

中期為替相場見通し

2019 年 5 月 31 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～「投機のドル買い」は危うい水準に～

円相場の需給環境～ここからのドル買いには勇気が必要～ P.3

米国の通貨政策の現状と展望～為替政策報告書から読むべきことは～ P.5

米国の経済・金融情勢の現状と展望～トランプ発言は「失言」なのか？～ P.8

本邦の経済・金融情勢の現状と展望～増税有無は為替相場に影響せず～ 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.11

◆ ユーロ相場の見通し～衰える基本シナリオの信認～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～聞き飽きた「一時的」～ P.14

【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

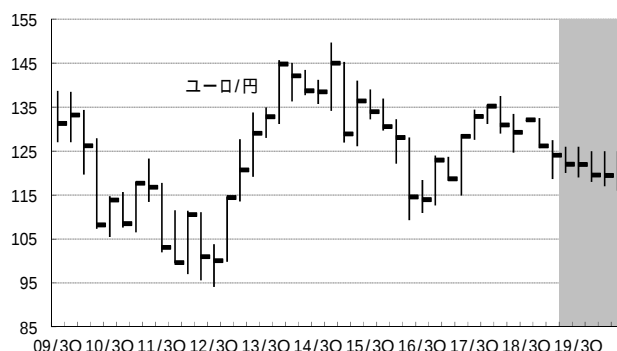
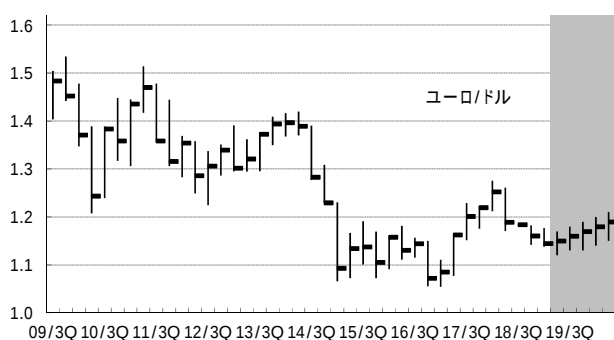
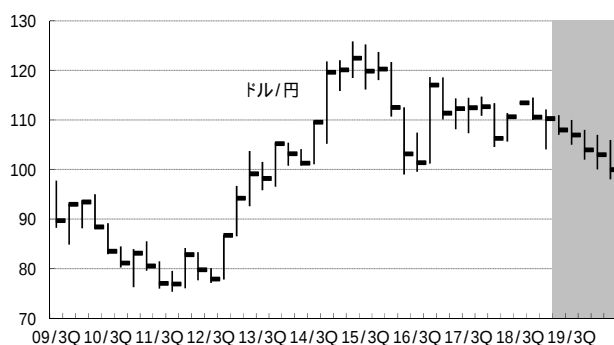
ドル/円相場は 5 月、軟化している。米国ひいては世界の景気減速がはっきりと FRB の政策運営に影響を与え始めており、米金利もこれに応じて着実に低下している。成長が伸び切ったところに米中貿易戦争やブレグジットなどのノイズが押し掛かる現在の構図は金利先安観を抱かせるには十分なものだ。こうしたシナリオは過去 2 年の本欄で想定してきた通りである。だが、そのような問題の所在が想定通りであっても、結果としてのドル/円相場の動きが想定通りになっていないのも事実だ。これほど日米金利差が縮小している割にドル売りは限定されるという事態が続いている。これには円相場の需給構造の変化（前月本欄を参照）など幾つかの理由が考えられるが、やはり「米金利の絶対水準が高いから」というのがシンプルな理由になるのだろう。円やユーロの悲慘な運用環境に鑑みれば、昨年来の金利低下をもってしても、依然ドル建て資産への投資妙味がある（言い換えれば「他に買うものがない」という状況なのだと見受けられる。しかし、この流れが続けば自ずとドルを手放す動きも強まらざるを得まい。米 10 年金利の 2% 割れを展望する声も出る中、ドル高を予想するのはやはり困難である。政治・経済の諸要因を踏まえる限り、ドル/円相場のリスクはやはり下方に広がっていると考えべきだろう。

片や、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と経済指標の悪化が併走するという状況が続いており、積極的にユーロ買いをする雰囲気はない。市場の織り込む ECB の利上げ見通しも 2021 年秋まで後退している。直近の ECB 政策理事会の議論を見る限り、足許の景気減速が果たして一時的なのか戸惑いも見受けられ、基本シナリオへの信認が揺らぎ始めている。とりわけ失速の目立つドイツの輸出については当初指摘されていたテクニカル要因（新排ガス基準対応に伴う自動車生産の停滞）のみならず、中国を筆頭とする新興国の減速も効いていそうであり、ECB も輸出が景気のけん引役として復活してくるのは当面難しいと考えているようだ。但し、為替相場を展望した場合、投機的なユーロ売りが積み上がっていること、米金利が低下傾向にあること、ユーロ圏には世界最大の経常黒字があることなどを勘案すれば、予測期間中のユーロはドル失速に伴う「敵失のユーロ高」の色合いが強まってくるというのが本欄の基本シナリオである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～5月(実績)	6月	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 (109.27)	107 ～ 111 (108)	105 ～ 110 (107)	102 ～ 108 (104)	100 ～ 107 (103)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1106 ～ 1.1570 (1.1135)	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 (121.65)	120 ～ 126 (122)	119 ～ 126 (122)	118 ～ 125 (120)	117 ～ 125 (119)	116 ～ 125 (117)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内は5月31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。



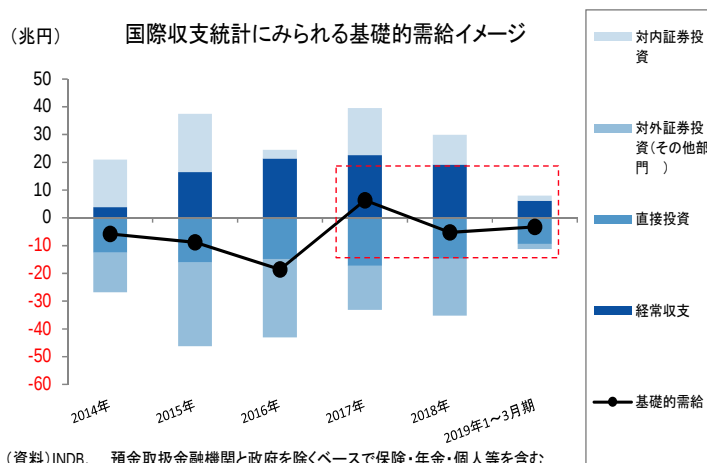
◆ ドル/円相場の見通し～「投機のドル買い」は危うい水準に～

《円相場の需給環境～ここからのドル買いには勇気が必要～》

基礎的需給の実情は円売り傾斜か

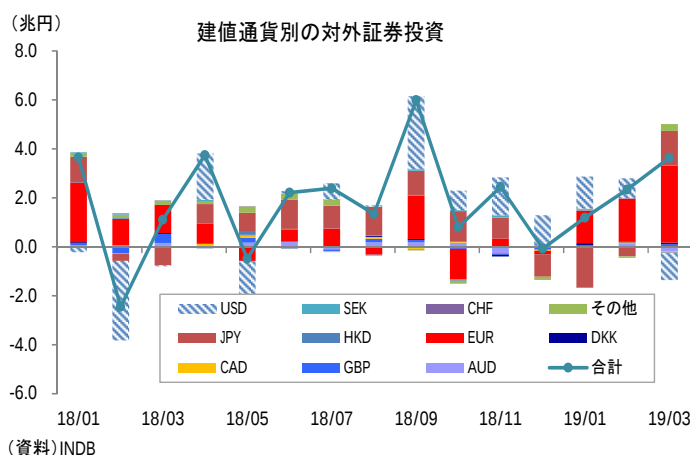
5 月には 3 月の国際収支統計が公表されている。これによって判明した 2018 年度の経常黒字が 5 年ぶりに前年度を下回ったことが話題となった。為替市場の観点からは需給環境の変遷が注目されるわけだが、図示される通り、本欄で注目する 1～3 月期の基礎的需給バランス（以下基礎的需給）は殆どどちらにも傾斜していない。具体的に 1～3 月期の基礎的需給は▲3.2 兆円と円売り超過だが、昨年 7～9 月期が▲2.4 兆円、10～12 月期が+4.8 兆円と推移してきたことを考え

ると、結局、大きな方向感が出ていない。こうした状況は 2017 年以降、年単位で続いており、「動かない円相場」の一因と考えられる。より厳密に言えば、過去の本欄¹でも議論した通り、基本的に本邦の経常黒字は第一次所得収支黒字と等しく、その大半は円転が期待できない「実需無き黒字」である。とすれば、基礎的需給バランスが概ね均衡（現状ではやや円売り）となっている現状は、実態としては円安圧力が強いということなのかもしれない。そして、それこそがリスクオフ時の円高に対して防波堤になっている可能性もある。



3 月、ユーロ建て対外証券投資は過去最大

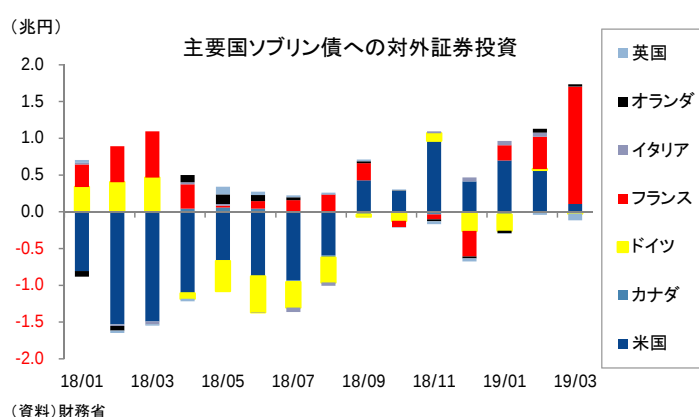
基礎的需給の趨勢を規定することが多い対外証券投資の動きについては、運用難の現状に鑑みれば、基本的には買い越し基調が続くようにも思われる。だが、欧米中銀の政策運営も着々とハト派に傾斜しているため、その勢いに過度な期待はすべきではあるまい。建値通貨別に対外証券投資の現状見ると、3 月は 10 か月ぶりにドル建て証券投資が売り越しとなっている。3 月は米 10 年金利が 2.70% から 2.30% 台まで急落したタイミングであり、FOMC では声明文における景気認識、政策メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）が大幅に引き下げられ、バランスシート規模の縮小路線も 5 月から減速、9 月で終了することが決定された。FRB が名実共に正常化路線を停止し白旗を挙げたのが 3 月であった。その後、米 10 年金利は 4 月に一時 2.60% まで戻しているが、5 月に入ってから 2.30% を割り込む動きまで見られている。米金利が低下する過程でも投機筋を中心として旺盛なドル買



¹ みずほマーケット・トピック 2019 年 4 月 2 日号『円高を阻む経常収支構造の変化』をご参照下さい。

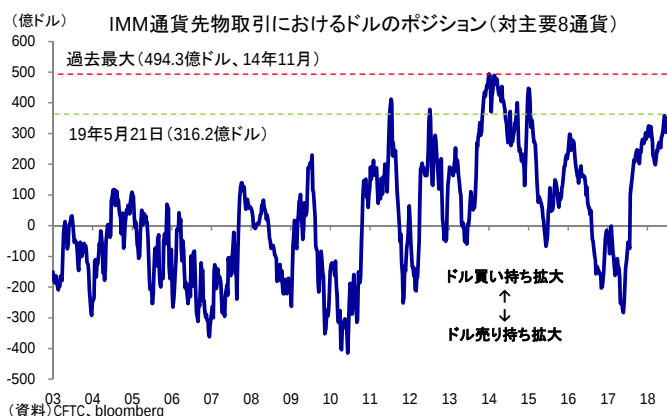
い意欲が維持されているのはあくまで絶対金利水準が高いからであり、この流れが強まればやはりドル建て証券投資からの離脱（売り越し）という流れは強まらざるを得ないだろう。3月のデータからはその流れが始まる一端が垣間見えたようにも思われる。

片や、目を引いたのがユーロ建て証券投資だ。3月は+3.1兆円と過去最大の買い越しとなっている。この動きをけん引したのはフランスであり、3月、本邦からフランス国債への対外証券投資は+1.6兆円と過去最大を記録している（図）。格付けや金利水準、流動性などを加味した結果、運用難に直面する本邦投資家にとってフランス国債が有望な投資先になっているとの見方は頻繁に見聞きするものであり、1～3月期合計で+2.2兆円と同時期の米国債（+1.3兆円）より大きな額が買い越しされている（なお、こうした状況を受けフランス国債庁には日本語サイトまである）。もっとも、先行きを見渡せば、イタリアの財政規律を巡って懸念が再燃しており（サルビーニ副首相が EU 財政ルールを反故にした拡張財政の可能性を示唆したため）、このままユーロ圏のソブリンリスクを取る流れが続くのか定かではない。ドルもユーロも投資環境が悪化するとすると、「買えるものがない」という本邦投資家の置かれた環境は今後ますます強まることになる。本欄では対外証券投資が萎縮する中で基礎的需給が全体的に円買いへ振れる展開を前提に為替相場見通しを検討している。



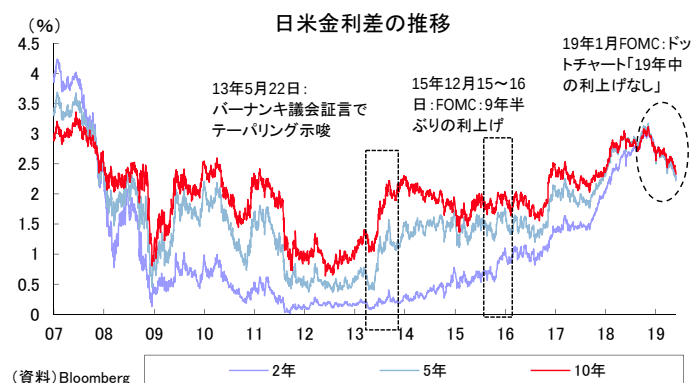
「相応の理由」なき投機のドル買い

ちなみに実需ではなく、投機の動きはどうか。IMM 通貨先物取引で確認できる投機筋のポジションは歴史的に見ても高水準のドル買いに傾斜している。例えば4月末から5月初旬における投機筋のドルポジション（対主要8通貨）は約350億ドルと2015年12月以来の水準まで積み上がっていた（図）。本稿執筆時点で最新となる5月21日分はやや減っているものの、約316億ドルと依然高い水準が続いている。ちなみに過去最大は494.3億ドルであり、



これは2014年11月25日週に記録したものだ。当時を振り返るとFRBが同年1月から量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を開始し、10月をもって終了させたという象徴的なタイミングでもあった（その後、ドル相場は上昇を続けたので、この際の投機のドル買いは奏功したと思われる）。また、現在と同水準のドル買いという意味では過去5年に限って言えば、2013年5月や2015年12月の水準に近いものだ。前者はバーナンキ元FRB議長がテーパリングの意思表明を議会証言において行った時（いわゆるバーナンキショック）、後者はFRBが9年半ぶりの利上げに踏み切った時である。つまり、最近5年で現状程度のドル買いが盛り上がったタイミングでは、それ相応の理由があったのである。

そのようなタイミングは米金利が上昇していたし、例えば対円金利で見れば、やはり拡大方向にあった（図中の点線四角部分）。片や、現状では年初来から米金利の低下傾向が鮮明（図中点線丸部分）であるにもかかわらず、投機のドル買いが盛り上がる構図になっている。恐らく絶対金利水準の高さがこうした現状を支えているのではないかと思われる、実際、2013年5月や2015年12月と比



べて金利差の水準は高いところにあるのは間違いない。しかし、米中貿易協議の混迷は、金利面から見たドル相場の然るべき調整を促す契機となり得るものではないか。少なくとも、その調整が対円でどの程度になるかはさておき、「ドル買いを膨らませにくい」地合いが固まりつつあることは間違いない。

いずれにせよ、投機である以上、既存ポジションの反対売買は必至であり、これに伴って円高に振れる燃料は充填されていると見るべきだろう。これが解放されるトリガーが米中協議なのか、FRBのハト派傾斜なのか、北朝鮮のミサイル実験なのかといった状況なのだろう。繰り返しになるが、米金利の絶対金利水準が他通貨に比べてまだ高いことが現状のドル相場を支えているものと推測される。とすれば、やはりトリガーになるのはFRBの一段のハト派傾斜（具体的には利下げ観測の強まり）であり、それをトランプ大統領が強く望んでいることは周知の通りである。こうした現状理解を元にすれば、動かない相場が半ば常態化しているとはいえ、ここからドル高に賭けるには相当勇気が要るはずである。

《米国の通貨政策の現状と展望～為替政策報告書から読むべきことは～》

紙幅の大きさからも中国の扱いは突出

5月28日、米財務省は為替政策報告書を公表している。予定されたタイミング（4月15日付近）から約1か月半遅れての公表となる。今回も為替操作国認定を受けた国はなかったが、監視リストには中国を筆頭に日本、韓国、ドイツといった馴染みの国々が掲載される一方インドやスイスは除外された。代わりに新たに加わったのがアイルランド、イタリア、ベトナム、シンガポール、マレーシアであり監視対象国は6か国から9か国増えている（次頁表）。なお、リスト掲載国への具体的な制裁は伴わないが、今後6か月かけて継続的に審査の対象になる。中国、日本、韓国、ドイツは監視リストが2016年4月に登場して以来掲載されてきた国であり、これらの国々との通商協議がしばしば話題になるのは偶然ではない。方針が二転三転しやすいトランプ政権において「(対米)貿易赤字は悪」という評価軸は徹底されている。

改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、①対米貿易黒字（年間200億ドル以上）、②経常黒字（GDP比で+2%以上、※前回までは3%）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（GDPの+2%以上、過去12か月のうち6か月間で実施、※前回までは8か月間で実施）のうち、2つを満たすと「監視リスト」、3つを満たすと「為替操作国」として認定される。中国は条件を①しか満たしていないが「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リストに掲載されてきた。トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸が「過剰な黒字は悪」であることを裏付ける判断である。報告書末尾に掲載される「Major Foreign Trading Partners Evaluation Criteria」の掲載順序が「監視対象か否か」ではなく、あくまで対米貿易黒字の順になっていることにもその思いは透けて見える。

なお、前回（2018 年 10 月公表分）の報告書から中国に対する当たりの強さは鮮明になっており、冒頭の「Executive Summary」に『Treasury Conclusions Related to China』が別立てで設けられるようになった。2018 年 4 月公表分までは『Treasury Assessments of Major Trading Partners』の中で総評が述べられていたが、この項目が『Treasury Conclusions Related to Other Major Trading Partners』に変わり、「中国」と「中国以外」をはっきり区別する姿勢となったのである。今回もこれは不変である。国別の分析を見ても、日本の 1.5 ページに対し中国は 3 ページと大きい。ドイツもユーロ圏と合わせて 2 ページ程度である。紙幅の大きさからも中国への問題意識が突出していることがよく分かる。だが、本欄でも繰り返し述べているように、経常収支だけに着目すれば中国はサービス（厳密には旅行）収支の赤字が貿易黒字を食い潰しており、「対外収支の不均衡」を指弾されるような立場ではない。また、貿易黒字の多くは対米で記録されるものであって、それ以外の国に対してはそれほど突出していない。ゆえに、人民元相場が軟調になること自体は対外経済部門上、さほど不思議ではないが米中という二国間関係の中でしか議論を展開できないトランプ政権はどうしても「黒字なのに元安傾向はけしからん」という思いに至りやすく、ややこしい状況にある。

監視リストを巡る三条件の現状（色付きの国は19年5月時点の監視リスト対象国）

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の 変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	419	0.4%	-2.4%	49	-0.2%
メキシコ	82	-1.8%	0.8%	-22	0.0%
ドイツ	68	7.4%	-1.1%	298	-
日本	68	3.5%	0.4%	176	0.0%
アイルランド	47	9.2%	4.8%	35	-
ベトナム	40	5.4%	3.0%	12	1.7%
イタリア	32	2.5%	1.2%	52	-
マレーシア	27	2.1%	-0.9%	8	-3.1%
インド	21	-2.4%	-1.3%	-65	-1.7%
カナダ	20	-2.7%	0.9%	-45	0.0%
タイ	19	7.0%	-1.0%	35	0.0%
スイス	19	10.2%	-1.0%	72	0.3%
韓国	18	4.7%	-2.9%	76	-0.2%
フランス	16	-0.3%	0.1%	-9	-
台湾	16	12.2%	-1.7%	72	0.4%
英国	-5	-3.8%	1.1%	-109	0.0%
シンガポール	-6	17.9%	0.7%	65	4.6%
ブラジル	-8	-0.8%	2.2%	-15	-2.6%
ベルギー	-14	-1.3%	-0.3%	-7	-
オランダ	-25	10.8%	4.3%	99	-
香港	-31	4.3%	1.0%	16	-1.4%
ユーロ圏	143	2.9%	0.2%	398	0.0%

（注）対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「18年12月までの1年間（4四半期）」を対象としている。ベトナムの経常収支は2018年6月までのデータ。

（資料）米財務省

トランプ政権にとって面白くないユーロ圏の経常収支状況

今回、新たにイタリアとアイルランドが加わったことによって、ドイツを含む監視対象 9 か国のうち 3 か国がユーロ加盟国となったことになる。いずれの国も上述のリスト入り基準のうち①と②を満たしたことになるものだ。現状、対米貿易黒字の大きさで言えば、アイルランドは世界第 5 位、イタリアは 7 位、経常収支（%、対 GDP）で言えばアイルランドは+9.2%、イタリアは+2.5%である（全て 2018 年 10～12 月期までの 4 四半期が対象）。今回の報告書ではこの 2 か国が新たに対象となったが、ユーロ圏全体として経常収支が黒字体質に傾斜しているのは間違いない。

直感的には「ユーロ圏の経常黒字≒ドイツの経常黒字」とのイメージが持たれやすいだろう。実際、今回の報告書でもドイツの財政収支上の余裕をもっと活用することで内需ひいては輸入が拡大され、域内の経常収支も均衡に向かうとの指摘が行われている。だが、域内の黒字国は 10 年前の 8 か国から 12 か国に増えており、ドイツだけに責を帰するものとは言えない。とりわけ欧州債務危機の原因を作った重債務国、いわゆる PIIGS (表の色つき部分) の経常収支を見ると、その改善幅は著しい。今やはっきりと赤字が続いているのはギリシャくらいであり (それでも改善は大きい)、多くの国は黒字化している。過去 10 年間でユーロ圏全体の経常収支が対 GDP 比で 2.7%ポイントも押し上げられた背景には、ドイツの黒字拡大もさることながら、こうした対外経済部門に難ありとされていた劣等国の黒字化も無視できないだろう。むしろ、これはユーロ圏特有の偏執的な緊縮路線がもたらした IS バランス上の結果でもあって、黒字化が域内経済の好調を意味するものではない。例えばイタリアの経常収支が改善した背景の 1 つには対外債務削減により所得収支の赤字が縮小したことが挙げられる。一方、アイルランドは法人税率の低さや柔軟な雇用市場によって純粋に競争力が高まった結果との評価は目立つが、成長の大きな部分が外資系企業の誘致によりもたらされており、アイルランド居住者の生活水準の改善は限定的であることも問題になっている。しかし、どのような背景事情があるにせよ、「過剰な黒字は悪」との評価軸を抱くトランプ政権にとっては面白くない存在として映っているのだろう。

ユーロ圏の経常収支 (%、対GDP) の変遷

	2009年(①)	2018年(②)	②-① (%pts)
マルタ	-6.6	10.1	16.6
アイルランド	-4.7	10.0	14.6
オランダ	5.7	9.9	4.1
ドイツ	5.7	7.4	1.6
スロベニア	-0.6	6.5	7.1
ルクセンブルグ	7.2	5.2	-2.0
イタリア	-1.9	2.6	4.5
オーストリア	2.6	2.3	-0.3
エストニア	2.5	1.7	-0.8
リトアニア	1.4	1.4	-0.1
スペイン	-4.3	0.8	5.1
ベルギー	-1.1	0.4	1.5
フィンランド	1.6	-0.5	-2.1
ポルトガル	-10.4	-0.6	9.8
フランス	-0.6	-0.7	-0.2
ラトビア	7.8	-1.0	-8.7
スロバキア	-3.4	-2.0	1.5
ギリシャ	-10.9	-3.4	7.5
キプロス	-7.7	-5.6	2.0
※参考: ユーロ圏	0.2	2.9	2.7
経常黒字国	8か国	12か国	-
経常黒字平均(%、GDP)	4.3	4.8	-

(資料)IMF、色つきは「PIIGS」と呼ばれたかつての重債務国

「ドルは過大評価」との基本認識か

なお、今回は『Foreign Exchange Markets』の項においてドル高への懸念とも取れる記述が見受けられた。同項は「2018 年のドルは名目実効ベースで+5%上昇し、2017 年の下げを取り戻した」との評価で始まっている。基本的には米経済の相対的な強さ (とその結果としての FRB の引き締め的な路線) を反映した動きと整理されているようだが、「懸念すべきことに、実質実効ベース (REER) で見るとドルは過剰評価と IMF が判断している」とも述べており、現状のドル高がフェアと考えている節もない。2018 年を通じてドルの REER は+4.5%上昇しているが、これによって「20 年平均を+8%上回った」と述べられている。このドル高が経常収支および貿易収支の不均衡をさらに悪化させているとの論を展開しており、暗に是正すべき対象としてのドル高が示唆されている。

ちなみに同項では IMF 分析を引用する格好で「経常黒字にもかかわらず過小評価」とされている通貨と「経常赤字にもかかわらず過大評価」とされている通貨が示されており、前者の筆頭格がドイツ (にあってのユーロ)、後者の筆頭格が米国のドルという位置付けになっている。円も前者のグループに入っ

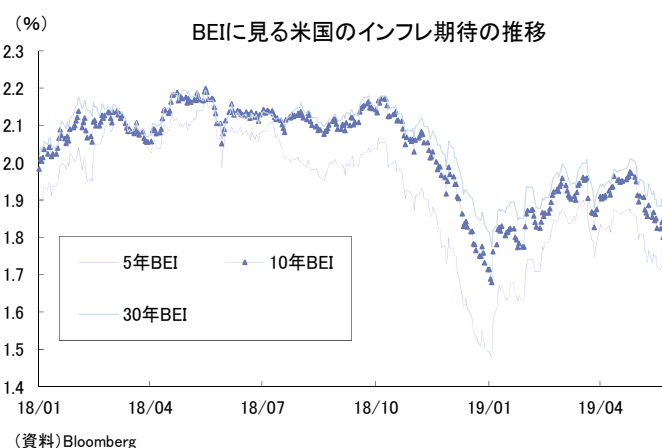
いるが「2018年、対ドルで上昇した唯一の通貨」としても言及されており、それほど反感は買っていないようにも見える。ちなみに、懸案の人民元については「概ね中立～やや過小評価」という印象であり、この辺りはトランプ政権として主張したい方向とはややずれているが、報告書内ではそうしたIMFの分析には特に言及はない。いずれにせよ、米財務省として「ドルは過大評価」という基本認識を抱いていそ
うな雰囲気は見て取れ、米国の通貨・金融政策を見定める上では重要な情報であるように思えた。

《米国の経済・金融情勢の現状と展望～トランプ発言は「失言」なのか？～》

トランプ発言は全くの「失言」と処理すべきか？

金融市場では引き続き米中貿易協議の混迷が直接的なトリガーであることに異論はないが、もっと本質的なことに目を向けた方が良好だろう。年内という期限に拘るかどうかはさておき、FRBの「次の一手」が「利上げへの復帰」ではなく「利下げの着手」であることはスポットの為替市場でも徐々に織り込まれ始めているように思える。昨年半ば以降、トランプ大統領は断続的にFRBの正常化プロセスに横やりを入れ、その物言いは徐々に直接的かつ具体的になってきている印象すらある。直近では本邦10連休の間に「例えば1ポイント程度の幾分かの利下げが実施され、幾分かの量的緩和が実施されれば、米経済はロケットのように上昇する可能性がある」との発言が記憶に新しい。目下、大統領としてFRBにやって欲しいことは利下げと量的緩和(QE)の再開である。しかし、この発言はいつも通り「失言」と割り切るべきなのだろうか。

もちろん、「中央銀行の独立性」は神聖不可侵なものという基本認識に大きな異論をさし挟むつもりはない。だが、その自明とも言える前提に敢えて考察を与えてみると、見えてくるものもあるかもしれない。そもそも「中央銀行の独立性」が重要とされるのは、政治介入を許せば野放図な金融緩和が容認され、それが制御不能な物価の上昇を招来する可能性があるからである。極めてラフに言えば、インフレ予防ないしインフレ警戒が根底にある。だが、



現在は世界的に物価の騰勢が抑えられており、むしろ「インフレにならないこと」が問題となっている。それは米国も例外ではない。図は市場ベースのインフレ期待(5年・10年・30年)の推移だが、いずれの年限もFRBの政策スタンスが軟化し始めた昨秋以降、明確に屈折しており、株価が戻りを見せ始めた今年に入ってからこれもこれと言って復調の兆しがない。賃金や消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターなどの一般物価が冴えないことも周知の通りである。

事態をややこしくした正常化への固執

ここでトランプ大統領の金融緩和催促に目を戻す。教科書的な懸念が正しければ、一国の元首がこれほど露骨に金融政策に口先介入すれば、「不適切な金融緩和の実施→景気過熱→インフレ高進→金利上昇」といったネガティブな反応が想定される。しかし、現実にはトランプ大統領が口先介入すると米金利は下

がり、ドルも売られることが多い。本当に米国経済にインフレ懸念が内在し、トランプ大統領の緩和催促が「失言」ならば、インフレ期待も米金利も上がり、通貨の信認が毀損することからドル安が進むのではないのか。ドル安が起きていることは共通しているが、単純に「米金利の低下に応じた売り」と「通貨信認の毀損に応じた売り」では意味が異なる。結局、大統領がこれだけ放言しても金利が下がり（米債価格は上がり）、インフレ期待も低迷したままということは「インフレ懸念などない」ということであり、言い換えれば「利上げが正当化されるような環境ではない」と理解すべきだろう。トランプ大統領は—正否は別に—自分の言動をもって主張の正しさを証明したようにも思える。

トランプ大統領は昨年夏頃から FRB の正常化プロセスに公然と苦情を申し立てており、例えば昨年 7 月 22 日には利上げについて「さほど喜ばしいとは思っていない」と述べ、追加利上げへの懸念も示していた。しかし、それでも FRB は 9 月、12 月と粛々と利上げを行い、12 月にはパウエル議長解任報道も取り沙汰されるに至った。国家元首が中銀総裁の生殺与奪を握るような状況が危ういことは言うまでもないが、FRB が利上げを重ねていた局面でインフレ期待が上がっていたわけではないし、平均時給も一般物価も落ち着いたものだった。フォワードルッキングな政策運営という観点に照らせば、トランプ大統領にここまで踏み込まれる以前に正常化プロセスは再考すべき機会があったというのが筆者の基本認識である。この期に及んでは政治圧力に屈したとの誤解を回避したい思惑から、さらなるハト派化（≒利下げへの助走）がやや難しくなってしまったように見える。もちろん、結果論に過ぎないが、FRB の正常化への固執が事態をややこしくしてしまった感は否めない。

「デイスインフレ下での中央銀行の独立性」と「インフレ懸念下での中央銀行の独立性」

本稿執筆時点の金利先物市場における年内の利下げ確率は 70%を超えている。スポットの為替市場でそのような思惑が強いとは考えにくい、「次の一手」が「利上げへの復帰」ではなく「利下げの着手」であることが現実味を帯び始めている中、上述したような投機的なドル買いポジションは明らかに維持が難しくなりつつあると推測する。繰り返しになるが、国家元首（政府）と中央銀行の間には適切な距離感というものがあるべきだろう。一方、「デイスインフレ下での中央銀行の独立性」と「インフレ懸念下での中央銀行の独立性」では考えるべき論点も若干変わってくるという視点もあって良いのではないか。少なくともトランプ大統領の一連の発言と市場の反応を見て、筆者はそのような印象を抱いた。

危機後、財政ファイナンス、ヘリコプターマネー、物価の財政理論（FTPL：いわゆるシムズ理論）、最近では現代貨幣理論（MMT）など、過去であれば問答無用で禁忌とされたとであろうフレーズが多用されるようになっていく。それは金融政策に対する伝統的な考え方が曲がり角を迎えていることの証左なのだろう。トランプ大統領の「失言」は意外にも、そうした考えさせられる論点も含んでいるように思えた。

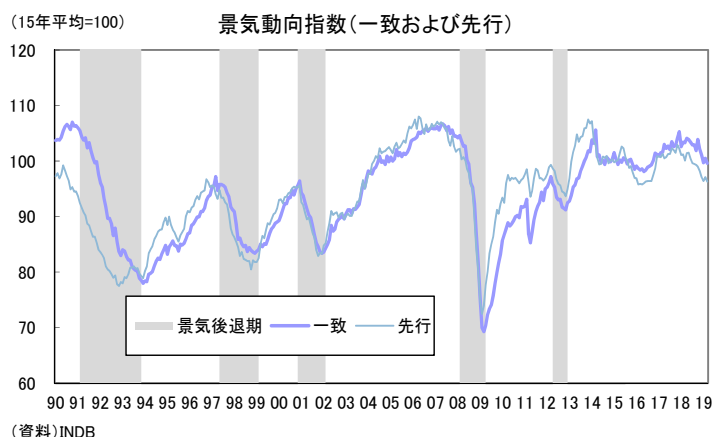
《本邦の経済・金融情勢の現状と展望～増税有無は為替相場に影響せず～》

6 年 2 か月ぶりの「悪化」

世界経済は米中を中心に大荒れの様相だが、日本では 5 月 13 日に公表された 3 月景気動向指数が話題となった。具体的には同指数の悪化を受け基調判断が 2013 年 1 月以来、6 年 2 か月ぶりに「悪化」となったことが取り沙汰された。景気動向指数の基調判断における「悪化」は「下方への局面変化」の次のステップである。「下方への局面変化」は今年 1 月および 2 月について使用され、これは「事後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す」ことを意味していた。

この基調判断は指数上、「7 か月後方移動平均（前月差）の符号がマイナスに変化し、マイナス幅（1 か月、2 か月 または 3 か月の累積）が 1 標準偏差分以上」かつ「当月の前月差の符号がマイナス」となっていることが求められる。今回、その基調判断から「悪化」へシフトしたことを考えると、今年 1 月の月例経済報告で「戦後最長の景気回復」（74 か月目）と認定された今次局面は実は最長ではなかったのではないかと

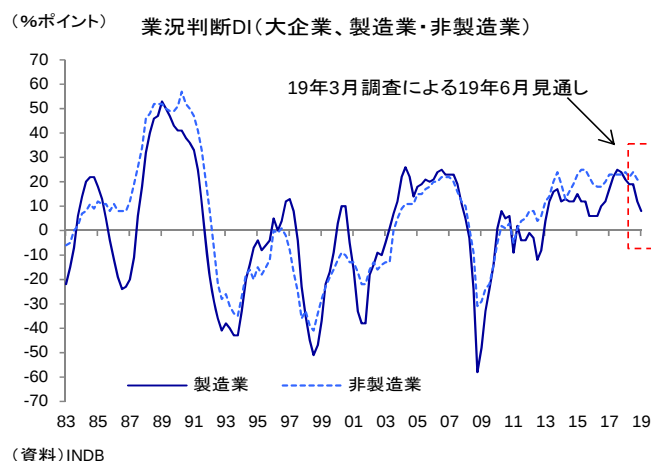
という疑義が強まるだろう。今回から使用されるようになった「悪化」は「景気後退の可能性が高いことを示す」ものであり、「原則として 3 か月以上連続して、3 か月後方移動平均が下降」し、「当月の前月差の符号がマイナス」であることが求められる。元より、2 月時点で 3 か月後方移動平均は 4 か月連続で下降しており（つまり今回の 3 月をもって 5 か月連続で下降）、前者の条件は満たしていた。後者の前月差は 2 月こそ上昇していたものの、直前となる 3 か月間（2018 年 11 月から 2019 年 1 月）はやはりマイナスだった。つまり、「悪化」判断にならないぎりぎりのところで耐えていたところ、この度、正式に判断が修正されたという運びになる（ちなみに前回の「悪化」は 2010 年 10 月から 2013 年 1 月まで続いた）。政府としての正式な景気判断（「山」・「谷」の判定）は景気動向指数研究会での検討を経て、月例経済報告で示されることになるが、当然、景気動向指数の動きと安定した関係がある。



政府の政策補完を強いられる日米中銀

市場参加者（に限らず日本全体かもしれない）の注目は、こうした景気動向指数を政府・与党がどのように解釈し、政策運営に落とし込んでいくかだろう。端的に言えば「本当に今年 10 月に増税するのか」だ。元より米中貿易戦争の長期化とこれに応じた FRB のハト派化を背景とする潜在的な円高圧力は多くの市場参加者や為政者が懸念するところであったが、それに加えて今回の基調判断が加わったことで増税に疑義を唱える世論は強まらざるを得ないだろう。5 月 14 日、NHK は 5 月調査の内閣支持率が 48% と高めだったことを受け、与野党から安倍首相が「衆参同日選挙」に打って出る可能性が高まっているとの見方が出ていることを報じている。本当にそうなる場合、大義は「増税の可否」となる可能性が否めない。そもそも増税後に想定される景気失速や、その後に控える五輪開催まで見据えれば、総選挙のチャンスはそれほどないという実情もある。

片や、周知の通り、PMI などに象徴されるソフトデータの動きはそろそろ下げ止まっても不思議ではないほど急落している。今後、底打ちに賭ける向きも徐々に増えてくるだろう。元より「年後半に中国の刺激策が顕現化する中での戻りを期待できる」というのが 2019 年の世界経済のコンセンサスに近いことを思えば、現時点で政府が



景気後退の判定に舵を切り、増税を再考するハードルも低くない。そのような判断を下すにせよ 6 月発表の日銀短観と景気動向指数（4 月分）を待っての動きとなるはずだ。ヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断 DI はさらなる失速が見込まれており、この深さ如何は景気判断に重要な意味を持つだろう（前頁図）。仮に予定通り 10 月増税となれば、これを相殺するための財政出動や日銀の金融緩和策への期待が自然と高まるだろう。ここで米国に目をやれば当の FRB もトランプ政権の保護主義政策を相殺するための緩和路線を強いられる環境にある。そのように考えると今後、日米中央銀行は共に政府の経済政策を補完する（させられる）立ち位置に追い込まれそうであり、それは両者共に緩和方向の動きを意識したものとなりそうである。日本にとって重要なことは FRB の政策姿勢が明確に緩和（ドル安）方向に傾斜している状況では日銀がこれを押し戻すことが困難であるという事実だろう。

となると、増税後はその下押し圧力に加えて FRB 由来の円高圧力にも直面する可能性が残る。現時点では「リーマン・ショック級の出来事が生じない限り、予定通り増税」が既定路線だが、増税に踏み切る上での内外経済環境が厳しいものになっていることは事実だろう。今後、国政選挙の日程などと絡めてシナリオは十分変わってくる可能性はあり、それは日銀の政策運営にも小さくない影響を与える可能性は念頭に置きたい。但し、繰り返しになるが、FRB がタカ派になれない以上、日銀が緩和路線に舵を切ろうと円安になるような展開は期待できないことは覚えておきたい。

《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～》

「短期的に解決しない」問題に市場は不感症

最後に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。やはり年後半に期待される中国と欧州の景気回復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のポイントだろう。リスクを検討する前にメインシナリオを確認しておく。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が、この大枠も修正の必要を感じない。既に FF 金利先物が織り込む年内の利下げ確率は 70% を優に超えている。スポットの為替市場がそこまでの確信を持っているとは考えにくい、もはや「次の一手」が利上げではないことは確かであり、景気拡大局面がいよいよ過去最長に達する事実も加味すれば、米金利低下を前提として為替予想を策定すべき局面と考える。予測期間中、FRB の政策は「よくて現状維持。場合により追加緩和」が基本線であり、米金利上昇を当て込んだ円安シナリオを描くことも必然的に難しく、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」という基本認識に変わりはない。当面、米中貿易戦争や英国の EU 離脱（ブレグジット）についてヘッドラインが交錯し続けようが、もはや「短期的に解決しない」という問題に対して金融市場は不感症である。それよりも米金利の絶対金利水準が下がることによって、ドル建て資産から資本が流出する展開の方が合理的に予想されるものだ。

ここからの米経済加速はないだろうが・・・

こうしたメインシナリオにとって考えなければならない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。そういった意味で①と⑤は因果関係にもある。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

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	低～中
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

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。本欄では繰り返し論じているが、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であろう（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取っ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 7 月には過去最長を更新する中、改善の糊代が小さいことに議論の余地は無い。

こうした中、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。NY 連銀の試算する今後 12 か月以内に景気後退が訪れる確率は 4 月時点で 27%に達している。同確率がここまで上昇して景気後退に陥らなかったケースの方が稀であり、少なくとも米金利上昇に構える局面ではないと思うのだが、大統領選挙を前にトランプ政権が刺激的な一手を打ってくる可能性も視野に入る。経験則に反し、米経済がここからさらに加速する展開は大きな円安リスクである。

米保護主義撤退も英再国民投票も可能性は低下

前月の本欄では政治面から不安視される円安リスクとして「トランプ政権の保護主義撤退（≡「米中貿易戦争の完全解決」）と「再国民投票によるブレグジット方針の撤回」を挙げていた。しかし、5 月を経て、双方の可能性はかなり低くなったと言える。追加関税の完全撤廃まで囁かされた米中貿易戦争は結局、決裂に至り、今もその着地は見えていない。むしろ、残り約 3000 億ドルの対中輸入全額について 25%課税という懸念も浮上しており、状況は悪化している。本欄では執拗に論じているが、米中貿易摩擦が大統領選挙を睨んだポーズだとすれば、少なくとも年内に完全決着を見ることは無いと考えるべきだろう。トランプ大統領は再選を睨み「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」の基本戦略を続けるはずである。後者についても、5 月下旬、メイ首相が捨て身で議事を説得する中で遂に再国民投票の可能性にも言及したのだが、野党がこれに応じることは無かった。6 月 7 日で首相辞任を表明しているメイ首相の後任はボリス・ジョンソン元外相を筆頭に強硬離脱派が名を連ねる。誰が首相になろうとハングパーラメントの下ではメイ首相と同じ苦労を強いられるだろうが、強硬離脱派は再国民投票を「離脱撤回の一里塚」と見做している節があるだけに、次期

政権の発足まで睨めば、再国民投票の可能性は相当低くなったと考えるべきだろう。むしろブレグジットに絡んでは円高リスクの方が不安である。

本邦発の円安リスク：基本的に不安はないが・・・

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、4月には政策金利のフォワードガイダンスが「少なくとも2020年春ごろまで」は極めて低い長短金利水準を維持するとの文言に修正された。この解釈に関しては、現行の強力な金融緩和が「少なくとも2020年春」まで続けられ、さらに長期化する可能性を示唆しているとの読みが多い。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。とりわけ、消費増税と絡めて追加緩和を模索する動きや期待が盛り上がる可能性はある。しかし、仮にそうであっても円相場を押し下げる力には取らないものだろう。基本的にはFRBもハト色を強めており、政治的な圧力の影響がどれほどあるかはさておき、予測期間中に強気に転じる雰囲気はあまり感じられない。変動為替相場の方向感基本的には米国の通貨・金融政策に規定される部分が大きいため、日銀の挙動が大勢を動かす不安はないが、市場の想像の枠外から「一手」が飛び出した場合、円安に飛びリスクは否めない。

円高リスクが高まった5月

以上が本欄で警戒する円安リスクだが、リスクは当然円高方向にも広がっており、むしろそちらの方が大きいとすら思える。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。毎月述べていることだが、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にも注意が必要だろう。これらのうち、少なくとも貿易戦争の激化とノーディール離脱の確率は5月、上昇したと言って差し支えあるまい。総じて「円安リスクよりも円高リスクの方が高そう」という指摘について、異論を持つ向きは多くないと思われる。

いずれにせよ各種機関の見通しに示されるように、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な筆者の理解である。そのような中で円安リスクは非常に限られたものと考えて良いのではないか。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、これまで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、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だが、為替市場で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と思われるため、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予想が困難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～衰える基本シナリオの信認～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～聞き飽きた「一時的」～》

一時的とも言い切れない域内経済の減速

5月23日にはECB政策理事会（4月10日開催分）の議事要旨が公表されている。5月は会合がなかったため、現時点ではこれがECBの「次の一手」を検討する上での最新情報となる。同理事会では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が、結局、これらに関する具体的な決定や言質は見られなかった。今回の議事要旨を見る限り、ECBは基本シナリオを変えるつもりこそないが、昨年来の減速を一時的と割り切るかどうかについては迷いも窺い知れた。少なくとも「次の一手」が利上げとなる雰囲気は感じられない内容であった。

政策理事会は1～3月期の経済指標について「抑制されているがポジティブな兆候を示し続けている」と評価しており、雇用や賃金の力強さを踏まえれば堅調との見方をベースに据えている。足許で見られている民間消費の弱さについても主に4つの要因の存在を指摘し、①2018年上半期の原油価格上昇、②新排ガス基準に伴う自動車の供給制約、③マクロ経済において高まる不透明性、④個別国に対応した特殊事情を挙げている。文脈の流れから察するに「こうした4つの要因は一時的な側面が強く、深刻視すべきではない」という意図が見え隠れする。確かに①や②は一時的な要因として整理できるのかもしれないが、③はあくまで包括的な論点であり、現状であれば米中貿易戦争に象徴される米国の保護主義対応や英国のEU離脱（ブレグジット）を巡る不透明感とセットと言える。これを「一時的」と割り切るのは難しいはずだ。また、④が何を指しているのか定かではないものの、例えばイタリアの極右・極左連立政権が財政ルールを巡ってEUと溝を深めたままであることなどが挙げられるかもしれない。しかし、これも慢性的に指摘される不安であり「一時的」と評価すべきなのかは微妙なところだろう。なお、2018年を通じて見られたユーロ圏経済の減速は純輸出の減速に引きずられた面が小さくないが、この点、「先行指標に基づく限り、短期的な回復は視野に入っていない」と悲観的である。とりわけ中国経済の失速とリンクが強いことを考えれば、ここに意外感はない。当面のユーロ圏は内需を中心としてどれだけ立て直しが図れるかだろう。1～3月期は底打ちの兆しが見られており、2019年の立ち上がりは悪くない。

衰える基本シナリオへの信認

こうしたプラート理事による経済活動の評価に関し、メンバーは概ね共有したとある。それは端的には「国別・セクター別に見られる域内特有の要因」は退潮が見込まれるものの、海外経済における逆風がユーロ圏経済の重石となり、市場心理にも影響を与えるという評価である。中国経済に安定化の兆しが見られることから安堵（some comforts）は得られるものの、貿易戦争の激化やブレグジットにまつわる不透明感を踏まえれば、グローバルなリスクは残るという懸念が繰り返されたという。結局のところ、米中貿易協議がどう転ぶのかが読めない以上、これを理由とする冴えない景況感は続くということだろう。

なお、議事要旨において印象的だったのは「It was also recalled that the complexity of global value chains made it difficult to gauge the precise implications of such risks for trade and activity over time」との部分だ。結局、ECBを含む多くの国際機関が昨秋以降、驚くほどの下方修正をユーロ圏（とりわけドイツ）に対して施したのは、現状起きていることの影響を正しく計測できなかったということに尽きる。例えばOECDは昨年11月から今年2月の間にドイツの2019年見通しを▲0.9%ポイントも引き下

げているが、さしたるショックもないのにこれだけ修正が生じることは珍しいだろう。IMFにも同様のことが指摘できる。基本的にこうした「一時的な鈍化（"soft patch"）」が長引くこと自体、年後半には成長が戻ってくるという基本シナリオと整合的であり、そこに焦りや誤算はないことでメンバーは合意しているようである。巨大な経常黒字を有し、製造業の役割が大きいユーロ圏経済が貿易戦争に伴う世界貿易の減速の影響を受けやすいことは自然だという割り切りがありそうである。しかし、「基本シナリオの信認が衰え、他の考え得る結果の範囲が広がっていることも同時に認識された」という記述もあった。現時点でこれが政策運営を揺るがすまでには至っていないが、これは6月のスタッフ見通し改定を踏まえて検討するという定番とも言える建付けになっている。

インフレ期待は「不快なほど」低い

かかる現状と展望を踏まえ、金融政策運営はどのような展望がなされているのか。優れない景況感と整合的に域内金利は低下しており、これが金融環境の緩和をもたらしているというのがプラート理事の示す基本認識であった。全メンバーが年内の金利据え置きを示したフォワードガイダンスやこれを補強する保有資産の再投資方針によって現行の緩和策が刺激効果を有している



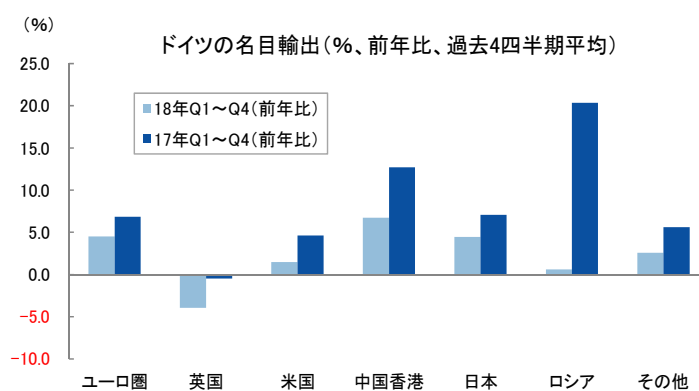
ことを確認したという。一方、今直ぐに「次の一手」を打つという判断には至らないものの、「重要なことはインフレ率が政策理事会の目標を不快なほど下回り続け（remained uncomfortably below the Governing Council's inflation aim）、市場ベースのインフレ期待は後退、インフレ率の目標への収斂も度々遅延しているということだ」との記述は目を引くものであった。危機後という括りで見た場合、5年先5年物BEIは控えめに言っても「腰折れ」しており（図）、日本の経験に照らせばこれを元の姿に戻すことは相当難渋するはずである（日本は結局今に至るまで戻っていない）。それゆえ、状況に応じて「次の一手」を繰り出すことは躊躇しないとの意思表示は記されており、来るべき会合のいずれかで（one of the Governing Council's forthcoming meetings）、ターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の詳細を検討することについて幅広い合意がなされたという。その仕様は経済見通しのさらなる進展と金融政策の銀行を経由した波及効果を吟味した上で決定されるとあり、不透明感が高まった時の保険を提供するバックストップとしての役割が期待されている模様である。なお、マイナス金利政策については、それを継続することによって、金融仲介機能に対する潜在的な副作用を緩和する一手が必要になるのかどうかを定期的に評価するという趣旨の記述が見られている。こうした議論が4月声明文から「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」の一文を加えることに繋がったのである。

聞き飽きた「一時的」

今後の展望を真っ当に考えれば、中国経済の回復がそのままドイツひいてはユーロ圏の輸出動向を引

き上げることに関わりそうであり、低迷している成長率の復調というシナリオに結びつくものだろう。今回の議事要旨の議論からも政策理事会がそのような想定をしていそうなことは伝わってきた。しかし、日本同様、ユーロ圏も対米国では輸入自動車関税を交渉カードに取られており、米中貿易協議の結果如何にかかわらず、いつ貿易戦争の当事者になっても不思議ではない。その意味で貿易戦争に根差したマクロ経済の不透明感は直ぐに払拭されるものではなく、製造業を中心としてソフトデータの悪化は続きやすいものと想像する。だからこそ、年内の据え置きをコミットしているフォワードガイダンスにもかかわらず EONIA 先物の利上げ織り込みは 2021 年秋まで伸びてしまっているのだろう。また、確かに昨年 9 月以降、乗用車などに係る「国際調和排出ガス・燃費試験法 (WLTP)」への対応が義務付けられたことがドイツの自動車販売を抑制したという面はあっただろうが、その後、駆け込み需要の反動から凹んでいた販売水準は回復しているが、生産水準が復元されているわけではない。だからこそ PMI に象徴されるドイツ製造業のセンチメントは 2019 年に入ってから目に見えない動きを続けているのだろう。

とすれば、WLTP 対応は確かに一時的にドイツ経済を失速させる要因になったのだろうが、それ以外の輸出下押し要因もあったと考えるのが自然である。この点、中国経済の失速は直ぐに思い当たるが、図示されるように、ドイツの世界向け輸出の伸びを見ると、近年で失速が著しいのは中国・香港向けも去ることながら、米国、ロシア、その他地域も目立つ。その他地域においてはトルコなどドイツにとって重要な新興国が含ま



(資料) Datastream

れている。これらの国・地域の減速は米国の保護主義を受けたセンチメントの毀損などが寄与している可能性があり、WLTP 対応のような「一時的」というトピックには止まらない。思い起こせば、ユーロ圏経済の失速は 2018 年 1~3 月期、つまり 1 年前から始まっている。その際もインフルエンザの流行やストライキ、大寒波など一時的な要因が指摘され、早晩復調するとの弁が ECB からは聞かれていた。しかし、その後 1 年間、失速は続き、むしろ状況は悪くなった。過去 1 年でこれほど失速が続けば、当面のユーロ圏経済が底打ちすることに違和感はないものの、成長率の加速を描けるほどの根拠は未だないことも事実ではないか。かかる状況下、ECB は低金利のより長期化を見越したフォワードガイダンスへの修正を 6 月ないし 7 月に迫られる可能性があるように思える。

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。