

中期為替相場見通し

2018年9月28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～何故、膠着が続くのか？～

為替市場で膠着が続く理由～新興国を忌避する構図の結果～	P.3
リーマン 10 年で注目される次のショックの「芽」～民間債務・新興国・企業部門がキーに～	P.4
米中貿易摩擦の現状と展望～「返り血」を浴びるまで分からぬのか～	P.6
米金融政策の現状と展望～見えてきた転換点～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～オーバーキル再考～	P.10

ユーロ相場の見通し～基軸通貨という見果てぬ夢～

ECB の金融政策の現状と展望～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～	P.14
基軸通貨という見果てぬ夢～突然のウンケル発言を考える～	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 唐鑑 大輔

ドル/円相場は9月、強含んだが、膠着を明確に脱したとまでは言えない。為替市場では、総じて「新興国通貨売り・主要国通貨買い」という潮流が続いているが、ドル・円・ユーロいずれも実効ベースでは堅調である。新興国通貨に売りが集中し、先進国通貨同士の強弱関係が定まりにくくなっているのが現状と言える。とはいっても、対中輸入全額が制裁対象となる可能性も視野に入るなど、米保護主義は先鋭化の一途にある。これまで貿易戦争は「報じられている割に影響は軽微」が決まり文句だったが、そもそも言っている局に入ってきたと考えたい。貿易摩擦は基本的に債券高・株安要因であり、現状が極まれば必ずあるべき市場反応に回帰しよう。一方、FRBの政策運営については、実質短期金利が潜在成長率を依然として下回っていることなどを理由に「気にする必要はない」という声も出ている。だが、米国が利上げに耐えられるとしても、新興国も同様に耐えられるかどうかは別問題である。FF金利はあくまで世界の資本コストだということを忘れてはならない。年初来、新興国市場の混乱が耳目を集めているのは米国が利上げしているからである。米経済が堅調で利上げが続くほど新興国が苦しむという皮肉な状況であり、これをFRBが見過ごし続けるにも限界があるというのが筆者の基本認識である。

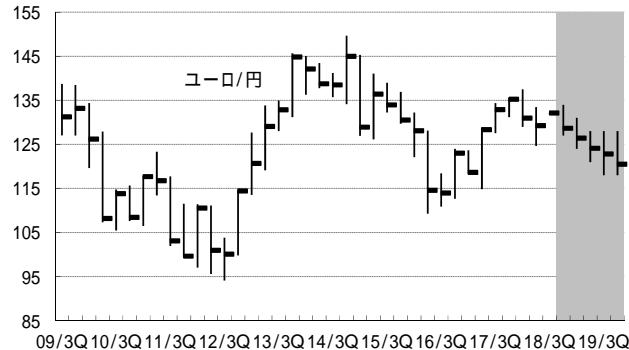
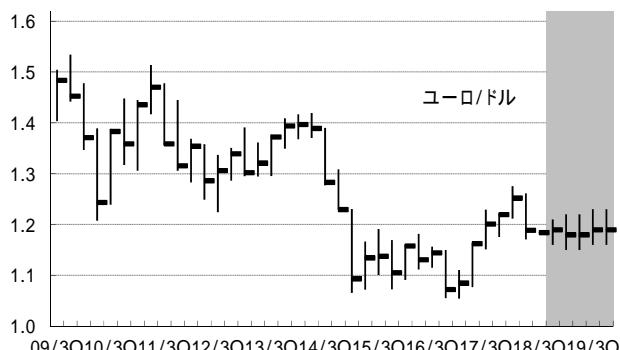
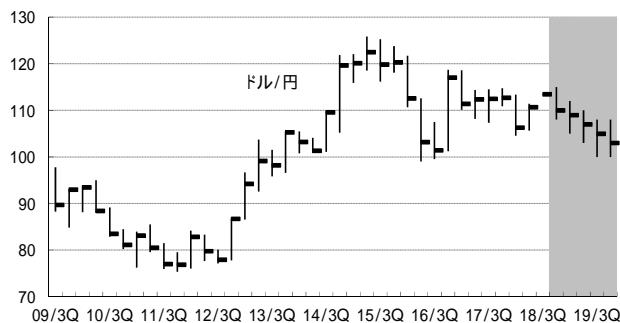
片や、9月のユーロ相場も堅調であった。トルコショックは発生当初こそユーロ売りを招いたが、今やトルコリラ売り・ユーロ買いの圧力がユーロの実効相場全体を押し上げている。実はユーロが年初来で下落しているのは対ドル・円の主要通貨のみであり、その他通貨に対しては全面高であるという事実は覚えておきたい。とはいっても、予測期間中の前途は多難だ。イタリア政局を巡る不安は払拭されておらず、10月にテーマとなることは避けられない。また、さらに危うい状況にありそうなのが英国のEU離脱(ブレグジット)交渉の行く末である。漏れ伝わってくる報道を見る限り、もはやメイ英首相自らが匙を投げているような印象も受ける。これまでではテールリスクと思われた合意無しの離脱、いわゆる「クリフエッジ(崖っぷち)リスク」は増してきていると言わざるを得ない。このような政治環境でECBが淡々と正常化を進めることができるのである。筆者は予測期間中の利上げは難しく、ユーロ相場の加速は困難と考えている。だが、ドル下落という敵失により堅調は保つのではないか。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1~9月(実績)	10~12月期	2019年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
ドル/円	104.64 ~ 113.57 (113.57)	108 ~ 115 (110)	105 ~ 112 (109)	103 ~ 110 (107)	100 ~ 108 (105)	100 ~ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.1300 ~ 1.2556 (1.1641)	1.14 ~ 1.19 (1.17)	1.13 ~ 1.20 (1.16)	1.13 ~ 1.20 (1.16)	1.14 ~ 1.21 (1.17)	1.14 ~ 1.21 (1.17)
ユーロ/円	124.62 ~ 137.51 (132.21)	127 ~ 134 (129)	124 ~ 131 (126)	121 ~ 128 (124)	118 ~ 128 (123)	118 ~ 128 (121)

(注) 1. 実績の欄は9月28日まで、カッコ内9月28日の10時半頃。 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～何故、膠着が続くのか？～

《為替市場で膠着が続く理由～新興国を忌避する構図の結果～》

新興国通貨を忌避する構図が鮮明

年初来の主要通貨の為替市場は膠着が続いている。図は主要通貨の名目実効為替相場（NEER）の動きを見たものだが、昨年こそドル相場が全面安となり相応の調整が進んだものの、今年に入りその調整分は全て取り戻してしまった。実は実効ベースで見た場合のこうした堅調さはドルに限らず、円やユーロも同様であり、やはり上昇している。過去の本欄でも繰り返し強調してきたように、世界の資本コストであるFF金利が引き上げられ、バランスシート縮小も始まっている以上、

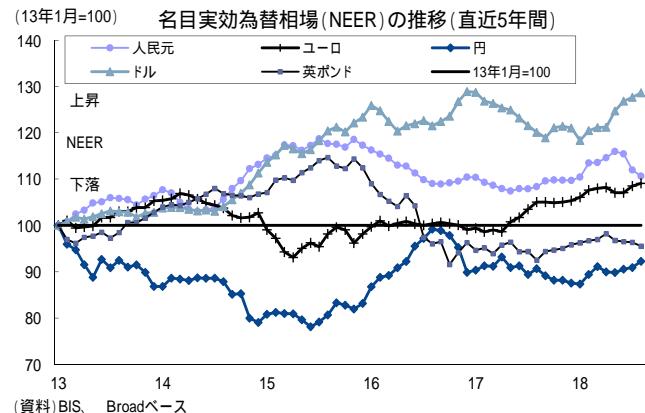
今後「相対的にリスクの高い資産市場」からは資金が抜けるしかない。それが新興国市場や社債市場などであり、例えは後者について言えばクレジットスプレッドの拡大は年初から米国でも始まっている。

当然、「相対的にリスクの高い資産市場」としてユーロや円といった主要通貨は対象にはならない。上図に見られるように、年初来でドル相場が独歩高だが、かといってユーロ相場や円相場が下落しているわけではない。例えば、ユーロ相場は確かに対ドルで年初来▲3.5%下落したが（8月31日時点）、NEERは+3.5%上昇している。なぜか。もちろん、「対ドルでのユーロ売り」を超える「対他通貨でのユーロ買い」のインパクトが勝ったからである。右表はユーロのNEERについてその寄与度を通貨別に要因分解したものだが、確かに最大のシェアを占めるドル（米国）に対してユーロは下落しているので、ここに限れば▲0.5%ポイントのNEER押し下げが確認できる。

だが一方、トルコや東欧通貨などに対してユーロは大きく上昇したためNEER全体で見れば上昇という結果に落ちている。とりわけ対トルコリラの上昇だけで対ドルでの下落を優に補って余りある状況であり、「新興国からの資本流出によって主要通貨が支えられた」という典型的な構図に仕上がっている。経常黒字を大きく抱える一部のアジア通貨など例外もあるが、現在の為替市場は新興国通貨を忌避し、先進国通貨にシフトする傾向がはっきり出ているように見受けられる。

為替市場で「膠着」が騒がれる理由

このような状況が今年、主要通貨の為替市場で膠着が続く理由の1つなのだろう。多くの市場参加者が注目する「先進国 vs. 先進国」の通貨ペアでは方向感が出ない一方、「先進国 vs. 新興国」の通貨ペアでは偏った取引が続けられている。新興国通貨に売りが集中することで、先進国通貨同士の強弱関係が



2018年1月～8月のユーロの名目実効為替相場(NEER)

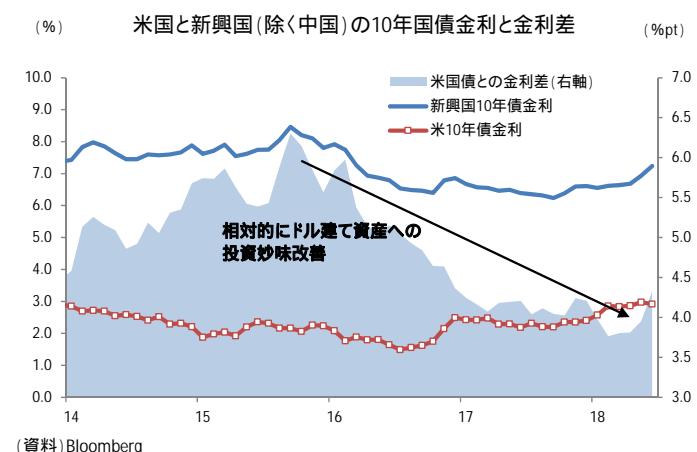
国名	シェア	18年1～8月の ドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
米国	13.2	3.5	-0.5
中国	17.9	-1.5	0.3
英国	9.9	-0.1	0.0
日本	5.2	5.0	-0.3
ポーランド	5.0	-2.6	0.1
スウェーデン	3.5	-7.5	0.3
ロシア	3.4	-11.7	0.4
トルコ	3.0	-39.9	1.2
韓国	2.8	-0.5	0.0
ハンガリー	2.3	-4.8	0.1
インド	2.3	-6.9	0.2
その他(残差)	31.6	-	1.7
18年1月～8月 のユーロNEER	-	3.5	3.5

(資料)BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。

通貨変化率は17年12月29日～18年8月31日

定まりにくくなっている市場環境があるのではないか。

もちろん、米経済が低インフレ・高成長というゴルディロックス状態を続けているのでボラティリティが上がらないという本質的な部分もあるだろう。だが、ドル/円やユーロ/ドルといったメジャーペアよりも、「新興国の苦境」の方がどうしても耳目を浴びやすい環境になっているのは事実である。そして「新興国の苦境」はFRBが利上げを続け、米国と新興国の金利差が詰まる限りにおいて継続する可能性が高い。事実、両者の金利差が縮小傾向にあるのだから新興国からの資金流出自体は理屈に沿ったものでもある（図）。



現状は 2006 年や 2007 年前半に似ている？

問題はこの状況を横目に FRB がいつまで正常化プロセスを続けられるかだろう。米国内のインフレ圧力が看過できないほど大きなものであれば海外経済に配慮することなく正常化プロセスを続けることになる。だが、現実はそれほど差し迫った状況にもない。FRB の政策が方向転換する契機としては米実体経済の失速を予想するのが筋と考えられるが、このままいけば新興国市場の混乱となるかもしれない。主要通貨ペアに方向感が出るのは FRB の政策運営が方向転換する時と考えられ、具体的には「次の一手」が利上げではないという状況になった時になる、というのが筆者の基本認識である。これまでには米国内外の経済情勢が米金利上昇に踏ん張りを見せてきたがゆえに大きな混乱が発生していないが、既に一部の市場がこれに耐えられなくなってきたように見受けられる。現在の状況は「大いなる安定」が称賛され、その後の苛烈な調整局面へ入っていく 2006 年から 2007 年前半の状況に似ている印象を受ける。

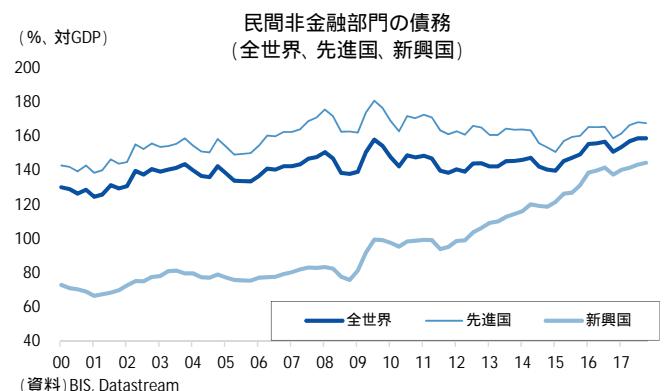
《リーマン 10 年で注目される次のショックの「芽」～民間債務・新興国・企業部門がキーに～》 次の危機の「芽」はどこに

9月はリーマンショック10年という節目を迎える中、次の危機の「芽」に関しての議論が多く見られた。「芽」となりそうな論点は複数あるものの、民間非金融部門の債務（以下民間債務）の積み上がりに不安を指摘する向きは多く、とりわけ具体的な国・地域として中国、香港、カナダ、フランスなどの名が挙がる状況にある。この点、債務が偏在する地域や属性として「先進国か、途上国か」という点や「企業部門か、家計部門か」という論点が注目される。ここでは「次の危機の『芽』はどこにありそうか」という問題意識の下、世界の民間債務の現状と展望を論じておきたい。

民間債務増加は新興国がけん引してきたもの

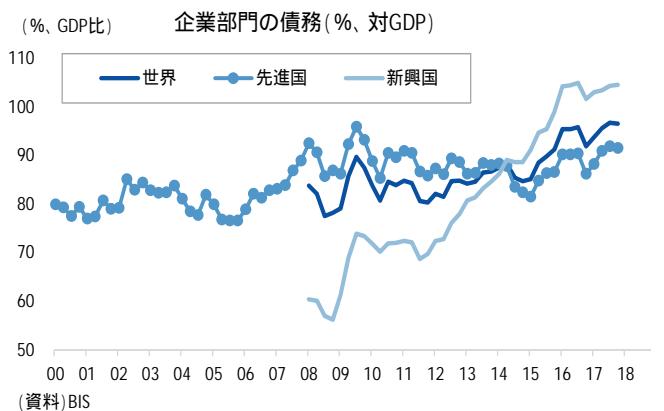
まず、結論から言えば、民間債務の増加という観点から最も注目されるのはやはり先進国より新興国である。過去の本欄ではドイツの経常収支不均衡問題およびこれに付随する同国の資産価格急騰という点に焦点を当てたが、世界全体で見た場合、金融危機の「前」と「後」で最も変わったのは明らかに新

興国の民間債務が増えたことである。これは右図を見れば一目瞭然だろう。金融危機前後で先進国の民間債務はGDP比で横ばいだが、新興国に関しては約77%（08年9月）が約144%（17年12月）と倍増している。既に言い尽くされた論点だが、危機後、日米欧の中央銀行は形振り構わない金融緩和を行い、世界的に低金利が定着、資金調達のハードルが下がり、消費・投資意欲も刺激されやすくなつた。元より世界経済のフロンティアが新興国にしかない状況で流動性が拡大したのだから、必然の帰結と言える。過剰流動性、新興国の成長国神話、「Search for yield」のアニマルスピリットが絡み合つた結果、今やGDP比で見た新興国の民間債務は先進国のそれと変わらなくなつたのである。



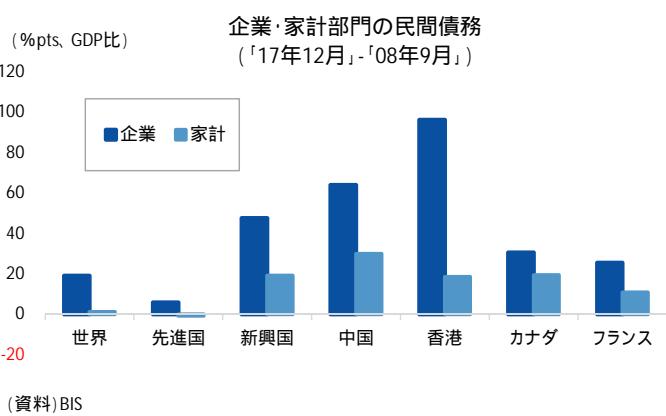
とりわけ不安視されるのは新興国の企業部門の債務か

また、民間債務といった場合、これは企業部門（統計上は民間非金融法人企業部門）なのか、それとも家計部門なのかという疑問が生じる。例えばサブプライムショックおよびリーマンショック後の米国経済では家計部門の過剰債務が問題となり、1990年代の日本におけるバブル崩壊では企業部門の過剰債務が問題となつた。家計部門の過剰債務が問題になると個人消費、住宅投資といった需要項目から実体経済が崩れ始め、いずれ企業部門にその影響が至る。一方、企業部門の過剰債務が問題になると設備投資が崩れ始め、雇用・賃金情勢を通じて家計部門にその影響が至る。いずれから始まるにせよ、経済は相互連関しているので碌な話にはならないのだが、問題の所在を知る上では気になる。結論から言えば、これは企業部門にけん引されたものである。データの制約上、新興国（およびこれを含む世界）の部門別債務状況は2008年以降しか取得できないが、企業部門の債務増加ペースは過去と比べても恐らく普通ではなかつたことが容易に推測される（図）。



異常な香港の企業債務の伸び

国・地域別に見ても得られる含意はあまり変わらない。前回の本欄でも指摘した中国や香港の民間債務を見ると、家計部門も確かに増加しているが、企業部門の増加幅が突出している（図）。とりわけ、2008年9月対比で約100%ptsの増加幅となっている香港が目を引くだろう。もちろん、国際金融センターとしての特殊



性が色濃く出ていると考えられ他国と単純比較は難しいが、こうした増加幅を健全なものと評価すべきなのかなは意見が分かれるだろう。なお、上述したように、日本のバブル崩壊時には企業部門の過剰債務が問題視されたが、その際のピークは1993年12月末時点の147.6%だった。この点、2017年12月末時点で中国が160.3%、香港が232.3%、カナダが114.0%、フランスが133.8%となっており、当時の日本を優に超えるか、もしくは肉薄する状況にある。企業部門の抱える過剰債務が不良債権化し、これが金融システムを直撃、その処理に手間取ったことが日本の「失われた20年」の一因として指摘されていることを思い返せば、やはり一部の国における過剰な企業債務は次の危機の「芽」となり得るだろう。ちなみに新興国全体として企業部門の債務の増加ペースが速いため、こうした議論を進めたが、国によって家計債務の増加ペースが速い国もあり、例えば韓国は企業よりも家計の債務が問題視されている。

いずれにせよ、FRBが（今のところは）海外経済環境を配慮することなく利上げを続けており、来年にはECBもこれに加わろうとしている中、新興国の資金調達環境は悪くなることはあっても良くなることはあるまい。次の危機の「芽」として指摘すべきは世界で見られている民間債務の拡大、とりわけ新興国の企業部門の債務が調整を迎える可能性を考えたいところである。リーマンショック後の金融市場が新興国の成長神話に乗って活況を呈し、それが復調の契機にもなってきたことを思えば、新興国経済の腰折れとその停滞の長期化は考えるだけでも恐ろしい事態である。

（米中貿易摩擦の現状と展望～「返り血」を浴びるまで分からないのか～）

作戦変更で一気に叩き込む方針に

米中貿易戦争がいよいよ本番とも言える段階に突入しているにもかかわらず、金融市場はこれを意に介する様子が一切見られず、本邦でも円安・株高が勢いづいている。米金利の上昇もやはり続いており、金融市場は米中貿易戦争など恐れるに足らずという雰囲気を醸し出している。だが、対中輸入全額に20%以上の関税がかかろうとしている最中にリスク選好が支配的となる現状には強い違和感を覚える。

現状を整理しておきたい。トランプ米政権は9月17日、通商法301条を根拠に対中輸入2000億ドルを対象とした10%の追加関税を9月24日に発動すると発表し、本稿執筆時点では実際にこれを執行に移している。これを7月6日発動の160億ドル、8月23日発動の340億ドルに続く「第三弾」と報じる向きもあるが、元々トランプ大統領は「当初は500億ドルに25%を課税する。これに報復があった場合は2000億ドルに10%を課税し、さらに報復があるようならば、また2000億ドルに10%を課税するする」という三段構えを主張していた。要するに、24日発動の2000億ドルは当初予定に沿った「第二弾」である。第一弾を細切れにして中国の譲歩を狙ったものの思惑通りに動かなかつたので、第二弾は一気に叩き込んだというのが実情に近そうである（以下、今回の2000億ドルを第二弾と呼ぶ）。なお、この第二弾に係る税率は年内10%で運用され、2019年1月以降は25%に引き上げられるという。金額ではなく税率を細切れにすることで譲歩を狙う作戦に切り替えたと読める。いずれにせよ、2017年の対中輸入額（約5063億ドル）の半分に相当する2500億ドルがいよいよ実際に制裁関税の対象となる。

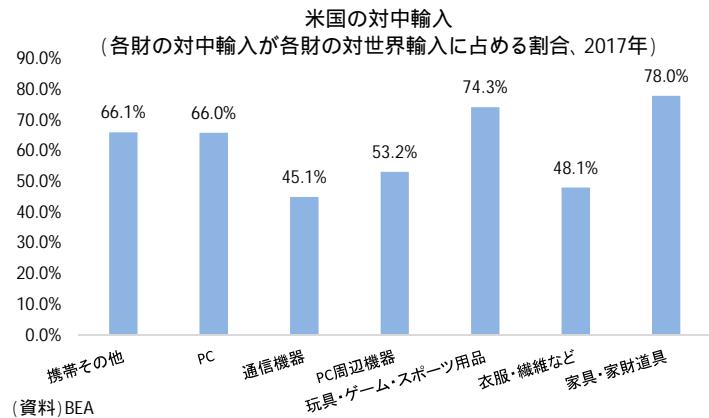
これまで同様、中国はすぐさま報復措置で反応しており、米国産の液化天然ガス（LNG）など600億ドル分への関税をやはり同日の9月24日に発動するとしている。トランプ大統領は第二弾への報復があれば、追加的な2670億ドルへの課税で対応すると宣言しており、これは当初予定（2000億ドル）から増額している。要するに対中輸入全額を対象とするという意思表示であり、これも近日中に詳細が出てくる可能性がある。3か月前に500億ドルで始まった対中制裁は瞬く間にその規模を拡げているが、金

融市場は事態の深刻さについていけていないように見える。

米国も「返り血」は不可避の情勢に

しかし、対中輸入全額を対象とすると公言しながらも、自國の大手 IT 企業が擁する一部製品を除外するとの話も出ており、図らずとも現在の強硬路線に伴う「返り血」を恐れているという胸中も透けて見える。米国の対中輸入に関し、シェアの大きい順に並べると「携帯その他」が 13.9%、「PC」が 9.0%、「通信機器」が 6.6%、「PC周辺機器」が 6.3% となっているが、米国が輸入するそうした製品の 4 割強から 7 割弱が中国由来という実

情がある（図）。今後、課税対象を広げていけば、やはりこれら製品へ値上げの波が到来することは不可避だろう。まずは年末商戦への影響有無などを見定めることになるだろうか。こうした論点に目をやるだけでも、やはり現在のリスク選好ムードには違和感を覚える。



IMF分析 vs. 金融市場

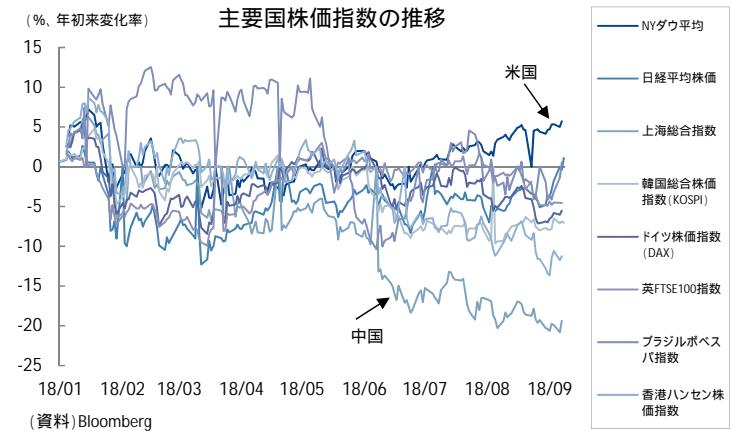
7月には IMF が貿易戦争の影響度を分析した報告書を公表し注目された。これは厳密には 7 月 21～22 日にブエノスアイレスで開催された G20 財務相・中央銀行総裁会議に合わせた討議資料『G20 Surveillance Note』の別添資料 (Annex) 「貿易戦争の国際的な影響 (The Global Impact of Escalating Trade Actions)』の数字であった。広く報じられている通り、最も深刻なシナリオが実現した場合、最大の影響を受けるのは米国で GDP は 1 年目で▲0.8% 減少すると試算された。そのほか世界 GDP は▲0.4%、アジア新興国は▲0.7%、日本と中南米は▲0.6%、ユーロ圏は▲0.3% と試算されている。ちなみに「最も深刻なシナリオが実現した場合」というのは、他にも想定すべきシナリオがあるからであり、IMF は大別して 4 つを示している。それは①Adopted Tariffs (発動済みの関税) シナリオ、②Additional Tariffs (追加関税) シナリオ、③Car Tariffs (輸入自動車関税) シナリオ、④Confidence Shock (信用危機) シナリオである。

具体的に①は米国による鉄鋼 (25%) & アルミニウム (10%) と通商法 301 条に基づく対中輸入関税 500 億ドル (いわゆる第一弾関税 25%) & 中国の対米輸入関税 500 億ドル (25%)、②は対中輸入関税 2000 億ドル (いわゆる第二弾関税 10%) & これに対する中国の報復措置、③は輸入自動車に対する追加関税 (25%) & これに対する各国の報復措置である。④は貿易戦争への懸念が企業心理などを大きく毀損し、世界的に投資意欲が減退してしまう状況である。なお、試算ではこれら追加関税は「恒久的に (permanently)」実施されることを前提としている。

シナリオ①から④へ進むにしたがって状況は悪くなるが、既に現状は②まで来ている。いや、第二弾関税が年明けには 25%へ引き上げられる恐れがあり、さらに 2670 億ドルの追加関税発動も示唆されている事実を踏まえれば、正確には②と③の間と考えるべきかもしれない。この IMF 分析では「全てのシナリオで損をするのは米国のみ」という結果になっており、シナリオ③までの事態ならばユーロ圏や日本

はむしろ「漁夫の利」を得て基本シナリオ対比プラスだという結果になっている。これは当然の話だ。喧嘩を多方面に仕掛けた米国は多方面から報復を受けるので（少なくとも試算上は）最も大きな下押し効果を食らうことになる（これを *the “hub and spoke” nature* と報告書では呼んでいる）。一言で言えば因果応報、自業自得といった結果である。

だが、現実の金融市场では米国だけが利上げを続け、米金利は上昇、株価に至っては「米国株独り勝ち」が続いている（図）。市場参加者としては IMF 分析とは真逆の実情を映じる市場の読みが不適当なのか、それとも IMF 分析が不適当なのかを判断する瀬戸際に立たされていると言える。筆者はやはり前者と考えたい。上記分析に伴いラガルド IMF 専務理事はブログで「結局は全ての国の状況が貿易摩擦で悪化すると見込まれるが、国際貿易の非常に多くの部分が報復措置の対象となる米経済が特に脆弱」と述べているが、この見解が本件に係る最も端的かつ正確な理解ではないか。2000 億ドルそして 2670 億ドルと追加関税が発動されていけば、今度こそ米経済指標にその実害が現れるはずである。仮にトランプ政権の先鋭化した保護主義が後退するしたら、こうした「返り血」を見て悔い改める展開くらいと思われるが、こうした米中間の争いが保護主義・自由主義というイデオロギーを超えたハイテク産業の覇権争いにあるのだとすれば、そのような状況に至っても尚、報復合戦が続く可能性も秘めている。かかる状況下、金融市场が楽観に傾斜している理由はどうにも理解できないのだが、こうした懸念を歯牙にもかけない値動きが長らく続いている。予想を策定する上ではこれに流されないことが重要だと考えたい。



（米金融政策の現状と展望～見えてきた転換点～）

見えてきた転換点

9月 25～26 日に開催された FOMC は予想通り FF 金利誘導目標を年 1.75～2.00% から 2.00～2.25% へ 0.25% ポイント引き上げた。政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）によれば年内 1 回、2019 年は 3 回、2020 年は 1 回が予想中央値となり、今回から新たに加えられた 2021 年はゼロ回が示された。声明文の「金融政策スタンスは緩和的である」との文言が削除されたことが話題だが、ドットチャートにおいて利上げの打ち止めが示唆される以上、これもほぼ予想通りの修正である。現に為替や金利はこれにさほど反応していない。当該文言が削除されたことを「利上げの終了予告」としてハト派的に解釈する向きもあるが、後述するように今回示された中立金利は 3.00% であり、2019 年はそこへ向けて前進が続く公算が大きい。現時点の政策スタンスをハト派傾斜と読むのはやや無理筋だろう。

とはいえ、転換点が見えてきたことも間違いない。FF 金利がはっきりと 2% を超えてきたのはリーマンショック以前の 2008 年 9 月であり、1 つの節目に到達した感はやはり覚える。

過去5年の大前提が変わる時

「金融政策スタンスは緩和的である」の文言削除についてはパウエル FRB 議長自身がこれに伴う政策

スタンスの変更はないと述べているので、ヘッドラインで騒がれるほどの話でもないようと思われる。注目すべきはやはりドットの位置から推測される**2020年以降の政策運営**である。今回のドットチャートを素直に解釈すれば「**2018年12月に1回利上げ、2019年中に3回利上げ、2020年に1回利上げ、2021年は現状維持**」である。もちろん、図に見るよう

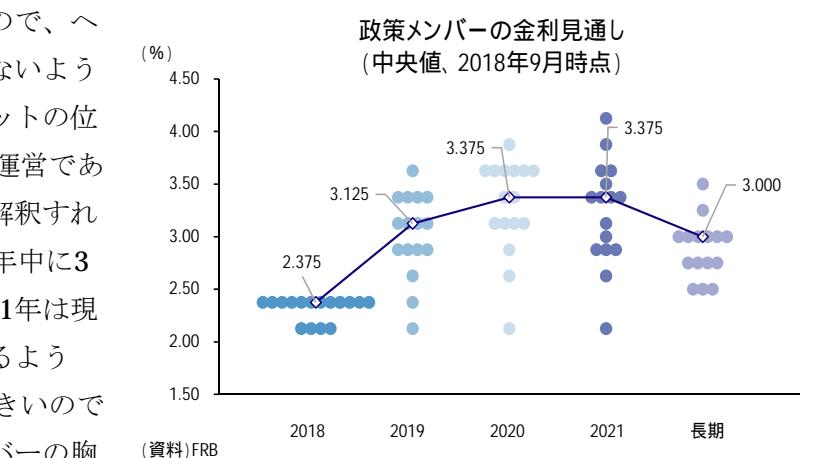
に、**2020年以降のドットは分散が大きいので慎重な解釈が必要だが、多くのメンバーの胸**

中は「2019年中に中立金利まで引き上げて様子見」というところにあると推測される。なお、図を一瞥すれば分かるが、**2020年に関しては3.625%が6票を集めておりこれが最頻値だが、2021年に関しては3.875%や4.125%に投票するメンバーがいることもあり、3票を集める3.375%が最頻値となる。**2021年以降はまだ不透明な部分が多いだろうが、政策正常化を至上命題として動いてきた委員会の雰囲気が変わってくるタイミングとして2020年というのは重要と考えられる。

バーナンキショック以来の過去5年間、金融市場における大前提は「FRBの『次の一手』は利上げである」という事実だった。あらゆるリスクオフィベントは「次の一手」が遅延するとの見通しに繋がっても、中止になるとの見通しにまで至ることは無かった。ブレグジットもトランプ大統領誕生も正常化路線を反転させるには至らなかった。それだけに今回のドットチャートにおいて比較的はっきりと利上げ終了のサインが点灯したことは中長期的に見て看過すべきではない動きと考えたい。

利上げ vs. 国内経済、新興国経済、国内政治

スタッフ見通しによれば、コアPCEデフレーターの見通しは、**2018～2020年にかけて「2.0%→2.1%→2.1%」**とされ、新たに追加された**2021年も2.1%**だった。基本的には6月のスタッフ見通しから不变である。中立金利までの利上げならば物価基調も影響を受けない



FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2018年9月時点

	2018	2019	2020	2021	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	3.0～3.2 (2.7～3.0)	2.4～2.7 (2.2～2.6)	1.8～2.1 (1.8～2.0)	1.6～2.0 n.a.	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (6月時点)	3.7 (3.6～3.7)	3.4～3.6 (3.4～3.5)	3.4～3.8 (3.4～3.7)	3.5～4.0 n.a.	4.3～4.6 (4.3～4.7)
PCEインフレ率 (6月時点)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	2.1～2.2 (2.1～2.2)	2.0～2.2 n.a.	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	2.1～2.2 (2.1～2.2)	2.0～2.2 n.a.	

(資料)FRB

というFOMCの胸中が透けて見える（表）。後述のリスクシナリオの項でも議論するように、現状では実質ベースで見た短期金利（例えば実質2年金利）が潜在成長率を下回っていることから、複数回の利上げにも拘らず景気が減速することは無いという声は多い。事実、経済の現状は堅調であるのだから、これを支持する声が勢いづくのは致し方ないことではある。

だが、これらの議論は利上げの米経済への影響しか考えておらず、年初來で問題視されている新興国混乱という論点を脇に置いている。会見でもパウエル議長は新興国の混乱が米国経済にも影響すること、利上げが新興国通貨安を招いていることを認めているが、現在は一部の新興国にとどまっており、それゆえに政策運営に影響しないとのスタンスを示している。しかし、「米経済の好調に応じて利上げ

路線を貫くほど新興国が苦境に立たされることになる」という状況はこれからも本質的に変わることはない。中立金利まで利上げする過程で新興国混乱が大事に至らずに済むのかという懸念はやはりある。

以上のような議論は利上げの国内経済、新興国経済への影響を勘案したものだが、引き続き利上げは国内政治との距離感も大事になりそうである。昨日の利上げから数時間後、トランプ大統領は記者会見で「われわれは国家として非常にうまくやっている」と述べ、「しかし彼らはわれわれがうまくやっていることを理由に若干の利上げを行った。私はそれに不満だ」と再び利上げへの苦情を口にした。折しもFRBが公式に利上げの終了を示唆し始めているところに政治的な利上げ妨害を差し込むという間の悪さである。この点、政治的圧力に屈したと見られたくないFRBが意地になって利上げの決断にアクセサルを踏み��けてしまうようなリスクを心配したいところである。「黙っていれば1年程度で利上げは終わる」ということを大統領に進言する側近が必要かもしれない。

いずれにせよ今回の会合で「利上げの終わり」が示唆されたことは過去5年の金融市場における大きな潮流が変わる前兆であり、見通し作成上、大いに留意すべきものと考えたい。

(メインシナリオへのリスク点検～オーバーキル再考～)

欧州政治リスクは膨らむばかり

いつも通り、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。これまで列挙してきたリスク要因

(表)に大きな変更点はない。敢えて言えば、自民党総裁選を経て安倍首相が無難に3選を決めたことで本邦政治リスクは取り立てて騒ぐ必要は当面なくなったと言えるだろう。この点は前月から削除することにした。

一方、前月より注目度が増している⑥の欧州関連懸念は健在であり、ここに来てメイ英首相はEU離脱交渉が行き詰まりを迎えるとの認識を示し、「EUには何が真の問題で、代替案は何かを説明してもらう必要がある。そうすることで議論が可能になる。こうした説明を受けるまで、前進することはできない」などと述べている。EU(欧州委員会)に落ち度があるとは考えられず、ひたすら「良いところ取り(チエリーピッキング)」を狙おうとする英政府の交渉姿勢が問題と見受けられるが、事態はいよいよ切迫してきた。引き続きEU・英国双方の政府、企業、市民へ甚大な影響がおよぶ合意無しの離脱、いわゆる「クリフエッジ(崖っぷち)リスク」は増してきていると言わざるを得ない。少なくとも、今春までのテールリスクといった位置づけは変わっており、普通のリスクの1つになってしまったように思われる。

また、イタリアのポピュリスト政権も相変わらずの状況にある。来年度予算編成に関し、ディマイオ副首相(極左政党「五つ星運動」党首)は拡張財政路線の基本姿勢を変えるつもりはなく、その財源はあくまで赤字支出だと公言している。欧州委員会や金融市場から信認の厚いトリア財務相との確執は未だ報じられており、その更迭懸念がリスク回避ムードを強める展開は今後も避けられそうにない。なお、財政問題だけではなく、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

メインシナリオに対して考慮されるリスクは…?

	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
	米景気拡大の予想外の持続	・利上げと成長の両立が継続。株高も持続。	円安ドル高
日本	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

10月から拡大資産購入プログラム（APP）の縮小が始まることも周知の通りだ。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われた場合、どうなってしまうのか。引き続き今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性がある。

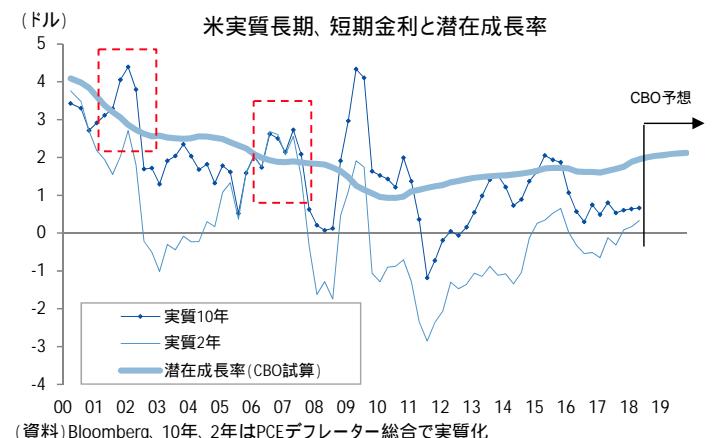
「報じられている割に影響は軽微」の終わり

そのほかでは①に係るリスクは日増しに大きくなっている。トランプ政権は9月24日、通商法301条に基づき既存の500億ドルに対する25%に加え、2000億ドルを対象とする10%の追加関税を発動した。これで対中輸入額の半分が制裁対象となることになる。これに応じて中国は貿易協議の取りやめを打診し、報復措置を課す行動に出ている。米中貿易戦争に関しては「報じられている割に影響は軽微」が決まり文句だったが、さすがにそもそも言つていられない局面だろう。7月にIMFが試算を示したように、最悪の場合は企業の消費・投資意欲が毀損する中で世界経済が縮小均衡に向かうワーストシナリオもあり得る。試算にはサプライチェーンが寸断された場合のリスクを勘案していないとの声もあり、状況は示されたシミュレーション以上に悪くなる恐れも秘めている。本稿執筆時点では発動に至っていないが、今後、中国に対しては2670億ドル、中国も含めて輸入車全体に対しては25%の関税措置などが計画されている。これらが全て発動に至った場合、「報じられている割に影響は軽微」というわけにはいくまい。なお、ドル/円相場にとっては日米貿易協議（FFR）の行方が注目され、9月26日に終えた日米首脳会談では日米物品貿易協定（TAG）の交渉を新たに開始し、その協議中は日本車への追加関税は適用回避となる旨が明らかにされている。しかし、米通貨・通商政策は不規則発言を常とするトランプ大統領次第という側面が大きいにあるため、やはり見通し作成上、見逃せないものと考えねばならない。

オーバーキルリスクを巡る見解

なお、②や③に係るリスクはどう考えるべきか。イールドカーブのフラット化や逆イールド化に懸念が囁かれながらもタームプレミアムがマイナスであることや、実質短期金利が潜在成長率を依然として下回っていることなどを理由に「気にする必要はない」という声が多いように見受けられる。確かに「米国の地力（潜在成長率）にとって金利がまだ低い」という事実が先に立てば、カーブの形状は大して重要ではない。図示されるように2000年前後のITバブル崩壊時、2006～7年の金融バブル崩壊時、確かにイールドカーブはフラット化し逆イールドにまで至っていたが、いずれも実質短期金利が潜在成長率を超えるという文字通りオーバーキルの様相を呈していた（図中、点線四角部分）。ゆえに不況を招いたし、FRBの政策転換もあったという理屈である。ここまでロジックは非常に説得的と言える。

とはいって、(A) 現下のインフレ率上昇は原油価格上昇の影響も受けていること（ゆえに実質金利の実情はもっと高い恐れがあること）、(B) 新興国が耐えられるかどうかは全く別の問題であることの2点は指摘せねばならない。本稿執筆時点では北海ブレント原油価格が1バレル=80ドルを超え、2014年11



月以来の高値を付けている。石油輸出国機構（OPEC）と非OPEC主要産油国が増産を急ぐ姿勢を見せなかつたことが響いており、つとめて政治的な動きである。一方で、米国の平均時給は依然として前年比3%を割り込んでおり、堅調とはいえ加速の兆候はない。既に4%を切った失業率の現状を思えば物足りなさを覚えるのが実情ではないだろうか。こうした動きがもたらしている堅調な物価を用いて実質金利を算出することの是非はある。また、肝心なことは（B）である。米金利は世界の資本コストであることから利上げ継続に際しては米国が耐えられるかという視点に加え、新興国が耐えられるかという配慮も必要になる。既に年初来の金融市場では新興国の混乱が一大テーマになっていることを思えば、自国の地力に余力があるというのが事実にせよ、それだけで利上げを継続するにも限界はあるのではないか。

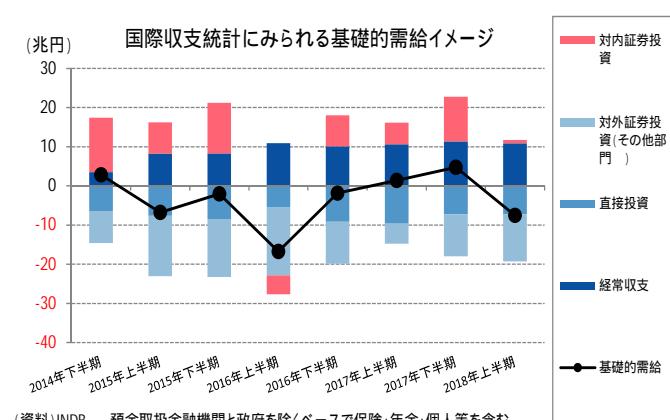
とはいえ、③で示すように、「米国の地力（潜在成長率）にとって金利がまだ低い」という事実を重視するならば、米景気拡大と利上げが併存し、しかも株高も容易に折れない可能性もある。これは完全に本欄の想定が外れるシナリオであり、現時点では最も恐れるべき円安リスクと考えている。

物価至上主義の終わりが混乱へ至るリスク

本邦においていえば、日銀の政策運営が正常化に傾斜する⑤-1のリスクは排除できない。9月14日の自民党総裁選討論会において安倍首相が大規模な金融緩和に関し「ずっとやっていいとは全く思っていない」と述べ、出口戦略について「私の任期のうちにやり遂げたい」とかなり踏み込んだ発言を行ったことが注目された¹。また、こうした首相発言を擁護するように、18日の閣議後の記者会見では麻生財務相が2013年4月の黒田総裁就任時点で2%という物価目標について「『2年内』というのはまず無理ですよ、と（政府と日銀で）お互いに認識していた」という内幕を披露している。現政権で最も重要な人物2人が同じようなタイミングで同じようなことを述べているのだから、過去5年にわたって続けられてきた物価至上主義は名実ともに終焉を迎えたと考えて差し支えないだろう。タイミングさえあれば、徐々に出口との距離を詰めて行きたいというのが本音なのだろうが、米国を筆頭とする海外経済環境を見誤るとまとまった幅をもって円高・株安を招来しかねないことはリスクとして留意しておかねばなるまい。政府・日銀の企図する正常化は正確には「円高を招かない範囲での正常化」であり、円高になるような政策修正は全てNGと思われるが、判断の誤りが意図せぬ混乱を招く可能性は無いとは言えない。

語るべきものが多くない円安リスク

上述したように、円安リスクについては米経済の想定以上の好調とこれに付随する米金利や株価の上昇が最も大きなリスク（③のリスク）と考えられ、その他にはあまり語るべきものが多くない。敢えて言えば、毎月述べるように、本邦機関投資家の対外的なリスクテイクが円安を支える可能性はある（④のリスク）。事実、円の基礎的需給環境は円売り超過であり、引き続き円高を支持していない。国際収支統計から試



¹ 詳しくはみずほマーケット・トピック 2018年9月20日号『安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～』をご参照下さい。

算される円の基礎的需給バランスに関し、**18年上半期**の合計は約▲7兆5473億円の円売り超過であった。半期ベースとしては**16年下半期**以来の円売り超過であり、絶余曲折を経ながらも堅調なドル/円相場と概ね平仄が合う。本欄の円高予想にとって真っ当なリスク要因だが、本欄はFRB正常化の持続性を信じていないゆえ、本邦機関投資家がこのまま対外証券投資を持続する可能性は高くないと読んでいる。

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。なお、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のが事実ならば、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。

内外経済環境が利上げは正当化できなくなる

引き続き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・通商政策であり、とりわけ米中貿易摩擦の悪影響はそろそろ無視できない大きさになってきたと捉えている。対中輸入全額に関税がかからつても尚、「実害が無い」と言い張るのは無理があるだろう。また、目先では欧州の政治リスクも無視できない。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。イタリア政局も波乱の萌芽となりそうであり、今秋の「台風の目」として欧州政治情勢から目が離せない。

もちろん、過去1年がそうであったように、今後1年も米経済が堅調を維持してしまうリスクはある。その場合、米金利や株価も値持ちし、結果としてドル/円相場も浮揚する恐れがある。だが、4%を切った失業率にどこまで追加的な期待を寄せるべきだろうか。また、米経済が金利上昇に耐えられても、既に騒がしくなっている新興国が無傷でいられるかは別の話である。筆者は内外経済環境が徐々に利上げを正当化できなくなり、FOMCは現在よりも中立的なスタンスへ修正、米金利もドルも折り返していくというのが今後1年で最も蓋然性の高いシナリオだと考えている。かかる状況下、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いうのが筆者の基本認識である。

◆ ユーロ相場の見通し～基軸通貨という見果てぬ夢～

《ECB の金融政策の現状と展望～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～》

それほど強気でもない

9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、

	ECBのスタッフ見通し(2018年9月)				(%)
	2017	2018	2019	2020	
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2018年6月)	1.5 1.5	1.6~1.8 (1.6~1.8)	1.1~2.3 (1.0~2.4)	0.9~2.5 (0.9~2.5)	
実質GDP (前回:2018年6月)	2.5 2.5	1.8~2.2 (1.8~2.4)	1.0~2.6 (0.9~2.9)	0.6~2.8 (0.6~2.8)	

(資料)ECB 為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2018年が1.18、2019~20年が1.14。

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。拡大資産購入プログラム (APP) に関しても、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いた後、年内で打ち切りとなる。一時的に物議を醸した政策金利に係るフォワードガイダンスも「少なくとも来年夏までは過去最低の金利水準を継続する」との表現を据え置き、金融市場はこれを「最速 2019 年 9 月に利上げ」と解釈している。会合後のユーロ相場はドラギ ECB 総裁が示す景気認識が強めであったとの理由から上昇しているもの、それも「敢えて言えば」というものであり、騒ぐほどのトーンとは思えない。今回改訂されたスタッフ見通し (表) によれば 2018~2020 年までの予測においてユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は +1.7% で推移することになっており、目標とする +2% には到達しない状況が続く。総裁の語気はさておき、景気見通し自体はほぼ横ばいであるし、リスクバランスは引き続き上下均衡との認識が引き継がれており（後述するようにそれも大分議論の余地がある）、上方に振れたわけでもない。

タカ派イメージは忌避するも、イタリアには配慮せず

質疑応答を見る限り、ドラギ総裁は APP 終了がそのまま緩和終了ないし引き締め局面への移行と取られる事態を恐れているように見受けられた。例えば一番手の質問者は APP が依然オープンエンド型の体裁をとっており、延長可能性を残していることに疑義を唱えている。これに対しドラギ総裁はあくまで「現在の予想に従えば純資産購入は（年末で）終了」と言っているに過ぎないとしており、言外に延長可能性を滲ませている。その上で「これだけは明確にしておきたい。APP を止めたからと言って、それは緩和を止めたことにはならない。緩和度合いは再投資政策やフォワードガイダンスによって依然、非常に大きなものである」と強調している。タカ派イメージの払拭に躍起になっていると言えよう。

なお、APP による純資産購入を止めた場合、来年度予算編成に絡んで混乱の最中にいるイタリアが投機攻撃に晒されやすくなるのではないかという質問もあった。これに対しドラギ総裁は「財政赤字がいかなる状況下でもファイナンスされることが保証されるわけではない」と述べ、あくまで責務は物価安定であり、配慮する意思が無いことを明確にしている。この際、「銀行や保険会社の収益がマイナス金利で傷ついても我々は配慮しなかった」という非常に分かり易い例も示している。

再投資政策に関しては年内に議論着手へ

ドラギ総裁がタカ派イメージの払拭に努めているとはいえるが、純資産購入の年内中止が確実視される以

上、関心は次ステップとしてのバランスシート縮小に移らざるを得ない。この点、再投資政策の先行きについて議論があったのかどうかという質問は当然出ている。これに対しドラギ総裁は「議論はしていないし、いつ議論するかも議論していない」と一蹴している（ちなみにこの回答は前会合と同じである）。しかし、ドラギ総裁は年内残り2回（10月・12月）の会合で議論する見通しを口にしており、まずは内部の専門委員会で議論する話と述べ、既に何らかの案を検討するように指示した模様である。無風の会合にあって、今回収穫と言える唯一の情報であったと言えよう。ちなみにツイストオペの可能性を尋ねる質問も出たが、これも議論されていないという。しかし、議論こそしていないものの「出資比率に応じて債券購入を行う」という従前の方針に関しては議論するまでも無く全会一致であるという見解を述べており、一部で噂された新たな購入配分の可能性は否定されている。

新興国不安と先進国の引き締めの関係

目下最大の注目を集めている新興国不安の影響に関しても当然質問は出た。端的にはアルゼンチンやトルコの危機がほかの新興国へ波及する中、ユーロ圏経済や世界経済は無傷で済むのかという質問である。とりわけユーロ圏についてはトルコ向け与信の大きさから一部加盟国における大手金融機関の不安が高まったばかりであり、やはり ECB の政策運営に対する影響は気掛かりである。こうした文脈である記者からは「現在の新興国で起きている問題は少なくとも部分的には米国の金融政策が引き締められていることと関連している。かかる状況下、来年には ECB が純資産購入を止めるわけで、そのリスクを ECB としてどう考えているか知りたい」といった趣旨の質問が見られた。

これは現状の本質を突いた質問と考えられる。本欄でも繰り返し述べているように、現状を理解する上で最も重要なのは「欧米が元気でいる限り新興国の苦しみが続く」という皮肉な状況である。遠くない将来、FRB や ECB は否応なしに海外経済状況を政策反応関数で重視せざるを得なくなるようと思える。ドラギ総裁はこうした上記質問に対し、確かに新興国不安は国際金融市場のリスクの 1 つだとしながらも、アルゼンチン・トルコから他国への波及 (spillover) は大きなものにはなっていないとの認識を示している。もちろん、個々の危機が個別金融機関の危機に繋がることはあるだろうが、それが欧州や世界といったより全体の問題に発展していく恐れは見ていないというのが ECB の基本認識の模様である。

先進国の金融政策が引き締められるリスクについてはドラギ総裁の考える「3つの不透明性」の 1 つだと整理されており、具体的には①新興国、②先進国の引き締め、③保護主義と述べられている。このうち、③については「the major source of uncertainty」だと断じており、この認識は従前から不变である。自身の政策運営が①のリスクを増大させるトリガーになることは自認している模様であるから、今後この論点は、FRB はもちろん ECB の政策ウォッチを進める上で重要になってくるだろう。

リスクバランス評価と実効ベースのユーロ高について

なお、声明文に示されるように、政策理事会は経済・金融の現状について「broadly balanced」と評価している。だが、新興国の混乱や米国の保護主義が収束しない中で「本当にそれで良いのか」という疑問を持つ向きもあるだろう。会見でも「このリスク評価を修正するための議論は出なかったのか」、「政策理事会で共有されている意見なのか。もっと弱い表現にしようというメンバーはいたのか」といった旨の質問が見られている。これに対しドラギ総裁はリスク評価については全会一致で意見が揃っていたと断言している。また、その理由に関しては新興国や保護主義はダウンサイドリスクであるものの、一部加盟

国の財政政策が拡張に向かっていること、良好な雇用・賃金を背景に民間消費が好調であることや緩和環境を背景に設備投資が支えられていることなどからアップサイドリスクもあるのだとの解説がなされている。確かにユーロ圏の内需は今のところ旺盛だが、先行きの「不透明感（≒リスク）」という意味では新興国混乱ないし米保護主義政策に収拾の目処がついていないことの方が大きいのではないだろうか。

ちなみに、P.3でも議論した「名目実効相場（NEER）で見たユーロがトルコリラ急落によって押し上げられている」との事実について、上記のリスクバランスについて尋ねた記者が全く同じ指摘をしている。具体的にはトルコリラ急落などを背景とする NEER 上昇に関し、政策理事会は懸念を抱き議論したりしていないのかという質問である。なお、こうした NEER の実情については P.3 の表に示される通りであり、年初来で対トルコリラで買われた分のユーロ高圧力は対ドル・対円で売られた分のユーロ安圧力よりも大きなものである。こうした実情に対しドラギ総裁はユーロ圏の外需が弱含んでいるとすれば、それはトルコリラ急落などがもたらすユーロ高の影響だろうという議論があつたことを認めている。それが景気の全体感を揺るがすまでには至らないという基本認識を示しているものの、こうした論点が関心として浮上していることは興味深いものだ。

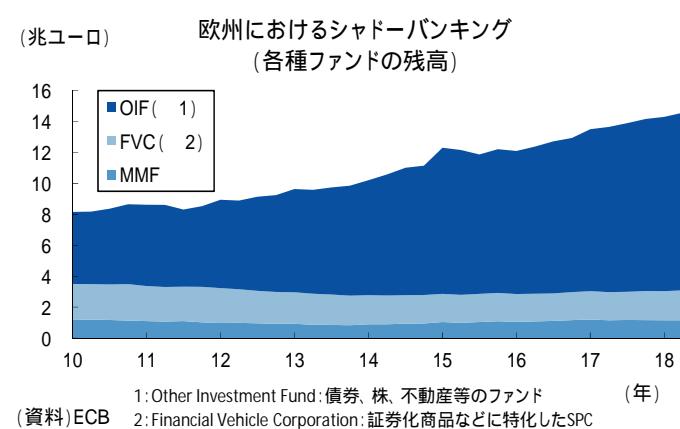
既に述べたように、欧米の経済・金融情勢が堅調である限りにおいて新興国からの資金流出は続くであろうし、これに伴い新興国通貨も軟化が続くだろう。結果としてもたらされるユーロ高（ないしドル高）に、いつまで正常化の当事者たる欧米が耐え得るのかという視点も持ちたいところである。

利上げ耐性が ECOFIN のテーマに

9月7日に開催されたEU経済・財務相会議（ECOFIN）に際して提出された欧州政策研究所（CEPS）のダニエル・グロス氏による論文が一部報道で注目された。その内容は「金利上昇は必ずしも一段と広範な金融市場の不安定性の前触れではない」ことを主張するものであり、要するに「利上げをしても問題は無い」という趣旨である。記事の中では騰勢を強める資産価格への懸念などに言及も見られている。グロス氏は「（長期にわたる低金利は）やがて脆弱性の高まりにつながる可能性がある」などと述べており、基本的にはBISビューアに傾斜していることが良く分かる。

シャドーバンキング問題と利上げ

近年の欧州では規制が厳格化された既存の銀行システムの枠外における金融活動（いわゆるシャドーバンキング）の盛り上がりが警戒されており、ECBも折に触れて新たな規制の必要性を唱えてきた。この点、そのような動きが資産価格の過熱に繋がっているのではないかとの懸念が大きければ、利上げを急かす胸中も分からなくはない。図に示されるように、金融危機後、FVC（投資ビークル会社、証券化商品を扱う特別目的会社



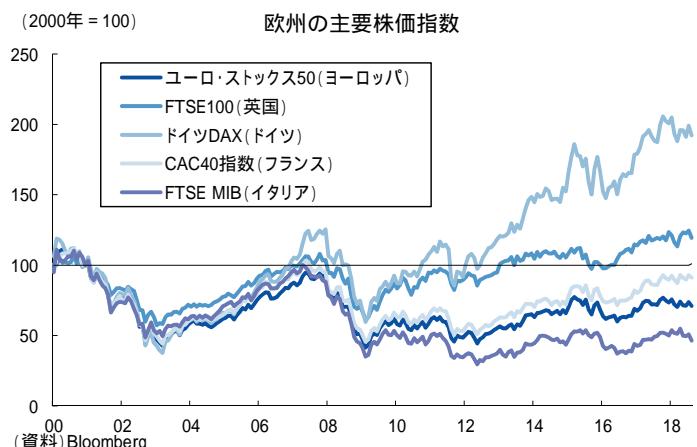
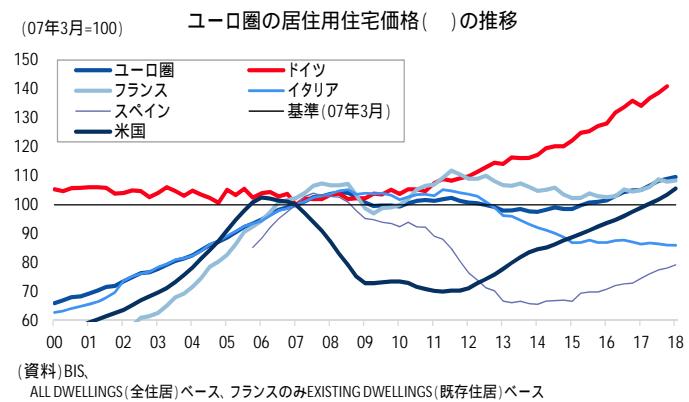
² 「バブルは事前に予知できないため、資産価格に対する中銀の関与は限定すべき。バブルが破裂したら果敢な緩和で応戦する」という Fed ビューに対し、BIS ビューでは「バブルが発生する前段階で中銀が予防的な政策運営を行い、資産価格の騰勢を止める」ことを企図している。現状では FRB も BIS に傾斜している雰囲気が強い。

(SPC)) が取り扱う残高は減少傾向にある一方、OIF (その他投資ファンド、いわゆる債券や株、不動産等を対象とするファンド) の残高は顕著に増えている。自己資本比率規制の厳格化は銀行の抱えるバランスシートの規模抑制を促し、貸出などは抑制せざるを得なくなる。例えば貸出債権を証券化し、市場で売却する行為などはシャドーバンキング拡大の一助となってきたと考えられる。こうした活動の隆盛が資産価格の騰勢に寄与しており、だからこそ将来の金融システム安定のために金融環境の引き締めが必要なのだという発想は一見もつとも見える。

だが、シャドーバンキングの実情は監視の目が行き届いている銀行部門と比べればその全容に曖昧な部分も残されている。例えば投資ファンドに類する主体に関しては資金の出し手が銀行や証券会社などのいわゆる「金融のプロ」とは限らず、事業法人であったり特定の基金であったりすることもある。その上で運用内容が明確とは限らないという実情もある。仮にシャドーバンキングによる信用膨張が金融政策運営上、看過でいないほど大きくなっているとした場合、その実情が分からずに引き締めに踏み切ることにも相応のリスクはあるだろう。

「ドイツは特殊」という認識を

また、ECOFIN へ提出される論文でも恐らく言及があるだろう資産価格の上昇についても注意点がある。かねてから本欄でも指摘するように、ドイツにおいては資産価格の行き過ぎた上昇が見受けられ、利上げペースを見誤れば急激な調整に見舞われる可能性もある³。かといって放置するわけにも行かないため、ドイツだけを見れば早期利上げの要求は妥当と言わざるを得ない。しかし、右図（上）に示されるようにユーロ圏においてドイツの動きは特殊である。ここに照準を合わせた ECB の利上げが周縁国にどのような影響をもたらすのか。やはり不安はある。上述のシャドーバンキングの事例と共に通するが、やはり利上げの影響を厳密に図りかねる中での一手となるため、ECB の正常化は一段と難易度が増すようと思われる。なお、こうした構図は株価にも表れており、ドイツ株の上昇ペースは他国の比ではない（右図・下）。少なくとも資産価格の騰勢に危機感を覚えて ECB が政策調整を試みるにしても、その基準としてドイツを取り上げることは他国にとってリスクでしかないだろう。

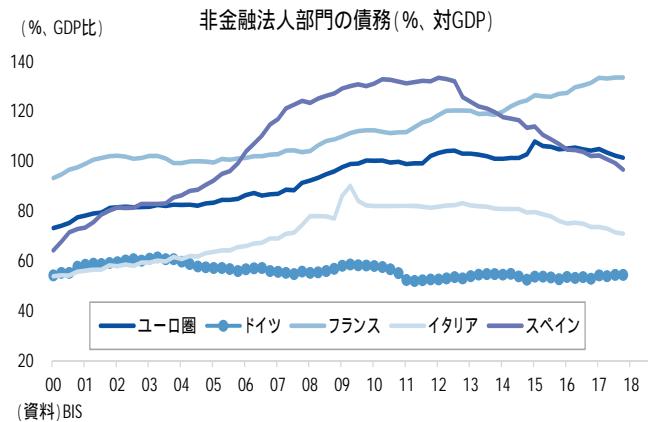


³ みずほマーケット・トピック 2018 年 7 月 12 日号『ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～』のほか、東洋経済オンライン 2018 年 8 月 10 日配信『ドイツの「バブルの芽」はどうして問題なのか』をご参照下さい。

堂々と政治介入？

そもそも論となるが、ECOFIN でユーロ圏の利上げ耐性を議論するという事実に違和感を覚える。ECOFIN は中銀総裁も参加するが、各國政府の閣僚（財務相）も列席する正真正銘の政治的な会議である。そこで「利上げが域内経済へ与える影響」というつとめて中銀が所管すべき論点を議論することの妥当性はもう少し検討されても良いようにも感じられる。上述したように「ドイツに合わせた金融引き締め」が他国にとって打撃になり得る状況だからこそ、

ECOFIN でこれを議論すれば拙速な利上げの危うさを指摘する加盟国も出てくる可能性がある。例えばブルームバーグの記事中にも言及されていたように、フランスはユーロ圏の中でも特に企業の債務が大きく、金融引き締め局面における脆弱性が不安視されている（図）。フランスのように比較的、域内でも声が大きいであろう加盟国が政治的な場で ECB の政策運営に口を出すようなことがあった場合、それは市場にとって小さくないノイズになる。債務危機収束以降、さほど注目されることのなかった ECOFIN だが、ここにきてその挙動は注目した方が良さそうである。



《基軸通貨という見果てぬ夢～突然のウンケル発言を考える～》

露骨なセールストークを繰り出したウンケル委員長～

9月12日、欧州議会で行われた施政方針演説の場で欧州委員会のウンケル委員長が「共通通貨ユーロはドルに取って代わる基軸通貨になるべき」と述べ、注目を集めた。講演の原文を見ると、以下のような発言がヘッドラインとして注目されている。EUにおける行政府の長として非常に踏み込んだ発言であり、また、それまでの欧州委員会の共通通貨に対する基本姿勢（ユーロは基軸通貨ではなく、目指すものではない）とは趣が大きく違うように見受けられ目を引くものであった。

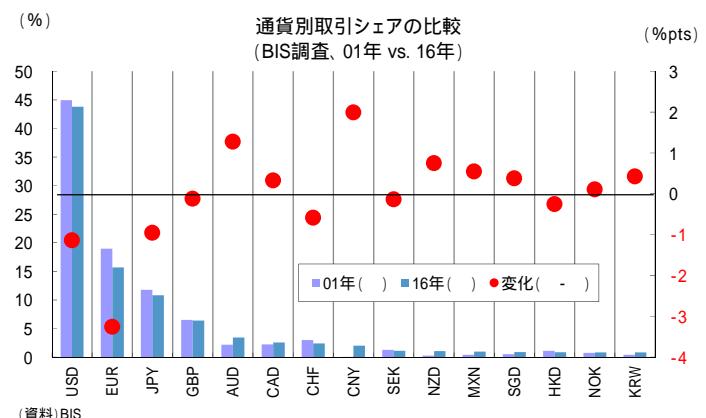
- By next year, we should also address the international role of the euro. The euro is 20 years young and has already come a long way-despite its critics
- It is now the second most used currency in the world with 60 countries linking their currencies to the euro in one way or another. But we must do more to allow our single currency to play its full role on the international scene.
- This is why, before the end of the year, the Commission will present initiatives to strengthen the international role of the euro. The euro must become the face and the instrument of a new, more sovereign Europe. For this, we must first put our own house in order by strengthening our Economic and Monetary Union, as we have already started to do. Without this, we will lack the means to strengthen the international role of the euro. We must complete our Economic and Monetary Union to make Europe and the euro stronger.

とにかく「ユーロの国際的な役割（the international role of the euro）」を強化するために欧州委員会として何かしなければならない、という意気込みが伝わってくる。このほか「年間3000億ユーロものエネルギー輸入の80%を、（エネルギー）輸入の約2%を占めるに過ぎない米国のドルで支払うのは不条理（absurd）だ」と述べ、さらに欧州企業が欧州製の航空機をドルで購入していることについても同じく不条理（absurd）だと断じている。最近のトランプ政権による過剰な保護主義政策へのけん制も含まれているのだろうが、欧州委員長がここまで露骨にユーロのセールスマントとして喋ったケースは過去にはなかったように記憶する。

目指す姿勢が変わったのか？

だが、欧州委員会は10年前に『EMU@ 10 Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union』と題するユーロ導入10周年記念論文を発行しており、その論文の中でも「Trends in the international role of the euro」という項が設けられていた。筆者はこの項の執筆陣の1人でもあったのでよく覚えている。貿易決済通貨や外貨準備通貨、貨幣流通量、取引シェアなど様々な観点からユーロの国際的な地位について客観評価を行い、結論としては「一部の評価軸に照らせばユーロはドルを上回る分野もあるものの、その歩みはある程度、EUと経済・政治関係を持つ地域に限定されている。ユーロの国際化を考えてみると地域・制度との結びつきが極めて強いことが分かった」といったトーンに落ち着いている。論文内でも「ドルは現在の基軸通貨であるという慣性が働いている部分もあり、その優越的な地位は（ユーロの誕生もあり）低下している」という指摘もあったが、「ドルと競うものではない」という認識が基本であったと記憶する。もちろん、当時からさらに10年が経過し、指導者（欧州委員長）も交替したのだからユーロの目指すべきゴールが変わること自体、不思議ではない。欧州債務危機や英国のEU離脱という域内の遠心力が強まるイベントが続いたので、高いゴールを設定し団結を促そうという思いがあるのかもしれない。

とはいえ、財政政策が国ごとにバラバラという本来、国際通貨としては考えられない前提が放置されている以上、「ユーロを基軸通貨に」は画餅に終わるだろう。そもそも財政政策が国ごとにバラバラだからこそ債務危機の收拾にあれほど手間取ったという現実があるのだから、まずはユーロ圏財務省や共通予算・共同債といった制度構築が優先となるはずである。そういった制度欠陥が放置されていることも手伝い、ユ



一口の取引シェアは実はこの20年で殆ど変わっていないどころか、むしろ低下している。国際決済銀行（BIS）が3年に一度実施する調査によれば2001年と2016年の取引シェアを比較してみると、ドルは44.9%から43.8%へ僅かに低下しているが、ユーロも19.0%から15.3%へさらに大きく低下している。この分、人民元、豪ドル、カナダドルなど近年、外貨準備構成通貨としても注目される通貨がシェアを伸ばしていることが分かる（図）。なお、図で見ると一目瞭然だが、ユーロはこの15年で最もシェアを落とした通貨である。

絵空事・・・という批判も

もちろん、済し崩し的にこうした現状が基調とならないように・・・という意味でのウンケル発言だったのかもしれない。P.18 に引用した発言にもあるように、年内に欧州委員会はユーロの国際的な役割を強化するために何らかの提案を行う用意がありそうである。 域内団結のために一念発起したウンケル委員長率いる欧州委員会が年内にどのようなアクションを取ってくるのか。中長期的なユーロの展望を考察する上では興味深い論点である。だが一方、ユーロこそが脆弱な南欧経済のファンダメンタルズをさらに追い込んだ主因でもあったことも事実であり、「基軸通貨を目指すことがなぜユーロ圏経済のためになると思うのか」という点についてもう少し丁寧な説明が必要であろう。また、ユーロ圏が抱える最大の悩みである移民・難民問題とユーロが基軸通貨を目指すことと、何の関係があるのかという批判の声もあるだろう。かかる認識の下、今回のウンケル発言はユーロ圏の現状に対して絵空事と受け止める向きが多いのではないか。少なくとも EU から離れつつある人心を引き戻す一手としてはあまり有効な一手とはなりそうにない。

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。