

中期為替相場見通し

2016 年 8 月 1 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～ドル高の難しさは変わらない～

ドル/円相場の読み方～「木」ではなく「森」を見るべき～	P.3
円相場の基礎的需給環境～「最も現実的なリスク」は顕在～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～遂にテーパリングなのか？～	P.7
米金融政策の現状と展望～変わらないドル高の難しさ～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～伏兵はイタリア問題か～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～空気の読めない政策運営への不安～

ECB の金融政策の現状と展望～「嵐」の前の静けさか～	P.14
「空気を読まない」政策運営への危機感～不安の芽をばら撒く政策当局～	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

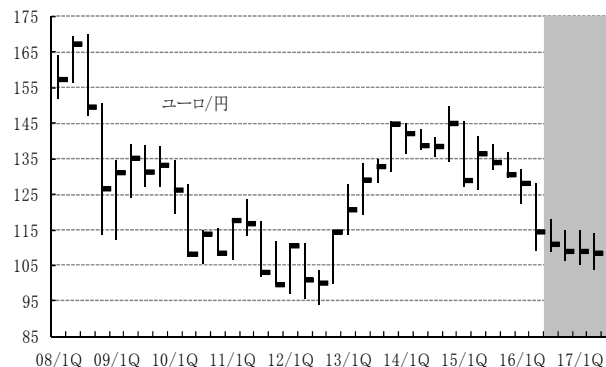
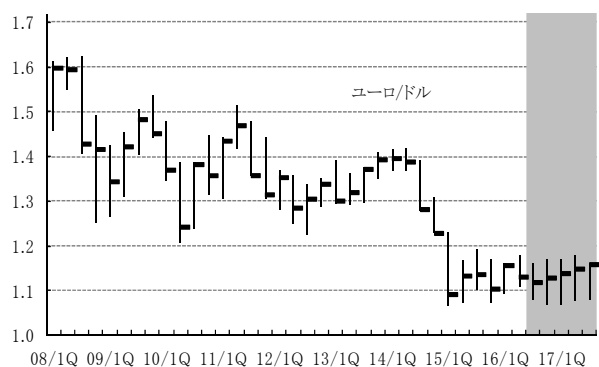
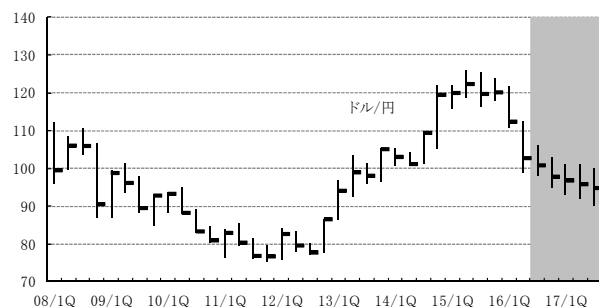
ドル/円相場は、7月、英国のEU離脱(Brexit)問題後の安値から順当に値を戻したものの、やはり腰の入った上昇基調には至らなかった。今年4～5月がそうだったように、単なる投機のポジション調整の域を脱しない動きであり、所詮は円高局面の「踊り場」という理解で良いだろう。もちろん、年初来から20円の円高を経て、この「踊り場」が長く続くかもしれないとの思いも抱かれるが、「基調として円高が続く」という昨年来の筆者のシナリオ自体を変える必要性は感じない。市場では「米利上げに関する予想ゲーム」に興じている向きが未だに存在するが、そもそも「FRBが利上げできるかどうか」という問いは「米国がドル高に耐えられるかどうか」という問いと同根である。これから新政権を樹立しようとする米国政府の通貨政策がそのような流れを許容するだろうか。真っ当に考えれば難しいだろう。もちろん、悲惨な円金利環境を背景に本邦投資家による対外証券投資が加速し、意外にも円高の進展が抑止される可能性は有り得る。だが、FRBのハト派傾斜が見込まれる予測期間中に円安基調への復帰を想定するのはやはり勇気が要る。変動相場制後の経験則を踏まれば一回始まった円高の「波」が1年で終わることは稀であり、引き続き予測期間中に90円台前半で定着する展開までは視野に入りたい。

片や、ユーロ相場は方向感のない地合いが続いている。繰り返し論じているように、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で最も尊重されるべき要素である。これらの論点は今後のユーロ相場見通しでも尊重したい。だが、ここきて欧州委員会による「空気を読まない」政策対応が目につき始めていることは気掛かりである。スペインやポルトガルの財政運営に対する制裁発動は辛うじて回避(先送り)しているものの、そもそも今、それを検討すること自体が疑問である。また、イタリア国内銀行の不良債権問題を巡っても火種が残された状況にある。ペイルイン(投資家負担)という新たな原則論を徹底したい欧州委員会と、当座をベイルアウト(公的支援)で乗り切りたいイタリアという二項対立が浮かび上がり始めており、2016年最後のイベントは米大統領選挙ではなくイタリア問題になる恐れも燦々している。その場合、ファンダメンタルズに問題がないといえども、ユーロ/ドルが1.10割れでの推移を余儀なくされる恐れもある。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～7月(実績)	8～9月期	10～12月期	2017年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	99.00 ～ 121.70 (102.37)	98 ～ 106 (101)	95 ～ 103 (98)	93 ～ 101 (97)	92 ～ 101 (96)	90 ～ 100 (95)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1616 (1.1175)	1.06 ～ 1.14 (1.10)	1.05 ～ 1.15 (1.11)	1.05 ～ 1.15 (1.12)	1.06 ～ 1.16 (1.13)	1.06 ～ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	109.30 ～ 132.45 (114.33)	109 ～ 118 (111)	106 ～ 115 (109)	105 ～ 115 (109)	104 ～ 114 (108)	103 ～ 114 (108)

(注) 1. 実績の欄は8月1日までで、カッコ内は8月1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。

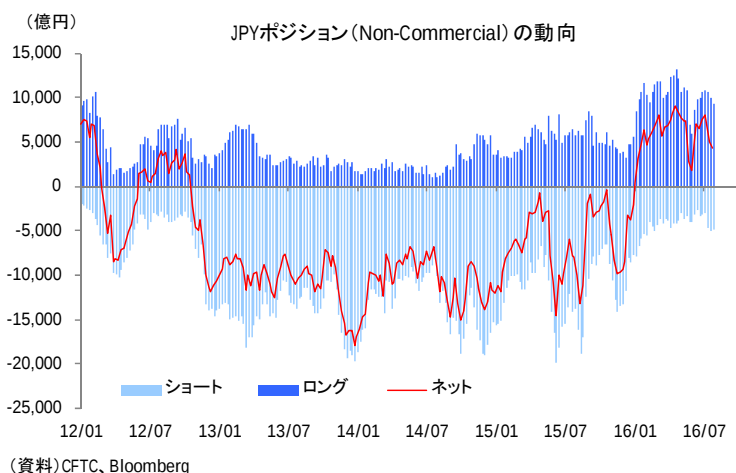


◆ ドル/円相場の見通し～ドル高の難しさは変わらない～

《ドル/円相場の読み方～「木」ではなく「森」を見るべき～》

巻き戻しの円安はあくまで「円高基調の中の踊り場」

過去 1 年、本欄では 2016 年は円安相場
の分岐点になると述べてきた。その理由
として重視してきたのは、第一に「FRB
の正常化プロセスはそもそも信用できな
いこと」、第二に「購買力平価（PPP）や
実質実効為替相場（REER）に照らして
持続的ではないこと」だった。7 月のドル
/円相場は一時 107 円台半ばまで値を戻
す動きが見られたが、やはりそれが基調
になることはなかった。引き続き、本欄
のメインシナリオを変える必然性はなさ



そうである。7 月に見られたドル/円相場の上昇はあくまで積み上がった投機の円ロングポジションの解消に伴うものであり、予め想定されたものに過ぎない。7 月 5 日時点の IMM 通貨先物取引の状況を例に取れば、円はドルに対して 7946 億円のネット買い持ちだった。これは今年 4 月 19 日時点で観測された過去最大のネット買い持ち（8984 億円）に次ぐ水準であり、実際、5 月にもドル/円相場が一時的に息を吹き返すことがあった。投機である以上、どこかで反対売買は必要になるのである。7 月に見られた円安・ドル高の理由は何のことはない「買われ過ぎたから売られているだけ」だろう。年初からのドル/円相場は「上げる時は（ドルの）ショートカバー、それが終われば新安値」を繰り返しており、気づけばかなり遠いところに連れて来られている。7 月のドル/円相場の上昇は「円高基調の中の踊り場」に過ぎない、というのが筆者の見立てである。

「木」を見て「森」を見ずの風潮

それでも半年で 20 円超も円高になったのだからそろそろ反転ではないかという意見もあるだろう。それは一理ある。円高を見通す向きから見ても、年初からの動きは「過度な変動」と感じられ、果たしてここから一段円高があるのか、訝しがる気持ちもなくはない。しかし、今年の高値・安値の値幅（約 22.7 円）が過去に類を見ないほど大きいわけでもない。単純に値幅だけで比べた場合、これより動いた年は過去 20 年で 3 回（1998 年、1999 年、2008 年）ある。いずれ

ブラザ合意以降の円高・円安のイメージ

開始	終了	方向感	日数	月	変化率	キーワード(代表例)
1985年3月	1987年12月	円高	1005	33.5	-51.7	ブラザ合意
1988年1月	1990年3月	円安	790	26.3	23.5	日本のバブル
1990年4月	1995年4月	円高	1826	60.9	-46.9	日本のバブル崩壊
1995年5月	1998年7月	円安	1157	38.6	71.0	アジア通貨危機、日本の金融危機、 「強いドルは国益」
1998年8月	1999年12月	円高	487	16.2	-26.4	ロシア危機、LTCM破綻
2000年1月	2002年1月	円安	731	24.4	24.5	ITバブル及びその崩壊、 米同時多発テロ
2002年2月	2004年12月	円高	1034	34.5	-23.0	日本の金融危機終焉、いざなぎ超え、 米利下げ局面
2005年1月	2007年7月	円安	911	30.4	14.4	金融バブル
2007年8月	2012年1月	円高	1614	53.8	-34.1	リーマンショック、欧州債務危機、 米金融緩和
2012年2月	2015年6月	円安	1216	40.5	51.0	FRBの正常化、欧州危機の終焉、 アベノミクス
2015年7月	?	円高	?	?	-15.2	中国バブル崩壊、Brexit
平均(全体)			1,077.1	35.9	34.7	
平均(円高)			1,193.2	39.8	-32.9	
平均(円安)			961.0	32.0	36.9	

（資料）Bloombergなどから筆者作成。月は1か月30日換算。円高又は円安が1年以上続いた局面で整理した。
変化率に関する「平均(全体)」は絶対値に関し、平均を計算したもの

も金融危機や史上初のゼロ金利導入など歴史的な動きがあった年である。この点、今年は、英国の EU 離脱 (Brexit) という戦後秩序の変化を示唆する大事件が勃発しており、大きな値幅を伴うこと自体に違和感はない。また、歴史的には、円高も円安も、一回始まった「波」は平均 3~4 年は続く (前頁表)。今の円高局面は昨年 7 月に始まったものだとすれば、まだ 1 年しか続いていない。昨年 7 月のドル/円が 124 円前後であるとした場合、足許の 105 円近傍は下落率にして▲15%程度という話になるが、表に示されるように、過去の円高の「波」では平均▲33%変動してきた経緯がある。こうした変動が単年で達成される必要はないため、今の動きが不十分と述べるつもりもないが、十分と断じるにも勇気はいるように思われる (ちなみに考えたくもないが 124 円から▲33%は 83 円程度というイメージになる)。

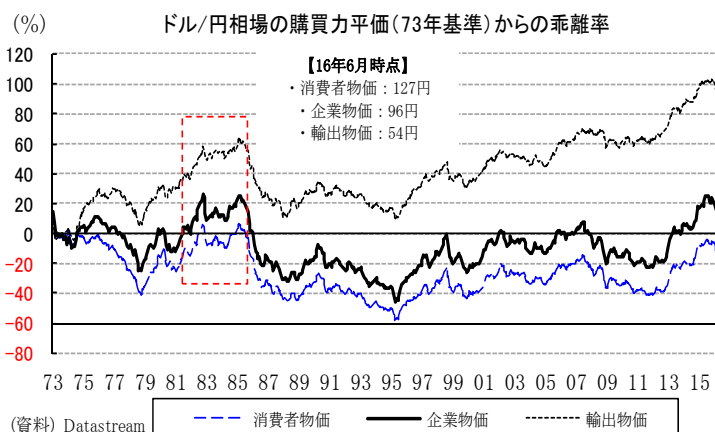
なお、年初来のドル/円相場を見ていると、都合の良い節目を取り上げ、相場の反転を期待する風潮があった。具体的には「115 円は本邦自動車大手企業の想定為替レートだから守られるはず」、「110 円はハロウィン緩和以降、実現してきた水準だから守られるはず」といったものであり、105 円付近でも「本邦自動車大手企業の想定為替レートだから守られるはず」といった言説は再び見られた。最近では 100 円割れでは本邦政府・日銀の政策対応が期待できるといった声も良く聞く。だが、所詮は「見たく無い物を見ない」というだけの話であり、「木を見て森を見ず」の相場観と言わざるを得ない。ドル/円相場は単に「100~105 円」という PPP に照らして違和感のないゾーンに戻ってきているだけであり、今年に入ってから米国の通貨・金融政策がドル安方向にスタンスが転じたことも強く意識された経緯がある。そうした相場状況で個社別の事情が勘案される余地はない。

80 円も 120 円も同じくらい過剰

そもそも 120 円や 125 円といった水準が異常なのであり、この点、本邦自動車大手首脳が自社の高利益を指して「追い風参考記録」と形容したことは印象的であり、的確な認識と言える。アベノミクス初期、PPP を軸に為替予想を形成することに関し、どこか軽視する風潮も感じられたが、物価尺度に照らして過剰な水準は必ず調整を強いられるのが変動為替相場である。

極論すれば、80 円も 120 円も PPP から

20%乖離という意味では同じくらい過剰である (但し、+20%という円安方向の乖離は歴史的にプラザ合意直前しか見られていない稀有な動きである、図)。だが、80 円ならばその修正を求める声が大きくなるのに対して、120 円の場合は 130 円や 135 円といった常軌を逸した予想が相次ぐという非対称性がある。ヘッジファンドに代表されるような節操のない短期的な動きを「木」だとすれば、物価尺度で見た長期的な動きは「森」である。過去 1 年間のドル/円相場では、「森」を真摯に見ようとする相場観が報われたように思われる。



恐れるべきは円高へのオーバーシュート

斯かる認識に基づけば、筆者の相場観を変える必要性は感じない。むしろ、筆者が最も恐れているのは

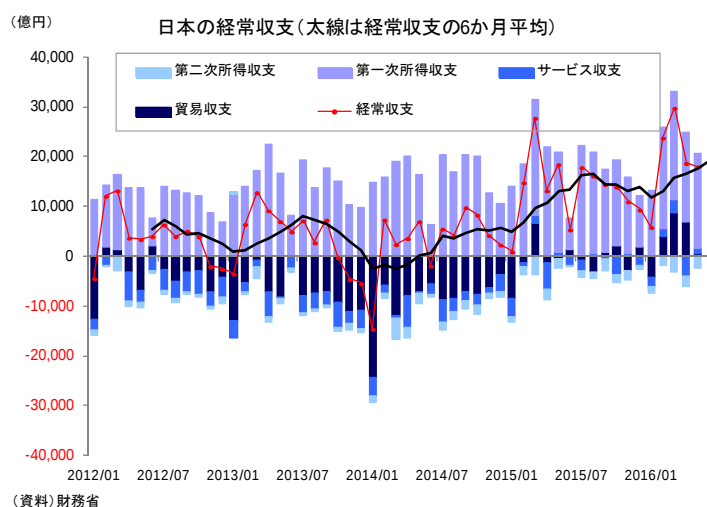
円安へのオーバーシュートではなく、円高へのオーバーシュートである。具体的には、現段階で FRB の「次の一手」がまだ建前上は利上げとなっていることは不安に思える。例えば 6 月 FOMC の議事要旨などを見ると、米経済の構造的停滞を念頭に置いた議論も出ているように見受けられ¹、だとすれば、利上げプロセスは相当に緩やかなものにならざるを得ない。

いや、利上げを検討できる状況ならばまだ良い。既に米景気の拡大局面が約 7 年間に及んでいることを思えば、もはや「次の一手」が利下げとなる可能性も無視できない。そうなるとした場合、まずは 2013 年以降続いている正常化プロセスの停止を示唆する声明文へ修正されることになるだろう。これに応じてドル/円相場が二桁定着に至るとというのが今後 1 年間に対する筆者のメインシナリオである。円高へのオーバーシュートが起きるとすれば、さらにその先であり、本当に「次の一手」が利下げ（又は緩和）であることが示唆された場合だろう。その際は 90 円を守れるかを議論するステージに入ってくる。こちらはまだ今後 1 年間で発生する可能性は低いリスクシナリオだが、目の離せない論点と考えている。このきっかけとして想定されるものを列挙すれば、例えば、いよいよ問題視され始めているイタリア国内銀行の不良債権処理を巡るイタリア政府と欧州委員会の対立や財政再建方針を巡るスペイン・ポルトガル政府と欧州委員会の対立などはやはり年内の火種と考えざるを得ず（後述）、引き続き欧州関連の材料が国際金融市場の混乱へ発展するリスクを注視することになる。

《円相場の基礎的需給環境～「最も現実的なリスク」は顕在～》

経常黒字は頭打ちに

7 月には本邦 5 月国際収支が発表されているので、円相場の需給環境について定点観測をしておきたい。5 月の経常収支は+1 兆 8091 億円の黒字と市場予想の中心（+1 兆 7512 億円）を上回り、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+1574 億円と 4 か月連続の黒字を記録した上、第一次所得収支が+1 兆 8982 億円と巨額の黒字を記録したことの結果である。これを受けた 1～5 月合計の経常黒字は+9 兆 6153 億円に達しており、既に 2015 年通年（+16 兆 4127 億円）の黒字の 6 割弱に迫



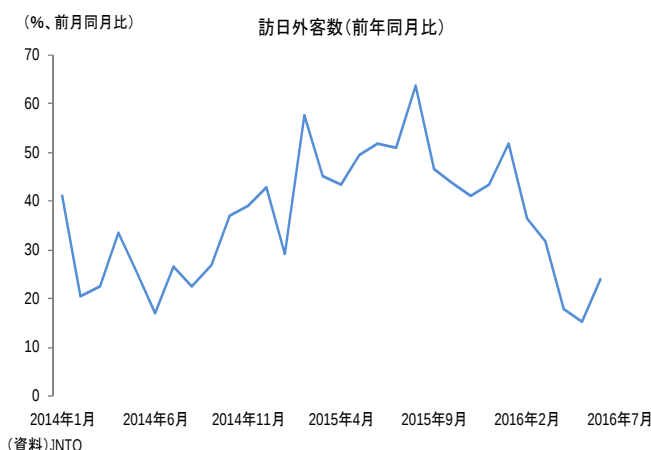
っている。とはいえ、貿易黒字は+399 億円まで圧縮され、サービス収支も安定的な黒字が稼げるような雰囲気はなく、図示されるように経常黒字は頭打ちになった印象を受ける。後述するように、各種要因を踏まえれば、今後の方向感は黒字縮小の公算が大きい。

経常黒字を減少させる 3 要因

だが、前月までの本欄で繰り返し述べているように、昨年来見られている経常収支の改善は性急であり、

¹ みずほマーケット・トピック 2016 年 7 月 7 日号『FOMC 議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～』をご参照下さい。

持続可能性に乏しい面がある。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。しかし、①に関しては、原油価格が2月に底打ちしており、徐々にその影響が剥落しつつある。2014年初頭を底とする貿易収支の改善傾向は明らかに輸出増加ではなく輸入減少にけん引された動きである。今後は原油価格の持ち直しを受け輸入減少に歯止めがかかり、収支は悪化方向に向かうのではないか（この点、円高による輸入金額押し下げ効果との比較になる）。また、②や③は円安相場が大きな寄与を果たしてきた面もあるため、2月以降の円相場の急騰は明らかに経常黒字を縮小させる方向に効いてきている²。むしろ、②の第一次所得収支黒字の拡大は、企業による海外進出やクロスボーダーM&Aといったような経営戦略の果実とも言える。その背景に国内市場縮小という構造的な問題があることを踏まえれば、②が早晚大きく減少することもないのだろう。だが、円安による価格効果で「盛られていた部分」が今後剥落するのも確かであり、年初来で見れば約▲20%（120円→100円）の評価減は不可避である。また、③についても中国人訪日客の「爆買い」に代表される、いわゆるインバウンド消費の陰りを指摘する声が散見され始めている。例えば、日本百貨店協会が発表した6月の全国百貨店売上高は前年同月比▲3.5%と4か月連続で前年実績を割り込んだ。また、日本政府観光局（JNTO）が公表する訪日外客数（推計値）は増勢こそ維持しているものの、伸び率は著しく減速している。例えば、今年6月の訪日外客数は同+23.9%と二桁増のペースが維持されているが、昨年6月は+51.8%だったことを思えば急ブレーキと言って差し支えなく、この傾向は今年に入ってから



顕著である（図）。この背景としては、円高という価格要因に加え、世界経済全体が失速しており訪日外国人客自身の所得要因から海外旅行を手控えている面も無視できないだろう。これまで日本は円安によって財を輸出することで潤い、円高になれば輸出の減速がまず不安視された。しかし、今次円安局面では輸出は元より増えていない。その代わりにサービス輸出という形でインバウンド消費の恩恵を受けたのである。これも立派な輸出の1つであり、円高による影響は今後じわじわと出てくることになる。

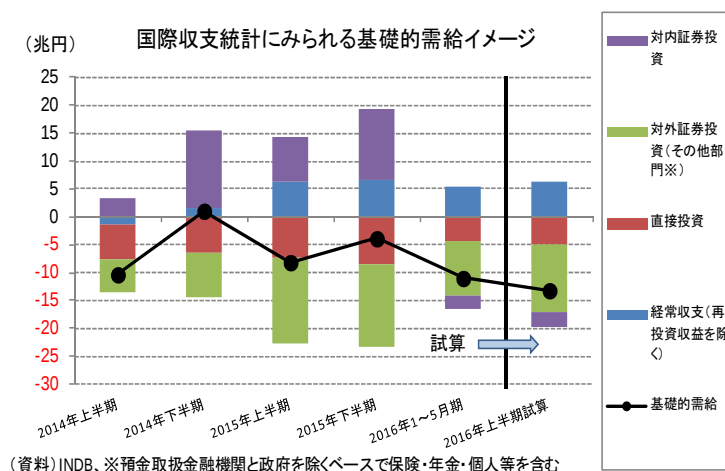
年初来で見た円相場の基礎的需給：「最も現実的なリスク」は顕在

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、次頁図）を見れば、2016年1～5月期としては約▲11兆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、本欄では繰り返し注目しているように、最近の経常黒字で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ため、その分、基礎的需給におけ

² 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。つまり、2月以降の円高相場は4月以降の国際収支統計に効いてくる。

る円買い圧力が劣勢になっている面もある。基礎的需給はどちらかと言えば円安を示唆しており、これが「思ったほど円高にいかない」という地合いを形成する可能性はある。

20 年債金利が一時マイナスになるなど円金利環境が悲惨であるという事実は不変であるため、本邦投資家の対外証券投資が相応に勢いを維持し、これが円売り超過の需給環境に寄与する構図が続く道理はある。まさに「藁にもすがる思いの対外証券投資」であり、こうした動きは本欄の円高シナリオに対する「最も現実的なリスク」として想定している。だが、後述するように、現状の FRB は建前こそ正常化プロセスに向けたファイテ



ィングポーズを崩していないものの、結局はドル高を許容できなければその動きは持続するものではない。筆者は FRB の金融政策運営に関し、次の注目点は利上げ時期ではなく利下げ時期ではないかと不安視しているが、本当にそのような展開になるのであれば、やはり本邦からの対外証券投資も委縮せざるを得ないのではないかと（特に為替リスクを取る対外投資行動は難しいはずだ）。少なくとも、あるかどうか分からない米利上げに賭けるよりも、まだ余地があり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、対外証券投資が円安相場をけん引するというのは「最も現実的なリスク」とは思われるものの、あくまでリスクシナリオの範疇であって、これをメインシナリオで勘案するほどの話ではないと考えたい。

《日銀金融政策の現状と展望～遂にテーパリングなのか？～》

「質」偏重で失望

28～29 日の日銀金融政策決定会合は追加緩和を決定した。具体的には、現行のマイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQEN）において、株価指数連動型上場投資信託（ETF）の年間購入ペースを 3.3 兆円から 6 兆円へ倍増させる決定を行っている。一方、国債の年間購入ペースは変わらず、マネタリーベースの年間増加ペースは 80 兆円が維持された。また、鳴り物入りで今年 1 月に導入された日銀当座預金に対するマイナス金利政策も▲0.1%で据え置きとされ、不動産投資信託（REIT）の年間購入ペースも 900 億円で維持された。追加緩和決定は大方の予想通りだが、「質」的金融緩和に偏った政策強化は当然ながら失望を招く結果に終わっている。また、同日夜に発表された米 4～6 月期 GDP が市場予想を大きく下回ったことも駄目押しとなり、ドル/円相場は会合前の 105 円から一時 101 円台まで急落している。本欄では飽きるほど述べてきたように、所詮は米国の実体経済が利上げに付随するドル高を受け入れられないのであれば、円高・ドル安相場が進まざるを得ない。これは過去 1 年も今後 1 年も同じである。

現状維持より悪手？

筆者は現状維持を予想していたが、結果的には「限りなく現状維持に近い追加緩和」だったと言える。技術的には国債を対象とする「量」の拡大が難しく、金融システムへの負担に鑑みれば「マイナス金利」

の深堀りも難しい。しかし、大型経済対策を発表した政府・与党との協調姿勢が求められる中、無回答というわけにもいかない。よって唯一可能な「質」の強化に走ったというのが実情と推測される。このような解釈は市場のそこかしこで見られているものであり、いわゆる「手詰まり」感がかつてないほど醸成されている。こうしたムードを作ってしまったという点において、現状維持よりも筋が悪かったかもしれない。とはいえ、マイナス金利の深堀りを避けたことは、金融システムへのダメージを押さえるという意味で聡明な選択だったと言えるが、7兆円余りの自己資本に対して、現在9兆円のETF保有残高がさらに拡大していくという事実は相応に重いものだろう。

検証の意味：撤退か、予告ホームランか、お別れ緩和か

そもそも緩和の理由として「英国のEU離脱（Brexit）問題や新興国経済の減速」が挙げられており、リスク対応ないし予防的緩和を持ち出した2014年10月のハロウィン緩和及び今年1月のマイナス金利とロジックが酷似している。ラフに言えば「大勢に影響はないが、リスクが心配なので手当てした」という言い分である。しかし、前日のFOMCでBrexitに絡んだ短期的なリスクの後退が指摘されたばかりであるし、また、震源地であるイングランド銀行（BOE）や近隣のECBも現状維持で乗り切っている。実際、株や為替などの市況も戻っており、「展望レポート」の下方修正も限定的なものであった。斯かる現状を踏まえれば、今回の緩和ロジックにはやはり無理筋感を覚える。「日銀は政治的な緩和圧力を無視できない」との市場の思惑は概ね当たったと言えそうである。

こうした無理筋緩和を強いられる現状を考慮してか、声明文では次回の金融政策決定会合においてQQENの効果検証が行われるとの旨が示され、執行部にその準備が指示されたとある。現状では検証がどのような方向性を見据えたものなのかは全く分からないが、大まかに言って解釈は2通りある。具体的には、これを①緩和予告と見なすか、それとも②撤退予告と見なすかである。筆者は（希望も込めて）②の展開を予想したい。声明文には長期国債の購入に関し、「金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」との表現が記述されており、月次の国債買い入れのパターンについて債券市場から意図が分かり難いとの声が出始めていることなどを踏まえれば、やはりある種のテーパリングが想定されている可能性は拭えない。国内外の経済・金融情勢を踏まえれば、金利上昇を抑制しつつテーパリングを実施することは可能と考えられる。

こうした無理筋緩和を強いられる現状を考慮してか、声明文では次回の金融政策決定会合においてQQENの効果検証が行われるとの旨が示され、執行部にその準備が指示されたとある。現状では検証がどのような方向性を見据えたものなのかは全く分からないが、大まかに言って解釈は2通りある。具体的には、これを①緩和予告と見なすか、それとも②撤退予告と見なすかである。筆者は（希望も込めて）②の展開を予想したい。声明文には長期国債の購入に関し、「金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」との表現が記述されており、月次の国債買い入れのパターンについて債券市場から意図が分かり難いとの声が出始めていることなどを踏まえれば、やはりある種のテーパリングが想定されている可能性は拭えない。国内外の経済・金融情勢を踏まえれば、金利上昇を抑制しつつテーパリングを実施することは可能と考えられる。

では、どのような変更があり得るのか。これは今後6週間で時間をかけて考えていきたいが、黒田総裁は「できるだけ早期に2%を達成するという点は、変更するつもりはない」と述べており、「インフレ率2%の追求」という戦略自体は不変と宣言している。ゆえに、修正されるのはそこへ至るための戦術（≒QQEN）になる。真っ当に考えれば各方面からすこぶる評判の悪いマイナス金利について撤廃を検討し

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
2016年度	0.8～1.0 <1.0>	0.0～0.3 <0.1>	
4月時点の見通し	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.8 <0.5>	
2017年度	1.0～1.5 <1.3>	0.8～1.8 <1.7>	
4月時点の見通し	0.0～0.3 <0.1>	1.8～3.0 <2.7>	0.8～2.0 <1.7>
2018年度	0.8～1.0 <0.9>	1.0～2.0 <1.9>	
4月時点の見通し	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

た上で、付利を復活させ、「量」の面ではテーパリングという修正が最も腑に落ちる。しかし、さすがにマイナス金利撤廃は朝令暮改を地で行くものであり、可能性が低い。「所期に想定された効果が表れつつあるため、“量”の次元について緩和の手を緩める」といったところだろうか。

むろん、①のパターンがないわけではない。いわゆる ECB のような予告ホームラン型の追加緩和だが、このやり方はまず間違いなく市場の失望を買う。ECB の実績を見れば説明を要しないだろう。しかし、「今回の措置をもって十分な策を講じたので、“量”の次元については緩和の手を緩める」といったやり方もあるかもしれない。要するに①&②の折衷案としての③といったパターンである。市場では「お別れ緩和」などと呼ばれるかもしれない。現状のところ、この可能性も否めない。

日米双方から予想される円高シナリオ

今回の会合結果を受けても本欄のドル/円相場見通しは変わらない。引き続きドル/円相場は米国の通貨政策に沿って下値リスクの大きい局面が続くだろう。日銀会合後は 103 円台を維持していたドル/円相場だが、同日晩に公表された米 4~6 月期 GDP の予想比悪化を受けて一時 101 円台まで急落してしまった。結局は基軸通貨を司る米実体経済の現状が芳しくない以上、ドル高には振れにくいのである。新しい米大統領が、クリントン氏、トランプ氏のどちらになろうとも、ドル高を容認する可能性は低そうであり、いずれ FRB の金融政策もこれに収斂されてくるはずだ。

9 月、QQEN の効果検証がどのような形で出てくるのかは定かではないが、筆者は今のところ、「相応の政策効果を認めつつも、“量”の次元を中心として現行枠組みを縮小方向へ見直す」という展開を想定している（その際の追加緩和については現時点では想定しないが、今後 6 週間で見極めたい）。残念ながら日銀の追加緩和は円安に効かないが、こうした緩和縮小は円高に効くのだろう。今夏を境としてドル/円相場が二桁定着となり、今後 1 年間についてもじりじりと下値を切り下げて行くという本欄のシナリオは米国側だけではなく、日本側からも補強される展開になりつつある。

《米金融政策の現状と展望～変わらないドル高の難しさ～》

態勢立て直しを強調した 7 月 FOMC

7 月 26~27 日に開催された FOMC は金融政策の現状維持を決定したが、一部声明文の表現が上方修正されるなどどちらかと言えばタカ派に振れる内容となった。5 月雇用統計の悲惨な結果（前月比+3.8 万人、その後+1.1 万人に下方修正）を受けて、6 月 FOMC 声明文はハト派色が強まっていたが、7 月に発表された 6 月雇用統計が強い結果（同+28.7 万人）となったことや Brexit を受けた相場混乱が落ち着きを見せていることなどを踏まえれば、声明文の上方修正はほぼ想定範囲内だったとも言える。

具体的には、景気認識を示す声明文冒頭は「the labor market strengthened and that economic activity has been expanding at a moderate rate」となり、前回の「the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up」から、明確に上方修正されている。だが、5 月、6 月共に極端な結果であり、これに応じて声明文のトーンが乱高下することは問題含みであるように思う。せめて今回は 5~6 月を均した雇用の増勢（同+15 万人程度）を捉えて評価を与えるのがフェアだったように思われるし、より望ましい評価としては基調的な雇用の増勢が昨年来で減速していることについて懸念を示すことが必要だったようにも感じられる。この点は、毎度論点として挙がる景気拡大の成熟化問題と密接に関係してくるだろう。また、経済活動は「picked up」か

ら「expanding at a moderate rate」、個人消費は「strengthen」から「growing strongly」とされ、6月声明文からの態勢立て直しが強調される仕上がりになった印象は強い。

注意したい議事要旨

なお、「次の一手」が利上げであるという点に関しても、引き続き意欲を隠していない。見通しの部分に関し、「Near-term risks to the economic outlook have diminished」との一文がわざわざ加えられたのは「今回は駄目だが、今秋以降の利上げは有り得る」ことへの示唆だろう。また、今回会合の議事要旨には注意したい。というのも、「声明文の表現を控えめにして、タカ派な議論の実態を隠す」という手口（？）が4月FOMCの際に見られている。執行部（正副議長+理事）の意向が反映されやすい声明文と議論の実情が浮き彫りになる議事要旨は基本的に同じ方向感を示すものだが、現状のFOMCでは執行部にハト派が多く（例.イエレン、ブレイナード、タルーロ）、それ以外のメンバーにタカ派（例.メスター、ラッカー、ジョージ）が多い。その結果、4月FOMCのように「蓋を開ければ意外にタカ派」という事態が起きやすい（もしくは意図的に声明文と議事要旨の間のバランスを取っているのかもしれない）。この点、8月17日公表の今回会合の議事要旨は要注意だろう。今回はジョージ・カンザスシティ連銀総裁の利上げ提案が復活しているだけに、踏み込んだフレーズが取り沙汰される可能性はある。

今回の声明文を受けて、金融市場は年内利上げを50%織り込むが、筆者には過剰な期待に思える。新政権誕生を前にドル高を招く利上げに踏み切る政治的な難しさはないのだろうか。また、後述するように、10月にはイタリアで憲法改正を賭けた国民投票が行われる。同投票がレンツィ政権への信任投票となっている以上、イタリア政府は欧州委員会から何とか自国銀行に対するバйлアウト（公的支援）の承認を獲得しなければならない。この点、バйлイン（破綻処理における投資家負担）の原則論を徹底したい欧州委員会との溝は深く、10～12月期がイタリア問題で混乱している可能性は否めない。

ドル高の難しさは変わらず

こうしたFOMC声明文を受けても筆者の為替相場見通しは変わらない。結局、「FRBが利上げできるかどうか」という問いは「米国がドル高に耐えられるかどうか」という問いと同根であり、筆者は「耐えられない」という考えの下でドル安・円高を予想してきたし、今後に関してもそう考えている。これまで幾度も述べてきたように、世界中で利上げを模索できる中央銀行

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。

がFRBだけである以上、利上げへの意思を示しただけで運用資金がドル建て資産に殺到し、ドル全面高を強いられる。そのドル高を受けて、製造業を中心に実体経済が圧迫され、正常化スタンスが後退する。簡単過ぎる理屈である。今のFRBが3年間の助走期間に対して1回しか利上げできていないのは、その長過ぎる助走期間に利上げ2～3回分の引き締め効果をもたらすドル高が発生したからである。

また、洋の東西を問わず、新政権1年目で通貨高を積極的に容認することは難しいはずだ。トランプ

氏であれ、クリントン氏であれ、これまでの言動を踏まえれば、米国の通貨政策がドル相場の低め誘導を希望する可能性は高い。金融政策として如何に正常化（引き締め）方向を望んでも、通貨政策がこの逆方向（通貨安）を向いては、市場は利上げを信じ、ドルを買い進めることができない。市場参加者にとってはイエレン FRB 議長の言動も重要だが、政治的な意思を反映するだろうルー米財務長官の言動も看過できないのである。上表で言えば、現状の米国は⑦の実現不可能なポリシーミックスを取っている状態であり、基本的にこの捻じれはどこかで修正される必要がある。

筆者は修正を迫られるのは金融政策の方になると考えている。単月の雇用統計や FOMC 声明文が多少強気に振れたからと言って米国の通貨政策がドル高を飲むような姿勢になるとは考えにくい。景気拡大局面が終焉に近づいているとの観測が強まる中、米国のポリシーミックスは捻じれが生じている現状の⑦の組み合わせから、①もしくは③へとシフトしてくる公算が大きいのではないかと。いずれにせよドル相場の上値を重くする展開である。

《メインシナリオへのリスク点検～伏兵はイタリア問題か～》

リスクシナリオの再点検：円高・ドル安シナリオを阻むものは何か

引き続き本欄のメインシナリオは 2014 年半ば以降に進んできたドル高の巻き戻しが発生し、これに伴って円相場も騰勢を強めるというものであり、一言で言えば円高というよりもドル安を予想している。結果、今後 1 年間のドル/円相場は 90 円までを視野に入れた下方向の展開を想定する。7 月にドル/円相場が一時的に 107 円台まで戻ったのは Brexit 後に積み上がった投機的な円ロングの取り崩しに過ぎず、腰の入った円売りではなかった。同様の動きは今年 5 月にも見られており、メインシナリオを揺るがすほどの話ではなかったと考えている。今後も「ヒステリックな円買い→その巻き戻しでドル/円相場急騰→円買い再開」といったことが繰り返される可能性はある。これは息の長い円高局面の特徴とも言えよう。調整をこなしながら下値を切り下げている以上、無理なく、継続的にドル/円相場は下値トライができる。

斯かる状況下、今月の本欄でも大きなシナリオ変更の必要はないと考えるが、当然、メインシナリオにまつわるリスクは上下双方向に存在する。これをまとめたものが右表となる。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。本欄のメインシナリオが真っ

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	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

向から否定されたとしたら円安リスクが顕現化する場合となるので、以下、円安リスクから簡単に整理しておきたい。過去 1 年見られ、今後 1 年に対しても予想される円高・ドル安シナリオを阻むとしたら、どのような要因が考えられるだろうか。

円安リスクの整理：本邦からの対外証券投資が唯一気掛かり

本欄のメインシナリオでは FRB の正常化プロセスが頓挫することを織り込んでいる以上、思ったよりも米経済が強く、FRB の正常化プロセスが順当に進むような展開は大きな誤算となる。これが表中①のり

スクである。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、FRB が利上げを主張する道理は残されてはいる。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 が最も回避したい展開と目される。だが、この点はさほど心配していない。全世界で金利が消滅している今、米国が正常化を進めれば、運用資金はドル建て資産に殺到せざるを得ない。その結果として起きるドル全面高に米国の政治・経済は耐えられまい。本欄で幾度となく述べてきた「ドル高の罟」の論点である。為替政策報告書で「監視リスト」を作成した動きにも表れるように、少なくとも予測期間中に米通貨政策（≒政治）がドル高を許容するとは思えない。この点は後述の②のリスクで改めて言及する。

円安リスクを考えるならば、もっと現実的なものを心配したい。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踏まえれば、本邦投資家による対外リスクテイクが加速し、思ったよりも円安が進む（もしくは円高が進まない）芽はある（④のリスク）。しかし、後述するように、米通貨・金融政策が容易にドル高を甘受できない環境が想定される中、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だろうか。本欄では、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れており、利上げは年内どころか来年も難しい可能性すら感じている。確かに、国内に投資対象がないという事実はあるが、FRB が利上げに踏み切れない中で円安が根付くという光景は想像が難しい。

むしろ、それ以外の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（⑥のリスク）。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であろうし、何より市場参加者がそれを期待してしまうだろう。既に述べたように、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である。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、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。

円高リスクの整理：今年最後のイベントは米国ではなくイタリア？

繰り返し述べているように、予測期間中に米通貨政策がドル高を許容するような姿勢になるとは思えない。これは②のリスクとして意識することになる。経済・金融情勢が過熱感を帯びていればまだしも、米経済の拡大局面が歴史的な長期に亘っており、その終焉が懸念されて久しい。そのような状況で複数回の利上げを敢行できるほど米通貨・金融政策に余裕はないと筆者は考えており、だとすれば過去 2 年で上がり切ったドル相場の調整が当面続くと考えるのが自然だと思われる。ドナルド・トランプ氏は言うまでもなく、ヒラリー・クリントン氏にしてもドル相場の低め誘導を仄めかすような言動を行った経緯があり、新大統領の通貨政策が想定以上にドル/円相場の重石になる可能性は否めない。変動相場制というルールの中で、米国の通貨政策と言うのは何よりも重要な役回りを担う。2010 年 1 月の一般教書演説でオバマ米大統領は 5 年間で輸出を倍増させ、雇用を 200 万人創出するという「輸出倍増計画」を打ち上げた。その直後の 3 年間（2010～2012 年）が超円高局面となったことは忘れてはならない。

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、緩和路線へ向かう展開が挙げられる（③のリスク）。米景気拡大の期間が史上 4 番目の長期（7 月で 85 か月目）に及んでいる中、米雇用統計における非農業部門雇用者数（NFP）の増勢は徐々に、しかし確実に失速している。FOMC 声明文に象徴されるように、今のところ FRB の「次の一手」は公式にはまだ利上げである。だが、景気拡大

の息が途切れて来れば、どこかで利上げではなく利下げを前提とした局面転換を想定しなければならない。要するに、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は頭の片隅に置かねばならないのではないかと。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する。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。到達すべきゴール（≡米経済の地力）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。前月の本欄でも強調したが、そもそも、想定外のことが起こり過ぎている。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、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、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やはり欧州絡みのリスクである（⑥のリスク）。後述するように、足許ではイタリアを巡るリスクが俄かに高まり始めている。万一、改革派であるレンツィ政権が倒れるようなことになった場合、その後の総選挙、反 EU 政党の台頭、EU 離脱を問う国民投票・・・といった物騒なシナリオへと事が進む可能性もある。今年最後の大きなイベントは米大統領選と考えるのが基本だが、伏兵としてイタリア問題に端を発するリスクオフムードの加速は警戒したいところである。また、メイ新首相の選出を経て小康を得ている Brexit 問題に関しても、スコットランド独立を巡る動きが収束しているわけではない。さらに、2017 年にかけてはオランダ、フランス、ドイツと主要国で重要な国政選挙が相次ぐ。予測期間中に第二、第三の離脱国が出るような話にはならないだろうが、各国で右派がピュリズムの勢いが強まっている以上、国政選挙の実施自体がリスクイベントと見なされる地合いは常にある。円相場にとっては騰勢を強めやすい地合いが常にあるように思われる。

◆ ユーロ相場の見通し～空気の読めない政策運営への不安～

《ECB の金融政策の現状と展望～「嵐」の前の静けさか～》

現状維持もパラメーター修正の決断は近い

7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。Brexitが決定してから約1か月が経過し、金融市場が平静を取り戻していることもあって、記者会見も淡々と想定された問答をこなした印象だった。声明文冒頭で「Following the UK referendum on EU membership, our assessment is that euro area financial markets have weathered the spike in uncertainty and volatility with encouraging resilience」と述べられていることに表れるように、Brexit騒動に関しては（今のところ）巧く乗り切ったというのがECBのスタンスと見られる。事前には拡大資産購入プログラム（APP）に関するパラメーター（33%ルールや資本金出資比率に応じた購入上限など）を緩和すると観測もあったが、この点に関しドラギECB総裁は「議論しなかった」と明言している。だが、APPが現行フレームワークを維持したまま月額を拡大したり、2017年3月以降の延長を試みたりすることが難しいのは明らかであり、パラメーター修正の決断は近いと考えたい。なお、後述するように、イタリア国内銀行の不良債権問題に関し、ドラギ総裁が公的資金の利用に好意的な姿勢を見せたことは欧州の今後を考える上で重要に思われる。イタリア問題を巡って、「ECB&イタリア vs. 欧州委員会&ドイツ」といった構図が定着するようならば、再び欧州の内輪揉めが相場の材料になり得る。

9月にパラメーター修正、12月に緩和か？

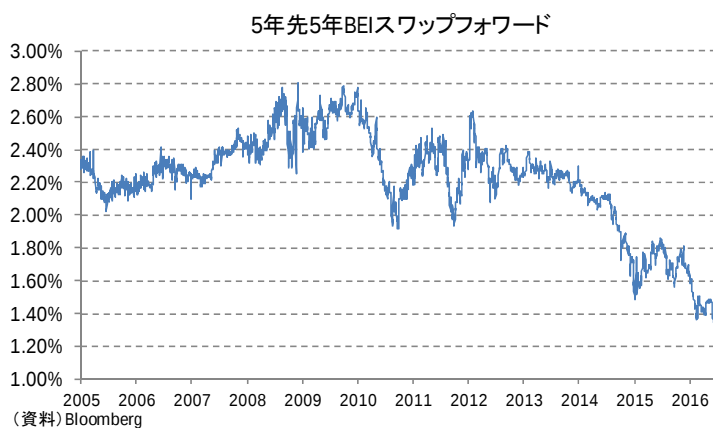
事前に最も注目されたAPPにおけるパラメーター修正に関しては1番目の質問者からその議論の有無が尋ねられている。これに対し、ドラギ総裁は「現時点ではこれを決定するだけの情報を有していないと結論づけた」と述べている。この上で、「時が経過すれば新しいスタッフ経済見通しを含めてより多くの情報が得られ、マクロ経済情勢の基調を再評価できるようになる」とも述べられており、次回9月会合への期待を繋いだ格好にはなっている。今後に関するイメージを述べておけば、まず9月8日の理事会で33%ルールを撤廃し、早ければ10月20日、遅くとも12月8日の理事会でAPPの月間購入額を拡大する公算が大きいと筆者は予想している。また、その他、緩和される余地のあるパラメーターとしては資本金出資比率に応じた購入割り当てや預金ファシリティ金利を下限とする購入制限がある。このうち、後者に関しては明らかにAPPの円滑運営に対し障害になっている感が強いため撤廃されても不思議ではない（本稿執筆時点でドイツ国債であれば7年物までが購入不可能になる）。日銀を例に取れば、33%ルールはもちろん、購入に際して下限金利を設けているわけではないため、スキームの持続性ないし拡張可能性の観点から、これらパラメーターの撤廃が検討されても不思議ではない。

しかし、資本金出資比率に応じた購入割り当ての撤廃はハードルが高いように思われる。既にロイターが匿名のECB理事会メンバーによる「ルールを変更する場合は、それはテクニカル的なものになるだろう。一方で、キャピタル・キー（資本金出資比率）は政治的なものだ」といった発言を報じていたように、簡単な話ではなさそうに見受けられる。利益（ないし損失）の配分などを含め、資本金出資比率に応じて各種制度の建付けの基礎を作るというのはユーロ圏における基本的な考え方であり、これが遵守されていることでぎりぎり不公平感を生み出さないという側面があった。仮に、この規制を緩和して

しまえば、今後購入される国債はコア国に偏ることが目に見えており、ECB の抱えるポートフォリオにも偏りが出てしまう。ECB はあくまでユーロ加盟 19 か国の中央銀行であることを考えれば、そのような状態は歪（いびつ）であり、その規制撤廃が簡単に認められることはないだろう。

「次の一手」はインフレ期待を理由に

ECB の「次の一手」を推し量る上ではインフレ期待の動向が重要になる。この点、Brexit を受けて ECB の認識がどのように変わったのかが注目されるが、「現時点で Brexit が（インフレ期待に対し）主たる影響を持っているようには見えない」というのがドラギ総裁の基本認識となっている。当然、ECB の専門家調査のようなサーベイベースのインフレ期待と 5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)



に基づく市場ベースのインフレ期待では乖離が見られ、得てして前者はアンカーされているが後者は不安定ということが多い。ドラギ総裁は後者も最近では上向きが見られるとしながらも、「まだ現段階で言えることは多くない。市場ベースのインフレ期待の状態に関しては、評価するためにより多くの時間が必要」と述べている。現実問題として、多少の戻りが見られるとはいえ、5 年 5 年 BEI は史上最低水準で推移しており、インフレ期待がアンカーしているとはいいがたい状況になりつつある。恐らく、「次の一手」はこの辺りを理由に決断されることになるだろう。

「ECB&イタリア vs. 欧州委員会&ドイツ」？

なお、後述するように、目下欧州で注目されるのはイタリア国内銀行の不良債権処理問題とこれに伴う同国の政局流動化である。今年より EU で本格運用が始まるバイルインルールに関し、この適用を行政の立場から徹底したい欧州委員会と特例措置として公的資金による救済を求めたいイタリア政府の対立が続いている。既に、昨年 11 月、地方銀行の破綻処理に際して債券購入者に負担を寄せたところ年金生活者が自殺するという悲劇が起きている以上、イタリア政府としては是非でもバイルアウト（公的資金による救済）を勝ち取らなければならない状況にある。仮にこれが失敗した場合、レンツィ首相が退陣に追い込まれ、その後に反 EU 政党が政権を奪取するシナリオまでが視野に入る。一方、欧州委員会やバイルアウトを毛嫌いするドイツからすれば、新制度発足直後に例外を認めることには慎重でありたいという立場がある。

今回の記者会見でも、同問題に関する質問は出ており、例えば「ユーロ圏の銀行に対する公的支援はある程度ならば受け入れられるもしくは当然にして望ましいとお考えでしょうか」との質問が出ている。イタリアという国名は出さずとも同問題を意識していることは明らかである。これに対しドラギ総裁は「我々（≡EU）は国家救済ルール（State Aid Rule）や銀行再建・破綻処理指令（BRRD）を持っています。何度も申し上げているように、これらのルールは例外的な環境を処理するためのあらゆる柔軟性を持ちます。そして、それらのルールを活用し遵守する権限や責任は欧州委員会にあります」と述べて

いる。さらにドラギ総裁は、公的資金救済に関する見解を問う別の質問に対し「公的なバックストップは非常に有益な手段だが、既存ルールに則して当然、欧州委員会が合意しなければならない」との見方を示している。これらの発言を見る限り、ドラギ総裁は公的資金を使って事態を收拾することについて前向きであり、欧州委員会もこれに同調して欲しいと考えているように見える。とすれば、今後、同問題は「ECB&イタリア vs. 欧州委員会&ドイツ」という内輪揉めに発展するかもしれない。その際、ドラギ総裁がイタリア人であることを揶揄する向きが出てくる可能性もあろう。いずれにせよ、今回の記者会見は総じて物静かな印象で終わったが、これは「嵐」の前の静けさであるように思えてならない。

《「空気を読まない」政策運営への危機感～不安の芽をばら撒く政策当局～》

空気を読まない EU 政策当局への危機感

年内の国際経済・金融情勢を展望する上では、やはり遠くない将来に再び欧州からイレギュラーな材料が出てきそうな気がしてならない。というのも、Brexit を巡り EU 瓦解への不安が高まっている状況にも拘わらず、あまりにも「空気を読まない」政策運営が目につくからである。筆者は 2 年前（2014 年 7 月）に発行した拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』で「あらゆる正常化過程を焦らないことがユーロ圏の日本化ペースを少しでも遅くする鍵と成り得る」と述べ、過剰な清算主義に対する警鐘を鳴らした。そこでは教条主義的な財政均衡主義や徹底的に民間負担を要求する新たな銀行破綻規制の在り方に関し疑問を呈したが、足許ではその双方について懸念通りの展開が見られており、これが次の火種になるように思えてならない。具体的には①スペイン、ポルトガルの財政赤字に対する制裁、②イタリア国内銀行を巡るバイルインの徹底といった 2 つの事案が注目される。いずれも Brexit で沸き上がった反 EU 勢力を焚き付けるような政策運営であり、看過できない。

何故、今、財政赤字の制裁に固執するのか？

第一に、7 月には、スペイン及びポルトガルの財政赤字に対する制裁勧告が採択されるという動きがあった。正確には 7 月 12 日、EU 経済財務相理事会（ECOFIN）はスペインとポルトガルが過剰な財政赤字の是正に十分な努力を行っていないとして、両国に対する制裁手続きの開始を承認している。これを受けて欧州委員会は罰金（最大で GDP の 0.2%）を含む制裁を提案する見通しとなっていたが、同 27 日、今年 10 月 15 日までに両国から追加の財政再建策を報告させることを条件に制裁は見送った。しかしながら、今秋に示される追加策が不十分と評価された場合は制裁が発動される可能性は残されており、要は問題先送りである。財政赤字を GDP 比▲3%以内に収めることを要求する安定・成長協定（SGP）の基準はこれまで幾度となく反故にされてきたが、実際に制裁が発動されたことは一度もなく、発動されれば史上初となる。

現段階では欧州委員会が政治的判断をもって制裁を先送りしているものの、このような動きが検討されること自体、Brexit 後に高まる反 EU 機運を焚き付けるものとして警戒されよう。当然、ECOFIN 後には、両国の高官から不満が漏れている。デギンドス・スペイン経済相は「EU 加盟国の中でも経済成長率が高いこの国に制裁を科すのは、逆説的だ」と批判し、コスタ・ポルトガル首相も「制裁は不当で、逆効果を招く」と述べ、反意を示している。いずれも「制裁しても成長を抑制するだけで逆効果」との趣意だろう。こうした主張に異論を挟む余地は今や小さい。G20 でも成長路線が示唆される現状において「緊縮できなかったから罰金」という思考回路自体が時代錯誤と言わざるを得ず、欧州委員会がこれ

を正当化しようとする姿はやはり奇異である。そもそもデフレを懸念する環境で緊縮財政は矛盾しているし、両国を含めた各国の反 EU 政党もこれを材料として自身の正当化を図ることになるだろう。

もちろん、ここでスペインやポルトガルの財政再建に対して甘い顔をすればイタリアやギリシャといった国々も財政拡大に舵を切ることになり、再び債務危機のリスクが高まるという面はある。各国が為替を通じた景気刺激が模索できない以上、裁量的なマクロ経済政策は財政を通じて行うしかなく、「許されるならもっとやりたい」が本音の加盟国は多いはずである。これはこれで中長期的なリスクであることは間違いない。結局、EU 政策当局としては「中長期的な債務危機のリスク」と「短期的な反 EU ムードのリスク」を天秤にかけて、政策運営することになるが、欧州委員会は今時点では後者のリスクを回避したという判断になりそうである。Brexit という EU 史上最大の失敗を受けて、欧州統合プロジェクトがかつてないほど窮地に立たされていることを踏まえれば、今一番大事なことは反 EU ムードを現状以上に強めないことであり、この点、欧州委員会の判断はとりあえず適切なものだろう。しかし、同問題は 10 月に再び議論を呼びそうであり、目が離せない。

ベイルインは劇薬

第二に、イタリアの国内銀行を巡る公的支援問題も気掛かりである。ここにきて苦境に陥っている同国の民間銀行を公的資金で救うべき（いわゆるベイルアウト）か、それとも EU ルールに則って民間債権者負担を粛々と強いるべき（いわゆるベイルイン）か、という論点の対立が浮かび上がっている。EU では、新たな銀行破綻処理指令（BRRD）に従い、2016 年 1 月 1 日以降、破綻処理に際して株主や劣後債保有者といった民間債権者負担が求められるベイルインが一律にスタートしている³。ゆえに、「何故、今、ベイルインなのか」と言っても、「ルールでそう決まっているから」というのが回答になるが、欧州統合プロジェクトが過去最大の危機に瀕している時にこれを徹底的に適用して何か得られるものがあるのかは今一度、慎重に考えたいところではある。イタリア政府は EU に対し一時的な政府支援を認めるベイルインの適用免除を求めているが、BRRD の運用直後にこれを反故にすることに関してはドイツを筆頭とする健全国が抵抗している。ドイツ政府関係者の話として、「一定程度譲歩する余地がある」との認識が報じられているものの、「ある種部分的な、債権者への損失負担強制が望ましい」とも述べられている。要するに、一部の小口投資家の保護は認めつつも、あくまで全ての債権者の損失負担回避を認めるものではないとの基本認識に立っている（7 月 15 日、ロイター）。しかし、現状においてイタリアが求めるのは完全なベイルインの回避、即ち完全な債権者の損失負担回避であり、やはり溝がある。

この問題を読み解くには昨年 11 月まで時計の針を戻す必要がある。昨年 11 月、2016 年のベイルイン導入に先駆けて、経営危機に陥ったイタリアの国内地方銀行を対象として劣後債保有者に損失を強いる破綻処理が行われた。ベイルインが発動する 2016 年を前に駆け込み的に破綻処理を行った理由は、ベイルインが導入されてしまえば損失負担は株主や劣後債保有者に限らず、10 万ユーロ以上を保有する一般預金者や無担保優先債保有者にも及ぶためとの思惑が指摘されている。問題はイタリアでは多くの個人投資家が年金として劣後債を購入したという事実があるため、同破綻処理によって最も犠牲になるのが年金生活者という悲惨な結末になることである。そして昨年 11 月末、ある年金生活者が銀行により自殺へ追い込まれたとの手紙を残し、命を絶った事件が大きく報じられ、ベイルインという破綻処理の在り

³ 銀行再生破綻処理指令(BRRD)では、「銀行危機」と「政府債務危機」の負の連鎖を断ち切る目的から、公的資金注入の前段階として銀行の株主や劣後債保有者などに銀行負債の 8%相当の損失負担を求めることを規定している。これがいわゆるベイルインルールである。

方が改めて同国で問われるような事態へ発展した。国によって事情が異なるだろうが、バイルインを徹底すれば、恐らく他国でも類似の事案は発生するだろう。「金融機関を税金で救うな」という直情的な議論から生まれたバイルインはいざ運用されれば、特定個人に負担を強いるため、バイルアウト以上に劇薬となるリスクを秘めている。

バイルインはレンツィ退陣の引き金に

さらに事態を複雑にする背景として、イタリアが今年 10 月に憲法改正（上院権限を抑制する改正）の国民投票を予定しているという事実がある。既に報じられているように、レンツィ首相はこの国民投票に自身の進退を賭けており、一種の信任投票の色合いを帯びている。バイルインの徹底は国民投票での敗北に繋がり、現政権の崩壊をも意味しかねない。そもそも昨年来、話題を集めている移民問題でもイタリアは移民の玄関口として不満を募らせてきた経緯があり、バイルインによる個人投資家へ

2016～18年の総選挙

2016年	10月	リトアニア総選挙、ルーマニア総選挙
2017年	3月	オランダ総選挙
	4月	フランス大統領選挙(第1回投票)
	5月	フランス大統領選挙(決選投票)
	6月	フランス下院選挙
	8～10月	ドイツ総選挙
2018年	10月	ルクセンブルグ総選挙、チェコ総選挙
	2月	キプロス大統領選挙
	4月	ハンガリー総選挙
	5月	イタリア総選挙の開催期限
	5月	ベルギー総選挙
	7月	スロベニア総選挙
	9月	スウェーデン総選挙
	9月	オーストリア総選挙
	10月	ラトビア総選挙
	10月	ブルガリア総選挙

(資料)各国資料や報道等から筆者

の負担強制はダメ押しになる感がある。表に示されるように、イタリア議会は 2018 年 5 月を任期満了とするが、レンツィ退陣ならば、総選挙の前倒し開催も有り得る。ただでさえ、選挙の年として警戒される 2017 年の欧州政治リスクが高まることになるだろう。

現状、イタリアにおける政党支持率トップは反 EU 政党の「五つ星運動」である。欧州委員会を筆頭とする EU 政策当局は、Brexit 直後というタイミングを踏まえ、バイルインの慎重な運用を検討すべきではないだろうか（筆者はそもそも投資家負担原則を徹底する破綻処理自体がリスクの塊であり、見直しが必要と考えるが・・・）。

「自国 vs. EU」を煽るだけ

以上のような政策運営を見る限り、EU 政策当局（≒欧州委員会）は Brexit から何も学んでいないか、それとも誤った学びをしているか、どちらかに思えてならない。これでは英国で移民が問題になったのと同様に、スペインやポルトガルで緊縮財政が、イタリアではバイルインが「自国 vs. EU」の争点になっているだけである。緊縮財政も、バイルインも筋論としては正しいものだが（だからこそ厄介なのだが）、Brexit が確定した直後のタイミングでこれらを強調することは政治戦略的に悪手としか言いようがない。そもそも緊縮財政に関しては、長い歴史の中で頻繁に柔軟運用されてきたことを思えば、ここで原理主義的に緊縮を要求することの合理性がどこにあるのか、本意が分かりかねる。また、バイルインにしても、BRRD の発効直後に済し崩し的に見逃すわけにはいかないとの思いは分かるものの、その後控えるイタリアの政治日程を踏まえれば、どう考えてもトラブルの種になるとしか思えない。

EU として今、考えるべきことは現状以上に傷口を拡げないこと、具体的には「EU の瓦解」という論点から出来るだけ世の中の関心を逸らすことではないだろうか。第二、第三の英国を出してはならない

という強い意思を EU は本当に抱いているのか。不安に思えてならない。スペイン、ポルトガルが財政再建計画を再提出し、イタリアでは国民投票が実施される今年 10 月前後に市場が欧州を材料にして混乱する事態を警戒したい。

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。