

中期為替相場見通し

2017 年 6 月 30 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～「笛吹けど踊らず」で円高へ～

米金融政策の現状と展望～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～	P.3
米国経済の現状と展望～低迷するインフレ期待の現状～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～「座して円高を待つ」状況に～	P.6
円相場の基礎的需給環境～対外証券投資は円高を止められるか？～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～リスク認識は前月から変わらず～	P.10

ユーロ相場の見通し～本格反転には何が必要か～

ECB の金融政策の現状と展望～「露払い」としての FG 文言修正～	P.13
ユーロ相場の現状と展望～本格反転に必要なマイナス金利撤収～	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

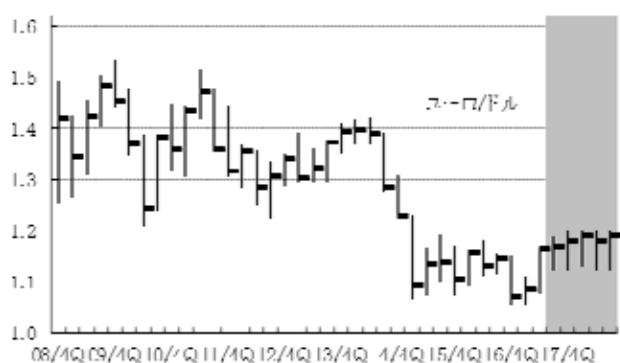
ドル/円相場に対する筆者の基本認識は今月も不変である。6月のドル/円相場はやや持ち直しを見せているものの、FRBが今年2回目の利上げに加え、年内のバランスシート縮小着手にまで乗り出したことまで考慮すればドル相場の上昇はやはり迫力不足と言わざるを得ない。米イールドカーブのフラット化は顕著であり、これは米経済の基礎的経済指標が冴えないことと平仄が合う。引き続き本欄では糊代論に固執した正常化プロセスには金利も為替も追従せず、「笛吹けど踊らず」の状況が継続すると想定しており、ドル相場の下落に巻き込まれる格好で円高が進むと考えている。実体経済を度外視した引き締めの行き着く先として景気のオーバーキルを懸念したい。また、ロシアゲート疑惑は未だ解決を見たわけではなく、トランプ政権が腰を据えて経済政策を議論する機運は無い。トランプ政権の拡張財政を抜きにして米経済の拡大局面がこれ以上延命できるのか、ひいては金利やドルの上昇が可能なのか。筆者はやはり懐疑的である。唯一、本邦から海外への対外証券投資が加速することで円売りが強まる可能性はあるが、FRBの正常化プロセスに信託を置かない本欄からすれば、そうした動きも限定的なものにとどまると想定している。引き続きテーマは「行き過ぎたドル高の調整」と考えたい。

片や、ユーロ相場は騰勢を強めている。ECBの政策に関しては、元より正常化への期待が膨らんでいったところへ、ドラギ ECB 総裁の「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった」といった率直な物言いによって期待が確信に変わりつつある。技術的にも拡大資産購入プログラム(APP)が限界を迎えつつある側面は否めず、何らかの縮小的決断は不可避だろう。一方、需給面でも世界最大の経常黒字は健在であり、本欄におけるドル安予想も加味すれば、やはりユーロ相場が上昇する確度はかなり大きいと予想したい。だが、現実問題としてユーロ圏の物価は上がっていないわけで、これがドラギ総裁の言うように「一時的(temporary)」な現象なのかどうかは分からない。単なる慢心に終わればユーロ買いの勢いは削がれるはずであり、筆者はそれゆえに上昇を見込みつつ1.20までは届かないと考えている。また、相変わらず欧州における政治リスクは残っており、特に予測期間中に実施されるイタリアの解散・総選挙はやはりユーロ相場の重石になるはずである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2018年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	108.13 ～ 118.60 (111.94)	107 ～ 115 (109)	105 ～ 114 (107)	103 ～ 113 (106)	101 ～ 111 (105)	100 ～ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.1445 (1.1436)	1.10 ～ 1.17 (1.15)	1.10 ～ 1.18 (1.16)	1.11 ～ 1.18 (1.17)	1.10 ～ 1.18 (1.16)	1.10 ～ 1.18 (1.17)
ユーロ/円	114.86 ～ 128.82 (127.97)	123 ～ 131 (125)	121 ～ 129 (124)	121 ～ 129 (124)	119 ～ 127 (122)	116 ～ 125 (122)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内6月30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～「笛吹けど踊らず」で円高へ～

《米金融政策の現状と展望～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～》

正常化プロセスへの信頼は高くない

6月13～14日に開催されたFOMCはFF金利誘導目標を現行の「0.75～1.00%」から「1.00～1.25%」へ引き上げることを決定した。政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）は年内あと1回、2018年3回の利上げを見込んでおり、前回3月分からイメージは変わっていない。注目されたバランスシート(B/S)の縮小に関しても、年内に着手する旨が声明文に初めて記載されるなど相応の動きが見られた。声明文、スタッフ経済見通し(SEP)に加えて、「政策正常化の原理と計画(the Policy Normalization Principles and Plans)」と題した付属文書も公表されており、ここで保有資産の再投資停止額に関し、米国債は60億ドル/月から始めて最大300億ドル/月、住宅ローン担保証券は40億ドル/月から始めて最大200億ドル/月へ3か月ごとに拡大していく方針が示されている。今後の注目点は市場がこうした正常化プロセスをどれほど信用して、金利や為替に織り込ませていくかだが、FRBの強気姿勢とは裏腹に米金利もドルも上がっていないのが実情である。

B/S 正常化計画のイメージ

6月FOMCでは声明文に「経済が予測通りに広く進展するならば、年内にB/Sの正常化計画を導入することを考えている。償還元本の再投資を減少させることによって証券保有額を漸減させるこの計画に関しては、付属文書である『政策正常化の原理と計画』で解説する」との記述が加わったことが大きな変化である。上述した通り、米国債は60億ドル/月から始めて最大300億ドル/月、住宅ローン担保証券は40億ドル/月から始めて最大200億ドル/月へ3か月ごとに拡大していく方針が示されている。この点、市場の関心は「どのくらい減少させるか」だが、現段階では「金融政策を効率的かつ効果的に導入するにあたって、もうこれ以上の保有が必要ないとFRBが判断するまで(until the Committee judges that the Federal Reserve is holding no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively)」と述べられるにとどまっている。最終的なB/Sのサイズも現段階では明示されていないものの、「近年見られている水準よりは大幅小さいが、金融危機前よりは大きい(a level appreciably below that seen in recent years but larger than before the financial crisis)」といった表現で示されている。現在が約4.5兆ドル、危機前(2006年末)が約8800億ドルであるため意味するレンジはあまりにも広いが、中間点とすれば約2.5～3.0兆ドルといったイメージだろうか。とすれば、現状対比で最大2兆ドルのB/S縮小となるが、想定される最速ペースである500億ドル/月で進めても3年以上(40か月)かかる。

この程度のペースであれば市場への影響も限定的なものになりそうだが、もちろん米国債やMBSの最終需要が分からない以上、確たることは言えない。特に、米国債に関してはトランプ政権下での拡張財政の行方がその需給環境に大きな影響を与えるはずだが、周知の通り、その先行きは全く分からない。なお、「FF金利の誘導レンジを調整することが金融政策スタンスを調整するための主要ツールであることを確認した(The Committee affirms that changing the target range for the federal funds rate is its primary means of adjusting the stance of monetary policy)」と書かれている。これはB/S縮小が利上げを代替するものではなく、併存し得ることを示唆していると思われる。

とはいえ、B/S拡大を緩和と謳ってきた経緯がある以上、今更その理屈で納得する向きは多くないだろう

う。B/S 縮小と利上げの併存は強烈な金融引き締めになると考えるのが自然であり、これが米経済のオーバーキルに繋がることを引き続き懸念したい。

自然失業率は低下？

ドットチャートは年内にあと 1 回、2018 年には 3 回の利上げを見込む構図が据え置かれており、中立金利も 3% で横ばいである。上述しているように、FRB は利上げと B/S 縮小 を区別している節があるため、B/S 縮小計画 を示したからといって利上げプロセスを修正する必要は無いというのが基本認識になるの

だろう。こうしたドットチャートのイメージが正しければ 2019 年には中立金利に到達しており、金融政策は淡々と B/S の縮小を進めているという姿だけが残ることになる。しかし、3 月時点のスタッフ経済見通しの計数（実質 GDP 成長率、失業率、コア PCE デフレータ）のうち、6 月時点で達成できていたのは失業率だけであり、実質 GDP 成長率とコア PCE デフレータは見通しを下回っているのが現実である。にもかかわらず、利上げを敢行し、B/S 縮小プランを発表したことについては、やはり現状との齟齬は覚える。

なお、スタッフ見通しで示され自然失業率と見なされる長期失業率（4.85%）を既に大きく割り込んでいるにもかかわらず物価が加速してこない状況は FRB にとって相当不都合なものであり、今後は物価の停滞に関しては徐々に言い訳が難しい局面に入ってくことになる。この点、前頁表にも示されるように、今回のスタッフ見通しで失業率見通しが低下している一方、コア PCE デフレータは不変であったことが示唆的である。これは要するに、

長期失業率の見通しこそ不変であるものの、FRB が本音で想定する自然失業率は低下しており、物価が +2% に到達するためにはさらなる失業率の低下が必要という建付けが意識されているようにも読める。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	Longer run
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%
Jun-17	1.375%	2.125%	2.938%	3.00%

(資料) FRB

FRB の経済見通し(大勢見通し、%)、※2017年6月時点

	2017	2018	2019	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.1~2.2 (2.0~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.3)	1.8~2.0 (1.8~2.0)	1.8~2.0 (1.8~2.0)
失業率 (3月時点)	4.2~4.3 (4.5~4.6)	4.0~4.3 (4.3~4.6)	4.1~4.4 (4.3~4.7)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.6~1.7 (1.8~2.0)	1.8~2.0 (1.9~2.0)	2.0~2.1 (2.0~2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.6~1.7 (1.8~1.9)	1.8~2.0 (1.9~2.0)	2.0~2.1 (2.0)	

(資料) FRB

ドル/円が 100 円割れを臨む展開変わらず

3 月利上げ時と同様、今回もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁だけが反対票を投じている。同氏の 3 月時点の反対理由は前回会合（当時から見れば 2 月会合）から経済指標に特筆すべき改善が確認されないためという趣旨だった。一連の反対理由はミネアポリス連銀の HP でエッセイ『何故、私は反対したのか (Why I Dissented)』として公表されたが、今回も『何故、私は再び反対したのか (Why I Dissented again)』と題したエッセイを公表している。エッセイに関する詳細はみずほマーケット・トピック 2017

年 6 月 21 日号『カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰（faith）とデータ（data）～』をご参照頂くとして、今回の利上げも 3 月利上げと同様の疑義を覚える決定であったことは否めない。前回の 5 月会合から今会合に至るまでに米経済指標は改善するどころか予想比冴えないものが続いた。会合直前に発表された 5 月 CPI は前月比横ばい予想に対し下落（▲0.1%）であり、5 月小売売上高は増加予想に対して減少（▲0.3%）だった。5 月雇用統計も非農業部門雇用者数変化および平均時給共に市場予想を下回った。市場参加者がこうした米実体経済の現状を捉えているからこそ、米金利のイールドカーブは一向にスティープ化してこないのだろう。図示されるように、年初からのイールドカーブは FRB の順調な正常化プロセスとは裏腹にフラット化傾向を強めている。

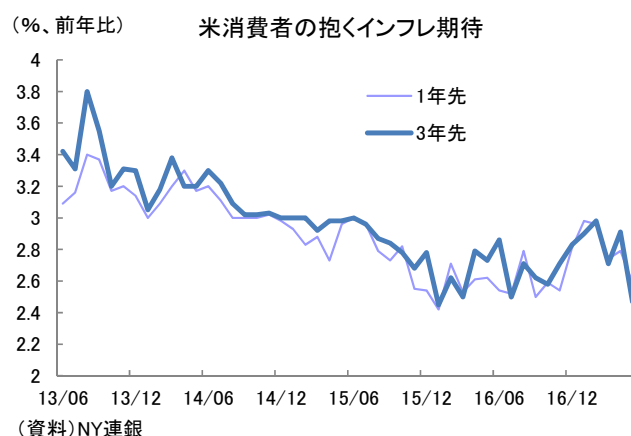
本欄ではこうした正常化プロセスに対する FRB と市場参加者の受け止め方の違いを指して「笛吹けど踊らず」と述べてきた。いくら中央銀行が正常化プロセスの必要性を喧伝したところで、目先の政策変更には（渋々）追随するにせよ、先行きまでは信じ切れないというのが市場の本音と見受けられる。FRB の描く青写真は「今年 9 月に利上げを行い、12 月に B/S 縮小をスタートし、来年 3 月以降は 3 か月ごとの利上げと B/S 縮小が並行する」というものだが、これは筆者にとってはアップサイドリスクであり、為替的には円安リスクである。本欄のメインシナリオは、年内利上げは今回で終了、B/S 縮小計画は年明け以降に着手という想定が妥当ではないかと考える。引き続き米金利低下の下でドル相場全体が下落し、今後 1 年でドル/円相場は 100 円割れを臨む展開となることを予想したい。



《米国経済の現状と展望～低迷するインフレ期待の現状～》

米消費者のインフレ期待は低下中

6 月 12 日にニューヨーク連銀から公表された 5 月消費者調査が公表されており、FRB の利上げ路線に疑義を抱かせる結果が示されている。同調査によれば、米消費者の抱くインフレ期待に関し、1 年後が+2.79%から+2.59%へ、3 年後が+2.91%から+2.47%へ比較的まとまった幅で減速が見られている。1 年後に関しては 6 か月ぶり、3 年後に関しては 1 年 4 か月ぶりの低い伸び幅となる（図）。本欄では市場ベースのインフレ期待であるブレイク・イーブン・インフレ率



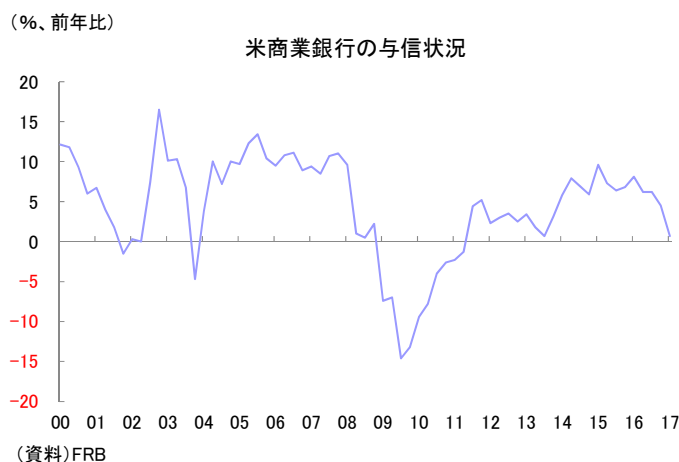
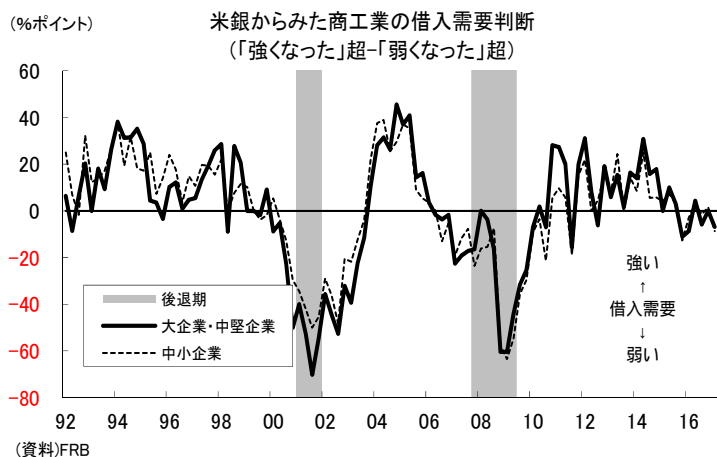
(BEI) が年初から全く上昇してこないどころか低下していることに着目し、FRB の政策正常化に不安を唱えてきたが、こうした調査ベースのインフレ期待でも減速が顕著となっている。もちろん、FRB の利上げや B/S 縮小によるインフレ抑制効果を見込んでいるからこそ減速していると解釈することも可能

であり、実際、2013 年 5 月にバーナンキ元 FRB 議長が正常化プロセスへの着手に言及して以降、インフレ期待は継続的に下がっている。こうした説明も一理ある。

盛り上がらない与信環境

だが、実体経済における貨幣量（マネーサプライ）が増えてインフレ率が押し上げられる過程では当然、銀行における貸出態度や借り手における借入需要、その結果として確認される与信に前向きな変化が見られるはずというのが理論的な想定になる。この点、FRB が四半期に一度公表する「銀行上級貸出担当者調査（2017 年 4 月調査）」からは不安な兆候が見て取れる。同調査によれば、銀行の商工業向けの貸出態度は 2015 年 7 月調査以来、7 四半期ぶりに「緩くした」との回答割合が「厳しくした」との回答割合を上回っており、供給面から見た貸出環境は非常に緩和的となっている。しかし、需要面から見た貸出環境に目を移せば、借入需要に関し「弱くなった」との回答割合が「強くなった」との回答割合を超える状況が慢性化しており、資金需要は殆どひっ迫している様子が窺えない（上図）。商業用不動産やオートローンへの貸出が頭打ちになったことも影響していそうである。

この結果として表れる銀行貸出は当然伸びておらず、2017 年 3 月末時点では前年比で +0.7%と減速感が顕著である（右図）。金利とは究極的には「資金の値段」であることに立ち返れば、その資金に対する需要が目に見えて盛り下がっている状況で中央銀行がこれを積極的に引き上げようとする行為にはやはり危うさを覚える。この状況に対し金利が上がっていけば当然、貸出もマネーサプライも伸びず、インフレ率も上がらないという状況が強まっていく可能性が高い。また、6 月初旬に目にしたような IT 株を中心とする米国株の急落に表れるように、株式市場でも不安の芽は出始めている。利上げや B/S 縮小はどうやら既定路線であるにせよ、今後に関しては立ち止まって考える必要性が確実に増しているように思えてならない。



《日銀金融政策の現状と展望～「座して円高を待つ」状況に～》

全てが現状追認

6 月 15～16 日に開催された日銀金融政策決定会合は賛成多数で現状維持を決定した。短期の政策金利（無担保コール翌日物）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

調節方針の継続が確認された。また、金利操作のための国債購入額に関し「保有残高が年 80 兆円増加するペースをめど」との方針も据え置かれ、国債以外の資産購入も上場投資信託（ETF）を年 6 兆円増、不動産投資信託（REIT）を年 900 億円増のペースで継続することが確認された。景気判断は「緩やかな拡大に転じつつある」との表現が維持された上で、個人消費に関する表現などはより強いものに修正されている（「底堅く推移している」から「底堅さを増している」へ変更）。もちろん、「生鮮食品を除く消費者物価指数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」とするオーバーシュート型コミットメントも変わっていない。総じて、全てが現状追認であり、為替市場でも材料視する動きは見られなかった。

80 兆円の取り扱い

元より注目度の低い今会合に関する注目点を敢えて挙げるとすれば①80 兆円のめどが減額ないし撤廃されるか否か、②記者会見において出口シミュレーションを肯定する言質が総裁から取れるか否かの 2 点だった。まず、①に関しては、4 月以降、いつそのような動きがあっても不思議ではないと目されてきたものの、相応に重い決断ゆえ、展望レポート公表以外のタイミングでは可能性が低いとの見方が一般的と言える。実際、今回も据え置かれたわけだが、年間 80 兆円という数字が有名無実化していることは周知されているだけに、年後半に至ってもこれを残置させてしまえば、その不格好が目立ってくるのは間違いない。とすれば、10 月展望レポートまでには何らかの表記変更が行われる可能性は高いのではないか。この点に関する日銀のスタンスは「既に市場で周知されていることを改めて（80 兆円表記の減額ないし撤廃によって）確認するだけであり、政策的意図はない」というものだろう。「量」が「金利」を操作するためのツールに格下げとなっている今、そうしたスタンスは理屈が通ってはいるが、「黒田日銀」ないし「アベノミクス」と「マネタリーベース拡大」を同一視する向きは未だ完全になくなったわけではない。「めど」の修正は材料として円高であることは確かであり、極力、FRB の正常化プロセスが威勢を保っているうちに決断することが求められよう。

不毛な出口問答には取り合わず

片や、②についてもゼロ回答が貫かれた。会合前、市場で注目された出口戦略とこれに伴う損失シミュレーションの公表に関し、黒田総裁は、その時点の経済・物価情勢や金利動向に依存して変わると述べた上で、「現時点で具体的なシミュレーションを示すのはかえって混乱を招くおそれがある」、「具体的に出口の手法や順序を示すのは難しい」との考えを示した。これは黒田総裁の主張が正論である。みずほマーケット・トピック¹でも議論した論点だが、ひとくちに出口と言っても「良い出口」もあれば「悪い出口」もある。「良い出口」において 2%到達が果たされた場合、日銀も民間銀行も大きな損失を被るだろうが、需給ギャップの改善と共に実体経済が改善し、物価も賃金も上がっている状況であれば、日銀を含めた金融機関の損失など大事の前の小事である。恐らく日銀が公式に出口シミュレーションを公表するとなった場合、示されるのはこうした「良い出口」に決まっている。そうでなければ現行政策の正当性を担保できないのだから当然だろう。

しかし、市場参加者がそのようなバラ色のシミュレーションを真に受けることはあるまい。また、真に受けないながらも、シミュレーションの中で示された将来の金利、物価水準を日々の経済・金融分析

¹ みずほマーケット・トピック 2017 年 6 月 5 日号『日銀総資産 500 兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～』をご参照下さい。

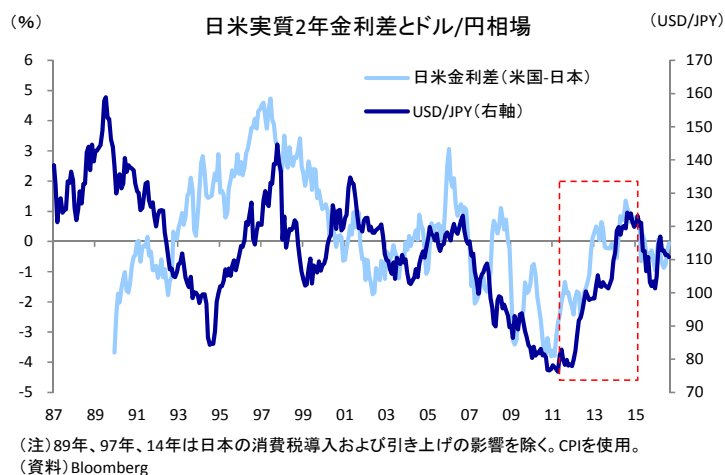
の材料として活用（利用？）しようとするはずである。それが政策運営上のノイズとなることは目に見えている。結局、日銀が出口戦略やそれに伴う損失に関し試算を示すことについては、誰も得しないと考えるのが妥当であり、敢えてやる必要は無いというものだろう。

なお、出口で日銀が赤字になるケースに関しても、黒田総裁は「通貨の信認が毀損されるようなことにはならない」と述べ、中銀は通貨発行益が継続的に発生することで「長い目で見れば必ず収益が確保できるしくみになっている」との見解を示している。1970年代のドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）や2014年のスイス国立銀行（SNB）を例に取って過去の本欄でも示した通りだが、中銀の債務超過と通貨の強弱に因果関係があるわけではない（むしろこれら2行は通貨の信認が強過ぎて、為替差損を通じて、中銀が債務超過になった）。「日銀債務超過→円安」という経路は直感的には正しそうに感じられるが、そこに絶対的な理屈があるわけではない。

ちなみに、会見中に例示されているように、そもそもFRBは事前に提示していた出口戦略の順序と実際に行われた政策が一致しなかった。ゆえに、「出口にさしかかっているときに議論する意味はあるが、まだ先の話」という総裁の弁は正鵠を射ている。現段階で見せろと言われて見せるものはあるが、市場参加者は恐らくそれを信じないし、信じたとしてもそうなるとは限らないし、そもそも出口自体が遠い、という事実もある。出口戦略に関する巷の議論は全てが不毛と言わざるを得ない。

「座して円高を待つ」状況に

出口議論が一蹴されたことで、もはや日銀の「次の一手」に関しては80兆円の取り扱いを除けば、殆ど論点がなくなってしまった。このままイールドカーブコントロール（YCC）の下で淡々と現状維持が積み重ねられていくのだとすれば、やはり為替相場の行方は米国次第ということにならざるを得ない。2012年以降で見られてきたドル/円相場の著しい上昇は基本的には日米の実質2年金利差に応じた動きであり、具体的には正常化に邁進するFRBと未曾有の緩和に踏み込む日銀という格差をそのまま映じてきた（図）。



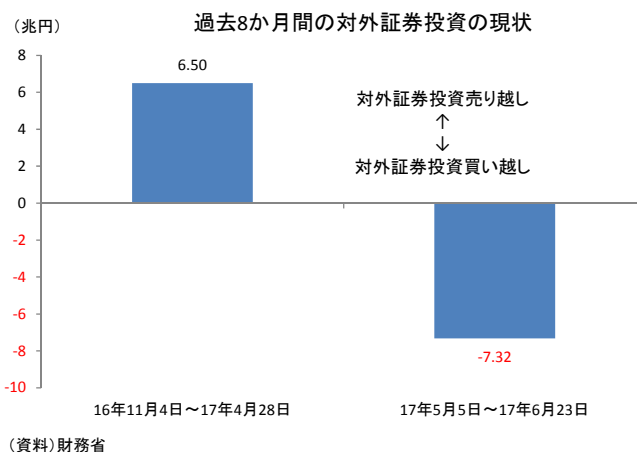
図示される通りだが、過去を振り返ってみても、円安・ドル高が顕著に進む局面は金利差が拡大する局面と符合してきた。ドル/円相場が2015年以降でピークアウトしたのも実質金利差の縮小に即した動きである。この間、日本も2016年1月にマイナス金利を導入し、名目金利が一段切り下がる動きと共に実質金利は低下したが、日米実質金利差の縮小をもたらしたのは米国の名目金利の鈍い伸びだった。2013年以降、2年物に限らず米国の名目金利はすべからず上昇基調にあるが、その間の消費者物価指数（CPI）の伸びに比べれば相対的に勢いを欠き、結果として米国の実質金利が横ばいないし低下している。こうした状況を深読みすれば、市場参加者は米国のCPIがここから加速することはない、だからこそ連続的な利上げも不要と考えているということだろうか。

いずれにせよ、日銀が動かなくなった今、あとは FRB のハト派傾斜を待つばかりであり、「座して円高を待つ」という様相が徐々に強まってきているように思えてならない。

《円相場の基礎的需給環境～対外証券投資は円高を止められるか？～》

リセットされたトランプトレード

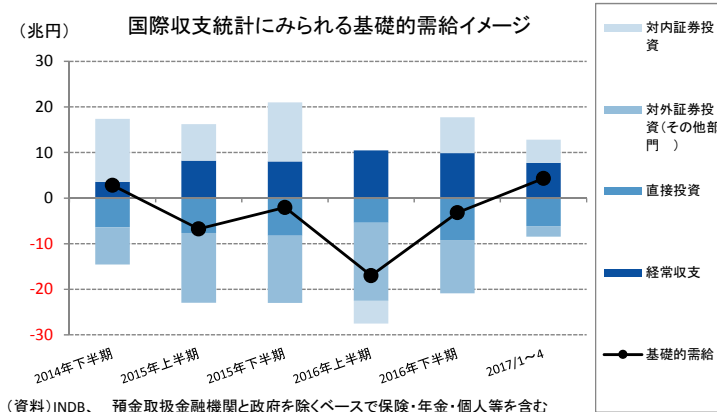
財務省公表の「対外及び対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」を見ると、本邦から海外への対外証券投資に関し、大幅な買い越しが確認できる。昨年 11 月の米大統領選挙後に加速した対外証券投資の売り越しの動きは 4 月末から一転買い越しに転じ、これで約 2 か月継続していることになる。ここで金額の規模感をチェックしてみると、昨年 11 月から今年 4 月の 6 か月間で売り越しされた対外証券投資の合計額が+6 兆 4961 億円であったのに対し、5 月から 6 月下旬（23 日まで）の買い越し額は▲



7 兆 3191 億円と凌駕している（図）。トランプ大統領誕生後の米金利急騰を受けて進んだ本邦投資家による対外証券投資の売り越しは直近 2 か月間で全て復元されており、その上でさらに買い越しが進むという構図になっている。この点、トランプトレードは完全にリセットされたと言って差し支えないだろう。後述するリスクの項でも言及するが、こうした動きが年内の基調として定着するのであれば、本欄の想定ほど円高が進まない要因にはなり得る。

円相場の需給環境：対外リスクテイクは加速しない見通し

6 月 23 日までの時点で 6 月の対外証券投資は▲2 兆 7600 億円程度と既にかなり高水準であり、通月での買い越しは間違いないだろう（とすれば、5月に続き 2 か月連続の買い越しとなる）。本欄では国際収支統計の計数を用いて定期的に円相場の需給環境をチェックしているが、近年の方向感を決してきた項目が対外証券投資であったことは論を待たない（図）。この点、少なくとも今年 1～4 月までは例年



の勢いは全く見られなかったものの、上述したように、調査対象範囲の異なる指定報告機関ベースを参考にすれば、7 月 10 日および 8 月 8 日に公表される 5 月および 6 月の国際収支統計では再び対外証券投資が円売り圧力を強める構図が確認されるだろう。一方、6 月に入ってから原油価格が軟化し始めており、輸入減少経由で貿易黒字ひいては経常黒字が拡大する展開も視野に入る。こうした状況に鑑みれば、当面は対外証券投資と経常収支の綱引きが需給の傾きを決めそうであることは明らかである。

対外証券投資の先行きに関してはどのように考えるべきか。基本的には FRB の政策運営次第と思われるものの、背景事情はどうあれ、「利上げをしようと言っている通貨を売りにくい」と悩む投資家も多いのではないと思われる。そうした思いはもっともだが、本欄では繰り返し論じているように、年初来で FRB がタカ派傾斜を強めているにもかかわらず米金利およびドルは上がっていないどころか下がっている。こうした「笛吹けど踊らず」の状況が定着しつつあるのは FRB の正常化プロセスに関し、市場がその持続可能性を信じていないからに他ならないだろう。みずほマーケット・トピック²でも紹介したカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が強調しているように、例えば雇用と賃金の関係を規定する伝統的なフィリップス曲線がここにきて理論的な動きをしなくなっているという事実がある。そうであるとすれば FRB の利上げは本来不要なものだったという整理になる。ここまで考えれば、やはりドル高に賭ける向きは減ってきて当然であり、実際に米金利もドルも上がっていない。このような現状に加え、110 円という水準自体が購買力平価 (PPP) に照らして過剰な円安を示す状況にあるという事実も踏まえれば、本邦投資家が為替リスクを負ってまで対外的なリスクテイクを積極化する公算はやはり大きくないと考える。

《メインシナリオへのリスク点検～リスク認識は前月から変わらず～》

メインシナリオは何ら変わらず

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。本欄のメインシナリオは昨年から全く変わらないものである。トランプ米大統領誕生に伴い発生したドル高は、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。今年上半期を振り返ってみれば、この見立ては正しかったと言って差し支えないだろう。トランプ大統領への期待は剥落できるだけ剥落しているため、経済政策に対して少しでもポジティブな材料があればドル買いでの反応が強く出そうだが、ロシアゲート疑惑に絡んだスキャンダルが沈静化しない限り、そのような展開も想定が難しい。2018 年の中間選挙を控える時期に共和党議会が仮にも自分達の政党の大統領を弾劾する可能性は高いとは言えないが、弾劾まで至らなくともこの問題を收拾しない限り、経済政策どころではあるまい。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。もちろん、あれから 3 回の利上げが行われ、B/S の縮小まで示唆されているため米金利やドルが多少上昇することは正当化されるだろう。しかし、物価が上がらない状況での正常化はそもそも無理筋であるという根本的な問題意識は忘れずに持っておきたい。

6 月に入ってから雇用統計、消費者信用残高、小売売上高など家計部門にまつわる重要なハードデータが軒並み市場予想を下回っており、このような状況が続けば早晩 FOMC でも慎重な意見が支配的になるだろう。元より実質実効為替相場 (REER) 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米経済の減速が重なっているのが現状である。さらに内政運営が苦しいトランプ大統領が通貨・通商政策を先鋭化させそうという事情も勘案し、ドル相場の先行きを検討したいところである。引き続き過去 3 年間のドル高相場の調整がテーマと筆者は考える。

「17 年 1 回、18 年 3 回の利上げ+B/S 縮小」はアップサイドリスク

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

² みずほマーケット・トピック 2017 年 6 月 21 日号『カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰 (faith) とデータ (data) ～』をご参照下さい。

を整理しておきたい。これをまとめたものが次頁表であり、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。引き続き円安リスクよりも円高リスクの方が多いという状況は先月から継続である。

まず、円安リスク（②、③、⑥、⑦）から整理しておく。この中で最も現実的なリスクとして注視したのは⑥である。既に述べたように、昨年 11 月のトランプ大統領誕生決定から加速した本邦投資家による対外証券投資の巻き戻し（＝売り越し）は 4 月末以降に一転して買い越

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	・「17年1回、18年3回の利上げ+B/S縮小」の実現	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 ・円売り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

しへ転じており、6月中旬時点までに売られた分はほぼ全て買い戻された格好である。筆者はFRBの正常化プロセスの持続性を信じてはいないが、そうは言っても「利上げすると言っている通貨は売れない」という投資家や事業法人は相応に存在することも一定の事実である。また、世界的に豊富な流動性が放置される中で「米国債や米株くらいしか行き場が無い」という事実も分からなくはない。結果、為替リスクを取った本邦からの対外証券投資が加速し、結果的にドル/円相場をけん引する可能性はある。

また、FRBの挙動も当然リスクの1つである（③のリスク）。上述したように、「米国債や米株くらいしか行き場が無い」という事実を背景として「利上げをしても株は高いし、金利は低い」という理論的には想定されない状況が作り上げられている。こうした極めて都合の良い状況がFRBのタカ派傾斜を支えているのは間違いない。現状では「17年1回、18年3回の利上げ+B/S縮小」と見る向きが多そうだが、筆者はこうした展開をアップサイドリスクに類するものと受け止めており、そのような政策運営が行われた場合、ドル/円相場は120円を目指してしまう可能性も否めない。だが、利上げを筆頭として金融状況を引き締めるような措置を重ねていけば、予測期間前半（18年上半期）にはやはり基礎的経済指標がFRBの正常化判断を阻害する局面になっているというのが本欄の想定である。伸びの鈍い賃金や貸出はその兆候ではないのだろうか。

また、②については、トランプ政権における経済政策に関し期待が剥落し切っているため、少しでもポジティブな動きが見られればドル買いを惹起しやすい面があることには留意したい。経済政策が奏功してくればFRBも自信を深め、③のリスクも揃って高まることが想定されるだけに、相変わらず重要な論点ではある。なお、⑦については今後円高圧力が増す局面では日銀による追加緩和がこれを中和するように動くと思われるが、マイナス金利は元より、再び「量」の拡張に力点を移すことにも日銀は及び腰だろう。②や⑦は円安リスクでありながら、その可能性はさほど高くない。

以上を総括すれば、円安リスクとして警戒される展開は財政・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）、これに応じ本邦から海外への対外証券投資も加速するという展開である。来年にかけて「17年1回、18年3回の利上げ+B/S縮小」という展開が市場の信認を伴う格好で織り込まれればそのような展開は十分考えられる。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。だが、この「市場の信認を伴う格好で」という部分は

今のところ雲行きが相当怪しい。年初来、顕著にフラット化が進む米イールドカーブは市場参加者が正常化プロセスに信託を置いていないことの何よりの証拠だろう。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」が怪しげなものである以上、②や③そして⑥は可能性の高いリスクとは考えられない。

円高リスク：弾劾リスクの考え方

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスク（①、④、⑤、⑧、⑨）もある。特に注視したいのはやはり不測の事態となって現れる④および⑤だろうか。まず、よりインパクトが大きいと見られる⑤について考えてみたい。来年の中間選挙を戦う共和党議員にとって不人気なトランプ大統領の存在が障害であることには違いなく、弾劾を成立させるほどの勢力が弾劾支持に回ってくる可能性は無いとは言えない。繰り返し述べているように、トランプ大統領がスキャンダルで時間を浪費すればするほどインフラ投資や大型減税などの拡張財政は導入が遅れることになる。それは米経済には元より、中間選挙を迎える議員にとっても好ましくない展開である。現職大統領の弾劾が不透明感を強め、リスク回避ムードの強まりに応じた円高を引き起こす可能性は予測期間中のリスクとしてやはり視野に入れるべきだろう。

とはいえ、自らの政党の大統領を弾劾して任期途中で引きずり降ろすという行為自体、中間選挙にとってプラスに働くのかは不明である。また、弾劾後、未だ相応に存在するトランプ支持者から怒りを買うという恐れもある。見通せない部分は多いが、現段階では予測期間中の大統領弾劾はメインではなくリスクシナリオに類するものだろう。なお、トランプ大統領弾劾後、ペンス副大統領が昇格となった場合はむしろリスクオンムードが支配的となり円安が進むという声もある。しかし、そうであっても決して磐石ではない実体経済に対してFRBが利上げを重ねるという構図は容易には変わらないと思われるため、筆者はそのような主張には乗れない（ペンス大統領誕生を受けて再び一過性の「ブーム」が訪れることは否定しないが、所詮は続くまい）。

重要なことは、弾劾リスクは低いにしても、そのような苦しい内政運営の結果が通貨・通商政策の先鋭化という形で表出してくる可能性（④のリスク）はやはり警戒される。予測期間中であれば10月に公表が予定される為替政策報告書や2度目の開催となる日米経済対話の進展などを気にしたいところである。特に後者については挨拶代わりのような第1回（4月開催）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想定したい。その他、各種メディアによるインタビューやツイッターなどを通じて不意に飛び出してくるトランプ大統領の踏み込んだ言動が為替相場を動揺させる可能性は当然、警戒事項となる。

そのほかの円高リスクに関しても前月までに列挙したものから大きく変わっていない。昨年来警戒している「第二次プラザ合意」の可能性（①）は現段階でもリスクと考えられ、これは④のリスクが最も先鋭的かつ大規模な形で表出するケースという位置付けである。いずれにせよ内政運営の難局を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展開はトランプ政権を読み解く上での1つの基本姿勢でもあるように見受けられる。

引き続きリスクは円高気味

そのほか米国外にもリスクは散在している。周知の通り、米政治情勢は極めて大きな不確定要素を抱える状況にあるが、米国外に目をやれば欧州政治情勢や地政学リスクなどからも引き続き目が離せない(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以降は小康を得ており、むしろダブル M (マクロン&メルケル) の存在が EU のアンカーとなり徐々に安定と発展を取り戻していくという論調も見られ始めている。その論調は傾聴に値するものと考えているが、2018 年 5 月までに実施されるイタリアの解散・総選挙の帰趨を見極めないことには当面の安定は見込めまい。反 EU 政党「五つ星運動」が比較第一党として台頭する可能性は排除されておらず、これが予測期間中、最大の欧州政治リスクである。6 月に行われた統一地方選挙で「五つ星運動」は惨敗を喫しており、一時期よりはリスクが後退したとの見方もあるが、地方選挙はあくまで特定地域での得票数を争う選挙であるのに対し、総選挙はより広範な地域を対象として比例代表制の下で実施される。全国的な人気を有する「五つ星運動」がこのまま総選挙で敗北するのかどうかはまだ判断がつかない情勢と考えておきたい。それ以外では米国のシリアや北朝鮮に対する出方次第では今年 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(⑨のリスクが)がある状況も前月から変わっていない。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、どちらかと言えば円高を示唆するリスクの方がやはり多いように感じられる。既に見たように、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の支持層に報いようとする可能性はある。また、スキャンダル対応に追われている中で当初注目された経済政策が思い通り運用できないという点はやはり注目せざるを得ず、それは FRB の利上げ環境を劣化させる話と理解すべきであろう。逆に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ている。

◆ ユーロ相場の見通し～本格反転には何が必要か～

《ECB の金融政策の現状と展望～「露払い」としての FG 文言修正～》

FG 文言修正もハト派解釈が優勢

6 月の ECB 政策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。しかし、フォワードガイダンス(FG)文言である「政策理事会は主要金利が、長期間ならびに

ECBのスタッフ見通し(2017年6月)

	2016	2017	2018	2019
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年3月)	0.2	1.4 ~ 1.6 (1.4 ~ 2.0)	0.6 ~ 2.0 (0.9 ~ 2.3)	0.7 ~ 2.5 (0.8 ~ 2.6)
実質GDP (前回:2017年3月)	1.7	1.6 ~ 2.2 (1.5 ~ 2.1)	0.8 ~ 2.8 (0.7 ~ 2.7)	0.6 ~ 2.8 (0.5 ~ 2.7)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2017年が1.08、2018～19年が1.09。

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)」から「or lower(以下単に lower として進める)」を削除するという修正が見られた。こうした動き自体はユーロ買い材料となると思われたが、会合後のユーロはむしろ軟調に推移した。これはその一方で 9 月会合において拡大資産購入プログラム (APP) の段階的縮小 (テーパリング) を検討するかどうかに関し、議論していないことが明言されたためと考えられる。スタッフ経済見通しも成長率こそ上方修正されたが、インフレ見通しが比較的大きめに下方修正されており (表)、全体的にはハト派色の強い会合になったと言えそうである。実際、ドラギ総裁は緩和バイアスの削除こそ決定したものの、「正常化 (normalisation)」に関する議論は行っていないと強調している。しかしながら、記者会見全体を通じては今後の引き締めに身を構えるような質問も目立ち、マイナス金利導入を決定した約 3 年前とは隔世の感を覚える。

FG 文言修正は「露払い」

FG 文言修正は市場で大きく材料視されているわけではないが、筆者は相応にサプライズと受け止めている。というのも前回の政策理事会 (4 月 27 日) ではこうした緩和バイアス (“easing biases”) を含め、現行の政策スタンスが適切であることに関し幅広い合意 (broad agreement) があったことが確認されている。また、前々回の政策理事会 (3 月 9 日開催) の議事要旨では「金利に関する下方バイアスを削除するのは時期尚早 (premature)」との結論で落ち着いており、その理由としては「例えば英国の EU 離脱 (Brexit) などは中期的に影響が顕在化してくると思われるため、経済に悪影響がないと結論付けるのはまだ早い」と述べられており、政治的なリスクの悪影響が考慮された跡があった。今回はまさに波乱が予想される英国総選挙と同日開催であったわけで、実際に波乱は起こった。市場へのインパクトが小さいために取り立てて騒ぐことではないかもしれないが、与えられたヒントと実際の政策運営に齟齬を感じると言わざるを得ない。

今回、緩和バイアスを削除した理由としては「インフレの将来的なパスにまつわるテールリスクが消え去ったこと (the tail risks on the future path of inflation have disappeared)」、「デフレリスクが完全に去ったこと (deflation risks have definitely gone away)」ことが挙げられているが、前々回ないし前回政策理事会からユーロ圏消費者物価指数 (HICP) やインフレ期待 (5 年先 5 年物インフレスワップなど) が急改善したわけではない。ドラギ総裁自身が述べているように、昨年 12 月とインフレ基調を比較した場合、実は現時点と昨年末では状況は同じである (コア HICP は昨年 12 月も今年 5 月も前年比+0.9%)。依然として+1%を割り込むコア HICP の状況を踏まえると、デフレリスクが完全に消失したと判断するのはやや尚早なのではないかと思われる。

本音のところでは、漸く市場ムードも出口に進むことを許してくれそうな状況下、金融機関収益にも悪影響を及ぼしかねないマイナス金利は可及的速やかに撤廃したいという思いがあるのではないかと。現状の FG 文言に従えば、QE を終了させなければマイナス金利の引き上げに着手できないが、そうは言ってもマイナス金利の引き上げを行う前に lower を削るというプロセスは必ず必要になる。であれば、まずは雰囲気の良い今のうちに lower を削って「露払い」を済ませておきたかったという話ではないか。なお、ドラギ総裁は「もしリスクが再び顕在化するような状況に至れば、我々はもちろん利下げする用意がある (If things were to turn out in a way that these risks were to reappear, we'd certainly

be ready to lower rates)」とも述べていることから、今回の削除が一大決断であるかのような雰囲気はなく、唐突に lower が再登場する可能性も十分考えられる。

テーパリング議論は 7 月 20 日を警戒

また、QE に関しては、「多くの人々は今回の FG 文言の微調整を 9 月会合でテーパリングが決定されることのサインだと受け止めています。その受け止めは正しいでしょうか」といった質問が出ているが、ドラギ総裁は「it was not discussed」と一蹴している。その上で「資産購入プログラム下で購入された債券の償還元本の再投資に加え、国債買い入れを行っていくと述べているように、ECB が今後も長期間にわたり市場にとどまることを強調したい」と述べ、さらに「非常に高年度合いの金融緩和が依然として必要である」、「もし見通しが好ましいものではなく、もしくは金融状況が物価の持続的な調整に向けた一段の進展と整合しない動きとなれば、我々は資産購入プログラムの規模拡大や期間の延長に踏み切る用意がある」と QE の必要性を強調した声明文を読み上げ、確認している。また、最後には「基本的に肝心なことは、政策理事会は購入プログラムの強さと力を信じている。それだけだ。これでああなたの質問には全て答えたと思います」と結んでいる。QE 縮小観測の払しょくに必死である様子が伝わってくる一コマである。

なお、今回の FG 文言修正がそうだったように直前の会合で議論した内容が今後の議論の内容を担保するものでは決していない。今回議論していないことが 9 月会合で議論されないことを意味するわけではなく、この意味でユーロ売りはやや拙速だったようにも思われる。まずは 7 月 20 日の会合で、今回は皆無であった QE の取り扱いに関し何らかの議論が交わされる可能性を警戒したい。

引き締めと周縁国問題

全体として金融政策が引き締めに向かうことを想定する質問が多い中、仮にそうなった場合は一部にとって試練 (challenge) などではないかと問う声もあった。具体的にはイタリアのように公的債務も大きく、また、政治的不透明感が強い国については尚の事、引き締めが問題になると思わないかという問題意識である。これに対しドラギ総裁は ECB の責務はあくまで物価安定であり、各国の政府予算のサポートでもなければ、それ以外のことでもない懸念を退けている。そうした点に照らせば、預金者や銀行の収益、政府予算は常に影響に晒され続けているのであり、いまさら個別具体的な国への影響などは勘案しないというのが ECB の基本認識と見受けられる。また、構造改革が遅れている低成長の国が金利上昇に対して（その他の国よりも）大きな影響を受けることは間違いないが、それは別に新しい発見ではない (There's no discovery about that) と突き放している。

もちろん、ECB はユーロ圏全体として仕上がってくる計数しか評価できないため、こうしたドラギ総裁の回答は正論であるし、これ以外のことは言いようがない。だが、実態としてドイツとフランスのインフレ率は違うし (2017 年 5 月で +1.4% vs. +0.9%)、ドイツとスペインの失業率などは比較にならない (2017 年 4 月で 3.9% vs. 17.8%)。これと同様の乖離が域内 19 か国相互で発生しているのが現状である。いや、より正確に言えば、「強いドイツ」がユーロ圏全体の仕上がりをけん引してしまう現状がある以上、ECB が政策評価の材料として見ているものが実は「仮想ドイツ」の計数になっている面は否めない。このまま引き締めを進めて、預金ファシリティ金利の上昇にまで至った場合、恐らくユーロ相場は顕著に上昇するだろうが、ドイツ以外の国の競争力は毀損することになる。今の ECB に

求められているのは HICP をはじめとする計数に関し、ユーロ圏全体の数字にこだわるだけではなく、その中の乖離をより慎重に評価する姿勢だろう。ECB の意思決定過程においては内部の専門委員会を通じて各 NCB のシニアスタッフを巻き込んだ議論が交わされているはずだが、最終的に判断する権限は政策理事会にあり、キャスティングボートはドラギ総裁に託されている。目線を個別国に落として評価する姿勢を持たない限り、危うい政策判断になりかねない現状があることは市場参加者として警戒したいところである。実際、ユーロ導入 20 年周年を展望する現状にあって、各加盟国の地力が全く収斂しておらず、それどころか拡大している現状は金融政策運営上、重視されるべき論点である。

景気回復と QE の関係

今回の政策理事会の最後の質問者からは「経済は良好に改善し始めています。これは QE のおかげなのでしょう。それとも QE をやっているにもかかわらず（この程度だ）と考えるべきでしょうか」との質問が見られた。これに対しドラギ総裁は「QE のおかげである。QE のおかげでこの現状なのである」と断言している。具体的には GDP 成長率が加速していること（今年の成長率は+2.0%に到達する見込み）や失業率が低下していること（過去 3 年半で約 500 万人の雇用創出）、PMI が改善していること（現在 2011 年 4 月以来の高水準）などを指摘し、「ゆえに、デフレリスクは消え去ったのだ」と強調している。ドラギ総裁は QE を背景に金融環境が緩和的になったことでユーロ圏内の金利スプレッドも縮小し、特に中小企業の借入環境などが改善したことを指摘しているが、元より低い金利がさらに下がったことを受けて消費や投資がどの程度反応したのかは定かではない。「流動性の罠」に鑑み、QE の効果は慎重に見積もりたいというのが日本の経験である。

現時点で、ここまで QE の貢献を謳ってしまうと、これからやろうとしている（と思われる）撤回作業が理屈的に難しくなることには注意が必要である。後々を考えれば QE だけではなくターゲット型長期流動性供給（TLTRO）や固定金利・無制限のオペなどのほかの政策や、景気循環的な要因なども相俟って景気が上向いていることを喧伝した方が良かったようにも感じられる。

ドラギ講演から何を読むか？「パラメーター調整」は「政策正常化」

6 月 27 日に開催された ECB 年次フォーラムにおけるドラギ ECB 総裁の講演を受けて、市場ではユーロ買いが加速している。『景気回復への対応（Accompanying the economic recovery）』と題された講演ではユーロ圏経済の力強い回復やこれに伴うデフレ懸念の消失が高らかに謳われており、確かに市場のユーロ買いは無理からぬ反応である。講演は冒頭から「strong growth becomes durable and self-sustaining and, ultimately, is no longer dependent on a sizeable monetary policy stimulus」との発言が見られており、大規模な金融緩和がもはや必要ないとの示唆が行われている。2014 年半ば以降、ECB は 3 つの政策手段の組み合わせにより成長に寄与してきたことが強調されており、具体的には①低い政策金利、②金融市場における資産購入や銀行に対するターゲット型長期流動性供給（TLTRO）、③フォワードガイダンス政策が各資産クラスや満期、国、借り手の属性を超えて著しく資金調達コストを引き下げたことで内需が押し上げられたことなどが主張されている。今回、最も材料視されたのは以下の部分（特に下線部分）であった：

- 景気回復が続く中、政策スタンスの基本はより順応的なものとなる。中央銀行（≒ECB）は政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能である。この際、政策スタンスを引き締めることが目的ではなく、ほぼ同じに維持することが狙いである（As the economy continues to recover, a constant policy stance will become more accommodative, and the central bank can accompany the recovery by adjusting the parameters of its policy instruments – not in order to tighten the policy stance, but to keep it broadly unchanged）

パラメーター調整は ECB が多用する言い回しだが、要するに金融政策の正常化と読み替えて問題ないだろう。「政策スタンスを引き締めることが目的ではなく、ほぼ同じに維持することが狙い」と述べているものの、「同じに維持することが狙い」であるならばパラメーター修正は無用に思える。結局、ドラギ総裁が言わんとしている狙いとは「緩和程度の維持」であり、足許では実体経済が回復しているのだから、「より小さい程度の緩和で良い」というのが本音なのだと推測される。結果として出てくるだろう政策は月間購入額の縮小（例えば月 600 億ユーロを 450 億ユーロへなど）が考えられる。また、技術的にもフランスやイタリアそしてドイツなどにおいて出資比率を超えた購入を余儀なくされており（一方でポルトガルやスロバキアなど出資比率を大きく下回っている国もある）、プログラムにより課される購入義務を軽減することでこの状況を改善したいという思いも恐らくあるだろう。

もちろん、金融環境は中銀の政策手段だけの射程範囲（calibration）に収まるわけではなく、その他市場価格や国際経済環境にも左右されるため、現状のように国際環境の不透明感が強い中では「金融政策のパラメーター調整を考える上で、慎重であることについて強い理由がある（there are strong grounds for prudence in the adjustment of monetary policy parameters）」と慎重さも垣間見せているものの、基本スタンスとして「パラメーター調整（政策正常化）をする」という事実がある以上、市場参加者はユーロを買うし、欧州債を手放すだろう。

「一時的」が流行る風潮を警戒

PSPPの運用状況(2017年5月31日時点)

	出資比率 (①、%)	PSPP実績 (2017年5月31日、②、%)	かい離幅 (②-①、%pts)
ベルギー	3.6	3.7	0.1
ドイツ	26.3	26.9	0.5
エストニア	0.3	0.0	-0.3
アイルランド	1.7	1.5	-0.2
スペイン	12.9	13.3	0.4
フランス	20.7	21.5	0.8
イタリア	18.0	18.7	0.7
キプロス	0.2	0.0	-0.2
ラトビア	0.4	0.1	-0.3
ルクセンブルグ	0.3	0.1	-0.2
マルタ	0.1	0.1	-0.0
オランダ	5.9	6.0	0.2
オーストリア	2.9	3.0	0.1
ポルトガル	2.6	2.0	-0.6
スロベニア	0.5	0.4	-0.1
スロバキア	1.1	0.7	-0.5
フィンランド	1.8	1.8	-0.1
リトアニア	0.6	0.2	-0.4
合計	100.0	100.0	

（資料）ECB、※本来、PSPPの実績には国際機関債が含まれる。ここでは純粋にユーロ圏国債の購入割合と出資比率を比較するように調整。ギリシャは対象外なので控除。

講演の帰結では「我々のインフレや金融政策に対する評価は 3 つのメッセージに集約される」と述べ、その 1 つ目で「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった

(Deflationary forces have been replaced by reflationary ones)」と目を引く表現が見られている³。ドラギ総裁はこれまでも政策理事会後の会見において類似の発言を口にしており、今回の講演だけでも上述の発言のほかに「Deflation risk premia, which had

been growing in 2014 and 2015, have now been more or less priced out of market-based inflation expectations」や「the threat of deflation is gone and reflationary forces are at play」といったデフレリスクの消失を確認するかのような発言を口にしている。しかし、物価の現状や展望に関して、これほど強気になることについては違和感もある。

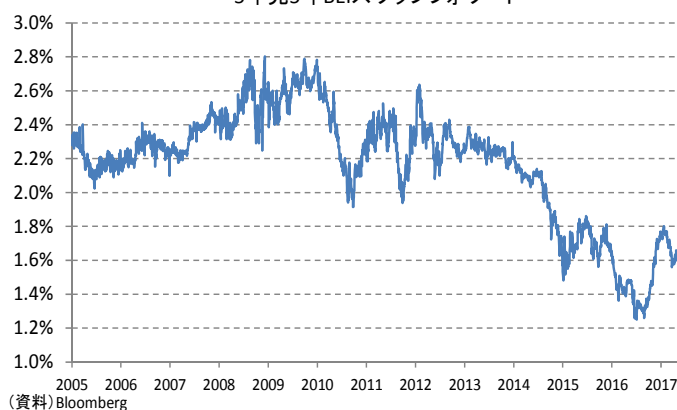
現状、ECB が重視する市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップ (5 年先 5 年物) は確かに底打ちこそ見られるものの、それでも 1.5% 台に止まる (前頁図)。この程度の水準でデフレに対して勝利宣言することに危うさはないのだろうか。ここで 3 年前の 2014 年 8 月、ドラギ総裁はジャクソンホールシンポジウムにおける講演⁴で以下のように述べていたことを思い返したい：

- 8 月、金融市場はインフレ期待が全期間に亘って大幅に低下していることを示しました。5 年先 5 年物インフレスワップは 15 ベーシス低下し、ちょうど 2% を割り込みました。これは我々 (ECB) が通常、中期のインフレを定義する際に使用する測定基準になります。

このフレーズが想定原稿にはなかったアドリブであったこともドラギ総裁の危機感を示唆するものとして当時注目され、この直後に開催された同年 9 月の政策理事会は利下げやカバードボンド購入といった市場予想を覆す決定に至っている。ドラギ総裁が懸念するように、当時の 5 年先 5 年物 BEI は史上初めて 2% を割り込み、これが深刻視されたのであった。その当時の悲壮なムードを踏まえれば、1.5% 程度への復帰で満足している現状を見るにつけ、随分と目標が低くなったものだと思わざるを得ない。あくまで ECB の目標は「2% 以下だがそれに近い水準」のはずであり、インフレ期待はより高位にアンカーされている必要があるはずである。

結局、それでも強気を貫く理由はインフレ率を下押ししている現状の要因はあくまで一時的 (temporary) なものであるという整理になっているからである。具体的には「域外からの外的な価格ショックや労働市場のスラック、そしてスラックとインフレ率の不安定な関係などが物価上昇を遅延させている」との現状分析が披露されているが、「金融政策がインフレ期待をしっかりとアンカーし続ける限り、これらの効果は全体的に見れば一時的であり、中期にわたってトレンドからの乖離を促すものでは

5年先5年BEIスワップフォワード



(資料) Bloomberg

³ 残り 2 つのメッセージは「物価上昇が持続的になるためにはまだ緩和が必要であること」と「パラメーター修正は慎重に行われるべきであること」とハト派色の強いものでありタカ派色の中和に努めた跡が窺えるが、材料視されていない。

⁴ みずほマーケット・トピック 2014 年 8 月 26 日号『ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～』をご参照下さい。

ない」との最終判断が示されている。今回の講演ではこの一時的（temporary）というワードが実に5回も出てくる（正確には6回出てくるが、うち1回は temporary jobs という文脈）。これは6月 FOMC 後のイエレン FRB 議長が現状の景気や物価の弱さに関して一時的（transitory）と処理し、利上げを決定したことを想起させる。ECB、FRB 共に現状の政策運営を正当化する理屈として「一時的」を多用する風潮が強まっているが、これを信じるか否かが相場見通しの分水嶺となっていると言えるだろう。とはいえ、筆者が記憶する限り、中央銀行が一時的と下した判断が一時的であったケースはあまりないように思う。現状では対ドル、対ユーロで円相場が全面安となっているが、こうした動きが欧米中銀の慢心に基づいたものとすれば、やはり持続性があるものではないだろう。

《ユーロ相場の現状と展望～本格反転に必要なマイナス金利撤収～》

過去 10 年のユーロ安の一因

ユーロ相場はほぼ本欄の想定通りに騰勢を強めている。この勢いのままに、ユーロ/ドル相場は今後 1 年間のうちに「1.15～1.20」のレンジを主戦場に移してくる可能性が高いと考えるが、購買力平価（PPP）が示唆する 1.20 を安定適に超えてくるにはまだ時間が必要だと考えている。これはひとえにマイナス金利政策の撤回が今後 1 年間では難しいと想定しているためである。5 月下旬に公表された四半期に一度の『ユーロ圏投資ファンド統計』では 2017



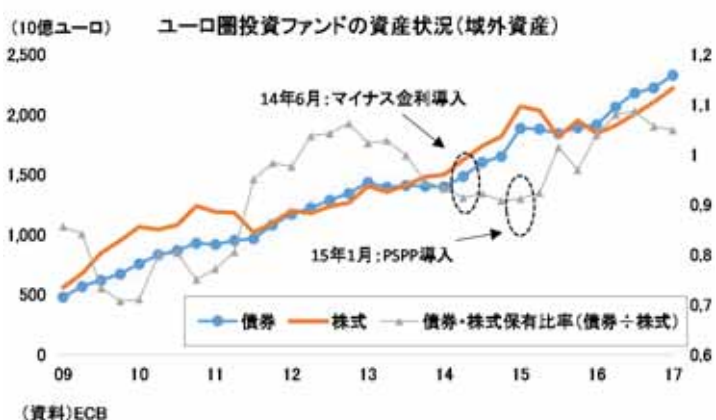
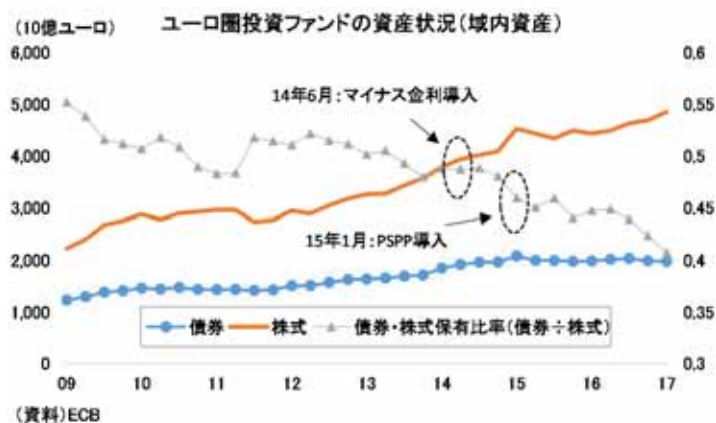
年 3 月末時点のユーロ圏投資家の資産状況が判明しているが、引き続き域内資産よりも域外資産を選好する傾向が確認されており、これがユーロ/ドルの重石となっている様子が窺える。為替レートが 2 通貨間の交換比率であることに鑑みれば、前頁図の示唆する論点は極めてシンプルだろう。2008 年以降から 10 年がかりで切り下がってきたユーロ相場の一因は域内投資家による売りがけん引した可能性がある。

本格反転に必要なマイナス金利撤収

マイナス金利を発端として域内から域外へ資本が流出する経路は「マイナス金利でユーロを現金で持てない→域内債券へ振り向ける→域内債券の利回りも低下（→同時にある程度は域内株式へ振り向ける）→内外金利差拡大→域外資産へ振り向ける」といったものが想定される。マイナス金利になったからといって直ぐに域外資産へ向かうわけではなく、まずは為替リスクのない域内資産で期待収益の高い資産

クラスにシフトがある程度進んだ後、域外資産へ目が向かいやすくなると思われる。これは同調査の計数からも確認できる。2015年1～3月期以降、域内においては「債券よりも株式」との傾向がはっきりと強まった。2014年6月に導入されたマイナス金利や2015年1月に導入された国債を対象とする資産購入プログラム（通称 PSPP）を経て、債券・株式の保有比率は顕著に低下している。多くの域内国債の利回りがマイナス圏に沈んだことで債券を買い控える動きが強まったものと思われる。一方で、域外における債券・株式保有比率は2015年7～9月期以降、顕著に上昇しており、ユーロ圏の投資ファンドが「域内債券→域内株式→域外債券」とアロケーションを修正してきた可能性が示唆されている。

過去の本欄でも議論したように、ユーロ圏の国際収支統計などを見ても、対外証券投資の慢性的な買い越しが続いており、その一方で域外から域内への対内証券投資は殆ど盛り上がらない構図が続いている。先進国で最も深いマイナス金利政策を採用している以上、この構図は容易に変わるものではないのだろう。ユーロ/ドルが本格反転して、大台である 1.20 を超えて本格的に上昇軌道に乗るためにはマイナス金利政策の撤収をもって域内外の投資家のマインドを好転させる必要があると思われるが、ECB が現在想定しているだろう出口戦略のイメージを前提とすれば、これは来年秋といったタイミングになりそうである。



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

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、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。