

中期為替相場見通し

2017 年 9 月 1 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～ドル売りの受け皿はどこに～

ドル相場の基本認識～調整は始まったばかり～	P.3
主要中銀の政策運営について～フォワードルッキングという幻想～	P.5
米金融政策の現状と展望～上がらない物価を巡る議論～	P.8
補論：ジャクソンホール経済シンポジウム講演～中銀と市場の時間軸の齟齬～	P.9
円相場の基礎的需給環境～2017 年上半期を終えて～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～	P.12

ユーロ相場の見通し～ECB も気にするユーロ高～

ECB の金融政策の現状と展望～強まる為替への問題意識～	P.16
------------------------------	------

【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

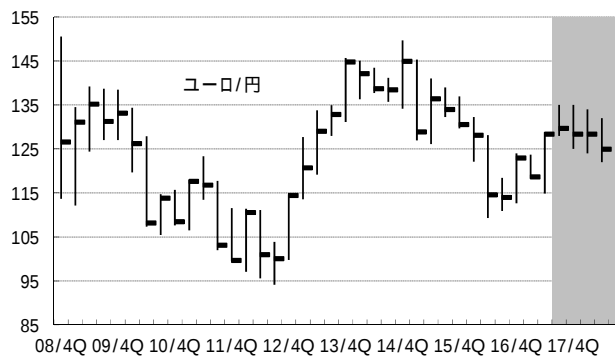
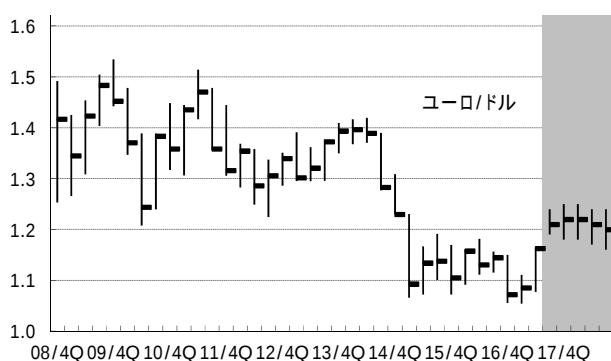
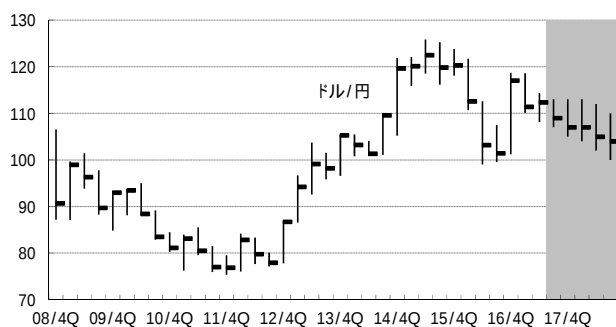
ドル/円相場に関しては「ドル高修正の中での円高」という従前のシナリオを維持したい。確かに、ドル安が進んだ割に円高が進んでいないのは事実だが、これまでドル売りの受け皿となってきたユーロやメキシコペソの騰勢がこのまま続くとは思えず、その代わりに円が浮上してくる展開を想定したい。また、FRB の正常化プロセスは順当に進んでいるものの、昨年 12 月以降で 3 回も利上げして、バランスシート(B/S)縮小にまでコミットしているにもかかわらずドル買いが戻ってくる気配は感じない。既に米金融政策の正常化に応じたドル買いは陳腐化したテーマであり、局面はドル高の修正へと移っているということではないか。さらに言えば、6 月末以降に盛り上がった世界の中銀における正常化ブームも収束した感が強く、2006～07 年に経験したようなドル安・円安相場の定着はやはり杞憂に終わりそうである。コーン国家経済会議(NEC)委員長が示唆するように、減税改革を支柱としてトランプノミクスへの期待が再燃すればリフレトレードの加速によって本欄のシナリオがリスクに晒される可能性はある。とはいえ、現実的にはトランプ米大統領と共和党幹部の間の確執激化やその結果としての政府機関閉鎖、そして北朝鮮情勢の緊迫化といったイベントが円買いを招来するリスクを心配したいところである。

片や、ユーロ相場は騰勢が続いている。6 月末のシントラ講演は元より、8 月はジャクソンホール経済シンポジウムでユーロ高に対するけん制がなかったことが通貨高容認という無理筋な解釈を招いており、対ドルでは約 2 年 7 か月ぶりの高値まで上昇している。正常化というテーマが未だ新鮮なユーロがドルよりも選好されるという構図に違和感はないが、今後の政策理事会では急激なユーロ高がもたらす物価抑制効果に関心が及んでくる可能性がある。また、金利や通貨の急騰に対して、一部の脆弱な加盟国が無傷のままでいられるのかという問題意識も今後浮上してくるはずだ。ECB が正常化を模索する真の動機はあくまで拡大資産購入プログラム(APP)が直面する技術的な制約に関わる部分が大きいと推測され、それは実体経済の地力と何の関係もない。物価が鈍化し、域内で不調をきたす加盟国が出てくれば ECB は翻意し、より緩和的な形での枠組み修正を図るだろう。それはユーロを買い進めていた向きにとっては格好の売り材料にもなり得る。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～8月(実績)	9月	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 (110.09)	107 ～ 113 (109)	105 ～ 113 (107)	104 ～ 113 (107)	102 ～ 112 (105)	100 ～ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.2070 (1.1970)	1.17 ～ 1.22 (1.19)	1.16 ～ 1.23 (1.20)	1.16 ～ 1.23 (1.20)	1.15 ～ 1.22 (1.19)	1.14 ～ 1.22 (1.18)
ユーロ/円	114.86 ～ 131.70 (131.09)	128 ～ 135 (130)	125 ～ 135 (128)	124 ～ 134 (128)	122 ～ 132 (125)	118 ～ 128 (123)

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内9月1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～ドル売りの受け皿はどこに～

《ドル相場の基本認識～調整は始まったばかり～》

過去 5 年のドル高を支えたのは・・・

本欄が予想の主軸としてきたドル安シナリオが現実となりつつある中、実効相場を尺度とした場合、どの通貨に対してどの程度のドル安が発生しているのかをここで整理しておきたい。2012 年 1 月から 2016 年 12 月までの 5 年間で続いたドル全面高に関し、2017 年 1 月以降はその巻き戻しが始まっているという理解が適切だろう。まず、ドルの名目実効為替相場（NEER）に関し、2012 年 1 月からの 5 年間に於ける各通貨の対ドル変化率と NEER への寄与度を見たものが右表となる。5 年間でドルの NEER は+27.6% 上昇しており、あらゆる通貨に対して満遍なく大幅に上昇している。対米貿易黒字の大きさからトランプ政権が目玉の敵にする中国、日本、ドイツ（ここではユーロ圏）、メキシコの 4 か国合計では+27.6%のうち+12.3%ポイントと約半分を占める。トランプ政権がドル高を是正したいのであれば、この 4 か国に対してドルの低め誘導を果たすことが必要となる。なお、ドル高に最も大きな寄与を果たしたメキシコとの間で北米自由貿易協定（NAFTA）における為替条項導入を巡って対立が報じられているのは象徴的な出来事である。

2012年1月～2016年12月のドルの名目実効為替相場（NEER）

国名	シェア	12年1月～16年12月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-9.3	2.0
ユーロ圏	16.6	-19.4	3.2
カナダ	12.9	-24.8	3.2
メキシコ	12.5	-34.2	4.3
日本	8.0	-34.4	2.7
韓国	3.6	-4.7	0.2
台湾	2.2	-6.1	0.1
スイス	1.5	-8.5	0.1
英国	3.1	-21.2	0.6
その他(残差)	17.9	-	11.1
12年1月～16年12月のドルNEER	-	27.6	27.6

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。

通貨変化率は12年1月3日～16年12月30日

2017 年上半期の調整状況

一方、右表は 2017 年 1 月から 7 月までの NEER である。打って変わって、あらゆる通貨に対して満遍なく下落している。年初から 7 月までの NEER の下落幅は▲5.6% であり、過去 5 年間の一方的な騰勢を踏まえればまだ調整の途上というのが筆者の基本認識であり、その意味で本欄のメインシナリオはまだ始まったばかりとも言える。現状の調整状況を通貨別に整理すると、史上最安値からの反騰が大きいメキシコペソおよび正常化プロセスの着手に沸くユーロの寄与度が▲2.3% ずつと年初来の NEER 下落の 8 割方を占める。なお、上述したように、メキシコペソとユーロは過去 5 年間のドル安に対して最も寄与度が大きかった通貨と 2 番目に寄与度が大きかった通貨であるため、調整が生じるのも自然である。

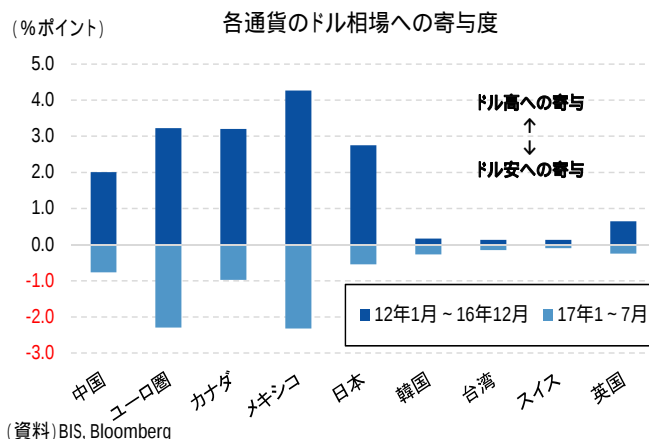
2017年1～7月のドルの名目実効為替相場（NEER）

国名	シェア	17年1～7月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	3.5	-0.8
ユーロ圏	16.6	13.8	-2.3
カナダ	12.9	7.6	-1.0
メキシコ	12.5	18.6	-2.3
日本	8.0	6.8	-0.5
韓国	3.6	7.5	-0.3
台湾	2.2	6.7	-0.1
スイス	1.5	6.3	-0.1
英国	3.1	8.0	-0.2
その他(残差)	17.9	-	2.1
17年1月～17年7月のドルNEER	-	-5.6	-5.6

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。

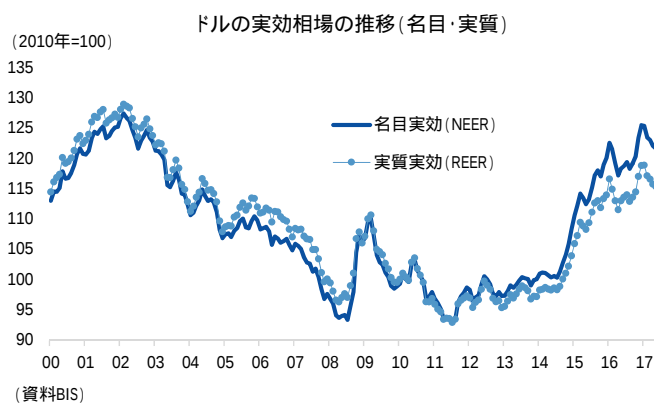
通貨変化率は17年1月3日～17年7月31日

片や、人民元は▲0.8%ポイント、円は▲0.5%ポイントであり、調整は限定的である。人為的に為替相場を管理している人民元はまだしも、円の調整は今少し深いものになって不思議ではないように感じられる。もちろん、2012年1月は超円高（1ドル77円前後）であっただけに、過去5年間の対ドルでの下落幅（▲34.4%）はある程度、割り引いて考える必要はある。だが、本欄でも繰り返し指摘しているように、そもそも110円近傍という水準が企業物価ベース購買力平価（1973年基準）から約+10%の上方乖離であり、歴史的には希少な状況なのである。なお、上述のようなドル相場への寄与度の議論を一枚の図にしてみると、上図のようなイメージになる。一瞥して、全体的にまだドル高相場への「振れ」が解消されたような印象は持てない。



NEER と REER の乖離について

また、近年の NEER を見ると、実質実効為替相場 (REER) との乖離が目立ってきたという特徴もある。ドル高が軌道に乗り始めた2015年以降、NEER は REER よりも加速してきた様子が窺える。これは何を意味するのか。本来、名目相場が内外物価格差を織り込みながら購買力平価に沿って推移するならば REER と NEER は類似の動きをするはずである。もちろん、現実世界では一物一価が徹底



されているわけではないため両者の乖離は生じるものだが、2000年以降のドルの NEER と REER を見る限り、それほど両者が離れたことはない。現状、離れてしまっている原因はどこにあるのか。

ひとえに冴えない物価情勢が原因である。2015年以降のドル高が FRB による「孤高の正常化」でもたらされたことは周知の通りだが、物価情勢がそうした政策運営を裏付けてきたわけではなかった。例えばコア PCE デフレーターは勢いは5年前から衰えている。具体的には、2012年平均は+1.9%であったのに対し、2016年平均は+1.7%、2017年上半期平均は+1.6%であり、むしろ減速している。この間、FRB のトークに乗じて名目相場 (NEER) でのドル高が進んだものの、物価が低迷しているため実質相場 (REER) ではドル高がさほど進まなかったのである。両者の乖離は①これから物価が上がってくる (REER が NEER に追いつく) か、②ドルの名目相場が下がってくる (NEER が REER に追いつく) かのどちらかで解消されるが、現状を見る限り、②の可能性は高そうである。

ドル安の受け皿は変わっていく

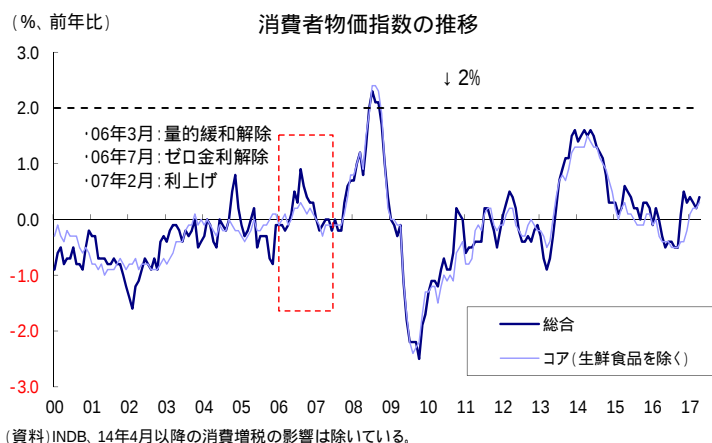
今後ドルの NEER が下落する (要するにドル全面安が続く) と考えた場合、そのけん引役はどの通貨になるのか。既に見てきた通り、年初来ではメキシコペソとユーロがドル安を主導してきた。だが、ユ

ーロに関して言えば、これほどのユーロ高に全加盟国が耐え続けるという想定は現実的ではなく、どこかで音を上げる国は現れるだろう。また、元より低いユーロ圏消費者物価指数（HICP）がさらに下押しされるという副作用も不安視される。こうした現実を前に ECB は正常化を続けられるのだろうか。メキシコペソにしても年初からの上昇幅を踏まえれば、減速は自然だろう。ユーロやメキシコペソがドル安の受け皿となれなくなった場合、その役割はまだ小さな調整にとどまっており、購買力平価の上でも過剰な円安・ドル高が示唆されている円に回ってくるのではないかと筆者は考えている。

《主要中銀の政策運営について～フォワードルッキングという幻想～》

日銀議事要旨が示唆する欧米への戒め

7月31日には2007年1～6月分の金融政策決定会合議事録が公表されているが、この内容を見ていると欧米中銀の現状に対し戒めを示唆しているように思えてならない。当時の日銀は消費者物価指数（CPI）の上昇率がほぼゼロ%だったにもかかわらず、正常化プロセス（量的緩和解除&利上げ）に着手した（図）。实体经济の堅調さを理由に「いずれ物価は上がってくる」との想定に立ち、予防的な金融引き締めを図ったという事実は周知の通りであり、いわゆるフォワードルッキングな政策対応として注目された。具体的には2006年3月に量的緩和を解除、2006年7月にゼロ金利を解除した後、2007年2月には追加利上げに踏み切った。だが、最後の利上げの半年後にパニックショックが発生し、それから約1年後にリーマンショックを迎えることになる。2007年春時点でサブプライム危機の兆候は既にあったが、それでも眼前の实体经济の堅調さやそれがいずれ肯定してくるだろう物価上昇に賭けて引き締めに踏み切ったのであった。



政策運営のドライバーとして物価が定められていたものの、「現実の物価」と「正常化の誘惑」を秤にかけて後者を取ったとも言える。岩田一政・日銀副総裁（当時）が利上げを前に「（物価が）プラスの方向に動くことが予測期間内にある程度ははっきり見通せるということはどうしても必要」と抗弁し、8月1日の日経新聞10面でのインタビューでも「やはり2007年2月の利上げは失敗だった」と述べているように、物価を指針とする政策運営に徹し切れなかった苦い思い出として語られることが多い。

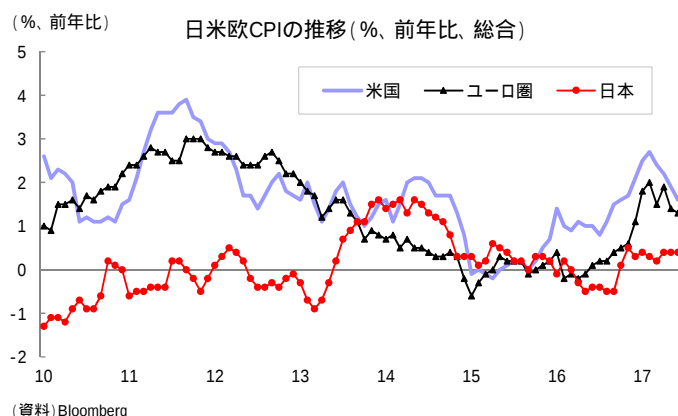
政策運営のドライバーとして物価が定められていたものの、「現実の物価」と「正常化の誘惑」を秤にかけて後者を取ったとも言える。岩田一政・日銀副総裁（当時）が利上げを前に「（物価が）プラスの方向に動くことが予測期間内にある程度ははっきり見通せるということはどうしても必要」と抗弁し、8月1日の日経新聞10面でのインタビューでも「やはり2007年2月の利上げは失敗だった」と述べているように、物価を指針とする政策運営に徹し切れなかった苦い思い出として語られることが多い。

大差ない日米欧の物価格差

そうした「正常化の誘惑」は中銀特有のDNAなのだろうか。FRBは正常化プロセスの真っ只中にあるが、ECBはまさにこれから着手せんという状況にあるが、物価がこれを肯定する状況には全くない。例えば、6月26日のドラギECB総裁によるシントラ発言以降、為替市場ではユーロ買いが主役となっているが、8月末公表されたユーロ圏7月消費者物価指数（HICP）は総合ベースで前年比+1.5%と加速が見られるものの、これはエネルギー価格の伸びに支えられたもので、コアベースは同+1.2%と低空飛行が続いている。バイトマン独連銀総裁と並んでタカ派筆頭格の1人であるラウテンシュレーガーECB理事

ですら、「われわれの目標である+2%を若干下回る水準に向けた安定的なインフレトレンドはまだ存在しない」と述べる始末であり（7月31日、ブルームバーグ）、ユーロ買いの勢いが正当化するほど ECB の正常化プロセスが磐石だとは思えない。なお、ユーロ/ドルの年初からの上昇幅は+10%を優に超えており、過去の ECB 試算などを元にすれば▲0.3~▲0.5%ポイントほどの下押し圧力になりかねない。現状でも 1%割れが視野に入っている以上、看過できない副作用である。現実問題として HICP が 1%を割り込んできた場合、さすがに正常化のコミュニケーションは難しくなる（その時、ドル売りの受け皿は恐らく円にスイッチするというのが本欄の想定である）。

こうした状況は FRB も全く一緒である。過去、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が述べていたように、本来、コア PCE デフレーターの前年比+2%上昇は「天井」ではなく「目標」である。この点、「2%以下だがそれに近い水準」という定義の下で、+2%を「天井」と位置づけている ECB との大きな違いでもある（だからと言って、ECB が現状直面している+1.3%はその「天井」からも程遠いが・・・）。今年1月のコア PCE デフレーターは前年比+1.8%であり、7月分は同+1.4%であった。この間に2回利上げして、バランスシートの縮小までコミットしているのだから、フォワードルッキングな予測への依存度は極めて高いと言える。図は日米欧の CPI（総合ベース）の現状だが、為替市場でクローズアップされるほど欧米と日本に物価格差があるようにも見えない。

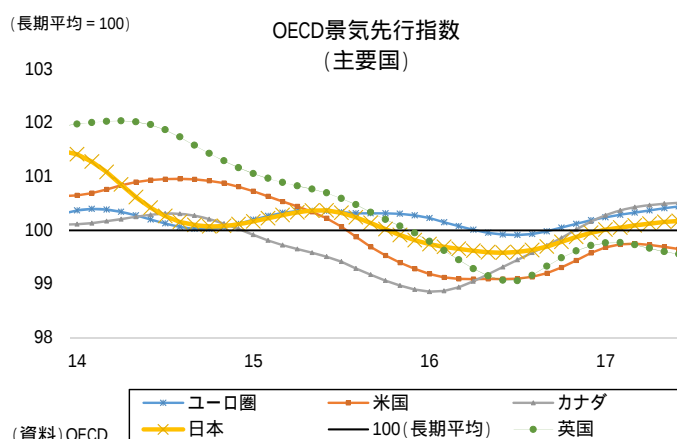


フォワードルッキングという幻想に留意すべき

前述の岩田・前副総裁のインタビューによれば、2007年1~6月に日銀が引き締めに動いた背景には実体経済の堅調もさることながら、EU高官から円キャリー取引（≒円安）の抑制を要請されるなどの動きもあったという。そうした政治的な要素が現在の FRB の判断に入り込んでいるとの指摘は頻繁に見られるし、今の ECB もドイツへの配慮や拡大資産購入プログラム（APP）の技術制約というおよそ物価の地力とは関係の無い要素が判断に混じっている面もありそうである。フォワードルッキングな政策運営は得てして綺麗な「建前」となりがちであり、邪（よこしま）な「本音」を覆い隠す方便になりやすいことは現状において留意しておきたいポイントである。その「建前」が真実として機能するためには、中央銀行が精緻な予測能力を有していることが前提となるわけだが、実態としてそれが機能しなかったからこそ、歴史上、なんどもバブルの崩壊と生成を見ているのだろう。フォワードルッキングな政策運営は幻想に終わりやすいとの認識に立てば、やはり 6 月末以降に生じている正常化ブームは暫くすれば雲散霧消する可能性が高いように思われる。

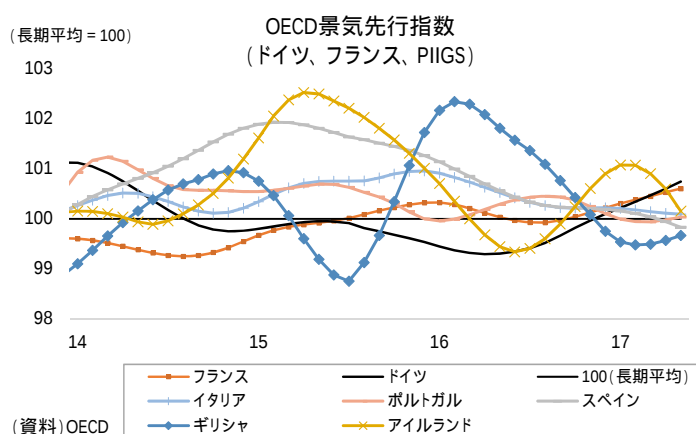
OECD 景気先行指数が示唆する米英の失速

実体経済をフォワードルッキングに評価する尺度の王道として OECD 景気先行指数¹を通して現状を整理してみたい。同指数は実体経済に対し約 6 か月（正確には平均 4～8 か月）の先行性を持つように設計されている。図は米国、ユーロ圏、英国、カナダ、日本の OECD 景気先行指数の動きを過去 3 年間にわたって見たものである。周知の通り、日本以外の 4 か国・地域は中央銀行が正常化プロセスを志向しており、フォワードルッキングな金融引き締めとの整合性を念頭に置けば、右肩上がりの動きを想定したいところである。だが、ユーロ圏やカナダこそ節目となる 100 を超え景気拡大が示唆されるものの、米国や英国は今年 1～3 月期をピークとして 100 を目前に反転下落しており、今後の失速が示唆されている。本欄でも繰り返し述べているように、元々英国（イングランド銀行）は正常化グループの一員ではなく、利上げはスタグフレーション対応の側面が大きい。こうした景気先行指数の動きに意外感はない。問題は連続利上げとバランスシート（B/S）縮小の同時進行を目論む米国（FRB）において、先行きの失速が示唆されていることだろう。実際、日々の米経済指標を見ていけば、市場予想対比で実績が下振れることが珍しくなく、物価も目標とする+2%から下方向に離れていく現状がある。元より、景気の拡大局面が 98 か月目と史上 3 番目の長期に差し掛かっており、景気の成熟化は当然予想し得る。かかる状況下、効果にラグのある金融引き締めを重ねて行うことはやはり慎重であるべきではないのか。ちなみに、緩和を続ける日本はユーロ圏やカナダと同様、100 を超えて右肩上がりの様相を呈しているが、オーバーシュート型コミットメントという政策の意図に鑑みればこれは自然な構図と言える。



加盟国別に見たいユーロ圏の現状

なお、確かにユーロ圏は全体としてみれば 100 を超えて右肩上がりの状況にあるが、あくまで域内全体としての数字であって、実際は大国であるドイツやフランスの状況がそれ以外の加盟国の状況を糊塗している事実から目を背けてはならない。右図はドイツ、フランスおよび PIIGS5 国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）に関して OECD 景気先行指数の動きを見たものである。ドイツとフランスの好調が際立つ一方、PIIGS は冴えない。仮に、単一通貨ではなかった場合、現状のイタリアやスペインの OECD 景気先行指



¹ OECD（経済協力開発機構）が景気循環の転換点を早期に見極めるために主要計数を合成して算出している計数。転換点に対し、平均して約 4～8 か月（about 4 to 8 months (on average)）先行するとされる。

数を前にイタリア中銀やスペイン中銀が引き締めに意欲を見せることはないだろう（少なくとも静観ではないか）。ECB は域内全体の計数を前提に政策運営せざるを得ないのは承知の上だが、正常化に着手する以前からこれほど金利や為替が引き締め方向に反応してしまった以上、その動きが各加盟国にもたらす引き締めの影響も今後注視されてくるはずだ。

フォワードルッキングな政策運営という名目の下で、本来、政策運営の方向感を左右すべき物価が軽視され続ける状況が続けば、いずれ金融政策による景気のオーバーキルが現実のものとなるように思えてならない。今後の為替市場ではドル売りを基本線としてユーロ買いも進むだろうが 1.20 を越えた辺りで頭打ち感が強くなる一方、相対的に円相場の騰勢が強まる展開を筆者は想定している。

【米金融政策の現状と展望～上がらない物価を巡る議論～】

物価の現状認識に関する議論が混線？

8 月は FOMC の開催はなかったものの、16 日には FOMC 議事要旨（7 月 25～26 日開催分）が公表されている。9 月 19～20 日開催の FOMC でバランスシート（B/S）縮小計画を公表すること自体は既定路線としても、その背後では物価の現状と展望について強気・弱気、両サイドの議論が交わされていた様子が窺える。この点に注目した上で議事要旨を読み進めてみたい。

まず、物価に関しては「参加者は最近数か月のインフレ率の軟調さを議論した」と記述された後、多く（many）の参加者が最近の物価低迷の大部分は「idiosyncratic factors（一時的な要因）」を反映していると考えていることが示されており、この点はイエレン FRB 議長の記者会見とも平仄が合う。具体的には、年後半にかけてそうした一時的な要因の影響によって個人消費支出デフレーター（PCE）が伸び悩みそうであることが指摘されつつも、今後 1～2 年でそれは浮揚し始め、2%まで上昇したところで安定するとの基本認識が示されている。ここからは当座見られるであろう PCE の軟化をもって、緩やかな利上げペースと B/S 縮小方針が変わることはないという心境が窺い知れる。

ここまでは大きな意外感はないが、その後、多くの参加者が「現状の物価の弱さが予想以上に長期化する可能性」を見込んでおり、何人かの参加者に関しては「物価見通しのリスクはダウンサイドに傾斜していることを指摘した」との記述も見られている。つまり、「多くの参加者（many participants）」を主語として、物価の弱さが「一時的」と考えている記述と「予想以上に長期化する」と考えている記述が併存しており、物価の現状認識について議論が混線している様子が推測される。また、インフレ期待に関しては 1 名の参加者が最近数か月のインフレ期待の計数を踏まえ安定を指摘しているものの、ほかの 2～3 名（a few）はインフレ期待の低迷継続はインフレ率の下押しになるとの考えを示している。インフレ期待についてはハト派な見方の方が優勢にも見える。

疑われるフィリップス曲線：4つの理由

特に今回の議事要旨で目を引いたのは物価上昇のメカニズムに関して、踏み込んだ議論が見られた部分である。ここではまず、多くの（A number of）の参加者は「政策決定に使用されるインフレ率の分析の大部分は、財・サービス・雇用への需要が長期的に維持可能な水準を超えるに伴って価格や賃金の上昇程度も増すというフレームワークに依存している」と指摘したことが記述されている。これは雇用市場で言えば、フィリップス曲線を前提とした分析が重宝されている状況を指摘しているものと思われる。しかし、2～3 名（a few）の参加者からはこうした枠組みは物価予想に際して有用（useful）ではないと

の意見も見られている。現時点では殆ど（most）の参加者は有効だと考えている模様だが、2～3名とはいえ FOMC 内部において経済や雇用の好調と物価の先行きの繋がりを疑う者が出てきていることは重要な動きではないか。本欄でも繰り返し論じているように、事実としてフィリップス曲線がフラット化している状況下（図）、やはりそれを慎重に扱おうとする姿勢が自然に思われる。

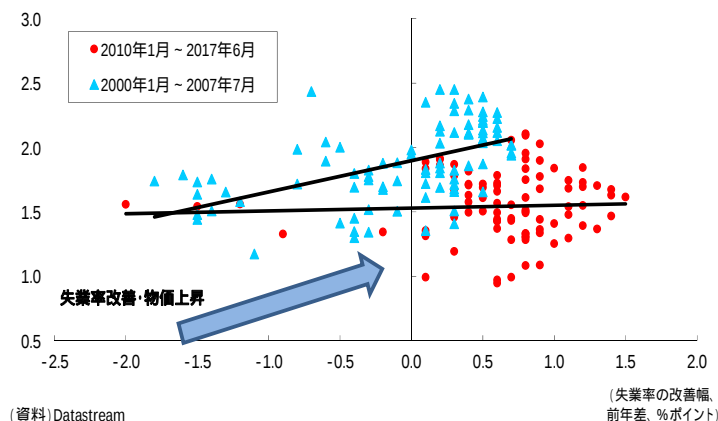
さらに、「低いインフレ率と低い失業率の併存（the coexistence of low inflation and

low unemployment）」に関する理由について具体的に議論された跡も見られ、現状の論点整理として非常に示唆に富む。今回の FOMC では、①需給逼迫に対する物価の感応度が逡減している、②自然失業率が現状以上に低い（≡まだスラックが存在する）、③労働市場の引き締めから名目賃金に波及するラグの存在、④グローバル化の進展や技術革新による価格支配力低下といった要因が指摘されており、いずれも首肯できる要因である。6月のFRBスタッフ見通しでは失業率予測が引き下げられる一方で物価予測が据え置きという修正が見られたが、これは要するに自然失業率が当初の想定よりも一段と低いところにあったことを意味しており、②の要因を示唆していた。

仮に、上記4つの要因のうち②や③に物価低迷の理由を求めるならば、現行の「いずれ上がってくる」という政策スタンスと両立するだろう。そうではなく①や④ならば構造的かつ持続的な理由となってくるため、現行の政策スタンスとはバッティングするように思われる。現在の FOMC は恐らく②や③の可能性を念頭に置いていると思われるが、こうした議論が出ること自体、正常化プロセスの先行きについて不安を覚える参加者が現れ始めているということではないだろうか。少なくとも「フィリップス曲線を疑う」という空気が FOMC 内で見え隠れし始めていることは重要な兆候と考えたい。

なお、2名（a couple of）の参加者からは生産や雇用が完全雇用水準をオーバーシュートしてきた場合、物価の資源稼働率に対する反応が強まるとの懸念も示されている。イエレン議長も再三示唆しているように、現在の FOMC では「物価が突然上昇した場合、短期間で大幅な利上げが必要になる。それは経済・金融情勢にとって悪影響をもたらす」という懸念を盾に正常化プロセスが運営されている感が強く、この2名の懸念はまさにその論点を指摘しているものと思われる。だが、ほかの参加者からは「そのような非線形な反応は実証的な支持が殆ど無い」との指摘が行われており、さほど FOMC 内で意見集約が進んでいる見方ではないことが分かる。この点も以前よりは FOMC のムードが物価に対して軟化した様子を窺わせる。本欄やでは物価動向に配慮しないFRBの正常化プロセスが景気のオーバーキルに繋がる可能性を懸念してきたが、FOMC においてもそのような見方が芽吹き始めているのではないか。

（コアPCEデフレーター、%） 米失業率とコアPCEデフレーターの関係（2000年以降）



（資料）Datastream

《補論：ジャクソンホール経済シンポジウム講演～中銀と市場の時間軸の齟齬～》

ジャクソンホール講演のレビュー

材料なしとの評価で通過した注目のジャクソンホール経済シンポジウムだが、簡単なレビューは行っておきたい。そもそも今回のシンポジウムのテーマは「ダイナミックな世界経済の促進（Fostering a

Dynamic Global Economy)」であり、目先の金融政策運営を語る筋合いはなく、シンポジウムの趣旨に照らしてもこれが正常な姿であった。こうした大枠に沿って各人の講演テーマも設定されており、イエレン議長は「Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis」、ドラギ ECB 総裁は「Sustaining openness in a dynamic global economy」と設定され、やはり目先の政策運営から離れた大局的なテーマが打ち出された。ちなみに昨年、一昨年のテーマは 2015 年が「Inflation Dynamics and Monetary Policy」、2016 年が「Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future」であったため、自ずと政策運営への言及は不可避であったことは対照的である。

まず、9 月 19～20 日の FOMC において B/S 縮小計画の提示が確実視される FRB のイエレン議長の講演は「材料なし」と判断された後述のドラギ総裁講演よりもさらに掴みどころのない内容に終始した。この期に及んで B/S 縮小計画の公表が見送られる可能性を見込む向きは殆どなく、言及がなかったことを受けて強引にハト派解釈が流布するような展開にもなっていない。ヘッドラインとして取り沙汰される「金融システム安定に対し規制を割り当てる」というマクロプルーデンスの思想はイエレン議長の従前からの主張に沿ったものであり、目新しさはなく、また市場の関心事でもない。敢えて言えば、金融規制緩和に積極的なトランプ大統領との立場の違いが際立つ論点であるため、イエレン議長がこれに執心するのであれば、イエレン再任の可能性を減じるものとして深読みすることはできるかもしれないが、あくまでサイドストーリーに過ぎないだろう。

しかし、最近の FRB の正常化の動機がデュアルマンドートから離れ、株価の高止まりに代表される資産バブル抑制の色合いを帯び始めているのは周知の通りである。政策運営に対する直接的な言質を与えない講演ではあったが、「不必要な緩和環境が過剰なリスクテイクおよび資産価格の騰勢に繋がっている」との問題意識が FOMC にはあり、そのために利上げ、B/S 縮小そして金融規制強化が必要という政策観が強まっていることの確認にはなったのではないかと。その意味で、今回の講演が全くのノーヒントだったわけではなく、資産価格抑制を問題視する中で金融規制の強化同様、正常化も必要との胸中が透けて見える。この観点に立てば、物価や雇用が冴えない状況でも、利上げや B/S 縮小方針は続くという展開が予見される。もちろん、それが正しいかどうかは別の話であり、景気へのオーバーキルを懸念したい。

ユーロ高を気にしていないはずはない

一方、ドラギ ECB 総裁講演に関しても、保護主義や金融規制緩和への懸念を訴えかける内容が目立ち、政策運営に対する言及はこれといってなかった。眼前（9 月 7 日）に政策理事会を控える中、敢えてヒントを提供する筋合いは無いとの思いもあっただろう。もっともイエレン講演ほど金融政策への言及がなかったわけではなく、現行の緩和は奏功しており、ユーロ圏経済の回復基調が続いているとの考えは示された。その上で物価が低迷している現状にも言及があり、目標への収束を果たすべく引き続き忍耐強さをもって政策運営すべきという従来の考え方が強調されている。額面通り受け止めれば、ECB の緩和策は当面継続されるとの予想に繋がるものだろう。

だが、金融市場では、8 月 17 日公表の ECB 政策理事会議事要旨（7 月 20 日開催分）においてはっきりとユーロ高がけん制されていたこともあって、今回のジャクソンホール講演でも同様の意思表示があるのではないかと構える向きがあった。そのため「ユーロ高けん制がなかった→ユーロ高容認」というやや無理筋な解釈が支配的となり、講演後のユーロ/ドル相場は騰勢を強めた。とはいえ、こうした相場解釈には危うさがある。既に冒頭でも論じているが、今後はユーロ高が HICP 下押しに効いている展開が

予想され、ただでさえ芳しくない HICP の伸びを前提とすれば、ドラギ総裁を含む政策理事会はこれを問題視する可能性が高い。とすれば、結局、正常化に係る情報発信も手控えざるを得ないのではないのか。

ジャクソンホール講演で言及がなかったからと言って ECB がこれ（ユーロ高）を気にしていないという決めつけは危険であり、望む・望まないに拘らず物価の低迷を通じてユーロ高への問題意識は今後表面化してくるだろう。また、それ以前に高い金利や通貨を重荷に感じる加盟国（伝統的にはフランスやイタリア）からの苦情も警戒され、そもそも正常化プロセスが分相応の政策運営なのかどうかという基本的な視点も今後試されるはずである。

敢えて含意を読み取るならば・・・

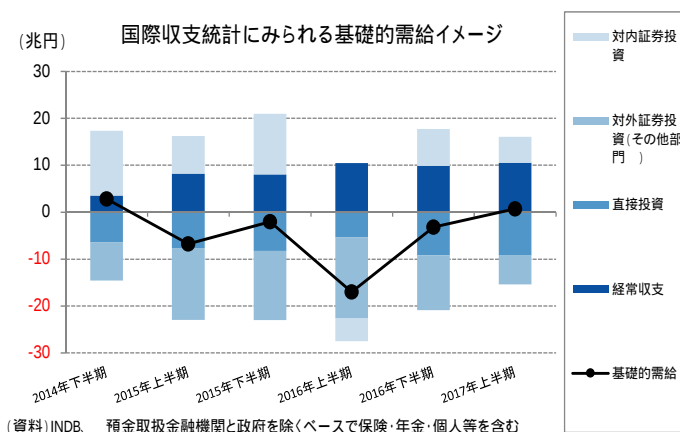
イエレン・ドラギ両総裁から政策運営に対するヒントの提供はなかったが、敢えて含意を読み取るならば、両者共に金融システムの安定とそれに資する規制強化の必要性を言及した点は重要と考えたい。既に述べたように、過剰な緩和が投機を誘発し、これが再度危機をもたらすような展開を警戒しているのだとすれば、指標の悪化程度で正常化を止めるという判断には至らない可能性がある。

筆者を含め、少なくない市場参加者は現行の正常化プロセスについて「景気のオーバーキルに繋がる」と考えるが、FRB や ECB は「バブル抑制を通じた金融の安定が持続的な成長に繋がる」と考えている。結局のところ、これは時間軸の違いである。FRB や ECB は「短期的な景気回復を多少犠牲にしても長期的にクラッシュしないことが重要」と考えるが、市場参加者にとって景気の犠牲は多少でも大事（おおごと）であり、だからこそ雇用統計や消費者物価指数（CPI）が芳しくない結果に終われば、例えば米国債が買われ、ドルや株は売られる。こうした構図について、市場が短絡的で、中銀が冷静という評価を下すのは簡単だが、そもそも物価がかつてほど上がらなくなった世界において、危機前の状況への復帰を目指す「正常化」が果たして真の意味での正常化と呼べるのかどうかは真摯に考えたいテーマだろう。相場のシナリオを検討する立場からすれば、物価の騰勢が確認されない中での引き締め的な政策変更はやはり景気の下振れを誘発し、正常化プロセスはいずれ頓挫、当該通貨は売られ、金利も下がるという展開を予想せざるを得ない。とりわけドル相場に関しては過去 3 年間の全面高が調整している途上というのが引き続き筆者の基本認識であり、FRB の正常化プロセスに応じたドル高という論調は支持できない。

《円相場の基礎的需給環境～2017 年上半期を終えて～》

2017 年上半期の基礎的需給環境

8 月は本邦 6 月国際収支統計が公表され、2017 年上半期としての計数が利用可能になっている。これを踏まえ、今年半分を終えた時点での円相場の基礎的需給環境を整理しておきたい。2017 年上半期の国際収支統計によれば、経常収支は+10 兆 5101 億円となり、前年同期（+10 兆 4802 億円）を上回った。このうち第一次所得収支黒字が+9 兆 7622 億と大宗を占めており、このほか貿易収支の+2 兆 531 億円も寄与した格好である。なお、第一



次所得収支は前年同期から+2096 億円の黒字幅拡大となっているが、これは近年残高の増える直接投資からの収益が増えたことによるものである。また、貿易収支は前年同期 と比べれば▲2713 億円と黒字幅を縮小させているが、これは原油価格およびドル/円の上昇を受けて輸入が輸出以上に伸びた結果である。こうした上半期の国際収支統計の状況を踏まえ、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、前頁図）を見ると、2017 年上半期の基礎的需給は+7039 億円の円買い超過となっており、前年同期（▲3 兆 1807 億円の円売り超過）とは景色が一変している。半期ベースでの基礎的需給が円買い超過となったのは 2014 年下半期以来、5 期ぶりの出来事である。既に見たように、前年比で見れば経常収支こそ黒字幅を拡大したものの、やはり対外証券投資の失速が全体感に響いており、前年の需給環境から最も変わったポイントである（対内証券投資も前年比で見れば減少しているため、この分は円買いが衰えた格好だが、対外証券投資の減少幅の方が遥かに大きかった）。

このほか、本邦企業による旺盛な海外企業買収への意欲を映じて対外直接投資は引き続き相応の規模が出ているが、前年同期で見ればほぼ横ばいであった。いずれにせよ円相場の基礎的需給が例年に比べてはっきりと円買いへ傾斜していることは留意したいポイントである。

〈メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～〉

円高の芽は消えず

最後にメインシナリオに対するリスク点検を行いたい。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。現状はこの予想に沿って進んでおり、今月も変える必要はないと考える。今年に入ってからドルインデックスは▲10%弱も下落しており、ドル高相場の調整は順調に進んでいる。とはいえ、2014 年 6 月から 2017 年 1 月までに実に約+30%も上昇している事実を踏まえれば、現時点ではこれが 3 分の 1 程度戻されたに過ぎず、調整が継続すること自体に大きな違和感はないだろう。

冒頭で論じてきたように、年初来のドル全面安の中にあっても筆者が想定したほど円高に振れておらず、ここに誤算があったことは事実である。これはドル売りの受け皿が円ではなくユーロやメキシコペソとなっていたことに起因するが、今後、両通貨の買いは小康を得るだろう。一方でドル高相場の調整は依然進むと考えられるため、その受け皿はほかの通貨にシフトすることになる。筆者はそれが REER ベースで長期平均を大きく下回り、PPP 対比でも割安に推移している円なのではないかと考えている。

円安リスクとしてのトランプノミクス再稼働

とはいえ、シナリオには当然リスクもある。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次頁表であり、色付けしたものが円高リスク、それ以外のもの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いという認識は先月から継続である。リスクの概要は先月から不変だが、特に 8 月に入ってから意識されたのは②-1、②-2 および⑧である一方、⑥は後退したという印象が強い。

本欄の方向感と相対する円安リスクという意味では、まず②-1の動きを注視したいところである。8月25日付の英フィナンシャル・タイムズとのインタビューにおいて、トランプ政権の経済政策の要であるコーン国家経済会議(NEC)委員長が税制改革法案の年内成立を目指していることを強調し

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・？

		リスク要因	備考	方向感
世界		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	-1	トランプ大統領の経済政策	・大型減税やHIAなどがリフレ期待を扇動	円安ドル高
	-2	トランプ大統領の経済政策	・日米経済対話の難航、米政府機関閉鎖のリスク	円高ドル安
		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
		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 安倍退陣リスク	・ヘッジ付き主体からオープン拡大へ？ ・名実共にリフレ政策の終焉を象徴することに	円安ドル高 円高ドル安
欧州		欧州関連懸念	・マクロン政権の不安定化 ・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		地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

(資料)筆者作成

たことが話題となった。同インタビューにおいてコーン氏は税制改革などを巡って「ライアン下院議長、マコネル共和党上院院内総務と緊密に作業を進めている」と述べ、議会運営の円滑化にも自信を覗かせている。周知の通り、昨年11月の当選直後から高まっていたトランプ政権による拡張財政政策(いわゆるトランプノミクス)への期待は完全に剥落していることから、今後出てくる前向きな材料は全てポジティブに受け止められる公算が大きい。軟着陸の兆しが見えないロシアゲート疑惑を筆頭とするキャンダルに加え、政権人事の混迷や北朝鮮情勢の緊迫化も重なり、当面は経済政策どころではないというのが実情に近いとは推測するものの、仮にリフレ期待を焚き付けるようなヘッドラインと共に減税(本国投資法含む)などの拡張財政の全容が明らかになり、トランプノミクス再稼動が1つのテーマとなってくれば米金利、ドルともに騰勢を強める可能性はある。

一方、①、③、⑤が想定以上の円安を招く可能性はあまり感じない。6月末のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演以降に強まった正常化ブーム、そしてそれに伴う円安・ドル安は既に収束しており、ブームがトレンドとして定着するのではないかとの思惑は杞憂に終わったように感じる²。また、FRBの正常化プロセスは順調に続きそうではあるものの、相変わらず経済指標の力強さに支えられたものではなく、後述する北朝鮮のミサイル発射など外的ショックに対しては弱い印象がある。昨年12月から数えて3回利上げし、バランスシート縮小にまでコミットしているにもかかわらず、ドル相場が一方的に下落している現状を見ても分かるように、もはや市場はFRBの正常化はドル買い材料と見ていないのだろう。なお、本邦機関投資家による対外リスクテイクは相応に見られるが、既に見たように、経常黒字の積み上がりに照らした本年の基礎的需給は円買い超過のイメージが続いているのが現状である。

急浮上してきた地政学リスク

片や、円高リスクについては8月に入り、目立つものが複数あった。やはりその筆頭は⑧の地政学リスクの高まりであり、具体的には北朝鮮の挙動である。8月29日朝方、日本政府は北朝鮮による弾道ミサイル発射を発表し、人工衛星を通じて自治体などに対し緊急情報を伝えるJアラート(全国瞬時警報システム)が初めて運用された。これに応じて金融市場にも緊張が走っており、為替市場では従前の投機ポジションが円ショートに傾いていたことも手伝い、その巻き戻しと共にドル/円相場が一時期年初来安値(108.13円)付近まで急落した。北朝鮮のミサイル発射については静観することの多かった金融市場も、

² この点に関してはみずほマーケット・トピック 2017年7月4日号『ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～』やロイター外国為替フォーラム 2017年7月20日配信『「ドル安・円安」併存の限界』などの議論をご参照下さい。

さすがに日本上空を通過し、太平洋に落下する事態は無視できなかった模様である。北朝鮮によるグアム攻撃が懸案事項として上がっていた状況を踏まえれば、太平洋上へのミサイル落下は米国の大きな懸念を招来する可能性があり、これを受けてトランプ大統領からも「すべての選択肢はテーブルの上にある」との声明が公表されている。別の言い方をすれば、日本政府からの「苦情」だけでは済まない事態も視野に入り始めており、株よりも債券、為替であれば円、ドル、スイスフランといった通貨が選好されやすくなる地合いである。北朝鮮の姿勢が硬化しつつある状況を踏まえれば、今後も事態緊迫化を目の当たりにする中でドル/円相場が下値を切り下げられるリスクは否定できまい。もっとも「着弾しても円高なのか」という根本的疑問があることは否めず、⑧のリスクはセオリー通り考えれば円高リスクであるにせよ、円安リスクとしての懸念も秘めていると考えたい。

また、円安リスクでも言及したトランプ政権の経済政策運営は円高リスクにもなり得る（②-2 のリスク）。例えば、財政の面では、8 月中旬、選挙公約であるメキシコとの間の壁建設に関し、必要とあれば連邦政府機関を閉鎖してでも（財源を確保し）実現するとトランプ大統領が述べたことを受けてリスク回避ムードが強まり、円相場が上昇する動きが見られた。報じられているように、トランプ大統領と共和党幹部の間の確執は強まっている模様であり、債務上限引き上げ失敗に伴う政府機関閉鎖の可能性も否定できない。そしてそれは FRB の正常化プロセスを阻害する遠因になりうるだろう（閉鎖それ自体は実体経済活動の一部停止を意味するのだから、期間に応じて経済指標にもリアルな影響が出かねない）。ドル/円相場にとっては当然重石である。

なお、②-2 のリスクにはトランプ政権における通貨・通商政策の危うさも含まれる。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したい。

片や、前月から新たにリスク要因として加えた⑥の円高リスクに関しては懸念が後退している。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、一時 30% 台（一部は危険水域と見られる 20% 台）まで急落していた安倍政権の支持率は内閣改造後、約 1 か月弱で持ち直しが見られている。日本経済新聞社とテレビ東京が 8 月 25～27 日に実施した世論調査では支持が 46% まで上昇し、不支持（同じく 46%）と拮抗している。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円高リスクになることが不安視されたが、足許ではその可能性は後退したと言えそうである。なお、予測期間中（2018 年 12 月まで）には解散総選挙が必ず実施されることを踏まえれば、今後も安倍後任問題は市場で注目必至であり、支持率の推移はその都度、市場で材料となる可能性があるだろう。同じく、予測期間中には黒田日銀総裁の後任問題も注視されるが、首相の属人的な色合い（平たく言えば好み）に大きく影響されてきそうであり、やはり首相人事が最重要となる（この論点では予想が困難ゆえ、本欄では安倍・黒田続投との前提を置いている）。

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（⑦のリスク）としては政治への不安が消えたわけではない。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メルケル独大統領との総称としてダブル M（マクロン&メルケル）ないしメルクロンとの造語が飛び交うようになり、両首脳が存在が 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勢いづいた。しかし、就任後 100 日間が経過したところでマクロン大統領の支持率は急落しており、そうした論調は早くも陳腐化している。むしろ、独仏協調への期待がにわかに高まった経緯があるだけに、マクロン大統領がメルケル首相のリベラルな政策路線についていけなくなり、両者の溝がクローズアップされるような展開を警戒したいところである。また、2018 年 5 月までに実施されるイタリアの解散・総選挙が引き続き不安要因である状況も不変である。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ない以上、欧州政治は円高リスクとして視野から外すわけにはいかない。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、引き続き、どちらかと言えば円高を示唆するリスクの方が多く感じられる。7 月に浮上した本邦政治が不安定化するリスクは一旦後退しているものの、これに取って代わるように 8 月には北朝鮮による踏み込んだ挑発行為が見られており、これがリスク許容度の毀損と円買いを招いている。既に述べたように、トランプノミクスに対する期待が再点火するようなケース（②-1 のリスク）や世界的に中銀の正常化ブームが加速するケース（②-1 のリスク）などは、円全面安の下で本欄の想定を超えたドル/円相場の上昇が実現する恐れがある。しかし、それをメインシナリオと見るほどの蓋然性は今のところ感じられない。

◆ ユーロ相場の見通し～ECB も気にするユーロ高～

《ECB の金融政策の現状と展望～強まる為替への問題意識～》

ECB 政策理事会議事要旨：金融市場の反応に腰が引けているか？

8 月は ECB 政策理事会の開催がなかったものの、17 日には 7 月 20 日開催分の議事要旨が公表されている。9 月 7 日の政策理事会が注目を浴びる中、大きなヒントを提供する内容となっているため、取り上げておきたい。当該会合は 6 月 27 日の ECB 年次フォーラムにおけるドラギ ECB 総裁の強気発言（通称シントラ発言）に大きく反応した金融市場を諫めるような意図が見え隠れしたものだ。シントラ発言を踏まえれば、拡大資産購入プログラム（APP）の拡張可能性に言及した文言の削除やその縮小（テーパリング）方針に係るヒントなどが提供されると思われたが、基本的には「ゼロ回答」で終わった。しかし、その種の議論は秋（≒9 月 7 日）に行われると口にされたことが結局は市場の強気継続に繋がり、現状に至っている。同日の記者会見でドラギ総裁はシントラ発言から何らスタンスは変わっていないとの趣旨を強調したが、以下の議事要旨を見る限り、やはり金融市場（特に為替市場）の反応については腰が引けている様子が窺い知れる。

今回の議事要旨から読み取れるメッセージをまとめると、①金融市場の動きにオーバーシュートが懸念されること、②緩和的な金融環境は現行政策あつてのものであること、③APP のフォワードガイダンス修正などタカ派的な運営は誤解を招く恐れがあるため控えるのが望ましいこと、である。①～③を煎じ詰めれば金融市場に対して「調子に乗るな」というメッセージが透けて見えると同時に、やはりタカ派な情報発信に関して、政策理事会が相当神経質になっていることが推測される。

政策理事会の関心は債券よりも為替に

まず、①に関しては「経済・金融分析」の項における議論の中で「特に為替や債券を始めとして、いくつかの金融市場では前回会合からやや劣化（≒引き締め）が見られるものの、金融環境は引き続き経済を支援するものとなっている」と記述された後、とりわけユーロ相場の上昇に関して「将来的なオーバーシュートのリスクに関して懸念が表明された（concerns were expressed about the risk of the exchange rate overshooting in the future）」と明記されている。なお、こうした為替相場のオーバーシュートを懸念する記述は「経済・金融分析」の次の項である「金融政策スタンスと政策の考察

（Monetary policy stance and policy considerations）」でも見られており、政策理事会のムードとしてユーロ高への問題意識が強まっている様子が窺える。一方、債券市場では全般的なリプライシングが進んでいるものの、スプレッドの拡大は抑制されており、脆弱国（≒周縁国）も含めて回復基調にあることが指摘されている。シントラ発言以降の政策理事会の関心が金利よりも為替に移っていることが透けて見えるだろう。過去のみずほマーケット・トピック³などでも議論したように、ユーロ高を通じてただでさえ鈍い HICP がさらに下押しされることが懸念される以上、「正常化は進めたいが、ユーロ高は避けたい」というのが政策理事会の本音と見受けられるものの、それは無理筋である。

「金融状況は緩和策のおかげ」を強調

次に、②に関しては、緩和的な金融環境とそれが支える経済状況はあくまで現行政策あつての状況であると釘が刺されている部分も印象的であった。具体的には「好ましい金融環境を当然視することでは

³ 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。

きず、相当程度、大規模な金融緩和に依存している」と強調されている。また、この後には「そのように好ましい金融緩和状況はユーロ圏経済の浮揚にとって大きなサポートとなっており、物価目標への回帰にとっても必要と考えられる」とある。HICP が冴えない現状と併せて論理的に考えれば、正常化プロセスを進めることは容易ではないという結論に至るのが自然ではないか。さらに「物価目標のベースラインシナリオは極めて緩和的な金融状況に大きく依存しており、その金融状況は概ね現行の緩和的な金融政策スタンスに依存している」との記述も見られており、ハト派色は相当強いように感じられる。

市場の過剰反応に怯える政策理事会

先行きを考える上では③が重要である。議事要旨中には「現状の金融市場環境では、市場は新しく入ってくる情報に特に過敏に反応する」との懸念が表明されている。これは要するにシントラ発言以降の市場動向を揶揄したものと思われる、上述のユーロ急騰から連なる問題意識と考えられる。7月の政策理事会ではフォワードガイダンス文言の修正などについても幾分かの考察が与えられた模様だが、結局は「過剰な解釈や時期尚早となりかねないシグナルの伝達を回避することが現段階では最重要と概ね判断された」とある。こうした議論の結果としてフォワードガイダンスの現状維持が満場一致で決定された模様である。ここで上述のユーロ高懸念に話を戻せば、会合のあった7月20日時点のユーロ/ドル相場は同日の高値でも1.16585（EBS 参照）と本稿執筆時点（8月30日時点）よりも10%以上安いため、このままいけば9月7日会合でもタカ派寄りを受け止められかねない情報発信は回避する可能性が高いのではないかと。一言で言えば、政策理事会は市場の過剰反応に怯えているように見受けられる。

ジャクソンホール講演とその後

既に見たように、金融市場で注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるドラギ講演でもこれといった手掛かりが示されることはなかった。議事要旨では金融政策に関し「いずれの方向（in either direction）」にも調整できるような柔軟性を確保すべきだとの記述も見られており、方向感を探られるような情報発信すら忌避したかったのではないかと推測される。6月末のシントラにおける「デフレ圧力はリフレ圧力に変わった」との発言はドラギ総裁の名言として後世に記憶されるものになりそうだが、結局、ドラギ総裁ひいては政策理事会の本音を金融市場に巧く伝える表現としては不適切なものであったということなのだろう。後述するように APP 自体は技術制約もあって何らかの縮小的修正は不可避だが、実のところ、ECB のやりたいことはただそれだけである。HICP の騰勢に応じて金融緩和を撤回したいわけでもなければ、株価の上昇を警戒しているわけでもない。

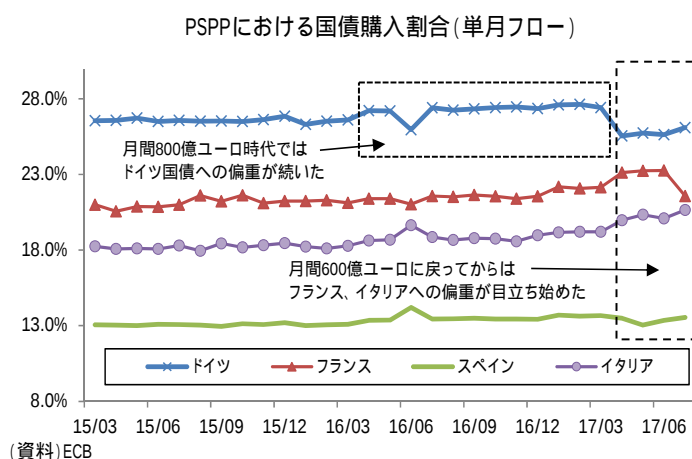
結局、ECB が着手しようとしているのは「正常化」ではなく「枠組み修正」といったほうが正確かもしれない。とすれば、このタイミングでは APP の仕様を修正した上で（具体的にはキャピタルキーに応じた購入を止めて、債務残高に応じた購入に切り替えるなど）、現状維持を図るのが賢明であるようにも思われる。こうした状況を踏まえれば、預金ファシリティ金利の引き上げやそのプラス圏への浮上が如何に遠い未来の話なのかが分かるだろう。

技術的難しさに直面する ECB

7月31日時点の公的部門購入プログラム（PSPP）の残高状況によると、月600億ユーロと設定されているAPPのうち、PSPPは約9割弱（今年4～7月で平均523億ユーロ）を占めるが、毎月報じられるように、この運営は着実に難しいものになりつつある。なお、巷の議論ではストックベースとフローベースの議論が混同されているように見受けられるので、まずこの点を整理する必要がある。PSPPが稼動した2015年3月以降、2年4か月分の購入累積であるストックベースで見た場合、各国中銀に割り当てられた購入義務（ECBへの出資比率であるキャピタルキーに応じる）を超えて残高が積み上がっているのは、乖離の大きい順にフランス、イタリア、ドイツ、スペインである。具体的にはキャピタルキー対比でフランスとイタリアが+0.8%ポイント、ドイツが+0.5%ポイント、スペインが+0.4%ポイント上振れている。なお、反対にキャピタルキーから大きく下振れているのがポルトガル（▲0.6%ポイント）、スロバキア（▲0.5%ポイント）、リトアニア（▲0.4%ポイント）である。

しかし、今、問題となっているのは毎月
の購入であるフローベースの議論である。

図にも示すように、特に月間800億ユーロから600億ユーロへ切り替えた今年4月以降、フランスとイタリアへの傾斜が顕著となっている。具体的には7月の実績ベースで見ると、イタリアは+2.6%ポイント、フランスは+0.9%ポイント、スペインは+0.6%ポイント上回っているのに対し、ドイツは▲0.2%ポイントと下回っている。財政黒字を実現しているドイツ国債は品薄で



あり、その分、政府債務の大きい南欧への傾斜が強まっているのである（ドイツ国債の購入は月間800億ユーロの時代に相当進んでしまった経緯がある）。なかでもイタリアの+2.6%ポイントはいくらPSPPがキャピタルキーに対して柔軟な運用を許容するといっても恐らく大き過ぎる逸脱だろう。ちなみに7月は落ち着いたものの、フランスも4～6月の3か月間は同様に+2%ポイント以上の上振れとなっていた。

実体経済の地力とは何ら関係が無い政策変更

このままいけばPSPPはフランスとイタリアの国債購入を主軸とするプログラムに成り下がることは明白だが、これは均衡財政を実現するドイツからすると愉快ではない。というのも、キャピタルキーはそのままECBにおける利益・損失の配分を決定するため、将来的にフランスやイタリアといった南欧国債からの損失が拡大した場合、これを最も被るのはドイツという話になる。だが、既に見てきたように、ドイツは地力で均衡財政を実現しているがゆえにPSPPによる国債購入の恩恵が受けられないという皮肉な状況にある。こうした「正直者が馬鹿を見る」を地で行く現状の修正をドイツが求めるのは当然だろう。むろん、「キャピタルキーの修正」というECBにおける構造改革が進めばクリアされる問題ではあるが、これは禁忌とされている雰囲気強く、近い将来に実現することはないだろう。とすれば、ECBがやるべきことは1つであり、PSPPの終了を見据えた縮小、要するにテーパリングである。

結局、主要国の中央銀行の中でも特に物価への拘りが強いECBが、冴えないHICPを度外視してまで

テーパリングを検討するのは、決して実体経済の好調に対応するわけではなく、もはやそうせざるを得ない状況に追い込まれているからにほかならない。確かに、単一通貨を司る国際機関としては特定国の国債購入に傾斜している現状が放置できないことは理解できる。だが同時に、そのような政策変更は実体経済の地力とは何ら関係がなく、文字通り「中銀の都合」である。そうした正常化プロセスが長続きするとは、筆者にはどうしても思えない。

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。