

中期為替相場見通し

2017年7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～持続性の難しい「ドル安・円安」～	
ドル/円相場の基本認識～「ドル安・円安」は続かない～	P.3
ドル/円相場の水準感～現状の「異常さ」を見つめ直す～	P.5
米金融政策の現状と展望～イエレン続投観測のもたらす影響～	P.7
日銀金融政策の現状と展望～次の論点は外交的視点か～	P.8
円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～	P.12
ユーロ相場の見通し～シントラ後遺症とユーロ高～	
ECBの金融政策の現状と展望～シントラ発言の火は消せず～	P.15
補論：ドイツ外交とユーロ圏経済の現状と展望～EU回帰でドイツは変わるのか？～	P.18

【見通しの概要】

国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

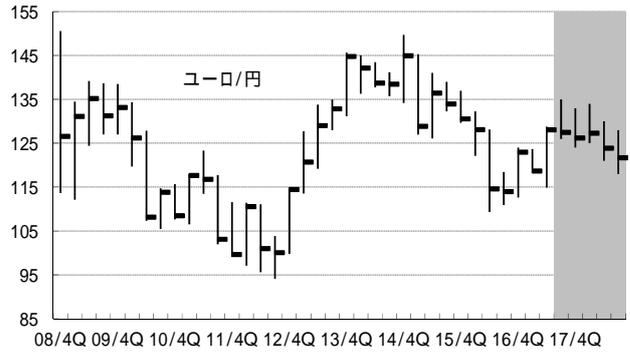
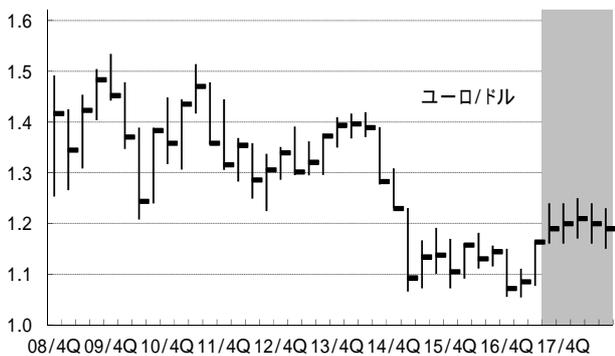
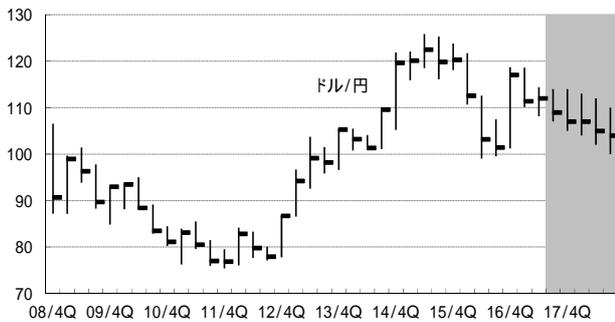
7月のドル相場は一段と値を下げており、「実効ベースで見たドル相場は高過ぎであり、下落は不可避」という本欄のシナリオは現実のものとなりつつある。だが一方、ドル安が進んだ割には円高が進んでいないのも事実であり、過去1か月はドル安・円安のムードが強まる時間帯もあった。これはFRB以外の中銀(代表的にはECB)においても正常化が始まり、これが定着するのではないかと観測が強まった結果である。こうした一種の正常化ブームが一過性の動きにとどまらず続いた場合、「ドル安は進むが円安も進む」という本欄の基本シナリオを覆す相場つきになる恐れはある。だが、ECBを筆頭とするFRB以外の中銀の正常化プロセスが定着し、2006~07年に経験したようなドル安・円安が基調として根付くとの確信は現段階では全く持たず、筆者は文字通り「ブーム」として収束すると考えている。むしろ、リスクという意味ではこれまでその安定性が欧米対比で評価されてきた本邦政治動向が流動化しつつあることが、円売りの巻き戻しを誘う一因になる可能性を警戒すべきだろう。ドル高修正の中での円高という芽が消えたとは思えず、本欄の予想シナリオも前月から不変である。

片や、ユーロ相場は騰勢が続いている。ひとえに、ドラギ ECB 総裁による「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(通称シントラ発言)を受けた動きであり、その後の火消しにもかかわらずユーロ買いの勢いは想定以上に強い。技術的にも拡大資産購入プログラム(APP)は縮小(テーパリング)が不可避と思われ、今秋に何らかの決断が下されるのはほぼ間違いない。しかし、その先の利上げやマイナス金利からの脱却まで展望すると、まだ相当の距離があるのも事実である。正常化のアナウンス段階で既にユーロ圏金利とユーロは大きく上昇しており、果たして脆弱な加盟国を抱えるECBがこのままテーパリング、利上げと順調にステップを踏めるのか不透明と言わざるを得ない。ユーロ圏全体でも肝心の物価は低迷しており、今後はそこへユーロ高による下押しも加わってくる。物価が目標から遠ざかる中、正常化を唱え続けるのは簡単ではない。域内事情に鑑みれば、正常化ブームの火付け役であるECBがいち早く戦線から離脱する可能性は十分考えられよう。それはひいては国際金融市場で高まったドル安・円安ムードの後退にも繋がるはずである。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1~7月(実績)	8~9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 (110.39)	107 ~ 114 (109)	105 ~ 114 (107)	104 ~ 113 (107)	102 ~ 112 (105)	100 ~ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ~ 1.1777 (1.1741)	1.14 ~ 1.22 (1.17)	1.14 ~ 1.22 (1.18)	1.15 ~ 1.23 (1.19)	1.14 ~ 1.22 (1.18)	1.13 ~ 1.21 (1.17)
ユーロ/円	114.86 ~ 130.76 (129.61)	126 ~ 135 (128)	124 ~ 133 (126)	125 ~ 134 (127)	121 ~ 130 (124)	118 ~ 128 (122)

(注) 1. 実績の欄は7月31日までで、カッコ内7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。



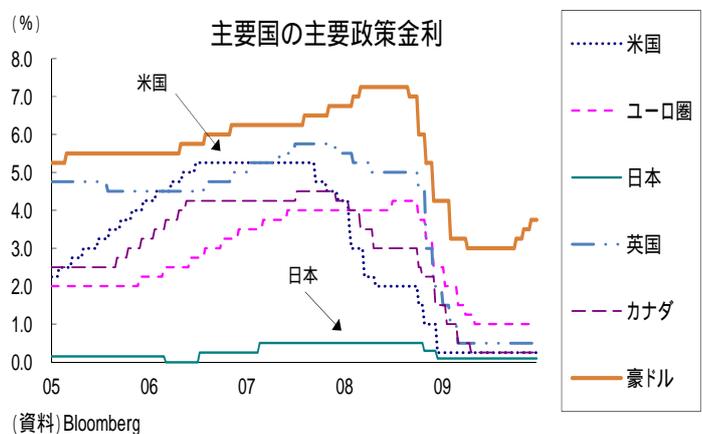
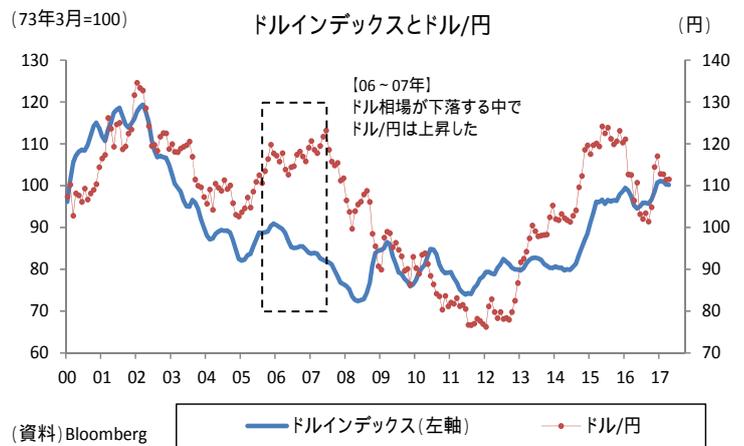
◆ ドル/円相場の見通し～持続性の難しい「ドル安・円安」～

《ドル/円相場の基本認識～「ドル安・円安」は続かない～》

「ドル安・円安相場」は続くのか

過去1か月の為替相場を振り返ると、ドルインデックスが最大で▲約2.5%も下落しドル相場全体の軟化が目立つ地合いであったが、その中で円は対ドルで約▲1%下落しており、つまり「ドル安だが円安」との地合いであった。繰り返し論じているように、過去2年間、本欄の為替予想の骨子は「行き過ぎたドル高の調整が進む中であって、円相場も巻き込まれて円高になる」というものである。この点、過去1か月に限れば、この予想は半分（ドル安）当たって、半分（円高）外れたことになる。もちろん、わずか1か月という「若い」相場だが、本欄見通しの根幹に関連する部分であるため、筆者なりに現在考えていることを示してみたい。「ドル安・円安相場」は続くのだろうか。

通常、ドルインデックスが下落する地合いでは円相場もこれに準じて騰勢を強めることが多い。しかし、過去にそうならなかった例もある。2005年から2007年の円安バブルと呼ばれた時代では2006年以降、「ドルインデックスの下落」と「ドル/円の上昇」が併存した（右図・上）。この頃は非常にラフに言えば、「円を売って、外貨を買えば概ね儲かる」と考えられていた時代であり、いわゆる円キャリー取引が最も華やかだった時代である（同時に、その後の超円高局面のエントリーポイントだったという見方もできるが）。そうなった背景には円だけがゼロ金利である一方、その他通貨の政策金利が連続的に引き上げられる状況があった（右図・下）。そうした状況下、「円を元手とする外貨投資」の期待収益増大が当然視されるような空気があった。より正確に言えば、英ポンドや豪ドルなどドルのほか新興・資源国通貨まで目を広げれば、ドルよりも金利の高い通貨も沢山存在した。それゆえ、「円を元手とする外貨投資」に限らず「ドルを元手とする外貨投資」についても多くの対象が存在した時代であった。円キャリー取引も流行るがドルキャリー取引も流行っていたため、ドル安と円安が併存したのである。

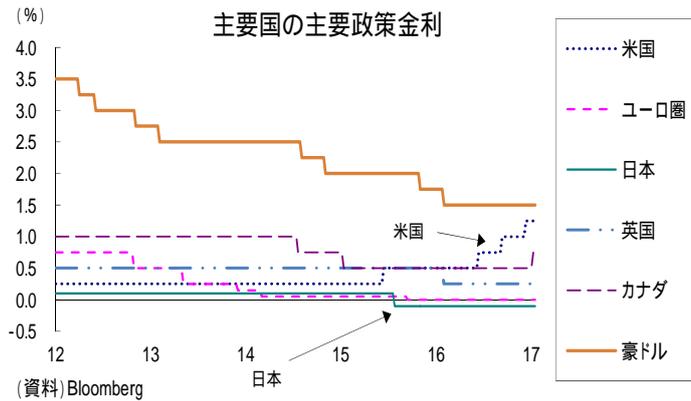


円キャリー取引が流行する地合いとは言えず

だが、次頁図に示すように、現状はドルの政策金利だけがまだ独走している。ここに来てユーロ、英ポンド、カナダドルに正常化期待が強まっているが、所詮はまだ「期待」の域を出るものではなく、それが現実に至るまでには紆余曲折が予想される。元よりドルしか存在しなかった正常化グループの通貨としてユーロ、英ポンド、カナダドルと矢継ぎ早に投資対象が浮上してきたので、食指が動く心理は分からな

くはない。だが、FRBですら気迷いながら正常化を進め、テーパリングを示唆した2013年5月から4年かけて予定の半分程度(4回)しか利上げできなかったことを思い返せば、今後の道のりは平坦ではあるまい。

特に、金融政策委員会(MPC)の利上げ提案を受けて急騰している英ポンドを「正常化グループの一員」と見なすことには違和感を覚える。実体経済の堅調を受けて引き締め路線を歩もうとしているFRB、ECB、カナダ中



銀(BOC)に対し、イングランド銀行(BOE)の利上げはスタグフレーション対策というダメージコントロールの側面が大きい。「実体経済の地力を評価して通貨を買う」という事情からはやや異なってくるだろう。また、これから本格化するブレグジット交渉において英国の劣勢は火を見るよりも明らかである。英政府・保守党として確固たる離脱のグランドデザインがあるようには見えない。片や、相対する欧州委員会を主軸とするEU側は英国を「見せしめ」とすることについて何の躊躇もない。今後、交渉における英国の劣勢が伝えられるに連れてポンドが下落する可能性は高そうだが、BOEはその度に利上げで応戦するのだろうか。利上げしたとして景気はそれに耐え得るのだろうか。むしろ、利上げを受けた消費・投資意欲の減退を目の当たりにし、利下げが検討される可能性すら有り得る。

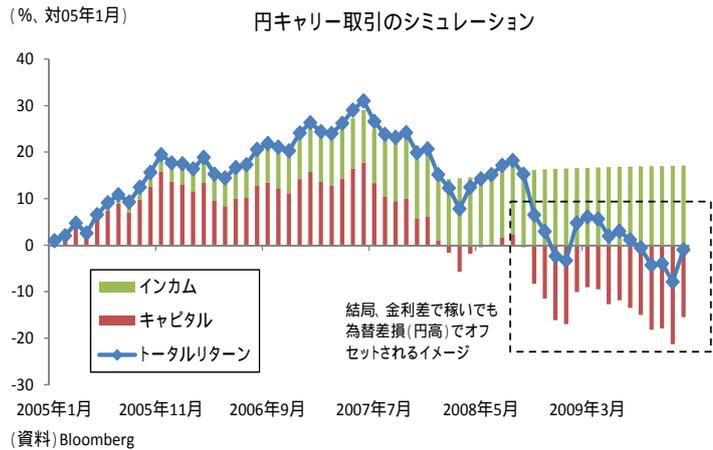
このほかECBやBOCにおいても正常化を進めるにあたってはクリアしなければならない問題が少なくないはずだ。例えば、ECBがこれから検討しようとしているのは利上げではなく量的緩和(QE)の処遇である。その処遇が縮小になるのか廃止になるのかについてもコンセンサスが定まっていない状況である(筆者は縮小&延長ではないかと現段階では考えている)。

以上のような状況に鑑みると、複数通貨において金利先高観が当然視されていた2005~07年とは事情が異なることは認識しておきたい。上述したように、「ドル安・円安相場」が続くには「円やドルを元手とする外貨投資」について多くの分散先が必要となる。言ってみれば「ECB、BOC、BOEの正常化をどれほど信じるべきか」という話であり、この点に確証を持つのであればドルインデックスの下落に賭けつつ円相場の下落にも賭ける価値はある。その場合、望むらくは新興・資源国通貨の利上げも欲しいところである。だが、筆者はそこまでの確信をまだ持てない。

円キャリー取引が流行する地合い

リスク許容度が縮小した際の円買い圧力の大きさを認識している市場参加者は多く、円と外貨の間に横たわる期待収益の差が一方向的に拡大し続けることに疑いを持つ向きも少なくないだろう。上で見たように、「ドル安・円安相場」が定着するには円キャリー取引だけではなくドルキャリー取引も流行する必要がある。こうした状況が成立するための必要条件は①「複数の外貨に対して十分な金利差が存在すること」および②「ボラティリティが安定していること」と思われるが、現状では②は満たしても①は満たしておらず、その見通しも不透明である。とすれば、過去1か月間で見られているような「ドル安・円安相場」がトレンドになっていくだけの確証は今のところ持てない。

また、たとえ円キャリー取引主導の円安局面が到来したとしても、結局は理論的（金利平価的）には後の為替変動でオフセットされる運命にあることも指摘しておかねばならない。右図は 2005～2007 年の円安バブルと呼ばれた時代とその後のサブプライム危機やリーマンショックを受け「悲観の極み」にまで至った時代を含めた円キャリー取引のパフォーマンスである。例えば、円安ブームに 2005 年からエントリーし、2008 年や 2009 年までホールドした場合、金利（インカム）で稼いだ分は為替（キャピタル）でしっかり相殺されたことが分かる。理論的に想定された通りの結末でもあった。もちろん、「そのような調整が到来する前にエグジットできる」という確信があればキャリー取引は奏功する。だが、現状のように大した金利差も稼げない状況で、購買力平価（PPP）対比で相応に上昇しているドル/円を買い進めるのはリスクの方が大きいというのが筆者の基本認識である。



インカム) で稼いだ分は為替 (キャピタル) でしっかり相殺されたことが分かる。理論的に想定された通りの結末でもあった。もちろん、「そのような調整が到来する前にエグジットできる」という確信があればキャリー取引は奏功する。だが、現状のように大した金利差も稼げない状況で、購買力平価（PPP）対比で相応に上昇しているドル/円を買い進めるのはリスクの方が大きいというのが筆者の基本認識である。

《ドル/円相場の水準感～現状の「異常さ」を見つめ直す～》

節目レートのおさらい

繰り返しになるが、筆者は 6 月末から高まる正常化ブームを理由に局面変化を当て込み、一方的な円売りを進めることには慎重であるべきだと考えている。とはいえ、金融政策の局面変化を当て込んだ上で、これまでの見通しを再検討する向きも出始めているのも事実である。そこで良い機会なので目先の水準感について購買力平価（PPP）の観点から提供できる節目を紹介しておきたい。右表はドル/円相場の様々な購買力平価（PPP）に関し、円高順に列挙したものである。比較的、頻繁に引用される PPP（企業物価ベースの 73 年基準や OECD、世銀算出のもの）は「95～110 円」のレンジに納まっており、筆者はこの辺りを「PPP のコアゾーン」として注目している。フェアバリューの無い為替の世界において、敢えて道標を置くとしたらこの辺りのバンドになるだろう。

一方、110 円以上はこれといった目ぼしい節目が存在しないという事実も注目したい。敢えて言えば、消費者物価指数（CPI）ベースの 73 年基準などが挙げられる。確かに、アベノミクスを受けた円安局面の高値が「125.86 円」であるから、上限とし

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
58.0	購買力平価 (輸出物価、73年基準、2017年5月)
74.8	購買力平価 (輸出物価、80年基準、2017年5月)
75.1	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2017年1月)
77.3	1.購買力平価 (輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2017年5月)
90.7	購買力平価 (企業物価、80年基準、2017年4月)
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価 (経済産業省、2016年度調査)
96.7	購買力平価 (企業物価、73年基準、2017年5月)
100.5	17年3月時点の採算レート(内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」)
102.0	購買力平価 (OECD、2016年、GDPベース、2.)
102.8	購買力平価 (消費者物価、80年基準、2017年5月)
108.3	想定為替レート (日銀短観、2017年6月調査、通年)
108.7	購買力平価 (OECD、2016年、民間最終消費ベース)
108.8	世界銀行算出購買力平価 (2016年)
110.4	2017年7月31日
113.1	17年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」)
126.0	購買力平価 (消費者物価、73年基準、2017年5月)
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価 (経済産業省、2016年度調査)
159.0	工業製品等 総合の購買力平価 (経済産業省、2016年度調査)
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価 (経済産業省、2016年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。 1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2.OECD購買力平価は17年7月公表時点 (毎年6月・12月に適及改定あり)

て注目する価値はあるかもしれないが、この水準を目指す過程では家計部門はもちろん、政府部門からも円安を忌避する情報発信が出てくるはずである。読み方を換えれば、110~120円はPPPの観点からは真空地帯であり、抜けやすい印象があるため、水準の議論だけに注目するならば、今が分水嶺という面は確かにある。この点、110円以上の値動きが概ね定着している2017年は（PPPに照らせば）「円安気味の相場」が続いていると評価できるだろう。

円安・ドル高のアップサイドは限定的

市場では110円を割り込んで円高機運が強まるとPPPを持ち出す向きが目立ち始めるが、本来、為替はPPPにいる時間が最も短いものである。ゆえに、PPPを用いた相場見通しは「PPPから大きく乖離している状況」にこそ使われるべきであり、その水準への収斂を説くものであって然るべきだろう。この点、筆者は企業物価ベースPPP（73年基準、2017年5月現在で約97円）と実勢相場の乖離率の歴史を参考にして



いる。図示されるように、1990年代後半以降、実勢のドル/円相場は乖離率ゼロ%で跳ね返されることが多かった。乖離率ゼロ%は即ち企業物価ベースPPPそのものであり、これが天井だったということである。

だが、この天井を上抜けたことが過去40年余りで2回ある。1回目はプラザ合意直前のドル高局面でレーガノミクスが持て囃された時代、2回目がアベノミクスとFRBの正常化プロセスのスタートが重なった時代である（正確には欧州債務危機の収束も重なった）。双方の局面共に「企業物価ベースPPP+20%」が天井だった印象があるが、現状の113円付近というのは企業物価ベースPPP（97円）に照らせば+16%以上を意味する。この先、120円以上までの到達はあり得るのかもしれないが、経験則で言えば、それが持続力を持つイメージは全く湧かない。一方、歴史的には「企業物価ベースPPP▲20~▲10%」というレンジは比較的あった。▲10%よりも穏当な▲5%でも92円である。現状のドル/円相場を考える際、アップサイドよりもダウンサイドの方が大きいことは留意しておきたい。

もちろん、アベノミクスおよびその体现者としての黒田日銀が標榜した通り、インフレ率+2%が当然の社会が来るのであれば（もしくは米国がデフレになるのであれば）、企業物価ベースPPPは今よりも円安・ドル高水準を指し示すため、実勢相場がPPPよりも過剰に上振れているという現在の構図も根本的に変わってくる。人手不足が極まる日本の現状を踏まえれば賃金主導のインフレが起きる可能性は否定できないが、為替相場の観点から重要はそれが日米物価「格差」を顕著に縮小させるかどうかである。米国とて完全雇用と言われて久しいことを思えば、それほど格差は変わらない可能性は十分ある。少なくともPPPに照らせば、ドル/円相場は十分に高く、今後上昇するにしてもアップサイドは限定的となりそうというのが筆者の基本認識である。その僅かなアップサイドを狙うことも一興なのかもしれないが、経験則上、予想し得るダウンサイドはもっと大きそうであることは留意しておきたい。

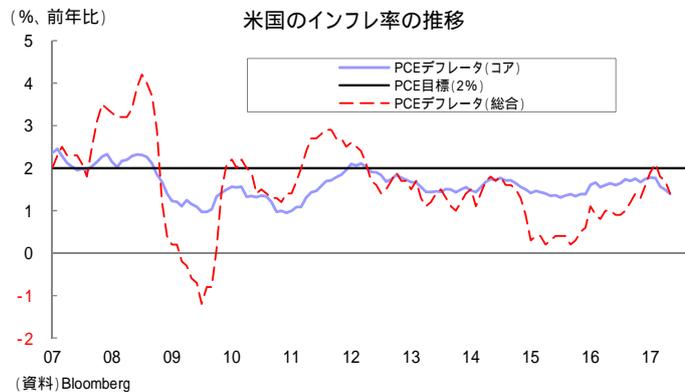
〈米金融政策の現状と展望～イエレン続投観測のもたらす影響～〉

声明文を受けドル売り加速

7月25～26日のFOMCは金融政策の現状維持を決定。声明文では注目されたバランスシート(B/S)の縮小開始時期については前回の「this year(年内)」から「relatively soon(比較的早期)」へと変更が見られ、次回9月19～20日会合で具体的日程を公表する方針が示唆されている。現時点では「9月決定、10月着手」で意見集約が進んでいそうであり、実現すればかなりハイペースでの正常化と言える。しかし、声明文公表直後の為替市場ではドルインデックスが大きく下落している。声明文における物価情勢への評価が下方修正されたことでB/S縮小ペースは極めて緩やかなものにとどまり、利上げも当分はお預けになると予想し始めた向きが多いのではないかと。B/S縮小の10月着手は筆者の当初想定よりも大分早いものの、そのペースは極めて緩やかなものにとどまり(イエレンFRB議長の言葉を借りれば「run quietly in the background」に進む)、利上げは来年まで見送られる公算が大きいと予想したい。

変わらないフィリップス曲線への「信仰」

声明文を項目別に見ると、総括判断自体は据え置き、雇用と家計消費は上方修正された一方、物価が下方修正されている。元より個人消費支出デフレーター(PCE)について総合、コア双方の弱さが懸念されていただけに、この変更がドル売りを誘ったと見て良いだろう。事実としてコアPCEデフレーターは年初1月の前年比+1.8%から5月には同+1.4%まではっきりと減速しており(図)、こ



これらのデータが判明する間に利上げを2回実施して、B/S縮小方針まで概ね確定させたのだから「物価の安定」という責務からはかなり無理をしているように思える。

だが、本欄では繰り返し指摘しているように、現状のFRBはあくまでフィリップス曲線という「信仰」を前提に政策を運営している。具体的には失業率が自然失業率を割り込んで相応の期間が経過すれば非線形に物価が急騰するという警戒をもって「予防的な利上げ」を正当化しているのがFRBの現状である。ゆえに、声明文におけるインフレ期待の現状や物価の先行きについては前回声明文の表現が完全に踏襲されているのである。とどのつまり「減速は一時的」という姿勢は崩していない。

B/S縮小は利上げよりも弱い引き締め

無風が想定されていた7月FOMCだが、為替市場は比較的大きく反応した。過去2回の利上げに唯一の反対票を投じているカシユカリ・ミネアポリス連銀総裁は自身のエッセイの中で「B/S縮小のアナウンスそれ自体が利上げと同等の引き締め効果を持ち得るため、まずはその方針を打ち出した上で(利上げは棚上げにして)様子見すべき」との基本認識を示しているが、市場参加者の現状認識もそれと近いものがあるのかもしれない。「10月のB/S縮小は既定路線。しかし、物価の現状が芳しくない状況下、B/S縮小と利上げの併存は難しい」との思いが支配的になる中、ドル売りが先行しているのではないかと。それは結局、「B/Sの縮小方針それ自体が利上げの代替となるものの、将来の債券需給などが読みづらい中、そ

のペースは抑制を余儀なくされる」という想定もある。FF 金利が確実に 25bp ずつ上がる利上げと異なり、「B/S の縮小金額」と「金利の上昇幅」の関係ははっきりしていない。それだけに FRB は慎重にならざるを得ず、結果的には利上げと比較した場合よりも引き締め具合が弱いものになる可能性はある。

イエレン続投観測の影響

また、トランプ米大統領は 7 月 25 日のウォール・ストリート・ジャーナル紙に対するインタビューで初めて FRB 議長の後任人事に関し、その選考過程に言及している。そこではコーン国家経済会議(NEC)委員長への交代およびイエレン議長の再任が示唆されており、年末までに確定する見通しが示されている。イエレン議長については「間違いなく候補者だ。ドル高回避にいい仕事をしてきた」、「金利が低く維持されるのを見たい。ずっと低金利を好む人物だった」と述べ、かなり率直に低金利とドル安を催促している。大統領の好みがこのようにはっきりと示された上でイエレン議長が続投なった場合、市場はまず米債買い、ドル売りで反応するのではないかと。今年 2 月の議会証言からイエレン議長がにわかに正常化を急ぎだした背景には議長交代を視野に入れた花道的な動機もあったとの声は少なくなく、筆者も B/S 縮小それ自体は「置き土産」のようなものだと考えてきた。続投ならば、そう焦る必要もなくなるだろう。B/S 縮小の早期化とイエレン再任の思惑が相俟って、市場の見方はどちらかと言えば利上げの封印を軸とした金利低下・ドル安に傾斜してきているように見受けられる。

《日銀金融政策の現状と展望～次の論点は外交的視点か～》

6 度目の先送り

7 月 19～20 日に開催された日銀金融政策決定会合は短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導する金融政策の現状維持を賛成多数で決定した。また、同時に公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、消費者物価(除く生鮮食品、コア CPI)見通しを下方修正し、目標とする 2%への到達時期を「2019 年度頃」に先送りした(4 月の展望レポートでは「2018 年度頃」であった)。片や、実質 GDP 見通しは上方修正され、景気の総括判断は「緩やかに拡大している」へ引き上げられ、これ

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

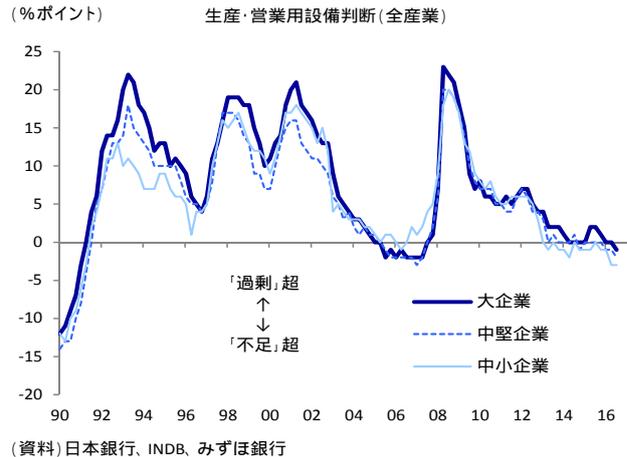
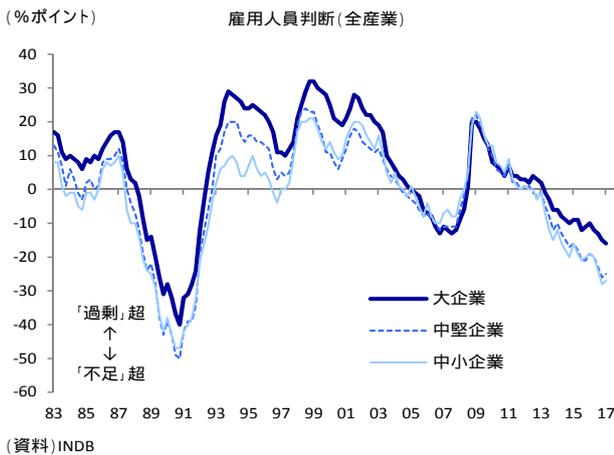
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2017年度	+1.5 ~ +1.8 <+1.8>	+0.5 ~ +1.3 <+1.1>	
4月時点の見通し	+1.4 ~ +1.6 <+1.6>	+0.6 ~ +1.6 <+1.4>	
2018年度	+1.1 ~ +1.5 <+1.4>	+0.8 ~ +1.6 <+1.5>	
4月時点の見通し	+1.1 ~ +1.3 <+1.3>	+0.8 ~ +1.9 <+1.7>	
2019年度	+0.7 ~ +0.8 <+0.7>	+1.4 ~ +2.5 <+2.3>	+0.9 ~ +2.0 <+1.8>
4月時点の見通し	+0.6 ~ +0.7 <+0.7>	+1.4 ~ +2.5 <+2.4>	+0.9 ~ +2.0 <+1.9>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

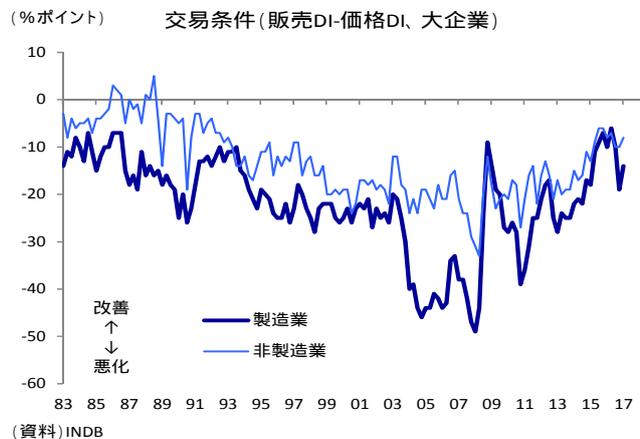
と整合的に実質 GDP 成長率見通しも 2017～18 年にかけて上方修正されている。一方、殆ど興味を集めなくなってしまっているが、これで目標先送りは 2013 年 4 月以降で 6 回目であり、2%到達までに 6 年の歳月がかかることになる。「2 年」という短期決戦に賭けた当初の目論見はもはや見る陰も無い。具体的にコア CPI 見通し(中央値)は、2017 年度が前年比+1.1%上昇、2018 年度が同+1.5%上昇、2019 年度を同+1.8%とし、それぞれ前回の同+1.4%、同+1.7%、同+1.9%から引き下げられている(表)。成長率の上方修正とコア CPI 見通しの下方修正が併存する現状を見るにつけ「そもそも 2013 年 4 月以降に騒がれたリフレ政策とはなんだったのか」と感じざるを得ない。

慎重な「企業の賃金・価格設定スタンス」

展望レポートにも「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる」とあるように、日銀は今後の展開に関して需給ギャップの縮小とそれに伴う物価の押し上げが顕在化してくると想定している。だが、このロジックは今後ますます切れ味を失ってくる可能性がある。周知の通り、現在の日本は未曾有の人手不足に陥っており、需要不足というフレーズは馴染まないムードにある。例えば日銀短観 6 月調査に目をやれば、雇用人員判断は引き続き多くの業種や企業規模で「不足」超に陥る状況が続いている上、生産・営業用設備判断では遂に大企業も「不足」超に陥った（下図）。



真の需給ギャップがどこにあるのか正確な把握は難しいが、人員や設備の不足感がここまで極まっている以上、ギャップがタイト化に向かっているのは間違いない。同時にそれは物価が早晩上がってくる理論的な必然性を示唆している。かかる状況下、これまでは「そのうち上がってくる」と言っておけば良かったものが、「まだ上がってこないのか」、「どうして上がってこないのか」といった声が出やすくなる面はある。だが、今回の展望レポートでは「企業の賃



金・価格設定スタンス」に慎重さが残っている事実が繰り返し指摘されており、6 月短観でも交易条件（販売価格 DI-仕入価格 DI）を改善する動きは見られていない。むしろ、ここに来て仕入価格の上昇を販売価格に転嫁できない様子も窺え、収益環境は悪化しているのが実情である。

次の論点は外交問題？

日銀の金融政策運営に関しては、もはや声明文から「80 兆円」を削除するか否かくらいしか注目点が無くなっており、声明文公表や総裁会見を経ても市場は殆ど動意づいていない。しかし、敢えて言えば、円相場を巡ってその政策運営が外交的に問題になる恐れはある。イールドカーブ・コントロール (YCC) の下でのゼロ金利ペッグが結果論として円安誘導であることは一定の事実であり、トランプ政権誕生前後から批判を招く可能性は囁かれていた。幸いにも 2017 年に入ってからドル相場が順当に

下落していることもあってこうした論点が集めるには至っていないが、半ばデフレへの勝利宣言を謳った6月27日のドラギスピーチやこの前後から盛り上がるようになった欧米中銀（イングランド中銀やカナダ中銀）における引き締めモードも相俟って、「置いてきぼりの日銀」という構図が鮮明化し始めている。こうした中、7月7日に実施された3度目の指値オペ直後にドル/円が急伸するという動きも重なり、米国の出方次第では「通貨安誘導としてのYCC」が再び論点化しそうなムードはある。

タイミングの悪いことにロシアゲート疑惑を受けて内政運営が巧くいっていないだけに、トランプ政権が外交的に先鋭化しやすい状況も重なっている。7月19日に開催された米中両政府の閣僚級による第1回包括経済対話は、米国が求める「一段と公平な通商関係」に折り合いがつかず、双方とも対話後の記者会見を中止した上で共同声明も未発表という不穏なムードで終了した。ロス米商務長官は中国の対米貿易黒字を批判した上で「米製品の対中輸出拡大を通して2国間の貿易を一段と均衡化させる必要がある」と述べたことが報じられており、これに中国が反発した模様である。事前には米国が中国の鉄鋼輸出に関しダンピングを理由として高関税と輸入割当制度の適用を検討していることも報じられた。

本気で批判が展開されれば利上げも辞さず

米中包括経済対話で起きたような軋轢は当然にして日米経済対話でも起こり得るものとして懸念すべきだろう。特に、中国と違って柔軟な為替レート制度を備える日本については貿易収支の調整に関して「量」だけではなく「価格」も用いられる可能性が常にある。巨額の対米貿易黒字（世界第二位）の原因としての円安、遠因としてのYCCに矛先が向くことは十分考えられる。その時、政府・日銀はどう反応するだろうか。オーバーシュート型コミットメントの下で期待に働きかけることを主軸とする現行体制において自主的に引き締めに移ることは基本考えられない。だが、オーバーシュート型コミットメントは「2%の『物価安定の目標』を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」ものであり、マネタリーベースが増えてさえいれば問題ないという解釈も可能ではある。米国が本気でYCCを批判し、これを政府・与党が懐柔したいと判断すれば、現状のゼロ%ペッグは0.2%や0.3%へ引き上げられる可能性もゼロではない。

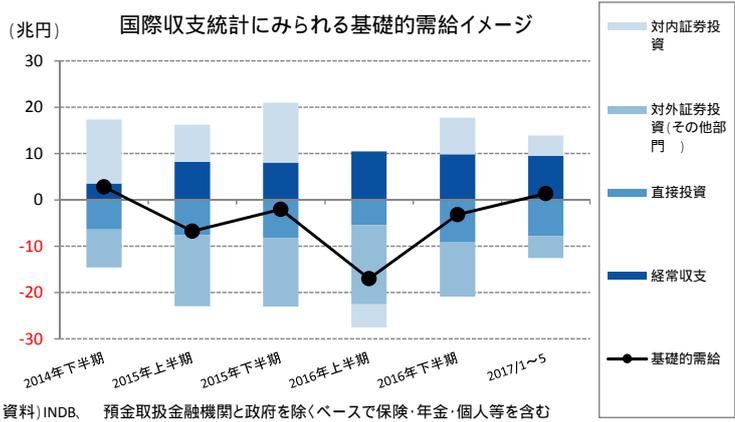
むろん、黒田日銀総裁にとっては本意ではないだろうが、①現状の日本が安全保障面で比較的差し迫った状況にあること、②安倍政権の支持率が低空飛行の中、対米関係まで悪化させることは避けたいことの2点から、金利の誘導目標が引き上げられるシナリオはリスクとして想定したい。むろん、事情はどうあれ「利上げは利上げ」であり円高材料であろうが、米国との対立が鮮明化・長期化する中で円高が進むことに比べればましという判断はあり得る。所詮、「貿易赤字が嫌だ」と言われている以上、輸入割当のような「量」か為替レートでの「価格」か、貿易収支の調整はどちらかで進むしかない。内政での苦境が続くトランプ大統領がYCCを捉えてその修正を迫る展開はあながち絵空事ではない。

《円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～》

需給環境は円買い超過

国際収支統計を踏まえた円相場の基礎的需給環境からは、引き続きそれほど円売りの勢いを感じない。本邦5月の国際収支統計によれば、経常収支は+1兆6539億円だった。貿易赤字を背景として経常黒字は4か月ぶりの減少となった格好である。今回の結果を踏まえ、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1～5月**合計の基礎的需給は**+1兆3049億円**の円買い超過となっており、前年同期（▲14兆7250円の円売り超過）とは景色が様変わりしている。今年に入って勢いを欠いていた本邦から海外への対外証券投資は5月以降盛り返しているものの、経常黒字が相応の規模に至っているため基礎的需給を円売り超過へ引っ張るほどの迫力は見られていない。むしろ、現在の基礎的需給における「円売りの主役」は対外直接投資であり、7月には日本企業の海外M&Aの件数が上半期で2年連続最高になったと報じられた（レコフ調べ）。**2017年**も5か月が終わったが、過去3年とは為替予想の前提となる需給環境が一変している事実はやはり重要である。



円キャリー取引の兆候はあるか？

冒頭述べたように、現状の為替相場の特徴は円安・ドル安である。かかる状況下で重要な論点は、冒頭でも議論したように、**2006～07年**のような局面が今後再現されるのかどうかである。当時は外貨投資の期待収益が当然視される風潮の中で円キャリー取引に限らずドルキャリー取引が隆盛を極めた時代であった（ゆえにドル安だが円安も進んだ）。こうした動きを日本側から確認する手段として使われるのが外国銀行在日支店（在日外銀）の本支店勘定（資産側＝本国への貸付、以下同じ）の動きである。端的には海外勢の円調達とその後の外貨投資を連想させる動きとして注目され、確かに**2006～07年**の円安局面では本支店勘定と円の名目実効為替相場（NEER）は連動していた（図）。**2016年**後半以降、確かに本支店勘定は盛り返しているものの、当時の再現を確信させるような状況には至っていない。念の為、そうした在日外銀の資産側の動きの裏（負債側）を見ておくと、当時はコール市場での調達が増速するという動きも見られたが、今のところそうした動きも確認されていない。もちろん、こうした動きは円キャリー取引の盛り上がりを示唆する1つの経路でしかなく、取引の存在自体を否定するものではない。だが、6月下旬から俄かにテーマとなっている「内外金融政策格差の拡大」が一大テーマとなり、ドル安下での円安をけん引するのかがどうか、まだ判断材料に乏しいと言わざるを得ない。IMM 通貨先物取引の**2017年7月25日**時点の状況を見ると、遂に主要8通貨に対するドルの合成ポジションは**2013年2月12日**以来、約**4年5か月**ぶりの高水準に達しており、ドルインデックスも**2014年6月**以降のドル高局面で1つの節目となってきた**95**を割り込んでいる。投機的なドルの売り持ちが積み上がり、ドルインデックスの下げ基調が定着するのか否か。為替



相場が 2006～07 年のような局面に入ったと判断するためには、まだクリアしなければならないハードルが多そうに思われる。

《メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～》

円高の芽は消えず

恒例のメインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。本欄では「実効ベースで見たドル相場は高過ぎであり、下落は不可避」との基本認識の下、円相場もこれに巻き込まれて円高になるとの予想を過去 2 年間続けてきた。結論から言えば、この予想はまだ変える必要がないと考えている。実際、今年に入ってからドルインデックス（インターコンチネンタル取引所）は▲9%弱も下落しており、ドル相場の調整が始まったように見える。一方、この局面で円相場が思ったほど円高に振れてこないことは想定外であり、しぶとさを見せる FRB の正常化プロセスや FRB 以外の中央銀行における正常化ブームがキャリー取引への期待を焚き付けていることなどもこうした状況の一因となっているように感じられる。しかし、既に述べてきたように、FRB 以外の中央銀行における正常化ブームはやはりブームとして一過性の動きで終わると考えているし、FRB 自身も利上げから B/S 縮小に軸足が移る中で引き締め度合いは緩やかなものになりそうである。ドルインデックスは 2014 年 6 月から 2017 年 1 月までに実に約+30%も上昇しており、現時点ではこれが 3 分の 1 程度戻されたに過ぎないという視点も持ちたい。かかる状況下、ドル高修正の中での円高という芽はまだ完全に消えたとは思えない。

新しい円高リスクは「安倍退陣」か

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右表であり、色付けしたものが円高リスク、それ

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	正常化ブームの定着	・ブームではなく基調に。為替市場全体としては円安・ドル安。	円安ドル高
米国	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
	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
	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
その他	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	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
その他	安倍退陣リスク	・名実共にリフレ政策の終焉を象徴することに	円高ドル安
欧州	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 ・ECB正常化の頓挫	円高ドル安
その他	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

(資料)筆者作成

以外が円安リスクである。円安リスクよりも円高リスクの方が多という認識は先月から継続である。今月に入り新しく加わったのは⑦の安倍退陣リスクであり、円高をもたらす材料と思われる。これを中心に主だったリスクの解説を加えておきたい。

元より燻っていた学校問題に加え、7月2日の東京都議会議員選挙における大敗を経て、安倍政権の支持率は調査により幅はあるが 30～40%のレンジまで落ち込んでおり、危険水域と目される 20%台の結果を示す調査もある。2012年11月以降、「第二次安倍政権≒アベノミクス≒黒田日銀≒円安・株高」という直感的な取引を進めてきた向きにとって安倍退陣は相応に大きな事件になるだろう。退陣となった場合、この直感的な取引を繋ぎとめるだけの後継候補は直ぐには思い当たらず、特に海外勢において円買いで攻める向きは多そうである。また、安倍政権と同一視されることの多い黒田体制下の日銀も大き

な変化を強いられる可能性がある。もっとも、「リフレ期待の繋ぎとめ」という観点からは—それが良いかどうかは別にして—日銀総裁候補は首相候補よりは豊富である。裏を返せば、安倍退陣によるリフレ期待消失を防ぐべく、仮に退陣が年内もしくは来年初に起きた場合、日銀総裁候補はできる限りハト派色の強い候補が充てられることになろう（本欄では安倍・黒田続投との前提を置き、予測を立てている）。

もう 1 つの注目すべき円高リスクは引き続き④である。トランプ政権における通貨・通商政策の危うさは元々指摘されていたが、今年 3~4 月はシリアないし北朝鮮情勢の悪化を経て小康状態が続いていた。これは北朝鮮問題における中国の協力を当て込んだ変化と見られていたが、その協力が芳しい成果を挙げていないことが如実になり、再びトランプ政権の立ち回りは先鋭的なものになっている。7 月 19 日にワシントンで閉幕した第 1 回米中包括経済対話では通商交渉を巡って米中物別れに終わり、対話後の記者会見も中止、共同声明も未発表という後味の悪い結果となった。対話の前には米国が中国の鉄鋼輸出に関しダンピングを理由として高関税と輸入割当制度の適用を検討していることも報じられた。現段階では日本に対する具体的なアクションは見られないが、年内に 2 回目の日米経済対話を控える以上、米中通商交渉の難航は対岸の火事とは言えない。過去の本欄では繰り返し述べているように、貿易収支の調整は「量」か「価格（≒為替）」のどちらかでしか進まない。中国よりも柔軟な為替相場を備える日本が交渉過程で通貨高を強いられる可能性はやはり想定すべきものである。

円安リスクとしての正常化ブーム

一方、円安リスクとしては 6 月末から 7 月中旬にかけて見られたように、FRB 以外の中央銀行において正常化が持て囃されるようなムードが強まると、ドル一極集中となっていた運用資金が他通貨に向かう中でドル安と円安が併存しかねないリスクがある(①のリスク)。既に述べたように、筆者はドラギ ECB 総裁によるシントラ発言後の正常化ブームは一過性のブームで終わり、2006~07 年のようなドル安・円安相場の定着は難しいと考えている。だが、そうした想定とは裏腹に欧米ないし新興・資源国の経済が堅調を維持し、正常化の流れが基調として根付いた場合、「ドル安だが円安」という本欄としては完全に想定外の相場つきもあり得る。

そのほかの円安リスクとしては米国の経済・金融政策に絡む②や③がやはり目に付く。当選した時点から常に耳目を集めているトランプ政権における経済政策への期待はもはや剥落し切っている。裏を返せば、今後少しでもポジティブな動きが見られれば金利上昇を通じてドル買いを惹起しやすい面があることには留意したい。経済政策への期待が高まれば、それに伴い実体経済の見通しが自信を帯びるようになり、FRB の正常化プロセスも順当に進むことになる。また、この点も既に議論したように、筆者は 10 月に B/S 縮小がスタートした場合、当面は利上げとの併用が難しいという判断に FRB は至ると考えている。しかし、仮に大型の拡張財政が計画され、公表された場合、正常化に固執する FRB はその機を捉えて利上げも極力進めようとするだろう。もし、イエレン再任の芽が無いという話になれば、尚のこと、そういった流れになりやすいと思われる。

引き続きリスクは円高気味

そのほか欧州に関するリスク(⑧のリスク)としては政治および金融政策に関して不安な点はある。米国の政治情勢と比べれば、欧州の政治情勢はマクロン仏大統領の誕生以降はダブル 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が多く見られるよ

うになっている。その論調自体、傾聴に値するものだが、**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本当の安心は得られまい。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が排除されていない以上、欧州政治は **1** つの円高リスクとして視野から外すわけにはいかない。また、**6** 月末以降、**ECB** の正常化が金融市場の一大テーマとなっており、これに応じてユーロ全面高の下、ドル安・円安が進んでいるが、果たしてこの勢いがどこまで持つのかは疑わしい。ユーロ圏金利およびユーロの急騰を受けて一部周縁国が変調をきたし始めた場合、**ECB** は正常化の手を止めざるを得ないだろう。世界の正常化ブームの火付け役でもある **ECB** が戦線から外れた場合、やはりブームの中で下落してきた円相場は騰勢を強めやすいと思われる。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）がある状況は変わっていない。

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。特に、**7** 月に入ってにわかに浮上してきた本邦政治が不安定化するリスクは見逃せない。これまで政治的安定性こそが欧米に比べた日本の強みという論調が強かっただけに、リスク許容度の改善と共に円売り・日本株買いを進めていた向きは腰が引けてくる可能性がある。一方、**6** 月末から続いてきた正常化ブームの下での円安・ドル安は **7** 月下旬に早速失速が見られており、やはりこれが基調として根付く展開は難しそうである。だが、仮に「日銀だけが緩和路線」という構図が予測期間中に定着してしまった場合、本欄の想定を超えてドル安にもかかわらず円安が進むリスクもある。円高を見込む本欄にとって、現時点で最も警戒したいリスクと言える。

◆ ユーロ相場の見通し～シントラ後遺症とユーロ高～

《ECBの金融政策の現状と展望～シントラ発言の火は消せず～》

シントラ発言の火は消せず

7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。また、事前に想定された拡大資産購入プログラム（APP）の段階的な縮小（テーパリング）について議論された跡は窺えず、APPの拡張可能性を示唆する声明文の表現も据え置かれた。後者は本欄の予想通りだが、前者には意外感があった。それだけに6月27日のドラギECB総裁による「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった（Deflationary forces have been replaced by reflationary ones）」との発言（開催地シントラに因んでシントラ発言と形容する向きが多い）がもたらした金利およびユーロの上昇が政策理事会メンバーにとって想定外に大きなものであったということなのだろう。声明文は全会一致で合意した模様であり、バイトマン独連銀総裁も含め、とりあえずはブレーキをかけることがECBとして得策との判断に至ったと見受けられる。

だが、そうしたECBの思惑とは裏腹に会合後、ユーロ圏金利もユーロも上昇している。記者会見でドラギ総裁が述べているように、結局、テーパリングは今秋にも検討されるのだから市場参加者のメインシナリオは変わりようがない。シントラ発言により火がついてしまった正常化期待は経済・金融情勢が目に見えて悪化してこない限りはそう簡単に消えないだろう。2018年1月以降、APPは縮小し、ユーロ圏金利には上昇圧力がかかりやすくなる。だからユーロも買われる。ごく自然な動きである。しかし、本欄では繰り返し議論しているように、元々低いユーロ圏消費者物価指数（HICP）の見通しがユーロ高によりさらに押し下げられる公算が大きくなっている中¹、正常化のアナウンスをただらだと続けることにはリスクも伴う。FRBは半ば力業でドル高を乗り切った印象だが、域内に弱者を抱えるECBが同じ運営で乗り切れるのだろうか。筆者はテーパリングの決定・着手はできても、実際に利上げまでたどり着くのは非常に難しいと予想している。

「秋」とはいつで、何が話し合われるのか

ドラギ総裁はテーパリングに関する議論の詳細を問うた最初の質問者への回答として「フォワードガイダンスに修正を加えないこと、修正に関する正確な日付を設定しないことに関し、全会一致で合意した」と回答している。しかし、この直後に「秋には議論が行われるという話になった」と述べており、結局これがタカ派ムードの継続に繋がった格好である。また、「あくまで技術的なレベルの話として、12月以降の技術的な選択肢について調査を進めるようにECBスタッフに指示を出したか」との質問に対して、そのような指示はまだ出していないと述べている。つまり、現時点では内部の専門委員会に対し何の指示も出されておらず、政策理事会としても議論が交わされていないという状況にある。しかし、繰り返しになるが、市場にとっては「秋に話し合うことを決めた」という事実が重要であり、これが素直にユーロ圏金利とユーロの上昇を促しているのが現状である。

「秋」とは具体的にいつを指すのか。この点は会見終盤で「秋とは9月7日の政策理事会と見做して良いか」との質問が出ており、ドラギ総裁もこれを認めている。同じ質問者は「今と秋の間でどういった

¹ みずほマーケット・トピック 2017年7月5日号『ECB版テーパー・タントラムの現状と展望』をご参照下さい。

種類の新しい情報が必要になるのか」とも尋ねており、ドラギ総裁は最新のスタッフ見通しが利用可能になるメリットに言及している。ゆえに、9月会合では少なくとも専門委員会への指示までは想定しても良いだろう。9月は政策理事会が7日、FOMCが20日、ドイツ連邦議会選挙は24日に開催される。FOMCはバランスシートの縮小を決定すると思われることから、その直前での大きな決断は回避する公算が大きいだろう。となると、まずは9月の政策理事会で10月26日の政策理事会でのテーパリング決定を視野に専門委員会に指示を下したといった建付けにもっていく展開が無難ではないか。この点、会見では、まだ専門委員会に指示を出していない事実に言及があった上で「9月会合で具体的な選択肢を持ち決定に至ることがあるのか。それとも9月会合での最初の（出口に関する）議論の後に専門委員会に選択肢を用意するように指示するのか」といった議論の時間的順序を問う記者も現れている。現実問題として9月会合で一足飛びに何らかの決定に至る可能性は高くないだろう。要するに、7月の政策理事会に関する市場予想がそのまま1回分、後ろ倒しになるだけであり、正常化を前提とするユーロ買いを進める向きにとっては大した話ではない。8月24～26日のジャクソンホール・スピーチも用意されており、7月を静観で乗り切っても10月決定に向けて地均しの機会は十分にあるとの判断があったのだろう。

なお、「秋に議論される内容」に関しては、ある記者から「市場ではテーパリングや金融政策全般の変更に関する一種のロードマップやタイムテーブルを提示した方が良いのではないかと」の要求があります。これについて何か意見はありますか」との問いかけが見られている。これに対し、ドラギ総裁は「それこそが正に秋に議論しようとしていることです」と述べている。9月にどれほど議論が煮詰まるのかは定かではないが、今後のAPPの処遇にまつわるスケジュール感が9～10月のうちに明らかにされることは間違いなさそうである。

拡張可能性は今後も温存される可能性

今後のECBの正常化プロセスを考える上では、シントラ発言を受けたユーロ圏金利やユーロの上昇がどの程度の悪影響を及ぼすかが気になるところだが、この点、ドラギ総裁は「インフレ目標への持続的な収斂を確保するにあたって金融環境は概ね緩和的なまま」と述べ、大勢に影響が無いとの認識を示している。具体例としては社債スプレッドのタイト化が進んでいること、GDP加重平均で見たユーロ圏10年金利は年初と同水準であること、銀行貸出金利は非常に緩和的な水準が保たれていること、銀行貸出態度調査では貸出基準の緩和がさらに進んでいることなどが挙げられている。とはいえ、シントラ発言から1か月しか経過していないのだから、その悪影響が視認されていないのも当然であろう。やはり1～2四半期程度のラグを伴って決して盤石ではない周縁国にどのような影響が現れてくるのかを注視したい。

また、実際にテーパリングのコミュニケーションを始めた場合、2013年のFRBが経験したような市場のかんしゃく（the tantrum）は心配していないのかといった質問も見られた。ドラギ総裁は市場の反応にコメントするつもりはないと断った上で、交わされた議論において重要なこと（the bottom line）はインフレ率が自分達の望む場所、あるべき場所にいないことだと述べている。だからこそAPPの拡張可能性を示唆する文言を残したのだと強調されており、この部分だけ見ていると本当にテーパリングが行われるのかという思いにも駆られる。だが、テーパリングを行いつつ有事の際における拡張可能性を示唆すること自体は特におかしなことではなく、今後も“If the outlook becomes less favorable or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase our asset purchase programme in terms of size and/or

duration.”との文言は温存される可能性はあろう。意図しない金融環境の引き締めを恐れている以上、拡張可能性をちらつかせつつ、**APP** の撤収を慎重に進める方針だろう。

シントラ後遺症

ECB はシントラ発言の影響力を見てややステップバックした印象を受ける。しかし、今会合後の値動きを見ても分かるように、もはや口先だけで何らかの軌道修正を図ることは困難になってきている。記者会見でも「シントラではリフレ圧力の再浮上に言及し強い自信があったように見えたが、今回はヘッドラインのインフレ率が浮上してくる兆候はないと述べている」とシントラ発言後の変節に疑問を投げかける記者が現れている。結局、あの大上段に振りかぶったスピーチが不可逆的なタカ派期待に火をつけてしまった感があり、今後の **ECB** はシントラ後遺症に悩みながらの政策運営を強いられるだろう。ドラギ総裁は否定するものの、タントラムへの不安はやはり市場では根強い。実際、上記の変節に疑問を投げかけた記者はタントラムが起きた場合は「日銀のように慎重かつ直接的にイールドカーブを管理しようとするのか」との質問も行っている。

こうした問いに対しドラギ総裁は政策理事会の思考回路（経済を評価する時の思考の順序）を詳しく説明した上で、シントラ発言からの変化を否定している。ドラギ総裁はシントラにおいて「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と述べたものの、**reflation** の定義はあくまで「物価水準がトレンドラインを下回っている状況から上向き状況に関し、技術的な定義としてリフレーションと呼ぶ」といった趣旨の説明をしている。つまり、そのような語句の定義に基づけば「デフレリスクは消え去った」というシントラ発言の認識と「インフレ率は依然目標から遠い」とする現状の政策理事会の基本認識には大差無いと言え、確かに過去 **1** か月で変節したとは言えないだろう。

こうした説明自体、筋が通っている。だが、市場参加者が正確な語句の定義までを捉えて動くことは稀である。ドラギ総裁の発言をラフに換言すれば「ユーロ圏の物価は底打ちした」程度が本音と見受けられるが、そうであればそのように述べておくべきだった。ある記者からは「経済金融における一部の世界においてシントラ発言にまつわる一種の誤解があるとお考えでしょうか」との質問が出ているように、シントラ発言自体が本来の意図とは違った色を帯びて走り始めてしまっている感は否めない（この質問については「市場の反応には一切コメントしない」と述べ一蹴している）。

7月会合が肩透かしに終わったにも拘らず金利やユーロが急騰したことを踏まえると、**9**月会合の市場反応は相当大きなものになりそうだが、本当に重要な論点は意図せず引き締まる市場環境を前に周縁国がどこまで耐えられるかである。市場はその辺りの問題点を依然軽視しているように見受けられる。

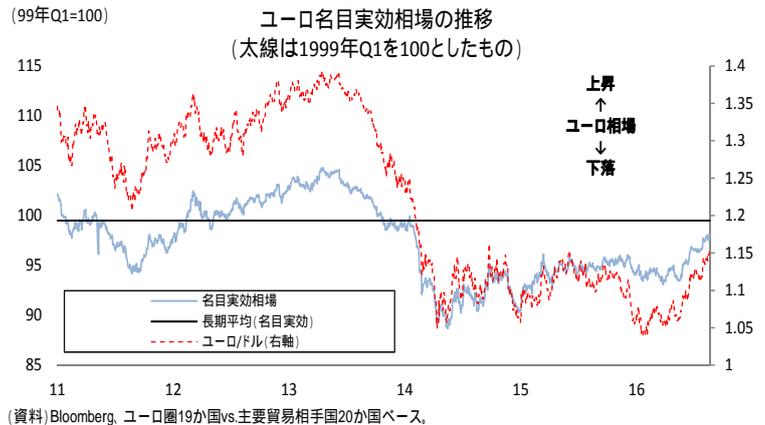
正常化を阻むユーロ高

過去のみずほマーケット・トピック²でも議論したように、今後 **ECB** はユーロ高に頭を悩ませることになるだろう。既にそうなっているように、実際に正常化しなくても、それを示唆するだけで金利もユーロも上がる。ドイツにとっては企図した展開だが、イタリアからすれば性急と感じる部分も今後出てくるだろう。また、リベラルな主張が旗印になっているマクロン仏大統領とて国内世論がドイツ追随の財政・金融政策路線をどこまで支持するかは定かではない。首脳同士が接近したからといって互いの経済の地力まで接近するわけではなく、過去の仏政府高官の言動を踏まえればユーロ高を許容するにも限度

² みずほマーケット・トピック 2017年7月5日号『**ECB** 版テーパー・タントラムの現状と展望』をご参照下さい。

はありそうだ。節目と目された **1.15** を突破し、ここからは単一通貨としての難しさが意識されよう。

また、ユーロ高経由の物価下押しはやはり正常化のハードルとなる。6月スタッフ見通しの想定レートは「**1.08**」であり、例えば「**1.15**」はそこから約**+6.5%**の上昇である。ECBが過去に示した試算などを元にすれば、「**1%**のユーロ高でHICPを**0.05%**ポイント下押し（4四半期後を想定）」といったイメージである。現状のユーロ相場がそのまま横ばいと仮定した場合、9月スタッフ見通しの**2018年HICP**見通しはユーロ高効果だけで**▲0.3%**ポイント



ほどの下押しが見込まれる（具体的には、他の条件を一定とすれば**+1.7%**から**+1.4%**まで下方修正される）。現状、ユーロの名目実効相場（NEER）の長期平均からの乖離率は昨日時点で**▲1.5%**程度まで縮小しており、**2014**年以降続いてきた下方乖離が解消されようとしている（図）。**1.15**からの**+1.5%**の上昇は「**1.17~1.18**」程度であり、これが7月下旬の水準と概ね等しい。しかし、その際は6月スタッフ見通しから**+10%**以上の上振れとなり、HICPにとっては**▲0.5%**ポイント下押しする話になる。その時点の原油価格の動き次第では**+1.0%**をはっきりと割り込むことも視野に入ってくるだろう。そうなれば正常化どころではない。正常化プロセスを阻む要因としてはイタリア総選挙やブレグジット交渉、トランプ政権の通商政策、中国を筆頭とする新興国の現状・展望などが挙げられるが、現実的に最も障害となりそうなのは自身で作りに出したユーロ高とこれを受けた物価抑制ではないか。

【補論:ドイツ外交とユーロ圏経済の現状と展望 ~ EU 回帰でドイツは変わるのか? ~】

米独接近とドイツの外交方針

そうして内政が混乱し、外交面での孤立を（自主的に）深めようとする米国をよそに、外交の舞台では着々と新しい枠組み作りの動きが見られている。先週からの動きでは、やはりドイツと中国の接近が多く目を引いた。5月末のタオルミナ G7 直後に「ここ数日の動向は、他国に完全に頼れる時代はある程度終わったことを示している」と言い放って以降、メルケル首相ははっきりと米国と距離を取るようになってきているが、その動きの延長線上で理解できるような動きと言える。

ドイツのハンブルクで開催された主要 20 か国・地域（G20）首脳会議（7月7~8日）の直前となる5日、習近平・中国国家主席はベルリンでメルケル独首相と会談し、習国家主席は「G20で中国はドイツの立場を支援したい」と述べ、メルケル首相が志向する自由貿易促進や地球温暖化防止について賛意を明確にしている。自由貿易にも地球温暖化防止にも興味を示さないトランプ大統領を意識したものであることは多くの説明を要さない。片や、メルケル首相も独中首脳会談前の共同会見で「独中は世界情勢の不安定化を和らげることに貢献できる」と述べ、中国への前向きな期待感を口にしてしている。習国家主席の「（独中関係は）新たな段階に入りつつある」との言葉が独中接近を印象づけるフレーズであった。もちろん、中国からすれば、「一体一路構想」に一国でも多くの参加を促したい思惑があり、ドイツ支持には打算があろう。現に、メルケル首相からは「ドイツは一带一路の実現に貢献できる」との言質を得ること

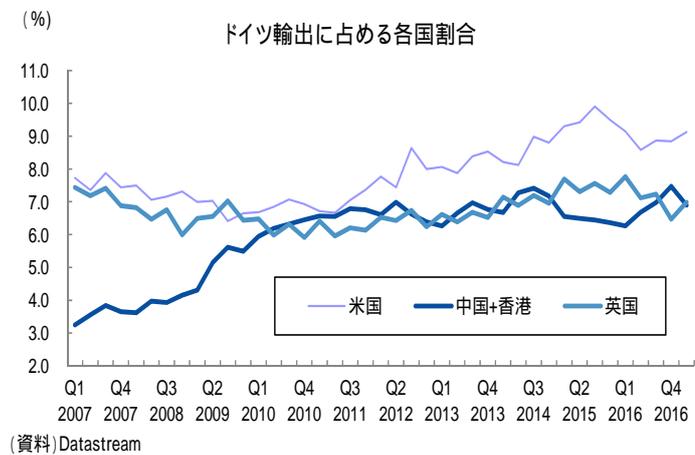
に成功している。しかし、だとしても、過去 1 か月余りで見られている「米国から離れ、中国に接近」という構図はあまりにもはっきりしている。

戦後ドイツの外交の 2 本柱は、1 つはフランスとの和解を含めた「欧州の統合と深化」であり、もう 1 つは米国を中心に据えた「大西洋主義³」であった。トランプ大統領誕生を経て、後者の柱が危うくなったところ、前者の柱の重要性が相対的に増しているのが現状だが、大西洋主義を補完する協力関係としての独中接近という側面は少なからずあるだろう。G20 のようなプラットフォームについてもドイツは仲間作りの好機と捉えているはずである。

戦後ドイツの外交方針

もともと、ドイツが「反保護主義・反米国陣営の仲間」として中国を引き入れたというのは表面的な理解である。まだまだ中国は自由貿易のビギナーであり、完全な資本移動を前提とした変動為替相場でもない。民主主義や人権保護に関してもメルケル首相の価値観に沿う相手ではないと思われる。中国が一帶一路構想に係る打算を持っていたのと同様、ドイツも経済的なメリットが相応に見込めるからこそ中国に接近している。ドイツ連邦統計庁の公表データによれば、2016 年のドイツにとっての最大の貿易相手国（輸出+輸入）は中国であり、前年に最大の貿易相手国だった米国は 3 位まで転落している（なお、2 位は 2 年連続でフランス）。ドイツの立場に立てば、これから英国が EU から離脱し、米国とも疎遠になるという大きな局面変化が想定される。政治的な冷え込みが各国の経済・金融関係をリセットしてしまうわけではないが、経済における海外部門の存在感が非常に大きいドイツだけに、その変化には敏感にならざるを得ないだろう。ここで中国との関係を繋いでおかなければ、後々のダメージが大きくなるという算段はあると思われる。

例えば 2016 年通年で見た場合、ドイツ輸出全体の占めるシェアは米国が 8.9%、英国が 7.1% で計 16% を占める一方、中国（香港含む、以下同）は 6.9% を占める（図）。今後、EU 離脱に伴い共通関税の撤廃まで想定するのであれば今は互角である中国と英国のシェアは逆転する公算が大きいだろう。必然的に経済外交の面からも中国を重用せざるを得ないという事情が透けて見える。図示されるように、過去 10 年の推移を見ても中国は米英よりも明らかに勢いがある。



EU 回帰でドイツは変わるのか？

とはいえ、ドイツが最も注力すべきは 1 本目の外交の柱である「欧州の統合と深化」であることは言うまでもない。米国が孤立を深めているのは事実だが、その一方で今までのような教条主義的な原理・原則論ばかりを振りかざしているとドイツも EU の中で確実に孤立するだろう。米国や英国が原因で大西洋主義が揺らぎ、結果として EU の優先順位が相対的に上がるという構図からは受身的な印象も抱かれ

³ 一般に西欧と北米（米国・カナダ）による政治・経済・軍事に関する協調関係やそれに基づく政策を指す。

るが、現状を契機にこれまで忌避してきた拡張財政や共同債に象徴されるような域内の財政移転策が前向きに検討されるようになれば、**EU**の将来にとって良いことである。これまで域内財政移転策はドイツ国内でタブー視されてきた感が強いが、ドイツも **EU** という足場を固める必要があり、これまでとは違うアプローチも必要になってくるはずである。難民問題を乗り越えて **4** 選をほぼ手中に収めているメルケル首相ならばタブーに着手する政治資源があるのではないか。元より、国内経済部門（家計・企業・政府）が全て貯蓄過剰という「異形の経済」となっている今、政府部門としての消費・投資を加速させることに理論的な誤りはない。

なお、拡張財政との関連で言えば、今後、ドイツの防衛予算の規模も注目を集めるかもしれない。タオルミナ **G7** の直前に開催された **NATO** 首脳会議（サミット）でトランプ大統領が防衛予算を応分に拠出しない **EU** 諸国を批判したことも現在の米独対立の一因になったと言われる。具体的には **2014** 年、ウェールズで開催された **NATO** サミットにおける「防衛予算の **GDP** 比 **2%** までの拡大」との合意に関し、未達の国が多いことにトランプ大統領は不満を漏らしている。ドイツも約 **1.2%** であるため未達国だが、メルケル首相は域内でのテロ頻発やロシアのクリミア併合などを受けて防衛予算拡大には前向きと報じられる。だが、ドイツの軍事拡張は必然的に **EU** 域内の不安を駆り立てることに繋がるため、外交の柱である「欧州の統合と深化」への配慮から急速には進まないだろう。

結局、「**EU** のため」という大義の枠内でドイツが拡張財政を計画・執行していくことがドイツにとっても、**EU** にとっても最善であり、その意味では今後、共同債構想が本格的な検討段階に入ってくることは期待したい。大西洋主義の揺らぎが **EU** 回帰をもたらし、結果としてドイツが正しい選択を採るようになるならば不幸中の幸いである。

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。