

中期為替相場見通し

2017 年 11 月 30 日

みずほ銀行

国際為替部

目次

【見通しの概要】 P.2

ドル/円相場の見通し～気掛かりな需給と実勢相場の「ねじれ」～

ドル/円相場の現状と展望～「薄氷の上昇」はいつまで続く？～	P.3
米経済の現状と展望～「常識的な論点」から見直したい相場の現状～	P.4
米金融政策の現状と展望～インフレへの自信喪失～	P.6
日銀金融政策の現状と展望～「綺麗な建前」となるリバーサル・レート議論～	P.7
円相場の基礎的需給環境～需給と実勢相場の「ねじれ」～	P.9
日本経済の現状と展望～「デフレ脱却宣言」も視野？～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～	P.11

ユーロ相場の見通し～露わになる政策理事会の内部分裂の読み方～

ECB の金融政策の現状と展望～露わになる内部分裂の現状～	P.15
欧州政治の現状と展望～やはり「選挙の年」だった 2017 年～	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

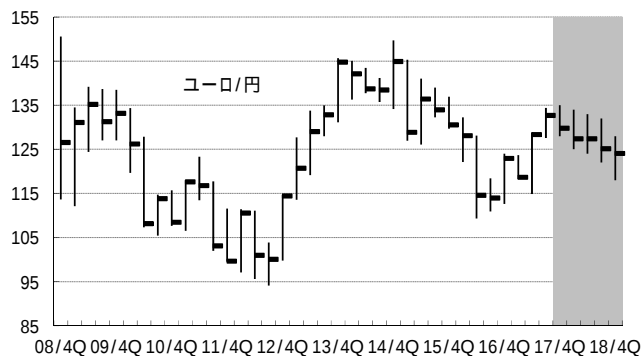
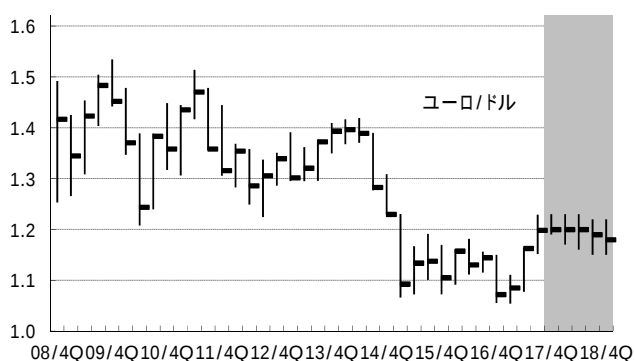
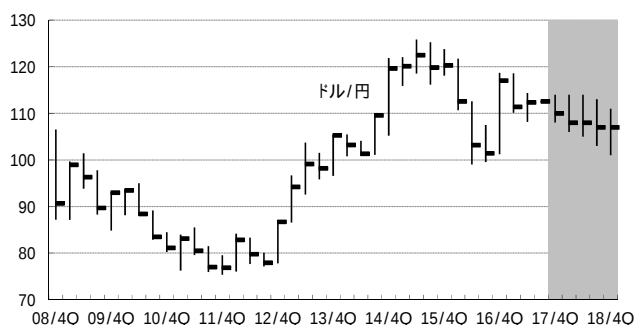
ドル/円相場は動意の無い地合いのまま、今年最後の1か月を迎えようとしている。年初来、ドル全面安が進んだこと自体は本欄の予想通りではあったが、ユーロがその受け皿として機能したことで、懸念されたほどの円高は進んでいない。しかし、短期的には投機筋のポジションが円ショートに傾斜し過ぎていることは気がかりであるし、日経平均株価の上昇も天井を売った感が強い。これらは将来的な円高の萌芽となりかねないだろう。中長期的には基礎的需給が円買いを示唆していることも無視できない。投機筋や株価そして米金融政策など従前のあらゆる材料が円安・ドル高をサポートしていたにもかかわらず115円すらタッチできなかった背景にはこうした需給の力が働いた可能性がある。10～11月に見られたドル/円の上昇は「薄氷の上昇」と思われ、これに賭けるのは危ういと考えたい。2018年のFRBも淡々と正常化プロセスを進めそうだが、今年の相場が証明したように、「利上げの回数」と「ドル相場の動き」は殆ど関係がない。むしろ、利上げの傍らで実勢の長期金利とドル相場は軟調な動きが続いたのが現実であり、利上げが進められても短期金利の上昇が続くだけでは（つまりイールドカーブがフラット化するだけでは）、円高・ドル安見通しの大勢に影響はないと考えたい。

片や、ユーロ相場は静かな相場つきが続いている。10月の政策理事会で2018年1月以降の拡大資産購入プログラム（APP）の縮小を決定した後、ECBの金融政策に対する注目度は低下している。ドル相場が軟調となる中、予測期間中のユーロ/ドルは大崩れしないだろうが、マイナス金利の解除（利上げ）に至るのは恐らく2019年以降と見られ、1.20以上の高値は難しいと考えた方が無難だろう。政策理事会内部ではAPPの早期撤収を主張する向きも出ているが、ユーロ高を嫌気するECBの基本スタンスを踏まえればそのような大きな動きは期待すべくも無い。かかる状況下、予測期間中のユーロ/ドルは上にも下にも抜けにくい地合いが続くそうであり、「1.10～1.20」を主戦場とする方向感に乏しい局面へ入ったと考えたい。なお、ドイツ政局の混乱は与野党による大連立で回避しそうな公算だが、極右台頭でメルケル政権の基盤にヒビが入ったという事実は変わらない。今春以降のユーロ買いをもたらした「EUの政治安定」というテーマはもはや雲散霧消している。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～11月（実績）	12月	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 (111.99)	108 ～ 114 (110)	106 ～ 114 (108)	105 ～ 114 (108)	103 ～ 113 (107)	101 ～ 111 (107)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.2092 (1.1855)	1.17 ～ 1.21 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.18)	1.14 ～ 1.21 (1.18)	1.13 ～ 1.20 (1.17)	1.13 ～ 1.20 (1.16)
ユーロ/円	114.86 ～ 134.50 (132.78)	128 ～ 135 (130)	125 ～ 134 (127)	124 ～ 133 (127)	122 ～ 132 (125)	118 ～ 128 (124)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内11月30日の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。

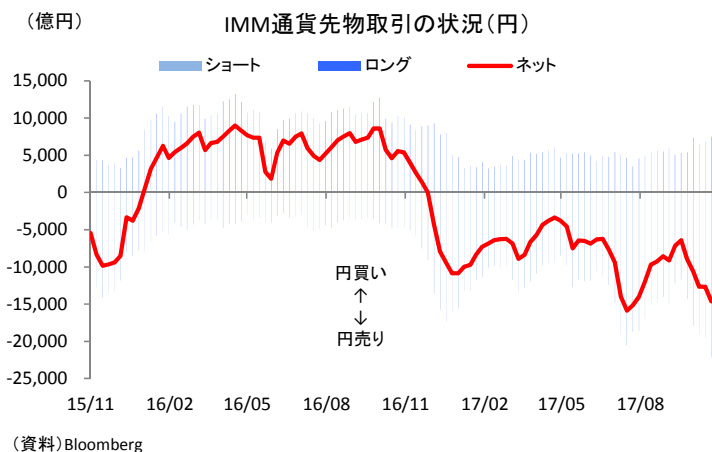


◆ ドル/円相場の見通し～気掛かりな需給と実勢相場の「ねじれ」～

《ドル/円相場の現状と展望～「薄氷の上昇」はいつまで続く？～》

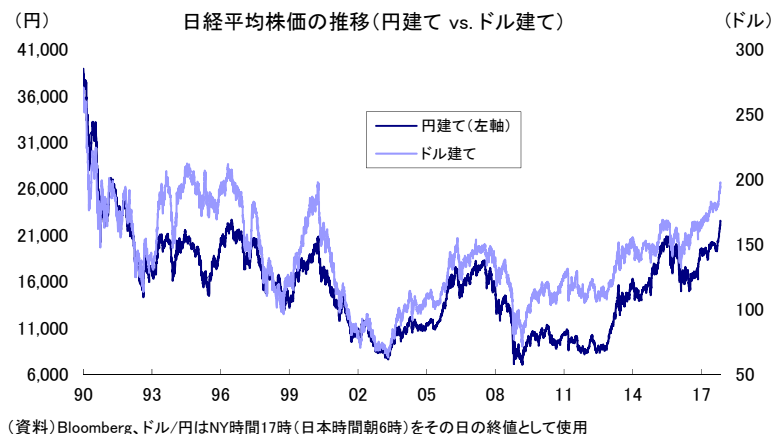
「薄氷の上昇」はいつまで続くのか

11月のドル/円相場は一時114.73円と約8か月ぶりの高値をつけたものの、またも円安を予想する向きが期待している115円タッチは叶わなかった。材料に乏しい状況下、米経済の堅調を理由とする漠とした楽観ムードが相場を押し上げた印象だが、現状を客観的に見つめるほど、ドル/円相場の現状は「薄氷の上昇」であるように思えてならない。先行きのダウンサイドリスク（円高・ドル安）を懸念させる材料は直感的に考えつくだけでも数多い。例えば、①IMM通貨先物取引に見られる投機筋の円ショートポジションが高水準に達していること（図）、②日経平均株価がバブル期以来の高水準で推移していること、③米イードルカーブが着々とフラット化していること、④基礎的需給環境は円買い超過に傾斜していること（後述）、⑤11月に来日したトランプ米大統領から貿易収支不均衡に対するけん制がはっきりと見られたことなど、このままドル/円相場の続伸に賭け続けるには気になる材料があまりに多いように思われる。



ドル建て日経平均は90年代前半並みに

もちろん、ドル/円相場の堅調を支持する材料もある。日経平均株価が騰勢を強めていること自体は海外投資家における追加的な円売り為替ヘッジの動きを促すとも考えられ、円安要因である。また、米イードルカーブもフラット化しているとはいえ、10年未満の米金利が上昇基調にあることも変わりなく、それ自体はドル買い要因と言える。その意味で上述した②や③は円高・ドル安リスクを感じさせる材料であると同時に、足許



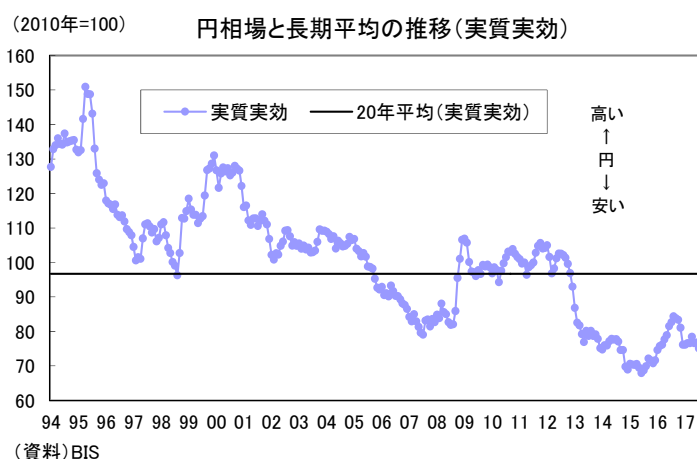
の円安・ドル高を正当化する材料でもある。だが、②を詳しく見れば、日経平均株価の高値警戒はやはり強い。日経平均株価をドル建てで評価した場合、現状では197ドルと200ドルの台を臨む状況にある。ドル建て日経平均株価が安定的に200ドルを超えていたのは、まだ日本経済のバブル崩壊が意識される以前の1990年上半期、日経平均株価が3万円台にあった時代である（図）。そこまで海外投資家の目から見て、日本経済に対する期待値が上がっているのだろうか。俄かには信じがたい。

また、本欄では繰り返し論じているように¹、米債券市場の金利動向を見る限り、米経済の先行きに自信を持つ向きが決して多いわけではない。仮に日米株価が示すほど先行きへの楽観が強いものであれば、イールドカーブはもっとスティープ化しているのではないのか。もちろん、米経済・金融情勢の堅調やこれに伴う日米金利差拡大、地政学リスク収束を含めた世界情勢の安定化、その結果としての投資家心理の改善に大きな自信を抱くのであれば円安・ドル高に賭け続けるのも良いだろう。だが、それはあまりにも不確実性の大きい想定であると筆者は考える。

米国の通貨・通商政策は相変わらず

何より筆者が不可思議に思うのは⑤のトランプ大統領の言動がさほど材料視されていない現状である。来日したトランプ大統領は駐日米国大使公邸で日米の企業経営者らを前に演説し、「日本との貿易は公平でなく、開かれていない」と述べ、対日貿易赤字に相変わらずの不満を漏らしている。そのほかにも「我々は交渉する必要がある」、「米国は日本との貿易赤字に何年も苦しんできた」と述べ、日本の対米貿易黒字の是正に対し強い意欲を隠していない。幸い注目された日米自由貿易協定（FTA）の口火は切られずに済んだものの、日本が米国製の防衛装備品をさらに購入していくことが議題になったことは報じられている。首脳会談後の会見でも「非常に重要なのは、日本が膨大な兵器を追加で買うこと」とトランプ大統領は明言しており、さっそく「量」の経路から貿易収支の調整を図ろうとする姿勢が窺える。

また、今回は為替相場に対する言及は見られず済んだが、FTA 交渉が始まれば為替条項の採用を含めて神経質な言動が飛び交うことは避けられないだろう。現に、米財務省は為替政策報告書において実質実効為替相場（REER）で見た円の過小評価を指摘しており、その素地はある（実際、過小評価は事実である、図）。米国の通貨・通商政策の志向を踏まれば、これ以上の円安・ドル高が容認されるとは考えにくい。冒頭の①で言及しているように、今のところ円ショートの一掃が殆ど調整を経ることがないまま、ドル/円相場はじり高傾向となっている。だが、上で見てきたように、その傍らではこれを一気に巻き戻しかねない不安な材料が確実に積み上がっているという現実がある。その現実から目を逸らして議論を進めるのではなく、あくまで現状のドル/円相場は数多のリスク要因に囲まれた「薄氷の上昇」の最中なのだという認識を持ちながら、2018 年の為替見通しを検討していきたい。



《米経済の現状と展望～「常識的な論点」から見直したい相場の現状～》

極まりつつあるゴルディロック状態

今年に入ってからの世界経済、とりわけ米国を例に取り、現状をラフに総括すれば、FRB の利上げにもかわらず金利は低く、それゆえにドルは騰勢を強めず、結果として企業活動（要するに株）にとっては非常に望ましい環境が醸成されている。また、上がらない物価は実質ベースでのドル高抑制にも繋が

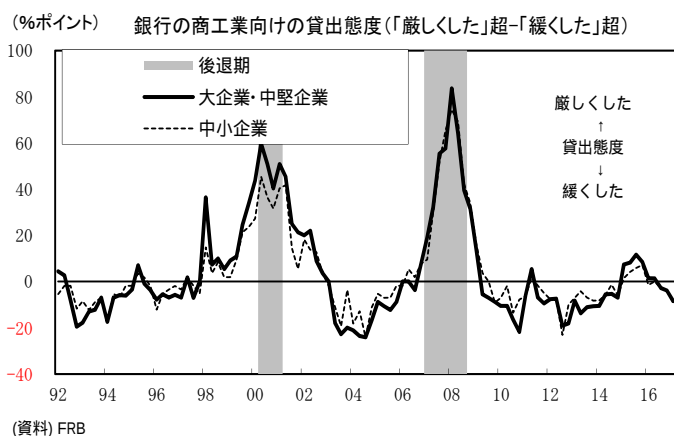
¹ みずほマーケット・トピック 2017 年 11 月 6 日号『パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～』をご参照下さい。

っており、これも米企業の競争力改善に寄与していそうである。

こうした全ての市場参加者にとって都合の良い相場環境（いわゆるゴルディロックス状態）が永続することは考えにくい。現状と酷似する状況としてはグレート・モデレーション（大いなる安定）と呼ばれた2005年から2007年、つまり約10年前が思い返される。あの時も相場に強気な向きは「今回は違う」との言説に依存していたが、その後に何が起こったかを思い返せば、やはり現状に危機感を抱かざるを得ない。しかも、当時と異なり、中央銀行は「物価が上昇していなくても金融を引き締める」という政策運営に出ており、金融政策の方向性と実体経済の状況に乖離がある。金融政策が実体経済をオーバーキルしている懸念は当時よりも大きいと筆者は懸念している。

決して強くない米経済の資金需要

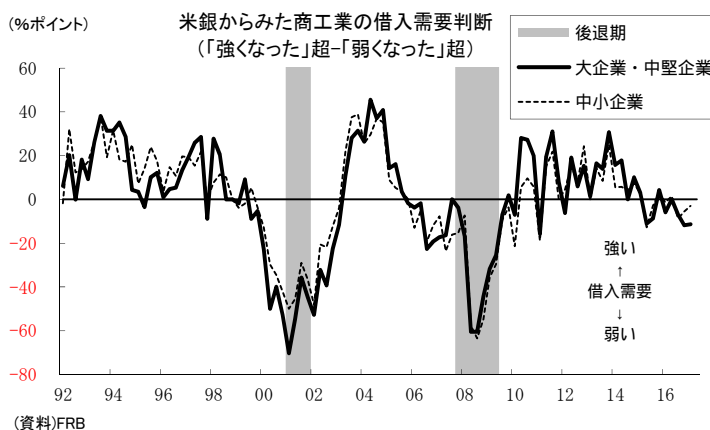
こうした楽観ムードが先行しやすい現状だからこそ、基本に立ち返った上でFRBの政策運営やこれに付随する相場展開を読む姿勢を大事にしたい。この点、11月6日にFRBより公表された『銀行上級貸出担当者調査（10月調査）』は重要な事実を思い返す材料になる。市場で材料視する向きはないが、目下、FRBの正常化プロセスが進行する中にあって重要なデータである。調査のうち、米銀の商工業向けの貸出態度に関し、「厳しく



した」との回答割合から「緩くした」との回答割合を引いたDIを見ると、企業規模にかかわらず「緩くした」との回答割合が高まっていることが分かる(図)。この点、堅調な実体経済を背景に金融機関の体力が改善に向かっている事実が読み取れる。また、こうした緩和的な金融環境が行き場の無い流動性を生み出し、株式に代表されるリスク資産価格を押し上げ、将来的なシステム不安に繋がっているというのが現状のFRBの問題認識であり、利上げやバランスシート(B/S)縮小の論拠ともなっている。

だが、与信環境に関する重要な論点はこうした資金供給側(銀行)の状況よりも資金需要側(企業・家計)など借手の状況だろう。

デフレに長年悩まされてきた日本の経験を踏まえれば、緩和的な金融環境を用意しても、資金需要が乏しければ状況は変わらない。この点、銀行からみた商工業の借入需要判断に関し、「強くなった」との回答割合から「弱くなった」との回答割合を引いたDIを見ると、中小企業で若干の持ち直しが見られるものの、ここでも企業規模にかかわらず「弱くなった」との回答割合の方が高い状況が続いている(図)。



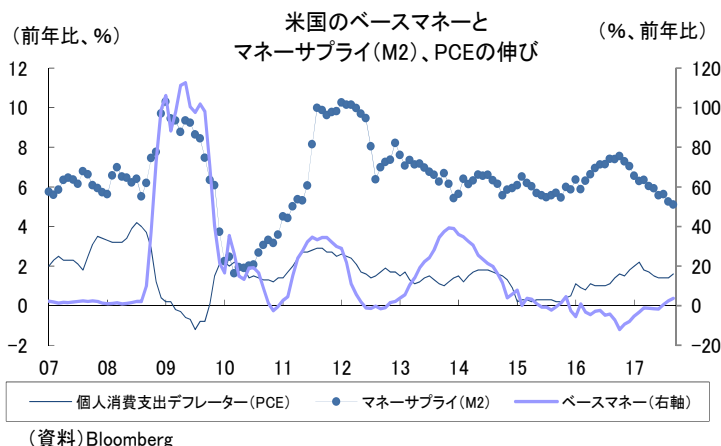
現状のFRBの利上げやB/S縮小といった正常化プロセスはこうして資金需要が大してひっ迫していない状況下で実行されているという事実は押さえておきたい。

金利はお金の「価格」のはず

金利がお金の「価格」であることを踏まえれば、およそ資金需要が高まっていない時にその「価格」を規定する政策金利を引き上げることが果たして適切なのかという常識的な論点は近年、軽視されているように感じる。貨幣数量説の考え方に倣えば、資金需要の高まりに応じてマネーサプライが増えれば、物価も上昇することが期待される。だから、インフレを予防したい中央銀行は利上げをして資金需要を絞り、マネーサプライの伸び鈍化を図るわけである。しかし、周

知の通り、金融危機以降、未曾有の緩和（ベースマネー急増）の割にマネーサプライは増加しておらず、これが今ひとつ盛り上がらない個人消費支出（PCE）デフレーターとの動きと整合的である（図）。こうした状況で利上げを重ねていけば、借入需要はさらに収縮し、マネーサプライも増えず、PCE デフレーターも上がらなくなるというのが理論的な想定に近いのではないかな。

もちろん、物価が上昇する経路は多様であり、完全雇用が実現しつつある以上、賃金主導で一般物価が押し上げられるという可能性もあり、FRBはこの経路を懸念している節がある。しかし、日本の経験を踏まえれば、雇用改善は必ずしも賃金上昇を保証するものではないだろう。次の緩和局面における手段が乏しいことを踏まえれば、やはりごく基本的な貨幣数量説のような考え方を尊重し、当面は現状維持で様子を見るという姿勢が無難に思われる。金融引き締めに期待される役割は資金需要がひっ迫していたり、その結果として物価が上昇していたりした場合、歯止めをかけることである。そうした視点に立った時、現状での金融引き締めが果たして適切と言えるのかという「常識的な論点」を念頭に置いた上で、FRBの政策運営やこれに伴う為替相場の予想を検討していきたいと考える。



《米金融政策の現状と展望～インフレへの自信喪失～》

インフレへの自信喪失を覗かせた FOMC 議事要旨

11 月に FOMC は開催されていないが、10 月 31 日～11 月 1 日開催分の議事要旨が公表されている。まず、前者に関しては多くの (many) 参加者が、近い時期 (in the near term) の利上げを想定していることがヘッドラインとして報じられているが、従前の市場の織り込みと整合的であるため、これに応じて米金利やドルが上昇する動きにはなっていない。なお、数名 (several) の参加者からは「潜在的な金融不均衡の蓄積 (a potential buildup of financial imbalances)」に懸念が示されており、資産価格の急反転 (a sharp reversal) が経済にダメージを与えるのではないかと不安も見られている。資産価格抑制は現状の利上げにとって重要な動機となっていることが分かる。

とはいえ、その他 2～3 名の参加者 (a few other participants) からはインフレが 2% 目標に向けた軌道にはっきりと戻ってきているという情報が得られるまでは追加的な引き締めは遅らせるべきという意見が出ており、同じく 2～3 名の参加者からは恒常的にインフレ率が 2% を割り込んでいる中での利上げはインフレ期待を過度に圧迫し、大衆が FOMC の長期インフレ目標へのコミットメントに疑義を持つこ

とにも繋がりがねないとの警告も見られている。ほかにも、物価に関しては自信喪失を覗わせる記述は多かった。例えば、2～3 名 (a few) の参加者は上がらない物価に関し、既存のビジネスモデルを破壊する技術革新の影響 (the effect of technological innovation in disrupting existing business models) が循環的な物価上昇圧力を相殺している可能性を指摘している。また、数名の参加者は慢性的に弱いインフレ計数 (the persistently weak inflation data) が長期のインフレ期待を押し下げているという懸念に言及し、「既にそうなってしまう (may have done so already)」という思いも垣間見せている。こうした主張を展開する向きは証拠として低調な市場ベースのインフレ期待 (いわゆる BEI) や調査ベースのインフレ期待、統計モデルから示唆される基調的なインフレの近年における低下を指摘している。

極めつけは「過去 2～3 年、2%目標を下回っている中での金融政策アクションやコミュニケーションが長期的なインフレ期待の押し下げに寄与した可能性にも言及があった」との記述であり、筆者もこの点には強く同意する。仮に、複数名の参加者が物価に対してこうした認識を持っているのだとすれば、やはり米金利やドルの上昇に賭ける見通し作りは危ういように思える。議事要旨公表直後のドル/円相場急落はごく自然な反応だろう。少なくとも、年初の FOMC に比べて物価低迷を一時的と割り切るムードは確実に後退しており、これは時間と共に強まっていく可能性が高いと筆者は考えている。

《日銀金融政策の現状と展望～「綺麗な建前」となるリバーサル・レート議論～》

波紋を呼ぶチューリヒ発言

11 月 13 日に黒田日銀総裁がスイスのチューリヒ大学で行った講演において金融緩和が金融仲介機能にもたらす副作用に言及したことが相応の耳目を集めている。筆者においてもその解釈や先行きの金融政策への示唆について、照会を受ける機会が多いので、簡単に論点を整理しておきたい。具体的には以下の発言が注目されている：

- 金融仲介機能への影響という点では、最近、「リバーサル・レート」の議論が注目を集めています。これは、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転 (reverse) する可能性があるという考え方です。(中略) ただし、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、引き続き、こうしたリスクにも注意していきたいと思います。

要するに、「過剰な緩和がもたらす副作用」の存在を認めた上で、特に金融機関への悪影響について配慮を示す発言である。振り返れば、マイナス金利導入から程なくして開催された 2016 年 4 月 28 日の金融政策決定会合後の会見で黒田総裁は『『量的・質的金融緩和』の時は何も文句を言わなかった銀行が、収益に影響する状況は同じはずなのに、マイナス金利になって文句を言うようになったのはなぜなのか』との質問に対し、「金融政策は、金融機関のためにやっているものではなく、日本経済全体のためにやっているわけです。そうした意味で、金融政策について、緩和であろうと引き締めであろうと、金融機関が賛成するか反対するかで、金融政策を決めるということはないわけです」と金融機関を突き放すような発言をした経緯がある。あれから 1 年半以上が経過し、現行政策の副作用にわずかばかりでも関心が及び始めているとしたら大きな心境の変化と言える。

むろん、消費者物価指数 (CPI) の前年比が+2%にすら届かない状況を踏まえれば、黒田総裁の本心と

してどこまで副作用を考慮しているのか定かではない。だが、「低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なもの」という表現からは「マイナス金利政策の継続は時間と共に悪影響を増大させる」という思いを感じさせる。筆者は次の政策変更があるとしたら（円高抑止のための）緩和方向だと考えてきたし、今でもその可能性の方が高いと考えている。だが、元より現行枠組みの持続可能性に疑義が生じており、「総括的検証の検証」を求める声も少なくないことを考えると、リバーサル・レート議論を盾に「低過ぎる長期金利の是正（引き上げ）」という方向転換がなされる芽は出てきているのかもしれない。

想定される政策変更

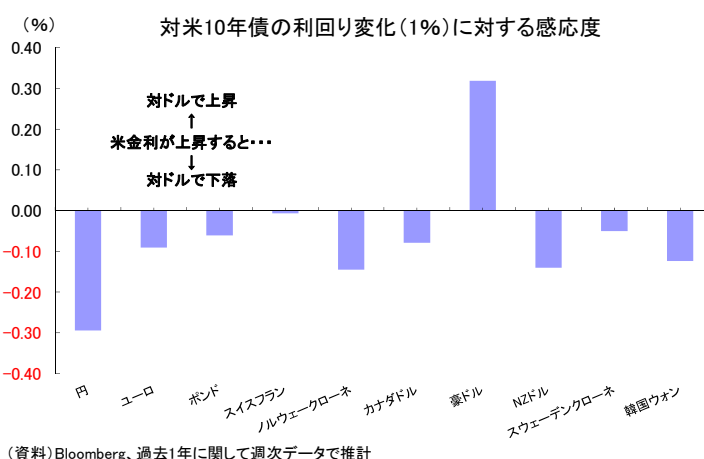
その場合、具体的にはどういった決断が考えられるのか。黒田総裁は上で引用した発言の前に、企業・家計の資金調達に占めるウエイトの大きさを理由として「経済や物価への影響という点では、一般的に、短期から中期の金利低下による効果が大きい」と述べ、短期・中期金利の重要性を説いている。片や、長期・超長期金利に関しては、保険や年金など金融面での社会インフラ機能との強い関連から、運用利回りの低下などを通じ、「マインド面を通じて経済に影響を及ぼす可能性」があると指摘している。これらの発言を煎じ詰めれば金利に関し「短中期は低く、超長期は高い方が良い」という話であり、要するにイーールドカーブのスティープ化を正当化していると考えて差し支えないだろう。現行枠組みを大きく崩さずスティープ化を発生させるには①長期（10 年金利）金利の誘導目標を引き上げる、②短期・中期金利に誘導目標を設定して引き下げるといった 2 通り（もしくはその両方）が考えられる。既述の通り、CPI は総合・生鮮食品を除く総合（コア）・食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（コアコア）、いずれのベースでも+2%どころか+1%にも届いていないため、引き締めと指差されかねない①よりも、あくまで利下げと抗弁できそうな②を選択する公算が大きいのではないかと。

為替市場からは円高リスク

為替市場の観点からは、仮に、リバーサル・レートの議論を用いて、日銀が政策変更を検討しているとすれば、それ自体はドル/円相場の下リスクである。後述するように 2.75%まで下がってきている FRB の中立金利見通しが今後不変とした場合、米 10 年金利の上げ余地はもはや残り 50bps もない可能性がある。円が米金利の上昇に対して最も敏感に売られてきた通貨であることを踏まえれば（図）、米金利の頭打ちが意味するところはことのほか大

きいものだろう。その上で、リバーサル・レートの議論を基にして本邦 10 年金利の引き上げにまで踏み切るのだとしたら、それは日米長期金利差の一段の縮小を意味し、やはり円高材料と考えられる。

もちろん、現実問題としてリバーサル・レートの水準を特定するのは容易ではない。その前段階として潜在成長率やこれと平仄が合う自然利子率、そしてこれをベースとする均衡イーールドカーブを割り出す必要がある。これは現状の 10 年金利のペッグ水準である「ゼロ%程度」を設定する際にも議論になった



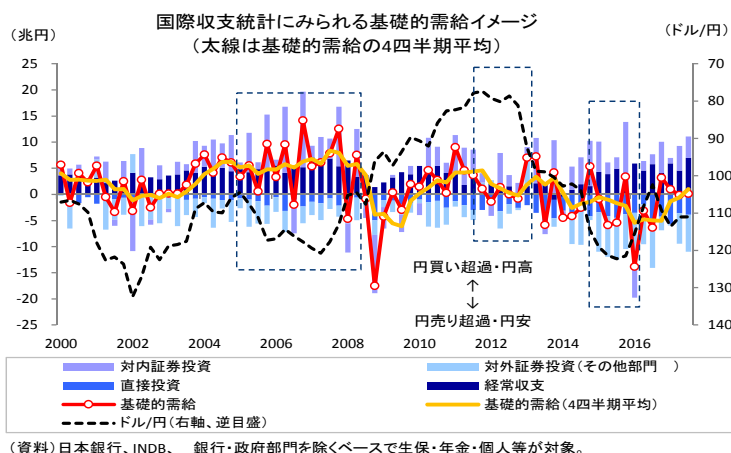
論点だが、実体経済の地力（≒潜在成長率）を正確に把握できない以上、緩和の臨界点であるリバーサル・レートを持定することも困難である。とすれば、自ずと時の中央銀行の裁量に依存することにならざるを得まい。これまで緩和効果を強弁し、それを継続することに存在意義を見出してきた黒田日銀にとって、リバーサル・レートの議論は緩和策の撤収を検討するにあたって理論化された「綺麗な建前」となる可能性は確かにある。現状では筆者のメインシナリオに織り込むものではないが、円高をもたらすリスクシナリオの1つとして視野に入れる必要はありそうである。

《円相場の基礎的需給環境～需給と実勢相場の「ねじれ」～》

需給と実勢相場の「ねじれ」は健在

本邦 9 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。9 月の基礎的需給は約▲9866 億円と 2 か月ぶりの円売り超過となっているが、7～9 月期で見れば +1093 億円の円買い超過、年初来（1～9 月）合計で見ても約+9558 億円と円買い超過である。前年同期（2016 年 1～9 月）が約▲23.4 兆円、2015 年の同期が約▲12.2 兆円、2014 年の同期が約▲11.2 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。もっとも、バランスシート（B/S）縮小にコミットした米金融政策の影響もあってか、4～6 月期に比べれば 7～9 月期の本邦から海外への対外証券投資は加速し、円売り圧力は増した格好になっている。とはいえ、円安・ドル高が続く中、第一次所得収支黒字を中心とした経常黒字も前年比で増加傾向にあり、はっきりと基礎的需給全体が円売りに傾斜するような構図にはなりづらいのが現状である。趨勢を覆すほどの対外リスクテイクは感じられない。

また、図に示されるように、今年に入ってから基礎的需給は円買いへ傾斜している一方、ドル/円相場は高止まりしている。年初来、筆者が気にかけているのは、こうした需給と実勢相場の「ねじれ」であり、2018 年にかけての円安予想の難しさはここにあるように思っている。過去、基礎的需給の方向感とはっきり矛盾するような実勢相場の動きは必ず是正を迫られてきた（図中、点線四角部分）。本欄では繰り返し論じているように、米国における中立金利低下やイールドカーブのフラット化は米金利の先安観を示唆するものであり、その必然の帰結として本邦からの対外証券投資も恐らく減速してくるだろう。そうなればますます需給面からは円高が示唆される状況になってくることになる。

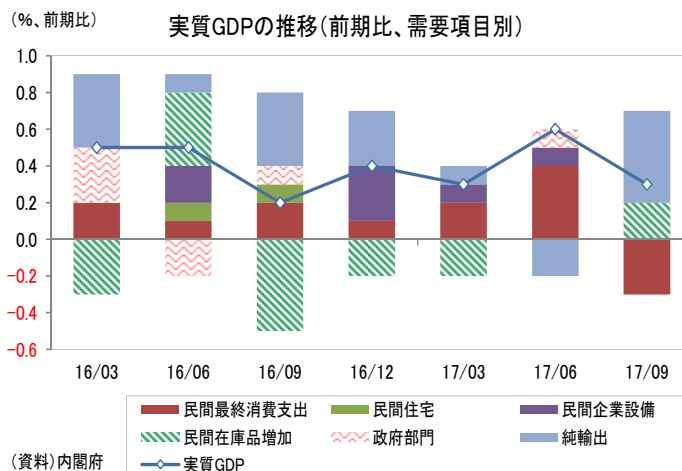


《日本経済の現状と展望～「デフレ脱却宣言」も視野？～》

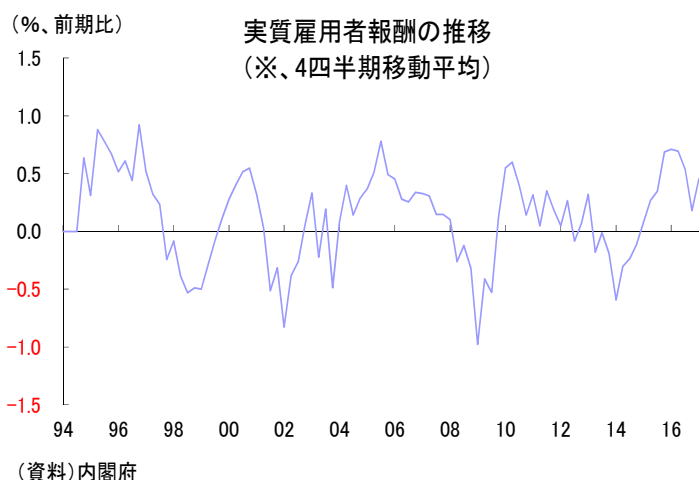
誤算の背景「ほどほどの成長」で長引く景気拡大

11月15日に公表された本邦7～9月期 GDP

(国内総生産、一次速報値) が公表されており、物価変動の影響を除く実質ベースでは前期比+0.3% (年率+1.4%、以下特に明記がない限り前期比) と 7 四半期連続でプラスとなった。7 四半期連続でのプラスは 16 年半ぶりの出来事となる。市場予想の中心 (同+0.4%) をやや下回る結果だが、概ね堅調という整理で問題ないだろう。目下、足掛け 5 年弱の景気拡大が「いざなぎ景気」を超えとして持て囃されているが、過熱感に乏しい「ほどほどの成長」がかえって景気拡大の寿命を延ばしていると考えられる。



需要項目別に見ると、輸出が加速する一方で輸入が減少したことで純輸出の寄与 (+0.5%ポイント) が全体をけん引しており、これが民間最終消費の減少 (▲0.3%ポイント) をカバーした格好である。民間最終消費が足を引っ張った結果、内需がマイナス寄与に陥っているが、4～6 月期の高過ぎる伸び (内需全体では前期比+0.9%に対し、今期は同▲0.2%) の反動と考えるべきだろう。「4～9 月期つまり 2017 年度前半としてみれば堅調」というのが妥当な評価になりそうである。なお、今回、同▲0.5%と



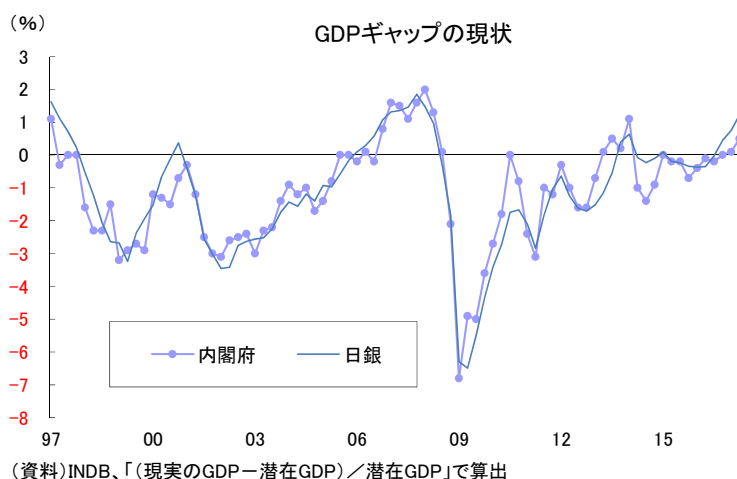
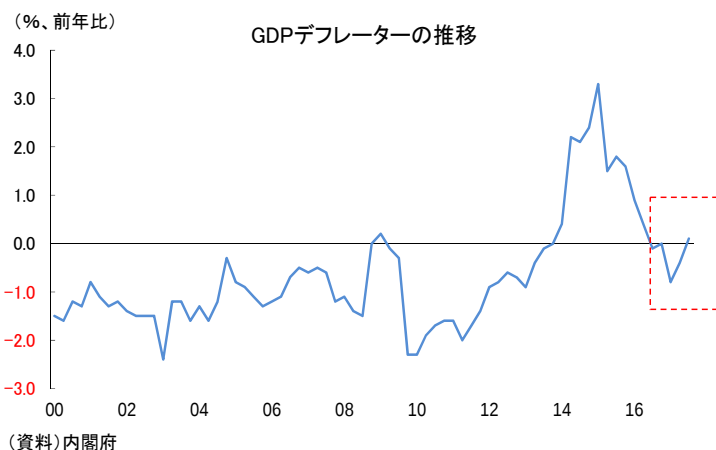
(前期比で見れば) 大崩れしたかに見える民間最終消費だが、実質雇用者報酬を見れば堅調な伸び (同+0.5%、図) が維持されており、やはり足許の消費失速を過大視するのは拙速に思える。

「デフレ脱却宣言」も視野？

なお、今回の GDP 統計では 7 四半期連続のプラス成長であったことに加え、GDP デフレーターが 3 四半期ぶりにプラス (同+0.1%) へ復帰したことも前向きな動きとして指摘される。消費者物価指数 (CPI) が国内で消費される財・サービスの価格変化を示す物価計数と考えられるのに対し、GDP デフレーターは国内における企業利益や労働者の賃金など所得の変化を反映する物価計数と考えられる。日銀の金融政策運営が慢性的な限界論に直面する状況下、全世界的にデフレーション状況が定着しているにもかかわらず「前年比+2%」という目標に固執することの懸念は根強い。この目標を柔軟化しない限り、日銀は延々と無理筋な緩和政策を継続することになる。それは煎じ詰めれば、「良きところでデフレ脱却宣言をしてはどうか」という問題意識に帰着するものである。

この点、政府は2006年3月に「デフレ脱却」を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義しており、判断に当たっては①CPI、②GDPデフレーター、③需給ギャップ、④単位労働コストという4つの条件を重視することを決めた経緯がある。現状、注目されるのは「これらが全てプラスとなった段階でデフレ脱却を宣言し、無理筋な金融緩和の修正を図るべきではないか」という考え方である。

周知の通り、①に関しては目標とする+2%に到達、安定的にその付近で推移する状況には程遠そうだが、総合・コア・コアコアのいずれも原油価格急落の影響を受けた時期を除けばプラス圏で推移している。また、③に関しては日銀・内閣府、それぞれが試算したものがあって後者が前者に劣後していたが、今や共にプラス圏で安定している(図)。④に関しては、人手不足の状況も相俟って、これも前年比での増勢が続いている(もちろん、労働生産性上昇を伴わない労働コストの上昇が良いことなのかという論点はある)。これらに加え②のGDPデフレーターまで安定的にプラス圏を確保するのであれば、デフレ脱却宣言も絵空事ではなくなってくるのではないかと。①を除く3条件は全てGDP関連の計数であるため、基本的にはCPIと比べ公表にラグがある。それだけに4つ全てがプラス圏というのは日本にとっては稀有な構図であったわけだが、ここに来てそのような状況が整いつつあることは、日銀の立たされた苦境にも鑑みれば、政府・与党にとって重要な意味を持つてくる可能性がある。国政選挙5連勝を経て、いよいよ改憲に政治資源を注ぎ込みたいと安倍政権が考えているのだとすれば、経済・金融方面の課題に対し一区切りついたという格好にしたいという思いもあろう。その正否がどうであれ、仮にデフレ脱却宣言となれば、理論上は円の購買力平価を公式に劣化せしめる話でもあるため、為替予想を検討する立場からも重要な論点と言える。



《メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～》

2018年も円高シナリオ続行

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」という認識の下、円高も不可避であるとの予想を続けてきた。2017年10月時点のドルの実質実効為替相場(REER)は年初来で約▲6%下落しており、今年がドル安の年であったことは間違いない。だが、過去論じてきたように、ユーロやメキシコペソの予想外の急騰もあり、その

受け皿として円が選ばれることはなく、これが本欄の誤算でもあった（もっとも円安に振れたわけでもないが）。かかる認識の下、2018 年をどう考えるべきか。今年の下落を経ても REER ベースで見たドルの割高感が完全に解消されたとは言えない。また、円を REER ベースで見た場合の割安感は相当残されたままである（前掲図）。今年、ドル売りの受け皿となった両通貨の爆発力にはもう期待できないとすると、やはり円高リスクは残っているように思う。さらに言えば、特に米国のイールドカーブのフラット化が示唆するように FRB の正常化プロセスに終わりが近づいていること（≒長期金利の上昇余地が限定されていること）や米通貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがあることもドル/円相場の下リスクを大きくしているように思う。

そもそも FRB がバランスシート

(B/S) 縮小を決断し、日経平均株価が 16 連騰、投機筋の対ドルでの円ショートポジションが 4 か月ぶりの水準まで膨らんだにもかかわらず、11 月のドル/円相場は 114 円半ばに到達するのがやっとだった。これ以上、何がドル/円相場を押し上げるのだろうか。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

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
米 国	①-1	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
	①-2	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
	②	FRB正常化プロセスの継続	・中立金利の大幅な上方修正	円安ドル高
	③	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	④	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
	⑤	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
	⑥	日銀の政策変更リスク	・リバーサルレート議論を用いた緩和撤収	円高ドル安
欧 州	⑦	欧州関連懸念	・各地における極右台頭がイタリア総選挙に悪影響？ ・カタルーニャ混乱が域内各地へ延焼	円高ドル安
そ の 他	⑧	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いという認識は前月から不変である。特に本欄の円高シナリオに対する最も大きなリスクとして、本日は円安リスクとしての①-1 や②に着目したい。

なお、前月までは FRB に続いて ECB も量的緩和の縮小に着手していることに伴い、世界的に中銀の正常化ブームが定着し、調達通貨としての円が全面安を強いられる展開も円安リスクとして警戒していた。しかし、ECB の正常化に持続可能性を見出すのは難しそうであり、イングランド銀行の利上げも実体経済が堪えられず早晩頓挫すると考えられる。本欄として配慮すべきリスクシナリオとして一旦削除することとした。その代わり、上述したように、日銀の金融政策を巡っては、リバーサル・レートの議論を用いて緩和の撤収を図ろうとする雰囲気もあるゆえ、円高リスクとして新規に加えている。

警戒されるリフレトレードの「再」扇動

10～11 月を振り返ると、これまで遅々として進まなかった米税制改革案もさすがにその内容や実現可能性を巡って諸々の報道が見られるようになってきている。上院における議論も紆余曲折が予想されることから市場反応も手探りといった印象だが、本件に係る為替相場の反応は素直にドル買い・円売りであり、最終決定に至る過程では、今や完全に剥落しているトランプ政権の経済政策への期待が再燃し、昨年 11～12 月に見たようなリフレトレードが再び煽られる可能性はある（①-1 のリスク）。現実問題として、程度の差こそあれ、それと類似した展開は予測期間中に起こるだろう。その際、ドル/円相場が上方に跳ねること自体は覚悟したい。筆者はその「程度」に関して極めて軽度（115 円には到達せず）を見込むが、

最終的な政策の中身次第では極端な動きもあり得る。

もっとも、今後控えている上院採決次第では、法人減税が 2019 年以降に先送りされる可能性は相応に残っており、その他税制も上院・下院では基本認識に距離があることで知られている。年内に法人減税案が成立した上で、それが 2018 年に施行される展開に関してはかなりの不透明感がある（本欄では予測期間中の施行可能性は低いとの想定）。なお、法人減税だけで歴史的長期にわたる景気拡大局面がどれほど延命できるのかという視点も持ちたい。①-1 のリスクは本欄の円高シナリオにとって大きなリスクだが、裏を返せば、ここを乗り切れば円安方向に大きく振れる芽はほぼ摘まれてしまうのではないか。後述する中立金利が上振れるリスクも結局のところ、裁量的なマクロ経済政策を背景に、どれほど景気が過熱するかに依存する部分が小さくないはずである。

中立金利の上方修正は円安を促すか？

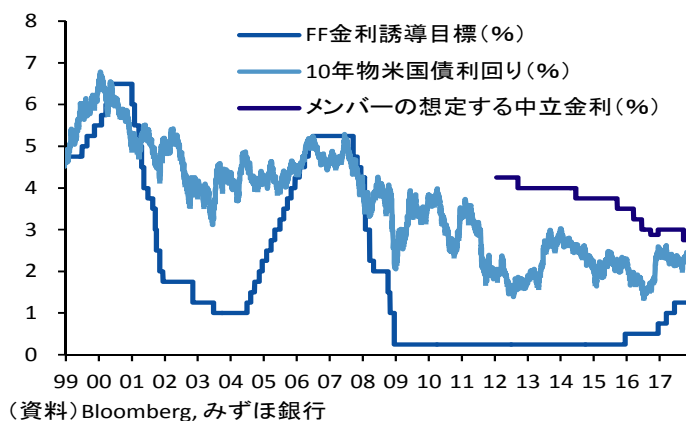
2017 年は FRB の正常化プロセスがこの上なく順調に進捗した年でもあった。本稿執筆時点では 12 月の利上げも（満場一致かどうかは別にして）ほぼ既定路線でと考えられている。この点、2018 年も正常化プロセスが挫折に直面することなく、淡々と利上げできてしまう展開が本欄の円高シナリオにとってリスクと思われるかもしれない。確かに先月までの本欄ではそのように考えていた。だが、もはや利上げ自体が円高シナリオの障害になるとは思わない。2017 年の為替相場が証明したように、「利上げの回数」と「ドル相場の動き」は殆ど関係がない。むしろ利上げの傍らで実勢の長期金利とドル相場は軟調な動きが続いたのが現実であり、利上げが進められても短期金利の上昇が続くだけでは（つまりイールドカーブがフラット化するだけでは）、円高・ドル安見通しの大勢に影響はないと考える。

注視したいのは、足許のゴルディロックス

状態が 2018 年中も続き、利上げも重ねられる中、FOMC メンバーにおける中立金利の想定自体が緩やかに上方修正されてくる展開である（②のリスク）。本欄の為替見通しは中立金利が現状から横ばい（もしくは下方修正され）、それがゆえに利上げ回数が限定され、

自ずと米長期金利の上昇余地も限られるという前提に依存している。少なくとも米 10 年金利が FF 金利誘導目標を超えて安定的に推移することは経験上想定されず（図）、その意味ではあと 30bps 程度（中立金利 2.75%－現在の 2.40%）しか上げ余地はない。近年、ドル/円相場との相関を強めている日米長期金利差の拡大が見込めないのであれば、円安シナリオも難しいというのが筆者の基本認識である。だが、中立金利の想定自体が目立って引き上げられると、このシナリオは崩れる。現状を踏まえると、そのような展開が無いとは言えない。

実際、現在の中立金利の予想中央値は過剰に低いという見方はある。FRB が何をもって正常化プロセスの完了を定義しているのかは定かではないが、現時点では「FF 金利誘導目標が中立金利である 2.75% に到達し、PCE デフレーターが+2%を安定的に保っている状態」が理想に近いかもしれない。その場合、潜在成長率に近似する均衡実質金利（自然利子率）が 0.75%（2.75%－2%）という話になる。米国の潜在成長率に関し 2%前後との声が多いことを考えると、現状の中立金利の想定は低過ぎるという考え方は



あり得る。とはいえ、筆者はこのような考え方にはあまり賛同できない。そもそもそのような「低過ぎる中立金利」への疑惑は PCE デフレーターが+2%に到達することを前提とした議論である。世界的にインフレ率を+2%でアンカーさせることが難しくなっており、今や 1%台前半での推移が目立つようになっている現実を直視したい。仮に、PCE デフレーターが+2%ではなく+1%で安定するとしたら、均衡実質金利は 1.75%である。これならば 2%前後と目される米国の潜在成長率と比較しても違和感は小さい。中立金利の上方修正自体、予想されるものではあるが、それをメインシナリオの前提とするのはやはり危ういように思う。

もちろん、FF 金利誘導目標の引き上げ自体が順調に進むのかどうかも疑義がある。11 月に入ってから米通信大手の合併話が白紙になったことを契機に欧米の低格付け社債（ハイイールド債）の利回りが急騰したことが話題になった。過去数年のハイイールド債利回りの低下は著しく、過熱感が指摘され久しいものであり、FRB も断続的に警戒感を示している部分であった（物価が上がらない中での利上げを正当化する理由の 1 つにもなってきた）。11 月の調整相場がゴルディロックス状態の「終わりの始まり」を示唆するのだとすると、年 3~4 回の利上げを当然視することも危ういように思えてくる。いずれにせよ、中立金利や米金利、これらを規定する FF 金利が予測期間中にはっきりと上昇してくるだけの確信はなく、どちらかと言えば、反転を期待したいところである。

上述した①-1 や②以外では、来年 9 月に任期を迎える安倍首相の進退（⑤のリスク）や日銀の政策変更（⑥のリスク）そして朝鮮半島情勢の緊迫化（⑧のリスク）といった論点が気になりだが、これらはすべからく想定外の円高リスクとなる。既に述べたように、特に⑥は日銀の胸中として現実的な課題として浮かび上がっている可能性もあり、予測期間中の重要論点と考えられる。本欄の予想レンジを突き抜けて円高が進む事態も引き起こしかねないだろう。⑤や⑧も非常に気になりな論点ではあるが、現時点でこれらのリスクを合理的に予想することは困難であるため、提示するだけにとどめたい。その他のリスクに関しては前月の本欄で言及した状況から大きく変わっているとは考えられない。

◆ ユーロ相場の見通し～露わになる政策理事会の内部分裂の読み方～

《ECB の金融政策の現状と展望～露わになる内部分裂の現状～》

ECB 政策理事会議事要旨：深いハト派とタカ派の溝

11 月に ECB 政策理事会の開催はなかったものの、23 日には 10 月 26 日開催分の理事会議事要旨が公表されている。ここからはタカ派とハト派の意見の溝が相当に深そうな内情が見て取れた。具体的には 2018 年 1～9 月までの 9 か月間延長された拡大資産購入プログラム（APP）に関し、再延長の可能性を含むオープンエンド型にするのか、それとも終了時期を明示するクローズド型にするのかについて意見対立があった模様である（この議論の存在自体は 10 月会合後の記者会見でも明らかにされていた）。政策理事会が APP の再調整（recalibration）を検討するにあたってはペース（pace）、期限（horizon）、選択性（optionality）の 3 つの論点があった。このうちペースについては落とすこと、期限については延長することで理事会内の大きな意見対立は無さそうである。問題は、選択性の論点であり、具体的には延長の末、明確にそこで終了日を特定するのか・しないのかという争点が浮かんている。

大部分のメンバーは物価動向を踏まえた上で必要に応じて延長可能性を残すこと（いわゆるオープンエンド型資産買い入れ）に同意している。データ・コンティンジェント（data-contingent）の姿勢を元に将来起こり得るショックに想定して APP の柔軟性を確保することは「ECB 政策理事会が確立した政策反応関数において必要不可欠な部分（an integral part）」であり、実際それが最も無難な運営と考えられる。欧州の政治情勢が必ずしも安定しているとは言えない中、来年にはイタリア総選挙も控えており、わざわざ APP の柔軟性を自ら捨てる必要性はない。理事会がオープンエンドを選んだのは聡明である。

この点、タカ派（2～3 名のメンバー）からは「予想以上の成長加速やこれに伴うリスクの後退、実体経済における良好な金融環境の継続に基づけばインフレ軌道の持続的な調整について一段の進展が見込まれるため、明確な終了期限をアナウンスすることは十分に正当化される」との基本認識が示され、「たとえ市場参加者が終了日のアナウンスを殆ど期待していないとしても、金融市場への影響は限定的と見られる」とかなり強気な見解が述べられている。そのほかにも APP 廃止を視野に入れたいタカ派の様子が窺い知れる箇所は幾つかあったが、10 月会合において APP の終了アナウンスを想定していた市場参加者は相当少ないだろう。仮にそうになっていた場合、ユーロ圏金利とユーロがまとまった幅で上昇し、堅調な実体経済に水を差すことになっていた可能性は高く、それは現状で前年比+1.5%弱しかないユーロ圏消費者物価指数（HICP）を下押しすることになっていたのではないかと推察される。上述した FOMC 議事要旨でも指摘されるように、物価が低迷している状況で淡々と引き締めを推進すること自体が中銀のインフレに対するコミットメントを疑わせる行為になるという論点は基本的だが重要である。

APP 廃止の露払い？

なお、ECB 政策理事会議事要旨に関しては、先行きを見通す上ではやや気がかりな記述も見られた。それは APP とインフレ動向のリンクに疑義を呈する部分である。現状、ECB は HICP が目標である+2%に向け安定軌道に乗るまでは APP を存続させ、これを廃止したとしても、そこから十分な期間が経過しなければ利上げはしないという建付けで政策を進めている。これは出口戦略を考える際、「APP→（十分な期間の後）利上げ」という順序が固定されているという意味で、相場見通し上、極めて大事な論点と考えられている。だが、今回の議事要旨では APP と物価のリンクをやめた上で、金融政策スタンス全体に言及するような形に徐々に変えていくべきとの意見も出た模様である。具体的にどのような模様替えが

想定されるのかは定かではないが、仮に APP による資産購入というフローの効果を喧伝するのではなく、巨大なバランスシートを維持することによるストック効果や低金利、フォワードガイダンスといった手段がインフレ動向を支えているという主張に軸足を移した場合、APP 廃止のハードルは一段と低くなるため、こうした議論が実はそのための露払いになっている可能性もある。APP を廃止できればいよいよ利上げが視野に入る。本欄では繰り返し論じているように、マイナス金利の解除に着手した場合、ユーロ/ドルは 1.20~1.30 のレンジに移行する可能性が高いと思われるだけに、今後この議論が広がっていくのかどうかは市場参加者にとって重要な関心事と言える。

《欧州政治の現状と展望～やはり「選挙の年」だった 2017 年～》

大連立でも続きそうなドイツの苦悩

ドイツでは 10 月 18 日以降、メルケル独首相が率いるキリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU) が自由民主党 (FDP) および緑の党との連立に向けた予備的な協議を進めてきた。この協議は各政党カラーである黒・黄色・緑にちなんで通称ジャマイカ連立と呼ばれ注目されてきた (右図)。しかし、過去 1 か月間にわたる連立協議の甲斐もなく、11 月 19 日、FDP の交渉担当者が緑の党との意見相違があまりに

ドイツ連邦議会の勢力図

★ジャマイカ連立

C S U	・ C D U	キ リ ス ト 教 民 主 ・ 社 会 同 盟	自 由 民 主 党	緑 の 党	社 会 民 主 党	ド イ ツ の 選 挙 法 の 改 正	左 派 党	無 所 属
246議席			80	67	153	92	69	2

議席数: 709議席 (過半数355議席)

(資料)報道資料より筆者

も大きいことを理由に退席し、協議は決裂に終わった。実際、難民および環境問題を巡る政策観などに関し、緑の党と CDU・CSU と FDP の隔たりは相当大きく、特に緑の党と FDP は正反対の政策観であることが指摘されてきた。最も極端なシナリオを織り込みに行く金融市場では再選挙実施を見越してユーロ売りを進めたが、本稿執筆時点でのメルケル首相は「欧州には強いドイツが必要だ。早期に政権を樹立することが望ましい」、「有権者に再び投票してもらうことは完全に誤っている」などと述べ、再選挙の実施を回避し、最大野党である社会民主党 (SPD) との大連立を模索する方針を表明している。

こうした動き自体、ユーロ相場にはポジティブだが、楽観はできまい。仮に大連立が成立しても総選挙で極右が台頭したせいでメルケル政権が思ったほど勝てなかったという事実は変わりようがない。また、そもそも SPD が大連立を渋っていたのは、そうなれば自らの存在感が埋没してしまうからだったはずである。ということは、政権入り後、SPD がメルケル路線に異を唱える場面は増えるであろうし、他ならぬメルケル首相も借りを作った以上、それを受け入れなければならない局面は出てくるのではないかな。

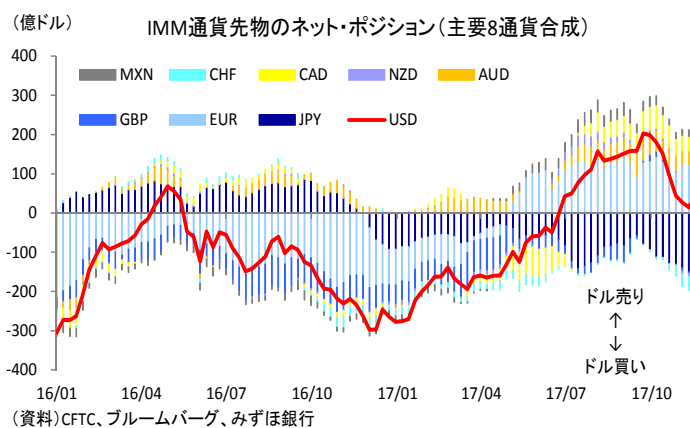
やはり「選挙の年」だった欧州

今年の欧州はそもそも前年から「選挙の年」と強く警戒されてきたが、上半期の主要国における選挙結果を受けて、さほど意識されなくなっていた経緯がある。第一陣を切った 3 月のオランダ総選挙、そして今年の山場と見られた 4~5 月のフランス大統領選挙や 6 月の国民議会選挙では共に極右勢力が退けられる格好となり、(実際は中道政党が快勝したわけでもなかったのだが) 少なくとも金融市場では「EU の政治安定」がテーマとなった。その後、ECB が正常化機運を強めたこともあり、特に為替市場ではユーロ全面高の地合いが定着した。しかし、「EU の政治安定」がテーマとして浮揚したのは「9 月のドイ

ツ連邦議会選挙ではメルケル独首相が圧勝する」という自明の前提があったからである。選挙を経て極右政党であるドイツのための選択肢 (AfD) が躍進し、本稿執筆時点でも連立政権が樹立できない状況を見るにつけ、やはり 2017 年の欧州は「選挙の年」だったことを痛感せざるを得ない。さらにその後、10 月に行われたオーストリアおよびチェコの総選挙でも極右台頭がヘッドラインとなっており、2018 年 5 月までにイタリア総選挙の実施を控える EU としては極めて良くないムードが先行している。「選挙の年」というテーマは 2018 年に完全に消えるわけでもない。

「円＞ドル＞ユーロ」となりやすい状況か？

為替市場の観点からは米金利の低迷やロシアゲート疑惑および米法人減税案の先行き不透明感も相俟ってユーロだけではなくドルも買い難い状況が続いている。かかる状況は円の独歩高が警戒される地合いと考えたいところである。右図に示されるように、足許の投機筋の為替ポジションは円売りとユーロ買いが拮抗しているイメージだが、双方のポジション共に高水準であり、巻き戻しを警戒して然るべき状況にある。目先想定される為替市場の強弱関係

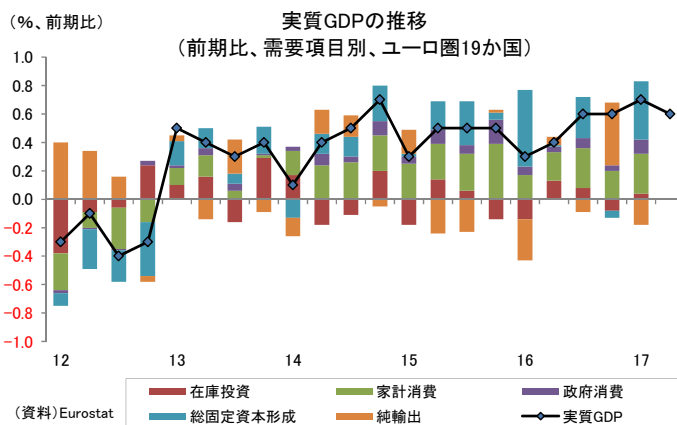


係としては「円＞ドル＞ユーロ」となりやすいように見受けられ、株高の調整も相俟って、年内の円相場は対ドルで 110 円割れ、対ユーロで 130 円割れを警戒したいというのが筆者の相場観である。

ユーロ圏景気自体は極めて堅調

ちなみに現状ではドイツ政局の流動化がユーロ圏経済の苦境に直結する懸念は小さい。

11 月 14 日にはユーロ圏 7～9 月期 GDP (速報値) が公表されており、前期比+0.6%と堅調な結果が示され、18 四半期連続でのプラスとなった (過去最長は 2003 年 4～6 月期からの 20 四半期連続)。4～6 月期の同+0.7%から減速したものの、巡航速度 (潜在成長率は年率 +1%程度) を優に超えるペースである。図示されるように (※7～9 月期の需要項目別成長率は速報段階では未公表)、家計・企業部門の堅調な内需 (家計消費や総固定資本形成) を主軸とする成長であり、この部分だけ捉えれば ECB が正常化プロセスに着手し始めたことは首肯できる。現時点でのドイツ政局流動化がこうしたユーロ圏の堅調な足取りを止めるというほどの蓋然性は高いとは言えない。



2018 年早々に独伊 2 大国で総選挙？

しかし、現時点では可能性が低下しているものの、仮にドイツが再選挙となった場合、メルケル首相の

支持率が低下する最中での実施となるため、極右政党である「ドイツのための選択肢（AfD）」の獲得議席数が増える可能性を心配する声もある。実施ならば 2018 年 1～3 月期となる公算が大きい、同時期にはイタリアの総選挙が行われる可能性もある。独伊 2 大国が極右政党やポピュリズム政党の躍進を懸念しながら総選挙を行うとなれば、1～3 月期は欧州政治が市場の一大テーマとなろう。さらに、ちょうど ECB の APP の縮小が始まるタイミングと合致することもあり、政局不安を受けて域内金利が意図せず上昇し、上述したような堅調な内需に水を差す可能性も出てくるだろう。元より景気拡大が歴史的な長期間に及んでいる以上、経済活動は成熟化していると考えるのが自然であり、外的ショックには脆弱となっていると考えられる。当然、混乱が極まれば縮小路線に乗ったばかりの APP が再拡張されることもなくはない。声明文で謳っている以上、機動的に決定が下される可能性は常にある。

政治日程と不可分なユーロ圏見通し

このように考えてみると、ユーロ圏の経済・金融見通し、特に ECB の政策運営は重要な政治日程と不可分であることを痛感させられる。過去の本欄でも議論したように、例えば ECB が利上げやバランスシートの縮小まで視野に入れるのならば、どんなに短くとも今後 3 年を見越した長期計画になる。右表に示したケースは全てが上手くいっ

ECBの出口戦略、最速ケース(2017～2020年)

時期	内容	
2017年9月	APPの延長&縮小決定	
2018年1月	APPの縮小スタート(600億→300億)	↑決定事項
2018年9月	APPの縮小スタート(300億→150億)	↓予想
2019年3月	APP廃止?	
2019年9月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.40%→▲0.30%)	
2019年12月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.30%→▲0.20%)	
2019年3月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.10%→0%)	
2019年6月	預金ファシリティ金利の引き上げ(0%→+0.10%)	
2019年12月～2020年	バランスシート縮小へ	

(資料)筆者作成

た場合の最速シナリオであり、実際は様々なノイズもあり、2021 年に差し掛かっても不思議ではない。少なくとも今年総選挙を行ったドイツは（再選挙がなければ）任期満了である 2021 年には総選挙を行う必要があるし、フランス大統領選挙は 2022 年までに、イタリア総選挙は 2023 年までに行われる可能性がある（当然それぞれ前倒しの可能性はある）。EU やユーロ圏への不満を根絶して、極右・極左・ポピュリズム政党の勢いを根絶しない限り、4～5 年に 1 回、市場は政治リスクに怯えなければならなくなる。足許では循環的な好況も重なり、ECB は運よく正常化プロセスに着手することができたが、本当の正念場は縮小措置が効果を持ってくる 2018 年以降となるように思われる。

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。