

中期為替相場見通し

2019 年 10 月 31 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～動かないドル/円相場をどう整理するか～

円相場の基礎的需給環境と～またも史上最小値幅に邁進するドル/円相場～ P.3

日米金融政策の現状と展望～FRBの「利下げ休止」と日銀の「読み」勝ち～ P.5

米経済の現状と展望～「思ったより悪くない」という油断～ P.7

メインシナリオへのリスク点検～欧州・中国の復調はあるか？～ P.9

◆ ユーロ相場の見通し～ECBの運営はラガルド氏に。見どころなど～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～ドラギからラガルドへ。何を見るべきか～ P.12

ユーロ圏物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期なのか？～ P.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

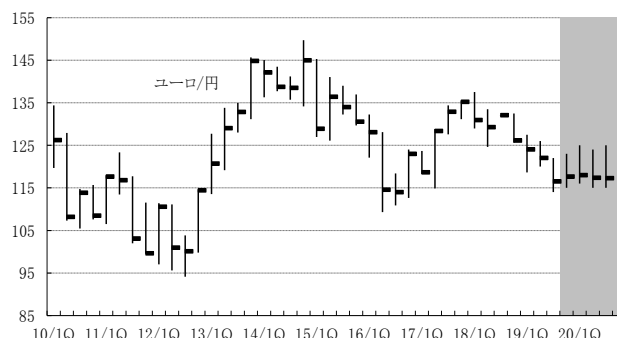
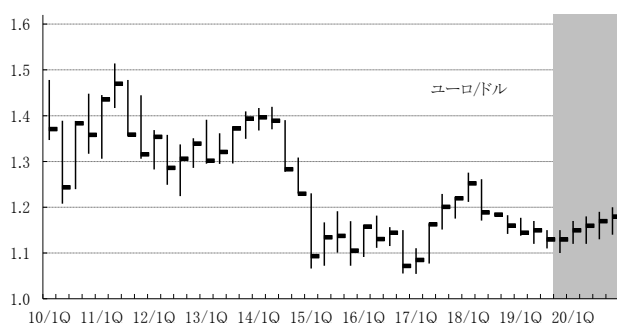
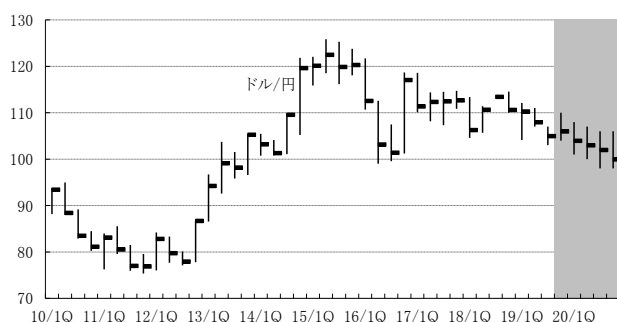
10月のドル/円相場は騰勢を強めた。米中貿易戦争の部分合意を皮切りに市場心理の改善が進んでおり、複数回の利下げにもかかわらず米金利も上昇している。周知の通り、9月のFOMC政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)ではメンバーの約半数が2020年の利上げ復帰を想定しており、利下げの早期終了で意見集約が進んでいる。そのようなシナリオを真に受ける向きも出てきているのだろうか。しかし、米国の労働市場が成熟化する中、FRBが早期利上げに復帰するのは難しいのは間違いない。ちなみに、ドル相場は月後半こそ上昇したが、10月を通してみれば大きく下落している。にもかかわらず円高が殆ど進まなかったという実情を直視すべきであり、その原因を真摯に考えたい。過去にも論じたように、やはり本邦の対外純資産構造において直接投資残高が増えていることなどが、外貨売り・円買いを抑制している可能性がある。このままいけばドル/円相場は2年連続で史上最小値幅を更新する。従来のようにFRBの政策運営を正確に予想できれば、ドル/円相場のパスも予想できた時代ではなくなりつつあるのかもしれない。しかし、このまま米金利が上昇基調に復すると考える向きも多くなかろう。「水準」はさほど深くなくとも「方向感」として円高・ドル安が進むことの確度は高いと考えたい。

片や、ユーロ相場は堅調地合いが見られている。基本的には10月末に必至と見られていた「合意無し離脱」が回避されたことによる安堵感からの買いであり、ユーロ圏の経済・金融情勢が好転したわけでは全くない。とはいえ、製造業PMIの動きや利下げの織り込み度合いを見る限り、ようやく景気下降局面の「底」を探るような雰囲気も出てきている。ドイツが拡張財政路線に転じることも思えば、このような雰囲気は今後強まる可能性もある。金融政策との関連で言えば、ドラギECB総裁が政策理事会にもたらした深い亀裂によって、11月以降、ラガルド新体制の下では大胆な緩和策を当面は打ち出しにくいと思われる(そもそも9月政策理事会で「出尽し」になってしまったとの声も多い)。その一方で米金利は「まだ低下余地がある」ことから、予測期間中、「敵失のユーロ高」が生じやすい側面はやはり見逃せず、10月上中旬はまさにそのような動きが目立った。ドル売りの受け皿としてユーロが相対的に浮揚するというシナリオはまだ継続したいところだ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～10月(実績)	11～12月期	2020年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	104.10 ～ 112.40 (108.77)	104 ～ 110 (106)	101 ～ 108 (104)	100 ～ 107 (103)	98 ～ 106 (102)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.0879 ～ 1.1570 (1.1162)	1.08 ～ 1.13 (1.11)	1.10 ～ 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	115.87 ～ 127.50 (121.40)	115 ～ 123 (118)	116 ～ 125 (118)	115 ～ 124 (117)	115 ～ 125 (117)	115 ～ 125 (116)

(注) 1. 実績の欄は10月31日までで、カッコ内は10月31日の午前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。

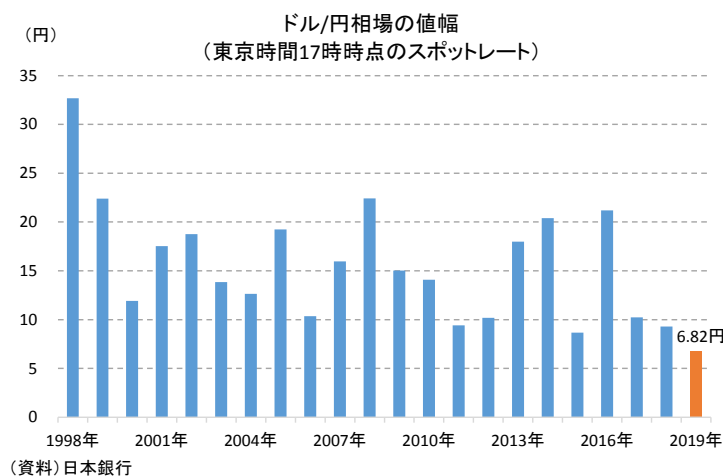


◆ ドル/円相場の見通し～動かないドル/円相場をどう整理するか～

《円相場の基礎的需給環境と～またも史上最小値幅に邁進するドル/円相場～》

体感レートは5円にも満たない？

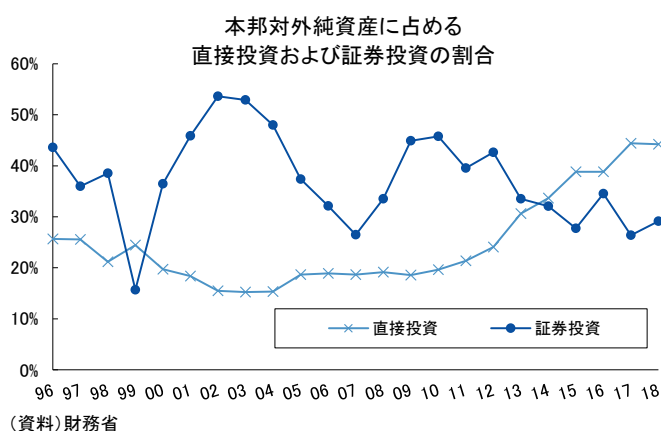
今年も残すところあと 2 か月となったが、ドル/円相場は相変わらずのレンジ取引が続いている。為替市場では 10 月に入ってからドル全面安の傾向が強まっているものの、ドル/円の動きは限定的だ。確かにドル/円も「方向感」としてはじりじりと値を下げているのだが、「水準感」は相変わらず新鮮味が感じられず、米金利やドルに対する感応度が非常に小さいという印象を拭えていない。今年のドル/円相場の値幅は 8.30 円（104.10 円～112.40 円）であり（図）、史上最小とされた昨年の値幅（9.99 円）を 1.50 円以上縮小している。ちなみに日銀が公表する東京時間 17



時時点のドル/円相場は 6.82 円（105.20 円～112.02 円）とさらに狭い。なお、110 円台で安定推移していたのは 2 月中旬から 4 月いっぱいまでの約 1 か月半、105 円台で安定推移していたのは 8 月上旬くらいであることを思えば、東京市場の参加者が今年体感する値幅は 106～110 円程度と 5 円にも満たないといっても過言ではないかもしれない。これまで 2 年連続で 10 円を割り込むことはなかったが、このままいけばそうになってしまう。ちなみに 2017 年は 10.24 円と辛うじて 10 円以上あったが、これも歴史的に抑制された動きには違いない。過去 1 年間で米 10 年金利が 3.2% 付近から一時は半分以下（1.4%）にまで低下したことを思えば、ドル/円相場の膠着度合いは異様である。本欄では米金利の下落とこれに伴うドル安・円高を予想の主軸としてきた。実際、方向感に着目すればこのシナリオは正しいものだったが、水準感があまりにも変わらないゆえ、当たった・外れたという次元で語るのも難しい。

「米金利に追随しないフロー」が増えている

ここまで円相場が動意を失った理由は定かではない。AI 取引が盛んになった今、小数点第二位以下で見れば値幅は出ており、「もうそういう時代になった」という論調も見聞きする。それも一理あるかもしれない。しかし、米金利がこれほどダイナミックに動いてもドル/円の動きが限定されているということは「米金利に追随しないフローが増えた」という解釈も可能だろう。本欄では繰り返し論じているが、やはり対外資産・負債残高の構造変化が影響している



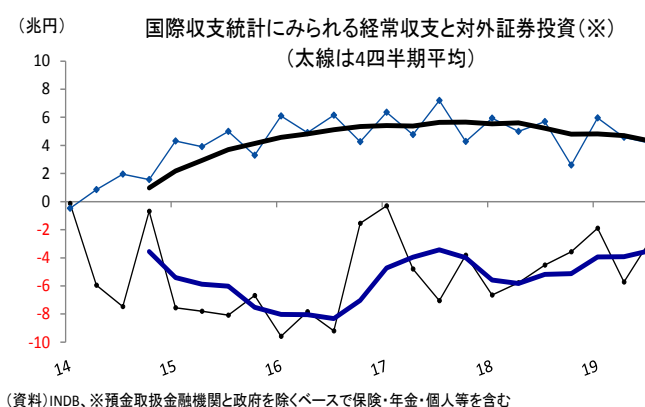
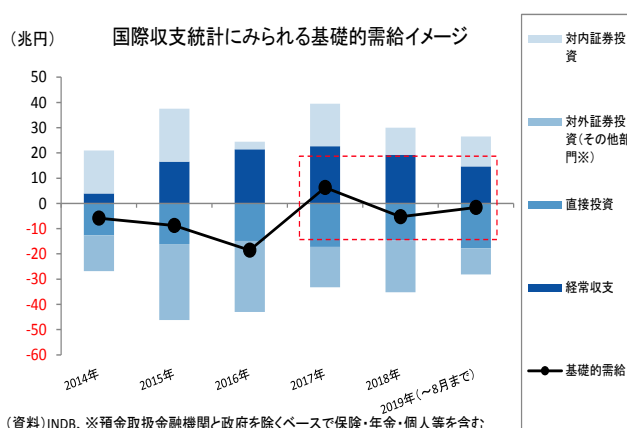
るのかもしれない。前掲図に示されるように、ドル/円相場の値幅が 10 円付近に落ち着くようになってきたのが 2011 年以降であり、とりわけ近年は非常に限られた動きが続いている（2016 年の値幅が大きか

ったのは英国民投票と米大統領選という特殊な材料があったからだ)。この点、日本の対外純資産残高において直接投資の比率が証券投資のそれに概ね追いついたのが 2013 年であり、それ以降、両者の比率は逆転し差が拡大していることとの関係が気になる。直感的に証券投資の方が直接投資よりも米金利の乱高下（それは相場のリスクオン・オフとも一致する）に追随するであろうから、そのようなフローが相対的に存在感を失いつつあり、これが米金利に象徴される FRB の金融政策運営とドル/円相場の関係性を弱めている疑いは抱かれる。

もちろん、為替市場は世界で最も広く、深い市場の 1 つであるため、これは仮説に過ぎないが、検討に値する仮説だと筆者は考えている。しかし、繰り返しになるが、事実として「米金利が下がり続ける中、緩やかながらも円高が進んでいる」のは確かであり、今後 1 年にわたって米金利が上がると考えている向きは皆無に近いことを思えば、この傾向はやはり続くように思われる。「方向感」として円高・ドル安を見込む基本認識に大きな修正は必要ないと考えている。

円の為替取引は細っているのか

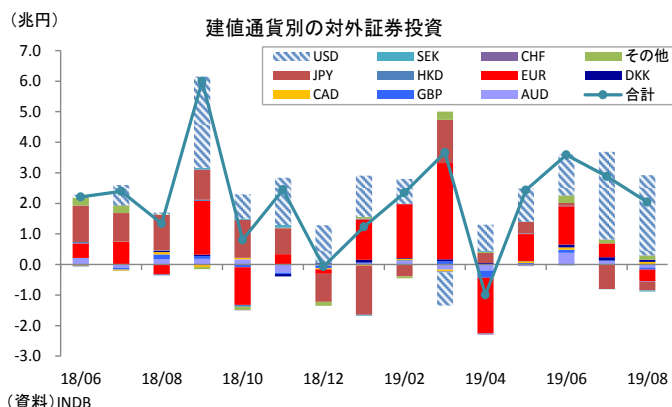
10 月には本邦の 8 月国際収支統計が公表されている。1～8 月の基礎的需給バランス（以下単に基礎的需給）は約▲1.6 兆円の円売り超過で相変わらず需給の傾きは見られず均衡している。基礎的な経済指標からドル/円相場の方向感を見定めるのは難しい状況が続いており、だからこそ冒頭述べたように、結局は定性的なヘッドラインに右往左往する羽目になっているという面もあるかもしれない。この均衡は「縮小」均衡の色合いも孕むものだ。右図（上）に示されるように基礎的需給の趨勢は経常収支と対外証券投資の多寡で決まる印象が強い（直接投資も大きいがこれは変動が限られている）。この 2 項目に関し過去 5 年間の趨勢をみると右図（下）のようなイメージになる。経常黒字の増加が頭打ちになる一方で、対外証券投資の買い越しも頭打ちになっている様子が窺える。要するに円買い圧力が後退する一方で、円売り圧力も後退していると読み替えられ、結果として需給が縮小しつつ均衡している面はあるように思える。もちろん、国際収支に反映される計数だけで判断すべきではないが、円の取引量が細っている中で近年の動かない相場が形作られている可能性もある。



復調するドル建て投資

建値通貨別に対外証券投資を見ると、今年上期にはフランス国債に象徴されるユーロ建て資産への投資に勢いが見られていたが、マイナス金利の深掘りが予見される状況で下期に入り失速している。片や、

ドル建て資産への投資は下期に入り増え始めている。利下げ路線という意味ではユーロと状況は同じなのだが、やはり絶対金利水準の高さが選好されているということだろうか。今年 6 月から FRB は利上げから利下げに政策運営を急旋回させたわけだが、その動きが示唆され始めた 4 月頃からドル建て資産への投資意欲は戻り始めているようにも見える。結局、米金利が低下する局面ではその他の金利も軒並み押し下げられていることが多い。ゆえに、消去法的



に「ドルしか買うものがない」という状況が残され、「FRB のハト派傾斜」と「ドル高」が併存し、相場の読みを難しくしているという事実がこの建値通貨別の動きからは透けて見える。だが、米 10 年金利が 1% を割り込むような展開に至っても、そのような状況は持続できるだろうか。階層化システムを導入したとはいえ、マイナス金利圏にある円やユーロの金利は下限に近いと考えるべきだろう。一方で米金利の低下余地はまだ大きいはずだ。だからこそ、実効ベースでも高止まりが続いているドル相場の調整に備えることがリスクマネジメント上、適切であるように思える。

《日米金融政策の現状と展望～FRB の「利下げ休止」と日銀の「読み」勝ち～》

10 月 FOMC : 「利下げ休止」と「利上げ転換」は決定的に異なる

10 月 30 日に開催された FOMC は市場予想通り、7 月・9 月に続き 3 会合連続で FF 金利誘導目標を ▲25bps 引き下げ「1.50～1.75%」とした。6 月声明文から挿入されてきた利下げを示唆する文言「適切に行動する (act as appropriate)」を削除し、「適切な政策金利の道筋を見極めるに当たり、経済の見通しに関して今後もたらされる情報の含意を引き続き注意深く監視する」と曖昧な表現に修正している。これにより年内最後となる 12 月会合については据え置きを予想する向きが増えており、大きな混乱も起きていない。今年に入ってからほぼ初めて利下げ催促から解放された状況と言える。7 月に金融市場を大炎上させた「Mid-cycle adjustment」とのフレーズは元々「2～3 回程度の利下げ」という理解が多かった。これは 1998 年 8～11 月にグリーンズパン元 FRB 議長が行った予防的利下げが 3 回の利下げで収束したという経験則からも言われていたことであった。

しかし、利下げの休止宣言は利上げへの転換宣言とは決定的に異なる。パウエル議長は「利上げを検討するには、インフレ率が顕著に上昇し、それが持続することが必要だ」と述べ、利上げ転換へのハードルが如何に高いのかを認めている。利下げ休止を示唆する声明文や会見を受けても米金利やドル/円が顕著に上昇するような動きにはなっていないことは相場観の大きな修正が不要である現状を示していよう。

「誤解に働きかける」ずる賢さも必要

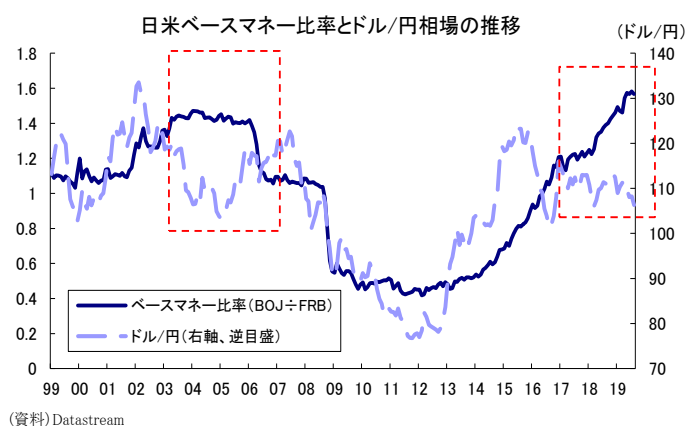
FOMC に先立つ 10 月 11 日、FRB は短期金融市場の混乱を抑制すべく 10 月 15 日から財務省短期証券 (TB) を毎月 600 億ドル規模で買入れることを発表した。購入は 2020 年 4～6 月期まで継続される。10 月 4 日、ビデオ会議の形式で開かれた FOMC において議論されたことも明らかにされており、TB 購入を通じたバランスシートの拡大によって事態の鎮静化を図る方針が全会一致で確認されたという。こ

こうした措置は小手先のオペでは短期金利の乱高下を抑えることが難しくなったため、準備預金の総量を嵩上げすることで対応する方針に切り替えたという順序で理解する必要がある。要するに、景気刺激のための量的緩和政策（QE）再開ではないというのが本質的な解釈になる。この点は FRB から「技術的措置に過ぎず、金融政策のスタンス変更を示すものではない」と釘が刺されている。ちなみに、短期金融市場の今次混乱に関しては過剰な規制が流動性を細らせていることの副作用との指摘もあり、真の処方箋は規制見直しを含めた広範な議論が必要と思われるが、今回の本欄では脇に置きたい。

しかし、FRB の置かれた立場を踏まえれば、この後半部分の「金融政策のスタンス変更を示すものではない」は蛇足であったようにも感じられる。金融市場に QE 再開との解釈が蔓延しても FRB には何の問題もなかったのではないか。むしろ、短期金融市場の鎮静化は元より、政治（トランプ大統領）や為替市場（ドル高からドル安へ）の歓心も買うことが期待できて望ましかったのではないか。これまで繰り返してきたように、米中貿易協議やブレグジットなどの政治的論点は目まぐるしく状況が変わるものであり、その帰趨に沿って金融政策を調節するのは危うい。後述するように、今後、米国の経済・金融情勢について雲行きが怪しくなった場合、QE 再開を求められる展開は十二分に想定される。現時点で否定すればするほど、今後必要になる際に注目を集めやすくなるという視点は欲しかった。「貨幣数量説」的な世界を未だに信じる市場参加者も存在するのだから「誤解に働きかける」という一種の「ずる賢さ」はあっても良かったように感じられる。

相変わらず無意味なソロスチャート

為替市場では技術的措置なのか、景気刺激的措置なのかに拘らず、未だに中央銀行が銀行部門に供給するベースマネーの多寡が為替相場の方向を決めると信じている向きもある。正確には 2 通貨間のベースマネー比率が 2 通貨間のレートを決定するという発想であり、いわゆるソロスチャートと呼ばれる説だ。一時期はやった「懐かしの説」という風情もある。図は過去 20 年の日米ベースマネー比率とドル/円相場の推移を比較したものだ。確かに相関が安定して



いる局面もあるが、そうではない局面も相応にある。特に近年では 2017 年以降、日本のベースマネーが増える一方、米国のそれは減少しており、ベースマネー比率（日本÷米国）は急上昇してきた。しかし、ドル/円相場は横ばい、もしくはやや軟化してきたという経緯がある。

そもそもベースマネー比率と 2 国間の為替レートをリンクさせる理論的背景はなく、よって因果関係もない。もちろん、ベースマネーの増加がそのまま貸出増加を通じてマネーサプライの増加に繋がり、物価の押し上げが実現するという貨幣数量説が想定する世界ならばソロスチャートは一定の有用性を持つ（物価が上がれば当該通貨の購買力は損なわれるので下落する）。しかし、ベースマネーとマネーサプライの相関関係ははっきりと崩れている（貨幣乗数が低下している）ことは周知の通りであり、この時点でソロスチャートを理論的に検討する意味は無い。ソロスチャートは 2 つの変数の相関関係と金融市場における直感的な理解（たくさん「量」を出せばその通貨が減価するという理解）がたまたま符合していた

時に持て囃された日本特有の仮説であって、主張として頑健なものでは全くない。著名投資家のジョージ・ソロス氏が利用したことその名が知られているものの、「soros chart」で検索してみれば、そのマイナーな利用状況がよくわかる。もちろん、「量」を増やせば必然の結果として金利も低下することが想定され、この点から通貨が減価する経路はあり得る。とはいえ、既に主要国の金利水準が限界まで低下する中で金利差を意識した取引も勢いを失いつつある。だからこそ過去の本欄でも議論したように、実質実効為替相場（REER）のような物価尺度を用いて割高・割安を検討することの相対的な重要性というのはかつてよりも増しているように感じられる。得てして直感的な理解で相場は動くことも多々あるが、理論的に正しく考える習慣を放棄することに慣れるのは危険だというのが筆者の基本認識である。

日銀金融政策決定会合：「読み」が当たった日銀

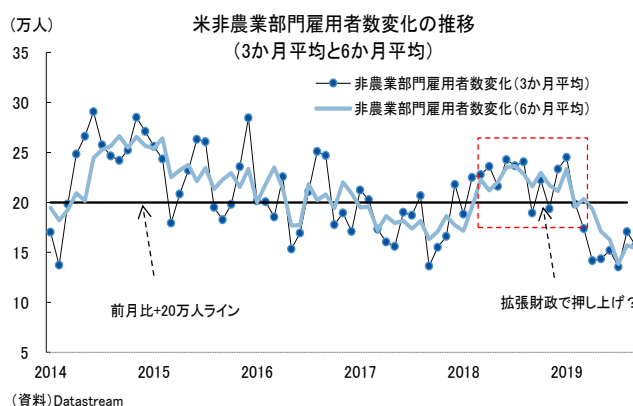
片や、FOMC 直後の 10 月 31 日に開催された日銀金融政策決定会合は大方の予想通り、現状維持を決定した。9 月に緩和期待を醸成した「経済・物価情勢の点検」文言だが、やはり「点検した結果、現状維持で問題なし」との着地になった。上述した通り、FRB の「Mid-cycle adjustment」の終わりが見えており、利下げに一服感が出ていることが現状維持を決め込みやすい（≡円高になりにくい）環境を形作ったと言える。市況を見ても、株価は年初来高値圏にあり、ドル/円相場も 108 円台で安定している以上、緩和観測が残っていたこと自体が不思議であったと言えるだろう。米中貿易戦争にしても、ブレグジットにしても事態が沈静化しており、夏場から漂っていた政治的に不穏な空気は払拭されている。7 月以降、日銀は「時間を稼げば状況が好転するかもしれない」という思惑があったとみられるが、その通りの結果に収束したと言える。今回は日銀の「読み」が当たったと言えるだろう。

もちろん、緩和期待への配慮は続いている。政策金利に関するフォワードガイダンスについて、9 月までは「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」となっていたものを、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」に修正している。より定性判断に依存しやすい表現であり、利下げ期待を一応残存させた格好である。しかし、残りカードの少なさを踏まえれば、基本的には時間稼ぎに終始し、「極力は表舞台から消えていたい」というのが日銀の本音であろう。ドル/円相場の先行きを考える上でも日銀の政策が攪乱項になる可能性は相当低いと考えられる。

《米経済の現状と展望～「思ったより悪くない」という油断～》

「思ったより悪くない」は結局のところ「悪い」

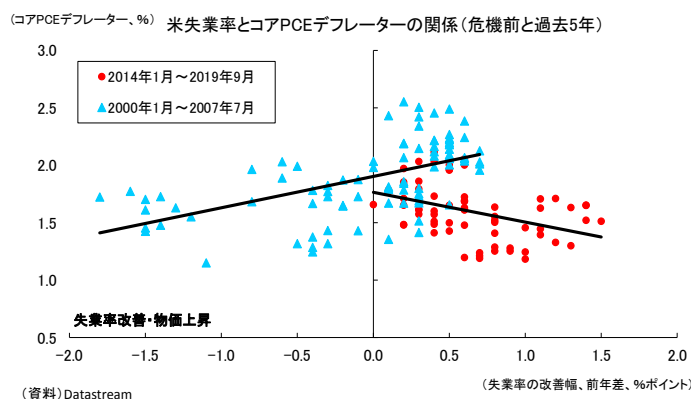
10 月第 1 週は ISM 製造業・非製造業景気指数やADP雇用統計など米経済指標の悪化が耳目を集めたが、本丸とも言える 10 月 4 日に公表された 9 月雇用統計が「思ったほど悪くなかった」という受け止めになり、そこから金融市場の悲観ムードが持ち直す動きが見られた。しかし、「思ったほど悪くなかった」は結局のところ「悪い」のであり、基調をしっかりと見極めるようにし



たい。9月の非農業部門雇用者数（NFP）変化は、前月比+13.6万人と市場予想の中心（同+14.5万人）を割り込んでいる。「思ったほど悪くなかった」と言っても市場予想には届いていないことは留意したい。また、平均時給も前年比+2.9%と市場予想の中心（同+3.2%）を▲0.3%ポイントも下回り、過去1年で最も低い伸びにとどまっている（▲0.3%ポイントは2017年8月以来の大きな失速幅だ）。失業率が3.5%と50年ぶりの水準にまで低下したことが好感されているが、そこまで雇用市場の需給が逼迫しているのに賃金の騰勢が衰え始めていることを憂慮すべきではないのだろうか。周知の通り、雇用統計は振れの大きい統計であり遡及改訂は日常茶飯事である。単月の市場予想と比べて「思ったほど悪くなかった」と安堵するのではなく、「趨勢的にどうなっているのか」を見極めるべきである。前頁図に示される通り、3か月ないし6か月平均で見たNFPは過去5年で明確に減速してきている。今年1～9月で創出されたNFPは144.7万人だが、これは過去5年の同時期の雇用創出幅としては最小である。米経済が創出できる雇用の「量」は徐々に、しかし確実に少なくなっているとの認識が必要である。

「誰が見ても悪い」時にはもう手遅れ

真っ当に考えれば50年ぶりの低水準に達した失業率は完全雇用状態への接近を意味している可能性が高く、今後、上昇に転じる公算が大きい。一国における「働ける人の数」は決まっているのだから「完全雇用状態を経て減少に至る」こと自体は何ら不思議ではない。米景気の拡大局面は10月で125か月目に突入しており、これまでの過去最長記録（120か月）を更新中である。かかる状況下、「働きたい人が全員働けている状態」（≡完全雇用状態）に直面し、雇用統計のヘッドラインが徐々に弱くなっていくことは必然の展開でもある。問題はそこまでの状況に至っているのに平均時給が騰勢を強めることなく、むしろ失速の兆候すら出始めていることだ。昨年まで利上げ局面にあったFRBはこうした完全雇用とも言える労働市場の状況を踏まえ、「非線形に賃金が増え始める恐れ」も念頭に利上げを敢行していたが、その恐れはまだ顕現化しておらず、利上げ局面は終了、今や連続的な利下げを強いられている始末である。図は米国の失業率と物価基調（コアPCEデフレーター）の関係を示したフィリップス曲線のイメージだが、金融危機前には「失業率の低下」と「物価の上昇」の間に安定した関係が見られていたものの、過去5年では「失業率の低下」と「物価の下落」が安定した関係を持ちつつある。労働市場の需給が逼迫しても賃金の上昇に跳ねず、一般物価の騰勢にも繋がらない状況であり、中央銀行として引き締めへ転じるタイミングを推し量るのが非常に難しくなっていると考えられる。



9月雇用統計で最も着目すべきは①「NFP増加幅は減速基調にあること」、②「50年ぶりの水準への失業率低下」と「平均時給の失速」が同時に起きたことであり、「思ったより悪くなかった」などという抽象的な感情論で結果を糊塗すべきではないだろう。景気に遅行する労働市場が「誰が見ても悪い」という状況になる頃には米金利やドルも新たな下値を見に行く地合いになっているはずである。現時点では「当面、米金利やドルが上がりそうにない」という見通しで備えたいところである。

《メインシナリオへのリスク点検～欧州・中国の復調はあるか？～》

不調な世界と財政出動

最後にメインシナリオに対するリスク点検を行いたい。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。実は10月のドル相場は全面安が進んでいるのだが、これが円高に繋がる動きは見られていない。ひとえに欧州の政治・経済情勢が混沌としており、ドル売りの「受け皿」として力を発揮できていない

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

面が大きいと考えられる。だが、来年にかけてはドイツの財政出動も期待される中、さすがにユーロ圏の実体経済も底打ちが期待できるというのが筆者の基本認識である。こうした認識の下、本欄にとっての最大のリスクは引き続き円安方向のリスクとなるため、これに焦点をあてたリスク点検を行う。主な論点をまとめたものが表だが、前月から不変である。10月に発表されたIMF世界経済見通しは引き続き世界経済の不調が続くとの見通しを示した。報告書の副題「Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers」にも表れているように、米中貿易戦争にまつわる不透明感が製造業の景況感のみならず実体経済活動を下押しするという状況は簡単に収束する気配が無い。かかる状況下、各国・地域で財政政策の必要性を求める声は必然的に強まりやすい局面が続くと予想される。これに絡んで、やはり最も重要なリスクはやはり①だ。9月、トランプ大統領はツイッター上でFRBの利下げによって金利負担を押し下げ「借入期間をかなり長くすることができる」と述べ、その後にムニューシン米財務長官が、2020年における50年物国債について「とても真剣に考えている」と述べるがあった。ムニューシン財務長官は「50年債の発行が成功すれば、100年債も検討」とまで語っており、将来的な財政出動を見据えた資金調達に旺盛な意欲を示している。2020年にも50年債が発行されるのだとすれば、これに付随する（選挙を意識した）財政出動にも当然警戒を要するだろう。実際、10月のIMF・世銀年次総会の機会に合わせてムニューシン財務長官は中国やドイツなど主要国の成長減速が想定より長期化、深刻化する可能性があることを懸念した上で、金融政策への過度な依存を避け、拡張的な財政政策を動員することで、景気を下支えする重要性を訴えている。今後1年で減税も含めた拡張財政路線に踏み込んでくる可能性は意識せざるを得ない。

問題は米議会を通るのかだ。真っ当に考えれば抵抗が予想されるが、大統領選挙を前に民主党も景気減速の責を負いたくないという面はあろう。最終的には拡張的な財政政策に落ち着く可能性は残る。また、仮にそれが難航しても大統領権限で乱発されている追加関税が順次取り下げられていくような展開も考えられる。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、金融市場（とりわけ為替市場）はそれを減税として好感する可能性が高い。自作自演（もしくはマッチポンプ）以外何物でもないが、金融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。

米中貿易戦争の解決という円安リスク

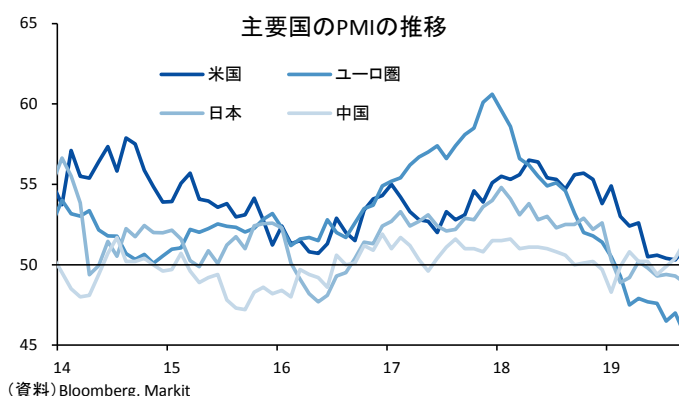
今年の金融市場（とりわけ株式市場）は結局、米中貿易戦争の趨勢で殆どが説明できる動きが続いてき

た。IMF の世界経済予測などもほぼ貿易戦争の先行きに焦点を当てた上で予測を策定している。このトピックがどちらに転ぶかで機運が全く変わってしまうのが実情だ。とすれば、当然、②の論点は気にせざるを得ない。所詮は政治的駆け引きの要素が殆どである本論点について、合理的な予想形成は難しい。しかし、10月に部分合意に至った背景には米中両国の景気に失速懸念が強まっており、「争っている場合ではない」というお家事情からの一時停戦という色合いが濃そうである。今後、両国経済の浮揚が立ち遅れるほど、米中貿易戦争を争点化させたくないという両国の思惑は強まると推測され、制裁関税の完全撤廃という想定外のアップサイドシナリオもないわけではない。もちろん、中国の国営企業に対する産業補助金の見直しなど合意が難しいと言われていた論点は棚上げにされたままであり、その着地も見えにくいことから、完全撤廃は基本的にメインシナリオにはならないが、米国の景気拡大が途切れ、中国の成長率が6%割れとなるような事態になった場合も貿易摩擦を続けるほど両国は愚かではあるまい。既に今回の部分合意の一環として米財務省が8月に行った為替操作国認定を取り下げることが検討されているというが、このような雪解けに向けた象徴的なヘッドラインが為替市場にもたらす円売り圧力は侮れないものがあり、円高シナリオにとってはノイズと言わざるを得ない。

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ず、その好不調が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り、実際、現在FOMCから提示されているドットチャートでもこのシナリオが示されている。本当にそうなのであれば、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。円高シナリオにとっては非常に大きなリスクと考えられる。

中国・欧州という足枷がなくなるリスク

なお、世界経済の減速について、国別に言えば、中国とユーロ圏（とりわけドイツ）の減速が世界全体を押し下げ、FRBの政策運営もこの趨勢に大きな影響を受けている現状がある。この点のリスクに配慮するのが⑤の円安リスクだ。為替見通しに照らせば、「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」というのが正確だろうか。FRBが政治（≒



(資料) Bloomberg, Markit

トランプ大統領)に圧迫されている現状を踏まえればこの可能性は決して高くないが、9月に示されたドットチャートでは2020年の利上げ復帰を見込むメンバーが半分近くに及んでいるだけに、海外経済の浮揚に合わせてFRBがタカ派色を強める展開がないとは言えない。中国の減税効果がこれから顕現化したり、今年に入ってから元安が効果を発揮したりしてくる可能性もある。ドイツについても漸く財政出動に対して重い腰を上げるという報道も見られている。中国やユーロ圏経済の底打ちが図られれば、世界経済はセンチメントから否応なしに改善してくるはずであり、実際、9月製造業PMIを見ると中国は一旦悪化が止まっている(図)。このまま持ち直すかどうかは全く予断を許さないが、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重要である。両地域の復調はそのまま金融市場のムードを一変させる可能性がある。これが⑤にまつわる円安リスクである。

ブレグジット交渉と日銀にまつわる円安リスク

本稿執筆時点では③や④に係るリスクは確たることが言いにくい。③については10月29日、2020年1月31日までの3か月延長でEUが意見集約を進めており、喫緊のトラブルは避けられそうではある。しかし、ジョンソン英首相が「延期するくらいなら死んだほうがまし」とまで強弁していた経緯や元より延長を渋っていたフランスの意向もあって、12月12日に解散・総選挙が行われることが決定している。総選挙を経て、いよいよ議会構成が変わるとなれば、2017年以降、全く進んでこなかったブレグジット情勢に進展が見られるはずである。「3度目の期限」である2020年1月31日までに英国が総選挙を行い、再投票を主張する野党・労働党が勝利できるような状況になれば、大きな円安は想定される。だが、総選挙の実施方針を受けてジョンソン首相の支持率はむしろ上がっており、そのような展開に至るよりも3度目の正直で離脱を果たす可能性の方が高そうである。

なお、日銀に関しては引き続き、円高となれば「何もしない」というわけにはいかず、緩和を志向するFRBやECBの動きに日銀も追随せざるを得ないのは間違いない。しかし、前述の通り、日銀は利下げ期待を煽りながらも基本的には現状維持で時間稼ぎをしたいのが本音であろう。そうした思惑は多くの市場参加者が共有するところでもあるため、看板だけでもマイナス金利の深掘りが進めば円を売る動きに勢いが出てくるリスクは僅かながらある。筆者はそのような決定があるとしても100円割れの円高が必要と考えられるが、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展開は警戒したい。金融システムへのダメージが懸念されることから、実際に引き下げた場合は「リスクオフで円高になる」という声もあるのだが、「想定外の日銀緩和で円安」は頭の片隅には置きたいリスクではある。

欧州や中国の復調が噛み合う怖さ

以上が本欄で警戒する円安リスクだが、当然リスクは円高方向にもある。本欄では詳述しないが、筆者は引き続きそちらの方が大きいと感じている。しかし、9月FOMCで半数近くのメンバーが2020年の利上げ軌道への復帰を予見していることを考えると、中国やユーロ圏の復調がうまく噛み合ってくれば伸び切った米国経済の景気循環に配慮せずに利上げという誤った判断が下される恐れはある。米国、中国、欧州が拡張財政路線を検討している以上、そうした展開は懸念する価値があると筆者は考えている。

もっとも、一時的に景況感が改善したとしても、米国の労働市場が完全雇用を概ね達成しており、ここからの改善幅が大きいことは明らかなだ。利上げに転じたとしても、2018年から2019年がそうであったように、再び悲観に引き戻される中で政策金利の予想パスが弱気に振れ、不要な市場変動を引き起こす恐れが大きいと考える。予測期間中において「利上げに復帰する」というようなことがあった場合、それは本欄にとって極めて大きな円安リスクだが、現実的な話とは考えられない。米国が過去最長の景気拡大を更新し続け、失業率がいよいよ3.5%まで下がる中、その「歪（ひずみ）」はそこかしこに現れる可能性があると考えた方がよい。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」という指摘に異論を持つ向きは引き続き少ないだろう。

トランプ政権の先鋭的な保護主義は元より、既に伸び切ってしまった米経済の成長余地を踏まえれば、今後1年については米金利もドルもダウンサイドの方が大きく、ドル/円相場も軟化しやすいとするのがやはり無難な想定と思える。円高方向への感応度は対外純資産構造の変化などに応じて薄れており予測期間中の「水準感」として100円割れを臨む展開が実現するかは微妙な線だが、「方向感」として円高・ドル安を見込む本欄の基本シナリオを変える必要はあるまい。

◆ ユーロ相場の見通し～ECB の運営はラガルド氏に。見どころなど～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～ドラギからラガルドへ。何を見るべきか～》

ラスト・ドラギ、沢山の名場面

10月24日に開催されたドラギ ECB 総裁にとって最後となる政策理事会は無風で幕を閉じた。かつてないほどの内部分裂を招いた 9 月会合を質す記者はやはり多かったが、今回の会見では政策運営の現状や展望よりも、過去を顧みる雰囲気の方がやはり強いように感じられた。中銀総裁として稀代のコミュニケーション巧者だったドラギ総裁の会見はいつも機知に富むものであり、見ていて楽しく、筆者も 8 年間を振り返って非常に感慨深い思いがある。2014 年 7 月に発刊させて頂いた拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』では危機後のドラギ体制が新しいステージに突入していく様子をファンダメンタルズから分析した。その「日本化」問題は以後、解消されるばかりか、むしろ耳目を集めるテーマとして残存している。その後、2017 年に発刊させて頂いた拙著『ECB：組織、戦略から銀行監督まで』ではドラギ総裁会見の名場面を振り返ることに相応の紙幅を割いた。市場参加者として名場面、見どころの多い総裁だったのは間違いない。ドラギ総裁や 2021 年に退任が予定されるメルケル独首相は欧州危機を乗り切った生き字引のような存在であり、こうした政策当局者が徐々に表舞台から去ろうとしていることに 1 つの時代の変わり目を感じる。

ドラギ総裁が着任した 2011 年 11 月、欧州債務危機は文字通り最悪の状況にあり、ギリシャ脱退を契機としたユーロ圏の崩壊・瓦解を信じる向きも相応に存在した。そこで着任後 2 回目となる 12 月 8 日の政策理事会では 36 か月物長期流動性供給 (LTRO) を通じた約 1 兆ユーロの流動性供給を決定し、沈滞ムードを一変させた (ちなみに着任初回の同年 11 月 3 日の政策理事会では利下げしている)。このデビュー戦を契機にドラギマジックというフレーズが生まれた。また、2012 年 7 月のロンドンで行われた講演で「ユーロを守るためならば ECB は何でもやる用意がある (the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro)」と述べたことは、恐らく在任 8 年間で最も有名な一幕だろう。今回の記者会見でもこの頃を振り返って質問する記者もおり、この一件でユーロの救世主となったという解釈が少なくないことを改めて会見で認識した。この「何でもやる」とのスピーチの回答が無制限の国債買い切りを謳って導入されたアウトライト・マネタリー・トランザクション (OMT) であった。実際、この OMT が欧州危機を取り巻く不穏な空気を完全に払拭したことは確かであり、ドラギ総裁自身も 2013 年 6 月 6 日の政策理事会後の会見で「OMT がもたらしたものを振り返った際、近年において採用された金融政策で恐らく最も成功を収めたと言わずにはいられない」と露骨に自画自賛している。特筆すべきは、遂にドラギ総裁の退任に至るまで OMT は 1 度も使われることは無かったという事実だろう。「抜かずの宝刀」を創り出し、市場不安を鎮静化させたことは政策の内容、導入時期、これを伝えるコミュニケーション能力、全てが折り重なった結果ではないかと思われる。確かにドラギ体制における最大の功績と言える。

「ドラギ体制らしい」最後？

マイナス金利や国債購入など ECB にとって初となる各種の非伝統的政策の地平を切り拓いたのもドラギ体制だった。必ず「次の一手」に対するヒントフレーズを使い、コンセンサスを重視した前任のトリシェ元総裁と比べ、機動性を重視し多数決で局面を打開しようとする攻撃的な一面がドラギ体制の特徴でもあったように思われる。それだけに 9 月会合で多くの反対を押し切って量的緩和 (QE、厳密には拡大資産購入プログラム (APP)) の再稼働を決定し、政策理事会にかつてないほどの亀裂を与えたまま総

裁職を退くことになったことは、「ドラギ体制らしい」最後だったとも言える。今回、1人目の質問者からは「仲違いが明るみに出て（総裁職の最後が）汚された（tarnished）と感じているか」との声も上がった。もちろん、答えは「No」であり、あくまで議論の末の意見の相違であって、そのようなことが公になること自体は今回が特別初めてなことではないとドラギ総裁は整理してみせている。また、9月に反対したメンバーからも結束（unity）を求める声上がり、別の反対したメンバーからは「過去は水に流そう（Bygones are bygones）」との声も上がったという。確かにそれは事実なのかもしれないが、会見の場で総裁が分裂を公言するわけにはいかず本音では思う所もあろう。

在任中の回顧：誇りと後悔

今回の会見ではやはり思い出を語らせようとする質問が目立った。例えば在任中の政策運営について「何を後悔し、何を誇りに思っているか」といった最終回ならではの質問がみられた。「一番悔いに残ること（biggest regret）は何ですか」と問われたドラギ総裁は「私は変えられないことには注力せず、これから成し遂げられることにしか注力しない（I always focus on things that can be done, not things that you can't change）」と一蹴しているが、別の記者が今年5月末に退任したプラート ECB 理事（チーフエコノミスト）が正常化を成し遂げられなかったことに遺憾の意を表明していたことを引用し、同じ状況にあるドラギ総裁はどう思うかと尋ねた時にはやや残念そうな様子も見受けられた。やはり2017年以降で進めてきた正常化プロセスが状況の急変によって再修正せざるを得なかったことは思い残すことがあろう。結局、2011年11月に着任して以降、2017～18年という一時的な時期を除けば、ドラギ総裁は基本的に危機対応に迫られ、そのまま退任を迎えることになった。

また、そのことが緩和策に必要性を感じな

いドイツとの溝を作り、その溝は8年間で結局埋まることは無く、深く、広がるばかりだった。振り返れば、ウェーバー元独連銀総裁にシュタルク元 ECB 理事、そして今月末で退任するラウテンシュレーガー ECB 理事など、ドラギ体制で導入された緩和策に抗議して途中辞任した（と言われる）ドイツ人高官はこの10年で3人もいる。金融市場では大騒ぎされていないものの、任期8年の役職でこのような



ことが起こっているのは、やはり異様であり、ドラギ総裁とドイツ人高官の間には常に難しい事情が横たわっていた。今回の会見でも「ようやくドイツ（フランクフルト）を出られるが、辛辣な意見を向けてきたドイツに何か最後に一言言うことはありますか」との質問が出たくらいだ。しかし、ドラギ総裁からすれば「時代が悪かった」という思いもあろう。誰が総裁になろうと、ECBでは南欧を中心として緩和を求める「数の力」には勝てなかったはずだ。そうした無理を通してきたにも拘らず、ECBが重視してきた市場ベースのインフレ期待が完全に腰折れしてしまったまま退任することは、口に出さないまでも、無念に思うところであろう（図）。

片や、「後悔はないとのことですが、誇りに思うことを1つ教えてくださいませんか」との質問には「特にこれといったはないが、もし1つだけ誇りに思うことがあるとすれば、政策理事会と私自身が常時、責

務 (mandate) を追求してきたことは誇りに思う。これは我々が集団として本当に、本当に誇りに思っている。決して諦めないこと (never give up)。これがある意味で我々の財産 (legacy) の一部だ」と熱っぽく語っている。今回の政策理事会について主要メディアのヘッドラインにも「諦めるな」が使われていた。最後の記者会見における一番の見どころだったかもしれない。ちなみに今会合は議論へ参加しなかったものの、次期総裁であるラガルド氏が政策理事会に出席していた。彼女への助言をあるかと尋ねる記者も現れ、とりわけ（ドラギ総裁のようにならないように）ドイツに配慮すべきだと思うかと踏み込んだ質問も見られた。これに対しては「必要ない。彼女はやらねばならぬことを完璧に理解している」とこも言質を与えることはなかった。

「妻に聞いて」、ドラギ総裁らしい一幕

ECB 総裁退任後について尋ねる質問も複数見られた。ドラギ総裁の実績とタレント性を考えれば当然関心の高いところであり、一時はラガルド氏とのスイッチ人事（つまりラガルド ECB 総裁、ドラギ IMF 専務理事という人事）という観測もあった。この点、前任のトリシェ元 ECB 総裁は退任時、「4 人の子供がいるので、彼らの面倒を見て、詩でも読みたい」と述べたことや、ラガルド氏の場合は IMF 専務理事の退任時に「おばあちゃんになる (I will be a grandmother)」と述べたことが引き合いに出され、将来はどうするのかという質問がやはり出た。実際、ドラギ総裁に関してはイタリア大統領を筆頭に母国での政治的ポストに任用される可能性が噂されている。しかし、ドラギ総裁は「分からない。詳しい話は妻に聞いてくれ。妻の方がよく知っているだろう」と答えをはぐらかした。この辺り、常にユーモアを織り交ぜようとする「ドラギらしさ」が最後まで滲み出ていた会見だったように感じられた。

いずれにせよ機知に富み、市場期待と向き合ってきたドラギ総裁の抜けた穴は小さいものではなく、まずはその政策運営が作った大きな「溝」をラガルド新総裁がどのように埋めて行くのが注目される。元より調整能力に定評があるだけにこのタイミングでの登板は最善なのかもしれない。ラガルド氏も、また、冒頭で述べたドラギ総裁やメルケル独首相と同様、IMF のトップとして「欧州危機を乗り切った政策当局者」の 1 人であり、危機の生き字引である。その意味でドラギ総裁とは同格の人選と見ることもできる。ラガルド体制の見どころは別途、論じたい。とにかくドラギ総裁はユーロ圏に危機対応の枠組みが全くない空手 (からて) の状態で金融危機や債務危機に直面し、あらゆることをゼロベースで考えねばならなかった。そのような経緯を思うと、会見中に発した「諦めるな」というフレーズは本当に重いものであるように感じた。ラガルド氏へのエールでもあったかもしれない。いずれにせよドラギ総裁に対しては、本当にお疲れさまでした、と言いたい気持ちである。

ラガルド新 ECB 総裁を巡る 3 つの論点

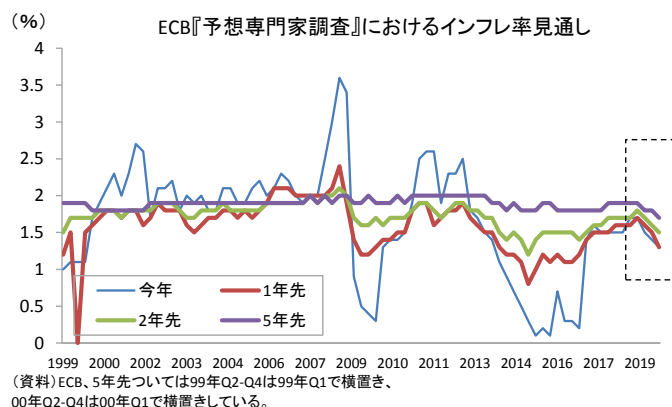
ところで、ラガルド総裁就任の節目を捉え、今後 ECB に絡んで話題となりそうな論点を 3 つほど挙げておきたい。大まかに①ECB の目標設定見直し、②「次の一手」は何か、③内部分裂をまとめられるか、である。まず、①ECB の目標設定見直しは地味ながら非常に重要な論点であり、恐らくラガルド体制が最初に着手する大事業になると考えられる。現在の ECB の物価安定の定義は「中期的に 2%未満であるがその近辺(below, but close to, 2% over the medium term)」であり、このフレーズは市場参加者の中では比較的な有名なものとして知られている。これは色々解釈のあるフレーズだが、「2%未満であるがその近辺」と「2%」よりもやや控えめな表現にしていることがポイントである。この背景にはあくまで

「物価は上昇するもの」という警戒感がある。金融危機前の世界ではこうした問題意識がマッチする状況が確かにあった。だが、周知の通り、今や先進国を中心として「物価はなかなか上昇しないもの」という問題意識に切り替わりつつある。物価を「2%未満であるがその近辺」に抑制しようというような表現は時代に即しているとはいいがたいだろう。

とりわけ過去5年においてユーロ圏では「日本化」というフレーズが跋扈するようになっており、「上がらない物価」が大きなテーマとなっている。インフレ率に関し、「実績」の冴えない動きも続いているが、特に悲惨なのはインフレ「期待」の動きである。ECBはインフレ期待を捕捉する指標として伝統的に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）に注目しているが、再三の緩和策にも拘らず浮揚のきっかけが掴めていない。ECBはそのような表現を嫌うがもはや腰折れしたといっても差し支えないだろう。ちなみにこうした市場ベースのインフレ期待のみならず、調査ベースのインフレ期待も屈折し始めていることが現在のECBでは問題になっている（この点はドラギ総裁が会見で何度か言及している）。確かにECBが四半期に一度公表する『予想専門家調査（Survey of Professional Forecasters）』によれば、やはり2013年以降、比較的安定推移する傾向の強い5年先のインフレ期待を含め、明らかに変動が生じている様子が窺える（図）。5年先のインフレ期待に関し連続的な起伏が生じるのは金融危機や欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた2007～2010年以来である。

2%未満に照準を当てるような現状の物価安定の定義では、あたかも「インフレ率が2%に接近してきた場合、これを上限と見なして金融引き締めに移る」という印象を持たれかねない。その一方で、2%を下回る局面ではこれを容認するような印象も持たれる可能性が残る。こうした「2%」を挟んだ非対称性こそ、ユーロ圏のインフレ期待を下振れさせている一因ではないかというのが今年に入ってからECBが最も気にしている論点の1つである。この点、ドラギECB総裁は6月に開催されたECB年次総会場で「物価目標の対称性を明確化すること（clarifying the symmetry of our aim）」の重要性に言及し、その後の政策理事会でも、あくまでECBは物価目標に関して対称性を意識していると強調している。だが、肝心要の物価安定の定義が「2%未満であるがその近辺」との表現で据え置かれているため、ここにコミュニケーションの混線が生じやすい状況が放置されているのだ。

かかる状況下、ラガルド体制ではいよいよ「中期的に2%未満であるがその近辺」を修正する作業に入る可能性がある。ECBが現行表現に修正したのは2003年5月8日の政策理事会であり、これも金融政策戦略の徹底的な評価（a thorough evaluation）を行った上での決断だった。今回も修正をするのであれば、相応の作業と時間を要するだろう。物価安定の定義は組織のミッションに係る重要な論点であるため、軽々に変えるわけにはいかないのである。だからこそ、終わりの近いドラギ体制では玉虫色の対応で乗り切り、ラガルド体制に託したのだと考えられる。ラガルド総裁を待ち受ける最も重要な作業の1つと筆者は見ている。



②「次の一手」は何か

上記の議論を中・長期的な論点とすれば、残り2点は、短期的な論点だ。市場参加者の関心が高いのは②「次の一手」は何かだろう。とりわけ政策金利と量的緩和（QE）の行方には注目が集まる。まずは政策金利。本稿執筆時点でECBの政策金利である預金ファシリティ金利は▲0.50%まで引き下げられている。同時に「所要準備の6倍までの残高」についてはマイナス金利の適用除外とする階層化システムも導入しており、マイナス金利が銀行部門にもたらす副作用の軽減にも配慮して見せた。この階層化システム導入によって、ECBはさらなる利下げ余地を確保できたとの論評は多く、追加利下げを見込む向きもある。率直に言って「利下げの影響を押さえながら利下げする」という政策に（通貨安以外の）どういった積極的な意味があるのか筆者には分からないが、世界的にこのような流れになってきているのは確かであり、スイスも同様の動きを見せている。そのほかにもデンマークやスウェーデンなど、マイナス金利の先進地域である欧州では抵抗なくこのような政策が取り続ける可能性がある。

一方、拡大資産購入プログラム（APP）は9月12日の政策理事会で、大方の予想を裏切って再稼働が決定された（これがかつてないほどの内部分裂を招いていることは後述する）。本稿執筆時点では11月1日以降、次の利上げが行われる直前まで月間200億ユーロのペースで実施されることになっている。2018年12月に終了させてから僅か11か月で再稼働に踏み切っている。しかし、主要な加盟国の国債の多くがマイナス圏に水没している以上、「量」を追求し続けるには、購入ルールの抜本的な見直しが必要になるだろう。なお、同日の政策理事会では、APP再稼働のほか、追加利下げ、階層化システム導入、ターゲット型長期流動性供給第3弾（TLTRO3）の基準緩和など、多くのカードを「全部出し」して見せた。これはドラギ総裁がラガルド新総裁を慮って「先に決めてあげた」という見立てが多い。市場参加者もこれを認識しており、もはやECBは手を出し尽くしてしまったとの見立ては多い。結果的に、ラガルド体制に対し「次は何か出来るのか」という要らぬ視線が残ってしまった印象もあり、ドラギ体制によるやや過保護な対応だったようにも感じられる。

③内部分裂の修復

この過保護な対応が深刻な③内部分裂を引き起こしており、ラガルド総裁はいきなり政策理事会が不和を抱えた状態から運営を切り盛りすることになる。9月25日、ECBはドイツ出身のラウテンシュレーガー理事が2022年1月の任期満了を待たず、10月末に退任すると発表した。理由は明らかにされていないが、無理やりAPPの再稼働に踏み切ったことへの抗議辞任と解釈する向きが多い。こうした抗議辞任に象徴される「ドイツの乱」は最近10年では3回目であり、2011年9月にはシュタルク理事が証券市場プログラム（SMP）再開へ抗議辞任し、その7か月前の同年2月にはウェーバー独連銀総裁（当時）も同様の理由で任期途中での辞任を表明した。

ラウテンシュレーガー理事の辞任が今後の政策運営を左右することはないだろうが、その影響は小さいものでもないと考えられる。確かに、2011年にシュタルク理事やウェーバー総裁が辞任した際、政策運営に大きな影響は見られなかった。しかし、これは欧州債務危機の最中でドイツだけが孤立していたからである。追従するものがなければ影響は小さい。だが、現状はフランス、オランダ、オーストリア、エストニアなどのメンバーも反対に回っていると言われている。それでも南欧を中心とする「数の力」には劣るが、ドイツだけが孤立していた過去の分裂よりも危機感を持って接する事態になっている可能性は高い。かかる状況下、ラガルド新総裁はドラギ総裁がやっていたような「迅速性を重視し多数決で突

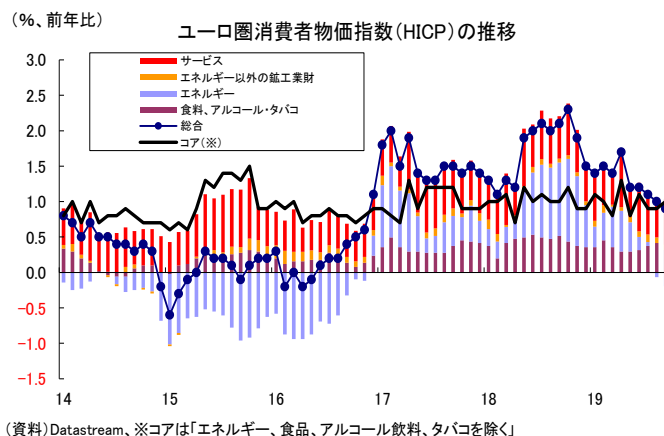
破」というような政策運営はやりにくくなっていると予想される。市場の耳目を集めやすい派手な立ち回りは当面、ラガルド体制の下では控えられる可能性が高い。しかし、欧州債務危機を IMF 専務理事として乗り切ったラガルド総裁は調整能力に長けているとの人物評が多く見られる。その意味で壊れかけた政策理事会にとっては最も必要なタイミングで最も必要な人材が投入されたと見ることもできるかもしれない。まずはデビュー戦となる 12 月 12 日の政策理事会の記者会見が今から楽しみである

《ユーロ圏物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期なのか？～》

不安よぎるユーロ圏の物価情勢

9 月は米経済指標の悪化が耳目を集めたが、欧州からも無視できない計数が発表されている。とりわけ ECB の「次の一手」ひいては断続的に物議を醸している日本化の可能性を巡っては物価情勢から目が離せない。ユーロ圏 9 月消費者物価指数（HICP、速報値）が公表されている。総合ベースでは前年比+0.9%、コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ）では同+1.0%とほぼ市場予想通りではあったが、総合とコアの伸び率が逆転していること

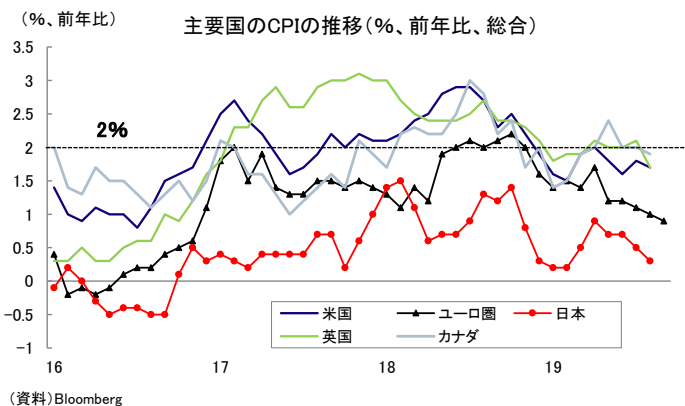
からもわかるようにやはりエネルギー価格の反動は大きい。また、総合の伸び率としては 2016 年 11 月以来、約 3 年ぶりの低いものであることに留意する必要がある。とはいえ、日本化というフレーズも交錯していた 2014～16 年と比べると 2017 年以降は物価の切り上げに成功しているようにも見受けられ、しかもこれらの期間を通じてコアベースの物価はほぼ同+1.0%前後で安定しているという特徴も指摘できるだろう。上述した通り、APP の再稼働を契機として ECB の分裂懸念が強まっているが、確かに物価情勢だけを勘案すれば APP を再開するような状況とは言えない（元々 APP はデフレ懸念払拭を目的として 2015 年 1 月に決定した枠組みである）。



「実績」と「期待」の捻じれ

だが一方、日本の経験を踏まえれば、現実の物価情勢もさることながら経済主体が抱くインフレ期待が腰折れした場合の粘着性の強さは相当厄介なことで知られている。前述した通り、この点、ユーロ圏の物価情勢はインフレ期待の屈折が見られるなどかなり危うい。このような状況を（将来的なデフレに直結するという意味で）深刻に評価すれば APP を再開する意図も分からなくはない。ユーロ圏の物価情勢を巡っては「実績」と「期待」の間で「捻じれ」

が生じていることは確かである。とはいえ、「実績」はデフレ懸念が薄くなったというだけでディスイン



フレ状況にあることは間違いない。ECB が目標（正確には参照値）として設定する前年比+2%から見れば伸び率は半分程度であり、追加緩和策が検討されること自体に大きな違和感はない。

周知の通り、世界的に物価の騰勢は押えられる潮流にあり、例えば消費者物価指数（CPI、総合ベース）が安定的に前年比で+2%を超えている国・地域は稀である。前述の通り、ユーロ圏 HICP はそれほど大崩れしているというわけではなく、現時点で日本化と断じるような状況とは言えない。だが、前頁図に示されるように、大まかに分けて①「2%以下だがその近辺で推移する英国や米国」、②「0.5%未満が続く日本」、そしてその間の③「1%近辺で推移するユーロ圏」という 3 グループに分かれている実情は念頭に置いてもいいかもしれない。言うまでもなく危機前は①と②のグループしかなかったことを思えば、ユーロ圏は今、「日本化の過渡期」という評価も可能ではないか。

みずほマーケット・トピック 2019 年 8 月 15 日号『ドイツに引きずられるユーロ圏経済』ではユーロ圏のフィリップス曲線が徐々に、しかし確実に下方シフトしている（失業率は改善しても物価が停滞する）現状を指摘したが、世界的にユーロ圏の HICP の劣後感が目立ち始めている事実とはこれと相通じるものと考えられる。いずれにせよ、ユーロ圏の物価情勢は実績面で見れば日本ほどの落ち込みにはなっていないものの、期待の腰折れ感は明らかに強まっており、米国や英国に対してははっきりと劣後し始めているという事実は域内経済の先行きを検討する上でも重要な現状認識になると考えたい。

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。