

中期為替相場見通し

2018 年 2 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～始動した円高シナリオ～

2018 年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～	P.3
世界経済の現状と展望～米国一本足打法の様相～	P.5
米経済の現状と展望～トランプ就任 1 年。「カーブフラット化と株価急騰」～	P.7
米金融政策の現状と展望～パウエル新体制を待つ「茨の道」～	P.10
本邦金融政策の現状と展望～消化試合の様相～	P.11
円相場の基礎的需給環境～対外直接投資の減少が形成する円買い地合い～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～	P.13

ユーロ相場の見通し～通貨高けん制が効かない理由～

ECB の金融政策の現状と展望～剥き出しの対立姿勢～	P.17
----------------------------	------

【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

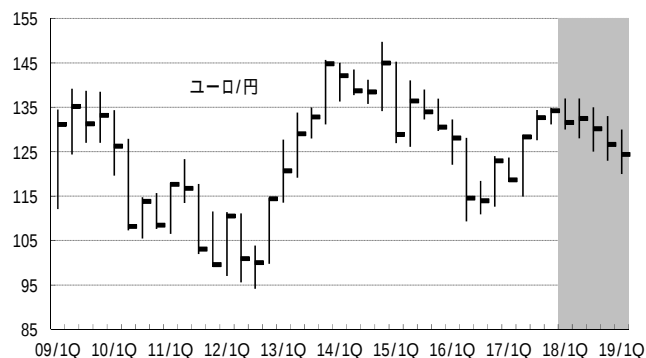
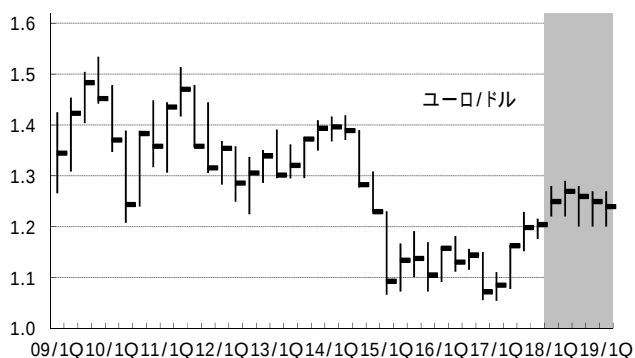
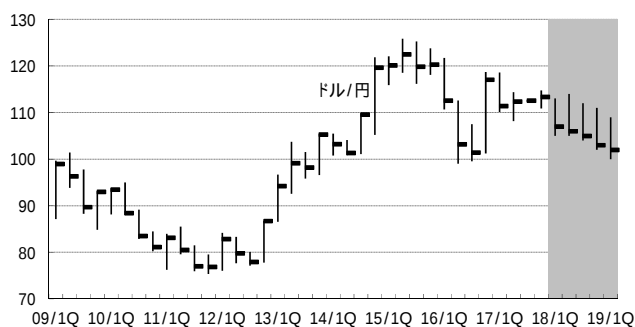
ドル/円相場は年初来下落を続けている。2015 年以降、本欄では「2014 年 6 月に端を発するドル高は明らかに過剰であり、調整は必至である。ゆえに本欄ではドル全面安の下で円高も不可避である」との論旨を一貫して主張してきた。実際、2016 年にドル高は止まり、2017 年にドル安がスタート、そして 2018 年もこれを引き継いでおり、ドル/円相場も徐々に値を切り下げている。米イールドカーブのフラット化は FRB の正常化プロセスひいては米実体経済に対する不信感の表れだろう。米 10 年金利が 2.70%まで上昇したにもかかわらずドル/円相場が一切ついてこなかったツケは小さいものではなく、予測期間中のダウサイドリスクは相当に大きくなったように思える。昨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」は殆ど関係がないが、市場が年 3 回の利上げを前提に動いているのも確かである。ゆえに、「利上げの回数」が減少するプロセスではしっかり「ドル相場の動き」も下落で反応するだろう。また、ここにきて米国の通貨・通商政策が保護主義的な色合いを隠さなくなっている。4 月・10 月に控えている日米経済対話や為替政策報告書の前後では政治的な円高リスクからも目を話すことができない。従前の円高・ドル安は順調に進行していると考えて問題ないだろう。

片や、ユーロ相場は続伸している。ドル全面安の裏側でユーロ相場が騰勢を強めること自体、予想通りではあるが、その勢いは想定外である。1 月の政策理事会であれほどドラギ ECB 総裁が通貨高をけん制したにもかかわらず、それを意に介さずユーロが買われている理由は幾つか考えられるが、やはり FRB に比べればまだ正常化の余地が大きそうなのが影響しているのかもしれない。しかし、域内に脆弱な加盟国を抱える以上、いつまでもユーロ高を甘受し続けるという想定は現実的ではない。筆者は冴えないユーロ圏消費者物価指数(HICP)への配慮もある中で、ECB の正常化プロセスは年内に停止を迫られると考えている。例えば、拡大資産購入プログラム(APP)を今年 9 月に廃止させるのは難しいように思われ、延長の末、利上げ時期も後ろ倒しになるのではないかと。ドル全面安の中、マイナス金利導入以前の 1.30 台まで見込むべきか判断に迷うところだが、上記のような政策想定にも立ち、今回の本欄ではそこまで踏み込んだ上方修正は行わない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1月(実績)	2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2019年 1～3月期
ドル/円	108.28 ～ 113.40 (109.20)	105 ～ 113 (107)	105 ～ 114 (106)	104 ～ 112 (105)	102 ～ 111 (103)	100 ～ 109 (102)
ユーロ/ドル	1.1916 ～ 1.2538 (1.2417)	1.20 ～ 1.26 (1.23)	1.20 ～ 1.27 (1.25)	1.18 ～ 1.26 (1.24)	1.18 ～ 1.25 (1.23)	1.18 ～ 1.25 (1.22)
ユーロ/円	133.09 ～ 136.62 (135.60)	130 ～ 137 (132)	128 ～ 137 (133)	125 ～ 135 (130)	123 ～ 133 (127)	120 ～ 130 (124)

(注) 1. 実績の欄は2月1日までで、カッコ内2月1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。



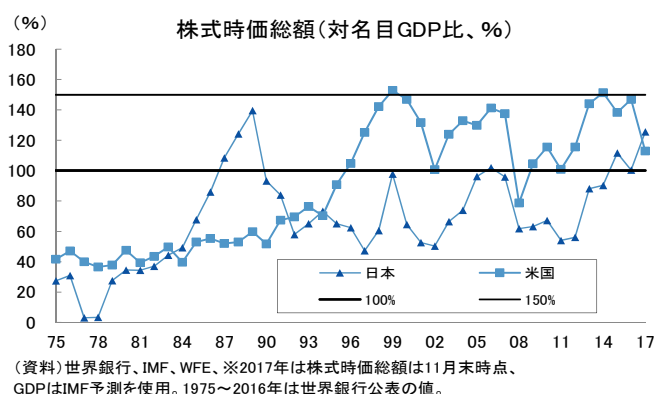
◆ ドル/円相場の見通し～始動した円高シナリオ～

《2018 年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～》

「安定の継続か、突然の崩壊か」

2018 年を展望する論陣の多くは「安定の継続か、突然の崩壊か」の二項対立で語られるものが多いが、コンセンサスは FRB の緩やかな引き締め路線を前提とした「安定の継続」に意見が集約されていそうである。2 月に FRB 議長に就任するパウエル氏のスタンスは①イエレン路線の継続による緩やかな引き締め、②イエレン路線よりも踏み込んだ厳しい引き締め、③イエレン路線の放棄（即ち引き締め中止）のいずれかになるだろうが、多くの年初予想は①に集約されている印象である。その資産市場への含意は「株高・ドル安の継続」だが、それがドル/円相場にもたらす影響は単純ではない。「株高継続ゆえのリスクオンで円安」と読む向きもあれば、「ドル安加速による円高」と読む向きもあろう。筆者は後者の立場を取るが、年末年始の各社見通しなどを見る限り前者の立場が多そうである。しかし、少なくとも 2018 年最初の月を終えて感じることは、いよいよ円高シナリオが始動し始めているという可能性ではないか。

確かに、株高が継続しリスクオンムードが支配的な状況下、ドル/円相場が大崩れする展開は想像が難しいかもしれない。だが、緩やかな引き締めを前提とした米イールドカーブのフラット化傾向は過去 1 年間続いており、依然反転の兆しが見られない。トランプ政権下の減税政策で一気に金利が跳ね、流れが変わるのかと思いきや、ドル/円相場は一向に反応しない。FRB の思惑通り今年 3 回利上げすれば、長短金利（例えば 10 年と 2 年）の金利水準は逆転しても不思議ではないが、それは米金利と共にリスク資産価格の頭打ちを予感させるものである。株価と経済成長の伸びを比較した場合、米国はまだしも日本のそれは経験則的に限界に近いという印象が拭えない（図）。また、昨年 11 月に欧米のハイイールド債市場が大きな調整を迫られたことも記憶に新しい。リスク資産価格の上伸に期待できないのだとしたら、ドル/円相場に強気になることはやはり難しい。



2018 年のイベントスケジュール：2 月にノイズが多そう

ちなみに現時点で判明している 2 月以降の主要イベントを整理すると以下のようなものがある：

- 2 月：平昌冬季五輪、イエレン議長退任、パウエル議長就任、半期に一度の議会証言
- 3 月：FOMC（18 年最初のドットチャート発表）、イタリア総選挙、中国全人代開幕、ロシア大統領選挙、岩田・中曽日銀副総裁退任
- 4 月：黒田日銀総裁退任
- 6 月：FOMC（ドットチャート発表）、サッカーW 杯ロシア大会、ECB 政策理事会（拡大資産購入プログラムの延長可否を決断？）
- 7 月：ECB 政策理事会（拡大資産購入プログラムの延長可否を決断？）
- 8 月：ジャクソンホール経済シンポジウム

- 9月：ECB 政策理事会（拡大資産購入プログラムの延長期限到来）、自民党総裁選
- 9～11月：2019年10月の消費増税判断期限、英国のEU 離脱交渉実質期限到来
- 10月：パウエル議長、半期に一度の議会証言
- 11月：米中間選挙

欧州における「選挙の年」と恐れられた2017年と比べれば、予定されているイベントはそれほど多くない。昨年を振り返れば2月の上院銀行委員会における半期に一度の議長証言を境にFRBがにわかにタカ派色を強め、結局年内その流れが続いたという経緯がある。パウエル議長就任直後の大仕事であり、2月の議会証言は今年最初の山場となりそうである。3月にはパウエル体制下では初の政策金利見通し（ドットチャート）が公表され相応に注目を浴びようが、これは議会証言のトーンに規定されるはずであり、やはり2月が重要なタイミングとなろう。そのほか年末にようやく日程が定まった3月4日のイタリア総選挙も波乱材料となる可能性がある。既に五つ星運動は過激な主張を控えている模様だが、世論調査を中心とする報道を受けて2月下旬以降は騒がしくなるかもしれない。本邦で言えば、黒田日銀総裁の退任は4月だが、後任人事が決まるのはやはり2月になるだろう。日米欧の三極でノイズが増えそうなタイミングとして2月を意識したいところである。

材料の多そうな欧州、米国は中間選挙

1～3月期さえ越えれば、予定されているイベントはさほど多くない。但し、敢えて言えば9月末に期限が到来する拡大資産購入プログラム（APP）の延長可否についてECBがどのような判断を下すのか、そして同時期に実質的な期限が到来する英国のEU 離脱（ブレグジット）交渉がまとまっているかなどは取引材料になる。前者に関しては昨年12月政策理事会後の記者会見でその先行きを問う質問が出ているくらいであり、今年4月26日、6月14日、7月26日と政策理事会を重ねるごとに注目が高まっていくことは避けられまい（特にスタッフ見通し改定を伴う6月は重要である）。筆者はドイツを含む一部タカ派メンバーの強硬な主張にも拘わらず、APPが廃止に向かうことはないと予想している。具体的には、月300億ユーロで運営されているAPPは10月以降、150億ユーロなどに再減額された上で2019年3月末までの半年程度は延長される可能性が高いと考えている。後述するように、1月の政策理事会におけるユーロ高けん制は相当に露骨であり、近い将来においてAPP廃止という大きな決断はやはり難しいように思えてならない。かかる状況下、為替面では、正常化のビギナーとして勢いを得た2017年のような騰勢を期待するのは困難というのが筆者の基本認識である。予測期間後半の失速に備えたいところだ。

なお、相場への影響は限定的なものにとどまろうが、今年から2年かけてECB役員会（正副総裁+4名の理事）のメンバーが順次入れ替えとなる。まず、副総裁の任期が今年6月であり、その後任人事が2月には決まってくるだろう。そして年後半からはいよいよ総裁の後任人事が騒がしくなってくるだろう。

そのほか欧州と言えば、今年はブレグジット交渉が大詰めを迎える。昨年12月、離脱協定の合意まで漕ぎ着けるといふ進展が見られたものの、本丸であるEUと英国の「新たな関係」を規定する通商協定が果たして実質的な期限と言われる今秋に間に合うのかは定かではない。繰り返し議論しているように、暫定合意の無い離脱はビジネス環境の激変を伴う「崖っぷち（クリフエッジ）」リスクとして大きな市場変動をもたらしかねない。現時点でその可能性がさほど低いようにも見受けられず、ポンド相場の急落は引き続き警戒すべき論点である。なお、クリフエッジの場合、EU全体で120万人の失業者が出るとい

う試算もあるため、それ自体はユーロ買いにもなりにくいと思われる。その際に買われる通貨はやはり円、次にドルとなると考えたい。いずれにせよ、今年下半期にかけては「利上げでも買えない通貨」としてポンドの悲哀がクローズアップされる時間帯があると考えたい。以上のように見てみると、欧州関連では比較的大きめの動きをもたらす材料がありそうである。

一方、米国では 11 月の中間選挙で民主党がどこまで議席を獲得できるかが注目となる。昨年 12 月の米アラバマ州の上院補欠選挙では共和党候補が敗れるという番狂わせが話題となった。現状、金融市場に漂う安堵感の小さくない部分がトランプ政権下での拡張財政への期待に依存していそうなことを思えば、ここでの共和党大敗は市場の潮目を変える可能性を孕んでいる。

キーワードは逆イールドや中立金利

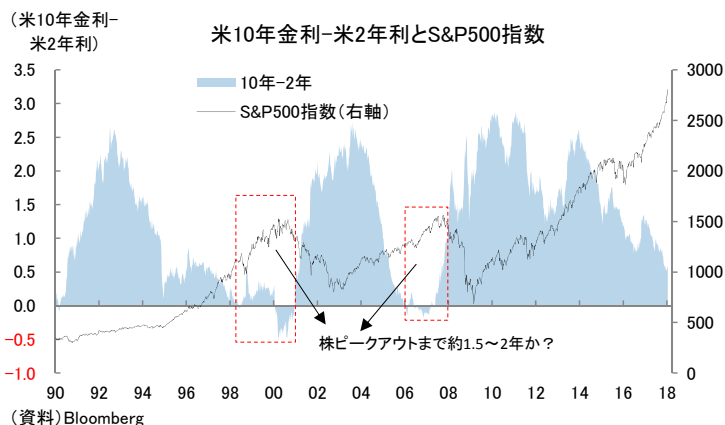
2018 年の金融市場を展望する上でのキーワードが「米長短金利の逆転（逆イールド化）」や FRB の想定する「中立金利の低迷」であることに異論は少ないだろう。それは要するに「米金利の歪み」をどう解釈するかが課題ということである。先読みが難しい現状において、ただ 1 つ確かなことは、正常化を進める中央銀行とは矛盾する「歪んだ状態（低インフレやフラット化したイールドカーブ、史上最低の中立金利想定など）」が放置されているという事実である。本当にインフレ期待が高まり、予防的な（フォワードルッキングな）引き締めが正当化される状況ならば長期金利も騰勢を強めていなければおかしい。そうっていないにもかかわらず引き締めを敢行するのは、やはり将来的な緩和余地（糊代）の確保に主眼が置かれているからではないだろうか。

結局、2018 年（恐らく 2019 年も含め）の相場を読む上での要諦はこの「糊代論」に基づく FRB の正常化に関し、その適否をどのように判断する

かにかかっている。「物価はいずれ上がる」

という前提に基づいて行われる中銀の政策運営は建前としては正論に聞えるが、それを支える論拠には乏しい（というか無い）のが現状である。片や、「来たるべき不況で空手（からて）は怖い」という糊代論に基づき行われる正常化は正論とは言えないものの、一理はある。それは中銀として当然の防衛本能とも言える。だが、そうは言っても、その政策運営が実体経済の地力とそぐわないものであるならば、分析者の立場からはやはり警鐘を鳴らすのが

フェアというのが筆者の考えである。最も多様な情報を織り込むはずの米イールドカーブが昨年来フラット化を続けていることの意味が小さいはずはなく（図）、米金利とドルの頭打ちがそのままドル相場下落と円相場の騰勢に繋がるリスクはやはり排除できないというのが本欄のメインシナリオである。



《世界経済の現状と展望～米国一本足打法の様相～》

米国一本足打法の世界経済

1 月 22 日、IMF は秋季世界経済見通し (WEO) をベースとする修正見通しを公表している。『Brighter

Prospects, Optimistic Markets, Challenges

Ahead』の副題どおり、足許の明るさと将来における揺り戻しを不安視する内容となっている。成長率に目をやれば、世界経済に関し、2018年/2019年が3.9%と昨年10月時点から共に+0.2%ポイント上方修正されている。税制改革（法人減税）が米国における投資拡大

日米欧の成長率見通し(2018年1月時点)

	2018年	前回との差	2019年	前回との差
世界	3.9	0.2	3.9	0.2
米国	2.7	0.4	2.5	0.6
ユーロ圏	2.2	0.3	2	0.3
日本	1.2	0.5	0.9	0.1
英国	1.5	0.0	1.5	-0.1

(資料)IMF

を促し、これが世界経済にスピルオーバーするというシンプルな理由に基づいている。国別には2018年/2019年に関し、米国が2.7%/2.5%とそれぞれ+0.4%ポイント、+0.6%ポイントずつの大幅上方修正となっている。この効果は2020年にかけて累計+1.2%の米経済押し上げに繋がると試算されている。一方、今回の予測期間外である2022年以降はその揺り戻しが発生することも付記されており、あくまで減税の効果で目先が押し上げられるという構図である。ちなみに、2018～19年の世界経済の上方修正も、その半分が米税制改革の寄与という試算であり、当面の世界経済が米国一本足打法であることが鮮明である。同様にユーロ圏は2.2%/2.0%とそれぞれ+0.3%ポイント、日本は1.2%/0.9%とそれぞれ+0.5%ポイント、+0.1%ポイントずつの上方修正となっている。見通し全体として堅調なヘッドラインとなつてはいるが、IMFチーフエコノミストのオブストフェルド氏は記者団に対し「現在の経済の勢いは長続きする公算が小さい複数の要因を反映していることを政策担当者は念頭に置いておく必要がある」と指摘しており、一時的な政策効果を受けた追い風であることには釘を刺している。

米経済に係るリスクは

世界経済が堅調を維持する前提はあくまで法人減税を背景に米国経済が堅調に推移することである。しかし、米経済にもリスクはある。第一に、減税を受けて米金利やドルがベースシナリオよりも急騰する可能性、第二に減税を受けても消費・投資が感応的に動かない可能性などが指摘されている。米議会で減税案が可決されてからも米金利やドルの動きはそれほど著しいものではない。もちろん、最近になって米金利は上昇し始めているが、その背景としては原油価格の上昇や政府機関閉鎖の可能性（その先にある債務上限問題の存在）なども意識されたとも言われている。仮に、減税執行と共に米経済が過熱し、完全雇用状態も相俟ってインフレが加速、FRBが現在想定しているよりも早いペースでの利上げを敢行した場合は株価を含む資産価格が総崩れになる可能性もあるかもしれない。この過程でドル相場が急騰した場合はドル建て債務を抱える新興国にも相応の影響が及ぶ国が出てくることになる。本欄もIMF同様、「スラックの変化に対するコアインフレ圧力の低い感応度（the low sensitivity of core price pressures to changes in slack）」は健在と考えることから、このようなシナリオは想定していないが、減税が「効果を持ち過ぎた」場合には意図せざる金融引き締めという政策反応が想定されることは念頭に置きたい。

逆に、後者は減税が想定されたほどの投資誘発効果を持たない場合であり、これも可能性としては考えられる。後述するように、少なくとも家計部門の貯蓄率は過去最低水準まで落ち込んでおり、米国の内需がここからどこまで加速し得るのかは相当疑義がある。9年弱に及ぶ景気拡大局面がワンショットの減税策でどこまで延命できるのかは慎重に見る向きも多いだろう。

ドットチャートへの影響を注視

いずれにせよ IMF がここまで米経済の見通しを上方修正したということは今後順次公表されてくる世界銀行や OECD、ECB や欧州委員会など主要な国際機関も大差ない数字を出してくるだろう。当然、FRB スタッフによる経済見通し（SEP）も同様の流れを汲むはずであり、その認識の下での金利見通し（ドットチャート）も上方修正される可能性がある。1 年前と異なり、減税に係る定量分析が織り込み可能となっているのだから当然である。利上げ見通しに関しては、現段階では 2018 年は 3 回、2019 年は 2～3 回、2020 年は 1～2 回とのイメージにとどまっているが、四半期に 1 回という決まったペース（measured pace）を前提にしても各年あと 1 回ずつくらいは上乗せできる余地はある。物価が騰勢を強めていない以上、FRB がそうした大胆な上方修正を図るとは筆者は考えていないが、メインシナリオ（米株下落、米金利低下、ドル安・円高）に対するリスクとして浮上していることは心に留めておきたい。

《米経済の現状と展望～トランプ就任 1 年。「カーブフラット化と株価急騰」～》

主要経済・金融指標で振り返るトランプ 1 年

トランプ大統領就任後の 1 年を振り返ってみれば、当時期待されていた未来には少なくともなっていない。「期待されていた未来」とはトランプ政権下の拡張財政により米経済は過熱し、物価も騰勢を強める中、FRB の利上げは複数回に及び、バランスシート縮小にも至る。その結果、ドル全面高の地

トランプ1年、主要な経済・金融指標

	2017年1月20日	2018年1月19日	変化
非農業部門雇用者数(百万人、※1)	145.33	147.38	2.06
失業率	4.7	4.1	-0.6
NYダウ平均株価(※2)	19827.25	26071.72	31.5
米10年金利(※3)	2.4668	2.6592	0.19
米2年金利	1.2214	2.0647	0.84
FF金利誘導目標	0.75	1.5	0.75
中立金利想定	3.00	2.75	-0.25
BEI10年	2.0366	2.0732	0.04

(資料) Bloomberg、※1:雇用者数と失業率は16年12月と17年12月の比較で前年差。

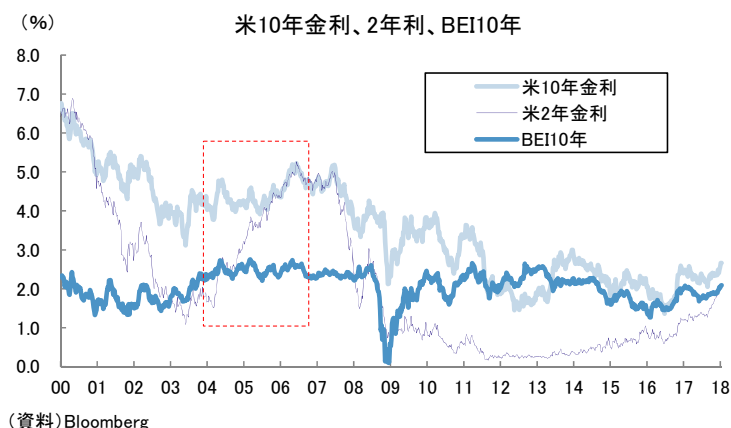
※2:NYダウ平均株価は前年比変化率、※3:金利関係は全て前年差で%ポイント。

合いが根付き、ドル/円相場は優に 120 円を突破するといったものだろう。トランプ政権の経済政策を捉えてトランプノミクスというフレーズが持て囃されたことは記憶に新しい。実際は、政権のスキャンダルが矢継ぎ早に勃発する中で拡張財政は大して進展が見られなかった。相次ぐスキャンダルが重なった結果、トランプノミクスという言葉もついぞ聞かなくなった。だが、拡張財政の助力がなくても米経済は堅調を維持し、非農業部門雇用者数は依然前年比で 200 万人以上の増加、失業率は 0.6%ポイントも下がった。2016 年 12 月時点の FRB スタッフ見通しでは 2017 年の失業率予想の下限が 4.5%だったことを思えば、想定を遥かに凌駕する雇用改善と言える。そうした中、株価は+30%以上を超える騰勢となり、だからこそ FRB は 3 回の利上げとバランスシート縮小着手にも成功できた。金融政策の正常化だけは 1 年前の市場期待とほぼ一致した極めて稀有な事例だろう。

とはいえ、その結果として実現した相場は想定されていたものと大分異なる。物価や賃金が大して上がらなかったこともあり、利上げを重ねても長期金利は反応せず、むしろ年初をピークに軟化した。2 年金利こそ FF 金利誘導目標と整合的な上昇を果たしたが、10 年金利やインフレ期待（BEI）は殆ど動いていない。「利上げの終点」たる中立金利に至っては低下している。つまり、この 1 年間の米金融市場で起きたことは「イールドカーブフラット化と株価急騰」であり、前者が景気後退の先行指標、後者が景気回復の先行指標と呼ばれていることを踏まえれば、金利か株のどちらかが間違っていることになる。

「自分の尻尾を追いかける犬」となった FRB

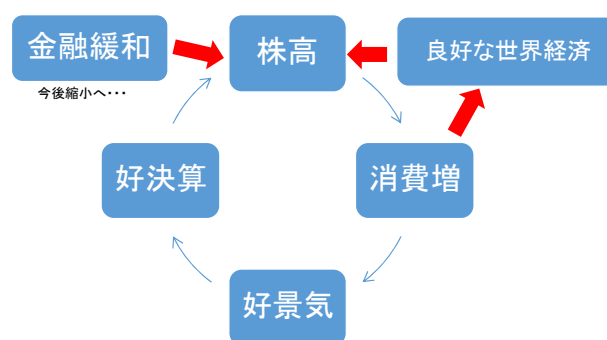
少なくとも債券市場は分不相応な正常化が景気減速に繋がると踏んでいるのだろう。その雰囲気は今も続いている。当初、イエレン FRB 議長は上がらない物価を「一時的」と評した局面もあったが、最終的には「ミステリー」と半ば匙を投げたかのような表現に変わっていった。現下の物価低迷が一時的ではなく恒常的である可能性が FRB 議長から示唆される状況では自信をもって米金利が上がり、



ドルが買われる展開はやはり難しいだろう。なお、図に示されるように、足許では米 2 年金利と長期インフレ期待 (10 年 BEI) の水準が逆転している。こうした構図は前回の利上げ局面がスタートした 2004 年 6 月前後に見られたものであり、その後、金融バブルは絶頂と言われる時期に入った。これをどう解釈するかは様々だが、2004 年のケースに倣えば、そこから数年は 2 年金利が BEI よりも高い状況が続き、FRB 利上げも株上昇も続いたので今次局面もそれを期待する向きはあるかもしれない。一方、カーブのフラット化傾向は極まっております、リスク資産価格が危険な水域まで差し掛かっていると警戒する見方もあるだろう。どちらが正しいかは断言が難しいが、確実に言えることは、利上げにまつわる「インフレ予防」と大義が相当怪しいものになっているということだろう。どう見ても、インフレ期待は高まっておらず、利上げの正当性としてインフレ予防は説得力に欠ける。ここで厄介なことは、FRB は 2 年物などの短期金利上昇を捉えて市場とのコミュニケーションが円滑に図れていると考えている節があることだ。まさに「自分の尻尾を追いかける犬」状態であり、実体経済に則した政策調整が行われているとは言えない。この行く末として景気のオーバーキルを懸念していることは本欄でも繰り返し述べてきた。

もちろん、株式市場の動きが本当は正しいという可能性がないわけではない。それは堅調な米経済と緩和的な金融環境が好調な企業収益を支えるというシナリオであり、現状は確かにそのようなになっている。年末に可決された大型減税もそのような思惑を支えるだろう。だが、これからベースマネーが顕著に減っていく以上、「緩和的な金融環境」という前提は徐々に、しかし確実に退潮となる。それはどう考えても株価や

米国および世界経済の現状イメージ



これを支えとする個人消費にとって逆風である。現在の米経済ひいては世界経済は米株価と一蓮托生であることを忘れてはならない (この点は後述の貯蓄率に係る議論を参照にされたい)。

歴史的な低水準にある米貯蓄率

なお、歴史的な高値圏にある株価が崩れることは、米実体経済を支える個人消費の現状や展望にとって

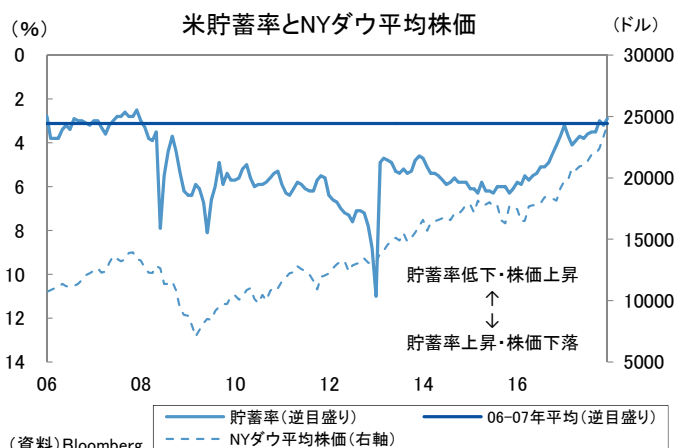
極めて大きな話となる。米経済情勢を語る際、どうしても金利や株価の水準、そして賃金や物価の動きばかりに目が行きがちだが、GDPの6割を占める個人消費が堅調を維持できていることが現状の安定に寄与していることは間違いない。みずほマーケット・トピック 2018 年 1 月 9 日号では『米 12 月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～』と題し、ハードおよびソフトデータの改善が天井に近づきつつある旨を指摘したが、図に示されるように、個人消費と裏表の

関係にある貯蓄率（「可処分所得－消費支出」÷可処分所得）も限界近くまで下がっている。現在、貯蓄率は住宅バブルを背景に過剰な消費・投資行動が懸念されていた 2006～07 年の平均を割り込んでおり、直感的には行き過ぎ感がある。

貯蓄率の継続的な低下は「消費の伸び＞所得の伸び」という構図が定着していることを意味するが、こうした状況がいつまでも続くはずがない。もちろん、現在の消費は将来所得の見込みにも大きく影響されるため、FRB の想定通り、賃金が「いずれ上がってくる」という想定を認めるならば、貯蓄率が継続的に低下することはあり得る。だが、周知の通り、賃金はさほど上昇していない。

純資産が支える米個人消費

賃金の伸びが鈍いにもかかわらず、消費が増え続け、貯蓄率が低下している理由は明らかである。歴史的な株高が資産効果を通じて個人消費を押し上げ、結果として貯蓄率が歴史的な低位まで押し下げられていると読むのが妥当だろう。株価と貯蓄率が連動している図もその事実を示唆している。米家計部門の金融資産に占める株式の割合は 3 割を超えており、わずか 1 割程度の日本とは事情が大きく異なる。2017 年 9 月末時点で米家計部門の純資産対名目



GDP 比率は約 500%と過去最高を更新し、2006～07 年当時を上回っているため（図）、当時よりも貯蓄率が下がっていることを指差して持続不可能とは必ずしも言えない面がある。純資産が潤沢ならば、現在の消費を増やしても将来の消費の水準は維持できるため、貯蓄率の継続的な低下が可能になる。しかし、裏を返せば、株価の下落はそのまま米個人消費の失速に直結し、当然ながら個人消費支出デフレーター（PCE）の伸びを抑制することにも繋がる。それは FRB の正常化プロセスの頓挫にも繋がるだろう。調整知らずの米株価が米経済、ひいては世界経済の生殺与奪を握っていると言っても過言ではない。利上げやバランスシート（B/S）縮小は根本的に株価の売り材料であることを踏まえれば、やはり現状に対して不安を抱かざるを得ないというのが筆者の基本認識である。

《米金融政策の現状と展望～パウエル新体制を待つ「茨の道」～》

「座して死を待つ」かのようなパウエル新体制

1月30～31日に開催されたFOMCはFF金利誘導目標を1.25～1.50%で据え置いた。概ね無風の会合ではあったが、声明文における景気・物価判断および利上げ見通しが上方修正されており、市場では年3回ではなく年4回との利上げ見通しも出始めている。筆者は行き過ぎた資産価格の騰勢や金利上昇への不安台頭を踏まえると、むしろ利上げは1～2回と考えるが、会合後の市場はタカ派に傾斜しており、会合後のドル相場も持ち直しが見られた。なお、次回3月会合からはパウエル新体制での運営となるが、今回の声明文で示された基本認識が大きく変わらないのだとすれば、3月利上げは既定路線だろう。後述するように、声明文には「イエレン後の利上げ」を保証するかのようなフレーズも挿入されている。

とはいえ、パウエル次期議長を待ち受けるのは「茨の道」である。パウエル議長には正常化プロセスを進める上での「宿題」が殆ど残されていない。難しいところは全て前任2人（バーナンキ、イエレン）が済ましてしまった上でのバトンタッチとなる。パウエル議長にとっての「宿題」は恐らく「正常化プロセスの撤回を如何に軟着陸させるか」であり、それは「座して死を待つ」かのような状況である。フラット化する米イールドカーブはこの状況を予見した結果ではないだろうか。

声明文は総じて上方修正だが

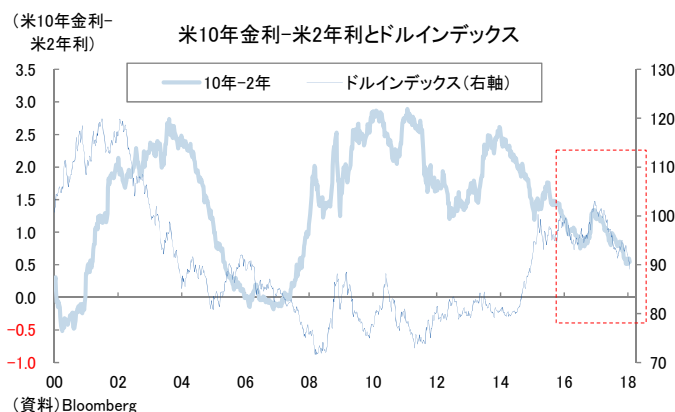
声明文では景気全般に関し「堅調なペースで成長している（has been rising at a solid rate）」との評価が据え置かれたものの、需要項目別に見れば雇用、家計消費、設備投資に関する評価が上方修正されている。また、物価に関しては実勢が現状維持、インフレ期待が上方修正されている。確かに前回会合（12月13日）時点の10年物ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は2%を割り込んでいたが、会合後から急伸しており、本稿時点で2.10%を突破している。また、経済・物価見通しの部分でも「当面は2%を下回る」と評価されていたインフレ率の前年比が「今年は上昇する」とはっきり上方修正されている。

上方修正が相次ぐ中、今回特に注目されたのは金利ガイダンスの評価であり、「The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant further gradual increases in the federal funds rate」とされ、「さらなる（further）」漸次的な利上げが正当化されると強調された。この部分が年3回から4回へ見通しが引き上げられる原因になり、ドル買いに繋がった模様である。

長短金利差に反応するドル相場の意味

とはいえ、FRBがいくらタカ派に傾斜しても、為替相場見通しを策定する立場からは米金利とドル相場が逆相関とも言える状況になっていることを考慮せざるを得ない。昨年来、繰り返し論じているように、フラット化するイールドカーブは正常化プロセスへの不信を表しており、だからこそドルは買われるのではなく売られてきたのだと考えられる。ドル相場が10年金利や2年金利ではなく、「10年-2年金利差」に連動してきたことの意味は単純に「米経済の先行きが不安なのでドルは買えない」という取引が淡々と進んできたということではないのか。結局、今回の正常化プロセスが賃金や物価などの騰勢を受けて始まったものではなく、あくまでFRBによる「糊代作り」という動機が疑われる以上、短期金利こそ引き締めに応じて上がることもあろうが、長期金利が追随することは難しいのである。

本来、「あるべき正常化の姿」とは「強い経済・金融指標を受けて市場が利上げを織り込み始め、それが FRB の思惑とも一致する」という状態のはずだが、今回は FRB の希望が前面に出ており、市場の納得感が乏しいまま利上げやバランスシート (B/S) 縮小が進んでいる。これではカーブのフラット化傾向は止まらないだろう。いずれにせよ年初から市場に出回っている円安見通しはすべからく「米利上げ→米金利上昇→日米金利差拡大→円売り・ドル買い加速」



という前提に立っていることを忘れてはならない。昨今の金利・為替環境を踏まえる限り、そのような前提はかなり非現実的であり、それゆえに円高見通しを堅持していくことが適当と筆者は考えている。

《本邦金融政策の現状と展望～消化試合の様相～》

予想物価上昇率の上方修正はあったものの・・・

1月23日に行わ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%程度に誘導する現状方針の維持を決定した。引き続き片岡剛士審議委員は反対票を投じたものの、8名による賛成多数で決定となった。そのほか上場投資信託 (ETF) などの資産買い入れ方針や今年3月末で期限を迎える金融機関向けの貸出支援制度の1年延長方針は全員一致で現状維持とされた。展望レポートの中期的な予想物価上昇率を評価する文言に関し、従前の「弱含みの局面が続いている」から「弱含みの局面が続いていたが、最近は横ばい圏内で推移している」と上方修正されたことを捉えて円高に振れる動きも一時的に見られたが、リスクバランスに関する文言「経済については概ね上下にバランスしているが、物価については下振れリスクの方が大きい」が変わっていない以上、取り沙汰するほどの話ではなく、直ぐに円安方向に戻っている。しかし、記者会見において黒田日銀総裁が執拗に緩和路線の継続を強調したにもかかわらずドル/円相場の軟調地合いは殆ど変わっていない。

筋論では正副総裁が変わろうと動くべき

なお、1月9日の輪番減額以降で燻っている長期金利誘導目標の引き上げについては、少なくとも現行体制では全く関心がなさそうなが見えて取れた。実際、操作対象は「金利」、そのツールとしての「量 (国債購入)」という主従関係がある中で、日銀は減額しても安定的に金利操作できると考えたに過ぎないのだろう。「最小購入で目標金利を実現したい」という意図をもって減額していることは間違いないだろうが、それを「出口」と解釈するのは筋違いではある。しかし、為替市場がそうした程よい距離感で解釈してくれない今、建前はどうかあれ「量」の減少からも今後は距離を取らざるを得ない。為替と株価の相関が殆ど切れてしまっており、尚且つ欧米中銀の正常化プロセスが進行している今だからこそ、(たとえ誤解を招いてでも)「量」の縮小を図りやすい状況と思うのだが、それだけの胆力は今の日銀にはなさそうである。同様の理由でETFについても、日経平均株価が25000円を臨む水準まできている現時点で減額を検討できなければ永遠にできないように思うが、為替以上に政治的関心の強い株価を直接的に押し下げかねない策はやはり採れそうもない。

なお、このタイミングでの政策変更に関し、「正副総裁の交代が近いから大きな動きはない」という解説は相応に説得力があるし、実際そうなのだろうとは思いますが、筋論から行けば、違和感を覚える話でもある。経済・物価情勢は正副総裁が変わろうが変わるまいが所与の条件であり、特に海外環境に配慮して後から動けなくなるリスクがあるならば、今のうちに動くという選択肢はやはり検討に値するだろう。

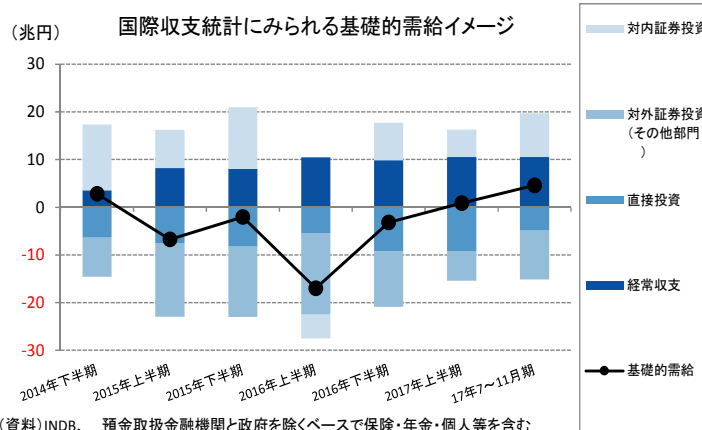
「80 兆円」表記の削除検討を

そもそも「操作対象は『金利』、そのツールとしての『量（国債購入）』という主従関係』があるにもかかわらず、輪番減額がテーパリングとの誤解を招くのは長期国債の買入れペースに関し「年間約 80 兆円をめどとしつつ」という文言が残っているからだろう。2017 年末の保有長期国債の前年差は+57.8 兆円まで減少しており、このペースで行けば 2018 年末は+30 兆円程度の積み上げにとどまる。オペで金融政策の新たな意図を示すことはないというのが日銀の公式スタンスだが、約束している額を大幅に下回る構図になっている以上、そこに何らかの意図を見出そうとする市場参加者は（特に海外勢を中心に）現れてしまう。同文言は「量」への拘りが殊更強い政策委員への配慮として残されているというのがもっぱらの観測だが、だとすれば岩田副総裁の退任を良い契機として「80 兆円」の削除を本格検討すべきかもしれない。公知の事実を追認するだけであり、さほどショックもないだろう。それよりも断続的に 1 月 9 日のような事態に悩まされる方が厄介である。1 月 9 日の騒動の後、31 日にはオペの増額で火消しを図ろうとするかのような挙動も見られており、長期金利誘導目標の引き上げなどは現体制の問題意識からは一旦外れたと考えられる。次回は現体制での最終会合となるが、円相場の急騰や株の急落などがない限り、大きな動きは期待できそうにない。現状維持に努める消化試合の様相が強まってきた印象である。

《円相場の基礎的需給環境～対外直接投資の減少が形成する円買い地合い～》

対外直接投資の減少が顕著

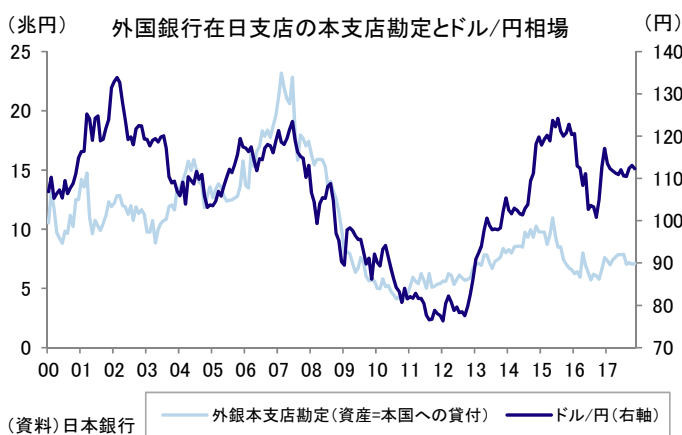
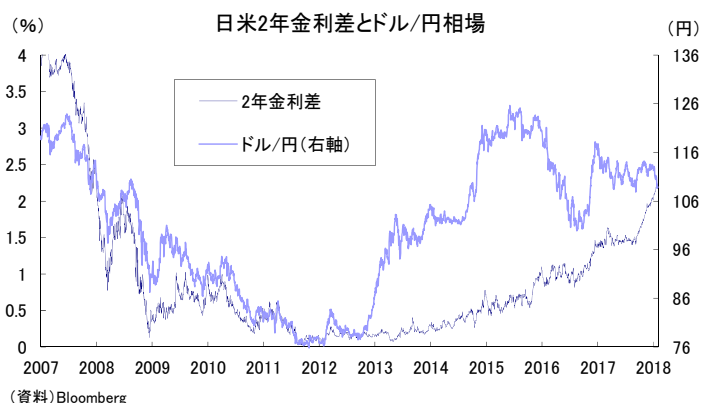
需給面からの円高見通しはますます確度が大きくなっている。本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）は 11 月に約+2.2 兆円と 2 か月連続の円買い超過となり、7～11 月の 5 か月間で見れば約+1.8 兆円の円買い超過、年初来（1～11 月）合計で見ても約+5.4 兆円の円買い超過となった。前年同期（2016 年 1～11 月）が約▲22.9 兆円、2015 年の同期が約▲7.4 兆円、2014 年の同期が約▲4.8 兆円の円売



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本欄の従前の評価は据え置きである。懸案の対外証券投資は相応に買い越しが出ているものの、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がはっきりと衰えており、これが基礎的需給全体を円買いに引っ張っている印象が強い。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るものの、対外直接投資と対外証券投資の減退を相殺するには至っておらず、比較的是っきりと基礎的需給全体が円買いに傾斜しているのが現状である。

円キャリー取引は流行っているのか？

但し、米金利の先高観が強くないとはいえ、短期ゾーンの日米金利差は顕著に拡大し続けている。そのため 110 円を割り込むことはあっても、さらに安値まで走る難易度は高いという考え方もあろう（右図・上）。端的には、足許の金利差を背景として円キャリー取引がどの程度流行するか（しているのか）という論点になるが、この点、在日外銀の本支店勘定（資産側）の動きが参考にされることは多い。東京を拠点する外国銀行の円調達・本国送金、そしてその先に推測される外貨投資に対するイメージがこの数字に反映されるという前提での議論である。この点、かつて 2005～2007 年に円キャリー取引が隆盛を極めた局面と比べれば、現状ではそのような動きはさほど盛り上がっていない（右図・下）。昨年来を振り返れば、調達コストの高いドルを保有する投資家が為替スワップ取引を通じて円転し、マイナス金利の本邦短期債に投資をす



ることで金利差を稼げるという取引が断続的に話題に上ることはあったが、日米金利差拡大を背景として本邦機関投資家が積極的に外貨投資に動いているという事実はそれほど耳にしない。やはり、足許では米国の短期金利上昇および長期金利の停滞、その結果としてのイールドカーブのフラット化が FRB の正常化プロセス終焉を予感させ、金融政策のハト派転化からの米金利低下およびドル売りを警戒する向きが徐々に増えているのが実情なのではないか。かかる状況下、基礎的需給環境が対外証券投資主導ではっきりと円売りに傾斜してくる構図を想像するのは引き続き難しいと考えたい。

《メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～》

米通貨・通商政策を巡るリスクが高まった 1 月

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。列举しているリスク要因自体（次頁表）、前月から大きな変化はないが、1 月下旬に入り騒動になったムニューシン米財務長官の発言は①-2 のリスクに該当する出来事であった。1 年前のトランプ政権発足当初より警戒される論点であり、今後も要注意と考えられる。なお、①-1 で示唆してきた円安寄りの論点だが、昨年末に可決した大型減税は確かに米長期金利の押し上げに繋がった。だが、ドル/円相場がこれを受けて上昇するような事態にはなっておらず、むしろ下落する有様である。今後、インフラ投資計画などが固まるに伴い①-1 の米金利が続伸す

る可能性がないわけではないが、それに呼応するようにドル/円が上がるかは別問題である。仮に、そのようなことがあるにしても減税やインフラ投資が米経済を押し上げているという事実が指標面から確認されることが必要だろう。予測期間中にそのような事態にまで至るとは考えにくい。

1 月は総じて、後述する米国の通貨・通商政策を巡る円高リスクが強まった月だったと言える。

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	・米通貨・通商政策の行方、日米経済対話の難航	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、米朝開戦？	円高ドル安？

(資料)筆者作成

波紋を呼んだムニューシン発言

上述したように、①-1 のリスクに絡んで、米国の通貨・通商政策がドル安に傾斜していることは過去 1 年、本欄でも繰り返し述べてきたことであり、これが大きな円高リスクだと論じてきた。トランプ政権は発足当初よりその保護主義的思考が危険視されてきた経緯があるが、1 月 24 日の世界経済フォーラム (WEF) 年次総会におけるムニューシン財務長官の「貿易やさまざまな機会について言えば、ドルが弱くなるのは明らかに米国のためになる」といった発言は誤解や推測を超えて明らかに通貨安誘導の範疇に入るものだった (だからこそドラギ ECB 総裁が語気を強めて批判した)。もちろん、ムニューシン財務長官は「長期的には強いドルは米国経済力を映す」とバランスを取る発言もしていたし、ロス米商務長官もこのムニューシン発言に関し、強いドル政策の転換を表明したわけではないと火消しに努めた。しかし、そのわずか 2 日前の 1 月 22 日、米国は太陽光パネルと洗濯機の輸入急増に対応すべく緊急輸入制限 (セーフガード) の発動を発表しており、保護主義的な通商政策を実践している。また、ロス商務長官自身も同じく WEF の場で「米国は問題対応で何かするたびに保護主義者と呼ばれる」との基本認識を示し、あくまで貿易相手国が保護主義的な行動を取るがゆえの米国の行動なのだと弁明している。通商政策を司るトップの認識がこれでは市場は安心してドルを買い戻せないのも無理はない。

ちなみに WEF ではなく 25 日の米 CNBC テレビのインタビューで、トランプ米大統領はムニューシン発言に関し、「本来の文脈から外れて解釈された」と指摘し、「ドルはどんどん強くなるだろう。最終的に強いドルになるのを望んでいる」と述べたが、為替市場におけるドルの買戻しは限定的なものに止まっている。これまで朝令暮改で言動が頻繁に変わってきたことを市場参加者は忘れてないのだろう。むしろ、ドル安・ドル高のうち、現実味がありそうなのはどちらなのかを吟味した上で、「やはりドルは買い戻せない」との判断に至っているのが現状と見受けられる。

この点、2017 年通年の貿易黒字が +2 兆 9910 億円と 2 年連続の黒字となった日本の立場は決して心地の良いものではない。原油高の影響もあって黒字幅は縮小しているものの、世界有数の対米貿易黒字国としてトランプ政権の通貨・通商政策から圧力を受け、円高を甘受せざるを得ないような展開はやはり警戒すべきものである。特に、昨年秋、麻生副総理とペンス副大統領の間で突如浮上した日米 FTA 交渉の行方などは日米経済対話の時期 (4 月・10 月) が訪れるたびに市場は気を揉むことになろう。もちろん、同時期に公表される為替政策報告書のスタンスも要注意である。

その他の円高リスク：根強い日銀への警戒感

その他の円高リスクも複数ある。トランプ政権絡みでは、12月初旬、初の政権閣僚（フリン前大統領補佐官）の訴追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さない（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して警戒したい。そのほかの円高リスクとしては、依然として日銀の金融政策が引き締めめに転じる可能性を気にかける向きは多い。この流れは、昨年11月、チューリヒ大学における講演で黒田日銀総裁がリバーサル・レート（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懸念はなかなか払拭されずに残っている。この上で、年明け早々の1月9日に決定された予想外の輪番減額がそうした出口への警戒感を一段と強め、1月の円高相場を形成したという経緯がある。さらに政府・与党が予め設定していた4条件（①消費者物価指数（CPI）、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ており、「デフレ脱却宣言→YCCによる長期金利引き上げ」という展開は海外勢を中心に警戒する向きが多いように感じられる。仮にそのような決断をしても日銀はこれを「引き締め」とは決して述べないだろうが、事実として利上げであり、日米金利差縮小を招くイベントであるため、強力な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。そもそも1月の輪番減額がいよいよ為替市場の注目を浴びてしまった以上、今後、類似の動きを決断するのは相応に勇気が要るだろう。なお、予測期間中に新型コア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）で見たCPIが安定的に前年比+1.0%台に乗せてくる公算は小さいゆえ、日銀が引き締めの動きをするにしても、大義名分が立ちにくい状況が続くようなことも留意しておきたい。

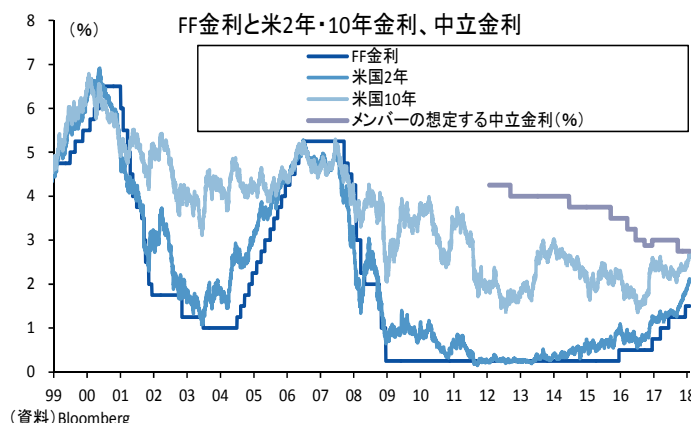
「クリフエッジ（cliff-edge）」が意識されるか

また、欧州においては英国のEU離脱（ブレグジット）交渉の行方も円高材料として意識したい。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2018年9月末と言われている。要するに、あと半年強しかない。昨年12月には在英EU市民の権利・離脱に係る清算金・アイルランド国境問題といった3つの優先順位について意見集約が進んだが、第二段階では2019年3月以降の「移行期間」をどの程度設定し、その間の権利・義務関係をどのように定義するかといった難しい議論が待っている。これを突破して初めてEUと英国の「新たな関係」の議論を始めることができるわけだが、残り7か月程度でこれらの行程が全て済むとは俄かには信じ難い。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情勢である。もちろん、現実的には実体経済に配慮した政策が打たれることになろうが、クリフエッジのリスクを意識した市場が円買い・株売りに傾斜する展開には身構えたいところである。

上述した以外では、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）といった論点が気がかりであり、これらも想定外の円高リスクとなる。とはいえ、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。

金利差とドル/円予想の関係について

片や、円安リスクとしては何が考えられるだろうか。従前より述べるように、10 年金利の天井が「利上げの終点（≡中立金利）」と一致するという経験則に基づくのであれば、もはやその上昇余地は殆どない（図）。確かに 2 年金利は上昇しているが、10 年金利を超えて（つまり逆イールド化して）上がり続けるようなことも考えにくい。要するに、10 年金利も 2 年金利も上限が近づいていると思われることから、日米金利差拡大を



あてにした円安・ドル高予想も必然的に難しくなっているというのが本欄の基本認識である。だが、「利上げの終点」と見なされる、FRB の想定する中立金利見通し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離れする可能性があり、これは確かに円安リスクと考えられる（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。繰り返しになるが、経験則上、米 10 年金利が「利上げの終点（≡中立金利）」を超えて安定的に推移することは想定されず、その意味ではあと 5bps 程度（中立金利 2.75%－現在の 2.70% 前後）しか上げ余地はないという理解になる。雑駁に言えば、「今が天井」という評価であろうか。だが、中立金利の想定が顕著に例えば 3.00% や 3.25% に引き上げられると、利上げの天井も引き上げられるため、円安リスクが増すという考え方はあり得る。

確かに、インフレ率が 2% と仮定した場合、2.75% の中立金利は米国の潜在成長率が 0.75%（2.75%－2.00%）程度しかないという話であり、これはいかにも低すぎる。とはいえ、過去の本欄でも述べてきたように、個人消費支出（PCE）デフレーターへの +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%）である。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。税制改革の影響を織り込む結果、今後 FRB の想定する中立金利が上方修正される可能性はあるが、それをメインシナリオの前提とするのは危ういと考えたい。

また、上述したように、今や日米金利差とドル/円相場は逆相関と言えるほど互いに無関係な存在となっており、仮に利上げに応じて米金利が上昇し続けても、それが必ずしも円安に繋がらなくなっているという面もある。厄介なことに、そうした相場反応は必ずしも対称的なものとはならない可能性もあり、金利差が縮小する過程ではしっかり円高で反応する可能性がある。そのほか④で指摘するように、本邦機関投資家による為替リスクを伴った対外証券投資も円安リスクとして残るが、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、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。以上を踏まえる限り、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と考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～通貨高けん制が効かない理由～

《ECB の金融政策の現状と展望～剥き出しの対立姿勢～》

「渡りに船」だったムニューシン発言

1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。12月14日分の政策理事会議事要旨（1月18日公表）で示唆されたフォワードガイダンス文言の修正は見送られ、議論すらされなかったことが会見でも明らかになっている。一方、予想通り、ユーロ高けん制は目立った。会合前日の24日、ムニューシン米財務長官の「貿易やさまざまな機会について言えば、ドルが弱くなるのは明らかに米国のためになる」との発言がドル全面安を招いていたこともあり、その語気はいつになく強いものだったように感じられた。だが、ムニューシン発言がなかったとしても、ユーロ高をけん制する意思はあったであろうし、実際に各国中銀総裁（例えばフランス）の苦情めいた言動が散発しているところであった。ECBの通貨高けん制は市場の日常茶飯事として定着している感があるものの、今や世界最大の経常黒字を擁する中央銀行として本来は筋論としてそのような主張を展開できる立場ではない。しかし、ムニューシン発言は国際合意を反故にしていると思われかねない、それ以上の「失言」であり、ECBが通貨高けん制をするにあたって「渡りに船」になったのが実情だろう。

剥き出しの対立姿勢

今回最も注目されたのはやはり為替に対する問答である。ドラギECB総裁は基本的には前回の会合から大きく状況は変わっていないとしつつも、12月以降、短期金利（政策金利）見通しは上振れ、為替レート（ユーロ）のボラティリティは（上方向に）増大していると述べ、その理由としては3点を挙げている。その3つとは①議論の余地の無い経済の改善、②ECBのコミュニケーションに対し市場の感応度が高まっていること、③国際合意（2017年10月14日のIMFC）に反し行われた為替動向に関する言動（※誰とは言っていない）の存在が挙げられている。会見を見る限り、①と②は疑いようのない自然なことだと整理しているようだが、③は明らかに米国に対する当てこすりである。3点を挙げた時点では名指しこそしていないが、その後の質問でやはりこれを問う記者が現れている。

具体的には、ムニューシン発言に絡めて、「我々は通貨戦争に向かっているのか」と直接的に問う記者が現れており、これに対するドラギ総裁の応対が今回の会見の最も大きな見どころだったと言えるだろう。ドラギ総裁は最近の為替相場動向について「経済の強さによって正当化される自然な部分（part of nature）」と「国際合意に基づかない言語の使用によってもたらされた部分（the use of language that I said is not part of the terms of reference that been agreed recently）」があるとの認識を示しており、それが域内のインフレ経路に影響するかどうかの問題（と同時にECBの主たる関心）と論じている。そうしたユーロ高を通じたパススルー効果の評価を行うのは時期尚早としながらも、大きな為替変動がそのような効果を持ち得るのは明白とも述べている。暗にムニューシン発言が物価への影響を通じて自らの政策運営に影響を与え得ることを示唆していると言えよう。

このほかにも、「米国の（為替に関する）コミュニケーションについてどれほど懸念しているか」との質問も出ている。この点、ドラギ総裁ははっきりと「懸念はしている。何名かのメンバーは懸念を表明しており、その懸念は単に為替レートへの影響だけにとどまったものになっていない」と回答しており、そ

の上でユーロ高が望まざる金融引き締めにつながるようであれば、「金融政策戦略の見直しをする必要も出てくる」と述べている。ECB が米国の通貨政策の在り方に関してここまで直接的に対立姿勢を剥き出しにした例は筆者の記憶する限り、過去にはない。非常に高い警戒度合いをもって今回の事案を受け止めていることは明らかである。

ちなみに記者からは「現状の為替水準（ユーロ/ドルで 1.25 ちょうど付近）はまだファンダメンタルズと整合的だと思うか。それとも行き過ぎていると思うか」との質問が出ているが、「そうした質問を行う以前に我々は為替変動が何によってもたらされているのかを問うべき」と回答している。これは上述した通り、ユーロ相場の上昇が実体経済の強さから内生的に発生しているのか、物価や賃金の上昇を受けた動きなのか、それとも自身（ECB）の声明文なのか、域外の金融政策なのかといった為替変動の背景にある要因を見極め、それぞれフェアかどうかを検討することが重要であるとの基本認識を示したものである。極めて真っ当であり、分析者としては常に念頭に置きたい姿勢である。

年内利上げの可能性は「極めて小さい」

金利についても見るべき言動もあった。昨年末以来、2018 年中の利上げを期待する向きが明らかに勢いづいており、これがユーロ相場の騰勢を支えてきた感も強い。しかし、本欄では ECB が提示しているコミットメントやファンダメンタルズを踏まえるとその可能性はゼロに近いと繰り返し述べてきた。例えばユーロ圏消費者物価指数（HICP）は 12 月の ECB スタッフ見通しですら、2020 年で+1.7%と+2.0%には届いていない。しかも、ここもとのユーロ高を織り込んでいないので下振れる可能性も孕んでいる（が、原油高も織り込んでいないのでイーブンかもしれない。この点、ドラギ総裁は両者が補完し合う可能性を認めつつ、そのタイミングや程度は読めないと回答している）。こうしたファンダメンタルズに加え、「拡大資産購入プログラム（APP）終了後、長期間（well past）は低金利を据え置く」というフォワードガイダンスを踏まえれば、年内利上げシナリオは殆どあり得ないわけだが、昨年来の市場はかなり偏った期待形成を行っていたという経緯がある。

会見では「投資家の中には年内利上げを織り込む向きもありますが、資産購入終了後、長期間経たなければ利上げしないという ECB の約束と整合的だと思いますか」といった質問が見られたが、ドラギ総裁は「現時点でのデータや予測を踏まえれば、年内利上げが実施される確率は極めて低い（very few chances）」と一蹴している。年内利上げの芽はほぼ消えたと言って良いだろう。

フォワードガイダンス修正疑惑も誤解？

事前にユーロ相場が急騰したことでそのけん制の有無や程度に耳目が集まったが、本来はフォワードガイダンス文言の修正こそが本質的な注目点となるはずだった。具体的には、12 月政策理事会の議事要旨では「金融政策のスタンスやフォワードガイダンスに関するあらゆる次元に係る文言（various dimensions of the monetary policy stance and forward guidance）を 2018 年の初めに再検討する可能性がある」と謳われていたわけだが、この点、「議論はされたのか。もしそうであれば基本的な要点だけでも教えて貰いたい」という質問が出た。この点、ドラギ総裁は「数名のメンバーは議事要旨に対する市場の反応に驚いており、この点を私にはっきりさせて（誤解を解いておいて）欲しいという声もあった」と述べ、市場の解釈が誤解であることを強調している。その上で、12 月政策理事会では「議論されたのは議論する必要があるということだけ」と述べ、かなりトーンダウンしている様子を見せている。その後

にも「政策理事会で実際に議論されたのは今年前半に議論を予定しているということだけ。これがはっきりさせておきたい重要なことです」と述べている。

これらの応答を踏まえれば、現状はあくまで「年内の早いうち（上半期？）に APP と物価の関連性に係るフォワードガイダンスを修正することに関し議論を始めたい」という大ざっぱな論点での合意形成であって、いつ、どの程度の修正を試みるかは全くの未定というのが実情になりそうである。ちなみに 26 日のブルームバーグは匿名関係者の話として一部当局者（政策委員会メンバーなのかどうかは不明）が文言修正を 6 月まで遅らせたい意向を抱いていることを報じている。

原稿を見れば一目瞭然だが、このフォワードガイダンス修正議論の有無についての質問に対するドラギ総裁の回答は非常に長く、総裁自身も長過ぎたことに関して謝罪しているくらいである。それだけ 12 月議事要旨を受けたユーロ相場の急騰にバツの悪さを覚えているのではないかと推察される。

それでも戻らないユーロ相場

以上見てきたように、今回の声明文や会見を通じて、ユーロ高が不透明性の源泉であること、尚且つ HICP に代表される域内物価に影響を与えかねない（ひいては金融政策運営に影響を与えかねない）こと、そしてそれらが国際合意と相反する米国の情報発信により発生していることが ECB より強調された格好となった。これらの事実はいずれも大きなユーロ売り材料のはずだが、実際、ユーロは急伸した。こうした動きには色々な考え方があり得るが、筆者は例えば以下の 4 点などが理由ではないかと考えている。それは①ムニューシン発言への猜疑心が解けていないこと（二の矢、三の矢があることを警戒していること）、②フォワードガイダンス修正を始め、ECB が正常化に向かっていることは何ら変わりがないこと、③実効ベースで見れば大したユーロ高にはなっていないこと、④ユーロ高だが原油高でもあるため HICP の堅調さは今後も変わらないであろうこと、である。

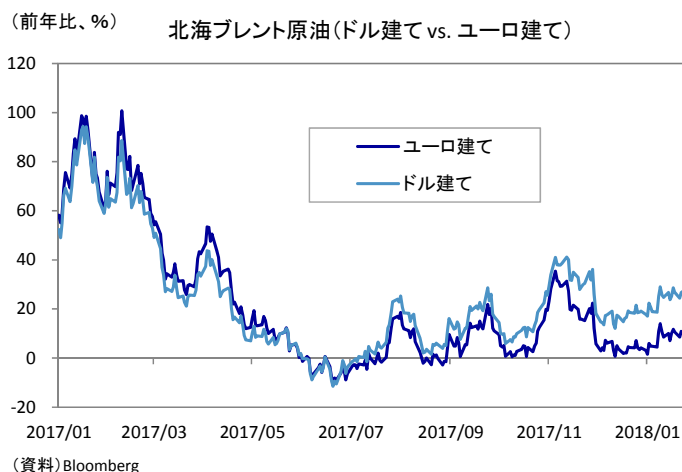
まず、洗濯機やソーラーパネルへのセーフガード発動が話題になっているところへムニューシン発言が重なったこともあって、そう簡単にドル安誘導への懸念が消えないという説明は相応の説得力がある。これで終わりではないかもしれないとの懸念はやはりある (①)。また、フォワードガイダンス修正については「必要があることは議論した」とタカ派色を薄めることにドラギ総裁は努めたが、それでも「今年 6



月までには遅くとも修正はありそう」というのがコンセンサスであり、そうであれば現時点でユーロ売りを強める理由は無いという考え方もあり得る (②)。さらに言えば、急騰するユーロ/ドルに比べて実効ベースで見たユーロ相場は落ち着いているという視点もある。図示されるように、ユーロの名目実効為替相場は今年に入り漸く長期平均に到達したばかりであり、昨年来の値動きを見てもユーロ/ドルの急騰に比べれば穏当なものにとどまっている (③)。

最後に足許の原油高を踏まえれば、ユーロが上昇しても HICP はむしろ加速するかもしれないという見通しもあり得る (④)。このタイミングに関し、ドラギ総裁は確信を持っていないようだが、そうした要素があること自体は認めている。なお、今年に入ってからの北海ブレント原油価格はドル建てで見れば前年比+30%弱上昇している一方、ユーロ建てで見れば同+10%弱にとどまっている。見方を換えれば、「原油ほどユーロは上がっていない」ということも事実であるため、今後の HICP はやはり原油価格で幾分か上昇する可能性がありそうである。

しかし、それでも域内の各所に脆弱性を抱えるユーロ圏経済の現状を踏まえれば、ECB はいつまでも通貨高を看過するわけにはいくまい。この流れが続けば、今のような「弱気なタカ派」ではなく「はっきりとしたハト派」へとドラスティックなシフトを図ってくるはずだ。筆者は 6 月までにそのタイミングはやってくると考えているし、10 月以降の APP 延長もない話ではないと未だに考えている。



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。