

# 中期為替相場見通し

2019 年 2 月 28 日

みずほ銀行

国際為替部

## 目次

|                 |     |
|-----------------|-----|
| <b>【見通しの概要】</b> | P.2 |
|-----------------|-----|

### ◆ ドル/円相場の見通し～円高が進まない背景はどこにあるのか～

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| ドル/円相場の現状と展望～水準は新常态と考えるべきか～        | P.3  |
| 円相場の基礎的需給の現状と展望～止まりそうにない直接投資の増加基調～ | P.4  |
| 米金融政策の現状と展望～「patient」の舞台裏～         | P.10 |
| 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～いよいよ難しそうな利上げの先行き～

|                                 |      |
|---------------------------------|------|
| ユーロ圏経済の現状と展望～年内利上げについて市場は諦めモード～ | P.16 |
| 次期 ECB 総裁レースの現状整理～今度こそドイツのターン？～ | P.17 |

## 【見通しの概要】

国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

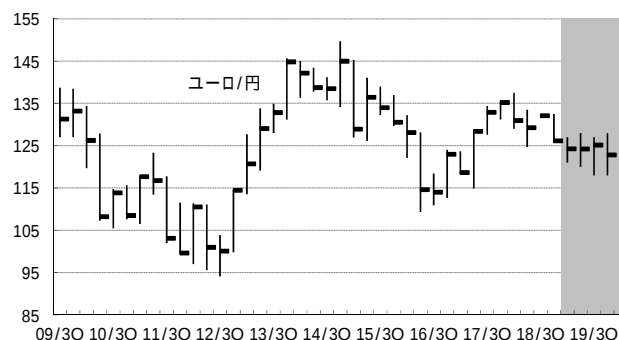
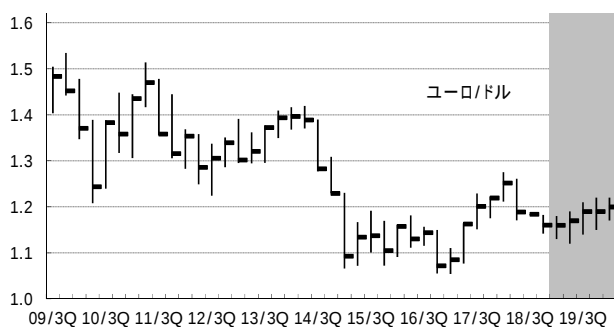
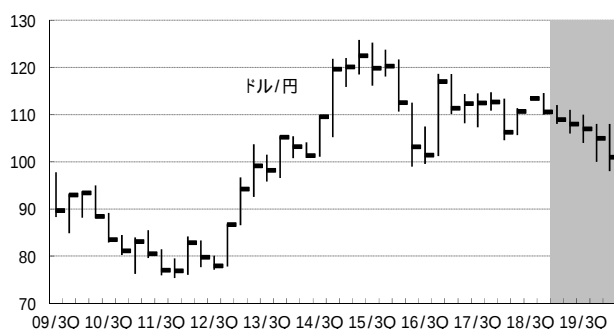
ドル/円相場は FRB のハト派転換にも拘らず堅調である。米経済指標が大崩れしていないこと、為替市場では依然利上げを見込む向きも存在すること、ユーロ圏の政治・経済情勢が総悲観に傾いていることなどがドル相場を支えている。とりわけ、今の FRB は正常化プロセスを「停止」しただけであって「終了」したかどうかは判然とせず、少なくともバランスシート縮小を完全に止めるまでは「終了」とは言えないという部分がある。まずはそうした「正常化プロセスの残滓」がなくなり、完全に「終了」と言える局面を待ちたいところだ。かかる状況下、「FRB の正常化プロセス終了に伴い米金利およびドル相場が下落。結果として円相場も騰勢が避けられない」といった本欄のメインシナリオを修正する必要をさほど感じていない。今後、市場がより悲観に振れた際、FRB に対してはもっと違うカードを切るように市場予想が形成されてくるだろう。その際、ドル高相場はやはり修正を強いられるのではないかと。本欄の想定にとつての最大のリスクは「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 年のような展開だが、予測期間中の米国の成長率が現状から「維持」となることはあっても、「加速」する可能性は低い。現状、米金利とドルの上昇を見込むシナリオは相当に勇気が要るはずだ。

片や、悲惨な政治・経済情勢にも拘らずユーロ相場は底堅く推移している。ブレグジット交渉を巡る不透明感は元より、加盟国同士(独仏)の軋轢や基礎的経済指標の劣化も重なっており、ユーロ相場を取り巻く環境は率直に言って殆ど良いところがない。それでもユーロ相場が大崩れしていないのは、依然 ECB が正常化への意欲を保ち、ブレグジットについてもノーディールが回避されそうという空気が寄与しているのだろう。とりわけブレグジットについては「3 月 29 日」の離脱日が延期される可能性が濃厚であり、市場は目先の不透明感払拭を理由としてユーロを買い進めている。こうした奇妙な均衡状態が続くのかどうかは、まず域内経済の悪化がどこまで続くのかということに依存しよう。想定外の長さや深さを伴うようであれば、ECB の政策運営が再び緩和方向に傾斜するに伴いユーロ相場が下値を切り下げる恐れがある。だが、引き続き本欄ではより高値からの調整を強いられるドル相場の下落の方が大きな影響力を持つと考え、ユーロ/ドルの堅調を予想している。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

|        | 2019年<br>1～2月(実績)           | 3月                    | 4～6月期                 | 7～9月期                 | 10～12月期               | 2020年<br>1～3月期        |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 104.10 ～ 111.24<br>(110.81) | 108 ～ 112<br>(109)    | 106 ～ 111<br>(108)    | 104 ～ 110<br>(107)    | 100 ～ 108<br>(105)    | 98 ～ 108<br>(101)     |
| ユーロ/ドル | 1.1234 ～ 1.1570<br>(1.1374) | 1.11 ～ 1.16<br>(1.14) | 1.10 ～ 1.17<br>(1.15) | 1.12 ～ 1.19<br>(1.17) | 1.13 ～ 1.20<br>(1.17) | 1.15 ～ 1.20<br>(1.18) |
| ユーロ/円  | 117.85 ～ 126.34<br>(126.05) | 121 ～ 127<br>(124)    | 120 ～ 128<br>(124)    | 118 ～ 127<br>(125)    | 118 ～ 128<br>(123)    | 116 ～ 126<br>(119)    |

(注) 1. 実績の欄は2月28日までで、カッコ内2月28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。

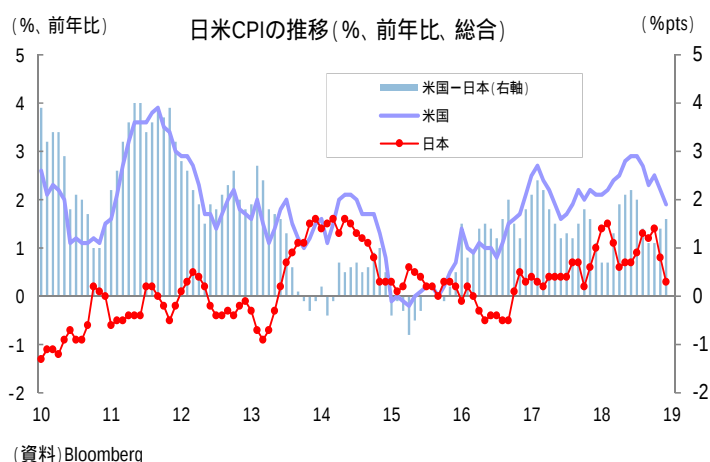


## ◆ ドル/円相場の見通し～円高が進まない背景はどこにあるのか～

《ドル/円相場の現状と展望～水準は新常态と考えるべきか～》

## 膠着相場における一歩退いた視点

2月のドル/円相場は再び110円台を回復し、その後、方向感に乏しい地合いで膠着している。対中関税引き上げ期限の行方、国境警備案を巡る米議会の混乱、英国のEU離脱（ブレグジット）交渉の混迷など、不安な材料には事欠かないが、悲観地合いを定着させる決定打とはなっていない。このような状況では目先の材料を追うのではなく、一歩二歩退いた視点で現状評価を行うことも必要だろう。変動為替相場の下での為替レートは二国間の物価格

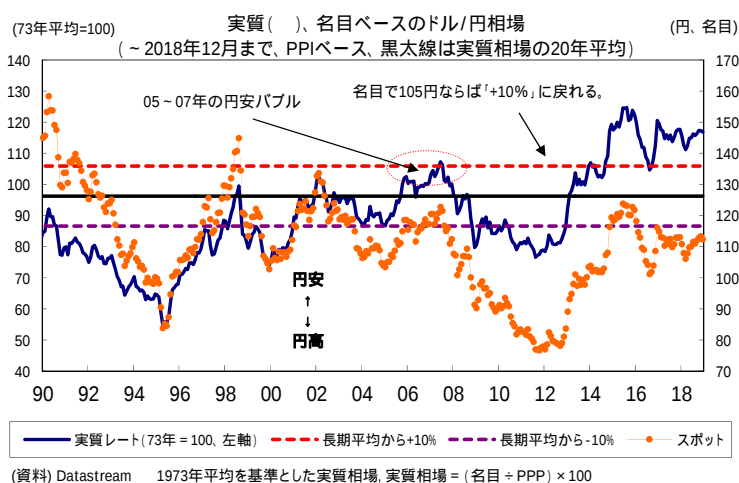


差を均すように動くはずである。この点、日米物価格差を見てみると、昨年央から米国の物価の騰勢はピークアウトしているが、日本との物価格差は依然明白である。日本は未曾有の金融緩和の効果は殆ど出ておらず、粘着的なデフインフレ状況を感じざるを得ない。具体的には2013年以降の両国の物価上昇率を比較すると、1.0～1.5%ポイント程度の格差が常態化している(図)。

為替市場を中長期的に展望するにあたって、こうした事実をどう捉えるべきか。例えば5年前となる2014年2月、ドル/円相場は101～102円で推移していた。そこから毎年1.5%ポイント、5年で7.5%ポイントの物価格差を均すように為替が動くとすれば95円程度までの円高が進んでも不思議ではなかった。もちろん、現実の世界では為替市場はあらゆる材料に反応するため、そうした極めて簡略化した値動きは実現しない。しかし、「物価尺度で検討した場合の円高・ドル安圧力は着実に蓄積している」という懸念を抱くことは、極めて正常な基本姿勢でもある。

## 発想の転換をする時？

とはいえ、現状を新常态と肯定する見方もある。右図は日米物価(CPI)格差を加味した実質ベースのドル/円相場である。一瞥して分かるように、過去30年弱のドル/円相場の歴史を振り返ってみても、過去5年の円安・ドル高は相当過剰な印象を受ける。スケールの問題があるため1990年以降のチャートとしているが、これほど実質ドル/円相場が長期平均(20年平均)を上抜けて定着しているケースはプラザ合意直前の1980年代前半くらいである。円安バブルと



言われた2005～07年ですら実質ドル/円相場の長期平均からの乖離率は+10%を超える程度だった。過去5年平均では+20%程度の乖離が常態化しており、歴史上経験したことのない異質な地合いである。

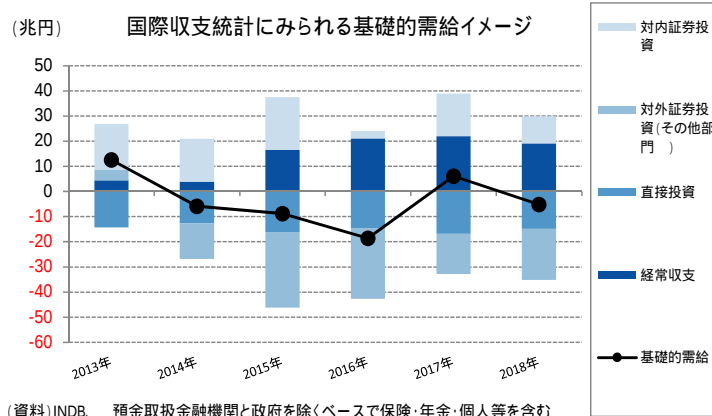
何故、このようなことが起きているのか。そもそもドルを買う動機が昔に比べて強まっているのは間違いない。金融危機を経て利上げを期待できる通貨がドルしかなくなったこと、各種規制が強化される中でドル需要がひっ迫していること、ドルの対抗馬たるユーロが全く受け皿になっていないことなどは指摘できる。しかし、最も指摘されるのが輸出拠点としての日本経済の力が弱まったからという事実である。これは単に日本企業の輸出競争力が劣化したという経緯もあるのだろうが、企業戦略として海外生産を選んだ日本企業も多いという事実が影響している。行き過ぎた円安が調整を経て円高に向かうためには「円安で輸出が急増し、貿易黒字が急拡大する」というプロセスが必要になるが、周知の通り、もはやそのような動きは確認されない。「過剰な円安」が「過剰な黒字」をもたらして初めて物価尺度が意味を持つという論点は確かに無視できない。

とすると、実質ドル/円相場が長期平均から+10%程度乖離したり、実質実効為替相場で見て+20%程度乖離したりする動きが「普通」なのだという発想の転換がやはり必要になる。だが、本当にそうした発想転換が必要かどうかは、FRBがB/S縮小を含めた現行路線をはっきりと撤回し、米金利が低下局面に突入した時に考えれば良いだろう。円高の「底」となる水準が80円台や70円台となる可能性は低下したとしても、方向感として円安予想が難しい地合いは変わっていないというのが筆者の基本認識である。

## 《円相場の基礎的需給の現状と展望～止まりそうにない直接投資の増加基調～》

### 過去2年、円相場の需給は均せば中立という印象

2月には本邦12月国際収支統計が公表され、2018年通年で見た円相場の基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）が把握できるようになったので整理しておきたい。本欄で予測の指針としている基礎的需給に関し、2018年は約▲5.2兆円と2年ぶりの円売り超過に転じている。イメージとしては2017年の小幅な円買い超過（+6.1兆円）をちょうど相殺するようなイメージである。いずれせよ、どちらも際立った超



過幅ではなく、過去2年は「均してみれば需給は中立」という印象が適切なのかもしれない。思えばドル/円相場の値幅に関し、2017年は史上3番目の小ささであり、2018年は史上最小という地合いだった。国際収支で見た需給バランスの均衡も、そのような方向感に乏しい地合いの一因だったのだろうか。

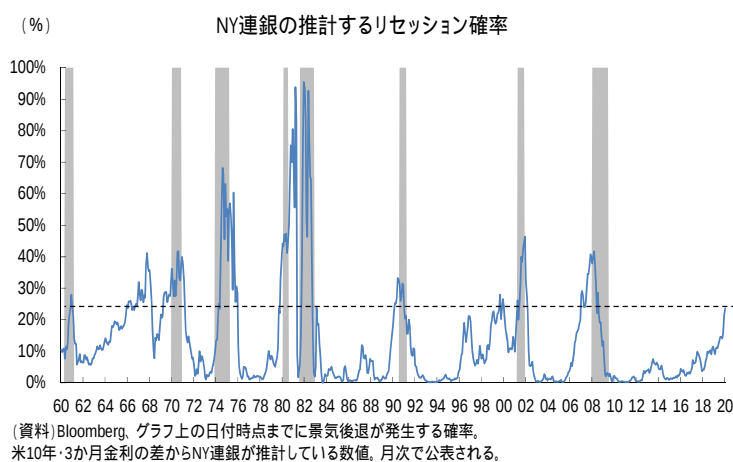
### クロスボーダーM&Aの潮流は変わるか？

こうした需給バランスを項目別に見るとどうか。2018年の経常収支は約+19兆円の黒字となり、黒字額としては3年ぶりの低水準、前年比での減少は4年ぶりの動きとなった。主として原油価格の上昇が輸入金額を底上げしたことが大きい。世界経済のピークアウトが懸念される2019年のマクロ環境を踏まえると、輸出の減速も1つの見どころになってくるだろう。その際、原油価格もピークアウトしていると思われるため、経常黒字に与える影響はその綱引きということになるが、貿易戦争の収束が早期に見込めないという前提に立てば、自動車を武器とする日本の輸出は打撃を受けやすく、黒字も圧縮され

やすいかもしれない。一方、対外証券投資は約▲20兆円の買い越しとなり、前年の約▲16兆円からやや加速した。年4回の米国の利上げに準じた動きであり、例年通り、この部分がどう変わってくるかが2019年の見どころだろう。ちなみに対内証券投資は日本株売りの動きを中心として買い越しが減少しているため、対内・対外証券投資をネットアウトした資本フローは流出超、すなわち円売りを後押すような動きとなっている。そのほか、近年、安定的な円売りフローとして注目されている対外直接投資は約▲18兆円の買い越しと引き続き旺盛だが、前年の約▲19兆円から減速している。対外直接投資の減速は2014年以来、4年ぶりである。大型のクロスボーダーM&A案件が相次ぐような潮流が曲がり角に差し掛かっているのか。筆者は潮流の継続を見込むが、注意を要する論点ではある。この点は後述したい。

## 不況確率が高まる中で対外証券投資は出にくいはず

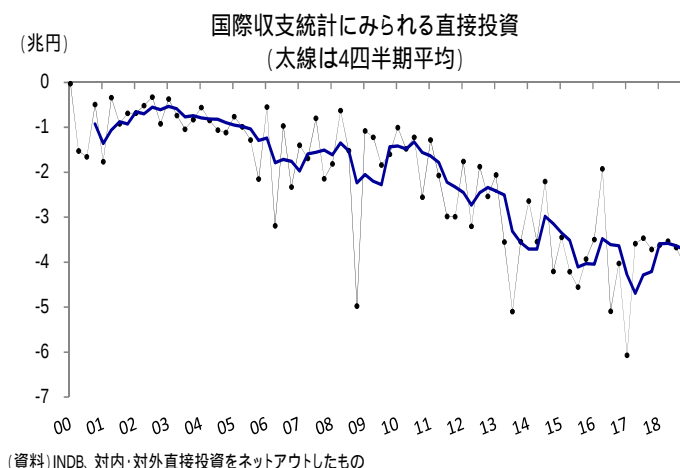
2019年の需給環境はどう変わってくるだろうか。1月のFOMC声明文に象徴されるように、もはやFRBの「次の一手」は利上げではなくなった。こうなってくると円相場の基礎的需給バランスを左右する対外証券投資は衰えることはあっても加速することはないと考えるのが自然である。国際収支と同タイミングで公表された1月分の『対外及び対内証券売買契約等の状況（週次・指定報告機関ベース）』を見ると、対外証券投資は中長期債主導で約▲



1.4兆円の買い越しとなっているが、1月FOMCを経て明確に金融政策の方向転換が図られた以上、本邦機関投資家の対外証券投資も影響は免れないだろう。なお、ニューヨーク連銀が公表するリセッション確率の推計は24%と2008年以来の高水準をつけているが、図示されるように、過去に推計確率がこの水準まで高まったケースで不況を免れたケースは稀である。かかる状況下、少なくとも今後米金利が上昇し、日米金利差拡大をドライバーとする円安シナリオを描くのは相当無理があるというのが引き続き筆者の基本認識である。米経済が退潮となるタイミングにおいては本邦投資家のリスク回避姿勢も強まり、対外証券投資はどちらかと言えば、売り越しに傾きやすいというのが経験則ではないだろうか。結果として、基礎的需給環境が円売りを支持するような展開は予想が難しいように思える。

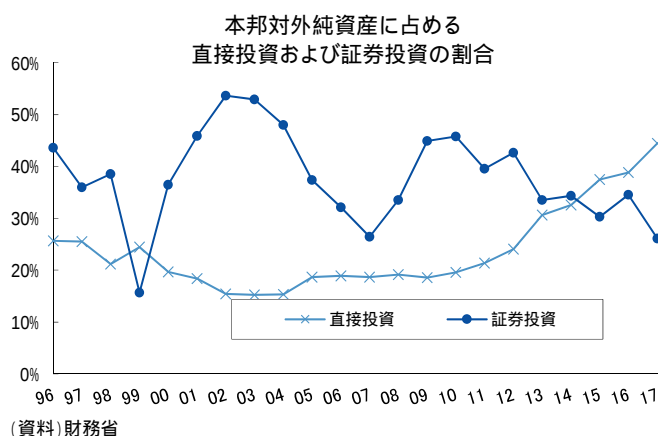
## 6 重苦をバネに増えてきた FDI

上述したように、2018年の対外直接投資は2014年以来、4年ぶりの減少となった。この点に関しては近年、関心が高いこともあるので掘り下げた議論を行っておきたい。近年、円の基礎的需給において無視し得ない存在感を放つ対外直接投資の行方は相場予想にとっ



でも重要である。過去 20 年、本邦から海外への対外直接投資（以下単に FDI）は一貫して増加基調にある。前頁図は対内・対外直接投資をネットアウトして見たものだが、それでも基調ははっきりとしている（対内直接投資の増加幅は対外直接投資のそれに比べれば無きに等しい）。こうしたアウトライートの円売りの増加が、近年、リスク回避ムードの高まりにもかかわらず今一つ円高にならないことの主因ではないのかとの声も散見されるようになってきている。一般的に、対外直接投資の定義は①投資先国に新たに単独法人や合併法人、子会社等を設立する形態（通称グリーンフィールド投資）、②投資先国企業の買収や株式取得・交換を通じた提携を行うもの（M&A 投資）に大別される。周知の通り、過去 20 年のトレンドをけん引したのは後者、いわゆるクロスボーダー M&A の動きである。とりわけ 2011 年の東日本大震災発生から 2012 年まで、日本企業は六重苦、具体的には超円高、高い法人税の実効税率、高い電力価格、進まない自由貿易協定、硬直的な雇用規制、厳格な環境規制（温暖化ガス削減目標）に見舞われていると言われてきた。日本企業にとって競争環境が決してフェアではないと言われる中、経営戦略として FDI を進めざるを得ない時代という話である。結果、対外直接投資残高は 2000 年末の約 32 兆円から 2017 年末の約 175 兆円へ、5 倍以上に膨らんでいる。また、経済産業省『海外事業活動基本調査』に目をやると、製造業の現地生産比率は 2000 年の 13.1%から 2016 年には 23.8%へ上昇しており、やはり「国内よりも海外で」という機運は明確である。他国企業には無い制約条件が 6 つも存在する以上、日本企業が国外に活路を見出すのは自然なことだが、その勢いは目を見張るものがあつた。

しかし、企業における余資が有限である以上、海外投資の増加は当然、国内投資の減少と表裏一体である。賃上げも含めた本邦企業の消費・投資意欲の乏しさがデフレの一要因だと言われてきたことを踏まえれば、旺盛な FDI は日本経済にとって皮肉な事実でもあつた。日本の対外純資産は 2017 年末時点で 27 年連続世界一であり、恐らく 2018 年末も同様だったのではないかと推測されるが、それは国内よりも海外に有望な投資機会があつたことの結果で



あり、日本にとっては悲しい事実である。なお、対外準資産残高に占める FDI の割合が年々高まっている事実は過去のみずほマーケット・トピック<sup>1</sup>などでも議論した（図）。

## 6 重苦の一角は崩れたが・・・

だが、この 6 重苦の中にはもはや解消しているものもある。為替はその代表格だ。円相場は「超円高」からは程遠い、むしろ購買力平価（PPP）や実質実効為替相場（REER）に照らせば円安気味の局面がもう 6 年ほど続いている（2013 年 4 月の黒田日銀総裁誕生からカウントした場合である）。この点について、今年 1 月 7 日に行われた「経済 3 団体長 新年合同記者会見」で 経済同友会の小林喜光代表幹事も以下のように言及している：

●かつては六重苦、とりわけエネルギーコストの高さ、雇用の流動性の低さなどが言われていたが、一

<sup>1</sup> みずほマーケット・トピック 18 年 5 月 30 日号『17 年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～』をご参照ください。

番（の問題）は為替の問題だった。（1ドル）80円台ではとても戦えない。その為替を100円以上にもってきたのは、欧米並みの緩和をして、2%の物価上昇目標を立てたことによる（ものだ）。六重苦から解放し、（現在までに）企業には6年間という時間ができた。

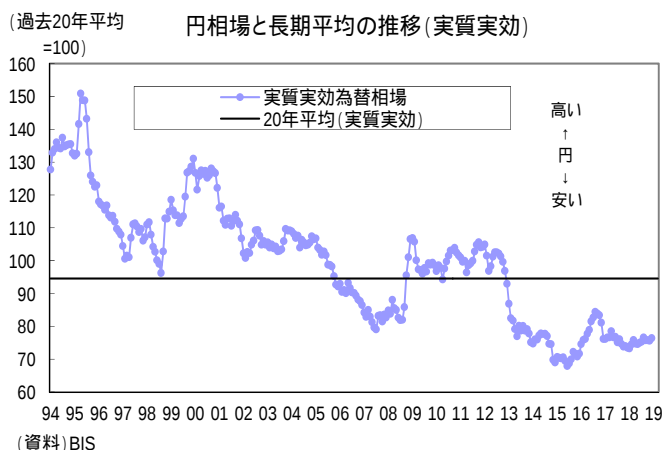
2013年以降にドル/円相場が明確に底打ちしてきた最大の理由はFRBの正常化プロセス着手と欧州債務危機収束が重なったからであって「為替を100円以上にもってきたのは、欧米並みの緩和をして、2%の物価上昇目標を立てたこと」は補強材料の1つでしかなかったと思われるが、2013年以降、「もはや円高ではない」という状況が生まれ、六重苦からの一部解放が叶ったのは事実である。厳密にはドル/円相場が持ち直したのは、2012年11月、野田・民主党政権が

衆議院解散（いわゆる「やりましょう」解散）を宣言した時からだが、その後の約2年半で125円（2015年6月10日に125.86円）まで戻った。この間、REERで見れば最大▲30%超の下落（2011年10月と2015年6月の比較）が実現している（図）。現在と比較しても▲20%超の下落であり、こうしたREERの現状を米財務省が快く思っていない可能性は間々報じられている。

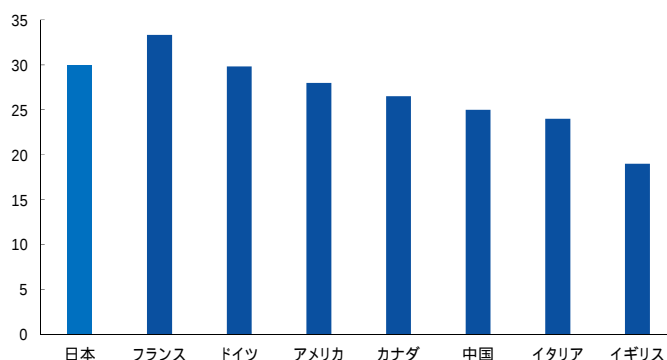
しかし、円高は正だけをもって今後、FDIを巡る潮流、具体的には増勢一辺倒の雰囲気が変わるのだろうか。筆者はそう思っていない。理由としては、①為替以外の「苦」は依然問題含みであること、②世界的に反リベラルな潮流が強まっていること、③企業の待機資金は豊富にあること、④7つ目の問題としての少子高齢化は進行中であることなどが挙げられる。

## 「6重苦」を巡る環境は大して変わっていない（①&②）

まず①だ。「6重苦」の全てが為替のように劇的な改善を果たしたわけではない。安倍政権下で法人実効税率の引き下げは叶ったものの、事の本質は「国際的に見た相対的な水準」である。次頁図は財務省HPから引用したものだが、日本の法人実効税率は引き下げを経て、国際的に高いものとはなっていないが、特に低いわけでもない。電気料金はどうか。『平成29年度エネルギーに関する年次報告（エネルギー白書2018）』によれば、「日本の電気料金は、家庭用、産業用ともに高い水準となっていました。為替や各国での課税・再生可能エネルギー導入促進政策の負担増で格差は縮小してきています」とある。この記述は近年変わっていない。平たく言えば、「内外価格差は縮小傾向にあるが、現時点



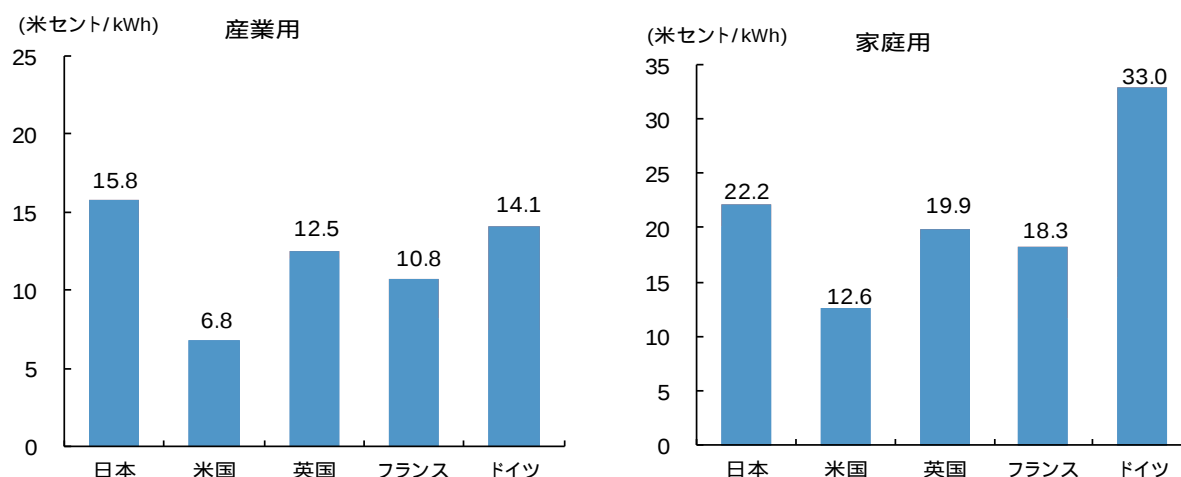
法人実効税率の国際比較（2018年1月現在）



（注1）法人所得に対する（国税・地方税）。日本は標準税率、アメリカはカリフォルニア州、ドイツは全国平均、カナダはオンタリオ州。フランスについては、課税所得のうち50万ユーロ以下の部分の税率は28%。なお、法人所得に対する税負担の一部が損金算入される場合は、その調整後の税率を表示。  
（注2）フランスにおいては、2018年から税率を段階的に引き下げ、2022年には25%となる予定。イギリスにおいては、2020年度から17%に引き下げる予定。  
（資料）各国政府資料等から財務省が作成

ではまだ大きい」というのが実情だろう。下図を見る限り、産業用・家庭用共に日本は主要国の中で高い部類に入る。法人税と電気料金を巡る状況は 5 年前から悪化はしていないが、勢いづいている本邦企業の海外投資を躊躇させるほどの話にはなっていないように思える。

一方、自由貿易協定を巡る「苦」については大幅な進展もありつつ、時代の潮流を見れば看過できずというのがフェアな評価であろう。「協定の締結・発効」という基準で見れば、この 2011 年と 2019 年現在では状況はかなり進展した。まず、昨年 12 月 30 日、日本を含めた 11 か国が参加する環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）が発効しており、世界 GDP の約 13% を占め、総人口で約 5 億人を抱える巨大な自由貿易圏がアジア太平洋地域に誕生した。これに続き今年 2 月 1 日には日本と EU の間で経済連携協定（EPA）が発効している。日欧 EPA は世界 GDP の約 3 分の 1、総人口では約 6.35 億人を対象とする世界最大規模の通商協定である。TPP と日欧 EPA の両協定によって日本は（自国人口を含めて）約 10 億人の自由貿易市場に参入した状況にあり、2011 年時点の価値観に照らせば、自由貿易協定が「苦」と言えるような状況から脱却したことは間違いない。



(資料) 資源エネルギー庁が IEA 'Energy Prices and Taxes 4th Quarter 2017' を基に作成

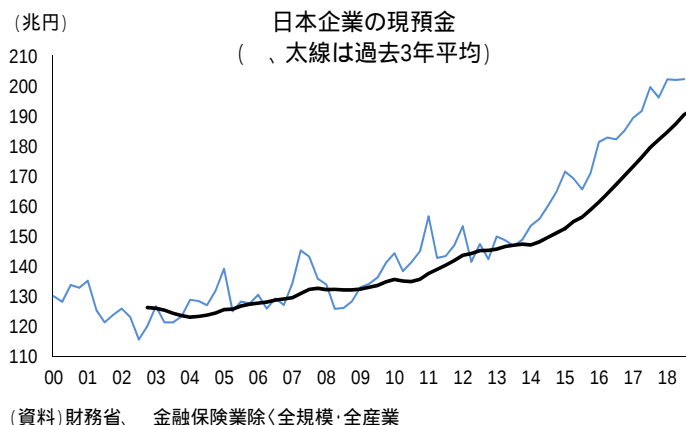
しかし、である。2011 年時点の価値観と現時点のそれとでは大分変化がある。これが②の問題であり、①の問題でもある。現在の世界では自由貿易陣営がこの上ない危機的な状況に立たされている。2016 年に起きた英国の EU 離脱方針決定とトランプ米大統領誕生という 2 つの事件を経て「自由貿易は正義なのか」という議論がにわかに幅を利かすようになっているのは周知の通りだ。その 2 つのイベントほどではないが、世界中のそこかしこで「ポピュリズム」という名の下で左右両極の政治勢力が民衆の支持を得るようになっており、反グローバルな政治勢力が幅を利かせている。あろうことか自由貿易の旗手であった米国がこれを主導する状況になるとは 5 年前、誰も想像しなかったはずだ。日本という国が進めている自由貿易戦略は奏功しているが、そもそも世界の政治・経済を取り巻く雰囲気が変わり、その戦略自体が不適切になっている可能性もある。対米貿易交渉の如何次第では、さらに FDI に積極的になる日本企業が出てきても不思議ではあるまい。

その他の「苦」についてはどうか。硬直的な雇用法制については、各所で「働き方改革」の掛け声は渉々しいものの、金銭解雇を主軸とする硬直的な雇用規制の緩和という本源的な議論にまでは踏み込みが見られていない。厳格な環境規制については 2020 年までの温室効果ガス削減目標に関し、民主党政権時代の「1990 年比▲25%」から「2005 年比▲3.8%」に大幅後退させており、この点は大分、「苦」が緩和されたと言える。これ以上、「苦」の現状を掘り下げるのは本論の趣旨に合わないため割愛するが、為替と

環境規制だけは 5 年前対比で明確に状況は改善したと言えそうだが、日本企業が全体感として日本回帰を検討するほどの状況になっているとは思えない。

### 本邦企業の待機資金は依然として豊富である (③)

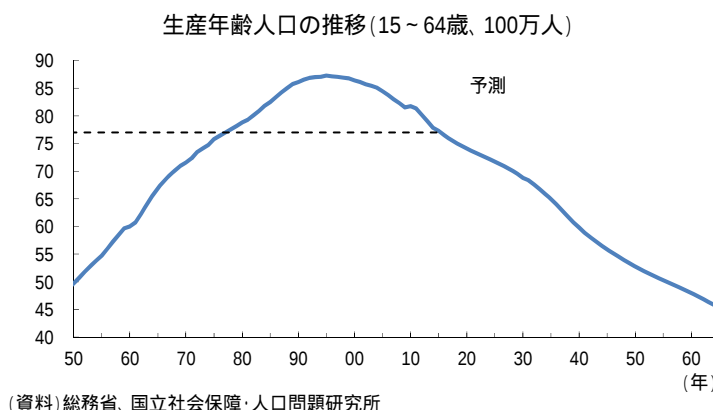
また、クロスボーダーM&Aを推進する上では先立つもの、すなわち資金が必要である。この点、本邦企業の待機資金が豊富なことも頻繁に指摘されてきたが、これは 5 年前よりもさらに増加しており、海外投資を制約するような財務環境にはない。財務省『法人企業統計』によれば、日本企業の現預金は約 202 兆円（2018 年 9 月末時点）で過去最高を更新している（図）。機を見るに敏な企業ならばやはり企業買収を仕掛けやすい財務環境ではないかと見受けられる。



もっとも、対外純資産の際と同様の指摘になるが、こうした待機資金は国内における賃上げを含めた消費・投資を抑制した結果（もしくは証左）とも理解できるため、沢山あるから喜ばしいという話にはならない。巷では「企業が過去最高益を出しているにも拘らず、賃金が上がってこない」という嘆きを耳にするが、これは因果を取り違えている可能性がある。「賃金を含めた国内の消費・投資を抑制しているから、過去最高益が実現している」というのが実情に近いのではないか。参考までに、法人企業統計で本邦企業（全規模・全産業）の経常利益、人件費の推移を見ると、1980 年を 100 とした場合、2017 年末の人件費は 3 倍弱（288）、経常利益は 4 倍強（452）というイメージになる。利益と人件費の伸びの間には相応の乖離があるのは事実である。

### 最大の問題は容易に変わらない：少子高齢化 (④)

また、6 重苦は確かに FDI を駆動する大きな要因だったと思われるが、より大きな 7 つ目の問題を忘れるべきではない。そしてそれこそが恐らく最も大きな問題である。それは現在進行形で事態が深刻化している少子高齢化という人口動態問題である。少子高齢化の末、人口が減少する以上、企業が収益を上げるべき市場そのものが縮小する。だから違う国に投資をして「市場を買う」、もしくは海外企業



を買収することで「時間を買う」という一手が採られてきたのである。FDI の増勢を議論するにあたっては、そうした論点こそが最も構造的且つ本質的なものであり、これは直ぐに変わりようがない。現状に目をやれば、人手不足問題が極まり遂に外国人労働者の受け入れを国政として決断するに至っている。日

本の生産年齢人口が明確な減少局面に入っている以上（前頁図）、質の高い日本人の労働力を確保するには相応のコストが必然的に求められることになってくるだろう。それは企業から見れば、今までよりも「日本でビジネスがしづらい」という状況を意味する。人的な供給制約に直面しかねないという苦労を甘受してまで、日本企業がとどまるほど、国内市場に魅力があるのか。その問いに真正面から答えられない限り、今後も日本企業の海外投資は旺盛な状況が続く可能性が高いと考えるべきであろう。

円相場の先行きを検討する上では、そうした日本企業の投資行動が本邦の対外純資産構造を変容させているという事実が、「リスク回避の円買い」、「安全資産としての円買い」といった従前まで王道とされている値動きをどう変えていくのかに着目することになる。

## 〈米金融政策の現状と展望～「patient」の舞台裏～〉

### 「patient」になった背景

2月20日に公表されたFOMC議事要旨（1月29～30日開催分）では「ほぼ全ての参加者（almost all participants）」がバランスシート縮小について今年後半（later this year）の停止を支持したことが大々的に報じられた。バランスシート縮小に関しては、「そう遠くない将来（before too long）」にその停止に係る計画が示されることになるだろう。各種規制や経済・金融情勢の現状を踏まえ、金融機関が必要とする当座預金の水準がかつて想定されたよりも高水準にある可能性は昨年来指摘されているが、ここにきてこれがFOMCのコンセンサスとなり、政策決定に落とし込まれる状況と見受けられる。

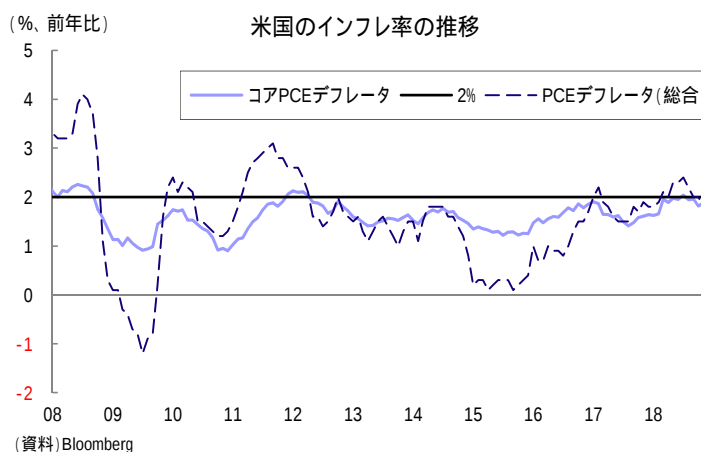
バランスシート縮小方針の停止以外では、1月から追加され足許までの市場予想を規定している「patient」文言について、どのような議論が交わされたのが今回の注目点であった。同文言が追加された背景としては、「見通しにおける様々なリスクや不透明感（various risks and uncertainties in the outlook）」が指摘されており、具体的には家計・企業のセンチメント（business and consumer sentiment）、物価動向の停滞（the recent softness in core and total inflation and inflation compensation）、引き締め的な金融環境が総需要に与える影響（the effect of the tightening of financial conditions on aggregate demand）、政府機関閉鎖の影響（the effects of the recent partial federal government shutdown）が挙げられている。この上で、貿易戦争や世界経済減速の影響が言及されており、とりわけ欧州と中国の先行き不透明感が指摘されている。なお、今回の議事要旨では「とりわけ欧州と中国（particularly for Europe and China）」といった趣旨の表現が多用されており、不透明感の源泉としてこの2か国・地域の動静が強く意識されていることが分かる。これだけ多くの論点が意識されている中で「利上げは難しい」との判断に至ることは自然であろう。ちなみに議事要旨中には「多くの参加者は、仮に不透明感が後退した場合、委員会は“patient”な金融政策スタンスを再評価し、異なる表現を使う可能性があるとの見方を示した」との記述も見られた。しかし、これだけ多くの不透明感が一気に払拭されることは考えにくい。当面は“patient”文言が残り、様子見姿勢が継続すると考えるのが妥当だろう。

### 利上げ再検討の条件

上述のような事実は前回会合の舞台裏として興味深い情報であるが、金融市場にとっての要諦は「どうなったら patient なアプローチを解くか」という今後に関する情報であり、端的には「どうなったら利上げが再開されるのか」という点である。これに関し、FOMC内の意見は割れている。現状、「多くの参加者は年後半（later this year）に政策金利の調整（＝利上げ）が適切かどうかについて依然はっきりとし

ない」と考えているようだが、「何がどうなったら patient でなくなり、利上げが再検討されるのか」という点について、FOMC は如何なる評価軸を持っているのだろうか。今回の議事要旨を読む限り、2つの考え方が存在する。「patient」なアプローチに賛同した参加者の中でも、数名の参加者 (several of these participants) は利上げが必要になるケースについて「インフレの実績が基本見通しを上回ってきた場合に限り (only if inflation outcomes were higher than in their baseline outlook)」としている。片や、そのほかの数名の参加者 (Several other participants) は経済が (スタッフ見通しの) 想定通りに進展してきた場合、年後半には利上げが適切と示唆している。

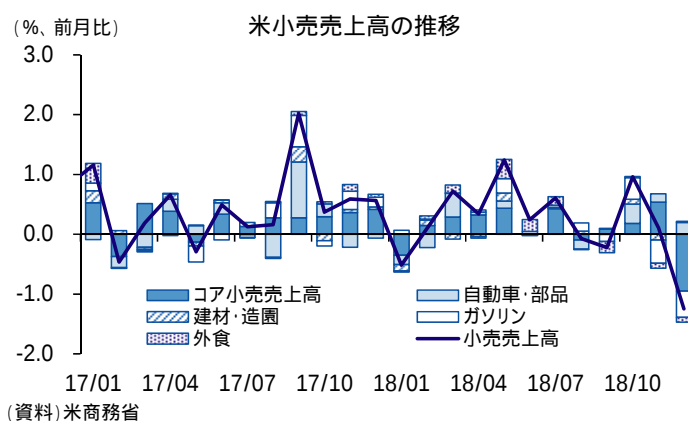
図示されるように、過去 1 年程度、個人消費支出 (PCE) デフレーターは総合、コアともに 2% 近傍で推移している。端的に言えば、これが「上振れてこなければ利上げしなくて良い」と考える前者と、「このままトラブルなく横ばいならば利上げ可能」と考える後者が存在するということだろうか。とはいえ、後者であっても、利上げが適切と考えるタイミングは年後半であることから、「3 月および 6 月の利上げはなし」というのは既定路線にはなる。直感的には、過去 2 年間、米労働



市場の改善が一方的に進んできた割には 2% 近傍での推移がぶれなかったことを思えば、中央銀行としてはインフレ圧力の「弱さ」を警戒すべき局面ではないかというのが筆者の基本認識である。米金融政策のタカ派復活を当て込んで、米金利やドルの上昇を予想するのは難しいと考えたい。

### 米小売売上高「悲観の極み」以来の落ち込み

FRB の「次の一手」を検討する上では何を置いても米実体経済をどう評価するかが重要になるわけだが、この点、2 月に公表された米 12 月小売売上高は興味深い結果となった。総合ベースでは前月比▲1.2%、コアベース (総合から飲食店、自動車ディーラー、建材、ガソリンを除いたベース) では同▲1.7%と 2009 年 9 月以来、約 9 年ぶりの大幅減となり、市場にショックを招いている。とりわけ コアベースの落ち込みが▲1%を超えたのは



2009 年 3 月 (▲1.5%) 以来であり、リーマンショック直後で「悲観の極み」を経験していた時代まで遡る必要がある。増勢を見込んでいた市場予想との溝は大きく、米 10 年金利はこれを受けて大きく低下した。今年に入ってから 2 か月弱でにわかに「やっぱり世界および米経済は大丈夫」という楽観ムードが復元された。そうした中、米経済にまつわるハードデータがはっきりと崩れたことは、そうした楽観ムードに一石を投じるものだと捉えたい。

## 急悪化の背景と逆資産効果の怖さ

米経済の 60%が個人消費であることを思えば、今回の小売売上高の大幅減をどう評価するかは今後の見通しを検討する上で重要なテーマである。既報の通り、今回の急悪化の背景には①政府機関の一部閉鎖、②年末年始の株価急落、③年末商戦が 11 月へ前倒しされたことなどが挙げられている。このうち、主犯と目されているのが③であり、オンライン販売を中心に消費の多くが 11 月に前倒しされた影響が指摘されている。12 月小売売上高を見てもオンライン通販を含む無店舗販売が同▲3.9%と顕著に悪化していることから、③が足枷となった疑いは強い。また、政府機関が閉鎖されている以上、経済活動が縮小するのも不可避であり①も事実であろう。今後に関しては、③は忘れても良いが、①は残ることになる。

しかし、②も気にしたい。株式市場の不安定化は 11 月から発生している。NY ダウ平均株価は 12 月単月で約▲10%、10～12 月期では約▲22%、S&P500 指数は 12 月単月で約▲11%、10～12 月期で約▲17%も下落している。過去の本欄でも議論したが、近年、平均時給の緩慢な伸びにもかかわらず、米国の個人消費が堅調を維持できた背景には堅調な株価がもたらした資産効果の存在があった。少なくとも米家計金融資産の 3 割以上が株式で構成される以上、株高が旺盛な消費・投資意欲を駆動した面は否定できない。図でも示されるように、2018 年 9 月末時点で米家計部門の純資産は GDP 比率で 500%を優に突破しており、過去最高を更新している。米株が崩れ始めたのが昨年 10 月以降（とりわけ 12 月以降）であることを思えば、その影響はやはり出てきても不思議ではない。先行して公表されていた消費者マインド系の指標が 1 月に入ってから崩れていたことを思えば、1 月の小売売上高も楽観はできまい。



12 月の小売売上高の不調を上述した①～③のどれに求めるかで今後の見通しは変わってくるだろうが、仮に②が最も大きいのだとすると、根は深い。確かに株価は 1 月に値を戻したし、1 月雇用統計が雇用・賃金共に極めて良好だったことを思えば 1 月は増勢に復帰する可能性があるだろう。だが、FRB が過去 5 年間続けてきた正常化プロセスを撤回しようとしている以上、消費者マインドは景気に対して前向きになれないと考えるのがまずはセオリーではないか（繰り返しになるが 1 月に入ってから消費者マインドは悪化している）。それに加えて 1 月以降も政府機関閉鎖は続いていし、米中貿易戦争を巡る不透明感は今に至るまで続いている。単純に「1 月は株価が戻ったから大丈夫なはずだ」という考えは禁物であり、次回 1 月分も相応の警戒を持って構えておきたい。

## 《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～》

### 「潮目」は到来、修正の必要なし

毎月末同様、メインシナリオに対するリスク点検を行いたい。繰り返し論じてきているように、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。

リスクを見る前に本欄のメインシナリオを簡単におさらいしておきたい。過去 1 年以上、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」といったストーリーラインを基本としてきた。1月 FOMC 声明文は事実上の利上げ停止宣言であるため、本欄が長らく想定してきた「潮目」が到来したと考えて差し支えないように思えるが、それでも米金利やドルは底堅さを維持している。FF 金利先物市場が利下げまで織り込んでいるにもかかわらず、この程度の調整で済んでしまっていることにはやや意外感や誤算という思いもある。この背後には想像以上に不調をきたしている欧州の政治・経済情勢がありそうだが、当の米国経済が大崩れしていないことも一因であろう。だが、今の FRB は正常化プロセスを「停止」しただけであって「終了」したかどうかは判然としない。少なくともバランスシート縮小を完全に止めるまでは「終了」とは言えない。未だドットチャートは「2019 年に 2 回利上げ」を示しているし、バランスシートも月 500 億ドル縮小中である。2月、「みずほマーケット・トピック」<sup>2</sup>でも議論したように、QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査<外為>（調査期間：2月 12～13日）」では、外為市場参加者の 60%以上が 2019 年内に「1 回以上」の利上げを予想している。これではドル売り・円買いが盛り上がりすぎるだろう。

まずはそうした「正常化プロセスの残滓」がなくなり、「終了」と言える局面を待ちたい。また、「終了」の後には恐らく正常化プロセスの「巻き戻し」すなわち緩和といった話が浮上しやすいはずである。上述したように金利先物市場はこれを織り込んでいるが、為替市場参加者が同様の期待を抱いているようにも見えない。今後、市場が悲観に振れた際、FRB に対してはもっと違うカードを切るように市場予想が形成されてくるだろう。現状の雇用・賃金情勢でそのような判断が求められていないというだけであり、たとえば 12 月小売売上高の急悪化などが本当に基調的に何の影響もないのかは時間を置いて判断をする必要があるのではないかな。

## 引き続き「想定外の米経済堅調」が最も怖い

そうしたメインシナリオにとって考えなければならない円安リスクはどこにあるのか（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。これまでの本欄では繰り返し言及している事実だが、バーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を示唆し始めたのは 2013 年 5 月だが、その翌月の FRB スタッフ見通しで示されていた米国の長期失業率は 5.6%だった。

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

とした。しかし、2018 年 11 月には 3.7%まで下がり、足許（2019 年 1 月時点）でも 4%という歴史的低水準で推移している。米経済がここまで息の長い成長を果たす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。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ということである。為替見通しに限らず、多くの経済・金融見通しはこうした経緯を謙虚に受け止めるべきであり、今後 1 年程度を見越して、意外な堅調さが維持されてしまうリスクはやはり念頭に置きたい。

<sup>2</sup> 2019 年 2 月 18 日号『停滞する日米欧中銀への期待と為替相場』をご参照下さい。

非農業部門雇用者数変化が好調だったからこそ FRB は 2018 年に 4 回の利上げを実現できたし、だからこそ米金利もドルも秋頃まで上昇基調を描くことができた。今年もまだ年初 2 か月間が経過したに過ぎないが、今のところ同様の展開になる可能性は否定できない雰囲気がある。「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 100 円程度までの円高というのも困難であろう。もちろん、米経済自体に改善の余地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ことで、2018 年と全く同じような方向感に乏しい相場が続いてしまう恐れがある。

### 政治的には英国の再国民投票が最大の円安リスク

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」であろう。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にある。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も不調をきたし始めている。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既に実在しよう。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。ゆえに、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やはり「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と理解されるだろう。その際、市場は大いに好感するはずだ。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到底思えない。トランプ大統領も自身の再選を図るためには「中国の不正貿易に立ち向かう大統領」を演じたいはずであり、中国に対しては生かさず殺さずの扱いを進めるはずだ。3 月 1 日とされていた関税引き上げ期限の先送りは予定調和と言える展開である。

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。本稿執筆時点でも全く先が見えていないのだが、「とりあえずは 3 月 29 日の離脱日は延期」という話に至れば、安堵感から円売り・ドル買いが楽観的に進むであろう。ここまでは想定範囲内である。だが、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、リスクオンムードに拍車がかかることである。「離脱日を延期する」という話だけで円売りが進む地合いを踏まえれば、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大きな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である。2 月 19 日、黒田日銀総裁は、衆院財務金融委員会において円高を受けて経済や物価に影響が及んだ場合、「追加緩和も検討していくことになると思う」と述べ、これが円安・ドル高を招くという場面があった。主張自体は従前から繰り返されてきたものであり、1 月公表の「展望レポート」で明確に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が用意された経緯があったことも踏まえれば、相場の反応はやや解せないものが

あった。しかし、依然として「円高→日銀追加緩和→円安」という潜在的な市場期待が大きいことを窺ったのも事実であり、それが現実のシナリオとなるようなことがあればやはり大きな円安の波を招く可能性がある。とりわけ、一部の日銀 OB が口にして以来話題となっているマイナス金利付き資金供給などはヘッドラインの持つインパクトも相まって大きな動きを招来する可能性がある。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が、「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ろう。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) という形で実施済みの策であるため、マイナス金利が導入された時ほどのハードルの高さはないとも言える。

### 円高リスクは枚挙に暇がない

以上が本欄で警戒すべき円安リスクと考えるが、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という事態もリスクには違いない。往々にして金融市場では「悪いこと＝円高」で処理されるため、これを逐一挙げると枚挙に暇がない。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。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。また、欧州ではドイツ、フランス、イタリアといったコア・セミコア国の政局流動化が懸念される状況でもあり、これも円高を惹起する可能性がある。昨年、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今だからこそ、今後、「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。

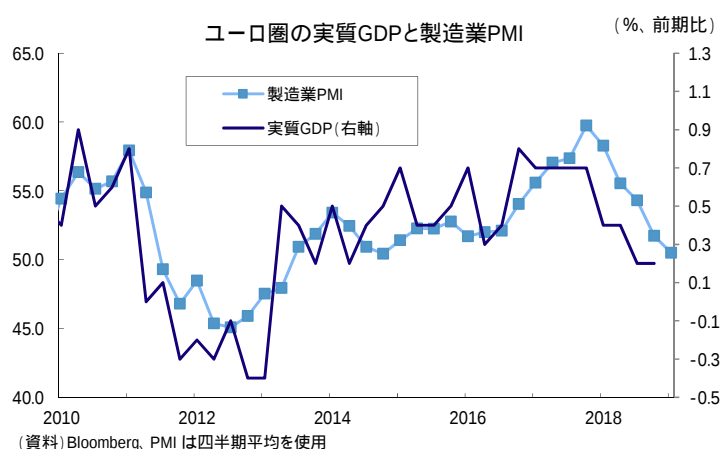
上述したように、失業率がここまで低下したことを思えば、ここから先の米国経済が現状を辛うじて「維持」することはあっても、そこから「加速」する可能性は限りなく低い。かかる状況で米金利やドルの上昇、これに付随する円安を予想することが適切であろうか。それよりも世界と米国のピークアウトを前提に一旦は米金利とドルが下方にシフトする中で円相場も騰勢を強めるという方が無難な想定ではないだろうか。何も 95 円や 90 円という世界を想定しろという話ではない。ドル/円相場の方向感として上下どちらのリスクの方が大きそうなのかということを冷静に考えれば、現状評価はそれほど難しいものではないと考える。

## ◆ ユーロ相場の見通し～いよいよ難しそうな利上げの先行き～

《ユーロ圏経済の現状と展望～年内利上げについて市場は諦めモード～》

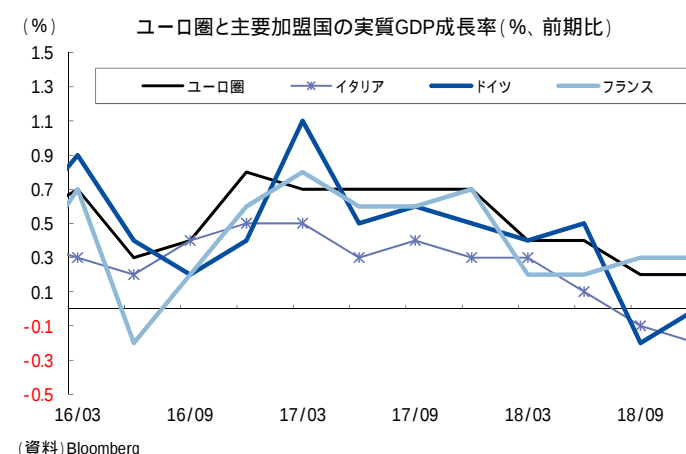
目先、ユーロ圏経済が底打ちする予兆はない

英国の EU 離脱（ブレグジット）交渉を中心として欧州の政治情勢が荒れ模様だが、経済・金融情勢も着実に雲行きが怪しくなっている。1 月 31 日に公表されたユーロ圏 10～12 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期並みの伸び率が確保された。しかし、図示されるように、過去 1 年におけるユーロ圏経済の失速は鮮明であり、2018 年通年では+1.8%と 2017 年の+2.4%から大幅に減速している。通年の成長率が 2%を割り込んだのは 4 年ぶりである。2016 年から 2017 年の成長率が出来過ぎだったのとの見方も可能だが、ECB が正常化プロセスを進めようとしている現状に照らせば悩ましい状況と言わざるを得ない。また、2 月 1 日に公表されたユーロ圏 1 月製造業 PMI は前月の 51.4 から 50.5 へ低下し、2014 年 11 月以来の低水準を記録、反転どころか景気縮小を示唆する 50 割れも現実味を帯びてきている。製造業 PMI と実質 GDP の安定した関係を踏まえれば（図）、少なくとも 1～3 月期のユーロ圏経済が明確に立ち直ってくる雰囲気はない。このような景気認識は当然、3 月の ECB スタッフ見通し改定でも勘案されてくるはずであり、必然的に声明文や会合後のドラギ ECB 総裁会見も強気なものにはならないと予想される。



## 国別成長率：弱々しいドイツ経済の足取り

国別の成長率に関しては出揃っておらず、一部加盟国の統計局が先んじて発表している数字にとどまる（需要項目別の寄与度は 3 月 7 日に公表される）。既に大きく報じられているように、イタリアが前期比▲0.1%から同▲0.2%へとマイナス幅を拡大し、2013 年 1～3 月期以来、約 6 年ぶりのテクニカル・リセッションに陥っている。一方、デモの影響が懸念されるフランスが同+0.3%で横ばい、スペインが同+0.6%から同+0.7%に加速



したことは判明している。そして、これまで域内全体の成長率をけん引していたドイツは前期比横ばい（ゼロ%）であり、7～9 月期の同▲0.2%に続く成長率としてはいかにも弱い結果に終わっている。

なお、1 月 31 日、ドイツ西部マンハイムで行われた講演において、バイトマン独連銀総裁は「2019 年のドイツ経済は潜在成長率である+1.5%を優に下回る」と述べており、2019 年も減速が続くと予告している。1 月に改訂された IMF 世界経済見通しではドイツの成長率下方修正の大きさが話題となり、ここでは+1.3%が示されていた。2019 年、ドイツが巡航速度以下の成長を強いられる我慢の時間帯になるこ

とは必至であり、これが域内（とりわけ ECB）の政策運営にどのように影響するかが注目点であろう。もちろん、これに続けてバイトマン総裁は「しばらく弱い期間（the weak spell）」を乗り越えた後、2020～2021年には潜在成長率（its capacity）に復帰するという見立ても示しているが、少なくともバイトマン総裁ですら、今年に関し「強いことを言える状況ではない」と認めている事実は軽くない。

## 正常化プロセスへの影響

市場関係者からすれば、ECB が正常化プロセスを推進しようとしている中、景気の減速感が域内に充満し始めているという事実は看過できない。少なくとも、現状から明確な底打ちサインが出てこない限り、利上げ着手という話にはならないだろう。まずは製造業 PMI や欧州委員会景況感指数といった足の早いソフトデータが持ち直してくることが待たれるところであるが、それらのデータが明確に底打ちしてくるのかどうかは未だ判断がつかず、金融環境の引き締めを行えるような雰囲気はない。上述した講演の中でバイトマン総裁は景気減速の事実を認めつつも、「正常化プロセスは恐らく何年かかるものであり、それゆえに浪費している時間はない」と述べ、引き締め路線の継続を訴えている。独連銀総裁の「らしさ」が出た格好であるが、もはや金融市場は年内利上げを諦めている（表）。当初のフォワードガイダンスに沿った最速の想定である

2019 年 9 月に利上げ着手となった場合、市場との認識ギャップが価格形成に相応のショック（金利の急低下や株価や為替の下落など）をもたらすことが懸念されるだろう。にわかには次期総裁の目が復活したとの報道が目立ち始めているバイトマン総裁だが、仮にその座に就いたとしても、市場期待との大幅な乖離を無視した政策運営には限界があるだろう。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(2月26日時点)

|          | EONIA | 想定される預金<br>ファシリティ金利 | 時期       |
|----------|-------|---------------------|----------|
| 現在       | -0.37 | -0.40               |          |
| 6か月先6M   | -0.33 | -0.36               | 2020年1月  |
| 12か月先3M  | -0.29 | -0.32               | 2020年4月  |
| 15か月先3M  | -0.26 | -0.29               | 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  | -0.13 | -0.16               | 2021年4月  |
| 24か月先6M  | -0.11 | -0.14               | 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

## 【次期 ECB 総裁レースの現状整理～今度こそドイツのターン？～】

### 新たな ECB チーフエコノミストの誕生

1 月 30 日、ユーロ圏財務相会合（ユーログループ）のセンテノー議長は 2019 年 5 月 31 日で任期が切れるプラート ECB 理事の後任として推薦が行われたのはレーン・アイルランド中銀総裁だけだったことを明らかにした。プラート理事の職務は経済担当、すなわち ECB のチーフエコノミストである。チーフエコノミストの職位にある政策理事会メンバーは、ECB 内部の専門委員会のスタッフにより用意された経済予測を要約する責任を担っている。また、金融政策を議論する政策理事会の定期的な準備資料は、ECB スタッフから経済総局（DG-E）を所管する政策理事会メンバー（すなわちチーフエコノミストである理事）に回付され、そのメンバーから役員会へ転送される。これが役員会における議論の叩き台とな

り、承認後、事務局を通じて政策理事会メンバーへ回付されることになっている<sup>3</sup>。文字通り、ECB が政策判断を行うにあたっての「要」であり、その他理事の人事と比べて注目度が高いポストである。同人事は 3 月 20～21 日の EU 首脳会議に正式に諮られる見通しだが、レーン氏は経済学者と

ECB 役員会メンバーの現状(2019年2月時点)

| ポスト   | 氏名         | 国籍      | 開始          | 終了          | スタンス |
|-------|------------|---------|-------------|-------------|------|
| 総裁    | ドラギ        | イタリア    | 2011年11月1日  | 2019年10月31日 | ハト   |
| 副総裁   | デギンドス      | スペイン    | 2018年6月1日   | 2026年5月31日  | ハト   |
| 理事( ) | プラート       | ベルギー    | 2011年6月1日   | 2019年5月31日  | ハト   |
| 理事    | ラウテンシュレーガー | ドイツ     | 2014年1月27日  | 2022年1月26日  | タカ   |
| 理事    | クーレ        | フランス    | 2012年1月1日   | 2019年12月31日 | ハト   |
| 理事    | メルシュ       | ルクセンブルク | 2012年12月15日 | 2020年12月14日 | タカ   |

(資料)ECB、はチーフエコノミスト、後任はレーン・アイルランド中銀総裁の見込み。色付きは19年に任期が到来するポスト。

しても高名であること、アイルランドはユーロ原加盟国として一度も役員会の席を得たことがないこと、ほかに候補者がいないことなどを踏まえれば、本件は無難に決まるだろう。

### メルケル首相の思惑は二転三転？

なお、レーン理事誕生以上に、このニュースには見るべきポイントがある。それはプラート理事の後任に「ドイツがバイトマン独連銀総裁を推薦しなかった」という事実である。一時期、ECB 総裁職は支持が得られそうにないため、ドイツはチーフエコノミストとしてバイトマン総裁を推薦するのではないかと言われていた。ここでドイツがチーフエコノミストのポストを獲りにいかなかったということは、① ECB 総裁、② 欧州委員長のいずれかもしくはその両方を狙いに行くということを意味していると推測される。過去の本欄でも取り上げたが、昨年 8 月 22 日、独紙ハンデルスブラットは、2019 年に立て続けに訪れる EU トップ人事に対し、メルケル独首相が自国出身者を推すべきポストの優先順位を変えたことと報じた。これは、かねてより意中にあると言われていた ECB 総裁ではなく、欧州委員長こそがメルケル首相の優先事項になったという報道であった。そもそも ECB 総裁よりも欧州委員長の方が「格」は上であるため、勝算が高いのであれば政治的嗅覚に優れるメルケル首相がそのような判断に鞍替えしても全く不思議ではなかった。現に、昨年 11 月 8 日、欧州議会の最大会派(中道右派)である欧州人民党(EPP)グループは、2019 年 10 月 31 日で退任するユンケル欧州委員長の後任候補に、ドイツ出身で EPP グループの代表を務めるウェーバー氏を選出している。

だが、5 月 23～26 日に行われる欧州議会選挙に関しては EPP など既存政党の苦戦が予想されており、まずもって思惑通り委員長のポストを獲得できるのか定かではない。ウェーバー氏は親 EU 派で、EPP グループの代表を務めており、メルケル独首相も支持を表明しているが、EPP が選挙で勝てなければ土台話にならない。なお、リスボン条約第 17 条では、「欧州理事会(EU 首脳会議)は、欧州議会の選挙結果を考慮した上で、欧州議会と協議して、委員長候補者を欧州議会に諮り、欧州議会が選出」というプロセスを定めている。いわゆる議院内閣制の下で首相を選ぶというプロセスに倣っているが、さして注目度や投票率が高くない欧州議会選挙の結果を欧州委員長という EU 最高位のポストの検討にどこまで重視するのかという議論は常にある。本件に関しては、マクロン仏大統領が、「欧州委員長の人選は必ずしも議会選の結果に縛られない」とし、EU 首脳会議の裁量を重視する立場をかねてより主張している。

また、ウェーバー氏自身の資質を疑問視する見方もある。母国ドイツで州議会議員の経験のあるものの、閣僚などの行政における高級ポストを経験したことはなく、「無名で軽量級」という印象が拭えない。例えば現職のユンケル委員長を含めた過去 5 名中 4 名は首相経験者、1 名は下院議長経験者である。但

<sup>3</sup> 詳しくは拙著『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、2017 年 11 月。

し、その 1 名であるスペイン出身のマリン氏もあくまで前任であるサンテール委員長辞任を受けた代行であり、サンテール委員長はやはりルクセンブルクの元首相であった。欧州委員長という EU 最高位のポストはそれ相応の人物が求められるのは自明であり、果たしてウェーバー氏で求心力が保てるのかという声は今から挙がっている。以上のような状況を踏まえれば、メルケル首相にとって「欧州委員長なら獲れる」という打算は決して確実なものとは見受けられない。

さらに、ここにきてイタリアがバイトマン総裁を支持するとの報道もトリア伊財務相のコメント付きで報じられており、特定多数決 (QMV) 4 を勝ち抜く上では追い風も吹き始めている。かかる状況下、一度は潰えたかのように思われたバイトマン ECB 総裁の目はにわかに復活しつつあるように見える。なお、仮にバイトマン総裁となった場合、「役員会に同国籍は 2 人以上在籍できない」という不文律から、ラウテンシュレーガー理事が退任を迫られることになるだろう。この後任人事について現時点では議論が難しいものの、女性枠としての扱いになるかもしれない。

### バイトマン総裁に立ちふさがるフィンランド勢

とはいえ、である。突出したタカ派姿勢で政策理事会内に繰り返し分断をもたらしてきたバイトマン総裁の下で「本当に政策理事会がまとまるのか」という不安は多くの関係者が抱くところだろう。とりわけ南欧諸国においてその思いが強そうなことは想像に難くない。では、バイトマン総裁ではないとすれば誰なのか。現状では、昨年 6 月にフィンランド中銀総裁を退任し、同国財務相および EU 大使、欧州委員を歴任したリーカネン氏を推す声は根強い。「ブリュッセル (EU 政治) とのパイプの太さ」という点で言えば同氏に勝る候補者は今のところ存在しないとの評は目立つ。なお、リーカネン氏の後任として昨年 7 月からフィンランド中銀総裁についたレーン氏 (こちらはオッリ・レーンで上述のアイランド中銀総裁であるフィリップ・レーン氏とは別人) も欧州委員会において副委員長職 (経済・通貨担当) を務め債務危機を切り盛りしたという経験は捨て難いという評価もある。バイトマン総裁が意中のポストを射止めるためには、こうしたフィンランド勢よりも支持を得なければならない。

言うまでもなくドイツは名実共に EU の盟主だが、欧州委員会にも ECB にもトップを送り込んだことがない。厳密には 1958 年 1 月から 1967 年 6 月、欧州経済共同体 (EEC) の下で発足した最初の委員会においてヴァルター・ハルシュタイン氏が委員長に就いたが、EU という形になってからはドイツ人の欧州委員長は生まれていない。2019 年、ドイツは 2 大ポストの一角を仕留めることができるのか。それともまたも逃してしまうのか。5 年に 1 度の大きな人事は今後の EU や ECB の在り方を大きく規定するため、欧州情勢をウォッチする上では極めて重要なイベントとなる。

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](mailto: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。

<sup>4</sup> 特定多数決方式 (QMV: Qualified Majority Voting) とは、一部の決議に対して欧州理事会が採用する投票の手続きのこと。各国 1 票の持票権とした場合、55% の加盟国 (かつ、少なくとも 15 の加盟国) が賛成した上で、これらの加盟国の国民が、全 EU 市民の 65% に相当するときに成立するという二重多数決 (double majority) による意思決定方法である。