

中期為替相場見通し

2018 年 5 月 7 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～米長期金利「3%」の解釈～

米国の通貨・通商政策とドル/円相場～日米貿易交渉入りで円高が進む必然～	P.3
円相場の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～市場は「誤解」してきたのか？～	P.7
米金融政策の現状と展望～「3%」の解釈～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～	P.11

ユーロ相場の見通し～利上げはユーロ高との戦いに～

ECBの金融政策の現状と展望～減速が懸念されるユーロ圏経済～	P.14
ユーロ相場の現状と展望～金利差の観点から言えること、言えないこと～	P.16
欧米貿易摩擦の現状と展望～ドイツに非はないのか～	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

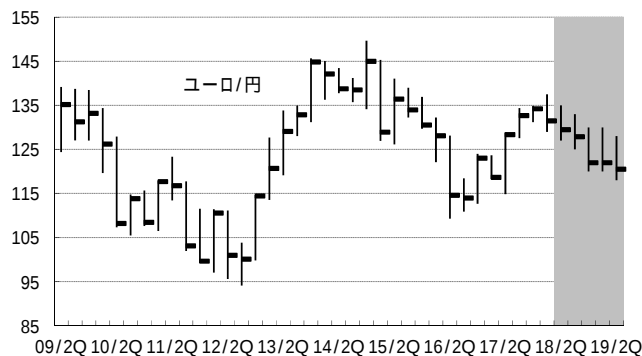
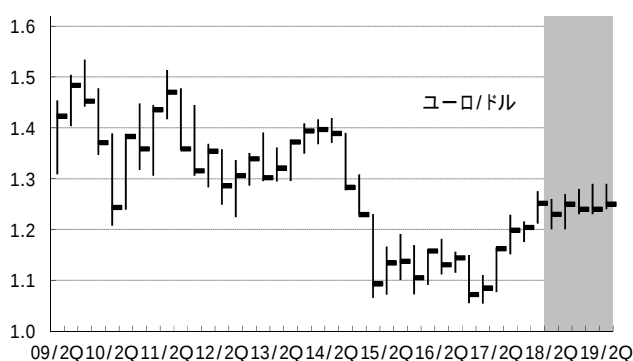
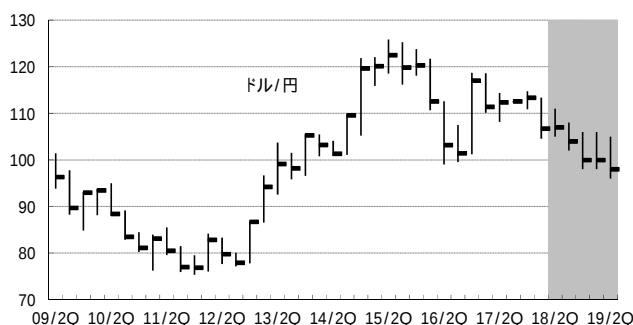
ドル/円相場は4月持ち直した。FRBのタカ派姿勢に加え原油価格の上昇や米債増発に絡んだ懸念などもあいまって米金利が続伸しており、(まだ短い期間だが)ドル/円相場がこれに追隨する雰囲気も感じられる。本邦の悲慘な円金利環境を思えば、米金利が拡大し続けられれば、どこかで円売り・ドル買いが勢いづくポイントが訪れるだろう。だが、米国内の物価情勢が穏当に保たれている状況での金利上昇をどう評価すべきか。仮に米債増発が金利上昇の真因だとすると、实体经济はそれにより減速する筋合いにある(いわゆるクラウディング・アウトである)。もちろんFRBの正常化プロセスがピハインドザカーブであり、今後、物価が急騰することを見込むのであれば、米10年金利の3%は通過点に過ぎない。しかし、依然としてフラット化傾向を強める米イールドカーブの状況を踏まえる限り、債券市場が心配しているのはピハインドザカーブではなくオーバーキル(引き締めし過ぎ)である。過去、米経済の減速・後退をイールドカーブのフラット化(究極的には逆イールド化)以上に正確に予見してきた計数は少ない。市場が発するこうしたアラームに基づけば、米経済の失速に伴う正常化路線の頓挫、結果としての米金利低下やドル安(そして円高)に身構えておくのが適切だという筆者の考えは変わっていない。

片や、ユーロ相場は軟化した。米金利上昇に伴うドル相場の持ち直しが主因だが、域内経済のピークアウト懸念が浮上し、同行の正常化プロセスの雲行きが危ういものになってきていることも効いていそうである。時期はさておき拡大資産購入プログラム(APP)が終了に向かうこと自体は既定路線であるため、それが決定されてもユーロ高を招くことはないだろう。問題はその先に控える利上げの可否であり、これは域内实体经济の仕上がりとその際のユーロ相場の水準にも左右される。少なくとも、利上げの検討を公式に認めればユーロ相場は過去1年で見たような急騰を見るはずだ。しかし、現時点でもユーロ高が「不透明性の源泉」と評価されていることを思えば、利上げはユーロ高との戦いにならざるを得まい。予測期間後半にかけてはドル相場の軟化に伴っていずれ持ち直すというのが筆者の基本認識だが、投機のユーロ買いポジションは過去最大まで積み上がっており、イタリア政局の流動化も伝えられる足許を踏まえれば、当面の上値は重いと考えたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～4月(実績)	5～6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 (108.91)	105 ～ 111 (107)	102 ～ 108 (104)	98 ～ 106 (100)	98 ～ 106 (100)	96 ～ 105 (98)
ユーロ/ドル	1.1911 ～ 1.2556 (1.1968)	1.18 ～ 1.24 (1.21)	1.18 ～ 1.25 (1.23)	1.21 ～ 1.26 (1.22)	1.21 ～ 1.27 (1.22)	1.22 ～ 1.27 (1.23)
ユーロ/円	128.96 ～ 137.51 (130.36)	127 ～ 135 (129)	125 ～ 133 (128)	120 ～ 130 (122)	120 ～ 130 (122)	118 ～ 128 (121)

(注) 1. 実績の欄は5月7日までで、カッコ内5月7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～米長期金利「3%」の解釈～

《米国の通貨・通商政策とドル/円相場～日米貿易交渉入りで円高が進む必然～》

日本は嬉しくないオリジナルメンバー

米財務省が4月13日に公表した半期に一度の為替政策報告書では中国、日本、韓国、ドイツ、スイスといった従前の面々にインドも加えた6か国が監視リストに指定された（下表）。監視リストは具体的な制裁などを伴わないものの、対米貿易黒字の解消や通貨安誘導をけん制する狙いがあるとされる。後に詳述するように日本に関しては「巨大な貿易不均衡を懸念している」と表明されており、先行き不穏なものを感じさせた。2016年4月に掲載が始まった監視リストだが、若干の入れ替えはあるものの、中国・日本・韓国・ドイツの4か国は嬉しくないオリジナルメンバーとして常に名指しされている。改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、①対米貿易黒字（年間200億ドル以上）、②経常黒字（GDP比で+3%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（12か月でGDPの+2%以上）のうち、2つを満たすと「監視リスト」、3つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。なお、条件を2つ満たさなくても「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」場合は監視リストに入る。この条件は①しか満たしていない中国を意識したものと考えられる。周知の通り、トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸はあくまで「対米貿易黒字の大きさ」であるため、①～③の重要性は等しいものではなく、①の重要性が突出して大きいことは想像に難くない。

監視リスト掲載国でとりわけ米国の関心度が強いと思われる中国・日本・韓国・ドイツのうち、韓国は先般の自由貿易協定（FTA）交渉で一撃を見舞ったばかりであり、中国は為替以外の部分（通商交渉だけでなく外交関係）で神経質な交渉が続いている。中間選挙を控え（中長期的には2020年の再選を見据え）、米国が為替相場に絡めて何らかのアピールを考えているのだとしたら、日本やドイツが消去法として標的になりやすい情勢と考えたい。

監視リストを巡る三条件の現状（色付きの国は18年4月時点の監視リスト対象国）

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	375	1.4%	-0.9%	168	-0.6%
メキシコ	71	-1.6%	0.2%	-18	-0.2%
日本	69	4.0%	3.3%	197	0.0%
ドイツ	64	8.1%	0.6%	299	-
イタリア	32	2.8%	0.9%	54	-
インド	23	-1.5%	-0.2%	-39	2.2%
韓国	23	5.1%	-0.9%	78	0.6%
カナダ	18	-3.0%	-0.6%	-49	0.0%
台湾	17	14.6%	3.1%	84	1.3%
フランス	15	-0.6%	0.4%	-15	-
スイス	14	9.8%	1.4%	67	6.6%
英国	-3	-4.1%	1.3%	-107	0.0%
ブラジル	-8	-0.5%	3.8%	-9	0.1%
ユーロ圏()	133	3.5%	1.0%	440	0.0%

（資料）米財務省、米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「17年12月までの1年間（4四半期）」を対象としている。

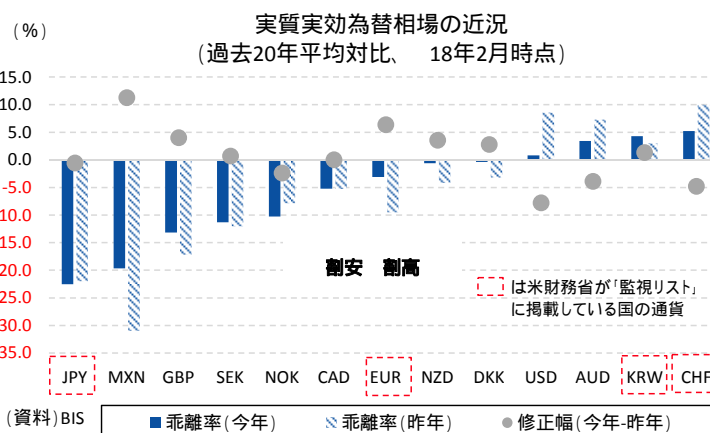
日本に漂う「気まずい雰囲気」

具体的に日本についてはどのような記述がなされたか。2017年を通じて対ドルでの名目相場がやや円高に進み、とりわけ2018年に入ってから騰勢がさらに強まっていることも指摘されてはいたが、それでも2017年から今年2月までの間に実質実効為替相場（REER）が▲2.4%と下落していることが指摘され、現状の評価としては「（REERは）過去20年平均対比で▲25%割安」と明記された。また、名目

実効為替相場（NEER）についても 2013 年上半期以降、長期平均対比で見れば割安との記述が見られ、実質・名目共に現在の円相場水準に不満がありそうな様子が窺えた。

ちなみに円の REER は 1 年前に大幅割安だったものが、さらに小幅下落したというのが実情である。右図に示されるように監視リストに掲載されている国の通貨に関し、長期平均対比で然るべき方向（割高ならば下落、割安ならば上昇）へ動いていない唯一の例が円であり、しかも対米貿易黒字や経常黒字（%、対 GDP）の大きさも 1 年前から殆ど変わっていない（報告書では対米貿易黒字に関しては「過去 4 年間で殆ど変わっていない」と

の記述もあった）。要するに為替レートは米財務省の望むような調整が進まず、監視リストの判定基準も殆ど改善が進んでいないというのが実情なのである。こうした状況で二国間通商交渉が始まることに關し、やはり「気まずい雰囲気」が漂うことは避けられないように思う。



金融緩和への胸中も気掛かり

ちなみに、もう 1 か所、気掛かりな部分があった。前回 10 月分の報告書では日本経済に対する総論として「日本は緩和的な金融政策や柔軟な財政政策に裏付けされた（underpinned by accommodative monetary policy and flexible fiscal policy）潜在成長率以上の成長を活かし、構造改革を進めるべき」と記述されていた。安倍政権になってから公表された計 10 回（2013 年 4 月以降）の報告書を振り返っても、書きぶりが少しずつ変わりながらも「財政・金融・構造政策など、あらゆる政策を巧く補完しながら経済を支えるべし」とのトーンが続いていた。しかし、今回は「日本は堅調な成長を利用し、国内経済活動の持続的な拡大をサポートする構造改革を推進すべき」と記述されており、実体経済の前提とされていたような緩和的な金融政策や財政政策について言及が控えられている。「堅調な経済」の前提として裁量的な財政・金融政策に依存するのを止め、構造改革を進めよという意図なのだろうか。

穿った見方をすればキリがないが、トランプ政権の場当たりの通貨・通商政策の近況を踏まえれば、融政策についても物言いをつけてくる可能性は排除できない。もちろん、金融政策は国内目的で実施されている限り、他国から干渉される筋合いはないが、仮に金融緩和を快く思っていないのだとすれば、円高局面で日銀の挙動を制約するような話にならないか注視する必要がある。

「ファーストリアクションの有無」ばかりに目を奪われてはならない

市場はこうした厳しめの報告書に対してさほど反応しなかったが、「ファーストリアクションの有無」ばかりに目を奪われて米国の通貨・通商政策を蔑ろにするのは危険である。過去を振り返っても、報告書の内容が相応に注目されながらも公表直後に相場が大きく動くようなことは基本的にはなかった。しかし、そこで示唆された内容や方向感が意味の無いものだったかと言えば、そのようなことはない。

例えば今回の報告書同様、「REER で見れば 20%割安」という円に対する評価は 1 年前からあったが、

実は1年前も米国によるシリア攻撃が注目される中、「今回の報告書では為替操作国認定を受けた国はなかった」との解釈から安堵感が先行し、さほど深刻に扱われなかったという経緯がある。しかし、あれから1年間、ドル相場はどうなったか。米国の保護主義は先鋭化し、ドル全面安が進む中で円相場も対ドルで上昇した。今年に入ってから耳目を集めているトランプ政権の通商政策を巡る挙動は大統領選挙期間中からある程度は予想できたはずである。反リベラルな論陣を張ったからこそトランプ大統領は勝てたのであり、従前から主張してきたことを具体策に落とし込み始めたのがたまたま今年に入ってからだったに過ぎない。2020年の再選を望む限り、こうした路線を撤回する道理は無い。報告書のトーンは概ねそうしたトランプ政権の好みと平仄が合っている。

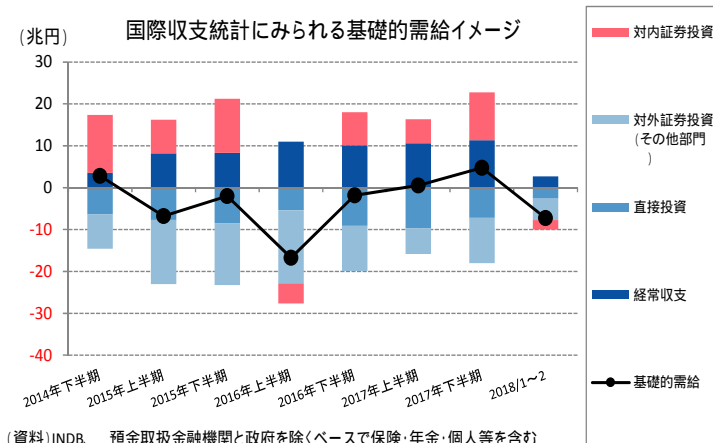
そもそも、いくら為替政策報告書だからといって、G7の一角である米国が「ドル安にしたい」という明確な意思表示などするわけがない。強い思いがこもっていると言っても為替政策報告書はあくまで計数に基づいた議論であり、為替操作国に認定して具体的な制裁行動に踏み込むには相応の定量的根拠が必要となる。監視リスト掲載段階ではあくまで口頭注意であり、為替市場が欲するような極端な材料は出てくる筋合いが無い。為替見通しの策定にあたっては、そうした事情に鑑みた上で「ファーストリアクションの有無」を超えて、報告書から滲み出る米財務省ひいては時の政権の意図を推し量ろうと努力することが重要なのである。通常、それは簡単な試みではないが、(不幸中の)幸いにしてトランプ政権が通商政策やこれに付随する為替相場に求める方向感の明白過ぎるほど明白である。

過去の本欄でも述べたように、予想が難しい為替の世界でも「米国が望む通貨政策の方向感は大体かなう」と考えた方が良い。まして、これから二国間交渉を仕掛けてこようという相手国(しかも基軸通貨国)の通貨当局から「貴方の国の通貨は割安過ぎる」と言われている事実が軽いとは思えない。

《円相場の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～》

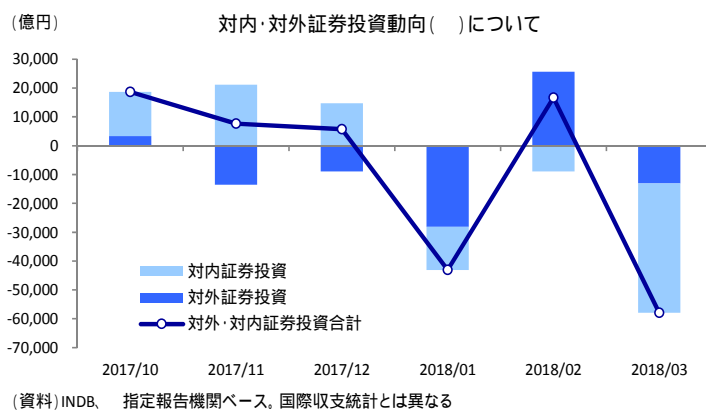
基礎的需給環境の整理

3月以降、市場は貿易戦争懸念の大小に右往左往しているが、そのような状況だからこそ地に足の着いた議論に努めることが重要である。4月は本邦2月国際収支統計が公表されているので、2018年最初の2か月が経過した時点での需給イメージを整理しておきたい。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)によれば、2月の基礎的需給は約▲8657億円で、1～2月合計で約▲7兆2871億円の円売り超過となっている。つまり、現時点での円売



りの大宗は1月分に由来するものであり、これは1月の対外証券投資が▲4兆円に迫る買い越しだったことにけん引されている。前年同期(2017年1～2月合計)の基礎的需給が+4兆1231億円であったことを思えば需給環境は反転したようにも見える。だが、前年同期は2016年11～12月のトランプラリーを受けた米金利急騰により本邦機関投資家のポートフォリオが毀損したことで米国債を処分する動きが加速していたという特殊要因があるため単純比較は難しい。

なお、今年 1～2 月期の需給には昨年来、大幅買い越しとなってきた対内証券投資が年初から売り越しに転じていることも効いている。2 月国際収支と同時に公表された 3 月分の「対外および対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」を見ても対外証券投資は▲1 兆 3035 億円と大幅な買い越しが継続していることに加えて、対内証券投資が大幅に売り越しとなっていることが目につく（図）。これは株式・投資ファンド持分

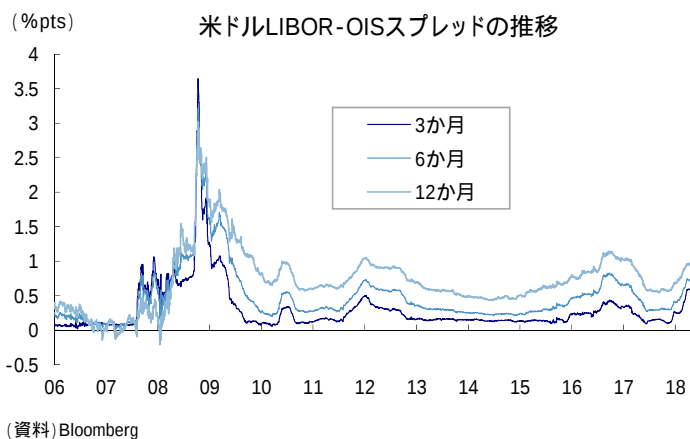


が約▲4 兆円と売り越されたことに起因している。いずれにせよ、これらの計数を踏まえる限り、5 月国際収支を待たずして 1～3 月期合計の基礎的需給が大幅な円売りになることはほぼ確定したと言える。

米金利上昇に頼れない対外証券投資

とはいえ、1～3 月期は期末に係る不規則なフローが支配的となるため、足許の動向をもって通年の傾向を推し量るべきではない。対外証券投資の先行きを決するのは FRB の正常化プロセスに関する現状と展望であり、市場では端的な指標として日米金利差が注目される。しかし、米金利上昇が示唆する米経済の回復よりも、それがもたらす消費・投資意欲の減退を踏まえれば、単純な正相関をアテにすべきではないだろう。実際、株式市場が下落する際、「米金利の上昇」や「FRB の利上げペースが加速することへの懸念」といったフレーズが用いられるようになっているのはその証左である。

もちろん、金利差が拡大し続けるにもかかわらずドル/円相場が上がらないということもあるまい。実際、4 月下旬に米 10 年金利が 3% の大台に乗せた後はドル/円相場も押し上げられている。悲惨な円金利環境に喘ぐ本邦機関投資家の現状を踏まえれば、対外証券投資が増え始める臨界点は必ず存在するだろう。しかし、現状を踏まえる限り、「そこ（臨界点）に至るまでに米国の経済・金融情勢は金利上昇



に音を上げるのではないか」というのが筆者の基本認識である。3 月半ば以降で加速している LIBOR-OIS スプレッドの拡大（図）は、その真因が見出せないながらも、トランプ政権の拡張財政方針を受けたクラウドディング・アウトの兆候なのではないかとの疑いも出ている。仮にそうだとすれば、今の米短期金融市場がドル需要のひっ迫を示唆している（金利で言えばドル LIBOR が上昇している）にもかかわらず、本邦からの対外証券投資がさほど伸びないということはある（現時点では伸びているが、その持続性にはやはり疑義が抱かれる）。

本来、米金利上昇を受けて本邦からの対外証券投資（を筆頭とするドル建て資産投資）が買い越しで反応するのは、先行きの米経済に自信を持つからである。しかし、その米金利上昇が「政府部門によるドル

需要の分捕り（≒クラウドディング・アウト）」に由来しているのだとすれば、これに追随して対外証券投資が盛り上がる理由はやはりない。わずか2か月しか経過していない段階で確たる議論は難しいものの、「日米金利差拡大に応じて本邦からの対外証券投資が増加し、ドル/円相場も押し上げられる」という米金利上昇に依存するシンプルなシナリオについて、筆者はあまり説得力を感じていない。むしろ、年央にはFOMCのハト派傾斜が垣間見られ始め、米金利の上昇も落ち着き、それに伴って対外証券投資の買い越しも縮小、基礎的需給が円買い傾斜となっていく展開を警戒しておきたい。

《日銀金融政策の現状と展望～市場は「誤解」してきたのか？～》

ポイントは2点

4月26～27日の日銀金融政策決定会合では賛成多数で現状維持の方針が決定された。短期の政策金利を▲0.1%、10年物国債金利をゼロ%程度に操作する現状の調節方針は継続となる。今回のポイントは「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において①「2019年度頃」としていた2%の物価目標の達成時期が削除されたこと、②これまで「均衡している」としてきた景気のリスクバランスに関し「2019年度以降は下振れリスクの方が大きい」としたことの2点である。

ヘッドラインとしての受け止めはやはり①の方が大きい。黒田日銀発足当初から「2」をマジックナンバーとして無理な強弁をしてきたのだから当然だろう。既に有名無実化していたにもかかわらず、達成時期を明示し続けることは敗色をアピールするだけであり、また無為な追加緩和観測を呼ぶだけでもあった。その意味で「百害あって一利なし」というのが実情だったと言える。この点、黒田総裁は「達成期限ではなく、見通しであることを明確にするため、記述の仕方を見直すこととした」と述べている。「政策変更につながると誤解される恐れ」を回避するために期限の削除に踏み切ったと述べている。あくまで市場が見通しを期限と混同していることへの処置であるという説明である。

市場は「誤解」していたのか？

しかし、いくら何でも、これまでの市場が「誤解」してきたというのは酷ではないか。2013年4月に量的・質的金融緩和（QQE）が導入された際、2年という期限を区切ったのは、それ相応の覚悟を示し、これを裏付けるための未曾有の緩和を行うことで粘着性の強い日本のデフレ状況を打破するというロジックがあった。そういった短期決戦を想定したからこそ黒田総裁の「戦力の逐次投入はしない」という名言が生まれたのであり、あの頃、間違いなく2年は期限だった。

導入当初だけではない。例えば、2016年12月の講演で岩田規久男副総裁（当時）は「できるだけ早期に、というのは、5年なのか10年なのか、15年なのか、はっきりしないわけです。普通は諸外国ではだいたい2年くらいかけて2%の物価目標を実現できているという歴史があります。そういうことで、2年と区切って日銀の覚悟を示すことが、市場から評価されるために必要だと考え、あえて2年と示したわけです」と述べている。副総裁自らが「2年と区切って」いることを「日銀の覚悟」と述べているのだから、示されたスケジュールは期限と見るかしかあるまい。市場は誤解していたのではなく、正しい理解をしていたのだと考えたい。なお、「期限を切って物価目標を掲げている中央銀行など欧米にはない（だから今回の削除は不思議な話ではない）」という主張は「そもそも欧米とは全く異なる物価環境だったからこそ期限を区切って未曾有の緩和を打ち込むことが必要」という当初の主張を考えれば、やはり無理がある。黒田日銀はその発足当初から欧米と足並みを揃えることを是としてこなかった経緯がある。

上述したように、今回期限を削ったのは「期限未達」と「追加緩和」をリンクさせる雰囲気を根絶したかったからという本音が大きいのだろう。展望レポートの物価見通しを下方修正するたびに「〇回目の達成時期先送り（ちなみに今回は7回目）」と言われ続ける不毛さを回避し、新体制発足を機に心機一転を図ったというところではないか。この修正自体はどう考えても建設的なものであり、好意的に評価したい。そのほか片岡審議委員がピュアに物価目標を追求して追加緩和を説く動きがあるため、これをけん制するという内部的な事情もあったかもしれない。実際、今回の期限の削除に同氏は反対している。なお、物価状況と追加緩和のリンクが切れたことで、「2%が遠くても利上げできるようになった」という解釈もあり得るが、後述するリスクバランスとの関係でそれはないと考えたい。

なお、本筋とは逸れるが、現状の日銀の政策運営において最も市場の「誤解」を招いているのは「80 兆円」というマネタリーベースの年間増加額のめどであり、この点こそ修正すべきであったように思われるが、何故かこれは放置された。

「次の一手」はやはり追加緩和

どう解釈するにせよ「短期間での 2%到達」は黒田日銀の戦略の要諦であったため、ここに亀裂が入ったこと自体は大きな動きである。しかし、当面の政策運営を読む上では②のリスクバランスの下方修正の方が重要かもしれない（言ってみれば、①は現状を追認したに過ぎない）。具体的に、今回の展望レポートでは経済のリスクバランスについて 2018 年度は「概ね上下にバランスしている」としたものの、2019 年度以降は「下振れリスクの方が大きい」とされた。米国の保護主義政策の余波などが考慮された可能性もあるが、今回から「消費税率の引き上げの影響」にも言及が行われるようになった。以前から分かっていたことをこのタイミングで入れ込んできた理由は不明だが、上述したように、そもそも物価目標の達成時期を削除するという行為自体が「新体制で心機一転」以上の意味を持っていなかったことを考えると、「何故、今なのか」は深く考える必要はないかもしれない。

ただ 1 つ、今回の会合を経て明らかになったことは、わざわざリスクバランスを下方修正したのだから「次の一手」はやはり引き締めではなく追加緩和の可能性が高まったということではないか。昨年来、正常化観測が根強いが、今回の動きを受けて現状では少数派の追加緩和予想もじわじわ増えてくる可能性がある（例えば、4 月 16～18 日までにブルームバーグがエコノミスト 47 名を対象にした調査によれば、「次の一手」を追加緩和と回答しているのは筆者を含めて 4 名のみ）。そして実際に追加緩和が行われるとしたら、それはやはり円高が進んだ時に他ならないだろう。

《米金融政策の現状と展望～「3%」の解釈～》

「symmetric（対照的な）」は元々あった概念である

5 月 1～2 日に開催された FOMC は現状維持を決定したものの、声明文の物価見通しにおいて「stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term」が「run near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term」へと変更されたことがタカ派的と解釈され、6 月利上げを当然視する雰囲気が強まった。具体的には「symmetric（対照的な）」2%の目標付近で推移するという記述に絡んで「2%を超えても利上げを止めるつもりは当分ない」との解釈が強まり、声明文公表直後の株価は下落し、ドルは全面高となった。

しかし、FOMC における物価目標は元々2%を挟んで「symmetric（対照的な）」ものであり、新たに

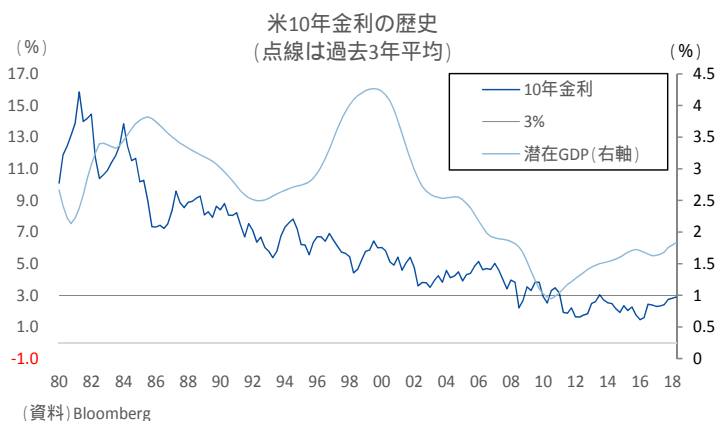
加わった概念ではない。むしろ、これまで2%を大きく割り込んでいた時点から正常化プロセスを訴え続けていたことが、その「symmetric（対照的な）」概念に反するのではないかという見方があったくらいである。どういうことかと言えば、2%を挟んで「symmetric（対照的な）」状態を許容するとした場合、物価の先高観に相当の確信がない限り、わざわざ2%を大きく割り込んでいる状態から引き締めすることは博打ということになる。前年比1.5%も2.5%も2%から0.5%pts乖離しているという意味では同じであるため、1.5%の状態から「そのうち物価は上がってくるから今から利上げしておく」という政策運営は物価見通しに係る絶対的な自信が前提となる。オーバーキルで不況に陥った時の緩和カードが限られている状況を考慮すれば、「2%を大きく超えてくるまで緩和状態を放置するのがリスクマネジメント上、妥当ではないか」という批判があった。この批判は2017年に投票権を持っていたカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が常に反対理由の1つとして掲げていたものである。

現状では個人消費支出（PCE）デフレーターは総合、コアともに順当に上がっているため、今のところはFRBの「そのうち上がってくる」との見立てが正しかったことになる。問題は2%に到達し、これを超える伸び率が今後、常態化するのかどうかだろう。その時に初めて声明文に係る「2%を超えても利上げを止めるつもりは当分ない」との解釈が意味を持つてくることになる。

米10年金利と潜在成長率

4月、最も話題となったのは米10年金利が3%の大台に到達し、ドル/円相場もこれに素直に追随するような動きが続いたことだろう。原油価格の上昇を受けた物価先高観、これに伴うFRBへの利上げ期待、元より存在する米債の増発懸念などが要因として指摘されている。北朝鮮による核実験中止報道も地政学リスクの後退を促し、債券需要を減らした面もあるだろう。このうち地政学リスクの後退は好材料に違いないが、その他指摘されている要因は悪材料としての性格が強い。少なくとも経済・物価の強さを全面的に映じた金利上昇ではないのであれば、基本的に今の動きは「悪い金利上昇」の色合いが強いように思われる。そもそも本当に地力に応じた利上げならば株価の動揺はないはずだ。

米10年金利の「3%」は金融危機以降、1つの天井となってきた印象があり、2014年1月時点でもワンタッチして跳ね返された経緯がある（図）。当時はFRBの利上げが「まだ先の話」と解釈され、ドル相場の上昇も始まっていなかったが、2013年12月には量的緩和のテーパリングが始まったばかりであり、米金利には「これから上がっていく」という高揚感があった。しかし、現在の金利上昇はFRBの利上げに反応したものというよりも、



上述したような「悪い理由」で押し上げられている側面が大きそうな点で異なる。確かに、米予算局（CBO）の推計によれば米国の潜在成長率は2010年に底打ちしているため、長期金利がこれに応じて上がってくることは理論的にはおかしくない。しかし、2014年以降、長期金利が下がってくる状況でもCBO推計の潜在成長率が上がっていたのも事実であり、現実の国債金利と結びつけて議論を進めることに慎重さは必要である。直感的には中国を含む新興国経済の成長余地が過去に比べて縮小しており、世界経済の

潜在成長率も恐らくは危機前に比べれば低下しているのだから、米 10 年金利「3%」が世界経済に持つ影響は過去に比べて重くなっていると推測される。それは行き過ぎた心配なのだろうか。

日米金利差「3%pts」が注目される局面に

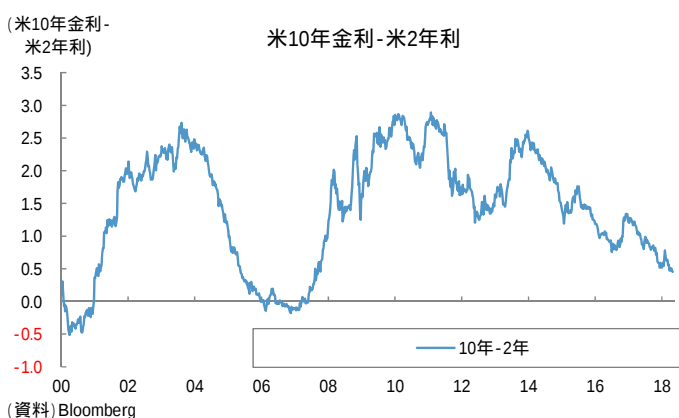
米 10 年金利の上昇に伴い為替相場、特にドル/円相場においては日米金利差「3%pts」という水準が注目されるようになってきている。この点は今年 3 月末に麻生財務相が「これまでの長い数十年間の歴史をみると、(日米の)金利差が 3%ならドル高/円安に振れる(発言は 29 日のロイターより抜粋)」との経験則を紹介したことでも話題となった。図示されるように、変動相場制移行後、日米 10 年金利差が「3%」を突破している局面でドル/円相場が堅調さを示したという事実は確かにある。しかし、繰り返しになるが、経済の地力が異なるのだとしたら「今の 3%」と「過去の 3%」は意味が異なるはずだ。



例えば FRB の想定する中立金利は 2013 年 6 月時点では「4.00%」だった。2018 年 3 月時点では「2.90%」である。米経済にとって「ちょうどいい金利」である中立金利の水準があれから約 5 年で 110bps も押し下げられたのであり、これはそれだけ潜在成長率が低くなったとも解釈できる(この点、右肩上がりの CBO 推計が示すイメージとは異なる)。そして約 5 年前の米 10 年金利は 2.5%弱であった。当時と比較すると、想定している中立金利は 110bps 低いが米 10 年金利は約 50bps も高いという構図である。真っ当に考えれば、ここから連続的な利上げを重ねていくことについて、米経済の耐久力に疑義を持つのは当然ではないか。結局、日米金利差「3%ポイント」をもたらすほど米 10 年金利が上昇した際、米経済が過去と同様の堅調さを維持できる保証はないのであり、だからこそ株式市場が断続的に嫌気し始めているのだろう。株式市場がネガティブに反応している時、ドル/円相場の上値は普通重い。

ビハインドザカーブではなくオーバーキル

もちろん、今の FRB の正常化プロセスが実は完全にビハインドザカーブであり、ここから先、物価が急騰するのであれば米 10 年金利の 3%は通過点に過ぎない。実際、2%を挟んで「symmetric (対照的な)」状態を狙うというのは、そのような未来を視野に入れているのだろう。その場合、米 10 年金利は 3%と言わず、3.5%や 4%を目指すかもしれない。しかし、債券市場が懸念しているのは真逆の現実である。図示されるように、昨年から続いている米イールドカーブのフラット化傾向は今年に入ってからむしろ強まっている。2 月の金利上昇局面で持ち直しが見られたように見えたが、結局、フラット化



の度合いは3月に入り強まってしまった。要するに、債券市場がFRBについて心配しているのはビハインドザカーブではなくオーバーキルなのである。過去、米経済の減速ないし後退をイールドカーブのフラット化（究極的には逆イールド化）以上に正確に予見してきた計数はない。世界で最も多様かつ多額の資金が集まる米国債市場が発するアラームに基づけば、先行きに関しては米経済の失速に伴う正常化の頓挫、その結果としてのドル全面安を見込んでおくのが妥当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～通商政策リスクは顕在～》

地政学リスクは後退、通商政策リスクは顕在

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。列挙しているリスク要因（表）に関し、大きく変わった点は地政学リスクであろう。過去1か月間（というよりも4月下旬だけで）北朝鮮が核実験の中止を宣言し、韓国との首脳会談では共

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	・政策金利/中立金利の大幅な上昇	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
欧 州	-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
		欧州関連懸念	・イタリア政局不安 ・Brexit交渉を巡る対立激化	円高ドル安

（資料）筆者作成

同宣言が採択され、朝鮮半島の非核化と年内終戦決着という大仰な結論まで打ち出された。円高リスクの1つであった地政学リスク、とりわけ北朝鮮 情勢の緊迫化はここにきて消失したと考えて差し支えあるまい。もちろん、これまでの北朝鮮の挙動を踏まえれば、難癖をつけてどこかで約束を反故にしている可能性は十分考えられ、懸念が根絶されたとは言えない。しかし、今後1年の為替見通しを作る上では無為にそれをクローズアップする必要性は低下しただろう。ゆえに今月の本欄からこれを削っている。

そのほかの論点は大きく変わらないが、各々でそれなりの動きはあった。例えば、本欄で長らく不安視している①については、間違いなく現状では2018年最大のテーマという位置付けにある。もちろん、「トランプ政権にとって数あるディールの1つに過ぎず、ブラフである」という声は多い。だが、現にIMFもECBも（明示してはいないが）日銀もこれをリスクシナリオに入れているのだから「ブラフなので気にしないでOK」という割り切りは不誠実に過ぎるというのが筆者の考えである。鉄鋼・アルミの追加関税は実施されており、韓国はこれを除外する代償として不利なFTA見直し交渉を迫られている。カナダやメキシコの除外措置もNAFTA再交渉という別の舞台が用意されているため、そのカードとして引き継がれているだけだ。事態をどこまで深刻化させるつもりかは定かではないが、実害は出ているのだから「ブラフである」という楽観的割り切りは適切ではない。

4月の日米首脳会談の結果、日本と米国は「日米経済対話」に連なる新プラットフォームを持つことになった。2国間貿易交渉がどう転ぶかは定かではないにしろ、円高リスクであることには違いない。事なきを得るとの意見が多いようだが、そうであっても円高リスクが消えるというだけの話であり、円安をもたらすような話ではない。ダウンサイドリスクとしてのトランプ政権の経済政策は健在と考えたい。

重く見たいオーバーキルのリスク

また、トランプ政権の経済政策については通商政策以外に財政政策の影響も引き続き攪乱要因として意識する声がある。拡張財政が景気を過熱させるので米経済は金利上昇を乗り越えるはずだという声も

あるようだが、筆者は同意できない。本欄では繰り返し述べている点だが、国内物価上昇を伴わない金利上昇は「悪い金利上昇」である。現状の金利上昇がクラウドイング・アウトの懸念をまとっているとも言われている以上、拡張財政と共に起きる金利上昇は米景気減速の遠因となる円高リスクとして処理すべきではないか。米 10 年金利が 3% の大台を突破し、相応の時間が維持されていることで株や為替相場がこれに非感応的になっているという面は確かにある。

しかし、それは「3% が米経済にとって適切である」ということと同義では全くない。金融市場の時間軸と実体経済のそれは全く違うものであり、そもそも金融政策の効果は 1 年程度のラグをもって現れると言われている。金利が上がり続けているのに実体経済が加速し続けることは基本的に有り得ない。仮に現下の金利上昇がクラウドイング・アウトの気配を帯びているものとした場合、拡張財政が重ねられることで景気はオーバーキルされるリスクが高まるというのが理論的な理解ではないのだろうか。それが円高リスクとなる公算はやはり大きいように思われる。

Abexit のリスクは継続

引き続き、9 月に自民党総裁選を控える中、本邦政治情勢の不安定化は気がかりである (⑤のリスク)。財務省における公的文書書き換え問題に関しては、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。4 月に入ってからこの状況は不変であり、安倍首相の総裁 3 選が難しくなっているとの見方はむしろ多くなっているようにも感じられる。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。安倍首相退陣はこれと逆の流れを焚き付ける恐れがある。

前月の本欄でも紹介したが、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。また、4 月に入ってから、総裁選出馬に意欲を見せる野田総務相が「無節操に異次元を続けることで起きる副作用について、しっかり受け止めていかなければならない」などと述べ、2% 物価目標の撤回を訴えている。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然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だろう。

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・日本株買いではあるまい。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。

ちなみに、日銀の政策が正常化方向へ向かい、これが円高を惹起するリスクは依然として残っている (⑥-1 のリスク)。4 月の展望レポートで 2019 年年度の経済に係るリスクバランスが下方修正されたことでかなりその可能性は低くなったように思われるが、物価動向と政策運営のリンクを薄くしたからこそ正常化がしやすくなったという声もあることは気にかきたい。そのほかの円高リスクとしては欧州政治 (⑦のリスク) も一応、視野に入れておく必要がある。イタリア総選挙を経たハングパーラメント状態は続いており、連立協議が依然まとまっていない。6 月再選挙の可能性も浮上しており、リスクオフムード (≒円高) の起点となる恐れはある。そのほかの欧州関連懸念としては、英国の EU 離脱 (ブレグジッ

ト) を巡る混乱を対象としたものになるろう。

対外証券投資円安という円高抑止リスク

一方、円安リスクはないのか。客観的にそのようなリスクは乏しいと考えるが、敢えて言えば本邦機関投資家による積極的な外債投資（⑤のリスク）、もしくは外債購入・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（⑥-2 のリスク）などは言及しておく価値はあるだろう。特に⑤に関しては、3 月にドル/円相場が 105 円を割り込んだ際、思ったほどドル/円相場が値持ちしたのは本邦からの対外証券投資が増えていたからだという声はある。事実、2018 年に入ってから対外証券投資は買い越しが続いているため、こうした指摘は一理あるかもしれない。4 月に入ってから公表されている大手生命保険会社の新年度運用計画を見てもオープン外債に対する意欲の強さは見て取れる。このような動きはドル/円相場の新高値を可能にする円安リスクというよりも本欄の想定するような円高を抑止するという意味で円高抑止リスクという色合いが強いが、大別すれば円安リスクに属するものである。

上述してきたように、現時点ではドル/円相場の急騰をもたらすと思われていたトランプ政権の拡張財政や米金利上昇はむしろ実体経済への足枷となるのではないかとの思惑も出ており、実際に株価が動揺する場面も見え隠れしている。筆者の基本認識は煎じ詰めれば「中央銀行が引き締めを続けているのに景気が減速しないことなど有り得るのか」という極めてシンプルな論点に基づいており、来るべき米景気減速を前提に為替予想を立てているに過ぎない。少なくとも米国債市場におけるイールドカーブのフラット化はそういったシンプルな論点に沿ったものだろう。目先の雰囲気に関わらずに、リスク要因を切り分けた上で見通しを立てていきたい。

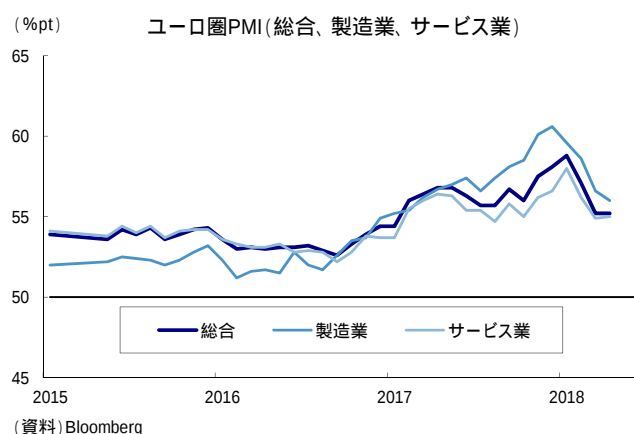
◆ ユーロ相場の見通し～利上げはユーロ高との戦いに～

《ECB の金融政策の現状と展望～減速が懸念されるユーロ圏経済～》

景気減速は「かなり明確 (quite clear)」

4 月 26 日に開催された 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。ドラギ ECB 総裁による「興味深いことに、われわれは金融政策そのものについては議論しなかった」との発言が示すように、先行きの政策運営に係る示唆は殆どなかった。「殆ど」というのは、政策自体は議論されなくとも、実体経済について自信が揺らいでいる様子が窺え、それゆえ拡大資産購入プログラム (APP) の打ち切り時期も変わってくる可能性が感じられた。なお、今会合はコンスタンシオ ECB 副総裁にとって最後の会見となるため、過去 8 年の振り返りや次世代に向けての思いなどを尋ねるという珍しい場面も見られた (もっともそれ自体が先行きの運営にヒントを与えることはなかった)。

ドラギ総裁は金融政策の代わりに全メンバーが自国経済の状況を報告したと述べ、「前回会合以降、ほぼ全ての国が程度の差こそあれ若干の成長減速を経験したことはかなり明確 (quite clear)」と言い切っている。その象徴的な動きとして紹介されているのが PMI であり、今年に入ってからのピークアウトは相当はっきりしている (図)。これに関してはドラギ総裁も「予想外 (unexpected)」と述べており、これから正常化のロードマップを描いていこうとする立場とし



ては非常に気持ちの悪い状況になっていることは間違いないだろう。そのほか、物価基調が冴えない点についても言及があり、全体として経済・物価情勢にネガティブな雰囲気が強く感じられた。但し、為替レートは最近のボラティリティの落ち着きを踏まえ、議論されなかったことも明らかにされている。

現状分析がまだ済んでいない、という状況

とはいえ、金融政策を議論するための会合を終えた後に「金融政策そのものについては議論しなかった」という発言にはやや唐突感もあり、実際、「正直言って驚いた」と述べる記者も現れた。この記者からは「APP 終了のような重要決断は 2 週間 (a couple of weeks) やそこらで決断するものではないのだから、もう議論を始める時期ではないのか」という質問が見られた。ドラギ総裁はこれを受けて「実際、それは非常に正当 (legitimate) かつ適切 (proper) な質問」と認めた上で「年初来の経済動向を読み解くことが次のステップを決める上で非常に重要」とし、最初に ECB がやるべきことは現状 (の落ち込み) に関して「一時的なのか、永続的なのか (temporary or permanent)」、「供給過剰なのか、需要過剰なのか (more supply or more demand)」を正確に理解することだと述べている。事実、ユーロ圏史上最長の景気拡大とも言える状況を踏まえれば、景気減速はごく自然な動きとも言えるが、「より深刻な停滞の始まり (the beginning of a more significant decline)」の可能性も捨て切れないとドラギ総裁は述べている。要するに、重要な決断をするにあたっての現状分析がまだ済んでいないということであろう。この主

張に基づけば、APP の延長可否にまつわる決断はやはり 7 月会合まで引っ張られる可能性が高い。

なお、会合後、ブルームバーグはノボトニー・オーストリア中銀総裁が 9 月以降の政策運営についても議論するように呼びかけたが大半のメンバーがこれに応じなかったと報じている（同意したメンバーも数名いたとある）。同総裁は日頃から APP の年内終了を主張しているため、自身の現状分析は既に固まっており、早くその準備を始めたいという立場なのだろう。そして恐らくはこれに同意した数名のメンバーとはドイツ、オランダ、フィンランドといった国々なのだと推測される。

貿易戦争に対する警戒は強まる

また、今回はリスク評価の部分にやや変化があった。声明文におけるリスク評価は「The risks surrounding the euro area growth outlook remain broadly balanced. However, risks related to global factors, including the threat of increased protectionism, have become more prominent」となっており、「均衡している」と言いつつ、具体的な言及はダウンサイドリスクとしての保護主義のみになされている。この点、貿易戦争が ECB の政策運営に与える影響を問う記者は当然現れている。これに対するドラギ総裁のスタンスは「報復（retaliation）の度合いが分からないことには何とも言えない」といったものであり、警戒は外せないものの現時点での評価は留保するという立場である。足許で「確かなこと（What is certainly known）」は企業心理にも影響することであり、それが見通しに影響を持ってくるため、ダウンサイドリスクとして言及したと説明している。上述した通り、既に景気のピークアウト感が強まっていることを踏まえれば、貿易戦争のような外的ショックは確かに大きな影響を持ち得る。

利上げはユーロ高との戦いになる

いずれにせよ、政策理事会が「APP を終了に向かわせる」という方向で意見集約が進んでいることには変わりはなく、現在はそのためのアプローチを検討している段階に過ぎない。言い換えれば、正常化プロセスという「戦略」が実行中であることには変わりはなく、その

ECBの出口戦略、最速ケース(2018～2020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

ための「戦術」を練っている段階である。実際のところ、APP が縮小ないし終了に向かうこと自体は金融市場にも浸透しており、それほど難易度は高くない。問題は利上げの検討をしていることをいつ切り出すかだ。現状では利上げタイミングに関する ECB の情報発信は乏しい。上述したノボトニー総裁は APP の早期終了こそ希望しているものの、利上げ時期についての情報発信は時期尚早という立場にある（もっとも会合時点でもそうであったのかは不明だが）。稀有な例として、今年 2 月末にはバイトマン独連銀総裁が、初回利上げのタイミングとして市場が織り込み始めている 2019 年半ばという時期について「完全に非現実的というわけではない」と述べたが、同総裁の意見が政策理事会のコンセンサスであることはないだろう。真っ当に考えれば、これが最もタカ派的な視点となるはずだ。確かに、年内に APP を終了させれば 2019 年 6 月利上げまでは半年間あるため、これが声明文の謳う「well past the horizon of the net asset purchases」と整合的と言い張ることは可能だろう。また、時間の経過と共に景気循環も

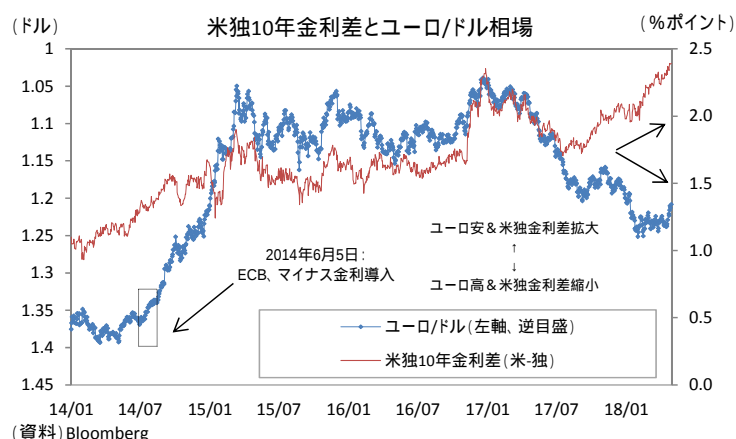
息切れしてくるだろうことを踏まえれば、「整合的と言える最速のタイミング」として 2019 年 6 月という選択肢を狙うのは合理的である（前頁表）。

だが、利上げが視野に入ってくれば、ユーロ相場は再び 2017 年のような騰勢を経験することになるだろう。現時点でも「不透明性の根源」と指摘され、物価見通しの障害になるとの声も出ているユーロ高をさらに許容することができるのか。利上げはユーロ高との戦いになるはずである。

《ユーロ相場の現状と展望～金利差の観点から言えること、言えないこと～》

改めて分析するユーロ/ドル相場の値動き

2017 年を通じて為替相場の主役となったユーロ相場だが、今年に入ってからすっかり地味な存在に落ち着いている。もちろん、昨年のような大掛かりな動きはいつまでも続くものではないが、動きが落ち着いてきたところで今一度、何が昨年のユーロ相場を駆動したのかを振り返った上で、簡単に現状と展望を示してみたい。本欄でも繰り返し言及している論点ではあるが、ユーロ/ドル相場の値動きに関しては米独 10



年金利差と重ねて議論されることが多く、実際、ECB も折に触れてこの視点を紹介している。図に示されるように、昨年半ば以降、米独 10 年金利差（米国ードイツ）が顕著に拡大しているにもかかわらずユーロ/ドルの上昇が続いてきた経緯もあり、この「ねじれ」については ECB も違和感を表明しているところである。もっとも自己相関性が強い為替相場ではオーバーシュートが常であり、理論的に正当化されない動きは頻繁に起こる。昨年来見られている「ねじれ」に関しては、やはり「正常化ビギナーとしての ECB」という新鮮さが評価される中で、抑制されていた潜在的な買い需要が一気に開放されたという側面が大きいのではないかと。ドルに次ぐ世界第二位の通貨でありながら、金融危機後はユーロを一方向的に削ぎ落とす動きが先行し過ぎていたという見方は少なくない。

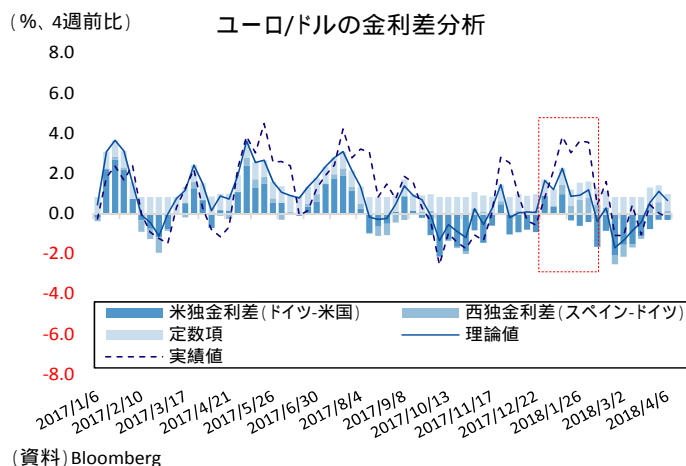
金利差が左右するユーロの投資妙味

とはいえ、ユーロ/ドルと各種金利差の変化率に関し回帰分析をしてみれば、それほど不可思議な動きが続いてきたわけではない。次頁図は 2017 年中の変化率（4 週間前対比）に関し、ユーロ/ドルを米独 10 年金利差および西独 10 年金利差（スペイン 10 年金利-ドイツ 10 年金利）に回帰させた結果である¹。米独 10 年金利差はドルと比べた際のユーロの投資妙味を測る説明変数として、西独 10 年金利差は域内周縁国に対するソブリンリスクを測る説明変数として加えたものである。想定される符号関係は共に金利差拡大がユーロ売り・ドル買い（ユーロ/ドルの下落）に効くという前提である。図示されるように昨年 7 月頃までに見られたユーロ/ドルの上昇には独 10 年金利の米 10 年金利に対する相対的な上昇が寄与し

¹ Centre for Economic Policy Research, “The dollar-euro exchange rate, 2016-2018”, April.4 を参照に立論した。同エッセイでは月次データを用いた分析を行っているが、本欄では週次データの 4 週間対比の変化率を対象として分析を試みている。CEPR は欧州の有力な政策シンクタンクであり、これが運営する政策ポータルサイト「VoxEU.org」に掲載されている。同サイトの運営には日本の経済産業研究所（RIETI）も提携先として加わっている。

ていた様子が窺える。

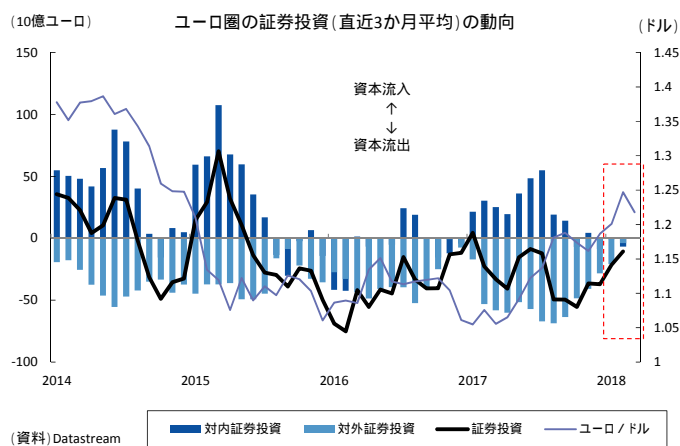
片や、8月から年内いっぱいには米独10年金利差がむしろユーロ/ドルを押し下げる方に作用し、実際に上昇は止まり、横ばいが続いた。その後、2018年に入って見られた急騰は理論値を大きく凌ぐものであり（図中点線四角部分）、図から得られる違和感を決定付けているのもこの時期の動きである。敢えて言えば、スペイン10年金利がドイツ10年金利よりも相対的に下落していたことがユーロ買いに繋がった跡が窺えるが（厳密にはユーロ圏実体経済の回復に伴うソブリンリスク



クプレミアムの剥落という解釈)、これらの金利差以外に意識された要因も大きかったということだろう。この点、年初からはECBの早期利上げに係る期待も膨らんでいたため「これから始まるECBの正常化」への高揚感が寄与した可能性などが考えられる。2018年2月以降、ユーロ/ドル相場は軟化している。この背景に米金利急騰を受けてユーロの対ドルでの投資妙味が薄れていることが影響していそうなことは図からも察しがつく。2月以降、米独10年金利差は一貫してユーロ/ドル相場の押し下げを示唆しており、3月に入ってから理論値が示唆するほど実績値の上昇幅が実現できていない状況が続いている。

資本フローも金利差に追随

なお、上述のようなユーロ/ドル相場と内外金利差の動向を結びつける議論は資本フローからも説明がつく。次頁図はユーロ圏の対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の動きを重ねたものである。これを見る限り、やはり上半期においては域外から域内への対内証券投資が旺盛だったことが窺える。上で見たように、これは独10年金利の米10年金利に対する相対的な上昇が見られ、ユーロ建て資産への投資妙味が増している時期だったゆえ、こうした証券投資の動きは事実関係として平仄



が合うものである。一方、下半期にかけて対内証券投資は基調的に細り始め、今年に入ってから完全に途絶しており、ユーロ/ドル相場のピークアウトともタイミングが重なる。過去1年間のユーロ/ドル相場に関しては、総じて独金利と米金利の相対的な高低関係に応じて資本フローが左右され、ユーロ/ドル相場の方向感もそれに規定されてきたという印象を受ける。とすれば、本欄では繰り返し論じている点だが、やはりユーロ/ドル相場が本格的に反転するためにはマイナス金利の解除が視野に入ってくる必要があるだろう。どんなに早くとも最初の利上げ着手が2019年半ば以降と思われる中で、ユーロ/ドル相場の1.30到達が当面難しそうという筆者の見解は変わらない。

《欧米貿易摩擦の現状と展望～ドイツに非はないのか～》

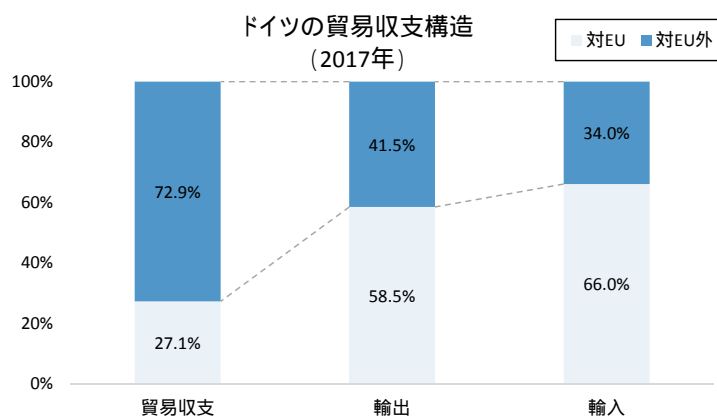
ドイツ貿易黒字は EU 外に由来するもの

3 月以降、先鋭化の度を強めている米国はドイツを含む EU との間でも激しい舌戦を繰り広げており、互いに報復合戦も辞さないとの意思が示されている。3 月、欧州委員会は鉄鋼・アルミニウム関税に対し報復措置をとる方針を正式に表明しており、米国産のオートバイやバーボンウイスキーなど総額 64 億ユーロに上る報復関税リストまで提示している。これに対し、トランプ大統領はツイッター上で「(報復関税を課すなら) EU から輸入される自動車に税金を課すだけ」と文字通り、報復合戦の様相を呈している。米国と米国以上の人口を誇る EU が本格的な貿易戦争に至れば、その影響が甚大なものになることは想像に難くない。そもそも米国とドイツはトランプ大統領とメルケル首相という先進国中で最も相性が悪そうな首脳関係もあって事態がより複雑化しやすいのではないかと懸念してしまう。

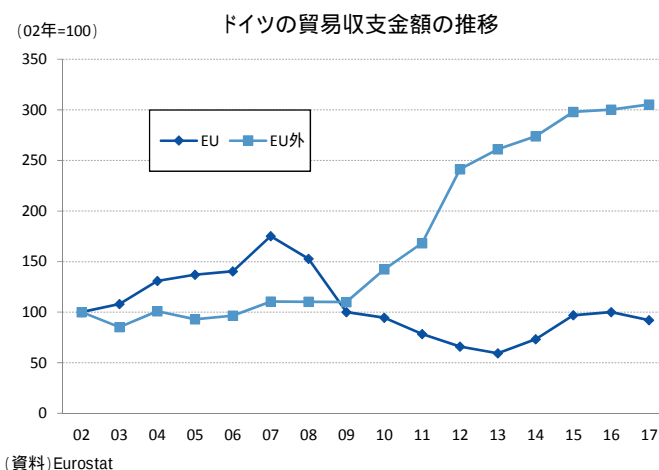
米保護主義政策の先鋭化は基本的にトランプ米大統領の身勝手さで括られることが殆どだが、果たして攻められる側の EU、特にドイツに非はないのだろうか。この点、相当に議論の余地があるというのが実情と思われる。ドイツの貿易黒字は 2017 年通年で約+2500 億ユーロだが、このうち 7 割超が EU 外に対する黒字であり、EU に対しては 3 割弱にとどまる。輸出も輸入も基本的にはその 6～7 割が対 EU 取引なのだが、収支尻

(黒字額) は対 EU 外取引の方が大きいのである (右図・上)。こうしたドイツの貿易黒字に関する「EU 外>EU」という大小関係は昔からあったわけではなく、2009 年以降に定着した構図である (右図・下)。2009 年以降、ドイツの貿易黒字額は対 EU ではほぼ横ばいの状況が続き、2017 年と 2002 年の水準は殆ど変わっていない (正確には 2002 年の +734 億ユーロに対し 2017 年は +676 億ユーロと減少している)。片や、対 EU 外では 2009 年以降、急激に増えており 2017 年の黒字額は

2002 年のその約 3 倍にも膨れ上がっている (正確には 2002 年の +594 億ユーロに対し 2017 年は +1814 億ユーロと増加)。ドイツの貿易黒字の多くは経済・通貨同盟 (EMU) 内部で蓄積したものではなく、その外側で蓄積したものなのである。この点を踏まえれば、ドイツは間違いなく世界の対外収支不均衡の一翼を担っており、トランプ政権の通商政策の是非は脇に置いたとしても、その事実自体は確かに健全とは言えない。大き過ぎる黒字は過去、身内である欧州委員会からも指摘を受けている。



(資料) Eurostat



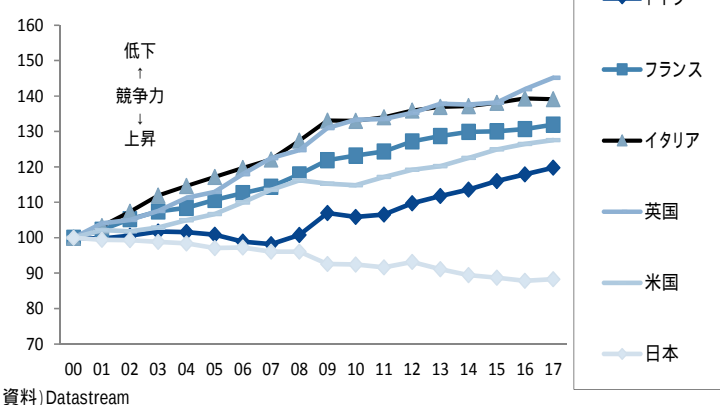
(資料) Eurostat

ドイツ貿易黒字の背景

金融危機後、EU 外に対するドイツの貿易黒字が急増した背景として何が考えられるのだろうか。一般論として貿易黒字が増える理由は①生産性改善に伴うコスト抑制（それによる競争力改善）、②通貨安、③不況による自国の輸入急減などが考えられる。結論から言えば、ドイツの黒字拡大をもたらしたのは①と②と考えられる。まず、分かりやすいのは②だろう。周知の通り、金融危機を経てユーロは実質実効ベースでピークの 2008 年 3 月からの 5 年間（～2013 年 3 月）で▲13.95%も下落した。同期間のユーロ/ドルで言えば 1.60 弱から 1.30 弱へ、ユーロ/円で言えば 160 円弱から 120 円強へ下落であった。これだけの通貨安が輸出の伸びに寄与していないとは考えにくい。特にドイツ輸出産業にとっては大きな追い風になったと想像する。しかし、近年のドイツ貿易黒字の拡大ひいてはドイツ経済の復活をもたらした背景として必ず指摘されるのが①であり、厳密には 2000 年代前半にシュレーダー政権の下で実施された労働市場改革（いわゆるハartz 改革）がメルケル政権で花開いたという指摘である。同改革の詳細を本欄で詳述する紙幅はないが、労働時間貯蓄制度導入による柔軟な労務管理や一連のハartz 改革（例、解雇規制緩和、低賃金労働者の拡大、失業給付削減など）を通じて、「安価な労働力」を大量に創出できたことが大幅な対外競争力の改善に繋がったとの分析は多い。

事実、過去 20 年弱を振り返って、ドイツの単位労働コスト（ULC）は先進国の中でも明らかに抑制されている（デフレに苦しんだ日本はむしろ低下している）。雇用制度の柔軟化を通じて輸出競争力を保持するというアプローチは非正規雇用の継ぎ接ぎだけで景気循環を乗り切ろうとした結果、人的資本の蓄積に繋がらなかった（マクロ的には潜在成長率の押し下げを促した）という日本の事例と

(2000年=100) 単位労働コストの推移(先進国)



対比し、称賛する評価もある。例えば労働時間貯蓄制度があれば、無理筋な雇用調整を非正規雇用者に皺寄せしないで済み、企業としてもリストラコストの抑制になったはずとの指摘がある。

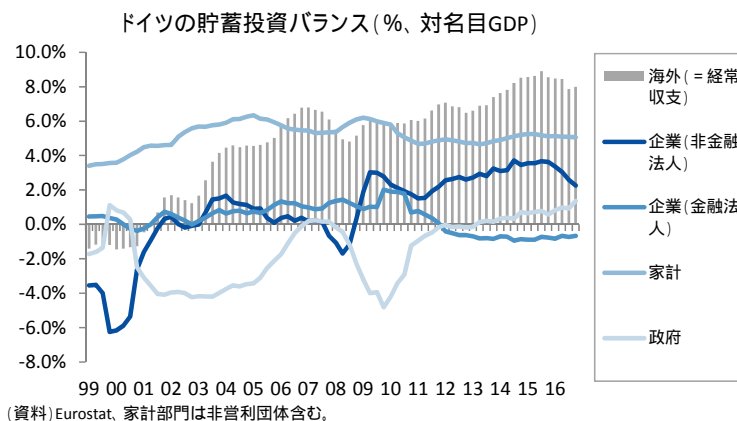
もちろん、ハartz 改革が万能だったわけではないが、一時は経済構造が似ていると言われたドイツと日本の経済状態に関し、彼我の差が相当大きなものとなってしまった感は確かにある。実質 GDP でドイツと日本の比較を試みた場合、過去 10 年平均で「1.37% vs. 0.93%」、5 年平均で「1.59% vs. 1.20%」、3 年平均で「1.80% vs. 1.22%」と常に日本が劣後している。

IS バランスに写る「異形の経済」

仮に、ドイツの貿易黒字の背景が上で述べたような①に帰するものであれば、これを批判することは難しい。だが、周知されているように、ドイツが「永遠の割安通貨」であるユーロの恩恵を享受していることも議論の余地が無く、トランプ政権の論陣に自信を与えているのも恐らくこの部分が大きいと想像する。もちろん、EU の採用する共通関税を目の敵にしている部分もあるだろう。例えば自動車に関し、EU の共通関税は 10%だが、米国は 2.5%にとどまっている。しかし、ドイツという一国に焦点をあてた場合、「同国の地力に比して通貨が安過ぎる」という問題意識は厳然とある。

実はドイツ政府高官もユーロ安の効果については自認し始めており、例えば昨年 2 月にはショイブレ
 独財務相（当時）が「ユーロ相場は、厳密に言えばドイツ経済の競争的立場から見て低過ぎる。ECB の
 ドラギ総裁が拡張的金融政策に乗り出した際、私はドイツの輸出黒字を押し上げると総裁に言った」
 （2017 年 2 月 4 日付、ロイター）などと述べ話題になった。同国の為政者から見ても通貨安と黒字に対
 する違和感が芽生え始めている状況と見受けられる。

GDP 比で見れば世界最大（金額で見ても世界第 2 位）の貿易黒字を保持しつ
つ、「永遠の割安通貨」の恩恵を享受し、
しかも金融政策では先進国で一番深い
マイナス金利を採用しているドイツは
貿易戦争という議論の舞台において「気
まずい立ち位置」にあることは否めない
だろう。ちなみに経常黒字で見れば、ド
イツは金額ベースで見ても中国を凌駕
しており、GDP 比では実に約+8%とい



う非常に大きな不均衡状態にある。こうした経常黒字を貯蓄・投資 (IS) バランスから見たものが図である。
 見ての通り、企業・家計・政府の国内経済部門全てが貯蓄過剰という異常な状態にある（企業部門は
 金融法人が若干の貯蓄不足だが非金融法人と合わせれば結局、貯蓄過剰だ）。要するに、振るわない内需
 を海外経済部門の貯蓄不足（≒経常黒字、つまり外需）で全て埋めるといいう構図である。

また、近年、貯蓄過剰傾向を最も強めているのが政府部門というのも驚きである。財政黒字が増勢傾向
 にあるという事実は日本からすると想像もつかない動きだ。内需が活性化されているとは言えない状況
 下、政府部門の消費・投資がこのように抑制されている事実は米国でなくとも違和感を覚える。さすがに
 近年では完全雇用状態にも到達し、非金融法人において消費・投資意欲の活発化（貯蓄過剰幅の減少）が
 見られており、それに応じて経常黒字のピークアウトも始まっているものの、同国の教条主義的な緊縮
 路線が早晚変わるとは思えない。しかも、ドイツはこのような考え方を加盟国に「正しいこと」として推
 奨する傾向にあるため、問題は EU 全体へ展開しやすくなる。米国との貿易戦争を懸念する現状に照ら
 せば、それは非常に不安な展開である。

いずれにせよ、ドイツが「異形の経済」と言える状況にあることは間違いなく、そこには貿易戦争が展
開される中での「弱み」になりそうな論点も多数含まれていることは留意すべきだろう。国内における拡
 張財政は許さず、域内における財政移転にも乗り気ではない一方、経常黒字は未曾有の水準にまで膨ら
 んでいるという現状はトランプ大統領でなくとも強い違和感を覚えるものであり、仮に為替政策報告書
 などで理路整然と指摘された場合は反論が難しい現実があると考えたい。米中貿易摩擦がヘッドライン
 になりやすい一方、米・EU 貿易摩擦の行方からも目が離せない。

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。