

中期為替相場見通し

2018 年 12 月 26 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～「大前提」が変わる時～

2019 年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～	P.3
2019 年、為替相場の勘所～「大前提」が変わる時～	P.5
米金融政策の現状と展望～踏み出された新局面への第一歩～	P.7
テールリスクの点検～日米欧に待ち受ける想定外～	P.12

ユーロ相場の見通し～「高まる警戒」と「続く自信」～

ECB の金融政策の現状と展望～APP 終了と再投資の行方～	P.16
パリ暴動を映す不安な未来～EU にとって気にすべき論点は～	P.17
動き出した「メルケル後」のドイツそして EU～「ユーロ 3.0」の時代～	P.20

【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

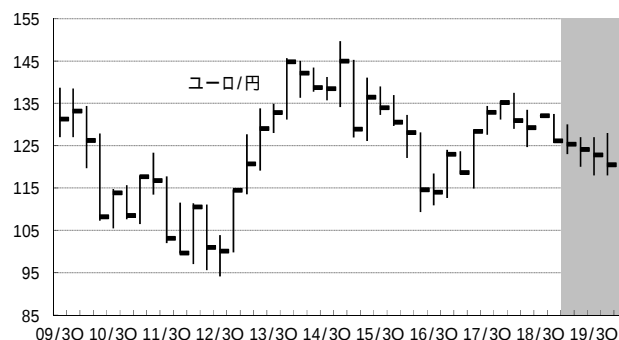
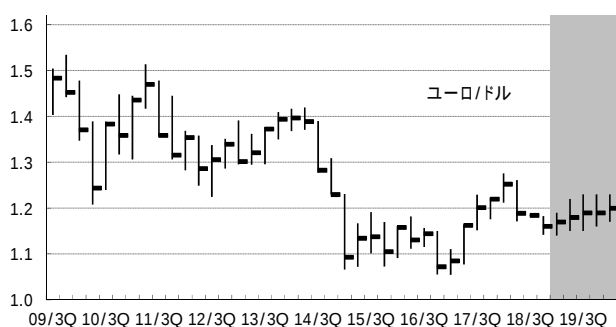
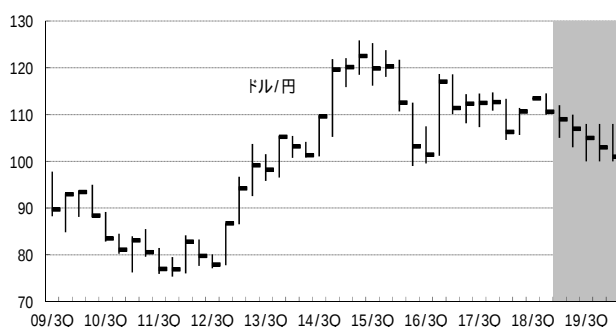
12月のドル/円相場ははっきりと値を下げた。本欄では常々懸念してきた通り、米金利上昇に応じて相対的にリスクの高いと考えられる資産の価格が調整を迫られており、例えば米株価は3年ぶりの前年比下落となる水準まで追い込まれている。FRBはこれまで資産価格の動揺に無頓着だったが、いよいよその変調を無視するのが難しくなっていると見受けられる。12月、予測期間全般にわたって下方修正を余儀なくされたドットチャートがその証左であろう。なお、市場期待はドットチャートが示唆するよりもさらに悲観的であり、もはや利上げ打ち止めを予想する声もある。往々にして「楽観は徐々に形成されるが、悲観は一瞬」というのが相場の常だが、11月下旬を境にFRBを取り巻く空気は一変したと言わざるを得ない。過去5年間の金融市場では「FRBの正常化」が大前提であった。しかし、2019年以降はこの大前提が変わることになる。もはやFRBの「次の一手」が必ずしも利上げではないという局面に入り、必然的に米金利もドルも下落を強いられるというのが引き続き筆者の基本認識である。18年は日米金利差が拡大したにも拘らず115円にすら到達できなかった。このことも先行きの円高水準に懸念を抱かせる一因である。米金利の低下と共にドル相場が全面安となる中、円も騰勢を強めると予想したい。

片や、12月のユーロ相場も前月に続き膠着した。伊政府と欧州委員会の摩擦については着地点が見えつつあるが、その一方でパリ暴動の激化を受けてマクロン政権が窮地に立たされるという別の問題が浮上してしまっている。なによりユーロ相場にとって最大の問題は「ユーロ圏経済が弱い」という基本的な論点であり、景気が芳しくないからこそ通貨が買われにくいという実情もある。ECBは拡大資産購入プログラム(APP)の年内終了を無事に決定できたが、問題はここ先だろう。FRBの経験則を踏まえれば、再投資停止まではあと2~3年はかかるはずであり、早晚実現はしない。むしろ12月のECB政策理事会でドラギECB総裁が口にした「高まる警戒心と共に継続する自信」というフレーズが今のECBの心境を正確に映しているように感じられ、年明け以降、リスクバランスの下方修正などと共にECBのハト派化が進行する可能性が高い。とはいえ、より高値からの調整を強いられるドル相場の失速により、対ドルでは「敵失の堅調」が維持されると予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2018年 1~12月(実績)	2019年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2020年 1~3月期
ドル/円	104.64 ~ 114.55 (110.62)	105 ~ 112 (109)	103 ~ 110 (107)	100 ~ 108 (105)	100 ~ 108 (103)	100 ~ 108 (101)
ユーロ/ドル	1.1216 ~ 1.2556 (1.1405)	1.12 ~ 1.17 (1.15)	1.13 ~ 1.20 (1.16)	1.13 ~ 1.21 (1.17)	1.14 ~ 1.21 (1.17)	1.15 ~ 1.21 (1.18)
ユーロ/円	124.62 ~ 137.51 (126.17)	123 ~ 130 (125)	120 ~ 127 (124)	118 ~ 127 (123)	118 ~ 128 (121)	116 ~ 126 (119)

(注) 1. 実績の欄は12月26日までで、カッコ内12月26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。

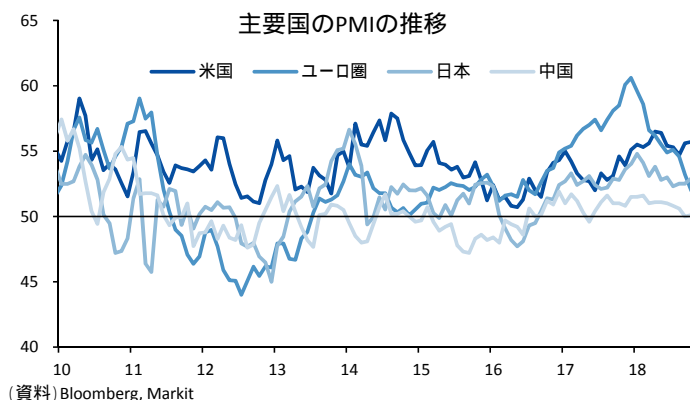


◆ ドル/円相場の見通し～「大前提」が変わる時～

《2019 年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～》

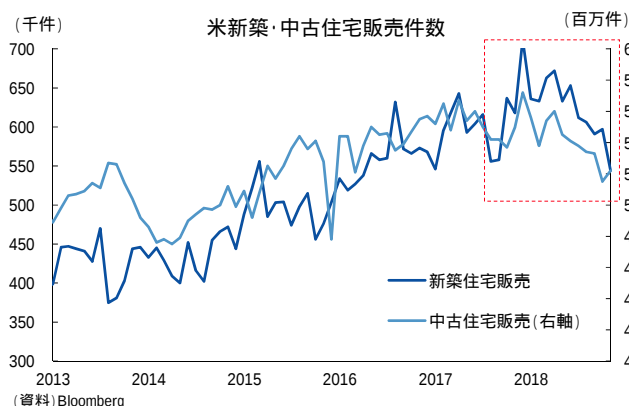
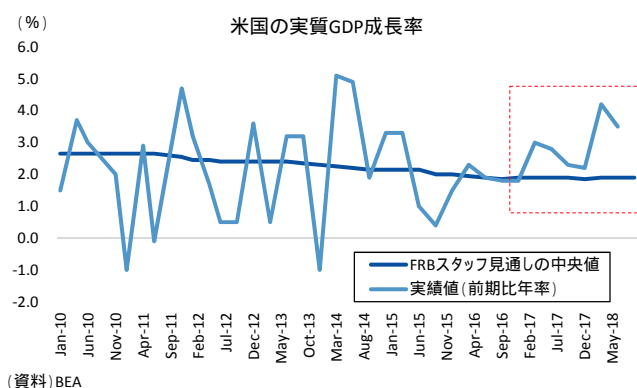
金利上昇に耐えた 2018 年の米国

2019 年の世界経済を見通す上での勘所はどこに置くべきなのか。本年最後の本欄の冒頭ということもあり、ここで簡単に整理しておきたい。2018 年 11 月に公表した世界経済見通しにおいて経済協力開発機構（OECD）は「高まるリスクの中、成長はピークを超えた（Growth has peaked amidst escalating risks）」と言明した。筆者も 2019 年の世界経済を展望するにあたってのキー



フレーズはまさに「ピークアウト」だと考えている。OECD に指摘されるまでも無く、代表的な経済指標は年初からそのような可能性を示唆してきた。例えば、世界経済の体温を素早く知ることで重宝される各国・地域の製造業 PMI の動きを見ると、ピークアウトは約 1 年前から始まっていた。唯一、米国だけが踏ん張れてきたのは恐らくは拡張財政の効果なのだろうが、それとて永続性を期待できるものではない（図）。少なくとも世界経済が今後加速していくという画を描くのはもはや大分難しいだろう。年初に「世界経済を展望する」というと、どうしても米中貿易戦争や英国の EU 離脱（ブレグジット）など個別テーマを網羅的に列挙することになりがちだが、本質はそうではないと筆者は思う。本当に着目すべきは「累次にわたる FRB の利上げがいよいよ米国内外の経済・金融情勢を本格的に蝕み始める」という論点であり、雑駁に言えば、「利上げの真価がいよいよ現れる」という論点である。

実際、2018 年の米国はまさに「ピーク」を感じさせるものだった。7～9 月期までの実質 GDP 成長率（前期比年率）の平均は 3%を超え、潜在成長率と目されるペース（FRB スタッフ見通しにおける長期経済成長率は約 1.8%）を大幅に上回っている（右図・上）。失業率は 48 年ぶりの低水準である 3.7%で推移し、ISM 製造業景気指数は 60 近傍という「超」高水準で安定推移している。結果、米経済の景気拡大は 2019 年 7 月をもって過去最長（120 か月目）を更新する。もちろん、未曾有の危機からの立ち直り過程であるから、「長いから危ない」というのは暴論である。だが、米国経済が「改善の極み」に差し掛かっていることを疑う向きはもはや少なくないだろう。



その代表格である住宅関連の計数を見ると、今年に入ってから住宅販売件数は新築・中古を問わず明確にピークアウトしている（前頁図・下）。住宅投資の減速は耐久消費財を筆頭に様々な消費・投資の減速に波及するというのが伝来的なルートである。

貿易戦争やブレグジットはあくまでサイドストーリー

もちろん、2019 年も米中貿易戦争やブレグジットは重要な論点である。また、ユーロ圏経済の減速やこれに応じた ECB の正常化プロセス挫折もあるだろうし、日米貿易交渉が脚光を浴びる時間帯もあるだろう。しかし、これらはあくまで元々弱っている状態に対する追撃であり、言ってみれば「ピークアウトする世界経済」というメインストーリーの脇に置かれたサイドストーリーである。根本的に気にすべき事実は「世界経済の成長が伸び切っているところに世界の資本コストである米金利が上昇を続けている」という最近 1～2 年の状況だろう。貿易戦争やブレグジットのような話が無くても、過去 5 年の FRB の政策姿勢を踏まえれば経済・金融情勢は減速して当然という整理が重要と考える。そもそも利上げの本分とは景気減速にあるはずであり、金利上昇にもかかわらず実体経済が加速し、株価も上がっていた近年の状況がおかしかった（だからゴルディロックス（適温）という特異な形容も容易された）。真つ当に考えれば、金利の上昇に応じてそれだけ儲かるプロジェクト（投資機会）は少なくなる。必然的に設備投資や雇用・賃金などの動きも鈍ってくることになる。世界経済が 2019 年に世界が経験するメインストーリーの要諦はこの辺りにあるのではないか。

その上で、米中貿易戦争の影響にも目を配りたい。同テーマについては「実害は出ていない」という評価を耳にするが、それは無責任な評価である。未だ好調な株価などを念頭に置いての意見なのかもしれないが、実際の製造業の現場からは「ああいった話がある以上、設備投資計画は慎重にならざるを得ない」という声は出ている。実業の世界では「事が起きてからでは遅い」のであり、少なくとも貿易戦争は「これからやろうとしていること」を控える動機にはなっている。これは立派な実害である。

なお、12 月に行われた米中首脳会談では追加関税引き上げ（10%→25%）が見送られたが、これが問題収束に至る一歩だとは思えない。2020 年の大統領選挙で再選を望むトランプ大統領が保護主義の旗を本格的に降ろす理由はないだろう。そのような動きがあるとすれば、そうせざるを得ないほど株価そして実体経済が軟化しているタイミングが考えられるが、その場合も極力責任を FRB の利上げに押し付け、保護主義の温存は図りたいのではないか。とはいえ、こうした貿易戦争に係る下押し圧力は、あくまでも元々弱っていた世界経済に対する追加的な悪材料であり、予想の中心に据える要素だとは思わない。

「米国が元気であるほど新興国が痛む」という皮肉

ちなみに見通しにおいて、OECD は「複数リスクの組み合わせが互いに高め合い、成長を深刻に蝕む（A combination of risks could amplify each other and seriously erode growth）」との見解も示していた。この「複数リスク」のうちの 1 つとして「高まる新興国金利（higher EME interest rates）」が挙げ

られているが、これも元をただせば FRB の利上げ路線に由来している。2018 年は新興国市場からの資本流出が大きなテーマとなった。この背景に米金利上昇があったことは疑いようがない。投資妙味の劣化した新興国通貨がこぞって手放される中、複数の新興国の中央銀行が同時多発的に通貨防衛を迫られることになったのである。表に示されるように 2018 年を通じて新興国全体ではかなりまとまった幅の利上げが行われた。景気が良いから利上げされたわけではなく、あくまでも通貨防衛としての利上げであった。皮肉なことだが、論理的に考えれば、この先も「米国が元気であるほど（FRB 利上げを通じて）新興国が痛む」という構図が続く公算は大きい。

もちろん、新興国市場からの資本流出が「〇〇ショック」と呼ばれるほどの事態に至るのかどうかは別の話である。しかし、利下げや量的緩和を実施する時にあれほど効果を喧伝しておいて、いざ撤収する時には「限定的」と強弁するのにはいささか無理がある。少なくとも 2017 年のように、アルゼンチンが 100 年国債を発行し、それがしっかり消化されてしまうようなカネ余りの市場環境はもはや過去の話である。

「金利上昇は足枷」との問題意識が今後顕著に

冒頭述べたように、2018 年は米国の実体経済が想定以上に堅調を維持した。だが、2019 年を迎えた我々が考えるべきことは現在 3.7% の失業率がさらに改善を続けたり、米金利上昇にも拘らず住宅市場が堅調を維持したりすることがあり得るのかという話だ。もちろん、このまま 1 年は堅調を維持できてしまうというシナリオも無い訳ではない。しかし、そう予想するだけの論拠は薄い。筆者は 1 年前、「金利上昇に内外の経済・金融情勢が耐えられるのか」という懸念を持っていた。結局、この 1 年間でその懸念は顕在化しなかったが、それは懸念自体が消えたことを意味しない。むしろ、そのマグニチュードは潜在的な脅威を高めたまま、今日に至り、12 月に顕現化し始めたと考えている。2018 年の様子を窺う限り、2019 年は「米金利上昇は経済・金融にとって足枷」という問題意識がより広く、深くなっていく可能性が高い。2018 年までの 5 年間、正常化プロセスを淡々と進めることに成功した FRB も今度こそ、こうした内外経済環境の動揺を無視できなくなるというのが筆者の基本認識である。

《2019 年、為替相場の勘所～「大前提」が変わる時～》

「後が無い」ように見える円安予想

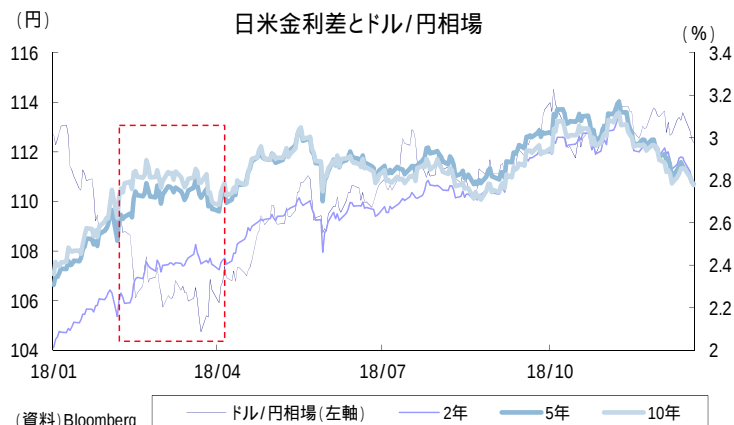
以上のような世界経済への認識を元にした場合、為替相場についてはどのような認識を持つべきか。真っ当に考えれば、FRB の正常化プロセスが修正されるに伴い、高止まりしていた米金利やドル相場が下方方向への調整を余儀なくされる年になるということは分かるだろう。とりわけドル/円相場に関して言えば、2019 年は円安予想が極めて難しい年になったように思えてならない。2018 年は円高にも円安にも

		現在 (%)	直近の政策動向		2018年
			日付	決定事項	累積変更幅
エマージングアジア					
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2015/10/23	-25bp	0bp
インド	翌日物レボ金利	6.50	2018/12/5	現状維持	+50bp
インドネシア	7日物リバースレボレート	6.00	2018/12/20	現状維持	+175bp
韓国	7日物レボ金利	1.75	2018/11/30	+25bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	3.25	2018/11/8	現状維持	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.75	2018/12/13	現状維持	+175bp
タイ	翌日物レボ金利	1.75	2018/12/19	+25bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	2017/7/7	-25bp	0bp
中東欧・アフリカ					
ロシア	1週間物レボ金利	7.75	2018/12/14	+25bp	+25bp
南アフリカ	レボ金利	6.75	2018/11/22	+25bp	+25bp
トルコ	1週間物レボ金利	24.00	2018/12/13	現状維持	+1600bp
ラテンアメリカ					
ブラジル	SELIC金利	6.50	2018/12/12	現状維持	-50bp
メキシコ	翌日物金利	8.25	2018/12/20	+25bp	+100bp

(注) インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBレートから7日物リバースレボレートに変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

ならなかったが、どう考えても「後が無い」のは円安予想だろう。というのも、円安予想は多くの場合、1つのロジックに依存している。それは「FRBが利上げする→米金利が上がる→日米金利差が拡大する→円売りドル買いが出る」というロジックである。シンプルで分かりやすいので好まれやすい。日米金利「差」といっても、実態は米金利である。この点、今年例えば米10年金利は年初から最大で約+80bpsも上昇した。



これに応じて日米金利差も拡大したわけだが、同期間にドル/円相場はこれといった明確な方向感を見出せなかった。確かに春先に生じた円高圧力を104円台で跳ね返した背景に比較的近い幅で日米金利差が確保されていたという事実はあるだろう(図)。しかし、2018年ほどははっきりと日米金利差が拡大する年はもう当分訪れない可能性がある。周知の通り、2018年に入り米株価は米金利上昇にビビッドに反応するようになった。そう簡単に米金利が水準を切り上げられるとは思えない。

このように考えると、2018年の金利差拡大に乗じて115円にすらタッチできなかったことは後々、大きな禍根を残すように思えてくる。例えばIMM通貨先物に見る投機筋の円売り・ドル買いポジションは相当に積み上がっている(P.8、後掲図)。ここまでリスクを傾斜させても115円にすら届かなかったのは、やはり貿易戦争やブレグジット、そして米経済の減速への警戒があったように思える。FRBがいくら物価先高観に警鐘を鳴らしても、カーブがスティープ化しないのはその証左でもあろう。

一方、円高になる経路は数多い。リスク回避ムードを高めるようなイベントや材料は往々にして円高に処理される雰囲気未だに為替市場には残っている。それが貿易摩擦なのか、米経済の減速なのか、ブレグジットなのか、テロなのか、それとも地震なのか台風なのか・・・世界経済の成長が伸び切ったと思われる2019年、乱暴な言い方だが、悪い話は放って置いても出てきやすいだろう。

「大前提」が変わる時

2013年以降、金融市場は色々なトラブルを経験したが、唯一絶対変わらない大前提があった。それはFRBの「次の一手」が利上げであるということである。だからこそ、世界の運用難民がドル建て資産に殺到しドル高相場が持続してきた。筆者はその大前提が変わるのが2018年だと思っていたが、そうならなかった。米金利低下や米株の反転、ひいては日本株の反転を予想していたアナリストも恐らく似たような想定をしていたはずだ。しかし、2018年は米金利上昇がいよいよ株売りの理由として使われるようになった。これは2017年までは見られなかったことである。運用現場での議論を見る限り、機関投資家が本格的にドル売り(ないし米国債買い)に踏み切るかどうかは、きっかけ待ちという印象である。

顧客説明の際、筆者の説明するロジックについて、「理解はできるのだが、利上げすると言っている通貨を現実問題として売れない」という声を頂戴したことがある。しかし、11月以降、FRB正副議長のトーンは明確に弱気に振れ始め、12月FOMCでは利上げ見通し(中央値)が引き下げられた。2019年は、いよいよ過去5年間の大前提が修正され、高原状態が続いていたドル相場に調整が入る年になると考えたい。ドル/円相場について言えば、100円程度までの調整は想定しておきたいところである。

《米金融政策の現状と展望～ 踏み出された新局面への第一歩～》

新局面への第一歩：金融政策は急には変われず

12 月 18～19 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標を現行の 2.00～2.25%から 2.25～2.50%へ引き上げることを決定した。利上げは予想通りであったものの、政策メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）に関し市場期待との齟齬が大きかったこともあり、株価を中心とするリスク資産価格が圧迫される展開となっている。2019 年の利上げ回数に関し、ドットチャートは従前の 3 回から 2 回へ切り下げの動きが見られ

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	2021	Longer run
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	n.a.	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	n.a.	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	n.a.	2.875%
Jun-18	2.375%	3.125%	3.375%	n.a.	2.875%
Sep-18	2.375%	3.125%	3.375%	3.38%	3.000%
Dec-18	2.375%	2.875%	3.125%	3.125%	2.750%

(資料)FRB

たが（表）、もはや金融市場では「2019 年利上げなし」の予想が半数を占めており、12 月の利上げについても見送りを予想する声が少数ながら出ていたくらいであった。2019 年も利上げを続け、バランスシート縮小も続けるという FRB のタカ派トーンに少なからず動揺を隠せていないのが現状と言える。先行き不安に覆われた米債市場では長期金利が 2.70%台前半で定着しており、わずか 2 か月強で 50bps も金利が低下した。ドル/円相場もこれに応じて徐々に値を切り下げている。年初から本欄で心配していた展開が年の瀬になって実現しつつあるように思える。

「中立金利超え」シナリオが跋扈し、ドル/円相場が年初来高値を更新した 10 月初旬から 2 か月あまりで FRB の基本姿勢は明確に変わった。金融政策は急には変わらないのであり、市場期待にとってタカ派だったとはいえ、ひとまずドットチャートが利上げ回数を減らす方向へ舵を切ったこと自体は新局面への第一歩と捉えたいところである。

リスクバランスに変調：ECB 同様の動き

12 月の ECB 政策理事会では声明文に「リスクバランスは（今は均衡しているが）下方に向かっている（the balance of risks is moving to the downside）」との文言が現れ、ドラギ ECB 総裁も「高まる警戒心と共に継続する自信（continuing confidence with increasing caution）」と述べるなど、「今はまだ大丈夫だが、先行きは怪しい」というトーンがまぶされるようになった。この点、今回の FOMC 声明文でも全く同じ動きが見られている。「経済見通しにまつわるリスクは概ね均衡している（risks to the economic outlook are roughly balanced）」との判断は据え置かれたものの、その後に「しかし、世界経済や金融動向の動きを注視し、これらが見通しに持つ含意を評価していきたい（but will continue to monitor global economic and financial developments and assess their implications for the economic outlook）」との文章が付加された。怪しくなり始めた雲行きに備え始めているのは間違いない。さらに、利上げ見通しに係るフォワードガイダンスについて「幾分かの緩やかな追加利上げ（some further gradual increases）」と微妙にニュアンスが変更された。この解釈は様々だが、11 月下旬以降、中立金利までの距離感をにわかに詰めてきたパウエル FRB 議長の発言と合わせ見れば、利上げ余地が縮小したことを示唆していると考えたい。「次の一手」が利上げとは限らない局面が近づいている。

「悲観が支配する時は一瞬」である

なお、ドットチャート上で示される中立金利の想定は 3.00 % から 2.75% へ切り下げられや、1 年かけて少しずつ引き上げられてきた水準が一気に元の鞘に収まってしまった構図であり、まさに「悲観が支配する時は一瞬」という事実を見せつける展開である。これに加え、2019～2021 年末の FF 金利（予想中央値）は

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2018年12月時点

	2018	2019	2020	2021	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	3.0～3.1 (3.0～3.2)	2.3～2.5 (2.4～2.7)	1.8～2.0 (1.8～2.1)	1.5～2.0 (1.6～2.0)	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (9月時点)	3.7 (3.7)	3.5～3.7 (3.4～3.6)	3.5～3.8 (3.4～3.8)	3.6～3.9 (3.5～4.0)	4.2～4.5 (4.3～4.6)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.8～1.9 (2.0～2.1)	1.8～2.1 (2.0～2.1)	2.0～2.1 (2.1～2.2)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.8～1.9 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0～2.1 (2.1～2.2)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	

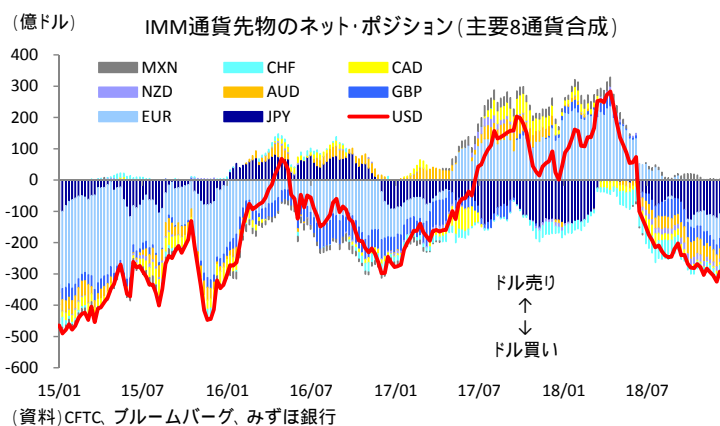
(資料)FRB

「3.125%→3.375%→3.380%」から「2.875%→3.125%→3.125%」へ切り下げられている（表）。つまり、2019 年末には FF 金利は中立金利を超え、2020 年以降は引き締め状態に入っていくことが示されている。この辺りが、長期失業率を下回る水準まで現実の失業率が下がっても物価が騰勢を強めてこないという予想になっている理由なのかもしれない。こうした「中立金利」超えシナリオは株価を筆頭とする資産価格の行き過ぎた騰勢をけん制する意味合いがあったはずだが、ここもとの株価調整を受け、その必要性や説得力は著しく落ちていると言わざるを得ない。パウエル議長も会見においてドットチャートはあくまでメンバーの見解を把握するものであって歩むべき計画でもなければ、メンバー間のコンセンサスでも無いことを強調している。もはや「中立金利超えの利上げ」は雲散霧消している。

だが一方、バランスシートの縮小方針に変更がないことを強調したことが市場心理を大いに圧迫した感否めない。パウエル議長は「現在のバランスシート縮小戦略は重大な問題を引き起こしておらず、変更する理由は見当たらない」と発言し、月間 500 億ドルの再投資停止について修正の意思がないことを強調している。年間 6000 億ドル相当（500 億ドル×12 か月）の米国債が借換債の発行を通じて市中に放出される状況が続く以上、利上げにブレーキを踏んでも、米金利への上昇圧力は残ることになる。一足飛びに再投資の復活という事態には至らないだろうが、利上げペース鈍化との兼ね合いを睨みつつ、再投資停止ペースの減速が検討される可能性などは今後 1 年を見通せば否定できないだろう。

為替見通しへの影響：円高の話にしかならず

米金利の低下リスクが明確に高まっている以上、為替への影響はどう考えても円高の話でしかない。現状の経済・金融情勢を踏まえる限り、ここから米 10 年金利が 3.2% に戻していくには米中貿易戦争の完全解決か再度の大型拡張財政くらいしか思い当たらない。メインシナリオとして想定するには大胆なものだ。もはや米金利は「良くて現状維持、基本は低下」という方向感が濃厚であり、これに応じて生じる日



米金利差縮小にドル/円相場がどこまで耐えられるかが焦点となる。上述したように、2018 年は極めて明

確かに日米金利差が拡大したが、これに応じてドル/円相場が加速することはなかった。だが、相場の反応は常に対照的なものとは限らず、今後は金利差縮小に応じてドル/円相場が下落するという展開に備えたい。例えば、金利差縮小に応じて投機筋による円買い・ドル売りのコストは下がることになる。12月に入った時点で IMM 通貨先物取引に見る投機筋のドル売り持ち高は約 3 年ぶりの高水準まで積み上がっている（前頁図）。12月に入ってからリスクオフムードの高まりに応じてある程度の清算は進んだとは思われるが、まだスクエアに至るには距離があるだろう。短期筋主導の円高圧力はまだ予断を許さない。

遂に逆イールド発生

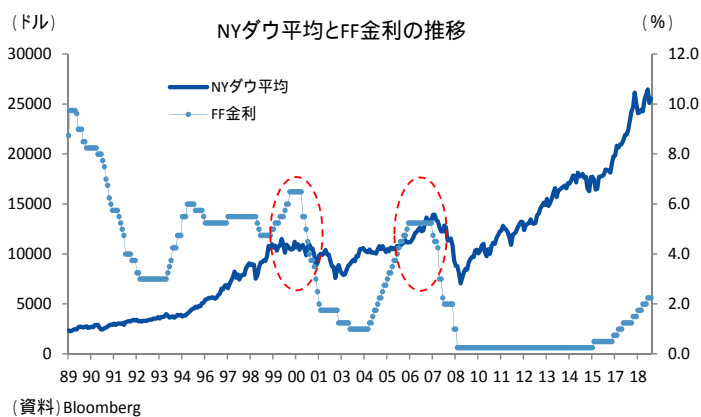
また、12月には米債市場の一部年限において、遂に逆イールドが出現した。度々見られた株価の動揺は、こうした米債市場の警告に反応した結果だという解説も目にする。基本的に短期金利は政策金利動向を反映すると考えられる一方、長期金利は実体経済のファンダメンタルズを反映すると考えられる。とすれば、カーブのフラット化や逆イールド化は「ファンダメンタルズの改善を凌駕する利上げ」が行われたという解釈に繋がる。フラット化や逆イールド化が恐れられる背景である。

なお、最も注目される 2 年と 10 年のスプレッドは本稿執筆時点で 15bps 未満まで縮小している。周知の通り、歴史的に逆イールドは高確率で景気の転換点に先行してきた。今回も現状の経済・金融環境から察するに正しいサインを送っているとは思える。12月には 3 年物と 5 年物の金利逆転を受けてアルゴリズムが反応し、株価急落を招いた結果という解説も見られているが、きっかけはアルゴリズムでも、逆イールド化をメインシナリオ修正の契機と設定していたファンダメンタルズ重視のプレーヤーがいても不思議ではない。端的には「インフレ加速・利上げ継続」から「インフレピークアウト・利上げ停止」へのシナリオ変更である。2019 年の FRB の政策運営を規定する考え方になるだろう。

金利に収斂される株価

11 月下旬以降に見られたパウエル議長やクラリダ副議長の発言を経て「3%と目される中立金利を大幅に超えて利上げを継続する」という 10 月初旬に浮上したシナリオはほぼ消滅した。本欄では FRB の過剰な利上げ路線によって米国内外の経済・金融情勢が動揺し、FRB のタカ派姿勢が修正を迫られる中で米金利およびドルが低下、これに付随して円相場が騰勢を強めるという予想を続けてきたが、いよいよそうした想定が現実になりつつあるように思える。後述するように、12月に入って本格化し始めたリスクオフムードが円相場の騰勢を招いているのは明らかであり、この持続性に着目せざるを得ない。

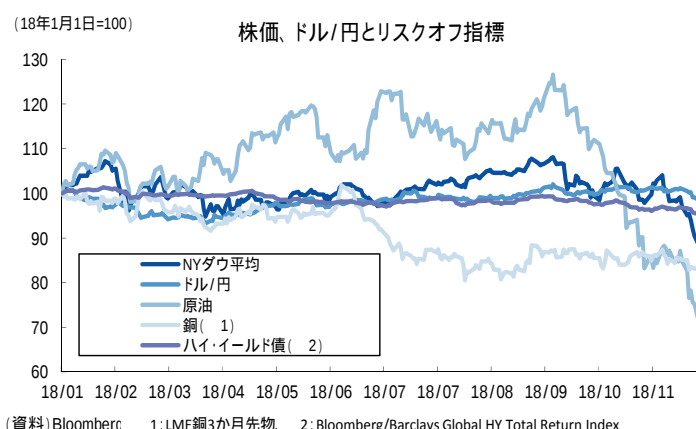
この点、「FRB がハト派に傾斜すれば株価も復調になるので円高（＝リスクオフ）にもなりにくい」という声を聞くこともある。これは一理あるが、見るべき時間軸の違いを混同している。FRB がタカ派からハト派に傾斜するような局面では「相応の理由」が必ずある。景気減速なのか、金融市場の混乱なのか、地政学リスクの増大なのか・・・ケースは様々だろう。しかし、何らかの不安が顕在化しているからこそ FRB は姿勢を転換するのであ



り、それゆえ、短期的に「慎重な債券市場」に「強気の株式市場」が追随することはよくある。前頁図で示されるように、FRB の利上げ到達点と NY ダウ平均株価の高値到達点はほぼ同じであることはその事実を良く表している。要するに、「事が起きてから FRB は動く」ということであり、その後、緩和的な政策スタンスの効果がラグを伴って現れることで株価を復調させるというのが実情に近い。その復調過程で米金利もドルも下がり、円高圧力を被るというのが円相場の経験してきた常套パターンであり、今回もその例に漏れないと筆者は考えている。

12 月に訪れた正真正銘のリスクオフ

12 月下旬に入ってから米国ではマティス米国防長官がトランプ米大統領との確執から辞任することが発表され、一部の政府機関は議会の「ねじれ」からつなぎ予算を可決できずに閉鎖、そしてパウエル FRB 議長解任騒動に加え、ムニューシン米財務長官の不味い対応から米系金融機関への流動性懸念まで浮上し、NY ダウ平均株価がわずか 1 週間の間に▲1600 ドル以上も下げるといふ動きが見られた。この下げ幅



はリーマンショック後では最大である。こうした中、ドル/円相場も下落を強いられている。12 月に入ってから相場の荒れは今年経験したどの局面(2 月や 10 月)よりも深刻であり、株価だけではなく原油、銅、ハイイールド債などの価格も明確に崩れている(図)。これは正真正銘のリスクオフであり、円やスイスフランが買われるべき地合いと考えられるだろう(実際にそうになっている)。

単に FRB が「憎かった」だけ?

このように現時点で言及しなければならないトピックは多いが、やはり市場参加者が最も気にかけるべきはパウエル議長解任報道の行方であろう。12 月 21 日のブルームバーグは、政権関係者の話として「トランプ米大統領がパウエル FRB 議長の解任を議論している」との事実を報じた。今年 7 月以降、トランプ大統領の FRB に対する口先介入は断続的に行われているが、市場では「数あるトランプ節の一つ」くらいにしか扱われてこなかった。だが、10 月以降の株価の動揺を見て、いよいよ堪忍袋の緒が切れたということなのだろうか。このままいけば NY ダウ平均株価は 3 年ぶりに前年比下落で越年することになる。それはトランプ大統領にとって初めての経験ということにもなる。

株高を政権の通信簿であるかのように振る舞ってきたトランプ大統領の立場を踏まえれば、今回の騒動はそれほど不思議ではないとも言えるが、やはり意外感は小さくない。というのも、これまでトランプ大統領は利上げを批判しながらも FRB の独立性を尊重するような発言を心掛けていた。恐らくその真意は「独立した FRB が判断した利上げにより景気が減速した」というロジックを担保するためであり、自身の保護主義へ批判が及ぶことへの保険なのだろうとも思われた。言い換えれば、遠くない将来に訪れるだろう景気減速に関し、「FRB をスケープゴートにしたい」という思惑があったのではないかと思われた。しかし、本当に議長を解任したいというのであれば、そのような深謀遠慮はなく、ただ単に「憎い」

ということだったようにも思えてくる。真相は本人しか分からないが、政府と中央銀行の対立が近年、例を見ないほどに深まっていることは間違いない。

大統領による議長解任は一応可能である模様

現時点の報道によれば、現段階では側近が「解任すれば惨状を招く」と諫めているものの、これにトランプ大統領が応じる姿勢を見せているのかどうかは定かではない。とりあえず第一報の翌日となる 22 日、ムニューシン米財務長官は解任の検討を否定したとするトランプ大統領の発言をツイートしており、具体的にはトランプ大統領が「私はパウエル議長の解任を示唆したことはないし、そのような権限をもっているとも思わない」と述べたとしている。

とはいえ、振り返れば 18 日の利上げ前日、トランプ大統領は「いまだに利上げを検討していることが信じられない」と述べていたのに対し、パウエル議長は会見で「金融政策決定で政治的な考慮が働く余地はない」と一蹴した。政権内で対立した人間は漏れなく葬ってきたトランプ大統領のこれまでを振り返れば、解任に意欲を見せるのは自然な成り行きにも思える。問題は、独立性が重んじられる中央銀行総裁に対し、そのようなことが可能なのかという点だが、連邦準備法 10 条（Federal Reserve Act : Section 10. Board of Governors of the Federal Reserve System）には「each member shall hold office for a term of fourteen years from the expiration of the term of his predecessor, unless sooner removed for cause by the President.」との条文がある。これを読む限り、大統領による議長解任は可能であり、しかもその理由に規定はない（「正当な理由（cause）」があれば良い）。

金融市場もトランプ大統領の主張を追認

なお、この「トランプ大統領 vs. FRB」の二項対立から汲み取るべき本質的な論点は「大統領にそのような権限があるのか否か」ではない。この騒動に絡んで指摘すべきは、金融市場がトランプ大統領の FRB 批判を黙認している風潮があるということである。トランプ大統領が FRB の利上げ路線を批判した際、債券市場の反応は往々にして「利上げ路線の停止→金利低下」であり、為替市場では円の買戻しを後押しする流れとなることが多い。だが、仮に新興国でこれほど露骨に中央銀行への政治介入が行われれば、その国の国債や通貨は売られるはずだ。そうならないどころか真逆の動きが出ているということは、「トランプ大統領の政治的意思に沿って緩和が継続されたとしても、インフレが制御不能になることはない」と考える市場参加者が多数ということではないのか。

言い換えれば、「FRB が利上げの大義としてきたインフレ予防など誰も信じていない」ということでもある。これまで利上げに伴って米金利が上昇してきた理由はインフレ予防という FRB の主張に金融市場が賛同を示していたからではない。理由はもっと単純であり「FRB がそう言うから付き合っただけ」というのが実情に近いと思われる。FRB は市場への織り込みが十分進んでいるとの判断から気分よく利上げを進めてきたが、それは「鏡写った自分」を追いかけただけであり、かつてのブラインダー元議長の言葉を借りれば「自分の尻尾を追う犬」状態に陥っていたのだろう。トランプ大統領の FRB 批判に話を戻せば、トランプ大統領は行動をもって自身の主張の正しさを実証したようにも思える（もっともそれが大統領として相応しい行動なのかという問題は脇に置くが・・・）。

解任時の相場の反応：利上げの効果は今さら掻き消せない

万が一、本当に解任となった場合の相場反応をどう考えるべきか。観念的には「中央銀行の独立性毀損をどう捉えるか」という大きな話になるが、現実的には「低金利志向の強いハト派議長の誕生」以外にあり得ないため、金利低下・ドル安・円高のイベントと処理される公算が大きいだろう。そもそも「ディスインフレ下の経済情勢で中央銀行に独立性が必要なのか」という問題意識は米国に限らず、日米欧三極の中央銀行が共通して直面しているものであり、もちろんルールはルールとして明文を修正する必要があるにせよ、それほど大きな問題ではないと評する論者もいるだろう。

相場反応に話を戻せば、「FRB の強制的なハト派化→株価の復調」という展開から、ドル/円相場の底割れが防がれるという可能性は確かにある。だが、累次にわたって行われた利上げの効果は今さら掻き消しようもなく、本件の行方にかかわらずドル/円相場の下値リスクは大きいというのが筆者の基本認識だ。また、「FRB の強制的なハト派化→株価の復調」という展開は文字通り、トランプ・プットを当て込んだ値動きであり、永続性を期待するにはあまりにもモラルがなさ過ぎるロジックだろう。今回の一件は大きなノイズには違いないが、結局は利上げの真価が発揮されることで米国内・外の経済が減速に至るという本欄の 2019 年に対する基本認識は揺るがないものである。

《テールリスクの点検～日米欧に待ち受ける想定外～》

2019 年、日米欧にまつわるテールリスクはどこに

本欄では最後に、メインシナリオに対するリスク点検を必ず行うが、年内最後ということもあり、やや趣向を変え、リスクシナリオの中でもとりわけ可能性の低いテールリスクの整理を試みたい。平時に提示しているリスクシナリオは 11 月から大きく変わらないため、今回の本欄では割愛する。

毎年、金融機関やシンクタンクから実現可能性の低そうなシナリオ（いわゆるブラックスワン）に関する様々な予想が公表され耳目を集める。しかし、「可能性が低い」という一点だけに拘泥すれば何でも言えてしまい、何より「面白ければいい」という方向に流れがちでもある。本欄では、地域を日米欧に絞り、筆者が最も注目したいものを各 1 つずつ（計 3 つ）だけ挙げてみたい。想定される発生確率は予想主体によって異なるものであるから、これをブラックスワンと呼ぶかどうかは受け止める者次第であろう。その意味で「ブラックスワンと言うには実現可能性が高そうだが、サブシナリオとしてメインシナリオの脇に置くには実現可能性が低い」という微妙な位置づけのリスク（いわゆるグレースワン）も存在する。「可能性が低そうなリスク」という意味では、包括的にテールリスクと纏めてしまった方が、誤解が少なそうである。いずれにせよ「〇〇ショック」と呼ばれるようなものは想定外の事象から勃発するのだから、師走に行う頭の体操としては有意義な試みと思われる。

本欄では、米国は「米中貿易戦争の完全停戦とその真逆のシナリオである完全決裂」、欧州は「ECB の量的緩和再開」、日本は「日銀の利上げ」に思索を巡らせてみたい。

米中貿易戦争、停戦と決裂

まず、米国については「米中貿易戦争の完全停戦とその真逆のシナリオである完全決裂」である。恐らく 2019 年の世界経済も米中貿易戦争の趨勢に振り回される場面が多々あろう。米中貿易戦争の先行きに関しては「緩やかな緊張状態が漫然と継続する」という予想が最も多そうであり、何事も自己都合のためのディール（取引）と割り切っていそうなトランプ大統領の腹積もりを踏まえれば、恐らくその見立ては

正しい。「互いに生かさず殺さず」という状況が続けたいのだろう。そうした動きをメインシナリオとすれば、その停戦や決裂といった両極端なシナリオは市場にとっての想定外となる。本稿執筆時点では 12 月 1 日の米中首脳会談で示された「米国から中国への 90 日猶予」が検討されている段階であり、事態は停戦に向かっているように見えるが、本当に解決に至ると思っている識者は多数派ではあるまい。そもそも保護主義を先鋭化させることで大統領の座を射止めたトランプ大統領が 2020 年の再選を前にその旗を降ろす理由はない。まして対中強硬姿勢はその象徴なのだから尚の事、簡単に退かないだろう。

かかる認識に基づけば、「米中貿易戦争が完全停戦に至る」という蓋然性は低いと考えられ、だからこそ、本当にそうなった場合（例えば追加関税の全撤回など）に至った場合の影響は小さくないと思われる。その際は事態の進展と共に下落基調を強めてきた人民元相場も反転に至る可能性があり、為替市場を主軸に金融市場の潮流が変化する契機となるかもしれない。また、多くの国際機関や中央銀行の見通しも米中貿易戦争の悪影響ありきで成長率が下方修正されている現実があるので、完全停戦は 2019 年の世界経済の想定自体を大きく変え得る話でもある。その場合、米金利もドル相場も堅調を維持する可能性が高いだろう。仮に、トランプ大統領が米中貿易戦争を手打ちにするとすれば、そうせざるを得ないほど株価や実体経済が動揺している状況が考えられるが、この可能性は 2018 年末にかけての相場混乱により高まっているのは事実である。しかし、その場合でもトランプ大統領は極力、FRB の金融政策（利上げ）に責任を転嫁し、保護主義の温存を図る可能性があるように思われる。突如浮上したパウエル議長解任騒動は恐らくその一環で理解すべき出来事ではないかと思われる。

「為替操作国認定」が象徴する米中決裂

反対に、米中貿易戦争の緊迫化がエスカレートし、完全決裂に至る可能性も当然ある。この場合、起こり得る事態は多岐に亘る。関税対象品目の拡大、関税率の引き上げはその基本動作であるし、各種許認可を通じたアクションも考えられる。12 月には米国の要請を受けてカナダ当局が中国通信機器大手企業の幹部を拘束し、この報復に中国当局がカナダ人を拘束し返すという「事件」があったくらいだ。現実には想定を軽く超えてくる可能性がある。

しかし、米中貿易戦争が市場にとって最もシンボリックな形で緊張を極めるとしたら、やはり米財務省が半期に 1 度公表する「為替政策報告書」において中国が為替操作国認定を受ける展開ではないか。為替操作国に認定された国は IMF を通じて二国間協議を行い、以降、制裁関税が課される事態などに至る。この際、協議期間や制裁内容が詳細に規定されているわけではなく、現状でこれだけ追加関税を課していれば「大差ない」という見方もある。とはいえ、やはり公式に相手国の通貨政策を批判する立場に軸足が移ることの意味は小さくない。操作国認定を経て米中貿易戦争の長期化・深刻化を予想する向きは増えるであろうし、ヘッドラインの持つインパクトを踏まえれば、企業や家計といった民間部門の消費・投資意欲が損なわれる事態になりかねない。ちなみに IMF は米中貿易戦争の影響試算において「米国が対中輸入全額および自動車・同部品に追加関税を課したことで、企業心理が悪化して投資が減少、金融市場にも負の影響が及ぶシナリオ（confidence shock シナリオ）」を「最悪のシナリオ」としているが、まさにそれが心配される話になる。為替政策報告書のような分かりやすいアクションは引き金になりやすい。

いずれにせよ 2019 年も米中貿易戦争が世界経済および国際金融市場の帰趨を握っている面は否めず、これが両極端に振幅するシナリオは真っ先に要警戒すべきである。

ECB、量的緩和再開へ

欧州については何を挙げるべきか。英国の EU 離脱 (Brexit) 方針の撤回、離脱合意なし (ノーディール) での Brexit 決行、イタリアのユーロ離脱 (Italeave) を賭けた国民投票実施、メルケル首相とマクロン大統領の同時退陣等々、相変わらず経済というよりも政治関連で想起されるシナリオが多そうだが、これらはそれなりに市場で囁かれているものだ。本欄で敢えて言及することはしない。これら以外で注目度は高くないものの、完全に否定できない論点があるとすれば、やはり ECB の政策運営の行方が金融市場の想定外に振れる論点は見ておきたい。より具体的には「ECB の量的緩和再開」という展開は可能性こそ低いものの、考える価値はあると考えている。

周知の通り、ECB は 12 月の政策理事会で 2015 年 3 月から続いてきた拡大資産購入プログラム (APP、いわゆる QE) を終了させた。だが、ドラギ ECB 総裁自身もそう述べているように、APP というツール自体が消滅したわけではなく、有事に備えツールボックスの中に収められ、いつでも使用可能というステータスにある。だからといって舌の根も乾かぬ 1 年未満で APP を再開することなどあり得ないと考える向きが殆どであろう。だが、過去の経緯を見れば無いとは言えない。例えば APP の変遷を振り返ると 2015 年 3 月に月 600 億ユーロでスタートして以降、約 1 年後の 2016 年 4 月に 800 億ユーロに増額されたが、そこから 1 年後の 2017 年 4 月には 600 億ユーロに減額、その 9 か月後の 2018 年 1 月からは 300 億ユーロに、10 月からは 150 億ユーロに再減額という増減を辿った経緯がある。事に及べば機動的に資産購入額の増減に踏み切る決断力は侮れないものがあるというのが、筆者が ECB に対し抱く印象である。現実問題としてユーロ圏を取り巻く政治・経済情勢は率直に言って非常に悪く、ECB の強気の政策運営が「浮いている」という印象は否めない。未だにリスクバランスを「均衡 (balanced)」と評価している事実に関し、疑義を唱える向きは多い。

2017 年から 2018 年にかけて、ECB は淡々とタカ派姿勢を貫いたものの、2018 年最後の政策理事会における声明文では地政学や保護主義、新興国の脆弱性や市場のボラティリティなどを理由に「リスクバランスは (今は均衡しているが) 下方に向かっている (the balance of risks is moving to the downside)」との表現を加えた。この修正は 2019 年に待ち受ける厳しい未来への布石ではないだろうか。仮に、現在予想が増え始めているように、2019 年中に FRB が正常化プロセスの手を止めることになった場合、ECB の関心事は「利上げ着手や再投資停止のタイミング」ではなく、「APP を再稼働させるべきタイミング」になるだろう。少なくとも長期金利の騰勢に悩まされ続けているイタリア政府は現時点でもそれを望んでいるはずだ。政治・経済にまつわる基礎的條件の悪さを踏まえれば、APP 再復活と共に ECB の「あまりにも儂い正常化プロセス」がクローズアップされるリスクは頭の片隅に置く価値があるだろう。

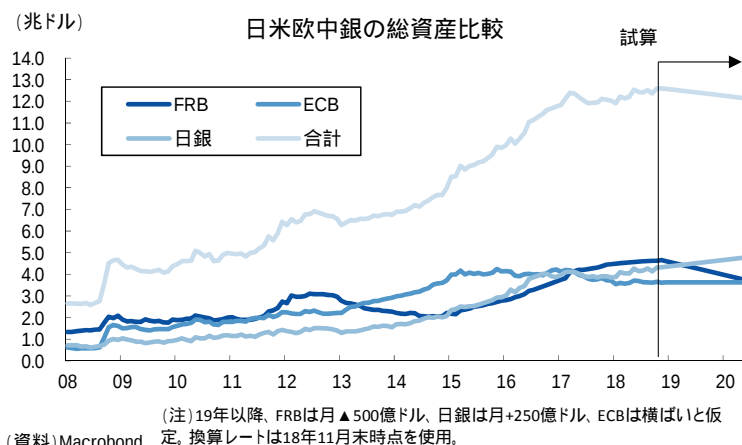
日銀は「空気を読める」か

最後に日本に係る想定外を検討して締めたい。当然、消費増税先送りや安倍政権の退陣 (これに伴う黒田総裁の退任) などに思索を巡らせる向きは多そうだが、やはり金融市場という目線からは日銀の政策運営を注視したい。具体的には、欧米の金融政策の強気姿勢がピークアウトするという声が多い中、日銀がワンテンポ遅れて明示的な正常化 (端的には利上げ) に踏み切るリスクには目を向けておきたい。本稿

執筆時点の現状を整理すれば、ECB が資産購入を停止させることで、日米欧三極の中央銀行のバランスシート合計規模は 2019 年 1 月以降、前月比で減少する局面に足を踏み込むことが予想される(図)。2019 年初頭はリーマンショック以降で最も欧米の金融政策が最もタカ派に振れている状態で迎える年と言って差し支えないだろう。だからこそ、米金利は上がり、ユーロ圏の金利も連れ高になりやすく、これに日銀も乗せられやすい(言い方を変えれば正常化に踏み切りやすい)市場環境が存在すると考えられる。

もちろん、消費者物価指数(CPI、コア)が依然として前年比+1.0%程度での推移に収まっている以上、明示的な引き締めの大義は立ちにくいし、何より 2019 年 10 月に消費増税が控えている以上、それまでは慎重な政策運営しかできないというのがもっぱらのコンセンサスである(そういったフォワードガイダンスを提示済みである)。だが、マイナス金利が副作用を伴うリバーサルレートであることはもはや市場参加者にとっては公知の事実であり、これを撤回すること自体、むしろ景気にポジティブな決断だと主張する道は残されている。日銀も同様の胸中である雰囲気は節々から感じる。

だが、「理屈は正しくても、言い方やタイミングを間違えると強烈な不興を買う」というのは白川総裁時代を通じて日銀が痛烈に学んだことであろう。少なくとも「FRB が利上げを止めるタイミング」が「日銀が利上げを始めるタイミング」が重なる(もしくは近くなる)というのは、先進国の中でもとりわけ為替相場に固執する日本経済(ひいては社会)において相当勇気の要る政策運営であり、可能性は非常に低いはずである。しかし、中央銀行は時に市場の思惑を超えて正常化への拘泥を見せることがある。それがマイナス金利の撤回やイールドカーブコントロールにおける操作対象金利の短期化(10 年→5 年)といった分かりやすい形で現れる可能性は否めないだろう。世界経済がピークを超え、欧米中銀の政策運営が曲がり角を迎えそうという空気を讀んだ上で慎重な政策運営が貫けるのか。そうとも限らないというリスクが日銀については小さいながらもありそうである。



◆ ユーロ相場の見通し～「高まる警戒」と「続く自信」～

《ECB の金融政策の現状と展望～APP 終了と再投資の行方～》

主要 3 中銀のバランスシート合計は縮小に向かう

12 月最後の 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）に関しても事前予告通り、現行の月間 150 億ユーロでの運用が年内で打ち切られることが決定した。2015 年 1 月に決定し、同年 3 月から運用されてきた APP は約 4 年弱でその幕を閉じることになる。とはいえ、ドラギ ECB 総裁は再投資を続ける以上、「終了(termination)」と言うことには混同 (confusion) があるとも述べている。この点、再投資方針の行方が注目されることになるが、これに係るフォワードガイダンスは従前の「純資産購入の終了後、長期間 (for an extended period of time after the end of our net asset purchases)」から「主要政策金利の引き上げ開始後、長期間 (for an extended period of time past the date when we start raising the key ECB interest rates)」へ修正されている。現状、ECB 利上げを巡る見通しは来年 10～12 月期というイメージであるから、2019 年中に再投資停止を通じて ECB のバランスシート(B/S)が縮小に向かうことは考えづらい(後述する)。

だが一方、これで毎月 B/S が拡大する中央銀行は日米欧の三極において日銀だけということになる。非常にラフなイメージだが、直近まで 3 中銀の B/S は ECB が毎月約+2.0 兆円（150 億ユーロ、129 円換算）、日銀が毎月約+2.5～3.0 兆円と拡大している一方、FRB は毎月約▲5.7 兆円（500 億ドル、113 円換算）と縮小させているようなイメージであった（P.12、前掲図）。年明け以降は ECB が横ばいとなると、主要 3 中銀の B/S ははっきりと減少に向かう局面に入ることになる。グローバルな金融環境がまた 1 つ、「もはや危機後ではない」という状況に至る象徴とも言える。

再投資停止は最速でも 2～3 年後か？

「長期間 (for an extended period of time)」が想定する期間はいつもながら不明瞭である。だが、ヒントはある。元々 ECB は「APP 終了→利上げ」というシーケンス（時間的順序）を市場にコミットしていた。今回はこの続編として「利上げ→再投資終了」というシーケンスをコミットしたわけである。具体的に ECB は低金利政策に関し「純資産購入の終了後、長期間 (for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases)」据え置くというフォワードガイダンスを使っていた。これが今年 6 月、APP の年内終了が宣言されると共に「2019 年夏以降、出来る限り長く (at least through the summer of 2019)」へ変更された。つまり、仮に 2019 年 9 月に利上げが実現すれば、「長期間」は約 9 か月だったことになる。しかし、依然として「APP 終了→利上げ」というプロセスは完了していないため、結局のところ、「長期間」の意味する長さはまだ良く分からないのが実情ではある。

この点、当然、記者からも「長期間」を明らかにしようと食い下がる者が現れている。ある記者は「一般的な理解 (the general understanding)」としてドラギ総裁の述べる「長期間」は 6～12 か月であるが、市場参加者は 2～3 年は続くと思っているのもう少し詳細な情報が欲しいと述べた。これに対してドラギ総裁は「一般的な理解」に反応し、記者が喋っているのを遮り「すみませんが、誰がそれを言ったのですか (Sorry, who says that?)」と割り込む珍しい場面が見られた。このやりとりの後、そういった「一般的な理解」の推測には乗らないといったような趣旨のコメントをしている。とすると、やはり 2～

3 年という説を支持しているようにも見えるが・・・果たして真意は掴みづらい。いずれにせよ、同じ「長期間 (for an extended period of time)」であっても金利と再投資で想定される期間に大きな開きがあり
そんなことはコミュニケーション上、やや難があるように感じられる。

「continuing confidence with increasing caution」という問題意識

なお、前回会合後、本欄でも疑義を呈したが、ECB が現状の景気減速を正面から受け止めているかはやや不安があり、記者からも「Did you discuss changing the balance of risk to “tilted to the downside”? Did anyone call for that?」との質問が出ている。これに対して全会一致であったことをドラギ総裁は強調しているが、それでも前月からは明確な変化が見られている。例えば声明文には地政学や保護主義、新興国の脆弱性や市場のボラティリティなどを理由として「リスクバランスは（今は均衡しているが）下方に向かっている（the balance of risks is moving to the downside）」との表現が加えられている。今回の記者会見で最初に質問した記者は「ECB の見通しにとって最もフォーカスしているリスクは何か」と尋ねているが、ドラギ総裁はそうしたリスクに係る議論こそが今回の「焦点 (the focal point)」だったと述べており、この議論は「高まる警戒心と共に継続する自信 (continuing confidence with increasing caution)」という短いフレーズに集約されると述べている。

そうは言っても今回発表された ECB スタッフによる経済・物価見通しは 2018～21 年の実質 GDP 成長率に関し「+1.9%→+1.7%→+1.7%→+1.5%」とのパスが予想されており（表）、各年 ▲0.1%ポイント下方修正され

ECBのスタッフ見通し(2018年12月)

(%)

	2018	2019	2020	2021
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2018年9月)	1.8～1.8 (1.6～1.8)	1.1～2.1 (1.1～2.3)	0.9～2.5 (0.9～2.5)	0.9～2.7
実質GDP (前回:2018年9月)	1.8～2.0 (1.8～2.2)	1.1～2.3 (1.0～2.6)	0.8～2.6 (0.6～2.8)	0.5～2.5

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2018年が1.18、2019～21年が1.14。

たとえどまる。ユーロ圏で起きている基礎的経済指標の軟化や政治的な混乱を踏まえると、依然として強気が維持されていると言って差し支えないだろう。しかし、リスクバランスが均衡しているとは言っても「高まる警戒心」と共に利上げに着手するのは相当無理がある。筆者は 2019 年中にこうしたユーロ圏経済の状況が大きく変わることはなく、必然的に ECB の利上げも難しいと予想している。

《パリ暴動を映す不安な未来～EU にとって気にすべき論点は～》

「敵失の人氣」の凋落

11 月中旬に勃発したパリ暴動は過熱の一途を辿り、遂に 12 月、政府の経済政策を動かすに至っている。元々は 2019 年 1 月から実施される燃料税増税に対する抗議運動であったが、その他緊縮政策を筆頭とするマクロン政権自体への抗議に発展した。2017 年以降、フランス政府は温暖化対策の一環として燃料増税と炭素税の段階的な導入に踏み切ってきた。これは電気自動車 (EV) など環境に配慮した自動車への切り替え促進を企図したものとされたが、その過程で負担増を強いられた民間部門がストレスを抱えているのが実情である。マクロン大統領に対してはこれまでも年金受給の年齢引き上げ、雇用規制の緩和、各種公共施設の民営化、徴兵制の復活などを受けて不満が鬱屈していたと言われるが、より生活に身近な燃料価格の高騰をトリガーに国民感情が爆発した格好である。2017 年 5 月に大統領選挙に勝利した際、60%以上あった支持率は今や調査によっては 20%割れを臨むものも見られる。元より極右候補を

敬遠した結果による「敵失の人氣」と目されていたが、思ったよりも早くメッキが剥がれた印象である¹。

危機後、不可逆的な差がついたドイツとフランス

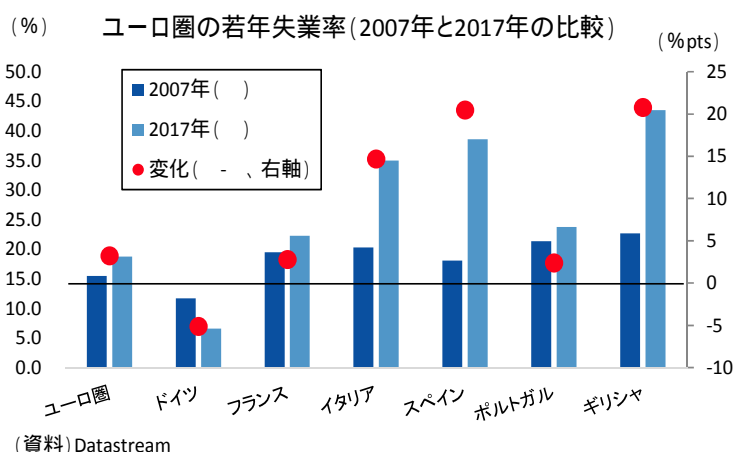
この事態を受けてフランス政府は非常事態宣言の発令を検討、燃料税引き上げを棚上げし、最低賃金の引き上げまで約束するという急旋回を迫られている。混乱を受けた苦肉の策であろうが、完全に「ゴネ得」であり、今後の政策運営に禍根を残すことになるだろう。この事態を横目で見えていただろうイタリア政府の今後の挙動も気掛かりである。安易な懐柔策に出る前に、そもそもマクロン政権が何故、緊縮や構造改革といった政策を採っていたのかは一步退いた目で理解しておく必要がある。

細かな論点を挙げればキリがないが、や

はり金融危機後の 10 年でフランス経済が、とりわけドイツ経済対比で凋落したという事実があり、各種構造改革はこれに対応するための政策だったことを忘れてはならない。

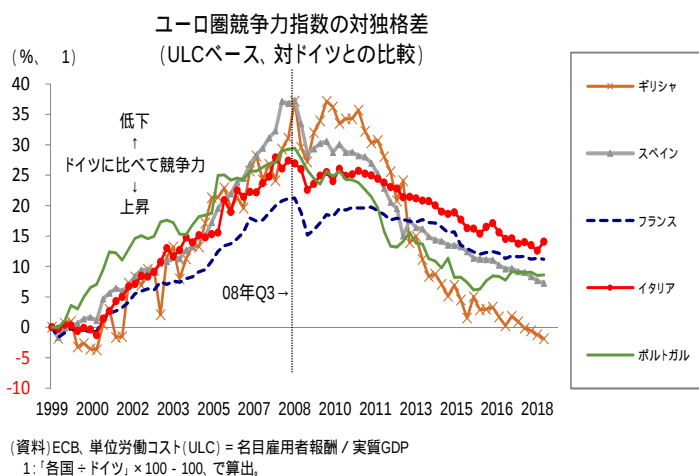
少なくとも経済については独仏 2 大国というも憚られるほどの差がついているのが現状だ。図示されるように、金融危機の前

後で若年失業率（15～24 歳の失業率）が改善したのはドイツだけであり、その他の国は全て上昇した。一瞥して分かるように、フランスの若年失業率は 2007 年から「南欧並み」であり、その水準も 10 年で僅かに上昇している。他の南欧諸国の急上昇に比べれば恵まれているように見えるが、もはや比べる対象が PIGS（ポルトガル・イタリア・ギリシャ・スペイン）になってしまっているとも言える。元々両国の経済に関しては差が存在したが、この 10 年で不可逆的な差がついたという印象はある。



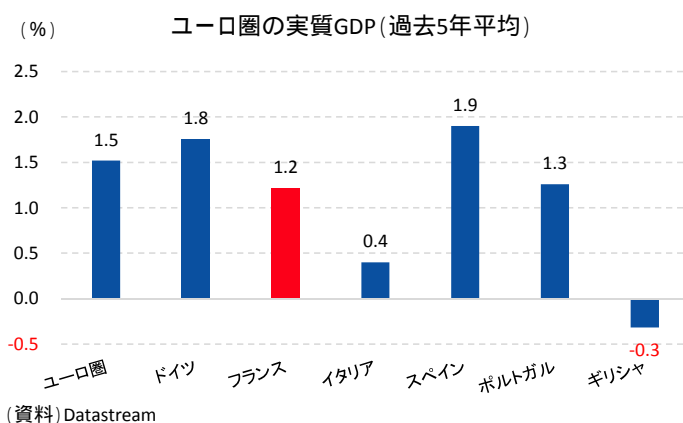
高コスト体質の温存されるフランス、イタリア

また、ユーロ圏においてドイツとの格差という視点で見た場合、頻繁に持ち出されるのが単位労働コスト（ULC）の概念である。分かりやすく言えば、「付加価値（実質 GDP）1 単位生み出すのにかったコスト」である。ユーロ圏各国の ULC についてドイツとの格差という視点で見た場合、金融危機以前は南欧諸国を中心として重いコスト負担が存在したことが分かる。しかし、危機後は急速にその格差が縮小している。これが血の滲むような改革の結果であることは言うまでも無い。



¹ みずほマーケット・トピック 2017 年 5 月 8 日号『フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～』で筆者は「マクロン大統領の失脚はそのままペンリスクの再浮上に繋がる」と懸念していたが、実際、その通りになっている。

上述したような若年失業率の上昇はその結果の1つと考えられる。ULCの推移を見ると(前頁図)、「危機前(2008年6月)のドイツとの格差」を基準にした場合、2018年9月時点でギリシャ▲30%、スペインは▲25%とまとまった幅で調整が進んでいるが、イタリアは▲17%、フランスは▲14%とやや見劣りする。2018年になっても騒ぎを起こしているのがスペインやギリシャではなく、イタリアやフランスであることと無関係ではないだろう。ラ



フに言えばこの2か国に関しては、構造改革が思うように進んでおらず、(ドイツ対比で)高コスト体質が温存されている側面があると推測される。片や、スペインは2012年に施行された労働市場改革などに基づく取り組み(具体的には解雇規制の緩和や賃金交渉の柔軟化など)によって体質改善が着々と進んでいる好例と言われる。報じられているように、マクロン政権が民衆から抗議を受けているのは、まさにそうした労働市場の流動性を高める政策を推し進めようとしたことも原因とされる。しかし、これをやらなければ、ドイツとの格差は縮まりようがない。図は2013~17年の5年間について実質GDP成長率の平均を見たものだが、スペイン(1.9%)はユーロ圏全体(1.5%)やドイツ(1.8%)よりも高い成長率を実現している一方、フランス(1.2%)はユーロ圏全体にもポルトガル(1.3%)にも及ばない。

マクロン政権失脚で浮上する2つの懸念

問題はそうした経済を率いる今後の政治がどのように修正されていくかだ。現状を見る限り、マクロン政権の建て直しは容易ではない。ここで2つの懸念が浮上してくる。1つは2022年に行われるフランス大統領選挙である。もう1つはEU改革の行方である。

あと3年余りで次期フランス大統領選挙がやってくる。2017年4~5月の選挙では極右候補であるルペン氏を退け、圧勝を収めた。しかし、この時、フランス国民は前年の英国EU離脱(ブレグジット)、トランプ大統領誕生を受けた混乱を踏まえた上で「3度目のまさか」を回避する選択をしたという勝因分析がもっぱらであった。世界中で今も反グローバル・反エリートの機運が高まる中、親EUでエリートのマクロン氏が拠って立つ民意は決して磐石ではないと元々考えられていた。就任から1年半で支持率が3分の1になったのだから、その分析は今思えばやはり正しかったと言える。しかし、極右を避けて親EU候補を選んだ結果がフランスの現状である。もちろん、上述したように、フランス経済の体質改善にはマクロン政権が掲げるような「小さな政府」志向の下での企業活動に関する規制緩和や行財政改革が必要なのだが、世論がついてこなければどうしようもない。今思えば、スペインがこれを成功させたのは金融支援を仰ぐほど追い詰められていたからであり、同じような切迫感をフランスに期待するのは難しいということかもしれない。かかる状況を踏まえれば、次回の選挙では今度こそ極右政党・国民連合(元国民戦線)のルペン党首(もしくは、これに類似する候補)が成果を上げる可能性は否めまい。もちろん、ルペン党首がこの機を見逃すはずがなく、「選挙以外にこの政治危機を乗り越えることはできない」と言い放ち、既に解散・総選挙を声高に求め始めている。そして、「マクロン政権の失敗」は他の加盟国のポピュリスト勢力にも追い風となりかねない。

もう 1 点の懸念は、マクロン政権の凋落と時を同じくしてメルケル政権の瓦解も始まっていることである。後述するように、12 月、メルケル独首相は約 18 年率いたキリスト教民主同盟の党首を降した。マクロン大統領とメルケル首相の総称として「ダブル M」、「メルクロン」といった造語まで生まれ、EU の政治安定を材料にユーロが買われていたのが 2017 年 5～6 月という時期だった。実際、当時の米国や英国に比べれば「EU の政治安定」は事実であったが、もはや景色は一変してしまった。この 6 月には、ようやく両首脳がユーロ圏永年の課題であった共通予算創設で合意し、2021 年までに運用を開始するとの提案を打ち上げたばかりであった。しかし、詳細を詰め、加盟国の合意を取り付けるより前に両首脳が力尽きる可能性の方がどうやら高そうに見える。ここで棚上げされ、（ドイツはさすがに大丈夫そうだが）フランスで極右候補が政権を奪取すれば、域内の共通予算や共通財務省などは政治日程から半永久的に葬り去られることになるだろう。マクロン政権とメルケル政権の失脚が概ね同時に訪れそうなことは EU の未来にとって不幸としか言いようがない。パリ暴動は当然、「現在」の混乱として注目に値する出来事だが、これがフランス、EU そして国際金融市場の「未来」にとってリスクイベントとなる可能性を秘めていることも忘れてはならない。とりわけ、これに懲りたフランス国民が、次のリーダーにどのような人物を選ぼうとするのか。不安は尽きない。

《動き出した「メルケル後」のドイツそして EU ～「ユーロ 3.0」の時代～》

これで良いのか」という迷いも否めず

12 月 7 日に行われたキリスト教民主同盟（CDU）の党首選はメルケル首相の推すクランプカレンバウアー幹事長が勝利を収めた。2000 年 4 月以来、約 18 年間党首を務めたメルケル体制が遂に変わる。もっとも、メルケル首相の「腹心」の勝利であり、ドイツ政治の在り方が急激にメルケル路線（中道路線）から変わることはなさそうである。CDU はメルケル体制下で徐々に左傾化を進めてきたとされる。こうしたアプローチが伝統的な宿敵である左派、キリスト教社会同盟（CSU）の支持層を切り崩したと同時に、近年は「ドイツのための選択肢（AfD）」を筆頭とする右派勢力の増長を許したという批判もある。今回の党首選は中道路線を継承するクランプカレンバウアー幹事長と保守（右派）回帰を謳うメルツ元院内総務の一騎打ちとなったわけだが、とりあえず CDU は無難な現状維持を選んだ格好である。とはいえ、党首選は第 1 回投票でいずれの候補者も過半数を獲得できず、決選投票にもつれ込んだ。結果はクランプカレンバウアー氏の 517 票に対しメルツ氏は 482 票と接戦であり、CDU 内部に「これで良いのか」という迷いがあったことは否めない。だが、まずは市場へのショックは回避された格好である。

「何の解決にもなっていない」という評価も

しかし、メルケル路線が CDU を歴史的惨状に追い込んだのにも拘わらず「メルケル首相のカーボンコピー」、「メルケル 2.0」などと揶揄されるクランプカレンバウアー氏を選んだことについて、「何の解決にもなっていない」という声はやはりある（「メルケル 2.0」は AfD のワイデル院内総務の言葉）。難民に友好的で、緊縮路線を継続し、米国やロシアとは距離を置き、中国とは親密するというメルケル路線を継続する限り、CDU が党勢を回復することは客観的に見ても難しい。クランプカレンバウアー新党首は新幹事長に 33 歳という若さで尚且つ難民政策に厳格な保守派のツィーミヤク氏を指名し党内バランスを保とうとしているが、あくまで「顔」がメルケル首相の分身ではどの程度奏功するのかは不透明である（ただし、幹事長は次期首相ポストでもあり、これを保守派に割譲した意味は小さくはない）。

クランプカレンバウアー体制が迎える最初の試練は来年5月の欧州議会選挙で党勢を示せるかである。その後、同じく5月にハンブルグ特別市²、9月にザクセン州、ブランデンブルグ州、10月にチューリングン州で選挙がある。2018年の惨敗基調を止められるのかが注目されよう(表)。これらを無事に通過できない場合、メルケル首相が2021年まで首相の座に居られるかは予断を許さない。

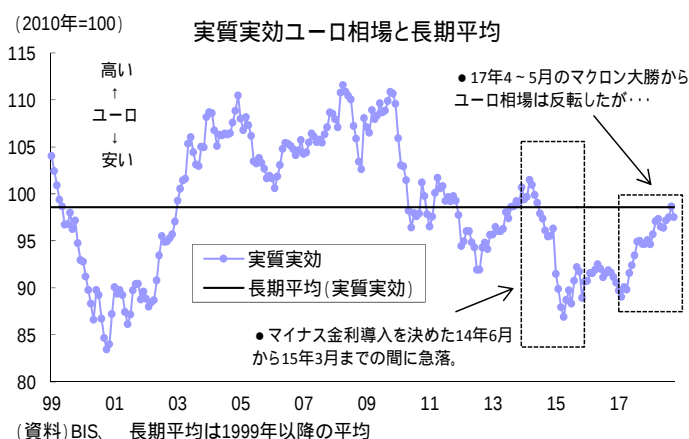
ドイツの主要政治日程

開催年月日		選挙の種類
2019年	5月23～26日	欧州議会選挙(26日まで)
	26日	ブレーメン特別市
	9月1日	ザクセン州、ブランデンブルグ州
	10月27日	チューリングン州
2020年	2月	ハンブルグ特別市
2021年	3月	バーデン・ヴュルテンベルク州、ラインハルト・プファルツ州、ザクセン・アンハルト州、
	9月	メクレンブルク・フォアポンメルン州、ベルリン特別市
		連邦議会選挙

(資料)各種資料より筆者

「ユーロ 3.0」と「最後の砦」

既報の通り、フランスではリベラルなマクロン政権が青息吐息の状況にまで追い込まれている。本欄では繰り返し示している問題意識だが、マクロン大統領が華々しく就任した2017年5月はトランプ大統領誕生やブレグジットを受けて米英政治が混乱を極め、「ドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領が欧州だけではなく世界の政治をリードし、安定を取り戻していく」という評論が現実味をもって展開されていた。だからこそユーロ相場も実効ベースで春先から値を戻したのであった(図)。



あれから僅か1年半余りで双方が共倒れ寸前になっているとは想像できなかった展開である。確かに、選出の経緯や同国の政治・経済・金融情勢を踏まえればマクロン大統領の支持基盤は危ういと筆者は考えていた。しかし、このタイミングでドイツまでもが極右勢力に付け入る隙を与えれば、いよいよEUのコアないしセミコア国の全てで既存政党が駆逐される状況になる。それが時代の要請とすれば致し方ないが、「メルケル CDU 党首の歴史は共通通貨ユーロの歴史」でもあり、「メルケル首相の歴史は欧州金融バブルの生成と崩壊の歴史」でもある。名実共に第一人者であるメルケル首相が退場を迫られる契機となったのが昨年9月の連邦議会選挙だが、この頃を境にEUないしユーロは第三の局面に入ったのではないかと筆者は捉えている。それは黎明期と全盛期が重なった①「1999～2007年」、危機局面であり離脱国まで現れた②「2008～2016年」に続く第三の局面(③:2017年～)である。さしずめ「ユーロ 3.0」とでも言える局面だろうか。「危機である」という意味で②と③は共通しているが、防波堤の有無という意味では大分違う。②の局面では、ドイツやオーストリア、オランダといった域内の「優等生」グループにおいてもポピュリスト勢力が既存政党を脅かすような展開はそう見られなかった。それだけ今はEU/ユーロというシステムが本格的に受容されなくなっている局面に入ったと言えるかもしれない。

今回の党首選に絡めてもCDUが既存政党の「最後の砦」という評論はよく目にするものであり、ク

² ベルリンとハンブルクは「市」だが、単独で「州」としての行政権限が認められる特別市である。

ランプカレンバウアー新党首も「我々は欧州最後のユニコーン、最後に残った国民政党だ（8日、日本経済新聞）」もそれを意識している節がある。とりあえず党首選を経て何とか「最後の砦」は守られた格好だが、攻め立てる AfD からすれば望んだ展開とも言える。近年ではドイツやフランスといった大国主導に苦情を申し立てる北部欧州連合「新ハンザ同盟」も登場しており、ランプカレンバウアー新党首（≡次期首相）は彼らへの配慮も欠かせない。ユーロ 3.0 は名実ともに共同体の「崩壊」を乗り切れるかどうかを試される時代であり、その舵取り役候補がまずは決まった格好である。

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。