

中期為替相場見通し

2017年9月29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～予想の大枠は依然、変える必要なし～	
本邦政局と為替への影響などについて～総裁人事への影響も？～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～「寝た子を起こす」反対票～	P.4
米金融政策の現状と展望～中立金利低下が追認するイールドカーブフラット化～	P.6
円相場の基礎的需給環境～一変している需給環境～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクをどう捉えるか？～	P.10
ユーロ相場の見通し～露骨なユーロ高けん制への警戒を持つべき～	
ECBの金融政策の現状と展望～解せないユーロ買い～	P.13
補論:次期ECB総裁人事などについて～今度こそドイツ？～	P.17
ユーロ圏経済の現状と展望～ユーロ高の影響をどうみるか～	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

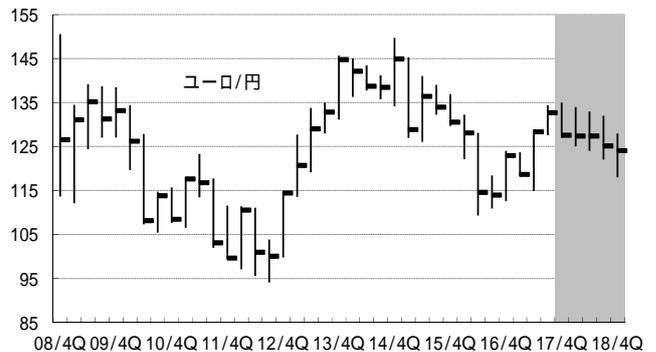
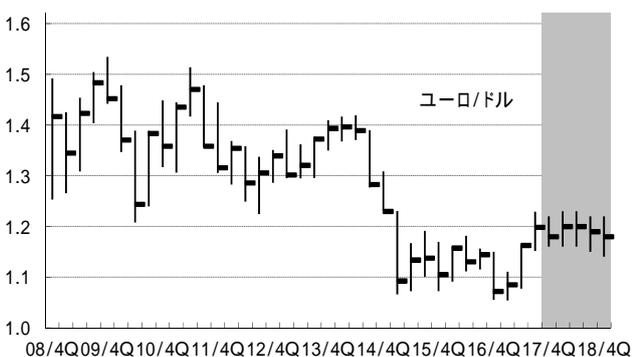
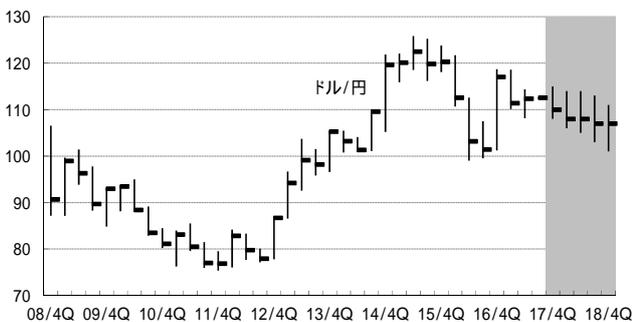
ドル/円相場に関しては「ドル高修正の中での円高」という従前のシナリオを維持する。9月 FOMC を経て、「年内利上げ見通しの維持」がドル買い材料となっているものの、真の注目点は「中立金利の低下」だろう。「利上げの終点」である中立金利が切り下がった以上、今後、必要とされる利上げの回数も減少する。今後、利上げペースが間延びすれば、一段とイールドカーブはフラット化しやすくなるはずだ。もちろん、メンバーの金利見通し(ドットチャート)通りに正常化が進めば、米金利がドル相場の下支えになるだろうが、そもそもドットチャートもスタッフ見通しも常に下方修正されてきた歴史を思い返せば、米金融政策をドル相場の支援材料と見なすのは拙速である。一方、14年6月以降のドル高が今年に入って半値押しの水準まで調整しているという事実を軽視するつもりもない。本欄見通しが「ドルは高過ぎる」という大前提に依拠してきた以上、これだけの調整が進んだことを受けて、来年にかけての為替見通しは従前とは違う評価軸も必要になってくるだろう。現段階では米金融政策がハト派に振れる余地があること、本邦の基礎的需給も円買いに傾斜していること、地政学リスクが断続的に煽るであろうことなどを理由に円高・ドル安を見込むが、見通しの環境が緩やかに変わり始めているのも事実である。

片や、ユーロ相場はやはり反落が始まった。6月末のシントラ講演こそタカ派であったものの、その後ドラギ ECB 総裁を含む ECB 高官からの情報発信は市場の拙速な出口期待を懐柔しようとするものばかりであり、特に9月政策理事会におけるユーロ高けん制は露骨なものだった。元よりユーロ圏消費者物価指数(HICP)が冴えない状況に加えて、強烈な通貨高が重なったことで、域内物価環境は当面、正常化プロセスを支持しないものになる。こうした実情を市場も意識し始めており、もはや2018年1月以降に拡大資産購入プログラム(APP)が段階的に縮小され、廃止に至るとまで考えている向きは少数派である。本欄で予想してきた通り、できるとしても「縮小して延長」という対応にとどまる可能性が高い。これは利上げがさらに遠い未来となったことを意味する。また、予測期間後半にかけてはドラギ総裁の後任人事に絡んだ憶測も飛び交う地合いになるだろう。基本的にはバイトマン独連銀総裁が有力候補となるだろうが、これをことさら材料視する必要は無いと考える。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～9月(実績)	10～12月期	2018年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	107.32 ～ 118.60 (112.58)	108 ～ 115 (110)	106 ～ 114 (108)	105 ～ 114 (108)	103 ～ 113 (107)	101 ～ 111 (107)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.2092 (1.1784)	1.14 ～ 1.20 (1.16)	1.14 ～ 1.21 (1.18)	1.14 ～ 1.21 (1.18)	1.13 ～ 1.20 (1.17)	1.12 ～ 1.20 (1.16)
ユーロ/円	114.86 ～ 134.37 (132.66)	127 ～ 135 (128)	125 ～ 134 (127)	124 ～ 133 (127)	122 ～ 132 (125)	118 ～ 128 (124)

(注) 1. 実績の欄は9月29日までで、カッコ内9月29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～予想の大枠は依然、変える必要なし～

《本邦政局と為替への影響などについて～総裁人事への影響も?～》

幼児教育無償化と増税はバーターになるのか?

9月28日に召集された臨時国会冒頭において衆議院解散・総選挙(10月10日公示、22日投開票)が決断されており、金融市場ではこれを好感した円売り・日本株買いが進んだ。後述するように、解散・総選挙決断のタイミングに併せて報じられている財政政策の方向性を踏まえる限り、こうした相場の反応は理にかなったものと考えられる。元より政府・与党が野党勢力よりもプロビジネス・プロマーケットと見られている以上、その延命を意味する総選挙勝利は市場のリフレトレードを後押しする材料となろう。なお、小池・東京都知事が党首として立ち上げた「希望の党」の登場により、これを軸とする野党勢力が意外にも政府・与党の議席を食うという可能性もにわかに視野に入り始めている。これは想定外の円高を招来するリスクとして後述したい。

現状で報じられている政府・与党の政策方針を踏まえる限り、為替市場における円売りはごく自然な反応である。政府・与党は2020年度に基礎的財政収支(プライマリーバランス、PB)を黒字化する財政健全化目標を先送りする方針を固めたとされる。2019年10月に予定される消費増税(8%→10%)の方針は据え置かれる模様だが、この増収分の一部(約5兆円のうち、1兆円超)が幼児教育無償化などへ振り向けられると報じられている。必然的に財政健全化ペースは遅延するため、2020年のPB黒字化目標は後ろ倒しにならざるを得ないという話である。こうした事情を踏まえ、選挙の争点は「消費税の再引き上げ」と「その用途の見直し(≒PB黒字化目標の先送り)」ということになりそうだが、「幼児教育無償化に1兆円」という新規公約は「2%ポイントの消費増税」のバーターとして果たして成り立つのか。多くの国民は後者に関し絶対回避という思いが強いのではないか。

より具体的には増収分の割当先として医療・介護だけではなく、現役世代も見込んだ「全世代型社会保障」といった費目も追加するという方針が報じられている。しかし、少子高齢化の傾向が続く以上、必要なことは費目の追加ではなく変更であるように感じられる。医療や介護、年金といった高齢者世代向けの費目から子育てや教育といった現役世代へ再分配するといった費目への振替に踏み切らなければ、いくら増税しても高齢者世代向けの費目が増税分を吸収する構図が続くことになるのではないか。今回、現役世代の溜飲を下げるように教育費目が追加されそうだが、この手法を採る限り、PB黒字の実現は見通せる将来にわたって難しいと言わざるを得ない。

FTPL、ヘリマネ論争再び?

為替相場においては円安が続いているが、現在入手可能な情報だけから判断するならば当然の動きと言える。税金の用途として高齢者ではなく現役世代(その中でも特に弱者に類する層)へ資源を割り当てるという判断自体は適切と考えられるが、費目が子育てであろうと教育であろうと、「お金に色はない」のである。教育であれ医療・介護であれ、無償化された部分は政府部門から家計部門へのばら撒きであり、これをその他財源で補填する判断が伴わないのならば、大量の国債購入を伴う日銀の現行政策もあって、財政ファイナンス状態へ一歩近づいたと見なすこともできよう。だからこそ円売りなのではないか(もっとも市場がそこまでの解釈に至っているのかは定かではないが)。元より、政府・与党は今年6月にまとめた経済財政運営の基本方針においてPB黒字化と債務残高の対名目GDP比の「安定的引き下げ」を併記し始めている。この動きを「PB目標の撤回」と読み替える向きはあったため、今回の財政

健全化目標の先送り自体に違和感はない。だが、増税により得た資源を新たな支出に使うという動きは、大規模な金融緩和が継続されている現状と併せ見れば、一時耳目を集めたシムズ教授の「物価の財政理論 (FTPL)」やヘリマネ政策の方向性に沿う動きにも思われ、それはやはり円売り材料と考えられる。

日銀総裁人事への影響

なお、上述したように、多くの国民は「幼児教育無償化に 1 兆円」を評価するよりも「2%ポイントの消費増税」を嫌気しているように思われるが、非自民の受け皿が乏しいことから、そうであっても総選挙結果は政府・与党勝利で概ね見えている。とすれば、国民の信認を得たという大義もあり増税路線は継続ということになる（さすがに今年 10 月に解散して、2019 年 4 月を前にもう 1 回増税の可否を問うために解散ということはないだろう）。

その際、日銀総裁人事にも小さくない影響が想定される。周知の通り、現行の黒田総裁率いる政策委員会とその下で実施されている大規模な金融緩和策は政府・与党の意向を色濃く受けている。今回の総選挙を受けて安倍政権が追認されれば、やはり現行の金融政策の路線を変えるという話にはなりにくいだろう。そこから得られる含意は黒田続投ないし中曾副総裁の昇格だろうか。少なくとも総選挙を経て増税路線が堅持されるのであれば、2019 年 4 月の増税が視野に入った段階で、日銀への追加緩和が催促されやすいはずであり、それは 2018 年 10 月や 2019 年 1 月といったタイミングが相当する。その際、政府・与党の事情を「付度」できる人物が望ましいと思われるが、2014 年 10 月のハロウィーン緩和時には 2015 年 10 月以降の増税判断（結局先送り）を巡って、緩和で応援した黒田総裁が梯子を外され、日銀と政府・与党との間に溝が生じたという声も見られた。その経緯を踏まえれば、必ずしも黒田総裁が本命にならない線もあり得る。現状では黒田続投が最もコンセンサスに近いと見受けられるが、消費増税の旗を降ろさないのであれば、過去の経緯も踏まえ、異なる人選も想定しておくべきかもしれない。

《日銀金融政策の現状と展望～「寝た子を起こす」反対票～》

表舞台に立ちたくない日銀

9 月 21 日の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで短期金利（無担保コール翌日物金利）を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度とする操作目標の維持を賛成多数で決めた。総括的検証およびその結果としてのイールドカーブ・コントロール (YCC) 導入 1 周年となった会合だが、周知の通り、YCC により「上手く表舞台から姿を消す」ことに成功した日銀の願いはただ 1 つ、「可能な限り現状維持」である。そうした大勢の予想に沿う格好で現状維持が決定されたわけだが、再び日銀を表舞台に引きずり出そうとする動きが出たことが耳目を集めている。

今会合から参加した片岡・審議委員が、現行の緩和策に関し「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は 2019 年度ごろに 2%の物価上昇率を達成するには不十分」と指摘した上で、一段の緩和強化が必要との主張し、反対票を投じたという。7 月 25 日の就任会見を見る限り、現行政策に特段の不满がある様子も見られなかったのでこの動きは意外感があった。まして、衆議院解散・総選挙を目前に控える政府・与党の事情に鑑みれば、余計にこのタイミングで動く合理性はないと思われたが、余程の強い拘りがあったものと見受けられる。現時点ではどのような対案をもって反対したのかは定かではなく、会見では当然これを問い質す向きも多くみられたものの、黒田日銀総裁は「主な意見」ないし議事要旨の公表における確認を待つように述べ、具体的な言及を

避けた。

なにゆえに反対？

それにしても失業率が **2.8%**まで改善し、各分野で人材不足が指摘される状況にあって、「労働市場に過大な供給余力が残存している」という指摘はかなり勇気が要るものであり、相当の理由と対案があるのが筋と言える。片や、全世界的に実質金利の低下およびその示唆する自然利子率の低下が議論されている以上、資本市場の利用者である投資家が直面する収益率が落ちている状況は確かにあり、その意味で資本市場に「過大な供給余力」は確かにある。だからこそ追加緩和を要求したというロジックは分からなくはない（しかし、



そうであれば何故対案がないのかはやはり解せない)。そうした思いがあるのであればもっと就任会見時に現政策への疑義が呈されても良かったように感じられるし、何より **4**年間やってきた結果としてまだ「過大なスラックがある」という事実を踏まえ、従前政策の何が優れていて、優れていなかったのかを客観的に評価した上で具体的な対案があつて然るべきであったように思う。もちろん、「主な意見」や議事要旨でその内容が見えてくる可能性があるのですが本稿執筆時点ではこれ以上の詳しい議論は展開しようがないものの、「**2019**年度に **2%**に届きそうもないから反対。もっと緩和すべき」というのはあまりにも無責任な提案である。いずれにせよ続報を待ちつつ、同氏の言動を要注視していきたい。

「寝た子を起こす反対票」でリフレ派も分裂？

とはいえ、同氏の反対票は「焼け石に水」、ラフに言えば「空気を読めない一票」にとどまる可能性が高いだろう。もはや **2013**年**4**月の量的・質的金融緩和 (**QQE**) 導入を皮切りに勢いを得たりフレ政策に往時の威勢はない。**4**年間、これだけの策を打っておきながらコアベースはおろか総合ベースでも消費者物価指数 (**CPI**) は**+2%**に到達することはできなかったのだから当然である。また、その政策により演出された**+50%**以上のドル/円上昇をもってしても輸出数量を増えず、ゆえに実体経済への直接的な影響も期待されたものでもなかった。その間、無為に国債購入だけが進み、万策尽きた結果としてマイナス金利を導入し、民間部門のみならず政府部門からですら厳しい意見を投げかけられる事態に陥った。そこで苦肉の策として提示されたのが現行の **YCC** だったはずである。見方を変えて言えば、前体制 (具体的には民主党および白川日銀) を全否定する証として導入された **QQE** を絶妙な匙加減で、体面が傷つかないように軟着陸させるための議論が **1**年前の総括的検証であり、その成果物が **YCC** という位置付けだったと考えられる。

こうした一連の試みを通じた結果、黒田日銀の政策を巡る議論は賛成・反対両論陣を巻き込んで「手打ち」にすることで決着し、**YCC** 導入以降は現状維持で本心が一致していたと筆者は理解していた。そうした状況下、日銀は隙を見て、いずれ無理がたたるだろう現枠組みの修正を検討することもできるはずだった。こうして静かに「表舞台から去る」準備ができていたところ、今回の片岡氏の「もっとやれ」と

¹ みずほマーケット・トピック **2017**年**9**月**6**日『追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～』をご参照下さい。

いう反対票が入ってしまった。ゆえに、今回の反対票はあくまでその他委員からは支持が得られない「焼け石に水」であり続ける可能性が非常に高いと思われる。

だが、「たかが一票。されど一票」ということもなくはない。今回の片岡氏の動きによってリフレ派の中でも、これに触発される「強硬なリフレ派」と従前通り空気を読んで矛を収め続ける「普通のリフレ派」に分派される可能性もある（現に、今の政策委員会はリフレ派に亀裂が入った構図である）。例えば、今さら原田審議委員が追加緩和を強弁したりするのは難しいはずだが、絶対に動かないとも言い切れないだろう。他の審議委員においても同様である。また、世論に目を向けても、直情的に（理論的な裏付けも何もなく）追加緩和を支持する向きが出易いかもしれない。この点、今回の片岡氏の反対票が「寝た子を起こす」というリスクになることについて、一抹の不安は覚える。

【米金融政策の現状と展望～中立金利低下が追認するイールドカーブフラット化～】

FOMC：短期は強気、長期は弱気

9月19～20日に開催されたFOMCはFF金利誘導目標を1.00～1.25%で据え置いた一方、10月以降、米国債や住宅ローン担保証券（MBS）といった危機時に抱え込んだ大量の有価証券について段階的に縮小させる（再投資を停止する）方針を決定した。2015年12月に9年半ぶりの利上げに踏み切ったことに続き、正常化プロセスが新たな局面へ突入したことになる。注目された政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）は利上げに関し2017年に1回、2018年に3回のシナリオが維持された。見通し自体は現状維持だが、年内利上げ見通しの維持は市場予想対比で明らかにタカ派であり、これが米金利とドルの上昇を促している。とはいえ、短期的に見れば、「年内利上げ見通しの維持」が今回のFOMCの1つの見所であったことは間違いないものの、その一方で中立金利見通しが3.00%から2.75%に引き下げられたことの方が、長期的に見れば、さらに重要な見所の1つであった。つまり、目先の金利見通しは強気を維持した一方、「利上げの終点」である中立金利見通しは弱気に振れたのであり、このこと自体は長期金利の低迷を予感させるものと考えべきだろう。会合後、ドル/円相場は騰勢を強めているものの、後述するように、筆者はドル安・円高見通しを変える必要性を全く感じていない。

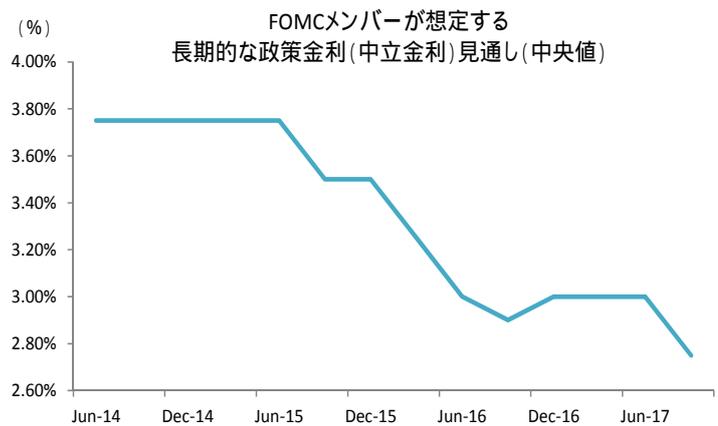
B/S 縮小ペースについて

保有資産の圧縮に伴うバランスシート（B/S）の縮小に関しては、10月以降、3か月ごとに「再投資停止額の上限」が引き上げられる建付けとなる。具体的には米国債については、当初の再投資停止額の上限を60億ドルに設定し、その後、月額300億ドルに達するまで、1年をかけて3か月おきに60億ドルずつ増やす計画となっている。一方、MBSについては、再投資停止額の上限を40億ドルから始め、月額200億ドルに達するまで1年をかけて3か月ごとに40億ドルずつ増やす計画となっている。つまり、将来的な減少ペースは最大で年間6000億ドル（「300億ドル+200億ドル」×12か月）まで想定されることになる。市場ではこうした減少ペースは非常に緩やかとの評価が多いものの、そのインパクトは当然にしてその時の債券市場の需給環境に左右されるため、やってみなければ分からないという側面も小さくないと思われる。それだけに利上げとの併存は危ういと筆者は考えるが、今回のFOMCではそうした懸念は少数派にとどまっている（先般の講演で見られたようにブレイナードFRB理事などは利上げを停止した上でのB/S縮小を提唱している）。

FOMC が追認するイールドカーブのフラット化

B/S 縮小計画自体は想定されたものであり、そのペースも想定範囲内ではあった。だが、上述するように、ドットチャートに関しては強弱の論点が入り混じっており、議論含みであったと言える。まず、**2018年3回、2019年2回**という利上げ想定はまだしも、年内利上げについてあと**1回**という想定はハリケーンや物価低迷の影響が限定的と評価されていることの表れであった。実際、記者会見でもイエレン **FRB** 議長は「(物価が) 今年目標を下回っているのは、年内に消える公算が大きい一時的な要因によるものだ」と述べており、「そのうち上がってくる」というスタンスは変えていない。また、ハリケーンが与える影響についても、「過去の経験上、中期的に見た国内経済の方向を変えるものではない」と声明文にも明記されている。全ての悪材料は一時的という整理である。

目先の材料を重視する金融市場では年内利上げ予想の修正に応じて金利・為替の水準調整を余儀なくされているが、中立金利がはっきりと引き下げられたことで、ドットチャートにおいてもいよいよ「利上げの終点」が視野に入ってきたことの方が遥かに重要と思われる (図)。仮に、ドットチャート通りに利上げが進んだ場合、**2019~20**年にかけては中立金利に到達する計算となる。もちろん、その間に米経済が過熱し、歯止めの利かない物価の騰勢が生じていれば



(資料)FRB

中立金利以上の利上げも正当化されるが、今の時点で現実的な想定とは言えまい。**2015年12月**に始まった利上げはそろそろ役割を終え、名実共に **B/S** 縮小に正常化のバトンが移っていきそうである。

「利上げの終点」である中立金利が下がる以上、イールドカーブはフラット化することになる。元より市場の想定する中立金利はより低い水準にあった可能性が高いが、今回の見通しを経て、FOMC 自身が、イールドカーブのフラット化を追認したような格好になったことは重要と考えるべきだろう。年初来、イールドカーブのフラット化がドル全面安の背景にあったと思えば、目先の正常化プロセスが進捗するからといってドルを買い進めるわけにはいかないのではないか。

為替見通しの大勢に影響なし

また、スタッフ経済見通し(表)に関しては、実質 **GDP** 成長率が上方修正、失業率が上方修正、個人消費支出デフレーター (PCE) が下方修正となっている。端的には「景気は良くなるが物価は上がらない」という見通しがさらに強まった格好である。イエレン議長率いる **FOMC** は物価の低迷を一時的と評価しているものの、会見ではその理由に関し「謎だ」、「原

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2017年9月時点

	2017	2018	2019	2020	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	2.2~2.5 (2.1~2.2)	2.0~2.3 (1.8~2.2)	1.7~2.1 (1.8~2.0)	1.6~2.0 n.a.	1.8~2.0 (1.8~2.0)
失業率 (6月時点)	4.2~4.3 (4.2~4.3)	4.0~4.2 (4.0~4.3)	3.9~4.4 (4.1~4.4)	4.0~4.5 n.a.	4.5~4.8 (4.5~4.8)
PCEインフレ率 (6月時点)	1.5~1.6 (1.6~1.7)	1.8~2.0 (1.8~2.0)	2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 n.a.	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	1.5~1.6 (1.6~1.7)	1.8~2.0 (1.8~2.0)	2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 n.a.	

(資料)FRB

因が何かを委員会がはっきりと理解しているとは私は言わない」などと述べ、自信なさげである。本欄では繰り返し議論しているように、もはやフィリップス曲線を前提とした物価先高観は信用できるものとは言えず、今後も低迷する物価を前提に金利は大して上がらず、ドル相場も軟調地合いを余儀なくされるというのが合理的な予想になってくるように思われる。

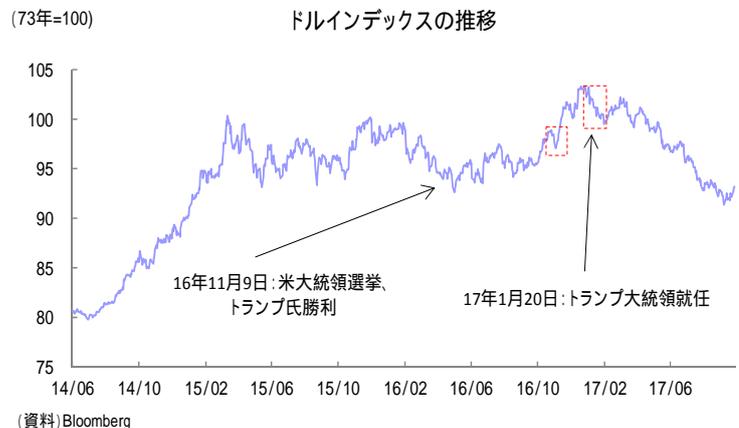
上述したように、今回の **FOMC** を受けて為替相場の見通しを変える必要は全く無いと考えている。現状から将来にわたっての金利・為替相場を見通す際、「そもそも年初来の米イールドカーブが何故ベアフラット化してきたのか」という基本に立ち返って考えてみるのが筆者の基本認識である。年初から起きていることをラフに言えば、インフレが実績・期待共に盛り上がらない中で米債市場では **FRB** の正常化プロセスに殆ど信認を抱かず、むしろ猜疑心の方が強まる状況が続いてきた。ピークから半値押しとなっているドルインデックスはそうした米債市場に沿って動いてただけだろう。「物価上昇に応じた金融政策の引き締め」という原理原則を脇に置いて正常化に邁進している以上、金利や通貨の上昇には限界があるというのが筆者の基本認識である。

《円相場の基礎的需給環境～一変している需給環境～》

ドル安が当然ではない局面に？

過去 2 年間、本欄では「実効ベースで見たドル高は行き過ぎであり、この調整は不可避。ついてはこれに伴って円高も不可避」という予想を据え置いてきた。周知の通り、この予想は **2017** 年に入りほぼ実現しつつある。調整はまだ途上であり、本欄で示しているように、予測期間中に **100** 円を臨む展開というのが **1** つの目処と考えている。昨年 11 月以降のトランプラリーなかりせば、既に 2017 年は 100 円割れ定着と考えていた筆者からすれば、105～110 円ではまだ円安・ドル高の域を出ないという印象である。

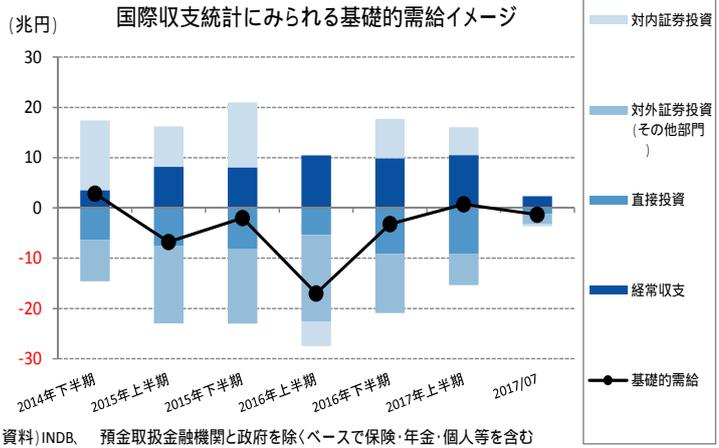
だが一方、実効ベースで見たドル相場に関し、ドルインデックスで見れば現状は **2015** 年 1 月以来の安値をつけており、**2014** 年 6 月以降で続いてきた今次ドル高局面について、ちょうど半値押しが完了した格好である (図)。半値押しが適切な調整幅かどうかは分かりかねるものの、「実効ベースで見たドル高は行き過ぎ」という予想の大前提に際立った進展がみられるのは確かであり、そろそろ次の予想の手掛かりも真摯に探し始める必要はあるだろう。



それは日米欧の金融政策や政治の行方であったり、地政学リスクの行方であったりする。特に、正常化が当然視される欧米の金融政策は元より、イールドカーブ・コントロールという枠組みの維持可能性が問われ始めている本邦の金融政策も耳目を集めてくる可能性はある。いずれにせよ「もはやドル安は当たり前ではないかもしれない」という思いも念頭に、丁寧に 1 つ 1 つの論点を見つめ直していきたいと思うが、この点、基本に立ち返るという意味で円相場の基礎的需給バランス (以下単に基礎的需給) を確認し、今後の方向性のイメージを作ることは有用だろう。

一変した基礎的需給環境

本邦 7 月国際収支統計を受けて、本欄で予想の指針とする基礎的需給の現状と展望を整理しておきたい。7 月の基礎的需給は約▲1.4 兆円と円売り超過となり、年初来（1～7 月）合計でも約▲6500 億円と辛うじて円売り超過の状況となっている。だが、前年同期（2016 年 1～7 月）が約▲16 兆円、2015 年の同期が約▲7 兆円、2014 年の同期が約▲8.6 兆円の円売り超過だったことを思えば、過去 3 年と比較して円相場の基礎的需給環境は一変したと言える。



本欄では繰り返し論じているように、この主因は本邦から海外への対外証券投資の減速であり、FRBの正常化プロセスに対する信認の大小に依存していることは言うまでもない。

需給は円安継続の難しさを示唆

冒頭述べたように、実効ベースで見たドル高について相当程度の調整が進んでいる中、今後を見通すにあたって徐々に新しい手掛かりを探さなければならない。この点、「基礎的需給環境が過去 3 年とは様変わりしている（円売り超過から円買い超過へ転じている）」という事実は重要な起点となるだろう。本欄では年初来、米イールドカーブがベアフラット化していることに注目し、市場が正常化プロセスを信用し



ていない可能性と、それゆえに対外証券投資も減速、基礎的需給が円売りに傾斜する展開を想定してきたが、現実はその通りになっている。この想定は 6 月末のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演で一時的に変わりかけたものの、結局、現在の米金利の長短金利差は年初来で最小まで縮小している（図）。このまま逆イールドを想定するまで悲観が極まる可能性を指摘するつもりはないが、少なくとも米金利市場のセンチメントがこうした状況で本邦機関投資家による対外リスクテイク（円売り・ドル買い）が加速することはやはり難しいと考えるのが自然と思われる。

実効ベースでのドル安が現実視されない状況になりつつあるとはいえ、今後見えてくる「新しい手掛かり」がドル高を示唆するとは限らない。とりあえず基礎的需給に関してはむしろ円安継続の難しさを示唆する状況となっていることは留意したい。

《メインシナリオへのリスク点検 ~ 本邦政局リスクをどう捉えるか? ~》

本邦政局リスクは燻ったまま

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。円高のペースは筆者の想定以上に緩やかだが、ドル安基調自体は継続しそうであり、予想の大

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	・欧米中銀の正常化が基調に、日銀孤立の鮮明化。	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「再」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、年末に再び債務上限問題。	円高ドル安
		FRB正常化プロセスの継続 ロシアゲート疑惑の混迷	・「B/S縮小+利上げ」の併存が継続。 ・トランプ大統領弾劾へ	円安ドル高 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
		本邦政局リスク	・衆院解散総選挙、政府・与党が想定外に議席喪失	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

枠はまだ変える必要がないと考える。とはいえ、過去の本欄でも論じたように、9月、ドルインデックスは2014年6月以降の上昇局面における半値押しまで調整している。また、9月11日には中国人民銀行（中央銀行、PBoC）が過去2年間実施してきた先物市場における人民元売り規制（銀行に対する中銀準備預金の強制積み立て）を緩和することを発表しており、これがドル安の強まりを受けた人民元高への処方箋であることは論を待たない。元安とその帰結としてのチャイナショック（2015年8月）はドル高局面における象徴的な事件であっただけに、今般のPBoCの動きは1つの節目の到来を感じさせるものではあった。かかる状況下、2018年にかけて「ドル相場は高過ぎ」という事実をどのように再評価していくべきなのかは1つの課題ではあろう。

そうした状況ゆえ、リスクシナリオを点検することの必要性もまた一段と増していると考えている。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たものが前頁表であり、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という認識は前月から変わっていない。なお、7月に円高リスクとして加えた本邦政局リスクについては扱いが難しいところである。安倍首相は9月25日の記者会見で衆議院解散・総選挙の実施を宣言したが、世論調査を見る限り、政府・与党の大勝は一応既定路線である。しかし、小池東京都知事が立ち上げた「希望の党」を主軸とする野党勢力が意外にも健闘するリスクが急浮上している。仮に、安倍政権が想定以上に議席を失うようなことがあれば、やはり円高リスクと考えるべきなのだろう。

「日銀だけ置いてけぼり」の構図は続かない

本欄のメインシナリオと相対する円安リスクという意味では、引き続き②-1の動きを注視したいところである。8月下旬に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て以降、特に法人税引き下げに関するトピックが断続的にヘッドラインに上るようになった。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。小康を得ているロシアゲート疑惑（④のリスク）が未だ軟着陸するかどうか予断を許さず、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法人税減税や本国投資法 (HIA) 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。

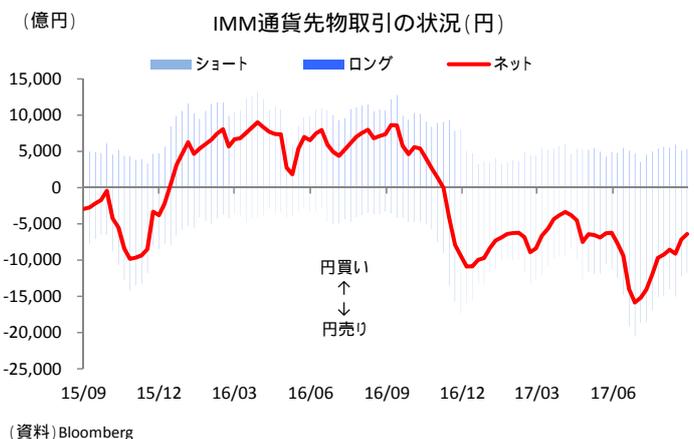
また、9月のFOMCを経て③のリスクを不安視する向きもあるかもしれないが、筆者はさほど心配していない。上述したように、9月FOMCが年内利上げ見通しを維持したことはタカ派的であったものの、「利上げの終点」である中立金利を引き下げたことは明らかにハト派的であった。正常化に必要な利上げの回数自体が減じられる以上、イールドカーブはフラット化しやすくなるはずであり、むしろ今後のFOMCがハト派化しやすい素地を作ったようにすら思える。B/S 縮小の影響は未だ検証されておらず、利上げとの同時並行を当然視する風潮は危ういと考えたい。

なお、FOMCのタカ派傾斜やECBの正常化方針発表(10月26日予定)を控えて、世界中銀が正常化へシフトし、「日銀だけ置いてけぼり」という論調が再び見られるようになってきている。この点、①の円安リスクに相当する出来事だが、これと全く同じことが今年6月末~7月にかけて起きたことを思い返したい。当時は6月27日のドラギECB総裁によるシントラ講演を受けたものだったが、結局は北朝鮮リスクなどが意識される中、一過性のブームで終わった。恐らく今回もそうなるだろう。後述するように、ユーロ高に怯えるECBが順当に正常化を進めるのは難しく、恐らく10月26日を節目として市場の過剰な正常化期待を断ち切る可能性が高いと筆者は考えている。

結果として、本邦機関投資家による対外リスクテイクもさほど期待出来ない。むしろ、既に論じたように、本年の基礎的需給は対外証券投資の失速と経常黒字の蓄積が合わさることで円買い超過に振れており。過去3年に見られたほどの勢いはない。

米政府機関閉鎖リスクは先送りされたまま

片や、円高リスクもある。上述したように、解散・総選挙において大勝が当然視されていた政府・与党が「希望の党」の登場を受けて意外にも議席を失うという展開がにわかに警戒される(⑥のリスク)。海外勢を中心に、現状の政府・与党をプロビジネス・プロマーケットの体制と整理している向きは多く、選挙での苦戦と政権基盤弱体化はそのまま円高・株安に繋がりがかねない。また、⑧の地政学リスクの高まりも無視できず、引き続き北朝鮮



の挙動が気になりである。8月29日に続いて、9月15日も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)が運用されるなど、緊張は続いている。金融市場は経験のある事態を落ち着いて処理する傾向にあるが、事の重大性が後退したわけでは全くない。為替市場では投機ポジションが円ショートに傾く状況が続いており(図)、依然として地政学リスクの高まりに代表されるようなリスクイベントは円高材料として処理される可能性が高いと思われる。依然、トランプ米大統領と金正恩(キム・ジョンウン)委員長の舌戦は続いており、傍目からはどちらがいつ仕掛けても不思議ではない状況が続いている。前月に続き、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

始めていると言え、予測期間中、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時間帯はやはりあるだろう。北朝鮮の姿勢が硬化しつつある状況を踏まえれば、今後と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」という根本的疑問は抱かれ、⑧のリスクはセオリー通り考えれば円高リスクだとしても、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）。9月に不安視された国債のデフォルト回避のための債務上限引き上げは大型ハリケーン「ハービー」の被災地支援のため支援策と一体で法律を成立させることで合意しており、当座の難を逃れている。しかし、現状の合意では債務上限の到達時期は12月15日であり、また2か月後には同様の問題が取り沙汰されることになる。今回はハリケーンという有事を契機として乗り越えることができたが、次回はまた事情が変わってくるだろう。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、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。今後、類似の展開が無いとは言えないだろう。断続的に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。政府機関閉鎖が現実味を帯びてくれば、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）。

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。現状、トランプ政権は自身のスキャンダルと北朝鮮情勢の緊迫化を背景に経済問題への関心が向きづらくなっている。しかし、基本方針として「対米貿易黒字は悪」、「対ドルでの通貨安は不当」という認識を抱いていることは間違いない。時宜を捉えて、思い出したかのように保守的な通貨・通商政策を振り回してくるはずである。そのほか欧州政治を巡るリスク（⑦のリスク）、特に2018年5月までに実施されるイタリアの解散・総選挙が引き続きかく乱要因である事実も変わっていない。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。本稿執筆時点の世論調査によると、「五つ星運動」の支持率が26.7%とレンツィ元イタリア首相率いる与党・民主党の支持率が26.0%を上回っている。

引き続きリスクは円高気味

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、筆者としては引き続き円高を示唆するリスクの方を重視したい。北朝鮮情勢の緊迫化が早晚収束する気配は感じられず、断続的にリスク許容度の毀損と円買いを招くことになるだろう。もちろん、アップサイドリスクとして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（①のリスク）などを受けて、想定以上の円安が促される恐れもあるが、諸要因を踏まえれば、可能性は決して高いものではないと考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～露骨なユーロ高けん制への警戒を持つべき～

《ECBの金融政策の現状と展望～解せないユーロ買い～》

あまりにも解せないユーロ買い

9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、注目された拡大資産購入プログラム（APP）については現行の月間600億ユーロの購入を今年12月末で継続し、必要ならば2018年1月以降も継続するという方針を据え置いた。

一方で、市場参加者が注目する購入額縮小（テーパリング）の行方については議論がスタートし、その決定の大部分が次回10月26日会合で行われることも認められた。APP縮小に係るスケジュール感には完全に市場参加者が想定した通りのものである。一部では今会合における仔細な決定まで期待する向きもあったようだが、前回7月20日会合で議論すらされていなかったものが、一足飛びに今回議論着手となり、決定に至ることは物理的に考えにくかった（しかも夏休みを挟んでいる）。

また、APP縮小と並んでもう1つの注目点だったユーロ高けん制の有無だが、これもはっきりと確認された。だが、10月のAPP縮小を当て込んだユーロ買いの勢いが勝っており、声明文やドラギECB総裁会見の意図したであろう展開にはなっていない。6月のシントラ講演から実質的に始まったECBの正常化プロセスは開始前段階からユーロ高という厄介だが当然予想されたハードルに直面しており、当面はこれに足を取られることになる公算が大きいだろう。本欄ではドラギ総裁就任から会見分析を続けているが、これほどはっきりとユーロ高をけん制したのは恐らく初めてである。

それにしても政策決定から声明文、会見の内容に至るまで全て本欄の予想通りではあったが、相場の反応だけは解せない。ECBは明らかにユーロ高を許容するつもりがなく、これ以上進めば必ずはっきりと止めにかかるだろう。1.20～1.25のレンジに関しては、高値警戒感を持ちたいところである。

ユーロ買いには相当な勇気が必要

今回の会見ではAPPの処遇とユーロ相場の水準について質問した一番目の質問者に対するドラギ総裁の回答が極めて長く、また、包括的なものとなっているのでこのやりとりから整理するのが良い。具体的には「APPに対する将来的なオプションを議論したのか」、「現状のユーロ相場の水準を問題と考えているのか」の2点が質問されている。ドラギ総裁は「今日の議論のとても短い説明をすることが両質問への回答となる」といった趣旨の回答をしており、会合のテーマがAPP縮小とユーロ高問題に集約されていたことを示唆している。

ドラギ総裁によれば今会合の議論のトピックは成長、インフレ、為替相場の3つであったとされ、最初の2つは当然にしても、最後の1つをはっきりと認めたことは相応にサプライズであったように思う。今会合では声明文でも「**the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the medium-term outlook for price stability**」との文言が挿入されており、ユーロ高が看過できない論点として浮上していることは間違いない。この声明文に関し、懸念されているのは「ボラティリティ」であって「ユーロ高」ではないのでユーロ買いを招いたという解釈も見受けられるが、最近の相場つきを見ればそのような解釈は詭弁と言わざるを得ない。敢えて波風が立たない「ボラティリティ」という表現を使ったのだ

ろう。ドラギ総裁は会見の中で「最近のユーロ高を受けて、ユーロ圏の金融環境は明確に引き締まった」とはっきり述べており、これを嫌気しているのはほぼ確実である。さらに「スタッフ見通しにおけるインフレ予測の下方修正は大部分がユーロ高に起因しており、それゆえ、将来的な政策決定において考慮すべき情報である」といった趣旨のことも述べられている。その上で、「前回会合では（ユーロ高への）懸念は2〜3名のメンバーからしか表明されなかったが、今回は殆どメンバーから表明された」とも強調されており、ユーロ高が政策理事会における懸念事項であることを喧伝しているようにすら見える。こうした状況下でユーロ買いを進めるのはやはり相当に勇気が要ると考えられる。

APP 縮小についてはヒント無し

なお、政策運営に関し実際的に注目される APP 縮小に関しては、具体的なヒントの提供がなく、10月26日を迎えてみなければ分からないのが実情である。「議論の大部分 (the bulk of these decisions) は10月に行われる」とも言われていることから、10月が非常に重要な会合となることは間違いない。質問者の中には過去のドラギ総裁の発言を元にして「毎月ないし毎四半期ごとに200億ユーロずつ減らすことなどを考えているのか」と具体的なロードマップの言質を引き出そうとする記者も見られたが、ドラギ総裁は「予断は持っていない (I don't)」と一蹴している。とはいえ、現時点で「200億ユーロ」を限界的な減額額と予想する声は多く、この数字を主軸に予想の形成が進むことになりそうではある。

ちなみに「10月会合で大部分決定」という事実自体は流動的であることも留意したい。ある記者からは「なぜスタッフ見通しが更新される12月ではないのか」といった質問も見られた。これに対してドラギ総裁は「我々は準備できた時にアナウンスをする」という姿勢を強調しており、もし準備ができていなければ延期もあり得ることを示唆している。あくまで現状を踏まえれば、10月には準備ができるという現段階での読みであって、コミットしたつもりはないというのが正確な現状と見受けられる。

低インフレ・高成長のジレンマ

今回改訂されたスタッフ経済見通しは実質 GDP 成長率が上方修正される一方、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が下方修正されるという構図になった。懸案の HICP については 2017/18/19 年に関し、

ECBのスタッフ見通し(2017年9月)

	2016	2017	2018	2019
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年6月)	0.2	1.4~1.6 (1.4~1.6)	0.6~1.8 (0.6~2.0)	0.7~2.3 (0.7~2.5)
実質GDP (前回:2017年6月)	1.8	2.1~2.3 (1.6~2.2)	1.0~2.6 (0.8~2.8)	0.6~2.8 (0.6~2.8)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2017年が1.13、2018~19年が1.18。

+1.5%/+1.2%/1.5%となり、6月見通しから若干下方修正されている。これが主としてユーロ高の影響であることは声明文および会見でも認められており、だからこそ今回のドラギ総裁による明確なユーロ高けん制に繋がったという理解になる。だが、想定為替レートに関しては2017年が約+4.6%、2018~19年が約+8.3%とそれぞれユーロ高に切り上げられており、ECB 試算に基づけば、これは▲0.2~▲0.4%ポイント程度の HICP 下押しになるはずである。そう考えれば今回の下方修正は穏当にも思われ、それだけ個人消費を中心とする堅調な内需を評価した跡も窺える。だが、穿った見方をすれば、これから APP 縮小を決断しようとしている以上、物価見通しの露骨な下方修正が難しかったのではないかとこの可能性も頭をよぎる。

今回の会見において、ドラギ総裁は低インフレ状態を容認することについて強い反意を示しており、スタッフ見通しにおける **HICP** の弱さは必然的にタカ派的な政策運営を難しくする。例えば今回の会見では、強い成長と低い物価が併存する「低インフレ時代 (**a low-inflation era**)」に入っていることを踏まえ、「(こうした状況が) 定着するようリスクに備えるべきかどうか」を尋ねる記者が現れた。これに対し、ドラギ総裁は「低インフレに屈するべきかどうかということか。それは絶対にあり得ない」と強く否定している。また、類似の質問として「(金融危機前である) **2007** 年以来の高成長が実現されているにも拘らず、危機の最中よりも緩和的な政策が採られていることは多くの一般大衆にとって理解が難しい」という質問も見られたが、これに対しても「我々は **Fed** のようなデュアルマנדートを持っておらず、(雇用最大化ではなく) 物価安定を唯一の責務としている。**HICP** はまだ低いだから責務に従った緩和を続けるべき」といった趣旨の回答を行っている。いずれも「物価が騰勢を強めてこないのであれば緩和は継続が妥当」という基本姿勢が透けて見え、これから **ECB** がやろうとしている政策運営にとっては不都合な状況になりつつあるように思われる。

こうした **ECB** の抱える物価安定への強い拘りを前提とした場合、来年にかけて **HICP** 低下が見通され、しかも明示的にユーロ高への問題意識も高まっているのであれば、今後予想される「次の一手」が大胆な緩和縮小策である可能性は極めて低いと考えるのが自然に思われる。とすれば、やはり、足許で生じているユーロ買いについてはどうしても解せない。10月26日の決定を節目として上昇局面が反転するリスクは無視できないものになっていると考えたいところである。

クレー理事講演：ユーロ高とインフレ率の関係

なお、9月にはクレー **ECB** 理事の発言が材料視され、ユーロが売り進められる場面も見られた。クレー理事は「ユーロ圏の現在の回復は主に内需にけん引されているため、世界的な金融危機後と比べて、ユーロ高が成長に及ぼす影響は小さなものになるのかもしれない」との認識を示しつつも、「為替への外因的なショック (**exogenous shocks to the exchange rate**) が長引けば、金融の状況の正当化されない引き締め (**an unwarranted tightening of financial conditions**) が起こり、インフレ見通しにも望ましくない影響が及ぶ可能性がある」との基本認識も示され、市場は後者の発言に反応した格好である。要するに、ユーロ高が続けばインフレ率が下押しされ、結果として緩和が長期化する可能性があるという話である。この点、講演では為替レートが輸入物価を通じて国内物価に与える影響度 (いわゆるパススルー効果) に関して仔細な分析が披露されている。

クレー理事はパススルー効果に関し、最近 2 年間における低下を指摘している。この背景としては過去の研究などからパススルー効果は金融政策の枠組みや輸入品構成、貿易統合度合い、貿易決済の状況、国際的なバリューチェーンの存在に左右されると述べた上で、総じてグローバル化の進展によりインフレ率のボラティリティが低下したことが多くの先進国におけるパススルー効果の低下をもたらしていることを第一の理由として挙げている。これはユーロ圏で言えば、ユーロ建て決済の比率が高まることによって機械的にパススルー効果が減じられている現状が相当するとされている。この結果として、ユーロ圏消費者物価指数 (**HICP**) のパススルー効果は今世紀初頭と比較して 3 分の 1 以下まで低下していることが図表と共に示されている。それだけに今のユーロ高が金融政策運営にもたらす影響は大きくないというメッセージである。

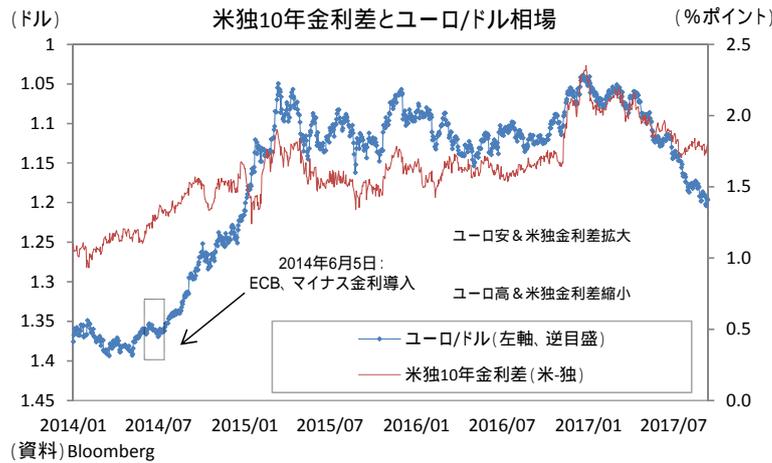
第二の理由として、より循環的な性質も挙げている。これは経済状況やそれに対する金融政策の反応

と関連するものである。理論的に言えば、輸出業者はコストに対して固定的な利潤（マークアップ）を乗せて価格を決めているわけではなく、将来的なコストや需要の変化を予見して価格を決めるはずである。ゆえに、実体経済の状況に応じて、パススルー効果も変化してくることになる。具体的に分析の中では **HICP** はユーロ下落時よりもユーロ上昇時の方が上昇しているケースの方が多かったという事実が示されている。要するに、ユーロが上昇している時、それは域内経済の好調を反映していることが多く、通貨高がもたらすディスインフレ圧力は確かに発生するものの、内需逼迫によるインフレ圧力で相殺できていたという話である。よりラフに言えば、景気が良く、それに伴って金融政策を引き締めてユーロが上昇している時に、それが原因で **HICP** が下がることを心配する必要は無いというメッセージになろう。実際、各種データを用いた結論として、クーレ理事は「パススルー効果の強さを決定するのは概ね経済状態であり、金融政策はその経済状態への影響を通じてパススルー効果に影響を与える」と結んでいる。為替の強弱だけで **HICP** は左右されないということが言いたいのだろう。直感的には正しいロジックだが、ユーロ圏 19 か国のファンダメンタルズはまちまちであり、例えば 1.20 以上のユーロ/ドル相場を安と感じるドイツもあれば、高いと感じるフランスも存在する。多くの加盟国でデフレギャップが残っていることを踏まえれば、後者の方が多いように思われ、だからこそ正常化プロセスの推進は限界があるというのが筆者の認識である。

「長く続いたら看過できず」が本音

いずれにせよ、ここまでの講演内容であればユーロ高にも拘らず正常化を進める **ECB** が想定されるところであり、むしろユーロ相場は続伸しても不思議ではなかった。だが、クーレ理事は「インフレ圧力が抑制される現時点では **ECB** の金融政策戦略における“中期的”が持つ意味も長くなりそう」との認識も示している。現状、マイナス金利政策も拡大資産購入プログラム (**APP**) もフォワードガイダンスとして“中期的”な物価安定を志向することが前提となっているだけに、この解釈が長期化されると市場の期待する正常化プロセスも鈍化せざるを得ないという話になる。

「緩和は長引きそう」という示唆が見られた以上、元より一方的に買われてきたユーロが手放されるのは致し方あるまい。しかも、その後続く「為替への外因的なショックが長引けば、金融の状況の正当化されない引き締めが起り、インフレ見通しにも望ましくない影響が及ぶ可能性がある」との発言は明らかにユーロ高を忌避する姿勢を露わにしたものである。要するに、ユーロ高は「長く続いたら看過できない」というのがクーレ理事



の本音と見受けられる。さらに注目されたのが、米独金利差とユーロ/ドル相場の関係に言及した発言であった。クーレ理事は「為替レートを動かす様々なショックの寄与度が時間と共に変化した場合、そのインフレに対する影響についてのわれわれの評価も変化せざるを得ない」と述べた上で、「ユーロの対ドル相場と米独の長期金利格差が乖離し始めていることは、そのような状況に入りつつあることを示唆して

いる」との見方を示している（前頁図）。直前までの文脈を踏まえれば、これは「ECBとしてユーロ高はもう看過できないものになりつつある」と言っているに等しいだろう。

やはり見通せる将来においてマイナス金利の解除が難しそうであることを踏まえれば、米独金利差に大きな変化が生じるとも思えず、4月以降のユーロの騰勢は性急に過ぎるという評価になりやすいのではないか。政策理事会での議論の叩き台となる案を作るのが役員会であり、その役員会の中で重要な役割を果たすクーレ理事からこのような情報発信が行われていることは10月26日会合のイメージ作りをする上で重要な手掛かりになるはずである。

（ 補論：次期 ECB 総裁人事などについて～今度こそドイツ？～）

次期 ECB 総裁レース。今度こそドイツ？

9月24日、バイトマン独連銀総裁がイタリアの国営テレビRAIとのインタビューで次期ECB総裁を決定する際は、国籍を理由に拒否権を行使することは認めるべきではないとの考えを示したことが報じられている。具体的には、レッタ元イタリア首相が、バイトマン氏が次期ECB総裁となった場合、「大惨事」になると発言したことを受けて（発言自体は承知していないと述べつつ）、「特定の国を除外すれば、EUやユーロのイメージ向上につながらないことは明白」と述べたという。端的に言えば、「自分が選ばれるべき」といった発言にも見受けられる。しかし、そのようなことを言うまでもなく、真っ当に考えれば、オランダ（ウィム・ドイセンベルク）、フランス（ジャン＝クロード・トリシェ）、イタリア（マリオ・ドラギ）と引き継がれてきた経緯を踏まえれば、今回はドイツ（バイトマン氏）となるのが最も無難だろう。また、今や先進国中最強との形容も付されるメルケル独首相が後押ししている²とも言われることもその思いを強める（バイトマン氏はメルケル首相の経済顧問を務めていた）。さらに、バイトマン総裁の任期が2019年4月、ドラギECB総裁の任期が2019年10月であるため、タイミングとしても頃合いと言える。現時点では、紆余曲折はありながらも、今度こそドイツと考えるのが妥当ではないかと筆者も予想している。

2011年よりは環境が味方している

なお、前回、イタリア出身のドラギ総裁となった経緯は、ウェーバー元独連銀総裁がタカ派的な主張を繰り返してきたことで周縁国の支持が得られなかったことが影響したと言われる。具体的には、ウェーバー元総裁は2011年4月に途中辞任しているが、これは国債購入を行う証券市場プログラム（SMP、2012年9月に廃止）の積極運用に対する抗議辞任という声もっぱらであった（表向きは「個人的理由で辞任」とされた）。当時の政策理事会のムードを肌で感じ、ECB総裁候補から自分で降りることにしたものと推測される。現在に目を転じれば、政策を巡る他国との温度差に関し、バイトマン総裁の置かれた状況は大して当時と変わっていないものの、債務危機を背景とする緊張がピークに達していた当時よりは充分、タカ派的な主張は受け入れられやすくなったと言える。

次期ECB総裁候補に関し、バイトマン総裁以外ではマクロン大統領の後押しでビルロワドガロー仏中銀総裁の名も取り沙汰されるが、そうなるとメルケル首相とマクロン大統領の代理戦争という様相を呈することになる。両者のポリティカルキャピタルの差に鑑みれば、勝負は見えているだろう（そもそもフ

² ブルームバーグ『次期ECB総裁にドイツ連銀総裁を、独首相ら主張へーシュピーゲル誌』2017年5月20日。メルケル首相やショイブレ独財務相は次期ECB総裁に関し、今度こそドイツ出身と主張していると報じられている。

ランスはトリシェ元 **ECB** 総裁の記憶がまだ新しい中で政治的に難しいはずである)。その他候補としては、前回の **2011** 年にはリーカネン・フィンランド中央銀行総裁やメルシュ **ECB** 理事の名が取り沙汰されていた。だが、メルシュ理事はともかく、フィンランドもまた、タカ派主張を好む加盟国の **1** つである。フィンランドが容認されるならばドイツで良いという話になるのではないか。

次期副総裁はスペインが濃厚？

ちなみに、総裁以前に副総裁の任期が先に到来する。現在のコンスタンシオ副総裁の任期は **2018** 年 **5** 月 **31** 日であるため、遅くとも **2018** 年 **1** 月のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）および **EU** 経済・財務相理事会（**ECOFIN**）では後任人事の勧告が行われるだろう。これを受けて欧州理事会（欧州委員会委員長＋各国首脳、いわゆる **EU** サミット）が特定多数決（**QMV**³）で決定することになる（こうした決定過程は総裁、副総裁、理事全て同じである）。副総裁に関しては、国籍バランスを考えれば、現状、**ECB** 役員会に席を持っていないスペインの出身者になる公算は大きい。今年 **3** 月時点でも、デギンドス・スペイン経済相が **2018** 年にスペインが役員会メンバーを送り込むことを確信していると述べている（実際にデギンドス経済相になるのか、リンデ・スペイン中銀総裁になるのかは定かではないが）。

スペインのような大国が役員会に席を持たないことには相応の問題意識がある。周知の通り、**2015** 年 **1** 月以降、政策理事会の投票権は輪番制となっているが、正副総裁で構成される役員会メンバーには常に投票権が付与されている。役員会の国籍は現状、ドラギ（イタリア）、コンスタンシオ（ポルトガル）、クーレ（フランス）、プラート（ベルギー）、ラウテンシュレーガー（ドイツ）、メルシュ（ルクセンブルク）である。つまり、輪番制で大国と指定される **5** か国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ）のうち、スペインだけが役員会に席が無い。現状の輪番制では、この **5** か国のうち **4** か国には必ず毎回投票権が付与される仕組みになっているが、裏を返せば **1** か国には付与されないことになる。つまり、大国にもかかわらず役員会に席を持たないスペインは「大国にもかかわらず投票権が無い」という会合を経験する唯一の国となっている（ちなみに輪番制が導入されて初となる **2015** 年 **1** 月会合がそうした会合だった。これはクジ引きで決められたので大きな意味は無いが）。

役員会に絡めて言えば、**ECB** 総裁がドイツ人になった場合、**2022** 年 **1** 月 **26** 日を任期とするラウテンシュレーガー理事は途中辞任を強いられるだろう。役員会は政策理事会の叩き台を作る役割を負っている。言い方を換えれば、役員会メンバーは役員会で叩き台を作った上で、政策理事会ですらに投票もできるため、政策運営において特に重要な立ち回りをすることになる。ゆえに、「役員会において、同一国に **2** つ以上のポストが付与されるべきではない」という不文律がある。直近ではドラギ総裁の **2011** 年 **11** 月の就任と引き換えに、同じくイタリア出身のスマギ理事が **2012** 年 **12** 月 **31** 日の任期満了を前に **2011** 年 **12** 月に途中辞任している（これはイタリア政府が総裁ポストを得るために要請したと報じられている）。いずれにせよ、バイトマン総裁誕生とラウテンシュレーガー理事退任はバーターになり、これにより **5** 大国全てが役員会に入り、丸く収まることになる。なお、ラウテンシュレーガー理事は銀行政策委員会の副委員長であるため、このポストに入る理事は銀行監督政策に明るい人物が選ばれるかもしれない。

³ 特定多数決方式（**Qualified Majority Voting**、以下 **QMV**）とは、一部の決議に対して閣僚理事会（例えば **ECOFIN**）が採用する投票の手続きである。主に **2** つの条件が満たされた時に特定多数決での可決となる。具体的には①加盟国の **55%**以上の投票が得られた場合（本書執筆時点では **28** か国中 **16** か国）、②支持国全体の人口が最低でも全 **EU** 人口の **65%**以上である場合である。この **2** つの条件を満たした時に **QMV** 決議となるため、同手続きは二重多数決（**the double majority**）としても知られている。なお、**QMV** 決議を阻止するためには **EU** 全人口の **35%**以上を占める加盟国 **4** か国以上の反対が必要となる（これは **the blocking minority** と呼ばれる）。

ドイツ人の ECB 総裁は危惧すべきなのか？

バイトマン総裁が ECB 総裁に就任すれば、ほぼ間違いなく ECB のタカ派化が市場で騒がれ、欧州金利は上昇、これに伴いユーロも買われる可能性が高い。だが、これは安直な反応だろう。政策理事会はあくまで多数決（役員会 6 票、各国中銀 15 票で計 21 票）であり、賛否同数の場合にのみ、ECB 総裁がキャスティングボートを握ることになっている。総裁がドイツ人になったからといって、それだけで政策運営がタカ派化することは考えにくい。また、上述したように、そのために政策理事会の叩き台を作る役員会において国別のパワーバランスが意識されているのであり、政策理事会に辿り着く前段階で相当のバイアスは削除されると考えるべきだろう。むしろ、総裁の地位にあるものが「最もタカ派で若い（バイトマン総裁はまだ 40 代である）」という構図が南欧を筆頭とする緩和志向の強い加盟国の敵対心を煽ってしまう不安はある。しかし、ドイツですら安定的に+2%を超えてこない物価環境を踏まえれば、細かな政策修正で摩擦があったとしても、政策理事会の分裂までを懸念する必要は無いと筆者は考えている。

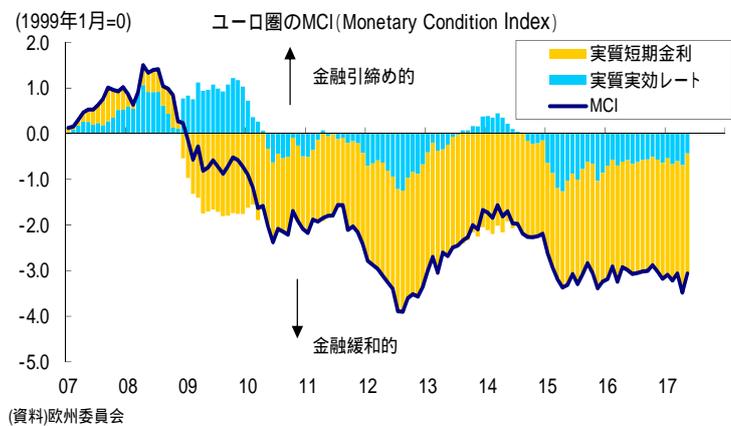
今後、ECB 高官人事に関しては様々な憶測が飛び交うことになろうが、まず現段階では、総裁はドイツ、副総裁はスペインを基本線として理解し、これにより過度に政策運営の方向感が振らされることは考えにくいといった論点を押さえておけば良いと思われる。

〈ユーロ圏経済の現状と展望～ユーロ高の影響をどうみるか～〉

ユーロ圏金融状況指数 (MCI) におけるユーロ高

上述したように、9 月に入って以降、為替市場では高止まりするユーロ相場とこれに対する ECB の基本姿勢がしばしば注目されるようになってきている。この点、欧州委員会が月次データとして公表する金融状況指数 (MCI : Monetary Condition Index) は今後参考にしたい計数の 1 つである。MCI は実質短期金利と実質実効為替相場 (REER) の観点から金融状況の緩和（もしくは引き締め）度合いを判断する指標であり、月次でその動向を捕捉できる。現状のように、一部懐疑的な見方を残しながら金融政策の正常化が模索されている局面において「次の一手」を読む上では有用な材料となるだろう。指数は実質短期金利と REER を「6:1」のウェイトで加重平均し、1999 年 1 月を基準時点として算出されている。図示されるように為替相場に関しては、2013 年 8 月から 2014 年 8 月にかけて引き締め要因として作用していた時期があったが、この際のユーロ/ドル相場は概ね「1.30～1.40」のレンジにあった。

これが 2014 年 6 月に導入されたマイナス金利を機に一転して緩和要因となっており、今に至る。年初来でユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が減速しているため、それ自体は REER の下落 (MCI 上では緩和寄与) を強めるものではあるが、それとは比較にならないスピードで名目ベースのユーロ相場は上昇している。MCI の最新データは今年 5 月だが、そこから 4 か月でユーロ/ドルは約+10%、名目実効ベースでも約



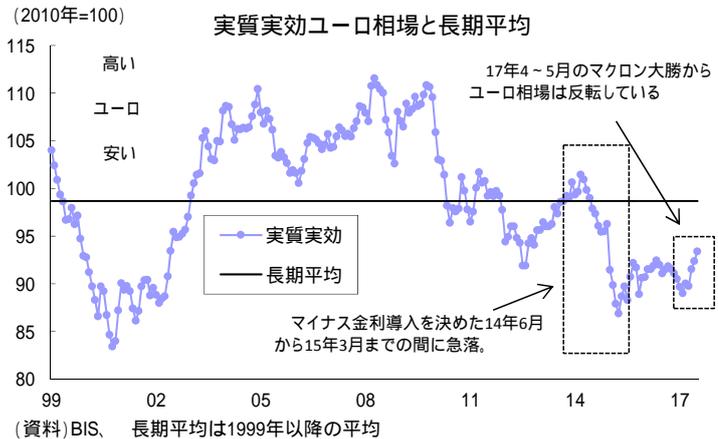
+3%も上昇した。今後、公表される MCI が引き締め方向に振れてくることは間違いのないだろう。なお、MCI で用いられている「6 : 1」というウェイト付けは OECD モデルにおいて各変数が GDP に与える影

響を勘案したものだが、これも絶対的なものではありえず、ユーロ高の影響が過小評価されている恐れもあるだろう。過去 1 週間においてドラギ総裁やクレー理事が相次いで示唆したように、ここもとのユーロ高が思ったよりも金融状況の引き締め効いている可能性は政策理事会ないし役員会でもはっきりと認められている雰囲気がある。

REER ベースでのユーロ高も限界に

なお、ユーロの REER に関し、理論的にはまだ上げ余地があるようには見える。国際決済銀行 (BIS) の算出する REER を参考にすれば、7 月時点で依然として長期平均対比▲5%程度割安となっている。

だが、図示されるように、REER ベースで見たユーロ安はやはり 2014 年 6 月以降に始まったものであり、マイナス金利導入を受けた売りに主導された側面が大きかった。この事実は当面変わらなそうであり、



、HICP の加速も期待できないことを踏まえれば、REER の平均回帰を当て込んだ予想形成は危ういと考えておくべきだろう。足許の水準 (2017 年 7 月 : 93.40) はユーロ圏の崩壊・瓦解が囃し立てられた頃の REER の安値 (2012 年 8 月 : 91.90) をようやく超えたところである。ここからさらに続伸すれば、REER に関し、「もはやマイナス金利後ではない」といった色合いが強まることになりそうだが、本欄でも繰り返し議論しているように、預金ファシリティ金利の引き上げに着手できるのは最速でも 2018 年後半、それが順当に進みプラス金利に復帰するとしても 2019 年以降というのが現状である。REER ベースでのユーロ上昇もそろそろ天井が近いというのが実情ではないか。

実際、9 月に入ってからドラギ総裁を含む ECB 高官が相次いでユーロ高を忌避する情報発信を行ったため、ユーロ相場はピークアウトが始まったように見受けられる。4 月以降、半年に亘って続いているユーロ買い狂想曲は、それ自体がもたらす副作用に ECB が着目し始めている中、その持続可能性を疑うべき局面に入ったと考えるのが妥当ではないだろうか。

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。