中期為替相場見通し

2018 年 6 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～「正常化」から「引き締め」に向かう分水嶺～

世界経済の現状と展望～露わになる失速感～ P.3
円相場の現状～最高値から 3 周年～ P.4
米経済や金融政策の現状と展望～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～ P.6
メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～ P.9

◆ ユーロ相場の見通し～ECB 利上げ着手は遠い将来の話に～

ECB の金融政策の現状と展望～「APP はタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～ P.12
イタリア政局の現状と展望～ECB にとっての大誤算～ P.15
英国の EU 離脱に係る現状と展望～下半期、最大の目玉となるか～ 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

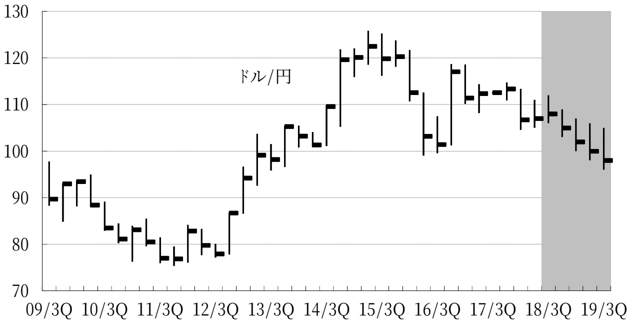
ドル/円相場は 6 月小動きにとどまった。米物価情勢が堅調な中、これと呼応するように FRB も利上げを続けているが長期金利は 3%で頭打ちとなっており、インフレ期待も伸び悩んでいる。必然的にドル/円相場も身動きを取れないという状況だ。やはり FF 金利が中立金利水準に接近しつつある中、もはや FRB の金融政策運営は「正常化」を超えて「引き締め」の局面に入りつつあると考える向きが増えているのだろう。事実、FOMC 声明文でもそのような示唆が見られ始めている。年内残り 2 回の利上げを予想する向きは多いが、その頃にはカーブが逆イールド化しているとの不安もあり、いよいよ FRB の「次の一手」として利上げを当然視するのは危うくなっていると考えたい。また、世界経済全体としても景気循環がピークアウトの様相を強めており、「米国が利上げに耐えられたとしても米国以外が耐えられない」という視点も忘れてはなるまい。特に新興国からの資本流出は依然、潜在的な懸念として残る。かかる状況下、米国内外の情勢が FRB の政策運営を縛るような展開が想定し、相場見通しを策定したい。とりわけ為替相場に関しては 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）が進むというのが引き続き筆者の基本認識となる。

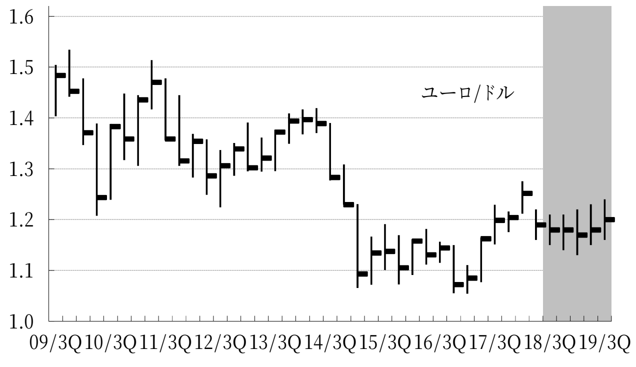
片や、ユーロ相場も方向感が見出せない地合いが続いている。5 月末から 6 月にかけて話題を集めたイタリア危機は一旦収束しているが、予算審議のある今秋には再燃の恐れがあることは留意したい。また、金融政策に関しては拡大資産購入プログラム（APP）の終了こそ宣言されたものの、政策金利については「2019 年夏以降、出来る限り長く据え置く」というガイダンスが付与され、ユーロ売りが加速している。現状では最短で来年 9 月の利上げ着手を見込む向きが多いが、問題はその頃には FRB が利上げの終点に差し掛かっている可能性が高いということだ。「FRB が利上げを止める」と同時に「ECB が利上げを始める」ということが果たして可能なのか。これまでユーロ高に不快感を示してきた ECB が堂々と対米金融政策格差の縮小に乗り出せるとは筆者は思わない。経済･金融情勢を踏まえれば 2019 年の利上げはゼロ回という可能性も十分あるだろう。ドル全面安の下で大崩れこそ避けられるが、上値を追うのは難しいというのが筆者の基本認識である。

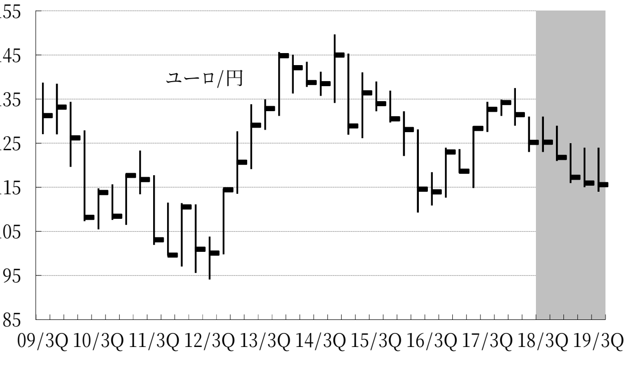
【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～6月（実績）	7～9月期	10～12月期	2019年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	104.64 ～ 113.40 (110.45)	106 ～ 112 (108)	103 ～ 109 (105)	100 ～ 107 (102)	98 ～ 106 (100)	96 ～ 105 (98)
ユーロ/ドル	1.1508 ～ 1.2556 (1.1570)	1.13 ～ 1.19 (1.16)	1.12 ～ 1.19 (1.16)	1.11 ～ 1.20 (1.15)	1.13 ～ 1.21 (1.16)	1.14 ～ 1.22 (1.18)
ユーロ/円	124.62 ～ 137.51 (127.77)	123 ～ 131 (125)	121 ～ 129 (122)	116 ～ 125 (117)	115 ～ 124 (116)	114 ～ 124 (116)

(注) 1. 実績の欄は6月29日までで、カッコ内6月29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。





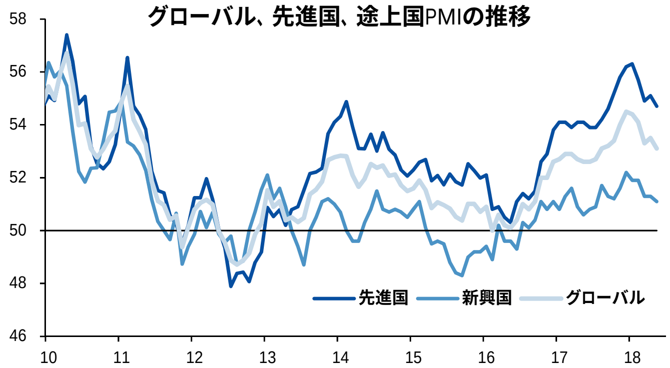


◆ ドル/円相場の見通し～「正常化」から「引き締め」に向かう分水嶺～

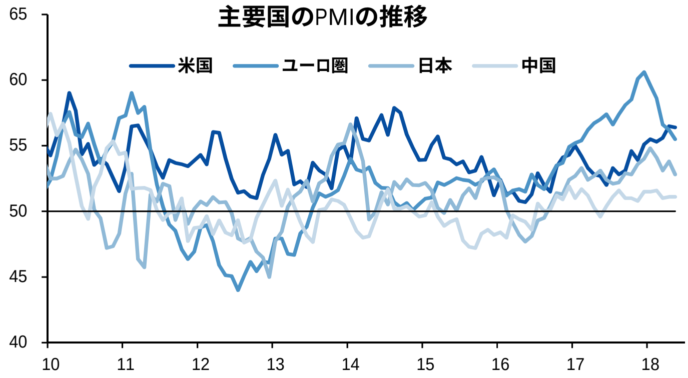
《世界経済の現状と展望～露わになる失速感～》

失速感が露わになる世界経済

欧米中銀の前向きな政策運営が取り沙汰される一方、長きに亘る世界経済の景気回復局面は着実に成熟化している。Markit 社の公表する 5 月グローバル製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 4 月の 53.5 から 53.1 へ低下した。昨年 7 月以来の低水準である（図）。引き続き、景気拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 は超えているものの、方向感として失速が始まっていることは明確であり、これは先進国および新興国の別に見ても同じイメージとなる。大まかな理解としては、2016 年初頭にボトムアウトした世界経済が米利上げの効果が徐々に浸透していることも手伝って再度ピークアウトの時を迎えているという認識が妥当なところだろうか。厳密には、利上げがもたらす引き締め効果のほか、利上げの裏側で起きる新興国からの資本流出、米保護主義の先鋭化、イタリア政局の抱える潜在的な不安などがリスク要因として浮上しており、いずれもその不安は未だに根絶されていないという状況にある。なお、国別に見ると、米国を除けばユーロ圏と日本で失速感が強く出ており、中国も冴えない（図）。



（資料）Bloomberg, Markit



（資料）Bloomberg, Markit

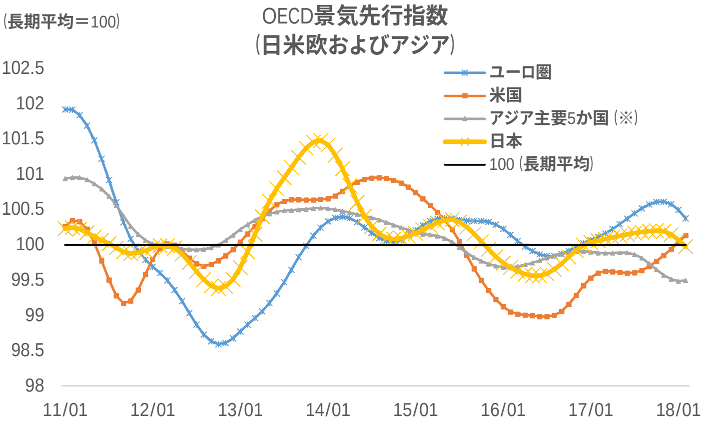
FOMC メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）が実現すれば、2019 年末には政策金利が中立金利に到達するが、恐らくそこに至る前に米イールドカーブにおいて逆イールドが出現する可能性が高い。既に世界経済はピークアウトしており、これから少しずつそれを認識する人々が増えてくるというのが現状認識として適切なのではないだろうか。

OECD 景気先行指数も同じイメージを示唆

こうした現状認識は景気先行指標の王道である OECD 景気先行指数（CLI：Composite Leading Indicators）[1]を見ても抱かれる。PMI がアンケートに基づくソフトデータであるのに対し、CLI は GDP を筆頭とするハードデータの合成指数である。この点、迅速性こそ PMI に劣るが、経済の実情をより正

[1] OECD（経済協力開発機構）が景気循環の転換点を早期に見極めるために主要計数を合成して算出している計数。転換点に対し平均して約 4～8 か月（about 4 to 8 months (on average)）先行するとされる。

確に映じることが期待される。同指数は実体経済に対し約 6 か月（正確には平均 4～8 か月）の先行性を持つように設計されている。図から判断されるように、日米欧の先進国はやはり 2016 年初頭をボトムとして景気拡大ペースが加速しており、日欧では 2017 年末から 2018 年初頭にかけて失速が示唆されている。アジアについても 2016 年初頭にボトムアウトこそしているが、その後も勢いに欠き 100 を超えることなく失速を迎えている。唯一、気を吐いているのが米国である。先行指数が停滞している状況で金融政策を現状のように淡々と引き締める判断は合理的ではないのだから、米国の好調さは当然と言えば当然と考えられる。考えられる仮説として「そうした米国の好調さに合わせた利上げやバランスシートの縮小が米国以外（特に新興国）の勢いを削いでいる」という基本的解釈があり得るのではないか。そのような解釈に加え、新興国にまつわる資本流出、米保護主義の先鋭化、イタリア政局の抱える潜在的な不安といった複数の要因が折り重なっているのが現状のように見受けられる。



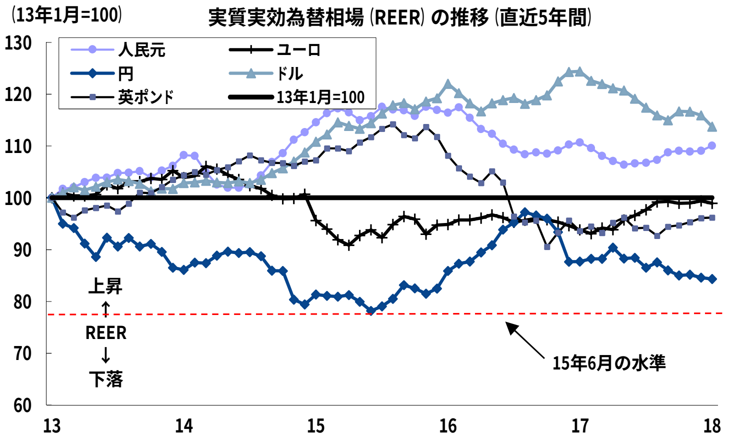
(資料) OECD、※中国、インド、インドネシア、日本、韓国

いずれにせよ代表的な景気先行指標である PMI や CLI が共にアラームを発し始めている事実は軽視すべきではないだろう。これらの計数が示唆する近い将来（約半年～1 年後）の景気失速は本欄が前提として懸念する「FRB による景気のオーバーキル」と平仄の合うデータでもあり、これと整合的な為替予想はやはり円高・ドル安と考えたい。

《円相場の現状～最高値から 3 周年～》

「125.86 円」から 3 周年

未だ記憶に新しい向きもあろうが、ドル/円相場がアベノミクス相場では最高値となる 125.86 円をつけたのが、今から約 3 年前となる 2015 年 6 月 10 日であった。同日、黒田日銀総裁は衆議院財務金融委員会の席で「実質実効為替レート（REER）では、かなり円安の水準になっている」との見方を示し、「(REER が) ここまで来ているということは、ここからさらに（REER が）円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語った。当人にそのつもりがあったかどうかは定かではないが（恐らくは特別な意図は無かったと思われる）、この発言を受けて同日のドル/円相場は急落、発言直前の 125.86 円から 122.46 円まで売り進められた。結局、この日に記録した 125.86 円を超えることは二度と無く、足許に至っている。



(資料) BIS、※Broadベース

本欄が円高見通しに軸足を移し始めたのも 2015 年 6 月だが、これも REER で見た円相場が 1980 年

代初頭の水準まで安くなっていた事実に違和感を覚えたからであった。結果的にそのタイミングをドル/円相場のピークと読んだことは適切だったが、足許ではそこから10%程度しか円高になっておらず「歴史的な円安水準」という印象はあまり変わっていない（前頁図）。図から判断する限り、2014年6月から始まった強烈なドル全面高が結局、今この時点でも大して調整していないことに由来する状況と言えそうである。昨年の大幅下落をもってしても、為替相場全体に歪みは残ったままである。主要通貨の中では唯一、ユーロだけが然るべき調整を済ませているように見える。

「3年」は1つの節目でもある

過去の本欄でも取り上げたことのある論点だが、ドル/円相場の周期を考える上で「3年」というのは1つの節目になってきたという経緯がある。最高値をつけた2015年6月を円安局面の『山』と見なした場合、今次円高局面は2015年7月から始まったと見ることができる。表に示されるように円安・円高にかかわらずドル/円相場の1回の「波」は約36か月であったことを踏まえれば、円高局面の収束を期待する向きもあるかもしれない。確かに円高が進むと囁かれながら遅々として進んでいない。

しかし、円高局面に限ればその「波」はもう少し長く、約42か月続いたという経緯があるので、2019年初頭までは予断を許さないという考え方もあり得る。さらに言えば1つの「波」における変動率（始点と終点で計算）は約30%あったという事実もある。125円から30%、円高方向へシフトすれば90円割れという大きな話になるが、現状ではまだそこまで至る気配は無い。総じて過去3年の為替相場は一部の大事件（ブレグジットや米大統領選挙）を除けば平穏な相場つきに収まっている。

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	？	？	-12.2	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	34.4	
平均（円高）			1,248.0	41.6	-32.4	
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」は局面の「始点」と「終点」について計算したもの。2015年7月以降の円高局面は2018年5月末で試算。

「これ以上円安にならない」と言われた状況は変わっていない

もちろん、後者の「波」の長さを参考にした議論はあくまで「数字遊び」の域を出るものではなく、文字通り参考情報である。だが、前者のREERで測った割安感が依然解消されていないという論点は、やはり見通し上、勘案したいものである。3年前、黒田総裁をして「これ以上円安にならない」と言わしめた状況から大して変わっていないのだから、円の先安観に賭けるのはやはり気が引ける。「そもそも論」だが、恐らくドル/円相場の「波」は米経済の景気循環に伴う「波」、ひいてはFRBの政策運営の「波」

に規定される面が大きいものだろう。米経済に係る「波」が史上最長を視野に入れている中、どこまでドル/円相場がこれに追随しそうなのか。今一度、立ち止まって冷静に考えるべき論点であろう。

《米経済や金融政策の現状と展望～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～》

「後ろめたさ」を抱きつつの運営に

6 月 12～13 日に開催された FOMC は FF 金利の誘導目標を 25bp 引き上げ 1.75～2.00%とすることを全会一致で決定した。いよいよ 2%台の政策金利である。また、メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）の中央値が示唆する年内の利上げ回数は従前の 1 回から 2 回へ引き上げられている（但し、後述するようにこれ自体は大騒ぎする話ではない）。声明文自体も全体的に短めの仕上がりになっており、現行の政策運営に対する自信を窺わせる。削除観測もあった現状の政策スタンスに対する「accommodative（緩和的）」との文言は温存されたが、「the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run」とのガイダンス文言が丸々削除された。これにより現行の政策金利が長期的な金利水準（≒中立金利）に接近していることが公式に認められたことになり、政策運営は「引き締め」モードに入ったと言える。

FRB の政策運営にまつわる主要論点はいよいよ「中立金利の距離感」に集約されつつある。正常化プロセスを抜けて今後は「引き締めし過ぎかもしれない」という「後ろめたさ」を胸に抱きながらの運営となるが、今回の決定を受けて株式市場が下落で反応していることを FRB はどのように受け止めているだろうか。パウエル FRB 議長は前体制の路線を受け継ぎ、株価下落でも正常化プロセスを止める意思は無いという姿勢を鮮明にしているが、そうは言っても今の米家計部門の好調な消費・投資意欲は株高をベースにした資産効果が相当寄与している。賃金の伸びが穏当にもかかわらず、貯蓄率が大きく下がっているのは不労所得が作用している部分が大きいと読むのが自然だろう。低金利・株高・家計消費（実体経済）は一蓮托生なのであり、利上げが資産価格の調整を激しいものにしていくのであれば、やはり現行路線は頓挫せざるを得まい。筆者は年内にそうした展開になることを警戒している。

中央値上振れは大事（おおごと）ではない

注目されたドットチャートを整理すると、メンバー予想の中央値は 2018 年末に関し、前回の 2.125%から 2.375%へ上昇している。これにより示唆される年内利上げ回数は 1 回から 2 回へと上振れたことになる。同様に 2019 年末に関しては、前回の 2.875%から 3.125%へ上昇している。これにより示唆される 2019 年中の利上げ回数は 1 回から 2 回へと上振れた（右表）。とはいえ、本欄のプレビューでも指摘したように、元々中央値は「2018 年は 3 回利上げ」派だったメンバーが 1 人でも 4 回利上げ派に転じれば、上振れるような状況にあったので、中央値の上方修正を捉えて FRB のタカ派化を殊更強調するのは憚られる。ちなみに 2020 年末に関しては 3.375%で据え置き（2020 年

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

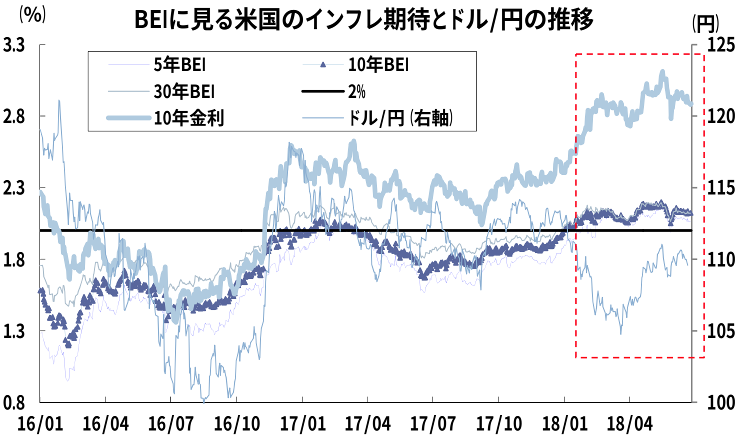
FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	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%
Jun-18	2.375%	3.125%	3.375%	2.875%

（資料）FRB

中の利上げ回数は 1 回)、注目される中立金利と見なされる長期（Longer run）見通しは 2.875%で据え置きだった。つまり、今回のドットチャートから「2019 年中にも政策金利は中立金利を突破する」という想定に変わっており、これが上述のガイダンス文言削除と平仄が合う事実となる。2019 年に中立金利を突破するにもかかわらず 2020 年も利上げを続けるという姿勢からは、やはり物価や資産価格のオーバーシュートを懸念している様が見て取れる。

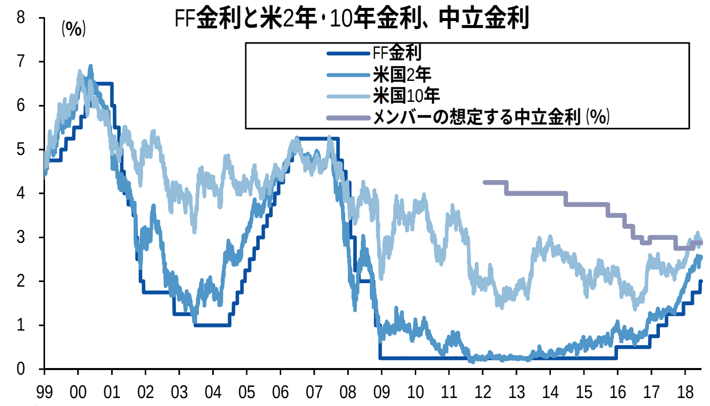
ビハインドザカーブの心配はどこにもない

ドットチャートにおける先行き利上げ回数の見通しが引き上げられたからと言って本欄のスタンスは変わらない。中立金利の想定が大して変わっていない中で現実の政策金利が引き上げられている以上、終点は近いという認識が強まるだけである。現状、賃金が騰勢を強めているわけでもなく、インフレ期待も頭打ちが鮮明であるため（図）、米国のインフレ率が制御できないほど高進するという事態まで想定する筋合いはない。それは即ち FRB がビハインドザカーブに陥っていることまで心配する必要は無く、むしろ利上げし過ぎによるオーバーキルの方が心配すべきではないかという基本認識に繋がってくる。



(資料) Bloomberg

そう思っているからこそ米債市場ではカーブのフラット化が続き、逆イールド化まで視野に入り始めているのだろう。そもそも FRB がビハインドザカーブを恐れるほど米経済が過熱気味ならば、その恩恵は新興国へスピルオーバーしてくるものではないか。そうした状況ならば 5 月初旬に見られたような混乱も発生しないように思われる。いや、仮にスピルオーバーせずに米経済だけ独立的な過熱を認めたとしても、資本移動がこれほど大量かつ迅速に起きる市場において淡々と自分（FRB）だけが利上げし続けるのは困難である。基軸通貨ゆえに、その資本コスト上昇の影響は自国経済にとどまらず、やはり新興国からの資本流出を促してしまう。なお、米経済は+2%弱と目される潜在成長率を大幅に超える+3%弱（2017 年通年では+2.6%、2018 年 1～3 月期の前期比年率は+2.8%）で走っているが、こうした高い成長率が持続可能なのかという根本的な目線も持ちたい。経験則が示す通り、10 年金利は中立金利に到達しているのでピークアウト、あとは 2 年金利がこれに追いつき、追い越すのを待つだけ（つまり逆イールド待ち）という状況と見受けられる（図）。かかる状況下で示すべき為替見通しは米金利低下に伴うドル相場の下落、そして元より過小評価となっている円相場の連れ高だというのが筆者の変わらぬ考えである。



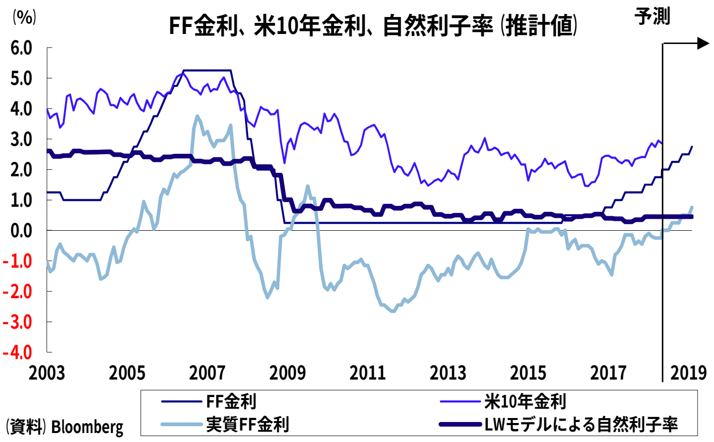
(資料) Bloomberg

「利上げの打ち止め」を検討する局面に

結局のところ、目下の注目論点は「利上げの打ち止めはいつか」に尽きる。繰り返しになるが、米経済にとって引き締め的でもなければ緩和的でもないと目される政策金利、即ち中立金利に関し、現時点のFOMC メンバーによる予想中央値は 2.875%である。ここから期待インフレ率を引いたものが均衡実質金利もしくは自然利子率と呼ばれ、中長期的には潜在成長率と近似すると考えられる。語義を整理すれば、中長期的という限定を付けた場合、「潜在成長率≒自然利子率≒均衡実質金利」であり、これが「名目ベースの中立金利-期待インフレ率」で求められる。中長期的な米国の潜在成長率については諸説あるが、例えば米予算局（CBO）の推計では 2014～17 年の過去 3 年で 1.5～2.0%程度（平均すると 1.7%程度）であった。ここから導かれる中立金利は、期待インフレ率を目標の 2%とすれば 3.5～4.0%である。現状の予想中央値（2.9%）と比べて 0.5～1.0%ポイントほど上振れているが、これはあくまで「中長期的に見た米国の地力（潜在成長率）」が前提である。足許の状況が常にこれと一致するわけではない。

今年 12 月には引き締め局面へ：LW モデル

FRB が考える「短期的に見た米国の地力」は 1.5～2.0%といった水準よりもさらに低い水準にある可能性がある。例えば、6 月、ニューヨーク連銀総裁に就任したウィリアムズ連銀総（当時サンフランシスコ連銀総裁）は 5 月 15 日の講演で「私の考える中立金利は 0.5%程度。インフレ率が目標である 2%で推移するとした場合、典型的な名目短期金利は 2.5%である」と述べていた。図示されるようにウィリアムズ総裁と FRB のエコノミストであるローバック氏が考案したモデル（the Laubach-Williams model、LW モデル）により推計される自然利子率は金融危機後に劇的に下がり、現在 0.4%程度で推移している。直感的なイメージとしては、これよりも実質 FF 金利が低位にある場合、金融緩和効果が期待されるわけだが、2009 年以降はまさにそれが常態化していた（さらに言えば 2012 年以降は緩和効果が縮小しつつあったようにも読める）。しかし、仮に現在のドットチャート通りに利上げが行われ、インフレ率（ここでは PCE デフレーター）が 2%で安定推移するとした場合、今年 12 月に FF 金利が 2.25～2.50%に引き上げられた段階で LW モデルが示唆する自然利子率を突破し、FF 金利は実質ベースでプラス圏に入ってくる。言い換えれば、はっきりと金融引き締めが意識される局面に入ってくるということでもある。



(資料) Bloomberg

「引き締め」にシフトする分水嶺

むろん、自然利子率の正確な水準を把握するのは難しい。しかし、少なくとも自然利子率の実証研究においてウィリアムズ総裁とローバック氏は大家として知られた存在であり、入手可能な情報としては最も尊重し得る計数の 1 つと考えられるだろう。現状の FOMC 声明文、議事要旨、要人発言などを見る限り、利上げが終盤に差し掛かっているとの疑義は明らかに強まっている。そうであればこそ、米イールドカーブがフラット化していることもまた、景気後退の前兆として相応に意識される論点となるはずであ

る。今、この瞬間が「正常化」から「引き締め」にシフトする分水嶺なのだという姿勢で金融市場をウォッチすることが重要になっている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～再び先鋭化した保護主義～》

6 月、再び先鋭化した保護主義

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。米政治に係るリスクは①の経済政策の中に統合した分、リスク要因としては 1 つ減った格好だが、円高リスクが後退したという判断ではない。むしろ、5 月に「停戦」の様相を呈していた[2]米中貿易摩擦に象徴される保護主義は 6 月の米朝首脳会談前後から再燃しており、繰り返し市場心理を下押している。また、中国に限らず EU との間でも対立が鮮明化しており、トランプ米政権の保護主義姿勢が市場心理の重石となる状況は春先から変わっていないどころか、むしろ悪化しているとさえ言える。この流れの中で日本だけ「お目こぼし」を受けるという想定はやはり楽観的過ぎるのではないだろうか。二国間交渉を仕掛けられる中で円高が進むリスクとしてやはり①を外すわけにはいかない。

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	①	トランプ大統領の経済政策	・先鋭化する保護主義、日米貿易摩擦への発展	円高ドル安
米国	②	FRBの過剰な引き締め継続	・完全なる「引き締め」局面への突入	円高ドル安
日本	③	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
日本	④	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体からオープン拡大へ？ ・クロスボーダーM&Aの継続的な増加	円安ドル高
日本	⑤-1	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収	円高ドル安
日本	⑤-2	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	⑥	欧州関連懸念	・イタリアと欧州委員会の対立激化 ・Brexit交渉を巡る対立激化	円高ドル安

（資料）筆者作成

ちなみに、6 月 25 日には、EU による報復関税を受けて、米自動二輪車大手企業が一部生産を米国から引き揚げ、国外へ移転する計画を立てていることが話題になった。既に実体経済は貿易戦争を見越して動き始めているのである。「貿易戦争はディール（交渉）の材料」という見立ては恐らく正しいものと思われるが、事態が深刻化する前に実体経済や金融市場は動き出すことには留意しておきたい。金融市場、特に為替市場などはその最たるものである。

また、②は文字通り、オーバーキルへの懸念であり、この点は既述の通りの論点でもある。年内に確実視される残り 2 回の利上げを経て FF 金利は「2.25～2.50%」へ到達する。ウィリアムズ NY 連銀総裁などが主導した実証研究によれば中立金利は約 2.50%と見られており、これ以上の利上げは正常化を超えて文字通り「引き締め」となる恐れも見え始めている（P.8、前掲図）。2019 年以降、実質ベースで見た政策金利がプラス圏に入り、実体経済への影響が現実的に懸念される局面となるが、それでも淡々と利上げをするのだろうか。政策効果の発現にラグがあることを踏まえれば、やはりオーバーキルを懸念せざるを得ないというのが本欄の基本認識である。2018 年の 4 回利上げに続いて 2019 年も同様の回数の利上げに踏み切るようなことがあれば、②のリスクは現実化する。

アベグジットリスクは後退も欧州政治に不安

そのほか本邦の政治情勢も円高リスクの 1 つと考えられてきた。内閣支持率は一時期の低迷から脱却

[2] 5 月 19～20 日にワシントンで開催された米中通商協議においてムニューシン米財務長官は「われわれは貿易戦争を保留する」という停戦宣言を口にした経緯がある。

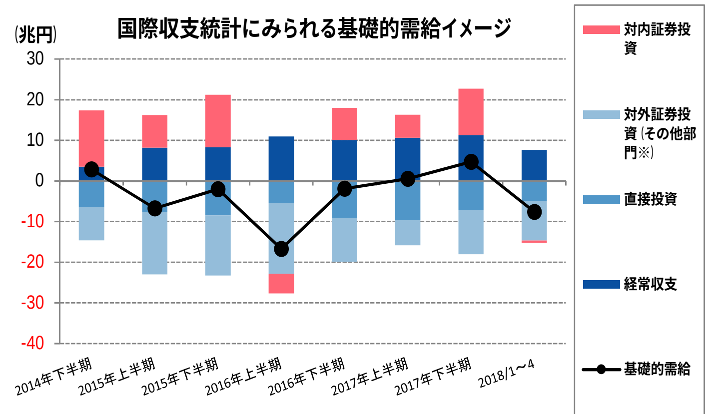
した感があり、9 月の自民党総裁選における安倍首相の 3 選も「間違いない（6 月 26 日、二階俊博自民党幹事長）」という声まで出始めている。この点、③のリスクは春先から見れば後退しており、海外投資家を中心として「アベグジット（Abexit）」がテーマ視され、円買い・日本株売りが雪崩をうって起きるようなリスクは今のところ杞憂となりそうである。本テーマは実際に安倍首相が出馬を表明し、これに続いて他候補も表明し始めることで本格的に市場でも注目されることになるだろう。この点、6 月 17 日、読売テレビの番組出演中、安倍首相は出馬表明の時期に関し「東京近辺でセミの声がうるさいなと感じられる状況になった頃」と述べ、もっぱら国会閉会後の 7 月中旬以降という観測が強まっている。

また、日銀の金融政策運営が正常化に傾斜する⑤-1 のリスクも依然として根強い。国債買いオペの段階的な減額が引き続き行われ、現行の金利環境下での金融機関経営に限界も囁かれる中、イールドカーブコントロール（YCC）における長期金利誘導目標の引き上げが実施されるとの観測は根強い。実際のところ、欧米中銀が正常化プロセスに勤しんでいる現状でしか出来ない決断でもあり、その予想に合理性はある。しかし一方では FRB の利上げが中立金利（≒いわゆる終点）に接近していると言われる状況下で、引き締め方向の政策調整に踏み切るには勇気も要るだろう。円相場も決して円安に傾斜しているわけではない中、引き締め方向への政策調整が可能なのだろうか。少なくともそのような決断をするのであれば早いに越したことは無く、7 月会合などはその候補になり得るので、念の為、注意は必要である。本欄のメインシナリオとしては考慮していないものの、実現した場合はやはり円高リスクの 1 つと考えるべきなのだろう。なお、その場合は消費者物価指数（CPI）の伸び悩みに関し、説得的な理由付けが必要になることは言うまでもない。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治にまつわる⑥のリスクは払拭されていない。イタリア政局の混乱は一旦収束した格好だが、新たに誕生したポピュリスト政権は 10 月の来年度予算審議において拡張財政路線を追求し、欧州委員会と全面衝突する公算が大きい。経済政策以外でも両者の溝は大きく、最悪の展開として政権側が「ならば国民に意思を問う」という挙動に出ないかどうかという不安は残る。困難な意思決定を外部化する行為はギリシャや英国で見られ市場混乱を招いてきたのは周知の通りである。そのほか英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡る交渉も、いよいよ両者の通商関係を協議する局面に入る。果たして「合意なしの離脱（クリフ・エッジ）」を回避できるのかは依然、不透明さも残るのが実情である。この点は後述で詳しく議論しているので別途、参照にされたい。

円安リスクとしての基礎的需給環境

一方、円安リスクは何もないのか。前月の本欄でも言及したが、円の基礎的需給環境（図）はこれまでのところ円高をあまり支持していないという論点はある。例えば本邦の機関投資家や企業による積極的な対外リスクテイク（要するに円売り）は円安リスクとして外せないものだ（④のリスク）。3 月のドル/円相場が 105 円を割り込んだ後、思ったほど下抜けしなかっ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指



(資料) INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

摘もある。確かに 2018 年に入ってからの対外証券投資は買い越しが続いており、こうした指摘は的外れではないのだろう。なお、4 月に公表された大手生保の運用計画を見る限り、やはりオープン外債に対する意欲の強さは見て取れた。

また、過去の本欄でも詳しく議論したが、本邦企業によるクロスボーダー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も無視できない。こうしたフローも広義には「日本人の円売り」であることは間違いなく、やはり円の基礎的需給環境を円売りに傾斜させる要因となった。過去 20 年弱における対外直接投資の基調的な増加によって、今や日本の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[3]。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だろう。本欄で想定する 100 円割れの円高を阻止する 1 つのリスクとして④は無視できないものと考えたい。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（⑤-2 のリスク）を想定しておく価値はあろうが、これはよほど円高が進んだ後に取られる決断であり、今心配するものではない。

毎月の本欄でも述べるように、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。年内にも FF 金利が中立水準に到達し、来年には実質ベースでプラス圏に足を踏み入れようとしている中でこうした前提はますます意味を持ってくるのではないだろうか。フラット化の度を強める米イールドカーブの現状はその証左でもあろう。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、ドル相場についても必然的に全面安へ振れ、その傍らで円も騰勢を強めやすいというのが引き続き本欄のメインシナリオである。

[3] みずほマーケット・トピック 2018 年 5 月 30 日号『17 年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～』をご参照下さい。

◆ ユーロ相場の見通し～ECB 利上げ着手は遠い将来の話に～

《ECB の金融政策の現状と展望～「APP はタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～》

発表が早かった以外にはサプライズなし

6 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。しかし、拡大資産購入プログラム（APP）の終了スケジュールについて思いのほか早いタイミングで決定してきたことはやや驚きがあった。現状、月間 300 億ユーロで行われている資産購入は 9 月末で終了させ、10～12 月期は月間 150 億ユーロでの運用が続き、年内に打ち切りとなる。導入決定（2016 年 1 月）から約 3 年の月日を経て、ECB の量的緩和（QE）が幕を閉じることになる。資産購入は終了しても保有資産の再投資は続けられることになり、バランスシート（B/S）の規模は継続される。また、少なくとも「2019 年夏以降、出来る限り長く」現状の政策金利水準が継続される旨も示された。これに伴って、従前のガイダンス文言である「well past the horizon of our net asset purchases」が削除されている。これの意味する APP 終了からのリードタイムが最低でも 7～8 か月だったということになろうか。

以上、3 点（APP 終了、再投資継続、低金利継続）が今回の政策理事会の見どころとなる。大きく報じられ、値動きも荒くなっている政策理事会だが、実際に驚きだったのはこうした発表が「7 月ではなく 6 月だった」というタイミングの問題だけであり、購入額を半減させて年内継続させる案や現行金利が来年夏まで続くとの見通しは市場予想の中心から大きく外れるものではない。政策理事会後のユーロ相場急落について「来年 6 月の利上げを織り込んでいた向きが失望した」という解説が多いが、そもそも来年 6 月の利上げは相当厳しい情勢であり、この織り込みが多数派だったわけではない。イタリア危機収束や事前のプラート ECB 理事発言を受けて積み上げられていたユーロ買いについて、「噂で買って、事実で売る」という処理がなされただけという見方も出来るのではないか。

「APP はタカ派」、「利上げはハト派」、双方に花を持たせた格好

繰り返しになるが、APP の年内終了に関しては既定路線だった。それが「9 月なのか 12 月なのか」、「12 月だとしてもテーパリング（300 億ユーロ→150 億ユーロ）はあるのか、ないのか」といった争点は確かにあったが、「年内で終わり」という点に意見は集約されていたし、それが市場予想の中心でもあった。その方針を 7 月ではなく 6 月に早出しした背景は分かりかねるが、タカ派への配慮だった可能性もある。一部報道にもあるが、メンバーの中には「2019 年半ばの利上げ可能性を示唆して欲しい」という意見もあったという。今回示された「2019 年夏以降、出来る限り長く」という表現はこれと相容れないほどハト派寄りの表現であるから、せめて APP に関してはタカ派の意を汲んで早期終了宣言に踏み切ったのではないか。足許の基礎的経済指標は非常に不安定であり、今秋にはイタリア政局の混乱も予見されている中、急いで APP の終了を宣言する合理性は本来無かったはずである。そもそも 4 月会合時点では 10 月以降の延長やテーパリングといった論点は議論されておらず、今回の終了宣言に唐突感があったことも事実である。質問者からも今回の決定に関し「a balance or a compromise between doves and hawks」だという感想が出ているように、「APP はタカ派」、「利上げはハト派」、双方に花を持たせたという政治的な配慮が働いたのではないだろうか。

なお、報道によれば、メンバーの中には APP の延長可能性に含みを持たせることを主張した者もいた

というが、これは一蹴されており、タカ派の意向が優先されている。もちろん、声明文を良く見れば、終了に向かうのは「subject to incoming data confirming our medium-term inflation outlook」という条件が付けられているわけだが、これまでのように「必要があれば延長する」というフレーズを付加することを希望したメンバーもいたのだろう。これらが却下されたのはタカ派への配慮と考えられる。

「花道論」的には 2019 年 9 月が節目

とはいえ、「双方に花を持たせた・・・」とは言っても、厳密には割を食ったのはハト派であったように見える。確かに「We expect them to remain at their present levels at least through the summer of 2019 and in any case, for as long as necessary」は最大限、ハト派に気を遣った表現に見えなくはないが、既に述べたように、「最短で来年 6 月に利上げ」という見通しを持っていた市場参加者は決して多くはなく、9 月以降に利上げ着手というのは意外な想定ではなかったように思われる。「in any case, for as long as necessary」との部分がユーロ売りを誘ったのかもしれないが、裏を返せば「経済・金融情勢が良ければ 2019 年夏には利上げ出来る」というようにも読める。ECB 政策理事会で「夏」に該当するのは 7 月か 9 月であり、仮にそうだとすれば全くハト派的な政策運営ではない。

穿った見方ではあるが、現行の政策理事会は「2019 年 9 月までに利上げ出来るか否か」を気にしている可能性もある。それがドラギ総裁退任前の最後のスタッフ見通し改訂タイミングであり、花道を作るとすればそこが最後のタイミングとなるからだ。洋の東西を問わず、こうした「花道論」は中銀ウォッチにおいて浮上しやすく、的を射ていることがある。ここから先は穿った見方だが、仮に後任がタカ派最右翼のバイトマン独連銀総裁になるならば、バトンタッチの際の段差は小さい方が市場に優しい。2019 年 11 月スタートの新体制までに利上げへの道筋はつけておきたいという思いはあるだろう。

FRB は再投資停止までに 3 年かかった

再投資継続に伴う B/S の規模維持に関しては依然、情報に乏しく見通しを語るのは尚早と考えられる。会見では「再投資はどのくらい続けるつもりなのか。利上げ開始時期との関連はあるのか」と尋ねた記者もいたが、ドラギ総裁の回答は「再投資方針については議論していない。これは将来の会合で議論する」と素っ気無い。やはり現段階で現実感を持って議論できるような論点ではないということなのだろう。景気循環に恵まれ、通貨高をさほど気にかけない FRB ですら 2014 年 10 月に量的緩和（QE）を終了させてから再投資方針を停止するまでに丸 3 年かかった。これから景気循環が山をつける可能性が高く、通貨高に嫌悪感を示しがちな ECB はもっと時間がかかっても不思議ではないだろう。仮に、FRB と同じ 3 年で道筋をつけたとしても B/S 縮小の決断は 2021 年 6 月というイメージになる。

これらの議論と総合すると「2019 年 9 月に利上げに着手し、2020 年中にプラス金利へ復活し、2020 年後半から 2021 年にかけては B/S 縮小」ということになるだろうか。しかし、時間をかけるほど欧州は各国の重要選挙が循環的に巡っ

ECBの出口戦略のイメージ（2018～20年）

	時期	内容	政治イベント
	2017年10月	APPの延長＆縮小決定	
	2018年1～9月	APPの縮小スタート（600億→300億）	
	2018年10～12月	APPの縮小＆延期（300億→150億）	イタリア予算審議
↑決定事項	2018年12月	APP廃止？	
↓予想	2019年9月	預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.40%→▲0.30%）	ギリシャ、ポルトガル、EUの総選挙
	2019年12月	預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.30%→▲0.20%）	
	2020年3月	預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.10%→0%）	スペインの総選挙、米大統領選挙
	2020年6月	預金ファシリティ金利の引き上げ（0%→+0.10%）	
	2020年9月以降	バランスシート縮小へ	

（資料）筆者作成

てくる。特に、2019 年秋にはギリシャやポルトガルといった比較的問題の大きそうな国々が総選挙の季節を迎える。ちなみに 2021 年まで引っ張れば、ポストメルケルを賭けた総選挙がドイツで行われるし、2022 年まで行けばフランス大統領選挙がある。

2019 年は利上げ「ゼロ回」も。タイミングが悪すぎる局面へ

本欄では繰り返し述べている論点だが、ECB にとって本当に悩ましいのは APP 終了後にやってくる利上げの処遇である。いや、利上げそれ自体が問題ではない。最も厄介なのは利上げに乗じて発生するユーロ高である。今回改訂されたスタッフ見通し（表）によれば 2018～20 年までのユーロ圏消費者物価指数（HICP）は+1.7%とされており、従来の 2018～19 年/+1.4%、2020 年/+1.7%から上方修正されている。しかし、上方修正の主たる理由は原油価格上昇であって賃金インフレをベースにしたものではないし、何より「2020 年まで見通しても+2.0%に到達できない」という状況は変わっていない。かかる状況を前提にして、一段と通貨高を推し進めようとする政策運営が果たして可能なのだろうか。

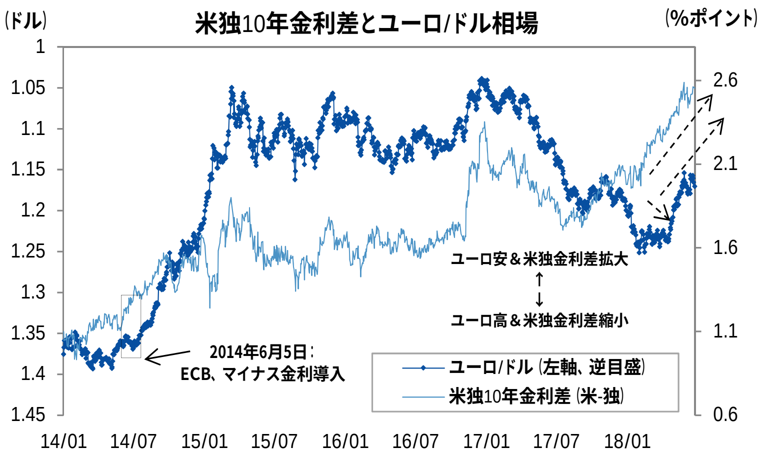
ECBのスタッフ見通し（2018年6月）

(%)

	2017	2018	2019	2020
消費者物価上昇率（HICP）	1.5	1.6～1.8	1.0～2.4	0.9～2.5
（前回：2018年3月）	1.5	(1.1～1.7)	(0.6～2.2)	(0.8～2.6)
実質GDP	2.5	1.8～2.4	0.9～2.9	0.6～2.8
（前回：2018年3月）	2.5	(2.1～2.7)	(0.9～2.9)	(0.7～2.7)

(資料)ECB、為替レート（ユーロ/ドル）の前提は2018年が1.20、2019～20年が1.18。

ECB はマイナス金利を導入した 2014 年以降、実に 4 年間にわたってユーロ安を享受してきた。この際、ECB が頻繁に主張してきたのが対米金融政策格差の存在だった。確かに、2015 年 12 月から数えて実に 7 回の利上げを行った FRB と 1 年前（2017 年 6 月）に辛うじて正常化の意思表明（いわゆるシントラ演説）を行った ECB との間には明確な政策の格差があった。ゆえに、欧米金利差に応じてユーロ相場の軟調が続いてきたこと自体、それなりに正当性はあった。しかし、順調に行けば 2019 年秋に FF 金利は中立金利に到達している可能性がある。外形上は「利上げの終点」への到達であり、その頃には逆イールド化が発生している懸念もある。今回の声明文を見る限り、ECB が最速で利上げ出来るとしたら正にその頃であり、タイミングとしては非常に悪い時期が想定されているように思える。



(資料) Bloomberg

2019 年秋以降、これまではっきりと拡大していた欧米金融政策格差が一転して縮小する局面に入るのだとしたら、ユーロ相場がどう動くかは想像に難くない。元よりユーロ安の真因はマイナス金利だと言われていただけに、利上げ着手のニュースだけでもユーロ相場は急騰する可能性があるだろう。シントラ講演後、ユーロは対ドルで最大+15%程度上昇したが、ECB はそうした為替相場に対し不快感を隠さなかった。そのような気質の ECB が立ち往生する FRB を尻目に利上げに邁進できるのだろうか。筆者はそう思わない。さらに言えば、年初来のユーロ圏の基礎的経済指標悪化はユーロ高に起因する部分も

あると言われている。景気循環が衰えていきそうなこれから、敢えてそのような動きを取るだろうか。

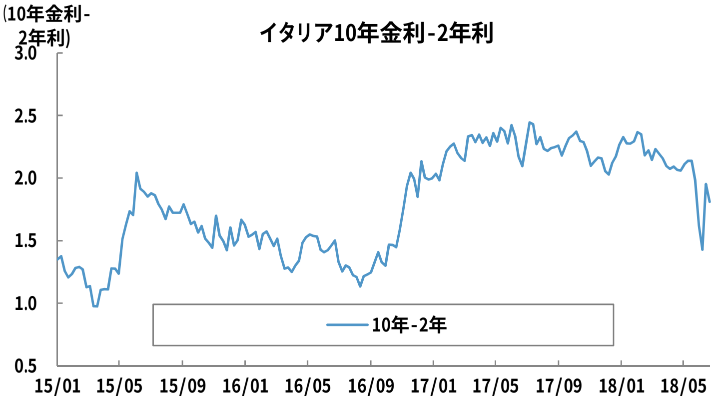
以上のような諸要因を踏まえれば、2019 年の利上げは最大でも 1 回（9～12 月）、経済・金融情勢を踏まえればゼロ回という可能性も十分あるのではないか。

《イタリア政局の現状と展望～ECB にとっての大誤算～》

色濃く残るベアフラット化の爪痕

イタリア危機が収束するに伴って、既にこれを過去のものと見なそうとする雰囲気が強い。ユーロは直近安値（1.1510）から買い戻され、懸案のイタリア国債利回りも落ち着きを取り戻していることから、一旦は市場のテーマから外れていることは間違いない。しかし、2009 年以降の欧州債務危機や 2015 年以降の難民危機が EU 加盟国政治の在り方を実際に大きく変えてしまった（ポピュリストが野党多数派ではなく実際に政権奪取まで至った）という意味で、今回のイタリア政局が持つ歴史的意味合いは非常に大きいものだろう。少なくとも筆者はそう考えている。

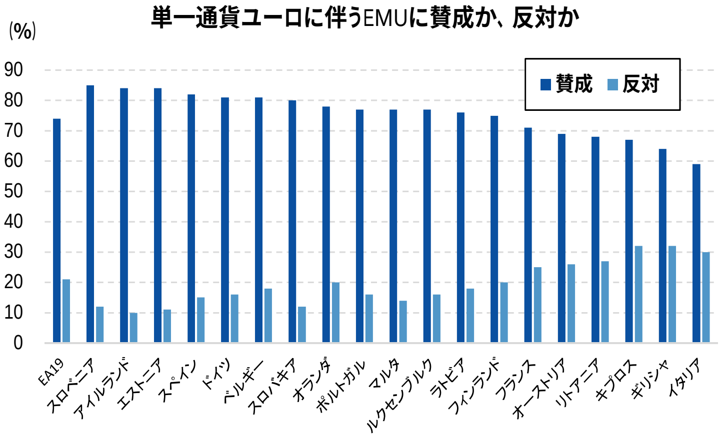
債券市場の利回りが下げきらない状態が続いているのは「このままで済むはずがない」という恐怖心の表れと見るべきなのだろう。イタリア国債利回りは全ての年限において一旦ピークアウトの兆しが見られるが、一連の騒動で進んだベアフラット化の爪痕は色濃く（図）、近い将来における急激な景気の冷え込みを警戒する構図となっている。識者によってはこうした相対的に短めの金利上昇をイタリアのユーロ離脱とその必然として訪れる為替リスク・プレミアムの拡大に求める向きもあるが、そこまで合理的な懸念が金融市場で織り込まれているかどうかは定かではない。だが、ポピュリスト政権としか形容しようが無い新政権を待つ「最悪のシナリオ」としてそれ（ユーロ離脱）が想定されるのも確かである。



(資料) Bloomberg

とりわけユーロを信じていないイタリア

極左政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」から構成されるポピュリスト政権の唯一にして最大の共通点は拡張財政路線であり、同時にそれが欧州委員会（EU）や ECB の基本方針との最大の相違点でもある。最低所得保障や付加価値税引き上げ見送り、所得減税など、現在標榜されている目玉政策を何らかの形で修正しない限りは 2015 年上半期のギリシャ極左政権が経験したような苛烈な対立が待ち受けるだろう。行き詰ったポピュリスト政権が最後にすがるのが国民投票である。ポピュリスト政権ではないが、



(資料) 欧州委員会「Eurobarometer」

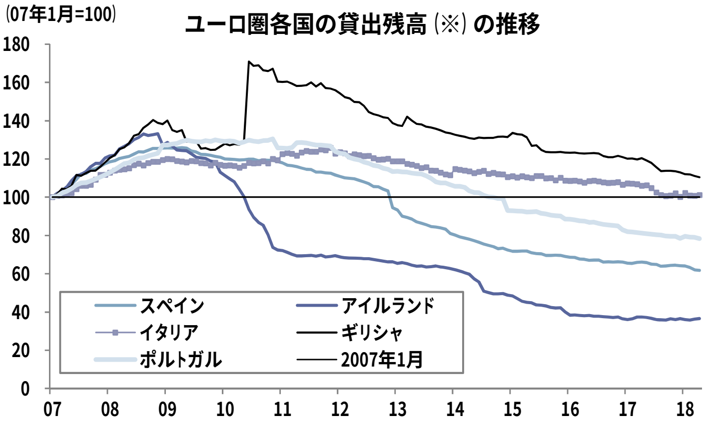
英国でも党内対立が行き詰まり、結局は国民投票に意思決定を外部化した（そして EU 離脱に至った）。ゆえに、最悪のシナリオが無いとは言えない。

なお、6 月 4 日にはユーロ離脱を問う国民投票が実施された場合、イタリア国民の 29%が離脱に投票するという調査結果が報じられており、「EU を信頼する」との回答が 40%にも満たなかったという（イプソスが 1002 人を対象に 5 月 30～31 日に実施した調査）。EU への信頼は脇に置いたとしても、約 30%がユーロ離脱を望んでいるというのは相応に大きい数字ではないだろうか。2016 年の英国民投票や米大統領選でも指摘されている事実だが、回答することが自分の不利益になると考え本音で調査に答えない「物言わぬ多数派（サイレント・マジョリティ）」が勝敗を決したといわれている。これは 2017 年 9 月のドイツ総選挙で「AfD（ドイツのための選択肢）」が予想以上に議席を伸ばした時にも指摘された。投票の有無が現実的ではない現段階から約 30%もの層がユーロ離脱を支持しているというのはそれなりにショッキングなデータと言える。欧州委員会の実施する世論調査『Eurobarometer』によれば、イタリアは共通通貨ユーロへの信認が加盟国の中で最も低い国である（前頁図）。投票となればその深層心理が表出するリスクは気にかけざるを得ない。

進んでいない不良債権処理

イタリア議会において予算審議が本格化するのは秋であり、10～12 月期には何らかの形で EU と小競り合いが生じることが予想される。当然、財政協定の遵守を求める EU は新政権の予算に介入しようとするだろうが、展開次第ではミニ BOT（短期財務証券）の導入や国民投票の可能性をちらつかせる瀬戸際交渉が始める可能性がある。その際、再びイタリア国債の利回りは跳ねることになる。現時点でもそこまで見えているのだから、ECB が 10 月以降、APP を縮小させ始めるという決断は相応にリスキーなものと考えたいところである。こうして考えてみると、恐らくイタリア政局や ECB の金融政策運営の行方は「イタリア国債利回りの上昇に対し自国の国債を多く保有するイタリア国内銀行部門が耐えられるか」という問題意識に依存することになりそうである。周知の通り、イタリア国内銀行の不良債権比率はユーロ圏全体の 4.9%に対して 11.1%と著しく高い。もちろん、好景気と共に不良債権処理が進んでいることが期待されるわけだが、実はイタリア国内における貸出残高は殆ど変わっていない（図）。通常、不良債権処理が進めば貸出残高も減るはずなので、この点は懸念すべき事実だろう。欧州債務危機の時代、イタリアと共に市場を揺るがした他の南欧諸国では軒並み貸出残高の減少が見られているだけに、ここに同国の特異性が見て取れる。金利上昇に直面した際の脆弱性は今後の展開にとって重要な論点となろう。

ユーロ圏各国の貸出残高（※）の推移



(資料) ECB、※非金融法人向け貸出

むしろ経常黒字が不安材料？

そのような国内金融システムの現状があるからこそ、新政権は EU との全面衝突を極力避け、現実路線に転じることがメインシナリオとなる。ユーロ離脱によりイタリアの対外競争力が改善することは間

違いないが、そこに至る過程で国内銀行部門や企業部門が激しく損傷する可能性が高く、政党の掲げる理想は現実の厳しさに修正を迫られるというのが最もありそうな展開だろう。敢えて不安点を上げるとすれば、逆説的ではあるが、イタリアが経常黒字ということかもしれない。2015 年のギリシャが EU にギブアップしたのは、政治的妥協がなければ ECB から緊急流動性支援（ELA）の承認を受けられないという差し迫った状況にあったからだった。2017 年のイタリアの経常黒字は 561 億ドル（GDP 比+2.9%）と過去最大であり、この分、抵抗するだけの時間が確保されているとも考えられる。衝突が長引けば、国内経済へのダメージもそれだけ重いものになるはずである。

いずれにせよ政局は水物であり現時点で合理的な予想は難しい。しかし、ただ 1 つ言えることは、これでイタリア危機が終わったと考えることが尚早であるという事実だろう。

《英国の EU 離脱に係る現状と展望～下半期、最大の目玉となるか～》

またしても生き残ったメイ英首相

6 月には恐らく下半期で最大の目玉となりそうな英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡って大きな進展があったので簡単にフォローアップしておきたい。6 月 20 日、その行方が注目されていた「EU 離脱法案の修正案（meaningful vote amendment）」が反対 319 票、賛成が 303 票で否決された。修正案は EU との交渉が決裂した場合に、政府が離脱方針に関し議会の承認を仰ぐことを求めるもので、議会は首相の交渉したあらゆる離脱合意について「重要な投票（meaningful vote）」を行う権利を有することが想定されていた。端的に言えば、交渉における議会の権限を強化する修正案である。そもそも同法案を巡っては 6 月 12 日、与党・保守党内部の穏健派（≒親 EU 派）の合意を取り付けることで辛うじて下院否決へ持ち込んだ経緯があった。しかし、その後に具体的な法律の文言と解釈を巡って穏健派と政府の主張に齟齬が生じ、20 日の再審議に至った。今回、無事に否決となったことを受けて英 EU 離脱省の報道官は「下院が政府の交渉の手を縛ることには同意しておらず、今後も同意することはない」とコメントしている。また、フォックス英国際貿易相も BBC に対して「大事なのは、政府が交渉に臨む際に（議会の）拘束を受けず、合意がまとまらない可能性をちらつかせることもできるということだ。さもなければ、EU が完全に優位な立場に立つことになる」と発言している。

あくまでメイ政権の基本方針は「柔軟な離脱を求める議会の影響力は排除する」というものであり、その点を譲るつもりは無いという強い主張が国内外に再び示されたと言える。幾度となく政権崩壊の危機に見舞われているメイ首相だが、またしても土俵際で生き残った格好である。

隘路を突破したメイ首相

今回、メイ首相はかなり厳しい隘路（ナローパス、狭い道）を通ることが要求されていた。仮に、修正案が可決され議会に離脱方針の最終決定権が移っていれば、「合意なしの済し崩し離脱（クリフ・エッジ）」リスクは後退、関税同盟および単一市場に実質的な残留を図るという道筋（いわゆるソフトブレグジット）の芽が残ることになった。そうなれば「名ばかり離脱」となるリスクが増し、面子が潰されたメイ首相は引責辞任に追い込まれる可能性もあった。その場合、解散・総選挙の可能性を含め政局混乱に至っていた可能性がある。しかし穏健派は修正案の否決については政権打倒まで覚悟していた節があったので、メイ首相としてはここにも相応の妥協を示してやる必要があった。実際、保守党内の穏健派が野党と協力すれば議会の過半数に届き不信任案可決に踏み込むことができただけに、これは現実的な警告でもあ

った。本当にそうなった場合は実質的な交渉期限まで半年を切っている中での解散・総選挙という悲惨な事態を招くところでもあった。つまり、今回、メイ首相は「自身を含めた強硬派の面子を保ちながら穏健派の意思も尊重する」という難しいタスクを負っていたわけだが、辛うじて一部穏健派の取り込みによって乗り越えることに成功したのである。

微妙なバランスで成り立つ EU 離脱法案

もちろん、この厳しい局面を突破できたのには相応の説得と譲歩がメイ政権側から提示されたからである。事前の状況を整理すると、元々、政府（強硬）派および穏健派は「離脱に係る合意内容を議会が否決した場合、2019 年 1 月 21 日までに合意に至らなかった場合（もしくはその見通しをメイ首相が発表した場合）は政府が新しい行動計画を策定し、議会へ諮る必要がある」という点では一致していた。しかし、上述したように、その際に行われる議会審議によって政府方針が拘束されることは無いというのがメイ政権の基本姿勢となる。「議会への配慮に重きを置けば EU に足元を見られる」という政府（強硬）派の意思は強いものだ。これに対し、穏健派は議会審議を経て、必要があれば政府方針に修正を指示可能という権利を求めていた。要するに、議会が「交渉を続けろ」と指示すれば続けなければならず、「合意なしの済し崩し離脱（クリフ・エッジ）」は想定されない。穏健派の狙いもそれを防ぐことにある。政府（強硬）派にとっては「場合によってはクリフ・エッジ辞さず」という姿勢が対 EU 交渉における必殺のカードと考えている節もあるため、この議会審議の持つ意味の軽重が争点になっていた。

最終的には「合意なしの済し崩し離脱（クリフ・エッジ）」が高まるなど交渉決裂に至りそうになった場合、政府が議会に新たな行動計画を示し議会はこれを審議するものの、実際に政府方針を修正する必要があるか否かはジョン・バーカウ下院議長の判断に委任するということで決着している。これにより外形上は議会の影響力を排除した構図を得た政府（強硬）派の面子は保たれた一方、穏健派にとっても相応の「発言権」を確保したという主張が可能になった。いずれにせよ修正案が下院否決に至ったことで、EU 離脱法案は原案のまま、ようやく議会承認に至り、女王の裁可を通じて成立する。これにより EU 法が英国法に転換される見通しが立ったことになる。

しかし、政府（強硬）派と穏健派、両者の微妙なバランスによって保たれた今回の法案が果たして安定的な運用に至るのか。実際にクリフ・エッジリスクが高まってみなければ分からない部分もありそうである。このような不安が杞憂に終われば良いのだが。

議会の発言権が強まっている証左か？

一連の展開を金融市場は好感しており、ポンド相場は上昇したがこの解釈は簡単ではない。何とか穏健派の説得が奏功し解散・総選挙という最悪の展開が回避されたことが好感されたとも言えそうだが、金融市場にとってのベストシナリオは究極的にはソフトブレグジットであったはずだ。確かに、メイ政権の基本方針が維持されたことは交渉者としての英国の立場を強化するものであり「目先の安定」にとってはポジティブである。だが、クリフ・エッジのリスクが浮上した際に政府・議会がどのような立ち回りを見せるのかは依然不透明な部分も残り、「将来的な安定」にとってポジティブと言えるものであったかは定かではないように思われる。なお、メイ首相率いる強硬派は今回の修正案否決により対 EU 交渉力が強化されたと考えているようだが、EU が本当にそう受け取るかは別問題である。EU も残された 27 の加盟国の立場を慮れば、離脱に際して「良いところどり（チェリーピッキング）」を認めるわけにはい

かないという強い思いがある。それゆえに英国の政治情勢如何にかかわらず手加減はしないと考えるのが妥当だろう。クリフ・エッジにまつわるリスクは顕在と言える。

いずれにせよ、今回の EU 離脱法案を巡る修正騒動はソフトブレグジットを希望する英国議会の発言権がにわかに強まっていることの証左でもあった。議会と EU の板ばさみの中で、意外なしぶとさを見せるメイ首相が今後も生き残れるのかどうかは引き続き予断を許さない。仮に、今回見たように議会の存在感が交渉過程で強まっていくようであれば、短期的にはポンド相場は動揺するだろうが、メイ首相率いる政府がこれになびくようだと見直し的に反騰する可能性もある。今回の騒動を見る限り、ポンド相場のそのような乱高下も排除できない。次のステップはいよいよ離脱後の対 EU との貿易や関税の取り扱いを規定する「新たな関係」に係る議会審議である。離脱交渉の本丸とも言える部分であり、再び紆余曲折が見られる可能性が大きい。

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に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。