

中期為替相場見通し

2019 年 4 月 26 日

みずほ銀行

国際為替部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～「円買いなき黒字」とレンジ相場～

ドル/円相場の現状と展望～薄氷のドル高が継続中～	P.3
円相場の需給環境～「円買いなき黒字」という実相～	P.5
本邦企業部門の為替認識～「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～鍵を握る中国と欧州の立ち上がり～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～ドイツのけん引する景気減速～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～階層化と TLTRO3 の取り扱い～	P.15
ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツがけん引するユーロ圏の減速～	P.17
ブレグジット交渉の行く末～「欧州らしい結末」に収束した臨時首脳会議～	P.19

【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

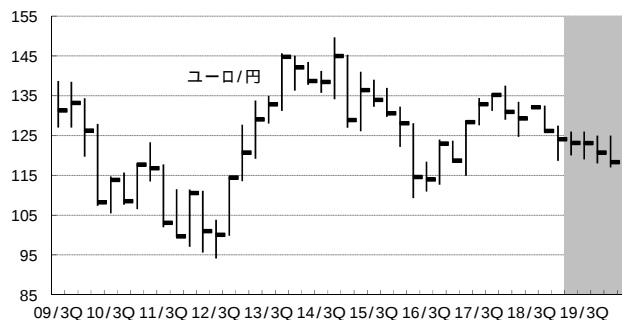
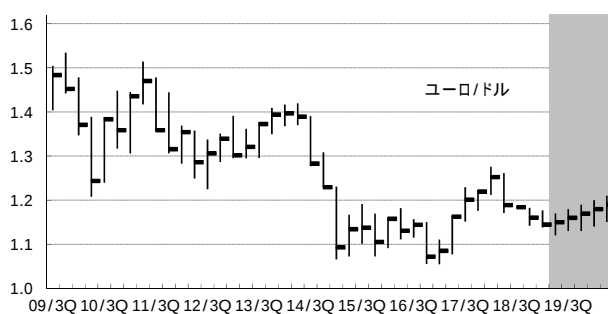
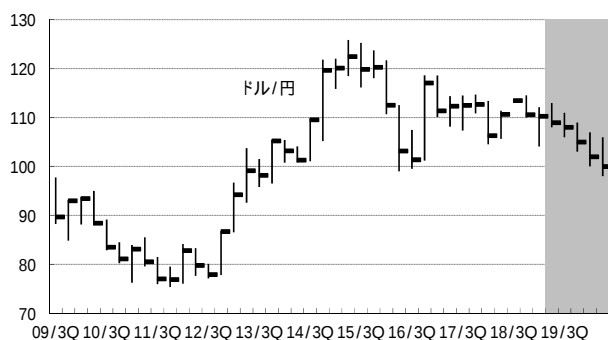
ドル/円相場は一段と膠着を強めている。昨秋以降、日米金利差の縮小が続いているが、ドル/円相場がこれに追隨して下落したのは今年 1 月半ばまでの話であり、2 月以降は逆に上昇へ転じている。その意味で、過去 3 か月は「金利差縮小の下での円安」が継続中である。恐らく、金利差が縮小したとはいえ、依然として米金利が高いことからドル建て資産に投資妙味を見出す投資家が多いのだと推測される。相応の金利差が残る中、IMM 通貨先物取引に現れる投機の円売り(・ドル買い)もやはり積み上がっている。しかし、こうしたドル高に賭ける投機が FRB のハト派色が強まる中で盛り上がっていることに不安定さを感じるべきだろう。既に一部の FRB 高官は利下げの可能性に言及し始めている。予測期間中にそれが実現する可能性は低いと考えるが、このような状況で賭けるべきは「利上げ再開」よりも「利下げ」である。金利差が縮小する中でも投機ポジションの傾斜によってドル高が支えられているのだと考えれば、現状のドル高相場は文字通り「薄氷」の上に立たされているようなものだ。年後半にかけて欧州や中国がはつきりと力強さを取り戻し、米国の物価が再び騰勢を強めるようなことになれば円安に振れるリスクもあるが、それはリスクシナリオに類する展開であってメインにはなり得ないだろう。

片や、ユーロ相場も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経済指標の悪化も重なるという状況は変わっておらず、ユーロ相場を取り巻く環境は相変わらず悪い。ECB についても、市場が織り込む利上げ見通しは徐々に後ろ倒しになっており、今後フォワードガイダンスの修正は必至であろう。IMM 通貨先物取引に見る投機のユーロ売り持ち高は約 2 年 4 か月ぶりの大きさまで積み上がっている。しかし、裏を返せば、ここまでの状況になってもさほど値を下げていないという見方もできる。今後、米金利は上昇よりも下落の公算の方が大きい。積み上がった投機ポジションが巻き戻される中、ユーロ相場が騰勢を強める展開に備えたいところだ。また、域内経済が低迷する中でも世界最大の経常黒字は健在であり、これが対ドルでの堅調さを支えるという面もある。いずれにせよ FRB がハト派色を強め、米金利が低下基調にあるにもかかわらずドル高が続くという現状には無理があり、ドル安が強まる中でユーロが相対的に浮上してくる展開を引き続き予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～4月(実績)	5～6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 ～ 112.40 (111.64)	108 ～ 113 (109)	106 ～ 111 (108)	103 ～ 109 (105)	100 ～ 107 (102)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1118 ～ 1.1570 (1.1130)	1.10 ～ 1.15 (1.13)	1.11 ～ 1.16 (1.14)	1.11 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.16)	1.13 ～ 1.19 (1.17)
ユーロ/円	117.85 ～ 127.50 (124.25)	120 ～ 126 (123)	119 ～ 126 (123)	118 ～ 125 (121)	117 ～ 125 (118)	116 ～ 125 (117)

(注) 1. 実績の欄は4月26日までで、カッコ内4月26日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

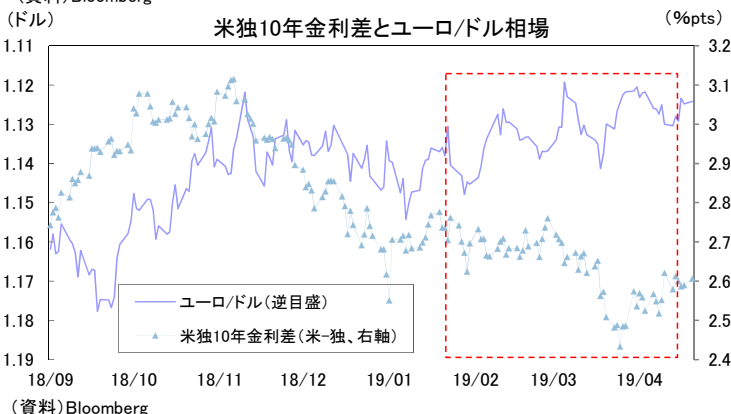
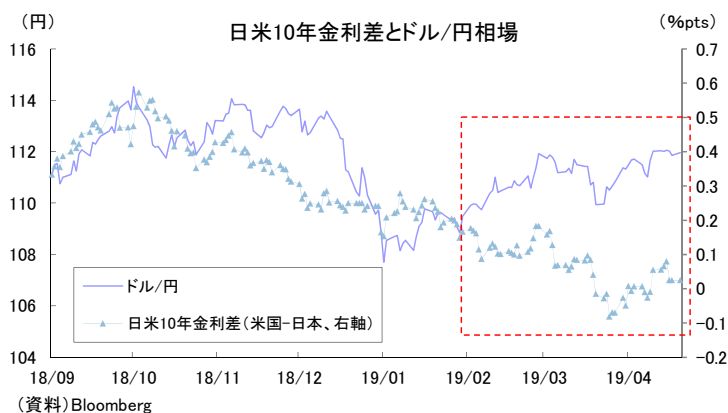


◆ ドル/円相場の見通し～「円買いなき黒字」とレンジ相場～

《ドル/円相場の現状と展望～薄氷のドル高が継続中～》

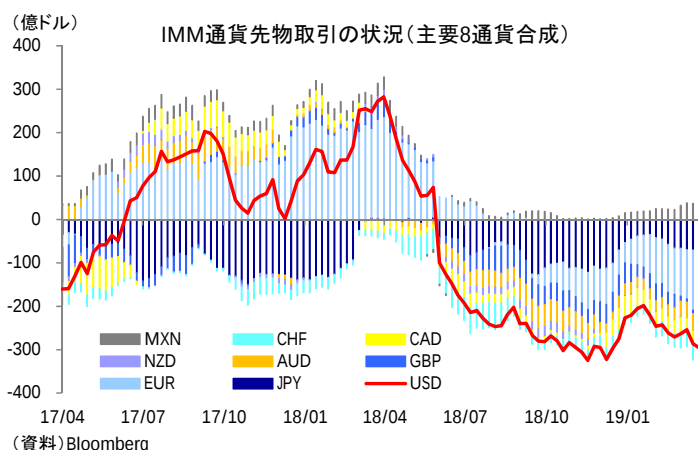
金利低下に耐性を示すドル

ドル/円相場は相変わらず膠着状態にある。過去2か月（3月1日～4月23日）のレンジは「109.70～112.17 円」の2.47 円にとどまり、4月に入ってから（4月1日～4月23日）に限れば「110.81～112.17 円」の1.36 円とさらに狭くなる。この間、FRBはドットチャートにおいて年内利上げ停止のサインを示し、バランスシート縮小路線の停止も打ち出した。後述するように、最近では利下げを示唆するような言動まで見え隠れし始めている。こうした動きもあって3月以降、米10年金利は2.77%から2.34%まで最大▲40bp下がっている。昨年10月をピークとして日米金利差ははっきりと縮小傾向にあるのだが、ドル/円相場がこれをフォローして下落したのは今年1月半ばまでの話であり、2月以降は逆に上昇へ転じている。図に示されるように、過去3か月は「金利差縮小の下での円安」が継続中である。同様の構図は米独10年金利差とユーロ/ドル相場でも発生している。こうした状況に対する解釈は様々あるが、米金利が多少低下したところで、マイナス金利を採用している円やユーロからすれば投資妙味が依然見込めるという事情がドル相場の耐性を強めていると考えるのが妥当だろう。もしくはFRBのハト派化を受けて株価が騰勢を強めている中、こうした資産価格の上昇が米経済の楽観にまで発展している側面もあるだろう。しかし、既に労働市場の改善余地が限定的となっている以上、実体経済の拡大が永続するかのような期待は単なる現実逃避に終わる可能性が高い。



「投機のドル買い」はそろそろ過剰に

相応の金利差が確保されている中、投機の円売り（・ドル買い）も着々と積み上がっている。IMM通貨先物取引における円の売り持ち高は4月16日時点で▲97.2億ドルと2019年1月1日以来の高水準に達している（図）。しかし、1月を例に取れば、このポジションが一気に巻き戻される過程で104円台までの円急騰に至ったことが思い返される。絶対的な金利水準があるからこそ、こうした円売りポジ



ションが巻き戻されずに温存されているのだろうが、既述の通り、金利差は着実に縮小方向に向かっており、再拡大に向かう目処も全く立っていない。ちなみにユーロの売り持ち高はさらに大きく▲138.2 億ドルと 2016 年 12 月以来、2 年 4 か月ぶりの高水準に達している。現在の為替相場を見るにあたっては「これほど投機のドル買いが積み上がってもこの程度でとどまっている」という事実も頭の片隅に置いておきたい。主要 8 通貨合成で見てもドルの買い持ち高は 2018 年 12 月 25 日以来の高水準に達しており、ポジションの傾きが過剰になっている雰囲気はある。こうしたドル高に賭ける投機が FRB のハト派色が強まる中で盛り上がっていることに不安定さを感じるべきと考える。

賭けるなら「利下げ」

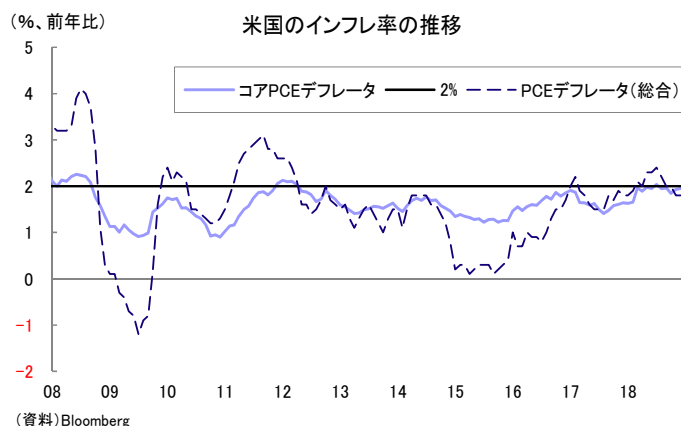
仮に絶対的な金利水準がドル相場の支えになっているのであれば、今考えるべきことは「米金利はもっと下がるのか」という基本的な問いである。この点、最近の FRB は明らかに下方の可能性を示唆している。4 月 15 日、エバンス・シカゴ連銀総裁は個人消費支出（PCE）デフレーターが食料品とエネルギー品目を除くコアベースで低迷し、数か月にわたって前年比+1.5%近辺にとどまれば、これを警戒した上で「(利下げによる) 保険を掛けておくことを間違いなく検討する」と述べたことが報じられている（4 月 22 日、WSJ 日本語版）。「Risk Management and the Credibility of Monetary Policy」と題した講演でエバンス総裁は 93 年から 08 年に開催された 128 回の FOMC に関して、「見通しの不透明感や特定リスクに対する保険」を理由に政策調整の必要性が議論されたことが 3 分の 1 以上あったと述べている。こうした例示は今後インフレ基調が衰えてきた時に「保険」を理由に利下げが検討されても、歴史的には珍しくないという露払いの意味を込めているのだろう。

なお、同講演では 2%ターゲットがあくまで『対称的な目標（a symmetric target）』であるとの論点にも言及がなされており、これも最近の Fed ウォッチの中では目にする論点となっている。この論点はハト派筆頭格のカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁がかねてから強調していることであり、本欄でも強い同意を示してきた¹。2017 年 12 月のエッセイでカシュカリ総裁は「たとえ目標に到達又は超えていたとしても、2.6%のインフレ率は現在の 1.4%よりも懸念すべき事態とは言えない。何故なら我々の目標は対称的なものだからだ」と述べている（当時の PCE デフレーターは 1.4%付近だった）。これは「目標から 0.6%ポイント離れているという意味では共にリスクは等しいと見るべきであり、FRB はあくまで目標からの乖離幅である 0.6%ポイントを少しでも縮めよう努力をすべき（つまり緩和を続けるべき）」という主張である。また、カシュカリ総裁は今後、デフレに陥った時に打ち出せるカードが限られている以上、「遅過ぎる利上げ」よりも「早過ぎる利上げ」でインフレ基調を挫いてしまう事態を避けるべきという政策運営上のリスクマネジメントの視点も強調していた。こうした「対称的な目標」と「リスクマネジメント」の観点について当時の FRB はさほど関心を示していなかった。

しかし、ここにきて続いている FRB 高官の情報発信から察するに、「保険」としての利下げを通じ、「対照的な目標」ゆえのインフレ率 2%突破を狙うことが政策運営上のリスクマネジメントとしては必要なのだという主張が幅を利かせ始めているように見える。なお、カプラン・ダラス連銀総裁もそうなった場合（≒コア PCE デフレーターが+1.5%近辺かそれを下回る水準にとどまった場合）、利下げの選択肢を「必ず考慮に入れる」と述べたという（4 月 22 日、WSJ 日本語版）。政治的な圧力に屈したという見方をされたくないだろうが、その主張の変節にはやや唐突感も覚える。

¹ みずほマーケット・トピック 2017 年 12 月 20 日号『3 度目のカシュカリ・エッセイを受けて』をご参照下さい。

もっとも、現時点でコア PCE デフレーターは+2.0%に近い水準(+1.8%)にあるため、そうしたシナリオが現実に近いわけではない(図)。米政府がイラン産原油の禁輸措置に関し、日本を含む 8 か国・地域に対して設定されている適用除外措置を 5 月に撤廃することを決定しており(仮にイランから輸入すると米国から制裁される)、原油価格は当面騰勢を強めることが予想される。コアベースとはいえ PCE デフレーターがエネルギー価格の影響から完全に無関係という話にはなりえないため、ここから一方的に下がっていくという展開も想像しづらいだろう。

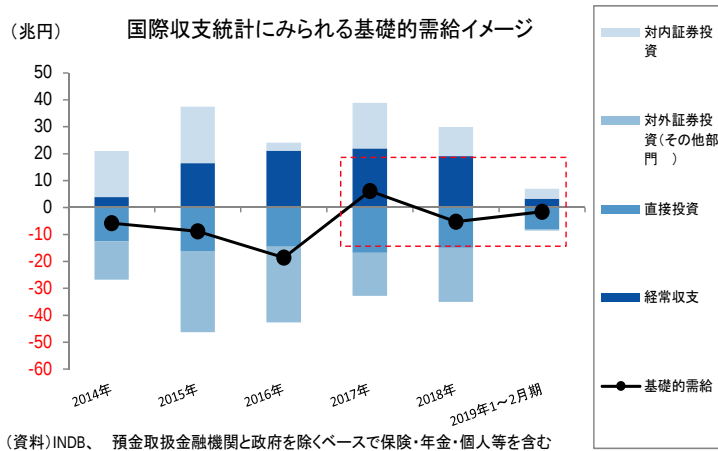


とはいえ、FRB 高官から「利下げの条件」を示唆するような情報発信が散見されている以上、賭けるべき「次の一手」は利上げ再開よりも利下げだろう。「保険」という大義の下で利下げのハードルが下がっているようにも見えることを思えば、投機ポジションの傾斜で支えられた現在のドル高相場は文字通り「薄氷」の上を立たされているような印象を受ける。

《円相場の需給環境～「円買いなき黒字」という実相～》

過去 2 年、円相場の需給は均せば中立という印象

相変わらずドル/円相場は方向感に乏しい地合いが継続している。こうした状況に対し様々な解説が交錯しているが、「そもそも需給が均衡しているから」というストレートな解説もあり得るかもしれない。本欄では国際収支統計をベースに円の基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を定点観測しているが、2017 年から足許(2019 年 2 月)に至るまで円の需給は売りにも買いにも傾斜していない(図中、点線四角部分)。

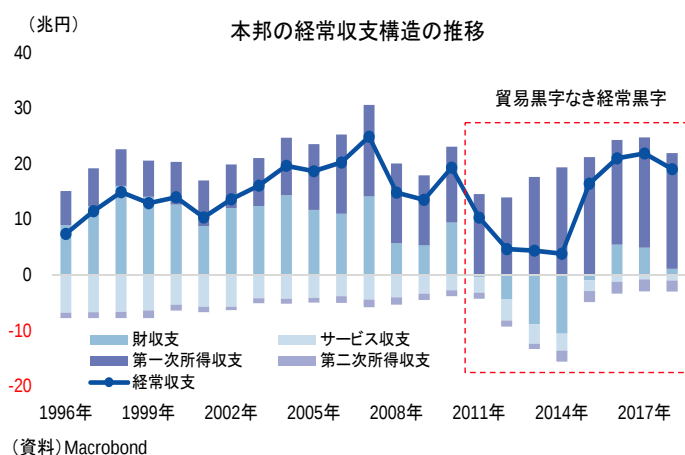


2017 年から最新分(2019 年 2 月)まで合計してみると▲6300 億円と若干の円売り超過だが、スポット取引だけで 1 日約 2 兆ドル(≒220 兆円)の取引量を誇る外国為替市場の需給バランスを判定する上では誤差でしかあるまい。少なくとも 2017 年が史上 3 番目、2018 年が史上 1 番目(最小)の値幅だったことと、こうした中立気味の需給バランスが無関係ということはあるまい。「均衡」した需給環境がレンジ相場を形成しているという考え方は一理ある。

「売った円が戻ってこない」

また、円相場を取り巻く需給構造の変化も見逃せない。米債券市場の利下げ織り込みが進み、株価がこれほど大幅に値を下げてもドル/円相場の水準が切り下がってこない以上、これまでにない「大きな変化」の可能性も視野に入れる必要はあるだろう。過去の本欄でも詳しく議論したように、過去 10 年弱における対外直接投資の流れが影響している可能性は相当に高い。日本の対外純資産は 2017 年まで 27 年連続で世界最大だが、その構成比を見ると 44.5% が対外直接投資残高である。片や、証券投資残高は 26.1% だ。2000 年にはそれぞれ 19.7% と 36.5% だったことを踏まえれば、見事な逆転である。リスクオフモードに見舞われた際、有価証券ならば本国回帰（いわゆるレパトリ）しやすいだろうが、リスクオフに乗じて買収した海外企業を手放すことはない。要は対外直接投資が増加した結果、「売った円が戻ってこない」状況が定着していると推測される。

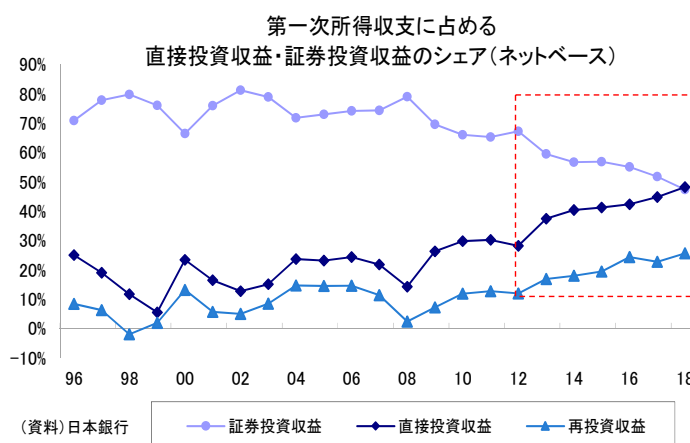
これらはストックに係る議論だが、当然、フローに係る議論についても同様の含意が得られる。対外直接投資が本格的に増え始めたのは 2011 年前後だが、本邦の経常収支はその頃から財貿易の黒字が消滅し、第一次所得収支黒字が主体となっている（図）。クローサーの国際収支発展段階説に基づけば、本格的に「未成熟の債権国」から「成熟した債権国」への階段を昇り始めたと言えるだろう（未だ断続的に財・サービス収支が黒字なので完全に「成熟した債権国」とは言えない）。金融危機



機前の 10 年間（1999～2008 年）とその後の 10 年間（2009～2018 年）で経常黒字の水準が大きく変わったわけではない。具体的には 10 年平均で見ると、危機前は約+16.7 兆円、危機後は約+13.5 兆円である。この間、財貿易の黒字額は約+10.9 兆円から約+1840 億円へ激減している。片や、第一次所得収支は約+11.2 兆円から約 17.3 兆円へはっきり増加している。合わせてサービス収支赤字が約▲4.4 兆円から約▲2.4 兆円へ半減していることも目に付くのだが、日本の経常黒字の水準が 10 年前と比較しても大きく変わらずに済んでいる背景には財貿易で黒字を出せなくなった分、過去の投資の「あがり」としての第一次所得収支黒字が増えたことが主因である。為替市場を見通す観点からは、確実に「円の買い切り」が見込まれる貿易収支の黒字が減って、必ずしもそうとは限らない第一次所得収支の黒字が増えたという構造変化が指摘される。

もはやフローベースでも直接投資収益が主役

「必ずしもそうとは限らない第一次所得収支の黒字」とはどういうことか。第一次所得収支は投資収益、雇用者報酬、その他第一次所得の3つから構成されるが、基本的には投資収益である。そして投資収益は証券投資収益と直接投資収益に分かれる。両者の構成比について見たものが右図だ。2000年には証券投資収益が66.5%、直接投資収益が23.3%だったものが、2018年はそれぞれ47.3%と48.2%と概ね対等になっている（両者の構成比は2018年に初めて逆転している）。

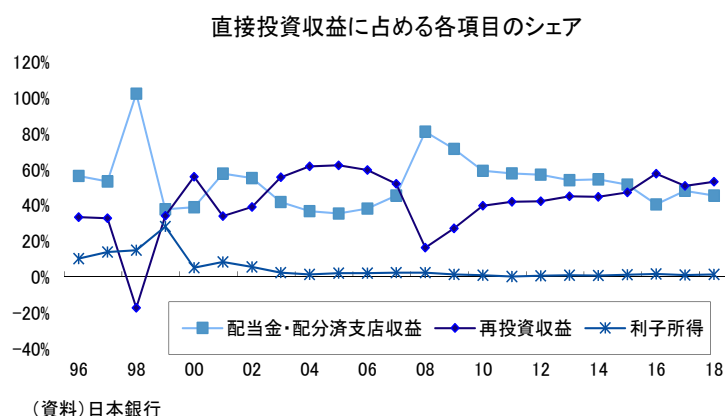


過去の本欄²でも詳しく議論したように、人口動態や企業収益の状況、法人税や電気料金などのコスト環境、硬直的な雇用規制などを踏まえれば、近い将来に本邦企業による対外直接投資の伸びが衰える道理はなく、引き続き直接投資の伸びが証券投資のそれを超える局面に入っていく公算が大きいだろう。ここまでをまとめれば、本邦の経常収支の構造は「貿易黒字から第一次所得収支黒字へ。その中でも証券投資収益から直接投資収益へ」と変容していると言える。

円相場への影響は？

こうした経常黒字構造の変化は円相場にどのような影響をもたらしているのか。既述の通り、貿易黒字であれば、輸出企業は稼いだ外貨を円に転じる必要があるため円買い・外貨売り圧力に直結する。いわゆるアウトライト（買い切り、売り切り）の為替取引はボリュームもさることながら、これに追随しようとする投資家・投機家の存在から方向感を形成しやすいと考えられる。経常黒字の過半が貿易黒字で占められていた時代は経常黒字の多寡と円買いを結びつける筋合いは確かにあった。

だが、上で見てきたように、経常黒字の趨勢を決する項目となっている第一次所得収支黒字の場合、為替需給に与える経路はそれほどシンプルではない。例えば証券投資収益は配当金と債券利子に分かれるが、実態としては約80~90%が債券利子である。こうしたフローは黒字が記帳された段階ではまだ外貨であるという点が重要だ。例えば、日本人投資家Aが保有している米国債から利子収入を受け取る場合、それは海外口座に入金



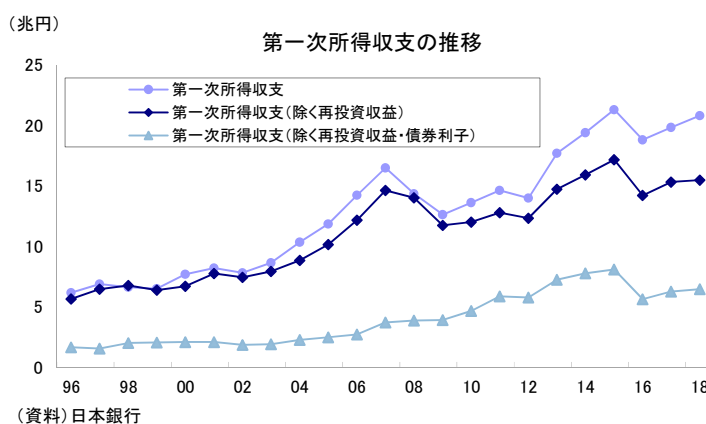
された段階で第一次所得収支上の「黒字」が記録される。受け取った利子はそのまま再投資されると仮定すれば（通常そうしたケースが多いと考えられる）、証券投資収益からの円転フローはほぼ期待できないという話になる。片や、直接投資収益の中身は配当金・配分済支店収益、再投資収益、利子所得に分かれるが、2018年では配当金・配分済支店収益が45.4%、再投資収益が53.2%と分け合う格好である。この

² みずほマーケット・トピック 2019年2月12日『変わりそうにない対外直接投資の潮流』をご参照下さい。

両者の大小関係は過去からそれほど変わっていないわけではないが、配当金・配分済支店収益は実際に直接投資家（または本社）へ送金されたものであるの対し再投資収益は直接投資された企業が稼得した営業利益のうち、投資家に配分されずに内部留保として積み立てられたものである。つまり、直接投資収益の約半分についても円転フローは期待できないという実態が透けて見える。

「円買いなき黒字」の実相

以上の議論をまとめると、第一次所得収支黒字のうち、証券投資収益の債券利子部分に相当する約 80%、直接投資収益の再投資収益に相当する約 50%については性質上、円買い・外貨売りのフローが発生しないことが予想される。これを絶対額の議論に引き直すとどうなるか。2018 年の第一次所得収支は約+20.8 兆円だが、再投資収益を除くと約+15.5 兆円、再投資収益と債券利子を除くと約+6.5 兆円まで減少する



(図)。もちろん、債券利子の全てが再投資されることはないだろうから実際の黒字額はもっと多いだろう。しかし、例えば 2007 年の経常黒字は過去最大の約+24.9 兆円であったが、このうち貿易黒字は約+14.2 兆円もあった。仮に、当時の第一次所得収支黒字（約+16.5 兆円）の 3 分の 1 程度しか円転フローが生じなかったとしても、経常黒字からは+20 兆円程度の円買い・外貨売りフローが見込めたイメージになる。だが、現状では貿易黒字がほぼ消滅している状況であり、経常黒字と第一次所得収支黒字がほぼ等価である。とすれば、相当に「円買いなき黒字」になっている疑いが強いだろう。

かねてより円相場の動向に関しては「投機の円安、実需の円高」³と評されることが多かった。円安が基調的に根付く局面というのはあくまで日米金利差が拡大し、日本人（機関投資家）の円売りや海外投機勢のキャリー取引が加速する時だとされてきた。一方、不況に転じると機関投資家や海外投機勢もリスク許容度の毀損からポジションを巻き戻し円高になりやすいことも同時に指摘されてきた。しかし、もはや実需の次元でも円高を見込みにくい構造になりつつあるのだとすれば、こうした考え方も徐々に修正が必要になる。こうした文脈もあり最近では「もうリスクオフ時の円高はない」とか「安全資産としての円は昔の話」といった新説が取りざたされるのだろう。

通説を否定するほどの悲観局面はまだ来っていない

とはいえ、筆者は米国経済が本格的なダウントレンドに入ったわけでもなく、FRB が緩和路線に入ったわけでもない現段階でそのような新説を謳うのは尚早だと考えている。FRB が利下げに踏み込んだ場合、日米金利差の拡大を当て込んで増えてきた本邦機関投資家の円売り・ドル買いは相応に巻き戻される可能性がある。それは海外投機筋においても同様だ。例えば FRB が正常化プロセスに着手した 2013 年以降、IMM 通貨先物取引にみる投機筋の円持ち高は基本的に売り超過である。しかし、新興国を中心とする世界経済の減速や英国の EU 離脱方針決定などが重なった 2016 年上半期はそうしたポジション

³ 例えばリチャード・クー氏は 1996 年に「投機の円安、実需の円高」という書籍を東洋経済新報社から発刊している。

の解消が進み、円買い超過へ振れた。この間、ドル/円相場は 120 円から 99 円まで急落している。悲観ムードに支配された時、為替市場では円高が隆盛を極めるといった性質が垣間見られた時期であったと考えられる。また、経常黒字の「稼ぎ方」が変わったとはいえ、世界最大の対外純資産国というステータスが変わったわけでもなく、その事実自体が安全資産 (safe haven) としての円への需要を保証する部分も相応にあるだろう。構造的な変化を受け、かつてほど「実需の円買い」が発生しづらくなっていることは重要な事実である。しかし、それは「円高になりにくい理由」にはなっても「円安を主導する理由」にはならない。目先を見通す上では、既存の通説を捨て去るほど円高を招来するような悲観局面がまだ訪れてないということに留意したいところである。

《本邦企業部門の為替認識～「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査～》

2018 年度は「10.45 円」と再び狭小なレンジに

繰り返し述べているように、新年度を迎えたドル/円相場は堅調に推移している。しかし、そうは言っても 2018 年度のドル/円相場の値幅は 10.45 円 (114.55 円-104.10 円) であり、年初のフラッシュクラッシュの分、2018 年の暦年レンジ (9.99 円) よりも広がったが、それでも過去 10 年間で最小だった 2017 年度 (10.17 円) と大差はない。近年、リスクオンムードが強まる時は円売り・ドル売り、リスクオフムードが強まる時は円買い・ドル買いと同じような方向に動く相場が増えており、明らかにドル/円の方向感が失われている。変動為替相場移行後の値幅に関し、小さい順に並べると上位 5 つのうち 4 つが 2010 年以降に発生している (もう 1 つは 2006 年)。もはや、こうした小さな値幅が常態なのだろうか。

そうした大仰に主張する向きも確かにある。だが、筆者は現時点でそこまで大きな話をすべきではないと考える。近年のドル/円相場の安定は総じて「FRB が正常化プロセスを進めていたから」に尽きる。もちろん、市場構造の変化などはあるだろうが、1 月に金利、3 月に量という次元で正常化プロセスの停止を宣言した以上、過去 6 年と同様の展開を想定するのは危ういというのが筆者の基本認識である。

為替への耐性は企業規模で差

限定的な値幅を新常態のように語る向きが出てくる状況下、企業部門においても為替安定を所与とみなしがちになる向きはあるだろう。3 月 29 日、内閣府が公表した「2018 年度企業行動に関するアンケート調査」からもその様子は垣間見られた。同調査は年に 1 度、年度末にかけて実施されるものであり、今回は「今後 3 年間 (19～21 年度平均) に従業員を増やす」と答えた上場企業が 69.3%、同期間に正社員を増やす見通しの企業も 68.8% と共に過去最高となったことが大々的に報じられている。実際、人手不足は日本経済が抱える喫緊かつ最大の問題であるため、この論点がクローズアップされることに違和感はない。しかし、本欄では毎年、本調査で示される採算レートや予想レートの動きを定点観測しているので、今回もこの点を掘り下げてみたい。

まず、ドル/円相場の採算レートに関し、東京、名古屋の証券取引所第一部および第二部に上場する全企業で 99.8 円 (全産業・実数値平均、以下同) と前年度調査 (100.6 円) からやや円高に振れている。採算レートが 100 円を割り込むのは 2014 年以来、4 年ぶりである (次頁表)。一方、同じ質問について資本金 1 億円以上 10 億円未満の中堅・中小企業 (前出の上場企業は除く) を見ると 107.0 円と前年度調査 (106.4 円) から円安に振れている。上場企業とそれ以外の企業で為替に対する耐性が逆に振れていることは目を引く。より景況感に敏感と推測される中堅・中小企業は業況の悪さを体感し始めているの

だろうか。ちなみに回答数で見ると前者（上場企業）が 2669 社に対して 1106 社の回答（41.4%）、後者（中堅・中小企業）が 7675 社に対して 2975 社の回答（38.8%）である。周知の事実だが、数量的には圧倒的に中堅・中小企業の方が多くことは留意したい。いずれにせよ、上場企業については現行水準対比で 10 円以上のバッファがある一方、中堅・中小企業についてはさほど余裕が無いという実情は重要だろう。年初来高値（104.10 円）は既に中堅・中小企業の採算レートを大きく割り込む水準であった。

なお、上場企業について業種別に見ると、注目度の高い輸送用機器が 100.00 円と全産業平均を上回る円安水準にあることが目につく。全産業平均で算出された採算レートが円高に振れたことは確かに「日本経済の円高耐性が増した」ように見えるが、裾野の広い輸送用機器のような産業は個別に注目する必要がある（実際、本邦大手自動車企業の想定為替レートは常に話題となる）。

「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(①)	採算円レート(②)	調査直前月の円レート(③)	①-②	③-②	③-1年前の① (※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
30(2018)	111.2	99.8	112.5	11.4	12.7	-1.8

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ための値である。

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

所与となっている「恵まれた為替環境」

同調査では1年後のドル/円相場の予想も尋ねている。上場企業については 111.2 円と前年度調査(114.3 円)から 3.1 円の円高予想となる。調査直前月(2018 年 12 月)の水準が 112.5 円とされているため、1.3 円の円高進行が予想されていることになる。中堅・中小企業は 111.7 円が予想され前年度調査(113.9 円/ドル)から 2.1 円の円高予想となった。調査直前月対比では 0.7 円の円高となる。同調査ではそれほどエッジの効いた(方向感のはっきりした)予想は出てこないの、ここから得られる含意は例年あまり大きいものではない(過去3年間、「1年後のドル/円相場の予想よりも円高に振れた」のは事実だが、騒ぐほどの乖離ではない)。表に示されるように、「採算レート」と「調査直前月のレート」、もしくは「採算レート」と「1年後のレート」を比較した場合、「採算レートまでのバッファが 10 円以上ある(10 円円高になっても採算割れない)」という状況が今回調査を含めて 6 年連続である(色付き部分)。本調査がスタートしてからこのようなことは一度もなく、近年、輸出企業にとって極めて恵まれた為替環境が半ば所与になっていると言える。もちろん、厳密には採算レートと想定レートは異なるので「採算レートより円安でも想定レートよりも円高」という事態はあり得る。だが、日銀短観(3月調査)で示された想定為替レートは 108.87 円であり、採算・想定のどちらのレートからも余裕のある状況が続いている。

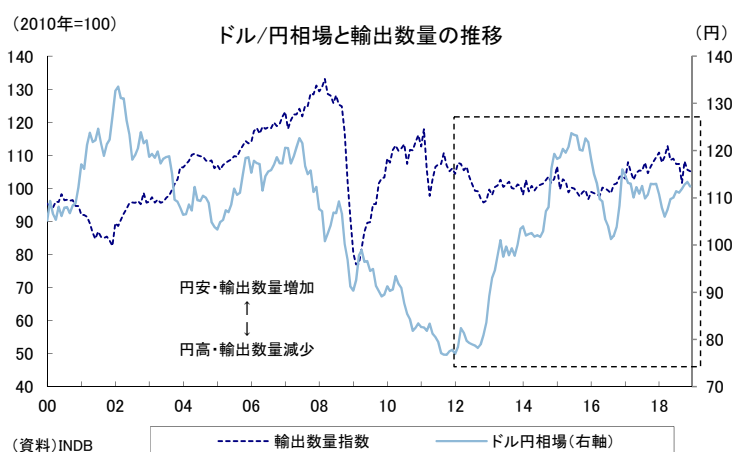
「100 円」に拘泥するとカードを失う

採算レートが概ね 100 円であることも手伝って、やはり 100 円を割り込んだ時点では経済的にも、政治的にもその深刻度が議論されることになるだろう。100 円という数字の切りの良さから、そこに節目（予想やオーダーなど）を置く市場参加者は多く、ここをタッチした時に円高がそこで止まるということにはなるまい。現実問題として、日銀への期待は増すのだろう。日銀の金融緩和とその結果としての通貨安や物価高を直情的に支持する向きは 6 年前に比べれば減った印象だが、それでも日銀の為替相場（ひいては物価）に対する全能感を信じて疑わない声は存在する（この点、期待に働きかけるというよりも誤解に働きかけることは成功したのではないかと感じる部分がある）。100 円接近と同時に、脊髓反射的に追加緩和を促す状況になるはずだ。

だが、日銀に限らず ECB であってもイングランド銀行であっても、FRB が作り出す為替相場の流れに逆らうことは難しい。「想定レートだから」、「採算レートだから」といった理由で逐一、裁量的なマクロ経済政策を執行していたのでは限りある政策カードを無為に浪費するだけに終わりがねない。往々にして円安基調の局面は米国ひいては世界の経済が良好な局面であり、それもあって株価が高い局面でもある。そうであればこそ、そのような局面では日銀が緩和を手控えて少々の円高を許容しても、海外経済の良好さを背景として輸出数量の伸びがある程度は確保されるという側面もあるだろう。また、海外経済環境が良いのだから多国籍企業の収益も大崩れはせず、株価も底堅いはずだ。そもそも 2013～2018 年までは米国の利上げが連続的に行われていたので円高になったかどうかとも定かではあるまい。日銀が正常化を模索したいならば、この期間が好機だったはずだが、既に逸してしまった疑いが強い。

「円安期には円高期に備えて力を蓄える」

過去、本邦最大手自動車企業の首脳が円安で高収益となってきた事実について「追い風参考記録」と冷静に評価したことがあった。変動相場制は乱高下が常態であり、近年のような「風」状態が異常なのだから、本来はこうした「円安期には円高期に備えて力を蓄える」というスタンスが至適なのだと考えられる。そして事実、企業の円高耐性は近年高まっていると推測される。例えば既に円安が輸出数量を押し上げる効果はもはや限定的だ（図）。これは金融危機や



震災を受けた超円高を経て輸出企業が海外生産移管や現地通貨建てでの価格設定などを進めてきた結果だと解説されることが多い。要は経験から学んだ結果、円高への耐性を高めたということに他なるまい。思い返せば円安・ドル高の勢いがピークにあった 2014～15 年、「過度な円安はコストになり得る」という議論は財界からも聞かれた。例えば 2015 年 1 月 6 日、経済三団体共催の新年祝賀パーティーにおいて榊原経団連会長は「急激な円安の進行が、地域経済や中小企業を中心に影響が顕在化しております」と述べているが、経団連会長が円安への懸念を口にするというのは歴史的にも稀なことだったのではないかな。

懸念すべきことは、FRB の正常化プロセスの傍ら未曾有の金融緩和を併走させてきたことで「円高に

はならない（させない）」という為替相場に対する妙な安心感が近年醸成されていないかという点である。

「採算レートまでのバッファが 10 円以上ある（10 円円高になっても採算割れない）」という状況が 6 年続いているという調査結果を今後、どのように財政・金融政策運営に落とし込んでいくのかが重要であろう。政策を続けるほどに弛緩したムードが醸成され、マクロ経済全体の非効率性が温存されるような結末だけは避けねばならない。変動相場制の下であまりにも安定した、しかも追い風の状況が続いているだけに、その反動がきた時の怖さをどうしても感じてしまう。

《メインシナリオへのリスク点検～鍵を握る中国と欧州の立ち上がり～》

年後半の中国と欧州の仕上がりポイントに

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方向のリスクである。それゆえ円安リスクに焦点をあてた上で点検を進める。結論から言えば、リスクの所在は年初から全く変わっていないと考えるが、やはり年後半に持ち直しが期待される中国と欧州の仕上がりが同時期の米経済の失速を相殺するほど十分なものになるかどうかポイントだろう。

これまで述べてきたように、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。過去を振り返って見ても、利上げ停止の次のアクションが利上げ再開だったことは稀である。景気拡大局面が過去最長となる 10 年間に及んでいることを踏まえても、米金利上昇を前提にシナリオを作成するのは危ういと考える。FRB の政策は「よくて現状維持。場合により追加緩和」を基本線とすべきだろう。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も難しく、当面は「FRB の正常化プロセス終了と共に米金利・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。

「米経済の明確な失速」に構える局面

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）。本欄では「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」という展開を最も警戒してきた。「中国や欧州の景気減速に底打ち感が見られる中、気をよくした FRB が再び正常化に手をつけるリスク」と読み替えても良い。そう

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ISM景気指数	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
⑤	中国/欧州の再加速	GDPの加速	中

（資料）筆者作成

いった意味で①と⑤はセットで考える必要がある。理由はなんであれ市場心理が改善したことを受けて中央銀行が安易に正常化への意欲を示し始めてしまうという展開は洋の東西を問わず懸念される。実際、FRB のハト派傾斜を背景として年初からの株式市場は堅調そのものであり、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視野に入る。世界的な景気回復サイクルが一旦途切れていることを踏まえれば米経済だけが勢いを取り戻してくることは難しいはずだが、消費や雇用などで意外な好調さが続いているのも事実であり、米金利やドルの下落を読む筋にとっては不穏な空気は感じる。

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と考えられる（なお、10年と3か月物の金利差逆転は3月下旬に起きている）。1～2年という時間は長い、「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。真つさに考えれば円安に進む可能性は高くはないと考えるが、「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。

依然、英国の再国民投票が政治的なリスク

「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」を挙げてきた。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の分かりやすい結果である。その際、市場は大いに好感するだろう。報道をあてにする限り、米中通商交渉の完全解決に期待を抱かせる雰囲気がある。しかし、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で合意したとしても、その検証方法を巡る溝は依然大きいと言われる。中国としても内政干渉と捉えられかねないプロセスは承服しかねるであろう。トランプ大統領も再選のためには「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、中国に対しては「生かさず殺さず」が基本戦略となるはずである。しかし、昨年来見られている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間違いなく、これ以上の状況悪化に直面すれば手打ちに踏み切る可能性もゼロではない。その場合、為替市場では円安に振れやすいと思われる。

なお、政治的な円安リスクという意味で最も警戒が必要な論点は引き続きブレグジットが再国民投票を経て撤回される展開と考える。結局、英国とEUは期限とされた4月12日までに合意に至ることができず、今年10月31日までの約6か月延長で合意している（ただし、5月23日から開催される欧州議会選挙へ参加できない場合、期限は5月31日へ前倒しされることになっている）。とはいえ、3年弱も話し合っただけで決まらなかったことがあと6か月で決着するだろうか。最終期限とされる10月31日までの間に現行案の承認、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あるだろう。本稿執筆時点では6月末までにメイ英首相が強制退陣を迫られる可能性まで報じられ始めており、そうなればこれまで可能性が低いと見られていたシナリオがにわかに動き出す恐れもある。再国民投票はその中でも一番スケールの大きな話と考える。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、それはやはり国民投票だけだ。現状の世論調査では残留支持派の方が多いたとの調査が目立つことから、「再国民投票実施→リスクオンムードに拍車→円売り」という展開は警戒される。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はないだろうか。

本邦発の円安リスク：マイナス金利付き資金供給はヘッドラインインパクトあり

そのほか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したい。3月の日銀金融政策決定会合で総括判断が（輸出・生産の下方修正を交えて）冗長化したことは現状維持が難しくなり始めていることの初期症状として注目される。それが近々に決

断される可能性は今のところ低そうだが、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。年初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である。もちろん、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、金融機関経営に対する懸念が国内外で高まる中、現実問題としてこれはもはや取り得る政策ではない。ほかには一部の日銀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。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。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。だが、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。毎月述べているが、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。米国そして中国や欧州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。これまで列挙してきた円安リスクに比べれば可能性は高いと感じられないだろうか。各種機関の見通しを見れば分かるように、2019年の世界経済については強気派にしろ、弱気派にしろ、「失速は不可避」という点では一致している。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と考える。

2019年後半の世界経済は、米国についてはトランプ減税の効果剥落によって失速する一方、昨年来失速感を強めていた中国や欧州の立ち上がりが鮮明化するという読み筋が従前より指摘されてきた。「米国の弱さ vs. 中国&欧州の復調」といった大枠が本当に実現するのかがどうか、波乱なく2019年を通過できるかどうかの要諦となる。もちろん、中国や欧州の復調は重要な動きと思われるが、筆者は金融政策の巻き戻し余地が大きい米国発で潮流が形成されるため、その流れは他国・地域の動向でカバーしきれないと考えている。かかる状況下、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というのが引き続き本欄の基本認識となる。

◆ ユーロ相場の見通し～ドイツのけん引する景気減速～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～階層化と TLTRO3 の取り扱い～》

ECB 政策理事会、金融仲介機能に注目集まる

4 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ている。今回の会合に関しては、事前報道やドラギ ECB 総裁の講演（3 月 27 日の ECB ウォッチャー会議）なども踏まえて①マイナス金利適用残高の階層化（tiering）、②ターゲット型長期流動性供給第 3 弾（TLTRO3）の詳細、③フォワードガイダンス修正の必要性などが論点として注目されていた。結論から言えば、これらについて具体的な決定も言質も見られなかったが、会見では①や②に関連する質問は多く、金融仲介機能への配慮を今後どのように見せていくかが関心事となっていた。③については 3 月 27 日の講演でドラギ総裁が「（3 月にそうしたように）新しい物価見通しを反映するようにフォワードガイダンスを調整することで、金融政策は経済に寄り添い続ける」と述べたことで、足許の脆弱性を理由に程なくフォワードガイダンスが修正されるのではないかと観測が出ていた。だが、さすがに修正したばかりのフォワードガイダンスは据え置かれ、近い将来における変更が示唆されるような情報発信もなされていない。

なお、今回はチーフエコノミストであるプラート理事にとって最後の会合だった。ドラギ総裁会見の最後に「私が会見で述べることや私が読み上げている声明文の殆どは彼や彼のスタッフ、チームの作業によるところが大きかった」として謝辞を述べるシーンが見られた。後述するように、プラート理事在任中に TLTRO3 の準備を固めるつもりなのか否かを尋ねる記者も現れており、同理事の存在感の大きさを感じさせる会合でもあった。ちなみにプラート理事は IMF・世銀年次総会における会合でマイナス金利の副作用に対する緩和策に関し「再考に異論はない」と述べており、同氏が政策理事会の議論をリードする存在であることを踏まえれば、やはり近いうちに何らかの一手は考えられるだろう。プラート理事退任後、次回会合からはアイルランド中央銀行総裁のフィリップ・レーン氏が着任する。学者としても高名な同氏の着任については異論も少なく、下馬評は高い。

マイナス金利の階層化について

個別論点の中では、やはりマイナス金利適用残高の階層化への関心が高く、関連質問が相次いだ。この点、今回から声明文に「In the context of our regular assessment, we will also consider whether the preservation of the favorable implications of negative interest rates for the economy requires the mitigation of their possible side effects, if any, on bank intermediation」との一文が挿入されていることは見逃せない。要約すれば「金融仲介機能への副作用があれば、これを緩和する一手を検討する」という話である。全会一致で採択する声明文がこうした格好になっている以上、マイナス金利の副作用が憂慮され、それを緩和する一手が検討されている事実は疑いようがない。

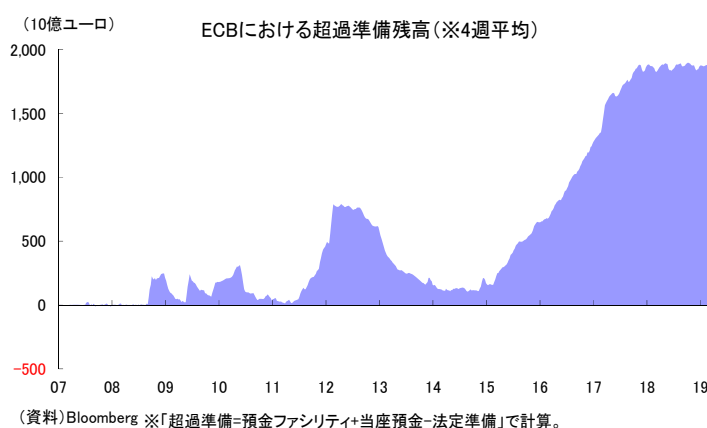
1 番目の記者からはこうした声明文の修正などを捉え、現在が「階層化システムへの変わり目（on the cusp of introducing a tiering system）」なのかどうかを尋ねる質問が見られた。これに対しドラギ総裁は「次回会合までの間に経済見通しがどのように変わっていくかを見定める必要がある。次回には新しい経済予測も確認できる」と言質を与えることを避けている。その後の質問者においても「階層化システムについてメリットやデメリットを議論したのか。（ドラギ総裁の）任期中にこれが実現するのか」とい

った踏み込んだ質問が見られたが、「議論はしていないし、特定のワード（※階層化を指していると思われる）で特定化するようなことはしたくないし、これまでも決してしていない」と返している。現状、マイナス金利の軽減策と階層化システムの導入をほぼ同一視する風潮が強いが、そうとは限らないことを言外に滲ませたい様子が窺える。ちなみに ECB は 3 年前にも階層化システムの導入が噂されたことがあったが、結局は単一通貨圏においては事務的な難しさを伴うといった理由から断念した経緯がある。そうした技術的な障壁は今も残っている可能性があり、安易に「次の一手」としての階層化システムを断言しにくい台所事情もあると推測する。

銀行経営に対する見解

階層化の議論は金融機関収益への配慮に端を発するものだが、この点、4 月に入ってからドイツ銀行協会から「ECB が今年中にマイナス金利を終了できないのであれば、少なくともスイス中銀や日銀を手本とすべきだ（4 月 8 日、ロイター）」との声明が出され、表立ってマイナス金利政策への批判が示されたことが話題となった。会見ではこうした批判に対するドラギ総裁の見解を求める質問も見られた。これに対しドラギ総裁は「マイナス金利が個々の銀行に与える影響の経路は非常に異なっており、収益モデルも大いに異なる」、「ユーロ圏の銀行の収益性は日本並みであり、米国よりは低い、マイナス金利を採用していない英国よりも高い」などと反論している。また、別の質問者に対する回答の中でも「欧州の銀行システムの問題は過当競争（overcrowded）にあることであり、合併の必要性は極めて重要（very, very, significant）だ」と語気を強めるシーンがあった。これに続けて人員、店舗、費用といった点で供給過剰に陥っており、マイナス金利に不平を言う前にそういった収益性の欠如にも目を向けるべきといった趣旨の発言をしている。

これらの反論は事実を含んでいるのであろうが、マイナス金利の副作用に懸念を示してきた従前のドラギ総裁講演や今回の声明文と比べると平仄が合っておらず、分かりにくさを感じた。ドラギ総裁個人と政策理事会の間で「マイナス金利の副作用」に対する温度差がややあるのかもしれない。とはいえ、約 2 兆ユーロに及ぶ超過準備残高（預金ファシリティと当座預金双方を対象にした広義の残高）に▲0.40%のペナルティがかかっている状況が銀行業の収益を不当に圧迫しているという事実は覆いがたいものがあるだろう。



TLTRO3 の仕様は 6 月に

次に注目された論点はやはり TLTRO3 である。階層化システムについて尋ねた 1 番目の記者は同時にもう 1 つの質問として TLTRO3 の仕様（the pricing）に関しても尋ねている。これに対しドラギ総裁は階層化も TLTRO3 も「銀行チャネルを通じた金融政策の波及経路に対する徹底した評価」と「経済見通しのさらなる進展（≒6 月の改訂）」を踏まえた上で決定すると返している。TLTRO3 については 3 月会合で 9 月開始を宣言している以上、その詳細は 6 月ないし 7 月に公表する必要がある、見直し改訂と重

ねるならば 6 月という可能性が元々高かったことは周知の通りである。また、別の記者からは 5 月末に経済分析の要であるプラート理事が退任してしまうことを踏まえ「TLTRO3 に係る準備作業はそれまでに済ませておいた方が良いので、本日の会合で（TLTRO3 の準備に関する）議論が進んだという理解で良いか」と人事に絡めた質問も見られた。この点、ドラギ総裁は「誰が政策理事会に加わるのかといったことに応じて意思決定を行うことはない。その 2 つは分けて考えたい」<中略>本日は TLTRO3 について議論していない」と一蹴している。

あと 4 回：LTRO に始まり、LTRO に終わるドラギ総裁

冒頭述べたように今回は記者会見の最後にドラギ総裁がプラート理事に別れの謝辞を述べるシーンがあった。しかし、当のドラギ総裁に残された会合もあと 4 回（経済見通し改訂はあと 2 回）である。2011 年 11 月、欧州債務危機の最悪期にバトンを渡されたドラギ総裁だが、2017 年以降は遅々たる歩みながら正常化プロセスへ舵を切り始めた。しかし、ここ 1 年の景気悪化により、どうやら利上げをできないまま退任を迫られそうである。いや、このままいけば利上げどころか追加緩和を強いられた状態で任期満了（10 月末）を迎える恐れすらあろう。

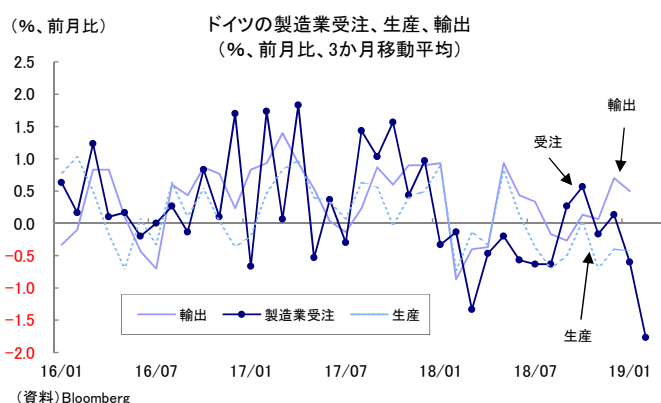
ちなみに「次の一手」として注目が集まる TLTRO3 の原型は 36 か月物 LTRO だが、これは 2011 年 11 月、ドラギ総裁の初回会合でいきなり打ち出されたものだった。その一手がユーロ圏の崩壊・瓦解を救ったという評もあるくらい鮮烈な登場であった。長期流動性供給の実施は金融システムへの不安があるからこそ実施されるものである。その意味でドラギ総裁は着任・退任双方のタイミングで金融システムに懸念を抱いていた総裁ということになる。いずれにせよ再来年までに退任が予定されるメルケル独首相と共にドラギ総裁は欧州債務危機を切り抜けたリーダーとして歴史に名を残すことになるだろう。どういった幕引きを図るのか注目である。

《ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツがけん引するユーロ圏の減速～》

立ち上がりが速そうなドイツ経済

2019 年から 2020 年の世界経済については中国と並んで欧州、とりわけドイツを中心とするユーロ圏景気の弱さが世界経済の足枷と指摘されることが多い。この点、4 月に発表されたドイツ 2 月製造業受注指数はそうした懸念をさらに強める内容だった。若干の増勢を見込む市場予想の中心（前月比+0.3%）に対して同▲4.2%とかなりギャップの大きい結果が示されている。なお、前年比では▲8.4%であり、前月比で見ても前年比で見ても下げは加速しているのが現状

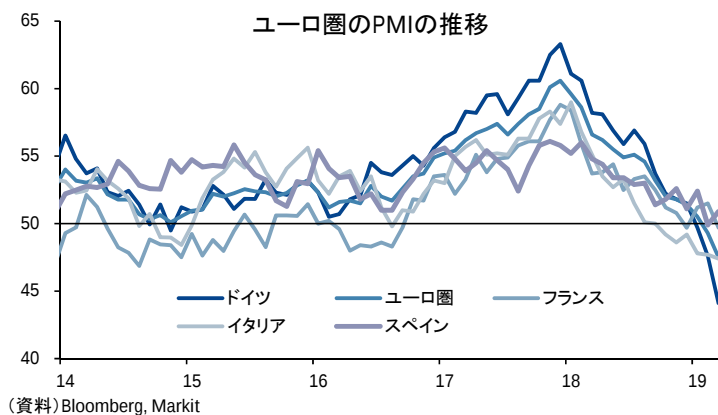
である。国内と海外の別に見ると、国内新規受注が前月比▲1.6%であるのに対して海外新規受注は同▲6.0%となっており、圧倒的に国外の需要減退が響いている。ちなみに国外のうちユーロ圏からの新規受注は同▲2.9%、その他の国（域外）からの新規受注は同▲7.9%であるため、域外経済（恐らく大部分は中国）における需要の減退が相当に響いている様子が見て取れる。過去の経緯を見る限り、外需（≒輸出）



の落ち込みを受けて受注と生産が伸びてこない状況は当面続きそうである（前頁図）。過去2年、ユーロ圏経済の方向を規定してきた需要項目が純輸出であることを踏まえれば、今回のドイツ製造業受注から想定される未来はやはり明るいものではない。当面の減速は所与と考えるべきだろう。

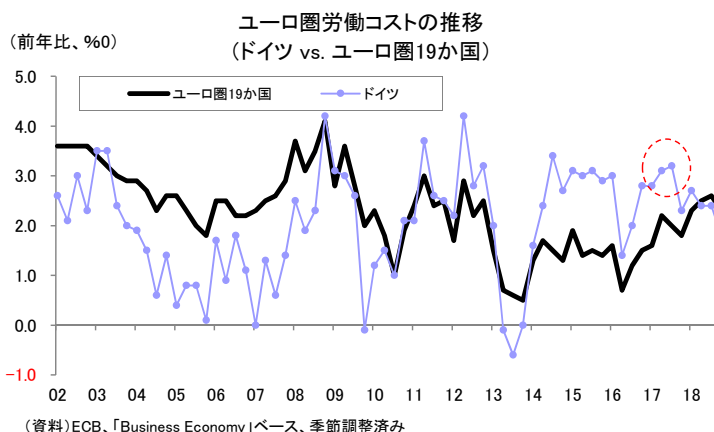
ドイツの主導する心理悪化

過去を振り返ってみると、ユーロ圏経済が本格的に立ち上がり、これに呼応してECBがタカ派色を強め、ユーロが買われる局面というのは往々にしてドイツの強さがその他加盟国の弱さを糊塗し、域内全体の経済指標（象徴的にはユーロ圏GDP）が改善しているタイミングである。しかし、上で見てきたように、見通せる将来においてドイツ経済のはっきりとした立ち上がりを想定するのは難しそうである。ド



イツに限らず実体経済が悪化する経路はショックが発生した後、企業や家計部門の心理が悪化し個人消費や設備投資が減退し、最後に雇用・賃金情勢へ波及するというのが雑駁なイメージになる。この点、過去1年間のユーロ圏ではドイツ製造業の心理悪化が域内全体をけん引し、これにドイツ経済ひいてはその他加盟国経済が追随しているという構図は見逃せない（図）。これほど急激な悪化が年内続くことは考えにくい、下げ止まった後、低空飛行ということは十分考えられよう。3月7日の政策理事会でフォワードガイダンスを緩和的な方向に修正したばかりであるにもかかわらず、そこから3週間後の講演でさらなる修正を示唆したドラギ ECB 総裁にはこうしたドイツを中心にもたつくだらう域内景気の未来が見えており、「恐らく悪化はもっと長引く（ゆえに利上げも後ずれする）」との思惑があったのだろう。

なお、製造業受注が発表された同日、アルトマイヤー独経済相は、昨年来から続く景気減速について今年から段階的に克服していくとの見方を示している。理由としては賃金上昇など労働市場に明るい動きが見られることが挙げられている。確かに、ユーロ圏およびドイツの労働コスト⁴は前年比で増勢を維持しているが、2017年下期以降、ドイツについては失速が始まっているのも事実である（図）。あくまで雇用や賃金は実体経済の状況を受けてバックワードルッキングに決まるものであることを踏まえれば、現状の賃金の増勢を理由に先行き楽観ムードを形成するのは危ういのではないだろうか。



⁴ 企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト。従業員の総所得と間接コストの合計とされる。総所得は報酬・特別賞与・所得税・社会保険料を含む。間接コストは従業員のための社会保障費用と雇用に係る税金を含むとされる。

新総裁も 1 年程度は我慢

ちなみに年初来から見られている一連の ECB からの情報発信を受けて金融市場が織り込む初回利上げは今から 2 年後の 2021 年後半にようやく視野に入ってくるイメージまで後退している(表)。「2019 年どころか 2020 年も利上げは無理」という市場期待の実勢に合わせ、ECB も相応に政策運営を修正しているかざるを得ないだろう。今年 11 月に就任する新総裁も着任後 1 年程度は正常化を我慢せざるを得ない時間帯が続きそうである。現状の

フォワードガイダンスは年内の利上げを否定する内容となっているが、これは新総裁の手足を早々に縛りたくないという配慮も含まれていると推測され、本音では年内回復に自信を抱くメンバーは多数派ではないと推測される。実際、3 月政策理事会の議事要旨を見ると「多くのメンバー(A number of members)」が 2020 年 3 月末までフォワードガイダンスを伸ばすことを主張したという記述が見られており、最終的にはチーフエコノミストであるプラート理事との平仄を合わせることで引き下がったという内幕が示されている。3 月会合後の本欄ではフォワードガイダンスの僅か 3 か月の延長は金融市場の利上げ織り込みや大幅下方修正されたスタッフ見通しと整合的ではないと指摘したが、同様の旨の指摘が議事要旨に記されていることも見逃せない。

かかる状況下、経済・金融情勢に応じて早ければドラギ総裁にとっての最終会合となる 10 月 24 日、遅くとも新総裁にとって最初の政策理事会となる 12 月 5 日の会合で利上げに係るフォワードガイダンスは 2020 年半ば頃まで引き伸ばされる可能性があるのではないかと。これに応じてユーロを敬遠する動きも強まりやすくなるだろう。だが、本欄では今年下期以降に失速感が露わになるだろう米経済、米金利そしてドル相場の状況にも鑑み、ユーロ/ドル相場は大崩れしないという基本認識を抱いている。

《ブレグジット交渉の行く末～「欧州らしい結末」に収束した臨時首脳会議～》

欧州らしい結末

4 月 10 日に開催された臨時 EU 首脳会議は 8 時間に及ぶ議論の末、英国の EU 離脱(ブレグジット)期限に関し、10 月 31 日まで再延長することで合意した。事前報道の通り、EU は 12 か月間、メイ英首相は 3 か月間(今年 6 月末まで)を主張していたが、結果は足許から約 6 か月間の延長に落ち着いた。揉め事のたびに「間を取る」ことで局面を打開してきた欧州らしい結末である。10 月 31 日は欧州委員会の現執行部が刷新されるタイミングゆえに選ばれたとの解説が多い。もちろん、そうした意図もあろう。しかし、会議における利害調整を図る中で「間を取るならこのタイミングが良さそう」という発想から恣意的に 10 月 31 日が選ばれた面もないとは言えまい。同じ理屈で欧州議会が刷新されるタイミングが 7 月 2 日なのだから 7 月 1 日でも良かったはずである。それでは合意を得られなかったということだろう。短期延期を主張する英国や一部の EU 加盟国(フランス)と長期延期を主張する大多数の EU 加盟国にとっての最大公約数が 6 か月だったということであり、そのタイミングの着地点(10 月 31 日)にたまたま「欧州委員会の刷新」という大義があったのではないかと推測する。マクロン仏大統領は「EU 首脳

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(4月24日時点)

	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	-0.37	-0.40	2020年4月
12か月先3M	-0.35	-0.38	2020年7月
15か月先3M	-0.34	-0.37	2020年10月
18か月先3M	-0.30	-0.33	2021年1月
21か月先3か月	-0.28	-0.31	2021年4月
24か月先3M	-0.22	-0.25	2021年7月
24か月先6M	-0.21	-0.24	2021年10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

の過半数が非常に長期の離脱延期を支持していたことは事実だ。しかし、私から見ればそれは論理的ではなく、何よりわれわれにとっても英国にとっても良いことではなかった」と述べている。恐らくフランスの反対がなければ、延長期限はより長期に及んでいたと思われる。マクロン大統領は期限を延ばすほどユーロ圏共通予算の設立などの EU 改革の進展に支障をきたすと主張していたがそれは正論だろう。

なお、多くの EU 加盟国が長期延期を主張した背景には「長期延期するほど有権者が残留へ期待を持つようになり、強硬離脱派が離脱協定案を支持せざるを得なくなる」という打算があったと言われている。そうした打算も一理あるが、実際は長期延期を EU 残留と見なし感情的になる強硬離脱派の方が多いのではないかと。そもそも有権者の意見に耳を傾けていたら英議会は現状のようになってはいまい。

メイ首相の希望が通る可能性はまだあるが・・・

厳密には、今回の延長期間は「離脱協定案が英議会で承認された時点で離脱を前倒しできる」というオプション付きなので「10 月 31 日までのいずれかに離脱」が正確な解釈となる。メイ首相も同様の発言（後述）をしていたが、5 月の早い段階で離脱協定案を承認できれば、元々希望していた 6 月末までに離脱ということも可能である。だが、現実問題として想定すべきは「早く決着すること」ではなく「また延長されること」であろう。あと 1 か月足らずで離脱協定案が議会承認に至ると思えず、英国は与えられた時間を限界まで使うようにしか思えない。問題はその上で「何が決まるか」である。会議後、オランダのルッテ首相は 10 月 31 日を超える再延期の可能性に関し「極めて低い」と述べているが、3 月 29 日についても似たような言説が飛び交っていた。市場参加者としてはもう安易に信じるわけにはいくまい。

信用できない「重要な日付」

確かに、「後付けっぽさ」が否めないとはいえ、10 月 31 日が「重要な日付」であることに疑いはない。これまで 3 年弱、交渉を行ってきた現執行部の方が事態の收拾が円滑になるのは当然だろう。しかし、これまでの経緯を踏まえれば、「重要な日付」だからと言って英国がこれを遵守するとは限らない。そもそもブレグジット交渉の最初の期限は離脱関連法案の審議や可決、施行のタイミングに鑑み 2018 年秋と言われていた。それまでにあらゆる合意を済ませておかなければ、2019 年 3 月 29 日の離脱には間に合わないという話だった。しかし結局、交渉は 3 月 29 日の 1 週間前まで続いた。あの時、直前の EU 首脳会議（3 月 21 日）で合意した場合、3 月 29 日に離脱できていたのだろうか。英国と EU が合意に至っても「実際に離脱するための準備期間として最低半年は必要」と言われていたことを考慮すれば、3 月に離脱協定案が英議会で可決されても 9 月までは加盟国であり続けたという可能性もあったのではないのか。だとしたら、欧州議会選挙は元々参加しなければならない話だったということになる。

また、今回の臨時 EU 首脳会議以前に設定されていた期限「4 月 12 日」も重要な意味があった。英国が欧州議会選挙に参加するならば、開催日の 6 週間前であるこの日までに方針をはっきりさせる必要があると言われていた。しかし、今回の合意を見る限り「4 月 12 日」が重視された跡は見出せない。合意文には「もしも英国が 5 月 23～26 日においても加盟国であり、5 月 22 日までに離脱合意案を批准できていない場合、EU の法規にしたがって欧州議会選挙に参加する義務がある。仮に参加しない場合、延長期間は 5 月 31 日に終了する」と記されている。4 月 12 日までに通知する必要はないのだろうか。会議後の会見でもメイ首相は「できるだけ早く離脱せねばならない。5 月の前半に離脱案を承認できれば、欧州議会選に参加する必要はない」などと述べているから、5 月 22 日までに参加の有無を決すれば良いと

いうことになったのだろう。4 月 12 日と欧州議会選挙の関係は結局うやむやである。

EU の本音は「5 月 31 日以前に出て行って欲しい」？

これまでの経緯を踏まえれば、今後想定される「重要な日付」をどこまで真に受けるかは悩ましいものがあるが、敢えて列挙すると今後は「5 月 22 日」、「5 月 31 日」、「10 月 31 日」ということになりそうだ。また何事もなかったかのように反故にされる可能性もあるが、市場参加者としては注目せざるを得ない。また、6 月 20～21 日の EU 首脳会議では英議会の離脱案の承認状況や EU の行動を検証するとの報道がある。何をどう検証するのか検討もつかないが、これらの日付も念頭には置くことになるだろう。

真っ当に考えれば 3 度否決された案が早晚承認に至るとは思えないので英国は欧州議会選挙に参加することで「5 月 22 日」や「5 月 31 日」といった日付を突破するだろう。ただその際、既に 2018 年 2 月に改定を決定してしまった欧州議会の議席問題にも対処する必要があるが出てくる。既に欧州議会は英国の 73 議席が抜けることを想定し総議席数を 705 名に削減した上で 27 議席を人口比補正のために再配分し、46 議席を将来の拡大のために残すことを決定している。今回、やはり英国は参加で・・・となるとそうした決定を遡及改訂し以前の姿に戻すということになるのか。それとも新しい案を検討するのか。いずれにせよ、最終的に居なくなる議員を選ぶ選挙は無駄の極みであろう。それは EU 自身が一番感じていると思われる。そう考えると EU が今回の合意で提示しなかった本音は「10 月 31 日まで延期」ではなく「欧州議会選挙に参加せず 5 月 31 日以前に出て行って欲しい」というようにも読める。

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

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