

中期為替相場見通し

2016 年 9 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～2016 年は円高・ドル安相場の「始まりの年」～

G4 通貨の現状と展望～懸念される「ドル安不足」～	P.3
円相場の基礎的需給環境～100 円割れを拒む要因に？～	P.4
日銀金融政策の現状と展望～難くなった追加緩和～	P.6
米金融政策の現状と展望～着実に後退する正常化プロセス～	P.8
米大統領選と為替相場について～限界がある現状追認～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～円高材料の方が目立つ～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～引き続き下がりにくいユーロ相場～

ECB の金融政策の現状と展望～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～	P.16
ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理～ユーロ相場の低め誘導は難しいまま～	P.18

【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

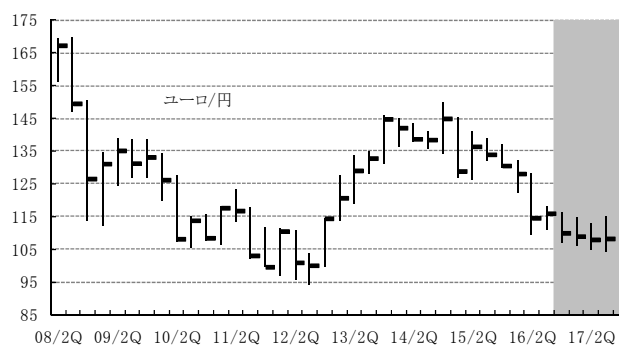
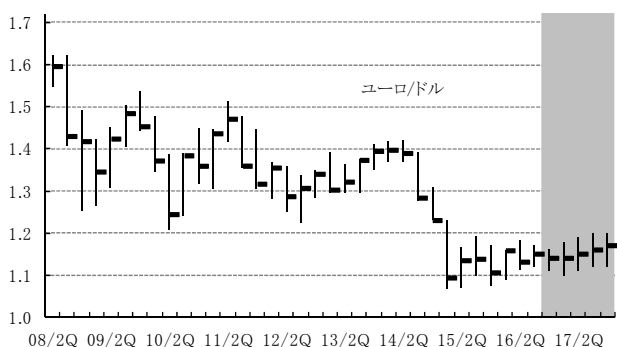
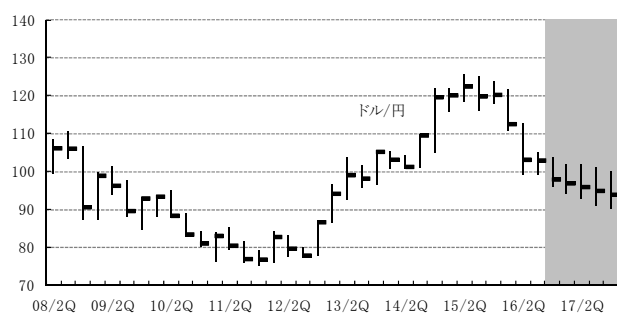
ドル/円相場は、100 円割れを臨む時間帯が散見されながらも、何とか踏ん張っている。しかし、下抜けするリスクは依然として高いように思えてならない。昨年来、本欄で想定してきた通り、やはり FRB の正常化プロセスは挫折しかかっている。現状の世界経済で「孤高の正常化」を模索すれば、結局はドル全面高で実体経済が自滅し、ハト派に引き戻されることになる。筆者は、昨年来、このような論点を主軸に「円高ではなくむしろドル安」との立場を唱えてきたが、こうした予想の軸は 2017 年にかけても変わらず、むしろ強まるとすら考えている。予測期間中は、新大統領の下での通貨政策がひととき重要になりそうだが、現状で明らかになっている情報から判断する限り、ヒラリー・クリントン氏、ドナルド・トランプ氏のどちらが就任してもドル相場の続伸は許容されそうにない。FRB の金融政策もそうした通貨政策と平仄を合わせる展開になるのではない。また、そうした政治的要素を脇に置くにしても、ドルの実質実効為替相場(REER)は明らかに下落方向への調整余地を残していることは軽視すべきではないだろう。そもそも一旦始まった円高や円安の波が 1 年程度で収束することは稀である。2016 年は円高・ドル安相場の「始まりの年」だったのであり、2017 年もこれを引き継ぐ可能性は高いと予想する。

片や、ユーロ相場は方向感のない地合いが続いている。FRB や日銀の金融政策がテーマになる中、ECB のそれは相対的に地味なテーマに追いやられている。とはいえ、現状の情報発信を踏まえる限り、年内追加緩和は十分あり得るだろう。また、10 月はイタリアにおける憲法改正を賭けた国民投票やこれに付随する同国銀行問題がユーロ売りを促す可能性も見逃せない。だが、依然、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)で積み上がっており、今年も世界最大となることが濃厚である。既に FRB の正常化プロセスが挫折しかかっていることを前提とすれば、やはり予測期間中、最大のテーマはドル安となりそうであり、ユーロはその裏側で騰勢を強めやすいはずだ。予想レンジを策定する上では、「ECB が如何にこれを押さえられるか」が重要であり、これまでの経緯を見る限り、日銀よりは自国通貨高をけん制できそうである。結果、じり高相場ながらも、大きな値幅を伴わないというのが予測期間中の動きになるのではないだろうか。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1~9月(実績)	10~12月期	2017年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
ドル/円	99.00 ~ 121.70 (101.10)	96 ~ 104 (98)	94 ~ 102 (97)	93 ~ 102 (96)	91 ~ 101 (95)	90 ~ 100 (94)
ユーロ/ドル	1.0711 ~ 1.1616 (1.1206)	1.09 ~ 1.14 (1.12)	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 (113.28)	107 ~ 116 (110)	106 ~ 115 (109)	105 ~ 113 (108)	104 ~ 115 (108)	104 ~ 115 (108)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9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～2016 年は円高・ドル安相場の「始まりの年」～

《G4 通貨の現状と展望～懸念される「ドル安不足」～》

G4 通貨の立ち位置

年初来のドル/円相場は大きく値を下げて
いるものの、ドルの実効相場という観点に
照らして見れば、依然「ドル安余地」が相
当残っているというのが現状であり、日銀
がどのような政策（除く外債購入）を打っ
ても、そのドル安の波を押し返すのは困難
な情勢というのが引き続き筆者の基本認識
である。本欄では為替相場見通しの大枠と
して、G4 通貨（ドル、ユーロ、円、人民元）

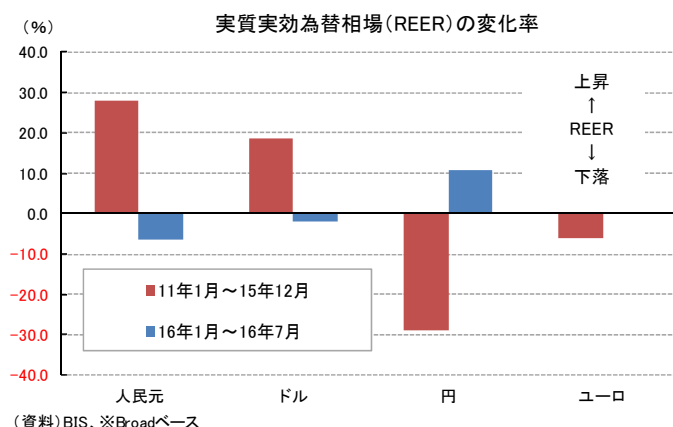
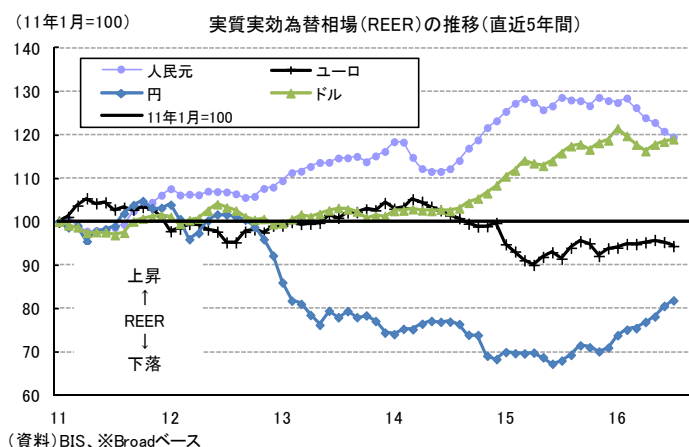
の実質実効為替相場（REER）の強弱関係

に着目してきた。過去 5 年の世界の為替相場において最も通貨高の按分を負担してきたのがドルとそれ
にペッグしてきた人民元であり、その裏で最も通貨安の恩恵を享受してきたのが円とユーロであったと
いう事実は見通しを作成する上で大きなヒントとなる。具体的には、2011 年を起点とすると、2015 年半
ばまでの間に人民元は約+30%、ドルは約+20%上昇してきた一方、円は約▲30%、ユーロは約▲10%下
落してきた。もちろん、最も円高が進んでいた 2011 年を起点としているため、変化率の絶対値自体に大
きな意味を見出すのは危険である。とはいえ、過去 5 年間に於ける為替相場の主要テーマがドル相場の
上昇もしくは円相場の下落にあったことは間違いない。なお、図示されるように、実際に為替相場が大
きく動き始めたのは 2013 年であり、過去 3 年間という括りで見てもイメージは変わらない（アベノミク
ス以前からの変遷を辿るという意味で、過去 5 年間に設定したに過ぎない）。

重要なポイントは、変動相場制を採用している以上、REER が一方向に傾き続けることは有り得ない
ということである。図示されるように、昨年 6 月に最大限まで拡大した 4 通貨の格差はその後、着実に
縮小している。なお、中国は完全な変動相場制ではないが、結局は長年ドルにペッグする形で人工的に
一方向の動きを演出してきたツケが昨年 8 月に清算を迫られ、変動相場制（≡市場の意思）に従った値
動きを強いられたのは周知の通りである。しかし、ドル相場は 2014 年半ばから急騰した後、今年 1～4
月こそ下落基調に入ったかに見えたが、その後反転、上昇し始めており、一方向の動きは未だ本格的な
調整を迎えていない。これはひとえに FRB が利上げに固執している結果であり、筆者がこうしたドル高
の動きを持続的ではないと見ていることは、こ
れまで繰り返し論じてきた通りである。

懸念される「ドル安不足」

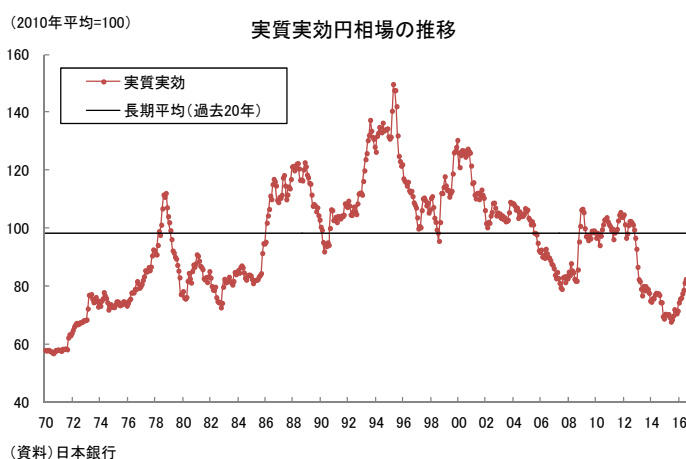
年初来の為替相場は非常に激しい動きに晒さ
れている印象が持たれやすいが、REER で見
れば、大きく動いているのは円と人民元くらい
であり、ドルとユーロは大して従前の調整が進
んでいるようには見えない。むしろ、ドル相場



は「高止まり」という方が実態に近い。例えば、日米欧中（G4）通貨の REER に関し、昨年末までの 5 年間（2011 年 1 月から 15 年 12 月）の変化率を見ると、ドルと人民元はそれぞれ約+19%と約+28%の上昇となっている一方、円とユーロはそれぞれ約▲29%と約▲6%下落している。その後、今年 1 月から 7 月の動きを見ると、円は約+11%上昇、人民元は約▲6%下落と相応の幅で調整が進んでいるが、ユーロはほぼ横ばい、肝心のドルは約▲2%しか下落していない。直感的に、急速に進んだドル高に対する調整不足、言い換えれば「ドル安不足」を感じる。

95 円までの調整は視野に入る

上述の議論を踏まえれば、REER に関し、依然として円は上昇余地、ドルは下落余地を残している印象が抱かれる。円の REER は昨年 6 月には 1972 年 9 月以来の水準まで下落していたが、今年 7 月時点では 2013 年 1 月以来、つまり黒田日銀発足前の水準にまで戻している。長期平均（過去 20 年平均）からの乖離は約▲5%まで縮小しており、仮に 7 月末のドル/円相場（102 円付近）がこの幅で調整するとすれば、97 円程度までの下落は想定される。オーバーシュートしやすい為替相場の性質を踏まえれば、95 円までの調整は視野に入るだろう。



こうして見ると、過去 3 年に亘る円安相場の調整は順調に進行しているが、未だその幅は十分とは言えないのが実状と言える。フェアバリューの特定が難しい為替相場では「適切な調整幅」を見出すことも難しい。しかし、そうだとすると、これまでのドル高相場の震度に照らせば、ドル安への揺り戻しは明らかに不十分であるように思えてならない。これは FRB が利上げを諦めず、少しでもドル相場が下落すれば、タカ派化し、「米金利上昇→ドル相場上昇」という相場を形成してきた結果である。だが、今の FRB が望んでいるのは金融政策の正常化であり、将来のための「利下げ余地」である。そこで生じる副作用たるドル高は全く望まれておらず、これは米財務省に代表される米政治も同様の考えと推測される。

この点が、国策としてドル高を演出していた 1980 年代前半や 1990 年代後半に見られたドル高との大きな違いである。当時は「ドル防衛」ないし「強いドルは国益」など、大手を振ってドル高を受け入れる度量が米国にはあった。今の米国にとってドル高は重石でしかなく、その副作用を際限なく受け入れることは有り得ないだろう。いずれにしても、REER ベースで見たドル安余地が未だ大きく残っているようなことは念頭に置きたい材料であり、これが調整される過程で一体、どの通貨が最も通貨高の按分を押しつけられるのかが注目される。経験則に従えば、それは円であることが多い。

《円相場の基礎的需給環境～100 円割れを拒む要因に？～》

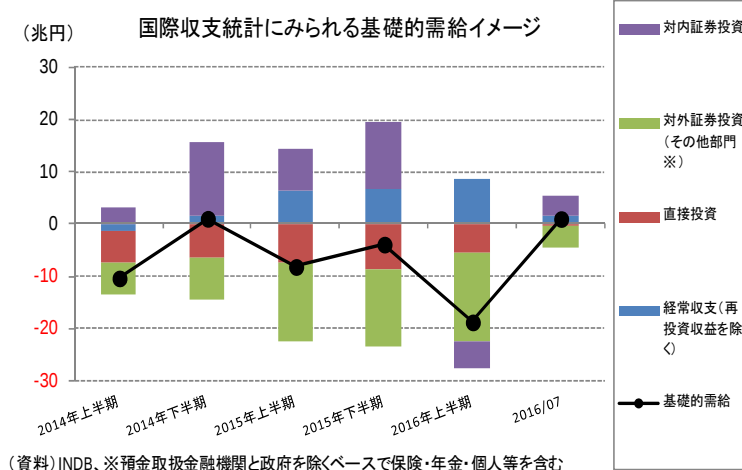
7 月経常黒字は拡大も：今後は縮小の公算

9 月は本邦 7 月国際収支統計が公表されているので、いつも通り、円相場の需給環境について定点観測しておきたい。7 月の経常収支は+1 兆 9382 億円の黒字と市場予想の中心（+2 兆 700 億円）を下回ったも

の、前年同月比では+1444 億円増加した。黒字拡大は主として貿易収支の黒字化にけん引されたものだが、その背景は「輸出の減少以上に輸入が減少した」というものであり、決して前向きな動きとは言えない。輸出減少は海外経済減速と円高、輸入減少は内需減速と原油価格急落を反映した動きであり、縮小均衡の流れが強まった結果として、たまたま黒字に転んだに過ぎない。昨年来の円高傾向や本欄の円高予想を踏まえれば、輸出や旅行収支（受取）、第一次所得収支（受取）は今後大きな伸びが期待できそうにない。となれば、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。原油価格の著しい反転上昇は期待できないにしても、ここから一段の下落を見通すことも難しいことから、輸入減少に起因する経常黒字の拡大はこの辺りで一服するのではないのか。今後の経常黒字は円高圧力を受けて縮小方向を見通しておくことが妥当であるように見受けられる。

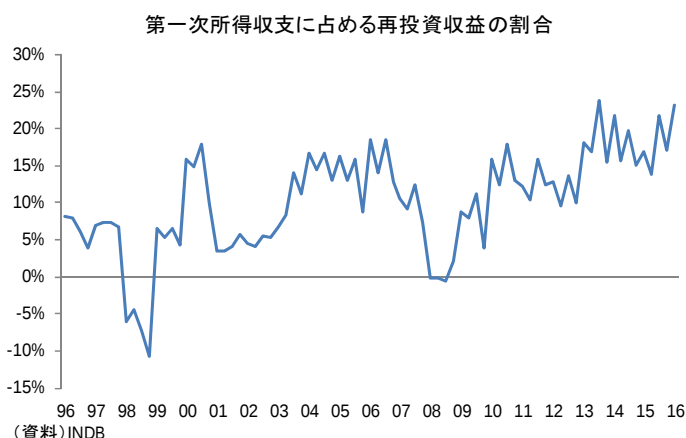
基礎的需給の現状：100 円割れを阻む要因？

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、まず前月までに明らかになっていた 2016 年上半期は約▲18.7 兆円の円売り超過であり、これは 2015 年通年の約▲12 兆円よりも大きい。今回明らかになった 7 月単月で見れば、約+1 兆円と辛うじて円買い超過となっているものの、これまで円売りをけん引してきた対外証券投資だけで見れば、買い越し（円売り）は健在であ



り、下半期も同項目が円相場の需給を左右することになりそうである。円金利が限界まで押し潰される中、外に目を向けざるを得ない本邦投資家は多く、たとえ米国を含む海外経済が減速しても、対外証券投資が売り越し（円買い）になる展開は想像しづらいのが実状である。本欄でも繰り返し述べているように、この論点こそが円高見通しにとっての「最も現実的なリスク」と筆者は考えている。なお、「このような需給環境にも拘わらず円高は進んだ」との疑問もあろうが、「このような需給環境だからこそ 100 円台で踏ん張れている」という考え方もあり得る。ドル調達コストの騰勢も相俟って、徐々にヘッジ付き以外の対外証券投資も増えているのだとすれば、100 円割れで定着しない背景として円相場の需給環境にはやはり目を向けざるを得ない。

また、上述したように、今後の経常黒字に関してはさほど拡大が見込めそうにないという事情がある。しかも、経常黒字を支える第一次所得収支に関しては、近年、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）の割合が明らかに上昇傾向にある（図）。本欄で算出する基礎的需給では再投資収益を控除した計数を使用してい



るため、今後はこうした傾向も基礎的需給が円売り超過となる一因になってくるだろう。いずれにせよ、引き続き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の課題と言える。

《日銀金融政策の現状と展望～難しくなった追加緩和～》

「分かり難さ」が加速

注目された9月21日の日銀金融政策決定会合は、長短金利を誘導目標とする新たな金融緩和の枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE）」を導入することを決定した。ラフに言えば、総括的検証を踏まえた上で「量との決別。金利への転進」が宣言される内容となり、マイナス金利の深掘りなどを含めた追加緩和は先送りされた。白川体制の「分かり難さ」を全否定するところから生まれた黒田体制だが、ここにきて一段と手段が拡散し、理解が難しくなった。1月のマイナス金利に加え、今回はイールドカーブ・コントロール、オーバーシュート型コミットメントといった新語が声明文には踊っている。「マネタリーベース（MB）を2倍にして2年で消費者物価指数を+2%にする」と、殊更分かりやすさを追求していた3年半前と比較すると、かなり遠い所へ来てしまったように感じられてならない。

せめて「分かりやすさ」を追求していた経緯を踏まえれば、ここで「量」とは完全に決別すべきであったように思われるが、結局、一部委員への配慮もあってか、80兆円の長期国債購入ペースは表向き温存される格好となった。「10年金利をゼロ%程度にペッグする」という操作の裏側でどの程度の長期国債購入が必要になるのかは定かではないが、80兆円未満ということも有り得るのだろう（後述するように、これがマイナス金利深掘りとの関係で障害になる）。いずれにせよ、決別とまではいかなかったが、「量」に関して距離を置き始めたことは確かであり、そのこと自体は前向きに評価されるものと考えられる。

一方、1月に「近代の中央銀行の歴史上最強の金融緩和スキーム」と豪語し導入したマイナス金利政策だが、「マイナス金利付き QQE」との看板は今回をもって取り下げられ、「長短金利操作付き QQE」へと付け替えられた。評判の悪さを念頭に置いたものだろう。斯かる状況下、マイナス金利の引き下げを行うような追加緩和はやはり慎重に決断されると思われる。

なお、今回の枠組み変更はあくまで緩和強化という建付けだが、これはオーバーシュート型コミットメント、端的に言えばフォワードガイダンス政策の導入が行われたことに由来している。具体的には「マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数（除く生鮮食品、※コア CPI）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」との部分に該当する（※部分は筆者追記）。文字通り、コミットされているのは MB の拡大方針であって、今回転進を図った金利に関しては何ら言及がない。今後ペッグされることになる「10年金利、ゼロ%程度」という水準は柔軟に変わる可能性を秘めているのだろう。少なくとも額面通り受け止めれば、フォワードガイダンスは「あくまで MB は増やし続ける」という決意表明に似たものと見受けられ、この部分も一部委員への配慮が表れたように思われる。

いずれにせよ、何が大事で、何が大事ではないのか、それとも全部大事なのか（それが公式説明だろう）が非常に見えづらくなっており、「分かり難さ」が加速した感是否めない。今回の決定を経て、日銀が操作しなければならない変数が量（質も含む）、金利、時間軸となった。具体的に、量は80兆円が目途、金利は長短金利にペッグ水準（▲0.1%と0.0%）、時間軸は「コア CPI の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで」となっている。シンプルとは言い難い。

国債 PKO の意味するもの

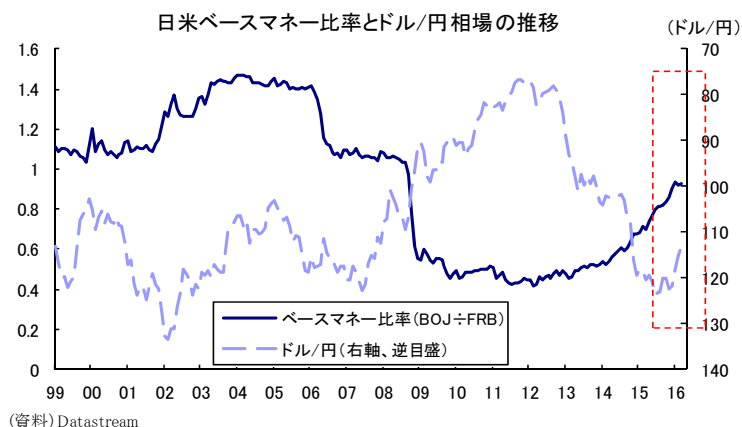
今回の決定において最も注目されるのは、やはり 10 年金利をゼロ%程度で推移するように調節するという金利ターゲットを明言したことだろう。言うまでもなく、これは「価格」から見れば国債に対する PKO（価格維持政策）に他ならず、続けるほど財政ファイナンスが近づく危うい運営である。また、それ以前の論点として、短期金利と違って自分の庭先ではない長期金利をコントロールすることが果たして可能なのかという懸念もある。端的に言えば「どの程度国債を買えば、どの程度金利が下がるのか」ということは未知の領域になり、今後手探りで落ち着きどころを見定めて行くことになりそうである。

ちなみに、日銀自身、HP の中で「中央銀行が誘導するのに適しているのは、ごく短期の金利なのです。期間が長い金利の形成は、なるべく市場メカニズムに委ねることが望ましいのです」と述べているが¹、今後行われる金融政策はこうした説明とは真っ向から対立するものになる。

難しくなった追加緩和

操作変数が増えたとは言え、今後の日銀の「次の一手」として注目される対象は当然、新たに主軸に据えられた長短金利の修正、とりわけマイナス金利の処遇となる。黒田総裁はマイナス金利の深掘りに関し、「必要に応じて追加緩和をする」姿勢が変わっていないことを強調しているが、新たな枠組みの下で、そのハードルはかなり上がったように思われる。というのも、マイナス金利を深掘りすれば、「ゼロ%程度」でペッグしている 10 年金利への影響（具体的には金利低下圧力）も不可避となる。もちろん、緩和路線を志向している以上、金利低下をことさらリスク視する必要はない。しかし、ここで「量」を捨て切れなかったことによる障害に直面することになる。新たな枠組みの下では、今後観測される MB の増減はあくまで 10 年金利を「ゼロ%程度」にペッグしたことの「結果」という位置付けである。もちろん、年間 80 兆円が引き続き目途として示されているが、黒田総裁自身が「国債買入れの額については、「イーールドカーブ・コントロール」ですので、増減することはあり得る」と述べているように、約束されたものではない。マイナス金利を深掘りすることで 10 年金利が「ゼロ%程度」から下方乖離する圧力が働けば、日銀の国債購入は減速し、80 兆円を割り込むことになる。この減速具合がどの程度のものになるかが読めないからこそ、市場の値動きもはっきりしないものになっている面があろう。

だが、一部でステルス・テーパリング（隠れた量的緩和縮小）との言葉も見られているように、仮に国債購入の減速が著しいものになり、それが市場で指差されるようになれば、それが原因で円高になる可能性はある。「これからは量ではなく金利が大事」と日銀が主張しても、ソロスチャートのような「迷信」を信じて円売りしてきた向きは失望するかもしれない。もちろん、昨年半ばを境に日米ベースマネー比率とドル/円相場の間に安定的な関係は見られず（図中点線赤部分）、「量で攻めても円安にならない」という事実はどうの昔に白日の下に晒されている（何度晒されれば分かるのか・・・という思いを禁じ得ない）。そ



¹ 『日本銀行の金融調節を知るための Q&A（解説ハ.）』日本銀行

れゆえ、今さら「量」の増加ペースが減速することを見て円を買い戻すのはナンセンスである。しかし、「量」を信奉する向きがテーパリングという言葉が必要以上に重く受け止める可能性はやはり否めまい。いずれにせよ、金利ペッグを導入した裏で「量」の拡大が放棄されるプロセスが静かに始まっているのは確かであり、上述したような「迷信」の信者達に見つからずに、「量」からの撤退作戦を如何に進めるかが今後の課題となりそうである。

緩和の「目的」ではなく「手段」に目が奪われていないか

つまり、マイナス金利の深掘りは、元より存在する①金融仲介機能への弊害に加え、②「量」の縮小が円高を招来する懸念もはらむため、実施のハードルは高そうである。もちろん、10年金利に関し、「ゼロ％程度」としているペッグ水準を引き下げれば、その裏側で許容しなければならない「量」の減少も限定される。そのため、マイナス金利深掘りは長期金利の操作目標引き下げも伴う公算が大きい。言い換えれば、マイナス金利の深掘りを行うにしても、それに併せて長期金利のマイナス圏（ゼロ未満）でのペッグも付いてくるという話である。今回の総括的検証が、「量」にまつわる技術的限界に加えて、金融仲介機能への弊害という論点も出発点になっていたことを思えば、やはりマイナス金利深掘りは簡単な選択肢には思えない。こうした状況下、ドル/円相場が二桁に定着した上で、95円割れを試すような展開にでもならない限り、追加緩和は決断されないのではないか。株価が日銀による上場投資信託（ETF）購入で支えられているという現状を踏まえれば、尚の事、追加緩和のインセンティブは小さくなる。

また、市場における日銀の金融政策を巡る議論も、本来あるべき「それが如何に実体経済を刺激し、物価を押し上げるか」という目的に着目した論点から、「相互に矛盾する政策を如何に成立させるか」という手段に着目した論点にシフトしつつあるように見受けられる。手段が複雑化したことで、外野としてもその理解に腐心せざるを得ず、本来の目的に注意が向かい難くなっているように思われる。

《米金融政策の現状と展望～着実に後退する正常化プロセス～》

FOMCについて：現実味を帯びる「今年も来年もゼロ回」シナリオ

9月20～21日のFOMCでは予想通り利

上げは見送られ、円高・ドル安の背中を押

す材料となった。昨年来、本欄が想定して

きた通り、徐々にしかし確実にFRBの正

常化プロセスは挫折の道を辿っている

ように見受けられる。メンバーの金利見通

しは年内1回の利上げを強く見込んでい

るが、本欄では引き続きこれも難しいと考

えている。繰り返し論じているように、

FRBの正常化プロセスを巡って最も大事

な論点は利上げの有無や時期ではなく、実

施した場合の結果ないし影響である。冒頭述べたように、ドル高の調整は殆ど進んでおらず、景気循環が終盤に差し掛かっている以上、連続的な利上げはもはや現実的とは言えない。また、今回のメンバー

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2016	2017	2018	2019	Longer run
Jun-13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	n.a.	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	n.a.	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	n.a.	3.25%
Jun-16	0.875%	1.625%	2.375%	n.a.	3.00%
Sep-16	0.625%	1.125%	1.875%	2.625%	2.90%

(資料)FRB

における政策金利見通し（ドットチャート）では中立金利（予想中央値）が 3.00% から 2.90% へ、またも切り下がった（前頁表）。一部で幅を利かせ始めている長期停滞論が裏付けられる展開である。

2014 年 6 月以降のドル高が 200bp の利上げに相当したというブレイナード FRB 理事の示した試算²が正しければ、米実体経済が体感している FF 金利は「2.25～2.50%」という話になる。これは確かに、2014 年 6 月のドットチャートで想定されていた 2016 年末の FF 金利水準と等しい。とすれば、当初想定していた金融引き締め効果は既に通貨高を通して経済に織り込み済みなのではないだろうか。ちなみに 2017 年の見通しは年 2 回となっている。往々にして現実が当初の想定から下振れてきたことを踏まえれば、「今年も来年も利上げなし」という本欄の想定は相応の現実味があるのではないかな。

「駆け込み利上げ」と取られかねない年内利上げ

イエレン FRB 議長はあくまで利上げしなかったのは「経済への確信が不足していることの反映ではない」と述べた上で、「以前考えていたよりも、経済にはもう少し改善の余地がある」からだとしている。これは 9 月 12 日のブレイナード理事講演でも見られたロジックであり³、一部で囁かれている「ブレイナード理事はイエレン議長に影響力がある」との言説が頭をよぎる。極論すればフィリップス曲線のフラット化も含めて、今の雇用情勢を見るだけでは利上げは決断しかねると考えている可能性もあろう。

今回の現状維持は 7 対 3 での決定であり、利上げを主張する地区連銀総裁 3 名から反対票が入るという異例の構図になった。完全雇用の影響を実感する地区連銀総裁とドル高及び米政治動向に敏感な執行部（正副議長と理事）の温度差が表面化しつつあるのかもしれない。ドットチャートを見る限り、年内の金利据え置き（0.25～0.50%）を見込んでいるメンバーは 3 名しかいないことを踏まえれば、年内利上げに踏み切る可能性が低いとは言えない。だが、イエレン議長が言う通り「政治を考慮することはない」のが筋論とは言え、新政権の誕生直前にわざわざきわどい判断を下す必要があるだろうか。それこそ「駆け込み利上げ」と取られかねないだろう。真っ当に考えれば、やはり回避されるのではないかな。

為替見通しへの影響

9 月の日米金融政策決定会合を終えても、本欄の為替相場見通しは些かも変わらない。繰り返し強調している点ではあるが、為替見通し上、本当に重要なことは、FRB の正常化プロセスが挫折しかかっていることに尽きる。1 年前の 9 月のドットチャートは、同時点から 2016 年末までに 5 回程度、2017 年末まで見越せば 9 回程度の利上げがあることを想定していた。それが現在は 2016 年末までには 1 回、2017 年末までには 2 回できれば良いといったイメージに後退しており、想定していた利上げ回数で言えば当初の 3 分の 1 程度まで落ち込んでいる。このような展開が 2017 年に入ってから続き、これに応じてドル安・円高が進行する可能性が高いというのが筆者の考えである。むしろ景気循環を踏まえれば、利上げ議論が続けられているかどうかを心配した方が良くらいである。

過去 1 年、筆者の為替相場見通しのロジックは、ラフに言えば「FRB の正常化プロセスは信用できず、米通貨政策もドル高に耐えられない。それゆえにドル安相場の一環として円高を警戒すべき」という点に集約されてきた。こうしたロジックはどうやら今後 1 年間に関しても変える必要がなさそうである。

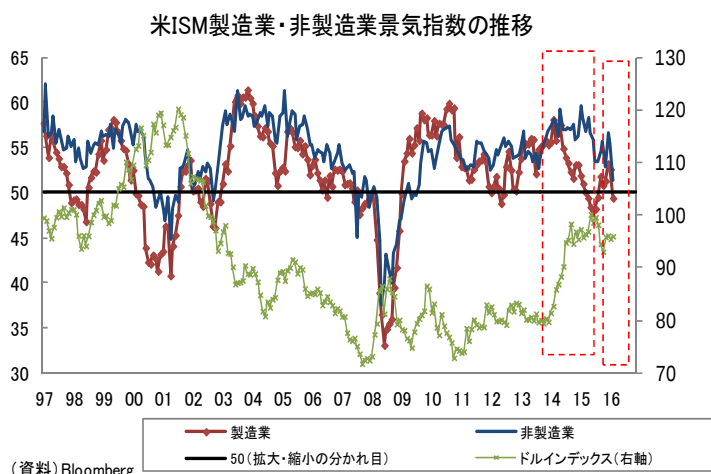
² みずほマーケット・トピック 2016 年 9 月 13 日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』をご参照下さい。

³ 同上。

利上げをけん制する金融市場や経済指標

ちなみに 9 月の金融市場では米利上げを警戒して株価が大幅に値を下げるという場面が散見された。だが、利上げへの警戒から株式市場が大崩れするのであれば、所詮はその程度の景気情勢だったということである。利上げに伴う市況変動に泰然自若としていられないのであれば、そもそも今はベストタイミングではないということだろう。裏を返せば、最近の米利上げムードに関し、ベストタイミングではないということを株式市場が知らせてくれているとも言える。

実際、9 月に入ってから発表された米経済指標は、利上げやそれに伴うドル高への懸念を高めるものが多かった。8 月 ISM 製造業及び非製造業景気指数は従前から筆者が指摘している「ドル高の罠」がやはり健在であることを窺わせる結果であった。特に、9 月 6 日公表の 8 月 ISM 非製造業景気指数は「ISM ショック」とまで呼ばれるほどのネガティブサプライズと受け止められ、ドル/円相場急落の一因にもなっている。また、8 月 ISM 製造業景気指数に関しても、6 か月

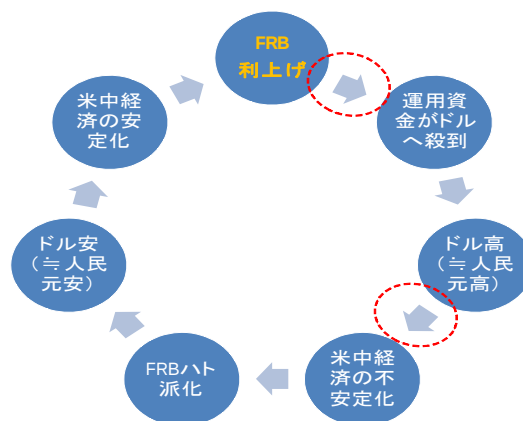


ぶりに 50 を割る動きが見られており、こちらも相応にショッキングな結果と言える。こうした状況下で粘り強く利上げの可能性を模索する姿勢はやはりどこか奇異に映る。図示されるように 2014～2015 年にかけてのドル相場急騰を受けて米製造業及び非製造業のマインドは大幅に悪化し、実際に同時期の米企業収益も悪化した。そうした動きが今年に入り落ち着いたのは、米国内外の情勢が悪化したことを受けて FRB がハト派色を強め、ドル相場が急落したことも一因と思われる。具体的には 2～4 月にかけてドル相場は一方向的に下落したが、この間に ISM 製造業景気指数は半年ぶりに 50 を回復し、非製造業景気指数は 55 を突破した。その他、前年からのドル高を受けて減速傾向を強めていた鉱工業生産にも持ち直しが見られた。こうした計数の改善に気を良くしたのか、FRB は同時期にかけて 6 月利上げへの情報発信を俄かに強めた。だが、結局は 6 月初めに公表された 5 月雇用統計の結果がついてこず、英国の EU 離脱 (Brexit) 問題への懸念も重なり、利上げには至らなかった。

「ドル高の罠」再び

その後、6 月上旬～中旬のドル相場は利上げ期待の剥落を受けて必然的に下落したが、実際に英国民投票を受けて Brexit の方針が固まると、大幅な英ポンド売りも手伝って再び 6 月下旬～7 月いっぱいにかけて反転、急騰した。8 月上旬～中旬こそ上昇は落ち着いたものの、下旬以降は俄かに 9 月利上げ期待が高まり、足許の堅調なドル相場に至っている。ここにきて崩れ始めた米企業マインドと 6 月下旬以降に散見されたドル相場の急騰が全く無関係と

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料) 筆者作成

言えるのだろうか。利上げをしようとしても、これに付随するドル高（ひいては資本調達コスト上昇を嫌気した世界経済減速）に足を取られて利上げが封じられてしまうという「ドル高の罫」がここにきて見え隠れしているように思えてならない（前頁図）。

この罫から脱するには2つの道しかない。それは「FRB以外の中央銀行が複数回の利上げに踏み切り、FRBが利上げしても（しようとしても）運用資金がドルへ殺到しない環境」か、たとえ「ドル高になろうとも不安定化しない強固な実体経済」か、どちらかが必要である（該当箇所に関し、前頁図に赤点線で囲っている）。しかし、残念ながら、足許から1年間を見通した場合、そのどちらの道も現実になりそうもない。持続的なFRBの利上げやこれに伴うドル相場の上昇を予想するには、まだ米国並びに世界経済の勢いが足らないというのが実情ではないか。

《米大統領選と為替相場について～限界がある現状追認～》

米新大統領の通貨政策には二者択一しかない

本欄では繰り返し述べてきたように、ヒラリー・クリントン氏にせよ、ドナルド・トランプ氏にせよ、両者の通貨政策はドル高を容認しないものである公算が大きい（そもそも、洋の東西を問わず、新政権一年目に通貨高を全面的に飲むようなケースは稀と思われる）。共に選挙戦の最中で円を人民元と同一視して、通貨安誘導を批判するという事実誤認を振り撒いており、どちらか就任しても、この点をあげつらう向きが為替市場で勢いづきそうである。もちろん、選挙期間中の言動を真に受けるべきではないのも確かであり、特に良識派である（と見なされている）ヒラリー氏が就任した場合はあらゆる政策事項が現状追認となり、軟着陸となるとの観測は多い。現職大統領ともなれば「大人の対応」に軸足を移すだろうという期待である。これは確かに一理ある。

しかし、為替相場に関しては、現状追認にも限界があるのではないか。政策的に容認する、しないに拘わらず、現実問題として過去2年間のドル相場の上昇スピードは非常に早く、結果としてREERも高水準に至っていることは冒頭でも確認した通りである。2014年半ば以降から見られているドル高のペースは歴史的にも相当早いものだった。筆者は1973年以降では目立ったドル高局面が2回あり、今次局面は3回目に相当すると考えてきた。ラフに言って、1回目は1978～85年の約7年間でカーター政権のドル防衛やボルカー元FRB議長連続利上げなどを背景にドル高が志向された局面、2回目は1995～2002年の約7年間でルービン元米財務長官の下、「強いドルは国益」の掛け声と共にドル高が志向された局面である（年月の区切り方は他にもあるかもしれないが、大きく変わるまい）。この間のREERの動きを見れば、前者は7年間で約+30%、後者は7年間で約+20%上昇しており、単純に年平均で見れば+3～4%ポイントのペースでドル相場が上昇した局面だったことが分かる。これでも相当早いペースである。

転じて、3回目となる今回は2014年6月を起点とすると約2年が経過しており、期間で言えば過去対比でまだ続きそうな余地は感じる。しかし、この間のREERの上昇幅は2年間で約+15%、年平均では約+7.5%ポイントのペースと過去を陵駕している。今後、長い目で見てドル高局面が続くにしても、どこかのタイミングでまとまった幅の調整（ドル安）を警戒しておくことが自然ではないか。昨年来の筆

過去的大幅なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (A、%)	年数 (B)	年間上昇ペース (A÷B、%pts)
①1978年～1985年	34	7.0	4.9
②1995年～2002年	24	7.0	3.4
③2014年～2016年	15	2.0	7.6

（資料）FRB、スタート年の12月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。

③は「14年6月～16年6月」の2年間。

者の主張を見聞きし、「来年も円高派なのか」と尋ねられることが増えているが、正確には筆者はドル安を予想しているのであって、円高を予想しているわけではない。単純に言えば、過去 2 年のスピード調整が必要なのではないかという主張であり、円高はそれに付随する結果という整理である（もちろん、そうしたドル相場の急騰に加えて、購買力平価（PPP）から見たドル/円相場の上昇乖離が甚だ大きくなっていったという事実はあった。この点、昨年来の円高・ドル安予想にとって PPP が大きな安心材料となっていたことは事実である）。

話を大統領選挙に戻す。結局の所、米国の通貨・金融政策の意向で大勢が決しやすい変動為替相場の世界において、誰が大統領に就任するかは極めて重要な問題であるのは間違いない。だが、誰が大統領に就いても、「ドルが高い」という現状が変わっていない以上、論点は①現状を迫認（ドル相場横ばい）するか、②現状の改善（ドル安）を目指すかの二者択一しかなく、③現状の悪化（ドル高）を促すような政策は志向されないのではないか。米経済の拡大局面が実に 87 か月目と史上 4 番目の長期間に及び、終盤に近いと言われている中、ここからさらに利上げとドル高のスパイラルが容認されていくとは筆者にはどうしても思えない。というよりも、そもそも容認できないからこそ、今年 4 月、為替政策報告書に「監視リスト」などという物騒なものを加えたのではなかったか。

「大人の対応」を期待しかねるブレイナード財務長官

米政治と為替政策という関連で言えば、大統領と並んで新財務長官人事の行方も注目度が高い。市場ではもっぱら「ヒラリー大統領ならブレイナード財務長官」との憶測が飛び交っているが、その真偽は定かではないにせよ、仮にそうなった場合の為替見通しへの影響は小さくないだろう。

本欄では折に振れて述べているように、筆者は 2014 年以降、為替予想を作成する上で、かなりブレイナード FRB 理事の講演を参考にしてきた⁴。日計りで言うことが二転三転する正副議長や他の地区連銀総裁の中であって、過去 2 年間、彼女の主張は一貫しており、しかもその指摘は的確なものであった。ここで全てを紹介することはしないが、例えば直近となる 9 月 12 日の講演では、自身が何故そこまで慎重（ハト派）なのか、論点を絞って非常に分かりやすく整理されていた。この中で、ブレイナード理事は「弱い海外経済の成長と過去 2 年に亘るドル高は純輸出、企業収益、設備投資、生産の大きな重石となっている」と述べている、実際に 2014 年半ば以降のドル高を受けて 2015 年の米企業マインドは悪化したし、企業収益も鉱工業生産も減速が見られた。それらが遅々として進まない米利上げの歩みの背景にあったことは否定できない。

ブレイナード理事の講演は毎回、他の FRB 高官の講演に比べて、ドル相場への言及が多く、ラフに言えば「今の世界で米国が利上げすればドル独歩高で自滅するだけ」という本音が見え隠れする。筆者は、こうした論点を「ドル高の罠」と呼び、昨年から今年にかけての為替見通しの基本コンセプトだと考えてきたが、恐らくは今年から来年にかけても同様だろう。FRB 以外の中央銀行が利上げできるようになるか（そうすればドル独歩高は避けられる）、米実体経済がドル高を物ともしない強靱さを備えていれば「ドル高の罠」は問題にならないが、今のところ、その望みは薄そうである。

なお、ブレイナード理事がまだ財務次官であった 2013 年 2 月、匿名の G7 関係筋の話として「(2013 年 2 月 12 日の) G7 声明は誤って解釈された。同声明は、円の過度な動きに対する懸念を示すものだった

⁴ ブレイナード理事の直近講演に関してはみずほマーケット・トピック 2016 年 9 月 13 日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』をご参照下さい。

た」とロイターが報じ、円相場が急騰するということがあった。コメントの出所がワシントンであったこと、ルー現・米財務長官が議会承認待ちであったことなどから、匿名高官とはブレイナード理事ではないかとの見方が公然と語られるようになった。実際、FRB 理事になってからの同氏の主張を踏まえる限り、その可能性は高い。

いずれにせよ、これまでの終始一貫としたドル高懸念を踏まえると、仮にブレイナード理事が財務長官に就任した場合でも、「大人の対応」はあまり期待できないように思えてくる。現段階から為替市場参加者が「ブレイナード財務長官シナリオ」に身構えるのは、これまでの経緯を踏まえれば自然と言えば自然である。万が一、そのようなシナリオに至った場合、ヒラリー・ブレイナードそして元よりハト派と目されやすいイエレン議長の「ハト派トライアングル」が注目され、ドル/円相場が再浮上のきっかけを掴むのはますます難しくなる懸念がある。

《メインシナリオへのリスク点検～円高材料の方が目立つ～》

2016 年は円高・ドル安相場の「始まりの年」に過ぎない

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。2016 年も残すところあと 3 か月となり、2017 年を展望する時期に差し掛かってきたが、2016 年は円高・ドル安相場の「始まりの年」だったのであり、2017 年もこの流れを引き継ぐ可能性は高いと考えている。既に述べてきたように、今年に入ってからドルは円に対して急落したものの、実効ベースではそれほど下がっていない。ここから続伸を見込むにはまだ高いと言うのが客観的な評価になるはずである。新大統領の通貨政策を見極める必要はあるものの、現状から加速を容認できるほど米実体経済は盤石ではない（それほど盤石ならばドットチャートは実現していたはずである）。今後 1 年間で 90 円台前半までを視野に入れた動きを想定しておきたい。前月の本欄では 9 月利上げ期待が俄かに高まっていることに対し「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」と述べたが、やはり 9 月利上げは叶わなかったし、恐らく年内も難しいと筆者は考えている。

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、メインシナリオに対す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次頁表となり、基本的に前月から不変である。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。

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

円安リスクの整理：大きな不安はなし

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のリスクである。米雇用市場が完全雇用に至り、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である。とはいえ、こうしたリスクはさほど高いとは言えない。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、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。なお、需給に絡んだ論点として、今後原油価格が本格反転して貿易黒字が減少することを円安見通しの理由に挙げる向きもある。しかし、原油価格が往時の水準を回復することを前提に為替見通しを作るのは危険であるし、また、仮にそうなったとしても貿易収支や経常収支が為替相場に影響を与えるのは年単位のラグがある。予測期間中（足許から 1 年間）の円安リスクとは言い難い。

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（⑤のリスク）。筆者は日銀の政策単体で円高の流れを反転できるとは思っていないが、投機的な円ロングが積み上がっている中、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。しかし、為替介入は元より、既に述べたように日銀による追加緩和のハードルは相当上がっているという市場の見方は強く、本邦主導で円安へ転換するような局面変化は想像しづらい。総じて、想定外の円安に振れるようなリスクはさほど大きくないと思われる。

円高リスクの整理：円高材料は多い

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に対して露骨なけん制を行っていく可能性は否めない。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。クリントン氏、トランプ氏、双方共に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、少なくとも実効ベースのドル相場が今以上に騰勢を強めるような政策が打たれることはないだろう。変動相場制

というルールの中で、米国の通貨政策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。現状では具体的な政策までは見えてこないが、類似の動きには注意しておきたい。

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番目の長さに至るという状況だが、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。同様の論調は最近、頻繁に耳にするようになっていく。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、約3年後となる現在（2016年9月）には2.90%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、何をもって正常と見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）。9月はドイツ最大手銀の経営不安が俄かに高まったが、10～12月期はこれにイタリアの国民投票（12月4日実施）も重なってくる。仮に、国民投票が否決に至り、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、伏兵としてドイツや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英国のEU離脱（Brexit）問題に関しても、年明けにはEU離脱の通知が正式に行われ、その交渉がスタートする見通しである。その交渉の帰趨がEUの今後を占う側面も小さくないだけに、目が離せない材料となろう。さらに、2017年はオランダ、フランス、ドイツと主要国で重要な国政選挙が相次ぐ。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と見なされる地合いは常にある。

以上、円安・円高、双方のリスクを比較したが、どちらかと言えば、円相場が騰勢を強める材料の方が説得力のあるものが多いように感じられる。特に、米国の実体経済や通貨・金融政策を踏まえた場合、110円や115円への反騰を心配するよりも、95円や90円割れを心配する方が現実的に思われる。

◆ ユーロ相場の見通し～引き続き下がりにくいユーロ相場～

《ECB の金融政策の現状と展望～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～》

注目はパラメーター修正の「次の論点」

9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。現状維持は市場予想通りである。筆者を含め、多くの市場参加者は拡大資産購入プログラム（APP）のパラメーター修正を予想していたが、今会合では決定されなかった。だが、声明文には「理事会は購入プログラムの円滑な実施を確実なものにするための選択肢を評価するように（ECB内部の）関連委員会へ指示した」との記述が見られた。今後、ECB内部の委員会での準備を経てAPPの各種パラメーター（33%ルール、購入可能下限金利、購入可能年限、プログラム自体の期限等）がより緩和的な方向へと修正され、次回10月20日の理事会で発表されることになりそうである。

少なくとも、今回のスタッフ見通しを見る限り、現在のAPPの実施期限である2017年3月までにユーロ圏消費者物価指数（HICP）が2%付近へ上昇する可能性は極めて低い。とすれば、2017年3月を越えてAPPを継続させるためには、購入可能資産の範囲を拡げるようなパラメーター修正は必要不可欠である。ここまでは既定路線と言っても良い。今後、注目すべきはそのさらに「次の論点」であり、具体的にはパラメーターを修正した結果、購入可能資産が広がったことを受けて、「月間購入額800億ユーロをどこまで拡大できるか否か」が焦点となってくるはずである。

ヒントは与えられず

具体的にどのようなパラメーター修正が決断されるのかに関しては、今回の声明文や総裁会見では、殆どヒントが与えられていない。既存のAPP実施期限である2017年3月まで半年を切っている中で少なくとも期限延長の決断は見られると思われたが、これに関してもドラギECB総裁は議論していないと述べている。より正確にはドラギ総裁は、「量的緩和（QE）プログラムの延長について議論したのか」という質問に対し、「我々は経済の評価や広範なマクロ経済見通しについて議論したが、その他のことは何も議論していない」と述べており、パラメーター修正に関し一切のヒントを遮断するような回答をしている。この他にも株や銀行債の購入可能性、資本金出資比率（the capital key）に応じた購入割合の変更可能性を問う質問が出ているが、ドラギ総裁は言質を与えていない。あくまで指示を与えた委員会が全権を持ってあらゆる選択肢を検証すると述べるに止まっており、次回会合へ向けた予想形成は難しい。

敢えて言えば、政治的にかなり神経質な論点となる資本金出資比率の変更に関し、委員会の検討を経て理事会が議論することはあり得るとドラギ総裁が述べたことには目を惹くが、特定国の国債に傾斜して購入額を強化することは通貨ユーロを司る国際機関であり中央銀行であるECBとして本来あるまじき行為である。実現性はさほど高いものとは言えないだろう。

何故、今動かないのか？

なお、今回発表されたスタッフ経済見通し（次頁表）では実質GDP成長率及びインフレ率の見通しがやや下方修正されており、リスクもダウンスайдにあることが強調された。ユーロ圏の低成長・低インフレの期間は既に相当な長期に亘っており、このような状態はインフレ期待を不安定化させる恐れがある

ことを踏まえれば、「何故今動かないのか」と疑問を持つ向きは当然出てくる。こうした疑問に対し、ドラギ総裁はスタッフ見通しの下方修正幅はごく僅かであること、当初予定より若干遅れるもののインフレ率は徐々に浮揚が見込まれることなどを理由に挙げ、現状維持に踏み切ったと述べている（つまり、追加緩和するほどの下方修正ではないという趣旨）。

だが、現実問題としてインフレ期待が不安定化（de-anchoring）しているのは明白であり、実際、ECBは今年8月発表したワーキングペーパー『Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data』⁵の中でも、「近年のユーロ圏のインフレ期待は減速の兆候が見られる」と結論づけられている。今回の理事会に対しても5年先5年物インフレスワップ（5年5年BEI）

の歴史的な低迷が、追加緩和の理由として用いられるのではないかと警戒はあった。インフレ期待の低迷はECBにとって火急の事態と言っても過言ではない水準まで押し下げられている（図）。

斯かる状況下、記者からは「ECBがそうした（低迷するインフレ期待の）データをどのように理解しているのか、もう少し我々に説明して頂けないでしょうか。ECBはどのようなサインをそこから読み取っているのでしょうか。何故、ECBの見通しにおいてそのような動きは追加緩和を決断するほどの懸念にならないのでしょうか」といった質問が出ている。この点、ドラギ総裁はECBの観測しているインフレ期待は市場ベースと非市場ベースの2種類があり、例えば後者の典型例であるECBによる『予測専門家調査（SPF：『The ECB Survey of Professional Forecasters』）などは足許では安定している（それゆえ懸念はない）と述べている。一方、5年5年BEIに関しては、特にBrexit問題以降は低下基調（trending down）にあることが認められており、その理由は偏った債券取引の結果であるとドラギ総裁は述べているが、それ以外の理由は分かりかねるとも述べている。この辺りはECBとしても悩ましい所であり、だからこそ、何らかの策を講じなければならないと考えているのだろう。

それでも今、動かない理由はどこにあるのか。この点、ドラギ総裁は「インフレ期待は原油価格に連れて動くなど、変動が激しいものである。（そのため直ぐに動くのではなく）二次的波及効果

（second-round effects）の兆候が察知されれば、行動できるように注意深く監視しておく」と述べており、目先の変化に右往左往しないスタンスを口にしていく。

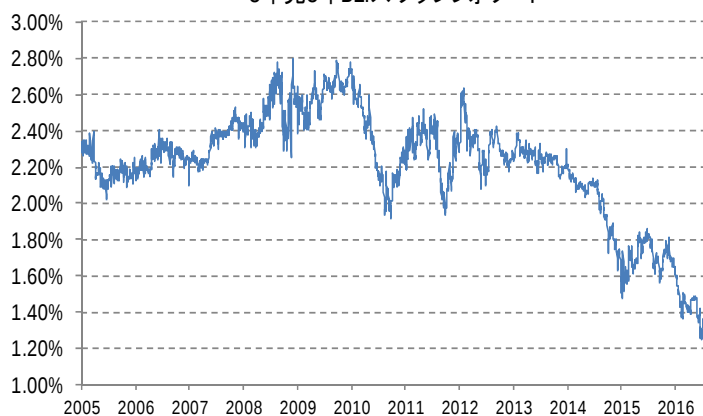
ECBのスタッフ見通し(2016年9月)

(%)

	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 (0.1~0.3)	0.6~1.8 (0.6~2.0)	0.8~2.4 (0.7~2.5)
実質GDP (前回:2016年3月)	1.9	1.5~1.9 (1.3~1.9)	0.7~2.5 (0.7~2.7)	0.4~2.8 (0.5~2.9)
消費支出	1.7	1.7	1.6	1.5
政府支出	1.4	1.7	0.9	1.0
総固定資本形成	2.9	3.1	3.3	3.3
輸出(財・サービス)	6.1	2.6	3.7	4.1
輸入(財・サービス)	6.1	3.3	4.4	4.7

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は16~18年が1.11。

5年先5年BEIスワップフォワード



(資料) Bloomberg

⁵ ECB『Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data』Tomasz Łyziak, Maritta Paloviita Task force on low inflation (LIFT), 26 Aug 2016

マイナス金利深掘りは気が進まない？

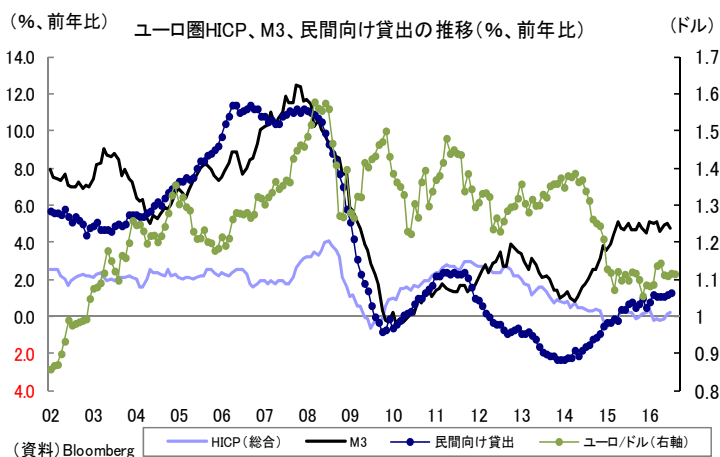
また、APP と並んでマイナス金利政策の行方も注目される。この点、最近になって ECB 高官からその効果に懐疑的な論調が発信される機会が増えていることもあり、「マイナス金利は次善策であり、QE が最善策か」との質問が見られている。しかし、足許ではユーロ圏の与信状況が貸出供給・借入需要の双方から改善し、かつて問題視されていた市場の分断化（fragmentation）も解消されつつあることから、マイナス金利導入の際に懸念されたデメリット（現金の退蔵や貸出金利の上昇など）は意識されるには至っていない。むしろ、ドラギ総裁からは民間銀行の純受取利息（the net interest income）は概ね安定しているといった論点が提示されているくらいである。とはいえ、このような安定状況が永遠に確保されるわけではなく、ドラギ総裁も「今の所は、です。今の所は、という部分を強調します（So far – and I want to stress the so far）」と念押ししている。その上で、マイナス金利が続く限り、民間銀行の収益性は困難に直面することを ECB としては意識しなければならないと述べており、やはりマイナス金利の深掘りは排除こそされていないものの、あまり気が進まないといった雰囲気が見受けられる。そもそもドラギ総裁も述べているように、ユーロ圏の与信状況が改善していることについては、マイナス金利の効果だけではなく、ターゲット型長期流動性供給第二弾（TLTRO2、いわゆるマイナス金利付き資金供給）の効果も重なっているはずであり、個々の非標準的政策がどの程度効いたのかは定かではない（APP の効果については、9 月スタッフ見通しの予測期間を通じて実質 GDP で+0.6%、インフレ率で+0.4%の押し上げ効果があったと述べられてはいる）。

いずれにせよ、今回の理事会の目玉は APP の制度変更を指示したという点にあり、それは来たるべき月間購入額の拡大（少なくともプログラムの期限延長）への「露払い」という理解になる。

《ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理～ユーロ相場の低め誘導は難しいまま～》 非標準的政策とマネーサプライ、貸出

9 月末には独最大手銀が同国政府に対し金融支援を要請し、これをメルケル独首相が拒否していると独紙が報じたことを受けてリスク回避ムードが俄かに強まるという場面があった。発端となった独大手銀を巡っては今年 1～2 月にも不安が高まったが、同行に限らずユーロ圏の金融機関は断続的に経営不安が囁かれており、特に 10 月以降はイタリアの憲法改正を賭けた国民投票及びこれに付随する同国銀行問題が控えている。

こうした状況下、再び欧州に注目が集まる展開が到来しそうだが、現状、ユーロ圏の貨幣量の動きやこれに付随する金融機関の与信活動は良好な状況にある。図示されるように、マイナス金利の導入や資産担保証券（ABS）、カバードボンドの購入などに踏み切った 2014 年を境としてユーロ圏のマネーサプライ（M3）及び民間向け貸出は底打ちし、増勢を維持している。ここにきて M3 の加速は落ち着いているが、ECB の参照値である「+4.5%」は依然上回っており、貨幣量やこれに付随する与信の動きに照らせば非標準的金融政策は効果をあげているという評価になりそうである。



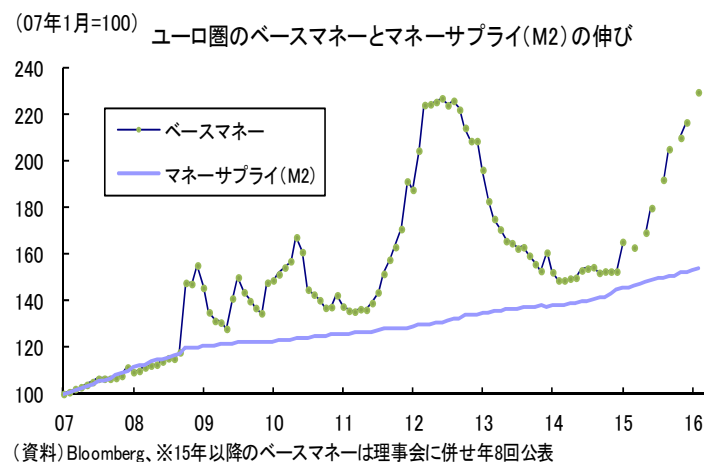
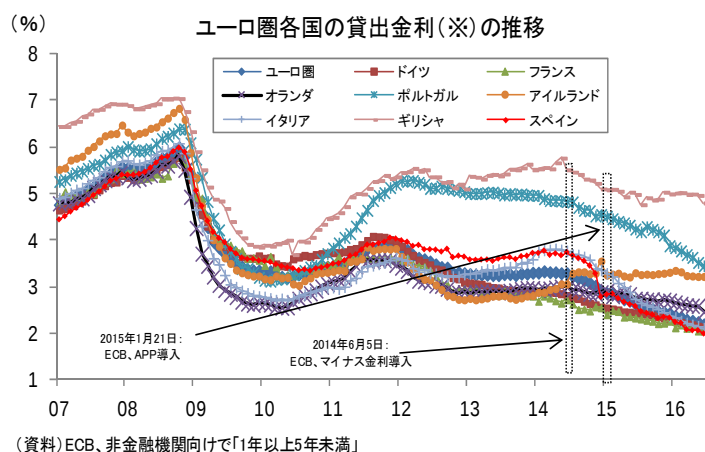
非標準的政策と物価、為替

しかし、ECBにとって最も重要なHICPや市場参加者の注目が特に集まる為替に関しては企図した効果が見られていない。前頁図を一瞥すれば分かるように、2012年から下落傾向にあったHICPは2015年以降、ゼロ近傍で横這いとなり、浮揚する様子が全く見られていない（2015年1月～2016年7月の前月比変化率の平均は約0.0%）。一方、ユーロ/ドル相場に関しても、2015年以降、それまでのように水準を大きく切り下げるような動きが見られておらず、むしろ2015年末から足許にかけては反転上昇している。2015年と言えば、1月に国債・政府機関債・国際機関債を対象とする公的部門購入プログラム（PSPP、いわゆるQE）が決定され、3月からこれが稼働した年であり、HICPは上がり、ユーロ相場は下がるということが想定されていたはずである。物価や為替の動きに照らせば非標準的金融政策は効果をあげていないという評価になるだろう。

コストとベネフィットが見合っているとは思えず

要するに、本来、想定された非標準的政策に関する効果の波及経路は「①非標準的政策（マイナス金利やQE）→②M3（貸出）増加→③HICP上昇→④ユーロ下落」といったものであったと思われるが、②まで至ったものの、③や④には至っていないのが実状と見受けられる。また、①から②への波及は観測されているが、果たして本当に因果関係が存在するのかは検証が必要である。確かに、欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた2010～2012年の間に問題となった金融市場の分断化（fragmentation）問題は非標準的政策の導入と共に収束している様子はあり、例えば、足許にかけて加盟国の貸出金利は、一律低下している（図）。これが貸出の背中を押したことは事実だろう。しかし、投じた政策のコストと、もたらされたベネフィットが見合っているという印象は薄い。

2015年以降、ユーロ圏のベースマネーは約+70%増えたが、M2は約+8%の伸びに止まっており、貨幣乗数は著しく低下している（図）。やはり域内の金融システムはまだ傷んだ状態にあるのだろう。マイナス金利とPSPPの併用によって多くの域内国債利回りをマイナス圏に沈めた結果が現状程度の収穫であり、しかも貸出は増えたと言ってもHICPを押し上げるまでには至っていない。そもそも、ユーロ圏の民間向け貸出は2012年5月から2015年4月まで36か月連続で前年比を割り込んでいた。最近1年程度の動きはその反動とも見受けられる。



持続的な低め誘導が叶わないユーロ相場

ユーロ相場に関しては、これほどの政策を打ちながらも持続的な低め誘導が叶わない状況を重く見るべきだろう。この点は、本欄や拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』でも繰り返し論じてきたように、世界最大の経常黒字や高めの実質金利というファンダメンタルズを踏まえれば至極当然の状況と言える。今後はFRBの正常化プロセスが挫折する中で、そうしたファンダメンタルズの強さが再評価され、ユーロ相場は堅調推移を維持するというのが本欄のメインシナリオであり、これをECBが必死で押さえ込もうとする展開が見られるだろう。しかし、日本の経験を踏まえれば、金融政策で通貨上昇ペースを鈍らせることはできても、FRBによって作られた流れを変えるのは極めて難しいはずである。

いずれにせよ、非標準的政策の効果は逡減していくというのが日本の経験であり、現在見られているM3や貸出の伸びが止まった時、ドイツを中心として「一体、何の意味があるのか」という議論が勢いづく可能性があるだろう。

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。