

中期為替相場見通し

2018 年 8 月 1 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～変わらない「予測の王道」～

ドル/円相場の現状と展望～下半期のテーマも変わらず～	P.3
貿易戦争と為替相場～「返り血」を恐れるトランプ政権～	P.7
日銀金融政策の現状と展望～いつまでもチャンスは無い～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～	P.13

ユーロ相場の見通し～「試練の秋」を無事越えられるか～

ECB の金融政策の現状と展望～金利ガイダンスの正しい読み方～	P.17
ユーロ圏経済の現状と展望～想定される「試練の秋」～	P.19

【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

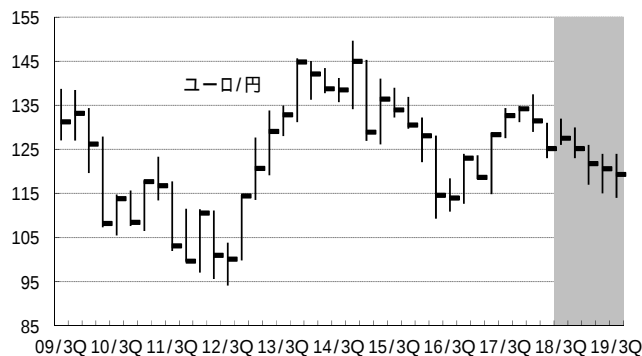
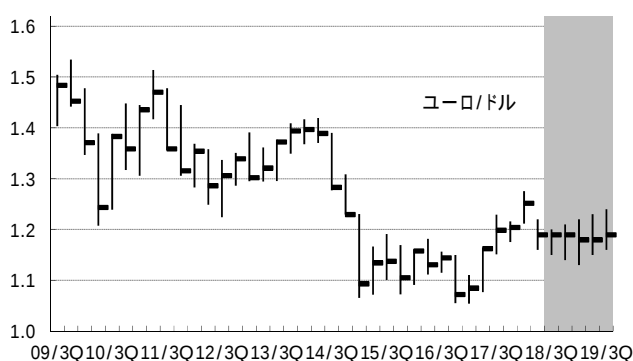
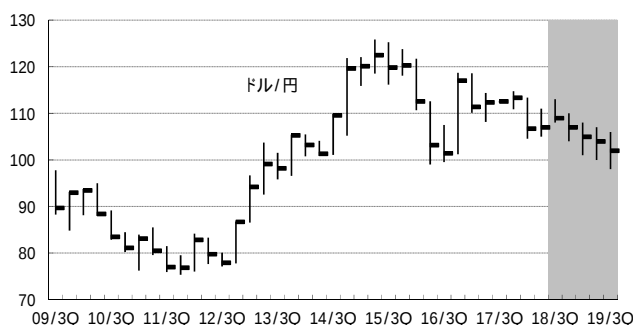
ドル/円相場は 7 月、年初来高値をうかがう時間帯もあった。特に新たな材料があった訳ではなく「FRB が利上げするから」という理由一点張りでドルを買いが勢いづいただけと思われる。米イールドカーブがフラット化の度合いを強め、インフレ期待は頭打ちとなる中、FRB の正常化プロセスはますますオーバーキル懸念を帯びるばかりというのが筆者の現状認識である。また、世界経済としても景気循環がピークアウトの様相を強めており、「米国が利上げに耐えられたとしても米国以外が耐えられない」という視点も忘れてはなるまい。こうした状況に加え、7 月はトランプ大統領がにわかに FRB の金融政策やこれに伴う米金利やドル相場の動向に言及するようになった。元より「保護主義」と「通貨安」の親和性は非常に高く、大統領が米金利上昇やこれに伴うドル高を快く思うはずはなかった。本当にトランプ政権が基軸通貨国としての「伝家の宝刀（通貨安誘導）」を抜いてきたのだとすれば、為替市場にとっては一大事であり潮目が変わる話となる。政治的にも実体経済的にも、FRB の正常化プロセスは終点が近づいていると評価するのがフェアではないだろうか。予測期間後半において米金利は低下に転じ、これに応じてドル全面安が進行、円高も不可避というのが筆者の変わらない基本認識である。

片や、ユーロ相場は方向感が見出せない地合いが続いている。6 月政策理事会における「We continue to expect them to remain at their present levels at least through the summer of 2019」との金利ガイダンスはその解釈を巡って思惑が錯綜しているが、7 月理事会の会見を見る限り「少なくとも夏の終わりまで(at least until the end of the summer)」と読んで問題なさそうであり、それは最速利上げが来年 9 月という理解に繋がろう。もっともそれが可能であるかどうかは別であり、筆者は難しいと考えている。来年 9 月には FRB の利上げが終了に差し掛かっている可能性が高いことから「真っ当に考えて利上げは無理」という局面に至っていると考えたい。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すことは簡単ではないはずだ。経済・金融情勢を踏まえ 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引き続き本欄のメインシナリオとなる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～7月(実績)	8～9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 (111.82)	108 ～ 113 (109)	104 ～ 110 (107)	101 ～ 108 (105)	100 ～ 107 (104)	98 ～ 106 (102)
ユーロ/ドル	1.1508 ～ 1.2556 (1.1689)	1.13 ～ 1.18 (1.17)	1.12 ～ 1.19 (1.17)	1.11 ～ 1.20 (1.16)	1.13 ～ 1.21 (1.16)	1.14 ～ 1.22 (1.17)
ユーロ/円	124.62 ～ 137.51 (130.72)	126 ～ 132 (128)	123 ～ 130 (125)	117 ～ 126 (122)	115 ～ 124 (121)	114 ～ 124 (119)

(注) 1. 実績の欄は8月1日までで、カッコ内8月1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～変わらない「予測の王道」～

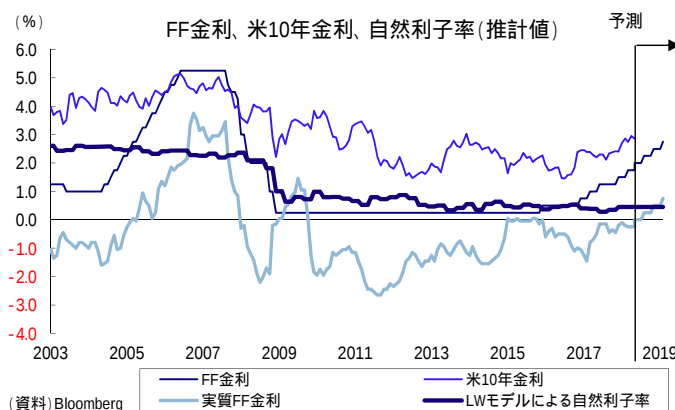
《ドル/円相場の現状と展望～下半期のテーマも変わらず～》

王道は FF 金利の実質プラス転化による引き締め

7月から2018年も下半期に入った。上半期の為替相場は過去30年間で3番目に狭いレンジとなった昨年を彷彿とさせる穏当なものだった。巷では貿易戦争にも米金利高にも市場は不感症になっており、北朝鮮リスクが退潮となった今、あとは米経済の息切れをゆっくり待つだけという声もある。かかる状況下、必然的にドル/円相場の動きは昨年同様、穏当なもの（レンジ）に収まるという見方も多い。だが、次の段階として可能性が高そうな展開が「米経済の息切れ」ならば、尚の事、米金利の低下やリスク資産価格の調整そして円相場の上昇に賭けるのが適切であるというのが筆者の基本認識である。そもそも「レンジである」という予想に付加価値があるとは言えまい。今が経済・金融情勢のターニングポイントであるからこそ、次の方向感が上なのか下なのかを明示する必要があると考える。

下半期のテーマも「中立金利に接近する FF

金利の引き締め効果」および「貿易戦争に係る市場心理の冷え込み」が主軸となりそうであり、リスクオフムードが台頭しやすい状況が続くと考えたい。やはり予測の王道は FF 金利が実質ベースでプラス圏を視野に捉えつつある中で、それが実体経済をいよいよ引き締める展開を心配することだろう。繰り返し論じている点だが、FRB の政策運営は年内にも引き締めに意識した局面に入る（図）。6月 FOMC 声明



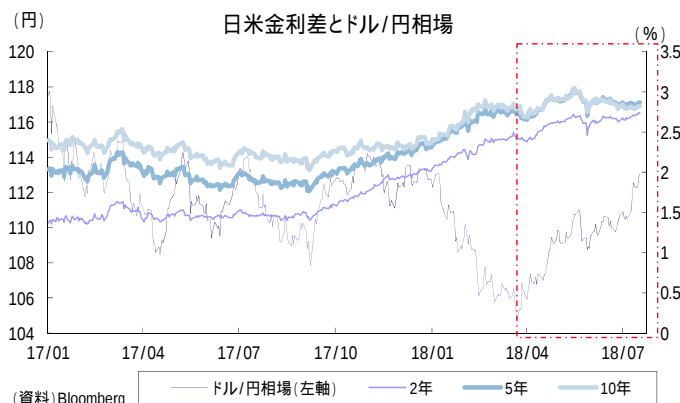
文において「the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run」とのガイダンス文言が丸々削除されたのは、そうした局面変化を意識したものである。2019年以降、毎会合後に記者会見を行うことを決めた背景にもより丁寧な情報発信が必要になるというパウエル FRB 議長の問題意識があるからだろう。

既に3%で頭打ちになっている米10年金利を見る限り、あとはカーブのフラット化・逆イールド化が完了するのを待つ段階に入っているように見受けられる（図）。フラット化ないし逆イールド化した時点で「もう利上げはできない」との市場見通しが支配的になっている可能性は高く、その際には米金利低下と共にドルが全面安となり円相場も騰勢を強めるというのが本欄の基本シナリオである。ちなみに円は実質実効為替相場ベースで全く割安感が解消されていない（6月時点で長期平均対比▲22%の割安）。ドルが多く通貨に対して下落で調整されるとした場合、やはり最も大きな受け皿になりやすいのは「円」と考えておくのが最も無難ではないだろうか。

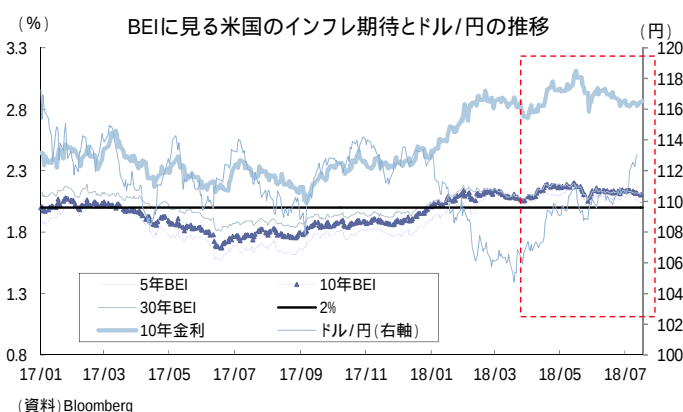
米国の金利・物価情勢は完全に頭打ち

なお、7月のドル/円相場は一時113円台を回復し、年初来高値を窺う時間帯も見られた。とはいえ、こうした上昇に関して説得力のある解説が聞かれたわけではない。実際のところ、「よく分からない」という方が正確であり、各種解説は後付けという印象が強かった。そうした「理由なきドル/円上昇」が席卷しやすい地合いだからこそ、ここで改めて基本的な論点を点検し、提示しておきたい。ドル/円相場

上昇の理由に最も使われる典型的な材料が日米金利差拡大だが、図に示されるように、今春以降、「2年」での拡大はやや認められるものの「5年」や「10年」については既に頭打ち感が強い。少なくとも過去3か月間のドル/円相場反転と日米金利差は何の関係も無いと言えるだろう。もっと言えば、年初から4月までは日米金利差が拡大してきたにも拘らずドル/円相場は急落していた。日米金利差とドル/円相場は巷のイメージほど安定した関係は無いことは留意したい。



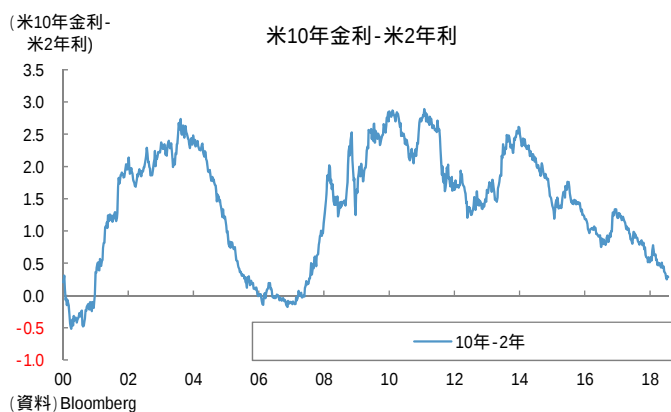
ちなみに同期間のインフレ期待も全く伸びておらず、こちらも頭打ち感が強い（右図）。インフレ期待を押し上げるだけの賃金の騰勢がなく、名目金利の最終到達地点としてのインフレ期待が弱いから長期金利の伸長にも繋がっていないのである。少なくとも7月に見られたドル/円相場のまとまった幅での上昇に関し、米国の物価・金利情勢から正当化するのは簡単ではない。結局、パウエル議長



議長の議会証言などを筆頭としてFRB高官発言を針小棒大に解釈し「当面はFRBの利上げが続きそう」という一点に賭けるようにドル買いが入っただけではないのか。そこに確たる持続性は感じられない。

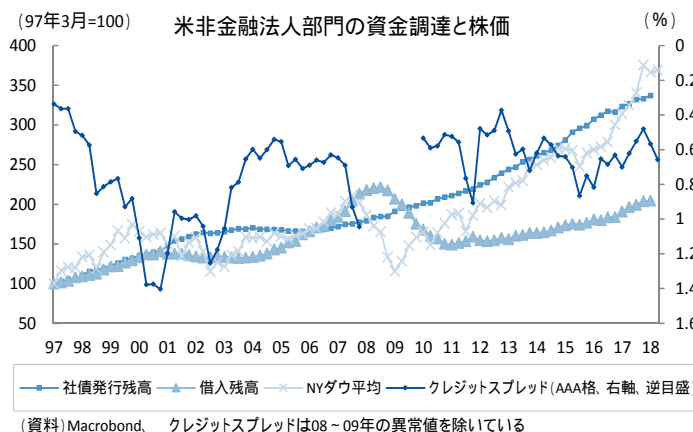
危うい「理由無きドル/円相場」への盲従

確かに利上げに応じて2年金利は上昇しており、ドル/円相場も日米2年金利差に沿って動いている感が強い。2年金利と10年金利の差が消滅するまで（フラット化するまで）まだ時間はありそうであり、その意味でドル/円相場もまだ上昇が持続しそうという期待は持てる（とはいえ、その差は本稿執筆時点では僅か30bpしかない）。しかし、金利上昇はいずれ資金調達環境のひっ迫をもた



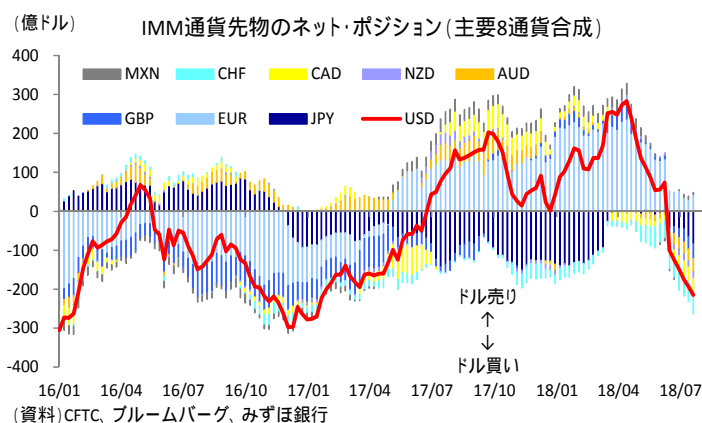
らし、実体経済における消費・投資意欲を毀損する。それこそが金融政策の本領であり、「そうならない」という想定は基本的に誤りである。問題はそうした状況がどのタイミング、どの市場を契機として発生するかどうか。模範解答としては「FF金利が中立金利（2.50～3.00%）に到達するタイミング」で、「株式市場」で大きな調整が生じ、逆資産効果を通じて家計部門の消費・投資意欲が衰えるといった想定が考えられる。少なくとも本欄の基本認識はこれに沿っている。

保守的な想定に倣えば、「FF金利が中立金利に到達するタイミング」は早ければ年内であり、例えばウィリアムズNY連銀総裁の推計などがこれを示唆している。しかし、株式市場の動揺は如何にして生じるのか。この点、社債市場では既にクレジットスプレッドの拡大が見られるなど動揺が見られ始めている。危機後に定着した低金利環境の下、米企業部門の資金調達は銀行借入よりも社債発行に依存してきた（図）。この社債発行が旺盛



な自社株買いに寄与し、結果としての株高が資産効果を通じて家計部門の旺盛な消費・投資意欲を焚き付けていたという分析は多い。とすれば、年初からジワジワ進むクレジットスプレッドのワイド化は来るべき株価の調整を示唆する先行指標と読むのが筋でもある（この点に関し詳しくは後述する）。もちろん、自社株買いだけが株高の原因とは思わないが、社債市場の変調が株売りを誘う材料であることには違いあるまい。ただし、それは利上げの本来の効果でありFRBが企図したものである。

今後は米中間の制裁関税を筆頭に貿易競争の害悪が可視化されてくる可能性も大きく、社債市場を初め相対的にリスクが高めの資産市場は調整を受けやすくなる。7月上中旬に見られたような「理由無きドル/円上昇」は今後も起き得るが、それに盲従するのではなく、変調が見られる市場の存在とそれが示唆する将来について真摯な理解に努めたいところである。なお、7月に確たる理由が無いまま進んだドル買いだ



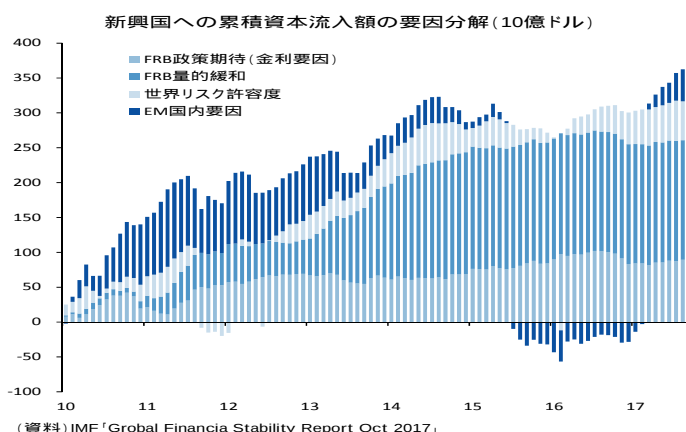
が、既にIMM通貨先物取引に見る買い持ち高（2018年7月24日時点）は2017年3月21日以来、実に約18か月ぶりの高水準にまで膨らんでいる（図）。ごく短期的な需給指標も相場の行きすぎを示唆し始めていることには注意されたい。

「新興国市場の混乱」は起こるべくして起こるか

当然ながらFRBが金融環境を引き締めている以上、国際経済・金融情勢は「相対的にリスクの高いエリア」から資金が抜けていくと考えるのが普通である。世界の資本コストを規定するFF金利がもはや低金利と呼ぶには難しい2%台に入ってきている以上、「これまで投資可能だったものが投資不可能になる」という現象は出てくる。この点、まず不安視されるのが新興国市場からの資金流出であり、これは5月初旬、アルゼンチンやトルコを中心として実際に問題となったことは記憶に新しい。昨年6月、デフォルト常連国のアルゼンチンが100年国債（投資不適格のシングルB格付け）で起債し、計画の3倍以上もの需要（30億ドル弱に対して90億ドル超）を集めることができたのは「カネが余っていたから」以外の何物でもない。2017年を通じて新興国へ流入した資本の規模は非常に大きいものであり、今後、FRB

の政策運営が引き締めめに傾斜するに伴ってこの逆流に備えるのは当然の話と言える。

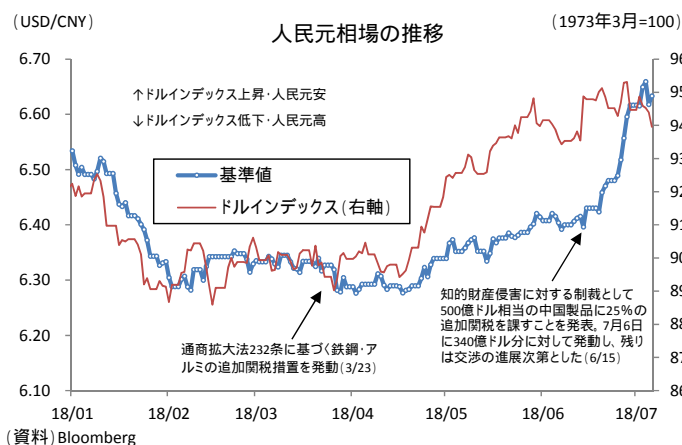
昨年 10 月、IMF が公表した国際金融安定性報告書 (GFSR) に掲載された図がそうした現状の危うさを端的に示している。図示されるように 2014 年以降の流入額の大宗が量的緩和 (QE) 要因に根差しており、その次に FRB の低金利要因が寄与しているという見方がある。より具体的には 2014 ~2017 年の流入額に関し、QE 要因が 60% 弱、低金利要因が 30% 弱であり、新興国自身のファンダメンタルズに即した国内要因



は 1% 程度しかないという分析結果が示されている。現状では QE と低金利、双方の要因から引き締めが進んでおり、基本的にはこれまでと逆の事態を想定する局面と言えるだろう。年後半には FF 金利が実質ベースでプラス圏に復帰しようという中、新興国通貨建て資産の期待収益はドル建て資産のそれと比較して否応なしに劣化する。それがショックと呼べる事態にまで至るかどうかは別として、このままいけば「新興国市場からの資本流出」自体は起こるべくして起こることであり、普通の想定だろう。改めて指摘することでもないが金利が高いのはリスクが高いからであり、緩和縮小と共にリスク許容度が縮小すれば当然、投資対象から外れる国・地域は出てくる。アルゼンチン 100 年債は「カネ余り相場のあだ花」だったのではないかな。

「新興国通貨の低め誘導」と「FF 金利の実質プラス化」が重なる危うさ

FRB の正常化プロセス（利上げ&QE 縮小）だけでも新興国市場には十分逆風となるが、先鋭化の一途を辿っている米国の保護主義政策も資本流出の契機になり得る。例えば人民元相場の下落基調は他の新興国市場にどのような影響を与えるだろうか。周知の通り、今春以降の元安相場に関しては、そのタイミングやペースを見る限り、トランプ政権への意趣返しと見る向きがある。米国の各種追加関税が発表されたタイミングで人民元



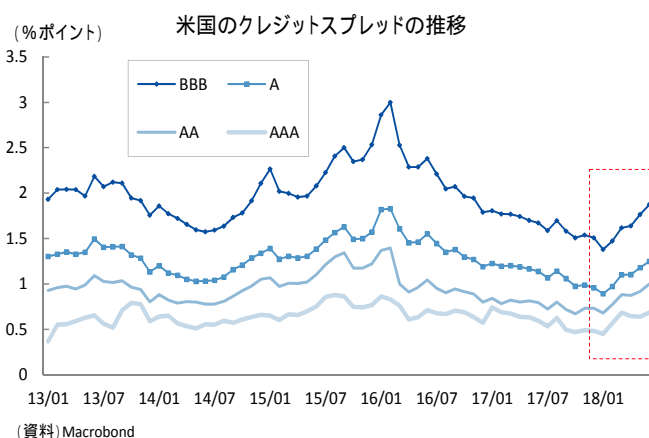
相場の高騰が止まり、明確に下落に転じている事実を完全なる偶然と見るのは難しいだろう。「米国の中国からの輸入額」よりも「中国の米国からの輸入額」の方が圧倒的に小さいのだから、報復措置は対米関税だけは間に合わない。中国政府の言う「総合的な措置」の一環として通貨政策が利用され始めていると考えるのが論理的だろう。とすると、今後もこれは続く可能性がある。

問題は、このまま元安相場が継続した場合、それにより対外競争力が劣化するほかの新興国通貨も同様に下落で応戦する必要が出てくるということだろう。そうなれば、中国を筆頭とする新興国通貨が意思を持って通貨の低め誘導を図っている状況に FF 金利の実質プラス化という節目がぶつかることになる。

確かに、潤沢な外貨準備を考慮すれば中国および東南アジアの通貨は大事には至らないという見方はある。しかし、外貨準備は投機的な動きへの対抗策であって、投機的な動きそれ自体の発生を防ぐものではない（外貨準備のサイズが危機へのけん制になるならば 2015 年 8 月に中国がショックに見舞われることは無かったはずである）。いつの時代も金融当局が完全に資本フローを制御できるとは限らず、特定の新興国が大規模な資本流出に見舞われ、国際金融市場が混乱に至るといふ芽は現時点では高まっているように思われる。いずれにせよ FRB が進めている正常化プロセスの影響はまず相対的にリスクが高いと思われる国・地域・商品で顕現化する。その 1 つが新興国であることにさほど異論はあるまい。

クレジットスプレッドは「炭鉱のカナリア」か

そうした新興国市場の混乱が起きた後は先進国、特に正常化プロセスの震源地である米国に影響が及ぶ段階となる（もちろん両者が同時になる可能性もあろう）。不安視されるのはクレジット市場の動向である。既に米国のクレジットスプレッド（対米 10 年金利、次頁図）は年初からじわじわと拡大しており、金融環境の引き締まりが徐々にリスクの高い市場に及び始めている様子が窺える。既に述べたように、米国の株価が値持ちしている背景としては「緩和的な金融環境→社債発行の増加→自社株買い」という経路も指摘されていた。それだけにクレジットスプレッドの拡大が続けば、そのような経路が機能不全を起こす可能性がある。ここで株高が米景気の根幹を支えていたという事実が問題となる。過去の本欄でも論じたが、米景気拡大を支えている家計部門の旺盛な消費・投資行動は基本的に株高を通じた資産効果に依存する部分が小さくなかったと想像される。賃金が加速していないにもかかわらず、家計貯蓄率が大きく低下しているのは株高という形で不労所得が増えたからだろう（18 年 3 月末時点で家計部門の純資産残高は GDP 比で約 500%を超えており、過去最高を更新している）。



クレジットスプレッドの拡大を背景に社債発行が鈍り、自社株買いも減り、株価も軟化してくれば家計部門の消費・投資意欲も当然毀損してくるだろう。クレジットスプレッドの拡大はそうしたダウンサイドリスクに警鐘を鳴らす「炭鉱のカナリア (canary in the coal mine)」ではないだろうか。現在の金融市場ではこうした危機的状況の可能性について意に介する様子はないが、FRB がタカ派を貫き通せる地合いは少しずつ崩れつつあるというのが筆者の考えである。今後 1 年間のうちに政策スタンスがはっきりと中立に転じ、米金利も「次の一手」としての緩和の可能性を織り込み始める可能性がある。その際、為替相場ではドル全面安の下での円高がやはり不可避となるのではないかと。

《貿易戦争と為替相場～「返り血」を恐れるトランプ政権～》

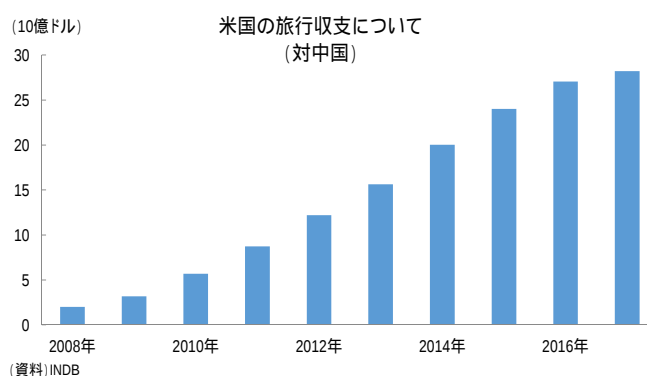
文字通りの報復合戦

春先から浮沈を繰り返している貿易摩擦への懸念だが、7 月も混乱が収まっていない。5 月下旬のムニューシン米財務長官による停戦宣言はもはや忘却の彼方であり、覚えている市場参加者も少ないかもし

れない。米政府は6月15日、中国の知的財産権侵害への制裁措置との名目で500億ドル分の中国製品に25%の追加関税を課す方針を発表している¹。まずは7月6日に340億ドル分（818品目）の追加関税が実行され、残り（160億ドル、284品目）は中国の出方次第で決めるという段階にある。当然、中国政府は米国製品に同額の報復関税を課すことを表明しているが、トランプ米大統領はすぐさま「中国が（報復関税で）米国の企業や労働者、農家を脅している」と反意を示し、新たに2000億ドル規模の中国製品に10%の追加関税を課す方針を検討するよう米通商代表部（USTR）に指示している。これらの動きを受けた6月19日、中国の報道官談話として「（米国に対して）質と量を組み合わせた総合的な措置をとり、力強く反撃する」との立場が表明されており、米企業の対中投資に関する許認可制限や中国人旅行客らの米国への渡航制限など、貿易に限らない広範な分野への報復が示唆されている。こうした「総合的な措置」が人民元の軟調相場として現れていることは前項で紹介した通りである。

利敵行為になりかねないトランプ政権の姿勢

2017年の実績を例に取れば、財貿易に関し、米国の中国からの輸入額が5063億ドルであるのに対し米国から中国への輸出額は1304億ドルであり、貿易赤字額は▲3759億ドルに達している。こうした輸出入の差額を踏まえ「米中貿易戦争の敗者は中国である」というのがトランプ政権の基本的な言い分と見受けられる。これまでの言動からも明らかなが、トランプ大統領は貿易収支の黒字・赤字を企業収益の黒字・



赤字のように錯誤している節があり、「先方（中国）の輸出（売上）を制限すれば、痛手に違いない」という発想に行き着きやすいのだと思われる。かつてツイッター上で「貿易戦争は良いことで、簡単に勝てる」と発言したのも、関税や非関税障壁を設ければ輸出に簡単に歯止めがかけられると思っているからだろう。6月19日、対中強硬派として知られるナバロ国家通商会議（NTC）委員長は「（報復の連鎖で）中国の方が失うものが多い」と発言しているが、まさにこれがトランプ政権のスタンスを象徴しているだろう。政権内ではムニューシン財務長官やクドロー国家経済会議（NEC）委員長がこうした偏った政策スタンスにブレーキを掛けたい模様だが、ナバロ委員長やライトハイザーUSTR代表がこれに対峙する構図が定着しており、大統領も後者寄りゆえ、現状に至っているのだと思われる。中国が多くの米国製品に対して課している関税率は、米国が同等の中国製品に対し課している関税率よりも高く、大統領一派のタカ派スタンスが全くの的外れとも言えない部分があるのも悩ましいところである。

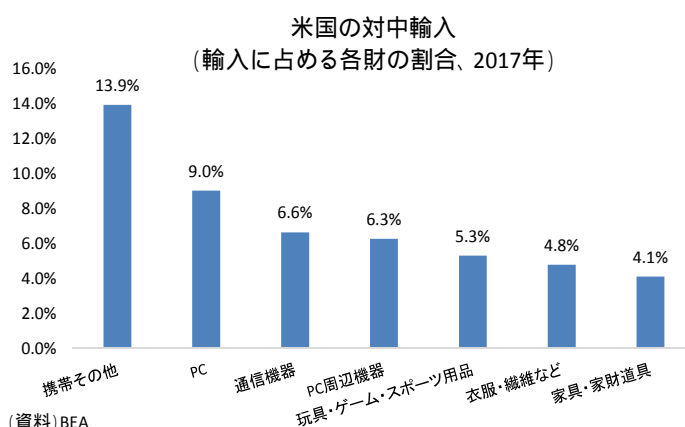
しかし、現実には複雑である。関税で輸出は減るかもしれないが、その場合、中国で生産活動に従事している米国企業はどうなるだろうか。制裁関税はそうした在中の米国企業の経営を直撃し得るだろう。また、中国の消費者を相手に財・サービスを提供している米国の企業はどうなるだろうか。このまま貿易摩擦が拗れていった場合、かつての日本車が米国でそうだったように、米国製品への不買運動などに発展する可能性は考えられる。スターバックスもマクドナルドもナイキもその対象になるだろう。一方、米国

¹ The Office of the United States Trade Representative (USTR), “USTR Issues Tariffs on Chinese Products in Response to Unfair Trade Practices” May 29, 2018

の消費者を相手に財・サービスを提供している中国の企業はさほど多くない。結局、トランプ政権の通商政策は巡り巡って中国企業への利敵行為にもなりかねない側面がある。同様に「米国における中国人観光客」ほど「中国における米国人観光客」はいない。つまり旅行収支は圧倒的に米国が黒字であり、これも反米感情が高まれば減少せざるを得まい。前頁図に示されるように、過去 10 年で米国の対中旅行収支黒字は 10 倍以上に膨らんでいる。インバウンド受け入れも外貨を稼ぐという意味で「輸出」なのだが、米国第一主義の下で外国人排斥志向が強いトランプ大統領には理解する術がない論点かもしれない。

危険に晒される米家計部門

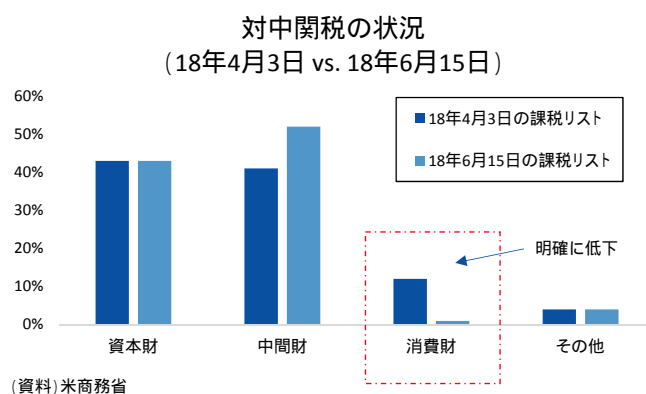
また、周知の通り、世界中には「made in China」が溢れており、米国とて例外ではない。中国製品に高関税をかけた結果、米国の消費者に何が起きるのか政権内でどの程度までシミュレーションされているのだろうか。例えば 2017 年の米国の中国からの財輸入のうち、最も大きなシェアを占めたのが 13.9% (703.6 億ドル) で携帯電話、2 番目が 9.0% (455.2 億ドル) で PC、3 番目が 6.6% (334.9 億ドル) で通信機器と続き、このほ



か玩具、衣服、家具などが上位につけている (図)。要するに「生活に密着した財」が殆どである。しかも、これら「各財の中国からの輸入金額」は「各財の世界からの輸入金額」の過半を占めており、例えば米国の輸入する携帯電話や PC の 70% 弱は中国からである。ちなみに輸入額全体に占める割合こそ大きくは無いが、家具や玩具などに至っては 70~80% が中国からである。中国製品にかかる関税を引き上げることで米国の家計部門が被る (悪い) インフレ圧力は相応に大きなものになることが容易に推測されるだろう。それは今年の中間選挙や 2020 年の大統領選挙で勝利を目指すトランプ大統領にとっても望むところではないはずだ。もっとも、筆者が調べて分かることを米政権が分からないはずがない。とすれば、「悪いインフレ圧力を多少被っても中国は許せない」という感情が先に立っているということだろうか。あり得なくはない話である。

「返り血」を避けたい様子

もちろん、表立っては攻勢を維持しながらも、「返り血」を浴びないような政策運営に気を遣っている様子も窺える。ピーターソン国際経済研究所の分析²によれば、今回の 500 億ドル関税について 7 月 6 日から課税された第一リスト (The first set) では資本財が 43%、中間財が 52% とほぼ全てを占めており、消費財はわずか



² Chad P. Bown, Euijin Jung and Zhiyao (Lucy) Lu, “Trump, China, and Tariffs: From Soybeans to Semiconductors” The Peterson Institute for International Economics, June 18, 2018

1%にとどまっている（前頁図）。USTR は今年 4 月 3 日にも 25% の追加関税を賦課するリスト（500 億ドル相当）を中国向けに公表しているが、この時の課税対象は資本財 43%、中間財 41%、消費財 12% だった。5 月中旬に開催された対中関税に関する公聴会やそれまでに寄せられたパブリック・コメントに鑑み、消費者利益を重視した賦課になったことが読み取れる。「貿易戦争はトランプ大統領にとってディール（交渉）材料の 1 つ」という大方の解釈は恐らく正しそうだが、相手の出方が読めない中で追加関税の執行に手を付けざるを得ない事態は今後も考えられる。そのような段階に至っても、まず市井の人々からなる家計部門ではなく企業部門が犠牲になるよう最低限の配慮はしている様子が窺えるだろう。

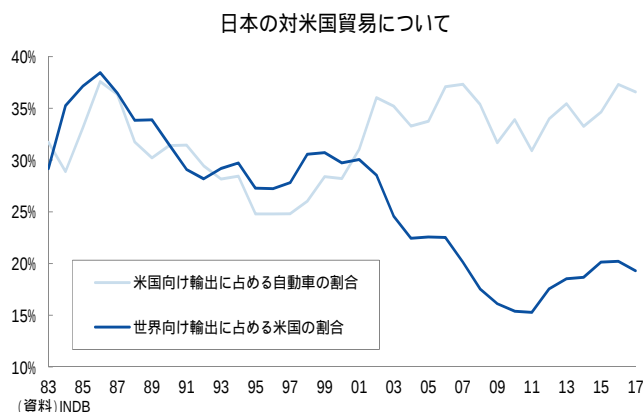
トランプ大統領は今さら自由貿易を支持できない立場にあらうから、こうした微妙な力の加減をしながら各国との折衝を重ねていく場面は今後も増えそうである。事務方からすれば非常に面倒な局面となるだろう。そう考えると最も手っ取り早い策として為替（ドル安）に訴えかけてくる可能性は残る。「10% の関税」も「10% のドル安」も経済効果は基本的に同じゆえ、そのような着想はむしろ自然ですらある。また、関税に比べれば露骨さも抑えられるので報復にも繋がりにくい。

日本への影響をどう考えるか？

こうした米中貿易摩擦が日本にもたらす影響はどう考えるべきだろうか。直感的にあり得る展開としては、米国市場へ参入できなくなった中国企業が代替市場を模索し始めるという動きは気掛かりである。米国という巨大市場の代替市場はどこにもないが、それでも極力近隣で大きな経済力と人口を持った市場を狙うというのが合理的な企業行動になるだろう。真っ当に考えるとそれはやはり日本である。既に一部報道では日本政府が、中国製の建設用鉄鋼・アルミ加工品やカラーテレビ、空調部品などの輸入急増を視野に「競合する中小企業の懐を直撃しかねない」といった官僚の声を報じている（6 月 30 日、時事通信）。米国から押し出された中国勢が日本へ押し掛ける展開は為政者も配慮するところだ。しかし、これらはあくまで間接的な影響にとどまる話である。

より懸念すべき直接的な影響はトランプ政権が示唆し始めている自動車関税である。既報の通り、トランプ政権は通商拡大法 232 条に基づき、自動車・同部品の輸入増加が安全保障上の脅威になるかどうかについて調査を開始しており、輸入車に 25% の追加関税を課すことを検討している。6 月 29 日、日本政府は公式にこうした措置は世界経済にとって「破壊的な影響を及ぼし得る」と表明しており、米国内の業界団体なども同様の意思表示をしている。また、日本自動車工業会は仮に追加関税が実施されれば、米国内における自動車生産の落ち込みを通じて現地雇用が減少する可能性も指摘しており、殆どのステークホルダーが反意を示しているように見受けられる。なお、日本の製造業は米国内の外国企業の中でもとりわけ雇用増加に寄与しており、こうした指摘の説得力は高いと考えるべきだろう。なお、6 月 27 日、トヨタ自動車は「米国で現地生産する主力セダンであるカムの生産コストが 1 台あたり 1800 ドル（約 20 万円）上昇し、消費者負担になる」とする課税への反対声明を発表している。

とはいえ、こと貿易に関して被害妄想の強いトランプ大統領からすれば日本の対米自動車輸出はやはり叩き甲斐のあるトピックに映っている



かもしれない。前頁図に示されるように、日本の世界向け輸出全体に占める米国の割合は過去 30 年余りで明確に低下しているが、その米国向け輸出に占める自動車の割合は順調に上昇してきた。2017 年の貿易に関し米国の対日赤字は▲699 億ドルだが、このうち 80%弱が自動車・同部品の赤字である。結果、米自動車市場における日本車割合は 40%弱に至っている。

こうして見ると、日本にとって米国向け輸出の重要性が落ちているとは言っても、米国が体感する日本車輸入の存在感はやはり大きなものと推測される。ゆえに、日本との通商関係を考える際、貿易赤字を忌み嫌うトランプ政権が日本の自動車輸出を狙い打ちにする懸念はやはり拭えない。もっとも、米国の自動車企業は既に本邦市場から撤退しているため、関税をどう調整したところで彼らの販売が増えるという話にはなりそうにない。とすれば、今後、難癖をつけてくるとすれば「日本の自動車企業（に限らず製造業全般）は過剰な円安で利益を貪っている」といった類の論陣だろうか。その場合、日銀の金融政策運営が槍玉に上がる可能性も出てくるだろう。既に日本企業の自助努力として譲れるところまで譲っているのだとすれば、両国の金融政策格差に目をつけ、基軸通貨国としての影響力を行使してくる展開がリスクとして意識される。そうなった場合、円高圧力に抗う手段を日本側では持ち合わせていないため、そのような展開に至らぬよう慎重な交渉が求められる局面と言えよう。

《日銀金融政策の現状と展望～いつまでもチャンスは無い～》

もはや「願望」ですら 2%届かず

7 月 30～31 日の日銀金融政策決定会合は正常化方向の措置を見込む向きにとっては一応満額回答とも読める内容であった。短期金利に関しては引き続き▲0.1%を維持したものの、長期（10 年）金利に関してはゼロ%程度での推移を企図しつつ「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうる」との表現が加えられた。「ある程度変動」が金利上昇方向を意識した表現であることは言うまでもない。会合前に「0.11%」ではなく「0.10%」という今までよりも低い水準で指値オペを打ってきたのは、会合における決定が「引き締め」と取られないための布石であり、「ある程度変動」が上下双方向の意味を包含すると主張したいがためだろう。事前に言われていた通りである。なお、黒田日銀総裁は記者会見で許容変動幅はこれまでに比べて上下 0.1%ポイントと述べており、具体的には「▲0.2%～+0.2%」のバンドが想定される。流動性枯渇の賜物であると言える。

また、株価指数連動型上場投資信託（ETF）の購入に関しても銘柄別買入額の見直しを図りつつ「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場状況に応じて買入額は上下に変動しうるものとする」との表現に修正されており、今後、購入額の縮小が裁量的に実施される可能性が窺える。「満期の無い ETF の購入は国債の購入よりも始末に困る」というのは衆目の一致するところであり、最近では日銀の大量保有に絡めてコーポレート

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2018年度	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.0～+1.2 <+1.1>	
4月時点の見通し	+1.4～+1.7 <+1.6>	+1.2～+1.3 <+1.3>	
2019年度	+0.7～+0.9 <+0.8>	+1.8～+2.1 <+2.0>	+1.3～+1.6 <+1.5>
4月時点の見通し	+0.7～+0.9 <+0.8>	+2.0～+2.3 <+2.3>	+1.5～+1.8 <+1.8>
2020年度	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.9～+2.1 <+2.1>	+1.4～+1.6 <+1.6>
4月時点の見通し	+0.6～+1.0 <+0.8>	+2.0～+2.3 <+2.3>	+1.5～+1.8 <+1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

トガバナンスの観点からも不味さを指摘する向きも出ていたところであった。こうした状況下、妥当

な判断が下されたと考えるべきものだろう。

なお、正常化方向の修正はこれだけではない。マイナス金利が適用される政策金利残高についても「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して 10 兆円程度）から減少させる」とあり、金融機関が被る副作用に配慮した措置が決定されている。合わせて公表された「展望レポート」では成長率および物価共に見通しが引き下げられていることを思えば（前頁表）、実体経済への評価が芳しくない状況にもかかわらず一連の正常化措置が決定されたということになる。やはり、現行枠組みに対して撤退的修正が施されたという印象は拭えない。ちなみに消費者物価指数（CPI）は 2020 年度でも +1.6% にとどまっている。予測期間終盤においてもこれほど低いインフレ率しか提示できないことは黒田体制発足以来では異例のことである。同体制下での「展望レポート」は「願望レポート」とも揶揄されてきたが、もはや願望ですら目標に届かない情勢と見受けられる。

フォワードガイダンスの導入背景

しかし、である。以上のような正常化色の強い決定にもかかわらず、公表文書の題名は「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」であった。これは「2019 年 10 月の消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利水準を維持することを想定」といったフォワードガイダンス（FG）が挿入されたことに由来している。具体的に「当分の間」がどの程度を示すのかが今後争点化されそうだが、少なくとも来年秋までという解釈になるだろうか。そうすると現在、ECB が採用している FG と同じかやや長い期間、政策金利の調整を放棄するという意味になる。会合後、円や銀行株が売られたのはこうした部分に反応したものと考えられる。緩和色を混ぜてくることに関しては市場予想の範疇外であったので無理もない。ちなみに「現在のきわめて低い長短金利水準」がそもそも「▲0.1～+0.1%」を指しているのか、それとも一般的概念を指しているのかも分からない。FG の曖昧さはかなり強いものであるように感じられる。

真っ当に考えれば、各種正常化の措置を決断するにあたっては、それらを「中和」する何らかの緩和措置が必要と考えたのだろう。実際、会合後の円相場は下落したのでこうした目論見は奏功したようにも思われる。また、2019 年 10 月に政府が増税を予定している以上、正常化を進めるにあたっては何らかの配慮が必要だと考えたのかもしれない。だが、7 月下旬以降、トランプ米大統領が米金利やドルの上昇に不満を示し始めている状況を踏まえると、緩和方向の措置はこの程度の措置に留めざるを得なかったという事情もあろう。奇しくも会合当日にはワシントンで行われる日米貿易協議（FFR）が 8 月 9 日に決定したという報道もあった。このタイミングで日本が金融政策で緩和色を誇示するわけにはいかないであろうし、当面も目立ったアクションは控えざるを得ないと推測する。

正常化のチャンスはいつまでもない

会合前には様々な観測が飛び交ったが、今後も同様の状況に直面する可能性はある。重要なことは、今回のような「緩和ではない方向」の措置は欧米の経済・金融情勢が堅調で、これに応じて FRB ないし ECB が相応に正常化プロセスを進捗させている状況でしかできないということである。例えば米金利が低下し、ドル/円相場が 105 円付近にあって、日経平均が 2 万円割れを臨むような局面であれば今回の決断は難しかったはずだ。対外経済・金融環境と照らした場合の相対的な安全性が確保されない限りファインチューニングは難しいのである。今回は幸いにも決断に至ったが今後もそうだとは限らない。いつまで

も正常化のチャンスがあると考えるべきではない。

その意味で「次の一手」は必ずしも現状だけを見つめて決められるべきものでもないと言える。景気は循環するものであり、米国もユーロ圏も史上最長の拡大局面に足を踏み入れている以上、政策当局は当然、「次の局面で何が出来るか」を考える必要がある。言い換えれば、「このまま空手で不況に突っ込むことは避けたい」という一種の恐怖感を金融政策当局者としては覚える局面と推測する。賃金や物価情勢が加速していないにもかかわらず FRB や ECB が正常化プロセスに固執するのは、結局はそうした「糊代論」を意識している部分もあるからであり、「出来るときにやっておきたい」、「溜められるカードは 1 枚でも多い方がよい」という発想があるのだろう。

日銀の現行政策の有効性やこれに伴う副作用の有無に関しては既に市場でも議論が尽くされており、「効果の割にデメリットが大きい」という意見集約はそれほど難しいものではないと考えられる。年内にも FRB の利上げ局面が終点に差し掛かると言われている以上、現在の日銀が最も注視すべき事実は「次の不況（＝円高）局面では何が出来るか」であり、このまま不況に突っ込んだ場合、ヘリコプターマネー政策や外債購入といった禁忌とされてきた一手まで追い込まれるリスクがある。

もちろん、政府・日銀が自ら「糊代論」を喧伝するのは容易ではない。ある程度は為政者と市場参加者の間の阿吽の呼吸が必要になってくるテーマだろう。その意味で今回は 2013 年 4 月以降、齟齬が見られていた日銀と（特に債券）市場参加者の意思が黒田体制下で初めて噛み合い始めていることを示した例であったように思える。今後の節目の会合となる可能性もあるのではないかな。撤退戦は始まっている。

〈メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～〉

不安視されるトランプ政権の「伝家の宝刀」

最後に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。これまで
列挙してきたリスク要因（表）に大きく変わった点はないものの、①に係るリスクがますます増大化しつつあり、もはや「リスクシナリオ」から「メインシナリオ」への格上げを検討する段階に入っ

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	・日米貿易摩擦への発展。ドル安誘導も？	円高ドル安
		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		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？ ・クロスボーダーM&Aの継続的な増加	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収	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	・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

ているという見方も出来るかもしれない。だが、現時点でトランプ政権から公表されている各種貿易措置に関し、7月6日の対中340億ドル課税を除けば実際に執行されたものは多くないため、貿易「戦争」の本格化がドル全面安に至り、1ドル90円割れという事態にまで至るという想定はまだリスクシナリオの中にとどめておくべきというのが筆者の認識である。7月には対中追加関税2000億ドル分の対象リストが公表されたものの、ここから議会ヒアリングやパブリックオピニオンを踏まえて結論を出すのは早くとも9月とされ、この発動が控えられるのであれば「戦争」という事態にまでは至るまい。その意味で依然としてこの論点はリスクシナリオに属するものだと考えている。

とはいえ、不穏な動きもある。7月下旬に入りトランプ大統領はにわかにFRBの金融政策やこれに伴う米金利やドル相場に言及するようになった。具体的にはドル高によって「米国が不利になっている」と明言し、その上でパウエル議長率いるFRBの利上げに対し「必ずしも賛同しない」という率直な思いを

吐露している。これまでのトランプ大統領の言動を踏まえればさほど意外感はないが、もはや中央銀行の独立性など忘却の彼方といった様相である。そのほかにも FRB 批判とも取れる発言を立て続けに口にしており、何か思うところがあるのではないかと強く思わせるものがある。

本欄ではトランプ政権発足当初から議論してきた論点だが、そもそも「保護主義」と「通貨安」の親和性は非常に高いものであり、大統領が米金利上昇やこれに伴うドル高を快く思うはずはなかった。これまで敢えて触れてこなかったのは「大人の対応」を心掛けているのかと思っていたが、単に自身のスキャンダルや北朝鮮問題を筆頭として他の事案で忙しかっただけなのかもしれない。現段階で確たることは言えないが、これまでのトランプ大統領の失言のフォロー役に回ることが多く、比較的リベラル志向の強いと見られていたムニューシン米財務長官までもが大統領の発言と期を同じくして「(中国を指して)通貨安が不公平な利益をもたらすことは疑う余地が無い」などとドル高是正(ドル安誘導)モードに一役買うような発言を続けていることは気がかりである。貿易戦争の宿敵である中国が露骨な通貨安誘導に打って出ている事態を受けて、遂に基軸通貨国としての特権を行使する決心をした可能性もある。

本当にトランプ政権が基軸通貨国としての「伝家の宝刀(≒通貨安誘導)」を抜いてきたのだとすれば、為替市場にとっては一大事である。特に予想の難しい為替の世界で「米国の通貨政策の方向感絶対である」というのは唯一無二の鉄則であり、米国が「ドル安にしたい」と本気で動けば恐らくはそうなる。これは予想というよりも摂理に近いというのが筆者の基本認識である。それが分かっているからこそ歴代大統領はもちろん財務長官もそれとなく相場誘導することはあっても、はっきりとドル高について「米国にとって不利」などと明言することは稀だった(全くなかったとは言わないが)。大統領を筆頭とする政権閣僚が類似の言動を繰り返すのだとすれば、為替市場は FRB のハト派化を織り込み、ひたすらドル全面安の展開が定着するだろう。元より米財務省より割安通貨のレッテルを貼られている円の調整幅は相応に大きなものになる可能性が高い。

本稿執筆時点では 8 月 9 日にワシントンで開催予定となっているが、かかるムードの中で迎える新たな日米貿易協議(通称 FFR: 自由(Free)で公正(Fair)かつ互惠的(Reciprocal)な貿易取引のための協議)はどう考えても厳しいものになることが予想される。トランプ大統領の口から円に対するはっきりとした苦情は未だ聞えてこないが、交渉が行き詰まる中で為替に訴えかけてくる可能性はやはり否めない。最大の懸念と言える。

大統領発言で FRB が意地になる可能性

というわけで①のリスクが最も警戒されるのは間違いないが、トランプ大統領が FRB の正常化プロセスに横やりを入れ始めたことで②の(オーバーキルの)リスクも高まったという不安もある。直感的な話だが、トランプ大統領が本当に利上げ停止とドル安を願うのであれば「余計なこと」を言ってしまったのではないか。一連の大統領の言動に対して FRB 高官からは利上げ路線に何ら影響を与えることは無いとの情報発信が見られている。これは当然の話であり、本音はどうあれ建前は必ずそう言うしかないだろう。元より市場では「年内 2 回(9・12 月)の利上げ」が既定路線であっただけに、よほど想定外の事件でもない限り、ここからの軌道修正は政治的圧力に屈したという思惑に繋がりがかねない。その思惑は将来の政策予想にも及ぶから、自己実現的にドル安や金利低下を招きかねない。筆者ですらそこまで読めるのだから FRB 高官の胸中も同様のはずである。

むしろ、今回の大統領の口先介入によって「利上げできるかどうか微妙」という情勢に直面した場合、

FRB が意地になって利上げに踏み切ってくる可能性すら出てきたのではないか。放って置けばあと 2 回の利上げ（FF 金利が 2.50%）で「利上げの終点」である中立金利に到達するという声も少なくなかったことを考えると、やはり余計なことを言ってしまったという印象が抱かれる。元々存在したオーバーキル懸念がトランプ発言によって補強されてしまったように思われる。

日銀正常化リスクは健在も

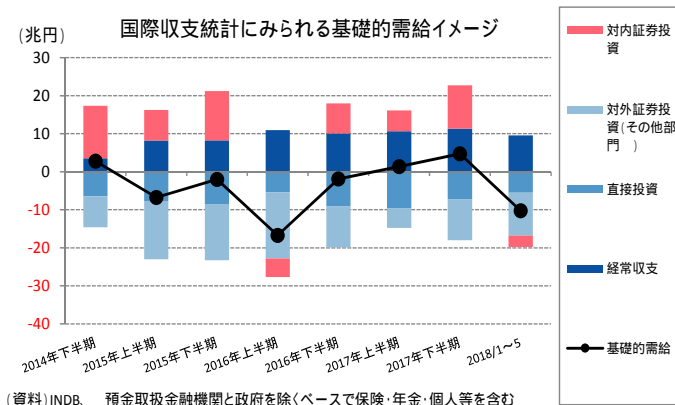
そのほかのリスク要因は前月から大きく変わってはいない。本邦の政治情勢は依然として円高リスクを孕むが、9 月の自民党総裁選における安倍首相の 3 選は「間違いない（6 月 26 日、二階俊博自民党幹事長）」という声まで出始めている。この点、③のリスクは春先から見れば後退していると言えよう。海外投資家を中心として「アベグジット（Abexit）」がテーマ視され、円買い・日本株売りが雪崩をうって起きるようなリスクは今のところ杞憂と思われる。本テーマは実際に安倍首相が出馬を表明し、これに続いて他候補も表明し始めることで本格的に市場でも注目されることになるだろう。

また、日銀の政策運営が正常化に傾斜する⑤-1 のリスクも依然排除できない。7 月会合ではオペ柔軟化に筆頭として「緩和ではない方向」の修正が決定された。とはいえ、現行の金利環境における金融機関経営に限界も囁かれる中、引き続き YCC は修正含みと考えるべきだろう。リスクシナリオとしてのマイナス金利解除まで視野に入れるのであれば、それは明確に「利上げ」であり、強力な円高要因として作用しかねないものである。実際、欧米中銀が正常化プロセスに動んでいる現状でしか出来ない決断でもあり、7 月会合に限らず、今後も世界経済の安定が続く限りにおいては日銀の政策運営は正常化に向かいやすいと考えることは外的外れではあるまい。上述したように、トランプ大統領が米金利やドルの上昇に関心を持ち始めている中でただでさえ円相場は騰勢を強めやすい環境にあることを踏まえれば、その決断は決して可能性が高いものではなさそうだが、注視する価値はある。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治にまつわる⑥のリスクも健在である。イタリア政局の混乱は一旦収束しているが、同国国債の利回りは高止まりしており市場参加者の懸念は解けていないことが分かる。6 月に誕生したポピュリスト政権が 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。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。それ以外では英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡る交渉も政局が慢性的に流動化している中で果たして今秋とされる実質的な交渉期限までに新たな通商関係も含めた合意に漕ぎ着けることが出来るのか雲行きが怪しい。「合意なしの離脱（クリフ・エッジ）」を回避できるのかは依然否定できず、ブレグジット発のリスクオフムードが円高に直結する可能性は気がかりである。

円安リスクの整理：引き続き需給は円売り

一方、円安リスクについては大きな変化はない。前月も挙げたように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。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摘もある。確かに 2018 年に入ってから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。また、本欄では繰り返し論じているが、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リスクオフムードでも下がらないドル/円の秘密なのではないかという声は徐々に多くなっている。検証する方法があるわけではないが、日本企業から「腰の入った円売り」が発生し、それが対外純資産として海外に蓄積しているのであれば、「円高になりにくい体質」になっている可能性はやはり感じられる³。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は無視できないである。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るが、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。また、トランプ大統領がドル安に不満を漏らし始めている中で日銀の追加緩和は政治的に採り得る選択肢とは言えまい。近い将来に開催される FFR への影響を考えれば、日銀は軽々に動けないと考えるべきだろう。

以上に見るように、今後 1 年間の為替相場を見通す上での最大のリスクは何を置いてもトランプ政権の通貨・通商政策である。これまで他国の通貨・通商政策に向いていた矛先は遂に自国の中央銀行の金融政策にまで向けられており、積極的に金利高やドル高を是正して行こうという意思も見え隠れし始めている。どこまで本気かは分かりかねるが、米国大統領が本気で通貨価値の押し下げを企図すれば恐らくそれは叶うだけに、これまでとは次元の違う円高リスクと考えるべきだろう。トランプ大統領が関心を示し始めるのと機を同じくして、年内にも FF 金利が中立水準（利上げの終点）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という間の悪さは看過できるものではない。政治的にも実体的にも、FRB の正常化プロセスは終点が近いと評価するのがフェアであろう。執拗に述べている点だが、フラット化の度を強める米イールドカーブの現状はそうした将来を暗示するものである。

今後は従前の引き締めが累積的に効いてくる中で米経済が失速に至り、（大統領の横やりもあって）FRB のタカ派姿勢が後退する可能性が高いと予想される。その結果、米金利は下落に転じ、ドル相場も全面安に至るだろう。その一環として円も騰勢を強めるというのが過去 1 年間、本欄で述べ続けてきたメインシナリオである。米経済の堅調さが想定以上に継続しているためシナリオの実現が遅延しているが（主に自然失業率の水準を読み間違えたことに由来しているが、これは FRB とて読み間違えたポイントでもある）、予想すべき方向感としては引き続き適切だと筆者は考えている。

³ みずほマーケット・トピック 18 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～「試練の秋」を無事越えられるか～

《ECB の金融政策の現状と展望～金利ガイダンスの正しい読み方～》

貿易摩擦のリスクは突出 (prominent)

7 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。前会合では拡大資産購入プログラム (APP) の終了スケジュールが思いのほか早いタイミングで決定されたことが驚きと呼んだが、それもあって今回は目新しい決定事項はなかった。予定通り、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。前回会合以降、言語訳によって様々な思惑を呼んでいる金利ガイダンスについても一定の見解が示されており、不透明感が一部解消された格好である。

また、トランプ政権との間に抱える貿易摩擦について声明文でも当然言及があり、「the global trade environment」に関する不透明感は突出している (prominent) との評価を与えている。この論点に関しては会見でも多くの質問が出ている。既報の通り、米国と EU の間の通商交渉は一応軟着陸の様相を呈しており、これ自体には歓迎の意が示されている。とはいえ、ドラギ ECB 総裁は「合意の詳細を十分に把握していない」とも述べられ、依然として先鋭化する米国の保護主義がリスク要因であるとの基本姿勢は変えていない。これは他の中銀や国際機関においても同様の胸中と思われる。

金利ガイダンスの正しい読み方

前回会合から挿入された新たな金利ガイダンスである「We continue to expect them to remain at their present levels at least through the summer of 2019」に関しては、それ以来、様々な思惑が飛び交っていた。当然この表現の意図を尋ねる記者は現れており「“through the summer” とは『少なくとも夏の終わりまで (at least until the end of the summer)』を意味しているのか、それとも『少なくとも来年の夏まで (at least until the summer of next year?)』を意味しているのか」との質問が見られている。こうした疑問は 6 月声明文が英語版では「through the summer」となっていたところ、ドイツ語版やフランス語版では「until the summer」の意味で記述されていたことなどに由来していた。

この質問に対しドラギ総裁は「政策メッセージを伝える唯一のヴァージョンは英語版 (the only version that conveys the policy message is the English version)」と断言し、市場期待も英語版の表記に沿って形成されているといった趣旨の回答を提示している (英語以外の声明文も既に修正済みである)。明確な言質こそ与えていないものの、「at least through the summer of 2019」は「少なくとも夏の終わりまで (at least until the end of the summer)」と読んで問題無さそうであり、それは最速利上げが来年 9 月という理解で良いのだろう (もっともそれが可能であるかどうかは別であり、筆者は難しいと考える)。

再投資停止への関心は大きい情報は一切無し

なお、QE 終了が年内、利上げの着手が (最速で) 来年 9 月というカレンダーが定まっている中で再投資停止 (≡ バランスシートの縮小) というもう 1 つの重要論点だけが宙に浮いた状態となっている。この点を探る記者は多かったもののドラギ総裁は終始一貫して議論していないことを強調している。記

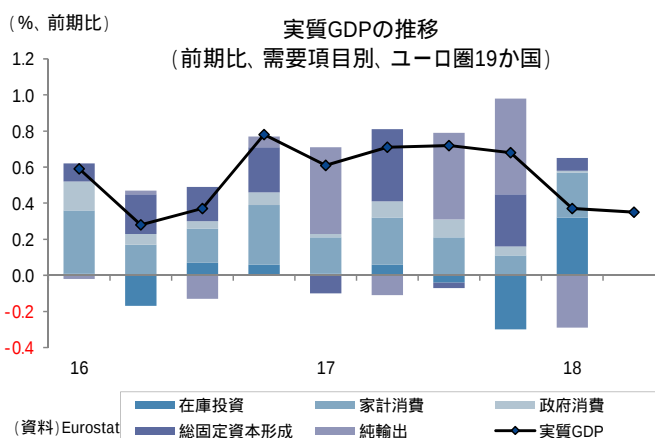
者の中には、来年、5年に1度の出資比率（capital key shares）修正⁴が行われることを踏まえて、それ自体が再投資方針に何らかの影響を与え得るのかという技術的な観点からの質問も見られたが、再投資に係る事項は何一つ議論していないと明言している。現時点で提供できる情報は一切無いという理解で良いのだろう。FRBですら QE 終了から再投資停止に踏み切るまでに3年かかっていることを考えるとこのトピックは議論すること自体、時期尚早という整理で特に問題は無いのだろう。

ユーロ圏実体経済への評価と展望

今後の政策運営に関しては当然、年初から失速感を強めているユーロ圏経済への評価をどう整理するかが重要になる。この点、7月にIMFが4条協議のユーロ圏向け報告書で「(ユーロ圏経済の抱えるリスクは)特に深刻」と指摘したことが思い返されるが、ECBはさほど動揺する様子を見せていない。会見でも「何がECBをそこまで楽観的にさせるのか」と尋ねる記者も現れたくらいである。こうした見方に対しドラ

ギ総裁は成長減速の明確なサインを認めつつも、それは昨年後半の「異例の高成長からの反動(the pullback from the unusually strong growth rates)」と整理している。そして、その高成長は「異例に強い輸出動向(an unusually strong export performance)」に支えられていたとしており、足許ではその輸出が減速していることが原因との見方を提示している。図示されるように、昨年7～9月期ないし10～12月期の成長率の半分以上が純輸出に依存しており、これを前提に成長を期待することは難しいというのは明らかであった。

だが、輸出の失速が貿易戦争懸念を受けた世界経済の軟化にあるのだとしたらその懸念はもはや一時的とは言えない。また、ユーロ圏に関して言えば、過去1年でユーロが対ドルで約15%も上昇したことの影響も無関係ではないだろう。これから利上げ着手や再投資停止といった正常化プロセスの難所が控えていることを考えると、通貨高というショックを回避しながら粛々と事を進められるのかはかなり不透明である。筆者は2019年以降、ユーロ圏の経済・物価情勢の復調は期待できず、それゆえに正常化プロセスも進まず、ユーロ相場の上値追いは難しいと予想している。しかし、FRBの正常化プロセスが本格的な終了を視野に収める中でそれ以上にドルの失速も予想されることから「敵失のユーロ高」は期待できるというのが筆者の考えである。



記念日と任期满了

ところで、政策理事会が行われた7月26日は2012年同日にドラギ総裁が行った「なんでもやる(Whatever it takes)」講演からちょうど6年という節目でもあった。事前報道でもこの点を取り上げる向きはあったが、会見でもこの「記念日(anniversary)」に因んだ質問が見られた(同じ質問者は、ECBが最後に利上げをした記念日であると指摘しているが、恐らくこれは7年前の2011年7月を指してい

⁴ ECBは5年に1回もしくはEUに新規加盟国が現れた時点で当該比率を調整することになっている。現在の出資比率は2015年1月1日時点で更新されたものである。

る)。6年経過して政策理事会のメンバーは現在の政策ラインナップについて満足しているのかといった趣旨の質問であったが、ドラギ総裁自身、その事実を全く認識しておらず、事前報道を見て驚いたとの思いを吐露している。当時を懐かしむ様子で「あのスピーチから（6年経過したという）記念日が教えてくれることは非常に長い時が経ったということ。ユーロは当時よりも遥かに強固な基盤の上に立っている」と述べ、通貨同盟を完成させるべく各国政府が進めた改革の賜物だとしている。まだ道半ばであることは認めつつも「非常に困難な時期を物価安定と共に切り抜けることができた事実は政策理事会として誇りに思っている」と述べ、「記念日については長くなるのでこの辺で止める」と自ら途中で話を切っている。任期も残すところ1年余りという現状を踏まえ、過去を振り返っているようなシーンでもあった。

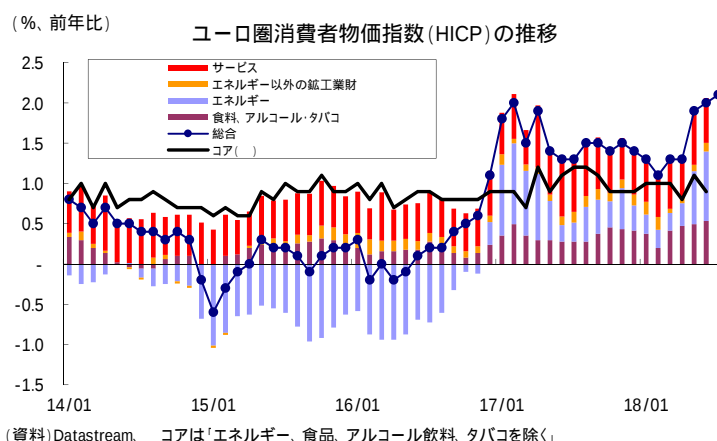
また、任期ということに絡んでは、別の記者からは「総裁交代に係る議論が利上げ期待に意図しない影響を与えてしまうことはないか」という質問もあった。これに対しドラギ総裁は「奇妙(a kind of strange)」とし、「なぜ総裁交代が利上げに影響するのか」と逆に聞き返している。その後「ひねくれた(perverse)」市場参加者の中にはそのような思いもあるが、政策理事会メンバーの胸中とは全く相容れないと続けている。確かに、政策運営はあくまで経済・金融情勢に応じて決められるものであって総裁のキャラクターが影響する余地は本質的には無い。また政策理事会は多数決での意思決定となり、賛否拮抗とならない限りは総裁の意向が特別の意味を持つことも無い。その意味でドラギ総裁の言う通りである。

とはいえ、現実問題として「ひねくれた(perverse)」市場参加者は一定数存在しており、これが資産価格の形成に影響力を持つてしまう側面は否定できない。その意味で最初の利上げ時期として想定される9～12月の間にドラギ総裁からタカ派筆頭であるバイトマン独連銀総裁への交代が起きるのだとすれば、「タカ派色の強いECB」を祭り上げるムードが殊更強まる可能性は無いとは言えまい。もっとも、本欄では繰り返し述べているように、恐らく同時期にはFRBの利上げが終了に差し掛かっている可能性が高いことから「真っ当に考えて利上げは無理」という局面に陥っているのではないかと推測する。その際に、たとえ「バイトマンECB総裁」であったとしても、多数派に抗うことは制度的に不可能である。

《ユーロ圏経済の現状と展望～想定される「試練の秋」～》

依然、物価は冴えない

7月はメルケル政権の瓦解が懸念されブレグジットを巡っても不穏な空気が漂うなど欧州政治情勢の混迷が注目される時間帯が続いたが、ECBはぶれることなく正常化路線を推進しており、これがユーロ相場の堅調な動きに寄与しているのは間違いない。7月5日にはブルームバーグが匿名の内部関係者の発言として「2019年末の利上げでは遅過ぎる」という見解を報じ、ユーロが買われる場面も見られた。また、同3日にはチーフエコノミストであるプラート理事が「ユーロ圏経済の基調的な力強さのほか、長期インフレ期待がしっかりと抑制されていることは、純買入れ策の段階的な終了後も、インフレが持続的に(目標に向け)収束していくと確信する根拠となっている」と述べ、拡大資産購入プログラム(APP)

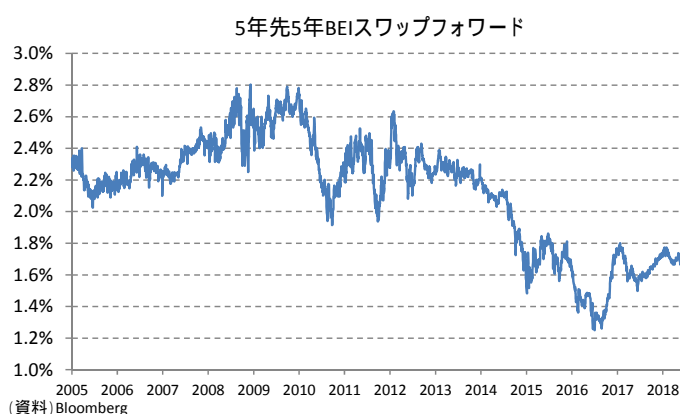


終了後の域内物価動向に自信を示している。確かに本稿執筆時点で最新となる 7 月分のユーロ圏消費者物価指数（HICP、速報値）は前年比 2.1%と 2012 年 12 月以来、5 年 7 か月ぶりの高い伸びを実現しているが、図に示されるようにエネルギーが果たしている部分が大きい。当然にして年初からの原油価格の騰勢にけん引された動きであるため、APP が無くなる 2019 年以降、原油価格が横ばいならば、エネルギーの寄与は剥落が予想される。依然としてコアベースでは 1.0%付近で横ばいという状況が 1 年以上続いており、あまり局面変化を感じさせるものではない（こうした論点については 7 月政策理事会後の記者会見でもドラギ総裁から言及が見られている）。

それでもプラート理事が自信を示しているのは堅調な実体経済が堅調な雇用・賃金情勢を生み出し、自律的なインフレ高進が期待できるという見立てがあるからであろう。ユーロ圏の実質 GDP は現在判明している 2018 年 4～6 月期までで 21 四半期連続のプラスとなっており、これは過去最長に並ぶ記録である。外形上は「過去最長の景気拡大」が続く中、好循環に基づいた物価高を期待するのも無理はない。だが、上述したように、トランプ政権の保護主義志向への懸念が収まらず、昨年まで経済をけん引した輸出も減速感を隠せない中であって、今後復調していくとの絵は描きづらいのが実情と思われる。

インフレ期待はむしろ頭打ち

また、プラート理事は「長期インフレ期待がしっかりと抑制されている」と言及しているが、元々落ち込んでいたものが加速するか見守る状況にあるため、抑制されているとの表現にはやや違和感も覚える。ECB が伝統的に重視する市場ベースのインフレ期待として 5 年先 5 年物インフレスワップ(以下、5 年先 5 年物 BEI)の動きが注目されるが、確かに 2016 年半ば以降、ボトムアウトして



いるが、年初から 1.8%弱で頭打ちとなっている。ECB スタッフ見通しでもユーロ圏消費者物価指数（HICP）は 2020 年にかけて+1.7%までしか上昇しないとの見通しになっているのだから、ある意味で当然と言える。こうした現状や展望を踏まえれば「インフレ期待が抑制されている」というよりも「インフレ期待が頭打ちになっている」という表現の方が適切ではないか。少なくとも物価情勢は正常化プロセスの加速を正当化するものではなく、その意味で「APP 終了後は白紙」という ECB の金利ガイダンスは概ね適切と考えたい。2014 年 6 月のマイナス金利導入以前、5 年先 5 年物 BEI は常時 2%を超えていたので、再びこの軌道に乗ってくる際にその解除が検討されることが合理的ではないか。

「試練の秋」を想定

「みずほマーケット・トピック」⁵でも関連の議論を行ったが、秋の EU 首脳会議では全くと言って良いほど着地点が見出せない難民割り当て問題の協議が行われる。そして、そのタイミングではイタリア議会が新年度の予算審議に入る。恐らくポピュリスト政権が示す拡張財政予算案に対し欧州委員会が頭を悩ませるだろうが、そのタイミングで同政権の挙動が EU 首脳会議の帰趨を決するという複雑な状況

⁵ みずほマーケット・トピック 2018 年 7 月 4 日号『EU が迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ』をご参照下さい。

が予想される。しかも APP 減額もそのタイミングから始まるのである。ちなみに英国の EU 離脱の実質的な交渉期限も秋だ。このように考えると今年の秋は EU にとっては「試練の秋」となっている可能性が高いように思われる。かかる状況下、筆者はプラート理事が示すほど楽観的な未来が ECB の政策運営を待ち受けているとは思わない。もちろん、既定路線となった APP 終了が覆る可能性は低いだろう。しかし、恐らくは ECB が希望している 2019 年 9 月ないし 10 月の利上げ着手はそれまでにユーロ圏のインフレ率およびインフレ期待がしっかりと 2% 付近まで浮揚かつ安定し、FRB の利上げ路線も順調に進んでいることが必要条件になると考えたい。少なくとも FRB が中立金利到達を理由に利上げ路線から撤退しようとしているタイミングで ECB が利上げ路線に復帰することはユーロ高を忌避する ECB の気質を踏まえれば考えにくい。筆者は 2019 年 9 月なのか 12 月なのかという次元ではなく 2019 年中の利上げがそもそも難しいという前提でユーロ相場の見通しを策定している。

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。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。