

## 第 13 回 榊原特別顧問を囲む為替懇談会

2018 年 1 月 30 日

<b>榊原英資</b>	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
<b>遠藤昭二</b>	株式会社 I S ホールディングス 代表取締役社長
<b>坂本軍治</b>	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
<b>古作 篤</b>	株式会社 I S ホールディングス 取締役 株式会社外為オンライン 代表取締役社長

**遠藤** 懇談会を開催して以来、今回が初めて世界景気が回復サイクルの中での懇談会になりますが、長い不況の後遺症とでも言いますか、今までにない欧・米の政治リスクが浮上しています。一方、日・中は政治リスクとは無縁ですが、欧米の政治リスクに振らされる可能性があり、今年の前半は政治リスクの経済への影響を意識する市場展開が続くのではと思われます。政治リスクと申しましたが、グローバル経済社会の分断リスクで、世界的に景気回復はするも経済格差が広がり、各国共に国民の不満がポピュリズム・ナショナリズムの台頭になり、政権の安定維持が懸念される状況にあります。市場関係者の懸念は経済への波及リスクです。今回はその点に焦点をあてて懇談を進めたく思います。

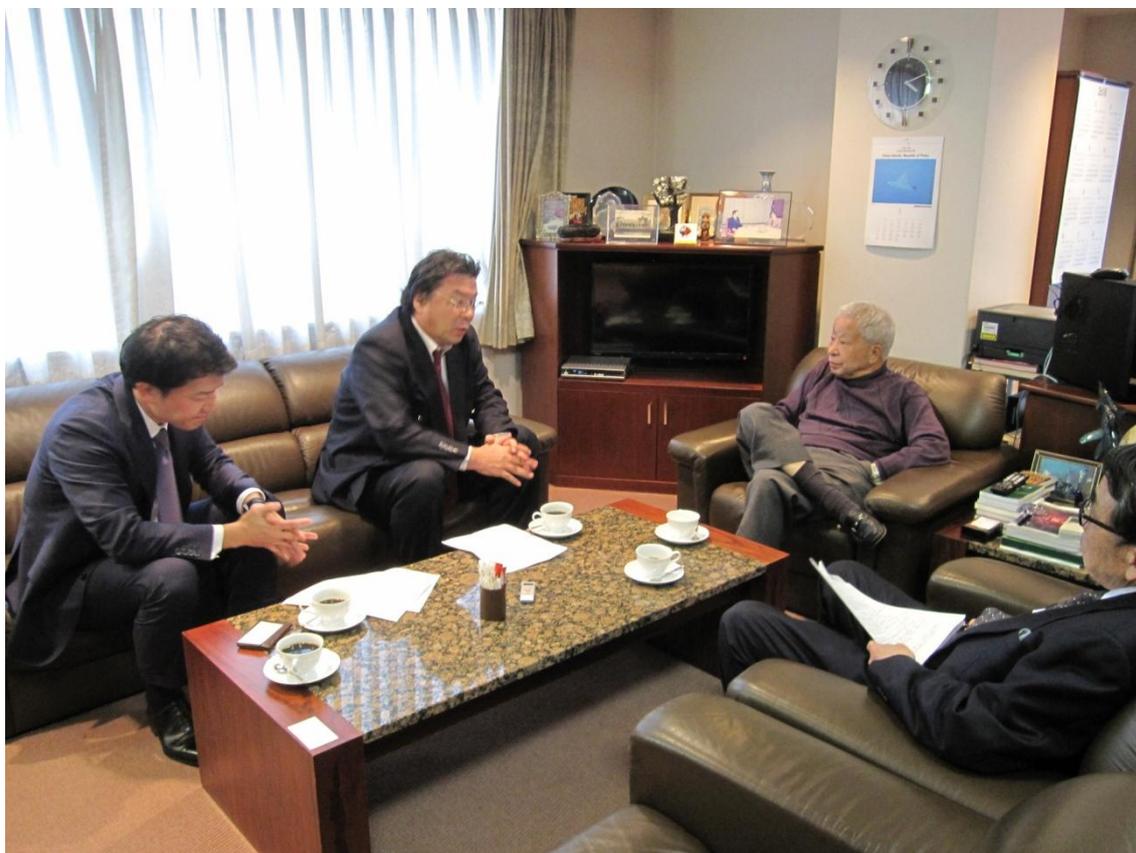
**榊原** おっしゃるとおり、トランプ大統領のアメリカファーストや、イギリスの BREXIT からなる欧米の政治リスクが浮上してきています。EU 加盟国の中でも、EU からの離脱を支持する政党が勢いを増しており、グローバリズムからナショナリズム的な動きへと変化しています。対して、世界経済は IMF 世界経済見通しからも見受けられるとおり好調です。原因の一つに、石油や鉄鉱石といった資源価格の回復に伴う、ロシアやブラジル等の新興市場国の好景気があります。

**坂本** 世界経済が好調である原因として、日・米・欧を含む先進国の需要不足が 10 年振りに解消されたことと、7 年ぶりに先進国・新興国の経済成長率が同時に上がったこ

と、更に3年ぶりに世界経済の貿易量の伸び率が成長率を上回ったことにあります。このように好調な経済状況を壊しかねないアメリカファーストの自国主義的な主張を、ダボス会議でアメリカ高官が発言したことに驚きました。発言を受け、個人投資家の皆様への影響はございましたでしょうか。

古作 お取引頂いております個人投資家の皆様からも、この点に関しての相場への影響のご質問も多々ございます。米国経済は好調にもかかわらず、アメリカファーストを掲げ、ダボス会議でもその主張が具体化してきています。この点から顧問のご意見は如何でしょうか。

榊原 アメリカは自国の通貨が国際基軸通貨ですので、赤字を継続的に出すことが可能です。ゆえにトランプ大統領はアメリカファーストを強く掲げることができます。確かにグローバリズムの進展により経済状況は好調ですが、グローバリズムの影の面が政治リスクを増大させていることも事実です。今回のダボス会議では、最大の貿易黒字国である中国に対してアメリカが強硬姿勢を取ったことにより、政治的不和が生じ始めていますし、BREXITの最大の原因である難民問題が、欧州各地で大きな問題となっています。



遠藤 トランプ大統領がダボス会議にて TPP への再加入を匂わす発言をされていましたが、その点はどのようにお考えでしょうか。

榊原 アメリカは外交面で非常に強力ですので、多国間貿易よりも二国間貿易の方が優位ですが、TPP に加入をするメリットもあるという声が少なからずあるのではないのでしょうか。

坂本 ドイツ銀行の最新レポートにもありましたが、アメリカが貿易赤字にこだわり、通商交渉に傾注し各国との交渉を激化させると、各国がドルの基軸通貨としての地位を疑問視する要因になりかねないという懸念が生じてきます。

遠藤 当初のアメリカファーストは、政治家特有のテクニク的な面が強くありましたが、国内で支持されたことにより世界各国からも注目される結果となってしまいました。

榊原 トランプ大統領の支持者は、主に中西部の製造業が強い地域の国民ですので、アメリカファーストは支持者に対するリップサービスとも捉えられます。

遠藤 欧州の難民問題の混乱が加速し、欧米分断リスクに発展し基軸通貨問題にまで及ぶと怖いですね。

榊原 難民問題はナショナリズムや差別に結びつく重大な問題です。ドイツでも難民を受け入れないと主張する政党が力を増し、受け入れる方針を変えないメルケル首相の支持率は下落しています。

坂本 そのような世界情勢の中、アメリカ経済は減税効果期待などにより非常に順調ですが、FRB の利上げのペースについてはどのようにお考えですか。

榊原 アメリカ経済は順調ですが、エクスペクテーションがあまりにも楽観的ですので、予測されているほど経済状況は良ならず、利上げの回数は減るのではないのでしょうか。するとドル高がピークを打ち、対円でドル安になるのではないかと考えます。もちろん見方は分かれていますが、円高が進み、しばらくは 105~110 円のレンジで、場合によっては 100 円に向けて動くでしょう。

坂本 アメリカのインフレ率は FRB の予測値には届かず、従って利上げペースは遅れるということですね。

遠藤 ダボス会議でムニューシン財務長官からドル安を容認するかのような発言があり、年明けから円高が進んでいます。

榊原 トランプ大統領も国際収支をより良くしたいので、ドル安発言に繋がったのでしょうか。

坂本 一説にはドル安発言は、長期のユーロ安と人民元安を意識したとの見方もあります。現状ではユーロ崩壊のシナリオはないですが、ユーロ高は域内各国の成長率格差拡大に繋がり先行き不安材料です。

榊原 しばらくはユーロ高が続きますが、欧州が抱える構造的な経済格差問題の今後の展開は要注意です。

遠藤 原発問題を始め、欧州各国の政策の足並みが揃っていないことも気になります。フランスは電気自動車 100%を目指しているのに対し、ドイツは真逆の政策方針を取っているなど。

榊原 第二次大戦後からドイツとフランスは手を組み、EU を創り上げてきましたので、二国の政策方針が異なることは EU に多大な影響を及ぼすでしょう。

坂本 EU において、銀行同盟や統一税制の実現は困難であることは懇談会でも何度か触れておりますが、ポピュリズムが生んだナショナリズムが極端化すると経済へ影響が現れると思います。

榊原 それが欧州の最大の問題であり、政治リスクの拡大につながります。格差に悩む南欧のポピュリズム的動きが活発化すると中央との間に溝ができ、欧州全体の統合の妨げとなるでしょう。対して日本や中国国内は政治が安定していますね。安倍総理は対抗馬不在で再選の可能性が高く、当選すれば在職年数が明治以来最長となります。

遠藤 イギリスの BREXIT の問題ですがデメリットが浮上しています。再度の離脱国民投票の可能性、もし予定通りで離脱した場合のイギリスの次の問題は、アイルランド・スコットランドの独立の動きの再燃です。その可能性が高まります。この点に関してはいかがでしょうか。

榊原 国民投票を再度行うためには、政権交代をせざるをえないでしょうから実現は難

しいと思います。日本などイギリスをベースに欧州へ進出してきた国にとっては、BREXITの影響は大変なものです。今後の離脱交渉によってイギリスがどのように変化していくのか予測が難しいですが、EUからの完全離脱はイギリスにとっても経済面などで不安が残るのではないのでしょうか。



坂本 離脱交渉は年内が勝負ですね。そうするとユーロ買いの限界がなんとなくみえてくるのではないのでしょうか。

榊原 そうですね。現状では好調でも、今後、欧州は政治的に混乱する可能性がありますから、それがユーロに影響してくる可能性はあります。

坂本 徐々にEU内の経済格差が縮まり出したと思ったら、また経済格差が顕著になっていきますね。ドイツのひとり勝ちの状況がある限り欧州の格差問題は解消の目処が立ちません。ドイツでの連立政権の誕生は3月位になると云われていますが、難民や南欧との経済格差など問題は山積みです。ECBのドラギ総裁は非常に穏健派で慎重派ですが、来年には交代を控えていますから、そういった意味でもユーロは上下に振らされそうで、ユーロのボラティリティが一番高くなる可能性もありますね。

榊原 欧州統合に軋みが出てきています。難民問題は軋みの原因の一つですが、難民を禁止するということは人の移動を禁止するということですから、統合の目的に反する行為です。ドイツですら、「ドイツのための選択肢」といった統合反対派の政党が登場し、勢力を強めています。難民問題や国境問題は日本人には理解し難い問題ですね。

遠藤 次に欧州と関係の深い中国が気になります。ここにきて欧州の対中経済外交も微妙に変化が出始めています。中国による欧州企業の買収が進み、欧州の一部では警戒感も出始め、インドの成長余地が急速に欧州でも再認識されているようで、一帯一路の今後の展開を含め中国の今後の経済についての視点をお願いします。

榊原 中国経済はしばらく6%台が続くでしょう。2050年にかけて緩やかに下降していきますが、短期的に崩壊することはありません。ただ、成長率だけで言えばインドが中国を上回っています。中国が一人っ子政策によって人口が減少するのに対し、インドの人口は2050年には16億人と言われていています。さらにインドは25歳以下が全体の50%以上と人口構成が若く、生産年齢人口が多いのが特長です。インドのGDPは中国と比べてまだ低いので、今後も上がる余地は十分にありますから、しばらく7%の成長率をキープするでしょう。現在のモディ政権も改革を実現させており、評判が良いですね。インドは連邦国家のため州ごとに様々な事項が異なるのですが、GST（物品・サービス税）を導入したことにより税制が共通となりました。

坂本 今までは税制の問題でインドへの進出が困難だった日本企業も、今後は進出を活性化させる可能性がありますね。

榊原 自動車関連会社はすでにインドへ進出を果たしています。インドは人口と共に中産階級の割合が増えてくるので、自動車や電化製品の需要が増え、特に自動車販売台数の伸びは大国の中で最大となるのではないのでしょうか。また、日・印は外交関係が昔から良好ですので、日本企業にとって明るい話題ですね。

坂本 中国経済ですが、中国はAI分野にかなり力を入れていますので、今後の成長率にどのように影響してくるのか気になります。アメリカにとっても中国のAI分野の発達は脅威ではないのでしょうか。

遠藤 Google や Amazon といったアメリカの巨大企業が、中国への進出を思うように進められていません。中国独特の文化と言いましょか、この状況が国際社会の中でいつまで通用するのか気になります。

榊原 その点、インドの IT 企業はアメリカや欧州との結びつきが強いですね。

坂本 AIIB についてはいかがでしょうか。

榊原 AIIB の金 立群 総裁は元 ADB 副総裁ですから、人脈的にも ADB と連携していくことは可能ですし、ADB 中尾総裁も協調していく方針です。

古作 日本は最終的に AIIB へ出資をするでしょうか。

榊原 出資します。AIIB も日本やアメリカの席は空けています。日本と経済的に最も近い国は中国ですし、中国としても同様の認識を持っております。政治的には若干の緊張が走る場面もありますが、両国共に経済関係は緊密に維持しようとするでしょう。最近では日中首脳会議の予定や、河野外務大臣の訪問など、日中間の交流も盛んに行われています。

坂本 安倍内閣が誕生してから外交が活発化しました。経済外交を熱心に行うと同時に訪問国も多数です。

榊原 安倍内閣が経済外交を熱心に行う理由は、経産省や外務省寄りの面があるためです。歴代の政権は財務省寄りでしたが、安倍総理のお父様である安倍晋太郎氏が大蔵大臣に就任していないことも影響し、経産省寄りの人事や政策に軸足を置く傾向にあるのかもしれませんが。

遠藤 我々にとっては、経済面に軸足を置いていることは頼もしいことですね。最後に一番の関心は日本経済です。潜在的懸念材料は多々ありますが、現状はアベノミクスが稼働し、特に安倍首相の経済外交が功を奏し、日中関係も好転し輸出改善からの景気回復に寄与しています。市場は早くも先取りして異次元緩和の出口時期も近いとのことから円高に振れています。しかし今の景気モメンタムを支えるには現状の政策スタンス維持が妥当かと思われまます。

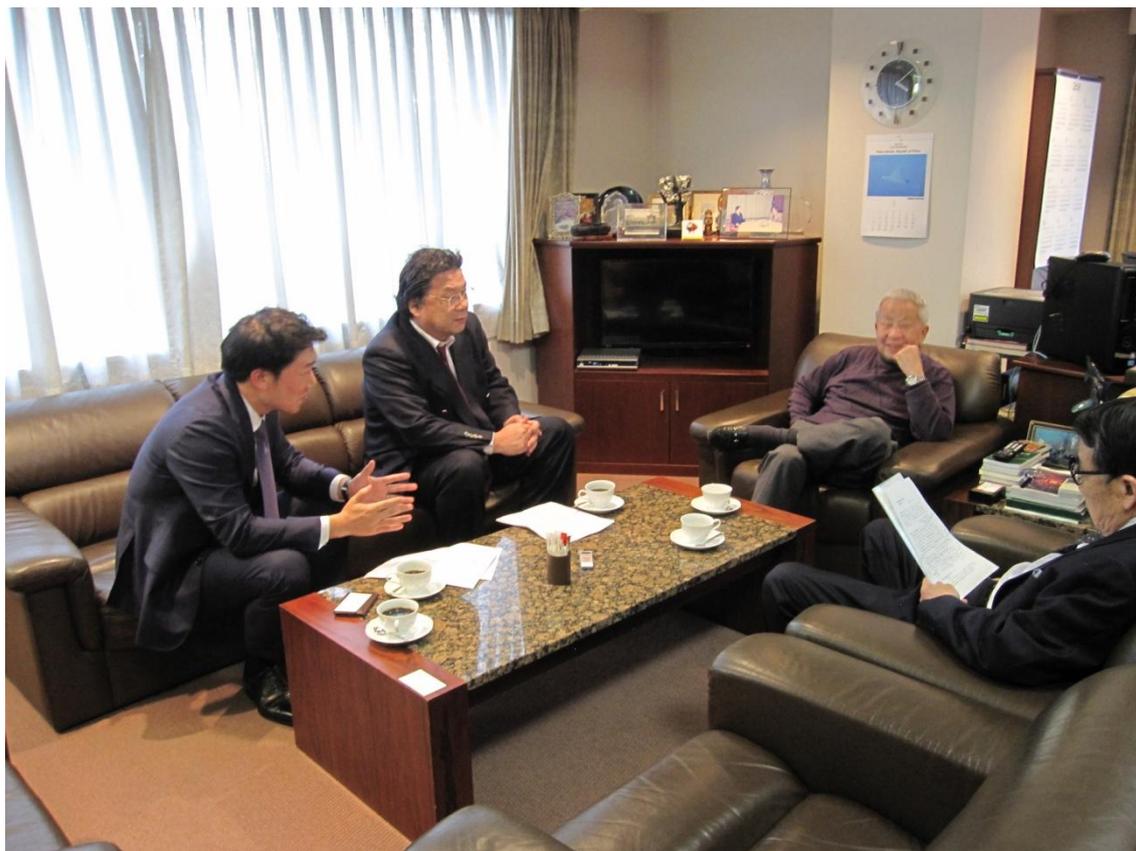
古作 昨年後半からドル円のボラティリティが急低下していましたが、少しボラティリティが高くなる可能性があるかと思っております。完全デフレ脱却の時期はどの様に思われますか。

榊原 個人的には、事実上脱却をしていれば、デフレ脱却宣言をする必要はないと考えます。脱却宣言をすると、市場は FRB や ECB に続き日銀も金融緩和を止めるのでは

ないかと考えます。黒田総裁はそれを予測しておりますので、脱却宣言はしないでしょう。

坂本 私も同じです。ただ、ダボス会議のパネルディスカッションにおける黒田総裁の「2%の物価目標に近づいてきた」という発言は不用意だったのではないのでしょうか。日銀はイールドカーブ・コントロールで20年物国債の買いを一時停止しましたが、市場ではそれをステルス・テーパリングであると捉えています。この状況で、あのダボス会議の発言は、市場にテーパリングが近いと捉えられても仕方がないのではないのでしょうか。「引き続き目標に向かって、我々は努力中」などと発言すべきだったと思います。市場は昔と違い政府高官や金融高官の発言にもものすごく神経質で敏感に反応しますから。

榊原 日銀がいずれテーパリングを行うであろうことは予測ができますが、実行がいつになるか分からない現在、市場は高官発言に敏感ですね。



古作 今年前半は、かなり市場は揺れそうです。ユーロ円、ドル円の予想レンジはいかがでしょうか。

榊原　すでに105円～110円のレンジに入っていますから、緩やかに円高だと思います。先のことについて予測は難しいですが、年末から年始にかけて100円をトライする局面があるのではないのでしょうか。世界的株安やニューヨークダウ、ドル高がある程度ピークを打って、少なくとも対円ではドル安です。さらに様々な発言や状況を市場が捉えて、円高へとようになっていくのではないのでしょうか。

坂本　その場合、安倍政権がその状況に対して、どのように対応するのでしょうか。直近の今年の政府見通しでは、実質成長率が1.8%、名目が2.5%でしたが、この数値の基準となった為替レートは、10月から12月の平均レートである112円です。もしもベースとなるレートが100円～105円のレンジとなった場合、成長率は予測よりかなり低下しますので、何らかの手を打たなければなりません。

榊原　そもそも成熟段階である日本の成長率が2%になることは難しいのではないのでしょうか。過去20数年、実質成長率1%で推移してきました。

坂本　実質は1%でも、名目は2%以上欲しいところです。これは個人的な考えですが、為替が100円～105円で推移、円高懸念がある場合、春闘で3%の賃上げを行わない企業が出てくるのではないのでしょうか。結果として消費が落ち込み、日本経済は悪循環に入ります。ですから黒田総裁にはダボス会議での発言を訂正するようなメッセージを市場に送ってほしいですね。

榊原　私は、無理に成長率を上げる必要はないと思います。国民一人あたりのGDPも非常に高いですから、実質1%成長で問題はないのではないのでしょうか。

遠藤　東部南海トラフでのメタンハイドレートの発掘が初期段階、レアメタルを乗り越える技術の発達など日本経済を爆発的に底上げする革新的な技術開発にも今後は期待していきたいと思います。

榊原　確かに日本経済を悲観することはないと思いますが、やはり高成長は難しいでしょう。

坂本　グローバル経済の分断リスクの今後の展開が予測しづらいため、今年是一年を通しての為替レートの予測がしづらいですね。

榊原　私は1年を通して円高と予測します。アメリカ経済がピークを打ち、株高も逆転をして、ドル安円高でしょう。

坂本 今年の経済と市場予測は例年になく難しいかと思えます。年央までに状況変化もあると思えますので再度懇談会を開催できればと思っています。

遠藤 市場関係者にとっては気の抜けない前半戦になりそうです。突発的政治リスクで市場が様変わりすることのないことを願っておりますが、起きた時には緊急懇談の場を持ちたく思います。宜しく申し上げます。(了)