

# 中期為替相場見通し

2016年5月31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～「利上げの回数」は瑣末な論点～

円相場の基礎的需給環境～円安バブルを彷彿とさせる経常黒字～	P.3
国際的文脈に照らした円相場～仙台 G7 後も論点変わらず～	P.4
米金融政策の現状と展望～通貨政策との捻じれが気掛かり～	P.5
メインシナリオへのリスク点検～引き続き対外証券投資が最も現実的なリスク～	P.8

### ◆ ユーロ相場の見通し～ECB のバランスシートとユーロ相場～

ECB の金融政策とユーロ相場～バランスシートの現状と展望などについて～	P.11
ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツがドイツらしくいられるために…～	P.13

## 【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、5月、持ち直しの動きが見られた。FOMC議事要旨(4月26~27日開催分)を受けてFRBの正常化プロセスを理由にしたドル高相場が息を吹き返したことの結果である。しかし、これは一時的なドル安に気を良くして、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」の様相を呈しているだけだろう。一国の経済政策におけるポリシーミックスを考える際、金融政策と通貨政策の方向は一致していかなければならないことを思い返したい。米財務省が4月29日に公表した為替政策報告書やこの前後に付随して見られたルー米財務長官の言動は明らかにドル高を忌避するものだった。ドル高の落ち着きと共に経済指標が落ち着いてくれば金融政策(FRB)の引き締め路線が勢いづいてくるのは致し方ない。だが、通貨政策(財務省)における通貨安路線は経済動向のみならず国内政治情勢を映じた動きと考えられ、現状、両政策の方向性はやや矛盾を孕んでいるよう見える。こうした捻じればどこかで解消されるしかないだろう。6月は利上げ期待に応じてドル高相場になったとしても、これを米国の政治・経済情勢が容認し続ける難易度は高そうであり、再びドル安相場に戻ると考えたい。FRBの「利上げの回数」は確かに気掛かりな論点ではあるが、大局に照らせば瑣末な論点に過ぎないというのが筆者の認識である。

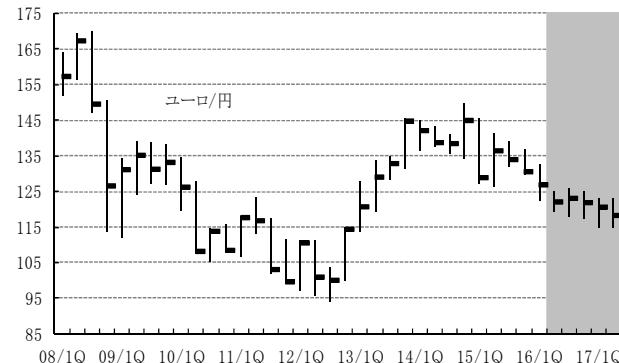
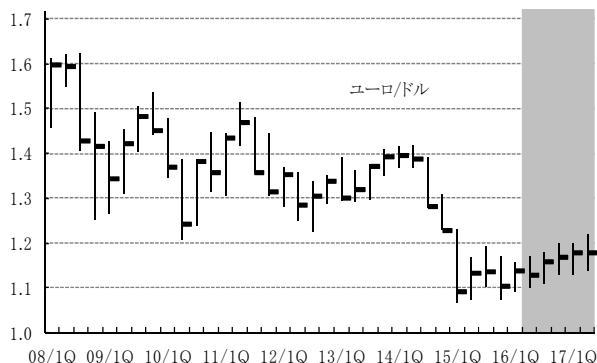
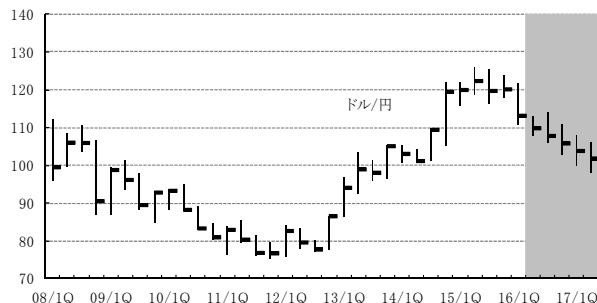
片や、ユーロ相場もドル相場の巻き返しを受けて5月は軟化した。だが、元より本欄では「6月を目途に相場は軟化しやすい」としており、あくまで想定の範囲内である。FRBが利上げに積極的になっても米国の通貨政策としてドル高が追求しにくい以上、その裏側で強含みやすいという論点はユーロ相場及び円相場に共通したものである。引き続き、世界最大の経常黒字と相対的に高めの実質金利がユーロ相場の大崩れを防ぐというのが基本認識である。相場が大きく動くとすれば7月以降だろう。3月にECBが決定した包括緩和に加え、目玉政策であったターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO-II)や企業部門購入プログラム(CSPP)は6月に稼働する。加えて、足許では原油価格に底入れの兆しも見られている。要するに、7月以降、ECBは「言い訳できない状況」に立たされる。仮に、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)もインフレ期待も浮揚してこなかった場合、為替市場はユーロ高を通じてECBに追加的な対応を催促することが予想される。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1~5月(実績)	6月	7~9月期	10~12月期	2017年 1~3月期	4~6月期
ドル/円	105.55 ~ 121.70 (110.89)	108 ~ 113 (110)	106 ~ 114 (108)	103 ~ 111 (106)	100 ~ 108 (104)	98 ~ 106 (102)
ユーロ/ドル	1.0711 ~ 1.1616 (1.1145)	1.08 ~ 1.15 (1.11)	1.09 ~ 1.16 (1.14)	1.11 ~ 1.18 (1.15)	1.11 ~ 1.18 (1.16)	1.12 ~ 1.20 (1.16)
ユーロ/円	121.48 ~ 132.45 (123.58)	119 ~ 125 (122)	118 ~ 126 (123)	117 ~ 125 (122)	115 ~ 123 (121)	115 ~ 123 (118)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内は5月31日の午前10時00分頃。 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。



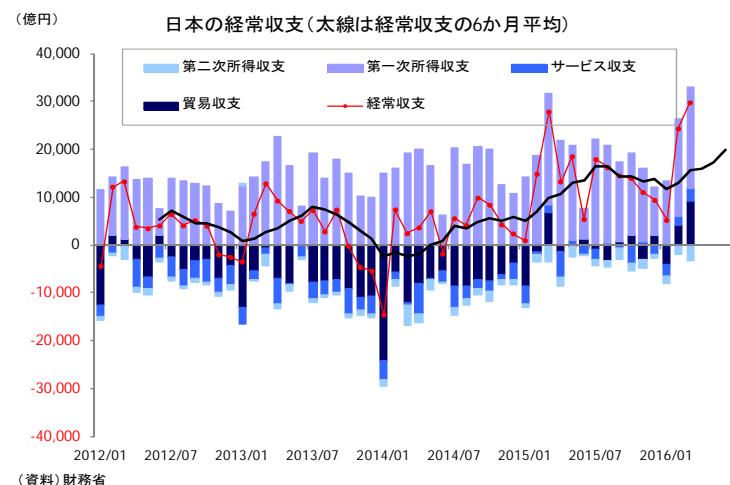
## ◆ ドル/円相場の見通し～「利上げの回数」は瑣末な論点～

### 《円相場の基礎的需給環境～円安バブルを彷彿とさせる経常黒字～》

#### 往時の円安バブルを彷彿とさせる経常黒字

5月には本邦3月国際収支が発表された。

3月の経常収支は+2兆9804億円の黒字となり、2007年3月以来の高水準を記録した。2007年と言えば円安バブルと呼ばれた局面において本邦経常黒字が絶頂を迎えていた時代である。2014年には単月で経常赤字を記録していた月もあったことを思えば、隔世の感を覚える。貿易・サービス収支が+1兆1701億円、第一次所得収支が+2兆1317億円と大幅な黒字を記録した結果である。また、これにより2015年度の経常収



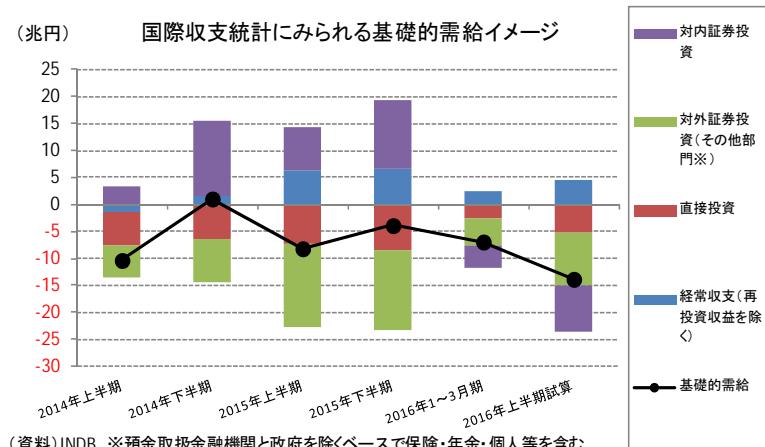
(資料)財務省

支は+17兆9752億円となり、年度としても2010年度以来、5年ぶりの大幅黒字となっている。単純に黒字水準だけで見た場合、貿易赤字を慢性化させた東日本大震災のショックを乗り越えた格好である。

しかし、図を見ても直感的に感じるところではあるが、最近の経常収支の改善はあまりにも非連続的且つ性急であり、持続性があるとは思えない。昨年来の経常黒字拡大は①原油価格急落を受けた輸入急減(=貿易赤字の急減)、②第一次所得収支の急増、③サービス収支赤字の急減という3つの大きな変化にけん引されたものであった。①に関しては、原油価格が2月に底打ちしている以上、今後はその影響が剥落する公算が大きい。また、②や③は円安相場が相応に大きな寄与を果たしており、2月以降の円相場の急騰から今後は従前の傾向が変わってくるだろう。より仔細に考えれば、②は本邦企業の旺盛な海外進出という企業行動自体の構造変化に根差したものであるため増勢は変わらないかもしれないが、③は円安・人民元高という購買力の高まりが中国人訪日客の「爆買い」の源泉であったことを思えば、今後の減速は不可避に思われる。経常黒字の改善ペースはそろそろ頭打ちになる展開を想定した方が良い。

#### 第1四半期の円相場の基礎的需給

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、2016年1~3月期としては約▲7兆円の円売り超過というイメージになる。上述したような経常黒字の拡大にも拘わらず、円売り超過となっている背景としては、基礎的需給の計算上、経常黒字の拡大がさほど色濃く出ないこと及び対外証券投資の加速が引き続き見ら



(資料)INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

1 第一次所得収支の円建て換算には「当該月の前々月中の実勢相場の平均値」である報告省令レートが用いられる。つまり、3月の計数は1月の為替相場で円換算されている。ということは、2月以降に進行した円高の影響は4月以降の国際収支統計に反映されてくる。

れることの 2 点が指摘される。まず、経常黒字は急増しているものの、この内、外貨のまま利用され円転されることのない再投資収益(第一次所得収支の内数)が膨らんでいるという実情がある(図)。具体的な数字を見れば、1～3 月期の再投資収益は+9412 億円となつており、これは現行統計で遡れる 1996 年以来で最大である。1～3 月期で第一次所得収支は約+5.5 兆円の黒字を稼ぎ出しているが、その 2 割弱は円転されないことが確定しているのである。縮小する国内市場よりも、海外市場に資源を傾斜させたいという企業戦略の帰結なのだろう。この点、本欄で使用する基礎的需給の計算上は円高圧力が後退する計算になる。



一方、引き続き、円金利環境が悲惨な状況にある中で、本邦投資家の対外証券投資は加速しており、これが円売り超過の需給環境を作り出している。4 月以降、順次明らかになっている本邦主要生命保険会社における 2016 年度運用計画を見ても、明らかに対外リスクを取る姿勢が顕著に見られており、FRB の正常化プロセスに不透明感がある中でも「国内に買うものなし」の状況が強く嫌気されているように見受けられる。こうした「稼いだ経常黒字以上に対外証券投資を行う」という 1～3 月期の基礎的需給の構図が続いた場合、2014 年や 2015 年の上半期を超える円売り超過の需給環境が形成されそうである。後述するように、本欄では円高シナリオにまつわる「最も現実的なリスク」として、こうした対外証券投資の加速に根差した円安相場を懸念しているが、1～3 月期の国際収支統計を踏まえれば、尚のこと、そのような思いは強まる。しかし、3 月国際収支統計と同日に併せて公表された『対外及び対内証券売買契約等の状況』の 4 月分を見ると、対外証券投資が▲6006 億円と 2015 年 6 月以来、10 か月ぶりの売り越しになっている。歴史的な経緯を踏まえれば、結局、FRB がタカ派姿勢を強められない中では本邦から海外へのリスクテイクは抑制され、こうした動きが支配的になることが通常だった。マイナス金利が珍しくなくなった世相においてもこのような経験則が通用するのか定かではないが、現状のところ筆者は、対外証券投資は加速するにしても多くがヘッジ付きであり、円安相場をけん引することにはならないと予想している。

## 《国際的文脈に照らした円相場～仙台 G7 後も論点変わらず～》

### 変わらない「世界 vs. ドイツ」

5 月 20～21 日にかけて仙台で開催されていた主要 7 か国(G7)財務相・中央銀行総裁会議は世界経済の成長確保に向けて各国が金融・財政・構造政策を総合的に活用していくことで合意し、閉幕した(その後のサミットにおいても経済分野に関しては同趣旨の首脳宣言が採択されている)。事前に注目されていた G7 による財政協調はやはり叶わず、ショイブレ独財務相からは「G7 ではいかなる大きな決定もしなかった」、「最重要なのは構造改革であり、G7 内でもこれが重要との認識が増えてきている」とダメを押すようなコメントが聞かれている。ルー米財務長官は「財政・金融政策において、それぞれの国は同じ立場ではない。一部の国は他国よりも財政余地がある」と協調の必要性こそ否定しているものの、ドイツの緊縮路線に関しては引き続き暗に苦言を呈しているようであった。なお、サパン仏財務相からも「2008 年のような大きな財政刺激策は必要ないが、可能な国々は財政措置を講じるべき」といった類似のコメントが見られており、財政政策を巡る「世界 vs. ドイツ」のような構図は残った印象がある。後述するように、これは今後大きな問題になる恐れがあろう。

## 達観した解釈が求められる状況

なお、為替に直接関係ある論点では引き続き相場動向に関し、「秩序的」の見解を巡って麻生財務相とルー財務長官の齟齬が報じられているが、為替政策報告書で史上初めて「監視リスト」が作成され、G7 の 7 か国中 2 か国（日本・ドイツ）がそこへリストアップされた割にはルー財務長官の言動は控えめなものだった。所詮は国内政治情勢を優先させて作成された無理筋なリストという側面が大きく、真正面から議論すれば分が良いものではないというのが実情なのだろう。そもそも日本の経常黒字の大宗が所得収支黒字であることを踏まえれば、通貨安に絡めて批判されるのは筋に合わない。日本企業の目線からすれば、米国に工場を設け、生産し、同国の雇用・賃金情勢に寄与しているにも拘わらず、各種配当金を日本へ還流させることを批判されるのは納得いかないだろう。

「監視リスト」を作成している流れを踏まえれば、ルー財務長官の「無秩序な状況とするためのバーは非常に高い」との発言は出るべくして出たものと言えるが、現在の米国の政治情勢を踏まえれば、たとえ本音では「無秩序」と思っていても「秩序的」との姿勢を崩すわけにはいかないのであろう。客観的に見ても、昨年1年間で10円値幅のレンジ取引だったものが、4か月で15円も（しかも円高）に動くという地合いは明らかに「無秩序」であり、既に本邦自動車大手企業の決算にもそれは表れている。斯かる状況に関しては、麻生財務相の言うように、「向こうもこちらも選挙があるし、お互い色々なことを言うのが当然であって言うのは仕事」という政治家としての達観した解釈が適切なのだろう。しかし、米通貨政策がこのままドル安を志向し続けるのであれば、やはりドル/円相場のリスクは引き続き下方向に拡がっていると考えざるを得ないのも事実である。

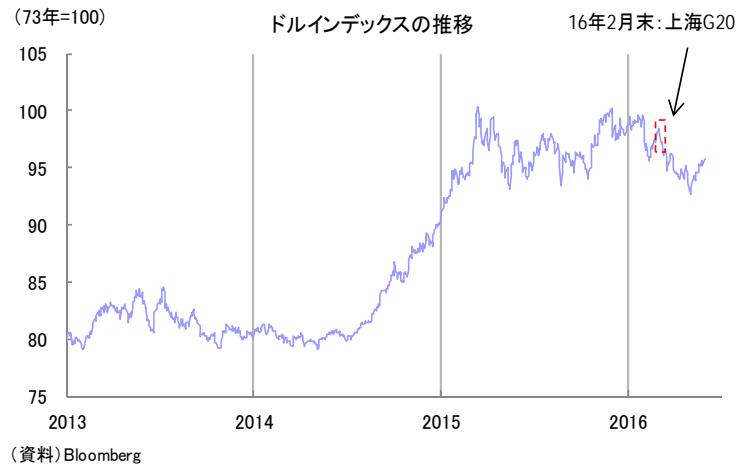
## 「ドル高にしたくない米国」という論点は変わらず

### G7 を経ても、国際経済外交における「財政

### を出さないドイツ」、「ドル高にしたくない米

### 国」という2大論点は変わらなかった

前者の論点は、後述するが、やはり理解の難しい政策運営が続けられていると言わざるを得ない。一方、後者に関しては、本欄では繰り返し述べているように、過去2年間の為替相場が一方的であったことを思えば、米国の立場には共感を覚える部分もある。真っ当たりを考えても2年間で約+25%というドル相場の上昇ペースが持続可能とは思えない。年初から起きているドル相場の下落はこれまでの上昇に対する調整であり、それはまだ始まったばかりという印象すら受ける（図）。しかも、昨年8月以降、人民元相場とドル相場のデカップリングが難しいと分かってしまった以上、「緩やかなドル安に伴う緩やかな元安」は必然的に志向され得る。こうした点を踏まえる限り、本欄における円高シナリオは仙台G7を経ても変わるものではない。



## 《米金融政策の現状と展望～通貨政策との捻じれが気掛かり～》

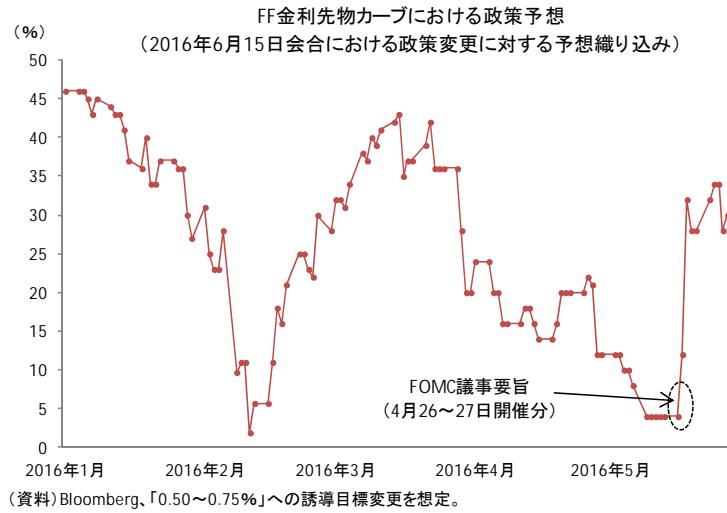
### 「利上げの回数」は瑣末な論点

5月は後述するFOMC議事要旨のほか、FRB高官によるタカ派寄りの発言が相次ぎ、昨年までに見られたようなFRBの正常化プロセスを理由にしたドル高相場が息を吹き返している。しかし、結局これは一

時的なドル安に気を良くした持続性の無いブームのようなものと考えたい。再び、ドル相場が既往ピーク（今年2月付近）まで上昇した場合、昨年12月から今年3月に見られたようなFOMCメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）の切り下げに至り、反落するのではないか。筆者は年内利上げゼロ回をメインとしているが、後述するように、そもそも利上げしようとしないと、ドル高相場が続きそうにないというシナリオには大きな変更は無い。「利上げの回数」などは瑣末な論点である。

## 息を吹き返す正常化プロセス

5月に見られたドル/円相場の持ち直しは同18日に発表されたFOMC議事要旨（4月26～27日開催分）を起点としている。具体的に同議事要旨では「多くの参加者は、今後明らかになるデータが、第2四半期（4～6月期）に経済成長が上向き、労働市場が引き続き力強さを増し、インフレが委員会の目標である2%に向けて進展している状況と一致すれば、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標のレンジを6月に引き上げるのが適切になりそうであると判断した」といった議論の跡が確認され、俄かに6月利上げを当て込んだドル買いが強まっている。



もちろん、「数人の参加者は、今後入手される情報が、6月中旬までにFF金利誘導目標を引き上げる十分なサインを提供しないかも知れないと懸念を示した」と慎重姿勢も見受けられるが、その一方で「何人かの参加者は、6月会合で誘導目標レンジが引き上げられる確率を市場参加者は適切に評価していないかも知れない」との意見もある。また、それと同じ「何人かの参加者（some participants）」は「経済・金融動向に対して委員会がどのように反応していくつもりなのかということに関し、会合と会合の間で明確なコミュニケーションを行うことの重要性を強調した」とも記されている。これらの記述を非常にラフに言い直せば、「市場参加者は我々の利上げスタンスを見くびり過ぎている」ということになろうか。その後はイエレンFRB議長が、5月27日に行われたハーバード大学での講演において「今後数か月のうちにそうした行動（※利上げ）が適切になろう」と述べるなど、明らかに6月利上げへの地図しが始まっている。こうした議事要旨や高官発言を受けて、それまで5%にも満たなかったFF金利先物に見る6月会合の利上げ織り込みは現状で30%台まで高まっている（図）。正常化プロセスの続行とそれに伴うドル高相場を当て込む向きが俄かに拡大していると読むべきだろう。

## 米金融・通貨政策の捻じれ

こうした議事要旨や高官発言を踏まえる限り、6月利上げは行われても不思議ではない。だが、所詮は一国の経済政策におけるポリシーミックスを考える際、金融政策と通貨政策の方向は一致していかなければならないという鉄則を思い返すべきである。米財務省が4月29日に公表した為替政策報告書やこの前後に付随して見られたルー財務長官の言動は明らかにドル高を忌避するものだった。ドルインデックス

を見ても、過去 2 年におけるドル高相場の清算は始まったばかりという印象は拭えず、最近の製造業マインドの持ち直しなどは明らかにドル高の一服を受けた動きと考えられる。ドル高の落ち着きと共に経済指標が落ち着いてくれれば金融政策 (FRB) における引き締め路線が息を吹き返してくるのは致し方ないが、元より通貨政策 (財務省) における通貨安路線は経済動向のみならず国内政治情勢を汲み取った動きだったはずである。現状、両政策の方向性は矛盾しつつあるように思える。

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では…
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレス パイラレル回避	日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景 気過熱防止	
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	今の米国？
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

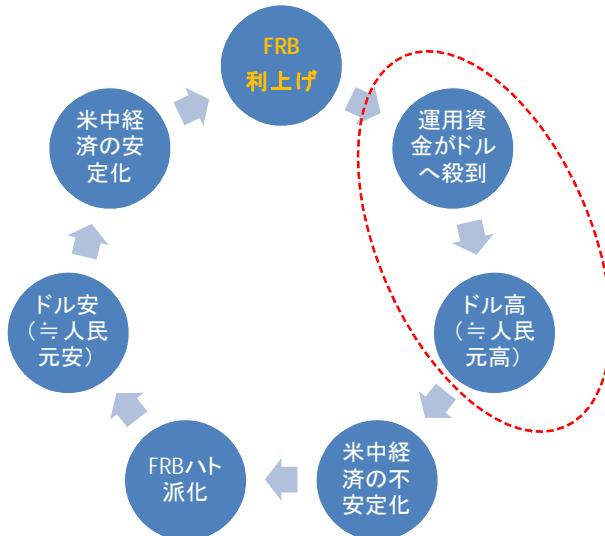
(資料)筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

### 「ドル高の罠」という悪循環

今年後半になれば、新しい米大統領の通貨政策に注目が集まろうが、クリントン氏になると、トランプ氏になると、ドル高をけん制する通貨安路線に大きな違いがありそうにない。新政権になった後、政策当局から積極的なアクション（関税・非関税障壁の引き上げ）があるとまでは予想しないが、2014 年 6 月以降に見られてきた「孤高の正常化に応じたドル独歩高」が許容される可能性が高いとも思えない。結局、今の世界で利上げを出来るのが FRB だけである以上、FRB が再び利上げに前向きになれば世界の運用難民が米国へ押し寄せることは避けられない。結果、再びドル独歩高の様相が強まり、米経済は思わず金融引き締め効果を被ることになる。

この「ドル高の罠」とでも言うべき悪循環が断ち切られない限り、FRB に連続的な利上げを期待するのは無理筋に思えてならない。連続的な利上げを期待できないならば、ドル高シナリオは非常に脆いものになるはずである。繰り返しになるが、足許で再び利上げ期待が高まり始めているのは、ドル高が落ち着き始めたからであり、文字通り、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」を地で行っているだけに思われる。このような「ドル高の罠」が発生しないためには、FRB が利上げに前向きになってもドル全面高にならないような環境が必要であり、例えば過去であれば FRB が利上げする時に新興・資源国は複数回利上げしていた。こうした状況であればドルを原資とするキャリー取引が勢いづき、むしろ利上げしてもドル安になるという地合いにすらあつた。現状に目をやれば、FRB 以外に正常化を模索できる中央銀行が世界的に稀有であるため、どうしてもドル高を惹き起しやすい。

米利上げを巡る悪循環イメージ



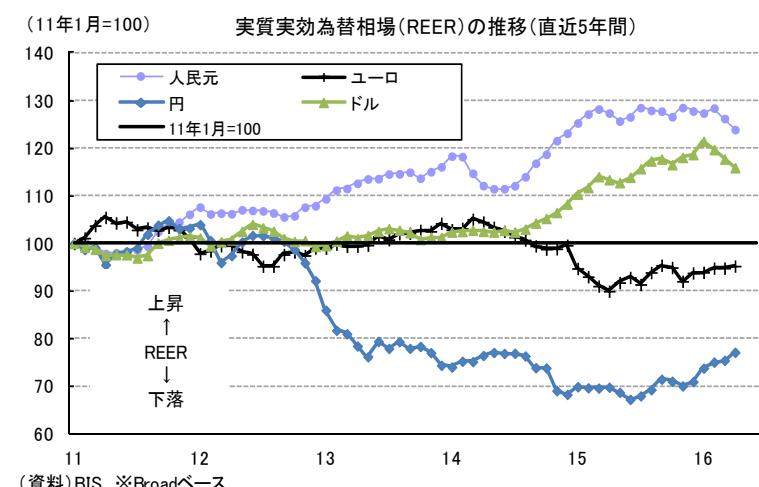
(資料)筆者作成

## 金融政策は通貨政策へ収斂される見通し

昨年 8 月 11 日の人民元の大幅切り下げ以来、世界経済の風景は明らかに変わった。その出来事が意味したのは「分相応な通貨高に中国はもう付き合えない」ということだったはずである。実質的なドルペッグ相場の結果、過去 5 年間、人民元は G4 通貨（ドル・ユーロ・円・元）の中で最も通貨高の按分を引き受けた通貨という位置付けになっていた（図）。

「緩やかなドル安」を主軸として「緩やかな元安」を演出するという暗黙の上海

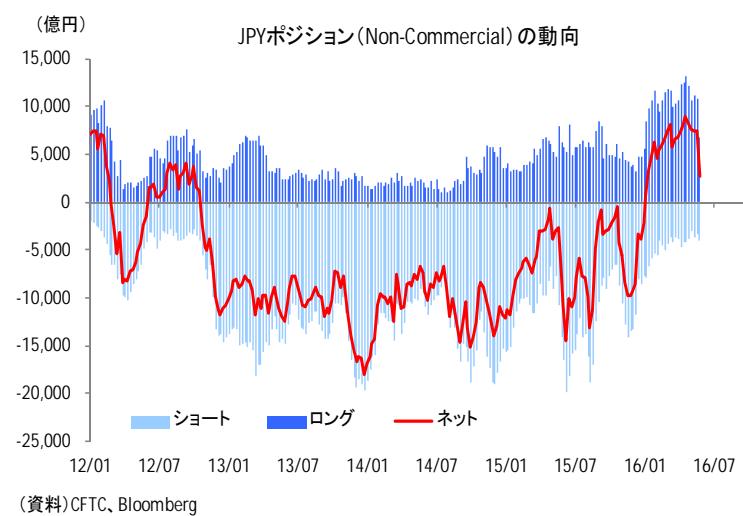
**G20** 合意の真偽は知る由もないが、そのような合意があろうとなかろうと、ドル安が米中ひいては世界経済の安定に必要との事実は明らかにある。逆説的には、そのような事実があるからこそ、こうした暗黙の合意に対する観測が浮上しているのだろう。米国の政治的環境や為替相場を巡る国際的な文脈を踏まえる限り、引き締め路線を模索する **FRB** の金融政策はドル高相場の調整を志向する米財務省の通貨政策に収斂されてくるのではないか。



## 《メインシナリオへのリスク点検～引き続き対外証券投資が最も現実的なりスク～》

### 相当進んでいる円買いポジションの調整

5 月中旬以降、ドル/円相場は堅調に推移し、110 円台へ回復する場面が見られているが、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、筆者は 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 異脱（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が支配的になりやすいと考えてきた。実際、5 月の円安を経て IMM 通貨先物取引



などに見られる投機の円買いポジションはかなり圧縮されており、6 月に今少しの円安が進んだところでほぼ中立化しそうな印象が抱かれる（図）。これが清算され後、再度円高がスタートするというのが従来からの本欄の想定である。裏を返せば、これほど清算しても 110～111 円程度にしか値を戻せなかつた、と考えるべきではないか。

5 月の為替市場では 6 月の米利上げ期待が俄かに高まり、これに応じて円安・ドル高を持て囃す向きが勢いづいた。しかし、そろそろ目先の利上げ回数といった瑣末な論点から距離を取ることを勧めたい。

**2016年**の為替相場見通しを策定する上での要諦は「米中の安定にドル安が必要」という点である。日銀やECBはこの結果として発生する通貨高に苦慮するであろうが、それは世界経済の軟着陸に際して発生する不可避の事象であり、コストと考えるしかない。また、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。これを踏まえれば、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ず、変動相場制の下では特に不自然な動きでもない。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強い信頼感が必要になるわけだが、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。ゆえに円高を予想するという基本認識なのである。

また、既に述べたように、幾ら米金融政策(FRB)として正常化を志向しても、米通貨政策(財務省)としてドル高を望まないのであれば、過去2年のようなドル高相場は実現しようがない。折しも両大統領候補がドル高をけん制する中、従前の延長線上で為替相場予想を作るのは危険である。どうあれ、一国の通貨・金融政策は必ず同じ方向を向いていなければならない。それがドル安ではないかというのが筆者の考え方である。FRBとしては不満が残るかもしれないが、内外経済環境を踏まえれば、やはり連続的な利上げは無理筋に過ぎ、少なくとも今は小休止の時だろう。米国としてドル安を望むのであれば、最終的にそれは必ず叶う。これは「予想」というよりも為替相場における「摂理」に近い。

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ことも前月から変更は無い。

### メインシナリオへのリスク：引き続き現実的なリスクは本邦投資家動向

当然、メインシナリオに対するリスクシナリオもある。基本的に、想定されるリスクは前月から変わってはいない。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。最大のリスクは米経済が予想外に

#### 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？	円高ドル安
	③ FRB、再び緩和へ	・米景気の急悪化を受けて利下げ&QE4へ踏み切る？	円高ドル安
日本	④ 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
	⑤ 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	⑥ 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

(資料)筆者作成

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。FOMC議事要旨を境として殆ど消えかけていた**6月**利上げの芽が俄かに出てきたことは筆者としても意外感を覚えた。この点、①のリスクが頭をよぎったのも事実である。しかし、既に述べたように、問題はこうしたタカ派な金融政策について回る通貨高(ドル高)に米国の政治・経済情勢が耐えられるのかという論点である。筆者はそうは考えておらず、遅かれ早かれ、再びドル安志向を露わにすると予想している。国内の雇用・賃金情勢が完全雇用状態に近づきつつあることを踏まえれば、FRBとしては正常化を続けたいところだろうが、やはり無理な正常化は手控えられると考えておきたい。

第二に、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（④のリスク）。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にあって、「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。既に述べたように、**2016**年度における主要生命保険会社の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。今のところヘッジ付きが支配的という印象だが、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）が続き、ドル/円相場を押し上げるという展開は有り得る。また、増税先送りに伴って、金融機関が格下げされ、外貨調達コストが今以上に上昇したらヘッジ付きという選択肢が難しくなるという見方もある。筆者はそれでも**FRB**の正常化プロセスが動搖する以上、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。歴史的にドル/円相場との相関が強い**2**年金利差は**2008**年の金融危機前の水準を展望するに至っており、これがドル/円の下支え材料となっているように見える。

第三に、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（⑤のリスク）。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・株安を食い止めるることは叶わないだろう。なお、**ECB**による形振り構わない緩和もユーロ/ドルの急落を介して予想外のドル/円上昇に直結するリスクを孕んでいるかもしれない（⑥のリスク）。

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、予測期間後半に明らかになる米国の大統領及びその通貨政策の行方も気にせざるを得ない（②のリスク）。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、割り引く必要があろうが、**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なれば、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。その他、米国絡みでは、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（③のリスク）。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。

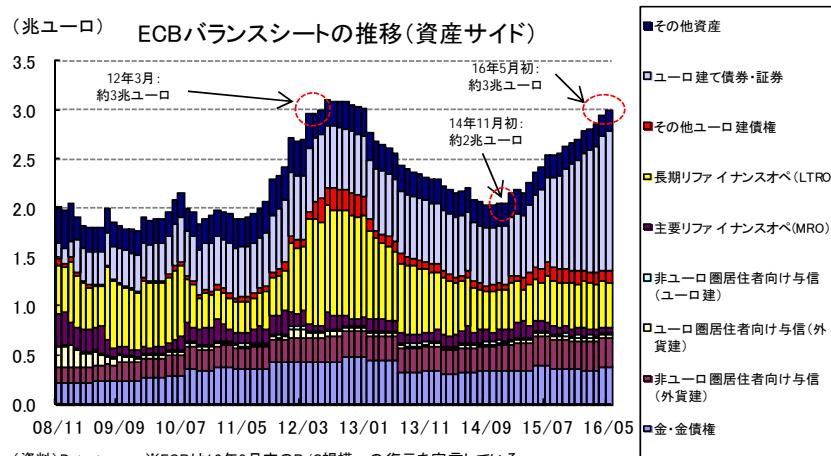
## ◆ ユーロ相場の見通し～ECBのバランスシートとユーロ相場～

### 《ECBの金融政策とユーロ相場～バランスシートの現状と展望などについて～》

#### 目標に到達した ECB のバランスシート

米通貨・金融政策に焦点が当たる中、5月は ECB の金融政策があまり話題に上らなかった。敢えて言えば、ECB のバランスシートが順当に拡大し続けた結果、遂に 4月末に総資産が 3兆ユーロに達したことは目を惹く(上図)。この 3兆ユーロという数字には意味がある。今から 1 年半前となる 2014 年 11 月 6 日の ECB 理事会後の声明文には「ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)が継続する 2016 年 6 月までに、バランスシート規模を 2012 年初頭に戻す」と明記され、同会合の記者会見ではドラギ ECB 総裁自ら「2012 年初期とは第 2 回(36 か月物)LTRO が行われた直後の 2012 年 3 月を指す」と明言した経緯がある。つまり、2014 年 11 月 6 日の理事会以降、「2016 年 6 月までにバランスシートを 2012 年 3 月の水準に戻す」という一種の量的なターゲットが設定されたことになる。日銀の量的・質的金融緩和政策(QQE)のように明示的に年間の増額目標が提示されている訳ではなく、ドラギ総裁自身も「規模は重要ではない」と折に触れて述べているため(「2012 年初頭に戻す」という表現も 2015 年 1 月以降は削除されている)、市場での注目度は決して高いものにはなっていないが、ECB が「3兆ユーロ」というバランスシート水準に拘ってきた経緯がある。

期限してきた 2016 年 6 月まで 1か月を残したところで当初の「量」的な目標を実現したことになるが、2014 年 11 月にこの目標を宣言した時には現在の拡大資産購入プログラム(APP)の中核を成す公的部門購入プログラム(PSPP)は存在しなかった。PSPP は 2015 年 3 月から稼働し、今年 4月末時点の残高は 7265 億ユーロである(図)。こうした事実を踏まえれば、2014 年 11 月時点に想定していた手段だけでは 4月末時点における 3兆ユーロ到達が到底難しかったことが分かる(2014 年 11 月時点では約 2兆ユーロであり、約 1兆ユーロの拡大が必要であった)。2014 年 11 月当時で想定されていた手段は具体的にターゲット型長期流動性供給(TLTRO)、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)、カバードボンド購入プログラム第三段(CBPP3)の 3 つと思われるが、現時点で判明している数値を基にすれば、TLTRO は入札 7 回で計 4253 億ユーロ、4月末時点の残高に関し ABSPP が 190 億ユーロ、CBPP3 が 1723 億ユーロである。これら 3 つの政策を合計して積み上げられた「量」が 6200 億ユーロ弱であるた



(兆ユーロ) 拡大資産購入プログラム(APP)の稼働状況 (億ユーロ、月間購入額)

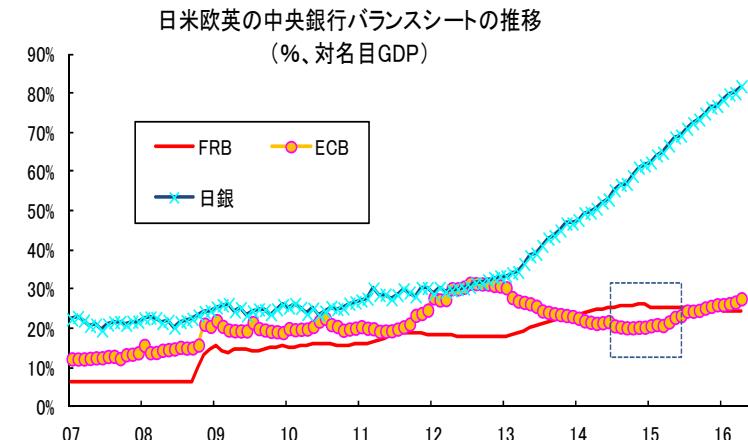
月	PSPP (億ユーロ)	CBPP3 (億ユーロ)	ABSPP (億ユーロ)	合計 (億ユーロ)
15/03	474	951	0	1,425
15/04	1,467	951	0	2,418
15/05	1,975	0	0	1,975
15/06	2,489	0	0	2,489
15/07	2,917	0	0	2,917
15/08	3,415	0	0	3,415
15/09	3,936	0	0	3,936
15/10	4,487	0	0	4,487
15/11	4,912	0	0	4,912
15/12	5,442	0	0	5,442
16/01	5,975	0	0	5,975
16/02	6,480	0	0	6,480
16/03	7,265	0	0	7,265
16/04	7,265	0	0	7,265

(資料)ECB

め、追加緩和(=PSPP)がなければ今日の水準に達していなかったことは明らかである。望む望まないに拘わらず、「3兆ユーロ」の旗を掲げた時点で、ECBは国債を対象とする量的緩和(QE)に手をつけざるを得なかつたとも言える。

### 「量」と為替の無関係は

当時、マイナス金利を採用していた ECB が「量」に拘った理由はひとえにユーロ相場の低め誘導にあったと思われる。実際、足許のユーロ/ドル相場(1.10 付近)は、マイナス金利を採用した 2014 年 6 月対比で ▲18%、「量」的目標を宣言した 2014 年 11 月対比で ▲10% も下落した水準にあり、当初の目的は相応に達成したのではないかと思われる。だが、実際は FRB の正常化路線に助けられた部分が相当大きいと考えるべきだろう。過去の本欄でも強く主張

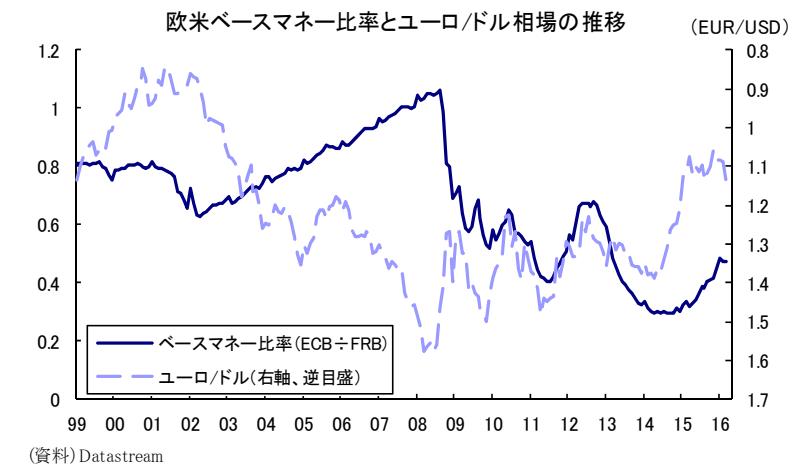


(資料) Datastream

した点であるが、中央銀行のバランスシート規模と為替相場の推移を結びつける、いわゆるソロスチャート的な議論は理論的に何の根拠もなく、正視に堪えかねるというのが筆者の立場である(そもそも Soros Chart とインターネット検索してみれば、出てくるのはドル/円相場の話ばかりであり、円相場解説に絡んだ恣意的な理屈という印象が強い)。例えば、図に示されるように、経済規模対比で見た場合、ECB のバランスシート規模は FRB のそれと比べて特に大きいわけではない。むしろ、上述したようなユーロ/ドル相場が急落していた期間(図中、点線四角部分)では FRB の「量」的な緩和度合いの方が勝っていた。今年に入ってからは漸く、ECB の緩和度合いが勝り始めているが、年初来のユーロ/ドル相場は騰勢を強めているのが実情である。そもそも経済規模対比で見た緩和の「量」が為替に幅を利かせるのならば圧倒的な緩和規模を誇る日銀が苦労することはない。基本的にバランスシートの規模それ自体が為替相場に与える影響という理屈は相当不確実な代物であると考えざるを得ない。

### ユーロ/ドル版ソロスチャートも無駄

右図はベースマネー比率(ECB ÷ FRB)とユーロ/ドル相場の推移を見たものであり、いわゆるドル/円の解説に用いられるソロスチャートのユーロ/ドル版である。確かに、金融危機後はある程度相関があるよう見えるが、裏を返せばそれ以前は殆ど安定的な関係が無かった。また、ベースマネーの増加が必ずしもマネーサプライの増加に直結せず、実体経済の貨幣量が増えない状況が定着していることを踏まえれば、相関があるからと言って、それが理論的に支



(資料) Datastream

持されることを意味しない。結局、金融危機後の動きも FRB の量的緩和(QE)が拡大・縮小される動きに応じて振らされてきた側面が大きいのだろう。今後、月額 600 億ユーロから 800 億ユーロへ拡大された APP や 6 月からスタートするターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO-II)を主軸として欧米ベースマネー比率はユーロ/ドル相場の下落を示唆する公算が大きい。しかし、現実は FRB のハト派化に応じたユーロ/ドル相場の上昇になると筆者は予想している。

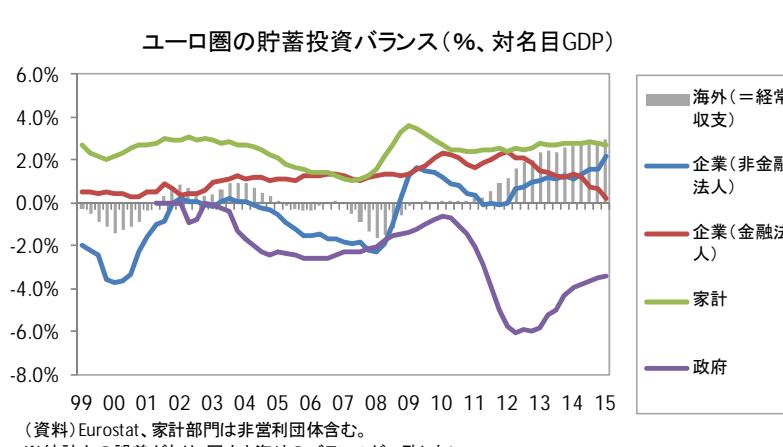
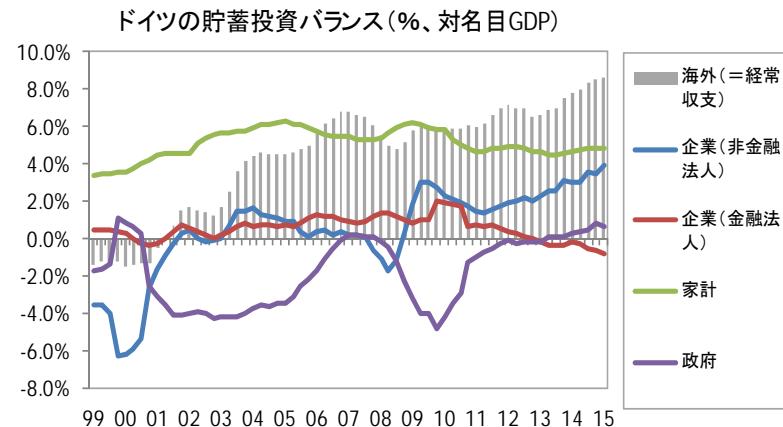
## ECB を待ちうける 7 月以降の試練

なお、予測期間中に ECB が試練を迎えるとすればやはり今年 7 月以降となろう。3 月 10 日に決定した包括緩和の中で、最も注目されたマイナス金利付き資金供給、いわゆる TLTRO-II の初回入札が 6 月 23 日に控えており(23 日が入札)、社債購入を可能にする企業部門購入プログラム(CSPP)も 6 月中に稼働する。つまり、7 月以降は徐々にこれらの政策効果が発動するというのが ECB の認識だろう。また、原油価格は 2 月以降、明らかに底入れしており、今後はこれに応じてユーロ圏消費者物価指数(HICP)が復調し、5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)に見られるインフレ期待も浮揚してくることが期待される。要するに、7 月以降は ECB にとって「言い訳できない状況」が用意されることになる。仮に、7 月以降、HICP やインフレ期待が沈んだままとなった場合、TLTRO-II や CSPP の市場における評価も出揃う中、否応なしに政策対応を迫られる事態になるだろう。その場合、市場はユーロ高を通じて緩和を催促し、これを ECB が力づくで押さえ込みにいくという展開が予想される。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツがドイツらしくいられるために…～》

### 異様なドイツの IS バランス

5 月 26～27 日に行われた主要国首脳会議(伊勢志摩サミット)及びその事前会合としての仙台 G7(5 月 20～21 日)では、事前に期待された財政協調とはならなかつた。しかし、少なくともドイツの貯蓄・投資(IS)バランスを見る限り、やはりドイツ経済の置かれた状況は率直に異様と言わざるを得ない。図を一瞥しても分かる通り、ドイツの国内部門は基本的に貯蓄過剰であり、海外部門は圧倒的な貯蓄不足(=経常黒字)となつていて。これは言い換えれば、国内需要の圧倒的乏しさを海外需要で埋め合わせることで経済を支えている状況である(図・上)。実際、ドイツだけではなくユーロ圏主要国の多くは企業・家計の両部門が貯蓄過剰に陥っており、これが域内全体の構図ともなっているが(図・下)、ドイツ以外の国々では政府の消費・投資



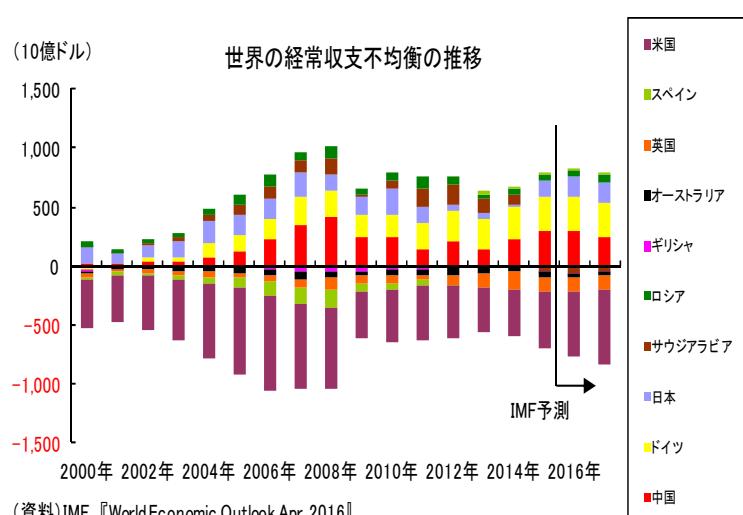
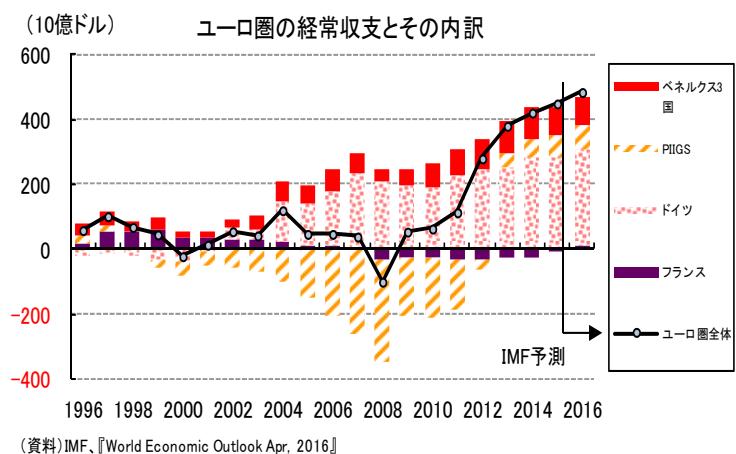
でこれを埋め合わせる必要性を認め始めている。サミット前に行われた安倍首相による欧州外遊においても、フランスやイタリアといった国々は財政出動に賛意を示しており、ドイツの主張とは距離がある。自国の貯蓄に手をつけることなく、外需だけで景気押し上げを図ろうとするドイツの行為はこれまでユーロ圏内でしばしば問題になってきたが、いよいよ国際経済外交の舞台でも主要論点に持ち上がってきた格好であり、着実に問題は大きくなっている。言い換えれば、身内であるフランスやイタリアが幾ら諭しても埒が明かないで、米国や日本といった部外者が説得にかかっているのであり、これを固辞し続けているのが現状と見受けられる。

### 「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」

ドイツがこれほどの外需を取り込んでいる背景の1つに周縁国の弱さを映じて安くなった通貨ユーロの存在があることはもはや多くの説明を要さない。本欄や拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』では、このドイツにまつわる「永遠の割安通貨」問題が必ず欧米貿易摩擦に発展すると警戒してきたが<sup>2</sup>、先般の為替政策報告書でドイツが「監視リスト」へ含まれたことで、やはりその時がやってきたとの思いを禁じ得ない（同時に、何故日本がこうした国と同一グループなのかは理解に苦しむ）。

重要なことは、こうした「永遠の割安通貨」問題に関し、ドイツが問題とは思わず、全て実力であるかのように誤認している恐れがあることである。ドイツは他のユーロ圏加盟国にも自国同様の振る舞いを求める傾向が強いが、あくまで「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」である。2000年代前半、「欧州の病人（Sick Man of Europe）」とまで揶揄されたドイツが復活した背景としてシュレーダー元首相による労働規制改革が有名だが、それだけではない。1999年に導入された「永遠の割安通貨」たるユーロ、そしてユーロフォリアのムードが醸成した周縁国のバブルとそれに伴う旺盛な内需が、ドイツの域内向け輸出拡大を実現したのである。これが後のユーロ圏の経常収支不均衡として2007～08年にピークを迎える（図）、欧州債務危機へと繋がっていくのである。

このような経緯を踏まえれば、やはり今のドイツの姿勢は無責任な側面があろう。筋論から言えば、今度はドイツが潤った財源を用いて自国内需を刺激し、域内経済の浮揚に寄与することが期待されるのであり、そこで初めて共通通貨圏として完結するのではないか。文字通り、支え合いである。ユーロ圏内外の「ドイツ以外の国々」がドイツと同じISバランス（＝巨大な経常黒字）を目指した場合、行きつくところは外需を貪り合う通貨戦争しかない。伊勢志摩サミットはこの点をド



<sup>2</sup> その他、2014年5月15日配信の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』などもご参照下さい。

ツに理解させる重要な節目になり得る可能性があったが、残念ながら現状が大きく変わるには至っていない。2000 年代前半までグローバルインバランスと言えば米国の経常赤字であり、周知の通り、これがその後の金融危機の遠因にもなった。だが、今やグローバルインバランスと言えばドイツの経常黒字を示す状況が定着しつつあり（前頁図）、これが世界的な通貨安戦争の萌芽になっているように思えてならない。いずれ G7/G20 の舞台において、このテーマを集中的に議論せざるを得ない局面がやってくるのではないか。

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](mailto: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。