

中期為替相場見通し

2016 年 8 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～ドル高の調整はどこまで見込むべきか～

ドル相場の現状と展望の現状と展望～何を、どう見ておくべきか～	P.3
円相場の基礎的需給環境～16 年上半期を終えて～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～総括的検証で問われるべき「戦略」の妥当性～	P.7
米金融政策の現状と展望～「短気は強気、長期は弱気」の FRB～	P.9
補論：円相場と日本経済に対する現状分析～円安・円高の正しい評価とは～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～リスクの所在は変わらず～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～難易度が高い 1.20 超え～

ECB の金融政策の現状と展望～7 月議事要旨から何を読むか～	P.17
ユーロ相場の現状と展望～結局はファンダメンタルズに収斂する相場に～	P.19

【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

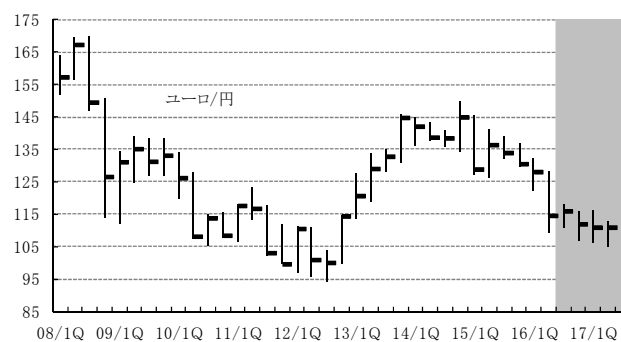
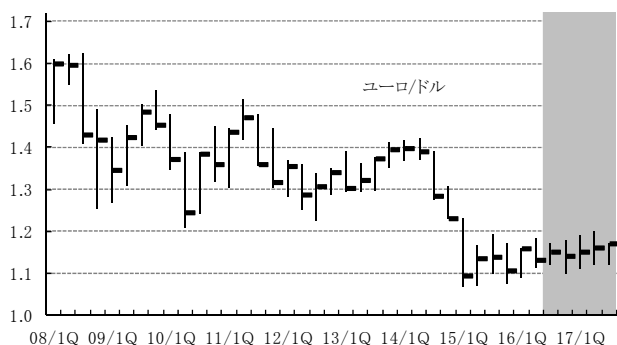
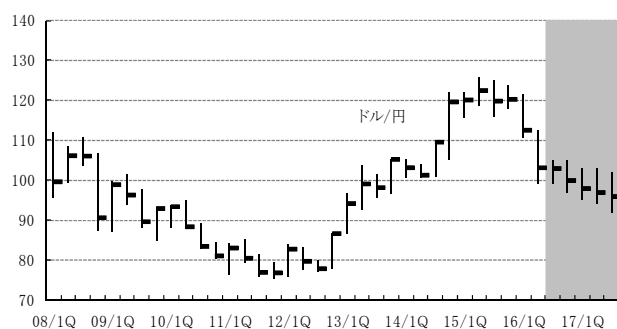
ドル/円相場は、断続的に 100 円を割り込む動きが見られながらも、何とか踏ん張っている。投機筋の円ロングポジションが溜まっていることもあり、円高へ振れにくくなっているという需給環境も効いているとみられる。8 月はイエレン FRB 議長を含め、FRB 高官が相次いで目先の利上げ期待を煽り、これがドル/円相場の支えとなった。だが、筆者の基本認識は不変である。筆者は、昨年来、「政治・経済的に米国の通貨・金融政策がドル高を飲むとは思えない」といった論点を主軸に「円高ではなくむしろドル安」というトーンを重視してきた。このような考え方は今後 1 年間もまだ有効だと考えている。確かに、FRB は年内に利上げを敢行するのかもしれない。だが、為替見通しの作成上、米利上げはそれが継続されて初めて円安基調に繋がるものである。そこかしこで米国の中立金利低下がテーマ視されているにも拘わらず、連続的な利上げを想定するのは無理筋というものだろう。もちろん、悲慘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引き続き有り得る。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。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。しかしながら、今年に入ってからユーロ圏経常黒字は月平均 2～300 億ユーロ（≒2.3 兆円～3.4 兆円）にのぼっており、今年も世界最大の経常黒字を確保しそうだ。にもかかわらず、ユーロ/ドル相場がこれに合わせて浮揚する様子は窺えない。本欄の想定通り、FRB の正常化プロセスが挫折するような展開が見られれば、やはりユーロ相場の反転は警戒するのが筋である。とはいえ、ユーロ相場の上昇はこれまで幾度となく ECB の緩和に止められてきた。変動為替相場制では米国の意向が絶対であるが、流通貨幣量でドルに唯一対抗できる通貨ユーロを司る ECB の追加緩和は（日銀とは違って）米国の意向にある程度対抗できるのかもしれない。ファンダメンタルズに照らせば、予測期間中に 1.20 へ復帰することは可能と考えるものの、年内に予想される ECB の追加緩和や 10 月に控えるイタリア問題、不透明漂う英国の EU 離脱（Brexit）問題などを踏まえれば、やはりそこまで至るのは難しいのだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～8月（実績）	9月	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 (103.11)	99 ～ 105 (103)	97 ～ 105 (100)	95 ～ 103 (98)	94 ～ 103 (97)	92 ～ 102 (96)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1616 (1.1141)	1.10 ～ 1.15 (1.13)	1.08 ～ 1.16 (1.12)	1.09 ～ 1.17 (1.13)	1.10 ～ 1.18 (1.14)	1.10 ～ 1.18 (1.15)
ユーロ/円	109.30 ～ 132.45 (114.86)	111 ～ 118 (116)	107 ～ 116 (112)	106 ～ 116 (111)	105 ～ 113 (111)	104 ～ 115 (110)

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内は8月31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。



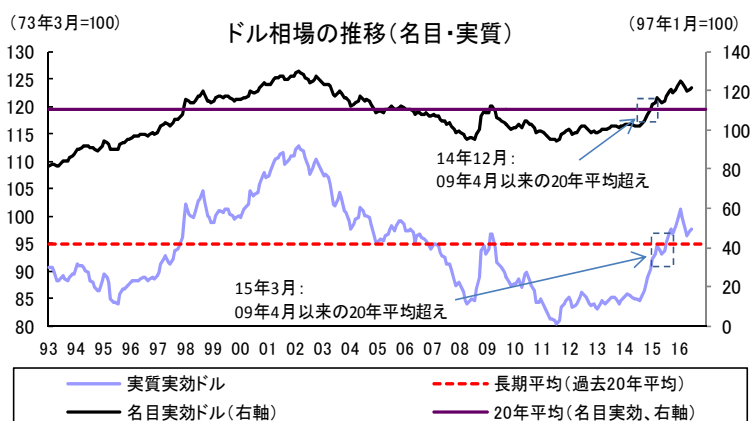
◆ ドル/円相場の見通し～ドル高の調整はどこまで見込むべきか～

《ドル相場の現状と展望の現状と展望～何を、どう見ておくべきか～》

ドル高の調整はどこまで続くのか

2016 年も残すところ 4 か月強であり、来年にかけての見通しも視野に論点を整理する時期に差し掛かっている。現時点で筆者は今後 1 年間の論点が過去 1 年間と大きく変わるとは思っていない。昨年来、筆者が重視してきたのは「政治・経済的に米国の通貨・金融政策がドル高を飲むとは思えない」という論点であり、「円高というよりもむしろドル安」というトーンを重視してきた。こうした論点は新大統領を迎える来年以降も有効と考えられる。いや、新大統領を迎えるからこそ、容易に変わるものではないと考えるべきだろう。洋の東西を問わず、新政権 1 年目で通貨高を容認するケースはあまりない。

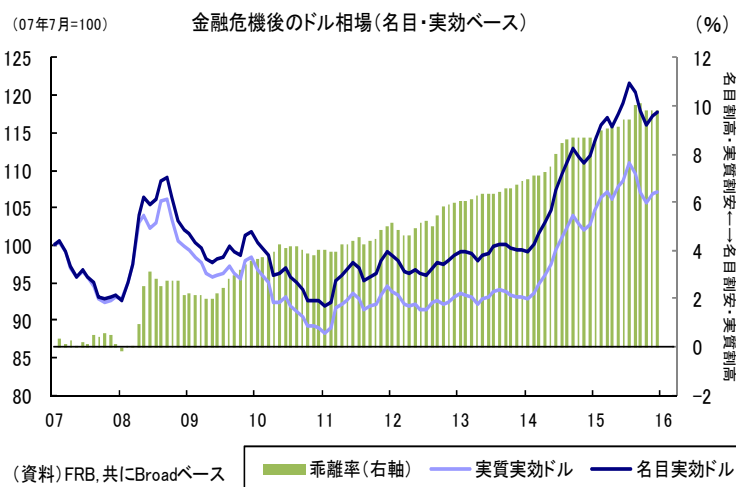
しかし、「では、どこまでドル相場が調整すればドル高への反転が許されるのか」という疑問は当然出てくる。難しい議論だが、まずは実質実効為替相場 (REER) や名目実効為替相場 (NEER) に関し、長期平均からの乖離を注視することが常套手段になる。この点、REER は今年に入ってからかなり長期平均への収斂が進んでいる (図)。だが、2014 年半ばからの急騰に対して十分な調整幅と言えるのかはやはり疑問が残る。片や、NEER も今年に入ってから頭打ちになっているものの、その調整幅は REER と比べれば限定的であり、むしろ長期平均からの一方的な上振れが続いている印象が強い。少なくとも REER、NEER 双方が長期平均を明確に割り込んで下落してこなければ、「ドル高は調整済み」という評価は難しいように思われる。



(資料) FRB、Broadベース

REER と NEER の乖離が意味するもの

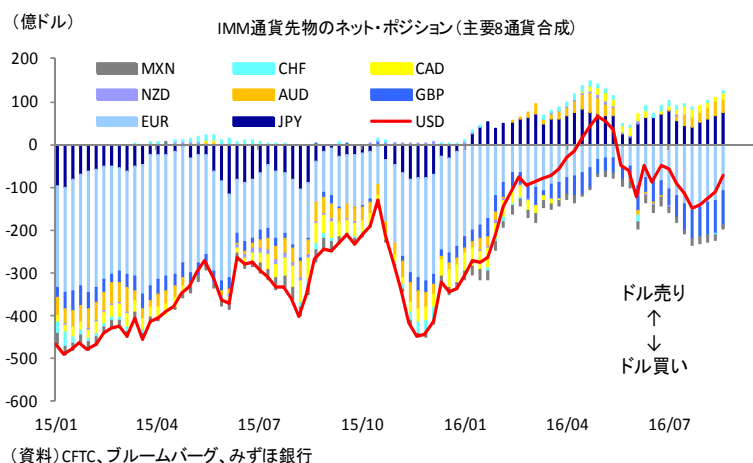
なお、右図は金融危機の起点を 100 として REER と NEER の推移を比較したものである。両者の乖離は危機後に拡大傾向にあったことが分かるが、特に FRB の正常化機運が高まった 2014 年以降では加速している。REER と NEER が乖離するということは、NEER が内外物価格差を調整するように正しく推移していなかった (≡購買力平価が成立していなかった) ことを意味する。例えば過去 1 年のドル/円相場を見れば、120 円や 125 円と



(資料) FRB、共にBroadベース

いった水準は購買力平価から+20%以上乖離していた。そうした無理な水準だったからこそ、今年に入ってその調整が進んでいるのである。しかし、ドルの NEER は REER と比較して依然高止まりしているの

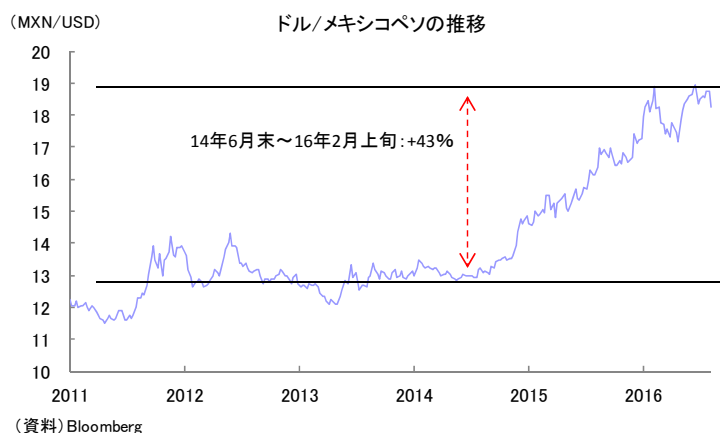
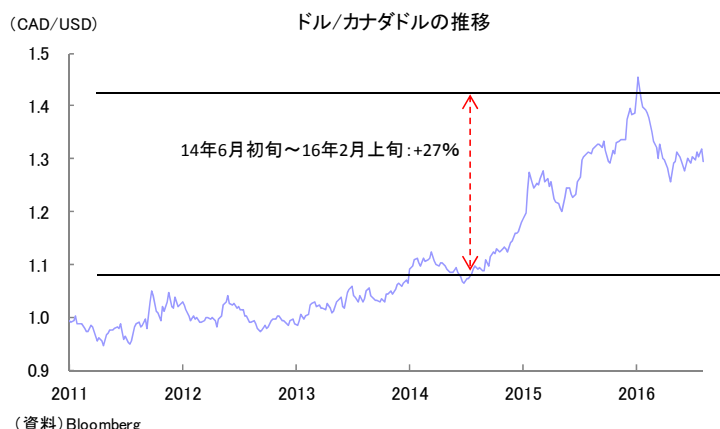
が現状であり、乖離はまだ広い。要するに、ドル相場の調整は対円でこそ進んでいるものの、実効ベースで見た場合（＝米国の主要貿易相手国通貨対比で見た場合）は進んでいない、という理解になる。一言で言えば、ドルはまだ多くの通貨に対して「ドル安余地がある」ようにも思われる。事実、IMM 通貨先物取引における投机筋のポジション動向を見ると（図）、主要 8 通貨に対するドルのポジションはネット買い持ちである。ドル



ドルが売り持ちされている通貨は主に円、豪ドル、そしてスイスフランに対してだが、ユーロや英ポンドに対する買い持ちが非常に大きいため、為替市場全体ではドル買いの構図が根付いている（図）。裏を返せば、FOMC 声明文があからさまにハト派化するなど、FRB の正常化プロセスが本格的に挫折し始めた場合、ユーロや英ポンドは対ドルで大きく値を戻す通貨に成り得る。その際、為替相場全体でドル売り優勢となることが予想されるが、円もそこで巻き込まれるように上昇する恐れがあることは否めない。

NAFTA 通貨での調整は道半ば

また、米国にとっての主要貿易相手国通貨としてカナダドルやメキシコペソといった北米自由貿易協定（NAFTA）通貨の存在も重要である。例えば 2014 年の実績として、米国輸出全体のうち、NAFTA 向けは 34.1%（カナダ 19.3%、メキシコ 14.8%、資料：JETRO）を占める。米国の自動車企業もカナダやメキシコに工場を集積させていることで知られ、しかも両国は米国と陸続きである。当然にして、これらの国の通貨に対するドル相場は米国の政治・経済的に重要な意味を持ち得ることが推測される。しかし、実際はまだ十分な調整が進んでいないように見受けられる。図示されるように、ドルは対カナダドルでこそピークから半値戻しとなっているものの、対メキシコペソではまだ高値圏に張り付いたままの状態である。これら 2 通貨に対するドル相場の騰勢が、米国内の反自由貿易機運を高め、



ひいてはトランプ・サンダース現象へと繋がったとの論評もあり、今年 4 月の為替政策報告書における「監視リスト」の登場とも無関係ではなかったと言われる。米新政権の通貨政策がドル高に寛容になるとしても、この 2 通貨の調整が十分進んだ後での話となりそうであり、その動向をウォッチしておくことは為替相場見通し作成上、重要と思われる。米製造業の雇用がドル高によって抑制されてきた事実も窺える中で、やはり「米政治経済が現状以上のドル高に耐えられるのか」といった視点が最も重要と考えられる。筆者は米国のドル高耐久力について、未だ自信が持てない。

《円相場の基礎的需給環境～16 年上半期を終えて～》

2016 年上半期の国際収支

8 月には本邦 6 月国際収支が発表され、これによって 2016 年上半期を終えたところでの円相場の需給環境が明らかになっている。6 月の経常収支は+9744 億円の黒字と市場予想の中心（+1 兆 1035 億円）を下回ったものの、前年同月比では+4334 億円増加した。これにより 2016 年上半期（1～6 月）の経常黒字は+10 兆 6257 億円となり、前年同期比では+2 兆 5317 億円の増加となった。黒字拡大は主として①貿易収支の黒字化、②サービス収支

各年上半期における経常収支とその主要項目の推移(単位:億円)

	経常収支	貿易収支	輸出	輸入	サービス収支	旅行収支	第一次所得収支
1996年	38,722	42,686	207,003	164,316	-31,472	-16,830	32,727
1997年	50,412	51,591	237,794	186,203	-32,506	-17,078	37,589
1998年	74,072	76,096	241,596	165,501	-31,372	-15,314	35,173
1999年	63,760	69,431	219,318	149,887	-29,587	-15,359	32,660
2000年	74,933	66,056	238,234	172,179	-25,065	-14,494	39,421
2001年	53,418	43,635	235,412	191,775	-28,967	-14,890	43,620
2002年	74,992	59,768	237,944	178,178	-25,858	-13,066	42,047
2003年	74,029	54,337	247,973	193,636	-18,403	-10,052	42,698
2004年	101,411	73,870	279,472	205,603	-20,166	-13,088	51,858
2005年	90,868	59,126	295,510	236,383	-19,696	-13,273	57,453
2006年	96,709	48,501	343,779	295,276	-16,393	-10,229	72,071
2007年	126,993	67,488	385,455	317,967	-20,035	-9,899	87,313
2008年	97,742	46,221	402,167	355,948	-19,835	-8,601	78,745
2009年	54,940	12,608	225,629	213,020	-16,194	-6,533	65,933
2010年	98,137	48,355	316,365	268,011	-13,562	-6,063	69,454
震災 2011年	61,274	1,669	308,480	306,812	-11,103	-6,323	77,452
2012年	32,397	-17,291	317,783	335,073	-15,264	-4,987	71,815
2013年	37,272	-34,270	330,902	365,172	-14,362	-3,261	91,019
2014年	4,153	-62,522	356,920	419,444	-14,690	-658	92,771
2015年	80,940	-3,754	379,130	382,882	-9,334	5,306	104,406
2016年	106,257	23,541	338,214	314,674	-2,100	7,759	96,129

(資料)財務省

赤字の縮小に起因するものである(表)。①については昨年の▲3754 億円から今年は+2 兆 3541 億円へ同+2 兆 7295 億円の改善が見られており、これが経常黒字拡大の主因となったと言える。しかし、輸出入の動向を見ると、前年同期比の変化幅は輸出が▲4 兆 916 億円、輸入が▲6 兆 8208 億円となっており、貿易黒字の拡大はあくまで輸入の大幅減少の結果である(言うまでもなく原油価格の急落を反映している)。円高の是正が進まない中で原油価格が反落し始めていることを踏まえれば、「輸出以上に輸入が減少する」という傾向は継続しそうだが、円高を受けて輸出も鈍化傾向が続くだろう。

また、②は旅行収支の黒字拡大の結果であり、昨年の+5306 億円から今年は+7759 億円へ前年同期比では+2453 億円の増加となっている。訪日外客数の順当な伸びを踏まえれば妥当な結果だが、そのペースは明らかに減速している。円高傾向も踏まえれば、改善傾向は頭打ちと見るのが無難だろう。なお、経常黒字の大宗を占める第一次所得収支黒字も円高の影響を受けて目減りしており、昨年の+10 兆 4406 億円から今年は+9 兆 6129 億円と▲8277 億円の減少となっている。省令レートを使用したドル建てから円建てへの換算に関しては 2 か月前のレートが用いられることを踏まえれば、2 月以降の円高相場は 4 月以降の国際収支統計に反映されることになる。裏を返せば、慢性的に 105 円を割るようになった 6 月以降のドル/円相場はまだ第一次所得収支を筆頭に国際収支統計に反映されていないことになる。

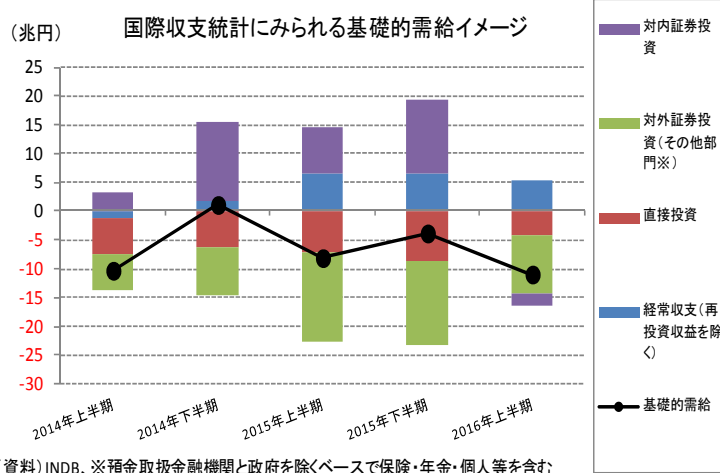
今後、第一次所得収支の改善が見込めず、旅行収支の改善も止まるのだとすれば、経常黒字の拡大は

「輸入の減少でどれほど貿易収支の黒字が拡大するか」という点に託されることになる（そのような経路で経常黒字が拡大しても前向きな話とは言えないが）。本欄の円高予想を踏まえれば、基本的に経常黒字は徐々にその水準を切り下げて行く公算が大きいと思われる。

2016 年上半期の基礎的需給

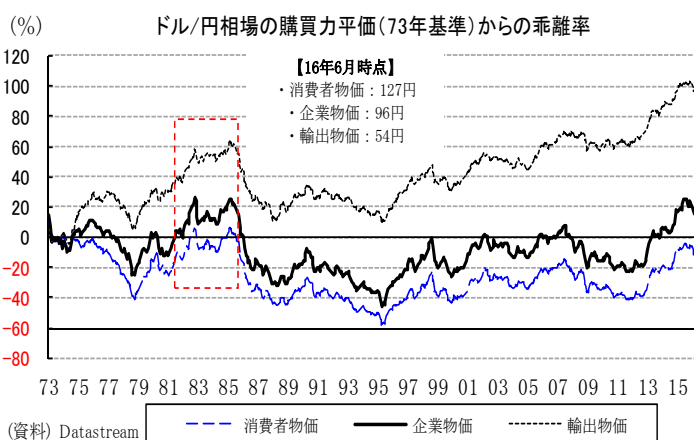
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）を見れば、2016 年上半期は約▲11 兆円の円売り超過というイメージになる。半期で見た円売り超過額としてはアベノミクスが取り沙汰された 2013 年以降で最も大きい。上述した

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り、円金利が限界まで押し潰される中で外に目を向けざるを得ない本邦投資家の現状を強く反映していると言えそうである。図を見ても分かるように、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によって概ね相殺されてしまっており、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、近年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事情もあり、これを除けばやはり基礎的需給における円買い圧力は高まりにくいという状況がある。むろん、対外証券投資の多くには為替ヘッジが付いており、だからこそこの需給イメージとは裏腹に円高が進んできたという事実があるわけだが、基礎的需給が明確に円安を示唆する状況が続く中で「どこまで円高見通しを深掘りすべきか」というのが今後の円相場見通し作成にとって大きな課題だろう。



「現実的なリスク」と水準イメージ

購買力平価（PPP）を目途とするドル/円相場の「波」は 1 回の局面で 3～4 年続き、歴史的には「PPP±20%」のレンジをブレイクすることは稀というのは過去の本欄でも幾度か述べてきた¹。現在の PPP が約 100 円と仮定した場合、ドル/円相場の歴史は基本的に PPP 対比で円高であったという事実も踏まえれば、100 円割れ定着というのはさほど無理のない想定であるという筆者の考えは変わっていない。だが、過去に倣って、100 円から▲20%下振れた 80 円台までを当然のように見越すべきなのは未だ判断がつかない。現



¹ みずほマーケット・トピック 2016 年 7 月 4 日号『経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～』をご参照下さい。

状の本欄では「FRB の挫折が想定される以上、対外証券投資はどこかで減速せざるを得ない」という想定だが、これほどまでに円金利の運用環境が苦境に陥ったことも経験がなく、対外証券投資が減速せずに伸び続けるリスクはやはり感じる。常々論じているように、こうした本邦投資家による対外証券投資の継続（ないし加速）が本欄の円高見通しにとって「最も現実的なリスク」と思われる。

《日銀金融政策の現状と展望～総括的検証で問われるべき「戦略」の妥当性～》

総括的検証へのイメージ作り

7 月 29 日の日銀金融政策決定会合では、指数連動型上場投資信託（ETF）の買い入れ額倍増という決定が行われたが、9 月 21 日会合において「総括的な検証」を行うとの方針が示されたことで市場はむしろこれに向けたイメージづくりに躍起になっている。8 月 2 日に行われた麻生財務相との会合後、黒田日銀総裁は総括的な検証が緩和縮小を意味するものにはならないとし、あくまで「物価目標の早期達成に必要な手段を明らかにするためのもの」と述べている。とはいえ、「早期達成に必要な手段」が必ずしも緩和の拡大を意味するとは限らない。副作用や技術的限界に直面しつつある現行路線の縮小が「必要な手段」として整理される可能性もある。いずれにせよ現段階では「肯定も否定もできない」というのが日銀の立場であり、全ては憶測の域を脱するものではない。そもそも金融政策委員会における検証が始まっていない以上、黒田総裁を含め、ボードメンバーに何を問い掛けても「まだ検証してないのだから何も言えない」ということになる。結局、当日まで実のある回答は期待できない。

実質的なテーパリングが本命

しかし、「量」の拡大が技術的に難しく、「質」の拡大は決定直後であり、「マイナス金利」は方々で評判が悪いという現状を踏まえれば、「検証をすればするほど現行路線の縮小」という話にしかならないというのが真っ当な読みになる。というよりも、黒田総裁の述べるように、現在のマイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQEN）が所期の効果を発揮しており、その拡大に限界が無いのであれば、そもそも総括も検証も不要のはずである。そのような検証作業にわざわざ着手するということは、現行枠組みの不味さをある程度認めた上で、足許で発生している副作用の修復を図ることにならざるを得ないのではないか。それは「量」に関してはテーパリング、「マイナス金利」に関してはその撤廃という方向の議論になる。だが、後者を導入して半年程度しか経過していない段階で流石に撤廃は体面上、困難だろう。8 月 27 日に行われたジャクソンホール経済シンポジウムにおける講演で黒田総裁は「マイナス金利政策という新しい実践的な政策手段を取り入れたことによって、中央銀行は様々な負のショックへの対応において、より大きな自由度を獲得した」などと述べている。これだけを見る限り、マイナス金利の深堀りは全く諦めていないように思われる（というか、9 月ないし 11 月の実施が濃厚に思えてくる）。

とすれば、やはり、マネタリーベース（MB）を年 80 兆円ペースで増やすというフローベースの枠組みに関し、恥をかかない程度の後退的修正を施すのが自然に思われる。既に言われているように、年間 80 兆円という厳格な増額ペースではなく「70～90 兆円」、「50～100 兆円」とレンジ化した上で、無理筋な買い入れから脱却を図るのか。それとも既に積み上がっている 400 兆円を超える MB に緩和効果の論拠を求めるのか（つまりフローではなくストックに効果を求める論点のすり替え）。前者も後者もテーパリングの一種であることには変わりはない。それでも「QQEN によって金利が下がっているのだから、所期の効果が十分出ている」と言い張ることはできるし、そもそも 2015 年 5 月に公表された日銀レビュ

一『量的・質的金融緩和：2年間の効果の検証』でも実質金利の低下が主たる効果として強調されていた経緯がある。総括的検証の着地点は、「量」に関しては実質的なテーパリングを企図しつつ、“マイナス金利”に関しては掘り下げ」といったイメージになるのではないか。

『失敗の本質』はどこに

なお、総括的検証に際し、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、戦略の大枠自体は変えるつもりがないことを明言している。しかし、折角総括的な検証を掲げ、際限の無い市場期待と決別できるチャンスが訪れている以上、これを最大限生かすべきだろう。今は金融政策手段という小手先の「戦術」ではなく、「できるだけ早期に2%を実現する」という戦略の実現可能性や妥当性に関して、真摯に問い直す時に思われる。

太平洋戦争における日本軍の敗戦を分析した『失敗の本質—日本軍の組織論的研究（中公文庫）』²では、日本軍が米軍に敗北した背景として戦争に臨むにあたってのグランドデザイン、換言すれば「戦略」の設計段階で失敗していたことを指摘している。その後、誤った「戦略」を修正せずに、度重なる「戦術」の変更で対応しようとするが、結局は「戦略」に勝る米軍に敗戦を喫したという分析である。そこで同著では「戦略の失敗は戦術で補うことはできない」との評価を与えている。また、日本軍は「情報に関しても、その受容や解釈に独善性が見られ、戦闘では過度に精神主義が誇張された」との分析も見られている。その時点で得られる情報の客観的な分析が適切ではないことが劣勢に繋がったとの分析である。

これをそのまま日銀の金融政策運営や現状に当て嵌めるのは乱暴である。だが、「戦略」設定が誤っていれば、そこに到達するための手段である「戦術」も必然的に誤る。ちなみに上述のフレーズは正確には、「戦術の失敗は戦闘で補うことはできず、戦略の失敗は戦術で補うことはできない」というものだが、最近のQQENでは、購入対象となる債券の種類や額について予見不可能性が高まっているとの不満が債券市場参加者から漏れ聞こえるようになっている。「できるだけ早期に2%を実現」を戦略、QQENを戦術とすれば、実際の購入オペレーションは戦闘に相当するが、現状は「戦術が失敗しているので戦闘では補えなくなっている」という状況に近いのかもしれない（だからこそ総括的な検証をするのだろう）。また、日銀が堅調な動きをしている物価の計数（例えば総合ベースの消費者物価指数よりもコアベース、コアベースよりもコアコアベースなど、時に東大日次物価指数など）を好んで評価し、その基調やそれにまつわる期待が上向いていると判断することは、やはり独善性を感じざるを得ない。

現時点で総括的に検証されるべき論点は、人口減少を背景として潜在成長率が押し下げられる日本経済の現状を踏まえ、「果たしてインフレ率+2%という目標（戦略）設定が正しいのか否か」という点であり、そこに現行の政策運営が奏功しない「失敗の本質」があるのではないか。9月21日会合ではこの点についてタッチしない方針が示されている以上、金融政策を巡る現状と展望が劇的に転換する可能性は低い。戦術の修正で日銀の戦闘がやりやすくなることは期待されるが、それが日本経済に適した戦略になるかは別の問題であろう。

²『失敗の本質—日本軍の組織論的研究（中公文庫）』1991年8月戸部良一、寺本義也、鎌田伸一氏、杉之尾孝生、村井 友秀、野中 郁次郎

《米金融政策の現状と展望～自信喪失の様子～》

悲観に乗り換える過渡期か？

8 月には FOMC の開催がなかった。8 月中旬にはダドリー・ニューヨーク連銀総裁やロックハート・アトランタ連銀総裁が 9 月利上げを示唆する発言を行い、後述するようにジャクソンホール経済シンポジウムの講演ではイエレン FRB 議長も 9 月利上げを示唆するかのような発言を行い、その後フィッシャー副議長がこれを支持するようなコメントを出している。しかし、ジャクソンホール経済シンポジウムの約 10 日前となる 8 月 17 日に公表された FOMC 議事要旨（7 月 26～27 日開催分）はそうした事前発言や同会合の声明文から類推されるほど強気な内容ではなかった。議事要旨を見る限り、FOMC メンバーは利上げに向けた自信を喪失しつつあるように思われ、元より利上げに懐疑的な市場参加者はさらに悲観的にならざるを得ない状況である。イエレン議長が如何に踏み込んでも 9 月利上げ期待がさほど織り込まれないのは、これまでの経緯もあって、「所詮は利上げできない」との思いが根強いからだろう。

FOMC 議事要旨：自信喪失の様子

7 月 FOMC に関しては声明文が明確に上方修正され、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁からの利上げ提案も復活するなど明らかに利上げへ向けて前のめりの印象を受けるものであったため、今回の議事要旨の内容は相当タカ派へ傾斜するものと思われていた。だが、蓋を開けて見れば「With inflation continuing to run below the Committee's 2 percent objective, many judged that it was appropriate to wait for additional information that would allow them to evaluate the underlying momentum in economic activity and the labor market and whether inflation was continuing to rise gradually to 2 percent as expected」との記述に表れるように、投票権を有する多く（many）のメンバーは追加情報を待った上で判断するのが適切との立場を示している。その他、「the Committee should wait to take another step in removing accommodation until the data on economic activity provided a greater level of confidence that economic growth was strong enough to withstand a possible downward shock to demand」との記述も見られるが、現在の世界経済の状況に鑑みれば、経済指標が「より高水準の自信（a greater level of confidence）」を与えてくれる状況など大分遠いように思えてならない。6 月雇用統計が市場予想を大幅に超え、声明文でもはっきりと景気及び雇用情勢への評価が上振れたにも拘わらず、このような政策判断が FOMC の大勢を占めたことにはやや驚きを覚える。やはり正常化という試みについて自信を喪失しつつあるのではないか。

危険な「有りもしない正常」への固執

冒頭述べたように、ここにきて為替市場でドル売りが加速している背景は、こうした FOMC における自信喪失が市場参加者に伝わり始めており、楽観から悲観に乗り換える向きが増えているということではないか。8 月に入ってから米経済指標の悪化が相次ぎ、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による論文『Monetary Policy in a Low R-star World』も話題となった。同論文では米経済の自然利子率低下を踏まえれば、金融政策の枠組みを修正すべきとの主張が展開された。要するに、サマーズ氏の長期停滞論に与する論陣であり、現行の正常化プロセスとは相容れない立場となる。なお、今回の議事要旨でも「With neutral interest rates potentially remaining quite low, policymakers also observed that, in order to promote the Federal Reserve's policy objectives, the framework should have the capacity to

supplement conventional policy accommodation with other measures when short-term nominal interest rates are near zero」といった記述が見られており、中立金利が非常に低い状況で政策目標を達成するためには、金利調整を主体とする伝統的政策を補完する能力が必要との旨が主張されている。米経済の地力がかつてよりも劣化しているため、それに応じた対策が求められるという趣旨だろう。

過去の本欄でも言及した論点ではあるが、そもそも「正常化 (normalization)」という言葉に違和感を覚える。金融政策の正常化といった場合、その「正常 (normality)」とは恐らく「FF 金利が中立金利 (現在 3.00%) に回帰すること」や「バランスシートが平時並みの規模へ縮小すること」を意図していると思われるが、本当にそのような「正常」が存在するのだろうか。「有りもしない正常」へ固執することで米経済が分不相応なドル高を強いられれば、米国はもちろん、通貨政策でこれに追随しなければならない中国も難しい状況に追い込まれる。米中経済が安定しなければ、結局は世界経済が迷惑する。こうした「ドル高では誰も幸せになれない」という世界情勢が存在する中で FRB 内部でも正常化プロセスを巡って意見が割れ始めており、一部では枠組み修正を促すような論調も出始めているのである。こうした状況下、今年はもちろん、来年にかけても利上げに過度な期待を寄せるべきではなく、それゆえにドル高シナリオに賭けるのも危険であると筆者は引き続き考えている。

ジャクソンホール講演を受けても円高見通しは不変

注目された 8 月 26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長講演は市場予想に比べてタカ派なトーンであり、これを受けてドル買い優勢の相場つきが形成された。イエレン議長は「ここ数か月、追加利上げの条件は整ってきた」と述べ、目先の利上げ期待を比較的露骨に煽ってきた印象である。とはいえ、本稿執筆時点で 9 月 20~21 日の FOMC における利上げ確率は依然として 42%、12 月 13~14 日会合まで視野を拡げても、ようやく 60%を超える状況であり、決して市場が利上げを確実視しているようには見えない。過去の本欄でも述べてきたように、FRB の正常化プロセスを巡って重要な論点はあくまで利上げの「有無」ではなく、その「結果」もしくは「影響」である。市場参加者もこうした事実を薄々気付き始めているのではないかと。利上げしたところで、ドルが実効ベースで高止まりしている現状を踏まえれば、結局は後が続かない。必然的に為替見通し作成においてもドル高基調の継続を予想するのは難しいという筆者の基本認識は変わっていない。

イエレン議長の本音は「短期は強気、長期は弱気」

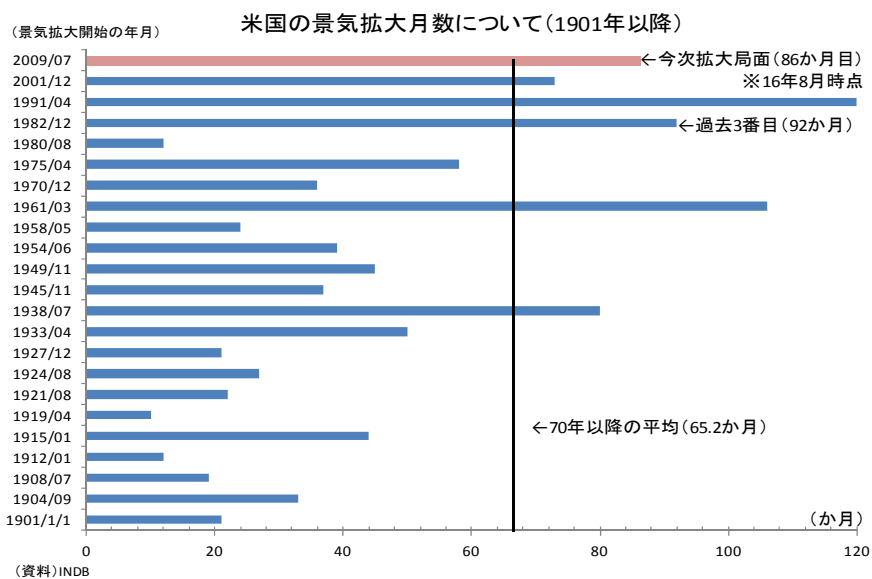
そもそも今年のジャクソンホール経済シンポジウムのテーマは「将来のための強固な金融政策設計」であり、イエレン議長講演に関しても、金融政策の限界を示唆する言及が目についた。実際、「将来的に、為政者は短期金利を引き下げる能力が持てない」といった発言も見られており、その裏返しとして財政政策の重要性を支持する主張も見られた。また、先般のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁の論文が話題になったように、中立金利の低下はそこかしこで話題となっており、利上げの終点が近付いているとの懸念は根強い。総括すれば、イエレン議長の本音は「短期的に利上げをする意向はある。だが、どれくらい利上げするとは言っていない。場合によってはあと 1~2 回で終わることも考えられる。その後にはやってくる不況では財政政策に期待したい」といったものではないだろうか。要は「短期は強気、長期は弱気」である。金融市場はもっぱら 9 月 20~21 日、長めに見ても年内の利上げ有無に興味を向けがちであり、それゆえにドル買い優勢となっているが、その持続力に関しては全く信が置けない。

利上げが孕む本質的矛盾

また、景気拡大局面が来年中には 100 か月目に突入することを踏まえれば（それは 1901 年以降の統計で見ても史上 3 番目の長さとなる）、効果発現にラグのある利上げは軽々に行うべきではない。それは FRB も分かっているはずである。

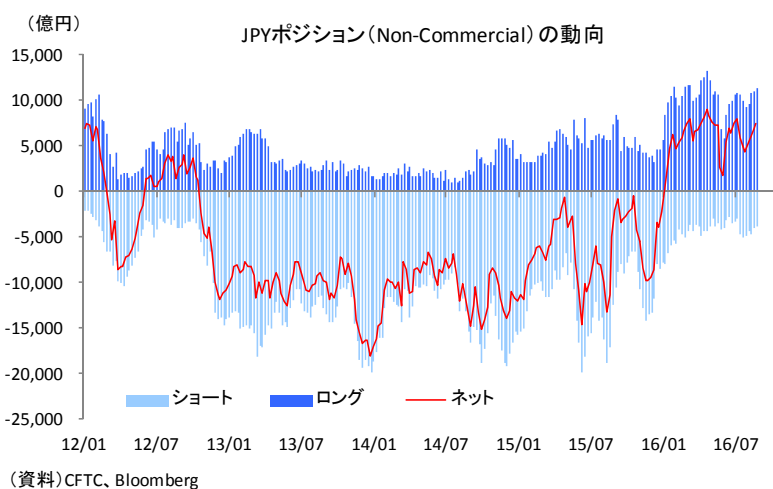
上述したように、米国の中立金利が低下している疑いは強く、海外に目をやれば欧州にも、中国にも、その他新

興国にもリスクは散在している。そもそもデュアルマンドート（雇用最大化・物価の安定）のうち、物価に関しては利上げ要件を満たしているとは言えない。このような状況で何故 FRB は利上げに固執するのか。むしろ、そのような状況だからこそ利上げしたいというのが本音に近いのかもしれない。残された景気の安定が僅かなものと思われる今だからこそ、次の後退局面に備える必要性を感じているのではないか。つまりは「将来の利下げ余地」を作らなければ不味いのではないか」との不安が頭をよぎりやすい状況に FRB は陥っている疑いが強い。一言で言えば、いわゆる糊代論だが、それは要するに「将来利下げするために利上げする」という発想である。有事の政策対応に関して手足を縛られることが愉快ではないとの思いから、中央銀行が正常化に固執することは分らないでもない。だが、そのような政策対応に本質的な矛盾が潜んでいるように感じるのは筆者だけではないだろう。



為替見通しへの含意

本書執筆時点で最新となる IMM 通貨先物取引の状況（8月23日時点）によれば、円の対ドルでの投机ポジションは歴史的な買い持ちが続いている（図）。上述したように、ジャクソンホール経済シンポジウムを受けても FRB の 9 月利上げは依然多くの市場参加者にとってサプライズの域を出ないと見受けられる。仮に、この状況で利上げが行われれば、ポジションの巻き戻しに伴って円安が進むことは容易に想像される。既に紹介したように、ジャクソンホール経済シンポジウムにおける黒田総裁講演からはマイナス金利の深堀りを示唆するコメントが聞かれている。仮に、9月21日を迎えた時点で投機の



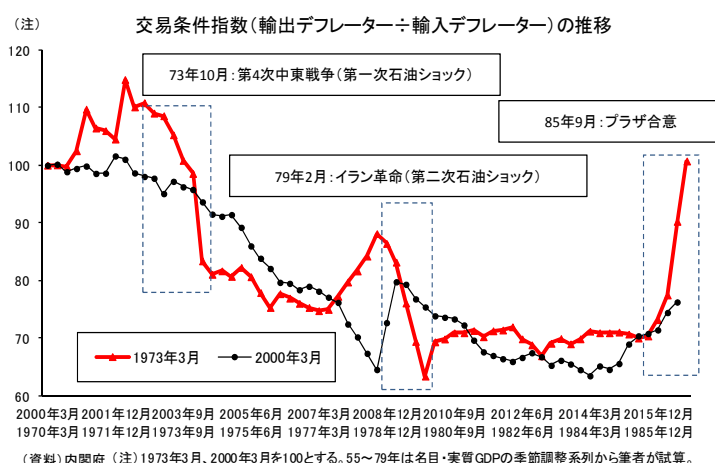
円ロングが高水準で放置され、その上で日銀のマイナス金利深堀りや FRB の利上げが重なった場合、105 円程度までの上離れは有り得るかもしれない。

だが、為替見通しの作成上、米利上げはそれが継続されて初めて円安基調に繋がると考えられる。FRB 自身が利上げの終点を意識し始めている状況では、目先の利上げ期待が如何に高まろうとも、中長期的には円高見通しに傾斜せざるを得ないというのが筆者の考えである。

《補論：円相場と日本経済に対する現状分析～円安・円高の正しい評価とは～》

80 年代後半以来の交易条件改善

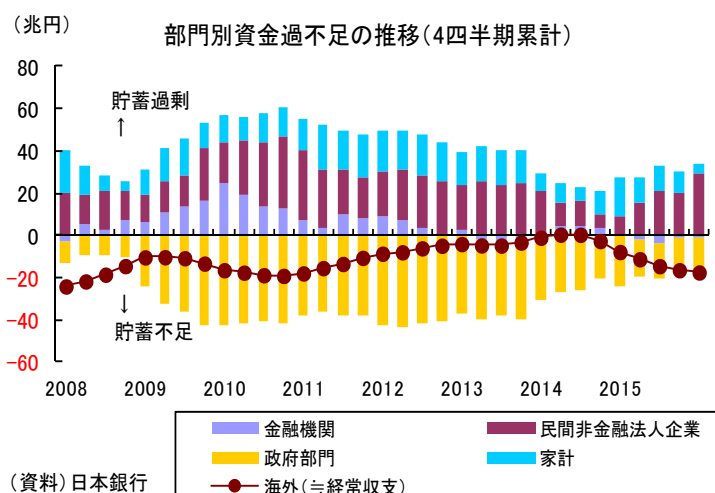
基本的に円高と原油価格の低位安定は日本経済における交易条件の改善を促すものである。国内経済が供給制約に陥っていることを踏まえれば、円高を条件反射的に全面悪として切って捨てることには慎重でありたい。プラザ合意後も円相場の急騰と原油価格の下落（いわゆる逆石油ショック）が同時発生し、交易条件の急改善を経験したが、現在のそれは当時に匹敵する震度と見受けられる（図）。当時の日銀はプラザ合意に起因する「円高不況」からの回復を企



図して大幅な金融緩和に踏み切り、1985 年末～1987 年初頭にかけて連続的に利下げ（公定歩合引き下げ）を行った。交易条件の改善を背景として実質所得環境が上向き、国内経済も（今とは違って）通貨安で輸出を加速させるだけの供給能力があった中で金融緩和に踏み切ったことが、その後のバブル膨張そして破裂へと繋がったとの言説は多い。かつて白川元日銀総裁は「円高は、やや長い目でみると、輸入物価の下落を通じ、交易条件の改善、すなわち、日本全体の実質所得の増加に繋がるという効果も有しています」と述べ³、同様の趣旨の発言をその後も繰り返していた。

円安がもたらした所得移転

そうした白川元総裁の発言は危機時の円高地合いを後押しするものとして痛烈な批判を浴びたものの、今となっては一考に値するものである。上述した本欄でも述べたように、供給制約に直面している日本では円安が輸出増を通じて国内経済を押し上げる経路が断たれている。実際、実体経済のパイ拡大は見られておらず、2014 年以降の 10 四半期中 4 期がマイナス成長、1 期がゼロ成長という仕上がりに止まって



³ 『最近の金融経済情勢と金融政策運営』日本銀行総裁 白川方明、2010 年 11 月 29 日

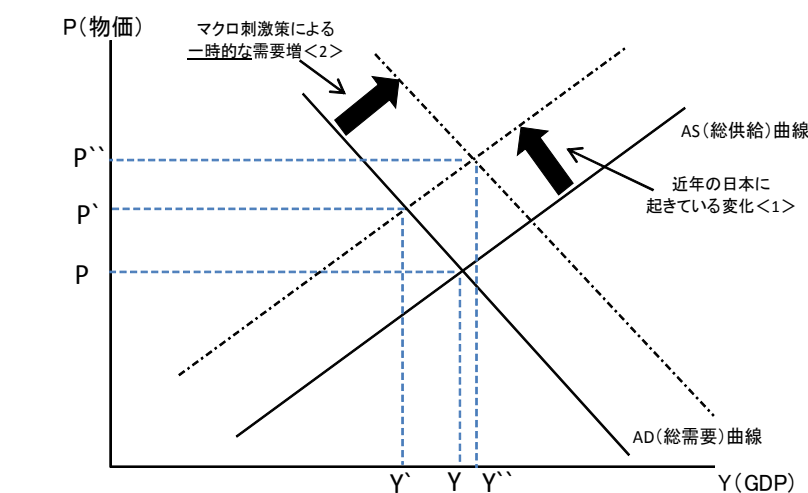
いる。投入した政策資源に照らせば十分な成果とは言いがたい。不動産価格の上昇は見られているが、都心部に限った局所的な現象である。唯一、株価は目に見えて上がっており、これがアベノミクスの成果であることは間違いない。しかし、「株が上がって困る人はいない」のはその通りにしても、家計部門は「困りもしないが喜びもしなかった」というのが実態に近い。例えば「株価上昇を背景とした資産効果によって個人消費を加速させる」という現象について、納得感が得られる市井の人々は多くないはずである。輸出を数量的に増やせない通貨安は単に輸入物価経由で消費者物価指数（CPI）を押し上げるだけであり、それは交易条件の悪化を通じて家計部門の実質所得を押し下げることにつながる。確かに、過去 3 年間の円安で輸出企業は潤い、税収は伸びたので政府部門も潤ったが、家計部門には目立った恩恵は感じられない（もちろん、名目ベースでの賃金は上昇したが、実質ベースでの成果は芳しいものとは言えない）。結局、円安発・輸入物価経由の物価高は家計部門から企業部門への所得移転を進め、その企業部門から政府部門への納税額が増えたということではないか。

この点は一国経済の動学的な資源配分を考える上での要である貯蓄・投資（IS）バランスで見ても確認できる。IS バランスの近況を見ると、企業部門の貯蓄過剰が増加する一方、家計部門の貯蓄過剰は減少しており、過去 3 年間で日本の民間部門の蓄えが、企業の増収増益から得られるイメージほど拡大しているわけではないことが分かる（前頁図）。やはり過去 3 年間の円安が日本のマクロ経済バランスにもたらしたものは、「家計→企業→政府」の国内 3 部門にまたがる所得移転だったという疑いは抱かれる。

インフレ増税からインフレ減税へ

目下、金融政策に関しては、マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQEN）の総括的検証が進められている最中ではあるが、上述したような分析を踏まえる限り、QQEN による円安がもたらした成果は「軽度のインフレ課税による財政の改善」という整理になるのかもしれない。日本では過去 2 年間で 2 度、消費増税の先送りが決断され、今秋には大型補正予算が組まれるなど、財政再建の歩みが止まっている。だが、一国の公的債務を減らすには①財政再建、②高成長、③インフレ課税のどれかしかない。①が一向に進まず、そもそも②が現実的な国では公的債務は問題視されないことを思えば、やはり過去 3 年で起きたことは、③だったように感じられる。

なお、こうした一連の動きは、マクロ経済学の基本に沿ったものでもあった。供給制約が生じている状態ではインフレ圧力は増しやすく（図中<1>の動き、 $P \rightarrow P'$ への上昇）、そこへ金融・財政面での需要刺激を図ればさらにインフレが高進する（図中<2>の動き、 $P' \rightarrow P''$ への上昇）。この際、短期的には GDP は Y から Y'' へ拡大するものの、上昇した P'' という物価水準により実質所



（資料）筆者作成によるイメージ図。

得は押し下げられ、中長期的には GDP は当初の Y よりも低く、物価は当初の P よりも高いという状況に収束することになる。ラフに言えば、供給制約下での円安はインフレ課税という増税により最終的に

需要を減らし、それが GDP 全体を下押しする可能性が高いということである。

8 月 19 日の日本経済新聞朝刊 2 面では人手不足の長期化を背景として派遣社員の時給上昇が止まらないとの報道があった。現状、CPI に代表される一般物価が抑制されているのは原油価格が低位安定していることに加え、こうした人件費上昇がまだ企業努力によって吸収されている段階にあるためと推測される。だが、この状況が徐々に極まっていけば、どこかで価格転嫁が起これ、物価は上昇し始める。企業としては景気過熱に応じた前向きな価格転嫁ではないため、実質所得はやはり毀損が想定される。

いずれにせよ、近年の円安がインフレ増税という形で家計部門の実質所得を圧迫したのだとすれば、少なくとも円高はインフレ減税という形で実質所得の押し上げに繋がり得るはずである。供給制約の下で家計部門の実質所得を防衛するには、少なくとも理論的には円安よりも円高が支持される芽がある。

《メインシナリオへのリスク点検～リスクの所在は変わらず～》

リスクシナリオの再点検：前月から変わらず対外証券投資の加速を警戒

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するものである。今後 1 年間のドル/円相場に関しても、90 円台前半までを視野に入れた展開がメインシナリオである。足許ではジャクソンホール経済シンポジウムを経て FRB の利上げ期待が強まっており、これに応じてドル買い優勢という印象だが、結局はこうした通貨高に対して米国がどこまで我慢できるのかという耐久力こそが重要になる。来年以降、新政権に交代する米国が、ただでさえ高いドル相場の続伸を受け入れるとはどうしても思えない。如何に FRB の正常化願望が強いものであっても、結局はそれに付随して起きるドル高に耐えられなければ、利上げは諦めざるを得ない。上で述べてきたように、投機的な円ロングは大幅に積み上がっていることから、その取り崩しに伴って円安が起きることはあるだろう。しかし、それが基調的な流れに至ることはあるまい。むしろ、そうしたポジション調整をこなしながらドル/円相場が安値を更新し続けているのが年初来の相場であり、これは息の長い円高局面の特徴とも言える。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。

斯かる認識の下、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り、基本的に前月からは不変である。過去 1 か月でメインシナリオに対するリスクの所在が

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・？

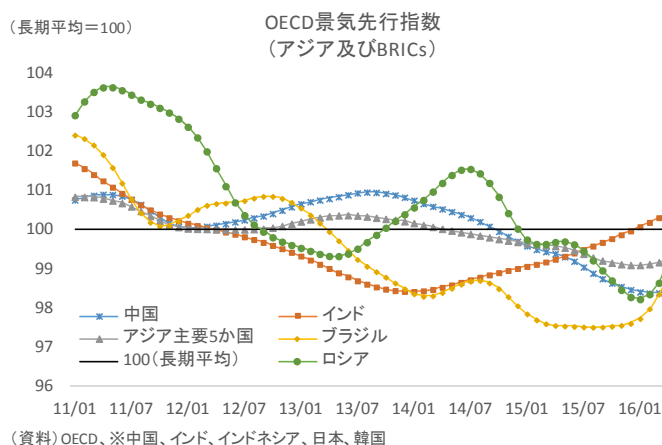
		リスク要因	備考	方向感
米 国	①	FRB 正常化の継続	・意外にも米経済が堅調で、連続的な利上げ ・新興国経済の復調	円安ドル高
	②	新大統領の通貨政策	・ヒラリーにしろ、トランプにしろ、ドル高けん制中。財務長官人事は？	円高ドル安
	③	FRB、再び緩和へ	・米景気の急悪化を受けて利下げ & QE4 へ踏み切る？	円高ドル安
日 本	④	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体→オープン拡大へ？	円安ドル高
	⑤	当局による円高抑制	・日銀による連続的なマイナス金利幅拡大 ・円売りドル買い介入の実施(もしくは噂)	円安ドル高
欧 州	⑥	欧州分裂騒ぎの本格化	・スコットランド、北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

変わったとは考えられない。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向から否定される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：FRBの正常化リスクはやや高まったものの・・・

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もしくは海外経済が強かったりして、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のリスクである。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。既に見たように、8月には複数のFRB高官が年内利上げに自信を見せるかのような発言を行っており、同26日に行われたジャクソンホール経済シンポジウムの講演でもイエレン議長が「ここ数か月、追加利上げの条件は整ってきた」と述べ、ドル買いの動きが強まった。些かではあるが、FRBの正常化に因んだ円安相場が訪れるリスクは感じられる。また、みずほマーケット・トピック2016年8月16日号『リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運』でも議論したように、新興・資源国の経済が2016年に入ってから立ち直り始めているという機運も気に掛かる(図)。FOMCがこのような状況を利上げの追い風と捉える展開もなくはない。

とはいえ、こうしたリスク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リスク視しており、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。

むろん、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（⑤のリスク）。8月27日に行われたジャクソンホール経済シンポジウムの講演で黒田総裁は「マイナス金利政策という新しい実践的な政策手段を取り入れたことによって、中央銀行は様々な負のショックへの対応において、より大きな自由度を獲得した」と述べ、マイナス金利の深堀りを示唆するかのような発言を行っている。筆者は日銀の政策単体で円高の流れを反転できとは思っていないが、巧くFOMCのタカ派トーンとタイミングを合わせることができれば、（一時的とはいえ）本欄の予想レンジを上抜けするような円安は演出可能かもしれない。

円高リスクの整理：利上げ予想が時代遅れになるリスク

毎月、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既に史上 4 番目の長期間に及び、来年には史上 3 番目の長さに躍り出ようという状況だが、FOMC 声明文に見られる公式の「次の一手」はまだ利上げである。だが、遠くない将来において米景気が成熟化し、拡大の息が途切れて来るのだとすれば、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」が時代遅れになるというリスクは引き続き頭の片隅に置きたい。

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。8 月は米国の中立金利（≒潜在成長率）の低下を議論したウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による論文が注目を集め、ジャクソンホール経済シンポジウムでも米国内外で中立金利の低下がテーマ化しているような印象を受けた。事実、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%であったが、3 年後となる現在（2016 年 6 月）には 3.00%である。米経済の地力が地盤沈下し、利上げの終点である中立金利が低下している状況下、何をもって正常とみなすのかは新しい論点として重要である。

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）。前月の本欄でも述べたように、10 月以降はイタリアを巡るリスクから目が離せない。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、各国で右派ポ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～難易度が高い 1.20 超え～

《ECB の金融政策の現状と展望～7 月議事要旨から何を読むか～》

ECB 理事会議事要旨：現状維持の理由

8 月 18 日には ECB 理事会議事要旨（7 月 20～21 日開催分）が公表されている。同理事会は特段市場で材料視されたものではなかったものの、ドラギ ECB 総裁が記者会見で「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」などと述べたことで、半ば 9 月理事会における緩和を予告したような格好になっている。拡大資産購入プログラム（APP）に係るパラメーター修正が事前に注目されていたものの、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」と述べており、その背後にどのような議論があったのかは相応に興味を惹くところではあった。

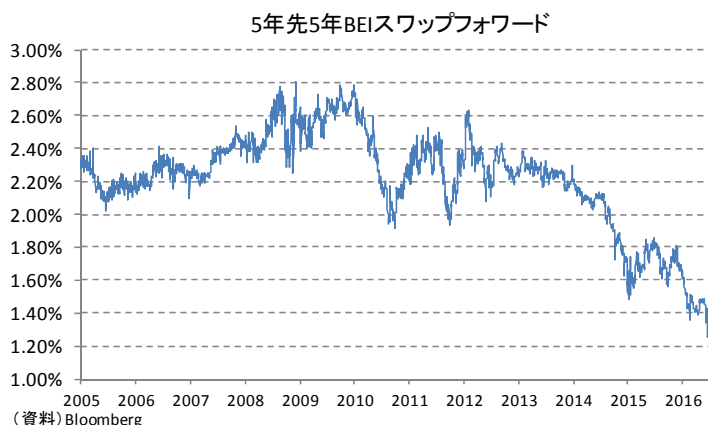
議事要旨を見る限り、英国の EU 離脱（Brexit）方針決定という大事件直後でも現状維持となった背景は①Brexit 問題の悪影響は予想されていたほど大きなものではないこと、②ユーロ圏 4～6 月期 GDP は前期から減速しているものの、特殊要因に影響されたものであり、内需をドライバーに堅調を取り戻しそうなこと（特に域内雇用情勢には「Encouraging signs」が見られること）、③原油価格の安定により商品輸出国が回復に向かい、政策対応を受けて中国の成長率も加速するなど新興国経済に安定化の兆しが見られること、などが挙げられそうである。この中でも、やはり株や為替といった主要金融市場が Brexit 後の混乱から完全に立ち直ったことが大きそうなのは明らかであり、①の理由が現状維持を可能にした点は疑いようがないが、本欄 2016 年 8 月 16 日号『リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運』でも述べたように、③も無視できない要因と思われる。

不安は拭えず

だが、議事要旨を見る限り、不安要因に対する言及も少なくない。例えば、政策運営にとって重要となる物価動向への評価を見た場合、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は 2016 年終盤にはエネルギー価格下落によるベース効果が剥落し浮上が予想されるものの、それまでは極めて低い伸びが続くとの見通しが示されている。また、インフレ期待についても、ECB

による『予測専門家調査（SPF：『The ECB Survey of Professional Forecasters』）のような調査ベースではアンカーされているとの評価が可能であるものの、伝統的に重視される市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップ（5 年 5 年 BEI）などは低迷が指摘されている。事実、5 年 5 年 BEI は史上最低水準での推移を余儀なくされており、これが追加緩和の理由として持ち出される可能性は常に有り得るとというのが現状である（図）。

また、上述したように、海外経済でも新興国については認識が上向いているものの、先進国については Brexit 問題を受けて英国及び欧州に影響が及ぶことも否めず、同問題がもたらしたショックの波及経路について大きな不透明感があることも認識されている。このほか、（テロなどの）地政学的リスクが前



向きの心理を圧迫し、成長の重石となることも懸念されている。

次回行動の実態つかめず

これらを総合してチーフエコノミストであるプラート ECB 理事が指摘したのは①内需を中心としてユーロ圏経済は堅調だが、ダウンサイドリスクが依然残るため適切な緩和を確保する必要があること、②現時点での影響評価は困難であるものの、英国国民投票の結果は 6 月時点で理事会が評価していたリスクバランスの改善を阻害するものであること、③しかし、②のような事情はありながらも、ECB も含めた世界の中央銀行の対応もあって金融市場はその混乱から持ち直していること、④与信状況は貸出供給・借入需要の双方から改善が見られているが、資本の積み増しに不安を覚える銀行も存在することの 4 点である。これらのポイントを勘案した上でプラート理事は声明文において「不透明感を踏まえて経済・金融市場動向を注意深く監視し続けること」、「緩和政策の実体経済への波及を保護し続けること」などの表現を記載することを提案した上で、「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るようになれば、理事会はマクロ経済見通しを再評価する上でより良い状況に立つことができる」といった件の表現を記載することも提案している。

以上のような議事要旨を見る限り、会合における議論は基本両論併記であり、Brexit 問題の影響が見えない分、若干ながらリスクバランスはダウンサイドに傾斜しているといった印象を受けた。とはいえ、これらの議論の跡から「追加緩和予告がなされた」と決め打ちして良いものか不安は残る。Brexit 問題は「直ちに影響はないが、良く分からない不安がある」といった程度の認識であり、目先の政策運営を左右する要因になるとは思えない。むしろ、「あれだけの事があったにも拘わらず金融市場は活発」という点が欧州に限らず国際金融市場でクローズアップされている印象を受け、同問題への配慮が世界中で後退しているように思えてならない。実際、ECB もイングランド銀行（BOE）も FRB も国民投票直後の政策対応は見送っている（日銀だけは追加緩和に踏み切ったが）。

9 月 8 日には何が起きるか？

斯かる状況下、9 月 8 日の ECB 理事会をどう読むべきか。プレビューは別途行うが、上述のような議論の跡を見る限り、現状維持も有り得るかもしれない。しかし、最近になって、ユーロ相場がじわじわと騰勢を強め始めていることも事実であり、冴えない HICP やインフレ期待も踏まえれば、やはり ECB は「次の一手」を模索せざるを得ないと考える。現状の理事会のテンションを踏まえれば、仮に何かを決定するにしても、APP における 33%ルール撤廃などのパラメーター変更が先ではないかと思われる。そうした「露払い」を終えた後、10 月以降に月間購入額の拡大まで至る可能性を想定したいところである。今後に関し、最も標準的な緩和見通しを述べるとすれば、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といったところではないか。特に、ユーロ/ドル相場が 1.15 を超えた辺りでは口先を含めた ECB のけん制があからさまになってくる可能性があって、予想レンジを作る上でも 1.20 に手をかけるのは相当難易度が高いと考えたい。

《ユーロ相場の現状と展望～結局はファンダメンタルズに収斂する相場に～》

名目実効ベースで騰勢を強めるユーロ相場

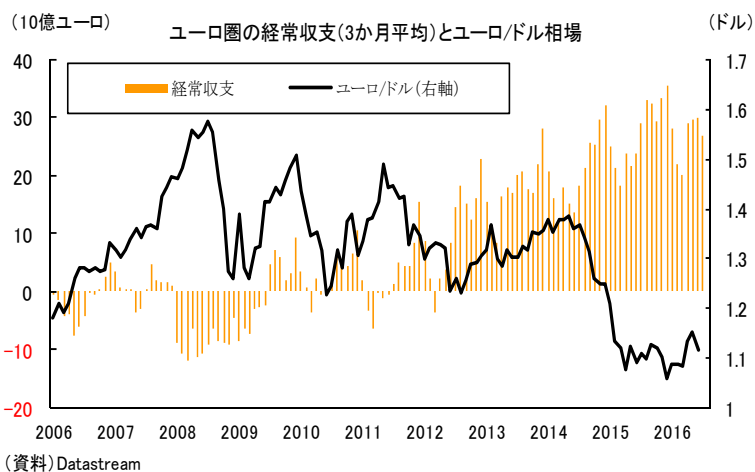
米利上げの見通しに確信が持てない相場が続く中、その裏返しとしてのユーロ相場がじりじりと値を上げており、ユーロの名目実効為替相場（NEER）は今年2月以来の高値まで上昇している。ラフなイメージとして、ユーロのNEERは2014年6月のマイナス金利導入を契機に下落が始まり、2015年3月には最大約▲14%下落した。もちろん、この間に拡大資産購入プログラム（APP、いわゆる量的緩和）、そしてFRBの正常化プロセス加速



といったイベントがあったことも大きい。しかし、本書執筆時点（8月26日）のユーロのNEERは2014年6月対比で約▲7%の下落幅まで戻している。概ね、1年半弱かけて半値戻しまで漕ぎ着けたという理解になる。この間、ユーロ/ドル相場は「1.05～1.15」のレンジを続けており、固定相場制の様相を呈しているが、非ドル通貨に対して堅調を維持した結果がNEERの堅調に繋がっている模様である。9月8日のECB理事会ではこうしたユーロ相場の騰勢がどう評価されるのかも、1つの注目点である。

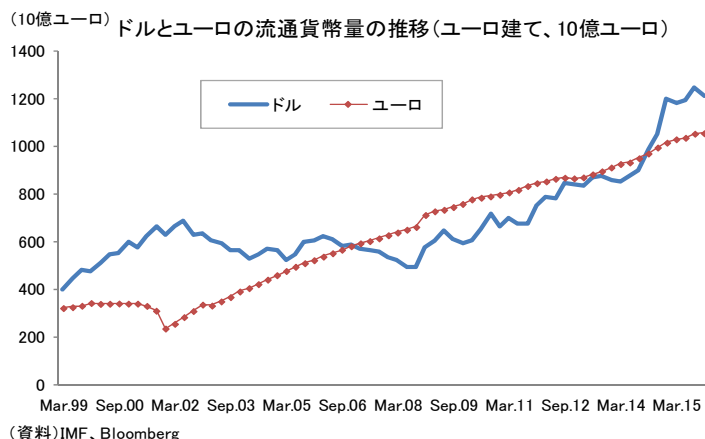
結局はファンダメンタルズに収斂する

本欄では執拗に論じているように、そもそもユーロ相場には上昇するだけの道理がある。世界最大の経常黒字や慢性的に続くデシインフレ傾向は通貨価値を押し上げる真っ当なファンダメンタルズである。しかし、過去2年間はFRBの正常化プロセスが順当に進んでいたため、ECBによる矢継ぎ早の金融緩和も追い風として作用し、ユーロ相場を一方的に押し下げることができた。足許ではFRBの正常化プロセスが頓挫しかかっ



ており、米国の通貨政策もドル安を志向し始めている。幾らユーロ安を望んでも、米国の利害と正面からぶつかるような相場はそう簡単に実現しないという現実を今のECBは目の当たりにしているのである。図示されるように、今年に入ってからユーロ圏経常黒字は月平均2～300億ユーロ（≒2.3兆円～3.4兆円、※1ユーロ＝114円換算）だが、ユーロ/ドル相場がこれに合わせて浮揚する姿は見られていない。ここにきて漸く、底打ちの兆しが出ているという印象である。

これまでも述べてきた通り、変動為替相場制においては米国の意向が絶対というのが自明の前提である。だが、ユーロは流通貨幣量でドルに唯一対抗できる通貨である（図）。金融危機後に関して言えば、流通貨幣量に関し、ドルを凌駕する局面が長らく続いていた。こうした通貨を司る ECB の追加緩和は（日銀とは違って）米国の意向に対抗できるというのが近年、筆者が抱きつつある印象である。そうでなければ、



れば、これほどのファンダメンタルズを備えた通貨がなかなか上昇しないことの説明がつかない。英国の EU 離脱 (Brexit) や頻発するテロなどの特殊要因の影響も無視できないが、年初来の対ドル変化率に関し、円が約+20%も上昇したのに対し、ユーロ相場は約+4%しか上昇していない。やはり▲0.40%のマイナス金利政策と量的緩和政策 (APP) のコンビが効いているという面は認めるべきかもしれない。

だが、それでも米国の意向を完全に打ち返して、2014 年以降のようなユーロ安・ドル高相場を作り出すことは難しく、じりじりと相場が押し上げられてしまっているというのが現状である。今後、米経済の景気循環が終盤に差し掛かったところで FRB の正常化プロセスがはっきりと頓挫するようになれば、やはりユーロ高は不可避だろう。上述したように、ECB も躍起になって通貨高を止めに掛かるであろうことを踏まえれば、今後 1 年で 1.20 を優に突破するのは難しいかもしれないが、リスクは上方向に広がっていると考えておきたい。ドル/円相場が経常黒字や購買力平価 (PPP) と平仄が合う相場に戻ってきたように、ユーロ相場も結局はファンダメンタルズに収斂する可能性が大いと考えたい。

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。