

中期為替相場見通し

2016 年 5 月 2 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 円割れを臨む想定変わらず～

国際的文脈の現状と展望～敢えて探す円安材料～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～緩和があらうと、なかろうと～	P.7
米金融政策の現状と展望～ドル高不安という論点は変わらず～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～重要なことは「米中の安定にドル安が必要」という視点～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～「高いユーロ相場」の許容を求められる ECB～

ECB の金融政策の現状と展望～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～	P.12
国際的文脈におけるユーロの立ち位置～通貨安競争批判は不可避～	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

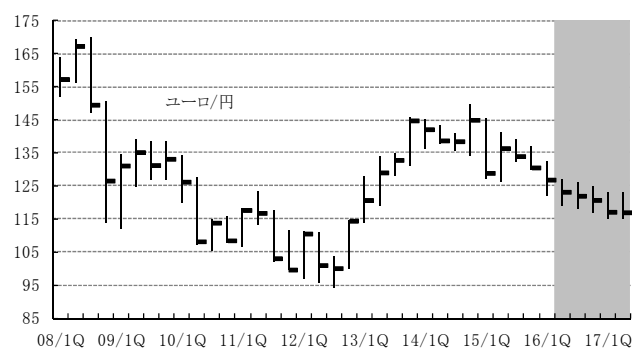
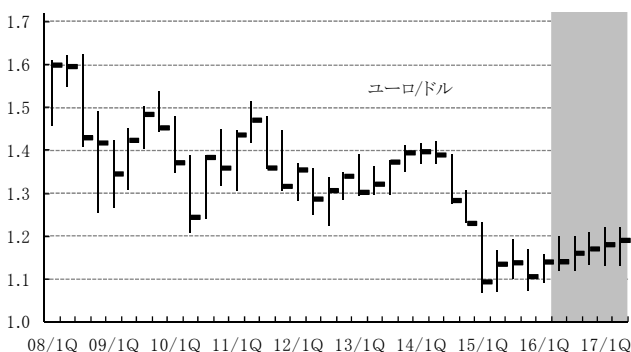
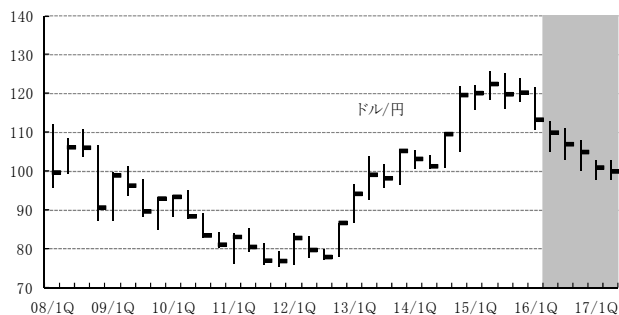
ドル/円相場は、再び年初来安値を更新する展開が見られている。乱高下こそ激しいものの、全くもって本欄の予想通りの展開である。性急に上がり過ぎたドル相場は調整が必至であり、2016年の米経済・金融政策は過去4年とは異なったものになる。その必然的な結果として日米金融政策格差をアテにした円安・ドル高も難しくなる。また、購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)で見れば明らかに円安は過剰であり、調整の幅は理論的に見て大きなものを想定せざるを得ない。これが昨年央から本欄が強調してきた見通しの骨子であり、率直に言って、旧来的な「ごく普通の為替見通し」と言える。4月末に発表された米為替政策報告書を巡る動きも、従前のハウスピーアの範疇で起きたことであり、基本シナリオを変えるには至らない。4月以降も、この「ごく普通の為替見通し」は変わらない。予測期間中の下値目途は100円と設定し、これを割り込むリスクも警戒する。とはいえ、目先で言えば、投機ポジションがあまりにも円ロングに傾斜しすぎているのも事実である。これを取り崩す動きが4～6月期に生じ、一旦は戻りを試す好機もやってくるだろう。しかし、それを通年のトレンドと見紛うべきではない。結局、日銀のバズーカ云々、投機筋云々という議論はノイズに過ぎず、本質的なものではない。

片や、ユーロ相場は底堅い動きが続いている。執拗に論じてきたように、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。ユーロ相場が騰勢を強めつつあり、しかもインフレ期待が歴史的な低水準まで落ち込んでいるにも拘わらず4月のECB理事会は現状維持を決断した。これは政策運営の行き詰まりを示すものであり、今後もECBは多額の経常黒字と高めの実質金利を有する通貨を人為的に押し下げ続けることの難しさを感じ続けるはずである。予測期間中、徐々にユーロ/ドルの取引レンジは切り上がり、1.15超の水準も珍しいものではなくなるだろう。とはいえ5～6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月を目途に相場は軟化しやすいだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～4月(実績)	5～6月期	7～9月期	10～12月期	2017年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	106.27 ～ 121.70 (106.41)	105 ～ 113 (110)	103 ～ 111 (107)	100 ～ 108 (105)	98 ～ 103 (101)	98 ～ 103 (100)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1465 (1.1472)	1.10 ～ 1.18 (1.12)	1.10 ～ 1.18 (1.14)	1.11 ～ 1.19 (1.15)	1.11 ～ 1.20 (1.16)	1.11 ～ 1.20 (1.17)
ユーロ/円	121.71 ～ 132.45 (122.06)	119 ～ 127 (123)	118 ～ 126 (122)	117 ～ 125 (121)	115 ～ 123 (117)	115 ～ 123 (117)

(注) 1. 実績の欄は4月29日までで、カッコ内は5月2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 円割れを臨む想定変わらず～

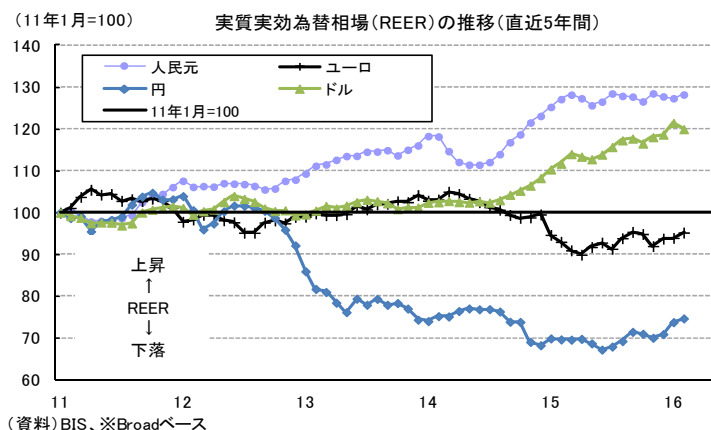
《国際的文脈の現状と展望～敢えて探す円安材料～》

国際的文脈を踏まえた見通し作りを

今年の為替相場見通しを策定するにあたっては、国際的な文脈を踏まえつつ、パスを描くことが重要になってきている。実際、4月に入ってからのも替市場では通貨安競争回避というフレーズを幾度も耳にした。回避へ向けた努力が強調されるほど、現状が通貨安競争に酷似する環境に陥っている証左と感じざるを得ない。言うまでもなく為替市場はゼロサムゲームであり、誰かが得をすれば誰かが損をするのであり、「通貨高で困っている国の按分」は「通貨安で潤っている国の按分」と一致する。これを直感的に理解するのは難しいが、国際経済外交の舞台においては、国際決済銀行 (BIS) の算出する実質実効為替相場 (REER) が唯一共通の尺度として活用される。図示されるように、過去 5 年 (2011～2015 年) で最も世界の通貨高の按分を引き受けてきたのは米国と中国であり、その一方でユーロ圏と日本は通貨安の按分を享受してきた。足許で起きていることは、これらの巻き戻しと言っても差支えはない。

また、今の世界経済が明らかにドル安を介した国際協調を必要としていそうなことも円高・ドル安見通しを補強する。FRB が利上げに邁進し、ECB や日銀が金融緩和を繰り返す状況はドルの独歩高を招くだけであり、必然、これに連動して人民元相場も押し上げられることになる。その結果がある日突然の人民元大幅切り下げであり、これを受けた金融市場の反応がどうなるかは今さら説明を要しないだろう。こうした現状認識の下で導き出される最適解は FRB の利上げ停止、ECB 及び日銀における緩和停止、そして中国当局による資本規制強化であり、だからこそ公にされていない「上海合意」の存在について観測報道¹が出るまでに至っているのだろう。

なお、筆者の想定では上海合意があろうがなかろうが、米国の利上げプロセスは持続的ではないという前提に立っている。FRB はバブル懸念を念頭に引き締めを続けるであろうが、やはり過去 2 年弱のドル高ペースが今後 1～2 年続くと考えるのは相当勇気がいるように思われる。



「さや当て」を警戒する為替市場

国際的な文脈からの風景を推し量る上では、4月15日 (日本時間16日) にワシントンで開かれていた 20 개국・地域 (G20) 財務相・中央銀行総裁会議は重要なイベントであった。2月の上海会合と同様、各国の財政・金融・成長戦略を駆使することによって現在の停滞を乗り越えていくことが確認され、公式の声明文自体に新味はなかった。しかし、ルー米財務長官が会議後の記者会見で「最近では円高が進んだが、為替市場の動きは秩序的」と述べたことが本邦政府・日銀の政策対応をけん制したものの受け止めが流布し、直後の為替市場では円高・ドル安が見られた (同じタイミングで開催されたドーハ産油国会合において原油増産凍結で合意できなかったことも一因)。この点、従前より為替市場の動きに懸念を示していた麻生財務相は「今日現在で見れば為替が激しい動きではないことは確か」と述べ、ルー財務長官との発言の齟齬はあくまで解釈時点の違いに起因するものと強調し

¹ 『プラザ合意に似た「上海合意」が存在する可能性、一部アナリスト指摘』2016年3月18日、ブルームバーグ

ている。もちろん、ルー財務長官の発言の真意がどこにあったのかは知る由もない。ただ、為替市場の参加者はこうした要人発言の食い違いをもって通貨外交上の「さや当て」と見なし、基軸通貨の意向を汲み取るように取引を行いやすい。折しも、ドル高に対する米通貨・金融政策のスタンスが注目されていたところへ、こうした発言が重なったことで、為替市場は余計に浮足立つことになる。その後、4月29日に公表された米為替政策報告書で日本が中国、韓国、台湾、ドイツ共に「監視リスト」入りとされたこともこのような思惑に拍車を駆けている。日々為替介入している国とそうではない国を同一視する判断には疑問を感じるが、為替市場参加者は気にせざるを得ない。

率直に言って、昨年のドル/円相場の値幅が10円だったことを思えば、年初3か月間で10円超の円高は声明文で謳われる「過度な変動や無秩序な動き」と判断されても不思議ではない。だが、米中経済を筆頭として「世界経済がドル安で安定する」という状況がある以上、過去3年が一方的な円安相場だったという経緯も手伝い、国際的に見て「日本が円高で困る」との主張が通り難くなっている面もあるだろう。こうした状況はユーロ圏も同様であり、特に抱えている経常黒字及び貿易黒字の大きさで言えば、最も通貨高に対し抗弁しにくい立場である(この点は後述する)。昨年来の本欄では米国の通貨・金融政策がドル高を許容できなくなり、それを主因として円高・ドル安相場への反転が始まると予想してきた。年初から足許までに起きていることは、そうした予想そのものである。

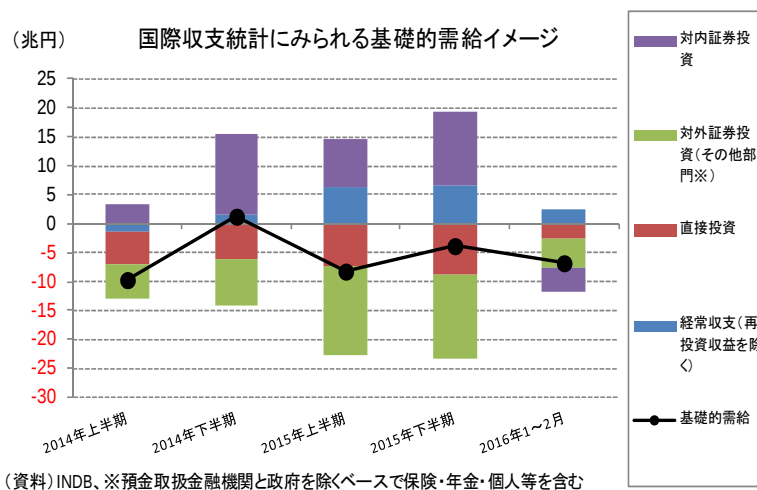
敢えて探す円安材料:①円相場の基礎的需給環境

年初来の地合いを受け「どうしたら円安に戻るのか」という照会が多い。過去3年間、円安が進行する過程で「どうしたら円高に戻るのか」という照会が皆無であったことは対照的であり、それだけ本邦において「円高よりも円安の方が良いに決まっている」という深層心理が根強いことが窺い知れる。しかし、米通貨・金融政策としてドル高を許容できないという環境が変わらない限り、円高・ドル安という大きな流れも変わりようがないというのが引き続き本欄の想定である。上述した通り、今やドル安は米国だけではなく中国を含む新興国の安定に必要な調整であり、国際経済・金融の潮流にも思われる。暗黙の上海合意の有無自体は筆者には確認しようがないが、世界経済にとって米中の安定が不可欠であり、ドル安がこれに必要である以上、事態はそうのように推移すると考えたい。

こうした状況下、敢えて円安・ドル高に反転する材料を探すとすれば何があるか。もちろん、FRBが昨年末に見せたようなタカ派姿勢を取り返すのであれば、それが一番手っ取り早い。過去の本欄や外部寄稿²などで述べていることだが、基軸通貨の意向は何よりも重いというのが今年1~3月期の相場から得られる教訓である。同期間に日銀はマイナス金利を導入し、ECBはフルパッケージの緩和に踏み切ったのに対し、FRBはドット(点)の位置をずらしただけだが、結果として起きたこ

とはドル相場の急落である。ゆえに、FRBのタカ派姿勢を強めることがドル高相場の復活にとって最も近道であることは間違いない。だが、それ以外にはないのか。ないわけではない。

例えば、円相場の基礎的需給環境は注目に値する。昨年までの円安・ドル高相場をけん引してきたのは第一にFRBの正常化プロセス、第二に日銀の緩和姿勢、そして第三にこれらに付随する基礎的需



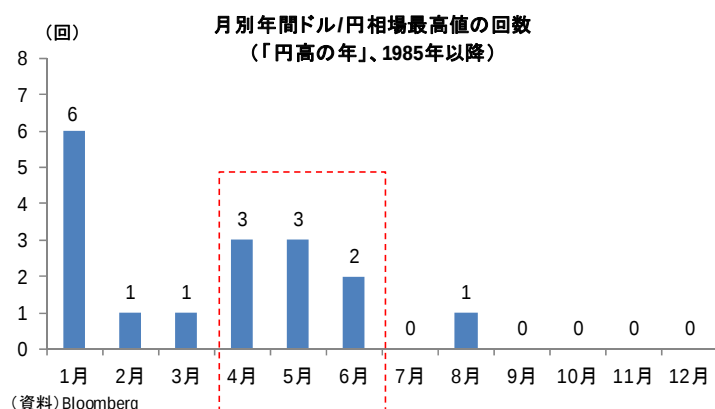
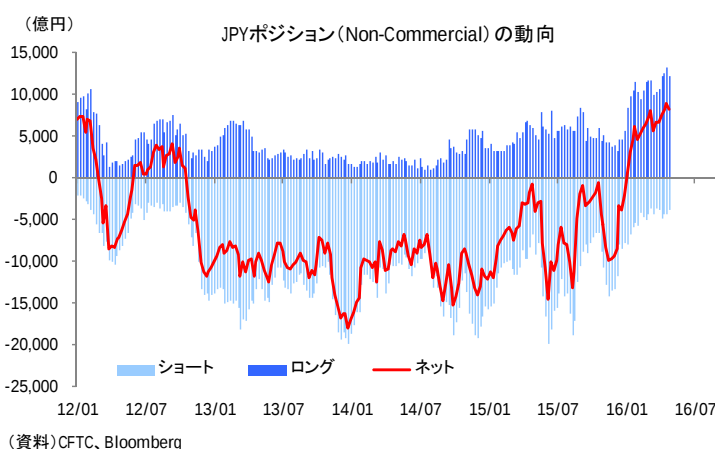
² ロイター外国為替フォーラム 2016年4月8日配信『米国が導く円高、ドル100円割れあるか』などをご参照下さい。

給環境の円売り傾斜であった。本欄で見通しの参考としている基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)に目を向ければ、今年1～2月も昨年からの流れを引き継ぎ、旺盛な対外証券投資が円売り超過の需給環境を作り出している(前頁図)。もちろん、年初2か月間の傾向が今後10か月続く保証はないが、国内金利が限界まで押し潰されている以上、「外に出るしかない」という投資環境が存在するのも確かであり、FRBのファイティングポーズが続く限り、この構図が続いても不思議ではない。しかも、足許では原油価格が反転上昇し始めていることを踏まえれば、経常黒字の縮小も重なることになり、尚のこと、基礎的需給環境は円売りに傾きやすくなる。既に明らかになっている3月分の対外証券投資を見れば、中長期債の買い越し額が5兆2098億円と現行統計開始以来、過去最大を記録しており、少なくとも筆者の試算する基礎的需給では円安を示唆する状況が続く見通しである。

とはいえ、統計上の対外証券投資が出ていても、それが実際に為替市場にインパクトをもたらすものかどうかは定かではない。4月12日付の日本経済新聞朝刊19面では大手生保運用担当者のコメントとして「さすがに為替リスクをとってまで外債投資を増やそうという気にはならない」との実態が報じられていたが、統計上の対外証券投資の買い越しが加速していても、ヘッジ比率の高まりと共に為替市場への影響は抑制される可能性もある。FRBの正常化プロセスを巡って不安感が台頭している現状を踏まえれば、円安ドライバーとしての対外証券投資に過度な期待を寄せるのは危険にも思われる。但し、後述するように、本邦投資家による対外リスク意欲の高まりが本欄の円高シナリオにとって大きなリスクであることは間違いない。

敢えて探す円安材料:②投機の巻き戻し

また、本欄を含め、円高シナリオを描く向きにとって気掛かりなのがIMM通貨先物取引に代表される投機ポジションの動向である。図示されるように、現状(最新は4月26日時点)で投機筋の円ポジション(対ドル)はロングが増加する一方で、ショートが減少している結果、ネットロングポジションが急増している。これは金額ベースで見ると約6年ぶり、枚数ベースで見れば、約8年ぶりの高水準である。4月下旬以降にドル/円相場が持ち直したのはこの巻き戻し以外何物でもなく、その過程で円安が進むことも本欄では織り込み済みである。前月の本欄でも述べたように、4～6月期の円相場は「これ(投機ポジション)が取り崩される中でどこまで円安に戻るか」がテーマであり、それが始まったに過ぎない。米経済指標の改善が全く相場のゲームチェンジャーになれていない近況に鑑みれば、4月28日の日銀金融政策決定会合における追加緩和などが潮目を変える契機として想定されたが、後述するように、これは現状維持となり、さらに投機の円買いが積み上がったものと思われる。この点、4



～6 月期の円安リスクを警戒するという本欄の従前のスタンスは引き続き維持すべきものだろう。

しかし、所詮は投機ポジションの清算であり、持続的ではないため、これが年間の趨勢に結びつくことはない。過去の本欄でも述べたように、歴史的に「円高の年」を振り返ってみても、4～6 月期は一旦円安に戻ることが多かった(前頁図)。理由は定かではないが、今年の例を見る限り、年初からの一方的な円高が小康を得るのがこの年央に差し掛かるというタイミングなのかもしれない。いずれにせよ、現状の傾き過ぎた円買いが解消される中で付ける円安・ドル高水準が、今後8か月における最高値となる可能性は高く、115 円まで戻れば「御の字」といったところではないか。

円高の目安について

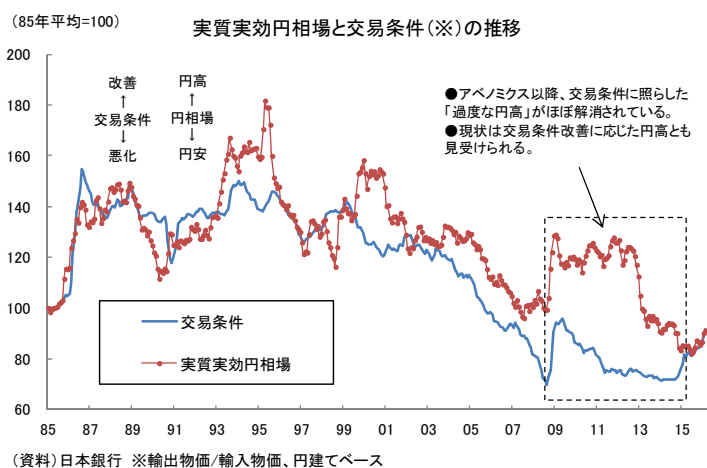
円高の目安としては引き続き「100 円」を目途とし、その後、割り込むリスクも否定しない。これは歴史的にドル/円相場の上限であった企業物価ベース購買力平価(PPP、1973 年基準)が現在、ちょうど 100 円付近であることに着目したものである。アベノミクスが取り沙汰されて以降、この水準をことごとく上抜けてきたことに対し、どのように理解すべきなのかという点に関しても本欄では繰り返し述べてきた。「インフレ率 2%が当たり前の世界」を前提とするのであれば、当然にして PPP は円安・ドル高に調整される。実勢の消費者物価指数(CPI)が動意づく前に、為替市場がその期待を先取りしたと考えるのが最も論理的に筋が通る説明である。

だが、今や「2 年で 2%」は「4 年で 2%」を目指す状態にあり、当初否定されていた「戦力の逐次投入」も憚らない状態にある。この上、切り札として導入したマイナス金利政策は世間から歓迎されておらず、円高抑止効果は全く出ていない。所詮は常に「相手がある話」である為替市場において、国内金利を非負領域まで押し下げても、相手方(ドル)の金利も絶対値として大きく下がれば金利差はさほど拡大しない。上述したように、FRB の正常化プロセスに挫折の疑いがある以上、積極的に円売り・ドル買いを仕掛けるには相応の勇気が必要である。なお、みずほマーケット・トピック 2016 年 4 月 6 日号『ドル/円相場、110 円割れの読み方』でも述べたが、REER の長期平均への回帰を想定した場合、100 円割れも十分視野に入る。

円高と日本経済に対する所感

なお、110 円割れの円高・ドル安水準が定着していることを受けて、日本経済への影響を不安視する声もあるが、過度に悲観ムードを騒ぎ立てることに慎重でありたい。円安で嵩上げされていた分、製造業部門における収益は大きく押し下げられる。これに応じて株価も落ちるだろう。この点は確かに由々しき問題ではある。昨年の年間値幅を超える動きが、僅か3か月間で、しかも全て円高方向の動きとして生じている。輸出部門に与えるダメージが大きいことは間違いなく、民間部門の消費・投資意欲を削ぐ不安はある。

しかし、そうした方向感の議論と、水準の議論は分けて考える必要がある。120 円を超えた辺りから政治家を含めて円安のコストを不安視する声があがり、実際に実質賃金の伸び悩みが国会答弁でも注目されるように



なった。産業界からも過度な円安やそれをもたらす金融緩和に対し、否定的な見方が散見されるようになったことは記憶に新しい。何より、現時点でも円の実質実効相場は 1970 年代並みの円安水準にあり、これで「日本経済が大丈夫ではない」というのであれば、為替以外の部分に何か問題があるとも考えることも必要である。事実、2013 年 5 月に実施したロイター企業調査では約 8 割の企業が 95～100 円程度が望ましいと回答している。本欄の予想通り 100 円近辺まで調整するとしても、その水準をもって日本経済が壊滅的なダメージを被るとは思えない。しかも、原油価格は 2013 年当時と比較して半分以下になっている。円相場の上昇と原油価格の急落によってもたらされるのは交易条件の劇的な改善であり、通常、企業の収益環境にとって追い風を意味する。実際、今年に入ってから円の REER は円高方向に動いているが、これは交易条件指数の改善と合わせ見れば理論的な動きと言える(前頁図)。変動為替相場制を採用している以上、為替相場は究極的には貿易環境の有利・不利を均すように調整することが想定される。非常に粗っぽく言えば、「原油安でコストが浮いた分、円高でコストが増した」とも考えられるかもしれない。2013 年以降、ドル/円相場が 50%以上も上昇しても輸出数量は大して増えず、むしろ徐々にそのコストを議論する声の方が大きくなった。「円高即不況」という条件反射的な議論をするのではなく、冷静にその影響を見極める姿勢を持ちたい。

《日銀金融政策の現状と展望～緩和があらうと、なかろうと～》

精神的余裕を与えた 111 円台

4 月 28 日開催の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。1 月 29 日にマイナス金利政策を導入して以来、円高・株安傾向が定着しているが、実務的にはまだマイナス金利政策が約 2 か月しか実施されていない中で、追加緩和を放つという選択肢は控えられた。期待の後退を抑止すべく躊躇なく行動するという当初の運営方針がより分かりにくくなった印象は拭えない。円高・株安に加え、熊本地震の影響などもあって 1～3 月期のマイナス成長を見込む声は強まっており、追加緩和に動くだけの大義はあったように思われる。その方が CPI 上昇率

の「+2%」の達成期限が「2017 年度前半」から「2017 年度中」に延期されたこととも整合的だっただろう（これはつまり、黒田総裁の任期（5 年）いっぱいをかけて到達するという青写真になったということでもある）。斯かる状況下、追加緩和は-効果の有無は別として-当然想定される局面であったと言える。結局、会合直前の緩和観測報道も手伝ってドル/円相場が 111 円台まで値を戻していたことが、現状維持を決定するだけの精神的余裕を日銀に与えたのだと思われる。

3 月声明文は地均しだったのか？

また、改定された「経済・物価情勢の展望（展望レポート、表）」では生鮮食品を除くコア CPI の上昇率について、2016 年度は前回 1 月の+0.8%から+0.5%へ、2017 年度は+1.8%から+1.7%へ、それぞれ下

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	0.7～0.7 <0.7>	0.0	
1 月時点の見通し	1.0～1.3 <1.1>	0.0～0.2 <0.1>	
2016 年度	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.8 <0.5>	
1 月時点の見通し	1.0～1.7 <1.5>	0.2～1.2 <0.8>	
2017 年度	0.0～0.3 <0.1>	1.8～3.0 <2.7>	0.8～2.0 <1.7>
1 月時点の見通し	0.1～0.5 <0.3>	2.0～3.1 <2.8>	1.0～2.1 <1.8>
2018 年度	0.6～1.2 <1.0>	1.0～2.1 <1.9>	

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

方修正された。同様に、実質 GDP 成長率も 2016 年度が+1.5%から+1.2%へ、2017 年度は+0.3%から+0.1%へ下方修正されている。これだけの下方修正になりながら追加緩和の判断に至らなかったことは普通に考えれば違和感がある。だが、展望レポート上の数字こそ下方修正されたものの、声明文の景気認識は 3 月会合時点で事前に全面的に引き下げられた経緯がある³。今回の現状維持判断は 3 月を引き継いだだけという建付けなのかもしれない。結果論ではあるが、3 月から 4 月現状維持への地均しが始まっていたという読み方もできる。いずれにせよ、雇用・賃金情勢の逼迫が賃金を押し上げ、家計部門の消費行動も加速し、いずれ物価は上がるという従前のシナリオが保持されており、引き続き雇用市場が現政策の「頼みの綱」となっている感はある。

為替相場への含意:緩和があらうと、なからうと

これまで論じてきた通り、筆者は今回の会合で追加緩和が決定され、これに応じて積み上がっていた投機筋の円ロングポジションが解消、3 月 29 日発行の本欄では 4～6 月期中に 117 円までの上値目途を想定していた。だが、今回の現状維持によって投機筋のポジション調整の動きは遅延することになり、当面は細かな（ドルの）ショートカバー主体で堅調に推移しそうである。問題はそうした漸進的なポジション調整は恐らくドル/円相場の急落こそ回避するものの、水準を大幅に押し上げることにもならなそうということである。例えば、結果的に 110 円付近でポジションの解消に至ってしまった場合、次の円高局面はその水準から始まることになる。そう考えると今回、緩和によってドル/円相場を押し上げ、糊代を作って置く意味もあったように思われる。結局、緩和があらうと、なからうと円高の可能性が高いとすれば、やはり今回動くことが後々の政策運営を楽にしたのではないかと考えてしまう。

切れるカードがいよいよ限られ始めている中、「次の一手」は様々な要素に鑑みて、最も大義が立つ場面で投入される必要がある。野球に例えるならば、既に手札が尽きつつありフルカウントで追い込まれている日銀にとって、緩和に適した会合を逃さない「選球眼」も重要になってきている状況と思われるが、今回はバッターである日銀にとって「良い球」が来ている打席だったのではないかと（少なくともドル/円の押し上げという意味では）。確かに「カードの温存」はポジティブだが、そのカードは有効なタイミングで切られて初めて意味を持つ。今後これだけの好機が来るかは不透明であり、日銀は引き続き緩和催促と巧く付き合っていくことを余儀なくされるだろう。

《米金融政策の現状と展望～ドル高不安という論点は変わらず～》

「FRB 金融政策≡ドル安要因」は変わらず

4 月 26～27 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標のレンジを 0.25～0.50%で据え置く現状政策の維持を決定した。3 月以降、一部の地区連銀総裁から 4 月利上げを支持するコメントが相次いでいたものの、記者会見というチャンネルを持たない会合で利上げを強行するほどの理由がないのは自明であっただけに、市場への影響も軽微なものだった。敢えて言えば、声明文における国際経済・金融環境に係るリスク文言が後退しており、ドル/円相場はタカ派的な解釈と共に若干ながら上振れている。6 月利上げに望みを繫いだものの、その可能性については相変わらず高いものとは思えず、引き続き FRB の金融政策

³ 3 月声明文では、景気判断に関し、1 月の「緩やかな回復を続けている」から「基調としては緩やかな回復が続いている」へ下方修正された。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でも不思議ではなかった。

はドル安要因と整理するのが良いだろう。年初 50%弱あった 6 月 15 日会合における利上げ織り込みは今や半減しており、これがそのままドル/円相場の水準切り下げに直結しているのである。

声明文に見られる細やかな配慮

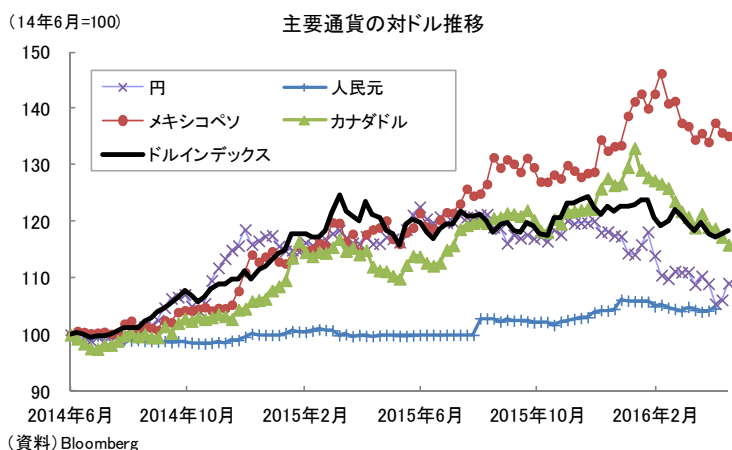
声明文の変更は僅かなものに止まっており、市場期待にショックを与えないようにしたいという FOMC の配慮が見て取れる。冒頭の景気判断に関しては「economic activity has been expanding at a moderate pace」から「growth in economic activity appears to have slowed」となっており、拡大から減速へと明確に下方修正されている。だが、これはあくまで「labor market conditions have improved further even as growth in economic activity appears to have slowed」といった書きぶりになっており、むしろ雇用市場の一段の改善を強調する格好が取られている。タカ・ハトのバランスを取った工夫なのだろう。また、前月までの景気判断に付加されていた国際経済・金融情勢を懸念する文言「despite the global economic and financial developments of recent months」も削除されており、第一パラグラフだけ読めば、「どちらかと言えばタカ派」という印象が抱かれる。

なお、元より無風と見られていた今回の声明文で注目されたのが経済・物価見通しを評価する第二パラグラフの「global economic and financial developments continue to pose risks」といったリスク文言の取扱いだった。この点、今回は「the Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments」とし、従来から存在した「The Committee continues to monitor inflation developments closely」に混ぜ込む表現へ変更されている。敢えて、国際経済・金融情勢に係るリスクを別建てで切り出すことを止めたという動きは上方修正と考えて良いだろう。しかも、上述したように、第一パラグラフに置かれていた同リスクに言及する文言は削除されていたことを踏まえば、1～3 月期と 4 月で海外絡みのリスクは大分後退したというのが FRB の見立てなのだろう。

結局論点は変わらない

国際経済・金融情勢への懸念が後退したとはいえ、ワシントン G20 後に見られたルー財務長官の言動や次期大統領候補者のドル高をけん制する発言などを見る限り、次回 6 月利上げの確度が高まったとはとても思えない。結局、論点は相変わらず「これ以上のドル高に米国が耐えられると思うか否か」である。円安・ドル高見通しを掲げるためには、ドル相場の継続的な上昇とこれを許容する米通貨・金融政策（≒米財務省&FRB）

という前提が絶対に必要になる。しかし、ドル相場が未曾有のペースで押し上げられ、米国の製造業部門にとっては逆風が吹き続けている。特に、米国の対世界向け輸出の 3 割超（2014 年実績ではカナダで約 19%、メキシコで約 15%）を占める NAFTA（北米自由貿易協定）通貨に対するドル相場の騰勢は目を惹くものである（図）。例えば、ドル/メキシコペソ相場を見た場合、2014 年 6 月対比で 2016 年 2 月



時点では最大で+50%上昇していた。ラフに言えば、米製造業の人件費が2年弱の間でメキシコ対比1.5倍になったことになる。斯かる状況が続けば、相応に米経済の製造業雇用に良からぬ影響が生じるのは自然だろう。引き続き筆者はドル高相場の修正を求める政治・経済的圧力が高まる中で、FRBは正常化プロセスを一旦停止せざるを得ず、これが円高・ドル安シナリオに繋がるものと考えている。このような想定が1つの結果として結実し、市場に表出したのが4月29日の米為替政策報告書における日本を含む5か国に対する「監視リスト」入りの動きである。本欄のメインシナリオに特に影響は無い。

《メインシナリオへのリスク点検～重要なことは「米中の安定にドル安が必要」という視点～》

投機巻き戻しは些細な出来事

4月後半にかけて大きく円安・ドル高に戻す動きが見られたものの、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がない。常々述べてきたように、4～6月期は積み上がり過ぎた投機筋の円ロングポジションの解消、英国のEU離脱（Brexit）を巡るポンド売り・ユーロ売りの思惑などからドル買い先行ムードの下、ドル/円相場は一回値を戻す局面だと筆者は考えている。前者に関しては1か月前の本欄で「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」と述べた通りであり、今後2か月間において円安に戻す動きもあろうが、あくまで想定通りの動きであり、メインシナリオを揺るがすものではない。

筆者の基本認識を改めて確認しておく、2016年の為替相場見通しを策定する上での要諦は「日本が円高についてどう思うか」ではなく、「米中の安定にドル安が必要」という点である。今、足許で起きていることは過去5年間の一方的な相場の巻き戻しに過ぎない。冒頭の前掲図でも確認したように、過去5年で人民元は約+30%、ドルは約+20%上昇し、円は約▲30%、ユーロは約▲10%下落したという経緯がある。ここからさらに過去5年と同じ方向を予想するのは上昇してきた通貨の国の経済に対し、よほど強い信頼感が必要になるはずである。筆者はそのような信頼感を米国や中国の実体経済に抱けないため、必然的に円高を予想せざるを得ないという立場である。毎月論じているように、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、本邦経常黒字額が拡大し、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」への転換を予想することが妥当と考える。一時的な投機ポジションの振れや金融政策の一挙手一投足に捉われることなく、国際的な文脈を捉えつつ、大局的な相場観を持つことを引き続き推奨していきたい。具体的な目途としてはPPPで示唆される100～105円を1つの下値目途とすることも前月から変更は無い。

メインシナリオへのリスク

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。当然、最大のリスクは米経済が予想外に底堅く、FRBの正

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	新大統領の通貨政策は？	・ヒラリーにしろ、トランプにしろ、ドル高けん制中。財務長官人事は？	円安ドル高
日 本	③	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体→オープン拡大へ？	円安ドル高
	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	・ECB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
そ の 他	⑥	国際的な為替合意の顕在化	・「米国は利上げ中止、中国は元買い介入中止、日欧は緩和中止」のG4合意？（≒伊勢志摩合意？）	円高ドル安

（資料）筆者作成

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。4 月 FOMC では景気判断こそ下方修正されたものの、引き続き雇用に関する表現が上方修正され、国際経済・金融情勢に係るリスク認識も明らかに後退した。6 月以降の連続的な利上げが確保されている環境とは到底思えないが、株価が騰勢を強め、不動産価格の上昇も目に付き始めている状況下、実体経済の成熟化を横目にプルーデンス対応としての利上げという大義は立ちやすくなっている面もあろう。奇しくも個人消費支出（PCE）デフレーターなども底打ちを見せ始めており、本欄の想定を超えるペースで利上げが行われてしまうリスクは感じる。

第二に、予測期間後半に明らかになる米国の新大統領及びその通貨政策の行方も気にせざるを得ない。現状では民主党候補のヒラリー・クリントン氏、共和党候補のドナルド・トランプ氏の両氏共に公然と円安批判を展開している。もちろん、選挙期間中の言動ゆえ、割り引く必要があるが、2010 年 1 月の一般教書演説においてオバマ大統領が掲げた 5 年間に亘る輸出倍増計画がそのまま同期間の円高・ドル安と重なったことを思い返さずにはいられない。折しもドル相場の高止まりが続く中で新政権が発足するとしたら、同じような展開が起きる可能性も念頭に入れる必要はある。

第三に、本邦投資家による積極的な対外投資も円高シナリオにとってのリスクである。真っ当に考えればこれが一番現実的なリスクである。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は説得力がある。実際、4 月に入ってから公表された主要生命保険会社の 2016 年度運用計画では国内から海外への傾向が明らかに強まっている。肌感覚としてヘッジ付きが支配的という印象が強いが、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（いわゆるオープン外債投資）が続く、ドル/円相場を押し上げ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、対外証券投資はさほど脅威では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、予想外に為替リスクを取る投資家が増え、経験則が通じないリスクも確かにある。

第四に、政府・日銀による政策対応は引き続き警戒すべきリスク要因である。特に、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く、それゆえに、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、4 月会合の現状維持が大幅な円高を招いた経緯からも明らかであるように、金融市場（特に為替相場）は緩和中毒の様相が強まっている。こうした動きを目の当たりにした日銀が今後、逐次的な緩和対応に踏み切ったとしても全く不思議ではない。特に、マイナス金利幅の拡大が連続的に打ち込まれた場合、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、既に実証されつつあるように、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だろう。

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、米経済が俄かに悪化し、FRB の金融政策が正常化どころか追加緩和（例えば QE4 など）に向かうような展開も考えられる。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 REER も大幅に切り上がる可能性がある。

◆ ユーロ相場の見通し～「高いユーロ相場」の許容を求められる ECB～

《ECB の金融政策の現状と展望～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～》

半年ぶりの無風

4 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 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。昨年 10 月の緩和予告、12 月の失望を招いた緩和、今年 1 月の緩和「再」予告に続く 3 月の「再」失望と、過去半年間の ECB 理事会は波乱含みの展開が続いてきたが、久々に無風と言える会合であった。企業部門購入プログラム(CSPP)による社債購入に関して詳細が公表され、6 月以降の稼働が明らかになった点を除けば特に目新しい材料はない。だが、つぶさに見ていけば、幾つか気に掛かる部分もあり、具体的には、ドイツの ECB に対する批判、ヘリコプターマネーの可能性、4 月 19 日に公表された銀行貸出態度調査などが目立った論点になっていた。また、前月打ち止めが示唆されたマイナス金利の先行きについても当然質問があった。

浮き彫りになる「ECB vs. ドイツ」

理事会直前にショイブレ独財務相の踏み込んだ ECB 批判が報じられたこともあり、会見では「ECB vs. ドイツ」の構図について問い質す向きが目立った。4 月 20 日、ショイブレ財務相による「結局のところ、金融の不安定性が高まることによるマイナスの影響が、投資家や消費者の間でさらに不透明感を生み出すという結論に至った。このため、役立つどころか害になると考えている」といったコメントが紹介され、同氏が ECB の政策運営に苛立ちを募らせているとの報道が見られた(4 月 21 日、WSJ 日本語版)。また、今月初めにもショイブレ財務相は「ドイツのための選択肢(AfD)」の台頭を許した一因は ECB にある」と述べたことが報じられていた(4 月 11 日、WSJ 日本語版)。

こうした背景を受けて記者からは「(AfD の台頭に関し)総裁はどの程度罪の意識を感じているか。ワシントンでショイブレ財務相と面会したと思うが、その点についてどのような議論が交わされたのか知りたい」といった質問が見られた。この点、ドラギ ECB 総裁は「議論はとてもポジティブ且つ有益であり、非常に友好的だった」と対立ムードを全否定し、ショイブレ財務相の発言は「金融政策が AfD 台頭に責任がある」というものではなく、「ゼロないしマイナス金利が長期間継続することを懸念しなければならぬ人々の不安が、選挙結果における当惑・うろたえに繋がる」というものだったと説明している。結局それは同じ意味に思えるが、とにかく対立色の否定に躍起になっている様子は印象に残った。

その他、ドラギ総裁は「ある種の批判は ECB の独立性を脅かしていると受け取られ、投資やリスクテークを後退させる恐れがある」と述べた上で、「中央銀行の信頼性に疑問符がつくという見方が広がる場合、それは常に目標達成の遅延という結果を招く。ゆえに政策拡大の必要性に繋がる」と続け、昨今の ECB に対する批判ムードが結果的には政策効果の減退と追加緩和の必要性を生みかねないと指摘している。これ以外にも低金利によってドイツの年金生活者が不安を抱えていることをどう思うかといった質問も見られ、平時以上に「ECB vs. ドイツ」の溝が深まっている様子を感じた。とはいえ、ドラギ総裁が「ECB はドイツだけでなく、ユーロ圏全体の物価安定を維持する責務を担っている」と強調していることにも表れるように、今後もドイツを含む一部タカ派の意見を過度に汲むことはなく、緩和的な路線が理事会のコンセンサスとして決定され続ける公算は大きそうである。

再び相次ぐヘリコプターマネーへの質問

なお、前回の理事会同様、ヘリコプターマネー(≒財政ファイナンス)が検討されたかどうかを尋ねる質問も複

数回見られた。引き続き「検討も協議もしていない」、「運用上、かつ法的、制度的にも多くの困難を伴う」、「一度も話し合っていない」と全否定しているが、前月の「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」といった趣旨にも言及はあった。前月の発言が「もしかしたら興味があるのではないか」といった思惑を一部で呼んだこともあり、今月は強めの否定が行われた印象だが、やはりこうした論点に質問が集まること自体が「残りカードの乏しさ」の裏返しと感じざるを得ない。一昔前であればヘリコプターマネーというフレーズなど口に出すことすら憚られたはずであり、ECB 総裁にその検討可能性を尋ね、しかも「興味深いコンセプト」といった発言まで聞かれることについては隔世の感を覚える。

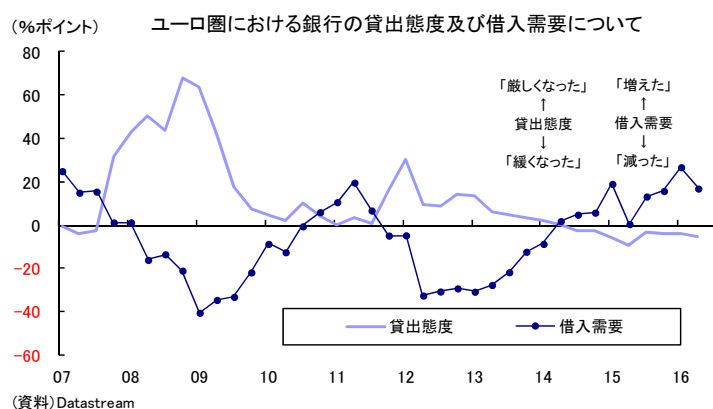
マイナス金利の打ち止め感はどうなったのか？

なお、いつも通り、ドラギ総裁があらゆる手段を使う用意があると繰り返し強調したことで、「前回示された利下げの打ち止めについては撤回するのか」といった質問も出た。この点、ドラギ総裁は長い説明を行っている。筆者なりに要約してみると、「マイナス金利が孕む問題は複雑である。それは(マイナス金利幅をどれほど広くするかという)程度の問題であって、イエスかノーかという問題ではない。現状、銀行システム全体としてはマイナス金利を背景に金利低下や貸出増加などが確認されており、ポジティブと言える。しかし、全体としてポジティブであるからといって、個々の金融機関にとってもポジティブであるとは限らない」というのがドラギ総裁ひいてはECB 理事会のスタンスと見受けられる。これは結局、「金融機関により影響度の格差があるため、どこまでもマイナスにすることが良いとは思っていない」という趣旨ではないかと思われる。とすれば、筆者も同感である。

ドラギ総裁が述べるように、確かに現状のユーロ圏の与信状況は改善基調にあり、直近の銀行貸出態度調査でもマイナス金利が貸出量を増やしたかのような結果が見られている。だが、後述するように、銀行収益への打撃を見込む声も相当多く、だからこそマイナス金利の限界を暗に感じ始めているのだろう。市場は半年先の預金ファシリティ金利に関し、あと 10bp の引き下げによって▲0.50%へ到達することまで織り込んでいるが、ECB にとっては安易にこれを決定するわけにはいかない情勢と見受けられる。

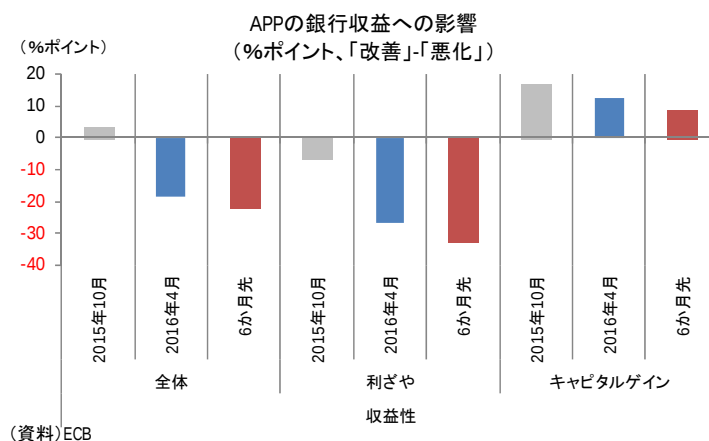
銀行貸出態度調査の「不都合な真実」

上述したように、4 月 19 日には四半期に一度のユーロ圏 4 月銀行貸出態度調査が明らかになっており、拡大資産購入プログラム (APP) やマイナス金利といった非標準的な政策の副作用が懸念される状況下、その内容は非常に重要な示唆を含むものとなっている。ドラギ総裁が会見中で再三強調しているように、2014 年以降、ユーロ圏の与信環境は堅調な回復過程にある。具体的には図に示されるように、貸出態度の緩和が続く

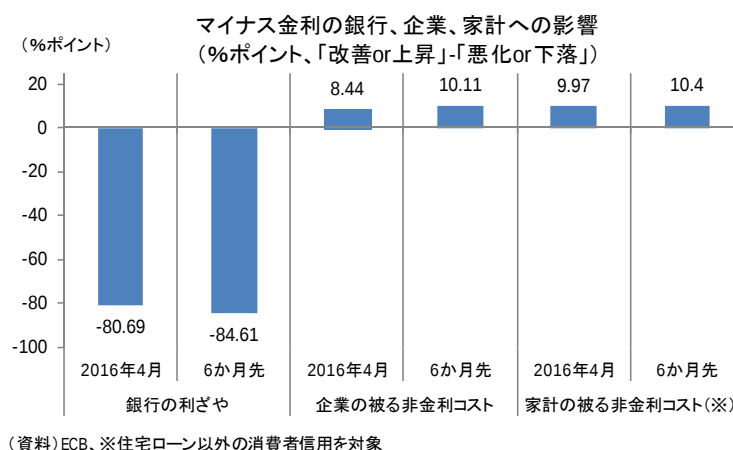


一方で借入需要も回復基調にあり、ドラギ総裁が政策効果を誇示するのも頷ける。だが、ドラギ総裁は同調査の良い結果にしか言及しておらず、アドホックな質問項目として用意された APP やマイナス金利の影響を直接問う調査の結果には触れていない。それが ECB の現行政策継続にあたって「不都合な真実」を示すからに他ならないためだろう。

ユーロ圏銀行貸出態度調査は 2015 年 4 月調査以降、APP による銀行収益や資本に対する影響を質問項目に加え、今回からはマイナス金利政策の影響も調査している。今回、ドラギ総裁は会見の中で「APP で得た資金を何に使うか」といった同調査の質問を紹介し、銀行が「主として貸出に充てる」と回答したことについて前向きな評価を与えているが、これは良い部分しか見ていない。右図に示されるように、APP の収益性に対する調査を見ると、今後 6 か月で「悪化」と回答する銀行が増えており、また、足許でも前回 10 月調査より「悪化」が増えている。唯一、収益性に対し前向きな影響が報告されていたキャピタルゲインも前回 10 月調査より「改善」が縮小しており、今後 6 か月でも先細りの様子である。



また、さらに注目されるマイナス金利の影響についてみると(図)、言うまでもなく大多数(8割弱)の銀行が利鞘の縮小を報告している。片や、企業は貸出金利の低下や貸出量の将来的な増加見込みといったポジティブな現象も報告しつつ、その一方で非金利手数料(non-interest charges)が膨らむ傾向も報告しており、これは今後 6 か月で微増の見込みである。なお、家計部門(住宅ローン及びその他消費者信用、図は後者のみ)に関しても殆ど同様の状況が報告



告されており、足許ではマイナス金利の恩恵が報告されつつも、今後は手数料という形で与信環境が悪化していくような懸念は残る。この辺りが実際の貸出に如何なる影響を与えてくるかが注目だろう。少なくともマイナス金利が金融仲介機能にとってコストであることは事実であり、そのコストはどこかに消えてなくなるわけではない。金融システムの中で誰かが負担しているのであり、その「誰か」が企業・家計ではないのならば、銀行が身銭を切ってサービスを維持しているに過ぎない。今回の銀行貸出態度調査はそうした実態も浮き彫りにしたが、ドラギ総裁がそのような「不都合な真実」を黙殺したことが今回の理事会後会見で最も印象に残ったことであった。

ユーロ相場への含意

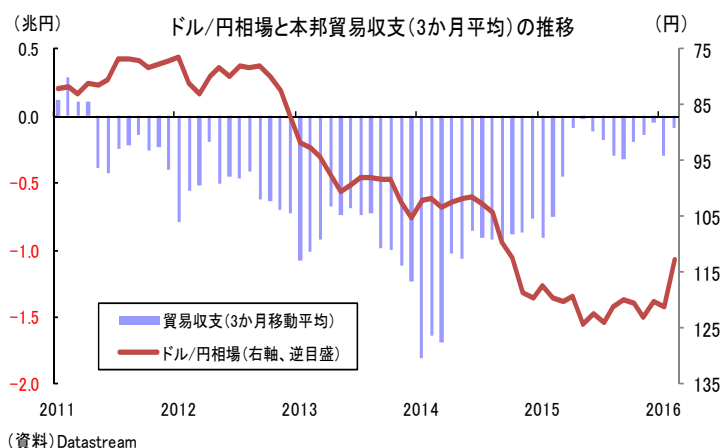
4 月理事会の現状維持は市場予想通りだが、前回理事会の前日(3 月 9 日)から比較すれば、ユーロ相場は急騰し、インフレ期待も押し下げられた中での会合であったのも事実であり、従来であれば追加緩和が検討されても不思議ではない政策環境であった。既に 3 月 10 日理事会でフルパッケージの追加緩和を決定し、それらの政策が依然準備段階(社債購入も TLTRO2 も 6 月以降に稼働)ということもあって、簡単に「二の矢」が放てないという状況はもっともだが、見方を変えれば、そうしたフルパッケージの緩和が無意味だったゆえに、今までであれば緩和で押し返したはずの「高いユーロ相場」を許容しなければならなくなり、「低いインフレ期待」に目を瞑らざるを得な

くなっているとも言える。本欄では予測期間中にユーロ/ドルが 1.15～1.20 の取引レンジに切り上がる展開を予想しているが、この 4 月理事会はその足掛かりとなるイベントであったと理解している。多額の経常黒字と高めの実質金利を有する通貨を人為的に押し下げ続けることの難しさを ECB は感じ続けるだろう。

《国際的文脈におけるユーロの立ち位置～通貨安競争批判は不可避～》

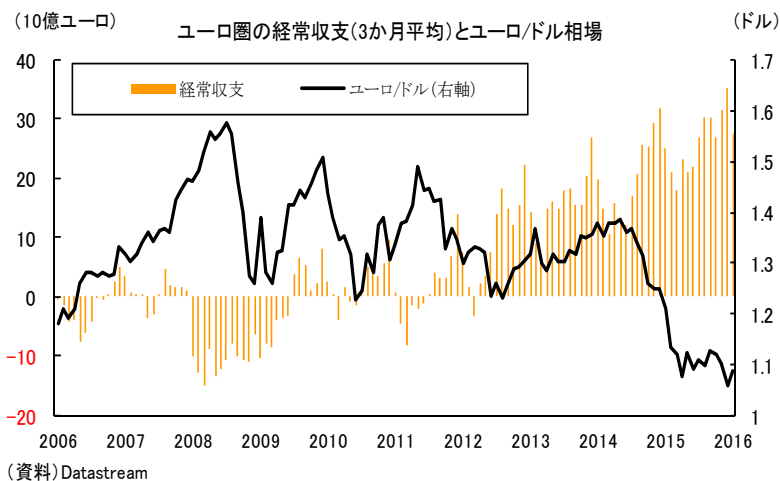
日本とユーロ圏の立場は同じではない

上述したように、過去 5 年間を振り返った時に円とユーロは通貨安の恩恵を享受してきた代表的な通貨である。しかし、アベノミクス下における強烈的なリフレ志向が通貨安を助長したとはいえ、日本は 2011 年以降、5 年連続で貿易赤字国であり、特に 2013～14 年は 2 年連続で年間▲1 兆円を超える赤字額を記録した(図)。さらに言えば、2008～2012 年の 5 年間では一方的に通貨高の按分を引き受けてきたこともあり、ペースの速さこそ議論はあれ、2013 年以降に円安方向への揺り戻しが生じる



こと自体、それほど筋の悪い話ではなかったと考えられる。しかし、図示されるように、2015 年以降は原油価格の急落を主因として貿易赤字が急減しており、これに従ってドル/円相場の上昇も小康を得たように見受けられる。今次円高のけん引役が FRB の正常化プロセスの後退であることは間違いないが、このような需給環境の変化も明らかに関係しているように思われる。

片や、ユーロも 2014 年以降は概ね一方的に下落しているが、図に示されるように 2013 年以降、経常黒字はかなり早いペースで積み上がり、2014 年以降は世界最大の経常黒字国通貨という地位に定着している。しかも、2008 年以降のユーロ/ドル相場は欧州債務危機を背景として乱高下を経ながらも確実に上値を切り下げており、これが元々国際競争力の高いドイツを利する結果となった。その上で ECB はマイナス金利導入によって一段の通貨安誘導を



図り、輸出で潤ったドイツは主要先進国で唯一の財政黒字を実現した。これらの客観的事実だけを捉えれば、ユーロ圏、とりわけドイツに関しては「外需をむしり取って安定を得ている」と指差されても致し方ない状況であり、実際に米為替政策報告書でも同様の指摘が続けられている。筆者は 2014 年以降、「永遠の割安通貨」を要するユーロ圏と米国の間で欧米貿易摩擦が起きると予想してきたが、2016 年は国際経済外交の舞台でこれが表面化してきそうな雰囲気を感じずにはいられない。

4 例えばロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』2014 年 5 月 15 日配信をご参照下さい。

俄かに注目され始めた通貨安競争回避に向けた国際政策協調の論点において、日本やユーロ圏が金融緩和を自重し、ある程度の通貨高を受け入れなければならないのは事実である。しかし、その上で日本とユーロ圏の立場は決して同じものではないとの認識も持っておきたい。現状を踏まえて、最も分が悪いのはドイツ率いるユーロ圏であり、一段の政策協調で譲歩する余地があると考えられる。

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。