

中期為替相場見通し

2019 年 3 月 28 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～「ドル化した世界」で為替をどう見るべきなのか？～

ドル/円相場の現状と展望～「ドル化した世界」で円安は難しい～

P.3

米通貨政策の現状と展望～暴論には正論で。対米通商の勘所～

P.6

米金融政策の現状と展望～コミュニケーションが荒れ始めた FRB～

P.7

メインシナリオへのリスク点検～敢えて考えるべき円安リスクはどこに～

P.9

◆ ユーロ相場の見通し～年内利上げを公式に諦めた ECB～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～ドラギ総裁は 1 度も利上げできずに退任へ～

P.13

ユーロ圏経済の現状と展望～再び取りざたされる「ユーロ圏の日本化」～

P.15

【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

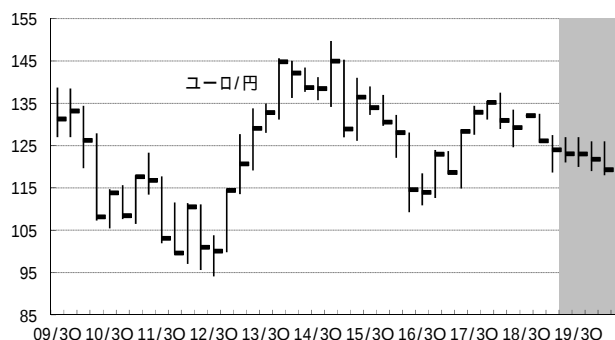
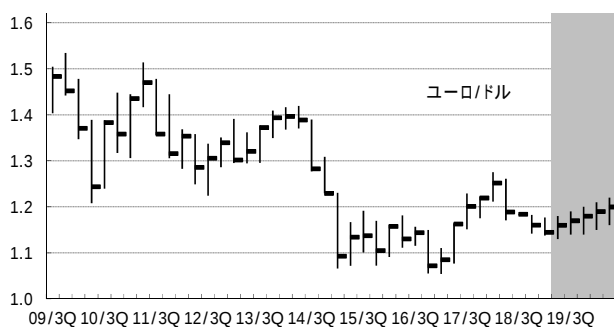
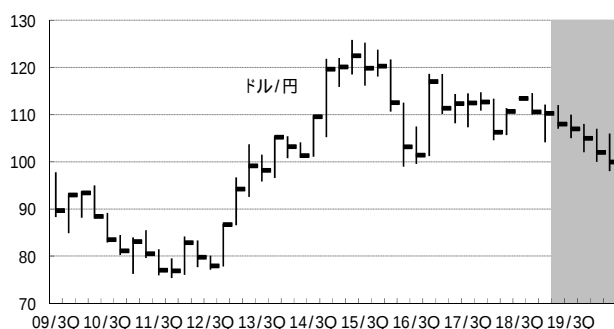
ドル/円相場は依然として一進一退の攻防が続いている。1月および3月のFOMCを経てFRBが「金利」「量」の両面から正常化プロセスを停止させたことで「次の一手」としての利下げを期待する声にもわかに強まっている。年内利下げ予想は性急と考えるが、この状況で日米金利差の拡大を当て込んだ円安予想を作るのは相当勇気が要るはずだ。予測期間中のFRBは「よくて現状維持、場合により追加緩和」という政策運営を強いられるはずであり、これはドル/円相場について「横ばいか円高」という方向感を見込むことに繋がる。また、過去10年、新興国を中心としてドル建て債務が積み上げられてきたという経緯も考慮すれば、国際金融市場が米金利・ドルの上昇を受け止め続けるのも難しそうだ。もちろん、「利下げまで織り込んでいのに円高にならない」という事実も真摯に受け止めたい。恐らくは本邦企業の対外直接投資が急拡大したことで対外債権構造が変化してきているというのが一因だろう(この点は前月本欄で詳しく議論したので参照にされたい)。だが、それは見通しの「水準」に係る論点であって、「方向感」に係る論点とは異なる。90円や95円といった「水準」は予想されないが、円高・ドル安に振れるという「方向感」については依然蓋然性が高いというのが筆者の基本認識である。

片や、悲惨な政治・経済情勢にも拘らずユーロ相場は横ばいが続いている。ブレグジット交渉を巡る不透明感に加え、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相変わらず殆ど良いところがない。それでもユーロ相場が底抜けしないのは依然ECBの正常化姿勢が崩れていないことに由来するのかもしれない。見通しが後退しているとはいえ「次の一手」として利上げが想定されているならば、それは(既にFRBが正常化を停止している)ドルに対する優位性になり得る。また、最近になって「ユーロ圏の日本化」ないし「ユーロの円化」を説く論陣も散見されるようになっており、危機に強い通貨としてのユーロに着目する向きもある。こうした論点は筆者が5年前から著書刊行などを通じて指摘してきたものであり違和感はない。米国ひいては世界の経済が停滞する中であって、確かな需給と低い物価に支えられる通貨は値を下げにくいというのはごく自然の成り行きである。引き続きユーロ/ドル相場の堅調を予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2020年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	104.10 ~ 112.13 (110.31)	107 ~ 112 (108)	105 ~ 110 (107)	102 ~ 108 (105)	100 ~ 107 (102)	98 ~ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1177 ~ 1.1570 (1.1248)	1.11 ~ 1.16 (1.14)	1.12 ~ 1.17 (1.15)	1.12 ~ 1.18 (1.16)	1.13 ~ 1.19 (1.17)	1.14 ~ 1.20 (1.18)
ユーロ/円	117.85 ~ 127.50 (124.06)	121 ~ 127 (123)	120 ~ 127 (123)	119 ~ 126 (122)	118 ~ 126 (119)	116 ~ 125 (118)

(注) 1. 実績の欄は3月28日までで、カッコ内3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～「ドル化した世界」で為替をどう見るべきなのか？～

《ドル/円相場の現状と展望～「ドル化した世界」で円安は難しい～》

FRB がハト派転換した理由を思い返すべき

3 月 FOMC を経て米国経済の復調とそれに伴う FRB のタカ派路線復帰、その結果としての米金利とドルの上昇を予想する声はだいぶ小さくなった。年初来、一時的に強気な株価・為替予想が勢いを得ることもあった。しかし、昨秋以降、なぜ FRB が政策姿勢を急旋回させたのかを思い返せば安易な楽観論には慎重であるべきである。その理由は 1 つではないが、少なくとも①資産価格（不動産価格や株価など）への配慮、そして②新興国を中心とする「ドル化した世界」への配慮という 2 つの論点があったことは容易に想像がつく。この 2 点こそ 2018 年の金融市場においても最も混乱をもたらしたテーマだった。まさかたった 3 か月弱で忘れてしまったわけではないだろう。今回の本欄ではとりわけ後者に焦点を当て、米金利やドルの継続的な上昇は国際金融情勢が許容しないであろうことを今一度確認しておきたい。

資産価格への配慮

まず、①については多くの説明を要さないだろうが、少しだけ触れておきたい。過去 10 年程度を振り返って見ると、2018 年は米金利上昇が初めて株売りの本格的な材料に使われ始めた年だったと筆者は考えている。もはや記憶に無い読者もいるかもしれないが、2017 年まで米金利上昇はどちらかと言えばポジティブな動きと捉える向きが多かった。米金利の上昇は米経済ひいては世界経済の改善を示すバロメーターであり、ゆえに株価も買われるという雰囲気があった。しかし、2018 年 1 月雇用統計（同年 2 月公表）で平均時給が前年比+2.9%と 9 年ぶりの高い伸びとなったことを受けてインフレ懸念が俄かに取りざたされるようになり、これに応じた FRB の利上げ加速および米金利上昇、そして結果としての株価下落が騒がれるようになった。その後、暫く金利と株価は落ち着きをみせるようになったが、10～12 月期に入ると再び株価が大荒れとなり、やはり米金利上昇を脅威と見做す論調が勢いづいた。なお、昨年 2 月も、10～12 月期も米 10 年金利が新しい高値圏に入った直後に株式市場が混乱に陥った（具体的に前者は 3%台、後者は 3.2%台に踏み込んだことがトリガーとなった）。

今や米金利上昇は株式市場に徹底的に嫌気される現象になっていると考えた方が良いでしょう。そうだとすれば、ここから米金利とドルが一段と加速し、ドル/円相場も押し上げられるという予想にはやはり無理がある。そのためには「株式市場（ひいては米経済）が米金利上昇に耐えられる」という前提が必要になろうが、3%を超える米 10 年金利が 2018 年を通じて散々株式市場を荒らした経緯を思えば、そのような前提は非現実的である。確かに、最近 1～2 年は株式市場が荒れても昔ほど円高にならなくなっている。しかしだからといって「株価急落時に円安が進む」ということはない。FRB は利上げ時に株価への配慮を優先するわけではないが、米家計金融資産の 3 割以上が株式である以上、株価下落に伴う逆資産効果を通じて実体経済を下押しする展開を懸念するのが自然であり、これを無視することはできない。

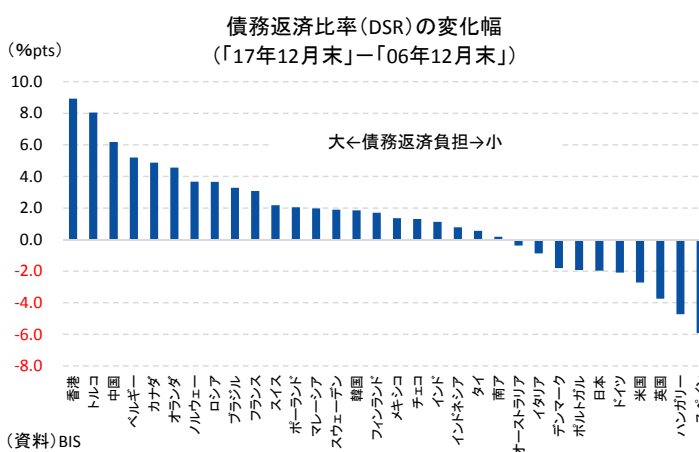
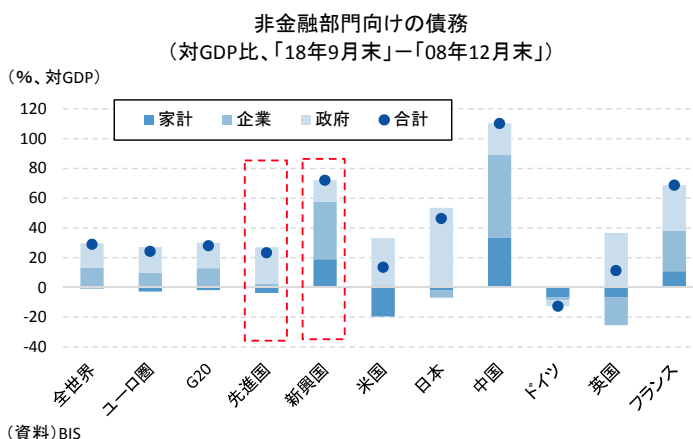
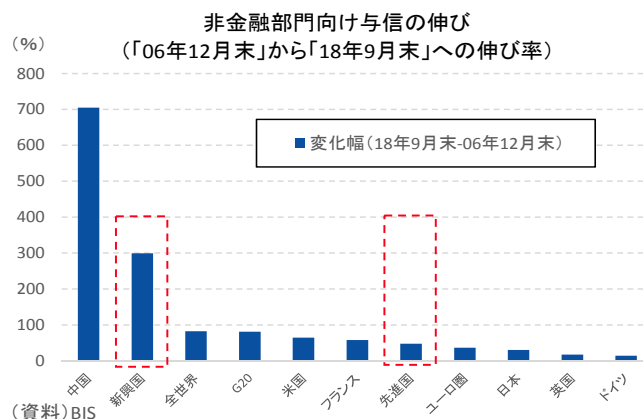
「ドル化した世界」への配慮

大局的な観点から相場を見通すのであれば、より気にしたいのは 2 点目である。1 点目が「米国経済（株式市場）が金利上昇に耐えられるのか」という視点だとすれば、2 点目は「世界経済（とりわけ新興国）が金利上昇に耐えられるのか」という視点になる。リーマンショックから 10 年が経過し、「最も変わったことは何か」もしくは「次の危機の芽はどこにあるのか」といった照会を受けることがある。この

照会に対する回答は「全世界、とりわけ新興国で債務が急増した」である。金融危機が本格化する前年の 2006 年末と直近値 (2018 年 6 月末) を比較した場合、政府・民間を合わせた非金融部門向け与信は全世界で約 97 兆ドルから約 178 兆ドルへ、約+82%増えている。より具体的に見ると、先進国で約 84 兆ドルから約 124 兆ドルへ約+48%増えているのに対し、新興国で約 13 兆ドルから約 53 兆ドルへ+300%以上増えているという実情がある。金額で言えば、依然先進国が 7 割を占めているが、危機後の緩和的な金融環境が新興国におけるレバレッジの急拡大を招いたという事実は押さえておきたい。また、債務の危険度合いを判定する際、参考にすべきは「絶対水準」ではなく「経済規模対比の大きさ」である。極端な話、債務水準が 2 倍になっても、経済規模が 2 倍になっていれば基本的に問題はない。この点、GDP 対比で見た債務の大きさが参考になるが、同期間に先進国は 236%から 259%へ上昇しているのに対し新興国は 107%から 179%へ上昇しており、明らかに増え方が目立つ。とりわけ香港や中国で債務の性急な積み上がりが確認されている。国際金融センターとしてフローを集める香港についてはある程度割り引いて考えたいが、中国を筆頭に新興国の債務積み上げをけん引しているのが事業法人を中心とする非金融法人部門であることは気にしたい。

また、債務返済比率 (DSR) の変化幅も参考にしたい。ここで DSR は民間部門における債務返済額を分子、総可処分所得と利払い費用の和を分母として算出した比率である。周知の通り、新興国に限らず多くの中央銀行は金融危機後に政策金利を引き下げ、危機前の水準に未だに回復できていない (いわゆる正常化はできていない)。だが、債務返済比率が 2006 年末対比で低下しているのは報告対象国 32 か国 10 か国だけである (比較対象は 2017 年末時点)。

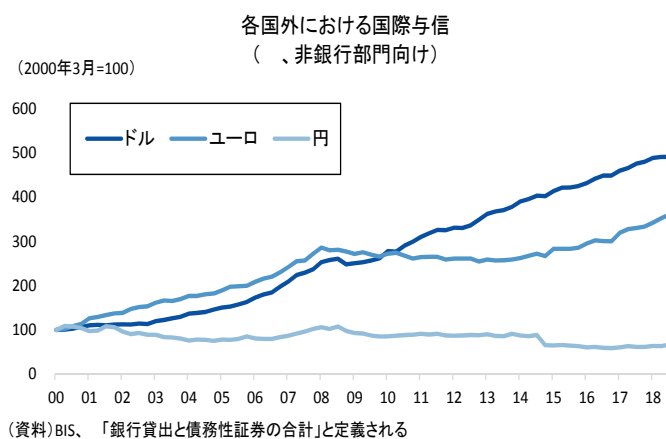
容易に想像されるように、経済規模対比で債務を多く積み上げた国ほど DSR が上振れる傾向にある。2018 年にテーマ視されたように、米金利上昇に連れて資本流出を通じて一部の新興国は通貨防衛のために不本意な利上げを強いられることになる。これが DSR の上昇などに象徴される形で当該国の経済・金融情勢を引き締め、消費・投資意欲を奪う経路が懸念されるというわけである。2006



年末対比で DSR が上昇している国・地域は香港、トルコ、中国のほか、カナダや欧州諸国が挙げられる。多くは GDP 対比で債務が増加していることについて BIS が名指しで警告したことのある国であり、トルコに至っては実際にショックを起こしたことが記憶に新しい（ショックのきっかけは政局流動化であったが、その素地はあったというのが正確な整理になるか）。

こうした BIS の計数をもって新興国がいずれ「〇〇ショック」に見舞われると煽りたいわけではない。もちろん、そのリスクはあろう。債務累増に伴って金利負担に耐えられず危機に陥ったケースが過去にないわけではない。だが、相場予想という観点から重要なことは、こうした国際金融情勢において「米金利とドルの相互連関的な上昇が持続できるか」という事実だ。新興国は元より米金利上昇に伴う資本流出で苦しみやすいという体質にあって、昨年はその脆弱性が露呈した年だった。上で見てきたデータを見る限り、この背景には経済規模対比で累増している債務の存在があり、言ってみれば米金利上昇に敏感な半ば「ドル化した世界」があるのだと考えられる。結局、いくら米国の政治・経済情勢が盤石でも多くの新興国は米金利の上下動に資本市場の未来を委ねており、程度の差こそあれ、経済・金融情勢がドル化している実情がある。かかる状況下では、FRB の金融政策と政策金利が新興国の資本コストを規定するという側面があり、新興国市場の混乱を FRB が完全には無視しきれないという状況に陥りやすくなる。

図に示されるように、金融危機後、ユーロや円を外貨として借り入れる動きは殆ど盛り上がらなかったのに対し、ドルは一方的に増加が続いてきた。BIS データを掘り下げていくと、これは新興国において債務性証券という形式を通じて増えたものが多そうなことも分かる。新興国、非金融法人部門、ドル建て債務といったあたりのフレーズが、現在の国際金融市場を見る上での懸念すべき点ではないかと思われる。言い換えれば、FRB のタカ派復帰とそれに



伴う米金利・ドルの上昇シナリオを描くということはそうした国際金融市場の状況も加味してそれが可能だと判断することに他ならない。客観的に見ればそれは難しいと筆者は考える。

「水準感」と「方向感」は別の議論

結局、FRB に方向転換を強いたと思われる以上 2 点を巡る環境が過去 3 か月で変わったかと言えば大して変わっていないのが実情であろう。株式市場や新興国市場が米金利の上昇を阻む環境がある限り、FRB のタカ派復帰の度合いも限定されるであろうし、同時に日米金利差の拡大も限定される。巷の円安予想を見る限り、「日米金利差の拡大なきところに円安は無い」というロジックが大半であることを思えば、自ずと円安予想はやはり困難である。控えめに言ってもドル/円相場の先行きは「横ばい」か「円高」かに賭けておくのが無難というのが引き続き筆者の基本認識である。

もちろん、かつてのような 80 円台や 70 円台のような震度（深度でも可）をもって進むかどうかは別の話だ。それを実現するには近年の日本企業による円の売り切り（≒海外企業買収）があまりにも大きいという印象がある（この点は前月の本欄で詳しく議論したので割愛する）。しかし、そのような論点はあくまでドル/円相場の「水準感」に関わる議論であって、「方向感」に関わる議論とは別である。「方向感」

に関しては、以上で見てきたような米国内外の経済・金融環境が米金利上昇を阻むと思われることから、日米金利差の拡大もやはり進まず、円安方向への動きは難しいと考えておきたい。

《米通貨政策の現状と展望～暴論には正論で。対米通商の勘所～》

再び為替に関心を戻したトランプ大統領

3月2日、トランプ大統領はとある会議の場で「私は強いドルを望むが、わが国にとって素晴らしい強いドルを望むのであって、非常に強いために他国との取引ができなくなるような強いドルは望んでいない」と述べた。トランプ大統領は名指しこそしなかったものの、パウエル FRB 議長を念頭に置き、「FRB には量的引き締めを愛する紳士が1人いる。われわれは強いドルを望むが、理性的になろう」と皮肉を言い放った。同種の発言が散々繰り返されてきたこともあって為替市場の反応は落ち着いたものだが、1月 FOMC でハト派へ急旋回した経緯を思えば、依然 FRB 批判を展開する大統領の挙動にはやや意外感も覚えた。1月 FOMC 声明文で示された基本姿勢は12月会合までのそれとくらべて「急変」と言って差し支えなく、実質的な利上げ停止宣言でもあった。また、同会合議事要旨（2月20日発表）ではバランスシート縮小方針の年内停止もほぼ明言されていた（その流れで行われた3月 FOMC がそれに輪をかけてハト派色を強めたことは後述する）。

しかし、結局、為替市場は「相手がある話」の世界だ。ECB や日銀が殆ど正常化できていない状況もあってドル相場は下がっていない。トランプ大統領がどこまで正確に相場動向に注視しているかは謎だが、為替市場がなかなか「ドル強」の構図から抜け出せていないのは事実である。FRB の挙動はどうあれ、事実としてドル高なのだから「不満」ということなのかもしれない（今まで利上げしてきた結果としてそうなっていると考えているかもしれない）。また、米朝首脳会談で芳しい結果を得られなかったことで、トランプ大統領が仮想敵を必要としているとの読みもあながち外れてはいないであろう。いずれにせよ、大統領の頭の片隅に「ドル高が不愉快」という思いがあるのは間違い無さそうである。

消去法的に「相手国が悪い」という発想

ここで心配なことは「大統領がドル安を欲しており、FRB もハト派転換しているが、ドル高のまま」という状況が続くと、消去法的に「相手国が悪い」という発想に行きつきやすいということだ。例えば「ECB や日銀が緩和路線を堅持していることでドル高をもたらしている」という如何にも大統領好みのロジックに行き着く可能性が想起される。もちろん暴論なのだが、実際に対米貿易黒字が大きいこともそうした事実誤認を後押ししかねない。これから米国と二国間通商交渉を控えるユーロ圏や日本にとってはこうした展開には神経質にならざるを得ない。より具体的な形としては USMCA（新 NAFTA）交渉でも導入された為替条項というフレーズが取りざたされやすくなるだろうか。中国も同種の条項に合意したという観測報道も見え隠れするだけに気掛かりではある。

日本企業の米経済への貢献度は非常に大きい

だが、そもそも通商政策と通貨政策は別管轄で行われるべき問題である。3月3日には浅川財務官が都内で行われたディスカッションにおいて「日本の経常黒字は所得収支から来ており、貿易問題とは別物」と述べたことが報じられているが、基本的に日本の経常黒字は過去の海外投資の「あがり」の部分が大きいとの認識は今後の交渉でしっかり強調していく必要がある。これを減らすという話になれば、例えば

米国にある日本の自動車企業の生産稼働率を抑えたり、もしくは工場を閉鎖したりする話に直結する。それこそトランプ大統領が最も激高する話であろう。ちなみに米商務省の年次調査『Activities of U.S. Affiliates of Foreign Multinational Enterprises, 2016』によれば、2016 年末時点の米国における外資系企業の雇用者数に関し、日本は 86 万人と全体の雇用（約 700 万人）の 12%を占める。これは英国の 17.5%に次ぐ数字である。なお、外資系企業としての総資産額で言えば全体の 15.8%であり、これは英国（14.7%）よりも大きく、こちらは最大だ。ちなみに給与支払で見た場合も確認可能で、これはやはり英国（16.6%）に次ぐシェア（13.3%）を保持している。もちろん、他に色々な尺度はあり得るが、少なくとも日本企業による米国経済への貢献度が他国に比べて劣後しているとは到底思えず、むしろ相当に大きいという印象が抱かれる。ちなみに、過去の海外投資の「あがり」の部分は第一次所得収支の黒字ということになるが、これは日本居住者の海外口座に外貨として振り込まれた段階で記録されるものなので、その多寡が必ずしも円高圧力に直結するとは限らないことも覚えておきたい。

為替を修正しても経常（貿易）赤字は消えない

なお、同じディスカッションの中で浅川財務官は「日本の貯蓄の増加は高齢化の過程において自然である」とも述べたという。この延長線には貯蓄・投資（IS）バランスに着目した上で「米国の経常赤字は米国の過剰な消費・投資体質の裏返しである」という事実も浮かび上がる。言い換えれば、トランプ政権は他国の批判ばかりではなく自国の赤字体質にも目を向けたほうが建設的であるという話であり、これも全くの正論である。現状、米国の IS バランスを見ると政府部門の巨大な貯蓄不足が海外部門の巨大な貯蓄過剰（≡経常赤字）と裏表だ。拡張財政に邁進し、政府部門の貯蓄不足主導で経常赤字を膨らませてきたトランプ政権はこの理論的かつ基本的な事実を踏まえ、必死に時間と政治資源を費やしても、最終的に欲しい結果（米国の貿易赤字解消）が得られる可能性が低いことを認識する必要がある。

今後、トランプ政権は攻撃的な二国間交渉を通じて日本や EU の対米輸入の強制的な拡大を強いる可能性があるが、自国の過剰な消費・投資体質を変えない限り、徒労に終わる可能性が高い。そろそろ、「為替相場を修正したところで経常（貿易）赤字は消えない」という事実を確実に説明するトランプ政権の側近は存在しないのだろうか(思っているけど更迭されるだけなので言えないのだろうか)。日米物品貿易協定（TAG）交渉は今月から 5 月初旬にかけて動きがあると見る向きが多く、2 月 27 日にはライトハイザー米通商代表部（USTR）代表が 1 か月以内に訪日する意向を表明している。

米中通商協議や米朝首脳会談などトランプ政権が外交上の得点機を逃すことが続いているだけに、あまり交渉に適したタイミングではないかもしれないが、日本としては米国に日本企業が果たしている現時的な成果や理論的に正しい事実を丁寧に伝えることが遠回りに見えて、最も近道なアプローチになるのではなると信じたいところである。

《米金融政策の現状と展望～コミュニケーションが荒れ始めた FRB～》

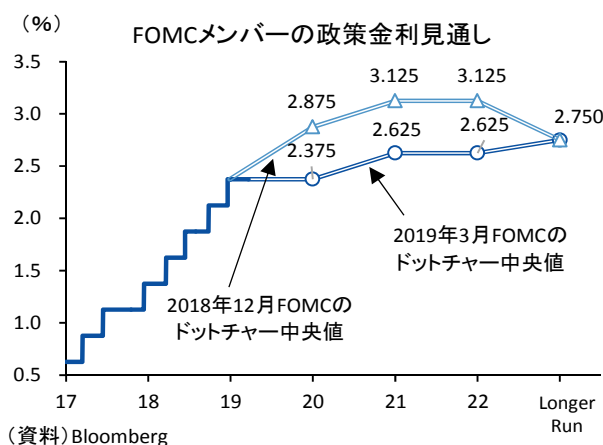
本末転倒のドットチャート

3 月の FOMC は FF 金利誘導目標を 2.25～2.50%に据え置くことを全会一致で決定した。しかし、声明文における景気認識、政策メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）は大幅に引き下げられ、2017 年 10 月より進めてきたバランスシート規模の縮小路線も今年 5 月から減速が始まり、9 月で終了することも決定された。同時に発表された FRB スタッフによる経済・物価見通し（SEP）の動きに照らすと「か

なり慌てて数字を作りこみにいった」という印象を拭えず、市場目線からすれば、FRB のコミュニケーションが「荒れている」ように感じられた。FRB のこうした政策転換は本欄で想定してきた動きではある。

景気の総括判断については「growth of economic activity has slowed from its solid rate in the fourth quarter」と前回の「economic activity has been rising at a solid rate」と比較すると、かなり大きな差異を覚える修正となっている。今後の政策運営について「patient」という基本姿勢は変わっていないが、パウエル議長は会見において「雇用と物価見通しを踏まえ、政策変更が必要になるのは当面先」と言及し、「patient」とは「判断を急ぐ必要のないことを意味する」と述べている。年内利上げゼロを見通すメンバーが多数派となった現状を踏まえれば声明文やこうした議長会見は平仄が合う。後述するが、こうした総括判断の大きな修正はドットチャートの大幅下方修正と歩調を合わせるために強いられた動きではないかと推測する。というのも、確かに SEP も引き下げられているが、総括判断やドットチャートの急旋回と符号するほどの動きとは言えないからだ。具体的には 2019 年の見通し(中央値)に着目すると、実質 GDP 成長率は 2.4%から 2.1%へ、失業率は 3.6%から 3.7%へ、そして個人消費支出 (PCE) デフレーターは+2.0%から+1.9%へ見通しの悪化が見られる。下方修正としては穏当なものであろう。

片や、ドットチャートを見ると、2019 年の政策金利見通しに関し、昨年 12 月時点では「利上げゼロ回：2 名、1 回：4 名、2 回：5 名、3 回：6 名」だった。それが今回は「利上げゼロ回：11 名、1 回：4 名、2 回：2 名」に変わっている(図)。やはり「経済・物価見通しの変化に比べて段差が大きい」という印象は拭えないだろう。「ドットチャートを焦って下方修正→これと整合的に総括判断を大幅引き下げ」という本末転倒な舞台裏が透けて見える。本来は、総括判断を大幅に引き下げざるを得ないほどの経済・



金融・政治上のショックが先に立ち、これに応じて FOMC 声明文やドットチャートの大幅下方修正という事態に至るはずである。しかし、過去 3 か月で米国の実体経済がそこまで大きく評価を下げたわけではあるまい。むしろ懸案であった米中貿易戦争などは一旦、棚上げという展開も見られた(その後のトランプ発言でその安心感は雲散霧消したが)。昨年 12 月時点で市場は既に 2019 年について「利上げどころか利下げも」という予想形成を織り込み始めていた。やはり前回の「2019 年利上げありうべし」という前回のドットチャートが現実(市場) 離れしており、今回その修正を迫られたと読むのが適切であろう。

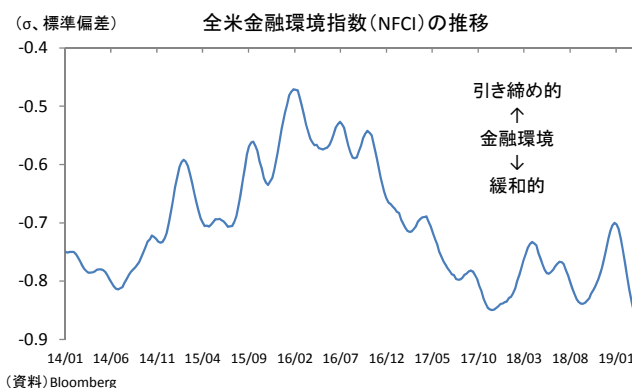
サイクルが一巡したバランスシート政策

バランスシート縮小路線については今年 5 月から縮小ペースを最大 300 億ドルから最大 150 億ドルへ減少させ 9 月末には縮小を停止することが決定された。昨年 12 月の FOMC ではパウエル議長自らが「オート・パイロット(自動操縦)」で進んでいると語り、それにより金融市場に大混乱がもたらされた。しかし、今年 1 月 FOMC では「経済、金融市場の動向によって柔軟に運用すること」と方針転換が図られ、そこから 2 か月経った今会合で終了宣言に至った。繰り返しになるが、昨年 12 月から足許に至るまでのコミュニケーションが「荒れている」という印象はやはり否めない。いずれにせよ、これでバランスシート政策については「拡大→拡大ペースの減速→拡大停止→縮小→縮小ペースの減速→縮小停止」という

サイクルが一巡したことになる。これは「次の一手」として正式に「拡大」へ転じやすくなったということでもあろう。今回の決定は、1月の宣言通り、(オート・パイロットではなく) 経済状況を念頭に置いた柔軟な措置とのことだが、同じロジックを通じて再拡大に至る展開に構えておきたい。

為替予想への含意

3月FOMCをもって「金利」および「量」の両面において正式に正常化プロセスが停止したと考えられる。この態勢から年内に米10年金利が再び3%台に乗せてくるという想定は現実的ではあるまい。巷の円安予想の多くは「日米金利差の拡大なきところに円安なし」というのが基本であり、だとすれば円安予想はやはり無理筋と考えたい。もちろん、利下げを見込むまでの反応は行き過ぎである。金融市場の状況を簡



易に確認する全米金融環境指数(NFCI、図)は依然として緩和的な金融環境を示唆している(同指数は正の領域は「引き締めの」、負の領域は「緩和的」と評価する)。ゆえにFRBからすれば「緩和的ゆえ利上げも可能」という状況にある。もちろん、現実には「FRBがタカ派色を強めればFCIが引き締め、株価を中心とする資産価格も調整を強いられる」という側面もあるだろう。利下げが過剰な緩和期待であることは否めないものの、利上げも簡単な判断ではない。また、こうしたFRBの状況を受けて日銀は元よりECBも正常化プロセスに着手することも絶望的に難しくなったと言える。両中銀の政策反応関数において為替が大きそうなことは周知の通りであり(日銀については議論の余地がない)、この環境でタカ派色の強い政策決定は自国通貨高を招来する自殺行為となるはずである。「FRB正常化プロセスが挫折し、米金利・ドルが全面安の下で円高・ユーロ高が進む」という本欄のシナリオは継続したい。

《メインシナリオへのリスク点検～取えて考えるべき円安リスクはどこに～》

正常化相場の巻き戻しが始まる

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。

リスクを検討する前にメインシナリオを確認しておく。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を基本としてきた。1月FOMCで利上げが、3月FOMCでバランスシート縮小停止がそれぞれ実質的な停止宣言を迎え、「金利」および「量」の双方においてようやく正常化プロセスが完全に停止した。実際は停止というよりも終了に近いだろう。既に述べてきたように、ドットチャートが2020年の利上げ回数として依然「1回」を想定しているとはいえ、昨年来、市場に相当のショックを与えながらハト派急旋回を織り込ませた経緯がある。ここで再び「利上げ路線に復帰する」というコミュニケーションを行うには、かなり明確に経済・物価見通しが改善してくる必要があるだろう。現状得られる情報を踏まえる限り、そのような展開が今後1年以内に実現するとは考えにくく、FRBの政策は「よくて現状維持。場合

により追加緩和」が基本線であろう。2013 年 5 月以降、足掛け 6 年にわたって続けられてきた FRB の正常化プロセスは終焉したと考えたい。かかる状況下、米金利上昇を当て込んだ円安シナリオを描くことはもはや難しく、当面は「FRB 正常化プロセスの終了と共に米金利・ドルが全面的に低下、結果として円高・ユーロ高が進む」という想定が無難と考える。

「想定外の米経済堅調」のリスクは後退

そのような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）。前月の本欄までは「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」という展開が最も怖いとしてきた。だが、正常化プロセスが名実ともに停止した今、このリスクが「最も怖い」というほどではないだろう。とはいえ、FRB がハト派に傾斜したことで株式市場が気を良くし、家計部門への資産効果波及を通じて米経済が持ちこたえるという展開はありうる。象徴的には非農業部門雇用者数変化が前月比+20 万人程度の増勢を維持し、FRB が声明文やドットチャート、記者会見で強気を戻して来るようなケースでは 110 円以上という価格帯で安定しやすいだろう。1 月および 3 月の FOMC を経てしっかりハト派姿勢が市場に染み込んでいる現状を踏まえると、「想定外に米経済は強い」という認識が広がれば、やはり米金利やドルが上に跳ねる恐れがある。

警戒したい円安リスク

	具体例	象徴的には・・・	可能性
①	想定外の米経済堅調	上がらない失業率、持ち直す株価や経済指標、結果としてのFRBタカ派傾斜	中～高
②	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
③	ブレグジット方針の撤回	再国民投票の実施	中～高
④	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

過去を見れば米イールドカーブの長短逆転（逆イールド化）から株式市場が大きな調整を迎えるまでに 1～2 年程度のラグがあっても不思議ではない。これは景気停滞に応じて FRB が引き締めから緩和へ舵を切ったことによる一種のボーナス期間のようなものであろう。しかし、裏を返せば、「いずれ大きな調整が来る」と分かっているのに敢えてここから株を買う向きがどれほどいるだろうか。また、米景気拡大が歴史的長期に亘っていることを思えば、改善の糊代が小さいことに議論の余地は無い。真っ当に考えれば円安に進む可能性は高くないと考えるが、「米経済の明確な失速なし」に円高シナリオの実現もないことは事実であるため、当該リスクはやはり円安リスクの筆頭である。

過去を見れば米イールドカーブの長短逆転（逆イールド化）から株式市場が大きな調整を迎えるまでに 1～2 年程度のラグがあっても不思議ではない。これは景気停滞に応じて FRB が引き締めから緩和へ舵を切ったことによる一種のボーナス期間のようなものであろう。しかし、裏を返せば、「いずれ大きな調整が来る」と分かっているのに敢えてここから株を買う向きがどれほどいるだろうか。また、米景気拡大が歴史的長期に亘っていることを思えば、改善の糊代が小さいことに議論の余地は無い。真っ当に考えれば円安に進む可能性は高くないと考えるが、「米経済の明確な失速なし」に円高シナリオの実現もないことは事実であるため、当該リスクはやはり円安リスクの筆頭である。

政治的には英国の再国民投票が最大の円安リスク

「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。本欄では「トランプ政権の保護主義撤退」を警戒し、象徴的な動きとして「米中貿易戦争の完全解決」を挙げた。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完全解決に近づく動きとして理解されるだろう。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、完全解決に至る可能性は高くない。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というのが基本戦略であろう。実際、3 月 1 日とされていた関税引き上げを先送りした後も、トランプ大統領は硬軟織り交ぜたどっちつかずの情報発信に終始しており、まさに「生かさず殺さず」を地で行って

いる。しかし、ここもとの景況感悪化の背景に貿易戦争を筆頭とする大統領の過激な言動があるのは明らかであるため、状況悪化が極まれば手打ちに踏み切るという可能性もゼロではない。その場合、為替市場では円売りが強まりやすいだろう。

なお、政治的な円安リスクという意味で潜在的に最も警戒が必要な論点はブレグジットが国民投票を経て撤回されることかもしれない。注目された 3 月 22 日の EU 首脳会議はメイ英首相の要請した 6 月末までの離脱案を EU が却下し、英議会が 3 月中に離脱協定案を承認できた場合に限り、5 月 22 日までの交渉期限延長を認めるとした。一方、承認できない場合は 4 月 12 日までにノーディール離脱か、新たな計画を示すことを要求している。4 月 12 日にも 5 月 22 日にも意味はある。英国が EU 残留するには 5 月 23 日からスタートする欧州議会選挙に参加する必要がある、このためには 6 週間前までに通知をする必要があるとしている。6 週間前が 4 月 12 日なのである。

この決定に絡んでトウスク EU 大統領は「英国の運命は英国人たちの手中にある」、「4 月 12 日までは何でもできる」などと述べている。「何でも」の中には現行案の承認、新離脱協定案の提示、ノーディール離脱など様々な可能性が含まれるが、離脱撤回という可能性も残る。そもそも国民投票に法的拘束力はなく、昨年 12 月 10 日には欧州司法裁判所 (ECJ) も英国は EU の同意なしにブレグジットを取り消せるとの判断を示した経緯もある (3 月、英議会サイトに大量のブレグジット中止を求めるオンライン請願が集まっていることが話題となったが、そうした動きの背景には ECJ の判決がある)。ゆえに、離脱方針の撤回は英政府の一存で可能ということになるが、仮にそうだとすると再国民投票というステップを経るのではないだろうか。国民投票という最も重い手続きで決めたことを覆せる手段があるとすれば、それは国民投票だけであろう。現状の世論調査では残留支持派の方が多いとの調査が目立つことから、「2 度目の国民投票実施→リスクオンムードに拍車→円売り」という展開が警戒される。その震度は第 1 回目の国民投票と同程度と構えておくべき話であろう。

本邦発の円安リスク：日銀の「次の一手」は

海外発の要因と比べれば、基本的に本邦発の要因がドル/円相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。3 月 15 日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定し、景気の総括判断も据え置かれた。だが、総括判断は 1 月の「景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している」から、3 月は「景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している」とやや冗長さが増した。総括判断の冗長化は現状維持が難しくなり始めていることの初期症状であり、究極的には追加緩和へ至りやすいという経験則がある。予測期間中の「次の一手」が引き締めではなく緩和であることは濃厚であろう。そもそも 1 月の「展望レポート」で明確にリスク評価が下方修正され、追加緩和が検討されても不思議ではない状況が用意されていたことを勘案すれば、唐突に日銀が動いてくる可能性には留意が必要だ。

しかし、日銀に残されたカードは多くない。現行の枠組みを前提とすればマイナス金利の深堀りと共に長期金利の誘導目標を下方修正する必要があるが、現実問題としてこれはもはや取り得る政策ではない。この点、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。もちろん、これも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、現

実的な選択肢とは思えないが、「円高が進んだ場合」、そのような展開がないとも言い切れない。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）という形で実施済みの策であり、前例がないわけではない。

円安リスクは「敢えて」考える話

以上が本欄で警戒すべき円安リスクと考えるが、リスクは当然円高方向にも広がっているものだ。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。しかし、金融市場では往々にして「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、これまでに列举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である。円安リスクと異なり、どれもありそうな話であろう。2019 年の世界経済については、強気派/弱気派、双方存在するものの、「失速は不可避」という点では合意している。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する可能性が高く、円相場は騰勢を強める機会が沢山あるというのが直感的に筆者の思うところである。そのような中で円安リスクは、「敢えて」考えることで初めて出てくる話だろう。

2019 年後半の米国はトランプ減税の下支え効果が剥落することも相俟って失速が元々見込まれている。4%を割り込むような失業率は明らかに政策的な補助があったからこそ実現した水準であり、永続性を期待するのは困難という見立てについて、異論の余地は小さいだろう。しかし、バックワードルッキングに決まってくる賃金情勢は当分強さを維持する可能性もあり、その辺りにハト派化する FRB との「ねじれ」が出てくるだろう。だが、雇用・賃金指標はあくまで景気の運行系列であることを忘れないでおきたい。ドル/円相場予想の観点から重要なことは、こうした現状から米金利やドルが復調し、これに円安が追随するような展開は無理筋であるということだ。今は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あり、こうした本欄の基本認識は以前から全く変わっていない。なにも 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、今後 1 年の見通し作りはさほど難しいものではないと考える。

◆ ユーロ相場の見通し～年内利上げを公式に諦めた ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～ドラギ総裁は 1 度も利上げできずに退任へ～》

修正点は 2 つ：予想通りと予想外

3 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。一方、大きな変更点が 2 つあった。1 つ目はフォワードガイダンスが修正されたこと、2 つ目はターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の実施方針が示されたことである。前者は予想通り、後者は予想外である。フォワードガイダンスについて言えば、現行の「少なくとも 2019 年夏までは」という低金利据え置きコミットメントは形骸化していたため修正は必至と見られていた。しかし、修正された表現が小刻み過ぎるのではないかという懸念が筆者の第一印象である。これでは想定外が生じた時にまた表現に手を加える必要が出てくるように思える。片や、後者には意外感があった。もちろん、2020 年 6 月に TLTRO2 のまとまった幅の償還が行われることを踏まえれば、1 年以内の流動性比率を改善することを企図した TLTRO3 は 2019 年 6 月までに実施する必要がある。しかし、1 月会合でこれといった予告が行われていたわけでもなかったし、ドラギ ECB 総裁もあくまで 1 月はリスクバランスの修正に議論の大半が費やされたということを述べていた。一足飛びに実施の決定まで至ったのは驚きである（だが、声明文にその方針が記載されただけで仕様が先送りになっている。この点、今回が予告という位置付けだろうか）。

今回の会見では最初の質問者に対しドラギ総裁が「a broad account」と称して、今回の会合のポイントを要約するという場面が見られた。それだけ ECB としても重要な会合（いわゆる Live meeting）だったという様子が窺い知れる。ドラギ総裁は 1 月時点で、あくまで現状は「the assessment mode」であって「the policy mode」ではないと回答し、政策変更を考える時期ではないことを示唆していた。3 月会合までの 6 週間で考え方が大分変わったのだろう。

スタッフ見通しは異例の下方修正幅

なお、上記 2 点の修正に加え、3 点目として見るべきポイントがある。それは ECB スタッフ見通しの修正幅である（表）。平時においてこれほど大きな下方修正はかなり珍しいものであり、その意味において「平時とは言えない」という意図も見え隠れする。昨年 12 月

ECBのスタッフ見通し(2019年3月)

(%)

	2019	2020	2021
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2018年12月)	0.9 ~ 1.5 (1.1 ~ 2.1)	0.8 ~ 2.2 (0.9 ~ 2.5)	0.8 ~ 2.4 (0.9 ~ 2.7)
実質GDP (前回:2018年12月)	0.7 ~ 1.5 (1.1 ~ 2.3)	0.7 ~ 2.5 (0.8 ~ 2.6)	0.5 ~ 2.5 (0.5 ~ 2.5)

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

時点の予測と比較すると、実質 GDP 成長率に関し、2019 年は+1.7%から+1.1%へ、2020 年は+1.7%から+1.6%へ、2021 年は+1.5%で据え置きとなった。たった 3 か月で目先の GDP 見通しが▲0.6%ポイントも引き下げられるのは異例である。この間、特別なショックが起きたわけではないことを思えば、やはりユーロ圏経済を最もウォッチしているはずの ECB でもドイツを中心とする失速の度合いは単に甘く見ていたということなのかもしれない（なお、同時期に公表された OECD 世界経済見通しでは+1.0%とさらに弱気である）。なお、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）に関しては、2019 年が+1.6%から+1.2%

へ、2020 年は+1.7%から+1.5%へ、2021 年は+1.8%から+1.6%へ引き下げられている。GDP の▲0.6%ポイントと整合的に HICP も▲0.4%ポイントとかなりまとまった幅で修正されている。景気停滞の背景としては引き続き地政学的要因、保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性などが挙げられており、これらはリスク評価が引き下げられた 1 月会合から変わっていない。なお、こうした仕上りの数字はその弱さが報じられた 1 月の IMF 世界経済見通し改定よりもさらに弱いものであり、その際、ユーロ圏は 2019 年について+1.6%、2020 年について+1.7%とされていた。正常化プロセスの手を止め、流動性供給策を（事前予告無しで）打ち出す以上、それと整合的なスタッフ見通しが必要になったということだろう。

フォワードガイダンスの小幅修正は悪手という印象

しかし、スタッフ見通しとの整合性を意識するのであれば、フォワードガイダンスはやや中途半端な修正にとどまった感が否めない。直感的に「2019 年の HICP が+1.2%なのに年内利上げを示唆するのは適切なのか」という疑問はある。EONIA 先物に織り込まれた利上げ見通しは少なくとも 2020 年春までの金利据え置きであり、この点、年内に固執する必要はなかった。この背景については「全会一致にこだわったドラギ総裁がドイツを筆頭とするタカ派を説得するために年内とした」という説が濃厚だろう。だが、先行きを考えた時、11 月 1 日に就任する新 ECB 総裁はそのガイダンスの取り扱いに難渋することが懸念される。10 月までにはギリシャやポルトガルの総選挙が想定され、英国の EU 離脱（ブレグジット）もどうなっているか分からない。政策の性質上、フォワードガイダンスの修正は少ない方が望ましいことを思えば、3 か月程度（9 月→12 月）の延長にこだわるのではなく、単にカレンダーの日付を消して「当面の間（for a while）」などで茶を濁した方が後顧の憂いを断つことができたのではないだろうか。

この点、ある記者が「フォワードガイダンスは経済状況に応じたもの（the state-contingent part）と日付に応じたもの（the time-contingent part）と 2 種類あるが、なぜ柔軟性が縛られる日付に応じたタイプにしたのか」と質問している。ドラギ総裁は「確かに経済状況に応じたフォワードガイダンスには柔軟性が認められるが、抽象性は効果を損なう」といった趣旨の回答を行っている。その通りではあるが、間断なく修正を迫られるフォワードガイダンスはより効果を損なう恐れがあるだろう。いずれにせよ 12 月まで低金利を約束したことによって、10 月いっぱい退任するドラギ総裁は 1 度も利上げすることなくその座を去ることになる。 ドラギ時代は危機対応に支配されたまま幕を閉じることになる。

TLTRO3 に「ご褒美」はなし

今回の会合の目玉である TLTRO3 については、1 月会合後の記者会見でドラギ総裁が「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」と述べていた。会見時点では「言及があった」程度の話であった。2 月に発表された同会合の議事要旨では確かにやや踏み込んだ表現が見られていたが、それでも「この点に関する決定を早急に行うべきではないが、将来的な流動性供給に向けた政策の選択肢を用意するために必要な技術的分析を迅速に進める必要がある」と決定は急ぐものではないとされていた。3 月会合後、ユーロ相場が売られているのは、やはり事前のコミュニケーションが乏しかったゆえに、サプライズが引き起こされた結果なのだと考えられる。

ちなみに、TLTRO3 について現時点で詳しい仕様は公表されていない。「Further details on the precise terms of TLTRO-III will be communicated in due course」とあることから、その建付けは今後考察する

ことになる。現在分かっている条件は①2020年9月に開始され2021年3月まで実施されること、②資金供給の満期は2年であること、③主要リファイナンスオペ金利に連動する変動金利であること、④2月28日時点の適用可能貸出残高の30%を上限とすること、である。これらを見る限り、TLTRO2で話題となった貸出実績に応じてマイナス金利ボーナスが貰えるという特性はTLTRO3には想定されていない。ドラギ総裁も会見で解説する通り、今回の措置は今後2～3年を見通した際にユーロ圏の金融機関を取り巻く資金調達環境がタイト化する状況に対応するものである（その状況をドラギ総裁は「混雑（congestion）」と呼んでいる）。前回のTLTRO2はどちらかと言えば、「マイナス金利で収益性が劣化している銀行への補助金」という様相が強かったが、今回は必要に迫られて実施されるものであるため、そうした「ご褒美」は不要ということかもしれない。なお、ドラギ総裁はTLTROの「T (targeted)」はあくまで実体経済への貸出を促進したいのであって、その低金利の資金で国債を買ってもらおうようなことがあってはならないと強調している。中身は分からないが趣旨はこれまで通りとなりそうである。

「混雑（congestion）」の背景は既存のTLTRO2が2020年6月に第1回目の満期償還（当初実行額の約4000億ユーロ相当の大半がまだ未返済）を迎えるほか、大量の銀行債償還や各種規制対応が指摘されている。この点、TLTRO3を緩和策ないし刺激策であるかのように捉える解説や報道は誤りである。大きく報じられてはいないが、通常の資金供給オペにおける固定金利・無制限という措置も2021年3月までは継続される方針が今回決定されている。金融機関の資金調達環境を整えることと、緩和措置は似て非なるものであり、今回のTLTRO3自体、景気が失速する以前から政策理事会でも話題には出ていた。

為替相場への影響

しかし、2019年を中心として大幅に経済・物価見通しを引き下げた以上、よほどの想定外のショックがない限り、経済・金融認識の修正に伴う追加緩和は難しくなったようにも思える。実際問題として、「拡大資産購入プログラム（APP）の再開」という大きな一手を除けばECBにはもう殆ど手が残されておらず、これに踏み切るタイミングは相当慎重を期してくるだろう。もちろん、フォワードガイダンスを再び伸ばすことは大いに想定されるがそれは市場予想の後追いであり、今回がそうだったようにそれほどユーロ売りには効かないと考えたい。かかる状況下、当面、ECBがさらなるユーロ売り材料を提供してくれる可能性はあまり高くないというのが筆者の見立てである。一方、会見でもドラギ総裁が言及していたように、2019年の米国経済はトランプ減税の効果が徐々に剥落していく（a waning effect of the fiscal package）ことが予想される。ドルは金利も通貨も頭一つ抜け出たポジションにあることを思えば、より調整に晒されやすい通貨だろう。対ドルでのユーロ相場は上方リスクの方が大きいのではないかな。

《ユーロ圏経済の現状と展望～再び取りざたされる「ユーロ圏の日本化」～》

欧州通貨は戻り売り推奨

3月に入り、ユーロ圏の日本化を懸念する論調がにわかに目立ち始めた。ブルームバーグは3月11日、『ユーロ圏は「失われた10年」に向かっているー日本化を懸念する大合唱』と題し、大手外資系金融機関がこぞって「ユーロ圏の日本化」傾向を指摘し始めているとの事実を報じている。この点、筆者は約5年前に『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』（2014年7月、東洋経済新報社、英名：『Ready for the Japanization of Eurozone, Euro and ECB』）と題し、ユーロ圏が今後日本化していくリスクを題材とし、書籍を発刊している。そうした経緯もあり、最近の論調を受け「今はどう考えているのか」という照会を

複数頂戴する。全ての論点を洗うには紙幅が必要になるが、簡単に現時点での筆者の所感を示しておきたい。上記記事の中では、ユーロ債市場のボラティリティが停滞し、ベンチマークとなるドイツ債利回りがゼロに接近していることなどが紹介されているが、これはユーロ圏の経済・金融構造が日本化する中で発生した副産物でしかない。そうした現象だけならばユーロ圏以外の主要国でも起きており、残念ながら「場況解説」の域を出ない。真の問題は「なぜそのような相場になっているのか」を考えることであり、具体的なマクロ経済構造の変化を考察することである。

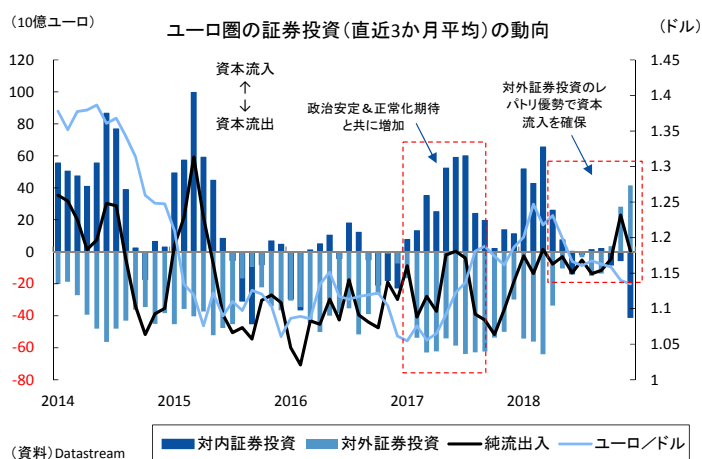
ユーロ圏と日本、7つの共有体験

ユーロ圏の日本化やユーロの円化そして ECB の日銀化が本当に進展しているならば、両者の経済・金融情勢には必然的に幾つかの共通体験が浮かび上がってくるはずである。この点、筆者は書籍の中で7つの共通体験を指摘した。それは具体的に「1.不況下の通貨高」、「2.貸出鈍化」、「3.民間部門の貯蓄過剰」、「4.蓄積する経常黒字」、「5.金融政策の通貨政策化」、「6.人口減少」を取り上げたうえで、その総合的な結果としての「7.上がらない物価」について考察した。このうち、2については予想に反してそうならないものの、3・4・7は進行、1・5・6も概ね当て嵌まっていると考えている。予想が外れにくい人口動態（6）について「概ね」と付けているのはドイツの状況を意識したからだ。周知の通り、ドイツは移民の大量受け入れによって数字の上では人口減を緩和しているという実情がある。だが、その決断が盤石だったメルケル政権を崩壊させ、域内における反 EU 機運を高めてしまったのだから、日本化以前の問題として全くもって喜ばしいことではない（メルケル首相による無制限難民受け入れは書籍発刊の約1年後に突如決断された）。また、日本化の象徴でもあるデysinフレ（ないしデフレ）の様相が強まっているという意味で7の進行が着目されやすいだろう。確かに、容易には復調を見込みづらいインフレ期待までもが地盤沈下していることは重要な事実である。だが、後述するように、筆者は「3.民間部門の貯蓄過剰」やその裏返しである「4.蓄積する経常黒字」といったマクロ経済の本質的且つ構造的な変化こそ、ユーロ圏の日本化を考察する上で重要な論点だと思っている。ここでは、そうした点を中心に以下で議論してみたい。なお、書籍からの引用部分については黒太字としている。

不況下の通貨高：「下がらないユーロ」は健在

まず、「1.不況下の通貨高」については書籍の中で「経常黒字の蓄積や物価の停滞も続くのであれば、円と同様に、為替市場において『リスク回避通貨としてのユーロ』が認知される日も遠くない」と述べた。この点、「リスク回避のユーロ買い」というフレーズが為替市場で取り沙汰されるほどの状況にはなっていないものの、「悲惨な政治・経済情勢の割にユーロが売られない」と体感している為替市場参加者は多いだろう。現状、ブレグジットを巡る混乱は元より、域内センチメントの急悪化、イタリア経済のリセッション入り、ドイツ経済の急失速、政治面ではフランスのデモ激化やフランス・イタリアの外交関係悪化など、ユーロ売り材料には事欠かない。ユーロ圏経済の失速が取りざたされ、国際機関などで見通しの引き下げが頻発、ECB もハト派に傾斜したのは最近3か月の話だが、同期間のユーロの対ドル下落幅は▲0.3%（2018年12月18日～2019年3月18日）とほぼ横ばいである。世界最大の経常黒字が寄与していそうなことは言うまでもないが、後述するようなデysinフレ状況が続いていることが、購買力平価上の通貨価値を高めている可能性も見逃せない。少なくとも円がリスク回避通貨と呼ばれてきた際の条件をユーロは明らかに備えている。

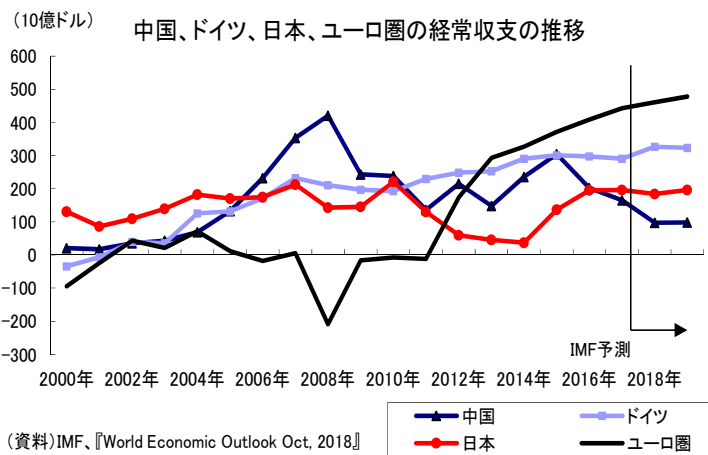
また、現状の資本フローを見ても、やはりユーロの増価しやすい性質を感じる。過去の
本欄でも議論したが、近年のユーロ圏の証券
投資動向を見ると対内証券投資が細る一方、
対外証券投資の売り越し（≒レパトリ）が増
えることでむしろ域内への資本流入がネッ
トで確保されている。世界最大の経常黒字を
抱える一方、域外へのリスクテイクが抑えら
れれば実需の資本フローがユーロ買いに傾
斜しそうなことは直感的に分かる。経済・金
融情勢が強くなっても、頑強な対外経済部門



に裏打ちされた資本フローが通貨の底堅さを演出してしまう。我々日本人が良く知っている事実だろう。

ユーロ圏経常黒字は5年で約1.5倍

筆者が注目するのは「3.民間部門の貯蓄
過剰」と「4.蓄積する経常黒字」である。両
者は裏表一体の関係にあるが、まず後者か
ら見ておきたい。書籍発刊時に判明してい
た経常黒字額は約2900億ドル（2013年）
と当時としては過去最大であった。だが、
2018年には約4200億ドルと約1.5倍に膨
らんでいる。言うまでもなく世界最大であ
り、中国（2018年で約975億ドル）の約4
倍という規模に相当する。ちなみにより重



要な対 GDP 比で見ると、+2.2%だったものが+3.0%まで拡大している。同期間に中国が+1.5%から
+0.7%に縮小したことと対照的である。ユーロ圏の経常黒字をけん引してきたのはもちろんドイツであ
り、同国の経常黒字（対 GDP 比）は2013年の+6.7%から2018年の+8.1%へ拡大している。今やグロ
ーバルインバランスの主因はユーロ圏、とりわけドイツといって過言ではない。

ちなみに、書籍の中で筆者は「巨大な経常黒字を抱えながら、金融緩和により通貨安を志向していく
ような政策運営を米国が見過ぐすとは思えない。本稿執筆時点（2014年7月）ではそこまでの緊張状態
には至っていないものの、ドイツそしてユーロ圏の出方次第では欧米貿易摩擦というのは重要なトピッ
クに成り得る」と述べた。米-EU の通商交渉はまだ本格的な始まっていないが、欧米の通商関係が一触
即発の状況であることは周知の通りだ。今後、経常黒字や為替といったテーマに関心が及ぶことは不可
避であろう。トランプ政権発足直後からドイツがユーロ安にフリーライドしていることへの不満は漏れ
聞えており、為替市場でも大いに関心を集めることが予想される。

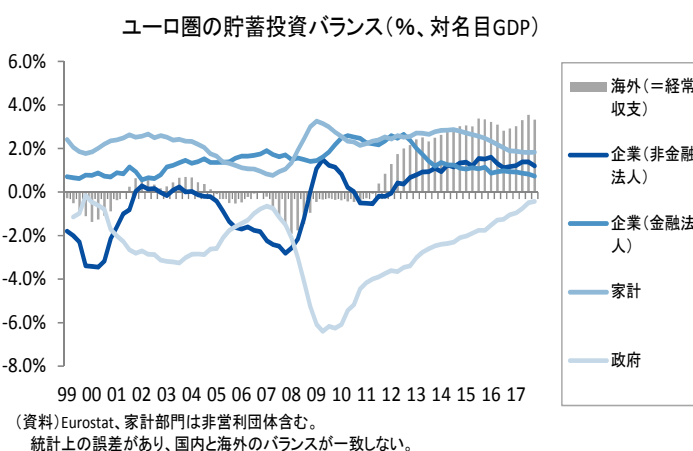
マクロ経済構造の日本化：民間部門の貯蓄過剰

理論上、経常黒字は貯蓄投資バランス（以下 IS バランス）の結果でもある。IS バランスは当該国（地

域)のマクロ経済構造を端的に映す計数だ。筆者は書籍において「民間部門の貯蓄過剰はデフレのサイン」として、相応の紙幅を割いて日欧の比較を行った。とりわけ以下のように述べていたことを今一度、ご紹介したい。長いが、7つの共有体験の中で筆者が最も構造的且つ重要な事実だと考えている部分なので引用する(下線部は改めて強調したい部分)：

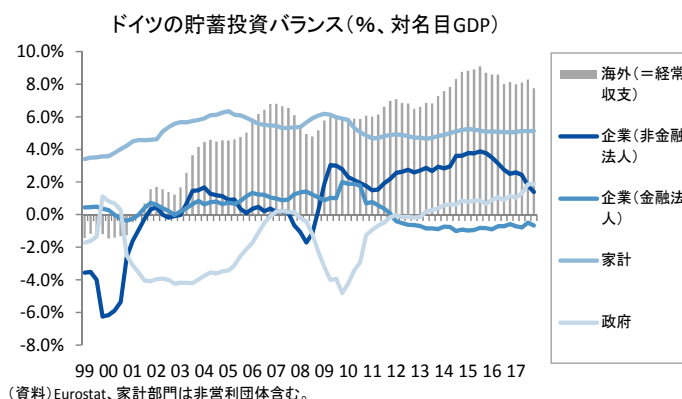
- 日本における民間部門の貯蓄過剰はバブル崩壊直後の1990年代初頭から始まった。より正確には、1980年代から家計部門は常に貯蓄過剰であったが、1990年以降は家計部門に加え、それまで貯蓄不足だった企業部門まで貯蓄過剰に転じたという経緯がある。これはバブルが崩壊するまでの企業部門は、家計部門の貯蓄を(銀行などを通して)借入れることで旺盛な消費・投資行動に充てていたが、バブル崩壊後は傷ついたバランスシートを復元するために、とにかく借金返済や手元資金確保に奔走するようになった様子を表している<中略>解消されない民間部門の貯蓄過剰はひとえに活力に乏しい実体経済の反映であり、物価下落や円高と並んで、デフレ経済の象徴と言っても過言ではない。
- 2007～08年のバブル崩壊及び金融危機を経て、民間部門の貯蓄過剰現象はユーロ圏でも見られ始めている。ユーロが導入された99年以降、家計部門と企業部門が同時に貯蓄余剰方向に振れるような事態は経験がなかった。ユーロ圏の問題が深刻なのは、民間部門が貯蓄余剰になっている分、政府部門がその資金を借り入れて消費・投資しなければならないところ、政府部門まで一緒になって消費・投資を控え、貯蓄過剰方向へ舵を切ったことである。2009年以降、政府部門の貯蓄不足が急速に縮小へ向かっていることがそれを表している。家計も企業も政府も積極的に消費・投資をしなければ当然ユーロ圏経済全体としては貯蓄過剰になり、海外部門が貯蓄不足(経常黒字)となる以外にない<中略>1989年のバブル崩壊そして1990年代の金融危機を経て、日本企業は借金をして消費・投資することを忌避するようになったと言われるが(今も見られている企業部門の貯蓄過剰はその証左である)、金融危機後のユーロ圏のISバランスを見ている限り、同様の状況に陥るサインが点灯しているように思える。

右図に示されるように2013年当時と比べてユーロ圏全体のISバランスはさらに貯蓄過剰が増している。財政緊縮の結果、政府部門の貯蓄不足幅が急速に縮まったことが目につく。上述した経常黒字はバランスシート調整の結果、ユーロ圏の民間部門が貯蓄過剰となっているという事実を海外部門の側面から解釈しているだけだ。民間部門の消費・投資意欲が発揮されるような投資機会がないからこそ、資金が債券市場に回り、各国の金利が低位安定しているのである。単にドイツ国債の金利が低いことや相場のボラティリティが低いことを日本化と呼ぶわけではない。また、中央銀行(ECB)が量的緩和政策(QE)をしている



ことを日本化と呼ぶわけでもない。それらはユーロ圏以外の主要国でも見られる近年の傾向である。重要なことは、そのような傾向が出てくる背景に相応のマクロ経済構造の変化があるということであり、とりわけ動学的資源配分の要である IS バランスに現れるという事実である。危機前後でユーロ圏の IS バランスの形は明確に変わった。

なお、2013 年当時からドイツは政府部門を含めた国内経済部門全てが貯蓄過剰という異形な構図になっていたが(図)、その「異形さ」は 2018 年までの 5 年間を経ても不変である。この点、日本化を超える異常事態だと筆者は考えている。日本は政府部門が貯蓄不足となることで底割れを防いできたが、ドイツは「永遠の割安通貨」の存在も手伝ってその必要がないという面があるのだろう。上で見たように、このような構図はユ

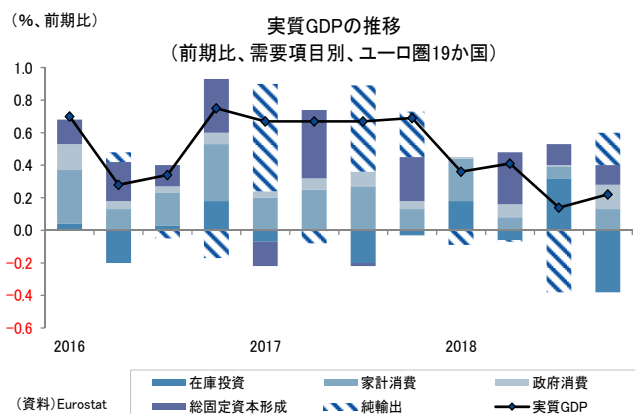


ーロ圏全体でも強まっている。財政支出の多寡をドイツ好みの EU ルールで縛っているのだから当然の結果でもあるが、ユーロ圏は日本化の傍らドイツ化をも強いられているという側面もある。

為替に隷属するようになる金融政策

なお、「5.金融政策の通貨政策化」も否定できない。上述したようにマクロ経済構造が海外経済部門（外需）頼みとなっている以上、通貨の騰勢に神経質になるのは必然の帰結である。例えば近年では 2017 年がユーロ全面高となった年であり、対ドルで最大+15%も上昇した。同年 6 月の ECB 年次総会でドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と物価にまつわる懸念を一蹴し、これから正常化プロセスに入ることを半ば宣言したことが主因となった。その後、同年 9 月の政策理事会後の会見においてドラギ総裁は会合のトピックが成長、インフレ、為替相場の 3 つに集約されたと述べ、為替が主題となったことを明かした。その上で「最近のユーロ高を受けて、ユーロ圏の金融環境は明確に引き締まった」とはっきりと懸念を表明した。先進国の中銀総裁が為替の動きに対してこれほどはっきりとスタンスを表明するのは珍しい（というよりも御法度である）。なお、同会合の声明文でも「the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the medium-term outlook for price stability」との文言が挿入され、ユーロ高が看過できない論点として浮上していることを隠さなかった。

そして、翌 2018 年のユーロ圏経済は顕著に失速し、一部の国ではリセッションにまで陥った。需要項目別に見れば純輸出の落ち込みが全体を押し下げたことは明白である（図）。2017 年にユーロ相場が急伸したことと 2018 年に純輸出主導で景気が減速したことが全くの無関係であるはずもない。ユーロ圏の経済・金融情勢を安定化させなければならない ECB は、今後ユーロ相場動向に敏感な状態が続くだろう。日銀ほど金融政策が為替相場に従属しているわけではまだないが、外需を生命線とする成長スタイルの下では必然的に為替睨みで政策運営をせざるを得ないことになるだろう。



日本化の象徴「上がらない物価」

多くの海外市場参加者にとって「日本化すること (Japanification)」と「物価が上がらないこと (disinflation)」もしくは「物価が下がること (deflation)」は同義だろう。この点、ユーロ圏消費者物価指数は明らかに債務危機を経て失速しており、過去 5 年平均(14 年 1 月～18 年 12 月の前年比を対象)に関し、総合ベースでは約+0.8%、コアベースでは約+0.9%での横這いが続いている。欧州債務危機が発生する直前の 5 年 (04 年 1 月～08 年 12 月) についてはそれぞれ約+2.4%と約+1.7%だったことを思えば、デフレとは言わないまでもディスインフレは確実に進んでいる。

また、インフレ期待として ECB が伝統的に注視する 5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フワードレート (5 年先 5 年物 BEI) の動向も見逃せない（図）。書籍では「5 年先 5 年物 BEI が明確に 2%を割り込んでくるようなことがあれば、ドラギ総裁の口からも一歩踏み込んだデフレ懸念が聞かれるかもしれない」と懸念を示していたが、ちょうど書籍を発刊した 2014 年 7 月前後を境として 5 年先 5 年物 BEI は明らかに下方へ屈折、その後は一度も 2%の水準に戻れていない。



日本の経験を踏まえればデフレの粘着性は相当に強いものであり、今後復帰できる見込みは立たない。

「日本化を超えて何が起きるか」が重要

以上は 5 年前の書籍から重要と思われる部分を簡易に抜き出して確認しただけである。実際の議論はより広範に行っているのでは是非ご参照頂きたい。繰り返しになるが、単に金利が下がることや、債券市場がボラティリティを失うことが「日本化」というわけではない。それは低成長ゆえの低物価というマクロ経済環境が定着し、民間部門を中心として消費や投資を控える世相になったことの結果でしかない。そのような世相をどのような計数で捉えようとするかが重要なのであり、今回の本欄で示したような IS バランスなどは構造変化の要諦にあると筆者は考えている。少なくとも通貨ユーロがドイツにとって「永

「遠の割安通貨」であることや、EU がルールとして財政出動を抑制していることなどはユーロ圏に埋め込まれた半永久的な論点である。しかし、その半永久的な論点が巨大な経常黒字やその裏側にある民間部門の貯蓄過剰を生み、通貨高や物価安といった悩ましい事象に繋がっているのである。今後 5 年についても、その半永久的な論点は解消されず、ユーロ圏の日本化傾向は継続するはずだ。

なお、日本は「経常黒字（貿易黒字）→円高」というメカニズムが働いたこともあり貿易収支は稼ぎ頭ではなくなっている。だが、ユーロ圏ではこうしたメカニズムは働かない。現行制度の下ではユーロがドイツに相応しい強さまで上昇することは今後も絶対がない。その意味で「日本化を超えて何が起きるか」も考える余地があるというのがユーロ圏の日本化問題の一步進んだ理解と思われる。それ自体は相応の紙幅を要する上、筆者の今後の研究課題としたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。