

中期為替相場見通し

2018 年 11 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～「安全資産としての円買い」は鳴りを潜めているだけ～

「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由～短期的および中長期的要因～	P.3
米通貨・通商政策と為替相場～高まる中国警戒と為替条項の要求～	P.5
米金融政策の現状と展望～「鏡に映った自分」に踊る FRB の危うさ～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」が示唆する警鐘～	P.11

ユーロ相場の見通し～危うい ECB の強気姿勢～

ECB の金融政策の現状と展望～懐疑の目が向けられる ECB の強気姿勢～	P.15
ユーロ相場と資本フローの近況～重要な指針となる資本フロー～	P.17
ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツ化するユーロ圏～	P.18

【見通しの概要】

国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

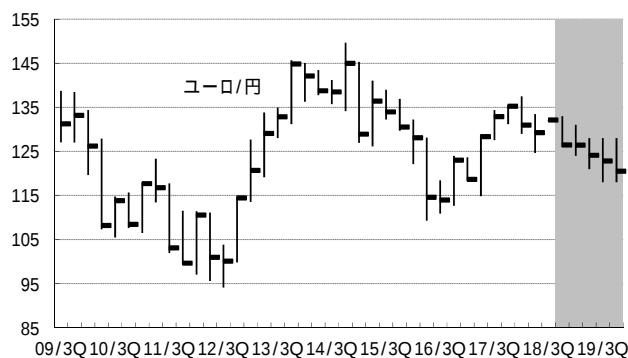
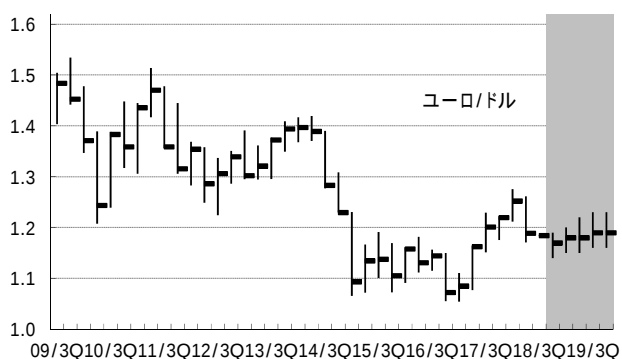
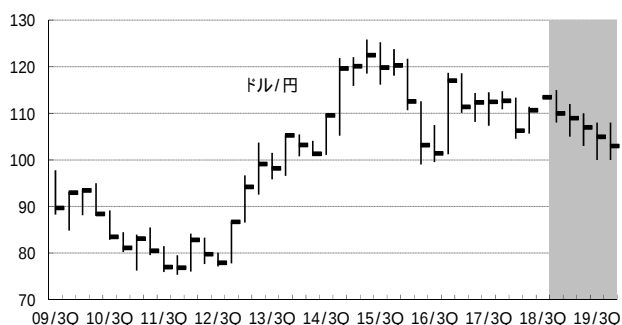
ドル/円相場は 9 月の勢いを維持することはできずに失速した。米金利上昇に応じて株価が大幅調整を強いられるという構図は 2 月と同様であり、ドル/円相場も上伸の契機を失った格好である。10 月の株式市場で続いている「高値波乱含み」はバブル末期に見られる典型的な症状であり、遠くない将来に訪れる局面変化を示唆している。そもそも年央から頻発する新興国市場からの資本流出は既に FRB の利上げに世界経済が耐えられていない証左ではないか。利上げ路線の転換は過去 5 年の市場環境を覆す大きな変化であり、それに応じた相場予想を用意すべきというのが筆者の基本認識である。本欄の円高予想が今のところ実現していないのは米経済とりわけ労働市場の底力を過小評価したこと尽きるが、これは FRB を含む強気派にとって「嬉しい誤算」だったに過ぎない(元々 FRB が想定していた自然失業率ももっと高水準だったのだから)。その「嬉しい誤算」の継続を前提として今後の見通しを検討するのは危ういだろう。なお、「安全資産としての円買い」に陰が見られるとの指摘もあるが、それは本格的なリスクオフ局面ではないからである。それよりもこれほど米金利が上昇してもドル/円相場が上昇しないことに注目したい。これは弱気に傾斜している市場の深層心理の表れではないか。

片や、10 月のユーロ相場は軟化した。案の定、イタリア政府は新年度予算案の編成を巡って欧州委員会と揉めており本稿執筆時点では着地点が見えていない。その上でドイツではメルケル独首相の党首辞任報道もあり、政治的要因が上値を押さえるというユーロにとってはお馴染みの展開が見られている。なお、金融政策を巡ってもユーロ売りで反応する向きが増えている印象がある。10 月の政策理事会でドラギ ECB 総裁は従前通り、正常化プロセスの継続を確認し、タカ派姿勢を貫いた。しかし、政治混乱が取り沙汰され、実体経済の減速感も露わになっている現状で、そのような政策運営が正しいのかと疑義を抱く向きも出始めている。タカ派寄りの 10 月理事会を受けてもユーロが売られたのは政策運営の危うさを意識したからであり、言い換えればユーロ圏の経済・金融情勢の悪化を織り込みに行った結果ではないか。ただし、FRB の正常化プロセスの挫折を前提とする本欄のメインシナリオを前提とすれば、ユーロ相場は敵失で堅調さを維持できるとも考える。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～10月(実績)	11～12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 ～ 114.55 (112.78)	108 ～ 115 (110)	105 ～ 112 (109)	103 ～ 110 (107)	100 ～ 108 (105)	100 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.1300 ～ 1.2556 (1.1328)	1.12 ～ 1.17 (1.15)	1.13 ～ 1.18 (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 (127.73)	126 ～ 133 (127)	124 ～ 131 (126)	121 ～ 128 (124)	118 ～ 128 (123)	118 ～ 128 (121)

(注) 1. 実績の欄は11月1日までで、カッコ内11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～「安全資産としての円買い」は鳴りを潜めているだけ～ （「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由～短期的および中長期的要因～） 「安全資産としての円」を未だ信じるべきか

10月に入り米株ひいては世界の株式市場がかなりまとまった幅で調整する場面が散発したが、ドル/円相場の下落は限定的なものに止まっている。近年、「リスク回避の円買い」、「安全資産としての円買い」の勢いがかつてより衰えているのではないかとの論調をよく目にするが、まさに10月に入ってからドル/円はその論調を地でいくものにも見受けられる。筆者は10月、韓国へ出張し、現地の金融当局者などと面談を行ったが、この論点についての関心が高いように見受けられた。もはや「米景気拡大が極みに達している」という前提は多くの市場参加者が共有するところだが、その先の取引戦略を立てる上で「安全資産としての円」を信じるかどうかは大きな問題になる。

今後、FRBの利上げに応じて米景気が減速し株価の本格的な調整が進む局面に入ったとしても、かつてほど円が選好されないならば、その代替としてユーロやポンドといった欧州通貨への関心が相対的に高まることになる。もしくは売られ過ぎた新興国通貨も同様だろう。経済の端境期だからこそ、「安全資産としての円」を信じるかどうかというのは重要な論点になっている。

「安全資産としての円買い」が発揮されていない2つの理由

結論から言えば、筆者は「安全資産としての円」をまだ有効と考えている。足許でそれが発揮されないのはそれに相応しい状況になっていないからであって、円に備わるファンダメンタルズ（端的には世界最大の対外純資産や特異な資金循環構造に支えられた国債の内国債化）が変わったわけではない。現状、円買いが進まない理由としては、例えば短期的および中長期的に2つの理由が考えられる。後者は中長期的であると同時に構造的な要因として紹介する論点である。

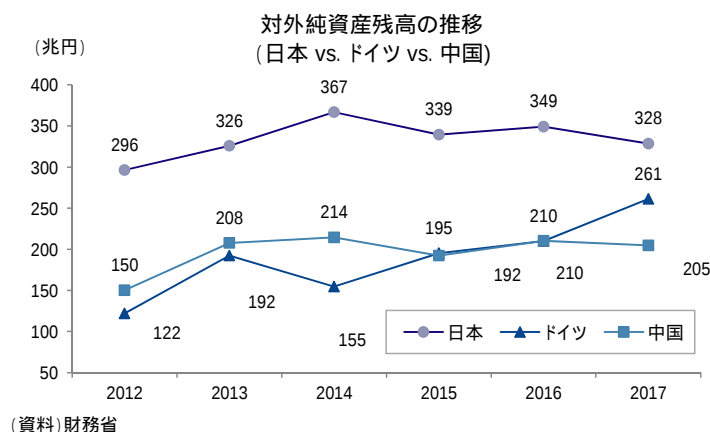
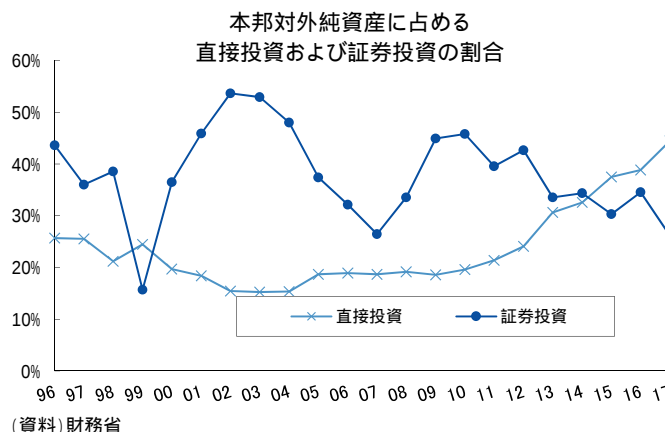
まず、短期的な理由としては「そもそも利上げをすると宣言している通貨（ドル）を積極的に売れない」という思いを抱く市場参加者は少なくないだろう。実際、筆者も顧客説明において「（円高・ドル安に至る）理屈は分かるが、現時点で利上げを明言している通貨を売るのは勇気が要る」という意見を頂戴したことがある。これはもったもた話である。現状、ドルは主要通貨で唯一金利の付く通貨であり、世界的に運用難であるという前提を踏まえれば「運用上、避けて通れない通貨」になってしまっている。だが裏を返せば、FOMC 声明文（や議長記者会見）において「次の一手」が利上げではないと示唆されるタイミングこそが相場のターニングポイントになるということでもある。この点は本欄でも常々論じてきた通りだ。それが示唆される契機として考えられるのが新興国からの資本流出に基づく混乱であり、利上げを受けた米株の大幅調整であり、米経済自体の失速であったりするわけだが、現状ではそれはFRBの基本姿勢に変更を強いるほどの震度にはなっていないというだけの話だろう。株価の大幅調整を受けてもさほど円高・ドル安が進まないのは「どうせ戻る」と多くの市場参加者が考えているからであり、実際にそうになっている。しかし、FF金利の上昇にもかかわらず経済・金融情勢が活況を呈したままであるということは理論的にあり得ない。短期的な理由は所詮、短期的なものであって「安全資産としての円」を否定するものではない。

変わりつつある「世界最大の対外純資産国」の資産構造

一方、中長期的かつ構造的な要因として円買いが発生しにくくなっているという可能性もある。この点がかつて本欄でも議論した通りだが、日本の対外債権構造が変化している事実は為替需給を考える上でも重要である。周知の通り、円が安全資産と呼ばれる最大の理由が「世界最大の対外純資産国」というステータスであり、2017 年末時点では 27 年連続でその地位を保持している。「安全資産としての円買い」という言葉が想定しているのは、それが実際に発生するかどうかはさておき、「危

うくなったら膨大な規模の対外純資産（の一部）が本国回帰（レパトリ）する」という状況である。こうした理屈は対外純資産の構成項目に関し、有価証券が最大であったかつての状況ならば腑に落ちる想定であった。リスクが高まる局面で為替エクスポージャーを削る動きが出やすく、それが円高を誘発するという理屈である。しかし、図示される通り、今や日本の対外純資産における最大の構成項目は有価証券ではなく直接投資であり、より具体的にはクロスボーダーM&A を介した本邦からの海外企業買収である。有価証券であればこそ「危なくなったらレパトリ」という連想が働きやすく、しかも事実として発生する可能性もあったわけだが、直接投資では勝手が異なるだろう。リスク回避姿勢の強まりに応じて買収した海外企業を手放す日本企業はいまい。端的に言えば、日本の保有する対外純資産において「売り切りされた円」の割合が高まっている可能性があり、外貨のまま放置されるケースが増えているのではないかと推測される。こうした対外債権構造の変化が「安全資産としての円買い」を抑制しているのではないかというのが筆者の抱く仮説である。

また、対外債権構造についてはもう 1 点着目すべき事実がある。それは他国と比べた場合、日本の対外純資産がかつてほど絶対的な状況ではなくなっているという事実である。右図に示されるように、日本の対外純資産が世界最大であるという事実は不変ながらもこれを追いかけるドイツとの差は徐々に、しかし確実に縮まっている。「永遠の割安通貨」を備え、経常黒字の蓄積を続けるドイツの状況を踏まえば当然の帰結でもあるが、遠くない将来、日本（円）が「世界最大の対純資産国」の地位を失う展開が見えていることも今後、円相場の見通しを語る上で重要な環境変化であろう。とはいえ、世界最大でなくなったからといって巨大な対外純資産を保有している事実には変わりなく、それが「安全資産としての円買い」を否定するまで主張するのは飛躍があるだろう。



日米金利差に反応できないことが問題

むしろ、現状のドル/円相場については、これほど日米金利差が一方的に拡大する状況にあっても続伸が難しくなっているという事実に目を向けたいところである。それは来るべきターニングポイントを意識し、FRBの利上げや米金利上昇といった楽観シナリオに乗ることの危うさを感じている市場参加者が多いことの表れではないか。「安全資産としての円買い」は来るべき状況に備え、鳴りを潜めているだけであり、その現象が根絶されたかのような論陣は行き過ぎだと筆者は考えている。

《米通貨・通商政策と為替相場～高まる中国警戒と為替条項の要求～》

監視リスト掲載国の中でも中国は特別扱いに

10月17日には米財務省から半期に1度となる為替政策報告書が公表された。今回も為替操作国認定された国はなかったが、中国を筆頭に日本、韓国、インド、ドイツ、スイスといった従前通りの6か国が監視リストに指定された（下表）。リスト掲載国への具体的な制裁は伴わないが、今後6か月をかけて再び審査の対象になる。その中で日本やドイツ（ユーロ圏）は通商交渉に挑まねばならない。

2016年4月に掲載が始まった監視リストは中国・日本・韓国・ドイツの4か国がオリジナルメンバーとして名を連ねており、実際、この4か国はトランプ政権の批判の矛先として常連である。改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、①対米貿易黒字（年間200億ドル以上）、②経常黒字（GDP比で+3%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（12か月でGDPの+2%以上）のうち、2つを満たすと「監視リスト」、3つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。

なお、これまで中国は条件を①しか満たしていないが「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リストに掲載されてきた。トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸があくまで「対米貿易黒字の大きさ」であることを裏付ける動きだったが、今回はこうした中国への照準がよりはっきりした報告書の構成に変わっているように見受けられた。というのも、前回の報告書までは「Executive Summary」の中の『Treasury Assessments of Major Trading Partners』との小見出しにおいて、中国や日本、ドイツなどへ監視リスト掲載国への意見が表明されていた。しかし、今回は「Executive Summary」の中で『Treasury Conclusions Related to China』と『Treasury Conclusions

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は18年10月時点の監視リスト対象国)

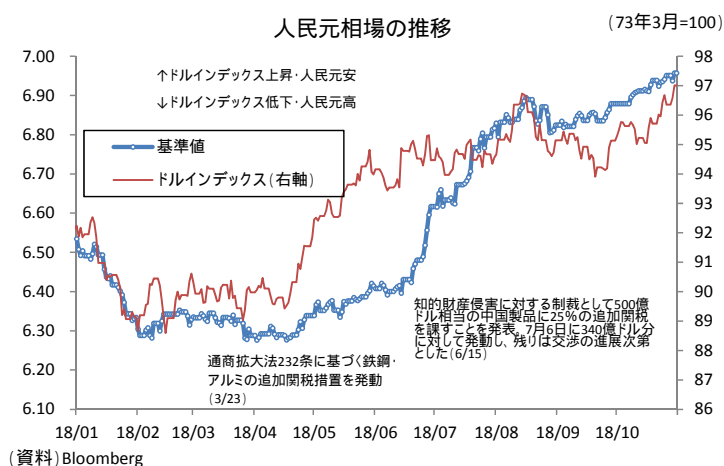
	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	390	0.5%	-2.3%	68	0.0%
メキシコ	73	-1.6%	0.3%	-20	0.0%
日本	70	4.0%	1.8%	198	0.0%
ドイツ	67	8.2%	0.0%	329	-
イタリア	32	2.8%	1.0%	57	-
インド	23	-1.9%	-0.6%	-50	0.2%
韓国	21	4.6%	-2.3%	73	0.3%
台湾	17	14.3%	1.4%	85	1.2%
スイス	17	10.2%	0.0%	72	2.4%
フランス	16	-0.6%	-0.2%	-16	-
カナダ	15	-3.1%	0.0%	-53	-
英国	-7	-3.5%	1.5%	-98	-
ブラジル	-9	-0.7%	3.5%	-14	-2.0%
ユーロ圏()	143	3.6%	0.7%	486	0.0%

(資料)米財務省、米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「18年6月までの1年間(4四半期)」を対象としている。

『Related to Other Major Trading Partners』が別立てに設けられており、監視リスト掲載国の中でも中国の取り扱いだけは特別となっている。直前までトランプ米大統領が中国の為替操作国認定を要求していたという報道があったのだから（それゆえに報告書の公表が遅れたという推測まで出ている）、こうした報告書の構成変化に違和感はない。監視リストは為替操作国認定の一步手前とされるが、リスト掲載国の中でも中国が抜きん出たことを示したと考えられる。

元安相場に腹に据えかねたか

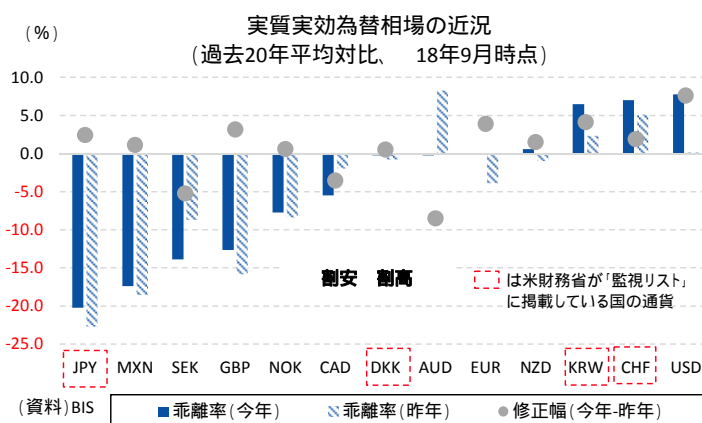
具体的に『Treasury Conclusions Related to China』には何が記述されていたのか。前回までは「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ことが中国向けの記述として見られた（しかし、それとて中国を名指ししていたわけではなかった）。この記述は今回の報告書でも残っているが、これに加えて中国については「中国は為替政策の慣行について厳密な監視をすべく、引き続きリストへの掲載が正当化される」、「財務省としては人民元の下落を懸念



しており、今後6か月、中国人民銀行との協議を含め再審査していく」と記述されている。その後、3900億ドル（今年6月までの1年間）にのぼる貿易黒字への批判が続くが、やはり今年6月以降の人民元の下落について相当腹に据えかねる部分があるのだろう。元安は中国のファンダメンタルズを映じた動きという部分もあるが、ちょうどトランプ政権が通商法301条を根拠に知的財産権侵害を理由とする追加関税を発表した6月半ばから人民元が急落しているため、通貨政策の恣意性を完全に否定するのも難しいという状況証拠がある。概ね7～9月には元安に応じてドル高が進んでいたようにも見えるため(図)、元安が米中貿易戦争のカードとして使われたとの思いを財務省が抱いても不思議ではない。

記述なくとも円への割安認識は残っている

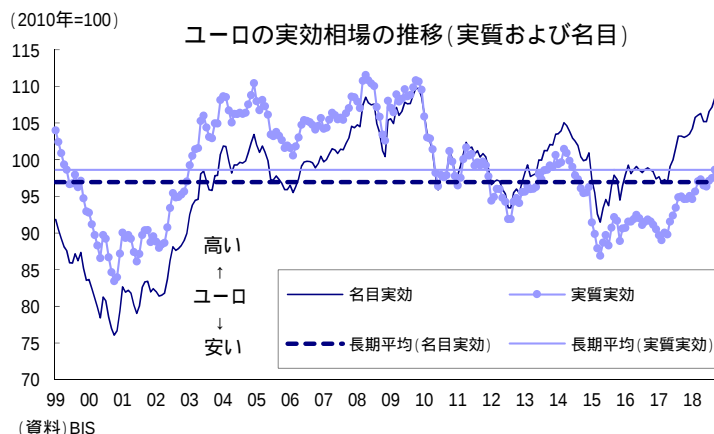
なお、これまで懸案とされてきた円に対する「実質実効為替相場（REER）は20年平均に照らして25%近く安い」との記述は今回見られていない。ユーロに対して「20年平均に関して言えば、実質実効ベースで1%安く、対ドルで4%安い」との記述が見られていることを思えば、より大きな下方乖離が放置されたままの円に対する記述が削られていることには違和感を覚える。だが、米国が円に対する割安認識を変えたという話にはなるまい。というのも、報告書冒頭の「Foreign Exchange Markets」の項においてはIMF分析を引用



してドルが実質実効ベースで過大評価となっていることが指摘されており、「米国の主要貿易相手国の REER は既存の不均衡（pre-existing misalignments）を調整する方向には概ね動いていない」と明記されている（なお、類似の記述は前回 4 月の報告書にもあった）。『既存の不均衡』という意味で円が大幅な割安通貨であることは論を待たず（前頁図）、これは過去 1 年間で全く変わっていない。9 月時点で円の REER は過去 20 年平均対比で約▲20%割安である。

ユーロ圏とドイツに対する思いも強そう

ちなみに「Foreign Exchange Markets」の項ではユーロ相場に関し、対トルコリラや対東欧通貨に対する大幅上昇によって、実効ベースでの通貨上昇が進んでいるとの事実も認められている。この点は過去の本欄でも議論してきたものであり、ECB 政策理事会でも関心事項にもなっている。右図に示す通り、ユーロ/ドル相場の軟調な印象とは裏腹に、2018 年に入ってからユーロ相場は実効ベースで上伸しており、



り、名目ベースでの上方乖離はかなりまとまった幅に至っている。とはいえ、対ドルでユーロ安が進み世界最大の経常黒字を稼いでいる以上、トランプ政権のスコープからユーロ圏やドイツが外れることはない。実際、国・地域別の記述に目をやれば、ユーロ圏やドイツに対してはかなり率直さが見受けられた。報告書では域内の成長率にばらつきがあることが指摘された上で、これにより一部の強国（例えばドイツ）にとってユーロが過小評価になっていると指摘されている。なお、為替政策報告書では所々、IMF の『External Sector Report』の分析が引用されているが、ドイツに関しては「IMF の推計によればドイツの対外ポジションはファンダメンタルズから示唆されるよりも大分強く、実質実効為替相場も 10～20% 割安とされている」との指摘が見られている。2018 年版の『External Sector Report』ではドイツの適正な経常黒字を GDP 比+5.0%程度と示しているが、実際は+8.0%もあり、総合評価 (Overall Assessment) は「Substantially Stronger」とされている。このドイツの動きに引きずられる格好で、ユーロ圏全体も経常黒字が増加していることから、総合評価が「Broadly Consistent」から「Moderately Stronger」へと引き上げられている。これは IMF としては初の判断であることも為替政策報告書では指摘されている。

しかし、周知の通り、ドイツの強さはユーロ圏の欠陥構造に乗じた部分も多分にあるため、全てがドイツの責に帰するわけでもない。この点は報告書でも「ドイツが自身の金融政策を執行しているわけでもなく、(外需だけではなく) 国内の力強い雇用回復が実現していることも認識しているが・・・」という一文にも現れている。「そうであっても世界第 4 の経済大国としてグローバルインバランスの解消に寄与する責任がある」というのが報告書の論調だが、やや苦しさは拭えない。絶好調の国内経済と不作為の通貨安というのは批判する側からすれば死角が全く無い。通貨安はあくまで ECB の判断であり、当のドイツも引き締めを望んでいるのだから批判される筋合いは無い。これまでのドイツは内需不足が指摘され、これが批判のネタに使われてきたものの、今や国内資産市場はバブルの様相であり、少なくとも雇用市場に改善の余地は殆ど無いと目される。

かかる状況下、米国がドイツにできる要求事項は域内の所得移転を円滑にすべくユーロ圏共同債ないしユーロ圏財務省を設立せよという恒例且つ遠大な結論に帰着するしかない。今回の報告書は明らかにドイツに対して「攻めあぐねている」という印象が拭えず、ユーロ圏にある限り、ドイツの無敵性が崩れることは無いという印象が一段と強まった。

セオリー通りの為替条項要求

ところで、10月13日、バリ島で行われていた20か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議後、記者団に対し、ムニューシン米財務長官は新たに交渉が始まった日本との物品貿易協定（TAG）に関し

「為替問題は同交渉の目的の一つ」と述べ、通貨安誘導を封じる為替条項を日本にも求める考えを明らかにした。トランプ米政権発足以降、日米貿易交渉の扱いは常に市場の注目論点だったが、それはこうして交渉の俎上に「為替」が入ってくることを警戒したものだった。北米自由貿易協定（NAFTA）交渉でも、米韓FTA修正交渉でも為替条項は議論され導入に至っている。

NAFTA新協定（USMCA）に係る協定文には相手国が輸出競争力の改善を企図して通貨安誘導した場合、報復関税などの対抗措置を認めるとする為替条項が明記されている。米国、メキシコ、カナダの協定国間で相手国の通貨切り下げが疑われる場合、60日間にわたる協議で解決できなければ紛争解決のための小委員会に審理を委ねることになっているという。ここで為替操作が認定されれば報復関税などの対抗措置が容認される。片や、米韓FTA修正交渉の署名は9月24日に両首脳間で行われているが、ここにおける為替条項の取り扱いは未だ物議を醸している。署名に際し、ホワイトハウスは「FTAの条文とは別に、米国の財務省は競争的な通貨切り下げと不公正な競争優位をもたらす慣行を避けることで韓国と合意している」と発表し為替条項の合意を公にしているが、韓国政府は為替条項に関し「米韓FTAとは別の事案」との見解を示し「為替に関する新たな合意はない」と否定している。元より今年3月時点で「為替条項は付帯協定の1つであり、法的拘束力を伴わない」との整理になっていたはずだが、その付帯協定の公文書は今のところ発表がない。カナダやメキシコと異なり、通貨高に伴う輸出競争力の劣化が死活問題になりやすい経済構造も手伝い、為替条項を巡る論点は一筋縄ではいきそうにない。

韓国に対して一方的に合意を主張したような経緯を踏まえれば、今回の日米TAG交渉に絡んで為替条項の要求が出てきたこと自体、意外感はない。10月14日、茂木経済財政・再生相は為替条項の要求について9月の日米首脳会談でまとめたTAG交渉に係る共同声明には「為替のかの字もない」と述べ蹴しているが、米韓FTAと全く同じ構図である。

ムニューシン財務長官は「これからの貿易交渉では、どの国とも為替問題を協議していく。日本を例外にすることはない」と強調している。これは日本に対し厳しい物言いであるようにも見えるが、「日本だけに言っているわけでもない」というセオリー通りの対応とも言える。これがトランプ政権の基本動作ということなのだろう。もちろん、変動為替相場制を採用する主権国の通貨政策に正面から介入するのは異例だが、「出るべくして出たニュース」というのが第一印象と言わざるを得ない。

為替条項自体に問題があるわけではない

USMCAで想定されるプロセスのように、為替条項を理由とする制裁を導入するにしても、その発動までに幾つかのハードルを設けるだろう。しかし、事ここに至るまでのトランプ米大統領の言動を踏まえる限り、「不正に為替操作している」という主張が無根拠に乱用され、制裁関税の決断に至るもしく

は納得のいく水準まで相手国通貨を上昇に至らしめるという展開が懸念される。そもそも為替条項が掲げる「為替介入を含む競争的な通貨切り下げの防止」という大義には一点の誤りもなく、これ自体に反対する余地はない。問題は条項を援用する為政者の資質であり、この点でトランプ政権は相当な不安を抱えるというのが正確な読み方になるだろう。

この点、トランプ大統領就任前から米財務省の円相場に対する目線は厳しいものであったことも忘れてはならず、就任後においては実質実効為替相場（REER）が長期（20年）平均対比で▲20%割安であるとの指摘が続いている。前掲図と共に述べたように円のREERは長期平均に照らして、やはり▲20%ほど割安であり、10月の為替政策報告書では言及こそされなかったが事実関係は変わっていないのだから、これから始まることになるTAG交渉で円相場に不満を漏らすのは自然な流れである。

さらに悪いことに日本は日米欧三極において最も金融政策の正常化が遅れている国でもある。ゆえに、通貨安批判が直ぐに金融政策批判にリンクしやすいという点を念頭に置く必要がある。金融政策に累が及べば為替市場は必ず直情的に反応する（緩和縮小の連想から円高になる）。それだけは避けたいというのが日本側の心境ではないか。

底うほど「弱点」として露呈した「為替」

もっともトランプ政権の狙いは為替条項の導入そのものよりも、これをちらつかせることによって通商上、実利的な何かを獲得することにあるだろう。歴史的に貿易摩擦を繰り返してきた経緯もあって、日本から米国に拠出できる通商カードはもはや多くないというのがもっぱらの下馬評である。であればこそ、日本にとって痛手となるようなカードを創り、これをちらつかせない限りTAG交渉でトランプ大統領が得点を稼ぐのは難しいのが実情と推測される。具体的には米国産農産品や防衛装備品の輸入拡大、日本車輸出の規制、各種非関税障壁の撤廃など、米国として要求したいことは沢山あると思われるが、これらを通す上で一番効果てき面なカードが「為替」であることは米国も分かっているのだろう。周知の通り、日本は当初から全力で「貿易」と「為替」の問題を切り離すことに躍起になってきたし、筆者を含む市場参加者もそれこそが最良の戦術だと疑わなかった。しかし底えば底うほどそれが弱点であるということが露呈するのも確かであり、つけ込まれやすくなる部分もあろう。先進国の中でも為替に異常な執着心を見せる気質が招いた展開と言える。

もちろん、為替条項が導入されたからと言って、それが即円相場に影響をもたらすわけでもない。それはあくまで米国側がTAG交渉を有利に進めたいがためのカードであり、この情報だけをプレイアップして大騒ぎするものではあるまい。しかし、事の次第によっては金融政策まで累が及びかねない「芽」が出来たことは頭の片隅にリスクシナリオとして置いておきたいところである。

《米金融政策の現状と展望～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～》

「鏡に映った自分」に踊るFRB

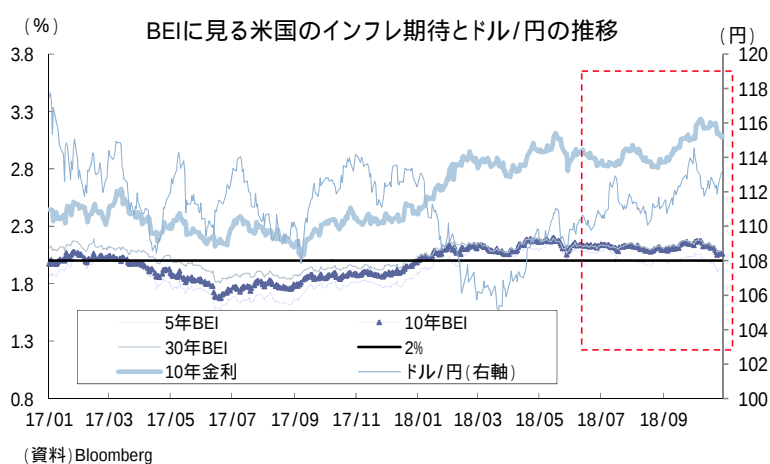
株価が高値波乱含みとなり、トランプ大統領からも露骨な横槍が入る最中であっても、FRBが利上げを止める様子はない。10月に公表されたFOMC議事要旨（9月25～26日開催分）を見る限り、利上げは停止するどころか、さらなる高見を目指す雰囲気すら感じる。既報の通り、これを受けて米金利が上昇しているが、やはりポイントは「中立金利の推計水準は政策決定における数ある要素の1つでしかない（estimates of the level of the neutral federal funds rate would be only one among many factors that

the Committee would consider in making its policy decisions)」との部分だった。9月下旬以降、米10年金利が3%を突破し3.2%まで駆け上がった背景には「中立金利超え」のシナリオに乗る市場参加者が増えたからであり、その過程で株価も動揺したのであった。これまでの本欄でも繰り返し述べているように、過去の利上げ局面で米10年金利は「利上げの終点」を天井としてきた経緯がある。今次利上げ局面では中立金利見通し（中央値）の3.00%がこれに相当するだろうというのが大方の見立てであった。

しかし、FRBから「(中立金利は)数ある要素の1つでしかない」といった旨の情報発信が行われている以上、米10年金利が3.00%で止まる理由は無くなる。長きにわたる緩和で消滅していたタームプレミアムの復活を謳う論調も散見され始めており、金融市場は米金利の上昇を受け入れる用意をし始めているようにも見える。かかる状況下、それが米国ひいては世界の経済・金融情勢にとって相応しい政策運営なのかどうかはさておき、米金利は「中立金利ではない新たな利上げの終点」を目掛けて上昇することになる。債券市場参加者からすればFRBと敢えて戦う必要はないのだから当然であろう。

とはいえ、こうして「戦いたくないから

債券売りをしている」という市場行動が大勢だとすると問題含みである。過去の
本欄でも議論をしたが、目下見られている金利上昇はあくまで「FRBがそう言うからそうなった」という部分が否めず、インフレ期待の加速などを受けた動きではない(図)。FRBは市場金利を見て自らのコミュニケーションが上手く浸透していると考えているかもしれないが、それは「鏡に映った自分」であり、実体経済の状



況を映じたものではない。もちろん、FOMCの想定する経済の現状と展望と完全に正しければ「鏡に映った自分」を見ることも正しいが、周知の通り、現実はその簡単ではない。それを疑いながら市場の声（反応）に配慮するというのが理想ではないかと思われる。この意味でFRBの情報発信に盲従している市場側にも問題があるわけだが、さほど悪くない経済・金融情勢が続いているため、わざわざ猜疑心を抱く必要が無いということなのだろうか。しかし、金融政策の効果はラグを伴って現れるのだから、本来は今の状態が良いか悪いかはあまり関係が無いはずである。

資産価格を上手く調整できるとは限らず

「鏡に映った自分」を前提に利上げに執着した場合、不安視されるのは当然オーバーキルである。9月の議事要旨では金融市場に係る記述において、多くの参加者(a number of participants)が依然金融環境が緩和的だと評価していることが明らかになっている。また、足許で生じている金利上昇やドル高については株価上昇で相殺されているとの認識も示された。その上で将来的な政策運営に関し「さらなる漸次的な利上げが持続可能な景気拡大、強い雇用環境、2%付近にあるインフレ率にとって整合的である」とされ、年内1回、来年3回、再来年1回と目される利上げ見通しを念押しするような記述が見られている。現在進行中の漸次的な利上げアプローチは「金融政策の引き締めを急ぎすぎるリスク (the risk of tightening monetary policy too quickly)」と「遅く動きすぎるリスク (the risk of moving too slowly)」

のバランスを取るものであり、結果として「金融不均衡の蓄積（a buildup of financial imbalances）」防止に資するという趣旨が議論されている。基本的に利上げを止めるつもりはないという印象を受ける。これらの議論は議事要旨のエッセンスだけを見たものだが、「自らの利上げ路線がもたらしめている金利上昇とドル高の悪影響を株高が打ち消してくれている」という考え方と「金融不均衡を防止するために漸次的な利上げをする」という考え方は部分的には矛盾しかねない印象もある。

ここで言う金融不均衡とは究極の話、資産価格が急な調整を要する水準まで上昇すること、即ちバブルであろう。要するに今の利上げ路線には少なからず資産価格の騰勢をけん制する狙いが含まれていそうである。だが、FOMC で言及されているように資産価格が上昇していることで金利上昇やドル高の悪影響が糊塗されている面もあるならば、利上げは自らそのメリットを打ち消しに行っているようなものでもある。もちろん、「ちょうどいい加減で資産価格を調整できる」ならばその限りではないが、得てして中央銀行が資産価格を目標として政策調整をしても上手くいかないケースの方が多いというのが歴史の教えるところだろう。今次局面の終わりは「利上げを懸念した株価の急落」から始まることが予想され、しかも FRB もそれで構わないと思っている節がある。

【メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」が示唆する警鐘～】

「高値波乱含み」が警告するオーバーキル

最後にメインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。10 月は株式市場を中心としてまとまった幅の調整が断続的に発生したものの、「FRB の正常化プロセスが緩やかに継続する」という金融市場の大前提

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	・金融政策への介入、保護主義の先鋭化、とりわけ日米TAG交渉の拘れ。	円高ドル安
		FRBの過剰な引き締め継続	・米国内外への引き締め波及。端的には株価急落の恐れ。	円高ドル安
		米景気拡大の予想外の持続	・ゴルディロックスの意外な継続。	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	・副作用に配慮し明確な緩和撤回（例えばマイナス金利撤廃）	円高ドル安
	-2	日銀の政策変更リスク	・円高に対応した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 ・メルケル首相辞任による政局流動化	円高ドル安

（資料）筆者作成

が崩れるまでには至っておらず、それゆえに想定すべきリスク要因（表）の大勢にも影響は無い。しかし、10 月に入ってから「高値波乱含み」の様相を強めている米国ひいては世界の株式市場はやはり FRB によるオーバーキルの危険性を示唆していると考えたいところである（表中②のリスク）。2 月の VIX ショックとの類似性を指摘する向きも多いが、当時と比べれば PER（株価収益率）の調整は進んでいることから純粋に過剰な金利上昇が資産価格の調整を強いたのではないかと分析もある¹。

また、前月からさらに注目度が増しているのが⑥の欧州関連懸念である。もはや「合意なし離脱（いわゆるクリフエッジ）リスク」はテールリスクというよりも現実的に想定すべきリスクに格上げされており、筆者においても「その場合、何が起こるのか」という照会が増えている。そこまでの状況に至った場合、現実的には双方合意の上で交渉期限の延長に至る可能性がもっとも高いと思われるが（なお交渉の延長には全加盟国の同意が必要）、リスクシナリオの点検においては外せないトピックとなってしまう。一方、イタリアの新年度予算編成を巡ってもポピュリスト政権側の強い意思は本稿執筆時点では

¹ 通貨ニュース 10 月 19 日号『新興国：FRB バランスシート縮小の影響か 一タームプレミアム復活を警戒すべき時』をご参照下さい。

変わっていない。技術的には「欧州委員会の忠告を無視して予算編成を可決」という力業は可能であり、その場合は EU の行政府としての欧州委員会のメンツは丸つぶれである。類似の事案を不安視する向きからユーロ売りが強まることは必至であろう。10 月に関しては、②や⑥のリスクが限りなく現実に近いように思うが、既に論じたように、為替市場で円高が進むような地合いには至っていない。やはり FRB の基本姿勢に変更を強いるほどの事案だとは受け止められていないということなのだろう。

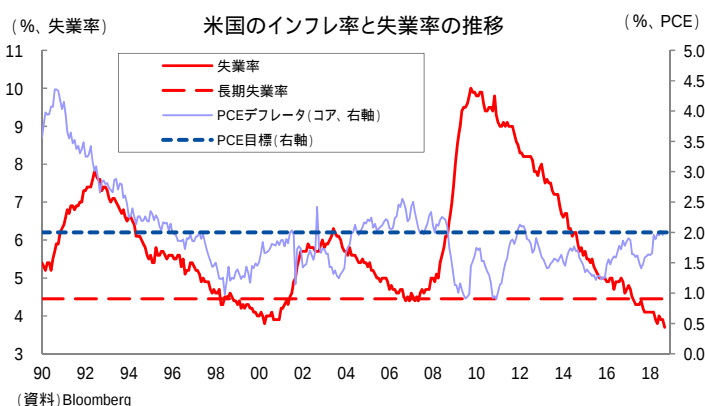
円高リスクとしてのトランプリスクは健在

もちろん、米中貿易摩擦に加え、金融政策への露骨な政治介入など、トランプ大統領の経済政策には強いリスクを覚える（①のリスク）。9 月下旬を境に米国の対中輸入の半分以上が追加関税の対象となっているという現実があることは悔りがたい。これが実体経済に大きな影響をもたらしているように見えないのは（1）まだ時間が経っていないから、（2）元安・ドル高傾向が著しいからの 2 点から解説可能である。とりわけ為替や関税（ないし非関税障壁）の影響に関しては、市場参加者のヘッジ行動などもあり、ラグを伴って顕現化すると考えられる。IMF や各国金融当局がこぞって貿易戦争を最大のリスク要因として指摘し、その影響を試算しているにもかかわらず「米中貿易戦争は無害」と処理する市場反応は思考停止、言い換えれば驕り以外何物でもないというのが筆者の基本認識である。今後、中国には 2670 億ドル、中国も含めて輸入車全体には 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、実体経済への影響が小さいはずが無い。

また、7 月下旬以降、トランプ大統領ははっきりと FRB の政策運営に不満を漏らしており、10 月に入ってからのはこれが常態化している。厄介なことに、繰り返される株価の大幅調整が「利上げ妨害」の正当性を強めるような構図にもなっている。これが FRB の挙動に影響を与える可能性は低い、万一の場合、人事への影響などが出る可能性は極めてマイナーなリスクシナリオの 1 つとして付記しておきたい。現状では「単に失望しているだけで解任する意向はない」というのが報じられている大統領のスタンスだが、株価の大幅調整が続くにも拘わらず FRB が現行路線を突っ走れば事態が新局面に至る恐れは否定できない。経済指標こそ良好なものが続いているものの、金融および政治の両面から FRB の政策環境が窮屈になっていると言えよう。トランプ大統領の通貨・通商政策に絡んでは、とりわけドル/円相場にとって日米貿易協定（FFR）の行方が注目されるのは言うまでもない。既に見たように、TAG 交渉に関してはムニューシン米財務長官自らが為替条項の導入を要求していく基本方針に言及している。漏れ伝わってくる報道を見る限り、日本側は全くこれに取り合う姿勢を見せていないので両者の認識相違は小さくないように見受けられ、実際に交渉が始まる段になった場合、相応に荒れ模様となる可能性は否めない。

円安リスクは米国経済の粘り腰

とはいえ、本欄の想定していた円高シナリオがここまで機能していない以上、ここから先、逆サイド（円安）に走ってしまうリスクも真摯に考えねばならない。それはとりわけ前掲図表で言えば、③のリスクを検討する話である。結局、本欄の円高シナリオが実現していない最大の原因は米国経済の底堅さを見誤っ

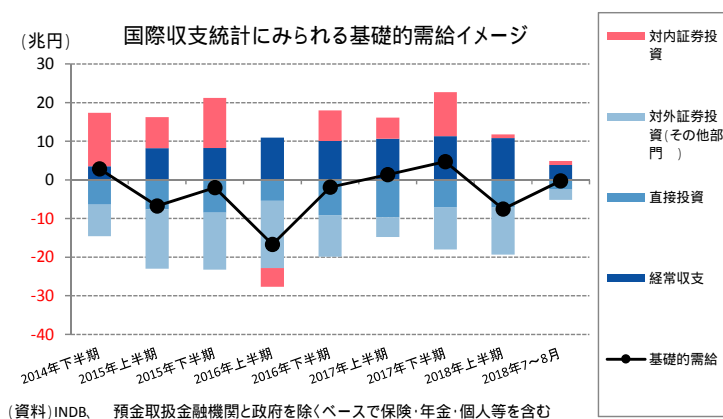


ていたということに尽きる。より具体的には米国の失業率がここまで低下するとは全く思っていなかったことが敗因と考えている。バーナンキショックの直後となる 2013 年 6 月、FRB の想定する長期失業率は 5.6% であった。それが今や 3.7% まで低下しており、明言こそしないものの、FRB にとっても「嬉しい誤算」であったと想像する。しかしこれは米国経済への読み間違いがポジティブな方向に出ただけであろう。その誤算が FRB 自身の正常化意欲と合致して 1 つの潮流を作り出すことに成功したのが過去 5 年だったのである（前頁図）。3.7% まで下がった失業率が 3.5% を切り、3.0% を臨むような展開に至った場合、さすがに平均時給は前年比 3% を超えて安定的に加速し、PCE デフレーターも支えられるだろう。その場合、米 10 年金利が 3.5% を超えて推移する展開も覚悟せねばならない。

10 月に入り、為替市場で 120 円超えの予想へ修正する向きが出てきているのは米 10 年金利の 3.2% 超えをこうしたシナリオのシグナルとして受け止めている結果だろう。ひとえに円安リスクはこうした米国経済の粘り強さに呼応するものである。しかし、既に自然失業率を大きく割り込んでいる現状からさらに改善を当て込むという行為が筆者にはどうしても抵抗があるし、それを主張するだけの論拠にも乏しい。さらに経済・金融指標とは別の視点として米中間選挙において共和党が両院で勝利を収めた場合、トランプ大統領誕生時と似たような相場展開になる可能性があることも念頭に置いておきたい。リフレトレードが流行の中で株価、金利、ドルがトリプル高となるような展開に至れば再び 120 円に手をかけるような事態も否めないだろう。

こうして米国経済の持続性を信じればこそ、本邦機関投資家のリスクテイクが円安を招く展開にも配慮せざるを得なくなる

（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（図）。国際収支統計から試算される円の基礎的需給バランスに関し、18 年 1～8 月までの合計は約▲7 兆 8120 億円の円売り超過であった。こうした需給環境が円高を阻んでいるという考え方は一定の真理だろう。



しかし、需給は「円高を抑止する要因」ではあっても「円安を駆動する要因」とまではいかず、これを中心に円安シナリオを描くには至らないというのが実情ではないか。確かに外債運用を検討する場合、現状の金利差ではヘッジコストが高いためにオープンでの運用が視野に入ろうが、そうしたリスクテイクを選ぶよりもイールドカーブに勾配が戻りつつある（そしてこれから戻るという予想が多い）円金利に関心を抱く投資家の方が多いのではないだろうか。

世界的に株価や金利が上を目指せる環境ではない

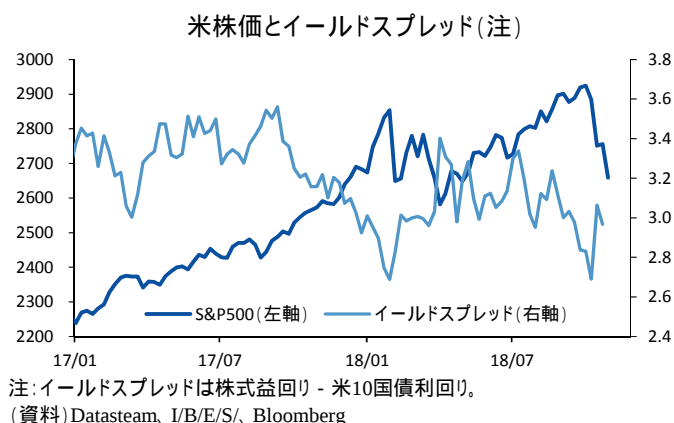
これまでの経緯に鑑みれば、円高シナリオをメインに据え置く筆者にとって最も重要なリスクはやはり③である。既に来年には史上最長の景気拡大局面に足を踏み入れることが視野に入っており、完全雇用と言われて久しい雇用・賃金情勢を踏まえれば、さらなる景気拡大を当て込んでシナリオメイクすることは推奨できない。もちろん、そのようなシナリオが結果として当たる可能性もあるのかもしれない。だが、それを現時点で合理的に予想するだけの材料が殆どないということが問題なのである。2月

も10月も株価急落は米金利急騰の後に起きた事象だった。米10年金利に関し2月は3%、10月は3.2%をはっきりと超えた後に株価が調整を迫られている。こうした金利上昇が株価の調整を強いた可能性はイールドスプレッドの動きなどからも見て取れる(図)。

11月以降も「金利上昇は株価のバリュエーション上、ネガティブ」というごく基本的な事実を再認識させられる場面は多くありそうであり、それを受けて政治・経済・金融情勢

がFRBのタカ派路線に修正を迫るとというのが筆者のメインシナリオである。それは極めてオーソドックスな想定だろう。そもそも年央から本格化している新興国の混乱は米金利上昇に世界経済が耐えられていないという証左でもある。予測期間中のFRBはこうした論点に配慮せざるを得なくなると考えたい。

その上で従前から懸念されるトランプ政権の通貨・通商政策が世界経済の拡大に水を差すだろうし、イタリア、英国そしてドイツといった国々を舞台として欧州の政治リスクも散発的に市場の動揺を誘うことになる。どう考えても世界的に株価や金利が上を目指していくような環境ではないというのが筆者の基本認識である。本欄では執拗に強調している点だが、FF金利とは米国のみならず世界の資本コストであり、民間債務が経験の無い水準まで膨らんでいる現状を考慮すれば、非常に危うい市場環境の変化を我々は体験しているように思えてならない。かかる認識の下、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くるというのが今後1年で最も蓋然性の高いシナリオだと引き続き考えている。その結果、ドル/円相場が100円程度まで調整を進めることについてはそれほど驚きではない。



◆ ユーロ相場の見通し～危うい ECB の強気姿勢～

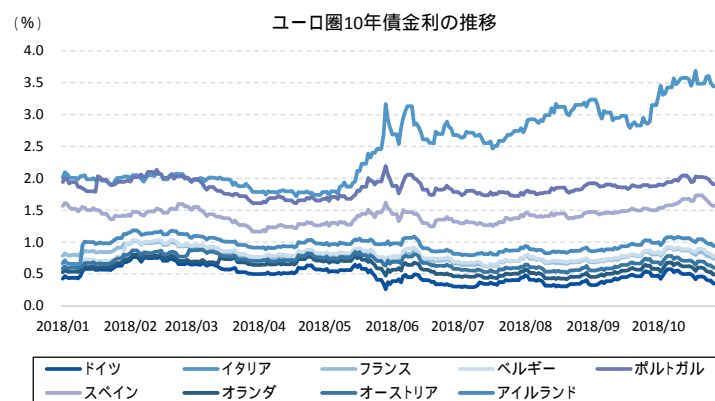
《ECB の金融政策の現状と展望～懐疑の目が向けられる ECB の強気姿勢～》

もはや市場は ECB の強気を容認しない状況

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、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）に関しても年内は月間 150 億ユーロでの運用が続いた後、終了する方針が確認されている。来年夏の利上げに向けた現行方針も堅持されており、基本的に正常化プロセスにブレーキをかけるつもりは見受けられない。なお、興味深かったのは会合後の為替相場の反応である。強気を維持した ECB の言動に対し明確なユーロ売りで反応している。「タカ派寄りなら不安感の高まりからユーロ売り。ハト派よりなら安心感の高まりからユーロ買い」という為替市場の反応はこれまでとは真逆であり、債務危機時によく見られたものである。端的に言えば、市場は ECB の強気を容認しなくなっている状況であり、こうした中で利上げや再投資停止といったプロセスの難易度は上がっているように思われる。景気認識の弱さに言及したから売られたとの解釈もあるようだが、以下で見るように、むしろ「そうした危うさはあるが基本スタンスは変えない」というのが会見の本質に近かったように思われる。

記者会見でもタカ派姿勢に懐疑の目

今会合後の記者会見における質問はイタリア関連に集中した。スペインやポルトガルといった他の南欧諸国の金利が上がっていることを受けて波及（contagion、spillover）を指摘する記者も現れたが、これに対しドラギ ECB 総裁は、そのような国々は金利上昇を引き起こす特異（idiosyncratic）な現象、事実、出来事を抱えており、債務危機時のような無差別的な波及ではないという見解を示している。確かに、イタリアはもちろん、スペインやポルトガルも固有の政局不安が背景にあるため、「ユーロシステムへの不安」が駆動していたかつての危機とは異なるのは事実だろう（図）。



(資料) Bloomberg

示している。確かに、イタリアはもちろん、スペインやポルトガルも固有の政局不安が背景にあるため、「ユーロシステムへの不安」が駆動していたかつての危機とは異なるのは事実だろう（図）。

とはいえ、問題は「そのような状況でわざわざタカ派姿勢を再確認する必要があるのか」という部分であり、この点に疑問を持つ向きが非常に多いからこそユーロ相場が押し下げられているという点が重要なのだと思われる。また、他の記者からは「ドイツ国債とイタリア国債のスプレッドが 400bp に到達した場合、脆弱なイタリアの金融機関の資本が毀損すると思われる。それが金融政策の波及メカニズムに支障を与えるとの想定はしているか。その場合、どのような政策が考えられるか」といった質問も見られた。これに対しドラギ総裁は「将来のことは分からない（I don't have a crystal ball）。（そのような事態に至るスプレッドが）300bp であるのか 400bp であるのか分からない」と取り合う姿勢を見せていないが、恐らくこの記者は国債購入の継続（ひいては増額）などの回答を引き出したかったのではないかと。10 月に入ってからイタリア政局の流動化が進み、それが同国金利を押し上げているのは間違いないが、同

じタイミングで ECB の月間国債購入額が半分（300 億ユーロ→150 億ユーロ）になっていることは見逃せない。 為替市場のみならず記者からもタカ派姿勢に懐疑的な目が向けられ始めていると言える。

ちなみに本欄では繰り返し、今回のイタリア問題については欧州委員会の原理・原則主義が事態を拗らせていると批判的に論じてきた。この点、会見では「財政赤字が（GDP 比）3%を下回っていることを考えれば、イタリアについては同情するところがあると思わないか」といった同様の趣旨の質問が出ていた。これに対しドラギ総裁は「どう反応してよいのか分からない。我々には欧州委員会があり、欧州委員会こそが安定・成長協定の究極的な守護者である。ECB ではない」と切り替えしているが、やはり今回の騒動に際しては財政ルールの柔軟化を求め欧州委員会を批判する論陣も少なくないと思われる。

再投資停止の蓋然性

なお、10 月会合では再投資方針に関する議論の有無が注目されていた。9 月会合でドラギ総裁は年内 2 回（10 月・12 月）の会合で議論することを宣言していた経緯がある。この点、ドラギ総裁は「今回議論しなかったのが次回に行く。スタッフ見通しが改定されるタイミングであり、より多くの情報も明らかになっているだろう」といった旨の回答を行っており、次回会合への注目度が必然的に高まった格好である。既に一部報道では ECB 内部で議論が始まっているとの情報もあるが、現時点では何も情報は提供されていない。なお、来年は 5 年に 1 度の資本金出資比率（a capital key）の改訂年にあたり、恐らくはドイツの比率上昇とイタリアの比率低下が想定されているのだが、これが再投資方針の議論に如何に影響を与えるのかという質問も出ていた。もちろん、ドラギ総裁の回答は「全く議論していない」とのものだったが、購入時の出資比率と償還時の出資比率が変わることの影響や、そもそも出資比率とずれて購入されている国債の取り扱いをどうするのかといった複雑な論点を如何に整理するのかは興味深い。

とはいえ、イタリア政局は一時的な事象として収束する可能性があるものの、域内経済が減速感を帯び始めている状況で「金利」に重ねて「量」の出口でもある再投資停止まで追求するのは性急さを拭えない。

将来の政策余地を確保しようとする糊代論を除けば、基本的にその必要性は大きく無いだろう。例えばユーロ圏消費者物価指数（HICP）に目をやれば、総合ベースこそエネルギー価格により押し上げられてい

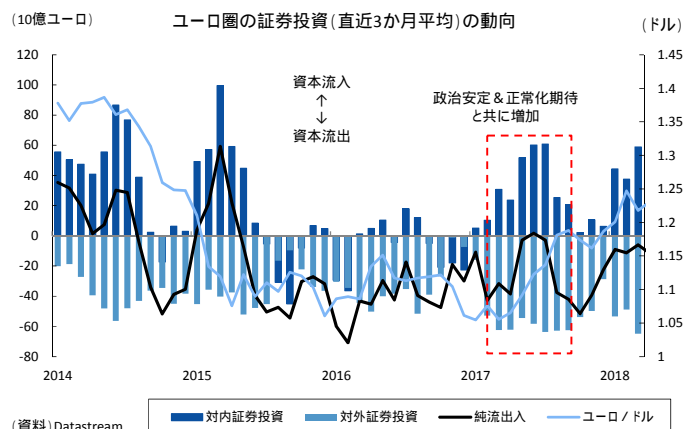


るもののコアベースでの加速は殆ど見られていない。また、伝統的に ECB がインフレ期待の計数として注目する 5 年先 5 年物インフレスワップフォワード（BEI）はむしろピークアウト感が強まっているようにすら見受けられる（図）。 基礎的な経済・物価環境から判断する限り、決して再投資停止の蓋然性が大きい状況ではない。もちろん、再投資に関しては声明文で「必要な限り長く（as long as necessary）」を謳っているため突然の終わりを迎えることはないだろう。まずは、ECB の保有資産構成の複雑さなどを踏まえれば、その方法論の検討に始まり、着手条件や再投資停止ペースの設定を検討した上で、それを実施すべき適切な決断のタイミングを検討することになる。来年は利上げ着手という大きなタスクを負っていることを踏まえれば、実施に至るのは最速でも 2020 年以降の話ではないか。

《ユーロ相場と資本フローの近況～重要な指針となる資本フロー～》

ユーロ相場と資本フローの関係

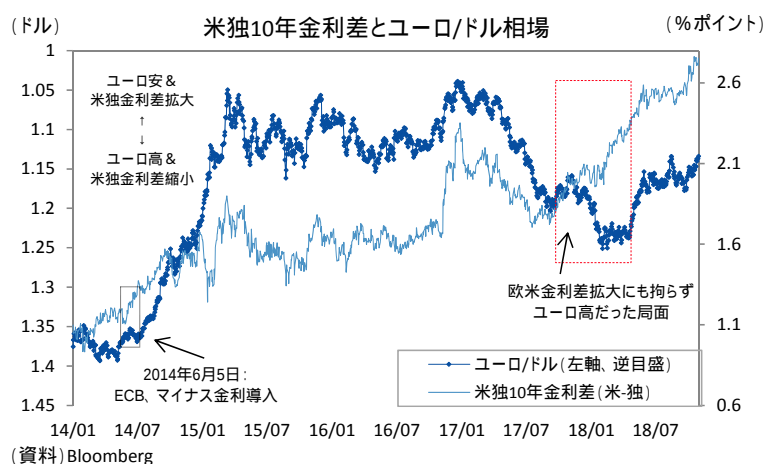
ユーロ相場を議論するにあたってはイタリア、ブレグジットそしてドイツといった政治情勢がどうしてもドライバーとして注目されやすいが、実際の相場動向は資本フローに素直に反応している面もある。右図は国際収支統計における対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の推移を重ねたものである。2017 年はドラギ ECB 総裁のシントラ講演（同年 6 月）を受けてユーロ相場が急騰した年として記憶に新しいが、実際は同年 3 月のフランス大統領



選挙でマクロン氏が大幅に勝ったところから流れが変わった。2015～16年にかけて殆ど対内証券投資が見られなかったにもかかわらず、2017年に入ってからこれが復調しているのは「EUの政治安定&シントラ講演→ECB正常化期待の高まり→域外から域内への対内証券投資拡大→ユーロ高」という文脈があったためである。図に見られるように、2017年前半は基調的に対内証券投資がはっきりと盛上がり、これと共にユーロ相場も浮揚していた。2017年後半にこれが収束しているのは、ユーロ相場の急騰を受けて正常化を急がないとの情報発信がECBから発せられたためであった。今年に入り再び対内証券投資が戻ってきているのは、フォワードガイダンスにおける緩和バイアスの削除に始まり、年内の量的緩和（QE）終了やその先に訪れるだろう利上げへの期待が膨らんだことに起因している。

欧米金利差縮小とユーロ相場

とはいえ、前掲図にはもう1つの側面があることも気づくだろう。域内から域外への対外証券投資は常に勢いが維持されており、これはユーロ相場が騰勢を強めた2017年を通じてそうだった。ゆえに、ネットで見た資本フローが域内への純流入になることはなく、せいぜい「ぎりぎりニュートラル」に近い状態までしか需給の変化が生じていない。結局、利上げ着手のタイミングが最速でも2019年以降と目される一方でFRBの利上げは



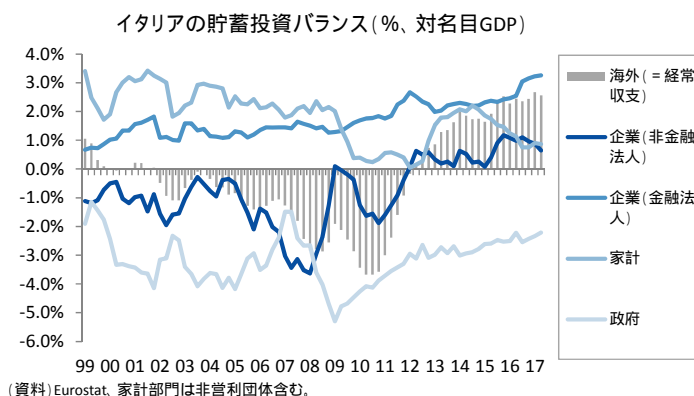
淡々と進んでいるため、欧米金利差（米国ードイツを想定）の縮小に限界があり、ユーロ/ドル相場も値を上げきれないのが実情と見受けられる（図）。昨年を振り返っても、年初から年央にかけてのユーロ相場上昇は欧米金利差の縮小と平仄の合う動きであったが、年央から2018年初頭にかけての上昇は欧米金利差拡大の中で見られている一種の「ねじれ」があった。今年に入ってからユーロ/ドル相場が値を下げているのはこの「ねじれ」の修正とも考えられる。国際収支統計は本稿執筆時点で7月分までしか出て

いないが、8～9月にはFRBの正常化プロセスへの期待が強まる中で恐らく純流出が拡大したのではない。やはりマイナス金利政策を根本的に除去するという局面に入らない限り、ユーロ/ドル相場が安定的に1.20を超えて推移するのは難しいという実情が透けて見える。政治関連のノイズが多いユーロ相場だが金利やこれに付随する資本フローといった極めて基本的な論点に素直に追随する性格があることは見通し作成上、重要なポイントと言える。

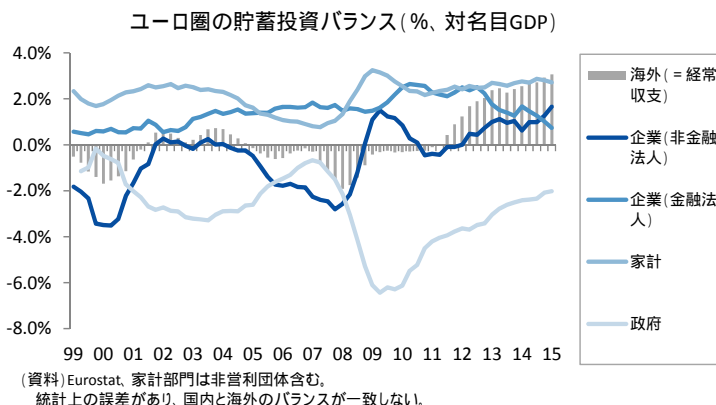
《ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツ化するユーロ圏～》

ドイツ化するISバランス

案の定、10月は新年度予算案の編成を巡ってイタリアと欧州委員会の間で揉め事が勃発、同国国債の金利が急騰し、ユーロ相場を下押しする展開が見られた。既存の約束を簡単に反故にしてしまうイタリア政府の在り方にも問題はありますが、原理・原則に拘泥する欧州委員会の姿勢にも問題を感じないわけではない。ポピュリスト政権と称されるイタリア現政権から出されている財政赤字は決して法外に大きいものではなく「イタリアにも言い分があるのではないか」との思いも抱かないわけではない。ECBの金融政策運営が引き締めに傾斜する状況下、財政政策まで緊縮路線を強いる必要が果たしてあるのかという視点である。これと同様の趣旨を貯蓄・投資（IS）バランスの観点から再度確認してみたい。図はイタリア経済のISバランスである。2013年以降、企業・家計の両民間部門が貯蓄過剰である傍ら、政府部門の貯蓄不足も比較的早いペースで縮小している。要するに、イタリア経済の内需として消費・投資が控えられる状況が強まっているのである。結果として海外部門に依存することになり、経常黒字が蓄積する構図となっている。実は類似の現象はスペインやポルトガルでも起きており、やはり経常黒字となっている。

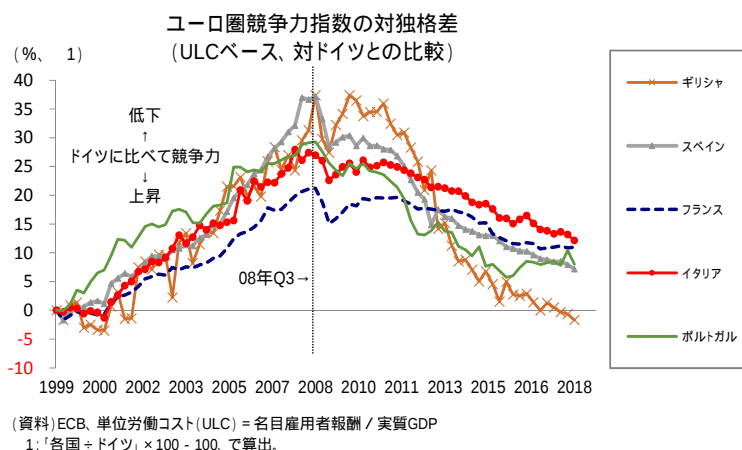


こうしたISバランスの究極型が政府も含めた国内部門が全て貯蓄過剰というドイツであることは本欄でも繰り返し議論してきた。結果、ユーロ圏全体のISバランスも「民間部門の貯蓄過剰増加、政府部門の貯蓄不足減少、経常黒字増加」という特徴が色濃く出ている（図）。ある意味で欧州債務危機を経て、ユーロ圏経済のドイツ化が進展していると言えるだろう。ここで問わねばならないのは「果たしてこれが欧州委員会として目指した未来なのか」ということである。域内統合の結果、外需依存が強まるというのは到底望まれた結果ではあるまい。



ドイツとの競争力格差は一応、埋まりつつある

また、欧州債務危機に至る直前はドイツとそれ以外の加盟国の実質実効為替相場（REER）に乖離が生じていたことがドイツの突出した経常黒字と南欧の慢性的な経常赤字という域内不均衡を作り上げたのだった。このREERはECBが四半期に一度、競争力指数（HCI）として公表しているものだが、図に示されるように、リーマンショックを境として各国の対ドイツで見た競争力格差は縮小傾向にある。



これは単位労働コスト（ULC）で測ったものであるため、端的に言えば、それだけドイツの付加価値算出のための人的コストが高まっており、他の加盟国にも付け入る隙が生じ始めているとも読むことができる。これはイタリアも例外ではなく2008年9月末と比較した場合、2018年3月末のHCIは約▲20%下落している。この間、ドイツのHCIは約▲10%下落しているので、HCIで測った競争力は相対的に10%ほどイタリアが差を詰めたことになる。むしろ、同様の観点で言えば、フランスは約▲17%という下落幅のため、ドイツとの差はイタリアほど埋まっていない。これは図示しているドイツ、フランス、南欧4か国（PIGS）の中で、フランスだけが経常赤字国であることと無関係ではないだろう。

未だ欠如するドイツはイージーモードという認識

もちろん、各国がドイツとの競争力格差を埋めるにあたっては文字通り血の滲むようなマクロ経済上の調整、端的には物価・賃金の切り下げを余儀なくされたという経緯がある。本来はそうした当該国の自助努力のみならず、域内における財政移転の仕組みがあってしかるべきなのだが未だそれは実現していない。既に見たように、むしろ債務危機後はEUの財政ルールに則って緊縮路線が強いられていたのが実態である。それでもハードランディングすることがなかったのは、この間、ECBがマイナス金利政策やそれまで禁忌としていた量的緩和政策（QE）で援護射撃していたからだろう。だが、昨日の本欄でも議論したように、QEは今月から縮小が始まり2か月後には終了を迎え、1年後には利上げも視野に入る。一部では最近のユーロ圏消費者物価指数（HICP）の騰勢を受けてフォワードガイダンスの修正、早期利上げまであり得るのではないかとの声まで出始めている。こうした財政政策も金融政策も引き締めるポリシーミックスは景気過熱防止のそれである。イタリアやフランスがそのような政策を求めているわけではないことは明らかだろう。率直に言って、そのようなポリシーミックスを求めているのは国内経済にバブル懸念すら帯び始めているドイツだけと考えられる。

これまで飽きるほど指摘している点だが、そのドイツ経済を駆動している根本的な要因の1つが「永遠の割安通貨」ユーロである。域内全体が教条主義的なマクロ経済政策運営に傾斜しつつある中、今一度、「ユーロ圏の一員として共通通貨を使う。但し、他国への財政移転をするつもりは無い」というドイツの置かれた経済環境がイージーモードなのだという認識をドイツないしドイツ的な考え方に支配された欧州委員会には自覚すべきだろう。10月1日、ドイツで講演したユンケル欧州委員会委員長は「イタリアが特別待遇を受けるのを回避する必要がある。すべての国が特別待遇を受ければ、ユーロは終焉す

る」と述べたという。だが、そもそもドイツが特別待遇を受けている状態から始まっているのがユーロ圏なのであり、南欧を中心とするその他加盟国は特別待遇が無ければドイツとの差が広がる一方であるというのが欧州債務危機の教訓だったのではないか。

話をイタリアに戻せば、ポピュリストという触れ込みで懸念を招いていた政権がGDP比▲3%未満の財政赤字で済んでいるのであれば、市場の混乱を招いてまで揉め事にする話ではないように思える。少なくとも財政統合が未完である限り、ある程度は（例えばSGPの基準が遵守される程度においては）大目に見る姿勢なども必要ではないか。まずEUとして回避すべきは各国においてポピュリストが再生産されるような事態であり、そのための正しい陣頭指揮を欧州委員会には期待したいところである。

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。