

中期為替相場見通し

2017 年 3 月 31 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～剥がれ始めたトランプ期待～

バーデンバーデン G20 を受けて～前哨戦は米国に軍配～	P.3
米金融政策の現状と展望～ドル相場は「笛吹けど踊らず」～	P.4
日銀金融政策の現状と展望～再確認したい現行枠組みの脆弱性～	P.7
円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～要警戒の 4 月中旬～	P.10

ユーロ相場の見通し～対独配慮と対米配慮の狭間で～

ECB の金融政策運営～近年稀に見る強気化～	P.15
ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～	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

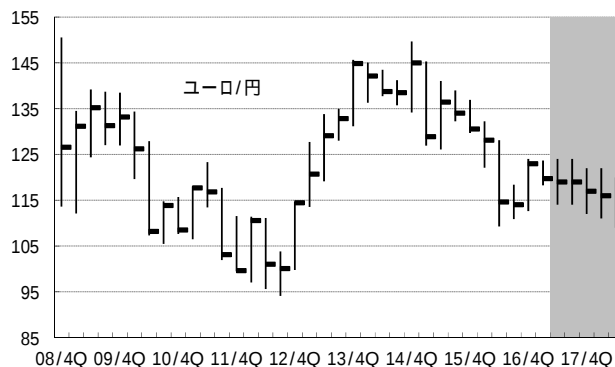
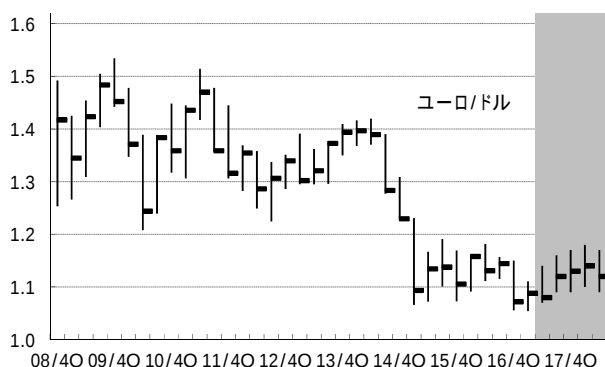
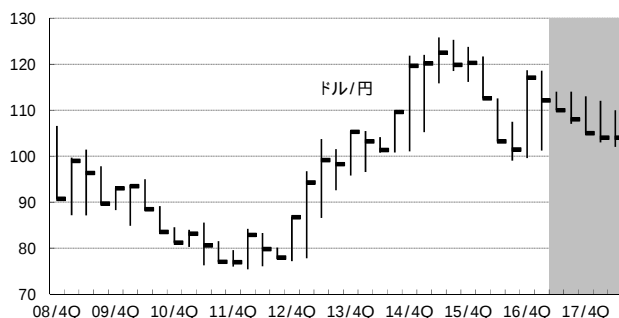
ドル/円相場に対する筆者の基本認識は昨年 11 月以降、不変である。米大統領選挙以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えないため、その持続性には疑義があると述べてきた。3 月以降、顕著になった米金利とドルの調整はトランプ政権の政策執行能力に失望する動きだろう。本欄では「分かりもしない財政出動の影響」より「既起きてしまったこと(金利とドルの急騰)」を警戒すべきだと強調してきたが、3 月の調整は「分かりもしない財政出動の影響」についてアテが外れた向きが手仕舞いした結果と見受けられる。また、2 月以降の FRB のタカ派傾斜は、恐らく「経済的に正しい」対応よりも「政治的に正しい」対応を志向し始めた結果と推測される。米イールドカーブのフラット化傾向などから察するに市場もこれを見透かしており、もはや注目点は利上げの「回数」ではなく「理由」に移っているのではない。連続利上げを示唆しても、ドル相場が上らない状況はまさに「笛吹けど踊らず」であり、今の正常化プロセスが無理筋であることの裏返しに思えてならない。引き続き「行き過ぎたドル高の修正」がテーマになろう。

片や、3 月のユーロ相場は明確に反転している。これは政治リスクの後退と ECB のタカ派傾斜を受けた動きである。3 月のオランダ総選挙は波乱無く通過し、フランス大統領選挙における極右候補ルペン氏の勝利も可能性が低くなっている状況が伝えられている。また、金融政策面では ECB がはっきりとタカ派色を強めており、「次の一手」が緩和ではなく引き締めである可能性を強く感じさせる。ドイツ強体制の管理が日増しに難しくなっていることの裏返しとも見られ、大きなショックが無い限り金融政策は現状維持、場合によっては量的緩和の縮小や利上げなども検討される可能性がある。こうした状況に加え、巨額の経常黒字の存在も考慮すれば、やはりユーロ相場は堅調を予想しておきたい。言うまでもなく FRB の無理筋な正常化プロセスが挫折することもユーロ相場の支えになるはずだ。敢えて、不安材料を挙げるとすれば、予測期間中(正確には 18 年 5 月まで)に行われるイタリア総選挙の行方である。選挙を経て反 EU 政党である五つ星運動が政権奪取する可能性も視野に入っており、これを勘案し、予測期間の最終局面にかけてはユーロ相場の下押しを予想しておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2018年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	110.11 ～ 118.60 (112.10)	107 ～ 114 (110)	106 ～ 114 (108)	103 ～ 113 (105)	102 ～ 112 (104)	100 ～ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.0906 (1.0683)	1.05 ～ 1.12 (1.08)	1.07 ～ 1.14 (1.10)	1.07 ～ 1.15 (1.11)	1.08 ～ 1.16 (1.12)	1.07 ～ 1.15 (1.10)
ユーロ/円	118.25 ～ 123.71 (119.76)	114 ～ 124 (119)	114 ～ 124 (119)	112 ～ 122 (117)	111 ～ 122 (116)	109 ～ 120 (114)

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内は3月31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～剥がれ始めたトランプ期待～

《バーデンバーデン G20 を受けて～前哨戦は米国に軍配～》

今回の G20 はまだ前哨戦

3月17～18日にドイツのバーデンバーデンで開催された20か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議は、トランプ政権の掲げる「米国第一」主義と従前までのG20で求めてきた方針が相容れないことが表面化し、国際経済外交における合意形成が難しくなっていることを強く感じさせるものとなった。懸念されていた通り、声明文からは「あらゆる形態の保護主義に対抗する」との文言が削除され、全てではないものの米国の主張が反映された形跡が窺える。「全てではない」というのは、事前報道によれば米国は「自由で公正な貿易」や「通貨安競争への懸念」といったフレーズを声明文に記載したい意向があったと言われているためである。言うまでもなく、こうした記述は暗に中国への批判的意図を含むため、同国からの強硬な反対に遭う。また、中国とともに名指しされやすい日本や議長国であるドイツも簡単に認めるわけにはいかない。ゆえに、反保護主義的な色合いを薄めるという修正にはなったものの、米国からすれば今一步、踏み込めない声明文になったのも事実だろう。この意味で今回のG20を「痛み分け」と形容するのは確かに頷ける。とはいえ、米国が今ひとつ踏み込めなかった背景には政権発足後、財務省を中心とする事務方の人員配置が固まっていなかったことも報じられている。とすれば、今回はまだ前哨戦と見るべきなのだろう。

どちらかと言えば米国の勝利

だが、敢えて今回のG20に関して勝敗を付けるのだとすれば、やはり米国の意向が通った感は否めない。これまで常に記載されてきた反保護主義の姿勢が撤回されたことはやはり大きな変化である。裏を返せば、こうした修正を「大した話ではない」と切り捨てるのであれば、これまでの声明文は何だったのかという話になる。今回のG20における立ち回りを見る限り、トランプ米大統領率いる米国は自分たちの通商政策を保護主義に属するものと認識した上で、これを国際経済外交の舞台で認めさせる意向を持つことが正式に分かった。この点を咀嚼すれば、「今後はWTOルールをベースとする多国間交渉ではなく最適な通商関係を目指して二国間交渉を重視する。米国の労働者に不利と判断すれば保護主義的な政策も躊躇しない」という意思表示にほかなるまい。また、「通貨安競争を懸念する」との記述を米国が声明文に求めてきたという報道が事実ならば、それは自国通貨高懸念の裏返しでもある。通商政策における保護主義姿勢、通貨政策におけるドル高けん制姿勢、ともにトランプ政権誕生以来で懸念されていた論点だが、ほぼ公式にこれが認められたことの意味は為替見通し作成上、小さいものではない。

狙いは中国だとしても・・・

なお、G20の本会議に先立ち、麻生財務相はムニューシン米財務長官と初会談を済ませている。ここでは「為替の急変は世界経済の安定に悪影響」との考えで一致し、通貨の競争的な切り下げを回避し、為替レートを政策目標としない方針などで合意を得たと報じられている。「通貨の競争的な切り下げ回避」や「(競争力のために) 為替レートを目標とはしないこと」は従前からG20が遵守してきた為替レートに係る方針であり、今回のG20声明文でも為替レートに関してはそのような記述が踏襲された。こうした内容に沿って麻生・ムニューシン会談がつつがなく終了したことは、やはりトランプ政権の保護主義や通貨高けん制が意識しているのは日本よりも中国ということなのかもしれない。

しかし、ドル/人民元がドル安・人民元高方向に大きく修正されたとして、円相場が無関係ということはあるまい。また、過去の本欄でも述べたように、そもそも過去2年の中国における最大の問題意識は「資本流出加速による制御不能の人民元安」であり、これに抗った結果が外貨準備の大幅減少であった。とすれば、実のところ、米中の通貨政策はドル安・人民元高で利害が一致することになる。米国が中国を批判する構図において一番不利益を被るのは日本なのではないか。

いずれにせよムニューシン財務長官のデビュー戦となった今回は、事務方も固まっていない中での前哨戦的な位置付けと考えられる。にもかかわらず、米国の意向に沿って従前の声明文に変化が強いられ
たことの意味をよく考えた上で、為替相場見通しを策定していきたいところである。

《米金融政策の現状と展望～ドル相場は「笛吹けど踊らず」～》

「事実で売り」が先行

3月14～15日に開催されたFOMCは昨年12月以来、3か月ぶりの利上げを決定した。利上げ幅は+0.25%ポイントとなり、注目されたメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）では、2017年中の利上げ見通し（中央値）に関し、年内あと2回と前回12月分からの見通しが据え置かれた（2018年も据え置き）。また、スタッフ経済見通し（SEP）も前回12月分から大きな変化はなく、声明文冒頭の総括判断も2月分から維持されている。それだけに2月以降に強まったFRBのタカ派姿勢や結果としての今回の利上げについては、その理由に関し疑問も残る。一部ではドットチャートに関し、2017年の利上げ見通しが3回から4回へ引き上げられ、バランスシート縮小に関する議論も着手されるのではないかと観測もあったことから、今回の結果はハト派寄りを受け止める向きが多い。結果、米金利、為替ともに「事実で売り」が先行し、米金利低下とともにドルが売られる反応となった。

本当にハト派寄りか？

声明文冒頭の総括判断は「Information received since the Federal Open Market Committee met in February indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace」と前回2月分と全く変わっていない。この点、イエレンFRB議長自身、会見冒頭において「本日の決定は経済見通しや金融政策に対する適切な経路の見直しを反映したものではない」と述べており、前回12月以降の経済・金融動向に関し、何か新しい動きがあったことを受けて利上げに踏み切ったわけではないことを断っている。

しかし、このようなイエレン議長の物言いからは「現状のスタッフ経済見通しが大きく悪化することが無い限り、今後も利上げは正当化される」といった意図も透けて見える。会見を見る限り、イエレン議長はトランプ政権下での拡張財政は潜在的に経済見通しへ影響すると述べているものの、その影響を知るにはまだ早いという立場を変えていない。だとすると、今後の財政政策次第では利上げペースの加速もあり得るということだろうか。いずれにせよ「経済に対する評価が現状維持でも利上げは適切」という姿勢が示されたことは今後にとって重要なサインではある。この点だけに着目すれば、今回の市場反応が示すほど、FRBがハト派だったとは言えない可能性もあり、今後の利上げの確度は高まったと考えられる（もっともそれが正しいかどうかは別話である）。なお、敢えて今回の利上げ理由を探るとすれば、物価の評価に関し「Inflation increased in recent quarters but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective」だったものが、「Inflation has increased in recent quarters, moving

close to the Committee's 2 percent longer-run objective」へと修正されているため、「完全雇用に加え、物価も 2%到達」という状況が利上げ判断を確実なものにした可能性はある。

利上げは「大事の前の小事」か？

今回の市場の受け止めがハト派寄りになったのはひとえにドットチャートが昨年 12 月から維持されたことに起因している。メンバーの見通し（中央値）を見ると、2017 年、2018 年それぞれ 1.375%、2.125%で据え置かれており、示唆される利上げ回数に変化は無い。とはいえ、2017 年に関し 1.625%（≒あと 3 回利上げ。つまり年 4 回利上げ）を主張するメンバーは 3 名から 4 名へ増えており、FOMC が強化している様子もなくはない。上述したように、現状の FOMC は「経済に対する評価が現状維持でも利上げは適切」という姿勢の下、「特にイベントがなければ今後も利上げを打ち込む」という方向

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	Longer run
Jun-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Sep-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	3.75%	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	3.625%	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	3.125%	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	2.875%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	2.625%	3.313%	n.a.	3.50%
Dec-15	2.375%	3.250%	n.a.	3.50%
Mar-16	1.875%	3.000%	n.a.	3.25%
Jun-16	1.625%	2.375%	n.a.	3.00%
Sep-16	1.125%	1.875%	2.625%	2.90%
Dec-16	1.375%	2.125%	2.875%	3.00%
Mar-17	1.375%	2.125%	3.000%	3.00%

(資料)FRB

で意見集約を進めているように見受けられ、年 3 回（あと 2 回）の利上げは相当の現実味を持って議論されている可能性がある。既にバランスシート縮小について議論を進めている以上、利上げは「大事の前の小事」と捉えられているかもしれない。

ドル相場は「笛吹けど踊らず」

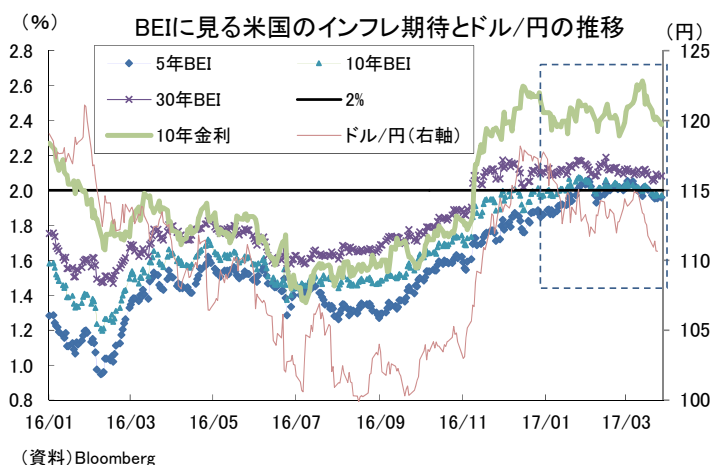
とはいえ、2 月 14 日のイエレン議長による議会証言以降、FRB 高官は立て続けにタカ派色の強い情報発信を行うようになったが、今年に入ってから大幅な米経済・金融指標の改善があったわけではない。今回の記者会見でも、最近になって突然タカ派色を強めた理由を問い詰める記者が現れており、やはり違和感はある。巷で邪推されるように、今後、民主党政権下で指名された FOMC メンバー（イエレン議長含む）が順次、トランプ政権の好みに沿ったメンバーに入れ替えられていく可能性は高い。そうだとすれば景気や資産価格（ドルを含む）の逆風となる利上げは頓挫するだろう。その前に「将来の利下げ余地を作るべく利上げをしてしまおう」という政治的かつ糊代的な願望が強いのではないか。恐らく、このままでいけばイエレン議長は自身の退任が視野に入る今年後半にもバランスシート縮小議論に道筋をつけ、これを置き土産にする可能性がある（バーナンキ元議長がテーパリングに道筋をつけたように）。そのような動機に基づいて正常化プロセスを進めることそれ自体、非常に強いリスクを感じざるを得ない。本来は雇用統計を筆頭とする強い経済指標や金利に代表される金融指標の逼迫を受けて市場参加者が能動的に利上げの必要性を察知するのが望ましいが、今回は「FRB がそこまで言うなら・・・」という受動的な雰囲気が強いように思えてならない。そうした力ずく的意思疎通に基づく正常化路線が果たして正当性と持続性を持ち得るものなのか。筆者はどちらかと言えば懐疑的である。

しかし、3 月の相場を見る限り（特にベアフラット化している米イールドカーブを見る限り）、市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」に着目している。とすれば、利上げを重ねてもドル相

場の反応は限定的なものになるのではないかと。連続利上げを示唆しても、ドル相場が上がらない様は、まさに「笛吹けど踊らず」であり、今の正常化プロセスが無理筋であることの裏返しと言える。

米インフレ期待低迷が意味するもの

ところで、3月中旬以降に反転したとは言え、ここにきて名目金利とブレイクイーブンインフレ率（BEI）に現れるインフレ期待の動きに捻じれが見られている。具体的には、昨年秋以降、ドル/円相場が上昇してきた局面では名目金利の上昇に加え、それと平仄を合わせるように BEI も上昇していた（図）。その後、今年に入ってから名目金利の上昇が一服する中、BEI も横ばいとなり、ドル/円相場も軟調に推移してきた。しかし、2月末以降（図中の点線四角部分）は名目金利が明確に

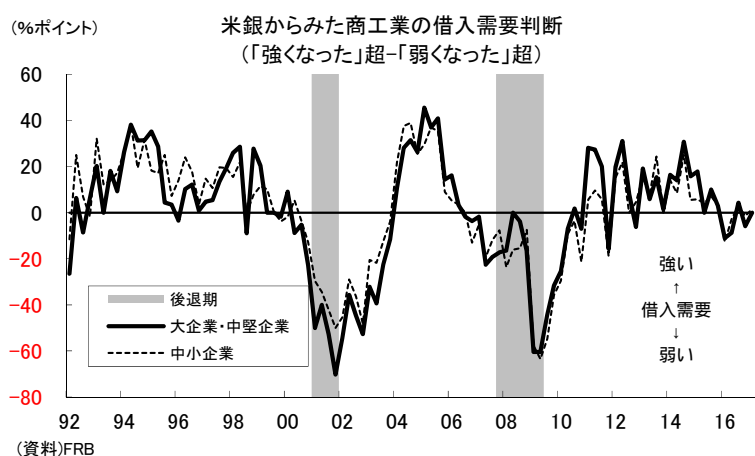


上昇するに伴ってドル/円相場も浮揚し始めているが、BEI は横ばいのままであった。こうした「名目金利は上昇しているにも拘らず、BEI は追随していない」という状況は何を意味するのか。

理論的には「名目金利－インフレ率（or BEI）＝実質金利（or 期待実質金利）」と定義されることから、「名目金利－実質金利（or 期待実質金利）＝インフレ率（or BEI）」と書き換えられる。現実に名目金利が上昇していることを踏まえれば、BEI が横ばいとなっている事実は期待実質金利が上昇していることを示唆する。上述したように、期待実質金利はその経済に想定される潜在成長率、ラフに言えば「地力」と読み替えられる。景気回復に伴って米国の地力が高まっていると多くの市場参加者が考えているならば、そのような理解もなくはない。また、昨年9月を境としてスタッフ見通しやドットチャートから示唆される潜在成長率や中立金利は底打ちしているため、FRB もそのように考えている可能性はある。

地力の復調は感じない

しかし、昨年までは中立金利の低下が話題となり、サマーズ元米財務長官らが主張する長期停滞論が幅を利かせていたことを思い返すと、安易に「期待実質金利の上昇＝米経済の地力復調」と理解しても良いのかは不安がある。本当に実体経済が力強さを取り戻すのであれば、例えば、その過程で銀行与信の復調などが鮮明化してくるだろう。だが、FRB が四半期に一度実施する銀行貸出態度調査

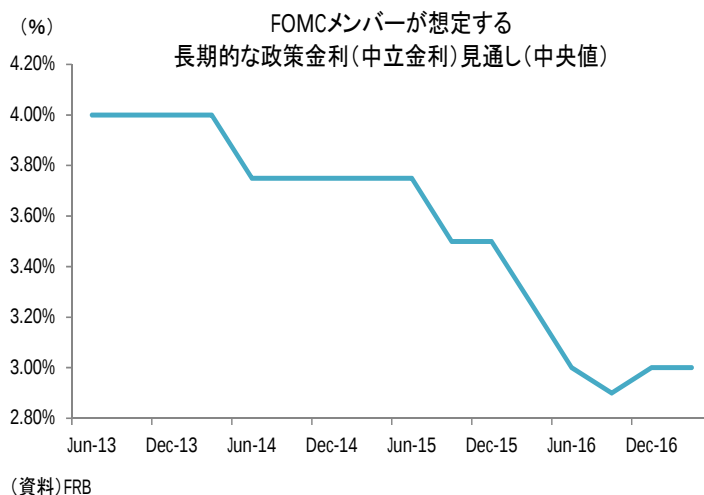


などを見る限り、企業の借入需要が逼迫しているようには見えず（図）、むしろ2014年中頃を境として後退している。本欄で直接的な因果を議論することは避けるが、2014年中頃と言えば今回のドル高局面

が始まった頃であるため、通貨高を通じて企業活動が抑制された可能性なども気にかかるところである。なお、借入需要に対し、実際に貸出供給を行う銀行側の計数を見ると、前年比での増勢こそ続いているものの、さほど加速している様子もない。過去 3 か月弱の期待実質金利の上昇を地力の改善と見なすことに関しては、今少しの慎重さを持ちたいところである。

中立金利や長期成長率にも注目したい FOMC

名目金利の緩やかな上昇と共に各年限の BEI が 2% 付近で安定推移する現状は実体経済の適度な復調を示唆するという意味で FRB の正常化プロセスにとっては望ましい動きである。だが、上述したように、各国中央銀行が中立金利の低下に思い悩んでいたのはつい最近の話であり、実際、FOMC メンバーの想定する中立金利も昨年 9 月まで低下が続いてきた（図）。そこから確かに、FOMC メンバーの想定する中立金利は底打ちしているが、これを真に受けて地力の復調



を当然視するようなストーリーには簡単には乗れないというのが筆者の基本認識である。仮に、そうした筆者の認識が正しければ、どこかで期待実質金利は頭打ちになる。期待実質金利が上がらないにも拘らず、名目金利が FRB の正常化プロセスに合わせて粛々と上がり続けるには、BEI も上がってこなければならない。BEI が上がってこないのであれば、その名目金利上昇の持続性は理論的に疑義が残る。このように考えていくと、今後の米金利動向は BEI とセットで評価した上で、その持続性を押し量ることがドル/円相場予想の一助となるように思われる。ちなみに、3 月中旬以降、名目金利が下落に転じ始め、BEI が概ね横ばいとなり、ドル/円相場も修正を迫られているが、これは結局、トランプ大統領や FRB の「口車」に乗って名目金利が過剰な上昇となっていたことを示唆しているのではないかと。

《日銀金融政策の現状と展望～再確認したい現行枠組みの脆弱性～》

市場への影響は皆無

日銀は 3 月 15～16 日に開いた金融政策決定会合で、金融緩和の現状維持を賛成多数で決定した。短期の政策金利を▲0.1%、長期金利である 10 年物国債金利をゼロ%程度に操作する現状の金融市場の調節を続ける。また、金利操作のための長期国債購入額に関し、「年 80 兆円」とした保有残高の年間増加ペースも維持された。そのほか国債以外の資産に関しても、上場投資信託 (ETF) を年 6 兆円、不動産投資信託 (REIT) を年 900 億円のペースで購入する方針が確認された。また、「生鮮食品を除く消費者物価指数 (CPI) の前年比上昇率の実績値が安定的に 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」とする方針 (いわゆるオーバーシュート型コミットメント) も維持された。総裁会見も無難な内容に落ち着き、市場への影響は皆無と言っても良い会合となった。

「80 兆円」の削除時期

極めて論点に乏しい会合だったが、敢えて言えば、「年 80 兆円」の表記は今回削除しても良かったように思える。現行の国債購入ペースを続けていけば「年 80 兆円」を割り込むことは周知の事実であり、同表記はもはや有名無実化している。有名無実化しているゆえに「いつ削除しても同じ」という見方もあり得るだろう。だが、国債購入ペースに関する数値削除は 2013 年 4 月以降で継続してきたリフレ路線が名実ともに放棄されたことを意味し、安直な理解に基づいて取引を進めやすい一部海外勢にとっては円買い材料になり得る。もちろん、そうなるかどうかは市況次第だが、今回のような米利上げ直後というタイミングは安全な撤去作業を進める上では望ましかったと言える。

残すところ利上げが想定される記者会見付きの FOMC は 3 回（6 月・9 月・12 月）だが、今年の日銀金融政策決定会合は全てこれらの直後で開催される。ゆえに、FOMC の読み通りにあと 2 回利上げできるのだとすればチャンスはまだあるが、本当にそうなるかは不透明と言わざるを得ない。今回のように利上げが確実視される状況はいつでも用意されるわけではなく、むしろ稀だろう。円高地合いでの撤去作業にリスクを感じるのであれば、現状で修正に踏み切るのが吉だったのではないだろうか。

再確認したい現行枠組みの脆弱性

現状は日銀にとって極めて心地良い条件が揃っているので忘れがちだが、そもそも日銀の現行枠組みは脆弱であるという事実を再確認しておきたい。現状のような 110～115 円のドル/円相場ならば日本経済に大きな摩擦は生まないし、トランプ政権が著しい通貨安批判を展開してくることも（今のところは）なさそうである。現状ではトランプ政権の拡張財政に不透明感が燻っているため過度な円安にも不安はなく、かといって欧米金融政策の引き締め路線が注目される中では円高も進まない。物価に目をやっても、原油価格の前年比ベース効果剥落によって堅調推移しており、自身の政策効果も喧伝できる。「裏の目標」である為替、「表の目標」である物価の双方に照らして見ても日銀が表舞台に立つ必要性は全く無い。

だが、こうした状況を所与とするのは危険である。例えば、今後円高に振れた場合にはどうするのか。マイナス金利の深掘りは金融システムへのダメージに鑑み事実上難しくなっている上、そもそも導入当初から家計部門を中心に散々な評判だった。家計部門に不人気の政策を政府部門が歓迎することもない。では、再び「量」を拡大するのか。会合の注目点として「80 兆円」の削除が挙げられている以上、国債購入額の再拡大という選択肢は事実上放棄されている。敢えて言えば、「10 年金利誘導目標のゼロ%未満への引き下げ」は考えられるが、これも必然的に「量」の拡大を伴うため簡単ではない。昨年 9 月 21 日の総括的検証を経て、日銀は「量」から「金利」への転進を図っていることを忘れてはならない。ちなみに、円高に対抗してマイナス金利の深掘りを試みようとした場合、ゼロ%ペッグされている 10 年金利にも下げ圧力がかかると思われるが、これに対抗するためには日銀が希望する以上に「量」を減少させる必要が出てくる。あからさまな「量」の減少を受けて為替市場で円高が進む恐れもあろう。この点からもマイナス金利深掘りはハードルが高いと思われる。そもそもマイナス金利深掘りが可能で、それが円安誘導に効くとしても、それはそれで対米配慮という観点から進めにくいという根本的な問題がある。

一方、円安が進んだ場合にも対処が必要になる。120 円以上の円安・ドル高は輸入物価経由で実質ベースの所得環境を毀損する恐れが強く、元より家計部門からは歓迎されていない（2014 年後半から 2015 年前半を思い返して貰いたい）。必然的に政治の円安に対する許容度も低いものになるだろう。もちろん、意にそぐわない円安進行に対して利上げ（マイナス金利幅の縮小や 10 年金利誘導目標の引き上げ）とい

う選択肢はあるが、あれほど+2%に固執してきたにもかかわらず、その道半ばで引き締めに転じることはオーバーシュート型コミットメントの理念上、あり得ない（むろん、マネタリーベースさえ増えていれば同コミットメントの方針には反さないが、市場は容赦なく日銀の姿勢転換を攻め立てるだろう）。会見でも「物価上昇率が+1%に達すれば引き上げるとは機械的に考えない」と述べ、世界的潮流に乗った早期利上げ観測をけん制している。

つまり、日銀は追加緩和にも、引き締めにも極めて動きづらいのが実情と見受けられ、ガラス細工のような現行枠組みの脆弱性がどうしても目に付く。結局、今回の会合のように事前に全く関心を持たれず、相場に対する影響力も皆無という状況が続くのが日銀にとって最善の状態になってしまっているのだろう。4年前に華々しく誕生した黒田体制が極力表舞台に立たないことを願っている現状は「マネタリーベース増加を通じて物価さえ押し上げれば結果はついてくる」という無理筋なリフレ理論の空虚さを鮮明に映し出していると言える。

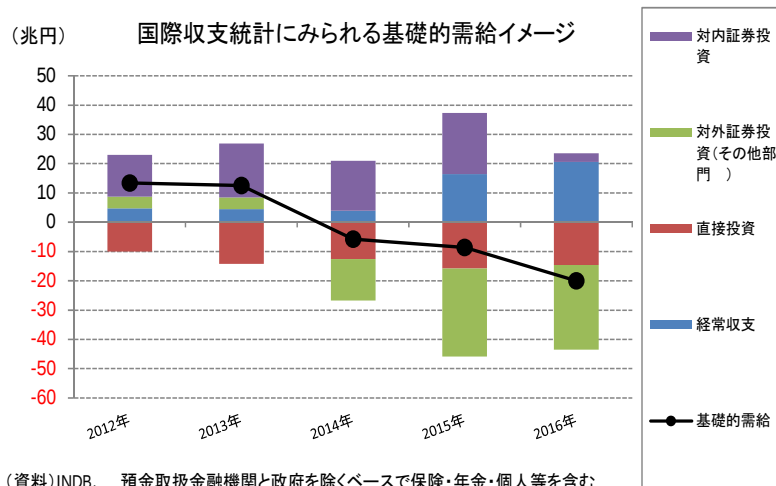
《円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～》

米金融政策とそぐわない円の基礎的需給環境

米金融政策においてタカ派色が強まる動きとは裏腹に、今後の円相場の基礎的需給環境の展望はどちらかと言えば円買い方向に振れている。3月に公表された本邦1月分の国際収支統計によれば、1月の経常黒字は+655億円と2年半ぶりの低水準となった。主として中国の春節を前に輸出を控える動きが広がったほか、原油価格の底打ちなどを受けて輸入が増加したことも影響し貿易収支が1年ぶりの赤字に転じたことが経常黒字を押し下げた（なお、経常収支が前年同月を下回ったのは昨年5月以来、8か月ぶり）。1月分に関しては、季節性が強い上、まだ1か月分ということも踏まえれば、現状から2017年の先行きを占うのは難しい。だが、前年比で見て、原油価格が2016年ほど落ち込むことは考えにくく、これまで見られてきたような「輸入急減→貿易黒字急増」という構図はさほど期待できそうにない。貿易黒字は2016年をピークに減少へ向かおう。

本欄で円相場予想の指針とす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っており、これは2015年通年で記録した円売り超過（約▲12兆円）の倍近いイメージとなった。だが、図示されるように、この動きは対外証券投資や対外直接投資の加速、経常収支の黒字縮小といった動きに裏付けられたものではなく、2017年においてはやや異なった展開が生じる可能性を感じ

させる。項目別に見れば、2015年から2016年にかけて対外証券投資も対外直接投資も僅かに縮小し円買い方向の動きに寄与しており、経常収支に関しては黒字が拡大している（対外証券投資が前年比で減少したのは2013年以来、3年ぶり）。昨年の円相場の基礎的需給環境において円売り超過を拡大させた



主因はひとえに海外から日本への対内証券投資（特に株式・投資ファンド持分）で買い越しが急減したことによる消極的なものであり、本邦投資家のリスクテイクが加速したからではない。

対外証券投資は曲がり角を迎えるのか

毎月の本欄で議論しているように基礎的需給環境の帰趨を握るのはやはり対外証券投資である。この点、筆者は「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こと」、「『日米金利差拡大→対外証券投資拡大→ドル/円上昇』という伝統的な円安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追求できるものではないこと」などを理由に 2017 年はどちらかと言えば基礎的需給が円買い方向へ傾斜する展開を



予想してきた。このような見方は FRB のタカ派姿勢が強まる現状でも色褪せることがない重要な論点と考えられる。また、米金利のイールドカーブがベアフラット化した状態を見る限り（図）、本邦勢に限らず、多くの投資家は米国の連続的な利上げを信じていないように見える。

こうした材料に加え、ここにきて看過できない動きも浮上している。先週来報じられている通り、金融庁が本邦の地方銀行に対して運用部門を念頭に置いた特別検査を実施することが耳目を集めている。マイナス金利政策などを受けて投資妙味を失った日本国債の代替として外国債券への投資が拡大している風潮を警戒する動きであるという。昨年来の米金利急騰の結果、含み損（ないし実際の損失）を抱えている金融機関は多いと見受けられ、これが昨年 11 月以降の本邦の対外証券投資における大幅売り越しに繋がってきたであろうことは本欄でも繰り返し議論してきた。特別検査の是非には様々な議論があろうが、このまま外債運用をリスク視する風潮が定着していけば、本邦の機関投資家が対外投資を行う環境は確実に窮屈なものになっていくのは確かだろう。

ドル/円相場は既に購買力平価（PPP）に照らして十分に高く、トランプ大統領の通貨・通商政策がドル安・保護主義を志向する状況から大きく変わったわけでもない。この上で本邦の金融監督当局が監視を強める姿勢を取るのだとすれば、今後、対外証券投資が減少することはあっても加速することは難しいと考えるのが自然である。2014 年以降続いてきた基礎的需給の大幅な円売り超過は、これを支えてきた対外証券投資が縮小する格好で曲がり角を迎えるのではないか。

《メインシナリオへのリスク点検～要警戒の 4 月中旬～》

基本認識の正しさを確認した 3 月

最後に、筆者が抱く基本シナリオに対するリスクを点検しておきたい。これまで述べてきた通り、為替相場見通しに関する基本認識は昨年 11 月以降、不変である。米大統領選挙以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えず、結果として持続性には疑義があると述べてきた。3 月中旬以降、顕著になった米金利とドル相場の調整は明らかにトランプ政権の政策執行

能力に失望する動きであり、「過剰な金利高とドル高の修正」という色合いが強い。昨年来、本欄では「分かりもしない財政出動の影響」より「既に起きてしまったこと（金利とドルの急騰）」を警戒すべきだと強調してきたが、3月の相場調整は正に「分かりもしない財政出動の影響」についてアテが外れた向きが手仕舞いした結果ではないのか。

これまで繰り返し論じてきたように、一国の指導者が代わったからといって、実体経済の地力が急に改善するということはない。既に議論したように、市場が想定するインフレ期待である BEI が年初から横ばいのままである一方、名目金利が上昇しているということは、理論的には期待実質金利（≡潜在成長率）が高まっていることを示し

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	第二次ブラザ合意	・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4回利上げ、B/S縮小に着手	円安ドル高
米国	③	トランプ大統領の財政政策	・HIA導入。市場想定を大幅に上回る拡張財政	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(ルペン大統領誕生) ・イタリア総選挙(五つ星運動による政権奪取)	円高ドル安

(資料)筆者作成

ている。だが、そう考えるに足るだけの材料はないというのが筆者の考えである。とすれば、名目金利の上昇が行き過ぎているのか、BEI が出遅れているのかどちらかだが、上述したように、筆者は前者と考えてきたし、3月の相場つきはそうした考えと平仄が合うものであったと考えている。今後、トランプ政権への期待剥落やドットチャートの下方修正に沿ってドル相場も下げ足を速めるというのが引き続き本欄のメインシナリオである。だが、当然、シナリオには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。前月から殆ど変わっていない。

円安リスク：「政治的な正しさ」を追求する FRB

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である。実際のところ、③が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。その意味では③に関し、市場期待を凌駕するほど大型の拡張財政が示唆された場合、米金利は急騰、インフレ期待も高まる中で、ドル相場が騰勢を強める可能性はある。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よう。しかし、2月末の議会演説で示された1兆ドル程度の政策規模でそのような相場展開に至るとは思えない。

一方、②はどう考えるべきか。前月も述べたように、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きた。その1回が3月に実施されたため、基本的にはこれで打ち止めと考えるが、2月以降、突然タカ派化しているFRBの挙動が読みづらくなっているのも事実である。最近の変貌は、恐らく「経済的に正しい」対応よりも「政治的に正しい」対応を志向し始めた結果と推測される。筆者が「年1回程度しかできない」と考えるのは、景気拡大が成熟化し、実体経済指標にも過熱感が見られず、頼みの綱となる拡張財政の先行きも怪しい以上、利上げは「経済的に正しい」ものにはなり得ないという（ごく普通の）理由によるものである。

しかし、2月以降のFRBは恐らくそのような考えを持っていないように見える。常々、利上げのもとらすドル高の影響を盾にハト派姿勢を強調してきたブレイナードFRB理事までもが利上げ支持に回っており、政策運営を決定する上での評価軸が変わった可能性を感じざるを得ない。推測の域を出るものではないが、民主党政権に指名された現FOMCのメンバーが今後共和党政権に指名されるメンバーへ入れ替わっていくことを念頭に「出来ることは今やっておこう」という政治的な正しさが追求されているのではないかと。これまでの言動を踏まえる限り、トランプ政権は利上げがもたらす（ドル高を含めた）景気引き締め効果を望まないだろう。2018年に指名されるイエレン議長の後任も恐らくハト派寄りの人物になるはずである。かかる状況下、財政・金融政策が巧く噛み合うことで（つまり②や③のリスクが顕在化し）、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、120円以上で安定する展開になっても不思議ではない。しかし、既に述べたように、市場は利上げの「回数」を重視してドルを買い進める意思が薄らいでいるのが実情に見受けられる。

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が挙げられる（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、米金利が順調に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、今のところ、米金利の継続的な上昇に賭ける格好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見られていない。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るが、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が多いのだろう。また、ここにきて本邦の金融監督当局が外債投資をリスク視する姿勢を強めていることも対外投資を抑制する要因になる。

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るが、4月以降、対外証券投資の買いが加速してくる可能性はある。だが、そもそも米国の通貨政策がドル高相場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ことは根本的に難しいという認識は持つべきである。4月には、麻生財務相とペンス副大統領の間で合意した「新たな経済対話（以下日米経済対話）」もスタートし、金融政策も議論の俎上に上ってくることが考えられる。日米金利差を背景とする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。

円高リスク：4月中旬は要警戒

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスクもある。毎月述べているように、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、昨年11月以降の米金利上昇はあくまで巨額の拡張財政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。3月に見られた米金利低下とドル安の流れはこうした文脈で生じたものと考えている。オバマケアが修正に至らなかった事実は、当初より懸念されていた通り、トランプ政権の政策執行能力の欠如を示唆するものだろう。

また、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「通貨安誘導に対し極

めて極めて強い制限を導入していく（トランプ大統領、1月26日）」方針を表明している経緯がある以上、やはり日米経済対話はドル/円相場の上値を押さえる材料と見なさざるを得ない。現状、同対話が予測期間中のドル/円相場を底抜けさせるような展開はないとの想定だが、米国の出方次第ではダウンサイドリスクとして100円割れも視野に入る。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プラットフォームを新設する理由はない。米国として何らかの要望したい論点があると考えるのが自然であろう。初会合はペンス副大統領の4月中旬の来日に合わせて開催される模様であり、為替政策報告書の公表時期とも被るため、同時期の円高急進は警戒したいところである。

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。現在得られる情報を総合的に勘案する限り、米国の通貨・通商政策が120円以上の円安を許容し続けるような状況を筆者はどうしても想像できない。

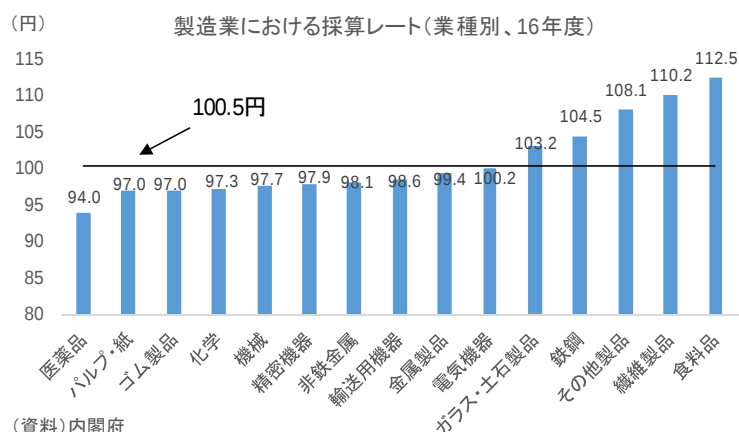
「高過ぎるドル相場の修正」という問題の所在は変わらず

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るれば、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「ドル高の罠」という論点は重要である。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市場に混乱をもたらしかねない。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がかねないのである。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。

さらに、過去の本欄でも述べたように、ドイツの景気過熱問題が燦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がある。周縁国の経済情勢に配慮し、現実的には金融引き締めが難しいことを考えれば、「為替くらいは引き締めたい」のが本音ではないかと推測される。一方、日本においてもドル高・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）。日銀にとってドル高（円安）は物価目標に近づく手段として有効と思われるが、実質所得環境の悪化を不安視する国内経済主体にとってはむしろ歓迎出来ない現象である。以上のような状況を考慮すると、行き過ぎたドル全面高は結局、世界経済を不安定化させるように思えてならない。

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・人民元買い介入で外貨準備を消耗する必要がなくなる。なお、日本も1ドル100～105円がPPPであり、2月中旬に内閣府『企業行動に関するアンケート調査』で明らかになった輸出企業の採算レートは100.5円である(図)。100円までの円高が進行したとしても、日本経済が不況に覆われるようなことはないだろう。



日銀によるETF買いが株価の下支えに効いている間は政府・与党も過度に円高を嫌気することはないように思われる(もちろん、中銀による株価維持が正しいかどうかという議論は別途ある)。円安が止まれば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ことは言うまでもない。

かかる状況下、世界的に「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と筆者は考える(①のリスク)。今後、断続的に開催されるG20などの政治日程(4月20～21日のワシントン、7月7～8日のハンブルグ)で為替が論点になり、ドル安志向の強い情報発信がなされる展開は警戒したい。冒頭述べたように、3月G20ではまだ体制の整っていない米国から相応の強硬姿勢が見せられたことが浮き彫りになっている。今後、事態がヒートアップしても驚きではない。

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)。3月のオランダ総選挙は波乱なく通過し、現状のところ、4～5月のフランス大統領選挙も極右政党である国民戦線(FN)のマリーヌ・ルペン党首の旗色が悪い状況にある。しかし、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指摘されており、2017年、最大の欧州リスクはその点にありそうである。9月のドイツ連邦議会選挙においては中道左派政党である社会民主党(SPD)から立候補しているシュルツ氏がメルケル首相(キリスト教民主同盟、CDU)を打倒できるかが注目されているものの、それが大きなリスクイベントになると見る向きは少ない。シュルツ氏が勝利した場合、ドイツの拡張財政への道が開け、むしろ市場心理にとってはプラスに働く可能性もあろう。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、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が最大のリスクである。前月まではこのリスクは上下双方向に広がっていたが、3月はどちらかと言えば、下方向のリスクが強めに意識された局面だった。トランプ大統領の保護主義姿勢が通貨高と極めて噛み合わせが悪いという事実は衆目の一致するところであり、そこへFRBが政治的な正しさを求めてタカ派化しているという危うさも重なっている。地力にそぐわない金利や通貨の上昇は景気減速に効いてくるはずだ。総じて、昨年来の問題の所在は「高過ぎるドル相場の修正」であり、状況は一切変わっていない。ゆえに円高・ドル安見通しを修正する必要も無いというのが筆者の基本認識である。

◆ ユーロ相場の見通し～対独配慮と対米配慮の狭間で～

《ECB の金融政策運営～近年稀に見る強気化～》

近年稀に見る強気の ECB

3 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。また、拡大資産購入プログラム（APP）も現状維持で、現行の月額 800 億ユーロの購入が今年 3 月末まで継続された後、4 月から 12 月末までの 9 か月間は 600 億ユーロへの運用に切り替えられる方針が確認された。

しかし、昨年 4 月から声明文に付されてきた「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する（If warranted, to achieve its objective the Governing Council will act by using all the instruments available within its mandate）」との文言が削除され、その理由としては「もはや切迫感（sense of urgency）がなくなったことを示唆（signal）するため」とされた。より正確には「デフレリスクに促された切迫感もはやない」と物価情勢の好転を受けた動きである旨が言及されており、市場ベースのインフレ期待がはっきりと底打ちしたことなどが言及されている。実際、5 年先 5 年物インフレスワップフォワード（5 年先 5 年物 BEI）の動きを見れば、確かにそのような評価は分からなくもない。さらに、昨年 3 月に導入が決定し、6 月から 3 か月ごとに実施されてきたターゲット型長期流動性供給第二弾（TLTRO2）も今月の入札を最後に打ち切られる方針が確認された（後述するように、後継スキームに関する議論は一切行われていない）。過去 5 年を振り返っても、これほどはっきりとタカ派色を強めた理事会は少なくとも筆者の記憶には無く、近年稀に見る強気な ECB という印象を受けた。

フォワードガイダンス文言の削除も視野に

ちなみに、「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する」との文言こそ削除されたものの、「理事会は ECB の主要金利が長期間にわたって現水準もしくはそれを下回る水準で推移すると考えている（We continue to expect them to remain at present or lower levels for an extended period of time）」との政策金利に関するフォワードガイダンス文言は据え置かれている。だが、ドラギ ECB 総裁はこの文言に関しても“lower”の文言を削除することに関し、雑駁な議論（a cursory discussion）はあった」ことを認めており、次回会合以降で削除される可能性を感じさせる。既に「量」と「金利」の矛盾が表面化しつつある政策運営の現状に照らせば、ここからマイナス金利の深掘りに踏み切る可能性が低いことは周知の事実であり、同文言の存在意義が小さくなっているのは確かである。だが、結局文言を残すに至った理由としては、未だに「自立的なインフレ率（a self-sustained inflation rate）」が確認されていないことが挙げられている。

また、TLTRO2 の後継スキームに関しては、「何の議論も一切無かった」と一蹴しており、2014 年以降、約 3 年間続いた貸出実績連動型の資金供給（TLTRO）は一旦終焉を迎えることになる。マイナス金利付き資金供給として話

TLTRO2の実施状況(全4回)

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
第1回	2016/6/29	2020/6/24	1456	0	3,993	514
第2回	2016/9/28	2020/9/30	1463	0	453	249
第3回	2016/12/12	2020/12/16	1456	0	622	200
第4回	2017/3/29	2021/3/24	1456	0	2,335	474
現時点の合計額					7,403	

（資料）ECB、※最終的な借入金利は貸出実績に応じた金利減免措置に左右される。

※但し、第1回目入札はTLTRO1による全借入残高（約4300億ユーロ）を借り換えることが可能とされた。

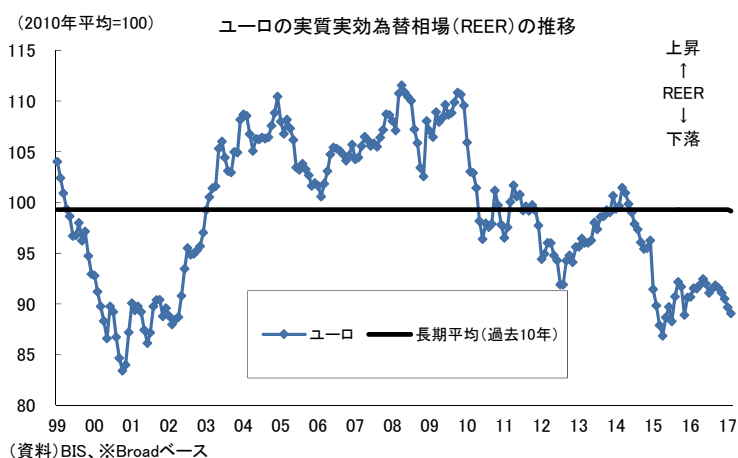
題を集めた同スキームだが、3月最終入札における駆け込み需要を除けばそれほど積極的に利用されたわけではなかった（前頁表、※第1回入札が巨額なのはTLTRO1からの借り換えがあったため。ネットではさほど大きくない）。それでも、2014年6月以降、3か月ごとに実施されてきたTLTROが打ち切られることは、ECBの緩和局面が1つの大きな変化を迎えたことを感じさせる。記者からも「このツールは完全に議論の俎上から無くなったのでしょうか。それとも一旦は後ろに退かせて、暫く様子を見て、2〜3か月後にまた復活させるということでしょうか。もしくは量的緩和の縮小（テーパリング）ないし脱却を見据え、将来における流動性のセーフガードとするのでしょうか」といった趣旨の質問が出ている。この点、ドラギ総裁は「経済状況がそれを正当化すれば利用可能。思想的、組織的、法律的な障害はない」と回答しており、今後の経済状況次第では復活もあり得ることは隠していない。

対独配慮と対米配慮

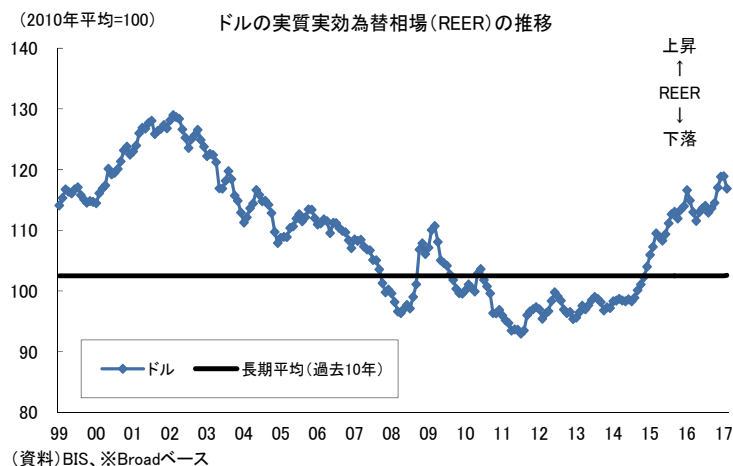
しかし、ECBからすれば実際に身を切ることになるTLTRO2はまだしも、今回削除した文言や辛うじて残されたフォワードガイダンス文言などはそのまま放置しても大きな問題ではないようにも感じられる。そもそも物価の基調に弱さを感じているのであれば、この反転を待ってから削除を検討しても遅くはない。結局、それでもタカ派的なアクションに踏み切った背景には、本欄でも常々論じている「ドイツ一強問題」への配慮もあったのではないかと推測される。砕けた言い方をすれば、不本意に過熱する（させられる）自国経済に不満を募らせるドイツの溜飲を下げさせることも企図していた可能性を邪推してしまう。記者会見でも「本日の理事会におけるコンセンサスは2〜3年前（※正確には2年前）にQEに踏み切った時よりも強いものであったか。というのも、何人かのメンバーは現状の緩和レベルに関し強過ぎるとの疑念を表明している（それゆえに、今回のタカ派的な理事会には強い同意があったのではないか）」との質問があった。要するに、ドイツを筆頭とする健全国メンバーの意向が今回の理事会の議論で強い影響力を持ったのではないかととの質問である。ドラギ総裁は合意の程度を測ることは非常に難しく、まして2〜3年前と比較することは困難と述べ、今回の理事会の議論が「pretty consensual」であったと回答するに止めているが、2月以降に見られてきたドイツ高官のタカ派姿勢に感化されたのではないかととの向きが出ることは当然だろう。

一方、域外に目をやってもドイツが「永遠の割安通貨」によって黒字を積み上げている事実に関し、トランプ政権からの批判が強まっており、安易に追加緩和を決断することも憚られる状況がある。会見でも「ドイツやユーロ圏の貿易黒字が世界ないしユーロ圏にとってネガティブな影響を与える不均衡を反映していると思うか」との質問が見られている。これに対し、ドラギ総裁は欧州議会でも同様の質問に回答

したと前置きし、「ドイツの通貨はユーロであり、ユーロ圏の金融政策はECBにより運営されている。ECBは独立しており、ユーロ相場は市場により決定されている。これ自体はG7やG20で長らく謳わ



れているコミットメントと整合的だ」と回答している。その上で実質実効為替相場（REER）に関し、「ユーロは歴史的な平均に照らして大きく外れてはいないが、ドルは外れている。つまり、現状（のドル高）の容疑者はユーロではない」と述べている。詳しい表記がないため分かりかねるが、少なくとも国際決済銀行（BIS）ベースの REER を見れば、ユーロもドルも相応に長期平均からかい離しており、ドラギ総裁の主張とは齟齬



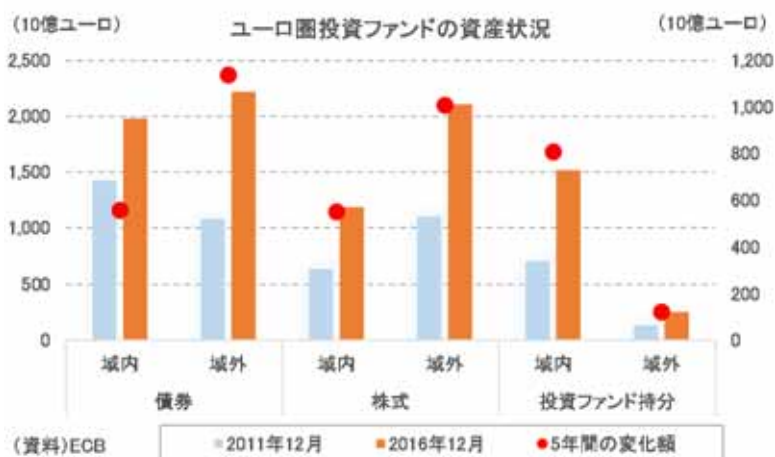
がある（前頁図及び右図）。敢えて言えば、今年 2 月時点で長期平均に照らして、ユーロは▲10%、ドルは+14%といったイメージであるため、「ユーロ“だけ”が主犯格ではない」という主張ならば分からなくはない。いずれにせよこうしたりからは「過度に安いユーロ」について米国ばかりか身内であるドイツからも批判が出ている状況に関し、ECB としてもこれに反駁しなければならない苦悩が透けて見える。今後の ECB の金融政策運営については対米配慮と対独配慮が同時に入ってくる展開が予想され、これは追加緩和の可能性を減じる論点になりそうである。

《ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～》

域内から域外へ逃げるユーロ圏の投資ファンド

ECB が四半期に一度公表する『ユーロ圏投資ファンド統計（Euro area investment fund statistics）』では域内から域外へ資金を逃がす投資ファンドの動きが透けて見える。この点が莫大な経常黒字を抱えながらもユーロ相場の上値が重い 1 つの理由として注目されるため、簡単に議論を整理しておきたい。

最新である 2016 年 12 月末時点のユーロ圏投資家による資産状況を見ると、



ユーロ圏投資ファンドの総資産（域内資産+域外資産）は前年比+6990 億ユーロの約 9 兆 2650 億ユーロとなり、2008 年 12 月の統計開始以来、過去最大となった。域内・域外資産の別に見ると、域内資産が同+1920 億ユーロの 4 兆 6820 億ユーロ、域外資産が同+5070 億ユーロの 4 兆 5830 億ユーロとなっており、域外資産の積み上げペース加速により両者の残高が肉薄している様子が窺い知れる。政治・経済的に冴えない状況が続く域内を回避し域外へ資源をシフトさせるという流れは基調的なものとなっているように見受けられる。また、商品別に 5 年前と比較したものが図となるが、元々ボリュームが小さい投資ファンド持分を除けば、債券も株式も域外資産の増加幅は域内資産のそれと比較してもかなり大きいものになっている（対外資産に限れば、債券・株式ともに 5 年で概ね倍になっている）。ユーロ圏の成長に賭けるよりも外に目を向けたほうが良いと考える投資家が多数派だったことの表れだろう。

内外資産比率と為替相場

巨額の経常黒字を稼ぎながらユーロ相場の上値が重い背景としては、そのような経常取引を相殺するだけの投資家の対外リスクテイクがあった可能性などが考えられる。近年に限れば、ユーロとドルの間の金利格差は広がる一方にあり、域内投資家による対外投資がユーロ相場を押さえたとしても不思議ではない。図はユーロ圏投資ファンドの域内資産と域外資産の比率をユーロ/ドル相場に重



ね合わせたものである。2008年12月時点で域内資産は域外資産の概ね倍であったが、今ではほぼ等しくなっている。域外資産が域内資産に対して急増した以上、2通貨間の交換比率である為替レートもこれに応じた動きになるのは自然であり、実際に両者の間には安定した関係があるようにも見受けられる。域内投資ファンドの動きがユーロ安の底流である可能性は高い。

かねてより筆者は経常黒字と冴えない物価環境は慢性的な通貨高の歴史に苦しめられてきた円と共通するものがあると指摘してきた¹。ゆえにユーロ相場の底堅さを予想して然るべきというのが基本認識であり、今もそれは変わっていない。だが、円においても機関投資家を筆頭として日本人が円を積極的に手放す時には基調的に下落する傾向がある。それは得てして内外金利差、特に日米金利差が拡大している時であることは言うまでもない。現状のようにFRBが（たとえそれが無理筋なものであっても）正常化プロセスに固執する限り、投資家主導でユーロ相場の上値が重い状況は続いてしまう可能性が高く、その上で昨今の域内における政治リスクの高まりがさらに上値を重くしているのが現状だろう。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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

¹ 拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』、2014年、東洋経済新報社をご参照下さい。