

中期為替相場見通し

2018 年 3 月 29 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～標的になりやすい「円」～

米国の通貨・通商政策とドル/円相場～標的になりやすい「円」～	P.3
日本企業の想定レートとドル/円の「波」～分水嶺はやはり「100 円」に～	P.5
米金融政策の現状と展望～名実共に「引き締め」局面へ～	P.8
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.9

ユーロ相場の見通し～利上げは視野に入ったのか？～

ECB の金融政策の現状と展望～現状追認とポスト・ドラギの胎動～	P.14
ドイツ経済の現状と展望～バブルを警戒すべきか？～	P.17

【見通しの概要】

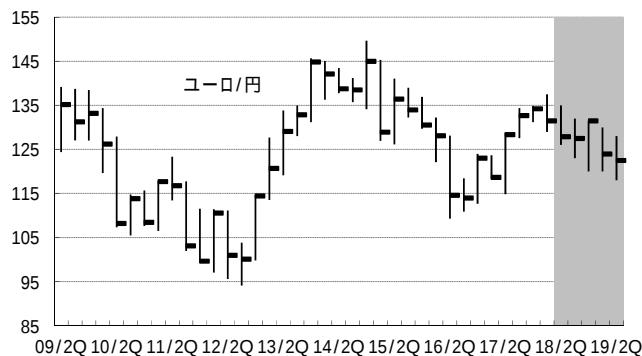
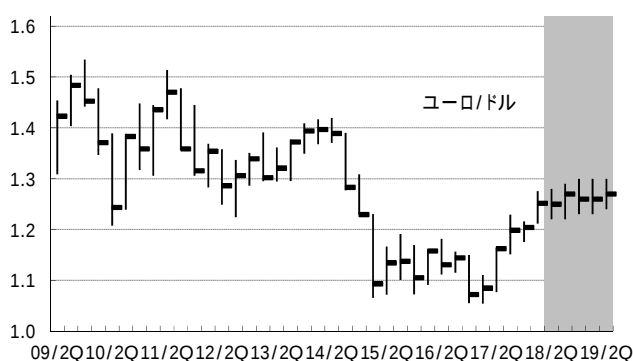
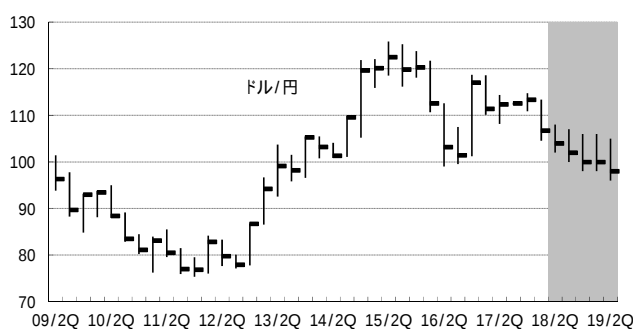
国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

ドル/円相場は3月も続落し2016年11月以来の104円台をつけた。FRBは相変わらずタカ派姿勢を崩しておらず、これに応じて米金利も高い水準が維持されているが、ドル/円相場がこれに追随する雰囲気は全く感じられない。昨年末から今年初めに流布された「日米金利差拡大を理由とする円売り・ドル買いの加速」という安直な予想はもはや破たんしたと言って差し支えないだろう。金利上昇が株式市場(ひいては実体経済)の重荷として意識される地合いに入った以上、もはや米金利上昇を突破口とするドル/円相場の反転は難しいと考えたい。なお、実質実効為替相場(REER)は平均回帰性向を持つことで知られるが、この点に照らせば、過去1年間でユーロやポンド、メキシコペソといった割安通貨はしっかりと上昇し、ドルやスイスフラン、豪ドルといった割高通貨もしっかりと下落した。唯一、円だけが大幅な割安通貨にもかかわらず放置されているのが現状であり、2月以降に進んでいる円高は「調整が1年遅れてやってきている」と理解したい。トランプ政権の保護主義姿勢が早晩収束すると信じるに足る根拠はなく、そうした通商政策と親和性の高いドル安はやはり好まれやすいのではない。かかる状況下、上半期中に100円を割り込むリスクも排除できるものではないというのが筆者の基本認識である。

片や、ユーロ相場は小動きにとどまっている。ドル相場が軟化していることが手伝ってユーロ/ドル相場は大崩れしないで済んでいるが、ECB自身がユーロ高を嫌気していることやイタリア政局が流動化していることなどから上値の重い地合いが続いている。REERベースで見たユーロ相場は過去1年間の上昇でかなり調整が進んだ格好であり、ここからの続伸にはマイナス金利解除も視野に入れたよりタカ派的な政策運営が必要となりそうである。実際、ECBからの情報発信を見る限り、2019年半ばにも利上げを始めたい意向は伝わってくるものであり、そうであるならばユーロ/ドル相場の上値は今少し期待できよう。なお、マクロ経済面では、ドイツ強の「歪(ひずみ)」に関し、やや不安を覚える。例えば、不動産価格の上昇は域内でも突出しているように見受けられる。マクロプルーデンス対応という観点から金融政策運営を眺めた時、ECBがドイツ国内における資産価格の騰勢をどのように評価し、位置づけていくかは今後非常に大きな問題となってくるであろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2019年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	104.64 ~ 113.40 (106.85)	102 ~ 108 (104)	100 ~ 107 (102)	98 ~ 106 (100)	98 ~ 106 (100)	96 ~ 105 (98)
ユーロ/ドル	1.1916 ~ 1.2556 (1.2314)	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 ~ 1.28 (1.25)
ユーロ/円	128.96 ~ 137.51 (131.56)	126 ~ 135 (128)	123 ~ 132 (128)	120 ~ 130 (124)	120 ~ 130 (124)	118 ~ 128 (123)



◆ ドル/円相場の見通し～標的になりやすい「円」～

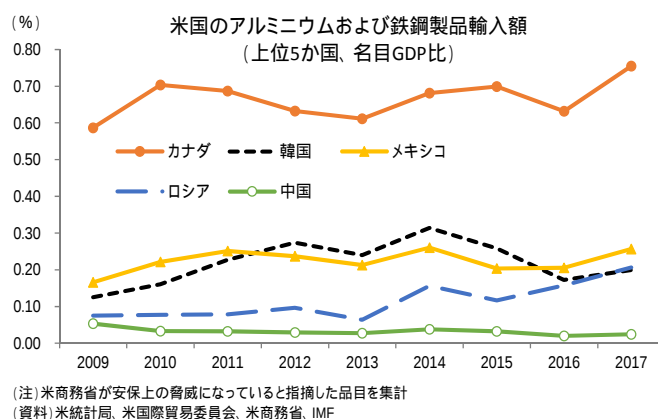
《米国の通貨・通商政策とドル/円相場～標的になりやすい「円」～》

場当たりのかつ衝動的な米通貨・通商政策

3月に入り貿易戦争というフレーズがまことしやかに使用される場面が増えている。1月23日に発表された大型家庭用洗濯機と太陽光発電製品の輸入に対する緊急輸入制限措置（セーフガード措置）に始まった米通商政策の保護主義化は2月1日に発表された鉄鋼・アルミニウムの輸入品への追加関税（鉄鋼製品は25%、アルミニウム製品は10%）で拍車がかかり、3月6日にはこれに反対するゲーリー・コーン国家経済会議（NEC）委員長が辞任を表明する事態に至った。経済政策の司令塔であり、政権閣僚で最も国際感覚に優れていると定評のあったコーン委員長を失うことで、ますます保護主義化に傾斜するとの懸念は強まっている。鉄鋼・アルミニウム関税に関し除外される国もあるが、日本は政府の懇願にもかかわらず拒否されている。いずれにせよ、場当たりのかつ衝動的なテンションで米国の通貨・通商政策が運営される不安定な状況は当分、変わりそうにない。

「勝者なし」の貿易戦争

今後、「安全保障上の脅威」という枕詞を付けて追加関税を課すという「抜け穴」が多用されれば、いわゆる貿易戦争という事態が現実味を帯びてくる。例えばカナダやメキシコの鉄鋼・アルミ輸出にとって米国は巨大な市場となる（図）。現時点では5月1日まで除外されているものの、永久的な措置になるかどうかは協議次第となっている。仮に、除外措置が適用されなくなった場合、対米輸出分は他国・地域向けに寄せてくる可能性がある。寄せられた側の国にとってはセーフガード発動の根拠ともなりかねない展開である。中国に対しては知的財産権侵害を理由とする500億ドルの追加関税も公表された。こうして世界の貿易量が減少に向かい、世界経済の停滞を促しやすくなる。巡り巡って米国の輸出産業も結局は影響を受けよう。まさに「勝者なし」である。ちなみにそうした米国の通商政策にEUや中国は報復の姿勢を隠していないが、こうして各国・地域がブロック化し争うようになった結果、究極的に行きつく先が世界大戦だったという歴史的な経緯は忘れるべきではない。

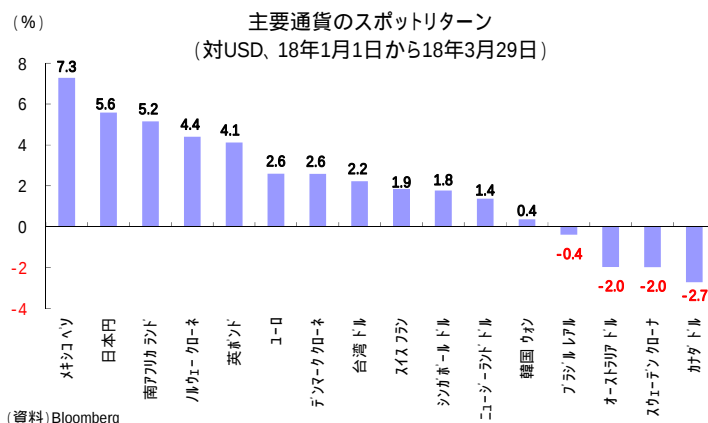


米国が望む通貨政策の方向感は大体叶う

「貿易戦争だっとかまわない」とまで放言するトランプ大統領の言動を踏まえれば、そうしたシナリオが無いとも言いきれない。仮に貿易戦争という局面に至った場合、関税や非関税障壁は「武器」ということになるが、通貨安も「武器」の1つになる。貿易戦争を仕掛けている（もしくは仕掛けられている）国は通貨安と親和性が高く（「武器」なのだから当然だが）、これは貿易黒字国を糾弾するトランプ大統領自身が選挙期間中からドル安志向を隠してこなかったことにも現れる。

為替相場を見通す立場からは、仮に貿易戦争に伴い通貨安競争が激化した場合、ドル全面安は不可避と考えた方が良い。本欄では繰り返し強調している点だが、変動為替相場制の世界において基軸通貨ドルの意向は絶対であり、これは予想というより摂理に近い。予想が難しい為替の世界において「米国が望む通貨政策の方向感は大体叶う」という事実はほぼ揺るがないものである。貿易戦争とい

うフレーズが多用される中、ドル相場がほぼ独歩安となっている現状がその証拠だろう。なお、唯一の例外が騒動の北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉に追加関税と最も影響を受けそうな「渦中の国」となっているカナダであり、年初来で対ドルで大きく下落している（図）。

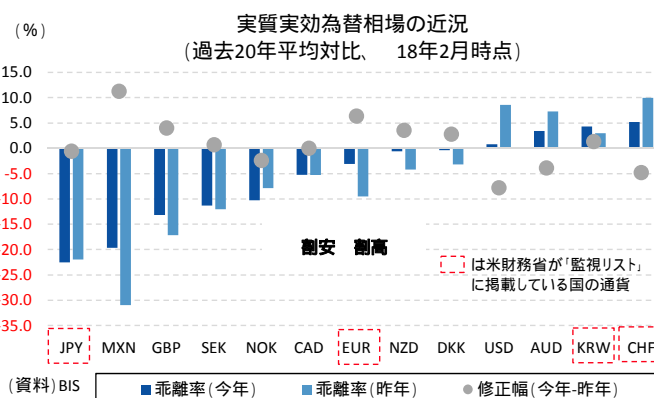


基本に立ち返った現状整理

貿易戦争や通貨安競争といったフレーズが多用される中、ドル/円相場が軟化するシーンが増えているが、「円のファンダメンタルズに照らしてこのような動きは正しいのか」といった類の照会もにわかに増えている。確たるフェアバリューが存在しない為替相場に関し、値動きの正否を論じるのははっきり言って難しい。但し、変動為替相場制の世界で特定通貨だけが売られ（または買われ）続けることは理論的に想定されるものではない。例えば、実質実効為替相場（REER）は平均回帰性向を持つことで知られる。詳細な説明は割愛するが、ラフに言えば、ヒト・モノ・カネの移動が自由だと仮定した場合、為替レートが特定国の競争力を利する方向だけに動き続けることはなく、最終的には一物一価が徹底されるように動くはずという考え方である。そうした基本に立ち返った上で、現状を整理してみたい。

明らかに「調整が甘い」、日本円

右図は国際決済銀行（BIS）が毎月公表している REER を用い各国通貨についてどのような評価が可能なのか整理しておきたい。円相場は年初来で大きく上昇しているものの、依然として主要通貨では最も割安感の大きい通貨である。長期平均（過去 20 年平均）からの乖離率で比較すると、最新の計数（今年 2 月時点）で円の割安感は 1 年前から変わっていない。具体的には、現時点（特に断らない限り今年 2 月）で円の REER は長期平均対比▲22.5%



と主要通貨の中でも突出して大きい割安感を持つが、これは 1 年前（2017 年 2 月）の▲22.0%と比べると解消されるどころか、やや広がっている。この点、同じく 1 年前に割安感の大きかった通貨としてメキシコペソやポンドそしてユーロなどが挙げられるが、これらの通貨は過去 1 年で大きく割高方向への

修正が進んだ。例えば過去 1 年間で為替相場の主役となったユーロを見ると 1 年前は▲9.5%の下方乖離だったものが、現時点では▲3.1%となっており、+6.4%ポイント、然るべき方向に調整が進んだことになる。同様にメキシコペソは▲31.0%から▲19.7%へ、ポンドは▲17.2%から▲13.2%へ、それぞれ+11.3%ポイント、+4.0%ポイントずつ調整が進んでいる。

一方、1 年前に割高感が大きい通貨だったスイスフランや豪ドルそして米ドルは過去 1 年で大きく割安方向への修正が進んでいる。例えば米ドルは 1 年前に+8.6%の上方乖離だったものが現時点では+0.8%となっており、▲7.8%ポイント然るべき方向に調整が進んだことになる。同様にスイスフランは+10.0%から+5.2%へ、豪ドルはプラス 7.3%から+4.3%へ、それぞれ▲4.8%ポイント、▲3.9%ポイントずつ調整が進んでいる。これらを総合すると、主要通貨で見れば、米ドルやスイスフランを手放す動きが進んだ傍らでユーロやメキシコペソがその「受け皿」となってきた事実が浮かび上がる。

こうした中、「割安だったものがさらに割安になった」という円はやはり特異な存在であり、相場に不均衡が蓄積しているように見受けられる。常々筆者は「円の調整が甘い」と考え、本欄で繰り返し主張してきた背景にはこうした事実がある。

円の「気まずい」立ち位置

周知の通り、米財務省は半年（4 月・10 月）に 1 度公表する『為替政策報告書』で監視リストを掲載しており、現状では日本を含め 5 か国が指定されている。上述の REER 比較に基づけば、円は監視リスト対象国通貨で「最も割安な通貨」であり、尚且つ「過去 1 年間で調整が進まなかった唯一の通貨」という位置付けでもある。なお、昨年 10 月に公表された為替政策報告書では「(REER に関し) 円は過去 20 年平均を 20%以上下回っているし、ユーロは 4%下回っている」といった旨の記述があった。だが、これまで見てきたように、過去 1 年で見ればユーロは相応の上昇を経ているが円は殆ど変わって来なかった（上述の通り、むしろ REER ベースでは小幅下落した）。

もちろん、REER は数ある尺度の 1 つに過ぎないが、米通貨・通商政策の現状を踏まえると、円がやや「気まずい」立ち位置にあることも事実であり、言い換えれば「狙われやすい」立ち位置にあるとも言えそうである。4 月に予定される為替政策報告書公表や日米経済対話は、円がこうした状況にある中で実施されるということも念頭に置きたい。

《日本企業の想定レートとドル/円の「波」～分水嶺はやはり「100 円」に～》

企業の考える想定レートについて：水準とボラティリティ

3月2日には、内閣府から「平成29年度企業行動に関するアンケート調査」が公表されている。ここで示される輸出企業の採算レート（ドル/円）は全産業・実数値平均で100.6円となり、前年度調査（100.5円）からほぼ横置きとなっている。前年度調査で示された「1年後の予想円レート」が「113.1円」であり、「調査直前月の円レート」が「113.0円」であったことから、輸出企業の為替予想はほぼ的中したとあって良い（とはいえ、本調査における「予想」は基本的には横ばいであることが多い）。予想とのズレは実に▲0.1円であり、これは同調査が1986年度に始まって以来、最小のズレである。過去1年の株高に関しては為替相場との乖離が頻繁に取り上げられてきたが、こうした「安定した為替相場」が企業の事業環境を好転させたという解釈も重要だろう。振り返ってみれば、前回の金融バブルピークで日経平均株価が高値圏で推移していた2006～07年も企業の予想するレートと実勢レートの乖離が非常に小さか

った。円相場の水準それ自体が円安か円高かという論点もさることながら、そのボラティリティもやはり重要である。ちなみに2018年度は史上3番目に小さい値幅の翌年度という位置付けになるが、史上最も値幅が小さかった2006年度、その次に小さかった2015年度共に翌年度（07年度と16年度）は企業が予想するレートよりも円高に振れている。やはり静かな相場は続かないということだろう。

「企業行動に関するアンケート調査」による1年後の予想レート及び採算円レートの推移(単位:円/ドル)

調査年度	1年後の予想円 レート()	採算円レート ()	調査直前月の 円レート()	-	-	-1年前の (つまり予想とのズレ)
12(2000)	114.2	107.0	112.2	7.2	5.2	4.6
13(2001)	132.8	115.3	127.4	17.5	12.1	13.2
14(2002)	124.5	114.9	122.3	9.6	7.4	-10.5
15(2003)	109.3	105.9	107.9	3.4	2.0	-16.6
16(2004)	106.4	102.6	103.8	3.8	1.2	-5.5
17(2005)	113.2	104.5	118.6	8.7	14.1	12.2
18(2006)	115.5	106.6	117.3	8.9	10.7	4.1
19(2007)	111.0	104.7	112.3	6.3	7.6	-3.2
20(2008)	97.0	97.3	90.4	-0.3	-6.9	-20.6
21(2009)	95.9	92.9	89.6	3.0	-3.3	-7.4
22(2010)	88.4	86.3	83.4	2.1	-2.9	-12.5
23(2011)	80.3	82.0	77.9	-1.7	-4.1	-10.5
24(2012)	88.4	83.9	83.6	4.5	-0.3	3.3
25(2013)	105.7	92.2	103.5	13.5	11.3	15.1
26(2014)	119.5	99.0	119.4	20.5	20.4	13.7
27(2015)	120.9	103.2	121.8	17.7	18.6	2.3
28(2016)	113.1	100.5	116.0	12.6	15.5	-4.9
29(2017)	114.3	100.6	113.0	13.7	12.4	-0.1

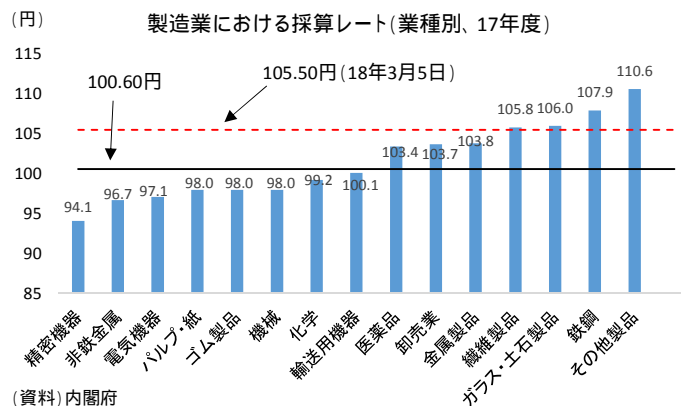
注1)「予想円レート」は階級値平均、「採算円レート」は実数値平均の値である。注2)「採算円レート」は、輸出を行っている企業のみのものである。

注3)「調査直前月のレート」は、平成6(1994)年度及び20(2008)年度を除き、いずれも12月の値である(1994年度及び2008年度は、調査月が2月のため1月の値)。

(資料)内閣府、Bloomberg

分水嶺はやはり「100円」

そうした採算レートを業種別にみると、精密機器(94.1円)や非鉄金属(96.7円)、電気機器(97.1円)などの円高耐性が目立つ一方で、繊維製品やガラス・土石製品、鉄鋼など一部業種では既に採算レートを割り込み始めており、為替レートが問題視されやすい水準に差し掛かりつつある現状が推測される。やや意外ではあるが、実体経済への影響が大きく、為替耐性がありそうな輸送用機器も100.1円とそれほど余裕はない。



「110円以上ならば殆どの業種で採算が取れる一方、100円に差し掛かれば輸送用機器も含め多くの業種の決算に影響が出やすくなる」という調査結果を踏まえれば、政府・与党、日銀に対する政策期待が高まりやすくなる分水嶺はやはり「100円」と考えておくのが良いだろう。なお、過去の本欄¹でも議論したように、その水準まで円高が進むこと自体、購買力平価(PPP)に照らせば不思議なことではない。ちなみに、日銀短観12月調査では2017年度通年の想定為替レートが「110.20円」であったことを踏まえれば、105～106円で推移する現状は「想定レートと採算レートの中間」という位置付けになる。下げ相場に狼狽してドル売り・円買いを行う向きが出てくるとすれば現水準(105～106円)を割り込んだあたりが1つの目安になってきそうである。

¹ みずほマーケット・トピック 2018年2月12日『やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～』をご参照下さい。

円高の「波」は約3年続く

なお、3月は月初に公表された2月雇用統計を含め良好な計数が相次いだ、それでもドル/円相場の戻りは鈍いものだった（というより、むしろ下落した）。既に述べたようにFRBは相当強気の政策スタンスを維持しているものの、そうした姿勢やそれに基づく米金利動向はドル/円相場が上昇する突破口にはなりそうにない。もはや目先の材料に捉われず、大局観をもってドル/円相場の流れを考察すべき局面に差し掛かっているのだろう。

そこで下表はプラザ合意以降の円高・円安局面について、その持続期間や変動を考察したものである。円高・円安は筆者がチャートから独断と偏見で判断したものだが、事実と大きく異なることもないだろう。ラフな経験則から汲み取れる1つの事実は円高も円安も1つの局面は約3年で一巡することが多いということである。より具体的には円高局面は約3年半（41か月）、円安局面は約2年半（30か月）継続してきたという印象はある。ちなみにその間の変動率（局面の始点・終点で計算したもの）は約35%であり、より具体的には円高で約33%、円安で約37%であった。最近に関して言えば、2012年11月に始まった円安局面が2015年6月にピークを迎えており、この間、やはり約2年半（約31か月）、変化率に関しては実に50%を超えていた。

もちろん、局面によっては色々なコンディションが成り立ち得るので軽々に議論を標準化することはできない。だが、経験則に照らせば「約3年半かけて30%の円高」はそれほど不思議な動きではないように思われる。この点、今次円高局面の起点を2015年7月（約123円）と考えた場合、これは「2019年1月までに90円割れ」という展開と重なる。もちろん、極めて漠然とした議論であって、頭の体操の域を出るものではないが、一度始まった「円高の波」が約3年半は続き、約30%は動いてきたことは留意したい。現在は2015年7月を起点として2年8か月が経過し、14%程度の円高が進んだ状況にある。期間はともかく、円高自体はまだ穏当な動きにとどまっている。

プラザ合意以降の円高・円安のイメージ

開始	終了	方向感	日数	月	変化率	キーワード(代表例)
1985年3月	1987年12月	円高	1005	33.5	-51.7	プラザ合意
1988年1月	1990年3月	円安	790	26.3	23.5	日本のバブル
1990年4月	1995年4月	円高	1826	60.9	-46.9	日本のバブル崩壊
1995年5月	1998年7月	円安	1157	38.6	71.0	アジア通貨危機、日本の金融危機、 「強いドルは国益」
1998年8月	1999年12月	円高	487	16.2	-26.4	ロシア危機、LTCM破綻
2000年1月	2002年1月	円安	731	24.4	24.5	ITバブル及びその崩壊、 米同時多発テロ
2002年2月	2004年12月	円高	1034	34.5	-23.0	日本の金融危機終焉、いざなぎ超え、 米利下げ局面
2005年1月	2007年7月	円安	911	30.4	14.4	金融バブル
2007年8月	2012年10月	円高	1888	62.9	-34.1	リーマンショック、欧州債務危機、 米金融緩和
2012年11月	2015年6月	円安	942	31.4	51.0	FRBの正常化、欧州危機の終焉、 アベノミクス
2015年7月	?	円高	?	?	-13.9	中国バブル崩壊、ブレグジット、トランプ米 大統領誕生(保護主義台頭)
平均(全体)			1,077.1	35.9	34.6	
平均(円高)			1,248.0	41.6	-32.7	
平均(円安)			906.2	30.2	36.9	

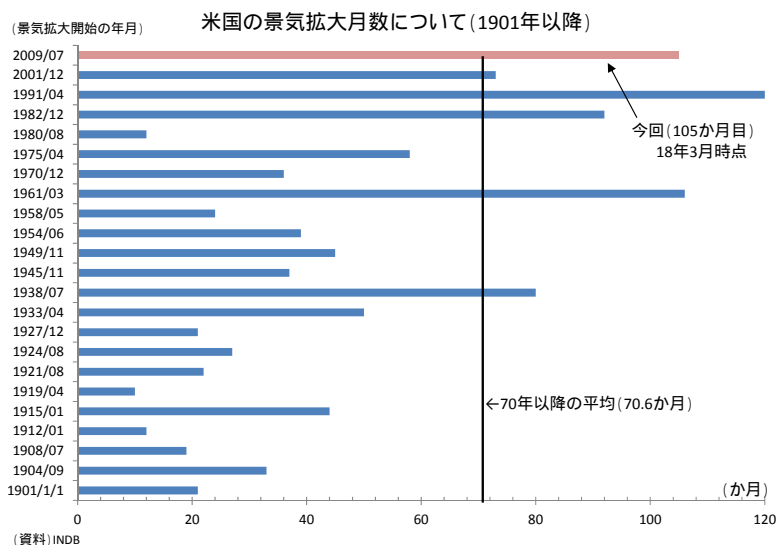
(資料) Bloombergなどから筆者作成。月は1か月30日換算。円高又は円安が1年以上続いた局面で整理した。
変化率に関する「平均(全体)」は絶対値に関し、平均を計算したもの。2015年7月以降の円高局面は2018年2月末で試算。

本邦政局混乱は日銀執行部人事への影響も注視

こうした経験則の上に、米経済の拡大局面が既に105か月目と史上2番目（106か月）の長さが視野

に入っていること、米 10 年金利が既に FRB の抱く中立金利想定見通しに到達していること、株式市場が金利上昇を嫌気し始めていることを考慮し、さらに先進国では安定感を誇っていた本邦政治情勢にも暗雲が立ち込め始めていることも加味する必要がある。現時点で軽々に議論すべき論点ではないが、黒田日銀総裁の再任を含めた日銀執行部の人事も政局混乱に巻き込まれるようなことがあれば、市場では不透明感の強ま

りから円を買い戻す流れが勢いづくかもしれない。少なくともリフレ志向の強い金融政策とこれを体現してきた黒田体制は安倍政権と一蓮托生であり、政府・与党の体制が大きく変化する際には影響は免れ得ないはずである。これまでも日銀人事が政争の具とされ漂流したことはある。今回がそのようなケースに至らないかは注目したい。そのほかの論点では、本欄でも何度か論じているように、そもそも購買力平価（PPP）や実質実効為替相場（REER）で見て円相場に割安感が生じているという非常にベーシックな問題意識も忘れてはならない。こうした現状を踏まえる限り、ドル/円相場が息を吹き返し 115 円や 120 円を目指すという見通しは、現時点ではかなり野心的に思えてくる。



【米金融政策の現状と展望～名実共に「引き締め」局面へ～】

SEP に透けて見える理屈

3 月 21～22 日にかけて開催された FOMC は市場予想通り FF 金利の誘導目標を 1.50～1.75% に 0.25% ポイント引き上げることを決定した。2015 年 12 月の利上げ開始から数えて 6 回目の利上げである。経済見通し (SEP: the Summary of Economic Projections、表) は、実質 GDP 成長率が 2018 年/19 年/20 年について +2.7%→+2.4%→+2.0% と、前回対比で 2018 年が +0.2% ポイント、2019 年が +0.3% ポイン

FRB の経済見通し (大勢見通し、%)、2018 年 3 月時点

	2018	2019	2020	長期見通し
実質 GDP 成長率 (12月時点)	2.6～3.0 (2.2～2.6)	2.2～2.6 (1.9～2.3)	1.8～2.1 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.8～1.9)
失業率 (12月時点)	3.6～3.8 (3.7～4.0)	3.4～3.7 (3.6～4.0)	3.5～3.8 (3.6～4.2)	4.3～4.7 (4.4～4.7)
PCE インフレ率 (12月時点)	1.8～2.0 (1.7～1.9)	2.0～2.2 (2.0)	2.1～2.2 (2.0～2.1)	2.0 (2.0)
PCE コアインフレ率 (12月時点)	1.8～2.0 (1.7～1.9)	2.0～2.2 (2.0)	2.1～2.2 (2.0～2.1)	

(資料) FRB

ト、2020 年が +0.1% ポイント引き上げられている。当然、失業率も同様の修正が施されており、3.8%→3.6%→3.6% と、前回対比で各 ▲0.1% ポイント、▲0.3% ポイント、▲0.4% ポイントと引き下げられている。2019～20 年の引き下げ幅はかなりまとまったものになっており、完全雇用に近いという近年の見通しが甘かったことをうかがわせる。いずれにせよ、成長率も失業率も均衡水準と見なされる「長期的な見通し (それぞれ +1.9%、4.5%)」対比で良好なパフォーマンスが予測期間中は継続するという見通しであり、それゆえに利上げや資産圧縮が可能であるというメッセージになる。

しかし、この間、肝心のコア個人消費支出 (PCE) デフレーターは 2018 年/19 年/20 年について +1.9%

→+2.1%→+2.1%とされ、前回対比では2018年は横ばい、2019年/20年が各々+0.1%ポイントずつ引き上げられたただけだ。要するに、実質GDPや失業率などを見る限り需要ひっ迫が予想されるはずだが、物価は騰勢を強めずに安定するという建付けになっている。これを説明する1つの理屈としては「利上げによってコアPCEの騰勢を抑制するから」という主張が考えられる。しかし、つい最近までディスインフレを懸念し、インフレ期待も相変わらず盛り上がっていない中でこうした理屈は正しいのだろうか。パウエルFRB議長が会見においてフィリップス曲線がフラット化している現状を指摘しているが、これが果たして一時的な現象として収束するのかどうか分からない中、コアPCEデフレーターに関して「いざれ上がる」と決めつけて政策運営を打つことに関してはやはり危うさを孕むように感じられる。

「正常化」は2019年で終了。2020年以降は「引き締め」

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、予想中央値、表）も強いSEPと平仄が合う内容であった。2018年末が2.1%と3回利上げ（あと2回）の想定こそ不変であったが、2019年末は2.7%から2.9%へ、2020年末は3.1%から3.4%へ引き上げられており、これはそれぞれ3回、2回の利上げが想定される結果となった。将来を見据える上で重要な長期的な政策金利（≡中立金利）は2.90%と2.75%から上方修正されており、この分、「利上げの終点」が伸びたと考えられる。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Mar-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Jun-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%

(資料)FRB

今回のドットチャートに照らせば、2019年末には中立金利到達ということになる。つまり、2020年以降の金融政策運営はもはや「正常化」ではなく名実共に「引き締め」であり、局面がはっきりと変わる。

2月以降の状況を踏まえる限り、こうした局面変化を金融市場、特に株式市場がどのように評価し、反応するのかが極めて重要な論点となる。本欄では繰り返し論じている点だが、金利上昇は株価のバリュエーションにとってマイナスであり、株高を通じた資産効果により堅調な個人消費ひいては米経済が支えられてきたことを思えば、やはり今回示されたようなSEPやドットチャートは株売りの材料となるのが自然である。この上で、トランプ政権が力点を置き始めている保護主義的な通商政策が本当に執行段階に入れば、コストプッシュ型のインフレ圧力も生じることになる。今回は12月時点では織り込まれていなかった税制改革による追い風で各種計数の見通しが大きく改善したという面もあるが、今後はそのような特殊要因は期待出来ない。上述したようにフラット化したフィリップス曲線が安定的に傾斜を取り戻してくるという前提も確度が高いものとは言えないだろう。パウエル議長の初陣は無難なものに収まったが、今後に関してはやはり前途多難と考えざるを得ない。

《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～》

もはやリフレトレードが円安をもたらすことはない

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（次頁表）に関し、トランプ政権の拡張財政を理由としてドル/円相場が騰勢を強めるリスクは今月から撤回することにした。円高シナリオを想定する筆者がこれまで最も懸念していたリスクは減税政策に加え、

大規模なインフラ投資も加わることで米金利が大幅に上昇し、これに応じてドルも買い進められるという展開だった。こうした相場の代表例が 2016 年 11 月の米大統領選挙後、約 1 か月間にわたって繰り広げられた光景である。その間、米 10 年金利は最大で約 90bps 急騰し、ドル/円相場

も最大で約 17 円、値を上げた。その後、トランプ政権の政策執行能力に疑義が生じる中で、金利も為替も反落し小康状態に入るのだが、常に「拡張財政の具現化はいつになるのか」という漠然とした期待が市場にはあった。大規模と目される財政政策の内実さえ明らかになれば、再びリフレトレードが活気づくという声は少なくなかった。しかし、今年 2 月以降、ムードは明らかに変わっている。これまで好景気の兆候と見なされ株高との併存が許容されていた米金利上昇は徐々に株売り材料としての認識が広がっている。米 10 年金利が恒常的に中立金利（現状では 2.90%）間際で推移している以上、ここから先の金利上昇はどうしても「正常化」ではなく「引き締め」の色合いが表出しやすい。そもそも議論するまでもなく金利上昇は株価のバリュエーションにとってはマイナスなので「利上げしても株高」という状況が放置されてきた過去 2 年の方が特異だったのである。かかる状況下、トランプ政権による拡張的な財政政策がドル/円相場の加速を招くというリスクシナリオは一旦、視野から外したい。

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	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
	米国政治リスク	・内政混乱は外交姿勢の先鋭化に現れやすい	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
日 本	本邦政治リスク	・安倍退陣に伴うリフレ志向の後退	円高ドル安
	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
	-1 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回	円高ドル安
	-2 日銀の政策変更リスク	・外債購入、ヘリマネetc ラディカルな追加緩和	円安ドル高
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、米朝開戦？	円高ドル安？

(資料)筆者作成

円高リスク：やはり最大のリスクは米国の通貨・通商政策

その上で最も大きなリスクはどこにあると考えるべきか。トランプ政権発足後、本欄では常に配慮してきた点だが、やはり米国の通貨・通商政策（①のリスク）は大きな攪乱要因と考えるべきである。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やセーフガード（洗濯機とソーラーパネルが対象）発動、3 月に入ってから鉄鋼・アルミに対する追加関税、中国に対しては知的財産権侵害を理由とする 500 億ドルの追加関税など、大統領選前後から垣間見えていた保護主義姿勢が単なる「ブラフ（はったり）」ではなかったことを思わせる挙動が立て続いている。鉄鋼・アルミ関税は 3 月 23 日に発動しているが、日本政府が懇願してきた例外措置の要求は通ることがなかった。同盟国にも拘わらず、である。発動の前日、トランプ大統領は「安倍首相らは『こんなに長い間、米国をうまくだませたなんて信じられない』とほくそ笑んでいる。そんな日々はもう終わりだ」と突き放した。

米国がこのようなテンションのままで迎える 4 月の米為替政策報告書や日米経済対話は果たして穏便な内容にとどまるのか大きな不安がある。元より為替政策報告書では円の割安感が指摘されて久しく、前回となる第 2 回日米経済対話（昨年 10 月、ワシントン）では日米自由貿易協定（FTA）というフレーズが初めて公式に米政府高官の口から出た（ペンス米副大統領は「強い関心がある」と述べた）。2 国間交渉が早晚始まるという声は多くないが、仮にそうなった場合は為替条項などを絡めて円相場の高め誘導を図ろうとしてくる不安がある。

なお、こうした米国の一方的な意思表示に対し中国や EU は報復の姿勢を露わにしており、中国に至っては駐米大使が米国債購入の減額をちらつかせ始めている。中国による「米債売り」のカードは今年 1

月にも一時話題となったが²、当時は出所不明の観測気球だったと見受けられる。今回は駐米大使によるリアルな発言であり、現実味を帯びている。2月以降、米金利上昇が米株の頭を押さえる地合いとなっていることを踏まえれば、使うタイミング次第ではこうしたカードは相応に有効とみられ、米国の態度が軟化するかどうかは今後の1つの見どころとなる。

このほか米国に関してはそもそも内政事情が混迷の度を深めていることも円高を惹起しやすい（③のリスク）。主要閣僚の更迭が進み、トランプ大統領のイエスマンが順次入閣する中、上述したような保護主義的な政策もまかり通りやすくなるとの懸念もある。また、しばらく話題に上っておらず忘れられているがロシアゲート疑惑を巡る捜査も未だ進行中である。内政が混乱した分は外交において得点機会を作ろうとするのがトランプ政権の特徴であり、やはり保護主義、為替の面からはドル安を通じた中間選挙対策が進められる公算は大きいように感じられる。

円高リスク：本邦政治情勢

米国政治も不安定さを増しているが、9月に自民党総裁選を控えている以上、本邦政治情勢の不安定化の方が喫緊の問題かもしれない（⑤のリスク）。財務省の公的文書書き換え問題は、首相夫人の関与が取り沙汰される中で、内閣支持率も巻き込まれるように低下している。かかる状況下、盤石と見られていた安倍首相の総裁3選に不透明感が強まったとの見方は少なからず芽生え始めている。むしろ、内閣支持率が下がったからといって野党勢力の支持率が上がっているわけではないので、万が一、安倍首相が退陣するようなことがあっても政権交代にまで至るシナリオが視野に入るわけではない（それはそれで「受け皿不在」という別の問題ではあるのだが）。しかし、海外投資家を中心として「アベノミクス（Abenomics）」というフレーズは浸透しており、それは強烈なリフレ志向とセットで解釈されることが殆どである。これが変化を迫られること自体はそれなりにリスクだろう。

例えば3月21日にはNHKが『自民 岸田氏 金融政策の正常化へ“出口戦略”の検討を』と題し、次期首相の呼び声も高い岸田政務調査会長が出口志向を有しているのではないかと相応に話題となった。厄介なことに、誰が首相になろうとも、現時点で日銀に出来ることはもはや残されておらず金融システムへの負荷を考えれば政策正常化が視野に入っているべき局面なのだが、仮に首相交代とイールドカーブコントロール（YCC）という枠組みの変更が重なった場合は「アベノミクスの終焉（巷では「アベグジット（Abexit）」などと呼ばれる）」が取り沙汰されかねない。

黒田体制は安倍政権の庇護の下で政策運営に勤しんできたという解釈が一般的である。首相退陣は年齢的な問題から任期を全うすることはないと見られていた黒田総裁の交代という動きにまで星が及びかねない。そのようなバタつきを見て海外投資家はどのような挙動に出るだろうか。少なくとも円売り・日本株買いにはなるまい。当面は円高リスクとしての本邦政治情勢から目が離せない。

円高リスク：日銀の政策修正、その他政治的リスクなど

チャートを見れば一目瞭然だが、今年のドル/円相場が円高に転じたのは1月9日である。同日は日銀の輪番オペが予想外の減額となり市場に驚きを呼んだ日であった。もちろん、それだけでドル/円相場が腰折れしたのだと主張するのは無理筋だが、その後、日銀の出口戦略を気にかける海外投資家が後を絶たなかったという事実を踏まえれば、あながち小さな動きだったとも言い難い。しかも、為替市場にそれ

² みずほマーケット・トピック 2018年1月11日号『中国の米国債購入減速・停止報道の読み方』をご参照下さい。

だけ注目されたにもかかわらず、日銀は 2 月 28 日に再び減額に踏み切り、その 2 日後の 3 月 2 日には黒田総裁が再任に向けた衆院議院運営委員会での所信聴取後の質疑で、「2019 年度ごろには 2% に達成する可能性が高いと確信している」と述べ、2019 年度ごろに出口を検討していることは「間違いない」とまで口にし、円相場の騰勢を招いた。もちろん、メディアのヘッドラインやそれを受けた市場参加者が針小棒大に騒いだ面は多分にある。だが、年初来の日銀の情報発信を見る限り、明らかに「次の一手」として正常化方向を欲しているように思えてならないのも事実である。雨宮副総裁も 3 月 20 日の就任会見ではっきりと「概念的、理論的にはイールドカーブ（利回り曲線）の調整の可能性は排除していない」と口にしてしている。現時点では時期尚早と述べているものの、2～3 月に強まったリスクオフムードが退潮になった場合、如何にも調整を切り出しそうな雰囲気はある。筆者は、円相場が 105 円を割り込み、日経平均株価の 2 万円割れも現実味を帯びている中でそのような政策運営はもはや絶望的に難しくなったと考えるが、それでも YCC における長期金利誘導目標の「めど」引き上げなどを敢行するようなことがあれば、ドル/円相場は急落必至だろう。可能性が高いとは思えないが、ゼロとも言い難いシナリオである。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治（⑦のリスク）、地政学リスク（⑧のリスク）などがある。前者に関してはイタリア総選挙後、どの政党も多数派を形成できないハングパーラメントに陥っている中、「五つ星運動」とユーロ離脱を標榜する「北部同盟」の連立観測が浮上しており予断を許さない。片や、後者は米朝首脳会談の可能性が浮上する中で緊張が和らいでおり、その一報が流れた時にはドル/円相場も上昇した。しかし、その下地を作ってきたとも言われるティラーソン米 국무長官の電撃解任を受けて、会談は 5 月と目されたタイミングから 6～7 月に延期になるとも言われており、雲行きが怪しくなっていることには注意したい。なお、後任はポンペオ元 CIA 長官であり、対北朝鮮政策についてはもっぱら強硬派との評判が支配的である。

安直過ぎた円安予想

筆者の基本認識をレポートや講演会・勉強会などで披露した際、最近、頻繁に聞かれるのは「（円高リスクは良く分かったので）敢えて言えば円安リスクとしては何が挙げられるのか」という点である。客観的に考えるように努めても、正直、筆者には考えつかない。もちろん、本邦機関投資家による積極的な外債投資（⑤のリスク）や外債購入・ヘリマネ政策など日銀新体制におけるラディカルな追加緩和（⑤のリスク）など、本邦側からドル/円相場を支援する材料が皆無というわけではない。しかし、リスクとしては想定しつつも可能性としては非常に低いものだろう。

仮に円安予想を作れと言われた時に、唯一すがれるロジックは「FRB が正常化を続け米金利が上昇し、日米金利差拡大に応じて円売り・ドル買いが出るはず」というものだろう。事実、昨年末から今年初めにかけて多くの金融機関はこのロジックと共に円安見通しに傾倒していた。しかし、データが示すように、昨秋以降、年限の長短によらず日米金利差とドル/円相場の間に正の相関は認められず、むしろ逆相関であった。米イールドカーブが着々とフラット化する中で、本来着目すべきは日米金利差拡大という 2 国間金利差ではなく、米国内における長短金利差だった。カーブのフラット化それ自体は実体経済の減速を示唆していると読むのが教科書通りであり、事実、2 月以降は株式市場が金利上昇を嫌気するようになった。そしてリスクオフの中、円高が進んだのである。2 国間金利差の拡大に依存した円安予想の欠点は米金利上昇のデメリットに全く配慮しなかったことであり、「金利差拡大に基づいて 120 円や 125 円に上昇」といった安直な円安予想がここにきて大幅な下方修正を迫られているのは当然としか言いようが

ない。年初から大きくファンダメンタルズが変わったわけではないだろう。トランプ大統領の保護主義志向も実質実効為替相場（REER）に照らした円の割安感も 1 年前から分かっていたことであり、それらは明らかにドル/円相場の調整を示唆していた。トランプ大統領の過激な言動を踏まえ、より深めの円高水準を見通す必要性が増しているという論点はある得ても、見通しの方向感自体を大きく反転させるような論点など年初来で生じてはいない。来るべきものが来た、というのが 2～3 月のドル/円相場の値動きと筆者は理解している。以上のような論点を踏まえる限り、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、円高リスクがますます高まっているというのが筆者の基本認識である。

◆ ユーロ相場の見通し～利上げは視野に入ったのか？～

《ECB の金融政策の現状と展望～現状追認とポスト・ドラギの胎動～》

緩和バイアス削除は現状追認

3 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。元より「拡大資産購入プログラム（APP）の規模拡大に係る文言を削除する一方、延長の文言は温存し、シーケンス文言は現状維持」といったところが落としどころになると思われたが、実際にそうだった。「物価が目標と整合的な動きをしていない状況ならば、APP は 2018 年 9 月を超えて延長されるし、その規模（size）ないし期間（duration）も拡大する用意がある」との文言に関し、「規模（size）」（いわゆる緩和バイアス）については今回から削除されている（決定は全員一致とのこと）。元より規模の拡大を見込む向きは殆ど存在しなかったため、単なる現状追認とも言える決定である。ドラギ ECB 総裁も「実質的にはバックワードルッキングな決定」と述べ、今回の決定が意味するものは決して大きくないことを強調している。「そうは言ってもこれまで残しておいて、今回削除したのは理由があるのではないか」との質問も出ているが、過去数回の見通し改訂を通じて、物価見通しの確度が増したことが主たる理由として挙げられている。機は熟した、との判断なのだろう。

なお、今回ユーロ相場が反応したのは緩和バイアスの削除に対してではなく、「期間」が温存されたことと同時に発表されたスタッフ見通しでインフレ見通しが下方修正されたことに対してであり、理事会後は売り優勢の展開となった。今回の決定をタカ派的と受け止める向きは少数派である。

6 月には APP 延長となるはず

「規模（size）」を削除したことよりも「期間（duration）」を温存したことの方が示唆に富んでいると考えたい。この 2 つの緩和に係るパラメーターについて、後者を温存したことには相応の理由があるはずであり、スタッフ見通しにおけるユーロ圏消費者物価指数（HICP）の

ECB のスタッフ見通し(2018年3月)

	2017	2018	2019	2020
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年12月)	1.5 (1.5~1.5)	1.1~1.7 (0.9~1.9)	0.6~2.2 (0.7~2.3)	0.8~2.6 (0.8~2.6)
実質GDP (前回:2017年12月)	2.5 (2.3~2.5)	2.1~2.7 (1.7~2.9)	0.9~2.9 (0.9~2.9)	0.7~2.7 (0.6~2.8)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2018年が1.23、2019~20年が1.24、

下方修正はその 1 つであったと考えられる(表)。過去 1 年間のユーロ高(名目実効ベースで+6%弱の上昇)は昨年央からの原油高を掻き消すほどのインフレ率下押し効果を持ったということなのだろう。ユーロ高の理由は 1 つではないが、その主因が昨年 6 月のドラギ総裁講演(通称シントラ講演)に端を発する ECB への正常化期待の高まりだったことは周知の通りであり、だとすれば過度にタカ派的と受け止められかねない情報発信は控えるのが当然の判断となる。APP の延長期間が 3 か月なのか 6 か月なのかという検討は今後必要になるが、今年 6 月 14 日の政策理事会を目処に延長判断が下される可能性は高いと予想したい。その際の理由はインフレ率の停滞となるはずだ。

また、規模に関する緩和バイアスを削除したとは言え、それは未来永劫そうだと約束するものではないことも留意すべきだろう。過去に ECB は利下げ終了宣言をしながら追加利下げに踏み切ったことがある(しかも 1 回ではない)。今後、想定外に HICP が下振れた場合や一部の加盟国(例えばイタリア)の政

治情勢が極度に不安定化し債券市場が混乱に至った場合などは、今回の文言削除にも拘らず規模の拡大が検討される可能性はやはり否定できない。

「もっと過激な要求はなかったのか」との質問も

記者会見では「緩和バイアス削除は全会一致だったようだが、もっと過激 (radical) な要求をしたメンバーはいなかったのか」との質問が出ており、その例として「APP 継続と物価動向のリンクを切ったり、APP の延長オプションを切ったりすること」が挙げられている。これに対しドラギ総裁は「当面の金融政策について、その他の潜在的な変更に関する大きな議論はなかった」と回答している。今回の政策理事会の議論に関しては、いつも通り、自信 (confidence)・持続性 (persistence)・忍耐 (patience) の3つが入り混じったものだったと説明されている。「自信」に関しては、最近の経済成長に関するデータを例に物価目標への収斂から逸れるリスクが減退したことに言及がある一方、「持続性」や「忍耐」については特に失業率への評価に不透明感があると言及されている。ドラギ総裁は現時点の物価見通しに関し、「ヘッドラインの HICP は年内、前年比+1.5%程度で推移しそうだが、コアベースではより抑制されそう」と説明しており、それゆえに「まだ、勝利宣言はできない (victory cannot be declared yet)」と述べている。経済や物価に対する慎重な見方が残る中で、APP の延長オプションまでは切れなかったのだという実情が伝わってくる。「規模」に関する緩和バイアスこそ削除したものの、ドラギ総裁自身が「the picture isn't much different from last time」と述べているように、楽観に傾いたわけではない。

ポスト・ドラギの胎動

なお、今回の記者会見ではドラギ総裁の退任を見込んだ質問も見られた。例えば「総裁として 6 年以上勤め、政策理事会のメンバーとしては (イタリア中銀総裁時代を含め) もっと長く勤めました。良い ECB 総裁になるためには何が必要でしょうか。最も重要なスキルとは何でしょうか」という質問が出ている。ドラギ総裁はこれに対し「簡単だ。私が決めることではない」と一蹴している。また、別の質問者は「過去 7 年で多くの意思決定と共に信認を得てきました。これは政策理事会におけるドラギ総裁の議題設定に関する能力を反映していると思います。例えば、QE に関して (ドラギ総裁とは) 異なる信念を持つ次期 ECB 総裁は ECB をどの程度異なったコースに誘導できるもののでしょうか」といった趣旨の質問が出ている。これは暗にドラギ総裁よりもタカ派色の強いバイトマン独連銀総裁が後任となった場合を想定したやや意地悪な質問と見受けられる。これに対しドラギ総裁は「貴方がたは、まるで私が明日にも出て行くかのような質問を続けています。まだ、任期満了まで非常に長い期間があります。今日よりも任期が近づいた時にお答えしたいと思います」とこちらも一蹴している。実際、まだドラギ総裁の任期は 1 年半以上残っており、気が早いと言われても仕方ないだろう。

とはいえ、過去の本欄³でも詳しく議論したように、2019 年 2 月には後任が決まるであろうチーフエコノミスト担当理事 (現在はプラート理事) の人選次第では、同年 10 月 31 日に任期が終了する総裁の人選も絞られてくる可能性が高い (具体的には総裁とチーフエコノミスト担当理事をドイツとアイルランドのどちらかどう分け合うのかが注目される)。さらに言えば、仮に今年 9 月末で APP が終了しないのだとすれば、現在の声明文でコミットしているシーケンス (順序) に従えば、利上げはさらに先になる。少なくともプラス金利への復帰は次期総裁の下で行われることになるだろう。順当にいけば、今年後半

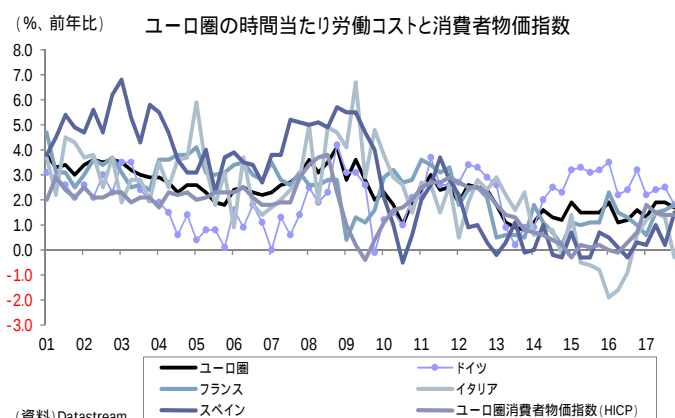
³ みずほマーケット・トピック 2018 年 2 月 26 日号『ECB 役員会人事の読み方〜今後への含意など〜』をご参照下さい。

以降の政策運営に係る注目点はドラギ総裁が「最後の置き土産」として利上げへの道筋を作れるのかどうかシフトしてくるのではないかと。任期終了はまだ先とはいえ、ポスト・ドラギの胎動を感じつつ、見通しを作る局面に入ってきていることは間違いないように思われる。

APP 撤回の地均し始まる？

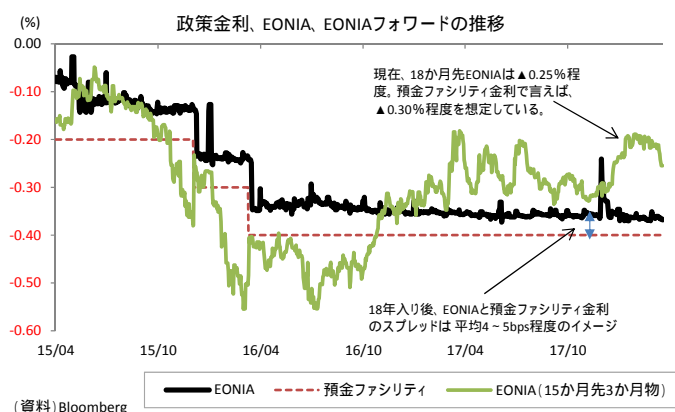
今後の政策運営に関してはタカ派見通しを補強するような材料が多い印象である。3月19日、関係筋5名の話としてロイターが報じたところによると、政策理事会のハト派メンバーもAPPの年内終了に前向きな姿勢を示し始めており、結果として2019年半ばまでの利上げも視野に入り始めているという。そればかりか既に議論は「利上げのペース」に移っているともある。関係筋のひとりにはAPP延長の唯一の根拠として「利上げ期待の排除とイールドカーブの支援」を挙げているが、これらの効用は「フォワードガイダンスの一段の明確化や長期リファイナンスオペの拡大といった他の政策手段を通じて実現可能」とも語っているという。要するに、「市場が当分利上げしないと信じてくれるなら、APPを廃止することも可能」というのが現状の政策理事会の本音に近そうである。こうした関係筋の話がどの程度の確度なのか判断はつかない。

だが、遅くとも7月の政策理事会までに明確な方針を示さなければならない事情を踏まえ、徐々にAPP撤回の地均し（リーク）を始めたとも考えられる。率直に言って、物価・賃金の現状を踏まえれば、なにゆえにそこまで強気になれるのかは定かではない。右図は域内企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト（労働コスト）とユーロ圏消費者物価指数（HICP）の推移を見たものである。国によってバラつきはあるが、金融危機を挟んで伸び幅が縮小している印象は否めない。近年、ドイツが頭一つ抜け出る状況が見られていたものの、直近となる昨年10～12月期分では殆ど域内格差はなくなっている。



「2019年6～9月にかけて1回利上げ」がECBの本意か

ユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）の現物、先物および預金ファシリティ金利の現状を踏まえれば、足許から18か月先（2019年9月まで）のEONIAは預金ファシリティ金利の10bps上昇、つまりちょうど利上げ1回分（10bpsと仮定）を織り込んでいる（次頁図）。ちなみに15か月先（2019年6月まで）のEONIAで見ると、織り込みは一部にとどまっているので、正確には「2019年6～9月にかけて1回利上げ」というのが今の金融市場のイメージに近そうである。こうした事実は



2018 年に入ってから続いているものであり、今回このタイミングで一連の発言が報じられたことを踏まえれば、「2019 年 6～9 月にかけて 1 回利上げ」は政策理事会としても本意に近い展開なのかもしれない。なお、ユーロ相場としても「2019 年 6～9 月にかけて 1 回利上げ」を織り込んだ結果が 1.22～1.24 のレンジという考え方も出来る。裏を返せば、こうした状況から一段とタカ派に振れてくるようだと、ECB の正常化に係るコミュニケーションも修正を求められてくるのではないかと。

今後、何が起こりそうか

片や、同報道によれば、「貿易や為替を巡るリスクを踏まえ、利上げ期待に慎重に対応する必要がある」と正常化が引き起こすデメリットに配慮を示す関係筋の発言も紹介されている。また、別の関係筋の話としても、急速な利上げ期待を抑制するために「初回の政策決定を行う前にこれらの期待をしっかりと固定させる必要がある」と報じられている。これらの発言から察する限り、今の政策理事会にとって最大のリスクは市場期待が「APP 廃止→利上げ→ユーロ高」という三段論法に流れてしまうことであり、ユーロ高が怖いという心理は大きく変わっていないように見受けられる。

こうした ECB の心理を踏まえ今後を展望すると、何が起きそうだろうか。過去の本欄でも繰り返し議論したように、現状のフォワードガイダンス文言を踏まえれば、少なくともその半年前までに APP を撤収している必要がある。市場が利上げ 1 回分を完全に織り込む 2019 年 9 月

ECBの出口戦略、最速ケース(2018～20年)

時期	内容	
2017年10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の再縮小&延期(300億→150億)	↓予想
2018年12月	APP廃止?	
2019年6月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.40%→▲0.30%)	
2019年9月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.30%→▲0.20%)	
2019年12月	預金ファシリティ金利の引き上げ(▲0.10%→0%)	
2020年3月	預金ファシリティ金利の引き上げ(0%→+0.10%)	
2020年6月～2021年	バランスシート縮小へ	

(資料)筆者作成

の半年前は同年 3 月、一部を織り込む同年 6 月の半年前は同年 1 月となる。仮に、「2019 年 6 月利上げ」という（恐らくは）最速シナリオを前提としても、APP は今年 12 月（つまり年内）までは継続可能という考え方もできる。本当にユーロ高やこれに伴う HICP の下押しを懸念するのであれば、9 月末で終了させるのではなく「3 か月延長し年内で終了」という選択肢が合理的になってくるのではないか。その際に月間購入額の減額（300 億ユーロ→150 億ユーロ）なども含めれば、タカ派としても受け入れやすいはずである。従来の筆者の想定より 3 か月間、APP の廃止時期が前倒しになるが、「ユーロ高を恐れる ECB」という基本的事実が変わらない以上、やはり利上げが視野に入ったところで一気に正常化ペースが鈍化を強いられるということには変わりはないだろう。

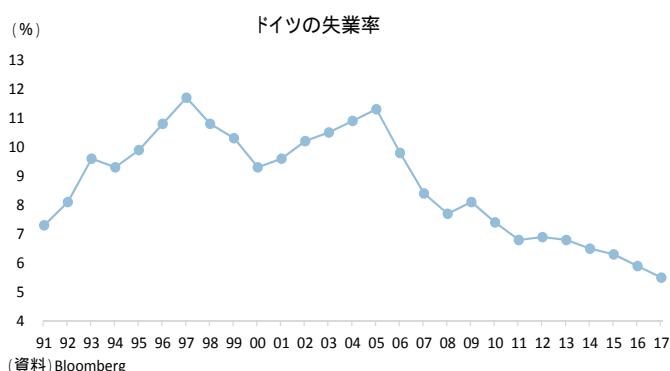
なお、冒頭の関係筋発言としても言及されているが、APP 廃止と同時にフォワードガイダンス文言でハト派色を強めて相殺しようという目論見もありそうである。しかし、現時点でも「長期間、現水準に据え置く（remain at their present levels for an extended period of time）」としている以上、金利先高観を抑制するための工夫の余地は大きくないと思われる。本当に金利先高観の抑制を図りたいのであれば、APP 廃止を遅延させることが最も効果的と考えられる。

《ドイツ経済の現状と展望～バブルを警戒すべきか？～》

好調を極めるドイツ経済

3 月 12 日にはメルケル独首相が ECB にはドイツ人の総裁が必要かを問われ、「来年は多くのポスト

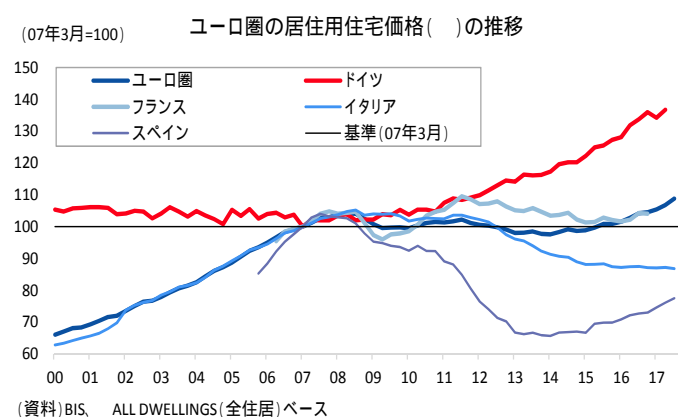
で新たな人選が必要になるが、ドイツはふさわしい候補を推薦できる」と明確な回答を避けつつも自国からの人材輩出に含みを持たせた回答をしたことが報じられている。先月の本欄で詳しく扱った通りだが、ドラギ ECB 総裁の後任はバイトマン独連銀総裁を最右翼として、その対抗馬にはレーン・アイルランド銀行総裁の名が挙がっている。いずれにせよ、この 2 名で総裁および



チーフエコノミスト担当理事のポジションを分け合うとの下馬評が優勢である。どちらが総裁に就いたとしても、史上最年少の ECB 総裁であり、尚且つドラギ総裁対比ではタカ派になるとの評価が支配的である。実際のところ、ドイツ経済は史上稀に見る好調さを維持しており、仮にバイトマン氏が ECB 総裁職に就いた場合、果たして自国経済へのバイアスを抜きにして情報発信できるのかどうかが一つの見どころになってくるようにすら思われる。具体的に、2017 年のドイツ経済指標を確認すると、経常黒字は 2 年連続で世界最大を記録し、実質 GDP 成長率も前年比+2.2%と 6 年ぶりの高成長を示す動きが見られている。これに伴い雇用・賃金情勢もひっ迫が見られており、失業率は 5.7%と東西ドイツ統一後の最低水準を更新し (図)、最大の労働組合である金属産業労組 IG メタルが好景気や低失業率を理由に年 6%の賃上げや労働時間短縮を要求したことが報じられている。

ECB はドイツ国内の資産価格をどう評価するか

ドイツの雇用・賃金情勢が改善している背景としてシュレーダー政権が 2003~05 年に実施したハartz 改革の奏功を無視することはできない。同改革によって解雇規制が緩和されたことで企業の採用意欲が、失業給付が絞られたことで労働者の就業意欲が向上し、メルケル政権はその恩恵に浴しているだけだとの声は良く聞かれる⁴。とはいえ、景気回復の背景に ECB の用意する緩和的な金融環境とそれに伴う「永遠の割安通貨」の存在が寄与



しているだろうことも疑いの余地がないだろう。過去の本欄では、ECB が南欧を中心とする脆弱国に合わせた金融政策運営を行うことでドイツの経済・金融情勢が過熱化し、バブル生成・崩壊の過程を辿るリスクを議論したことがあるが、実際、ユーロ圏におけるドイツ不動産価格の上昇 (図) は突出しており、そのような不安は依然として抱かざるを得ない。マクロプルーデンス対応という観点から金融政策運営を眺めた時、ECB がドイツ国内における資産価格の騰勢をどのように評価し、位置づけていくかは今後非常に大きな問題となりそうである。

⁴ 正確には「解雇保護法の適用されない事業所の範囲を拡大」し、「失業給付期間の短縮化・失業給付基準の厳格化」を含む。

ポスト・メルケル時代の始まり

なお、3月14日、ドイツではメルケル首相の再任が可決され、いよいよ第4次政権が正式に発足した。昨年9月の連邦議会選挙から約半年間の政権空白を経ての樹立であり、この空白期間は第二次大戦後では最長である。しかし、大量の離反者が出たことで過半数ぎりぎりでの選出となっており、求心力下は否めない（過半数355票に対し獲得票数は364票に止まった）。同選挙に関してはメルケル首相の圧勝が当然視されていたことを踏まえれば、金融市場で材料視こそされていないものの、「欧州政治の年」となった2017年最大のサプライズはドイツだったと言える。

新政権の役割についてメルケル首相は「欧州の新たな出発」を掲げているが、その実情は「ポスト・メルケル時代の出発」と考えられる。実際、メルケル首相は閣僚選出にあたって「経験豊富な人物と新しい人物から成る、将来に焦点を当てた顔ぶれを発表することが自身の任務だった」と述べており、例えば自身の政策に批判的な37歳のシュパーン財務次官（37歳）が保健相などに選ばれている。メルケル自身を政治家として見出したコール元首相が持つ最長在任期間（16年）を目指し走り始めた第4次政権だが、その「これで最後」という雰囲気強く醸しだしての船出である。

敗因はそのまま

メルケル首相の支持率低下の元凶となったのが、2015年8月にメルケル首相が決めた移民無限受け入れ宣言だった。しかし、移民を巡る問題の所在はあまり変わっていない。2016年3月のEU・トルコ声明で何とか新規流入の増加が抑制されているものの、EUと同国（特にドイツ）の政治関係が磐石とは言えず、その決壊はEUにとって依然非常に大きな不安材料である。再度、2015年夏のようなことが起きれば、もうメルケル政権はその時点でもたないだろう。また、現時点においても、一旦域内に入ってしまった移民・難民はたとえテロリストであれ自由に闊歩できるという状況は変わっていない。本来は多発したテロへの処方箋として内務警察情報の適切な共有などが求められるところだが、これがEU改革の政治日程に入ってくる気配はない。今後も断続的にテロが起きれば、そのまま移民危機への連想を通じてメルケル首相の支持率を直撃するという構図は残っている。敗因はそのままに消去法で指導者が選ばれたというのが実態に近いと言える。

EU改革に割ける政治資源はあるのか？

第4次政権の最初の外遊先がフランスになることが報じられているが、当面、メルケル首相の役割はマクロン仏大統領と結託してEU改革をどの程度進められるかという視点で評価されるだろう。英国を除くEU27か国が今、考えなければならないのは「英国無きEUをどうやって立て直すべきか」という課題であり、昨年5月には欧州委員会が2025年までの改革工程表が提示されている（右表）。これを受けて昨年12月の欧州理事会は①欧州版IMFであるEMFの創設と②欧州銀行同盟の完成を進めることで一致している。これらの論点は、今月のユーロ圏首脳会議を経て6月に最終決定されることが期待されている。EMFは欧州安定メカニズム（ESM）の役割強化という位置付けであり（つまりEMF発足と同時にESMは発展的に解消されるイメージ）、現在は資金的に不完全と言われている単一破綻処理基金（SRF）の資金枯渇時にバックストップとしても動ける体制になることを見越している。

ここまでの改革案についてはドイツも賛意を示しているが、マクロン大統領が熱望していたユーロ圏財務省や共通予算に関してはまだ両国の理解に溝がある状態であり、これは今年6月でも決まりそうに

ない。だが、極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」が野党第1党として存在感を高めている状況下、弱体化したメルケル首相の政治資源を EU 改革に充てることができるのかは甚だ疑問である。ドイツ連邦議会の運営上、大きな影響力を持つ予算委員会委員長のポストは最大野党に配分されるのが慣例であり、大連立の結果として AfD が最大野党となったことで既に同党議員の就任が決まっている。また、既報の通り、EU 改革に積極的だった社会民主党（SPD）のシュルツ氏も大連立を決意したことが批判され党首辞任に追い込まれている。EU 改革をフランスと共に進めたいという意思があっても、これを国内政治情勢が許容するのか定かではない。

縦・横・斜めの断裂に見舞われた EU 改革

ちなみにメルケル首相がフランスと協働して EU 改革を推進するにあたっては国内ばかりではなく、域内にも新たな火種がある。元より経済格差を巡る「横」の南北断裂（端的にはドイツ vs.南欧）や移民対応を巡る「縦」の東西断裂（端的にはドイツ vs.ハンガリー）があることは周知の通りだが、最近では「斜め」の断裂として「沿岸欧州 vs.大陸欧州」という構図も見られ始めている。3月6日、北部欧州8か国（デンマーク、エストニア、フィンランド、アイルランド、ラトビア、リトアニア、オランダ、スウェーデン）の財務相は今後の EU 改革に関する共同声明⁵を発表し、ドイツを中心とする大国主導の意思決定への異議を唱えている。これまで経済・金融政策においてはドイツと歩調を揃えてきた印象の強いオランダやフィンランドが入っていることが興味深い。

声明文では「明確な主張（a clear voice）」として6つの論点を掲げているが、その1つ目として「The future of the EMU (fiscal, structural, financial, institutional issues etc.) is relevant to all and should therefore be discussed and decided by all」と明記されている。要するに、「EMU はユーロ加盟国に限らず全加盟国に関係があるのだから、全加盟国で議論し、全加盟国で決定されるべき」という趣旨である。まさに独仏協調路線をけん制したものである。声明文では「EMU のさらなる深化に関する議論においては、“あったらいいな”ではなく“それが必要である”という事項について合意形成を見出していくべきである」とされ、まずは①銀行同盟の完成と②ESM の EMF への発展に注力すべき、とある。一方、「広範囲にわたる欧州への権限移転」は回避すべきだとも主張され、暗にマクロン大統領の希望するユーロ圏財務省ないし共通予算への不支持が表明されている。

ドイツの政治力が弱まっているところに、複数の加盟国において統合の深化・拡大に「待った」をかける流れが定着し始めており、瓦解・崩壊までは及ばないにしても、緩やかに遠心力が強まり始めていることは認めざるを得ない。こうした状況下で第4次メルケル政権に投げかけられる視線は「4年の任期をまっとうできるのか」といった根本的な疑義を帯びている。

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。

⁵ “ Finance ministers from Denmark, Estonia, Finland, Ireland, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Sweden underline their shared views and values in the discussion on the architecture of the EMU “, March.6.2018