

中期為替相場見通し

2017 年 12 月 22 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～「動かなかった 2017 年」と「割安な円」～

ドル/円相場の現状と展望～「動かなかった 2017 年」と「割安な円」～	P.3
米金融政策の現状と展望～逆イールドが示す不安な未来～	P.4
円相場の基礎的需給環境～健在の「ねじれ」構造～	P.8
日本経済の現状と展望～株高の真因と「付加価値の取り分」という視点～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～早くも問われる APP 再延長問題～

ECB の金融政策の現状と展望～早くも問われる APP 再延長問題～	P.14
------------------------------------	------

【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

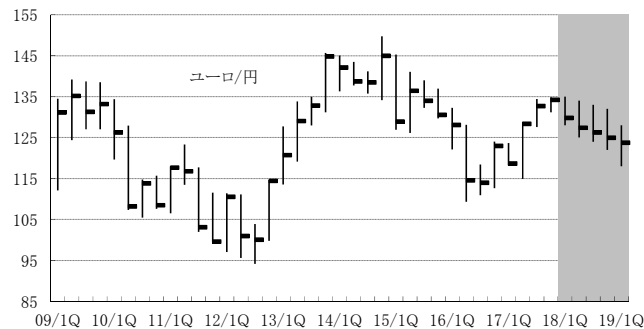
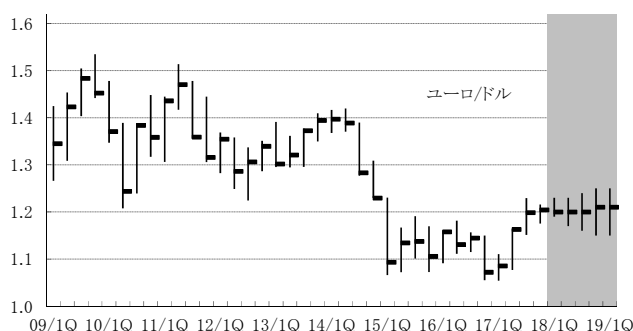
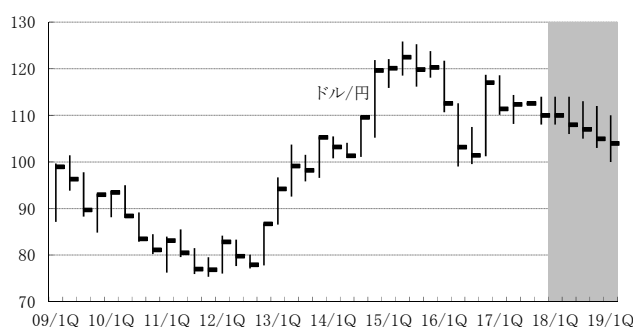
ドル/円相場は動意の無いまま今年の取引を終えそうである。今年のドル/円相場は近年稀に見るレンジ相場に終わった(高値と安値の変動率は史上 3 番目の小ささ)。過剰なドル高がユーロやメキシコペソの急騰によって調整される中、偶然、円への調整が及ばなかっただけというのが筆者の基本認識だが、この手の静かな相場が2年連続して続くことは稀である。もちろん、動かないドル/円相場がフェアバリューと目される水準に近いのであれば特に問題は無い。しかし、実態はそうではない。購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)、交易条件などの物価尺度を通じてみれば、円の割安感は明らかに残されている。史上稀に見る「動かない年」はこうした明らかな「円の割安状態」の上に成り立っていることを認識した上で、2018 年の為替見通しを検討していくことが重要だろう。なお、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る。今後、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ひいては逆イールド化するのならば)、円高・ドル安見通しの大勢に影響はないと考えたい。

片や、ユーロ相場は堅調な相場が続いている。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/ドルは堅調を維持しそうだが、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以上では上値が重くなるだろう。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に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、「1.15～1.20」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。予測期間中のリスクとしては5月までに実施されるイタリア総選挙で反EU政党「五つ星運動」が勝利する展開、そしてブレグジットがなし崩しの離脱に至る「クリフエッジ(cliff-edge)」が意識される展開などが考えられる。前者はユーロ売り、後者はユーロ買いをもたらす材料として注目しておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1～12月(実績)	2018年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2019年 1～3月期
ドル/円	107.32 ～ 118.60 (113.36)	108 ～ 114 (110)	106 ～ 114 (108)	105 ～ 113 (107)	103 ～ 112 (105)	100 ～ 110 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.2092 (1.1843)	1.17 ～ 1.21 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.18)	1.14 ～ 1.22 (1.18)	1.13 ～ 1.23 (1.19)	1.13 ～ 1.23 (1.19)
ユーロ/円	114.86 ～ 134.88 (134.29)	128 ～ 135 (130)	125 ～ 134 (127)	124 ～ 133 (126)	122 ～ 132 (125)	118 ～ 128 (124)

(注) 1. 実績の欄は12月22日までで、カッコ内12月22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。

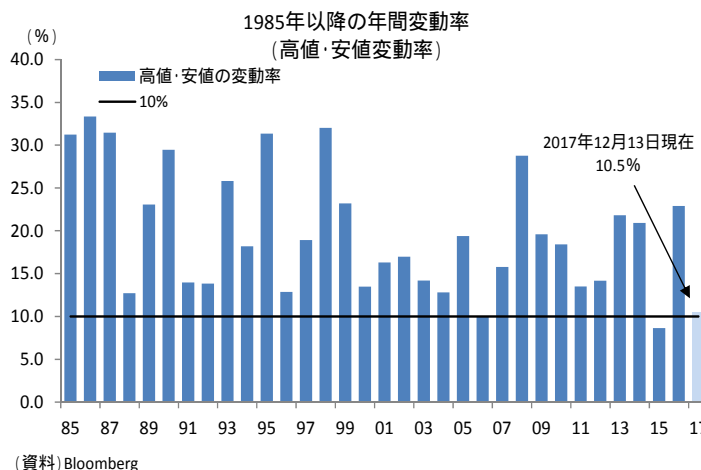


◆ ドル/円相場の見通し～「動かなかった 2017 年」と「割安な円」～

《ドル/円相場の現状と展望～「動かなかった 2017 年」と「割安な円」～》

過去 30 年で 3 回目の低い変動率

活況を呈した株式相場とは裏腹に 2017 年のドル/円相場は近年稀に見るレンジ相場であった。高値（118.60 円）と安値（107.32 円）の変動率は 10.5%程度であり、これは 2015 年の 8.6%、2006 年の 10.0%に次いで 3 番目に小さい。なお、過去 30 年で見ても、11%未満の変動率だったことはこの 3 つの例しかない。過剰なドル高がユーロやメキシコペソの急騰によって調整される中で、偶然、円への調整が及ばなかっただけというのが筆者の基本認識



だが、この手の静かな相場が 2 年連続して続くことは稀である。2015 年の翌年の 2016 年には英国の EU 離脱（Brexit）にトランプ米大統領誕生、2006 年の翌年 2007 年には米投資銀行ベアスターンズ破たんからのサブプライム危機があった。特に、2006～2007 年は現状と同様、株も債券も商品も堅調というゴールドロック状態が続き、それが永続するかのような言説が支配的だった。当時との違いで仮想通貨（ビットコイン）の急騰という現象も見られているが、結局、これも「金余り」の一端かもしれない。

どう見ても割安な円

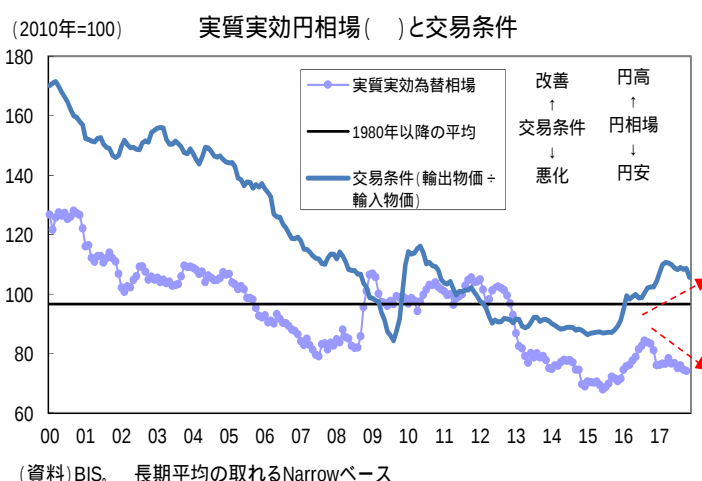
もちろん、動かないドル/円相場がフェアバリューと目される水準に近いのであれば特に問題は無い。厳密には、為替にフェアバリューは無いが、それでも物価尺度を通じて得られる理論値から乖離し続ける展開は長持ちしないものである。この点、本欄では円の割安感を繰り返し論じてきた。図は企業物価ベース（1973 年基準）で算出したドル/円の購買力平価（PPP）に関し、実勢相場との乖離率に着目したものである。一瞥して分かることだが、変動相場移行後、ドル/円相場が PPP から上方乖離するケースは稀である。そのよう



な動きが 3 年以上続いたのはプラザ合意前の 1981～85 年、そしてアベノミクスが取り沙汰されるようになった 2013 年から足許までの 2 回だけだ。プラザ合意前のケースでは 5 年弱（55～56 か月）、そのような局面が続いたが、今回もいよいよ同程度の期間に至っている。2018 年以降も 110 円以上の値動きが続くようであれば、それは歴史にチャレンジする動きと言える。ちなみに、2005 年から 2007 年は円安バブルとも言われたが、図示されるように PPP からの上方乖離はせいぜい 2007 年の 1 年程度であり、

しかもその程度は今に比べれば穏当なものだった。

また、米財務省の為替政策報告書では「実質実効為替相場（REER）において長期平均から 20%ほど割安」との指摘も続いている。要するに、ドル/円という 2 通貨ペアで見ても、実効ベースという総合的な視点で見ても、円相場は割安という評価が優勢であり、少なくとも現状がフェアバリューだと判断する根拠は乏しい。また、定義上、REER と近似する交易条件（輸出物価÷輸入物価）との対比で見ても円の割安感は示唆されるところであり（図）、調整の必要性を感じさせる。



史上稀に見る「動かない年」はこうした明らかな「円の割安状態」の上に成り立っていることを認識した上で、2018 年の為替見通しを検討していくことが重要と考える。

《米金融政策の現状と展望～逆イールドが示す不安な未来～》

利上げ反対は 2 名に

年内最後の FOMC は 6 か月ぶりの利上げを決定し、FF 金利誘導目標は年 1.00～1.25%から 1.25～1.50%に引き上げられた。声明文は前回から大きく変わっていないものの、物価評価に弱さが見られるなどの変化はあった。スタッフによる経済見通し（SEP：Summary of Economic Projections、表）では予測期間を通じて成長率や失業率が上方修正され

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2017年12月時点

	2017	2018	2019	2020	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	2.4～2.5 (2.2～2.5)	2.2～2.6 (2.0～2.3)	1.9～2.3 (1.7～2.1)	1.7～2.0 1.6～2.0	1.8～1.9 (1.8～2.0)
失業率 (9月時点)	4.1 (4.2～4.3)	3.7～4.0 (4.0～4.2)	3.6～4.0 (3.9～4.4)	3.6～4.2 4.0～4.5	4.4～4.7 (4.5～4.8)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.6～1.7 (1.5～1.6)	1.7～1.9 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)	2.0～2.1 2.0～2.1	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.5 (1.5～1.6)	1.7～1.9 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)	2.0～2.1 2.0～2.1	

(資料)FRB

ている一方、物価見通しに関しては概ね横這いとなっている。注目されたメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）では 2018 年に関し年 3 回、2019 年に関し年 2～3 回との見通しが維持されている。なお、利上げについてはカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁に加えて、エバンズ・シカゴ連銀総裁も反対に回っている。本欄では繰り返し論じている点だが、物価低迷下での引き締めについて徐々に警戒感ないし不安感が高まっているのではないかと。

1 年続いた乱暴な議論

声明文は基本的に 11 月分から踏襲されているが、懸案の物価に関し「On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined this year and are running below 2 percent（12 か月間で見れば、インフレ率は総合および食料・エネルギー除くベースで今年は低下しており、2%を下回り続けている）」と記述されている。前回はコアベースに関し、「軟調(soft)」

とされていた評価が、はっきりと「低下した (declined)」と修正されていることは弱めと受け止めるべきだろう。イエレン議長は足許の物価低迷の理由を特定できない (不明) と述べているが、それにもかかわらず「一時的」だと強弁している。

しかし、今年 1 年を通じてずっとこの調子だったことを忘れてはならない。こうした「理由は分からないが、物価はいずれ上がってくる。だから今のうちに利上げする」という一見、フォワードルッキングなアプローチは「利上げしたいから利上げするのだ」という乱暴な議論にもなりかねない。本欄ではこうした引き締め路線に不安を抱き続けているが、反対票が 1 名から 2 名に増えたこと自体、この不安が徐々にではあるが広がっていることの証左だろう。利上げが 4 回に及び、バランスシート (B/S) 縮小も始まっていることを踏まえれば、引き締め効果に不安を覚え始めるのは当然である。

中立金利超えが視野に

SEP におけるドットチャートも基本的には 9 月の内容を踏襲している。注目された利上げ見通しの中央値は 2018 年末が 2.125% で年 3 回、2019 年末が 2.688% で年 2 回とされた。また、9 月にその低下が耳目を集めた長期的な政策金利見通し (中立金利) は 2.75% で据え置きとなり、引き続き低位だった。変化に乏しい中、今回最も目を引いたのは 2020 年末の見通しが 3.1% と設定されたことだろう。「利上げの終点」と目された中立金利をはっきりと超える見通しが示されたのはこれが初めてである。

各年末の政策金利見通し (予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	2020	Longer run
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	3.75%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	3.625%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	3.125%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	2.875%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	2.625%	3.313%	n.a.	n.a.	3.50%
Dec-15	2.375%	3.250%	n.a.	n.a.	3.50%
Mar-16	1.875%	3.000%	n.a.	n.a.	3.25%
Jun-16	1.625%	2.375%	n.a.	n.a.	3.00%
Sep-16	1.125%	1.875%	2.625%	n.a.	2.90%
Dec-16	1.375%	2.125%	2.875%	n.a.	3.00%
Mar-17	1.375%	2.125%	3.000%	n.a.	3.00%
Jun-17	1.375%	2.125%	2.938%	n.a.	3.00%
Sep-17	1.375%	2.125%	2.688%	2.875%	2.75%
Dec-17	1.375%	2.125%	2.688%	3.063%	2.75%

(資料) FRB

多くのメンバーは 2.75% に到達した後も、利上げを支持しているということになる。厳密に言えば、政策金利が中立金利未満の現状は「緩和的な金融状態」だが、中立金利以上となってくればそれは「引き締めの金融状態」である。まだ 3 年先の話だが、明確な金融引き締めまで視野に入れるメンバーが多いのだとすれば、金利・為替見通しを検討する上で重要な話である。2018 年の FRB ウォッチにおいて重要な論点の 1 つとなってくるのではないかと。

パウエル次期議長が行きつく「レールの終点」

現状の局面が崩れ始めるとしたら大きな調整なく高みを目指している株価の反落からではないかと思われる。そのきっかけが米朝関係の緊迫化なのか、ロシアゲート疑惑なのか、欧州における政治情勢 (イタリア総選挙やブレグジット交渉など) なのかは定かではない。だが、連続的な利上げの結果として株価が調整するのはごく当然であり、あとはいつ崩れるかという議論である。後述するように、フラット化する米国のイールドカーブはその未来を予見するものだろう。

パウエル次期 FRB 議長は量的緩和の縮小、利上げ着手、B/S 縮小という「難しい宿題」を全部イエレン議長にやって貰ったことで、当面は意思決定をドットチャートに近づけるだけという体制になりそうである。この点、イエレン議長にレールを引いて貰った格好であり、政策運営の難易度は先代の 2 人よ

りも低くなるようにも思われる。だが、考えようによってはパウエル議長には何も新しい政策修正は期待されておらず、ひたすら、そのレールに乗って「正常化プロセスの終わり」に到着するのを待つだけという状況とも言える。「将来の不況に備えた糊代を作るために、上がらない物価を横目に株価を潰す」という状況を、新議長としてどこまで許容するのか。派手な論点こそないものの、先代の 2 人と比べても勝るとも劣らない胆力がパウエル議長には求められることになるだろう。

2018 年のテーマ：逆イールド発生予測

ここもとの米金利動向を踏まえ、ウォール街においては 2018 年のテーマとして長短金利差の逆転（いわゆる逆イールド）を視野に入れざるを得なくなっており、来るべき後退局面に言及する向きが増えているという。年初来、本欄でもイールドカーブのフラット化が示す FRB の正常化プロセスへの疑念がドル全面安に繋がっていると考えてきたが、2018 年はますます、行き過ぎた引き締め懸念がリスク資産価格ひいては米経済の先行きに影を落としていることが注目されてきそうである。

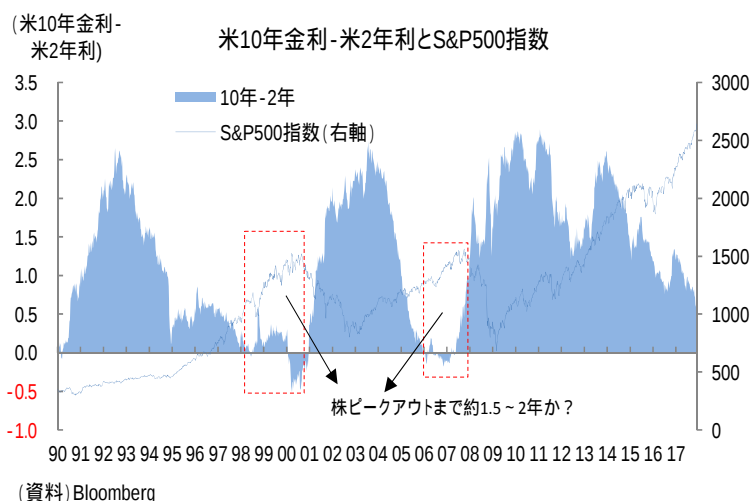
現状の 10 年金利（約 2.5%）と 2 年金利（約 1.9%）の差は約 60bps 程度である。これは 2007 年 10 月以来、約 10 年ぶりの小さな水準だが、逆イールドに至るまでにはまだ距離がある。敢えて、タイミングを予想するとしたらいつくらいになるだろうか。右図は市場で注目される 4 つの金利（FF 金利、2 年金利、10 年金利、中立金利）の推移を見たものである。先行きを読む上で重要となる示唆は 2 つある。

1 つは①10 年金利も 2 年金利も「利上げ

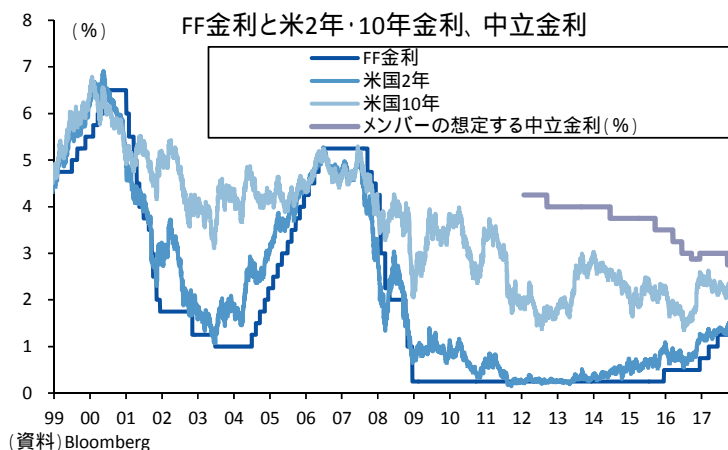
の終点」を大きく超えて推移することはないということ、もう 1 つは②逆イールドが発生するポイントも「利上げの終点」であること、である。少なくとも前回ないし前々回の利上げ局面ではそうだった。

遅くとも 19 年、早ければ 18 年か

今年 12 月末時点で、ドットチャートでは「利上げの終点」である中立金利が 2.75%とされ、2019 年末に関しては 2.70%弱という予想中央値も公表されている。2 年金利が FF 金利誘導目標に対して数 bps 上乗せされることを思えば、「2019 年末までの 2 年以内に逆イールド」という予測はあり得るだろう。もちろん、中立金利が 2.50%や 2.25%へ下方修正されてくれば、この「2 年以内」という時間軸も短縮



(資料) Bloomberg



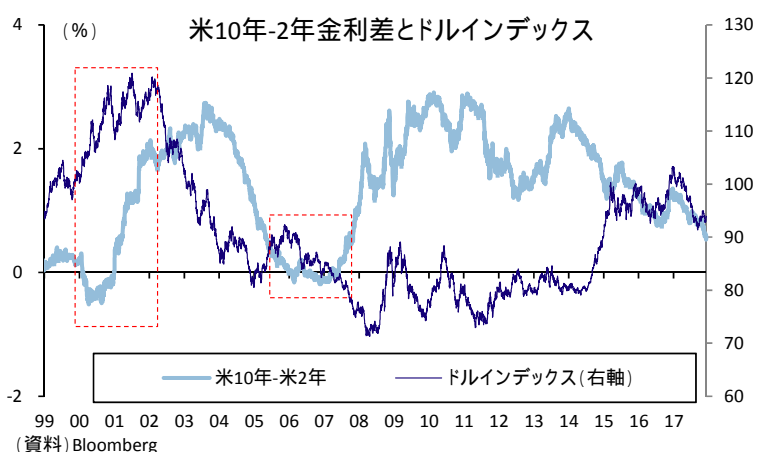
(資料) Bloomberg

化されてくることになる。2014年6月末の3.75%が3年3か月で100bps切り下げられたのだから、1年で25bps～50bps切り下げられてもさほどおかしい話ではない。逆イールドの発生予測としては「遅くとも19年、早ければ18年」というのが雑駁なイメージになるのではないか。

逆イールドと為替について

なお、逆イールド発生が直ぐに株価の急落やリセッションを意味するわけではない。前頁図からも分かるように、逆イールド発生から株価がピークアウトするまで1年半から2年程度のラグがある。株価のピークアウトから実体経済が景気後退に至るには、さらに時間を要する(1～2年)だろうが、FRBの政策運営に影響が出始めるのはやはり株価が調整したタイミングだろう。これらの型通りに考えるならば、FRBの正常化プロセスが止まるとしたら、早いシナリオで「2018年末に逆イールド→2019～2020年に株価がピークアウト」、遅いシナリオで「2019年末に逆イールド→2020～2021年に株価がピークアウト」といったイメージになるうか。

為替相場を読む上ではやはり米金利の動きが重要であり、逆イールドとなり、長短金利共に上昇余地が無いとの認識が広がったところでドル売りが勢いづく可能性が高いと考えたい。この点、2000年に逆イールドが発生した際はドルインデックスがむしろ上昇しているが、これはITバブル崩壊とそれを受けた大幅な利下げが2年金利を大幅に押し下げ、景気後退懸念の早期払拭に繋がったからである。



さらに言えば、1995～2002年はルービン元財務長官の下で意図的なドル高政策が取られていたという経緯もある。特殊な時期だったといって差し支えない。一方、2006年に発生した逆イールドではそれが発生したタイミングでドルインデックスも同時にピークアウトしていた。この時もその後の金融バブル崩壊を受けて急速かつ大幅な利下げが敢行され、2年金利の下落主導で10年-2年金利差は拡大したが、米経済に回復の基調が見出せない中、長期にわたってドル相場の低迷が続いた。今後の参考になるのはやはり後者と考えたいところである。次の後退局面でFRBに打てる手は多くない。これだけ上昇した株価の大幅調整の後遺症を「4～5回の利下げ余地」と「再投資の再開」というカードだけで乗り切れるのだろうか。2018～19年にかけて発生する逆イールドは長めのドル安局面を示唆する合図と考えたい。

いずれにせよイールドカーブのフラット化や逆イールドが発生するのは金融引き締めが効くと信じるからこそであり、必然の帰結でもある。逆イールドやそれが示唆する株価の調整が2018年なのか2019年なのかという時間軸に議論の余地は大いにありそうだが、そのような展開が刻一刻と迫っているのは間違いない。なお、株価やドルの調整に逆イールドが必要条件というわけでもない。現時点の長短金利差縮小も十分、先行きの危うさを示唆していると考えたいところである。

《円相場の基礎的需給環境～健在の「ねじれ」構造～》

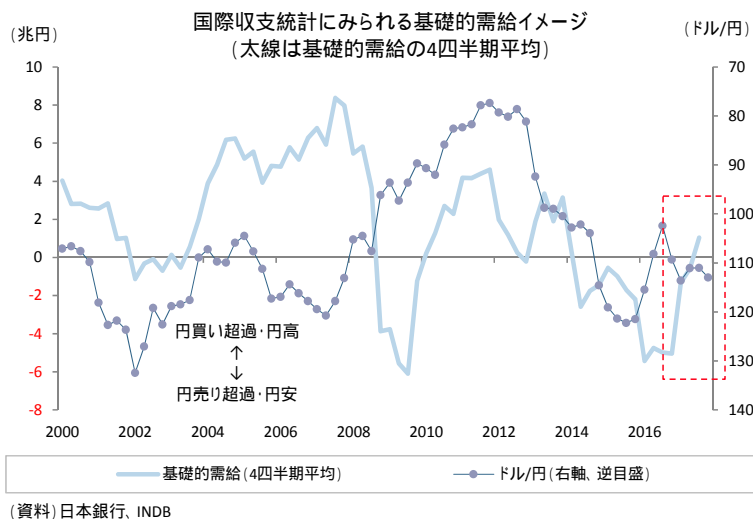
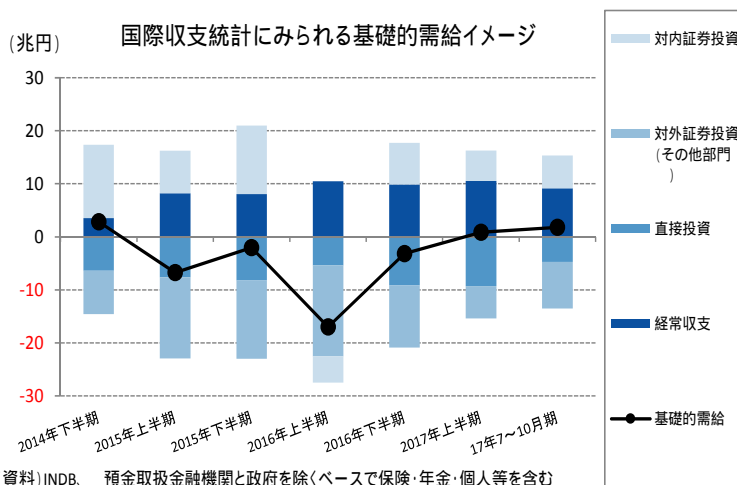
「ねじれ」構造は健在

本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス（以下基礎的需給）の定点観測をしておきたい。10月の基礎的需給は約+1.7兆円と2か月ぶりの円買い超過となり、7～10月の4か月で見れば約+1.8兆円の円買い超過、年初来（1～10月）合計で見ても約+2.6兆円の円買い超過である。前年同期（2016年1～10月）が約▲17.9兆円、2015年の同期が約▲6.6兆円、2014年の同期が約▲9.1兆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である。懸案の対外証券投資は相応に買い越しが出ており円売り圧力が増した格好になっているが、本邦企業から海外企業に対するクロスボーダーM&Aを含む対外直接投資に勢いがなく、引き続き基礎的需給全体が円買いに傾斜する状況である。相応の円安・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と見ていいだろう（図）。

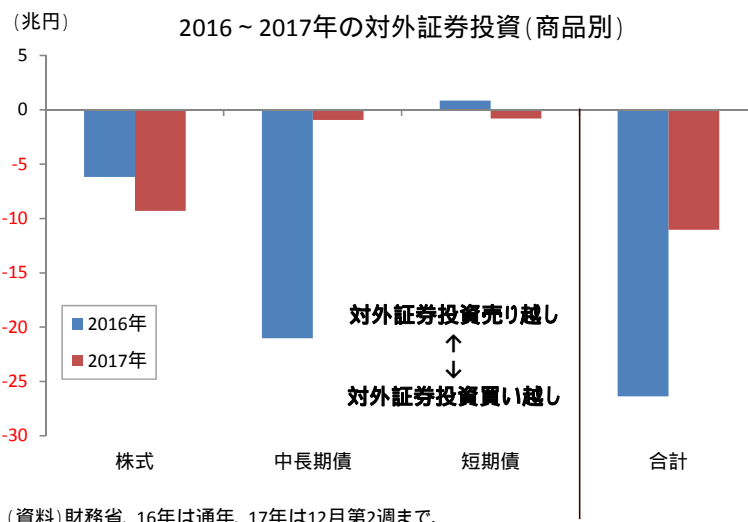
また、本欄では繰り返し論じている点だが、今年に入ってから基礎的需給は明らかに円買い方向へ傾斜している一方、ドル/円相場はこれに逆らうように高止まりしている（図）。年初来、筆者が気にかけているのは、こうした需給と実勢相場の「ねじれ」であり、2018年にかけての円安予想の難しさはここにあると引き続き考えたい。過去の経緯を踏まえれば、基礎的需給の方向感とはっきり矛盾するような実勢相場の動きはそれほど長続きしな

った。今回もIMM通貨先物取引などに見られる投機的な円売りがこうした基礎的需給の影響を相殺しているのではないかと推測するが、投機はいずれ巻き戻され、地力である基礎的需給の影響が今後露出してくる可能性が高いと筆者は見ている。



対外証券投資は割に合わないそう

2018 年の基礎的需給の趨勢を決めるのはやはり対外証券投資の行方である。結論から言えば、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はずである。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だろう。右図は財務省『対外及び対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）』における対外証券投資（各商品別と合計）に関し、2016 年と 2017 年を比較したものである。2016 年は通年合計、2017 年は現在明らかになっている 12 月第 2 週目までの年初来合計である。株式は前年を上回るペースで買い越しが進み、短期債に関しては前年からほぼ横這いである。大きく変わっているのは中長期債であり、2016 年に見られた巨額の買い越しは今年、殆ど消滅した。上述したように、これが 2017 年の基礎的需給が円買い方向に傾斜した主因である。



2016 年は通年合計、2017 年は現在明らかになっている 12 月第 2 週目までの年初来合計である。株式は前年を上回るペースで買い越しが進み、短期債に関しては前年からほぼ横這いである。大きく変わっているのは中長期債であり、2016 年に見られた巨額の買い越しは今年、殆ど消滅した。上述したように、これが 2017 年の基礎的需給が円買い方向に傾斜した主因である。

本欄では執拗に議論している論点だが、「利上げの終点」である中立金利の見通しが切り下がる中、対外証券投資に踏み切る際の為替リスク（端的にはドル安）を警戒する投資家は増えて当然である。2017 年は年初来で▲6%もドルの名目実効為替相場（NEER）が下落したが、幸いにしてユーロやメキシコペソがその「受け皿」となり円高は限定された。しかし、それは ECB の正常化着手やメキシコペソ急落からの反発という両通貨の特殊要因があったからこそである。2018 年も冴えない米金利を横目に実効ベースでのドル売りが続くのであれば、今度こそ円相場が被弾する可能性はある。REER で長期平均から大きく下方乖離している円が買われることは不思議な話ではない。

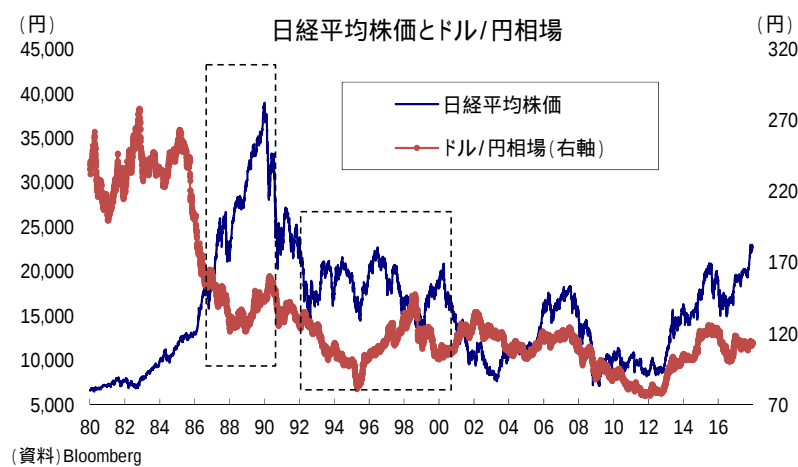
例えば、円高を予想する向きの中で 100 円付近という水準は決して珍しいものではない。100～105 円程度への下落は穏当な円高見通しとして十分あり得る。100 円割れを予想する向きもあろう。一方、米 10 年金利に関してはどうか。大統領選挙前後の 10 年金利が 1.8%、あれから 25bps の利上げが 3 回行われ、バランスシート縮小にまで着手されていることを踏まえると、さすがに当時と同水準に 10 年金利が回帰するという想定はあまり現実的ではないだろう。「低下しても 2.0%前後」というのが 1 つの考え方になるだろうか。その場合、ドル/円相場が足許の 113 円台から 100 円まで下落する一方、米金利は足許の 2.3%程度から 2.0%前後までしか進まない（債券価格の上昇はその程度に限定される）という話になる。極めてラフな仮定だが、やはり割に合わないと考える投資家は多いのではないか。

元より、これだけ利上げをしても長期金利が上がってこないことに由来する問題である。世界で最も豊富な流動性と多様な投資家が集まる米国債市場が正常化プロセスの持続可能性を依然として信じていないのが現状であり、この状況が大きく変わらない中で、2018 年の対外証券投資もやはり小粒なものに止まる可能性が高いと筆者は見ている。

《日本経済の現状と展望～株高の真因と「付加価値の取り分」という視点～》

株と為替の相関は近年の話

2017 年の本邦金融市場では、株と為替のデカップリングが大きなテーマの 1 つとなった。しかし、そもそも両者の相関は近年高まったものであり、長期的に見ればそれほど当たり前の事実とは言えない。1980 年以降の両者の動きを振り返っても、プラザ合意後の超円高に関してはこれを抑止するための金融緩和が株高を招いたという経緯があったので除くとしても、米国が IT 革命を経てバブル

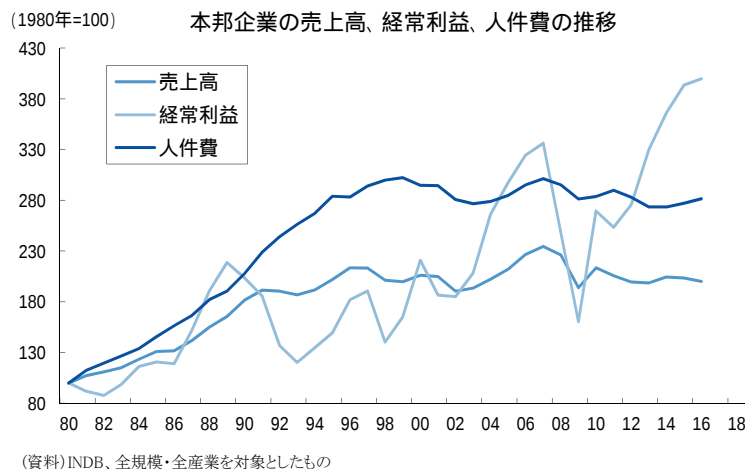


に至った 1990 年代から 2000 年代初頭にかけての約 10 年間は日経平均株価とドル/円相場にそれほど高い相関はなかった。近年、両者の相関が強まったのはやはり 2007 年以降の金融危機で超円高が誘発されたことが契機であり、2013 年以降はその局面の終焉と共に株が買い戻されているという整理になりそうである。ゆえに、現状に関する評価として「円安になっていないにもかかわらず株高はおかしい」とは必ずしも言い切れない。そもそも、円安下で輸出数量が増えなかった実績がある以上、両者が相関する理由はかつてよりも小さい。

現状の「円安なき株高」に理由を見出すならば、①日本株が元々過小評価だった、②足許の日本株が過大評価されている、③日銀の上場投資信託 (ETF) 買いなどが考えられるだろうか。このうち③は事実であり、仮に日銀が執行していなくても、その存在自体が幾分かの買い安心感を醸成していることは認めなければならぬ。

「株高にもかかわらず、賃金が上がらない」というのは誤解

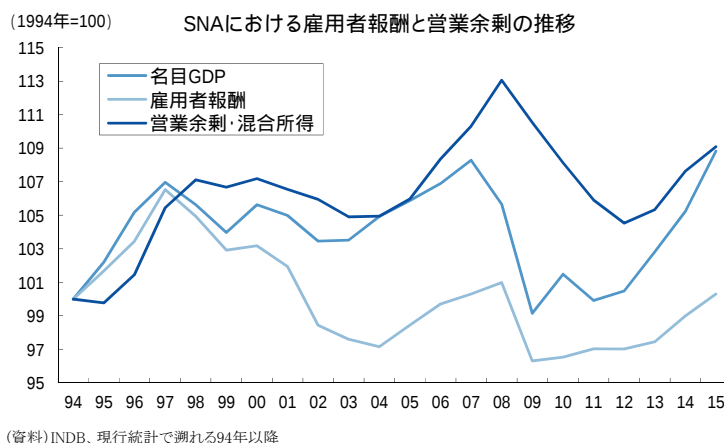
本邦企業の最高益更新が相次いで報じられる中、株高を過大と言い切るのも難しく、①もあながち間違いではないかもしれない。だが、その株高を好景気と重ねてみる風潮はそろそろ慎重になっても良いのではないかと思う。株価は景気の先行指標と言われ、その写し鏡のように解釈されることが非常に多いが、現実はそのようではない。右図は本邦企業（全規模・全産業）の売上高、経常利益そして人件費の推移である。



売上高と人件費が横這いしないし微減となっている一方、経常利益が急伸している。賃金に代表されるコストを抑制ないしカットすることで利益が積み上げられており、その割引現在価値である株価が上昇

しているのが実情だろう。割引率である金利は金歴史的低水準にあるのだから、これも株高の一因となる。前頁図で示されるように、1990 年と 2016 年を比較した場合は売上高と人件費は概ね横這いだが、経常利益の水準は別物である（具体的に売上高は約+18%、人件費は約+74%増えているのに対し、経常利益は約+200%である）。

また、GDP 統計の元となる国民経済計算（SNA）の観点から、家計部門に分配される雇用者報酬と企業部門に分配される営業余剰・混合所得を見ても、1990 年代後半以降のいわゆる「失われた 20 年」における両者の動きは全く違うことが分かる（図）。分配面の GDP は「雇用者報酬+固定資本減耗+生産・輸入品に課される税－補助金+営業余剰・混合所得（純）」で構成され、その殆どが雇用者報酬と営業余剰・混合所得である。図示されるように、営業余剰の伸びが GDP をけん引してきた格好だが、雇用者報酬はこれに追従できていない。結局のところ、生み出された付加価値（GDP）の多くが企業部門に滞留し、家計部門は放置されたというのがこの 20 年の総括となる。



以上のような数字を見れば「株高にもかかわらず、賃金が上がらない」という巷の言説は根本的に的を外しており、正確には「賃金が上がらないから株高になっている」という理解の方が本質に近いのではないか。株と為替の相関という卑近な論点ではなく、「生み出された付加価値（GDP）の取り分」の問題として株高を考察すると、本質的な事実が見えてくる。

《メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～》

米減税はドル買い契機にならず

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。前月からさほど時間が経過していないこともあり、大きな変化はない。敢えて言えば、前月まで円高・ドル安というメインシナリオに対する大きなリスクとして注目してきたトランプ米政権の税制改革案の全容がいよいよ明らかになっている。本欄ではこれがリフレ期待を再扇動する展開を警戒してきたものの、12

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	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	・中立金利の大幅な上方修正	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
		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		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		地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

(資料) 筆者作成

月に最終合意に至った税制改革法案に為替市場はさほど反応していない。特に、為替市場の参加者が警戒していたレパトリ減税も予想以上に高い税率が設定されたことで、全くドル買いの手掛かりになって

いない。現時点でリスク要因から外すことも検討したが、就任以来断続的に示唆されてきたインフラ投資の検討が徐々に報じられており、今月時点ではまだ残しておきたい(①-1 のリスク)。現実問題として、拡張財政方針が示され、ドル/円相場が上方に跳ねる展開は程度の差こそあれ、予想されるものだろう。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、法人税率と所得税率の引き下げが実体経済を押し上げる効果が想定以上に、強く出てくる可能性がないわけではない。

一方、減税を含むそうした拡張的な財政政策だけで歴史的長期にわたる景気拡大局面を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、ここで円安方向に切り返さなければ、ドル/円が浮上する契機はつかめないだろう。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こまで景気を過熱できるのかに依存する部分が小さくないと思われる。

中立金利の上方修正はリスクだが可能性低し

前月も述べたように、FRB が想定する中立金利自体が引き上げられてくると、2017 年は鈍かった米長期金利も上方向に勢いづく可能性はあり、これは円安リスクではある(②のリスク)。本欄の為替見通しは中立金利が現状の 2.75%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。既に述べたように、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、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認識である。

この点、中立金利の想定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。とはいえ、前月の本欄でも述べたように、個人消費支出(PCE)デフレーター+2%到達が実現しないのであれば、2.75%という中立金利は決して米国にとって低過ぎるとは言えない。FF 金利誘導目標が 2.75%、コア PCE デフレーターが+1%近傍だとすれば、潜在成長率に近似する均衡実質金利(自然利子率)は 1.75%(2.75%－1%)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、さほどおかしい話ではない。中立金利の上方修正自体、警戒はしつつも、それをメインシナリオの前提とするのはやはり危ういと考えたい。

そのほか④の本邦機関投資家による為替リスクを取った対外証券投資も円安リスクには違いないが、上述したような米金利環境を前提とすれば、その加速を見込むのは現実的とは言えない。実際、上述したように、円相場の基礎的需給は対外証券投資の減速を主因として円買いに傾斜しつつある。

日銀利上げの可能性

一方、円高リスクは複数あり、特にトランプ政権絡みの材料は要注意である。例えば、今年 10 月に急遽浮上した日米 FTA 交渉の行方からは目が離せない。ここに至るまでのトランプ政権による日本の対米貿易黒字や円相場に対する言動を踏まえれば、仮に交渉が始まればほぼ間違いなく円高材料となるだろう(①-2 のリスク)。米国にとっても中期的な政策課題と思われるゆえ、メインシナリオにはならないが、リスクシナリオから外すわけにはいかない。また、12 月初旬、初の政権閣僚(フリン前大統領補佐官)の訴迫により再び耳目を集め始めたロシアゲート疑惑も予断を許すまい(③のリスク)。内政が混乱するほど外交での失地回復を図ろうとする傾向があるだけに①-2 や③は相乗的なリスクとなりかねない。

そのほかの円高リスクとして足許で照会が増えているのは日銀の金融政策が引き締めに転じる可能性である。チューリヒ大学における黒田日銀総裁の講演以降、リバーサル・レートの議論を用いて緩和の撤回を図ろうとする雰囲気に警戒感が漂っており、2018 年中にイールドカーブコントロール（YCC）における長期金利誘導目標の引き上げが行われるのではないかという声がある。折しも、政府・与党が予め設定していた 4 条件（①CPI、②GDP デフレーター、③需給ギャップ、④単位労働コスト）を理由としてデフレ脱却を宣言する可能性も囁かれる中、「デフレ脱却宣言→YCC による長期金利引き上げ」という展開は完全には否定できない。日銀はこれを「引き締め」とは決して述べないだろうが、事実として利上げ、ひいては日米金利差縮小を招くイベントであり円高リスクには違いない。しかし、そうなった場合は元より高止まりしている株価を道連れにする可能性が高く、安倍首相の自民党総裁選 3 選を前にそのような思い切った決断が下されるとは考えにくい。

「クリフエッジ（cliff-edge）」が意識されるか

そのほか、欧州においてはイタリア総選挙の存在は元より、ブレグジット交渉の行方も深刻さを持って注目されよう。離脱交渉期限は 2019 年 3 月末までの原則 2 年とされているが、EU および英国双方の議会手続きにかかる時間を差し引いた場合、実質的な期限は 18 年 9 月末と言われている。要するに、もう 1 年を切っている。EU との合意を伴わない、なし崩しの離脱は「クリフエッジ（cliff-edge）」と呼ばれ、在英企業の経営環境が激変を迫られる事態として警戒されるが、現状を踏まえる限り、絶対ないとは言えない。断続的にメイ英首相の退陣可能性を示唆するニュースが報じられていることを考えると、英国並びにブレグジットにまつわる政治リスクは国際金融市場で大きな材料となる可能性がある。円をショートしたい向きにとっては逆風となる材料だろう。

上述した以外では、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であり、これらもすべからく想定外の円高リスクとなる。これらも非常に気になり論点ではあるが、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。全体として円高方向のリスクが多いという印象は前月から大きく変わるものではない。

◆ ユーロ相場の見通し～早くも問われる APP 再延長問題～

《ECB の金融政策の現状と展望～早くも問われる APP 再延長問題～》

示唆無く現状維持

12 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、10 月に減額・延長された拡大資産購入プログラム（APP）も 2018 年 1 月以降、現行の月間 600 億ユーロから 300 億ユーロに半減した上で、9 月末で半年間延長することを確認している。その他、政策の撤回に係るフォワードガイダンス（APP 終了後の利上げ着手や再投資継続など）も据え置かれており、殆ど示唆の無い会合となった。一部報道では景気改善を踏まえ、これらのガイダンスに変更を迫ったメンバーもいた模様だが（12 月 15 日、ブルームバーグ）、支持は広がらなかったようである。全体を通じて、「引き締めを焦らない」という印象を与える声明および会見であり、スタッフ見通しの上方修正を受けたユーロ相場は一時的に上昇したものの、その持続力はなく、最終的には軟化している。

スタッフ経済予測から何を読むか

一方、スタッフ経済予測（表）

からは相応のメッセージを汲み取ることもできた。今回の改訂では成長率、物価共に上方修正されている。正確には成長率は 2018～19 年にわたって上方修正された一方、物価は 2018 年

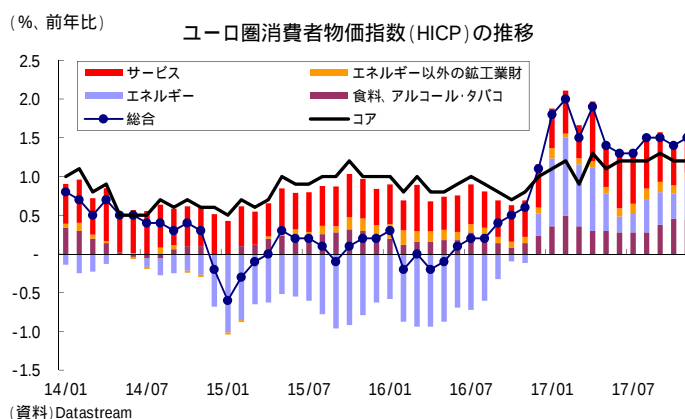
こそ上方修正されたものの、2019 年は据え置きとなっている。敢えて、今後の政策運営と絡めて解釈すれば、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）に関し、2019 年が 1.5%（中央値、以下同）で据え置かれた後、2020 年でも 1.7%にとどまるとされている以上、少なくとも今後 2 年間は本格的な引き締めは想定されないはずである。会見でも 1.7%という伸び率が ECB の目標に照らして十分（good enough）なのかという質問が複数出

ており、この数字に対する関心の高さが伺えた。これに対し、ドラギ ECB 総裁は十分とは言えないと回答している。具体的には「我々の目標は 2%未満だがそれに近い上昇率である。しかし、それはその上昇率にないといけない、ということを意味しない。2%を超えて戻ってくることもできる」と述べている。ある程度のオーバーシュートまでの必要性を視野に入れている発言である。その上で、そうした状態には金融政策のサポート抜きで到達しなければならないと述べ、その域にはまだ達していないとの見方も示しており、緩和策の継続を匂わせている（但し、金融政策への依存度は下がっており、だからこそ月

ECBのスタッフ見通し(2017年12月)

	2016	2017	2018	2019	2020
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年9月)	0.2	1.5~1.5 (1.4~1.6)	0.9~1.9 (0.6~1.8)	0.7~2.3 (0.7~2.3)	0.8~2.6 (0.7~2.3)
実質GDP (前回:2017年9月)	1.8	2.3~2.5 (2.1~2.3)	1.7~2.9 (1.0~2.6)	0.9~2.9 (0.6~2.8)	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1.17。



間購入額の半減が可能になったとも述べている)。

もっとも 2020 年にドラギ総裁はもう退任している。邪推であることを承知で言えば、後任（下馬評ではバイトマン独連銀総裁？）による拙速な引き締めをけん制したい思いが出ているのかもしれない。

「デフレリスクが消え去ったことは確か」

物価に対する評価を付言しておく、物価のリスクバランスは上方・均衡・下方のどれなのかという質問が出ている。これに対しドラギ総裁は一言での回答を避けつつ「デフレや 0.5%、0.6%といった低いインフレ率に陥るリスクが消え去ったことは確か」と述べている。一方で、「それ以上のことは言えない (I don't think we can go beyond that, frankly)」とも述べ、過去と比較して労働市場の回復に対する賃金の反応が鈍いことへの懸念を示している。そして、こうした事象を考慮すれば、インフレ率に対する大胆な声明（もう物価が低下することは無いなど）を出すことは危険との基本認識を示している。実際、正常化プロセスの先頭を走る米国の物価が周知の状況であることを踏まえれば、こうした物価への警戒感に至極真っ当なものだろう。

早くも問われる APP 再延長問題

2018 年の ECB が直面するテーマは APP の再延長問題である。10 月にこれを決めただけであるが、早速、「9 月以降のプランについてもっとアイデアをくれないか」といった質問が出ている。ドラギ総裁はこれに対し、直接的な言質を与えていないが、「基調的なインフレ圧力が継続的に蓄積し、中期的な物価動向をサポートするために、十分な程度の金融刺激策 (an ample degree of monetary stimulus) が引き続き必要」と述べている。また、他の記者からは「10 月会合後の記者会見では突然の終了 (no sudden stop) はないと言ったが、その思いは変わっていないか」との質問も見られた。これに対しドラギ総裁は「それは 300 (億ユーロ) をゼロ (億ユーロ) ということか。決してそのような議論はしていない」と述べている。既に関心が強まっているこの論点は年明け以降、執拗にドラギ総裁を困らせるだろう。早ければ来春 (4 月頃) には具体的なヒントが出され、6~7 月にはその処遇を決めることになると思われる。

その他、APP に関する質問は多く出ているが、1 か月半前に議論、設計、決定したものであり、今回は全く議論されていないとドラギ総裁は述べている。前回会合後、クーレ ECB 理事やバイトマン独連銀総裁が APP の 9 月終了を示唆したことについても問う記者が現れているが、今回会合では議論していないし、物価の基調の弱さなどを理由に大多数がオープンエンド型を支持したと再確認している。

糊代論に対するドラギ総裁の反論

会見では「次の不況が訪れた時のツールが少な過ぎるという不安は無いのか。それも計算のうちか」といった質問も見られている。いわゆる糊代論の腹積もりを尋ねる質問である。この種の議論は FRB や日銀を巡っても常時注目されているものだが、得てして、曖昧な回答で一蹴されることが多い。しかし、これに対するドラギ総裁の回答は非常にクリアなものであった。ドラギ総裁は「起こりそうもなく、予見も出来ないケースに備えて政策余地 (policy space) など持てるだろうか。政策余地は金融政策の関心事ではない」と述べている。その上で、金融政策の関心事は「何よりもまず (first and foremost)、分析的な政策や金融政策では対処しかねる不測の事態に対して経済が一段と耐性を持てるようにすることである」と述べている。この点、構造改革を進めた上で、不況期に備えた財政余地を確保することを中銀として願

っているとも述べている。

結局、次のショックやこれに付随する不況がどの程度のものになるのかは中銀を含めて誰も予測できない。そうであれば、大きなショックや長い不況が来た時にも耐えられるだけの地力を蓄えておくべきであり、金融政策はそのサポートをすべきというのがドラギ総裁の基本認識なのだろう。こうした考えに照らせば「将来利下げするために利上げする」といった糊代論は論外となろう。筆者も同感である。

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。