

中期為替相場見通し

2017 年 11 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～忍び寄る日米 FTA というリスク～

衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～次の緩和は「円高」か「消費税」～	P.4
米金融政策の現状と展望～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～	P.6
米通貨政策の現状と展望～忍び寄る日米 FTA～	P.8
円相場の基礎的需給環境～円買い超過の状況続く～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～日米 FTA や欧州政治不安～	P.11

ユーロ相場の見通し～再び方向感の無い局面へ～

ECB の金融政策の現状と展望～「弱気な強気」の正常化～	P.15
欧州政治の現状と展望～「優等生の右傾化」というリスク～	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

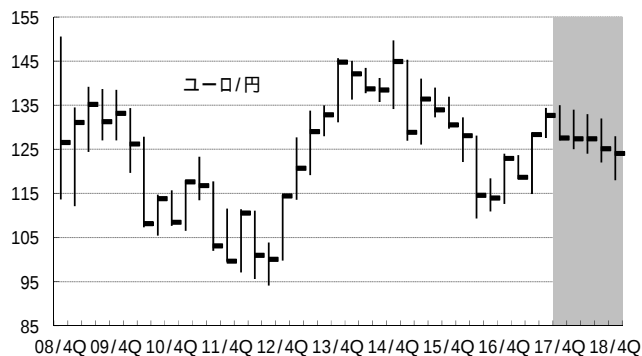
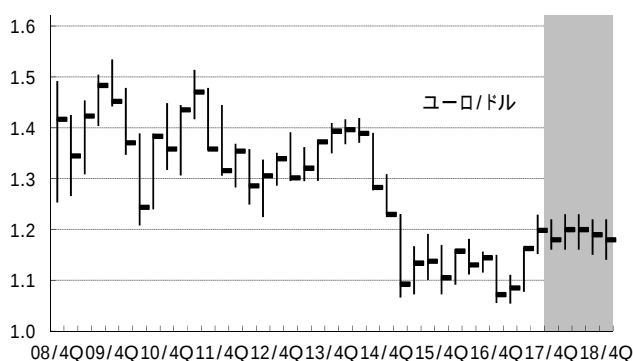
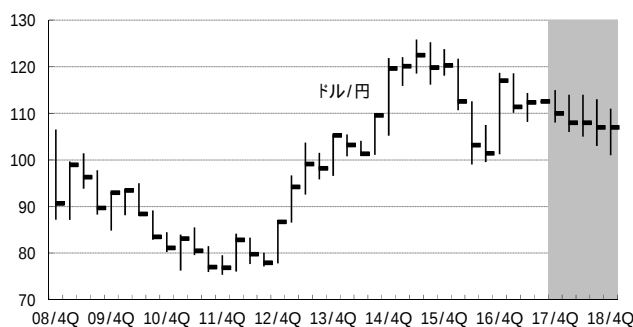
ドル/円相場に関しては「ドル高修正の中での円高」という従前のシナリオを継続したい。年初来のドルの実質実効為替相場(REER)は2017年9月末までに▲7.6%と相当まとまった下落幅を記録している。それだけに、さほど円高が進まなかったことは本欄にとって誤算と言わざるを得ない。これはドル売りの受け皿が円ではなくユーロやメキシコペソに散っていたことが原因だが、ECBの正常化プロセスは腰が引けており、メキシコ中銀も来年には利下げに転じるとの声が出ている。2017年上半期に見られたような両通貨の爆発力にはもう期待出来ないと考えるのが妥当だろう。実効ベースでのドル下落が大きく進んだことで今後の方向感を読む難易度はこれまでよりも増したと言えるが、筆者はこの流れはまだ続くと考えている。やはり、FRBの正常化プロセスに終わりが近づいていること、米通貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがありそうなこと、円がREERベースで依然割安であることなどを考慮すれば、ドル/円相場のリスクは上方よりも下方に広がっているものだろう。FRBが保有資産の圧縮を決断し、日経平均株価は16連騰を遂げ、投機筋の円ショートは3か月ぶりの水準まで積み上がるなど、ドル/円相場の押し上げ材料は出尽くしており、むしろ今後に関してはその反落を警戒すべき局面と考える。

片や、ユーロ相場は続落している。注目された10月の政策理事会では2018年1月以降の拡大資産購入プログラム(APP)の購入額縮小が決定されたが、会見内容などを見る限り「弱気な強気」との印象が拭えず、為替市場もユーロ売りで反応した。やはり通貨高を嫌気する中銀の正常化など、たかが知れたものということだろう。今回の決定を経て、ECBが利上げに踏み切れるのは最速でも2019年以降、プラス圏復帰まで見越した場合は2020年以降と今回の本欄の予測期間を超えた話になりそうである。もちろん、政策正常化に踏み出したこと自体は事実であるため、ユーロ/ドルのレンジが今年4月まで約2年間続いた「1.05～1.15」から「1.15～1.20」へシフトアップしたことは自体は予想して然るべきものである。だが、繰り返し論じているように、「1.20～1.30」の段階に移るためには、利上げひいてはマイナス金利解除の可能性まで視野に入れる必要があるだろう。かかる認識の下、ユーロ/ドルは再び方向感に乏しい局面へ入ったのではないかと筆者は見ている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～10月(実績)	11～12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 (113.87)	108 ～ 115 (110)	106 ～ 114 (108)	105 ～ 114 (108)	103 ～ 113 (107)	101 ～ 111 (107)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.2092 (1.1638)	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 ～ 134.50 (132.51)	127 ～ 135 (128)	125 ～ 134 (127)	124 ～ 133 (127)	122 ～ 132 (125)	118 ～ 128 (124)

(注) 1. 実績の欄は11月1日までで、カッコ内11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～ 忍び寄る日米 FTA というリスク～

《衆院解散総選挙を受けて～ 増税可否、日銀人事、政策への影響～》

現時点では揺るぎそうに無い安倍総裁の3選

10月22日投開票の第48回衆院議員選挙は自民党が283議席（公示前290議席）を獲得し、公明党の29議席（公示前34議席）と合わせ312議席となり、計465議席の3分の2を上回った。片や、政権交代を訴え誕生した希望の党は公示前勢力を下回り、49議席（公示前57議席）にとどまった一方、立憲民主党は54議席（公示前15議席）と公示前の3倍を超える勢力となった。ちなみに自民党、公明党、希望の党、日本維新の会、4党を合わせたいわゆる改憲勢力は約8割に達し、憲法改正が政治スケジュールに乗ってくる動きに今後は注目が集まろう（公明党は慎重姿勢だが、最終的には賛成に回るとの見方が多い）。全ては世論調査通りの結果であり、少なくとも現時点では2018年9月の自民党総裁選挙における安倍総裁の3選は揺るぎそうに無い。

増税は既定路線に

選挙結果を受けた東京時間の金融市場は円安・株高で反応した。ご祝儀的な反応は恒例の動きだが、敢えて解釈を単純化すれば「政府・与党大勝→リフレ路線の追認→黒田日銀路線の継続」であり、少なくともドル/円相場の重石にはならないだろう。次期日銀総裁人事に関しては黒田総裁の続投ないしその政策路線を継承できる人選にしかなるまい。全ては選挙前に目されていた通りの話である。とはいえ、金融政策の修正余地は乏しく、当面は財政政策、特に消費税引き上げ（8%→10%）判断の行方に注目が集まることになろう。

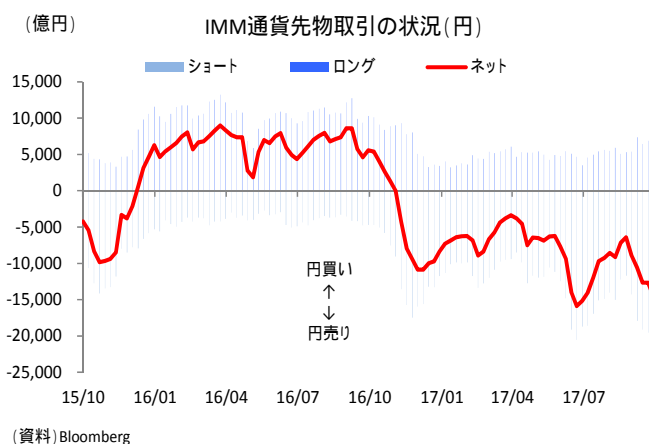
10%への引き上げは元々2015年10月に行われる予定であったが、増税後の景気冷え込みを理由に2014年11月、2017年4月への延期が決断された。この際、1回目の延期時に「再び延期することはない。ここで皆さんにはっきりとそう断言いたします。平成29（2017）年10月の引き上げについては、景気判断条項を付すことなく確実に実施いたします」と安倍首相は述べ、衆院解散総選挙に打って出た経緯がある。しかし、2016年5月の伊勢志摩サミット後、今度は2019年10月に再延期することを決断した。こうした流れを受けた今回の選挙において自民党は予定通りの増税を公約に設定しており、「3度目の延期」はさすがに可能性が低いと見るのが自然だろう。突如誕生した希望の党との比較でも、同党が増税路線の凍結を打ち出したのに対し、自民党がその継続を主張したことが対立軸として注目された経緯がある。さらに言えば、選挙前に自民党から打ち出された幼児教育無償化や保育所整備などを睨んだ全世代型社会保障は増税による財源確保が前提とされている。（なお、人口動態に照らし、この公約自体は適切なものと言えるが、財政再建に充当されるはずだった原資を流用するということは追加の赤字国債発行と同じであり、本来ならば高齢者向けの社会保障部分を相応に削減することなどが望ましかったと考えられる）。こうした経緯の後、これほどの「勝ち方」をしたのだから、やはり増税は既定路線と見ておくのが自然なだろう。

日銀人事や政策への影響

仮に2019年10月の増税を前提とすると、その金融政策への影響が議論される局面も出てきそうである。具体的には展望レポート公表を伴う2018年10月や2019年1月、4月、7月の日銀金融政策決定会合は増税ショックの減殺を睨んで追加緩和への催促が強まるのではないか。この点、3年前（2014年10

月 31 日) にハロウィン緩和というサプライズ決定があり、その直後に増税先送りが決断されたという事案があったことが思い返される。この一件を機に安倍首相と黒田総裁の間に溝ができたという報道も当時は見られており、これが尾を引いていると考えるならば黒田総裁の続投は難しいという考え方もある(その考え方に倣えば財務省 OB 自体が敬遠されるという読み筋になるかもしれない)。いずれにせよ、2016 年 9 月 21 日の総括的検証を経て、うまく表舞台から消えた日銀だが、来年度は増税ありきとした場合、国内情勢が「大人しい日銀」を許してくれない事態も視野に入る。

もちろん、本欄では繰り返し論じているように、国内情勢以前に FRB の性急な正常化路線が米経済の減速を招きドル安・円高に振れるという海外情勢の方が本欄の最も心配するところであり、これは本邦の選挙結果を受けても何ら変わることのない論点である。ゆえに、本欄の基本シナリオも変わりようが無いと考える。10 月 24 日時点の円ショートポジションは 128.2 億ドルへと 2017 年 7 月 25 日以来の高水準まで蓄積している(図)。これほどの投機の円売りを積み上げても 114 円タッチが関の山となっ



ているという事実を謙虚に踏まえた上で 2018 年の予想を検討したいところである。

《日銀金融政策の現状と展望～次の緩和は「円高」か「消費税」～》

理解が難しい片岡委員の挙動

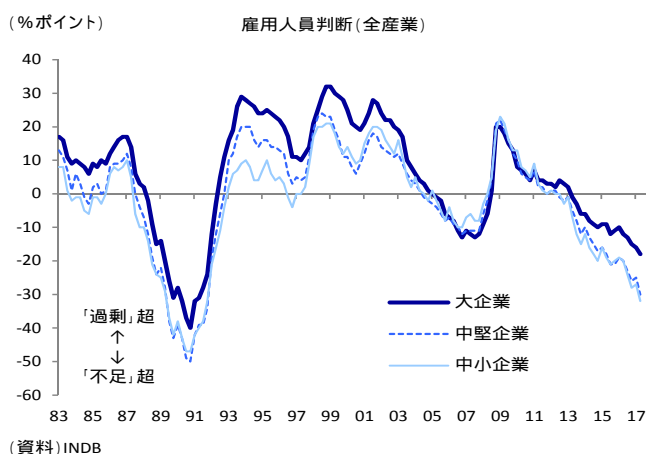
10 月 31 日開催された日銀金融政策決定会合は短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度とする長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)付き量的・質的金融緩和の維持を賛成多数で可決した。前回会合に引き続き、片岡・審議委員が議長案に反対票を当時、その理由は「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15 年物国債金利が 0.2%未満で推移するよう、長期国債の買い入れを行うことが適当である」とされた。なお、これは反対票を投じた理由であって、そうした議案提出を行ったわけではない(“提案”自体はしたのかもしれないが、採決に持ち込んだわけではない)。ちなみに、前回 9 月会合での反対票の理由は「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 年度頃に 2%の物価上昇率を達成するには不十分」だったので、それとは若干変わっている。

前回と今回の反対理由を繋げて推測するに、片岡委員の真意は「より長期の金利を引き下げる観点から、15 年物国債金利が 0.2%未満で推移するよう YCC を修正すれば、資本・労働市場に過大な供給余力が解消に向かい、2019 年度頃に 2%の物価上昇率を達成することが可能になる」といったところだろうか。だが、長期金利を押し下げるにしても、なぜポピュラーな 20 年物を選ばず、わざわざ取引のない 15 年物を選んだのか。いや、むしろ、ポピュラーだから 20 年物を選ばなかったのだろうか(つまりカーブフラット化による投資家へのダメージを軽減するためなのか)。

いずれにせよ、片岡委員からの情報発信は当面予定されておらず、また正式に議案提出が行われたわけでもない(今後行われる予定があるのかも分からない)ので、詳細はこれ以上分かりかねるが、15 年金

利を現水準から僅かに下押しすることが「資本・労働市場に過大な供給余力が残存している」状況を改善することに繋がるというメカニズムが現状では全く分からない。

いや、そもそも過大な供給余力という問題設定自体から解説が必要である。図に示すように、今や日本では企業の規模問わず、空前の人手不足であり、供給制約を背景とした成長抑制が不安視される状況にある（短観調査では生産・営業用設備についても類似の傾向が示されている）。なお、何故、議案提出を控えたのかも解せない。提出したところで反対されるから控えたのだろうか。それともまだ採決に持ち込むほど煮詰まっていない部分が大きく、今後予定しているということなのだろうか。いずれにせよ、



事前予想からそうであったように、片岡委員のこうした挙動以外に見所がないということが、今の日銀の置かれた環境が極めて安定的で落ち着いたものであることの証左であると言えよう。

片岡氏は最もピュア

展望レポート(表)からは引き続き苦しい物価の先行きが透けて見える。7月と比較した場合、2017年度は物価見通しが下方修正された一方、実質GDP成長率見通しが上方修正されている。また、2018年度に関しても、物価見通しが下方修正された一方、実質GDP成長率見通しが横ばいゆえ、これも2017年度と似たようなものである。要するに、巡航速度以上の成長により需給ギャップは改善しているが(図)、物価は上がらないという「ねじれ」が続いている。この点はリスクバランスの評価にも現れており、7月時点では経済・物価ともに下振れリスクが指摘されていたが、10月は経済のリスクバランスは均衡とされる一方、物価は下振れリスクへの傾斜が引き続き指摘されている。要するに、「ねじれ」は今後も続くということである。

もっとも、こうした論点は正常化に着手している欧米中銀(FRBやECB)にも共通するものであり、金融政策を運営する上で

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	+1.7 ~ +2.0 <+1.9>	+0.7 ~ +1.0 <+0.8>	
7月時点の見通し	+1.5 ~ +1.8 <+1.8>	+0.5 ~ +1.3 <+1.1>	
2018年度	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>	+1.1 ~ +1.6 <+1.4>	
7月時点の見通し	+1.1 ~ +1.5 <+1.4>	+0.8 ~ +1.6 <+1.5>	
2019年度	+0.7 ~ +0.8 <+0.7>	+2.0 ~ +2.5 <+2.3>	+1.5 ~ +2.0 <+1.8>
7月時点の見通し	+0.7 ~ +0.8 <+0.7>	+1.4 ~ +2.5 <+2.3>	+0.9 ~ +2.0 <+1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行



「グローバルな要因に基づくデフレーション圧力にどう立ち向かうべきか」という新しい課題である(先

週 26 日の ECB 政策理事会でドラギ ECB 総裁は「だとしても域内 (domestic) の要因はあり、それは金融政策で対処できるし、していくつもりである」と意思表示している)。かつての日銀 (2013~2014 年)と異なり、機械主義的に+2%を実現しに行くという姿勢はもはや失せており、構造的に上がらない物価を前に追加緩和で応戦しようとする向きは (片岡氏を除けば)、政策委員会ならび政府・与党においてもかなり少数派になっているものと考えられる。そういう意味では片岡氏は今の政策委員会において最もピュアという言い方もできるかもしれない。

次の緩和は「円高」か「消費税」

ちなみに、足許の政策運営に見どころがない中、内外からの照会において「次の政策変更は引き締めだと思うか、緩和だと思うか」という問い合わせをよく頂戴する。これは緩和と考えて差し支えないと考えている。本欄の想定通りならば、2018 年 1~3 月期にはドル/円相場は再び 110 円を割り込んでおり、同年 10~12 月期には 100 円台前半で推移している公算が大きい。FRB の正常化プロセスも難渋していることだろう。周知の通り、ECB は既に腰が引けている。このような中、日銀だけが周回遅れで引き締め動くことは容易ではあるまい。

実務的には、緩和手段がほぼ尽きていることから追加緩和が容易に検討されることもないだろうが、「次の政策変更」という問いにはやはり引き締めよりも緩和と答えたい。気の早い話であることを承知で筆者が最も警戒する日付を挙げるとすれば、早くて 2018 年 10 月、その後 2019 年 1 月、4 月、7 月などの会合は注意が必要に思われる。これは同時期にかけて円高が進んでいるであろうとの想定に加え、2019 年 10 月に消費増税が実施されるとした場合、そのショックを緩和する意図での緩和催促はやはり強まりやすいことを意識したものである。つまり、次の緩和は「円高」か「消費税」がキーになると考えられる。この点、+2%を原理主義的に追求しようとする片岡委員の提案はやはり主流になることは難しいということにもなる。

【米金融政策の現状と展望 ~ 危うい法廷弁護士のごとき政策運営 ~】

「そのうち上がってくる」の認識は変わらず

10 月公表された FOMC 議事要旨 (9 月 19~20 日開催分) では上がらない物価に対する不安感が確実に芽生えている一方、現行の正常化プロセスを止めるわけにはいかないという方向で意見集約が進んでいることが示された。懸案の物価に関しては多くの参加者 (many participants) が労働市場の需給ひっ迫が中期的な物価上昇に寄与しそうであるとの判断を継続している。また、今年の鈍い物価環境に関しても、「特殊要因または一時的要因の結果 (the result of idiosyncratic or one-time factors)」であり、時と共に失せるだろうと多くの参加者が判断している。要するに、「(物価は) そのうち上がってくるので心配ない」という従前の見解が追認されている。議事要旨中にも「ひっ迫する資源稼働率に対する物価反応のラグ (the lags in the response of inflation to tightening resource utilization)」を踏まえれば、物価の先行きにはむしろアップサイドリスクがあるとの指摘もある。

強い低インフレ懸念

もちろん、芳しくない物価環境を懸念する声も相応に強く、市場ではさほど材料視されていないが、やはり重要な問題意識と考えられる。例えば、何名かの参加者 (some participants) は技術革新が物価上

昇圧力を抑制し、その影響が強まっている可能性を指摘している。その他先進国においても低インフレが続いていることから、グローバルに共通した要因が米国のみならず全世界における物価環境の鈍化に寄与している可能性を指摘する声もある（この点、みずほマーケット・トピック¹で IMF 分析を題材に議論しているので参照にされたい）。要するに、低インフレはもはや世界的かつ構造的な現象であるという問題意識であり、昨今の経済論壇における最も旬な「謎（コナンドラム）」である。

また、2～3 名の参加者（a few participants）からはインフレ期待の低迷に対する懸念も示されている。この点、参加者の中では「根強い低インフレが示す含意（the implications of persistently low inflation）」に関して多くの重要な考察（a number of important considerations）が提起されたという。この文脈では基調的なインフレ率（≡コア PCE デフレーター）が+2%を恒常的に下回ることインフレ期待が押し下げられるリスクに言及があり、そうだとすれば適切な政策パスはインフレ期待を考慮に入れたものにならないと主張は見られている。結論として政策金利が低位に据え置かれる可能性にも指摘が及んでおり、連続的な利上げについて必ずしも満場一致で歓迎するムードが支配的なわけではない様子が見受けられる。

周知の通り、以上のような両サイドの議論はありつつも、FOMC の結論は「PCE デフレーターに代表されるインフレ指標が+2%に向けて安定する」というものであった。だが、9 月スタッフ見通しを策定する際、数名（several）の参加者が+2%への収斂に関し、当初想定よりも時間がかかる可能性を考慮したという指摘も見られるなど、低インフレへの懸念は強まっているようにも思われる。

法廷弁護士のような政策運営

以上のような議事要旨を通じて得られる印象はやはりハト派傾斜であり、どうしても議事要旨から汲み取れる議論と結果として出てくる結論の乖離が目につく。上で言及した IMF 分析や FOMC 議事要旨に限らず、「低インフレはもはや世界的かつ構造的な現象ではないか」という問題意識は近年、様々な場所で目にするものとなっており、繰り返しになるが、現在の経済論壇の主要トピックと言える。だが、仮に FRB が「構造的に物価は上がらない」という意見を主流として認めてしまうと、正常化の大義は「資産バブル抑制」と「将来的な利下げ余地確保」に集約されることになってしまう。前者はそもそも中央銀行の能力を超えており（バブルかどうかは事後的にしか分からない）、後者は実体経済を顧みない危険な政策運営である。年内 1 回・来年 3 回の利上げに加え、バランスシート（B/S）縮小方針の確定までを中心的な予想とし、それを持続するためには、物価の先行きに関し「そのうち上がってくる」という前提がどうしても必要になる。そのように考えると、現状の FRB は結論ありきの法廷弁護士のような政策運営に陥っているように感じる。

日々の経済指標などを受けて、米国経済は堅調だから引き締めても問題ないという言説を目にするが、そもそも緩和が継続されていたから堅調だったのではないか。利上げを続ければ家計・企業にとっての資本調達コストは上がり、消費・投資活動は減速する。金融引き締めは減速させるために行うのだから当然である。だが、現時点では経済の体温計であるはずの物価が上がらず、どれだけ引き締めにも耐え得る地力があるのかは率直に言って定かではない。少なくない市場参加者において、「そのうち上がってくる」という FRB の方便が信じられ、暗黙の内に連続的な利上げが肯定されている現状について引き続き筆者は危うさを覚える。

¹ みずほマーケット・トピック 2017 年 10 月 3 日号『「賃金と雇用の断絶」に関する IMF 分析について』をご参照下さい。

《米通貨政策の現状と展望～ 忍び寄る日米 FTA～》

為替報告書の見所

10月17日、米財務省は半期に一度の為替政策報告書を公表した。2016年4月から掲載がスタートした「監視リスト (Monitoring List)」は今回も健在であり、対象国は今年4月の6か国（中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイス）から台湾が除外され5か国に減少した。改めて監視リスト入りの基準を確認しておく、①対米貿易黒字（年間200億ドル以上）、②経常黒字（GDP比で+3%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（12か月でGDPの+2%以上）のうち、2つを満たすと「監視リスト」、3つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。前回同様、中国は①しか満たさないが、巨大な対米貿易黒字ゆえに監視リスト入りとなっている。この点、報告書では「4つの主要な貿易相手国が3つのうち2つの基準を満たしている」と述べた後、「それに加えて中国は米国の貿易赤字全体において不相応な比率（a disproportionate share of the overall U.S. trade deficit）を占めている」との言及がなされており、中国だけは対米貿易黒字の規模によって監視リスト入りが判断されたことが明らかにされている。こうした記述は4月を踏襲したものである。トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸があくまで「対米貿易黒字の大きさ」にある以上、中国は今後も徹底的にマークされよう。なお、監視リストの要約部分（Summary of Findings）の締め括りには「Treasury will closely monitor and assess the economic trends and foreign exchange policies of each of these economies」と太字で強調され、名指しされる5か国の今後は予断を許さないが、基本的には4月の判断を追認したものであり、市場では大きな驚きを持って受け止める向きは少ない。

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は17年10月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の 変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	357	1.3%	-0.1%	155%	-2.7%
日本	69	3.7%	3.5%	185%	0.0%
メキシコ	69	-1.7%	0.7%	-18%	-0.2%
ドイツ	63	7.7%	0.7%	268%	-
イタリア	29	2.8%	1.4%	51%	-
インド	23	-1.3%	-0.3%	-30%	1.8%
韓国	22	5.7%	-0.3%	84%	0.3%
カナダ	19	-2.9%	-0.2%	-45%	0.0%
フランス	14	-1.0%	0.3%	-26%	-
台湾	14	12.7%	1.5%	70%	0.9%
スイス	13	10.3%	1.3%	69%	8.7%
英国	-1	-5.1%	0.4%	-129%	0.0%
ブラジル	-5	-0.7%	2.9%	-13%	2.3%
ユーロ圏()	126	3.0%	0.8%	357%	0.0%

(資料)米財務省、米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「17年6月までの1年間」を対象としている。

日本に対する記述

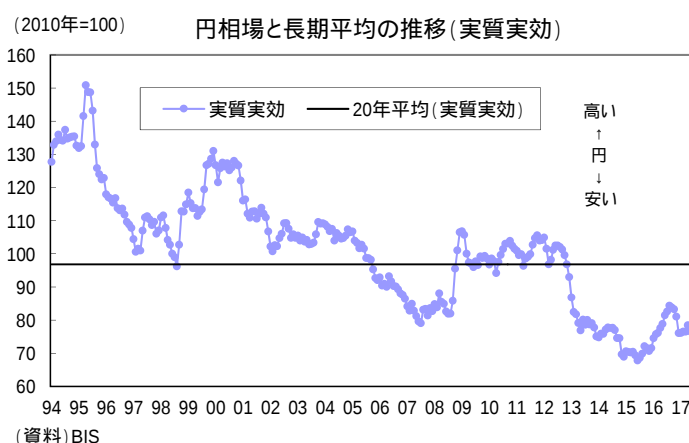
国別評価の部分を一読しても、日本だけを強く批判するような記述は見られていない。だが、国別評価欄ではないサマリーや国際経済動向などを分析した欄においてドイツ、韓国、台湾、スイスと並び経常黒字の大きな国として日本も名指しされており、これら5か国合計は+6780億ドル、世界のGDPの+0.9%に相当すると指摘されている（2017年6月までの4四半期合計）。ここで中国の名前が挙がっていないのは過去3年で黒字が微減しており、GDP比で見れば+1.3%と監視リスト入りの基準（+3%）を下回っているからだろう。裏を返せば、最初に挙げた日本を含む4か国はグローバルインバランスへの寄与と

い う観点で見た場合、「中国よりも問題が大きな国々」と米財務省から判断されていると考えられる。なお、国別評価欄でも「米財務省は日米間の巨大な貿易収支不均衡の持続を懸念している (Treasury remains concerned by the persistence of the large bilateral trade imbalance between the United States and Japan)」と前回 4 月分からの表記が据え置かれている。

また、「Executive Summary」の部分では IMF 分析を引用する格好で「2002 年に経常黒字だった 15 か国に関し、12 か国が 2008 年でも黒字を維持し、11 か国が 2016 年でも黒字を維持している。そして約 3 分の 1 の経常黒字が過剰である」との見方も示されている。その上で「これらの黒字は過剰に大きな貯蓄、とりわけドイツ、オランダ、日本そして韓国といった国々の企業貯蓄を反映している。これらは本来そうした国々の内需増加や他国からの輸入増加を支えるために使用できるものだった」といった皮肉混じりの指摘も見られている。さらに、懸案の為替についても IMF 分析を通じて黒字国に苦情を申し立てる格好となっている。具体的には以下のような記述が見られている：

- IMF は、それら黒字国の実質実効為替相場 (REER) は総じて過小評価されていると考えている。円は過去 20 年平均を 20% 以上下回っているし、ユーロは 4% 長期実質相場 (its longer-term real effective rate、※円同様、20 年平均の模様) を下回っている。

過剰な黒字国として名指しされた国のうち、円とユーロだけが REER ベースでの過小評価を指摘されており、特に円の割安感は大々く見積もられている。「長期平均に照らして 20% 割安」という指摘は今年 4 月から引き継がれているものだが、米財務省として何も思うところが無ければこのような指摘をする必要は無い。現状の円相場の水準に関し、不満を持っているのは確かと思われる。



忍び寄る日米 FTA 交渉のリスク

ここで 10 月 16 日に開催された麻生副総理とペンス米副大統領による第 2 回日米経済対話に目を移したい。米国側からは日米二国間での自由貿易協定 (FTA) 交渉開始を要望したことが報じられており、日本政府関係者の「ペンス氏から対日 FTA に強い関心を示された」とのコメントも報じられている。トランプ政権が多国間交渉よりも二国間交渉を望んでいることは周知の事実だが、4 月に開催された第 1 回経済対話ではこれを求められることはなく、今回初めて公式に要望された格好である。米国抜きの環太平洋戦略的経済連携協定 (いわゆる TPP11) について 11 月の大筋合意を目指している日本からすれば、二国間交渉ではそれよりも踏み込んだ要求を突きつけられるのは確実であり、特に農産物、天然ガス、石炭などの輸出拡大が米側の念頭にあるとされる。

今回の経済対話を 11 月 6 日に日本で開催される日米首脳会談の地均しと見る向きは多く、だとすればトランプ米大統領が直接、日米 FTA への希望を口にする恐れがある。二国間交渉に入れば、トランプ大統領が就任直後から述べていたように通貨政策の制限を企図した為替条項を盛り込むかどうか論点化

する可能性が高い。これこそが日本が最も恐れる展開である。就任後は北朝鮮を巡る地政学リスクの緊迫化に加え、政権人事の混乱も相俟って通貨・通商政策に対する発言は控えられてきたが、最近では北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉における先鋭的な態度が再三報じられている（トランプ政権は NAFTA 再交渉でも為替条項を盛り込む可能性に言及している）。

上述した通り、為替政策報告書では特筆すべき表現こそ見られなかったものの、米財務省が日本の対外経済部門（端的には経常収支や貿易収支）や円相場の現状について持つ不満が変わったわけでもない。過去の本欄でも議論したように、経常・貿易収支の不均衡が調整するためには①「量」、②「価格」のどちらか（もしくは両方）しかない（図）。例えば農産品での市場開放を拒めば、円高を通じた価格調整で交渉を進めてこようとするのではないか。1990 年代前半の貿易摩擦は自動車を対象品目として、その交渉過程で円高が進んだことは周知の通りである。現に為替条項をちらつかせているのは、これによって為替を円高気味に煽りつつ、農産品輸出に係る譲歩を引き出したいという戦略があるのかもしれない。1990 年代前半の貿易摩擦が 1 ドル 80 円割れの超円高を招き、結果的に産業空洞化を経てデフレの遠因となったという指摘もあり、日米 FTA の取り扱いが為替相場のみならず、日本経済にとっても極めて重要なテーマであることは思い返しておきたい。

もちろん、11 月のトランプ大統領訪日では北朝鮮情勢を視野に入れた協力体制の強化が先決であり、安倍政権を困らせるような貿易交渉は仕掛けてこないとの見方もある。筆者もその可能性は高いように感じているが、仮に日米 FTA 交渉がスタートした場合、為替相場においては極めて大きな円高になるという事実は覚えておくべきである。比較的、安全保障面で差し迫った事態にあるからこそ、交渉がスタートしてしまえば「強く出にくい」という側面もあるだろう。

日本の貿易収支が直面する3つの展開

「量」→輸出入、双方からの調整。

- 日本の輸出自主規制、米国の輸入規制etc

「価格」→価格、端的には為替レート。

- 「量」が不変なら「価格」つまり「為替レート」で。

「説得」→貿易赤字は「悪」ではない。

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

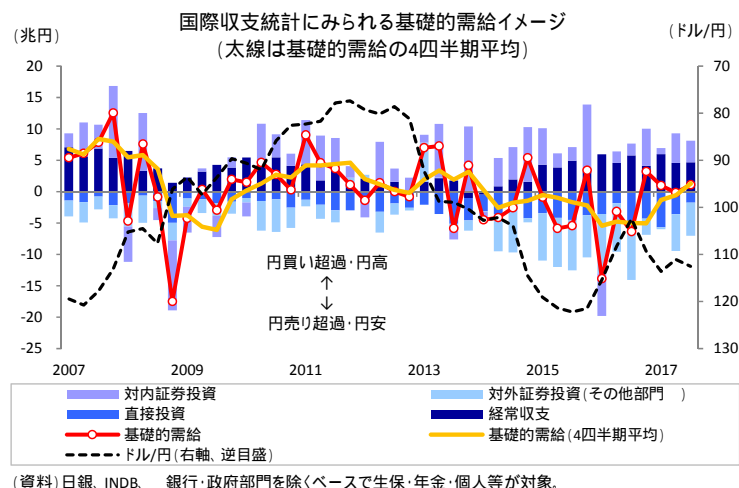
（資料）筆者作成

《円相場の基礎的需給環境～円買い超過の状況続く～》

引き続き円買い超過の地合い

本邦 8 月国際収支統計を踏まえ、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。8 月の基礎的需給は約+2.5 兆円の円買い超過となっており、年初来（1～8 月）合計でも約+1.9 兆円と円買い超過となっている。前年同期（2016 年 1～8 月）が約▲20.2 兆円、2015 年の同期が約▲8.1 兆円、2014 年の同期が約▲8.8 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が大きく変わったという評価は継続して良いだろう。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に依存していることは言うまでもない。年内 3 回の利上げ、バランスシート（B/S）の縮小までもが視野に入っているにもかかわらず、本邦投資家がこれに応じた米金利やドルの上昇に賭けるような兆候は見られず、円相場の需給が買いに傾斜する状況が続いている。なお、図に示すように、足許では円買いに傾斜した基

基礎的需給と高止まりしたドル/円相場の間
に「ねじれ」が生じているような印象が抱
かれ、ここからの円安予想の難しさを感じ
させる。国際収支から得られる以上よう
な基本認識が今後の円相場見通しを検討
する上での重要な材料となるだろう。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
が円買いに傾斜する展開を想定してきた
が、現実はその通りになりつつある。本欄では執拗に論じているが、やはり 上がらない物価を無理やり正
当化して行う利上げに市場参加者はついていけない。



またも叶わなかった 115 円

また、IMM 通貨先物取引に見られる投機筋の動きに目をやれば、尚のこと、円高への警戒は強まる。既に述べたように、対ドルでの円売りポジションは 2017 年 10 月 24 日時点で約 3 か月ぶりの水準まで積み上がっている。北朝鮮リスクの後退や FRB の B/S 縮小方針確定、ECB の量的緩和 (QE) 縮小期待などが円売り意欲を強めた格好だが、繰り返しになるが、ここまでの動きがあっても 114 円タッチがせいぜいであり、115 円には届きすらしなかったという事実を真摯に捉えたいところである。今年 5 月、7 月に続く 115 円へのチャレンジであったが、やはり今回も駄目であった。5 月や 7 月からファンダメンタルズが大して変わっていないのだから筆者は当然と考えるが、どうしても米経済の漠然とした強さを当て込んで円安に賭ける向きが後を絶たないことが気がかりである。昨年以降、そのような取引は、全く奏功していないことはそろそろ真摯に考えた方が良いでしょう。基礎的需給環境が円高を支持し、投機がポジションの巻き戻し (円買い) が警戒される状況でもこの程度のドル/円相場の水準しか維持できていない以上、やはり年内に再び 110 円割れで定着する地合いになる可能性は高いと筆者は考えている。

《メインシナリオへのリスク点検～日米 FTA や欧州政治不安～》

誤算の背景

最後に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」という基本認識の下、円相場もこれに巻き込まれ円高になるとの予想を続けてきた。実際、年初来のドルの実質実効為替相場 (REER) は 2017 年 9 月末までに▲7.6%も下落しており、単年としては相当まとまった下落幅を記録している。それだけに、それほど円高が進まなかったことは率直に言って誤算である。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に散っていたことが大きい (寄与度を算出すると、▲7.6%のうちユーロが▲2.2%ポイント、メキシコペソが▲2.0%ポイントと半分以上を占める)。しかし、ECB の正常化騒動は腰が引けた結果に収束し、メキシコ中銀も来年には利下げに転じるとの声が出ている。2017 年上半期に見られたような、両通貨の爆発力にはもう期待出来ないと考えるのが妥当だろう。

実効ベースでのドル下落が大きく進んだことで今後の方向感を読む難易度はこれまでよりも増したと言えるが、筆者はこの流れはまだ続くと考えている。やはり、FRB の正常化プロセスに終わりが近づいていること（≡正常化プロセスが米経済のオーバーキルを招いている恐れがあること）、米通貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがありそうなこと、円が REER ベースで依然割安であることなどから、ドル/円相場の下リスクは依然大きいと考えたい。そもそも FRB が B/S 縮小、日経平均株価の 16 連騰、投機筋の円ショート膨張等、ドル/円を押し上げる材料は大方出尽くしている印象が強く、むしろここから先、何がドル/円相場を押し上げるのか筆者は想像がつかない。

かかる状況下、筆者は 2018 年もドル/円相場の下落をメインシナリオとしている。だが、シナリオにはリスクもある。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

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	・「B/S 縮小 + 利上げ」の併存が継続。	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	・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	・安倍退陣に伴うリフレ志向の後退	円高ドル安
欧州		欧州関連懸念	・イタリア総選挙において「五つ星運動」が勝利 ・カタルーニャ混乱が域内各地へ延焼	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

リスクの方が多いという認識は前月から変わっていない。特に 10 月を終えた現時点ではトランプ米大統領の初来日を控え②-2、カタルーニャ混乱や各国総選挙を受けて⑦などに着目したい。どちらも円高要因と考えて差し支えないだろう。以下、これらを中心にリスクの点検を行っておきたい。

日米 FTA にまつわる円高リスク

とりわけ②-2 は重要な論点と考える。上述したように、第 2 回日米経済対話では、初めて米国側から日米二国間での自由貿易協定 (FTA) 交渉開始について要望があったことが報じられた。経済対話におけるこうした動きは 11 月 6 日に開催される日米首脳会談前の地均しと見られており、今後はトランプ大統領が直接、日米 FTA への希望を口にするかどうか注目される。日米首脳会談に関してはトランプ政権が年▲700 億ドルにのぼる対日貿易赤字の是正を要求する方針が報じられており、日米 FTA がこれを打開するツールのように位置づけられる展開は要注意である。

日米 FTA 自体は米国にとっても中期課題と言われているが、仮に交渉がスタートとし、為替条項が論点化するような機運が強まってくると相当厄介なことになりかねない。既に述べたように、1990 年代の貿易摩擦時に被った円高の二の舞は避けたいことである。日本にとっては基軸通貨国としての意向を「如何に口に出させないか」が勝負どころとなろう。既に見たように、米財務省の円相場に対する基本認識は、言葉こそ厳しいものではないが、決して現水準を容認しているわけではなく、「円は過小評価」が本音に近そうである。米政府高官の言動に応じた通貨高は時にヒステリックな動きになるため、リスクとして念頭に置くべきである。

欧州政局にまつわる円高リスク

もう 1 つ、10 月には為替相場として看過しかねる動きがあった。それはスペイン、カタルーニャ州独

立を巡る騒動や域内政治における右派台頭という動きである（⑦のリスク）。カタルーニャを巡っては紆余曲折があるが、まず 10 月 1 日に独立の是非を問う住民投票が実施された。結果は投票率 4 割にとどまったものの、賛成が 9 割に達しプチデモン州首相は勝利宣言を出した。その後、同首相は中央政府と対話を行う考えを示し、独立宣言を保留したため事態は一旦沈静化したようにも見えた。だが、27 日にはカタルーニャ自治州議会が独立に関する動議を賛成多数で可決し、再び事態は混迷を極めている。議会による独立動議可決を受けて、中央政府はカタルーニャ州の自治権を剥奪、直接統治に踏み切っているが、当地からは独立賛成・反対両派によるデモ行進の様子が伝えられるなど、沈静化の兆しは見えない。

本件に関し、欧州委員会率いる EU は中央政府以外、カウンターパートとして認めない意向を示しており、事態はスペイン政府の裁量に委ねられている。しかし、域内には分離・独立を巡って同種の問題を抱えている国・地域（スペインのバスク、イタリアの北部同盟、英国のスコットランド、ベルギーのフランドルなど）が多数ある。これらへ延焼した場合、欧州委員会は行政府としての対応を求められるだろう。そこまで至ってしまった場合、市場は本件を悲観材料として織り込まざるを得まい。

また、2018 年 5 月までに行われるイタリア総選挙が不安であることも変わっていない。周知の通り、9 月にはドイツ、10 月にはオーストリア、チェコの総選挙で極右勢力が台頭するという動きがあった。この雰囲気のままイタリアで選挙が実施されることはあまりいい流れとは言えないだろう。9～10 月を経て、円高リスクとしての欧州政治の存在が俄かに台頭してきたように感じられる。

円安リスクは無いのか？

そのほかのリスクに関しては前月から変わるものではない。本欄のメインシナリオの方向性と相対する円安リスクという意味では、引き続き②-1 から目が離せない。10 月 19 日、米上院は 2018 会計年度（17 年 10 月～18 年 9 月）予算の大枠となる予算決議案を可決しており、10 年で 1.5 兆ドルの税制改革案を含む内容である。予算決議を通過させたことにより、上院において与党・共和党が単独で税制改革法案を可決できる環境が整うことになる。トランプ政権下での大型減税がいよいよ議会審議されることになり、市場が 1 年がかりで囃し立ててきたトランプ政権の経済政策（トランプノミクス）の一部が動き出すことになる。本欄でも繰り返し述べてきたように、昨年 11 月の当選直後から高まっていた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。

とはいえ、税制改革案に係る報道も頻繁に行われており、ヘッドラインそれ自体に市場の大きなリアクションを見込むべきではないというのが実情だろう。むしろ市場参加者として想定すべきはこれらの減税が実行に移された場合の実体経済への影響であり、それは FRB の金融政策運営にも影響してくる話となる。だが、減税が景気を押し上げ、それにより FRB のタカ派色を強めるような展開になるにしても、それは本欄の予測期間を超えた話（2019 年以降の話）だろう。また、③のリスクを不安視する向きも依然あるが、筆者はさほど心配していない。そもそも B/S 縮小にまで着手した以上、今後、米金融政策を巡って新しいタカ派寄りの情報が出てくるケースはもう想定されない。むしろ、上がらない物価と完全雇用に到達する労働市場という 2 つの事実を踏まえると、ここから先の連続的な引き締めはそろそろ壁に突き当たると考えるのが自然である。結果として、本邦機関投資家による対外リスクテイク（⑤のリスク）もさほど期待出来ないと考える。

引き続きリスクは円高気味

以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、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。日米 FTA 交渉が本格的にスタートした場合、上述したような円相場の急騰までを視野に入れるべきかどうかは議論の余地があるにせよ、少なくともドル/円相場が上がる話にはまずなるまい。また、カタルーニャ問題は一夜にして問題解決に至る雰囲気は無く、イタリア総選挙は開催時期すら分らない。これらが想定外の円高リスクとして昇華される危うさは未だ見ておきたいというのが筆者の基本姿勢である。もちろん、円安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、年央に見られたような日銀「以外」の中銀における正常化ブームが加速し円キャリー取引が盛り上がるケース（①のリスク）などが想定以上の円安・ドル高を促す展開が無いとは言わない。だが、現状入手できる諸情報を考慮する限り、その可能性は決して高いものではないと引き続き筆者は考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～再び方向感の無い局面へ～

《ECB の金融政策の現状と展望～「弱気な強気」の正常化～》

「弱気な強気」を見せた ECB

10月26日に開催された ECB 政策理事会は①拡大資産購入プログラム（APP）に関し、2018年1月から9月までの9か月間は現行の600億ユーロから300億ユーロに縮小すること、②たとえ APP が終了しても、必要性がある限り（as long as necessary）再投資を継続すること（つまり残高は保つこと）、③主要リファイナンスオペ（MRO）および3か月物長期流動性供給（LTRO）に関し、固定金利・無制限方式を必要性がある限り（as long as necessary）、少なくとも2019年最後の積み期間までは継続することの3つを決定した。これらを軸に決定や会見の見所を整理してみたい。総じて「弱気な強気」が目立った印象であり、少なくとも年央のシントラ講演で誇示された威勢は充分失せたと言える。

まず、注目された①に関し、筆者の予想は「月250億ユーロに減額した上で、2018年9月末まで延長」であったゆえ、縮小幅はやや小さかったものの、ほぼ予想通りの決定であった。各国で極右が再び勢いを得つつある現状を考慮すれば、延長期間が6か月ではなく9か月であることは見えていた話であった。現状の域内政治ムードが続けば、同年5月までに実施されるイタリア総選挙はやはり脅威であり、この帰趨を見定めてからでなければ踏み込んだ正常化に踏み切ることにはできない。仮に、6か月延長（同年6月末まで）としてしまえば、今から半年後の3月の政策理事会で再び今回同様の議論をしなければいけない。その時、イタリアの政情がどうなっているのかは現状では分かりようがない。とすれば、9か月延長した上で、確実にイタリア総選挙が終わっている6月に政治的ノイズなく議論を進める方が望ましいに決まっている。金額を半額（300億ユーロ）とした理由は判然としませんが、将来、同じような決定を再びすることを視野に入れるのであれば、次の減少額（300億ユーロから150億ユーロ）が予想しやすくなるという思いはあるのかもしれない。

テーパリング（tapering）ではなく単なる小規模化（downsize）

今回は量的緩和を巡る標準的な語義、具体的にはテーパリングというフレーズについて、やや ECB の本意が浸透していない部分が未だあったように感じられた。本欄では何度か紹介しているが、改めて確認しておく、ドラギ ECB 総裁は2016年12月の政策理事会で月間800億ユーロを600億ユーロへ縮小した際、記者から「本日の決定とテーパリングの違いをはっきりと説明して下さい」と問われ、「その言葉（テーパリング）を中立的な目を見た場合、購入額が徐々にゼロに向かっていくということを意味します」と回答した経緯がある。ECB にとってテーパリングとはあくまで購入額ゼロ、つまり政策枠組みの廃止までを視野に入れた修正を指すものである。

今回の ECB の正常化を巡る騒動は今年6月27日のシントラ講演から火が付いたが、あの直後、市場はそうした真の意味でのテーパリングを期待していた。だが、その後のドラギ総裁を筆頭とする高官のトークダウンによって市場予想は昨年12月と同じ「縮小して延長」というコンセンサスに集約していった。これをテーパリングと呼ばないことは過去の経緯から明らかだが、今回のユーロ相場の反応に表れるように、市場は「結局、その程度の正常化しかできないのか」という解釈の下、売りが強まった。真の意味でのテーパリングに期待が強まっていたからこそその反応だろう。ドラギ総裁も「これは段階的縮小（tapering）ではない。単なる小規模化（just a downsize）だ」と述べている。

オープンエンドかクローズドエンドか

つまり、テーパリングかどうかは「政策枠組みの終了を見せるか否か」に依存している。その意味では、今回の記者会見で多用されたフレーズを借用するならば、「オープンエンドかクローズドエンドか」という争点で市場予想が形成されるべきだった。今回の記者会見でそれなりに注目を浴びた論点ゆえ、2018年6月はここが注目される公算が大きい。その割には、これまで ECB が争点として「オープンエンドかクローズドエンドか」というフレーズ自体をあまり見せてこなかったように思う。

ドラギ総裁は会見の問答において「オープンエンドかクローズドエンドか。どちらが適切かということは議論した」と述べ、「2〜3名のメンバー (a few members)」が終了日を示すもしくは終了に向かうにあたっての何らかの声明やサインを示すべきだと主張したことを明らかにしている。ゆえに、今回の決定が満場一致だったわけではない。この点、バイトマン独連銀総裁が会合翌日の27日にパリのドイツ大使館で講演し、「私の見解としては、明確な購入終了期日を設定することが適切だった」と述べているので、2〜3名のうち1名は同氏である。これにクノット・オランダ中銀総裁やハンソン・エストニア中銀総裁などが加わったのだろう。

「縮小して延長」のアプローチは今後もあるのか？

また、今回のような「縮小して延長」というアプローチを重ねることで確かに軟着陸は可能になるが、そうはいてもいつかは「今回で終わり」と宣言しなければならない瞬間はやってくる。今回は 600 億ユーロから 300 億ユーロへの縮小だったわけだが、次のステップとして 300 億ユーロから 150 億ユーロという縮小を当然視すべきなのかどうかは分からない。ECB は意図的に「突然の終了 (abrupt end to the purchases)」を回避してきた経緯があるが、どのタイミングで ECB が延長を宣言しないという選択肢を取るのかは市場参加者として興味深いところである。この点、記者会見では「この (月間購入額の 300 億ユーロという) 水準からであれば、直ぐに打ち切ることは可能なのか」という質問が出ている。要するに「もう縮小して延長する可能性は無いのか」という質問だが、これに対しドラギ総裁は「突然終わることは確実に無い。突然終わるということが我々のスタンスだったことは一度もない」と言質を与えていないが、オープンエンド型の枠組みである以上、可能性だけを言えば拡大もあるわけで何も答えようがないというのが実情だろう。予想されたことだが、一時は修正が議論された「If the outlook becomes less favourable, or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase the APP in terms of size and/or duration」の一文についてはそのまま据え置かれている。理屈上、また 600 億ユーロに戻ることもあり得る建付けになっている。

また、気の早い話だが、APP 終了後の利上げ見通しに関し、時間軸を尋ねる記者も現れた。同記者は FRB が量的緩和 (QE) 終了から 15 か月かけて利上げに至ったことと比較し、それよりも長いのか・短いのかを尋ねている。当然、ドラギ総裁は現段階では「決まった時間軸 (a fixed time frame)」はないと回答をせざるを得ない質問だが、QE 後の利上げに関心が及んでいるという事実は ECB が遅々たる歩みながらも、正常化に着手したという事実を改めて感じさせる場面であった。

再投資によるストック効果を強調

次に、市場ではさほど関心を集めていないように思われるが、②の決定も重要である。今回から声明文

に「the Eurosystem will reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the APP for an extended period of time after the end of its net asset purchases, and in any case for as long as necessary」との一文が挿入された。APP がオープンエンドと言いつつ、一応の期限を区切っているのに対し、この再投資方針はあくまで「必要性がある限り（as long as necessary）」続けられることになる。会見の中でもドラギ総裁は「我々は資産市場について議論しているのだから、ストックそれ自体がもちろん効果を生む」、「(今後再投資は) ますます重要になる」などの発言をしている。発言の背景にはフローの積み上げから撤退する一方で、ストックの蓄積を強調するという戦略があるのだろう。ドラギ総裁は頑なに否定するが、国債の購入可能性を巡る問題意識（いわゆる scarcity 問題）も厳然とある中、望む・望まないにかかわらず、ECB は再投資方針の効用を強弁していくことを志向しやすいはずである。しかし、FRB を例に取れば、QE 廃止から利上げまで 15 か月、利上げからバランスシート縮小（再投資停止）まで 21 か月かかっている。ECB が QE 廃止と再投資停止を決断する展開は、今の市場参加者にとってそれほど現実的な話ではなく、それゆえに重要性を主張されてもあまり響いていないというのが実情ではないだろうか。

固定金利・無制限方式延長の意味するもの

最後に、③の MRO および 3 か月物 LTRO に関し、固定金利・無制限方式を 2019 年最後の積み期間まで延長するとしたことの意味も考えておきたい。2008 年 10 月以来、10 年弱継続されている措置であり、延長が当然視されている風潮があるが、まがりなりにも正常化プロセスを推進しようという状況下で非標準的な政策措置の延長を(少なくとも)2019 年末まで宣言したことは踏み込んだ決断にも思える。この点、記者からも「この決定の重要性は何なのか。利上げと関連して読むべきなのか」という質問が出ている。要するに「2019 年末まで利上げはないのか」という質問である。もちろん、ドラギ総裁はそのような意図は一切無く、十分な流動性を確保させるための決定だと述べるに止まっているが、現実問題として、今回の腰が引けた APP 縮小により「利上げは 2019 年まで無理」との見通しがほぼ既定路線となった。意図的に関連付けたものでなくとも、「2019 年まではまだ広い意味で危機対応モード」という市場の思惑を補強する決定になった面はあるだろう。また、カタルーニャ問題を持ち出すまでも無く、域内政情できな臭い動きが再び目立ち始めている中、拙速にセーフティネットを切るわけにはいかないという思いもあるのだろう。

為替はやはり 1.20 でピークアウト

以上のような政策理事会の決定を振り返ると、600 億ユーロから 300 億ユーロへ縮小したという事実を除けば、基本的にはハト派色の強い決定だったように感じられる。本欄では繰り返し論じているように、為替相場の観点からは、金融政策の正常化に踏み出したこと自体は事実であるためユーロ/ドルのレンジが今年 4 月まで約 2 年間続いた「1.05～1.15」から「1.15～1.20」へシフトアップしたこと自体は予想して然るべきものである。だが、繰り返し論じているように、「1.20～1.30」の段階に移るためには、やはり利上げひいてはマイナス金利解除の可能性まで視野に入れる必要がある²。上述したように、利上げ自体が 2019 年まで危ぶまれる中、マイナス金利が完全に政策金利から撤廃されるのは 2020 年以降の話となるだろう。ユーロ/ドルは再び方向感のはっきりしない局面へ入ったと筆者は考えている。

² 直近では 2017 年 10 月 27 日配信、ロイター外国為替フォーラム『ユーロ本格反転への遠い道のり』をご参照下さい。

《欧州政治の現状と展望～「優等生の右傾化」というリスク～》

優等生の反乱：ドイツ、オーストリアの右傾化

9～10月には欧州のいくつかの国々で総選挙が実施された。9月24日の独連邦議会選挙で想定以上に極右政党（AfD：ドイツのための選択肢）が票を集め、戦後初めて右翼国家主義政党が議席を獲得したことが話題になったが、オーストリアでも同様の流れが生じ耳目を集めている。10月15日に行われたオーストリア総選挙では難民の流入抑制を掲げた中道右派の国民党が勝利し、極右の自由党などと連立交渉に入る展開となっている。国民党党首のクルツ氏は難民流入経路封鎖や難民を対象とする社会保障の削減を謳い、これが支持率の獲得に繋がったとされる。極右・自由党の得票率も過去最高に達しており、難民抑制で意見集約が可能な国民党と自由党の連立で過半数が抑えられる情勢である。なお、ユーロ圏ではないが、10月22日にはEU加盟国の1つであるチェコでも総選挙が実施され、反ユーロを掲げるポピュリズム政党が第一党に躍り出ている（党首のバビシュ氏は「チェコのトランプ」の異名を取る）。

これらの流れで注目すべきはドイツ、オーストリアというユーロ圏の代表的な健全国、いわゆる優等生と言える加盟国で起きた政局（右傾化）という点である。2009年末以降の債務危機でオーストリアという国名を耳にするケースは殆どなく、むしろオランダなどと共に「ドイツの主張に追随する国」というイメージが強かった。例えば、現在縮小が検討されているECBの公的部門購入プログラム（PSPP）が2015年1月22日の政策理事会で決定される際、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）のバイトマン総裁およびラウテンシュレーガーECB理事といったドイツ出身のメンバー2名に加え、オランダ中央銀行のクノット総裁やオーストリア中央銀行のノボトニー総裁、エストニア中央銀行のハンソン総裁なども反対したことが報じられている³。失業率などを見ても、これらの国々は軒並みユーロ圏平均よりも優れた状況を持つ国であり、「重債務国（いわゆる劣等生）の尻拭いなどしたくない」という思いを抱いている。そうしたドイツないしオーストリアといった国々の右傾化が示すのは、右派ポピュリズムの隆盛の背景にあるものが経済・金融状況ではなく移民流入などに起因する治安状況の悪化という事実だろう。そして、そのリスクの増幅装置であるシェンゲン協定やこれを象徴とするEUへの敵対心が民意として滲み出始めているのである。英国のEU離脱も、離脱派の言い分は経済・金融状況の悪化ではなくEUに端を発する国家主権の制限や移民流入の増加が理由に挙げられることが多かった。こうした理由は経済状況に関わりなく抱かれてしまうものである。

元々域外からの流入にEUは厳しい

なお、ここで1つ注意しておかなければならないポイントがある。それは「債務危機やテロを経てEUの開放的な理想は後退し、閉鎖的になった」という論調である。これは厳密には正しくない。確かにEUとりわけシェンゲン協定の締結国間ではパスポートコントロールが撤廃され、人の行き来が自由になった。だが、シェンゲン協定のような制度があるからこそ、域外から到来する人々に対しては元々厳格に接してきた経緯があり、不法移民に対してはそもそも寛容ではなかった。ラフに言えば、「一旦域内に入れば欧州人として平等に扱うが、そのハードルは低くない」というのが基本姿勢であり、その意味で2015年のメルケル独首相による無制限受け入れという判断が特異な対応だったと言える。10月9日、キリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）が難民の受入数を年間20万人以下に抑制する方針を提示したこと

³ 2015年1月23日のブルームバーグは「ドイツ連邦銀行のバイトマン総裁とラウテンシュレーガーECB理事が現時点でのプログラム導入に反対した。オランダ中銀のクノット総裁とオーストリア中銀のノボトニー総裁、エストニア中銀のハンソン総裁も、現時点でプログラムを開始することには慎重姿勢を示した」と報じている。

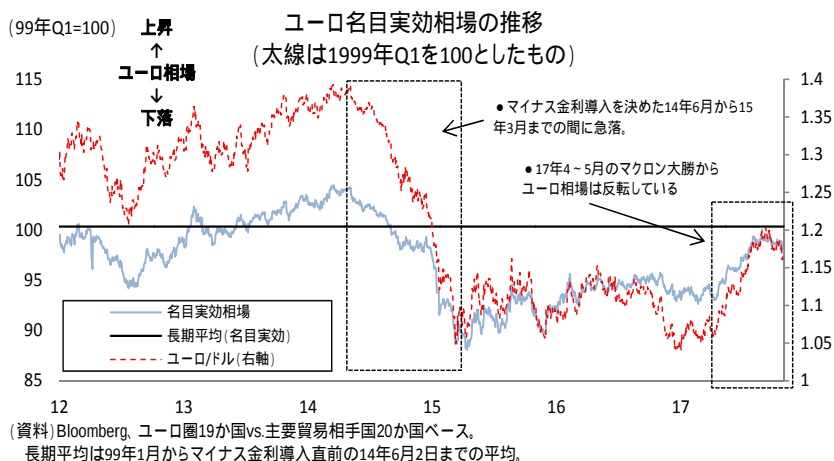
も「閉鎖性を帯びる EU」の一例として報じられがちだが、然るべき状態に戻ろうとしているだけだろう。そもそも主権国家が無制限に外部からの人民流入を無限に認めるということ自体が異常だったのであり、だからこそ AfD の躍進を許したという事実も見逃せない。

ECB の政策運営にも影響？

こうした最近の経緯を踏まえれば、今年 4 月のマクロン仏大統領誕生を境に注目され始めた「EU 政治の安定」というテーマは結局、半年ももたなかった。ここで市場参加者の視点から注目したいのは「コア国の政治情勢にきな臭さが漂い始める中、果たして ECB はどれほどタカ派になれるのか」という点だろう。

特に為替相場ではフランス大統領選挙の第一次投票でマクロン大統領が

勝利したあたりからユーロ買いが始まったという経緯があるため（図）、当面は政治情勢がユーロ相場の重石となる可能性は高いように感じられる。足許、右派復調のムードが復活し始める中、一度は市場の懸念から外れていたイタリア議会の解散・総選挙も再びリスクイベントして注目されてくるはずである。



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。