中期為替相場見通し

2017 年 4 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～燻る「第二次プラザ合意」の思惑～

米為替政策報告書の読み方～ドル安予想の補強材料～ P.3
米通貨政策の現状と展望～ポリシーミックスのおさらい～ P.7
米金融政策の現状と展望～「笛不吹けど踊らず」の状況は不変～ P.8
円相場の基礎的需給環境～細りそうな対外証券投資～ P.11
メインシナリオへのリスク点検～燻る「第二次プラザ合意」への思惑～ P.13

◆ ユーロ相場の見通し～自ずと予想されるユーロ上昇～

ECB の金融政策運営～「次の一手」は引き締めが濃厚？～ P.17
ユーロ圏経済の現状と展望～顕著になる「地力の差」と ECB を待ち受ける試練～ P.19

【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

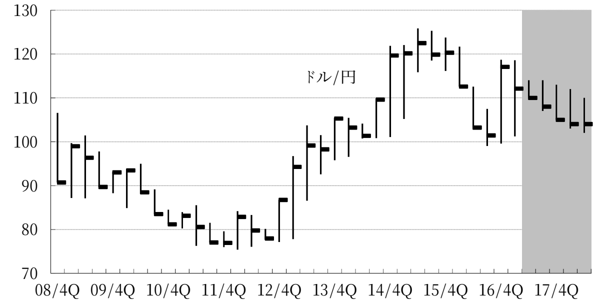
ドル/円相場に対する筆者の基本認識は昨年 11 月以降、不変である。米大統領選挙以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えず、その持続性には疑義があると述べてきた。年明け以降で露呈しつつあるトランプ政権の政策執行能力への不安は 4 月に入ってからも払拭されたとは言えない。期待されていた拡張財政に関し一部の情報が明らかになり始めているが、ドル安と低金利への志向を隠さない大統領の下で継続的なドル高は予想出来ないという論点は変わりようがない。予測期間中に FRB が複数回の利上げやバランスシート縮小議論に踏み込む可能性は否定しないが、これに米金利やドルが追随するのかは別問題である。金融政策がドル高に傾斜しても、通貨政策がドル安に傾斜している状況ではやはりドル全面高にはなりづらいのである。一国のポリシーミックスの組み合わせを冷静に考えれば、FRB がタカ派色を強めてもドル相場が上がらない「笛吹けど踊らず」の状況は当面続くだろう。なお、本邦投資家による対外証券投資も低調な滑り出しであり、需給も円安を支持しない雰囲気が強い。従前より論じてきた「第二次プラザ合意」の可能性を取り沙汰する報道も見られるなど、引き続き「行き過ぎたドル高の修正」がテーマとなりそうである。

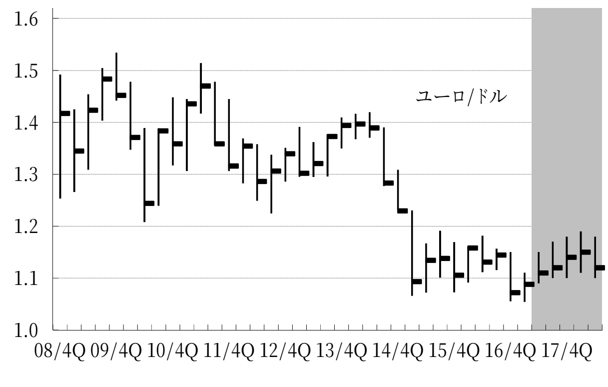
片や、ユーロ相場は続伸している。引き続き政治リスクの後退と ECB のタカ派傾斜を受けた動きである。今年最大の欧州政治リスクと見られていたフランス大統領選挙を無事に通過し、ECB の緩和解除を巡る観測も依然燻るなど、ユーロ買い材料の方が目立ち始めている。特に ECB が量的緩和を停止し、利上げに至るまでは依然相当の時間を要すると見られるが、「次の一手」が緩和ではなく引き締めである可能性が見えている以上、世界最大の経常黒字を擁するユーロが売られる理由は無い。また、本欄の予想通り、FRB の無理筋な正常化プロセスが挫折するのであれば、それもユーロ相場の支えになるはずだ。しかし、不安もある。予測期間中にはイタリアで解散・総選挙が実施予定であり、現状のまま進めば、反 EU 政党である五つ星運動が政権を奪取する可能性も視野に入る。実際にそうなるかどうかは別にしても、選挙を見越してユーロを手放す動きが強まることは避けられないだろう。結果、過去 2 年間続く「1.05～1.15」のレンジに収まる展開が予想される。

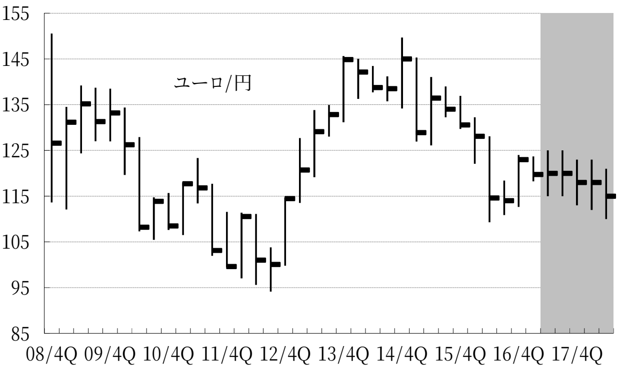
【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～4月（実績）	5～6月期	7～9月期	10～12月期	2018年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	108.13 ～ 118.60 (111.27)	107 ～ 114 (110)	106 ～ 114 (108)	103 ～ 113 (105)	102 ～ 112 (104)	100 ～ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.0951 (1.0861)	1.07 ～ 1.13 (1.09)	1.08 ～ 1.15 (1.11)	1.08 ～ 1.16 (1.12)	1.09 ～ 1.17 (1.13)	1.08 ～ 1.16 (1.11)
ユーロ/円	114.86 ～ 123.71 (120.82)	115 ～ 125 (120)	115 ～ 125 (120)	113 ～ 123 (118)	112 ～ 123 (118)	110 ～ 121 (115)

(注) 1. 実績の欄は4月28日までで、カッコ内は4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～燻る「第二次プラザ合意」の思惑～

《米為替政策報告書の読み方～ドル安予想の補強材料～》

ドル安予想の補強材料

4 月 14 日に米財務省から注目の為替政策報告書が公表された。2 日前（4 月 12 日）に報じられたドルや米金利を低め誘導するかのようなトランプ米大統領の発言（後述）が注目された直後だけに、報告書はかなり先鋭的な内容を含むのではないかとの観測が強まっていたが、内容としては基本的に昨年 10 月の主張を受け継ぐものであり、大きな変化があったとは言えない。やはりシリアや北朝鮮との間に緊張感が高まる中で波風立てない内容に収めたというのが妥当な解説だろう。とはいえ、つぶさに見ていけば、今の米国の通貨政策が為替相場に対してどのような基本認識を抱いているのかが伝わってくるものであり、為替予想にとっての重要性は変わらず大きいと言える。総じて、「これ以上のドル高は米国が政治・経済的に耐えられない」と主張してきた本欄のドル安予想を補強する材料と考えられる。

「監視リスト」6 か国は不変

監視リストを巡る三条件の現状（色付きの国は17年4月時点の監視リスト対象国）

		経常収支		ドル買い･自国通貨売り為替介入
	対米貿易黒字（2016年実額、10億ドル）	対GDP比（%、2016年）	過去3年間の変化幅（%pts）	対GDP比
中国	347.0	1.8%	0.2%	-3.9%
日本	68.9	3.8%	2.9%	0.0%
ドイツ	64.9	8.3%	1.5%	-
メキシコ	63.2	-2.7%	-0.2%	-0.5%
イタリア	28.5	2.8%	1.8%	-
韓国	27.7	7.0%	0.8%	-0.5%
インド	24.3	-0.5%	2.1%	0.4%
フランス	15.8	-1.2%	-0.3%	-
スイス	13.7	10.7%	-0.8%	10.0%
台湾	13.3	13.4%	3.4%	1.8%
カナダ	11.2	-3.3%	-0.1%	0.0%
英国	-1.1	-5.1%	-1.1%	0.0%
ユーロ圏（※）	125.7	3.4%	1.2%	0.0%

（資料）米財務省、※米財務省による推計

ちょうど 1 年前から掲載がスタートした「監視リスト（Monitoring List）」は健在であり、対象国も昨年 10 月に名指しされた 6 か国（中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイス）が引き継がれた（表）。改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、①対米貿易黒字（年間 200 億ドル以上）、②経常黒字（GDP 比で+3%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（12 か月で GDP 比+2%以上）のうち、2 つを満たすと「監視リスト」、3 つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。この点、中国は①しか満たさないが、巨大な対米貿易黒字ゆえに監視リスト入りとなっている。報告書では「5 つの主要な貿易相手国が 3 つのうち 2 つの基準を満たしている」と述べた後、「それに加えて中国は米国の貿易赤字全体において不相応な比率（a disproportionate share of the overall U.S. trade deficit）を占めている」との言及がなされており、中国だけは対米貿易黒字の規模によって監視リスト入りが判断されたことが明らかにされている。トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸があくまで「対米貿易黒字の大きさ」にある以上、中国は今後も徹底的にマークされることになろう。なお、監視リストの要約部分（Summary of Findings）の締め括りには「Treasury will closely monitor and assess the economic trends and foreign exchange policies of each of these economies」と太字で強調されており、名指しされている 6 か国の今後については予断を許さない。

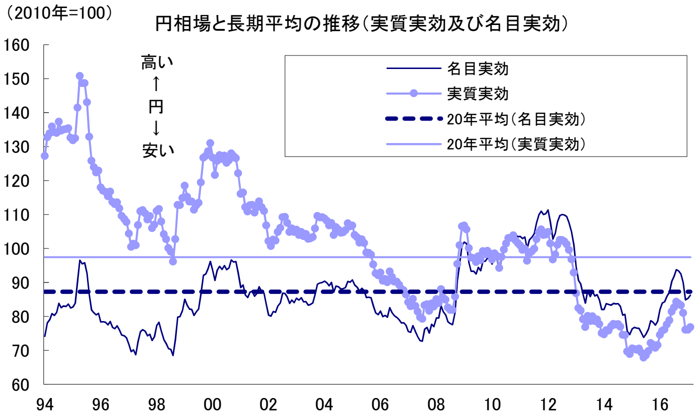
やや意外だったのはメキシコが監視リストに入らなかったことだろうか。表に示されるようにメキシコの対米貿易黒字は日本やドイツとさほど変わらないものである。トランプ大統領就任前後に見られた

同国への鋭い批判を踏まえれば、今回の報告書で 7 か国目の監視リスト入りとなっても不思議ではなかった。そうして目立つ動きを取らなかった背景としては冒頭述べた通り、高まる地政学リスクへの配慮もあったのだと思われるが、過去の本欄[1]でも議論したように、そもそもメキシコ市場が米経済にとって巨大であるゆえ、無用な摩擦を起こすべきではないとの配慮もあったのかもしれない。

日本への記述には安堵感も

報告書全体に関しては穏当な印象を受ける一方、日本への個別評価に関しては比較的見るべき部分もあったように思われた。目についたのは以下の部分である：

- *米財務省は日米間の巨大な貿易収支不均衡の持続を懸念している（Treasury is concerned by the persistence of the large bilateral trade imbalance between the United States and Japan）*
- *<u>円が過大評価されているという証拠はない。円の実質実効為替相場は過去 20 年平均に照らして▲20％も安く、IMF の最新評価でも円は「概ね中期的なファンダメンタルズに沿っている」となっている</u>（There is little evidence that the yen is overvalued. The real effective yen is twenty percent weaker than its 20-year historical average, and the IMF's most recent assessment found the yen to be "broadly consistent with medium-term fundamentals."）*



(資料)Bloomberg

前者の指摘に関してはトランプ政権の志向が強く影響する部分にしても、後者に関しては客観的な論点であり、筆者も折に触れて本欄や『中期為替相場見通し』で強調してきた。実質ベースで評価した為替水準が平均回帰傾向を持つことは理論的に正当化される事実である。実際、国際決済銀行（BIS）の算出する実質実効為替相場（REER、ブロードベース）で見た円相場は、最新 2 月時点で長期平均（20 年平均）から▲21.2％下振れており、歴史的に見ても円高方向への修正余地はかなり残されているという印象が抱かれる（図）。とはいえ、日本への記述に関する締め括りには「弱い内需と例外的に低いインフレ率を踏まえれば、政策当局はあらゆる政策を使ってそうした基調と戦うことが重要である」と添えられ、緩和的な金融政策や柔軟な財政政策、継続的な構造改革の導入の必要性が引き続き説かれている。日米経済対話を前にイールドカーブ・コントロール（YCC）を主軸とする日銀の金融緩和やこれに付随する円安誘導といった批判が懸念されていたことを踏まえれば、本邦の政策当局にとって安堵感を覚える内容も含んでいたと言えそうである。

また、前回の報告書で見られた「日本は約 5 年間、為替介入を行ってはいないが、2016 年に入ってから、当局者が円相場の騰勢を押さえるべく公式の声明を出している。具体的には、ドル/円の動きに関

[1] みずほマーケット・トピック 2017 年 2 月 3 日号『トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～』をご参照下さい。

し“荒い”と評価し、“必要ならばしっかりとした措置を取る”などと警告している」といったやや挑発的な記述も控えられており、その分、批判色が薄らいだように見える。さらに、昨年 4 月に見られたような、円相場に関する「orderly」か「disorderly」なのかといった論点も消えたままであった[2]。「REER ベースでの円の過小評価」という指摘を除けば、批判色は大分控えられたと言えるが、かといって円安相場を支持するような記述が見られたわけではないことは留意したい。

ドイツへの記述に手厳しさ

なお、ドイツに関する記述部分は正確には「Germany and the Euro Area」と題した小項目になっている。前回までは単に「the Euro Area」だったため、ややドイツに対する問題意識が高まったように見えなくもない。実際、この項目ではドイツの経常黒字に関し、「a matter of concern for Treasury」とわざわざ明記する一節も見られている。また、報告書では加盟国間の成長率「considerable dispersion」があることも指摘されており、例えばドイツ（+1.9%）やスペイン（+3.2%）は域内成長率（+1.7%）を上回る成長を実現しているものの、フランス（+1.2%）やイタリア（+0.9%）は下回っているといった記述が見られている。こうした構造問題は折に触れて本欄でも議論している論点ではあるが、為替政策報告書でも指摘されるに至っている。

為替レートに関しては「The real euro is currently 10 percent weaker than the monthly-average real euro since 2000. On a bilateral basis, over the same time period, the euro is 12 percent weaker against the dollar」との記述が見られ、円と同様、実質実効ベースで長期平均を下回っていることが指摘された上で、近年の対ドルでの一方的な下落にも言及がある。この背景としては「ギリシャやイタリアなどの周縁国の執拗な脆弱性が通貨同盟の不透明感に繋がっており、これが過去数年におけるユーロ相場を押し下げてきた」といった認識が示されており、これはその通りだろう。とはいえ、こうした構造的な問題だけではなく、ECB の金融緩和によって欧米金利差が拡大していることも影響しているとの言及があり、ここに米通貨当局としての不満が見え隠れしている。

また、「弱い通貨と内需のコンビネーションによってユーロ圏の経常黒字（%、対 GDP）は 2009 年の+0.2%から 2016 年には+3.4%へ急拡大している」とあり、これを主導しているのがドイツであるとの記述が見られている。特に以下の記述は印象的である。

- *ドイツの実質実効為替相場は 2009 年以降で▲10%であり、こうした動きは、ドイツが通貨同盟の一員でいなければ、巨大で執拗な経常黒字に照らせば直観的に理解出来るものではない（Germany's real effective exchange rate has depreciated by 10 percent since 2009, a shift that would be counterintuitive in light of Germany's large and persistent current account surplus but for its membership in the monetary union）*

ドイツの現状について「直観的に理解出来ない（counterintuitive）」という形容は腑に落ちるものである。こうした指摘はナバロ国家通商会議（NTC）委員長による「ドイツは甚だしく過小評価されている『暗黙のドイツ・マルク』によって、他の EU 加盟国や米国の搾取を続けている」といった批判と軌

2 昨年 4 月の報告書では急騰する円相場に関し「『orderly』か『disorderly』か」を巡って日米の見方が対立したことが注目された。昨年 10 月の報告書では「orderly」との表現は消えたが「米財務省はドル/円相場は円滑に機能していると評価している」との表現が残り、トーンは変わっていなかった。

を一にするものであり、ほかにもトランプ大統領がかつて口にした「（EU は）基本的にドイツの乗り物にされている」といった揶揄とも被る。報告書はドイツが内需を刺激することでドイツにとってのREER が上昇し、世界及びユーロ圏で収支不均衡の調整が進む旨が述べられているが、そのための妙案があるわけではない。結局、この問題はユーロ圏共同債の発行を通じてドイツ以外の加盟国の内需が刺激されることである程度は解決し得る問題だが、ドイツが前向きではないことは周知の通りである。この点、今年 9 月の連邦議会選挙において、メルケル独首相よりも左派色が強く、財政出動にも前向きと見られるシュルツ候補が勝利した場合は事情が変わってくるかもしれない。

90 円付近の議論、再び？

筆者は毎回の為替政策報告書において各論に入る前の「The Dollar in Foreign Exchange Markets」のパートに着目してきたが、今回は同名のパートが見当たらない。一方で、『International Economic Trends』の小項目として「Foreign Exchange Markets」があり、ここが該当するものと思われる。ここでは以下のような記述が見られている：

- *米財務省は、11 月の米大統領選挙や昨年 2 月や今年 3 月中旬の FRB による利上げといった時期を含めても、為替相場は概ね円滑に機能していると判断している（Treasury judges that foreign exchange markets have generally functioned smoothly, including around the U.S. election in November and increases in the Federal Reserve's policy rate corridor in both December and mid-March）*

概ねドル相場の現状を受け入れるようなトーンと見受けられ、特に昨年 11 月以降のドル相場急騰を含めて「円滑に機能している」との評価が見られていることは重要かもしれない。米財務省（ひいてはトランプ政権）として許容出来ないドル高水準はまだ上にあるということなのだろうか。少なくとも先週報じられたトランプ大統領の発言と温度差を感じる向きはある。

こうした「米通貨当局の思惑」と「トランプ大統領の思考」の差異が今後、どういった形で解消していくのかが今後の見どころだが、報告書に記載された「円滑に機能している（functioned smoothly）」という事実とトランプ大統領が述べる「今のドル高水準が行き過ぎ」という事実は矛盾するものではない。そもそもドル高は 2014 年 6 月以降の現象であり、大統領選や最近の利上げによって始まったものではない。これまで上昇してきた分が調整されるべきという主張は十分筋が通ったものと考えられる。少なくとも、対円の議論に関しては報告書ではっきりと「REER の長期平均に比べて 20%安い」と明記されている以上、やはり足許以上の円安相場を米国は快く思わないだろう。引き続き筆者は年内に大統領選挙前のレンジである「100～105 円」に回帰するとの予想を据え置きたい。

ちなみに、ドル/円相場が 2 月終値である 113 円付近から 20%円高方向へ調整された場合、具体的には 90 円付近という水準が視野に入る。これは昨年半ば以降の本欄で見込んでいた水準であり、結果的にはトランプラリーを受けて修正を余儀なくされた水準でもある。トランプ政権への過剰な期待が剥落し、むしろ地政学リスクの高まりを通して円買いを煽るムードが強まっている以上、そうした水準に下落すること自体、筆者はさほど違和感を覚えない。

《米通貨政策の現状と展望～ポリシーミックスのおさらい～》

米通貨政策の破壊力

4 月 12 日付のウォールストリートジャーナル（WSJ）のインタビューでトランプ大統領は「ドルが強くなり過ぎている（getting too strong）と思う。これはある程度私のせいでもある。人々が私を信頼しているためだ。しかしこれは痛手となっている。最終的に痛手となる」、「ドルが強く、他国が自国通貨を切り下げている状況で競争するのは極めて難しい」と述べている。また、金融政策についても「正直に言って、私は低金利政策が好きだ（I do like a low-interest rate policy, I must be honest with you）」と述べ、金融政策面からもドル安を誘うような言動が見られている。 発言には幾つかの事実誤認が見受けられるものの、報道を受けた為替市場では俄かにドルを手放す動きが拡がった。

筆者は昨年来、「米国の通貨・通商政策がドル安・保護主義に向いている以上、FRB がいくらタカ派なメッセージを発信してもドル買いには繋がらず、またそのような流れを日本やユーロ圏といった非基軸通貨国から止めることも不可能」との論点を執拗に強調してきた。過去 5 か月間を振り返れば、「ドル安や保護主義関連のトランプ発言は一種のブラフ（はったり）なので心配することは無い」といった根拠の無い楽観論（とそれに付随する円安見通し）が散見されたが、米国の通貨政策が持つ破壊力を見くびっていたとしか言いようがない。これほど事前に予見された相場つきも珍しいとすら言える。トランプ大統領が明確に翻意しない限り、このような局面が続くだろう。

ポリシーミックスのおさらい

ここで改めて一国の経済政策（金融・財政・通貨）のポリシーミックスに関し、おさらいをしておきたい。3 つの政策に関する組み合わせは計 8 通り存在するが、現実的には金融政策を引き締めながら通貨安には出来ず、金融政策を緩和しながら通貨高にも出来ないので、それらの組み合わせを除けば現実的には 4 通りしかない。要するに、金融政策と通貨政策は裏表の関係にあるため必ず同じ方向を向いている必要がある。この点、トランプ大統領就任以降の米国は明らかに「ねじれ」が生じている。昨年 12 月と今年 3 月、立て続けに利上げを敢行し、FRB がと粛々と金融政策の正常化プロセス（≒引き締め）を進めてもドル高にならなかったのはトランプ大統領の思惑に強く左右される通貨政策がドル安に向いていたという側面が大きい。トランプ大統領は「人々が私を信頼しているため」にドル高になっていると述べているが、事実は逆である。トランプ大統領の思想・信条・本音を汲み取った上で為替市場では「ドル買いは怖い」という思惑が先行しているのだろう。金融政策と通貨政策が矛盾した場合、得てして強く意識されるのは政治色の強い通貨政策であり、来年の退任が囁かれるイエレン FRB 議長の状況を踏まえれば尚のこと、その思いは強まる。こうした状況に加え、上述のインタビューの中では「低金利政策が好きだ」と述べるなど、いよいよ金融政策の方向感にも踏み込んだ発言が見られており、ドル売りが強まるのは至極当然の成り行きと言える。

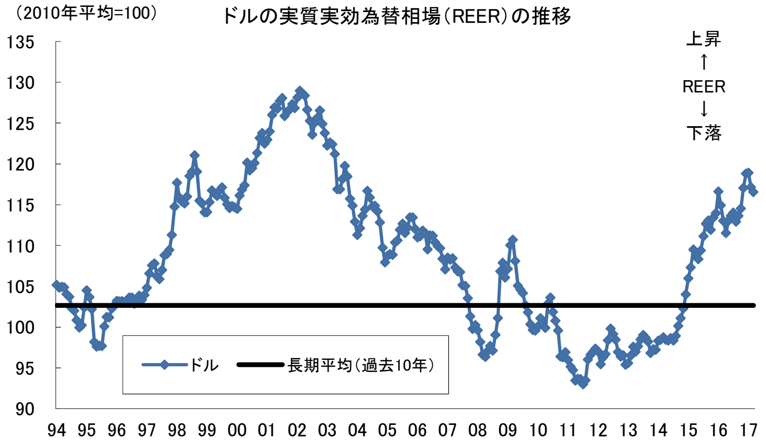
ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では・・
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラレル回避	日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	トランプ政権下での米国
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	ユーロ圏？

（資料）筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

米国のポリシーミックスの行く末

つまり、今後のトランプ政権を見通せば「金融政策は緩和、通貨政策は通貨安、財政政策は緩和」という組み合わせが考えられ、表で言えば①のポリシーミックスが予想される。通常、こうした政策運営は不況からの脱却やデフレ懸念の払拭を企図するものだが、「強い米国」に執心するトランプ政権の基本姿勢とも親和性が高いように思える。①のポリシーミックスが奏功した結果は物価高・金利高であり、そこで初めて真っ当な金融引き締めによるドル高という相場現象を想定することになる。ただ、そうした状況に至るまでに相応のドル安が必要になるであろうし、ドルの実質実効相場（REER）が依然として2003年8月以来、約14年ぶりのドル高水準で推移していることからもそのような展開はやはり自然である（図）。トランプ大統領が好むポリシーミックスが最終的にドル高に繋がるという結論自体、筆者も反対はしない。問題はそれが今後1年のシナリオとして相応しいとは思わないということである。



（資料）BIS、※Broadベース

《米金融政策の現状と展望～「笛吹けど踊らず」の状況は不変～》

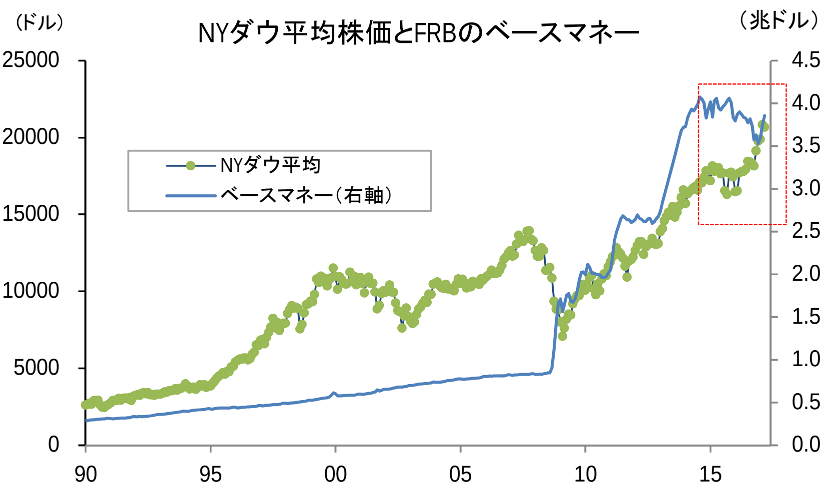
3月FOMC議事要旨：「デュアルマンデートに照らして磐石な利上げ」とは言えず

4月5日にはFOMC（3月14～15日開催分）の議事要旨が公表されている。3か月ぶりの利上げを決定した会合だが、「They judged that, even after an increase in the target range, the stance of monetary policy would remain accommodative」とあるように、利上げしても尚、緩和的であるとの判断が示され、依然、連続的な利上げが志向されていることが窺える。これは当然、デュアルマンデート（雇用最大化、物価の安定）の達成を念頭に置いた判断だが、雇用に関しては「Nearly all participants judged that the U.S. economy was operating at or near maximum employment」との評価が見られており、雇用市場の逼迫が利上げを支える最大の根拠となっているのは間違いない。

一方、物価に関しては「In contrast, participants held different views regarding prospects for the attainment of the Committee's inflation goal」とあるように様々な意見が混在している。最も多い意見は「A number of participants noted that core inflation was a useful indicator of future headline inflation, and the latest reading on 12-month core inflation suggested that it could still be some time before headline inflation reached 2 percent on a sustained basis」というものであり、コアインフレ率（具体的にはコアPCEデフレータ）が前年比+2%に到達するにはまだ時間が必要という認識である。この点、デュアルマンデート（雇用最大化、物価の安定）の片方しか実現されていない中での利上げという認識はFOMC内でも共有されているとみられる。それでも利上げが肯定されるのは「完全雇用なのだから、賃金上昇などを通じて、これから物価は上がってくる」という思想があるのだろう。しかし、その完全雇用という前提条件に確証が無いことが問題と言わざるを得ない。

そのほか、物価に関しては様々な意見があり、「2%近辺で安定的に推移させるために緩和縮小に慎重であるべき」という弱気の見方と「過去 12 か月間平均して+1.75%程度のコア PCE は本質的に目標達成しており、年後半に上昇してくると判断される」という強気の見方が混在しており、物価に対する評価は定まっていない。なお、後者の強気派はスタッフ経済見通し（SEP）で示されているよりも正常化を加速させるべきとまで述べている。しかし、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が自身のエッセイでも指摘するように[3]、過去 5 年間、SEP におけるインフレ率見通しは総じて楽観的過ぎたという経緯があり、強気派の主張は説得力に乏しいと言わざるを得ない。以上のような議論を踏まえる限り、やはり3 月利上げは「デュアルマンデートに照らして磐石な利上げ」とは言えないように見える。

「株価は高過ぎる」との評価について



（資料）Bloomberg

今回の議事要旨における最大の注目点は年内の B/S 縮小で意見集約が進んでいそうなことだが、株価に関して「Some participants viewed equity prices as quite high relative to standard valuation measures」との声が挙がっていることも明らかになった。そのほか「It was observed that prices of other risk assets, such as emerging market stocks, high-yield corporate bonds, and commercial real estate, had also risen significantly in recent months」ともあり、株価に限らず、ハイ・イールド社債、商業用不動産といったリスク資産に対しても高値警戒が指摘されている。確かに、2015 年以降に見られているベースマネーの顕著な減少ペースの割に NY ダウ平均の上昇はやや行き過ぎている印象は否めない（図）。過去の本欄でも述べたように、実体経済が際立って改善していない中で金融緩和を縮小しても株価が動揺しないのは来るべき拡張財政を織り込んでいるからと考えるのが自然だろう。しかし、議事要旨中でも指摘されているように、「意義のある財政刺激（meaningful fiscal stimulus）」は 2018 年までは顕現化することがない。その間に、急騰した金利とドルが実体経済の勢いを削ぐことはないのか（ひいては株価を押し下げることはないのか）という視点が今後、極めて重要になってくる。とはいえ、FRB の責務は株価の安定ではないため、リスク資産の騰勢に警戒が強まっている状況自体は利上げ路線を正当化するものと考えられる。

B/S 縮小は年内アナウンス、来春から実施？

ヘッドラインで大々的に報じられているように、今回の議事要旨では経済が予想通りのパフォーマンスを続けた場合、漸次的な利上げと年後半における再投資政策の変更が適切になると殆どの参加者（most participants）が考えていることが明らかになっている。また、多くの参加者（many participants）はバランスシート規模の縮小は「受動的かつ予見可能な方法（a passive and predictable manner）」で実施されるべきだと主張しており、かねて言われていたように、売却ではなく再投資停止

3 みずほマーケット・トピック 2017 年 4 月 5 日号『真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～』をご参照下さい。

を通じて B/S 縮小を図ることがほぼ既定路線と見られる（もちろん、経済が不調をきたした場合、再投資を開始する可能性も議論はされている）。再投資停止に着手する場合、米国債と住宅ローン担保証券（MBS）が同時に対象になる可能性が示唆されている。この点、「まずは MBS から」という意見が当初多かったようにも思われることから、やや意外感はある。

そのほか、段階的に終了するべきか、それとも一気に終了させるべきかという論点に関しても、そのコスト/ベネフィットについて議論が交わされている。段階的な終了については市場のボラティリティを高める可能性が高く、コミュニケーション上の難しさが残ることが指摘されている。片や、一気に終了させる方法についてはコミュニケーションが容易であり、正常化プロセスも迅速に進むとされており、FOMC の雰囲気は「一気に終了」へ傾いているようにも見える。

だが、殆どの参加者（Nearly all participants）が「the Committee's intentions regarding reinvestment policy should be communicated to the public well in advance of an actual change」で合意したことも明らかになっており、十分なリードタイムと予告をもって再投資停止が公表されることは間違いなさそうではある。また、「制度公開市場勘定（SOMA：System Open Market Account）」の管理者による調査結果として「再投資方針の変更に関し、市場参加者は 2017 年後半か 2018 年前半にアナウンスされると見込んでおり、一旦アナウンスされれば、一気に終了ではなく段階的に終了させると予想している」といった事実にも言及が見られている。総合すると、再投資停止のアナウンスは年内に行われ、実施は来春、方法は段階的といった選択肢などが考えられるだろう。

ハト派のカシュカリ総裁も B/S 縮小は支持

現状の FOMC で唯一利上げ反対論を展開しているカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁もエッセイ『何故、私は反対したのか（Why I Dissented）』の中で「まずは（利上げより先に）B/S 縮小に関して詳細なプランを公表すべき」という提案を行っている[4]。カシュカリ総裁は「B/S の規模を調整することが標準的な政策手段だとは思わない。とはいえ、我々は正常化プロセスを間もなくスタートしなければならない」との見解を示した上で、「最初のステップは、どのようにして B/S を縮小させ、いつそれを始めるのかに関し詳細なプランを公表すること」と述べている。さらに「B/S 縮小を始める前に、そのプランの詳細を理解するための時間を市場に与えることが不可欠」とも述べられ、まずは B/S 縮小のプロセスについて予見可能性を高めることの重要性を提示している。この点は今回の議事要旨で示された方針と大差が無いものである。

重要なことはその後であり、「プランの公表自体が大きな市場反応を促すことはなさそうだが、それに確証があるわけではない」とし、「この点、B/S 縮小プランの公表は、影響度が不透明な利上げの代替手段と見なすことが出来る」との見方を示している。この上で、「ひとたびデータが引き締めを支持するようになれば、私は（利上げよりも）B/S 縮小プランの公表を好む」と述べている。こうしたステップを踏み、市場の反応がこなされた後でようやく「FF 金利が主たる政策手段として復活する」というのがカシュカリ総裁の描く正常化プロセスとして示されている。現実には既に 3 回の利上げが実施されてしまっているわけだが、B/S 縮小に関しては唯一のハト派と化しつつあるカシュカリ総裁の賛同も得られる可能性があり、決定までのハードルはやはり低いように思われる。退任前の正常化に固執し始め

[4] 脚注 3 をご参照下さい。

ているイエレン FRB 議長からすれば、B/S 縮小は格好の置き土産にもなり得る。なお、後述するように、B/S 縮小が利上げの代替となるという論点は今後重要になってくるだろう。

「B/S 縮小≒ドル高」とは限らず

実際、利上げよりも B/S 縮小が優先というのは理に適っている。本欄では繰り返し述べているように、世界で利上げ出来る中央銀行が FRB だけという状況だからこそ、制御不能な金利上昇を招くことなく B/S 縮小（≒MBS や米国債の放出）に着手出来るという側面はある。これに対し、世界経済が上向きで、各国のインフレ率も上昇し、多くの中央銀行が引き締め路線を歩んでいる時に B/S 縮小に踏み切るのは、少なくとも現状で同じ措置（B/S 縮小）を行うよりもリスクが高いはずである。

また、B/S 縮小の経済効果は金利上昇であり本質的に利上げであるため、着手と引き換えに利上げが停止される観測もある。この点は、3 月 31 日に行われたダドリーNY 連銀総裁の講演では「バランスシートの正常化は金融情勢の引き締め方向への動きとなるため、短期金利の引き上げの代替となり得る」と明言され、イールドカーブが潰される動きが見られたことが思い返される（上述のカシュカリ総裁のエッセイでも類似の論点が指摘されている）。その後、同総裁はこれを撤回したものの、米金利の状況は大きく変わっていない。年内の B/S 縮小決定が既定路線だとすれば、少なくとも利上げペースは減速する可能性が高いと考えた方が良いだろう。

問題は、FF 金利の引き上げと異なり、MBS の再投資停止が決定された場合、それがどれだけ直接的に住宅ローン金利上昇に跳ねるかといった論点である。住宅投資の金利感応度は高く、しかもそこから波及する裾野も広いことで知られる（住宅購入時に様々な財・サービスが消費されるため）。仮に、目に見えて住宅投資にブレーキがかかるような事態に至った場合、その影響を緩和するという意図から MBS 償還資金の一部を国債に再投資し、B/S 縮小ペースを制御する可能性なども考えられる。となると、B/S 縮小に着手したとしても、その歩みは相当遅々たるものになり、現状の利上げペースと比較して「タカ派度合い」が低下する展開などもあり得る。B/S 縮小自体は危機対応との決別を示すものだが、それが（恐らく小休止されるだろう利上げと比較して）必ずしもドル相場を押し上げる政策運営になるとは限らないことも留意しておきたい。

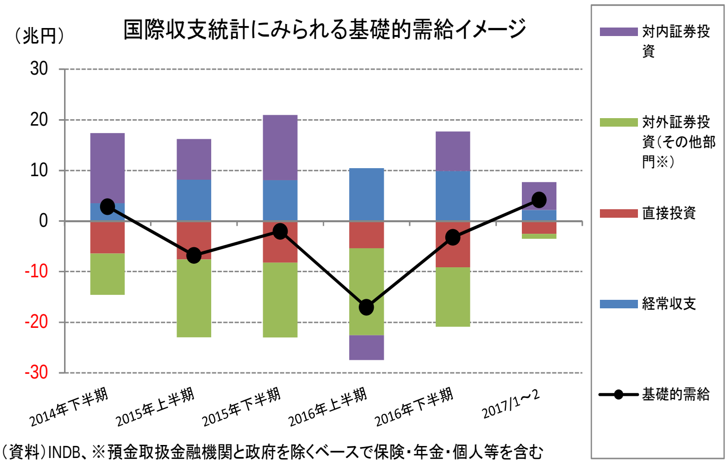
また、既に見たように、米国の通貨政策として明確にドル高を忌避する状況にある以上、いくら FRB が正常化プロセスを進めても金融市場（為替や金利）は順当に反応しない。年初来の相場つきを見ればわかることだろう。こうした「笛吹けど踊らず」の構図が予測期間中、続くものと考えられる。

《円相場の基礎的需給環境～細りそうな対外証券投資～》

17 年の基礎的需給環境における重要論点

円相場の基礎的需給環境を定点観測しておきたい。本邦 2 月の国際収支統計によれば、経常収支は+2 兆 8136 億円の黒字となり、2 月としては過去最大となった。とはいえ、これは中国の春節（旧正月）明けの反動を受けた動きであり、中国・アジア向けの輸出が増加したことに影響されている。前回 1 月の経常黒字は春節の影響を受けて輸出を控える動きが拡がり、2 年半ぶりの低水準だったことを思い返したい。過去の本欄でも述べたように、原油価格が 2016 年ほど落ち込むことは考えにくい以上、過去 1 年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。貿易黒字ひいては経常黒字は 2016 年をピークに減少へ向かう公算が大きいだろう。

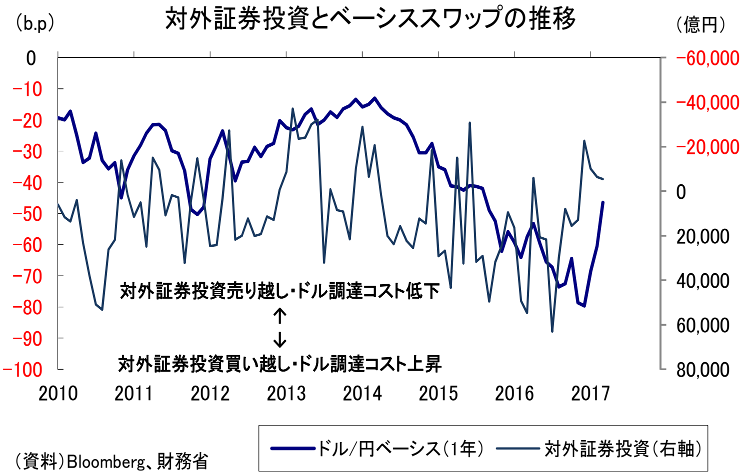
本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）を見ると、2017 年 1～2 月合計の基礎的需給は約+4.2 兆円の円買い超過となっており、前年同期（約▲8.6 兆円の円売り超過）とは大分景色が変わっている。もちろん、トランプ米大統領就任を挟んだ特殊な時期であることや上述したような春節絡みで経常収支が振れやすい時期であることを踏まえれば、現時点での円買い超過を拡大解釈するべきではない。だが、本欄で繰り返し強調しているように、やはり「日米金融政策格差の拡大を背景に対外証券投資が加速し続ける」という過去 3 年の傾向は 2017 年度に 1 つの節目を迎える可能性が高いと考えたい。確かに FRB の正常化プロセスは順調に進んでおり、年内にバランスシート縮小議論まで及びそうなことは当初の市場想定よりもタカ派な状況と言える。しかし、ドル相場はこれに殆ど反応していない。結局、利上げやバランスシート縮小の「有無」ではなく、そうした正常化に至るための「理由」を市場参加者は注目しているのだろう。本当に経済・金融の地力の強さが信じられているのだとしたら、市場はドル買いを進めるはずである。昨年 11 月以降はトランプ政権における拡張財政がその根拠になっていたが、今やそれも疑わしい。2017 年の基礎的需給は「経常黒字縮小による円買いの後退」と「対外証券投資縮小による円売りの後退」について、どちらの影響力が強いのかが重要な論点になりそうであり、筆者は後者の影響を重く見ている。



（資料）INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

ベーシススワップと対外証券投資、基礎的需給

対外証券投資との関連では、2014 年半ば以降にワイド化してきたドル/円のベーシススワップが昨年末以降、急速にタイト化している動きが注目される（ドル調達プレミアムに関し、ワイド化は上昇、タイト化は低下を意味する、次頁図）。ワイド化の背景については各種規制対応や本邦金融機関の外貨調達、事業法人による海外企業買収などが原因として指摘されてきたが、これらと並列して大きな影響をもたらしたと言われるのが本邦機関投資家の外債投資に伴うドル調達ニーズの高まりであった。図示されるように、対外証券投資は 2014 年以降、買い越しが積み上がり、これに伴うヘッジニーズがベーシスのワイド化に寄与してきた面はありそうである。だが、昨年 11 月以降のトランプラリーに乗じて発生した米金利とドルの急騰を受けて買い越しは売り越しに一転し、週間ベースで見れば、今年 3 月末になって漸く買い越しの動きが見られ始めたばかりである（恐らくこれは期末・期初に絡んだポジション調整であ



（資料）Bloomberg、財務省

り、基調の変化と考えるのは尚早である)。こうした昨年 11 月以降の対外証券投資の売り越しがベーシスタイト化の一因となった可能性は否定できない。また、最近で言えば、3 月初めに金融庁が外債を多額に保有する地銀に対し特別検査を実施する方針が報じられたことも外債投資を抑制する材料と考えられ、ベーシスタイト化の一因となっている可能性はある。

為替相場に対する影響という意味では、ベーシスワイド化が極まっていた昨年において「ヘッジ付外債投資の妙味が失われる。かといって本邦のマイナス金利環境もあって円建て資産も難しい。消去法的にオープン外債への投資が増える」との見方もあった。しかし、足許のタイト化傾向を踏まえれば、ヘッジ付外債を避ける必要もなくなる。さらに言えば、昨年 9 月、総括的検証を経てイールドカーブ・コントロール(YCC)が導入されたことで、「量」への固執が緩和していることを踏まえれば、本邦機関投資家における日本国債離れも昨年よりは穏当になるかもしれない。もちろん、ベーシスがタイト化したことで「ドルを潤沢に保有する投資家はマイナス金利の日本国債でも高利回りを確保できる」という投資環境にも変化が生じるため、本欄で注目する基礎的需給上では対内証券投資の縮小を通じて円高圧力が後退する側面もある。だが、前頁図に示されるように、過去 3 年の基礎的需給が対外証券投資の規模に左右されきたのは事実である。この点、対外証券投資にブレーキがかかる可能性が高そうな 2017 年度は過去 3 年と比較すれば、円売り超過が目立たない年になるというのが筆者の基本認識である。

《メインシナリオへのリスク点検～燻る「第二次プラザ合意」への思惑～》

引き続きテーマはドル高是正

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。本欄の基本シナリオは昨年 11 月以降、不変である。トランプ米大統領誕生が決定して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。また、4 月にはトランプ大統領からドル安と金利低下を好むといった趣旨の発言がはっきりと見られた。本欄でも論じたように、注目の為替政策報告書では円の実質実効為替相場(REER)が長期平均に照らして割安との言及もあった。この状況で円安・ドル高を予想するのはかなり勇気が必要である。

これまで繰り返し論じてきたように、大統領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。4 月に入ってからは市場が想定するインフレ期待であるブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)も名目金利もともに低下しており、10 年金利は節目と見られた 2.2%を割り込む動きが見られた。トランプノミクスへの期待に往時の勢いはもうない。もちろんトランプノミクスとは無関係に米実体経済の力強さに期待する向きはあり、FRB の正常化プロセスに応じた円安を予想する声も依然としてある。しかし、政治(通貨政策)としてドル高を望まず、しかも大統領自身が「低金利が好き」と言っている状況で本当に FRB(金融政策)の正常化プロセスなど進むのだろうか。やはり疑問である。引き続き、過去 3 年間のドル高相場には調整が必要というのが今後 1 年のテーマと筆者は考える。

円安リスク:円安継続には相当な拡張財政が必要

だが、シナリオにはリスクも付き物である。以下では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。まず、円安リスクから整理しておきたい。やはり最大の円安リスクは②トランプ大統領の財政政策と③FRB 正常化プロセスの継続である。言うまでもなく両者は相互連関しており、②が期待以上に効果をあげれば、結果として③にも繋がる話になる。いや、トランプ大統領がドル高と金利上昇を嫌っているのが明らかである以上、②が相当効果を上げなければ③は進められないという方が正しいかもしれない。年初からの経緯を見ても分かるように、トランプ大統領は議会運営に苦慮しており、極端な主張を持つ側近も閣内から去っている。これは見方を変えれば、トランプ大統領が共和党主流派へ徐々に収斂しているとも考えられる。とすれば、伝統的に拡張財政を避ける共和党議会を説得して、大型財政を決定するのは普通に考えれば困難だろう。

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
米国	②	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
	③	FRB正常化プロセスの継続	・年4回利上げ、B/S縮小に着手	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	・ヘッジ付き主体からオープン拡大へ？	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	・英国解散総選挙でメイ敗北 ・イタリア解散総選挙で「五つ星運動」が政権奪取	円高ドル安
その他	⑧	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

（資料）筆者作成

このような考え方を前提とすれば、市場期待を凌駕するほどの拡張財政が打ち出された場合、期待が剥落していた米金利は急騰し、インフレ期待も再び高まるだろう。当然、そうした状況でドル相場も騰勢を強めるはずである。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、ドル相場の上昇は必至である。しかし、少なくとも 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、③はどう考えるべきか。これまで繰り返し論じているように、FRB は「経済的な正しさ」よりも「政治的な正しさ」を重視しているように見受けられる。物価に過熱感は見られず、与信関連統計にも資金需給のひっ迫は見られていない。普通に考えれば利上げの手は止めても不思議ではないが、FOMC は依然、年内あと 2 回の利上げを展望する状況にある。やはり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」という政治的な思惑があるのではないか。こうした状況下、②で言及するような、想定外の追い風が吹いた場合、FRB は尚のこと、利上げを躊躇わないだろう。これはやはりドル高に繋がる。

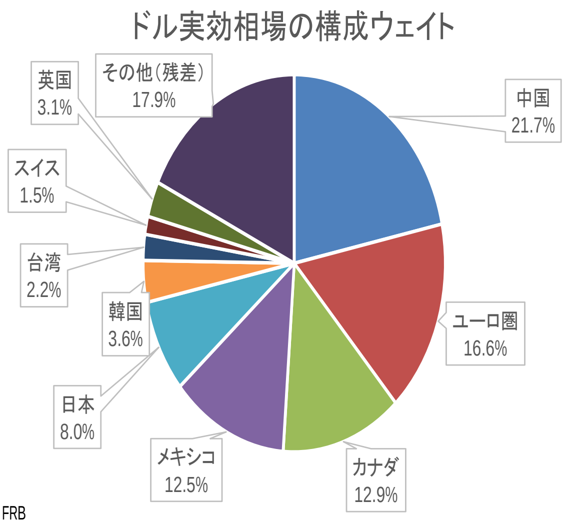
かかる状況下、財政・金融政策が巧く噛み合うことで（つまり②や③のリスクが顕在化し）、年 3～4 回の利上げ（＋バランスシート縮小）という事態に至った場合は、本欄で想定している予想レンジを大きく上抜け、120 円に到達する展開になっても不思議ではない。ベアフラット化が定着している米金利市場を見ても分かるように、市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」をしっかり見極めようとしている。この状況で「米金利上昇→ドル高」を演出するには拡張財政による刺激について、相当な強度が必要というのが筆者の考えである。

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 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、過去の本欄でも見たように、今年度に関して本邦機関投資家の積極的な対外リスクテイクを期待するのは難しそうというのが実情である。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影響するだろう。

円高リスク：消えない「第二次プラザ合意」への懸念

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスクもある。昨年来の本欄では「第二次プラザ合意」の可能性（①）を警戒しているが、4 月のワシントンで開催された 20 か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議ではそうした懸念を裏付けるような動きが見られた。報道によれば G20 会議後、共和党関係者や経済学者ら 100 名弱が集まって、プラザ合意の再現をテーマに会合が開催されたという（4 月 23 日、日本経済新聞）。会議ではプラザ合意時の高官であるボルカー前 FRB 議長やベーカー前米財務長官がビデオ講演を行い、ノーベル経済学者のマンデル氏も出席したという。特に、大統領選挙戦中にトランプ大統領の経済顧問を務めたジュディ・シェルトン氏からは「トランプ政権には相場安定を目指して主要国間で新しい通貨協定を結ぶアイデアがある」とのコメントが見られており、看過出来るものではない。仮に、第二次プラザ合意のような協定が締結される場合、ユーロや円はもちろんのこと、人民元やカナダドル、メキシコペソまで巻き込まなければ実効ベースのドル高是正には至らないため（図）、調整のハードルは高いと思われる。だが、上述のような報道を見る限り、ブラックスワンとして一蹴するのも憚られる論点だろう。なお、4 月に公表された為替政策報告書では「米国民全体にとって自由で公正な貿易を拡大するという意味では、他国が不公正な為替習慣や継続的な為替相場のずれ（persistent exchange rate misalignments）を回避しなければならない」との記述が見られている。「継続的な為替相場のずれ」を補正するために、米国が何らかの大掛かりな仕掛けに打って出る可能性は否めない。



（資料）FRB

また、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 月以降に見られている米金利低下とこれに付随するドル安はそうした文脈で理解すべきものである。4 月以降の米金利低下やドル安も地政学リスクや欧州政治リスクと絡めて解説されやすいが、根本的にはトランプノミクスや FRB の正常化プロセスへの信認が低下しているという事実があって、それらの要因は二次的、三次的なものだろう。

さらに、4 月はトランプ大統領による「ドルが強くなり過ぎている（getting too strong）と思う」との発言が取り沙汰された。通貨・通商政策に関するこうした赤裸々な言動（いわゆる為替相場への「口先」介入）は今後も各種インタビューやツイッターもしくは公式の演説などを通じて断続的に警戒されよう。もちろん、繰り返されているゆえにサプライズにはならないという見方もあるかもしれない。しかし、「内政で失点を重ねるほど、自らの権限が及びやすい通貨・通商政策（及び安全保障政策）で挽回を図る」

というのが最近のトランプ政権の実情であり、この傾向は今後も変わりそうにない。時とともに言動が先鋭化し、結果として①で指摘したような第二次プラザ合意への着想にも繋がりかねないことには警戒しておきたい。その場合、優に 100 円を割り込む展開まで想定する必要がある。

いずれにせよ、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、これが日本に向けて先鋭化する展開は要警戒である。4 月に入ってからは北朝鮮問題を巡って米国と中国が急接近しており、市場で注目された 4 月 12 日付の WSJ 紙とのインタビューでトランプ大統領は中国について「かなり以前から為替操作国ではなくなり、人民元の下落を防ごうとしてきた」と 180 度主張を変えてきている。それでもドル高に対する問題意識が変わらないのだとすれば、為替問題の矛先は日本やドイツに向いてくる可能性があろう。

その他円高リスク：北朝鮮でも円買い？

そのほかの円高リスクとしては欧州政治情勢や地政学リスクが見逃せない（⑦及び⑧のリスク）。注目されたフランス大統領選挙に関しては第一回投票を経て、中道・独立系候補のエマニュエル・マクロン元経済産業デジタル相と国民戦線（FN）のマリーヌ・ルペン党首が 5 月 7 日の決選投票へ進出することが決定した。現時点ではマクロン氏の勝利が濃厚と見られており、フランスの EU 離脱といった極端なシナリオは回避されそうである。しかし、フランス大統領選挙は数ある欧州政治リスクの 1 つに過ぎない。昨日の本欄でも述べたように、今のところ無事に政治的混乱を回避したオランダやフランスは比較的、通貨ユーロへの信認が高い加盟国である（前頁表）。来年 5 月までにはユーロ圏 4 大国において通貨ユーロへの反対が最も多いイタリアで解散・総選挙が予定される。反 EU 政党「五つ星運動」の政権奪取が警戒される同国こそが今年から来年にかけての最大の欧州政治リスクと見て間違いない。当然、欧州政治を巡るリスクオフムードは大きな円高材料となるだろう。

通貨ユーロに賛成か、反対か （%）

	賛成	反対	不明
ドイツ	81	15	4
フランス	68	28	4
イタリア	53	37	10
スペイン	71	25	4
オランダ	77	22	1
ベルギー	76	23	1
ポルトガル	74	23	3
ギリシャ	68	30	2
ハンガリー	52	43	5

（資料）欧州委員会『ユーロバロメーター』（16年秋調査）

また、トランプ政権のシリア攻撃を機に地政学リスクの高まりを理由とする円買いが勢いづく場面が 4 月以降増えている。問題は日本本土への攻撃まで視野に入る朝鮮半島情勢の緊迫化を「円買い」として処理するのが正しいのかという論点だが、現状では、そうした理解が市場では支配的である。「リスク回避の円買い」が生じる最大の根拠は「日本は世界最大の対外純資産国だから」という部分にあり、確かにその事実は北朝鮮の本土攻撃でも変わらない事実である。とはいえ、継続的な着弾や地上戦という展開にまで至った場合、トリプル安（株安・円安・債券安）を視野に入れることも必要かとは思われる。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、ここにきて第二次プラザ合意の可能性に関し、現実味をもって報じる向きが出てきているのは気がかりである。トランプ政権の内政でのつまずきが続けば、究極的にあり得ない話ではないと考えるべきだろう。また、トランプ大統領の存在を抜きにしても、昨年来の問題の所在が「高過ぎるドル相場の修正」であることに関し、状況は殆ど変わっていない。急激な金利上昇とドル高が消費・投資意欲を削ぐ中、FRB の正常化プロセスに過度な期待を抱くのは難しいはずだ。引き続き、円高・ドル安見通しを修正する必要は全く無いと考える。

◆　ユーロ相場の見通し～自ずと予想されるユーロ上昇～

《ECB の金融政策運営～「次の一手」は引き締めが濃厚？～》

現行路線の追認

4 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。

なお、会見では当然のことながら、事前に報道されたフォワードガイダンス（FG）文言[5]の削除について質問が相次いだ。これに対し、ドラギ総裁は議論が無かったことを明言しており、「拡大資産購入プログラム（APP）を終えてから預金ファシリティ金利を引き上げる」という出口戦略の順番（the sequencing of the exit）についても議論していないことを明らかにしている。つまり、一部で予想されていた APP 終了前の利上げ可能性も否定されている。総じて現行路線が追認された格好である。

ちなみに、FG 文言の取り扱いのほか、政治的リスクに関連した質問も多く見られたが、総じてドラギ総裁の回答は「我々は政治でなく政策を議論している」といったトーンであり、取り合う姿勢を見せていない。こうした FG 文言の温存や出口戦略の順番に関するドラギ総裁の回答は本欄[6]で想定してきたものであり、意外感は無い。だが、一部報道を受けて ECB に対する引き締め観測が盛り上がっていたこともあり、ユーロは失望から売られている。

「次の一手」は引き締めが濃厚？

今回最も注目されていた FG 文言の取り扱いや出口戦略の順番というテーマに関しては、「これが変わる可能性があるか」、「QE（≒APP）の巻き戻しが始まる前に金利が引き上げられるかもしれないということはあり得るのか」といった質問が出ている。こうした質問に対し、ドラギ総裁は今月 6 日に開催された ECB ウォッチャー会議における講演での一説を引用し回答している。具体的には「我々の FG は緩和パッケージ全体の前提（de facto）になるものであって、特定の構成物ではない（our forward guidance is de facto on the entire package, not on any specific component of it）」といった一説である。さらに「この FG は緩和の巻き戻し時期だけではなく、巻き戻しの際に使用する手段の順番にも関連している」とも述べられている。要するに、現時点で FG 文言を削除する意思はなく、これによって規定される出口戦略にも変更は無いというのがドラギ総裁以下、理事会の総意ということになりそうである。なお、「この 2 日間で預金ファシリティ金利引き上げに関する議論は全く無かったのか」といった質問も出ているが、「ない」とドラギ総裁は明言している。やはり利上げは当分先なのだろう。

また、今回の会見では「成長のリスクバランスについて議論したが、物価のそれについては話し合っていない」とのロジックが強調されている。具体的には、「FG 文言はあくまで物価に関連するテールリスクに対応することが企図されており、成長に関して直接関連するものではない」という論点であり、

---

5 現状の FG 文言は以下の通り「理事会は主要金利が、長期間ならびに我々の純資産購入を十分に超える期間、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, and well past the horizon of our net asset purchases）」。

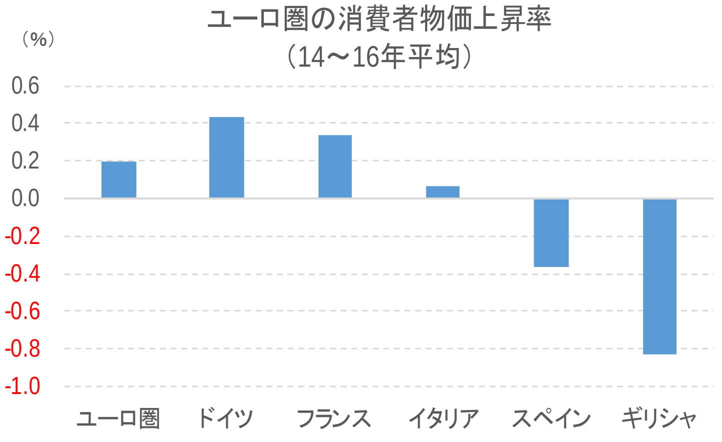
6 みずほマーケット・トピック 2017 年 4 月 21 日号『ECB 理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い』、2017 年 4 月 27 日号『ECB 理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～』をご参照下さい。

「今回の理事会では成長の改善こそ認められたものの、物価の改善についてはさほど評価していない（ゆえに FG 文言を修正する必要は無い）」という論陣が示されている。しかし、ドラギ総裁自身も認めているように成長が高まっていけば、物価に関連するテールリスクは当然小さくなる。理事会を終えて、金融市場にはややハト派な受け止めが拡がっているものの、成長率がこのまま大崩れしなければ、やはり「次の一手」は引き締め方向と考えるのが自然なのだろう。

ちなみに、「もし昨日や本日の議論を踏まえて、今回の理事会にヘッドラインを付けるとしたら、どのようなものにしますか」といった質問も見られている。これに対しドラギ総裁は「ユーロ圏成長率見通しのリスクは、よりバランスが取れた形状に向かっているものの、依然ダウンサイドに傾いており、それはほぼ海外要因に関連している（The risks surrounding the euro area growth outlook, while moving towards a more balanced configuration, are still tilted to the downside and relate predominantly to global factors)」と回答している（ちなみにこの後、「短くして欲しいですか。自分で処理してください（Shorter? You work it out)」とも述べられている)。こうしたやりとりからは、3 月理事会後の教訓を踏まえてタカ派的な受け止めが拡がらないように配慮している様子が窺えるが、経済・金融情勢の方向感が改善に傾斜していることも間違いなさそうではある。

高まりつつある域内格差への問題意識

本欄ではドイツ一強状態を受けて ECB の政策運営が苦境に陥る可能性を繰り返し議論しているが（後述)、この点に関する質問も見られた。具体的には「今後数か月において金融緩和の程度を決定する際、（域内の）成長率の平均しか見ないのか、それとも個別国も見るのか」との質問が見られており、これに対しドラギ総裁は「ご自分で仰っているように、我々は（域内の）平均を見ています。我々の責務はあらゆる個別国において表明されるものではありません」と述べている。予想された模範回答であり、単一通貨ユーロを司る立場として現実的にはこれ以外の回答はあり得ないだろう。しかし、ドイツとそれ以外の加盟国のコントラストが現状以上に際立ってきた時にそうした模範回答を唱え続けられるのかが問題なのであり、現在はまだそこまで懸念が至っていないというだけの話である。少なくとも過去 3 年間に関し、ユーロ圏 4 大国における消費者物価指数はかなりバラつきが見られており、周縁国まで含めればその傾向は尚強い（図)。こうした格差は GDP、失業率、賃金といった各種計数に及んでおり、「一本の金融政策でどれほど制御出来るのか」という疑問は今後強まってくる可能性が否めない。記者会見において、そうした論点に対する問題意識が芽生え始めているという兆候は重要だと筆者は考えている。



（資料）Eurostat

出口戦略の順番に変更なし。マイナス金利終了は 19 年以降？

FG 文言が温存され、それに付随する出口戦略の順番も変わらないのだとすれば、想定される「次の一手」は APP からの撤退となる。現状設定されている 2017 年 12 月末という期限は 9 月理事会のタイミングで議論の対象になると思われ、恐らくは突然の打ち切りではなく「打ち切りを視野に入れた減額（≒テーパリング）」が想定される。例えば現状の月額 600 億ユーロを 2018 年 1 月から 100 億ユーロずつ減額していけば 6 月にはゼロとなる。スタッフ見通しが改定されるタイミング（3、6、9、12 月）で APP が打ち切られれば、次の段階（≒利上げ）のアナウンスも容易になる。そうしたシナリオで進んだ場合、2018 年 9 月が最速の利上げタイミングだろうか。こうして考えると、預金ファシリティ金利がプラス圏を回復するのは 2019 年以降というイメージになる。

為替相場からの考察：ユーロ相場は上昇へ

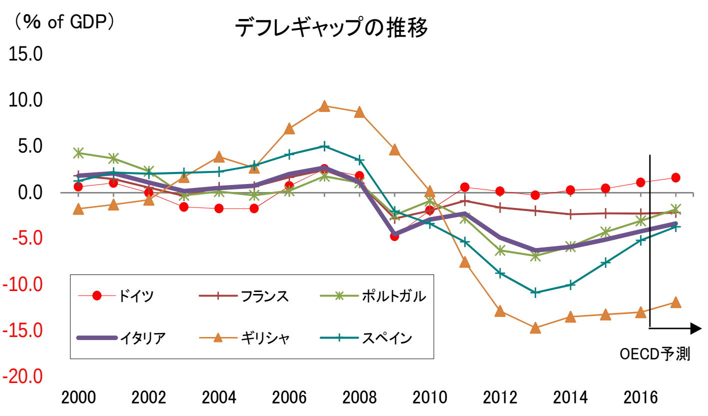
為替相場の観点からは、FRB が利上げおよびバランスシート縮小、ECB がテーパリングという政策運営になるため、双方ともに金融引き締め方向の通貨となる。しかし、今年に入ってからの相場を見れば分かるように、FRB がタカ派色を強めてもドルが買われるような地合いにはない。米金利のイールドカーブも総じてフラット化傾向となり、本質的に正常化プロセスが信じられていないという雰囲気は強い。こうした FRB が正常化を喧伝してもドルが買われないという「笛吹けど踊らず」の状況を前提とすれば、むしろ満を辞して正常化に着手する ECB の方が材料視される可能性があり、実際、最近のユーロ/ドル相場は ECB 主導で動いている感が強い。元より世界最大の経常黒字を備えていることも踏まえれば、年内のユーロ/ドルは続伸を見込むのが妥当ではないか。

円相場を考える上でも重要な論点だが、これからの為替相場を見通すにあたっては「FRB の正常化≒ドル買い」という過去 3 年間の図式があまり通用しなくなっていることが重要である。これはトランプ政権の通貨・通商政策が重石となっていることもあろうが、ドル相場の一方的な上昇が続き過ぎたことに対する反動でもある。ドル相場の押上げが難しくなっているところへ ECB の正常化プロセスがぶつかろうとしているのであり、そのように考えれば、自ずとユーロ相場の先行きは見えてくる。

《ユーロ圏経済の現状と展望～顕著になる「地力の差」と ECB を待ち受ける試練～》

GDP ギャップにおける域内格差は健在

これまでの本欄でも見てきたように域内におけるドイツ一強状態が徐々に看過出来ないレベルにまで至っており、この状態が極まっていけば金融政策では手に負えないことは自明である。右図は OECD の推計するデフレギャップ[7]に関し、ドイツ、フランス、南欧 4 か国（ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン）の推移を比較したものである。ドイツは 2014 年以降、デフレギャップが解消しており、プラス圏で徐々に



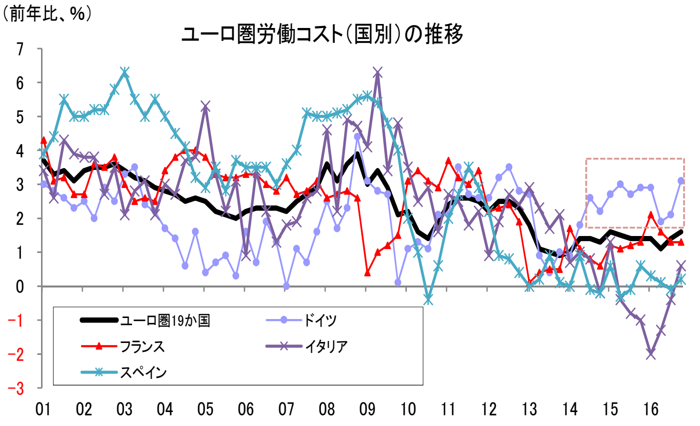
（資料）OECD

---

[7] 財・サービスの需要に関し、一国が備える潜在供給を下回った場合をデフレギャップと呼ぶ。

拡大する状況にある。南欧 4 か国もデフレギャップが解消する方向に進捗が見られているものの、彼我の差は依然大きいと言わざるを得ない。また、フランスに至ってはデフレギャップが緩やかに拡大した後、これが横ばいになるような状況にあり、方向感だけをとってみれば南欧よりも状況は悪いと言える。こうしたユーロ圏加盟国間のデフレギャップ格差は 2011 年以降、顕著に拡大し始めており、これはユーロ導入後、最初の 10 年間では見られなかった現象である。

このようなデフレギャップに見る「地力の差」は中長期的且つ理論的には経済の体温である賃金・物価の押し上げに繋がってくるはずであり、それが顕在化した時に ECB は真の苦境を迎えることになろう。仮に、プラスの GDP ギャップ拡大に伴ってドイツの賃金・物価が騰勢を強めてきた場合、ECB は金融引き締めを決断出来るだろうか。現状のユーロ圏労働コストを見ると、2014 年以降、ドイツの動きは頭ひとつ抜け出ている（図中点線四角部分、※なお、ポルトガルとギリシャを除いているのは一時期の下落率が激しく、図の意図が伝わりにくくなるため。ドイツ一強という論旨に影響するものではない）。こうした労働コストへの波及は ECB が伝統的に政策変更のキーフレーズとして使用してきた「二次的波及効果（second-round effect）」を体現するものであり、「次の一手」を読む上では極め重要な材料となる。まずは足許の HICP ピークアウトを受けて旨を撫で下ろしているかもしれないが、ECB が直面する本当に悲惨な状況は徐々にしかし確実に近づいているというのが筆者の基本認識である。



（資料）ECB、「Business Economy」ベース、季節調整済み

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に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。