

中期為替相場見通し

2019 年 8 月 30 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～円高・ドル高相場という難しさ～

米中貿易戦争と為替相場の現状と展望～円高であり、ドル高である難しさ～	P.3
米金融政策の現状と展望～「調整」の誘惑、日銀の経験～	P.6
※補論：中国の米国債売却について～「焼け石に水」で検討は難しく～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～トランプ減税第2弾は円安を引き起こすか～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～ECB 版 YCC と重しとなるドイツ経済～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～YCC。捨てる日銀と拾う ECB～	P.13
ユーロ圏経済政策の現状と展望～ドイツに引きずられるユーロ圏経済～	P.15

【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

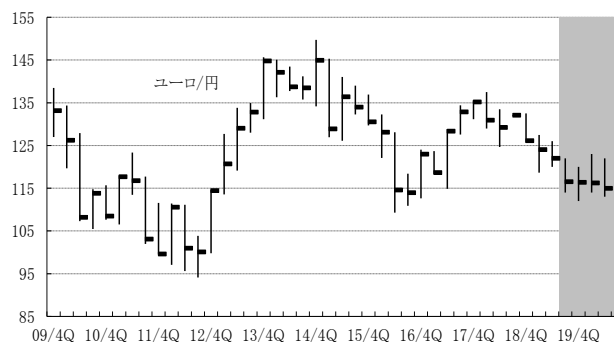
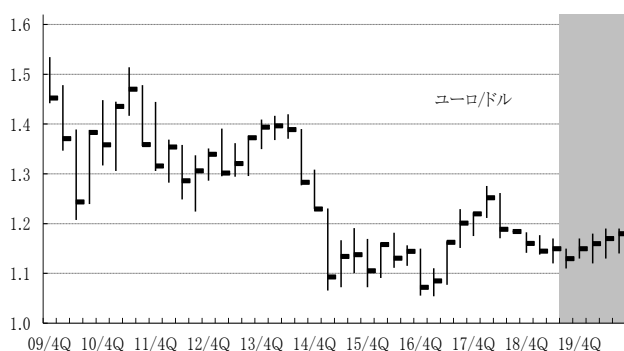
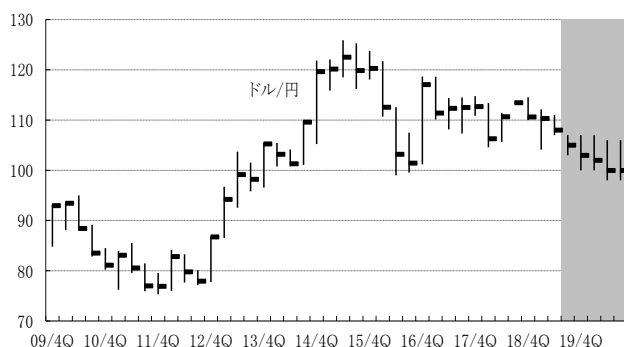
ドル/円相場の軟化は着実に進んでいる。「保険的」と銘打たれ 10 年半ぶりに着手された FRB の利下げは米中貿易摩擦が激化する中で思いのほか長期化しそうな気配も漂っている。7 月議事要旨を見る限り FOMC の意見は割れているが、予測期間中は利下げ路線が継続するという前提で問題はないのだろう。相変わらず米国内外の経済・金融情勢の悪化の割に円高は限定的という印象もある。これは為替市場全体で見ればドル高が進んでいるためだ。悲惨な政治・経済情勢が災いしてユーロがドル売りの受け皿となれないことや、追加関税に対して中国が元安を志向していることがドル相場の堅調に寄与している面がありそうだ。周知の通り、トランプ米大統領は高止まりするドル相場の状況に満足していない。あくまでリスクシナリオだが、実効ベースのドル高が修正されない以上、7 月以降懸っている米国によるドル売り為替介入の可能性は頭の片隅に置いておくべきかもしれない。一方、8 月に示唆されたトランプ減税第 2 弾は実現すれば想定外の円安リスクに直結するだけにその帰趨からは目が離せない。ノイズは様々あるが、予測期間中に関し「米金利が上がることは無さそう」という前提がやはり大きいだろう。必然的にドル/円相場の上値は重くなりそうであり、じり安の展開が続くことを予想したい。

片や、ユーロ相場は軟調地合いが続いている。FRB のハト派転換や結果としての米金利低下を受けてもユーロが相対的に買われる展開にはなっておらず、むしろ下落している。既に▲0.40%に達している政策金利は 2020 年末までにさらに 3 回の引き下げを市場が織り込んでおり、ドイツ 10 年金利に一時▲0.70%台まで下がった。7 月議事要旨では「次の一手」として利下げにとどまらず、量的緩和やフォワードガイダンス修正なども含めたパッケージ緩和が示唆されており、ユーロに手を伸ばしにくい雰囲気は確かにある。しかも、域内に目をやればドイツとイタリアにリセッション懸念が漂い、ブレグジットの行方は分からずじまいという混沌とした状況にあり、金融政策は言うまでもなくファンダメンタルズに照らしてユーロを敬遠したい向きもあるだろう。とはいえ、米 10 年金利の 1.5%割れも視野に入中、いつまでも「相対的にまし」という理由でドル高が続くとも思えず、緩和余地の乏しさや需給面の底堅さからユーロに見直し買いが入る可能性を引き続き見込みたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～8月(実績)	9月	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 (106.43)	103 ～ 107 (105)	100 ～ 107 (103)	100 ～ 107 (102)	98 ～ 106 (100)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.1027 ～ 1.1570 (1.1052)	1.09 ～ 1.13 (1.11)	1.11 ～ 1.15 (1.13)	1.10 ～ 1.16 (1.14)	1.11 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.17 (1.16)
ユーロ/円	116.58 ～ 127.50 (117.64)	114 ～ 122 (117)	112 ～ 120 (116)	114 ～ 123 (116)	113 ～ 122 (115)	113 ～ 122 (116)

(注) 1. 実績の欄は8月30日までで、カッコ内は8月30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～円高・ドル高相場という難しさ～

《米中貿易戦争と為替相場の現状と展望～円高であり、ドル高である難しさ～》

第4弾もいずれ30%に？

8月23日、トランプ米大統領は2500億ドルの対中輸入について課されている制裁関税（第1～3弾）について、10月1日以降、既存の25%から30%へ引き上げる方針を発表した。また、9月1日以降に予定される第4弾は当初10%で発動する予定であったが、これも15%に引き上げられる見込みである。第4弾についてはスマートフォンやノートPCおよび玩具など家計部門への影響度が大きい一部の財が12月15日以降の発動へと延期されているが、これも当然15%の対象となる見通しである。まとめると、これまで発表してきた第1弾から第3弾、金額にして2500億ドル分については25%から30%へ、これから予定される第4弾については約1100億ドル分については9月1日から15%、家計部門への影響度が大きい財（約1600億ドル）については12月15日から15%という整理になる。

今後は第4弾の断続的な引き上げ、最悪の場合、この部分についても「25%」そして「30%」へと歩が進められる（即ち対中輸入全てに30%が課される）可能性に警戒が必要である。こうした一連のトランプ政権による踏み込んだ対応は同じく23日、中国政府が原油や農産物など約750億ドル分の対米輸入について5～10%の報復関税をかけると発表したことに対するリアクションだが、米国による反応速度は非常に速く、予め想定していた動きのようにも思えるほどである。

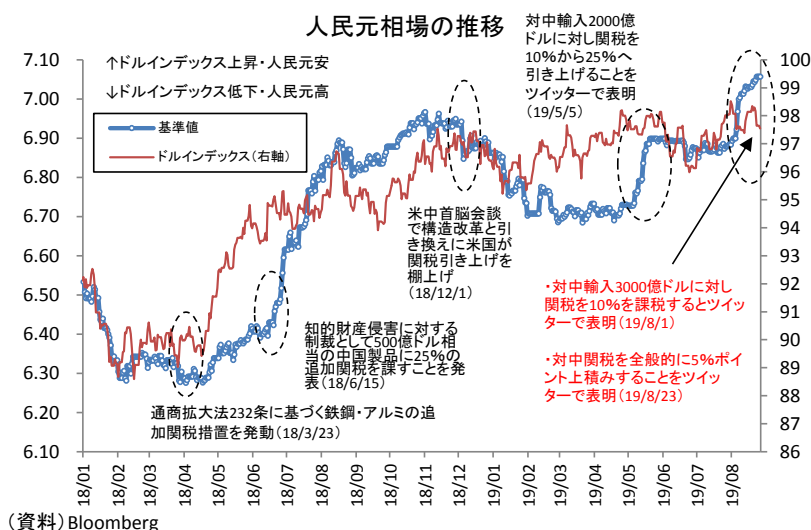
パウエル議長の悲哀

本来、8月最終週が始まる26日以降のアジア市場ではジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエルFRB議長講演が取引材料となるはずだった。講演前から金融市場では7月FOMC後の会見でタカ派を気取り政治・経済的に大炎上した反省を踏まえてハト派色をアピールする（具体的には追加利下げを示唆する）ものと期待されていた。実際にパウエル議長はこの期待に応えたのだが、一連の対中報復関税でその努力も全て吹き飛ばされてしまった感がある。もはや「保険的な利下げ」どころか「対症療法的な利下げ」が必要な情勢であり、必要な利下げ回数は7月FOMC後、徐々に増えている印象すらある。会合後の世界の経済・金融情勢を踏まえる限り、コミュニケーションに失敗したとしか言いようがあるまい。政治に振り回される不運とコミュニケーション下手が相まって、悲哀も漂う。

元より7月利下げの理由が「貿易政策の不透明感に端を発するダウンサイドリスク」だったことを思えば、利下げが「保険的なもの」で終わる保証はどこにもなかった。トランプ大統領と完璧に意思疎通できる間柄ならまだしも、今や2人の関係はお世辞にも円滑とは言えなそうである。水物である政治的な材料を理由に利下げしたのに「保険的」という無根拠な強弁をしてしまったことが7月会見の最大の敗因と言える。今後、関税が本当に30%まで引き上げられるのであれば「貿易政策の不透明感に端を発するダウンサイドリスク」はリスクを超えて実体経済を本格的に毀損するレベルに入ってくる可能性もある。それを実感する頃には「保険的な対応」ではなく「堂々たる利下げ局面」に入っているであろうし、米金利とドルも一段と切り下がっている公算が大きい。

気になる人民元相場のリアクション

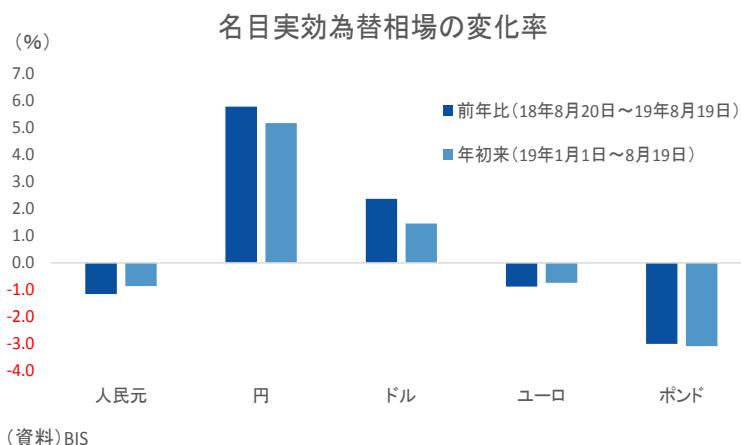
片や、中国からも目が離せない。より具体的には人民元相場の動向を注視したい。過去にも論じているテーマだが、対米輸入額が限定されている以上、中国が取るべき戦術は追加関税だけでは不十分で「通貨安による関税相殺」も相応に必要なことになる。理論的には「5%ポイントの関税上積み」は「5%ポイントの通貨安」で相殺できる。金融市場は米金利、米株、ドルの値動きに応じて他の資産市場のセンチメントも規定されてくる印象



象が強いが、最近ではこのほかに人民元の水準も取引材料として注視される傾向にある。過去の本欄でも論じたが、米中貿易戦争で緊張感の高まるイベントがあった時に元安傾向に弾みがついてきたという経緯がある(図)。現状のムードが続けば、ドル/人民元相場が今後下落を続け1ドル7.5元、8.0元と次々に節目を割り込んでくる展開もあろう。8月18日の日本経済新聞は需給に委ねていけば1ドル10元を割り込んでいた可能性もあったとの試算を紹介しているが、もはや往時の経常黒字水準を保てなくなっている以上、このような声は今後、増えてきても不思議ではない。今回の関税引き上げを受けて、人民元相場がこういった挙動を示してくるかは他の資産市場にとっても大いに重要な話である。また、元安が進むほどトランプ政権がこれにいきり立つという面倒な構図も忘れてはならない。

円高であり、ドル高である

米国の経済・金融情勢が停滞色を強める中、円高・ドル安は着実に進んでいるが、米金利の低下幅の割には円高が限定的なものにとどまっているのも確かだ。これにはいくつかの理由が考えられる。本欄では繰り返し議論している点だが、対外直接投資を通じた円の売り切りがドル/円相場の下支えに寄与しているという部分は引き続きあろうかと思われる。しかし、現状に関して



る。常に「相手がある話」の為替の世界では「相対的にまし」であることが買われる理由になる。そこで国際決済銀行 (BIS) の公表する日次の名目実効相場 (NEER) を見ると (図)、ドルは前年比で+2.4%、年初来で+1.5%と上昇していることが分かる。つまり、現在の為替相場全体では円高であり、ドル高が進行中である。米経済が失速して米金利が下がる中でも経済・金融情勢が「相対的にまし」である以上、ド

ドル相場は下がらない（実際、下がっても米金利はまだ高い）。同期間に人民元が▲1.2%/▲0.9%、ユーロが▲0.9%/▲0.7%、英ポンドが▲3.0%/▲3.1%と軒並み売られていることが明示的だが、米国に見切りをつけて他国・地域に資金を寄せようにも人民元はさておき、欧州も政治・経済情勢が悲惨すぎて受け皿にならない。本来、世界最大の経常黒字を備え、緩和余地も限定的なユーロはドル売りの受け皿として期待すべき存在だが、大黒柱のドイツにリセッション懸念がくすぶり、域内 3 番目の経済大国であるイタリアで政治空白が発生、ブレグジットの行方も分からず仕舞いという状況では買うに買えないというのが実情だろう。それだけ悲惨な状況にベットして金利面での見返りがあれば良いが、南欧諸国以外の長期金利が概ねマイナス圏に沈没しているという如何ともしがたい現状がある。

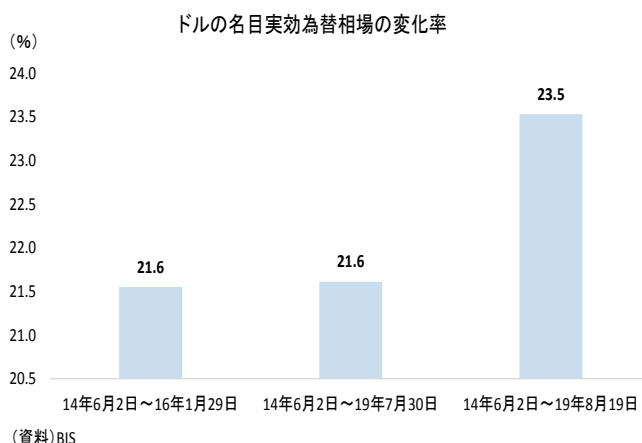
かかる状況下、通貨高の按分は世界最大の対外債権国通貨で金融緩和による応戦余地が乏しい円に回ってきやすい。上述の NEER を見れば、同期間の円が+5.8%/+5.2%と騰勢を強めていることがその証左である。緩やかながら 100 円割れに向かうという本欄のシナリオに沿って地合いが出来上がりつつある。

不況を輸入する「ドル高」

なお、ドル高の弊害は一部で現れ始めている。8 月 9 日に公表された米生産者物価指数（PPI）は食品とエネルギー除くコアベースで前月比▲0.1%と上昇を見込んでいた市場予想の中心（同+0.1%）を裏切る結果が示された。コア PPI が前月比で下落するのは 2 年ぶりである。なお、前年同月比では+2.1%となっているが、これも 2 年ぶりの低い伸び幅となる。世界経済が減速する中、総需要が縮小しているため、物価の上流に当たる PPI の動きが鈍ってくるのは平仄が合う。だが、大統領の口先介入や中央銀行（FRB）の利下げ転換をもってしてもドル相場の高止まりが続いていることも事実であり、これが物価伸び悩みの一因という声も出ている。円やスイスフラン、そして近年ではユーロといった通貨は世界経済の減速局面で買われやすい性質を持つが、そもそも為替市場全般で見ればドルも逃避的に買われやすい通貨である。例えば 8 月に入ってから確かにドル/円は下落しているものの、ドルインデックスは 98 挟みで方向感を見出せていない。2015 年以降、FRB が利上げで独走する状況下、世界の運用難民がドルに殺到しドル高となった。その際、「結局、世界経済が不調の際に米国だけ単独で利上げしても通貨高で不況を輸入するだけ」という論調が見られたが、厳密には FRB の金融政策にかかわらず、世界経済が不調の際にはドルに資金が寄りやすい面はある。それでもこれほど鮮やかにハト派に急旋回したのだからもっとドル安になっても良さそうなものだが、やはり低下したとは言え、先進国の中では依然として金利水準が相対的に高く、また信用力も捨て難いということが評価されているのかもしれない。

ドル高と合わせれば 17 回の利上げ効果？

ドル高が米経済にもたらす引き締め効果についてはブレイナード FRB 理事の講演において有名なフレーズがある。2016 年 9 月 12 日、『The "New Normal" and What It Means for Monetary Policy』と題した講演においてブレイナード理事は「FRB/US モデルの推計に従えば、2014 年 6 月から今年（2016 年）1 月までのドル相場上昇は米経済活動にとって、概ね FF 金



利にして 200 ベーシスポイントの利上げに相当した」と述べたことがあった¹。同期間（2014 年 6 月 2 日～2016 年 1 月 29 日と仮定）のドル高は国際決済銀行（BIS）が公表する日次の名目実効為替相場（NEER）ベースで約+21.6%であった。ということは、+1%のドル高で約+9bps の FF 金利上昇と同じ効果を持つという話になる。なお、同じく 2014 年 6 月 2 日を起点として 2014 年 6 月 2 日から利下げ前日となる 2019 年 7 月 30 日までの期間でドル高を評価してみると、約+21.6%と全く変わっていない。その間に 9 回利上げしたことを考慮すれば、合計+425bps（（25bps×9 回）+ドル高分の 200bps）、25bps の利上げにして 17 回分の利上げが行われた計算になる。

17 回と言えば、グリーンズパン元 FRB 議長が主導した 2004 年 6 月から 2006 年 6 月までの連続利上げ回数と同じである（最後の 3 回だけは後任のバーナンキ元 FRB 議長が実施）。17 回目の利上げ（2006 年 6 月）の約 1 年後にパリバショックという形で金融バブルが崩壊したことは周知の通りである。今回は 9 回分の利上げ（2018 年 12 月）の半年後（2019 年 6 月）に利下げが行われており、金融政策の舵取りは金融バブルが崩壊した当時よりも性急な印象を受ける。なお、上記の BIS データに関し最新の 2019 年 8 月 19 日まで引っ張って見ると約+23.5%とドル高の幅は広がる格好となっており、米経済が体感する通貨高の重みはむしろ足許で増している感も覚える（前頁図）。

もちろん、商品価格や株価、外需の動向など所与となる条件も絶えず変化し米経済に影響を及ぼし続けているため、利上げ効果の適否については様々な議論があり得る。しかし、実質 17 回という利上げ効果が金融バブル時ほど過熱感の無い株式市場を一気に冷え込ませーそれが政治圧力も引き起こしー当時よりも追い込まれ感のある利下げに至った可能性は否めない。激しいリセッションまでは見込めないことから 9 回分の糊代を全て使わされるような展開は今のところメインシナリオになり得ないが、FRB により利上げ 8 回分とも試算されるドル高部分については幅を持った修正が期待できると筆者は考える。

《米金融政策の現状と展望～「調整」の誘惑、日銀の経験～》

割れる FOMC、利下げ理由も様々

7 月 30～31 日分の FOMC 議事要旨は FRB 内部において意見集約が難しくなっている状況を示すものだった。周知の通り、7 月会合は 10 年ぶりの利下げを決断した会合だが、その後のパウエル FRB 議長会見によって利下げ期待が打ち消され、金融市場に大きな失望が広がった。9 枚しかない利下げカードのうち 1 枚を使ったにもかかわらず、無用な消極姿勢を示すことで FRB にも、金融市場にも、そしてトランプ大統領にとっても悪い結果となった悲慘な会合だったと総括できよう。今回の議事要旨では利下げの理由が箇条書き（にしては簡潔ではなくかなり長いもの）にされているが、恐らくこれは悲慘な結果に終わった会見の内容を議事要旨によって再度整理しようという意図があるのではないか。

確かに、議事要旨を見る限り、▲25bps の利下げが簡単な決断ではなかった様子が窺え、それゆえに会見も難しい対応が求められたという実情はありそうだ。例えば、2 名の参加者（a couple of participants）は過去数年の執拗な低インフレに対応するためにはより強いアクションが必要であり、25bps よりも 50bps の利下げを主張している。一方、世界経済や貿易政策を巡る不透明感が後退していることを理由に据え置きを主張する参加者は数名（several participants）存在したことが分かっている。また、2～3 名の参加者（a few participants）は利下げが金融システムの不安定化を招く恐れを指摘している。▲25bps

¹ 当該講演についてはみずほマーケット・トピック 2016 年 9 月 13 日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』で議論しています。ご参照下さい。

利下げ、**▲50bps** 利下げ、据え置きが 2 名以上存在する中で、どのように意見集約を図り、情報発信を行うかは簡単ではなさそうである。とはいえ、それでも見る限りは利下げ支持が多そうであり、しかも残された利下げ回数が限定されている実情を思えば、利下げ期待を将来に繋ぐ努力は一本当に利下げするかどうかは別にして一必要だったと考えられる。

今回、**▲25bps** の利下げに至った理由は長文の箇条書きで 3 点が列挙されるという珍しい体裁が取られている。端的には、以下の 3 つが挙げられている：

- ① 海外経済の減速によって設備投資と製造業に減速の兆候が確認され、これが殆どの参加者（**most participants**）の政策金利パス予想を下方修正させたこと
- ② 多くの参加者（**a number of participants**）は海外当局には有事に備えた政策余地が殆どないと考えており、今会合での利下げはあくまで「リスクマネジメントの観点に照らした慎重な対応（**a prudent step from a risk-management perspective**）」と見なしていること
- ③ 多くの参加者（**a number of participants**）がインフレ見通しに懸念を持っており、既に市場ベースのインフレ期待もさらなる緩和（利下げ）を見越して改善してしまっていること

以上のように様々な意見が交錯したことが分かるが、基本的には今後入手される情報に反応することが重要であり、予め政策パスが決まっているような印象を与えること（**any appearance of following a preset course**）は避けるべきだという意見が FOMC の主流として存在することも窺える。その上で、殆どの参加者（most participants）が▲25bps の利下げについて、最近数か月の経済見通しの変遷を踏まえた「政策スタンスの部分的な再調整（part of a recalibration of the stance of policy）」もしくは「景気循環途上での調整（Mid-Cycle Adjustment）」と見なしていることも強調されている。パウエル議長が口にして大炎上を招いた部分だが、こうした思想に至るまでに様々な意見のやりとりがあったことを丁寧に示したかったのではないかと察する。

「調整」の誘惑、日銀の経験

いずれにせよ 7 月会合後のコミュニケーションが利下げの「出し惜しみ」を示唆したことで政治・経済的に大炎上したことから、9 月会合では利下げの持続可能性を 7 月よりは強めに示唆することになるだろう。そもそも「保険的」ないし「予防的」という枕詞を付けて予断を持つことは「景気の循環が正確に読める」ことが前提であり、年 4 回利上げした翌年に利下げに急旋回している時点で説得力が全くないと言わざるを得ない。利下げが「調整」で終わるかどうかは現時点では誰にも断言できるものではない。現に 9 月利下げは 100%織り込まれ、来年 6 月までの間には 80%近くが 3 回以上の利下げを織り込んでいる。利下げが 1 年続くイメージだが、それはもう「調整」ではなく立派な「利下げ局面」だろう。

中央銀行からすれば、微妙な判断だからこそ、あくまで一過性の「調整」であることを強調し、いつでも逆方向にハンドルを切れる「保険」をかけたというのが本音に近いのだろうが、「調整」の強調は市場期待を断ち切る行為と等しく、資産価格に大きな変動をもたらすリスクを孕む。なお、中央銀行による類似の失敗としては日銀が 2000 年 8 月 11 日に決定したゼロ金利解除も有名である。当時、日銀は政治の反対を押し切る格好で「経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目で見て経済の持続的な発展に資するという観点から行うもの」といった理由が掲げ、利上げを敢行した。ここでも

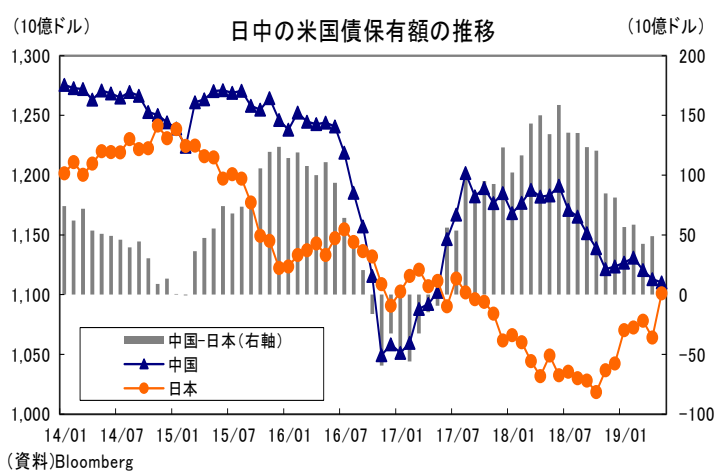
「緩和の程度を微調整」というフレーズが出てきている。その後、IT バブルが崩壊し、史上初の量的緩和を強いられる羽目になるのは翌年 3 月の話だ。

完璧な現状把握が可能で、採るべき政策がはっきりと分かっているならばこそ微調整も可能になるはずだが、周知の通り、中央銀行も市場参加者も経済予測の精度は著しく変わるわけではない。「調整」というフレーズを使うことで当該決定が「大したものではない」という雰囲気醸し出しても、市場にとっては利下げや利上げは大きなイベントである。今回のことから学んだパウエル議長は 9 月の FOMC では市場期待を崩さない慎重でハト派色の強いコミュニケーションを心掛けることだろう。

《※補論: 中国の米国債売却について～「焼け石に水」で検討は難しく～》

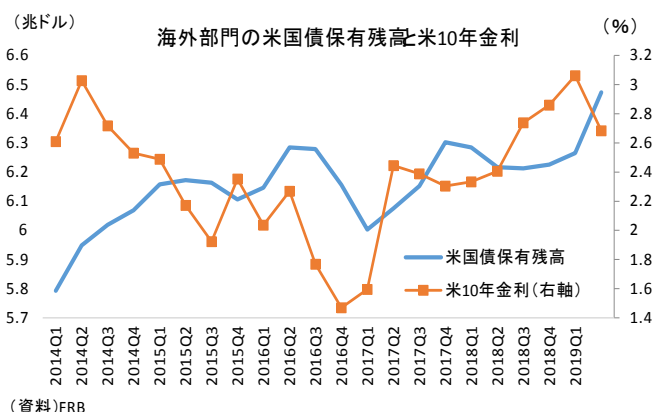
「次の一手」としての米国債売却

8 月に入ってから市場を騒がせている元安はトランプ政権の追加関税に対抗する手段だという見方がもっぱらだが、通貨安政策や各種許認可の操作以外で中国が採り得る対抗措置として米国債の売却を懸念する声はある。中国による米国債売却に関しては 2018 年 1 月に中国の外貨準備に関する定期的な運用方針見直しにおいて「米国債が他の資産と比較して魅力が低くなったこと」および「対米貿易関係に緊張があること (trade tensions with the U.S)」を理由として米国債購入を減速 (slow) または停止 (stop) させることが勧告されたと報じられ話題になった。また、今年に入ってからはその漸減傾向が貿易戦争最中の対抗措置と絡めて注目されることが増えている。中国の米国債保有残高は昨年 8 月から今年 6 月までの 11 か月連続で前年実績を割り込んでおり (上図)、こうした動きに報復的な意図を見出そうとする向きは少なくない。もちろん、過去 1 年でたびたび「1 ドル=7.0 元」の攻防戦が話題になっていることから分かるように、元売り・ドル買い介入の原資として消費された部分が大きそうだが、米中両国の緊張感が続く中で市場は常に新しい材料を探し続ける。ヘッドラインが耳目を集めやすいだけに「中国の米国債売却」は今後—それが出所不明の情報であっても—市場を揺るがす可能性はある。



米国債売却が考えにくい 4 つの理由

現状の米中間の緊張関係を踏まえれば、中国の米国債売却を示唆するヘッドラインはいつ浮上しても不思議ではないが、冷静に考えるほど、その可能性は低いとしか思えない。そう考える主な理由としては①そもそも効果が見込めないこと、②中国にとって外貨準備減少は避けたいこと、③米国債売却による「返り血」が小さくないこと、④米国債以外の代替資産はそもそも存在しない



ことなどが挙げられる。他にも理由は考えられるが、主なところではこうした論点だろう。最も根本的な問題として①がある。昨年来、中国は確かに米国債保有を減らしてきたが、そうした中でも米金利は低下してきた。これは中国がドル売り・元買い介入を行うような元安局面はリスクオフ局面であることが多く、リスクオフ局面では中国以外の国が米国債を求めやすいという背景があると推測される。例えば、前頁図は日本と中国の米国債保有残高の推移を比較しているが、前年比で見れば中国は▲730 億ドルの米国債保有を減らしているが、日本は+520 億ドルも増やしている。これは日本に限ったことではない。前頁図に示されるように非居住者（海外部門）の米国債保有残高は金利低下局面と概ね一致している。非居住者全体で見れば、米国債保有残高は昨年 10～12 月期以降で増加しており、今年に入ってからその動きは加速している。中国単独で売却に動いたところでそれを吸収するだけの地合いが存在しているのである。米国債売却の狙いは「意図せざる米金利上昇」によって米経済を痛めつけることにあるとすれば、その効果は薄いという話になる。

外貨準備はそもそも減らしたくないはず

また、②の論点も重要である。本欄では過去に論じているため詳述は避けるが、往時ほど経常黒字に恵まれていない中国はむしろ需給面で元売りに晒されやすいという実情があり、無為に外貨準備を減らしたくないという思いもあるだろう。中国政府が 7.0 の防衛に拘泥してきたのはこれを超えた場合、2015 年 8 月のような資本流出に見舞われ、大量の外貨準備を投じて元安を止める必要性が出てくるからである。3 兆ドルや 4 兆ドルという分厚い弾薬があれば投機筋の（元）売り意欲も生じにくいかもしれないが、2 兆ドルを割り込んだ場合、その限りではないかもしれない。3 兆ドルの現状でさえ、IMF の試算する外貨準備適正評価（ARA : Assessing Reserve Adequacy）では不十分と言われていることを思えば、自らこれを減らすような真似は考えづらいのではないか。もちろん、米国債を売却してそれ以外の外貨建て資産に配分する選択肢もあるが、④で言及したように、流動性・安全性・収益性という観点に照らした場合、現時点で米国債を代替する（しかも外貨準備として相応しい）金融資産は存在しない。

次に、中国の米国債売却に絡めて最も指摘される論点が③だろう。ピークから減少したとは言え今年 6 月時点では約 1.1 兆ドルの残高がある。大量に売却した場合、米金利上昇と引き換えに中国が被る米国債の評価損（「返り血」）は軽視できまい。また、評価損益との関連で言えば、FRB が利下げ局面に足を踏み入れた以上、先行きの米金利は恐らく下方リスクの方が大きい。外貨準備残高を減らしたくない中国からすれば、むしろ保有し続けた方が米国債価格の上昇が見込める局面ではないか。なお、实体经济への影響も免れないだろう。大量の米国債を売却して元高・ドル安に動いた場合、既存の追加関税の重しとダブルで自国の輸出に効いてくる話になる。減速傾向にある中国としては避けたい話ではないか。

「焼け石に水」の割に中国が失うものは大きい

以上のような事情を勘案すれば、米国債売却は今後も報じられる可能性があるものの、中国にとって失うものが大きいように思えてならない。①で指摘したように、最大の目的である「不本意な金利上昇で米国経済を痛めつけること」は恐らく中国以外の米国債購入によって阻まれる公算が大きい。世界で最も深く、広い金融市場である米国債市場では、いくら中国といえども単独の取引で流れを作ることとはできず、折角の売却もむしろ「焼け石に水」で終わってしまう可能性がある。そうした限定的な効果にも拘ら

² みずほマーケット・トピック 2019 年 6 月 6 日号『次のカタリストとしての中国の外貨準備』をご参照下さい。

ず、自身の外貨準備は相応に失うことになる。

さらに言えば、仮に「不本意な金利上昇で米国経済を痛めつける」という目的が叶ったとして、それが中国にとって何か得があるのかという本質的な問題意識もある。中国の世界向け輸出の 2 割程度を占める米国市場を痛めつけば中国経済への悪影響も避けられない。もはや損得を超えた経済合理性以前の争いになっているという見方も当然あるが、得失で考えた場合、中国側が失うものがあまりにも大きく、現実的な一手として検討されるとは考えにくい。

《メインシナリオへのリスク点検～トランプ減税第 2 弾は円安を引き起こすか～》

トランプ減税第 2 弾は実現するのか？

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だが、前月から基本的に変わっていない。引き続き最も重要なリスクは①である。実際、8 月 20 日にトランプ米大統領は景気を下支えするため追加減税を検討していることを明らかにしている。具体的には給与税や株式譲渡益課税の減税案が示唆されているが、既に大型減税を実施したばかりであることを考えると、米議会がすんなりトランプ減税第 2 弾を認めるかどうかは不透明と言わざるを得ない。とはいえ、円高シナリオを見込む本欄からすれば、2018 年の米経済が拡張財政を背景に想定以上の堅調さを維持した記憶がよぎる。だからこそ FRB も年 4 回の利上げができたし、米金利もドルも上昇したという経緯があった。2020 年 11 月の大統領選挙を前に同様の展開が再現されるのだとしたら本欄のメインシナリオにとっては大きなリスクである。関連する論点として②も注視しなければならない。米議会との折衝が必要になる減税などの財政刺激策と異なり、追加関税は大統領権限の下で乱発されている。裏を返せば大統領権限で順次取り下げられていく可能性もあり、これ自体も刺激策と見なされ得るものだろう。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、金融市場（とりわけ直情的な為替市場）はそれを減税として好感するかもしれない。自作自演以外何物でもない

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	トランプ政権による経済政策（例えば関税撤廃、減税）など	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（追加関税の完全撤廃など）	低
③	ブレグジット方針の撤回	総選挙からの再国民投票	低～中
④	日銀の追加緩和	マイナス金利深掘り	低
⑤	中国/欧州の再加速	GDPの加速	低～中

（資料）筆者作成

のだが、市場のセンチメントを浮揚させる策としては十二分な効果が期待できるだろう。

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る。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かつ最大のリスクと考える。

欧州、中国復活は同時に

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中国や欧州の経済・金融情勢も重要であり、この点は⑤のリスクに配慮する必要がある。厳密には「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」とでも言うべきだろうか。現状の FRB と政治（＝トランプ大統領）の関係性を踏まえれば、もはやこの可能性は極めて低いと考えられるものの、中国の減税効果がこれから顕現化し、元安の効果も相まって来れば中国経済が今後 1 年のうちに世界経済のセンチメントを変える展開も否定されるものではないだろう（ただ、そうなるためには②で上述したようなトランプ政権の態度軟化も必要となろう）。一方、ドイツ、イタリアといった域内をけん引すべき大国がリセッションの間際に立たされる中、1 年以内のユーロ圏経済の底打ちを期待するのはかなり無理筋である。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中で ECB が利下げと量的緩和の双方を同時に強いられるという観測が浮上しており、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」の方を懸念すべきである。だが、中国が復活する時にはドイツの輸出を通じてユーロ圏経済も復帰しやすいという視点は非常に重要である。そうなれば世界経済を巡るムードは一転しかねない。

欧州絡みで言えば、英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡る混沌とした状況は殆ど何も変わっていない。ジョンソン新政権が合意無き離脱に突っ走ろうとしている中、これを静止すべく 議会が首相不信任に踏み切り、可決に至るような展開は引き続き否めないものだろう。その際は秋にも総選挙というシナリオを想定せねばならない。結果、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ことになる。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ろう。これが③のリスクであり、現時点で可能性がゼロとは言えない論点だ。

日銀主導の円高抑止は困難

世界経済減速の下で円高圧力が強まる中、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はできない。緩和を志向する FRB や ECB の動きに日銀は追随せざるを得ないが、元より緩和余地が尽きつつある中、「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、リスクシナリオと言えども、想定が難しい。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完全には捨て切れない。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ないと思われる。

円高リスクは多く、予想が容易

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圧倒的に大きいと感じている。例えば 7 月以降、米国によるドル売り為替介入について観測が出ては消えている。基本的にはあり得ない話だと思われる（思いたい）が、円高は進んでも実効ベースでのドル高が解消されない以上、トランプ政権が痺れを切らして踏み込んでくる展開がないとは言えない。むしろ、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「合意無き離脱」が基本シナリオになりつつある。これも円高を招く動きである。

なお、前月の本欄では「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。＜中略＞『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」と米中貿易問題に伴う元安が市場混乱の材料になると指摘した。周知の通り、こうした不安は8月初頭から現実化した。今後は同様の流れの中で1ドル=7.5元や8.0元といった節目が視野に入る展開を警戒すべきなのだろう。また、同じく前月の本欄では「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＜中略＞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」とも述べた。これも8月に騒がれた論点であり、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）が8月月報において同国がテクニカル・リセッションに陥る可能性を指摘している。円安リスクと比較すれば、円高リスクは多く、また予想が容易なものが多いように感じられる。

これら以外でも、細かな論点を挙げれば枚挙に暇がない。戦後最悪とも言われる日韓関係やこれに乗じた北朝鮮の挑発的な行為も円高を招来する材料と考えられる。米国が過去最長の景気拡大に至っている以上、その「歪（ひずみ）」はそこかしこに現れる可能性があるはずだ。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、異論を持つ向きは少ないだろう。もちろん、今回の米利下げが1998年時のように2～3回程度の「保険的」な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。しかし、もはや利下げの理由としての「保険的」というフレーズは7月の議長会見が炎上したことを受けタブーになった感すら覚える。先鋭化するトランプ政権の保護主義は「景気悪化→利下げ」の必要性を日増しに高めており、現状が続く限り、ドル/円相場が反転するという絵は描きにくい。今後1年で100円割れを臨む展開を視野に入れてきた本欄の基本シナリオは継続である。

◆ ユーロ相場の見通し～ECB 版 YCC と重しとなるドイツ経済～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～YCC。捨てる日銀と拾う ECB～》

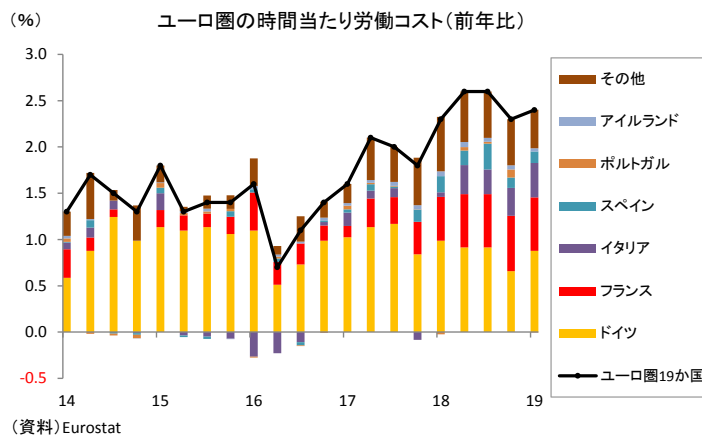
パッケージ緩和の可能性高まる

8月22日に公表された ECB 政策理事会（7月25日開催分）の議事要旨では補完的ないし相乗的な効果を企図して「数々の選択肢をパッケージとして見なすべきである」とのフレーズが目をつけた。例として「利下げと資産購入といったコンビネーションが個別の選択肢を連続的に出すよりも効果的である」などと記述されていることから、9月12日の政策理事会では既にコンセンサスである「預金ファシリティ金利の▲10bps 引き下げ」に加え、「拡大資産購入プログラム（APP）の再開」などもセットで打ち出される可能性が出てきたと言える。なお、過去を振り返れば、ドラギ体制下の ECB は果敢に躊躇なく動くという気質を断続的に見せてきた。例えば、デフレ懸念が高まり、現在同様、ユーロ圏の日本化懸念が燦々していたタイミングを捉え、2014年6月5日の政策理事会では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本の政策を打ち出すということがあった。

なお、議事要旨を見ると、利下げと共にその副作用を軽減する方策として階層化システム（a tiered system）の検討が指示された一方、その導入が意図せぬ結果を生む可能性や本当に副作用を抑制する力があるのかなどといった論点について懸念が出たことも明らかになっている。元より階層化システム自体、共通通貨圏での有効な導入は難しいと言われていたことを思えば、夏季休暇を挟む9月会合で妙案が仕上がってくるかは微妙なところかもしれない。

賃金上昇が物価に反映されず

また、議事要旨冒頭に示されているクーレ ECB 理事による金融市場動向の総括では EONIA フォワードが既に9月政策理事会における▲10bps の引き下げを織り込み、2020年末まで見通せば引き下げ幅は30bps にもわたるとの現状が確認されている（なお、今はもっと踏み込んだ織り込みが進んでいる）。また、ECB による「予想専門家調査（SPF：Survey of Professional Forecasters）」でもインフレ期待が顕著に



下方シフト（a considerable downward shift）しているとの指摘がある。実体経済に目をやっても単位労働コスト（ULC）や稼働率の上昇が見られている割には物価への波及が遅れているとの懸念が示されており、これは企業部門が利益率を圧縮しているからだという分析が示されている。確かに、図に示すように、ULC は過去5年で好調そのものである。この点、いつまで企業部門によるコスト吸収が可能なのかという疑義が呈されているが、既に景気循環が縮小に転じている状況を踏まえると、ULC の伸びが失速するに伴って物価が上昇する契機を逸してしまうという展開も視野に入るだろう。

金融政策戦略は時期尚早

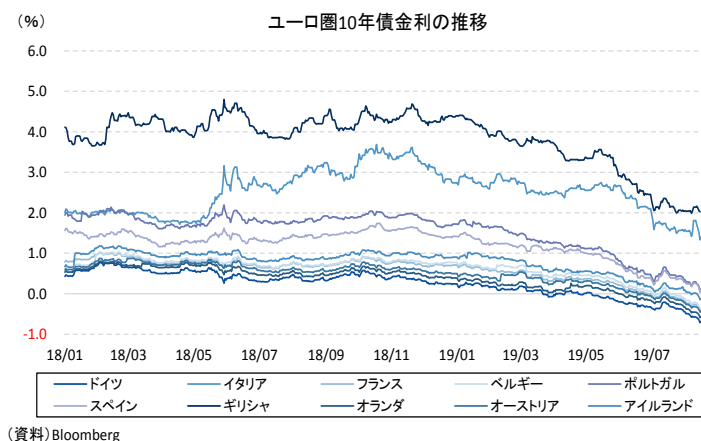
また、7月以降燦々している「中期的に2%未満だが2%に近い (below, but close to, 2% over the medium term) 水準」というインフレ目標の修正についても議論の跡が窺えた。しかし、過去にも論じた通り、同フレーズは ECB の政策戦略の根幹を担う部分であり、軽々に修正されるものではない。確かに7月会合の声明文には「仮に中期的なインフレ見通しが我々の目標に及ばない状況が継続する場合、インフレ目標を対称的なものと見做して政策理事会は行動する (if the medium-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim)」との注目すべきフレーズが挿入されたが、これをもって「中期的に2%未満だが2%に近い水準」という伝統的なフレーズが変わるには至っていない。

今回の議事要旨でもインフレ目標の修正は「戦略の一貫性を確保する観点から、政策戦略に関する幅広い見直し (a broader review) の一環として実施されるべき」とある（目先、対称性を強調することは中期的な戦略とは矛盾しないという整理である）。通常会合で市場期待に挑戦する流れの中で済し崩し的に修正するべきではないという判断だろう。「中期的に2%未満だが2%に近い」とのフレーズは2003年5月8日の政策理事会で金融政策戦略の徹底的な評価 (a thorough evaluation) を行った上で創られたものであり、この修正には相応の作業が必要と考えるのが自然であろう。ECB という組織のミッションに係る重要な論点であるため、ラガルド新体制の下、議論を尽くした上で決定されるはずである。

ECB はどう動くか？

域内の政治・経済情勢が奮わない中、ECB はどう動くだろうか。上述したように、既にコンセンサスと化している利下げのほかに、量的緩和の再開、すなわち APP2 が現実的な選択肢として浮上している。既に ECB は▲0.40%という日銀よりもさらに深いマイナス金利を当座預金（と預金ファシリティ）にチャージする状況にあるため、近い将来において「金利」ではなく「量」の議論にシフトせざるを得ないことは目に見えている。APP2 は遅かれ早かれ検討する羽目になる選択肢だろう。

だが、APP2 導入も容易ではない。域内国債の金利水準があまりにも低いからだ。現状、ドイツ・フランス・イタリア・スペインの4大国に加え、ベルギー、オランダ、オーストリアといったセミアコ国の国債までもがマイナス圏に水没しており、本稿執筆時点でプラス金利を辛うじて維持しているのは PIGS で総称される南欧4か国（ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン）ぐらいだ。スペインに至っては0.1%と概ねゼロ金利付近であり、水没は時間の問題という雰囲気も漂う。本稿執筆時点で米10年金利は1.5%だが、同年限についてはイタリアが1.0%、最も高いギリシャでも1.6%である（図）。政治も経済も悲惨な状況にあり、財政規律の行方が不安視されるイタリアでもこれほどの低金利なのだ。



APP2 には ECB 版 YCC が必要か

こうした超低水準の国債金利を出発点として ECB が「量」の路線に舵を切るということは、歴史的 high 値圏にある国債を積極的に買い進めるという判断にほかならない。出資金比率に準拠した購入をすれば、先進国で最も深いマイナス金利に陥っているドイツ国債の量が最も多額にのぼるはずだ。昨年末に APP を停止している分、ECB が「量」に訴えかける余地はまだ残されているようにも見えるが、上述の通り、マイナス利回りの国債を大量に抱えるという政策判断は中央銀行として難渋するだろう。APP2 を決定するにしても、相応の障害があるというのが現実と見受けられる。

日銀を例に取れば、2016 年 1 月、日銀は「量」の限界を認識し、「金利」の道へ回帰した。その結果導入されたのがマイナス金利だったわけだが、同年 9 月には金融システムへの影響などを念頭にその追求は難しいとの判断に至り、10 年金利をゼロ%程度にとどめおく YCC が導入された。要するに、「量」も「金利」も限界が近づいた際、「金利を意図した水準に固定する」という着想に至り、それが YCC として結実したのである。それは前後左右どこにも動けなくなったので、「動かなくする」しか選択肢がなくなったとも読める。ECB に目を戻せば、「量」にも「金利」にも余地がなくなりつつあり、やはり「動かなくする」という仕様が検討されやすい状況と見受けられる。

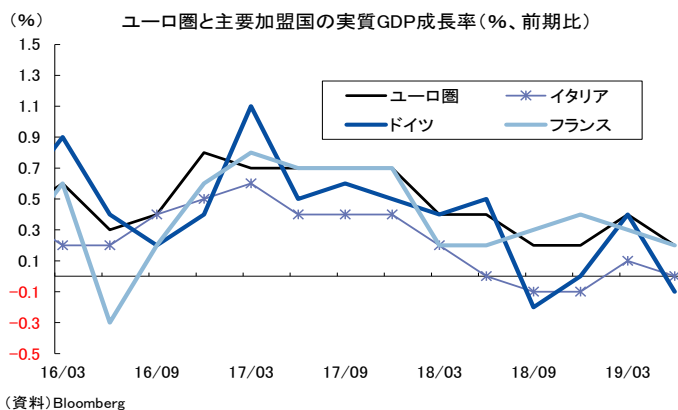
しかし、そうした ECB 版 YCC を検討するにせよ、「どの国の金利を対象とするか」という問題点がある。「域内、皆の中央銀行」である ECB が特定国の金利をターゲットするわけにはいかない。そこで金利の「水準」が駄目ならば「方向感」という発想はある。既に日銀の YCC でも目標値（ゼロ%程度）から±20bps というレンジを設けているが、これに倣うイメージで「加盟国の 10 年金利に対して現在（例えば APP2 を決定した政策理事会の日）から±20bps に限定する」などの発想はあり得る。出発点となる「水準」がバラバラである以上、基準日からの可動域を設定するくらいしか足並みを揃えられまい。

これは ECB の残されたナローパスの 1 つと思われるが、枠組みの出来具合が各国中銀の市場調節に委ねられる。言い方を変えれば「ECB に委譲された裁量の再委譲」という面も孕み、ECB としてはそれなりに重い判断になるようにも思える。いずれにせよ「APP2 & ECB 版 YCC」には技術的な創意工夫が必要になることが確実であり、内部の専門委員会への作業指示を経て決定という流れを踏むことになるだろう。ラガルド新体制下での見どころの 1 つである。

《ユーロ圏経済政策の現状と展望～ドイツに引きずられるユーロ圏経済～》

欧州発リスクオフとドイツの現状

8 月に入ってから強まったリスクオフモードについては欧州発という側面も大きそうだ。8 月 14 日、ユーロスタットより公表されたユーロ圏 4～6 月期実質 GDP 成長率（改定値）は速報値同様、前期比+0.2%と不変であったが、このタイミングで公表されたドイツの成長率が▲0.1%とマイナス圏に沈んだことが明らかになり、悲観ムードに拍車をかけた感はある（図）。ドイツは昨年 7～9 月期にも▲0.1%と 14 四半期ぶりのマイナス成長に



落ち込んでおり、続く 10～12 月期はゼロ成長だった。過去 4 四半期の平均成長率もゼロであり、直近 1 年間のユーロ圏もこの動きに引きずられる格好で勢いを欠いている。なお、他国の状況も芳しいものではない。4～6 月期の成長率に関し、イタリアはゼロ成長、フランスも 4 四半期ぶりの低成長（同+0.2%）と冴えず、主要国が揃って精彩を欠いている。目下、ECB の追加利下げが期待されるのも無理からぬ状況だろう（もっとも失速感が出ていた最近 1 年で正常化に固執していたことも否めないのだが）。

こうした経済・金融状況の下、当然、製造業

のマインドは悲惨な状況に陥っており、製造業 PMI の動きなどを見ると、とりわけドイツの落ち込み方が苛烈である。こうした背景として

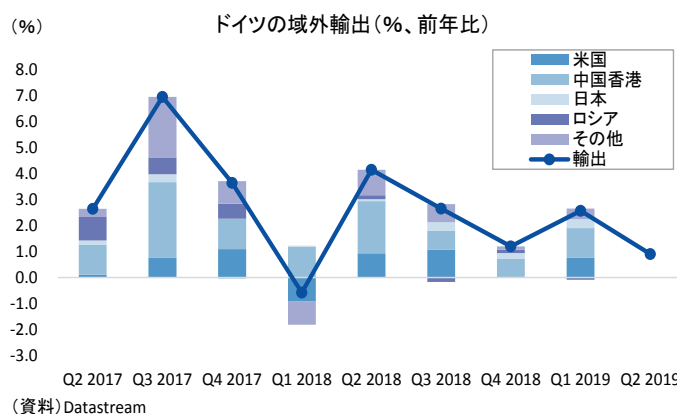
「中国経済の減速に引きずられた輸出の落ち込み」が指摘されることが多い。図はドイツの

域外輸出について地域別の動きを見たものだが、中国・香港向けの勢いは確かに減速が見ら

れる一方、それだけに原因を求めるのも無理があるように思える。ロシアや中東アフリカ地域

を含む「その他」向けなどが減速していることもドイツの輸出ひいては経済を傷つけている一因だろう。

（資料）Datastream



沈むユーロ圏のフィリップス曲線～

筆者が『欧州リスク 日本化・円化・日

銀化』を発刊したのがちょうど 5 年前（正

確には 2014 年 7 月）だ。現状のユーロ圏

経済を見る限り、5 年前に抱いた懸念は正

しいものであったように思える。執筆当

時、ECB はマイナス金利（▲0.10%の預

金ファシリティ金利）を導入したことが

非常にセンセーショナルに報じられてい

たが、今やマイナス金利は▲0.40%まで

拡大し、来月にはさらなる深掘りが模索

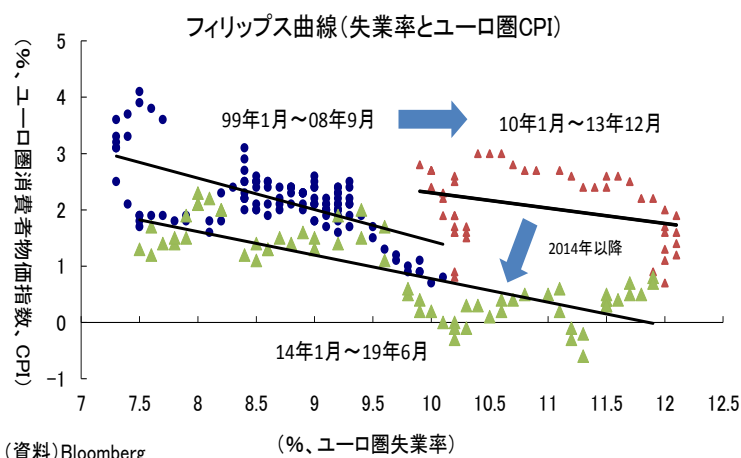
される状況にある。また、執筆時点では導

入されていなかった（しかしいずれ導入は不可避だろうと思われた）量的緩和政策も拡大資産購入プロ

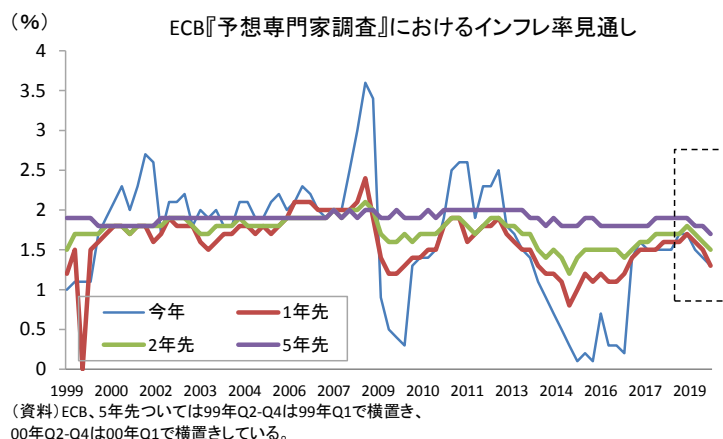
グラム（APP）という名称で 2015 年 1 月の政策理事会で導入された。昨年 12 月、ECB は何とか APP

停止に漕ぎ着けたが、マイナス金利の深掘りには自ずと限界があり、近い将来の再開は必至の情勢と見

受けられる。



そうした金融政策の日本化（日銀化）は周知の通りだが、ユーロ圏の実体経済自体が明らかに性質を変え始めている兆候がある。前頁図はユーロ圏創設時から金融危機直前（1999年1月～2008年9月）、欧州債務危機のピーク時（2010年1月～2013年12月）、そして過去5年（2014年1月～2019年6月）についてユーロ圏のフィリップス曲線がどのように動いてきたかを見たものである。金融危機ならびに欧州債務危機を受けてフィリップス



曲線は右方シフトを強いられた後、過去5年で下方シフトしていることが分かる。失業率が概ね危機前の水準を回復しているものの（例えばフランスは2008年以来の低水準に到達している）、物価は恒常的に前年比+2%を割り込むようになっている。日本と異なり、まだフィリップス曲線の傾斜が消滅しフラット化するような事態にはなっていないが、先般のドラギ ECB 総裁会見で懸念が示されたように、調査ベースのインフレ期待まで屈折している以上（上図）、日本の来た道を踏襲する可能性は十分あり得る。昨今のユーロ圏経済の悲惨な状況を見るにつけ、そのような思いは一段と強まった。

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。