



グローバルマーケットの新潮流を見据えて

～不確実な世界を大局的に見通す着眼点～

2017年4月19日
公益社団法人 経済同友会

目 次

．はじめに	1
．グローバルマーケットにおける新潮流 ～何が市場を動かしているのか	2
1．2016年の金融市場の振り返り	
2．グローバルマーケットが直面する4つの新たな潮流	
(1) 世界的な金融緩和の結果としての過剰流動性と米国の金融政策の変化	
(2) グローバリゼーションへの不満 ～ポピュリズム/保護主義的風潮の高まり	
(3) 金融危機の後遺症としての過剰債務問題	
(4) 金融サービス分野におけるイノベーション	
．不確実な世界を大局的に見通す着眼点	11
1．米国：さまざまな「ジレンマ」に直面	
2．欧州：EU離脱ドミノの恐れ	
3．中国：ソフトランディングに向けて問われる政治手腕	
4．新興国：さまざまな下押し圧力に耐えられるか	
5．日本：金融政策と財政政策の持続可能性を注視	
．おわりに ～経営者に求められる時代感覚	19
国際金融市場委員会 活動実績	21
国際金融市場委員会 委員名簿	23

(*) 本報告書は2017年4月17日現在のデータに基づき作成しております。

.はじめに

近年、グローバルマーケットは、変動が大きく先の読みにくい展開となっている。2016年を振り返ると、年初には、中国経済の減速懸念が高まったほか、欧州においては銀行の信用不安が台頭した。その後は、6月のEU離脱に関する英国国民投票、11月の米国大統領選挙でのトランプ氏の勝利など、大方の市場予想を裏切るインパクトある政治イベントが発生し、そのたびに金融市場が乱高下することとなった。また、金融政策に目を向ければ、2008年のリーマンショックによる金融危機以降、長きにわたって金融緩和政策を続けてきた米FRB（Federal Reserve Board：連邦準備制度理事会）は金融政策の正常化へと舵を切りつつあるほか、国内ではマイナス金利政策の導入という大きな変化を経験している。

世界の金融市場を動揺させたこれらの出来事は、単なる一過性のイベントと捉えるべきではない。むしろ、その底流には、政治・経済・社会における大きな構造変化があり、そこからくる不確実性の高まりが、グローバルマーケットを動かし始めている可能性が高い。経営者は、こうした変化に細心の注意を払っておく必要がある。

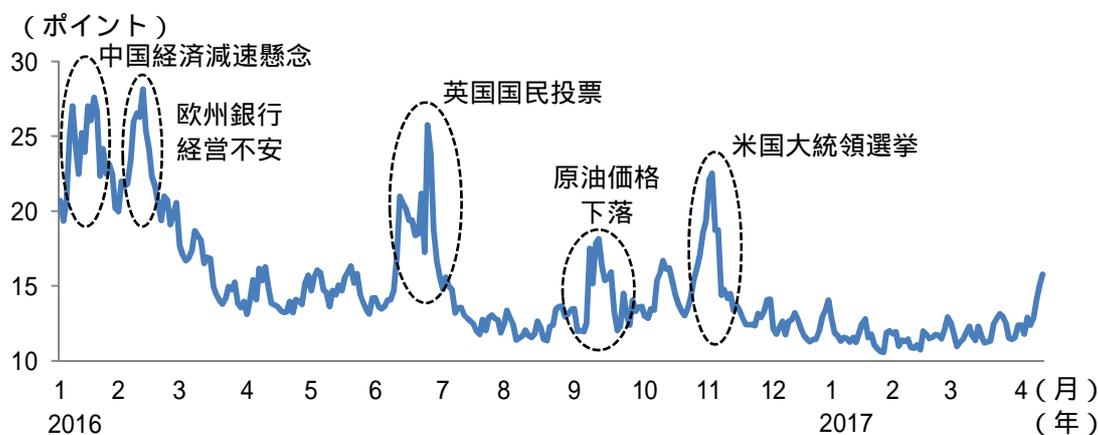
こうしたなか国際金融市場委員会では、2年間にわたりエコノミストや金融市場関係者、海外金融機関経営者等を招き、世界経済や金融市場が直面している変化について、さまざまな観点からヒアリングと意見交換を行うなど議論を深めてきた。本報告書は、その成果も踏まえつつ、今後、経営者がグローバルマーケットに向き合う際の一助となるよう、現在のグローバルマーケットを動かしている要因を俯瞰し、今後の市場動向に関する着眼点を整理した上で、こうした変化の時代に経営者に求められる時代感覚について取りまとめたものである。

1. グローバルマーケットにおける新潮流 ~何が市場を動かしているのか

1. 2016年の金融市場の振り返り

2016年の金融市場を顧みると、中国経済の減速懸念の高まり、6月のEU離脱を決定した英国の国民投票、11月の米国大統領選挙など、さまざまな政治イベントによってマーケットが大きく動いた年であった。実際、マーケットのセンチメントを表すVIX指数¹の昨年1年間の推移をみると、金融危機当時と比べれば総じて低水準に留まっていたものの、イベントの度にマーケットが大きく変動したことが分かる(図表1)。

図表1：2016年以降のVIX指数の推移



(資料) Federal Reserve Bank of St. Louis のデータを基に事務局作成

以下では、昨年マーケットを動かした一連のイベント等の背景にも触れながら、グローバルマーケットが直面する4つの新たな潮流、すなわち、世界的な金融緩和の結果としての過剰流動性と米国の金融政策の変化、グローバリゼーションへの不満 ~ ポピュリズム / 保護主義的風潮の高まり、金融危機の後遺症としての過剰債務問題、金融サービス分野におけるイノベーション、の4点について述べる。

2. グローバルマーケットが直面する4つの新たな潮流

(1) 世界的な金融緩和の結果としての過剰流動性と米国の金融政策の変化

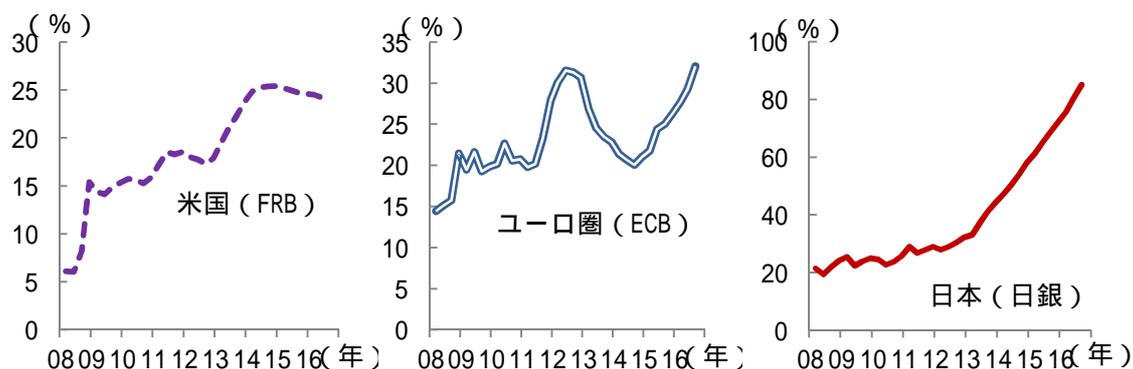
2008年9月の米国大手証券会社リーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界的な金融危機(リーマン・ショック)が発生すると、世界各国、特に先進国の中央銀行は、政策金利の大幅な引き下げと市場への大規模な流動性供給を通じて危機の鎮静化に努めた。それ

¹ VIX指数とは、シカゴ・オプション取引所でのS&P500オプション取引のボラティリティを示す指数。恐怖心理指数として取り上げられることも多い。

でも、景気が急速に悪化し、デフレ懸念が高まるなか、各国の中央銀行は国債等の大規模な購入など、非伝統的な量的緩和策を導入した。例えば、FRBは、2007年9月以降、政策金利であるFF金利（Federal Fund Rate）を5.25%から段階的に引き下げていたが、金融危機直後の2008年12月には、0.00~0.25%²まで引き下げた。さらに2009年3月には、量的緩和策として、米国債の購入とエージェンシーMBS³購入の大幅増額が公表された（QE 1⁴）。以後、量的緩和は2010年11月（QE 2）、2012年9月（QE 3）と段階的に強化されていった。

FRBの資産買入は2014年12月に終了したものの、各国の中央銀行による一連の積極的な量的緩和政策が、中央銀行のバランスシートを大幅に拡大させた結果、過去に例のない低金利環境と過剰流動性が生み出された。実際、先進国の中央銀行が保有する総資産額の対名目GDP比率を見ると、日本銀行とECB（European Central Bank：欧州中央銀行）において依然上昇傾向であるほか、新規購入を停止したFRBでも依然として高水準で推移している（図表2）。

図表2：各国中央銀行の総資産額（対名目GDP比）



（資料）FRB、BEA（Bureau of Economic Analysis：米国商務省経済分析局）、ECB、日本銀行、内閣府のデータを基に事務局作成

こうした大規模な流動性供給の結果、世界的な低金利が常態化した。これを背景とした運用難が続くなか、手元に潤沢な資金を持つこととなった投資家がマーケットの変動を捉えて大きく資金を移動させるため、大きな経済・金融あるいは政治イベントが発生するたびに、それを材料に、マーケットが乱高下する状況となっている。2013年5月に、バーナンキ前FRB議長が、FRBによる資産購入額の規模縮小を示唆⁵しただけで新興国からの資金流出が発生した「バーナンキ・ショック」はその一例と言えよう。また、昨年6月の英国

² 現在のFF金利の誘導目標は、レンジで設定されている。

³ 政府関係機関（ファニーメイやフレディマック等）が保証あるいは発行する住宅ローン担保証券。

⁴ 量的緩和政策（Quantitative Easing）第1弾。

⁵ この時点では示唆に止まり、実際に規模縮小を決定したのは、2013年12月のFOMC。

国民投票や、11月の米国大統領選挙の際の株式市場や債券市場、為替市場の変動が非常に大きなものとなった背景にも、こうした過剰流動性の存在があろう。

一方、足許では、先進国の金融政策の方向性に徐々に差が生じつつある（図表3）。

図表3：各国中央銀行による金融政策の枠組みの概要

	金利政策	量的政策
日銀	日本銀行当座預金の一部に 0.1%のマイナス金利を適用。長期金利が概ね 0%程度で推移するよう長期国債を買い入れ	長期国債、ETF、J-REIT、CP、社債を買い入れ。長期国債の保有残高の増加額は年間約80兆円
FRB	FF金利の目標誘導レンジを0.75-1.00%に引き上げ（2016年12月、2017年3月に追加利上げ）	新規購入停止。保有米国債の償還金を新発債に再投資。保有政府機関債とエージェンシーMBSの償還元本は再投資
ECB	政策金利は0.00%、中銀預金金利は0.40%	2017年4月から国債等の購入規模は月600億ユーロ。実施期間は2017年12月末まで（2016年12月に期間延長、規模縮小）

（資料）日本銀行、FRB、ECBの資料を基に事務局作成

米国では、雇用・所得環境の改善が続くなか、FRBはいち早く金融政策の正常化へと舵を切っており、2015年12月には約9年振りの利上げを実施した。その後、米国経済や世界経済の不安定性を背景に追加利上げを実施できずにいたが、安定的なインフレ率、改善を続ける労働市場、そして大統領選挙後の堅調な世界の株式市場を背景に、昨年12月と本年3月に追加利上げを実施した（なお、ECBについては、本年4月から、量的緩和政策の実施期間を延長する一方で、資産購入の規模を縮小した）。

他方、日本については、デフレからの脱却を確実なものとするため、昨年1月に日本銀行がマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策を導入し、金融緩和を一段と強力に推し進めている（同年9月には、「総括的な検証」を経て、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を導入した）。

このように緩和的な金融政策を続ける先進国が多数残る一方、米国の金融政策が引締めへと転換したことは、新興国の経済に大きな影響を与える可能性がある。実際、米国への資金還流の動きが強まるなか、中国など一部の新興国では、資金の流出が続いている。

（2）グローバル化への不満 ~ ポピュリズム / 保護主義的風潮の高まり

前述のとおり、昨年、金融市場を大きく動かした代表的なイベントは、EU離脱を決定した英国の国民投票、米国大統領選挙の2つであるが、これらに通底するトレンドとし

て、グローバル化の恩恵を受けていないと考える国民の、格差の拡大や生活不安等に対する不満、さらには世界各地での宗教的対立等がもたらす紛争、テロ、それらに起因する難民の増加が、世界的なポピュリズムや保護主義的風潮の高まりをもたらしている点を指摘できよう。

まず、英国については、昨年6月にEU離脱の是非を問う国民投票を実施し、移民問題等に対する不満の高まりを背景に、EU離脱(Brexit)を選択した。この結果は、マーケットで予想外と受け止められたため、グローバルマーケット全体が激しく動揺し、特に英ポンドについては、対米ドルで最大で20%近く減価⁶した。

また、他のEU諸国においても、反EU気運の高まりに伴うEU離脱への動きが強まっている。例えば、ドイツにおいては、これまで右派が支持を得ることは難しかったが、反移民、反EUの右派政党「ドイツのための選択枝」が、政党支持率で3番目⁷(12%)に位置している。さらにフランスでは、反移民、反EUの極右政党「国民戦線」の党首であるルペン氏⁸が、大統領選挙において多くの支持を集めている。6月の議会選挙においても、「国民戦線」自体のプレゼンスが高まることが予想されており、右派の政治的影響力の高まりが指摘されている。加えて、イタリアにおいても、反EUではないものの、反ユーロを掲げるポピュリズム政党「五つ星運動」の支持率が上昇している。実際、事実上の現政権の信任投票であった昨年12月の憲法改正の是非を問う国民投票は、否決という結果となり、レンツィ首相が辞任した。足許では、今年中に実施される可能性がある解散総選挙⁹が注目されている。

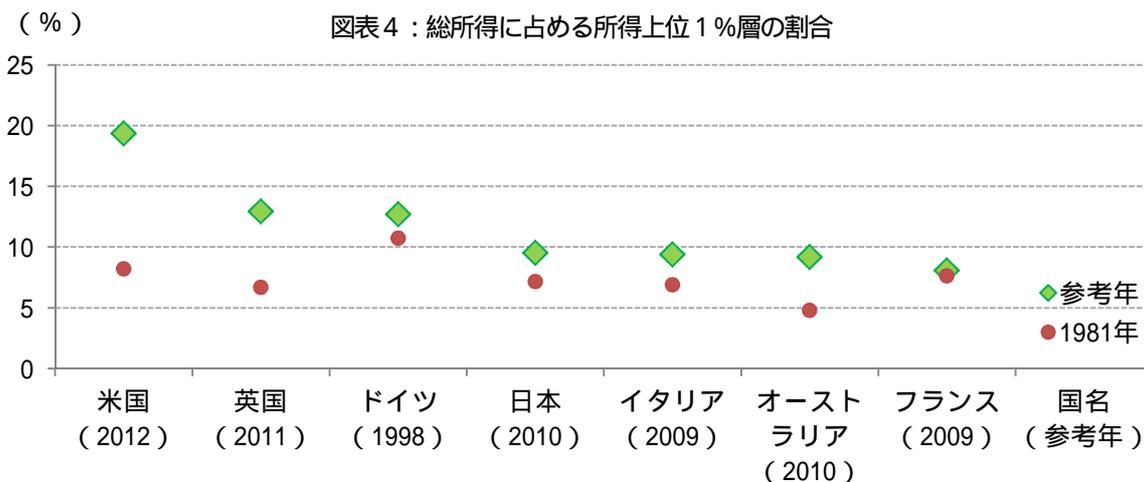
米国では、昨年11月の大統領選挙において、メキシコ国境への壁の建設や、TPP(Trans-Pacific Partnership:環太平洋パートナーシップ)協定からの離脱、関税の引き上げなど、「アメリカ・ファースト」と呼ばれる保護主義的な政策を志向する、ドナルド・トランプ氏が勝利した。共和党の予備選挙開始当初は、泡沫候補の1人としか見られていなかった同氏が当選した背景にも、国民の間に広まる格差拡大への不満が存在する。実際、米国では、総所得に占める所得上位1%層の割合が、ここ30年程度で大幅に上昇しており、他の先進国と比べても、特に格差の拡大が進んでいる(次頁図表4)。

⁶ 2016年6月23日は1ポンド=1.4877ドルだったが、2017年1月16日には1.2047ドルまでポンドが減価(終値ベース、Bloomberg)。

⁷ 2017年1月時点。

⁸ 大統領選挙に勝利した場合は、英国と同様の、EU離脱を問う国民投票を実施する意向を示していた。

⁹ イタリアの下院の任期は5年のため、次の総選挙は2018年の予定。もっとも、今年4月30日の民主党党首選で、レンツィ首相が再選されれば、今秋にも解散・総選挙が行われるとの観測が高まっている。



(資料) OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development: 経済協力開発機構) の資料を基に事務局作成

こうしたなか、トランプ氏は、「Make America Great Again (米国を再び偉大な国にしよう)」というスローガンのもと、格差問題そのものや、その遠因として持ち出した移民の流入や貿易自由化に対して保護主義的な立場から厳しい批判を展開した。それが現状に大きな不満を持つ国民の支持を拡大させることとなった。

もっとも、グローバルマーケットの動きという点からみれば、トランプ大統領の誕生は、好意的に受け止められることとなった。大統領選挙後には、大胆な景気刺激策への期待から、各国の株式市場が大幅に上昇したほか、債券市場では、金利水準が一段と上昇した。また、米ドルも大幅に増価した。米国では、景気の回復傾向を受けて株式市場や債券市場に変化が生じつつあったが¹⁰、金融政策が正常化に向かい、財政支出拡大方針を掲げるトランプ大統領が誕生したことで、米国のポリシーミックスが、「緊縮財政・規制強化」から「積極財政・規制緩和」へと転換することが明確に認識され、多くの市場関係者が「ゲームチェンジ」が生じたと認識、評価することとなった。

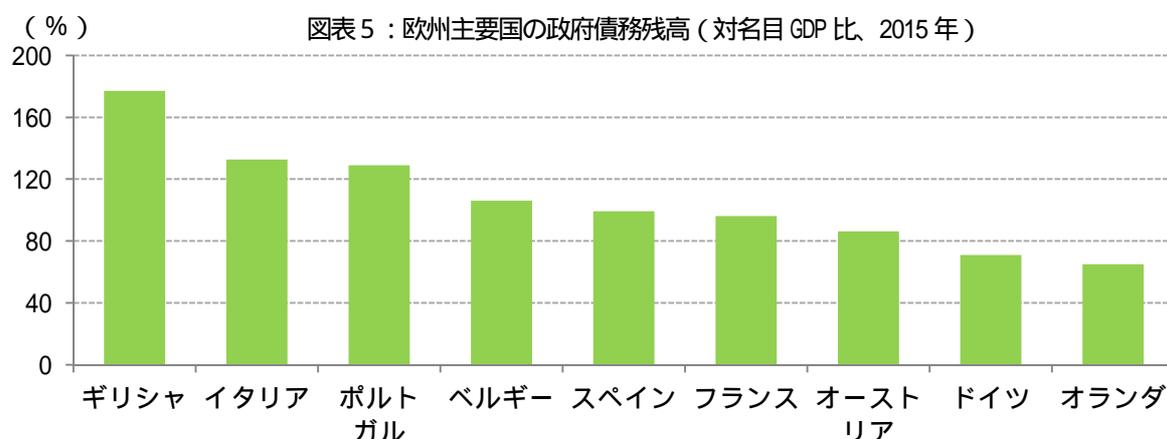
(3) 金融危機の後遺症としての過剰債務問題

欧州では、2009年10月にギリシャの財務統計の改ざんが明るみに出て以降、スペイン、ポルトガル等の南部の国々を中心に、政府債務問題が断続的に顕在化し、一時は「債務危機」と評される状況まで追い込まれた。こうしたことから、2010~2013年、そして再度のギリシャ危機が起きた2015年には、欧州の株式市場のパフォーマンスは、他国・他地域と

¹⁰ 具体的に、米国では、株式市場が昨年2月に直近2年の底を打っていたほか、金利面でも、同7月には、1981年以来の1%割れとなっていた30年債の金利が反転していた。また、グローバル・ベースでも、同2月に原油価格がここ2年の底を打ち、同7月には、0%を割ったスイスの50年国債の金利が反転する等の動きが見られていた。

比べても、低調になる等の影響が表れた。

現在は、大半の国で金融支援の返済が完了したほか、2016年10～12月期のユーロ圏全体の実質経済成長率（改定値）は前期比+0.4%と、2013年4～6月期以降、15四半期連続でプラスを維持するなど、債務危機を一先ずは乗り越えたという認識が大勢である。ただし、支援の対価として、こうした国々は、緊縮財政と構造改革の実行が求められているため、景気回復は全体に力強さを欠いている。加えて、足許の政府債務残高をみると、南欧諸国の水準は、ドイツやフランスと比較すれば依然として高く、財政再建は未だ道半ばの状況にある（図表5）。



（資料）IMFのデータを基に事務局作成

加えて、欧州の一部の国においては、金融機関の財務体質のせい弱性に対する懸念も燃る。特にイタリアでは、経営不安が表面化している大手行モンテ・パスキを中心とした銀行業界が抱える不良債権の規模は、足許では3,600億ユーロとされ、一部の銀行は、公的支援が必要な状況に陥っている。実際、イタリア政府は昨年12月、公募増資に失敗したモンテ・パスキに、公的資金を注入することを決定した¹¹。

また中国では、金融危機後に4兆元（約57兆円）の景気対策を行ったものの、経済成長ペースの低下¹²や経済構造のサービス化の進展¹³もあって、非金融企業セクター、特に製造業が過剰設備・債務を抱えていることや、それを支えるシャドーバンキングが問題視され

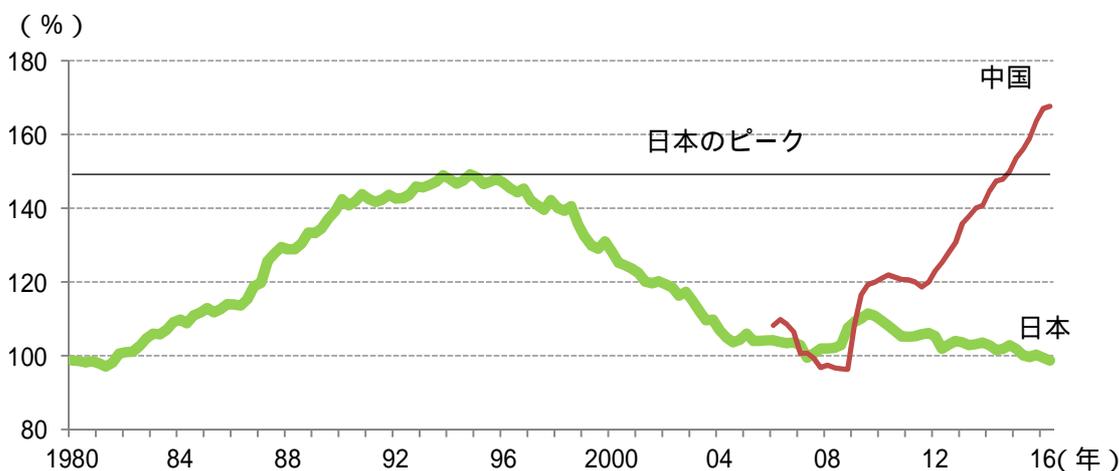
¹¹ EUには、公的資金注入の前提条件に、株主や債券保有者等に一定の割合の損失負担を求める規則（2016年1月から採用された「銀行再生破綻処理指令」）が存在するが、イタリアは、銀行債券の保有者の多くが個人投資家である自国の事情を踏まえ、個人投資家に損失を負担させない形で公的資金の注入を決定。ドイツを中心に反発が強まっている。

¹² 金融危機前の2007年のGDP成長率は前年比14.2%であったが、IMFは、2017年は6.5%まで低下すると予想している。

¹³ 中国国家統計局によると、第3次産業のGDPにおけるウェイトは、2000年が39.8%、2005年が41.3%（5年前対比+1.5%）、2010年が44.1%（同+2.8%）、2015年が50.2%（同+6.1%）となっており、経済構造のサービス化のスピードが加速していることが窺える。

ている。実際、中国の非金融企業の債務残高（対名目 GDP 比）は、2016 年半ばに 170% 近くにまで上昇しており、この水準は日本のバブル後の最高水準を上回る状況となっている（図表 6）。

図表 6：非金融企業債務残高（対名目 GDP 比）



（資料）BIS（Bank for International Settlements：国際決済銀行）のデータを基に事務局作成

非金融企業セクターの債務残高が増加するに伴い、銀行が抱える不良債権の割合も上昇傾向を辿っている。2010 年末に 1.0% 程度だった不良債権比率は、2016 年 12 月末時点で、1.74% まで上昇し、金額ベースでは、約 2.5 倍になった（要注意債権も含めれば 5.6%）。もっとも、中国政府には財政出動の余地があることから、現時点では、不良債権問題において、いわゆる信用収縮が発生するようなハード・ランディングを予想する声は少ない。ただし、一度ハード・ランディングが生じれば、世界経済にとっての大きなリスクとなる可能性が高く、グローバルマーケットが混乱する要因になると指摘する声も大きい。

なお、日本においては、政府債務残高が、2000 年代前半の小泉政権下で縮小する局面もあったものの、金融危機後の財政出動による景気下支えや、東日本大震災発生に伴う復興債発行の影響もあり、継続して増加基調を辿っている。足許では政府債務残高の名目 GDP 比は既に 250% 前後まで上昇しており、その比率は財政の健全性が問題視されているギリシャよりも高くなっている。

確かに日本においては国債の国内消化率が高いことや、家計の純資産残高が潤沢であることから、政府債務に起因する財政リスクが直ちに顕在化する可能性は小さいとの見方が多い。しかし、社会保障をはじめとする歳出改革に着手できていないうえ、消費税率の引き上げを二度にわたり見送るなど、財政健全化に向けての動きは着実とは言えず、中長期的にみた財政リスクは小さくないとの指摘も多い。世界第三位の経済規模を誇る日本の債

務危機は、グローバルマーケットの根幹を揺るがしかねないが、そうした事態を発生させ得る力が徐々に累積・増大してきている可能性がある。

(4) 金融サービス分野におけるイノベーション

近年の新潮流という点では、金融サービス分野において、金融とITの融合、いわゆるフィンテックによるイノベーションが進展していることも注目される。実際、近年、AI¹⁴やビッグデータ、オープンAPI¹⁵といった技術を利用した、PFM¹⁶やロボアドバイザー、クラウドファンディング等のサービスが、スマートフォンアプリ等を通じて消費者に提供されているほか、ブロックチェーンを始めとする新たな技術の活用可能性にも期待が高まっている(次頁図表7)。これらは、金融サービスの利便性を大きく向上させるとともに、決済サービスの高度化も含めて金融ビジネスに変革をもたらす可能性がある。

わが国は、従来から決済システムが高度に整備され、銀行サービスが広く普及していることもあり、現状、わが国のフィンテックへの投資額は、米国等と比べれば小規模に止まっている¹⁷。金融サービス分野におけるイノベーションは、金融機関はもとより、ベンチャー企業の活躍が期待されているが、こうした動きを活性化するためには、これまで以上にエコシステムの整備が重要となる¹⁸。

こうしたなか、わが国でもフィンテックを後押しするための制度整備が進められつつある。例えば昨年には、本会による金融審議会「金融グループを巡る制度のあり方に関するワーキング・グループ」への意見書に沿った形で銀行法が改正され、銀行による金融関連IT企業等への出資が容易化されたほか、昨年12月の金融審議会「金融制度ワーキング・グループ」報告書を受け、本年の通常国会には、オープンAPIを活用した銀行とフィンテック企業の連携を後押しする銀行法改正案が提出された。

こうした流れを活かしつつ、官民連携の取り組みを含めて、さらなるフィンテックの発展を促していく必要があるが、その際には、利用者の利便性向上と安全性のバランスという視点も重要となろう。

¹⁴ Artificial Intelligence (人工知能)。

¹⁵ Application Programming Interface のこと。あるアプリケーションから、他のアプリケーションに接続し、その機能を利用する仕組み。

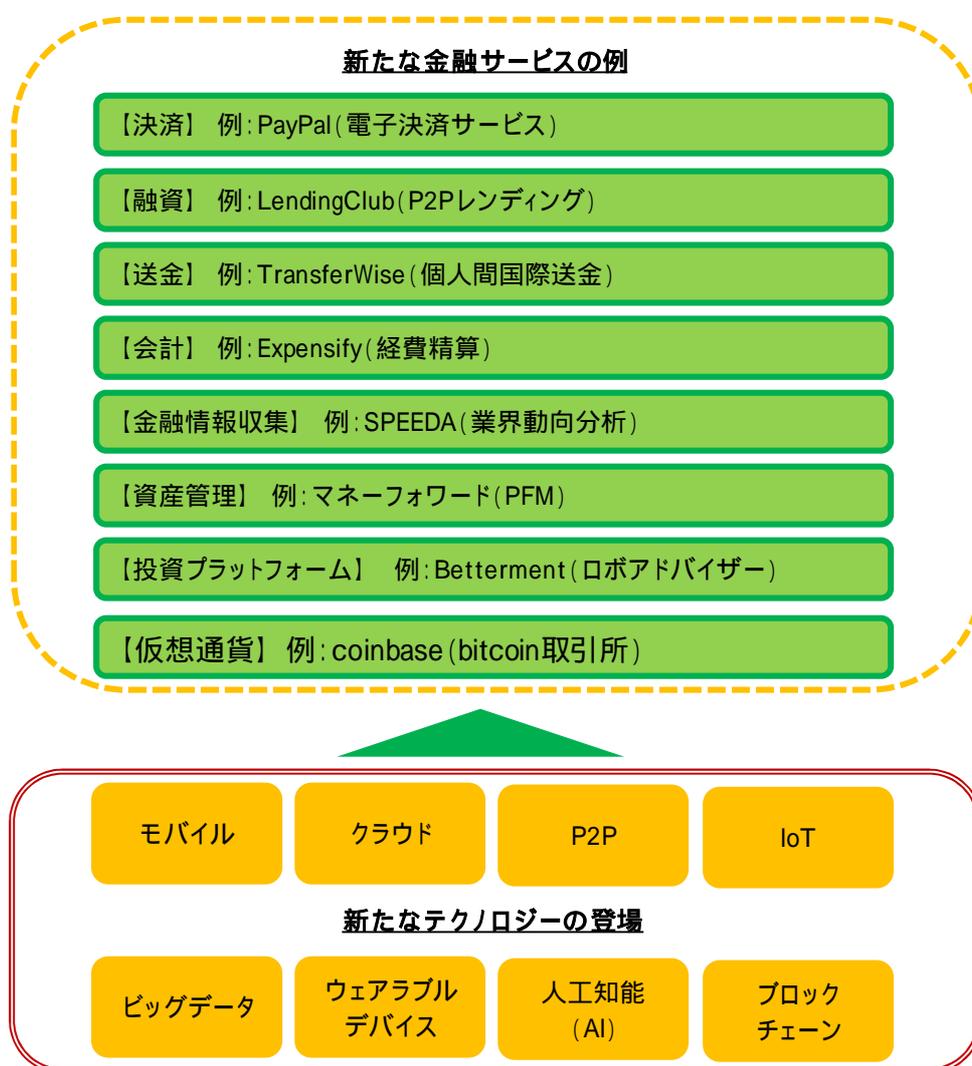
¹⁶ Personal Financial Management。家計簿アプリ等が該当する。

¹⁷ アクセンチュア「フィンテック、発展する市場環境：日本市場への示唆」によれば、フィンテックへの投資は、米国が122億ドル、英国が9.7億ドル、ドイツが7.7億ドルである一方、日本は0.7億ドル程度になっている。

¹⁸ イノベーションを進めていく上では、資金面のみならず、イノベーション人材の育成や流動化が重要、との指摘がある。

フィンテックの台頭は、さまざまな面からグローバルマーケットに影響を与える可能性がある。株式市場等におけるテクノロジー企業の存在感の拡大といった影響はもとより、クラウドファンディング等の新たな投資手法（企業から見れば調達手法）の登場、AIの活用など、市場参加者のあり方の変化（例：ロボアドバイザー）等が考えられる。また、Bitcoinに代表される仮想通貨に係る制度整備が進むなか¹⁹、これらが新たな決済手段やアセットクラスとして存在感を高めていく可能性もある。一方で、個人情報の取り扱い、データガバナンス等にも留意する必要があるだろう。

図表7：新たなテクノロジーの登場とフィンテックの拡大



(資料) 事務局作成

¹⁹ 2016年5月に、仮想通貨を決済手段に用いることが可能な「財産的価値」として定義、仮想通貨交換業に係る登録制導入等を含む改正資金決済法が成立。

・不確実な世界を大局的に見通す着眼点

これまで述べてきたように、現在、グローバルマーケットはさまざまな環境変化に直面するとともに、ひとたびイベントが生じるとマーケットが大きく動く、不確実性の高い状況にある。そこで、以下では、今後の金融市場に向き合っていく上で念頭に置くべきポイントについて、国・地域別に整理を行った。

1. 米国：さまざまな「ジレンマ」に直面

米国経済は順調な回復を続けているほか、トランプ大統領の誕生によって、成長が加速するとの見方がもたらされた。トランプ政権が標榜する政策は、税制改革、インフラ投資の拡大など、「強いアメリカ」を掲げて米国の経済成長率を高めたレーガン政権の経済政策（レーガノミクス）を想起させるものとなっている（図表8）。

図表8：想定されるトランプ大統領の主な政策

政策項目	概要	政策項目	概要
税制	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個人所得税の最高税率引き下げ ・ 法人税率引き下げ ・ 所得税率簡素化 ・ 中低所得層への減税 	通商	<ul style="list-style-type: none"> ・ TPP脱退/ 2カ国間協定設定 ・ NAFTA再交渉 ・ 関税引き上げ（特定国） ・ 通貨安政策への批判
財政	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内のインフラ投資増大 ・ 国防予算拡大 	移民	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不法移民の強制送還/入国制限 ・ 国境の壁の建設
規制緩和	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融規制緩和 ・ 環境政策転換 	外交	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対ロシア、中国、イスラエル、イラン等の政策の転換

（資料）事務局作成

ただし、トランプ政権の政策は、いくつかの「ジレンマ」を抱えている。第一に、トランプ政権は、多くの財政拡張的な政策を掲げているが、米国の財政状況は、2016 会計年度（2015 年 10 月～2016 年 9 月）の財政赤字が 5,874 億ドル（前年比 34%増）に達するなど、決して楽観できる状況ではない（レーガン政権下では、財政赤字・貿易赤字の「双子の赤字」が拡大した）。

また、外交面でも、別の「ジレンマ」を抱える。保護主義的政策を掲げ、外交においていわゆる「取引（deal）」を好むとされる同大統領のスタンスは、それが実現すれば、既存の国際秩序を揺るがし、新たな地政学的リスクを生み出す恐れがあり、ひいては経済成長

を阻害する可能性に留意する必要がある。例えば、巨額の貿易赤字や南シナ海問題等を巡る、対中強硬路線採用に伴う米中の政治的緊張関係の高まり、親イスラエル路線等に伴う中東でのパワーバランスの変化がもたらす地域の不安定化、といった懸念が指摘されている。また、米国が保護主義的スタンスを強めていけば、他国も同様の動きをみせる可能性は高い。その場合、世界的に自由貿易の流れが後退し、結果的に米国自身の利益を損ないかねない。

米国は、金融政策面でも同様の「ジレンマ」を抱えている。現在、FRBのバランスシートが4.4兆ドルまで拡大しており、その正常化は容易ではない。新興国を中心に、米国等が供給してきた過剰流動性によって支えられている経済や市場が数多く存在する。FRBが金融政策を進めるなかで資金移動が起こる結果、新興国マーケットが混乱するリスクがあり、結果的に米国自身の金融政策の手足を縛ることもなりかねない。

トランプ大統領は、間もなく就任後100日間の「ハネムーン期間」を終え、真に政権の実力を問われる段階に入る。決して支持率が高いとは言えない同大統領は、政策スタンスの転換によって支持を失うリスクを冒すこともできず、内外に軋轢を抱え、自縄自縛に陥るリスクも否定できない。今後の米国経済、ひいてはグローバルマーケットを見る上では、政権とFRBが「ジレンマ」を乗り越え、成長を加速させることができるか否かが、注目される²⁰。

2. 欧州：EU離脱ドミノの恐れ

欧州については、60年以上にわたり培ってきた欧州統合のモメンタムを維持できるかが焦点となろう。

前述のとおり、現在欧州各国では、ポピュリズム台頭の動きが広がっている。この背景として、そもそもEU(ユーロ圏)には、単一通貨を導入し、金融政策を一本化する一方で、政治や財政政策については各国の独立性を維持した結果、加盟国間でインフレ率や経済成長率に格差が生じて、為替相場を通じた調整機能等が働かないという構造的な歪みがある。こうしたなか、一連の債務危機やその対応、移民問題等に対する不満が高まり、EUという枠組み自体への疑念となっている。

まず、昨年6月の国民投票でBrexitを選択した英国については、離脱プロセスを円滑に

²⁰ 「企業はコストと生産性を踏まえて最適と思われるサプライチェーンを構築しているため、アメリカ・ファーストの政策は、アメリカ自身にとっても良いことではないのではないか」(児玉卓 大和総研 経済調査部長、国際金融市場委員会 第7回会合より) といった意見がある。

進めることができるかどうかが当面の課題となろう²¹。既に先行きの不透明感から消費マインドの悪化等がみられるが、今後もその動向を巡ってマーケットが一喜一憂する場面が想定される²²。さらに、実際に欧州単一市場へのアクセスを失う「Hard Brexit」が現実のものとなった場合、貿易の減少等を通じて英国や欧州の経済・企業活動が停滞するおそれがある。また、金融面でも、英国は、「シングルパスポート」あるいは同等の制度の維持を求めているが²³、EUは「ヒト・モノ・カネ」の移動の自由という原則を共有しない限り、そうした要求を受け入れないスタンスであり、今後の情勢は不透明である。

その他の国に目を向ければ、2017～2020年にはドイツ、フランスをはじめ、欧州主要国で大統領選挙や議会選挙等の政治イベントが数多く予定されている(図表9)。右派・ポピュリズム政党が台頭しつつある一部の国における選挙の結果²⁴次第では、再びグローバルマーケットが不安定化する可能性も否定できない²⁵。

図表9：欧州の主要選挙日程

時期	国	
2017年	4月	フランス大統領選挙(第1回)
	5月	フランス大統領選挙(第2回)
	6月	フランス国民議会選挙
	9月	ドイツ連邦議会選挙
	未定	イタリア解散・総選挙
2018年	秋	スウェーデン議会選挙
	年内	オーストリア議会選挙
2019年	春	フィンランド議会選挙
	5月	欧州議会選挙
2020年	年央	デンマーク議会選挙
	5月	英国議会選挙

(資料)事務局作成

²¹ 英国は3月29日に欧州理事会に対してEU離脱を正式に通告した。

²² 2016年10月にメイ首相がEU離脱通告を17年3月末までに行うことを発表した直後には、ポンドが一時的に急落。一方で、2017年1月に同首相がEU離脱に係る演説をした直前に売り込まれていたポンドは、演説後には反発した。

²³ EU内では単一の銀行免許でビジネスを行うことができる制度(シングルパスポート)がある。英国がEUを離脱すれば、英国の銀行免許を持つ金融機関が欧州本土でビジネスを行うためには、EU加盟国で銀行免許を取り直す必要が出てくる。既に一部外銀の間では、欧州拠点の中心をロンドンから、欧州本土へ移動させることを検討する動きが出ている。

²⁴ なお、3月15日に実施されたオランダ議会の下院選挙では、極右政党である自由党の議席は伸びず、与党である自由民主党が、議席数は減らしたものの、第1党を維持する結果となった。

²⁵ 仮にフランスで右派が台頭し、同国がEUを離脱することとなった場合には、「EU崩壊の話だけではなく、NATO(North Atlantic Treaty Organization:北大西洋条約機構)の話に波及し、パクスアメリカナの終焉といった話も現実味が出る」(矢嶋康次 ニッセイ基礎研究所 チーフエコノミスト、国際金融市場委員会 第6回会合より)といった意見がある。

現在の政治情勢の背景にある欧州統合の構造的な問題は、その解決に時間を要する可能性が高い。未だ燻る財政問題や不良債権問題と併せて、「欧州発」の政治イベントには、十分に注意を払っておく必要がある。

3. 中国：ソフトランディングに向けて問われる政治手腕

2016年の中国の経済成長率は、前年比6.7%となり、16年の政府目標(6.5~7%)を達成した。これは、昨年10月時点のIMF予測は上回ったものの、前年(同6.9%)を下回る伸びであった。足許の中国経済の成長率は、二桁成長を記録していた2000年代前半と比べれば、明らかに鈍化している(図表10: IMFの予測では、2017年は6%台半ばに鈍化)

図表10: 中国の経済成長率の実績と予測



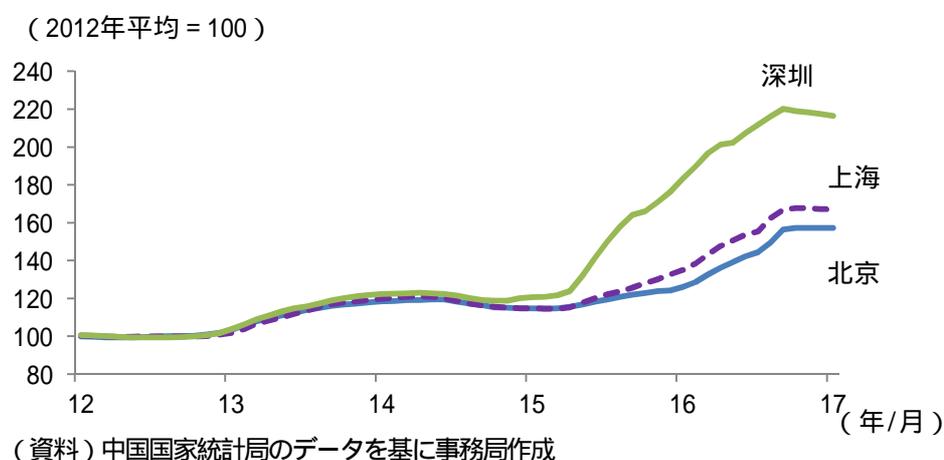
もっとも、習近平政権は、成長率を適正化すること、効率の良い投資を認可することで経済構造を筋肉質化すること、を目的とした経済政策の枠組みである「ニューノーマル(新常态)」を掲げている。2016年3月の全国人民代表大会において採択された「第13次5カ年計画」(2016~2020年)では、2020年までに「小康社会(ややゆとりのある社会)」を全面的に実現するため、中・高速の経済成長を維持しつつ、経済発展モデルを規模・速度型から質・効率型へ、経済構造は生産能力拡大から在庫調整・質の向上へ、経済発展のエンジンを資源・労働力投入からイノベーションへ、それぞれ転換していくとした。また、5年間の経済成長率を平均6.5%以上とする方針が示された。足許の経済成長率の鈍化は、同枠組みと整合的であるため、当面は、5~6%程度の安定的な成長は可能との予測が大勢になっている。

一方で、前述したように中国は多くの課題を抱えている。まず、非金融企業が抱える過剰債務問題は、中国経済にとって大きなリスクになる可能性がある。仮にこうした過剰債務の問題が、マーケットに「コントロール不能」と判断され、企業倒産件数や銀行の不良

債権額が急増するような事態になれば、中国経済全体に対する大きな下押し要因になり、グローバルマーケットの混乱をもたらすこととなる。

また、中国では、不動産価格の上昇が続いていることから（図表 11）政府は、北京・上海といった一級都市に加え、昨年夏以降は、二級都市・三級都市でも不動産価格の抑制に動いている²⁶。しかしながら、仮に不動産価格が急落し、不動産バブルが崩壊した場合、かつて日本が経験したように、逆資産効果による景気押し下げや、不動産担保与信の不良債権化といった形で中国経済に多大な影響をもたらす、ひいては金融システム不安につながる可能性も否定できない。

図表 11：主要都市の新築住宅販売価格



さらに、2014 年半ば以降、中国からの資金流出が増加していることも懸念材料である。政府はこの事態に対応して為替介入を行ってきたが、これが外貨準備残高の減少をもたらしている。これを受け、2016 年には資本取引規制や外貨管理の強化を打ち出したが、いまだ抜本的な解決には至っていない。

2015 年のチャイナ・ショックの例を引くまでもなく、世界第二位の経済大国となった中国で問題が生じた場合、世界経済やグローバルマーケットに多大な影響が及ぶことが予想される。自国経済の持続的発展のために、さまざまな問題をいかにソフトランディングさせることができるか、習近平政権の政治的リーダーシップの維持に加え、その政治手腕が問われている²⁷。

²⁶ 中国国家统计局は、主要 70 都市のうち、北京、上海、広州、深圳を一級都市、省都等の地方中核都市（31 都市）を二級都市、その他の地方都市（35 都市）を三級都市としている。

²⁷ 2017 年秋には、中国の最大の政治イベントである中国共産党の全国代表大会が開催される。新指導部の選出とともに、今後の経済運営について議論される見込み。であり、その動向にも注目しておく必要がある。

4. 新興国：さまざまな下押し圧力に耐えられるか

従来、新興国については、BRICs や VISTA²⁸、NEXT11²⁹といった高成長の新興国グループを示す言葉が多数登場し、その成長性に対する期待が高まっていたが、近年、高成長の新興国、低成長の先進国といった構図が崩れ始め、両者の成長率格差が徐々に縮小している³⁰。ただし、新興国を個別に見ていくと、引き続き高い成長率を維持すると見込まれる国もある（図表 12）。

このように新興国の経済成長には跛行性があるが、多くの新興国に共通し、景気の下押し圧力となり得る要因として、国際的な資金フローの動向、資源価格の動向が注目される。

図表 12：新興国の経済成長率の実績と予測

		2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
アジア	中国	6.9	6.7	6.5
	インド	7.6	6.6	7.2
	フィリピン	5.9	6.4	6.7
	タイ	2.8	3.2	3.3
欧州	ポーランド	3.6	3.1	3.4
	クロアチア	1.6	1.9	2.1
南米	ペルー	3.3	3.7	4.1
	ブラジル	3.8	3.5	0.2
その他	イラン	0.4	4.5	4.1
	カタール	3.7	2.6	3.4
	UAE	4.0	2.3	2.5
	サウジアラビア	4.1	1.4	0.4
	ロシア	3.7	0.6	1.1

(資料) IMF のデータを基に事務局作成

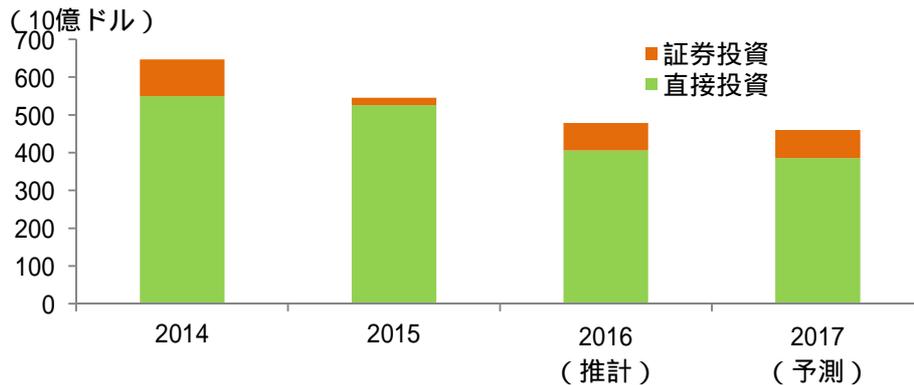
まず、前者については、米国の金融政策の変化やトランプ政権の誕生を受けて、一部の新興国に資金流出の動きが見られる。足許ではそうした動きにも歯止めがみられるほか、グローバルマーケット全体では緩和状態が持続しているため、現時点で大きな混乱が生じているわけではない。しかし、今後、米国の金利上昇が進んだ場合、資金流出が進む可能性は十分にある。また、証券投資以外の、工場建設等に係る直接投資は縮小傾向が続く、との見方もある（次頁図表 13）。先進国の金融政策のスタンスに左右されるという、新興国マーケットの脆弱性は残存しているといえよう。

²⁸ ベトナム、インドネシア、南アフリカ、トルコ、アルゼンチン。

²⁹ イラン、インドネシア、エジプト、トルコ、ナイジェリア、パキスタン、バングラデシュ、フィリピン、ベトナム、メキシコ、韓国。

³⁰ IMF のデータによると、先進国と新興国の成長率格差（平均）は、2005～2009 年が約 5.5%、2010～2014 年が約 3.6%だったが、直近 3 年は約 2.1%となっている。

図表 13：新興国に対する証券投資・直接投資の推移



(資料) IIF (Institute of International Finance : 国際金融協会) の資料を基に事務局作成

次に、原油をはじめとする資源価格の動向については、昨年後半以降、持ち直しの動きがみられる。今後の原油の需給環境についても、昨年10月のIEA (International Energy Agency : 国際エネルギー機関) の予測によれば、2017年からは、需要が供給を上回る見通しである。また、昨年11月のOPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries : 石油輸出国機構) 総会では、減産について正式に合意した。

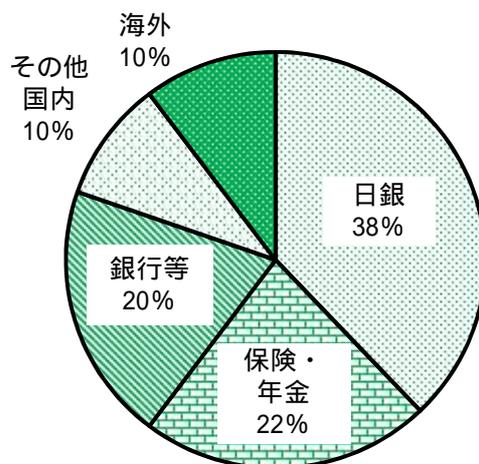
ただし、原油価格が上昇すれば、米国内の休止中のシェールガス産出施設が価格競争力を取り戻し、稼働を活発化するため、かつてのような高価格は望めない可能性が高い点には留意が必要である。また、中国をはじめとする新興国経済が低迷した場合、エネルギー需要が低迷し、原油価格を押し下げるリスクがある。ブラジルやロシアなど、原油輸出の収入が国家財政に直結している国は多く、再び原油価格が低迷すれば、新興国経済を一段と下押しすることとなる。さらに、産油国のソブリン・ウェルス・ファンドの資金量の減少をもたらす、これが、グローバルマーケットに影響を与える可能性もある。

5. 日本：金融政策と財政政策の持続可能性を注視

国内では、金融政策と財政政策の持続可能性が重要な論点となる。

「量的・質的金融緩和」導入以降、国債市場における日本銀行 (日銀) の存在感が高まっている (次頁図表 14)。実際、2017年度における国債発行予定額 (長期国債) は約 117.4 兆円である一方、日銀は長期国債の買入れについて、「毎月 8 ~ 12 兆円程度を基本としつつ、金利操作方針を実現するよう、市場動向を踏まえて弾力的に運用する」としている。こうした異次元の金融政策によって、国債市場における日銀の保有割合は 40% 程度に高まっている。また、マイナス金利政策については、現状では、実体経済を押し上げるような目立った効果は見られないなかで、今後の動向が注目される。

図表 14：国債等（注）の保有者（機関別、2016年9月）



（注）国債、財投債、国庫短期証券
（資料）日銀のデータを基に事務局作成

一方、わが国の財政は、前述のとおり厳しい状況にある。アベノミクスによる税収増が鈍化するなか、2017年1月に公表された内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」において、2020年度の国・地方の基礎的財政収支が、前回（2016年7月）の試算結果から悪化するなど、経済成長に依存した財政再建は難しくなっているとよわざるを得ない。

日本の国債等は概ね9割が国内投資家によって消化されているため、直ちに財政に関連するリスクが顕在化する状況ではないが、国債の格下げリスクには注意が必要である。現在の日本国債の格付けは、S&PがA+、Moody'sがA1、FitchがAと、G7の中では、財政的に大きな問題を抱えるイタリアに次いで、低い水準である。Fitchについては、2016年6月から格付け見通しを「ネガティブ」に引き下げており、格下げリスクは燻り続けている。国債格下げは、企業や金融機関の外貨調達コストの上昇につながり、アベノミクスによる好循環の出発点とも言える、企業収益の改善にも悪影響が及ぶ恐れがある。

もっとも、わが国に対するマーケットの見方は、決して厳しいものばかりではない。例えば、厳しい財政状況にありながらも、経常黒字を維持し、世界最大の対外債権国といった強固な対外ポジションは、わが国に対する信認の裏付け材料の1つと評価されている。また、国際的に政治リスクが意識されるなか、わが国では安定的な政治情勢が続いており、マーケットに対して、一定の安心感をもたらしている。

わが国としては、こうした状況をチャンスと捉え、財政再建や構造改革への取り組みを加速させていく必要がある。

．おわりに ～経営者に求められる時代感覚

第二章で述べたように、現在、われわれを取り巻く世界はさまざまな変化に直面している。金融・財政面に着目すれば、「2008年の金融危機後の積極的な財政政策・金融緩和等によりもたらされた経済・社会情勢からの転換点が近づいている」と捉えることができよう。さらに、フィンテック等のイノベーションや、ポピュリズム・保護主義的風潮の高まりといった政治情勢も含めて考えれば、伝統的金融機関を中心とした金融システム、経済・社会のグローバル化、といったここ数十年にわたって続いてきた世界的な経済・社会・金融秩序のあり方を変える、大きな変化の入り口に立っている可能性すらある。

経営者には、「いち早く変化の兆候を捉える」ことが求められることは論を俟たない。特に、現在のような、これまでの経営者としての合理的判断やモノの見方、常識が通用しない不確実性の高い状況にあっては、先に述べたような着眼点を基礎として、従来以上にさまざまなリスク・シナリオを想定し、いざという時のアクションを考えておく必要がある。

加えて、Twitter や Facebook といったソーシャル・メディアの拡大によって、「経済・社会の変化を形作る、情報の流れ・世論形成のプロセスが変化している」という事実も、改めて意識しておく必要がある。

昨年英国の国民投票や米国大統領選挙の結果の背景には、グローバル化や自由貿易のメリットを享受していない層の、格差の拡大や移民問題への不満の高まりが存在している。しかしながら、われわれ経営者を含め、既存のメディアや専門家の多くは、そのマグニチュードを正確に捉えることはできなかった³¹。現在のように、多くの人々がソーシャル・メディア上で情報を発信し、それらが共有され、また為政者自身がソーシャル・メディア上でリアルタイムに人々に語りかける状況下において（いわば「情報のディスインターメディアーション」）、われわれ経営者は、「自分は世論から遠いところに居るのではないか」と自問し、これまで以上に幅広い層の声に耳を澄ましていく必要があるのではないか。

³¹ 例えば米国大統領選挙について、世論調査では、直前までクリントン氏の勝利を示していた一方、ソーシャル・メディア上の情報発信トレンドの分析等では、いち早くトランプ氏が勝利する兆候を示していた、との指摘もある。

今、世界では、政治・経済・社会にわたってさまざまな構造変化が生じており、これがグローバルマーケットに変動をもたらしている。今後も不確実性の高い状況が続くことが予想され、さらに大きな変化へとつながる可能性もある。経営者としては、こうした状況をビジネスに活かす視点が重要である。

現在日本は、「Japan 2.0 最適化社会」の実現に向けた準備を進めるべき時期にある。イノベーションの活性化や構造改革等を推し進めることで、世界における日本のプレゼンスをさらに高めることも可能である。われわれは、こうした動きに主体的に取り組み、これからも提言し、行動していきたい。

以 上

国際金融市場委員会 活動実績

<2015 年度>

日程	会合名	テーマ・講師等
2015 年 7月22日	第1回 正副委員長 会議	委員会運営の討議
2015 年 8月3日	第1回 会合	「FinTechの現状」 志村正之 三井住友フィナンシャルグループ 専務執行役員 委員会運営の討議
2015 年 9月10日	第2回 会合	「グローバル金融規制強化と金融機関のコーポレートガバナンス」 藤田勉 シティグループ証券 取締役副会長
2015 年 10月8日	第3回 会合	「ITは金融をどう変えるのか」 - 海外におけるFinTech拡大が示唆する未来」 岩下直行 日本銀行 金融機構局 金融高度化センター長
		「Fintechの最前線 日本における実例のご紹介」 辻庸介 マネーフォワード 代表取締役社長 CEO
2015 年 10月15日	第4回 会合	意見書(案)の審議
2015 年 11月30日	第5回 会合	「米国の利上げ：その背景と国内外への影響を考える」 井上哲也 野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長
2015 年 12月14日	第6回 会合	「中国経済の展望と人民元国際化の行方」 城田修司 HSBC 証券会社 マクロ経済戦略部長
2016 年 1月20日	第7回 会合	「金融審議会『金融グループを巡る制度のあり方に関する ワーキング・グループ』報告について」 佐藤則夫 金融庁 総務企画局 信用制度参事官
2016 年 2月4日	第8回 会合	「原油を中心とした国際商品市況の現状と展望」 芥田知至 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部主任研究員
2016 年 3月15日	第9回 会合	「当面の金融経済情勢」 不確実性増す世界経済、マイナス金利下の日本経済」 早川英男 富士通総研 経済研究所 エグゼクティブ・フェロー

(注) 所属、役職は当時

<2016 年度>

日程	会合名	テーマ・講師等
2016 年 7月20日	第1回 正副委員長 会議	委員会運営の討議
2016 年 7月21日	第1回 会合	「Brexit 後の金融市場の展望 - 先進国の長期金利は歴史的低水準 - 」 水野温氏 クレディ・スイス証券株式会社 副会長 委員会運営の討議
2016 年 9月21日	第2回 会合	「欧州の政治経済情勢と国際金融市場への影響 ~ 海図なき航海 ~ 」 田中理 第一生命経済研究所 主席エコノミスト
2016 年 10月13日	第3回 会合	「Key Drivers of Global Change - 世界的な変化をもたらす主な要因 - 」 ジョセフ・フリー ステート・ストリート CEO
2016 年 10月19日	第4回 会合	「企業経営における FinTech ビジネスの位置付け ~ 住信 SBI ネット銀行から見る FinTech とその取り組み事例 ~ 」 吉本憲文 住信 SBI ネット銀行 FinTech 事業企画部長
2016 年 11月16日	第5回 会合	「中国経済の展望と金融自由化の行方」 瀬口清之 キヤノングローバル戦略研究所 研究主幹
2016 年 12月20日	第6回 会合	「大統領選挙後の米国経済情勢と国際金融市場の動向」 矢嶋康次 ニッセイ基礎研究所 チーフエコノミスト
2017 年 1月31日	第7回 会合	「新興国とトランプ米政権の誕生 ~ 短期のリスクと長期の機会 ~ 」 児玉卓 大和総研 経済調査部長
2017 年 2月9日	第8回 会合	「フィンテックと金融庁における取り組み」 松尾元信 金融庁 総務企画局 参事官
2017 年 2月10日	第2回 正副委員長 会議	報告書の骨子（案）の審議
2017 年 3月10日	第3回 正副委員長 会議	報告書（案）の審議
2017 年 3月14日	第9回 会合	報告書（案）の審議

（注）所属、役職は当時

2017年4月現在

国際金融市場委員会

(敬称略)

委員長

宮田 孝一 (三井住友銀行 取締役会長)

副委員長

石黒 徹 (森・濱田松本法律事務所 パートナー)

岩田 彰一郎 (アスクル 取締役社長兼CEO)

釜井 節生 (電通国際情報サービス 取締役社長)

杉崎 重光 (ゴールドマン・サックス証券 副会長)

瀬口 二郎 (メリルリンチ日本証券 取締役社長)

高橋 秀行 (ステート・ストリート信託銀行 取締役会長)

平野 英治 (メットライフ生命保険 取締役 代表執行役 副会長)

委員

赤林 富二 (ニッセイアセットマネジメント 取締役社長)

浅井 勇介 (シティグループ証券 取締役副社長)

朝倉 陽保 (丸の内キャピタル 取締役社長)

有田 浩之 (ブラックロック・ジャパン 取締役社長)

石井 雅実 (かんぼ生命保険 取締役兼代表執行役社長)

石井 道遠 (東日本銀行 取締役頭取)

石田 建昭 (東海東京フィナンシャル・ホールディングス
取締役社長 最高経営責任者)

伊藤 秀俊 (ズッフリアレクサンダー Inc. 取締役会長)

岩崎 俊博 (野村資本市場研究所 顧問)

上原 忠春 (日本貿易保険 理事)

浦田 晴之 (オリックス銀行 取締役社長)

大石 英生 (日本政策投資銀行 取締役常務執行役員兼設備投資研究所長)

大岡 哲 (大岡記念財団 理事長)

大川 澄人	(ANAホールディングス 常勤監査役)
大平 亮	(ニューバーガー・バーマン 取締役社長)
大森 美和	(バンク・オブ・アメリカ・エヌ・エイ東京支店 日本における代表者 東京支店長)
岡田 伸一	(JFEホールディングス 取締役副社長)
尾崎 哲	(野村ホールディングス 代表執行役副社長グループCOO)
小野 俊彦	(お茶の水女子大学 学長特別顧問)
小野 傑	(西村あさひ法律事務所 代表パートナー)
小幡 尚孝	(三菱UFJリース 相談役)
柿崎 昭裕	(東京都民銀行 取締役会長)
鹿毛 雄二	(ブラックストーン・グループ・ジャパン 特別顧問)
片倉 正美	(新日本有限責任監査法人 常務理事)
門脇 英晴	(日本総合研究所 特別顧問・シニアフェロー)
鎌田 勇	(ジェイビル・サーキット・インク コーポレート名誉顧問)
蒲野 宏之	(蒲野綜合法律事務所 代表弁護士)
河合 良秋	(キャピタル アドバイザーズ グループ 議長)
川島 貴志	(第一フロンティア生命保険 取締役社長)
神林 比洋雄	(プロティビティLLC 会長・シニアマネージングディレクタ)
菊地 麻緒子	(三井倉庫ホールディングス 監査役)
北尾 吉孝	(SBIホールディングス 取締役執行役員社長)
橘田 大輔	(ブラックストーン・グループ・ジャパン 代表取締役)
木下 信行	(アフラック(アメリカファミリー生命保険) シニアアドバイザー)
金 栄進	(PwCあらた有限責任監査法人 マネージングパートナー)
熊谷 亮丸	(大和総研 常務執行役員)
車谷 暢昭	(三井住友銀行 上席顧問)
桑原 茂裕	(日本銀行 理事)
神津 多可思	(リコー 執行役員)
古宮 正章	(東京オリンピック・パラリンピック競技大会組織委員会 副事務総長)

酒井重人	(グッゲンハイム パートナース 取締役社長)
境米夫	(香港上海銀行 在日支店 副会長)
坂本和彦	(パソナ 顧問)
佐川恵一	(リクルートホールディングス 取締役専務執行役員)
櫻井祐記	(富国生命保険 取締役常務執行役員)
佐藤和男	(三井不動産 社友)
島田雅史	(アライアンスパートナーズ 取締役社長)
新芝宏之	(岡三証券グループ 取締役社長)
陳野浩司	(国際金融公社 チーフ・インベストメント・オフィサー)
杉本文秀	(長島・大野・常松法律事務所 マネージング・パートナー)
須田美矢子	(キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)
デービッド・セマイヤ	(日興アセットマネジメント 取締役会長)
高橋勉	(有限責任 あずさ監査法人 副理事長)
高橋衛	(HAUTPONT研究所 代表)
高橋征夫	(イマジエティク 代表取締役)
橋憲正	(タチバナエステート 取締役会長)
田中達郎	(シティグループ・ジャパン・ホールディングス 会長)
田中廣	(タナチョー 取締役社長)
田幡直樹	(日本経済研究所 シニアアドバイザー)
塚本隆史	(みずほフィナンシャルグループ 常任顧問)
月原紘一	(三井住友カード 特別顧問)
辻幸一	(新日本有限責任監査法人 理事長)
長門正貢	(日本郵政 取締役兼代表執行役社長)
中野裕	(日本ATM 取締役社長)
永久幸範	(ブランク・ラザ・ズ・リマ・インベストメントサービス 代表取締役)
中村彰利	(アスパラントグループ 取締役社長)
永山妙子	(プレリューダーズ 代表取締役)
西山茂樹	(スカパーJ S A Tホールディングス 取締役会長)
能見公一	(ジェイ・ウィル・コーポレーション 顧問)

外 立 憲 治	(外立総合法律事務所 所長・代表弁護士)
橋 本 圭一郎	(塩屋土地 取締役副会長)
林 信 光	(国際協力銀行 専務取締役)
原 田 靖 博	(フューチャー 取締役 フューチャー経済・金融研究所長)
日 高 直 輝	(住友商事 取締役 副社長執行役員)
深 堀 哲 也	(レーサム 取締役会長)
藤 島 安 之	(互助会保証 取締役社長)
堀 江 章 子	(アクセンチュア 執行役員)
益 戸 正 樹	(パークレイズ証券 顧問)
増 淵 稔	(日本証券金融 取締役会長)
松 居 克 彦	(松居アソシエイツ 代表)
松 林 知 史	(マーケットファクトリー 顧問)
宮 内 淑 子	(ワイ・ネット 取締役社長)
三 宅 伊智朗	(S & P グローバル・ジャパン 会長)
宮 下 永 二	(フェリック 代表取締役)
宮 原 幸一郎	(東京証券取引所 取締役社長)
向 井 俊 雄	(日本ユニシス 取締役専務執行役員 C F O)
武 者 陵 司	(武者リサーチ 代表)
武 藤 英 二	(高島屋 社外監査役)
森 正 勝	(国際大学 副理事長)
森 口 隆 宏	(J P モルガン証券 シニア・アドバイザー)
八 杉 茂 樹	(大和不動産鑑定 相談役)
安 田 育 生	(ピナクル 取締役会長兼社長兼 C E O)
山 口 裕 之	(S O M P O ホールディングス 上席顧問)
山 田 和 広	(カーライル・ジャパン・エルエルシー マネージングディレクター 日本代表)
山 本 謙 三	(N T T データ経営研究所 取締役会長)
ティモシー W. ラティモア	(メリルリンチ日本証券 マネージング ディレクター)
林 原 行 雄	(現代写真芸術振興財団 理事)

ヨッヘン・レゲヴィー

(CNC JAPAN 日本代表)

以上106名

事務局

藤 卷 正 志

(経済同友会 執行役)

野 村 拓 也

(経済同友会 政策調査部 マネジャー)