

## 第42回

### 『 難問に直面する2016年 』

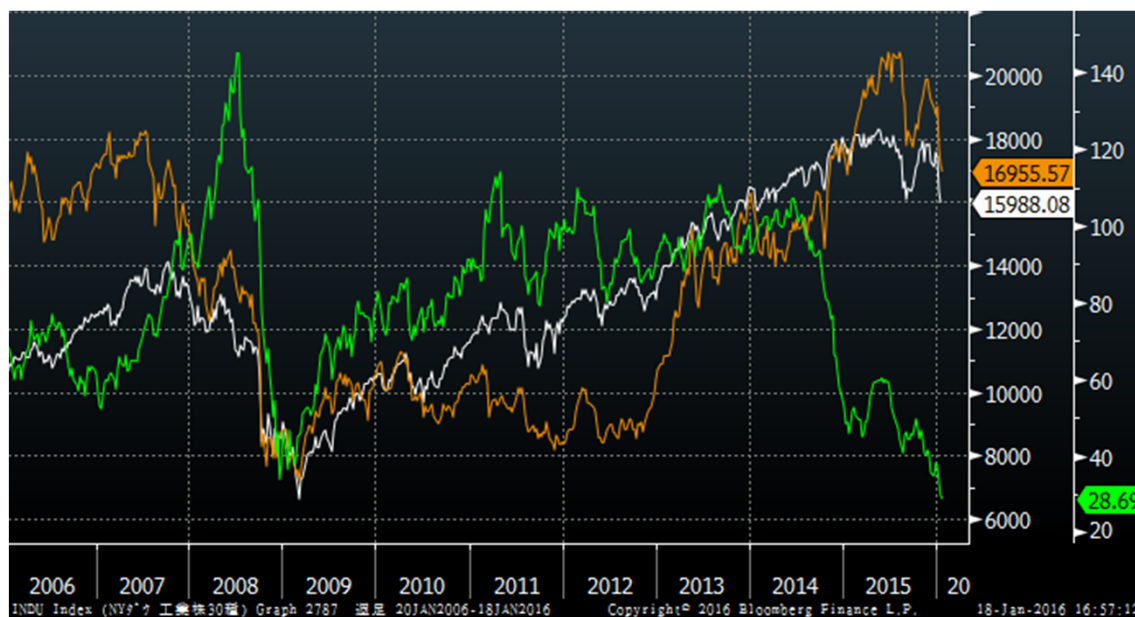
Q1. 原油価格の下落、世界同時株安など2016年の世界市場は波乱含みの幕開けとなりました。サウジアラビア(以下、サウジ)とイランの両国の対立激化が世界情勢の不安定さを増す要因の一つとされています。

原油安で財政不安を抱えるサウジはアラブ諸国を味方に強硬姿勢を打ち出す一方で、イランのほうには制裁解除を睨んでロシアや中国が接近しているようです。

中東情勢の緊張が長引けば、世界経済にも暗い影を落としかねませんが、この点について本田さんはどのようにご覧になっていますか。

A: まず原油価格と株価の動きをグラフでおさらいしておきましょう。

白: NYダウ、オレンジ: 日経平均、緑: 原油価格



(出所:ブルームバーグ)

原油価格(WTI米国軽質原油)はリーマンショック時に2008年7月の最高値147ドルから翌年の底値32ドルまで実に115ドル、78%も下落しました。この期間に株価はダウ平均で22%下げています。我が国のほうは原油価格の下げが交易条件好転に繋がることを意味し、株価にとっては、プラス要因です。しかし、一方でまた円ドル相場が円高に動いたことがマイナス要因となり、結局日経平均は25%の下げとなっていました。

今回の原油価格の下げは14年6月に始まり今日まで20か月に及んでおり、その下げ幅も110ドル台から33ドル台へと70%下落し、リーマンショック時の下げ幅に接近しています。

**サウジとイランの関係悪化が原油価格に与える影響は極めて深刻です。**  
**そして原油価格の動向が世界経済に及ぼす影響も計り知れません。**

まず原油価格についてはこれ以上の下落はないだろうとの見方もあるものの、リーマンショック時と比べて次のような新しい要因から、これまでとは決定的に違った局面に入っていると見るべきです。

- ① 米国のシェール原油という新しい供給源勢力が加わったこと
  - ② シリアで内戦が激化しており、加えてサウジの財政事情の急激な悪化もありOPECに協調減産の余裕がないこと
  - ③ イランの原油輸出再開は今春にも実現するだろうとみられること
  - ④ ISによるイラク原油生産地支配がまだ掃討されていないことから闇市場での安売りが続いていること
  - ⑤ 急増一途とみられていた中国の需要が減少していること
- などがリーマンショック時とは異なっている点です。

シリア情勢を巡っては、イスラム教内でのスンニ派對シーア派の宗派對立がいまや地域2大国サウジ(スンニ)對イラン(シーア)の国家レベルの対立(国交断絶)にエスカレートし、北方ではウクライナ問題をめぐる欧米とロシアの対立が燦っています。そして従来のイスラエルとイランの敵対関係も絡んできます。またスンニ派の国トルコと、シーア派のアサド政権を支持するロシアとの関係悪化もあり、事態は極度に錯綜かつ緊張しています。



そもそもスンニ派住民が多数(80%)を占めるシリアにおいてシーア派のアサド政権が国家運営に失敗しているにも拘わらず、それを支援するイランとロシアに対して、かたやそれを打倒せんとするスンニ派の反政府軍事勢力をスンニ派諸国が支援する、というのがこれまでの内戦の基本構図でした。

これに対して民主化運動の推進を期待する欧米諸国が反政府軍事勢力の支援に乗り出し、それとは別のイデオロギー的動機から近年ISが介入を始めました。アメリカの介入はこれまで空爆に限定されていましたが、最近の世論の動向は限定的ながらも地上戦介入は不可避だろうとの見方が増えています。但し現オバマ政権がいきなりそれを支持する可能性は低いかもしれません。

以上の情勢を念頭に今年の世界経済への影響を考えてみましょう。

まず心配な「有事」のケースです。最悪の有事はイランとイスラエルの衝突（イスラエルはイランの核兵器保有を絶対に容認出来ない）や、ロシアの軍事介入、有志連合とサウジを主力とするスンニ派諸国連合の軍事的大連合による大規模内戦のさらなる激化です。さらに最悪の有事はサウジとイランの軍事衝突です。これらの有事シナリオの確率はそれぞれは低いものの一旦起これば世界経済成長にとって大きな障害となります。ただしそれが一挙にアサド政権崩壊に繋がれば短期間（今年中）の危機で済む可能性があります。

第1の心配であるイスラエルは、イランが昨年夏の核協議最終合意に違反して核兵器開発を行っていることが万一明らかになれば、躊躇せず空爆あるいはミサイル攻撃などの暴挙に出る可能性があり、それはイランの対応次第ではペルシャ湾の有事ともなり、日本経済への悪影響は甚大でしょう。但し、米国をはじめ欧米諸国がイスラエルを支持するとは限らず、可能性は低いでしょう。しかしことの方の帰趨が見えてくるまでの間、短期間とはいえ市場が荒れることは疑いようがありません。

第2に、ロシアによるシリアへの軍事介入（アサド政権防衛）には、陸海軍ともトルコを通過せざるを得ず、昨年来の両国関係悪化を考慮に入れば、自ずとそれが抑止要因となるものと思われます。またロシアの全面的介入は欧米側有志連合との正面衝突となるリスクを冒すこととなります。ロシアはシリアに海軍基地を持っていることは念頭に置いておく方がいいでしょう。しかし黒海からこの基地までにはトルコ領を横切る長いボスフォラス海峡があり、当面ロシアによる支援・介入は空軍に限定されるのではないのでしょうか。

第3の大規模内戦の可能性は3つのシナリオのなかでは最も可能性が高いと思われますが、ロシアによるアサド政府軍支援が空軍に限定される限り、比較的短期間（本年内？）に終結する可能性もあり、もし来年にずれ込んだ場合にも米国の新政権は何らかの短期的解決を選好するだろうと思われます。

**最後のサウジとイランの直接衝突は、間違いなくペルシャ湾最悪の有事であり、第3次オイルショックを惹起するシナリオですから、日欧米中と国連挙げての仲裁によって短期解決へ持ち込まれるでしょう。**

以上、いずれのシナリオにおいても、米国の1960年代以来のサウジに対する軍事防衛コミットメントが、米国のシェールガス革命以来薄れて来たことを、地政学者がそろって指摘していることは留意しておくべきです。

Q2. 日銀が先月18日に量的・質的金融緩和に関する「補完的措置」を打ち出したものの、市場は好意的に受け止めず、むしろ「手詰まり感の現れ」として円買いの材料にされてしまいました。

日銀の保有資産が3年間で2.3倍も増え、2015年末時点でGDP比76%に達したようです。金融緩和に「限界があるとは全く思っていない」との黒田日銀総裁の強気な姿勢を疑問視する声が増える中、日銀はどのように対策を打つべきでしょうか。

A: 黒田総裁は金融緩和に「限界があると思っている」とは口が裂けてもいえない立場です。なぜかと言えば現日銀首脳本陣の政策は単なる量的・質的な計測可能なポリシー・ツールだけでなく、市場と経済人の「必ずしも計測が容易でない心理的ツール」をも操ろうとする野心的(異次元と言ってもよい)なものだからです。

常識によれば、「財」(値段のつくモノ・サービス)とその価値の表示手段としての「通貨」とは当然等価でなければならない。いま世の中に「財1単位」とそれに見合う「通貨1単位」しか存在しないと仮定して、通貨が2倍に増発されれば、財の値段(同じ通貨で表示された名目価格)も2倍にならなければならない。つまり実物経済(財の量)に変化がない限り、通貨の増発はその通貨1単位の実質価値(モノ・サービスの数量で表現される価値)の減少を意味する。逆に言えばその通貨で表示されるモノとサービスの物価は上がることになる。

その昔、秀吉が天下平定後、太閤検地という度量衡制定で榎の容量(数量単位)を京榎に統一してそれを1単位として計測した土地や田畑の価値をコメの産出量(石数)で表示しました。この場合コメ1石が1通貨単位と言えます。従来統一されていなかった榎の容積を「京榎」に統一して石数を増やしたのはまさに通貨の増発ともいえ、今でいうインフレ喚起政策だったとも言えます。その結果税収(名目)も増えた筈です。

以上は単純な通貨論ですが、500兆円規模の日本のGDPを考えたとき、円通貨の発行残高は、円札発行高と日銀に預けられた当座預金残高の合計253兆円でGDP比では約51%です。

しかし円表示される財貨はGDPのように一年間に産出される付加価値総量だけでなく、莫大な金融貯蓄残高と実物資産価値もあり、現代経済においては上に示したような単純な等価交換的な通貨量と物価の定義をするわけにはいきません。したがって通貨を何%増やしたから物価が何%上がった、という単純数式は導き出せません。

また通貨と物価を論じるときに、もう一つ大きな盲点があります。それは財務省が発行する国債と地方公共団体を含む公的機関の発行する債券です。このうち短期債券は実質的に通貨といっても良い性質のもので、中長期の債券も准通貨的性格を持っています。

つまり財貨と通貨の双方においてストックとフロー両面での奥行きが深く、金融政策がその伏魔殿にどこまで踏み込めるか、あるいは踏み込んではいけないうちのルールも手引き書もありません。歴史的にはハイパーインフレを招いた失敗例がいくつもあるのはご承知の通りです。

以上を踏まえて、「では手詰まりでないとして具体的にどんな打策があるのか?」と訊かれるならば、この先は「私論」ないし「試論」として私の意見を述べてみます。

その第1は、円の国際化という目的で過去25年以上にわたって私が唱えてきた策です。

基本構図は簡単です。円建の貿易推進をかねて円建てバンカーズ・アクセプタンス(B/A)市場を東京金融特区として創設し、世界最低の金利による貿易ファイナンスおよびリファイナンスの機会を内外金融機関に提供するという事です。このメリットは日銀による特別再割融資による最低金利の円建てマネーがただちに内外輸出入業者の手元に届くという点です。ゼロ金利の現在、そのメリットは実感しにくいのですが、いずれプラス金利の時代が戻ってくるときに備えるのは決して愚かな考えではないでしょう。またもし即効性を今求めるのであれば、従来の貿易金融の常識的期間180日(船積みから輸入先市場まで)を越えて1~2年の中期融資を認めればよいのです。

第2の策は、日銀の買オペ対象を金融資産だけに限定せず、准金融資産市場ともいえる商品市場での流動性の高い商品に広げることです。金やプラチナが取り敢えずの対象でしょう。原油や天然ガスも必需商品として流動性は高いです。

第3の秘策は、太閤検地の知恵に倣って「円通貨呼称変更」-デノミネーション-を敢行することです。100円を1円の呼称に変更するのです。現在の1ドル117円は新円呼称では1.17円、1ユーロ128円は1.28円ということになります。新円札に交換するため筆筒預金も一斉に市場に出てきますから、通貨の流通速度もそれなりに上がり、マネーサプライは増加します。デノミまで行かずとも「新円札」に一斉に切り替えることも、ほぼ同じ効果があるでしょう。

最後の私案秘策は、日銀とFRBが円ドル・スワップ協定を一定期間締結することです。スワップ・レートを公表することは、円ドル為替市場にはやや面白くない話かも知れませんが、レートの決め方を工夫すればなんとか克服できるのではないのでしょうか。しかもこれは日銀がインフレ・ターゲットを達成できたと自認できるまでの短期間の措置ですから。

将来の理想としては日米両通貨当局がインフレ率や金利や雇用を総合的に勘案したスワップ・レートを一定期間に限り決めてそれを公表し(または暗黙裡に)、その期間中は少なくとも心理的には、いわば円通貨のダラーリゼーション(ドル化)またはドル通貨の円化が起こることで両国マクロ経済の安定を図る、という破天荒なアイデアです。これは一種のブレトンウッズ体制への回帰と言われるかも知れませんが、単なる回帰ではなくイノベーションです。

---

### Author

#### 本田 敬吉(Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。