

中期為替相場見通し

2016 年 3 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～100 円割れを臨む局面か～

過去 30 年の経験則～今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～市場期待へ「No」と言う勇気～	P.5
米金融政策の現状と展望～年内利上げは「2 回出来れば御の字」の情勢～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～最大のリスクは後退気味～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～悔やまれる満点回答～

ECB の金融政策の現状と展望～行きつくところはヘリマネなのか～	P.15
ユーロ相場のファンダメンタルズ分析	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

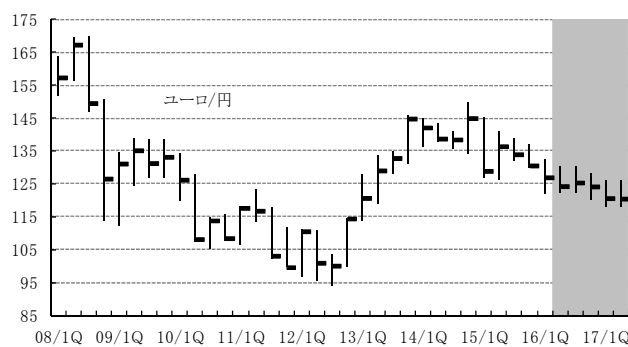
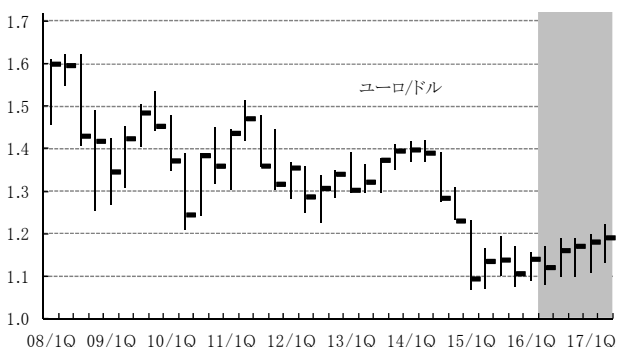
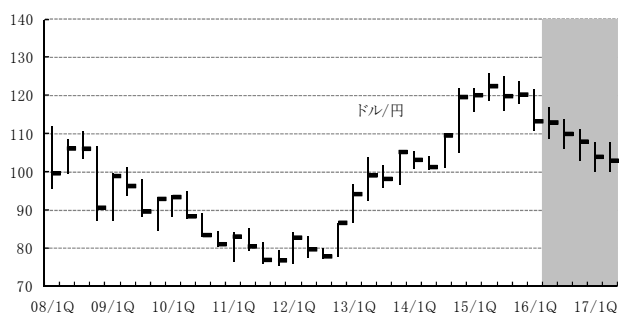
ドル/円相場は、年初からの相場混乱後、小康状態を保っている。日銀によるマイナス金利導入はドル/円相場の反転を促すまでには至っておらず、むしろ実体経済における悪評と日銀における手詰まり感を残しただけである。2016 年 1～3 月期を終えたところで、改めて確認されたことは「基軸通貨ドルの影響力の強さ」だろう。日銀や ECB による必死の抵抗(緩和)にも拘わらず、円やユーロの低め誘導は結局奏功していない。身も蓋もない言い方だが「如何に策を弄しても、FRB のハト派化という大きな流れの前では無力」という為替市場の鉄則は健在であり、この際のドル安は予想というよりも摂理に近い。事実、日銀や ECB が無理筋な緩和をしているのに対し、FRB は点(ドット)の位置をずらしただけだが、その影響は大きかった。FRB の正常化意欲はまだ崩れていないが、年 4 回と想定されていた利上げペースは半減しており、恐らくここからさらに減速することもあり得る。ドル高の自重に耐えかねる格好で正常化プロセスが頓挫し、ドル/円相場の反転が続くという本欄のメインシナリオは続行である。また、予測期間後半に入ればドル高に寛容ではない米新政権が生まれそうなことも円高シナリオを補強する。今後 1 年で 100 円割れを臨む展開も警戒したい。

片や、ユーロ相場は底堅い動きが続いている。世界最大の経常黒字や相対的に堅調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。所詮、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 1 年間もこうした基本認識が報われるだろう。ドラギ ECB 総裁が示唆したように、もはやマイナス金利政策の追求は限界に差し掛かっている。これまでユーロ/ドルの主戦場は「1.10～1.15」であったが、ECB の手詰まり感が強まる中、直ぐに二の矢を放つことは難しいと思われ、予測期間中に「1.15～1.20」へのシフトアップは有り得る。これまで同様、予測期間中、FRB の正常化路線が危うくなるに伴って複数回の追加緩和は予想されるが、徐々に地力の強さが見直される相場になるのではないかとはいえ 4～6 月期は、Brexit に係るトピックがユーロ売り材料になると見られ、国民投票を着地点とする 6 月を目途に新安値をトライする可能性もある。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2017年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	110.67 ～ 121.70 (113.31)	109 ～ 117 (113)	106 ～ 114 (110)	103 ～ 111 (108)	100 ～ 108 (104)	100 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1377 (1.1196)	1.06 ～ 1.15 (1.10)	1.08 ～ 1.17 (1.14)	1.08 ～ 1.17 (1.15)	1.09 ～ 1.18 (1.16)	1.11 ～ 1.20 (1.17)
ユーロ/円	122.09 ～ 132.45 (126.88)	122 ～ 130 (123)	122 ～ 130 (125)	120 ～ 128 (124)	118 ～ 126 (121)	118 ～ 126 (121)

(注) 1. 実績の欄は3月29日までで、カッコ内は3月29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。



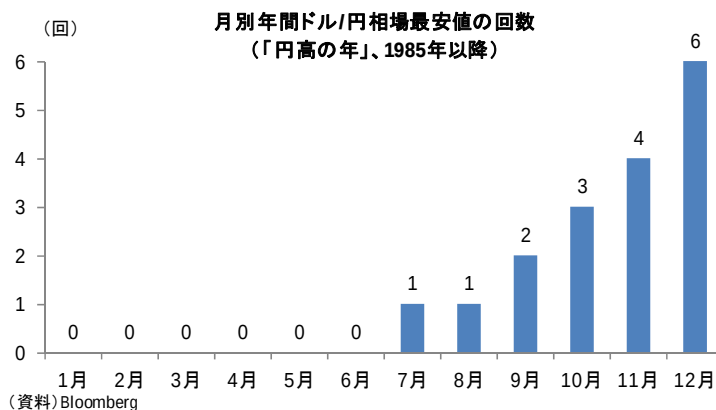
◆ ドル/円相場の見通し～100 円割れを臨む局面か～

《過去 30 年の経験則～今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～》

「円高の年」ならまだ底は深い

激動の第 1 四半期が経過したところで金融市場は漸く落ち着きを取り戻しており、市場では米国の 4 月利上げを警戒するムードすら感じられる。これに応じてドル/円相場も一旦は円高ムードが収束しているが、引き続き筆者はこうした動きを持続的とは考えず、5 年ぶりの円高・ドル安への反転を想定している。ここで、通年のドル/円相場の方向感と年間最高値・最安値の関係について簡単に事実整理してみたい。

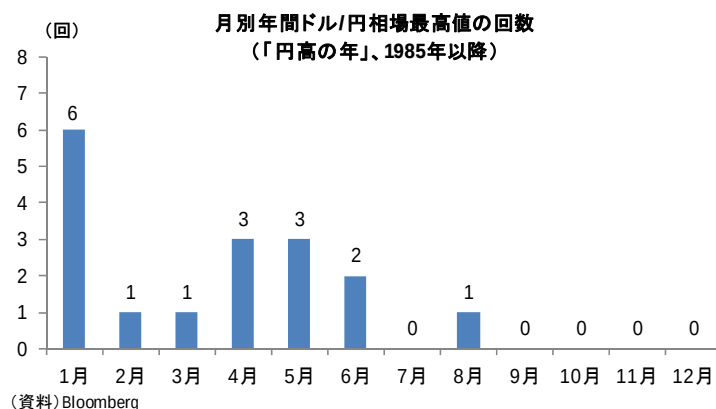
1985 年のプラザ合意以降の 30 年間に
関し、ドル/円相場の動きを年次で振り返ってみると、「円安の年」が 13 回、「円高の年」が 17 回あった（当該年の始値・終値を比較して判定）。筆者は今年を「円高の年」と予想しているため、まず後者のケースに注目してみたい。右図は 17 回の「円高の年」のうち、ドル/円相場が「年間最安値をつけた月」つまり「最も円高になった月」を数え、比較したものである。当然



と言えば当然かもしれないが、年央・年後半・年末と進んでいくに従い回数が多くなる。裏を返せば、その年が「円高の年」になるのであれば、年の早い段階でドル/円相場が急落し、それがそのまま年間最安値になる展開は、少なくとも今まで経験が無い。こうした事実を踏まえれば、今年が「円高の年」になるとした場合、3 月 17 日につけた年初来安値「110.67 円」が年間最安値になる可能性は非常に低そうである。図を見る限り、特に「円高の年」は 10～12 月期の値動きによって決することが多そうだが、この点、「FRB の正常化プロセスが腰折れしてくる中で円高へ向かう」という本欄の基本的な想定からやはり目が離せそうにない。特に今年 10～12 月期には米国の次期大統領の顔が見えてくるはずであり、現状、クリントン氏になろうと、トランプ氏になろうとドル高に対しては不寛容な通貨政策が採用される公算が大きい。こうした状況下、予測期間中に 100 円割れを臨む時間帯があっても驚きはしない。

「円高の年」でも春先までは円安の可能性

一方、17 回の「円高の年」のうち、ドル/円相場が「年間最高値をつけた月」つまり「最も円安になった月」を数え、比較したものが右図である。こちらも想像される通り、円安のピークは年頭に集中することが多かったが、17 回中 8 回が 4～6 月期に集中している事実も見逃せない。つまり、「円高の年」になるにしても 4～6 月期までははっきりとした方向感が見られず、むしろ



円安に振れることも珍しくないということになる。この点を踏まえれば、上半期中に円安機運が盛り上

がったとしても「円高の年」に関する予想を安易に修正しない方が良さそうである。むしろ、過去の経験則を踏まえれば、今年が「円高の年」である場合、今後 3～4 か月は円安に盛り返す展開が警戒される。

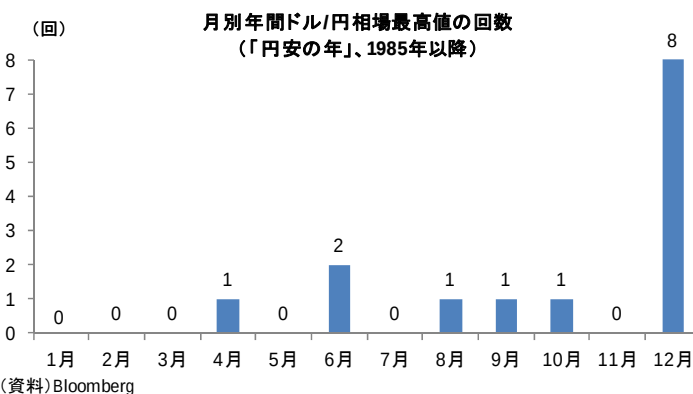
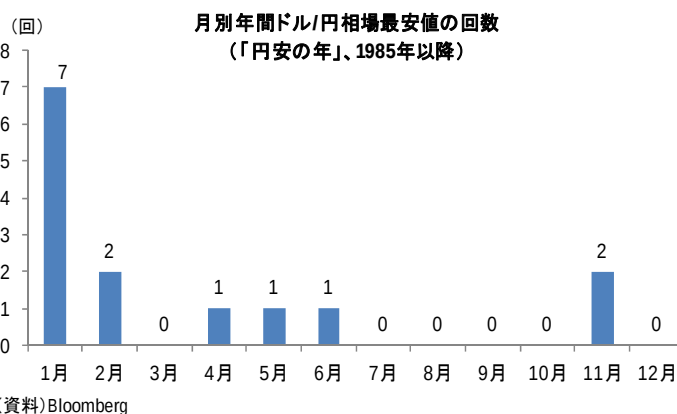
「円安の年」ならもう底打ち済みか

なお、筆者の予想とは反するが、仮に今年が

「円安の年」になると考えた場合についても同様の比較を行ってみたい。右図（上）は 13 回の「円安の年」のうち、ドル/円相場が「年間最安値をつけた月」つまり「最も円高になった月」を数え、比較したものである。これは 13 回中 9 回が年初 2 か月間に集中するという結果になっている。つまり今年が

「円安の年」になるのであれば、ドル/円相場は既に 3 月 17 日の「110.67 円」を底としており、これから上昇軌道を描いていくはずという予想が無難になる。足許の国際経済・金融情勢を踏まえ、そこまで言い切るには FRB の正常化プロセスを相当信じていないと難しいが、市場の一部にはそのような予想も確かに存在する。片や、「円安の年」のうち、ドル/円相場が「年間最高値をつけた月」、つまり「最も円安になった月」を数え比較してみると、13 回中 8 回が 12 月に集中しており、

下半期という括りで見れば 11 回が集中している。「円高の年」同様、「円安の年」も年末にかけて方向感が出てくる傾向が強そうだが、特に 12 月に集中している辺りに「円高の年」との違いを感じる。



3つの教訓と「偽りの夜明け」

以上、通年のドル/円相場の方向感と年間最高値・最安値の関係について事実を整理した。「円高の年」にせよ、「円安の年」にせよ、総じて意外感の小さい、ある種当然の結果が確認されたと言える。だが、①「円高の年」におけるドル/円相場の年初来安値はこれまで必ず下半期（7～12 月）に記録されていたこと、②「円高の年」であっても 4～6 月期までは円安ムードの燦る可能性があること、③「円安の年」ならば年初 2 か月間で年間最安値を記録するケースが多いことなどは見通し作成上、相応に参考材料となるのではないと思われる。特に、②の教訓などを踏まえると、最終的に歴史的な円高に振れる年でも、春先にかけては「偽りの夜明け」のごとく円安をつける相場展開があり得る。例えば、金融危機後では 2009 年のドル/円相場は、90 円付近で始まり、4 月にかけて 101 円付近まで上昇、円高局面の終焉が囁かれながら、結局は 85 円付近まで急落して越年した。2001 年、2008 年に連なる 8 年周期の危機説を指摘する向きも見られる中で、こうした経験則はあながち軽視できないものかもしれない。

《日銀金融政策の現状と展望～市場期待へ「No」と言う勇気～》

「分かりやすさ」は忘却の彼方

3月14～15日の日銀金融政策決定会合は、市場予想通り、金融政策の現状維持を決定した。会合前は上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）などのリスク資産、いわゆる量的・質的金融緩和（QQE）の「質」的部分を拡充するのではないかとの思惑があった模様だが、これは実現されなかった（元より資産価格対策の色合いが強過ぎ、「質」部分単独の緩和は今後も可能性が低いと思われる）。一方、事前報道にあったように、マイナス金利適用に際して、マネー・リザーブ・ファンド（MRF）への影響を抑制すべく、MRFを受託する対象先のマクロ加算残高（付利金利ゼロ％）に、MRF受託残高に相当する額（去年の受託残高が上限）を算入することが決定された。この理由に関し、日銀はMRFの証券取引における決済機能に鑑みた結果と述べている。そのほかマクロ加算残高の見直しを原則3か月毎に行うこと¹、金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関は、増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に参入できることなどが決定されている。総じてマクロ加算残高を増やし、そのコインの裏表の関係にある政策金利残高（付利金利▲0.1％）を減らす方向の決定である。

また、今回の決定を見る限り、マイナス金利の水準を修正するのではなく、マクロ加算残高を修正することで市場への影響をコントロールするのが当面の方針になってくるように思えてくる。しかし、そうした修正が常態化してくると「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するように金融市場調節を行う」という現行の金融市場調節方針（ディレクティブ）との混線を感じる。仮に、「無担保コール翌日物金利を▲0.1％に誘導する」というディレクティブであれば、マクロ加算残高の修正に腐心する状況は腑に落ちるが現状はそうではない。あくまでマネタリーベースという「量」を積むことで、消費者物価指数の前年比+2％に至ることが志向されている。もちろん、色々と理屈はあるのだろうが、3年前に標榜された「分かりやすさ」はもはや忘却の彼方である。

円高を招いた背景

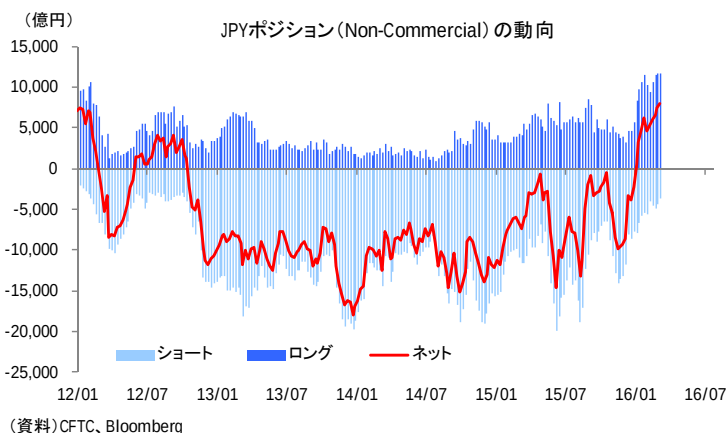
会合後のドル/円相場は円高が進んだ。特に市場期待を裏切る内容だったとは思えないが、今回発表された措置はマクロ加算残高を増やす措置、裏を返せばマイナス金利が適用される政策金利残高を減らす措置であり、短期金融市場を中心として金利上昇方向の決定であったことが円買いに効いたのかもしれない。しかし、1月29日のマイナス金利導入後、最も（というより唯一）効果が出ているのが金利低下効果であり、日銀からしても政策金利残高を無為に積む必要はないと判断したのだろう。また、前回の声明文で注目された「今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる」との文言が削除されたことも、追加緩和意欲の後退と受け止められ、円買いを後押しした節がある（もっとも1月はマイナス金利が初めてだったので、念のため断っただけと黒田総裁は述べている）。

ちなみに景気判断を見れば1月の「緩やかな回復が続いている」から「基調としては緩やかな回復が続いている」へと修正され、下方修正となっている。また、個別項目を見ても海外経済、輸出、住宅、予想物価上昇率と幅広く下方修正されており、これらと整合的な判断を行うのであれば追加緩和に踏み

¹ マクロ加算残高の算出に必要とされる基準比率（俗に言う掛目）は3月の積み期間（3月16日～4月15日）においてゼロ％に設定されており、政策金利残高の増分が準備預金の増分と一致す取り決めとなった。しかし、今後は、4月と5月の積み期間に関しては4月前半に公表し、その後は3か月毎に概ね積み期間の5営業日前に発表していく方針とされた。

込んでも不思議ではなかった。この点、市場の一部に「動くに動けなくなってしまったのではないか」との思惑が台頭していても不思議ではない。

ちなみに、全く別角度からの見方として、市場で「マイナス金利の効果は中央銀行にとってアゲインストな効果」という理解が浸透しつつあることも注目したい。それは即ち **ECB** にとってはユーロ高、日銀にとっては円高という整理になる。事実、双方の中央銀行とも、今年に入ってからマイナス金利を導入・強化したが、結果は痛烈な通貨高だった。とはいえ、円相場に関しては、**IMM** 通貨先物取引における円ロングポジ



ションが **2008** 年 3 月以来、実に約 8 年ぶりの水準 (3 月 22 日時点) にまで積み上がるという事態にある (図)。目先は当該ポジションの解消からドル/円相場が大きく上昇する展開を警戒すべきかもしれない。

「贖罪」型政策と「No」と言う勇氣

また、みずほマーケット・トピック²でも同様の趣旨を述べたが、結局マイナス金利政策を採用した中央銀行は「償い」型ないし「贖罪」型の政策を逐次導入し、金融部門のガス抜きを行っていかざるを得ない。後述するように **ECB** が導入したターゲット型長期流動性供給第二弾 (**TLTRO2**) は貸出を増やした民間銀行に最大 **0.40%** 分 (現時点の政策金利が前提) の「ご褒美」を用意するものだが、今回の **MRF** 除外措置や特定オペを積極利用した金融機関に対するマクロ加算残高枠供与は、やはり「贖罪」型政策の一種と考えられる。マイナス金利を導入してみたものの、あまりにも批判が強過ぎて、断続的に例外を設け、ガス抜きせざるを得なくなる事態は、どうみても後手に回っており、信認維持の観点からは悪手との印象が拭えない。**ECB** も日銀も、派手なマイナス金利政策で通貨安を狙ったものの、自分の庭先から猛烈な批判を浴びて徐々に政策の撤退を余儀なくされ、またそれがゆえに思うような相場のコントロールが出来ていないというのが現状と見受けられる。

会合後の記者会見で黒田総裁は「国民に幅広くプラス効果」と述べ、現行路線への自信を覗かせたが、結果として **3 月 10** 日理事会においてマイナス金利の限界を示唆したドラギ **ECB** 総裁と比べ異色さが際立つ構図となっている。しかし、直近の景気ウォッチャー調査 (後述) や各種メディアの報じ方などを見れば分かるように、少なくとも現時点でマイナス金利を歓迎する向きが多いとは言えず、黒田総裁の発言が何を捉えた上での評価なのか今一つ腹落ちしない部分がある。やはり、**ECB** 及び日銀に求められているのは「出来ないものは出来ない」と正直に吐露した上で、慢性的な市場期待へ「No」と言う勇氣ではないだろうか。この点、**ECB** が日銀を一步リードしたような印象を受ける。

評判が悪過ぎるマイナス金利

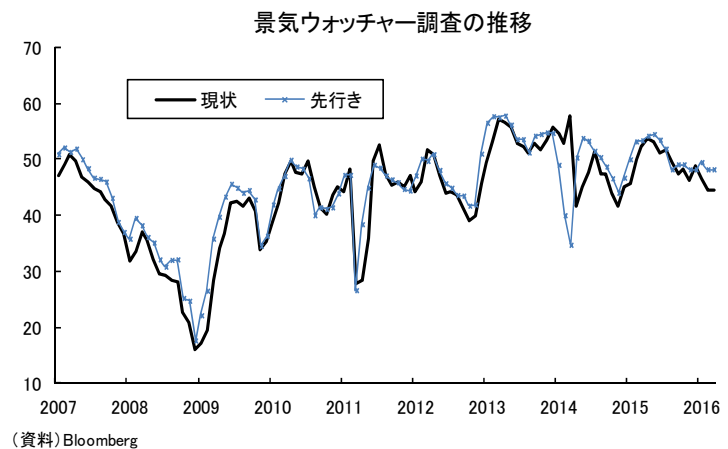
ところで筆者は **3 月 7~8** 日にかけて韓国へ出張し、当地の政策当局者など向けに円相場や日本経済の現

² みずほマーケット・トピック **2016** 年 **3 月 14** 日号『求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣』、みずほマーケット・トピック **2016** 年 **3 月 15** 日号『**TLTRO2** に関する Q&A~侮れない、その実力~』をご参照下さい。

状・展望を説明する機会を得た。その際に受けた質問で最も多かったものが「3月もしくは4月、日銀は緩和すると思うか」というものであった。ちょうど翌週（14～15日）に会合が控えていたこともあり、時節柄、そのような関心が強かったのは自然だろう。

こうした追加緩和観測に関する質問に対し、筆者は「マイナス金利政策は金融機関のみならず、日本社会全体で非常に評判が悪い。ゆえに政策効果の浸透を暫く見守りたいというのが日銀の心情ではないか」と回答した。追加緩和観測が焔った背景には1月29日のマイナス金利導入後、円高・株安が停止するどころかさらに加速したことがありそうだが、それ以前の問題としてマイナス金利に対する評判はあまりにも悪い。例えば、3月8

日に公表された2月景気ウォッチャー調査の「景気の先行きに対する判断理由」において「マイナス金利」でワード検索すると以下のようなネガティブなコメントが多く目につく：



- マイナス金利の影響がよく分からないなど、先行きの不安や為替の話をする客が増えた。気持ちがマイナスの方向に向いているため、現状では景気が上向くことは厳しい（商店街）
- マイナス金利や株安、年金問題など、先行きの不透明な報道が多すぎることで、消費者の儉約志向がますます高まっており、当分は現状のままで推移する（スーパー）
- マイナス金利の民間設備投資への影響が見通せないなか、公共工事の減少が予想されるため、業況はやや厳しくなる（建設業）
- マイナス金利については、今後どのような結果となるのかは分からないが、大型の消費には向かわないとみている（司法書士）
- マイナス金利など先行きの不透明感が客の意識のなかに広まっており、購入マインドが少し弱まっている（家電量販店）
- マイナス金利政策や政治不安の兆候から、投資家の動きが鈍くなるのではないかと（通信会社）
- 株式市場が低迷していることやマイナス金利が導入されるなど不安要素も多く、企業はとてもしばり賃上げをできるような状況ではない。個人としても不景気に備えて消費を抑えるようになり、全体的に景気は低迷していくとみている（出版・印刷・同関連産業）
- 日銀のマイナス金利により、株価が下がっている（コンビニ）
- マイナス金利など政府の施策が、かえって個人消費の低迷につながらない事を祈る（百貨店）

枚挙に暇が無いので、全てを紹介することはしないが、節々に「マイナス金利の効果は良く分からず不安である」との猜疑心が見て取れる（中にはマイナス金利で株価が下がっているという断言調のコメントも見られる）。もちろん、「マイナス金利政策のように、国内の消費を伸ばすための施策を政府に期待している（観光名所）」、「日銀のマイナス金利導入以降、百貨店友の会への入会希望者が明らかに増加し

ている（百貨店）」、「マイナス金利により新築住宅が増加し、それにかかわる多くの企業が潤うようになれば、景気回復もみえてくるのではないか（衣料品専門店）」など、前向きな評価もあるが、そもそもこれだけの劇薬を投じたにも拘わらず「猜疑心が目立つ」という状況は割に合わない。なお、これらの理由に基づく景気判断 DI（現状・先行き）の推移は昨年央を境に明らかにピークアウトしている（前頁図）。

もちろん、たとえ金融機関収益を犠牲にしても通貨安経由の株高を確保したり、それによって民間部門の消費・投資意欲が刺激されたりするのであれば、マイナス金利にも相応の大義が認められるかもしれない。しかし、上述のような市井の人々の意見を見る限り、そうした動きはまだ見られない。いや、見られないどころか「不安だから止めて欲しい」という心理すら見え隠れする。こうした状況下においてマイナス金利拡大という二の矢を放つハードルは相当高いように思われる。

「Mr.Kuroda は気にしない」のか？

こうした背景に照らし日銀の現状維持を予想していると述べたところ、とある当局者から「Mr.Kuroda がそんなもの今さら気にするとは思えない。緩和はいつあってもおかしくないのでは」との反論を受けた。残念ながら、的を射た考え方である。2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和にしても、2015 年 12 月 18 日の補完措置決定にしても、そして先般のマイナス金利政策にしても、どの政策も直前の総裁発言や経済指標とは整合的と言えないものであった。唯一、ハロウィン緩和時には経済指標が崩れており、追加緩和を正当化するムードがあったが、「戦力の逐次投入はしない」と言い切り、実際に（当時は）一度も追加緩和をしたことがない黒田総裁の強気の弁を踏まえれば、それを予想するのは不可能だった。結局、情報を積み上げ「次の一手」を読み解くのではなく、「市場が予想していないタイミングで打ってくるはず」という一点だけをケアすれば良いというのが黒田日銀ウォッチの在り方なのかもしれない。

しかし、海外の当局者をして「追加緩和が副作用を招いても、それに配慮することはない」と思われている中央銀行（やその総裁）は果たして正常と言えるのだろうか。悪評や副作用が出ていても、それに目を向けることなく、緩和を強化し続けるはずという思惑の裏には「日銀は政策効果を大して考えていない」という嘲りにも似た目線を感じる。筆者は過去 3 年の円安が急激過ぎたことの反動として今年には円高を予想しているが、それと同時に、こうした海外評が支配的になっていくに連れて円相場が再び下げ足を速め、反転が見込めない相場つきに突入していく怖さも感じ始めている。

世論に不人気な政策は政治的にも不人気

なお、そうした世間の悪評や副作用について「Mr.Kuroda は気にしない」との見方には一定の賛同を寄せるとしても、早期追加緩和のハードルはやはり低くはない。繰り返しになるが、基本的に世論はマイナス金利政策に対し肯定的には見えない。メディアでも銀行収益の悪化を通じ、金融仲介機能が劣化した場合、究極的な結果として個人預金への課金可能性などを報じる向きが珍しくなく、3 月 10 日の日本経済新聞朝刊（2 面）でも「タンス預金急増」との見出しの下、現金流通量が 13 年ぶりの水準に達したことが大々的に報じられた。「マイナス金利政策は期待ではなく不安を煽った」との評価が、少なくとも現状のコンセンサスだろう³。そうした世論にとって明らかに不人気な決断は当然、7 月に参院選を控えた政府・与党にとっても不人気な決断であり、それゆえに 3～4 月の追加緩和は政治的に難しいと考えら

³ 東洋経済オンラインへの寄稿『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～』をご参照下さい。

れる。仮に、このタイミングでマイナス金利幅を拡大し、さらに市況が悪化した場合、その直後の選挙への影響は免れないだろう。金融政策で策を弄さなくとも政府・与党が勝利する路線が堅そうであることも、追加緩和を手控える誘因になる。

もちろん、マイナス金利というワードが市井の人々の琴線に触れるのだとすれば、従前通り、「量」の拡大で攻める可能性はある。この点、超長期債を主体として残り 20 兆円程度の拡大が可能との見方があり、マイナス金利幅の拡大よりは可能性が大きそうではある。だが、マイナス金利政策で窮しているところへ「量」の拡大が持ち込まれれば、金融機関収益はさらに押し潰され、結局は金融仲介機能の劣化を案ずる論点に戻ってくる。上述したように「国内事情など気にせず、きつと驚かしてくれるはず」との思惑が流布してしまっている以上、それ自体が黒田日銀の追加緩和理由になりかねない状況は確かにある。この点、「次の一手」で再び「量」の拡大を試みる可能性はあり、仮に参院選挙前に追加緩和に踏み切るとしたらその経路になると予想される。

《米金融政策の現状と展望～年内利上げは「2 回出来れば御の字」の情勢～》

「2 回出来れば御の字」の状況が固まる

3 月 15～16 日の FOMC は、政策金利の据え置きを決定した。堅調な景気回復が強調されながらも、世界経済の弱含みなどを背景としてスタッフ見通しにおけるインフレ率予想は大幅下方修正され、これと整合的にメンバーの政策金利見通し（ドットチャート）も大きく後退している。昨年来、本欄の見通しにおいては、FRB の正常化プロセスに疑義を抱いており、正常化願望への固執が過剰なドル高に繋がるため、2016 年の利上げは「2 回出来れば御の字」程度にしかならないことを前提としてきた。後述するように、昨年 12 月に 4 回と見通されていた 2016 年の利上げ見通しは 3 月の改定で 2 回まで半減しており、本欄の見通しの前提に接近してきている。

FOMC 声明文:リスク文言が残る

声明文を見ると、景気判断は 1 月の「昨年後半に減速した」から今回は「経済活動は緩やかなペースで拡大している」へと上方修正されている。また、重要な雇用判断も 1 月の「力強い就業者数の増加を含め、最近の広範な労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか減少したことを示している」から今回は「力強い就業者数の増加を含め、最近の広範な指標は、労働市場が一段と力強さを増したことを示している」へと上方修正されており、遂に労働資源の弛みを示唆する、「underutilization of labor resources」との表現が削除された。とはいえ、イエレン FRB 議長は会見において「労働情勢が幅広く改善しているにも拘わらず、賃金が緩慢なペースでの伸びに止まっていることに幾分驚いている」、「それにも拘わらず、広範な賃金の上昇がみられないことは、労働市場に依然として緩みが存在することを示唆していると考える」と述べており、弛みの消滅に確信を持っているわけではなさそうではある。その他、物価は「ここ数か月間に持ち直した」と引き上げられるなど、タカ派な修正も見られた。

それでも市場においてハト派的な受け止めが支配的になったのは、後述するドットチャートの下方修正もさることながら、1 月にリスク要因として指摘された「国際経済と金融動向 (global economic and financial developments)」が引き続き削除されず、「国際経済と金融動向は引き続きリスクがある」との表現が残されたことも意識された模様である。この点に関し、イエレン議長は会見で「米経済はここ数か月、衝撃にも拘わらず底堅い。また世界情勢がやや下向きのリスクとなっているが、リスクが全て一

方向に偏っているわけではない」と述べており、当該表現が残ったことについてフォローするような言動を行っているが、この表現が意識される中で利上げが難しいのもまた事実だろう。

スタッフ見通し: 悩ましいフィリップス曲線

なお、改定された 2016～2018 年に関するスタッフ経済見通し（中央値）は、実質 GDP 成長率について「+2.2%/+2.1%/+2.0%」となり、12 月の「+2.4%/+2.2%/+2.0%」から下方修正された。また、PCE インフレ率は「+1.2%/+1.9%/+2.0%」と 12 月の「+1.6%/+1.9%/+2.0%」に比べて、2016 年が▲0.4 ポイントも引き下げられている。今回見られたドットチャート

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年3月時点

	2016	2017	2018	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	2.1~2.3 (2.3~2.5)	2.0~2.3 (2.0~2.3)	1.8~2.1 (1.8~2.2)	1.8~2.1 (1.8~2.2)
失業率 (12月時点)	4.6~4.8 (4.6~4.8)	4.5~4.7 (4.6~4.8)	4.5~5.0 (4.6~5.0)	4.7~5.0 (4.8~5.0)
PCEインフレ率 (12月時点)	1.0~1.6 (1.2~1.7)	1.7~2.0 (1.8~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	1.4~1.7 (1.5~1.7)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	

(資料)FRB

トの大幅下方修正はこうしたインフレ率見通しに応じた動きとも言えるだろう。一方、失業率は「4.7%/+4.6%/+4.5%」となっており、「4.7%/+4.7%/+4.7%」から上方修正された。イエレン議長が示唆するように、労働市場の改善とインフレ率の上昇の関係（いわゆるフィリップス曲線）について、安定的な動きが確認できないというのが FRB の目下最大の悩みだろう。

結局、市場参加者において FF 金利見通しやこれに付随する資産価格（株、為替、債券）の見通しを分けているのは、「フィリップス曲線が今後機能するのだろうか」という一点に尽きると言っても過言ではないだろう。もちろん、労働市場の需給がひっ迫し続けるのに賃金が十分上昇しないということは最終的には有り得ないだろうが、危機を経て両者の関係が弱まっているところに、過度なドル高が押し掛かることでそのメカニズムの働きが悪くなっているのが実情ではないかと思われる。

ドットチャートとドル/円見通し

最も注目されたドットチャートは 2016 年末の中央値が 0.875%と、12 月 FOMC の 1.375%から 0.50%ポイントも低下しており、2016 年中に 2 回の利上げを見込んでいることが示唆された（右表）。冒頭述べたように、昨年 12 月時点では 4 回見込まれていたものが半減した格好である。また、長期的な中立金利も 3.50%から 3.25%へ引き下げられており、米経済の潜在成長率に対する目線が再び下がったことを暗示している。ちなみに中立金利

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2016	2017	2018	Longer run
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	3.25%

(資料)FRB

は 2013 年 5 月にバーナンキ前 FRB 議長がテーパリングの方針を示唆し、正常化プロセスが始まって以降、低下の一途を辿っている。そもそも政策の方向性自体が本当に正しいのか疑問を抱かざるを得ない。

なお、為替相場見通しの観点からは、今回の下方修正は示唆に富むものである。年 4 回の利上げペースを当て込んで円安・ドル高ないし円安・株高を予想していた向きは下方修正が必至だろう。冒頭述べ

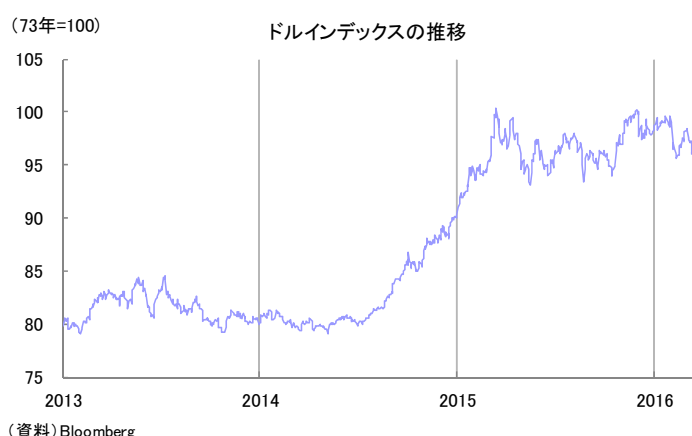
たように、筆者は元より「2 回出来れば御の字」との見通しであり、年内 1 ドル 103 円付近、今後 1 年間では 100 円付近までの円高予想を維持する。なお、今回のドットチャートを仔細に見ると、3 回を示唆する「1.00～1.25%」に 3 名、4 回を示唆する「1.25%～1.50%」に 4 名が存在する。FRB の利上げへのファイティングポーズは下方修正される余地はまだ相当大きいと感じられる。

注目したいブレイナード理事の主張

なお、現状の FOMC メンバーでは正副議長を含めた 5 名の執行部で意見が分裂状態にあるように見受けられる。現状、ハト派の筆頭格がブレイナード理事で、タカ派の筆頭格がフィッシャー副議長との印象が強いが、2 月下旬から 3 月初めにかけてはブレイナード理事が立て続けに講演を行っている（2 月 26 日と 3 月 7 日に行っている）。過去、みずほマーケット・トピック⁴などでも取り上げたように、筆者はブレイナード理事の姿勢が真っ当であると考えており、為替見通しの作成上も彼女の主張を参考に行っている部分が小さくない。特に、同氏の講演を見ていると、ドル高の悪影響をとりわけ気にかけている点が目につく。注目される発言をピックアップすると以下のようなものがある：

- （2014 年半ば以降）実質実効ドル相場は概ね+20%上昇した。結果、2014 年及び 2015 年の GDP 成長率は、純輸出によってそれぞれ 0.5%ポイントを若干上回る程度、縮小した。また、計量経済モデルによれば、2016 年の GDP に関し、さらに 1%ポイント縮小する見通しである。
- 1 つのラフな推計によれば、過去 1 年半における通貨上昇の影響や株価や長期金利の変化を勘案すれば、米国は FF 金利にして 75bps 相当の金融状況の引き締めを経験した。
- ドル高はインフレ率に対し著しい下押し圧力になるとみられる。2015 年の非石油輸入物価は▲3.5%下落し、コア PCE インフレ率を▲0.5%ポイント押し下げたと推計される。
- それらドル高の効果は生産活動が冴えない米製造業部門で特に顕著であり、農業部門も大きなダメージを被っている。さらに、多くの企業収益がドル高と弱い外需によって悪影響を受けており、回復局面初期では成長に寄与していた企業の設備投資は+1.5%しか増えていない。

2014 年半ばからのドル相場の急騰は歴史的にも異様に早いペースであり、これが利上げ数回分の引き締め効果を持っているという見方に強く同意したい（ブレイナード理事の引用している試算では 25bp の利上げで 3 回分ということになる）。ドルインデックス⁵の動きを見ても（図）、年初の市場混乱と共にいよいよドル高相場が反転を迎えたかと思いきや、しぶとく横這い推移が続いている。ひとえに FRB が利上



げに対するファイティングポーズを解かない一方で、欧州や日本で金融緩和路線が強化されていること

⁴ みずほマーケット・トピック 2015 年 10 月 13 日号『正当性を増すブレイナード FRB 理事のスタンス』をご参照下さい。

⁵ 本来はブレイナード理事が引用するように FRB 算出の実質実効為替相場（REER）が望ましいが、ここでは日次の動きを追うためドルインデックスを使用。REER は月次データである。

の結果だろう。

しかし、ブレイナード理事が常々懸念するように、FRB による孤高の正常化は世界の運用資金を米国に惹きつけ、結果としてドル全面高の状況を招き、それが実体経済の成長を下押しするという構図に繋がりがねない（というよりも、もう製造業を中心としてそういった動きが生じている）。確かに 2015 年以降、ドル相場の騰勢は止まってはいるものの、実態は「高止まり」であり、これがラグを伴いながら金融引き締め効果を発揮し始めているのが現状と見受けられる。今回のドットチャートは結局のところ、過去 2 年余りのドル高相場が 2～3 回程度の利上げ効果を有しており、これ以上の引き締めが難しくなっている実情を映し出しているように思えてならない。

基軸通貨の強大さを学んだ過去 2 か月

なお、3 月下旬にかけては FOMC のハト派傾斜を嫌気してドル相場が急落する場面が見られた。より具体的に、ドルインデックスは 3 月初旬から約▲4%、2 月初旬からは約▲5%下落しており、これが本格的な調整の始まりかどうか注目される（前頁図）。こうした状況下、3 月中には一時日銀によるレートチェックの噂から急騰する場面が見られるなど、徐々にきな臭いムードが強まっている。2009 年以降の円高局面でも、こうした真偽の明らかではない当局による介入や警戒を示す報道が攪乱材料となることが頻繁にあったが、円高の流れは変わらなかった。2009 年以降に限らず、歴史を振り返ってみれば明らかであるように、基軸通貨を司る FRB がハト派化する状況でドル高・円安になることは殆ど無い。言い換えれば、日米金利差拡大が見通せない状況で円安を展望しても殆ど無駄である。身も蓋もない言い方だが、ドル/円相場の趨勢を決するのはもはや黒田総裁ではなくイエレン議長である。

なお、既に述べた通りだが、FRB の正常化プロセスが始まって以降も FOMC メンバーが想定する中立金利、非常にラフに言い換えれば「利上げの終点」は徐々に切り下がっている。FRB にとっての「利上げすべき余地」が着実に縮小している以上、円安・ドル高のシナリオを描くのが難しくなっているのは明らかである。また、足許では本邦の貿易収支が慢性的に黒字化し、相応の経常黒字が安定的に確保される状況が続いている。歴史に学ぶのであれば、FRB のハト派化と経常黒字の安定化は円高要因として盤石の存在感を示すだろう。

FRB のハト派化に対しては何物も無力

なお、こうした理屈は、あれほどの包括緩和（後述）を決定しながら通貨上昇に見舞われたユーロ/ドル相場にも当て嵌まる。実際、ドルインデックスのウェイトに関し、ユーロが 60%弱を占めていることを踏まえれば、FRB ハト派化によるドル安の按分は基本的にユーロに寄せられることになる。後述するように、ユーロには買われるだけの理由があるため、予測期間中、ユーロの反転は十分予想され得る。

結局、過去 2 か月の日米欧三極の中央銀行と各通貨（G3 通貨）の動きから言えることは「如何に策を弄しても、FRB のハト派化という大きな流れの前では無力」という事実だろう。日銀や ECB の追加緩和も当局による為替介入も各通貨の通貨安要因足り得るが、それは「FRB の正常化プロセスが続く限りは」という条件付きである。現に、政策金利見通しにおけるドットの位置が少しずれただけで急激にドル安になっているのはその証左だろう。前頁のドルインデックスの図を一瞥すれば分かるが 2014 年半ば以降のドル相場上昇は誰が見ても一方的であり、イエレン議長をして「驚いた」と言わしめたほどの

ペースであった⁶。為替相場は常に「相手がある話」ではあるが、その相手がドルであった時にはもう片側の主張は殆ど斟酌されないという事実が過去 2 か月の為替相場が教えてくれた最大の教訓だろう。

《メインシナリオへのリスク点検～最大のリスクは後退気味～》

為替相場の「摂理」を意識すべき

昨年半ばから提示している「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。むしろ、時々刻々とその確度は強まっているとすら感じる。既に述べたように、FRB の志向する利上げペースが急減速した以上、円安シナリオを描く難しさは日に日に増していると言える。3 月下旬において複数の FRB 高官が 4 月利上げの可能性を示唆しているが、現実はそうはいかないだろう。購買力平価（PPP）で示唆される 100～105 円を 1 つの下値目途とする円高シナリオを保持したい。

敢えて言えば、IMM 通貨先物取引における円ロングポジションが約 8 年ぶりの高水準（3 月 22 日時点）に達している以上、良好な米中の経済指標や原油価格を筆頭とする商品価格の反転などを受けて、ポジション調整によるドル/円相場の急伸は有り得る。今年上半期の間にドル/円相場が 110 円割れで定着するかどうかは、このポジション調整の勢いに掛かっているだろう。だが、所詮は投機の巻き戻しに過ぎず、筆者のシナリオを揺るがすものにはならない。既に論じたように、基軸通貨を司る FRB が今後ハト派に傾斜していくのだと仮定すれば、円であれ、ユーロであれ、ある程度の通貨高は避けられない。これは「予想」というよりも為替相場における「摂理」である。その上で日銀金融政策に出尽くし感が漂い、本邦貿易収支が慢性的に黒字化し、PPP などに照らして円安が行き過ぎている現状などを踏まれば、やはり「4 年連続の円安」から「5 年ぶりの円高」への転換を予想することが妥当と考えられる。

メインシナリオへのリスク:ドットチャートを巡るリスクは後退

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。最も大きなリスクは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順調に進むということである（①のリス

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	テーパリング	・2%到達を視野にテーパリング	円高ドル安
	④	当局による円高抑制	・日銀による連続的なマイナス金利幅拡大 ・円売りドル買い介入の実施（もしくは噂）	円安ドル高
欧 州	⑤	当局によるユーロ高抑制	・ECBIによる連続的なマイナス金利幅拡大（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
中 国	⑥	完全フロート化への移行	・「望まぬ通貨高」を投げ出す日はいつか来る	円高ドル安

（資料）筆者作成

ク）。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。3 月 FOMC で雇用に関する表現が上方修正されていたことにも表れるように、雇用統計だけを見れば確かに利上げは正当化し得る環境にある。しかし、そのような雇用情勢を考慮したドットチャートが利上げペースの大幅減速を示唆しているのが現実である。ここから正常化プロセスが加速し、ドル/円相場が急伸すると

⁶ 2016 年 2 月 11 日に行われた議会証言においてイエレン議長は部分的なドル高は予想していたと述べて「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」と口にしている。

いう展開はあまり現実的な想定とは言えないだろう。むしろ、長らく続いている雇用回復局面が成熟化するリスクを警戒するのが健全な分析姿勢と考えたい。この点、前月の本欄では「年 4 回というドットチャートの強行が最大のリスク」である旨を述べたが、この点はかなり和らいだ。

第二に、政府・日銀による政策対応を警戒したい（④のリスク）。まず、金融政策については、1 月に導入されたマイナス金利政策の評判は最悪に近い。ゆえに、マイナス金利幅の順次拡大などによって「戦力の逐次投入」を図る可能性は決して高いとは言えない。国政選挙を控えた政府・与党からしても市井の人々から悪評を受けるマイナス金利政策の強化は望んでいないだろう。しかし、もはや最近の日銀の言動は言語明瞭だが意味不明という印象であり、論理的に次の展開を予想するのが困難である。マイナス金利幅の拡大が連続的に打ち込まれることで、思ったほど円高にならないというリスクシナリオは完全に否定できない。とはいえ、既に日欧の中央銀行で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、2 月以降のドル/円相場はこの思惑から反発する場面が増えている。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（②のリスク）。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、「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、可能性が極めて低そうゆえ、前頁表には掲載していないが、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、問答無用で円高・ドル安が加速するだろう。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～悔やまれる満点回答～

《ECB の金融政策の現状と展望～行きつくところはヘリマネなのか～》

やはり「12月の二の舞」に。もう緩和予告は止めるべき

3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%から0.00%へ、市場の上限金利となる限界貸出金利は0.30%から0.25%へ、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.30%から▲0.40%へそれぞれ引き下げ、上限金利と下限金利の差であるコリドーは0.65%ポイントに拡大した。後述するように、決定された緩和策は市場予想を超えるものであったが、記者会見においてドラギECB総裁が利下げ打ち止め感を出してしまったことで、ユーロは緩和発表後の下げを全て取り戻した上で会合前よりも上昇した水準に押し上げられてしまっている。具体策の内容こそ立派な仕上がりだったが、結局は「(昨年)12月の二の舞」になった。

ユーロ/ドル相場は、後述する6つの緩和策が公表された直後、一時1.08台まで急落したものの、ドラギ総裁の発言を受けて1.120付近まで急騰し、その後概ね横這いとなっている。たとえ嘘でも「緩和策は無限にある。必要に応じて躊躇なく動く」と言っておくべきだっただろう。また、本当に為替に影響を与えたいのであれば、ECBはこれを機に緩和予告など止めるべきだろう。予告すればするほど市場は事前に値動きを織り込み、実際の決定と共にその取引を清算しようとする。現時点で、これほどの包括緩和が必要だったと考える向きは決して多くないはずだが、期待を膨らませた結果、やらざるを得なくなったものと見受けられる。後述するように、記者会見を見る限り、ECB理事会は明らかにマイナス金利の副作用を気に掛け始めており、今後の緩和を躊躇しているかのような印象が伝わってくる。やはりバイトマン独連銀総裁を擁するタカ派の反対が相当強かったのだろう。ちなみに今回、輪番制によってバイトマン独連銀総裁には投票権が無いが、それでも決定は満場一致ではなく、あくまで「大多数の賛成」だったという。ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事やオランダ、フィンランドといった国々から反対があったのだろう。結局、そうした反対派の声が大きくなる中、マイナス金利の下限を問われたことで、ドラギ総裁としても不安な本音を吐露してしまったというのが事の顛末なのではないだろうか。

なお、会見の中でドラギ総裁は「我々が何もせずにギブアップしていたら、今頃はデフレに陥っていたはず」と述べている。同様の言いぶりは最近の日銀の金融政策を巡っても耳にすることがあるが、何もしなかった場合の結果は誰にも検証できないため評価しようがない。今回のように満額回答をしておきながら、総裁のコミュニケーションミスでその効果が帳消しになるくらいであれば、先行きに手段を残せるという意味で「何もしない方がマシ」だった可能性もあるのではないか。

悔やまれる満点回答

今回決定された政策は今のECBが持てる力を十二分に発揮した満点回答だったと考えられる。また、記者会見前は政策金利の公表に止め、その後に非標準的政策を含むその他措置を公表するというECB特有の方式に関しても、決定事項が一気に公表される方式へと変更され、驚きを誘った。それだけに記者会見におけるドラギ総裁の失策（失言）が悔やまれるところだろう。

今回決定された策は①MRO金利の引き下げ(+0.05%→+0.00%)、②限界貸出金利の引き下げ(+0.30%→+0.25%)、③預金ファシリティ金利の引き下げ(▲0.30%→▲0.40%)、④拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額拡大(600億ユーロ→800億ユーロ)、⑤APPの対象資産に非金融法人の社債を追加、⑥ターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO2)を2016年6月から開始の6つである。基本的に

③と⑥を除けば市場予想を超える緩和内容である。⑥にしても本欄を含め延長を予想する向きは少なくなかったが、その際のオペ金利が場合によっては預金ファシリティ金利の水準（▲0.40%）まで引き下げられるという新たな条件が加わっている（要するに ECB から流動性供給を受けると利子が付いて返ってくる）。④にしても、市場予想の上限はせいぜい 750 億ユーロ程度であり、これを超える額は驚きであった。この「驚き」を作るために必要になったのが⑤の社債購入の追加ということになる。なお、①で MRO 金利を下げたことの意味は金融機関にとって悪い材料が更に追加されたことを意味する。現状、ユーロ圏金融機関は超過準備と預金ファシリティの部分に関してマイナス金利（これまでは▲0.30%。これからは▲0.40%）を払い、所要準備の部分に関して MRO 金利（これまでは+0.05%）を受け取っていた。ユーロ圏金融機関の健全性が取り沙汰される中、マイナス金利幅を拡大しつつ、さらに付利収入を完全に撤廃するという決断はかなり踏み込んだものといえるだろう。まず間違いなく、多くの準備預金を抱える国（ドイツを筆頭とする健全国）から反対があったはずである。

ちなみに、今回決定された一連の緩和メニューの中には含まれていないが、APP 遂行を円滑化するために ECB が購入可能な国際機関債の上限枠が発行者残高の 33%から 55%へ引き上げられている。現在は国際機関債に限られているが、今の流れに従えば、加盟国国債へ波及する日も遠くないだろう。いずれにせよ、出された策の内容自体は市場期待に対し満点に近く、失望を買うような内容ではなかった。

ドラギ総裁の失言

こうした決定にも拘わらず、失望を買ってしまうことになったのはひとえに 1 番目の質問者に対するドラギ総裁の回答において政策の出尽くし感が示唆されたからに他ならない。具体的には以下のような発言であり、結果的にはこれが失言ということになった：

- 本日における観点や ECB の措置が成長や物価に与える下支え効果を勘案すると、更なる利下げが必要になるとは予想しない。
- どのようなマイナス金利も有益であることを意味するのか。銀行システムに全く影響を及ぼすことなく、望むだけマイナス幅を拡大できるのか。答えはノーである。恐らく周知の通り、ECB は（準備預金における）階層構造の導入、（マイナス金利の）オペレーションからの免除システムについて協議してきたが、最終的にこれを決定しなかった。そうした決定により際限なくマイナス金利幅の拡大が可能になると示唆したくなかったからだ。理事会はこの手段がもたらす複雑な問題について問題意識を徐々に強めている。
- 銀行システム全体の収益性がマイナス金利導入により阻害されていないことを裏付けるデータはある。むしろ、これは全体の話であって個別行を見れば同じ状況にあるわけではなく、どの銀行もそうだとは言えない。

会見原稿を見れば分かるが、「どこまでマイナス金利を下げるのが可能なのか」といった趣旨の質問を行った 1 番目の記者に対する回答は非常に長い。途中でコンスタンシオ副総裁が交代してマイナス金利の金融機関への影響をコメントするという珍しい場面を挟んだことも一因だが、このやりとりを見るだけで ECB 正副総裁を含む理事会がマイナス金利の先行きに強い問題意識を抱いていそうなことは伝わってくる。階層構造を導入しない理由は大別して（1）今以上の金利先安観を演出したくなかったこと、

(2) そもそもユーロ圏では複雑で適用しにくいことなどが挙げられているが、少なくとも (1) は言う必要がなかっただろう。

オーバーリアクションではないのか？との質問も

今回改定された ECB のスタッフ見通しではユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の見通しに関し、2016 年が+1.0%から+0.1%へ、2017 年が+1.6%から+1.3%へ引き下げられ、2018 年は+1.6%とされた。ドラギ総裁が述べるように、これらは主として (mainly) 原油価格の下落を受けた動きとされるが、そうであればこの動きは一過性ということになる。また、こ

	2015	2016	2017	2018
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2015年12月)	0.0	-0.2~0.4 (0.5~1.5)	0.6~2.0 (0.9~2.3)	0.8~2.4 -
実質GDP (前回:2015年12月)	1.5	1.0~1.8 (1.1~2.3)	0.7~2.7 (0.9~2.9)	0.6~3.0 -
消費支出	1.6	1.9	1.8	1.6
政府支出	1.4	1.5	1.1	1.2
総固定資本形成	2.5	2.7	3.6	3.3
輸出(財・サービス)	4.8	3.0	4.3	4.6
輸入(財・サービス)	5.4	4.6	5.3	5.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は15~16年が1.11、17~18年が1.12。

れが「ユーロ圏は日本 (のデフレ) とは違う」というための有力な理由になっているものと思われる。だがそうだとすれば、これほど大掛かりな包括緩和策は行き過ぎではないかとの思いも感じられる。実際、今回の記者会見でも「一時的な原油価格の下落に対し、このパッケージはオーバーリアクションではないか」という質問が出ている。これに対してドラギ総裁は今回の決定は原油価格へのリアクションではなく、あくまで昨年 12 月対比で国際経済見通しが後退したことや金融市場のボラティリティが上昇したことが理由と述べている。しかし、事実としてスタッフ見通しが ECB 理事会の政策判断の重要な材料となっており、しかも HICP の 2% へ向けた誘導が責務だと総裁自身が連呼している中で、やはり原油価格による物価下振れが重視されたと考えるのは自然だろう。成長率見通しは 2016 年に関し+1.7%から+1.4%へ引き下げられているが、今回の包括緩和を正当化するほどの下振れとは言えない。直観的に、「包括緩和→ユーロ安→輸入物価上昇→HICP 上昇」という経路を狙ったと考えるのが自然だろう。金融政策と言いながら通貨政策化しているという状況は相変わらずと言える。

行きつくところはヘリマネなのか

今回の ECB 理事会はマイナス金利に弊害があり得ること、それゆえに今後も引き下げ続けることは難しく、そうであることを示唆したという点が最も重要だろう。これまで終始強気を貫き、期待の扇動に努めてきたドラギ総裁の特質を踏まえれば、これは変化の兆候と見受けられる。今回のドラギ総裁の言動を見る限り、今後 ECB はマイナス金利の掘り下げを進めるよりも量的拡大に力点を置いていく公算が大きい。APP の月間購入額を市場予想の上限よりも大きい 800 億ユーロへ引き上げ、購入対象資産に社債を加え、国際機関債の購入上限を引き上げたのは、今後「金利」ルートでは攻めにくくなることへの埋め合わせなのではないか。「金利」→「量」→「(マイナス) 金利」という道程を辿って、再び「量」に返ってきたのである。しかし、既に日銀がそうであるように、「量」の積み上げにも必ず限界はやってくる。

では次のステージは何か。いよいよヘリコプターマネー (財政ファイナンス) の可能性が取り沙汰される局面に入ってくる (もしくは既に入っている) のかもしれない。今回の記者会見では「総裁はまだ沢山の手段があるとおっしゃいますが、その道具箱の中に公的投資 (例えば欧州投資銀行) や消費者に対し直接資金を供与するような形のヘリコプターマネーも含まれていますか」といった質問が見られた。

遂にこうした質問が公然と出てしまうくらいに、中央銀行の手段が尽き始めているということなのかもしれない。しかも、このような質問は一笑に付されるのかと思いきや、ドラギ総裁は考えていないと言いつつ、「経済学者を含め様々な環境で議論されている非常に興味深いコンセプト」と意外に真面目な返答を行っている。その後、「我々はそのコンセプトは研究していない」、「会計上や法律上、明らかな複雑さを孕む」など否定的なコメントを口にしてはいるものの、全否定ではないという雰囲気意外感を覚えたのは筆者だけだろうか。今回の ECB の決定や 1 月末の日銀の決定を見る限り、金融政策で通貨安誘導を行い、景気を刺激する経路に限界が見え始めているようにも思われる。次の展開としての財政ファイナンスの実現が、何らかの形で実現するのではないかという点に関し、注意深くウォッチしていきたいところである。

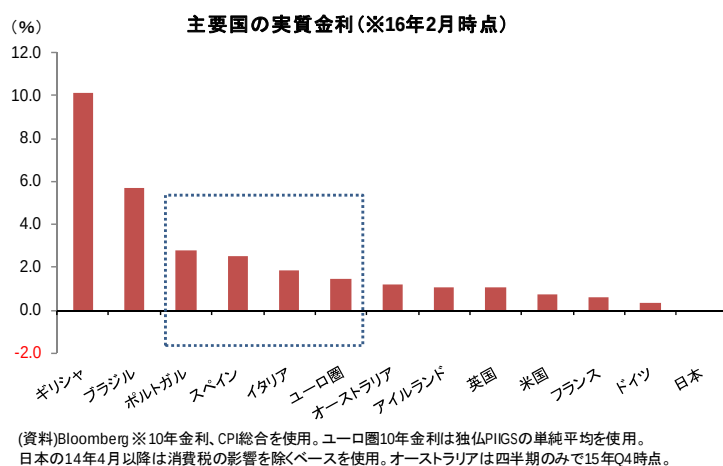
ユーロ相場への含意

一連の包括緩和のユーロ相場への含意は、現実の動きからも分かるように、ユーロ高である。ドラギ総裁はこれ以上のマイナス金利幅拡大は金融システムへのダメージを蓄積させるだけであり、不毛な政策路線であることを自覚し始めている節がある。少なくとも「次の一手」としてのマイナス金利幅拡大はハードルの高いオプションになったことは間違いなさそうであり、ユーロ相場では材料出尽くし感からの買い戻しが優勢となっている。既に述べた通り、3 月 FOMC を経て FRB の正常化プロセスは当初想定に比べてやはり後退し始めている。これにより昨年までは調達通貨として投機的なドル投資の原資を担ってきたと見られるユーロが買い戻されており、世界最大の経常黒字国通貨としての評価も相俟って、3 月末にかけては底堅い相場つきになっている。FRB の正常化路線の挫折がよりクリアになる今年半ばから後半にかけて、こうしたユーロ相場の底堅さが強まるというのが本欄のメインシナリオである。

《ユーロ相場のファンダメンタルズ分析》

高めの実質金利はユーロの魅力か

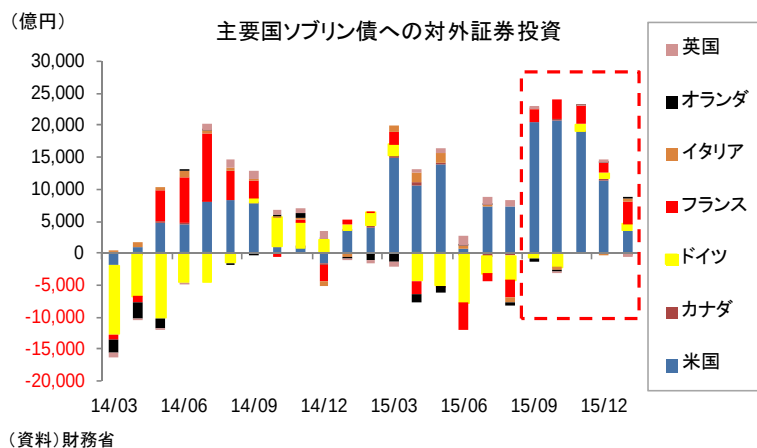
3 月 22 日に発生したブリュッセル同時多発テロを受けても震源地の通貨であるユーロ相場は底堅い推移が続いている。本稿執筆時点では、同テロが為替相場に与える影響は英国の EU 離脱 (Brexit) 懸念を介した英ポンド売りの加速に止まっており、その他通貨に対し大きな変動が見られているわけではない。昨年 11 月のパリ同時多発テロ同様、「テロで相場は動かない」というのが最近の傾向になっている。それにしてもユーロ/ドル相場は過去 1 年間、「1.05~1.15」



を主戦場とする相場が続いており方向感が全く出ていない。その間に FRB が利上げを行い、ECB がマイナス金利を拡げ、量的緩和 (QE) の実施・拡大まで踏み切ったという事実を踏まえればこれはやや意外である (しかもこの間、ユーロ圏ではテロに加え、ギリシャのユーロ離脱騒ぎや難民騒動もあった)。本欄でかねてから主張しているように、こうしたユーロ相場の底堅さは経常黒字の大きさや実質金利の

高さといった極めて基本に則した背景から説明できると考えられる。前頁図は主要国の実質金利（各国10年債金利－消費者物価指数総合の前年比）を見たものだが、日米よりも一部ユーロ加盟国の実質金利が相対的に高めであるのは事実である。

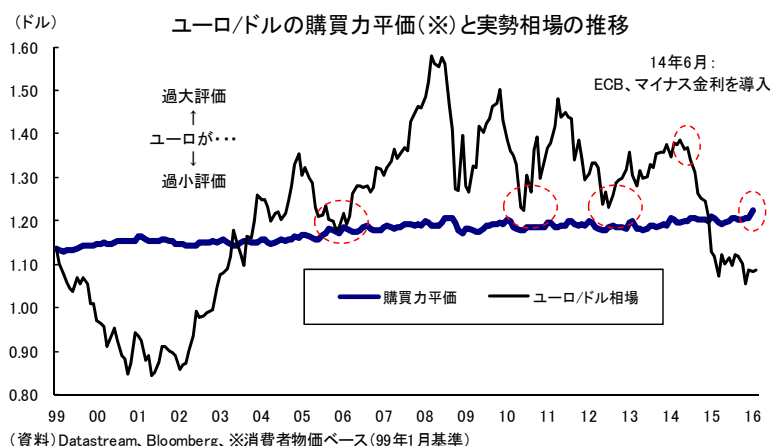
こうした動きは本邦国際収支統計における国・地域別の対外証券投資状況からも確認できる。相応の利回りと格付けを両立できるフランス国債が継続的に買い越しされている近況は欧州債への魅力を感じている投資家が存在する証左だろう（図）。3月23日のロイターは「日本勢のユーロ債投資が活況、ドル債投資のヘッジコスト高騰」と銘打つニュースを報じているが、「高過ぎるドル」が欧州債への資金フローを生



んでいる状況は確かにあるのだろう。マイナス金利を謳いつつも、物価状況などを加味すれば、相対的に有利な金利状況が今のユーロ圏にはあり、それが堅調なユーロ相場に寄与している可能性がある。

PPP との捻じれは強まるばかり

なお、相対的に高めの実質金利が存在する理由は南欧を中心として信用リスクに危うさを抱える加盟国が存在することも挙げられるが、やはり忘れてはならないのは執拗に継続するデシインフレ状況である。ECB が「2%」近傍への誘導を企図する HICP は 2013 年 10 月以来、一度も 1% を超えていない。結果として欧米物価格差は蓄積し、購買力平価 (PPP) 上はユーロ高傾向



が続くことになる。図示されるように、ユーロ/ドル相場の PPP は金融危機後、じわじわと高まっており、今年 1 月時点では 1.22 付近にある。ECB は 1.15 が接近する度に口先介入を含め相場の低め誘導に腐心するくらいがあるが、これにより PPP との捻じれ状況（格差と言い換えても良い）は強まるばかりであり、反騰のマグマが溜まっているように思われる。

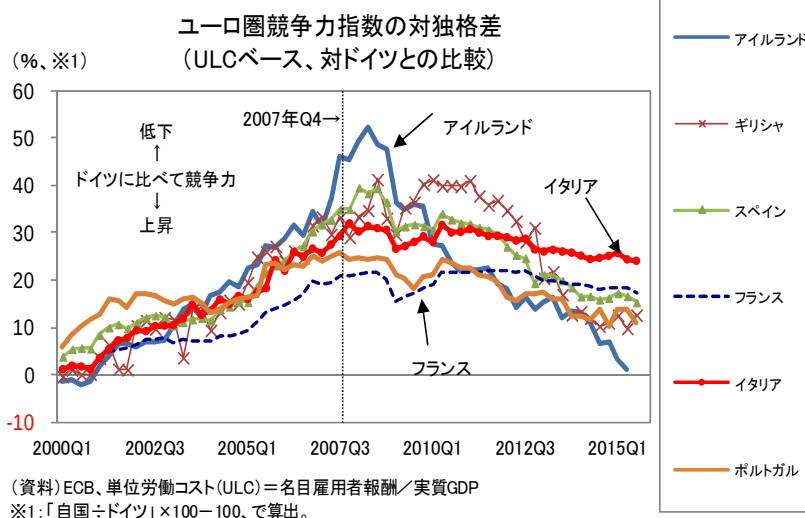
ユーロ圏各国の実質実効為替相場状況

とはいえ、現状以上にユーロ相場が上昇した場合、困る国が出てくるのも確かである。ECB が恥も外聞もなくユーロ高に反応するのは、それでダメージを受ける加盟国が存在するからである。次頁図はユーロ圏各国における実質実効為替相場（通称：競争力指数）について、対ドイツの格差を見たものである。

アイルランドを筆頭に、ギリシャやポルトガルそしてスペインといった加盟国は 2007 年夏までに急拡大したドイツとの競争力格差を概ね解消しているが、イタリアやフランスは殆ど変わっていない。これほどのユーロ安が進みながら域内不均衡が最も拡大していた 2007 年当時と比べても競争力が改善していないということは、それだけ国内経済における高コスト構造が温存されていることに他ならない。足許でイタリア系金融機関

の経営不安が断続的に持ち上がっているのは、非効率性が温存された国内経済情勢の裏返しとも言える。

この状況でさらにファンダメンタルズに則したユーロ高が発生した場合、ユーロ圏はイタリアやフランスといったコア国を巻き込んだ景気停滞に見舞われる可能性が高いと考えられる。



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。