

中期為替相場見通し

2018 年 11 月 30 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～「過剰な円安」という認識～

ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか～直感的には「過剰な円安」～	P.3
続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由～「米金利が高い」が理由にせよ・・・～	P.4
円相場の基礎的需給環境～続く円売り超過～	P.6
メインシナリオへのリスク点検～FRB は 2019 年こそ変わる～	P.8

ユーロ相場の見通し～露わになるユーロ圏の経済減速～

ECB の金融政策の現状と展望～注目される TLTRO3 の行方～	P.12
ユーロ圏経済の現状と展望～露わになるユーロ圏の経済減速～	P.14
ユーロ相場の現状と展望～四面楚歌のユーロ相場、「5 つの不安」～	P.16

【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

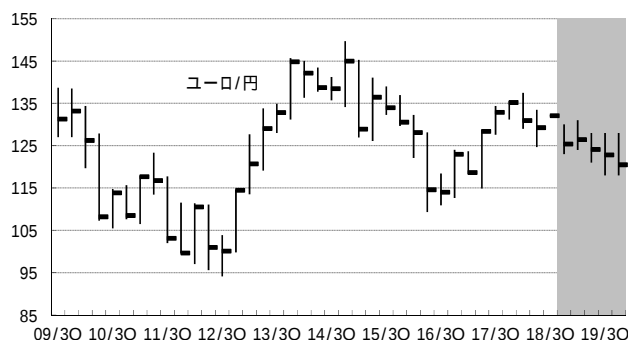
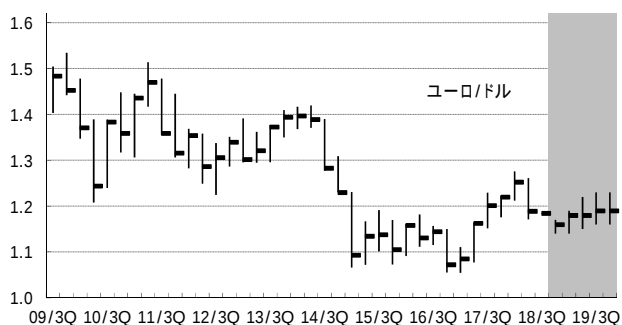
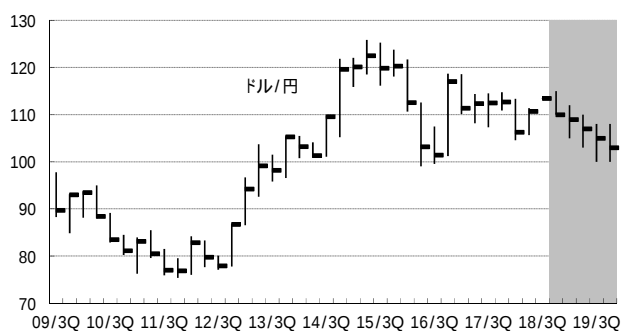
11月のドル/円相場も方向感を見出すことができなかった。米金利上昇に応じて株価が調整を迫られるという構図も10月から引き継がれており、それに加えハイイールド債や原油価格などその他資産市場への波及も相応に見られたのだが、「リスクオフの円買い」が盛り上がるには至らなかった。やはり様々な不安は漂っているものの「米金利が高い」という事実には抗えず、ドル建て資産を求める向きが存在するからなのだろう。とはいえ、10月に「中立金利超え」シナリオを唱えて来たパウエル FRB 議長が往時ほど強気ではなくなっているのも事実である。経験則に照らせば、そうした慎重な意見が FOMC 内を支配するのは恐らく一瞬だ。今年は米経済が雇用市場を中心として-思ったよりも粘りを見せたことで実現しなかったが、内外経済環境が徐々に利上げを正当化できなくなり、FOMC が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シナリオは2019年こそ実現すると考えている。2018年は米金利上昇が株売りの理由として使われ始めた年だった。2019年はこの問題意識がより広く、深くなっていくだろう。かかる状況下、円相場が対ドルで騰勢を強めるという可能性はやはり高いと思われ、100円程度までの調整は十分想定される。世界経済はピークを超えたという認識を持ちたい。

片や、11月のユーロ相場は膠着した。イタリア政府と欧州委員会の摩擦は未だ着地点が見えておらず、11月は欧州委員会が過剰財政赤字手続き(EDP)を勧告するという動きが見られたものの、これが市場の注視する「制裁」にまで至るのかどうかは来春までは判断がつかない。また、12月にはドイツでキリスト教民主同盟(CDU)の党首選が行われ、メルケル政権の持続可能性を推し量る上で重要な動きとなる。こうした動きに加えブレグジットの帰趨にも注意を払う必要がある。引き続きユーロ相場は政治要因を重しとして抱えることになりそうだ。一方、ECB は当面、タカ派姿勢を維持しそうだが、実体経済は徐々に、しかし確実に悪化している。FRB がタカ派姿勢を緩め始めていることを合わせ見ても、「最速で2019年9月に利上げ着手」というシナリオは野心的に思える。とはいえ、政治・経済的に良い話がなさそうなユーロ相場なのだが、より高いところから落ちてくるドル相場の敵失に助けられる形で予測期間中は堅調を維持できるというのが本欄の予想である。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1～11月(実績)	12月	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 (113.42)	110 ～ 115 (110)	105 ～ 112 (109)	103 ～ 110 (107)	100 ～ 108 (105)	100 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.1216 ～ 1.2556 (1.1391)	1.12 ～ 1.15 (1.14)	1.12 ～ 1.17 (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 (129.19)	123 ～ 130 (125)	124 ～ 131 (126)	121 ～ 128 (124)	118 ～ 128 (123)	118 ～ 128 (121)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内11月30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～「過剰な円安」という認識～

《ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか～直感的には「過剰な円安」～》

企業物価 PPP 対比では「過去最長の円安局面」

11 月のドル/円相場も明確な方向感を見出すには至っていない。本稿執筆時点までの年初来値幅は 9.99 円（高値 114.55 円－安値 104.56 円）であり、これは史上最小の値幅である。過去の本欄でも幾度か述べてきたように、歴史的に見ればドル/円相場は企業物価ベース(1973 年基準)の購買力平価（PPP）を下回っていることが多く、上抜けするにせよ、その上限は+20%程度であることが経験則としてあった（図）。企業物価ベース PPP を+10%



以上上抜けしていたのは「1982 年 3 月～1985 年 9 月」の約 3 年半で、最終的にはプラザ合意に至る特異なドル高局面であった。この時代を除けば+10%以上が続いているのはアベノミクスを受けた今次局面ぐらいであり、厳密には「2014 年 11 月～足許」までの約 4 年間、続いている（※但し英国民投票を受けた 2016 年 6 月から 10 月の 5 か月間を除けば、やはり約 3 年半程度）。つまり、現状は企業物価ベース PPP 対比で見ればという条件付きならば「過去最長の円安局面」に足を踏み入れているとも言える。

こうした動きを構造的な変化と解釈する向きもあるだろう。今や日本は未曾有の人手不足を経験しており、将来的な賃金ひいては一般物価の上昇は必然であるため、いずれ PPP 自体が円安・ドル高へ修正されてくるという考え方である。実勢相場はそうした未来を先取りして円安・ドル高になっているだけであり、いずれ乖離率は PPP の水準調整(より円安気味の PPP)によって解消されていくという整理だ。こうした見方は一見理が通っているようにも見えるが、事実として消費者物価指数（CPI）や国内企業物価指数（CGPI、いわゆる生産者物価指数としての PPI）の仕上がりは異次元緩和が導入された 5 年前から大して変わっていないため、そうした大胆な仮説に乘れるだけの証拠があるとは言えないだろう。どちらかと言えば、足許における行き過ぎ感を懸念したいというのが筆者の立場である。ちなみに、2018 年 9 月時点で企業物価ベース PPP は 96 円程度である。せめて+10%未満の乖離率に収まることを想定するならば、105 円程度までの調整が視野に入る。そこまでの値動きがあったとしても、歴史的に見れば、それほど無理な円安・ドル高とは言えない。

歴史的な円安・ドル高が続く

次頁表は本欄で折に触れて参考に行っているドル/円相場の節目表である。これまでも繰り返し紹介してきたように、PPP には多用な種類が存在するが、国際機関などが算出し比較的引用されることの多い PPP は 95～110 円に収まっているという印象が強い（現状であれば 95～105 円という見方も可能である）。筆者はこれを「PPP のコアゾーン」と呼び、ゾーンを上抜ければ過剰な円安、下抜ければ過剰な円高というラフなイメージを持った上で為替見通しを検討してきた。現状の 113～114 円は各種 PPP から近似値を探すのが簡単ではない水準であり、直感的にはやはり「過剰な円安」という印象を受ける。実勢相

場は PPP にいる時間が最も短いものであるため、その運用にあたっては比較的長い目線かつ大きなレンジでその過剰感を捉える姿勢が必要になる。その意味では上述したような①企業物価 PPP 対比 +10%以上の円安・ドル高がプラザ合意直前の局面よりも長く続いていることや、②「PPP のコアゾーン」も明確に逸脱していることなどを踏まえ、現状を「過剰な円安」と評価し、1 年先の相場見通しの方向感を検討することはさほどの外れではないように思える。PPP は決してキレの良い指標ではないが、それでも過剰感を教えてくれる局面は到来する。筆者は今がそうなのではないかと考えている。

ドル/円相場に関する色々な節目	
円相場	評価基準
57.2	購買力平価(輸出物価、73年基準、2018年9月)
72.0	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2018年11月)
73.7	購買力平価(輸出物価、80年基準、2018年9月)
76.7	1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2018年9月)
90.3	購買力平価(企業物価、80年基準、2018年9月)
PPP のコアゾーン	96.3 購買力平価(企業物価、73年基準、2018年9月)
	96.7 工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
	99.6 購買力平価(OECD、2017年、GDPベース、2.)
	99.6 購買力平価(世界銀行、2017年)
	100.6 18年3月時点の採算レート(内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」)
	100.9 購買力平価(消費者物価、80年基準、2018年9月)
	106.2 購買力平価(OECD、2017年、民間消費ベース、2.)
	107.4 想定為替レート(日銀短観、2018年9月調査、通年)
	113.5 2018年11月29日
	114.3 18年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」)
	123.7 購買力平価(消費者物価、73年基準、2018年9月)
	132.7 工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
	159.0 工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
	260.9 工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2016年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。
※2. OECD購買力平価は17年7月公表時点(毎年6月・12月に週及改定あり)

《続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由～「米金利が高い」が理由にせよ・・・》 リスクオフに耐えるドル/円相場

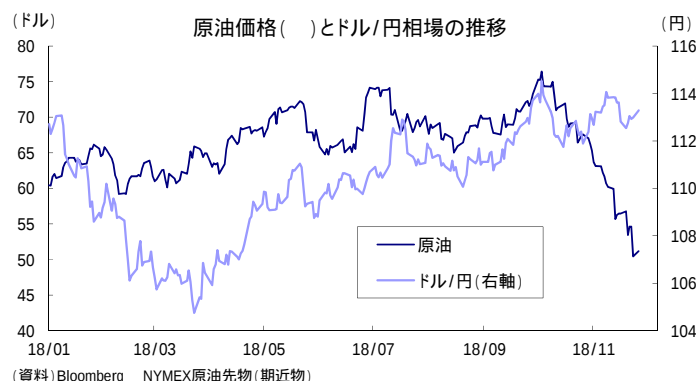
前月の本欄では「安全資産としての円買いが勢いづかない理由」について、「まだ、リスクオフムードとは言えないから」というシンプルな整理をしてきた。しかし、11月の相場を見る限り、そうとも言い難い雰囲気もあり、改めて考察を加えておきたい。そもそもリスクオフというフレーズは主に株価が下落するタイミングで頻繁に持ち出されるが、実際のところは株価だけではなく、原油や銅などの商品の価格下落やハイイールド債の利回り上昇など、株式以外の市場の資産価格も調整を迫られるケースが多い。そうしたポジション整理の一環として円ショートポジションの清算も発生し、それが「リスクオフの円買い」と呼ばれることが多いというのが実情だろう。この点、10月以降の状況に目をやれば、原油やハイイールド債の価格がかなり大きな幅で調整を迫られている割にドル/円相場が値持ちしているという事実がある。例えば10月の高値から見て原油価格は約▲30%、NYダウ平均は約▲5%、米10年金利は約▲20bpsほど下げているが、本稿執筆時点のドル/円相場(113.30円付近)は年初来高値(114.55円)をつけた10月4日と殆ど変わっていない(図)。原油価

10月以降の金融市場の状況

	10月高値	現在(1)	変化率(金利は幅、2)
NYダウ	26,828.39	25,366.43	-5.4
米10年金利	3.23	3.02	-21.4
日経平均	24,270.62	22,262.60	-8.3
日本10年金利	0.16	0.08	-7.9
原油価格(3)	76.41	50.52	-33.9
ドル/円	114.53	113.28	-1.1

(資料)Bloomberg、(1)11月29日の終値。

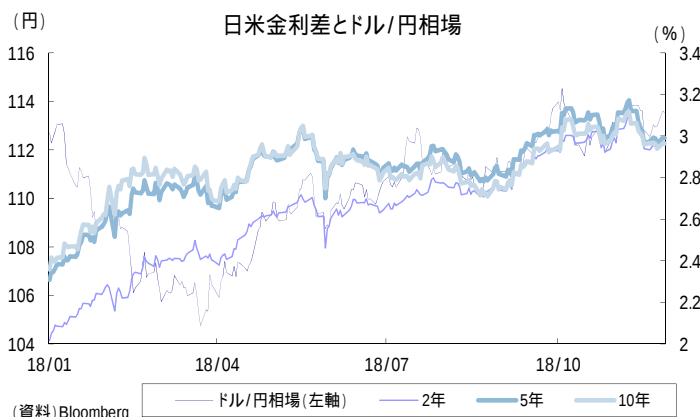
(2)金利はbps、その他は% (3)NYMEX原油先物(期近物)



格や株価がこれほど調整している状況に対し「まだ、リスクオフモードとは言えないから（円買いが起きない）」という解説は必ずしも十分ではないだろう。ちなみにこの間、日経平均株価も約▲8%下げしており、昨年来取り沙汰される株価と為替の乖離はまだ健在である。

基本的な理由は「米金利が高い」だろうが・・・

ドル/円相場が値持ちしている理由は 1 つではないだろうが、基本的には「米金利が高い」という事実が寄与しているのだろう。足許ではピークから下がったとはいえ、米 10 年金利は年初来で最大で約 80 bps (2.40%→3.20%)、足許と比較しても約 60bps (2.40%→3.00%) 上がった状態にある。この間、本邦 10 年金利は最大で約 11 bps (0.05%→0.16%)、足許と比較すればわずか約 3bps (0.05%→0.08%) しか上がっていない。こ



れだけ内外金利差が拡大傾向にある以上、ドルを円に対して売り進めるのが難しいと考える投資家が多数存在しても不思議ではない。実際、本邦からの対外証券投資は買い越しが続いている。しかし、裏を返せば、これほど日米金利差が拡大した割にはドル/円相場が年初から殆ど動いていないのも事実である。図を見る限り、ドル/円相場が春先に底割れしなかった背景に日米金利差の存在があった可能性はある。同時に、そこからさらに金利差が拡大しているにもかかわらず 115 円にすら届かなかったという事実もある。「株価や原油価格の下落にドル/円相場が追随しない」ことも経験則に反するが、「日米金利差の顕著な拡大でもドル/円相場が加速しない」ことも経験則に反する。110 円付近で安定しているから誰も気に留めないが、相応に不自然な話でもある。

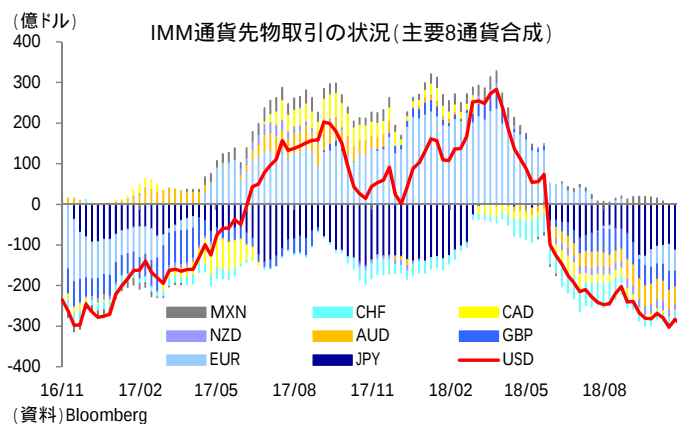
こうした状況に敢えて理解を与えるとすれば、資産価格の調整に加え、貿易戦争やブレグジット、イタリア政局不安などの悪材料が「円高圧力」として作用する一方、日米金利差の顕著な拡大が「円安圧力」として作用し、結局相場が膠着に至ってしまったという理解が適切だろうか。

「FRB がリスクオフを認めないから」円買い起きず？

もちろん、米金利の絶対水準が高いのは事実であり、筆者も顧客説明などの際に「理屈は同意できるが、利上げすると言っている通貨を売るのは難しい」と現場のオペレーションに根差したご意見を頂戴することがある。多くの悪材料を高い米金利が相殺しており、「背に腹はかえられぬ」の状況が発生していることは想像がつく。こうした事情を斟酌し改めて「リスクオフの円買い」が起きていない理由を検討すると、「FRB がリスクオフを認めないから」というのが 1 つの回答になってくるだろうか。具体的には FRB が株価や原油価格の下落を「適切な調整」と割り切る限り、利上げもバランスシート縮小も停まることなく、それゆえに米金利とドルの堅調も続くことになる。全ては FRB の現状認識がいつ、どのような形でハト派に振れるかであり、その変化は 2013 年 5 月のバーナンキショックから連綿と続く引き締め路線の転換のタイミングでもある。今のところ、FRB は好調な雇用・賃金情勢を背景として資産価格や海外の動揺に配慮を見せていない。だが、国内の賃金や物価が加速せず、海外情勢も不安定なのに米金

利が上昇し続けているのは「FRB が利上げを続ける」というシナリオに市場が乗っているからであり、ドル高もその副産物である。そうした市場の織り込みを見て FRB は安心してまた利上げを続けている。かつてブラインダー元 FRB 議長が「自分の尾を追う犬」と形容した状態であり、決して実体経済に応じた金利やドルの上昇ではないことは留意したい。

とはいえ、いつまでもノーコストで米金利が上がり続けることはない。米 10 年金利に関しては、2 月は 3%、10 月は 3.2% の大台を超えたところで株価が大幅に調整を迫られた。米金利上昇が株売りの理由に使われるようになったのは 2018 年最大の変化の 1 つであり、今後の米金利上昇は株価にけん制されるだろう。為替市場も金利上昇に応じてドル買いを進めてきたが、IMM 通貨先物取引に見る投機筋のドル買いは明らかに傾き過ぎであり、買われ過ぎという



理由でドルが売られても不思議ではない水準に達している（図、11月20日時点の数字）。前述の日米金利差の話と同様だが、これほど円ショートを積み上げてもドル/円相場が115円に到達しない地合いを懸念する必要があるだろう。

声明文が変わってくるのは年明け以降の話か

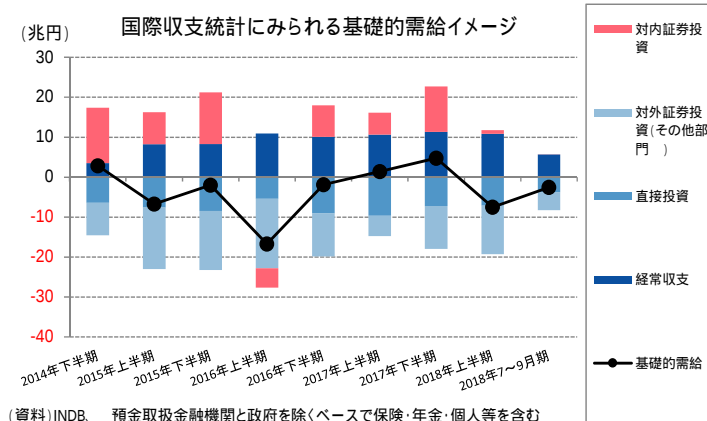
「実体経済（具体的には住宅投資や設備投資など）に照らして適切な政策金利（中立金利もしくは均衡実質金利）」と異なり、「株価に照らして適切な政策金利（言ってみれば株価から見た中立金利）」はその水準を事前に特定しづらい。例えば設備投資やこれに付随する銀行貸出は金利上昇に伴って減速の兆候が現れそうだが、株価に代表される資産価格の調整は急激に到来するからである。その兆候が見られたのが2月や10～11月だったと筆者は考えるが、FOMCはいつそのような認識を示すだろうか。やはり株価の調整が逆資産効果を通じて実体経済を相応に痛めつけるまで待つのだろうか。それとも直近の資産価格や新興国市場の動揺を踏まえ、ハト派色を強めてくるのだろうか。「リスクオフの円買い」が再び「芽」を見せるには、FRB自身がそうしてリスクを感じ、明示することが必要というのが筆者の基本認識である。だが、そうした判断が声明文に反映され、市場に織り込まれてくるのは、とりあえず年明け以降の話となってきそうである。

《円相場の基礎的需給環境～続く円売り超過～》

「円を売りたい人が多い」状況は変わらず

11月8日には、本邦9月国際収支統計が公表されている。これにより本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス（以下基礎的需給、次頁図）に関し7～9月期までの計数が出揃っているため、ここで定点観測を行っておきたい。国際収支統計から試算される7～9月期の基礎的需給は約▲2兆5213億円の円売り超過となり、2018年1～9月期合計で見れば約▲10兆円の円売り超過という仕上がりになった。依然として本邦から海外への対外証券投資は安定的に買い越し傾向にあるものの、下半期に入ってからはその勢いには陰りが見られている。米10年金利が3.2%を断続的に超え始めた10月の対外証券投資を

報告機関ベースで見ても、買い越しこそ維持されているが、その水準はむしろ中立に近い。この流れが続くのかは要注目だろう。なお、前年同期と比較した場合は約 12 兆円、今年の方が昨年よりも円売り超過が大きくなっている。この背景として影響の大きい順に挙げると、①対内証券投資の減少、②対外証券投資の増加が寄与している。直接投資が円買い方向に寄与しているのは対外直接投資の減少と対内証券投資



の増加という 2 つの動きが重なった結果である。年前半から比較すれば円売りの度合いに衰えが見られるものの、「円を買いたい人よりも売りたい人が多い」という基本的な事実が変わっているわけではない。こうした基礎的需給は年初来の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合うものである。

日銀正常化観測が強まる下で対外証券投資は出づらく

円相場の基礎的需給の先行きは引き続き小さくない部分が対外証券投資の動向に依存せざるを得ないと思われるが、足許から来年にかけての日銀の政策運営を展望した場合、本邦投資家の対外リスクテイクが加速してくるのは難しいように思える。周知の通り、ここにきて日銀からの情報発信がにわかに正常化方向へ傾斜しており、悲惨な円金利の投資環境に薄日が差し始めているという変化も見られる。こうした中、どちらかと言えば、「外よりも内」という姿勢の変化は現れやすいだろう。

日銀の政策運営を巡っては、10 月 22 日に公表された『金融システムレポート (2018 年 10 月号)』を皮切りに現行の政策運営がもたらす弊害を指摘する動きが多々見られている。10 月 31 日の金融政策決定会合と共に公表された『展望レポート』でも「低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある」と明記され、11 月 8 日に公表された同会合の『主な意見』では「長期金利を長期にわたり『ゼロ%程度』に誘導した場合に、インフレ期待への影響がかえって低減しないかどうか注意が必要である。枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要である」と具体的な政策の提案も示された。ちなみに 11 月 5 日には、黒田総裁が名古屋市内の講演で「(デフレ克服のため) 大規模な政策を思い切って実施することが最適な政策運営と判断された経済・物価情勢ではなくなっている」と明言しており、「次の一手」が緩和ではないことも認められている。もちろん、今後の日銀の立ち回りを主に規定するのは米国の経済・金融情勢とこれに付随する FRB の政策運営であり、残念ながら日銀ではない。だが、以上に見るように「日銀の政策運営が国内金融機関を痛めつけるリスク」が徐々に論点化しているのは間違いなく、それは即ち昨年来で度々話題になってきたリバーサルレート問題を自認する展開でもある。「マイナス金利はリバーサルレート」という認識が政策委員会内で共有されつつあるならば、上の『主な意見』で示されたように「次の一手」は金利変動幅の一段の拡大や誘導年限の短期化 (10 年から 5 年へ) などが考えられることになる。

一方、米国に目をやれば景気拡大が歴史的長期間に亘っている中、「政策金利 (FF 金利) の中立金利超え」というシナリオがパウエル FRB 議長の口から示唆されている。かかる状況下で市場参加者が構える

シナリオは、利上げに応じた米経済の減速とその結果としての FRB の利上げ停止であろう。このまま数次の利上げを既定路線として見なすとしても、ドル/円相場についてはダウンサイドに警戒したい向きが多いと思われる。本欄のメインシナリオもそうした方向感を前提としている。

2018 年は基礎的需給の上では円売り超過という結果に終わる可能性が高そうだが、にもかかわらず円安はこの程度しか進まなかった。もちろん、基礎的需給の支えがあったからこそ、これだけリスクオフ材料が満載の年でも円高にならずに済んだという理解も可能かもしれない。しかし、FRB の政策転換が現実的に視野に入り、対外証券投資の加速が期待できない 2019 年になれば基礎的需給はやはり円買いに傾斜しやすいのではないだろうか。その分、ドル/円相場は支えを失うことになるわけだが、それでも現状の堅調を維持できるのだろうか。筆者は疑問である。

《メインシナリオへのリスク点検 ~ FRB は 2019 年こそ変わる ~》

10 月同様の景色

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 月に続き、11 月も株式市場が大きな調整を強いられたものの、「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）の顔ぶれも大きくは変わらない。11 月中旬にはパウエル FRB 議長やク

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	・過去最長の局面を超えてさらに加速	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 ・ノーディールでブレグジット（クリフエッジ） ・メルケル首相辞任による政局流動化	円安ドル高 円高ドル安

（資料）筆者作成

ラリダ FRB 副議長の弱気な発言を捉え、金利が大きく低下する場面も見られたが、株式市場の動揺に脇目も振らず「中立金利（3%想定）までは上げる」という姿勢は当面変わりそうになく、オーバーキルのリスクを感じる（表中②のリスク）。10 月との違いとして、11 月は原油価格やハイイールド債価格も比較的はっきりと調整しており、リスクオフムードの色合いはかなり強まった印象だが、FRB の政策観を修正するにはより大きなショック（オーバーキル？）が必要なのだろうか。

また、この点も前月に続き、⑥の欧州関連懸念がさらに強まっている。ようやく英国政府と EU の間で離脱協定が合意を見たものの、問題はその合意をもってメイ英首相が国内議会の説得をできるか否かという「内なる戦い」である。依然として「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いる状況であり、「その場合、何が起こるか」という照会が多い。12 月の EU 首脳会議や 1 月の英国議会の承認期限（1 月 21 日）まで時間的余裕があるため、当面、強硬離脱派が主導するチキンレースは続くだろう。その場合、ユーロやポンドが売られる中でドルが選好されそうであり、本欄の円高（ドル安）シナリオにとってはノイズと言える。本当にクリフエッジとなった場合、ポンドは国民投票後の安値を割り込むだろう。

一方、イタリアの新年度予算編成を巡っても混乱が続いている。ポピュリスト政権は欧州委員会による予算修正要求を拒否し、遂に過剰財政赤字手続き（EDP）の勧告を受けるに至った¹。歴史上、EDP 手続

¹ みずほマーケット・トピック 2018 年 11 月 19 日号『イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～』をご参照下さい。

きに伴って具体的な制裁を食らった加盟国はないが、ポピュリスト政権の強硬な態度が続けば、最速で来春にもそのような展開はあり得る。ユーロを手放す要因になるだろう。だが、欧州委員会のそうした威圧的な立ち振る舞いがイタリア国民にポピュリスト政権を選ばせたという経緯もあり、制裁実施となれば直後に控える欧州議会選挙（そしてその後の 10 月までに実施予定のギリシャやポルトガルの総選挙）などへの影響が不安視される。欧州議会選挙で反 EU 会派が勢力を伸ばすようなことがあれば、EDP 手続きにより欧州委員会の監視下にあるイタリアも不穏な挙動を強めてくるかもしれない。ちなみに欧州議会選挙の結果は 11 月に着任する次期欧州委員長の人選にも影響することを忘れてはならない。また、過去の本欄でも懸念を示しているように、「制裁を甘受し、勧告を無視して拡張財政を継続」という力業は可能であり、その場合は行政府としての欧州委員会のメンツは丸つぶれである。以上のような事態が国際金融市場にリスクオフムードを招けば円高要因と考えられるが、10～11 月の様子を見る限り、「過度なユーロ売りを通じてドル相場を押し上げ、想定外の円安要因となる」という考え方もある。

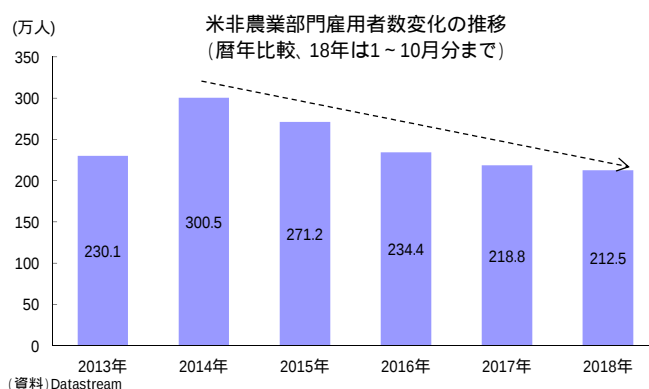
円高リスクとしての TAG 交渉

トランプ大統領の経済政策は引き続き円高要因になり得る（①のリスク）。本稿執筆時点では米中首脳会談の行方は定かではないが、基本的に 2020 年の再選を視野に入れるのであれば政権から保護主義色が完全に消えることはあるまい。また、仮に中国と手打ちにするにせよ、日本や欧州（とりわけドイツ）に対する風当たりを弱める理由にはならない。もちろん、株価の動揺を受けてスタンスを変えるという可能性はなくはないが、恐らくそうだった時のための「言い訳」として FRB の利上げ路線に露骨な口先介入を続けているのだろう。トランプ大統領が批判と共に FRB の独立性を尊重するような発言をしているのも、それは「FRB が自身の判断で利上げした（そして株が下落した）」というロジックを担保したいからだと思う。後で経済・金融情勢が下振れしたという理由で保護主義路線が修正を迫られないようにするためにも FRB 批判は断続的に行われるはずである。

なお、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物品貿易協定（TAG）交渉の行方が重要になる。米中貿易摩擦の行方がどうであれ、韓国や NAFTA（カナダ、メキシコ）に見せてきた交渉姿勢を踏まえれば米国側が為替条項の導入を要求してくる基本方針は揺るがないだろう。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組む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る。11 月 27 日には日本政府が最新鋭ステルス戦闘機「F35」を米国から最大 100 機（輸入総額 1 兆円）追加取得する検討に入ったとの報道が見られているが、恐らくは TAG 交渉を円滑にするための「先手」なのだと推測される。しかし、同日には米商務省が「カナダとメキシコを除く全ての国からの輸入車に対し 25%の関税を課す」ように提言するとの観測報道が見られており、これが事実であれば日本は事態回避のためにより多くのカードを切られることになるだろう。また、関税ないし非関税措置が行き詰ればトランプ政権が最終的に訴えかけるのは為替（ドル安）かもしれないという恐れも依然払拭されていない。

120 円を目指すとなれば・・・

もちろん、円安リスクもある。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り、この点も前月に議論した。10 月雇用統計も極めて好調な結果であり、平均時給が遂に前年比 3%を超えるなど、FRB の引き締め路線を正当化する計数が確認されている。もちろん、好調とはいえ、限界的に積み上げられる雇用の「量」は確実に減っているのだが（図）、2018 年に限って言えば、2017 年を上回る雇用改善になりそうである。恐らくはトランプ政権の下での拡張的な財政政策が寄与した一時的な動きと見るが、それにしても誤算ではあった。本来、雇用・賃金は遅行指標であり、雇用市場の動きに左右され過ぎることは危険だが、昨年に引き続き今年も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、とりわけ雇用市場の加速を読めなかったことにある。潜在成長率やこれに付随する中立金利の正確な推計が難しい以上、今後こうした事態が続く可能性が無いとは言えまい。例えば、失業率が 3%台前半で定着し、平均時給の加速が続くようならば長期金利が 3%台後半で推移してしまうかもしれない。その場合、ドル/円相場が 120 円を臨むような展開も驚きではない。現状の本欄にとって、もっとも現実的な円安リスクと考える。



上回る雇用改善になりそうである。恐らくはトランプ政権の下での拡張的な財政政策が寄与した一時的な動きと見るが、それにしても誤算ではあった。本来、雇用・賃金は遅行指標であり、雇用市場の動きに左右され過ぎることは危険だが、昨年に引き続き今年も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、とりわけ雇用市場の加速を読めなかったことにある。潜在成長率やこれに付随する中立金利の正確な推計が難しい以上、今後こうした事態が続く可能性が無いとは言えまい。例えば、失業率が 3%台前半で定着し、平均時給の加速が続くようならば長期金利が 3%台後半で推移してしまうかもしれない。その場合、ドル/円相場が 120 円を臨むような展開も驚きではない。現状の本欄にとって、もっとも現実的な円安リスクと考える。

そして、このような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）。既に見て来た通り、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。恐らく、今年のドル/円相場が度重なる悪材料にもかかわらず値を下げなかった理由の 1 つがこうした需給環境にあったのではないかと推測する。とはいえ、下期の主要生命保険会社の運用計画では外債運用への意欲が弱まっているようにも見受けられ、今後、対外証券投資が加速する雰囲気はない。米国経済次第ではあるものの、そうした「日本人の円売り」が想定外の円安を引き起こすようなリスクはさほど大きくなさそうである。現在の市場環境に目をやれば、外債運用を検討した場合、高いヘッジコストを敬遠して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くなるというのは合理的な想定でもある。

慎重な意見が支配する時は一瞬

2019年は2018年の想定していたシナリオが後ろ倒しになるというイメージを持っている。今年、筆者はFRBの行き過ぎた引き締め路線に応じて、米国内外の経済・金融情勢が動揺し始め、これを受けてFOMC声明文もハト派に傾斜し、米金利は低下、為替市場でもドル売り・円買いが強まると考えていた。実際、新興国市場は混乱し、米国を震源地として世界的に株価は調整した。しかし、肝心のFRBが基本認識を改めるまでには至らず、結局米金利もドルも下げきらなかったというのが今年11月までの状況である。それは上述してきた議論で言えば、やはり③のリスクが顕在化したという話なのだろう。来年にかけても③のリスクは軽視すべきではないが、史上最長の景気拡大局面を視野に捉え、完全雇用と言われて久しい雇用・賃金情勢を踏まえれば、今度こそFRBのハト派傾斜が現実的な問題として浮上し

てくるように思える。

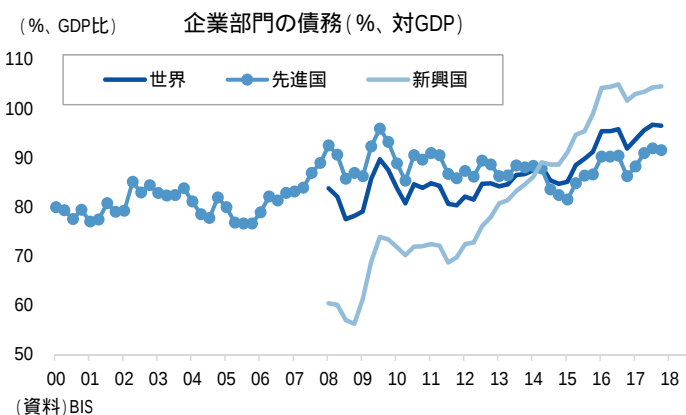
11 月も「金利上昇は株価のバリュエーション上、ネガティブ」というごく基本的な事実を再認識させられる場面が多々あった。さほど踏み込んだ発言ではないものの、11 月には FRB 正副議長からも利上げの先行きに慎重さを感じさせる言動が見られ始めている。そうした慎重な意見が FOMC 内を支配する時は恐らく一瞬であろう。年央から本格化している新興国市場の混乱は米金利上昇に世界経済が耐えられていないという証左でもあり、引き締め路線はいつ修正を迎えても不思議ではない。2019 年は FRB が過去 5 年にわたる引き締め姿勢を転換する年になると予想したい。

また、FRB の累次にわたる利上げに加え、

従前から懸念されるトランプ政権の通貨・通商政策も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が予想される。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。11 月、OECD が世界経済見通しにおいて「ピークに達した」との見通しを披露

したことには強く同意できる。毎月のように強調している点だが、FF 金利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（図）、危うい市場環境の変化を我々は体験しているというのが筆者の基本認識である。

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という予想もこれまで通り継続したい。



◆ ユーロ相場の見通し～露わになるユーロ圏の経済減速～

《ECB の金融政策の現状と展望～注目される TLTRO3 の行方～》

基本シナリオは変わらずも、再投資停止は遠そう

11 月、ECB は 10 月 24～25 日の政策理事会の議事要旨を公表している。市場では ECB の「次の一手」として再投資方針の行方に注目しているが、議事要旨を見る限り 12 月理事会で踏み込んだ決断に至るという雰囲気は無い。今後の政策運営のヒントとなりそうな情報が含まれることの多い「Monetary policy stance and policy considerations」に目をやると、「最近の経済指標の弱さは予想を下回るものであるものの、ECB の抱くシナリオを変え得るものではない」という基本認識が貫かれており、実体経済の減速を意に介する様子は見せていない。むしろ、賃金上昇圧力の蓄積が物価上昇目標に資するという堅調な内需シナリオが堅持されている。もちろん、高まる保護主義機運や新興国の脆弱性、金融市場のボラティリティなどに係る不透明感は脅威とされ、それゆえに緩和継続が必要であるという認識も示されているが、それはあくまでも年明け以降は「かなり大きな購入済資産やこれに付随する再投資（the sizeable stock of acquired assets and the associated reinvestments）」、「主要金利に係る強化されたフォワードガイダンス（the enhanced forward guidance on the key ECB interest rates）」で担保されるという整理になっている。何かを強化するというよりも、既存の政策で十分緩和的という姿勢である。

議事要旨中には、こうした「資産購入を止めても保有資産の残高やこれに付随する再投資、そして金利に係るフォワードガイダンスのお陰で十分な金融緩和状態が残る」といった趣旨の記述が繰り返し登場しており、実質金利で見ても十分な緩和効果が保証されているという指摘も見られている。足許の減速は認めるにせよ、それが従前のスタンスに影響を与えるという展開はありそうにない。

一方、ストック効果を主張している以上、この効果を減衰させる再投資停止はそれなりにハードルが高いはずである。また、現行路線を続けるという結論と共に、その現状認識に関しては「依然として数多くの不透明性と脆弱性に拠っている（still subject to a number of uncertainties and fragilities）」ともされていることから、再投資停止や利上げなど明示的に引き締めと理解できるようなアクションはやはり自重すると考えるのが妥当である。昨年来、ECB は記者会見でも、議事要旨でも繰り返し「忍耐強さ、粘り強さ、慎重さ（patience, persistence, and prudence）」という「3つのP」の重要性を強調しており、それは今回も見られた。12月理事会で再投資方針の撤回が議論される可能性は、こうした基準に照らし合わせてもかなり低いと考えたい。

10月の株価混乱について

ところで、10月の政策理事会は株式市場混乱の直後に開催された。この点に関し、金利の上昇やこれに付随する米株の調整が欧州株の上値を重くしたと記述され、とりわけ米株は景気変動調整後の PER（CAPE：Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio）の観点からすれば割高であるとの指摘も見られている。巷で多く言われている通り、10月の株価変動はあくまで株式市場の中での調整であって、「他の金融市場や国債市場に対する伝播は今のところ限定的なものにとどまっている（Contagion to other financial market segments and other sovereign bond markets had so far remained limited）」との整理が ECB の基本認識と見受けられる。高値波乱含みとなった 10 月の株式市場に関し、ECB はあくまで調整の範囲を出ないという評価である。

むしろ注目はTLTROの処遇

ECBの「次の一手」に関してはもっぱら再投資方針の行方に注目が集まっているが、次に話題となるのは違う政策の延長可否だろう。それは2016年6月に導入されたターゲット型長期流動性供給第2弾（通称TLTRO2²）の行方で

TLTRO2の実施状況(全4回)

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%、2)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
第1回(1)	2016/6/29	2020/6/24	1456	0	3,993	514
第2回	2016/9/28	2020/9/30	1463	0	453	249
第3回	2016/12/12	2020/12/16	1456	0	622	200
第4回	2017/3/29	2021/3/24	1456	0	2,335	474
現時点の合計額					7,403	

(資料)ECB、(1)最終的な借入金利は貸出実績に応じた金利減免措置に左右される。

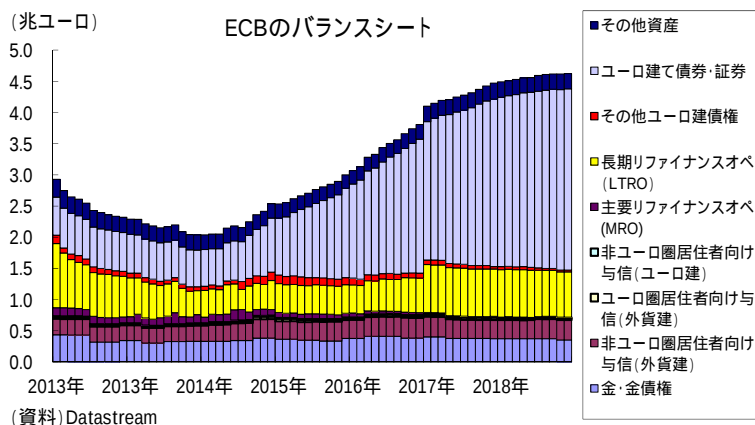
(2)ただし、第1回目入札はTLTRO1による全借入残高(約4300億ユーロ)を借り換えすることが可能とされた。

あり、これが2020年6月以降、順次満期を迎えることになる(表)。今回の議事要旨では「Economic and monetary analyses」の後半において「来年には1年以内にTLTROが満期を迎え、それが過剰流動性の動向や民間銀行の流動性ポジションに影響を与えるようになる」との発言が見られた」という記述が見られている。TLTRO2は全4回、総額で約7400億ユーロの供給が実施されているが、供給から2年後には自発的な早期返済も可能とされており、2016年6月および9月実施分について既に行われている。しかし、これはそれぞれ110.3億ユーロ、36.3億ユーロと大きな規模にはならなかった。つまり、現状でもTLTRO2の残高はこれら早期返済を差し引いた約7200億ユーロが残されており、その大半が2016年6月実施分の償還日である2020年6月に市場から吸収されることになる。

早期返済の少なさからも読み取れるように、現状ではこれに依存する域内金融機関は多いように見えるが、11月22日、プラートECB理事は、独紙のインタビューにおいて「現時点で新たなTLTRO実施について決定することは時期尚早」と語っており、それ以前にも同趣旨の観測報道が見られた。ECBが直ぐに代替策(TLTRO3?)について情報発信をする気があるようには見えない。

ドラギ総裁の「置き土産」はあるのか?

しかし、会合の事前・事後にTLTRO3を否定する関係者発言が見られているとはいえ、一部メンバーがTLTRO2の満期到来に懸念を寄せ始めているという情報は事実であり、こうした問題意識が理事会内部でどれほどの勢いを得てくるかは今後の注目点である。順次償還を迎えることになる約7200億ユーロはECBのバランスシート(11月16日時点で約4.6兆ユーロ)の約15%であり、



量的緩和の下で購入された有価証券残高(約2.6兆ユーロ)には及ばないものの、相応に大きな項目と言える(図)。しかも、報じられるところによれば、残高の30%以上がイタリアの利用と言われる。時はまさにイタリア国債の利回りが急騰している最中であり、今回の議事要旨でもそれが同国における家計・

² 同政策はマイナス金利付流動性供給としても持て囃された。詳しい解説は拙著『ECB 欧州中央銀行: 組織、戦略から銀行監督まで』東洋経済新報社 2016年11月をご参照下さい。

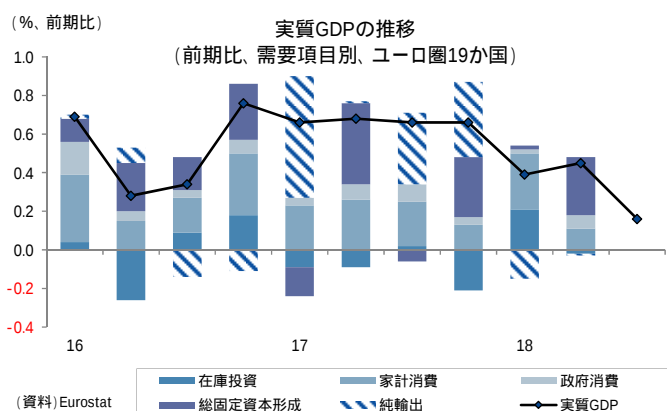
企業向け融資の利回りを押し上げ、金融環境が引き締められることに繋がっているとの発言が見られている。かかる状況下、来年の域内（とりわけイタリア）の流動性状況を懸念し、TLTRO3 の導入可能性について議論を深めていくという流れはフォワードルッキングな政策対応という観点からは適切な動きと考えられる。

実際のところ、ECB がイタリア国債を購入し、これを保有・再投資し続けるよりも、イタリアの民間銀行に直接的な流動性供給を行う方が有意義な一手であるため、議論の優先順位は再投資方針よりも高いものと考えられる。もちろん、イタリア国債価格の下落が根本的な問題なのだから、本質的な一手は政府の持続可能な財政・構造改革である。しかし、これをやり遂げるためには、通常、金融緩和と組み合わせたポリシーミックスが必要と考えられるため、ECB の側面支援は何ら不思議なことではない。いずれにせよ、2019 年上半期中には TLTRO3 の議論は始まるだろう。それはドラギ ECB 総裁の名を世に知らしめた 36 か月物 LTRO（2011 年 11 月導入）から数えて TLTRO、TLTRO2 に次ぐ 4 番目の流動性供給策となる。来年 10 月いっぱい ECB を去るドラギ総裁の置き土産として新しい流動性供給策が導入されるのか。来年の ECB ウォッチの見どころの 1 つである。

【ユーロ圏経済の現状と展望～露わになるユーロ圏の経済減速～】

露わになるユーロ圏経済の減速

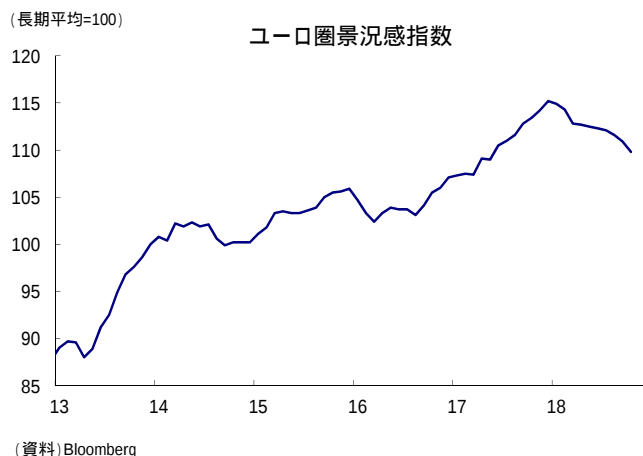
11 月に公表されたユーロ圏 7～9 月期 GDP はイタリア予算編成を巡る騒動の陰であり注目されていないが、前期比+0.2%と 4～6 月期の同+0.4%から減速し、伸び率としても約 4 年ぶり（2014 年 4～6 月期以来）の小さなものにとどまった。国別に見れば、懸案のイタリアはゼロ%成長となったほか、ドイツが▲0.2%と 2015 年 1～3 月期以来のマイナス成長に転落した。ドイツについては新たな排ガス試験の導入に絡み自動車生産が一時的に落ち



込んだことが影響したとされるが、ユーロ圏に落とした影は小さくない。なお、フランスは同+0.4%と堅調を示しているものの、これは国鉄ストライキを受けて減速していた前期（同+0.2%）からの反動増である。本欄では繰り返し論じている点だが、2017 年は純輸出のひととき強い伸びが成長を支えた経緯がある。ユーロ相場が急騰した翌年に相当する今年は輸出減速から成長が頭打ちになる可能性があったが、現実はその通りとなっている（図）。もちろん、ECB が当初主張していたように一時的要因（大寒波、ストライキ、インフルエンザの流行、イースター休暇の前倒し）が成長率を引き下げた部分もある。というよりも、そのような指摘が真つ当なものであっただけに、年前半は誰しもユーロ圏経済の減速は一時的だと疑わなかった経緯がある。実際は循環的な減速局面の到来があっても不思議ではない状況であったし（22 四半期連続でのプラス成長は過去最長）、域内ではイタリア、ドイツ、域外では英国、米国との摩擦を抱える EU/ユーロ圏の加速を想定するのは難しい環境であることも客観的に確かであろう。

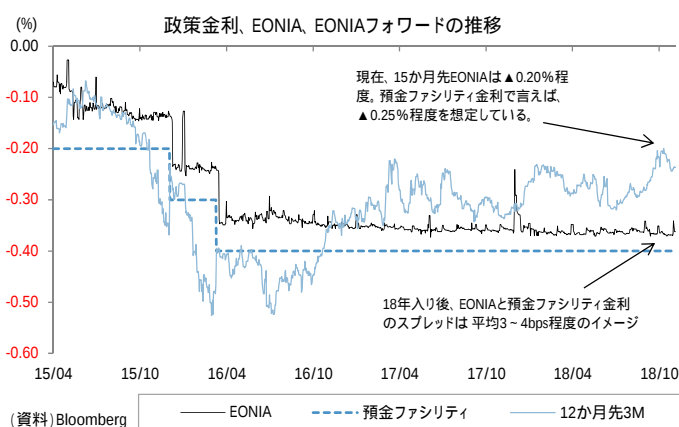
ユーロ圏に対する認識が厳しくなり始めたのは年央以降である。今年 6 月、独 IFO 経済研究所が今年と来年のドイツの成長率予測を大幅に下方修正する際、イタリア背局の混乱や貿易戦争懸念を受けて「ユーロ危機 2.0」を警告するという動きがあり、翌 7 月には IMF 協定 4 条に基づくユーロ圏経済の定例見直し（いわゆる 4 条協議報告書）においてユーロ圏の成長はピークアウトしており、見通しに関しては「とりわけ深刻（particularly serious）」と指摘した。もちろん、このままユーロ圏がリセッションに陥る

ような事態は考えづらいが、少なくとも ECB を筆頭とする「減速は一時的」との楽観的な認識が誤りであったことは間違いない。欧州委員会発表のユーロ圏景況感指数が明確に下降トレンドに入っていることは企業や家計といった経済主体が積極的な消費・投資行動に踏み込めない現状を示唆している。



ECB、正常化プロセスを再点検すべき

こうした状況下、注目されるのが正常化プロセスへの意欲を示す ECB の「次の一手」への影響である。イタリアおよびドイツにおける政局混乱などは一過性のイベントとして終わる可能性もあり、しかも景気への具体的影響もイメージが難しい。しかし、以上で見るような基礎的経済指標の悪化は直接的に金融政策運営に影響を持つ筋合いがある。これほどはっきりと GDP が減速している以上、経済・物価見通しへの影響は不可避ではないか。現状では 10



月政策理事会でも確認されたように、ECB は「年内に量的緩和終了、12 月に再投資方針に係る議論着手（の指示？）、最速で来年 9 月に利上げ」という市場期待の修正に努めるつもりはどうやらない。ゆえに、ユーロ圏翌日物無担保金利加重平均（EONIA）フォワード金利などに現れる利上げ織り込みも変わっておらず、例えば来年 12 月の政策理事会を考慮する 12 か月先 3 か月後について言えば、EONIA は現状の▲0.36%から▲0.25%程度まで上昇する見込みで、利上げ 1 回分を完全に織り込む状況にある（図）。指標の悪化にも拘らずユーロ相場が崩れないのは ECB へのこうした政策期待がためと考えられる。

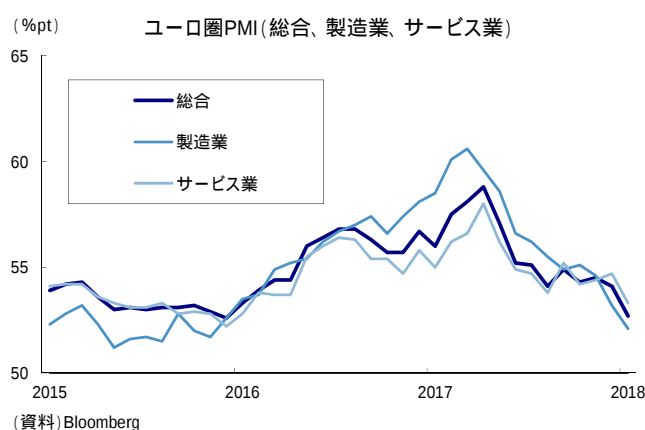
ECB はこのスタンスをいつまで貫けるのだろうか。ドラギ ECB 総裁は 7 月の政策理事会で足許の景気減速は昨年後半から続く「異例の高成長からの反動（the pullback from the unusually strong growth rates）」であり、とりわけ「異例に強い輸出動向（an unusually strong export performance）」が減速していることの結果に過ぎないとの見解を示していた。ゆえに、正常化路線の修正は不要という考え方であり、上で見たように、10 月理事会でも大きくは変わっていない姿勢である。これは一理あるが、「何故輸出が減速したのか」という問題意識も重要だろう。それは 2017 年におけるユーロ相場の急騰に一因が

あり、それをもたらしたのはドラギ総裁自身の発言（2017 年 6 月のシントラ講演）だったはずである。また、貿易戦争を受けたセンチメントの悪化が輸出の伸びを押さえているという経路もあるだろう。少なくとも今年前半には「一時的」という分析だった域内の景気減速はそう割り切るには苦しい状況になりつつある。であればこそ、ECB は正常化プロセスの再点検が必要な状況になっているのではないか。GDP の基調的な減速というこの上なく分かりやすいサインが出ている最中で、12 月の政策理事会は本当に再投資停止の議論に着手するのか。任期満了まで一年を切ったドラギ総裁の「花道」論に配慮するような政策運営にならないことを期待したい。

《ユーロ相場の現状と展望～四面楚歌のユーロ相場、「5 つの不安」～》

ユーロ圏を取り巻く「5 つの不安」

客観的に現在のユーロ圏やユーロ相場を見てみると、政治・経済面に照らして四面楚歌とも言える状況にある。直感的に思いだけでも、①域内経済の減速への不安、②新年度予算編成を巡るイタリア政局不安、③ブレグジット交渉を巡る不安、④ポスト・メルケル時代を目前にしたドイツ政局不安、⑤対米貿易摩擦を巡る不安といった 5 つの不安に覆われており、これがユーロ相場を始め市場のセンチメントを毀損しているように思える。①については上述した通りだが、最近の



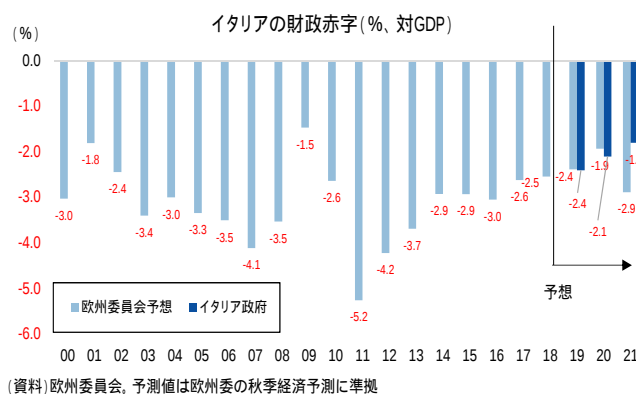
ユーロ圏経済の冷え込みは著しいものがある。例えば製造業 PMI は今年 1 月に 59.6 だったものが 10 月には 52.1 へ、欧州委員会発表の景況感指数も同期間に 114.9 から 109.8 へ急低下している。今のユーロ圏経済を象徴する計数と言える(図)。ちなみに現在話題となっているイタリアの PMI に関して言えば、10 月、2014 年 12 月以来の 50 割れを記録している。統計上は景気の縮小を示唆する局面へ突入したことになる。こうした減速感 PM I のようなソフトデータのみならず GDP を筆頭とするハードデータにも現れており、実質 GDP 成長率は昨年 10～12 月期から今年 7～9 月期までの間に前期比で「+0.7%→+0.4%→+0.5%→+0.2%」とはっきりと減速傾向を示している（ちなみにイタリアの 7～9 月期はゼロ%成長だった）。ユーロ相場の上値が重い理由として、「そもそも実体経済に難があるから通貨が買われていない」というストレートな理解は今少し浸透しても良いだろう。

巷ではそうした「ストレートな理解」よりも人目を引きやすい②～④のような政治リスクがユーロ相場に与える影響について尋ねられることが多い。もちろん、ユーロ建て資産への投資は常に固有の政治リスクと背中合わせだが、もはやイタリア政府と欧州委員会および英政府と欧州委員会の軋轢の先行きなど合理的に予想できる範疇を超えており、回答に窮すると言わざるを得ない。

イタリア政府の強行突破というリスク

政治リスクの中で最も近い将来に帰趨がはっきりしそうな②に関して解説を敢えて加えておくと、11 月 8 日に発表した秋季経済見通しで欧州委員会はイタリアの財政赤字（対 GDP 比率）が 2019 年に▲

2.9%、2020 年に▲3.1%と、安定成長協定 (SGP) が定める 3%未満の基準を破るとの予想を示した。だが、これはイタリア政府が提出済みの 2019 年度予算案における見通し (2019 年▲2.4%、2020 年▲2.1%、2021 年▲1.8%) とかなり乖離がある。3%未満という「水準」ばかりか、常に赤字が縮小していくという「方向感」の見通しまでずれているのだから、両者の溝は相当に深いものと見受けられる。なお、欧州委員会が均衡を求めている構造的財政収支 (景気循環など一時的な要因を除去した基調的な財政収支) に関し、現在のイタリア政府は今後 3 年間で▲1.7%で横ばいを想定しているが、欧州委員会は 2019 年に▲3.0%、2020 年に▲3.5%へと拡大を見込んでいる。



常に「間を取る」ことが妙案になると考えがちな EU の悪習を踏まえれば、財政赤字目標を両者の現在の主張の間に落とすことで合意に持ち込む展開が最も可能性が高そうであり、実際、金融市場も「どうせ今回もそうなる」と踏んでいると思われる。既に 11 月、欧州委員会はイタリアに対し過剰財政赤字手続 (EDP) の開始を勧告することを決定しており、早ければ来春にも初の制裁が下される可能性が出てきている。今後、イタリアが必要な修正措置を講じなかった場合、名目 GDP 比 0.2%相当の制裁金が課された上で、EU の構造投資基金 (域内の格差是正を目的とする基金) が一時凍結されるというペナルティなどが用意されている。これを回避するために妥協が組まれるというのがメインシナリオだが、制裁は制裁として受けた上でイタリア政府が欧州委員会の勧告を無視して意のままに予算編成を行うことは技術的に不可能ではない (そうした財政政策に係る強制力の欠如こそがユーロの本質的な欠陥なのだから)。その際は行政府としての欧州委員会の機能に疑義が生じる話にもなるため、ユーロは大きく売られる恐れがある。現状、イタリア問題で心配すべき最も大きなリスクはそうした強行突破の展開だが、今のところ金融市場ではそうしたシナリオに賭ける動きは殆ど見られていない。

ドル高の結果ではあるが、ユーロ側にも売られる要因が満載

そのほか残る 2 つの不安 (④と⑤) についても蓋然性の高いシナリオを提示することすら難しいが、「何となく不安」という市場参加者は多いだろう。④に関してはメルケル独首相がキリスト教民主同盟 (CDU) 党首を辞任するとの一報が流れた際、ユーロ相場は売りで反応したことが思い返されるが、中長期的に見た「メルケルなき EU」の青写真はその善悪を含めて予想形成が進んでいない。むしろ、メルケル政権が晩年に推し進めた無防備な移民・難民受け入れ政策が修正され、経済面では緊縮路線の修正が見込めるなどポジティブな面を指摘することも可能ではある。とはいえ、「メルケル首相の退場」は「極右政党 (AfD: ドイツのための選択枝) の躍進」と表裏一体であることから、「右派ポピュリズムの台頭→EU 瓦解」という連想からユーロを手放す動きに寄与するニュースであることは確かだろう。まずは 12 月の CDU 党首選が重要であり、ここでミニ・メルケルとも揶揄される党幹事長のアンネグレート・クランプ=カレンバウアー氏が選ばれるようなことがあれば少なくとも直ぐにメルケル首相が職を追われるようなことはないと思われる。一方、反メルケル陣営に位置するイェンス・シュパーン保健相やメルケル首相のかつてのライバルであるフリードリヒ・メルツ氏 (元連邦議会院内総務) が選ばれれば、メルケル

政権の寿命もそう長いものにはならないだろう。その場合、2019 年は 13 年以上続いたメルケル政権が
終わる年になるかもしれない。「みずほマーケット・トピック³」などでも述べたように、これはドイツの
みならず EU 全体にとっても 1 つの事件であり節目となる。いずれにせよドイツ政局がにわかに流動化
していることも今後のユーロの上値を押える要因になるだろう。

不安を抱える対米関係にも注目である。中間選挙を経て議会が「ねじれ」構成になったという事実（⑤
の不安）がトランプ大統領の保護主義姿勢にブレーキをかけるということはないだろう。10 月公表の米
為替政策報告書ではとりわけドイツに対して辛らつな表現が並んだことも記憶に新しい⁴。結局、当面の
ユーロ圏は足腰がふらついている実体経済の下で、内外の政治リスクを 1 つ 1 つクリアしていかなければな
らないという状況にある。冒頭述べたように、ドル相場が強いことの裏返しとしてのユーロ安という側
面は当然あるが、そもそもユーロ側にも売られる要因が満載であるという事実は留意しておきたい。

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。

³ みずほマーケット・トピック 2018 年 10 月 30 日号『「メルケルなき EU」の幕開け～理想主義の後始末へ～』をご参
照下さい。そのほか、東洋経済オンライン『党首選断念「メルケルなき EU」はどこへ行く～経済が絶好調でも「理想主義」
はウケなかった～』2018 年 10 月 31 日配信などもご参考下さい。

⁴ みずほマーケット・トピック 2018 年 10 月 18 日号『為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～』をご参
照下さい。