

中期為替相場見通し

2019年11月29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～円高予想の誤算はどこにあったか～

ドル/円相場に対する基本認識～円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み～ P.3

米金融政策の現状と展望～「株価の虜」と「予防的緩和」～ P.7

メインシナリオへのリスク点検～「ツケ」が怖い 2020 年～ P.10

◆ ユーロ相場の見通し～欧州経済の「弱さ」の源泉はどこにあるのか～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～ラガルド新総裁、最初のミッションは「結束 (unity)」の演出～ P.13

ユーロ圏物価情勢の現状と展望～ドイツ経済は底打ちしたのか？～ P.14

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

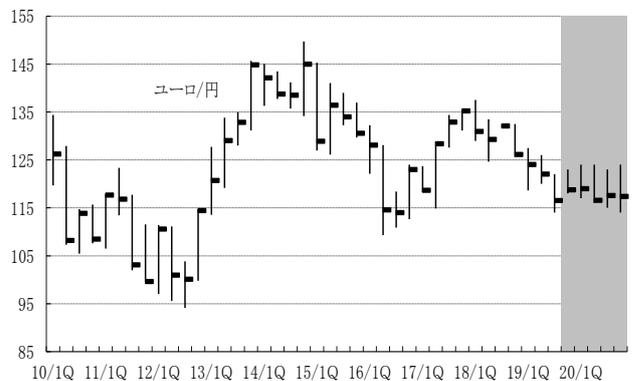
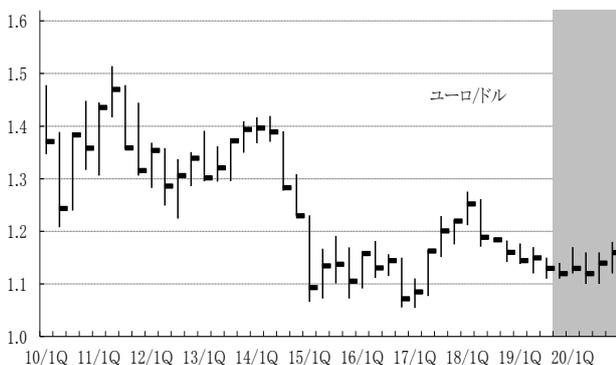
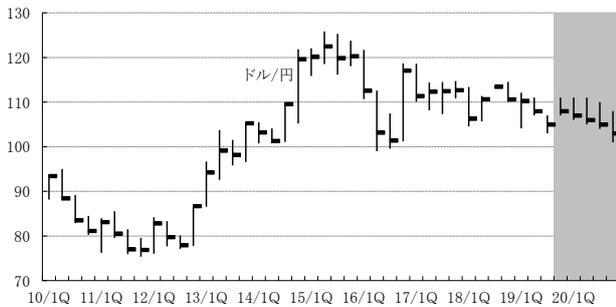
11月のドル/円相場も動意に欠く時間帯が続いた。米中貿易戦争を巡るヘッドラインに右往左往する展開には辟易とさせられるが、覇権争いという大きなテーマが裏にあることを思えば、トランプ政権は2020年も「生かさず殺さず」の立場を取らるだろう。政治的緊張感が和らぐ中、FRBに押し掛かっていた利下げ期待も後退しており、FRB高官からは利下げ休止を示唆する情報発信が相次いでいる。また、ISM景気指数やPMIに底打ちの機運が見られることも米金利やドル/円の堅調を支えていく可能性を感じる。だが、「利下げ休止」は「利上げ転換」とは異なる。政治的圧力の存在、「ドル化した世界」という難しさ、米国でも上がらない物価などの事実を考慮すれば、2020年のFRBは「良くて現状維持、場合により追加緩和」が関の山ではないか。結果、米金利も今年ほど動意を見出せない可能性がある。ちなみに2019年は「円高が進まなかった」わけではなく、実効ベースでははっきりと円高になっている。「円もドルも買われる」という状況下、ドル/円相場が大きく下がるのは難しかったという話であって、「円が買われなくなった」わけではない。「米金利が上を目指せないのであればドル/円も上を目指せない」というごく自然な前提をベースとして、引き続き本欄では下方リスクを大きく見積もる立場を続けたい。

片や、ユーロ相場もレンジ取引が続いている。▲0.50%という大幅なマイナス金利が継続する一方、世界最大の経常黒字は健在というファンダメンタルズを反映した結果とも言えるかもしれない。ユーロを巡っては政策理事会の仲違いとその修復に尽くすラガルド ECB 新総裁という論点が頻繁に取り沙汰されている。実際、9月に決定された包括緩和パッケージのもたらした亀裂は小さなものではなく、この修復なくして新体制は先には進めないであろうし、修復したところで前ドラギ体制のような多数決を主軸とする機動的な政策運営は難しくなっていると推測する。こうした状況は政策対応の初動の遅れに繋がりがねず、為替市場ではユーロの催促売りに繋がりがやすいと懸念する。片や、18～19年の域内経済は十分な調整を経験しており、ここからさらに沈むよりは循環的な回復を想定すべきという考え方もあろう。域内景気の底打ち、金融緩和の出尽しが見込まれる一方、高止まりを続けるドル相場下落が実現すれば、ユーロ相場が上値を狙うチャンスはあると考えている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～11月(実績)	12月	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 (109.51)	107 ～ 111 (108)	106 ～ 111 (107)	105 ～ 111 (106)	104 ～ 110 (105)	101 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.0879 ～ 1.1570 (1.1010)	1.09 ～ 1.12 (1.10)	1.10 ～ 1.15 (1.11)	1.08 ～ 1.14 (1.10)	1.08 ～ 1.14 (1.12)	1.10 ～ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	115.87 ～ 127.50 (120.59)	118 ～ 123 (119)	117 ～ 124 (119)	116 ～ 124 (117)	115 ～ 123 (118)	114 ～ 124 (117)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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～円高予想の誤算はどこにあったか～

《ドル/円相場に対する基本認識～円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み～》

明確化する日本円と東京の不人気

今年も残すところあと1か月となったが、ドル/円相場はやはり年初からのレンジ(8.30円)を抜け出せておらず「2年連続での史上最小値幅を更新」という結末が現実味を帯びている。こうした動意の無さは「売り買いが拮抗している」ことの結果という説もあれば、AI(人工知能)による高速売買で値幅が狭くなっているという説もあり、本当のところは分からない。しかし、1つの考え方としてそもそも「人気が無い」ことの結果ではないかという説もある。これは今年9月に発表された国際決済銀行(BIS)による3年に1度の外為調査『Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover』をみれば、恐らく真実に思えてくる。同調査では日本円(以下単に円)の凋落がはっきりと浮き彫りにされている。

通貨別の取引高シェアを見ると、円の取引シェアは今回調査で8.4%と過去5回分(15年分)の調査で最低を記録している。ちなみに取引シェア上位4通貨は米ドルを除けば15年前の調査(2004年)から比較すればシェアは落としているが、前回調査(2016年)からシェアを落としたのは円だけである(図)。通貨ペアで見てもトップのユーロ/ドルが23.1%から24.0%に上昇しているのに対し、これに次ぐドル/円は17.8%から13.2%へ幅を持ってシェアを落としている。そのほか3位のポンド/米ドルが9.3%から9.6%へ、4位の米ドル/豪ドルが5.2%から5.4%へ、5位の米ドル/カナダドルが4.3%から4.4%へ、6位の米ドル/人民元も3.8%から4.1%へ上昇している。ようやく7位の米ドル/スイスフランになると3.6%から3.5%へ低下しているが、その低下幅は日本円のそれに比べれば小さなものだ。やはり「円離れ」の機運は感じざるを得ない。そもそも東京市場の地位が落ちているという事実も見逃せない。取引時間帯や言語の問題など解決が難しい論点が指摘されているが、後述するように、やはり取引の主役になるはずの円に全くテーマ性が感じられなくなっていることも影響しているだろう。15年前にシェア8.0%で世界第三位の為替市場だった東京の地位は2019年時点で4.5%の5位まで落ち込んでいる。文字通り、地盤沈下であり、シンガポールや香港の後塵を拝している(図)。

もちろん、こうした傾向が次回や次々回の調査と続くどうかは定かではないが、2016年から2019年にかけて為替市場全体の取引が5.10兆ドルから6.59兆ドルへと約+30%も増えているにもかかわらず、円や東京市場の存在感は低下していることは相応の深刻さを孕んでいるように思える。よほど「面白くない通貨ペア」と思われているのだろうと想像される。

主要通貨の取扱高(過去15年間の推移)

	2004年	2016年	2019年	15年間の 変化 (%pts)	3年間の 変化 (%pts)
USD	44.0	43.8	44.2	0.1	0.4
EUR	18.7	15.7	16.2	-2.6	0.4
JPY	10.4	10.8	8.4	-2.0	-2.4
GBP	8.3	6.4	6.4	-1.9	0.0
AUD	3.0	3.5	3.4	0.4	-0.1
CAD	2.1	2.6	2.5	0.4	-0.0
CHF	3.0	2.4	2.5	-0.5	0.1
CNY	0.1	2.0	2.2	2.1	0.2
HKD	0.9	0.9	1.8	0.9	0.9
NZD	0.6	1.1	1.1	0.5	0.0

(資料)BIS、各年4月の平均日次取扱高を調査したもの

為替取扱高(地域別のシェア)

	2004年	2016年	2019年	2004年順位	2019年順位
英国	32.0	36.9	43.1	1位	1位
米国	19.1	19.5	16.5	2位	2位
シンガポール	5.1	7.9	7.6	4位	3位
香港	4.1	6.7	7.6	5位	4位
日本	8.0	6.1	4.5	3位	5位
スイス	3.3	2.4	3.3	6位	6位

(資料)BIS、各年4月の平均日次取扱高を調査したもの

「動かない→儲からない→取引しない→動かない」の悪循環

今回の BIS 調査ではこうした円の不人気について「大部分は重要なドル/円ペアの低ボラティリティーによるもの」と分析している。確かに、ドル/円以外のユーロ/円や豪ドル/円といった主要なクロス円通貨の取引は過去 3 年で増えており、ドル/円の不人気は円全体の不人気を象徴していることが分かる。また、円全体の取引高からすれば小さな存在だが、証拠金取引を好む個人投資家が好みやすい高金利通貨を対象とする取引も世界平均を超えるペースで増えている。例えばトルコリラや南アフリカ、ブラジルレアルといった通貨であり、これら 3 通貨を対象とした円取引の平均取引高（日次）が「2016 年の 70 億ドルから 2019 年は 120 億ドルと約 2 倍へ膨らんでいる」と BIS 調査では指摘されている。今や個人投資家でも多くの取引通貨を選択可能な時代になったため、こうした動きは必然と考えるべきなのだろう。

「短期で手っ取り早く儲けたい」という誘因が強そうな個人投資家がわざわざ「動かない通貨ペア」を選ぶ理由は無い。こうした BIS 調査の結果を見る限り、近年のドル/円相場が極小レンジに収まっている背景には「相場のアヤを取りにくいドル/円ペアではなく、もっと派手な動きをする通貨ペアが良い」という投資家の思いが反映されている可能性が推測され、端的に言えば「ドル/円相場は動かなくてつまらない」という思いの結果ではないかと思えてくる。

もちろん、「何故、動かなくなったのか」という根本的原因を究明すべきではあるが、「動かないから儲からない。儲からないから取引しない。取引しないから動かない」という悪循環に嵌まっており、ドル/円相場を突き動かす起爆剤でもない限り、現状が容易には変わらなそうだという認識は持ちたい。動かなくなった根本的原因としては、①そもそも円（≒日本経済≒アベノミクス）にテーマ性がない、②基礎的需給が拮抗しており振れが構造的に出にくい、③金利が消滅している通貨を触る理由が無いなどあるうが、正解は分からない。しかし、いずれにせよ上述したような悪循環が作用している可能性は相当に高そうではある。なお、調査対象となった今年 4 月はとりわけ動意に乏しい時期だったものの、冒頭述べたように、結局は史上最小レンジという状況が足許で変わっているわけではないため、恐らく他の月で調査をしても結果に大差はあるまい。また、「動かない理由」を分析したところで今後の論点が米経済、ひいては米金利の行方にあることは変わりない。為替市場における「円の不人気」は覆い難い事実になりつつあるが、「なかなか円高にならない」ことをもって先行きのアップサイドリスクを殊更クローズアップしようとするのは危うい想定である。世界的に物価が上がりづらくなっており、それゆえに中央銀行が利上げを検討しづらくなっている情勢は何ら変わっていないという認識は持っておきたい。

円高予想の誤算

米株が断続的に史上最高値をつけ、米金利も上昇基調にある中、今後 1 年間のドル高相場をメインシナリオとする向きも増えてきそうである。実際、ISM 景気指数の底打ち機運などを見ると、そのようなシナリオも検討に値する。また、グローバルに製造業 PMI を見ても、米中の持ち直しが見て取れる。昨年来、これほど製造業のセンチメントが悪化し、米金利も過去 1 年で半分以下（2018 年 10 月の 3.2%から 2019 年 9 月には

円高が進まなくなった理由は・・・

本邦対外純資産構造の変化

- 証券投資から直接投資へ。直接投資の還流は少ない。

相対的に高水準の米金利

- 大きく下がっても、欧州や日本の金利は水没している。

震源地が米国ではなかった

- 18年末からの減速は中国と欧州によるもの。

(資料)筆者作成

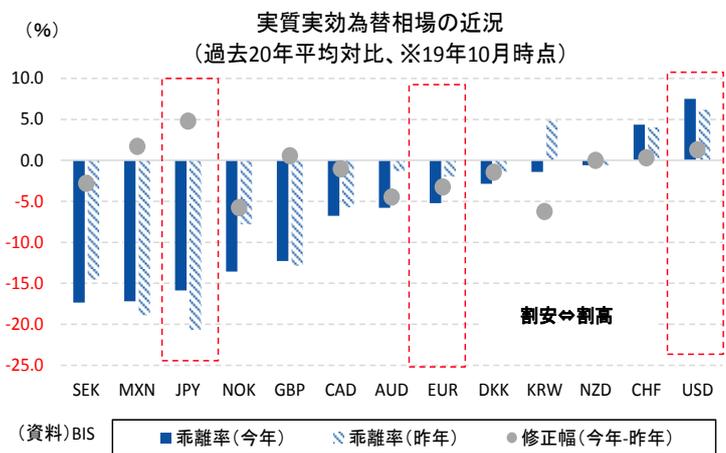
1.4%まで低下) となったにもかかわらず、ドル/円相場はその過程で 104 円台までしか下がらなかった。世界経済の減速、これに応じた FOMC のハト派傾斜、その結果としての米金利低下...いずれも本欄で想定してきたメインシナリオだが、ドル/円相場の異常な底堅さだけは誤算であったとしか言いようがない。その理由は判然としないが (前頁表)、かねてより論じているように対外純資産構成の変化 (対外証券投資の相対的な減少、対外直接投資の相対的增加) はほぼ確実に寄与しているだろう。その上で、先進各国の金利が水没する中でも米金利水準が高かったこともドル (円) 相場を支えた疑いは強い。また、昨年来の世界経済減速をもたらしている震源地が中国やこれに引きずられているユーロ圏であって、米国の傷はそもそも浅かったというのもドル売りが進まなかった理由かもしれない。

いずれにせよ、企業部門の大幅なセンチメント悪化とこれに伴う米金利の急低下をもってしてもドル/円相場が下値を攻め切れなかったことの意味は小さくない。既に、センチメントの底打ちが見えてきていることを考えると、2020 年以降のドル/円相場にアップサイドリスクも視野に入る。

「円高が進まなかった」のではなく「ドル安が進まなかった」

しかし、アップサイドリスクの存在を認めつつも、せいぜい今年年初来高値 (112.40 円) 付近が関の山にも思われる。2019 年は「円高が進まなかった」わけではなく、「ドル安が進まなかった」というのが正確な理解である。実質実効為替相場 (REER) を見ると、円は年初来で+1.3%、前年比では+3.8%と相応に上昇しており、今年が「円高の年」であったことは間違いない。だが、ドルの REER も年初来で+2.1%、前年比では+1.3%と上昇している。

「円も買われるがドルも買われる」という状況下、ドル/円相場が大きく下がるのは難しかったという話であって、「円が買われなくなった」わけではない。図示されるように、過去 1 年の REER の動きを見る限り、主要通貨の中で REER がはっきりと上昇したのは円そしてドルくらいなので、ドル/円相場の膠着は両者「相打ち」の結果という側面もある。もっとも、上述したように、そもそも円ひいては日本経済への投資家からの関心が薄れており、円の取引量自体が細っているという由々しき事態も直視する必要はある。片や、ユーロの REER は年初来で▲0.8%、前年比では▲3.6%とはっきり下落している。日米欧三極で最弱のファンダメンタルズがはっきり出ていると言えるだろう。



とはいえ、「ドル化した世界」は健在

しかし、米景気がこのまま再拡大の局面に入り、米金利の上昇に追随してドル/円相場が続伸するという展開があり得るのか。それもまた難易度が高いシナリオと考えられる (次頁表)。繰り返し言われてきているように、金融市場にとって最大のリスクである米中貿易戦争はもはや通商問題の枠を超えた覇権争いの様相を呈しており、早期解決を期待するものではない。トランプ大統領の一挙手一投足で明暗が目まぐるしく切り替わる状況は何も変わっておらず、足許では「明」の状況に偏っているだけとも考えら

れる。既報の通り、トランプ米大統領は米中貿易交渉に関して予断を許さない発言を繰り返しており、状況はいつでも「暗」の方に転び得ると構えておかねばならない。また、確かに10月FOMCでは「利下げ休止」が示唆されたが、だからといって「利上げ転換」に至る見通しが立っているわけではない。ましてECBや日銀が正常化に目を向けることも全く考えられない。こうした現状を踏まえれば、各国金利の上昇を前提に見通しを作ることも危ういというのが筆者の基本認識である。

米金利上昇を想定する上で思い返したいのは「ドル化した世界」という論点だ。2017～2018年で見たように「ドル化した世界」では米金利が上がれば新興国・地域を中心に資本流出が促され、国際金融市場が揺らぐことになる。2018年に何度も目にしたが、米金利が上がればまず米株式市場の動揺を誘う。その転換点は米10年金利で3.0%前後であったというのが経験則だ。株価下落は逆資産効果を通じて米国経済の消費・投資意欲を削ぐというのが当

時、最も懸念された経路である（結局FRBがハト派に急旋回し、株価が持ち直したのでそのような展開は回避されている）。重要なことは米金利上昇の影響はそうした米国内への影響にとどまらず、海外にも及ぶということである。端的には、米金利が上がった場合、新興国・地域は資本流出を抑えるための自衛的な利上げに追い込まれ、結果として当該国・地域の消費・投資意欲が毀損する展開が懸念される。2018年後半以降の世界経済減速にはそのような側面もあった。図示されるように、リーマンショック後、新興国は企業部門を中心として債務を積み上げてきた。米金利やドルが上昇すれば、外貨としてドルを借り入れている国の負担感が当然増す。今後、米金利が再び上昇してくれば、同様の問題が浮上するはずだ。

要するに、FF金利は世界の資本コストであり、FRBは世界の中央銀行であるという理解と共に米金利や世界経済を展望する必要があるということだ。それゆえに米金利の上昇は米国が如何に好調であろうと、緩やかにしか進まないというのが今の世界経済の現状と考えられる。

残念ながら2020年もレンジ相場なのか？

もちろん、大統領選挙を控えた政権を尻目に利上げ軌道に復帰するという政治的な難しさも残るだろう。再選に意欲を見せるトランプ大統領は激しい口調になるであろうし、1年前に話題となったような更迭というフレーズも飛び交う恐れもある。とすれば、国内外の経済・金融情勢に加え、そうした国内政治情勢も勘案すれば、2020年のFRBの政策運営は「現状維持」を1つの目標とするのではないか。市場参加者としては非常に苦痛な状況（实体经济にとっては非常に好ましい状況）だが、米金利の方向感が出

円安が考えにくい理由は・・・

「ドル化した世界」という問題

- 米金利上昇に世界(≒新興国)は耐えられない。

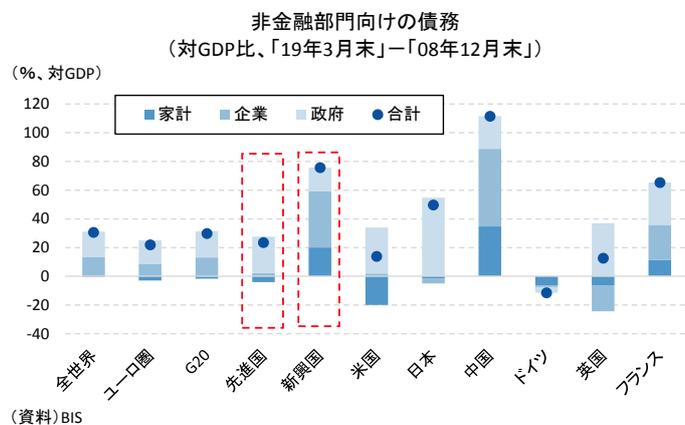
米中貿易戦争は半永久的な問題

- 部分合意を繰り返したところで覇権争いは終わらない。

物価が上がらなくなっている問題

- 米国と言えども2%到達が難しい情勢。

(資料)筆者作成



ない以上、2020年のドル/円相場までもレンジ相場に収束する可能性が高まっているように感じられる。

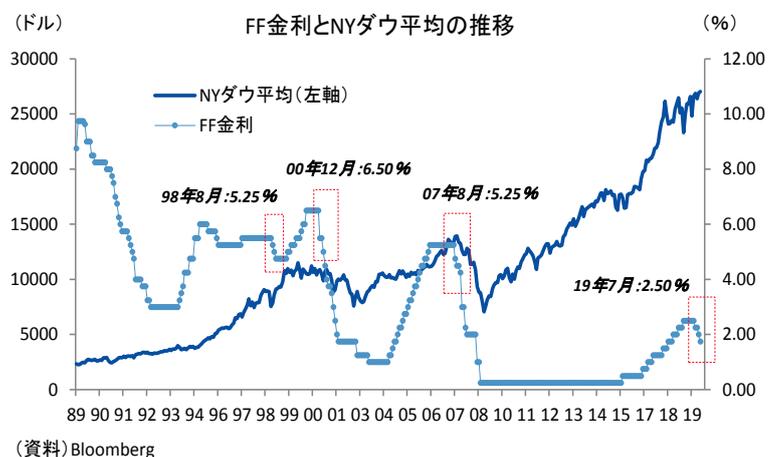
しかし、「金利を低位安定させることで株価を維持する」という現状はいつまでも続けられない。過去1年の減速局面（FRBの言葉を借りれば mid-cycle adjustment）では 75bps の糊代を使わされたが、このような局面を繰り返し、政策金利がゼロに接近してくれば株価の下支えも難しくなる。そのことが意識された時に株価を筆頭とする資産価格が大崩れすることは考えられる。それが大統領選の年に起きる可能性は高く無さそうではあるが、十分警戒に値するシナリオである。

《米金融政策の現状と展望～「株価の虜」と「予防的緩和」～》

予防的緩和は奏功したのか

11月の米国株式市場では主要3株価指数が最高値を断続的に更新した。米中通商合意を巡り楽観論が浮上したことが追い風となったという解説がもっぱらである。仮に部分合意の成立を前提としたとしても、これほどリスク許容度を改善させていいものだろうかという疑義は抱かれるが、このままでいけば「FRBの予防的緩和は成功」という整理で終わりそうな雰囲気である。

しかし、それほど単純な話なのだろうか。少なくとも前回の利下げ局面が始まる直前の2007年8月時点でFF金利は525bpsあった。ちなみにその前のITバブル崩壊を受けた利下げ局面が始まる直前の2000年12月には650bpsもあった。今回（2019年7月）は250bpsしかなく、現在は3回の利下げを経て175bpsだ（ターゲットレンジの上限を参照としている、図）。「次の一手」として利上げ復帰を見込



む向きは殆どおらず、「如何にして追加利下げを回避するか」という市場の思惑が強そうなことに鑑みれば、次の利下げは175bpsからスタートすることになるのだろうか。先進国で最も手札があると思われるFRBも徐々に、しかし確実にその手札を奪われているという事実には目を向けておきたいところである。目先の株高に目を奪われると重要な事実を見失ってしまう。

2018～19年のFRBの政策運営は「4回利上げして3回利下げする」という金利操作に終始した。少なくとも1年前の今頃に威勢を放っていた正常化プロセスの正当性はかなり怪しいものだったと言わざるを得ない。金融市場は目先の状況（とりわけ株価の仕上がり）に支配されやすい。そのため史上最高値を断続的に更新しているムードを根拠に「予防的緩和は奏功した」と考える向きが多くなるだろうし、当然、FRBもそのような見方に乗るだろう。実際、家計金融資産の30%以上が株式である米国の家計部門は株価が上がれば資産効果を通じて消費・投資の改善が期待できる。日本とは違い株高が実体経済回復の一因となる筋合いは確かにある。「緩和→金利低下→株高→消費・投資増加→景気回復」という好循環は米経済の持つ「強み」でもある。だが、裏を返せば、株価が下落すれば実体経済への波及を懸念しなくてはならないので、利上げ時のFRBにとっては非常に厄介な「弱み」でもあることも事実である。

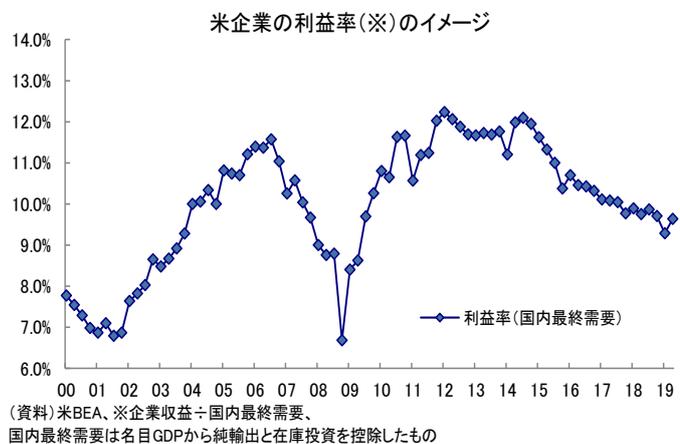
株式市場の「虜（とりこ）」

記憶に新しいところだが、「4回利上げして3回利下げする」という急旋回の根拠は株安だった。FRBの利上げとこれに付随するオーバーキル懸念が浮上し始めたのは、米10年金利が2018年2月に3.0%の大台を超え、同10月に3.2%の大台に乗せたことが契機だった。双方のタイミングでNYダウ平均株価がまとまった幅で調整する場面が増えたのである。しかし、その背後でも小売売上高や鉱工業生産、雇用・賃金周りの指標が悪化したわけではなかった。上述したように、株価に代表される資産価格が家計部門の挙動に大いに影響するのは確かだとしても、正常化プロセスの妥当性が株価の動揺と共に再検討されたことは一定の事実である。实体经济がしっかりしていても、株価が崩れ始めればそれを無視して引き締めを続けるのは難しく、「予防的緩和」という大義と共に緩和が行われるということが過去1年で分かったことだ。金融政策が株式市場の「虜（とりこ）」になっているような構図と言える。

いずれ訪れる「歪な状況」

要するに、「利下げ」の要件が景気悪化ではなく株価下落になったということでもある。

日々の市況解説などを見ていけばよく分かるが、株式市場が底堅いのはあくまで「利上げは当分ない」という前提があるからだ。11月18日付け日本経済新聞朝刊が『世界の市場企業、減益続く 7～9月、製造業が不振』と題して企業部門の不調を伝えているが、株高を支えるだけの企業収益の好調があるわけではない。SNA統計から試算した米企業部門の利益率（企業収益÷国内最終需要）も低下傾向にある（図）。



このような状況にもかかわらず株価が最高値を更新し続けるのは、株式市場の「虜（とりこ）」となった金融政策が緩和状況を確認してくれるからという面もあろう。しかし、株価下落は景気悪化よりも迅速かつ段差を持って発生することが殆どなので金融政策がこれに付き合っているとカード（利下げ余地）を費消するペースも自ずと早くなる。今回のような予防的緩和を繰り返していれば、最終的には「景気は悪くないが政策金利は超低水準」という「歪な状況」にぶつかるはずだ。その場合、株式を筆頭とするリスク資産価格は過大評価になっていると考えるのが自然である。もちろん、過去10年で新興国の企業部門に積み上がったドル建て債務は低い米金利が維持されるほどさらに積み上がることになる。株価もドル建て債務も在るべき水準を超えて膨らみ続けることになる。決して持続可能な状況ではないのだが、こうした「歪な状況」が調整を強いられても、FRBに追加利下げがある状況ならば今回のように「予防的緩和」を通じて収束させることができる。しかし、利下げ余地を失ってしまった場合はいよいよ調整を受け入れざるを得なくなるだろう。欧州や中国の实体经济がとりあえず回復軌道に復帰しそうな2020年にこうした展開を想定する必要はないのかもしれないが、将来的に予想すべき展開であることも忘れてはならないだろう。2020年の相場環境を明るく見積もったとしても、その先が続くとはどうしても考えることができないというのが筆者の基本認識である。

「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」

ちなみに 11 月に入ってから
は、日米欧三極の金融政策に関し
「当面は現状維持」で事態が収束
しようとしているが、新興国のそ
れを巡っては相応に動きが見ら
れている。例えば 11 月にはメキ
シコ中央銀行が 8 月、9 月に続け
て 3 会合連続の利下げを敢行し
たことも話題になった。表に示す
ように、多くの新興国の中央銀行
は今年、こぞって利下げに動いて
おり、昨年の利上げ幅以上に利下
げしているケースも珍しくない。
このような動きは言うまでもなく
「4 回利上げた翌年に 3 回利下
げ」という FRB の政策軌道に

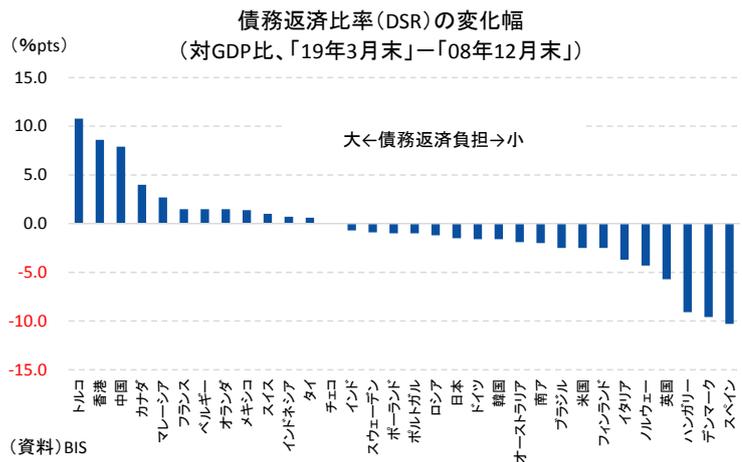
世界の政策金利

		現在 (%)	直近の政策動向		2019年 累積変更幅	2018年 累積変更幅
			日付	決定事項		
エマージングアジア						
中国	預金準備率	13.00	2019/9/6	利下げ	▲150bp	▲250bp
インド	翌日物レボ金利	5.15	2019/10/4	利下げ	▲135bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレボレート	5.00	2019/10/24	利下げ	▲100bp	+175bp
韓国	7日物レボ金利	1.25	2019/10/16	利下げ	▲50bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	2019/11/5	現状維持	▲25bp	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.00	2019/11/14	現状維持	▲75bp	+175bp
タイ	翌日物レボ金利	1.25	2019/11/6	利下げ	▲50bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.00	2019/9/16	利下げ	▲25bp	0bp
オセアニア						
オーストラリア	翌日物金利	0.75	2019/11/5	現状維持	▲75bp	0bp
ニュージーランド	翌日物金利	1.00	2019/11/13	現状維持	▲75bp	0bp
中東欧・アフリカ						
ロシア	1週間物レボ金利	6.50	2019/10/25	利下げ	▲125bp	+50bp
南アフリカ	レボ金利	6.50	2019/9/19	現状維持	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レボ金利	14.00	2019/10/24	利下げ	▲1000bp	+1600bp
ラテンアメリカ						
ブラジル	SELIC金利	5.00	2019/10/30	利下げ	▲150bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	7.50	2019/11/15	利下げ	▲75bp	+100bp

(注)インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBレイトから7日物リバースレボレートに変更
(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

被せたものである。言い換えれば、「ドル化した世界」の中で「金融政策の一本化」という症状が進行中と読むこともできよう。ドル建て債務を多く抱えている国の中央銀行は FRB と歩調を合わせなければ為替市場を通じて混乱に巻き込まれやすい。実際、FRB が連続的に利上げをしていた昨年までは新興国からの資本流出とそれに伴う通貨下落、結果としてのインフレ懸念が断続的にクローズアップされた。だからこそ国内の経済・金融情勢が大して過熱していなくとも自傷行為的な利上げが繰り返し行われ、それが成長の重しとなり、昨年後半から今年にかけての世界経済減速に一役買ったのだと考えられる。

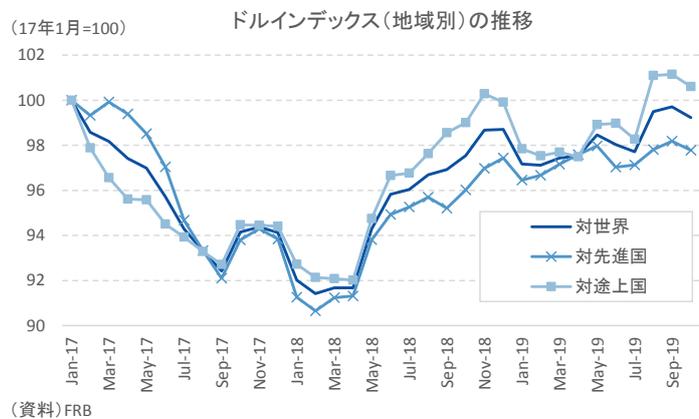
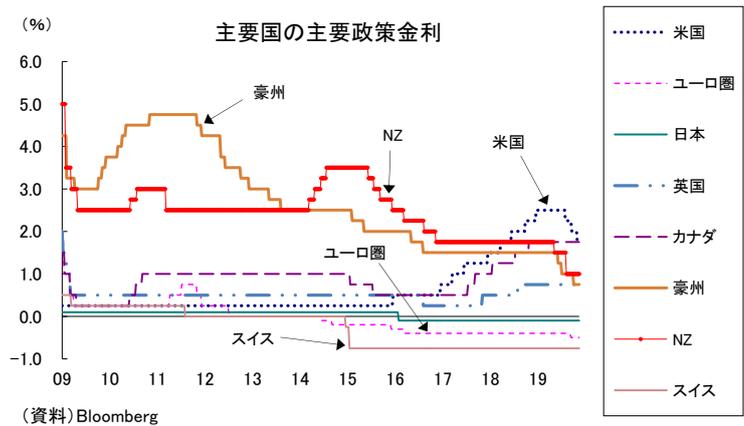
危機後、ドル建て債務を膨らませた新興国からすれば、米金利とドルが上がれば返済負担は当然増す。とりわけ金融政策の軌道を FRB に被せなければ不本意な自国通貨安を通じてマクロ経済が混乱に陥りかねない。こうして「FRB が利下げしている時しか利下げできない」という状況に追い込まれ、昨年や今年のような政策運営に落ち着くのである。ちなみに債務返済（元本返済+金利支払）負担の対 GDP 比率（DSR : Debt Service



Ratio) に関し、金融危機後からの変化の大きさを計算したものが図である。トルコや中国といった昨年から今年にかけて通貨安が問題になった国の債務返済負担が大きくなっていることが目に付く。

高金利通貨としてのドル

今年の為替市場は FRB が利下げしているにもかかわらずドル相場が下落しなかったことが 1 つの特徴として挙げられる。しかし、為替市場において「FRB が利下げしている時しか利下げできない」という通貨が多数派であれば、結局、FRB が緩和したところでドルの金利が他通貨の金利に対して劣後にしにくいという状況が生まれることになる。右表 (上) に示すように、既に韓国、タイ、オーストラリア、ニュージーランドといった国々の政策金利は FF 金利よりも低い現状がある。3~4 年前であれば「主要国通貨で高金利」の代名詞のような存在であったオーストラリアドルやニュージーランドドルもこの体たらくなのだから、FRB が利下げしてもドルが下がらなかった理由として「ドルの絶対金利水準が高かったから」、もっとシンプルに言えば「ドルは高金利通貨だから」という理屈は首肯できるものがある。



FRB の公表する地域別のドルインデックスを見ると (図・下)、昨年半ばから今年いっぱいにかけて対新興国通貨での上昇が特に大きいことが分かる。FRB が利上げしている時は元より、利下げに転じても、その絶対金利水準の高さを背景に対新興国通貨でのドル高が続いた様子が見て取れる。こうした為替市場の近況を見ていると、ドル全面安の地合いに転じる芽があるとすれば、やはり FRB が追加利下げを重ね、FF 金利が 1% を割り込むような前提が必要なのではないかと思えてくる。近い将来に予想される展開ではないものの、上述した通り、株価の動向に付き合って予防的緩和を繰り返せば政策金利の糊代などあつという間に使い切ってしまうのも事実である。「高金利通貨としてのドル」の立ち位置がいつ、どのようなタイミングで変わり得るのかという視点で展望していくことが必要になるだろう。

《メインシナリオへのリスク点検～「ツケ」が怖い 2020 年～》

依然拭えない完全合意シナリオ

毎月通り、メインシナリオに対するリスク点検を行いたい。本欄では引き続き 2014 年 6 月以降続いているドル高相場が未だ調整を迎えていないことに違和感を覚えている。常々論じてきたように 2019 年は「FRB は利下げに転じ、米金利が低下する」という年になったが、ドルの絶対金利水準の高さなどが好感されたせいか、殆どドル売りが進むことはなかった。とはいえ、ドル/円というペアに限れば、本欄の想定よりも抑制されてはいたものの、円高・ドル安が進んだことも事実であり、筆者はこのような流れが 2020 年も続く公算は大きいとは思っている。

しかし、既に PMI や ISM 景気指数に表れるように現状が「底」に近いことを感じさせるのも事実で

ある。例えば、今年は ISM 製造業景気指数や PMI 製造業景気指数が急激かつ大幅に悪化し、これに応じて米金利も低下したが、ドル/円相場は下値を攻め切れなかった。2020 年は特に何もなくても「指数の改善とともに米金利が上昇、これに付随してドル/円相場が押し上げられる」ということが起こりやすい地合いと見受けられる。資産価格の反応は対称的とは限らないので、指数悪化時に下落しなかったドル/円相場も指数改善時には上昇でついてくる可能性は否めない。

そうした地合いをさらに焚き付けるものがあるとするれば何があるのか、という視点で今後のリスクをまとめたものが右表である。やはり①や②の論点は気にせざるを得まい。前者について言えば、新たな財政出動が米議会を通るのかという点が注目されるが、大統領選挙を前に野党である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。最終的に拡張的な財政政策に落ち着く可能性は

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

やはり残る。米金利低下やドル安に賭けるシナリオにとっては逆風の論点であろう。また、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。トランプ政権による施策が外生的に米経済を押し上げる可能性は要警戒である。

片や、②に関し、もはや多くを論じるつもりはないが、11 月に入ってから米中貿易交渉の部分合意への期待だけでドル/円相場を押し上げている状況がある。とすれば、「万が一、完全解決に至るようなことがあった場合は・・・」というリスクはやはり気掛かりである。トランプ大統領は典型的な対中強硬派の政治家と異なり、中国が抱える領土や人権といった争点に本質的関心はないと思われ、「ディールを成立させて成果を強調する」ということに尽くすだろう。とすれば、急転直下、完全合意に転じる（もしくはそれを演出する）展開がないとは言えまい。かなり大きな円安リスクである。

ドイツは産業界が財政出動を要請する事態に

米国から目を離した場合、2019 年は中国とユーロ圏（とりわけドイツ）の減速が世界経済を押し下げ、FRB の政策運営もこの趨勢に影響を受けたという経緯があった。この逆の動きを憂慮するのが⑤の円安リスクである。敢えて米国に絡めて言い換えれば、「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」である。政治（≡トランプ大統領）に圧迫されており、しかも大統領選挙の年であるということ踏まえれば、2020 年に FRB が利上げ転換する可能性は高くないが、既に利下げ停止のシナリオが市場期待としてしっかり埋め込まれていることを思えば、中国や欧州の改善に引きずられて FRB が気を大きくする可能性も否めない。

例えばドイツについては相変わらず大型の財政出動に及び腰であるという報道が見られているものの、11 月にはドイツ産業連盟（BDI）とドイツ労働総同盟（DGB）が異例の共同声明を発表し、連邦予算の優先事項を考え直し、公共投資を大幅に拡大するよう政府に要求するという異例の動きも報じられた。中国やユーロ圏の底打ちが実現すれば、世界経済には薄日が差してくるだろう。もちろん、現状でそこま

でのシナリオを織り込むだけの材料は乏しいが、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持ちたい。両地域の復調はそのまま国際金融市場のムードを一変させる可能性もある。これが⑤にまつわる円安リスクである。

日銀については円高リスクの方が強し

本稿執筆時点でブレグジット (③) について多くを語るべきではない。既報の通り、12月12日に総選挙が提案されているものの、世論調査の現状を見る限り、再投票を主張する野党・労働党に勝算があるとは思えない（もっとも世論調査が信用できるかどうかは別問題だが）。仮にそうなった（労働党が勝利した）場合は大きな円安が引き起こされるだろうが、今のところ現実的とは思えない。

一方、日銀の金融政策運営 (④) に関しても、もはや語るべきことは多くない。敢えて日銀に関して新味のある話を想定するとしたら、ここにきてスウェーデン中銀（リクスバンク）がマイナス金利の解除を検討しているという観測の影響をどう考えるかであろう。今後、このような動きが ECB を含めた欧州全域に広がって来るかどうかは注目である。リクスバンクは資産バブル生成と金融システムへの負荷という 2 点から懸念を強めているようだが、これはマイナス金利を採用する国全てに共通する争点である。このような正常化の動きが欧州を越えて日銀まで波及してくるかは興味深いところだが、こうした動き自体は「円金利上昇→円買い」を誘発する円高リスクであって、円安リスクとは対照的なものである。敢えて円安リスクとしての論点を見出すとすれば、これとは逆のマイナス金利深掘りの可能性を考察する必要があるが、リクスバンクの動きなどを踏まえれば、もはやこれを想定する世相ではない。1ドル100円割れの円高などに至らない限り、これをけん制するためのマイナス金利深掘りは考えづらい。

「ツケ」が怖い 2020 年

以上が本欄で警戒する円安リスクである。上述したように、企業マインドがはっきりと悪化したにもかかわらずドル/円相場が下値を攻め切れなかったことの「ツケ」は 2020 年に回ってくる可能性が高いというのが円高派として最も警戒すべき論点である。もちろん、企業マインドが急改善に至るだけの環境があるとは思わないが、例えば ISM 製造業景気指数で言えば、1年で10ポイント近く落ちたものが、ここからさらに同じ幅だけ悪化すると考えるに足る材料はなく、自律反発を期待する局面に入りつつあるのは確かだ。もちろん、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いることを思えば、ここからの改善幅が大きいとは思わないが、元来、正常化バイアスの強い中央銀行の気質を思えば、一時的な経済・金融環境の背景に利上げへ踏み込むリスクはある。可能性は高くないが、本欄にとっては警戒すべき円安リスクである。

米国が過去最長の景気拡大を更新し続け、失業率が半世紀ぶりの低水準にまで下がる中、真っ当に考えればファンダメンタルズは今後少しずつ動揺を見せる可能性が高い。政治・経済の現状と展望に照らし、「どちらかと言えば、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。既に伸び切ってしまう米経済の成長余地を踏まえれば、米金利もドルもダウンサイドの方を大きく見込むのはごく自然な想定である。円高方向への感応度は対外純資産構造の変化などを背景に予測期間中の「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」として円高を見込む本欄の基本シナリオは不変で問題あるまい。2019年も「思ったよりも『水準』が円高にならなかった」のは事実だが、結局は円高という『方向』は正しかったことを思い返したい。

◆ ユーロ相場の見通し～欧州経済の「弱さ」の源泉はどこにあるのか～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～ラガルド新総裁、最初のミッションは「結束 (unity)」の演出～》 「結束 (unity)」への強い声

11月には政策理事会の開催はなかったものの、21日には ECB 政策理事会（10月23～24日開催分）の議事要旨が公表されている。周知の通り、かつてない分裂をもたらした政策理事会（9月12日開催）の後の会合であり、また、ドラギ元 ECB 総裁にとって最後の会合でもあった。前月の本欄でも議論したように総裁会見自体はドラギ元総裁の8年間を振り返るような回顧じみた雰囲気が支配的であったが、議事要旨では「分断を乗り越えて結束を示したい」という意気込みが1つの見所になっていた。確かに総裁会見でも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)」という声も上がったとドラギ元総裁は述べていた。金融政策の「次の一手」に関する含意が含まれやすい『Monetary policy stance and policy considerations』の箇所には「先を見据え、政策理事会の結束 (unity) を求める強い呼びかけ (a strong call) があった」と記されている。これに続けて「オープンで率直な議論は絶対的に必要かつ正当だと考えられるが、合意形成を図り、インフレ目標の達成に向けたコミットメントを背景に結束することは重要である」とも書かれている。わざわざこのような記載を入れるあたりにやはり9月会合後にもたらされた分裂に関して相応の危機感を抱いている様子が窺い知れる。

財政政策の必要性を要求

しかし、「結束 (unity) を謳いつつ基本的には「緩和路線を継続する」という論陣が一部の反対を押し切り、既定路線となっているのが実情だろう。これは「インフレ見通しがそう求めるのであれば、持てる手段の全てを使って行動する準備があるということが肝要 (vital) である」との記述があったことから見て取れる。もちろん、潜在的な副作用への評価も検討されなければならないとの警告や9月に導入した手段が経済に浸透するまでは「様子を見る (“wait and see”）」という辛抱強さ (patience) が必要だという懇願 (a plea) もあったと記されているが、あくまで傍流という印象は拭えない。

とはいえ、金融政策だけで局面を乗り切ろうという姿勢でもない。『Monetary policy stance and policy considerations』の結びには中央銀行以外の政策当局者に対し、域内経済を支えるためにもっと決定的な貢献をする必要があるという要求が繰り返されたとある。つまり「もっと財政出動をせよ」という要求である。ドラギ元総裁の晩年にはこの主張が繰り返されていたことは比較的知れた事実である。例えば、10月28日に行われた自身の退任式典における演説 (Farewell remarks) では徹頭徹尾、財政政策の必要性と重要性が強調されていた。式典でドラギ元総裁は「本日の場は祝いの場というよりも顧みる場だと考えている」と前置きし、「金融政策は依然として目標を達成する力を持つが、財政政策と協調すれば、より早く、より小さな副作用とともに達成できる」と述べている。特に印象的だったフレーズとして「米国は統合された資本市場も景気循環を均すための財政政策 (a counter-cyclical fiscal policy) もある。ユーロ圏は統合された資本市場はなく、景気循環に順じた財政政策 (a pro-cyclical fiscal policy) がある」と述べている。要するに、ユーロ圏は米国と比べて、景気循環に対抗するだけの資本市場もなければ財政政策も持ち合わせていないという嘆きであり、だからこそ ECB がここまで追い込まれたのだという思いが強いのだろう。こうした批判はとりわけ銀行同盟や財政同盟といった試みはおろか、自国における財政出動にすら二の足を踏み財政黒字を積み上げ続けるドイツを意識したものであることは言うまでもない。

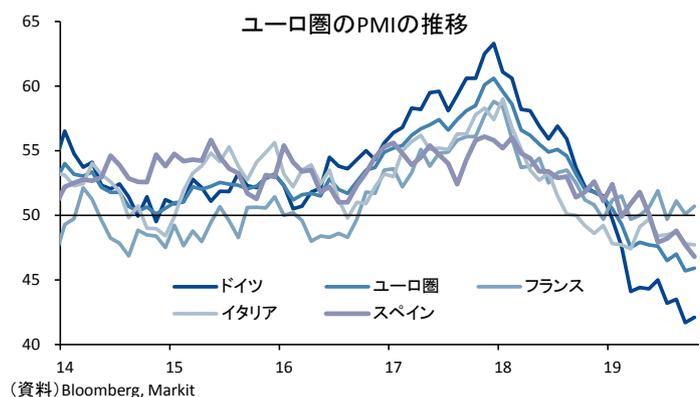
ラガルド新体制への「期待」

今回の議事要旨のキーフレーズが「結束 (unity)」であったことは間違いない。それは現状の政策理事会で起きている問題への「焦り」でもあり、またラガルド新体制への「期待」を表したものと考えて良いだろう (なお、この会合には「次期総裁 (President designate)」としてラガルド氏も出席している)。一部報道でもあるように¹⁾、既にラガルド新総裁は早速、私的な会合を (ECB の建物の外で) 設けたりするなど分裂の修復に努めている模様が報じられており、その「期待」に応えようとする動きが見られている。現状については 9 月にドラギ元総裁が“決めてくれた”緩和パッケージの正当性を強調しつつ、将来については「持てる手段の全てを使って行動する準備がある」とのファイティングポーズを続けるというのがラガルド総裁の基本戦術になると予想される。そうして市場期待を上手くかわしつつ、「物価安定の定義」という戦略の根本に関わる部分の修正を検討し、実現していくというのが就任 1 年目で成し遂げるべき 1 つの重要な所業となってくるのではないかと考えられる

《ユーロ圏物価情勢の現状と展望～ドイツ経済は底打ちしたのか?～》

自動車の不調：ユーロ圏の「弱さ」の源泉

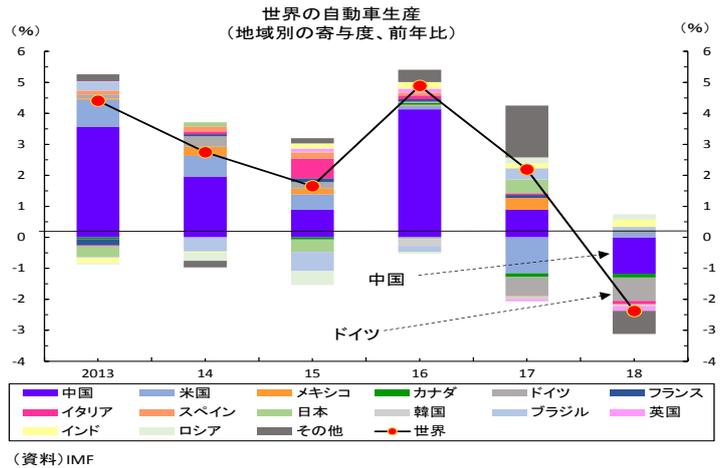
世界的に景気の底入れを期待するムードが散見される中、依然としてユーロ圏は精彩を欠く状況が続いている。図示されるように、製造業 PMI はドイツを中心として惨憺たる状況が続いており、フランスだけが辛うじて 50 割れを回避できるような状況だ。主要国でも突出している「弱さ」の源泉はどこにあるのだろうか。最も大きそうな要因として、経済が外需依存構造であること、とりわけ主力の輸出品である自動車販売が世界的に停



滞していることが大きいことはよく挙げられる。2018 年を例にとれば、世界の自動車輸出の 4 分の 1 以上がドイツ、フランス、イタリア、スペインから出たものであり、その浮沈はユーロ圏の景気を左右する。10 月の IMF 世界経済見通しでも自動車産業の停滞について相応の紙幅が割かれており、2018 年は金融危機後で初めて自動車生産が縮小した年として問題意識を示している。この背景は 2 つあり、いずれも広く知られた論点である。1 つは中国の小型車減税が廃止されたこと、もう 1 つは欧州において厳格な排ガス基準が導入されたこと、である。前者については 2015 年 10 月から導入されていたもので、本来は 2016 年に終了予定であったが 2017 年も減税幅を圧縮した上で継続されていた。2018 年はこの反動で中国市場が低迷したという話である。財・サービスへの時限的な減税 (≒値下げ) は当然、需要の先食いを生む。2018 年から 2019 年にかけてはその影響が色濃く出ていると考えられる。

¹ ロイター『ラガルド ECB 総裁、理事会の結束目指しメンバーと私的な意見交換会』2019 年 11 月 14 日

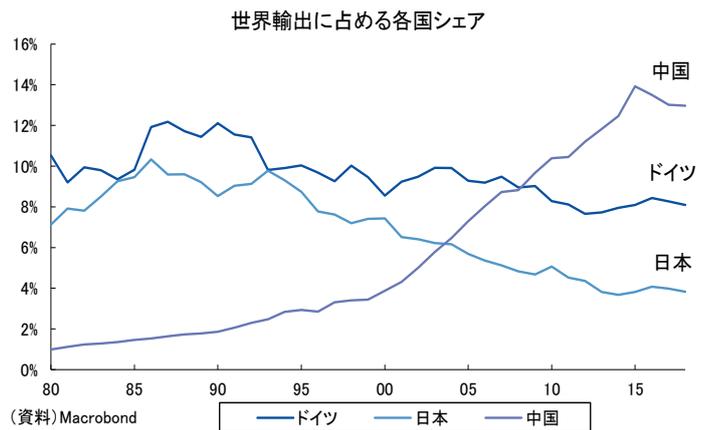
後者については、新基準に対応する自動車の生産が立ち遅れていることや規制対応によって生産コストが高まっていることなどが生産・販売の動きを抑制したと考えられている。中国の減税終了に関しては短期的な下押しで収束する見通しだが、規制対応に伴う需要減は中期的に残るファンダメンタルズとの見方もある。世界の鉱工業生産の6%弱を占める自動車産業の不調が昨年来の世界経済の減速をもたらしている面は無視できない。図に示されるように、国別に見れば、やはり中国そしてドイツが足枷となったことが明白であり、よく知られている両者の政治・経済的な結び



つきの強さを踏まえれば相互連関的に状況が悪化した様子を読み取ることが出来る。

輸出拠点としてのパワーが裏目に

また、中国との結びつきが強かったこと以上に構造的な問題をドイツは抱えている。それは依然として自国が輸出拠点としてのパワーを持ってしまっていることだ。ドイツの輸出依存度 (輸出÷実質 GDP) の40%弱と日本の20%弱に比較してかなり高い。右図に示すように、世界輸出に占めるドイツの存在感は中国の台頭と共に日本が小さくなっていったことに比べれば、しっかりと維持されている。この背景としてはシュレーダー政権下での労働市場改革

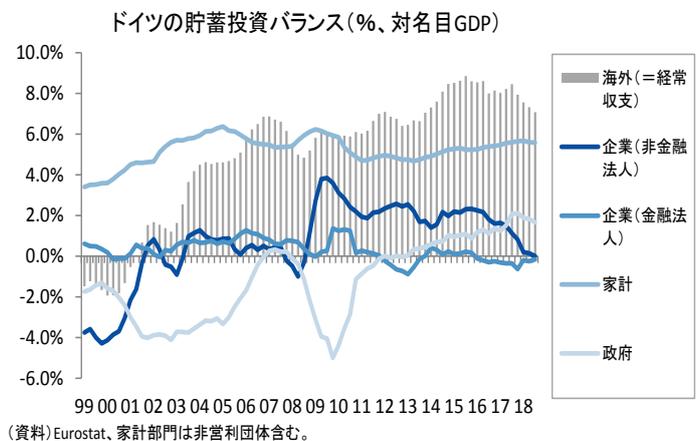
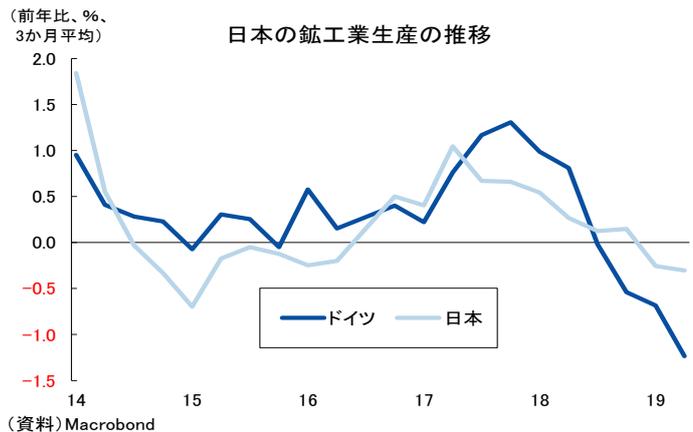


(いわゆるハartz改革)を通じて国内生産コストが押し下げられていたことや州単位での権限を拡大させたことなどによる競争力の高い中小企業 (ミッテルスタンド) の存在など、前向きな論点が指摘されることも少なくない。しかし一方で、「永遠の割安通貨」である共通通貨ユーロの存在や東欧からの安価な労働供給なども国内に生産拠点を残置させる誘因として大きかったであろうことは想像に難くない。

生産・輸出拠点としてのパワーが残っているということは国内に雇用を創出するパワーも残っているということだ。ゆえに、これが巧く回っている時には「強み」として持て囃される。「強い輸出にけん引された経済」というのは、海外の経済・金融環境という所与の条件が変われば今までの「強み」が一気に「弱み」に転じ、景気全体を押し下げる。2005~06年の円安バブルと呼ばれた時代、日本の製造業は薄型テレビなどの生産を通じて大きな利益を上げた。しかし、危機を経て為替が円高に振れ、外需が縮小した途端に一気に奈落へ落とされた。金融危機 (リーマンショック) ほどの震度こそないものの、昨年来の世界経済減速の中で失速を強いられているドイツの姿は金融危機後の日本の姿と被ってくるものがある。

日本とドイツの差

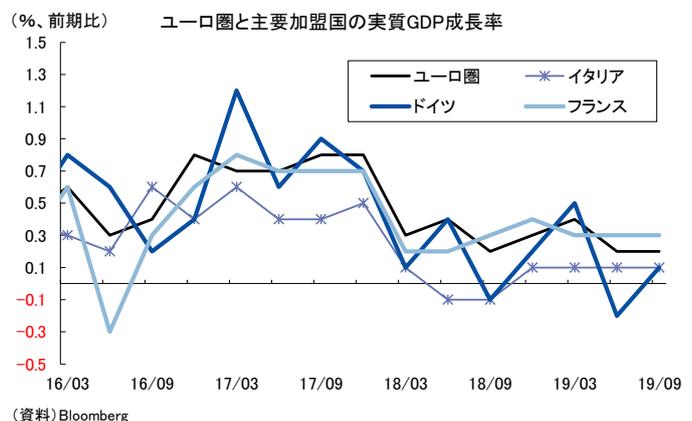
今次局面で日本がドイツほど落ち込んでいないのは、度重なる円高や2011年の東日本大震災などを教訓として海外移管を進め、生産拠点の分散化を進めてきた結果だろう。国内に生産拠点がなければ外需減退に伴う実体経済への影響は抑制される（裏を返せばそれは円安にしても輸出数量の増加は望めないという話でもあるが）。両国の鉱工業生産を比較するとドイツの落ち込みの深さは日本のそれよりもかなり大きい（右図・上）。いずれにせよドイツが現在の苦境を乗り越えるにあたっては、外需減退の影響を和らげるべく政府部門による拡張財政が求められるところだが、これに踏み切る様子は窺えない。今月8日、メディアに対するインタビューでショルツ独財務相は「われわれの財政政策は非常に景気刺激的で、公共投資は過去最高水準にある」などと述べ、一度は容認したかに見えた拡張財政路線を再び撤回するような雰囲気がある。しかし、貯蓄・投資（IS）バランス



(図・下) を見ればドイツの政府部門は2%弱の貯蓄過剰（即ち財政黒字）を確保するような状況にある。リセッションの淵に立たされても、こうした資源配分を変えようとならないのは、もはや合理性を超えた国民性に触れる部分なのだろうか。後述するように、ドイツ7～9月期GDPは辛うじてリセッションを回避しているものの、それをもってドイツの緊縮路線継続を支持するべきではないだろう。ドイツは域内経済の仕上がり左右するだけに、今後のECBの金融政策運営を読む上でも「ドイツ、自動車、財政出動」といったあたりがキーワードになってきそうである

辛うじてリセッションを回避したドイツ

11月14日にはユーロ圏7～9月期実質GDPの二次速報値が公表され、国別の内訳も明らかになった。ユーロ圏は前期比+0.2%と一次速報値から横ばいでサプライズはなかったが、国別内訳についてはドイツが4～6月期の同▲0.2%から同+0.1%へ辛うじて増勢を確保し、テクニカル・リセッション入りと言われていた下馬評を覆した (図)。これが今回最大の見所だったと言える。だが、4～6月期が同▲0.1%から同▲



0.2%へ下方修正されており、発射台が下がっていたことを思えば慎重な評価を与えるべきである。なお、その4~6月期も英国のEU離脱（ブレグジット）を控え1~3月期が消費・投資を中心として駆け込み的に上振れていたという経緯もある。ゆえに現時点で成長率の符号に拘った議論はすべきではない。現時点で認識すべきは「ゼロ近傍の成長が継続中」という冴えない状況だろう。需要項目別の数値は未公表だが、ドイツ連邦統計局のプレスリリースでは「家計最終消費支出や政府最終消費支出は増加している。また、輸入が横ばいの一方で輸出が伸びたことで純輸出の増加も寄与した」と示唆されている。片や、企業の総固定資本形成（設備投資）は前期から減少したという指摘もあり、やはり製造業を中心として生産活動の停滞が足枷になっている様子が窺える。この点は国内に輸出・生産拠点を抱えるドイツゆえの悩みであり、上述した通りである。その他加盟国ではフランスの同+0.3%、スペインの同+0.4%、イタリアの同+0.1%、オランダの同+0.4%と全て前期から横ばいだった。最近のユーロ圏に対するイメージを前提とすれば冴えないながらも無難な速度で走っているというところだろうか。

ソフトデータは急改善しているものの・・・

上述した通り、果たしてドイツ経済が「底」を見たのかどうかは統計上のテクニカルな側面もあり読みづらい。この点、足の速いソフトデータの仕上がりなどが参考になる。例えば11月12日に公表された独11月ZEW景況感指数（市場参加者の抱く景況判断）は6か月先の判断を訪ねる期待指数が▲2.1と前月（▲22.8）から実に+20.7ポイントと大幅改善を果たしている。これをもって底打ちと判断すべきどうか。筆者はまだ疑わしいと



(資料) Bloomberg

の立場である。調査対象時期であった11月4日から11日はちょうど米中貿易協議の部分合意への期待が高まり、株式市場を中心としてリスク資産価格が騰勢を強めていた時期であり、ソフトデータであればこそ、過度に上振れしている可能性に着目すべきであるように感じられる。また、しかも現状指数は▲24.7と悲惨な水準で推移している。期待先行と言えなくもない。

また、ドイツ国内の生産活動が滞っているのは事実であることから、真っ当に考えれば今後は雇用・賃金市場へその影響が波及してくるという順序で身構える状況である。ドイツの失業率はほぼ自然失業率と思しき水準まで低下しており、現状では上昇に転じるかのような兆しも見受けられる(図)。こうした動きが基調として強まった挙句、やはり景気後退に陥ってしまうリスクは完全に消えたとは



(資料) Bloomberg

言えないだろう。本来、こうした瀬戸際にあるからこそ政府部門による拡張財政が期待される状況なのだが、必要最低限の支出に止め、大盤振る舞いで不安を払拭しようという政策姿勢はどうやら相変わら

くない模様だ。今後、中国を筆頭とする新興国経済の復調に助けられ、輸出主導で再び回復軌道に戻る可能性も十分考えられるものの、これをメインシナリオとするにはまだ不安があるというのが客観的な現状分析になろう。ドイツがマイナス成長を回避したことについて過度に楽観的な見方を持つべきではないというのが筆者の立場である。

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。