

最近の国際金融情勢について

浅川雅嗣

皆さん、こんにちは。私は、財務省で、日々為

替の動向を見ているのですが、一二月半ば以降、為替市場のボラティリティが高まったため、一月二〇日と二五日に、久しぶりに財務省、日本銀行、金融庁の三者会合を行い、終了後、私から市場に対する見方についてコメントさせていただきました。今日は、そうした短期的な話もさることながら、主として、より中長期的な国際金融情勢に焦点を合わせ、今後何が世界経済のリスクになるのかなどについてお話ししたいと考えています。

一、世界経済の見通し

世界経済は、基本的には緩やかな回復基調にあります。一、二、三、四ヶ月前に比べて、下方リスクが顕在化する可能性が高まってきたように思います。

二〇一八年一〇月に公表されたIMFのWEO (World Economic Outlook) によれば、二〇一八年、一九年の世界のGDP成長率は三・七%となっています(資料1ページ)。七月に公表され

た見通しでは、兩年とも三・九%でしたので、
○・二%ポイント下方改訂されたことになりま
す。世界経済見通しの下方改訂は久しぶりのこと
でした。

今回の下方改訂は、貿易摩擦への懸念、先進国
の金融政策の正常化とそれに伴う新興国の資本市
場への影響、中国経済の減速、欧州の政治的混乱
などの下方リスクが顕在化する可能性が高まっ
てきたことを背景とするものと考えられます。

二、当面の主な海外リスク要因

ここで、米国、新興国・コモディティ、中国、
欧州の四者について、それぞれどのようなリスク
要因があるのかを、少し詳しく見てみます。

(米国)

米国の経済状況は、足元ではそれほど悪くあり
ません。一二月一九日の利上げも、そうした経済
状況を背景とするもので、それほど違和感はあり
ませんでした。

それにもかかわらず今回の利上げをきっかけと
して株価が下落したのは、一つには、パウエルF
RB議長が発言が、マーケットが期待していたよ
りタカ派的なものと受け止められたことが大きい
ように思います。株価の下落は、為替市場のボラ
ティリティを高めることにもなりました。

もう一つ、米中に代表される貿易摩擦を巡る不
透明感があり、もともとマーケットが若干弱気に
なっていたことが関係していたように思います。
さらに、パウエル議長の去就に関するトランプ大
統領の発言が影響したかもしれません。ムニユー
シン財務長官がトランプ発言を否定しましたが、

中央銀行の独立性に疑念を差しはさむものと、マーケットが受けとめた可能性があります。

財政に関しては、米国では、二〇一九会計年度予算がまだ成立しておらず、一二月二日以降、政府機関の一部閉鎖が続いています。メキシコとの国境の壁を建設する費用として五〇億ドルを計上するか否かをめぐって、大統領府と議会の調整がつかないためです。現状、いつ政府機関の閉鎖が解かれるのか見通しは立っておらず、財政を巡る不透明感が高まってきている状況です。

二〇一九年以降、日米貿易交渉（日本は日米物品貿易協定（TAG）交渉と呼んでいます）が始まります。それに関連して、米国の通商代表部は、一二月二一日、具体的交渉目的をペーパーで公表しました。そこには、為替と貿易政策をリンクさせようとする米国の意図が示されています。

この点、米国は、改定NAFTAに為替条項を盛

り込んだ実績を背景に、日本にも同様の主張を行うとうとする可能性はあると思います。

以上のような要因が影響して、年末に株価が下落するとともに為替市場に動揺が生じましたが、急に実体経済が悪化したわけではありません。マーケットが弱気になっており、クリスマスで取引が縮小しているところにこうしたイベントが生じて、マーケットに警戒的な動きが出たわけです。結果的に、今日（一二月二七日）の時点では、株式市場も為替市場も落ち着きを取り戻してきているように思います。

しかし、より中長期的に見ますと、米国の貿易政策を巡る不透明感は拭えません。米国が進めようとしている「二国間の貿易赤字に着目した通商政策」は二〇一九年以降のリスク要因の一つになると思っています。

加えて、ロシアゲート疑惑等の動向にも注目す

る必要があります。一月二日にトランプ大統領の元個人弁護士であるコーエン氏に対して、ニューヨーク連邦地裁が三年二ヶ月の実刑判決を下しました。ロシアに関して虚偽答弁を行ったことが罪に問われたわけです。これがきっかけになって、ワシントンでは改めてロシアゲートが話題になっており、トランプ大統領の近辺が騒がしくなってきました。

(新興国・コモディティ)

新興国を巡るリスク要因としては、先進国の金融政策の正常化に伴って、新興国市場から資本が流出するおそれが挙げられます。この点に関しては、トルコ、アルゼンチンという政治的な背景を有する国を除いて、今のところ、それほど急速な資本流出が新興国一般に見られるわけではありません。しかし、このような資本流出は、いざ発生

しますと、非常にスピードが速く、予想外のことばかり得ますので、引き続き注意を怠ることはできません。

原油価格は、今日時点のWTIが四六ドルとになっており、ひところの六〇ドル超と比べますと、かなり下落してきたと感じています。今後に関しては、OPECの今の減産合意は、二〇一九年三月末に切れることになっています。他方、イランへの制裁は、日本に関しては二〇一九年五月四日まで猶予されておりまして、その間イランからの原油の輸入を継続することが可能です。その後、もしイランへの制裁が復活しますと、イランからの原油供給は途絶えざるをえません。これらの動向次第で、今後の原油価格は変動することになるでしょう。

(中国)

中国においては、引き続き資本流出圧力が継続しています。今のところ、人民元は安定しているように見えますが、これは引き続き資本流出規制を行っているためです。もしそうした規制を止めますと、おそらく急速な資本流出が生じる可能性があると思います。

このような状況を改善するためには、鉄鋼・石炭に代表される生産能力の過剰を整理するとともに、国営企業や地方政府などに対する過剰な信用を縮小していかなければなりません。不良債権問題もまだ処理が終わっていない可能性が高いと思われる、こうした問題に根本からメスを入れない限り、中国からの資本流出は収まらないのではないかと思います。

中長期的には、中国では、一人っ子政策が行われていたこともあり、今後、日本以上に急速に少

子高齢化が進みます。加えて、特に沿岸部で労働者の賃金が上昇してきているため、中国の潜在的な経済成長率は、今後低下していくことが避けられません。

こうした状況を踏まえて、中国は、マーケットに現実的かつ効果的な構造改革プランを示すことによつて、資本流出圧力に対応すること、さらに、マクロ経済のリバランス、すなわちこれまでの投資主導経済から消費主導経済への転換を迅速に進めていくことが必要だろうと思います。このような対応がなされないと、中国経済は、世界全体にとつて大きなリスクになるでしょう。

(欧州)

欧州においては、英国のEUからの離脱交渉の先行きが見通しがたいことに加え、イタリア、ドイツ、フランスなどの主要国で、政治が混迷する

状況が続いています。こうした欧州の動向が、どこまでグローバルなインパクトを有するかは測りがたいところがありますが、いずれにしましても、あまり平穏とは言えない状況が続いています。

三、米国

(1) ドル円相場

ドル円相場の動向を見ますと、二〇一八年の年初から三月頃までは、どちらかと言えば円高傾向で推移し、三月二六日には、一ドル一〇四円五六銭まで円高が進みました(資料3〜4ページ)。

その背景には、貿易摩擦に対する懸念など不透明感が高まったことで、リスクオフのセンチメントから円が買われたという事情があったように思います。

四月以降は、逆にドルが買われるようになり、ドル高が進みました。これは、米中の貿易インバランス是正に向けての議論がある程度進展するように見られたこと、地政学的リスクの筆頭に挙げられる北朝鮮問題の落ち着き、日米の金利差の拡大、原油価格の上昇など、ドルが買われやすい要因が生じたためです。ドルは、その後、二〇一八年夏以降、一〇円〜一一五円のボックス圏の中で安定した状態が続きました。その後、年末近くになって為替市場のボラティリティが高まり、一月二四日に一ドル一一〇円ちょうどまで円高が進んだわけです。

(2) トランプ政権の主な経済政策

(税制改革)

米国では、二〇一七年一二月に税制改革法が成立しました。これには、所得税の減税に加え、税

率の三五%から二一%への引き下げなど、法人税の大幅減税が盛り込まれています。

米国のそれまでの法人税率は実効税率で四〇・七五%であり、州税も含めると四〇%を超えますので、OECD諸国の中でもかなり高い方でした。トランプ大統領の下で、法人税率の引き下げが実現し、マーケットからプラス材料と評価された結果、米国では株価が上昇するとともに金利が下落しました。

しかし、私は、米国の減税政策は良いことばかりではなく、注意すべき点もあると考えています。

それは第一に、今回の税制改革による財政赤字額が巨額に上ることです。所得税減税と法人税減税を合わせ、向こう一〇年間で一・四兆ドル、約一五〇兆円の財政赤字要因となります。このため、今回の税制改革は、単なる大幅減税に他なら

ないという指摘もなされています。赤字が出た場合の資金調達の一部は、赤字国債によってなされることとなります。

しかも、一・四兆ドルという計数は、二・八%というやや高めの成長率に基づいて積算されています。成長率がそこまで高まらないと、赤字はより膨らむこととなります。この場合、赤字国債の発行規模がさらに拡大し、金利は上がります。株価は下がり、場合によってはドルが高くなるかもしれないかもしれません。今回の税制改革の陰には、そのような可能性が潜んでいるように思います。

第二に、もしトランプ大統領の思惑どおり、今回の税制改革が米国の経済成長に貢献することになりますと、成長率が高まる一方で、米国の輸入が増加し貿易赤字は拡大することになります。実はトランプ大統領が実現した税制改革は、米国の貿易赤字を拡大する政策に他なりません。

第三に、法人税の減税は法人には好影響をもたらしますが、日本と同様に、それがなかなか賃金上昇に結びついていないようです。トリクルダウンが起こってこないわけです。今のところ、小売売り上げはそれほど悪くないのですが、持続的な効果があるのか、今後注視していく必要があります。

二〇一九年以降、大幅な減税、特に法人税減税が、米国の景気にどの程度好影響をもたらすのかどうか、よく見極めていきたいと考えています。

(五〇〇億ドル相当の中国からの輸人品への追加関税措置)

米国は、二〇一八年七月六日に三四〇億ドル相当、八月二三日に一六〇億ドル相当、合わせて五〇〇億ドル相当の中国からの輸人品に対して、二五%の追加関税措置を発動しました。

それ以前から、中国は、米国との交渉を通じて、米国からのショッピングリストを作成し、米国の貿易赤字を削減する方策を詰めてきていたと思われれます。中国としては、ここまでやったのだから、追加関税措置は発動されまいだろうと考えていたら、いきなり発動されてしまったわけです。

この点に関して、私は次のように解釈しています。すなわち、五〇〇億ドル相当の中国からの輸人品への追加関税措置は、米国の通商法三〇一条を根拠とするものです。この条文の立法目的は、米国の貿易赤字の削減ではなく、外国政府の不正な貿易慣行の是正、撤廃にあり、具体的には、知的財産権の保護や市場歪曲的な補助金の撤廃が該当します。にもかかわらず、中国は、貿易赤字の削減に焦点を絞って交渉した可能性があり、結果的に、追加関税措置の発動を招いてしまったの

ではないでしょうか。

(二〇〇〇億ドル相当の中国からの輸入品への追加関税措置)

米国の追加関税措置の発動に対し、中国は即座に同額の報復措置を発動しました。これにトランプ大統領が反応し、今度は九月二十四日に、二〇〇〇億ドル相当の中国からの輸入品に対して一〇％の追加関税措置を発動しました。

七月、八月までは、通商法三〇一条に基づき、知的財産権の侵害の程度を踏まえ、五〇〇億ドルという追加関税措置の規模が積算されていきました。しかし、二〇〇〇億ドルの追加関税措置は、そうした積算を踏まえたものではなく、単なる報復合戦になってしまったという印象があります。

なお、この二〇〇〇億ドルの追加関税措置に関しては、一月二日の米中首脳会談の結果、二〇

一九年三月一日まで九〇日間の猶予期間が設けられ、その間に交渉がまとまらない場合は、追加関税率を一〇％から二五％に引き上げることとされています(その後、トランプ大統領は二五％への追加関税引き上げの時期を、三月一日より延期すると発表)。

これまでの経緯を踏まえると、米中には、ショッピングリストをまとめるだけではなく、通商法三〇一条の背景にある米国の真の懸念、つまり、知的財産権の保護、市場歪曲的な補助金の撤廃などについて突っ込んだ話し合いを行うことを望みたいと思います。

(3) 日米物品貿易協定交渉の開始

(九月二六日の日米首脳共同声明)

二〇一八年九月二六日、トランプ大統領と安倍首相は二国間の貿易交渉を始めることに合意しま

した。このときに出された日米共同声明において、「日米物品貿易協定（TAG）について、また、他の重要な分野（サービスを含む）で早期に結果を生じ得るものについても、交渉を開始する」と書かれています。基本的には物品が中心ですが、これに付随するような一部のサービスについても、合わせてファストトラックで交渉を開始することとされたわけです。

共同声明で重要なのは、「日米両国は他方の政府の立場を尊重する」と書かれていることです。ここで言う日本の立場は、「農林水産品について、過去の経済連携協定（TPPを指しています）で約束した市場アクセスの譲許内容が最大であること」です。米、牛肉、豚肉、乳製品などに関する譲許内容は、TPPで確定した内容が最大限で、上回ることはないという日本の立場を、米国が尊重するとされているわけです。

他方、米国の立場は、「自動車について、市場アクセスの交渉結果が米国の自動車産業の製造及び雇用の増加を目指すものであること」です。米国の自動車輸入に対する関税は、現在二・五%ですが、ピックアップトラックといった貨物自動車だけは、歴史的な経緯から二五%の関税が課されています。米国は、二・五%の関税を引き下げることには消極的ですが、ピックアップトラックに対する二五%の関税の引き下げにはさらに消極的で、基本的には変更したくないという立場です。事実、EUとの貿易交渉では、米国の自動車輸入は最初から交渉の対象から除かれるというのが米国の立場です。

TPPでは、米国の自動車輸入関税は、ピックアップトラックを含め二五年から三〇年かけて撤廃することとされています。今回のTAGの交渉に当たって、米国の輸入関税を交渉対象とする

か否かにつき交渉を重ねた結果、先ほど御紹介した一文が声明に盛り込まれることになりました。

こうした事情があり、多少わかりにくい表現になっているわけですが、具体的に米国の自動車輸入関税の取り扱いがどうなるかは、具体的な交渉が行われる中で固まってくるものと思われま

す。共同声明の最後では、「信頼関係に基づき議論を行う」「その協議が行われている間、本共同声明の精神に反する行動を取らない」と書かれています。

米国は、通商拡大法二三二条に基づき、二〇一八年五月二三日に自動車に関する調査を開始しました。通商拡大法二三二条は、国家安全保障を阻害するおそれがある場合、追加関税を課す権限を大統領に与えるものですが、トランプ大統領の指示で、米国への自動車輸入が米国の安全保障に脅威を与えていないかどうか調査を行うことになっ

たのです。調査の結果、もし脅威を与えているようであれば、自動車の輸入にも追加関税措置が発動されます。報道によると二〇%から二五%と言われておりますが、日本から米国への自動車輸出に対して追加関税が賦課されることになれば、日本の自動車産業にとって致命的です。日米間で交渉を行った結果、先ほどの共同声明において「本共同声明の精神に反する行動は取らない」旨の一文が盛り込まれました。この意味としては、日米で貿易交渉を行っている間、日本から米国への自動車輸出に対して追加関税の賦課は行われないと理解されています。

さらに、共同声明の最後には「他の関税関連問題の早期解決に努める」と書かれています。

通商拡大法二三二条に基づいて、米国は、同じく二〇一八年三月二三日、鉄鋼の輸入に対して二五%、アルミニウムの輸入に対して一〇%の追加

関税措置を発動しました。日本から米国への鉄鋼・アルミニウムの輸出に対して、既に追加関税が賦課されているわけです。安全保障上の懸念から、同盟国である日本からの鉄鋼・アルミの輸入に対して追加関税を賦課するのはなかなか理解が困難です。共同声明の最後に「他の関税関連問題の早期解決に努める」とあるのは、鉄鋼・アルミ輸入への追加関税措置を念頭に置いたものです。鉄鋼・アルミ輸入への追加関税措置について、米国が、日本との協議に応じることを意味すると解されています。

（日米貿易交渉の現状）

米国では、貿易交渉権限は本来議会にあり、大統領にはありません。このため、現在トランプ政権は、貿易促進権限法によって議会から大統領が交渉権限の委譲を受けて、各国との貿易交渉に臨

んでいるわけです。権限の委譲を受けるに当たっては、さまざまな条件が付けられ、その一つに、大統領は、交渉開始の九〇日前までに議会に通告することが求められています。今回の日米貿易交渉に関し、この通告は既に終わっています。

権限の委譲を受けるに当たって、大統領は、もう一つ、交渉開始の三〇日前までに交渉目的を書面で議会に通告することが求められています。これが、先程申し上げましたように一二月二日に公表されたわけです。このため、最も早ければ、提出後三〇日が経過する二〇一九年一月二〇日以降、交渉を開始する法的環境が整います。

交渉目的の書面の内容に入る前に、NAFTA再交渉を巡る動向に触れておきます。二〇一八年九月三〇日、米国・カナダ・メキシコの間で、NAFTA改定に関する再交渉が決着し、新NAFTA（USMCA）に合意しました。日本の立場

からその内容を見ますと、三つほど気を付けるべき話が入っていました。

一つ目は、メキシコ又はカナダから米国への自動車輸出に対し、年間二六〇万台という枠がはめられたことです。二六〇万台までは無税での輸出が可能です、それを超えますと、通商拡大法二二三条による追加関税の賦課が起こり得ます。

これはWTO違反である懸念が極めて高いのですが、なぜかカナダ、メキシコは受け入れてしまいました。米国は、日本からの自動車輸出に対しても、これと同じことを要求してくる可能性があります。

二つ目は為替条項です。為替に関して、日本は従来から確固たる方針を持っています。それは、為替政策と貿易政策は、いかなるチャンネルであつても連動させてはならないということです。

TPPの際も、米国は為替条項を織り込むよう求

めてきましたが、日本はそれを拒否し、協定本文ではなくサイドレターにおいて言及することで決着を図りました。ところが、NAFTA改定の再交渉では、為替条項が協定本文に織り込まれており、日本にとってはしつくりとこない結着となっています。

三つ目は、毒薬条項として、将来、カナダやメキシコが、非市場経済国である、例えば中国とFTAを結ぶようなことがあれば、USMCAを終了させることができると書かれていることです。日本が進めているRCEPの中に中国も入っており、さらに、日中韓のFTA交渉も進めておりますので、もし日米の協定の中にこうした毒薬条項を入れることを求められますと、問題が生ずる可能性があります。

(米側具体的交渉目的の書面)

ここで、一月二十二日に出された米国の具体的交渉目的の書面を見ていきます。

内容を見ますと、物品貿易や為替を含め、二二に及ぶ幅広い項目が列記されています。もつとも、TPPなどの貿易協定で一般的に見られる規定内容を記述したものが大半で、交渉開始後、具体的に米国が何を要求してくるかは、今の段階ではわかりません。

個別に見ますと、農産品については、TPP以上の市場アクセスを求めるとい趣旨の記述はなされていませんでした。

自動車については、とりあえず数量規制に関する記述はなされませんでした。

他方、予想どおり為替に対する言及は入っていました。具体的には、「日本が、国際収支の効果的な調整を妨げるため又は不正な競争上の優位

を得るために為替相場を操作」しないと書かれています。これはいわば当然のことで、同様のことがIMF協定にも書かれています。日本としては、これ自身が日本の為替政策の手足を縛るものとは受け止めていませんが、貿易協定の中でこれをどう扱うかは、今後の交渉の中で議論されることとなります。

(WTOを活用した貿易摩擦への対応)

貿易摩擦への対応に関しては、二国間の交渉も重要ですが、同時に、マルチの枠組みを忘れてはなりません。このため、WTOが適切に役割を果たせるよう、その改革を推進することが求められます。

当初、米国は、WTO改革には消極的でした。米国は、WTOの紛争処理手続きが非効率的だとして、WTOを活用した貿易摩擦への対応に乗っ

てこようにとしませんでした。ただし、日本などが説得したこともあり、このところ米国の姿勢が変化し、WTO改革に取り組もうとする機運が生じてきています。その結果、マルチの枠組み改善を通じた貿易摩擦への対応が、G20での大きなアジェンダになってきている状況です。WTO改革の具体的な内容には次のようなものがあります。

一つ目として、WTO協定上、国有企業に補助金を出しているような場合はWTOに通報することが求められています。しかし、これまで通報義務を十分に果たしていない国が存在します。今後、中国などに対して協定の規定を遵守するよう求めるとともに、遵守しない国に不利益措置を導入する等、通報制度を改善しようとする動きが出てくると考えられます。

二つ目として、米国は、WTOにおける紛争処理は時間がかかって非効率だとか、運用が不透明

などと考えています。WTOにおける紛争処理は、第一審のパネルを経ると上級委員会を取り扱われますが、今、七人の定員に対し、委員は三人しかいません。米国の反対で、後任の委員の補充ができていないためです。後任の補充ができないままですと、二〇一九年末には、委員は一人になってしまい、WTOの紛争処理手続きは完全に崩壊してしまいます。できるだけ紛争処理を効率化し、処理期間を短縮する努力などを行いながら、委員の後任人事を進め、WTOの紛争処理機能を回復させなければなりません。

三つ目として、WTOは、電子商取引など、最新のトレンドを踏まえた新たな課題に対応できていない面があります。こうしたところを改善して、WTOルール の現代化に取り組んでいかなければなりません。

四、欧州

(1) Brexit

(Brexitの経緯と今後の予定)

二〇一六年六月に、英国で、EUからの離脱の是非を問う国民投票が行われ、五一・九対四八・一の僅差ながら離脱派が多数を占めました。これを受け、英国は、二〇一七年三月二十九日、EUに対して離脱を通告しました。二年後の二〇一九年三月二十九日に、英国のEU離脱期限が来ることとなります。

二〇一七年六月から離脱交渉が始まり、第一段階として、市民の権利、金銭上の義務、アイルランド国境問題について優先的に議論することとされました。また、第一段階で十分な進展が見られなかった場合には、第二段階に進んで、英国とEUの将

来関係について議論することとされました。

同年一二月にユンカーEU委員長とメイ首相が会談し、第一段階の交渉について大筋合意したとされました。しかし、実際には、第一段階の交渉は決着しておらず、特にアイルランド国境問題は棚上げの状態で全く片付いていませんでした。結果的に、現在でも、アイルランド国境問題は、喉に刺さったとげのようになって残っています。

その後、二〇一八年三月に離脱協定案が公表され、二〇二〇年一二月三十一日まで移行期間を設けることが合意されました。

英国政府は、一月一四日の閣議で、離脱協定案と英国とEUの将来関係に関する政治宣言を承認しました。また、一月二五日には、臨時欧州理事会において、同じく離脱協定案と政治宣言が承認されました。

現在、離脱協定案及び政治宣言は、英国議会に

おける承認手続きの段階にきています。

(EUと英国の離脱協定案)

さて、この離脱協定案において、移行期間は、前述のように二〇二〇年一月三十一日までとされていますが、これに加えて、二〇一八年一月月の合意において、「英国・EUの合同委員会において、二〇二〇年七月一日までに、一回に限り、最長二〇二二年末まで、移行期間の延長を決定することができると」こととされました。ただし、「移行期間の終了までに、アイルランド問題を解決するような新たな通商合意に至らず、かつ移行期間も延長されない場合、バックストップが発動」するとされています。

バックストップとは、「暫定的に、英国全体とEUとの間で単一関税地域を創設」し、英国が関税同盟にとどまるというものです。バックストップ

プが発動されますと、アイルランド国境問題は顕在化しませんが、その代りに英国が関税同盟から脱退するというブレグジットの目的は達成されないこととなります。しかも、「暫定的に」と書いてあるだけで、これが何年続くのかは書かれていません。

いったんバックストップが発動されますと、これを終わらせるかどうかの判断は英国・EU合同委員会に委ねられます。つまり、「バックストップがこれ以上必要ないと判断した場合、英・EUのどちらかが終了を提案し、合同委員会は、バックストップを終了するかどうかを決定」することとされているわけです。したがって、英国単独では、バックストップを終了させることはできないこととなります。

(英国議会における今後の見通し)

離脱強硬派は、バックストップを巡る合意案に対し、EUにおける議決権を失うにもかかわらず、離脱後もEUルールを半永久的に受け入れることになる可能性があるとして、猛烈に反発しました。

当初、一二月一二日に、英国議会で離脱協定案の採決が行われる予定となっていました。この時点で投票にかけられていたら、確実に否決されていたと思います。

そこでメイ首相は、採決を延期した上、一二月一三日、一四日に欧州理事会に出席し、バックストップに期限を設けられないかという提案を行ったようです。報道では、一年の期限を設けることが提案されたようですが、EUは、メイ首相の提案に対しノーの回答を行ったと伝えられています。今のところ、離脱協定案及び政治宣言の議会で

の採決は、二〇一九年一月一四日の週に行われることになるようです。それまでは大きな進展のない状況が続きます。私自身は、採決が行われたとしても、否決される公算の方が大きいと思っています(その後二〇一九年一月一五日に英国議会で採決が行われ、大差で否決された)。

(離脱協定案が否決された場合のシナリオ)

英国議会で離脱協定案が最終的に否決された場合、予想されるシナリオとしては四つほど考えられます。

一つ目は総選挙です。二つ目は国民投票のやり直しです。いずれにしても時間がかかりますので、三月二九日の離脱のデッドラインには間に合いません。

三つ目は、二〇一九年三月二九日に合意なしでEUから離脱する、いわゆるハードブレグジット

です。この場合、英国への輸入に対して、W T O 上の協定税率が即日適用されることとなります。

大急ぎで、二国間の貿易協定交渉を開始することになるのですが、決着までに時間がかかることは避けられませんので、貿易に対しては悪い影響をもたらすこととなります。金融サービスに関しても、問題が生じる可能性があります。

四つ目は、E U 離脱期限の延長です。E U 二七ヶ国の合意があれば、離脱期限の延長が可能とされています。私は、この可能性が最も大きいと考えています。離脱期限の延長は問題の先送りになりません、メイ首相には時間的余裕が生まれます。

ブレグジットの影響につきましては、政治的には大騒ぎになるでしょうが、世界的な株安等市場の不安定につながるかどうかについては、マーケットではどちらかというと欧州のローカルな問

題と受け止められているようです。つまり、英国のE U 離脱の影響は避けられないにせよ、世界経済の足を引っ張るような、リーマンショックのような致命的な出来事にはならないと認識されているようです。

(2) その他の欧州政治情勢

フランスでは、二〇一八年一月以降、各地で燃料税の引き上げに反対するデモが行われ、それが暴徒化するなどの騒動が起きました。最近ではかなり下火になってきているようですが、今や、デモの主張は、燃料税の引き上げの撤回ではなく、マクロン大統領の退任を求めるものになっており、かなり根深い政治運動になってきているように思います。マクロン大統領の支持率も日に日に落ちてきており、今後、マクロン大統領が国際社会をリードする役割を果たせるかどうかはポイ

ントになります。

ドイツでは、二〇一八年一〇月にバイエルン州とヘッセン州で行われた州議会選挙において与党が敗れ、メルケル首相が党首を退任することを決断しました。メルケル首相の側近が後継者に選出されましたので、政策の継続性は期待できるのでしようが、政治的な不安定要素が増したことは否めません。

イタリアでは、五つ星運動と同盟というポピュリスト政党が連立政権を組んでいます。

二〇一八年秋、イタリアの二〇一九年度予算案につき、EU委員会よりEU財政ルールから前例がないほど逸脱しており、受け入れられない旨の指摘がなされました。当初の予算案が受け入れられない場合、イタリアが予算を組み替えるか、又は、組み替えを行わない場合はEUからペナルティが課せられることとなっていました。ペナル

ティとしては、GDP比二・二％に相当する金額の無利子での供託が求められ、六ヶ月以内に改善が図られない場合はそれが没収されることとなります。

一月二三日に、イタリアは、GDP比二・四％の財政赤字を二・〇四％に引き下げることとしました。加えて、イタリアは、二〇一九年度予算のうち二〇億ユーロの執行を凍結する旨、さらに二〇二〇年度及び二〇二一年度予算において、財政収支見込みが思わしくない場合は、付加価値税を引き上げる旨の約束をしました。EUは、こうしたイタリアの対応を受け入れ、ペナルティの発動は回避されたのですが、少しひやつとした場面がありました。

以上のとおり、ヨーロッパでは、各国で政治的な不安定性が見られ始めており、これがマーケットのセンチメントに影響を及ぼす可能性があるこ

とに留意する必要があります。

五、中国

(中国経済)

I M Fによると、中国のG D P成長率は、二〇一七年が六・九%、一八年の見通しが六・六%、一九年の見通しが六・二%と徐々に落ちてきています(資料18ページ)。

成長率が落ちてくること自体は不可避だと思いますが、留意すべきことの一つ目は、過剰生産設備が積み上がる一方、二〇一七年末で、非金融業の債務残高がG D P比約一六〇%と異常に高いことです。債務残高が積み上がったことによる金融面のリスクをどう抑止するかが中国の政策運営の大きな課題の一つです。

二つ目として、二〇一八年初以降、固定資産

投資の伸びが過去最低水準となるなど、投資が激減しています。中国の専門家は、米中貿易摩擦の激化により、投資が激減したと言うのですが、それがすべてではない気がします。なぜなら、中国の投資は、既に二〇一八年の年初から継続して減少しているからです。一月以降の投資の激減は、過剰生産設備や過剰信用、不良債権等根深い国内の構造問題に端を発したものです。同様の理由で、人民元流出圧力もなかなか収まりません。

三つ目として、国務院は、二〇一八年七月、財政・金融政策について緩和基調への転換ともみられる決定を行いました。具体的には、財政政策に関しては、地方債発行計画を前倒しすることによって、地方におけるインフラ投資を促進することとしました。もっとも、地方政府は、既に多額の借金を抱えており、また、収益の上がる投資物件がそれほどあるわけではありません。このた

め、地方政府は追加投資に二の足を踏んでおり、あまり効果が上がっていないようです。

金融政策も緩和基調にあり、二〇一八年に入つて三回、預金準備率を引き下げ、潤沢な流動性を供給しようとしています。しかし、ベースマネーを増やしても、マネーサプライの増加に必ずしもつながっていないのが実情のようです。

総じて申しますと、中国経済の減速傾向が顕著な中で、財政・金融政策の効果も期待するようには上がっていないように思います。

中国では、二〇一八年一月九日～二二日にかけて中央経済工作会議が開催されました。

今回の会議の概要を見ますと、財政政策・金融政策の運営に関し、「積極的な財政政策の方向を維持」「穏健な金融政策を維持」と書かれています。中国経済は、中長期的に投資主導から消費主導への転換を図ろうとしている中で、今回、地方

政府に投資させて成長率を維持しようというのは、方向としていかなものかという気がします。

（人民元の動向、外貨準備の推移）

人民元は、二〇〇五年七月まで一七年間、一ドル七・八元という固定相場制の下にありました。そこから人民元の弾力化が始まり、人民元対ドルで強くなる傾向が続いてきました。しかし、二〇一四年以降、潮目が変わり、人民元がドルに対して弱くなり始めました。特に二〇一五年八月一日に起きた人民元ショックは記憶に新しいところです。二〇一六年は、年間を通じて人民元が弱含みで推移し、二〇一七年一月四日には、一ドル六・九五二六元と、七元ぎりぎりのところまで人民元が下落しました（資料23ページ）。

この間、中国は、人民元の下落を放置していた

わけではありません。資本流出によって、ある程度人民元が減価することはやむをえません。人民元の暴落を避けるため、人民元買いドル売りの為替介入を行って、人民元の下落スピードをコントロールしてしました。

中国では、二〇一四年までは外貨準備の増加が続いていましたが、二〇一四年六月を境に減少に転じました（資料24ページ）。これは、人民元の下落が始まったため、人民元買いドル売りという、従来とは逆方向の介入を始めたためです。二〇一六年までの二年間で、外貨準備は約一兆ドル減少しました。

しかし、このようなことは長続きしません。実際、二〇一七年に入ってから介入が控えられるようになりました。その代わり、臨時の措置として資本流出規制が強化されました。この効果もあり、人民元は二〇一七年に入って、ドルに対して

むしろ強くなりました。その後、二〇一八年五月以降、再び人民元が安くなり始め、一二月現在では、一ドル六・九六七元と、再び七元の直前まで来ている状況です。

こうした動きを見ても、資本の流出圧力は残っており、これに起因する人民元の減価圧力が続いていることがわかります。だからこそ、中国は、一度始めた資本流出規制の強化をなかなか緩和できないでいる可能性があります。

先ほど申し上げたように、中国から資本が流出し始めた理由は、過剰生産設備や過剰信用問題等の根深い構造問題が解決しないことにあります。中国の場合、自国の国民や企業が資産を国外に逃避するというユニークな動きが続き、それがなかなか収まらない状況にあります。中国経済の今後の動向には、十分注意が必要と考えています。

(日中金融協力に係る合意)

これまで、中国について悪い話ばかり続けてきましたが、良い話がないわけではありません。二〇一八年五月九日の日中首脳会談で、大きく三つの話が動くことになりました。

一つ目は、中国によるRQFII（人民元適格外国機関投資家）枠の付与です。RQFIIとは、外国の機関投資家が人民元で中国の債券や株式を購入できる枠を指しており、従来、日本の機関投資家にはこの枠は付与されていませんでした。今回の日中首脳会談において、二〇〇〇億元（三・四兆円）の枠が日本の機関投資家に対して付与されることになりました。現在、財務省では、各機関投資家に対し、どの程度の枠を希望するか打診を行っているところです。枠が付与されれば、その枠内で、人民元のまま中国の債券・株式を購入することが可能になりますので、ぜひご

活用いただければと思います。

二つ目は、日本における人民元クリアリング銀行の指定です。これまで、人民元決済をしようと思いますと、上海か香港市場で行うしかありませんでした。今回、中国は、中国銀行東京支店にクリアリング業務を行わせることに合意しました。

これにより今後は、東京で人民元取引の決済が行えることとなります。したがって、これは、東京に人民元のオフショア市場を育成することを狙った政策でもあります。

三つ目は、円元の通貨スワップ協定の締結です。これによって、日本企業の中国拠点において、自然災害やシステム障害などで人民元の流動性が不足するような事態が生じた場合、日本銀行が中国の人民元銀行からスワップの形で人民元を引いてきて、日本の親会社等を通じて中国拠点に人民元が供給できるようになりました。したがっ

て、これは中国のためのスワップではなく、日本企業のためのスワップであり、日本企業の中国でのビジネスがよりスムーズに行えるようになったと言えるでしょう。

この他、現在、いくつかの日系金融機関（主にメガバンクです）が中国の債券業務ライセンスを申請中ですが、これについてよい感触が得られています。また、証券会社等の中国市場参入に関連して、最近、外資が五一%まで出資できるよう規制が緩和されました。これを受け、現在、UBS、野村證券、JPモルガン・チェースが外資比率五一%の子会社の設立を申請しているところがあります。

六、その他の新興国

ここで、その他の新興国として、アルゼンチ

ン、トルコ、インドの状況を見てみます（資料26ページ）。

（アルゼンチン）

アルゼンチンのマクリ政権は、改革を進め欧米諸国との関係も改善しています。しかし、フェルナンデス前政権から引き継いだ負の遺産が大きいため、一般国民から政策への理解が得られず、支持率も低下してきています。

そのような中、アルゼンチン・ペソが投機の対象になり、二〇一八年四月下旬から大幅な下落を記録しました。それに対して、政策金利が、五月に三三・二五から四〇%に、八月半ばに四〇%から四五%に、八月末に四五%から六〇%に引き上げられました。しかし、ここまで政策金利を引き上げて、アルゼンチン・ペソの暴落は収まりませんでした。

そこで、アルゼンチンは、IMFと交渉し、財政健全化などの厳しい条件を呑む代わりに、IMFから五六三億ドルの追加融資を受けることになりました。これによって、アルゼンチン・ペソは安定を取り戻し今日に至っています。

なお、二〇一六年以降、最近までの三年間のアルゼンチン・ペソの対ドル下落幅は、六五%となっています。

(トルコ)

トルコでは、七月二四日に行われた中央銀行の政策決定委員会で、政策金利が引き上げられると見られていたのですが、結局一七・七五%で据え置かれることとなりました。

これが、大統領の中央銀行に対する介入だと見られたこともあり、トルコ・リラが暴落しました。その後、九月半ばに政策金利が一七・七五%

から二四%に引き上げられたことで、トルコ・リラは落ち着きを取り戻し今日に至っています。

なお、二〇一六年以降、最近までの三年間のトルコ・リラの対ドル下落幅は、四五%に上っています。

(インド)

インド・ルピーは、アルゼンチン・ペソやトルコ・リラと異なり、比較的安定して推移しています。二〇一六年以降、最近までの三年間の対ドル下落幅は、五・六%にとどまっています。

二〇一八年一〇月にモディ首相が日本に來られた際、大きな交渉テーマになったのは、通貨スワップ取極です。モディ首相の申し出を受け、この機会に、七五〇億ドルの通貨スワップ取極の締結に基本合資しました。

合わせて、インドのECB(対外商業借り入

れ)規制についても交渉が行われ、規制の見直しが行われることになりました。

二年前、インドのインフラ企業が対外借入れを行う際、最低平均借入期間五年以上一〇年未満の借入れについて、一〇〇%の為替ヘッジが義務付けられました。この結果、過去二年間、日本の金融機関によるインド企業へのインフラファイナンスの実績はゼロになってしまっていたのです。そこで今回の交渉の結果、最低平均借入期間が五年以上一〇年未満の借入れについては、一〇〇%の為替ヘッジ義務が廃止されることになりました。加えて、最低平均借入期間三年以上五年未満の対外借入れについても、為替ヘッジ比率が一〇〇%から七〇%に緩和されました。今後、よい案件があれば、インドに対するインフラファイナンスにお取り組みいただければと思います、御紹介した次第です。

ちょうど時間になりましたので、ここで私の話を終わらせていただき、御質問があればお受けしたいと思います。

増井理事長 浅川財務官、どうもありがとうございます。最近の国際金融情勢についてわかりやすく御説明いただきました。

それでは、せっかくの機会ですので、御質問等があればお出しただければと思います。

質問者A 一月半ば以降、市場の動揺が広がる中、一月二〇日と二五日に、財務省・日本銀行・金融庁の三者会合が行われました。二五日の会合の後、浅川財務官は「今後、ボラティリティがさらに高まるようであれば、必要な措置を取る」とおっしゃりました。しかし、日本銀行による為替介入は、日米関係や国際協調の枠組みの中では実施しづらいところがあるように思います。

その場合、オールジャパンの公的年金の活用などが視野に入ってくるのではないかと思いますが、この点、具体的にどのようなことが考えられるのか、可能な範囲でお教えいただけないでしょうか。

浅川 一つ目に、「必要な措置を取る」と言っても、株式市場に介入することはできませんので、私が「必要な措置を取る」と言うとき、念頭に置いているのは為替市場です。この点をまず御理解いただきたいと思います。

二つ目に、トランプ大統領の下での日米関係を考慮すると、為替介入はやりづらいだろうと思われるかもしれませんが、しかし、日本は、これまでマクロ経済政策のメニューから為替介入政策を排除したことはなく、これからも維持していきま

す。他方、私どもは、為替市場への対応に当たって、介入の他にもさまざまな手段を持っていま

す。今後、マーケットのボラティリティが高まるときは、これらの手段を活用して適切に対応していきたいと考えています。

質問者B 二つ質問させていただけます。

一つ目として、二〇一九年には日本でG20が開催されます。議長国の立場で、G20における最大のテーマは何になるとお考えでしょうか。

二つ目として、今の日本の産業界にとって、一〇円〜一三円の円ドルレートは、非常に居心地のよい水準ではないかと思えます。今後、米国は、日本との貿易交渉の中で、為替問題を持ち出してくるのでしょうか。

浅川 先日行われたアルゼンチンでのG20サミットにおいて、二〇一九年の議長国として、G20財務大臣トラックのプライオリティを整理、公表しました。私としては、特に二つの課題を最優先に取り上げたいと考えています。

私が強調したいプライオリティの一つは、グローバル・インバランスです。トランプ大統領は、貿易不均衡を、日米、米中、米独など、二国間の関係として捉えています。

しかし、貿易不均衡は、本来、グローバルな観点から捉えるべきものです。米国と他の国の間で、関税をかけ合っても、貿易量は減りこそすれ、米国の貿易赤字が縮小する保証は一切ありません。グローバル・インバランスを改善するためには、それぞれの国が、自らのマクロ経済構造に踏み込んだ対応を行う必要があります。米国の場合は、貯蓄率を引き上げ投資率を引き下げて、I Sバランスを改善することが求められます。さらに、財の貿易の他にも、サービス貿易や所得収支の議論もしてみたいと考えています。こうした点を再提起したいと考えてアジェンダの一つに掲げました。

二つ目は高齢化です。不思議なことに、G20で高齢化について包括的に議論されたことは、これまで一度もありませんでした。高齢化が進展しますと、さまざまな財政政策上の制約が出てきます。また、金融政策面でも、高齢化の進展によって、貯蓄率が上がり投資率が下がって、自然利子率に下方圧力がかかるなどさまざまな影響が生じることになるでしょう。さらに、労働市場への影響、世代間の公平など、幅広い論点がありえます。

第二の御質問の為替問題ですが、今、米国と他国の間で関税をかけ合っています。しかし、これによって米国の貿易赤字が縮小する保証はありません。このため、いずれトランプ大統領は、為替に目を向けてくる可能性はあろうかと思えます。先程申し上げたように、NAFTA改定のための再交渉でも、協定の中に為替条項が盛り込まれま

した。日本との貿易交渉でも、米国はこれと同様のことを要求してくる可能性はあります。しかし、日本は、政策的にも理論的にも、貿易政策と為替政策をミックスするような措置を受け入れることには消極的です。

歴史を振り返りますと、二〇〇八年の九月一日にリーマンショックが起きました。その後、米国が金融緩和を進めていく中で、円が対ドルで上昇し、一ドル一〇〇円から七五円まで円高が進みました。その後、二〇一三年に日銀総裁が黒田氏に代わり、量的質的金融緩和が導入されたこともあり、今度は一ドル七五円から一一〇円まで円安が進みました。このように、ここ一〇年を見ますと、最初の五年間が急速な円高局面で、その後の五年間が急速な円安局面であったと言えます。このような中で、最近一〇年間の日本の輸出数量を見ますと、驚くほど安定していることがわか

ります。教科書的には、企業は、円安局面ではドル建ての販売価格を下げ、円高局面でドル建ての販売価格を上げるため、円安局面では輸出数量が増え、円高局面では輸出数量が減るとされています。しかし、実際問題として日本企業のドル建ての販売価格は、円安の下でも円高の下でも極めて安定的に推移しています。これは、日本の輸出構造が、価格を下げなくても売れるような付加価値の高い商品にシフトしてきたことに他ならず、非常に良いことではないかと考えています。加えて、日本企業の生産拠点の海外への移転が進んでいることも相まって、為替レートと輸出数量の関係が希薄化してきているのが実情です。

こうした点に照らして考えますと、為替政策と貿易政策を関連付けようとする動きは、事実として正当化されないものと考えています。

増井理事長 まだまだお伺いしたいことがあります

すが、時間が過ぎておりますので、このあたりで今日の講演会を終わらせていただきます。

ここで、研究所からお知らせがございます。研究所は、来年二月に太陽生命日本橋ビルに移転します。年明け後の一月以降、私どもの講演会は、移転先のビルの二六階にある会議室で開催する予定です。この場で開催する講演会はこれが最後になりますので、御承知おきいただければと存じます。

今日は、今年最後の講演会でございますので、この一年間の御礼を申し上げますと同時に、来年もまたどうぞよろしくお願い申し上げます。

最後に、お忙しい中をおいでいただき、ご講演いただいた浅川財務官に拍手をお願い致します。

(拍手)

(あさかわ まさつぐ・財務省財務官)

(本稿は、平成三〇年二月二七日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

浅川 雅嗣 氏

略 歴

1981年大蔵省入省後、広島国税局廿日市税務署長、アジア開発銀行総裁補佐官、理財局課長補佐、主計局主査を歴任

1996年 IMF（国際通貨基金）財政局審議役に出向。2000年に財務省に復帰後、国際局地域協力課長、主税局国際租税課長、国際局為替市場課長、同開発政策課長、同総務課長を経て、2008年9月内閣総理大臣秘書官、2009年9月から副財務官、2012年8月から国際局次長、2012年12月から財務省国際局次長 兼 副総理・財務大臣秘書官、2013年6月28日から総括審議官、2014年7月4日から国際局長、2015年7月7日より現職

2006年から2009年まで埼玉大学大学院経済科学研究科客員教授

2012年から2015年まで東京大学大学院総合文化研究科客員教授

2002年から2004年まで OECD 租税委員会有害税制フォーラム議長、OECD 租税委員会非加盟国協力委員会議長、2011年から2016年まで OECD 租税委員会議長

1981年東京大学経済学部卒業、1985年プリンストン大学行政学大学院にて行政学修士