

# 中期為替相場見通し

2016 年 11 月 2 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～ドル高相場の調整はまだこれから～

ドル相場の現状と展望～実効ベースの調整は 17 年へ持ち越し～	P.3
米通貨政策の現状と展望～日本への厳しい目線は変わらず～	P.4
円相場の基礎的需給環境～「現実的なリスク」は顕在～	P.6
日銀金融政策の現状と展望～「無味無臭の政策運営」を目指す日銀～	P.7
メインシナリオへのリスク点検～米新大統領にまつわるリスクは両サイドに～	P.9

### ユーロ相場の見通し～ちらつく欧米貿易摩擦の影～

ECB の金融政策の現状と展望～ECB 版総括的検証の行方～	P.13
世界のテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」～ドイツ大手銀行問題を受けて～	P.15

## 【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

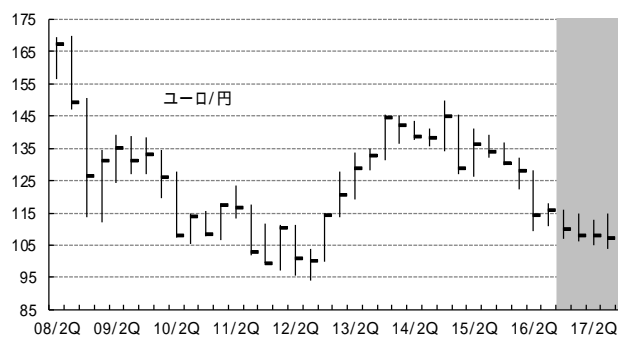
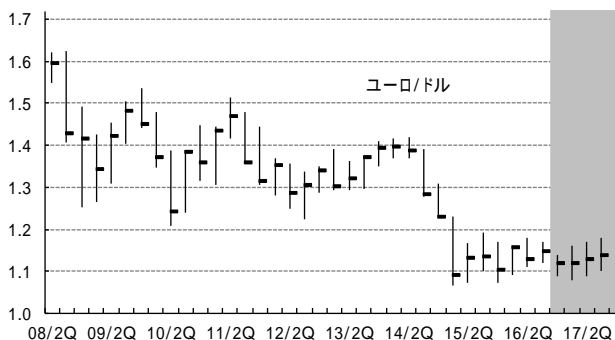
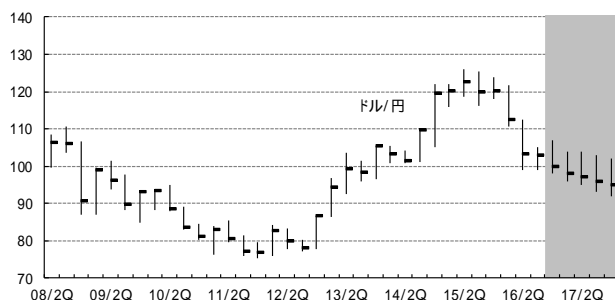
ドル/円相場は、10月堅調に推移した。こうした状況下、2017年にかけての円安基調を予想する声も見られ始めているが、本欄の従前のメインシナリオを修正する必要性はあまり感じていない。現時点で筆者が想定する2017年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」であり、2016年はその発端となる年、言い換えれば「ドル高の相場の終わりの始まりの年」だったと位置づけている。残されたFRBの利上げがいつ、何回なのかは瑣末な問題と考える。10月に公表された米為替政策報告書を見る限り、米国の通貨政策が現状以上のドル高を容認するとは考えにくく、金融政策(FRB)の正常化路線と矛盾を感じる。斯かる状況下、連続的な利上げとそれに付随するドル高というスパイラルはやはり無理筋ではないか。また、ドル相場は対円でこそ調整(下落)しているが、そうした動きは対英ポンドやメキシコペソ、人民元での上昇によって帳消しとなっており、実効ベースでは大して下落していない。新大統領の経済政策にまつわる不透明感はあるが、予想作成上、ドル相場の調整が不十分という事実は勘案せざるを得ない。予想すべきは円高というよりもドル安なのである。円金利環境を踏まえ、本邦投資家による対外証券投資は円安圧力として注目したいが、相場の流れを逆転させるには至らないと考えている。

片や、ユーロ相場はやや軟調な地合いが続いている。ECBへの追加緩和期待が高まる中、独大手銀行の経営不安、年末にかけてはイタリア国民投票やギリシャの債務再編問題等、ここにきて俄かに欧州リスクが意識される地合いとなっており、ユーロ相場もこれに引きずられて軟化している。だが、FRBの利上げは最目に見てもあと2回程度といった印象であり、このまま利上げせずに正常化終了という可能性も警戒される。世界最大の経常黒字国(地域)通貨としてのユーロがこのまま下値を切り下げる姿はどうしても予想しにくい。また、ECBへの緩和期待が高まると言っても、「次の一手」の選択肢は限られており、失望を招く展開も想定すべきである。そもそも上で述べたように、2017年の為替市場のテーマが「ドル高相場の巻き戻し本格化」だとすると、その裏側であるユーロ相場はやはり堅調推移を想定せざるを得ない。ECBはユーロ相場の騰勢を緩和政策で抑制しに来るはずであり、経験則に照らせば、1.15付近では上値が重くなる展開が予想される。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～10月(実績)	11～12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 (104.06)	98 ～ 107 (100)	96 ～ 104 (98)	95 ～ 104 (97)	93 ～ 103 (96)	92 ～ 102 (95)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1616 (1.1053)	1.07 ～ 1.12 (1.10)	1.06 ～ 1.14 (1.10)	1.07 ～ 1.15 (1.11)	1.08 ～ 1.16 (1.12)	1.08 ～ 1.16 (1.13)
ユーロ/円	109.30 ～ 132.45 (115.04)	107 ～ 116 (110)	106 ～ 115 (108)	105 ～ 113 (108)	104 ～ 115 (108)	104 ～ 115 (107)

(注) 1. 実績の欄は11月2日までで、カッコ内は11月2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。



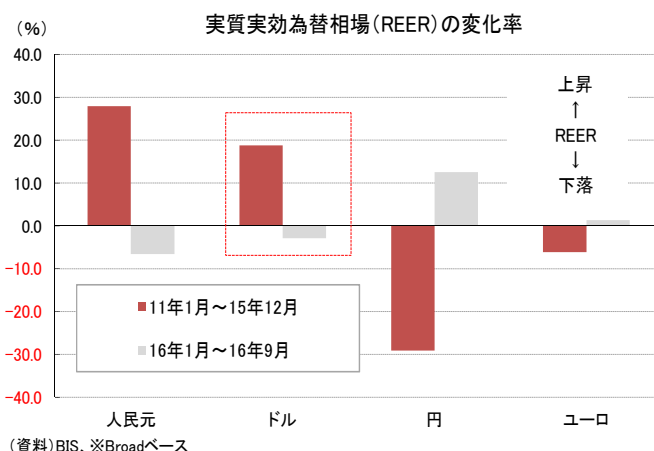
## ◆ ドル/円相場の見通し～ドル高相場の調整はまだこれから～

《ドル相場の現状と展望～実効ベースの調整は 17 年へ持ち越し～》

## 2017 年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」

10 月下旬、ドル/円相場は堅調な推移を見せ、一時は 105 円付近まで上昇する場面も見られた。メインシナリオ（2017 年も円高・ドル安）に対するリスク要因は後述するが、基本的にメインシナリオで想定する方向感に修正が必要とは考えていない。現時点で筆者が想定する 2017 年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」であり、2016 年はその発端となる年、言い換えれば「ドル高の相場の終わりの始まりの年」だったのではないかと位置づけている。実

質実効為替相場（REER）を尺度とした場合、年初までの過去 5 年でドルは約+20%上昇したが、年初から足許（～9 月）の下落幅は約▲3%に過ぎない（図）。日本人の目線からすれば、年初 20 円超の円高・ドル安が進んだため、大分調整が進んだように感じるかもしれないが、それは円単体の話であって、主要通貨に対するドル安は実は大して進んでいない。



## 帳消しにされた円高相場

こうした議論は、REER よりも名目ベース且つ具体的な通貨ペアで見た方がよりイメージが沸くかもしれない。まず、ドルの名目実効為替相場（NEER）に関し、年初来（2015 年 12 月 31 日～2016 年 9 月 30 日）の変化率を見ると▲2.7%下落している。ここで NEER を構成する高ウェイト通貨について、2 通貨ペアの変化率及び寄与度を見たものが右表となる。対ドルで上昇した通貨のトップは円であり、+18.6%上昇し、NEER の下落幅全体に対しては寄与度▲1.5%ポイントとなっている。これはつまり、今年に入ってからドル安の半分以上が円高の寄与という話である。こうした円に続いて、韓国ウォンが+6.5%で寄与度▲0.2 ポイント、カナダドルが+5.4%で寄与度▲0.7%ポイント、ユーロが+3.4%で寄与度▲0.6%ポイントとなっている。片や、対ドルで下落した通貨のトップは英ポンドであり▲12.0%で寄与度+0.4%ポイントだった。これにメキシコペソの▲11.2%で寄与度+1.4%ポイント、人民元の▲2.7%で寄与度+0.6%ポイントが続いている。これらの寄与度を見れば分かるように、ドルの対円、対カナダドルでの下落分は、対英ポンド、対メキシコペソ、対人民元の上昇分で完全に掻き消されており、その結果、ドル相場全体の下落が進まず、2017 年への調整余地を残すという構図になっている。ドル安が進まない最大の理由は FRB の利上げへの固執だが、他にも英国の

16年1月～9月のドルのNEER変化率と寄与度

国名	シェア	16年1～9月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-2.7	0.6
ユーロ圏	16.6	3.4	-0.6
カナダ	12.9	5.4	-0.7
メキシコ	12.5	-11.2	1.4
日本	8.0	18.6	-1.5
韓国	3.6	6.5	-0.2
台湾	2.2	5.0	-0.1
スイス	1.5	3.2	-0.0
英国	3.1	-12.0	0.4
その他(残差)	39.6	-	-1.9
16年1月～9月のNEER	-	-2.7	-2.7

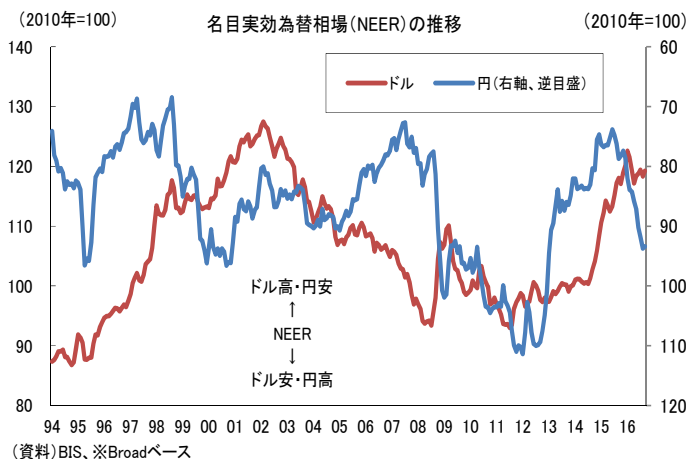
(資料) BIS、Bloomberg. NEERはBroadベース。

通貨変化率は15年12月31日～16年9月30日

EU 離脱（Brexit）や中国の人民元切り下げの影響も大きいことが分かる。

### ドル安下での円安はあり得るのか？

もちろん、「円は十分上昇したのだから、ドル相場全体が今後下落しても、円高は限定的」という考え方もあるかもしれない。その可能性はないとは言えない。実際、ファンダメンタルズ（経常収支や実質金利等）に照らして、本来もっと上昇しなければならない通貨は円ではなくてユーロだろう。だが、為替市場の参加者がよく承知しているように、ドル相場全体が下がる中で円相場全体も下がるという局面は非常に稀である。実際、ドルと円の NEER は逆相関の関係を持ってきた印象は強い（図）。



「ユーロフォリア (ユーロの熱狂)」と呼ばれたユーロ相場全盛の時代に、円キャリー取引と共にドルキャリー取引も隆盛を極めた **2005～07 年** の時代を除けば、「ドル相場が下がるのなら円相場は上がる」というのがこれまでの経験則である。いち早く円高が進んだからと言って、ドル相場の調整が進んでいない以上、もうこれで十分という話には残念ながらなりそうにないというのが筆者の **2017 年** に対する率直な見立てである。

## 《米通貨政策の現状と展望～日本への厳しい目線は変わらず～》

### 新たにスイスが加わった「監視リスト」

10 月 14 日には米財務省から半期に一度の為替政策報告書が公表された。今年 4 月 29 日公表の報告書から登場した「監視リスト (Monitoring List)」は引き続き健在であり、従前の中国、ドイツ、日本、韓国、台湾に加えてスイスも含めた **6 か国** が指定された。「監視リスト」に入る基準を改めて整理しておく、①対米貿易黒字 (年間 **200 億ドル** 以上)、②経常黒字

監視リストを巡る三条件の現状

	対米貿易黒字 (15年7月～16年6月、10億ドル)	経常収支		ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%, 2015年)	過去3年間の変化幅 (%pts)	対GDP比
中国	356.1	2.4%	0.0%	-5.1%
ドイツ	71.1	9.1%	2.3%	-
日本	67.6	3.7%	2.6%	0.0%
メキシコ	62.6	-2.9%	-0.8%	-2.2%
韓国	30.2	7.9%	2.0%	-1.8%
イタリア	28.3	2.3%	1.9%	-
インド	24.0	-0.8%	4.2%	0.3%
フランス	18.0	-0.5%	0.4%	-
台湾	13.6	14.8%	5.2%	2.5%
スイス	12.9	10.0%	-1.6%	9.1%
カナダ	11.2	-3.4%	0.1%	0.0%
英国	-0.3	-5.7%	-2.0%	0.0%
ユーロ圏(※)	130.5	3.2%	1.3%	0.0%

(資料) 米財務省、※米財務省による推計

(GDP 比で+3%以上)、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入 (12 か月で GDP の+2%以上) のうち、2 つを満たすと「監視リスト」、3 つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。今回、スイスが入ったのは②と③の基準に該当したためであり、具体的に前者は+10%、後者は+9.1%であった (図)。先進国の中では抜きんでた外貨買い為替介入の姿勢が明白であることから、スイスに関

しては「これまで監視リストに入っていなかった方が不自然」との思いを抱く向きが多いのではないかと。

### 中国は「監視リスト」から除外へ？

片や、中国は今回の判定期間である「今年 6 月までの過去 4 四半期」に限れば、①のみの該当であり、②は今年 4 月に+3%だったものが+2.4%へ低下し、基準を下回った。また、③に至っては昨年 8 月から今年 8 月の 1 年間で 5700 億ドルの自国通貨買い・外貨売り介入を行っており、基準が想定する動きからは真逆（通貨高誘導）の政策運営となっている（規模は異なるが、こうした介入姿勢は韓国も同様）。このまま来年 4 月の報告書公表を迎えれば、「監視リスト」から除外される可能性すら出始めている状況だろう。過去の本欄でも述べた論点だが、過去 1 年間の中国の通貨政策は「放って置けば下落する通貨を資本規制と為替介入で支えている」という状況にあった。米国が望んできたような資本規制の解除と自由な為替変動を許せばフリーフォール（急落）しかねない通貨を金融当局の力で持ち上げているのであり、これまでのような単純な通貨安誘導批判がまかり通らなくなっていると考えられる。なお、大統領に就任したら中国を為替操作国認定すると放言している米共和党のドナルド・トランプ氏の事実誤認が今回の報告書で浮き彫りになった格好でもある。

### 依然厳しい日本への視線

また、今年 4 月の報告書は、円相場に関し「orderly」か「disorderly」なのかを巡って日米の見方が対立したことが注目を浴びた。今回、「orderly」との表現は消えたが、「米財務省はドル/円相場は円滑に機能していると評価している（Treasury assesses that the dollar - yen foreign exchange market has been functioning smoothly）」との表現は見られており、さほどトーンが変わった様子はない。

さらに、上述のような表現に加え、「日本は約 5 年間、為替介入を行ってはいないが、2016 年に入ってから、当局者が円相場の騰勢を押さえるべく公式の声明を出している。具体的には、ドル/円の動きに関し“荒い”と評価し、“必要ならばしっかりとした措置を取る”などと警告している（Japan has not intervened in the foreign exchange market in almost five years, but authorities have made persistent public statements to restrain appreciation in 2016, characterizing yen/dollar movements as “rough” and warning that they “will take firm action” if necessary）」といった記述が見られている。以上のような、米財務省の円相場に対する見方を総合すれば「正常な相場動向を異常と見なして介入を示唆しており、これは承服できない」といったところではないだろうか。

### ドル安はあくまで「巻き戻し」とのスタンス

国別の各論が注目されやすい為替政策報告だが、各論に入る前の「The Dollar in Foreign Exchange Markets」のパートにおいても、米財務省のスタンスは見え隠れしやすく、筆者は常にチェックしている。今回報告書に関し、その主張を要約すると概ね以下のような趣旨である：

- 2015 年下半期に名目実効ベースで+6.5%上昇したドル相場は、2016 年上半期に▲1.1%下落した。対先進国通貨では+4%上昇している。対円では▲14%と大きく下落したものの、対ポンドで+10%

の上昇となったことで相殺され、対ユーロでは殆ど動かなかった。また、対新興国通貨では動いておらず、名目実効ベースで+0.8%の上昇にとどまった。

- 今年9月時点までの1年間に就き通貨ペアの動きを見ると、ドルはポンド、メキシコペソ、人民元に対して上昇した。一方、ユーロ、円、ウォン、スイスフラン、カナダドル、台湾ドルに対して下落した。こうした2016年の通貨変動の幾つかの部分は2015年の巻き戻しである。

ここからはっきりとした胸中を読み取るのは難しいが、今年に入ってからドル相場下落はあくまで従前の「巻き戻し」であり、言い換えれば自然な展開と思っている節が窺える。実態としては2014年半ば以降に発生したドル相場の急騰に対する調整は殆ど進んでおらず、「今は昨年からの巻き戻しが進んでいるだけ」という米財務省の認識は相応に真つ当なものに映る。こうしたドル相場に対する基本認識は筆者が強調してきた点と同じであり、過去2年以上に亘る相場の調整はまだ緒についたばかりという趣旨だろう。上述した通り、**FRB**が利上げに拘泥していることに加え、英ポンドの急落や人民元の低め誘導を背景としてドル相場は大して下がっておらず、調整余地を感じざるを得ない。

今回の為替政策報告書は本欄のメインシナリオを再確認する材料になったと考えられる。年初来、円はドルに対してかなり上昇したものの、ドル売りの流れはまだドル相場全体には波及していない。やはり2016年は「ドル高相場の終わりの始まりの年」に過ぎず、本格的な調整はまだこれから警戒すべきとの思いを抱かざるを得ない。昨年からの巻き戻しが不十分な現状では、新大統領や新財務長官が誰であろうと、通貨政策はドル高を忌避するものである公算が大きいと考えるべきではないだろうか。

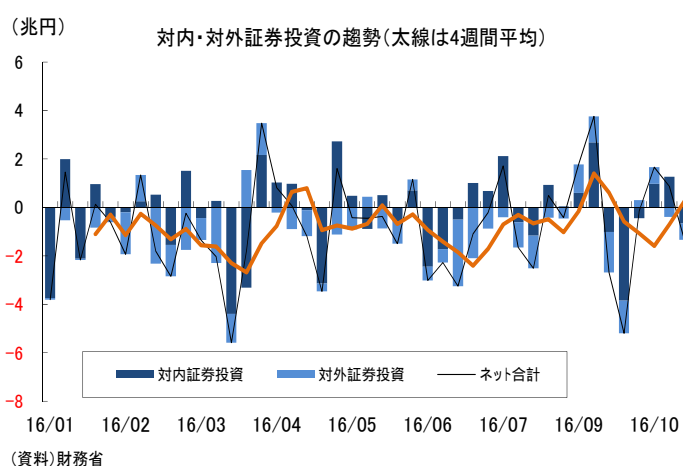
## 《円相場の基礎的需給環境～「現実的なリスク」は顕在～》

### 趨勢として資本流出が支配的

本稿執筆時点で明らかになっている財務省

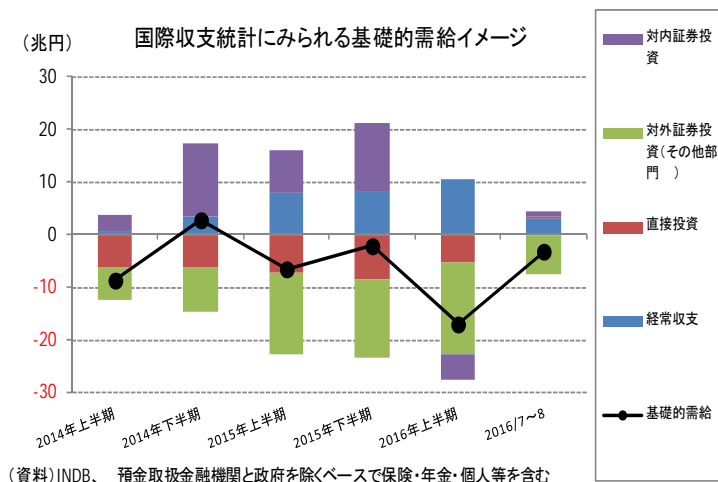
『対外及び対内証券売買契約等の状況』を踏まえると、年初来、「対外証券投資の買い越しと対内証券投資の売り越しが重なり資本流出」という状況が支配的である。対内証券投資の売り越しは主に株式・投資ファンド持ち分に起因したケースが多く、実際、年初来の売り越し金額も商品別では最も大きい(図)。それだけ海外勢におけるリスク許容度が縮小したということなのだろう。片や、ドルを保有する海外勢におい

てはベシススワップの歪みを背景に本邦国債への投資が有利な状況が指摘されており、実際、中長期債だけは大幅買い越しとなっている。いずれにせよ、対内・対外証券投資をネットアウトして趨勢的に資本流出する地合いが続いており、後述するように、これが為替見通しの観点からは円売り超過の需給環境をけん引している。



## 基礎的需給の現状：「現実的なリスク」は顕在

対内・対外証券投資を含めた国際収支を用いて、本欄で試算している円の基礎的需給バランス（以下基礎的需給、次頁図）の現状を見れば、**2016 年上半期は約▲17 兆円**の円売り超過であり、これは **2015 年通年の約▲8.6 兆円**の倍である。図示されるように、これは旺盛な対外証券投資の買い越しにけん引された結果だが、上述で確認した通り、年初からの国際金融市場の動揺の中で株式や短期債を中心として対内証券投資の売り越しが進んだことも寄与している



（半期ベースで対内証券投資が売り越しとなったのは **2009 年下半期**以来の出来事）。前頁図からも明らかだが、**2016 年**は対内証券投資の大きな売り越しが資本純流出入の方向感を規定してきた場面が多い。現状、**7～8 月**合計の基礎的需給は従前からの経常黒字に加え、対内証券投資の買い越しも復活しているが、やはり対外証券投資の勢いは健在であり、結果として約**▲3.1 兆円**の円売り超過となっている。

本欄でも繰り返し述べているように、円金利が悲惨な運用環境へ追い込まれる中で、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）になる展開は想像が難しい。これまでそうしたフローの多くはヘッジ付きで執行されていたと思われるが、ドル調達コストの上昇を背景にヘッジなしでの対外証券投資を検討する向きも自然と増えていきそうであり、為替への影響は無視できないものになる可能性がある。もちろん、上半期、非常に大きな対外証券投資の買い越しが見られたにも拘わらず、円高は大きく進んだ。だが、思ったよりも **100 円割れ**を攻める動きが続かなかった背景には対外証券投資の存在があったのかもしれない。本欄の円高見通しにとっては、こうした「日本人の円売り」が引き続き「最も現実的なリスク」と考えられる。

## 《日銀金融政策の現状と展望～「無味無臭の政策運営」を目指す日銀～》

### 「無味無臭の政策運営」を目指す日銀

**10 月 31 日～11 月 1 日**に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。現状維持は市場予想通りだが、具体的な期限の撤廃観測も浮上していた消費者物価指数（CPI）の前年比+2%目標の達成時期は「**2017 年度中**」から「**2018 年度ごろ**」に先送りされ、期限は引き続き明記された。また、類似的論点として、年間の国債購入額の目安であった「**80 兆円**」にも撤廃観測があったものの、こちらも残されている。これら **2 つ**の表現を維持したことで、リフレ政策の矜持を辛うじて保ったという印象も受ける。

### 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）
2016年度	0.8～1.0 <1.0>	-0.3～-0.1 <-0.1>
7月時点の見通し	0.8～1.0 <1.0>	0.0～0.3 <0.1>
2017年度	1.0～1.5 <1.3>	0.6～1.6 <1.5>
7月時点の見通し	1.0～1.5 <1.3>	0.8～1.8 <1.7>
2018年度	0.8～1.0 <0.9>	0.9～1.9 <1.7>
7月時点の見通し	0.8～1.0 <0.9>	1.0～2.0 <1.9>

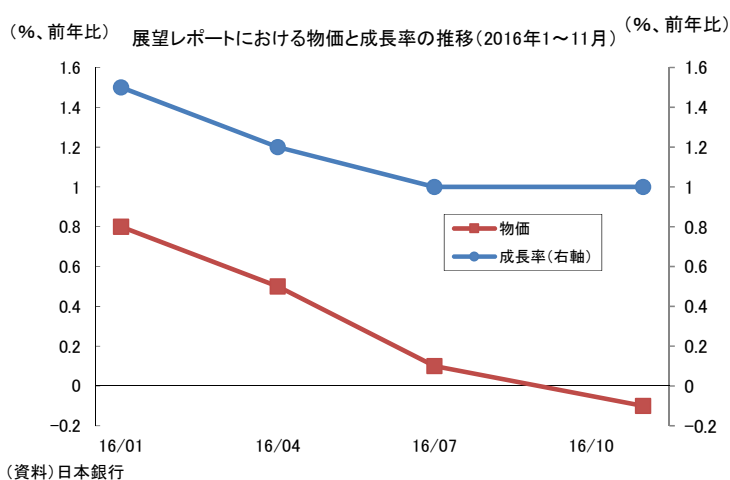
（注）<>内は政策委員見通しの中央値。（資料）日本銀行

今回の物価目標先送りの結果、黒田日銀総裁の任期中（～2018年4月）の目標実現は難しくなったが、9月に決定された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQE）」から「長短金利操作付きQQE」への枠組み変更はポスト黒田体制における維持可能性までを睨んだ意思決定であるため、この点に意外感はない。そもそも2017年度中の+2%達成を掲げても多く市場参加者は信用しないであろう（但し、後述するように、2018年度の「+1.9%」の確度も決して高くはなさそうである）。過去の本欄でも述べたように、日銀の本音は「もう表舞台から消えていたい」というものであり、言い換えれば、「無味無臭の政策運営」を目指しているのではないかとと思われる。

### 成長率と物価の「ねじれ」

今回更新された「経済・物価情勢の展望（展望レポート、前頁表）」を見ていくと、2016年度の生鮮食品を除いたCPI（コアCPI）は前回7月分の+0.1%から▲0.1%へ引き下げられており、年度ベースでは4年ぶりのマイナスを見込んでいる。今年1月に鳴り物入りで導入したマイナス金利政策だが、原油価格の下落が一服した後も物価押し上げ効果を発揮しておらず、少なくとも現時点ではデメリットの方が大きい政策という評価に落ち着きそうである。また、2017年度に関しては+1.7%から+1.5%へ引き下げられており、上述したように、当初目標であった+2%到達が公式に断念された。これまで半年単位（年度前半ないし後半との表現）で先送りされてきた物価目標だが、今回は年単位での先送りとなり、厳格な物価目標の達成に拘泥しない姿勢が示されたと言える。とはいえ、2018年度の+1.7%という見通しは相変わらず市場予想比で強めの数字であり、来年半ばにかけて先送り観測が浮上する可能性はある。

ちなみに、2016年に入ってから4つの展望レポート（1月・4月・7月・11月）を振り返ると、コアCPIの見通しは「+0.8%→+0.5%→+0.1%→▲0.1%」と目立って下方修正されてきた。その一方で、実質GDPは「+1.5%→+1.2%→+1.0%→+1.0%」と比較的、穏当な下方修正で済んできた印象がある（図）。こうした「物価が上がらなくても成長は堅持される」という状況を見るにつけ、2013年初頭から持て囃されていた「物価を上げれば万事OK」といった極端なリフレ思想にはやはり瑕疵があったように思えてならない。



### 95円割れまで追加緩和なしか

これまで日銀の金融政策運営に最も直情的な反応を示してきた為替市場も、今回の決定前後で殆ど動きを見せなかった。もはや物価動向と追加緩和は結びついていないと考えられ、今回の会合を前にしても「物価目標の達成時期が後ずれするのだから追加緩和ありうべし」といった思惑は強まらなかった。総合的検証を経て、「自己実現的な緩和催促の悪循環」を断ち切ることに成功したことは日銀にとって大きな収穫に違いない（とはいえ、「自己実現的な緩和催促の悪循環」の主因はサプライズを企図してき

た自身の政策運営にあり、因果応報でもあった)。いずれにせよ、今後、極端な円高相場にでもならない限り、為替市場で日銀がテーマ視されることはないだろう。

なお、現行スキームでの追加緩和は恐らくマイナス金利の深掘りになると思われるが、これは一筋縄ではいかないリスクを孕んでいる。仮に、マイナス金利の深掘りに着手した場合、予想される展開は「①短期金利低下→②長期金利低下→③「ゼロ%」ペッグ維持のために国債購入を縮小」といった流れである。このうち、特に③の度合いが増していけば、その動きをテーパリングと揶揄する向きが勢いづいてくる可能性は高いだろう。この際、日銀にとって最も恐ろしいシナリオは「③「ゼロ%」ペッグ維持のために国債購入を縮小→④テーパリング観測→⑤円高（→①に戻る）」といった悪循環に嵌まることであり、仮にそうなった場合、そこから離脱するのは相当困難ではないかと思われる。また、そこまでの展開を想定した場合、早めに「年間 80 兆円」という購入目安は取り払っておくに越したことはないように思われる。というのも、市場がテーパリングへの思いを強めるとしたら、それは「年間 80 兆円」対比での仕上がりによって評価するはずである。もし、①～⑤の悪循環を加速させたくないのであれば、まず、比較に用いられる水準を公式に削ってしまうことが無難ではないだろうか。いずれにせよ、「長短金利操作付き QQE」は上述したような悪循環を呼び起こすリスクを内在しているのであり、そのリスクは現状、海外経済情勢と共にドル/円相場が落ち着いているからこそ表出していないだけかと思われる。

今後、円高抑止のためにマイナス金利引き下げに踏み切った場合、不可逆的な悪循環が発生する可能性がある以上、やはり日銀は追加緩和に関し、相当慎重にならざるを得まい。斯かる状況下、追加緩和が現実的に検討されるためには相当に止むに止まれぬ状況が必要と考えられ、為替市場で言えば、80 円台の声が聞こえてくるであろう 95 円割れなどに直面した状況ではないか。

## 《メインシナリオへのリスク点検～米新大統領にまつわるリスクは両サイドに～》

円安リスク：新大統領の経済政策は円安要因なのか？

10 月末にかけてドル/円相場が 105 円台まで上昇したことを受けて、本欄の円高見通しのリスクを問われることが増えている。しかし、以上で述べてきたように、筆者は 2017 年も FRB の正常化プロセスは遅々として進まず、米金利先高観への期待が剥落する結果、過去 2 年半におけるドル高相場の本格的な調整（ドル安）が訪れると予想している。その際、

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	・クリントン氏にしろ、トランプ氏にしろ、ドル高けん制中。 財務長官人事は？	円高ドル安
	③	新大統領の経済政策	・クリントン大統領下でのインフラ投資一好況→ドル高？	円安ドル高
	④	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	⑤	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
	⑥	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	⑦	欧州関連懸念	・Hard Brexit 問題。17 年 3 月末に離脱通知。 ・その他、大型の国政選挙多数（独仏欄等）。	円高ドル安

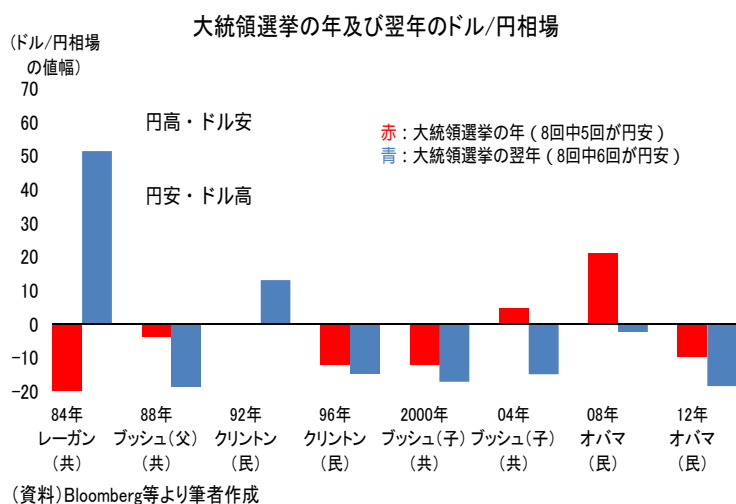
（資料）筆者作成

円相場が単独で下落する可能性もゼロではないだろうが、経験則に照らせば、あまり現実的な想定とは思えない（この点は冒頭の項で述べた通りである）。但し、予想である以上、もちろん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上表であり、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。現状懸念される、本欄のメインシナリオが真っ向から否定されるリス

クは円安方向であるため、まず、円安リスク（①・③・⑤・⑥）を簡単に整理しておきたい。

繰り返し述べているように、本欄のメインシナリオは **FRB** の正常化プロセスがドル高に耐え切れず頓挫することを前提にしている。そのため、思ったよりも米経済もしくは海外経済が強く、**FRB** の利上げが連続的に実施される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。確かに、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、**FRB** 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・経済は耐えられるだろうか。既に見たように、直近の為替政策報告書における記述などを見る限り、ドル/円相場の継続的な上昇が許容されそうな雰囲気は全く感じられない。

また、米国の新大統領が決まることを踏まえ、表中③のリスクも気になるころではある。現状、金融市場は民主党のヒラリー・クリントン候補が勝利することをメインシナリオに動いており、同氏の経済政策が米経済ひいては **FRB** の金融政策、究極的にはドル相場にどのような影響をもたらすかが注目される。既に報じられているように、クリントン氏は 5 年間で 2750 億ドルのインフラ投資計画を打ち上げており、他の条件が一定ならば、



これは実体経済の押し上げに効いてくる。元より堅調な実体経済を理由に利上げを主張する **FRB** からすれば「渡りに船」であり、利上げの確度が上がると共にドル相場の押し上げが発生する可能性はある。なお、この時期になると「大統領選挙の年とその翌年は円安・ドル高になりやすい」というアノマリーをよく耳にするようになるが、これは結局のところ、新大統領の下での経済政策が景気刺激型に傾斜し、金利先高観と共にドルが買われやすくなるという側面もあるのだろう。ちなみに 1980 年以降、大統領選挙の年は過去 8 回あるが、選挙の年は 8 回中 5 回（84 年・88 年・96 年・00 年・12 年）が円安、選挙の翌年は 8 回中 6 回（88 年・96 年・00 年・04 年・08 年・12 年）が円安である。確かに円安になりやすいという事実はある（前頁図）。

だが、大統領選挙の年である今年は恐らくは（これから 2 か月で約 20 円の円安にならない限り）、「円高の年」となりそうであり、アノマリーは早速成り立たない。また、常々述べているように、世界経済の停滞が経験の無いものになっている以上、如何に米景気が好調で、**FRB** がそれに応じて利上げを追求しても、結局はドル高という形で米国は不況を輸入することになる。今の世相で単独利上げを続ければ自国通貨高で自滅するだけという事実はブレイナード **FRB** 理事が繰り返し主張しているものだが、筆者もそれが正しい認識と考える。そもそも 8 個しかないサンプル数の下でのアノマリーを過信するのは危険という視点も持っておきたい。

## 対外証券投資は引き続き現実的なリスク

毎月の本欄でも述べているように、円高見通しを語る上で最も現実的なリスクはやはり⑤である。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）芽はあり、これは**2017**年も大きく変わらないだろう。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続く中、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、来年の利上げ環境は非常に厳しいと感じている。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。仮に、利上げできたとしてもあと**1～2**回が関の山ではないか。為替市場が期待を先取りして推移することを考えれば「利上げは続いて初めて円売り材料」になると思われ、限界の見えている利上げ路線を円安の材料にするのは無理があるように感じる。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が、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、仮にそうだったとしても貿易・経常収支が為替相場に影響を与えるに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。

また、⑥のリスクは当然あって、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）からは目が離せない。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、投機的な円ロングが残っている以上、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、みずほマーケット・トピック<sup>1</sup>でも述べたように、表舞台から身を引いた日銀は極力、現状維持を貫きたいはずであるし、為替政策報告書のトーンを踏まえれば、為替介入をメインシナリオに入れ込むことも現実的ではないだろう。引き続き、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考える。

## 円高リスク：米新政権による通貨の低め誘導を警戒

これまでも繰り返し述べているように、米新政権の下での通貨政策が現状以上のドル高を容認するのかは定かではなく、②のリスクは無視できない。既に見たように、為替政策報告書のトーンは相応に厳格であり、方向感としてドル相場の上昇よりも下落を志向している可能性は高いと考えざるを得ない。大方の予想通り、クリントン氏が大統領に就けばトランプ氏よりも穏当な政策運営が期待できるが、そもそも過去**2**年以上のドル高が性急だった割にその調整が十分進んでいないという事実は軽視できない。米景気拡大局面が歴史的な長期に亘り、成熟しかかっていることを踏まえれば、ドル相場の低め誘導（またそのドライバーとしての FRB の利上げ停止）に対する意欲が強くても不思議ではない。問題はその意欲の程度であり、**2010**年**1**月の一般教書演説でオバマ米大統領が打ち出した、**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」のように、露骨なドル安誘導が追求されるリスクもあるだろう。クリントン氏の経済政策が為替相場にとって円安・円高、どちらに働きそうなのか、上述のインフラ投資計画を含め両極端だが、筆者はどちらかと言えば、円高リスクを重く見たい。

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の息が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

<sup>1</sup> **2016**年**10**月**25**日号『日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～』をご参照下さい。

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頭の片隅にでも置いて然るべきだろう。

なお、その他の円高リスクとしては欧州絡みのリスクには留意したい（⑦のリスク）。特に、10 月にはメイ英首相の演説を受けて、2017 年 3 月の離脱通知というスケジュールが明示され、英国の Brexit が市場の想定よりも激しいものになるとの懸念が英ポンド相場を急落させた。このような Brexit を巡る挙動を受けて相場が不安定化するという時間帯は 2017 年も確実に多くなると思われ、これはリスク回避ムードの高まりから円相場を押し上げる材料になろう。なお、それ以外にも欧州は多くのリスクを抱えている。独大手銀行の経営不安は完全に収まったわけではなく、12 月にかけてはイタリアの憲法改正を賭けた国民投票（12 月 4 日実施）やギリシャの債務再編問題もテーマに挙がってきてそうである。前者に関しては、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。また、暫く鳴りを潜めていたギリシャ問題も、昨年以降、棚上げにされてきた債務再編の可否が再び焦点を集めそうである。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、双方のリスクを見たが、米新大統領にまつわる要因が円安・円高の双方に拡がっていることは、見通し作成上、最大のリスクと感じられる（筆者は、どちらかと言えば、円高リスクとの立場を取っている）。また、最後に挙げた欧州関連のリスクは、リスクと言いつつも、かなり現実味のある論点が多く、やはり円相場を押し上げる要因として見逃せない。この上で、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 円へ振れるアップサイドリスクを心配するよりも、95 円や 90 円割れへ向かうダウンサイドリスクを心配する方が現実的と考えたい。

## ◆ ユーロ相場の見通し～ちらつく欧米貿易摩擦の影～

### 《ECB の金融政策の現状と展望～ECB 版総括的検証の行方～》

#### 巧く市場期待をこなした ECB

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だが、拡大資産購入プログラム（APP）のパラメーター（**33%**ルール、購入可能下限金利、購入可能年限、プログラムの期限等）について何らかの修正が加えられると予想していた向きは多かっただけに発表直後のユーロ相場は急騰した。だが、その後は一部で噂された量的緩和の縮小（テーパリング）に関し、ドラギ ECB 総裁が会見でこれを否定したことなどからユーロ売りに切り返し、その後のユーロ相場も軟調な推移が続いている。結果だけ見れば、巧く市場期待をこなして乗り切った感は強い。

後述するように、注目された論点に関しては「議論していない」の一点張りであり、追加緩和やテーパリングについて、これといった言質は与えられなかった。APP の最終期限（**2017 年 3 月末**）まで半年を切っていることもあり、せめてプログラムの延長に言及はあると思われたが、これも「議論していない」とされ、今回は **9 月**会合で指示した技術委員会の作業の途中報告を聞くに留まった模様である（そのためドラギ総裁は考えられる選択肢に関し、多数決を取るようなこともしていないと述べている）。技術委員会は相応のインプットを行っている模様だが、これを受けて理事会が最終決定を下すには至っていない。今会合から得られるものは殆どなく、会見も通常（概ね **1 時間**）より早く終了してしまった。

#### テーパリングは全否定

記者会見では技術委員会から理事会へ報告されている現時点での内容に関し、何が有り得て、何が有り得ないのかを教えて貰えないかという声が上がった。この点、ドラギ総裁は技術委員会からの報告は考慮に入れるものの、最終的決定は理事会が下すと述べるに止まっている。但し、「時には議論していないことを述べておくことも重要だろう。我々はテーパリングも期間の延長も話し合っていない」としており、市場で話題になっている **2 つ**の論点に関しては議論されていないことを明らかにしている。

特に、テーパリングに関しては様々な質問が見られた。例えば、「今日はしていなくても **6 週間後**には議論すると予想しているか」と執拗に迫る記者もいた。この点、ドラギ総裁は「本当にその点はタッチすらしていない」と全否定している。また、テーパリングの可能性を報じたブルームバーグ報道を受けてユーロ圏の国債金利が急騰したことに関し、「驚いたか。それとも想定していた範囲内の反応だったか」と問う記者も現れたが、「（金融政策に関して）何の手掛かりや情報も持たない何者かが述べたランダムな発言に対する市場の反応に関し、回答を述べるのはとても難しい」と皮肉っている。さらに当該報道を受けてイールドカーブがスティープ化したことを指して、「QE を実施する上で助けになったと感じたか」と尋ねる記者もいたが、「権限も情報もないソースからもたらされた値動きにより我々が利を得ることができるとは決して思わない」とここでも、やや憤りを見せている。

#### ECB 版総括的検証

では、今回の理事会では何に議論が割かれたのか。この点に関し、ドラギ総裁は「我々は（国債の）不足問題に関して議論した」と述べ、「議論の多くはそれ（国債不足）が問題になった時に、如何にそれを

克服するかというテーマに割かれた。だが、今は問題ではない」と口にしてはいる。確かに、「今」は問題ではない。だが、遠くない「将来」にこの問題は必ず対処しなければいけなくなる。

「今」問題になっていないのは、ドラギ総裁も述べているように、社債購入が期待以上に上手く進んでいるという「嬉しい誤算」にも起因している。図示されるように、社債購入を行う企業部門購入プログラム（CSPP）がスタートする以前、国債購入を行う公的部門購入プログラム（PSPP）が全体に占めるシェアは9割弱だった。しかし、直近8～9月の実績ではCSPPのシェアが1割を超え、その分、PSPPやカバードボンド購入プログラム第三弾（CBPP3）の負担が軽くなっている。不足が懸念される国債の分、社債が身代わりになっているのが実情だろう<sup>2</sup>。いわば社債購入により時間稼ぎしている状況であるため、先行きの国債

不足に関し、何らかの対策はやはり必要と考えられる。

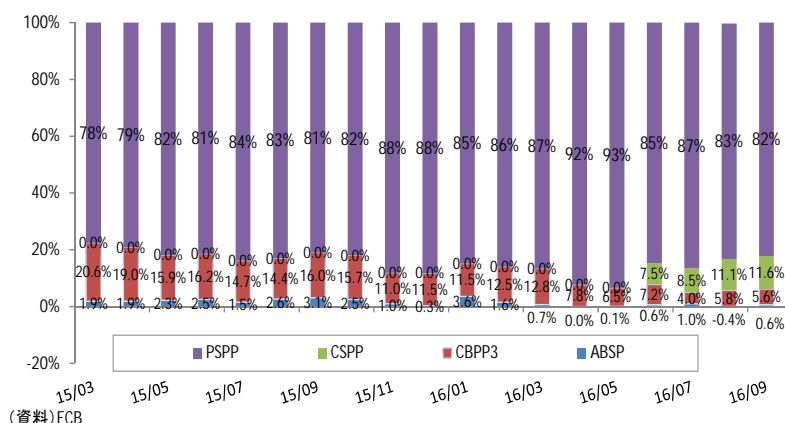
ユーロ圏消費者物価指数（HICP）の現状と展望を踏まえる限り、APPの延長は既定路線と言って良い。ゆえに、理事会が現在求めているのは「許容できる延長期間とそれに応じた最適なパラメーター修正」に関する最適解であり、より具体的に言えば、「このままAPPを継続した場合、月800億ユーロの購入義務を果たせなくなるのはいつであり、どれくらい期間延長すると、どの程度のパラメーター修正が必要になるのか」という問いに対する回答である。これが声明文では「プログラムの円滑執行のための方策」という表現になっているのである。要するに、現在、ECB理事会（の指示を受けた技術委員会）が検討しているのはPSPPを主軸とするAPPを如何に軋轢なく延命させるかという戦術の微修正と言える（戦略は中期的に2%以下だがそれに近い値への物価誘導）。この点、日銀で行われた総括的検証と性格的には同じであり、結局、「マイナス金利と量の併存緩和」は持続可能性に乏しいポリシーミックスということを実に如実に表していると言える。

## 考えられる「次の一手」

では、12月に考えられる「次の一手」としては何があるか。市場ではAPPの月間購入額拡大を予想する声も出てくるかもしれない。だが、購入額を据え置いても、プログラム期間を伸ばすだけで量は必然的に拡大してしまう（例えば半年延長だけで4800億ユーロの購入が必要になる）。現時点でも量の限界論が浮上している以上、「量の拡大」と「期間の延長」を同時決定するのは極めて難易度が高いと考えるべきだろう。12月時点では、APPの終了が3か月後に迫っているため、まずは「期間の延長」を優先し、「量の拡大」は後の検討事項とする可能性が高いと考えられる。だが、先行きの緩和期待を繋ぎたいという希望からパラメーター修正を通じて、「量の拡大」に向けた露払いを行うことは考えられる。

この点、様々な選択肢がある。例えばECBへの出資比率（capital key shares）に応じた購入按分を見

拡大資産購入プログラム（APP）の移動状況  
（月間購入額に占めるシェア）



<sup>2</sup> 厳密にはPSPPで購入対象となっていた一部の政府機関債の中には社債としての性質が強いものが含まれており、これがCSPPに振り替えられたことも両者の間でシェアがシフトしている理由だろう。

直し、大国の国債を多く購入できるようにするという観測もある。だが、ユーロ圏共通の中央銀行として国債購入が特定加盟国に傾斜する展開は是が非でも避けたいはずであり、この点は恐らくアンタッチャブルになろう。となれば、預金ファシリティ金利（現在▲0.40%）未満の国債も購入可能にするのか、それとも銘柄当たりの ECB 保有割合の上限（現在 33%）を引き上げるのかが考えられ、前者に関してはその可能性を問う記者が既に現れている。斯かる状況下、12 月会合では「APP の期限を半年間延長（2017 年 9 月末まで）し、月 800 億ユーロは据え置いた上で、預金ファシリティ金利未満の国債購入を可能にする」などの選択肢が考えられる。

なお、預金ファシリティ金利自体を下げてしまえば、現行制度のままだでも「量の拡大」に向けた下準備にはなる。実際、今回、ドラギ総裁はマイナス金利について「我々の金融政策の波及メカニズムをマイナス金利が実際に阻害しているという証拠はない」と述べていることから、その可能性はある。だが、一定量の購入を進めた後、再び利下げの必要性に直面する可能性もあるだけに、そのような弥縫策は回避される公算が大きいのではないかと。

### 理事会会見でも指摘され始めた欧米対立

本欄ではかねてからドイツの「永遠の割安通貨」問題が、同国ひいてはユーロ圏全体における莫大な経常黒字へと繋がっていることに注目し、欧米貿易摩擦に発展する可能性を警戒してきた。ここにきて米独（欧）間で両国の大企業を巡る諍（いさか）いが目立つようになっていることは周知の通りであり、これも貿易摩擦の余波なのではないかとの陰謀論めいた指摘も散見され始めている。

今回の記者会見でも、「少なくともここ欧州では、巨額の罰金問題を踏まえた上で、欧州、ドイツそして米国の間にある種の経済戦争があるのではないかと議論する人々がいます（例えばアップルそしてドイツ銀行における潜在的な米司法省への罰金です）。これについてどうお考えでしょうか。我々は政治ゲームの中にいるのでしょうか」といった質問が見られている。ドラギ総裁は「少なくとも、私の感覚ではノー」と回答した上で「全ての人々はルールに則って動いており、政治的な誘因に駆られて行動しているわけではない」といった趣旨を述べている。

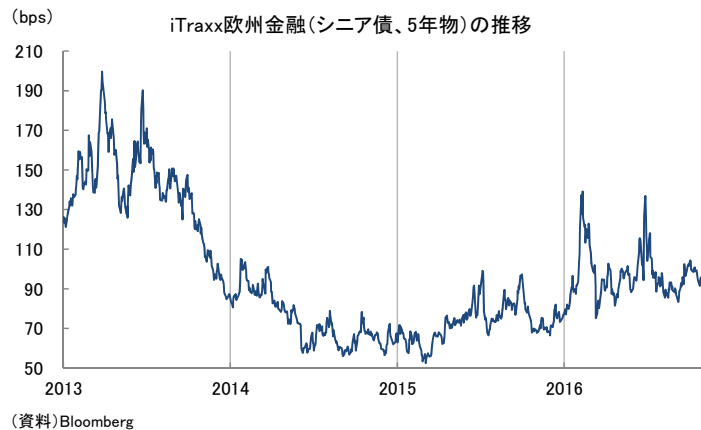
もちろん、米独間の企業の係争は純粋に法律に則ったものであり、政争の具に使われているとの確固たる証拠があるわけではない。しかし、事実として共通通貨の構造的弱さを背景にドイツが過度に外需から利を得ているとの指摘はもはや国際経済外交では周知の事実になりつつある。財政統合が行われていないユーロ圏では、「持てる国（健全国）」から「持てない国（重債務国）」へ所得移転することが暗黙の前提として必要になる。ドイツがこの前提と反する政策運営を続ける限りにおいて、今後、類似の係争が発生する度に陰謀論を囁く向きは増えるであろうし、それが金融市場にきな臭いムードをもたらす可能性は懸念されるところである。

### 《世界のテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」～ドイツ大手銀行問題を受けて～》

#### リスク回避ムードは一旦後退

10 月初旬の金融市場では、米司法省との紛争で発生する巨額罰金（140 億ドル）がドイツ最大手銀行の経営を揺るがすとの懸念からリスクオフムードが支配的になった。こうした状況を受けて同行株価が急落しており、増資が急務との見方も俄かに強まっている。同問題は 9 月 26 日、ドイツ誌がメルケル首相の「仮に増資に失敗してもドイツ政府は手を貸さない」という姿勢を報じたことから始まった。また、同

28 日にはドイツ財務省が、同行が米当局との紛争の結果、罰金を支払えない事態になった場合でも、救済策を準備することはないとの報道も見られた。これは「連邦政府は救済策を準備していない。そのような観測には何の根拠もない。同行も明確に、同じことを説明している」という政府広報官の声明付きで報じられた。ドイツの潔癖主義が再び域内に止まらず、国際金融市場に緊張をもたらした格好である。域内の他



国銀行でひと悶着あるたびに「公的支援（ベイルアウト）は許されず、まずは投資家負担（ベイルイン）に注力すべき」との姿勢を貫いてきたドイツからすれば、政府が支援に応じるとは容易に口にできない経緯がある。図示されるように、年初から欧州金融システムへの不安は明らかに高まっている。

それでも、現状程度の混乱で済んでいるのは市場が「所詮、ドイツ政府は最後に折れるしかない」と見透かしているからだろう。筆者も実際にそうなると考える。結局、**2016** 年から始動した **EU** のベイルイン・ルールは納税者を慮った正論には違いないが、有事の際に実効性を持たない「机上の空論」であり、危機の最中にそんな悠長なことが言えるはずがないというのが現実だろう。**2010** 年以降の欧州債務危機において「嫌々言いながらも最後は動くドイツ」の姿を市場は繰り返し目にしてきた。「もうその前振りはいから早く動いて欲しい」というのが市場の本音と思われる。

### 欧州の潔癖主義が世界のテールリスク

しかし、**2016** 年は **Brexit** に見るように、有り得ないと考えられていたことが一度起きている。今回のドイツ最大手銀行を巡る騒動も、ここ数年、「帝国」主義的だと揶揄されることがあるドイツ政府の気質を踏まえれば、リスクシナリオの **1** つとして考慮すべきなのかもしれない。既に述べたように、**2014** 年 **4** 月に成立した銀行再生・破綻処理指令（**BRRD : The Bank Recovery and Resolution Directive**）は今年 **1** 月 **1** 日から施行されており、**EU** 及び **EEA**（欧州経済地域）の金融機関にはベイルイン・ルールが義務付けられるようになっている。これを最も強く推し進めてきた加盟国の **1** つがドイツであり、与党であるキリスト教民主/社会同盟（**CDU/CSU**）である。**CDU/CSU** からすれば、仮にこの原則を自ら踏み倒すようなことがあれば、**2017** 年秋に控える連邦議会選挙での敗北に繋がるとの懸念を抱いていることだろう。「言いだしっぺ」としての矜持に拘り、有事の際に手を差し伸べない可能性はある。

原理原則を曲げない欧州委員会の対応も気掛かりである。元より抱えていたイタリア国内銀行を巡る問題に加え、今回のドイツの国内銀行問題も重なっている以上、**EU** としては恥を偲んで、ベイルアウトを一度限りの例外的措置と言いながら実行し、現局面の打開を図るのが賢明と思われる。だが、**7** 月には欧州委員会が **Brexit** 問題の混乱が冷めやらぬ状況にも拘わらず、スペインやポルトガルの財政再建目標未達に対して史上初の制裁を検討するという動きがあった。結局、制裁は見送られたが、その挙動は市場を驚かせた。足許ではイタリアの財政赤字問題に対し、どのような裁定を下すかも注目されている。

斯かる状況下、ドイツそして欧州委員会の空気を讀まない潔癖主義が世界経済のテールリスクになってきている雰囲気は感じざるを得ない。なお、できもしない正論が市場混乱の種になっているという意

味では **FRB** の正常化プロセスも同類かもしれない。世界にとっての「正常」が変わった以上、これまでの尺度で政策運営を進めることは却って混乱を深めることになりかねないだろう。

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](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。