

中期為替相場見通し

2016年2月1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～「戦力の逐次投入」でも円安延命は望み薄～

本邦金融政策の現状と展望:「戦力の逐次投入」体制への移行か	P.3
円相場の調整余地を探る:実質円高への警戒煽る	P.6
米金融政策の現状と展望:「痩せ我慢」は続かない	P.9
円相場の需給環境の現状と展望:衰えが展望される対外証券投資	P.12
メインシナリオへのリスク点検:メインシナリオの確度は増すばかり	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～緩和予告再び～

ECB の金融政策の現状と展望:2 連敗は避けられるか	P.15
ユーロ圏を巡る証券投資フロー:流出超が支えるユーロ安	P.18

【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

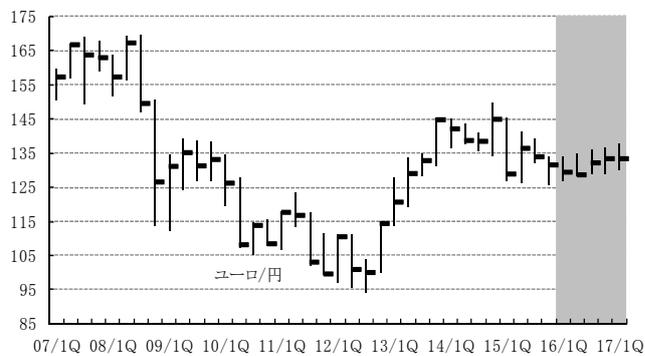
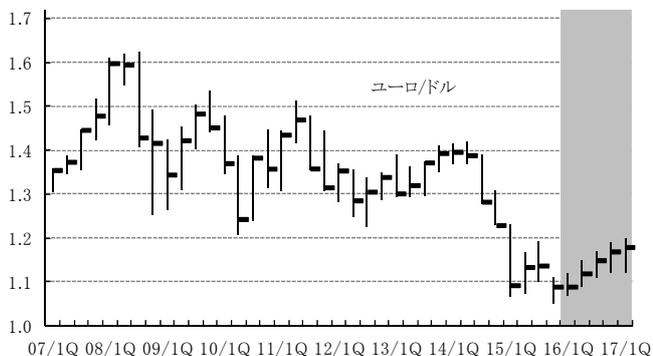
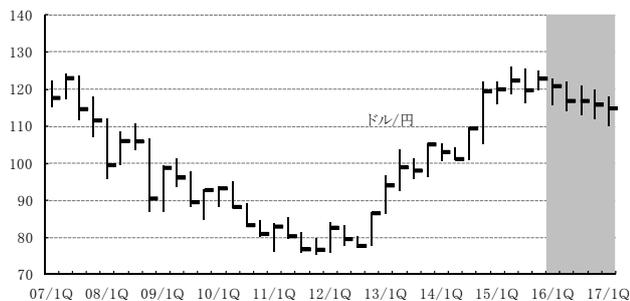
ドル/円相場は、年初の相場混乱の中、一時 115 円台まで値を落としたが、日銀の追加緩和により 120 円台に値を戻して月を終えた。株価・為替が危機的な水準ではないにも拘わらず、マイナス金利という劇薬を投じたことは驚きの一言に尽きる。实体经济への効果は今後見極めることになるが、確実に言えることは、どのような大義を掲げるにせよ、マイナス金利政策は通貨安政策の色合いを帯びるということである。「通貨安政策としてのマイナス金利」の威力は既に ECB が証明済みである。付利に関し、一足飛びにマイナス圏まで飛び込んだことで、日銀の緩和策は大きな拡張可能性を手に入れたことになる。政策運営はこれまでのような「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式にシフトしたと思われ、今後もマイナス金利幅拡大への催促相場は生じ得る。だが、日銀が追加緩和することで、今次混乱の真因たる「中国にとっての割高な人民元問題」が解決するわけではなく、むしろ実効レートの上昇により状況は悪化する。その帰結は繰り返される人民元の大幅切り下げであり、そのたびに市場混乱が誘発されかねない。もちろん、FRB の利上げ環境も悪化することになる。斯かる認識の下、日米金融政策格差の拡大が止まることで円安・ドル高も止まる、という本欄のメインシナリオは据え置きたい。

片や、ユーロ相場は安定的に推移している。昨年 10 月以降のユーロ相場は ECB のあからさまな通貨安誘導により下落したが、やはりパリティ割れには至らなかった。所詮、ユーロ安は「壮大な投機」に過ぎず、持続性を過信すべきではないとの考え方は引き続き重要である。もちろん、インフレ期待が動揺し始めている現状を踏まえれば、予測期間中における複数回の追加緩和は想定すべきである。昨年秋以降、ユーロ圏からは資本純流出が続いており、この背景に預金ファシリティ金利のマイナス化が寄与した部分は小さくないだろう。今後も同政策を強化するのであれば、ユーロ相場の上値は重いままになる可能性もある。だが、マイナス金利政策には自ずと限界があり、際限なく続けることはできない。こうした認識の下、FRB の正常化プロセスが頓挫すると的前提も合わせ見れば、やはり「壮大な投機」によるユーロ売りは持続できないと考えたい。投機的な売りが鳴りを潜めるのであれば、世界最大の経常黒字などを背景にユーロ相場は堅調さを取り戻すだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1月(実績)	2~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2017年 1~3月期
ドル/円	115.97 ~ 121.70 (121.18)	116 ~ 123 (121)	114 ~ 122 (117)	113 ~ 121 (117)	112 ~ 120 (116)	110 ~ 118 (115)
ユーロ/ドル	1.0711 ~ 1.0985 (1.0842)	1.05 ~ 1.10 (1.07)	1.07 ~ 1.13 (1.10)	1.09 ~ 1.15 (1.13)	1.10 ~ 1.17 (1.15)	1.10 ~ 1.18 (1.16)
ユーロ/円	126.17 ~ 132.45 (131.38)	127 ~ 134 (129)	128 ~ 135 (129)	129 ~ 136 (132)	129 ~ 137 (133)	130 ~ 138 (133)

(注) 1. 実績の欄は2月1日までで、カッコ内は2月1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～「戦力の逐次投入」でも円安延命は望み薄～

《本邦金融政策の現状と展望：「戦力の逐次投入」体制への移行か》

消えた「分かりやすさ」

日銀は 28～29 日に開いた金融政策決定会合で、現行の量的・質的金融緩和(QQE)にマイナス金利を織り交ぜる「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を賛成 5、反対 4 の賛成多数で決定した。反対は白井さゆり審議委員、佐藤健裕審議委員、木内登英審議委員、石田浩二審議委員の 4 名。今後、日銀当座預金の一部には ▲0.1%のマイナス金利が適用されることになる。マネタリーベース(MB)拡大による「量」、国債及びリスク資産購入による「質」、そしてマイナス金利による「金利」を 3 つの次元として金融緩和を進めていくことが謳われている。「量」、「質」の部分に関しては既存方針が据え置かれ、引き続き年間約 80 兆円の MB 拡大が図られることになる。「量」の拡大に目を瞑り、「金利」の引き下げに踏み切ったことは、既存の資産買い入れが限界に達しつつあることの証左と受け止める見方が大勢である。

また、「量」に拘ることで売りにしてきた「分かりやすさ」も明らかに後退した。黒田日銀の QQE は旧体制である白川日銀の「分かり難さ」を否定し、「分かりやすさ」を PR することで誕生したレジームでもある。しかし、経済学上の限界概念を持ち出してまで当座預金を三層に分け、その副作用軽減を図ろうとする姿は、どう考えても市井の人々には分かり難い。専門家の目から見ても当該スキームは極めて精巧に作られた傑作との評価が目立つが、もはやそれは「分かりやすさ」とは対極にある。さらに既に各種解説で見られているように、「行き過ぎれば預金者への課金も有り得る」かのような言説は多く、長期的な視野に立てばそれが一定の事実でもある。そうした政策が果たしてインフレ期待の押し上げによってポジティブな効果を持つのかはまだ分からない。

注目度が落ちている物価目標の達成時期

なお、「展望レポート」と共に「2%」の物価目標達成時期は、昨年 10 月の「2016 年度後半頃」から「2017 年度前半頃」へ延期された(表)。3 度目の延期は本来由々しき事態だが、未曾有の政策「手段」に注目が集まる中、物価「目標」の達成時期への注目度は明らかに低下しており、本末転倒の感も漂う。そもそも日経平均株価 17000 円、ドル/円相場 118 円台、日銀版コアインフレ率が 1%近傍という状況は普通に考えれば追加緩和(しかもマイナス金利導入)を必要としないし、実際に黒田総裁の直前の言動でも追加緩和は否定されていた。

日銀政策委員の大勢見通し (前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
		消費税率引き上げの影響を除くケース	
2015年度	1.0～1.3 <1.1>	0.0～0.2 <0.1>	
10月時点の見通し	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.4 <0.1>	
2016年度	1.0～1.7 <1.5>	0.2～1.2 <0.8>	
10月時点の見通し	1.2～1.6 <1.4>	0.8～1.5 <1.4>	
2017年度	0.1～0.5 <0.3>	2.0～3.1 <2.8>	1.0～2.1 <1.8>
10月時点の見通し	0.1～0.5 <0.3>	2.5～3.4 <3.1>	1.2～2.1 <1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

この点、「展望レポート」で強調されるように今回はあくまで「リスクが増大している」ことへの対応であって、基本シナリオに影響はないというのが日銀の立場と見られる。このロジックは 2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和時と酷似しており、要するに予防的緩和ということになりそうだが、これを予想できていたエコノミストは今回も少なかった(ブルームバーグ調査によれば、今回追加緩和を予想していたエコノミストは 17%である)。相変わらず黒田日銀の「市場との対話」が巧くいっているとは言えない。

既に始まっている副作用

今後、日銀当座預金は①基礎残高(付利+0.1%)、②マクロ加算残高(同 0%)、③政策金利残高(同▲0.1%)の三層に分かれ、異なる付利が適用される。①は従前の QQE で積み上げられた残高であり、具体的には「2015 年 1~12 月の積み期間における平均残高」に相当する(日銀公表文ではこれを「基準残高」と呼んでいる)。②は「所要準備+貸出支援基金・復興支援オペによる供給部分+マクロ加算額」で算出される。マクロ加算額は日銀のタイミングで適宜①に対して掛目を掛けることで求められるという。そして当座預金残高全体から①、②を控除して残った部分が③であり、ここに問題となるマイナス金利が課されることになる。当座預金を階層化する案は既にスイスで採用されており、12月3日のECB理事会でも同案が採用されるのではないかとの観測報道があった¹。それゆえ、手法自体は目新しいものではない。なお、②に貸出支援基金や復興支援オペが含まれているのは、マイナス金利がそれらのスキーム利用を阻害しないようにするためである。「量」の追求や金融機関収益への悪影響、マイナス金利幅の拡大余地など、予想される批判に関しては別紙において Q&A 方式で回答が与えられている。やはりポイントは日銀がマクロ加算額に対し設定する「掛け目」であり、これがマイナス金利の効き目を左右することになる。この点は続報が待たれる。

実体経済への効用に関しては、今後評価が定まってくるだろうが、現段階でマイナス金利が課される③はゼロであり、各階層を加重平均し、当座預金全体について算出される実効付利金利はプラスで維持されることになる。そのため巷で騒がれているようなマイナス金利の副作用(例.金融機関利用者への課金など)は直ぐには顕現化しないというのが日銀の意図するところと思われる。だが、同発表を受けて即座に募集停止を告知する MMF も現れており、影響は早速出始めている。同スキームにおける国債購入は ECB とは異なりマイナス金利(▲0.1%)未満のものも対象になるため、短期はもちろん、中長期全体に亘って金利が大きく低下することは確実と見られる。銀行の対顧預金がマイナス金利にはならないとの仮定に立てば、運用難が極まったところで MMF 等に向かって資金が銀行部門へシフトする展開などが考えられる。だが、その仮定も永続的なものではないだろう。

通貨安政策としての威力は証明済み

体面上の大義はどうあれ、マイナス金利政策が通貨安政策としての色合いを強く帯びることに疑いは無く、実勢相場は早速円安・ドル高が加速している。FRB の利上げ路線が危くなる中、円相場の理論的均衡値(実質実効為替レートや購買力平価など)から乖離した安値状況で維持するためには、正にこの一手しかなかったとも言える。もちろん、理論的に支持され得る均衡値に照らして過剰に割安な状態が長く続けば、いずれ訪れる反騰は相当大的なものになる懸念がある。断続的にマイナス金利を拡大していく限り、この反騰タイミングを後退させることは可能だが、その「ツケ」としての円高圧力も高まることになる。



図はユーロの名目実効相場である。2014年6月に預金ファンリティ金利を初めてマイナス化してから9か月間

¹ みずほマーケット・トピック 12月1日号『ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～』をご参照下さい。

でユーロ相場は▲13%下がり、足許(1月26日時点)でも▲10%弱も下落したままである。この間、FRBが順当に正常化プロセスを進めてきたという背景も無視できないが、「通貨安政策としてのマイナス金利」の威力は証明済みである。ユーロ圏の証券投資統計を見れば、明らかに対内証券投資が細る一方で対外証券投資が加速する構図が見られており、マイナス金利を介したポートフォリオリバランス効果が生じているように見受けられる。今後の円相場もある程度は同様の事態を想定すべきだろう。FRBが既に初回利上げを終え、2回目以降の利上げに暗雲がたれ込め始めているという現状を踏まえれば、マイナス金利が為替相場にもたらす威力は減じられる可能性はあるが、それでも日銀が円相場を押し下げる強力なツールを手にしたことは間違いない。

議論が尽きた「円安と実体経済」というテーマ

ということは、結局、通貨安になることが実体経済にプラスかどうかという定番の問いに帰着する。正直言って、この議論はもはや尽きた。本欄でも、2013年4月以降、繰り返し、「円安は日本経済の処方箋にはなり得ない」との趣旨で議論を展開してきた(また、この点は改めて後述する)。円安発・輸入物価経由の一般物価上昇は家計部門の実質所得環境を毀損し、消費・投資意欲を奪う。企業収益が増えて税収もこれに応じて増えているのは「家計→企業→政府」という経路で所得移転が起きているイメージに等しい。現にGDPは成長しておらず、別の処方箋を検討する段階に入ったと言える。

また、金利低下による貸出増加など、伝統的な経路を期待する声もあるが、この点は反対した石田審議委員の「これ以上の国債のイールドカーブの低下が実体経済に大きな効果をもたらすとは判断されない」といった発言に尽きる。既に金利は限界的に低く、そのコストがさらに下がったからと言って借り入れ意欲を膨らませる経済主体が増えるとは思えない。貸出を供給する民間銀行からしても付利で失われた▲0.2%ポイント(+0.1→▲0.1%)を取り戻すために、これまで躊躇していた貸出案件にゴーサインを出すということもないだろう。

なお、「やっていたいなかったら(円安&低金利にしていなかったら)もっとひどいことになった」という声はある。もちろん、そうかもしれない。しかし、そうではないかもしれない。そもそも円安・株高相場が始まった2012年11月時点はちょうど欧州債務危機への不安がピークアウトし、FRBが正常化プロセスに着手しようとして始めていた時期と重なる。貿易赤字が定着する中で需給も明らかに円売り傾斜が始まっていた。黙っていても円安へ反転した可能性はあったのである。その政策を「やっていたいなかった」ケースのシミュレーションは誰にも出来ない。だから、政策を擁護する側の理屈は総じて強いのである。出口コストまでを含めたQQEの政策効果を熟慮しても尚、やらないよりは良かった、と断言できるだろうか。この点、出口コストの増大に繋がる「量」の追求から離れて、金利ルートに舵を切ったことは英断だったと言えるかもしれないが、既に述べたように、個人の資産運用においては影響が見られ始めているという事実もある。

揺らぐ「追加緩和なし」の想定

日銀の公表文及び黒田総裁自身が明言しているように、マイナス金利は「必要な場合、さらに引き下げる」との旨が明示されている。事実上、「量」ではなく「金利」で勝負する体制にシフトしたように見受けられる(とはいえ今後「量」の拡大がなくなったとは言えないが)。上述したように、当面はマイナス金利が課される部分の方が小さそうであり、マイナス金利が及ばない階層が大きく存在することになる。付利に関して一足飛びにマイナス圏まで飛び込んだことで、二の矢、三の矢が放ち易くなったことは間違いない。この拡張可能性こそが今回の政策を通じて日銀に生じた最大の変化だろう。言い換えれば、黒田日銀の政策運営はこれまでのような「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式にシフトした可能性が高い。こうなってくると、ドル/円相場見通しを考える上で、「日銀

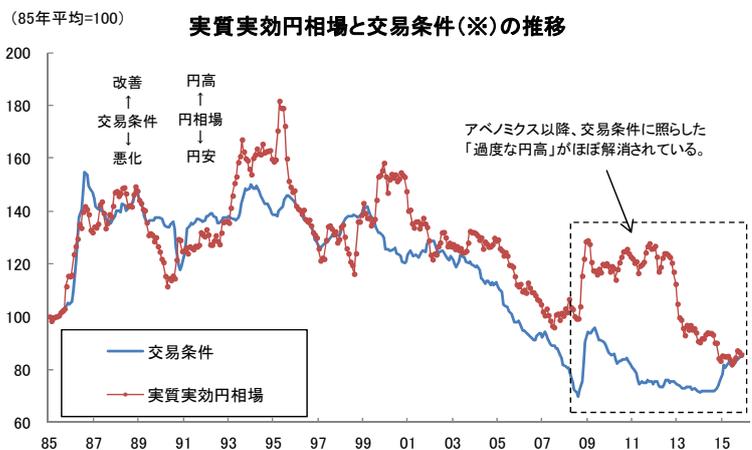
追加緩和なし」という前提にも再考が必要になってきそう。2013年4月、「戦力の逐次投入はしない」との名言で始まったQQEは、ここにきて明らかに逐次投入を念頭に入れ始めたように思われる。

重要なことは、日銀やECBがいくら追加緩和をしても「中国経済に端を発する国際金融市場の混乱」が収束する話にはならないということである。要するに、年初来で起きている混乱を解決したいのであれば、患部と処方箋がずれているとい印象を抱かざるを得ない。問題解決という意味では、むしろ、本欄で議論したように、逆の効果すら心配されよう。ECBの緩和予告と日銀の追加緩和によって人民元NEERには上昇圧力がかかっている。これは後の大幅切り下げに繋がりがかねない。そしてその決定を受けて再び国際金融市場は混乱に陥り、FRBの利上げ環境はより厳しくなる。今回の「劇薬」で目先の円高リスクは軽減されたが、後先のそれは増大したと思われる。

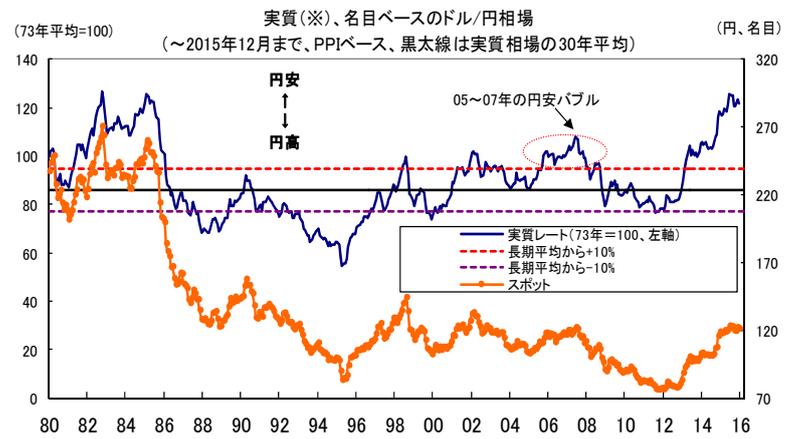
《円相場の調整余地を探る～実質円高への警戒燻る～》

遂に実質円高への調整が始まったのか？

年初来の円高に関し、市場では「リスク回避」という決まり文句で解説が付けられているが、筆者はそう思わない。貿易赤字が慢性化しており、財政ファイナンスの疑惑が付き纏う金融緩和を行い続けている国の通貨が逃避先というのは直感的に腑に落ちるものではない。デフレ通貨ゆえの実質金利の高さというかつての専売特許も今やユーロに立場を譲りつつある(しかもユーロ圏の経常黒字の方が圧倒的に大きい)。もちろん、IMM通貨先物取引における投机筋の円ショートポジションが維持できなくなり、「リスクポジションを清算している」という意味での「リスク回避」ならば筆者も賛同できる。しかし、IMM通貨先物取引における円ポジションは今やネットロングであり、これから先の円高に関してはそのような考え方も通じ難くなりそうである。では何故円高方向への調整が激しいものになっているのか。理由は簡単である。売られ過ぎていたから、である。本欄では繰り返し論じてきた点だが、そもそ



(資料)日本銀行 ※輸出物価/輸入物価、円建てベース



(資料) Datastream ※1973年平均を基準とした実質相場、実質相場=(名目÷PPP)×100

も円安は限界に近付いていた。実質実効為替相場(REER)で見れば、円相場は1972年以來、つまり1ドル=300円台だった頃と同等の安値水準に張り付いている。長期平均に回帰するREERの傾向を踏まえれば、この維持が難しそうであることは想像に難くない。こうした状況に関し、昨年6月、黒田日銀総裁をしてREERに照らせば「さらに円安はありそうにない」と言わしめたのはまだ記憶に新しい。実際、REERの均衡水準を示すと考えられる交易条件指数に照らしても、もはやREERのさらなる下落は予想しづらいものになっている(図)。

また、実効ベースではなく、物価の相対格差を加味した実質ドル/円相場を見た場合(以下単に実質相場)、

名目相場が122円だった2015年12月時点では長期平均から+40%以上、上方乖離した状態にあった(前頁図)。図示されるように実質相場は長期平均から±10%のバンドで推移してきた歴史があるが、円安バブルと呼ばれた2005～07年の局面ですら、この上方乖離は最大で+25%程度だった。現状の+40%はこれを遥かに凌駕するものであり、仮に調整が始まった場合、円高・ドル安のペースは相当大きなものになると考えるのが自然である。名目相場を118円前後(1月28日の本稿執筆時点)と仮定すると実質相場の上方乖離は+35%程度であり、真つ当に考えれば調整はまだ初期段階と考えられる。

調整余地イメージ

参考までに、あるべきPPPを105円²と仮定し、日米物価水準(ここでは生産者物価を想定)の相対関係が横這いとした場合、歴史的にさほど違和感のない「長期平均から+10%の上方乖離」までに戻るためには、名目相場が100円程度まで下げる必要がある。これが+5%ならば95円、長期平均への回帰(乖離率ゼロ%)ならば90円といった具合である(表)。一方、名目相場が110円で下げ止まると仮定した場合、現状の行き過ぎた実質相場の円安は物価面からの調整が必要になる。例えば、試算してみると、米国の企業物価が横這いとした場合、+10%の上方乖離に戻るためには、日本の企業物価が前年比+20%程度上昇することが求められる。いずれにせよ、過去の経緯を尊重するのであれば、名目相場か物価水準か、それともその双方かにおいて、大きな調整余地が残されているのが実状である。むろん、もはや日本は輸出大国ではなく、「円安→輸出増→貿易黒字増→円高」といった為替相場や貿易収支を介した相場調整が起こり難くなっている側面はある。この点、過度な円安が放置される芽はかつてよりは有り得るのかもしれない。だが、それでも変動為替相場制の下で4年間、一方向の動きが継続してきた事実は相応に重いはずだ。

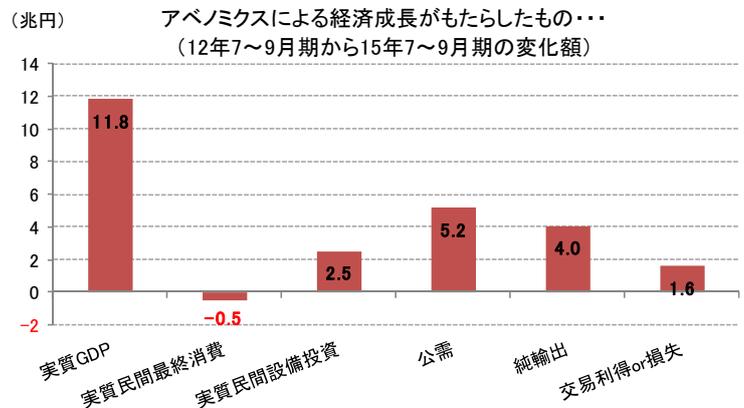
ドル/円相場における実質と名目の対応関係

長期平均からの乖離率	「PPP=105円」と仮定	
	実質ドル/円相場	名目ドル/円相場
-25%	64.5	67.7
-20%	68.8	72.2
-10%	77.4	81.2
-5%	81.7	85.7
0%	86.0	90.3
5%	90.3	94.8
10%	94.6	99.3
20%	103.2	108.3
25%	107.5	112.8

(資料)Datastream。実質相場は日米企業物価を用い、73年平均=100としたもの。
 定義:「実質相場=名目相場÷PPP=名目相場÷(国内物価÷外国物価)」
 PPP=105円は2014年に関し、世銀やOECDが算出しているもの。

筋論から言えば追加緩和は不要

なお、FRB利上げに際しても同様のことを述べたが、そうした政策変更のタイミングを予想することと、その政策変更を支持するかどうかは別の話である。繰り返し論じているように、筆者は金融緩和による円安が日本の実体経済を本質的に改善させる効果があるとは考えていない。あれほど円安が進んだ2014年暦年ないし年度の成長率はゼロないしマイナスだった。もはや「円安が実体経済にプラスか否か」の論争にはある程度の決着がついたと



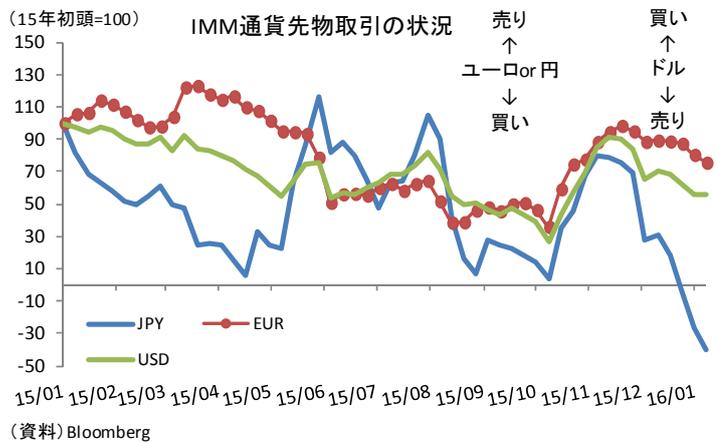
(資料)内閣府、※季節調整済み実質GDPの金額を使用

² OECD や世銀が算出するドル/円の PPP はそれぞれ「104.7円」、「105.3円」であり概ね105円である。

考えるべきだろう。ここから一段と円安にしても株価は持ち直すかもしれないが、実質 GDP 成長率が顕著に伸びる可能性は低い。アベノミクスが始まって以降の日本経済を俯瞰した場合、需要が顕著に増えたのは設備投資と財政出動を背景とする公需であり、個人消費は全く伸びが見られなかった(前頁図)。この原因を全て消費増税に求めるのは余りにも無理筋だろう。やはり円安発・輸入物価経由の物価高が所得環境を蝕んだと考えるのが自然であり、このような筋論からいけば、追加緩和は不要である。上述したように、マイナス金利導入に伴って、日銀はこれまでの「一点博打買い」のような政策運営から「戦力の逐次投入」を念頭に置いた政策運営に変わった可能性が高いが、それが実体経済にもたらす影響は相変わらずポジティブなものに思われたいことは強調しておきたい。

もう円安局面は終了済みなのか

なお、冒頭で 4 年連続となる史上最長の円安を実現したと述べたが、それは暦年での話であって、現実問題として「もう円安局面は終わっている」という見方もできる。具体的には 125.86 円をつけた 2015 年 6 月をもって 3 年半に亘る円安局面は終焉しており、徐々にしかし緩やかに相場の反転が始まっているという見方である。例えば、IMM 通貨先物に見る投機筋のショートポジションの動向を見ると、円売りに関しては昨年 6 月のピーク水準と比べ大分巻き戻された水準で推移し



ている(図)。片や、ユーロショート積み上がりは引き続き昨年ピークに迫る水準が維持されている。これは結局のところ、対ドルでのキャリー取引を模索するにあたって円よりもユーロの方が妙味のある調達通貨だと考えられていることの証左かもしれない。追加緩和が望めない円と漸進的にマイナス預金金利幅の拡大が想定されるユーロという立ち位置を比較する限り、「優れた調達通貨」という観点からユーロに軍配が上がるのは当然と言えば当然ではある(しかし、中長期的に考えた場合、ユーロ売りは決して奏功するトレードではないと筆者は考える。ファンダメンタルズに即した急騰を警戒した上で売り進めるという姿勢が必要だろう)。FRBの9年半ぶりの利上げを受けてもドル/円相場が大して反応しておらず、むしろ12月下旬以降は円高気味の動きが目立つようになっているのは、日米金融政策格差、より端的には日米金利差という観点から円売り・ドル買いに妙味を感じる投機筋が減っているからではないか。一方、ユーロ/ドル相場については欧米金融政策格差というテーマが引き続きドライバーとなり得る環境が活きているのだろう。

その他、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給を見ても、昨年を通じて経常黒字の積み上がりが著しいものになっていることも円安を阻む要因と考えられる。昨年来、対外証券投資及び対外直接投資に伴う円売りが経常黒字に起因する円買いを凌駕してきたが、FRBのファイティングポーズが崩れてくれば、こうした力関係は逆転しかねない可能性を感じる。

いずれにせよ 2016 年は「対米金融政策格差の拡大」を所与の物と考えることが出来ないという意味で過去 2 年とは大きく予想環境が異なるということを認識しておきたい。

game changer になれなかった米雇用統計

米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+29.2 万人と市場予想の同+20.0 万人を大きく上回る良好な結果となった。また、10 月分は同+29.8 万人から同+30.7 万人へ、11 月分は同+21.1 万人から同+25.2 万人へ、計+5.0 万人上方修正されている。失業率も 5.0%の低水準が維持された一方で、労働参加率は 62.5%から 62.6%へ持ち直すという前向きな動きも見られた。基本的に単月としては文句をつけるのが難しい内容だったと言えるが、それほどの雇用統計を受けても市場心理が全く改善しなかったことこそ憂慮すべきだろう。

昨年の 8 月や 10 月も今年 1 月のように世界中の金融市場が不安に包まれた時期があった。しかし、どちらの局面も、雇用統計を筆頭とする良好な米経済指標を背景に「米経済指標改善→米株高&米利上げ期待→ドル高」との相場つきが主導し、リスクオフムードは収束した。この点、年初から始まったリスクオフムードは米経済指標の改善をもっても全く払拭されるに至っていない。言うなれば、昨年までは通用した game changer (≒米指標の改善)が少なくとも年初 1 か月間の相場では全く通用していないのが実態である。

《米金融政策の現状と展望：「痩せ我慢」は続かない》

リスクバランスは評価中であり、下方修正とは言っていない・・・

1 月 26～27 日の FOMC は FF 金利誘導目標のレンジを 0.25%～0.50%で据え置く方針を決定した。声明文の明確なハト派化を予想する向きもあったが、下方修正はさほどでもなく、大きな変化があったとは言えない。

景気の現状判断に関しては、昨年後半の減速を認めつつも、肝心要の雇用情勢については一段と改善したと上方修正が施されている。その他の内需項目（個人消費や設備投資）は増勢ペースに関する表現が下方修正された上（solid→moderate）、在庫投資が衰えているとの文言も新しく付加されている。総じて、下方修正が目につくが、利上げのキーファクターとして注目される雇用情勢が上方修正されたことで、これらを囃し立てる向きは多くなさそうである。声明文を受けて NY ダウ平均が下落したのは、景気減速はあくまで昨年後半のことであり、目先に関しては雇用改善の下で利上げ路線が継続されると市場が受け止めたためだろう。実際、利上げに関しては、「緩やかな引き上げ（gradual increases）」の表現が継続使用されており、さすがに利上げスタートの翌月にギブアップすることまではしていない。

今回、全体を通じて注目されたのは「経済・物価見通し」のリスク判断に関し、「委員会は国際経済・金融情勢を注視しているほか、その動向が労働市場や物価、そして見通しのリスクバランスに対してどのように影響するのか評価している」との文言が新たに加えられたことである。しかし、読めば分かる通り、注視した結果、リスクバランスが上下どちらに振れるのかは書かれていない。利上げを決定した前回声明文では見通しに関して「バランスしている（balanced）」と断言されていたものが削除されているため、「そう（バランスしている）思っていない」と捉えるのが自然だが、少なくとも現状は「評価中」というのが声明文から読み取れる事実である。

昨年 8～9 月に世界同時株安に見舞われた際、確実視されていた 9 月利上げが比較的強めのリスク文言³と共に見送られるということがあった。その後、雇用統計の改善などを背景として 12 月利上げに漕ぎ着けたが、市場期待を復元するには相応の労力が掛かったのも事実である。その教訓を踏まえ、今回の声明文ではハト派色を押さえ、3 月以降の政策運営に自由度を確保したのかもしれない。

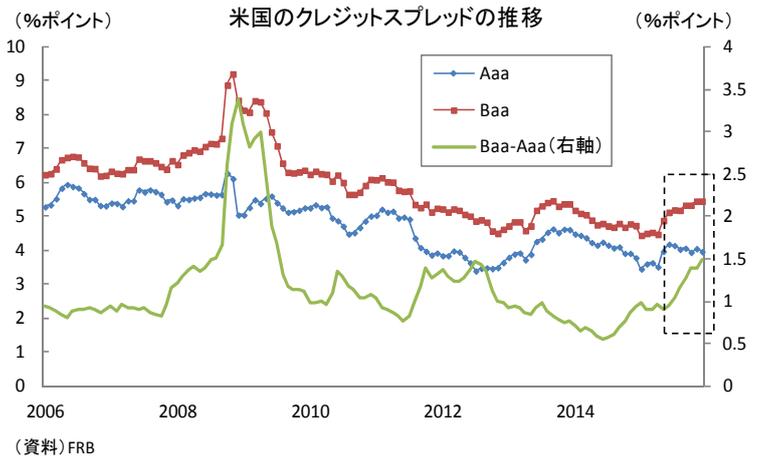
³ 昨年 9 月の FOMC 声明文では「Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term」との文言が注目された。

利上げのもたらす不穏な兆候

声明文でも示されているように、明らかに国際経済・金融情勢は動揺し始めており、市場では2000年、2008年そして2016年という「8年周期の大不況」が訪れるのではないかと不安の声まで耳にする。斯かる状況下、世界の資本コストを規定するFRBがその上昇を促すことの意味は今一度、深い議論があっても良いように思われる。無理な正常化の歪みはドル高による「不況の輸入」という形で既に米企業マインドや収益そして生産活動などに影響を与え始めているが、そうした経済指標に限らず、金融市場でも看過できない症状が見られ始めている。

例えば、昨年12月中旬、主に米国の高利

回り債（ハイ・イールド債券、いわゆるジャンク・ボンド）への投資・運用を行ってきた米投資会社が損失拡大により顧客からの解約要求に応じられず、資産凍結（要するに実質破たん）に追い込まれたことが話題となった。2007年8月のパリバショックを彷彿とさせる出来事である。図は米社債利回りに関し、Aaa格付けとBaa格付けそして両者の差（スプレッド）の推移を見たものである。2014年中頃からスプレッドは拡大し始め、2015年12月時



点では2009年7月以来の水準まで拡大している。2009年7月と言えば、リーマンショック後の「悲観の極み」が収束し、漸く景気回復を臨もうとしている時期である。

図示されるように、特に2015年中頃からはBaa格付けの利回りが顕著に上昇することがスプレッドの拡大をけん引しており（点線四角部分）、Aaa格付けの利回りはむしろじりじりと低下している。スプレッドの拡大が始まった2014年中頃は現状のドル高局面の起点でもあることを踏まえれば、「FRBの利上げ」と「ハイ・イールド債の混乱」の間に何らかの因果関係を疑うのが自然だろう。恐らくは超低金利が常態化する中、運用難にあえぐ投資家が藁をも掴む思いで見出した投資先の1つがハイ・イールド債だったのだと思われるが、利上げを受けてそれらの債券から資金が抜け始めた（他資産への分散投資が始まった）可能性などが思い当たる。もちろん、原油価格急落によって、エネルギー関連企業の業績が悪化し、それらの企業がハイ・イールド債で資金調達を行っていたという事実もあるだろう。だが、そうした状況を分かっているが利上げを検討し、実際に踏み切ったFRBの政策判断に関し、今少し議論が行われても良いように感じられる。

今後予想される展開としては、ハイ・イールド債で資金調達を行っていた企業が資金繰りに窮し、別の資金調達手段を探ることなどが考えられる。その際、FRBが利上げ路線を続ける限り、調達環境は確実に厳しくなる。もしかしら、借り入れ条件の変更や借り換えに応じないといった対応も出てくるかもしれない。そうなれば、实体经济には消費・投資意欲が毀損された経済主体が増えてくることになる。FRBは利上げ路線維持の根拠として引き続き労働市場を含めた堅調な内需を評価しているが、拙速な利上げによってその根拠が徐々に崩れ始めている気がしてならない。

正常化願望に取り憑かれた「痩せ我慢」

1月に見られたFRB高官のコメントを見る限り、やはり年4回の利上げを期待するのは相当無理筋な状況に見受けられる。ローゼンブレン・ボストン連銀総裁はFOMCメンバーによる政策金利見通し（いわゆるドットチャート）の

下振れリスクを指摘し、エバンス・シカゴ連銀総裁からは12月の利上げが見送られたとしても自分は満足だったとの本音が吐露されている(同氏は賛成票を投じたにも拘わらず・・・)。その上でエバンス総裁は2016年に関し、年4回の利上げは多いとの立場も示している。FOMC議事要旨(12月16~17日)でも同様の記述が見られたが、12月利上げはあくまで賛成派を含めて“ぎりぎりの決断(a close call)”だったことが分かっており、今後の経済・金融情勢に対し極めて脆弱というのが実態である。エバンス総裁の発言はこの事実を裏付けるものだろう。また、FOMCメンバー以外でもサマーズ元米財務長官が今年4回の利上げに関し、世界経済は耐えられないとの見方を示したことも報じられている。後述するように、既に米経済のそこかしこでドル高の悪影響が指摘され始めているにも拘わらず、ドル相場は高止まりしている。FRBがファイティングポーズを保つ限り、この構図は続きそうだが、もはや正常化願望に取り憑かれた「痩せ我慢」に思えてならない。こうした状況は長く続くものではない。

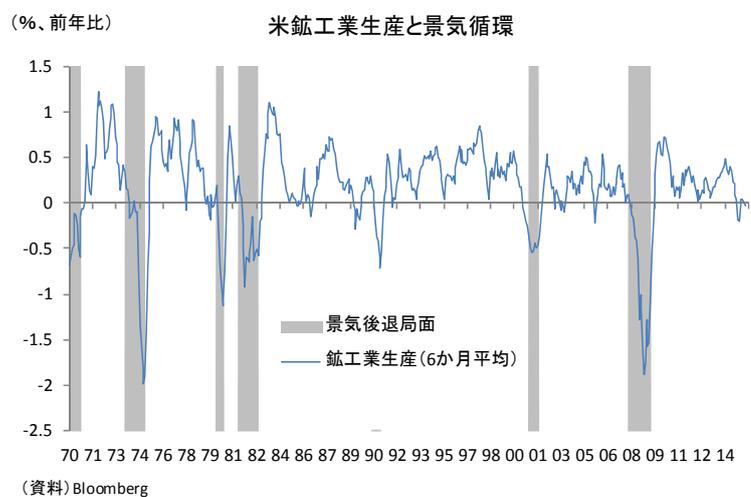
ページブックでも根強いドル高不安が露わに

また、1月13日に公表された地区連銀経済報告(ページブック)でもドル高への不安が滲み出ている。同報告書によれば、1月4日までの6週間に関し、12地区中9地区で経済活動の拡大が報告されたものの、全体を通じて「strong dollar」というフレーズが16回登場したことが目についた。言うまでもなく、その殆どが外需減速と絡み合った上で経済を下押ししているという負の文脈で使われている。その中にはエネルギー価格の下落は製造業にとって便益をもたらすものの、ドル高の悪影響を相殺するほどではない、つまりドル高の悪影響の方が大きいと報告する地区連銀も見られた(具体的にはクリーブランド連銀がそのように報告している)。このページブックが討議資料として用いられた1月26~27日のFOMC声明文にハト派寄りの修正が施されたのは当然の話である。

製造業シェアは小さいから無視しても良いという風潮について

なお、筆者は継続的なドル高が既に金融引き締め効果を持ち、製造業を中心に不況の様相を呈してきているため、連続的な利上げは難しいと考える立場である。この立場に対しては「製造業が米経済に占める割合は10%程度であり、FRBが正常化プロセスを諦める理由にはならない」との反論がある。しかし、日本を含め経済が成熟化した先進国はすべからず製造業よりもサービス業の方が経済に占める割合が大きいものであり、米国特有の話ではない。それでも多くの先進国(近年ではユーロ圏)は通貨安の下で輸出競争力を保とうと躍起になることは珍しくない。それだけ影響が軽視できないものだからだろう。

例えば、日本の輸出依存度は2008年時点で17%弱だったが、リーマンショック後の外需急減を背景に鉱工業生産が釣瓶落とし的に減少し、GDPの悪化は先進国でも突出したものになった。日本よりも輸出依存度が高い先進国(例えばドイツ)などよりも、GDPに占めるシェアが大きなくても輸出している財や輸出している仕向け地で輸出の減少率は変わってくる。シェアが小さくても減少率が大きければ最終的な影響は大きくなる。日本の場合、2008年のショック



を受けて2009年の輸出は実に▲24.2%も減少しており、実質GDP成長率(▲5.5%)への寄与度は▲4.3%ポイ

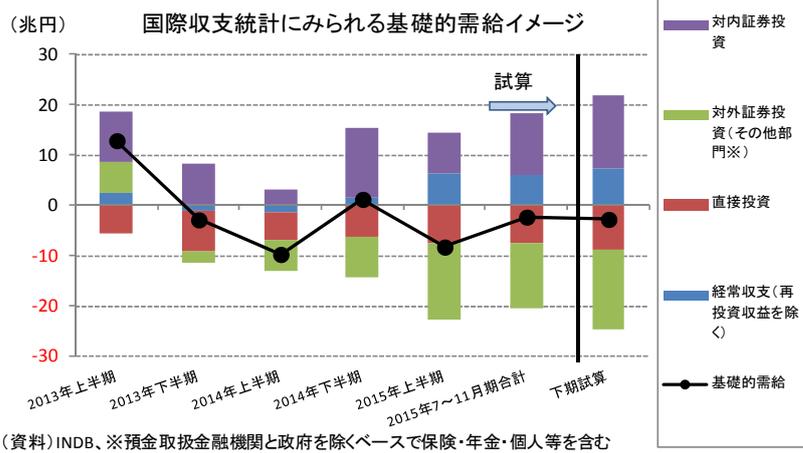
ントに達した。経済に占めるシェアだけでその影響を測るのは必ずしも十分とは言えない。米国にとっての大きな輸出品目は資本財(半導体や PC 機器など)や工業用原材料(石油製品など)だが、これらは足許の外需減速や商品価格低迷そしてドル高の影響を直接受けるものではないのか。そもそも過去の米国の景気後退局面は製造業の生産活動が落ち込む局面と合致してきたのは周知の事実であり(前頁図)、直近 11 月分の鉱工業生産が 2012 年 3 月以来の大幅マイナスとなったことはもう少し重視されても良いのではないだろうか。「製造業は経済におけるマイノリティだから無視しても良い」というのはあまりにも「利上げありき」の方便に思えてならない。

《円相場の需給環境の現状と展望: 衰えが展望される対外証券投資》

11 月国際収支を受けた基礎的需給環境

1 月には本邦 11 月国際収支統計が公表されている。貿易収支が 3 か月ぶりの赤字(▲2715 億円)となったものの、サービス収支赤字が 3 か月ぶりに黒字転化(▲3373 億円→+615 億円)となった上で第一次所得収支が+1 兆 5423 億円と引き続き巨額の黒字を記録しており、経常収支全体では+1 兆 1435 億円と 1 兆円の太台を 5 か月連続で維持した。一方、金融収支は、証券投資が+1 兆 8104 億円となっている。これは 11 月の日本から海外への対外証券投資が加速した結果であり、具体的には対外証券投資が+3 兆 3168 億円の買い越しとなった一方、対内証券投資の買い越しは+1 兆 5063 億円に止まった。これにより差し引き+1 兆 8104 億円の純流出となった⁴。

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 1~11 月合計で約▲10.5 兆円の円売り超過というイメージになる。下期(7~12 月期)は残すところあと 1 か月だが、仮に 12 月も足許までのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は約▲2.7 兆円の円売り超過に着地し、通年で見れば約▲11 兆円の規模に達する。年間 10 兆円前後の円売り超過は 2013



年以降の円安局面ではコンスタントに見られているものであり、2015 年の需給環境も過去 2 年から大きな変化はなく、これが過去最長となる 4 年連続の円安を支える主因になったものと推測される。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、これは概ねその通りになったと言える。

2016 年の基礎的需給環境はいかに

問題は 2016 年である。これまで繰り返し述べてきたように、2016 年はあらゆる金融資産にとって自明の前提とされてきた「FRB の正常化プロセスが順当に進んでいること」という事実が変調を来す公算が大きい。具体的には、FRB はドル高の自重に耐えかねる格好で利上げを諦めるというのが筆者の 2016 年為替見通しの大前提である。必然的に日米金融政策格差の拡大は停止し、ドル/円相場もピークアウトすると予想している。2016 年はまだ 1 か月しか経過していないが、少なくとも海外経済環境が著しく悪化している現状に照らせば、FRB の政策環境は相

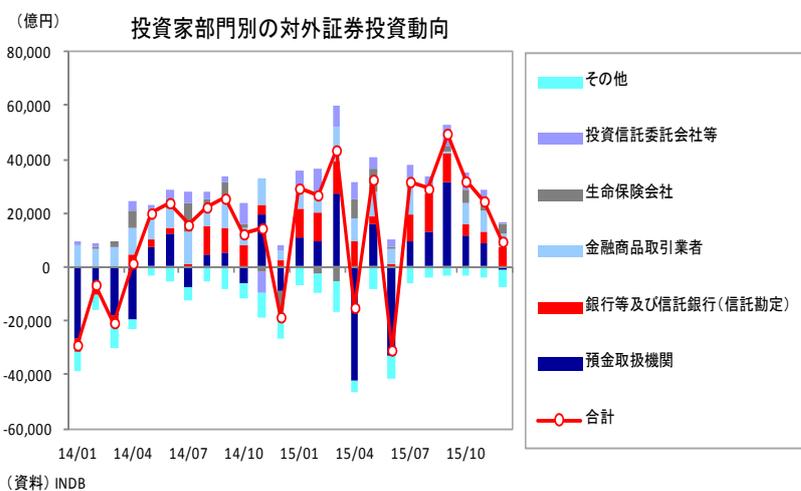
⁴ 国際収支統計上、対外純資産の増加要因はプラス、対外純負債の増加要因はマイナスの符合で表記される。11 月は対外証券投資の買い越しが大きく上回ったので資金フローに着目すればマイナスの符合となるが、日本として対外純資産が増加する動きなのでプラスの符合になる。

当険しいものになったと言わざるを得ない。

もちろん、米国が利上げ出来なくなっても日本の運用環境が改善するわけではなく、日米金利差の観点から言えば、引き続き堅調な対外証券投資が続く芽はある。また、原油価格を筆頭とする商品価格の軟化が続く状況下、輸入金額の縮小を通じて貿易収支が断続的に黒字化することは今後も想定されるが、中国を筆頭として新興・資源国経済の内需に期待が持てない以上、その改善は自ずと限定的なものに止まるだろう。しかし、後述するように、既に本邦から海外への対外証券投資は明らかに減速しており、FRB の正常化プロセスを取り巻く環境が現状以上に悪化した場合、対外証券投資が売り越しに転じる恐れも否定できない。引き続き円相場の需給環境を展望する上では「経常収支の改善ペース」と「対外証券投資の加速ペース」、どちらが強いかを重要になりそうだが、後者が果たして 2015 年並みの勢いを維持できるのか、雲行きはかなり怪しくなっている。

12 月の対内対外証券投資

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 12 月分では、2 か月連続の資本純流出が確認されている。しかし、その規模は▲6735 億円と前月の半分以下であり、主として対外証券投資の買い越しが減速したことに由来している。(※ここ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。注釈 4 で述べた通り、統計発表上の符合は逆である)。対外証券投資はこれで 6 か月連続の



買い越しだが、図に示されるように明らかに減少傾向にある。こうした傾向が継続すれば、貿易・サービス収支の動きによっては基礎的需給における円売り超過が円買い超過に転じる可能性もある。

なお、12 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 21 か月連続の買い越しとなっているが、裏を返せば、これ以外の投資家に勢いが感じられない(図)。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」との評価が大勢だが、実際に信託勘定の買い越し額にも往時の勢いを感じなくなっている。今のところ、FRB が正常化プロセスを諦めていない中で本邦機関投資家の円売りは今後も出るはずという見通しが市場のコンセンサスと見受けられるが、連続的な米利上げの難易度が高いと周知されてくれば、恐らくこの評価も変わってくるだろう。筆者はその展開を警戒している。

《メインシナリオへのリスク点検～メインシナリオの確度は増すばかり～》

メインシナリオは不変

2016 年最初の 1 か月を終えた段階で、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」は全く変える必要性が生じていない。それどころか年初からの相場混乱を受けて、その確度が強まったとすら感じる。日銀による突然のマイナス金利導入はドル/円相場の水準感を押し上げることに寄与してい

るが、中国経済減速やドル高を受けた米利上げ路線の揺らぎを背景として円高・ドル安への反転が生じやすいという論点は変わっていない。既に論じたように、ドル高と海外経済減速のダブルパンチで米経済の失速が懸念される中、利上げで内需を締め付けるような措置が続くとは思えず、対米金融政策格差の拡大に基づくドル高は厳しい情勢に置かれると思われる。物価尺度 (REER や実質ドル/円相場) からの円安過剰感を踏まえれば、やはり「4年連続の円安」から「5年ぶりの円高」への転換を予想しておくことが無難ではないだろうか。

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

もちろん、メインシナリオに対するリスクシナリオもある (表)。まず、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

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	・マイナス金利採用により「戦力の逐次投入」は余儀なくされる可能性が高まっている。	円安ドル高
	④	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	⑤	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

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。第二に、日銀が追加緩和を慢性的に行うということである。冒頭で述べたように、1月29日会合におけるマイナス金利導入を受けて、予測期間中に「戦力の逐次投入」が行われる可能性は高まっている。今月の本欄ではリスクシナリオの1つとして捉えるが、今後はメインシナリオに組み込むことも検討が必要かもしれない。第三に、ドル調達を巡る逼迫状況が続く、ということである。昨秋より話題となったドル調達コストの急騰は一旦落ち着きを見せているものの、構造的な各種規制要因を踏まえれば、容易にドル需要が衰えることは無いとの意見はある。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、ドルの希少価値が实体经济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。また、円金利が 3 年物までマイナス化する中であって(本稿執筆の 1 月 28 日時点)、「ドル以外の運用先は無い」という客観的事実にも説得力がある。結局は絶対的な内外金利差に着目した上で、円売り・ドル買いを伴う対外証券投資が続き、ドル需要は高止まりするという展開は有り得る。筆者はそれでも FRB の正常化プロセスが動揺する以上、対外証券投資継続は期待できないという立場だが、円金利の低下が未曾有の水準まで来ている以上、経験則が通じないリスクも確かにある。

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ため、FRB の緩和路線への転換でもない限り、それほど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思えない。

◆ ユーロ相場の見通し～緩和予告再び～

《ECBの金融政策の現状と展望～2連敗は避けられるか?～》

緩和予告再び

1月のECB理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を0.05%、市場の上限金利となる限界貸出金利は0.30%、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.30%で据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーは0.60%ポイントで据え置かれた。声明文には「2018年までをカバーするスタッフ見通しが明らかになる次回3月初旬の会合で、我々の金融政策スタンスを再審査・再検討することが必要」とされ、緩和予告で市場を騒がせた昨年10月22日と同様の表現が記載された。宣言し、実施するというステップを踏んだことで12月会合では「痛い目」を見たばかりだが、特にこれに懲りる様子は見られておらず、2月以降、再びECBは緩和狂騒曲に巻き込まれる可能性が高い。

上記のような声明文を受けて「前月会合では金融政策スタンスは適切と述べたのに、6週間経ったら再び見直したいと言っている。そこまで迅速に再行動してしまうとECBの信認が毀損されるのではないか」との質問が見られている。これに対し、ドラギECB総裁は12月の決定は当時において適切であったものであり現状はより悪化しているため、むしろ「再審査・再検討しない方が信認を損なう」との立場を示している。後述するように、12月スタッフ見通しで使用された予測の前提は大分変わっており、3月スタッフ見通しにおいて成長率及び物価が大幅下方修正を迫られることは必至である。この点、3月に動くこと自体は違和感がない。しかし、それを1月の段階で宣言する必要があったとは思えず、問題は6週間後にこの期待に応えられるかどうか。「次の一手」が明らかに限定され始めている中、膨らんだ市場期待が再び肩透かしにあうリスクは残る。

キープフレーズ「二次的影響(second-round effects)」

緩和予告に至った背景は説明するまでもないが、原油価格の急落を主因としてECBが目指すインフレ率「2%」への道がますます厳しくなっていることが意識された格好である。ドラギ総裁も前月会合時点からの変化について、(12月スタッフ見通しのカットオフ日付から比較して)原油価格が40%下落していること、実効ベースで見たユーロ相場が上昇していること、地政学的動向などを指摘しており、これが金融政策スタンスを見直す理由になったと述べている。この中でも原油価格の下落が大きな影響を持ったことは想像に難くない。12月スタッフ見通しにおける前提は原油価格(1バレル)に関し、2016年は「52.2ドル」、2017年に関し「57.5ドル」であり、これと比較すれば足許の27～28ドルは想定半分程度ということになる。この一点だけを捉えても総合ベースのユーロ圏消費者物価指数(HICP)の見通しは下方修正が必至であり、結果として政策対応が迫られる状況と見受けられる。

しかし、記者からは「歴史的に見ても原油価格は乱高下をしてきたのだから、原油価格下落は一時的な“フリーランチ”として享受すればいいのではないか。何故その影響を無視できないのか」といった質問が出ている。これは物価動向に一喜一憂しがちな日銀の金融政策運営を考える上でも非常に興味深い質問である。これに対しドラギ総裁は原油価格を含め商品価格を見る上では基本的に①変化の粘着性、②変化の大きさ、③二次的影響(second-round effects)の3つの要素を重視していると述べ、現状への懸念を表明している。特に、ECBの政策ウォッチを行う上で二次的影響はキープフレーズと考えられており、③への評価は注目される。この点、非エネルギー価格の動向、端的にはコアインフレ率の動向に着目することになるが、ドラギ総裁は「楽観的になれる理由はない」との評価を与えており、「長期に亘る商品価格の低迷は我々が断固としてアクションを取らなければならない二次的影響を持つことになる」とまで述べている。確かに原油価格の低迷は1年以上に及んでおり、二次的影響が無いと断じるのは難しくなっているだろう。さらに、ドラギ総裁は5年先5年物インフレスワップ(5年5年BEI)な

どに代表されるインフレ期待と実際のインフレ、もしくはインフレ期待と原油価格の間の相関が高まっていることにも不安を見せており、だからこそ二次的影響を注視することが特に重要 (especially important) と述べている。元よりエネルギー価格の影響を踏まえた総合ベースのインフレ率を注視するECBからすれば、もはや看過できない状況に差し掛かっているという事情は想像に難くない。

「次の一手」について

具体的な手段に関し、ドラギ総裁は「技術的な制限は無く、多くの手段を有している」と述べるに止まっており、特定の手段に関する言質を与えることは避けている。この「制限は無い」との発言に関し、記者からは「それは株など、今は完全に視野に入っていない資産クラスへの拡大も意味しているのか。また、預金ファシリティ金利に限らず、主要リファイナンスオペ金利の引き下げも考えているのか」といった質問が見られている。これに対しドラギ総裁は「the full range of policy options」が利用可能になるため、次会合までに準備が行われると述べるに止まっている。株式はなくとも、地方債への資産クラス拡大が行われたばかりであり、従前より噂される社債などの組み入れは検討されても不思議ではないだろう。また、別の記者からは「資産購入の制約の1つとして、技術的というよりも政治的な制約、具体的には出資金比率(に応じた購入配分)の制約があります。これを緩和することは可能なのでしょうか」との質問が出ている。この点に関しては「一度も考えたことが無い」と一蹴しており、制約があればその都度、技術的な作業で解決していく姿勢しか述べられていない。総じて、記者会見から「次の一手」を具体的に想像するのは難しいといった印象を受けた。

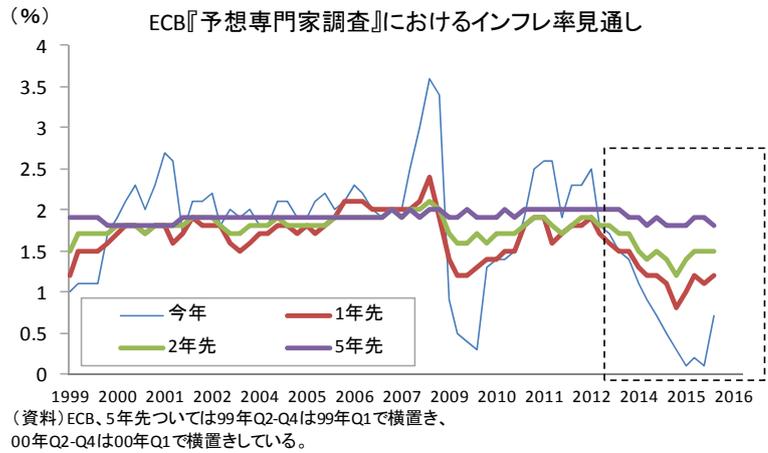
とはいえ、残された手段は限られている。結論から言えば、前回、市場の失望を買った最大の理由の1つである「月間購入額の増加」は3月こそ求められるだろう。そのためには現状の拡大資産購入プログラム(APP)にまつわる3つの制約、①対象債券の金利は預金ファシリティ金利以上であること、②対象年限は「2年以上30年以下」であること(※より正確には「1年364日未満」は不可、「30年364日まで」は可)、③1銘柄当たりのECB保有シェアは33%が上限であることについて、何らかの修正が必要になるだろう。特に、①の制約を残していることが「量を拡大するためには、マイナス金利幅を拡大させなければならない」という状況を生んでいるため、①について何らかの修正が入る可能性は高いと思われる。その上で月間購入額の増加が決定されるのではないだろうか。

なお、12月3日の理事会議事要旨を見る限り、10月の緩和予告から12月の追加緩和に至る流れの中で、理事会メンバーには小さくない亀裂が入ったと見受けられる⁵。この点は記者からの質問でも問われており「次回会合での行動を大胆にも宣言しましたが、保守的なメンバー達をまとめ上げ、さらなる緩和策に多数派を形成することはできるのですか」といった指摘が見られている。ドラギ総裁は「それほど溝があるわけではない」と述べ、意見集約への不安が無いことを強調しているが、実態は定かではない。前回10月会合の緩和予告直後もドイツやオランダといった加盟国の高官からとりわけ強い批判が見られたわけではなかったが、会合が近づくと連れノイズが増え、議事要旨を見ればタカ派の主張に相応の紙幅が割かれる格好になっていた。もちろん、ここもとの市場混乱を踏まえれば、タカ派のスタンスも大分軟化している可能性はあるが、それでもAPPの月間購入額を大幅に引き上げるには相当な調整が必要になるだろう。前回12月の失望は「市場との対話」に長けたドラギ総裁にとって「初の黒星」となったが、内部調整を首尾よく乗り切らなければ、3月に2連敗を喫する可能性も否めない。

⁵ みずほマーケット・トピック 2016年1月15日号『ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～』をご参照下さい。

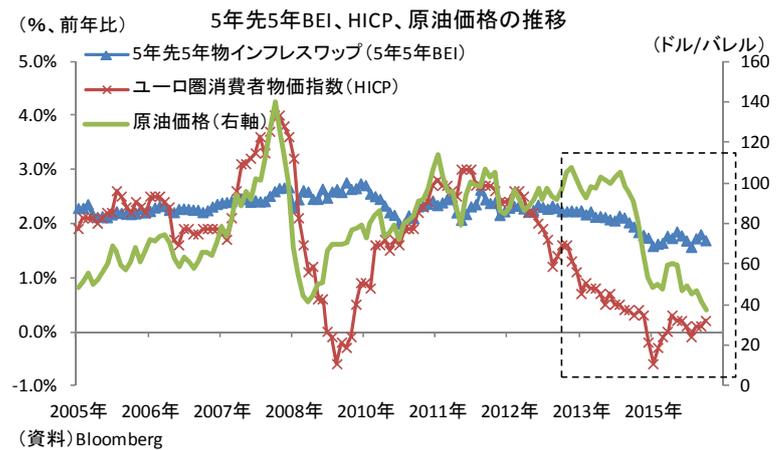
不安なユーロ圏のインフレ状況

ところでドラギ総裁は、理事会後となる1月25日、『How domestic economic strength can prevail over global weakness』と題した講演を行っている。現下の国際金融市場の混乱を域内経済がどう切り抜けるかをテーマにした講演で、随所にインフレ低迷への不安が垣間見られたことが印象的であった。講演中、「The role of the ECB」と題したテーマの中でドラギ総裁は「原油価格主導であろうと、継続的な低インフレはインフレ期待を不安定化させ、それを持続的なものにしてしまうリスクを我々は目にしてきた」と述べ、原因はどうあれ低インフレの長期化は看過できない旨を述べている。さらに「リスクはコアインフレ率にも及んでおり、こちらも低い」、「コアインフレ率は我々の目標ではないが、中期的に見ればヘッドライン(総合)のインフレ率をけん引する傾向がある」と続け、強い不安を隠していない。折しも講演直前の1月22日には ECB からインフレ期待に関する『予想専門家調査(SPF: Survey of Professional Forecasters)』が公表されているが、やはり2013年以降、比較的安定推移する傾向の強い5年先のインフレ期待を含め、明らかに変動が生じている様子が窺える。5年先のインフレ期待に関し連続的な起伏が生じるのは金融危機や欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた2007~2010年以來であり、しかも、足許では僅かながら(数字の上では▲0.1ポイント程度)下振れが見られる(図)。こうした後ろ向きな変化の積み重ねが、気づけば人心におけるインフレ期待の屈折に繋がり、粘着性のあるデフレイメントに変容していくのではないだろうか。



崩れ始めたインフレ期待の「壁」

また、ドラギ総裁は、このような現状が金融政策対応を求めているため、APPを(3月に)再検討することを決定したとも述べている。つまり、1月21日の緩和予告は株や為替ではなく、あくあまで物価動向への不安に依拠したものという説明である。上述したように、ドラギ総裁は記者会見において実際のインフレ率、インフレ期待そして原油価格の相互関係が強まっていることに関して不安を抱いている。図に示されるように、確かに5年5年BEIは原油価格やこの影響を直接的



に受ける実際のインフレ率に引きずられるように水準が下がり始めている。なお、5年5年BEIが実際のインフレ率の影響を受け始めていることに関しては、既に昨年9月3日理事会の議事要旨でも懸念が示されていた。より具体的には実際のインフレ率とインフレ期待の相関が強まっていることに関し「アンカー(錨)が外れている兆候(a sign of an unanchoring)」との指摘が見られていた。結局、金融市場で大きく材料視された10月22日の理事会に

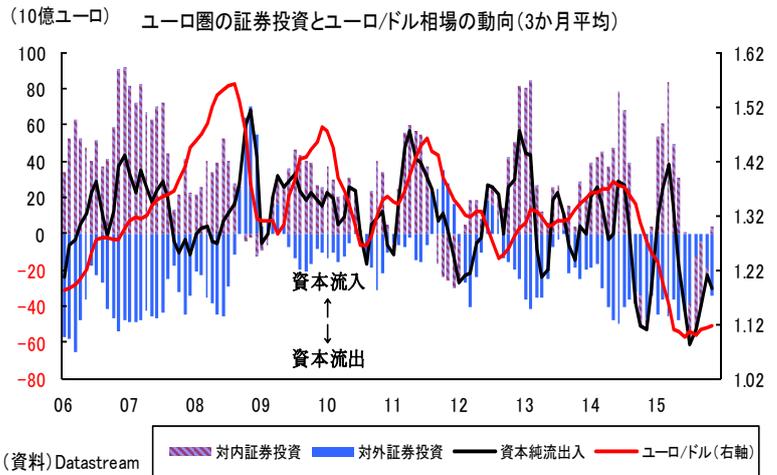
おける緩和予告にはそのような布石があったと考えるべきなのだろう。この点、ECB の政策反応関数は本来的な物価動向(と最近ではユーロ高)に依拠していることが明確であり、現在の日銀よりも遥かに分かりやすさがある(一方、日銀の政策反応関数は良く分からない)。

上述の『予想専門家調査』と合わせ見て言えることは、原油価格の苛烈な下げを前にそれまで強固だったインフレ期待の「壁」が崩れ始めているという事実なのかもしれない。斯かる状況下、予測期間中、ECB は断続的な追加緩和観測に晒されることになりそうである。

《ユーロ圏を巡る証券投資フロー～流出超が支えるユーロ安～》

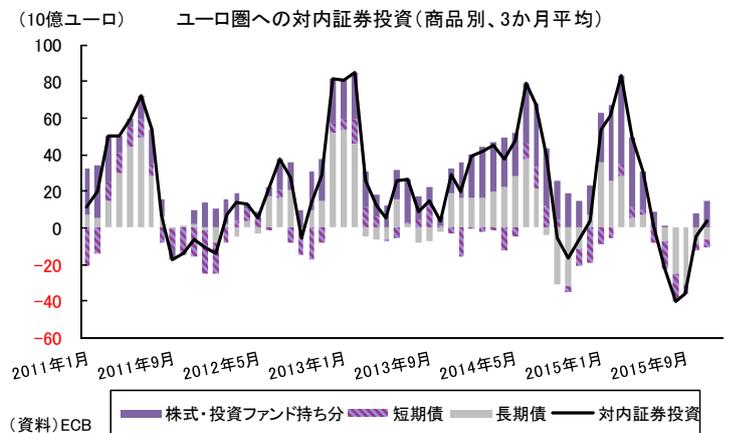
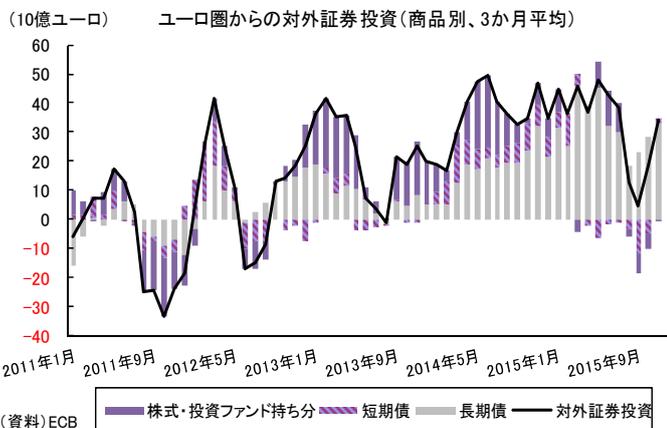
域内からの資本純流出が相場の重石に

1月に公表されたユーロ圏11月経常収支(季節調整済み)は、11月のユーロ圏経常黒字に関し、+264億ユーロとなった。昨年10月公表のIMF世界経済見通しで示された通り、2015年通年の経常黒字は3344億ユーロ(≒3646億ドル÷2015年末のユーロ/ドル相場1.09)と過去最大に達する見込みとなる。これは中国の経常黒字6を陵駕する規模である。それでもユーロ相場が騰勢を強めることが出来ないのはひとえにECBの通貨安誘導にFRBの正常化プ



プロセスが加わった結果だが、これは金融収支における対内・対外証券投資の動きを見ても分かる。本欄ではユーロ圏対外・対内証券投資をネットアウトした純資本流出入がユーロ/ドル相場の方向感と一致してきた経緯に着目しているが、昨年来のユーロ相場の軟化もこれで理解が可能である(上図)。

対外・対内証券投資を商品別にみると(下図)、対外証券投資の大宗は長期債(1年超の債券)であり、やはりマイナス預金金利を課せられた域内投資家が少しでも高い期待収益を求めて域外へリスクテイクしている様子が窺える。昨年夏から秋にかけての相場混乱を経て一時的に対外証券投資は細ったが、基本的に長期債を主体とした買い越しの構図は継続している。この点、域外資産へのポートフォリオリバランスを促し、これに伴うユーロ安



6 昨年10月公表のIMF秋季世界経済見通しによれば、2015年の中国の経常黒字は+3478億ドルの見通しで辛うじてユーロ圏より小さい。なお、GDP比で見た場合、ユーロ圏は+3.2%、中国は+3.1%との黒字となっている。

を実現するという意味では、マイナス預金金利政策は相応の効果を上げていると言える。FRB が正常化プロセスを続ける限りは欧米金利差が残り、こうしたアウトフローがユーロ安相場の根幹を成すと考えられる。片や、対内証券投資は勢いが無い。2015 年上半期こそ短期債や株式・投資ファンド持分への買い越しが見られたが、結局は1月のAPP 導入宣言や3月の稼働開始を受けた一過性の動きだった。6月以降はマイナス金利が定着する長期債について売り越しが先行する中、株式・投資ファンド持分の売り越しも重なり、対内証券投資からもアウトフローが続いている。結果、対外・対内証券投資をネットアウトした資本純流出入もユーロ安を支持する状況にある。

盤石な「優秀な調達通貨」としての地位

しかし、上述したような対外・対内証券投資状況をもたらしているのは、**ECB** 自身の通貨安政策は元より、FRB が正常化プロセスを続けるという前提である。FRB が正常化プロセスを続ける限りにおいては、日米欧三極で唯一のマイナス預金金利政策を採用しているユーロは「優秀な調達通貨」として盤石な地位を保持し続けるだろう。既に P.4 の図で示されるように、投機筋のドルロングが反転する中にあってもユーロショートは根強く保持されており、「所詮、マイナス金利政策は通貨安政策」との事実を強く印象付ける格好になっている。

しかし、本欄で繰り返し論じている通り、FRB の正常化プロセスは今後、挫折する公算が大きく、年内4回というドットチャートが示すパスは恐らく実現しない。その事実を市場が本格的に認識し始めた時、投機的なユーロショートの巻き戻しと共に域内から域外への対外証券投資も一気に細り、経常黒字に応じた素直なユーロ高が定着すると思われる。

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。