

## 第 12 回 榊原特別顧問を囲む為替懇談会

2017年7月31日

榊原英資	青山学院大学特別招聘教授 元大蔵省財務官（ミスター円） 株式会社 I Sホールディングス 特別顧問
遠藤昭二	株式会社 I Sホールディングス 代表取締役社長
坂本軍治	株式会社ジャパンエコノミックパルス 代表取締役社長 株式会社 I Sホールディングス 社外取締役

**遠藤** 今年の市場も早や後半戦に入りました。前半は EU 内でのイギリス発・自国優先の極右政治リスクに翻弄されましたが、仏大統領選挙後、EU 内では急速に極右並びにポピュリズムは鎮静化し世界的にもそのトレンドは縮小しました。その結果、後半は本来の金融経済ベースの相場展開に市場は変わるかと思いましたが、米トランプ旋風は激化、米英アングロサクソン流自国中心の保護主義は変わらず、この影響からグローバル経済の潮流変化の懸念が市場に台頭し、先行き経済の不確実性・不透明感が投資家マインドに影響し、今年後半の市場展開を読みにくくしています。更に日本でも安倍一強体制が揺らぐ状況になり、急速に市場の不安テーマとして日・米政治リスクが市場を揺さぶり、特に日本市場、株・ドル円レートへの影響は大きく、今後の展開に関しては、お取引頂いております個人投資家の皆様方の最大の関心事かと思えます。

**榊原** 最近では比較的ユーロ圏の景気が良好ですね。BREXIT の問題もありましたが、フランスを中心にヨーロッパ景気は回復傾向にあります。マリオ・ドラギも緩和政策の終了を匂わせています。

**坂本** 一方、アメリカはトランプ旋風の激化が、政権存続の危機にまで進展していますが、トランプは辞任に追い込まれるのでしょうか。仮に存続した場合は大統領選で掲げていた公約の実行はいつ頃になるのでしょうか。また、当初掲げた経済政策である減税とインフラ投資、規制改革が頓挫している現状についてもお話しを伺いたいと思います。

**榊原** IMF が出した世界経済見通しによると、アメリカの経済成長率は下落しています。これは大幅減税やインフラ投資の実現は難しいと予測されているためです。また、共和党の主流派がトランプから離れ始めていることから、政策が議会に通りづらい状況です。さらにロシアゲートの問題ですが、今後の展開によっては弾劾の可能性もあります。次々と主要なポストの人々が辞任し、トランプ離れが顕著で政権は不安定ですね。同じく日本の安倍政権も、加計学園や森友学園等の問題で支持率は低いです。通貨では円高が緩やかに進行して 110 円を切る可能性もあり、日本経済は先行き不安です。

**坂本** 安倍内閣は経済政策の基本に立ち返り、株価を上昇傾向にさせることが評価に繋がるのではないのでしょうか。第四の矢はどうなるか分かりませんが、第三の矢は中途半端な結果に終わっています。しかし安倍総理に代わる人物がないのも事実ですね。

榊原 その通りです。政権の評判は悪いですが、現在の経済状況は比較的良好です。これはアメリカと同様ですね。

遠藤 トランプ大統領は支持率を上げるために、北朝鮮と戦争を始める可能性はありますか。

榊原 戦争にはならないと思いますが、限定的な攻撃はあり得るのではないのでしょうか。

坂本 ただ、直近の FOREIGN AFFAIRS のレポートでは、北朝鮮は 6,000 発程のミサイルを保有している可能性があるそうです。もしもアメリカが攻撃を行えば周辺諸国が危険に晒されますので、攻撃は出来ないのではないかという見方もあります。

榊原 おそらくそれが真実でしょう。北朝鮮も攻撃を受ければ必ず報復します。ソウルや日本への攻撃に留まらず、アメリカへ直接ミサイルを飛ばす可能性もありますよ。



坂本 アメリカと日本は共通して政権の評判が悪く、政策が停滞するという問題が起きています。しかしアメリカ側ではムニューシン財務長官が、密かに独自の若手経済チームを作り、10月頃に減税政策を打ち出すのではないかという話もあります。現在ウォール街は活況を呈していますが、予定通りFRBが保有資産の圧縮を9月から開始した場合、株安が一気に進行する調整リスクが出てくる可能性もあります。従ってムニューシン氏は、今後の状況を予測し粛々とチームで政策作成を進めていくのではないのでしょうか。一方、日本では加計学園や森友問題ばかりが報道され、政権内部で日本再生のための新たな経済政策を立案している様子はありません。この

アメリカと日本の違いが、ドル安の進行に繋がると考えます。

**榊原** 世界的な株高傾向が、アメリカから崩れていき、そのプロセスの中で、円高が進む可能性はありますね。

**坂本** ただ、日本の金融緩和政策は欧米と比較すると長続きすることを市場は認識しています。日本側も国内での成長の限界から、海外企業へ M&A を活発化させる機運が出てきていますから、極端な円高は防げるのではないのでしょうか。

**榊原** ただ日銀は金融緩和政策の出口を考え始めている可能性があります。アメリカや ECB が金融緩和から転換している中、日銀だけが未だ金融緩和政策を続けています。黒田総裁は金融緩和を継続すると発言していますが、様々な報道を見ると、出口を探っているニュアンスも感じ取れます。

**遠藤** 金融緩和政策を転換するにしても、穏便には済まないでしょうね。

**榊原** そう簡単には実現できないでしょうね。日本経済の状況にも左右されますので、今年から来年にかけて成長率が良ければ、実現してくる可能性もあります。

**坂本** アメリカでは、金融政策変更の一つの判断基準となる先行き景況感に関して、連銀と市場に見方のギャップが 2 か月前ぐらいから目立ち始めました。年初から 3 月までは、FRB は利上げの判断ベースを労働需給に視点を置いた金融政策の正常化を主張し、市場も同調しドル高となりました。その後、市場は低インフレ率・個人消費の停滞の長期化に景況感がシフトし、利上げペースに関してギャップが出始めたのではないかと思います。その結果ドル安にシフトしました。ところが政策実行が遅れているトランプ政権にとってドル安は大きなメリットを生みました。

**榊原** トランプはドル安を望んでいる可能性があります。

**坂本** 直近の S&P500 に関するデータによりますと、このままドル安が年末まで続けば株価の収益率は 4%増になるそうです。市場はまだ楽観視していますが、FRB が 9 月にテーパリング（量的緩和の縮小）を始めたら、ドル安の影響は国債だけでなく社債や他の債券にどう影響してくるか分かりません。

**榊原** IMF の予測からも見て分かるようにアメリカ経済は失速してきています。ですから 3 月時点で 3・4 回行う予定だった利上げ回数が減ってきますよね。重ねてトランプ大統領の減税政策や公共事業も進んでいない。トランプ大統領自身がドル安を望んでいるということもありますが、アメリカ経済の失速がドル安を産む要因にもなっています。

**遠藤** アメリカが TPP を離脱すると表明しました。最近、日本側はセーフガードによりアメリカ産冷凍牛肉の関税を 38.5%から 50%に引き上げることにしました。これはトランプ大統領の逆鱗に触れるのではないのでしょうか。

**坂本** 今回のセーフガードは釈然としません。個人的には発表すべきではなかったと考えます。二国間協定の中に為替条項を入れて、通貨管理をするという発表についてはいかがでしょうか。前代未聞かと思いますが、榊原顧問が財務官であった時代を含めて、アメリカが日米通商交渉の中で強烈に為替条項を要求してきた歴史はありましたでしょうか。確かに日本の自動車問題を始め、日本の黒字については日米間

交渉の中でいろいろと言われた記憶はありますが。

**榊原** 自動車や保険といった個別のインダストリーについての交渉はハードなものでしたが、日米間通商交渉において、為替についての議論がされた歴史はありません。為替は市場が決めるものだという考えが一般的ですので、交渉によって左右されるとは考え難いです。結果としてのドル安を望むことはあるとしても、為替条項による介入によって為替レートを決めるというものではありませんでした。

**坂本** やはりそうですか。ということは今度の通商交渉の中に為替条項を入れるというのは異例なことなのですね。しかしこれは二国間だけで収まるという問題でもないですし、条項に入れることは難しいでしょうね。

**遠藤** トランプ大統領は自国主義を貫き通すでしょうから、弾劾等によって外されるまではどこまでも強気に突き進むでしょうね。



**坂本** そうですね。ところで弾劾の可能性はあるのでしょうか。

**榊原** ロシアゲートの展開次第ではないでしょうか。疑惑が次々と出てくれば弾劾される可能性はあります。トランプ大統領自身ではなく、その周辺への影響までに留まる可能性もありますね。

**遠藤** ただ、トランプ大統領を弾劾する以前に、ロシアがアメリカの大統領選に対して多くの影響力を持っていたということ事態が大問題です。本当だとすれば、アメリカの脆弱性が問われるでしょうね。

**坂本** どういう形でどの程度の働きかけが、ロシアからアメリカへあったかは闇の中ですね。

榊原 そう簡単に関わることはできないはずです。若干の働きかけはあったにしろ、それが大統領選の決定打になったとは考えにくい。

坂本 あるヘッジファンドの代表との会話で興味深いものがありました。トランプ氏は大統領を2期勤める気は無いというのです。大胆な行動や発言の裏にはこういった理由もあるのでしょうか。それゆえ市場もトランプ大統領の政策が読みづらく、大きなポジションが取りづらいようですね。

榊原 トランプ大統領がどのように考えているかは別として、次の選挙での勝算は低いので2期勤めることは難しいでしょうね。

坂本 投資家達は任期満了または弾劾によりトランプ氏が大統領を退き、ペンス副大統領に代わる時を待っているようです。次の大統領候補であるペンス氏は、俯瞰した立場から物事を考えられる能力の高い人物のようで、ペンス氏が大統領となればアメリカ経済は好調になるのではという期待も強いようですね。

遠藤 確かにペンス氏はパワーバランスを熟知されていますね。

坂本 また、トランプ政権内部はムニューチン氏を始め優秀な人材が揃っておりますので、そこまで問題視することも無いと思います。

遠藤 次に EU の話に移ります。EU にとっては大きなテーマでは無くなりつつある BREXIT ですが、イギリス本体からするといかがでしょうか。イギリスの今後を含めてお話を伺いたいと思います。

榊原 BREXIT によって、今までイギリスを経由して EU 諸国と繋がっていた各国とのやり取りが維持できなくなっている現状は、イギリスにとって大変困った事態でしょう。EU からの離脱を決めたとはいえ、EU との関係を維持するために、様々な交渉が必要になってきます。

遠藤 BREXIT によって、ありとあらゆる英国の経済指数が徐々に悪化してきていますね。

坂本 ジョージ・ソロスが BREXIT に対する見方を変更しましたね。もう一度国民投票を行うことで、イギリスが EU に残る可能性があるとのことですが、私もそう思っていました。スコットランドと、特に北アイルランドは欧米企業が多数進出していることもあり、EU 離脱に反対です。さらに離脱に伴う高額な清算金も要因の一つです。

一方、ドイツはロンドン・シティをフランクフルトに持ってこようと意気込んでいますね。フランクフルトには ECB の本店があるので、ヨーロッパ金融市場の中心となるのは当然だと考えているようです。その影響もあつてか、最近ドイツから帰国したエコノミストから、フランクフルトの不動産がかなり値上がりしていると聞きました。もしも市場が本格的にフランクフルトへ移ればロンドンの雇用は約 20 万人も減るそうです。

榊原 もし国民投票を再度行えば結果が変わる可能性は高いですね。難民問題の改善を求める声による離脱でしたが、むしろ離脱によるマイナスの影響の方が大きくなっております。元々イギリスの政治家達は残留派でしたし、客観的に見てもイギリス

は EU に加盟していたほうが良いですよ。国民投票を行わなければイギリスは EU に残留していたでしょうね。もしもヨーロッパの金融市場の中心がフランクフルトへ移れば、イギリスは金融市場のポジションを失うことになるでしょう。

**坂本** メルケル首相を含む側近達は、金融市場で最もレベルが高い場所はフランクフルトであり、人材を登用するのも最適であると声を大にしています。

**遠藤** ところで日本の貿易において最大相手国である中国についてはいかがですか。

**榊原** 中国は概ね 6% 台で、減速はしているものの急落することはありません。ただ、中長期的に見れば緩やかに減速することは間違いありません。いずれ人口がピークを打つと、高齢化と減少の問題が出てきますから。

**遠藤** 多くの不良債権が顕在化するのではないかとこの恐れがありました、今後沈静化に向かうのでしょうか。

**榊原** 確かなことは言えませんが、高度成長が終わり、安定成長の中で様々な問題が浮上してくる可能性はあり得ます。中国は今後も問題含みでしょう。

**坂本** 確かに四大銀行の経理処理は非常に不透明ですよ。どの程度かははっきりとしませんが、一説では莫大な不良債務が積み上がっていると聞きます。

**榊原** 四大銀行は国有銀行ですから、政治的に融資していた可能性が高く、それが不良債権化するのではないかと考えられます。

**坂本** 不良債権が顕在化する引き金となるのは、ベネズエラへの投資ではないかと噂されています。中国はベネズエラの石油産業に対して多額な投資を行っており、これの債権額は莫大です。アメリカがベネズエラから撤退した後、中国がそれを買収するにしてもシェールガス革命により石油の売り先がありません。南米やアフリカへの投資に失敗した中国は、その反省から AIIB を立ち上げ他国を巻き込んで、海外債務の再建に乗り出す考えです。果して一带一路は成功するのでしょうか。

**榊原** 一带一路の先行きについて予測は難しいですが、日本は AIIB に参加すべきだと考えています。

**坂本** いずれは参加せざるを得なくなるのではと思います。

**榊原** 中国は、日本やアメリカを AIIB に歓迎すると言っていますので、今なら参加しやすいですよ。

**坂本** 中国としては日本の人材に興味があるようですね。政策投資銀行や国際協力銀行、ADB に多くの人材を抱える日本は、後進国投資先に関する様々なノウハウを持っていますからね。

**榊原** AIIB のトップの金立群総裁は ADB の副総裁でもありましたので、ADB との関係はある程度維持しながら運営していくでしょう。MOF から出ている ADB の中尾総裁も AIIB と協力すると発言しています。人脈的に ADB と AIIB は繋がりがありませんので、お互い競争と協調をテーマに進んでいくでしょう。AIIB は中国のシェアが大きすぎる点で懸念がありますが、日本とアメリカが参加すれば問題解決だと中

国は考えています。



遠藤 日本はアメリカが参加しないかぎり、参加を決めないでしょうね。

坂本 仮に日本が独断で参加を決断しても、アメリカがそれを許さないでしょう。とはいえアメリカが参加に関して文句を言える筋合いはないと思いますけれど。

榊原 シンガポールに AMRO が出来た時、アメリカは反対しませんでした。私が財務官時代、アジア通貨基金を作るという案はアメリカの反対により潰れてしまいましたが、AMRO は正にアジア通貨基金です。

坂本 アメリカの反対はあれど、今後もアジアの協力体制は否が応でも強化されていくでしょうね。

榊原 日中は政治面ではぎくしゃくしていても、金融面では人脈に繋がりががありますので十分協調できると思います。ですから日本は AIIB に参加すべきだと考えております。

遠藤 AIIB の発注先が中国企業ばかりと聞きますが、日本企業に出番があるのであれば協力すべきです。

榊原 ADB は各国の理事がマニラに常駐しており、発注先は対面決議で確定させるのに対し、AIIB の理事は北京に常駐してはいません。すると意思決定は中国に偏重する事態が生じます。これは問題ですが、中国がこの状況を狙っている可能性もあります。このような理由により、現在は圧倒的に中国のシェアが大きいので、AIIB における中国のシェアを下げるためにも日本の参加が必要ではないでしょうか。

坂本 協力することが力の対決を排除していく唯一の方法なのですね。しかし海洋権益の問題等の政治的対決が、協調の進展の阻害要因として働いていることは残念です。

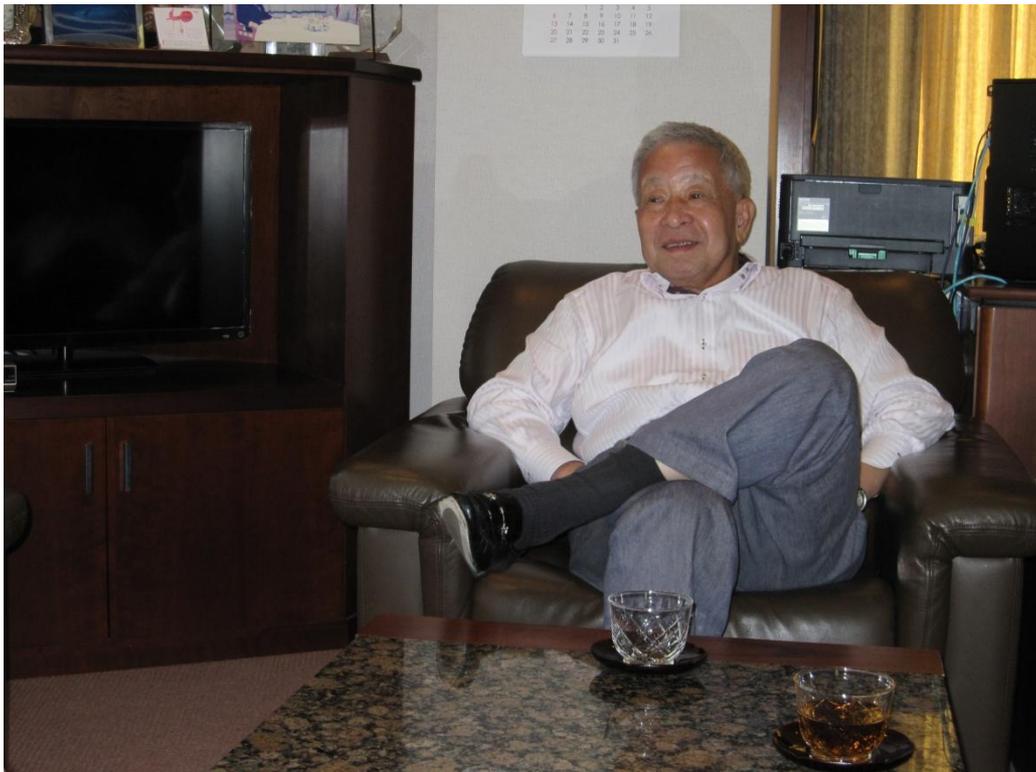
榊原 中国の金融界の人材は、アメリカ留学経験者が多いので、いわゆる共産党的な考えはなさそうです。金融面では十分協調が可能ですね。

坂本 話は変わりますが、アメリカからのシェールガスの輸入が来年から急増するようですね。来年の今頃には日米貿易摩擦もかなり改善されるのではないのでしょうか。

遠藤 東芝も大量のシェールガスの予約をしているらしいですね。

坂本 シェールガスの台頭によりロシアの天然ガス輸出が打撃を受けています。そういった点でもロシアの力は昔に比べ弱まってきています。日本は北方領土問題の対露交渉に対して、ロシアから歩み寄って来るときを待っていていいのではないのでしょうか。

榊原 全体的に見ると北方領土問題は大した問題ではありませんからね。戻って来るとしたら二島ですが、領土問題というのは易々と解決するものではありませんので先行き不透明です。



坂本 最後に、民進党の代表選についてお話を伺えますでしょうか。

榊原 前原氏や枝野氏が立候補を表明していますが、私は新しい人間を代表に立てるべきだと思います。そういう意味では蓮舫には期待していたのですが、代表の資質は

彼女にはありませんでしたね。

坂本 都民ファーストの会についてはどのようにお考えですか。小池新党へ協力の姿勢を見せている長島昭久氏や渡辺喜美氏は新党に入ることが決まっているようですが。

榊原 小池新党のような“風”はいずれ必ず止みますので、期待してはいけません。先日の都議会選挙で自民党は小池百合子氏に惨敗しましたが、あれは、一時的に“風”が吹いただけですよ。

坂本 あれは惨敗は自民党のせいではなく、内田・下村両氏によるところが大きいのではないのでしょうか。

榊原 その原因は大きいでしょうね。民進党との連携や、野党連合を作るなどしないかぎり、万一小池氏が出てきたとしても自民党自体を倒すことはできないと思います。

坂本 野党連合といっても肝心の政策が基本的に異なりますから実現は難しいでしょう。後半の市場も多難のようですね。

榊原 年末までに少なくとも 110 円は切ってくるでしょう。可能性はかなり低いですが 100 円を切る可能性も無いとは言い切れません。

坂本 110 円の壁は厚くはないでしょうね。ただ私はムニューシン財務長官への期待感と、FRB が保有資産をテーパリングするということから、今年の 8～9 月を乗り切れば 105 円以下にはならないと考えていますが。

榊原 さらに黒田総裁が金融緩和をやめるのではないかという噂が、市場で盛り上がれば円高となるでしょうね。

坂本 日銀総裁として黒田氏が続投するにせよ、雨宮氏に交代となるにせよマイナス金利はいずれ撤廃されるでしょうね。撤廃のチャンスは 115 円を超えて円安となった時だと考えます。マイナス金利は金融関係のあらゆる面で、経済効果にマイナスに働いていますし、続けている意味は無いと思います。

榊原 ヨーロッパの真似をして、マイナス金利を行う必要はありませんでしたね。

坂本 同感です。ところでユーロ高はどのぐらいまで進むと思いますか。

榊原 予測が難しいですね。今はユーロ・ドルは約 1.1000 台推移していますが、1.25000 ぐらいまでは上がるのではないのでしょうか。

坂本 冒頭に述べられましたように、確かにユーロ経済は回復傾向にありますが、南北の差は依然として大きいですね。失業率だけを全体で見ると、下降傾向にあります。とはいえドイツに近い北側に比べて、南側のギリシャは 22%ですし、スペイン、イタリア共に失業率は高いです。BREXIT によって、EU の結束は固まりましたが、今後財政統合の可能性はあるのでしょうか。次の課題である経済格差を無くすためには財政統合をせざるを得ないと思いますが。

榊原 財政統合を行えば、ドイツが南を支援するという形になりますので、ドイツの力が増します。極端な例えをすれば、ドイツ帝国の復活となるわけです。

坂本 最終的にはドイツも財政同盟に踏み切りますか。

榊原 ドイツ国民が反対する可能性がありますから、はっきりとは言えません。しかし財政統合的な方向へじわじわと向かうのではないかと予測しています。

坂本 その第一歩が欧州共同債の発行ですね。

榊原 そうです。財政統合が完成するのに10～20年はかかるでしょう。

坂本 ということは、徐々に南欧のリスクは減ってきたと。

榊原 だからしばらくはユーロが強いのではないのでしょうか。

坂本 ユーロ買い円売りは円安要因ですね。今はそれと逆の調整リスクがありますが。

遠藤 ありがとうございます。また、秋口に方向性が出ましたら懇談会の機会をいただきたいと思います。

(了)