

中期為替相場見通し

2016年2月29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～最終的に報われる為替予測とは何か～	
やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～	P.3
本邦金融政策と円相場～悩ましい期待と為替の関係性～	P.5
円相場の需給環境の現状と展望～2015年の総括と2016年への展望～	P.6
米金融政策の現状と展望～「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス～	P.8
米経済の現状と金融政策への影響～高まる成熟化への不安～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～最大のリスクはドットチャートの強行～	P.12
◆ ユーロ相場の見通し～Brexit でユーロ売りは禁物～	
ECBの金融政策の現状と展望～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～	P.14
英国のEU離脱懸念とユーロ相場について～得策ではないユーロ相場の急落シナリオ～	P.15

【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

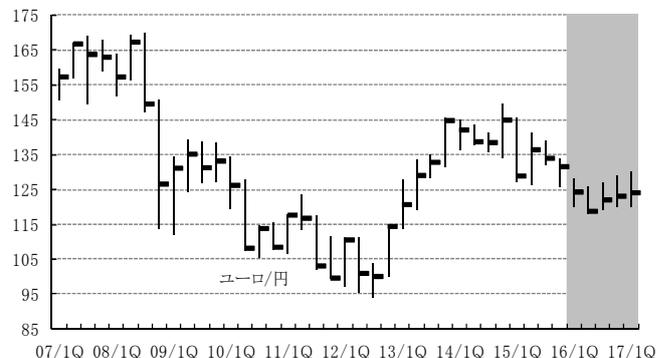
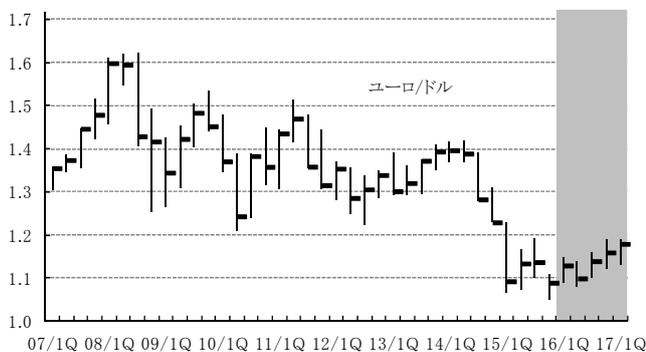
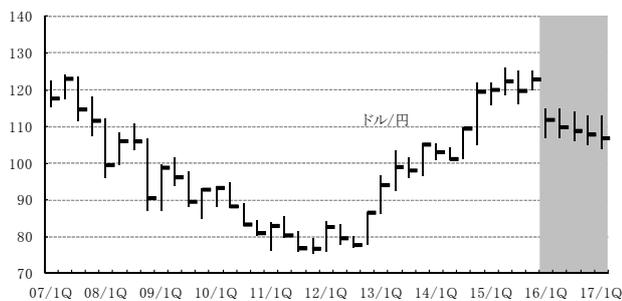
ドル/円相場は、年初からの相場混乱が続く中、一時110円台まで値を落としたが、その後は何とか持ち直している。日銀によるマイナス金利導入は円高・株安の流れを変えるには至っておらず、却って手詰まり感が残る地合いを形成してしまったと言える。FRBの正常化に向けたファイティングポーズはまだ崩れていないが、年4回利上げを念頭に置くドットチャート実現はやはり現実的とは思えない。もちろん、日銀マイナス金利政策を受けて円金利は悲惨な状況に陥っており、2016年も対外証券投資の買い越し継続から円安相場が支えられる面はあろう。だが、FRBの正常化路線が頓挫し、原油価格の低位安定が経常黒字復元を主導し続けるという本欄の想定に立てば、やはり基礎的需給はこれまでのように「放って置けば円安」というわけにはいかないはずだ。元より物価尺度で見れば円安はもう限界であり、QQE(量的・質的金融緩和)を受けて「インフレ率2%の世界」が到来しないのであれば、過去の経験則に倣い、ドル/円相場は100~105円といった水準に収束すると思われる。FRBがドットチャートの実現を強行するという事でもない限り円安シナリオは描きにくく、仮に強行したとしても後々の円高圧力の芽となるだけと割り切りたい。物価尺度を見たフェアバリューへの回帰を重視したい。

片や、ユーロ相場は堅調な推移を続けている。本欄では常々述べてきたように、世界最大の経常黒字や相対的に堅固な実質金利を有するユーロは通貨としての地力が強く、FRBの正常化路線に陰りが見えれば必然的に巻き戻しが入りやすい。ユーロ安は内外金利差に依存した「壮大な投機」に過ぎず、持続性を過信すべきものではない。今後も世界経済が危くなり、FRBの利上げ期待が後退すれば、ショートカバー主導でユーロ相場は騰勢を強めるだろう。だが、ユーロ/ドルが1.15付近まで上昇したところではECBがインフレ期待への悪影響を理由として追加緩和を示唆し、押し下げに腐心するはずである。予測期間中、「人民元切り下げ→世界経済動揺→FRB利上げ観測後退→ユーロ高」という展開は断続的に想定されるため、複数回の追加緩和は予想したい。また、英国のEU離脱(Brexit)に係るトピックは「EUの政治的求心力低下」との思惑からユーロ売りに繋がりがやすく、国民投票を着地点とする4~6月期は英ポンドと共に新安値をトライする展開を想定する。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1~2月(実績)	3月	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2017年 1~3月期
ドル/円	110.99 ~ 121.70 (113.61)	107 ~ 115 (112)	107 ~ 115 (110)	106 ~ 114 (109)	105 ~ 113 (108)	104 ~ 113 (107)
ユーロ/ドル	1.0711 ~ 1.1377 (1.0923)	1.07 ~ 1.13 (1.11)	1.06 ~ 1.12 (1.08)	1.08 ~ 1.14 (1.12)	1.10 ~ 1.17 (1.14)	1.11 ~ 1.17 (1.16)
ユーロ/円	122.47 ~ 132.45 (124.08)	120 ~ 128 (123)	118 ~ 126 (119)	119 ~ 127 (122)	120 ~ 129 (123)	120 ~ 130 (124)

(注) 1. 実績の欄は2月29日までで、カッコ内は2月29日の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～最終的に報われる為替予測とは何か～**

《やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～》

売られ過ぎていたものが調整を迎えているだけ

2月の為替相場では円相場が急騰し、対ドルで一時 **110.99** 円をつける展開が見られた。ハロウィン緩和後、一度も割ったことのない **110** 円未満の世界が早くも見えてきた格好である。2月 **10～11** 日に行われたイエレン **FRB** 議長の議会証言や **FOMC** 議事要旨 (1月 **26～27** 日開催分)、そして **FRB** 高官の諸発言を踏まえ米利上げ観測が後退し、円高が加速していると言える。議長の証言内容はあくまで両論併記に努められており、1月 **FOMC** 声明文から大きな変化があったようには見えないが、市場が安心材料を欲しがっているところへ、どちらとも取れる材料を投げれば当然市場が読みたいように読まれることになる。今や世界の資本コストを引き上げる **FRB** の利上げを歓迎する向きは少数派であり、利上げ見通しの後退から素直にドル売り・円買いが進みやすい地合いが醸成されつつある。本稿執筆時点で **FF** 金利先物の利上げ織り込みは今年 **3** 月で **10%** 未満となっており、早くもドットチャート (年 **4** 回) の実現に関し、市場は信じていない様子が窺い知れる。

なお、2月は当初より燻っていた「**110** 円割れは容認されない」との思惑から、**115** 円付近において当局介入の噂が出ては消えた。しかし、重要なことはそういった真偽の定かではない噂に右往左往することではない。後述するように、円相場が騰勢を強めている背景に関してはあくまで「売られ過ぎていたものが調整を迎えているだけ」という大局的な視点が重要と考えられる。

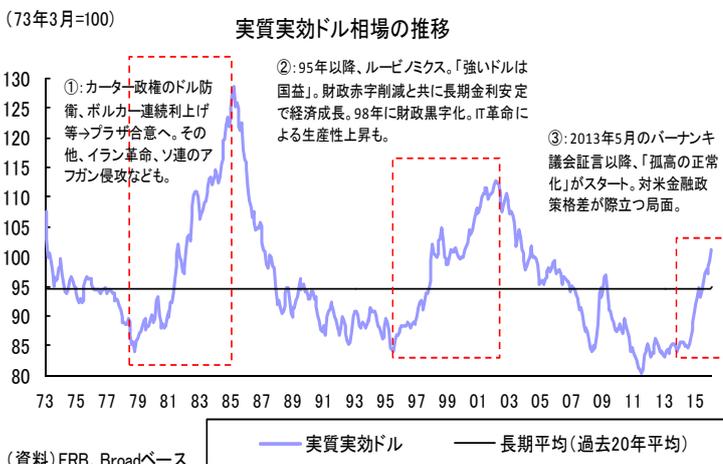
「ドル高は予想外」と言及

なお、2月のイエレン議長の議会証言において市場で悲観視されたのは「(利上げは)当然に世界的な文脈を考慮する。金融政策の正常化は、正常化それ自体を目的に行うものではない」といった部分であり、これが利上げ観測の後退に繋がったとされる。だが、筆者が目撃したいのはドル相場へ言及した部分である。具体的に、イエレン議長は「ドル高は、部分的には予想していた。

(中略) 米国は他国の多くとは異なる金融政策スタンスだったからだ」と述べつつ、

「**2014** 年以降の、ドルの急上昇は予想外だった。こうした動きには驚かされたし、物価を抑制することにもなった」と述べている。これまでイエレン議長を始めとする **FRB** 高官発言や米財務省の為替政策報告書などにおけるドル高への評価は「強い米経済の地力を示すもの」、「金融政策格差を踏まえれば当然」といった一般論を振りかざすに止まっていた。

しかし、ここにきて若干の動揺を見せ始めている。過去の本欄でも述べたように、今次ドル高局面の



過去の大幅なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (A, %)	年数 (B)	年間上昇ペース (A÷B, %pts)
①1978年～1985年	30	7.0	4.3
②1995年～2002年	21	7.0	3.0
③2014年～現在	16	2.0	7.9

(資料) FRB、スタート年の1月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。現在については2015年12月時点のREERを使用。

ースは歴史的にもかなり早い¹ (前頁の図・表参照)。しかも国策としてドル高を追求していた **1970** 年代後半～**80** 年代前半や **1990** 年代半ば～**2000** 年代前半の局面とは異なり、今回のドル高は単に正常化の副産物として付いてきてしまったものに過ぎない。

イエレン議長をして、現時点で「予想外で驚かされた」との評価を受けるドル高が今後複数回の利上げによって一段と後押しされる公算は大きいとは言えない。 **ISM** 景気指数などに表れるように、製造業に始まったマインド悪化は既に非製造業まで及んでおり、鉱工業生産のようなハードエビデンスも軟化し始めている。結局、本欄で掲げてきた「ドル高が重石となり正常化プロセスは挫折することになる」との大前提が今実現しつつあると考えるのが妥当なのだろう。今後、よりはっきりとした形で **FRB** のハト派化が進み、ドル高相場の巻き戻しが続くと予想する。

最終的に報われる為替予測とは

繰り返し警鐘を鳴らしてきたポイントだが、改めて今後のドル/円相場の節目を紹介しておく。基本はやはり購買力平価 (**PPP**) であり、特に歴史的な上値目途として機能してきた 1973 年基準の企業物価 (PPI) ベース PPP である約 **100** 円への回帰が基本である。そのほか、経済協力開発機構 (**OECD**) や世界銀行といった主要機関が算出する **PPP** が約 **105** 円である。やはりというか、漸くというか、「100～105 円」を視野に入れた調整相場が到来していると考えるべきだろう (表)。**2013** 年以降の円安相場が物価尺度に照らして過剰であることは今まで繰り返し強調してきた通りであり、足許ではその巻き戻しが始まっているに過ぎないのである。後述する通りだが²、これまで **PPP** を大幅に上回る円安・ドル高が正当化されてきたのは、あくまで「これから物価が上がり **PPP** も円安になる」という先取りの思惑があったからである。それはある種、「これまでの経験則が通用しない」局面の到来を前提としたものだった。しかし、**1 月 29 日**、日銀は **3 度目**の物価目標先送りを決めた。原油価格急落には同情する部分もあるが、「もう物価は上がりそうにない」という思いが再び勢いを強めてくるのであれば、「これまでの経験則が通用する」局面の再来に備えるのが無難と思われる。同時に、

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準	
60.3	購買力平価(輸出物価、73年基準、2015年12月)	
77.2	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2015年1月)	
77.8	購買力平価(輸出物価、80年基準、2015年12月)	
80.1	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2015年12月)	
93.8	購買力平価(企業物価、80年基準、2015年12月)	
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)	
99.0	15年3月時点の採算レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)	
PPP の コ ア ン ソ ン	100.0	購買力平価(企業物価、73年基準、2015年12月)
	104.7	購買力平価(OECD、2014年、GDPベース、※2)
	105.3	世界銀行算出購買力平価(2014年)
	105.8	購買力平価(消費者物価、80年基準、2015年12月)
111.3	購買力平価(OECD、2014年、民間最終消費ベース)	
112.3	2016年2月12日	
119.4	想定為替レート(日銀短観、2015年12月調査、通年)	
119.5	15年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)	
129.7	購買力平価(消費者物価、73年基準、2015年12月)	
130.3	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)	
143.4	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)	
258.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2014年度調査)	

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2. OECD購買力平価は15年12月公表時点 (毎年6月・12月に適及改定あり)

¹ 2015 年 12 月 15 日配信の東洋経済オンライン『2016 年が 5 年ぶりの円高ドル安になる理由～実質実効相場で見れば今がそのとき～』をご参照下さい。

² そのほか 2 月 12 日配信の東洋経済オンライン『ドル円は購買力平価の 100～105 円めざす～「期待」でなく「不安」を煽ったマイナス金利～』などをご参照下さい。

捉えどころのないヘッジファンドや投機筋などの海外投資家の動きに惑わされることなく、理論的な動きを尊重する為替予測が最終的には報われるということが今、証明されつつあるとも言える。

《本邦金融政策と円相場～悩ましい期待と為替の関係性～》

「期待への働きかけ」は忘却の彼方

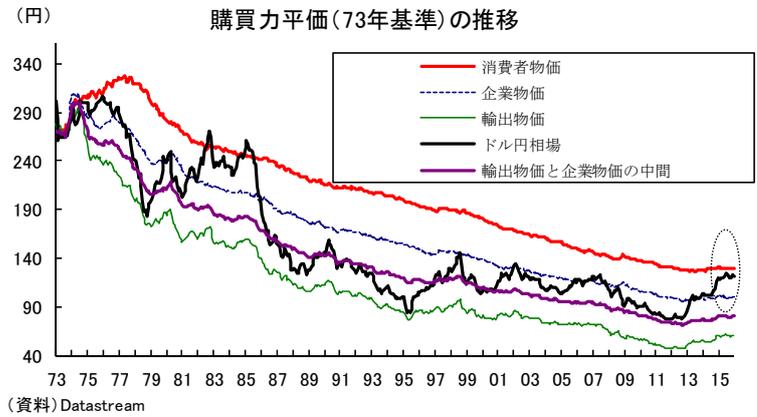
マイナス金利導入決定から約 1 か月が経過した。ここまでのところの政策効果に関し整理しておく、最も期待された為替・株への影響は文字通り惨憺たる結果であり、ドル/円相場、日経平均株価共に年初来安値を更新している。今次混乱の根幹はあくまで「中国経済減速と商品価格急落」であり、当事国ではない国の中央銀行が策を弄したところで無力という事実が改めて浮き彫りになった格好である。実際、**ECB** や日銀の緩和策と「中国経済減速と商品価格急落」の間には何の関係もない。患部と処方箋がずれている以上、事態の改善に繋がらないのは当然である。

そのほかマイナス金利導入後に見られている効果（≒副作用）としては、金融機関の預金金利低下、**MMF** を筆頭とする一部金融商品の販売停止、本邦国債金利の劇的な低下（**G7** 初の長期金利マイナス化）などの現象が見られており、法人のみならず個人にとってもあまり前向きな話は聞こえてこない。1 月 30～31 日に日本テレビと読売新聞が実施した緊急世論調査によれば、日銀が決定したマイナス金利政策について「景気回復に繋がると思うか」との問いに対し、「思う」との回答が 24%、「思わない」との回答が 47%に達していた。少なくとも今のところは、同政策による「期待への働きかけ」が巧くいっているようには見えない。個人的な体験談にはなるが、マイナス金利決定後、筆者が美容院に行った際、経営者である店長から「今後は銀行に預金すると手数料が掛かるようになるというのは本当か」と尋ねられることがあった。同種の質問は金融市場の外にいる知人からも多く受けた。今回の日銀によるマイナス金利政策は銀行収益に配慮したこともあって、一足飛びに個人預金にチャージが掛かるような事態は想定されない。だが、仮に少なくない市井の人々がそのように受け止めているのだとしたら、「期待」を重要な操作変数とする黒田日銀にとって大きな失策と言わざるを得ない。1 月 29 日の追加緩和決定は、展望レポートの言葉を借りれば「企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大」していることに対する措置であり、要するに心理面の下支えを企図したものである（2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和も同様のロジックだった）。しかし、少なくとも今の世の中の受け止め方は「マイナス金利は恐ろしいもの」というイメージが先行しているように思われ、むしろ不安を煽ってしまっている可能性すら感じられる。

そもそも、今回のマイナス金利政策によって「一足飛びに個人預金にチャージが掛かるような事態にはならない」ことを解説するためには、三層化された当座預金の構造や限界費用と平均費用の違い、今後の残高推移に対する見込みなどについて理解を促す必要がある。専門家ですら直観的な理解に時間が掛かる今回の枠組みについて、一般的な理解を得るのは絶望的に難しいと言わざるを得ない。やはり「マネーの量を 2 倍にして 2 年で物価を 2%にする」という量的・質的金融緩和（**QQE**）当初の圧倒的な分かり易さと比較すれば、今回のマイナス金利付き **QQE**（**QQEN** : **QQE with a Negative Interest Rate**）は複雑であり、それゆえ「期待」への訴求力が弱く、後ろ向きの印象だけが独り歩きしているように思われる。こうして足許までの状況を整理すると、**QQEN** による前向きな効果は一体、どういった経済主体に向けて想定されているのか今一つ見えてこない。「期待への働きかけ」を介して消費・投資意欲を刺激するという本来的なルートはもはや忘却の彼方になっていないだろうか。

「期待への働きかけ」と為替

「期待への働きかけ」が機能不全に陥ることは為替相場見通しを検討する観点からも重要である。そもそも **1990** 年以降のドル/円相場は歴史的に **PPI** ベースの **PPP** を上限として推移してきた(図)。しかし、**QQE** を中心としてアベノミクスが本格的に取り沙汰された **2013** 年以降のドル/円相場は、この上限を突き破り、歴史的には殆ど経験したことが無いような **PPP** からの上方乖離で高止まり



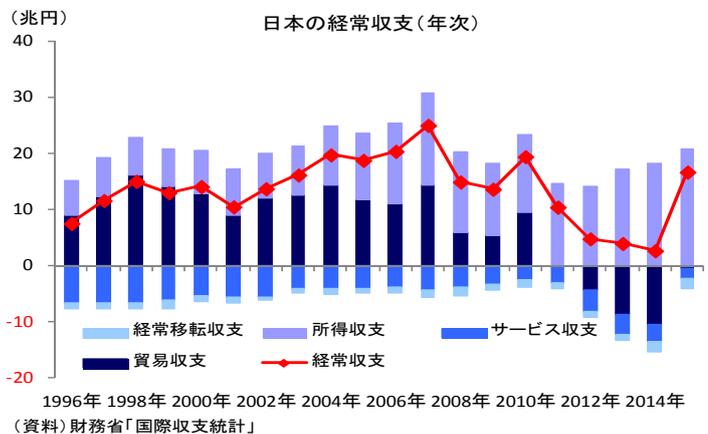
してきてきた。この際、リフレ志向の強い向きからは「急激な円安はインフレ期待を先回りして織り込んでいるためであり、過去の経験則は通用しない」との解説が聞かれた。これは要するに「これから物価が上がり、PPPの方が円安になってくるから問題ない」という理屈である。

だが、現状を見れば、**2016** 年 **4** 月で **QQE** 導入から丸 **3** 年が経過する。消費者物価指数 (**CPI**、総合) は **2016** 年 **1** 月時点で前年比**+0.0%**であり、食料・エネルギーを除くコアコアベースで見ても**+0.7%**に止まるなど、一向に「**2%**」の兆候は見えない。だからこそ追加緩和によって名目金利を押し下げ、インフレ期待を煽り、実質金利(名目金利-インフレ率)を低下させることで消費・投資意欲を刺激させ、その結果として需給ギャップが縮小することで現実の物価を押し上げるという選択肢が浮上してくるのは分かる。しかし、そのための「切り札」と思われたマイナス金利への世論の反応は芳しいものではない。上で見てきたように、少なくともマイナス金利によってインフレ期待が煽られているような様子は確認できず、個人預金にチャージがかかる事態になってもいないため、預金から消費・投資へシフトする動きが加速する筋合いもない。同政策によって本当に物価の押し上げが進むのかは、今のところ、俄かに信じ難いという印象である。それはつまり **PPP** が円安になることも信じ難い、ということである。

《円相場の需給環境の現状と展望～2015年の総括と2016年への展望～》

原油次第だった2015年国際収支

足許の円高相場を肯定するような計数も散見され始めている。2月には本邦12月国際収支統計が公表され、2015年通年の計数が明らかになっている(図)。2015年の貿易・サービス収支は▲2兆2062億円と過去4年で最小の赤字幅を記録した。原油価格急落を背景に貿易収支が▲6434億円と4年ぶりの赤字幅へ急縮小したこと、サービス収支が訪日外国人旅行者数の増加を受けて▲1兆5628億円と現行統計で比較可能な1996年以来の小幅

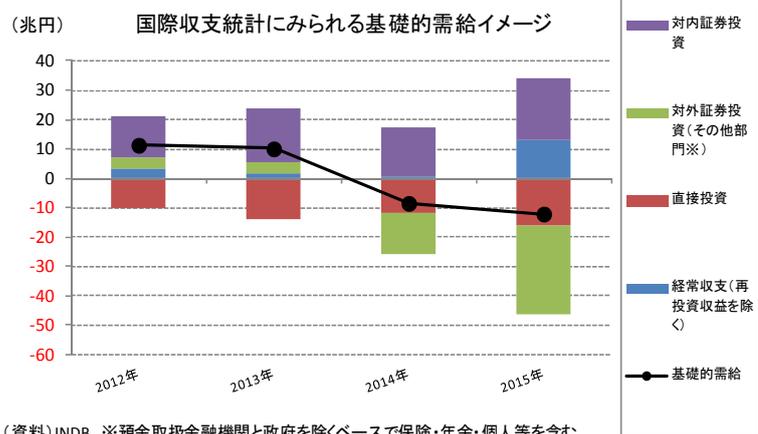


赤字に止まったことなどが効いている。片や、第一次所得収支黒字は+20兆7767億円と現行統計で過去最高を記録しており、結果としての経常黒字は前年比+13兆9955億円の+16兆6413億円を記録している。これは2010年の+19兆3828億円以来、5年ぶりの黒字幅であり、遂に経常黒字が東日本大震災以前に戻ったことになる。

しかし、収支改善の背景は必ずしも明るい材料ではない。各項目の前年差を取れば分かるように、改善の大半は輸入減少に由来しており、原油安の恩恵に尽きる。もちろん、長年の対外投資の成果に円安の価格効果を加わったことで第一次所得収支黒字は前年差+2兆6564億円と急増していることや、訪日外国人旅行者数増加によりサービス収支赤字が同+1兆5173億円とまとまった幅で縮小していることは前向きな動きである。だが、輸入金額は前年差で▲8兆6825億円も縮小しており、これが2015年通年の経常黒字を規定した感は否めない。今年に入ってからの原油価格下落が今後数か月に亘って輸入金額に反映されてくるとすれば、当面は貿易収支改善を背景に経常黒字も膨らむだろう。しかし、裏を返せば原油価格が反転すれば再び貿易収支の大幅赤字と共に経常黒字の減少が見込まれるということでもある。足許の円高傾向に関しても、第一次所得収支黒字を目減りさせる要因として今後の影響を注視する必要がある。

2015年の基礎的需給の総括

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、2015年通年では▲12兆円の円売り超過というイメージになる。これは円売り超過幅としては2008年以来の大きさであり、過去最長となる「4年連続の円安」の一因になったと推測される。既に述べたように、2015年は経常黒字が急拡大したが、基礎的需給環境全体を見た場合、これを相殺して余りあるだけの対外証券投資が円売り超過の需給環境を作り出したことが分かる。



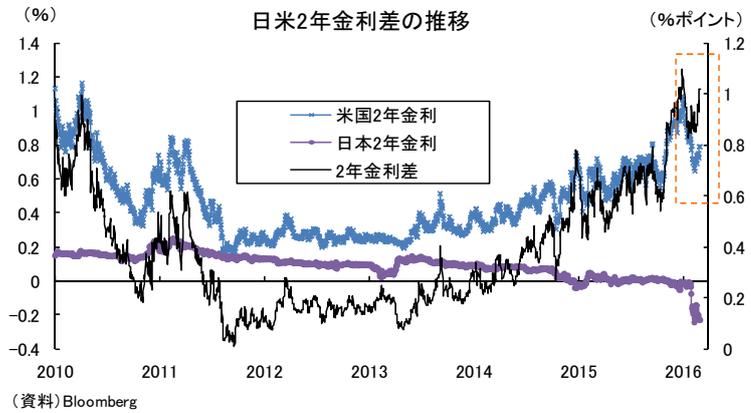
具体的な数字を確認して見ると、基礎的需給算出に使用する再投資収益除くベースの経常黒字は前年の+4177億円から+13.1兆円へ前年差+12.7兆円の拡大を記録したが、対外証券投資は▲14兆円から▲30兆円へ倍増し、同▲16兆円の拡大となった。雑駁に言えば「稼いだ経常黒字以上に対外証券投資を行った」構図であり、ここにクロスボーダーM&Aのフローを含む直接投資が▲16兆円と現行統計開始以来で最大を記録したこともあって、基礎的需給全体が大幅な円売り超過に着地したというのが2015年の需給環境の総括となる。なお、対内証券投資も+17.1兆円から+20.9兆円へ同+3.8兆円の拡大となったが、対外証券投資と直接投資の拡大を前に際立った円買い圧力とはならなかった。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」との見通しを述べてきたが、これが実現した格好である。

2016年の基礎的需給の展望

これらの結果を踏まえて、2016年の基礎的需給を展望してみたい。繰り返し論じてきたように、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」、どちらが強いかが重要になる。仮に本欄の想定通り、FRBの正常化プロセスが2016年に挫折するのだとすれば、年後半にかけて「対外証券投

資の加速ペース」が失速し、「経常収支の改善ペース」を陵駕する格好で円買い超過の地合いが復活するかもしれない。既に確認したように、2015年の円売り超過は未曾有の対外証券投資の勢いに支えられた末の結果であり、これが失速するようであれば円買い超過に転じていた可能性が高い。

もちろん、米国が利上げ出来なくなったからと言って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、引き続き堅調な対外証券投資が続く可能性はある。日銀がマイナス金利を導入したことで円金利は幅広い期間に亘って押し下げられており、「外に出なければどうしようもない」という国内投資家は多数存在する。斯かる状況下、2016年も相応の対外証券投資買い越しが続く可能性は否定できない。だが、このよう



な話は米金利が現状程度で相応の金利差を確保できていればの話だろう。今後、FRBの正常化プロセスが挫折してくるという仮定が正しければ、米金利はさらなる低下を余儀なくされる。2013年以降、一方的な上昇を辿ってきた米金利の方がマイナス圏での限界的な低下余地を探る円金利よりも絶対的な下げ幅は大きくなりそうであり、結果として金利差の縮小が予想される。現に、年初から起きていることは、日米金利差の縮小に伴うドル/円相場下落であり(図)、こうした動きはまだ継続の余地があるように思われる。

なお、国際収支統計と併せて財務省から公表された『対外及び対内証券売買契約等の状況』の1月分を見ると、対外証券投資は7か月連続の買い越しとなっているものの、やはり昨年央をピークとして勢いの衰えは感じる。引き続き年金資金の動きを捕捉すると言われる信託勘定が統計開始以来で最長となる22か月連続の買い越しとなっていることが支えになっているが、FRBの正常化プロセスに暗雲が垂れこむ中でもこのような動きが維持されるのかは不透明である。今のところ、FRBが正常化プロセスを諦めていない以上、本邦機関投資家の円売りは今後も続くという見通しが支持を得ているように見受けられるが、連続的な米利上げの難易度が高いと周知されてくれば、この評価も変わってくるだろう。筆者はその展開をメインシナリオに据え、円高への警戒を強めている。

《米金融政策の現状と展望～「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス～》

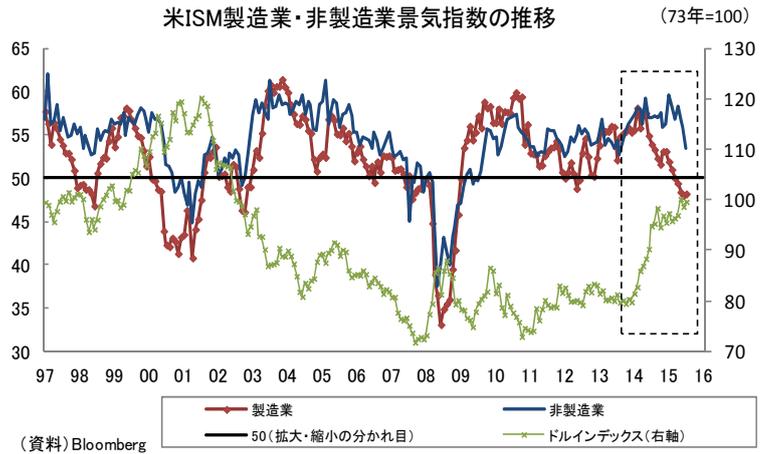
「無理筋な正常化」が遂にテーマになるか？

米1月ISM非製造業景気指数は53.5と前月の55.8から急低下し、2014年2月以来の低水準をつけ、これを受けた為替相場がドル全面安となる地合いが見られている。FRBや市場の利上げ支持派にとって頼みの綱であった非製造業の企業マインドにも陰りが見え始めたことで、いよいよ市場も「FRBの無理筋な正常化プロセス」に疑義を抱き始めたように思われる。昨年来、本欄では執拗に強調してきた論点だが、そもそも今次利上げの論拠は薄弱であり、中央銀行特有の正常化願望に突き動かされている印象が強い。利上げに関し、本稿執筆時点の市場における織り込み度合いを見ると、3月利上げは10%、4月利上げは20%となっている。もはやドットチャートの謳う年4回の利上げは殆ど信じられていない。

FRBの正常化プロセス、「終わりの始まり」

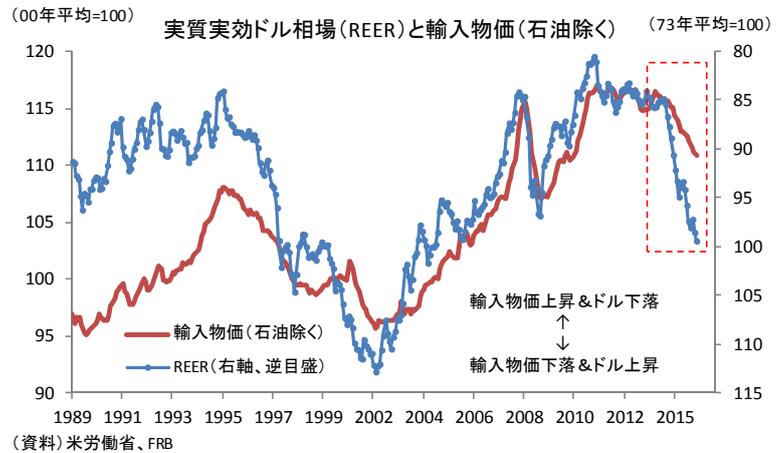
それでもタカ派は「製造業は弱くても、非製造業が強いから問題ない」との理屈を展開し、実際にこれ

を裏付ける雇用統計が続いてきたこともあって、遂にFRBは昨年12月、9年半ぶりの利上げに至った。しかし、前月の本欄でも議論したように、およそ製造業が不況に陥るにも拘わらず、非製造業がそれとデカップリングして回復を続ける構図など有り得ない。歴史的に見ても、米経済の後退局面と鉱工業生産の後退局面は一致している。百歩譲ってそのようなデカップリングを現時点について認めるにせよ、非製造業が内需の強さに依存する以上、内需を引き締める利上げでその構図は揺らぐはずである。図に示されるように、製造業マインドは明らかにドル高により腰折れしており、「悲観の極み」直後の2009年半ばと同水準で推移している。そしてここに来て非製造業の企業マインドも急低下しており、いよいよFRBの正常化プロセスに関し、「終わりの始まり」が近づいているように思えてならない。



「不況の輸入」を直視すべき

また、この論点も過去の本欄で強調したが、そもそも基軸通貨を擁する米国において国内経済と海外経済を完全に分離して金融政策の正常化プロセスを進めようとすることに無理がある。金融危機後、FRBは幾度も追加緩和に踏み込んだが、その度に新興・資源国はドル安の余波に苦しみ、自国通貨売り介入をせざるを得ないことがあった。今回、米国が直面している問題はこれと逆であり、「孤高の正常化」が世界の運用資金をドルに惹きつ



け独歩高を惹起している。結果、そのドル高が製造業を中心とする米企業マインドを毀損し、輸入物価の低下を通じて物価も抑制している。ここもとのドル相場の急騰を踏まえれば、恐らく輸入物価は今後より下落するだろう(図)。これは要するに、ドル高を介した「不況の輸入」が行われている状態であり、「海外経済が悪くても国内経済が良いのだから政策正常化は当然」というロジックが決して盤石ではないことを示している。元々物価見通しに下振れリスクを抱えた状態であるゆえ、正常化プロセスを投げ出すことは極めて容易だろう。

空費され続ける貴重なカード

FRBの正常化プロセスに関し「終わりの始まり」が意識される中、日銀によるマイナス金利の効果は頼みの株・為替において全く表れていない。やはり中国経済減速やこれに伴う商品安、その結果としてFRB

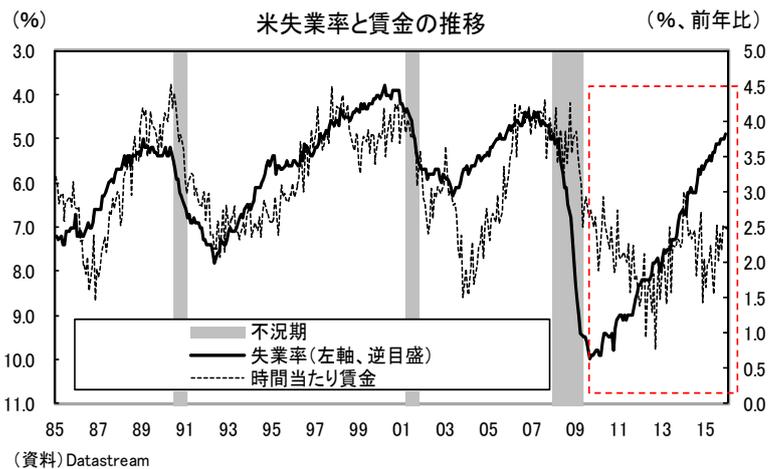
の挫折などといった巨大なテーマを前に当事国ではない国の中央銀行（日銀や ECB など）が出来ることは少ないのである。日銀のマイナス金利に至っては、決定から約 1 か月が経過した時点で、効果よりも副作用の方が明らかに強く出ており、対費用効果が強く疑われる状況にある（というか今のところ、前向きな効果がどこにあるのかよく分からない）。

もちろん、マイナス金利の適用はまだ始まったばかりであり（2月16日の積み期間から適用）、その効果を議論するのは尚早かもしれない。だが、自身の一手が「有効なテーマ」と「無効なテーマ」があることを整理した上で政策運営を行わなければ貴重なカードを空費するだけという事実は金融危機後に嫌というほど日銀が学んだ教訓のはずである。今後、FRBはドットチャートの下方修正を重ね、それに合わせた声明文修正も施されるだろう。その結果として発生するドル安に抗う術は基本的には無く、副作用だけを拡大し続けるマイナス金利政策の継続はやはり再考が必要に思われる。マイナス金利導入後に行われた講演において、黒田総裁は緩和手段の限界を問われ「とても違和感のある表現」と一蹴した。しかし、緩和手段が残されていることとそれが効くかどうかは別の問題だろう。

《米経済の現状と金融政策への影響～高まる成熟化への不安～》

メンツを保ったFRB

2月5日に公表された米1月雇用統計は非農業部門雇用者（NFP）数変化に関し、前月比+15.1万人と市場予想の中心である+19.0万人をはっきりと下回った。しかし、失業率が4.9%と2008年2月以来の水準に低下しており、労働参加率の上昇（62.6%→62.7%）も伴うなど、労働市場の引き締めを感じる動きが確認されている。特に好感されているのがインフレ動向を押し量る上で注目される平均時給であり、前月比では+0.12ドル（同+0.5%）、前年比では+2.5%と強い伸びを示している。図示されるように、失業率の動きと重ね合わせればラグを伴って時給が押し上げられているようにも見受けられ、FRBの利上げに向けたファイティングポーズ（メンツと言い換えても良い）は1～3月期中は何とか保たれそうである。しかし、2009年以降、+2.5%付近までの上昇は何度か経験している。真の意味で「もはや危機後ではない」と言うには、安定的に3%超えを期待したいところだろう。

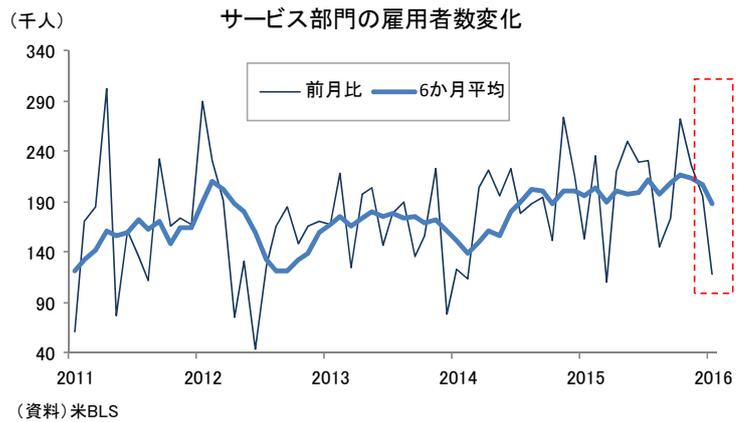


図示されるように、失業率の動きと重ね合わせればラグを伴って時給が押し上げられているようにも見受けられ、FRBの利上げに向けたファイティングポーズ（メンツと言い換えても良い）は1～3月期中は何とか保たれそうである。しかし、2009年以降、+2.5%付近までの上昇は何度か経験している。真の意味で「もはや危機後ではない」と言うには、安定的に3%超えを期待したいところだろう。

サービス部門の失速をどう受け止めるか？

今回の結果を受けても筆者は年内の米利上げに関し「多くて2回。順当にいけば1回」との見通しを維持する。本欄では繰り返し述べてきたように、これだけ景気拡大が長期化してくれば、その成熟化を懸念するのが通常の分析姿勢である。雇用市場の回復についても例外ではない。製造業の企業マインドが不況入りを示唆しているにも拘わらず、FRBが利上げに踏み込んだのは「製造業が失速しても、内需が強いから問題ない」という理屈であった。為替市場において未だに大幅な円安を見込む向きも、結局は

そのような理屈で米経済の強さを信頼しているという部分が多い（それは信頼というよりも過信に思われるが）。図はサービス部門に関し、前月比の雇用者数変化とその趨勢（6 か月平均）を見たものである。**2014** 年半ばから**+20** 万人の増勢が安定的に確保されつつあるが、直近 **3** か月間では失速が見られる。利上げ期待ないし実際の利上げ実施を受けて堅調と見られた内需もドル高と金利上昇によ

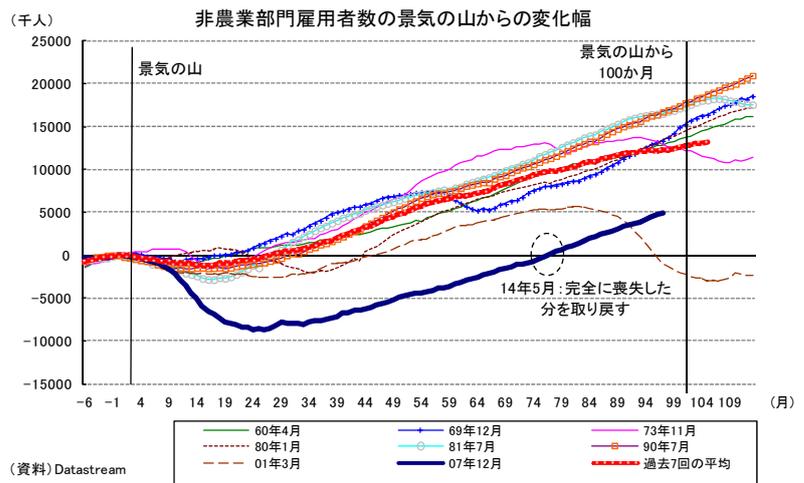


って失速し始めた可能性がある。サービス部門の堅調さが利上げを正当化してきた経緯を踏まえると、今後は **NFP** におけるサービス部門の動きや非製造業や家計部門のマインド、小売売上高や個人消費といった内需の強さに関わる統計が米経済を評価する上でとりわけ重要になってきそうである。よりミクロな計数としては、昨年来注目されているサブプライム層を巻き込んだ自動車ローンの加速がこういったタイミングで明確な反転を見せてくるかなども注目である。普通に考えれば、**FRB** の利上げを受けて、雇用・賃金環境が決して良くないローンの借り手に影響が表れてくるだろう。既に米国の新車販売台数は **2015** 年通年で過去最高を記録しており、利上げに合わせて調整が訪れるかどうかには注目が集まる。

今回の **NFP** の伸び悩みは「あくまで暖冬で増加していた **12** 月分からの反動」との解説が目立つが、本当にその論点だけで説明がつくのかどうかは判断がつかねる。少なくとも、現在、数字の上から判断できることは「利上げ翌月の雇用統計において頼みの綱だったサービス部門が急失速した」という事実であり、今後の **FRB** の政策運営を読む上では軽視できる論点ではない。

成熟化する雇用回復

繰り返しになるが、通常であればそろそろ雇用回復のペースは失速してきても不思議ではない。直近、明らかになっている「景気の山」は **2007** 年 **12** 月だが、ここを起点として **NFP** 変化を見た場合、**24** か月後の **2009** 年末には雇用喪失が **▲900** 万人弱に達した。ここから徐々に喪失した雇用は復元され、**2014** 年 **5** 月 (**77** か月後) には危機前対比で漸く増加に転じた。雇用の完全復元に掛かった **77** か月間は歴史的にも相当手間取ったケースで



ある。現在の **2016** 年 **1** 月時点は「景気の山」から数えて **97** か月目だが、過去の経験則に基づけば、今後は雇用回復のペースが落ちるか、もしくは反転減少が始まる可能性も視野に入るタイミングとなる。もちろん、**1990** 年 **7** 月を「景気の山」とする局面のように **120** か月を超える期間、雇用の増勢が続くケ

ースもあるため、一概に「長過ぎるから不安」というロジックも通用はしない。しかし、この **1990 年 7 月**を「景気の山」とする局面は、**IT 革命**による生産性向上などを背景に米国経済が経験した過去最長の景気拡大局面（**1991 年 4 月～2001 年 3 月の 120 か月間**）である。今次回復局面にこれを更新するほどの地力があるのだろうか。

現在の景気拡大局面は **80 か月目**（景気循環日付では **2009 年 7 月**から拡大局面とカウントする）に及んでいる。これは **1970 年**以降の拡大局面の平均期間（**67.3 か月**）を **12 か月**程度超過しており、やはりピークアウトへの懸念はどうしても抱かれる。今の外部環境を踏まえれば、今後 1～2 年のうちに米国経済が循環的な減速ないし後退局面に入っても、それほど不思議ではない。

「3 度目の大幅切り下げ」に邁進しているのが現状

なお、賃金動向がインフレ率の強さを示唆すると言っても為替相場、特にドル/円相場がこれを大きく材料視している様子はない。やはり今次混乱の根幹にある「中国経済減速とこれに伴う商品価格急落」という問題に疑念が消えないのだろう。市場では、中国人民銀行（**PBoC**）が人民元の対ドル基準値を横這いないし高値設定することを受けて、「中国の政策当局は相場安定を最優先している」と捉えて安堵する傾向にある。しかし、繰り返し論じてきたように、これは単なる問題の先送りである。今日や明日や来週の人民元相場を切り下げずに済んだところで、結局は実体経済の勢いが戻ってこなければどこかで清算が必要になる。少なくとも **FRB** がファイティングポーズを保ち、利上げ&ドル高局面を継続させる限り、中国は「望まぬ通貨高」と付き合うことになる。だが、それは決して喜ばしいことではない。昨年 **8 月 11 日**に大幅切り下げを行い、その **4 か月**後に再び大幅切り下げに至ったのは、その **4 か月**間で米利上げへの期待が膨らみ、実際に利上げされ、それに合わせてドルも上昇したから（≒人民元もこれにペッグして上昇したから）である。現状の中国は、昨年 8 月、今年 1 月に続く「3 度目の大幅切り下げ」に向けて邁進しているように見えてならない。このような状況では米雇用統計がいかなる結果になろうとも、市場が心底安心感を覚えるには至らないだろう

《メインシナリオへのリスク点検～最大のリスクはドットチャートの強行～》

メインシナリオは不変

昨年来からの「2015 年が円安の最後の年であり、2016 年には円高へ折り返す」とのメインシナリオは全く変える必要性が生じていない。それどころかその確度が強まったとすら感じている。敢えて言えば、「2 か月で 10 円」という円高・ドル安ペースは明らかに行き過ぎて

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

いるため、年度内は一旦持ち直しを探る時間帯もあって然るべきだろう。特に IMM 通貨先物取引における円ロングポジションが約 4 年ぶりの高水準で推移していることは、ポジション調整による目先の円安進行を警戒させるものである。しかし、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との見通しに変更は無い。

メインシナリオへのリスク: 最大のリスクはドットチャートの強行

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。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。既に述べたように、これまでの雇用改善に遅行する格好で賃金情勢が強含み始めている兆候がある。米1月消費者物価指数 (CPI) が予想比上振れる動きも見られており、FRBがフォワードルッキングに淡々と利上げし続ける可能性はゼロではない。1月にはフィッシャーFRB副議長の「市場には、利上げは2回との思惑も根強く残っているが、少なすぎる、市場は今後の進展を過小評価している」との発言があったが、確かに「少なすぎる」という語気の強さからは、これが単なる「はったり」ではない可能性を感じさせる。足許の賃金上昇を理由にドットチャートの実現を強行しようとする展開は本欄にとって最大のリスクシナリオと考えられる。

第二に、政府・日銀による政策対応が慢性的に行われるということである。まず、金融政策に関しては、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もはや所与の条件と考えた方が良さそうである。本欄では日銀の追加緩和は基本的にリスクシナリオに位置付けてきたが、マイナス金利導入と共に日銀は拡張可能性を手に入れたと考えられ、過去3年よりも追加緩和へのハードルは大分下がったと言えそうである。しかし、既に実証されているように、マイナス金利をもって海外要因に根差した円高・株安を食い止めることは叶わない。そこで、次に警戒されるのが政府・財務省による為替介入の可能性であり、実際、2月のドル/円相場はこの思惑から反発する場面があった。本当に為替介入が実施されるか否かに拘わらず、出所不明の噂一つで円高が食い止められる局面は今後もあるだろう。

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。また、円金利が10年物までマイナス化する中であって (本稿執筆の2月25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。また、分不相応な通貨高で明らかに無理を続けている中国が突然、人民元相場のフロート化に踏み切る可能性なども警戒である。その場合、人民元相場は急落し、他のアジア通貨もこれに追随する中、円の実効為替レートも大幅に切り上がる可能性がある。

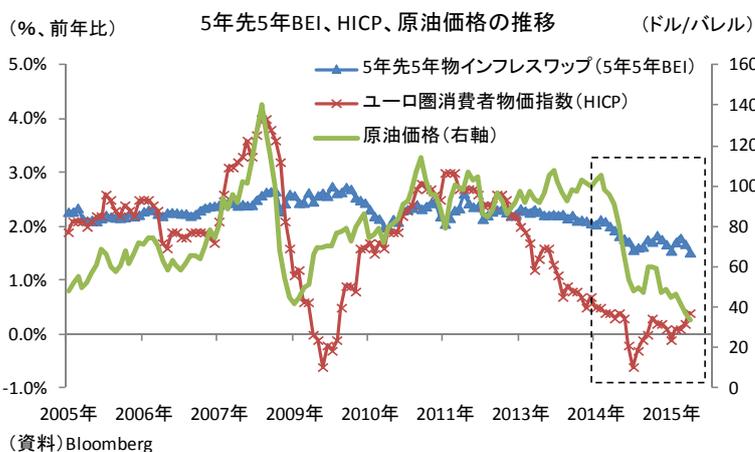
◆ ユーロ相場の見通し～Brexit でユーロ売りは禁物～

《ECB の金融政策の現状と展望～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～》

予防的緩和の意思を表明：「リスクは圧倒的（predominantly）にダウンサイド」

2月には理事会の開催がなかったものの、18日には1月21日開催分の議事要旨が公表されている。3月10日理事会に対する緩和予告を行った会合の議事要旨となるが、やはりハト派寄りの表現が目立つ仕上がりとなっている。総じて「今までの政策は奏功しているがリスクが増大しているため、一手打つべし」というのがコアメッセージになっており、それゆえに3月に緩和策を再検討すべしという結論に至っている。ヘッドラインで報じられているように議事要旨中には「リスクは圧倒的（predominantly）にダウンサイドにあり、新たなリスクも持ち上がってきた」、「リスクが完全に実現化するまで待つのではなく、先んじて一手打つことが好ましい」といった予防的緩和の意思が露わにされている。

具体的なリスクとして挙げられているのは新興国経済の成長見通し、金融市場のボラティリティ、地政学リスクなどについて高まる不透明感であり、この辺りの論点は大して目新しいものではない。ECB が問題視しているのは「継続的な物価目標（≒2%）からの乖離は行動の意思がない又は金融政策の効果が無いとの誤解が生じる恐れがある」という点であり、「インフレ見通しの度重なる下方修正はインフレ期待に影響を及



ぼし、ユーロ圏が長期間に亘って低インフレ環境に据え置かれる可能性を高める」との記述も見られている。要するに、現在不安視されているリスクのインフレ期待へ及ぼす悪影響が追加緩和を検討する最大の動機となっている模様である。この点、昨年来の ECB 理事会で論点になっているのがインフレ期待、具体的には5年先5年物インフレスワップ（以下5年5年BEI）と原油価格の相関の強まりである。今回の議事要旨でも「2014～15年に強まった5年5年BEIと原油価格の相関は、2015年末にはデカップリングが確認された。しかし、最近になってそのデカップリングは一時停止し、5年5年BEIは原油価格の低迷と共に再び下がり始めている」といった旨が記されている。図に示されるように、2014年以降の原油価格急落を受けて、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）はもちろん、5年5年BEIにも低下の兆しが窺える。ECB が実施する『予想専門家調査（SPF：Survey of Professional Forecasters）』などサーベイベースのインフレ期待も政策効果を受けて押し上げられる動きにはなっておらず、焦りを覚える胸中は分からないでもない。

12月理事会の教訓を反省しているようだが・・・

なお、ECB の緩和予告に関しては昨年10月に行われ、12月に大きな失望を買う展開になったことが記憶に新しい。この点、「昨年12月理事会時に経験したボラティリティを踏まえれば、適切なコミュニケーションを通じて、市場が将来的な政策アクションに対して不当又は過剰な期待を形成することを回避しなければならない」といった自戒にも取れる記述が見受けられる。しかし、本稿執筆時点でも、3月

10日の理事会が近づくに連れて市場の注目は俄かに「次の一手」に集まりつつある。そもそも12月の混乱を本当に教訓とするのであれば緩和予告はするべきではなかった。インフレ期待を繋ぎ止めるためには「手段に限界はない」とのメッセージを一刻も早く発する必要があるという判断なのかもしれないが、事前に予告すれば必ず市場は期待を膨らませることになる。それはドラギ **ECB** 総裁が一番良く理解しているはずだ。この辺りの **ECB** の政策運営はいつもながら理解に苦しむ部分が大い。

なお、予防的緩和に傾斜する理事会において、「保険」的な動機を主因として、リスクに対応するような金融政策のアプローチに警鐘を鳴らすような発言も見られたことも明らかになっている。これは筆者も同感である。テールリスクに対する評価が必ずしも容易ではない以上、「危ないから緩和しておく」ということが常態化してしまうと、中央銀行として現状維持を選択することが難しくなってしまう。

「保険」⇔「混乱の種」という皮肉

ちなみに「今までの政策は奏功しているがリスクが増大しているので、一手打つべし」というロジックは先般の日銀マイナス金利導入時や **2014年10月31日**のハロウィン緩和時と全く同じである。これは結局、「悪いのは自分の政策ではなく、あくまで対外環境」という思いの裏返しとみられるが、それは「悪い対外環境の前に自分の政策は効果が薄かった」ということを認めているにも等しい。

そもそも **ECB** にしても、日銀にしても矢継ぎ早に非伝統的政策を打ち込んでおきながら、毎年のように未曾有の対応を迫られているのが実情である。このような状況に至ってしまった以上、本当に自認すべきは「政策の無力さ」のはずであり、それをせずに対外環境に全ての責任を押し付けるかのようなロジックにはやはり危うさを感じる。もちろん、為替や株価に対する一定の効果に鑑み、「根本的な治療にならずとも対症療法としてはやる価値がある」という側面は確かにこれまではあった。しかし、もはや今の状況は異なる。一部の欧州金融機関の健全性が劣化している背景としてマイナス金利の存在を指摘する声は珍しくなく、恐らくこれは日本でも同様の論調が広がってくるだろう。何より、本欄では繰り返し述べているように、**ECB** や日銀が緩和し、自国通貨安を追求するほど必然的に人民元の名目実効相場は切り上がる。結果として中国が人民元相場を大幅に切り下げる誘因が強まることになり、その際、再び国際金融市場は「いつか来た道」を辿ることになる。年初来の市場混乱の真因が中国にあったことを踏まえると、もはや対症療法にすらなっていないのが現状ではないだろうか。

議事要旨中、**ECB** の一部タカ派メンバーが述べているように、当事者である中央銀行からすればそれはあくまで「保険」的な一手に過ぎないのかもしれない。だが、その「保険」が実は次の「混乱の種」となっていることは皮肉というより他ない。

《英国の EU 離脱懸念とユーロ相場について～得策ではないユーロ相場の急落シナリオ～》

英国離脱懸念でもユーロに売り安心感はなし

2月の為替市場では英ポンド、ユーロといった欧州通貨が急落する展開が見られている。英国の **EU** 離脱懸念を受けた動きであり、特に震源地である英ポンドは対ドルで一時約 **7年**ぶりの安値を更新している。こうした動きを受けて「英国の **EU** 離脱は **EU** の政治的求心力低下」との思惑も強まっており、ユーロも対ドル、対円で弱含みとなる動きが見られている（対円では約 **2年10か月**ぶりの円高・ユーロ安水準である **122.47** 円をつけている）。通貨ユーロの持続可能性をテーマとしたユーロ売りはこれまで幾度となく発生しており、その都度、対ドルの為替相場に関し、パリティ割れや史上最安値更新といった言説

が飛び交ってきたが、今回もどうやらそうしたパターンである。

確かに、本当に英国離脱が現実味を帯びてくれば、ユーロ/ドル相場のパリティ割れは検討に値するシナリオである。過去と違い、下落が始まる地点が切り下がっている以上、可能性はかつてよりも高まっているだろう。離脱する国が英国であるという事実もさることながら、離脱の「前例」を作ること自体が最大の問題である。英国が「蟻の一穴」となり、ギリシャは元より、フランスやイタリアなど、通貨ユーロの下で不遇をかこっているセミアコ国に対し同様の懸念が及ぶ展開こそ EU 政策当局の最も不安視する論点だろう。しかし、後述するように、英国世論の動向は依然流動的であり、こうした極端なシナリオを想定するのは尚早に思われる。FRB の正常化プロセスが動揺し始めている以上、安心してユーロを売れる環境とは言い難い。

英国世論は？：直前まで読めず

以下、6月の国民投票まではまだ日があるが、英国の EU 離脱に関し、簡易な論点整理を行っておきたい。2月19日の EU 首脳会議は英国からの要請に応じた EU 改革案を全会一致で採択している。移民労働者への社会保障を一部制限する案³などが含まれており、英国への大幅譲歩というのが大方の評価となる。キャメロン英首相は同案を叩き台として今年6月23日に国民投票で EU 残留・離脱への意思を諮ることを表明しており、同内閣としては残留支持を呼び掛けている。しかし、ジョンソン・ロンドン市長に象徴されるように、少なくない主要政治家が離脱を支持しているとの報道もあり、現政権の旗色は良いように見えない(ジョンソン市長はキャメロン首相の盟友であり、後任候補とも言われることがある人物)。依然、市場では「そうは言っても残留だろう」との思惑が強そうだが、現状の世論調査は要人発言を受けて結果が大きく左右されやすい模様であり、調査によっては離脱派が優勢のものも見受けられる(例えば、改革案が採択された直後の調査では賛成が伸びたが、ジョンソン市長の発言が報じられた直後の調査では反対が伸びるなど)。事前調査では拮抗が伝えられながら、蓋を開ければ大差で英国残留支持派が勝利した2014年9月18日のスコットランド国民投票の経験なども振り返れば、現段階で世論の決着を読むのは難しい。

なお、スコットランドのケースでは投票直前に英国が権限移譲を示唆するなど「餌」を提示したということも影響したが、欧州委員会のモスコビシ委員(経済・財務・税制担当)は、仮に国民投票で離脱が支持された場合でも、プラン「B」は用意されていないと断言している。既に EU が「飲まされた」改革案は相当な譲歩を含むものであり、これ以上の妥協はないというのが欧州委員会の公式見解である。この点、直前で政治的懐柔策によって残留支持派が増えるという展開は今のところなさそうに見える。逆に、投票直前に先般の大型テロのような社会不安を煽る出来事があれば、間違いなく離脱支持派が勢いを得るだろう。最後の最後まで世論の行く末はやはり難しいと言える。

影響度は？：ギリシャよりマシか

今後、英国の EU 離脱に関し、様々なシミュレーションが行われ、その金額的な影響も多様なものが報じられてくるだろう。同様の事態はギリシャを巡って何度も経験しているが、直感的に言って今回の英国のケースはそれほど不透明感を覚えない部分もある。

例えば、ギリシャ危機の際、最も懸念されたのが通貨の切り替え問題であったが、英国には英ポンド

³ 英国の社会保障制度に脅威と判断された場合は移民流入や福祉給付を制限できる緊急措置を最長7年間適用する案。

というユーロよりも歴史ある立派な自国通貨がある。離脱しても決済手段が変わるわけではない、というのはギリシャ危機との大きな違いだろう。また、英国はシェンゲン域外国であり、パスポートコントロールは撤廃されてこなかった。つまり、ヒトの往来に関しては、元々欧州統合に参加すらしていない。通貨ユーロとシェンゲン協定は欧州統合の象徴として双璧を成す存在だが、英国はそのどちらにも参加してこなかった。少なくとも英国離脱によって **EU** の統合プロセスに大きな支障があるとは思えない。また、**EU** から離脱しても **EEA**（欧州経済領域）や **EFTA**（欧州自由貿易連合）に加盟する格好で域内における関税メリットを享受できる道は残る⁴。例えば、**EEA** などに残留できれば、欧州単一市場のルールが引き続き適用になる。通貨も市場のルールも関税も変わらないのであれば影響は限定的なものになるかもしれない（但し、注釈 4 で述べるように **EEA** への残留は難しい可能性がある）。総じて、ギリシャやスコットランドのケースと比べれば、予想できる影響が多いという点で「マシ」な印象はある。

悪影響はないのか？：単一ルール適用外、格下げなど

もちろん、だから離脱しても問題ないという話にはならない。少なくとも **EU** から離脱して、尚且つ **EEA** や **EFTA** から距離を置く場合、英国は現在享受している共通関税や単一市場ルールに絡んだメリットなどを失うことになる。**EU** から離脱し、**EEA** にも加盟しないのであれば、税制面でメリットを感じていた民間企業には英国から流出する誘因が出てくるであろうし、域内金融機関に認められてきた単一ルールが適用除外になることは大きな影響を与えるはずだ。例えば、**1993** 年 **1** 月以降、域内金融機関に認められてきたユニバーサルバンキング・ルール⁵やシングルパスポート・ルール⁶などは適用されない。この際、英国で許認可を得ていた金融機関は **EU** 加盟国いずれかに業務を移管し、そこで許認可を再取得すれば再び単一ルールが適用になるため、やはり予想されるアクションは「英国からの脱出」ということになりそうである。なお、**2** 年前に市場を賑わしたスコットランドは、英国と一蓮托生になることが繁栄の道ということで残留支持に落ち着いたという経緯があるが、**EU** 離脱に伴い民間企業の脱出が加速する中で、果たしてスコットランドの独立・**EU** 加盟派が大人しくこれを見守るのかどうかは定かではない。英国にとっては泣き面に蜂という展開も懸念される。

また、既に大手格付け会社が離脱に際した格下げの意思を表明しているように、**EU** から離脱すれば、元より巨額の双子の赤字（財政赤字&貿易赤字）を抱える同国の資金調達をめぐり不安が高まる可能性が高い。こうした動きは英国の金融機関の資金調達コスト上昇に直結するはずであり、それを起点とした英国離脱に始まる国際金融ショックというシナリオが浮上してくる。それ以外にも **EU** 予算が各国 **GDP** の **1%** というルールで編成されている以上、**EU4** 大国の一角をなす英国が抜けることで、その他の国への予算負担が増すなどの論点は有り得る。だが、これに関しては、各国の予算負担額は元よりさほど大きいものではなく、これが揉め事に発展する可能性は低い。

為替への影響は？：得策ではないユーロ相場の急落シナリオ

既に相場への反応が表れているように、英国の **EU** 離脱は短期的にはユーロ売り材料であり、これに応

⁴ 但し、欧州単一市場同様のヒト・モノ・カネ・サービスの移動の自由が保障される **EEA** に関し、英国が加盟できるのかどうかは不透明感が強い。現実的には **EFTA** による自由貿易連合への加盟などの可能性が高いのかもしれない。例えばスイスは **EEA** には非加盟だが、**EFTA** に加盟している。

⁵ 銀行、証券、資産運用など広範に亘る業務の取扱いを認める原則。

⁶ いずれかの加盟国の監督当局から許認可を得れば、その他の加盟国でも商品提供や支店設立が認められる原則。

じてパリティ割れを囃し立てる向きが盛り上がるだろう。冒頭述べたように、「英国の EU 離脱は EU の政治的求心力低下」と考える向きは相応に存在しており、ユーロ相場にとっては重石である。

しかし、常々本欄でも述べているように、ユーロ圏 19 か国としての経常黒字は今や世界最大であり、昨今のディスインフレ状況を踏まえれば実質金利も思うように下がらない状況にある。今後、中国経済減速や原油価格下落に加え、英国混乱に乗じた国際金融市場の動揺で FRB の正常化プロセスが頓挫していくのだとすれば、これまで対米金融政策格差の拡大をテーマに進められてきたユーロ売り・ドル買いの巻き戻しは継続するであろうし、投機的にはユーロを買い持ちする動きに勢いがつくかもしれない。ギリシャ危機を巡る緊張がピークを迎えた昨年 3～8 月にユーロ/ドルが急騰したのは、それまで投機的に進められてきたユーロ売りがリスク回避ムードの高まりに応じて巻き戻されたからである。通貨圏崩壊への確信がよほど無い限り、ユーロ相場の急落シナリオを描くのは得策ではないと考えたい。

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。