中期為替相場見通し

2018 年 8 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～揺れる新興国とドル相場見通し～

新興国市場と国際金融市場の現状と展望～第二次資本流出が始まったのか？～ P.3
米株式市場の現状と展望～「米国株の独り勝ち」から何を読むか～ P.5
円相場の基礎的需給環境～1 年半ぶりの円売り超過～ P.7
メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～ P.8

◆ ユーロ相場の見通し～トルコショックが足枷に～

トルコショックの欧州への影響～真の危機は「金融」ではなく「難民」～ P.11
伊ポピュリスト政権を巡る現状と展望～潜在的な危機～ P.13
ECB 総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～ P.15

【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

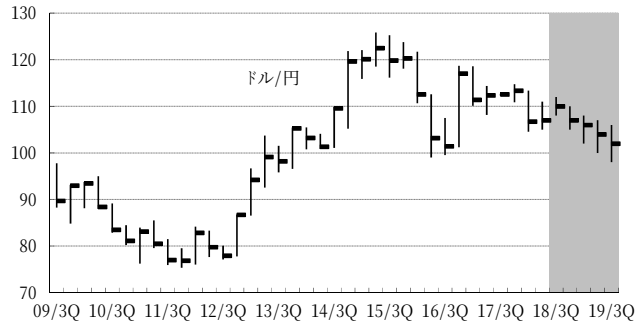
ドル/円相場は 8 月も方向感の出ない地合いが続いた。先鋭化するトランプ政権の保護主義志向は不変であり、依然、予測期間中で最も大きなリスクと考えたい。なお、8 月に耳目を集めたトルコショックはこれまで新興国に流入した資金が巻き戻される契機になる可能性を警戒すべきだろう。仮にそうなった場合は FRB の正常化プロセスが阻害されることになるはずである。真っ当に考えれば、これだけドル建て資産の投資妙味が改善する中でバランスシートの縮小も行われているのだから、相対的にリスクの高い新興国市場や社債市場から資金が抜けるというプロセスは必然の帰結であるように思われる。米国経済が金利上昇に耐えられても、その他の主体もそうだとは限らず、FRB の政策運営は海外環境を睨む必要性が増すだろう。なお、株式市場に目をやれば米国独り勝ちの様相が鮮明だが、パウエル FRB 議長は資産価格の騰勢を企図した引き締めの必要性を意識しているようだ。いわゆる BIS ビューに基づく予防的な政策運営だが、これはあるショックを契機として資産価格の性急な調整を招きかねないため、危うさも孕む。予測期間中、米国内外の動揺が露わになる中で正常化プロセスが頓挫し、米金利が低下、これに伴ってドル安相場が訪れるという本欄の基本認識は変える必要が無さそうである。

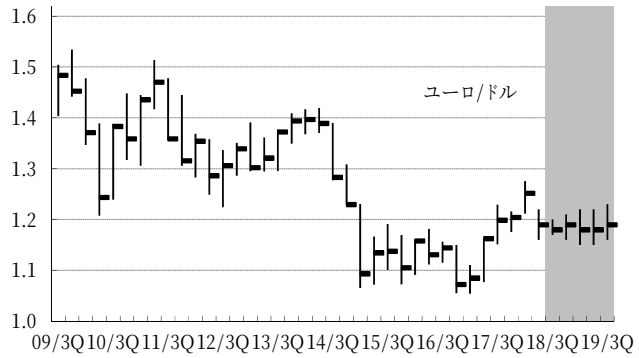
片や、8 月のユーロ相場はトルコショックに振らされた。新興国の 1 つに過ぎないトルコのショックが市場全体にまで波及したのは一部の欧州金融機関がトルコ向けに大きな債権を有しているという不安が台頭したからであった。とはいえ、トルコにとって欧州が重要な債権者であることは事実だが、欧州にとってトルコが特に大きな債務者というわけではないため、欧州の金融システム不安まで煽るのは過剰である。だが一方、イタリア政局を巡る不安は払拭されておらず、9～10 月に一大テーマとなろう。来年度予算編成が EU 規則を超過する可能性が既に示唆される中で伊政府と EU の対立は不可避の様相だが、一部の伊政府高官からは難民問題とバーターにしてこの問題を突破しようという姿勢も見え隠れしている。ブレグジット交渉が正念場を迎える中で域内情勢も混沌としてくることが予想され、この点はユーロを敬遠する材料となりそうだ。ドル全面安という基本シナリオ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本欄の基本認識である。

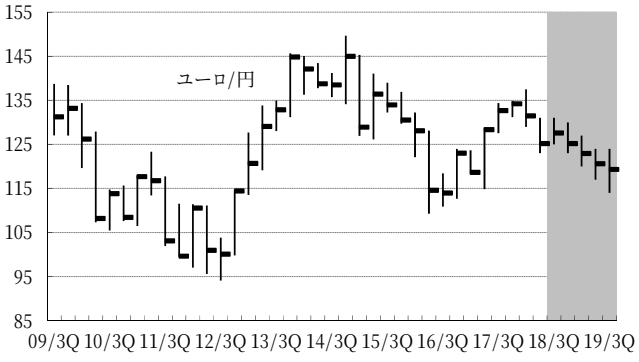
【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～8月（実績）	9月	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 (111.01)	108 ～ 112 (110)	105 ～ 110 (107)	102 ～ 108 (106)	100 ～ 107 (104)	98 ～ 106 (102)
ユーロ/ドル	1.1300 ～ 1.2556 (1.1664)	1.15 ～ 1.18 (1.16)	1.14 ～ 1.19 (1.17)	1.13 ～ 1.20 (1.16)	1.13 ～ 1.20 (1.16)	1.14 ～ 1.21 (1.17)
ユーロ/円	124.62 ～ 137.51 (129.43)	125 ～ 131 (128)	123 ～ 130 (125)	120 ～ 127 (123)	117 ～ 124 (121)	114 ～ 124 (119)

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内8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。







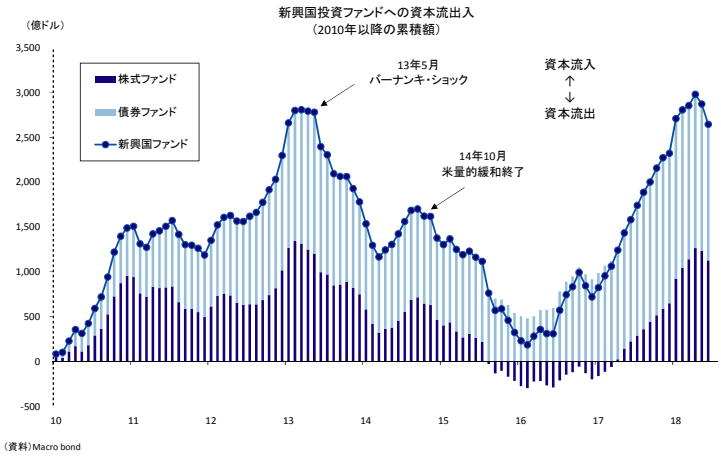
◆ ドル/円相場の見通し～揺れる新興国とドル相場見通し～

《新興国市場と国際金融市場の現状と展望～第二次資本流出が始まったのか？～》

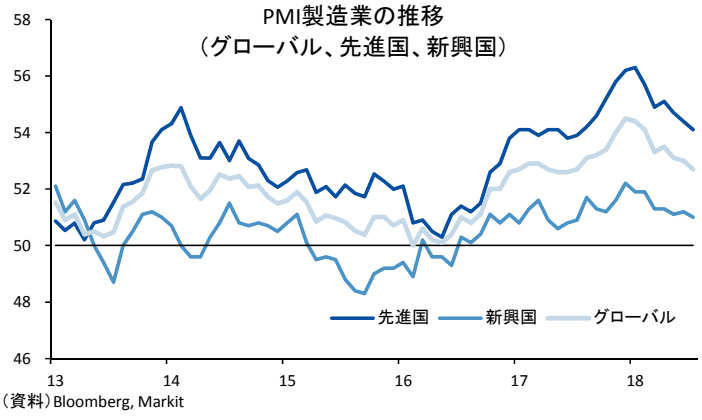
第一次資本流出：2013年5月-2016年初頭

8 月の金融市場はトルコショックの余波が続いた。利上げも国際金融支援も退け、米国による追加関税拡大の原因となっている米国人牧師解放にも応じず、ひたすら流動性供給と資本規制だけで対応するエルドアン政権のスタンスが市場から評価されるはずも無く、本稿執筆時点ではとりあえず小康を得ているものの、事態の完全収束にまでは至っていない。なお、8 月 13 日にはトルコショックに乗じて通貨安に歯止めがかからなくなったアルゼンチン中銀が主要政策金利を従来の 40%から 45%に引き上げている。後述するように、こうした連鎖は相応に続く可能性がある。

本欄では米国が利上げに耐えられるとしても新興国がそうとは限らないという論点を繰り返し強調してきた。そうした懸念の背景には FRB の緩和環境を前提として新興国に流入していた巨額の資本の存在がある（図）。ここで少しだけ過去を振り返ってみたい。2010 年以降に関し、新興国投資ファンドへの累積資本流入額を見ると、欧州債務危機を脇目に FRB が金融緩和の強化に勤しんだ結果、一方的な流入が続いた。しかし、2013 年 5 月の議会証言でバーナンキ元 FRB 議長が段階的な量的緩和（QE）の縮小（いわゆるテーパリング）を示唆すると一気に逆流へ転じ、2016 年初頭までの約 2 年半にわたって資本流出が続いた。いわゆるテーパータントラム（かんしゃく）が取り沙汰された時期であり、これが FRB の正常化プロセスのペースにブレーキをかけたこともあった。



ちなみに、同期間は新興国経済の景気減速局面と合致することでも知られており、例えば途上国全体の PMI などを見ると（図）、2015～16 年初頭にかけては 50 割れが定着した（先進国および世界全体では 50 を超えているが、新興国だけは 50 割れとなっていた）。2016 年入り後に原油価格が 1 バレル 30 ドルを割り込んだのは FRB の緩和縮小に伴い投機資金が縮小したこともあろうが、そもそも新興国経済の停滞により実需が縮小したという側面もあっただろう。FRB の緩和縮小で資本流入が細ったために（資源国でもある）新興国の成長が減速したのか、それとも元々新興国の景気循環縮小局面だったのか、もしくはその両方だったのかは定かではないが、この局面では NY ダウ平均もほぼ横ばいとなり、ドル/円相場の一方的な上昇も反転するなど、市場全体で元気の無い局面であった。<u>さしずめ、FRB の正常化プロセスに伴う第一次資本流出とでも言うべき局面だろうか</u>。

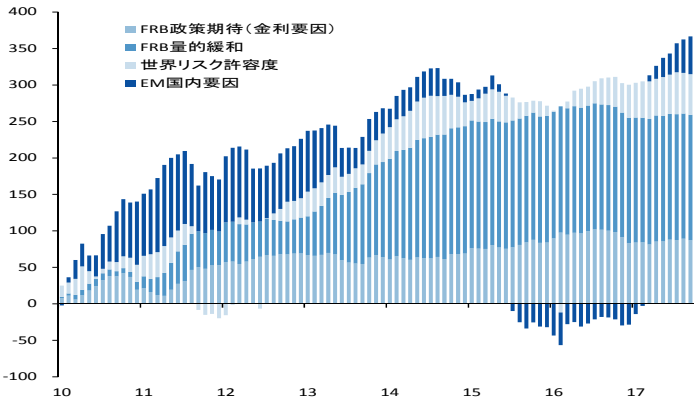


第二次資本流出：2018年5月から始まった可能性

その後、2016 年後半に入ると新興国経済も持ち直し、世界経済は再度拡大局面に入る。テーパータントラムを経て FRB の正常化プロセスが遅延したため、完全雇用状態にある米国経済の資産価格が騰勢を強め、これが他国にも波及したというのが筆者の基本認識である。例えば FRB スタッフ見通しにおける長期失業率（≒自然失業率）見通しは 2013 年 3 月時点で 5.6%であったが、そこから 3 年後の 2016 年 6 月の失業率は 4.9%まで下がっていた。それでもその時点で利上げは 1 回しか出来ておらず、バランスシート（B/S）縮小に至っては当分先の話だと考えられていた。2015 年 8 月にチャイナショック、2016 年 6 月に英国の EU 離脱方針決定、同年 11 月にトランプ大統領誕生という巨大なリスクオフイベントが続いたため、緩和解除が遅延せざるを得なかったという不可抗力があるが、世界最大の経済である米国において「完全雇用下での緩和継続」という状況が許容された結果、米国内外で資産市場の騰勢がもたらされたという疑いは強い。

ちなみに本稿執筆時点の米国の最新の失業率は 2018 年 7 月の 3.9%まで下がっており、これに着目すれば FRB が正常化プロセスに邁進することは頷ける。だが、繰り返しになるが、FRB の金融緩和を前提に資本流入を当て込んできた新興国の動揺は不可避である。過去の本欄でも IMF の分析を引用して議論したように、2014 年以降、新興国に流入した資金の 9 割弱が米国の金融緩和要因によるものであり、新興国のファンダメンタルズに依存する部分は 1 割程度である（図）。昨秋から B/S 縮小に着手し、四半期ごとの迷い無き利上げが続けられている以上、新興国からの資本流出は必然の帰結であり驚くべきものではない。市場参加者として関心があるのは「何がきっかけでそれが加速するか」だろう。この点、図を見る限り、2018 年 4 月に流入がピークアウトし、5 月から第二次流出局面が始まったように見受けられる。要するに、5 月初旬に見られたアルゼンチンペソ急落がきっかけとなった疑いがある。8 月に直面したトルコショックが第二次資本流出局面の到来を決定づけたのかどうかという目線で現状を評価したいところである。

新興国への累積資本流入額の要因分解（10億ドル）

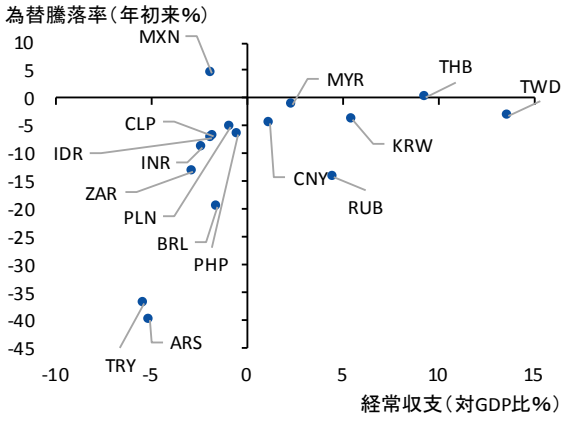


（資料）IMF「Grobal Financia Stability Report Oct 2017」

「トルコリラだけは特別」は通用しない

もちろん、今、トルコで起きているパニックの大部分はエルドアン大統領に特有の政策運営（利上げ妨害・米国人牧師の解放拒否・IMF 融資要請拒否など）に起因しており、他の新興国とリンクさせるべきではないという考え方もある。しかし、欧州債務危機時も本当に公的部門に問題を抱えているのはギリシャとイタリアくらいであったが、「経常赤字国である」という一点だけを理由に、本来は財政黒字であ

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8月27日までの年初来

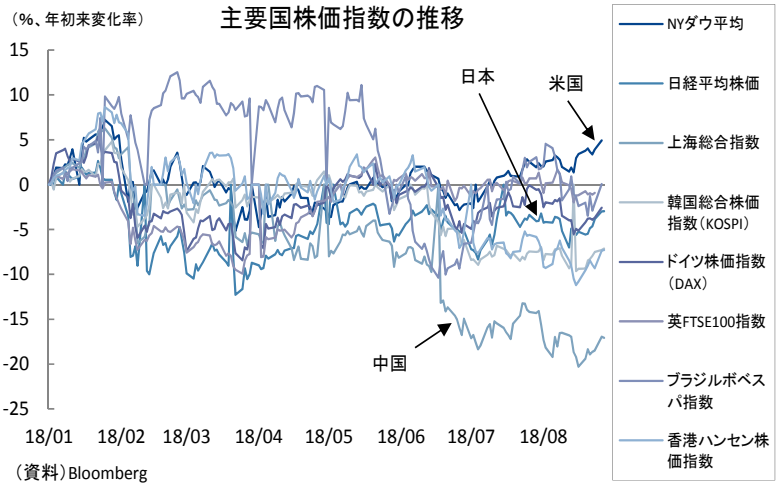
ったスペインやアイルランドなども PIIGS とひと括りにされ危機が連鎖した。今回もエルドアン大統領ほどの政治的リスクを抱える国が少ないとはいえ、そもそも対外経済部門に脆弱性を抱える新興国は多く、トルコショックを契機として過剰に流入していた資本が新興国から継続的に流出する恐れはある。実際、足許を見ても下落幅の大きな通貨は往々にして経常赤字国である（前頁図）。トルコリラやアルゼンチンペソは世界有数の経常赤字国通貨であり、年初からこの 2 通貨がとりわけ騒がれているのは偶然ではない。また、その 2 通貨の変化率が巨大過ぎるために図ではイメージが掴みにくいが、南アランドやブラジルレアルも約▲10～20%とかなり大きな下落幅となっている。この局面に至っては、「トルコリラだけは特別だから」という言い分は通用しづらくなっている。

第二次資本流出局面が始まった疑いのある中、果たして FRB が現行の正常化プロセスをこれまで通り敢行できるのか。後述するように、自国株の騰勢が続く中でパウエル FRB 議長は利上げの手を休めるつもりはなさそうだが、これは新興国市場にとっては酷な展開となりそうなことを留意したい。

《米株式市場の現状と展望～「米国株の独り勝ち」から何を読むか～》

米国株独り勝ち

年初来、主要国株価指数は全般的に堅調という印象が強いが、そのパフォーマンスを見る限り米国株の独り勝ちといった構図が鮮明である。図示されるように 5 月末までの 5 か月間について言えば、米国を含め主要国は団子状態にあった。しかし、6 月中旬以降は多くの国が横ばいとなる状況下、中国が脱落し米国が頭一つ抜きん出ている。元々、米国経済が最も地力があると考えられていたのだから、それが露呈しただけなのかもしれない。だが、6 月中旬と言えば知的財産権侵害を理由として米国が中国輸入 500 億ドルに対して 25%の制裁関税をアナウンスしたタイミングでもある。



みずほマーケット・トピック[1]でも議論したように、為替市場でもこの 6 月中旬は重要な節目になっており、それまで堅調だった経常黒字国通貨（例えば韓国ウォンやタイバーツや台湾ドルなど）が崩れ始めたタイミングでもあった。具体的には、6 月中旬以前は「米金利上昇に伴う新興国からの資本流出」がテーマであったのに対し、6 月中旬以後は「米保護主義の先鋭化に伴う経常黒字国への不安」もテーマとして重なったというのが筆者の解釈である（かかる状況下、現状はあまり新興国通貨投資に適切な環境ではないという印象が抱かれる）。

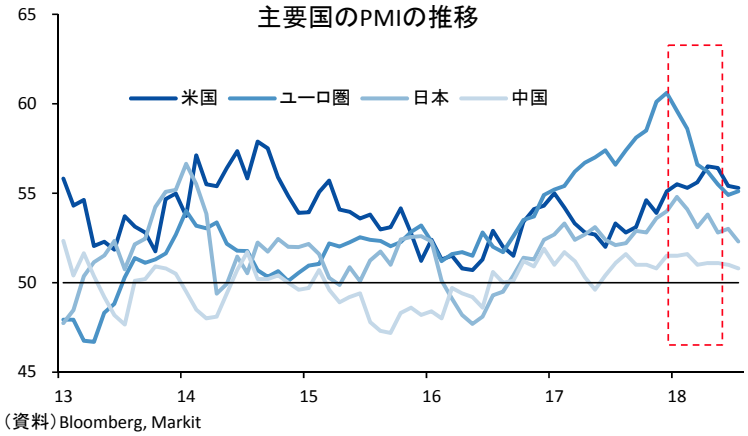
このような文脈を踏まえて米国株独り勝ちという現状から何を読むべきか。6 月中旬以後に米国株だけが続伸しているのだから「貿易戦争は米国経済を利する」という理解が支配的ということなのだろうか。それとも貿易戦争は当然米国経済にもマイナスだが、依然としてカネ余りの市場環境の中、最も生き残りそうな国として米国が消去法で選択されているという理解なのだろうか。元より米国経済の地力が相

[1] みずほマーケット・トピック 2018 年 8 月 6 日号『ソフトデータが暗示する世界経済失速』をご参照下さい。

対的に強い状態から貿易戦争を仕掛けているのだから後者の理解が近いかもしれない。しかし、貿易戦争が米国を含めた世界経済にとってネガティブであるという認識は議論の余地が無いものであり、例えば IMF は 7 月の分析で米国経済を▲0.8%押し下げ、世界経済についても▲0.5%押し下げるとの試算を示している。米国もいずれ無傷ではすまない。

PMIの動きに似ている

とすれば、現状見られている米国とそれ以外の国の株価指数の乖離は米国も失速する形で修正されてくると考えるのが論理的である。前頁図を見て筆者が思い出したのは世界各国の PMI 動向である。右図に示されるように、年初来の PMI は 4 月までは米国以外の国の景況感が悪化する中で米国だけが上昇していた（図中点線四角部分）。その後、米国も他国と同様に下落に転じ、現在に至っている（最新は 7 月分）。PMI が実体経済にいち早く先行するのだとすれば、これが株価、次にハードデータ（生産、所得、消費など）へと波及していく可能性はある。



いみじくも 8 月のジャクソンホール経済シンポジウムでパウエル議長は 90 年代後半の「ニューエコノミー論」を例に、低インフレのまま高成長が続く可能性を指摘しており、かつてのグレートモデレーションを髣髴とさせる状況に言及している。この上で、パウエル議長は「過去 2 回の景気後退では、物価でなく金融市場に過熱感があった」と述べ、そのような安定（≒資産価格上昇・物価安定）に安住したことが危機を招いたという認識を示している。だからこそ株価の騰勢が続くことは FRB が利上げを続ける理由になるし、実際に講演ではその旨が示唆されている。PMI が既に下落に転じている中で利上げを続けることが、「米国株の独り勝ち」という状況をどのように変えていくのか。パウエル議長講演を踏まえれば、資産価格の騰勢を抑制することが利上げの目的であり、やはり株価は軟化するように思われる。

危うい BIS ビュー

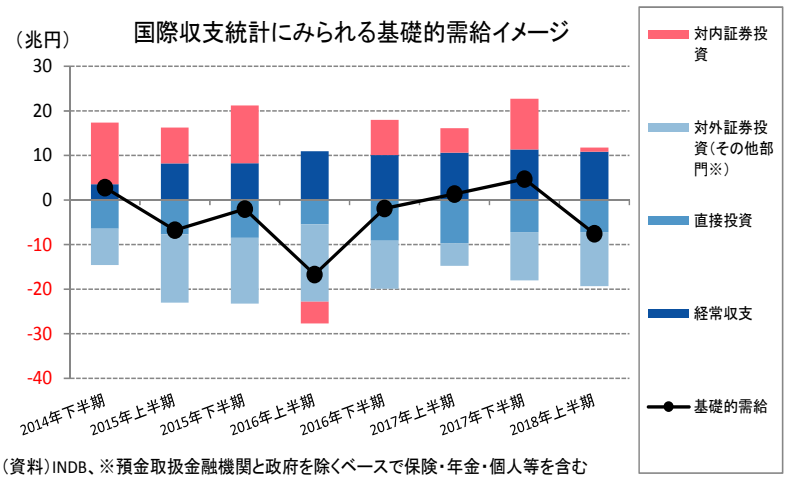
こうした政策運営はいわゆる「バブルになる前に予防的な引き締めが必要」という BIS ビューに基づいているが、これは「バブルの傷はバブルで癒す（破裂後に緩和で対応する）」という FED ビューに対峙する思想として知られる。講演を見る限りパウエル体制は前者に傾斜しているようだが、BIS ビューは「今がバブルである」という現状評価が正確にできるという前提がある。それは中銀の全能感を前提にした運営であり、やはり無理がある。BIS ビューは常にオーバーキルと背中合わせであり、制御不能なインフレ懸念でもない限り慎重な運用が求められるだろう。もっとも、そうした為政者の恣意性によるミスを排除するためにデュアルマンデートが存在するはずである。現状では雇用最大化がほぼ実現されている中でインフレ指標が落ち着いているのだから、やはり利上げには慎重であるべきというのが素直な理解ではないだろうか。いずれにせよ、パウエル議長率いる FRB がグリーンスパン時代の運営を教訓として持ち出している以上、「米国株の独り勝ち」は今後抑制すべき対象として評価されるのだろう。かか

る状況下、米国株の突出した状況はその下落を通じて修正される可能性がやはり高いように思われる。

《円相場の基礎的需給環境～1 年半ぶりの円売り超過～》

半期ベースでは 16 年下半期以来の円売り超過

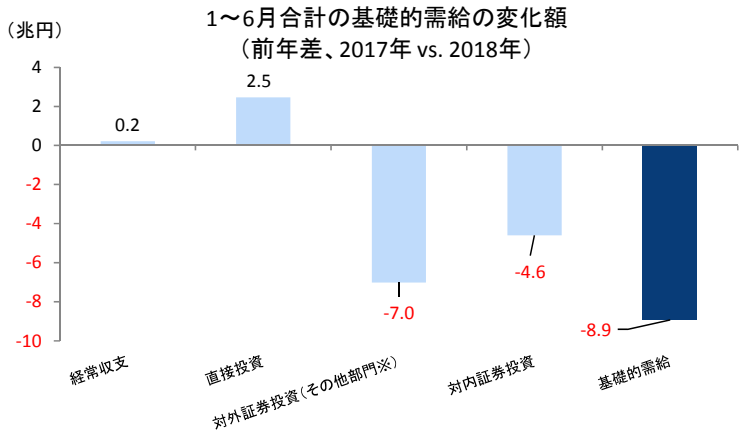
8 月は本邦 6 月国際収支統計が公表されており、今年上半期の基礎的需給バランス（以下基礎的需給）が明らかになっている。2018 年上半期（1～6 月）合計で見れば約▲7 兆 5473 億円の円売り超過という仕上がりになった（図）。四半期別に見れば 4～6 月期こそ短期債を中心として海外から日本への対内証券投資が拡大し、合計では約+2 兆 8512 億円の円買い超過となったものの、1～3 月期が約▲10 兆 3984 億円と大幅な円売り超過だったことで上半期全体として円売り優勢という需給イメージに落ち着いている（なお、1～3 月期の円売りは株や中長期債に対する外国人の売りが増えたことに起因している）。半期ベースでは 2016 年下半期以来の円売り超過であり、足許の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合う。



（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

対外証券投資を巡る厳しい環境

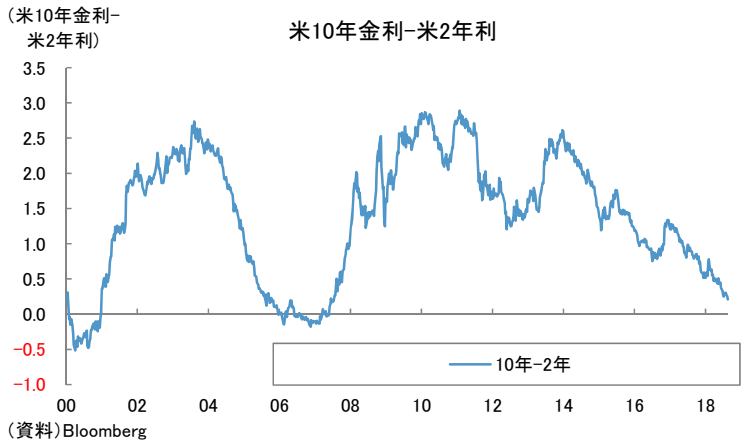
昨年と今年の上半期で最大の違いは対外証券投資の動向である。対外証券投資の買い越しは前年同期差で約 7 兆円増えており、これにより基礎的需給全体の変化を概ね説明できる（右図）。例年通りだが、基礎的需給の帰趨やドル/円相場の流れにとって重要な要素は対外証券投資の動きとなりそうである。2016 年 1 月のマイナス金利導入以降、常々指摘されてきた事実は「悲惨な円金利環境を前提とすれば機関投資家は対外リスクを取らざるを得ない」という想定であった。拡大する日米金利差を理由に円安を予想する向きが多いのはこうしたロジックに依存していることが殆どである。



（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

しかし、2016 年こそ旺盛な対外証券投資の買い越しが円売り超過をけん引する構図が見られたものの、2017 年はこれが縮小し通年で円買い超過となった。FRB の利上げ路線自体は順調であったが、次第に「将来的な利上げ回数」よりも「利上げの終点」としての中立金利水準に耳目が集まるようになったのである。為替市場との関連で言えば、オープン外債への買い越しを積極化させるには 2017 年初頭時点のドル相場が上がり過ぎていたという側面もあろう。事実、2017 年通年でドル相場は急落した（実質実効ベースで約▲7%、ドルインデックスベースで約▲10%の下落である）。

上述した通り、2018 年は今のところ対外証券投資の買い越しが相応の大きさを維持しており、このままいけば通年での円売り超過を形成しそうである。だが、先般の日銀による長期金利誘導の目処柔軟化は多少なりとも円債回帰を促すとの声もあり、今後の対外証券投資のブレーキとなるか注目される。既に債券市場では日銀による二の矢、三の矢を予想（期待？）する声も出ていることを踏まえると、円金利環境の低迷を理由にオープン外債の買い越しが当然視されていた過去 2 年とは投資環境がやや変わり始めていると考えるべきかもしれない。その上で米金利の環境に目をやれば、米 10 年金利と 2 年金利の差は昨日時点で約 30bp まで縮小しており、2007 年 7 月以来の水準をつけている（図）。これはグリーンスパン元 FRB 議長の 17 回利上げが 2006 年 6 月に停止してから 1 年後という時期に合致し、サブプライムショックが発生したタイミングでもある。こうして米債市場が米景気拡大のピークアウトを示唆している状況下で本邦機関投資家が対外証券投資の買い越しを加速させるというシナリオは俄かには信じ難いというのが筆者の基本認識である。



（資料）Bloomberg

《メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～》

欧州政治リスクが高まる

最後に、本欄のメインシナリオに対するリスク要因を整理しておきたい。全月までに列挙してきたリスク要因（表）に大きな変更点はないが、敢えて言えば⑥の欧州関連懸念は増したと言わざるを得ない。8 月 23 日、英国政府は EU 離脱（ブレグジット）を巡り、国民や企業に対して「合意なき離脱（a no deal scenario）」に備えるための文書の公表を開始した。ちなみにその約 1 か月前となる 7 月 19 日には欧州委員会が政策文書の中で「秩序ある離脱に向けた合意が形成される保証はない」と明言しており、2019 年 3 月 30 日をもって英国は EU にとって「第三国」となり、EU・英国双方の政府、企業、市民へ影響が及ぶと警鐘を鳴らしている。端的に言えば、EU・英国の全ステークホルダーに「覚悟せよ」という公的文書であり、もはやクリフエッジ（崖っぷち）リスクはテールリスクとは言えない状況になりつつある。しかも、タイミングの悪いことに実質的な交渉期限と目される 10 月 18 日の EU 首脳会議を巡ってはイタリアが「他国による難民受け入れが叶わないのであれば EU 拠出金を払わない」とごね始めている件についても決着する必要がある。ちなみに 10 月から拡大資産購入プログラム（APP）の縮小が始まる。そもそも減速感の強まりが指摘されているユーロ圏経済がこうした不測の事態に見舞

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	・日米貿易摩擦への発展。ドル安誘導も？	円高ドル安
	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
	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
	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
	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

われた場合、どうなってしまうのか。今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性がある。

そのほかでは①に係るリスクも全く払拭されていない。8 月 23 日、米中政府の代表団は 2 日間にわたって 2 か月ぶりとなる通商協議を終えたものの、やはり次官級協議では事態の打開に至らなかった。同日には通商 301 条に従い 7 月 6 日の 340 億ドルに続き 160 億ドルの対中輸入に対しても 25%の追加関税を発動しており、実態として米保護主義の進展はとどまる様子が無い。トランプ大統領の言動通りに事が進むようであれば今後は計 4000 億ドルが 2 段階にわけて執行されることになり、対中輸入のほぼ全額に追加関税がかかることも視野に入る。輸入車関税（最大 25%）の行方も定まっておらず、やはり米通貨・通商政策が想定外の市場変動をもたらすリスクは、見通し作成上、見逃せないものである。

「大統領 vs. FRB」の構図は変わらず

さらに①のリスクに絡めて言えば、7 月下旬以降、トランプ大統領が FRB の金融政策に関心を持ち始めていることも気になる。8 月 20 日にもパウエル体制下での利上げ路線に対し「気に入らない」と述べたことで、米金利が低下し、ドルが売られた。この文脈の中で中国や EU が通貨を操作しているとの非難も相変わらず展開している。8 月にはドル高を評価するような投稿を行っており、そもそも「金利（利上げ）」と「為替（ドル高）」の因果関係を理解していないのではないかと疑わせるようなところがあるが、「FRB の利上げに賛同できない」という一点は確実な思いと言えそうである。

こうした堂々たる中銀への口先介入が表立って市場の流れを変える雰囲気にはまだなっていない。しかし、政治介入に絡めて懸念されるべき論点は「制御不能なインフレ高進」のはずであり、大統領の言動に合わせて米金利が低下し、ドルが売られているのは本来的な反応とは逆である。この理由は単純であり、要するに市場はインフレ懸念など持っていないということだろう。本当にこれから物価が上がってくるとの懸念があり、ビハインドザカーブを恐れる市場参加者が多数ならば、大統領の口先介入を受けて正常化プロセスの進捗が阻害され、インフレが加速、通貨価値も毀損されるとの読みに繋がるはずである。そうなっていないのは今の FRB の正常化プロセスが糊代稼ぎでしかないと考えているからだろう。

むしろ、こうした大統領発言に絡めて心配すべき事態は大統領が政治的な横やりを入れることで FRB が頑なになり、利上げを継続させるリスク（究極的には②のオーバーキルのリスク）である。特に利上げ判断を迷う微妙な情勢ではこのようなリスクが表出しやすいと考えたい。恐らくトランプ大統領が利上げに対する見解を変える可能性は低い（その点は元々不動産デベロッパーであった同氏のバックグラウンドがそうさせるのかもしれない）。そもそも「保護主義」と「通貨安」の親和性は非常に高いのだから、米金利上昇やこれに伴うドル高は忌むべき対象である。今後、大統領が繰り返す正常化プロセスへの「苦情」に反発して利上げに邁進するようなことがあれば、思わぬオーバーキルを招き、結果的に米金利低下・ドル安が想定以上のペースで進むリスクもあろう。いずれにせよ「大統領 vs. FRB」の構図は 7 月以降に浮上している新しい論点と考えられる。

日銀正常化リスクは継続

本邦に関していえば、日銀の政策運営が正常化に傾斜する⑤-1 のリスクは 7 月会合の調整を経た今も依然排除できない。7 月会合ではオペ柔軟化により「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 は修正含みと考えられる。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。実際、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、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いう考え方はある。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、わざわざ円高リスクの高い政策修正に踏み切るのは勇気がいるだろうが、「今しかできない」という思いが日銀を突き動かす可能性はある。なお、③のリスクに関しては 9 月 20 日に自民党総裁選挙が実施されるものの、既に国会議員票の 7 割を押さえていると言われる安倍首相の 3 選を疑う向きは殆どない。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もはや極めて低そうである。但し、圧倒的な勝利の行く先は今度こそ改憲となるはずであり、これが支持率に大きな影響を与える可能性には留意したい。

語るべきものが多くない円安リスク

片や、円安リスクはあまり語るべきものが多くない。既に見たように、円の基礎的需給環境は引き続き円高を支持していない。この点は本欄の円高予想にとっては最も真っ当なリスク要因と考えられるが、米景気拡大のピークアウトが視野に入る中、本邦機関投資家が対外証券投資の買い越しを加速させるというシナリオは現実感に乏しい。既に述べたように日銀の政策が修正含みとなっている以上、円債回帰が促されるとの声は根強く、今後の対外証券投資の障害となる可能性もあるだろう。オープン外債の買い越しが当然のように推奨されていた過去 2 年とは国内投資環境が変わり始めているという目線は忘れずに持ちたいところである。むしろ、既に米イールドカーブはフラット化が限界まで進んでおり、歴史的な教訓に倣えばここから重要な局面変化が生じても不思議ではないという事実が肝心と考える。本邦投資家も同様の認識を持つ向きが多いのではないか。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は無視できないが、さほど深刻なリスクとも思えない。

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末に取られる決断であり現時点で心配するものではない。そもそもトランプ大統領が保護主義を先鋭化させ、米金利上昇（とこれに付随するドル高）を不快に思っていると考えられる中、日銀の追加緩和は政治的にハードルが高いものである。

引き続き利上げの累積的な影響を注視

以上に見るように、予測期間中における最大のリスクはトランプ政権の通貨・通商政策と考えられるが、目先では欧州の政治リスクも無視できない。とりわけ、これまでテールリスクに過ぎないと考えられていたブレグジット交渉に係るクリフエッジのリスクがにわかに現実味を帯び始めていることは金融市場にとって大きな話である。そのほかにもイタリア政局が波乱の萌芽となる雰囲気も強く、7 月に IMF が警告したように、ユーロ圏を巡るリスクは「とりわけ深刻」と考えるべきではないか。

引き続き本欄では、FRB による従前の引き締めが累積的に影響力を発揮してくる中で米経済が失速に至り、FRB のタカ派姿勢が後退すると予想している。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、本欄で堅持してきたメインシナリオである。米経済の堅調が想定以上に続く中でシナリオの実現は遅延しているが、さすがに 4%を切った失業率の改善はもう限定的だろう。FRB ですら捕捉の難しい自然失業率を読み間違えたこと自体は不可抗力であり、現時点で予想すべき方向感（円高・ドル安）を修正する必要性は大きくないと考えている。

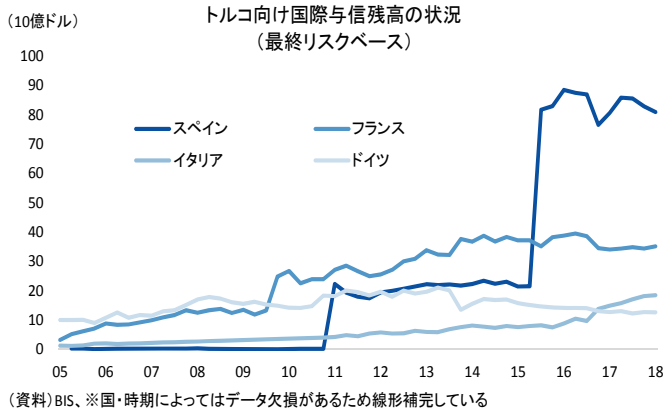
◆ ユーロ相場の見通し～トルコショックが足枷に～

《トルコショックの欧州への影響～真の危機は「金融」ではなく「難民」～》

市場が不安視する危機の波及ルート

8 月のトルコショックがトルコやアルゼンチンといった新興国市場を超えて日米欧を筆頭とする先進国市場にまで影響を及ぼした理由の 1 つが、トルコと欧州の金融的な結びつきへの懸念がったためである。往々にして新興国の混乱が大事に至る際は、そうした新興国に大きなエクスポージャーを有する先進国の金融機関の不安に結びつき、株・為替・債券といった資産市場が広く動揺するケースが多い。

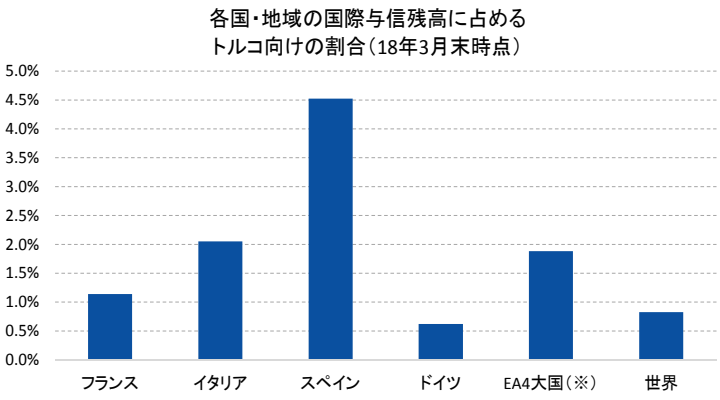
今回も同様であった。英紙フィナンシャルタイムズは 8 月 10 日付の報道[2]で ECB がスペイン、フランス、イタリアの国内銀行が抱えるトルコ向け債権の大きさを懸念しているといった関係者のコメントを報じた。同関係者は今のところ「決定的（critical）」な事態としては見ていないようだが、記事中ではスペイン、フランス、イタリアの大手銀行の名前が具体的に挙げられていたことから同日の対象銘柄株価は大きく値を下げ、これが世界的な株安に繋がった格好である。そこで国際決済銀行（BIS）の国際与信統計を元に数字をチェックしてみると、それらの国々の名前は目につく。2018 年 3 月末時点でトルコの国内銀行が外国銀行に対して持つ対外債務は合計 2232 億ドルであり、このうちスペインが約 809 億ドル、フランスが約 351 億ドル、イタリアが約 185 億ドルとされる（すべて最終リスクベースでの公表値）。つまり、この 3 か国だけでトルコの対外債務全体の約 6 割を占めることになる（図）。こうしたデータを元に金融市場が懸念するのは「トルコ発、スペイン・フランス・イタリア経由、ユーロ圏行き」という危機の波及経路である。少なくとも、対ドルで年初来 30%以上も下落したトルコリラ相場を踏まえれば、トルコの国内銀行が外貨で借り入れている債務について十分な為替ヘッジが進んでおらず債務不履行に陥る部分が出てくる可能性はある。上述の FT の記事の中でも関係者がそうした経路で問題が発生することを懸念している。



（資料）BIS、※国・時期によってはデータ欠損があるため線形補完している

欧州金融システムへの影響は軽微か

とはいえ、最も大きなスペイン国内銀行の国際与信残高（国外向けの与信残高）は 1 兆 7872 億ドルである。同じくフランスは 3 兆 826 億ドル、イタリアは 9011 億ドルである。ちなみに上記の記事では名が挙がらなかったが、ドイツの国際与信残高は 2 兆 399 億ドルであり、トルコ向けは約 127 億ドルである。ここでユーロ圏 4 大国（ドイツ・フランス・



（資料）BIS、※EA4 大国：Euro Areaのドイツ、フランス、イタリア、スペインを指す

[2] Financial Times『ECB concerns grow over EU banks' Turkey exposure as lira slides ～Lenders from Spain, France and Italy viewed as vulnerable to weak lira』, Aug.10 2018

イタリア・スペイン）の国際与信残高合計に占めるトルコ向け与信残高の割合を計算してみると 2%にも満たない（前頁図）。国別に見ても最も大きいスペインの 4.5%が最大であり、記事内で示されている関係者の「決定的な事態ではない」という評価は BIS 統計上を見る限り頷ける話である。

今後を見通すキーワードは「難民」に

だが、心配がないわけではない。キーワードは難民である。根本的な解決が済んでいないとは言え、2015 年に勃発した欧州難民危機を EU が抑え込めているのはトルコとの間で 2016 年 3 月に妥結した「EU-トルコ合意」によるところが大きい。この点、トルコの政情不安定を受けて合意が反故にされ、難民危機が再発するリスクがあることは見逃せない。この論点は極めて重要と考えるため、欧州難民危機と「EU-トルコ合意」の関係を簡単に解説した上で今後想定される事態を示し本稿を締めておきたい。

2015 年春から秋にかけて EU には 100 万人を優に超える難民が流れ込み、その途上で万単位の人間が命を落とした（特にトルコ沿岸に流れ着いた 3 歳児のシリア難民の溺死体写真が世界中に衝撃を与えたことが有名である）。また、この状況を受けた同年 9 月、メルケル独首相が無制限の難民受け入れ策に踏み切り、その後の政治生命を危ういものにしたことも知れた話である。さらに、この政策により影響を受けざるを得ないハンガリーのオルバン首相がメルケル政権を指して道徳的帝国主義と批判し、EU に東西対立という新たな亀裂がもたらされたのもこの頃だった。こうした難民流入を巡る 2015 年の一連の騒動が「債務危機を超える危機」とも言われる欧州難民危機であり、今も根本的な解決には至っていない。正確には解決の目処すら立っていない。

こうした状況にもかかわらず、大きな混乱を招いていないのはなぜか。ひとえに EU との合意に従ってトルコが難民を堰き止めているからである。EU に流入する難民の多くは内戦激化により祖国を飛び出したシリア人であり、トルコ経由でギリシャに漕ぎ着け EU に入るというバルカン半島を経るルート（通称バルカンルート）を利用している。難民の大部分がトルコ経由である以上、EU としてはそこで何とか難民の供給を絞る必要があった。そこで EU は 2016 年 3 月 18 日、「トルコを介して EU 圏内に不法入国した難民はトルコが全て受け入れる。既にトルコに滞留しているシリア難民は 7.2 万人を上限として EU が合法的に受け入れる。その上でトルコは、EU がそれまで約束していた難民対策費用 30 億ユーロを倍増させ 60 億ユーロとする」といった合意をトルコとの間に成立させた。要は「カネをやるから難民を引き取ってくれ」という趣旨の危うい合意だが、効果はてきめんであった。2016 年 4 月以降の EU への難民流入数は前年比で激減しており、「EU-トルコ合意」が EU（とりわけドイツ）に精神的かつ時間的余裕を与えてくれた（くれている）のは間違いない。

エルドアン政権が握る生殺与奪

これは裏を返せば、欧州難民危機は「エルドアン政権がトルコ沿岸の警備にどの程度真剣にコミットしてくれるのか」という点に依存しているということだ。元より人権問題などを巡って EU とトルコの外交関係は脆さを抱えており、合意成立当初から「難民危機の行方はトルコ情勢次第」との評価が多かった。中銀の政策運営に堂々と介入するエルドアン政権の姿勢も EU の価値観とは程遠いものであろう。米国と対抗すべくロシアにすり寄っている姿勢も然りだ。ここに至るまでのエルドアン大統領の言動を見る限り、今後、故意的に難民管理を杜撰なものにするリスクは無いとは言えまい。いや、故意ではなくともトルコの政治・経済自体が混乱を極めれば難民を管理しきれないという過失も考えられる。どちら

にせよトルコがいつまでも欧州のために難民を堰き止めてくれる保証はない。

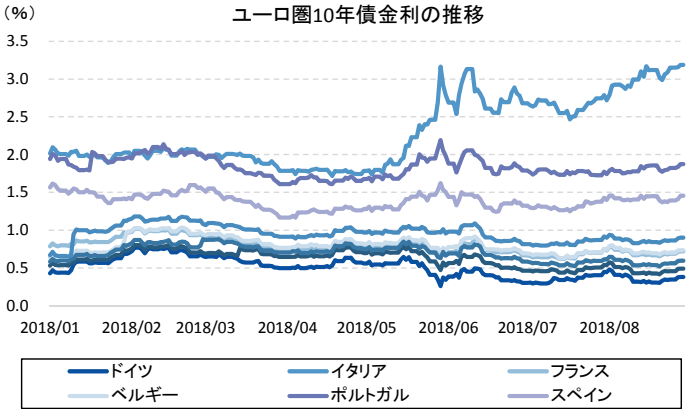
率直に言って EU 域内に難民流入が再開するのは非常に不味い。そうなった場合、まず結果的にそれを多く受け入れることになりそうなイタリアのポピュリスト政権が調子づくだろう。ただでさえ難民受け入れを切り札として欧州委員会と交渉する雰囲気があるのだから、事態はより複雑になるはずだ。また、10 月にバイエルン州選挙を控えるメルケル政権にとっても脅威である。難民受け入れの在り方を巡って長年の姉妹政党であるキリスト教社会同盟（CSU）がメルケル首相率いるキリスト教社会同盟（CDU）と仲違いを起こしたことが 6 月に話題になったばかりである。ここで状況が悪化したら余計に両者の溝が埋めがたくなろう。さらに 2019 年 5 月には欧州議会選挙もある。EU 懐疑的な会派をこれ以上躍進させないためにも難民を巡る状況はやはり悪化させるわけにはいかない。

足許の金融市場ではトルコの国内金融システム混乱がユーロ圏に波及する経路が不安視されているが、現実的にはエルドアン政権が欧州難民危機ひいては EU 政治安定の生殺与奪を握っている事実の方がより強い脅威であるように思われる。

《伊ポピュリスト政権を巡る現状と展望～潜在的な危機～》

もう1つの潜在的な危機

トルコショックに隠れ大きな話題にはならなかったが、イタリアを巡る潜在的な危機からは目が離せない。前述の通り、トルコショックに絡んでは欧州金融システムへの不安も取り沙汰されており、8 月 13 日には欧州委員会のシュパール報道官がブリュッセルで記者団に対し、「（欧州委員会は）グローバル市場の動向を注意深く見守っている。トルコリラの動きが欧州の銀行に与えかねない潜在的影響も認識している」とのコメントを出している。こうした状況がユーロ相場の足枷となっているのは間違いないが、これとは別にユーロにとって危うい事態が勃発している。トルコに対してはスペイン、フランス、イタリアといった国々でエクスポージャーが大きいとされているが、これらの国の中でイタリア国債の利回りだけが急騰している（図）。これはイタリアに固有の悪材料が出ていたことを意味している。トルコショックが現在進行形の危機だとすれば、イタリアの危機は 10 月を目処に警戒される潜在的な危機である。



（資料）Bloomberg

一枚岩ではないイタリア連立政権

イタリア国債利回りが上がり始めたのは 8 月に入ってからであり、トルコショックより微妙に前である。これは 8 月 3 日、イタリアのポピュリスト政権が秋の来年度予算審議に先駆けて財政運営に係る基本方針の議論を始めたことへの反応であった。混乱の実情を理解するためには現在の各閣僚が置かれた立ち位置や来るべき政治スケジュールを理解する必要があるので整理しておきたい。まず、現在のイタリア連立政権は一枚岩ではない。周知の通り、極右と極左の連立という異例の組み合わせで本来は主義主張が噛み合わない部分もあり得る現政権だが、両党は拡張財政路線という点で一致しており、これが

EU の財政ルールとバッティングする可能性が常々取り沙汰されてきた。EU との露骨な対立を回避するために財務担当閣僚には相応のバランス感覚を持った人物が選ばれる必要がある。連立政権発足直前、ユーロ懐疑派で反 EU 色の強い経済学者のサボナ氏が経済・財務相候補とされたところ、大統領がこれを拒否し、政権発足自体が危ぶまれたことは記憶に新しい。そうした経緯で就任したのが現在のトリア経済・財務相であり、財政規律を重んじることから EU や市場からは同氏の信認が厚いことで知られる。

だが、重要閣僚であり連立政権を実質的に率いる極右政党「同盟」党首のサルヴィーニ内務相（兼副首相）および極左政党「五つ星運動」党首のディマイオ産業労働相（兼副首相）はトリア経済・財務相と基本的に相容れない政策スタンスにあり、これまでも確執が報じられている。例えば 7 月下旬にはサルヴィーニ・ディマイオ両副首相が国営の預託貸付公庫（CDP）の経営陣人事を巡り、トリア経済・財務相に対して「辞任を非公式に求めることも辞さない」と述べたことが関係者談として報じられている。後に、この報道はサルヴィーニ副首相本人が否定しているが、その頃からイタリア国債利回りは上がり始めている。疑念は今も完全には消えていない。例えば 8 月 28 日、ディマイオ副首相は来年度の財政赤字が EU 規則を突破する可能性を示唆し、これを受けて金利が上昇した。しかし、この発言は即日、トリア財務相が撤回しており、両者の溝が全く埋まっていないことを窺わせる場面が見られた。

当面はトリア経済・財務相辞任を警戒

来年度予算を巡る今後の予定を見ておくと、まずは各省庁の予算要求に基づき経済・財務相の下で予算計画が提案されることになる。予算計画は閣議決定を経て 9 月中に議会へ提出され、これを土台に策定された政府の予算案が 10 月 15 日までに欧州委員会へ提出される。これに対する欧州委員会の意見表明は 11 月 30 日までとされており、必要があれば修正を勧告することになる。この勧告を受けてイタリア議会は年内（12 月中）に予算案を可決させることになる。上で見たような今月に入り始まった議論は議会提出用の計画に関し土台作りを始めたという段階である。財政規律重視と成長重視という矛盾する路線を如何にして 1 つの案に落とし込み、欧州委員会を説得できるのか。その道筋は現状のところ、全く立っておらず、その実現可能性も不透明である。

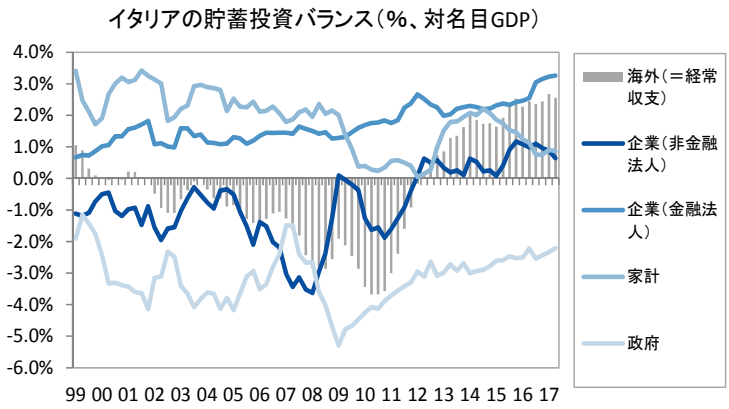
現段階では政権内の不協和音は封じられているが、今後、年内の予算案策定プロセスが煮詰まるに従い、トリア経済・財務相とその他閣僚との確執が都度報じられる可能性はやはり残っている。残っているからこそ、閣内での議論が始まると同時にイタリア国債の利回りが上昇し、高止まりしているのだろう。また、連立不成立の元凶となったサボナ氏は EU 問題担当相として入閣していることから、少なくとも両副首相と合わせて 3 名は拡張財政路線にウェイトを置きそうである。なお、ここに至るまで元首であるコンテ首相の名前が殆ど出てこないことからも分かるように、その存在感は薄く、やはり両副首相に選ばれた傀儡という印象も受ける。9 月以降本格化するイタリアの来年度予算審議がユーロの売り材料となる可能性は高そうであり、当面はトリア経済・財務相の辞任を警戒しながらの展開になると考えたい。

「時間稼ぎ」ができるようになったイタリア

8 月 12 日、イタリア連立政権を構成する極右政党「同盟」の幹部ジャンカルロ・ジョルゲッティ氏が伊紙とのインタビューで「（イタリアが）8 月中に投機筋の攻撃対象になる可能性が高い」と述べ、その翌日となる 13 日、ディマイオ副首相が別の伊紙に対し「現政府が攻撃を受ける具体的なリスクは認識していない。その反対をより期待しているくらいだ」と火消しに走るという混乱が見られた。連立政権内で

どのような議論が交わされているのかは明らかでないが、同政権の志向する拡張財政路線が市場からの攻撃対象となり得ることは暗に意識されているようにも思える。

ちなみに、一連の発言においてジョルゲッティ氏は「(市場に) 嵐が到来すれば、われわれは傘を広げる。イタリアは大きな国で、高水準な民間貯蓄などのおかげで、対応するための原資がある」と述べているが、これは事実である。図示されるように、貯蓄・投資 (IS) バランスで見ると、金融バブル崩壊および欧州債務危機を経て企業部門 (非金融法人) の貯蓄不足は解消されており、これを主軸としてイタリアは経常赤字から経常黒字に転じている。また、リーマンショックが発生した 2008 年から欧州債務危機が緊張のピークを迎えた 2012 年にかけては家計部門の貯蓄が激減するという動きが見られたものの、これも相応の復元が見られる。懸案の政府部門の貯蓄不足幅も縮小傾向にあり、結果として経常黒字が順調に積み上がる局面に入っている。



(資料)Eurostat、家計部門は非営利団体含む。

もちろん、こうした IS バランスは一国経済として消費・投資活動が停滞しているということでもあり、イタリアの低成長脱却が難しい、ひいては財政状態の著しい改善も望めないということも意味する。だが一方、かつて欧州債務危機時によく見られたように、資金流出の加速に伴い国内銀行部門が危機に陥り、ECB の緊急流動性供給 (ELA) に運命を委ねるような展開も生じにくいということでもある。言い方を換えれば、イタリアはそれだけ「時間稼ぎ」ができる体質になったのであり、今秋以降に想定されるポピュリスト政権と欧州委員会の調整が厳しいものになるという見方も出来るだろう。

《ECB 総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～》

欧州委員長は ECB 総裁よりも格上

8 月には今後の欧州情勢を読む上で非常に気になるニュースもあった。22 日、独紙ハンデルスブラットは、2019 年に立て続けに訪れる EU トップ人事に対し、メルケル独首相が自国出身者を推すべきポストの優先順位を変えたと報じた。既報の通り、メルケル首相率いるドイツ政府の第一希望は 2019 年 10 月 31 日に任期が切れるドラギ ECB 総裁の後任ポストと言われていた。ユーロが導入されてから 20 年もの月日が経過しようとしている中、独連邦銀行 (ブンデスバンク) の DNA を色濃く継いで生まれた ECB のトップにドイツ人が未だ一度も就いたことがないという事実が異常という指摘は相応に説得力がある。今回の総裁人事に関しては、副総裁ポスト (2018 年 6 月～) を断念したレーン・アイルランド中銀総裁とバイトマン総裁との一騎打ちであり、どちらが就任してもタカ派寄りかつ史上最年少の ECB 総裁誕生というストーリーが想定されていた。

しかし、上記報道によれば、メルケル首相の第一希望は ECB 総裁から欧州委員会委員長 (以下欧州委員長) に変わったという。理由はいくつか考えられるが①そもそも欧州委員長の方が「格」が上であること、②ECB 総裁よりも勝率が高そうなことは考えられる。日本では ECB 総裁に比べてマイナーな印象がある欧州委員長だが、権力は圧倒的に欧州委員長の方が大きい。ブンデスバンクを擁する国家の矜持

を脇に置けば、「勝率が高ければ欧州委員長のポストを望む」という決断は政治的嗅覚に優れるメルケル首相ならば如何にも下しそうなものである。

欧州委員長の基本情報を整理しておきたい。任期は 5 年で通常は欧州議会選挙の半年後から起算することになる。次回の欧州議会選挙は 2019 年 5 月ゆえ、新たな欧州委員長は同年 11 月から就任する。なお、再任は可能で現委員長であるユンケル委員長（元ルクセンブルク首相）の前任であるバローゾ委員長（元ポルトガル首相）は 2 期 10 年在任した。しかし、昨年 2 月、ユンケル委員長は 2019 年 10 月 31 日の任期満了をもって退任する意向を表明済みである。つまり、2019 年 10 月 31 日には ECB 総裁と欧州委員長という 2 大重要ポストが同時に人事交代を迎えることが確定しているのである。下馬評ではドイツとフランスがこれを分け合うという声は多い。

欧州委員長の権限が強いと言われる所以は、自身が率いる欧州委員会の政策方針をまとめあげ、欧州議会に対し法案提出権を持つためである。欧州委員会は EU の行政府であるため、事実上、EU の向かうべき方向性を規定することが出来るのが欧州委員長という立場になる。なお、他の欧州委員[3]の解任権も有する。また、日々の報道でも目にするように G7 や G20 といった国際会議にも EU の代表として出席している（なお、EU からは欧州委員長に加え欧州理事会議長も出席するので、この 2 つのポストがとりわけ高級なポストということが分かる）。その他、欧州委員長の権能は示唆する事実は多いが、要するに欧州委員長は EU を国とすれば元首に近く、存在感が格別大きいのである。この点、専門機関の 1 つである ECB のトップ（総裁）とは文字通り「格」が違う。

現状、有力候補がいない状況

欧州委員長の選定はどうなっているのか。通常、欧州議会選挙で最大勢力となった会派の指名候補が就任する可能性が高い。この点、現在の最大勢力は中道右派の会派である欧州人民民主党（EPP）だが、同党を含め各党は今秋にも指名したい委員長候補を決めることになっている。ちなみにドイツ人の欧州委員長は欧州経済共同体 (EEC) の下で発足した最初の委員会においてヴァルター・ハルシュタイン氏が委員長に就いた 1958 年 1 月から 1967 年 6 月までの遡る必要がある。EU が現在の形になってからは ECB 総裁同様、ドイツ人が就いた例は 1 度もない。

次期欧州委員長の候補としてはブレグジット交渉における EU 側の責任者であるバルニエ首席交渉官（元フランス外相、元欧州委員）の名前がよく上がる。そのほかでは EU 競争法（いわゆる独占禁止法）違反にちなんで米 IT 企業に巨額制裁金を科すなど大胆な立ち回りを見せている競争政策担当の欧州委員であるベステアー氏（元デンマーク経済相・内相）が現在の欧州委員会（通称：ユンケル委員会）では存在感が大きいと言われている。また、EU 関係者以外ではラガルド IMF 専務理事を推す声もあるが、欧州で主要ポストが空くと同氏の名前が必ず挙がるのでもはや風物詩の感もある。前回、ユンケル欧州委員長が選任される際にもラガルド専務理事の名前は挙がっているし、ECB 総裁やフランス大統領という声も聞くくらいである。とはいえ、ラガルド専務理事の任期は 2021 年 6 月まで残っており、可能性は決して高いものと考えられない。ちなみに前回の欧州委員長人事の際、メルケル首相はラガルド専務理事を希望していたとも言われ、ドイツ受けも良い）。

[3] 欧州委員は加盟国に 1 名、現在は計 28 名存在する。委員長とこれら委員で構成される狭義の「欧州委員会」が EU にとっての「内閣」である。これに対し、欧州委員会内には 44 の総局・局が存在し、ここには約 3 万人の職員が働いている。これが広義の「欧州委員会」であり、要するに日本で言えば省庁である。例えば筆者は 2007～08 年に経済・金融総局（DG ECFIN）に所属していたが、これは内閣府および財務省の機能を併せ持つ総局である。

現状、英国政府との交渉を仕切り、メディアにも頻繁に名前が登場し、欧州委員の経験もあるバルニエ氏は欧州委員長として申し分の無い候補のようにも思われるが、同氏はフランス最大野党である共和党の出身である。与党「共和国前進」を率いるマクロン大統領がバルニエ氏を当初から全面支持するのは難しいと考えられるだろう。「共和国前進」が初体験となる 2019 年 5 月の欧州議会選挙でどの会派に属するのか定かではないが、例えば中道会派である欧州自由民主同盟（ALDE）などが取り沙汰されている。しかし、ALDE の意中の候補はベステアー氏と言われており、この点がバルニエ委員長誕生への障害となりそうである。他方、ベステアー氏は現状挙がっている候補に比べて知名度に欠け、EU の顔として適切なのかという声はあるだろう。つまり、次期欧州委員長に関しては依然流動的であり、だからこそ各会派が指名候補者を絞っていない今の段階でメルケル首相の変心を伝える報道が出てきたのだと思われる（その真偽はともかくとして）。

次期 ECB 総裁はドイツ人には辛い仕事である

金融危機後の金融政策運営に関し、事あるごとに反意を示してきたバイトマン総裁（やその前任のウェーバー総裁）だが、彼らの胸中はどうあれ ECB の代理人として最も多く国債を購入してきた中央銀行はブンデスバンクであることには変わりない。また、金融政策という枠に止まらなければ、欧州安定メカニズム（ESM）やその前身の欧州金融安定ファシリティ（EFSF）もドイツの保証がなければその規模は著しく損なわれるものであった。だからこそ、通貨ユーロの番人である ECB の「顔」にドイツ人が就くことが相応しいという点について、異論は多くないだろう。「筋論から言って今度こそドイツ」というシンプルな落とし所に市場参加者も納得していたと思われる。

しかし、である。高い可能性で次期 ECB 総裁の主たる任務は「正常化プロセス」ではなく「不況への対処」となりそうである。ドラギ ECB 総裁を例に取れば、2011 年 11 月に就任し、初っ端からいきなりサプライズ利下げと 36 か月物長期流動性供給（LTRO、結果的に合計約 1 兆ユーロの供給）を決定し、それ以降、実に今年 1 月までの 6 年 2 か月間は緩和の強化ないし維持に勤しんできた。今年 3 月にようやくフォワードガイダンスにおける緩和バイアスを削除するに至り、6 月に拡大資産購入プログラム（APP、いわゆる QE）の年内終了を決定した。現状では来年 9 月に利上げに踏み切れるかどうかが注目されているが、その通りとなったとしても 2 期 8 年のうち 2 割弱しか「引き締め方向」の政策運営に関与できなかったことになる。もちろん、欧州債務危機の最悪期にバトンタッチされたという不運もあるが、それだけ伸びきった緩和路線を次期総裁はそのまま受け継ぐことになる。

また、今年、ようやく正常化プロセスに舵を切ることが出来たのも米経済が好調だったからという大前提があった。しかし、来年中には FF 金利の中立金利到達が確実視される以上、2019 年 11 月にバトンタッチする次期 ECB 総裁が順当に引き締めを続けられる公算は小さい。そのような局面で若きドイツ人総裁が政策理事会を円滑に運営できるだろうか。外野から見ても相当厳しそうである。少なくとも危機時に辛酸をなめさせられた南欧諸国は恐らく良い顔をしないだろう。

かかる状況下、メルケル首相からすれば仮に第一希望を欧州委員長に据え置いたとして、これに失敗したとしても並行する ECB 総裁レースにおいて「欧州委員長を譲った」という体裁を取れるようになる。そもそも ECB 総裁レースは南欧の支持が取り付けにくいのだからこうした戦略は賢明と考えられる。過去のみずほマーケット・トピック[4]でも述べたように 2019 年 2 月には ECB チーフエコノミストである

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

プラート理事の後任を決めなければならず、ここでバイトマン総裁かレーン総裁のいずれかが選ばれ、残った方が ECB 総裁という下馬評があった。しかし、フランスが欧州委員長に執心しているとすれば、ドイツに譲った結果、今度は「ECB 総裁がフランス、欧州委員長がドイツ」ということもあるだろうか。

いずれにせよメルケル首相の変心を報じた独紙の報道が事実ならば、これで欧州議会選挙の持つ意味がドイツにとってひときわ重要になる。欧州議会の各会派が指名候補者を決定するのは今秋であるため、ここで EPP から有力なドイツ人候補が挙がるようであればバイトマン ECB 総裁の芽はほぼ潰えたとの見方が勢いを増すはずである。なお、今秋には ECB の QE 縮小スタート、イタリアの来年度予算審議スタート、ブレグジット交渉期限の到来などが予定されており、欧州からとりわけ目の離せない時期となりそうである。

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。