

中期為替相場見通し

2016 年 11 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～問題の所在は全く変わっていない～

ドル/円相場の現状と展望～トランプ後の水準感とパス～	P.3
トランプノミクスの読み方～レーガノミクスとの共通点や隋所に見られる矛盾～	P.6
円相場の基礎的需給環境～「現実的なリスク」は顕在～	P.10
日米金融政策の現状と展望～格差は拡大の一途へ～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～「現実味」は帯びたが、「現実化」はまだ～	P.13

ユーロ相場の見通し～意識せざるを得ない 2017 年の政治リスク～

ユーロ相場に対する基本認識～政治リスクを意識せざるを得ない 2017 年～	P.16
イタリア国民投票 Q&A～年内最後の政治イベントの読み方～	P.17

【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

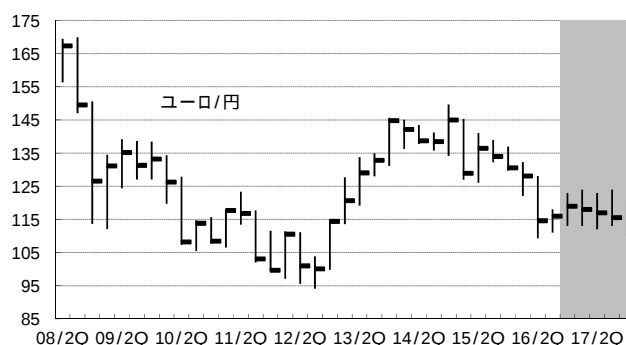
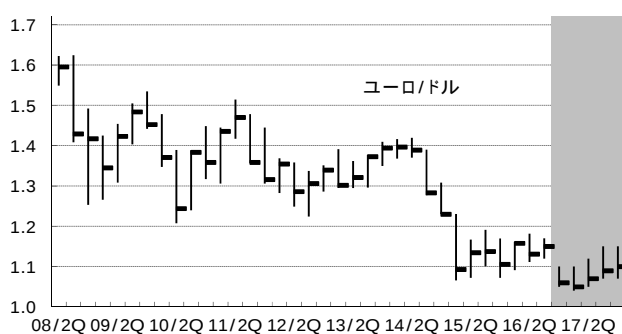
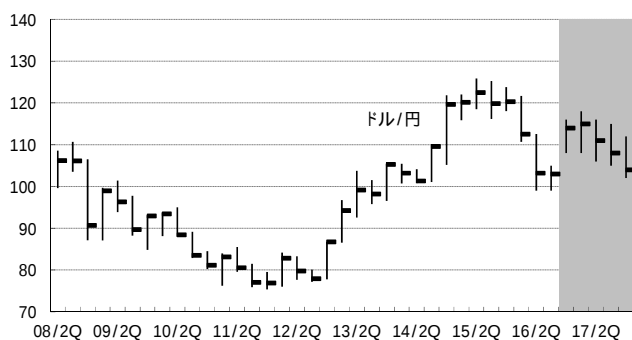
ドル/円相場は、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を織り込んだドル高相場に押され、急騰している。多くの推測に拠って立つ足許のドル高相場には相当な危うさを禁じ得ない。そもそもトランプ次期大統領の胸中にあるだろう保護主義志向を踏まえれば、ドル全面高を当然視することは一種の「賭け」にすら思える。忘れてはならない。大統領選挙以前からドル相場はかなり早いペースで上昇し、かなり高い水準に達していた。「相当高いものがさらに高くなっている」のが現在のドル相場であり、そのような状況を17年以降の米国の政治・経済情勢が耐えられるのかどうかが決定的に重要な論点である。また、このまま米金利とドル相場の相互連関的な上昇が続けば、金融システムが決して強くない新興国を起点として混乱が起きる可能性も留意したい。自己相関の強い為替相場がオーバーシュートするのは致し方なく、特に大統領就任後の1四半期程度は今のムードが続く可能性がある。だが、基軸通貨国である米国が自己都合だけでドル高を追求できる展開などあり得ないというのが筆者の予想の要諦であり、これは為替予想において不変の重要性を持つと考えたい。

片や、ユーロ相場もトランプノミクスの追い風を受けたドル高により下値を切り下げている。ユーロ圏の誇る世界最大の経常黒字はユーロ相場の継続的下落とは相容れないファンダメンタルズであり、通貨分析において軽んじられるべきではない。また、トランプ次期大統領が選挙期間中に垣間見せてきた保護主義志向を踏まえれば、監視リスト対象国の一角をなすユーロ圏(ドイツ)のユーロは、むしろトランプノミクスで買われる可能性を秘めた通貨のはずである。だが、17年のユーロには経済・金融分析にとって大きなノイズとなる政治リスクが無視できない。英国のEU離脱(Brexit)、トランプ次期大統領の勝利を経た今、国政選挙の季節を迎える17年のユーロ圏の投資環境はかなり悪いものと考えられる。年の半分近くが加盟国(しかも大国)の国政選挙で費やされ、右派ポピュリズムが幅を利かせやすい世相を踏まえれば、ユーロ相場は相当上値の重い値動きを強いられそうである。予測期間後半にかけてはドル相場の反落により堅調を取り戻すと予想するが、政治リスクが嫌気される中、地力に相応しい上昇は難しいと考えたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1～11月(実績)	12月	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 (112.35)	108 ～ 116 (114)	108 ～ 118 (115)	106 ～ 116 (111)	105 ～ 115 (108)	102 ～ 112 (104)
ユーロ/ドル	1.0518 ～ 1.1616 (1.0645)	1.03 ～ 1.08 (1.04)	1.02 ～ 1.08 (1.03)	1.03 ～ 1.10 (1.05)	1.05 ～ 1.13 (1.07)	1.05 ～ 1.13 (1.08)
ユーロ/円	109.30 ～ 132.45 (119.62)	113 ～ 123 (119)	113 ～ 124 (118)	112 ～ 123 (117)	113 ～ 124 (116)	110 ～ 121 (112)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11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～問題の所在は全く変わっていない～

《ドル/円相場の現状と展望～トランプ後の水準感とパス～》

抜けやすい「110～120 円」

トランプ次期大統領の経済政策（トランプノミクス）への期待を背景に 11 月のドル/円相場は急騰している。斯かる状況下、本欄で提示し続けてきた円高シナリオも相応の修正が必要になっていることは認めなければならない。しかし、前月までの本欄で繰り返し論じてきたように、「ドル相場は非常に早く上昇し、非常に高いところへ到達したまま」という問題の所在が変わったわけでは全く無い。アベノミクス初期と同様、この一過性の楽観ムードの寿命に関し、予想期間内でどこまで延命させるかという論点で相場を俯瞰したいところである。

大統領選以降で見られている動きは、元よりトランプ次期大統領本人不在の相場であり、同氏の発言が年明けまで出てこないとすれば、年内でこの流れが止まる理由はない。水準に関して言えば、年内に 115 円突破、年度内に 120 円弱へ到達という可能性は否定できない（それが米経済にとって相応しい動きだとは全く思わないが）。というのも、過去 5 年の例を振り返ってみると、「110～120 円」のレンジは、上抜ける時も、下抜ける時も取引時間が短かったという特徴がある。上抜けた時は 2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和後、約 1 か月で 109 円から 120 円まで到達している。下抜ける時は今年 2 月初旬に 120 円を割った後、約 2 か月で 110 円を割り込んでいる。110 円や 120 円が大きな心理的節目と見られていることの影響なのか、「110～120 円」ではどちらか片方にモメンタムがつきやす

いのかかもしれない。また、表は購買力平価（PPP）を円高・ドル安順に並べたものであるが、比較的有力な PPP は「95～105 円」のゾーンに密集しており、今年は漸くこの水準に収斂してきたところであった。一方、「110～120 円」にはこれといった節目が見当たらず、実際の取引に照らしても、物価尺度に照らしても、このゾーンが真空地帯となっているような印象は受ける。直感的な議論に過ぎないが、「110～120 円」が「抜けやすい」価格帯であることは予測作成上、気にかけていきたい論点である。本欄で上値目処として 115 円超を検討する 1 つの材料となる。しかし、大統領選挙後から 1 か月足らずで最大 12 円と 2015 年の年間レンジよりも大変動したこと、これに伴い投機筋の円ロングが清算されたことを踏まえれば、120 円に到達することなく失速する可能性は見込んでおきたい。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
53.6	購買力平価（輸出物価、73年基準、2016年9月）
69.1	購買力平価（輸出物価、80年基準、2016年9月）
73.4	ビッグ・マック平価（英エコノミスト誌、2016年7月）
74.9	1.購買力平価（輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2016年9月）
90.3	購買力平価（企業物価、80年基準、2016年9月）
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価（経済産業省、2014年度調査）
96.2	購買力平価（企業物価、73年基準、2016年9月）
103.2	16年3月時点の採算レート（内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」）
103.5	購買力平価（消費者物価、80年基準、2016年9月）
104.7	世界銀行算出購買力平価（2015年）
106.0	購買力平価（OECD、2015年、GDPベース、2.）
111.3	購買力平価（OECD、2014年、民間最終消費ベース）
112.0	2016年11月28日
117.5	想定為替レート（日銀短観、2016年9月調査、通年）
120.9	16年3月時点の1年後予想レート（内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」）
126.9	購買力平価（消費者物価、73年基準、2016年9月）
130.3	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価（経済産業省、2014年度調査）
143.4	工業製品等 総合の購買力平価（経済産業省、2014年度調査）
258.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価（経済産業省、2014年度調査）

（資料）各種資料より筆者作成。1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2. OECD購買力平価は15年12月公表時点（毎年6月・12月に週次改定あり）

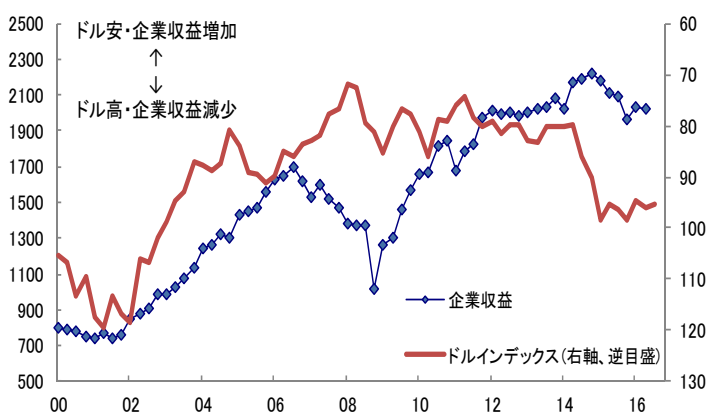
止まるための3つの要因

筆者は、11月に見られたような相場が続くとは考えていない。現在のトランプノミクス相場に乗じたドル高・米金利高が崩れるとすれば①トランプ次期大統領の口からけん制が入る、②FRBの利上げ見通しが下方修正される、③ドル高・米金利高に耐えられなくなって新興・資源国市場が混乱に陥るなどの要因が考えられ、結論から言えば、全て1年以内に発生する可能性が高いように思えてならない。選挙期間中からのトランプ次期大統領の発言に関し、その連続性を重視するのであれば、就任と同時に①を警戒すべきところだが、同氏にとって「大規模財政出動」と「大幅減税」は強い思いがありそうであり、尚且つ公約の中では比較的議会の理解も得られやすそうなことを踏まえれば、まずはこれらを実施することが優先順位となりそうである。その上で、目立った弊害が出るまでドル高は放置という可能性はある。①は如何にも起こりそうではあるが、そのタイミングやトリガーまでは全く読めず、現段階で検討するだけ無駄だろう。とはいえ、当選後、トランプ次期大統領はツイッター上で、米製造業（具体的には自動車や空調機器メーカー）の国外移転阻止に度々言及し、公約通り、環太平洋経済連携協定（TPP）から離脱する意思も明示している。このような保護主義的なスタンス自体、そもそもドル高相場とは相容れないものだろう。また、大統領の口から直接告げられなくとも、4月中旬に予定されている次回の『為替政策報告書』で通貨安方向に傾斜した情報発信が行われ、これが転換点になる可能性はある。

だが、②はある程度早い段階で予想すべき動きである。ドル高を受けて企業の四半期決算や毎月の雇用統計に動揺が見られた場合、FRBの利上げはストップせざるを得ない。少なくとも米企業収益はドル高と共に失速してきた経緯があり（右図・上）、昨年12月の利上げ時にも「減益局面で利上げするか」といった批判が見られた。また、ISM製造業景気指数も明らかにドル相場の趨勢に振られてきた経緯があり（右図・下）、仮にこのままドル相場が上昇してきた場合、最初に異常を来すのは恐らくこうしたソフトデータになる。これらの計数を見て真っ先に反応するのはトランプ次期大統領ではなくFRBであり、恐らくは「やはり利上げは難しい」という雰囲気が強まるだろう。結局、トランプ次期大統領の内需刺激策を受けて物価もドルも上昇するが、ドル高が目障りになった場合、FRBは利上げに踏み切れなくなる。その結果として物価高は放置されるため、実質所得の減少などから、景気も失速する

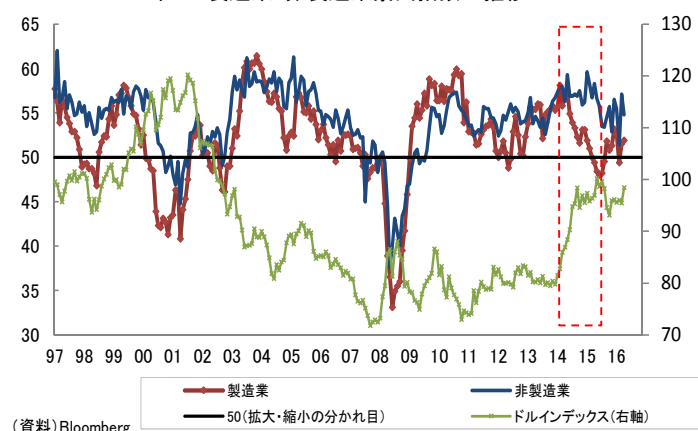
可能性が見えてくる。既に歴史的な高値に接近しているドル相場を踏まえれば、こうして通貨高が実体経済に影響を及ぼす臨界点はさほど遠いものではないのではないか。今月の本欄では2017年1～3月期

(10億ドル) 米企業収益とドル相場のイメージ



(資料)米BEA

米ISM製造業・非製造業景気指数の推移



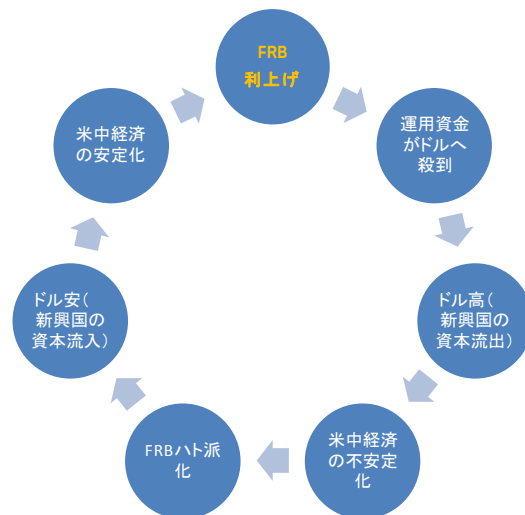
(資料)Bloomberg

中にその臨界点が到来し、4～6 月期以降からドル相場下落が始まることを検討したい。

トランプ・タントラムを受ける新興市場

また、③から崩れる可能性も気がかりである。これはテーパー・タントラム (taper tantrum：量的緩和の縮小を受けた市場の痙攣) ならぬトランプ・タントラムとも言うべき現象である。実際、ドル高局面で最も売られる通貨が円になりがちのところ、今回はメキシコペソ、南アランド、ブラジルレアルなどの新興国通貨の売りが目立つ。米利上げ期待にけん引された資本流出が新興国市場を揺さぶり、FRB のタカ派姿勢がぐらつく可能性はある。今後、トランプノミクスの進捗に応じて年 3 回、4 回と利上げペースの加速が織り込まれていった場合、資本の脆弱な金融システムを有する新興国は打撃を被る恐れがある。本欄で長らく論じてきた

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

ように、FRB が連続的な利上げを行えるためには「ドル高の罟」を断ち切るしかなく (図)、そのためには新興国の踏ん張りが必須になる。OECD 景気先行指数や商品市況の底打ち機運を見る限り、その踏ん張りに期待できそうなムードはあるが¹、あくまでトランプショック前のデータであり、大統領選挙後の資本流出を受けて果たして磐石な実体経済が維持されるのかは定かではない。この点は、新興国の踏ん張りに期待するにせよ、このペースで米金利高・ドル高が続き、資本流出に晒されていけば、例えば短期対外債務比率の高い国などを中心として、外貨建て債務の膨張が注目される可能性がある²。

予想レンジとパス

繰り返しになるが、現段階では分からないことがあまりにも多く、確度の高い議論がしにくい。政策間の整合性の無さを見る限り、トランプ次期大統領本人ですら経済政策のポリシーミックスを完全に理解していないように感じられる。その意味で、年内に打ち出せるあらゆる金融市場の見通しは暫定的な色合いを帯びざるを得ないだろう。但し、選挙期間中に繰り返されてきたトランプ次期大統領の言動の数々、既に高いドル相場、そして全世界的に巻き戻しが進んでいるグローバリゼーションの流れ (即ち保護主義的な流れ) などを踏まえれば、米国経済だけ過熱し、ドルが世界の通貨高の按分を一手に引き受け続ける状況は持続可能ではないと筆者は考える。現在の相場は、せいぜい続いたとしても、目立った政権批判が控えられるだろうトランプ次期大統領就任後 100 日間 (ハネムーン期間、つまり約 1 四半期) と想定し、2017 年 1～3 月期はドル/円相場が続伸しても、その後にピークアウトを余儀なくされるパスを検討したい。特に、4～6 月期冒頭には『為替政策報告書』が公表され、例年になく強い興味を惹く展開が予想される。

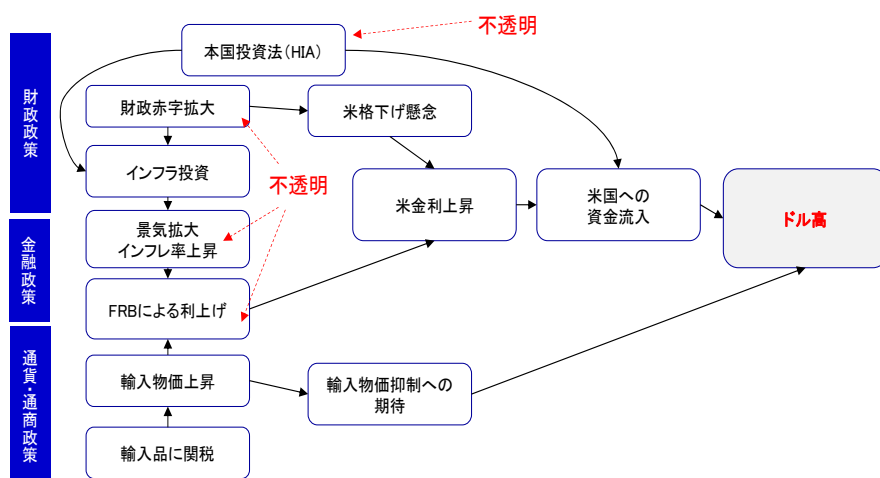
¹ みずほマーケット・トピック 2016 年 11 月 15 日号『トランプノミクスを巡る 2 つのシナリオ』をご参照ください。

² 通貨ニュース 2016 年 11 月 24 日号『マレーシア：市場で囁かれる「通貨危機」の可能性』をご参照ください。

《トランプノミクスの読み方～レーガノミクスとの共通点や随所に見られる矛盾～》

チキンレースの様相を呈してきたドル高相場

トランプノミクスへの期待を受けて進んでいるドル高相場のメカニズムは図の通りである。だが、既に述べたように、起点となる財政出動の具体的内容に関して、トランプ次期大統領の口から何一つ具体的なプランが出ていないにも拘らず、金融市場が前倒しで期待を過度に織り込んでいる状況であり、やはり危うさを禁じ得ない。別々の車に乗った2人のプレイヤーが互いの車に向かって一直線に走行し、先にハンドルを切って逃げたプレイヤーをチキン



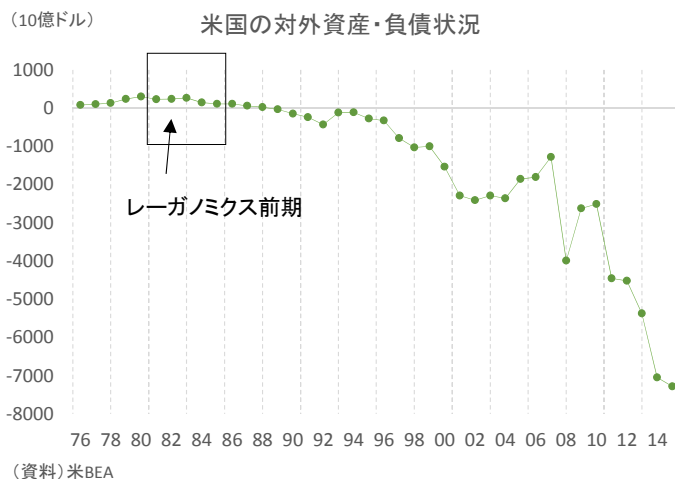
(臆病者)とするゲームをチキンレース（もしくはチキンゲーム）と呼ぶが、このままでは2017年にかけてのドル高相場は文字通り、チキンレースの様相を呈してくるだろう。内需の過熱を企図して財政出動を拡張し続ける政策運営が景気の押し上げになることは間違いない。だが、これに付随する利上げ&ドル高が外需（具体的にはトランプ次期大統領を支持した国内製造業の輸出）の押し下げに効くことも間違いない。トランプ次期大統領の性格を踏まえれば「内需の過熱」というアクセルを踏み続けることは考えられるが、どこかで「高過ぎるドル」が障害となるタイミングはやってくる。その障害をかわすために通貨・金融政策のハンドルを通貨安方向に切るのがいつになるのかを注目することになる。

なお、11月17日、トランプ次期大統領は米自動車大手企業の会長から「米南部ケンタッキー州の工場を維持する」との電話を受けたとツイッターに投稿し、工場に関し「メキシコには行かない」とも誇らしげに語っている。また、翌18日、同自動車大手企業も「トランプ次期大統領と新しい議会が米国の競争力を向上させ、国内生産を可能にする政策を実施するであろうことに勇気づけられた」との声明を発表している。さらに、その1週間後の24日には米空調機器大手企業に関し「米国（インディアナ州）に残留するよう私はがんばって働いている。進展はある」などと投稿している。こうした言動を見ていると、やはり通貨政策のハンドルがドル安方向に切られるのはそう遠くない将来に思えてならない。

現状はレーガノミクスの「光」しか見ておらず

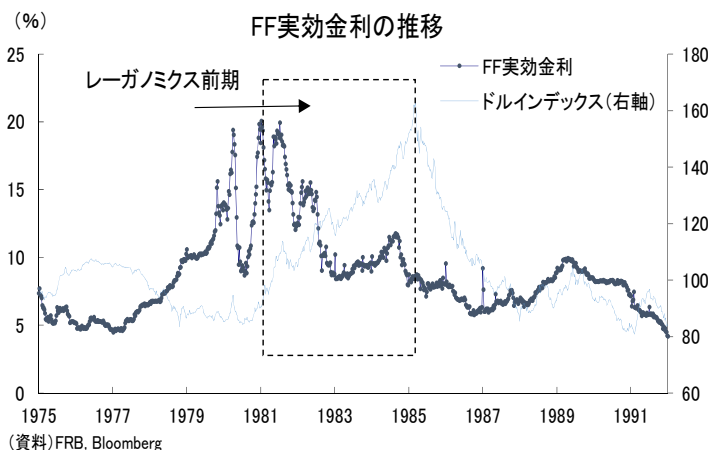
「ワシントンの政治に毒されていない」という部外者（アウトサイダー）という点を捉えてトランプ次期大統領をレーガン元大統領と比較する論調が見られるが、そのポリシーミックスにも類似点を見出し、今起きていることをレーガン元大統領の経済政策（レーガノミクス）と重ねる向きが多くなっている。しかし、仮にレーガノミクスの再現ならば、最終的には国際協調によるドル高是正（プラザ合意）が待ち受けており、その先にはブラックマンデーがある。レーガン元大統領が就任した1981年当時の米国は高失業率と高インフレ率が並存する「不況下の物価高」、いわゆるスタグフレーションの最中にあった。こうした状況に対し、レーガノミクスでは減税による消費・投資意欲の喚起や規制緩和による民間活力の刺激が企図され、金融政策も物価の騰勢を抑えるべく引き締めが実施された。

確かに、減税や規制緩和、「強い米国」を念頭にした軍事費拡大など、トランプノミクスとレーガノミクスは重なる部分は多く、レーガノミクスが事前の懸念を覆し、歴史的に高い評価を得るに至ったことなども踏まえれば、現在見られているトランプノミクスへの期待も分らないことはない。しかし、減税や軍事費拡大の結果が財政赤字に繋がり、その財政赤字が金利上昇に繋がった。その上で金融引き締めも行われたため、内外金利差から強烈なドル高が進んだのである。そしてドル高の結果、貿易赤字が拡大し、これが財政赤字と並んで「双子の赤字」と称されたのである。言ってみれば、レーガノミクスを受けた景気回復やスタグフレーションの収束を「光」とすれば、ドル高や双子の赤字は「陰」の部分であった。レーガン元大統領就任時に対外純資産国だった米国が対外純債務国に転落したのは、この「陰」の部分が生じた結果である（図）。現状、トランプノミクスに沸いている市場はレーガノミクスの「光」しか見ておらず、まさに良いところ取りの感が強い。



思い返すレーガノミクスの「陰」

その後に起きた歴史的な動きを踏まえれば、レーガノミクスの「陰」の部分は決して小さなものとは言えない。レーガノミクスを受けたドル高は、円安やドイツマルク安に繋がり、日本やドイツから米国への輸出が拡大するという現象に繋がった。これが対日本、対ドイツとの貿易摩擦に発展し、行き着いた先が1985年9月22日のプラザ合意である。なお、一時19%まで引き上げられていたFF金利はドル高の進行などを背景に物価の騰勢が抑えられていたこともあり、1982年以降は引き下げに転じていたが、1985年以降はこれにプラザ合意後の大幅なドル安基調も加わり（図）、米株は1987年10月のブラックマンデーまで上昇し続けることになる。ブラックマンデーの背景は知られている通りだ。行き過ぎたドル安を止めるためG7は1987年2月にルーブル合意に至った。具体的には、FRBが利上げに転じる一方で、日銀やブンデスバンクは利下げを行い、ドル相場の浮揚を図ろうという合意である。だが、自国の物価抑制を優先したブンデスバンクが利上げへ踏み切ったことで合意は瓦解、ドルの下落は続いた。米株を保有する外国人投資家からすれば「ドルの続落」か、これを止めるための「FRBの利上げ」かの二者択一の状況となり、いずれにせよ、米株に強気になれない状況が出来上がった。その帰結がブラックマンデーである。要するに、レーガノミクスはドル高を抑止するプラザ合意に至り、プラザ合意はドル安を介してブラックマンデーに至ったのである。



多くの「だろう」に支えられた相場

トランプノミクスが世に言われているようなレーガノミクスの焼き直しならば、最終的に米国そして国際経済はドル高に振り回され、混乱することになる。現状の相場つきは、「大規模な財政出動が打たれるだろう」、「財政出動によって物価が上昇するだろう」、「物価上昇を受けて利上げするだろう」そして「トランプ次期大統領はドル高に目を瞑るだろう」という多くの「だろう」で成立している。しかし、その確証はまだどこにもない。少なくとも為替相場に関し、レーガノミクスはドル高志向を明示していたが、保護主義勢力の追い風を受けたトランプノミクスがこれを明示する道理はない。米製造業の海外流出を堰き止めようと必死な政治家が一方的なドル高誘導を果たして続けるだろうか。筆者は現在の相場の持続可能性に関し、どうしても不安を覚える。

トランプ次期大統領下でのポリシーミックス

実際、トランプ次期大統領の政策運営については不透明な部分が多く、選挙期間中に掲げられた公約や見られた言動を基に思索を巡らせるしかない。誰が大統領であれ、一国の経済政策のポリシーミックスは通貨・金融・財政の3本を支柱としており、これを引き締めるか（通貨政策では通貨高）、緩和するか（通貨政策では通貨安）

トランプ大統領の下でのポリシーミックス（通貨・金融・財政政策）



の組み合わせしかない。トランプ次期大統領の下で予想される各政策のポイントとそれが示唆するドル相場の方向感を示したものが上図である。まず目につくのは通貨政策と金融政策の矛盾である。この点は本欄で繰り返し指摘してきた論点であり、米国経済がかねてから抱える問題である。選挙戦で見られた言動通り、トランプ次期大統領が通貨安志向を隠さないのだとすると、両政策の「ねじれ」はいよいよ可視化されることになる。トランプ次期大統領は過去に「利上げしてドル高になれば大問題」などと述べていた経緯もあり、金融政策における利上げ、通貨政策におけるドル高に関しては基本的に愉快だとは考えていない節がある³。

通貨政策と財政政策もねじれている

なお、「ねじれ」は通貨政策と財政政策の間にも生じる可能性がある。選挙後から株高・ドル高・金利高（債券安）となっている背景には、トランプ大統領下での大型財政出動（具体的にはクリントン氏が提唱していた5年で2750億ドルの倍を想定）や大型減税（具体的には全所得階層を対象とする所得税減税

³ 一方、今年9月、トランプ氏は米CNBCテレビのインタビューで、イエレンFRB議長について「彼女はとても政治的で、オバマ大統領が株高を望んでいるから低金利政策を続けている」、「恥を知るべき」、「低金利は預金者を苦しめる」などと緩和路線を批判するような主張を展開している。どちらが同氏の本音なのかは定かではないが、金融政策への介入意欲が強いことだけは確かという印象を受ける。同インタビューでも「FRBに独立性はない」と言い放っている。

等)を受けて米国経済が過熱気味になるとの想定がありそうである⁴。それ自体は十分考えられる展開であり、そうなれば現在はこれまで薄氷を踏むように運営されてきた FRB の正常化プロセスも、より安心して実施できるようになるだろう。市場参加者の多くはそのシナリオに賭け始めているのである。

だが、その結果として当然、ドルは買われることになる。トランプ次期大統領はこれを容認するのだろうか。そもそも、下馬評では敗色濃厚と言われた選挙で勝利できたのは製造業に従事する中間層以下の白人による支持があったからだと言われている。トランプ次期大統領が執拗にメキシコや中国を批判していたのも、それらの経済の製造コスト、象徴的には為替相場が不当に安く抑制され、米国内の製造業が痛んでいるとの憂慮から来ていたはずである。そのような経緯を踏まえると、就任後の財政政策の結果として、一方的なドル高に振れることは自身の支持者達に対する不義理になる。再選までを見据え、2期8年を全うしたいとするならば、そのような通貨政策はやはり回避される公算が大きい。

トランプ大統領が直面する二者択一

もちろん、トランプ大統領が「やりたいこと」が全部叶うわけではなく、逐次、米議会が真つ当な方向へ修正を重ねていくことが想定される。しかし、大まかな方向感として、既に完全雇用下にある米国で財政出動を加速させれば景気は過熱気味になり、インフレ高進が警戒される話になる。その際、金融政策に想定される対応は利上げであり、通貨政策は消去法的にドル高の道を歩む羽目になる。

要するに、トランプ次期大統領は「ドル安を希求して支持基盤に報いる」のか、「ドル高を受容して内需の過熱を図る」のかという二者択一を迫られることになる。政治的な得失を考えれば、ドル高の副作用を覚悟してまで既に完全雇用状態にある内需の過熱を図るよりも、過去2年半で騰勢を強めたドル相場のガス抜きを図る方が利が大きいのではないかというのが筆者の現状の読みである。

HIA 相場の再来はあるのか？

なお、現段階ではインフラ投資を主眼とする大型財政出動の原資は米企業の海外留保利益（2015年時点で約2.5兆ドル、表）への課税によって賄うことが提案されている。為替市場で強力なドル高政策として知られる2004年10月に成立した本国投資法（HIA：Homeland Investment Act⁵）を髣髴とさせる政策であり、耳目を集めるテーマとなっている。HIA相場となれば、需給に根ざした議論だけに一方的な相場展開も予想される。だが、「財政政策を執行してもドル高、その財源を手当てするにもドル高」という選択肢は

タックスヘイブンに積み上げられた留保利益

企業名	産業分類	海外利益 (億ドル)
Apple	IT	2,149
Pfizer	医薬・ヘルスケア	1,936
Microsoft	IT	1,240
General Electric	電機	1,040
International Business Machines	IT	681
Merck	医薬・ヘルスケア	592
Google	IT	583
Cisco Systems	IT	580
Johnson & Johnson	医薬・ヘルスケア	580
Exxon Mobil	エネルギー	510
.	.	.
.	.	.
総額		24,924

上位10社で
全体の
40%

(資料)Citizens for Tax Justiceよりみずほ総合研究所が作成

保護主義色の強いトランプ政権にとってやはり難易度が高いと考えるべきではないか。仮に、そうした

⁴ 今年10月のIMF/世銀年次総会の中でイエレン議長はこうした財政・金融政策によって加速した経済を「高圧経済 (high-pressure economy)」と表現したが、このような状況が2017年の米国で展開されるはずとの思惑がトランプ政権にはまわりついていそうである。

⁵ 米国の多国籍企業の利益・配当金、余剰資金を米国へ送金する際、税負担を優遇することで国内投資を促進することを企図した法律。通常35%の税率が2005年に限り5.25%になるという非常に強いインセンティブを与えた政策であり、2005年を通じてドル相場は一方的に上昇した。

海外からの資金回帰（レパトリ）を当てにした財源確保を行うにしても、適用される税率や制度の適用期限などを調整することによって、為替への影響を軽微に押さえる可能性が高いと予想しておきたい

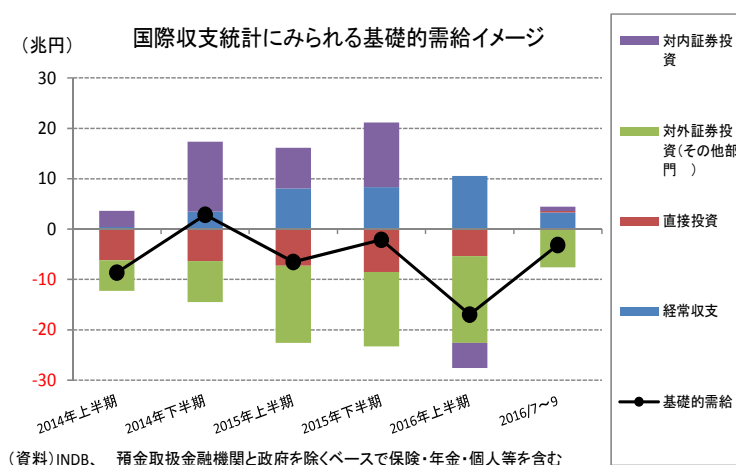
（2005 年の HIA がドル高効果を持ったのはそれが著しく低い税率で、1 年間のみという時限措置だったからである。恒久措置であれば効果は薄れる）。いずれにせよ、現時点で明らかになっているトランプ次期大統領下の経済政策を俯瞰してみると、政策間の整合性が取れておらず、どのようなポリシーミックスの下、為替相場に対してどのような影響がありそうかは読み難い状況にある。だが、同氏の強い保護主義志向や選挙勝利を可能にした支持基盤の存在を考えれば、やはりドル相場の方向感としてアップサイドを想定するのは慎重でありたいというのが筆者の現在の考えである。

《円相場の基礎的需給環境～「現実的なリスク」は顕在～》

16 年 9 月までの基礎的需給環境

円相場の需給環境を改めて確認しておく

と、依然として円安方向を示唆する状況が続いている。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、現状明らかになっている 2016 年 1～9 月分までを合計すると、約▲20 兆円の円売り超過となる。これは 2015 年通年の約▲12 兆円よりも大きい。図に示されるように、主に対外証券投資にけん引された円売りであり、素直に日米金融政策格差に応じたフローが出ていると言える。やはり円高見通しを主張する際、こうした機関投資家を筆頭とする「日本人の円売り（外貨買い）」は非常に大きなリスクだと考えられる。



また、仮に、トランプノミクスが市場参加者の想定通り、持続的な米金利上昇をもたらした場合、マイナス金利を採用した上で長期金利をゼロ%でペッグしている日本との金利差拡大ペースは、他国と比べてひときわ速いものになることが予想される。伝統的にドル/円相場と相関が高いことで知られる日米 2 年金利差を見ると、大統領選終了後はリーマンショック以前の金利差水準を臨む状況にあり（後掲図）、これに応じてドル/円相場も連騰している。とすれば、現在のドル/円相場の上昇は米金利主導、言い換えればトランプノミクスにおける財政出動の規模に依存しているとも言え、結局はトランプ次期大統領が如何に共和党議会と巧く連携できるかという問題に帰着する。周知の通り、この点にはまだ相当な不透明感があると言わざるを得ず、やはり今のドル/円相場の上昇には確信が持てない。

基礎的需給とドル/円相場

危機後の基礎的需給とドル/円相場の推移を見たものが次頁図となる。大まかなイメージではあるが、やはり基礎的需給の方向感とドル/円相場のそれは一致してきた印象はある。だが、2015 年後半以降は基礎的需給の円売り超過が深くなる一方、ドル/円相場は急落している（図中点線四角部分）。これは 2014 年から 2015 年前半にかけて基礎的需給の円売り超過が縮小傾向になる一方、ドル/円相場が急騰したこと

の裏返しと思われる。言い換えれば、2014年以降のドル/円相場は日米金融政策に対する思惑が最優先され、その背景にある基礎的需給の動向は無視に近い状態だったのかもしれない。要するに、為替市場にとって大きなテーマが浮上している際は基礎的需給の示唆する方向感はいくまで参考程度にしかならないのだろう。2014年以降はアベノミクス下での日銀の金融政策と正常化プロセスを志向するFRBの金融政策が同時に注目された局面であり、特に、2016年に入ってから「FRBがタカかハトか」という論点が相場を規定した。

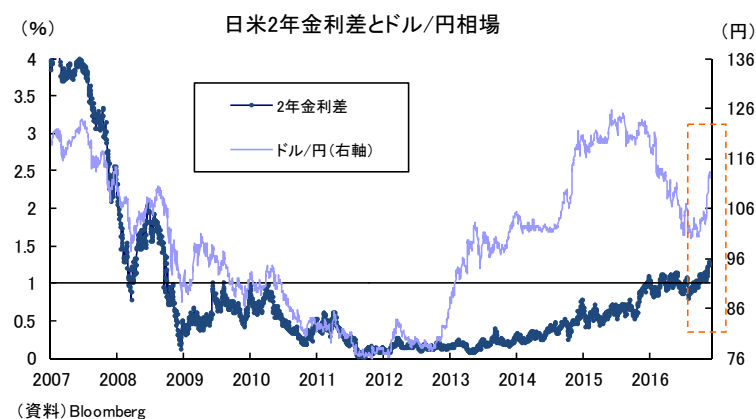
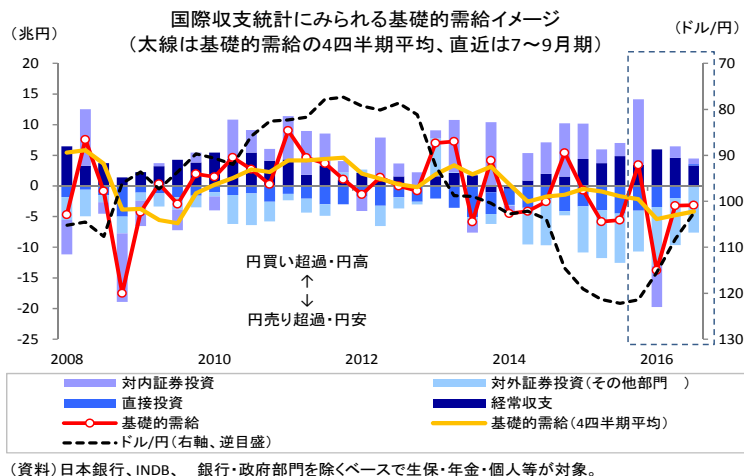
今後はトランプ次期大統領下での財政・金融・通貨政策の動向が最大のドライバーとなることは確実である。仮に、株高・金利高というリフレトレードが継続する中、本邦の金利だけが人為的に抑制されていることも踏まえれば、対外証券投資の加速がドル/円相場の上昇を支持する構図が続く公算は大きい。しかし、繰り返し論じているように、ドル高それ自体が新興国ひいては国際金融市場のリスクである以上、「米金利上昇→ドル高」という現象が前向きな話と言えるのかは熟慮が必要だろう。ドル高に起因する国際金融市場の混乱が生じた場合、通貨高の按分を引き受けさせられるのは間違いなく円になる。そのリスクを勘案した上で、本邦投資家がどこまで対外的なリスクを取ろうとするのかが2017年のポイントとなる。既に現段階でドル相場の騰勢を心配する声が見られていることを踏まえると、円高への巻き戻しリスクを警戒し、対外証券投資に踏み込めない投資家も相応に多いのではないかな。

《日米金融政策の現状と展望～格差は拡大の一途へ～》

日米金融政策比較と為替相場

トランプノミクスへの注目が高まる中、本来ドル/円相場にとって最大のドライバーであるはずの日米金融政策への注目度が落ちてきているように思われる。11月は両中銀とも大きな動きが見られなかったこともあり、余計に議論が割かれていない印象もある。ここでは日米金融政策を比較した上で、今後のドル/円相場への含意を考察しておきたい。

まず、日銀に関しては、トランプノミクスへの期待を背景に世界的な金利上昇が見られているものの長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)の存在もあって、円金利だけが別次元に置かれているような状況にある。この点、「日銀は利上げしないのか」という照会を頂くこともある。正確には10年金利のペッグ水準であるゼロ%を現状から引き上げるか否かという論点だが、これは2つの理由からあり得な

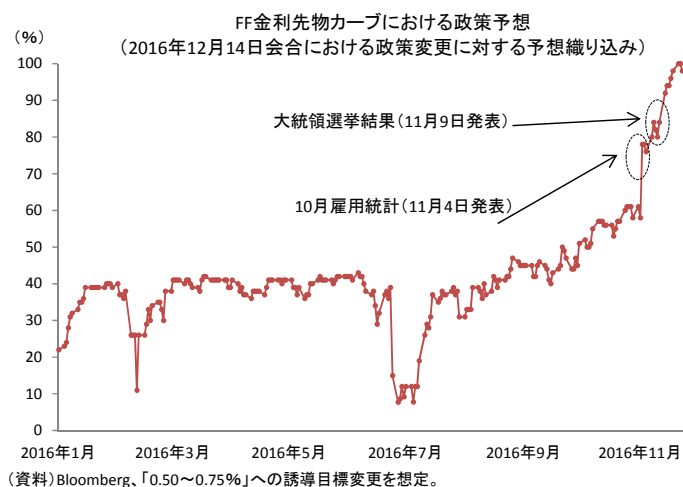


い

と考える。第一に、本邦の物価環境は全く上向いていない。最新である 10 月の消費者物価指数 (CPI) は総合ベースで前年比+0.1%、コアベースで同▲0.4%、コアコア (日銀版コア) ベースで同+0.3%であり、オーバーシュート型コミットメントが提示する「実績値が安定的に 2%を超えるまで、(マネタリーベースの)拡大方針を継続する」という状況からは相当距離がある。今、利上げを行うには大儀が立たないだろう (利上げを行えば、それだけ購入する「量」も減るのでオーバーシュート型コミットメントの提示する方針に反する)。第二に、アベノミクスが置かれた環境を踏まえれば、もはや円安しか頼れないという事情もある。トランプノミクスへの期待を受けた米金利上昇と長期金利ペッグの結果は日米金融政策格差の一方的な拡大であり、言うまでもなく円安・ドル高を誘発する (前頁図)。しかも、時間軸としてはトランプノミクスの方が「後出し」になっている以上、少なくとも指摘を受けるまでは、通貨安誘導との批判も気にする必要は無いだろう。既に税収の下振れ傾向も見られ、消費増税先送りに伴い財政健全化目標に揺らぎも見られ始めている中、財政出動に限界があることは周知の通りである。こうした状況下、敢えて日米金利差縮小に繋がる利上げを行い、円高・ドル安方向への誘導を図ることは考えにくいだろう。止まりそうにない円高圧力に悩んでいたアベノミクスにとって足許のトランプノミクス相場は文字通り神風であり、自らこれを弱めようとする道理は無い。確かに、日銀は声明文から「80 兆円」の量的な目処を外すことを考えているはずだが、それは極力目立たないタイミングを心掛けるはずである。

FRB : 「いつ、何回利上げできるのか」という論点の復活

片や、FRB の金融政策運営は俄かにタカ派色を帯びており、12 月 13~14 日の利上げはほぼ 100%織り込まれている。市場の注目は「来年何回できるか」に移っており、一時は完全に消滅した「FRB はいつ、何回利上げできるのか」という論点が復活しつつある。昨日発表された FOMC 議事要旨 (11 月 1~2 日開催分) も 12 月利上げを確実にさせるような記述が多く目についた。政策金利見通しに関しては、「Based on the relatively limited information received



since the September FOMC meeting, participants generally agreed that the case for increasing the target range for the federal funds rate had continued to strengthen」との記述が見られ、利上げの確度が高まったという論点で意見集約が進んでいることが分かる。また、「Most participants expressed a view that it could well become appropriate to raise the target range for the federal funds rate relatively soon, so long as incoming data provided some further evidence of continued progress toward the Committee's objectives」との記述にも表れるように、会合以降で確認される計数が良好ならば「間もなく (soon) の利上げが適切」と殆どの参加者が考えている。大統領選以降の経済指標が良好であることや市況が完全に利上げを織り込んでいることを考慮すれば、12 月の利上げは既定路線であり、FRB もその先を見ていると考えて良いだろう。なお、同会合はトランプ大統領誕生をリスクイベントと捉えた上で「念のため利上げを見送った」という位置付けであったが、そのイベントが市況の改善を促し、利上

げの確度を押し上げているのは皮肉な話である。

「警鐘を鳴らさない訳にはいかない」のが本音

こうした現状を踏まえれば、日米金融政策格差の拡大とこれに伴うドル/円相場上昇というシンプルな予想に行き着くしかない。常々本欄でも論じているように、「米利上げは継続して初めて円安要因」だが、市場は「トランプノミクスで連続利上げが可能になる」と決め打ち

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	新大統領の経済政策	・「インフラ投資→物価高→利上げ→ドル高」の循環を加速	円安ドル高
	③	新大統領の経済(通貨)政策	・ドル高を許容せず、露骨な通貨安けん制	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

因果関係

しており、その前提が崩れない限り、現状の相場が止まる理由は無い。既に述べたように、この相場の流れが止まるには①トランプ次期大統領の口からけん制が入る、②FRBの利上げ見通しが下方修正される、③ドル高・米金利高に耐えられなくなって新興・資源国市場が混乱に陥るなどの要因があり、筆者は①～③、全てが今後1年以内に起きる可能性があると考え。特に、米国の通貨政策としてドル高に過剰感を覚え始めた時、「長期金利ペッグの下での円安」は客観的に見れば通貨安誘導に映るはずである。通貨政策は財務省の所管だが、米国の苦情を受けて本邦の金融政策枠組みが影響を受ける可能性は否定できず、日銀が不本意な引き締め方向への調整を迫られるかもしれない。

また、FRBの金融政策も継続的に引き締め路線が続けられるとは限らないだろう。そもそも8月のジャクソンホール経済シンポジウムを含め、つい最近まで「中立金利の低下」が中銀界隈で有力なトピックであったことを思い返したい。実際、今回の議事要旨でも「Policymakers also underscored the importance of taking account of the possibility that neutral short-term interest rates could remain quite low」との記述が見られており、その論点は消えていない。ブレイナードFRB理事が講演で「2014～2016年のドル高がFF金利にして200ベースポイント(8回分)の利上げに相当」と述べ、これが注目されたのはわずか2か月前である⁶。こうした論点を脇に置いた上でドル相場がさらに続伸していく展開を正当化するには「トランプノミクスを受けて米経済に対する世界観が変わる」という前提が必要であり、実際に市場参加者はそれに賭け始めている。しかし、歴史を振り返れば、上昇も下落も、一方的に動き過ぎた為替相場は必ず動乱の種になってきた。もはや歴史的な高値圏に達しているドル相場に対し、「警鐘を鳴らさない訳にはいかない」というのが筆者の本音に最も近い。

《メインシナリオへのリスク点検～「現実味」は帯びたが、「現実化」はまだ～》

しばし「守りの姿勢」を推奨

筆者は今のトランプノミクス相場を前に進言すべきことは「このトレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」ではなく、「このトレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」だと考えている。問題の所在は前月分までの本欄で述べてきたことと全く変わっておらず、米国の中立金利(≒潜在成長率)低下

⁶ 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。

が疑われる中で、連続的な利上げとドル高の際限のないループを想定するのは無理があると思われる。特に、トランプ新政権の内向き志向に鑑みれば、その思いは尚のこと強まらざるを得ない。また、基軸通貨ドルの「孤高の正常化」は新興国からの資金流出を招き、これが国際金融市場のリスクにもなる。ゆえに、新政権のハネムーン期間（就任後 100 日間）である 2017 年 1～3 月期までは現状ムードが継続するにしても、そこから先は再び円高・ドル安基調に収斂していくことをメインシナリオと考えている。しかし、メインシナリオには当然、リスクも付き物である。以下では現段階で予想されるメインシナリオに対し、上下双方のリスクを整理しておきたい。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。

円安リスク：「現実味」は帯びたが、「現実化」はまだ

まず、円安リスクから整理しておきたい。本欄ではメインシナリオに対する円安リスクとして①FRB 正常化の継続、②新大統領の経済政策を掲げてきた（正確には「新大統領の経済政策」は上下双方にとって大きなリスクと指摘した）。今回、従前の予想レンジを上方修正するに至った背景は、トランプ次期大統領の誕生によって、これらのリスクが現実味を帯びたためである（①及び②のリスク）。「現実化した」と言わず、「現実味を帯びた」という表現に止めるのは、まだトランプ次期大統領の口から何も具体的な政策内容が明らかにされていないからである（TPP からの離脱を除く）。現在のドル/円相場を直接的に押し上げている米金利先高観（≡FRB の継続的な利上げへの期待）は「トランプノミクスが奏功して実体経済が著しく改善する。ゆえに利上げする」という因果関係が前提である。そのような前提の理屈は一応立っており、かつてレーガノミクス下で目にしたドル全面高の再現を期待する気持ちも分からなくはない。仮に、共和党議会との一致協力も進み、トランプ次期大統領が望むような大型減税且つインフラ投資が執行され、しかもその乗数効果が高いものになった場合、125 円や 130 円といった理論的には過剰としか思えない水準に到達する可能性は否めない。

その他の円安リスクとしては引き続き本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクは警戒したい（④のリスク）。既に議論したように、円金利が人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスを快走するのであれば、日米金利差は拡大の一途を辿るしかなく、本邦から海外への対外証券投資環境は望ましいものになる。基本的にドル/円相場が米国要因以外で動くことは稀だが、敢えて本邦主導で円安が進むとすれば、この論点が想定外に大きな存在感を見せた時になるだろう。

円高リスク：保護主義的な通貨政策を念頭に置くべき

片や、円高リスクも散在している。以上見たように、「新大統領の経済政策」は円安リスクでもあるが、同時に強烈な円高リスクにもなり得る（③のリスク）。既に述べてきたように、トランプ次期大統領の選挙期間中の言動を振り返る限り、果たしてこれほど一方的なドル高相場を容認する度量が同氏に期待できるのか相当な疑義がある。米製造業の国外移転阻止に腐心する政策スタンスを追求するのであれば、当然、それに見合った為替相場（ドル安）を求めてくるのが筋であろう。現職大統領ともなれば現実主義に傾斜するとの期待も確かにあるだろう。だが、11 月には、公約通り TPP から離脱する意思が明示されている。就任当初の早い段階で、大統領権限で意思決定が可能で、しかも自身の支持層に訴求力の強い通商政策に関しては保護主義的な方針を矢継ぎ早に打ち込んでくる恐れがあるのではないかと。そうなれば一種のユーフォリアの中で進められていたトランプトレードが巻き戻しを食らう恐れがある。

また、大統領の口から直接けん制が行われなくとも、例えば4月中旬に公表予定の為替政策報告書を通じて、一方的なドル高相場への警告が入る可能性は十分にある。本稿執筆時点でインターコンチネンタル取引所（ICE）のドルインデックスは実に約13年ぶりの水準まで到達しており（図）、歴史的な高値圏といつて差し支えない。世界が新自由主義の標榜するグローバリズムから距離を取り、ナショナリズムの度を強めようとして

(73年=100)

ドルインデックスの推移



(資料) Bloomberg

している中、世界の通貨高の按分を米国が全て引き受けてくれるのだろうか。それは何かにつけて「America First(アメリカ第一主義)」の世界観を打ち出してきたトランプ次期大統領のスタンスとは真逆の通貨政策である。やはり11月に見られた相場の巻き戻しは警戒せざるを得ないだろう。

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（⑥のリスク）。まず、年内には12月4日にイタリアで憲法改正の可否を問う国民投票が実施される。詳しくは後述するが、現段階では否決が優勢であり、レンツィ政権の求心力喪失もしくは崩壊までは高い可能性で想定される。問題はそこから解散総選挙に至る時間軸がどれほどの長さになるのかである。反EU政党である五つ星運動が高い支持率を維持し続ける中、「いつ総選挙が行われても不思議ではない」状況が続くこと自体がリスクと考えられる。また、10月にはメイ英首相が2017年3月までのEU離脱（Brexit）通知というスケジュールを明示したが、足許では議会の関与を抜きにした離脱交渉を認めないとした司法判断が注目されている。これにより一旦明確化したスケジュールが果たして履行されるのか不透明感が強まっている。さらに、スケジュール通り履行されるにしても、Brexitが市場の想定よりも激しいものになるとの懸念からリスク回避的に円買いが進む可能性は残る。それ以外にも3月にはオランダ総選挙において反EU政党である自由党が第一党になるリスク、4～5月にはフランス大統領選挙において反EU政党である国民戦線（FN）のマリーヌ・ル・ペン氏が大統領になるリスク、9月にはドイツ連邦議会選挙において反EU政党であるAfD（ドイツのための選択肢）が躍進するリスクが視野に入っており、2017年は欧州政治の混乱が円買いを招くリスクが目白押しである。

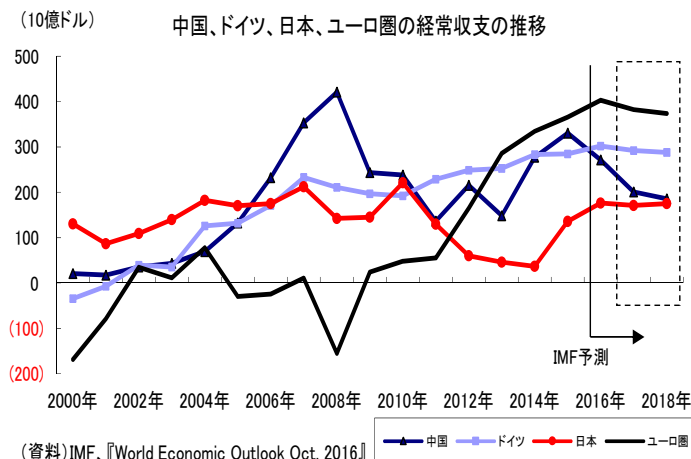
以上、円安・円高、双方のリスクを見たが、やはり米新政権の経済政策、特に通貨政策がどちらに転ぶのかが、見通し作成上、最大のリスクと言って差し支えない。現状、市場参加者の多くはトランプノミクスが実体経済を好転させ、リフレトレードが奏功するとの前提で期待を形成している。しかし、繰り返しになるが、トランプ次期大統領の政策パッケージはまだ何も分かっておらず、そもそも嫌気してきたドル高に対してどういった腹の内なのかも分からない。また、最後に挙げた欧州関連のリスクは、リスクと言いつつも、世相を踏まえれば現実味のある論点が多く、やはり円相場を押し上げる要因として見逃せない。当面は、現状の活況を止めるだけの材料に乏しく、年内に115円、年度内に120円弱といった水準は否定しかねる。しかし、こうしたムードだからこそ、大所高所に立った上で、「このような追い風は続かない」との思いの下、取引を進めることが重要ではないかと強調したい。

◆ ユーロ相場の見通し～意識せざるを得ない 2017 年の政治リスク～

《ユーロ相場に対する基本認識～政治リスクを意識せざるを得ない 2017 年～》

引き続き反騰の可能性を秘めるユーロ

ユーロ相場も円相場同様、トランプノミクスへの期待を背景としたドル高相場の中、対ドルで大幅に下落しており、年初来安値圏での推移を余儀なくされている。ドル/円相場に関する議論で繰り返し論じてきたように、トランプ次期大統領の本心が見えぬまま手探りで進むドル高・ユーロ安の持続性に関し、筆者はやはり確信を持っていない。従前より述べているように、ユーロ圏の誇る世界最大の経常黒字はユーロ相場の継続的下落とは相容れないファンダメンタルズであり（図）、通貨分析に



において軽んじられるべきではない。しかも、トランプ次期大統領が選挙期間中に垣間見せてきた保護主義志向を踏まえれば、やはり米欧（独）貿易摩擦への懸念は拭い去れるものではない。少なくとも貿易収支の不均衡は価格が数量かもしくはその両方で調整するしかない。価格とは基本的に為替相場を通じた両国通貨の相対価格変化に他ならず、現状であればユーロ高・ドル安に振れることで収支が均衡へ向かうことが期待される。「為替政策報告書」において中国や日本、台湾、韓国、スイスと並んでドイツが監視リストへ列挙されている以上、政治的にもユーロはトランプノミクスの下で反騰する可能性を秘めた通貨のはずである。

だが、2017 年の半分近くが選挙に費やされるという事実も・・・

だが、ユーロには政治リスクという最大の弱点が存在する。Brexit、トランプ次期大統領の勝利が反・新自由主義、反・グローバリゼーションの潮流が表出したものとすれば、国政選挙の季節を迎える 2017 年のユーロ圏の政治リスクは今や相当に重く見る必要がある。来月 12 月 4 日の憲法改正の可否を問うイタリアの国民投票⁷はその前哨戦のような位置付けだが、本稿執筆時点の世論調査を窺う限り、やはり実質的には現体制の否定を意味する反対派が優勢となっている。国民投票が否決となり、結果としてレンツィ現政権が

2016～18年の欧州政治イベント

2016年	12月	イタリア国民投票
2017年	3月	英国のEU離脱通知、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	フランス総選挙
	9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

崩壊、2018 年 5 月を期限とする解散・総選挙の前倒し実施観測が強まれば、2017 年にまた 1 つ、新たな欧州の政治リスクイベントが加わることになる。現在、明らかになっているスケジュールは 3 月にオ

⁷ 詳しくはみずほマーケット・トピック 2017 年 11 月 17 日号『イタリア国民投票に関する Q&A』をご参照下さい。

ランダ総選挙、4～5月にフランス大統領選挙、6月にフランス総選挙、9月にドイツ総選挙であるが、こうしたカレンダーにイタリア総選挙が書き込まれることになれば、ユーロ圏 3 大国全てで現政権が国民の審判に諮られることになる（前頁表）。時間で言えば、1 年の半分近くを大国の選挙に費やすことになり、2017 年のユーロ相場が相当上値の重い値動きを強いられることになる可能性はある。あらゆる加盟国において右派ポピュリズムが幅を利かせやすい世相を踏まえれば、実際の結果はどうあれ、物騒な観測が漂いやすいのは間違いなく、これはユーロを手放す理由になるだろう。

基調を変えるには至らない ECB

また、現在、「総括的検証」の最中にある ECB の金融政策に関しても、一部で囁かれているテーパリングのような動きは近く予想されるものではなく、どちらかと言えば、ユーロ相場の重石になりそうである。11 月 17 日に公表された 10 月 20 日開催分の ECB 理事会議事要旨を見ると、「2%以下だがそれに近い水準へ物価を近づけるために非常に大量の流動性供給を行っていくことを再確認する一方、金融市場において将来の金融政策アクションに対する過度な期待が生じないように配慮することが必要」という「バランスの取れたコミュニケーション (A balanced communication)」が提示されている。つまり、現在の ECB にとっては「目先の緩和政策に関して言質を与えない」ことが第一となっていると考えられる。だが同時に、「月 800 億ユーロの資産購入は必要ならば 2017 年 3 月を越えて行われ、政策金利もそうした資産購入の期間を優に超える長期間、現状ないしそれ以下の水準に据え置かれる」といった点も確認されており、現状ではやはり引き締めより緩和にスタンスが傾斜していることは間違いない（これはユーロ圏の経済見通しに対するリスクがダウンサイド寄りと判断している理事会スタンスと整合的。

2013 年末以降、ECB の金融政策は通貨ユーロの低め誘導を図る通貨政策の色合いを帯び始めているが、2017 年もこの傾向は続くと思われる。だが、全体として万策尽きた感もあり、緩和が催促される度に市場からは失望を買い、ユーロ相場が騰勢を強めるという展開も予想されることから、ECB の挙動がユーロ相場の基調を決定づけることはないのではないか。

年後半には底打ちも、地力には見合わず

結局は、円相場同様、トランプ次期大統領がドル相場に対してどのようなスタンスを明示するかが相場を読むカギであることは間違いない。筆者の基本的認識はトランプ次期政権の通貨政策が全面的なドル高を飲み続けるのは難しいというものだが、欧州の政治リスクが大きなユーロ売り材料であることも否定しようがないと考えている。材料としては前者の方が強いため、ユーロ/ドル相場は来年後半にはしっかりとした底打ち基調が確認できると考えているが、地力に見合ったほどの上昇を実現するにはあまりにも政治環境が悪いという 1 年になることも間違いなさそうに思われる。

《イタリア国民投票 Q&A～年内最後の政治イベントの読み方～》

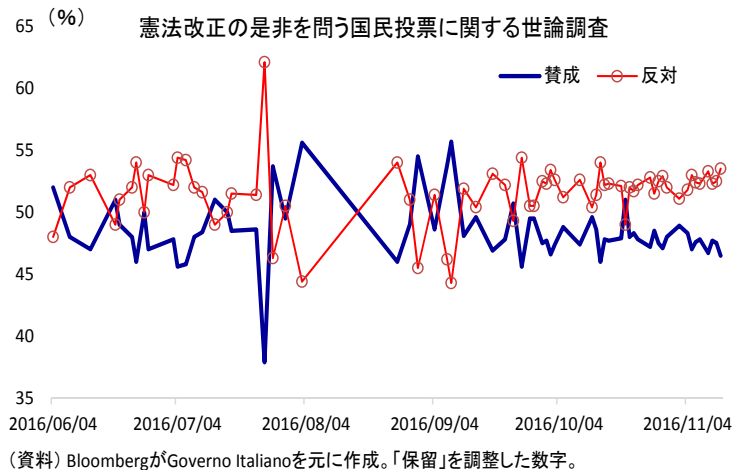
年内最後の政治イベント：イタリア国民投票

金融市場の注目はトランプノミクスの行方に集中しているが、年内には Brexit を問う国民投票、米大統領選挙に続く大きな政治イベントとして 12 月 4 日にイタリアの憲法改正を問う国民投票が控えている。現政権の崩壊にまで繋がり得るイベントであり、無視はできない。しかも、イタリアの国内銀行の経営問題を巡って、イタリア政府と欧州委員会との政治的調整が注目を浴びてきた経緯も踏まえれば、政治空

白は市場から嫌気される可能性もある。以下、注目される論点を Q&A 方式で整理しておきたい：

Q1：現状、「賛成」、「反対」のどちらが優勢なのか？

A：多くの世論調査では「反対」が優勢と報じられている。例えば EMG アクアが 11 月 11～13 日にかけて実施した世論調査では「賛成」が 34.9%、「反対」が 39.2%、「保留」が 25.9%と報じられた。こうした構図は調査元が異なっても同様であり（図）、「賛成」派が楽観できる状況では全くないのは確かである。英米で今年実施された 2 つの投票と異なり、グローバリズムに象徴される新自由主義的な選択肢の可否を問うものではないが、後述するように、国民投票で否決が選択された場合、与党・民主党率いる現政権は窮地に立たされる。結果として利するのが反 EU 政党である野党・五つ星運動であることを踏まえれば、思いのほか「反対」が票を伸ばすことはあり得るだろう。



Q2：何を問うのか？

A：上院権限を制限するための憲法改正の可否。上院・下院の権限が互角であることが、歴史的にイタリアで改革が進まない元凶とされてきた経緯がある。政権発足を含めた政権運営にも下院だけではなく上院の信任投票が必要であるため、政治空白が生じやすい（政権が継続しにくい）弊害などが指摘されている。可決されれば上院の決議なしに法案を成立させたり、上院が内閣不信任案を提出することができなくなったりする。また、上院も法案の修正を提案できるが、下院はこれに拘束されないようになる。いずれにせよ、安定政権の下で改革が断行しやすくなることが期待される。

Q3：否決の場合はどうなるのか？

A：元々、レンツィ首相は自身の進退を賭けると述べていたが、最近ではその発言を翻しており、「否決＝辞任」とは断定していない。しかし、一度口にした経緯もあり、仮に否決となれば野党からの追及は必至と見られる。また、民主党内でのレンツィ首相の求心力という観点からも、首相の座に居座り続けるのは難しくなるだろう。斯かる理解に基づけば、やはり今回の国民投票は信任投票の色合いが強いと言える。現状、民主党の支持率は五つ星運動に肉薄されており、抜きつ抜かれつの様相を呈している。2018 年 5 月までに実施される解散・総選挙を見据えた場合、国民投票で負けたレンツィ首相という選択肢は政府・与党の戦略的に嫌気されるだろう。

Q4：辞任すると解散・総選挙に至るのか？

A：イタリアでは首相の辞任や内閣不信任を受けても議会を解散させる義務はなく、大統領がその権限を有する。現在の大統領であるセルジオ・マッタレラ氏は元々民主党寄りの人物であり、民主党に不利なタ

イミング（例えば国民投票が否決に終わった直後など）で解散・総選挙を決心する可能性は低いとみられている。もちろん、上述した通り、否決の場合はレンツィ首相の留任が難しそうであり、後任探しは難儀する可能性もあるが、2018年5月の解散・総選挙を見据えた暫定的な人選という前提で複数の名前は挙がっている。だが、暫定首相であること、解散・総選挙までさほど時間もないことを踏まえれば、国民投票否決後の政権に多くを期待するのは難しそうである。

Q5：否決時の金融市場の反応は？

A：今夏より注目されているイタリア国内大手銀行の増資や不良債権処理等の再建計画実施は国民投票後に予定されている。欧州委員会との調整を続けてきた現政権の途絶は金融市場で嫌気される動きだろう。特にイタリア関連の金融資産を筆頭に値を下げる展開が優勢となりそうだが、連想の及び易い南欧市場にも圧力がかかるだろう。特に、現状では世界的に金利上昇圧力が高まっていることから、南欧債市場における金利上昇が著しく大きなものになるリスクは注視したい。

G3通貨の為替市場では「円>ドル>ユーロ」の強弱関係となる公算が大きい。トランプトレードを前提としてユーロ相場が元々軟化しやすくなっているという事実も考慮する必要がある。域内の混乱は暫定首相の就任で一旦は収束すると思われるが、求心力に乏しい以上、その後も与党は解散・総選挙を念頭に五つ星運動との支持率争いに凌ぎを削ることになる。

Q6：可決ならば何の問題もないのか？

A：そうとも言えない。レンツィ政権は最長2018年5月まで延命する道を残し、否決されたケースに比べれば改革は進みそうではある。国内銀行を巡る混乱收拾に関しても、市場は安心して見守ることになるだろう。とはいえ、解散・総選挙まで1年を切っている中、議会が抵抗を続け、改革の動きが日増しに停滞する可能性が高い。また、可決したとしても、与党は解散・総選挙までに五つ星運動に対する支持率のリードを拡大する必要がある。というのも、上述したように、憲法改正案が可決され上院権限が縮小されれば、政権発足にあたっての上院決議は必要なくなり、その後の政権に対して上院が不信任決議を突きつけて打倒することもできなくなる。ということは、仮に、憲法改正後の解散・総選挙で五つ星運動が勝利した場合、上院で民主党が過半数を握っている現状は抑止力にならないことを意味する。言い換えれば、憲法を改正することで、次回の解散・総選挙に対する五つ星運動の勝利のインセンティブは高まり、民主党の退路は断たれたような格好になる。

既に報じられているように、五つ星運動はイタリアのユーロ圏からの離脱（Italeave）を諮る国民投票を実施する意向を繰り返し示唆しており、直近でも、同党のリーダーであるルイージ・ディマイオ氏が政権奪取の暁にはユーロ参加の是非を問う国民投票を実施すると述べている。そればかりではなく、「ユーロについて欧州全体での国民投票実施も望む。他の国がそれについて議論を始めるのを見たい」などと他の加盟国におけるユーロへの信任投票まで意欲をほめかしている⁸。今は冗談にしか聞えないが、今年2度起きた番狂わせを考慮すると、不安にはなる。

いずれにせよ、可決であろうと否決であろうと、国民投票を境として金融市場がイタリアをテーマ視する時間帯は増える可能性が高いように見受けられる。

⁸ 『ユーロについて国民投票へ、政権取ればイタリア「五つ星」リーダー』2016年10月6日、Bloomberg

Q7：任期満了まで待たないとしたら、いつ解散・総選挙か？

A：国民投票可決の勢いをもって、2017 年の早いタイミングで解散・総選挙を決断するということはある。しかし、現状では民主党と五つ星運動の支持率はほぼ互角であり、与党には勝算がない。例えば、トランプ次期大統領の失政などがフォーカスされるタイミングが 2017 年にあれば、民主党の支持率にとっては間接的に有利に働く（五つ星運動にとっては不利に働く）可能性もある。また、Brexit を巡る交渉の進展なども直接的に政党支持率の変動要因となるだろう。とはいえ、可決の勢いをもって改革を進めたいであろう与党の胸中を汲み取れば、やはり選挙は早くても 2017 年後半、順当に行けば 2018 年入り後ではないかと推測される。

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。