

# 中期為替相場見通し

2017年5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～「量」か「価格」か「説得」か～

米通貨・通商政策の現状～依然燻る「理不尽な円高」懸念～	P.3
米金融政策の現状と展望～「一過性(transitory)」か否か～	P.7
米国経済の現状と展望～インフレ期待低迷が映す経済への過信～	P.9
円相場の基礎的需給環境～様変わりする需給の風景～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～ロシアゲート疑惑が高める円高リスク～	P.12

#### ユーロ相場の見通し～簡単ではない「歪(ひずみ)」の解消～

ユーロ相場の現状と展望～重石となるリアルマネーの売り～	P.16
ユーロ圏経済の現状と展望～メルケル首相を悩ませる「異形の経済」～	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

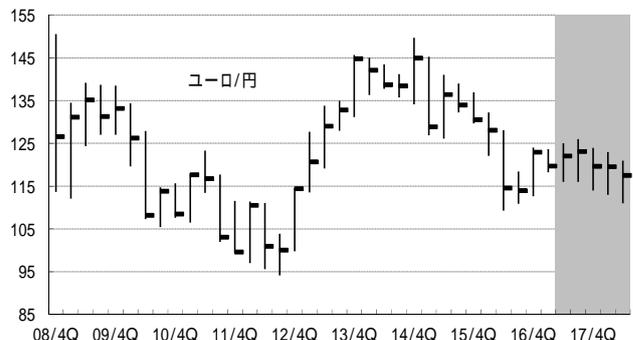
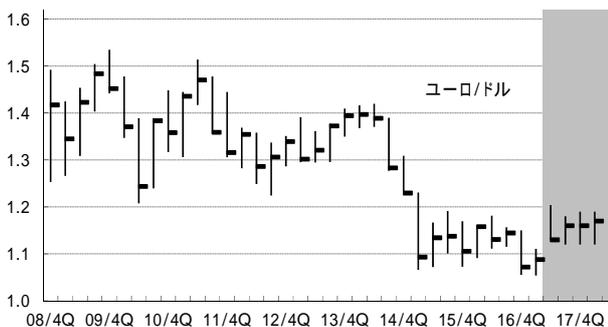
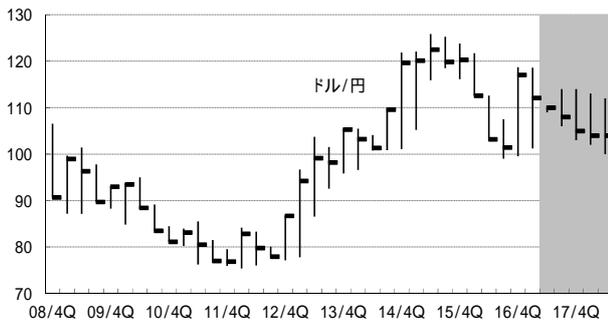
ドル/円相場に対する筆者の基本認識は今月も不変である。米大統領選挙以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えず、その持続性には疑義があると述べてきた。年明け以降で露呈しているトランプ政権の政策執行能力への不安はロシアゲート疑惑を通じて一段と強まっている。大統領弾劾は極端なシナリオにせよ、暫くは経済政策どころではないだろう。拡張財政なしに昨年 11 月以降の金利上昇とドル高は説明できない。とすれば、当面、目指すべきは大統領選挙前の水準と考える。内政運営が混迷を極める中、外向けの政策は一段と分かりやすいものに傾斜していく可能性が高く、通貨・通商政策が先鋭化しやすいこともドル高を予想できない理由である。また、FRB の正常化プロセスも当然視すべきではない。インフレが加速していない状況で正常化を急ぐ背景には「将来的な緩和余地を確保したい」という糊代的発想がある模様だが、そのような動機にどれほどのドル買いがついてくるだろうか。5 月に入り、一部の FRB 高官が利上げに慎重な発言をし始めているが、筆者はこのようなスタンスが予測期間中に支配的になると予想している。本邦の基礎的需給環境も円買いへ傾斜しており、引き続き「行き過ぎたドル高の修正」がテーマと考える。

片や、ユーロ相場は上昇している。政治リスクの後退や ECB のタカ派傾斜などを背景にユーロを巡るムードは 5 月、相当変わった。IMM 通貨先物取引における投機ポジションが 3 年ぶりに買いに転じたことはその象徴に思える。また、5 月はメルケル独首相を筆頭とするドイツ高官がユーロ安を批判したこともユーロ買い材料となった。これは ECB の緩和政策への間接的な批判とも考えられ、このあたりも ECB に対するタカ派寄りの見方を助長したものとみられる。なお、米独関係は良好ではないものの、為替相場の方向感に限って言えば、トランプ大統領とメルケル首相で利害が一致していることも気にかけている。元より本欄では世界最大の経常黒字を擁するユーロの反転を必然と考えてきたが、そうしたシナリオの確度がここに来て高まっていると考えている。とはいえ、相変わらず欧州における政治リスクは残り、特に予測期間中に実施されるイタリアの解散・総選挙は予測期間後半においてユーロ相場の重石になろう。大台の 1.20 を捉えるにはまだ時間がかかりそうである。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～5月(実績)	6月	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 (110.92)	109 ~ 114 (110)	106 ~ 114 (108)	103 ~ 113 (105)	102 ~ 112 (104)	100 ~ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ~ 1.1840 (1.1171)	1.09 ~ 1.14 (1.11)	1.10 ~ 1.16 (1.14)	1.10 ~ 1.17 (1.14)	1.10 ~ 1.17 (1.15)	1.09 ~ 1.17 (1.13)
ユーロ/円	114.86 ~ 124.38 (123.92)	116 ~ 125 (122)	116 ~ 126 (123)	114 ~ 124 (120)	113 ~ 123 (120)	111 ~ 121 (118)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内は5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～「量」か「価格」か「説得」か～

### 《米通貨・通商政策の現状～依然燻る「理不尽な円高」懸念～》

#### 不穏と言わざるを得ない米通貨・通商政策

5月12～13日にイタリアのバリで開催された主要7か国（G7）財務相・中央銀行総裁会議では通貨安競争の回避などを盛り込んだ共同声明を採択し、閉幕した。為替市場に関しては「為替相場は市場で決定されるということ、為替市場における行動に関しては緊密に協議することという、為替に関する既存のコミットメントを再確認する」との記述のほか、「我々の財政・金融政策が、国内の手段を用いてそれぞれの国内政策目的を達成することに向けられていること、今後もそうすることを確認し、競争力のために為替レートを目標にしないことをあらためて確認する」との記述が見られた。総じて、従前から大きな修正は無く、為替相場もこれを材料視することはなかった。

だが一方、トランプ米大統領就任前後から耳目を集める貿易問題に関しては事態が改善に向かう様子は見られていない。先般のG20声明同様、自由貿易への支持や保護主義への反対は盛り込まれておらず、会議後の記者会見でムニューシン米財務長官は「保護主義を望むわけではないが、貿易が自由かつ公平でないと判断した場合は、われわれは保護主義を講じる権利を持つ」、「米国のアプローチは、より均衡のとれた貿易だ」（ともに5月13日、ロイター）などと述べ、『保護主義を講じる権利』を強調している。『均衡のとれた貿易』が正確に何を意味するのかは定かではないが、米3月貿易統計に合わせて公表された米商務省の声明文（後述）を思い起こせば、「対米貿易黒字の大きな国はその削減に努めよ」という意図は明らかであり、具体的にはメキシコそして日本が念頭にある可能性は非常に高い。こうした言動を踏まえる限り、米通貨・通商政策の状況は不穏と言わざるを得ず、円高リスクを強く警戒すべきというのが引き続き筆者の基本認識である。

#### 「量」か「価格」か「説得」か

今後のトランプ政権による通貨・通商政策に絡めて基本的な論点を改めて確認しておきたい。トランプ政権の基本的価値観として

「貿易赤字は悪である」という思いがあり、その主犯格として日本の名前が明示されている以上、日本の貿易収支がこれから直面する展開は①「量」で調整する、②「価格」で調整する、③説得して調整させない（対米貿易黒字はそのまま良い）の三択である（もちろん、①と②は両方でも可）。一部では経済政策に関しこれといった哲学を持たないトランプ大統領は、理に適うと判断すれば柔軟に対応するのではないかという楽観的な思惑もある。確かに日米経済対話などのチャンネルを通じて説得が進む可能性はなくはない。

だが、裏を返せば理に適うと判断しない限り、論理的に無理筋な強弁も辞さないのがトランプ大統領でもある。例えば直近の人民元に関する言動を見れば良く分かる。就任前後から中国の通貨政策を完全に事実誤認し、通貨安誘導との批判を繰り返してきたトランプ大統領は北朝鮮問題を介して中国が対米

#### 日本の貿易収支が直面する3つの展開

##### ①「量」→輸出入、双方からの調整。

- 日本の輸出自主規制、米国の輸入規制etc

##### ②「価格」→価格、端的には為替レート。

- 「量」が不変なら「価格」つまり「為替レート」で。

##### ③「説得」→貿易赤字は「悪」ではない。

- 日米経済対話等を通じて「べき論」を通せるか？  
日本側のこれまでの努力も説得材料に。

（資料）筆者作成

協調姿勢を見せると、突然「(中国は) 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」と掌を返した。中国が通貨安誘導をしていないことは2年前から明らかだったが、北朝鮮問題という決定的なきっかけがあるまでトランプ大統領はこれを認めなかった。米中が接近し、安全保障上、比較的ひっ迫した事態にある日本の現状を踏まえれば、米国の通貨・通商政策の捌け口として中国の分まで日本に皺寄せが来る可能性はある。そもそも何か意図がなければ貿易統計の公表時にヘッドラインに国名を入れてまで臨時的の声明文を出さないだろう。③の可能性を完全に否定するつもりはないが、そのハードルは極めて高いように思われる。

### 「量」を拒めば、待つのは「価格」(≒円高)

説得が難しいのだとすれば、米国の貿易赤字を削減するためには必ず①か②の道を通ることになる。①は日本による市場開放や輸出自主規制(もしくは米国による対日輸入規制)などの措置が考えられる。日米経済対話も回数を重ねていけば、市場開放など前向きなフレーズを通じて①の「量」による調整へ圧力がかかる展開が容易に想像されるところであり、前述のムニューシン財務長官や先般のロス米商務長官の声明文コメントからはやはりそのような展開を警戒してしまう。

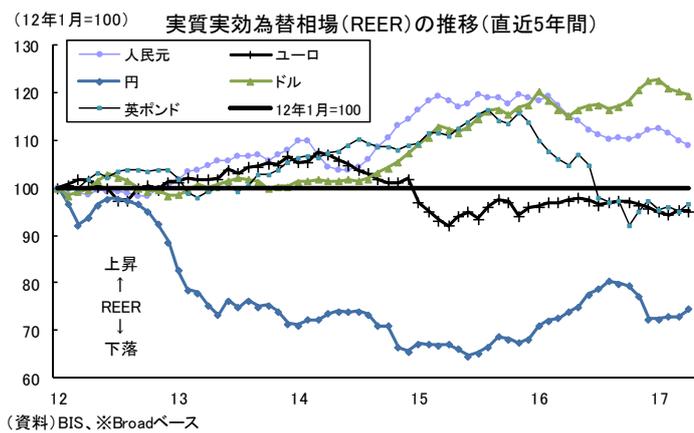
こうした対米交渉をどのように処理していくかは非常に重要である。というのも、①の「量」で抵抗を続ければ、米国の戦略は②の「価格」へシフトせざるを得なくなる。一国の貿易収支における価格調整とは即ち為替レートである。輸出入を巡る環境が現状から大きく変わらない状態で収支均衡を図るには為替レートが円高・ドル安に動くしかない。よく知られているように、1990年代の日米貿易摩擦はこの①の調整経路で座礁したことによって②の価格調整へ到った。具体的には、日米摩擦が熾烈を極めた当時、クリントン政権は日本に市場開放を含む「量」の調整を求めつつ、円高を含む「価格」の調整もちらつかせた。「量」の交渉が首尾よく進まなかった結果が1ドル80円を割り込む超円高であったことは有名な話である(1995年4月19日、79.75円)。

#### 元より過去5年の実質実効為替相場

(REER)を見れば、ドルと円は正反対に一方向的な動きを示してきた通貨ペアであり、理論的に考えても調整を迫られるのが自然である。もちろん、ドルの実効相場を構成するウェイトを踏まえれば、トランプ政権がドル相場全体を本当に押し下げたいのであれば人民元(21.7%)、ユーロ

(16.6%)、メキシコペソ(12.5%)といった通貨が真っ先に対象となるべきであり、

円(8.0%)は取るに足らない。しかし、内政での失点を通貨・通商政策で手っ取り早くカバーしたいトランプ政権の思いからすれば、政治的に要求が通りやすそうな国をまず狙うだろう。



### 無理筋な商務省声明

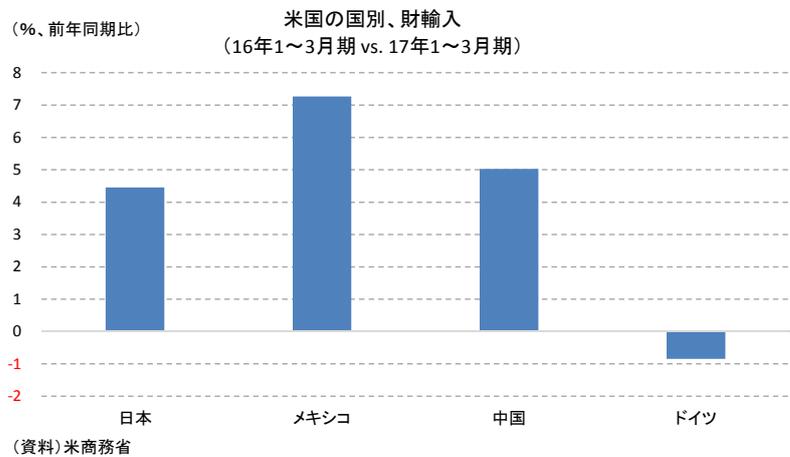
米商務省は5月4日に米3月貿易統計の公表とともに異例の声明文を公表しており、こうした動きも「強迫性を増す米通貨政策」という文脈で理解したい。声明文の中ではロス商務長官の踏み込んだコメ

ントも紹介され、為替市場参加者から見れば、相応に刺激的な内容を含んでいたように思われる。具体的には、5月4日、米商務省は貿易統計に合わせて「持続不能なペースで膨らむ対メキシコ、対日本の貿易赤字 (Trade deficit with Mexico and Japan Continues to Grow at Unsustainable Rate)」と題した声明文を公表し、メキシコと日本を明確に名指ししている。声明文は「The trade deficit with Mexico and Japan was found to be growing at an alarming rate following the release of March 2017 U.S. International Trade in Goods and Services monthly data by the Department of Commerce」との書き出しから始まり、ロス長官による“The United States can no longer sustain this inflated trade deficit with our closest trading partners”といった所感も示されている。

しかし、たかだか単月の貿易統計を受けた声明文にしては表現が強過ぎるようにも思えてならない。元より変動が大きい貿易統計の中でも、中国の春節を跨ぐ1~3月期はノイズが入りやすく、その間の動き(変化率)を論点化するのは必ずしもフェアとは言えない。ロス長官からは“The Trump administration is committed to rebalancing our trade relationships in order to protect American workers and businesses from lopsided trade relationships”とのコメントも見られているが、「自国の雇用や企業を保護する」という大仰なテーマに対し、「単月の貿易統計」はあまりにも些末な論点だろう。結局、こうした違和感のある指摘は「外交(安全保障、経済含む)において『出来ること』に比重を置き始めた結果」なのだと考えられる。今後もこうした不可思議な挙動は続く可能性は高い。

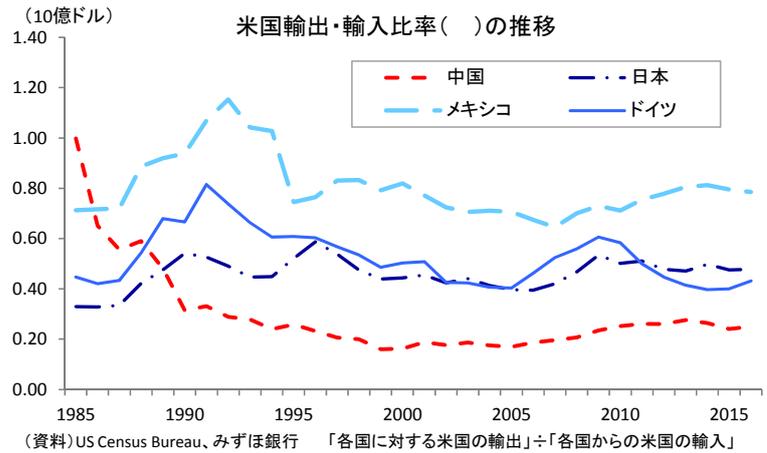
### 中国に対する「妙な優しさ」

こうした声明文が必ずしも公正かつ客観的な分析に基づいたものではないことは、中国に対する「妙な優しさ」からも感じ取れる。具体的に中国に関しては「While China continued to be the United States largest source of trade deficit, the United States year-to-date trade deficit with China improved by 2.5 percent」との評価が与えられ、「黒字は大きいが、年初来の収支は(前年比で)改善して



いる」と前向きな評価が与えられている。確かに、声明文の対象とする財・サービス貿易では指摘の通りだが、財貿易だけに限定して1~3月期の計数を見れば、米国の対中国輸入はむしろ日本よりも増えている(片や、メキシコの伸びは確かに大きい。図)。トランプ大統領のこれまでの言動を踏まえる限り、重要な事実<sup>1</sup>は財貿易における巨大な対米貿易黒字の存在であり、それが自国の雇用を奪っているという話ではなかったのだろうか。自国に生産拠点を誘導することに躍起になってきた以上、焦点は財貿易になるのが自然である。

そもそも米国における輸出・輸入を見た場合、中国は圧倒的に輸入超であり、日本やドイツよりもその傾向が強い(図)。一方、メキシコは米国輸出にとっての存在感が極めて大きく、言い換えれば米国にとっては非常に大きな市場であることが透けて見える。こうしたことから、単純に対米貿易黒字の規模だけを捉えて、批判を展開するのは正しくないことが分かるだろう。少なくとも単月の貿易黒字の膨らみ方



を捉えて「持続不能」とのレッテルを貼られたメキシコや日本からすれば、反論の余地はあるように思える。少なくとも中国だけ「お目こぼし」を受けるような状況にはない。

周知の通り、こうしたトランプ大統領の気遣いは北朝鮮問題が契機となっているとの指摘は多い。北朝鮮問題の解決を念頭に中国と米国は急接近しており、この過程でトランプ大統領はツイッター上で「中国が北朝鮮問題を解決するなら、米国との通商合意ははるかに良いものになると習主席に説明した」とも述べている。また、既に紹介したように、中国(China)の名は今回の声明文のヘッドラインにすら入っていない。こうした兆候は為替市場を賑わせた4月12日のトランプ大統領によるWSJ紙とのインタビューでも見られた。同インタビューでトランプ大統領は「かなり以前から為替操作国ではなく、人民元の下落を防ごうとしてきた」と述べ、それまでの主張を180度変えた。今回の声明文からもそうしたトランプ大統領の心変わりした政治的意図を感じる。

### 残るのは結局日本(円)

過去の本欄や外部寄稿<sup>1</sup>で筆者は繰り返し、「日本(円)は優等生であるがゆえに円高に苦しめられることになる」との主張を強調してきたが、以上のような米商務省の挙動を見ていると、まさにそれが現実になろうとしているように思えてならない。安全保障上、差し迫った状況が強まる中であって、日本は米国に対し、一段と強く出られないという事情もある。今回は米国にとっての巨大市場であるメキシコもセットで名指しされているが、今後メキシコが米国との通商関係において何らかの対抗措置(対米輸入に対する関税・非関税障壁の引き上げなど)に打って出れば、米国は比較的簡単に引き下がるかもしれない。そもそもメキシコは為替報告書上の「監視リスト」対象国ではないため、日本とメキシコで「当たり」の強さに違いは設けられるのが自然である。

結局、そうなった場合に標的とされる可能性が高い国はまず日本、そして恐らくはトランプ大統領と相性が極めて悪そうなメルケル首相率いるドイツ(が率いるユーロ圏)の2か国・地域である。統計を客観的に評価すればドイツの経常黒字が常軌を逸しているのは間違いないが、政治的に評価すれば物事を押し付けやすいのはどうしても日本になる。また、日独の最大の違いとして「ドイツは通貨高を望んでいる」ということも見逃せない。「適度な引き締め」でドイツを懐柔しなければならないECBとして

<sup>1</sup> 例えばロイター外国為替フォーラム『理不尽なトランプ円高に備えよ』(2017年1月24日配信)、東洋経済オンライン『優等生の「日本円」はトランプに苦しめられる』(2017年2月8日配信)をご参照下さい。

もユーロ/ドルが過去 2 年間のレンジ上限である 1.15 付近まで上昇する程度で自身が手を汚さずに（引き締めをせずに）済むならば目を瞑る可能性もある。

今回見られたような米商務省による声明文が毎月ないし毎四半期に出てくるのかは定かではないが、折に触れてこういった手段に訴えてくることはよくわかった。年初より筆者が警戒してきた「理不尽な円高」は徐々に、しかし確実に近づいているように思える。

## 《米金融政策の現状と展望～「一過性(transitory)」か否か～》

### 慎重な記述にドル売りで対応

5 月 24 日に公表された FOMC 議事要旨（5 月 2～3 日開催分）は 6 月利上げやバランスシート（B/S）縮小について前向きな記述が見られたものの、やはり物価を含む経済活動の減速について慎重な見方も散見されており、これが一過性の動きなのか見極めたいという記述も見られた。市場では後者が材料視されドル売りが進んだ。5 月下旬に入ってから物価や雇用の現状について慎重な見方を提示する FRB 高官が相次いで現れており<sup>2</sup>、6 月利上げに至る可能性は依然高いながらも、持続性という観点では明らかに雲行きが怪しくなっている。持続性の無い利上げプロセスにドル買いは付いてこないのはごく自然なことである。

### 6 月に注目される「一過性 (transitory)」の取り扱い

利上げを見送った 5 月会合だが、「Participants' Views on Current Conditions and the Economic Outlook」において「経済指標が想定通りの結果になれば、間もなく追加利上げが適切」との記述が見られ、基本的には 6 月利上げを既定路線とする様子が確認されている。なお、投票権を持たない 2～3 名の参加者 (participants) においては 5 月会合での利上げも可能と主張する向きも現れており、依然、FOMC におけるタカ派色の強さを感じる。また、その後の「Committee Policy Action」まで読み進めれば、投票権を持つメンバーにおいては 1～3 月期の成長減速は恐らく一過性 (transitory) であり、漸次的に正常化する金融政策スタンスと共に拡大を続けるとの見通しで意見が一致している。しかし、会合後も計数の悪化は相応に続いており、ここにきて FRB 高官による弱気な発言も目立ち始めていることから、「一過性 (transitory)」の取り扱いが 6 月にどのような判断を受けるのかは俄然注目を集めるだろう。まずは 5 月雇用統計（6 月 2 日公表）の仕上がり注目され、その後のハードデータ（小売売上高や消費者物価指数など）も重要になる。

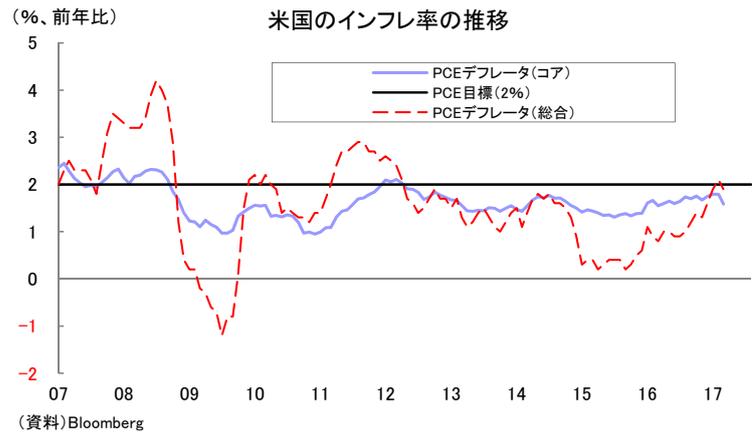
### 「待つのが賢明 (prudent)」がショックに

元より 6 月利上げは市場参加者にとって done-deal であり、肯定されるとしか思われていない。それだけに「Committee Policy Action」の項で見られた「緩和解除にあたって次のステップを取る前に、最近見られている経済活動ペースの減速が一過性 (transitory) であるという証拠を待つのが賢明 (prudent)」と投票権を持つメンバーが判断したという記述がショックとなり、ドル売りに繋がったのだと思われる。

---

<sup>2</sup> みずほマーケット・トピック 2017 年 5 月 24 日号『相次いで弱気化する FRB 高官～動揺する唯一の支え～』をご参照下さい。

さらに、「Participants' Views on Current Conditions and the Economic Outlook」に目を戻せば、何人かの投票権を持たない参加者が「コア個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率が8年間にわたって+2%を下回っていることを考えれば、まず+2%に戻すことが重要であり、漸次的な引き締めアプローチがその一助になる」といった趣旨の主張を展開している



ることも目を惹いた。確かに安定的にコア PCE デフレーターが+2%を超えて推移していたのは 2008 年まで遡る必要がある（そのため「9 年間」というのが正確である。図）。

こうした主張は、端的に言えば、物価動向が付いてきていない段階で利上げを焦るべきではないということだろう。かつてカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁も利上げに反対したエッセイの中で「+2%は天井 (ceiling) ではなく目標 (target) なのだから、そこに到達する前に引き締めを行うのはおかしい」との主張を展開していたが、今回の議事要旨でも同様の議論の跡が見られる。

### B/S 縮小で意見集約は進みそう

注目される B/S の取り扱いに関しては「再投資をしない金額 (cap) は 3 か月ごとに引き上げる」ことを主軸としたスタッフ案が提示されており、殆ど全ての当局者がこれに好意的な見方をしたという。「タイムスケジュールに関しては、景気や利上げパスが現在の想定通りに進展する限り、年内に証券保有の削減を開始するのが適切」と記述されており、6 月にもこの議論が継続されるとされている。メインシナリオとして FRB の B/S 縮小を想定するべき局面に入ったと言えるだろう。

ハト派筆頭のカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁も B/S 縮小を示唆するアナウンスそれ自体が引き締め効果を持ち、利上げを代替するので、早めにその計画を提示すべきと自身のエッセイで述べていた経緯がある<sup>3</sup>。エッセイ自体は 3 月 FOMC における利上げへの反対理由を書き連ねたものであったが、B/S 縮小だけは「むしろそちらを先にやるべき」という姿勢であった。振り返れば 4 月 7 日にはダドリー・NY 連銀総裁が「B/S を縮小させれば、将来必要になった時に拡大させる余地が生まれる」と述べ、その 1 か月後の 5 月 8 日にはウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が「将来の景気後退時に必要な利用できるようなバランスシートにすること」を目的に年内の B/S 縮小開始を支持している。「利上げの代替として」もしくは「将来の緩和余地 (糊代) として」の B/S 縮小は FOMC の中でもタカ・ハト両面から意見集約が進みやすいというのが実情と推測される。

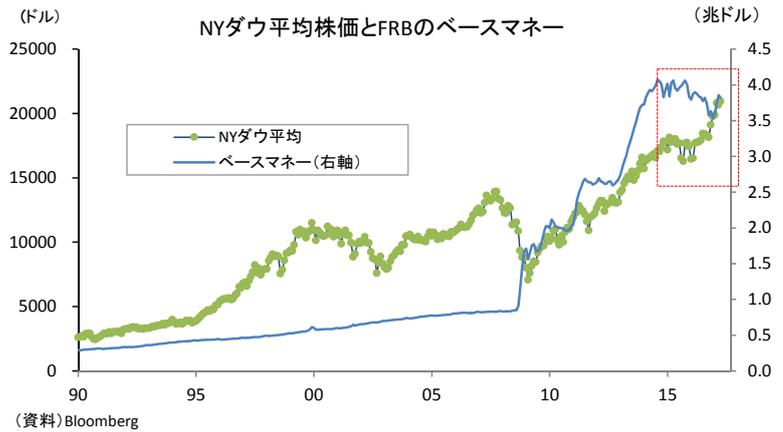
### 空中戦が続く株価は耐えられるのか？

問題はそれによって何が起きるかである。B/S 縮小を支持するこれまでの高官発言を見る限り、「慎重に進めれば大丈夫」という意図が見え隠れするが、内心ではかなり怯えているのが事実だろう。例え

<sup>3</sup> みずほマーケット・トピック 2017 年 4 月 5 日号『真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～』をご参照下さい。

ば、4月7日にダドリー総裁は「われわれとしては目立たない形での実施を強く望んでいる。一大イベントではなく、非常に控えめでささいなイベントにしたい。この先何か月にもわたり、当局がB/S縮小を極めて注意深く、慎重に進めていくと分かるだろう」と述べている。だが、QE2やQE3の導入や縮小は明らかに金融市場にとっての一大イベントであったし、実際に株、為替、金利は大きく影響を受けた。また、今次ドル高局面は2014年6月から始まっているが、これは2014年1月から始まったテーパリングの5か月後、バーナンキ前FRB議長がそれを宣言してから約1年後の出来事だった。ドルは既に高値限界が近づいているため、これ以上の上伸は難しいと筆者は考えるが、為替以外の金融市場にも影響は及ぶはずである。例えば株式市場には不安がある。

2015年10月をピークにFRBの供給するベースマネーは著しく減少しているのに対し、NYダウ平均は殆ど調整しておらず、それどころか加速している(図)。3月FOMC議事要旨では何人かの委員が米株について「とても割高」と述べていたことが話題になったが、そこからさらに続伸しているのが現状である。少なくとも2016年11月以降のNYダウ平均の堅調はトランプ



政権下での拡張財政を織り込んだものと筆者は理解していたが、今やその説明も大分苦しくなっているといわざるを得ない。この株価上昇に根拠はあるのだろうか。

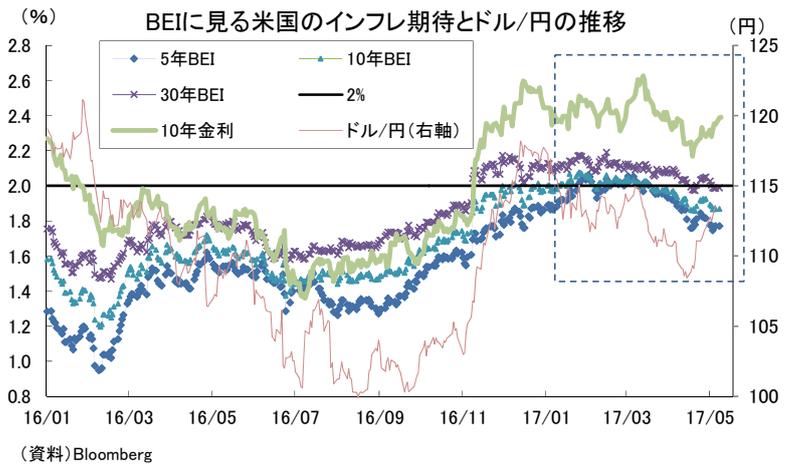
現状を客観的に整理すれば、金融部門の流動性(ベースマネー)が引き上げられ、これを穴埋めする財政出動も期待できず、中央銀行はその株価を割高だと評価しているという状況になる。今回の議事要旨を見る限り、少なくともベースマネーは今後、顕著に減ることはあっても増えることはない。B/S縮小によって直接注目されるのは名目金利の動向となるだろうが、空中戦が続いているNYダウ平均に代表される米株が今秋以降に想定されるFRBの正常化プロセスに耐えられるかどうかはかなり怪しいというのが筆者の基本認識である。株価が崩れてくれば、利上げも出来ず、元より高いドル相場も調整を迫られることは言うまでもない。

## 《米国経済の現状と展望～インフレ期待低迷が映す経済への過信～》

### 低迷するインフレ期待

上述してきたように、FRBの情報発信を受けて金融市場では6月13～14日開催のFOMCにおける年内2回目の利上げを当然視するムードが確立されている。だが、名目金利やドルの動きとは裏腹にインフレ期待は盛り上がるどころか徐々に押し下げられている。年初からの動きを振り返ってみると、米10年金利とドル/円相場は概ね足並みを揃えてきたが、この間、5年、10年、30年といったインフレ期待(BEI)ははっきりと下げ基調にある(次頁図)。理論的には「名目金利－インフレ率(orインフレ期待)＝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 インフレ期待)」と書き換えられる。つまり、現在目の当たりにしているインフレ期待の低下は、名目金利の上昇が正しいものだとすれば、期待実質金利の高まりによってもたらされている可能性が出てくる。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。ここで問題になるのは、本当に「地力」は高まっているのかという点である。この点、現状に関しては米経済の潜在成長率



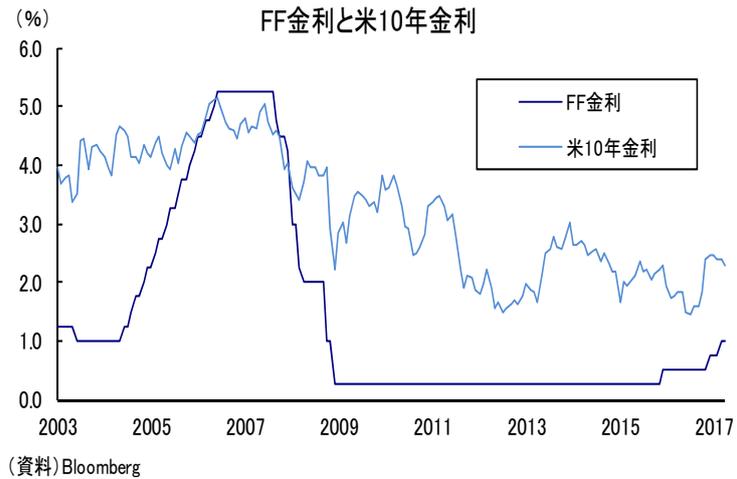
上昇を包含するように期待実質金利が上がっていると解釈するよりも、名目金利やこれに付随するドルの上昇が楽観的に過ぎると解釈する方が自然なのではないかと筆者は考えている。過去の本欄でも見たように、例えば借入需要や銀行貸出、社債発行残高といった与信関連の計数はそれほど盛り上がりが見られていない。経済の「地力」が高まる局面で資金需要が加速しないのは普通に考えれば不自然である。

さらに言えば、そもそもコア個人消費支出 (PCE) デフレーターは過去 1 年間、前年比+1.6~1.8%で推移しており、目標とする+2.0%を超えて上振れる雰囲気は全く感じられない (前頁図)。この点からもインフレ期待が低迷することは特に驚きではないだろう。総合すると、インフレ期待低迷は上述したような期待実質金利 (地力) の上昇を示しているのではなく、むしろ名目金利が過剰に上昇している (端的に言えば名目金利の動きが間違っている) 状況を示しているのではないかと。これは FRB の正常化プロセスやトランプ大統領の経済政策 (トランプノミクス) への「過信」が相当程度、米金利とドル相場を支えているとも言い換えられるかもしれない。

### 「利上げ≠10年金利上昇」である

また、仮に FRB が描くように順当な利上げが実行されたとしても、それに応じて名目金利が押し上げられ、ドル/円相場も上昇するというシンプルなロジックが実現するとは限らない。例えば前回の利上げ局面 (2004 年 6 月~2006 年 6 月) では 1.00%から 5.25%まで 425bp、回数にして 17 回もの利上げが行われたが、10年金利は 4.6%から 5.1%へ 50bp 程度しか上がらなかった。今回は 2015 年 12 月、2016 年 12 月、2017 年 3 月で 25bp ずつ、「0.00~0.25%」から「0.75~1.00%」へ計 75bp、3 回の利上げが行われている。この間に 10年金利は 2.2%から 2.4%と 20bp 程度上昇している。極めてラフなイメージであることを承知で言えば、利上げ 1 回あたりの 10年金利押し上げ幅は前者が約 3bps (50bp÷17 回)、後者が約 7bps (20bp÷3 回) と今回の方が感応度は高いようにも見える。

とはいえ、今回の方が遥かに水準の低いところから利上げが始まっており、初速が大きいのは当然にも思われる。しかし、このような利上げと10年金利の中長期的な関係を考慮すると、昨年11月9日のトランプ大統領当選から約1か月で約80bp (1.8%→2.6%) も10年金利が急騰したことは異様だったと言わざるを得ない。いずれにせよ、6月FOMCを経てドットチャートのタ



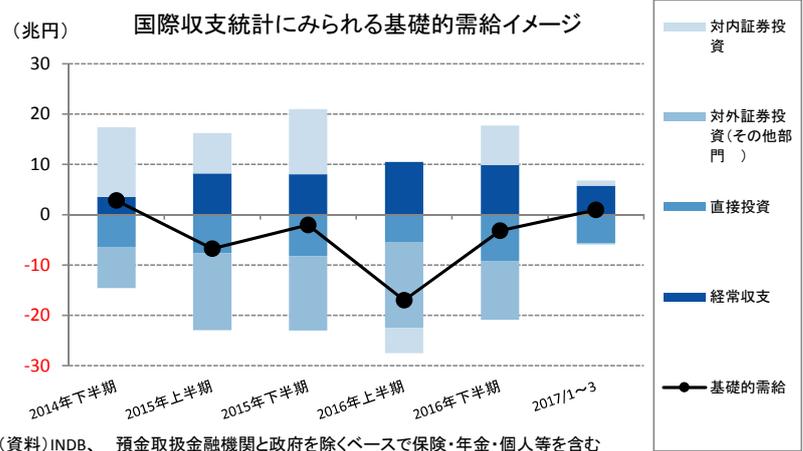
カ派化やこれに伴う利上げ織り込みが進む可能性はあるにしても、それが名目金利の上昇やドル相場の上昇に直結するとは限らないという点は留意しておきたい。既に見たようなインフレ期待の低迷と合わせ見れば、名目金利とドルの持続的な上昇にはさほど確信は持てない。

5月を終え、今年最大のテールリスクを孕んでいたフランス大統領選挙を無事に通過し、懸案であった朝鮮半島情勢も一時的に収束していることでドル/円相場も一時的に小康を得ている。しかし、そうした短期的な状況変化に目を奪われ、底流にあるインフレ期待の低迷を軽視することは危ういと筆者は考える。年初から緩やかに落ち込んでいる米国のインフレ期待は米国経済への過信(名目金利とドルの上昇)に対する警鐘ではないだろうか。

## 《円相場の基礎的需給環境～様変わりする需給の風景～》

### 基礎的需給環境は様変わり

本邦3月国際収支統計を踏まえ、毎月通り、円相場の基礎的需給環境を定点観測しておきたい。3月の経常収支は+2兆9077億円だった。2016年度としては+20兆1990億円となり、2007年度(+24兆3376億円)以来、9年ぶりの高水準という仕上がりになる。また、1～3月期だけを見た場合+5兆7869億円であり、これも4四半期ぶりの高水準となる。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見ると、2017年1～3月合計の基礎的需給は約+9406億円の円買い超過となっており、前年同期(約▲13.8兆円の円売り超過)とは景色が様変わりしている。また、2016年10～12月期の基礎的需給は約+3.2兆円だったことを踏まえれば、これで2四半期連続の円買い超過となり、こうした動きは2013年1～3月期・4～6月期以来、約4年ぶりである。図からも分かるように、足許では円売り要因としての対外証券投資の存在感は失せており、経常黒字と直接投資が相

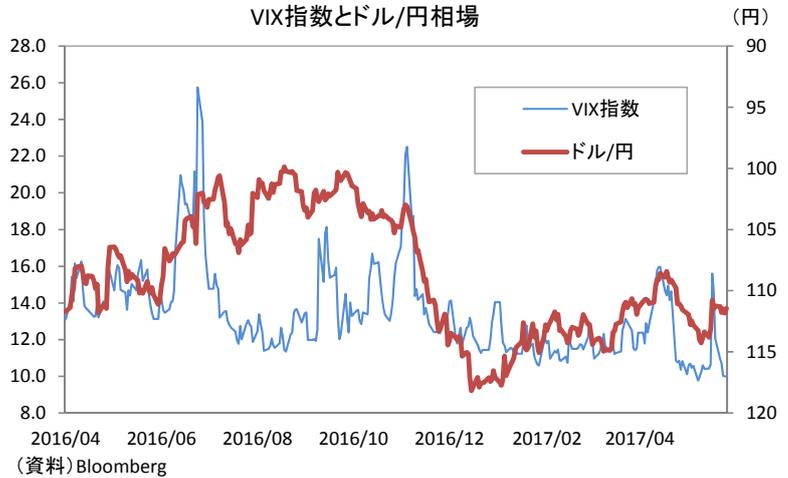


基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見ると、2017年1～3月合計の基礎的需給は約+9406億円の円買い超過となっており、前年同期(約▲13.8兆円の円売り超過)とは景色が様変わりしている。また、2016年10～12月期の基礎的需給は約+3.2兆円だったことを踏まえれば、これで2四半期連続の円買い超過となり、こうした動きは2013年1～3月期・4～6月期以来、約4年ぶりである。図からも分かるように、足許では円売り要因としての対外証券投資の存在感は失せており、経常黒字と直接投資が相

殺し合う結果、概ね均衡というイメージにある。1年の4分の1が終わった程度だが、過去3年とは為替予想の前提となる需給環境が大きく変わってきている。

### VIX 歴史的低下でも対外証券投資は出ず

例年、対外直接投資は大きく振れを伴うわけではないため、今年も前年並みだと仮定すれば、基礎的需給環境の帰趨を握るのはやはり経常黒字と対外証券投資の先行きとなる。この点、本欄ではドル/円相場の110円以上に関しては高値と捉える機関投資家が多く、さほど積極的な対外証券投資の買い越しは想定出来ないと考えてきた。現状、そうした想定からは大きく乖離しない動きが続いていると言えるだろう。トランプ大統領の機密漏



えいスキャンダルを受けて一時的に跳ねたものの、VIX 指数は歴史的低迷が続いている。本来こうした  
事実は円売り・外貨買いに適した投資環境を示唆するはずである。しかし、そうした状況にもかかわらず  
対外証券投資は出ておらず、その意味は真摯に考えたいところである。国内に目をやれば、4月に入り公  
表されている本邦の大手生命保険会社の 2017 年度運用計画を見る限りヘッジなしを含めた外債投資の  
意思は見受けられるが、110円を超える水準でも積極的に為替リスクを取りたいと考える向きは少数派  
ではないか。また、金融庁が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  
を集めたように、対外リスクテイクに対する政治的な目線も気にせざるを得ない状況も影響するだろう。

斯かる状況下、対外証券投資が退潮となれば、原油価格低迷により膨らむ経常黒字の存在感が相対的に増すことになる。少なくとも1~3月期を終えた基礎的需給からはそのような構図が強まっていくことで、ドル/円相場が上がりにくい土壌が形成されつつある様子が窺える。過去3年で目にしてきた景色とは様変わりしている以上、ドル/円相場への含意も真摯に検討したい。

### 《メインシナリオへのリスク点検～ロシアゲート疑惑が高める円高リスク～》

#### ロシアゲート疑惑で高まったメインシナリオの確度

最後に本欄のメインシナリオに対するリスクを点検しておきたい。メインシナリオは昨年11月以降、不変である。トランプ米大統領誕生に伴い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論じてきた。5月に入り強まったロシアゲート疑惑を受けて、本欄のこうしたメインシナリオの確度は一段と強まったと言える。大統領弾効は極端なリスクだとしても、この問題を收拾しない限り、経済政策どころではないのは事実だろう。元より昨年11月以降、何故、金利やドルが上昇したのかを思い返すべきである。未曾有の拡張財政を迅速かつ効果的に執行できないのであれば、戻るべきは大統領選挙前の相場と考える。

実際、5月に入ってドルインデックスは11月9日以来の安値に回帰した。期待の剥落を象徴する動きである。米金利も同様に筆者はやはり下方リスクが大きいと考える。前述したように、5月下旬に入り、

複数の FRB 高官がハト派色の強い言動を隠さなくなっている。6 月以降の経済指標の仕上がり次第ではあつという間にこうした意見が支配的になる可能性がある。元より REER ベースで見たドル高が解消されていないところへ、ロシアゲート疑惑や FRB の弱気化が重なっているのが現状であり、ドル高への調整警戒は強い。引き続き、過去 3 年間のドル高相場の調整が今後 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**

とはいえ、シナリオにはリスクもある。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。客観的に見て、円安リスクよりも円高リスクの方が増えているように感じられる。

まず、円安リスクから整理しておく。これまで述べてきたように、本欄にとって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関連しており、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。トランプ大統領がドル

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	・2017年、2018年、共に年4回利上げへ	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、過剰な通貨高けん制	円高ドル安
	⑤	ロシアゲート疑惑の混迷	・トランプ大統領弾劾へ	円高ドル安
日本	⑥	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
	⑦	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 ・円売ドル買い介入の実施(もしくは噂)	円安ドル高
欧州	⑧	欧州関連懸念	・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	⑨	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安?

(資料)筆者作成

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。しかし、上述したように、当面のトランプ政権は財政政策を含めた経済政策の議論を進められる状況にはなく、②に対する市場期待は相当後退している。それだけに昨年 11～12 月に見たようなリフレ期待を今一度煽ることができれば、アップサイドリスクは確かに大きいと言える。しかし、これを予想するだけの材料は今のところ乏しいと言わざるを得ない。

一方、③はどう考えるべきか。4～5 月の高官発言を見る限り、FRB の正常化プロセスはもはや糊代論であることを隠さなくなっており、実体経済の強さに応じた政策運営とは言えない。実際、複数の FRB 高官は自信を失い始めているように見える<sup>4</sup>。リスクシナリオと思われた年内の B/S 縮小はもはやメインシナリオの範疇に入ってきており、この点は本欄が想定した以上の展開である。このまま 9 月や 12 月の FOMC も利上げを決定した上で、2018 年についても年 4 回の利上げや相当規模の B/S 縮小が提示されるようなことがあれば、ドル/円も失速することなく上昇を持続するだろう。だが、引き縮めの動機が実体経済の過熱防止ではなく将来の不況に備えた糊代稼ぎではその持続性に難があるのが自然である。実際、年内の B/S 縮小まで視野に入ってもドル相場が殆ど上がっていない状況がその証左ではないか。6 月には利上げを行い、年内には B/S 縮小が始まるのだとしても、そうした政策運営に市場が米債売り・ドル買いで追随してくるのかどうかは別問題である。筆者はそうはならないと考えている。

以上を総括すれば、円安リスクとして警戒されるのは財政・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)、2017 年および 2018 年について「年 4 回の利上げ+B/S 縮小」という展開が

<sup>4</sup> みずほマーケット・トピック 2017 年 5 月 24 日号『相次いで弱気化する FRB 高官～動揺する唯一の支え～』をご参照下さい。

市場の信認を伴う格好で織り込まれる展開である。その場合、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。確かに、今の FRB ならば実際に複数回の利上げや B/S 縮小に手をつける可能性はあるが、市場の信認を伴うには実際に経済・金融指標に過熱感が生れることが必要である。そのために必要な要素が②なわけだが、その見通しは現状、明るいものではない。重要なことは、利上げの「回数」や B/S 縮小の「有無」ではなく、その背後にある「理由」である。その「理由」が不安なものである以上、②や③は警戒しつつも可能性の高いリスクだとは思えない。

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が挙げられる（⑥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（おりしも VIX 指数は下がっており、これもキャリー取引には追い風である）。「日本人の円売り」が円安の一助となる可能性は完全にゼロとは言えない。しかし、本論でも見たように、2017 年に入り 5 か月が経とうとしているが、本邦投資家の対外リスクテイクはかなり控えめなものにとどまっており、需給の風景は昨年比で大分変わっている。恐らく、⑥のリスクも、上述の②や③のリスクが顕現化した時に本格的に浮上してくるものであって、それら 3 つのリスクはセットで考えるべきかもしれない。やはり可能性が高いとは言えない。

### 円高リスク：割を食うのはやはり円に？

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、この点は引き続きリスクと考える。今年 4 月のワシントン G20 会議後、米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<sup>5</sup>が開催されたことが話題になった。（4 月 23 日、日本経済新聞）。米国が本格的なドル高是正を望んだ場合、ユーロや円はもちろんのこと、実効ドル相場で大きなウェイトを占める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ならないため、やはり第二次プラザ合意のような協定が必要になってくるだろう。

そこまで大きな話にならなくとも、ロシアゲート疑惑を経て、トランプ大統領の内政運営は厳しさを増しており、直ぐに効果が期待できる通貨・通商・外交政策などで挽回しようとする可能性は心配したい。この点、④で言及しているような、過剰なドル高けん制が不安視される。5 月初旬に商務省が貿易統計と共に公表した臨時声明文（上述）は「無理が通れば道理が引込む」を地で行くものであり、今後のトランプ政権のやり口として注目されるものだった。例えば、年内に開催される第 2 回日米経済対話は円滑に終わるのだろうか。挨拶代わりのような第 1 回と異なり、第 2 回からは本格的な交渉が始まるだろう。対米貿易黒字の調整経路として「量」なのか、「価格」なのかという点が注目されるが、日本側が「量」を拒み続ければ、為替相場を通じた「価格」調整に訴えかけてくる可能性はある。その場合は本欄の想定を超え、100 円を優に割り込む円高もあるだろう（もっとも円高が進んだとしても、それで対米黒字が満足に縮小するのかどうかは別問題である）。

前月の本欄でも述べたように、北朝鮮問題を巡って米中が急接近した結果、トランプ大統領は中国について「為替操作国ではない」、「人民元の下落を防ごうとしてきた」などと中国を懐柔する姿勢に転じてい

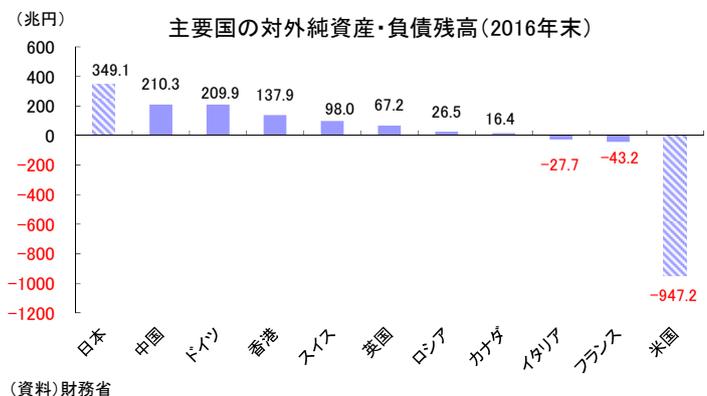
<sup>5</sup> 会議ではプラザ合意時の高官であるボルカー前 FRB 議長やバーカー前米財務長官がビデオ講演を行い、ノーベル経済学者のマンデル氏も出席したという。特に、大統領選挙戦中にトランプ大統領の経済顧問を務めたジュディ・シェルトン氏からは「トランプ政権には相場安定を目指して主要国間で新しい通貨協定を結ぶアイデアがある」とのコメントが見られている。同会議は市場の注目をさほど集めなかったが、看過出来るものではないだろう。

る。こうした状況下でもドル高に対する問題意識は容易に変わらないのだとすれば、どこかの国が中国の分まで通貨高の按分を引き受けさせられる可能性はある。商務省の声明文がメキシコと日本だけを名指ししていた経緯などを踏まえれば、やはり円が割を食う可能性が高い。

### リスクバランスは円高に傾斜

そのほかの円高リスクとしてはロシアゲート疑惑がもたらす究極的な結末としてのトランプ大統領弾劾も円高リスクも今月からは追加している (⑤のリスク)。ほかにも欧州政治情勢や地政学リスクが引き続き見逃せない (⑧および⑨のリスク)。欧州政治情勢はマクロン仏大統領の誕生により足許では小康を得ているが、予測期間中にはイタリアで解散・総選挙が実施される (2018年5月までに実施)。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く、国際金融市場もこれに釘付けになろう。

そのほか、米国のシリアや北朝鮮に対する出方次第では再び4月に見たような地政学リスクの高まりを理由とする円買いが勢いづく可能性がある。「北朝鮮有事で円買いはおかしいのではないか」という意見は一理あるものの、結局のところ、「リスク回避の円買い」は「世界最大の対外純資産国」という日本の対外経済部門の強さを評価した結果である。この点、5月26日に財務省より公表された対外資産・負債残高統計によ



れば日本の対外純資産は349兆1120億円と26年連続で世界一であったことが確認されている(図)。むろん、着弾の上、戦闘行為が本土にまで及べば市場の反応も変わってこようが(恐らくその場合はトリプル安だろう)、米国と北朝鮮が外交上の罅迫り合いをしているうちは円高材料との整理で問題あるまい。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、どちらかと言えばリスクは円高方向に傾斜しているように思われる。ロシアゲート疑惑が大統領弾劾にまで至る可能性は高いとは言えないが、追い込まれた末のドル安誘導で自身に投票してくれた層に報いようとする可能性はやはりある。それは結果的には第二次プラザ合意(①のリスク)や過剰なドル高けん制(④のリスク)という展開を想起させるものである。想定外の円安相場が進行する可能性は徐々に低下していると考える。

## ◆ ユーロ相場の見通し～簡単ではない「歪(ひずみ)」の解消～

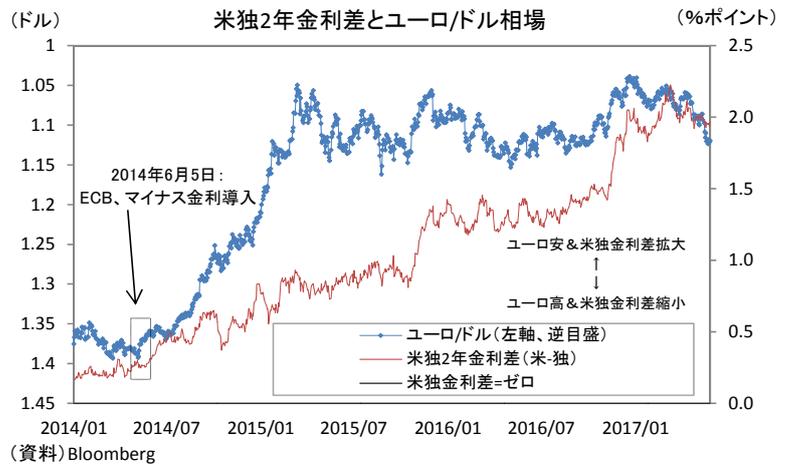
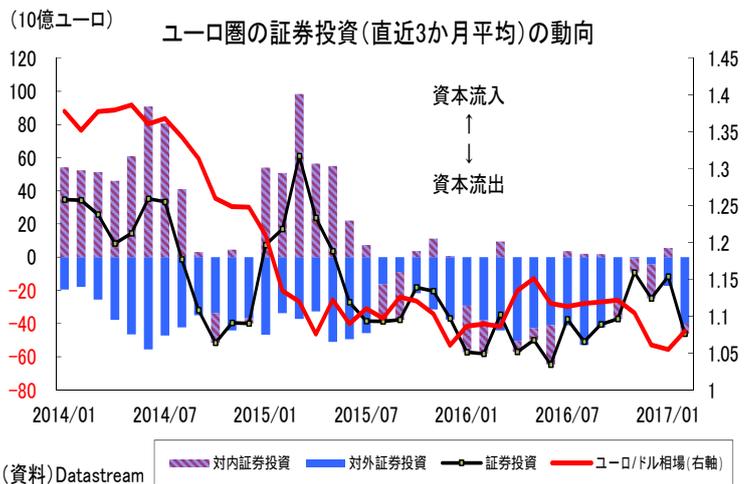
### 《ユーロ相場の現状と展望～重石となるリアルマネーの売り～》

#### 約3年ぶりのユーロ買い持ち

2017年5月9日時点のIMM通貨先物取引におけるユーロのポジションは2014年5月6日以来、約3年ぶりに買い持ちに転じ、その後順調に買いを加速させている(5月23日時点では+81.1億ユーロと2013年10月以来、約3年半ぶりの買い持ち高)。直接的にはフランス大統領選挙においてマクロン候補が勝利したことが寄与していそうだが、ユーロの売り持ち解消は昨秋から続く流れであり、足許で漸く買い持ちに転じたという状況になる。根底には堅調なユーロ圏経済の現状があるが、これを受けたECBの政策運営が投機的なユーロ売りを敬遠させる一因になっているのは間違いない。昨年12月に拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額が800億ユーロから600億ユーロに縮小され(期間は延長)、今年3月以降はフォワードガイダンスの解除も論点として注目され始めている。政治リスクの後退や金融政策のタカ派傾斜が投機筋のユーロ相場に対する向き合い方を変えたのだろう。

#### 域内からの資本流出は継続中

投機的なユーロ売り持ちの解消に従って、ユーロ/ドル相場は徐々に値を戻しているが、なかなか弾みがついていないのも事実である。これは端的には「投機的な売り以外の売り」が大きいからという可能性が思いつく(もちろん、IMM通貨先物取引に反映される動きが投機的な動きの全てではないが、ここではそのような仮定を置く)。言い換えれば、リアルマネーの動向が影響している可能性が考えられる。右図(上)はユーロ圏の対外・対内証券投資の動向を見たものである。図示されるように、2015年以降、域外から域内への対内証券投資は殆ど入って来ない一方、域内から域外への対外証券投資は旺盛であり、結果としてネット資本流出が常態化している。いくらECBが金融政策を引き締め方向に調整するとはいえ、FRBが正常化プロセスの手を止めない現状では欧米金利差は縮小しない。実際、米独金利差とユーロ/ドルの相関は安定している(右図・下)。これらの状況を踏ま



えると、足の速い投機筋のユーロ買いよりも、国際収支統計に現れるようなリアルマネーのユーロ売りがユーロ/ドル相場の重石になっている可能性などは考えられる。

## 順当に積み上がる対外純資産

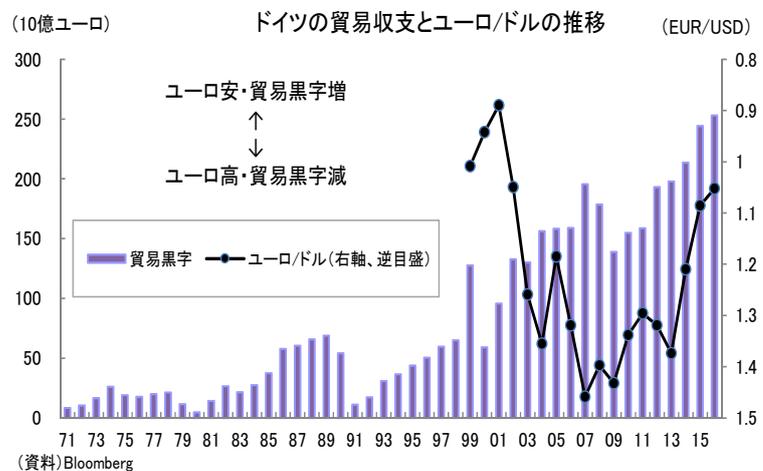
とはいえ、2016年のユーロ圏全体では円貨にして実に約47兆円（≒4000億ドル）もの経常黒字が記録されている。日本の経常黒字が過去最大に達したのは円安バブルと呼ばれた2007年であり、それでも約25兆円だったことを思えば、ユーロ圏の黒字の大きさは際立つ。こうした経常黒字や上述したような対外証券投資はそのまま対外純資産として積み上がることになり、その大きさが通貨の信認と読み替えられることになる。現状、市場参加者のリスク許容度を毀損する事態が発生した場合、「リスク回避の円買い」で対応することが金融市場の常套パターンになっているが、この理由として頻りに指摘されているのが「日本は世界最大の対外純資産国だから」という事実である。2016年末時点で26年連続、日本はその地位に座り続けている。だが、ドイツの経常黒字が日本のそれを大きく上回る状況が続けば、いずれ世界最大の対外純資産国の地位を巡って日本に肉薄する展開もあり得る（P.15 前掲図）。短期的なユーロ相場の戻りの弱さに惑わされることなく、その構造的な強さに目を向ければ、やはりユーロを売りで攻めるのはやや難しいというのが引き続き筆者の基本認識である。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～メルケル首相を悩ませる「異形の経済」～》

### メルケル発言を受けて

5月22日にはメルケル首相の「ユーロは弱すぎる。これはECBの政策が理由だ。これによってドイツ製品が相対的に安くなっている。従って、ドイツ製品はよく売れている」との発言が注目され、ユーロ相場が急騰するという場面があった。なお、メルケル首相は2月にも「もしドイツ・マルクがまだ通用しているなら、今のユーロ相場とは異なる評価を受けていただろう」、「私は首相としてそれに対して影響力はゼロだ」などと同様の発言を行い、間接的にECBへの批判を展開した経緯がある（発言は2017年2月20日、ブルームバーグ）。だが、3年半前のメルケル首相は自国の貿易黒字に対する批判について「ドイツの競争力を人為的に低下させることは誰にもできないし、させない」、「ドイツ企業に減産させたり品質を低下させようとしたりするのはいかげな考えだ」（2013年11月22日、ブルームバーグ）などと述べ、積み上がる黒字はあくまでドイツ企業の競争力に起因するものであり、不当なものではないという立場にあった。これらの発言の対比から、過去3年でメルケル首相の為替相場および貿易収支に対する認識は相当変わったものと見受けられる。

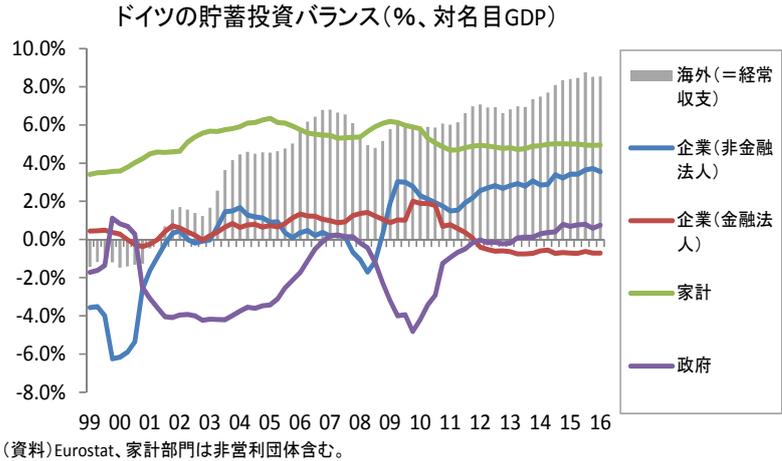
もちろん、発言当時（2013年11月）のユーロ/ドルは1.35付近を推移し、現状対比+20%程度ユーロ高であったので、主張が変化すること自体は不思議ではない。また、貿易黒字自体も過去3年で+30%（2013年：+1977億ユーロ→2016年：+2531億ユーロ）増えており、不均衡への懸念が芽生えるのも自然である。メルケル首相の言う通り、こうした黒字蓄積の背景にユーロ安があった可能性はやはり否定できない（図）。問題は現状をどう打開していくつもりがあるのかだ。なお、トランプ政権の通貨・通商政



策が先鋭化する中、これを懐柔したいという思惑が働いた可能性もあるかもしれない。実際、昨日の発言を受けてドルインデックスは下落し、トランプ大統領の意に沿う相場展開となっている。だが、漏れ伝わってくるメルケル首相やドイツのイメージに照らせば、「米国に批判されたから政策運営を変える」という展開は考えにくい。そもそも日本、メキシコ、中国に比べてドイツへの言及は相対的に（何故か）少ないものであり、メルケル首相が神経質になるほどの事態とは言えない。

### 異形の IS バランス

ドイツが現状を打開するためには、真っ当に考えれば財政出動に踏み込む必要がある。メルケル首相は発言の中で、黒字縮減の一手として「ではどうしたらよいか。われわれにできるのは国内で投資を増やすことだ」と述べている。正しい現状認識である。右図はドイツ経済の貯蓄・投資（IS）バランスを見たものだが、家計・企業・政府の国内経済部門全てが貯蓄過剰という異常事態



であり、国内の消費・投資不足が極まる状況にある。先進国を見渡してもこうした構図は異形と言わざるを得ず、資源配分が正常に行われているとは言いがたい。メルケル首相が問題視するように、今のドイツに必要なものは明らかに国内投資であり、言い換えれば内需の刺激である。だが、メルケル首相の抱くそうした問題意識の先に財政出動の必要性が見据えられているのかどうかは定かではない。改めて説明するまでも無くドイツの教条主義的な緊縮路線は筋金入りである。22日に報じられた発言の中でも「フォルクスワーゲンではなくルノーを買うよう国民に強制することはできない」などと述べており、あくまで民間部門での調整を念頭に置き、必ずしも政府部門による需要の刺激は想定されていないようにも見える。確かに民間部門の需要拡大は重要だが、内需の刺激を希求しつつ財政黒字を堅持する姿には違和感を覚える。この点、4選を確実にしたメルケル首相が財政運営を大きく変えるつもりがあるのかが注目される。

なお、本来、ドイツにはユーロ圏共同債を通じた域内財政移転の仕組みをけん引する責務がある。一時期盛り上がったものの完全に表舞台から消え去ってしまった構想だが、マクロン・フランス大統領の目玉政策として掲げられており、独仏協調の旗印としてもEUの再結束を促すには格好の機会と言える。ドイツ世論の反対は当然予想されるが、あの難民問題すら乗り越えて国民に支持されるメルケル首相ならば不可能な問題ではないように思える。だが、それもメルケル首相自身が「財政出動は悪」という思想を抱いているのであれば、画餅に終わってしまう。9月連邦議会選挙後、メルケル首相の財政政策に対する問題意識がどのように変わるかは重要な論点と考えられる。

## 事の順番としては財政出動が先

いずれにせよ、最近の言動を踏まえる限り、メルケル首相の問題意識としてユーロ安、貿易黒字、内需不足が浮かび上がってきているのは間違いない。目先、期待されるのはドイツが財政出動を行うことで域内からの輸入を引き受ける展開である。そうすれば域内経済の浮揚も期待され、ECBの緩和路線も徐々にドイツの望む方向へ調整できる余地が生まれる。今年に入ってからメルケル首相を含むドイツ高官がECB批判を展開する場面が散見されるが、他の加盟国が金融引き締めには耐え得る体力を持たない限り、ECBが明示的に引き締め動くことは絶対でない。やはりドイツは自国だけではなく、他の加盟国向けの財政出動、端的にはユーロ圏共同債などを通じた財政移転で域内経済を押し上げることも期待される筋合いにある。

ちなみに一部報道では2019年10月末に任期が切れるドラギECB総裁の後任にメルケル首相を筆頭とするドイツ政府首脳がバイトマン独連銀総裁を推す動きがあるという。だが、緩和を必要とする加盟国が多い以上、ドイツ人が総裁になったところで状況は変わらない。ECB理事会は多数決であり、賛否同数の場合は確かに総裁がキャスティングボートを握るが、現状が続く限り、賛否同数という状況にまで至る可能性は高くない。ユーロ圏全体の経済が成長しない限り、ECBの金融政策を引き締め方向に調整することはできないし、ドイツが抱える「永遠の割安通貨」問題も解消することはない、ひいては巨額の貿易黒字問題も解決しない、と考えるべきだろう。

事の順番として、ECBに金融政策の修正を求める前に、自国の財政政策の在り方を修正することの方が先決である。さもなければ、ドイツは永遠にユーロ安と貿易黒字について不平不満を言い続ける羽目になってしまうだろう。ドイツ一強が生む「歪（ひずみ）」を解消するにあたっては、ドイツ自身の自覚が必要である。なお、ユーロ/ドル相場を展望するという観点からは、両者の関係は決して良くないにしても、ユーロ/ドル相場の方向感に限ってはメルケル首相とトランプ大統領で利害が一致することは重要に思える。

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](mailto: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。