

中期為替相場見通し

2016年6月30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～もはや二桁定着を睨む局面に～

ドル/円相場の水準感～攻守交代の時～ P.3

円相場の基礎的需給環境～経常黒字は頭打ち～ P.5

日銀金融政策の現状と展望～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～ P.7

米金融政策の現状と展望～「利上げの有無を議論するステージ」の終わり～ P.8

メインシナリオへのリスク点検～「有り得ないこと」は有り得ない～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～Brexit の影響をどう見極めるか～

ECB の金融政策の現状と展望～マイナス金利導入 2 周年～ P.14

英国の EU 離脱(Brexit)とユーロ相場見通し～影響の見極め方～ P.16

【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

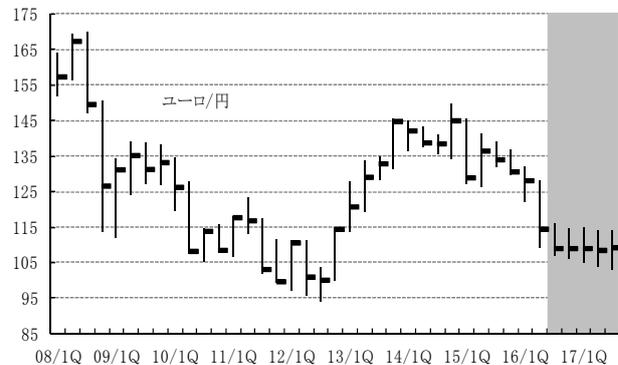
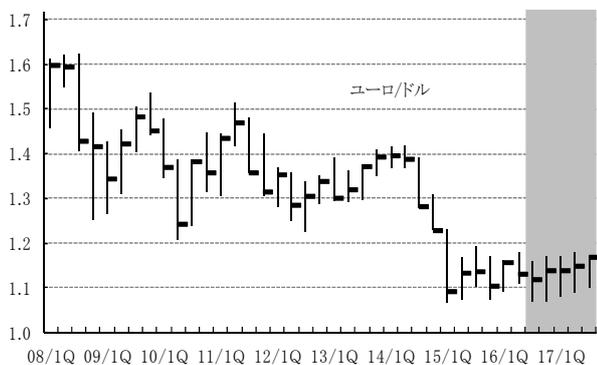
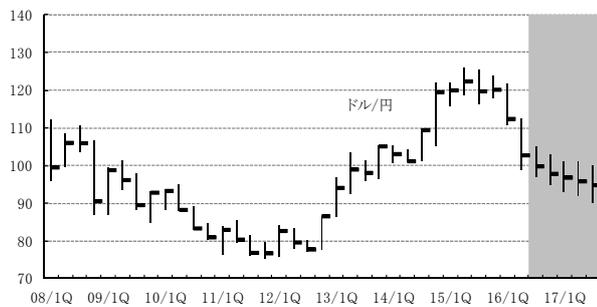
ドル/円相場は、6月、遂に100円を割り込んだ。前月の本欄より100円割れを想定してきたが、英国のEU離脱(Brexit)に伴うショックを受けて予想外に早まった格好である。だが、Brexitを経て本欄のメインシナリオは変わらない。筆者はあくまでFRBの正常化プロセスを信用しておらず、それゆえに円高・ドル安を予想してきた。英国がEUに残ろうと残るまいと、この論点が変わるわけではない。むしろ、BrexitによってFRBの立場はますます苦しくなったと考えるのが自然であり、これは円高シナリオの確度を殊更高めるものと考えられる。過去3年間、金融市場の最大のテーマであった「米利上げに関する予想ゲーム」はもはや時代遅れになっている可能性もあり、次のテーマは「いつ利下げに転じるのか」になってくるのではないかと。現状、FRBのファイティングポーズは解けていないが、米利上げ路線を前提とした為替予想の在り方が適切なものか否かは検討する余地がある。なお、Brexitがドナルド・トランプ氏の大統領選挙戦を利するという事実には不安を覚えるが、ヒラリー・クリントン氏にしてもドル高をけん制する姿勢は共通しており、予測期間後半にかけては米通貨政策の影響を受けてさらに円高が進展する懸念はある。2017年央まで見通した場合、90円台前半での定着は視野に入れたところである。

片や、ユーロ相場はBrexitを受けてやや軟化したものの、事の大きさに比べればむしろ底堅いとの評価が適切だろう。繰り返し論じてきたように、ユーロが備える世界最大の経常黒字と相対的に高めの実質金利という特徴は通貨予想において最も尊重されるべき要素である。こうした事実はBrexitを受けて変わるものではなく、引き続きFRBの正常化プロセスの挫折を受けてユーロ相場は堅調に推移すると予想したい。また、BrexitがEUの政治的求心力低下を招くといった論調に筆者は同意できない。今後、英国に待ちうける悲惨な環境を踏まえれば、模倣犯もそれほど多くはありまい。平和追求という政治理念に照らし、Brexitが史上最大の失敗であることは間違いない。だが、「政治同盟としての戦略破綻」と「残された加盟国から構成され存続する通貨ユーロの地力」を混同してはならない。共同体の存続に係る混乱は今後も発生するだろうが、コアとなる国を核として通貨圏が存続する限り、ユーロ相場が底抜けするような展開までを煽るのは行き過ぎである。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年			2017年		
	1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	99.00 ~ 121.70 (102.70)	97 ~ 105 (100)	95 ~ 103 (98)	93 ~ 101 (97)	92 ~ 101 (96)	90 ~ 100 (95)
ユーロ/ドル	1.0711 ~ 1.1616 (1.1110)	1.06 ~ 1.14 (1.10)	1.06 ~ 1.15 (1.12)	1.06 ~ 1.15 (1.12)	1.07 ~ 1.16 (1.13)	1.08 ~ 1.17 (1.15)
ユーロ/円	109.30 ~ 132.45 (114.07)	107 ~ 116 (110)	106 ~ 115 (110)	105 ~ 115 (109)	104 ~ 114 (108)	103 ~ 114 (109)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6月30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～もはや二桁定着を睨む局面に～

《ドル/円相場の水準感～攻守交代の時～》

2015年6月10日から1年が経過

2016年6月10日は昨年、ドル/円相場が125.86円の年初来高値を記録した日からちょうど1年が経過したタイミングであった。これは2012年11月以降、アベノミクスという言葉と共に取り沙汰されるようになった円安・株高相場がピークアウトしてから1年が経過したということでもある。あの日（2015年6月10日）、黒田日銀総裁が衆院財務金融委員会の場で「ここからさらに実質実効為替レート（REER）が円安に振れることはありそうにない」と述べた瞬間から一その因果は議論があるにせよ、事実として一円安局面は終わったのである。黒田総裁が口にした通り、REERは2015年6月で底打ちし、現在は急速に値を戻している。昨年来の本欄が円高・ドル安を予想してきた背景は、第一に米国の通貨・金融政策がドル高を許容するとは思えないという事実があったが、第二には円相場もドル相場もREERで見れば過剰な水準に至っているのが長期平均に収斂するのが自然という事実も重視してきた。購買力平価（PPP）やREERは目先の動きを捉えるのには向かないが、大局を捉えるには依然、侮れない切れ味を持っているというのが筆者の為替予想における信条である。PPPやREERで見ても、相場転換を予想できる「行き過ぎた水準」は必ずやってくる。それが2015年だったのである。REERやPPPから見た調整イメージを整理しておく、上で述べたように、円相場のREERは2015年6月を境として反転した。だが、現時点でも1976年並みの円安水準であり、長期平均への回帰という観点からは、2016年4月時点で依然10%ほどの調整余地を残している。仮に、全ての通貨で10%の調整が進むと仮定した場合、ドル/円相場が95円台¹まで下落すれば長期平均から見ても違和感の小さい水準へ調整が進むイメージになる。これもかねてから述べてきた。

水準に対する論点整理

右表は主要なPPPを円高順に並べたものである。これまでの本欄でも論じてきたように「100～105円」には比較的参照されることの多いPPPが密集しており、筆者はこれを「PPPのコアゾーン」と呼んできた。今起きていることは過度な円安から「PPPのコアゾーン」への調整であり、長期的な物価尺度に照らせば然るべき相場変動と言える。そもそも図示されるように、110円以上の水準を肯定する有力なPPPは存在しないことから、その持続性自体、かなり不安なものがあった。こうしたPPPという尺度に照らす限り、国際経済外交の舞台におい

ドル/円相場に関する色々な節目

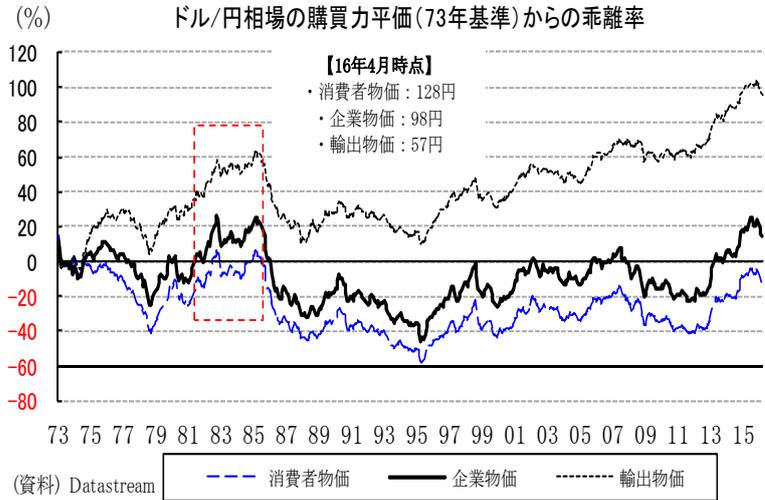
円相場	評価基準
56.9	購買力平価(輸出物価、73年基準、2016年4月)
73.4	購買力平価(輸出物価、80年基準、2016年4月)
75.1	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2016年1月)
77.5	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2016年4月)
91.9	購買力平価(企業物価、80年基準、2016年4月)
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
98.0	購買力平価(企業物価、73年基準、2016年4月)
102.8	2016年6月30日
103.2	16年3月時点の採算レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
104.5	購買力平価(消費者物価、80年基準、2016年4月)
104.7	世界銀行算出購買力平価(2015年)
106.0	購買力平価(OECD、2015年、GDPベース、※2)
111.3	購買力平価(OECD、2014年、民間最終消費ベース)
117.5	想定為替レート(日銀短観、2016年4月調査、通年)
120.9	16年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
128.1	購買力平価(消費者物価、73年基準、2016年4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月に週及改定あり)

¹ 4月末時点で「106.45円」なので▲10%だと「95.80円」となる。

て円高だと主張するにはこのコアゾーンを明確に下抜けて定着するような地合いが必要なのだろう（とはいえ、ボラティリティの観点から言えば、年初半年間で **20** 円の円高は明らかに「過度な変動」として認められるべきものと思うが）。

もちろん、為替は **PPP** にいる時間が一番短い。それゆえに筆者は **PPP** からの乖離率の推移に着目してきた。図に示されるように、**1973** 年以降のドル/円相場は基本的には企業物価ベースで見た **PPP**（以下単に企業物価 **PPP**）に収斂することを上値（図では乖離率ゼロ%）としつつ、そこから▲**20%**程度、円高へ振れることなどは珍しくもなかった。だが、アベノミクス以降はこうした経験則に反し、企業物価 **PPP** を上抜けた推移が続いてきた。



こうした動きの解釈に関しては、日銀の金融緩和を筆頭とするリフレ政策がインフレ高進を実現し、**PPP** 自体が円安に修正されてくるとの思惑が働いた可能性などが考えられる。

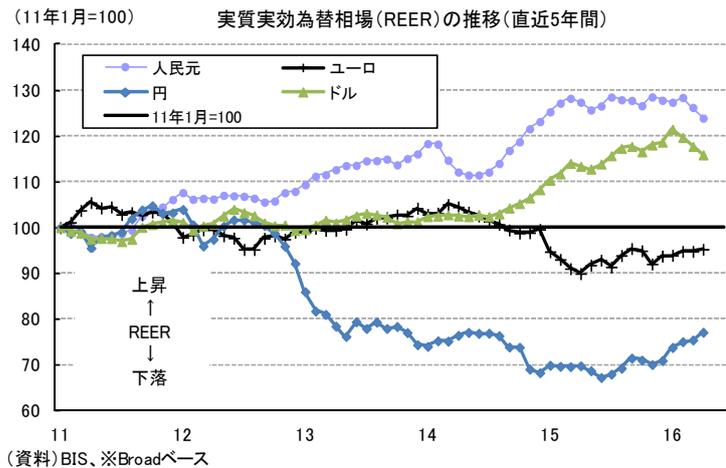
とはいえ、企業物価 **PPP** からの上方乖離は+**25%**程度が歴史的には限界であり、これは今回の円安局面にも当て嵌まった。具体的には、企業物価 **PPP** は昨年来で概ね **100** 円であり、上述した今次局面の高値 **125.86** 円は約+**26%**の上方乖離という状況に相当していた。これはプラザ合意直前となる **1985** 年 **2** 月以来の上方乖離であり（図中、赤点線四角部分）、そのような政治的意図が働く恐れも含めて、持続可能性は低いというのが筆者の見立てであった。 実際、今年に入ってから国際会議（**G7**、**G20**、サミットなど）における米財務長官の言動や米財務省の為替政策報告書の中身を見る限り、この見立ては正しいものであったと言えそうである。では、過去の経験からどこまでの円高が警戒されるか。仮に、もはや現行政策によるインフレ高進を諦め、**PPP** も再び円高基調に戻り、アベノミクス以前の経験則が再び力を持つてくるのだとすれば、「上値を企業物価 **PPP**（乖離率ゼロ%）、下値を乖離率▲**20%**」とするレンジに戻るなどが想定される。現段階では考えたくもないが、乖離率▲**20%**は **80** 円台である。少なくとも、ドル/円相場は二桁定着を睨む局面に入ったと考えて差し支えないだろう。

円安・円高、攻守交代の時

多くの人は気にかけないが、**1** ドル **120** 円も **80** 円も「**PPP** から **20%**乖離」という事実では共通している。だが、前者の場合は株高と共に前のめりの議論が世の中を支配し、特に問題視する風潮は生じない（実質所得の毀損が明らかであるにも拘わらず）。今年に入り、本邦自動車大手の首脳が過去数年の円安局面における高収益を指して「追い風参考記録」と述べたのは非常に的確な形容である。上述したような経験則を元にするならば、**PPP** から+**20%**以上も上振れた円安・ドル高相場が続く可能性は低い。まさに突風の如き「追い風」であった。一方で、「逆風」に関しても、同じ▲**20%**という震度で発生してもおかしくないのが変動為替相場制である。

しかしながら、こうして冷静に為替環境と企業収益を切り分けて整理できる企業が多い訳ではない。

「基本的には円安であればこそ成長できる」との思想が国内経済部門のあらゆる主体で支配的なのである。それが一定の事実を含んでいるのも確かであり、特に誤った思想だとは筆者も思わない。程良い通貨安を続けられるのであれば、それが一番望ましい。だが、それは変動為替相場制という制度と矛盾した願いでもある。変動為替相場制である以上、必ず円安である時もあるれば、円高になる時もある。過去の本欄

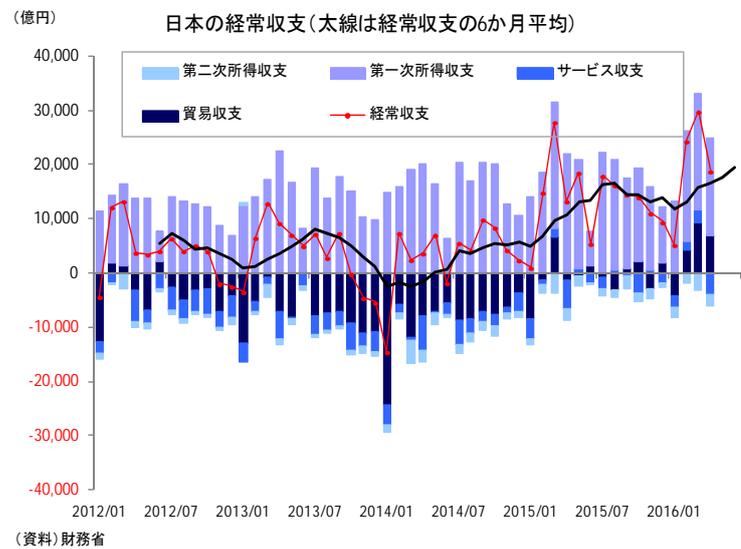


では執拗に図示してきたように、過去5年でG4通貨における通貨高の按分はドルと人民元が引き受けてきた。片や、通貨安の恩恵は円とユーロが引き受けてきたのである。例えば、2000年以降に目をやれば、2001～2004年の3年で円高、2004～2007年の3年弱で円安、そして2007～2011年の4年半で円高の後、2012～2015年の4年で円安というイメージで循環してきた。こうした過去の経緯を踏まえる限り、3～4年程度で攻守交替の時が訪れることはむしろ自然と言えよう。

《円相場の基礎的需給環境～経常黒字は頭打ちへ～》

経常黒字は既に昨年の半分程度を確保

いつも通り、最新の国際収支動向を踏まえ、円相場の需給環境について定点観測をしておきたい。4月の経常収支は+1兆8785億円の黒字となり、市場予想の中心(+2兆3030億円)を下回ったものの、引き続き2兆円弱の黒字を維持した。貿易・サービス収支が+2959億円と3か月連続の黒字を記録した上、第一次所得収支が+1兆7805億円と引き続き巨額の黒字を記録したことの結果である。但し、サービス収支が▲4012億円と3か月ぶりの赤字になったことで経常黒字の伸びが押さえられたことは、今後



を読む上で注目点かもしれない(後述)。これを受けた1～4月合計の経常黒字は+7兆8146億円に達しており、既に2015年通年(+16兆4127億円)の黒字の半分近くに迫っている。

経常黒字は頭打ちを予想

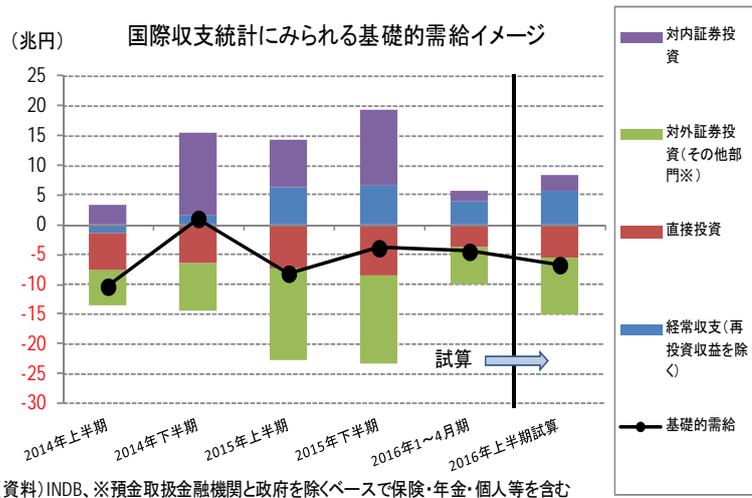
だが、前月の本欄でも述べたように、今年に入ってから経常収支の改善はあまりにも非連続的且つ性急であり、持続性に不安がある。昨年来の経常黒字拡大は①原油価格急落を受けた輸入急減(≒貿易赤字の急減)、②第一次所得収支の急増、③サービス収支赤字の急減という3つの要因に起因している。①に関しては、原油価

格が 2 月に底打ちしているため、今後はその影響が剥落する公算が大きい。また、②や③は円安相場が大きな寄与を果たしている面もあるため、2 月以降の円相場の急騰が今後影響をもたらしてくると思われる。国際収支統計の作成に当たっては、「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ため、今回発表された 4 月分から円高の影響が出始めているものと理解される。前月に比べ、全体的に黒字縮小方向の動きが目立っている背景には円高の影響もあるのだろう。この傾向は今後ますます強まることになる。

もちろん、みずほマーケット・トピック 2016 年 6 月 2 日号『消費増税先送りと「悪い円安」論について』でも議論したように、日本は世界最大の対外純資産国であり、国内市場の縮小傾向に鑑みれば、海外進出や海外企業買収といった経営戦略が大きく変わることもなさそうである。ゆえに②が一夜にして急減することはないだろう。だが、円安による価格効果で「盛られていた部分」が今後減少せざるを得ないのも確かなはずである(控えめに言っても約▲12%(120 円→105 円)の評価減は不可避)。また、③についても円安・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、最近になって再び円高・人民元安が強まっている以上、ある程度の減速は覚悟したい。2007 年にかけて日本の製造業部門は円安バブルに沸いたが、今回、それは財ではなくサービスの輸出と形を変えて「爆買い」バブルを引き起こしていた可能性がある。そう考えると製造業ではなく内需型の非製造業部門(小売や宿泊など)が円高によって悪影響を被るという事態が注目されてくるかもしれない。いずれにせよ、経常黒字の改善ペースはそろそろ落ち込んでくると予想したい。

年初来で見た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 1~4 月期としては約▲4.4 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には引き続き対外証券投資の加速がある。図を一瞥しても分かるように、経常黒字拡大による円買い圧力は対外直接投資拡大による円売り圧力と概ね見合っているため、結果として対外証券投資の円売り圧力が「浮く」格好になっている。また、前月の本欄でも述べたように、最近の経常黒字においては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ので、その分、基礎的需給における円買い圧力が劣勢になっている面もある。



引き続き、円金利環境が悲惨であるという事実は変わっていないため、本邦投資家の対外証券投資は勢いを維持し、これが円売り超過の需給環境に寄与する構図は当面変わりそうにない。FRB の正常化プロセスには強い不透明感があるものの、利上げに向けたファイティングポーズが続けられる限り、藁にもすがる思いと共に対外証券投資は続きそうである。こうして「稼いだ経常黒字以上に対外投資を行う」という構図が続くことで、2016 年上半期の円相場における基礎的需給環境は昨年並みの円売り超過となりそうである。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の進展を想定しているが、引き続きそうした警戒感は根強いものがある。なお、4 月国際収支統計と併せて公表された『対外及び対

内証券売買契約等の状況』の5月分を見ても、対外証券投資は▲2兆683億円と大幅買い越しである。

不確かな米利上げよりも確かな円高が心配

とはいえ、5月雇用統計に表れるように、米経済の失速が露わになり、一部では利下げ観測まで出ている状況で、ヘッジ付きならばまだしも、敢えて為替リスクを取って対外証券投資を加速させる投資家が大勢になるものだろうか。筆者の想定通り、米国が利上げを諦め、円高・ドル安が進んだ場合、そのような対外証券投資は大変な損失を被ることになる。確かに金利面から見た円資産の投資妙味は話にならないかもしれない。だが、これまで繰り返し論じてきたように、米通貨政策の志向や変動相場制の歴史などを踏まえた場合、円高・ドル安の確度は相応に高いと筆者は考えている。あるかどうか分からない米利上げよりも、可能性が高そうな円高相場に備える投資家が多くなっても全く不思議ではない。今後、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いうのが本欄の想定である。

《日銀金融政策の現状と展望～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～》

「No」という言う勇気は必要

6月15～16日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持の方針を決定した。ドル/円相場が年初来安値を更新する状況下、厳しい決断になったと思われるが、1週間後に控えた英国のEU離脱(Brexit)を賭けた国民投票の結果が分からない中で、カードを温存したという見方が自然であった(実際、それは奏功したのだから)。しかし、そもそも論として「円高になったから追加緩和をする」という発想は金融政策ではなく通貨政策、変動相場制ではなく固定相場制のそれであり、無為な市場期待に「No」と言う勇気は必要である。この意味で今回の現状維持決定は前向きに評価したい。既にマイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQEN)は金融機関だけではなく、家計・企業・政治といったあらゆる国内部門から支持されておらず、深堀が困難な状況にあり、「できないものはできない」という姿勢は重要である。この決定を受けてドル/円相場は急落したが、こうした決定を重ねて行くことでしか市場期待の無駄な膨張をけん制できないのも事実である。

「次の一手」を考えることに本質的な意味は無い

とはいえ、『市場期待に「No」という言う勇気が必要』というのが筋論にしても、市場は当面、日銀に対して円高・株安対応を迫るはずだ。Brexitの実現はそうした思惑をますます強めるイベントである。現水準以上の円安を願うのであれば、為替介入を除けば、それしか即効薬がないのだから致し方ない。必然的に「次の一手」はいつなのかというお決まりの予想ゲームが始まる。この点、現時点では7月28～29日会合において「展望レポート」と同時に追加緩和が決定されると考えるのが最も無難であるが、Brexitを受けて遂に100円を割り込んだ以上、それまでに臨時会合が開催され、追加緩和という線もなくはない。周知の通り、黒田体制下の日銀では会合間の情報発信と「次の一手」の間にこれといった関係性を見出すのが難しい(いわゆるサプライズ狙いの)ため、市場参加者は為替・株の値動きを見ながら予想を形成するしかない。ゆえに今回や前回(4月)のように為替や株の相場に少しでも逆風が吹いていると市場が催促相場を形成し始め、緩和がなければ禁断症状の如く暴れ出すということを繰り返すのである。一言で言えば、これまでの奇襲の「ツケ」と言っても良い。日銀は当面、これに苦しむだろう。

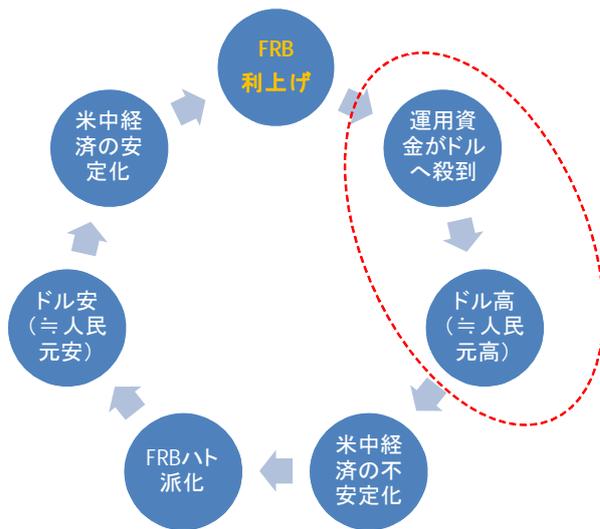
為替・株を政策反応関数上の重要な変数と見なすならば、7月会合時にドル/円相場が年初来安値圏で推移していれば、それだけで追加緩和を予想する根拠になる。また、世論の支持が薄いために追加緩和を決断しにくいというロジックも、7月10日の参院選が終われば、ある程度ハードルは下がろう。「次の一手」を外すことが出来ない以上、追加緩和の中身としては、量、質、金利の三方向全てを強化して行くことになるのではないかと。そもそも7月の「展望レポート」を出すタイミングで2017年度中に消費者物価指数(CPI)が+2%へ到達する道筋が見えてくるとは思えず、レポートは下方修正が必至である。追加緩和の大義は表向きも立つだろう。

もちろん、そうした策によって円高相場が反転するかどうかは別の話である。これまで繰り返し論じてきたように、基軸通貨国である米国で正常化が難しくなっている以上、非ドル通貨が通貨安方向の努力をしても徒労に終わるだけというのが筆者の基本認識である。それゆえに、中長期の円相場見通しにとって、こうした日銀の「次の一手」に思いを巡らせることは本質的に意味がないと言える。

国際的文脈から目を逸らさないこと

昨年来、筆者はFRBの正常化プロセスを信じていないし、今も信じていない。ゆえに円高予想は継続する。もちろん、仮に個人消費支出(PCE)デフレーターに代表される米物価指標が強含んでくれば、实体经济の弱含みを横目に利上げするかもしれない。それは今の原油価格の持ち直しの動きを見る限り、あながち否定できないシナリオでもある。しかし、結局ドル高になれば、現行の米財務省や米議会のスタンスと矛盾することになるであろうし、大規模の資本流出とそれに伴う人民元安で中国が苦境に陥ることも想定される。結果として、ドル売り介入で外貨準備を消費し続ける地合いが続き、再び人民元相場

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

の大幅切り下げを容認するかもしれない。昨年来、幾度か目にしてきた光景であり、その結果、国際金融市場がどのような反応を示すかは今さら説明を要しまい。こうした「ドル高の罠」から逃れられる術は今のところなく、当面はドル安と共に世界経済を静観するのが安全策となってくるはずである(図)。

結局、「米中安定のためにはドル安が必要」というのが今の世界経済の実情であり、そのためにFRBは正常化プロセスを諦めなければならない(国際協調という意味では日欧は緩和を停止しなければならない)。こうした国際的文脈から目を逸らし、日銀の「次の一手」に対し、予想ゲームを繰り返しても、中長期の為替相場見通し作成にはあまり役にも立たないことは念頭に置くべきである。

《米金融政策の現状と展望～「利上げの有無を議論するステージ」の終わり～》

もはや意地になっているイエレンFRB議長

6月14～15日にかけて開催されたFOMCは市場予想通り、金融政策の現状維持を決定した。声明文で

は雇用減速の兆候が新たに言及され、注目された政策委員会メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）も中央値こそ年 2 回の利上げペースが維持されたものの、年内 1 回と見込むメンバーが増えるなど全体としてハト派に傾斜した感は否めない。イエレン FRB 議長は記者会見で必死に利上げはいつでも有り得るとの情報発信に腐心しているが、もはや意地になっているようにしか見えない。このまま雇用の減速が続けば、利上げは物価の騰勢に賭けるしかないが、如何にデュアルマンドेट（2つの責務：①雇用最大化、②物価の安定）とは言っても、雇用（≒実体経済）の減速を横目に物価の上昇を理由として利上げするという政策運営は相当勇気が要る。イエレン議長は今回の利上げ見送りは Brexit を理由にしたものと明言しているが、自国経済への不安も無かったとは言えない。

結局、FRB の正常化プロセスは遅きに失している疑いが強く、複数回の利上げを定期的に行うならばドル相場が上昇途上にある 2014~15 年にやっておくべきだったと言わざるを得ない。

声明文：ハト派傾斜の印象は否めず

景気認識を示す声明文冒頭は「**the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up**」となり、雇用市場の減速に言及しつつ景気の全体感を引き上げることでバランスが取られている。この辺りは過度にハト派と受け止められないための苦肉の策だろう。とはいえ、項目別の景気判断においては 4 月の「**A range of recent indicators, including strong job gains, points to additional strengthening of the labor market**」が今回は「**Although the unemployment rate has declined, job gains have diminished**」へと変更されており、雇用市場の減速に改めて言及がある。その他、声明文において特筆すべき変更は見当たらないが、4 月まで利上げ提案をしていたジョージ・カンザスシティ連銀総裁がこれを撤回したことなどは現状を象徴する動きと言えるかもしれない。やはり全体としてハト派に傾斜した印象は否めない。

スタッフ経済見通しは据え置き

スタッフ経済見通し（表）に関し、2016~2017 年について、3 月時点の見通しと比較すると、実質 GDP 成長率見通しが小幅下方修正されている一方、失業率は横置きとなっている。2018 年まで目をやれば、実質 GDP 成長率は横這い、失業率はやや低下となっており、実体経済に対する見通しは 3 か月前と大きく変わっていないというのが実情だろう。一方、FRB の正常化プロセスにとって「頼みの綱」となりつつある物価情勢に関しては、個人消費支出（PCE）デ

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年6月時点

	2016	2017	2018	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.9~2.0 (2.1~2.3)	1.9~2.2 (2.0~2.3)	1.8~2.1 (1.8~2.1)	1.8~2.0 (1.8~2.1)
失業率 (3月時点)	4.6~4.8 (4.6~4.8)	4.5~4.7 (4.5~4.7)	4.4~4.8 (4.5~5.0)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.3~1.7 (1.0~1.6)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.6~1.8 (1.4~1.7)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	

(資料)FRB

フレーターが総合ベース、コアベース共に 2016 年について上方修正されており、この辺りがイエレン議長の「利上げはいつでも有り得る」とのスタンスに直結していると思われる。そもそも失業率が予測期間全般に亘って自然失業率を下回っている以上、中央銀行として利上げを示唆しなければならない状況というのは分かる。ただ、既に雇用回復が成熟化しているのだとすれば、今から利上げしても効果が出

る頃には失業率が上がり始めているという恐れは心配せざるを得ない。

意地にならずに利上げ停止を

注目されるドットチャートに関しては **2016～2018** 年の中央値に関し、**0.875%** / **1.625%** / **2.375%** となっており、**2016** 年は据え置き、**2017** 年は▲**0.25%**ポイント、**2018** 年は▲**0.625%**ポイント引き下げられている (表)。結果としてドットチャートで示唆される年内の利上げペースが「年内**2**回」という含意は不変だが、その中身を見るとやはりハト派色の強まりは見えて取れる。**2016** 年の分布を見ると、年内の利上げを**1**回と見込むメンバーが

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

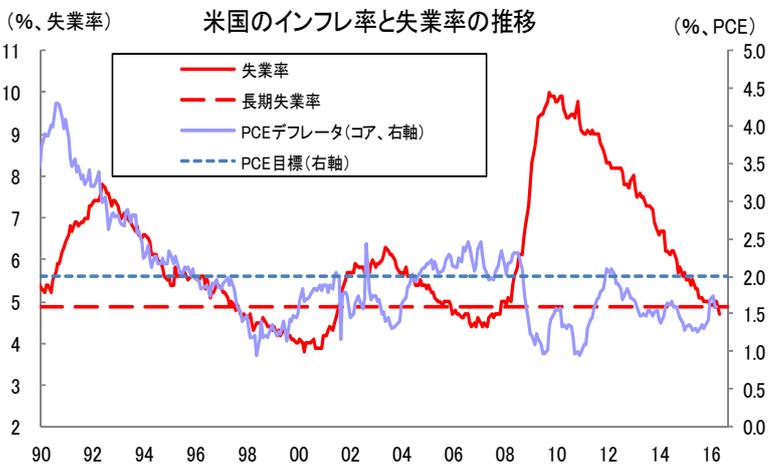
FOMC Date	2016	2017	2018	Longer run
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	3.25%
Jun-16	0.875%	1.625%	2.375%	3.00%

(資料)FRB

急増している。具体的に、**3**月までは**2016** 年末値を **0.625%** (利上げ **1**回相当) と見込んでいるメンバーは **17** 名中 **1** 名しか存在しなかったが、今回はこれが **6** 名へ増えた。しかし、**2016** 年末値を **0.875%** (利上げ **2**回相当) と見込むメンバーは **9** 名で変わっていないために中央値は辛うじて下方修正を免れた格好である。とはいえ、**1.125%** (利上げ **3**回相当) が **3** 名から **1** 名、**1.375%** (利上げ **4**回相当) が **4** 名から **1** 名へ減少しており、こうしたメンバーが **0.875%**へシフトし、**3**月に **0.875%**と見込んでいたメンバーが **0.625%**へ降りてきたのだと推測される (もちろん、いきなり **1.375%**から **0.625%**へ引き下げたメンバーもいるかもしれないが、真っ当に考えれば漸次的に変更するだろう)。間違いなく言えることは、先行きの利上げペースについて自信を失っているメンバーが増えているという事実である。また、メンバーの想定する長期的な政策金利の中央値が遂に **3.00%**まで下がってきていることも目を惹く (後述もするが、バーナンキ前 **FRB** 議長がテーパリングを示唆した **2013** 年 **5** 月当時は **4.00%**だった)。中立政策金利ひいては潜在成長率と見なされる水準が引き下げられる中で、政策正常化を模索し続ける動きがもう **3** 年も続いている。中立政策金利は要するに利上げの終点を示すわけだが、例えるならば、走るスピードが遅過ぎて一向にゴールが見えてこないの、ゴール自体の位置を手前に引き寄せるような状況が定着していると言える。意地にならず、まずは走ること (正常化) を停止すべきように思われる。

円相場見通しに対する含意

引き続き本欄では米利上げは年内ゼロ回をメインとし、米通貨・金融政策として通貨高が容認できないとの背景から円高の進行が続くと考える。確かに、デュアルマンデート上は引き締めが正当化される状況にあるが (図)、金融市場



は物価の計数よりも雇用のそれに強く反応する。イエレン議長は直近 1~2 か月分の雇用統計が悪かったくらいでうろたえるべきではないとのスタンスだが、市場の利上げ期待は先般の 5 月雇用統計によって完全に折られてしまったし、それに言及した今回の FOMC で一段と円高になった。片や、FOMC と同日に発表された米 5 月生産者物価指数 (PPI) は予想を上回る結果となったが、これを受けて利上げ期待が高まり、ドル買いが進む雰囲気は全くなかった。責務として物価と雇用に問題意識を置くにせよ、市場の注目度は比較にならないのである。今後、雇用 (景気) が減速する一方で物価が上昇し始めた場合、FRB は利上げを続けられるのだろうか。

だが、その利上げは数か月後に効果を発現し、その頃には物価が下落し始めている恐れもある。要するに、今の FOMC の政策運営はビハインド・ザ・カーブになっている可能性が否めない。結局、雇用統計がはっきり減速してくれば、如何に物価が堅調でも FRB は (今回そうだったように) 利上げの手を止めるしかないだろう。景気拡大局面が既に成熟化しつつあることを踏まえれば、もはや利上げの手を止めるまでの展開は確度が高いように思える。問題はその先の利下げ、そして量的緩和 (QE) 再開と言ったリスクである。過去 3 年に亘って繰り広げられてきた「利上げの有無を議論するステージ」の先を見据えた上で、為替見通しを策定していきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～「有り得ないこと」は有り得ない～》

リスクシナリオの再点検:「有り得ないこと」は有り得ない

EU 加盟国の離脱は初めての出来事であり、今後の見通し作りは至極難しい。目先の英国に起こり得ることや G3 通貨の見通しのイメージに関しては、離脱決定を受けた 6 月 24 日に、ロイター外国為替フォーラム『大英帝国分裂か、EU 崩壊は杞憂』や東洋経済オンライン『ドル安加速し 95 円へ、一方でユーロは底堅い～「EU 分裂」よりも「大英帝国分裂」に現実味～』に寄稿させて頂いているのでそちらを参照頂きたい。結論だけ言えば、Brexit を受けて本欄の円高見通しは一段と確固たるものになった。金融危機以降の流行り言葉を使うならば、リーマンショック以来のブラックスワンが出現してしまったとも言える。目先、日銀の臨時金融政策決定会合や本邦政府・日銀による為替介入などに対し思惑が錯綜し、一方的な円高・株安相場は回避されようが、断続的に調整 (円売り戻し) を踏まえながら、淡々とドル/円相場の上値は切り下がっていくと予想したい。

とはいえ、Brexit を受けて、これまで想定されていたリスクシナリオにも再点検が必要になる。現状のところ、今後 1 年のドル/円相場見通しは 90 円までを視野に入れた円高シナリオをイメージしている。そうしたメインシナリオへのリスクを敢えて

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	新大統領の通貨政策	・ヒラリーにしる、トランプにしる、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	欧州分裂騒ぎの本格化	・スコットランド、北アイルランドは英国からの独立を模索。大陸欧州でも類似の動きが本格化する恐れ？	円高ドル安

(資料)筆者作成

挙げるとすれば表の通りとなる。色付けしたものが円高リスク、それ以外が円安リスクである。これまでよりも円高リスクの存在感が俄かに高まってきたように感じられる。

まず、ダウンサイドのリスク、つまりドル/円相場が **90** 円台前半で安定化する可能性を考える。考えたくもないシナリオだが、もはや考える価値はある。この点、表中では②、③、⑥が相当する。目下、注目され始めているのはドナルド・トランプ氏が米大統領に就任するリスクである（②のリスク）。これまでの氏の言動は反自由貿易、通貨安志向、財政・金融拡張といったバイアスに満ちており、どれ一つとってみても円安・ドル高を予感させない。この上で在日米軍の撤退など、本邦の安全保障に差し障りがあるような言動が重なってくれば目も当てられない。夏も終わりに近づいてくれば、このリスクが最も注目されるだろう。**Brexit** は、これに同調するトランプ氏への追い風となり得る材料²だが、現時点ではヒラリー・クリントン氏の支持が上回っており、可能性は今のところ低い。だが、もはや市場参加者は事前の世論調査を理由に警戒を解くことに慎重だろう。そもそも「トランプ米大統領の誕生」と「英国の **EU** 離脱」はテールリスクとして似たような位置付けだった。足許では英国の次期首相として「英国のトランプ」ことボリス・ジョンソン氏が有力視されているが、トランプ氏と（外見も含めて）イメージの重なるジョンソン氏がキャメロン首相の後を継ぐならば、トランプリスクの盛り上がりは軽視できないものになる。早速、トランプ氏は「英国で起きたことと私の選挙運動との間には多くの類似点がある」と、**Brexit** を自身の支持に結びつけようと躍起になっている。もはや、「有り得ないこと」は有り得ないと考えるべきだろう。

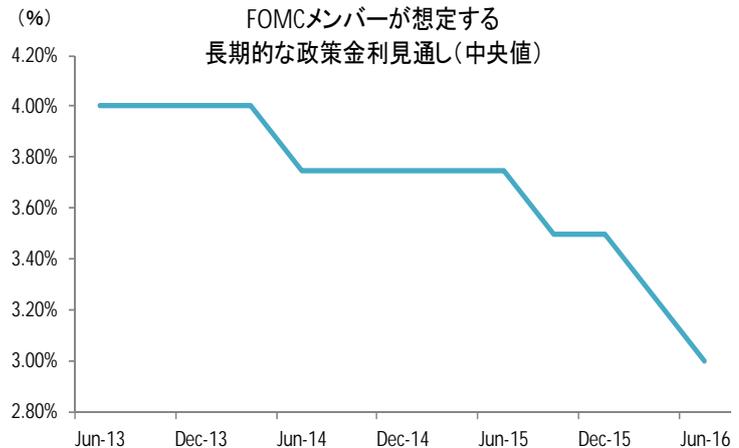
「米利上げに関する予想ゲーム」は時代遅れ？

また、もう **1** つの円高リスクとしては

FRB の正常化プロセスが反転、緩和路線へ向かうことが挙げられる（③のリスク）。

この点は折に触れて本欄でも言及してきたが、**Brexit** の実現によって、その可能性がさらに高まったと考えられる。一言で言えば、利上げではなく利下げを前提とした局面転換であり、過去 3 年で最大のテーマであった「米利上げに関する予想ゲーム」がもう時代遅れになるというリスクである。これは同時に、正常化プロセスという言葉に含まれる「正常」の定義を問い直さなければならないということも意味している。

バーナンキ前 **FRB** 議長がテーパリング方針を打ち出した直後の **2013 年 6 月**、**FRB** メンバーの想定する中立金利は **4.00%** であった。これが **3 年後** となる現在、**(2016 年 6 月)** には **3.00%** である（図）。到達すべきゴール（≒米経済の地力とも読み替えられる）が地盤沈下する中で、何をもって正常とみなし、そこへ歩みを進めるのか。利上げの時期や回数はおろか、そろそろ自身の金融政策の方向性自体に疑義を唱えるべき局面に **FRB** は差し掛かっている可能性が否めない。そもそも、想定外のことが起こり過ぎた。**2013 年 5 月** から **3 年** の間に中国バブルが崩壊し、原油価格は半分になり、米国では有り得ないと言われていたトランプ氏が共和党大統領候補の座を射止め、



(資料)FRB

² トランプ氏は英国の **EU** 離脱決定を受けて、**24** 日、「素晴らしいことだ」、「世界中で、人々が憤っている。国境や、自分の国を乗っ取った移民に対して憤っている」などと発言している。**6 月 24** 日、ロイター。

英国は EU を離脱した。どれ 1 つ取ってみても 3 年前であれば「まず有り得ない」と言われていた極大のリスクである。米金融政策の振り子が然るべき方向（引き締めではなく緩和）へ振れ始める展開はあながち見当外れとも言えまい。なお、その他の円高リスクとしては **Brexit** を受けて、類似の事案が盛り上がり、実際にこれが現実化するリスクである（⑥のリスク）。既に、スコットランド、北アイルランドで独立を問う住民投票が実施される見通しとなっており、大陸欧州でも右派ポピュリズムの勢いが強まっている。予測期間中に第二、第三の離脱国が出てくるような話の実現するとは思えないが、思いのほかこのリスクが強まればやはり円高リスクである。

円安リスクの整理

一方、円安リスクも（それほど心配はしていないが）ある。米雇用市場が完全雇用に到達し、物価上昇の芽も確認され始めている中、**Brexit** という逆風にも負けず **FRB** が利上げを敢行するリスクは無いとは言えない（①のリスク）。物価上昇が本格化し、短期間に急激な利上げが必要になる展開こそ **FRB** が最も回避したいものであり、粛々と利上げを続ける道理はある。とは言え、**Brexit** に端を発する世界経済の下振れリスクを前に、米国内における物価上昇も落ち着いてくる公算が大きく、あまり現実的なリスクと筆者は考えていない。

それよりも不安視されるのが、毎月の本欄でも述べているように、円金利の悲惨な運用環境を背景に本邦投資家による対外リスクテイクが加速する展開を現実的なリスクとして警戒している（④のリスク）。しかし、上述したように、**Brexit** を受けて **FRB** の正常化プロセスは反転、緩和へ向かう可能性すら視野に入っている。このような状況では、年内どころか来年の利上げも難しいというのが実態に近いのではないだろうか。斯かる状況で、果たして為替リスクをとってまで円投を行う投資家が支配的になるのか筆者はやはり確信が持てない。リスクシナリオの中では最も現実的と考えるものの、**FRB** の正常化プロセスが進捗していないにも拘わらず円安基調が根付くなどということが本当に有り得るのか疑わしい。

それ以外では、より直接的な円安リスクとして本邦政府・日銀による政策対応（具体的には為替介入や追加緩和）による底上げというリスクは常にある。当然にして、ドル/円相場の **100** 円割れなどが定着してくれば、為替介入も含めた政策対応は検討されるだろう。周知の通り、もうドル/円相場は半年で **20** 円も円高になっており、「過度な変動」と主張するには十分なボラティリティが確認されている。政策的な歯止めが検討されること自体に違和感はない。しかし、本欄では執拗に述べているように、変動相場制においては米通貨・金融政策の意向が絶対であり、**FRB** のスタンスがハト派に振れやすい状況を考えれば、本邦からの政策対応はごく短期的な効果しか持ち得ないだろう。円相場の長い歴史を振り返ってみれば、容易に想像がつく事実である。

◆ ユーロ相場の見通し～Brexit の影響をどう見極めるか～

《ECB の金融政策の現状と展望～マイナス金利導入 2 周年～》

本当の勝負は 7 月以降

6 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。6 月から稼働する新たな緩和策 (ターゲット型長期流動性供給第二弾: 通称 **TLTRO II**、企業部門購入プログラム: 通称 **CSPP**) が存在する以上、今急いで動く必要はないという姿勢が声明文、記者会見からは滲み出ていた。例えば、声明文には「既に採られた刺激策の他に、これから導入される政策があり、それが成長と物価の見通しに対するリスクを均衡させるのに寄与する」といった旨が記されている。また、原油価格の底打ちと共に先行きのインフレ期待が上向いていることも **ECB** に余裕を与えていそうである。だが、問題は「新たな緩和策が稼働し、原油価格が底打ちしたことを受けてインフレ及びインフレ期待が本当に戻ってくるのか」であり、その意味で **ECB** にとっての本当の勝負は **7 月以降**になる。

違いを生み出せない金融政策

大きな論点がなかったこともあり、今回は平時に増してスタッフ見通し改定3に注目が集まった印象である。実際、スタッフ見通しの数字は下方修正が常態化していたため、今回のように上方修正されることは珍しい。具体的にはユーロ圏消費者物価指数 (HICP) 見通しに関し、原油価格の持ち直しを背景として **2016 年**は

ECBのスタッフ見通し(2016年6月)

(%)

	2015	2016	2017	2018
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2016年3月)	0.0	0.1~0.3 (-0.2~0.4)	0.6~2.0 (0.6~2.0)	0.7~2.5 (0.8~2.4)
実質GDP (前回:2016年3月)	1.6	1.3~1.9 (1.0~1.8)	0.7~2.7 (0.7~2.7)	0.5~2.9 (0.6~3.0)
消費支出	1.7	1.9	1.7	1.5
政府支出	1.3	1.5	0.8	0.9
総固定資本形成	2.7	3.2	3.4	3.3
輸出(財・サービス)	5.2	3.2	4.2	4.4
輸入(財・サービス)	6.0	4.7	4.7	4.8

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は16年が1.13、17~18年が1.14。

+0.1%から**+0.2%**へ上方修正し、**2017 年**及び**2018 年**はそれぞれ**+1.3%**、**+1.6%**に据え置いた。また、実質 GDP 成長率見通しに関しても、**1~3 月**期の実績が上振れしたことを受けて、**2016 年**は**+1.4%**から**+1.6 %**へ上方修正、**2017 年**は**+1.7%**で据え置き、**2018 年**は**+1.8%**から**+1.7%**へ引き下げた (表)。

こうした見通しに対し、記者からは「予測期間終盤にかけてインフレ率は横這いで、GDP に至っては悪化しています。ECB はこのような非常に鈍い成長率を下支えすることしかできないのでしょうか。それとも 3 月緩和以降で経済・物価見通しが改善していないという事実は、基本的にあらゆる追加緩和の効果がなく、的外れということなのでしょうか。それとも構造改革に対する ECB の要求を強調していると見るべきでしょうか。その場合、(金融緩和では) 違いを生み出せないと分かっているながら、何故、今後も追加策を講じるつもりがあるかのようなことを述べるのでしょうか」といった鋭い質問が出ている。

³ 正確には、年 2 回 (6 月・12 月) は ECB と各国中央銀行 (NCB) のスタッフによる共同作業で作成され、残り 2 回 (3 月・9 月) は ECB のスタッフだけで作成される。今回の理事会がウィーンで開催されていることに因んで「オーストリア中央銀行は今年 200 周年を迎えるが、(ECB があるのに) NCB が何故今日も必要なのか。2016 年のオーストリア中銀の役割は何か」といった質問が出たが、これに対しドラギ ECB 総裁は 6 月・12 月の見通しは NCB の広範且つ詳細な知識をベースに作られていると述べている。もっとも両者の見通しに関し、市場が認識するほどの差異があるわけではない。

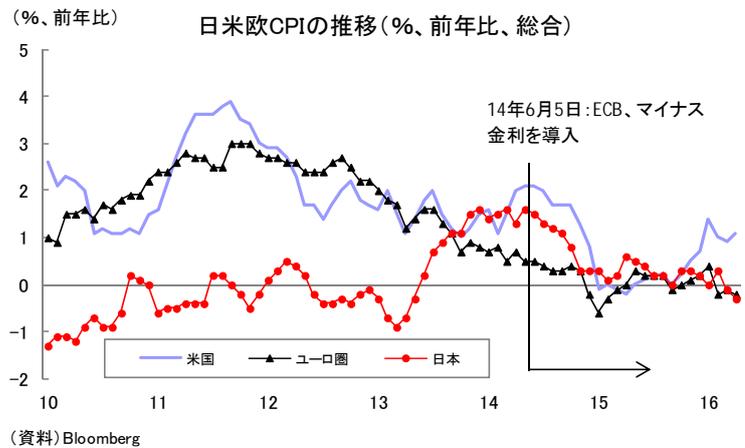
確かに、今年の経済・物価見通しは押し上げられているものの、原油価格の底打ちやこれまで実施されてきた緩和策を踏まえれば、それほど目覚ましい上方修正とも言えない。これに対しドラギ ECB 総裁は当然、「構造改革があれば緩和策の効果を一段と高めるのは確かだが、それが無かったとしても多大な効果をもたらす」といった旨の回答をしている。また、「3月の包括緩和策は金融環境の強烈な悪化を回避することに役立ち、確かに回復をサポートしている」とも述べられており、いわゆる政策当局者が好んで使う「やらなかった場合、もっと悪くなっていた」という論理が示されている。過去の本欄でも論じたが、ある政策をやらなかった場合の検証は誰にも出来ない。それゆえ、既に決定された政策に対する批判を当局にぶつけても、議論は平行線を辿るだけである。とはいえ、まだ実施されていない2つの目玉策の効果を踏まえても尚、今回のスタッフ見通し程度の数字であることは事実であり、「**ECBは非常に鈍い成長率を下支えすることしかできない**」という指摘は痛いところを突いていると言える。

類似の質問として、「総裁はこの理事会後会見において政治側による構造改革の遅れが問題であると繰り返し述べています。理事会としてこうした状況を動かすアイデアはないものでしょうか」と述べる記者もいた。当然、ドラギ総裁としても「それは我々の責務の範囲外」と述べるに止まっているが、構造改革により財・サービス市場の競争力を高めることは「**That is very, very important**」と強調しており、これが遅々として進まない状況に対して忸怩たる思いが滲み出していた。

マイナス金利導入 2周年

なお、2年前の2014年6月5日のECB

理事会は預金ファシリティ金利のマイナス化を決定した歴史的会合であった（正確にはマイナス金利だけではなく**TLTRO**も導入された）。当時を振り返れば、量的緩和（QE）を期待していた向きもある中、満を持して投入されたマイナス金利は為替市場において大きなサプライズとなり、そこから翌3月までユーロ相場は急落した。マイナス金利導入後、それと併存が難しいと思われていた



た国債購入を主軸とするQE（公的部門購入プログラム、通称**PSPP**）が導入され、足許に至るまで複数回のマイナス金利幅と1回のQE拡大が決定されている。もちろん、QEは国債だけではなくカバードボンドや資産担保証券（ABS）も対象としている（これらを総合して拡大資産購入プログラム、通称**APP**と呼ぶ）。こうした状況に加え、6月には**TLTRO II**によるマイナス金利付き資金供給、**CSPP**による社債購入も始まった。しかし、これだけの政策を行ったにも拘わらず、**HICP**の趨勢は2年前の低下傾向から全く抜け出せていない（図）。原油価格急落という不幸があったにせよ、マイナス金利が金融機関の収益性を犠牲にすることで成り立っている以上、一旦、総括が必要ではないだろうか。

もちろん、今回の声明文でも「2014年6月以降の金融政策手段ははっきりと企業・家計の借入環境やユーロ圏の与信の流れを改善している」と銘打たれており、「あの日」からの前向きな変化がアピールされている。だが、現実問題としてECBの責務が**HICP**を「+2%」の近傍に誘導することにある以上、

未曾有の緩和策が割に合った効果を上げているとはとても言えない。また、「もう 2 年」という見方もあれば「まだ 2 年」という見方もあろう。マイナス金利導入後の歴史はまだ 2 年であり、ここまでの金融機関へのダメージ蓄積が今後どのような結果をもたらしてくるのか定かではない（しかもマイナス金利幅は断続的に拡大されている）。既に 3 月 10 日の理事会でドラギ総裁はマイナス金利引き下げの限界を示唆し、理事会会見とは別に行われたウィーン⁴での講演でも「われわれの使命は対称的で、使命を達成する意志も対称的だが、達成に向けてわれわれが利用できる手段は非対称だ。それは金利に下限が存在することに起因する（6 月 3 日、ブルームバーグ）」と述べ、暗にマイナス金利引き下げが無限にはできないことを示唆している。

導入から 2 年が経過し、マイナス金利に関して明らかになったことは①無限に広げることはいくこと、②ドル安相場を反転させる力は限定的なこと、③（②と関連して）HICP を押し上げることは難しいこと、④金融機関収益は確かに毀損すること、⑤貸出に対しては一定の改善効果が見込まれることの 5 点である。しかし、唯一前向きな効果である⑤に関しては、マイナス金利との因果関係が証明されたわけではない。直感的にも、④と⑤は矛盾する事象であり、④が明確にマイナス金利と因果関係があることを思えば、⑤については今後真摯な分析結果を待ちたいところである。ECB は過去 2 年間に前向きに総括していそうだが、実態としても「金利」経路は手詰まりであり、「次の一手」は TLTRO のような資金供給スキーム強化を含めた「量」の路線になる公算が大きい。斯かる状況下、冴えない HICP の動向や海外経済環境を踏まえて、年内に ECB は 2017 年 3 月と設定されている APP の期限を延長する可能性が非常に高いと筆者は考えている。

《英国の EU 離脱(Brexit)とユーロ相場見通し～影響の見極め方～》

戦後秩序の変化を示す歴史的な大事件

6 月 23 日に行われた Brexit を問う国民投票は残留 48%、離脱 52%となり、直前に支配的だった残留予想を覆して離脱派が勝利した。EU の前身となる欧州共同体（EC）が 1967 年に発足して以来、約半世紀の歴史において、初めての離脱プロセスが発生することになる。この間、EU は合計 6 回の加盟国拡大を経験し、現在の 28 か国に至った。英国はその中でも最も古い第一次拡大（1973 年）以来の加盟国である。2009 年以降の欧州債務危機を経て、拡大と深化のプロセスが「停止」したとの評論は頻りに目にするようになっていたが、これほど明確に「後退」を示す出来事は経験がない。平和を希求して発足した欧州統合プロジェクトにとって史上最大の失敗であることは間違いなく、世界全体にとって見ても、1989 年のベルリンの壁崩壊に次ぐ、戦後秩序の変化を示す歴史的な大事件との声も大袈裟ではない。来年で EC 発足から 50 周年を迎えるタイミングであったため、相応の催事⁵も予定されていたことだろう。その節目に脱落者が出てしまったことは遺憾というよりほかあるまい。残された 27 か国の結束が試される局面が始まろうとしている。

⁴ 6 月の ECB 理事会はフランクフルトではなくウィーンで開催されている。ECB 理事会は通常、フランクフルトで開催されるが、2000 年以降、年 2 回はフランクフルト以外のユーロ加盟国の都市でも開催されている。

⁵ 筆者が 2007 年に欧州委員会に在籍していた当時、1957 年のローマ条約調印 50 周年を受けた催し物を欧州委員会が開催していた。

Brexit 後のユーロ相場

では、Brexit 決定後のユーロ相場をどう読むべきか。Brexit と EU の弱体化は直感的に繋がってそうだが、必ずしもそうとは言えない。確かに、Brexit が EU の政治的求心力低下を招くとの指摘には一理ある。だが、それは第二、第三の離脱国が現実味を帯びてきた場合の話である。また、そうなるとしても離脱によって英国が明らかに潤い、離脱候補国にとっての「良い手本」になっていなければならない。しかし、みずほマーケット・トピック

2016年6月15日号『英国のEU離脱(Brexit)

を巡る Q&A』でも述べたように、離脱した英

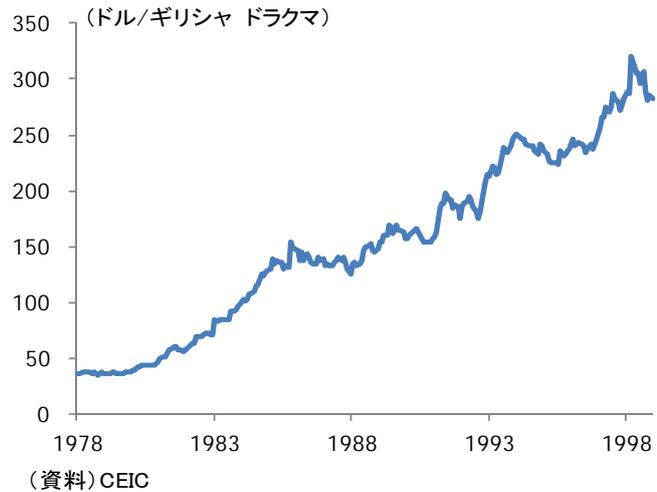
国に対し EU が手加減する筋合いはない。離脱派は離脱によって生じる通商面での不利益は二国間交渉で復元可能と考えている節があるが、EU がこれに応じる筋合いはない。また、離脱後に確実視される資本流出（企業流出も含め）によって実体経済は大きなダメージを負う恐れがある。要するに、仮に英国が離脱を決めても、それが政治的求心力低下に直結しないように EU は全力を尽くすはずであるし、その努力の前に英国経済は大きな不利益を被った状況に据え置かれる公算が大きい。

むしろ、何かにつけて特例措置を要求し、EU の意思決定を遅らせる傾向にあった英国が抜けることは、長い目で見れば、政治的求心力の向上に資する動きかもしれない。英国の離脱にかこつけて、今後ギリシャを筆頭とする南欧諸国でも同様の論調が浮かび上がるかもしれないが、それは分裂や崩壊という言葉が頭をよぎりながら、強い通貨圏を形成するという意味では「要らないものを捨てる」プロセスとも見なせる。実際、ちょうど1年前（正確には昨年1～7月）にギリシャ離脱危機が囁かれた時、ユーロ相場について「ギリシャが離脱すれば直後こそ下落するが、結果として上昇する」との見通しは頻繁に見聞きされた。ギリシャ・ドラクマがユーロ導入前、常に対ドルで下落してきた通貨であったことを踏まえれば（図）、こうした見通しは当然だろう。同国の存在自体はユーロ相場に重石である。

同様に、欧州統合の進捗にとっての英国の存在も重石でしかない。EU において良い所取りの状況を続け、常に特別扱いを求める存在は他の加盟国にとって「悪い見本」でしかなく、いつか共同体破綻の鍵になる。6月21日の日本経済新聞朝刊2面ではフランスの思想家・経済学者であるジャック・アタリ氏が「EU は英国残留のために譲歩したが、それが統合の進展の足かせになる。（中略）残留は欧州のまひを意味する」と述べているが、筆者も全く同感である。欧州統合が経済同盟ではなく平和を求める政治同盟であったことを思い返せば、その理想を共有できないのであれば、そもそも残る意味がない。少なくとも Brexit とユーロ相場の下落の間には巷で憶測されるほどの関連性があるとは思えない。

ドイツ・マルクに近づくユーロ

万が一、Brexit の後に一部南欧諸国でも離脱の機運が強まったらどうなるのか。それこそユーロ圏の崩壊でありユーロ売りを連想すべきであろうか。これも直感的にはそのように思えるが、冷静に考えれば違う展開も見えてくる。恐らく、離脱の機運が高まるとしたらギリシャやイタリアなど元々、政府ない



し海外部門に不安を抱える国々が候補となるだろう（言い換えれば政府債務が累増し、経常赤字になりやすい国々）。しかし、そのような国が脱落するほど、通貨ユーロは高い国債価格付けと巨大な経常黒字に支えられた通貨へと近づくことになる。それは別の言葉で言えば、ドイツ・マルクに近づくとも言える。離脱により瞬間的にユーロ売りになることはあろうが、それが中長期的な動きになるとは限らず、むしろ客観的には地力を強める材料とも理解できる。

もちろん、これはユーロ相場の見通しに限った話である。上で述べた通り、そもそも EU や通貨ユーロは経済同盟である以前に政治同盟としての産物である。ゆえに、離脱国の発生は理想追求の失敗であるとの意見に関しては同意せざるを得ない。結局、経済・金融政策をもって安全保障政策の代替を図ろうという戦略自体に無理があったということだろうか。しかし、「政治同盟としての戦略破綻」と「残された加盟国から構成され存続する通貨ユーロの地力」を混同してはならない。長い将来を見据えた場合、共同体の存続に係る混乱は今後も発生するだろうが、コアとなる国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）を核として通貨圏が存続する限り、ユーロ相場が底抜けするような展開までを煽るのは行き過ぎである。むしろ、「共通通貨圏から脱落者が出るたびにドイツ・マルクに近づいていく」という柔軟な発想と共にユーロ相場を見通す立場を大事にしていきたい。

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。