

中期為替相場見通し

2019 年 6 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～「織り込み済み」という慢心～

為替市場と金利市場の期待格差～「織り込み済み」を過信するなかれ～	P.3
米国の金融政策の現状と展望～糊代論が招いた混乱～	P.4
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.6
本邦金融政策の現状と展望～「ドル高の修正」に抗えず～	P.8
中国の外貨準備というカタリスト～変動要因になり得るか？～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～トランプ政権は大統領選挙に動くか～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～強まる通貨安への誘惑～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～形骸化したフォワードガイダンス～	P.15
ユーロ圏の通貨政策の現状と展望～通貨安欲しさの緩和欲求～	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

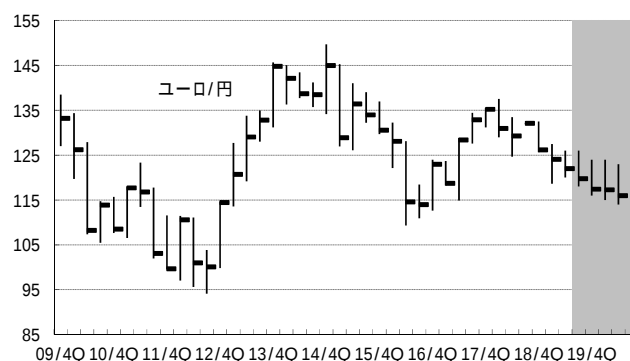
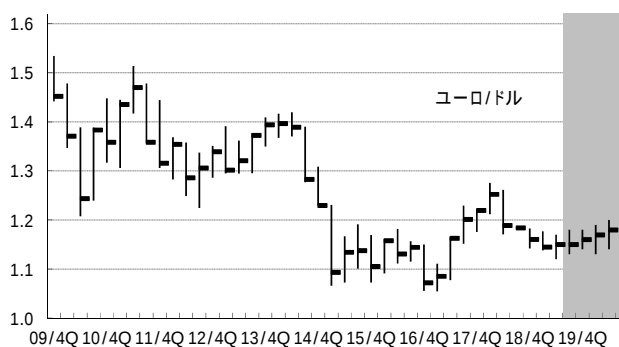
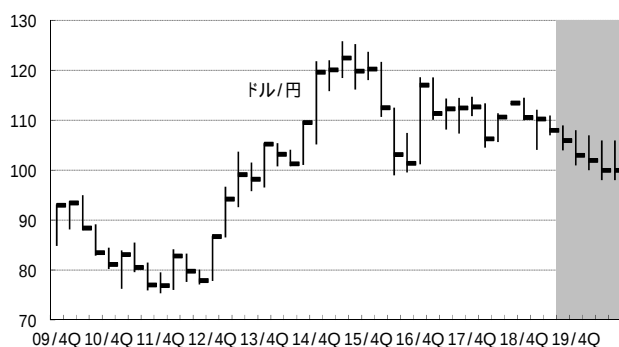
ドル/円相場は6月、1月以来となる106円台まで下落したが、直ぐに値を戻しており、未だ方向感が定まっていない。FRBの「次の一手」に関してはもはや利下げの「有無」ではなく「回数」に注目がシフトしており、6月下旬には米10年金利が2016年11月以来の2%割れとなる時間帯もあった。米金利低下に伴う「過去5年のドル高の修正」という本欄のメインシナリオがようやく実現し始めたのが6月なのではないかと考えている。なお、「利下げは織り込み済み(ゆえに円高も限定的)」という言説は多いが、実際に政策金利が下がり始めれば相応のドル安は不可避と筆者は考えている。ただし、今次局面のFRBに関しては「1998年型の利下げ」を見込む声が多く、「局面」と言えるほど金利低下が持続する可能性も高くない。また、2020年11月に大統領選挙を控えるトランプ政権が景気減速に無策を続けるとも考えにくい。ゆえに、筆者も現時点ではリセッションを主因とする「長く・深い利下げ局面」より、ソフトパッチを主因とする「短く・浅い利下げ局面」がメインシナリオになると考えている。しかし、ここまで米失業率が下がっている現状を踏まえれば、循環的な減速は予想して然るべきであり、米金利とドルの下落を主軸とする相場展開は少なくとも予測期間中(今後1年)は続いて不思議ではないと想定している。

片や、ユーロ相場はファンダメンタルズの弱さとは裏腹に堅調が続いている。6月政策理事会を経て、ECBウォッチの焦点はこれまでの「利上げ時期」から「利下げ時期」に大きく変化した。ECBに関してはもっぱら「通貨安のために利下げを欲している」との思惑が付きまとい、6月はこれを裏付ける関係者発言も報じられ話題となった。近年、耳目を集めるECB年次総会における講演でもドラギECB総裁が利下げや量的緩和の再開を示唆しており、これにトランプ米大統領が噛み付くという一幕が話題になった。しかし、これほどECBによる緩和バイアスと通貨安志向が露わになっても「FRBの利下げに伴う米金利低下とドル安」という大きな潮流に抗うことはできていない。「為替相場の方向はあくまで米国の通貨・金融政策が決める」という鉄則を確認したのが6月のユーロ相場だったと言えるだろう。予測期間中のユーロ相場については、こうしたドル失速に伴う「敵失のユーロ高」の色合いが強くなるというのが引き続き本欄のメインシナリオとなる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2020年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	104.10 ～ 112.40 (107.68)	104 ～ 109 (106)	101 ～ 108 (103)	100 ～ 107 (102)	98 ～ 106 (100)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1106 ～ 1.1570 (1.1370)	1.11 ～ 1.16 (1.13)	1.12 ～ 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 (122.46)	118 ～ 126 (120)	116 ～ 124 (117)	115 ～ 124 (117)	114 ～ 123 (116)	113 ～ 122 (117)

(注) 1. 実績の欄は6月28日までで、カッコ内は6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～「織り込み済み」という慢心～

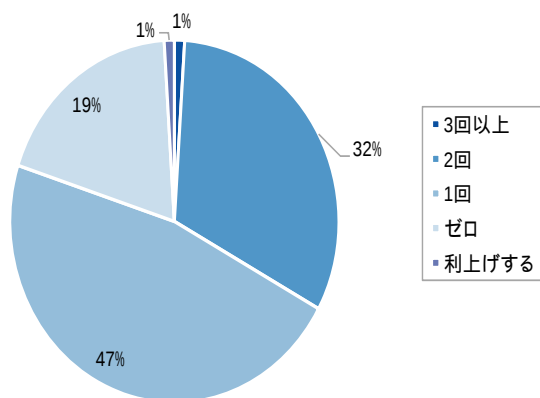
《為替市場と金利市場の期待格差～「織り込み済み」を過信するなかれ～》

金利市場と為替市場の期待格差

6月17日に発表された 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：6月10～12日）」が興味深い結果を示している。その結果は為替相場、とりわけドル/円相場の現状と展望を理解する上で示唆に富んでいたため紹介してみたい。米金利低下を背景としてドル全面安の地合いが強まっているが、ドル/円相場の見通しに関しては「金利市場では既に年内1～2回の利下げがほぼ織り込まれており（本稿執筆時点で1回は約95%、2回は約70%織り込まれている）、ここから利下げが示唆ないし実行されても円高にはならない」との声も聞かれる。だが、筆者はその考えは危ういと思っている。金利市場で織り込まれている期待が、そのままスポットの為替市場に完全に織り込まれているとは限らない。例えば5月以降、FRB高官が利下げを示唆する場面が増え、これに乗じて為替市場でもドルが手放される動きが強まっている。しかし、年初の金利市場を振り返れば、「年内利上げ無し（当面は現状維持となる）」という論点は概ね100%織り込まれていたし、2020年まで視野を拡げれば利下げも30%弱の織り込みが進んでいた。今年1～4月に日米金利差が顕著に縮小していたのは将来的な利下げを見込んだ動きも含まれていたはずである。にもかかわらず、同期間のドル/円相場が底堅く推移していたのは「米金利の絶対水準が高いから」という理由が最も大きそうだったにせよ、「金利市場ほど正常化プロセスの終了を実感していない」という為替市場の実情を反映していた面もないだろうか。

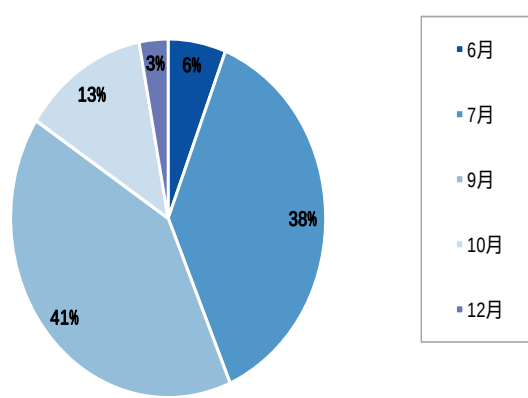
今回示された QUICK 月次調査の結果はそうした「為替と金利の期待格差」を映じたものに見受けられた。調査によれば「FRBは2019年に政策金利を何回引き下げると予想しますか」との問いに対し「1回」との回答が47%で最多となっており、2回が32%、3回が1%と続く（下図・左）。これらを総合すると「年内に利下げがあると思っている割合」になるわけだが、それでも漸く80%というイメージになる。20%が「利下げ無し」という調査結果は「年内最低1回の利下げ」をほぼ完全に織り込んでいる金利市場の期待とは乖離がある。

FRBは2019年に政策金利を何回引き下げるか？



(資料) QUICK月次調査 外為

FRBの最初の利下げ時期はいつになるか？



(資料) QUICK月次調査 外為

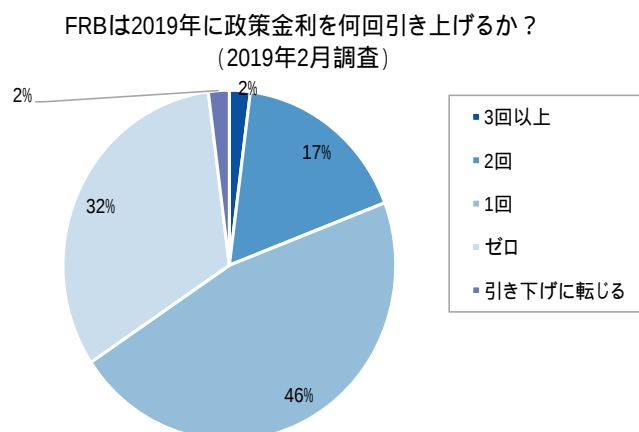
利上げ時期についても期待格差

金利・為替市場の間に横たわる期待の格差は利上げの有無のみならず時期にも及んでいる。上記の質問において利下げを予想した回答者に対しては「最初の利下げの時期はいつになると予想しますか」との

質問も行われている（前頁図・右）。これを見ると、9月との回答が「41%」で最多となっており、7月の「38%」、10月の「13%」、12月の「3%」と続いている。しかし、この調査が開始された時点（6月10日）の金利市場は7月の利下げを約80%織り込んでいたし、金融市場との期待の乖離に大分距離があった。9月についても2回分の利下げを織り込む向きが約50%あった。「最初の利下げは9月」という回答が最も多かった為替市場の胸中とはやはり溝がありそうに見える。

「為替と債券の期待格差」は存在する

ちなみに QUICK 社と日経ヴェリタスの「月次調査＜外為＞」は今年2月、「FRBは2019年に政策金利を何回引き上げると予想しますか」といったテーマで調査を展開していた（図）。それだけ当時の為替市場の雰囲気は「利上げありき」だったことが窺い知れる。この際、ゼロ回との回答は「32%」、「引き下げに転じる」との回答は「2%」であった。つまり、今年2月時点では「利上げの中断」やその後の「引き下げ」



(資料)QUICK月次調査 外為

を想定していた層は為替市場では34%程度しか存在しなかったということでイメージになる。だが、冒頭述べたように2月時点の金利市場では「年内利上げ無し」がほぼ100%の織り込みとなっていた。やはり金利と為替、両市場の間に一定の期待格差はあるように思えてくる。もちろん、同調査が為替市場全てを代弁しているわけではない。だが、こうした経緯に鑑みるに「金利市場で織り込みが進んでいるのだから実際利下げされたとしても為替市場の反応は薄い」という整理も危険に感じられる。FRBの政策が修正されるに伴ってスポットのドル/円相場が動く余地は十分にあると筆者は考えている。

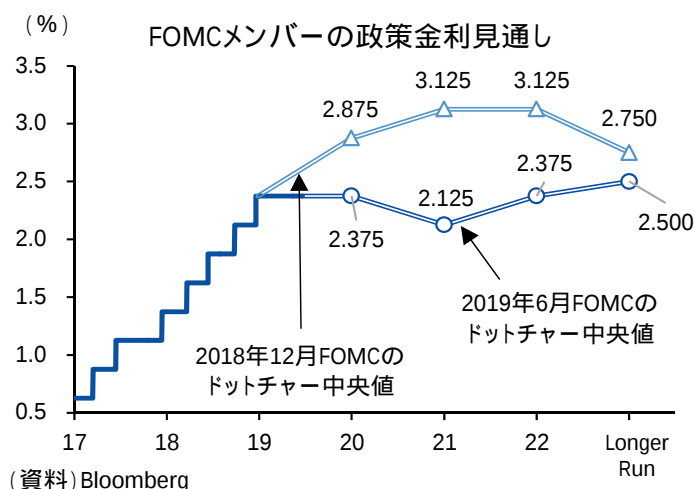
《米国の金融政策の現状と展望～糊代論が招いた混乱～》

利下げの「有無」から「幅」へ

注目された6月18～19日のFOMCはFF金利誘導目標を2.25～2.50%に据え置くことを決定した。声明文の修正ポイントは2点で①利上げに「忍耐強く (patient)」あるとの文言を削除したこと、その代わりに②「適切に行動する (act as appropriate)」との文言を加えたことである。さらに「見通しに対する不透明感が高まった (uncertainties about this outlook have increased)」との記載も加わったことを踏まえれば、今回は利下げの露払いという整理で良さそうである。今回はブラード・セントルイス連銀総裁が25bpsの利下げを主張して却下されているが、政策メンバーの金利見通し（ドットチャート）では2019年末までに25bpsか50bpsを見込むメンバーが17名中8名と半数に達している。年内の焦点は利下げの「有無」ではなく「幅」（25bpsなのか、50bpsなのか）に移ったと考えたい。

糊代論が招いたドタバタ劇

ドットチャートを詳しく見ていくと、前回3月時点では17名中11名が現状維持、4名が1回利上げ、2名が2回利上げを想定していた。つまり、利下げを視野に入れていたメンバーはいなかった。だが今回は17名中1名が1回利上げ、8名が現状維持、1名が1回利下げ、7名が2回利下げとかなり大きく変わっている。2回利下げの7名は「25bps×2回」か「50bps×1回」を意味しているため、「7月に50bps」という腹積もりのメンバーも含むかもしれない。右図は



年4回目の利上げを決断した直後となる2018年12月と今回について、ドットチャートを比較したものである。一瞥して分かるように、もはや想定している政策金利の軌道は半年前と別物であり、2020年末などは100bpsも齟齬が出ている。2019年末は中央値・最頻値ともに2.375%なので2018年末から50bps程度の方下修正にとどまっているように見えるが、上述したようにこれは8名が現状維持を予想した結果である。残りの過半のメンバーは利下げを予想している実情があるため、図が示すイメージ以上にドットチャートは下方修正されていると考えて良い。それにしても半年前までは「中立金利(当時は2.75%)を超える政策金利」でマクロ環境を引き締めるモードにあったものが、ここきて「中立金利(今は2.50%)を下回る政策金利」でマクロ環境を刺激するモードに変わっている。ここまで性急な修正が許容されると却ってドットチャートは混乱を招くだけではないだろうか。

確かに、この半年間で米中貿易戦争の激化やブレグジットを巡る混乱が不透明感を強めたという事実はある。とはいえ、「年4回利上げからの年2回利下げ」という急旋回を要するほど経済・金融環境が変わったわけではあるまい。例えばFRBスタッフ見通し(SEP、予想中央値)を見ると実質GDP成長率見通しはやや上方修正され、失業率も低下している。失業率については自然失業率と同一視される長期見通しも下がって

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2019年6月時点

	2019	2020	2021	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.0~2.2 (1.9~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.0)	1.8~2.0 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.8~2.0)
失業率 (3月時点)	3.6~3.7 (3.6~3.8)	3.5~3.9 (3.6~3.9)	3.6~4.0 (3.7~4.1)	4.0~4.4 (4.1~4.5)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.5~1.6 (1.8~1.9)	1.9~2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 (2.0~2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.7~1.8 (1.9~2.0)	1.9~2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 (2.0~2.1)	

(資料)FRB

いるため、今回の失業率低下は需給ギャップの縮小をもたらすものではない(つまり物価も押し上げない)という整理なのだろうが、それでも予測期間にわたって成長率が引き上げられていることは事実である。そのようなタイミングで金融政策運営が顕著にハト派色を強めることの正当性は分かりにくいものがあると言わざるを得ない。トランプ政権の保護主義は確かに不透明感を強めているが、それ自体も昨年からのリスク視されていたことであり、その不規則な言動も常態と言えば常態であった。インフレ基調も元々さほど強くはなかった。結局、ファンダメンタルズよりも「将来の利下げ余地」を作るための糊代論を主軸とする政策運営がこのドタバタ感に繋がっているのではないのか。

「鏡に映った自分」に怒り続けるトランプ大統領

6月にはトランプ米大統領が追加緩和の可能性を示唆したドラギ ECB 総裁に「口」撃を放ったことが注目されているが、FRB がこれだけハト派色を強め、そうした方向転換を大統領自身が扇動してきた雰囲気も否めないことを思えば二枚舌も甚だしいと言わざるを得ない。6月19日、一連の騒動を受けて日銀への影響も懸念される中、浅川財務官が「緩和的金融政策を取ることは自国通貨安の誘導ではないのであれば、お互いに許容しようというのが G7、G20 での合意」とメッセージを発しているのは誠に正しい動きであり、国際的な紳士協定をツイッター1つで反故にするような動きは看過できないものがある。

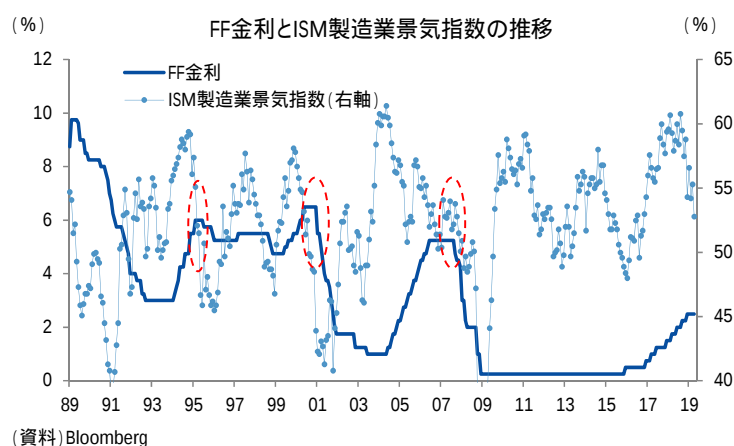
これまで国内の金融政策運営や海外との通商関係など、ことごとく口を出してきたトランプ大統領だが、当該国の政府ですら介入を躊躇する中央銀行の政策領域に踏み込むことは異常であり、ますます孤立を招く契機になるかもしれない。そもそも変動為替相場制の世界において通貨の方向感を恣意的に設定でき、しかもその動きに継続性をもたせることの出来る中央銀行は FRB しかなく、本来ならば最も政治的介入を排除しなければならない存在と考えられる。ドラギ総裁の発言は確かにユーロ安を誘う内容ではあったが、結局、今回の FOMC を経てユーロ/ドル相場は騰勢を強めている。FRB や米金利、ドルこそが潮流を作ると言うことが良く現れた地合いになっていると言える。

6月会合を境に FRB は利下げ局面に入ることになる。だが、FRB がハト色を強めるほどに円やユーロに上昇圧力がかかり、日銀や ECB が「次の一手」を検討せざるを得ない状況になるのである。ある意味で、通貨高に対応しようとするそれら海外中銀にいきり立つトランプ大統領は「鏡に映った自分に怒り続ける」という不毛な行為に勤しんでいるようにも見えてしまう。本欄では「ドル全面安の下でのユーロ高、円高」を執拗に主張してきたが、ここにきてそのシナリオの確度は高まっていると考えている。

【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？～】

FF 金利と景気の先行系列

6月 FOMC を経て、米金融政策の焦点は利下げの「有無」から「回数」に移っている。もっとも利下げの大義はあくまで「予防的な利下げ」となりそうであり、あくまで景気循環に対して遅きに失した対応ではないという体裁が取られそうであろう。だが、本欄でも幾度か議論している通り、雇用・賃金の失速が確認された時点で景気の拡大局面は終了しており、恐らくは縮小局面に入っている疑いが強い。これは個人消費支出（PCE）デフレーターなど一般物

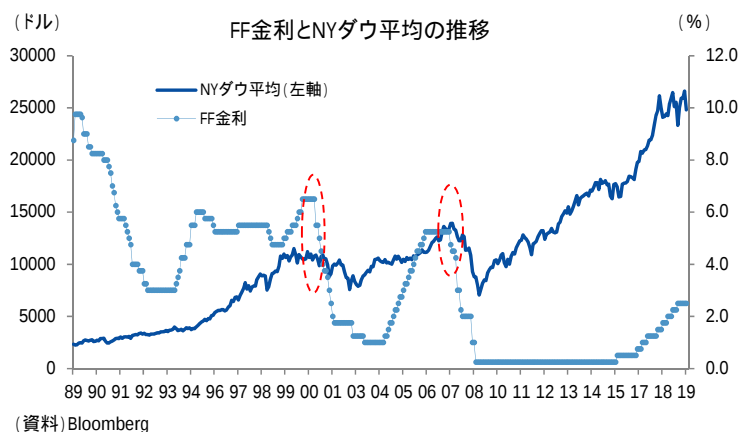


価の動きも同様である。物価も景気循環に対して遅効性が認められる項目だ。逆に、景気循環に対して先行性が認められる計数としては株価のほか ISM 製造業景気指数などのソフトデータの存在が挙げられる。ということは、例えば ISM 製造業景気指数と FF 金利の間に安定した関係があれば、景気が本格的に縮小局面に突入する前に「予防的な利下げ」が行われていたということも言えそうである。この点、過去 30 年について FF 金利と ISM 製造業景気指数（以下単に指数）の動きを見ると、FRB は指数の悪化

が相応に進んでから利下げに着手してきたように見受けられる（前頁図、点線丸部分）。少なくとも直近2回の利下げ局面については指数が急落する途上で利下げが始まっている。企業心理の悪化を機敏に捉えて「予防的な利下げ」が割り当てられてきたという雰囲気はあまり感じられない。しかし、企業心理の悪化が顕著な時に利下げが行われていたこともまた事実であるため、足許で指数が急落していることを思えば、FF金利が現状維持で逃げ切るのは簡単な話ではないように感じる。

資産効果に賭ける米国

一方、同じ先行系列としての株価に着目した場合、FF金利はよりビビッドに反応してきたように見える。「金融政策は株式投資家のためにあるわけではない」と言いつつ、やはり株価の変調を無視するのは難しいということだろう。しかし、未曾有の金融緩和の影響もあって果たして株価が景気の先行指標として正しいのかどうかは判然としない。むしろ単なる「金融政策の写し鏡」に成り下がっている面はないだろうか。6



月に入り株価は反騰しているが、周知の通り、これは「利下げありき」の上昇である。ゆえに、この期に及んで「利下げはなく、暫くしたら利上げに復帰」という正常化トークは到底できる雰囲気ではない。

問題はこうした中央銀行と株式市場の一種の「接待関係」は持続可能なのか、ということである。日本や欧州のように家計部門における株式の保有割合がさほど高くない経済の場合、緩和的な金融環境で株価を押し上げたところで実体経済の減速を和らげる一助にはなりにくい。だが、保有している金融資産の30%以上が株式である米家計部門の現状を踏まえると、中央銀行と市場の「接待関係」は資産効果を通じて実体経済を押し上げるという現実的な効果を有してしまう可能性がある。米家計部門の純資産の名目GDPに対する比率は過去最高を更新し続けており、これが冴えない賃金動向をカバーしてきた可能性が推測される。とすれば、このままFRBが株式市場のご機嫌取りを続ければ、再び資産効果を通じて窮地を脱する芽もあるかもしれない。

数少ないカードが分捕られる展開

しかし、ここで雇用市場が完全雇用に至っていないことが問題になる。たとえFRBがハト派色を全面に押し出す政策運営に勤しんだとしても、5月雇用統計のような内容を見せ続けられて金融市場が穏当でいられるだろうか。今後、非農業部門雇用者数（NFP）変化が恒常的に前月比+10万人を割り込み、失業率が上がり続け、賃金も失速が目立つような事態は十分想定される。振り返ってみれば、「FRBのハト派傾斜」を理由に株式市場が盛り上がる展開は年初にもあった。年初は「利上げ先送り」ないし「利上げ停止」の観測が株価を押し上げたわけだが、今は「利下げ転換」が株価を押し上げている。結局、株式市場のご機嫌を取り続ければ、急変動は避けられるのだろうが、それはタダではなく数少ない手持ちのカードを分捕られることと引き換えだということではないだろうか。この先、雇用統計を筆頭として米経済のハードデータ悪化を受けて金融市場が痼癬を起こし、それをなだめるためにFRBがご機嫌取りに

励むという展開が懸念される。そのような状況において FRB は利下げをしても追加利下げを要求されるような展開が容易に想定され、その先にはバランスシートの再拡大という論点も浮上してきかねない。「予防的利下げ」により 1~2 回の対応で事態が収束という読みが市場の大勢ではあるが、そうなるかどうかは結局のところ、雇用市場の悪化がどの程度の深さになるかに依存するだろう。

《本邦の金融政策の現状と展望 ~ 「ドル高の修正」に抗えず ~ 》

元々信用されていないものを修正しても意味は無い

FOMC の利下げ路線への転換が露わになる中、為替市場ではドル全面安の動きが加速している。これに応じて発生する自国通貨高に対し ECB も日銀も「追加緩和辞さず」の姿勢を明確しており、実際に日欧の金利は低下しているが、「ドル高の修正」という大きな流れには抗えていない。本欄で執拗に議論してきた論点ではあるが、過去 5 年間、一方的なドル高が続いてきたことを思えば、この修正が暫く続いても驚きはない。ユーロも円も経済・金融情勢が芳しいわけではないが、常に「相手がある話」の為替市場においては通貨高の按分を引き受けさせられる存在であり続ける局面に入っていると考えた方が良い。

6 月 20 日に開催された日銀金融政策決定会合も事前予想通りの現状維持で、市場の一部で囁かれていたフォワードガイダンスの延伸も見送られた。公表文では「海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」とリスクを指摘する強めの表現が加えられたものの、基調判断における「緩やかな拡大」との表現は据え置かれている。ここを変えずして追加緩和に踏み込むことはあり得ないため、直ぐに踏み込んだ緩和が決定される雰囲気はない。敢えて言えば、7 月会合では展望レポートと共にフォワードガイダンスが書き換えられるとの観測が強まっており、具体的には「当分の間、少なくとも 2020 年春ごろまで、現在の極めて低い長短金利の水準を維持する」との表現が「2020 年末（もしくは後半）ごろまで」と修正されていく可能性が指摘されている。建前は景気の下振れリスクに対応した修正だが、本音は円高対応であることは言うまでもない。

とはいえ、「9 回分の利下げ幅」を擁する FRB（しかも利下げ自体は 10 年ぶり）に対して日銀ができることはあまりにも乏しい。恐らく初手はフォワードガイダンス修正なのだろうが、元々大して信用されていない文言を伸ばしても「焼け石に水」に終わるだろう。例えば 6 月はドラギ ECB 総裁が先陣を切って緩和期待を煽ったことが随所で話題になったが、ユーロ相場は対ドルで下がるどころか上昇している。日銀や円相場も同様の状況に陥ると思われる。むしろ「ドル高の修正」は当面のトレンドとして割り切った上で、フォワードガイダンスの修正程度に動きは抑えた方が良いのではないかと筆者は考える。無為にカードを出した結果、元々苦しい出口戦略がさらに絶望的なものになることは避けるべきだろう。

「10 年ぶりの利下げ」は円高をもたらす迫力あり

6 月会合の会見後、黒田日銀総裁は FRB の 7 月利下げは市場に織り込まれているのだから「別に 7 月に何かあっても何も変わらない（≡円高にはならない）」との相場観を披露している。理屈の上ではそうだろう。しかし、既に述べたように、金利市場の織り込みが為替市場のそれと一致するとは限らない。少なくとも 6 月 FOMC は殆どの市場参加者が現状維持と声明文が利下げを示唆する方向へ修正されることを予想していた。実際にその通りになったわけだが、円高・ドル安ははっきり進んだ。金利市場の「織り込み済み」が為替市場にそのまま還元されているとは思わない方が良いだろう。まして 7 月に関しては「10 年ぶりの利下げ」であり、新しい局面が始まるシグナルとしては十分な迫力も持ち得る。「金利市

場で織り込まれているから円高は進まない」という決め付けはまずは脇に置きたいところである。かかる状況下、本欄で想定してきた通り、今後 1 年についてはドル全面安の下での円高・ユーロ高が基本的な潮流になるというのが最も妥当な見通しではないかと考えたい。

《中国の外貨準備というカタリスト～変動要因になり得るか？～》

次のカタリストはどこに？

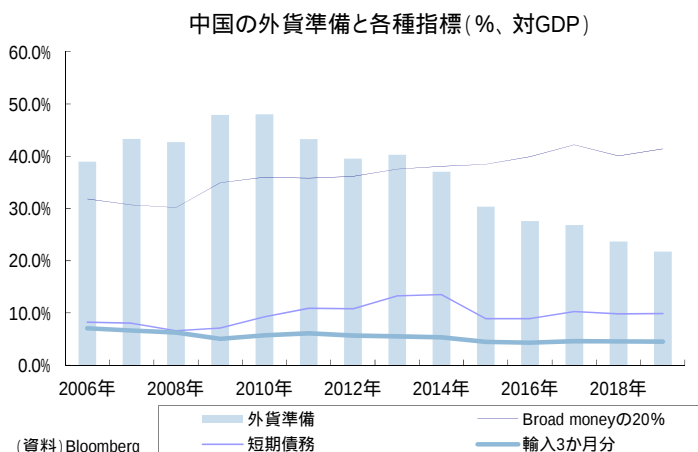
日々の顧客往訪や講演会後の質疑において、現在最も受ける質問の 1 つが「今後の急変動のきっかけとなり得るものは何か」を問うものである。金融市場では急変動を誘発する取引材料をカタリスト（Catalyst：触媒）と表現することがあるが、近年続く膠着相場を受けて、市場参加者のカタリスト探しには自然と熱が入る。米中貿易戦争の激化や英国の EU 離脱（ブレグジット）はその筆頭となるはずであったが、もはや完全解決が期待されずカタリストとしての迫力を失っている感が否めない。

現状を踏まえる限り、カタリストの筆頭は「FRB の利下げ」だと思われ、FF 金利先物市場だけではなく FOMC 声明文においてその可能性が示唆されることなどがトリガーになってきそうである。過去 2 年、本欄の基本認識は「積年のドル高が修正されるにははっきりとした米金利低下が必要」というものであり、具体的には米 10 年金利の 2% 割れ定着などがドル/円相場を 105 円以下に連れて行く条件になるのではないかと考えている。FRB の正副議長が利下げの可能性を示唆している今、そのような動きは決して非現実的なものではあるまい。

「FRB の利下げが視界に入ること」以外で筆者がカタリストとして注視しているのは、本欄でも繰り返し論じている人民元相場の変動である。「1 ドル=7.0 元」を巡る攻防についてはこれまでも議論しているが、「下落する人民元」と「それに歯止めをかけたい中国」という構図が注目される背景には「政策的に努力しなければ制御できない元安に陥る」という恐れがあるからである。いざとなっても力業で押え込めるといふ余裕があれば、攻防戦の行方に注目する必要はない。中国政府は 2015 年 8 月、制御不能な資本流出とこれに伴う人民元（や元建て資産）の下落、そしてこれを発端とする国際金融市場の混乱（いわゆるチャイナショック）を経験した。この再来を防止したいというのが中国政府の最大の意向との理解は多い。それは自国を震源地とする国際金融市場の混乱が「恥」だという面も当然あろうが、次は確実に防ぎ切れる確信がないという論点が意識されているのだと思われる。それは即ち、人民元が下落した時に歯止めをかける弾薬である外貨準備の残高に不安を抱えるという実情があるという話でもある。

IMF 基準で「不十分」な中国の外貨準備

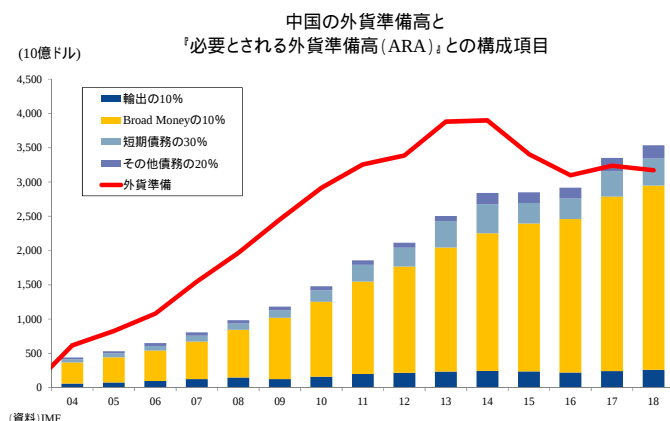
2019 年 4 月末時点で中国の外貨準備は約 3 兆ドル存在する。伝統的に外貨準備の適正水準の尺度（rule of thumb）としては「輸入 3 か月分」や「短期債務」、「マネーサプライの 20%」などが用いられ、これを上回ることが 1 つの目安となってきた。こうした基準に照らせば、現状の 3 兆ドルという水準には安心感もあるが、異なる見方もある。右図は中国の外貨準備、短期債務、輸入 3 か月分、広義流動性の 20%



について対名目 GDP 比で単位を揃え、その推移を見たものである。一瞥して分かるように、大きく目減りした現状の外貨準備水準であっても「輸入3か月分」や「短期債務」という尺度は十二分にクリアしている。しかしながら、マネーサプライ（ここでは広義流動性）に照らすと不安が浮き彫りになる状況だ。

近年、IMF は外貨準備適正評価（ARA：

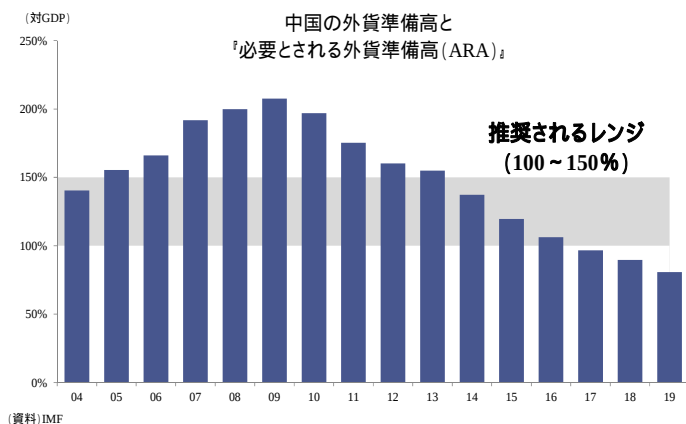
Assessing Reserve Adequacy）と題し、そうした伝統的な基準を組み込んだ上で、新興国の外貨準備にとってより総合的な判断基準を設けている。具体的には①輸出額、②短期債務、③マネーサプライ（広義流動性、Broad money）、④その他債務を構成項目とする判断基準である。右図がその推移を見たものだが、①から④



にかかるウェイトは固定相場制と変動相場制で異なり、IMF は中国については固定相場制の係数を採用している¹。各項目は①は海外需要の急減リスク、②は短期的な債務返済能力に係るリスク、③は資本逃避（capital flight）に係るリスク、④は対内証券投資などの逃避に係るリスクの代理変数であり、これらを総合した基準が ARA と呼ばれる。なお、①に関し、なぜ輸入ではなく輸出なのかと言え、「輸出による収益は海外需要の減退や交易条件のショックなどから生じる潜在的な損失にさらされている。とりわけ多くの新興国がこのリスクに当て嵌まる」というのが IMF の説明である。その上で輸入は海外需要の減退リスクを捕捉できないうえ、不況期には国内要因から落ち込みを伴って国際収支の改善をもたらすという意味で問題含みだとの指摘もある。

中国の外貨準備と ARA の関係を考察する

上で重要となるのは③である。2015 年のチャイナショックにより約 1 兆ドル減少した外貨準備は 2016 年以降、その水準を安定させているものの国内のマネーサプライが増加を続ける中、言い換えれば③に係る資本逃避リスクが高まる中、2017 年以降は遂に ARA を満たせない状況に陥っている。マネーサプライが資本逃避リスクの代理変数となる背景には



「危機時に売却され、外貨建て資産に転換さ

れ得る流動的な国内資産の残高を示すため」というのが IMF の説明になる。要するに、国内の貨幣供給量が増加するに伴ってそれらが海外に投資されるリスクも高まるため、これが勢いづいた時に為替市場を混乱させないだけのブレーキを持っているかどうかという視点である。現状の中国の外貨準備はこの点を背景として不十分だと指摘される状況になっている。IMF によれば、ARA は GDP 対比で 100～150%が推奨されるレンジだが（過度に外貨準備を積み上げる行為自体にも機会損失が伴うため上限はある）、現状で中国の ARA は 80%台まで落ち込んでいる（図）。

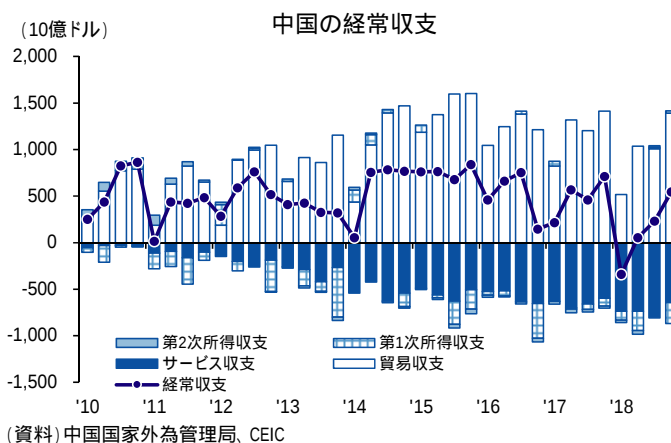
かかる状況下、上述したように、「人民元が下落した時に歯止めをかけるだけの弾薬である外貨準備高

¹ 図示されるように ARA の算出にあたっては、固定相場制の場合、「輸出×10%+マネーサプライ×10%+短期債務×30%+その他債務×30%」となる。一方、変動相場制の場合、「輸出×5%+マネーサプライ×5%+短期債務×30%+その他債務×15%」となり、やや要求される ARA が下がる。

に不安を抱える」という懸念はやはりあるのだと推測される。もっとも、中国に関しては形振り構わない資本規制の厳格化によって資本逃避リスクを抑制しにいくことが予想されるため、ARA の水準だけをもって不安を煽ることも適切ではないという論点はあるかもしれない。だが、その場合は国外からの対中投資意欲の減退という副作用も受け入れることになる。

暗雲垂れ込め始めた米金利

過去の本欄でも論じているが、「1 ドル = 7.0 元」という水準を守る行為は中国政府の面子を立てる以外の大きな意味はない。市場の意思に反する価格形成を強要するほど、必要となるドル売りの規模は大きくなり、外貨準備を失うことになるだろう。中国の経常収支がかつてのように巨額ではなくなっている以上² (図)、需給の緩みに応じた元安はごく自然なものであり、一定のフリーフォールは許容されるべきである。この



「一定の」は「緩やか」にとも読み替えられるが、確かにその際のドル売り（外貨準備の減少）は必要になろう。しかし、意地になって 7.0 に拘泥するよりは浅い傷で済むはずだ。

問題は、ここにきて米商務省が「追加関税を相殺するための通貨安には追加関税で対抗する」という姿勢を示し始めていることである³。具体的には、政府の補助金を受けて不当に安く輸出されている（米国から見れば輸入されている）製品に課される補助金相殺関税（CVD : Countervailing Duty）の運用に関し、政府からの補助程度を計算するアプローチにおいて通貨切り下げの影響も検討する方針を示している。トランプ大統領が対中輸入 2000 億ドル分について 10% から 25% へ関税を引き上げる方針を表明した 5 月 5 日以降、人民元相場が下落基調にあり、今回の商務省声明はこれに応じた動きとの見方は根強い。その主張も分からなくはないが、その傍らで「一方的な元安は全く望んでいない」という中国の思惑もあり、しかもその思惑は上述した外貨準備の現状を踏まえれば相応に切迫したものである可能性も秘めているように思われる。

米国が中国に対し追加関税をかけるほど、中国がこれを相殺するために必要とする元安度合いは強くなるので「1 ドル = 7.0 元」攻防戦は熱を帯び、市場の注目を集めやすくなる。注目が集まるほど、7.0 が突破されたときのボラティリティは大きくなると考えるのが自然だろう。米中対立が続く限り、必然的に「米国による関税賦課→元安→元買い介入→外貨準備減少→市場が注目」という流れが極まることが予想され、2015 年 8 月の経験も相まって市場に大きな変動をもたらすリスクが孕んでいないだろうか。

〈メインシナリオへのリスク点検～トランプ政権は大統領選挙に動くか～〉

大統領選前のトランプ政権の挙動は大きなリスク

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

² 本欄 2019 年 4 月 18 日号『ドル高を容認できない中国の経常収支』をご参照下さい。

³ “The Department of Commerce Amends Countervailing Duty Process”

シナリオはあくまで「過去 5 年にわたるドル高の修正」であり、その結果としての円高、ユーロ高である。ゆえに、最大のリスクは円安方向のリスクであるため、これに焦点をあてたリスク点検を進める。主な論点をまとめたものが表であり、前月から大きくは変わっていない。最も重要なリスクはやはり①であり、これ

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、底打ちするISM、トランプ政権による経済政策	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	低～中
	日銀の追加緩和	マイナス金利付資金供給	低
	中国/欧州の再加速	GDPの加速	中

(資料)筆者作成

が最重要かつもっともありそうな展開として本欄では要警戒している。失業率 1 つとってみても、移民流入を制限することで「実は現状の失業率（49 年ぶりの低水準）は低すぎるわけではない」といった見方も聞かれ始めており、そうであればこれから賃金が騰勢を強めてくる恐れがないわけではない。また、本稿執筆時点では実際そうになっているように、景気減速に対して FRB がハト派色を強めたことで株式市場が騰勢を強めている。とりわけ資産効果が作用しやすい米家計部門にとって侮れない追い風となってしまうかもしれない（筆者はそれ以前に労働市場が成熟化している以上、雇用減が顕現化し、株価上昇を阻むという展開をメインに考えている）。

なにより 2020 年 11 月には米大統領選挙がある。トランプ米大統領が指をくわえて眼前の景気失速を見過ごすだろうか。米議会の存在を踏まえれば拡張財政のハードルは低くないと思われるが、既に発動している各種制裁関税が順次取り下げられていく可能性はある。これは要するに①と②のリスクが併発する展開である。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、米経済はそれを減税として受け止めるかもしれない。文字通りマッチポンプの誇りを免れないが、少なくとも直情的な反応を示しやすい金融市場にとっては十分に前向きな効果をもたらす可能性がある。為替市場のみならず金融市場は陰に陽に米経済の影響を受けざるを得ない以上、その好不調で展開がガラリと変わってしまいかねない。当然、米景気が思ったよりも強い足腰を見せてくれば、FRB の利下げも短命なものに終わるだろう。相変わらずこの点の読みづらさが最大のリスクと考えている。

中国・欧州の顕著な復調を警戒

なお、FRB の政策運営に小さくない影響を与えるという意味では⑤のリスクも注目である。要するに「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」である。元より今回の FRB による利下げはあくまで予防的措置であり、過去に遡れば「1998 年型の一時的な利下げ」と類似したものになるとの読みは多い。中国および欧州の復調が明確になってくれば、こうした説が一段と説得力を帯びるであろう。筆者も現時点ではリセッションを主因とする「長く・深い利下げ局面」というより、ソフトパッチを主因とする「短く・浅い利下げ局面」になるのではないかと考えているが、それでも予測期間中（1 年程度）に限れば利下げが続くのではないかと考えている。しかし、中国や欧州の立ち上がりが見えれば想定以上に顕著となった場合、年内 1～2 回の利下げで終了し、2020 年には再び利上げを展望という流れもあるかもしれない。これは円高シナリオにとって大きなリスクである。とりわけ欧州については過去 1 年が悪過ぎたという経緯もあり、今後は浮揚するしかないというのが実情である。市場（ひいては ECB）がこれを過度に楽観的に受け止め、FRB の利下げ軌道にも影響をもた

らすようであると、想定外の円安に繋がりがねない。

遠ざかったブレグジット再投票

前月まで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。このうち後者については可能性がかなり低くなっているように見える。英国の次期首相候補最右翼とされるボリス・ジョンソン前外相は自他ともに認める強硬離脱派であり、残留への一里塚とも見なされる 2 度目の国民投票からは最も遠い候補である。党首選に際して 6 月 22 日に行われたテレビ討論会でも、ジョンソン前外相は「合意があろうとなかろうと 10 月 31 日の離脱を実行する」という方針を確認している。ちなみにジョンソン前外相の対抗馬であるハント現外相も「10 月 31 日の時点で EU がより良い案を交渉する意思を示していなければ、離脱を実現しない政治的リスクは合意なき離脱の経済的リスクよりはるかに深刻」などと述べており、どちらが首相になろうと「合意無き離脱」を厭わないという路線が取られそうな状況である。もっとも、「そうは議会が許さない」という事態が想定されるため、再延期や国民投票というシナリオも簡単には排除すべきではないが、少なくともメイ政権時と比較すれば、対 EU における柔和路線は遠のいた状況と見受けられる。

では、「トランプ政権の保護主義撤退（≡「米中貿易戦争の完全解決」）」はどうか。本稿執筆時点では 6 月 29 日の首脳会談結果は分かっていないが、本欄では繰り返し論じているように、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たい。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だろう。恐らく 6 月の首脳会談でもその路線が確認されるに過ぎないと筆者は考えている。だが、今後 1 年を見通した場合、大統領選挙が視野に入ってくる。例えば来夏を過ぎたあたりに、それが本音はどうかさせておき、何らかのディールの成果を主張して手打ちとし、選挙戦に入るといことはあるかもしれない。上述したように、追加関税の撤廃が減税含みの期待を誘発する効果を見込めることからもあり得る展開である。

本邦発の円安リスク：想像の枠外からの一手を警戒

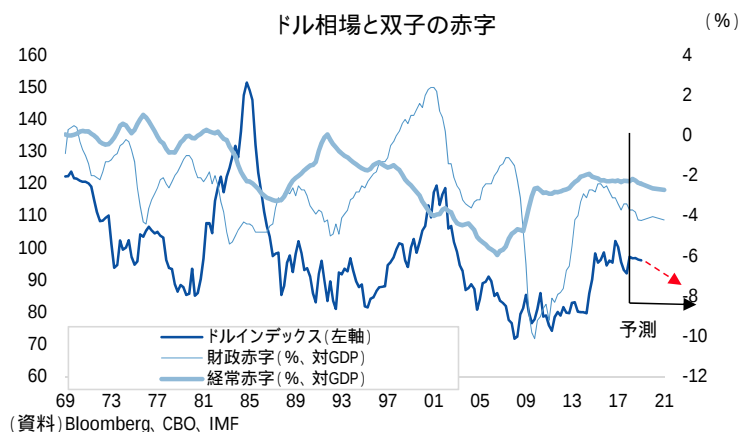
引き続き本邦発の要因がドル/円相場の潮流に影響を及ぼすことは無いと思われるが、FRB がこれほどまでにハト派色を強めている以上、日銀に何らかの一手を期待する雰囲気は今後強まらざるを得ない。3 月の日銀金融政策決定会合で総括判断が（輸出・生産の下方修正を交えて）冗長化し、4 月には政策金利のフォワードガイダンスが「少なくとも 2020 年春ごろまで」は極めて低い長短金利水準を維持するとの文言に修正された。米金利とドルがはっきりと下落した直後に行われた 6 月会合は現状維持となったものの「海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」とリスクを指摘する強めの表現が加えられた。もはや日銀に有力な一手が残されているとは思えず、フォワードガイダンス修正でお茶を濁すくらいが関の山と思われるが、市場の大勢がそのように想定しているだけに「想定外の妙手」は市場に大きな変動をもたらす可能性がある。

マイナス金利の深掘りとマイナス金利付き資金供給をセットで行う措置などは、100 円割れの円高で初めて検討されるものだと考えられるが、意外にも先んじて動いてきた場合、ドル/円相場を底上げする助けにはなろう。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

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、円安に飛ぶリスクは否めない。

戦争リスクは「双子の赤字」連想でドル安

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いる。本欄ではむしろそちらの方が大きいと感じている。例えば目下、市場は米国とイランの開戦リスクを意識しており、原油価格が騰勢を強めている。その可能性は非常に低いと思われるが、経験則に照らせば戦争は「双子の赤字」に起因するドル安を招来するイベントと考えられるため(図)、円高リスクの1つとなる。また、



た、上述したように、ブレグジットは「合無き離脱」が既定路線になりつつある。これも円安より円高を想起させるイベントだろう。さらに米中協議が再び拗れた場合、ドル/人民元相場の「7.0」問題がまた浮上することが予想される。米国からの追加関税が続けば、これを相殺すべく元安誘導するという戦術は中国当局にとってはごく自然な選択肢となるだろう。だが、過去の本欄4でも詳しく議論したように、既に中国の経常収支は往時の黒字水準を維持できておらず、中国としても大仰な人民元安を引き起こすことはチャイナショックの再来に繋がりがかねないため望むところではない。「ちょうど良い元安誘導」という微妙な匙加減に失敗した時、「7.0」を守れない地合いが想定され、市場に大きな変動がもたらされるかもしれない。未だ2015年8月の記憶を引きずる向きは多いだろう。

これら以外でも、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、細かな論点を挙げていけば枚挙に暇がない。予測期間中、過去最長の景気拡大の「歪(ひずみ)」はそこかしこに現れる可能性がある。政治・経済の現状と展望に照らし、「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のではないか。今回の米利下げ局面やそれに伴う円高が数年単位に亘る長期局面になるとは思えないものの、今後1年について米金利とドルの全面安を見込むという本欄の基本シナリオは引き続き据え置きで問題ないだろう。

4 みずほマーケット・トピック 2019年5月20日号『「1ドル=7.00」の攻防再び』をご参照下さい。

◆ ユーロ相場の見通し～強まる通貨安への誘惑～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～形骸化したフォワードガイダンス～》

シントラから2年で振り出しに戻る

6月に行われた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、もっぱらターゲット型長期流動性供給第3弾（TLTRO3）の詳細に注目が集まっていたが、可能性がないと思われたフォワードガイダンスの修正が行われ、その上で追加緩和の手段にも言及があるなどやや意外感の強い内容となった。TLTRO3は「預金ファシリティ金利に10bpsプラスした水準」とのことでやや旨味が減ったものの、やはり金融機関への「ご褒美」は健在となった。むしろ、マイナス金利の長期化や利下げ、量的緩和（QE）の再開などが示唆されたことを思えば、金融機関を取り巻く環境は当面酷いものになりそうであり、「ご褒美」の必要性は増した状況だろう。

今回の政策理事会で交わされた議論について、ドラギECB総裁は3つの要点があったとまとめている。1つが①不透明感の高まりと長期化が認められること、②リスクのより詳細な分析を進める必要があること、③不測の事態に向けて行動する準備（the readiness to act in case of adverse contingencies）があること、である。総じて現状への悲観ムードが滲み出る論点だが、やはり③のインパクトは大きい。元より声明文には「stands ready to adjust all of its instruments」とのフレーズが使われており、「次の一手」としての緩和を仄めかす状況にはあったが、今回はこの点に関し踏み込んだ議論があった様子が窺い知れる。ドラギ総裁がポルトガルのシントラで開催されたECB年次総会で来るべき正常化プロセスへの道程を宣言し、ユーロ相場が急騰してから今月で丸2年が経つが、また振り出しに戻った印象である。

「焼け石に水」のフォワードガイダンス修正

ECBは3月の政策理事会で「at least through the summer of 2019」とされていたフォワードガイダンスを「at least through the end of 2019」に修正し、想定される利上げタイミングを9月から12月に延ばしたばかりであった。今回はこれが「at least through the first half of 2020」へ修正され、2020年前半における金利据え置きを示唆する表現になった。2020年前半は最長で2020年6月末を意味するだろうから、今後1年間の利上げを封印したことになる。

もちろん、今年後半以降の経済・金融情勢の変化にしたがってフォワードガイダンスが前向きに修正される可能性はないとは言えないし、11月以降、総裁が替わることを踏まえればその可能性は低くはない。だが、今回の声明文や会見を見る限り、読み取るべきは「正常化局面の終了」と「次なる緩和への布石」であろう。文字通り、後任に対する「置き土産」を用意して退任に臨んでいるように見える。

筆者自身、フォワードガイダンスは今すぐにでも変えた方が良くと考えてはいた。6月18日に実施されたECB年次総会におけるドラギ講演などの影響もあって、本稿執筆時点でユーロ圏無担保翌日物平均

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(6月26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	-0.52	-0.55	2020年4月
12か月先3M	-0.53	-0.57	2020年7月
15か月先3M	-0.55	-0.58	2020年10月
18か月先3M	-0.51	-0.55	2021年1月
21か月先3か月	-0.52	-0.56	2021年4月
24か月先3M	-0.49	-0.52	2021年7月
24か月先6M	-0.49	-0.52	2021年10月

(資料) Bloomberg

預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

金利（EONIA）先物市場は既に 1 年以内に 1 回、1 年半以内に 2 回の利下げを織り込んでいる。今回、フォワードガイダンスの修正こそされたものの、「2020 年前半の利上げ意欲」が示されている状態であり、市場期待との乖離は相当大きいと言わざるを得ない。フォワードガイダンスを修正してみたものの、文字通り「焼け石に水」と言わざるを得ないのが現状である。この点、会見では「(FRB が利下げを示唆する傍らで) フォワードガイダンスは依然利上げバイアスに傾斜しているようだが、次の一手 (the next move) は利下げよりも利上げという理解で正しいのか」と率直に聞く記者も現れている。当然の疑問であろう。ドラギ総裁はこれに対し「No…」と返すにとどまっている。2017 年 6 月から続く一連の流れに沿うならば、ここは自信を持って「Yes」と答えても不思議ではないはずだが、2019 年に入ってからのもう一度を踏まえれば、それが難しいのは周知の通りである。ECB の正常化プロセスの息の根が完全に止まったことを感じさせる一コマと思えた。

なお、改めて解説する必要はないが、今回のフォワードガイダンス修正の理由は「the prolongation of uncertainty」とされ、保護主義や英国の EU 離脱交渉、新興国の脆弱性といった御馴染みのリスクが掲げられている。外需の影響を受けやすいユーロ圏経済にとってこれらのリスクが重く押し掛かることは既に統計に示されており、製造業の輸出が衰えることをもって域内経済の失速が顕著になっている。

「金融政策よりも財政政策」を滲ませたドラギ総裁

冒頭に言及した③については、具体的にさらなる利下げ (further rate cuts)、資産購入プログラムの再稼働 (the possibility of restarting the asset purchase programme)、フォワードガイダンスのさらなる延伸 (further extensions in the forward guidance) が言及されている。ECB は拡大資産購入プログラム (APP) を半年前に終了したばかりだが、今年 3 月にフォワードガイダンスを延伸した時点で正常化プロセスが青息吐息の状態だったことを思えばさほど驚きではないだろう。なお、ドラギ総裁は不測の事態が発生した場合、財政政策も考慮に入れる必要があり、これが根本的な役割 (a fundamental role) を担うと述べている。世界的に「金融政策よりも財政政策に力点を置くべし」という潮流が強まっているが、これは ECB においても認識されていることがよく分かる。

当然、ここで関心が高いのが「どういった状況になれば利下げや QE に至るのか」という点だが、これについてドラギ総裁はどういった事態がどういった手段を要求するかまでは今回議論していないと述べている。QE については「目的や責務に沿う限りにおいて欧州司法裁判所が ECB に幅広い裁量を認めている」ことを引き合いに出し、いつでも動ける状況にあることをアピールしているが、動く条件までは言質を与えていない。片や、利下げについては金融機関へのダメージが当然不安視され、ドラギ総裁もマイナス金利の期間やフォワードガイダンスの延伸が金融機関の収益を毀損し、貸出の妨げになるという点について非常に長い議論 (a quite long discussion) があったと述べている。総じて「今のところは影響なし」というのが政策理事会の総意とされているが、今後フォワードガイダンスがさらに延伸され、追加利下げが行われた場合、その限りではない (悪影響があるかもしれない) という認識もあるようだ。こうした立場は声明文で金融機関への配慮を滲ませた「軽減策 (mitigating measures)」のフレーズが使われていることに繋がっていると考えられ、今後 ECB が利下げやフォワードガイダンス延伸に動く際には、何らかの軽減策 (例えば準備預金の階層化など) がセットで打ち出される可能性がありそうである。

インフレ期待の低迷に対する ECB の見解

また、今回は市場ベースのインフレ期待が全く立ち上がってこないことを指摘する質問が複数見られた。例えば 1 番手の質問者は「ドラギ総裁は（市場ベースのインフレ期待が落ち込んでいるのは）リスクプレミアムがマイナスになっているから（デフレリスクはない）と述べていますが、どれほどの期間、市場ベースのインフレ期待は目的を下回るのでしょうか」と ECB にとって痛いところを突く質問をぶつけている。



また、最後の質問者も「これまでの ECB の努力にもかかわらず、インフレ期待は歴史的な低水準にあります。潜在的に想定されるショックによってインフレ期待が不安定化（dis-anchoring）することを懸念していますか。また、全ての手段（all instruments）が利用可能と述べているのはそれが理由ですか」と尋ねている。図示されるように、ECB が伝統的に重視している 5 年先 5 年物ブレイクイーブン・フォワードレート（5 年先 5 年物 BEI）は 1.20% 前半で推移しており、歴史的に経験のない水準まで押し込まれている。ECB ウォッチの立場からすれば、5 年先 5 年物 BEI の悪化が QE の導入や拡大の契機となってきた歴史もあるため、関心が高まるのは当然である。

これらの懸念に対しドラギ総裁は「懸念はしているが、不安定化の兆候ではないし、ましてデフレの可能性もない。例えば調査ベースのインフレ期待は長期的に 1.6～1.7% で安定している」との趣旨で回答している。とりわけ、「市場が想像している将来と人々が期待していることの間には断絶がある」とし、調査ベースのインフレ期待が安定していることに重きを置いて「市場は単なる貿易摩擦以上の何か大きなことを想像しているように見える」としている。あくまで「市場の見方が誤っているとかが正しいとかという話ではない」との断りを入れているものの、総じて「市場の悲観は行き過ぎている」との思いを抱いているように見受けられた。確かに、金融市場は最も極端なシナリオを織り込みにくいためドラギ総裁の指摘は一理ある。また、2016 年に 5 年先 5 年物 BEI が悪化した時などは「不安定化の真の脅威（a real danger of de-anchoring）」があったものの、今はあくまで経済見通しの悪化に応じたものであり、人々の期待が屈折しているわけではないという見方も強調されている。

しかし、中銀が予断を持って行動することは危ういため「我々の立場からやるべきことは、こうした（市場ベースのインフレ期待のような）数字を真摯に受け止めた上で、準備を怠らないことだ」と述べ、これを最後の回答として会見を締めている。ドラギ総裁らしい巧い返しとまとめ方ではあったが、日本を例に取れば調査ベースのインフレ期待が安定していてもデフレに陥っており、今日に至っていることも知っておいた方が良いかもしれない。

〈ユーロ圏の通貨政策の現状と展望～通貨安欲しさの緩和欲求～〉

利下げの理由は「為替、為替、為替、為替、為替」と答えた ECB 当局者

6 月の ECB 政策理事会後には興味深い報道も見られた。6 月 9 日のロイターは ECB の関係筋がユーロ安を目的として利下げに踏み切る可能性を検討していると報じている。これによれば、関係筋（ECB の政策当局者とされる）の 1 人が「利下げの理由は 5 つある」とし「為替相場」と 5 回繰り返したとい

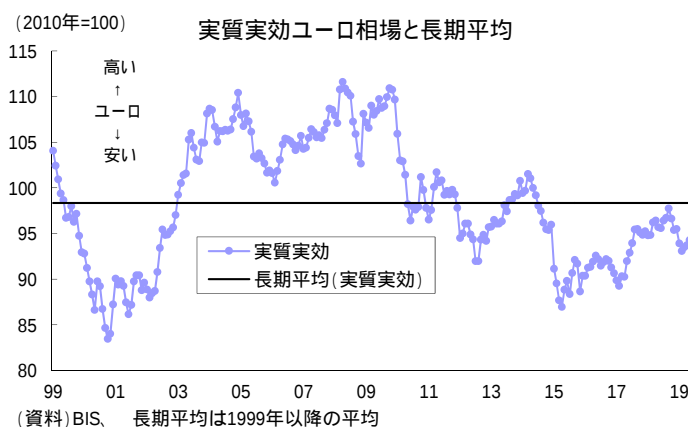
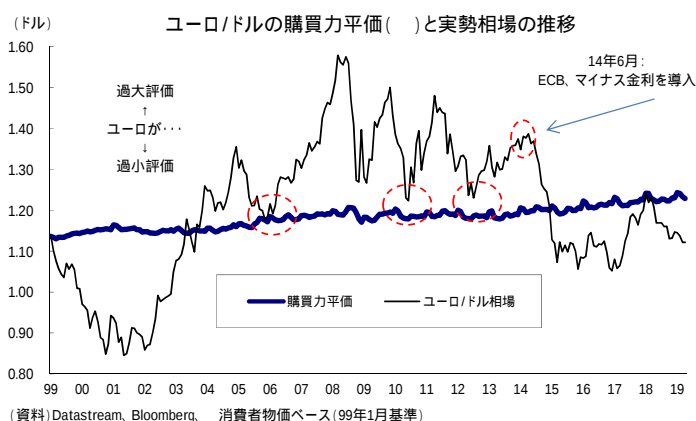
う。同じ関係筋は、1 ユーロ＝1.15 ドルは許容可能としながらも 1.20 は注視すべき重要水準と述べたとされる。この政策当局者がどのようなポジション（正副総裁、理事、各国中銀総裁、単なる ECB スタッフなど）にあるのか定かではないが、得てしてユーロ高に神経質な発言をするのは南欧の政策当局者であることが多い。邪推を承知で言えば、景気後退すれすれの成長率を強いられているイタリアの当局者などはユーロ安を欲している可能性が高そうな印象がある。この点、同じ 9 日にビスコ・イタリア中銀総裁がブルームバーグテレビジョンのインタビューに応じ「予想通り事が進まなければ、われわれが行動することは疑いがない」と述べたことが報じられている。これが偶然なのか筆者は非常に気になった。

「1.20」にこだわる意味

ユーロ/ドルに関し「1.20 は注視すべき重要水準」という思いはどこから来るのか。これは伝統的に 1.20 がユーロ/ドルの購買力平価 (PPP) であることを意識した発言であろうことは想像に難くない。ユーロ/ドル相場は 2014 年 6 月に ECB が初のマイナス金利導入を決定して以降は下げ基調にあり、その決定を境として安定的に 1.20 を超えて上昇するような局面は経験していない（図・上）。直近では 2017 年 6 月のドラギ ECB 総裁によるシントラ発言を受け一時 1.25 を超える高値（2018 年 2 月）をつけていたが、結局は持続しなかった経緯がある。1.20 は PPP であるがゆえに、それを越えたからと言って直ぐに過大評価だと騒ぐ必要もないはずだが、ドイツもイタリアもギリシャも含めた上での PPP なのだから必然的に南欧諸国にとっては「高過ぎる PPP」という実感を

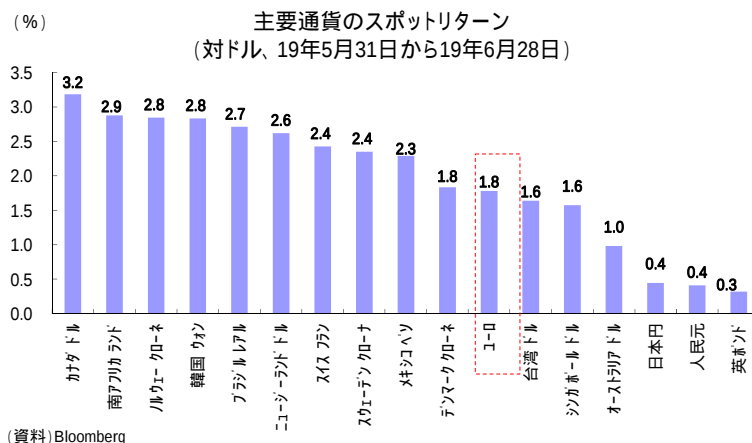
持たれても不思議ではない。実質実効ベースで見たユーロ相場は長期平均を今年 4 月時点で 5% 程度下回っており（図・下）、やはりユーロが少々上昇したところで騒ぐような状況ではないのだが、これも南欧諸国にとっては見えている景色が異なり、だからこそ報道のような発言が出てくるという背景があるのだろう。

ちなみに 2017 年 9 月の政策理事会後の会見でドラギ総裁は久しぶりに 1.20 を超えて高値推移するユーロ/ドル相場に対し「前回（2018 年 7 月）会合では（ユーロ高への）懸念は 2～3 名のメンバーからしか表明されなかったが、今回は殆どのメンバーから表明された」などと述べ、はっきりとユーロ高への警戒を口にしている。一部諸国はさておき、1.20 が重要な分水嶺であろうことは恐らく事実なのだろう。しかし、今回のロイター報道における当局者もそうだが、ECB の為替に対する懸念表明は時に面食らうほど率直であり、どこかで国際的に問題になるのではないかという予感もする。



ドル安に抗うのは難しい

とはいえ、本欄では繰り返し述べている点だが、基本的に為替相場の流れは米国都合で決まるのであって、ECB や日銀がどうしたいかという希望は大勢に影響しづらい。過去 5 年の金融市場では「FRB の次の一手は利上げ」という大前提があり、それゆえに米金利もドルも上を目指すことが普通だった。周知の通り、これが本格的に巻き戻されているのが 6 月に入ってからの相場である。かかる状況では米金利とドルの全面的な調



整を背景として各通貨がどのように動くのかを考察することが必要になる。ユーロ圏の政治・経済情勢は依然として日米欧において最も荒れており、ECB が緩和再開をほのめかしたこともあってユーロ相場は下落しても良さそうだが、6 月から本格化した米金利とドルの調整の裏側で上昇を強いられている。これはユーロだけではなくほかの主要通貨も全て同様だ (図)。先が読み難い変動為替相場制において「米国の通貨・金融政策は絶対である」という論点は鉄則であり、ECB がこれに抗おうとしても、その無力さを感じるだけであろう。それは長年、日銀 (と円相場) が辿ってきた道であり、多額の経常黒字と上がりにくい物価を擁する通貨としては受け入れなければならない運命だと筆者は考えている。

だが、通貨安を企図する上でユーロ圏は日本にはなかった「武器」が 1 つだけある。それは欧州委員会を中心とする EU 政策当局と加盟国各国の「内輪揉め」であり、これが高じて発生する「崩壊・瓦解の懸念」である。これらの構造的不安だけがドル安圧力を跳ね返すだけのユーロ安圧力をもたらし得るのであり、その恩恵を最も享受してきたのがドイツというわけである。だが、そのような展開が ECB を含む EU の政策当局にとって嬉しいものかどうかは全く別の話である。

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。