

中期為替相場見通し

2019 年 8 月 1 日

みずほ銀行
市場営業部

目次

【見通しの概要】	P.2
-----------------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～ 過大評価のドルと利下げに囲まれる日銀～

実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」との IMF 評価を受けて～	P.3
世界における日銀の立ち位置～「利下げ」に囲まれる情勢～	P.4
日米の金融政策の現状と展望～政治的圧力に突っ張った FRB～	P.6
メインシナリオへのリスク点検～英国の再国民投票復活などがリスクに～	P.9

◆ ユーロ相場の見通し～ 早期緩和と欧米貿易摩擦～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～にわかに浮上した 9 月利下げ観測～	P.13
補論:ラガルド ECB 総裁就任の読み方～3 つの論点～	P.16
欧米貿易摩擦の現状と展望～米国側に一定の理～	P.19

【見通しの概要】

市場営業部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

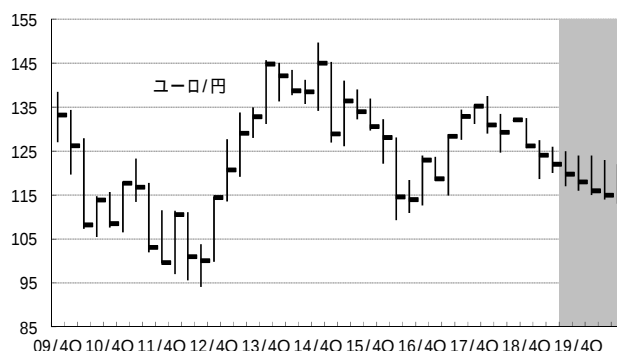
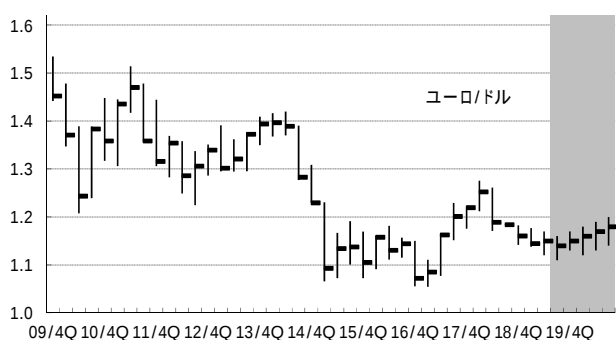
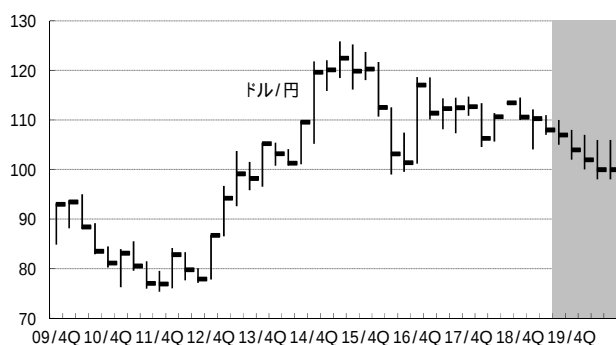
ドル/円相場は7月も明確な方向感を見出すことができなかった。FRBは10年半ぶりの利下げを敢行したものの、パウエルFRB議長がその継続性に疑義を呈したことでドル相場がむしろ復調している。債券市場を中心に依然、追加利下げを見込む向きは多いが、FF金利のパスに関してコンセンサスが定まらない中でドル/円相場も方向感を欠く地合いが続いている。結論から言えば、FRBの路線転換に伴う「過去5年のドル高の修正」という本欄のメインシナリオは徐々に、しかし確実に実現していると考えられ、その展開は緩慢ながらやはり続くと考えている。株価の下落を契機として始まった利下げは今後も株価(と大統領)の機嫌を取るために継続を強いられる可能性が高い。また、米労働市場が完全雇用に到達している中、基本的に今後の米経済は悪化含みで見るべきであり、自然体でも利下げが適切になるとも筆者は考えている。但し、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。こうした中、今後1年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近い。米景気減速に伴う緩やかな米金利低下とドル安に応じてドル/円相場は少しずつ下値を切り下げる展開を予想している。

片や、ユーロ相場も7月は弱含みを見せたが、過去3か月のレンジを脱するものではない。7月政策理事会を経て、ECBの「次の一手」は明確に利下げへ転じ、最速で次回9月会合でのアクションを予想する声も強まっている。ドイツを筆頭に域内の製造業の傷み方が激しく、予測期間中にECBが正常化プロセスに復帰できる見込みは立たない。政治的にも英国の新政権発足が話題だが、ブレグジット交渉が難航を極めていく状況は変わっていない。つまり、域内の金融・経済・政治情勢がすべからず劣化している現状があり、直感的にはユーロが買えない状況が続いている。だが、日銀にとっての円がそうであるように、ECBやユーロ圏が如何に脆弱な状況に陥っても「FRBの利下げに伴う米金利低下とドル安」という潮流が変わるのは難しそうであり、ユーロ相場は大崩れしないことが予想される。ラガルド新体制下のECBもこれに苦勞するだろう。予測期間中のユーロ相場は、ECBのハト派化を尻目に、あくまでドル失速に伴う「敵失のユーロ高」が続くと予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～7月(実績)	8～9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 (109.28)	105 ~ 110 (107)	102 ~ 108 (104)	100 ~ 107 (102)	98 ~ 106 (100)	98 ~ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1034 ~ 1.1570 (1.1040)	1.09 ~ 1.14 (1.12)	1.11 ~ 1.15 (1.13)	1.10 ~ 1.16 (1.14)	1.11 ~ 1.17 (1.15)	1.12 ~ 1.18 (1.16)
ユーロ/円	117.85 ~ 127.50 (120.65)	117 ~ 125 (120)	116 ~ 124 (118)	115 ~ 124 (116)	114 ~ 123 (115)	113 ~ 122 (116)

(注) 1. 実績の欄は8月1日までで、カッコ内は8月1日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。



◆ ドル/円相場の見通し～ 過大評価のドルと利下げに囲まれる日銀～

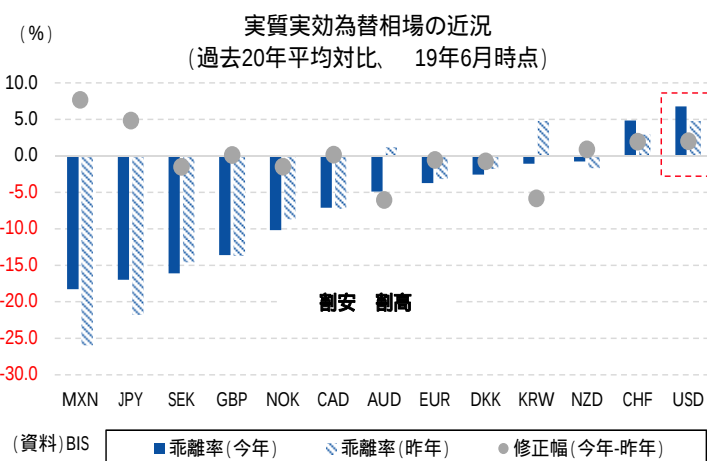
《実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」との IMF 評価を受けて～》

ドルは「6～12%」の過大評価

7 月、IMF は年に 1 度公表される報告書

『2019 External Sector Report (ESR：対外部門の安定性に関する報告書)』において興味深い指摘を行っている。IMF は国際収支の不均衡やこれに伴う為替市場の不安定など、対外経済部門の不均衡をテーマとする定量的な評価を行っているが、この成果を年 1 回、ESR としてまとめている。ESR を通じて対外不均衡の存在を特定した上で早期にリスク要因を洗い出し、政策措置の助言などに繋げる意図がある。この

中で為替水準については各種アプローチを通じて当該通貨の過大ないし過小評価を提示しているが、ドル相場については「2018 年平均の実質実効為替相場（REER）で見た場合、ドル相場は 6～12%の過大評価である（the 2018 average REER to be somewhat overvalued, in the 6 to 12 percent range）」との評価が示されている。6～12%のレンジ、すなわち中央値では 9%程度の過大評価という話になる。ちなみに、この過大評価は複数のアプローチを勘案した場合の話であり、厳密にはアプローチごとに評価は異なる。例えば The EBA REER index model では 8%、the EBA REER level model では 11.9%、the External Sustainability Approach では 10.3%と幅がある。なお、単純に REER の過去 20 年平均と比較した場合でもドルは 6 月時点で 7%程度の過大評価となる（図）。いずれにせよ「ドルが買われ過ぎてい



では、円やユーロは妥当なのか？

一方、同じく 2018 年平均の REER について中央値で議論した場合、円は▲1.5%、ユーロは▲3%の過小評価とされている。ESR の定量分析では「±5%の乖離であれば概ねファンダメンタルズに沿っている」という整理になるため、円やユーロについては不均衡がないという解釈になる。

だが、話はそう単純ではない。円について言えば、「REER に影響する日本の特殊要因（Japan-specific factors that affect the REER）である日米金利差やポートフォリオリバランス効果、円に対する一時的な短期筋のポジションなどを踏まえた結果」とされており、The EBA REER index model や the EBA Level models に準拠すれば、「ファンダメンタルズおよび望ましい政策に概ね沿っている水準」と照らして▲17～▲22%の過小評価だとされている。IMF の標準的なアプローチでは過小評価となっていることは覚えておいても良いだろう。ちなみに前頁図にある通り、単純に円の REER に関し過去 20 年平均と比較した場合は今年 6 月時点で▲17%である。これは主要通貨ではメキシコペソの次に過小評価である。

さらにユーロも難しい事情を含む。あくまで域内全体としては均衡が取れているとしても、加盟国にわたって広がる「大きな異質性（a large degree of heterogeneity）」を踏まえた議論についても注記されている。具体的にはユーロの REER はドイツにとっては▲8～▲18%の過小評価、小さな加盟国にとって

は 0～+10%の過大評価となっていると明記されている。この点、域内において純債務国（代表的には南欧諸国）は対外競争力を改善する努力が、純債権国（代表的にはドイツ）は内需を刺激する政策が必要とあり、ユーロそれ自体の公正評価をもって域内経済に問題がないわけではないとの思惑が見受けられる。この点、後述するように、欧米貿易摩擦の火種が燦々していると考えざるを得ない。

現実的ではない米国のドル売り為替介入

なお、7月には米国によるドル売り為替介入の可能性を指摘するレポートや報道が話題になる時間帯があった。ドル高を指摘する今回の IMF 報告書はそうした観測の追い風になるものにも思える。だが、少なくとも①為替政策報告書で「監視リスト」対象国を批判する論拠を失うこと、②ECB を筆頭に各国から報復介入の恐れがあることという 2 つの理由からその可能性は現実的ではあるまい。

このうち、やはり①は大きいと思われる。周知の通り、米財務省が運用する「監視リスト」掲載条件の 1 つが「一方的かつ継続的な外貨買い為替介入を行い、それが GDP の 2%以上かつ過去 12 か月のうち 6 か月間で実施されていること」である。しかも、今年 5 月に出たばかりの報告書で「8 か月間」が「6 か月間」に短縮され、より厳格化したばかりだ。「一方的かつ継続的」でなく威嚇射撃のようにワンショットで介入に踏み込んでくる可能性もゼロとは言えないが、他国の通貨・金融政策にまつわる不公正を叱責している米国が最大の禁忌である為替介入合戦の口火を切るだろうか。そのような決断に出れば米中貿易交渉でも米国の立場はきまりが悪いものになってしまうだろう。ちなみに、米国がドル売り為替介入に踏み込む場合は米財務省の管轄する為替安定化基金（ESF：Exchange Stabilization Fund）が運用されるとの思惑が強いが、7月18日にはムニューシン米財務長官が既存の運用方針を巡って変更はない（通貨安誘導に使うつもりではなく市場変動の抑制に使用する）とわざわざ認識を示している。

また、②についても言うまでもないだろう。ユーロを例に取れば、ドイツ以外の多くの加盟国がユーロの割高感を訴えている現状がある。米国が介入に踏み切れば、ECB も同様の政策措置を取るように EU 首脳会議やユーロ圏財務相会合（ユーログループ）が圧力を強め始めることが目に見えている。ドルが過大評価であると思われるものの、その修正は為替介入ではなく金融政策のハト派傾斜によって順当に進んでいくと考えるべきである。

《世界における日銀の立ち位置～「利下げ」に囲まれる情勢～》

利下げに囲まれている日銀

7月にはハト派色を強める欧米中銀に日銀が挟撃される難局が頻繁に注目された。しかし、世界を見渡せばこのような傾向は新興国の中央銀行にも広がっており、利上げ一色だった昨年とは様変わりしている。次頁表に示される通り、複数の新興国中銀も今年はこぞって利下げに踏み切っている。その多くは昨年にはまとまった幅で利上げを行っていた中銀である。これは「年 4 回利上げ」を敢行した翌年に「年 2 回利下げ」を期待されている FRB の急旋回がそのまま反映されているという見方も出来るだろう。かつて本欄でも議論したように、金融危機後の新興国はドル建て債務を積み上げ「ドル化した世界」の様相を強めた。こうした状況の結果、米国と新興国の金融政策の方向は否応無しに一致を求められやすくなる。もちろん、「米国が利上げする傍らで新興国が利下げ」という状況もあり得るが、その際、新興国通貨は趨勢的な下落に追い込まれる可能性が高く、新興国中銀はインフレ予防を目的とした国内経済的には「望まぬ利上げ」を強いられる展開が予想される。

なお、新興国ではないが、ジョンソン新首相の就任が話題の英国でも利下げ機運は高まっており、7月12日にイングランド銀行（BOE）金融政策委員会のブリハ委員が世界経済の減速や合意なき EU 離脱を受けて同行の利下げが必要になる可能性を示唆しており、とりわけ後者の場合については現在 0.75% の政策金利が 0.25% まで引き下げられるとの見通しを示している。ジョンソン新首相が誕生した今、そのシナリオは絵空事とは言えまい。BOE は 2017 年以降、2 度の利上げを経て今に至っており、利下げとなれば 2016 年 8 月以来の動きとなる。このように世界の金融政策は利下げがスタンダードになりつつある。現状では「ECB と FRB に挟撃される日銀」という構図がクローズアップされているが、世界を見渡せば「利下げに囲まれている日銀」という構図の方が正確と思われる。

		現在 (%)	直近の政策動向		2019年	2018年
			日付	決定事項	累積変更幅	累積変更幅
エマージングアジア						
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2019/1/4	現状維持	0bp	0bp
インド	翌日物レボ金利	5.75	2019/6/6	利下げ	▲75bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.75	2019/7/18	利下げ	▲25bp	+175bp
韓国	7日物レボ金利	1.50	2019/7/18	利下げ	▲25bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	2019/7/9	現状維持	▲25bp	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.50	2019/6/20	現状維持	▲25bp	+175bp
タイ	翌日物レボ金利	1.75	2019/6/26	現状維持	0bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	2018/9/30	現状維持	0bp	0bp
オセアニア						
オーストラリア	翌日物金利	1.00	2019/7/2	利下げ	▲50bp	0bp
ニュージーランド	翌日物金利	1.50	2019/6/26	現状維持	▲25bp	0bp
中東欧・アフリカ						
ロシア	1週間物レボ金利	7.25	2019/7/26	利下げ	▲50bp	+50bp
南アフリカ	レボ金利	6.75	2019/7/18	利下げ	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レボ金利	19.75	2019/7/25	利下げ	▲425bp	+1600bp
ラテンアメリカ						
ブラジル	SELIC金利	6.50	2019/6/19	現状維持	0bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	8.25	2019/6/27	現状維持	0bp	+100bp

(注) インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBレートの7日物リバースレポレートに変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

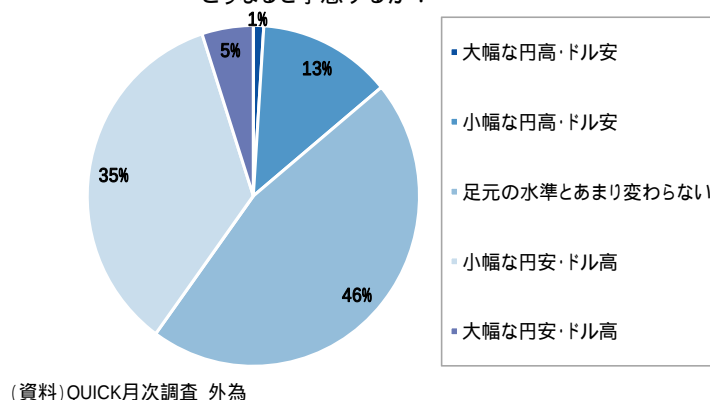
誰が通貨高の按分を引き受けるのか

本来、金融政策は各国の国内経済情勢に応じて運営されるものであり、その意味で各国の金融政策が互いに影響を与え合ったり、また意識し合ったりという筋合いはあるべきではない。しかし、金融政策の影響を大いに受ける為替は常に「相手がある世界」である。世界の中央銀行がこぞって利下げに傾斜すれば、それだけ当該国通貨に下落圧力がかかることになり、その裏側で通貨高の按分を引き受けさせられる通貨が出てくる。全通貨が同じ方向に動くことは出来ない。

では今次局面で通貨高の按分を引き受けさせられやすいのはどのような通貨だろうか。まず、相応に流動性のある（受け皿になれる）、いわゆる主要通貨の類であることは必要だろう。そのほか金融緩和の余地（金利低下余地）が小さいこと、対外経済部門に脆弱性を抱えていない（端的には経常黒字である）ことも重要である。政治的な安定性も望まれるだろう。現実的な問題として、この条件に概ね当て嵌まるのは恐らく円とユーロくらいしかない。ゆえに、本欄では両通貨ともに対ドルで堅調が続くと予想してい

るが、こと政治的安定性に着目した場合、ユーロ圏は日本に劣後する部分が大いと考えられる。やはり、この期に及んで円は上昇圧力の按分を最も引き受けさせられやすい立場にあるというのが筆者の基本認識である。もちろん、為替相場の変動要因は政策金利だけではない。しかし、「世界的に生じるだろう通貨の下落圧力を日銀の一手でどれほど押し返せるのか（端的には円高圧力を食い止められるのか）」という論点については、多くの市場参加者が諦めの視点

追加緩和に動いた場合、短期的に円の対ドル相場は
どうなると予想するか？



を持っている。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：7 月 8～10 日）」は、この事実をはっきりと示している。同調査によれば、「日銀が追加緩和に動いた場合、短期的に円の対ドル相場はどうなると予想しますか」との質問に対し、「足元の水準とあまり変わらない（46%）」と「(大幅もしくは小幅に) 円高に進む（14%）」との回答で計 60%に達している。日銀の追加緩和については「効果がない、もしくは逆に円高になる」と考えている市場参加者が優勢なのである。また、上述したように、そもそも REER の尺度に照らせば「先進国通貨で最も過小評価」というのが円の現状でもあり、潜在的に上昇圧力は強い。

通貨政策化する世界の金融政策

以上のような議論は金融政策が物価ではなく為替に従属している状況を暗に認めている。繰り返しになるが、そもそも国内（ないし域内）の経済・物価情勢を踏まえて政策運営をすれば良いのだから他国中銀の政策会合と比較した日付の並びなどが市場で注目される必要はない。注目されてしまうのは世界の資本コストである米金利の変動がそのまま自国通貨の変動に直結し、実体経済における外需の取り込み（端的には輸出動向）に影響することが懸念されているからである。そのような懸念は往々にして内需に不安を抱える現状のような世界経済の減速局面で見られやすい。不況時に近隣窮乏化策を講じて景気を支えようとする流れは今に始まったことではないが、例えば ECB がここまで露骨に自国通貨高を忌避する意向を露わにするようになったのは一日銀は長年そうだが一最近の話である。米国もトランプ政権が製造業を中心とする労組の支持を重視している中で（それが米国経済全体にとって最適かどうかはさておき）ドル安を志向しやすい体質となっている。英国もその色合いを強めていく可能性が否めないはずだ。新興国については言うまでもあるまい。世界の金融政策は徐々に、しかし明確に通貨政策色を強めており、言い方を変えると日銀化が進んでいるように思える。無手の状況に追い込まれつつある本家の日銀にとっては窮屈な政策運営環境だと言わざるを得ない。

《日米の金融政策の現状と展望～政治的圧力に突っ張った FRB～》

「予防的緩和」をアピール

7 月 29～30 日の日銀金融政策決定会合は大方の予想通り、現状維持を決定した。一部で修正が予想されていた金利に係るフォワードガイダンスは「当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで」で据え置かれ

た。日銀の政策反応関数において最も重要な為替が安定している以上、貴重なカードを使わないという判断は当然だろう。一方、対外公表文並びに「展望レポート」の中で「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れ（おそれ）が高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文章が付け加えられた。これによって「従来より金融緩和にかなり前向きになった」（黒田総裁）というのが

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考)消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除く(ケース)
2019年度	+0.6 ~ +0.9 <+0.7>	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+0.6 ~ +0.9 <+0.8>
4月時点の見通し	+0.7 ~ +0.9 <+0.8>	+0.9 ~ +1.2 <+1.1>	+0.7 ~ +1.0 <+0.9>
2020年度	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>	+1.1 ~ +1.4 <+1.3>	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+0.9>	+1.2 ~ +1.5 <+1.4>	+1.1 ~ +1.4 <+1.3>
2021年度	+0.9 ~ +1.2 <+1.1>	+1.3 ~ +1.7 <+1.6>	
4月時点の見通し	+0.9 ~ +1.2 <+1.2>	+1.4 ~ +1.7 <+1.6>	

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

日銀の説明である。元より総裁会見では「モメンタムが損なわれれば、躊躇なく追加緩和を検討する」と述べられていたものが、「損なわれる恐れ（おそれ）が高まる場合には」と追加緩和に至る判断基準が緩和されたような体裁となっている。この部分は英文では「if there is a greater possibility」と表現されており、実際に事が起きるよりも前に可能性が感知された段階で動くという意味で予防的緩和も辞さないという意思表示と解釈できる。黒田総裁も会見で「予防的といってもいいかもしれない」と認めている。ここで相変わらず「モメンタム」の定義や尺度が重要になるわけだが、会見ではGDPギャップとインフレ期待が挙げられている。フィリップス曲線における2つの変数を列挙したに過ぎないが、そもそもGDPギャップの推計が容易ではない上、GDPギャップがプラスであっても縮小方向にある時はモメンタムの失速と捉えるべきなのか（あるいは捉えるべきではないのか）など判然としない部分が多い。結局は恣意的な判断でどうにでもなるという建付けと言わざるを得ない。「展望レポート」では2019年度の見通し（中央値、表）に関しては、実質GDP成長率が前年度比+0.7%、生鮮食品を除く消費者物価指数（コアCPI）の上昇率が同+1.0%と、前回（4月）時点よりそれぞれ▲0.1%ポイント引き下げられている。2020年度は、成長率は横ばい、コアCPIは▲0.1%ポイント引き下げられた。総じて前回の予想と代わり映えはしない。だが、コアCPIの見通しは相変わらず楽観的であり下方修正含みである。

これまでも躊躇していなかった以上、インパクトは小さい

FRBが同様の理由で10年半ぶりの利下げに踏み切ろうとしている中、今や「予防的緩和」は中銀ウォッチ界限ではちょっとした流行語となっている。とはいえ、経済・金融情勢が好調だった2017～18年においても緩和姿勢を全く変えようとしなかった日銀が口にしても腑に落ちないものがある。FRBやECBが緩和姿勢に転換して注目されるのは2017～18年に正常化プロセスへ舵を切っていたからである。日銀については「これまでも躊躇していなかったではないか」と考える市場参加者が殆どだと思われ、それだけに今回の文言追加のインパクトはさほど見込めまい。

欧米中銀だけではなく世界的に金融緩和の機運が高まっている中、「何もしないで円高になる」という状況だけは避けたいところであり、「今回のところはこれで勘弁してくれ」というのが最も実情に近いと推測する。しかし、仮に9月にFRBとECBがダブルで利下げに踏み切るような展開となった場合、こ

のような言葉遊びだけで乗り切るのは困難だろう。9月には日銀が最後に金融政策決定会合を行う日程であり、円高圧力が高まっていた場合、満を持してその対応に当たることになる。

そのような局面で日銀に残された一手は何が考えられるか。黒田総裁は会見で「次の一手」に関し、マイナス金利の深掘り、長期金利操作目標の引き下げ、資産買い入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速などを挙げており、「追加的な手段はいくつもあり得る」と強弁している。なお、挙げられた例の中にフォワードガイダンスの強化が入っていなかったが、原田委員が今回主張したように、現状ではカレンダーベースとなっているものを物価目標（例えば2%）に紐付けるなどの一手は1つの可能性として入ってくるかもしれない。とはいえ、「次の一手」が何であれ、米国発のドル安・円高圧力を押し返せるとは思わないというのが引き続き本欄の基本認識である。

パウエル議長、懸念された失言

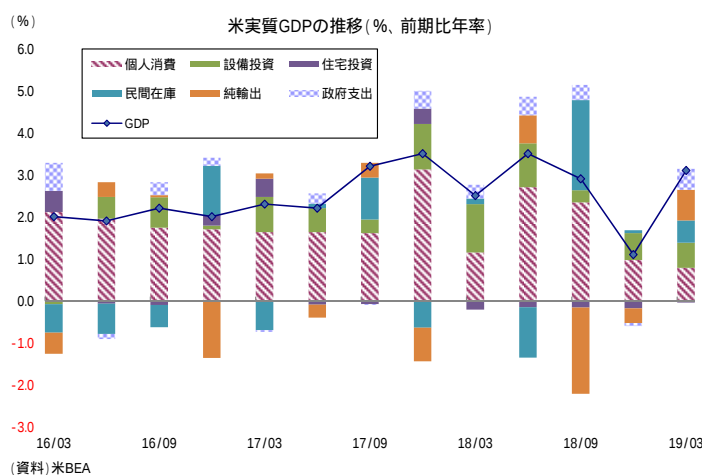
一方、上記の日銀会合の直後に注目された FOMC は短期金利の指標である FF 金利の誘導目標を、年 2.25~2.50% から年 2.00~2.25% に引き下げた。FRB の利下げは 10 年半ぶりとなる。また、米国債など保有資産の縮小（いわゆる「量的引き締め」）も予定された 9 月末から 2 か月前倒しした 8 月 1 日をもって終了することとした。現在の米国の経済・金融情勢を踏まえれば「奮発した」というのがパウエル FRB 議長の本音に近いところだろうか。議長会見では「It is intended to insure against downside risks from weak global growth and trade policy uncertainty」と言明され、あくまで「現在」ではなく「将来」の景気減速に対応したというロジックが前面に押し出されている。カンザスシティ連銀のジョージ総裁およびボストン連銀のローゼングレン総裁の 2 名が利下げに反対票を投じているように、こうしたロジックに納得感を持たないメンバーも存在する。

利下げは予想通りだが、パウエル FRB 議長は記者会見で「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と述べ、景気循環途上での調整（Mid-Cycle Adjustment）に過ぎないと利下げの継続性に疑義を呈した。あくまで「景気拡大を延命させるための利下げ」という建付けだが、こうしたロジックはその後の利上げ復帰を想起させるものである。政治的な圧力を前に「突っ張った」という面もあるのかもしれないが、株価はこれに大きく反応し、NY ダウ平均株価は前日比▲333.75 ドルと急落している。会見では「一度きりの利下げだとは言っていない」、「利下げで経済を支える」など利下げの継続性を窺わせる発言も見られてはいるが、やはり「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」とのフレーズが与えた傷跡は大きいと言わざるを得ない。

会合後の金融市場では株式は大幅下落、為替はドル高という組み合わせの反応が見られた。なお、債券では米 10 年金利がほぼ横ばい、2 年金利が 1.80~1.96% で乱高下しつつも、結局のところ会合前とあまり変わらない 1.87% 程度で引けた。債券市場は比較的冷静な（利下げはまだ続くという）受け止めと見受けられ、恐らくその見立ては正しいと筆者も考える。利下げはまだ続かざるを得ないと考える。総じて、今回の FOMC では元よりコミュニケーションに難があると言われていたパウエル議長に対する懸念が現実のものとなったと言える。25bps という利下げ幅自体もさることながら、「タカ派的利下げ（a hawkish rate cut）」の意向を主張してしまったこともあり、トランプ大統領の「口」撃は今後強まることはあっても、弱まることは無さそうである。利下げ決定後、「パウエル氏はわれわれを失望させた」といつも通りの苦情を申し立てている。こうしたテンションが更迭という具体的なアクションに及ぶことがないか、金融市場は頭の片隅で警戒しておかねばならない。

株式市場は「1歩譲れば100歩求める」

今回の FOMC を前にブルームバーグでは『パウエル議長が1歩譲ればトレーダーは100歩求める』（2019年7月30日）とのヘッドラインがみられた。筆者も全く同感である。元々、今回の利下げの発端は昨年からの断続的に見られた株価の急落であり、基礎的経済指標の悪化を踏まえた判断とは言い難いものだった。最も重視されるはずの失業率は依然 4%を割り込み、非農業部門雇用者数変化も大崩れはしていない。実質 GDP 成長率を見ても、拡張財政が



押し上げた 2018 年と比較すれば減速は見られるが、金融政策の軌道を巡回させるほどとは言えない(図)。消費者物価指数 (CPI) や個人消費デフレーター (PCE) などの一般物価に目をやっても、著しい失速が見られているわけではない(利上げに着手した 2015 年時の方がよほど低かった)。こうした状況下、FF 金利誘導目標は 2018 年の「年 4 回利上げ」から今年は「年 3 回利下げ」という観測まで浮上するに至った。このような金利パスの急変を裏付けるほどの基礎的経済指標の悪化が確認されたとは言いづらい。

もちろん、だからこそ「保険的な利下げ」であり、よく言えばフォワードルッキングな対応なのだが、事の発端はやはり株価にあったように思えてならない。NY ダウ平均株価は昨年 10～12 月期に高値から最大で約▲20%も下落しており、これと同時に並行してトランプ大統領が再三にわたって金融政策運営に「苦情」を申し入れるようになった。そのトランプ大統領とて株価を心配していそうなことは言うまでもないだろう。とどのつまり今回の利下げを駆動しているのは株式市場という側面が大きく、政治的なノイズも無関係ではないと見るのが無難である。FOMC 後、大きく値を下げたとはいえ、NY ダウ平均株価に代表される株価は史上最高値圏にある。これがドル/円相場の大崩れを防いできた面も否めない。しかし、これらの相場つきの拠って立つところは言うまでもなく米金利の低下である。これまでの経緯を踏まえると、今後も株価が崩れるたびに市場は利下げを要求するのではないのか。今回の会合後の市場リアクションからはその一端が垣間見えた。一度、ご機嫌取りに応じた以上、カードは 1 枚、2 枚と連続的に要求され、最終的には量的緩和の再開というカードまで目をつけられかねない(現に量的引き締めは前倒しで終了させられた)。そうならないためには株高に呼応して米経済の消費・投資意欲が復活するという展開が求められるが、そのような展開に至る前に完全雇用状態にある米労働市場がいよいよ失速してくる可能性が高いというのが筆者の懸念である。少なくとも今次利下げ局面が 1 回や 2 回で収束すると考えるのは楽観的であり、今後 1 年は継続するというのが本欄の基本シナリオとなる。かかる状況下でドル/円相場のアップサイドを期待するのはやはり難しいと考えたい。

〈メインシナリオへのリスク点検～英国の再国民投票復活などがリスクに～〉

好調な米経済は続いてしまうのか

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の骨子は「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が重要となる。主な論点をまとめたものが表であり、前月から全く変わっていない。最も重要なリスクが①であり、これが最重要かつもっともありそうな展開であることも不変だ。失業率 1

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	トランプ政権による経済政策（例えば関税撤廃）など	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（追加関税の完全撤廃など）	低
	ブレグジット方針の撤回	総選挙からの再国民投票	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

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、7 月、筆者は NY 出張において様々な現地企業の関係者と面会し、当地の様子を窺ったが、総じて完全雇用下での実体経済の堅調さを指摘する声が目立った（「人が採れない」という声が多々見られたのが印象的だった）。ここまで労働市場の拡大局面が長く続く想定していた向きは FRB を含めても存在せず、今後も一段と改善を続けてしまう可能性が無い訳ではない。

さらに言えば、6 月以降そうなっているように、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。資産効果が作用しやすい米家計部門がこうした資産価格の動きに駆動され息を吹き返すということはないだろうか。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が、そうなる前に消費が息を吹き返すこともあるかもしれない。また、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。自作自演（もしくはマッチポンプ）の誇りを免れない立ち回りだが、直情的な反応を示しやすい金融市場（特に為替市場）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。

いずれにせよ、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、その好不調で為替市場の動きも規定されてしまうだろう。当然、米景気が想定以上に粘り腰を見せてくれば、FRB の利下げも短命なものに終わる可能性がある。この際、米金利も上振れやすくなり、ドル/円相場も自ずとこれになびきやすくなるはずだ。この円安リスクが最も現実的且つ最大のリスクと考える。

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。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ことになる。

前月の本欄で論じたように、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」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

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、今後は浮揚を期待する声も多い。本稿執筆時点ではドイツ製造業の回復が立ち遅れている影響からECBが早期利下げに動くという観測が浮上していることから、現実的には「欧州の想定外の復活」よりも「欧州の想定外の失速」の方が懸念すべきものである。中国に関しても米中貿易摩擦の落としどころが全く見えなくなっているのが現状であり、こうした下で同国内での消費・投資が盛り上がる展開は期待が難しい。

しかし、裏を返せば、現状の金融市場は「中国と欧州が沈んだままであること」を前提に価格形成が行われている。この前提が崩れてくるような動きは全体のムードを変え得る（米金利やドルの上昇を招く）ものとして警戒すべきだろう。

英解散総選挙ならば再投票シナリオが復活

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7月、強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が新首相へ就任した。言うまでもなく再国民投票からは最も遠い候補なのだが、トップが替わっても議会構成が変わらない限りブレグジット交渉の先行きは本質的に何も変わらない。

仮に、9月の英議会開会後、合意無き（ノーディール）離脱に突っ走ろうとするジョンソン首相を静止すべく議会が首相不信任に踏み切り、これが可決されてしまうようなことがあれば、秋にも解散総選挙というシナリオが浮上する。再国民投票を主張する労働党が多数派として終わった場合、一気に「再国民投票→円安」とのシナリオが復活してしまう。現状の世論調査では保守党も労働党も単独過半数を取れる見込みはないが、保守党はブレグジット党と票の取り合いで勢力を落とすとの見方が強く、労働党が漁夫の利を得る展開が視野に入る。この場合は「再投票の末、離脱方針撤回またはソフトブレグジット方針への明確な転換」を市場が織り込む中で円安に振れることになるだろう（但し、欧州委員会の新執行部が10月31日を越えて交渉に応じるということが前提である）。

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。相変わらず交渉は平行線を辿っており、早晚完全な合意に至る雰囲気は感じられない。それどころか米国内では野党となる民主党やトランプ大統領の主な支持層である労働組合がトランプ大統領本人以上に対中強硬色を強めているとの評も見られている。かかる状況下、「よきところで妥協して交渉の果実を得る」というトランプ交渉術が使えず、中国に対して突っぱね続けるしかないという悲劇が続いてしまう可能性が視野に入る。もちろん、トランプ大統領は再選を睨み「中国の不公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」の基本戦略を続けたいと思われる。だが、もはや大統領の一存では米中貿易戦争を止められなくなっているという実情があるとすれば、事態がオーバーシュートするリスクの方が心配したいところだ。

上述したように、停滞色が強まる国内外の経済情勢に鑑み、トランプ大統領としては自身の裁量において実体経済のプラスとなるような手は極力打ちたいという気持ちもあると思われる。仮に、中国に対して課してきた一連の制裁関税を撤廃することになれば、それは名実ともに世界経済の足枷を外すことに

繋がり、ドルや米金利を押し上げることになることが予想されるだろう。

本邦初の円安要因は引き続き乏しい

なお、本邦発の要因で気を配るべき円安要因はあるのか。引き続き、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だろうが、基本的にその効力に期待を寄せるべきではない。FRB や ECB の動きに日銀は追随するのだろうが、「過去 5 年のドル高の修正」という大きな流れを覆せるだけの大きな一手は、リスクシナリオという範疇においても合理的に予想できる選択肢は殆どない。もっとも、市場の大勢がそのように想定しているからこそ「想定外の妙手」が大きな変動をもたらすという考え方はある。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るのかもしれない。ただ、基本的には「リスクシナリオの中のリスクシナリオ」といった程度の位置づけであり、日銀がドル高という流れを一転させるほどの力は持てないと思われる。

「円高リスク>円安リスク」の状況は不変

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、筆者は引き続きそちらの方が大きいと感じている。例えば 6 月から不安視される米国とイランの開戦リスクは将来的な「双子の赤字」を通じてドル安を招来するイベントだろう。これは円高リスクの 1 つとなる。また、上述したように、ジョンソン政権の下でのブレグジット交渉は「合無き離脱」が基本シナリオになりつつある。これも円高を招く動きだろう。

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。過去のみずほマーケット・トピックでも論じたが、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。2015 年 8 月の記憶を引きずる向きも少なくない中、これもリスクオフの円買いを加速させる一因になりかねない。また、加速すると見られたタイミングでさらに失速しているドイツ経済がけん引するユーロ圏は果たしてリセッションを回避できるのだろうか。少なくとも ECB はここに不安を覚え、緩和姿勢を強化したことで 9 月利下げという市場期待を背負うまでに至っている。ドイツがリセッションという話になれば、欧州からの円高圧力は軽視できないものになり得る。

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、細かな論点を挙げれば枚挙に暇がない。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。上述の通り、今回の「予防的利下げ」が 1998 年時のように 2~3 回程度の利下げで収束するならば、数年単位に亘る円高局面になるとは思えない。だが、今後 1 年で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変える必要が無いだろう。

◆ ユーロ相場の見通し～早期緩和と欧米貿易摩擦～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～にわかに浮上した9月利下げ観測～》

最後のスタッフ見通しがビッグイベントに

7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。ただし、厳密にはフォワードガイダンスに微修正が入っているゆえ、現状維持とは言い切れない側面もある。後述するように直近4回会合で3回目の修正であり、ここまでガイダンスの修正を重ねるのは異例である。なお、会合後直後のユーロ相場は声明文を受けて軟化していたものの、総裁会見で今回の会合では全く緩和策が検討されていないことも明らかにされ、ユーロ相場は反騰している。ドラギECB総裁は今回の会合のポイントを要約すると①現状の経済・物価見通し（とりわけ歴史的に低いインフレ期待）の評価、②これに対応するための準備をどのように行うかだったと述べている。だが、具体的な議論は本当に全くしていない（didn't discuss them at all, really）と強調し、これがユーロ買いを誘発したと見受けられる。その上で今回最大の見どころはひとえに声明文に以下の文言が追加されたことだ：

- In this context, we have tasked the relevant Eurosystem Committees with examining options, including ways to reinforce our forward guidance on policy rates, mitigating measures, such as the design of a tiered system for reserve remuneration, and options for the size and composition of potential new net asset purchases

次回の行動に関し「専門委員会に作業を指示する」というドラギ体制では定番のシグナルが出されている。これはスタッフ見通し改定（3・6・9・12月）の1回前の会合で出されることが多かった。その方が「新しい経済・金融情勢の進捗を踏まえて」という体面が立つということが大きいのだろう。今回も「行動の前にスタッフ見通しを見たい」というドラギ総裁の発言が見られている。この声明文で特筆すべきは階層化システムについて言及があったことだ。筆者の記憶する限り、階層化システムは市場参加者の一方的な思惑としては取り沙汰されてきたものの、ECBが公式に可能性を認めたのは総裁会見を含めて初めてではないかと思われる。わざわざこのような表現を挿入すること自体、「次の一手」としてマイナス金利深掘りの検討が進んでいることを思わせる。

ちなみに列挙されている緩和の選択肢に優先順位付けはないとドラギ総裁は述べるが、市場では階層化システムを伴うマイナス金利の深掘りや資産購入の再開が「次の一手」の候補となっている状況にあり、現実的な可能性としては「フォワードガイダンスの強化＋マイナス金利深掘り＋階層化システムの導入」という組み合わせが落としどころになりつつあるように見受けられる。もちろん、これに量的緩和再開も含めた「全部出し」ということもあり得る。過去にドラギ体制では一度に沢山の策を示して事態の収束を試みようとするが多々あった¹。ドラギ総裁にとって最後となるスタッフ見通し改定のタイミングでもあり、9月政策理事会は大きなイベントになる可能性も出てきた。記者会見を見ても、専門委員

¹ 例えば2014年6月5日の政策理事会では高まる緩和期待に対し①初のマイナス金利導入というサプライズに加えて、②用途を絞った長期流動性供給（TLTRO：targeted longer-term refinancing operations）や③資産担保証券（ABS）の買い切りプログラムの検討、④固定金利・無制限資金供給の延長、そして⑤証券市場プログラム（SMP）の非不胎化を合わせた5本の政策を打ち出した。

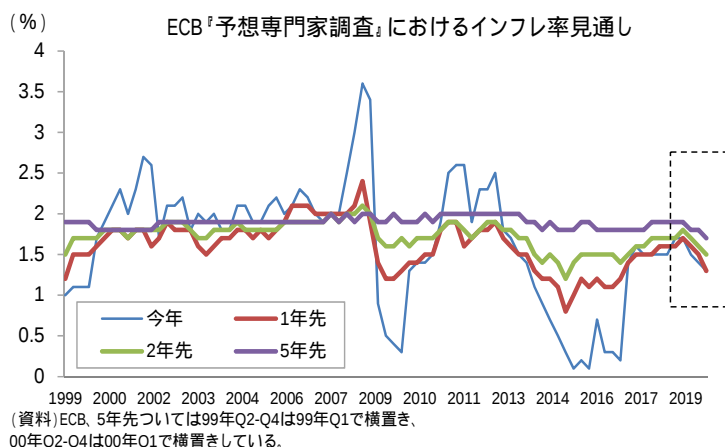
会に現状分析と準備の時間を与える余裕を持ちたいという発言が見られているが、これが複雑な制度修正が必要になる階層化システムの導入を筆頭に、過去の APP に採用されていた出資比率に応じた購入按分や 33%ルールなどを修正する準備である可能性が高い。

ちなみにこれらの一手を検討していること自体、声明文に記載されている以上、全会一致の論点であったことが分かるが、ドラギ総裁は一連のパッケージ策の中には異なったニュアンスを抱いているメンバーが存在することが示唆されている。それがどのオプションについての意見の相違なのかは定かではないが、例えばバイトマン独連銀総裁は当座預金の階層化システムについて否定的な意見を持つことで知られている。過去に「金利の階層化が実現すれば、確かに負担が軽減されたとの感触はあるだろうが、最終的には極めて小さな影響しかない」と述べていたことがある。

変わる ECB のミッションステートメント：対称性が強調されたインフレ目標

また、今回の声明文にはもう 1 つ大きな変更があった。それは「仮に中期的なインフレ見通しが我々の目標に及ばない状況が継続する場合、インフレ目標を対称的なものと見做して政策理事会は行動する (if the medium-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim)」との一文が加わったことである。ドラギ総裁も 1 つ目の質問に対する回答の中でこうした表現が「new to our language」であることを強調している。ECB の中期的な物価目標は伝統的に「below, but close to, 2% over the medium term」だが、この場合は 2% 超えのインフレ率を許容しない (2% がキャップである) という市場期待を生みやすい。これはデフレよりもインフレが警戒されていた時代の産物であり、現状のようにインフレが起きておらず、半永久的にインフレ期待とインフレの実績が腰折れたままであることが警戒される時代にはそぐわない。当然、こうした中期的な目標に係る伝統的な表現 (定義) を ECB は取り下げたのかという質問は今回多く見られたのだが、現状のところ、ドラギ総裁はこれを認めるまでには至っていない。確かに「別の異なる目標に進むべきか」という議論はあったと認められているが、一部メンバーが慎重な立場を取った様子が窺い知れる。あくまで「短期的な政策姿勢において物価の 2% オーバーシュートを容認すること」と「中期的に 2% 未満だがそれに近い上昇率を確保すること」は別の話だという整理になっているのだろう。しかし、現状が長く続けば、ラガルド新体制で公式に ECB のミッションステートメント自体が見直される可能性がある。

なお、5 年先 5 年物インフレスワップフォワード (5 年先 5 年物 BEI) については技術的な理由から重視する有用性が低下しているとの情報発信が ECB 高官から度々見られているが、ドラギ総裁はそもそも ECB が四半期毎に発表するインフレ専門家調査 (通称 SPF : Survey of Professional Forecasters) も長年の頑健 (sturdy) な状況から低下し始めていることから、5 年先 5 年物の有用性が落ちているとは考えつつも、そこに慢心があってはならないとのスタンスを強調している。事実、全ての年限にお



いて SPF におけるインフレ期待も下方に屈折し始めている（前頁図）。

厳密には今回も追加緩和：フォワードガイダンス修正

基本的には現状維持という触れ込みの今回の会合だが、厳密にはフォワードガイダンスが修正されており、それ自体が追加緩和の選択肢だと言われてきたことを踏まえれば今回の会合は厳密には現状維持だったと割り切れない部分もある。フォワードガイダンスの度重なる修正を見るにつけ、FRB ほどではないが、ECB の今年の政策運営もコミュニケーションに難があると言わざるを得ない。

まず、今年 3 月の政策理事会で「at least through the summer of 2019」とされていた利上げの時期に係る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が 9 月から 12 月に伸ばされた。これが 6 月の政策理事会（即ち前回会合）で「at least through the first half of 2020」へ修正され、2020 年前半までは利上げしないという表現になった。ここで向こう 1 年の利上げを諦めたわけである。今回の修正は 2020 年前半というカレンダーはそのままに「We now expect them to remain at their present levels at least through the first half of 2020」が「We expect them to remain at their present or lower levels at least through the first half of 2020」に修正された。つまり、政策金利水準に変更があるとした場合、それは「利下げ」であるというコミットメントであり、これをもって 2018 年末の拡大資産購入プログラム（APP）まで進んでいた ECB の正常化プロセスが名実ともに終了したと言える。

ちなみに前回 6 月会合の総裁会見の際、1 番目の質問が「You said that interest rates will remain at their current levels through the first half of next year, but the market is actually pricing for the next interest rate move to be a cut」という手厳しいものだった。これが完全に的を射ているものであったからこそ、今回再び変えることになったのだろう。

ECB は APP をどう評価しているか

なお、筆者はリバーサルレート懸念の強いマイナス金利の深掘りよりも（ちなみにまだリバーサルレートではないとドラギ総裁は会見で断言している）、昨年末に一旦停止している拡大資産購入プログラム（APP）を再開する方が合理的ではないかと考えている。しかし、今回の質問者の中には「2.6 兆ユーロにもわたる過去 4 年の QE が奏功しておらず、目標も達成できていないのだとしたら、今後それを再開させても何の意味があるのか」といった厳しい質問をする記者も現れている。これに対し、ドラギ総裁は 2014 年からインフレ率を引き上げることに成功しているので APP には効果があったと即答し、雇用市場に至っては過去 5～6 年で 1100 万人ほどの雇用が創出され、加盟国の中には完全雇用状態にまで雇用市場が回復した例もあったと自賛している（なお、政策理事会の度にメンバーは雇用創出の水準感を擦り合わせていると述べている）。その間に様々なリスクがあったのであって、これによる金融政策効果の減殺を脇に置けば、基本的に APP は効果を持ったというのがドラギ総裁の立場である。また、物価低迷については認めつつも、そのような傾向はユーロ圏に限った話ではなく、だからこそ APP の効果が否定されるものではないとしている。強くは言えないものの、金融政策の余地が殆どないというのがドラギ総裁の本音であろう。いずれにせよ、「APP の活用によって経済物価情勢の押し上げは叶う」という立場の下で ECB がその再稼働を次の一手として打ち込んでくる可能性はやはり低くないと思われる。

財政政策へのバトンタッチを求めるドラギ総裁

上述のように、APP を筆頭とする金融政策の効用を論じつつも、本当に求められるのは財政政策だと強調しているのも印象的であった。ドラギ総裁は別の記者から域内の経済情勢についてリセッションの可能性を問われると、ドイツを筆頭に製造業が重要な加盟国においては財政政策が非常に重要となっており、さらなる減速ともなれば金融政策も動く用意があれば財政政策こそが不可欠であると強調している。なお、ECB は今年 3 月の政策理事会における声明文で財政政策に係る表現を「緊縮重視」から「緩やかな拡張が重要 (the mildly expansionary euro area fiscal stance and the operation of automatic stabilisers are providing support to economic activity)」という現在のスタンスに修正している。今回、ドラギ総裁は会見でも「I think fiscal policy was important, is important, will be even more important if the economic situation deteriorates everywhere」と述べており、もう金融政策に糊代は殆ど残されていないということの裏返しなのだろう。こうした「もう金融政策は多くのことをやってきた」というドラギ総裁の認識をラガルド新総裁がどれほど受け継ぐのかは新体制移行に伴う大きな注目点である。

IMF での意思決定が ECB 総裁職に生きるか

今回の政策理事会はラガルド新総裁就任が決定されてから初めての政策理事会でもあった。そこである記者が「任期の終わりに差し掛かって、なにかやっておきたいという思いはあるか」と退任を意識した質問を行っている。これに対し「将来について何も申し上げることはない」と述べつつ、ドラギ総裁は「後任について一言申し上げたい」と語り始めた。そこでは IMF で行われている合議制の意思決定では内部のエコノミストからの膨大なインプットを処理し、これを同僚やスタッフそして IMF 内部の様々な部署との議論に巻き込んでいかなければならないとラガルド氏の専務理事としての経験を簡単に紹介し、「これは ECB で行われていることと大差ない」とバックアップしている。

確かに ECB も IMF も多国籍のスタッフからなる国際機関であり、この意思決定過程ではあらゆる関係者を経ることになる²。ECB は加盟国間の調和を図るため、意思決定までのスピードをダウンさせても様々な国籍やスタッフが交わるようにその過程が作られているという面がある。確かに、これをまとめ上げるという経験において欧州債務危機の最中で IMF の陣頭指揮を執ったラガルド氏ほど知見の有る後継者は稀有かもしれない。一方、「フランス政府はあなた（ドラギ総裁）を IMF 専務理事に推すようロビーイングしていると報じられています。就任する気はありますか」との質問も見られている。これに対し、ドラギ総裁は「とても光栄なことだが私はまだ任期中」と述べるに留まっているが、上述の理由からラガルド専務理事が ECB 総裁として意思決定を上手く切り盛りしていけるのだとすれば、ドラギ総裁もまた、IMF 専務理事として同様の評価を受けるはずである。IMF 専務理事と ECB 総裁のスワップ人事というのもあるが、あり得ない話ではないのかもしれない。

〔 補論：ラガルド ECB 総裁就任の読み方～3つの論点～ 〕

「定番の噂」を覆しラガルド ECB 総裁誕生へ

7 月 2 日に開催された EU 臨時首脳会議において、EU 首脳は次期 ECB 総裁としてフランスのクリスティーヌ・ラガルド IMF 専務理事、欧州委員長にドイツのウルズラ・フォンデアライエン国防相を指名することを決定した。両ポスト共に女性が選ばれるのは初である（共に 2019 年 10 月 31 日に現職が任

² 詳しくは拙著『ECB 欧州中央銀行：組織、戦略から銀行監督』東洋経済新報社をご参照下さい。

期満了)。1999 年以降、ECB 総裁と欧州委員長のポストをドイツとフランスで分け合うということはありませんでした。もっとも、欧州委員長については「欧州議会選挙における最大会派の推す候補から起用」という慣例に則さないこともあり、欧州議会からの賛成が得られないとの声も小さくない。そのほか、トスク EU 大統領の後任にはベルギーのシャルル・ミシェル首相、EU の外務大臣に相当する外交安全保障上級代表にはスペインのジョセップ・ボレル外務大臣が選ばれている（両ポスト共に 2019 年 11 月 31 日に現職が任期満了）。EU の 4 大高級ポストはドイツ、フランス、スペイン、ベルギーに割り振られるという絵図になった。

なかでも驚きはやはりラガルド氏の指名である。これまでも欧州で高級ポストが空くたびにラガルド氏の名は挙がってきた。ECB 総裁はもちろん、欧州委員長の候補とも言われていたし、先のフランス大統領選挙でも候補に挙がっていた。「ラガルド説」はビッグネームゆえにとりあえず挙がってくる「定番の噂」であり、本気で取り合う向きは常に少数という印象があった。メルケル独首相と並んで欧州で最も有名な女性政治家が ECB 総裁に就くという展開は予想外の決定である。しかし、冷静に読み解いていくと今後に禍根を残しそうな決定であることも確かだろう。以下で解説する。

3つの注目点：フランス人女性と ECB

ラガルド ECB 総裁が実現するとした場合、少なくとも 3 つの論点を指摘できる。まず初の女性総裁であること、である。欧州に限らず世界的な潮流であるが、高級ポストに女性を選任する流れは根強い。元より ECB については正副総裁 2 名と 4 名の理事からなる執行部（役員会）について 1 名の女性が存在したが、これで 6 名中 2 名（33%）が女性という話になる。ちなみに 1 名の理事はドイツのラウテンシュレーガー理事であり、ここでもドイツとフランスが分け合ったかたちとなる。元より欧州議会は ECB の高官ポストに女性が少ないことに反意を示していた経緯³があり、女性候補が承認されやすいという見立てではあった。例えば、ECB は金融政策だけではなく銀行監督政策も掌握するが、このトップが単一監督メカニズム（SSM）銀行監督委員会委員長として知られる。2014 年 11 月に SSM 初代委員長として就任したのはフランス人で女性のダニエル・ヌイ委員長である（今年 1 月 1 日をもってイタリア人のアンドレア・エンリア氏に交代）。つまり、ラガルド総裁誕生となれば、ECB 総裁と SSM 委員長という ECB の 2 大ポストをフランス人女性が経験したということになる。

ちなみに ECB 役員会は同じ国籍が重複しないという不文律がある。そのためフランス人であるラガルド氏が総裁となれば、クーレ理事も任期途中退任というのが通例となる。しかし、タイミングの良いことにクーレ理事の任期は 2019 年 12 月 31 日である。2 か月程度であれば重複を認める可能性が高いだろう。ちなみにドラギ総裁が 2011 年 11 月に就任した時はイタリア人のビーニ・スマギ理事が任期前に退任した。

ECB 役員会メンバーの現状(2019年7月時点)

ポスト	氏名	国籍	開始	終了
総裁	ドラギ	イタリア	2011年11月1日	2019年10月31日
副総裁	デギンドス	スペイン	2018年6月1日	2026年5月31日
理事()	レーン	アイルランド	2011年6月1日	2027年5月31日
理事	ラウテンシュレーガー	ドイツ	2014年1月27日	2022年1月26日
理事	クーレ	フランス	2012年1月1日	2019年12月31日
理事	メルシュ	ルクセンブルク	2012年12月15日	2020年12月14日

(資料)ECB、³ はチーフエコノミスト。色付きは19年に任期が到来するポスト。

³ 2012 年にルクセンブルク中央銀行のメルシュ総裁が ECB 理事に就任する際、ECB 役員会メンバーが全員男性であることを理由に欧州議会が難色を示していたという話がある。

任を迫られた。その代わりに入ったのがクーレ理事である。こうして見るとフランスは ECB 高官ポストについてぬかりなく人材を送り込んでいることが良く分かる。

正副総裁が政治家出身という問題も

第二に、初の政治家出身の ECB 総裁という点は気になる。明文化されているわけではないが、やはり ECB 高官ポストに政治家出身の人物が就くことには議論がある。ちなみに今年 6 月 1 日に新たに ECB 副総裁に就任したデギンドス氏はスペインの経済・産業・競争力大臣であり、これも政治家出身であることが物議を醸した。これで正副総裁が共に政治家出身ということになるという点は密かに今回最も目を引く事実に見える。既報の通り、今回の人選にはマクロン仏大統領の意向が大きく作用したと言われている。言うまでもないが、フランスは ECB の政策運営について緩和路線にあることを支持している。既に「フランス政府の意向もありラガルド ECB 体制はハト派色が強いはず」という解説も見られており、それが事実かどうかはさておき、あまり褒められた事態ではないことは確かであろう。ラガルド氏の知名度や危機対応能力や調整能力に議論の余地はないが、その出自と選出過程に疑義が指摘されているという事実はある。なお、今年 4 月にはドラギ ECB 総裁がトランプ米大統領の FRB への政治介入を批判するということがあっただけに、ECB としては若干の「気まずさ」を覚える部分もあるのではないかと邪推してしまう。過去の ECB 総裁は全て各国中銀総裁出身者であったため、このような論点は浮上しなかった。今回の人事を読み解くポイントの 1 つだろう。

金融政策の専門家ではない

第三に、第二の論点ともやや被るが、金融政策の専門家ではないという点も指摘されている。周知の通り、元々、ラガルド氏は弁護士であり、その後政治家に転身、財務大臣などの要職を経験した重量級の政治家であり、中央銀行業務の経験はない。2011 年 6 月という欧州債務危機の真っ最中にフランス財務大臣から IMF 専務理事へ就任しているため有事対応の経験という意味では傑出した能力があると思われるが、実務の塊でもある平時の金融政策については周囲のサポートを要する部分も大きいだろう。この点、6 月に就任したばかりのチーフエコノミストでもあるレーン理事の寄与が期待されそうであり、そうであるならば過度にハト派な政策発想にはならないという安心感もある。

しかし、就任早々から市場の思惑を上手く操ったドラギ総裁のような派手なコミュニケーションを期待すべきではないかもしれない。なお、パウエル FRB 議長も弁護士であり、黒田日銀総裁も司法試験に合格している。これで日米欧の中銀トップが法律の専門家という構図になる。伝来的な経済・金融理論の専門家ではなく、政治との距離感を上手く取り、調整能力を発揮できる能力の方が先進国中銀を切り盛りする上では重要になっているのかもしれない。

当面の政策運営への影響をどう考えるべきか

総裁が代わったからと言って出来るが増えるわけではない。基本的には▲0.40%の政策金利と約 4.7 兆ユーロにまで膨らんだバランスシートを引きずりながら、ラガルド体制も「次の一手」を練る難しさに四苦八苦するはずである。フランス政府（≡マクロン大統領）に配慮しようとしまいと、ユーロ圏が輸出主導型の成長スタイルを主としている以上、域内金利を低め誘導してユーロ安を促すというのが基本戦術になるしかない。その過程では量的緩和の再開やマイナス金利の深掘りといった思い切りも必要

になるはずだ。この点、そのような方針を口にしたドラギ総裁にトランプ大統領が噛み付いたばかりであるだけに、ラガルド新総裁も同様の経験をする可能性は十分ある。目下、航空機補助金を巡って米国が EU に制裁関税を加えるというニュースが話題となっている。こうした政治対立の最中、元よりドイツを利している ECB の政策運営と共通通貨ユーロが米国の反感を買う時間帯は続くだろう。無理筋な要求が目立つトランプ大統領だが、ドイツがユーロにフリーライドしているのは一定の事実であるため、この状況が簡単に収まる目処は立たない。

上述した通り、ラガルド新総裁の下ではドラギ総裁の「マジック」とも称される派手な運営ではなく堅実でバランスの取れた動きが中心になる可能性が高い。ドラギ総裁は就任初回の会合から利下げと 36 か月物長期流動性供給で市場期待をけん引したが、同様の動きは難しいだろう。だが、それでもユーロ圏経済に必要な成果は「金利低下とユーロ安」であることに変わりはない。売りである「調整能力の高さ」が徐々に発揮されていけば、意思決定が早まっていく（例えば現状のようにいちいち「作業を指示した」などと宣言しない）政策運営に変わっていく可能性もあるだろう。

《欧米貿易摩擦の現状と展望～米国側に一定の理～》

15 年越しの欧米対立と貿易摩擦への影響

7 月 2 日、米通商代表部（USTR）は EU の航空機補助金に対する制裁関税として、40 億ドル分の対 EU 輸入品リストを公表した。サクランボ、食肉、チーズ、オリーブなどが掲載されており、これは今年 4 月 12 日に公表された約 210 億ドル分の対 EU 輸入に対する制裁関税の追加分という位置付けであった。世界貿易機関（WTO）は昨年 5 月 28 日、エアバスへの EU 補助金は協定違反だと米国の訴えを認める判断を下している経緯があり、対抗措置はこれに沿った合法性も帯びるが、同 3 月 28 日にボーイング社への米補助金は WTO 協定違反だとする EU の訴えも認めている。よって、EU も米国に対する報復関税の権利を行使する構えを崩しておらず、事態が複雑化している。欧州航空産業に対する補助金問題は 2004 年から 15 年にわたって続く問題であり、トランプ政権の発作的な動きではないが、同政権の保護主義志向の強さも相まって話が大きくなりやすくなっている面はありそうである。以下で論じるように、欧米の貿易摩擦は米中や日米のそれと比べて米国側の主張に相応の理があるという特徴がある。

欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦

トランプ政権における保護主義の先鋭化は世界各国に及んでおり、その少くない部分について「言いがかり」という印象も抱かれるが、欧米貿易摩擦に関しては欧州側に非がある部分が大い。同じ対米貿易摩擦を抱える中国や日本とは大分事情が異なり、端的に言って、欧米貿易摩擦こそが「正当な貿易摩擦」としての色合いを帯びているというのが筆者の基本認識である。

例えば米中貿易戦争は次世代技術の覇権争いが高じて将来の軍事的な覇権争いまでもが視野に入る大きな話となっている。もはや通商や貿易、通貨安誘導といった経済・金融上の対立とは趣が異なる。より問題が厄介という言い方にもなるかもしれないが、少なくとも「貿易摩擦」という言葉で括るほど簡単な話ではないことは衆目の一致するところであろう。なお、トランプ政権が折に触れて挙げる為替（元安誘導）の問題についても、既に経常黒字が目減りし、2015 年 8 月のチャイナショックを経て外貨準備残高の多寡が不安視される中国は過度な通貨安を望んでいない⁴。この点、「永遠の割安通貨」にフリーライド

⁴ みずほマーケット・トピック 2019 年 4 月 18 日号『ドル高を容認できない中国の経常収支』。

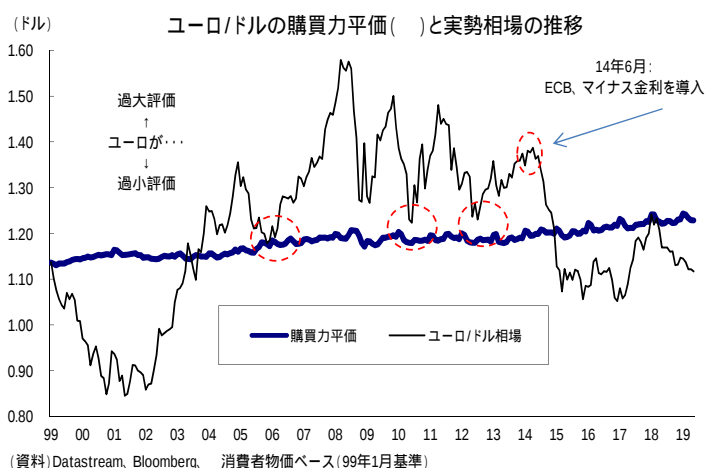
し、黒字を荒稼ぎし続けているドイツとは大分事情が異なる。

片や、日米貿易摩擦については、「日本は既に貿易黒字大国」ではないという事実が全てである。既に日本の経常黒字は第一次所得収支のそれと概ね等しい。要するに「現在の貿易」ではなく「過去の投資」の「あがり」で稼いだものであって、貿易摩擦というトピックには基本的に馴染まない。この点は先般の大阪 G20 における首脳宣言でも確認されている。恐らくは日本の主張が反映されているであろうことは会議後のみずほマーケット・トピック⁵でも指摘した。もちろん、対米黒字は大きいのだが、二国間の収支が不均衡だからと言って、一国の制度や経済政策の在り方にまで議論が及ぶのは無理がある。

米国が EU を責め立てる 3 つの動機

そうした中国や日本とは異なり、EU の対外経済部門の現状ははっきりと非難される筋合いを抱えている。少なくとも①「永遠の割安通貨」としてのユーロおよびこれを最大限活かすドイツの存在、②▲0.40% という非常に深いマイナス金利の存在、③域内における財政出動を制約する EU 財政ルール（安定成長協定、以下 SGP）の存在という 3 点を根拠に米国が EU を責め立てる動機がある。

まず、①については今や多くの説明を要しまい。共通通貨ユーロはギリシャもドイツも含めてユーロなのであり、その意味で「ユーロのフェアバリュー」というものがあるとしたら、それはギリシャにとっては高過ぎて、ドイツにとっては安過ぎる水準になるはずである。現状、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）を用いたユーロ/ドルの購買力平価（PPP）は 1.20 付近と試算されるが、これは「1.20 でもドイツにとっては安過ぎる」ということも意味している⁶。だが、ユーロ/ドルに関しては、その 1.20 ですら長らく割り込んだ状態が続いており、ドイツ輸出企業を利する為替環境が常態化しているという事実は否めない（図）。その上で▲0.40% という非常に深いマイナス金利が採用されているわけで（②の論点）、諸外国からドイツの通貨・金融政策を評価しようとすれば、近隣窮乏化政策を取っていると見られても仕方ない面はある。図を見る限り、ユーロ/ドルが恒常的に PPP を割り込むようになった契機がマイナス金利導入である疑いは相当強い。



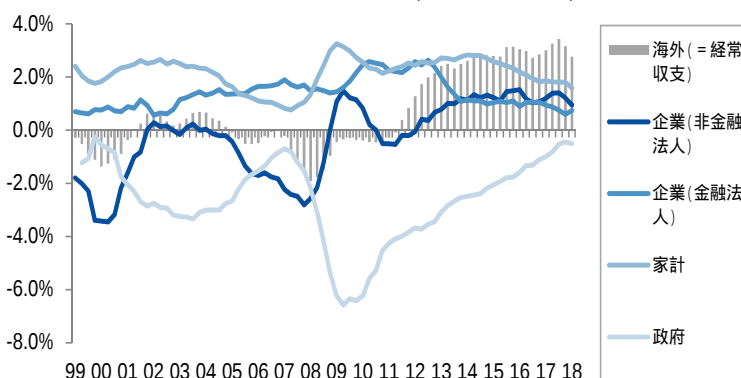
⁵ みずほマーケット・トピック 2019 年 7 月 1 日号『大阪 G20 を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～』。

⁶ 一方、インフレ体質の南欧諸国の方がユーロ安を享受する理論的な正当性があるはずだが、そうはなっていないので、「1.20 は南欧にとっては高過ぎる」という現状があると考えられる。

最後の③も周知の事実であろう。政府部門が貯蓄過剰(≡財政黒字)という状態を維持しながら、外需に依存した経済成長を遂げようとする構図は「やれることがあるのにやっていない」という批判に繋がる。この論点は、米財務省が半期に1度発行する『為替政策報告書』でも言及されている点ではある。あくまで財政赤字をGDP比で3%以内に収めることを要求するSGPがある限り、マクロ経済の貯蓄・投資(IS)バランス如何に拘らず、「財政出動は悪」という整理がなされてしまう。しかし、図示される通り、現状ではドイツに限らず域内全体を見渡しても家計・企業の両部門が貯蓄過剰となっている。本来、このような状況では政府部門による消費・投資が加速することが望まれるがSGPの存在もあって、金融危機後の同部門の貯蓄不足は解消に向かい、足許では均衡を臨む勢いにある。結果としてユーロ圏経済を支えるのは海外部門(要するに外需)という状況が固まり、現状に至る。

こうして共通通貨ゆえの不作為の競争力強化、その追い風としてのマイナス金利政策、内需刺激に消極的な政策姿勢という条件をユーロ圏は抱えている。こうした状況に対してユーロ圏外の国々が不満を抱くことは当然であり、保護主義志向の強いトランプ政権であれば尚のこと反感を強めるのは想像に難くない。必ずしも「言いがかり」とは言えない事情が欧米貿易摩擦には潜むことを認識しておきたい。

ユーロ圏の貯蓄投資バランス(%、対名目GDP)



(資料) Eurostat、家計部門は非営利団体含む。
統計上の誤差があり、国内と海外のバランスが一致しない。

市場営業部
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。