

中期為替相場見通し

2016年12月22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～「熱する前に冷やす」怖さを意識すべき～

ドル/円相場の現状と展望～日米金利差から見たドル/円相場の水準感～	P.3
円相場の基礎的需給環境～試される「腰の入った円売り」～	P.4
金融市場の現状と米経済の展望～「熱する前に冷やす」怖さ～	P.6
米金融政策の現状と展望～格差は拡大の一途へ～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～軽視できない米通貨政策によるけん制～	P.10

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～

ECB の金融政策運営～2016 年は「QE の終わり」を告げる年に～	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

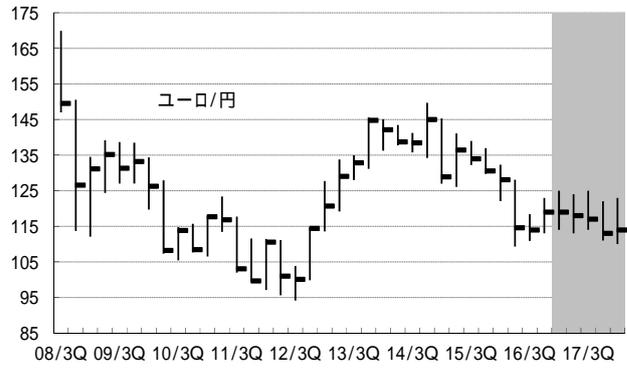
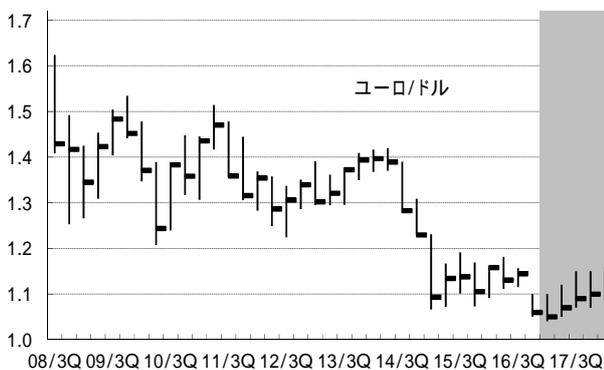
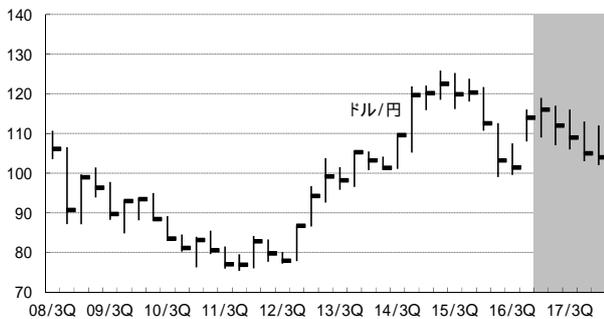
ドル/円相場は、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を背景に高止まりしている。だが、かねてより論じているように、多くの推測に依存するドル高相場には危うさを禁じ得ない。筆者は、現段階では「分かりもしない財政支出の影響」を逡巡するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を懸念したいと考えている。11月以降の米金利とドルの急騰を受けて金融環境は猛烈に引き締まっている疑いがある。こうした景気過熱の副作用はトランプノミクスにおける景気刺激で乗り越えられるというのが市場の想定だが、実際にそれが執行され、効果が確認できるのは2018年以降だろう。基本的に2017年は「熱する前に冷やす」状況が続きそうであり、实体经济の失速感が露わになってくる展開を懸念せざるを得ない。斯かる認識の下、FRBによる複数回の利上げを当て込んだドル高予想に筆者は懐疑的である。11月以降、「世界が変わった」などという大仰な言説が散見されるが、それが確認されるとしても1年以上先の話であり、2017年は分不相応な金融引き締めが米経済の体力を奪い、結局はFRBのハト派化を通じてドル安に繋がる展開を現段階では予想しておきたい。

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を受けて軟調地合いが続いている。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備えるだろう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ある。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。イタリアの憲法改正を問う国民投票が否決に終わったことで、17年はドイツ、フランス、イタリアといった3大国で総選挙が行われる可能性が出てきた。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、最終的な結果はどうあれ、政治不安がユーロ相場の重石となる展開は不可避だろう。予測期間後半にはドル相場の反落により堅調を取り戻すと予想するが、地力に相応しい上昇が難しい年になりそうである。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2016年 1~12月(実績)	2017年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2018年 1~3月期
ドル/円	99.00 ~ 121.70 (117.59)	109 ~ 119 (116)	107 ~ 117 (112)	106 ~ 116 (109)	103 ~ 113 (105)	102 ~ 112 (104)
ユーロ/ドル	1.0352 ~ 1.1616 (1.0437)	1.02 ~ 1.08 (1.03)	1.03 ~ 1.10 (1.05)	1.05 ~ 1.13 (1.07)	1.05 ~ 1.13 (1.08)	1.06 ~ 1.14 (1.10)
ユーロ/円	109.30 ~ 132.45 (122.73)	114 ~ 125 (119)	113 ~ 124 (118)	114 ~ 125 (117)	111 ~ 122 (113)	110 ~ 123 (114)

(注) 1. 実績の欄は12月22日までで、カッコ内は12月22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。



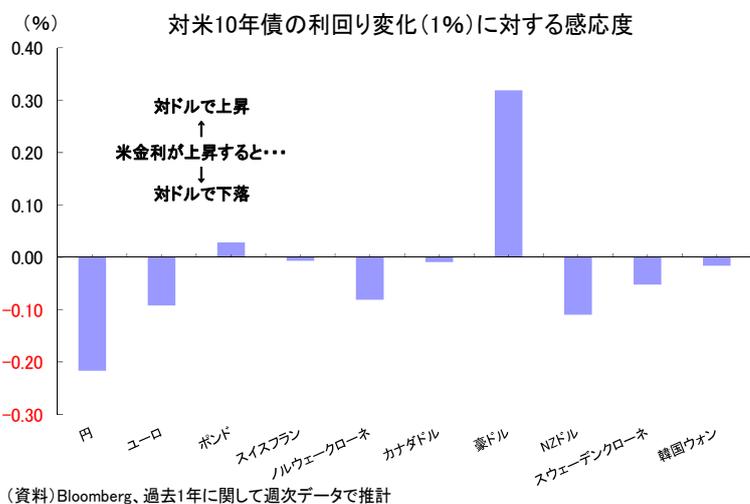
◆ **ドル/円相場の見通し～「熱する前に冷やす」怖さを意識すべき～**

《ドル/円相場の現状と展望～日米金利差から見たドル/円相場の水準感～》

米金利に対する感応度が突出して大きい円

トランプ大統領の経済政策（トランプノミクス）の下でFRBの利上げに対する強気見通しが息を吹き返していることから、日米金利差に着目してドル/円相場の水準に「あたり」をつけようとする懐かしい議論が散見されるようになってきている。特に、米国の10年金利が当面超えることはないと見られていた2%をあっさり上抜けた一方で、日本の10年金利が（指値オペによるけん制もあって）ゼロ%にペッグされていることから、長期金利差の拡大を取り上げて円売り・ドル買いの加速を当然視する論調も目立つ。元より円金利の運用環境は困難を極めていたという現実があり、日米金利差の拡大に応じて本邦の機関投資家が対外証券投資を加速させるという展開は論理的なものと言える。

なお、主要通貨の米10年金利に対する感応度を比較した場合、先進国通貨の中で円のそれは突出して大きい。例えば、直近1年間を対象とした場合、米10年金利1%の変化に対し、円は対ドルで▲0.2%程度下落する関係にあるが、これはユーロの倍というイメージである（図）。米金利の上昇で最も売られやすい通貨が円である以上、ドル/円相場を読む上での鍵は米国債動向と言って差し支えないだろう。この点、トランプ次期大統領の下での財政政策に関し、何ら具



体性が明らかになっていない時点から米10年金利は約+60 ベーシスポイントも上昇しており、これに円相場が最も大きく反応しているという事実は留意すべきである。裏を返せば、今後、米金利が低下した場合、最も買われる可能性を秘めているのも恐らく円なのだろう。今後、トランプノミクスに関し共和党議会との調整が難航する可能性や予算が成立しても完全雇用状態の下で十分な執行が難しい可能性などを踏まえれば、そのような展開は十分想定される。

ちなみに、こうした円とは逆に、豪ドルは、突出して米10年金利に追随して買われる傾向が強い。これは大型のインフラ投資に乗じて鉄鉱石や石炭など、米国では供給できない商品の価格が上昇するとの期待から、「インフラ投資を背景とする米経済の過熱→米国への商品輸出拡大→豪経済の回復→豪州準備銀行（RBA）利上げ」といった展開が織り込まれているものと推測される。こうした豪ドルを巡る動きに関しても、未だ不透明な部分が大きい財政出動に賭けているという意味では円と同様のリスクを抱えているように思われる。

日米10年金利差に基づく推計

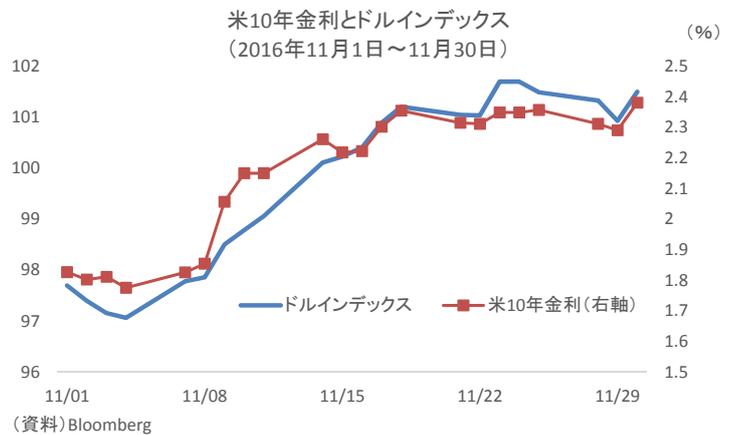
日米金利差、特に10年金利差に対する為替の反応が注目されている以上、その論点に照らして水準を検討する試みは必要だろう。そこで次頁図は過去1年間の日米10年金利とドル/円相場の関係を元に単回

帰分析によって推計値を導出したものである。現状の日米 10 年金利差を前提に推計したドル/円相場の水準イメージは「120±6 円」となり、足許の 114 円付近は推計値の下限に位置する。もちろん、直近 1 年間と言えば、人民元の大幅切り下げやそれに伴う原油価格の急落、英国の EU 離脱 (Brexit) そしてトランプ次期大統領の誕生など、異例の相場変動をもたらした材料が立て続いており、推計値は幅を持ってみる必要がある。だ



が、あくまで直近 1 年間の金利差から導出される推計値を見る限り、市場で散見され始めている「120 円到達」の予想はさほど無理な話ではないというのは一つのヒントにはなるかもしれない。

とはいえ、こうした米金利依存型の円売りは、あくまで「米経済が米金利上昇に耐えられるほど強い」ということが前提である。過去の本欄でも述べたように、筆者は「分かりもしない財政支出の影響」に右往左往するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を心配している。既に述べたように、そもそもトランプノミクス下での財政出動の内容、規模、時期は明らかになっていない。少なくとも、支出が始まるのは最速で 2017 年 10 月



以降に始まる会計年度であり、景気刺激効果の発現は 2018 年以降である。しかし、財政規模や効果はとりあえず脇に置いた上で米金利やドルの動きに着目すると、例えば 11 月 1～30 日の 1 か月間だけで 10 年金利は最大約+70 ベーシスポイント上昇し、ドルインデックスは最大約+4%も上昇している (図)。図示されるように、この動きは 12 月に入ってからも止まっていない。こうした動きが实体经济に負の影響を全く与えないと言い切れる根拠はどこにあるのだろうか。完全雇用下での財政出動に関し、大きな乗数効果が見込めない以上、金利上昇や通貨高に対する耐久力も過信はできないはずである。足許の為替相場において、金利差拡大をドライバーにして動くことは至極正しいとしても、現在は、その拡大をもたらしたものが正しいものなのかどうかを慎重に考えるステージだと筆者は捉えている。

《円相場の基礎的需給環境～試される「腰の入った円売り」～》

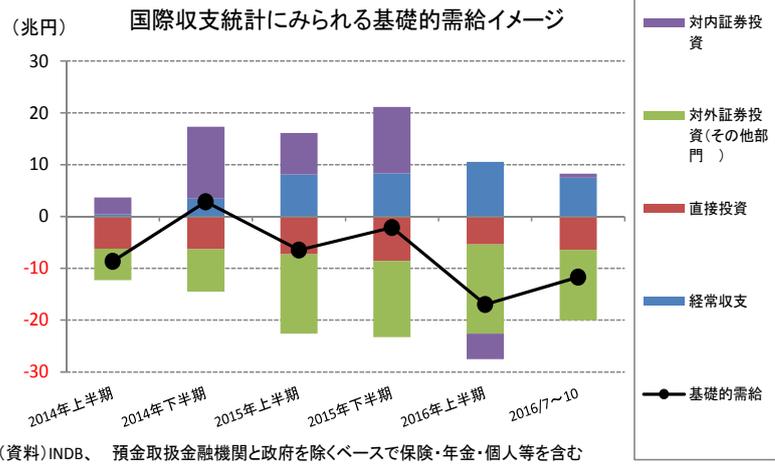
16 年 10 月までの基礎的需給環境

円相場の需給環境に関しても、引き続き円売り超過の地合いが続いている。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、次頁図) を見ると、2016 年 1～10 月分までの基礎的需

給の合計は約▲28.7兆円の円売り超過となる。これは2015年通年の約▲12兆円の倍以上の規模である。引き続き、本邦機関投資家を中心とする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動きと考えられる。常々述べているように、筆者が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)」はやはり非常に大きなリスクだと考えてきた。

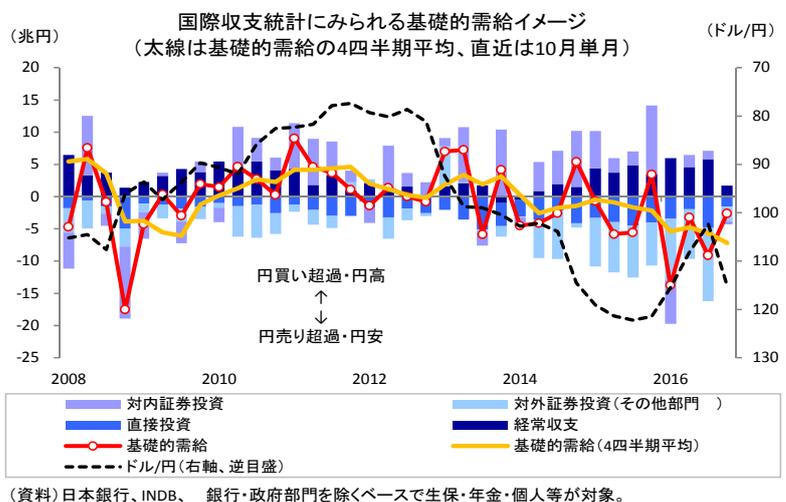
また、最近ではドル/円相場のドライバーとして日米金利差、特に日本側ではゼロ%にペッグされている10年金利の格差に着目する向きが多くなっており、「一方的に拡大する日米金利差→円売り・ドル買い」というシンプルなロジックに依存してドル/円相場が上昇しやすくなっている。現状の金利差を元に推計した場合、120円前後が1つの目処として浮かび上がってくることは既に述べた通りであり、目先まだ上昇が続く可能性はあるだろう。だが、冒頭述べたように、過去1か月の米金利とドルの相互連関的な上昇は恐らくFOMCが想定しているものよりも大きいものと思われる。FRBの複数回の利上げを当て込んで対外証券投資が膨らんでいるのだとすれば、やはり2017年のどこかで減速は不可避ではないか。

なお、対外証券投資の陰に隠れて目立たないが、対外直接投資も7~10月で▲6.4兆円と上半期の規模(▲5.4兆円)を既に超えており、1~10月で見れば▲11.8兆円となっている。これは巨額と言われた2015年通年(▲15.8兆円)に迫る勢いであり、こうした日本企業による円の売り切りも円安を支えている可能性が高い。対外直接投資は縮小する国内市場へ対抗するための企業戦略としての色合いが強いため、為替相場に拘らず、今後も安定的に予想されるものと考えられる(実際、アベノミクス下での円安局面で対外直接投資が減速することはなかった)。



100円割れを阻んだ円売り需給

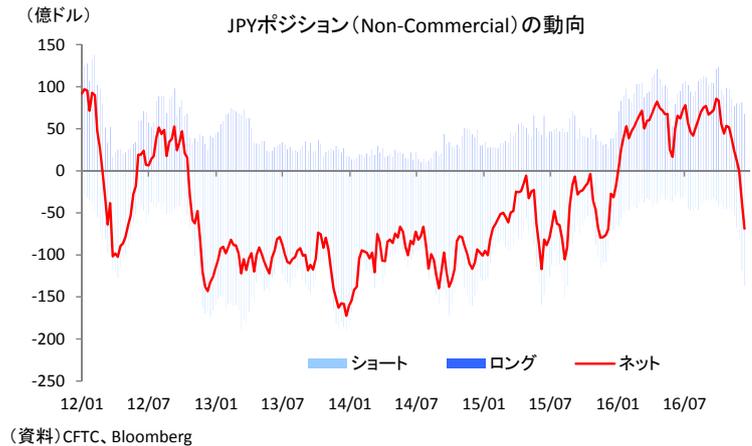
金融危機後の基礎的需給とドル/円相場の推移を見たものが右図となる。大まかなイメージではあるが、基礎的需給の方向感とドル/円相場のそれは一致してきた印象はある。なお、年初から見られてきたドル/円相場の下落は人民元的大幅切り下げやそれを受けた国際金融市場の動揺に反応したものであった。だが、今年7~9月期以降は、基礎的需給の円売り超過が深くなるに伴ってドル/円相場が反転上昇し始め



ているようにも見える。もちろん、これらは後講釈の域を出ないものだが、2014 年半ば以降、円相場の基礎的需給環境が円売り傾斜を強めていることが、結果として 2016 年央以降に想定された 100 円割れ定着を阻んだ 1 つの要因であった可能性はやはり高い（この点は本欄で繰り返し懸念していたアップサイドリスクでもある）。今後、ドル/円相場の見通しを立てる上ではこうした基礎的需給のトレンドを捉えることが重要と思われるが、既に述べたように、こうした需給のトレンド自体、FRB の正常化路線を前提としたものであることは忘れてはならない。

試される「腰の入った円売り」

既に IMM 通貨先物取引で見られる投機筋の動向においては対ドルの円の持ち高が 1 年ぶりに売り越しに転じており（図）、その後も拡大を見せている（本稿執筆時点で最新は 12 月 13 日時点のポジション）。ここから先は単なるポジション調整ではなく「腰の入った円売り」という局面に入ってくる。そうした動きを支えるだけの材料がトランプノミクスの下で打ち出されてくるのかは依然として確



信が持てず、今後は巻き戻しリスクを睨みながらの相場つきとなろう。これまでも述べてきた通り、トランプ次期大統領の言動を踏まえれば、米金利とドルの急激な騰勢が快く受け入れて貰えるとはどうしても思えないというのが筆者の基本認識であり、2017 年は年明け後から「腰の入った円売り」が試される局面になりそうである。仮に、通貨政策としてドル高を許容できないという情報発信が行われた場合、トランプラリーは問答無用で手仕舞いを迫られることは念頭に置かねばならない。

また、既に述べたように、金利とドルがここまで経済や金融環境に引き締め効果を持ってしまった以上、**FRB** が能動的にタカ派な情報発信をして、連続的な利上げに踏み切る必要性は小さくなっている。政治・経済・金融といった側面に照らせば、足許で見られている基礎的需給環境を理由に円安の継続を予想するのはやはり勇気が要るように思われ、筆者は引き続き、先行きのドル/円相場に関してダウンサイドリスクが大きくなっているものと考えている。

《金融市場の現状と米経済の展望～「熱する前に冷やす」怖さ～》

金利高とドル高に対する FRB 高官発言

筆者は、現段階においては「分かりもしない財政支出の影響」を逡巡するよりも、「既に起きてしまったことの影響」を懸念すべきと考えている。前者は、**5500 億ドル**というインフラ投資の規模こそ政権移行チームの **HP** から把握できるものの、実際のところ、その詳細はまだ分からないことが多い。しかし、後者は明らかであり、**11 月**だけで米国の長期金利は最大で約**+70** ベーシスポイント上昇、ドルインデックスも最大で約**+4%**上昇している。過去にも紹介したように、金利とドルの動きがもたらす影響に関しては、**FRB** 高官から以下のような発言が聞かれている：

- ▲25 ベーシスポイントの10年金利低下は米国のGDPを+0.5%ポイント引き上げる(16年11月11日、フィッシャーFRB副議長¹⁾)
- FRB/USモデルの推計に従えば、14年6月から今年1月までのドル相場上昇は(中略)FF金利にして+200ベーシスポイントの利上げに相当(16年9月12日、ブレイナードFRB理事²⁾)

前者のフィッシャー副議長発言に関し、金利の上昇と低下の効果が対照的とすれば、+70ベーシスポイントの10年金利上昇は米国のGDPを▲1.4%ポイント引き下げる効果を持つ。また、今年9月12日の講演でブレイナードFRB理事は2014年6月から2016年1月までの約+20%程度のドル相場上昇について8回分(25ベーシス×8回=200ベーシスポイント)の利上げに相当すると述べた。この点、+4%のドル高は単純計算で2回弱の利上げの効果を持つ。こうした状況を見る限り、これまでに実施された利上げはたった1回でも、金融環境は猛烈に引き締まっている疑いがある。

+4%のドル高は60万人の雇用喪失?

これだけではない。FRBが過去に公表した推計モデル³⁾によれば「10%のドル高」は貿易収支を3年間でGDP比▲1.5%悪化させる。既に見たように、ドルインデックスを尺度とすれば11月だけで+4%のドル高が発生しているが、これはFRBの推計に従えば、貿易収支をGDP比▲0.6%悪化させる動きになる。仮に、米国のGDPを約19兆ドルと仮定した場合、0.6%は1140億ドルである。この点、今年8月に米商務省⁴⁾が発表した試算によれば、輸出増加に関する雇用創出効果は10億ドル当たり5279人となっている。仮に輸出減少に関しても対照的に効果が表れるとした場合、1140億ドルの輸出減少は約60万人(=5279人×114)の雇用が喪失する話になる。もちろん、これらは頭の体操に過ぎない。だが、少なくとも製造業に従事する白人労働者層の支持を得てトランプ氏が大統領に選出された経緯を踏まえると、ドル高が政治的に不愉快な現象であることは確かだろう。ちなみに、2014年6月以降の2年半で発生したドル高は当然、+4%では済まず、ドルインデックスで見れば+30%弱に及んでいる。これが時間をかけて雇用を圧迫するのだとしたら、やはり来年以降の雇用市場への影響は気にせざるを得ない。

なお、ドル高で発生した失業に関し、「完全雇用の下では直ぐに仕事は見つかるのでマクロで見れば損失は限定的」といった声も見られる。しかし、真っ当に考えれば製造業から非製造業への雇用シフトがシームレスに発生するという想定が現実的とは思えず、そのまま労働市場から退出し、労働参加率の低下に直結する展開が高い蓋然性を帯びているように感じられる。

熱する前に冷やせば風邪を引く

このほか、米金利が上昇したことによって当然、金利感応度の高い不動産(代表的には住宅)への投資意欲はもちろん、自動車に代表される耐久消費財への消費意欲も萎えてくることが予想される。米国の好

¹ U.S. Monetary Policy from an International Perspective, Vice Chairman Stanley Fischer, At the 20th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile (via videoconference) November 11, 2016

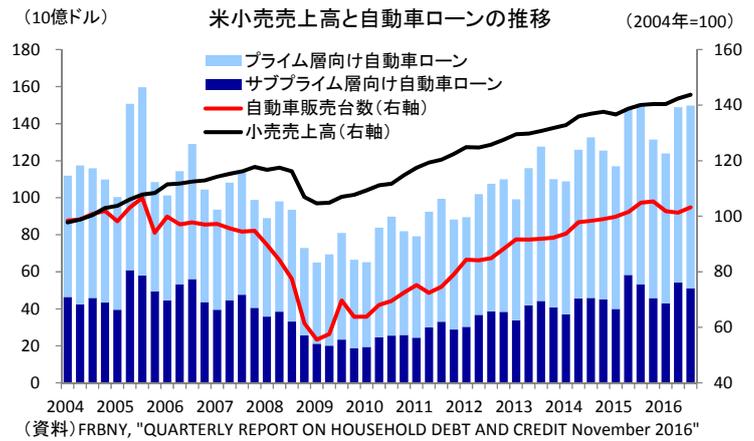
² the "New Normal" and What It Means for Monetary Policy, Governor Lael Brainard, At the Chicago Council on Global Affairs, Chicago, Illinois, September 12, 2016

³ The Dollar in the U.S. International Transactions (USIT) Model, Joseph Gruber, Andrew McCallum, and Robert Vigfusson, February 8, 2016

⁴ Jobs Supported by Exports 2015: An Update, Office of Trade and Economic Analysis International Trade Administration Department of Commerce. April 8, 2016

調な個人消費の背景に自動車販売があったことは比較的良好に知られているが、既に昨年の初回利上げ

を跨いで減速が顕著になっていた経緯がある。その後、今年に入ってから持ち直しが見られているのは実体経済が堅調であったこともあろうが、年初から 9 月末までの間に長期金利が最大で約▲95 ベーシスポイント（≒2.26%－1.32%）も低下したことが寄与しているはずである。これが一時的に自動車ローンの背中を押した可能性は否めないだろう。現状に目をやれば、既に述べたように、11 月の 1 か月だけで最大+70 ベーシ



スポイント（≒2.41%－1.71%）上昇しており、1～9 月期の金利低下分を吐き出した格好となっている。真真正に考えれば、この影響が年明け 1～3 月期以降に顕現化してきても不思議ではない。

以上見てきた米金利高やドル高の悪影響は恐らく実際に発生するだろう影響の一部に過ぎないと思われる。この悪影響をどの程度の現実感と深刻度を持って評価するかが 2017 年見通しの要諦になるのは間違いないだろう。景気刺激効果の発現が 2018 年以降に想定される一方、その副作用としての景気抑制（通貨高・金利高）が日増しに強まっている現状はいわば「熱する前に冷やしている」状況である。熱するまでの時間がまだまだ不透明で時間が掛かりそうなことを思えば、実体経済の失速感が露わになってくる可能性は心配せざるを得ない。熱する前に強く冷やし続ける時間が長ければ、結果的に米国経済が風邪を引くことになりかねず、それは FRB の正常化プロセスにブレーキをかけることになると予想する。

《米金融政策の現状と展望～格差は拡大の一途へ～》

1 年前を思い返すべき

12 月 13～14 日に開催された FOMC は市場予想通り FF 金利の誘導目標を+0.25%ポイント引き上げ、従来の 0.25%～0.50%を 0.50%～0.75%とすることを決定した。しかし、FOMC メンバーにおける政策金利見通し（ドットチャート）に関し、2017 年末の FF 金利予想（中央値）が従来の 1.125%から 1.375%へと引き上げられ、2017 年の利上げ回数の想定が 2 回から 3 回へ上方修正されている。これが市場予想を上回る修正であったことから為替市場では米金利に合わせてドル相場が急伸する動きが見られた。イエレン FRB 議長による記者会見ではトランプ次期大統領の下での財政政策にまつわる質問が多く見られたものの、イエレン議長は極力、我関せずの姿勢を貫くことで乗り切っている。

これまでの本欄で強調してきたように、トランプ政権の財政政策が支出をスタートできるのは最速でも 2017 年秋であり、ここまで引き締まってしまった金融環境に対し実体経済がどのようなリアクションを取るのかが 2017 年前半の注目点となると考えられる。トランプ次期大統領当選後、「世界が変わった」とか「ゲームのルールが変わった」とかいったようなもっともらしい言説を頻繁に目にするが、少なくとも現段階では米実体経済の状況は何ら変わっていないはずである。にもかかわらず、強烈な通貨高と金利高に見舞われていることに関し、懸念が語られなかったことには意外感を覚えた。直情的な反応を示す金融市場はまだしも、FRB までもが不透明なトランプ次期政権の財政政策に賭ける格好で利上げ見通しを引き上げる状況にはやや危うさを感じる。ちょうど 1 年前、「2016 年は 4 回利上げ」との見通しが

流布し、ドル/円相場では **130** 円や **135** 円といった荒唐無稽な予想が跋扈していたことを忘れてはならない。現段階の利上げ見通し引き上げは、決してドル/円の上昇を約束するものではない。

イエレン議長はトランプ次期大統領との関わりを明確に否定

声明文は **11** 月から大きく変わっていないものの、各所の表現が細かく上方修正されている。景況判断は「持ち上がり (**picked up**)」から「拡大 (**expanding**)」に上方修正され、物価判断は「いくらか (**somewhat**) 上昇」から「上昇」とされ、表現をクリアにする変更が見られている。また、トランプ次期大統領の誕生を受けてブレイクイーブンインフレ率 (**BEI**) が騰勢を強めていることと総合的に市場のインフレ期待に関しては「上昇 (**moved up**)」から「かなり (**considerably**) 上昇」へはっきりと上方修正されている。金利見通しを示す部分に関しては、「労働市場の状況とインフレ率の実績及び見通しを考慮し (**in view of realized and expected labor market conditions and inflation**)、委員会は **FF** 金利の目標誘導レンジを **0.50~0.75%** に引き上げることを決定した」とされている。だが、これに続く、「金融政策スタンスは引き続き緩和的であり、そうすることによって労働市場の状況のさらに幾分か引き締めると、**2%** のインフレ回帰を支える」の文言は据え置かれている。

イエレン議長の会見もサプライズはなかった。今回、注目されたドットチャートの上方修正は「非常に控えめなもの」とし、メンバー数人の変更による結果に過ぎないと整理した。あくまで一部メンバーの変更に起因する中央値の上振れであり、全ての参加者ではないとの説明である。つまりは状況が大きく変わったわけではないというのが本音と見受けられる。なお、耳目を集める財政政策の影響に関しては「経済見通しに影響を及ぼし得るが、政策の中身を知るのは時期尚早であるし、財政政策の変更は金融政策見通しに影響し得る様々な要因の一つに過ぎない」と述べ、あくまで最近のトランプラリーとの関連性を否定している。トランプノミクスとは無関係に、「あくまで現状の米経済が強いから利上げした」というのがイエレン議長の本音に最も近いものだろう。 実際、イエレン議長は「現時点で完全雇用を復元するための刺激策として、財政政策は明らかに不要」とまで述べている。

見通し不変で金利見通し引き上げ

上述したように、注目されたドットチャートは明確に上方修正された。イエレン議長は一部メンバーの修正に過ぎないと述べるが、前回

(**2016** 年 **9** 月) は **2017** 年末の **FF** 金利見通しに関し、**1.125%** が **7** 名、**1.375%** が **1** 名であった。この結果、中央値は **1.125%**、つまり利上げ **2** 回との示唆になっていた。だが、今回 (**2016** 年 **12** 月) は **2017** 年末に関し、**1.125%** が **4** 名、**1.375%** が **6**

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年12月時点

	2016	2017	2018	2019	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.3 (1.9~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.1)	1.8~2.0 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.7~2.0)
失業率 (9月時点)	4.7~4.8 (4.7~4.9)	4.5~4.6 (4.5~4.7)	4.3~4.7 (4.4~4.7)	4.3~4.8 (4.4~4.8)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.5 (1.2~1.4)	1.7~2.0 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.8~2.0)	2.0~2.1 (1.9~2.0)	2.0 2.0
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.7~1.8 (1.6~1.8)	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB

名となっている。この結果、中央値は **1.375%**、つまり利上げ **3** 回との示唆に変わっている。イエレン議長の説明はもつともだが、前回比較で **5** 名も「利上げ **3** 回派」が増えた以上、市場参加者は利上げ見通しの明確な上方修正と受け止め、取引を進めざるを得ない。なお、今回発表された **FRB** スタッフによる経済見通しは決して **9** 月時点から大きく引き上げられたわけではなく、むしろ横這いの印象が強い (前

頁表)。利上げ見通しが引き上げられるほど経済見通しが上方修正されているわけではない以上、やはり今回のドットチャートはトランプラリーに便乗した部分が小さくないように思えてならない。また、これまで慢性的に引き下げられてきた長期成長率見通し（いわゆる潜在成長率見通し）も今回引き上げられている。次期大統領が変わり、その政策の内容が全く不透明な段階で潜在成長率の見通しまでもが引き上げられることには疑問が残る。

FF 金利は世界の資本コスト

過去 1 か月強で起きている金利とドルの上昇を前に、FRB がこれをフォローするような情報発信を行ったことは驚きであった。米 10 年金利は最大で 2.6% 以上に上昇しているが、これは 11 月の最低値 (1.71%) から約 +90 ベーシスポイントの上昇である。結局、今回の FOMC 声明文やドットチャートそして記者会見を見る限り、現在の FRB はこれを容認している。しかも、イエレン議長の発言を踏まえる限り、それはトランプノミクスにおける景気刺激を勘案せずとも実体経済の地力が強いので容認可能という整理である。素朴な疑問だが、これほどの金利急騰を経ても金利見通しを引き上げる余力があるというのであれば、今年利上げできるチャンスは幾らでもあったということにはならないだろうか。ちなみに前回の利上げを跨いだ昨年 10~12 月期を例に取れば、米 10 年金利は期中の安値 (1.90%) から高値 (2.37%) で約 +50 ベーシスポイント上昇している。これに対し、今年 10~12 月期は安値 (1.59%) から高値 (2.58%) で約 +100 ベーシスポイント上昇している。こうした金利上昇を受けて、金利感応度の高い消費・投資が鈍化し、1~3 月期以降の米国経済が停滞するという恐れはないのだろうか。そもそも漸次的な利上げを志向してきた背景にはそのような副作用への懸念があったのではなかったか。

また、FF 金利やこれに付随するドル相場は「世界の資本コスト」に直結することを忘れてはならない。今後、ドル建て債務を抱える新興国は自国通貨安が重なる上に、米金利水準まで引き上げられることになる。この流れが続いた場合、どこかで対外経済部門に支障をきたす国が現れても不思議ではないだろう。基軸通貨であるドルが自国都合だけで金融政策の正常化に邁進し、ドル高を容認し続けるには、その結果として発生する資本流出や通貨安に耐え続けられる新興国の存在が不可欠である。FRB が利上げを継続していくためには、米国の景気回復が新興国の対米輸出加速という形でスピルオーバーし始め、新興国でも顕著な景気回復が見られることが必要と思われる。しかし、トランプ次期大統領の誕生以降、ひたすら新興国通貨が売られ続けている動きを見る限り、そのようなシナリオを信じている市場参加者は多くないように思われる。引き続き筆者は、足許の米金利急騰とこれに伴うドル相場急騰の持続可能性を過信すべきではなく、反落に備えた方が良いとの立場を取っていきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～軽視できない米通貨政策によるけん制～》

来春以降の転換を警戒

前月より述べるように筆者は 11 月以降のトランプノミクス相場を前にして「このトレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」よりも「このトレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」が重要と考えている。大統領選挙以前までは、米国（に限らずあらゆる先進国）の中立金利（≒潜在成長率）低下が 1 つのテーマとなってきたはずであり、そうした状況では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いう考え方が大勢だった。確かに、トランプ次期大統領誕生は大きな出来事だが、そこに一国の潜在成長率がジャンプアップするほどの確信を見出せるものだろうか。少なくとも、当

選後に示されている同氏の内向き志向を見る限り、筆者は自信が持てない。大統領選後に約+100 ベースポイントも上昇した長期金利やこれに連れて急騰したドル相場は多かれ少なかれ 1~3 月期の米経済に後ろ向きの影響を与えるはずである。特に、住宅などの不動産や自動車などの耐久消費財に対する消費・投資意欲は金利感応的なものであり、しかも景気を左右しかねないセクターである。現段階では、これらに対する芳しくない影響が露わになるであろう 4~6 月期以降のドル相場に関し、反落を見込みたいところではないか。

また、政治的にも 3 月 17~18 日にはバーデン=バーデン（ドイツ）で 20 개국財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）が開催され、4 月中旬にはトランプ政権にとっては初めてとなる米為替政策報告書が公表される。これほど一方的な相場が来春にかけて続いたとして、米財務省ひいてはトランプ次期大統領は黙っていられるだろうか。既にドルインデックスは「強いドルは国益」で知られるルービン元財務長官を擁したクリントン前大統領後期の水準に差し掛かっている。これほどの動きに過剰感を覚えない方が難しい。また、基軸通貨ドルにおける「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なるという論点も全く消えていない。新興国が荒れれば、FRB は利上げできない。過去 1 年間で嫌というほど見てきた光景である。

これらの基本認識に立ち、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筆者は引き続きメインシナリオと考えている。しかし、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 ・米景気回復を受けて新興国も復調へ	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、露骨な通貨高けん制 ・金利高&ドル高を抑制するために財政抑制	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	・Brexit方針自体が不明。 ・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

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前頁表であり、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：トランプノミクスの「正の側面」だけが残る展開

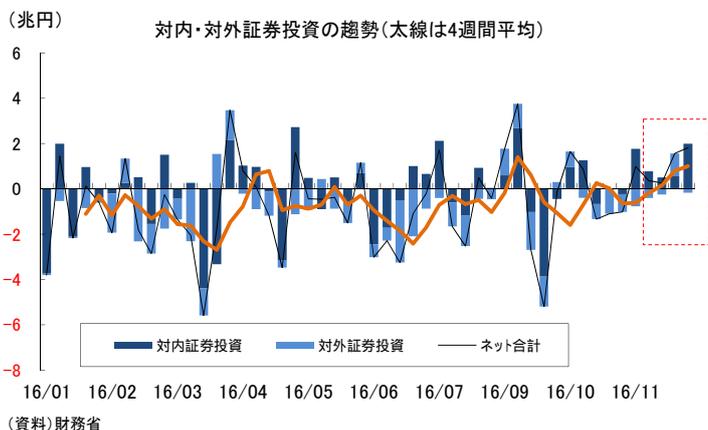
まず、円安リスクから整理しておきたい。今後 1 年をかけて 100 円付近へ回帰するというメインシナリオにとって、最大の円安リスクは①FRB 正常化の加速と②新大統領の経済政策に他ならない（正確には「新大統領の経済政策」は上下双方にとって大きなリスクと考えている）。

実際、12 月 FOMC は①のリスクの一端を示す出来事だったと言える。既に述べたように、12 月 FOMC におけるドットチャートは 2017 年中の利上げ予想（中央値）に関し、従前の 2 回から 3 回へ引き上げられる動きが見られた。イエレン議長によれば一部メンバーがトランプノミクス（≒財政出動）の効果を前倒しで織り込んだことが影響しているとのことだが、同議長が述べるように、その実態はまだ不透明感に包まれている。上述したように、1~3 月期までは前のめりムードが続く恐れがあるため、3 月 FOMC でも無為にタカ派色の強い情報発信（例えば 3 月利上げしつつ、年 3 回、つまり計 4 回シナリオなどの示唆）が行われる可能性がある。その場合は本欄で想定している予想レンジを大きく上抜け、125 円付近

を窺う展開になっても不思議ではない。むしろ、筆者はそのような動きは異常と考え、戻り売りを推奨したい立場だが、意外にも米実体経済の地力が強いというアップサイドリスクはゼロとは言えない。

また、②に関しては依然として確たる情報が無い以上、アップサイドリスクでもあり、ダウンサイドリスクでもある。仮に、1月20日の就任を境としてトランプ大統領がこれまで口にしてきた他国への通貨安批判を含めた保護主義的政策を自重する立場を取った場合、トランプノミクスの「負の側面」が相対的に後退し、「正の側面」である財政出動や減税といった部分のみが取引材料として残る。そうなればドル高相場は一段と加速するだろう。徐々に明らかになっているトランプ政権の閣僚人事は米大手投資銀行出身者が多く、ドル高が容認されそうな雰囲気は確かにある。保護主義姿勢が大統領候補ないし次期大統領としてのポーズに過ぎなかったとしたら、2017年そして2018年とドル高が延命する芽が出てきてしまうだろう。だが、ツイッターなどを通じた情報発信で示されている国内製造業に対する保護姿勢を見る限り、トランプノミクスの「負の側面」から目を逸らすのはやはり危険に思われる。そのほか、トランプノミクスで打ち出される財政政策が市場予想を凌駕する規模であった場合やその乗数効果が意外にも高いものであった場合も②のリスクに類するものである。

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、円金利がイールドカーブコントロールにより人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスを加速させるのであれば、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改善する。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。しかし、11月に入ってから対外証券投資を見れば、むしろ買い越しが細り、売り越しが進んでいる(図)。これは米金利急騰を受けてリスク許容度が毀損された本邦投資家が多いからではないかと推測される。また、長期金利ペッグを介した日米金利差拡大、その結果としての円安・ドル高を「実質的な為替介入」と形容する向きもある。日米金利差があからさまに拡大し、これに付随してドル/円相場が上昇し続けた場合、むしろ米国の琴線に触れるリスクが高まる可能性はあろう。

円高リスク：ドル高が馴染まない「America First(アメリカ第一主義)」

片や、円高リスクも小さくはない。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)。繰り返し論じてきたように、当選後も含めたトランプ次期大統領の言動を振り返る限り、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、やはり相当な疑問がある。実際、公約通り環太平洋経済連携(TPP)協定離脱の意思表明は既に行われているわけで、この方向で通商政策が突き進んでいくと考えるのが自然に思われる。国内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となる。財政政策と違い、通貨・通商政策は大統領権限で迅速な意思決定が可能

であることを踏まえれば、就任当初の早い段階で自身の支持層にとって訴求力の強い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。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はある。

また、大統領の口から直接けん制が行われなくとも、米財務省ないし米財務長官の言動には要注意である。来年3月17～18日にはドイツのバーデン＝バーデンでG20が開催される。今年を振り返ればG20の場でルー米財務長官と麻生財務大臣の舌戦がクローズアップされることがあった。米国の通貨・通商政策への注目が殊更高まっている現状を踏まえれば、そのような動きに相場は神経質に反応するだろう。また、来年4月中旬に公表予定の為替政策報告書は当然、ドル高けん制の有無が極めて大きな注目を集めるはずだ。同報告書は今年10月の公表時点でも、日本に向けた記述が相応に厳しいものとなっており、全体としても「監視リスト」に1か国（スイス）が加えられる動きが見られた。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、これまでの流れや現水準を見て、米財務省の通貨高警戒が高まることはあっても緩まることはないと考えるのが普通に思われる。世界がリベラルな政策から距離を取り、ナショナリズムの度を強めようとしている中、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ことを忘れてはなるまい。

なお、その他の円高リスクとしては欧州の政治リスクには強い留意が必要である（⑥のリスク）。イタリアの憲法改正可否を問う国民投票が否決に終わったことで、**2017年**はドイツ、フランス、イタリアというEU3大国全てで総選挙が行われる可能性が出てきた（表）。この上で3月にはオランダ総選挙、4～5月にはフランス大統領選挙も待ち受けている。少なくともイタリアで解散総選挙が実施された場合、反EU政党である五つ星運動率いる勢力が政権を奪取する可能性が現実的に見え始

2017～18年の欧州政治イベント

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
	10月	ルクセンブルグ総選挙、チェコ総選挙
2018年	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

めており、その場合はユーロ離脱を問う同国の国民投票まで視野に入れたリスクオフ相場に至る可能性がある。なお、イタリア以外に関して心配される展開を紹介しておけば、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。

また、英国のEU離脱（Brexit）に関しては、そのスケジュールへの不透明感が強まりつつある。議会関与を求める司法判断によってメイ英首相が掲げていた「2017年3月までにEUへ離脱通知」との基本方針が座礁しかかっており、その後のスケジュールも見えずじまいである（一部ではBrexit方針の撤回を2017年のブラックスワンとして予測する声まであがっている）。逆に、Brexitが履行されるにして

も、今年断続的に懸念されたように、それが市場の想定よりも激しいものになればリスク回避的に円買いが進む可能性は残るだろう。

以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、やはりトランプ次期政権下での経済政策、特に通貨政策がどう転ぶのかが、見通し作成上、最大のリスクと言って差し支えない。現時点でこのリスクは上下双方向に大きく拡がっており、決め打ちは危険である。だが、これまで漏れ伝わってきた情報を総合すれば、トランプ次期大統領がドル高を許容する可能性よりも拒絶する可能性の方が高いと考えるのが自然であろう（そういう姿勢だからこそ当選したのだから）。また、欧州の政治リスクは、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に思われ、やはり円相場を押し上げる要因として見逃せない。11月以降の相場があくまで本人不在の相場つきであることに鑑みれば、当面は利益確定の動きを除けば、トランプトレードを遮る材料は見出しにくい。ゆえに、本欄の想定に反して年度内に **120** 円にタッチする可能性は否定しかねる。だが、そのようなムードだからこそ、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と考えたい。

◆ 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～

《ECB の金融政策運営～2016 年は「QE の終わり」を告げる年に～》

機動性を増した拡大資産購入プログラム (APP)

12 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。注目された拡大資産購入プログラム (APP) のパラメーター修正に関しては **2017 年 3 月末**としていた期限は **9** か月延長し **12 月末**まで実施する方針へ、現在の月額 **800 億**ユーロの購入額に関しては来年 **4 月**以降、月額 **600 億**ユーロへ縮小する方針へ変更された。

決定を受けた為替相場は **800 億**ユーロから **600 億**ユーロへの縮小を量的緩和 (QE) の縮小、いわゆるテーパリングと捉え急騰したが、これは一時的な動きに止まった。期限終了時点での仕上がり総額を比較すれば、市場予想通りに月 **800 億**ユーロで半年延長の場合は「**800 億**ユーロ×**6**か月=**4800 億**ユーロ」であったのに対し、今回の決定は「**600 億**ユーロ×**9**か月=**5400 億**ユーロ」となり、厳密には市場予想を超える緩和的な決定と言える (「月間購入額の縮小に全く意味は無い」とドラギ ECB 総裁は強調している)。理事会では「**800 億**ユーロで半年延長」案も議論された模様だが、デフレ状況からの脱却が見込まれる状況下、今回の案が幅広い合意を得たとされている。市場でも徐々にこの点が見直され、結局ユーロ相場は軟調に推移している。

ドラギ総裁も会見で述べるように、あくまでテーパリングとは **QE** 終了を見据えた購入額の縮小であって、今回の決定は明らかにそうしたものではない。元より、理事会が内部の関連委員会に指示していた内容は「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」することであり、その実は延命策を検討せよというのが本音であったと見られる。「月間購入額を減らして期間を延ばす」という、いわゆる「薄く・広く」する修正は理事会の希望に正面から応える解決策であったことは間違いない。また、従来から市場で予想されてきた購入対象年限と購入対象金利も修正されており、前者に関しては償還期限が最低 **2 年**であったものが **1 年**へ、後者に関しては預金ファシリティ金利 (現在は **▲0.40%**) 以下の債券でも購入可能と変更されている。月間購入額の縮小に加え、こうした年限や金利の修正も行ったことで、APP の実施は機動性を増したと考えられる。

評価すべきは決定のタイミング

声明文や記者会見を見る限り、今回の決定が引き締めの対応ではないと強調することに多くの時間と体力が割かれていた印象を受けた。「テーパリングは全く議論していない」と述べるドラギ総裁に対し、記者から「総裁はテーパリングではないと言うが、市場はそう思っていない。本日の決定とテーパリングの違いをはっきりと説明して下さい」といった質問が見られているように、今会合の最大の注目点は購入額の縮小をどう評価するかにある。ドラギ総裁はこの質問に対し「言葉というのは誰が使うかによって様々な意味があります。しかし、その言葉 (テーパリング) を中立的な目を見た場合、購入額が徐々にゼロに向かっていくということを意味します。そうしたことは議論しておりませんし、実際のところ、これまで議論の俎上に上ったこともありません」と回答している。この回答が全てであり、最終的に出口を見据えた量の縮小こそがテーパリングの真の定義に近いはずであり、そうした意図は今の

ECBには全く無いことをドラギ総裁は繰り返し強調している（なお、その意味でのテーパリングに関しては、理事会の1人たりともそのような提案はしていないとも述べている）。

このほか、「今後の状況次第では、プログラムの量や期間を拡大することができる」と強調しておりますが、逆に状況が予想以上に改善すれば、量や期間を縮小することがありうるのでしょうか」といった引き締め方向の決定を意識した質問が見られているが、これに対してもドラギ総裁は「そのようなことは本日、全く議論していない。我々はそのような（引き締めのような）ハイクラスの問題からは程遠い状況にある」と一蹴している。今回の減額措置があくまで引き締め対応ではないことは、声明文の「もし見通しが不利な状況に悪化したり、金融環境が物価の持続的な調整に向けた一段の進展に整合的ではないものになったりした場合、理事会はプログラムの規模拡大や購入期間の延長を決定する意思がある」といった一文にも表れている。この点は、総括的検証を経た日銀の対応と酷似している点だろう。

今回の決定に関し、最も評価されるべきは、このタイミングで決定を下したということかと思われる。ドル高・米金利高・株高というトランプラリーが勢いづいている今ならば、「テーパリング的な」決定を下してもユーロ相場の上昇は押さえられる。トランプ次期大統領就任後、ドル相場が反落し始めてから今回の決定を下していた場合、ユーロ相場の騰勢はより大きなものになっていた可能性が高く、ECBはそれに対応する手段を持ち得ずに四苦八苦しただけである。そもそも600億ユーロから800億ユーロへの拡大を決定したのが僅か9か月前の今年3月であることを踏まえれば、ECBの政策運営が量を拡大していく上での技術的な壁に直面しているという事実はやはり覆い難いものがある。後退的な修正が必要であれば、今のうちにやっておくべき、という認識があったのだとすれば、それは非常に賢明な選択であったと思われる。

33%ルールの削除はハードルが高い模様

また、長らく期待が燻っていた購入対象年限と購入対象金利が修正されたことで、残るパラメーターとして issuer limit（発行者上限）及び issue limit（銘柄上限）に関する33%ルールの緩和に注目する質問も見られた。正確には購入対象年限と購入対象金利を修正したのに、33%ルールを修正しなかった理由は何かを問うものであった。これに対し、ドラギ総裁は「理事会は法的且つ組織的な制約について意識を高めており、そうした状況に照らせば、預金ファンリティ金利に係る制約撤廃の方が望ましいと判断した」と述べている。これは集団行動条項（CAC）に照らした判断を強調したものである。2013年1月以降に発行されたユーロ圏の1年以上の国債にはCACが付帯されている。CACが付帯される国債の債務再編は、1銘柄の発行残高の75%以上、1発行体残高の2/3以上の保有者が賛成した場合、残り25%以下ないし1/3以下の保有者に対しても債務再編へ強制参加を促せることが可能になる。そのためECBの保有がその基準を超えてしまうと、債務再編阻止が可能な少数持分保有者(blocking minority)となる。この場合、仮に、ECBが債務再編に賛成すれば財政ファイナンスの疑念を招き、反対すれば当該国の再生を阻害することになる。中央銀行がこうしたセンシティブな論点に関与すべきではないことは明らかであるために設けられたのが33%ルールである。現状では、APPの円滑執行のためとは言っても、これを破ることは憚られるというのがECBの基本的立場と見受けられる。

この論点に関しては他にも質問が見られている。ある記者は「メルシュ理事は、ECBが自らに課している制約がある限り、欧州司法裁判所はECBの政策手段を適法と判断していると仰いました。今回、そうした制約の一部を修正したわけですが、そのような決定が再び法的問題に至るという懸念はな

いのでしょうか」と質問している。この点、「今回削除した制約はメルシュ理事が言及した制約ではない。異なるものだ」と述べている。裏を返せば、こうしたやりとりを踏まえる限り、**33%ルール**の撤廃は年限や金利といったパラメーターに比較して修正のハードルが法的に相当高いものと推測される。

なお、深いマイナス金利での債券購入を許容する結果、各国中央銀行（特にドイツを筆頭とする健全国の中央銀行）が将来的な含み損を抱えやすくなるため、批判があるのではないかとの質問も見られた。これに対しては、「それはその通りだが、我々の目標は物価の安定であって、中央銀行の利益を最大化することではない」と述べ、全く取り合わない姿勢を見せている。この点、今回の延長提案に反対したと報じられているバイトマン独連銀総裁とは大きな溝がありそうである。

2016年は「QEの終わり」を告げる年に

理事会の決定を受けて、当日の英フィナンシャルタイムズ紙は「終わりに近づく量的緩和の時代（**Era of quantitative easing is drawing to a close**）」と題した記事を報じている。改めて言及するまでも無く、今回の**ECB**の決定は今年9月の日銀による総括的検証の後追いであり、**2016年**は「**QEの終わり**」を告げる年であったと言って差し支えないと思われる。その代わりに台頭し始めたのが財政拡張による景気刺激であり、トランプノミクスに期待する相場つきがこれを体現している。とはいえ、ドラギ総裁が強調するように、**2017年**の欧州の政治日程それ自体が不透明感の元凶となっている以上、中央銀行としては出来ることは「気をつけて対処し続けること（**to keep a steady hand**）」であり、前進は難しくても極力後退したと思われぬようにしなければならない。その意味で、今回の「薄く・広く」する修正は最適な決定を最適なタイミングで下したと言えそうである。

しかし、今後も**APP**を巡っては議論が止むことはないだろう。今回改定されたスタッフ経済見通し（表）によれば、ユーロ圏消費者物価指数（**HICP**）はエネルギー価格の復調などを背景に**2017/18/19年**にかけて**+1.3%/+1.5%/+1.7%**と復調見通しが示されているが、ドラギ総裁は**2019年**の**+1.7%**ですら「**+2%以下だがそれに近い水準**」の目標に合致するものではないと述べている。

ECBのスタッフ見通し(2016年12月)

	2016	2017	2018	2019
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2016年9月)	0.2~0.2 (0.1~0.3)	0.8~1.8 (0.6~1.8)	0.7~2.3 (0.8~2.4)	0.9~2.5 -
実質GDP (前回:2016年9月)	1.6~1.8 (1.5~1.9)	1.1~2.3 (0.7~2.5)	0.6~2.6 (0.4~2.8)	0.4~2.8 -
消費支出	1.7	1.5	1.5	1.4
政府支出	2.0	1.3	1.1	1.1
総固定資本形成	3.0	3.1	3.1	2.7
輸出(財・サービス)	2.7	3.7	3.9	4.0
輸入(財・サービス)	3.3	4.1	4.3	4.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は16年が1.11、2017~19年が1.09。

とすれば、少なくとも期間の延長は**1年後も不可避**と思われ、来年央以降、規模と期間を巡る議論が再び市場で盛り上がる可能性は高い。その際、現在見られているようなトランプラリーが続いていれば、波乱無く、再び「薄く・広く」する修正で乗り切れるかもしれない。しかし、トランプノミクスに対する期待が剥落し、米金利低下・ドル安となっていた場合、同様の決定はユーロ相場の急騰を招くことになるだろう。トランプ政権下での財政出動が最速**2017年10月**以降にしか見込めないことを踏まえれば、そのような展開に至る可能性は高いと筆者は懸念している

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、确实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。