

中期為替相場見通し

2018 年 2 月 28 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～円高はまだ始まったばかりか～

ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～	P.3
ドル/円相場の現状と展望～危うい金利差への過剰な期待～	P.5
米金融政策の現状と展望～試されるパウエル新議長の胆力～	P.7
本邦金融政策の現状と展望～黒田総裁続投について。「戦術」よりも「戦略」の修正を～	P.9
円相場の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとなった米金利上昇～	P.13

ユーロ相場の見通し～新副総裁人事と今後への含意～

ECBの金融政策の現状と展望～役員会人事の読み方～	P.16
補足：ブレグジットを巡る現状と展望～不穏な「第二段階」のスタート～	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

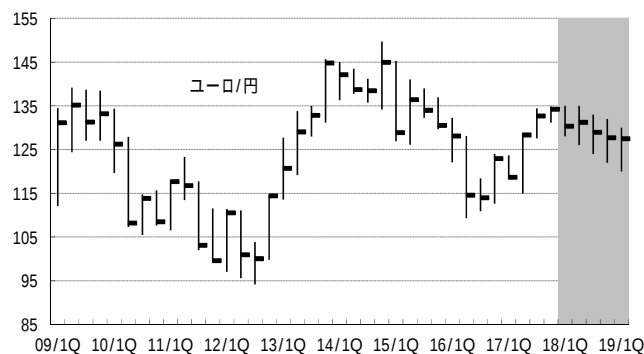
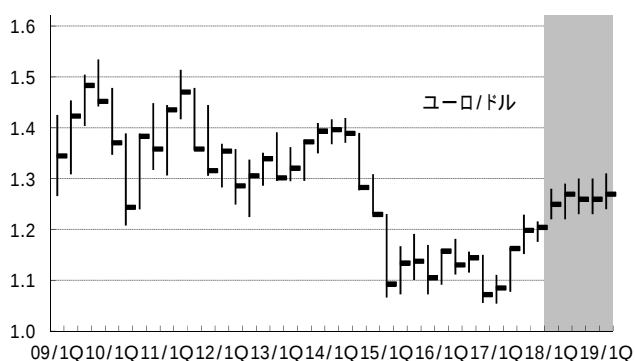
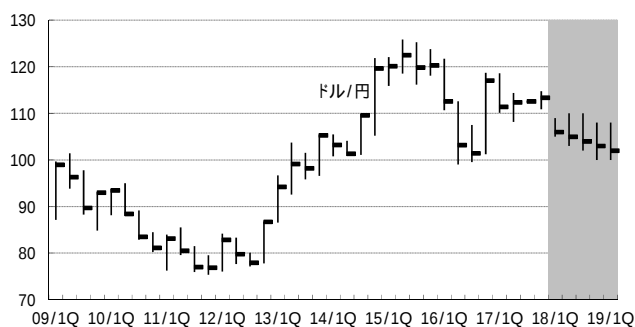
ドル/円相場は2月も続落し2016年11月以来の105円台をつけた。2015年以降、本欄では「2014年6月に端を発するドル高は明らかに過剰であり、調整は必至である。ゆえにドル全面安の下、円高も不可避である」との論旨を一貫して主張してきた。昨年より本格的にスタートしたドル安相場はまずユーロを「受け皿」としながら進展してきたが、ここにきてユーロ相場の調整は節目を迎えた感がある。米国の株価や長期金利が騰勢を強める局面でもドル/円相場は全く前向きな反応を示しておらず、上昇への糸口は全くつかめないというのが実情である。今後、パウエル新体制のFRBが前体制の路線を引き継いで利上げをすれば金利上昇が株安を招き円高。逆に従前路線を覆し、利上げペースを緩和(ないし断念)すれば米金利低下を招き、これも円高になるという状況とも見受けられる(現状では前者のシナリオが強そうだが、筆者は後者を想定している)。いずれにせよ米金融政策の如何にかかわらず、円安見通しを示すのは非常に勇気が要る情勢と考えたい。購買力平価(PPP)が示唆するコアゾーン(95~110円)に照らせば現状はまだ円安気味というのが筆者の基本認識であり、需給環境も円買いに傾斜している。引き続き予測期間中のドル/円相場は下値リスクが大きいと評価したいところである。

片や、ユーロ相場は小動きにとどまっている。実効ベースで見た場合、昨年来のユーロ上昇は2013年以降の5年間にわたるユーロ下落をちょうど相殺したようなイメージであり、ここからさらに上値を伸ばせるかは見方が分かれるところである。ドル全面安が続くようなことを思えばユーロ/ドル相場の堅調は当面期待できそうではあるが、ECBの正常化プロセスを当然視することもあまり薦められない。ユーロ高が物価見通しのリスクとなることを考えれば、量的緩和(QE、いわゆるAPP)の停止やその先にある利上げまで視野に入れるのは難しいだろう。また、年内は英国のEU離脱(ブレグジット)交渉が佳境を迎えそうだが、その見通しはかなり険しいものとなっており、年央から秋にかけてこれが嫌気される中で「欧州売り」が支配的になりユーロ相場も軟化する可能性もある。なお、予測期間中に順次入れ替わるECB役員会の陣容はタカ派に傾斜しそうであるが、正常化が行き過ぎることや必要な緩和措置の初動が遅れることを市場が警戒する可能性を見込みたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1~2月(実績)	3月	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2019年 1~3月期
ドル/円	105.55 ~ 113.40 (107.38)	105 ~ 109 (106)	103 ~ 110 (105)	102 ~ 110 (104)	100 ~ 108 (103)	100 ~ 108 (102)
ユーロ/ドル	1.1916 ~ 1.2556 (1.2230)	1.20 ~ 1.26 (1.23)	1.20 ~ 1.27 (1.25)	1.21 ~ 1.28 (1.24)	1.21 ~ 1.28 (1.24)	1.22 ~ 1.29 (1.25)
ユーロ/円	130.94 ~ 137.51 (131.29)	128 ~ 135 (130)	126 ~ 135 (131)	124 ~ 133 (129)	122 ~ 132 (128)	120 ~ 130 (128)

(注) 1. 実績の欄は2月28日までで、カッコ内2月28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～円高はまだ始まったばかりか～

《ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～》

にわかに浮上したスタグフレーション懸念

2月中旬以降、にわかに「悪い金利上昇」や「双子の赤字」を理由としてドル安を解説する向きが増えており、その裏側で円高が進む地合いが見られた。拡張財政が景気過熱を招き、FRBの利上げも想定以上に重ねられる結果、実体経済の腰折れも早まり、ドルも減価するという見方である。また、そうした金利や物価の上昇がいずれ「不況下の物価高」いわゆるスタグフレーションに至るという懸念も散見され、これに伴うドル売りという解説も2月にはあった。筆者は長らくドル全面安に伴う円高を想定してきたが、それはあくまで米実体経済の減速を理由に米金利が上がらず、それゆえにドルを手放す動きが強まるというものだった。この点、2月のドル売りに付いて回るロジックにはあまり賛同できない。

例えば、スタグフレーションは戦争行為などで生産設備や生活インフラが大規模に破壊された時や、何らかの事情（これも戦争があり得るが）で資源価格が急激に上昇した時にコストプッシュ主導で一般物価が上振れ、実体経済全体の購買力が劣化、結果として消費・投資行動が大きく減速する現象として発生しやすい。要するに平時の下では想定しづらいシナリオと見受けられる。真っ当に考えれば、多くの消費者が買えないほど物価が上がれば、企業の価格設定行動はそれに合わせて引き下げられるだろう。というよりも、多くの消費者が買えないような価格設定を企業はしないだろう。そもそも、つい最近までデジタルイノベーションを背景とするグローバルな労働分配率低下やその結果としてのディスインフレが懸念されていたのではなかったか。

2月の相場つきである「米株高・米金利上昇・ドル安」という近年では珍しい組み合わせは長続きするものではないと筆者は考える。こうした組み合わせを綺麗に説明できるロジックはスタグフレーションの到来、もしくは緩やかなインフレ経済の復活といったことになりそうだが、いずれのシナリオに転ぶにしても現段階では証拠に乏しい。例えば消費

者物価指数（CPI）にしても、個人消費支出

（PCE）デフレーターにしてもコアベースで見た基調は2%には届いていないし、市場ベースのインフレ期待であるブレイクイーブンインフレ率

（BEI）も極めて安定しているのが実情だ。筆者の所感としては米景気減速を織り込む格好で「米株安・米金利上昇・ドル安」そして「米株安・米金利低下・ドル安」といった組み合わせへシフトしていく方が腑に落ちる。

購買力平価に基づく水準感の整理

とはいえ、珍しく物価動向が為替相場の取引材料として台頭している中、これを契機として改めて物価尺度である購買力平価（PPP）や実質実効為替相場（REER）で見たドル/円相場ないし円相場の水準感をおさしておきたい右表は本欄で長ら

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
58.5	購買力平価（輸出物価、73年基準、2017年12月）
72.0	ビッグ・マック平価（英エコノミスト誌、2018年1月）
75.5	購買力平価（輸出物価、80年基準、2017年12月）
77.4	1. 購買力平価（輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2017年12月）
90.3	購買力平価（企業物価、80年基準、2017年12月）
96.3	購買力平価（企業物価、73年基準、2017年12月）
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
100.5	17年3月時点の採算レート（内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」）
102.0	購買力平価（OECD、2016年、GDPベース、2.）
102.8	購買力平価（消費者物価、80年基準、2017年12月）
107.5	2018年2月28日
108.7	購買力平価（OECD、2016年、民間最終消費ベース）
108.8	世界銀行算出購買力平価（2016年）
110.2	想定為替レート（日銀短観、2017年12月調査、通年）
113.1	17年3月時点の1年後予想レート（内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」）
126.1	購買力平価（消費者物価、73年基準、2017年12月）
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
159.0	工業製品等 総合の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価（経済産業省、2016年度調査）

（資料）各種資料より筆者作成。 1. は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。
※2. OECD購買力平価は17年7月公表時点（毎年6月・12月に週次改定あり）

く参照にしている各種購買力平価（PPP）の比較表である。一般的に参照されることの多い PPP は 95～110 円に密集しており、これを PPP のコアゾーンとして筆者は常に見通し作成上の「軸」と据えてきた。ラフに言えば、ドル/円の評価に関し、95 円未満は過小評価、110 円以上は過大評価というのが基本認識である。世界銀行や経済協力開発機構（OECD）が示す PPP は 108～109 円程度だが、2 月はこの水準をはっきりと割り込んだというのが大きな変化であったと言える。日銀短観 12 月調査における想定為替レートが「110.18 円」であるため、日経平均株価にも影響が生じる水準となってきた。前頁表にも示されるように、元より 110 円以上はこれといった有力な目安に乏しいという実情があり、持続可能性という意味では常に不安が付きまとう水準であったことは本欄でも繰り返し論じている。後述するように歴史的には企業物価ベース PPP（1973 年基準）が上限として機能してきた経緯もあり、これを重視するのであれば円高余地はまだまだ大きいと考えられる。

調整が十分とは言えない

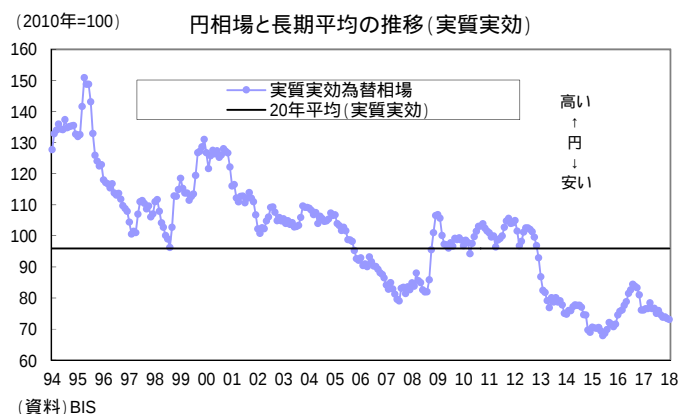
右図は企業物価ベース PPP と実勢相場の乖離率の推移を見たものである。一瞥して分かるように、長い円の歴史においても企業物価ベース PPP よりも実勢相場が円安で推移する（図中のゼロ%よりも上で推移する）ことは稀であった。そのような局面は歴史上 2 回しかなく、それがプラザ合意直前に相当する 1980 年代前半と黒田体制が始まった 2013 年春以降から足許までなのである。図は 2017 年 12 月時点までのデータだが、上方乖離は



+17%に及んでいる。図示されるように「+20%」が歴史的な天井になってきたことを踏まえると、やはり物価測度に照らせば「110 円以上の円安（12 月末時点は 112 円）」は行き過ぎ感を覚える。ちなみに、前頁表にも示した通り、2017 年 12 月時点の企業物価ベース PPP は 96 円程度であるため、これが現時点も変わらないと仮定した場合、足許の 107 円付近は+10%程度の上方乖離という計算になる。適切な調整は大分進んだ印象だが、決して十分とは言えない。

REER で見ても過剰な円安

なお、ドル/円という通貨ペアではなく実質実効為替相場（REER）で見た場合はどうか。理論的には長期平均に対し回帰性向を持つとされる REER だが、2017 年 12 月現時点では▲24%の過小評価（つまり円安過ぎる）という示唆になっている（図）。ちなみに、米財務省が半年に 1 度公表する為替政策報告書でも円の REER が長期平均対比で▲20%以上割安であるという事実は 2017 年春以降指摘さ



れており、トランプ政権の「円は安過ぎる」という評価は形式的にも示されている。というよりも、オバマ政権の時代（2016年4月）に「監視リスト」が誕生し、円相場に対しては逐一けん制を働かせてきた経緯がある。だけに、米財務省が抱く円安への警戒感が相応に根深いと読むべきなのかもしれない。今後、日米 FTA 交渉などが本格的に検討されるような局面に至れば、「割安な円の REER」は大きくクローズアップされてくる可能性がある。

仮に、円相場が全ての通貨に対して等しく +20% 程度上昇すれば REER は概ね長期平均への回帰を果たすことになる。ドル/円相場に関しては 90 円割れも視野に入る議論であり、現時点でそこまで大きな話をする合理性はさすがに乏しい。とはいえ、ドル/円の PPP で見ても、総合的な REER で見ても、円相場が「然るべき方向」にいよいよ動き始めたという事実は重く捉えるべきであり、その道程はまだ緒に付いたばかりというのが筆者の基本認識である。

《ドル/円相場の現状と展望～危うい金利差への過剰な期待～》

潮流は変わりつつある

2月2日の NY ダウ平均株価は前日比 ▲665 ドル (▲2.5%) と大幅に下落した。続く翌営業日 (5日) の取引でも同 ▲1175.21 ドル (▲4.6%) 安と史上最大の下げ幅を記録するなど国際金融市場は月初から大いに動揺した。株売りの理由として主に使われたのが金利上昇である。これは非常に危うい傾向だろう。真つさに考えれば、パウエル新体制の FRB が従前の路線を引き継いで利上げをすれば金利上昇が株安を招き円高。逆に従前路線を覆し、利上げペースを緩和（ないし断念）すれば米金利低下を招き、これも円高になるという状況と見受けられる。米金融政策が進んでも退いても円高が見通されるのが現状とすれば、やはり円安見通しを示すのは非常に勇気が要る情勢に思われる。

元より金利の上昇は株価のバリュエーション上、マイナスであり、ここにきてようやく理論的な反応に至ったという話でもある。これまで繰り返し議論してきたように、昨年来続くイールドカーブのフラット化それ自体は景気後退に対する先行指標であり、株価に代表されるリスク資産価格が調整するサインでもあった。そして株価は景気の先行指標である。「いつまでも続くはずがない」と言われたゴルディロックス状態が崩れる時が遂に訪れたということではないのだろうか。2月中旬以降、相場は落ち着きを取り戻しているが、「潮流が変わりつつある」というのは紛れもない現実と考えた上で、相場見通しを作るべきだというのが筆者の基本認識である。

難しい「中立金利以上の利上げ」

2月に入ってから、米 10 年金利は昨年 12 月時点の中立金利想定 (2.75%) を遂に突破している。後述するように、議事要旨のトーンを真に受けるならば、恐らく 3 月 FOMC では中立金利は上方修正されるだろうが、2020 年末の最終到達金利の想定が 3.063% であることも勘案すれば、せいぜい 3.00% 程度までの引き上げではないだろうか。だが、株価が金利上昇を嫌気し始めている以上、名実共に金融引き締めの意味合いが強くなる「中立金利以上の利

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

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

(資料) FRB

上げ」を本当に敢行できるのか筆者は大いに疑問である。株価の調整を受けて VIX 指数も急騰しており、好調だったハイイールド債（ジャンク債）市場を含むクレジット商品も調整に至っている。株やクレジット商品に本格的な調整の波が及ぶ結果、資金の向かう先は恐らく米国債にならざるを得まい。かかる状況下、パウエル新議長にとっての「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ろう。現状は明らかにその方向に向かって進み始めているように感じる。

また、株価の調整が長引くようであれば、株高を自身の手柄のように誇っていたトランプ政権にも影響が及ぶはずである。その際、イエレン元議長が異例の一期降板に追い込まれ、トランプ大統領の厚い信任を託される格好でパウエル議長が誕生した経緯を踏まえると、株価にとどめを刺しかねない金融政策運営はやはり取りづらいと想像する。

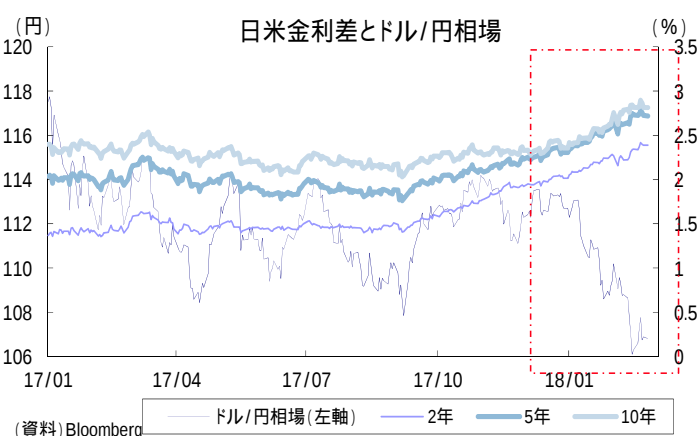
円安見通しの「決定的に駄目な部分」が浮き彫りに

もちろん、NY ダウ平均の水準に関して言えば、最大で年初+8%上昇していたものが若干調整しただけであり、まだ狼狽するほどの水準ではないという考え方もできる。しかし、株価が金利上昇を歓迎しなくなっている以上、逆説的ではあるが金利はもう上がることが出来ないと考えるのが自然ではないか。こうした事実は巷の円安シナリオにとって明らかに逆風と考えられる。市場で流布される円安シナリオの多くは「①FRB が利上げする→②米金利が上昇する→③日米金利差が拡大する→④ドル/円相場が上昇する」といった立論に基づくが、その「決定的に駄目な部分」は②と③の間に当然懸念されるはずの株価下落や金利感応度の高い消費・投資の減速といった金利上昇の「負の側面」を全く考慮しないところである。過去 1 年間、これほどカーブのフラット化という形で景気減速が示唆され、「負の側面」への配慮を促すサインはあったわけだが、株式市場においては株価上昇、為替市場においては円安・ドル高を予想する声の方が明らかに大きかった。不安定な株式市場の状況が変わらない限り、ドル/円相場にモメンタムがつくこともないだろう。経験則が示すように、リスク回避ムードが強い中で、世界最大の対外債権国通貨が売られ続けることはない。

現実を直視すべき

今一度確認しておくが、日米金利差とドル/円相場に安定した関係はさほどない。過去 1 年間（2017 年 1 月 2 日～2018 年 2 月 26 日）の日米金利差の推移を振り返れば、2 年で約 +100bps、5 年で約 +70bps、10 年で約 +40bps 拡大しているわけだが、ドル/円相場は 117 円から 106 円台まで下落している。日米金利差の拡大に基づく円安・ドル高見通しは説明が一見論理的であるし、聞き手としても腹落ちしやすいものだが、なにぶん実態は真逆である（図）。それでも株価が堅調に推移している

間には金利差拡大を理由に円安シナリオを唱え続ける価値はあった。株が高ければ資産効果を背景として



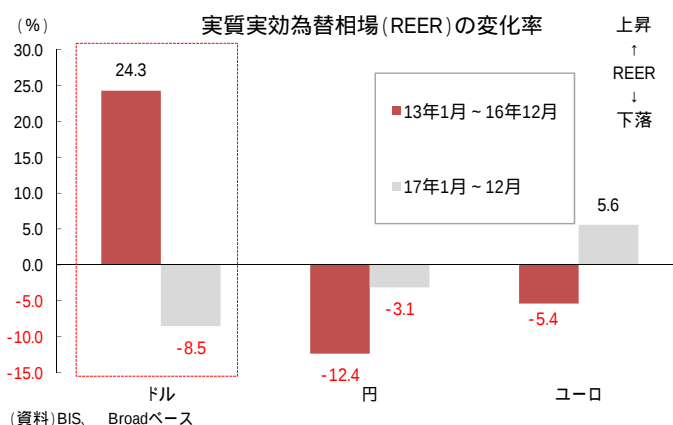
消費・投資活動が活発化し、一般物価が騰勢を強めてくる可能性があったからである。だが、繰り返しになるが、局面は金利上昇が株式市場で嫌気される状況に変わっており、FRB も米金利抑制を念頭に政策調整を図ろうとするはずである。過去 1 年間続いてきた米イールドカーブのフラット化が示唆してきた不安な未来はやはり正しかったということなのではないか。今後 1 年間を見通した場合、名実共に FRB の正常化プロセスが挫折する中、ドル/円相場はやはり下値を模索する時間帯が支配的になると筆者は考えている。金利差への過剰な期待は禁物であろう。

《米金融政策の現状と展望～試されるパウエル新議長の胆力～》

混沌としてきた為替・金利・株価の相互関係

2月にはFOMCが開催されなかったもの

の、21日にFOMC議事要旨（1月30～31日開催分）が公表されており、これをタカ派方向に受け止める向きが多かったことから米長期金利が2.95%まで上昇し、ドル相場もこれに連れて上がる場面が見られた。だが、金利上昇を嫌気する格好で株を手放す動きも頻発しており、株価が値を下げる場面も多々見られた。2月に入ってからのも為替・金利・株価の相互関係は混沌としており、先行きを読む上では非常に難しい地合いとなっているが、筆者の基本認識はあくまで「FRBの正常化継続は金利上昇を通じて実体経済ひいては株価を圧迫し、いずれFRBもハト派に傾斜してこざるを得ない」というものである。こうした現状認識の下での為替見通しは米金利低下に伴うドル全面安であり、円相場もその影響を免れないと考える。既にユーロ買いのポジションは飽和状態に達しているのだとすれば、ドル売りの「受け皿」としてやはり円が候補に挙がってきやすい状況だろう。過去5年の為替相場を振り返って見ても、やはり円の調整は出遅れているように見受けられる（図）。



り、先行きを読む上では非常に難しい地合いとなっているが、筆者の基本認識はあくまで「FRBの正常化継続は金利上昇を通じて実体経済ひいては株価を圧迫し、いずれFRBもハト派に傾斜してこざるを得ない」というものである。こうした現状認識の下での為替見通しは米金利低下に伴うドル全面安であり、円相場もその影響を免れないと考える。既にユーロ買いのポジションは飽和状態に達しているのだとすれば、ドル売りの「受け皿」としてやはり円が候補に挙がってきやすい状況だろう。過去5年の為替相場を振り返って見ても、やはり円の調整は出遅れているように見受けられる（図）。

「さらなる (further)」の背後にあった議論

当該会合の声明文は金利ガイダンスの評価に関し、「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とが話題となった。この部分を受けて利上げ見通しを年 3 回から4 回へ引き上げる向きも出始めたことは比較的記憶に新しいだろう。なお、それ以外の部分でも、雇用、家計消費、設備投資などに関する評価が上方修正され、物価に関してもインフレ期待が上方修正されるなど全体的にタカ派色の強い会合だった。公表された議事要旨は声明文から得られたこうした印象と平仄が合うものであった。

参加者が抱く経済の現状と展望の部分において「Participants agreed that a gradual approach to raising the target range for the federal funds rate remained appropriate」と記述されているように、基本的な利上げ路線自体は不変であることで意見集約が進んでいる。もちろん、参加者の抱く景気認識には濃淡があり、例えば「多くの参加者 (A number of participants)」は国内外の経済の強さや緩和的

な金融環境、そして最近制定された税改正の影響（短期的には過去に想定されていたよりも大きい可能性）を踏まえ、12月時点から経済見通しを引き上げること示唆したと記述されている。また、「数名の参加者（Several others）」が短期的な見通しに関するアップサイドリスクが増大したと述べたことや、「大多数の参加者（A majority of participants）」が強めの経済見通しによって「さらなる漸次的な金融引き締め（further gradual policy firming）」が適切になっているとの考えを示したことも記述されている。以上のような議論の結果が考慮された結果、参加者が抱くFF金利動向への期待を「further gradual increases」と表現し、更新することで合意したと明記されている。

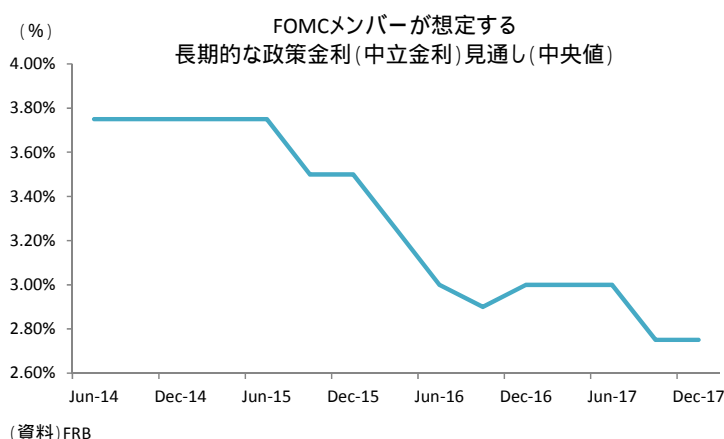
こうした中、物価が目標に届かない「かなりのリスク（an appreciable risk）」を見るべきだという声も「何人かの参加者（some participants）」から出ており、経済活動や雇用の強さが賃金・物価を押し上げるだけの「確固たる証拠（solid evidence）」に乏しいという見方もあるにはある。事実として消費者物価指数（CPI）も個人消費支出（PCE）デフレーターもコアベースでは加速していないし、市場ベースのインフレ期待（BEI）も穏当な動きが続いているので、こうした意見は傾聴に値すると筆者は考えるが、現在のFOMCにおいて影響力を持つのは難しそうな状況と見受けられる。

試されるパウエル新議長の胆力

「多くの参加者」が12月時点からの見直し引き上げを示唆している以上、3月20～21日に提示される金利見通し（ドットチャート）や中立金利見通しは引き上げられる可能性が高い。12月時点では税制改革がまとまっていなかったことを踏まえれば当然と言えば当然ではある。また、上述の議論の流れでも「何人かの参加者」が「FF金利の中立水準（the neutral level of the federal funds

rate）」に言及しており、非常に低い実情は変わらないとしながらも水準は徐々に上がっていくという期待が示されている。これらは中立金利の上昇を示唆しているのだろう。なお、「further gradual increases」を真に受けるならばドットチャートが上方修正されても不思議ではない。とはいえ、中立金利が現在の2.75%が一足飛びに3.50%や3.75%を視野に捉えるという可能性も考えにくく、そうであれば米長期金利のこれ以上のジャンプアップを正当化するものではないだろう。既に長期金利が3%近傍に到達し、上げきれていないことを踏まえれば、中立金利も3.00%程度への上方修正が腹落ちする（過去3年でも上方修正は10bps程度のものが2016年12月にあっただけである（図）。

とはいえ、当該会合がイエレン体制下で行われたものであることや2月の株式市場クラッシュを経験する前のものであることから、内容を額面通り受け止めるかどうかは慎重さも必要である。今回の議事要旨では「数名の参加者」から「高止まりした資産価格と非金融法人による負債増加を踏まえれば、金融市場における不均衡が浮上し始めている」という記述があった。2月の相場変動を経てこの「不均衡」に対する評価がどのように変わったのかは興味深いが、恐らくはこれで十分という話にはなっていない。むしろ、この1月FOMCの2日後から株式市場の大幅下落が始まっており、漸次的であれ金利上昇は株



の売り材料として整理された印象が強い。パウエル議長は資産価格の調整を眼前にしながらも、淡々と前任の正常化路線を継続できるかどうかという胆力が試されることになる。筆者は株高が資産効果を通じて個人消費ひいては米経済全体を支えていた事実を踏まえれば、正常化プロセスの持続可能性は確実に小さいものになっていると考えている。

《本邦金融政策の現状と展望～黒田総裁続投について。「戦術」よりも「戦略」の修正を～》

「戦略の失敗は戦術で取り返せない」ことを思い知った5年間

2月16日、政府は4月8日に任期を迎える日銀の黒田東彦日銀総裁を続投させる国会同意人事案を衆参両院に示した。続投自体は市場のコンセンサスである。また、副総裁には現日銀理事の雨宮正佳氏と早稲田大学教授の若田部昌澄氏とする人事案も提出されている。衆参両院共に与党が過半数を占めるゆえ、同案は可決されることになろう。前月1月31日の金融政策決定会合後の会見では、次期総裁に必要な資質を問われた黒田総裁が「経済理論に対する理解」と「国際的な人脈」を挙げるというシーンが耳目を集め、「自分が続投だとしたらわざわざこんなことを言うだろうか」という思惑も一部生じていたが、収まるところに収まったという格好である。ボラティリティが高まる現状の金融市場にとって続投がベストな回答であるのは間違いない。一方、「人が変わらなければ出口戦略の検討は無理」とも言われていた経緯を踏まえれば、現行枠組みは当面、延命を図ることになりそうである。

第一次黒田体制の5年間は「2年で2%」という戦略的失敗をマイナス金利やYCCといった戦術的工夫で乗り切ろうとしたところ、大して分かりやすくもなければ効果もあまりない政策枠組みだけが残ったというのが実態的な総括に近い。それは黒田総裁の手腕云々ではなく、あくまで「2年で2%」という戦略のグランドデザイン自体が無理筋であったため、戦術ではカバーしきれなくなったということなのだと筆者は整理している。「戦略の失敗は戦術では取り返せない」とはよく言ったものである¹。第二次体制の5年間は（黒田総裁が全うするにせよ、しないにせよ）、戦略面では+2%に拘泥する物価目標を改め、戦術面では80兆円という形骸化した「めど」を残すことで「量」と「金利」の優劣を錯誤させるような枠組みを改めることが必要だろう。きっぱりと「量」との決別を図っておかなかったからこそ、輪番の増減を巡って市場が混乱したのである。

まぎれもなく「運」に恵まれた第一次体制

第一次黒田体制はまぎれもなく「運」に恵まれていた。バーナンキ元FRB議長の量的緩和縮小（テーパリング）示唆が金融市場の動揺を初めて招いたのは2013年5月22日だった。俗にバーナンキショックと呼ばれるこの変動の僅か1か月前に黒田体制は発足しており、「ベースマネーを2年で2倍にして消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率を+2%に引き上げる」という「2」をマジックナンバーとする「分かりやすさ」を売りに量的・質的金融緩和（QQE）をスタートさせた。そうしてFRBが正常化に着手しただけではなく、長らく国際金融市場を苦しめていた欧州債務危機も概ね収束しており、外部環境は金融危機以降で最良の状態に変容しつつあった。金融危機直後の5年間の託され、欧州債務危機の最悪期に任期を持たされた白川元総裁の時代とは対極と言える。

このレジームチェンジに最も反応したのは常に「相手がある話」の為替市場であり、正常化するFRB

¹ 戸部良一、寺本義也、鎌田伸一、杉之尾孝生、村井友秀、野中郁次郎『失敗の本質―日本軍の組織論的研究』中公文庫、1991年8月

との対比が鮮明になる中、ドル/円相場は発足当初（2013年4月4日）の93円から半年（2013年9月末時点）で98円まで上昇した（既に2012年11月中旬時点の80円割れから10円以上上げていたことを思えば、この続伸は驚異的だった）。この間、日経平均株価も12188円から14455円まで上昇している。こうしたスタートダッシュの鮮烈さが「期待に働きかける」ことを信条とした黒田体制のイメージを形成し、一部の熱狂的な支持者も生み出した。ここから1年後の2014年10月31日に追加緩和（QQE2、通称ハロウィン緩和）が実施され、政府・与党からは公的年金運用改革の一環として年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のアグレッシブなポートフォリオ変更も決定されたことでドル/円相場は112円まで、日経平均株価は16413円まで続伸した。この流れが継続する中、ドル/円相場は2015年6月10日に125.86円と今次円安局面で最高値をつけている。

なお、やや余談にはなるが、この6月10日は黒田総裁が衆院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と述べ、円相場が急伸した日である。結果的に見れば、意図したにせよしてないにせよ、この発言がアベノミクス下での円安に終止符を売った格好になった。

苦戦に彩られた後半戦

その後はCPIが上げ渋る中で2016年1月にマイナス金利導入、英国のEU離脱（ブレグジット）が緊張を招く中で2016年7月に上場投資信託（ETF）購入額の倍増、そしてマイナス金利付きQQEの持続可能性が疑われる中で総括的検証を経て長短金利操作付きQQEに衣替えを図り、現行枠組みの主軸であるYCCが誕生した。欧米経済の好調さに糊塗される格好で混乱は避けられたものの、第一次体制の後半（≒16年以降）はCPIの足取りが重い一方で政策運営の持続性にも四苦八苦しななければならないという苦戦に彩られた時代だったように思われる。そして、その苦戦は主に海外要因よりも国内要因に根差したものであった。上がらないCPIの背景には日本固有の事情もあっただろうし、YCC導入は金融機関収益を念頭に置いたイールドカーブのスティープ化が企図されたものであったという理解が大勢である。

もう「適温」はない

問題はこれから始まる第二次体制はそうした従来の無理筋な「戦略」を引きずりつつ、海外要因の悪化にも立ち向かわなければならないということである。黒田総裁が如何に有能でも、2期10年にわたって海外経済が「適温」を保つことはない。日本にとって海外経済とは端的に米国経済を指すが、今年2月で米国の景気拡大局面は104か月目に突入し、史上2番目（106か月目）の長さを更新間近である。米10年金利も遂にFRB自らが想定する「終点」と見做せる中立金利に到達している。今後、僅かに中立金利の引き上げが行われる可能性は否定しないが、株式市場が金利上昇を嫌気している以上、アップサイドが大きいとはとても思えない。

現状ではFRBが利上げを主軸とする正常化プロセスをメインシナリオに据え置いているので大事には至っていない。だが、通常の景気循環を参考にするならば①正常化プロセスを棚上げして現状維持、②現状維持では耐え切れなくなり追加緩和という展開が2018～19年中に到来する可能性が高い。ドル/円相場は2月大きく崩れたが、FRBの「次の一手」がまだ利上げとされている状況下でこのような展開になっていることには注意したい。市場参加者の中には「そうは言っても利上げすると言っている通貨は売れない」という向きは当然あろうし、筆者の円高見通しに対し、そのようなご意見を頂戴したこともあ

る。今後、FRB の正常化プロセスの「非」継続性が名実ともに認識されるような局面に入った場合、ドル/円相場は続落を余儀なくされる可能性もある。

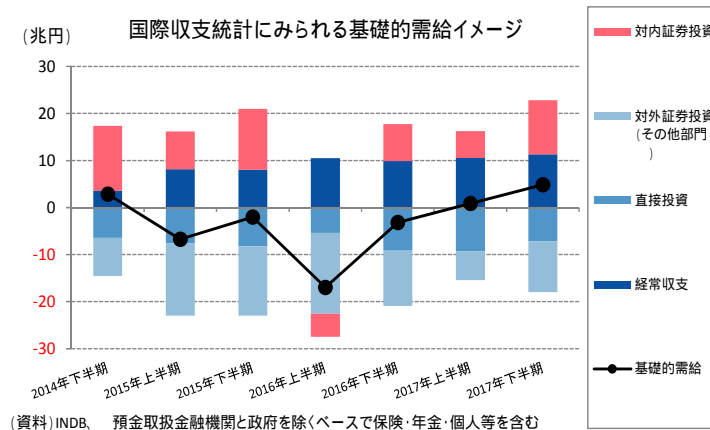
周知の通り、次回の円高局面で日銀ができそうなことは決して多くない。過去の本欄でも繰り返し述べている点だが、YCC は円金利およびドル/円の下落局面においてその対応能力に疑義がある。しかも足許では 1 月 9 日の輪番減額以降、「量」の減少が半ば「出口」のように為替市場に解釈され円高が進みやすい状況である。米国発のリスクオフムードが円金利の下押しに繋がった場合、おおむねゼロ%を「めど」とする YCC を維持するのだろうか。ゼロ%を大きく割り込んだ場合、「めど」へ復帰させるために国債購入額を意図的に減らす必要が出てくるが、円高を招かずにこのオペレーションが果たして可能なかどうかは「時の為替市場のご機嫌次第」という側面が強いと推測する。まずは円高発生時に長期金利がゼロ%を割り込んだ際、これが下がり過ぎないための逆方向の指値オペが決断されるのかが注目される。仮に、「量」的な減少に配慮しそれができなかった場合、「めど」の引き下げに踏み切る可能性もあるが、それでは何のために総括的検証を行ったのか分からない。そうした「戦術」の微修正では埒が明かないという判断に至り、枠組み自体が刷新される可能性もあるが、残る一手は外債購入くらいしか思い当たらない。政治的に非常に難しい話である。

「適温」の中で多くの政策運営上の悪手が覆い隠されてきた第一次体制と異なり、第二次体制は基本的に海外経済・金融環境の悪化を受けて円高圧力が高まりやすい中での政策運営となりそうである。日本の財政・金融政策にとって重要な変数は物価ではなく、あくまで為替であったということが再認識される展開を予想しておきたい。

《円相場の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～》

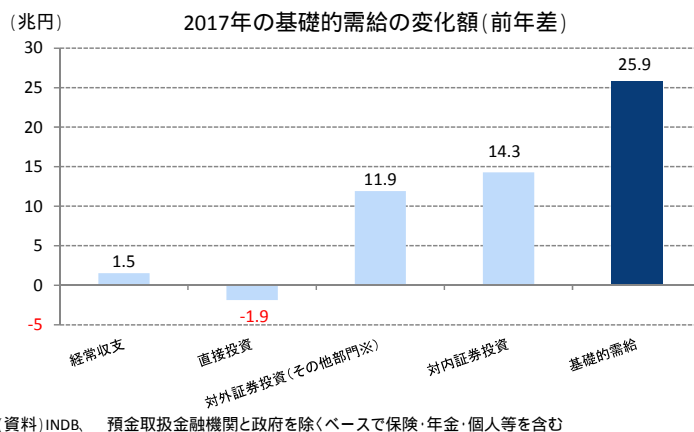
2017 年の基礎的需給総括

円高地合いは需給面からも正当化されるものである。2 月 8 日には本邦 12 月国際収支統計が公表されており、2017 年通年の需給イメージが明らかになっているので、いつも通り、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）の定点観測をしておきたい。12 月の基礎的需給は約+2650 億円と 3 か月連続の円買い超過となり、7～12 月の 6 か月間で見れば約+4.9 兆円の円買い超過、通年合計で見れば



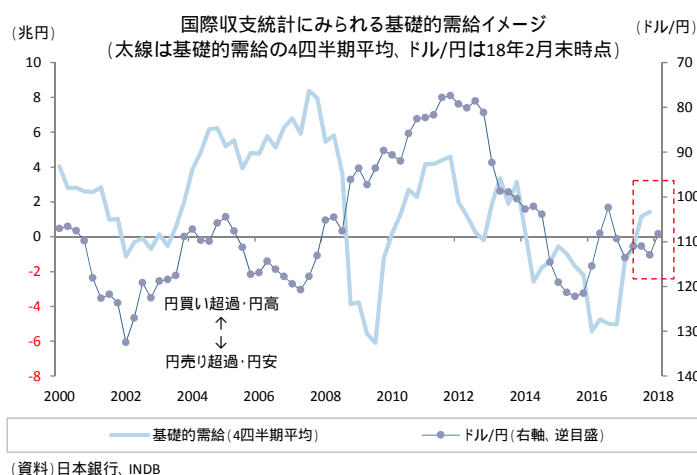
約+5.7 兆円と 4 年ぶりの円買い超過となった。2016 年が約▲20.2 兆円の円売り超過だったことを思えば、前年差+25.9 兆円の変化であり、統計上はこの分、円売りが縮小（円買いが拡大）したことになる。この額は 2017 年通年の経常黒字額（21 兆 8742 億円）よりも大きい。なお、2015 年通年が約▲8.8 兆円、2014 年通年が約▲5.8 兆円の円売り超過だったことを思えば、過去 3 年で円相場の基礎的需給環境は大きく変わったといって差し支えないだろう。

各需給項目に関し、前年差の変化額を見たものが右図である。最も変化額が大きかったのは海外から日本への対内証券投資であり、前年差約+14.3 兆円となっている。主に海外勢による短・中長期債への買いが寄与した格好であり、ベースコストの歪みを利用して、ドルを保有する投資家が日本国債に投資することで鞘を稼げる状況が寄与したことなどが推測される。次に大きな変化額を示しているのが対外証券投資で前年差+11.9 兆円と買い越し幅が縮小している。FRB の正常化プロセスの持続性に強い確信が持てない中、本邦から海外へのリスクテイクに及び腰になる向きが増えたものと推測される。この傾向は、金利上昇が株売りの理由として使われるようになった今、ますます強まっていく公算が大きい。そのほか経常黒字も前年から黒字額が拡大しており、円買い圧力の増大に効いている。唯一、対外直接投資（≒本邦企業による海外企業に対するクロスボーダーM&A）だけが僅かながら増えており円売りを強めている格好だが、円買いが強まる全体図に照らせば「焼け石に水」という印象である。



年初来の円高は「ねじれ」解消の結果？

過去の本欄で繰り返し論じてきたように、2017 年下期以降は以上のような基礎的需給とドル/円相場の方向感に「ねじれ」が生じており、この乖離は昨年末時点で解消されていなかった。年初 1 か月半の間に進んだ円高はこうした需給環境の変化に追隨する動きとも考えられ、そうだとすれば当分円安には振れにくいようにも思われる。もちろん、昨年中頃を境として原油価格が上昇していることで貿易黒字（ひいては経常黒字）の縮小も想定されるし、株価調整が長引きリスク許容度の毀損が続くのだとすれば、海外勢にとっての対外証券投資（日本にとっては対内証券投資）も減速してくることが予想される。



ゆえに、基礎的需給の計数上、2018 年の円買い圧力が減退する可能性もないわけではない。だが一方、米 10 年金利が既に中立金利の想定(2.75%)を優に超えている中、米金利の続伸とこれに伴う日米金利差拡大に賭けて対外証券投資の買い越しを予想するというのも難しそうである。歴史を振り返れば、そうした「日本人の円売り」が顕著に増えてこない中で円安の基調が続くことは難しかったという印象が強いのも事実である。基礎的需給の先行きは読みが難しいが、少なくともドル/円相場の加速を促すような地合いには当面なりそうにないというのが筆者の基本認識である。

《メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとなった米金利上昇～》

金利上昇が円高リスクになった 2 月

毎月通り、本欄の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（右表）、前月から大きな変化はない。1 月下旬にはムニューシン米財務長官のドル安誘導発言が話題になったが、これに相当する①-2 の

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	・米通貨・通商政策の行方、日米経済対話の難航	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？ ・カタール・リビア紛争が域内各地へ延焼	円高ドル安
そ の 他		地政学リスク	・朝鮮半島有事、米朝開戦？	円高ドル安？

（資料）筆者作成

リスクは引き続き要注意である。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、今後も予断を許さない。なお、①-1 で示唆してきた円安リスクに係る論点だが、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模様である。その上でインフラ投資案も浮上しており、トランプ政権の拡張財政が米金利の騰勢を招く展開は今後排除できない。問題はドル/円相場がこれを受けて上昇するような事態になっていないことであり、むしろ米金利上昇が株式市場に嫌気され、リスクオフムードの強まりを招くという現象が発生していることである。現時点では一連のトランプ政策を円安リスクとして分類することに関し慎重さが必要であり、事によっては円高リスクになるかもしれない。その意味で、今月の本欄から①-1 は方向感に関しては円安リスクとしながらも、「？」マークを付けた。いずれにせよ、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には時間が必要であり、予測期間中にそのような事態にまで至ることはあるまい。2 月は金利上昇が円高リスクに転じつつあるという極めて重要な変化があったと解釈している。

もはやリフレトレードは期待できない

2 月に入り見られている米長期金利の上昇が景気加速を織り込んだものであり、株価もドルも同時に騰勢を強めれば本欄の円高シナリオにとっては大きなリスクになる（2016 年 11 月以降の相場のような状況である）。しかし、周知の通り、もはや株式市場は米金利上昇を売り材料と見なす雰囲気強く、ここから先、長期金利が続伸する度にリスク資産への影響が不安視されるような状況が出来上がってしまっているようにも見受けられる。こうなってくると①-1 のリスクで想定している減税やインフラ投資といったような拡張財政がリフレトレードを焚き付け、ドル/円相場も上離れしてしまうという展開はあまり現実的ではないかもしれない。2 月の段階では米金利上昇と株高が併存するシーンも見られ、ドル/円相場が値持ちするような場面もあったが、徐々に「円安リスク」としてのトランプ政策の存在感は薄くなっているように感じられる。それよりも既に①-2 に絡めて上述してきたように、米国の通貨・通商政策がドル安志向を強め、その煽りを円相場が被るリスクを心配したいところである。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であった。既に 1 月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やはりドル安リスクは拭えないだろう。

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したい。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は複数あるものの、前月から顔ぶれは大きく変わっていない。トランプ政権絡みでは、昨年 12 月、政権閣僚（フリン前大統領補佐官）訴追により耳目を集め始めたロシアゲート疑惑は収束を見たわけではなく引き続き予断を許さない（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 は③に伴う相乗的なリスクとして警戒したいところである。なお、失地回復を図るべく景気刺激を企図して拡張財政の強化に走った場合は①-1 であり、従来であれば円安を促しやすいはずだが、上述したようにそれも金利上昇・株価下落を通じて円高を招来する可能性がある。中間選挙が近づく中、そうした流れを警戒すべきかもしれない。

そのほかの円高リスクとしては、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未だに多い（⑥のリスク）。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・レートの概念を用いて緩和撤収を示唆したことから始まっている流れであり、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懸念はなかなか払拭されずに残っている。黒田総裁が続投になったことを踏まえれば、このような路線を引き続き気にかける向きはあるかもしれない。しかし、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、円高相場の端緒となったという声は根強い。日銀要因ではないとはいえ、その後のドル/円相場が 105 円台まで急落しており、本稿執筆時点でも軟調推移を余儀なくされていることを思えば、もはや出口戦略と受け止められかねない政策修正は極力避けるだろう。⑥のリスクは想定しつつも、2 月に入り、大分可能性が下がったように感じられる。なにより、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という事情もある。

片や、新任の若田部副総裁が追加緩和を惹起するリスクを尋ねられることもあるが、この可能性は非常に低い。基本的に第二次黒田体制も現状維持を基本とするはずである。片岡審議委員がそうであったように、若田部副総裁が目立った行動に出る可能性を気にする向きもあるようだが、官邸の強い続投要請を受けた黒田総裁の提案に新任の副総裁が-執行部分裂を引き起こしてまで-反対するだろうか。その可能性は低いと考えるのが自然ではないだろうか。

払拭できない「クリフエッジ（cliff-edge）」のリスク

前月も指摘した論点であり、後述するが、欧州に関しては英国の EU 離脱（ブレグジット）交渉の行方

を円高材料として意識する必要がある。ブレグジット交渉の第二段階、つまり 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交渉が 2 月 5 日にいよいよ始まっている。だが、これについては EU、英国両者の隔たりが相当大きそうであり（P.18 以降参照）、2 月下旬にはメイ英首相は必要なだけ移行期を引き延ばすことを狙っているとの報道も見られている。移行期間に係る交渉を突破できなければ EU と英国の「新たな関係」の議論を始めることができない。残された実質的な交渉期間は 7 か月程度であり、その間に両者の溝が完全に埋まり、合意に達することが出来るのかは相当不透明な情勢である。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。特に、⑧に関して平昌オリンピック閉幕と同時に再び勃発するリスクを指摘する向きがある。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。

米金利低下時にはしっかり反応する可能性

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、米 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、もはや上昇余地は残されていないように思える。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）。現状では日米金利差とドル/円には安定的な関係が認められないが、米金利が上昇し続けた場合、いつまでも無関係ということもないだろう。中立金利の引き上げと共に長期金利、そしてドル/円が上離れしていく展開はリスクではある。

しかし、仮に中立金利の想定が例えば 3.00%や 3.25%に引き上げられたとしても、本稿執筆時点の長期金利（2.86%）からは 20～40bps 程度である。その程度の金利上昇を取るために本邦投資家からの為替リスクテイクが加速し、115 円や 120 円の世界が実現することなど（④のリスク）あり得るのだろうか。一部の円安見通しが描くそのようなロジックに関し、筆者は懐疑的である。

周知の通り、昨秋以降、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。しかし、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。

以上のような論点を踏まえる限り、引き続き足許から 1 年間を見通した場合のドル/円相場に関しては、以前依然円高リスクが大きそうという印象である。

◆ ユーロ相場の見通し～新副総裁人事と今後への含意～

《ECB の金融政策の現状と展望～役員会人事の読み方～》

ECB副総裁決定を受けて

2月19日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）は、今年5月31日に退任するコンスタンシオ ECB 副総裁の後任としてスペインのデギンドス経済相を選定することを声明文で発表した。同氏の正式指名は3月22～23日の欧州理事会（EU 首脳会議）で決議され、6月1日付で就任する。「副総裁が南欧ならば総裁は北欧」という下馬評を踏まえれば、2019年10月31日に退任するドラギ ECB 総裁の後任は依然、バイトマン独連銀総裁が最右翼となる。もちろん、それは暗黙の了解の域を出るものではなく、総裁がイタリア、副総裁がポルトガルという現状のような組み合わせも禁止されているわけではない。デギンドス氏も自身の副総裁就任がバイトマン総裁誕生の布石となるのかという趣旨の質問に対し、総裁と副総裁のポストの間には何の関連もなく「付随する条件など何もない」と回答している。とはいえ、この期に及んでオランダ、フランス、イタリアとコア国・セミコア国で回してきた総裁人事がまたもドイツに回ってこないという可能性は低いというのが一般的な解釈だろう。本欄では今回の副総裁決定に係る評価と今後に対する含意を示してみたい。

欧州議会が難色を示した理由

ECB役員会メンバーの現状(2018年2月時点)

ポスト	氏名	国籍	開始	終了	スタンス
総裁	ドラギ	イタリア	2011年11月1日	2019年10月31日	ハト
副総裁	コンスタンシオ	ポルトガル	2010年6月1日	2018年5月31日	ハト
理事()	ブラート	ベルギー	2011年6月1日	2019年5月31日	ハト
理事	ラウテンシュレーガー	ドイツ	2014年1月27日	2022年1月26日	タカ
理事	クーレ	フランス	2012年1月1日	2019年12月31日	ハト
理事	メルシュ	ルクセンブルク	2012年12月15日	2020年12月14日	タカ

(資料)ECB、 はチーフエコノミスト

4 大国（ドイツ・フランス・イタリア・スペイン）の一角として唯一役員会（正・副総裁と理事4名の6名から構成）にメンバーを持たないスペインから副総裁が選出されることは予想通りの展開ではある。とはいえ、ユーログループ前の2月14日に当該候補者への公聴会を行った欧州議会はデギンドス氏の指名に難色を示しており、同氏の対抗馬であったレーン・アイルランド連銀総裁を支持していたという経緯がある。公聴会后、欧州議会の経済金融問題委員会のグアルティエリ委員長は「レーン氏のパフォーマンスの方が説得力があるとの見解が大部分だった。一部はデギンドス氏の指名に慎重な姿勢を示した」と述べている。こうした欧州議会のデギンドス氏に対する厳しいスタンスは同氏が閣僚出身者だからという点にある。約20年に及ぶ ECB の歴史において加盟国の財務閣僚が役員会メンバーに入ったことは一度もない。これは独立した国際機関であり中央銀行である ECB の性格に照らせば、そのようなバックグラウンドを持つ人物が役員会メンバーとなることは相応しくないという考え方があったためである。ゆえに欧州議会のスタンスは「非閣僚出身者」であり、「女性」であれば尚可というもので、例えば2013年11月に選出されたユーロ圏の銀行監督の現トップである銀行監督委員会のダニエル・ヌイ委員長は女性で、フランス金融健全性規制監督機構（ACP）の事務局長出身であった。非閣僚で女性というポイントが評価されたと言われた。

役員会人事における欧州議会は諮問機関であり、その意思表示はあくまで「拘束力のない助言」でしか

ない。それゆえ欧州理事会の意思決定の足枷となることはないし、デギンドス氏も「閣僚を務めてきたが、閣僚であることは ECB の独立性に対する自身の主張を何ら制限するものではない。私は ECB の独立性を守る」と巷の懸念をけん制している。なによりアイルランドが「副総裁は全会一致で選ばれる必要がある」との主張の下、レーン氏の擁立を取り下げているため副総裁人事は穏当な収束を見ることになる。あとは欧州理事会で各国首脳が任命するだけである。

キーとなるプラート理事の後任人事

とはいえ、副総裁選定の過程でレーン氏が存在感を示したことは次期総裁を占う上でも実は無視できない。というのも、総裁・副総裁に次いで重要なポストと目されるチーフエコノミスト担当理事のプラート理事が来年 5 月 31 日に退任することになっており、その後任候補としてレーン氏が浮上しているためである（レーン氏は元々トリニティー・カレッジ（ダブリン大学）の経済学部教授であり、学者としての評判が高い）。その上で、レーン氏はタカ派色が強過ぎるバイトマン氏が強い反対に遭うような事態に直面した場合、二番手として有力な候補という声も一部に出ている。そうなるとドイツを「手ぶら」で済ませられない事態と考えた場合、「総裁はレーン、チーフエコノミスト担当理事はバイトマン」というシナリオもあり得る（もっともそれでドイツが納得するかどうかは別だが）。

今年 5 月 31 日に退任するコンスタンシオ副総裁の人事がこのタイミングで決まったことを踏まえれば、来年の今頃にはプラート理事の後任も決まっている公算が大きい。その結果次第では次期総裁候補者も絞られているという話になるのではないかと。極端な話、ドイツとアイルランドのうち、「チーフエコノミスト担当理事を獲得しなかった国」が総裁を射止める展開が見えてくる。なお、バイトマン氏は 1968 年 4 月生まれ（総裁就任時に 51 歳 6 か月）、レーン氏は 1969 年 8 月生まれ（総裁就任時に 50 歳 2 か月）である。歴代の総裁を振り返れば、初代となるドイセンベルク元総裁は 62 歳、第 2 代のトリシェ元総裁が 60 歳、第 3 代のドラギ総裁が 64 歳だったことを思えば大幅な若返りであり、どちらにしても史上最年少の ECB 総裁である。

ちなみに、2019 年 10 月 31 日にはドラギ総裁に加え、欧州ではもう 1 つの重要ポストが任期を迎える。それは EU の行政府である欧州委員会のトップである欧州委員長のポストであり、現在はユンケル委員長（前ルクセンブルク首相）が務める。2014 年にはメルケル独首相がオランダ仏首相（当時）に対し、ラガルド IMF 専務理事を次期欧州委員長に擁立するように求めたとの報道が見られており、現在でもそのような観測はある（ラガルド専務理事当人は否定している）。欧州委員長のポストがフランスに分配された場合、これと同格のポストは ECB 総裁くらいしかないため、独仏 2 大国のバランスを図るという観点から、やはりバイトマン氏が最も妥当な選択肢になるように思われる。

今後の政策運営に対する含意

役員会は政策理事会の議論の準備を行い、また政策運営の結果責任を負うという役目も負っており、ECB において最も重要な意思決定機関である。現在の構成メンバーの政策スタンス（前頁表）を整理しておく。タカ派と目されるメンバーはドイツ出身のラウテンシュレーガー理事（元ドイツ連銀副総裁）とメルシュ理事（元ルクセンブルク中銀総裁）の 2 名のみであり、残る 4 名はどちらかと言えばハト派と目される。新たな副総裁であるデギンドス氏のスタンスは判然としないが、やはりハト派寄りと見ておくのが無難なのだろう（ドイツ寄りの見方をする南欧出身者というのは稀である）。そうなると少なく

とも当面は役員会のパワーバランスは変わりそうにない。

しかし、バイトマン氏が「タカ派」、レーン氏が「中立～タカ派」だとした場合、仮に両氏が総裁とチーフエコノミスト担当理事のポジションを分け合うのだとすれば、2019 年 11 月以降の新体制は現状対比でタカ派化が進むことになる。もっとも、役員会に同じ国籍の出身者は 2 名以上置けないのが不文律ゆえ、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事は途中退任を迫られることになる。女性であるラウテンシュレーガー理事のポストを「女性枠」と捉えた場合、現状の候補者は見当がつきにくい。ユーロ圏加盟国の中銀総裁から選ぶならばゲオルガジ・キプロス中銀総裁が唯一の女性となる。

「女性枠」ではなく「大国枠」と見ることもできる。というのも、スペインが役員会に席を確保した今、投票権の輪番制において大国として指定される 5 大国²のうち、オランダだけが席を持たない国となる。ということは女性である以前に、国籍が問題となる可能性も相応に高いように思われる。もちろん、「女性のオランダ人」で最適な候補が居ればそれで決まりかもしれない。重要なことは現在のクノット・オランダ中銀総裁のスタンスが殆どバイトマン総裁と軌を一にしていることから分かるように、オランダ出身者であればタカ派となる公算が大きい。ラウテンシュレーガー理事の後任もタカ派だと仮定するならば、やはり 2019 年 11 月以降の新体制では政策志向がタカ派に寄りやすい状況は変わらないということになる。問題はそうした役員会の「色」がどうであろうと、本当に経済・金融情勢が動揺している時には緩和策が市場から催促されるということであり、その時にタカ派主体の役員会構成は初動が遅れやすいという意味でやや不安が残るということではないかと思われる。そのように考えると、タカ派主体の役員会人事は瞬間的にはユーロ買いで反応しやすいと思われるが、将来的には為替市場から「ユーロ売り」で催促されやすい体制が仕上がるという様にも読める。

（ 補足：ブレグジットを巡る現状と展望～不穏な「第二段階」のスタート～）

怒りを隠せない EU

株価や金利の乱高下に目が向かう中、市場参加者の関心から外れているが、2 月には英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡って不穏な空気が漂い始めた。今秋には実質的な交渉期限が到来することから、年央に差し掛かる頃には市場の混乱材料となる恐れもあるため、ここで状況を整理しておきたい。先週 5 日、EU と英国は離脱後の激変緩和期間である「移行期間（transition period）」の取り扱いに関する協議を始めており、9 日までの 4 日間にわたって行われた。この移行期間が定まらない限り、在英企業は暫定合意なしのビジネス環境の急変（いわゆるクリフエッジリスク）を忌避すべく英国からの逃避を検討せざるを得ないとされる。だが、協議後に行われた 9 日の記者会見で EU のバルニエ首席交渉官は、離脱後の激変緩和に備えた移行期間の方針に「相当な不一致」があると強調し、この溝が埋まらない場合は「移行期間を与えられない」と述べたことが報じられている。その語気は強いものであり、英国の要求に関し「理解できない」、「正直に言って驚いている」、「残る時間は非常に短い」との発言も紹介されている。一連の発言を見る限り、先週の会合では建設的な議論がほとんど進まなかった様子が窺い知れる。

移行期間に係る最終合意は今年 3 月 22～23 日の EU 首脳会議が念頭に置かれており、ここをクリアしてようやく本丸である新たな通商関係を規定する「将来の関係」の協議に入ることになっている。これら全ての交渉が今年 10 月までにまとまり、各国議会での批准を経て 2019 年 3 月 29 日（CET、中央ヨ

² 政策理事会ではドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの 5 か国のうち 4 か国に投票権が付与され、「付与されない国」が必ず 1 か国出る仕組みになっている。しかし、役員会に席があれば投票権は常時付与される。つまり、役員会に席を持たないオランダだけが大国 5 か国のうち、「投票券の付与されない大国」という状態になり得る。

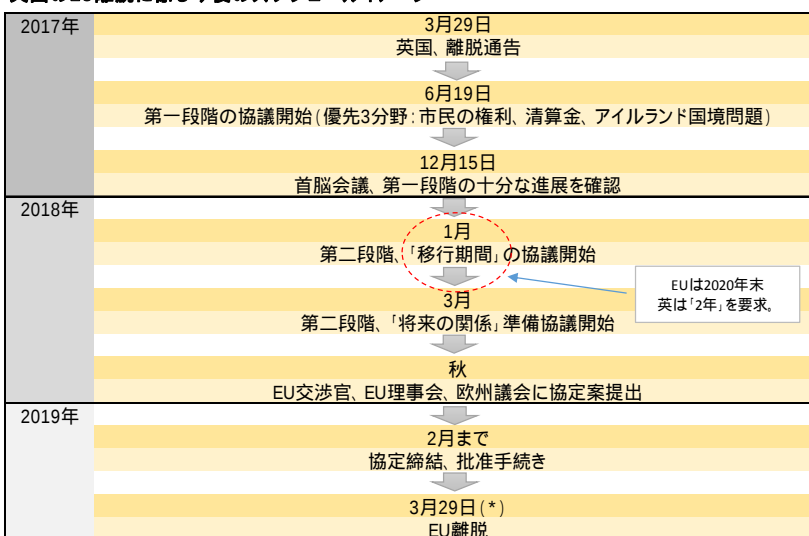
ーロップ時間 0 時) に離脱というのが現在予定されているスケジュールである。残り半年強でブレグジット交渉に「めど」を付けなければならないことを踏まえると、現段階でバルニエ交渉官がここまで怒りにも近い驚きを隠していないことは、否応なしに不安を掻き立てるものである。

「第二段階」を巡る齟齬

現在行われている「移行期間」の協議は予定されている交渉全体の中では「第二段階」に位置するものである(次頁表)。「第一段階」の協議は 2017 年 6 月 19 日に始まっており、3 つの交渉優先分野に絞り、昨年 12 月まで行われてきた。その 3 つとは①市民の権利、②アイルランド・北アイルランドの対話、③分担金清算である。より具体的には、①は「英国に住む EU 市民、そして EU 域内に住む英国人それぞれの権利を保障し、継続すること」、②は「アイルランドと北アイルランド(英国領)を巡る問題を解決すること」、③は「EU 脱退前に英国が支払うべき EU 予算などの分担金を清算すること」である。EU はこうした 3 つの優先課題を含め、ブレグジットにより直接的な影響を受ける主体や事柄に関する交渉で十分な進展があったと認めた後、初めて貿易協定を含む「将来の関係」についての交渉に移るという基本姿勢を示してきた。この 3 つの優先事項に「十分な進展があった」と欧州委員会が欧州理事会に対して勧告したのが昨年 12 月 8 日であり、これを欧州理事会が認めたのが同 15 日であった。なお、第一段階に関しては当初 10 月合意を狙っていたものが、清算金に関する英国側の方針表明が遅延したので 12 月までずれ込んだという経緯がある。

「第二段階」の移行期間に係る協議は、離脱国となり加盟国としての「権利」を喪失する英国が、EU の求める「義務」を受容できるかが争点となる。例えば離脱と共に英国は EU が域外国・地域と締結する FTA に参加する「権利」を喪失する。このため、英国は移行期間中に可能な限り個別交渉を展開し、順次署名した上で、移行期間終了と共に新協定に移行するというシームレスな流れを望んでいる。だが、EU は移行期間中の英国の FTA 署名には EU の承認が必要とい

英国のEU離脱に係る今後のスケジュールイメージ



(資料) 欧州委員会資料など

う「義務」を要求している。移行期間中は EU の一員として恩恵にあずかるのだから、「良い所ところ取り」にあたる個別交渉は許さないという立場なのだろう(なお、移行期間中に EU の締結する FTA の恩恵に英国があずかれるのかは現時点で定かではない)。

また、在英 EU 市民の権利保障をどう取り扱うかという問題もある。EU 側は移行期間中に英国に入国した EU 市民にも適用するよう要求しているが、英国は離脱日(2019 年 3 月 29 日)までに入国した EU 市民が対象と主張している。さらに、英国が EU の意思決定にどのように関わるかも争点となる。英国は移行期間中の EU 内相・法相理事会への参加を求めるが、EU は英国が意思決定に関与することを拒否している。そのほか、英国は移行期間中に設定される新たな EU の規則からの適用除外も要請している

が、EU は、移行期間中においてはあらゆる規則を遵守することを要求しており、違反時には単一市場へのアクセスを制限することも辞さない姿勢とするなど、相当な隔たりがある。

ちなみに移行期間自体の長さに関しても意見の一致を見ているわけではなく、EU は現在執行中の中期予算の終了期限（2020 年 12 月 31 日）と併せるというのが基本認識である一方、英国は離脱から約 2 年（2021 年 3 月末？）という主張にある。つまり、EU の提示する期限の方が約 3 か月短い。

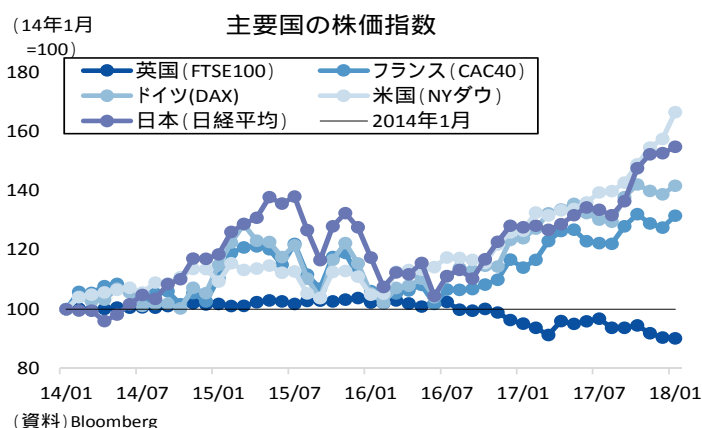
ポンドは本当に買い通貨なのか？

ちなみにポンド相場は年初来で急伸している。対ドルで見れば、過去 6 か月で約 +9.4%（G10 通貨の中ではトップ）、今年に入ってから +6.1% の上昇である（G10 通貨の中では 4 位、ちなみにトップは円）。2 月 8 日にはイングランド銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）が開催され、政策金利および量的緩和にかかる現行政策の維持が決定されたものの、合わせて発表されたインフレ報告で 2018～19 年の成長率見通しおよびインフレ見通しが引き上げられたことからポンドが買い進められている。前回 11 月時点の見通しに比べて早期利上げが実現しそうなことがポンド買いを誘発した模様だ。だが、これは裏を返せば見通せる将来に関しては物価の騰勢が抑制されそうにないことも意味している。

ポンドに関しては、為替市場は金利上昇を好感し、買いで反応する傾向が当然視されているが、要する昨年 11 月に実施した約 10 年ぶりの利上げやその時点の見通しにもかかわらず、スタグフレーション防止の試みが奏功していないという状況であり、基本的に前向きな状況とは言えない。足許では金利水準に着目しポンドが選好されやすいものの、利上げによる資本コストの高まりや下がらない物価がもたらす実質所得環境の悪化は明

らかに実体経済の下押し要因である。利上げが本当に通貨買い材料足り得るかどうかは、少し立ち止まって考えれば分かる話だろう。なお、株式市場では英国パッシングが鮮明である（図）。

そうしたファンダメンタルズに加えて、上述したようなブレグジット交渉を巡る混沌とした現状があるということを理解し、ポンド相場と向き合う必要がある。筆者は今夏から実質的な交渉期限が迫る今秋にかけてクリフエッジリスクが意識されるに伴い、ポンドが手放される展開は十分警戒する価値があると考えている。



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。