

中期為替相場見通し

2019 年 2 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～いよいよ下された正常化プロセスの終了宣言～

ドル/円相場の現状と展望～円高スタートとなった 2019 年～	P.3
株式市場の現状と展望～「バブルは崩れてからがバブル」～	P.7
米金融政策の現状と展望～正常化プロセス終了宣言～	P.9
本邦金融政策の現状と展望～「願望」すら示せない？～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～円安リスクはどこにあるのか～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～「敵失のユーロ高」が続きそう～

ECB の金融政策の現状と展望～「年内利上げ無し」が基本線に～	P.16
ユーロ圏経済の現状と展望～劣後する政治・経済情勢が支えるユーロ相場～	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

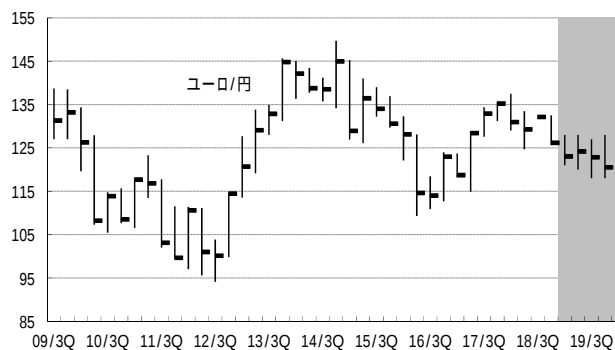
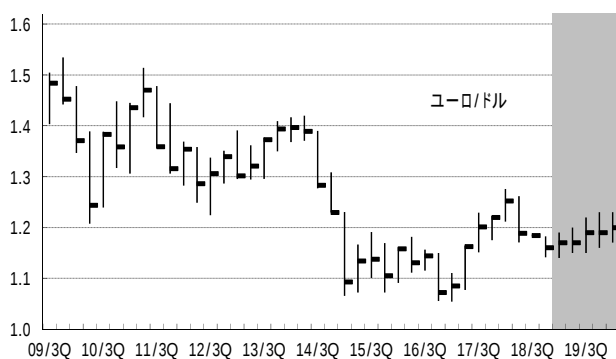
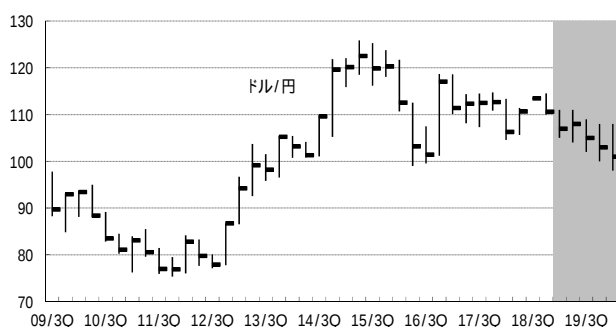
過去 1 年、本欄では「FRB の正常化プロセス終了に伴い米金利およびドル相場が下落。結果として円相場も騰勢が避けられない」といったメインシナリオを基本としてきた。年始の円急騰はそうしたシナリオの実現が近づいていることを思わせるものであった。事実、1 月の FOMC 声明文は正常化プロセスの終了宣言と言っても差し支えなく、3 月のドットチャートが更新される頃にはさらに米金利とドルが調整を迫られる展開を見込みたい。既に、FF 金利先物市場では年内の利下げを織り込む向きも出始めており、流れは明らかに「正常化の次」に向かい始めている。仮に、金融市場が今以上に悲観に振れた場合、FRB から利下げやバランスシート縮小停止（はたまた拡大）が「次の一手」として示唆される可能性は払拭できるものではない。その場合、米金利やドルも一段の調整が不可避である。そうした本欄の想定にとって最大のリスクは「米経済が意外にも堅調で FRB の正常化も継続できてしまう」という 2018 年のような展開であり、その場合、円高余地はまたも制限されてしまう。だが、そうした場合でも米国経済の成長余地が伸び切っているという事実が変わるわけではない。予測期間中の米国の成長率が加速する可能性は限りなく低いと仮定すれば、円安・ドル高予想はいずれにせよ難しいはずである。

片や、1 月のユーロ相場は堅調だった。ブレグジット交渉が不透明感を強め、基礎的経済指標の劣化が相次ぎ、各種国際機関の予測でもユーロ圏の先行きを不安視する声が強まるなど、ユーロ相場を取り巻く環境は率直に言ってかなり悪い。にもかかわらず、ユーロ相場には底堅さすら見て取れる。ひとえに昨秋以降、ドル相場が売り優勢になっているという「敵失」による部分が大きく、決してユーロ圏の経済・金融・政治情勢が前向きに評価されているわけではない。だが、それだけとも言いきれない。域内の政治・経済が勢いを欠くからこそ、リスク許容度が毀損し、対外リスクテイクの動きが冴えないという面があることにも着目したい。域内経済を評価して域外から入ってくる資本フローは多くない一方、域外経済を目指して域内から出て行く資本フローも限定的であり、それゆえにユーロ相場も大崩れしないという実情がある。レパトリ優勢の資本フローやドル相場の失速といった消極的な理由を背景にユーロ相場が堅調を保つという従前の予想は不変である。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1月(実績)	2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2020年 1～3月期
ドル/円	104.10 ～ 110.00 (108.85)	105 ～ 111 (107)	104 ～ 111 (108)	102 ～ 109 (105)	100 ～ 108 (103)	98 ～ 108 (101)
ユーロ/ドル	1.1289 ～ 1.1570 (1.1446)	1.11 ～ 1.17 (1.15)	1.10 ～ 1.18 (1.15)	1.12 ～ 1.20 (1.17)	1.14 ～ 1.21 (1.17)	1.15 ～ 1.21 (1.18)
ユーロ/円	117.85 ～ 125.22 (124.59)	121 ～ 128 (123)	120 ～ 128 (124)	118 ～ 127 (123)	118 ～ 128 (121)	116 ～ 126 (119)

(注) 1. 実績の欄は2月1日までで、カッコ内2月1日の朝8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。

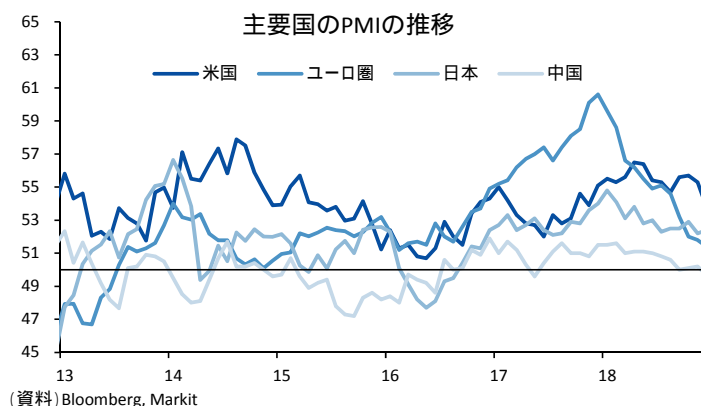


◆ ドル/円相場の見通し～いよいよ下された正常化プロセスの終了宣言～

《ドル/円相場の現状と展望～円高スタートとなった 2019 年～》

遂に「分かりやすい号砲」が鳴ったのか

日本時間 1 月 3 日早朝、ドル/円相場は 2018 年 3 月以来の安値となる 104.10 円をつけた。米中貿易戦争、政府機関閉鎖、これらを受けた米金利低下や米株安への不安が強まっていたところに、同日、米 IT 企業大手アップルが業績予想の下方修正を発表したことで元々あった世界経済減速への疑念が確信に近づいた構図である。しかも、下方修正の理由が「中国での販売不振」であったことも不安を一段と高めることに寄



与したと見受けられる（もっともスマートフォン市場の飽和感に基づいた下方修正であって、米中貿易戦争が直接原因ではないとも思われるが）。その後、ドル/円は 110 円付近まで買い戻されているが、ドル/円相場の水準が切り下がっていることには変わりはない。バブルの崩壊には得てして「分かりやすい号砲」が必要である。前回それがパリバショックやリーマンショックと呼ばれた。今回はアップルショックの名の下に価格調整が広がっていると理解すべきだろうか。なお、1 月 2 日には 12 月分の中国製造業 PMI が 49.7 と 1 年 7 か月ぶりに景気の拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 を割り込むという動きがあった（図）。その他主要国も軒並み悪化しており、世界経済がピークアウトしていることは否定しようがない。2019 年はその「底」の深さを確かめる年になるはずだ。

なお、余談になるが、こうした動きは日本勢「だけ」が世界の大勢に逆らって長期間休もうとする年末年始やゴールデンウィークによく発生する印象がある。既に報じられているように「日本の個人投資家のロスカット誘発を狙った仕掛け」という解説は今や風物詩のように感じているように感じる。過度なショックを回避するという視点に立てば、金融市場の運営に限っては世界基準に合わせることも決して絵空事ではないのではないか。

「仕掛け」が奏功する大前提を忘れずに

今回も「日本勢が休みの薄商いの時間帯を狙われた仕掛け」という理解で収めるべきか。一面では恐らくそうなのだろう。だが、本質的に重要な論点はそこではない。そもそも「（ドル/円や米金利に対する）下方方向への仕掛けが成功する」という大前提として「世界経済減速とそれに伴う FRB の政策修正」がある。そうでなければ仕掛けが奏功する勝算がない。元々暗澹たるムードが存在したらこそ、そのような動きに踏み切る短期筋がいたと考えるのが論理的である。今回、104 円台突入は一時だったが、円高局面では激しいボラティリティの中で「3 歩進んで 2 歩下がる」といったように水準を切り下げることが多い。

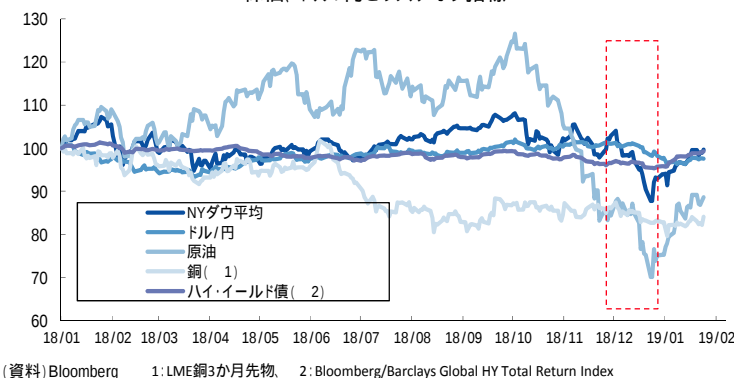
「仕掛けである」は短期的な理解として正しいが、中長期的な理解として「世界経済が『改善の極み』に達している」ことを忘れてはならない。未だ FRB は公式には「2019 年に 2 回」が政策金利の予想中央値である。これが雲散霧消する中での相場の水準調整に備えることが賢明だろう。

やはり死んでいなかった「リスクオフの円買い」

また、これで「リスクオフの円買い」、
「安全資産としての円買い」が死んでいな
いことも実証されたのではないか¹。昨年
10月以降、株価が苛烈な調整を経験する
中でもドル/円が殆ど動意を見せなかった
のは一部の強気筋が言うように「円が安全
資産としてみなされなくなった」からでは
ない。単にリスクオフ局面ではなかったか
らである。リスクオフ局面では株価だけで

(18年1月1日=100)

株価、ドル/円とリスクオフ指標



はなく商品（石油、金属など）やハイイールド債といった相対的にリスクの高い資産クラスから資本の流出が見られる。10～11月、そうっていなかったのは単に「高過ぎる米株の調整」だったからだろう。しかし、12月以降は明確にリスクオフ局面であり、テーマは「高い米株の調整」から「FRBの路線転換」
ないし「世界経済の減速」にシフトした（図）。そのシフトの背景としては、**2018年**を通じて散々リスクだとされながらも無視されてきた米中貿易戦争の実害や米利上げを受けた新興国からの資本流出、欧州における政局不安、そしてこれらを受けた世界経済（≒企業業績）減速などが挙げられている。

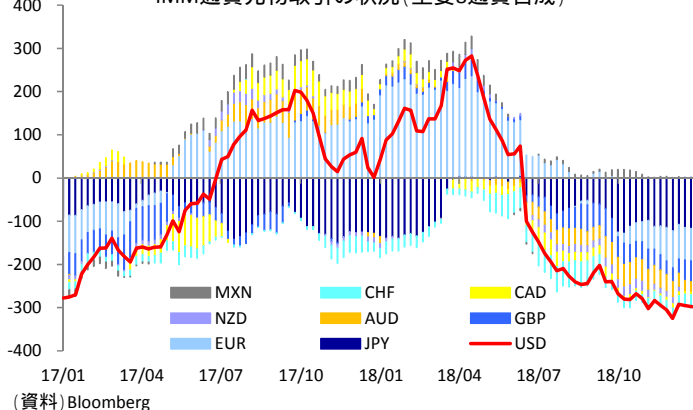
結局、「問題の所在」は1年前から何も変わっていない。今回は米大手IT企業の業績予想という形でそれが可視化されただけで、今後、様々な形で同様の事象は起きるだろう。企業業績への影響が先に現れ、その後にマクロ経済指標（とりわけハードデータ）が変調を来すことになる。なお、金融市場では雇用関連の計数が大きな影響力を持つが、雇用や賃金は最もバックワードルッキングに動くものであり、これが好転し始める頃には景気のピークアウトが近づいている可能性を念頭に置きたいところである。

「急激」だが「異常」ではない

ごく短期的に言えば、**2018年**を通じて
IMM通貨先物取引におけるポジションは円
だけでなく、多くの通貨が対ドルで売り持ち
される状態が続いてきた（図、※なお、政府
機関閉鎖の影響で最新データは**2019年1月**
1日時点で止まっている）。これは**FRB**の正
常化プロセスが続くという前提では当然の状
態でもあった。しかし、上述するように「**FRB**
の路線転換」を前提とすれば、ドル売りのコ
ストが下がり、従前のポジションを解消する

(億ドル)

IMM通貨先物取引の状況(主要8通貨合成)



インセンティブも高まる。しかし、昨年10月から12月にかけて米10年金利が3.2%から2.7%まで低下してもドル/円相場はレンジを破ることがなかった。米金利低下に応じた清算が年初に一気に到来した
と思えば、年初からの動きは「急激」ではあるけれども「異常」ではないのではないか。今や、米10年

¹ 例えばみずほマーケット・トピック 2018年10月24日号『「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由』をご参照下さい。また、東洋経済オンライン 2018年10月27日配信『「リスクオフの円買い」はもうなくなったのか～「いつドル安円高に動くのか」の疑問に答える～」もご参照下さい。

金利は 2.55% まで低下しているが、昨年 2～3 月にドル/円相場が 104 円台まで急落した時には 2.80% 付近で堅調推移しており、これが相場の底割れを防いだと言われた。今回はその米金利による防波堤が期待できそうにない。昨年と異なり、もはや FRB が繰り出す「次の一手」は良くて現状維持、場合により利下げを織り込む向きもある。正攻法で考えれば、米 10 年金利がじりじりと低下し、これに応じてドル相場自体が押し下げられていくというのが無理のない基本シナリオと考える。年初の混乱は本欄のストーリーラインに沿った動きであり、見通しの確度を高めるものである。

経済 3 団体トップの相場観

2019 年 1 月 7 日、東京都内で経済 3 団体（日本経済団体連合会、日本商工会議所、経済同友会）の新年祝賀会が開催され、各団体トップが株・為替に対する相場観を披露している。取り立てて材料視されているわけではないが、財界トップの相場観ということで整理しておきたい。ドル/円相場の見通しについて、経団連の中西会長は「100～110 円」、日本商工会議所の三村会頭は「100～115 円」、経済同友会の小林代表幹事は「104～115 円」と概ね似通ったレンジを提示している。これらを要約すると「昨年と似たような静かな相場」ということになるうか。筆者は 100～110 円のレンジを前提に 100 円割れも警戒すべきという基本認識ゆえ、中西会長の見通しに最も近い。

だが、このレンジについては「100～105 円」の時間帯を長く想定するのか、それとも「105～110 円」の時間帯を長く想定するのかで本邦および世界経済に対する見立てはかなり変わってくるだろう。筆者は株価の続落を懸念する立場だが、中西会長は株価に関し「2 万円をキープ」と述べており、ドル/円相場のレンジはどちらかと言えば「105～110 円」の時間帯を長めに想定しているのではないかと見受けられる。ちなみに内閣府が毎年 2～3 月に公表する「企業行動に関するアンケート調査」によると、2018 年初頭にかけて実施された平成 29 年度分に関し（結果は 2018 年 3 月 2 日公表済み）、2018 年 1 月の調査時点から 1 年後の為替レートについて「114.3 円」、採算レートは「100.6 円」との回答が見られている（表）。現実には 108 円までの円高が進んでいるが、採算レートから見れば、まだ余裕のある水準と考えら

「企業行動に関するアンケート調査」による 1 年後の予想レート及び採算円レートの推移（単位：円/ドル）

調査年度	1年後の予想円レート()	採算円レート()	調査直前月の円レート()	-	-	-1年前の(つまり予想とのズレ)
12(2000)	114.2	107.0	112.2	7.2	5.2	4.6
13(2001)	132.8	115.3	127.4	17.5	12.1	13.2
14(2002)	124.5	114.9	122.3	9.6	7.4	-10.5
15(2003)	109.3	105.9	107.9	3.4	2.0	-16.6
16(2004)	106.4	102.6	103.8	3.8	1.2	-5.5
17(2005)	113.2	104.5	118.6	8.7	14.1	12.2
18(2006)	115.5	106.6	117.3	8.9	10.7	4.1
19(2007)	111.0	104.7	112.3	6.3	7.6	-3.2
20(2008)	97.0	97.3	90.4	-0.3	-6.9	-20.6
21(2009)	95.9	92.9	89.6	3.0	-3.3	-7.4
22(2010)	88.4	86.3	83.4	2.1	-2.9	-12.5
23(2011)	80.3	82.0	77.9	-1.7	-4.1	-10.5
24(2012)	88.4	83.9	83.6	4.5	-0.3	3.3
25(2013)	105.7	92.2	103.5	13.5	11.3	15.1
26(2014)	119.5	99.0	119.4	20.5	20.4	13.7
27(2015)	120.9	103.2	121.8	17.7	18.6	2.3
28(2016)	113.1	100.5	116.0	12.6	15.5	-4.9
29(2017)	114.3	100.6	113.0	13.7	12.4	-0.1

注1)「予想円レート」は階級値平均、「採算円レート」は実数値平均の値である。注2)「採算円レート」は、輸出を行っている企業のみのものである。

注3)「調査直前月のレート」は、平成6(1994)年度及び20(2008)年度を除き、いずれも12月の値である(1994年度及び2008年度は、調査月が2月のため1月の値)。

(資料)内閣府、Bloomberg

れる。同時に、3 団体トップが「100 円割れはない」と予想しているのは「予想」であると同時に採算を意識した「希望」という含みもあるだろう。

「過剰な円高」と「過剰な円安」

しかし、100 円割れという水準が異常とも言い切れない面はある。本欄では繰り返し紹介しているように、各種購買力平価（PPP）に照らして、ドル/円相場の収まりが良いレンジ（以下 PPP のコアゾーン）は「95～110 円」という印象であり、「過剰な円高」は 95 円以下、「過剰な円安」は 110 円以上という基本認識で違和感はない（右表）。過去 5 年を振り返れば、ドル/円相場がこのコアゾーンの中でも円高方向に突っ込んだケースは英国国民投票でブレグジット方針が決定した 2016 年 6 月 23 日の瞬間風速（99.0 円）くらいである。一方、円安方向に関しては 2014 年 10 月以降、基本的には 110 円以上の時間帯が支配的であり、コアゾーンからの逸脱が常態化してきた。2016 年 4～11 月頃は 110 円割れが続いたものの、それもコアゾーンの中での出来事に過ぎない。財界トップが示したような「100 円割れはない」との相場観は市場予想の中心に近いものと思われるが、PPP に照らせば、「過剰な円安」と評価し得る水準が長らく続いてきたことは、今後の見通しを考察する上で考慮したい事実ではある。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
57.6	購買力平価(輸出物価、73年基準、2018年11月)
72.0	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2018年11月)
74.3	購買力平価(輸出物価、80年基準、2018年11月)
77.0	1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2018年9月)
90.5	購買力平価(企業物価、80年基準、2018年11月)
PPP の コア ゾーン	96.5 購買力平価(企業物価、73年基準、2018年11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」)
	101.2 購買力平価(消費者物価、80年基準、2018年11月)
	106.2 購買力平価(OECD、2017年、民間消費ベース、2.)
	108.7 2019年1月31日
	109.4 想定為替レート(日銀短観、2018年12月調査、通年)
	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」)
	124.0 購買力平価(消費者物価、73年基準、2018年11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月に適宜改定あり）

「ドル/円の歴史」≡「円高の歴史」≡「デフレの歴史」

なお、近年の相場環境を踏まえれば、財界トップが揃って「ほぼ動意なし」という相場観を持つのは無理もない。直近 5 年を振り返ると、黒田日銀のセンセーショナルな緩和やブレグジット方針の決定、トランプ大統領誕生など大型材料が頻出した 2014 年と 2016 年を除けば、2015 年は史上 2 番目、2017 年は史上 6 番目、そして昨年（2018 年）は史上 1 番目に狭い値幅にとどまった。2017～18 年という 2 年間について言えば、「史上最も動かなかった 2 年間」でもある。1985 年のプラザ合意以降、今年で 33 年目に突入するが、これほど動意に乏しい局面は経験がない。次頁図に示されるように、大きな「波」で捉えようとした場合、現在は 11 番目に相当するという認識を筆者は抱いているが、これといった方向感は見出せない（ただ、敢えて言えば 2015 年 7 月を起点として円高気味ではある）。

とはいえ、右図からも一目瞭然だが、「ドル/円の歴史」は「円高の歴史」である。これは「円高の歴史」が「デフレの歴史」と重なってきた結果だろう。米国に比べて物価が低い分、自国通貨の増価という格好で国際競争力が相殺されてきたのであり、理論的には起こるべくして起こった円高である。2012 年 12 月に第二次安倍政権が誕生し、翌 4 月には黒田日銀による未曾有の金融緩和が打ち出されたが、結局、日本の



物価情勢が根本的に変わるには至らなかった。当然、米国との相対的な物価格差も変わってはいない。とすれば、今後想定される構造的な圧力がどちらに傾斜しているのかは想像に難くないのではないかと。近年の静けさに甘んじることなく、理論的に然るべき展開も忘れたくない。

《株式市場の現状と展望～「バブルは崩れてからがバブル」～》

ようやく解除され始めたファイティングポーズ

前月の本欄でも議論した通り、筆者が考えるキーフレーズはずばり「ピークアウト」であり、既に「改善の極み」に達した世界経済を反映して株価を筆頭とする資産価格が軟化、各国（とりわけ米国）の金融政策も現行路線の修正が不可避というものだ。かかる状況で債券市場は米金利低下、為替市場はドル安というのが基本シナリオと考えている。この点、1 月 4 日の講演でパウエル FRB 議長が早速、「市場は世界景気を不安視しており、金融政策も柔軟に見直す用意がある」と述べており、ようやくインフレ懸念を大義とするファイティングポーズを解除し始めているのは、そうした基本シナリオに沿った展開だと捉えて良いだろう。こうした議長発言に加え、1 月 4 日に公表された米 12 月雇用統計の予想外に良好な結果もあって、今年の株価は年初から回復軌道にある。とはいえ、NY ダウ平均株価も S&P500 種株価指数も、2008 年以来の大幅な下げ幅を記録したという事実は軽視できない。こうした値動きを「ピークアウトではない」と考えるのはやはり簡単ではなく、だからこそ FF 金利先物では年内の利下げすらも織り込む動きが始まっている。過去 10 年、金融市場は「山」を下る局面を久しく経験していないだけに、色々なショックを経験せざるを得ない場面も出てくるはずだ。

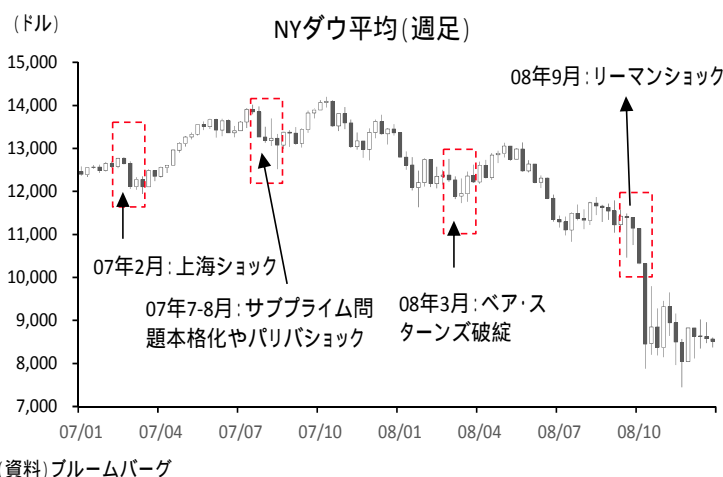
「バブルは崩れてからがバブル」という真理

とはいえ、前日比数百ドルの上下動が続くという相場はやはり普通ではない。本欄では繰り返し述べているが、こうした「高値波乱含み」は末期の症状である。そもそも昨年のクリスマス時期までに見られた米株の暴落は政府機関閉鎖にマティス米国防長官辞任、極めつけはパウエル議長解任疑惑に象徴されるトランプ政権の暴走を懸念したものと言われた。そこには当然、米中貿易戦争への懸念も含まれていた。だが、12 月 26 日以降から足許までの間に、これが払拭されたわけではないし、今更利上げ路線を転換したからといって、数次に亘る利上げの効果が帳消しになるとも思えない。暴落や暴騰の繰り返しは、株価続伸に確信を持ってない市場参加者が退出し、短期筋を主軸とした価格形成が行われている疑いを強

める。2007 年を振り返れば、2 月に急落した後（いわゆる上海ショック）、7 月のパリバショックを経ながらも年内は騰勢を維持、新高値を更新し続けた。しかし、2008 年は年明け後から軟調な相場が続き、リーマンショックで止めを刺されるに至ったことが思い返される（図）。

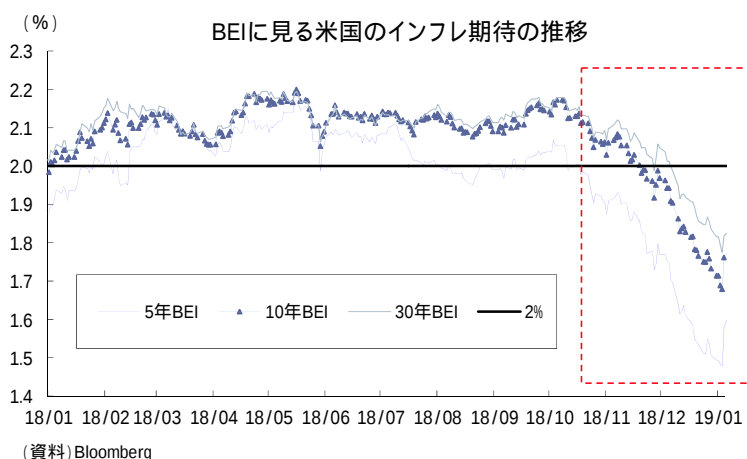
この点、小幡績・慶大准教授（元 GPIF 運用委員）が著書²の中で「バブルは崩れてからがバブル」と称し、納得的な説明を展開しているので紹介したい。誰もが

バブルを恐れている高値状態から大きな下落を経験すると上昇の持続可能性に自信を持ってない投資家がそこで売却、退場してしまう。この段階から入ってくるのは上昇の持続可能性を信じている超強気の投資家と考えられる。この段階では皆が強気なので売り手不在の状態なりやすく、急騰が散発するようになる。しかし、超強気の投資家は上昇の持続性に自信はあっても、これが終わる（売却すべき）タイミングには自信が無い。自分達の投資行動があくまでバブルに乗って儲けようとしていることが分かっているから、「次の崩壊では必ず逃げなくては」との思いが強いと考えられる。ゆえに、2 度目の急落では全力で逃げる動きが価格形成に反映されやすくなる。結果、バブル崩壊は「第一次急落→急騰→第二次急落」という展開を辿ることが多くなり、「バブルは崩れてからがバブル」のような状態が生まれる。小幡准教授は「暴騰は暴落のきっかけになり得るのであり、その結果、価格が少しでも崩れ始めると、一気に崩れることになる」とも述べているが、まさに昨年 11 月以降の相場と重ね合わせて、熟慮したい指摘である。同著は 10 年以上前に敢行されたものだが、現状に照らし考えさせられる指摘が多い。



王道を崩さずに・・・

上述のような考察に加え、悲観が席卷した直後にパウエル・プットが撃ち込まれているという状況も踏まえれば、1 月の NY ダウ平均株価が復調し、金融市場全般が楽観に包まれたことは不思議ではない。だが、米国の実体経済に目をやれば、改善の糊代が殆どないことは事実であり、ここから失業率がまとまった幅で低下したり、住宅販売件数が突如持ち直したりするのはやはり難しいだろう。そうした景気認識は、「恐らく米 10 年金利が



3.20%に戻ることはもうない」という債券市場の金利観とも重なり、そのような金利観があるからこそドル安・円高予想が形成されやすくなると思いたい。ちなみに、真に物価先高観への懸念が強い世界なら

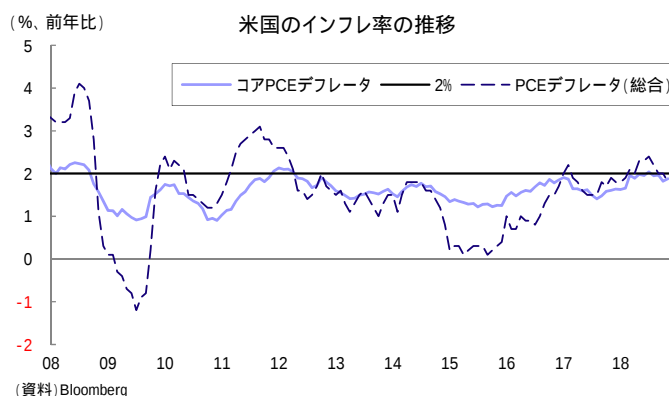
² 小幡績『すべての経済はバブルに通じる』光文社、2008 年 8 月

ば、中央銀行がこれほどタカ派からハト派へ急旋回すれば、インフレ期待は吹き上がっても不思議ではない。だが、BEIに映る市場のインフレ期待はむしろ急低下している（前頁図）。これは殆どの市場参加者はFRBがインフレ抑制のために利上げしてきたとは思っていないということだろう。FRBがこの先、利上げを停止し、バランスシート縮小ペースにもブレーキをかけるという決断をするにあたって、金融市場の受け入れ態勢は万全である。短期的な株価の振れなどに惑わされずに「あくまで景気（やそれに付随する金融政策）は循環するもの」という王道に立った上で、先行きを検討する姿勢が2019年の相場を大きく外さないために重要だと考える。

《米金融政策の現状と展望～正常化プロセス終了宣言～》

正常化プロセスの終了宣言：摘まれた米金利とドルの上昇の「芽」

1月29～30日に開催されたFOMCは金融政策の現状維持を決定したものの、声明文の踏み込んだ表現はサプライズであった。具体的には「次の一手」を示唆する重要な文言「幾分か追加の緩やかな利上げが適切と判断」が削除され、「今後の政策金利の調整が何になるのか」ということに関し、FOMCは忍耐強くなる（the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range



for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes)」との表現が挿入されている。「patient」のフレーズを使った以上、いよいよ本欄で長らく想定してきた「次の一手」が利上げではないという局面に踏み込んだと考えるべきだろう。なお、今後の政策金利の調整が「何（what）」になるのかという表現の真意は、普通に考えれば、「利上げ」or「現状維持」ということなのだろうが、事によっては「利下げ」ということも排除しないということであろうか。いずれにせよ、ここから利上げに復帰するハードルはかなり高くなったと思われ、今後、米金利とドルが復調となる芽は当面、摘まれたと考えたい。上述の「patient」文言が挿入された背景としては「世界経済と金融動向、そして抑制されたインフレ圧力に照らし（In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures）」とある。市場が利上げ見通しを再び織り込みに行くには、個人消費支出（PCE）デフレーターなどの物価指標が盛り上がってくることが必要になるだろうが、昨年半ば以降、極めて落ち着いているのが実情である（図）。ここから非線形に物価上昇圧力が高まってくるといった雰囲気は感じられない。なお、今回の声明文では「景気見通しに係るリスクは均衡している」との文言も削除されており、これで1月会合を経て日米欧3極の中央銀行全てがリスクバランスを下方に振った格好である。

最後に、バランスシート（B/S）縮小戦略についても別の声明（Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization）で「利下げだけでは金融緩和が不十分なほどまで経済情勢が悪化した場合、B/Sの規模や資産構成の調整を含め、あらゆる政策ツールを用いる準備がある」との方針が示された。次の注目点はB/S縮小ペースの変更ないしそれ自体の停止であろう。既に記者会見では最終的な規模の着地点や資産構成の在り方について質問が及んでいる（現時点での議長の回答は「これから決める」以上のものではなかった）。今回の声明文は、2013年5月以降続いてきた正常化

プロセスの終了宣言で受け止めて差し支えあるまい。

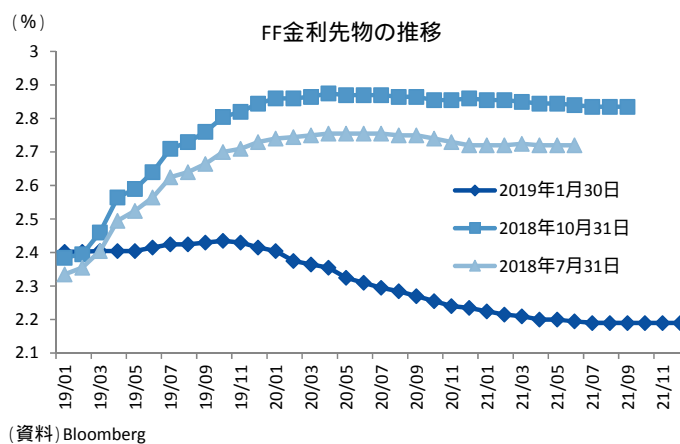
全てが「live meeting（重要な会合）」

ちなみに今回のFOMCで、これほど踏み込んだ表現の変更が行われると予想していた向きは多くない。市場参加者は、今後、「政策メンバーの金利見通し（ドットチャート）が改訂されるタイミングにかかわらず政策修正があり得る」という可能性に備える必要がある。今年に入ってから毎会合に記者会見が設定されたことで、より細やかな「市場との対話」が可能になると言われていたが、年初の会合からその効果が表れたということだろう。過去、パウエルFRB議長が述べたように、全ての会合が「live meeting（重要な会合）」ということを経後の予想に活かしていく必要がある。なお、今回の会合前には声明文や会見を予見するような観測報道が相次いでいた。例えば1月26日のWSJ紙はB/S縮小戦略の修正について報じていた。記者会見の増加とリーク報道を合わせることで市場期待を形成していくというアプローチが今後想定されるのだろうか。

同時に、ドットチャートの相対的な重要性は低下したということでもある。3月公表のドットチャートでは恐らく年内利上げ無しとの予想中央値へ切り下げられる恐れがあるだろう。元より現状のような景気の節目と見られるタイミングでは3か月経過した後に経済・金融環境が一変している可能性もあり、3/6/9/12月に拘る会合運営に危うさが漂い始めていたのは確かである。

安易な「織り込み済み」は危険である

元よりFF金利先物市場では今後1年以内の利下げ可能性まで織り込み始め（図）、米金利とドル相場については昨秋から下落が始まっていたことを思えば、今回の声明文は現状追認でしかないという解説も目立つ。しかし、いくら議長やその他高官が事前の講演などで情報発信しても、定例会合における声明文やドットチャートで示されるメッセージは軽いものではなく、価格形成にはやはり影響する。今回の声明文と会見を受けて米金利もドルもはっきりと下落したのがその



証左だ。金融市場では「織り込み済み」というフレーズが頻繁に使われるが、政策当局が正式にそれを認めるまでは完全な価格形成は済んでいないと考えるべきである。

とすれば、3月公表のドットチャートは「年内利上げなし」という体裁になった場合、やはりそれは米金利とドルを下押しする材料になるはずである。本欄ではこうした展開を1年前から予想してきた。今後向かうであろう方向感についてはほぼ決着がついた状態になりつつある。あとはここから先、米金利とドルがどこまで然るべき調整を済ませるかである。

「本邦金融政策の現状と展望～「願望」すら示せない?～」

雲散霧消する正常化期待

1月22～23日の金融政策決定会合で、日銀は現行の長短金利操作付き量的・質的緩和の枠組みを継続することを7対2の賛成多数で決定した（片岡・原田両審議委員が反対）。「経済・物価情勢の展望（展望レポート、表）」は予測期間全般にわたって、消費者物価指数（除く生鮮食品、消費税率引き上げ・教育無償化の影響、以下単にコアCPI）の見通しが引き下げられており、2019年度については遂に1%を割り込んだ。展望レポートでは「リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考)消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2018年度	+0.9～+1.0 <+0.9>	+0.8～+0.9 <+0.8>	
10月時点の見通し	+1.3～+1.5 <+1.4>	+0.9～+1.0 <+0.9>	
2019年度	+0.7～+1.0 <+0.9>	+1.0～+1.3 <+1.1>	+0.8～+1.1 <+0.9>
10月時点の見通し	+0.8～+0.9 <+0.8>	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.3～+1.5 <+1.4>
2020年度	+0.7～+1.0 <+1.0>	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.2～+1.4 <+1.4>
10月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.4～+1.6 <+1.5>

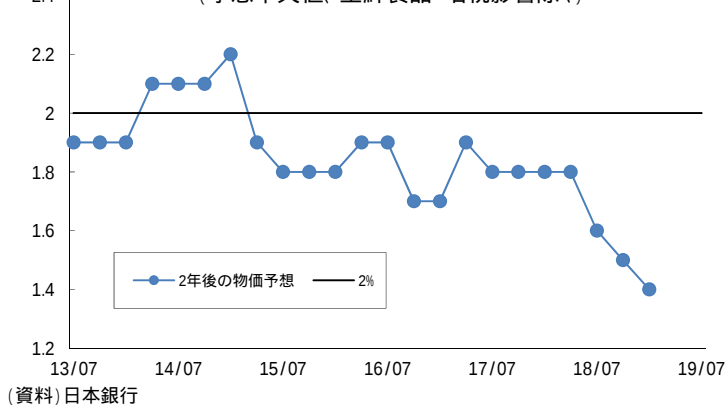
(注)<>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

方が大きい」とはっきりリスクバランスの下方シフトが強調されている。この点、まだリスクバランスの均衡を主張しているFRBやECBとの大きな違いとも言える。これと平仄が合うように、黒田日銀総裁は決定会合後の記者会見で「リスクが高まってきている。十分注意する必要がある」と述べており、昨年来を通じて盛り上がっていた日銀への正常化期待は公式に一蹴されたと考えるべきであろう。

「願望」すら出来ない環境に

ほぼ無風の結果に終わった今会合において、注目したいのはやはり物価見通しの弱さである。2018～2020年度のコアCPI見通しは前回10月の「+0.9%/+1.4%/+1.5%」から「+0.8%/+0.9%/+1.4%」へと広範に下方修正された。2019年度に見られる▲0.5%ポイントという大幅下方修正はあくまで「原油価格の下落を主因」とした現象というのが展望レポートの解説である。だが、より注目すべきは2020年度の物価見通しまで引き下げられた点である。黒田体制では、展望レポートにおける「予測期間の最も遠い2年後の時点（今回で言えば2020年度）」は通常、

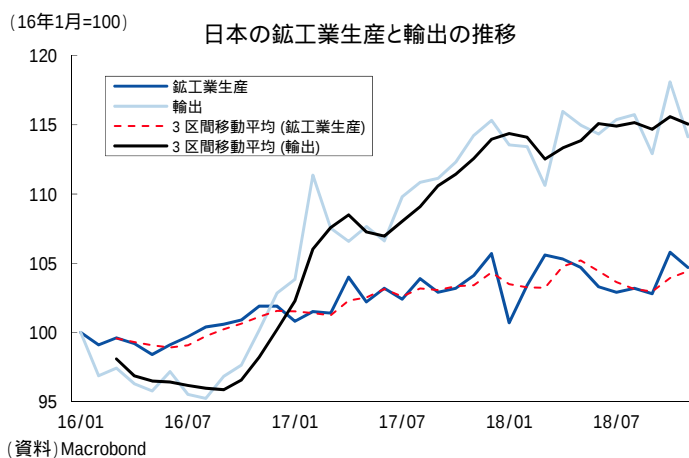
展望レポートにおける2年後の物価予想の推移
(予想中央値、生鮮食品・増税影響除く)



予想というより日銀の希望・期待・意気込みが反映されやすく、それゆえに「願望」レポートとも揶揄されてきた経緯がある。図にも示されるように、黒田体制発足後、「2年後のコアCPI予想」だけに着目すれば、基本的には「+1.8～2.0%」のレンジで推移してきた。この予想は全く当たってこなかったわけだが、元より2年後の物価予測の精度はおぼつかないのだから、そうした状況が大きく問題視されることもなかったし、恐らくそれは今でも同じだろう。しかし、2018年7月の展望レポート以降、「2年後のコアCPI予想」はこれで3回連続の下方修正であり、+1.5%を割り込んだのも初めてである。もはや「願

望」を提示することも苦しい状況に変わってきたと理解すべきか。だが、今回示された 2019 年度から 2020 年度へのジャンプアップ（+0.9%→+1.4%）も比較的、苦しい予想であることには違いない。

一方、日銀は実体経済の評価に関し輸出や鉱工業生産について「増加基調」という判断を据え置いている。図示されるように、輸出も鉱工業生産も、2018 年後半は増加基調ではなく「横ばい」の方がしっくりくる状況である（図）。展望レポート自体が全体的に下方修正される中で同表記も変えやすいタイミングだったように思うが、基本シナリオが変わっていないことを強弁するための「強がり」なのだろうか。それでも 2018 年初頭と比較すれば輸出も生産も「増加」



しているのは確かであるため完全に誤りとは言えない。だが、前年比で明確に基調が反転してきた時、これらの表記も修正を迫られるであろうし、政策変更の余地が市場でも囁かれてくるだろう。

「次の一手」が緩和は議論の余地無し

こうした展望レポートの下方修正に加え、海外経済を取り巻く環境もこれほどはっきりとダウンサイドに振れてきている以上、金融市場は今後、追加緩和を催促しやすくなってくる。FRB や ECB が正常化プロセスを断念する環境で日銀が正常化を追求するのは現実的には不可能である。今さら確認すべき点でもないが、日銀の政策反応関数において最も重要な変数は物価ではなく為替である。これは黒田日銀に限らず、歴史的にそうだったと言って差し支えない。為替への執着が先進国の中でもとりわけ強いのは日本の特質である。今後、欧米中銀が正常化プロセスを断念する環境が強まっていけば、当然、欧米金利にも低下圧力が掛かり、元々金利の消滅している日本との金利差は縮小する。内外金利差が縮小すれば投機筋における円買い・外貨売りもコストが下がり機能しやすくなる。2%の物価目標（願望）を半ば諦めた格好になっている以上、日銀の関心事はより為替に向かいやすい状況でもある。「次の一手」が緩和に傾斜していることに議論の余地はあるまい。

なお、このままいけば、次回 4 月の展望レポートから追加される 2021 年度見通しも +2% に届かない可能性がある。その場合、今回反対票を投じた片岡・原田両審議委員は 2% に拘泥し、やはり現状維持を善しとしないであろう。その際、執行部を割ってでも若田部副総裁が反対票を投じる動きが見られるのかどうかなどが焦点となる。そうなったからといって大勢（現状維持）に影響が出とは思えないが、今後金融市場の 1 つの関心事として浮上してくる可能性は指摘したい。

《メインシナリオへのリスク点検～円安リスクはどこにあるのか～》

未だ調整の余地あり

最後にメインシナリオに対するリスク点検を行いたい。前月までのリスク点検はあくまで円安・円高両サイドのリスク要因を列挙する構成にしていたが、後述するように本欄のメインシナリオはあくまでドル安およびその結果としての円高であるため、最大のリスクはあくまで円安リスクである。それゆえ円

安リスクに焦点をあてた上で点検を進めるという進め方にしたい。

過去 1 年、本欄のメインシナリオは「FRB の正常化プロセス終了に伴い米金利およびドル相場が下落。結果として円相場も騰勢が避けられない」といったストーリーラインを基本としてきた。昨年 10 月以降、米金利上昇を受けた株価の動揺を無視できなくなった FRB はハト派色を強めており、上述したように、1 月の FOMC 声明文は正常化プロセスの終了宣言の様相を呈していた。既述の通り、FF 金利先物市場では今後 1 年間の金利織り込みに関し、利下げを織り込む動きも見られ始め、もはやここから米金利やドル相場が復調するイメージは作りにくい。メインシナリオは着実に進行中と言って差し支えない。

むしろ「進行中というより既に調整済み」という考え方もあるかもしれない。あれほど FOMC 声明文がハト派に振れた以上、もう調整余地はないという見方も一理はある。だが、筆者はまだ完全に織り込みが済んだとは思っていない。既述の通り、3 月発表のドットチャートが「2019 年利上げ無し」という仕上がりになる可能性は多くの市場参加者が想定していると思われるが、実際にそれが提示された時のショックはそれなりにあるというのが筆者の考えである。ラフに言えば、FRB が「切れるカード」はまだ残っている。例えば市場が今以上に悲観に振れた場合、利下げや B/S 縮小停止（はたまた拡大）を「次の一手」として示唆することは可能だろう。その場合、金利や為替も一段の調整を迫られるはずだ。

最も本質的で現実的なリスク

繰り返しになるが、こうしたメインシナリオにとって考えなければならない本質的で現実的なリスクは円安をもたらす諸々のリスクである（表）。その中で最も大きなものはやはり「米経済が意外にも堅調で FRB の正常化も継続できてしまう」という展開であろう。例えば、バーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的

警戒したい円安リスク

	具体例	象徴的には・・・	可能性
	想定外の米経済堅調	上がらない失業率、持ち直す株価やISM景気指数	中～高
	トランプ政権の保護主義撤退	米中貿易戦争の完全解決	低
	ブレイグジット方針の撤回	再国民投票の実施	中～高
	日銀の追加緩和	マイナス金利付資金供給	低

（資料）筆者作成

縮小（テーパリング）を示唆し始めた 2013 年 5 月の時点で米国の失業率が 3.7%まで下がると予想していた向きは FRB を含め皆無だろう。FOMC 内でハト派筆頭として知られるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁はかつて「これほど働きたい人々が米国にいるとは思わなかった」とエッセイで述べていたことがあるが、それほど一国の完全雇用状態（ないし潜在成長率）を正確に推計するのは難しい。今後 1 年程度、意外な堅調さが維持されてしまうリスクは否定しかねる。

過去 1 年、本欄のメインシナリオが実現してこなかったのも米国の労働市場の地力を読み誤ったという点に尽きる。非農業部門雇用者数変化があれほど好調だったからこそ FRB の利上げを継続できたし、だからこそ米金利もドルも秋頃までは上昇基調を描くことができたのである。「想定外の米経済の強さ」は本欄が最も警戒すべきリスクシナリオであり、これが実現化する中では本欄が想定するほどの円高・ドル安（100 円程度まで）は進むまい。もちろん、米経済自体に改善の糊代が小さいことには議論の余地が無いので円安に進む可能性は相変わらず高くはないと考えるが、円高の動きが抑制されるのも間違いない。米経済が目に見えて崩れてこないと 2018 年と同様、方向感に乏しい相場が続く恐れがある。

政治的な円安リスク

そうした「想定外の米経済の強さ」を経済面からの円安リスクとすれば、政治面から円安リスクもある。その中で最も大きな論点は「トランプ政権の保護主義撤退」ではないか。多くの予測機関が指摘するように、現在の世界経済にとって最大の懸念事項はトランプ政権の仕掛ける貿易戦争の行方が全く読めないことである。だからこそ PMI のようなソフトデータは元より、各国のハードデータにも不調をきたし始めているのである。トランプ政権の通商政策を理由に設備投資計画を控えめに策定する企業も少なくないだろう。もはや貿易戦争はリスクというよりも徐々に現実化している世界経済の政治的な足枷と言える。それゆえ、これが取り払われれば、まず心理面に与える改善効果は小さくないであろうし、それはいずれ実体経済指標に波及する。その象徴的な動きとして警戒される動きは「米中貿易戦争の完全解決」だろうか。完全解決とは文字通り完全に解決することであり、例えば昨夏から互いに押し付け合っている追加関税の完全撤廃などは両者の関係が正常化に向かう象徴的な動きであり、市場は大いに好感する話になるだろう。だが、技術移転の強要や知的財産権保護など、米国が中国に要求している改革事項は簡単なものではなく早晩解決に至るとは筆者は到底思えない。トランプ大統領としても自身の再選を図るためには「中国の不公平貿易に立ち向かう大統領」を演じたいはずであり、ある程度、中国に対しては生かさず殺さずの扱いを進めるはずだ。

ちなみに政治的な円安リスクという意味では英国の EU 離脱（ブレグジット）交渉の行方からも目が離せない。現段階では全く先が見えないが、「とりあえずは 3 月 29 日の離脱日は延期へ」という話に流れば安堵感から円売りは進むだろう。しかし、より大きな円安リスクは「再国民投票実施へ」となった場合、一転して残留方針への期待が高まり、楽観ムードに包まれることである。「離脱日を延期する」という話だけで円売りが進む現状を踏まえれば、再国民投票がもたらすショックは前回の国民投票並みの大きさになる恐れがある。政治的にはこれが一番怖い円安リスクに思える。

本邦発の円安リスク

海外要因に比べれば、基本的に本邦要因が為替市場の潮流に影響を及ぼすことは無いと思われるが、敢えて言えば日銀の挙動には注目したい。1 月 23 日公表の「展望レポート」でははっきりとリスク評価が下方修正され、「次の一手」として追加緩和が検討されても全く不思議ではない状況に至っている。しかし、その一手として具体的に何が検討されるのかは未だコンセンサスがない。金融機関の体力に鑑みれば、マイナス金利の深掘りはもはや現実的な選択肢ではなく、複雑な建付けを構築してまで脱却した「量」の世界に今さら戻ることも考えにくい。敢えて言えば、早川・元日銀理事がブルームバーグとのインタビューで口にしたマイナス金利付き資金供給に耳目が集まってはいるが、金融機関支援とも取られかねない策である上、ほぼ間違いなく貸出増加などは起きないであろうことを踏まえれば、これも現時点では採り得る選択肢に思えない。ただ、「円高が進んだ場合」という条件を付ければ、確かにそれが唯一取り得る選択肢であり、ヘッドラインのインパクトの強さから確かに円安を招来する力はある程度持つかもしれない。マイナス金利付き資金供給自体、既に ECB がターゲット型長期流動性供給第二弾（TLTRO2）で実施済みの策であるため、マイナス金利の導入時ほど、ハードルは高くないとも言える。いずれにせよ、まだ可能性が高くない策であればこそ、実施されれば円安リスクにはなるはずだ。

円高リスクは諸々ある

以上、本欄にとっての円安リスクを中心に見てきたが、円高リスクも当然ある。本欄が想定する方向感と一致しているとはいえ、それを超える勢いをもって円高が進むリスクもある。往々にして金融市場では「悪いこと⇨円高」で処理される傾向にあるため、これを逐一挙げてしまうと枚挙に暇がない。最も分かりやすい展開として、これまでに列挙してきた円安リスクと真逆の展開を想像してみると良いだろう。米国が想定外に大きな失速感に見舞われ FRB が利下げや量的緩和の復活に追い込まれる場合や米中貿易戦争が一段の激化を辿る場合などである。はたまたブレグジット交渉が完全に決裂し、合意なし（ノーディール）離脱が不可避になる場合や日銀が正常化プロセスに邁進し利上げに踏み込むような場合も円高になるだろう。また、欧州に目をやればドイツ、フランス、イタリアといったコア・セミアコアの政局流動化が懸念される状況でもあり、これも事によっては円高リスクであろう。昨年、散々金融市場を賑わせた新興国を巡る資金フロー上の混乱も円高リスクとなるはずだ。

世界経済のピークアウトがそこかしこで囁かれる中、予測期間中、「悪いこと」は放って置いてもそこかしこで頻発してくる可能性が高いだろう。また、既述の通り、ここから先の米国経済が現状を「維持」することはあっても、そこから「加速」する可能性は限りなく低そうであり、だからこそ米金利やドルもそれに応じた動きにしか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～「敵失のユーロ高」が続きそう～

《ECB の金融政策の現状と展望～「年内利上げ無し」が基本線に～》

リスクバランス変更により正常化プロセスは遅延へ

1 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。先週の本欄でも議論した通り、今会合の見どころは①リスクバランスの変更（均衡→下方）、②ターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の行方の 2 点であった。結論から言えば、ともに相応の情報が提供されており、ECB ウォッチの上では完全に「無風」という結果でもなかった。

まず①に関していえば、12 月会合は従前の「概ね均衡している（broadly balanced）」から「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）」へ修正された。「均衡しているが危ない」というトーンであった。それが今会合では「ユーロ圏の成長見通しにまつわるリスクは下方にシフトした（The risks surrounding the euro area growth outlook have moved to the downside）」と完了形に変わっている。リスクバランスの評価が下方となるのは 2017 年 4 月以来である。ちなみに、当時は「均衡には向かってはいるものの、依然下方に傾いている」とあり、今とは逆に上向きの過渡期にあった。その後、2017 年 6 月のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演を経てユーロ相場の急騰が始まったことは記憶に新しい。いずれにせよ、リスクバランスが下方へシフトしたことで正常化プロセスは遅延せざるを得ないだろう。この評価を変えない限り、前には進めまい。なお、リスク評価の変更は全会一致だったとされているから、簡単に変わることもないだろう。

「the policy mode」ではないとの基本姿勢

リスクバランスが下方シフトされた以上、市場はその影響に思索を巡らせ始める。この点、ドラギ総裁は 1 番目の質問者に「その変更の含意は何か」と尋ねられたことに対し「今回の理事会では（リスクの均衡の変更を巡る）政策への影響については討議しなかった。今回は主にアセスメントに焦点を当てた。われわれが今どこにいるのか、減速はどの程度継続するのか、減速は悪化するのか、それとも若干の減速が長く続くのか。そういったことが討議された」と回答し、あくまで「リスク評価」と「政策変更」の関連性について言質を与えていない。むろん、両者が無関係ということなどあり得ず、ドラギ総裁も「明らかに、アセスメントは政策に影響を及ぼすが、今回は討議しなかった」と述べているため、「あくまで現段階に限っては」具体策を検討する用意はないという整理になろう。なお、別の記者も「高まる懸念に対して FRB は利上げ回数を減らすというリアクションを採りそうだが、ECB はどうするつもりか」と率直に尋ねている。これに対してもドラギ総裁はあくまで現在は「the assessment mode」であって「the policy mode」ではないと回答し、現在はあくまで状況判断のタイミングであると線を引いている。その上で、ECB が有している緩和手段の数を思えば、策が尽きることはあり得ないと断言している。現状のムードが続けば「the policy mode」へ踏み込む必要は避けられないと考えるのが妥当であろう。

暗に「年内利上げ無し」を認めたドラギ総裁

今回の会合がリスク評価の見直しに費やされたことは、「現局面がどれくらい続くと思うか」と尋ねた記者（3 人目の質問者）への回答において長々と自身のマクロ経済観を喋り始め、同記者の 2 つ目の質問

への回答を忘れてしまうといった場面からも窺えた。ちなみにその2つ目の質問とは「金融市場は ECB の利上げ見通しに関し、正しく織り込んでいると思うか」というものであった。これに対し、なお、ドラギ総裁は「市場は ECB のフォワードガイダンスの付帯条件を踏まえ、2020 年に利上げが開始されるとの予想を織り込んでおり、市場が ECB の政策反応関数を理解していることを示している」と述べている。やや回りくどい言い方で

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ

	EONIA	想定される預金ファシリティ金利	時期
現在	-0.37	-0.40	
6か月先6M	-0.34	-0.37	2020年1月
12か月先3M	-0.30	-0.33	2020年4月
15か月先3M	-0.28	-0.31	2020年7月
18か月先3M	-0.22	-0.25	2020年10月
21か月先3か月	-0.19	-0.22	2021年1月
24か月先3M	-0.11	-0.14	2021年4月
24か月先6M	-0.09	-0.12	2021年7月

(資料) Bloomberg

色つき部分は完全に10bpsの利上げを織り込むイメージの時期

預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

あったため話題になっていない印象だが、これは「年内利上げ無し」をドラギ総裁が暗に認めたようにも見える。現在、6か月先6か月物 EONIA フォワードは▲0.34%であり、足許の▲0.37%と殆ど変わらない。つまり、1年以内に利上げがあると思っている市場参加者はごく少数と見受けられる。さらに見通しを延ばしてみると、12か月先3か月物で▲0.30%、15か月先3か月物で▲0.28%、18か月先3か月物で▲0.22%といった織り込みが進んでおり（表）、完全に利上げを織り込むのは2020年9月以降といったイメージになる。スタッフ見通し改訂のタイミング（3・6・9・12月）という節目で利上げ着手が決断されたとした場合、最速の利上げタイミングは「2020年6月頃」といったイメージだろうか。もちろん、再投資停止はフォワードガイダンス（端的には利上げ着手までは再投資継続というガイダンス）に基づき、さらに後ずれすることになる。経済・金融情勢に恵まれた FRB でも量的緩和終了から再投資停止まで3年かかったことを思い返せば、2021年中というのが1つの目処になってくるかもしれない。

利上げよりも緊急性が高そうな TLTRO3

リスクバランスと並んでもう1つの注目点であった TLTRO3 の処遇について、ドラギ総裁は「新たな TLTRO について数人から言及があったが、何も決定されなかった。これは今回の理事会では政策について討議はせず、評価（アセスメント）のみに焦点を当てたことが理由だ」と議論の存在を認めているが、あくまで今回の議論の主題はリスクバランスの変更（≡アセスメント）であって、新規の政策導入を検討するものではなかったことが強調されている。昨年来、ECB を取り巻く環境は「とても正常化できるムードではない」というのが実情だが、今回の声明文や総裁会見を見る限り、ECB もその事実は承知しているものと見受けられる。1月21日に改定が発表された IMF 世界経済見通しを見れば一目瞭然だが、今や日米欧三極の中でユーロ圏の地力が最も不安視される状況にある。

既に過去3か月で金融市場のメインシナリオは「2019年、2回程度の利上げ」から「2019年の利上げはなし」と大幅に下方修正された印象があり、悲観的なシナリオとして「拡大資産購入プログラム (APP) の再開」という見方も出ている。まずはスタッフ見通し改訂が行われる3月に合わせ TLTRO3 の実施を内部の専門委員会に指示し、早ければ4月、遅くとも TLTRO2 の第1回目の満期が到来する1年前に相当する今年6月には新たな枠組みが公表される可能性が高いだろう。一部報道では銀行収益への影響に鑑み、利上げを検討するとの観測も浮上しており、この観点から質問する記者は今回もいた。だが、緊急性が高いのは金融機関の資金繰りに大きな影響を持つ TLTRO2 の後継スキームであろう。

改めて状況を整理しておく

と、この問題は昨年 10 月 24～25 日開催の政策理事会議事
要旨で「来年（2019 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

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。

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以降、頻繁に取りざたされるようになってきている。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(表)、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・9 月・12 月実施分について既に行われている。だが、これらはそれぞれ 110.3 億ユーロ・36.3 億ユーロ・31.3 億ユーロと微々たるものであった。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(第 1 回 TLTRO2 の実施額は 3993 億ユーロ)。

かかる状況下、追加緩和という文脈ではなく金融システム安定化への対応という観点から TLTRO3 を検討される可能性は高そうに思われ、それは明らかに利上げよりも緊急性の高い論点として ECB も取り組むと予想される。それに加え減速する実体経済に対してどのような施策を提示する展開があり得るのかを検討することが必要だろう。いずれにせよ、昨年秋頃には「2019 年には 2 回程度の利上げ」とまで言われた状況はもはや一変しており、FF 金利先物市場などに見られるように、むしろ利下げを織り込むような可能性も僅かながら警戒したい。

《ユーロ圏経済の現状と展望～劣後する政治・経済情勢が支えるユーロ相場～》

世界経済の減速を主導する欧州

IMF は昨年 10 月に公表した秋季世界経済見通しの改訂を発表し、2019～2020 年の世界経済の成長率見通しをそれぞれ 3.7%から 3.5%へ、3.7%から 3.6%へと引き下げた(表)。過去の本欄では繰り返し議論しているが、先進国における欧州の減速感は特筆すべきものがある。とりわけ目立つのが 2018 年 7～9 月期の成長率が 2015 年 1～3 月期以来のマイナスに落ち込んだドイツであり、2019 年の見通しが 1.9%から 1.3%へ 0.6%ポイントも引き下げられている。2018 年 9 月から施行されている新排ガス基準「乗用車などの国際調和排出ガス・燃費試験法(WLTP)」への対応が遅れ、自動車生産が一時的に落ち込んだだけという見立てが多いが、そもそも世界経

IMFの世界経済見通し(秋季改定、2019年1月)

	2019			2020		
	(見通し)	(10月時点)	修正幅	(見通し)	(10月時点)	修正幅
世界	3.5	3.7	▲0.2	3.6	3.7	▲0.1
先進国	2.0	2.1	▲0.1	1.7	1.7	0.0
米国	2.5	2.5	0.0	1.8	1.8	0.0
ユーロ圏	1.6	1.9	▲0.3	1.7	1.7	0.0
ドイツ	1.3	1.9	▲0.6	1.6	1.6	0.0
フランス	1.5	1.6	▲0.1	1.6	1.6	0.0
イタリア	0.6	1.0	▲0.4	0.9	0.9	0.0
スペイン	2.2	2.2	0.0	1.9	1.9	0.0
日本	1.1	0.9	0.2	0.5	0.3	0.2
新興国	4.5	4.7	▲0.2	4.9	4.9	0.0
中国	6.2	6.2	0.0	6.2	6.2	0.0
ロシア	1.6	1.8	▲0.2	1.7	1.8	▲0.1
インド	7.5	7.4	0.1	7.7	7.7	0.0
ブラジル	2.5	2.4	0.1	2.2	2.3	▲0.1

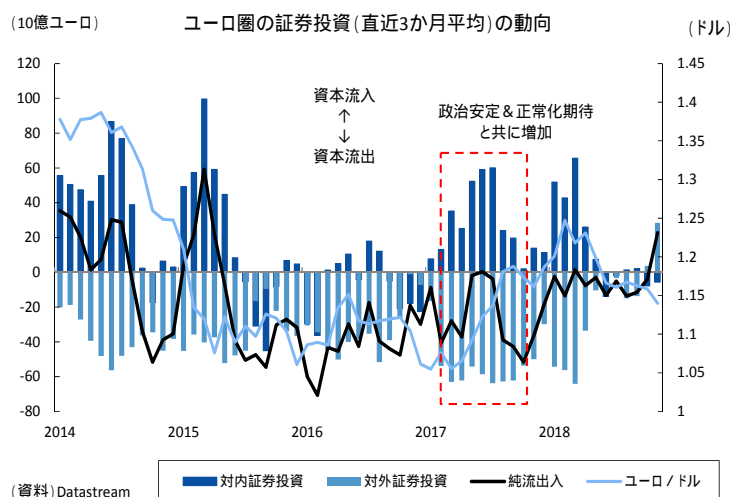
(資料)IMF "World Economic Outlook", 2019年1月

済が減速基調にあることを思えば、同国成長の要である輸出の先行きに関しては悲観的にならざるを得ない。このほか 2019 年見通しを見ると、民衆の抗議デモに喘ぐフランスや政局混乱から新年度の予算編成がもたつたイタリアがそれぞれ 1.6%から 1.5%へ、1.0%から 0.6%へと引き下げられた。結果、ユーロ圏全体の成長率は 1.9%から 1.6%へ引き下げられている。上方修正された日本、横ばいだった米国と比べると欧州の劣後感が日米欧三極の中で特に目立つ仕上がりとなっている。

ユーロ相場を支える資本フロー

とはいえ、誰が見ても不調と言わざるを得ないユーロ圏の政治・経済情勢とは裏腹にユーロ相場には底堅さも見えて取れる。ひとえに昨秋よりドル相場が高いところから急落してきているという「敵失」による部分が大きく、決して域内の経済・金融・政治情勢を評価したものではない。しかし、それだけではないかもしれない。域内の政治・経済が勢いを欠くからこそ、リスク許容度が毀損し、対外リスクテイクの動きが冴えないという面もあろう。結果、為替市場におけるユーロ売り（・外貨買い）も抑制されることになる。域内経済を評価して域外から入ってくる資本フローは当然多くない一方、域外経済を目指して域内から出て行く資本フローも（統計上は）多くないという実情がある。

こうした事実はユーロ圏の国際収支統計における対内・対外証券投資から確認できる。まず、対内証券投資に関しては、直近 3 年間でユーロ圏への積極的な買い越し（流入）が見られたのは、2017 年前半と 2018 年前半（厳密には 1～4 月）だけである。前者に関しては 2017 年 4～5 月のマクロン仏大統領誕生に端を発する EU 政治の安定への期待も含まれていたことは本欄で何度も議論した。2018 年上半期はフォワードガイダンスの修正や拡大資産購入プログラム

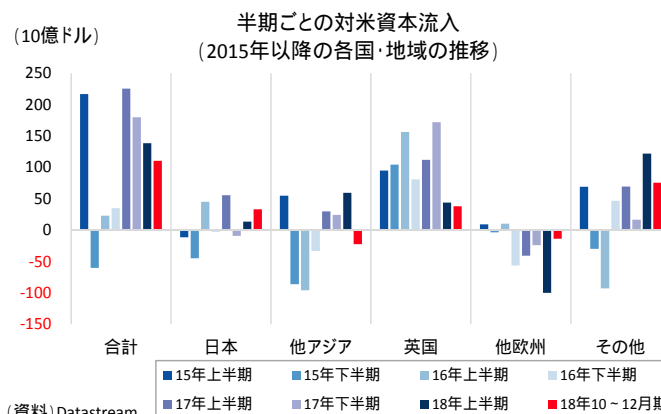


(APP) の打ち切り、そしてその先にある利上げや再投資停止（バランスシート縮小）といった ECB の正常化プロセスを見込んでユーロ建て資産への投資が勢いづいていた時期である。だが、2018 年後半に入るとユーロ域内への対内証券投資はほぼ途絶している（図）。

一方、域外への対外証券投資は買い越し（流出）基調が続いているが、明確に勢いは衰えており、2018 年 9 月以降は売り越し（流入、要するにレパトリ）が膨らんだ結果、ネット資本フローが大幅流入に転じている。悲惨な政治・経済情勢にも拘らず、ユーロ相場が大崩れしない背景にはこうしたユーロ圏を取り巻く資本フローの実相があることを念頭に置きたいところである。

細る「欧州→米国」のフロー

対ドルでのユーロ相場と資本フローの関係性を考察する上では、対米証券投資動向が気にかかるところである。この点、米国側の統計（財務省、TIC レポート）から確認したものが右図となる。ユーロ圏という括りは存在しないため、「英国を除くその他欧州（図中では他欧州）」を参考にするが、基本的に両地域を巡る資本フローの方向感は「他欧州→米国」ではなく「米国→他欧州」である。もちろん、他欧州からの投資であっても英国経由で記帳されている部分が小さくないと推測されるため、実際は相当額の「他欧州→米国」のフローは存在すると思われるが、2018年に関して言えば、英国から米国への資本流入も明確に細っている（図）。



いずれにせよ、米国側のデータからも、政治・経済情勢の混沌とした状況を背景に欧州のリスク許容度が毀損し、欧州から米国への資本フロー（対外証券投資）が抑制されているという状況が見出せる。これらの事実はユーロ相場の対ドル推移を考える上では「追い風」である。世界最大の経常黒字を抱えるユーロ圏が域外への投資を控えれば、やはりユーロの実需は買いが優勢となりやすいはずである。リスク回避ムードの高まりが対外リスクテイクを抑制する結果、為替相場の堅調に寄与するという構図は円が頻繁に経験している地合いである。かつて筆者は拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』3の中でユーロ相場がそうした変質を果たしてくるとの主張を展開したが、現状はやはりそうなりつつあるように見える。いずれにせよ、現状のユーロ相場の意外な堅調の背景には「ドル安による敵失で堅調」というシンプルな理由以外に、資本フローが域内に偏在化しているという事実も覚えておくと良いだろう。

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 唐鎌大輔『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』東洋経済新報社、2014年11月