易協定が結ばれば成長への影響は 0.8%程度でしょう。世界貿易機関（WTO）型の合意となった場合は、GDP に 1.5%の大きな下押しの影響があるでしょう。ノルウェーのような欧州経済領域型合意であれば、経済への影響は僅かだと思えます。

Reversing Integration		
= Less output & employment in the long term		
Reversing Integration in %		
	EU27	
	GDP	Jobs
Free Trade Agreement ¹⁾	-0.8	-0.3
WTO	-1.5	-0.7
EEA ('Norway') ²⁾	An impact is neglectable	

¹⁾ Low tariffs; non-tariff barriers
²⁾ Access to single market

イタリアやフランスのような他の国々における政策の不確実性も同様に悪影響を及ぼします。しかし、いずれの問題も欧州に景気後退はもたらさないでしょう。統計からみると、中国のグローバルな成長での役割や、米中関係の方が経済見通しに最も大きなインパクトを与えていると思います。ご清聴ありがとうございました。

渡辺：

グゲレルさん、欧州の多くの国々を取り上げていただき、ありがとうございました。欧州の国々では、地政学的な問題がより大きな影響を及ぼしています。欧州だけでなく、米国においても自国第一主義的な発想や自己優先的な考え方が広がっています。まさに、1963年2月25日はビートルズがプリーズ・プリーズ・ミーの発表日であることに気づきました。また、もう一つ重要な問題として、1か月後に Brexit の判決が下りますが、1570年2月25日にエリザベス女王がカトリック教会から破門されました。しかしながら、結局、今、英国は自らの問題により、欧州連合から出ていこうとしています。グゲレルさん、ありがとうございました。

3番目のパネリストはタイからお越しになったタリサ・ワタナゲスさんです。ワタナゲスさんは、2006年から2010年にタイ中央銀行の総裁を務められました。タイ中央銀行には35年間ご勤務され、IMFにもエコミストとして数年間、出向されました。タイ中央銀行にご勤務の間に、1997年のアジア通貨危機の対応と同国の金融監督や決済システム等を含む金融制度の改革にご尽力されました。また、ワタナゲスさんは慶應大学で学ばれましたので、いうまでもなく日本語が堪能でいらっしゃると思います。しかし、本日は英語でご説明をいただきます。ワタナゲスさん、それではよろしく申し上げます。

5. アジアの経済・金融情勢について タリサ・ワタナゲス（元タイ中央銀行総裁）

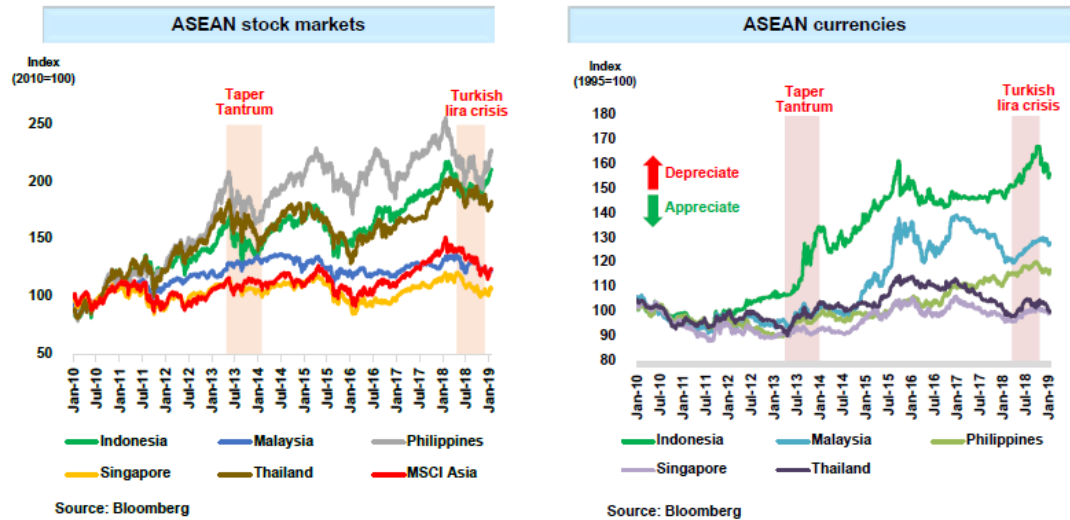
渡辺さん、ありがとうございます。本日のテーマは先進国、新興国に限らず国際社会の関心の中心にあるものです。ここにお招きいただき、感謝いたします。さて、世界の経済成長は多くの下方リスクのために、減速が見込まれています。私は ASEAN 経済にとっての挑戦について、お話しをしたいと思います。新興国の経済を全て話すとなると、各国経済の状況は多様であり、一般化することは非常に困難ですので、私は自分の出身地域であり、自分自身でよく分かっている ASEAN 経済に基本的な焦点を当てて、お話をいたします。私はこの地域の経済は、多かれ少なかれ同質的だと思っています。



最初に申しあげべき ASEAN にとっての挑戦は、資本移動に対する脆弱性です。グローバル金融危機後、巨額の流動性供給と超低金利によって、多くのホットマネーがこの地域とその株式市場へと流れ込んできました。以下に示すスライドは、域内の多くの国、特にタイにおいて株式相場が上昇し、資金流入に伴い為替相場のボラティリティが高まったことを示しています。為替相場は、しばしば経済ファンダメンタルのトレンドラインから乖離して強含むことがあります。また、場合によっては、金融不均衡が蓄積される可能性もあります。皆さんには、資本流入に関連する多くの要因が存在することをご理解いただけたと思います。この問題は、資本流出時に大きくなりますし、こうした流入や流出は突如起こり得るのです。ASEAN を含む新興国は、こうした状況に向き合わなければならないのです。

Challenges for ASEAN: Vulnerability to Further Capital Flow Reversals (1)

Changes in market perception of timing or pace of G3 policy changes, risks-off sentiment on EM assets could spur the risk of capital flow reversals similar to what occurred during “2013 taper tantrum” and recently “2018 Turkish lira crisis”.



こうした資本流出のリスクは、今年、来年の現実的な問題です。国際金融協会（IIF）の推計によれば、来年 2020 年に 4 兆ドル近い新興国債券とシンジケート・ローンが到来します。そして、その 3 分の 1 が外貨建てとなっています。国際収支に脆弱性を抱えた新興国市場において、これが本当に問題だということは、お分かりいただけると思います。しかし、ASEAN 以外の新興国にとっての方が、より問題は深刻だと思われます。幸いなことに、我々 ASEAN の外部環境は比較的良好です。ほとんどの国は外貨準備および經常収支が良好な水準にあり、対外債務も低水準です。

Challenges for ASEAN: Vulnerability to Further Capital Flow Reversals (2)

IIF estimates \$3.9 trillion of EME bonds and syndicated loans due by end of 2020, with one third denominated in foreign currencies.

External debt liabilities of countries with vulnerable external conditions and weak currencies likely to increase in local currencies undermining debt servicing ability and economic stability.

EM (ex-China)—non-bank FX denominated debt



Source: BIS, IIF; 95Q1-99Q4 figures are estimated using BIS debt and banking statistics; only includes USD, EUR and JPY debt.

Indicators of External Vulnerability

Criteria*	TH	MY	PH	ID	SG	
Liquidity Indicators (As of Dec18)						
Int'l Reserves (USD bn)	205.6	101.4	79.2	120.7	287.7	
Import cover (end period, months)	3 mths	9.9	5.6	8.7	7.7	9.3
Reserve over short-term debt	> 1 time	3.1	1.0	5.9	2.5	0.3
Solvency Indicators (As of 3Q18)						
External Debt / GDP (%)	31.7	66.1	23.5	34.5	420.5	
Current Account / GDP (%)	3.4	1.0	-3.7	-3.4	20.1	

*Minimum criteria.

Source: CEIC

次の問題は、貿易戦争または貿易摩擦に起因するリスクに関するものです。これも我々にとっては非常に大きな脅威です。米国と中国の交渉はまだ継続されていて、米国による高関税は、まだ完全に適用にはなっていませんが、これに関連した不確実性により、昨年来、ASEAN 金融市場におけるボラティリティが大きく高まりました。金融市場への影響以外では、貿易摩擦は実体経済にも影響を与えます。これは 3 つのチャネルを通じて波及します。まずはサプライチェーン効果です。中国向けに中間財を供給している国・地域、例えば台湾、日本、韓国、マレーシアが悪影響を受けるでしょう。2 つ目のチャネルは代替効果です。関税率が低いため、ASEAN 諸国は米国市場または中国市場でうまく競争に勝ち抜いていけるかもしれませんが、逆に、米国と中国は輸出の一部を ASEAN に分散することになります。3 つ目は所得効果です。世界の成長が減退することにより、需要が減退する可能性もあります。これらの総合的な影響度合いは、製品代替可能性、非関税障壁、企業の適応能力、中国・米国への輸出の各国品目によって決まることになるでしょう。

影響の大きさを予想することは難しいのですが、タイでは、貿易摩擦に起因するいくつかの兆候が見られます。いくつかの主要な工業団地では、特に中国の投資家による需要がかなり高まっていることがみてとれます。もちろん、この一部は東部経済回廊（EEC）への投資に対する関心から来ている可能性もあり、これが企業移転によるものだと断定することはできません。EEC は政府主導の巨大なインフラ投資プログラムで、今後何年もの時間をかけて実施をしていくこととなります。そうしたことも、タイにおいて投資需要が大幅に増加しているもうひとつの理由かもしれません。しかし、いずれにしても、全般的な

印象としては、貿易摩擦により、中国の投資家は、時間をかけず早く投資の決断をすることを迫られているのかもしれない。

ASEAN Economies Generally Resilient

ASEAN Economic Indicators

	GDP Growth (%yoy)				Inflation (%yoy, avg)				Current Account Balance (%GDP)				Public Debt (%GDP)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Indonesia	4.9	5.0	5.1	5.1*	6.4	3.5	3.8	3.2	-2.0	-1.8	-1.7	-2.4*	27.5	28.3	28.8	29.8*
Malaysia	5.1	4.2	5.9	4.7*	2.1	2.1	3.8	1.0*	3.0	2.4	3.0	2.9*	57.9	56.2	54.1	55.1*
Philippines	6.1	6.9	6.7	6.2	0.7	1.3	2.9	5.2	2.5	-0.4	-0.8	-1.5*	41.5	39.0	39.9	39.8*
Singapore	2.2	2.4	3.6	2.9*	-0.5	-0.5	0.6	1.0*	18.6	19.0	18.8	18.5*	100.5	106.8	111.1	112.9*
Thailand	3.0	3.3	3.9	4.6*	-0.9	0.2	0.7	1.1	8.0	11.7	11.0	9.1*	42.5	41.8	41.9	41.9*
Vietnam	6.7	6.2	6.8	7.1	0.6	2.7	3.5	3.5	-0.1	2.9	2.5	2.2*	57.4	59.9	58.5	57.8*

Source: WEO

Note: *Forecasted by WEO

ASEAN Trade Data

		Export to (%Share in 2017)										Import from (%Share in 2017)							
		US	CN	ID	MY	PH	SG	TH	VT			US	CN	ID	MY	PH	SG	TH	VT
Exporters	US		8.4	0.4	0.8	0.5	1.9	0.7	0.5	Importers	US		21.8	0.9	1.6	0.5	0.8	1.3	2.0
	China	19.0		1.5	1.8	1.4	2.0	1.7	3.2		China	8.4		1.5	3.0	1.0	1.9	2.3	2.7
	Indonesia	10.6	13.7		5.0	3.9	7.6	3.8	2.1		Indonesia	5.2	21.9		5.8	0.5	10.8	6.7	2.0
	Malaysia	9.5	13.5	3.7		1.8	14.3	5.4	3.0		Malaysia	8.3	19.6	4.5		1.1	11.1	5.7	2.7
	Philippines	14.1	11.7	1.1	2.5		5.8	4.0	1.3		Philippines	8.2	18.1	6.6	3.9		5.8	6.9	2.8
	Singapore	6.5	14.5	7.5	10.6	1.9		3.9	3.3		Singapore	10.6	13.8	4.6	11.9	1.8		2.2	1.0
	Thailand	11.2	12.4	3.7	4.4	2.9	3.5		4.9		Thailand	6.7	19.9	3.3	5.3	1.5	3.6		2.2
	Vietnam	19.5	16.6	1.3	2.0	1.3	1.4	2.2			Vietnam	4.4	27.7	1.7	2.8	0.6	2.5	5.0	

Source: Trademap

Source: Trademap

10

こちらが最後のスライドで、ASEAN 経済のいくつかの基礎的な指標を示しています。これらの数字は、私が最初に述べた ASEAN 経済が基本的に強靱であるとの見方を裏付けるものです。GDP の数値、インフレ率、経常収支、公的債務は皆、良好な状況です。もちろん、その一方で、我々がうまくいっていたとしても、自己満足に浸っている場合ではないということも強調しておきたいと思います。

このような前向きで楽観的なコメントによって私の最初のプレゼンテーションを締め括りたいと思います。ありがとうございました。

渡辺：

ワタナゲスさん、ASEAN とその他のアジア諸国を取り上げていただき、ありがとうございました。日本の企業や金融機関は未だにアジアと北米、欧州に重点を置いておりますので、新興国全てを取り上げていただく必要はないと思います。日系企業や金融機関は中南米やアフリカにも展開しようとしておりますが、まだ、それは容易なことではありません。ですから、ワタナゲスさんにご説明いただいたアジアの地域はとても重要です。ワタナゲ

スさんがおっしゃったように、アジアは世界経済の成長の中心になりつつあり、あと数年でその中心になるでしょう。一点、不安材料があるとすれば、米国の経済や金融政策が変わるとアジアから資金が流出する可能性があるということですが、今までのところ、それほど悪い状況ではありません。

最後の講演者は、白井さゆりさんです。白井さんは、現在、慶應義塾大学総合政策学部教授であり、アジア開発銀行研究所（ADB）客員研究員です。2011年から2016年にかけて日本銀行政策委員会審議委員を務めておられました。また、ブルームバーグや外国記者団に対して、日本の経済や金融政策に関してコメントをされています。

それでは、白井さん、よろしくお願いいたします。

6. 日本経済と金融政策について

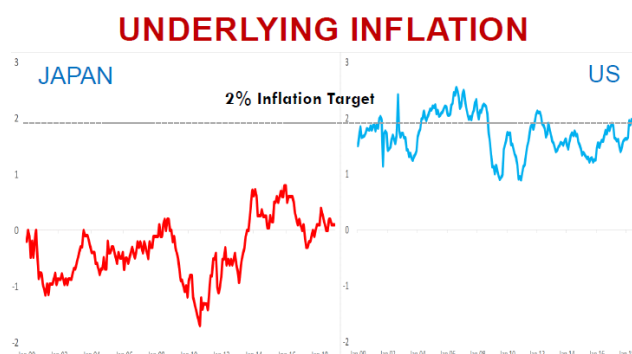
白井 さゆり（慶應義塾大学総合政策学部教授、元日本銀行政策委員会
審議委員）

まずは、ここにいらっしゃる著名な皆様方とのパネル・ディスカッションに参加し、発表するという素晴らしい機会を与えて下さった国際通貨研究所に対して感謝いたします。私は日本銀行（日銀）政策委員会審議委員の一員でしたので、同行の金融政策を中心に発表したいと思います。とはいえ、より興味深い内容にするために、FRBの金融政策にも触れたいと思います。米国の金融政策は、日本の経済や金融市場にとってとても重要で日銀の政策にも影響を与えるからです。



では、日本および米国の物価見通しをみていきましょう。図表1が示すのは基調インフレ率で、食品やエネルギーを除いた物価指数を意味します。日本の方は、2014年の消費税率引上げによる直接的な影響を除いています。ご覧の通り、日本と米国のインフレについて明らかな違いがあることがお分かりでしょう。2013年に日銀が大規模な金融緩和政策を導入したため、それ以前と比べると確かに基調インフレ率はいくらか高くなっているようにみえます。しかし、このインフレはかなり脆弱なものであると言わざるを得ません。というのは、2016年をみていただきますと、円がこれほどまでに急騰し、また原油価格が大幅に下落した際、基調インフレ率はマイナス圏に突入してしまったのです。総合的にみて日本の基調インフレ率の伸びはととても鈍く、6年平均でわずか0.3%程度です。今年1月の最新値でも、わずか0.3%にとどまっています。

図表1



一方の米国の例を見てみましょう。FOMCはインフレの弱さについて心配したり議論したりしていますが、基調インフレ率をみるとそれほど悪くないことが分かります。むしろ、

かなり安定しており、現在の基調インフレ率は1.9%ですが、この数値は金融危機以前と比べてそれほど変わっていません。

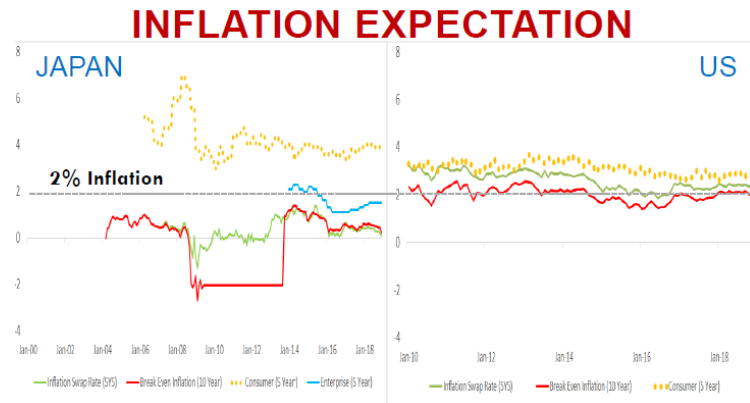
米国の基調インフレ率に関して興味深いのは、原油の価格変動による強い影響がそれほど見られないことです。原油価格が高いときでも、基調インフレ率はかなり安定しています。では何故米国の基調インフレ率はそこまで安定しているのでしょうか。それはサービス価格をみれば分かりますが、サービス項目が広範囲にわたり着実に上昇しているためだと考えられます。ここが大きな違いなのです。一方日本のサービス項目を見ると、一部では上昇していますが、多くは不変または下落しています。

次に長期インフレ予想（期待）について見てみましょう。私は家計の長期インフレ予想のほか、ブレイク・イーブン・インフレ率やインフレスワップ金利といった市場ベースのインフレ予想にも着目しました。日本の方はさらに、企業の長期インフレ予想も加えています。ここでも日米間のはっきりとした違いが分かります。

図表2の左の日本の例を見てみましょう。ご覧の通り、4つの長期インフレ予想の指標が互いに乖離かつ分散しています。そして、このインフレ予想は金融政策によってつなぎとめられて（anchored）おらず、2%のインフレターゲットからかけ離れていると言わざるを得ません。ところが、日本に関してとても興味深いのは、家計の長期インフレ予想を見たとき、それが非常に高いことです。消費者物価指数に基づくインフレ率が緩やかなデフレ（下落）または極わずかなインフレ（上昇）しか示していないにもかかわらず、日本の家計のインフレ予想には強い上方バイアスがかかっているのです。家計（消費者）は常に、物価が実際に上昇しているし、今後も上昇し続けるだろうと感じています。この上方バイアスは、米国と比べはるかに強いものです。物価がとても高いと感じる傾向にあるため、消費者は値上げに抵抗しがちで、食品や日用品の価格変化にとっても敏感なのです。

では米国の例を見ましょう。FOMCのメンバーも長期インフレ予想が最近鈍化しつつあることを懸念しますが、それでもかなり安定的でかつ2%につなぎとめられて、ターゲット通りになっています。米国については、金融政策でとくに深刻な懸念事項はないと考えます。

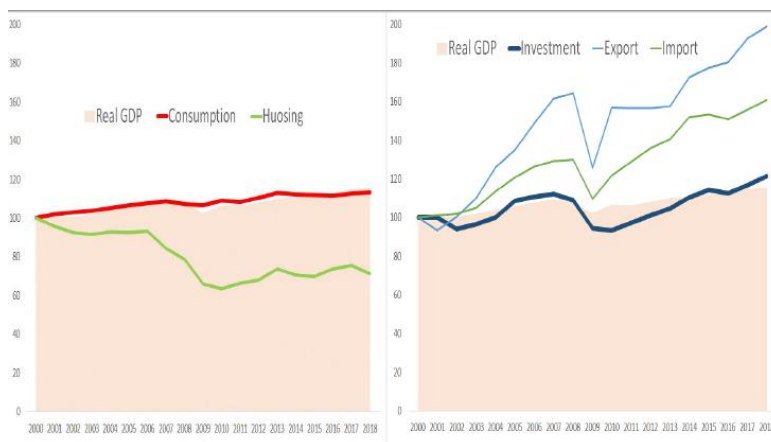
図表 2



日本の例に戻りましょう。日本の基調インフレ率とインフレ予想がとても弱いことを既にみてきましたが、日銀は多くの金融政策を実施してきました。日銀による金融緩和の規模や採用された手法の種類はほぼ前例のないもので、米国よりもはるかに大規模でした。それではなぜ、日本の場合、インフレ率はこれほど弱いのでしょうか。その答えの1つは、図表3の左側をご覧くださいと分かる通り、家計の支出にあります。ここ18年間、家計消費はかなり低迷し、ほとんど伸びていないことが分かります。大規模な金融緩和が始まった2003年以降の16年間をみると、消費の伸び率は平均でわずか0.4%です。ほとんど伸びていません。住宅購入に至っては、2000年の水準に回復することすら相当難しい状況です。消費者の支出がそれほど強くないことは明らかでしょう。

このような経済活動を引き起こした要因は何でしょうか。投資（図表3右側の濃い青線）をみると、過去5年間の資本支出は急拡大しています。ただし、これはリーマンショック直後に延期された投資が持ち直し、足元何とか2000年の水準を回復したに過ぎないのです。もっとも、まだ大きな投資がないため、資本蓄積や潜在的な経済成長への寄与度は限られています。

図表 3



日本の経済活動に関するもう一つの重要な要素は、実質輸出額でしょう。昨年の経済成長率の内訳をみると、輸出の伸びと輸入の伸びがともに同程度だったため、経済成長に対する純輸出の寄与度はゼロでした。先行きの懸念材料は、米中間の貿易問題の影響で、日本では輸出がすでに鈍化しています。これは経済成長に影響を及ぼすでしょう。

それでは2%のインフレーターゲットはどうなるのでしょうか。日本の場合、日銀は2%のインフレーターゲット達成を諦めかけていると言えるでしょう。なぜでしょうか。それは昨年4月の展望レポートにおいて、日銀が2%の達成時期を表記することをやめたからです。日銀はもはや、いつ2%を達成するかという見通しを示さなくなったのです。

一方、FRBの場合、興味深いのは、基調インフレ率も長期インフレ予想も全く悪くないにもかかわらず、なぜFOMCメンバーがインフレ率の弱さを懸念しているのでしょうか。それは、彼らが2%のシンメトリック（対照的）なインフレを重視しているからだと思われます。最近、ほとんどインフレ率は2%を下回って推移していますが、彼らは2%超、2%未満のインフレ率をほぼ同確率で求めているのです。しかし、そうなつてはいません。そのため、彼らはインフレ率が弱いととても心配しているのです。FRBは今年、現行の柔軟な物価目標制度の見直しを協議する予定で、ジョン・ウィリアムズ氏やボスティック氏、チャールズ・エバンズ氏は2%のシンメトリックなインフレを確実にするため、柔軟性の高い物価目標制度よりも理論的にはより強力な物価水準目標を設けることに言及しました。

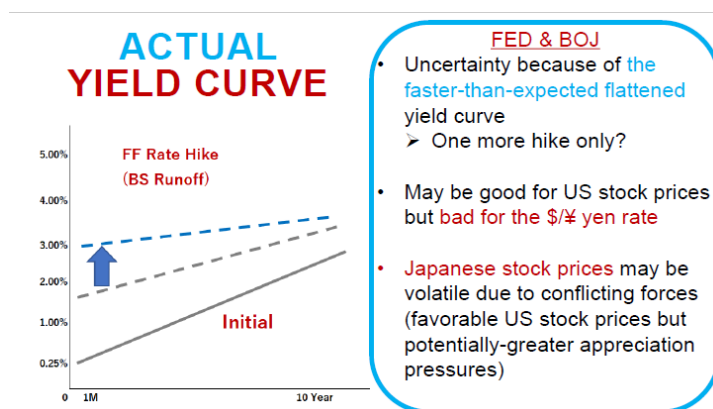
ではこうした動きのなか、日本はどうすべきでしょうか。国内には、日銀はこのインフレーターゲットを完全に放棄すべきだという声がありました。物価目標を1%に下げるべきではないかという声もありましたが、私は望ましくないと考えます。米国が上下対称的なインフレ率2%という手段をもって確実に達成しようとしているなかで仮に日銀が2%のターゲットを放棄してしまうと、円高に大きな影響を与えるので良い考えではないと思います。

私は2年以上にわたり、日銀は2%の物価目標に対し、例えば2%に対して±1%のレンジを導入するような、もっと柔軟な解釈をすべきだと伝えてきました。この方が国民にも受け入れられ易く、日銀も2%の目標を放棄せずに済むでしょう。こちらの方がより現実的です。

さて2019年、日銀はどうすべきでしょうか。昨年の第4四半期以後、4つのことが起きました。1つは、日本の株価の値動きがかなり大きくなり、そのパフォーマンスは米国の株価を下回りました。これは第4四半期における日本の企業収益がそれほど良くなかったため、今年の企業収益を下方修正する動きが相次いだことが一因です。2つ目は、昨年11月より10年債利回りに低下圧力がかかるようになり、実際今年2月から10年債利回りがマイナス圏に突入しました。3つ目は、とりわけ株価が瞬間的に急落した1月3日のように、円高に向けた新たな圧力が発生しました。そして4つ目は、FRBが金融政策のスタンスをよりハト派寄りに変更しました。

FRBに何が起きているのかを見てみましょう。

図表 4



FRBは2015年12月よりFFレートを引き上げることで金融政策の正常化を開始した際、短期金利の引き上げがイールドカーブのフラット化をもたらすことから、当初はイールドカーブが、図表4の灰色の線から灰色の点線の方へ辿ると考えたと思います。そして2017年10月よりバランスシートの縮小を開始した際、FRBは長期金利も上昇し始め、イールドカーブがスティープ化する（傾きが急になる）ことを想定していたのだと思います。ところがそうはなりません。多くの市場参加者は、これは米国の景気後退の予兆だと懸念し、そのような見方に対して市場が反応し始めた結果、米国の株価の値動きがかなり大きくなったのです。今年のFFレートの引き上げをめぐるには多くの不確実性があります。私は、利上げは1回あると考えていますが、サンフランシスコ連銀のジョン・ウィリアムズ氏が既におっしゃったように、力強いインフレの上昇などがない限り今年の利上げはないかもしれません。仮にそうなれば（利上げが行われなければ）、米国株価にとっては良いものの、日米金利差がこれまで我々が期待するほど大きくないため、ドル円相場にとっては良くない可能性があります。日本の株価はどうなるでしょうか。米国の株高は日本の株高につながる一方で、円高圧力は日本の株価下落につながるため、かなり不安定になる可能性があります。

FRBの長期的な準備(Reserve)残高について手短にお話ししましょう。FRBがバランスシートの縮小を開始した2017年10月より以前、市場は長期的な準備残高の規模はせいぜい6,130億ドルくらいだと考えていたでしょう。しかし、高い需要を大規模背景にFRBは徐々に準備残高を拡大させ、最新のデータでは1.2兆ドルとなっています。FRBは1月30日付けの議事録において、今年の後半にバランスシートの縮小を停止すると発表しました。それは、準備残高の規模が1.2兆ドル程度であることを意味します。この数字は市場やFRBが当初予想していた規模よりはるかに大きいものです。そして、これはFRBが一般に想定されていたよりも多額の財務省証券を保有することを意味します。これによって期間プレミアムに下落圧力がかかりますから、米国の長期金利はあまり上昇しないでしょう。そし

て新たな問題が発生します。米国と日本の金利差が小さいため、ドル円相場は何らかの影響を受けるのです。

こうした環境のなか、日銀はどうするでしょう。日銀は現在ジレンマに直面しています。10年債利回りは今月既にマイナス圏に突入しており、金融セクターにとって、とても好ましくない状況です。日銀はこの10年債利回りを引き上げようとしています。そうすると日米の金利差は縮小してしまいます。(金融政策の)副作用と金融セクターで発生している悪影響に対処する一方で、現在のドル円相場を(1ドルあたり)110円に維持しようとするというジレンマは、大変な課題です。日銀に何ができるでしょうか。もっとも可能性が高いのは、日銀が10年債利回りのターゲットを0%から上下0.2%の範囲にするという現行の政策を維持することです。ただ、日銀はこのターゲットレンジを拡大することができます。私は、10年債利回りのターゲットを低くするよりはこの方が良いと思います。10年債のターゲットを下げることは、金融セクターをとっても難しい状況に陥らせることとなります。

持ち時間が残り少なくなってきましたが、私が言いたいのは、日銀はきっと現状を維持するでしょうけれど、ジレンマに対応し得る適切な10年債利回りの水準を見出すのはとても難しいということです。ETF購入に関して言えば、日銀は既に日本株の主要な投資家になっており、企業セクターはそれらの株を買い戻す一方、外国人投資家は既に日本株を売り越しているため、日銀は(購入額を)6兆円付近で維持するでしょう。よって、日銀が正常化に向け新たな一歩を踏み出すのはとても難しいのです。

まだ何点かスライドがありますが時間がきてしまいましたので、正常化に関する話はこの後で議論できるかもしれません。私の発表はここまでにします。

渡辺：

白井さん、ありがとうございます。白井さんには、日銀の政策に対する明確な見解を述べていただきました。先ほどご説明しました通り、今回のパネリストは全て、それぞれの地域または国で中央銀行業務に携わられておりました。現在、中央銀行そのものが様々な課題を抱えていますし、また、多くの観点から圧力にさらされていると思います。

500年前まで振り返るのは好まない方もいらっしゃるかもしれませんが、最後のトリビアは1616年のものです。1616年2月25日に、ガリレオはローマの教会に呼びつけられて、太陽が動いているのか、地球が動いているのかを示せと言われました。ガリレオは、それまでの発言を撤回し、公式には太陽が動いているという見解を示しましたが、それでも地球は動いていると呟きました。そのような論点や課題がそれぞれの中央銀行の金融政策にもあり、世界的な問題となっています。これらの話はパネル・ディスカッションにて、より明確な見解を述べていただきましょう。ありがとうございます。

7. パネル・ディスカッション

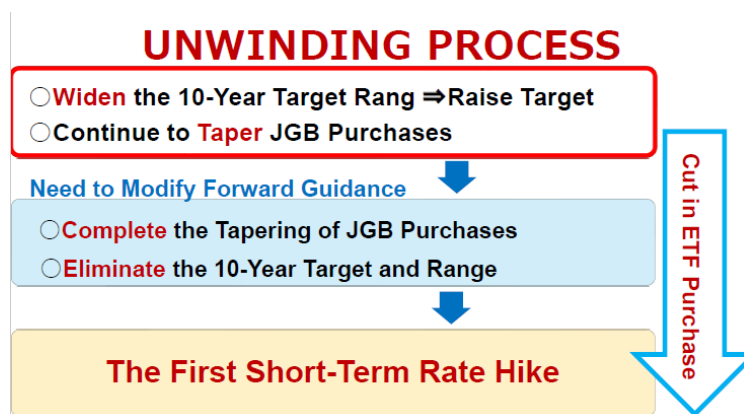
渡辺： それでは、第2セッションをはじめます。休憩時間にパネリストの皆様と金融政策の正常化について議論はじめておりました。最後の講演で白井さんがその議題について説明されようとしておりましたので、まずは白井さんよろしく願いいたします。その後、他のパネリストの方々からご意見をうかがいます。それでは、白井さんお願いします。



白井： 先ほどの最後のセッションでは、正常化に向けた日銀によるほかの手段についてお話しする時間がありませんでしたので、これからお話しします。

ECB、FRB、そして日銀は皆低い中立金利に直面しており、その中立金利がとても低い状態にあると、金利の実効下限制約の状況に容易に陥る可能性が高いのです。それでは中央銀行には今後、どのような選択肢があるのでしょうか。たいていフォワードガイダンス、量的緩和（QE）、またはマイナス金利について議論されますが、現状、日銀はこれら全ての手法を用いています。確かに日銀による大規模な金融緩和は円安および株価の上昇をもたらしましたが、総需要やインフレ、インフレ予想への影響が限定的なのは明らかでした。とはいえ、これら3つの非伝統的金融政策の手法への評価はどのようなものになるのでしょうか。すでに申し上げたように、これらには副作用があります。今後（世界の）景気が後退したとき、政策金利に対するフォワードガイダンスは世界金融危機直後のときほどの効果的ではないかもしれません。2009年にFRBがフォワードガイダンスを導入した当時は、FFレートをちょうど5%から0%に引き下げた直後だったからです。政策金利にそのような大きな差があればフォワードガイダンスは効果的でしょうけれど、現状の政策金利はとても低いため、仮に次の景気後退の際にフォワードガイダンスを適用したとしても、世界金融危機直後のときほど効果的ではないでしょう。

では日銀による金融政策の正常化についてお話ししましょう。昨年7月、日銀は何とか10年債利回りに±0.2%のターゲットレンジを設定しました。これはとても良かったと思います。日銀はこの10年債利回りのターゲットレンジをさらに拡大するでしょうし、最終的には10年債の目標水準そのものを引き上げなくてはならなくなるでしょう。現在日銀は、国債の買入規模の縮小を行っていますが、この第1段階では、日銀はフォワードガイダンスを変えずにそれを行うことができます。仮に日銀が、明確に正常化に向けて進む場合、例えば、第2段階として国債買入規模の縮小を完了、あるいは10年債の目標やターゲットレンジを撤廃し、さらに第3段階としてFRBがとった短期金利の引き上げという正常化プロセスに進むのであれば、フォワードガイダンスを修正せざるを得ないと考えます。



最後に、日銀が採用したこれら 3 種類のフォワードガイダンスについて説明したいと思います。日銀は現在、「2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な限り」とか「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」というような声明を導入していますが、そうしたフォワードガイダンスは日銀が真の意味で正常化プロセスに向かおうとする場合には行動の制約になる可能性があります。日銀が正常化に向けて明確な第一歩を踏み出す前に、より柔軟なフォワードガイダンスを取り入れる必要があるでしょう。

既に申し上げたように、日銀は今年も現状を維持するでしょう。為替相場や株価の不確実性が多々あるため、日銀が何か明確な動きを示すのはとても難しい状況です。問題は、日銀がいつ正常化に向けて一歩を踏み出せるかです。すべては米国次第だと思います。米国の成長率が良好な状況を続き、我々が現時点で予想する 2.3%より高い成長率を実現する限り、米国の株価は企業収益の増加とともに上昇するでしょうし、ドル指数への上方圧力が見られるようになれば、日銀は正常化への一歩を踏み出せるようになるでしょう。そうでなければ、日銀が正常化に向かうのはとても難しいと思います。米国の経済、株式市場、そしてドル指数がどうなるかに強くかかっているのです。ここまでにしましょう。

渡辺： ありがとうございます。昨年の今頃、多くの人々は、米国は金融緩和の出口あるいは金融正常化を進めており、2019年には欧州中央銀行がそれに続き、日銀はさらにもう1年くらいかかるだろうと思っていました。しかしながら、米国はその方向性を少し変更し、欧州中央銀行もこの問題に対してより慎重になっています。タイミングが一つの問題かもしれないし、どういった種類あるいは方法による金融正常化が想定されるのかという点も、もう一つの問題なのではないかと思います。どなたか白井さんへの回答はございますか。米国の懸念について、ゼントナーさんいかがですか。

ゼントナー： FRBはその件について先頭に立って非難を受けているようです。中央銀行の人たちが直面する問題のいくつかは、バランスシートに関するコミュニケーションの仕

方及びバランスシートの適正化をどのようにするべきか、にあると思います。彼らはバランスシートの最適なサイズを見つけることの背後にある理由を市場と分け合うのでしょうか？FRBにとって、それは技術的な問題です。皆さんはこの意見に反対するかもしれませんが、FRBによるバランスシートの縮小が金融市場を不安に陥れるトリガーとなった訳ではないし、それが、9月に開始すると我々が予測していたバランスシート調整を停止した理由ではないと確信しています。それは、銀行の資金需要を支えるべく適切な準備残高の水準を見つけるため、という技術的な問題であったのです。したがって、FRBは1月の会合と同時に発表された追加資料で「これは技術的問題である」と強調したのです。それらの一連の動きがFRBにとって非常に重要である理由は、バランスシート調整は金融政策においては受動的なツールであり、主要なツールではないことを、市場参加者に納得させようとしているからです。金利調整が主要なツールであり、バランスシート調整は重大な景気後退時を除き受動的なツールのままです。そのことは非常に重要であり、もし9月にFRBがバランスシート調整をやめたら、市場参加者はすぐに、2つのツールを同時に用いて金融を引き締めることはないため、もっと利上げをする必要があると想定するでしょう。それは頭に入れておくべきことの一つです。私が示した図表では、9月にバランスシート調整を停止するだけでなく、2020年には資産を買い戻すことを見込んでいます。FRBは経済の成長とともにバランスシートのサイズを大きくしなければなりません。

FRBが答えなければならない未回答の質問がまだいくつかあります。彼らは4月1日にバランスシートのテーパリング（削減）をし始めることができるのですが、問題はそのバランスシートの構成要素をどのようにするかです。今となつては、それを解決することは、各中央銀行にとって非常に複雑なプロセスであると思います。FRBにとって最大の問題は「どの債券に再投資するか？つまり、利回り曲線を構成する債券の満期に合わせた保有にするのか、それともT-bill（米国庫短期証券）に再投資を集中するのか？」です。T-billに集中するという事は、バランスシートのデュレーション（期間構成）を短くすることを意味します。この場合、白井さんが指摘したように、FRBは次回の景気後退の際に金融を支援するためのより多くの備えを有することになります。というのもFRBは、次の景気後退に対処するための十分な利下げ余地や、量的緩和の効力を有していないことを危惧しているからです。満期の短い債券を多くした資産構成に変更しておけば、次の後退局面が到来した際には、より多くのツイストオペレーションを行うための強靱なバランスシートを構築することができるかもしれません。そして、それこそがFRBが解決すべきことなのです。最新の資料によると、「利回り曲線に沿った再投資をするのか」、それとも「満期の短い債券に重点的に投資するのか」について、意見がほぼ半分に分かれています。双方とも正しいような主張を展開していますが、それに結論を出す必要があります。

渡辺： ありがとうございます。グゲレルさんは、どのようにお考えですか。

グゲレル： 中央銀行はいつも不確実性の下で活動してきましたが、現在の不確実性はかつてない程高くなっています。欧州中央銀行は昨年末、量的緩和を終了し、これ以上拡大しないと宣言しました。加えて、金利引き上げはあっても 2019 年 9 月前ではないと言っていました。これは、今後の経済データに大きく依存するからです。ECB は 1 月の最新のコメントでも、状況は今後の経済データに大きく依存するため、それを吟味したいとしています。拡張的金融政策の副作用は政策を反転させるほど強くありません。一部の経済分野には強い影響がありますが、政策を完全に変えるほどではありません。中期インフレ見通しは 2% またはそれ以下で変化ありません。

渡辺： ありがとうございます。ワタナゲスさんは、いかがですか。

ワタナゲス： 特にありませんが、もし、新興国経済の視点から一言付け加えるならば、我々は、いつも先進国経済で起こることに対して、受け身の立場に置かれているということです。我々新興国経済は、大きな資金の流入・流出に見舞われます。もちろん、先進国が金融政策を変更するに当たって新興国とも協力するように、もっと要求したいところですが、現実的にはそれは不可能でしょう。というのも、そもそも金融政策はいつも国内経済を優先して行われるからです。したがって、我々ができることは、とにかく経済の強靭性（レジリエンス）を高め、たとえ何が起こってもそれに耐え得る力を付けていくべく努力をするということになります。

渡辺： ありがとうございます。それでは、白井さん、何かご意見ありますか。

白井： ゼントナーさんがおっしゃったように、私も準備残高の適切な規模について一言申し上げたいと思います。私の理解では、FRB のバランスシートの規模は今年の終わりにかけて 3.5 兆ドル程度にまで縮小した後、通貨（ドル）の需要に対応し緩やかに増加に転じると思われます。今後 5 年から 7 年の間でバランスシートの規模は最終的には、現在の規模と同じくらいの 4 兆ドル程度になるでしょう。これはかなりの規模です。もっとも FOMC の一部のメンバーが、GDP は伸び続けているので名目 GDP の 25% 相当の 5 兆ドル（規模）でも問題ない、と言っているようですが、それは 2014 年に FRB が到達した最大規模とはほとんど変わらない規模です。よって我々は、中央銀行にとっての適切なバランスシートの規模はどれ程なのかを真剣に議論しなければなりません。これが、私の申し上げたい課題の 1 つです。

もう 1 つの課題は、仮に FRB がポートフォリオの大半を財務省証券として保有するならば、それが財政規律や財務省証券の動きにどのような影響を与えるのか、について考えなければならないということです。

渡辺： ありがとうございます。それでは、議題を少し変更したいと思います。これからマクロ経済について、特に、米中の協議やその他の国々での保護主義化の動き等の影響について議論したいと思います。これらの問題は、経済に悪い影響、あるいは経済を縮小させるような影響を及ぼそうとしています。それぞれの地域はこの影響や原因をどのように対応しているのでしょうか。まずは、グゲレルさん、お伺いできますでしょうか。

グゲレル： 貿易紛争や貿易協定は将来の投資環境の不確実性を生むため、投資家は深刻に受け止めています。ですから、世界レベルでの共通ルールを定義することは非常に重要でしょう。影響を数字で表すことは困難です。ひとたび、下降が始まると自己実現的に継続するためです。数値で表すことはできませんが、現在の景気減速の理由の一つのように思われます。運が良ければ、景気減速だけで景気後退にはならないでしょう。現在の想定では、景気減速が予想されますが、景気先行指数の悪化ペースは3、4か月前の予想よりも強いものとなっています。

渡辺： なるほど、ゼントナーさん、いかがでしょうか。

ゼントナー： 貿易に関する緊張状態およびその発生要因について考えるとき、私は金融危機の歴史を振り返ります。なぜならば、金融危機は非常に深く、甚大な損害をもたらし、経済の根底にある社会問題を露わにするものだからです。そして、危機の後には保護主義が高まる傾向があります。したがって、今までの歴史の経験則から「世界的な金融危機を受け、保護主義の時代に移行しているのは当然のことである」と言うことができます。そして、米国には、保護主義に内包する人種差別の傾向が常にあります。1880年代の金融危機を振り返ってみると、1882年に中国人排除法が制定され、その有効期間は10年であったのですが、その間は中国人の米国への入国が禁じられました。米国には非常に恥ずべき期間でしたが、それが制定された原因もまた金融危機にありました。これらの期間をみて、一つだけ良いことを挙げるとすると、長期間続いたことはない、ということです。しかし、2007年の金融危機をきっかけに米国の家計部門において現在起きていることは、数十年間の信用拡大のあとに金融危機で信用創造が縮小したことを背景に、ポピュリズムが台頭しているということです。米国では、製造業部門が10年単位で消えていき、サービス部門がより主導する経済となっています。それとともに、中産階級が10年単位で消えていますが、中産階級が中流に留まるために借金は拡大していきました。どの10年間をみても、実質所得の伸びは鈍化し、その分債務が増加しました。こうして2007年の金融危機後には中産階級は一掃され、もはや米国には中産階級は残されていません。したがって、ポピュリズムがどのように台頭してきたのか、なぜトランプ大統領のような候補者が強い支持層を有するのか、そして保護主義と貿易に関する緊張状態が彼の支持層にとっても人気があるのか、

について簡単に説明することができます。政治的動機がこれらの背後にあります。より公正な貿易政策の検討を追求すべきことについても正当な動機をあげることができます。ハーバード大学のエコノミストの研究によれば、米国の製造業と雇用の中国へのシフトは、中国の WTO 加盟と同時に始まりました。それ以前は、中国との間で何に関税をかけるのかを、毎年非常に議論の多い交渉プロセスのなかで、そして最終的に合意するかについても議論する必要がありました。そして、こうした貿易関係が毎年更新されるかどうかについても常に不確実であったので、企業が本気で中国に進出するにはあまりにもリスクが高いものでした。しかし、中国が WTO に加盟したことにより、それに米国は賛成票を投じたのですが、不確実性が取り除かれました。したがって、NAFTA（現在は USMCA（米国-メキシコ-カナダ協定）と呼ばれています）のように貿易関係や貿易協定を検討する正当な理由があります。これらの貿易協定は何十年も続くことを目的としていませんし、何十年ものうちに状況は変わるのです。しかし、そのプロセスがあまりにも多くを巻き込み、議論の本質が論争的になっており、議論をめぐる不確実性が米国企業のセンチメントを損ない、米国の投資を弱めてきたのだと考えます。根拠がないわけではありませんが、このプロセスを理解するのは難しいです。

渡辺： ありがとうございます。NAFTA について、トランプ大統領は、「私が、多国間協議が嫌いなため、2 国間で協議を進めます」と言いました。しかし、実際には、トランプ大統領は、その協定の名前といくつかの詳細条件を変更しただけであり、未だに 3 カ国は交渉を続けています。

ゼントナー： 交渉に参加している国は引き続き 3 カ国なのですが、メキシコがなぜあのような協定に署名したのか、私たちの多くは理解できません。つまり、メキシコにとっては非常に厳しい協定であるのです。基本的にメキシコが米国以外からの商品を輸入することについて、どんな抜け道をも禁じるものであるからです。それは自らの手を縛るものですが、メキシコには選択の余地はありませんでした。カナダも同様に協定署名の圧力をかけられていました。現時点においては、まだ多く不確実な部分があり、議会を通過しなければならない事項がまだあるので、法律が成立するまでには長い道のりが続くでしょう。具体的な USMCA と TAG（商品に関する貿易協定）が完成するまでは非常に遅いスピードで動くため、それまでは NAFTA が有効でしょう。これは関係するすべての国にとって最良の取引ではありませんが、トランプ大統領と政権は確かにその結果に満足しています。

渡辺： 私もそう思います。とにかく、政権が交代する前に合意や交渉をすることはよくないことです。ですから、メキシコの場合はとても難しい状況の一つです。このような交渉が始まると、ブラジルについても心配しています。いずれにせよ、米国と中国は交渉

を続けており、さらに数日間延長して、何らかの形で取り決めが行われるでしょう。自由協定ではないとしても、私は部分的なものになると思いますが、その結果は 2 週間以内にわかるでしょう。

ワタナゲスさんに、この点についてお伺いしたいです。もちろん、米国と中国の交渉は、アジアに影響を及ぼしますが、ASEAN は、既に ASEAN10 カ国で ASEAN 経済共同体 (AEC) を構築しています。AEC に対する米中問題の影響はどのようなものがあるのでしょうか。

ワタナゲス： その前に保護主義に関する話に戻しても良いでしょうか。保護主義は歴史的に何度も立ち現れては消えていくものですが、私が心配しているのは、今回現れてきたものは、長期にわたり影響を及ぼすかもしれないということです。というのも、今回の問題は、実際には貿易を巡るものではないからです。今現在も交渉が続いており、最終的に両者は何らかの妥協をすと思いますが、既に多くの不確実性を生んでいます。ビジネス界はこの不確実性を非常に深刻なものとして受け止めていて、米国及び中国からの企業移転の動きが見られます。それは 2 つの大国の中に残留することによって生じる潜在的なダメージを予想した結果であります。更に、今後、サプライチェーンに深刻な変化が出る可能性があります。単に貿易だけではなく、知的財産権、サイバーセキュリティ、(先端) 技術等の問題に関する議論が巻き起こっています。これらは全て、長期にわたる問題で、簡単に素早く解決できるようなものではありません。したがって、もし、貿易交渉において若干の良いニュースが伝えられたとしても、始まったばかりの変化は今後も長く続いていくのです。これは世界経済にとって良いことでしょうか、悪いことでしょうか？保護主義は世界にとって決して良いものでないということは、皆が分かっています。足元、タイとベトナムには直接投資の流れが増加してきていますが、世界経済のレベルでみれば勝者はいません。誰もが皆、貿易保護主義の敗者になる、これが私の懸念するところです。

ASEAN に関しては、既に先ほどのプレゼンテーションで示したように異なるインパクトがあります。グローバルなサプライチェーンに適合する各国特有の能力によって、インパクトは異なるものになります。より高いレベルの懸念としては、この貿易摩擦が東南アジアの経済全般に影響を与えるかどうかということがあります。その答えは「イエス」です。米中両国はともに東南アジア各国にとって主要貿易相手国であり、特に中国との貿易関係は拡大が続いています。「中国がくしゃみをすれば、我々は風邪をひく」という言い方がありますが、世界のなかでも東南アジア地域における中国の影響力が如何に大きいかをこの言葉はよく表しています。

中国へのインパクトも不確実性があり、今後、見極めが必要です。世界経済が減速する時、中国経済も困難を抱えることとなります。しかし、中国経済はとてつもなく大きいため、おそらく国内の経済に頼ることによって、いくつかのインパクトから逃れることができるでしょう。こうしたことが今後も続いていきます。



渡辺： ありがとうございます。白井さん、保護主義化の流れについて何かコメントはありますか。

白井： 保護主義によって米中間で高まったこのような緊張関係は、正に製造業 PMI の悪化につながってしまったと思います。特に中国やユーロ圏において製造業 PMI の悪化が目立ちます。その主因は貿易摩擦でしょう。既にみてきたように、米国、また日本や他アジア地域でも設備投資がある程度鈍化し始めており、かなりの懸念事項です。世界経済にとって、とても問題です。

また、現状でほかに関心があるのは、あるレポートによると、この米中間の貿易協定は、中国が 6 年間でさらに合計 1 兆ドル相当もの製品を米国から購入するという中国のコミットメントを盛り込んでいるということです。現時点で、中国は米国から年間 1,300 億ドルしか輸入していません。これに加えて、中国は今後 6 年間で年間 1,700 億ドルを輸入することになりますから、合計で 3,000 億ドルもの輸入をする必要があります。もしこのようなコミットメントが本当ならば、中国はたくさんの商品を米国より輸入することになりますが、そうすると日本や他のアジアの国々、ドイツ、メキシコ、カナダはどうなるでしょうか。製造業者が米国に製造拠点を移した場合、グローバルサプライチェーンはどうなるのでしょうか。中国によるコミットメントが効果的だと市場で認識されれば、それはグロ

ーバルサプライチェーンにかなり重大な影響を及ぼすでしょう。見てみたいものです。

もう 1 点申し上げたいのは、保護主義による金融市場への影響があまり定かではない、ということです。なぜ（昨年）12 月に米国の株価があれほど急落したのでしょうか。確かに、世界経済の停滞は米中貿易問題に起因する懸念の 1 つです。ただ、先ほど申し上げたように、我々は米国財務省証券のイールドカーブの形を注視していました。フラットになりすぎれば、いつイールドカーブが反転するのかという議論になりました。すると市場では「では今後 1、2 年のうちに米国の景気が後退するのだろう」といった話になるのです。ドルのイールドカーブの不確実性は、金融市場における不確実性や不安定性をももたらしました。（保護主義の影響を）選び出すことは難儀です。これらの問題は保護主義だけでなく米国のイールドカーブ問題や米国政府の閉鎖（問題）にも起因しています。他にも多くの問題が出てきました。時期も悪かったのでしょうか。このことを申し上げたかったのです。

渡辺： ありがとうございます。米国と中国は何らかの妥協案を出すでしょう。ある推計値によると、中国に対して米国が完全に高い関税率を適用すると、中国の経済成長率は 1.0%、米国の経済成長率は 0.3%、日本の経済成長率は 0.4% 低下するようです。日本が製造機械と高付加価値の部品を中国に売り、中国は、それらを米国向けの製品の組み立てに使っています。したがって、米国向けの売上が減少すれば、中国の日本や韓国、ASEAN 諸国からの購入も減少するのです。そのような相互、あるいは間接的な影響が起きています。また、米国と中国の間で何らかの合意がなされれば、米国は欧州や日本と次の交渉を行おうとするでしょう。グゲレルさん、欧州に対する米国の影響をどのように考えますか。

グゲレル： 私は貿易の専門家ではありません。投資家にとり透明性は最も重要であると思います。いくつか数字をあげます。EU と日本の貿易量は、米国とドイツ単独の貿易量と同じです。ここには多くの事が係わっています。日本と EU の関係深化には大きな潜在性があります。他方、多くの欧州企業が製造現場を米国に持っています。そしてこれらの製造現場は中国と関係があり、そのため、米国の自動車メーカーにも影響がでます。これは私の理解ですが、米国企業も政府の政策に賛成していません。なぜなら、彼らのコストに影響するからです。米国市民が中国からの高い製品に喜んでお金を払うのであれば、米企業も政策を支持するでしょう。

渡辺： はい。米国政府が、この問題に対して厳しい基準を設けていれば、関税を引き上げることで、輸入価格は上昇します。昨年、一般労働者と一般農業従事者は 1,000 ドルの減税措置を受けることができたと言われていました。しかし、彼らは、今後、政府に対してより多くの関税を支払わなければならないと、その 1,000 ドル分の減税は、関税の支払いに使われてしまうのです。ゼントナーさん、有権者や国民にどのような影響を与えようと思いますか。

ゼントナー： 私はアメリカでは一般的に人口の高齢化（それはアメリカだけの現象ではありませんが）が所得の伸びを鈍化させ、それが金融危機に影響を及ぼすと考えます。消費者たちは、かなり以前から価格上昇に耐えることができなくなっています。そのため、企業は、かなりの期間、いかなる種類のコスト上昇でも消費者に転嫁することができなくなっており、企業のコストが上がると利益を圧迫することになります。今回の場合、関税を引き上げるという状況下、企業は2018年後半に向けて先んじて発信しています。つまり、投資家に対して「心配いりません。私たちは関税のマイナスの影響を利益から捻出させません。関税により価格が上昇した分は消費者に転嫁します。私たちはこれまでずっと価格を引き上げることができませんでしたが、今回は関税の後押しがありますので、価格引き上げという形で家計部門に転嫁します」と伝えています。今回、米国では大幅な減税が実施されてきたので、企業はコスト上昇を家計部門に転嫁する試みをするでしょう。

私達が今ほど価格上昇に対し寛容である時はもはや来ないでしょう。しかし、それがすべての関税にあてはまるわけではありません。広範な消費財（特にパーソナル電子機器）のように、それがなければ生きていけないと信じられているものに10%の関税をかけられたら、その分を消費者に転嫁することがおそらく許容されるでしょう。例えば、携帯電話の販売価格が10%上がったら、消費者は何とかやりくりして手に入れようとするでしょう。もちろん、米国への輸入品に25%の関税を課せば、特に高額商品は非常に高価なものとなるので、そのようなことにはならないでしょう。しかし、懸念すべき事は、中国との貿易交渉が明らかに順調に進んでいるということです。今、大統領は、中国からの輸入品に対して25%の関税を課すこと、およびその課税の開始時期を遅らせる用意があるとの進捗状況に十分満足しています。そして私は、中国がすでにすべての措置を講じたことに驚いています。私はそれほど進展していることに驚きました。しかし、心配なのは、「現状バブルでありながらそれを懸念せず、中国との交渉を後回しにした途端に弾けてしまうとの懸念についてあまり心配していない」ということです。

そのことは、トランプ大統領に、中国以外ではどこに注意を集中させることができるかを考える時間的猶予を与えることになります。そして明らかにドイツが次のターゲットです。対ドイツ貿易赤字額がどれほど大きいかを示す新しいレポートがあります。心配なのは、トランプ大統領がいつでも突然ヨーロッパに注意を向けることができるということです。今日では政治動向は、ツイートのスピードで動きます。それこそが心配事です。これは、ヨーロッパの同僚や中国の同僚と一緒に研究した結果です。私たちはグローバルな演習を数多く行った結果、サプライチェーンへの直接的影響だけではなく、グローバルなサプライチェーンやその他の関税による二次的影響がヨーロッパの見通しを逆転させるような大きな変化になると考えています。それは、ヨーロッパのGDPに0.4%から0.7%の規模の影響を与えると予想しています。私はヨーロッパの専門家ではありませんが、数値について考えるという点では、これは初期の分析が示唆していることです。

渡辺： はい。米国、トランプ大統領や議会にとって、貿易赤字は最悪の問題であり、彼らは、間違いなくその赤字を削減しようとしています。最初のターゲットは中国でしょう。次の対象国はドイツか日本かわかりませんが、同じような問題に直面するでしょう。

ドイツの場合、対ドルでユーロは非常に安いため、ドイツやオランダが他国へ販売するのに優位な立場にあり、対米国との貿易黒字幅は中国とほとんど同じくらいの大きさまで拡大しているとアメリカ人は言います。GDP比で見ると、ドイツの貿易黒字はどんどん拡大しています。これが、米国が日本やドイツに対して厳しく攻撃する原因になっているのだと思います。しかし、欧州の場合、ドイツは通貨のポジションを持っておらず、欧州中央銀行が単一通貨ユーロのポジションを持っているため、米国側の影響を受けることもあります。ユーロは市場介入によって支えられているわけではないのですが、ドイツを含む欧州北部地域の国々は、貿易黒字の恩恵を享受していると思います。そのため、欧州北部の国々はギリシャや南欧周縁の国々の債務救済をもっと負担しなければならないのです。そのような地域の交渉が米国の挑発によって引き起こされものでしょうか、あるいは、欧州自身の問題として捉えられているのでしょうか。グゲレルさん、いかがでしょうか。

グゲレル： 欧州のいくつかの国、特にドイツの経常黒字問題は長く政治で議論されてきました。ドイツには、もっと賃金を上げ、輸入を増やすことが求められます。中国の例が示すように、中央政府の行動なしに、経常黒字を減らすことはできません。輸出に競争力があるからです。企業に輸出をやめろというわけにはいきません。しかし経常黒字問題に関して、輸出国のみをみることもまた妥当ではありません。ドイツの隣国との間の特に強い相互関係を認識する必要があります。経済活動が一体化しています。ドイツ、フランス、中欧・東欧の近隣国間のバリュー・チェーンが深化し、製造プロセスが強く結び付いています。ドイツをたたけば他の国も傷つき、大きな影響があるでしょう。

欧州内では EU 共通予算、またはユーロ圏共通予算、のようなマクロ経済安定化手段を持つべきかどうかという議論があります。二種類の異なる議論があります。一つは内需を強化し、貿易に依存しない成長を確保することです。貿易量を減らせばドイツに影響が出て、他の国にも影響して成長が低下します。もう一つの議論は、どの程度各国が連帯すべきか、再均衡を図るために各国に何ができるかという議論です。通貨同盟を始めた時には、収斂がなかなか進まないことは完全には予測できませんでした。為替相場を固定することは一つのステップでしたが、異なった政策概念、異なった構造改革への意欲が与える影響も重要な役割を果たしたのです。個人的にはユーロ圏レベルでより多くの政策手段が必要だと思っています。しかし同時に、いくつかの国についてはもっと改革が必要で、それは中央予算では代替できないものです。

渡辺： ありがとうございます。日本では、多くの製造業やメディア、政治家までもが、

この状況を不安に感じています。それでは、学术界ではどのように感じているでしょうか。白井さん、何かコメントはありますか。

白井： 日本の経常黒字は対 GDP 比で 3%または 3%超です。大きくみえますが、最近まで貿易赤字を抱えていたので貿易収支はとても小さいです。それでも米国の貿易赤字をみれば、日本がいまだに米国に対し赤字を発生させる経済（国）の 1 つなのです。ですから米国は、日本にさらに農産物や自動車を購入させるように、確実に日本と 2 国間で議論しようとするでしょう。我々は自動車に関税を課していないので、米国への何らかの輸出割当について話し合われるかもしれませんが、より重要なのは外国為替条項がどうなるのかということです。

例えば米中間の話し合いでは、あるレポートによると、中国が元相場を安定維持させることに合意したのです。つまり元安を生じさせないということです。そのようなコミットメントが米中間の合意に盛り込まれるのです。日本にとっての問題は、日米の貿易交渉において外国為替条項がどのようなものになるかです。米・メキシコ・カナダ協定では既に外国為替条項が盛り込まれていました。かなり重要な問題です。私の理解では、米国は、日本が金融緩和や外国為替市場への直接介入によって円安をもたらしていると認識していることです。米国が日銀政策に触れるとは思いませんが、ただ米国政府は日本政府に対し、外国為替市場への直接介入をしないなどという条項を求めてくる可能性があります。仮にそのような条項ができてしまったら、日本にとってとても困難な状況になるでしょう。2011 年以降日本（政府）は外国為替市場へ介入していませんが、円が安全通貨であるとみなされているため、政府は円の急騰時に備え、それを選択肢の 1 つとして常に残しています。直接介入をしないなどという条項はとても困難でしょう。

渡辺： 為替条項は含まれると思います。もちろん、為替市場への介入をしないということのほうが簡単です。しかし、低金利を維持したり、通貨の価値を引き下げる金融政策等の方法に対する圧力については、より大きな悪影響が及ぶ可能性があります。特に、経済が好調な国は大丈夫ですが、経済が悪化している国々は低金利政策のようなものを未だに必要としています。しかし、そのような影響や圧力を他の国から受ける場合、中央銀行の政策運営に対して大きな損失や負担がかかることになるでしょう。もちろん、米国は、いつも高らかにそのようなことを言っています。ワタナゲスさん、この問題に対して何かコメントはありますか。

ワタナゲス： 実際、タイも米国の「監視リスト」の一番下に置かれる可能性があります。我々は、米国にとって貿易黒字国だからです。しかし、我々の場合、どのようにすれば状況を改善できるかが分かりません。というのも我々は輸出割当をしていませんし、政府補助金もなく、タイ・パーツは強含んでいるからです。今、パーツはこの地域で最も強い通

貨の1つですが、過去数年間、ずっとそうでした。我々が米国のターゲットになった場合、我々は、これらの事実を指摘していくことになります。我々の貿易黒字は市場介入の結果ではないということです。

渡辺： ありがとうございます。中国の問題に話題を戻したいと思います。米国が中国に対して厳しい姿勢をとり続けると、中国の立ち位置は他の国と入れ替わってしまうだろうと言われています。その場合、ASEAN 諸国は米国向けの売上や輸出を伸ばす良い機会となると考えられます。この論点について、ワタナゲスさんに多少取り上げていただきました。中国が米国との取引をやや縮小した場合、ASEAN 諸国は米国に対する良い立ち位置を維持する機会になると思いますか。

ワタナゲス： 私は中国の地位にはさほど大きな変化があるとは思っていません。中国は世界第2位の経済大国で、将来、米国を超えるとみられています。中国は、例えば地域不均衡、債務問題など対処すべき、多くの緊急課題を抱えていることは疑いありません。しかし、他の国々と比較して、より中央計画的な経済となっています。政府は極めて強力な実行力と政策実現手段を持っています。その意味で、彼らの経済政策は、他の市場経済国と比べてより効果的に実施することが可能なのです。そうした観点から、彼らは経済の困難を上手く乗りきって、世界における地位を維持することができるかも知れません。私は、全ての ASEAN 諸国が米中両国間でバランスの取れた関係を維持しようとしていると思います。なぜなら、この2カ国は世界の超大国だからです。我々はほとんどが小さな開放経済であり、したがってどちらかの側につく余裕がある状態ではないのです。

渡辺： すみませんが、ワタナゲスさんにもう一つ質問があります。外国為替の問題について米中間で何らかの合意があれば、中国元はドルに対して安定し、少なくとも下落することはないでしょう。それでは ASEAN 諸国の貿易に対してどのような影響があるでしょうか。未だにタイと中国間の貿易取引の多くは中国元を使わず、ドルを使用していますか。(ワタナゲス：いいえ。) そのような場合、タイの輸出に対する元高の直接的な影響はないのでしょうか。

ワタナゲス： もし、人民元がもっと強ければ、ある意味では、わが国による第3国への輸出が有利になります。つまり、ASEAN 地域の国々にとって望ましいということです。

渡辺： そうですね。未だに米国と中国がどのような合意にたどりついたのか、詳細は分かりませんが、ただ報道によると、この問題に対する何らかの進展はあったようです。

ワタナゲス： 中国の場合は、人民元の為替相場は恒常的な自由変動相場にはなっていない

い、というのが一般的な理解でしょう。しかし、先行きについては言えば、中国は徐々に、より開放をしていく方向に向かっていくと思います。したがって、米国と合意に達するか達しないかに係わらず、中国は、その方向に進んでいくことでしょう。おそらく、開放の速さの問題なのではないでしょうか。

渡辺： わかりました。ありがとうございます。それではここで金利など金融の問題に話を戻したいと思います。現在、世界的に超低金利であり、経済は不調です。特に、米国の金利が上昇しないので、他の国々の金利も引き上がらない状況です。しかし、私の感覚では、現在、お金が不足しているということはありません。そのため、将来、米国債が8%または12%になる可能性はないと考えています。資金が米国市場に還流する流れがありますが、未だにアジアの債券市場は超低金利を維持しています。今後、金利が上昇するというセンチメントになれば、金利は上昇するだろうと言われていますが、再び1980年や1990年代のレベルになるとは思いません。ゼントナーさん、どのようにお考えですか。

ゼントナー： 私たちが、再び1980年代から1990年代の高金利を見ることはあるのでしょうか？私たちは米国の人口動態に関する研究を沢山行ってきました。それは、人口の中心がベビーブーマー世代からミレニアル世代にとって変わる推移を研究したものです。人数の面では、今年初めてミレニアル世代がベビーブーマー世代を上回ります。低金利の期間があまりにも長かったため、それ以外の金利水準を知らないミレニアル世代が米国の中心となりました。そのミレニアル世代に対して、「住宅ローン金利が何パーセントまで上昇すると、住宅ローンの借入れについて心配するようになるのか？」を調査したところ、その回答は「5%」でした。住宅ローン金利「5%」は、彼らにとって本当に憂慮すべきものなのです。

私は1971年に生まれ、1980年に母が家を購入したとき私は母と一緒にいました。そのとき、母は18%の住宅ローン金利を支払わなければなりませんでしたが、そして、18%はそのときは適正な金利でした。それは「今日買わなければ、明日はもっと高価になるだろう」という気持ちでした。そのことを今日若者に伝えると、彼らはただただ驚きます。彼らは18%の金利を支払い続けることが信じられないのです。そこで私は彼らに「心配しないで、その後、数十年の間に数回借り換えを行ったから」と伝えます。これは興味深い人口動態的な側面であり、そのことが金利上昇の妨げとなっているのです。

今日では、3.5%の住宅ローン金利が正常ではないことが考えられない世代が存在します。金融危機の後にはかなりの長い期間にわたり低金利政策が実施される傾向にあるという事は、ほぼ既定事実です。過去のインフレ水準を考慮すると、景気を十分に浮揚するためには400から500ベースポイントの金融緩和が必要であったと主張することができるかもしれません。現時点ではインフレが低位で推移していることから、実質金利を引き下げするために400から500ベースポイント金利を引き下げる必要はありません。今後、典型的

な景気後退に直面した際に、過去に 400 から 500 ベーシスポイント利下げした時と同等の実質金利だからと言って、300 ベーシスポイントの金融緩和で金利がゼロ下限まで低下したとしても、効果は十分なものとはならないでしょう。

しかし、白井さんが指摘したように、中央銀行のバランスシートが長期的に非常に大きくなり、長期的に長期プレミアムが落ち込むようになると、「より低金利をより長期的に」の期間が続くものと考えます。私たちが住んでいる世界は、まさしくそのような状況なのだと思います。そしてそれは、FRB が金利引き上げの際には非常に慎重に行動し続けた理由、そして問題が発生したときに FRB がすぐに利上げをやめて傍観者サイドに移動した理由の 1 つとなっています。なぜならば、FRB は自らの究極の願望は、景気サイクルの中で可能な限り高い金利水準に到達することであることを知っているからです。それを行う唯一の方法は、非常にゆっくりしか行動を起こすことができないため、可能な限り長く景気拡大期間を引き伸ばすことです。私は、FRB の金利引き上げに対するこれらの障害と、それを実施するためにどれだけ慎重である必要があるかについて、一般的な認識があるものと思います。

渡辺： なるほど、ありがとうございます。ゼントナーさんに、人口動態の問題について取り上げていただきました。ヨーロッパや日本ではいくらか状況が異なると思います。グゲレルさん、白井さん、どのようにお考えですか。

グゲレル： 人口問題について、トレンドを変更しようとする人はいません。欧州では多くの移民や移住を受け入れる心構えはありません。我々は中期的に低成長に慣れてきています。金利が経済に与える分配機能は小さくなっています。いくらか正常化することを期待しています。経済には悪い副作用、特に銀行収益や年金基金などに悪影響がありますが、私は現在の金利水準にさほど懸念をいだいていません。私はむしろ世界の地域間・エマージング市場をめぐる資金移動の不安定性について懸念しています。金融の安定を脅かすリスクがあり、今すぐ適切な対応が必要でしょう。

白井： 先進国で均衡金利が低くなっていること、これは先進国において金利が低い水準であり続けたことを意味しています。正常化の後、金利は少し上昇したかもしれませんが、グローバル金融危機前の先進国と比較すれば、金利は低いままです。それは新興国にはまだ与信に対する高い需要があることを意味しており、そのため新興国の均衡金利は先進国よりもずっと高い水準にあります。これは新興国への資本流入が発生するという一方で、彼らにとって良い話であり、それによって先進国に追いつくことができます。これがポイントその 1 です。

2 つ目のポイントとしては、高齢化と中立金利との関係が明確でないということです。現時点では、日本、ヨーロッパ、あるいは米国において、高齢化という人口動態の問題が中

立金利の低下につながっています。寿命が延び、より長く働き、より高い収入を得ること
で貯蓄が増えるため、中立金利が低下するのです。しかし、現時点で働いているこうした
高齢の方々が将来完全に引退し、ためた貯蓄を費消し始めると、その経済における貯蓄は
少なくなるでしょう。そうすると、中立金利が上昇するのです。はっきり申し上げると、
高齢化と中立金利との関係は明確ではありません。今後しばらくは中立金利に対し下落圧
力がかかるでしょうが、高齢化は貯蓄率の低下につながり、さらに中立金利の上昇につな
がることから、将来どこかの時点で状況が変わるでしょう。そうなれば、中央銀行の実効
下限制約に陥る可能性が低くなるのです。中央銀行は、伝統的な金融緩和政策を進められ
るようになるのです。これが2つ目のポイントです。

3つ目はインフレについてです。米国では物価ダイナミクスに深刻な問題がないようにみ
えるのに、FOMCメンバーは抑制されたインフレ率を大変心配し、今年のほかのどのよう
な金融政策の枠組みを導入できるのかを真剣に検討しているのです。しかしある意味で中
央銀行の方々が真に考えるべきは、インフレ率が低いのは、シェアリングエコノミーやグ
ローバリゼーションのためかもしれない、ということです。消費者物価や製品価格をみて
も上昇はみられません。米国の消費者物価指数をみても力強い上昇は見られません。グロ
ーバリゼーション、eコマース（我々が世界中から多くの商品を購入できることは、競争に
つながります）、シェアリングエコノミーに関しては、もはや物価ダイナミクスの構造が変
わったのかもしれない。よって現時点でインフレターゲットの変更について議論するこ
とは困難なのかもしれませんが、将来いつか先進国における中央銀行は、果たして2%のイ
ンフレ率が理にかなっているかを話し合う必要があると思います。インフレリスクがない
のなら、なぜ低いインフレ率が悪いのでしょうか。

渡辺： ありがとうございます。現在も先進国では低金利が続いているため、新興国が先
進国に追いつく良い機会であるという点について白井さんに取り上げていただきました。
しかし、私は、短期の資金は豊富である一方、以前に比べヨーロッパをはじめとする銀行
の体力が残念ながらやや低下しているため、長期の資金があまり供給されていないと思
います。アジア開発銀行（ADB）によると、毎年アジアのインフラ資金需要は1.6兆ドル
であると発表されていますが、実際には数千億ドルしか投資されていません。そのような
大きなギャップが残っています。ワタナゲスさん、ASEANの経済の観点からどのようにみ
られていますか。

ワタナゲス： 高いインフラ建設ニーズがあるASEAN経済にとって、これは明らかに好
ましいことではありません。この問題について、私は良い答えが思いつきません。世界は
もっと協力して、資源をうまく使わなければならないと思います。アジアインフラ投資銀
行（AIIB）が設立された時には、ADBの補完役を果たすと言われてきました。私はその通
りになっていると思いますが、まだ、十分ではないとも思っています。我々は引き続きこ

の仕事をしっかり推進していく必要があります。

テーマを変える、というより、少し前の話題であるインフレの件に戻ります。現在、インフレ率は低いですが、インフレターゲットを維持すべきかどうかは、私は、そのタイミングは正しくなければならず、また、インフレターゲットに対する信頼を損なってはならないという白井さんのご発言に完全に賛成です。ただし、正しいタイミングということ为前提にして、見直しの必要性を熟考することは極めて重要だと考えています。自然インフレ率と潜在 GDP を推定することは難しい作業であり、構造変化もそこに関係してきます。つまり、ターゲットを変更する理由は色々とあるのです。中央銀行が考えるべきことは今後も多くあります。長い目を見た場合も、インフレは課題であり続けるのでしょうか？先進国、新興国に限らず、多くの国で政府債務残高が高水準になっており、その中で、インフレは今後も課題であり続けると私は考えています。政府が多くの債務を抱える中、どうやってこの状況から抜け出すのでしょうか。債務から逃れるために、政府にはインフレを起こすインセンティブが働くかも知れません。私は悲観的過ぎるのかも知れません。

渡辺： ありがとうございます。政府の問題を取り上げていただきました。新興国市場の銀行セクターは海外からも資金を調達しています。1997年-98年のアジア通貨危機のようなことは再び起こってほしくありません。ASEANの銀行の現状や体力をどのようにお考えですか。

ワタナゲス： ASEANは、全般に極めて強靱性が高くなっています。アジア通貨危機以降、我々は多くの改革を重ねてきました。我々は、次に金融危機が起こっても、何とか持ちこたえられるだろうと思っています。しかしながら、外部環境に対してぜい弱な他の新興国経済においては、違った結果になるかも知れません。もしも歴史的な水準に積み上がった世界の債務に目を向けるなら、重債務国が経済成長の道を切り開いていくのは困難かも知れません。もちろん言うは易く行うは難しですが、債務国が寄り集まり、持続可能な方法で如何に債務の問題から抜け出すか、その方法を協議することが必要です。例えば債務削減協議もそこに含まれることになるでしょう。そうでなければ、この問題は長期的な時限爆弾ということになります。爆弾が炸裂すれば、銀行セクターは無傷ではられません。先進国経済にも影響が及ぶでしょう。

渡辺： ありがとうございます。銀行セクターの体力や欧州の銀行の地位が低下していることについて先ほど指摘しましたが、グゲレルさん、どのようにお考えですか。アフリカや中南米への資金の流れがいくらか減っています。欧州の銀行の地位の低下や銀行セクターの状況が、こうした地域への資金の流れが縮小している理由の一つになっていると思います。どのようにお考えですか？

グゲレル： 欧州の銀行が弱くなったのではなく、グローバルレベルでは、より目立たなくなりました。レバレッジが低くなり資本が充足されました。もちろん資産圧縮は越境取引にもおよび、海外のエクスポージャーは圧縮されました。金融安定化枠組みを進める中で、さらに銀行の国際統合が起こる可能性があるとして一般に予想されています。銀行同盟の創設は大きな進歩でした。銀行監督のハーモナイゼーションが行われ、最終的な共通の歯止めが創設されたからです。これは重要なステップでした。**Brexit** 後、ロンドンの他の大陸金融市場に対する役割がどのようになるかには注目すべきです。一般に欧州の銀行システムは貸出を行うことに基づいています。**ECB** は危機の後、与信チャネルの再開に成功してきました。両方のビジネスモデルとも重要だと思います。投資銀行サービスは外国、特に米国の投資銀行からもたらされています。この点はあまり変化がないと思います。

渡辺： 欧州の銀行は体力が弱っていないとおっしゃいました。(グゲレル：弱くなっていません。) しかし、欧州の銀行は国境を越えた取引に少し慎重になっています。

グゲレル： その通りです。欧州の銀行は金融危機前と比べて、資本制約が厳しくなったことや、危機を通じた財政リスクの高まり、クロスボーダーの流動性準備の低下のため、越境取引を圧縮しました。さらに不良債権を減らすためにいくつかの対応がとられました。まだ完了してはませんが、この分野で進展があったと思います。

渡辺： なるほど。グローバル化を進めるにあたって、私たちはお金、情報、商品や人々でさえも自由な移動が求められています。しかし、現在、人々の間で反発が起きていますし、貿易論争が起こっています。情報については、他の地域へどのような情報が提供できるか、また、どのように情報を保護することができるか協議が行われています。また、お金についても、強制ではないにしても、いくらかの制限がありますし、金融機関は、自由に国境を越えた取引を躊躇していると思います。そのような場合、私達は他の方法で資金を動かします。おそらく、私が単純化しすぎているのかもしれませんが、あなたもそのようにお考えですか。

グゲレル： 銀行セクターだけを問題にするべきではなく、地域間の資本移動全般を見る必要があると思います。投資の多様化は、欧州内外で進んでいます。この流れは特に直接投資の分野で進んでいます。欧州の銀行の越境取引は以前より小さくなりましたが、投資資金の流れは依然活発です。

渡辺： お金の分野において、対米投資委員会(CFIUS)のような投資規制があると思います。日本企業は米国企業を自由に買収できるかと思いますが、湾岸諸国や中国が、米国企業に興味を示した場合、対米投資委員会の審査の対象となる(制約がかかる)可能性があります。

す。そのような分野においても、資金移動をブロックするようなことが起きているのです。

ゼントナーさん、民間銀行のお立場としての質問が一つあります。どのように世界に供給する長期資金の規模を維持できるのかお伺いできますか。ゼントナーさんは、開発金融のご担当ではいらっしゃいませんが、何かコメントがありましたら、お願いします。

ゼントナー： 米国全体の銀行システムについて考えると、銀行資本の健全化が進み、景気後退に備えて準備が整っていることは明らかです。LCR（流動性カバレッジ比率）が新たに実現した規制の最大の要素の 1 つとなっています。この規制は、銀行がより健全なバランスシートを作成するように向かわせる効果がありましたが、その一方で FRB が莫大なバランスシートを保持しなければならないことにもなりました。今日では、米国のストレステストの過程はかなり信頼できるものであり、CCAR（包括的な資本分析およびレビュー）プロセスはかなり厳格なものとなっています。CCAR のストレステストプロセスにさらに強化できる分野があるとすれば、それはレバレッジドローン市場であり、それに対して銀行がどのくらいリスクに晒されているのかを把握することである、と考えます。FRB の信用市場への関心が高まっているなか、懸念している分野が 1 つあるとすれば、それはレバレッジドローン市場です。そのため、昨年 9 月にブレイナード理事が、企業のレバレッジが米国にとっての金融リスクであると同時に、その分野は銀行に対するストレステストをさらに強化すべきだと語ったのです。

CCAR プロセスを行う人々の周辺に苦痛を生み出すことを承知しつつも、銀行が現時点でレバレッジドローンに対してどれほどリスクにさらされているかを判断する何らかの測定方法を見つけることがいかに大事であるかを、私は強調したいのです。米国の企業向け信用市場は長年にわたり堅調でかつ非常に拡大してきたため、FRB が注目すべき最大のリスクはレバレッジドローン市場です。米国の PG&E（Pacific Gas and Electric Company）は米国史上 3 番目に大きい企業デフォルトでした。一部の人はそのデフォルトを特殊要因として片付けようとしています。このようなことが今後のデフォルト多発の発端となる傾向があるのです。これにはグローバルな金融システムのリスクとなりうる側面があります。例えば、過去 3 年間の米国企業債務市場では、日本が最大の買い手となっていたからです。したがって、米国の景気拡大が社債市場の拡大と深くつながり、経済見通しに重大なリスクがあると言っても間違いではありません。銀行のバランスシートがこの点で適切に精査されているかどうかについて確信はもてません。

渡辺： ありがとうございます。残り 15 分となりましたので、議題を変更したいと思います。今年、日本は G20 のホスト国となり、金融界では暗号資産の問題についてどのように処理し、対応すればよいかが議論になっています。いくつかの国は仮想通貨やビットコインの運用を好んでいますが、未だに疑念が高まっています。そのため、現在、暗号資産の

問題をどのように規制するか検討しています。何か、お考えやコメントがありましたら、お願いします。暗号資産を完全に拒んでいる人もいれば、暗号資産を奨励している人もいます。この問題について、それぞれの人が異なった意見を持っていますので、個人的な見解でも構いません。白井さん、いかがでしょうか。

白井： 暗号通貨に関しては、中央銀行や規制当局が暗号通貨の出現を注視しているものの、現状ではその影響力は実に小さいものです。理由はいくつかあります。

理由の1つ目は、暗号通貨の開発業者にはお金を創造することを認められていないからです。信用創造ができないのです。ですから銀行預金や他の電子マネーといった民間セクターにおけるお金とは規模を比べようがありません。これが1つ目のポイントです。

2つ目のポイントは、ビットコインは技術面では魅力的な特徴を持っていますが、その最大発行額が決まっており、その規模を実在するほかの通貨と比較できるものではありません。このような視点から、現状目立った脅威は感じません。しかし日本だけでなく世界中の若者が実に関心をもっているため、最終的には我々は暗号通貨に関する規制に向け、いかに総合的なアプローチをしていくかを議論する必要があります。

中央銀行のデジタル通貨に関し、申し上げたいことがあります。中央銀行のデジタル通貨、つまり中央銀行が民間の開発業者に代わってデジタルトークン（通貨）を発行することが増えてきましたが、これについては多くの課題があります。ただ多くの議論や実験の結果何らかの結論に達したわけで、それは現存する銀行システムに悪影響を及ぼすため、中央銀行がデジタル通貨を一般向けに適用させることは良くないだろうということです。よってスウェーデンを除き、中央銀行がデジタル通貨を一般向けに適用させることに関して人々はとくに注目していないと思われます。（ただ）スウェーデンは違います。スウェーデンは暗号通貨を発行していませんが、中央銀行がデジタル通貨を発行する予定なのです。結論として、もしそのような技術が、RTGS（即時グロス決済）や証券・資金の同時決済、クロスボーダー決済などのより効率的で大口の金融システムを生み出すことができるなら、中央銀行がデジタル通貨を将来使用しても良いと思います。現時点では開発途上で技術的にも未熟なので、どの中央銀行も中央銀行によるデジタル通貨についてまだ真剣には考えていません。しかし将来、中央銀行が業務でこのようなデジタル通貨を採用する可能性はまだあるでしょう。

渡辺： ありがとうございます。2点、問題があると思います。まず、暗号資産が増えると、日銀のマネーサプライは暗号資産に置き替わり、中央銀行の政策運営が何らかの影響を受けるのではないかということです。それが1点目です。もう1点は、現在、2,000種類以上の異なる暗号資産があり、我々はそれらをビットコインとか何とかと呼んでいるということです。1種類のビットコインを使用する場合は、為替交換の価格を気にする必要はありませんが、2,000種類もの異なる暗号資産があるため、その暗号資産の交換や取扱をどうする

のか、という問題もあります。白井さん、何かお考えはありますか。

白井： マネーサプライへの影響に関して言えばそれはないでしょう。10年または20年後は問題になっているかもしれません。しかし現状では、既に説明したように、暗号通貨の開発者による信用創造は認められていませんので、影響の規模はとても小さいでしょう。スイスの規制当局 FINMA（スイス連邦金融市場監督機構）が興味深いことをしています。彼らはフィンテック企業に対し一般人の口座保有（開設？）を認めていますが、その資金を信用創造に用いることを禁じているのです。しかしそれは初期段階です。最終的に規制当局がフィンテック企業に対し追加的な機能を与え、将来、暗号通貨開発業者が信用創造することができるになれば、影響はとても大きいものになるでしょう。しかし、現状、信用創造が許可されていない以上、影響はとても小さく、マネーサプライへの影響も全くないと考えます。ただ将来、あなたがおっしゃったように影響が大きくなることはあります。

渡辺： ありがとうございます。ワタナゲスさんはいかがでしょう？

ワタナゲス： はい。タイの場合、新規仮想通貨公開（イニシアルコインオファリング、ICO）については、タイ証券取引委員会（SEC）が規制を公表しています。しかし、その考え方は制限をかけることよりも、一定の基礎的共通ルールを定め、投資家がそうした資金調達の本質について十分な情報を得られるようにするということであります。タイ中央銀行（BOT）では RTGS に似た大口資金決済についての評価作業を保護された環境下（サンドボックス）において、商業銀行とともに開始しています。考え方の枠組みは既にできあがっており、試験も実施済みですが、実現まで持つて行くためには、まだ長い道のりが必要です。多数の法律整備や関連するハード・ソフト両面でのアップグレードも必要であり、今のところ実現に至らしめる予定はありません。メリットがあるとすれば効率が高まることですが、安全性については既存の RTGS の資金移動システムと同等となります。最後に申しあげておこなら、我々は仮想通貨を小口顧客レベルで許容するつもりはありません。

渡辺： わかりました。ありがとうございます。グゲレルさん、ゼントナーさん、順番にお願いします。

グゲレル： 暗号通貨は、私の考えでは交換手段です。まだ価値保蔵手段にはなっておらず、計算単位でないことも、定義から明らかです。伝統的定義では、それは通貨ではありません。もちろん、背景には、私的な通貨を持つべきという考え方があり、保有することで利益が期待できることが人気の理由です。同時に、匿名性への期待がありますが、これ

以上多くのマネーロンダリングは必要ないと思います。これは欠点の一つです。もう一つの欠点は暗号通貨が信用創造をすることです。ですから、透明性と、発展を監視することが重要です。金融安定と人々の信認は大変貴重だと思います。

渡辺： ゼントナーさん、お願いします。

ゼントナー： FRB そして各国の中央銀行には、暗号通貨の研究を担当する特別な部門が確かにあります。私たちの質問は、「暗号通貨は、銀行の金融仲介機能にとってどのような意味があるのか?」、そして「暗号通貨は、不正行為に対する大きな懸念事項である違法活動をどのように支援しているのか?」ということです。昨年うちに数十億ドルの暗号通貨が消えたばかりで、しかもそれらがどこへ行ったのか誰にも分かっていません。広く一般に採用されるのに十分な信頼を確立するためには、これらすべてを理解する必要があります。JP モルガンチェイスと **Bank of America** の両銀行では、クレジットカードでの暗号通貨の購入の取り締まりを受けました。それは、クレジットカードのデータで見ることができます。これは興味深いことですが、この方向に動くのは当然のことです。

私は、人口動態的なサポートがあるという白井さんの意見に全く同意します。これが「ミレニアル世代」とその世代に続く「Z 世代」（彼らは今 21 歳を迎えています）が求めているものなのです。これがまさに、若者たちが望む自由のタイプです。匿名性はもちろん違法行為にとっては重要ですが、これらの若い世代にとっても重要です。私を引き戻すのは、それは明らかにその方向に動いているということです。そして、一定の危険を伴うため、その動きをゆるやかなペースにしなければなりません。しかし私は、すでに 2,000 種類もの **Bitcoin** に類する暗号通貨が存在するという話に、打ちのめされています。1960 年代を振り返ると、米国の西海岸にある小さな銀行であり、中流階級への貸し手であると考えられていた **Bank of America** が、最初のクレジットカードである **BankAmericard** を発明しました。その当時、**MasterCard** は存在しませんでした。そしてその後、米国の様々なタイプの銀行が各々独自のクレジットカードを発行したため、何千もの銀行発行のクレジットカードが誕生しました。それは狂乱状態であり、米国でクレジットカードはほとんど通用しませんでした。そして最終的には、**Visa** と **MasterCard** による集中管理システムが登場し、そのクレジットカードがすべての銀行の各々の名のもと発行されるようになりました。たぶん、最終的には **Bitcoin** についても、何らかの集中型システムが生まれるでしょう。しかし、2,000 種類という、笑えるような多さになっているため、集中型システムを構築することができません。少なくとも米国では過去にクレジットカードシステムにはこうしたことが起きたのです。

渡辺： ありがとうございます。かつて、クレジットカードは革新的なものでしたが、今後、スマートフォン端末のアプリがクレジットカードの役割を果たそうとしています。既

に中国では、クレジットカードは使用されておらず、アプリによる支払いしかできないのです。そのような新しい改革や新しい挑戦に直面しています。

それでは最後の質問です。金融の世界では、10年に1度悪いことが起こっています。1987年のブラックマンデー、1997年のアジア通貨危機やブラジルとロシアの危機、2007年のサブプライム・ローン問題やその翌年のリーマンショックです。幸いなことに、2018年は何も重大なことは起こっていません。それでは、今から10年後の2029年についてお聞きします。銀行セクターはどのような姿になっているのでしょうか。どなたか、コメントはありますか。

ゼントナー： 私は、今後10年以内に米国の企業信用のつけがくる時が来るはずだと考えます。私は、先ほど企業の信用について話しました。私たちは常にレバレッジ、すなわちレバレッジの縮小に続き景気後退または危機が発生するのか、そして今回の米国でのレバレッジの縮小は企業の信用の低下から発生するのか、を注視する必要があります。米国では、金融危機後の低金利時代にレバレッジを縮小しなかったため、その分野で真の金融安定リスクを蓄積してしまいました。そのため、今年企業の債務ロールオーバースケジュールは過去最高の7,500億ドルと驚異的なものですが、来年は8,200億ドル、再来年は8,210億ドルとさらに増加します。BBB格付の新規債務発行の多くはその後、多くの企業が対応できないような、積極的なレバレッジ解消のスケジュールを迎えます。そのため、米国はデフォルトの波の危険に常にさらされています。私は金融危機が発生する理由には、何らかのシステミックな原因があると思っています。そして、低金利であるがゆえ、世界経済全体で起こった利回り獲得競争が、投資家を社債の世界に引きずり込んできたと考えます。これは大変悲観的な予測であります。

経済学者は陰気な科学者であり、懸念することで所得を得ています。米国経済に関する明るい材料を挙げるとすれば、多くの研究を基礎とすることができる人口動態について考慮すると、米国の若年人口動態は独特であるということです。ミレニアル世代、特にZ世代の全人口に占める比率をみると、Z世代は米国の最大を占め、他の国々を圧倒しています。米国はこの巨大な若年層を有しています。2022年から2032年までに米国経済にとって「スイートスポット」期間（つまり、Y世代とZ世代を合わせた数が最大となり、それらの層が働き盛りかつ最高の収入を得る時期）になると予想しています。他のどの国（特に他のどの先進国）もこのように若年層が増加する人口動態となっていないので、米国は世界的な舞台で際立っています。したがって、米国は潜在GDPの引き上げ、消費トレンドの引き上げにより、より高い実質金利が可能になります。それは私が米国に対して非常に前向きに話すことができる材料だと思います。

渡辺： ありがとうございます。グゲレルさん、より広い観点からお伺いできればと思い

ます。銀行セクターだけでなく、金融システムや欧州統合は、2029年にどのようになると
思いますか。

グゲレル： まず、資本市場と銀行制度の間でよりバランスのとれた制度が実現すること
を期待します。米国と欧州の金融制度を比較すると、米国の方がより資本市場の比率が高
くなっています。これは米国でモーゲージの証券化が進んでいることによりですが、欧州
ではそれほど一般的ではありません。金融システムには大きな変化が進行中です。銀行の
存在感は小さくなるでしょう。銀行サービスの多くはオンラインで提供されるようになり、
金融アドバイスのニーズは存在しますが異業種との競争が厳しくなるでしょう。銀行の規
模は小さくなるかもしれません。2000年代の初め、銀行のバランスシートは10年間で2
倍になりましたが、そのようなことは将来起こらないと思います。

渡辺： ありがとうございます。ワタナゲスさん、ASEANをどのようにみていますか。

ワタナゲス： はい。10年というの長い時間ですね。その間にはASEANのどこかで金
融危機が起こるかも知れません。ただ、それはおそらく単独のものであって、システミック
なものではないでしょう。それよりも私が心配するのは、グローバルな金融の健全性、
つまり、新たなグローバル金融危機が起こるかどうかです。2つの懸念があります。まず、
既に述べた積み上がった世界の債務問題です。この債務危機問題が吹き荒れるには、10年
以上の時間がかかるかもしれませんし、案外早くやってくるかもしれません。次の懸念は
不平等の問題です。これは世界のほとんど至る所で益々悪化してきています。もしも経済
成長が止まったり、十分な成長速度が得られなくなったり、経済の然るべき層へ恩恵がな
かったりした場合は、不平等が経済を大混乱に陥れかねない社会的不安定の原因になる可
能性があります。それはいつ起こるかわかりません。

渡辺： ありがとうございます。それでは、白井さん、いかがですか。

白井： 10年後、仮に何らかの金融危機があるとすれば、その源泉は、先進国におけるノ
ンバンクになると思います。特に米国やヨーロッパの非銀行（ノンバンク）セクターでは
何が起きているのかといった情報が少ないのですが、バランスシートは、もしかすると銀
行セクターよりもはるかに拡大しているのです。彼らのリスクエクスポージャーは明確で
なく、それが1つの懸念材料です。どのように規制するか、いかにしてノンバンクセク
ターの情報をもっと得るのか、が課題の1つです。

2つ目のポイントは、仮に先進国で低い中立金利がもうしばらく続いたら、先進国と新興
国間の金利差が生じる、ということです。新興国への資本流入は続くでしょうから、一部
の新興国では再び信用バブルや不動産バブルに直面するかもしれません。

最後のポイントとしては、金融セクターではないのですが、中央銀行について一言申し上げたいです。中央銀行はどうなるのでしょうか。リーマンショック後、FRBは大規模な資産買い入れ（LSAP）やQEの実施を主導することで米国株価や不動産価格の高騰をもたらしました。このような非伝統的金融政策によって、資産価格はプラスの影響を受けました。そして今、米国は金融政策を正常化させようとしています。これは米国の株価や不動産価格に対する影響が反転することを意味し、市場は受け入れたがらないものです。昨年そのようなことが起きたのです。最終的に中央銀行のバランスシートはどうなるのでしょうか、10年後どうなるのでしょうか、先進国でバランスシートの規模を大幅に縮小できる中央銀行はあるのでしょうか。これらが、私が考えている問題です。ゼントナーさんや私が申し上げたように、FRBは今年の終わりにかけて3.5兆ドルもの大規模なバランスシートを保有すると思われませんが、最終的には通貨に対する高い需要に対応する形で拡大し、長期的には4兆ドルほどになるかもしれません。仮に今後5年の間に米国が景気後退を迎え、QEを実施し、バランスシートが5兆、6兆ドルと拡大したら何が起こるでしょう。こうした問題を常に念頭に置いておきたいと思います。先進国の中央銀行が生み出した大規模なバランスシートによって、銀行危機ではないにしても、何らかの問題が発生する可能性はあります。何が起き、それがどのように金融市場の機能に影響するのでしょうか。今後10年の間、我々は真剣にこのようなことを議論しなければならないと思います。

渡辺： ありがとうございます。それでは、時間になりました。特に、総括のようなことはいたしません。たくさん問題をとりあげ、パネリストの方々に素晴らしい見識をご披露いただきました。我々はとても感謝しております。4名のパネリストの方々に大きな拍手をお願いいたします。ありがとうございました。

それでは、パネル・ディスカッションを終わります。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信賴できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

This report is intended only for information purposes and shall not be construed as solicitation to take any action such as purchasing/selling/investing financial market products. In taking any action, each reader is requested to act on the basis of his or her own judgment. This report is based on information believed to be reliable, but we do not guarantee its accuracy. The contents of the report may be revised without advance notice. Also, this report is a literary work protected by the copyright act. No part of this report may be reproduced in any form without express statement of its source.

Copyright 2019 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <https://www.iima.or.jp>



公益財団法人 国際通貨研究所

〒103-0021

東京都中央区日本橋本石町 1-3-2 三菱 UFJ 銀行日本橋別館 12 階

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>

Institute for International Monetary Affairs

12F, MUFG Bank, Ltd. Nihombashi Annex,

3-2 Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>