

中期為替相場見通し

2015 年 11 月 30 日

みずほ銀行

国際為替部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～2015 年は 2 つの大記録へ～

ドル/円相場の年間レンジについて: 当時とは異なる政治的前提	P.3
米経済の現状と利上げの先行き: 悩ましい運用難の影響	P.4
ドル高と円安の水準感: どちらも行き過ぎ?	P.7
円相場の需給環境の現状と展望: 対外証券投資のけん引は継続	P.8
※補足: ドル調達コストの急騰について～対外証券投資は割に合わない?～	P.10
2016 年のポイントとメインシナリオへのリスク: 日米通貨政策の利害一致を考える年に	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～未知の領域へ向かう ECB～

ECB の金融政策の現状と展望: 「未知の領域(uncharted territory)への挑戦」	P.13
追加緩和後のユーロ相場について: また、「下落の時代」なのか?	P.16
仏同時多発テロのメインシナリオへの影響: 政治統合か、瓦解か	P.17

【見通しの概要】

国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

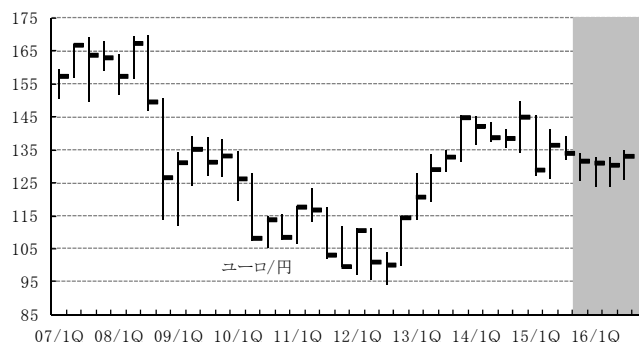
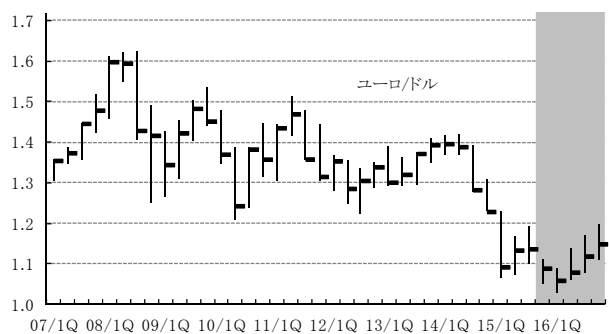
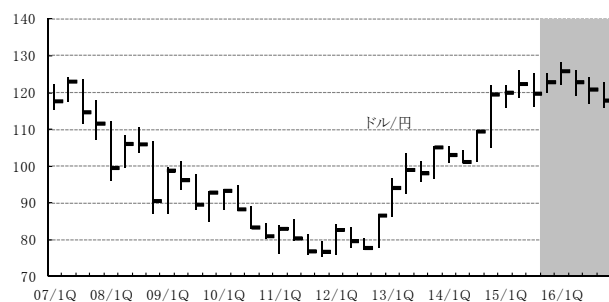
ドル/円相場は、FRB の年内利上げの確度が高まる中、堅調に推移しており、曲折はあったものの 2015 年は史上最長となる 4 年連続の円安で越年しそうである。引き続き、本欄の「2015 年が円安の最後の年であり、2016 年には円高へ折り返す」といったメインシナリオの大枠は据え置く。実質実効為替相場で見ても、ドル高及び円安に過剰感があることは確かであり、揺り戻しのタイミングは検討して然るべきである。少なくとも、過去 1 年半と同じペースでドル相場が騰勢を強めることに関し、米国の通貨政策が寛容で在り続けるのは難しそうであり、これは現状以上の円安に対する日本の通貨政策も同様の状況だろう。斯かる状況下、2016 年は日米の通貨政策の利害がどちらかと言えば円高・ドル安方向で一致するよう思われる。だが一方で、本邦や欧州でマイナス金利が珍しくなくなる中、「ドル以外の運用先が無い」のも事実であり、引き続き円売りを伴う対外証券投資が相場を支える芽はある。例えば、日米 2 年金利差はいよいよリーマンショック後に到達することのなかった「1%ポイントの壁」に接近しており、これに妙味を感じる投資家は存在するだろう。こうした状況に鑑み、2016 年 1～3 月期に関しては、円安・ドル高傾向が継続する展開を想定するが、通年での円高反転とのシナリオは不変である。

片や、ユーロ相場は ECB のあからさまな通貨安誘導により続落しており、再びパリティ観測が息を吹き返している。預金ファシリティ金利のマイナス幅が継続的に拡大されていくのだとすると、そのような展開も完全に否定されるものではない。だが、マイナス金利が導入された 2014 年 6 月と現在とでは欧米の金融政策環境は似て非なるものだ。2014 年 6 月のマイナス金利導入以降、ユーロ相場は約 9 か月間に亘って激しい下落に見舞われたが、この期間には ECB が矢継ぎ早の緩和を行う一方で FRB の正常化プロセスが順当に進むというコントラストがあった。しかし、2016 年にかけての FRB の正常化プロセスは従前ほど順当には進まないであろうし、ECB の追加緩和ツールもさほど多いわけではない。詰まる所、過去 2 年と同様のペースで欧米金融政策格差が拡大するとは思えず、従ってユーロキャリー取引も 2014～15 年ほどは盛り上がらないだろう。FRB の正常化が挫折するとの本欄の想定が正しいのならば、そのタイミングでユーロ相場は戻りを試すことになる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2015年 1～11月（実績）	12月	2016年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	115.86 ～ 125.86 (122.78)	120 ～ 125 (123)	122 ～ 128 (126)	119 ～ 126 (123)	117 ～ 124 (121)	116 ～ 123 (118)
ユーロ/ドル	1.0458 ～ 1.2170 (1.0575)	1.03 ～ 1.09 (1.07)	1.01 ～ 1.07 (1.04)	1.04 ～ 1.12 (1.06)	1.06 ～ 1.15 (1.10)	1.09 ～ 1.18 (1.13)
ユーロ/円	126.94 ～ 145.30 (129.90)	126 ～ 134 (132)	124 ～ 133 (131)	124 ～ 133 (130)	126 ～ 135 (133)	128 ～ 138 (133)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

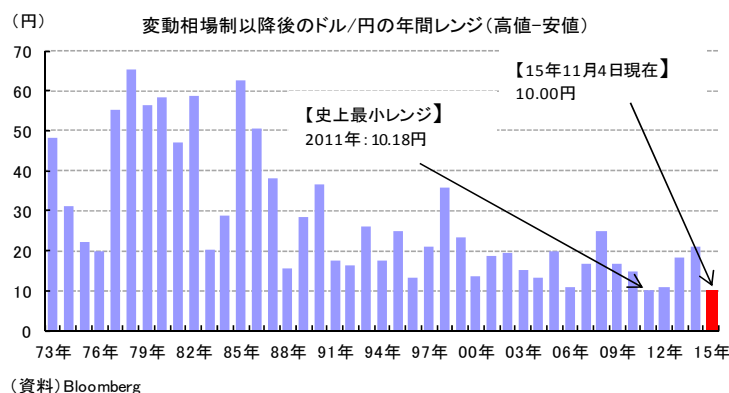


◆ ドル/円相場の見通し～2015 年は 2 つの大記録へ～

《ドル/円相場の年間レンジについて：当時とは異なる政治的前提》

過去最小レンジ、3 度目の正直

1 月 16 日のスイスフランショックに始まり、4～7 月はギリシャのチプラス政権とユーログループの激突、これに伴う同国の国民投票やユーロ離脱懸念、8 月以降は中国株式市場の暴落等々、過去 10 か月間を振り返れば今年も様々なことがあった。しかし、ドル/円相場は極めて狭い値幅に終始しており、具体的には 115.86～125.86 円、つまりちょうど 10 円しか動いていない。これは値幅の絶対値



で見れば変動為替相場制に移行した 1973 年以降で最小となる(図、これまでの最小レンジは 2011 年の 10.18 円)。FRB の利上げ有無に関しては議論が尽くされ、織り込みが済んでいるようにも感じられ、残り 1 か月でこの 10 円レンジをブレイクするには迫力不足の材料と思われる。しかし、3 年前の 2012 年や 1 年前の 2014 年も年初来 10 か月間を終えた時点で過去最小値幅という状況にあり、当時の本欄では「今年は過去最小値幅で着地しよう」と注目していた。だが、2012 年は野田・民主党政権による解散総選挙、その後の安倍政権誕生、より具体的にはアベノミクスの台頭もあり、最後の 1 か月半でドル/円相場及び日経平均株価は急加速し、過去最小値幅とはならなかった(2012 年は 10.76 円)。また、昨年(2014 年)に関しては言うまでもないだろう。10 月 31 日のハロウィン緩和によってドル/円相場及び日経平均株価は大きく押し上げられ、これにより過去最小値幅とはならなかった(2014 年は 21.09 円)。今年も過去 3 年で 2 度失敗した過去最小値幅へのチャレンジの最中という理解になる。

過去 3 年とは政治的前提が異なる

今年も駄目(最小値幅ではない)かもしれない、と思わせる材料はある。例えば、気がかりなアノマリーがある。プラザ合意後の過去 30 年間を振り返ってみると、ドル/円相場が年初来高値をつけるのが最も多かったのが 12 月であり、その次に多いのが 1 月であった。数えてみれば 30 年のうち 14 年がこの 2 か月(12 月と 1 月)で高値更新に至っている(表)。確固たる理由はわかりかねるが、流動性が落ちやすく値が飛びやすいなどの背景があるのかもしれない。いずれにせよ、歴史的に見れば、ここから 2 か月間がドル/円相場が最も上振れしやすかったのは事実である。そしてその 3 か月間に今年最大の論点である米利上げが待ち受けていること、ECB が緩和予告を行っていることなどは重くとらえる必要があるかもしれない。とはいえ、米利上げや ECB 緩和といったような既に相場で言及されている材料だけで新高値をつけにくいのはやはり難しいように思える。

年間高値を達成した月
(85 年以降の過去 30 年を対象)

	高値の回数
1 月	6
2 月	1
3 月	1
4 月	4
5 月	3
6 月	3
7 月	0
8 月	2
9 月	1
10 月	1
11 月	0
12 月	8

(資料) Bloomberg

また、過去 3 年と今年の最大の違いは円安・ドル高にまつわるコストが日米両国において政治・経済上の論点となっていることであり、恐らくこの傾向は 2016 年にかけて一段と強まりそうである。前月の本欄でも議論したように、米財務省は表立ってドル高を批判することは避けているものの、少なくとも通貨高への許容度は過去 1 年で明ら

かに減退している様子が窺え、特に対円での上昇を快くは思っていない。アベノミクスが始まって以降、ドル/円相場は「走り出したら止まらない」という側面が強かったが、それは「走り出しても(日米の)政治が止めるつもりがなかった」という重要な政策環境があったことを軽視してはならない。

ドル高は米国の実体経済の重石となっている疑いが強く、少なくとも米製造業のマインド悪化とドル高が無関係であったとはとても思えない(図)。実際、米主要企業の2015年7～9月期の利益はドル高の影響などもあって、6年ぶりの最終減益となることが報じられている。また、過去1年の日本を見れば、円安経由の輸入物価上昇及びその結果としての実質所得悪化が実体経済の足を引っ張ってきたことは周知の通りである。見通しを作成する上では、もはや過去3年とは

決定的に日米通貨政策の政治的前提が異なるとの認識は持つ必要があるだろう。仮に、12月にFRBが利上げしたり、ECBの緩和によってユーロ/ドルが急落したりしたとしても、125.86円を突破するほどの勢いは望めないというのが本欄で提示している予想レンジの意図である(裏を返せば年内125円台後半までなら有り得る)。

底抜けはないのか？

なお、以上はアップサイドに関わるリスクを注視したものだが、想定外の円高リスク、要するにドル/円相場が年内に115.86円を底抜けするリスクをどう考えるのか。この点に関しては依然円売り超過に傾斜する需給環境や市場で燦々続ける日銀追加緩和への思惑も手伝って、決して可能性が大きなものではないと考えている。また、10月30日の日銀金融政策決定会合における現状維持を経て、大して円高が進まなかったのは暗に「どうせ円高が進めば日銀は動くはず」という黒田プットへの期待が残っていたからに他ならない。さらに言えば、公的年金改革の余波を受けた対外証券投資も依然、(GPIF以外の主体において)余力が残されているとの見方も多い。経済・金融政策などの意図に照らせば、過度な円安は望まれていないものの、過度な円高はもっと望まれていないのが実情と見受けられ、それゆえ、ドル/円相場が年内に下抜けする可能性は決して高いものではないと考えられる。

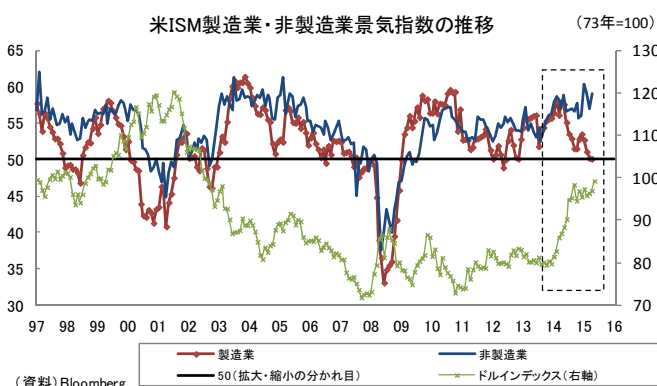
2つの記録

斯かる状況を踏まえ、2015年は年初来高値・安値の差がちょうど10円に止まるという過去最小の値幅で越年しそうである。同時に、今年の始値(119.85円)よりも円安で越年する可能性も高いと思われ、これで過去最長の4年連続での円安が視野に入る。共に、今後の市場動向を左右するような大きな手掛かりではないものの、後者に関してはアベノミクス擁するリフレ政策の威力を端的に示す現象として歴史に名を刻むことになるのではないだろうか。だが、後述するように、本欄では4年間続いた円安・ドル高基調は2016年1～3月期にピークを迎えた後に一旦小康を得ると予想している(1～3月期にピークを想定するのは12月FOMC声明及び記者会見で3月利上げに向けたタカ派的な情報発信が行われると考えているため)。

《米経済の現状と利上げの先行き：悩ましい運用難の影響》

単月としては文句のつけられない内容に

11月6日に公表された米10月雇用統計は非農業部門雇用者数変化(事業所調査、季節調整済み)に関し、前

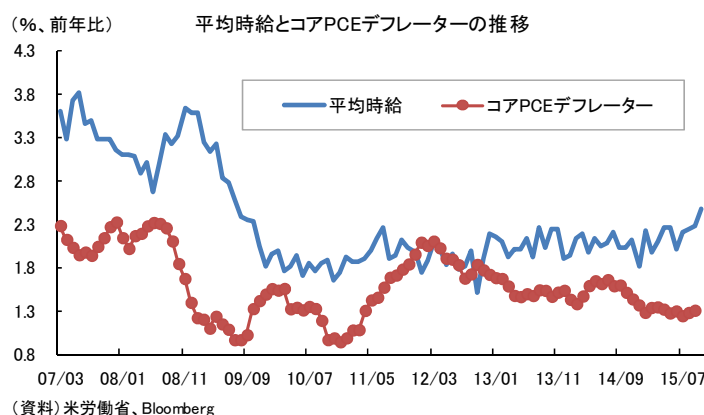


月比+27.1 万人と市場予想の中心(同+18.5 万人)から大きく上振れた。また、8 月分が+13.6 万人から+15.3 万人へ上方修正、9 月分が+14.2 万人から+13.7 万人の下方修正となり、合計+1.2 万人の上方修正となっている。一方、家計調査に基づく失業率は前月比▲0.1 ポイントの 5.0%となり、2008 年 4 月以来 7 年半ぶりの低水準を記録している(市場予想は 5.1%)。就業者の増加にけん引される格好で労働力人口全体も増加する中、失業率も低下しており、今回は労働参加率の低下を伴う失業率低下ではない(しかし、労働参加率 62.4%は前月同様、1977 年 10 月以来の低水準)。今回、ポジティブサプライズとなったのが物価面から注目される民間部門の平均時給で、25.20ドルと前月比+9 セント、前年比では+2.5%と 2009 年 7 月以来の高い伸び率となっている。全体の週平均労働時間は 34.5 時間で前月比横ばいであるものの、製造業の残業時間は 3.3 時間と前月比+0.1 時間伸びている。総じて量、質共に単月としては文句のつけられない良好な内容と評価できるだろう。デュアルマンドートの片翼である「物価の安定」が厳しい状況に置かれる中、年内利上げは「雇用最大化」の一点突破で実施されそうである。

賃金上昇もコア PCE の状況は変わっていない

10 月に限って言えば、こうした「量」の改善に、賃金上昇という「質」の改善もついてきたことが前向きに評価される。上述したように民間部門の平均時給は 2009 年 7 月以来の高い伸び幅となっており、労働需給のひっ迫が賃金環境に影響を与え始めたような印象も受ける(だが、後述するように季節的な動きである可能性も拭えない)。また、賃金以外では製造業の平均残業時間も前月比+0.1 時間の 3.3 時間へ上昇しており、時給や労働時間といった現場に近い労働需給の計数に引き締めが見られたことは利上げを志向する FRB を勇気づける動きだろう。

だが、平均時給の伸びが危機前の勢いを取り戻したわけではなく、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが冴えない状況は変わっていない(図)。今回の非農業部門雇用者数変化や賃金の急伸は年末商戦を控えた人員確保が始まっていることが影響している疑いが強く、それ自体は喜ばしいことにしても、継続性があるものとは考えられない。とはいえ、年内利上げに執念を燃やす「正常化の虜」となった FRB にとって、これまで足を引っ張り続けてきた賃金指標が(一時的とは分かっている)これほど強くなったことを利用しない手はないだろう。



問題は何回できるか

以上のように 10 月雇用統計は「年内利上げ実施」を明確に示唆する内容であった。FF 金利先物市場における利上げ織り込みも本稿執筆時点で 70%を突破しており、ドル相場もこうした期待をしっかりと反映している。11 月 19 日に公表された FOMC 議事要旨(10 月 27～28 日開催分)でも、大半のメンバーが「12 月までに利上げの条件が整う」と判断していることが明らかになっており、過去 2 年半に亘って繰り広げられた利上げ予想を巡る心理戦は漸く 12 月利上げで決着を見ると考えて良いだろう。

しかし、重要な論点は変わらない。元より本欄では繰り返し述べているが、今次利上げの正当性は不透明であり、将来的な一手を確保する上での糊代論が幅を利かせている印象が拭えない。斯かる事情を踏まえれば、利上げに関し、「いつやるか」もさることながら「何回できるのか」という方が為替見通し作成上、重要な論点である。

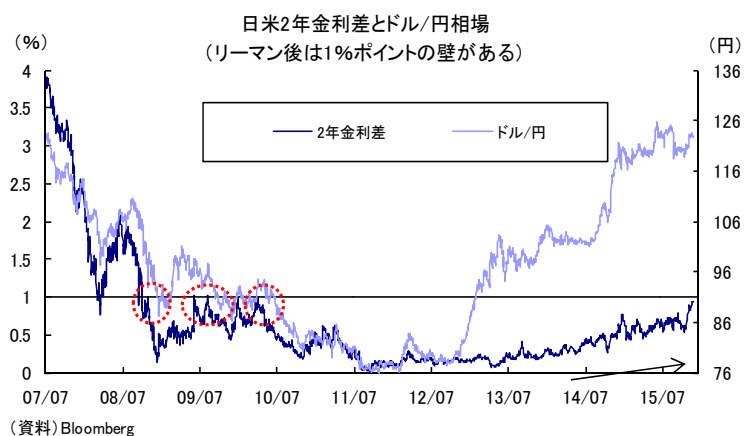
10 月雇用統計を受けて、クルーグマン・プリンストン大学教授は自身のブログ¹で、今回の雇用統計が 12 月利上げを意味するものかと言えば「恐らくイエス(Probably yes)」だが、利上げすべきかどうかと言えば「絶対すべきではない(Definitely not)」と述べ、単月データで判断することへの警鐘を鳴らしている。筆者も全く同感である。ドル/円相場見通しを作成する上では 12 月利上げ(や恐らく同時に出るであろう 3 月利上げに向けたタカ派の情報発信)を踏まえて、当面の上昇を予想してしかるべきだが、政策論として利上げが正しいかどうかは別問題である。

10 月雇用統計を受けてドルインデックスは今年 4 月以来の水準まで上昇したが、一方的な通貨高に実体経済が耐え続けるとの想定は現実的ではなく(事実、P.4 の前掲図に示すように、ドル高に従って製造業マインドは悪化している)、だからこそ為替政策報告書における米財務省のスタンスも余裕がなくなってきたのだろう²。引き続き 12 月利上げを境として米経済及び FRB の正常化スタンスに徐々に変調が生じ、2016 年は多くの通貨に対して長らく続いたドル高相場が調整を迫られるというのが本欄のシナリオである。歴史的な景気循環に照らしても米景気拡大が終盤に差し掛かっている疑いは強く³、来年が大統領選挙の年であることも相俟って、ドル高はいつまでも許容されないと考える。それは FRB の正常化の継続性が約束されたものではないということも意味する。

しかし、ドル以外の運用先は無い

しかし、為替相場見通しを検討する上で非常に悩ましいことは、米国外の投資家にとって「ドル以外の運用先が無い」という事実である。米実体経済がドル高に耐えられないとの懸念は市場参加者が薄々気付き始めている論点と思われるが、事実として金利差が拡大している以上、やはりドル高が継続する芽は残る。しかも、後述するように、足許では規制要因等も絡み合って、複雑なドル需要の逼迫が生じており、半ば「ドルの取り合い」に近い状態にある。こうした状況下、実体経済を度外視したドル高が進行しかねない可能性も感じられる。

上述したような雇用・賃金指標の強さを踏まれば、12 月 FOMC 声明文では次回(3 月)利上げを模索するファイティングポーズを続ける可能性が大きいと思われ、これに応じて米金利は堅調を維持しそうである。伝統的に短期的なドル/円のドライバーとして機能してきた 日米 2 年金利差はいよいよリーマンショック後に到達することのなかった「1%ポイントの壁」に到達しようとしており(図)、少なくとも 2016 年 1～3 月期に関しては、円安・ドル



高が引っ張られる展開を想定しておきたい。この際、ドル需要の逼迫も絡みつつ、2016 年 1～3 月期には 2015 年につけた高値(125.86 円)を抜ける可能性に備えたい。しかし、2016 年を通せば、日米両政府に望まれない円安・ドル高に関し持続性は無いという本欄の基本的な見方は変わっていない。

¹ Hike They Shouldn't - The New York Times, Paul Krugman, 6 Nov. 2015

² みずほマーケット・トピック 10 月 21 日号『米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～』をご参照下さい。

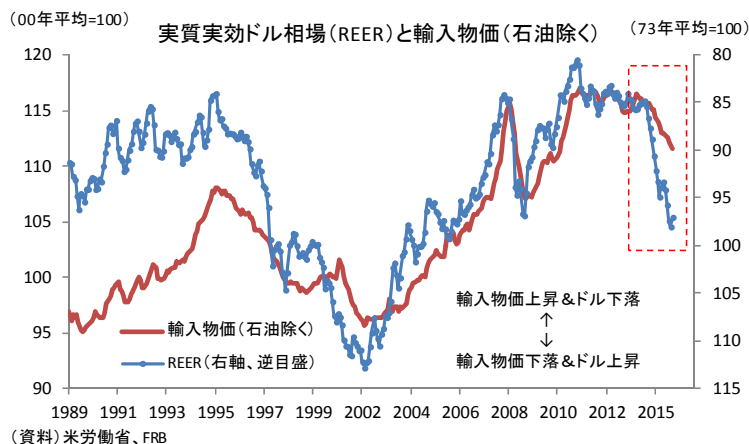
³ 全米経済研究所(NBER)のデータによれば 1970 年以降の米経済の拡大局面は平均 66.5 か月だが、既に現局面は 2015 年 11 月で 77 か月目に突入している。

ドル高を通じて輸入される不況

今後、ドル高は米国の物価環境を一段と押し下げるだろう。11月に入り、米労働省が発表した10月輸入物価指数は前月比▲0.5%と、市場予想を大きく上回る落ち込みとなった。これで輸入物価は年初10か月のうち8か月で前月比マイナスとなっている。主として石油を筆頭とする商品価格にけん引された動きだが、石油を除くベースの輸入物価も下落基調にあり、利上げ期待を受けたドル高が明らかにデysinフレ圧力という副作用を引き起している。

図で示すように、実質実効ドル相場(REER)と輸入物価指数(石油除くベース)の歴史的な経緯を踏まえれば、足許のドル高が輸入物価(ひいては各種国内物価)に効いてくるのはこれからというイメージすら持たれる。

今年に入り常態化している輸入物価の大幅下落が意味するものは「不況は輸入される」という事実である。正確に言えば、「不況は通貨高を通じて輸入される」という事実である。ドル高がもたらす影響は輸入物価下落経由でのデysinフレ圧力だけではない。米主要企業の7～9月期の利益はドル高の影響などもあって、6年ぶりに最終減益となることが報じられているし、実際、ISM 製造業景気指数などに見る製造業マインドにも衰えが見られ始めている。FRB はあくまで国内情勢に照らして政策を調整するというのが本筋ではあるものの、現状、世界で金融政策を引き締め方向で調整できるほどの地力を有するのは米国のみであり、その結果としてドル独歩高が惹起されているのである。この辺りに対する問題意識は2016年の米国経済にとって非常に重要なものになってくる。この点からも、FRBの正常化プロセスの継続性には疑義が抱かれる。

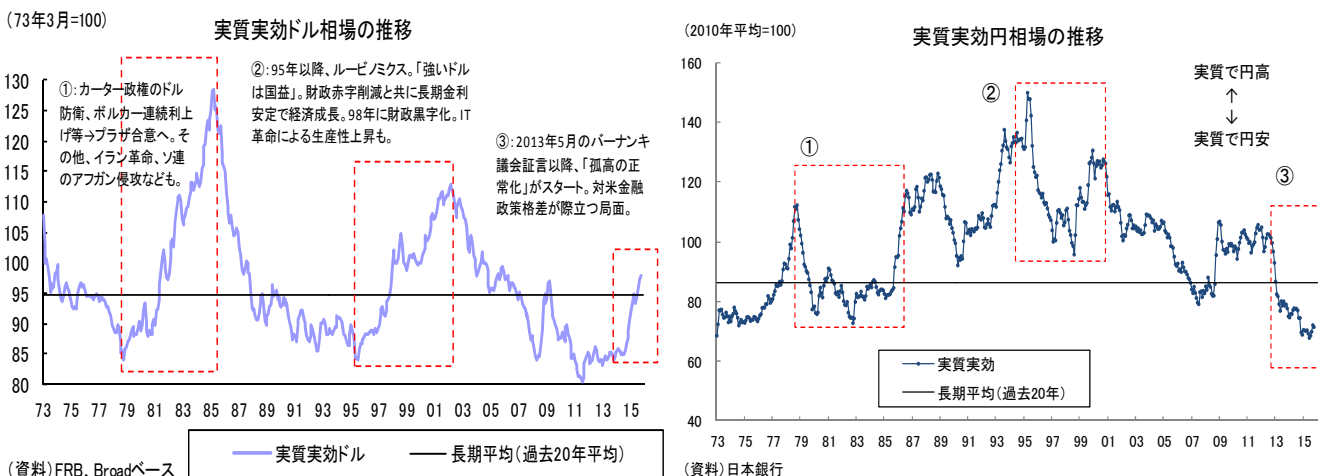


《ドル高と円安の水準感:どちらも行き過ぎ?》

REER で見たドル相場と円相場

2015年通年で見た場合のドル/円相場こそ極小のレンジで収まる展開となっているが、ドル相場、円相場を切り分けて見た場合、ドル高、円安共に過剰な水準に至っている印象はある。

例えば、REERで見た場合、ドル相場は2014年6月以降の1年半で実に+15%も上昇している。かつてルービン米財務長官を擁する米国では「強いドルは国益」との掛け声の下でドル高政策がとられ、1995年から2001年の



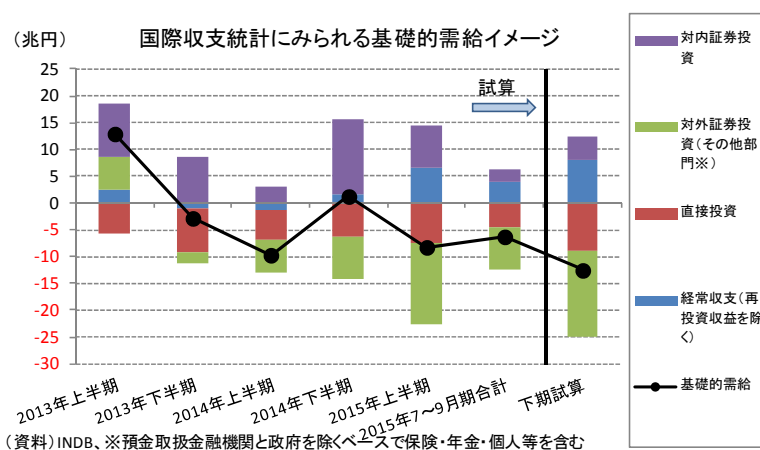
約 6 年間で+20%以上も上昇した。今次ドル高局面は当時と比較すれば、まだ期間こそ短いものの、「上昇の角度」で見れば当時より鋭角的である。しかし、「強いドルは国益」の掛け声の下、通貨高志向を明言し、IT 革命の下で生産性改善の恩恵に浴していた当時と比べれば、今の米経済は決してドル高を甘受できる態勢にはない。前月の本欄でも議論したように直近の米為替政策報告書などを見ても、「ドル高は国益」と言っているほどの余裕は感じられない。斯かる状況下、2016 年から 2017 年にかけての実体経済への負担を踏まえると、米通貨政策におけるドル高への懸念は高まることはあっても弱まることはないというのが現時点での本欄の想定である。一方、同様に REER の観点から円相場を評価すると 1972 年並みの水準まで円安が進んでいる。1ドル 300 円台の時代と同程度の REER であることが現状において適切かどうかという議論だが、少なくとも理論的には REER が長期平均から乖離し続けることは無いとの前提は尊重されるものである。

前頁図にも示されるように、過去、ドル高が継続的に進んでいた局面(①～③)では円安も進んでいたが、現局面(③)ほど REER で見た円相場が安値水準に突っ込んでいたことは無い。例えば、②の局面でも円の REER は下落したが、プラザ合意以前まで遡るほどの円安水準ではなかった。物価測度に照らして、ドル高ないし円安に過剰感が生じ始めているのは確かではないだろうか。変動為替相場制を敷いている以上、REER が一方向に振れたまま調整しないということは想定されず、反転のタイミングを模索して然るべき時期にあると思われる。

《円相場の需給環境の現状と展望：対外証券投資のけん引は継続》

9 月国際収支を受けた基礎的需給環境

11 月には本邦 9 月国際収支統計が公表されている。貿易・サービス収支は 3 か月ぶりに黒字(371 億円)となった上、第一次所得収支の大幅黒字(1 兆 6694 億円)も継続しており、経常収支は 1 兆 4684 億円と引き続き堅調を維持したが、市場予想の中心(2 兆 1540 億円)対比では大きく下回る結果となった。貿易・サービス収支の黒字化はあくまで原油安を背景とする輸入減少にけん引されたものであり、



輸出も 2 年 7 か月ぶりの減少に陥っているのが実情である。貿易黒字の転化が前向きな経済情勢を表しているとは言えない。なお、目下、新たな成長戦略の柱として注目を浴びつつある外国人旅行客の増加傾向に関しては、旅行収支が 12 か月連続の黒字を確保するなど、安定的な黒字項目への変質を感じさせる。経常収支における稼ぎ頭というにはまだ規模感が小さいものの、「訪日客目標 4000 万人」案など派手な目標が掲げられる中、日本の主要輸出品としての旅行サービスに対し、今後注目度は増していくことになるだろう。

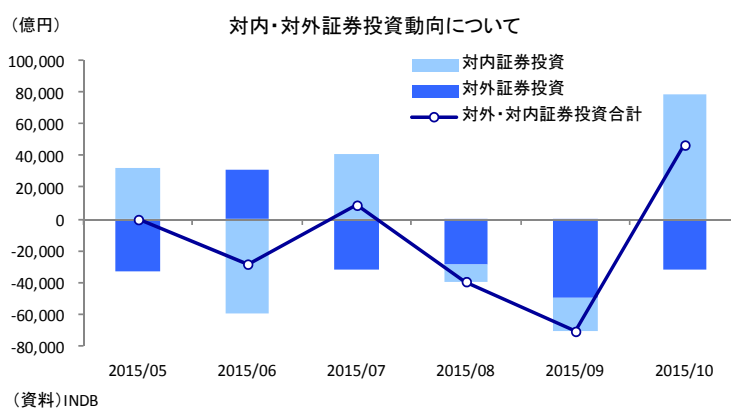
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、年初来 1～9 月合計で▲14 兆 4836 億円の円売り超過というイメージになる。下期(7～12 月期)という意味ではちょうど半分の 7～9 月分が出揃ったことになるが、仮に 10～12 月期もこのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は▲12 兆 5000 億円程度の円売り超過に着地する見込みとなり、年間で見れば約▲20 兆円規模に達する。これは筆者が試算する基礎的需給としては現行統計で比較可能な 1996 年以来で最大の円売り超過である。本欄では一貫して、「2015 年は対外証券投資が円売り需給をけん引する」との見通しを貫いてきたが、ここまで円相場

に起きていること、そして今後起こりそうなことは引き続きその見通しに沿ったものである。年初来、ドル/円相場は幾度もリスクオフムードに見舞われながらも底堅く推移してきたが、やはりその根底には、後述する堅調な対外証券投資に支えられた需給環境があった。下期に入ってから、原油安を背景とする輸入減少や第一次所得収支黒字の積み上げを主因として経常黒字の着実な積み上げは継続しそうだが、対外証券投資がこれをオフセットする構図が続きそうである。また、前頁図に示されるように、継続的に見られている本邦企業部門からの対外直接投資も安定的な円の売り切りフローとしてドル/円相場を支えそうな印象はある。

但し、繰り返し述べてきているように、旺盛な対外証券投資は「FRB の正常化プロセスが順当に進んでいること」という大前提に支えられている。この点、2016 年に関しては風向きが変わる可能性が高いというのが筆者の考えである。しかも、後述するように、本邦投資家にとってのドル調達コストは俄かに高まっており、従前のモメンタムが維持されるには厳しい環境になりつつある。

過去最大となった 10 月の対内証券投資

一方、併せて財務省から公表されている『対外及び対内証券売買契約等の状況』の 10 月分では、3 か月ぶりの資本純流入が確認されている。対内証券投資が短期債への流入を中心として+7 兆 8628 億円と現行統計で比較可能な 2005 年以来で最大の買い越しとなったことにけん引されたものである。具体的には、株式・投資ファンド持分が+1 兆 775 億円と 5 か月ぶりの買い越し、中長期債が+2 兆 5815 億円と 2011 年 5 月以来の買い越し、そして短



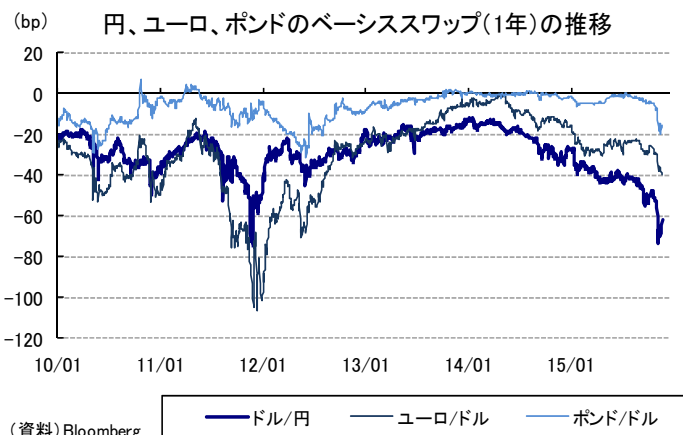
期債が+4 兆 2038 億円と 2014 年 1 月以来の買い越しとなっている。株・債券万遍なく買い越しが入っているのは 10 月 30 日の日銀会合への緩和期待に背中を押されたものと推測される。

対内証券投資の規模感に照らすと小さく見えるが、対外証券投資の勢いも衰えているわけではなく、10 月も▲3 兆 1877 億円の買い越しと引き続き力強い(※文章の上では資本フローの方向に倣い、対外証券投資の買い越しは▲、売り越しは+で表記するが、統計発表上の符合は逆である)。上述した基礎的需給に関しては、対外証券投資が円売りをけん引する構図は 10 月も変わらなそうだが、対内証券投資の加速を反映して一時的に円買いへ傾斜する可能性もありそうである。なお、10 月の対外証券投資を投資家部門別に見れば、年金資金の動きを捕捉すると言われる信託勘定は統計開始以来で最長となる 19 か月連続の買い越しとなっており、過去 1 年平均で見ても月平均 8000 億円程度のペースが続いている。公的年金の代表格である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のリスク資産投資に関しては「買い余地なし」との評価が大勢になりつつあり、確かに 10 月の信託勘定による買い越し額は 4853 億円と 1 兆円超のペースが続いてきた過去 2 か月からは減速を感じる。だが、GPIF の動きが止まったとしても、これに追随する本邦機関投資家はまだ存在すると思われ、これらが基礎的需給の円売り傾斜をサポートする構図を想定したい。もちろん、上述したように、こうしたフローも FRB の正常化プロセスがいつまで続き得るかという前提に依存する部分が大きく、ドル高に耐えかねて FRB が利上げの手を止めるようならば、信託勘定における対外証券投資も減速を余儀なくされるのではないかと。

《※補足:ドル調達コストの急騰について～対外証券投資は割に合わない?～》

ドル調達コストの急騰について

11 月はドル調達コストの急騰が話題となった。1 年物のドル/円ベーススワップは一時マイナス 80bp まで迫るなど、欧州債務危機を巡る緊張がピークに達していた 2011 年 11 月以来の水準をつけている⁴。足許の急騰はFRBの12月利上げへの確度が俄かに高まったことが効いているにせよ、2014 年初頭以降、断続的に話題に上っている。ベーススワップに見るドル調達コストの拡大は円に限ったことではないが、とりわけ円が目立つのも事実である(図)。背景に関し、特



に円側の要因に着目すれば、近年の邦銀による海外投融資の増加や本邦機関投資家による外債投資の加速など、日本人のドル需要の高まりを指摘する声は多い。そのほか、今年7～9月に新興・資源国市場が大荒れとなった際、それらの国の通貨当局が外貨準備における日本国債を減らしドル買いを行ったとの観測もある。なお、本邦勢による外債投資加速の背景には量的・質的金融緩和(QQE)や公的年金改革といったアベノミクスに絡む国内金利低下ないし対外投資志向の強まりも手伝ったはずであり、多分に政策要因を受けているとみられる。

一方、ドルの供給主体たる米銀に目をやれば、資本規制の厳格化を背景にドル放出を控えているという事情も影響している。この点、アベノミクスが盛り上がる過程で、日本国債の格下げなど、海外勢がバランスシート上に円建て資産を保有し難い要因が生じたことも円特有の事情として考えられる。実際、米ドル LIBOR と OIS の乖離は拡大しており、FRB の利上げ(見通し)に依存しない部分でドルの調達コストが高まっている機運はある。

対外証券投資は割に合わないか?

ドル調達コストの急騰に関しては、上述した以外にも様々な要因があろうが、ドル/円相場の見通し作成に際して重要なことは従前までの円安地合いを引っ張ってきた対外証券投資について「割に合わない」とのムードが強まるということだろう。最近のベーススワップの上昇についてはヘッジコストの高まりを受け、本邦機関投資家(特に生命保険会社)が外債投資自体を減らし、超長期国債などへの分配を検討する可能性も指摘される。上述したように、足許の円相場の基礎的需給環境が経常収支黒字の拡大にも拘わらず円売り傾斜で保たれているのは、歴史的に見てもハイペースで続いている対外証券投資に依存する部分が大いである。ドル調達コストの高まりがこの動きを阻害するような流れになった場合、やはり基礎的需給環境への影響は無視できないものになる。もちろん、上述したようにドル以外の運用先が存在しない以上、対外証券投資は引き続き期待されるとの見方が市場では多そうなこともあり、それゆえ今回の予想レンジでは 2016 年 1～3 月期の上値を切り上げている。

冒頭述べたように、ドル高が米国経済に対する重石となっているのが現状だが、同時にドル調達コストの高まりが米国外の金融法人ないし事業法人に与える影響も無視できないものになりつつある。こうした状況を見るにつけ、少なくとも基軸通貨を司る FRB においては「金融政策はあくまで国内事情に割り当てれば良いもの」というロ

⁴ 異なる通貨間の変動金利を交換する際に「米ドル LIBOR $\pm \alpha$ 」との関係が成り立つ。この α の部分がベーススワップのコスト。例えば、マイナス 60bp の場合、米ドルを米ドル LIBOR で借り入れ、代わりに同額の円を貸し出しても、円の出し手(貸し手)は「円 LIBOR - 60bp」しか貰えないということになる(※結果として「円 LIBOR - 60bp」がマイナスならば、円の出し手は米ドル LIBOR に加えて、そのマイナス分も支払う必要がある)。

ジックが本当に正しいものかどうかを今一度、よく考えるべき時期に差し掛かっているのかもしれない。

《2016年のポイントとメインシナリオへのリスク: 日米通貨政策の利害一致を考える年に》

メインシナリオは変わらず: 2015 年は地味ながら大記録達成へ

今月の本欄も従前からのメインシナリオ「2015 年が円安の最後の年であり、2016 年には円高へ折り返す」といった想定を据え置く。重要な前提である FRB の利上げ時期に関しては、やはり当初からの予想通り、12 月で決着がつきそうであり、これに応じたドル高相場が 12 月いっぱいには続くだろう。一方、上述したように、本邦からの旺盛な対外証券投資は継続中であり、目先の需給環境が円売り超過であることに大きな変化はなさそうである。冒頭述べたように、2015 年は過去最小値幅の年として終わりそうであるものの、同時に過去最長となる「4 年連続の円安」を達成することで引けそうである。どちらも地味ながら大きな記録と言える。

2016 年のポイント: 日米の通貨・金融政策より

焦点は 2016 年に移る。2016 年を展望する上でのポイントを日米の通貨・金融政策に沿って整理したものが表である。毎月の本欄で繰り返して述べているように、2016 年は日米政治環境に鑑み、円高・ドル安が志向されやすい

2016 年に向けてのイメージ作り

		論点	備考	方向感
米 国	【1】	通貨政策	17 年以降、循環上の下降局面。ドル高は回避したい。	円高・ドル安
	【2】	金融政策	「いつやるか」から「何回できるか」へ。	円高・ドル安
日 本	【3】	通貨政策	16 年 7 月に参院選。実質賃金下落は耐え難い。	円高・ドル安
	【4】	金融政策	17 年 4 月の消費増税を踏まえると手仕舞いは実質不可	円安・ドル高
そ の 他	【5】	その他	中国経済、商品相場、その他地政学リスクなど	場合による

(資料)筆者作成

年になるという印象が強い。まず、米国の通貨政策に関しては、米財務省の通貨政策スタンスは徐々にドル高を忌避する方向に変わりつつある。また、2016 年 11 月の大統領選挙を踏まえれば、ドル高が継続していた場合、米産業界から苦情が上がりやすくなる懸念もある。ドル高の影響などを背景に米主要企業の 7～9 月期の利益が 6 年ぶりの最終減益となっていることは、相応に重い事実だろう。12 月 FOMC 声明文や記者会見でも、FRB はデータ次第 (data dependent) で正常化を押し進めると強弁すると思われるが、2 年以上 (2013 年～) もドル高が続いて経済に悪影響が出ない方が不思議であり、やはりどこかでブレーキは必要になると思われる。このままドル相場が高止まりした場合、何らかの形でドル高抑制方向の情報発信が行われてくる可能性は高い。既に述べたように、今次ドル高の進捗は非常に早いものであり、それを受容できるほど米経済が強いものなのか疑わしい。

米経済の先行きに関しては、2016 年から 2017 年にかけて景気循環上の下降局面に入るとの見方は多い。例えば 1970 年代以降、米国の景気拡大局面は平均 66.5 か月程度だったが、2009 年 7 月に始まった現在の拡大局面は 77 か月目 (2015 年 11 月時点) に突入している。これは 1901 年から取得できる同データの長い歴史でも 5 番目に長いものであり、循環的に米経済が失速しても不思議ではない局面に差し掛かりつつある。そもそもこのような局面でドル高が許容される難易度は高いはずであり、今後は利上げや正常化といった議論をすること自体が不適切な状況になってくる可能性はある。FRB は自身の矜持にかけても年内 1 回の利上げを行う公算だが、その後 2 回、3 回と淡々と引き上げていくハードルは低いものではないだろう。2016 年については「対米金融政策格差があるからドル高」というこれまでの常套句が使えなくなる展開を見込みたい。

日本の通貨政策に関しては、今さら多くの説明を要しないだろう。年央に参院選が控えていることを踏まえれば無為に円安を進め、物価上昇によって実質所得を下落させるような策は望まれない。ゆえに 2016 年上半期については本邦政府高官による円安けん制発言などが注目されるほか、日銀による追加緩和も実質的には封じられ

た状況が続くと推測される。また、上述したように、REER で見た場合、円安にはやはり過剰感がある。

このように、2016 年は米国と日本の通貨政策の利害が一致するのではないかと、という点が重要である。歴史上、日本が円安を忌避したことが殆ど無いため、このようなケースは極めてレアと言える。もちろん、円安を忌避すると言っても、2017 年 4 月に消費増税を控えている以上、2017 年後半までは金融政策が引き締め方向に調整されることはなく、日銀の金融政策は引き続き追加緩和観測を備えながら円安要因で在り続けるだろう。また、実質賃金の低下を甘受してでも株価の押し上げ（≒追加緩和）が政治的に支持されるような局面が到来する可能性がゼロとは言えない。大型の追加緩和が打たれれば、「2016 年は円高・ドル安へ反転」という本欄の予想は一気に形勢が不利となる。しかし、過去 2 年間を振り返れば、実質所得環境の悪化が成長率の鈍化に繋がった疑いは強いいため、このような展開はどちらかと言えばリスクシナリオとして整理すべきと考える。

日米両国において円安・ドル高が忌避されるような状況が想定される以上、やはり 4 年間続いた円安局面は一旦小康を得て、2016 年はこれまでとは逆方向の相場展開を予想する必要があると考えたい。

メインシナリオへのリスク: アップサイドとダウンサイド

こうしたメインシナリオに反し、2016 年も円安・ドル高となるリスク（アップサイドリスク）としては何が考えられるか。第一に米経済が予想外に底堅く、FRB の正常化プロセスが想定以上に巧くいく、ということである。その場合、順当にドル高相場が続き、ドル/円相場も 5 年連続の円安を目指すことになる。だが、既に述べたように、ドル高局面は相応に長く、しかも速いものになっている。足許の物価動向の弱さを踏まえれば、連続的な利上げとそれに応じた堅調な景気回復というセットは両立させるのが難しいように思われる。第二に、日銀が追加緩和を行う、ということである。これは 2016 年 7 月の参院選を前に株価を下支えしたいという政治的配慮が家計部門の実質所得を回復させたいという政治的配慮に勝つという展開だが、安倍首相を筆頭とする高官発言を踏まえる限り、現状ではやはり考え難いと言わざるを得ない。第三に、足許のドル調達を巡る逼迫状況が続く、ということである。足許の調達コスト急騰は利上げ前、年末越えという季節要因が意識された結果、際立ってドル需要が高まっているとの側面が強そうだが、それ以前に構造的な各種規制要因が寄与しているという側面も指摘される。端的に言えば「簡単にドルを放出するわけにはいかない」プレイヤーが増える中で、ドルの希少価値が実体経済の強弱とは別に上がって行ってしまう可能性は否めない。

一方、メインシナリオで想定する以上に円高・ドル安になるリスク（ダウンサイドリスク）としては、米経済の好循環が遂に終焉を迎え、金融政策は正常化どころか追加緩和（例えば QE4 など）が必要とされるような展開が考えられる。この場合、日本

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・？

		リスク要因	備考	方向感
米国	①	FRB 正常化の継続	・意外にも米経済が堅調で、連続的な利上げ、そして B/S 縮小の議論にまで到達。	円安ドル高
	②	ドル需要の逼迫継続	・規制等、各種要因でドルの調達難が慢性化。	円安ドル高
日本	③	追加緩和	・政権支持率の低迷を受け、参院選前に株価対策へ。実質所得環境は無視・・・。	円安ドル高
	③	日銀のテーパリング	・2%到達を視野にテーパリング。	円高ドル安
欧州	④	継続的なマイナス金利拡大	・例えばスウェーデンのような▲100bpを目指すなど。	円安ドル高

（資料）筆者作成

における如何なる政策運営にも拘わらず、円高・ドル安が加速することになる。繰り返し述べたように、REER で見れば行き過ぎた円安であることに疑いは無く、本格的な調整が訪れた場合の震度はかなり大きなものになる可能性は秘めている。現状では基礎的需給が円売り超過に傾斜している状況を踏まえ、FRB の緩和路線への転換でもない限り、それほどの展開は起こり得ないだろう。また、日銀の QQE が巻き戻される展開なども同様の値動きを引き起こすリスクとして注目されるが、消費増税を控えた予測期間中にそのようなことが起きるとは思えない。

◆ ユーロ相場の見通し～未知の領域へ向かう ECB～

《ECB の金融政策の現状と展望:「未知の領域(uncharted territory)への挑戦」》

ECB 理事会議事要旨はダウンサイドリスクを強調

本稿執筆時点では 12 月 3 日の ECB 理事会の結果が明らかになっていないものの、11 月 19 日にはこの手掛かりとなる ECB 理事会議事要旨(10 月 22 日開催分)が公表されている。同理事会の声明文には「the degree of monetary policy accommodation will need to be re-examined at our December monetary policy meeting, when the new Eurosystem staff macroeconomic projections will be available」との表現が挿入され、12 月の見通し改定に合わせて「次の一手」を再検証することが示され、市場の強い注目を集めるに至っている。

議事要旨冒頭に示されたクーレ ECB 理事の定例のレビューでは「市場参加者は、追加緩和に関し、徐々に 3 つの可能性を議論し始めている」と述べられ、具体的にそれは①ユーロ圏政府債券の月次購入額を引き上げること、②2016 年 9 月を越えて拡大資産購入プログラム(APP)の期限を延長すること、③預金ファシリティ金利を引き下げることの 3 点が指摘されている。こうした指摘は概ね現実を捉えていると思われ、ECB が失望を招かないためには月次購入額の引き上げや預金ファシリティ金利の引き下げのセットが最低限必要になりそうである。

なお、同理事会の約 1 か月前(9 月 30 日)に行われたターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の第 5 回入札がわずか 156 億ユーロに止まったことに関しては、短期金融市場ひいては与信状況の改善を反映しているとの理解を示しており、スキーム自体への悲観的な見解は見られない(それどころか TLTRO 総供給額の 4000 億ユーロはユーロシステムのオペ残高の 75%に達するとして成果が誇示されている)。そうした TLTRO 不人気の背景である好調な与信状況は、プラート ECB 理事(チーフエコノミスト)の定例評価部分でも言及があり、依然水準は低いものの、貸出態度調査などに見られるように、明らかな改善が確認されている。また、先行きの与信に関しても、APP や TLTRO は依然として発動余地を残した状態であり、既存実施分の効果もラグを伴いながら実体経済に波及してくることを踏まえれば回復が続くという認識を持たれている。少なくとも経済・金融分析から成る「2 本柱アプローチ」のうち、金融分析の核となる与信環境については追加緩和が必要な状況にはないという印象を受ける。

追加緩和の根拠

しかし、それでも追加緩和が検討される理由はインフレ率見通しの下振れに尽きるというのが ECB の現状の立場である。9 月理事会の時点では、逆風となっている外部環境やそれに伴うダウンサイドリスクが中期的な物価見通しに与える影響に関し、「一時的なものなのか、永続的なものなのかは判断しかねる」という認識にあった。しかし、その後明らかとなった経済・金融分析の情報に基づけば、インフレ率見通しが一段と悪化し、リスクは明確にダウンサイドに振れていると考えるメンバーが多くなっているのが現状と見受けられる。この懸念は基調的なインフレ率を示す幾つかの指標において、反転の勢いが欠けているという事実由来している模様であり、代表的には食料・エネルギーを除くコアベースのインフレ率が 1%以下に張り付いていることなどへ言及がある。また、それ以外にもスタッフ経済見通しやその他見通しにおいて低いインフレ率見通しが繰り返されていることも、中期的な物価見通しが下振れている兆候と捉えられている。

もちろん、上述した通り、ECB の立場は、既存政策は企図した通りの効果を挙げており、今後もラグを伴いつつ効果が浸透してくるというものである。しかし、新興国経済の減速に特徴づけられる外部環境の悪化はそうした政策効果が十分な力を発揮することを妨げ、これがデフレリスクの残存に繋がっているため、近いうちに行動を起こすべきというのが理事会ハト派の意見と見受けられる。それにしてもここまで露骨に緩和の可能性を事前に予告するのは ECB 特有の動きであり、後に自身が行うべき緩和のハードルが上がってしまうという意味では、あまり聡

明な政策運営とは言えない。

タカ派の言い分

なお、理事会はハト派一色というわけでもない。弱い海外経済環境にも拘わらず、域内経済は堅調さを維持していることから、9月理事会から大きく状況が変わったとは言えず、追加緩和は拙速と考えるメンバーも存在している。11月23日には、ラウテンシュレーガーECB理事が「現時点で追加金融措置は必要ない」と述べたことが報じられているが、恐らくバイトマン・ドイツ連銀総裁やクノット・オランダ中銀総裁、リーカネン・フィンランド中銀総裁も同様の意見だろう。こうしたメンバーからすれば、自己実現的で幅広い物価水準の下落を伴うデフレリスクの兆候は見当たらないとの認識であり、「次の一手」が必要かどうかは様子見というのが基本的立場となる。追加緩和が10月に決断されず、12月に再評価となったのは、これら反対派の意見がそれなりに力を持ったということだろう(裏を返せば、そうでなければ10月に緩和されていても不思議ではなかった)。議事要旨中には金融政策の効果はラグを伴って表れるものであり「(APPの)実施期間である19か月間のうち、まだ8か月しか経っていない」との指摘や「金融政策は長期的に効果を発揮するものであり、現時点で追加手段を喋ることは必ずしも必要ではない」といった言及もあり、既存政策の効果が少しずつ表れているのだから拙速に動く必要はないとの主張も目につく。筋論から言えば、このタカ派的なスタンスの方が正しいだろう。現状、ユーロ圏GDPが際立って下振れているわけでもなく、ユーロ相場も春先から足許にかけて急騰した分を全て剥落させている。また、FRBの12月利上げが確実視される状況下、敢えてECBが追加緩和を打たずとも、ユーロ相場は十分下がり得る。少なくとも倫理的に疑問符の付く預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大まで踏み切る道理がある状況とは思えない。

追加緩和の選択肢について：uncharted territory

なお、目下注目される追加緩和の選択肢に関しては「潜在的な選択肢に関し、多くの緒言(preliminary remarks)があった」とあり、具体策に関する議論が交わされたことが示されている。既存のコミュニケーション(代表的には声明文)では「2016年9月末」を越えて延長される可能性が既に示されているとの言及も見られるため、少なくともAPPの期間延長が決断されることは既定路線だろう。だが、これに付随して必要になる規模や構成の調整についてはECBスタッフや関連する技術委員会によるさらなる分析が必要と述べられている。12月3日理事会の詳細なプレビューはみずほマーケット・トピック2015年11月25日号『ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～』をご参照頂きたいが、1銘柄当たりのECB保有割合を縛る「33%ルール」がある限り、APPが延長できる期間には自ずと限界がある(後述するように、月額750億ユーロへの拡大を念頭に入れた場合、最長で延長できても2017年9月末と思われる)。技術委員会はこの辺りの試算と検討を指示されているのだろう。

また、ドラギ総裁が会見で示唆したように、預金ファシリティ金利の引き下げに関しても議論があったことが示されている。「マイナス金利が大きな困難や現金への広範な代替を惹き起していないという他の中央銀行の経験に関し言及があった」との記述が見られており、ドラギ総裁が10月理事会後の会見で口にしていた「他国で問題が起きていないからユーロ圏でも大丈夫」とのロジックが展開されている。この点、技術的に可能であることと、倫理的に容認されるかどうかは別の話という観点は意識されるべきだろう。世界最大の経常黒字を稼ぐユーロ圏(2015年は円貨にして40兆円を越える見通し)が、あからさまな通貨安政策であるマイナス金利政策を追求ことは決して筋の良い話ではない。また、他国で問題が起きていないからと言って、ユーロ圏でも問題が起きないとは限らない。実際、議事要旨では「(マイナス金利の)さらなる引き下げは未知の領域(uncharted territory)への挑戦であり、市場機能や銀行及びその顧客の行動に対し影響があるだろう」との懸念が出ている。ユーロ圏にとっての「本当

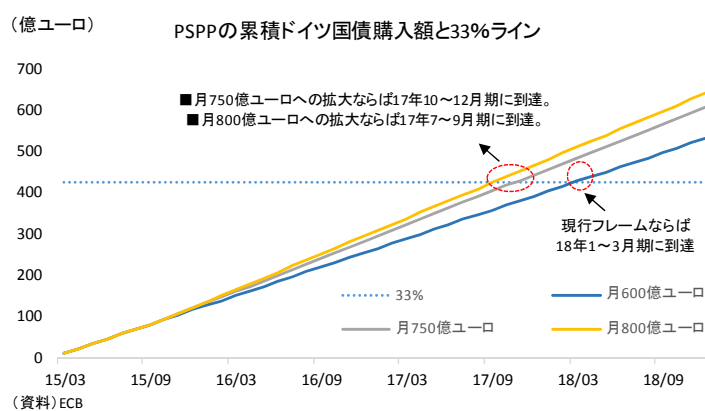
の非負制約」が▲0.20%なのか▲0.30%なのか、それとも▲0.40%なのかは文字通り「未知の領域 (uncharted territory) への挑戦」であり、謙虚な対応が求められる。この点、預金ファシリティ金利の引き下げについても、特に短期金融市場や貸出能力への影響に関し、技術委員会がコスト・ベネフィット分析を行っている模様である。

タカ派にとっては意図せざる状況に

こうした認識の下、12 月のスタッフ見通しによって新たな情報及び評価が確定され次第、理事会は行動する用意があり、その点を強調すべくコミュニケーションをステップアップさせる必要があるとの議論が行われたことが記されている。そうしたコミュニケーションの修正が新たなデータに対する ECB の政策反応関数を確かなものにし、「ECB は目標以下のインフレ状況を看過し続けるのではないか」との誤解を払拭することにも繋がるとされている。同時に、12 月理事会では状況の再評価と政策オプションの包括的審査を行うものの、予め行動を約束したかのような「不当な期待」が形成されないように配慮する必要があることも確認されている。しかしながら、ユーロ相場を中心とする市場の近況を見る限り、それが「不当な期待」なのかどうかは脇に置いたとしても、ECB が 12 月緩和を約束したのも同然のようなムードが支配的である。この点、一部の理事会タカ派メンバーからすれば意図せざる状況になっていると推測され、11 月 23 日のラウテンシュレーガー理事の発言などはこうしたムードに一石を投じる意図があったのだと思われる。とはいえ、既に為替相場を筆頭に金融市場は 12 月 3 日の大規模緩和に期待を膨らませてしまっており、今さら現状維持という選択肢はもはや無きに等しい。

12 月 3 日の理事会プレビュー

12 月 3 日の ECB 理事会プレビューに関し、詳細はみずほマーケット・トピック 2015 年 11 月 25 日号『ECB 理事会プレビュー (12 月 3 日開催分) ～3 つの緩和メニュー～』をご参照頂きたいが、結論だけ示せば、①拡大資産購入プログラム (APP) を 750 億ユーロまで拡大、② APP 期限の 1 年間延長 (2017 年 9 月末まで)、③預金ファシリティ金利の▲0.35%への引き下げの 3 本立てで追加緩和に踏み切ると予想している。このうち「月額規模をどこまで拡大で



きるか」は「どこまで期間を延長するか」という論点と密接に結び付くため、①と②はセットで考える必要がある。1 銘柄当たりの ECB 保有比率を縛る「33%ルール」を念頭に置いた場合、最低でも 1 年は APP の期間延長を「見せたい」と考えるならば、月額 750 億ユーロ程度までの拡大が無難だろう。月 800 億ユーロへの拡大で期限を 1 年間延長することも可能だが、技術的にはぎりぎりの選択となりそうである (図)。

なお、③の預金ファシリティ金利の引き下げに関しては、経験則に従い、10bpの引き下げを予想する向きが多い。マイナス金利幅拡大に関する懸念が理事会内部でも漂っていることを踏まえれば、こうした見方は妥当なものである。だが、今や ECB の金融政策が通貨政策化していることを踏まえれば、敢えて市場予想を超える 15bpの引き下げに踏み切り、▲0.35%とする可能性を想定している。

《追加緩和後のユーロ相場について:また、「下落の時代」なのか?》

2014 年 6 月の経験をどこまで踏まえるか

2014 年 6 月 5 日の理事会で預金ファシリティ金利のマイナス化を含む包括緩和に踏み切った後、6～9 か月間は強烈なユーロ安が続いた。今回も、12 月 3 日の理事会を境として再び「下落の時代」が幕を開けるのか注目される。しかし、当時と今回では欧米の金融政策環境が大きく異なることには注意が必要だろう。

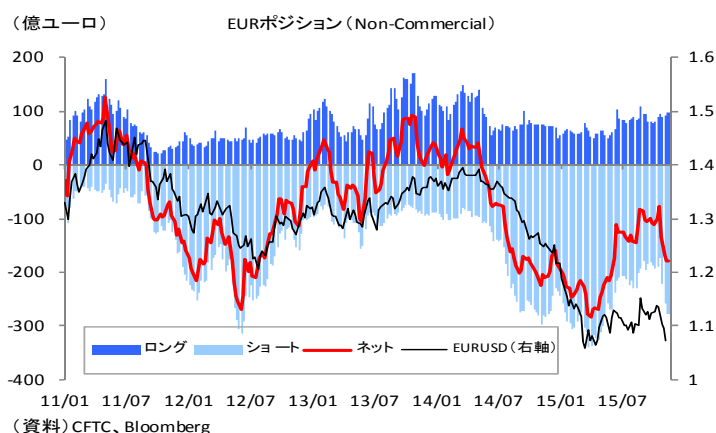
2014 年 6 月から 2015 年 3 月の期間に、ユーロ/ドル相場は▲20%以上も下落したが、これは FRB の正常化プロセスが順当に進む一方で、ECB が矢継ぎ早に追加緩和を打ち込んでいた期間と符合する。FRB に関して言えば、利上げ時期に対する思惑が交錯しつつも、徐々にしかし確実に出口へ接近していった。この間、ECB は 2014 年 6 月に預金ファシリティ金利を初めてマイナス化し、ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) の導入なども決定した。さらに同年 9 月にはマイナス金利幅の拡大に踏み切った上、資産担保証券購入プログラム (ABSPP) 及びカバード債券購入プログラム (CBPP) の導入も決定し、2015 年 1 月にはいよいよ国債を対象とする公的部門購入プログラム (PSPP) の導入も決定した。この過程で 2014 年 11 月の理事会では「TLTRO が継続される 2016 年 6 月までの間に、バランスシート規模を 2012 年初頭に戻す」とし、1 兆ユーロのバランスシート拡大も宣言している。昨年央から今年初めにかけてのユーロ/ドル急落は利上げを志向する FRB とバランスシートの急拡大を志向する ECB という構図を踏まえれば、むしろ自然と言えるものであった。

2016 年も欧米金融政策格差が拡大し続けるのは難しい

今回も利上げに踏み切る FRB に対し緩和を加速させる ECB という構図であり、そのコントラストが昨年と共通しているため、再び継続的なユーロ売りが焚きつけられる可能性はある。だが、FRB と ECB を取り巻く環境は、厳密に言えば当時とは違う。既に述べたように、ドル相場は FRB の正常化プロセスを反映して既に十分高く、ここからたとえ利上げが 1～2 回行われるにしても、過去 2 年と同様のペースで騰勢を強めることが可能だとは思えない。ドル/円の項でも言及した通り、2016 年は米国の通貨政策としてドル高を甘受できない年になる可能性が高い。

片や、ECB の追加緩和カードもそれほど多いわけではない。預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大が 3 度 (本稿執筆時点では 2 度だが、2015 年 12 月 3 日理事会で 3 度目が行われると想定) に亘って実施されるということは予想外だったものの、マイナス幅を無限に拡大することはできない。現状、スイスやスウェーデン、デンマークといった国でたまたま大きな問題が起きていないだけであって、マイナス金利で生じた金融システムへの負担は誰かが背負わなければならない。マイナス金利幅を深めていけば、どこかで預金者へのコスト転嫁は起きるし、現金への代替需要が高まるはずである。APP にしても、上述したように、最大のボリュームを誇るドイツ国債の供給が細る中で、「33%ルール」の枠内で出来ることは多くない。こうした状況下、率直に言って、2014 年や 2015 年に見られたように、2016 年も同様の欧米金融政策格差拡大を想定するのは難しいというのが筆者の考えである。

当面は IMM 通貨先物取引に表れるような投機取引主導でユーロ/ドルは安値を探るであろう。ユーロのネットショートポジションを見ても、まだ既往ピークには距離がある。しかし、それも FRB が 2 度目の利上げを模索するであろう 2016



年 1～3 月期までの動きであり、その後は世界最大の経常黒字や高めの実質金利といったファンダメンタルズの根強さが見直され、ユーロ/ドル相場は再び反転するのではないかと考えたい。ユーロ安は「壮大な投機」でしか起きない、という本欄の従来からの考えに変わりはない。

《仏同時多発テロのメインシナリオへの影響: 政治統合か、瓦解か》

仏同時多発テロは ECB への更なる負荷へ～

11 月 13 日、フランスのパリ及びサン＝ドニにおいて、銃撃戦及び爆発が同時多発的に発生し、少なくとも 130 人が死亡するという凄惨なテロ事件が発生した。依然、本件の衝撃は収まっていないが、少なくとも、今回のテロを受けて、多くの市場参加者が抱く「FRB 年内利上げによりドル相場上昇」という年内のメインシナリオが修正されるとは考えていない。これは今年 1 月の仏紙襲撃テロ、10 月末のロシア機撃墜テロなどの際に相場が大きく振れなかったことから経験則でもある。もちろん、今回の仏同時多発テロがもたらした衝撃は今年目の当たりにしたどのテロよりも大きそうであり、今後の動静次第ではメインシナリオに影響を及ぼす可能性も否定はできない。現時点での実体経済への影響は特定が難しいが、ユーロ圏にとっては独自動車大手企業の不正や中国経済失速を背景として域内のけん引役であるドイツに陰りが見られていたところへの今回のテロであり、泣き面に蜂であることは間違いない。例えばクリスマス絡みの消費・投資が抑制されることで、ユーロ圏 10～12 月期 GDP が芳しくない結果になる可能性はあろう。結果として引き続き ECB への負荷が掛かる展開は懸念される。

EU にとっては未曾有の試練

なお、実体経済への影響はさておき、少なくとも、EU にとって相当な試練であることは間違いない。テロを受けて、フランス及びフランスと国境を接するベルギーでは航空便や国境をまたぐ道路・鉄道網について出入国管理が再開された。パスポートコントロール無しでの域内移動の自由化を規定するシェンゲン協定は欧州統合の象徴的な存在だが、公共の秩序や治安上の観点から必要と考えられる場合、短期的に国境管理を実施することは認められている。とはいえ、9 月中旬にもドイツが想定以上の難民流入を受けてシェンゲン協定の一時停止を決定している。「人の移動」を自由化することに関して、EU にかつてない綻びが出始めているように思われる。

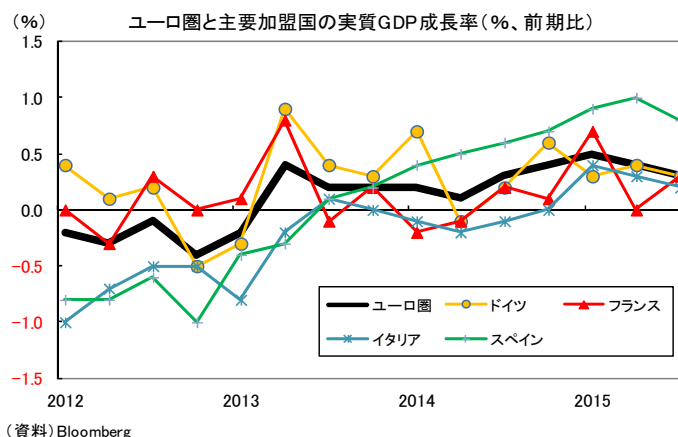
今年 9 月以降、本欄⁵では難民危機に対して、これがポスト債務危機になるのではないかと懸念を議論してきたが、今回、実行犯が難民に紛れて域内へ侵入した以上、ただでさえこじれている難民受け入れを巡る域内調整は複雑化するに違いない。難民問題を巡る着地点は全く見えなくなったとさえ言える。ドイツが身銭を切れば収束した債務問題と違い、難民危機やこれに連なる仏同時多発テロは EU に本格的な政治統合（中央集権化による国境の一括管理等）の必要性を説くものだろう。債務・難民危機を経て、金融政策だけが統合され、財政やその他政治事項はバラバラという歪なガバナンス体制は持続的ではないという事実が、（またも）白日の下に晒されたと言わざるを得ない。通貨圏の瓦解を回避するためにも緩やかな政治統合は模索せざるを得ない状況だろう。

ユーロ圏 7～9 月期 GDP

なお、テロがあった 11 月 13 日にはユーロスタットがユーロ圏 7～9 月期 GDP（一次速報値）を公表しているが、前期比+0.3%、前年比+1.2%となり、いずれも市場予想の中心（それぞれ+0.4%、+1.7%）を下回った（以下特に断らない限り前期比とする）。懸案のフランスは+0.0%から+0.3%へ加速したものの、ドイツは+0.4%から+0.3%、イタリアは+0.3%から+0.2%へ、スペインは+1.0%から+0.8%へ減速しており、4 大国のうちドイツを含む 3 か国で減速

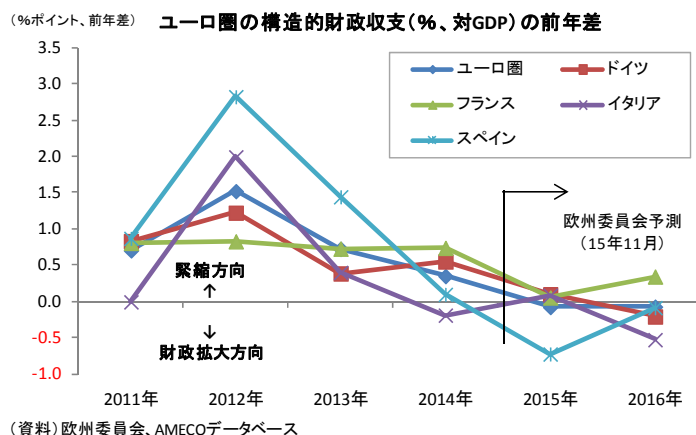
⁵ 例えばみずほマーケット・トピック 2015 年 9 月 14 日号『ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機』をご参照下さい。

が見られている。昨年の5月から足許にかけてユーロは対ドルで▲20%以上、名目実効相場でも▲12%以上下落しているが、結局、実体経済への効果はそれほど芳しいものにはなっていない。この間、GDPは平均で前期比+0.3% (2014年4～6月期から2015年7～9月期の6四半期平均)、失業率で▲0.8ポイント (2014年5月:11.6%→2015年9月:10.8%)の改善を見ているが、肝心要の消費者物価指数(HICP)は2014年5月の前年比+0.5%から2015年10月は同+0.0%と冴えない。もちろん、原油価格の急落という不運に見舞われたこともあるが、コアベース(食料・タバコ・アルコール・エネルギー除く)で見ても2014年5月の前年比+0.7%から2015年10月は同+1.0%となっており、目標とする「2%」とは大分乖離がある。「こうした状況でも物価は下がらなかった」との声もあるが、この間にマイナス預金金利や量的緩和政策など、これまで禁忌としてきた手段を総動員してきたことを考えれば、決して割に合う効果が得られているとは言えない。GDPにしても確かに底打ちにしたように見えるが、そもそも2011年半ばから2013年いっぱいまで地を這うような成長が続いた後での回復であり、循環的な動きに過ぎないとの見方もできる。



金融政策だけの下支えは困難

少なくとも、現状に照らす限り、ユーロ圏の消費・投資をとりまくマインド環境が良いとは言えず、ECBの金融政策だけをもって事態を支え続けることは困難だろう。既に述べたように、ECBに残されたカードは決して多くなく、大幅な通貨安を仕掛けても実体経済への影響は芳しいものにはなっていない。統計が示す限り、域内の緊縮ムードは峠を越えているものの、せいぜい「引き締めのめではなくなった」程度の状況に止まっている(図)。欧州委員会秋季予測を



見る限り、フランスやスペインに関しては、2016年にかけて再び緊縮方向が示唆される状況にある。しかし、度重なるアクシデントを目の当たりにして各種経済主体のマインドが腰折れする可能性に配慮するならば、ひとまずは財政協定や安定・成長協定からの逸脱を認め、財政的対応による下支えも必要な状況だろう。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。