

中期為替相場見通し

2017 年 2 月 28 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～トランプノミクスを信じきれない市場参加者～

日米首脳会談と為替～「大人の対応」はスタンダードになるのか？～

P.3

米金融政策の現状と展望～ドル高に阻害される正常化プロセス～

P.4

円相場の基礎的需給環境～トランプラリーに乗らない日米資本フロー～

P.6

メインシナリオへのリスク点検～世界的に歓迎されるドル安相場～

P.11

ユーロ相場の見通し～緩和を巡る環境は窮屈なものに～

ECB の金融政策運営～慢心は見られず～

P.16

ユーロ圏経済の現状と展望～ユーロ圏を縛るドイツー強問題～

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

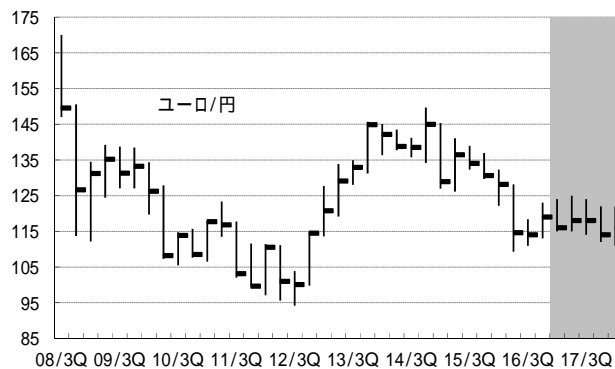
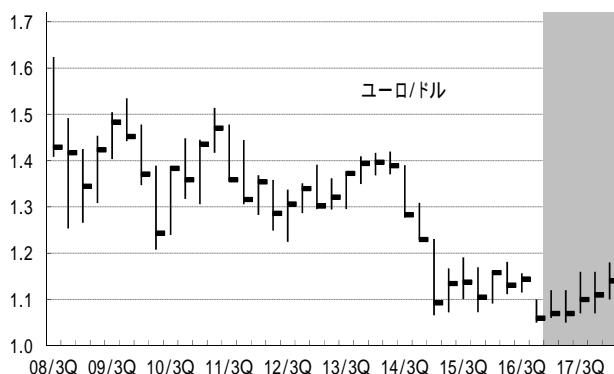
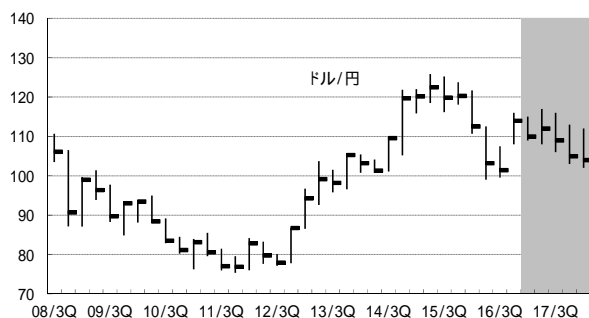
ドル/円相場はトランプ米大統領の下での通貨・通商政策によって上値の重い状況が続いている。2 月に入ってから FRB の情報発信は、イエレン FRB 議長を筆頭として明らかにタカ派へと傾斜しているがドル/円相場はこれに全くなびいていない。大統領を筆頭として財務長官やその他閣僚におけるドル安志向が嫌気されているのだろう。なお、日米の証券投資統計から確認できるリアルマネーは元よりトランプラリーに与しておらず、筆者が抱えてきた基本認識とも合致する。結局、トランプノミクスの持続性を信じるに足る材料に乏しいのが実情であり、上値追いには米金利とドルの急騰をもたらした拡張財政について確たる情報が必要である。この点、少なくとも 2017 年中にそのポジティブな影響が顕現化しそうなことはムニチューチン米財務長官も吐露している。本欄で述べてきた通り、「分かりもしない財政出動の影響」などより「既に起きてしまったこと(米金利高&ドル高)の悪影響」の方がよほど差し迫った論点であり、今後、時間をかけながら市場(ひいては FRB)はこれを認識していくはずだ。「行き過ぎたドル高の調整」という問題の所在は全く変わっていないことを今一度強調したい。

片や、ドル高の勢いが失われている割にはユーロ相場の戻りは浅い状況が続いている。ひとえに政治リスクが意識された結果と考えられ、特にフランス大統領選挙に関し、極右候補であるルペン氏の優勢が伝えられる度にユーロが売られている。少なくとも 4~5 月の同選挙を乗り越えるまでユーロが買われるのは難しいだろう。また、メルケル連立政権の劣勢を伝える報道も見られており、今秋のドイツ総選挙からも目が離せない。なお、現在のユーロ圏が抱える最大の問題は対米貿易黒字を敵対視するトランプ政権との付き合い方もさることながら、やはり加熱化するドイツ経済を如何に巧く管理していくかである。既に ECB の政策運営はドイツ一強の現状に手を焼き始めているように見受けられ、これを助長するユーロ安も実のところ歓迎しにくいという事情が透けて見える。かかる状況下、ユーロ圏としても過度なドル高は愉快ではないという事情もあり、ECB は軽々に追加緩和を決断するのは難しいと推測される。そうしたユーロ圏経済の現状や展望そしてトランプ政権下での通貨政策の方向性なども合わせ見れば、引き続きユーロ相場の一方的下落を予想するのは難しい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1~2月(実績)	3月	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2018年 1~3月期
ドル/円	111.59 ~ 118.60 (112.62)	109 ~ 115 (110)	108 ~ 117 (112)	106 ~ 116 (109)	103 ~ 113 (105)	102 ~ 112 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ~ 1.0829 (1.0580)	1.04 ~ 1.10 (1.05)	1.03 ~ 1.10 (1.05)	1.05 ~ 1.13 (1.08)	1.05 ~ 1.13 (1.09)	1.08 ~ 1.16 (1.11)
ユーロ/円	118.25 ~ 123.71 (119.10)	115 ~ 124 (116)	115 ~ 125 (118)	114 ~ 124 (118)	112 ~ 122 (114)	111 ~ 122 (115)

(注) 1. 実績の欄は2月28日までで、カッコ内は2月28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～トランプノミクスを信じ切れない市場参加者～

《日米首脳会談と為替～「大人の対応」はスタンダードになるのか？～》

「大人の対応」は今後のスタンダードになるのか？

2月10日、安倍首相はホワイトハウスでトランプ米大統領と会談した。総じて日米同盟と経済関係を強化する方針で一致し、同行した麻生副総理とペンス副大統領の会談では財政政策や金融政策、貿易や投資など広範な分野で包括的に議論する対話の枠組みを新設することでも合意が見られている。共同記者会見でトランプ大統領はこれまで目の敵のように言及してきた日本の自動車企業について、米国内での生産を評価する旨の発言をしており、市場参加者にとって今回の会談の最大のテーマだった日本の対米貿易黒字や円安には言及がなかった。もちろん、「言及がなかった」ことをもって「円安・ドル高を容認した」とまで解釈するのは飛躍である。後述するように、「新たな経済対話」がどう転ぶかを注視する必要はあり、そもそもトランプ大統領の為替に対する問題意識が変わったようには見えない。しかしながら、トランプ大統領から露骨な外交・経済・金融上の圧力をかけられずに友好ムードのまま会談を終えられたこと自体、注目の首脳会談は成功裏に終わったという評価にはなりそうである。

ちなみに、日米首脳会談の直前にトランプ大統領は就任後初めて中国の習近平・国家主席と電話会談し（中国と台湾がともに中国に属するという）「一つの中国」政策を尊重する方針を表明している。就任以来、不穏な関係にあった米中関係に関し一旦手打ちにするような動きと言える。通貨安により対米貿易黒字を膨らませる「悪」として日中を語ってきた従前の流れが変わったようにも見受けられ、こうした「大人の対応」が今後のスタンダードになるかどうかは為替相場を読む上でも重要な論点となる。

金融政策の「読み」に「対米配慮」が必要な時代に？

筆者は、今回の首脳会談を終えても尚、円高警戒を解くべきではないと考えている。麻生・ペンス両氏による新たな経済対話では(1)財政政策、金融政策などマクロ経済政策の連携、(2)インフラ、エネルギー、サイバー、宇宙などの協力、(3)2国間の貿易に関する枠組みの3項目を取り上げることで一致している。このうち、市場参加者としては、やはり「財政政策、金融政策などマクロ経済政策の連携」がどのような展開を招くのかを気にせざるを得ない。

「インフラ、エネルギー、サイバー、宇宙などの協力」や「2国間の貿易に関する枠組み」までは2国間の交渉や合意で何らかの互惠関係が築けるとしても財政政策や金融政策は国内経済の安定を一義的な目的として運営される筋合いにある。決して外国政府に「お伺い」を立てなければいけないテーマではない。むしろ、常に「相手がある話」となる為替市場では為替介入や資本規制など、変動相場制と相反するような措置について最低限の国際的合意は必要である。この点、昨年来のG7/G20では「競争的な通貨切り下げは許されないが、自国経済目的の金融緩和の結果としての通貨安は不可抗力」という紳士協定が敷かれていた経緯がある（にも拘らず、1月はトランプ大統領が他国の金融政策と通貨安の関係に公然と不満を漏らしたことで市場が動揺したのは周知の通りである）。今後、日米関係で各国に主権が委ねられているべき裁量的なマクロ経済政策である財政・金融政策が二国間交渉の対象になってくるようなことがあるのならば、やはりG7/G20における紳士協定との齟齬が気にかかるころではある。

もちろん、現実的には「両国経済のファンダメンタルズを反映した財政・金融政策を実施すること」以上の取り決めは難しいのだろう。だが、少なくとも、両国財務相の間で何らかの「連携」を模索するような議論が交わされる以上、日銀の「次の一手」を読む上で政治的要素（≡対米配慮）が無視できないもの

になることは避けられない。極論すれば「米国が嫌がるから追加緩和はできない」といったような論調は今後、頻繁に見聞きすると思われる。事実はどうあれ、為替相場でそれは材料になる。

しかし、歴史を振り返れば、日銀が金融緩和に踏み切るのは往々にして円高・株安が進んでいる局面であった。その意味で金融政策と言いつつも通貨政策の色合いが相当に強かったことは否めない。明示せずとも通貨（為替）を念頭に金融政策が調整されてきた以上、「相手がある話」として国際経済外交の舞台に引っ張り出されるのは必然の帰結と言えはその通りなのかもしれない。

為替への問題意識が改まったとは言えず

既に述べたように、トランプ大統領自身、為替への問題意識を改めたようには見えない。共同記者会見で同氏は公正な対中貿易環境を望むという文脈で「私は長い間、通貨切り下げに関し不満を訴えてきた」と述べ、「最終的には、そしておそらく人々が考えているよりもかなり早い時期に、われわれは皆、公平な競争環境にある」と結んでいる。この点、わずか10日前（1月31日）には「他国は資金供給と通貨切り下げで有利な立場にある。日本は通貨安誘導を繰り返して、米国はばかを見ている」と述べていたことが思い返される。結局、当該国の首相を前にして批判は控えたということではないのか。

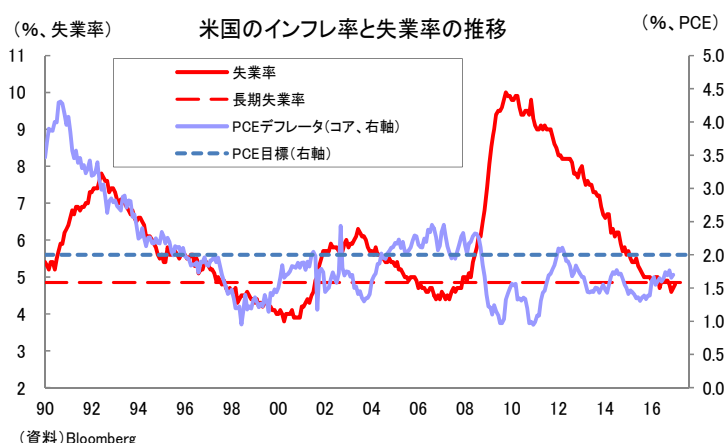
新たな経済対話のチャンネルとして「財政政策、金融政策などマクロ経済政策の連携」がどのような形をもって運営されていくのかはまだ分からない。だが、トランプ大統領が現状に対して思うところがあるからこそ、わざわざ「財政政策、金融政策などマクロ経済政策の連携」が打ち上げられたはずである。今後は「トランプ大統領はドル高も貿易赤字も好きではない」という共通認識を両国で共有した上で、如何に巧い関係を築けるかが重要になってくるのではないのか。そこで示唆される為替相場の方向感やはり円安・ドル高よりも円高・ドル安の可能性が高い。首脳会談がとりあえず友好ムードに終わったことは何よりだが、今回の首脳会談を経て、ドル/円相場を下支えするような話が出てきたという安堵感は少なくとも筆者は持っていない。

《米金融政策の現状と展望～ドル高に阻害される正常化プロセス～》

明らかなタカ派

2月14日、イエレンFRB議長は上院銀行委員会では半期に一度の議会証言を行った。この議会証言における情報発信は、これまで見られたような「どちらかと言えばタカ派」と言ったようなものではなく、「明らかにタカ派」と言って差し支えない発言となり、ドル相場の押し上げに繋がった。証言においてイエレン議長は「緩解除を長く待ち過ぎるのは賢明ではない。待ち過ぎればFOMCは最終的に急激な利上げを迫られる可能性がある

あり、経済をリセッションに追いやる恐れがある（waiting too long to remove accommodation would be unwise, potentially requiring the FOMC to eventually raise rates rapidly, which could risk disrupting financial markets and pushing the economy into recession）」と述べ、目先の利上げが必要である旨を



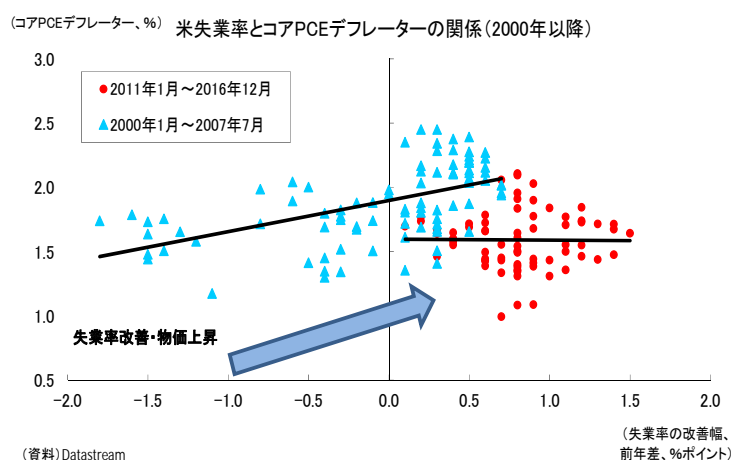
主張した。また、それに加え「今後数か月以内にバランスシート戦略について協議する」とも述べ、いよいよバランスシートの正常化に言及があった。今次ドル高局面の起点が**2013年5月**のバーナンキ前FRB議長による量的緩和（QE）縮小を示唆する発言であったことを思い返せば、こうしたイエレン議長の議会証言を受けて市場でドル買いが勢いづいたのは無理もない。

確かに、雇用最大化と物価安定という「**2つの責務（デュアルマンドート）**」に照らせば引き締めを検討するだけの材料は揃ってきているようには見える（前頁図）。特に、過去**3年間**、FRBの正常化プロセスの論拠になってきたのは雇用環境の改善であり、直近**1年**ではこれが完全雇用状態に近づいているとの評価も頻繁に目にするようになった。その評価と平仄を合わせるようにコア個人消費支出（PCE）デフレーターに代表されるインフレ指標も前年比**+2%付近**で推移しており、「完全雇用状況がラグを伴ってインフレ率を押し上げる」との想定が正しいとすれば、現時点での引き締め検討は筋が通る話となる。

危うい利上げの論拠

しかし、本当にその想定が正しいのかという基本的な問いは考えたいところである。周知の通り、完全失業率やこれと整合的な潜在成長率の推計は困難を伴う。現実的には、雇用改善が進んで失業率が限界付近まで下がったと言われるにも拘らず、賃金やコアPCEデフレーターの伸びはあくまで遅々とした動きにとどまっている。この状況に対しては①物価はこれからラグを伴って上がってくる、②そもそも完全雇用状態には遠いという2つの考え方があり得るが、完全失業率推計の困難さや利上げの持つ重要性を踏まえると②の可能性を気にかけたいところではある。

現在のFOMC執行部でハト派筆頭格のブレイナードFRB理事は昨年**9月12日**の講演で「ニューノーマルの重要な特徴（Key Features of the "New Normal"）」として**5点**を掲げているが、その最初の**2つ**として示されたのが①下振れするインフレ率とフラット化するフィリップス曲線と②予想されたよりも大きい労働市場の Slack だった¹。どちらも現在の利上げ路線の論拠となっている雇用環境の改善に疑義を呈するものであった。ブレイナード理事の述べるよう



に、金融危機以降、失業率とインフレ率の相関は弱く、フィリップス曲線はフラット化している（図）。

もちろん、FRBの推計が正しく、イエレン議長が述べるような「急激なインフレ率の上昇」が俄かに起きる可能性もあるが、少なくとも労働参加率が歴史的に低下し、広義失業率（U-6失業率）なども高止まりしている中で、本当にそのようなことが起きるのだろうか。大統領選以降の金利・為替市場（及びFRB）で想定される利上げペースにはやや性急さを覚える。

¹ 具体的にその5点とは、下振れするインフレ率とフラット化するフィリップス曲線(Inflation Has Been Undershooting, and the Phillips Curve Has Flattened)、予想されたよりも大きい労働市場の Slack (Labor Market Slack Has Been Greater than Anticipated)、強い金融市場の波及経路を背景とした海外市場の影響拡大(Foreign Markets Matter, Especially because Financial Transmission is Strong)、当面続きそうな非常に低い中立金利(The Neutral Rate Is Likely to Remain Very Low for Some Time)、非対称的な政策オプション(Policy Options Are Asymmetric)、とされている。

ドル高によりブレーキがかかる正常化プロセス

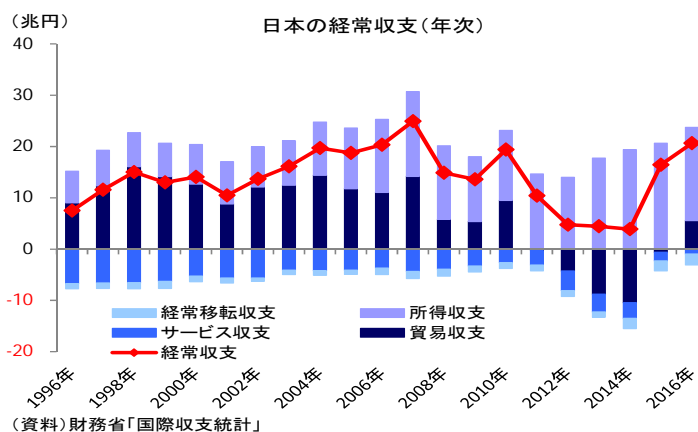
しかし、FRB が金利を上げれば、必然的にドル高もついてくる。かねてより本欄で主張しているように、ドル全面高が極まっていけば米経済は下押しされ、新興国も資本流出圧力に晒される（2015 年 8 月や 2016 年 1 月の人民元切り下げはその延長線で起きたことだ）。また、ユーロ圏に関しても、後述するように、過剰な緩和環境を背景にドイツで景気過熱への懸念が持ち上がり始めており、一方的なユーロ安も ECB としては受け入れが難しそうである（また、EU 瓦解懸念が取り沙汰されやすい世相を踏まえれば史上最安値を狙うような展開も望むところではない）。さらに日本も 120 円超の円安・ドル高水準では副作用を懸念する声も多く、現実問題としてドル/円相場のアップサイドはさほど大きいものではない。

結局、「ドル高の加速は誰も幸せにしない」という状況が予想される中で、FRB の利上げペースを当然視してよいのかという問題意識が重要になってくると考えたい（むしろ、形振り構わずインフレ率+2%を実現したい日銀だけは円安・ドル高が嬉しいかもしれない）。まして、トランプ政権における通貨政策が決してドル高に対して好意的ではないことも踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。FRB の正常化プロセスはドル全面高がひき起こす様々な問題によってブレーキがかかり、利上げ見通しの下方修正と共にドル/円相場の下値も切り下がっていく展開を筆者は予想している。

《円相場の基礎的需給環境～トランプラリーに乗らない日米資本フロー～》

都合の悪い黒字

2 月には本邦 12 月分の国際収支統計が公表され、2016 年通年の仕上がりが見らくなった。これを受けて円相場の需給環境を定点観測しておきたい。2016 年の経常収支は原油安を主因とする貿易収支の黒字拡大を背景として前年の+16 兆 4127 億円から+20 兆 6496 億円へと黒字を大幅に拡大した。経常黒字額としては円安バブル（もしくは「実感なき景気回復」）と呼ばれた 2007 年（+24 兆 9490 億円）以来の大きさであり、暦年では過去 2 番目の大きさとなる（図）。また、周知の通り、訪日外国人数の増加を背景に旅行収支が過去最大となったことも経常黒字の押上げに寄与している。



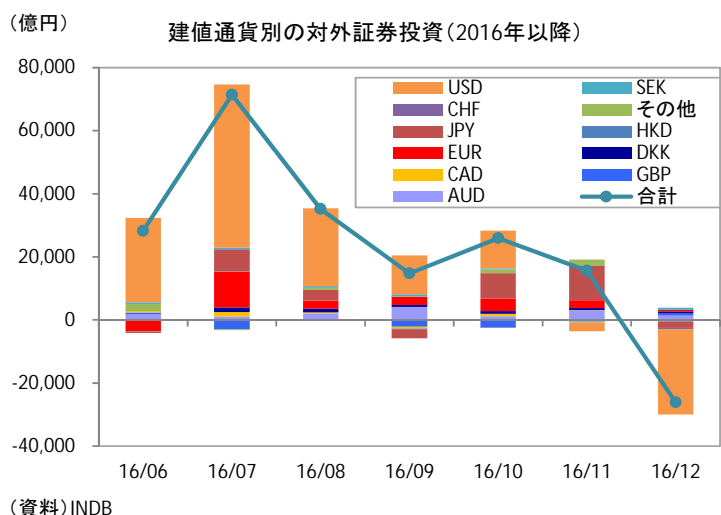
具体的に構成項目を見ると、貿易収支は前年の▲6288 億円の赤字から+5 兆 5793 億円の黒字へ転換しており、これが前年差約+4 兆円の経常黒字拡大の主因となっている。しかし、貿易黒字の拡大は（トランプ大統領が主張するような）円安による輸出加速ではなく、原油や液化天然ガス（LNG）といった鉱物性燃料の価格下落に起因した輸入急減によりもたらされたものである。輸出全体では前年比▲8.5%減少したが、輸入全体では同▲16.6%と倍以上のペースで減少しており、その結果として黒字が急拡大しているに過ぎない。また、1 月 25 日に公表された通関ベースの貿易統計でも明らかになっているように、財別で見ても、足許で注目される自動車を中心とする輸送用機器の輸出は全体で同▲4.4%と減少しており、懸案の対米国向けでも同▲1.6%と減少している。だが一方で、輸入を見ると、原油及び粗油を含む鉱物性燃料で同▲33.9%となっており、これが輸入全体の減少幅の半分（寄与度でみれば▲7.9%ポイント）を占めている。

ト)に及んでいる。商品価格急落がもたらした貿易黒字ひいては経常黒字の拡大と言って差し支えない。

少なくとも、商品価格が持ち直している現状を踏まえると、**2016 年と同様の構図で貿易収支が拡大する動きは今後難しいと思われるが、日米通商関係を巡って神経質なムードが支配している以上、「自動車を含め、輸出全体が好調ではないにも拘らず、2016 年初めの商品価格急落を背景として貿易黒字は急拡大」という事実は日本にとって都合の悪い結果と言える**（残念ながら、トランプ大統領はトップラインである貿易黒字しか注目しないだろう）。なお、貿易収支以外ではサービス収支が▲9748 億円の赤字となり、前年の▲1 兆 6784 億円から大幅減少したことも経常黒字の押上げに寄与した（サービス収支の赤字額としては 1985 年以降で最少）。これは旅行収支が+1 兆 3391 億円の黒字と、比較可能な 1996 年以降で過去最大を記録したことによるものである。だが、方々で報じられているように、中国経済の停滞やこれに付随する人民元安などを背景として訪日中国人による旺盛な消費意欲（いわゆる爆買い）は衰えが指摘されている²。この点からも経常黒字は 2016 年で一旦ピークアウトするように思われる。

米金利上昇を信じられない市場

ちなみに国際収支統計に関し、建値通貨別の対外証券投資に目をやると（図）、12 月のドル建て対外証券投資は▲2 兆 7007 億円と現行統計開始以来では最大の売り越しを記録している（なお、11 月も▲2833 億円と売り越しだった）。また、国際収支統計と合わせて公表された今年 1 月分の『対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）』を見ても、対外証券投資は約▲1 兆円の売り越しであり、トランプラリーに乗り遅れまいとする雰囲気はない。むしろ、過去 3 か月弱で見られている米金利の大幅上昇についてその持続性を信じられない投資家の方が今のところは多いと考えるべきなのだろう。



「トランプ政権下でのドル買いは危険」

だが、為替市場でいち早くトランプラリーに乗じた円売りが発生したのも事実ではあり、水準は依然として高止まりしていると言って差し支えない。結局、それは投機主導の動きに過ぎなかったということなのだろう。過去の本欄でも論じたように、昨年 11 月以降のトランプラリーとも言える米金利上昇に最も鋭く反応したのが円であった。2 月初旬に、トランプ大統領の経済政策（トランプノミクス）における大型減税政策への期待を受けてドル/円相場が持ち直しているのは従前の傾向通りの動きではある。だが、本当に市場が期待するほどの規模、内容、時期をもって拡張財政が行われるのかは定かではない。結局、大統領選挙直後こそ勢い良く投機的な円売りが進んだものの、本邦機関投資家を含むリアルマネーはこの流れに加わっていない状況が続いているのである（後述するようにこれは米国側の証券投資統計から

² 余談だが、筆者は 2/6～8 から西日本（名古屋～神戸～高松）を出張したが、宿泊価格は前年と比較して大きく押さえられているように感じた。特に強く感じた神戸のホテルでスタッフに尋ねたところ、やはり中国人利用者の減少は肌で感じているとのことだった。

も確認できる)。なお、投機筋による円ショートポジションも年初来で明らかに解消方向に向かっており、まだ解消余地はあるため、目先のリスクはやはり円高方向という印象は拭えない。米金利上昇に対して最も感応的に売られた以上、米金利低下に最も感応的に買われる可能性はあるという論点は幾ら強調し過ぎてても強調し過ぎることはない。斯かる状況下、比較的長期の資金を扱う機関投資家からすれば、金利急騰リスクによるポートフォリオの毀損も敬遠されるが、財政出動が期待外れの内容に着地し為替がドル安に振れることもリスクとなる。結局、彼らの立場に照らせば、「トランプ政権下でのドル買いは危険」という結論に落ち着きやすい状況だろう。

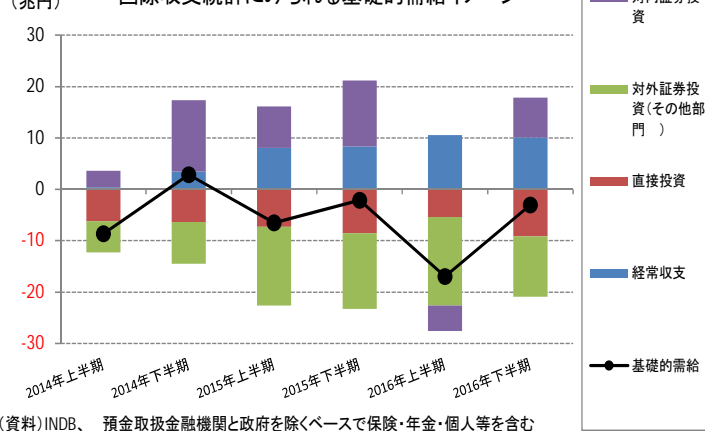
基礎的需給の現状

こうした結果を踏まえて、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)を見ると、**2016年**の基礎的需給の合計は約**▲20**兆円の円売り超過となる。これは**2015**年通年で記録した円売り超過(約**▲12**兆円)の倍近いイメージである。だが、図にも示されるように、上半期に比べれば下半期の円売りは急減速しており、この背景には経常黒字の拡大、対内証券投資の拡大、対外証券投資の減速があった。経常黒字の拡大は上述した

通り、主として商品価格の下落の裏返しでもある。また、対内証券投資は上半期と比べれば拡大しているものの、その規模は例年並みであり、特別な動きとは言えない。となると、下半期で目につくのはやはり対外証券投資の減速であり、下半期に見られた**▲11兆7327億円**の買い越しは半期ベースでは**2014**年下半年以来、**4**期ぶりの低水準となる。米大統領選挙を境として米金利が急騰したにも拘らず下半期に対外証券投資が減速したのは、上述したように、短期間の金利急騰を受けてポートフォリオが毀損し、リスク許容度が縮小したと考えるのが妥当だろう。

(兆円) 国際収支統計にみられる基礎的需給イメージ



基礎的需給の展望

基礎的需給環境の展望を総括すれば、経常黒字の拡大ペースに関しては商品価格の底打ちやトランプ政権下での日米通商関係を踏まえれば、2017年以降は一旦小康を得る可能性が高いように思われる。この点、需給面での円買いは前年比で衰えてくる可能性もある。とはいえ、事業法人ではドル/円相場が現水準付近で推移して新年度を迎えれば輸出・輸入企業共に想定レートを引き上げる向きが目立ってくるだろう。日銀短観**12**月調査における大企業・製造業の想定レートは下期「**103.36**円」であり、さすがに上方修正は必至と思われる。計画変更に伴い「売れる外貨エクスポージャー」も増えてくるのだとすれば、目先では**2016**年にかけて積み上がった経常黒字が**2017**年に円高圧力となる展開も想定される。

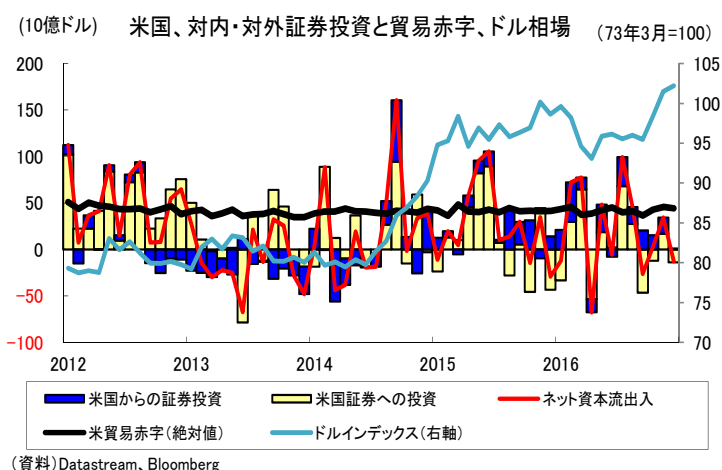
一方、これまで円売りを主導してきた対外証券投資は新年度以降、機関投資家が投資計画における想定為替レートを修正して、**110**円以上のドル/円相場について積極的にリスクテイクしてくるかが注目される。しかし、筆者の肌感覚では機関投資家の多くは**110**円以上を「高値」と捉える向きも多いように見

受けられ、「これ（110 円）を割ってくれば機動的に動きたい」という本音も見え隠れする。また、「日米金利差拡大→対外証券投資拡大→ドル/円上昇」という円安をもたらす伝統的な経路はトランプ大統領の金融政策批判に怯える状況ではあまり追求できるものではない。日銀によるイールド・カーブ・コントロール（YCC）の下で人為的に日米金利差が拡大していることが円売りの主因と指差された場合、それ自体が一定の事実である以上、巧い言い訳は難しいだろう。大統領選以降に作られた高めの米金利上昇を前提に新年度以降、対外証券投資が加速し、ドル/円相場も上昇するという予想は問題含みである。

もちろん、直接投資は為替に左右されない企業戦略として引き続き相応の規模が期待されることから、基礎的需給全体における円売り超過は2017年も続く公算が大きい。だが、それをもって円安・ドル高基調が加速するかどうかは経常黒字の先行き次第でもある。世界経済の軟調を背景に商品価格の戻りもそれほど強くないのだとすれば、経常黒字はさほど減らず、円買い圧力も相応に残存する可能性がある。2016年下期に見られたように円相場の需給が概ね売買拮抗するのだとすれば、幅を利かせるのはやはり米国の通貨・通商政策という定性的要因になってくるのではないかと。

ドル高相場と見合わない資本フロー

一方、米国側の証券投資統計においても、直近のドル高相場を裏付けるような動きは実際に見られてはいない。米12月対内・対外証券投資（TIC レポート）を見ると、海外から米国への対内証券投資に関し、海外投資家の投資意欲の目安と考えられる中長期債・株式などへの投資は米国債売りにけん引される格好で▲139億ドルと2か月ぶりに売り越しとなっている。一方、米国から海外への対外証券投資は▲11億ドルと6か月連続で売り越しとなったものの、その額は小さいもの

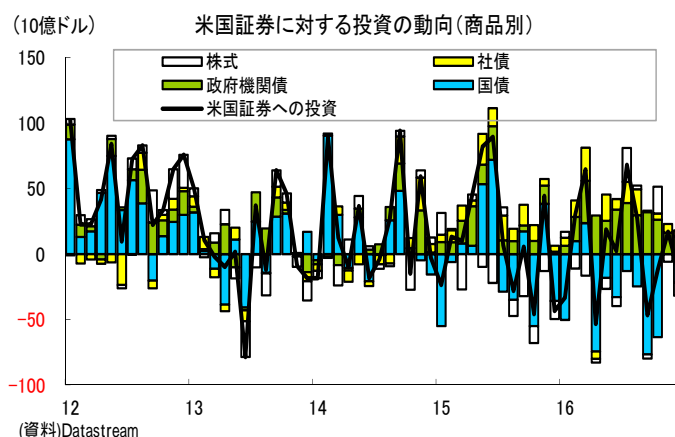


に止まっている。結果、両者を差し引きした12月の対内・対外証券投資は▲129億ドルと3か月ぶりの純流出となっている。図示されるように、証券投資による資本流入で貿易赤字をファイナンスできない状態が昨年9月以降、4か月連続で続いているが、それとは裏腹にドル相場は急伸している。

需給面で見られているイメージと為替相場の動きに乖離が目立つようになっていることは留意しておいた方が良いでしょう。後述するように、昨年末にかけて見られている米国への対内証券投資の売り越しは主に米国債に主導されたものであり、これ自体は米金利上昇と整合的な動きである。だが、この金利高とドル高に見合うだけの実体経済の成長が無ければ対内証券投資の買い越し基調が安定してくるのは難しい。いつまでも投機のドル買いだけで歴史的なドル高相場を演出し続けるのは困難であり、金利や為替の動きに見合った実体経済の強さが今後は求められてくるだろう。そのためにはやはり拡張財政の先行きに注目が集まらざるを得ないというわけである。片や、米国側からの対外証券投資の売り越しが続いているが、世界で利上げできる中央銀行がFRBしか存在しない中で、「唯一金利の付く通貨」としてドル及びドル建て資産が相対的に高い魅力を持つことはある意味で当然である。その状況が変わらない以上、わざわざ米国から海外へ向けて対外的にリスクテイクするという動きも盛り上がらないだろう。

米国債売りにけん引された資本流出

米国への対内証券投資に関し、商品別に見ると、12月は、米国債の売り越し額が▲219億ドルと、前月（▲2億ドル）から大幅に拡大しており、これが対内証券投資全体の動きを規定している。また、株式についても▲100億ドルと売り越しになっており、これで売り越しは2か月連続である（前月は▲58億ドルの売り越し）。トランプノミクスの下での成長期待に賭けるトランプラリー（米株買い、米債売り、ドル買

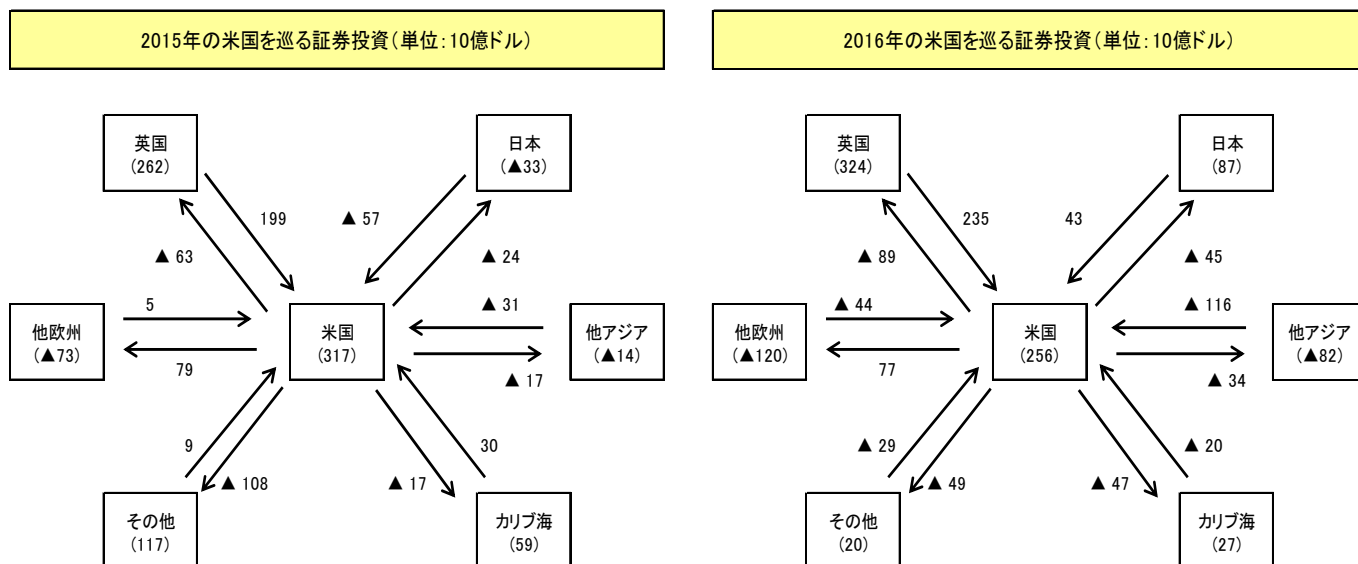


い）が隆盛を極めたのが12月であったが、海外投資家の米株に対するスタンスは意外にも冷静だった様子が窺い知れる。一方、政府機関債は+136億ドルの買い越し、社債は+43億ドルの買い越しとなっている。この点、イエレン議長がバランスシートの縮小戦略にも配慮し始めるかのような発言をしている以上、今後は政府機関債への買い越しも控えられていく可能性もあろう。

2016年の対米資本フローの総括

なお、12月のデータが出たところで、2016年通年の対米資本フローを俯瞰することができるため、前年と比較してみたい。2016年の海外から米国への対内証券投資は+684億ドルの買い越しとなった一方、米国から海外への対外証券投資は▲1871億ドルと大幅売り越しとなっており、両者を差し引きした2016年の対内・対外証券投資は+2555億ドルの純流入となっている。しかし、2015年は対内証券投資が+1556億ドルの買い越し、対外証券投資が▲1619億ドルの売り越しとなっており、合計では+3175億ドルの純流入だった。FRBが正常化プロセスを進める状況にあっても米国に惹き付けられる資本フローが増える構図にはなっておらず、しかも2016年の資本流入は基本的に対外資産の処分によりもたらされたいわゆるレパトリ主導であった。対内証券投資だけで見れば、2016年は2015年対比で半分以下となっているのが実情である。以下は国・地域別に2015年と2016年における対米資本フローの流れを俯瞰した表だが、EU離脱を決定した英国からの資本流入が2016年の米国にとって最大の資金供給主体だったことが分かる。もっとも、英国のそうした立ち位置は例年通りとも言えるものであり、それ以外の国・地域から積極的な対米証券投資が見られなくなっているという事実はやはり注目しておきたい。

こうした背景には中国の通貨防衛（元買い・ドル売り）に伴う米国債売却が巨額に上っていたことも一因と思われるが、そもそも「利上げプロセスを信じられない」、「ドル高を信じられない」、「トランプノミクスを信じられない」という米国の財政・金融政策運営にまつわる不信感がこうした資本フローの動きに表れている可能性も否定はできない。こうした計数なども踏まえ、筆者は引き続きドル高シナリオに懐疑的な立場を取っている。



(資料) Datastream

(注) 1. 「他欧州」は英国を除く欧州、「他アジア」は日本を除くアジアを表す。

2. ▲印は還流(処分)を表すので、実際は矢印とは逆の資本フローが発生しているイメージ。(例) 米国への対内証券投資が▲印の場合、米国からの資金流出が発生していることを意味する。

3. カッコ内は米国に向かうネット証券投資の規模を表す。「対内証券投資-対外証券投資」で算出される。

4. 僅かに流出・流入金額の和が合わないものがあるのは、公表値を四捨五入して使用しているため。

《メインシナリオへのリスク点検～世界的に歓迎されるドル安相場～》

基本認識は全く変わらず

筆者の為替相場見通しに関する基本認識は 11 月以降、全く変わっていない。トランプ大統領誕生が決定した 11 月以降に発生した金利上昇やドル高、株高に関しては、やはりその持続可能性に疑義を抱かざるを得ない。これまで繰り返し論じてきたように、指導者が代わったからと言って、いきなり実体経済に断層が生じることはないし、低迷が囁かれていた潜

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
世界	①	第二次プラザ合意	・国際協調によるドル高是正へ	円高ドル安
	②	FRB正常化の継続	・年3回利上げ、B/S縮小までを議論へ	円安ドル高
米国	③	トランプ大統領の財政政策	・「インフラ投資→物価高→利上げ→ドル高」の循環を加速。HIA導入	円安ドル高
	④	トランプ大統領の経済(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	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	・フランス大統領選挙(ルペンシナリオ) ・メルケル敗北	円高ドル安

(資料) 筆者作成

在成長率がジャンプアップすることもない。選挙後に米 10 年金利は+100 ベーシスポイントも急騰したが、それに見合うだけの地力の強さが無い限り、米経済が失速し、これに応じて FRB の正常化プロセスが立ち往生する可能性は想定せざるを得ない。これは財政出動の遅れを指摘したムニューチン財務長官の発言とも整合的である。もちろん、ドル高も実体経済に対して引き締め的な効果を持つはずであり、ト

ランプ大統領率いる新政権は何らかの形で調整を試みようとするはずである。

従前の米金利上昇は拡張財政（に対する期待）の副作用として生じたものだが、実際の財政出動がまだ先の話になる以上、金利上昇とドル高は、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。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。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、円高・ドル安基調に収斂していくというのが筆者のメインシナリオである。

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、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。基本的に前月から大きく変わるものではない。

円安リスク：イエレン議長は覚悟を決めたのか？

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本欄のメインシナリオにとって、最大の円安リスクは②FRB正常化の継続と③トランプ大統領の財政政策に他ならない。実際のところ、③が市場期待以上に効果をあげれば、結果として②にも繋がるだろう。筆者は2017年のFRBも年1回程度の利上げしか実現できないと考えているが、依然ベールに包まれているトランプ政権下での財政政策が市場期待を凌駕するほど大型のものであった場合、米金利は急騰、インフレ期待も噴き上がる中で、ドル相場が騰勢を強める可能性はある。さらに、かつてブッシュ政権の下で実施された本国投資法（HIA）のような税制が再現されれば、ドル相場はさらに押し上げられることになる。

また、2月の上院銀行委員会における議会証言を見る限り、イエレン議長のタカ派姿勢は俄かに強まっているようにも見える。この点、2018年に控えた任期満了をもって、もはや再任はないと割り切り、政策正常化へ舵を切ることについて覚悟を決めた可能性なども指摘される。仮に、財政・金融政策が巧く噛み合うことで、年3～4回の利上げという事態に至った場合は、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、筆者はそうした動きは異常と考え、戻り売りを推奨する立場だが、NYダウ平均株価が史上最高値圏で推移する動きを見るにつけ、米実体経済の地力が意外に強いというアップサイドリスクもゼロとは言えない。

そのほかの円安リスクとしては本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクも警戒される（⑤のリスク）。円金利が日銀によるイールドカーブコントロール（YCC）により人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスに伴って上昇するのであれば、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改善する。基本的にドル/円相場が本邦主導で動くことは稀だが、そうした経路をもって円安が進むことはあり得る。しかし、上述してきたように、トランプノミクスに賭ける形で対外リスクテイクを加速させようという本邦投資家の動きは全く見られておらず、むしろ現実には逆に対外資産を処分する動きが目立っている。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という事実もあろうが、2.50%付近の米10年金利や110円以上のドル/円相場にそもそも高値警戒感を覚えるという向きもあろう。それは言い換えれば「今後のトランプノミクスを信用できない」という思いの裏返しでもある。もちろん、新年度を待たない限り、機動的な運用方針の変更にも至らないという投資家も多いと思われ、4月以降、対外証券投資を加速させる投資家もいるかもしれない。だが、そもそも米国の通貨政策が円安・ドル高を愉快に思っていない以上、そのような動きが主流になるとは思えない。その上で、麻生副総理とペンス副大統領の間で合意した「新たな経済対話」において金融政策も議論の俎上に

上ってくるであろうことを踏まえれば、日米金利差を梃子にした円売りドル買いも政治的なノイズに配慮したものにならざるを得ないだろう。それは対外証券投資の足枷以外、何物でもない。

円高リスク：米財務省のドル高警戒は強まるばかり

片や、本欄が想定する以上の円高リスクもある。例えば、トランプ大統領の経済政策は円安リスクでもあるが、同時に強烈的な円高リスクにもなり得る（④のリスク）。繰り返し述べているように、11月以降の米金利上昇はあくまで巨額の財政出動を当て込んだものであって、これが期待外れの内容となれば米金利は低下し、梯子を外されたドル/円相場は急落を強いられるだろう。財政出動の内容如何によっては米株も米金利も、そしてこれに付随してきたドルも調整は必至と思われる。2月に入っても閣僚人事が混迷の度を深め、本来ならば実施されているはずの予算教書演説を巡る日程も本稿執筆時点では不透明である。こうした状況を見るにつけ、本当に市場が期待したほどの景気過熱が起きるのかは怪しいものがある。

なにより、財政政策に限らず通貨・通商政策まで視野を拡げれば、やはりドル高予想には勇気が要る。これまでの言動を振り返る限り、トランプ大統領にドル高相場を容認する度量があるとは思えない。同氏の持つ保護主義志向を改めて論じる必要はないが、今後展開される通商交渉に関して「通貨安誘導に對し極めて極めて強い制限を導入していく」方針を表明している以上、日米首脳会談時に合わせて公表された「新たな経済対話」はどうしてもドル/円相場の重石となってくるように思われる。現状、予測期間中のドル/円相場を底抜けさせるような話にはならないとの想定だが、米国の出方次第ではダウンサイドリスクとして100円割れも視野に入りかねない。そもそも現状の二国間の経済・金融関係に何の不満もなければ「新たな経済対話」など新設する理由はないだろう。

これまでトランプ大統領が露わにしている徹底的な保護主義姿勢と整合的な為替相場は言うまでもなくドル安であり、そのような志向が日本に向けて先鋭化することがあれば、相対的に良好なファンダメンタルズを備える円は一気に世界の通貨高の按分を引き受けさせられるだろう。政治的安定性、経常黒字、対外純資産、物価等々のファンダメンタルズを勘案した場合、円は際立って優等生であり、残念ながら買われる筋合いはある。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からの情報発信にも要注意である。3月17～18日にはドイツのバーデン＝バーデンで20か国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）が開催される。ムニューチン米財務長官は2月22日、ラガルドIMF専務理事との電話会談において「IMFが為替政策で率直な分析を提供すると期待している」などと述べたことが報じられているが、これが過剰なドル高をけん制する意図を含んでいると訝しがる向きもある。

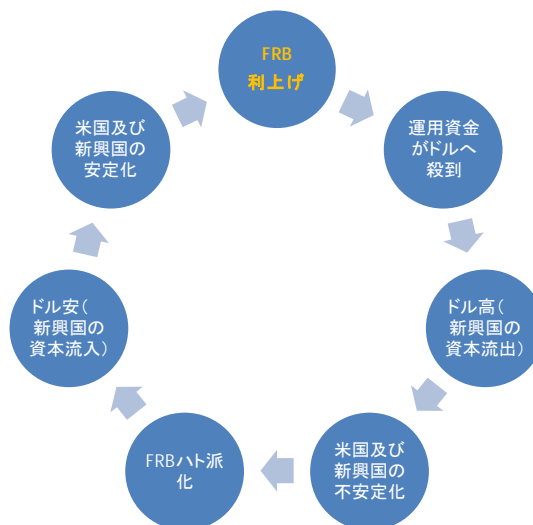
こうした状況下、4月中旬に公表予定の為替政策報告書はドル高けん制の有無が当然大きな注目を集めるはずである。同報告書は今年10月の公表時点でも、日本に向けた記述が相応に厳しいものとなっており、全体としても「監視リスト」に1か国（スイス）が加えられる動きが見られた。2016年、世界で二番目に巨大な対米貿易黒字を稼いだ日本への視線は厳しくなることはあっても、緩まることはないと考えられる。米国の通貨・通商政策がドル/円相場の120円や125円といった水準を正当化し続けるような状況を筆者はどうしても想像できない。

ドル安協調は引き続き警戒

また、これまで繰り返し論じているように、FRBが利上げをしようとすれば、これに付随するドル高や新興国市場の混乱などに足を取られて利上げが封じられてしまうという「ドル高の罟」という論点は重

要である（図）。結局、FRB だけが利上げできる中央銀行である以上、利上げを通じたドル高は米実体経済の重石になるばかりか、中国を筆頭とする新興国からの資本流出を招き国際金融環境のリスクの芽となりかねない。要するに、ドル高が極まっていけば米中経済の不安定化に繋がりにくいのである。米中経済が安定しないところに世界経済の安定もないことは言うまでもない。また、後述するように、ドイツの景気過熱問題が燃えるユーロ圏にとっても、過度な通貨安は実は望むところではない。ユーロ安が進み、ドイツ経済が改善するほど ECB の政策運営が困難に陥るという複雑な状況は今後重要な論点と考えられる。また、日本にとっ

米利上げを巡る悪循環イメージ



（資料）筆者作成

てもドル高・円安は良いことばかりではない。少なくとも 120 円を安定的に超えていた 2014 年後半から 2015 年前半にかけて、企業・家計・政府部門の全てにおいて円安コストが意識されるような風潮があった（当時の GDP が芳しい結果とならなかったのは円安発・輸入物価経由の物価高が実質所得を蝕んだからだろう）。詰まるところ、日銀にとってのドル高（円安）は物価目標に近づく手段として有効と思われるものの、実質所得環境の悪化が不安視される国内経済主体、そして米国や中国に左右される世界経済にとってはさほど嬉しいものではないように思われる。以上のような状況を見る限り、ドル高が極まれば、結局、不幸を多く生む気がしてならない。

片や、ドル安はトランプ大統領下での通貨・通商政策にも合致することはもちろん、資本流出に伴う新興国市場の混乱を抑止する効果も期待できる。例えば、中国も無理なドル売り・人民元買い介入で消耗する必要がなくなるだろう。また、日本も 1 ドル 100～105 円が購買力平価（PPP）であり、輸出・輸入企業双方にとってバランスの取れた水準にも思われることから、その程度のドル安ならば経済に甚大な影響が及ぶこともあるまい（2016 年 12 月の日銀短観における想定為替レートは通期 104.90 円）。むしろ、円安・ドル高が止まれば消費者物価指数（CPI）の伸びは失速するため日銀にとっては不都合な動きであることは間違いないが、世界経済の安定と天秤にかけるとの重さはない。

斯かる状況下、世界的に本当にドル高よりもドル安のメリットの方が大きいというコンセンサスが醸成されてくれば、やはり国際協調に基づくドル安誘導、俗に言う第二次プラザ合意のようなリスクはゼロではないのではないか（①のリスク）。直近の政治日程で言えば、上述したように 3 月 17～18 日には G20 があるが、為替が論点になり、ドル安志向の強い情報発信がなされる可能性は念頭に置いておきたい。実際、昨年 2 月末に開催された上海 G20 の前後には「第二次プラザ合意的な合意があったのではないか」との観測が浮上したことがあった。ドルインデックスで見れば、2017 年 2 月時点のドル相場はその頃（昨年 2 月）よりも高いことを忘れてはならない。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治情勢も見逃せない（⑦のリスク）。2017 年はドイツ、フランスという 2 大国で総選挙が行われ、さらに昨年 12 月の国民投票で首相が交代したイタリアも年内総選挙が濃厚な情勢と伝えられる。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。例えば、フランス大統領選挙においては極右政党である国民戦線（FN）のマリーヌ・ルペン党首が主要な世論調査でリードしていると断続的に報じられており予断を許さない。また、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ており、その場合はユーロ離脱を問う国民投票まで視野に入れたリスクオフ相場に至るだろう。以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、引き続きトランプ政権下での経済政策、特に通貨政策がどう転ぶのかが最大のリスクという問題の所在は微塵も変わっていない。現時点でこのリスクは上下双方向に大きく広がっており、決め打ちは危険である。とはいえ、トランプ大統領の保護主義姿勢は通貨高との噛み合わせが極めて悪いという事実は衆目の一致するところであり、そうしたごく基本的な事実を念頭に置いて為替予想を行うことが最終的には報われるものと考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～緩和を巡る環境は窮屈なものに～

《ECB の金融政策運営～慢心は見られず～》

ECB 理事会議事要旨：慢心は見られず

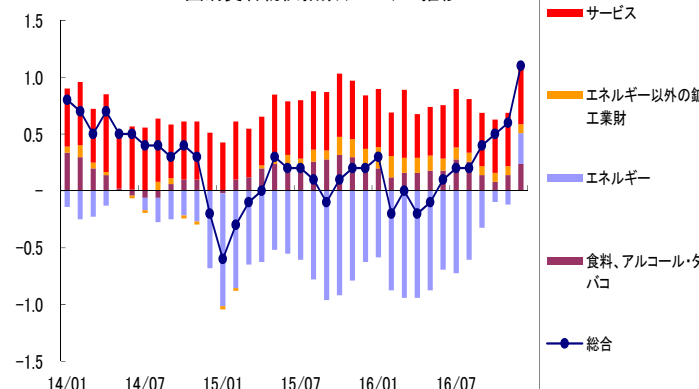
1月16日に公表された1月19日開催分のECB理事会議事要旨の内容を受けてフランス、イタリア、スペインといったコア国を中心に欧州債が買われる流れとなった。「次の一手」を推し量るという意味からも有用であると考えられるため、改めてその内容を振り返っておきたい。前月の本欄でも議論したように、同理事会後の記者会見では足許で堅調なユーロ圏消費者物価指数（HICP）と緩和の撤収をリンクさせて問い質す向きが目立った。同種の質問は昨年12月から見られているが、ドラギ ECB 総裁は一貫して「我々はそのようなハイクラスの問題からは程遠い」といった姿勢を貫いており、これは1月も同様であった。短期的な物価上昇を受けて慢心はしないというのが基本認識である。

今回の議事要旨における物価動向に関する議論でも、チーフエコノミストであるプラート ECB 理事の総括の中で「エネルギー価格のベース効果剥落とエネルギー価格自体の最近の持ち直しを主因として HICP の前年比は 2016 年 11 月の+0.6%から 12 月は+1.1%に上昇している。片や、基調的なインフレ圧力は抑制されたままである」との見解が表明されており、物価動向に関する慎重な見方が維持されている。また、インフレ期待に関する議論を見ても、ECB の『専門家予測調査（SPF：Survey of Professional Forecasters）』は短期に関しては上向いているものの、長期に関しては横ばい傾向にあるとされ、将来的なインフレ圧力の高まりも意識されてはいない。また、そうした調査ベースのインフレ期待のほか市場ベースのインフレ期待も持ち直しが見られているが、調査ベースのそれに比べれば抑制されているとの指摘が見られている。とはいえ、デフレヘッジ目的のオプション価格が下落しているのに対してインフレヘッジ目的のオプション価格は（非常に低水準のままであるものの）僅かに上昇しているとの議論も交わされた模様であり、この点、デフレシナリオは「もはや市場参加者の視野には入っていない（no longer on the radar of market participants）」とのコメントも見られた。5年先5年物インフレスワップなどから導き出されるインフレ期待を見ても分かるように、市場ベースの計数は非常に不安定であり、そもそもアドホックに変化してしまう傾向がある以上、「no longer on the radar」はやや言い過ぎの感もあるが、恐らくこうした部分はドイツを含む健全国メンバーからの指摘であり、多数派ではない可能性が高い。

いずれにせよ、議事要旨後半の

「Monetary policy considerations and policy options」でもプラート理事が提案しているように、仮にそれが一時的なものだと判断されれば HICP の変化は中期的な物価見通しに意味を持ち得ないと強調することは重要であり、これが現在の理事会の総意となっている模様である。事実として、昨年半ばからの HICP 上昇がエネルギー価格の寄与に支えられたものであることは議論の余地がない（図）。

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



(資料) Datastream

賃金を含めて二次的波及効果（second-round effects）が確認されていない以上、ECB が積極的に物価上昇を問題視する理由はないだろう。

出資比率からのかい離に言及

また、議事要旨では、仮に見通しが望ましいものではなく、金融状況がインフレの持続的調整にとって整合的ではないものとなった場合、APP の規模や期間を修正する準備があることも再確認されている。端的に言えば、800 億ユーロから 600 億ユーロに減らされた APP への月間購入額はいつでも再拡大可能という趣意であり、このような情報発信がなければ市場は勝手にテーパリングを妄想し、混乱を招きかねないだろう。この論点は昨年来、ドラギ総裁自身が強調してきたものである。

問題は ECB がそのようなスタンスにある以上、当然 APP の技術的な限界が注視されるという点である。この点、12 月理事会では「預金ファシリティ金利（現在▲0.40%）未満の金利でも購入可能」という条件緩和が決定された、既存枠組みの延命が図られたばかりである。しかし、これに関してはクーレ理事から「そのような購入は極力最小化した上で ECB に対する出資比率（capital key）を優先した購入を行うべき」という指摘があったことが明らかになっている。また、こうした議論に絡んで、今回の議事要旨では「While significant weight was also placed on limiting deviations from the ECB's capital key, it was also underlined that limited and temporary deviations were possible and inevitable」との一文が見られており、この部分が大きな注目を集めている。これは要するに、預金ファシリティ金利未満での国債購入は必要最小限にすべきだが、「そうしなければ出資比率からのかい離が目立ってしまう場合ならばやむを得ない」という話である。また、議事要旨は、これに続けて

「there was some room for a trade-off between relative deviations from the capital key across jurisdictions and limiting the extent of purchases below the DFR」とも述べている（※DFR は Deposit Facility Rate で預金ファシリティ金利の略）。ここで指摘されるトレードオフ関係とは、「出資比率からのかい離」を許容すれば「預金ファシリティ金利未満での購入」を最小化できる一方、「出資比率からのかい離」を抑制しようとするれば「預金ファシリティ金利未満での購入」を許容しなければならないケースが出てくるということを意味している。これらの記述が「出資比率からのかい離も今後は容認される」との受け止めに繋がり、一部欧州債の買いに繋がったのである。

窮屈になる追加緩和の環境

既に見たように、現状の理事会は出資比率の遵守に傾斜しており、露骨にこの禁忌を破ることはないと思われる。そもそも単一通貨を司る中央銀行として特定国の資産に偏るポートフォリオは倫理上、難しいと思われ、これを許容すれば APP に限らず、将来にわたりドイツやフランスといったパイの大きな市場に依存した政策運営になることが危惧されるところである。だが、ドイツ国債を例に取れば、本稿執筆時点で 5 年物までが▲0.40%未満で定着しており、このまま「量」の追求を続けていけば、「▲0.40%未満で買うか、出資比率からの乖離を放置するか」という葛藤はやはり付いて回る。少なくとも▲0.40%未満での購入を回避することに拘れば、購入可能なドイツ国債は枯渇し出資比率に応じた購入義務は果たせなくなる。その分、ドイツ以外の国々の国債が（出資比率以上に）購入されることになり、今回はその中でも規模が大きいフランス、イタリア、スペインが物色された。

こうした状況を前にして、昨年 12 月に見られたような月間購入額の削減など「量」の積み上げペース

減少は確かに時間稼ぎにはなる。だが、マイナス金利と量的緩和（QE）を併存させる限り、このトレードオフ問題が解消することはない。とすれば、やはり ECB も日銀同様、遠くない将来に「量」の追求から一歩引いた上で「金利」の調節に主眼を置いた緩和政策に舵を切ってくる可能性はあるだろう。もちろん、それとは逆にマイナス金利を撤回した上で「量」の追求を続けるというシナリオもあり得るが、QE の孕む政治的ハードルの高さからマイナス金利を導入したという経緯を踏まえれば、どちらかと言えば、あり得るのは「量」の縮小の方かと思われる。

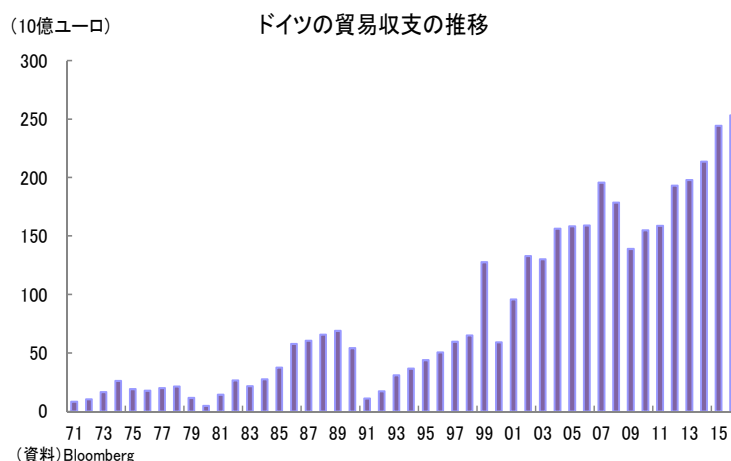
以上のような理事会の問題意識に加え、ドイツでは緩和的な金融環境が自国経済の過熱を促しているとの懸念も浮上しており、しかも年内のオランダ、フランス、ドイツでは相次いで総選挙が行われる。こうした現状を踏まえる限り、ECB の追加緩和を取り巻く環境は当面は相当窮屈なものになってきそうであり、それはユーロ相場の底堅さにも繋がり得る話として留意すべき論点でもある。

《ユーロ圏経済の現状と展望～ユーロ圏を縛るドイツ強問題～》

過剰な黒字と通貨安を自白するドイツ

2 月にはドイツ連邦統計庁から 2016 年

通年のドイツの貿易収支が公表された。貿易黒字は+2529 億ユーロに達し、過去最高を更新している。過去最高を更新するのはこれで 2011 年以降、4 年連続であり（図）、同国経済のけん引役として外需の存在感はやはり大きい。これがドイツにとって「永遠の割安通貨」であるユーロによりもたらされた結果であることは否めず中国、日本、メキシコと共にトランプ大統領によって「悪の枢軸」のごと



く批判されつつあるドイツにとって、このような状況は決して都合の良いものとは言えない。

しかし、ドイツはその他の国々（中国、日本、メキシコ）とはやや様子が異なる。というのも、最近のドイツ高官の発言を見ていると、「大き過ぎる黒字」が問題含みであることはある程度ドイツ自身が認めている節がある。2 月 4 日のロイター報道によれば、ショイブレ独財務相は国内紙のインタビューにおいて「ECB は欧州全体に機能する政策を策定しなければならない。それはドイツにとっては緩すぎる」と指摘した上で、「ユーロ相場は、厳密に言えばドイツ経済の競争的立場からみて低すぎる。ECB のドラギ総裁が拡張的金融政策に乗り出した際、私はドイツの輸出黒字を押し上げると総裁に言った」と発言している。また、2 月 10 日にはシュパーン独財務次官が「ドイツのみの経済状況を考えれば、ユーロは現段階で弱すぎ、金利も低すぎる」、「ドイツの見地からは、低金利政策のスマートな見直し開始が望ましい」などと述べている。さらに 2 月 18 日には、メルケル独首相が「ユーロ圏では現在、ユーロ相場について問題がある」、「まだドイツマルクがあれば、マルクは現在、ユーロとは違った相場になるだろう。しかし、金融政策は独立しており、独首相としては何の影響力もない」と述べたことも報じられている。

先進各国が暗黙のうちに通貨安を希求する世相にあって、通貨当局のトップ自らが「自分達の通貨は過剰に安い」と言い放ち、それが輸出加速に繋がっているとまで「自白」するのは近年ではかなり珍しい光景である。1 月 31 日にはトランプ大統領が新設した国家通商会議（NTC）のピーター・ナヴァロ委員長

が英紙フィナンシャル・タイムズ（FT）に対し、ユーロは「暗黙のドイツマルク」のような存在であるにも拘らず、これが過小評価されることによって貿易上有利な地位にあるといった批判を展開したことが話題になった。上述したようなドイツ高官の言動はこの批判を暗に認めているようにも見受けられる。なお、2月3日には、ショイブレ財務相がナヴァロ委員長による批判へ反論したことも報じられているが³、報道を見る限り、ショイブレ財務相が反論したのは「欧州の金融政策がドイツ以外の誰かによって決定されていることを理解していない」という事実であって、ドイツにとって通貨（ユーロ）が過小評価であるという事実はどうやら否定していない。ちなみに上述したシュパーン財務次官も「はっきりしているのは、ユーロ相場とユーロ圏の金利を、ドイツは左右できないということだ」と述べている。

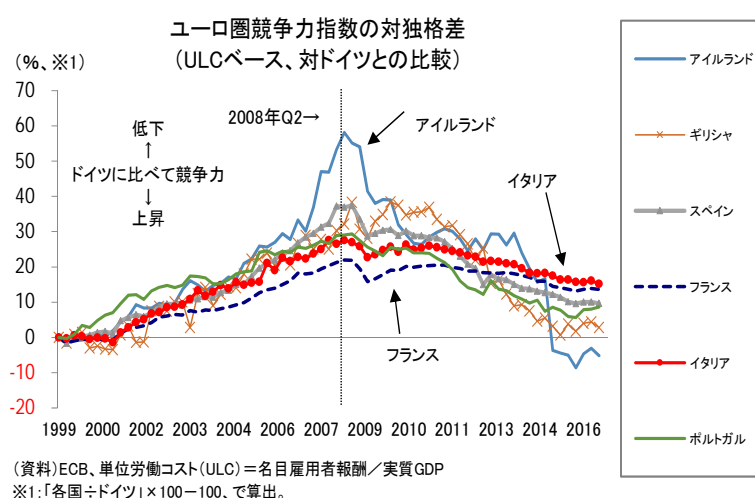
これらの発言を噛み砕けば、「我々も不健全な通貨安であることは承知しているが、それを決めているのはECBである」といった趣旨かと思われる。ユーロ圏に属し、単一通貨を使用することについて、首相を含めたドイツ高官が暗に不満を漏らし始めている状況は特筆されるものだろう。みずほマーケット・トピック⁴などでも述べたように、既に昨年来のECB理事会では緩和に対しメンバーの見方が割れ始めており、1月19日のECB理事会後の記者会見ではドイツとそれ以外の加盟国の格差拡大をどこまで許容するつもりなのかという質問が多数見られた。ECBの金融政策の現状がドイツの現状に沿わなくなり始めており、その不満がここに来て高官発言という格好で表面化し始めているものと思われる。

HCIに見る対ドイツ格差の現状

なお、ドイツとそれ以外の加盟国の格差を見る上ではECBが四半期に一度公表する対外競争力指数（HCI: Harmonized Competitiveness Indicators）が参考になる。通貨は共通化されても、各国で物価情勢は異なるため、実質ベースで評価した為替レートは国ごとに異なる。要するにHCIは加盟国別の実質実効為替相場（REER）である。ECBではCPI、GDPデフレーター、単位労働コスト（ULC: Unit Labor Cost）の3種類で

実質化したHCIをそれぞれ公表しており、上図はULCで実質化したHCIに関し、PIIGS5か国及びフランスとドイツの格差を見たものである。

もちろん、経済の発展段階が異なれば物価情勢が異なるのも当然であり、特に先進国へのキャッチアップ過程で周縁国の賃金・物価が相対的に高まり、実質為替レートも強含むことは理論的に想定される事態である（いわゆるバラッサ・サミュエルソン効果）。だが、周知の通り、2000～2007年にかけてPIIGSに代表される周縁国は共通通貨ゆえの低金利とそれを背景とする旺盛な消費・投資意欲によって景気が過熱し、物価も過剰に騰勢を強めた。当然、結果としてのULCも上昇し、REERも上昇したことで、ド



³ 『ユーロ「過小評価」批判、ドイツ財務相が反論』2017年2月3日、ロイター

⁴ みずほマーケット・トピック 2017年1月16日号『ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～』をご参照下さい。

イットとそれ以外の国の間で対外競争力の格差は拡大することになった。この格差が極大化したのが 2008 年半ばである。その後リーマンショックを経て、その 1 年後の 2009 年後半から欧州債務危機が本格化、周縁国が不況に陥ったことで格差の解消が急速に進み始めて足許に至っている。

しかし、前頁図にも示されるように、アイルランドやギリシャといった被支援国に関しては（苛烈な不況の結果として賃金や物価が下がったので）格差解消が進んでいるものの、イタリアやフランスといった大国はさほどドイツとの格差が解消していない。また、スペインやポルトガルといった国々との格差解消ペースも緩やかになり始めている。裏を返せば、かつてほどではないにしても、実質ベースでユーロの実効相場を評価した場合、ドイツは他国に比べて相対的に安い状況が継続しており、これが貿易黒字の積み上げに繋がっている状況はやはり透けて見える。こうした加盟国間の格差を穴埋めするのが財政出動であり、ドイツは「永遠の割安通貨」で稼いだ分を域内へ再分配することが期待される（そうした動きを促すための制度としてユーロ圏共同債構想などが議論された経緯もあるが、残念ながら実現に向けた取り組みは全く進んでいない）。

再燃する対ドイツ格差問題

2000～2007 年にかけては「過熱する周縁国」と「穏当なドイツ」の格差が不均衡を生み、債務危機に至った。足許では「過熱するドイツ」と「停滞する周縁国」の格差が不均衡を生みつつあり、今後はこれがどのような帰結に至るかが次の欧州経済・金融を語る上での大きなテーマになってきそうである。1 月 19 日の記者会見でドラギ総裁は「ユーロ圏全体が回復すれば、それが皆の利益になる。我々は辛抱する必要がある。回復が強固なものになってくれば、実質金利も上がる。ドイツに限らず、他の国もだ」と述べた。要するに、現在の不均衡は周縁国によるキャッチアップで解消されるためドイツは辛抱しろという主張である。だが、ドイツにおける景気過熱が看過できないものになってくれば ECB の緩和も手綱を緩めざるを得まい。また、それができなければ理事会内部での亀裂も一かつてシュタルク ECB 理事やウェバー独連銀総裁が辞任したように一隠せないものになってくるだろう。2013～2015 年にかけては「域内全体のデフインフレ」が ECB の悩みの種となったが、今後は「不揃いなインフレ状況」が金融政策の制約となってくる公算が大きそうである。為替相場の観点からは、そうして思うように緩和できない政策環境は、ドイツの経常黒字と共に、ユーロ相場を下支えする一因にもなってくるのではないかと

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。