

中期為替相場見通し

2018年5月31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～「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か～

米金利上昇の副作用～試練を迎える新興国市場～	P.3
円相場の基礎的需給環境～大型買収が変える対外債権構造～	P.6
米経済や金融政策の現状と展望～「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～通貨・通商政策のリスク健在～	P.11

ユーロ相場の見通し～分が悪い状況の続くユーロ相場～

ユーロ圏経済の現状と展望～一時的なのか否か～	P.15
ユーロ相場の現状と展望～分が悪い状況が続く～	P.17
イタリア政局の現状と展望～ECB にとっての大誤算～	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

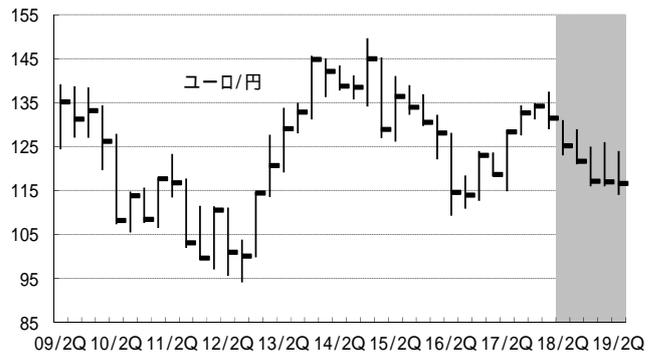
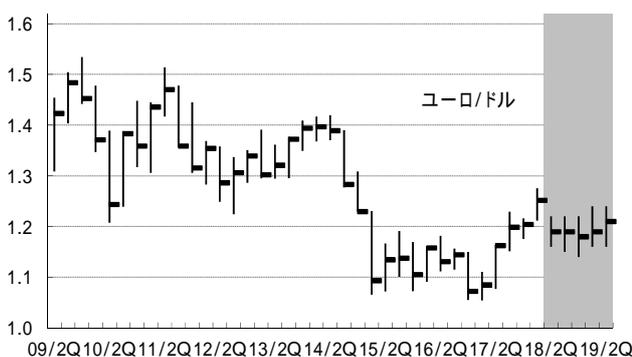
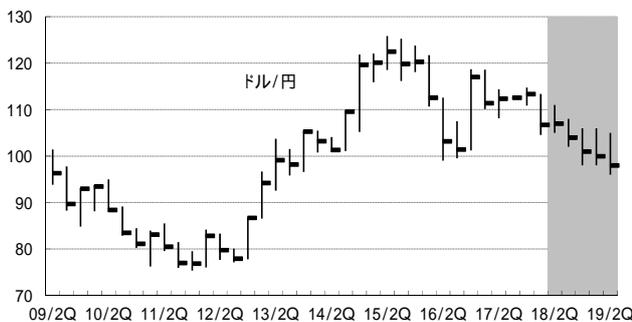
ドル/円相場は 5 月続伸した。米金利とドル/円相場の順相関を持って離すムードがにわかに強まっているものの、現下の金利上昇をポジティブに評価するだけの材料は乏しい。むしろ、金利上昇がクラウドイング・アウトの色を帯びているとの懸念は払拭されておらず、「名目金利上昇に米国経済が耐えられるのか」との問題意識を抱くことが真っ当と思われる。金利上昇への耐性が試されているのは米経済だけではなく新興国経済も同じである。5 月はアルゼンチンやトルコを筆頭に経常赤字の新興国通貨が大きく動揺した。金利上昇に伴ってドル建て資産への投資妙味が改善する中、2017 年に多くの新興・資源国市場に資金が流入したという経緯を踏まえれば、その巻き戻しは当然懸念すべきものである。FRB が正常化プロセスを推進するに伴い、類似の混乱は十分発生し得ると考えたい。なお、5 月は北朝鮮情勢や貿易戦争といったこれまで市場心理を毀損してきた悪材料がにわかに後退したが、根本的な懸念が払拭されたとは全く思えず、これらの動静を受けてメインシナリオを変更する必要性などは感じられない。FRB の正常化路線が米景気失速と共に挫折し、その結果として米金利が低下、為替相場ではドル安(そして円高)が進むという筆者の基本認識は従前と変わっていない。

片や、ユーロ相場は軟化している。米金利上昇に伴うドル高の裏返しだが、イタリア政局の流動化もユーロ売りに拍車をかけていそうである。元より、投機筋が大幅にユーロ買いに傾斜していたため反対売買が出やすい情勢にあったが、実際、イタリア政局の先行きは深刻である。少なくとも新政権が標榜する経済・外交路線は EU のそれと全面衝突することが必至であり、市場では拡張的な財政政策路線並びに再選挙への懸念からイタリア債利回りの騰勢が続いている。これから拡大資産購入プログラム(APP)の終了を検討しなければならない ECB にとっては非常に面倒な問題が浮上していると言わざるを得まい。こうした政局流動化に加え、基礎的経済指標の悪化も続いており、ECB を取り巻く政策環境は俄かに雲行きが怪しくなっている。利上げの可能性に至っては年内に議論が開始できるのかどうかも危うい情勢と見受けられユーロ相場は軟調地合いが続くそうだが、予測期間後半にはドル相場の上昇と共に堅調を取り戻すと予想したい。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～5月(実績)	6月	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 (108.71)	105 ~ 111 (107)	102 ~ 108 (104)	98 ~ 106 (101)	98 ~ 106 (100)	96 ~ 105 (98)
ユーロ/ドル	1.1510 ~ 1.2556 (1.1663)	1.14 ~ 1.20 (1.17)	1.13 ~ 1.20 (1.17)	1.12 ~ 1.20 (1.16)	1.14 ~ 1.22 (1.17)	1.14 ~ 1.22 (1.19)
ユーロ/円	124.62 ~ 137.51 (126.79)	123 ~ 131 (125)	121 ~ 129 (122)	116 ~ 125 (117)	116 ~ 126 (117)	114 ~ 124 (117)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内5月31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～「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か～

《米金利上昇の副作用～試練を迎える新興国市場～》

政策金利 40%。苦渋の決断

5月の金融市場では米10年金利が3%の大台を突破し安定したことを受け、ドル/円相場もこれに追隨する動きが目立った。本稿執筆時点では、もっぱら「FRB利上げ→米金利上昇→ドル高」というこれまで想定されたが機能してこなかった経路が復活したという見方が勢いを得ているのが、話はそう簡単ではあるまい。ドル需要のひっ迫は円やユーロといった主要通貨の下落に繋がるが、それ以上に新興・資源国通貨の大幅下落をもたらす。より厳密には通貨安経由でそうした国々の資産市場が混乱することに繋がる。米金利が上がる局面では歴史的に繰り返されてきた動きだが、今回も不穏な動きが出ている。

5月、まず話題をさらったのがアルゼンチンであった。4日、アルゼンチン中央銀行は政策金利である7日物レポ金利を6.75%ポイント引き上げ、年40%にすることを決定した。利上げは8日間で3度目となり、この間の利上げ幅は12.75%ポイントに及んだ。米金利上昇に応じた「米国への資本流入(≒ドル高)」の裏には「他国からの資本流出(≒他国の通貨安)」があるわけだが、後述するように、この局面では対外経済部門に脆弱性を抱える国から順に為替相場が押し下げられやすくなる。極めて教科書通りの動きだが、軽視できない事実である。それまでアルゼンチン中銀は通貨防衛の手段として為替介入で対応してきたが、これでは間に合わず金利面での対応も余儀なくされ始めている状況である。通貨安防衛のための利上げにより实体经济へのダメージは必至だが、まずはインフレを抑制しなければドル建て資産への流出が際限なく続いてしまうことから、苦渋の決断に至ったというのが実情と推測される。

滲み出る焦燥感

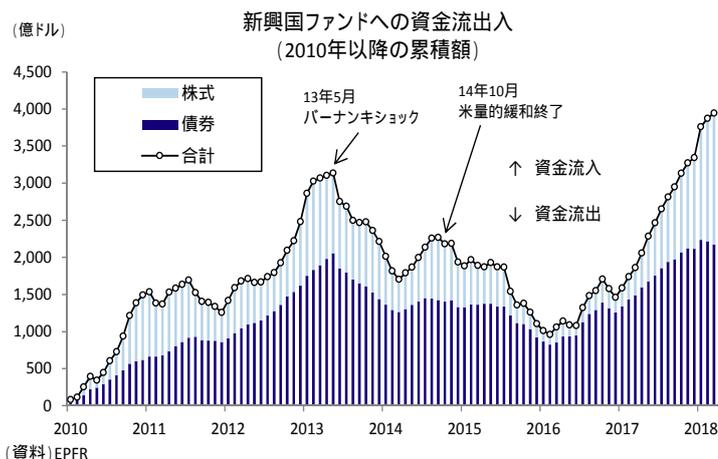
4月下旬以降のアルゼンチン中銀の挙動には焦燥感が滲み出ていた。まず4月24日、アルゼンチン中銀は政策金利を27.25%に据え置くことを決定した。この際の声明文では「4月のコアインフレ率は高水準にとどまるものの、前月の水準は下回ることが指標で示されている」と指摘され、5月以降、物価は低下するとの見方が示された。アルゼンチンペソ相場に関しては介入により今後数か月で相場は落ち着くとの見方が示されており、この時点でペソ安は制御可能だと思われていた節がある。しかし、その3日後となる4月27日、アルゼンチン中銀は3%ポイントの緊急利上げを執行し、政策金利を30.25%とした。その後の5月3日にも3%ポイントの利上げを行い、さらに翌日(4日)にも6.75%ポイントと大胆な利上げに踏み切っている。文字通り形振り構わない通貨安防衛であり、アルゼンチンペソ相場に関し、当局の想定した以上の売り圧力が発生していることは明らかである。米国内の経済・物価情勢に応じてFRBが淡々と利上げとバランスシート縮小を進める余波がこうした形で顕現化していることは、後述するように、幾つかの新興国にとって他人事ではない。

「カネ余り」が支えたイールドハント

こうしたアルゼンチン騒動から何を読み取り、教訓とすべきか。読み取るべきは①そもそもゴールドロック状態と持て囃された昨年来の相場が異常だったということ、今後の教訓とすべきは②市場が類似を探し始めるリスクがあるということだろうか。当然、見通し上は②の論点が重要になる。

まず①に関しては、2017年6月19日、アルゼンチン政府は非投資適格等級の国債としては初となる100年債を発行して話題となったことが思い返される。「カネ余りがなせる起債」と揶揄されたこの動き

は、アルゼンチン騒動の予兆として見るべきものだったのだろう。過剰な金融緩和が新興・資源国にとって分不相応な資金調達環境に繋がっていたことは計数からも確認できる。右図に示されるように、FRBが年3回の利上げを敢行した2017年も新興国市場への資金流入は継続し、10月には2010年以降の累積額で見ればバーナンキショック（2013年5年）以前の水準まで回復、その後も旺盛な資金流入が続いてきた。新興・資源国のファンダメンタルズが



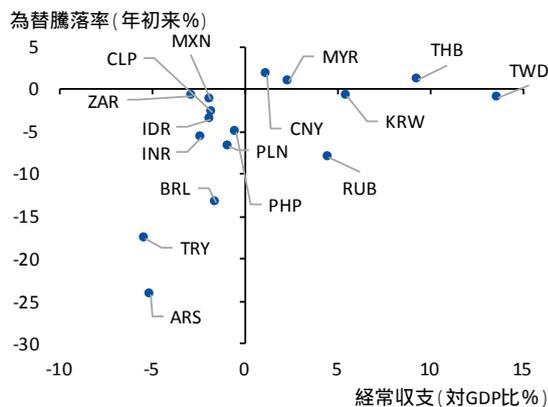
良好であったことも一因だろうが、良好な世界経済に対して過剰な緩和状態が維持され、「カネ余り」がイールドハントの動きを助長していたという面もあるのだろう。「カネ余り」という言葉の定義は得てして曖昧だが、一般的にはベースマネー（BM）の多寡を意識している面が大きそうである。この点、FRBがバランスシート縮小に着手している以上、ドルのBMの絶対額は漸減するので「カネ余り」度合いも必然的に小さくなる。利上げだけではBMという意味での「カネ余り」度合いは変わらないので、この点が昨秋から足許にかけての大きな変化と言える。

上述したような新興国への旺盛な資本流入が「カネ余り」という名の過剰なBMに支えられていたのだとすれば、今後、アルゼンチンと同じようなことが各地で起きる可能性は否定できない。それがどの程度の震度なのかは別の問題だが、FRBが正常化プロセスを続ける限り、注目の論点である。安全なドル建て資産の投資妙味が増す中で、わざわざリスクの高い新興国通貨建ての資産に投資する誘因は大きくない。これまでの反動として足の速い投資家から順に流出に転じる懸念はある。

FRBの政策軌道を邪魔するもの

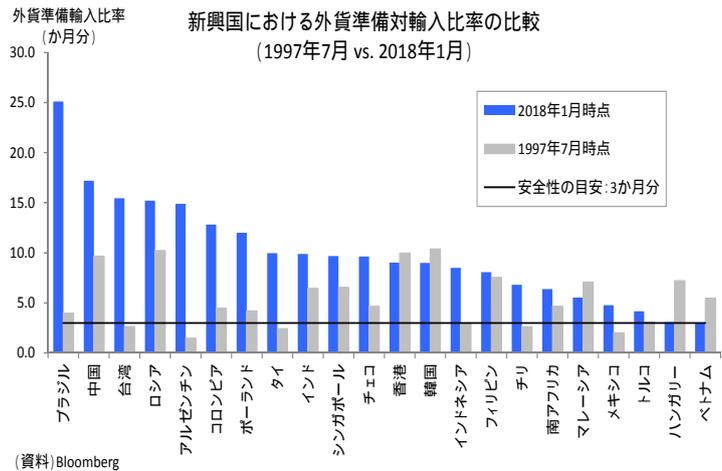
アルゼンチン騒動を端緒として市場が類例を探し始めるとしたら、どこに注目すべきか。この点はセオリー通り、対外経済部門の脆弱性に着目することになる。実際、年初来の新興国通貨市場を見ると、経常赤字国通貨の下落が目立ち、経常黒字国通貨はこの局面でも持ち堪えていることが分かる（図）。対外経済部門に脆弱性を抱える通貨から順に大きく下落しやすいとすれば、アルゼンチン、トルコリラ、インドネシア、南アランド、インドルピー、インドネシアルピアといった新興国通貨に焦点が当たりやすいが、やはりこうした通貨の年初来での動きは軟調である。ちなみに、経常赤字にもかかわらず年初来で堅調推移しているブラジルリアルやメキシコペソなどは往々にして「これまで下がり過ぎた」か、たまたま「政治的な支援材料があった」かであり、本質的な危うさが払拭できるものではない。

新興国の経常収支と為替相場



（資料）IMF, Bloomberg 経常収支は18年見通し、為替は5月28日までの年初来

より厳密に絞り込むとすれば、前頁図の中の左半分にある通貨（経常赤字通貨）の中で外貨準備が手薄な通貨が特に狙われやすいということになる。この点はメキシコペソやトルコリラなどが該当するので、これら2通貨の脆弱性は今後も要注意と言えよう（右図）。とはいえ、「外貨準備があるから狙われない」という話にはならない。今回は潤沢な外貨準備を持つアルゼンチンペソが急落しているし、極端な話、**2015年8月**には世界最大の外貨準備を持つ中国が通貨防衛に回

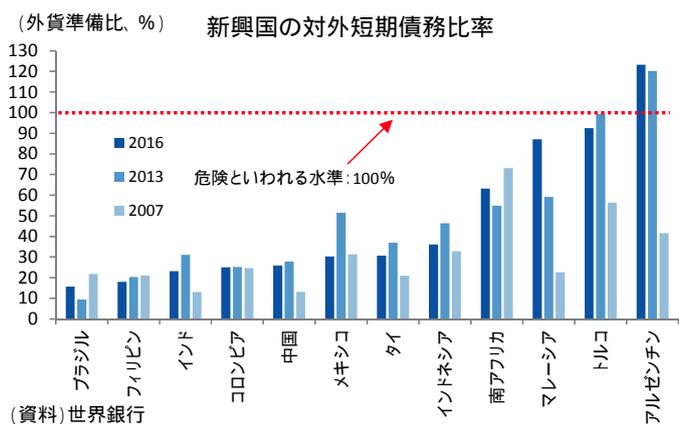


ったことが思い返される。あくまで外貨準備は「危機の備え」であり、危機そのものの到来を防止するものではない。極論すれば、外貨準備を使った通貨防衛（自国通貨買い・外貨売り介入）は無限に続けられずいつか力尽きるのだから、当然だろう。アルゼンチンが今回大幅利上げに踏み切ったのは、外貨準備だけの通貨防衛ではいつか消耗戦に追い込まれかねないという判断があったからと考えられる。

本欄のメインシナリオでは **FRB** の正常化プロセスが米実体経済の減速を招き頓挫することを前提としているが、「カネ余り」を前提とした資産価格（その好例がアルゼンチン **100** 年債）に支えられていた新興・資源国の動揺が **FRB** の政策運営の障害となる可能性も当然視野に入れる必要はある。要するに、米国内・外のどちらの状況が政策運営の軌道に影響するかという話だが、今般のアルゼンチン騒動は国外に係るリスクも今後無視できないという点を浮き彫りにしたように感じられる。 世界の資本コストを規定する米金利の上昇を、単純に内外金利差拡大と円売りの観点からだけで解釈すべきではなく、その余波を丁寧に整理し、理解する姿勢を持ちたいところである。

ラインハート教授「08年の金融危機当時よりも悪い」

なお、米金利上昇に応じた新興国危機については、**5月17日**、ブルームバーグがラインハート・ハーバード大学教授に対するインタビューに絡んで「新興市場の状況、**08**年の金融危機当時よりも悪い」とのヘッドラインを報じるということもあった。同インタビューでラインハート教授は「引き締め具合が大きくなれば、金利はさらに上昇するとの見通しが広がり、新興市場には何倍もの影響が及ぶ」とし、新興市場債務の**3分の2**余りを占めるドル建



て債務の先行きに懸念を示している。記事中では様々な論点が指摘されているが、最もオーソドックスだが目を引く指摘として「新興市場が先の金融危機後に急回復した重要な要因の**1**つは、当時は各国がほとんど対外債務を抱えていなかったこと」というものがあつた。この点、金融危機以降で確かに状況は悪くなっているように見受けられる。図が示すように、主な新興国の対外短期債務(%, 対外外貨準備)を

見ると危険水準（100%）に達している国こそ少ないものの、2007年以降で見れば上昇している国が目立つ。その上昇幅が非常に大きく、尚且つ危険水準に達しているアルゼンチンやトルコの通貨が目下、市場混乱を招いているのは当然の帰結のようにも見える。

経常赤字の新興国通貨は全滅

ちなみに P.4 の図に示されるように、トルコおよびアルゼンチンの 2 か国は GDP 比▲5%を超える経常赤字国だが、これらの国に限らず、新興国通貨の年初来のパフォーマンスは経常収支のステータスがそのまま通貨の騰落率に直結する構図がはっきり出ている。FF金利は米国経済にとっての資本コストであると同時に世界経済にとっての資本コストでもあるため、その影響は米国内外へ波及する。そこで真っ先に被弾するのは対外債務（厳密にはドル建て債務）の大きい国、端的には経常赤字国だ。事実、経常赤字国通貨で年初来上昇を保っている通貨は 1 つもない（5月28日までで試算）。金利水準だけを見ればドル建て資産の投資妙味が著しく改善する中であって、わざわざ対外経済部門が脆弱で政治が不安定な新興国通貨を求める誘因は小さいだろう。2017年に株式を中心として見られた新興国への資本流入は必然的に引き揚げの局面に入っていくと考えるのが自然ではないか。そもそも過去 100年で 5回もデフォルトしたアルゼンチンが 100年債を発行できた昨年のような金融環境が異常だったのであり、調整はそれなりの震度を伴うと考えたい。この点、2013年に見られたテーパー・タントラムの再現が懸念されるわけだが、ラインハート教授は現状について「テーパー・タントラムの際にはなかったような脆弱性が内外に多く見られる」と不安を隠していない。

「米金利上昇にどこまで耐えられるか」という「我慢比べ」

米金利が上昇してくると、とかく為替市場では日米金利差拡大とこれに付随する円売り・ドル買いの盛り上がりばかりがクローズアップされるが、それは起きていることの一部でしかない。上述してきたように、米金利上昇は新興国市場を駆動としてきた「分不相応な低金利環境」の終焉も意味する。少なくとも量的緩和（QE）が拡大する過程で米国内外の資産価格上昇がその恩恵として指摘されたことを思えば、それが縮小する過程になって「大した影響はない」と割り切るのは虫が良すぎるだろう。仮に 2013年以上のタントラム（痼癩）を金融市場が起こした場合、FRBが現行のタカ派路線を堅持するのは相当の困難を伴うはずである。世界経済は「米金利上昇にどこまで耐えられるか」という「我慢比べ」の域に入ってきたようにも思われ、まずはラインハート教授が警鐘を鳴らすように、新興国市場が我慢できなくなることを心配する段階に入ってきたということではないか。

《円相場の基礎的需給環境～大型買収が変える対外債権構造～》

海外企業買収と円相場

需給に関しては 5月、本邦製薬大手企業によるアイルランド製薬大手企業に対する大型買収が耳目を集めた。買収金額は 460億ポンド（約 7兆円）と本邦企業による海外企業買収としては過去最高額となる。これまでの最高額は

金融危機後の本邦企業による大型企業買収

年	月	本邦	海外	金額	3か月前	3か月後	方向
2018年	5月	製薬大手	アイルランド、製薬大手	約7兆円	109.32	-	-
2016年	7月	通信大手	英国、半導体開発大手	約3.3兆円	112.58	101.45	円高
2014年	1月	飲料大手	米国、ウイスキー大手	約1.7兆円	98.26	105.35	円安
2012年	10月	通信大手	米国、通信大手	約1.5兆円	79.75	86.72	円安
2011年	5月	製薬大手	スイス、製薬大手	約1兆円	82.1	76.9	円高

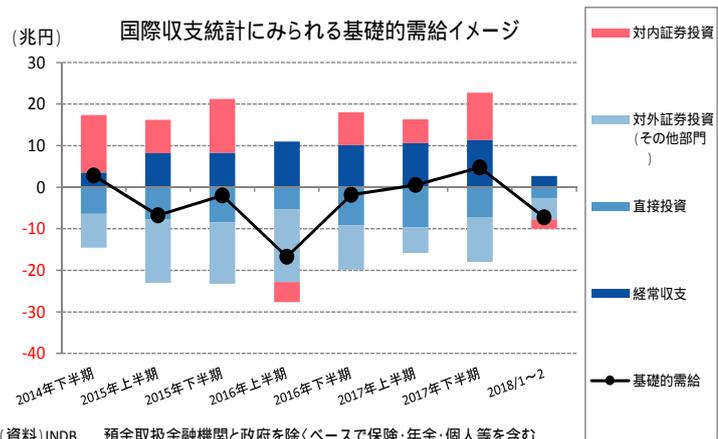
（資料）各種報道より筆者、年月は買収が公式に公表されたタイミング、
為替は「当該月の1日」を基準に「3か月前・後の月の1日」を比較している。

2016年7月に本邦通信大手企業から発表された英半導体開発大手に対する買収案件(約3.3兆円)だが、今回はこの倍に相当する超大型の買収である。こうした本邦企業による大規模な対外直接投資が明るみに出ると、為替市場ではそれに付随する円売りの程度が必ず話題となる。海外企業買収に伴う円売り・外貨買いのフローは短期的には円の売り切りであり、その影響が注目されるのは当然である。「短期的には」と付けるのは、中長期的には被買収企業からの配当まで視野に入れる必要があり、第一次所得収支黒字が膨らむためである。要するに投資段階は円売りだが、結果段階である利益は円買いを伴うため、ネットで見ればその影響は相殺される。

とはいえ、そもそも公表されている買収額に関し、どの程度の割合で為替取引が発生し、しかも元手を円とした取引になるのかは分かるものではない。また、取引が発生する金額や通貨が分かっても、それがいつ、どういった頻度で市場に出てくるのかも推測の域を出ない。前頁表では金融危機後に注目された買収案件(いずれも1兆円以上)に関し、発表日を挟んだ前後3か月のドル/円相場の変化を単純比較している。これを見ても分かるように、買収案件だけをもって円安効果があったのかどうかは判断が難しい。例えば、結果だけを見れば円安効果があったように見える2012年10月の本邦通信大手企業や2014年1月の本邦飲料大手企業による海外企業買収では確かに買収に伴う円売りも出たのだろうが、前者はアベノミクス相場のスタート(2012年11月)と重なり、後者もその追い風が残る状況にあったため、企業買収にかかる円安効果が寄与したのかどうかは分からない。同様に、2011年5月の本邦製薬大手企業(※今回と同じ企業である)による海外企業買収を挟んではむしろ円高が進んでいるが、これは東日本大震災や原発事故を受けたリスクオフムードの強まりという例外的な環境にあったことを付言しておく必要がある。海外企業買収はヘッドラインこそ派手だが、それだけで相場の流れが決まることはまずないということだろう。

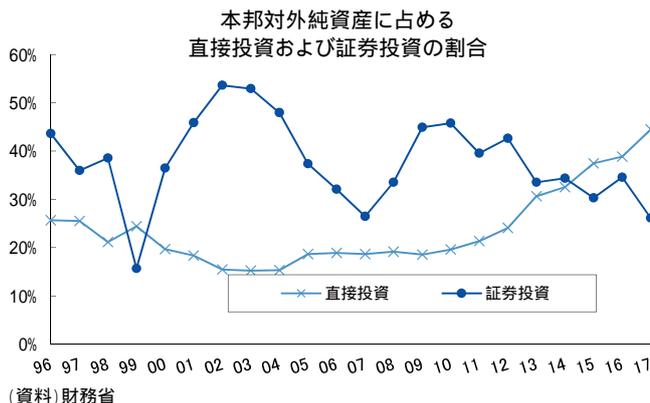
「円高を止める一要素」として・・・

とはいえ、今回の買収金額(約7兆円)は過去2番目の大きさとなった2017年暦年の経常黒字額(21.8兆円)の3分の1に相当する。需給環境への影響はこれまでの案件に比べて間違いに大きい可能性はあるだろう。ただでさえ、2018年に入ってから基礎的需給環境は円売り超過に傾斜しており(右図)、4月に入ってから相次いで公表された主要生命保険会社の新年度運用計画でもオープン外債への積極的な



リスクテイク意欲が示されたばかりであった(計画が本当に実施されるのかどうかは別問題として)。もちろん、本欄でも繰り返し議論しているように、そうした対外証券投資は結局、米实体经济とこれに追従する金融政策動向に依存すると思われるので、正常化の挫折を見込む筆者はこの経路からの円売りがそれほど続くとは考えていない。しかし、対外直接投資は2000年代以降、基調的に伸びており、この間の円相場や国内外の景気動向に依存しなかった事実が見て取れる。少子高齢化で国内市場が縮小する本邦企業にとって対外直接投資は市況に振られない経営戦略であり続けるという事実を示しているだろう。

また、本邦の対外純資産残高に占める割合を見ると、ここ **10** 余年の増勢が続いた結果、既にこれまで主役だった証券投資に直接投資が肉薄しており、最新の **2017** 年分で見れば、純資産残高に占めるシェアは直接投資の **44.5%** に対して証券投資は **26.1%** に止まっており、これで **3** 年連続、直接投資が最大の対外純資産項目という構図が続いている (図)。また、両者の差がここまで拡大したのも初めてであり、「世界最大の対外債権国」というステータスこそ 27 年間不変だが、その中身は確実に「証券投資から企業買収へ」という構造変化が起きている。世界的な低金利傾向を背景に証券投資の収益率が直接投資のそれに劣後していることもあろうが、やはり国内市場のポテンシャルに限界を感じる本邦企業が多いのだろう。為替市場への影響という観点からは為替ヘッジ付きのフローが少なくない証券投資に比べて、直接投資は円の売り切り (外貨の買い切り) が基本だとすると、円の需給構造が構造的に円安をもたらしやすくなっている面は否定できない。もっとも、それだけでドル/円相場の基調が規定されることはないが、「円高を止める一要素」として対外直接投資が対外証券投資と同様に大きな存在感を持ち始めていることは円相場を分析する上で非常に重要な事実となっているのは間違いない。

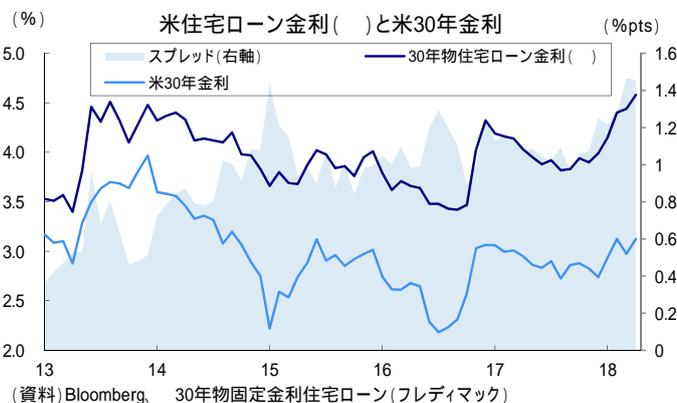


世界最大の対外債権国」というステータスこそ 27 年間不変だが、その中身は確実に「証券投資から企業買収へ」という構造変化が起きている。世界的な低金利傾向を背景に証券投資の収益率が直接投資のそれに劣後していることもあろうが、やはり国内市場のポテンシャルに限界を感じる本邦企業が多いのだろう。為替市場への影響という観点からは為替ヘッジ付きのフローが少なくない証券投資に比べて、直接投資は円の売り切り (外貨の買い切り) が基本だとすると、円の需給構造が構造的に円安をもたらしやすくなっている面は否定できない。もっとも、それだけでドル/円相場の基調が規定されることはないが、「円高を止める一要素」として対外直接投資が対外証券投資と同様に大きな存在感を持ち始めていることは円相場を分析する上で非常に重要な事実となっているのは間違いない。

【米経済や金融政策の現状と展望～「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か～】

金利上昇の「負の側面」：家計部門

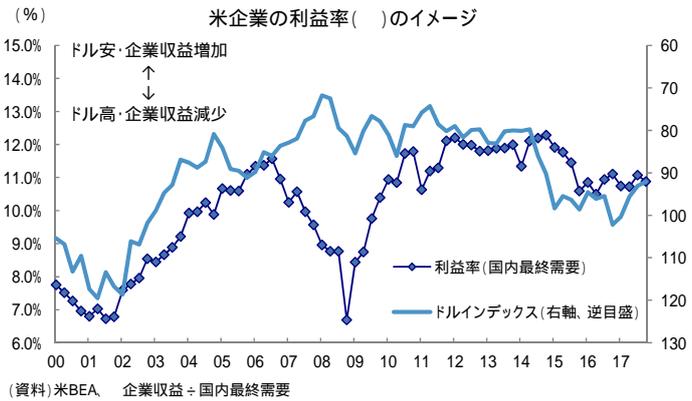
4 月半ば以降、ドル相場は騰勢を強め、ドルインデックスで見れば約 **1** か月で **5%** 弱という大幅上昇に至っている。為替市場では米 **10** 年金利の **3%** 乗せを契機にドルと米金利が順相関を取り戻していることがもっぱら持て囃されている。こうした中、米金利上昇の「負の側面」は相変わらず論じられる機会が乏しいように思える。当然だが、金利が上がれば金利感応的な消費・投資行動が鈍り、米経済が停滞するという経路は心配される。金利感応的な消費・投資の代表例が住宅投資だが、今年に入ってからの住宅ローン金利の上がり方は米国債金利のそれに比較して明らかに早い (図)。米 **30** 年債金利と **30** 年物住宅ローン金利の спреッドは **2009** 年 1 月



消費・投資の代表例が住宅投資だが、今年に入ってからの住宅ローン金利の上がり方は米国債金利のそれに比較して明らかに早い (図)。米 **30** 年債金利と **30** 年物住宅ローン金利の спреッドは **2009** 年 1 月以来の水準まで広がっており、今後、ラグを伴って引き締め効果が効いてくるはずである。具体的には当面の中古住宅販売件数の結果には一定の注意を払いたい。住宅投資が **GDP** の需要項目に占める割合は大きくないが、住宅投資に付随する耐久財消費 (自動車、冷蔵庫、テレビなど) への影響も踏まえれば、その動向は常に重要な意味を持つ。

米金利上昇の「負の側面」：企業部門

上述したような家計部門への「負の側面」に対し、企業部門への「負の側面」も当然考えられる。金利が上昇すれば当然、設備投資を筆頭として経済活動が鈍ることが予想されるが、金利上昇に伴うドル高も企業部門にとってはネガティブとなり得る。右図は米国の国内最終需要（名目 GDP-在庫投資-純輸出）に占める企業収益の割合を見たものである。マクロ的に見た米企業の収益率と言えるものである。図示されるように、この収益率はドル相場



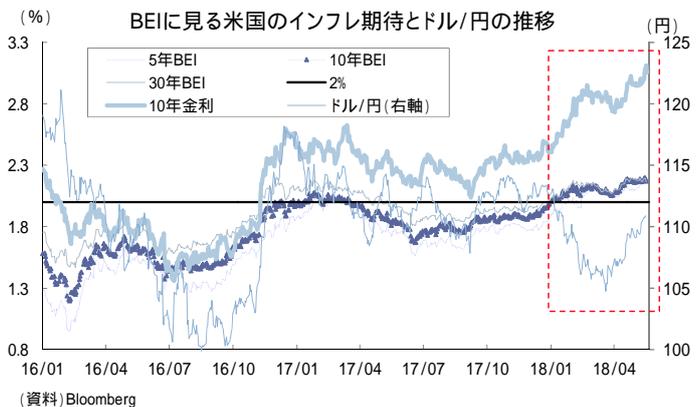
と逆相関の関係にあるように見受けられ、今後、米金利上昇と共にドル高になるのだとすればダブルで企業収益の重しとなる懸念がある。もちろん、「米金利上昇→ドル高→収益率低下」という経路を想定すれば、これは見せかけの相関という可能性もあるが、例えば、**2014** 年半ばから **2016** 年初頭にかけて、ドルは急騰し収益率は低下しているが、この間に米金利は殆ど上がっていない。やはりドル高それ自体が企業部門にネガティブな影響を持った可能性は感じられる。

米金利上昇の「負の側面」：海外部門

また、既に議論したように、仮に米経済が米金利（やドル）上昇に耐えられたとしても海外経済が果たして耐えられるのかという海外部門への「負の側面」も無視できない。右図に示されるように、**2017** 年を通じて新興国ファンド（特に株式）への資金流入が加速した。米金利が上昇する局面にも拘らず相対的にリスクの高い新興国市場が選好された理由は「カネ余り」以外に理由が考えられない。**FRB** のバランスシート縮小はその余っていた「カネ」の絶対量を減らし、ドル建て資産の投資妙味を引き上げるため、当然、新興国からの資金流出は今後増える筋合いにある。既にアルゼンチンやトルコで起きていることはその一端であり、対外経済部門の脆弱性が目立つ国から順に狙われたということだろう（両国共に **GDP** 比で大幅な経常赤字である）。「金利上昇によってドル建て資産の投資妙味が増す」という事実は経済・金融分析を進める上での 1 つの事実に過ぎないわけだが、為替市場（とりわけドル/円市場）においてはその点がクローズアップされやすくなる。それは一定の事実として受け止めつつも、むしろ **FF** 金利という世界経済にとっての資本コストが上がることの「負の側面」をどれだけ真摯に分析すべきかという視点が今後を展望する上で最も必要とされているのではないかと筆者は考えている。

米インフレ期待は頭打ち

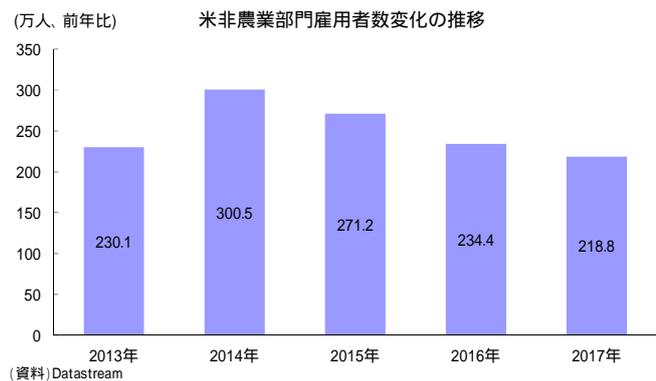
なお、名目金利が金融市場の中心的テーマになる傍らでインフレ期待が頭打ちとなっている事実も見逃せない（図）。これは来るべき物価上昇やこれと平仄の合う「利上げの終点」に対する市場の思惑が盛り上がっていないことを意味



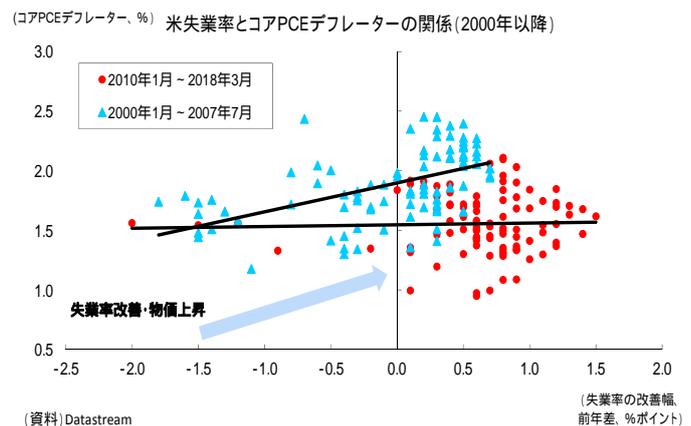
しているのではないかと。少なくともこうした穏当なインフレ期待の下ではイールドカーブがスティープ化するとは考えにくく、債券市場が先行き不安を示唆するフラット化傾向に大きな変化が起こることはないだろう。現状のインフレ期待やイールドカーブの形状から判断する限り、金融市場は足許の米金利上昇の要因を原油価格上昇や米債増発懸念など一時的かつ悪性のものに求めているように見受けられる。雇用需給のひっ迫に応じて賃金インフレが発生し、これが企業の価格設定行動を強化させて一般物価まで波及するという安定的かつ良性のストーリーが意識されているようには見えない。

現実的な問題に思えないビハインドザカーブ

過去の本欄でも論じたが、現在の市場のテーマは **FRB** の政策運営に関して「ビハインドザカーブ」か「オーバーキル」か、どちらに賭けるかという点に尽きる。上述したように、賃金インフレが非線形に発生することを見込み、**FRB** の利上げ路線が遅きに失している可能性まで見込むのであれば米 **10** 年金利の **3%** 超えは通過点だろう。結果として **3.5%** や **4.0%** という世界が視野に入っても不思議ではない。しかし、平均時給は堅調ではあれども加速する兆候は未だに見られない。非農業部門雇用者数変化という「量」は前月比で相応の増勢を維持しており、この持続性はタカ派・ハト派双方にとってもサプライズな状況と見受けられるが、それでも限界的な「量」の増加幅はいつかピークアウトする。既に年間で見れば、**2014** 年の前年比+**301** 万人をピークとして **2015** 年は同+**271** 万人、**2016** 年は同+**234** 万人、**2017** 年は同+**219** 万人と水準は確実に切り下がっている(図)。



「量」が尽きる前に「質」である賃金に点火するかが注目されるわけだが、現状ではその兆候はまだ見られていない。そうした賃金情勢にもかかわらず名目金利が先走っており、これが実体経済を減速させるリスクが懸念されるのである。**FRB** の見通しではフラット化しているフィリップス曲線がにわかに勾配を取り戻してくる展開が見込まれているようだが、前頁図に示されるように依然として状況は大きく変わっていない。なお、前回利上げ局面 (**2004** 年 **6** 月～**2006** 年 **6** 月) ではコア個人消費支出 (PCE) デフレーターが安定的に前年比+**2%** を超えていたが、その際、平均時給は同+**3.5%** から+**4.0%** のレンジで推移していた。現状では同+**2.5%** から+**3.0%** のレンジは脱し切れておらず、かかる状況下でビハインドザカーブを現実的な問題として意識するのは適切とは言えないというのが筆者の基本認識である。



「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か

『『ビハインドザカーブ』か『オーバーキル』

か』という二者択一は、言い換えれば、現下の金利上昇を「良い金利上昇」と捉えるのか「悪い金利上昇」と捉えるのかという問いかけでもある。筆者は新興国市場に動揺が及び始め、インフレ期待も上がっていない現状での利上げや名目金利上昇は「良い金利上昇」とは思えず、やはりオーバーキルを懸念すべき「悪い金利上昇」ではないかと懸念している。記憶に新しいように、今年 2 月の米株急落や VIX 急騰は明



らかに米金利上昇が発火点となった(図)。だが、4 月以降は米金利上昇と VIX 下落が併存しており、ここだけ見れば「良い金利上昇」にも見える。言い換えれば、2 月は「米金利上昇でリスクオフ」だったものが 4 月以降は「米金利上昇でリスクオン」に様変わりしている。こうした変化をどう解釈すべきか。

筆者は以下のように考えている。この間、平均時給、PCE、消費者物価指数(CPI)、インフレ期待といった基礎的な物価関連指標は大して上振れていないし、3 月のドットチャートが昨年 12 月のそれに比べて強烈にタカ派へ傾斜したということもない。一方、同時期には原油価格上昇(2 月 1 日時点で約 64 ドル→5 月 18 日時点で約 72 ドル)や LIBOR 上昇(3 か月物に関し、2 月 1 日時点で約 1.79%→5 月 25 日時点で約 2.32%)がはっきりと確認されているので、こうした後ろ向きの材料が長期金利を押し上げた疑いが強いように思われる。それでも市場が悲観に振れず VIX 指数が低位安定しているのは、政治上は北朝鮮の核実験停止宣言や南北首脳会談があり、米朝首脳会談の日取りまで決まるというポジティブなニュースが相次いだからではないのか。過去 1 年、リスクムードを駆動することが多かった北朝鮮を巡る緊張の緩和が VIX 低下をもたらし、「悪い金利上昇」にまつわる懸念を糊塗したというのが過去 2 か月の実情に一番近いというのが筆者の考えである。

こうした状況下、筆者は金利上昇が米経済・金融情勢の勢いを削ぎ、FRB の正常化プロセスが頓挫する中で円高が進行する展開を引き続き予想している。

〈メインシナリオへのリスク点検 ~ 通貨・通商政策のリスク健在 ~〉

地政学リスク、通商リスク、共に健在

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ない。4 月、大幅に後退した北朝鮮情勢絡みの地政学リスクについては米朝首脳会談の実施可能性が流動化しており、依然警戒感が解けない論点となっている。本稿執筆時点で 6 月 12 日開催の

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	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ヤ総選挙に悪影響? ・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

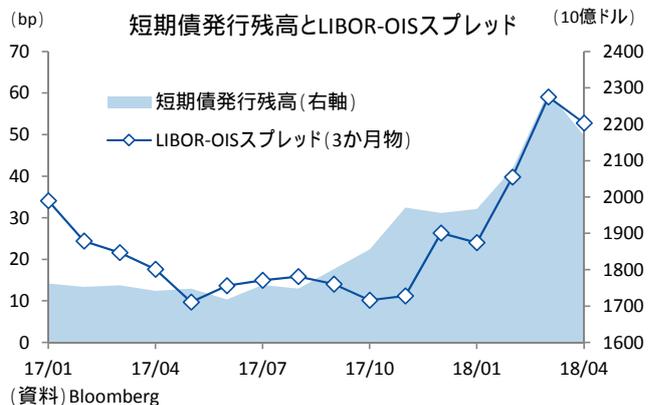
芽はまだ残されている模様だが、少なくとも為替市場では円ショートを積み上げるような雰囲気は大分失せている。また、本欄で長らく不安視している①についても健在である。5月19～20日、ワシントンで行われた米中通商協議はムニューシン財務長官の「われわれは貿易戦争を保留する」という停戦宣言に象徴されるように緊張ムードが和らいだ。しかし、米中間に横たわっている通貨・通商政策に関する認識相違は小さいものではない。誰もが分かっているが表立っては口にしないが、米朝首脳会談の実現に漕ぎ着けるために米国は中国の協力が必要であり、これを勘案した上での停戦宣言なのだろうとの見方がもっぱらである。既に開催中止の意向を伝える米政府の書簡が公表され、「これで2度と開催されることは無い」との見方も一部で燻る中、米中通商協議がまた突然ヒートアップしてくるリスクはやはりシナリオから外すべきではない。確かに両国は「中国の対米貿易黒字大幅削減」という方針で一致はしているが、ホワイトハウスの求める「年間2000億ドルの黒字削減」という具体的な数字が共同声明に盛り込まれたわけではない。再燃の芽は十二分にある。

なお、前月の本欄でも述べたが、貿易戦争の話題に関しては「トランプ大統領にとって貿易戦争はディールの1つ。所詮はブラフである」という切り口から事態を整理しようとする向きが非常に多い。確かにそういった面は大いにあるだろうが、事実、鉄鋼・アルミに追加関税は課せられているので、空虚なブラフと切って捨てるわけにもいくまい。また、5月23日には安全保障を理由に自動車の輸入関税を25%上乘せすることをトランプ政権が検討しているとの報道があった。米輸入全体の1%しか占めなかった鉄鋼のケースとは異なり、自動車は25%を占める正真正銘、最大の輸入品目である。まずは商務省が調査した上で270日以内に関税適用の是非を大統領へ報告することになっているため、今直ぐに問題が発生する話ではない。また、そうした課税行為がWTOルールに容認される可能性が低いとも言われているため、そもそも実現可能性は低いとの声も目立つ。だが、今秋に中間選挙、2年後に自身の再選を賭けた大統領選挙がある以上、トランプ大統領が保護主義という錦の御旗を降ろすことは考えられない。トランプ大統領の強みは「失われた中間層」を念頭にポピュリズムを全面的に押し出すことであり、だからこそ2016年の選挙も勝つことが出来た。今後も中国に限らず対米貿易黒字を抱える国は基本的に狙われやすいはずであり、特に自動車を中心に大きな黒字を稼ぎ、為替も割安との評価を受け、最近新たな二国間交渉プラットフォームが創設されたばかりの日本にとっては看過しかねる大きなリスクだと考えたい。

5月に入り、地政学リスクや通商リスクといった市場心理を冷やしてきた2大材料が後退し、ドル/円相場が持ち直す場面も見られた。しかし、つぶさに見ていけば根本的な状況が変わったようには全く思えず、現時点でリスクシナリオから外すわけには行かないというのが筆者の基本認識である。

拡張財政に伴う金利上昇はやはりリスクである

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である。前月の本欄でも述べたが、「拡張財政が景気を過熱させるので米経済は名目金利上昇を乗り越えられる」という考え方に筆者は同意できない。一般物価や賃金が非線形に上昇していくような雰囲気は今のところ全く感じられず（インフレ期待は頭打ちである）、現下の金利上昇に前向きな要素



を感じ取るのは難しい。金利上昇の背景として目下不安視されるのが米債の増発懸念だが、前頁図に示されるように、そのきらいはある。要するにクラウドディング・アウトが懸念される状況であり、かかる状況からトランプ政権の拡張財政が強まっていけば、実体経済に則さない「悪い金利上昇」はますます続くだろう。それは米景気減速の遠因となる恐れもあり、円高リスクの1つとして考えたい。

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だろう。しかし、それは「3%が米経済にとって適切である」ということを意味しない。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。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理論的に有り得ず、恐らくは実務的にはもっとあり得ないだろう。現下の金利上昇がクラウドディング・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必然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と言わざるを得ない。

円高リスク：本邦および欧州政治情勢

そのほか本邦の政治情勢も引き続き円高リスクの1つと考えられる。具体的には、内閣支持率が切り下がる中、9月に自民党総裁選を控える安倍首相の3選はかなり難しくなったとの声はある（⑤のリスク）。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てい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だろう。これまでの本欄でも紹介したように、ポスト安倍と目される人物からは金融政策の正常化を意識した発言が相次いでおり¹、「安倍≡リフレ≡円安・株高」という安易なトレードをしていた海外投資家の支持が新政権移行後も引き継げるのかどうかは定かではない。もちろん、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。

ちなみに、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ことから、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交代という動きにまで墨が及びかねない。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。日銀に絡んでは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が依然残るものの（⑥-1のリスク）、4月の展望レポートで2019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ている。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治にまつわるリスクは（⑦のリスク）明らかに増した。イタリアに関しては後述を参照されたいが、今後「同盟」などが議席数で勢いづくようなことがあれば、EUやユーロからの離脱といった物騒なフレーズが飛び交う恐れは増す。なお、そこまで極端な話にならずとも最低所得保障の導入や付加価値税引き上げの見直し、EUの財政協定見直しなどが連立政権の主張とし

¹ 2018年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月には、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。

て盛り込まれる可能性は高く、経済政策以外では移民・難民政策の見直し、不法移民・難民の取り締まり強化、ロシアへの制裁解除なども主張されている。これらは EU の既存方針の全否定に近く、3 年前、緊縮を巡ってギリシャの極左政権 (SYRIA) が EU と熾烈な対立を繰り広げ、国内銀行システムが停止、ユーロ離脱寸前まで追い込まれたことを思い返せば、やはりリスク要因から外すわけにはいくまい。もちろん、英国の EU 離脱 (ブレグジット) を巡る混乱も年央以降には必ず話題になってくるはずだ。

「日本人の円売り」は確かに円安要因

一方、円安リスクは何もないのだろうか。敢えて言えば、円の基礎的需給環境は円高をあまり支持していない。例えば機関投資家による積極的な外債投資 (⑤のリスク) はやはり円安リスクとして外せないものである。3 月のドル/円が 105 円を割り込んだ後、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ので、こうした指摘は的外れではないかもしれない。また、4 月に入ってから続々と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。

また、既に需給の項でも詳しく議論したが、クロスボーダー M&A に伴う円の売り切りが 5 月の相場持ち直しに寄与していた面はあっただろう。こうしたフローは機関投資家によるものではないが、広義には「日本人の円売り」であることは共通しており、やはり円の基礎的需給環境を円売りに傾斜させる話であった。過去 20 年弱、対外直接投資はほぼ右肩上がりに増え続けており、既に述べたように、もはや対外純資産における最大項目は証券投資ではなく直接投資となっているのが実情である。それだけ日本企業から「腰の入った円売り」が発生し、しかも海外に蓄積しているということだが、証券投資に比べて直接投資の方が恐らくは不可逆性が高そうなことを思えば、少しずつではあるが「円高になりにくい体質」になっている可能性はある。しかし、そもそもフローの実情はどうあれ、「世界最大の対外純資産国」という事実が「リスク回避の円買い」を誘発するのであり、筆者は基本的に円の信認は世界的にも強い状態が当面続くと考えている。以上のような事実はドル/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ろう。そのほか外債購入・ヘリマネ政策など日銀によるラディカルな追加緩和 (⑦のリスク) などは言及しておく価値はあるだろうが、実現可能性は殆ど感じられない。

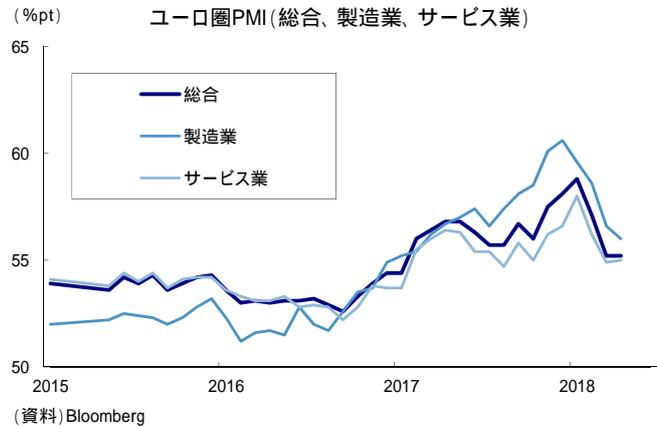
5 月は米金利とドル/円相場の順相関が強まり、円高シナリオにとっては逆風の時間帯ではあった。しかし、米金利上昇の背景に前向きな要因が見出せず、むしろ金利上昇が米国内外にダメージを与える可能性を懸念している本欄の基本認識は 5 月を終えても変える必要性を殆ど感じていない。むしろ、新興国が 5 月に経験した混乱を見る限り、やはり FRB の正常化プロセス (近く引き締めプロセスへ移行) は一筋縄ではいかない局面に差し掛かっていると考えべきではないか。前月の本欄でも述べたように、筆者の基本認識は「中央銀行が引き締めを続けているのに景気が減速しないことなど有り得るのか」という極めてシンプルな論点に基づいており、来るべき米景気減速を前提に為替予想を立てているだけである。米 10 年金利が続伸する中でも米イールドカーブのフラット化傾向は進んでおり、FRB の政策運営に関し、ビハインドザカーブよりもオーバーキルにベットしたいというのが少なくない市場参加者の本音ではないのか。米経済の失速に伴い FRB のタカ派姿勢が和らぎ、米金利が反落してくるのであれば、ドル相場についても必然、全面安を見込まざるを得ず、その傍らで円も騰勢を強めやすいと考える。

◆ ユーロ相場の見通し～分が悪い状況の続くユーロ相場～

《ユーロ圏経済の現状と展望～一時的なのか否か～》

ユーロ圏の減速は一時的なのか？

年初来でユーロ圏経済の減速が取り沙汰されることが増えている。象徴的に取り上げられるのがユーロ圏購買担当者指数 (PMI) であり、4 月分は **55.1** と 2017 年 1 月以来の低水準を記録した。この動きについてはドラギ ECB 総裁をして「予想外 (unexpected)」と言わしめており、ECB としても相応の驚きを持って受け止めていることが窺い知れる。こうしたソフトデータと平仄が合うようにハードデータも悪化しており、例えば先週 2 日に公表されたユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と前期まで 4 四半期連続で同+0.7%となっていた増勢に衰えが見られている。寒波、ストライキ、イースター休暇のタイミングによる問題、インフルエンザの流行などの一時的な要因を指摘する声が多く、もっぱら基調的な減速とはならないとの分析が大勢である。7 日にジュネーブで行われた講演でも ECB のチーフエコノミストであるプラート理事がこれらの要因に言及した上で「景気拡大ペースの減速が継続的な需要軟化を反映している兆候は今のところ見当たらない」と先行きに変わらない自信を示している。



ユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と前期まで 4 四半期連続で同+0.7%となっていた増勢に衰えが見られている。寒波、ストライキ、イースター休暇のタイミングによる問題、インフルエンザの流行などの一時的な要因を指摘する声が多く、もっぱら基調的な減速とはならないとの分析が大勢である。7 日にジュネーブで行われた講演でも ECB のチーフエコノミストであるプラート理事がこれらの要因に言及した上で「景気拡大ペースの減速が継続的な需要軟化を反映している兆候は今のところ見当たらない」と先行きに変わらない自信を示している。

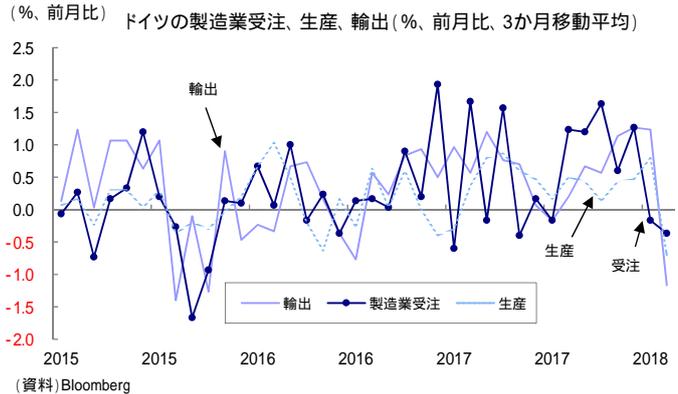
また、同理事は「2017 年下期に見られた例外的な高成長からの減速 (A deceleration from the exceptionally high growth rates) は予測されたもの」とも述べており、足許の不調はこれまでの反動の域を出ないものと整理している。確かに、従前の好調さを踏まえればある程度の減速は止むを得ないであろうし、減速したとはいえ前期比で+0.4% (年率で見れば+1.7%) という成長率はユーロ圏の潜在成長率を超えるものであるため、数字自体は大きな不安を伴うものではない。

しかし一方、同理事は「減速は予想よりも早く訪れており、そのサプライズは広範に亘っている。殆どのセクター、国におけるソフトおよびハードデータで観測されている」とも述べており、現在直面している経済動向について一抹の不安も覗かせている。このような「恐らく大丈夫だと思われるが、やや不安」といったテンションは、(当然だが) 4 月 26 日の政策理事会後に見られたドラギ総裁の言動と全く同じであり、これが ECB の公式見解ということになる。同理事会では「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」との基本認識を示した上で「(現状の落ち込みに関して) 一時的なのか、永続的なのか」、「供給過剰なのか、需要過剰なのか (more supply or more demand)」を理解することが重要だと強調している。会見の中でドラギ総裁は「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も述べていた。

ユーロ高は無関係なのか？

かかる状況下、ECB が正常化プロセスを推進していくにあたって、実直な経済分析が非常に重要な意味を持つ局面に差し掛かっている。政策理事会が指摘するように、恐らく減速は一過性のものなのかもしれない。確かに、年初来見られている各種計数の落ち込みは不自然なほど大きく、外的なショックとい

う印象は確かに受ける。だが、ここで重要になる論点は「過去1年間のユーロ急騰が全くの無関係と言えるのかどうか」ではないか。図はドイツの輸出、生産そして製造業受注の推移を見たものだが、いずれも**2018年**に入ってから大きく失速している。もちろん、一時的要因も寄与しているようだが、**2017年通年**において対ドルで約**+15%**、実質実効為替ベースで約**+6%**も上昇したユーロ相場が輸出関

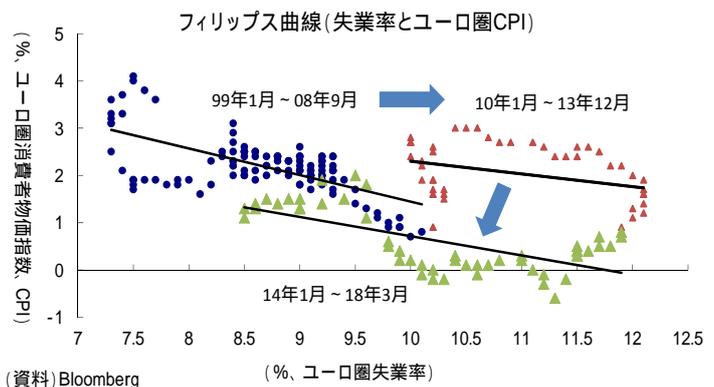


連の計数に影響しなかったと言えるだろうか。ちなみにプラート理事は上述の講演で「ユーロ高が輸出の伸びを阻害する兆候は限られたものである。年初2か月で伸びは減速しているが、非常に高い水準からの動きである」と述べ、影響は認めるが深刻ではないという見解を示している。

だが、正常化プロセスを進める限りにおいてユーロ相場の騰勢は続くことになる。既に拡大資産購入プログラム (APP) は、その「終わらせ方」に議論の余地はあるとは言っても、終了自体は既定路線であるため、ここに為替相場のショックは訪れないだろう。問題は利上げの先行きであり、この点について前向きな議論が始まればユーロ相場は再び**2017年**のような騰勢を経験すると考えられる。年初来のユーロ相場が小康状態にあり、足許で下落し始めているのは利上げ見通しの視界が開けない中で足許の経済指標に軟化が見られているからである。筆者は、現時点でもユーロ高について「不透明性の源泉」と警戒している **ECB** の基本姿勢を踏まえれば、正常化プロセスは「**APP** の年内打ち切り」までが関の山であり、その先の利上げ議論は封印せざるを得ないと考えている。

ユーロ圏のフィリップス曲線は沈んだまま

なお、ユーロ圏の正常化プロセスを展望する上では物価情勢も当然重用になる。というのも、物価が確実に浮揚し始めている米国とは異なり、ユーロ圏の消費者物価指数 (HICP) は総合、コアともに冴えない。過去半年間を振り返ってみても、総合ベースでは前年比**+1.4%**程度、コアベースでは同**+1.0%**程度で横ばいとなっており、物価だけを見れば正常化プロセスを敢行できるよう



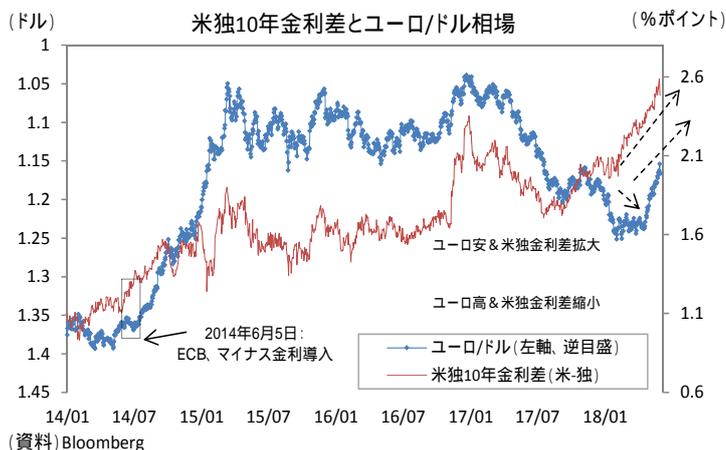
な状況ではない。もちろん、好調な実体経済に応じて失業率は順当に低下しているが、物価はこれに反応していない。図に示されるようにユーロ圏のフィリップス曲線は欧州債務危機を挟んで右方シフトした後、下方シフトしており、過去**20年**で構造的な変化が進んだように見受けられる。日本のようにフラット化こそしていないが、かつてに比べれば労働市場に対する感応度は弱まっており、物価の絶対水準も押し下げられているのが実情であろう。日米中銀に比べて**2%**目標への拘りが特に強いという性質の **ECB** が果たしてこの物価情勢の下で正常化プロセスを推進できるのだろうか。既に一連の経済指標悪化を受けて**2019年**の利上げ織り込みは後退しており、これがユーロ相場の軟化に繋がっている。

実体経済の軟化が見られる中でユーロ高を引き起こすことへのためらい、またユーロ高それ自体がただでさえ冴えない物価情勢を押し下げる恐れなどを考慮すれば、**APP** の廃止までは漕ぎ着けても利上げに関しては「議論の検討」までが精一杯というのが筆者の予想である。

〈ユーロ相場の現状と展望～分が悪い状況が続く～〉

ユーロ相場にとって相当分が悪い状況

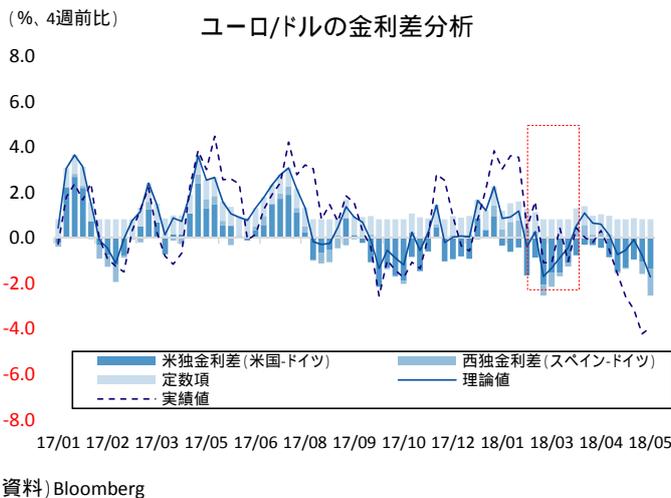
5月のユーロ相場は基礎的経済指標の軟化に加えて、イタリア政局の混迷も相俟って売り優勢の展開が続いた。元より4月時点では投机筋のユーロ買いポジションが過去最大規模にまで膨らんでいたという事情もあり、何かにつけユーロが手放されやすい環境にあったことが影響しているのは間違いない。また、過去の本欄でも何度か議論しているように、欧米金利差とユーロ/ドル相場という観点から見た場合、そもそもユーロが買われ過ぎていたという印象はある。



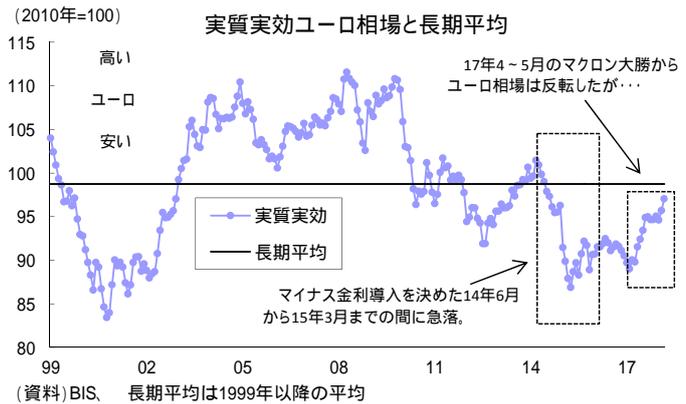
図は **ECB** も折に触れて引用する米独 **10** 年金利差とユーロ/ドルの関係を見たものだが、昨年半ば以降、両者は著しく乖離していた（図中、点線矢印部分）。約 **1** か月前から見られているユーロ/ドル相場の下落はそうした乖離を修正する動きとも考えられ、チャート上は大きな違和感はない。米金利の際立った上昇がこの相場をけん引していることに疑いはないものの、やはり年明け以降に見られているユーロ圏の基礎的経済指標が軒並み悪化していることに加え、冒頭述べたような政局混乱やポジションの傾きも踏まえれば、やはり 5 月はユーロ相場にとって相当分が悪い状況が続いていたと考えるのが妥当だろう。

元々は「EUの政治安定」がテーマだった

ユーロ相場の軟調は資本フローからも裏付けられる。図はユーロ圏の対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の動きを見たものであるが、マイナス金利を導入した **2014** 年以降、基本的に域内からの資本流出が優勢であった。ユーロ/ドルが年間で約 **+15%** と急騰した昨年は確に対内証券投資が前年・前々年に比べて旺盛であったが、それでも域外への対外証券投資が優勢であり、ネットで見れば資本流出となっていた。上述したような米独金利差の拡大が残置されている中で、この資本フローの状況が大きく変わることは考えにくいだろう。ユーロ建て資産の投資妙味は明らかに見劣りするものである。



ちなみに昨年上半期に域内への対内証券投資が増大していた背景は **ECB** への正常化期待もさることながら、**4**月のフランス大統領選挙においてルペン・リスクが排除されたことも大きかった(当時はブレグジット、トランプに次ぐ「**3**度目のまさか」として不安を抱く向きが多かった)。実際、図に示されるように、ユーロ相場が反転し始めたのは昨年**4**月からであり、ドラギ **ECB** 総裁のシントラ講演(同



年**6**月)よりも前である。そうした「EUの政治安定」に対する期待がユーロ圏に資金を引き戻す端緒になっていたことを思えば、マクロン仏大統領およびメルケル独首相が内政運営に苦戦し、イタリアで政治空白が騒がれている現状は対内証券投資の退潮を予感させる。「拡がる米独金利差」と「EUの政治“不”安定」、そして解消されていないユーロロングポジションがある限り、当面のユーロ/ドル相場がはっきりと上昇するのは難しいというのが実情ではないか。

為替従属に陥る **ECB** の金融政策

今後、ユーロ相場が反転するとしたら、やはり **ECB** の「次の一手」に拠るところが大きくなりそうだが、そもそも当の **ECB** や一部加盟国がユーロ高を望んでいない節があるという点は重要である。拡大資産購入プログラム (**APP**) の年内終了が既定路線となる中、市場の視線は利上げタイミングに移っており、その検討を示唆するだけでも再びユーロ相場が騰勢を強める可能性は高い。ユーロ圏への投資が手控えられている背景に▲**0.40%**という非常に大きなマイナス金利の存在があることは間違いない。投資家のみならず、外貨準備運用を担うリザーブプレーヤーにおいてもその弊害を忌避する向きがあるとされている。**2019**年におけるマイナス金利の解除は**5**年に亘って毀損してきたユーロ建て資産の投資妙味を根本的に改善するものであり、その実現可能性が視野に入った時のインパクトは昨年**6**月のシントラ講演の比ではないことが予想される。しかし、見通せる将来においてユーロ圏消費者物価指数 (**HICP**) の前年比**2%**到達が難しい状況でそのような決断を下すことが **ECB** に可能なのだろうか。筆者はそう思っていない。そもそも年初来見られている各種計数の減速が一時的要因だけではなくユーロ高要因にもあるのだとしたら、正常化プロセスそのものを休止させる必要が検討されるかもしれない。少なくともユーロ高が不都合な **ECB** にとっては米独金利差が相応に拡大していた方がユーロの騰勢を抑制したまま、落ち着いて正常化プロセスの進捗(≒利上げ)を検討できるというのが本音ではないか。

そのように考えると、**FRB**の正常化プロセスと米金利上昇が順当に確認できている今だからこそ、**ECB**が利上げを検討する可能性は高い。こうした「ユーロ高を招かないように運営する」という為替従属的な発想はおおよそ金融政策ではなく通貨政策の思考回路だが、かつて日銀が辿ってきた道程そのものであり、今や世界最大の経常黒字圏となったユーロ圏がこれをなぞっても全く不思議ではない。

《イタリア政局の現状と展望 ~ ECB にとっての大誤算 ~》

まさかの再選挙へ：後味の悪い指名拒否

5月はイタリア政局が混迷の度を深める中、ユーロ相場の軟調推移が続いた。極左政党である「五つ星

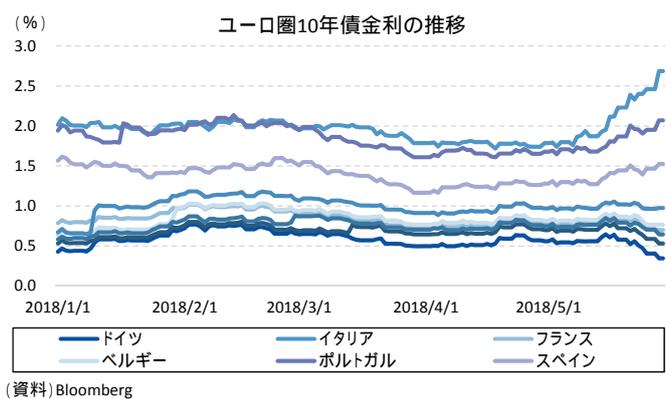
運動 (M5S)」と極右政党である「同盟 (The League)」の連立協議という無理筋な展開に追い込まれていたイタリア政局は結局、政権樹立に至らず再選挙という可能性が濃厚になってきた。後述するように、ECB にとっては最も忌むべき、大誤算の展開ということになりそうである。

事態を改めて整理しておくとして、3月総選挙で獲得議席数トップとなった「五つ星運動」のディ・マイオ党首、そしてこれと連立を組む「同盟」のサルヴィーニ書記長は協議の上、共に首相には就任しないことで足並みを揃えていた。そして5月21日、両党は政界ではほぼ無名の弁護士であるコンテ氏を首相候補として推薦することで一致し、マッタレラ大統領も同氏の指名に賛意を示していた (イタリアでは大統領が首相と閣僚の任命権を有する)。しかし、続いて財務相候補として推薦されたエコノミストで企業幹部のサボナ氏に関しマッタレラ大統領が指名を拒否、2党も同氏以外の候補を推薦しなかったため組閣が挫折し、足許の混乱に至っている。マッタレラ大統領はサボナ氏の指名拒否の理由に「国益」という言葉を用いており、サボナ氏がかつてユーロ離脱計画の必要性を主張していたという経緯が考慮された跡が窺える。組閣失敗を受けマッタレラ大統領は元 IMF 財政局長のコッタレリ氏を暫定政権の首相とし、組閣を委ねている。コッタレリ氏は親 EU であり、バックグラウンドからも分かるように緊縮路線を明確に支持する人物で上述の 2 党とは正反対の主張を持つ。同氏が議会の信任を確保した上で予算審議などを乗り切るのは事実上不可能であることから、来るべき総選挙までの選挙管理内閣としての位置付けになる。こうした状況下、例えば一部の伊紙では9月9日再選挙というシナリオが報じられている (※本稿執筆時点では選挙時期に関し情報が錯綜しているが、今回は9月9日想定で議論を進める)。

しかし、どのような理由であれ、総選挙で選ばれた政治家が推薦する閣僚候補をその主張が気に入らないという理由で大統領が組閣に協力しないということには後味の悪さも残る。仮に反 EU・反ユーロの連立政権が樹立し、その経済・外交方針が欧州委員会の基本方針と全面衝突することになったとしても、交渉して折り合わせ、着地点を見極めるのが筋だったのではないかと。両党は指名拒否が憲法違反になるとして、大統領の弾劾手続きを要求している。

民主主義という「名」か、市場安定という「実」か

もちろん、左右両極に主張展開するポピュリスト連立政権がユーロ懐疑派の財務相を擁し、欧州委員会と全面対決するというシナリオを金融市場が歓迎するはずもなく、マッタレラ大統領の判断は混乱回避の観点から適切だったという評価もある。イタリア 10 年国債利回りは5月に入り約 90bps も上昇しており (図)、こうした市場の「声」を無視して組閣を許せば、どの道、政権運営は行き詰ったという考え方も



であろう。しかし、こうした市場の「声」があればこそ、連立政権は欧州委員会と折り合う道筋を自分達で見つけようとしたはずであり、ギリシャでさえそうだった。今回の騒動は客観的に見れば EU が「手先である大統領」を通じて内政に干渉したようにも映り、禍根を残す可能性はある。要は民主主義という「名」を取るか、市場安定という「実」を取るかという問題であったと言えるが、連立政権に任せていてもいずれは「実」を取った可能性が高いと筆者は考えている。

ECB にとっての大誤算

しかし、最も重要なことは再選挙を実施したからと言ってイタリア議会の勢力図が親 EU に変わる見込みが殆どないということだ。次回選挙でも「五つ星運動」と「同盟」の連立以外に現実的な組み合わせは考えられず、結局、元の本阿弥になる可能性が高いというのがもっぱらの観測である。9月9日まで引っ張って同じ騒動を繰り返すくらいならば、今回連立を組ませて欧州委員会との妥協点を早いうちから探らせた方が賢明だったという話になるのではないか。世論調査の現状は大統領も承知の上であろうから、やはり指名拒否（そしてその先にある再選挙辞さず）という決断にはやや疑問符が付く。なお、現時点では3月再選挙時よりも極右である「同盟」が勢いを伸ばしているという世論調査もあり、9月再選挙後に樹立される連立政権では一段と反EU色が強まる恐れもある。

また、ユーロ相場を見通す上では、今回のイタリア騒動がECBにとって大誤算に発展しかねないことに留意しておく必要がある。周知の通り、ECB政策理事会は目下、「拡大資産購入プログラム（APP）をいつ、どのように打ち切るか」を主要論点としている。年初からの基礎的経済指標の悪化を踏まえる限り、7月26日の政策理事会まで様子を見た上で9月末に打ち切るのか12月末に打ち切るのかを見極め、9月政策理事会では7月に示唆した終了方針を再確認するだけというのが腹積もりだったのではないかと思われる。いずれにせよ「年内にAPPは終了する。これを9月に宣言する」というのがメインシナリオだったはずであり、次の課題は利上げだった。

しかし、9月の政策理事会は13日である。9日にイタリアが再選挙を行い、その僅か4日後の政策理事会でAPP終了を宣言できるだろうか。現在、ECBが毎月購入している国債の19%弱がイタリア国債であり、これは出資金比率対比で1%程度オーバーして購入されている。政治混乱に乗じてイタリア国債が売り叩かれる中で、ECBが難なく身を引けるとは思えない。9月9日にイタリア再選挙が設定された時点で9月政策理事会でのAPP終了宣言は難しくなったと考えるのが自然であり、とすれば7月26日の政策理事会で早々に12月ないし来年3月までの延長を宣言する可能性も無いとは言えない。そうなると最短で来年6月と目されていた利上げも9月まで後ずれし、2019年中の利上げも実現可能性が危うくなるのではないか。昨年来から盛り上がってきたユーロ買いが2019年の利上げ着手、2020年のプラス金利復帰までを視野に入れていたことを思えば、さらなるユーロ売りに繋がる可能性がある。

また、ここにきてスペインでも汚職問題に絡んでラホイ首相への退陣要求が強まっている。この騒動の帰結が再選挙や政権交代に至るのかどうかはまだ状況がはっきりしていないが、最悪の場合、今秋にイタリア、スペインのダブル総選挙というシナリオまで浮上しており、過去最長の景気拡大を背景として順風満帆にあったECBの正常化プロセスは一気に雲行きが怪しくなってきたと考えざるを得ない。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。