# 中期為替相場見通し

2019 年 12 月 27 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～2020 年、レンジ脱却に何が必要なのか？～

2019 年、為替市場の概観～2020 年、レンジ脱却に必要なものとは～ P.3
難しくなる為替と金利の関係性～マイナス金利解除というトリガー～ P.6
円の基礎的需給環境の現状と展望～基礎収支に映る変化～ P.6
米金融政策の現状と展望～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～ P.8
メインシナリオへのリスク点検～想定外はどこにあるのか？6 つの論点～ P.9

## ◆ ユーロ相場の見通し～ラガルド ECB 総裁のデビュー戦をどう読み解くか？～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～～フクロウ型総裁の「人となり」～ P.12
金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～ P.14
補論 1：スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020 年への示唆～ P.17
補論 2：ポンド相場の行方～いよいよ叶うブレグジットの下でポンドはどう動くのか？～ P.20

## 【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

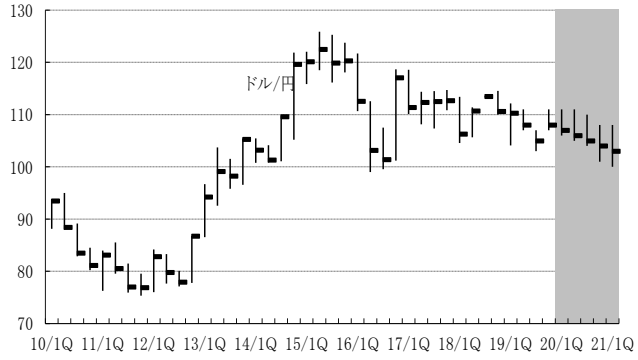
2019 年のドル/円相場の値幅は 8.30 円と史上最小を 2 年連続で更新した。膠着相場の背景としては、主に①日本円や東京市場への関心が薄れていること、②構造変化により日本に還流する外貨が減ってきていること、③米金利の相対的な魅力が薄れていないこと、④AI 取引が盛んになっていることなどが指摘されてきた。このうち①～③は今年の本欄で繰り返し議論を重ねてきたものである。2020 年を展望するにあたっては、これらの各論点がどのような変化を迎えるかを考えることが重要になる。結論から言えば、③以外は構造的な色彩が強く、容易には変わりそうもない。③も直ぐに変わる気配はなく、またもレンジ相場が継続する可能性は残るが、2019 年は企業収益の悪化が相次いだにもかかわらず、主要株価指数は史上最高値を更新し続けたという気持ち悪さを残した。この揺り戻しが発生し、その対応策として FRB が利下げカードを切らされる可能性は十分想定される。日欧の利下げ可能性は低そうであることを思えば、2020 年の対米金利差が一段と縮小する展開はあり得る。金利差から為替の方向感を考察するのは基本だが、2020 年はそうした基本的な視点の重要性が改めて注目される年になろう。かつてほどの円高「水準」は想定されなくとも、「方向」としての円高は 2020 年も想定したい。

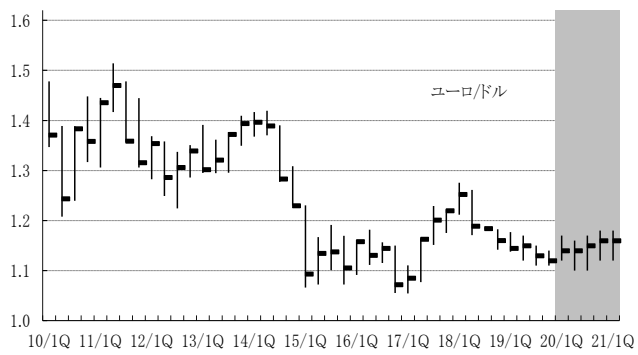
片や、ユーロ相場も 2019 年は方向感に欠いた。とはいえ、日米欧三極で最悪のファンダメンタルズ、▲0.50%という大幅なマイナス金利、ブレグジットを巡る政治的混乱などがあった割には堅調だったという評価も可能だろう。ラガルド体制の下での ECB は当面、政策戦略の見直しやデジタルユーロの検討など大きなテーマで注目されることが多くなりそうだ。敢えて具体的な金融政策の展開に注目するとすれば、スウェーデン国立銀行(リクスバンク)が 12 月にマイナス金利を解除したことの影響は気にしたいところである。副作用を念頭に利上げしたスウェーデンの問題意識がそのまま ECB に当て嵌まるわけではないが、ユーロ圏でもマイナス金利の弊害を指摘する声は出始めている。政治・経済情勢が許せば、利上げに傾く可能性は否めない。それは対米金利差の縮小を伴い、シンボリックなイベントとしてユーロ買いを招くはずだ。ユーロ圏の実体経済も 2019 年以上の悪化が 2020 年に待ち受けている可能性は低く、ユーロが値を戻せるチャンスはあると考えたい。

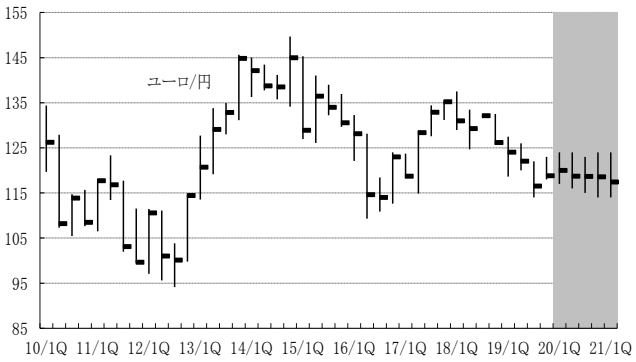
## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

| | 2019年<br>1～12月(実績) | 2020年<br>1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 2021年<br>1～3月期 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ドル/円 | 104.10 ～ 112.40<br>(109.48) | 106 ～ 111<br>(107) | 105 ～ 111<br>(106) | 104 ～ 110<br>(105) | 101 ～ 108<br>(104) | 100 ～ 108<br>(103) |
| ユーロ/ドル | 1.0879 ～ 1.1570<br>(1.1101) | 1.10 ～ 1.15<br>(1.12) | 1.08 ～ 1.14<br>(1.12) | 1.08 ～ 1.15<br>(1.13) | 1.10 ～ 1.16<br>(1.14) | 1.10 ～ 1.16<br>(1.14) |
| ユーロ/円 | 115.87 ～ 127.50<br>(121.65) | 117 ～ 124<br>(120) | 116 ～ 124<br>(119) | 115 ～ 123<br>(119) | 114 ～ 124<br>(119) | 114 ～ 124<br>(117) |

(注) 1. 実績の欄は12月27日までで、カッコ内は12月27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～2020 年、レンジ脱却に何が必要なのか？～

### 《2019 年、為替市場の概観～2020 年、レンジ脱却に必要なものとは～》

**2019 年、「動かない相場」の背景**

本稿執筆時点までのドル/円相場で年初来高値・安値のレンジを取ってみても 8.30 円（高値 112.40 円、安値 104.10 円）と史上最小レンジから脱し切れていない。昨年の 9.99 円が今のところの史上最小レンジであるため、あと 1.69 円、高値を上抜けるか、安値を下抜けるかしなければ2年連続での史上最小レンジ更新となる。すなわち 114.09 円か 102.41 円をつける必要があるわけだが、ドル/円相場だけではなく為替市場全体が動意を失っており、ここからそれほどの大相場が到来する気配は全く感じられない。今年1年間、「動かない相場」については様々な議論が交わされてきた。寂しいことではあるが、メディア報道やアナリストのレポートにおいても「なぜ、動かないのか」というテーマでの考察が多く見られてきた印象である。例えば 2019 年 12 月 25 日号の日本経済新聞朝刊も『低温経済、為替動かず　円の対ドル年間値幅が最小』と報じており、筆者も記事中でコメントや図表の提供を行っているが、率直に言って、動かない理由に関して正答がどこにあるのかは分かりかねる。しかし、これまでに巷で列挙されてきた理由をまとめると表の 4 つの論点が指摘できるように思われる。①～③については今年の本欄で繰り返し議論を重ねてきた通りである。④について筆者は多くの知見を有しないが、人の目で追える相場展開は「小数点第 2 位までの議論」に終始しがちではあるが、AI 取引を通じて小さな鞘を抜き、それを積み上げる戦略では「小数点第 4 位までの議論」が意味を持つようになる。ゆえに、「動かない」というのはこれまでの取引慣行に浸かった人間の立場からの体感であって、AI 取引を主軸とするケースにおいては必ずしも「動かない」わけではないという事情もあるという議論だ。これもしばしば耳にする指摘であった。

**レンジ相場の背景は・・・**

| |
|---|
| ①そもそも円や東京に人気がない？ |
| • BIS調査では明確に地盤沈下している。 |
| ②日本に戻る外貨が減っている |
| • 米金利低下も国内回帰する外貨は減っている。 |
| ③相対的に米金利の高さが揺るがない |
| • 米金利低下もマイナス金利通貨を買う理由ならない。 |
| ④AI取引の隆盛？ |
| • 小数点第2位ではレンジでも、第4位では値動き。 |

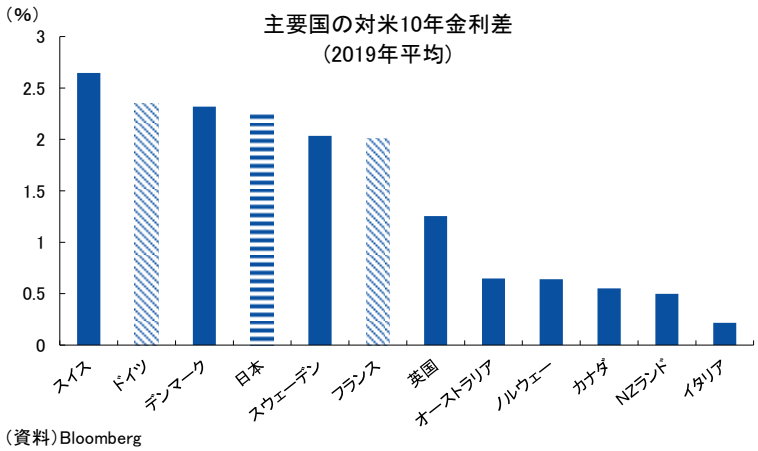
（資料）筆者作成

**変わらなかった「ドルは高金利通貨」という立ち位置**

もちろん、上述した 4 つ以外にも「動かない相場」の理由はあるのだろう（例えば需給がたまたま均衡していたという考え方もある）。しかし、これら 4 つがレンジ相場をもたらす有力な理由だと仮定した場合、それぞれが 2020 年にどのような変化を迎えそうかを考えることは有意義である。結論から言えば、③以外は構造的な要因であり、容易には変わらない印象が強い。とりわけ②で指摘する日本の対外純資産構造は本邦企業部門による旺盛なクロスボーダーM&A の結果としてはっきりと変化しており、日本から出て行った外貨が円に戻り難くなっているのは統計上、確かな事実として確認できる。危機後に猛威を振るった「リスクオフの円買い」が影響力を失っているのは、そもそも「それほどリスクオフではないから」という根本的な問題もあると筆者は感じているが、機動的に円転できるような対外純資産が相対的に減っているからなのだろう。国内の投資機会が減少していることを思えば、こうした対外経済部門の構造変化は 2020 年以降も変わらないどころか、その傾向が強まる可能性すらある。そのほか①で指摘

する日本円や東京市場の不人気や④で指摘する AI 取引の隆盛も 1～2 年で変わるものではあるまい。

となると、やはり 2020 年にレンジ相場を打破できるとしたら③の論点に変調がみられた場合と考えるのが妥当だろう。2018 年から 2019 年にかけて米 10 年金利は 3.2%（2018 年 10 月）から 1.4%（2019 年 9 月）に急落した。本欄の想定ではこの流れの中で大幅な円高やユーロ高が進むはずだった。しかし、その局面でドル/円は 104 円台を割ることができなかったし、ユーロ/ドルは 1.15 台を超えることができなかった。これは米金利が急低下した後も、「ドルは高金利通貨である」という事実が為替市場において変わらなかったからということに尽きるのだろう。例えば 2019 年初頭から足許までの対米 10 年金利差（平均）を主要国について比較してみると、ユーロ圏について言えば、ドイツとフランスでは 2.0%ポイント以上の金利差が存在していた。日本もそうだった。結局、米金利の急低下それ自体はドルを売る動機になるのだが、「売っても行き先がなかった」という悲惨な運用環境がドル高を支えたという側面が多分にあったのだろうと想像する（米 10 年金利が 1.4%まで下がった時、ドイツ 10 年金利は▲0.7%、日本 10 年金利は▲0.3%まで下がっていた）。なお、特に意外な話ではないが、図において対米 10 年金利差が平均して 2.0%ポイントあった通貨は全てマイナス金利採用国の通貨である。「マイナス金利採用国の通貨は買えない」という時間帯が持続したのが 2019 年の為替市場だったのではないかと察する。裏を返せば、だからこそ 2020 年を迎えるにあたって、スウェーデンが 12 月に入ってマイナス金利を解除したことの影響が気になるわけである。



（資料）Bloomberg

## 対米金利差というベーシックな視点に戻る

現状、ドットチャートは今後 3 年にわたって政策金利をほぼ動かさない想定である（表）。この上で欧州や日本が連続的な利上げに動くようなことはないと仮定すれば、2020 年も「ドルは高金利通貨である」という事実は大きく変わらないことが予想され、それゆえまたもレンジ相場を打破できない年になってしまう可能性が残る。むしろ真っ当に考えればその可能性は高いくらいだ。しかし、P.9 以降で後述するように、敢えてリスクがどちらに拡がっているかを検討した場合、スウェーデン国立銀行（リクスバンク、中央銀行）の副作用を念頭に置いたマイナス金利解除が 2020 年の金融政策論壇においてどのような意味を持ってくるかは重要である。少なくともユーロ圏や日本においてここからマイナス金利を深掘りすると予想する向きは殆どいなくなっている。「次の一手」として金利調節があるとすれば利下げよりも利上げであり、仮にそうなれば FF 金利が横ばいでも日

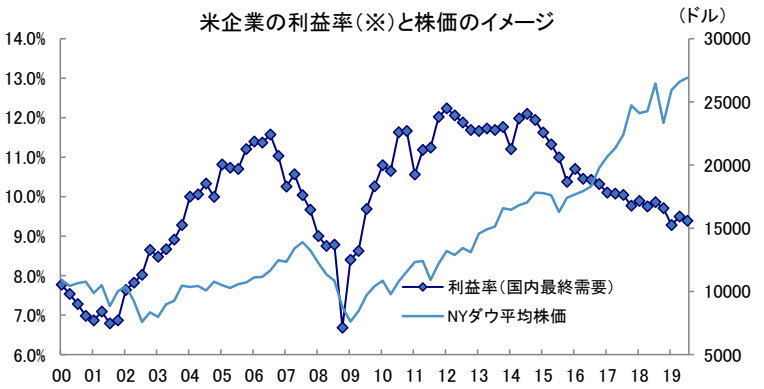
**各年末の政策金利見通し（予想中央値）**

| FOMC Date | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Longer run |
|---|---|---|---|---|---|
| Sep-17 | 2.688% | 2.875% | n.a. | n.a. | 2.750% |
| Dec-17 | 2.688% | 3.063% | n.a. | n.a. | 2.750% |
| Mar-18 | 2.875% | 3.375% | n.a. | n.a. | 2.875% |
| Jun-18 | 3.125% | 3.375% | n.a. | n.a. | 2.875% |
| Sep-18 | 3.125% | 3.375% | 3.375% | n.a. | 3.000% |
| Dec-18 | 2.875% | 3.125% | 3.125% | n.a. | 2.750% |
| Mar-19 | 2.375% | 2.625% | 2.625% | n.a. | 2.750% |
| Jun-19 | 2.375% | 2.125% | 2.375% | n.a. | 2.500% |
| Sep-19 | 1.875% | 1.875% | 2.125% | 2.375% | 2.500% |
| Dec-19 | 1.625% | 1.625% | 1.875% | 2.125% | 2.500% |

（資料）FRB

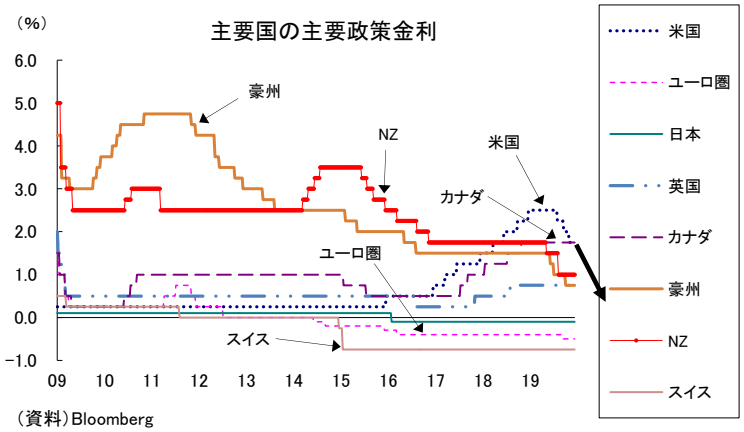
欧の対米金利差は足許よりは縮小していくことになる。

また、ドットチャートで示される FF 金利の「横ばい」という想定についても確度が高いものとは言えないだろう。市場では「よくて現状維持。場合により利下げ」という予想を抱く向きは多いように感じられる。とりわけ大統領選挙の年であることを思えば、株価が崩れたタイミングで再び予防的緩和を口にする政策環境はあると言わざるを得まい。「4 回利上げした翌年に 3 回利下げ」という急旋回が可能だったのだから予防的緩和のロジックを延伸させる格好で追加利下げに踏み切ることなど雑作もないことだろう。2019 年は企業収益の悪化が相次いだにもかかわらず、主要株価指数は史上最高値を更新し続けた年だった。実際、この傾向は過去 3 年に顕著である。この揺り戻しが来ること自体はさほど不思議ではないように思われる。その際にまた、利下げカードを切らされる可能性は否めず、やはり対米金利差が縮小していく話になる。



(資料)米BEA、※企業収益÷国内最終需要、
国内最終需要は名目GDPから純輸出と在庫投資を控除したもの

このように考えると、突発的な政治材料以外で「動かない相場」が打破されるとしたら、このように FRB の政策運営が修正される中で対米金利差がはっきり縮まってくるという展開が必要になるということだろうか。その可能性は非常に高いとも言い切れない一方、非常に低いとも言い切れないというのが筆者の基本認識である。今の株価水準は緩和継続を当て込んだ状況と考えるのであれば、いずれこれが調整を迎えた時に株式市場の催促に乗る格好で FF 金利そして米債金利が下方に引きずられる展開は十分予想されるだろう。2019 年は対米金利差の縮小にもかかわらずドル相場が殆ど調整しなかった。しかし、2020 年も 2019 年と同じような米金利低下が続けば、もう下げ余地のないユーロや円との金利差は著しく縮まる可能性がある。10 年金利で 2.0%ポイントというまとまった幅も確保が難しくなるはずである。例えば、FF 金利が今年と同じく 3 回引き下げられれば FF 金利は 1.0%になる。1.0%まで下がってくると NZ ドル（1.00%）、豪ドル（0.75%）、ポンド（0.75%）など比較対象となる主要通貨が浮上してくる。そうなれば必ずしも「ドルは高金利通貨である」とは言いづらい投資環境になり、「ドル高止まりの下でのレンジ相場」という様相も変わってくる芽が出てくるのではないか。金利差から為替相場の方向感を考察するのは基本中の基本であるが、2020 年はそうした基本的な視点の重要性が改めて注目される年になると考えておきたい。

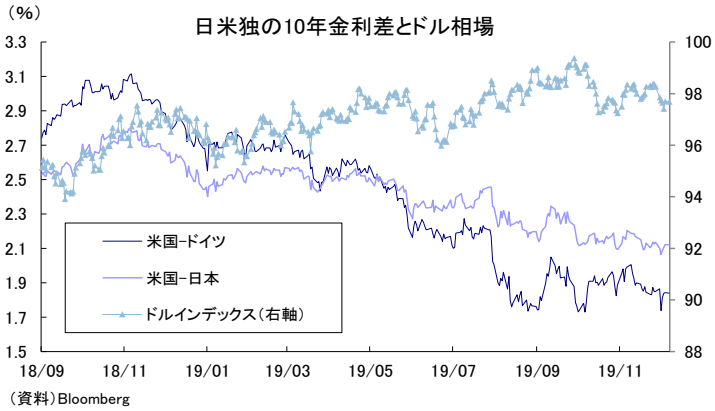


(資料)Bloomberg

## 《難しくなる為替と金利の関係性～マイナス金利解除というトリガー～》

### 失われた為替市場の道標

右図に示されるように、今年の金利・為替相場を振り返ると、米国の対欧州（ドイツ）、対日本との金利差が顕著に縮小したにもかかわらずドル相場は全く動揺することなく堅調が進んだ。こうして金利動向が為替市場の道標になれない状況から読み取るべき情報は複数ありそうだが、やはり「マイナス金利の通貨に投資するインセンティブはない」というのが市場参加者の本音に最も近いのかもしれない。前述した通り、「利下げされても米金利は相対的に高いこと」がこの不可解な構図を作り出しているのだと思われる。



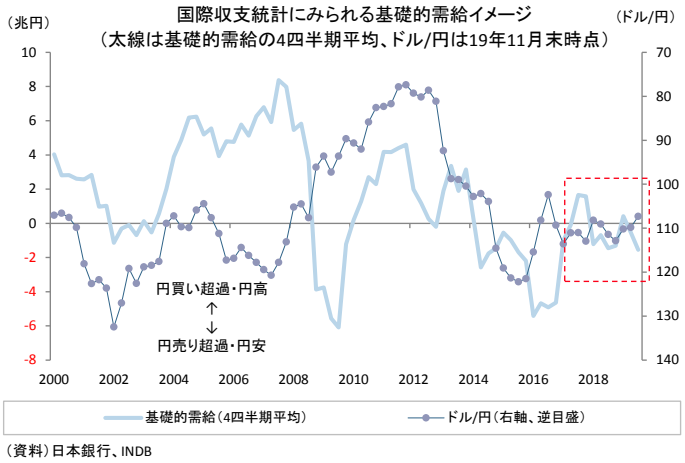

12 月に入り、本邦 10 年金利が辛うじてプラス圏に復帰し定着しているが、ドイツ 10 年金利は未だに▲0.20%台と深いマイナス圏にある。日欧共に、対米 10 年金利で約 2.0%ポイントの金利差が常に存在する中で為替市場のボラティリティは歴史的な低水準まで落ち込んでいるのだからドルを手放す理由は基本的にはないと想像される。上述したように 2019 年初頭から足許までの対米 10 年金利差（平均）を主要国について比較してみると、ユーロ圏においてはドイツとフランスで常に 2.0%ポイント以上の金利差があった。日本もそうだった（前掲図）。米金利の急低下それ自体はドルを売る動機になるが、「売っても行き先がなかった」という悲惨な運用環境がドル高を支えた可能性はある（米 10 年金利が 1.4%まで下がった時、ドイツ 10 年金利は▲0.7%、日本 10 年金利は▲0.3%まで下がっていた）。なお、特に意外な話ではないが、図中において対米 10 年金利差が平均して 2.0%ポイント以上あった通貨は全てマイナス金利採用国の通貨だ。結局、主要通貨、新興国通貨含めて「高金利通貨」であるドルに資本フローが集まっているということなのではないかと推測する。それは要するに 2019 年の為替市場が「マイナス金利採用国の通貨は買えない」という地合いだったことも意味する。こうした状況を踏まえると、「マイナス金利の解除」というイベントが欧州や日本への資本回帰のトリガーになる可能性が想起される。だからこそ 2020 年を迎えるにあたって、スウェーデンが 12 月に入ってマイナス金利を解除したことの影響が気になるのである。スウェーデンのマイナス金利解除については P.17 以降で詳しく議論したい。

## 《円の基礎的需給環境の現状と展望～基礎収支に映る変化～》

### 相変わらず売り買い拮抗

12 月には本邦 10 月国際収支統計が公表されている。1～10 月の基礎的需給バランス（以下単に基礎的需給）は約▲7.4 兆円の円売り超過でやや円売りに傾斜しているものの、前年同期（2018 年 1～10 月計）が約▲10.3 兆円だったことと比較すると売り買い拮抗のイメージが強まっている印象はある。過去の本欄でも議論したように、基礎的な需給環境からドル/円相場の方向感を見定めるのは難しい地合いだと言わざるを得ない。米中貿易戦争のような日替わりの定性的なヘッドラインに右往左往せざるを得ないのは寄って立つ需給環境が均衡しているからではないかという仮説はかつての本欄でも議論した通りである。かねてより論じているように、基礎的需給の趨勢は経常収支と対外証券投資の動きに依存して

いる。近年では直接投資の金額も大きいが、これは「安定的な円売り」であって、変動するものではない。図に示されるように近年の基礎的需給の振幅は明らかに小さくなっており、それゆえにドル/円相場の動きも制約されているのではないかという疑いはやはり抱かれる。なお、前月の本欄でも議論したように、日本円や東京市場の取扱高自体が退潮気味であることは国際決済銀行（BIS）調査の結果として出ている。「取扱高も減っている上に、売り買いも拮抗している」とあれば、値動きが失われるのは至極当然の帰結だろう。さらに言えば「対外純資産残高において円に還流しない直接投資残高が増えていること」、「マイナス金利であり、金融政策上の論点にも乏しい円を取引する誘因がないこと」なども踏まえれば、狭いレンジにも相応の理があるように思えてはくる。

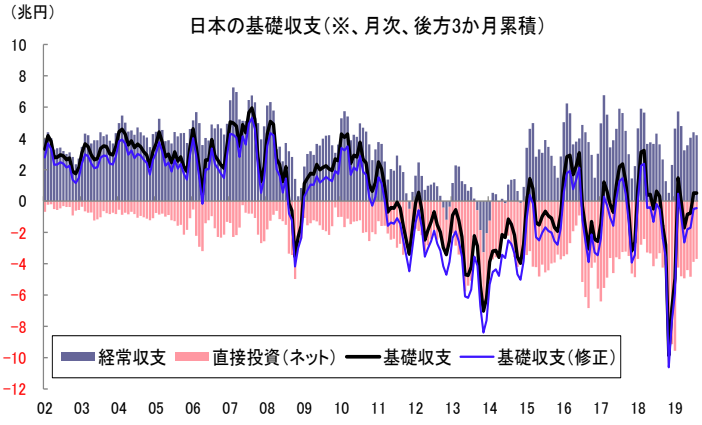


（資料）日本銀行、INDB

**基礎収支で捉える構造変化**

国際収支から把握する需給環境の代表的な計数として経常収支に長期資本収支を加えた基礎収支の概念は古くから注目されてきた。国際収支を構成する経常収支と資本収支のうち、後者に関しては為替や金利の変動に応じて短期的に大きな変動に晒される部分もあるため、これを除いたものを長期資本収支と見なし、基調としての国際収支を把握しようという尺度である。この基礎収支が安定しているほど通貨の信認が厚いという解釈になる。もっとも、国際資本移動が大規模かつ高速化している現代においては国際収支の計数が示す決済能力よりも、金融市場における期待の振幅の方が大きな影響力を持ってしまうことが殆どである。そのため今や基礎収支で通貨の信認を議論することは時代遅れという側面もある。とはいえ、「円の信認が崩れるのはどれくらい先のことになるか」という照会を断続的に頂くことも事実であり、そのような論点に対応するにあたっては基礎収支で表現される対外経済部門の「強さ」も依然参考になると筆者は考えている。

図に示されるように、本邦の基礎収支を巡るイメージは金融危機後、構造変化を迎えつつあるように見える。第一次所得収支を主軸として（というよりもそれが殆どだが）経常黒字は依然として巨額であるものの、日本企業の対外直接投資が隆盛を極める中で基礎収支を赤字方向に引っ張る力が強まっているのが実情である。だが、本欄では繰り返し論じているが、第一次所得収支は黒字として計上されるものの、それが円買いとして還流してくる割合は貿易収支に比べればかなり低いと推測される。少なくとも国内へ還流しないことが分かっている再投資収益を除



（資料）財務省 ※基礎収支＝経常収支（除く再投資収益）+直接投資（ネット）
基礎収支（修正）=経常収支（除く再投資収益と債券利子の半分）+直接投資（ネット）

くと第一次所得収支の黒字は 5 兆円程度小さくなる。図の「基礎収支」はこれを考慮している。だが、国内へ還流してこないであろう項目は再投資収益以外にもある。例えば、海外債券の利子も小さくない部分が再投資されるだろう。これを全て除くと年間で約 20 兆円ある第一次所得収支の黒字は 6 兆円強まで縮小してしまう。もちろん、債券利子の全てが再投資される（≒国内に還流しない）わけではないので、仮に債券利子の半分が還流してこなかった場合を考慮したものが図の「基礎収支（修正)」である。足許で「基礎収支」は黒字だが、「基礎収支（修正)」は赤字だ。あくまで仮定のイメージゆえ、符号の差異に神経質になる必要はない。しかし、金融危機前は黒字だった基礎収支が対外直接投資の急増を主因として概ね均衡イメージにシフトしているように見えるというのは忘れてはならない重要ポイントではないか。世界最大の対外債権国である日本の円の信認が早晩瓦解することは考えにくいものの、構造変化はゆっくりと、しかし確実に進んでおり、これが近年の「悪いことが起きても大して円高にならない」という相場に繋がっている可能性はあるだろう。

## 《米金融政策の現状と展望～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～》

### 予防的利下げの成果？

12 月 10～11 日に開催された FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を 1.50～1.75%に据え置き、4 会合ぶりに利下げを見送った。投票結果を見ても全会一致であり、FOMC の足並みが久しぶりに揃った格好である。スタッフ経済見通し（SEP）も成長率、失業率、そして物価（PCE デフレーター）も 9 月から概ね据え置きであり、政策姿勢も必然変わりようがない。見方を変えれば利下げをした 9 月から経済・物価の展望が不変なのだから予防的なアクションによって事態の悪化を回避できたという整理になるかもしれない。過去の本欄でも議論したが、株価が市場心理を規定する部分が大きい以上、3 回に亘って実施された今回の予防的利下げは成功というのが短期的な評価になるのだろう。だが、実体経済にまつわるハードデータ（生産や物価、雇用など）ではなく株価のような市況に応じて政策変更を繰り返せば、カードを消費するスピードは自ずと速くなる。予防的利下げで事態の収拾が実現できたことに安堵しつつ、「残った糊代は 175bps しかない」という胸中で FOMC は議論を重ねているものと推測する。

### 割れる見通し

無風が想定された今回の会合において唯一注目されたのがメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート、前掲図、P.4 参照）だが、これも「2020 年は据え置き」と予想通りの結果が示されている。2020 年を詳しく見ると、13 名が現状維持、4 名が利上げを想定しており、当然中央値も現状維持となっている。敢えて注目点を挙げれば、2021 年の中央値も 1.875%となっており、非常に遅々たる利上げの歩みが想定されていることだろうか。FOMC 後、米金利が低下したのは利上げ路線への復帰がそこまで遅延すると思っていた市場参加者が少数派だったということだろう。今回のドットチャートを見ると、2020～21 年の今後 2 年間で 3 回利上げして、予防的利下げで使った糊代を取り戻せると考えているメンバーは 17 名中 3 名しかいない。また、2021 年末について見れば、据え置き（1.625%）5 名、1 回利上げ（1.875%）4 名、2 回利上げ（2.125%）5 名、3 回利上げ（2.375%）3 名と完全に割れてしまっている。

こうした見方が分散化しているドットチャートから得られる含意は「次の一手は利上げとなりそうだが、自信はない」ということだろうか。その曖昧さも市場予想の中心と平仄が合う印象だが、筆者を含め米景気拡大局面の成熟化に身構える市場参加者の中には「次の一手」を必ずしも利上げではなく、利下げ

と考える向きも少なくないはずだ。当面、「次の一手」を利上げと読むドットチャートが市場予想の大勢を形成していくのだとすれば、米中貿易戦争が再び緊迫の度を強めた場合などに、その予想が大きく修正される中でショックが起きることが想定される。その可能性は決して低いものではないように思える。

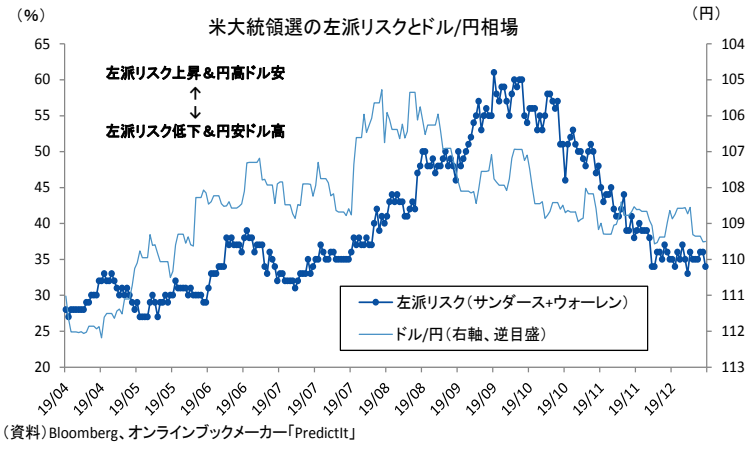
### 為替見通しへの含意

為替市場、とりわけドル/円相場を見通すという観点からは、「FF 金利が動かない中ではドル/円も動きづらい」と考えるのが予想作成の出発点だろう。だが、上述したように本当に現状維持で済むのか。どちらかと言えば「次の一手」は利下げの公算の方が大きいのではないかというのが筆者の基本認識である。「次の一手は利上げとなりそうだが、自信はない」という FOMC の胸中は、これまで予防的利下げにかこつけて「タカ派的利下げ（hawkish cut）」と言われていたものが「ハト派的現状維持（dovish stay）」に変容したということだろう。「次の一手」が利上げであるという基本姿勢もあくまで中央銀行としての矜持に根差したメッセージであり、景気拡大が 127 か月目という超長期にわたる中、そのような見通しが適切なのかどうかは相当に不透明な部分がある。いずれにせよ、「ハト派的現状維持」を続ける限り、米金利は上がりようがなく、ドル/円相場の重しになると考えるのが妥当ではないだろうか。

## 《メインシナリオへのリスク点検～想定外はどこにあるのか？6 つの論点～》

### 数少ない円安リスクも可能性は高め

新年を迎えるにあたり「可能性は非常に低いが 2020 年のリスクとして考えておくべき材料は何か」という照会を多く受ける。いわゆる定番のブラックスワン予想である。この点、最も槍玉に上がりやすいのが米大統領選にまつわるリスクだろうか（後掲図表の③のリスクである）。大統領選挙、とりわけ民主党の候補者争いの行方は円高・ドル安リスクとして警戒する向きは多い。具体的には左派色の強いウォーレン氏やサンダース氏が優勢というムードになれば株式市場の動揺を通じて米金利が低下、結果として円高・ドル安を招くとの懸念は根強い。2019 年を振り返れば、そうした米大統領選挙における左派リスクが意識されて為替が動いたという印象はないものの、左派リスクの上昇がドル/円相場の下落を招いてきた疑いは相応に抱かれる（図）。バイデン氏のような中道寄りの候補者が指名された場合は「現職勝利」というベースラインが変わらないと思われるが、ウォーレン氏のような極端な主張が展開された場合、結果は読み難くなるという見方もある。現状ではウォーレン氏の支持率はまとまった幅で低下しており、「左派リスクによる円高」の可能性は後退していると言えるが、まだ時間はあるだけに予断を許さない論点であろう。



（資料）Bloomberg、オンラインブックメーカー「PredictIt」

実際、今後 1 年で想定し得る材料としてはこれが最も大きなものと考えられるが、これ以外にも考えられる。主に筆者が気にしている 6 つのリスクを列挙したものが次頁表である。まず、毎月議論してい

るように、既に成長が伸び切っている米国経済が延命・加速するとすればトランプ政権による外生的なショック、つまりは財政出動以外には考えられない。これが表中①の円安リスクである。大統領選挙の年であることを思えば、このリスクが顕在化する可能性は相応に大きいだろう。円高シナリオを主張する本欄にとって最も警戒すべき材料である。また、トランプ政権絡みでは②の円安リスクからも目が離せない。2019 年の相場がほぼそうであったように、米中貿易戦争が解決に向う時間帯では市場心理が楽観に振れ、株高・円安が演出されることもあるはずだ。今年 10～12 月期、米金利と株価がはっきりと上昇に転じたのは米中貿易交渉が首尾よく進みそうだという期待が膨らんだからに他ならない。2020 年もこうした展開は起きてしまうのだろう。仮に「制裁関税の完全撤廃」のような動きに至れば、ドル/円相場のアップサイドは非常に大きなものになりかねない。後述していくように、2020 年における想定外のリスクを検討した場合、材料の「数」としては円安リスクよりも円高リスクの方が多い印象はある。しかし、発生しそうな「可能性」で言えば、数は少ないながらも①や②の円安リスクが相対的に高いように見受けられることは気掛かりである。

**警戒したい円安/円高リスク**

| | 具体例 | 象徴的には・・・ | 円安/円高 | 可能性 |
|---|---|---|---|---|
| ① | 想定外の米経済堅調 | トランプ政権による拡張財政 | 円安 | 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） | 円安 | 低～中 |
| ③ | 米大統領選挙でトランプ敗退 | ウォーレン/サンダースの左派勢力の勝利 | 円高 | 低 |
| ④ | 合意無しブレグジット懸念 | 移行期間延期を巡りノーディール | 円高 | 低～中 |
| ⑤ | マイナス金利解除ブーム | ECBを筆頭とする欧州、日銀 | 円高 | 低 |
| ⑥ | 地政学リスク | 香港デモへの軍事介入/米国・イランの軍事衝突 | 円高 | 低 |

（資料）筆者作成

**消えないノーディール懸念**

残る④～⑥は円高リスクである。とりわけ④の材料については既に懸念を示す空気が漂っている（ブレグジットに関してはみずほマーケット・トピック[1]をご参照下さい）。12 月 12 日に実施された英総選挙で保守党が圧勝したことを受け、英国の EU 離脱（ブレグジット）にはどこか楽観ムードが漂っているように感じられるが、漸くスタートラインに立っただけである。2020 年末までは現行の経済関係が持続できる移行期間が設定されるものの、その期間中に英国と EU が新たな通商関係について交渉し、妥結し、2021 年以降の発効に漕ぎ着けるのは絶望的に難易度が高い。2020 年末までに自由貿易協定を用意できない場合、移行期間終了と共に（つまり 2021 年以降）関税ないし非関税障壁が発生し、いわゆる「合意なき（ノーディール）離脱」となる。EU がこれまでに締結してきた貿易協定の多くは交渉開始から批准までに数年を要しており、11 か月間という交渉期間は無謀である。結局、ノーディール離脱への恐怖は未だに残っている。

もちろん、英国と EU の双方が 2020 年 6 月末までに希望すれば、英/EU 共同委員会の判断の下で移行期間は最大 2 年間延長できるというオプションもある。だが、総選挙に臨むにあたってジョンソン政権はそのような延長の可能性を予め否定しており、自ら退路を断っている。もちろん、議会の過半数を押さえている以上、ジョンソン首相が前言撤回して延長に舵を切ることもできる。しかし、「全て自分で決められる以上、全て自分の責任」という今までにない構図があるため、失策を野党に責任転嫁することはできず支持率の低下に直結するリスクはある。最終的には、言い訳を工面し、双方の体面を保つ格好で延

[1] 同 2019 年 12 月 16 日号『英総選挙を終えて～「次の山」は 2020 年 6 月末に～』をご参照下さい。

期要請に至ると考えるが、これまでの経験を踏まえればジョンソン首相はぎりぎりまで決断を先送りにするだろう。EU と英国の思いが行き違う中でノーディールという結末に至ってしまう可能性は低いと思われるが、払拭しきれるものではあるまい。

**マイナス金利解除の可否**

また、⑤は 12 月 19 日のスウェーデン国立銀行（中央銀行、リクスバンク）のマイナス金利解除を受けた動きがどこまで拡がるかという話である。もちろん、リクスバンクの動きは住宅価格上昇やこれに付随する家計債務の積み上がりを問題視した対応であり、これが他のマイナス金利採用国にそのまま当て嵌まるものとは言えない。しかし、「決して磐石ではない経済・金融状況でも利上げに動いた」という事実はリクスバンクの報告書でも自認されているところであり（「経済が強い状態から弱い状態に向かう中でレポ金利を超低水準から引き上げ」たことについて記述あり）、それは即ちマイナス金利政策の効果ではなく副作用に焦点を当てたことを示唆するものだった。

欧州でも日本でも「マイナス金利政策は副作用の方が大きいのではないか」という論調は徐々に強まってきてはいるが、実際にその解釈を前提として政策変更に至ったケースはスウェーデンが始めてである。世界の政治・経済・金融情勢で好転が続けば、将来の手札に乏しいマイナス金利政策を採用している中央銀行（本稿執筆時点ではユーロ圏、デンマーク、スイス、ハンガリー、日本）は利上げに動いても驚きはない。この際、FF 金利が上述してきたようにドットチャート通りの横ばいだとすれば、対米金利差が日欧で縮小する話になり、ドル安・円高ないしユーロ高を招く話となる。もちろん、ECB も日銀も物価情勢の停滞に頭を悩ませており、マイナス金利をリバーサルレートと強弁したとしても、利上げのハードルは決して低くはないだろう。しかし、テーマ性がなくなりつつある中央銀行ウォッチの世界において中銀デジタル通貨（CBDC）や環境対応と並んで、マイナス金利解除の可否も目の離せない注目論点と考えられる。その他の円高リスクとしては地政学リスクの存在は無視できない。具体的には香港デモに対する中国の軍事介入や米国とイランの軍事衝突などがこれに相当しそうである。メインシナリオに組み込むほどではないにせよ、今後 1 年間のリスクとしては知っておく必要が在る材料であろう。

## ◆ ユーロ相場の見通し～ラガルド ECB 総裁のデビュー戦をどう読み解くか？～

### 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～～フクロウ型総裁の「人となり」～》

#### ラガルド総裁の「人となり」を見極める初会合

12 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%、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.50%に据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.75%ポイントに据え置いている。ラガルド ECB 総裁にとっての初会合は終始穏当なトーンで進行し、就任初会合から包括的な緩和パッケージを強いられたドラギ前総裁とは対照的な印象だった。今回は政策内容そのものというより、やはりラガルド総裁の政策姿勢やコミュニケーション能力、砕けた言い方をすれば「人となり」を見定める機会としての注目度が高かったと言える。今回は初会合ということもあって、ラガルド総裁自身が質疑応答の前に「2～3 つ申し上げておきたいことがある」と切り出し、相応の時間をとって説明する場面があった。ここでの論点は主に 2 つで、1 つは自身のコミュニケーションスタイルの話、もう 1 つは金融政策戦略見直しの話であった。どちらも示唆に富む話であったため、取り上げてみたい。

#### 「ありのまま」を宣言

まず、コミュニケーションスタイルについては「総裁には皆、彼や彼女のコミュニケーションスタイルがあり、それを比較したり、ランク付けしたりしようとするのに熱心な人も中にはいることでしょう。私にも私のスタイルがあります。拡大解釈はしませんし、後から勘ぐりすることもしませんし、相互参照もしません。ありのままの自分でいるつもりであり、恐らくそれが（他の総裁とは）異なります（I will have my own style. As I've said before, don't over-interpret, don't second-guess, don't cross-reference. I'm going to be myself and therefore probably different）」と自己紹介をしている。実際、初会見を通じて感じたことは、厄介な質問を煙に巻こうとするドラギ総裁とは異なり（それが彼のテクニックでもあったが）、主張とその理由をはっきりと切り分けて聞き手が理解しやすいように喋っているように見えた。こうした落ち着きと分かりやすさは今が政策対応を要さない平時であり、しかも初回だからという部分も割り引いて考える必要はあるだろう。だが、あの激烈な欧州債務危機時に IMF のトップだった経験を思えば「ありのままの自分」を出しつつ、冷静さを貫けるという期待も持てそうではある。

なお、質疑に移る直前、ラガルド総裁は記者たちに向かって「貴方がたは中央銀行の主たる聴衆です。しかし、唯一の聴衆ではありません。記者の皆さんよりも専門性や知識が劣る別の聴衆に対し、少し異なる言葉を使って私が説明した際、どうかそこから沢山の結論や決定的な発見を得ようとしないでください」と釘を刺している。ささいな発言が拡大解釈され、市況を動かしてしまう総裁職の怖さを自認していると見受けられ、今後は極めて丁寧なコミュニケーションスタイルに努めることが予期される。

#### 戦略見直しについての考え方：2020 年いっぱい、というイメージ

もう 1 点が目下注目を集める金融政策戦略見直しに関するメッセージであった。今や ECB ウォッチは目先の「次の一手」よりも、見直し作業にどのような論点が組み込まれるかという議論の方が盛り上がっている。この点、今回の声明文では戦略見直しに係る記述が全くなかった。これについてラガルド総裁は「失望した方もいるでしょう」と述べ、これは敢えてそのようにしたのだと質疑が始まる前に切り出している。「声明文は戦略見直しに関与すべきではない」という方針が現在の ECB の整理とされているよ

うで、これ自体は正しい判断と考えられる。極論すれば「現行の政策戦略」と「新たな政策戦略」の目指すところが異なるのだとすれば、それを声明文に併記・混在させることで意思決定のロジックが分かりにくくなるのは間違いない。記者からの関連質問には答えるが、全会一致で内容を決める声明文では扱えないという整理なのだろう。現時点では欧州議会や学会、一般市民の意見も参考にして見直しを進める姿勢であり、予め決まっている結論はないと述べているが、就任当初から話題となっている気候変動の論点についてはやはり組み込むことについて前向きな姿勢を見せていた。そのほか技術進歩や経済格差の拡大といった論点についても考慮する方針が言及されたことは新味があった。

なお、戦略見直しに絡んで最も関心が高い論点である「見直しの開始および終了のタイミング」については質疑前に言及があった。ラガルド総裁は「見直しは包括的であり、全ての論点を扱う必要があるため時間はかかる。しかし、かかり過ぎてもいけない。今の計画では1月のどこかで始めて、2020年末までには終わりたい」とラフなスケジュール感を示している。この際、1月のいつなのかという点についてはまだはっきりとしたことは言えないと述べている。過去の本欄でもそのような想定を示したが、やはり「2020年いっぱい」というのが戦略見直し作業のスケジュール感になりそうである。

### タカでもなくハトでもなくフクロウ

質疑では、政策理事会におけるスタンスを問われた際、「はっきりと言いますが、私はハト派でもなければタカ派でもありません。私の夢は知恵の象徴であるフクロウになることです（once and for all, I'm neither dove nor hawk and my ambition is to be this owl that is often associated with a little bit of wisdom）」と述べたことがヘッドラインで報じられている。この発言後、ラガルド総裁は政策理事会のメンバーから最善の知恵を引き出し、金融政策決定をしていきたい旨も口にしている。調整能力の高さに定評のあるラガルド総裁らしい発言であり、亀裂の走る内部を慮ったものと考えられる。もっとも「全てについて完全な合意を得ようというつもりもない（I am not suggesting that we will arrive at complete agreement on everything）」とも述べており、時として多数決を重視する局面はやはり出てきそうである。このあたりは20人以上の投票メンバーを要する政策理事会では致し方ないことでもある。

### マイナス金利の取り扱いに関して

具体的な政策についてはマイナス金利の副作用を問う声が多かった。既にユーロ圏財務相会合などではマイナス金利の負の側面をクローズアップする論調が幅を利かせており、政策理事会メンバーでもビスコ伊中銀総裁が独紙ハンデルスブラットとのインタビューで「マイナス金利はほとんど役に立たない」、「量的緩和（QE）の方が効果的」といった趣旨の発言をしたことが今月初めに大きく報じられた（このビスコ総裁の発言を引用した上で「どう思うか」という質問も今回は出ていた）。ラガルド総裁もマイナス金利に副作用があること自体は認めているものの、それが効果を上回るリバーサルレートなのかどうかという点やQEなど他政策と比較した場合の優劣については言質を与えていない。現行の金利環境がリバーサルレートになっているのではないのかという質問に対しては「経済理論においてリバーサルレートとは信用収縮（貸出の減少）が起きている時のレート」と定義を示し、信用拡張（貸出の増加）が続いているユーロ圏ではまだそれには相当しないのだという見解を示している。このあたりの考え方がECB政策理事会（12月12日）の翌週（12月19日）にマイナス金利を解除したスウェーデンの動きなどを受けて、2020年以降、どのように変わってくるのかは興味深い点であろう。

また、QE など他政策と比べた場合の優劣については、「あくまでパッケージとしての効果を狙ったものであり個別政策を切り分けて考えることはない」と回答している。より具体的には、イールドカーブを対象に議論した場合、現行の緩和政策について政策金利（マイナス金利）は短期ゾーン、フォワードガイダンスは中期ゾーン、QE は長期ゾーンに影響を与える政策であり、3 つの政策が相互に影響を持つことから個別政策だけで評価するものではないという話である。これは ECB としての模範解答であり、ドラギ前総裁も口にしてきたロジックである。しかし、そうであれば信用の収縮・拡大という論点だけでマイナス金利の功罪が決まるのではなく、あくまで他政策とのバランスという文脈からマイナス金利の撤回が検討される芽も考えておくべきなのだろう。

### デジタルユーロの見通し

また、政策運営とは異なる論点としてデジタル通貨に関する質問はやはり見られた。EU 経済財務相理事会（ECOFIN）として ECB に準備を促す声明文が出てしまった以上、ECB も何らかの挙動を示さねばならないという立場に置かれている。この点、見通しを尋ねられたラガルド総裁は既にタスクフォースを立ち上げており、既に調査や実験を始めているユーロシステム内の各国中銀と協力することで作業を加速させていく方針も明らかにしている。その上で 2020 年半ばを目処に ECB として目指すものをまとめたい意向を示している。金融政策戦略の見直しが最重要であることは言うまでもないが、デジタルユーロとどう向き合っていくのかというメッセージもラガルド体制の初仕事として期待されているものだろう。足許では金融政策の「次の一手」に頭を悩ませる必要がなくなっている分、こうした大きな論点に向き合える余裕があるというのはラガルド総裁にとって喜ばしいことであろう。見る側としても数十年に 1 度の動きであるだけに、丁寧なウォッチを心掛けたいところである。

## 《金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～》

### ECB、「物価安定の定義」は修正が必要

上でも述べたように、11 月に ECB 総裁に就任したラガルド氏の最初の任務としては「中期的に 2%未満であるがその近辺(below, but close to, 2% over the medium term)」のフレーズに象徴される「物価安定の定義」を抜本的に見直し、金融政策戦略の在り方を修正することが想定されている。ECB が金融政策戦略を見直すのは 2003 年以来、17 年ぶりの試みであり、大事業と言って差し支えない。現行の物価安定の定義を正面から解釈すると「2%に到達すれば引き締められる」との誤解を招きやすいため、あくまで 2%を境として対称的に物価目標を睨んでいることを明確化したいという思惑が ECB にはあるとされている。具体的には、1.5%も 2.5%も「2.0%」という目標から乖離しているという意味では同じ距離感（0.5%ポイント）であるため、2%を超えたからと言って直ぐに正常化を志向するつもりはないという対称性を強調する思いがあると考えられる。こうした「物価目標の対称性を明確化すること（clarifying the symmetry of our aim）」の重要性は今年 6 月の ECB 年次総会でドラギ前総裁がはっきりと強調しており、ラガルド新総裁に引き継がれている。

### 新しい EU としては環境問題に本気

このような「物価安定の定義」に対する修正は時代に即応した必要な措置である。しかし、ここにきて気になる動きも断続的に報じられている。それはラガルド総裁が今回の修正作業の一環として、気候変

動に関する論点を組み入れることに関心を示しており、環境問題を金融政策運営における重要な論点にしたい意向があると言われていることだ。ちなみに、ラガルド体制と同タイミングで発足した新たな欧州委員会を率いるフォンデアライエン新委員長も欧州議会における演説で「The European Green Deal（欧州のグリーンディール）」はマストだと強調しており、やはり環境問題を新体制で重視する論点として掲げている。新しい EU の 2 トップがこうしたスタンスを大っぴらに語るようになっていることは欧州が持つ環境問題への意識の多寡が他国・地域よりも強いものであることを象徴していると言って良い。

**環境問題に中銀ができることがあるのか？**

しかし、である。環境問題が重要だからといってそれを中央銀行が考慮すべきかどうかは全く別問題だろう。率直に言って環境問題を斟酌した金融政策運営は無理筋と思えてならない。今回の本欄では①政策波及経路が想像できない、②役割区分を取り違えている、という 2 点から考察したい。気候変動が「重要か、重要ではないか」という視点ではなく、「中央銀行がやる筋合いなのか」という視点を持って評価すべき話だと考えられる。

まず①の「政策波及経路が想像できない」という思いは多くの市場参加者が抱くはずだ。そもそも庭先であるはずの物価や賃金ひいては景気の変動を制御することにも難渋しているのに、気候の変動ならば制御できるというのか。どういった手段や経路、そして確度を想定して政策運営をすれば気候変動に有意な影響を与えることができるというのか。また、それをどうやって検証するのか。気候変動は万年単位という時間軸で捉えるべき問題という声もあり、その変化を経済主体がはっきりと実感する頃には数世代が入れ替わるような時間軸の長いテーマだ。今起きている変動がいつ頃の経済活動に起因しているのか（あるいはしていないのか）を特定するのも難しいのにどうやって適切な金融政策を割り当てるのか。少なくとも今月や来月の株価や為替に振り回される中央銀行が悠久の時を超えて変化が現れる環境問題の変数まで考慮するというのは些か尊大ではないか。また、別の論点として、本当に地球温暖化が人間の営む経済活動の活発化と因果関係があるならば、金融引き締めでその停滞化を図るのが正解ではないか。気候変動に対する金融政策の波及経路としては最もシンプルで腑に落ちる考え方に思えるが、納得はとても得られないだろう。

この点、ビルロワドガロー仏中銀総裁は FT 紙に対し「エネルギー価格の上昇と経済成長率の低下を通じて、地球温暖化は“スタグフレーションショック”を引き起こす恐れをはらんでおり、（これに対抗策を講じることは）既に物価安定の責務の一部（already part of our price stability mandate）になっている」と中央銀行家の視点から意見を述べている。ロジックとしては納得できなくはない。しかし、「金融政策という手段で気候変動を抑制できるのか」という根本的な疑問を抱くのは筆者だけではあるまい。また、同総裁は地球温暖化を ECB の予測モデルに織り込むべきだとまで述べているが、四半期ごとに改定され、1 年前と方向感が大きく変わることも珍しくないスタッフ見通しに環境問題という論点を入れ込んで ECB の「次の一手」が変わるのだろうか。少なくとも「今やるべき基本的なこと（具体的には 2%への物価引き上げとその安定）」を完璧にこなしてから論じなければ虚しさだけが募らないだろうか。ちなみに、ビルロワドガロー総裁は、11 月末に日銀も遂に参加することが報じられた「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク（NGFS：Network for Greening the Financial System）」の創設メンバーの１人として知られている。今後も同様の発言を繰り返すことだろう。

**敢えて、やれることはあるのか？**

11 月 28 日、クーレ ECB 理事は「中銀が気候変動問題の克服で先頭に立つのは無理がある。これは政治の仕事であり、そうあるべき」と述べる一方、「中銀は各行に与えられた責務の範囲内で支援を行うことはできる」と表明している。筆者は基本的に前者の立場だが、敢えて支持するならば、この後者の「責務の範囲内で支援」の量感をどの程度と考えるかだろう。

この点、量的緩和政策（QE）において環境に配慮した事業が発行するグリーンボンド（グリーン債[2]）を多く購入しようという「グリーン QE」なるアイディアが ECB 当局者の間で飛び交っている。しかし、環境問題への配慮に支持を表明しているビルロワドガロー総裁ですら「相対的に小さいグリーンボンド市場での大量購入は市場を大きく歪める可能性がある」として難色を示している。しかし、問題は債券市場の大小ではない。今年 10 月、バイトマン独連銀総裁は「インフレ率が低い間だけ気候変動対策を続けなければならない理由は、ほとんど理解されない」とグリーン QE を批判してみせたが、筆者も同感である。環境対策それ自体が重要なテーマだとしても、QE としてそれを支援するということは「金融緩和（≒QE）が不要の局面に入れば支援しなくてもいい」という意味も孕んでしまう。そうした要らぬ政治判断を迫られないために中央銀行には政治からの独立性が保証されているのではなかったのか。それ以外にも、常設されている流動性供給において中央銀行が民間銀行から受け入れる担保に関し、グリーンボンドの掛け目を優遇したりすることなども考えられる。確かにこの程度であれば、「責務の範囲内で支援」できる持続可能な措置と言えるかもしれない。だが、当該資産がどの程度、環境に優しい（あるいは優しくない）のかを定量的に評価できる尺度を用意しない限り、このようなアプローチも難しいだろう。

**そもそも中銀がやるべきなのか？**

一方、環境問題が重要であり、中央銀行として支援できることがあったとしても、「本当にやるべきなのか」という根本的な疑問も残る。これが②の「役割区分を取り違えている」という論点だ。上でも引用したクーレ理事も述べるように、基本的に環境問題で先頭に立つのは「政治の仕事」であり、中立性が要求される中央銀行の仕事ではない。バイトマン総裁も「気候変動問題の対策を打ち出すのは選挙民によって選ばれた政府の仕事で、中銀が環境政策を推進する民主的な正当性はない」と明言している。例えば、上述した担保の取り扱いを環境基準で差別化するというアプローチ 1 つ取ってみても、中央銀行が環境に優しい（あるいは優しくない）との評価を行い、私企業の資金調達の優劣にまで踏み込むことが適切なのだろうか。その評価が異論の余地のない単純なものであるならば気にはならないかもしれない。しかし、判断に迷う微妙なケースも出てくるはずだ。例えば環境への影響に関し、企業 A が企業 B よりも優遇され、企業 B からクレームが出た場合、どうするのか。中央銀行は環境の専門家ではないので、第三者から意見を聞くことになろう。しかし、その第三者が適切であったかも含めて議論を呼ぶかもしれない。そもそも物価安定に注力すべき政策運営に関与する主体が枝分かれしながら増えて行ってしまう自体、健全ではない。中立の立場から物価安定を追求するという当初想定された状況に比べればノイズが増えている感は否めない。

**亀裂の「修復」ではなく「拡大」も**

その他中央銀行も気候変動について関心は寄せているものの、今のところは静観の姿勢が目立つ。パウ

[2] 太陽光・風力発電に代表される再生可能エネルギーなど、環境改善に資する事業に資金使途を限定して発行する債券。

エル FRB 議長は今年 7 月の議会証言で気候変動問題が金融市場に及ぼす影響について、自然災害による影響を注視するものの「気候リスクは長期的なもので、日々の銀行監督に影響を与えるとは思わない」と述べ、そのリスクが中央銀行の責務に与える影響について明示的に認めることは避けた。時間軸が違い過ぎるという問題意識だろう。また、カーニー総裁率いるイングランド銀行（BOE）は国内大手銀行のストレステスト（健全性審査）に地球温暖化と環境政策を組み込む意向を示しているが、やはり金融政策を気候変動対策に割り当てることについては二の足を踏んでいる。なお、フランス中央銀行も国内の銀行と保険会社に対しやはり気候変動に関するストレステストを来年から実施する意向を明らかにしている。まずはストレステストにシナリオの 1 つとして組み込むという一手が各国当局の採れる最初の動きとなってきそうだが、二の矢が続くのかは微妙な情勢と言わざるを得ない。

世界的には「気候変動の重要性は認めつつも、中央銀行の相対する（すべき）問題ではない」というのが未だ主流である中、ラガルド総裁が仮に環境問題を新たな金融政策戦略の一要素として取り込むのであれば、それは（正しいかどうかはさておき）先進的な動きとは言える。だが、「総論賛成、各論反対」の思いを抱く当局者が多数と思われる中でこれを敢行すれば、再び政策理事会の亀裂を深める遠因になりかねないだろう。目先の金融政策運営と異なり、一度決めてしまえば簡単には修正できない戦略として盛り込むには議論が熟していないと言わざるを得ない。

周知の通り、ラガルド総裁はまず前ドラギ体制で生じた政策理事会内の亀裂を修復するにあたっての調整能力に大きな期待がかかっている。にもかかわらず、こうした新しい争点を持ち込んでしまうあたりに、初動としてはやや不安を覚えてしまうものがある。既にドイツははっきりと気候変動に関与することに反対の立場を表明している。亀裂の「修復」ではなく「拡大」をもたらすような一手にならないことを祈るばかりである。本テーマは中銀デジタル通貨（CBDC）と並んで、2020 年に注目すべき大きな金融のテーマとなりそうである。

## 《補論 1:スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020 年への示唆～》

### 5 年ぶりのマイナス金利解除

12 月 19 日、スウェーデン国立銀行（リクスバンク、中央銀行）は、政策金利であるレポレートを+25bps 引き上げゼロ%とすることを決定し、2015 年 2 月以来、約 5 年にわたって続いたマイナス金利政策を解除した。声明文では「レポ金利の見通しは不変であり、今後数年に亘ってゼロに据え置かれる」と述べられており、今回の利上げが累次にわたる利上げの始まりではないとの強調が見られているものの、決して芳しくない経済・物価情勢の中、副作用を念頭にマイナス金利解除を決断したという意味は小さくない。こうした動きがマイナス金利のパイオニアである欧州においてどの程度拡がってくるのか（あるは拡がってこないのか）は 2020 年の各国（特に ECB や日銀の）金融政策を検討する上でも重要なテーマと考えられる。もちろん、諸条件は大きく異なるので単純比較には慎重であるべきだが、同種の論調が欧州で出始めているのは確かである。例えば ECB がこのような論調に乗ってくれば、外圧に弱い日銀の金融政策は多分に影響を受ける可能性がある。

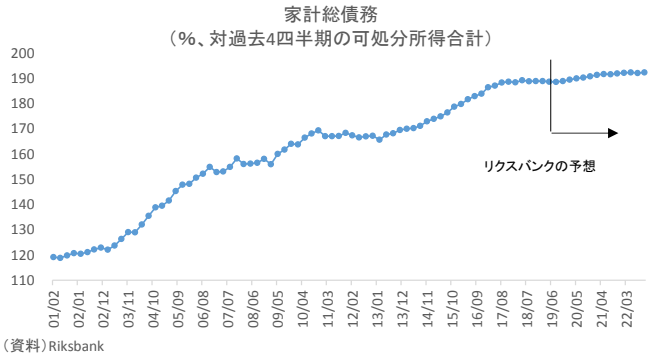
### ポイントは副作用対応であること

今回の利上げに関して重要なことは景気過熱対応ではなく副作用対応としての側面を備えているということだ。明示的に副作用対応だと述べられているわけではないが、これに配慮した対応であることは

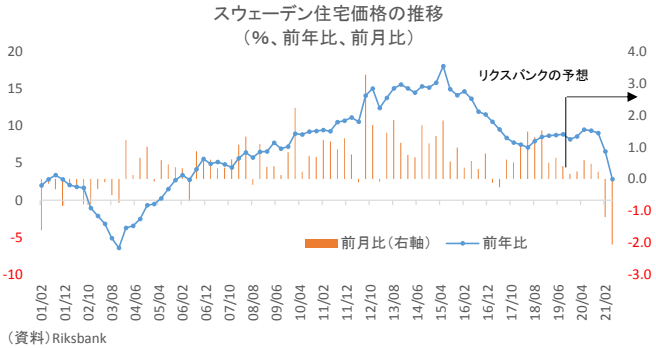
確かである。リクスバンクのイングベス総裁は、マイナス金利政策が景気押し上げに効果を持ったことは認めつつ、「マイナス金利政策が極めて長期にわたり導入された場合、経済に何が起こるかはまったく別の問題」と述べている。マイナス金利を続けることによる「怖さ」を理由に今回動いたのである。欧州でも日本でも「マイナス金利政策は副作用の方が大きいのではないか」という論調が徐々に強まってはいるものの、実際にその解釈を前提として政策変更に至ったケースはなかった。今回公表した金融政策レポートでは「(2019 年のように) 経済が強い状態から弱い状態に向かう中でレポ金利を超低水準から引き上げるということでインフレ目標が危機に晒されることはない。ゼロ金利と大量の国債購入は依然として緩和的な金融環境を創り出し、インフレ目標に近づけるのに寄与する。予測期間にわたって、実質ベースで見たレポ金利はマイナス圏が維持される」との記述があった。ここでポイントは「実質ベースで見たレポ金利の水準」ではなく「経済が強い状態から弱い状態に向かう中でレポ金利を超低水準から引き上げ」という事実をリクスバンクが認めていることだ。同時に発表されている経済・物価見通しによれば、スウェーデンの実質 GDP は 2019 年/2020 年で+1.1%/+1.2%、リクスバンクが政策を決定する上で注視している CPIF（住宅ローンの影響を除く消費者物価指数）は+1.7%/+1.7%と決して芳しい展開が予想されているわけではない。

そうした状況にもかかわらず利上げを決断した背景について同レポートでは「もし、マイナス名目金利が永続的な状態だと見なされた場合、経済主体の行動は変わり、悪影響が浮上してくるかもしれない」としている（上述のイングベス総裁の発言と同様である）。さらに、報告書では「金融政策の副作用（Side-effects of monetary policy)」と題した BOX 欄を設け、「このままいけば個人預金にマイナスを課す流れになること（ドイツやデンマークでは始まっている)」と指摘している。リクスバンクは現在、スウェーデンの民間銀行が個人預金にマイナスを課していないのは「マイナス金利があくまで一時的(temporary)なものだと受け止めてられているから」と分析し、「もし永続的（permanent）とみなされたら、家計部門へのマイナス金利適用は排除できない」と懸念を示している。

そのほか「マイナス金利の必然として資産価格（とりわけ住宅価格）が騰勢を強めていること」そして「住宅価格上昇の結果として家計部門の債務が所得対比でも上昇傾向にあること」などが指摘されている。現状、リクスバンクが最も気にしている論点がこれである。資産価格への影響は「過剰なリスクテイク（excessive risk-taking)」と報告書で懸念されるものだが、資産価格の著しい騰勢が続いた場合、家計部門を含め複数の経済主体が持続不可能な軌道（unsustainable manner）で債務を積み上げてしまう恐れがある。この点、スウェーデンの家計債務は可処分所得対比で見てもその比率が上昇傾向にあり、予測期間中も悪化傾向は続く見通しだ（右図・上)。かかる状況を踏まえれば、今後、住宅価格が下落に転じた場合、家計部門のバ



（資料）Riksbank



（資料）Riksbank

ランスシート調整を通じて実体経済が長期停滞に追い込まれる懸念は決して小さなものではあるまい。そうなった場合、本格的に立ち上がるまでに相当な時間が必要になることは金融危機後の米国の例を思い返せばよく分かるだろう。なお、マイナス金利解除を経て住宅価格のトレンドも変わることが想定されているようだが、そう上手く行くものだろうか・・・という疑問も抱かれる（前頁図・下）。

**相当な気遣いも見受けられた**

もっとも、声明文や報告書では今回の利上げが引き締めの始まりと受け止められないように相当な神経を遣っている様子も窺えた。例えば声明文の締めの一文である「当面、ゼロ金利で維持される（the repo rate is expected to remain at zero per cent in the coming years）」は引き締めバイアスを減じたい思いの表れだろう。金融政策レポートによればレポレートは今後、2021 年末までゼロ％で横ばいとした後、2022 年末には+0.1％へ引き上げられる見通しが示されている。つまり、「今後 2 年は現状維持」が足許でのメインシナリオとなる。報告書の構成を見ても、「Repo rate raised to zero per cent」と題したパラグラフの後に「A repo rate of zero per cent provides continued support」と題したパラフラフを持ってきており、ゼロのレポ金利が継続的な支えになる緩和措置であることの強調に余念がない。

また、報告書では長期的に見ればレポ金利はゼロ％以上であることが合理的と述べながらも、「しかし、スウェーデンの経済・物価情勢にまつわる不透明感に照らせば、次の利上げがいつだということを述べるのは難しい。予測期間にわたってレポ金利は変わらない見通しだ」と説明している。ちなみに、この直後には「予測は不透明感が徐々に減退し、経済見通しが安定してくることを想定している」とある。不安定化してくれば直ぐにでもマイナス圏に戻ることを示唆しており、「経済が予想比下振れて動いた場合、利下げや他の手段を使って金融政策を拡張的なものに誘導する」と念押しされている。会見に使用されたスライド資料には「低金利と共にある世界では、レポ金利が定期的にマイナスになる必要があるかもしれない」とのフレーズもあった。利上げと利下げ、双方の正当性について両論併記に務めつつ、「いつでもマイナスに戻ることはあり得る」と下方向へのメッセージ性はやや強めであるように感じられた。

**通貨高を回避できた意味**

マイナス金利政策が実体経済を押し上げる効果を持ったとして、その代表的なケースが通貨安とこれに付随する輸出増加であろう。裏を返せば、マイナス金利解除を決断する際、最大の障害となるのが通貨高と輸出減少になるはずである。そもそもスウェーデンやスイスなど非ユーロ圏の欧州諸国が極端な低金利政策を採用してきた背景には、債務危機を受けた激しいユーロ安の煽りを受け自国通貨が騰勢を強めてしまうという実情があった。しかし、もはやユーロ圏は低調だが危機ではない。為替市場の不均衡をもたらすほどの内外格差がスウェーデンとユーロ圏の間にあるわけではない。リクスバンクには「今なら大して通貨高にはならない」との読みもあったのではないかと思われる。実際、今回の決定直後、スウェーデンクローナは一時的に対ユーロで上昇したものの、直ぐに下落しほぼ横ばいで引けている。為替市場の反応は所与の条件次第であり、今回の体験がそのまま使えるわけではない。しかし、「マイナス金利を解除しても通貨高にならなかった」という事実は ECB や日銀にとって頼もしい話だろう。

**課税されたものはいつか転嫁される**

もっとも、通貨高になろうとなるまいとリクスバンクの今回の決断は重要な示唆を与えたように思う。どのようなお題目を並び建てようと、マイナス金利は金融部門への課税である。課税された分はラグを伴いながらいつかは提供するサービス価格に転嫁される。金融機関が営利企業である限り、そうならない理由はない。事実、マイナス金利の先進地域である欧州諸国では既に個人預金金利のマイナス化が始まっている。それに遅れる格好で日本でも手数料を通じて類似の動きが散発し始めている。声明文や報告書などを読む限り、今回のリクスバンクの決定にはそのような動きが拡がる前に対処したかったという思いがありそうである。

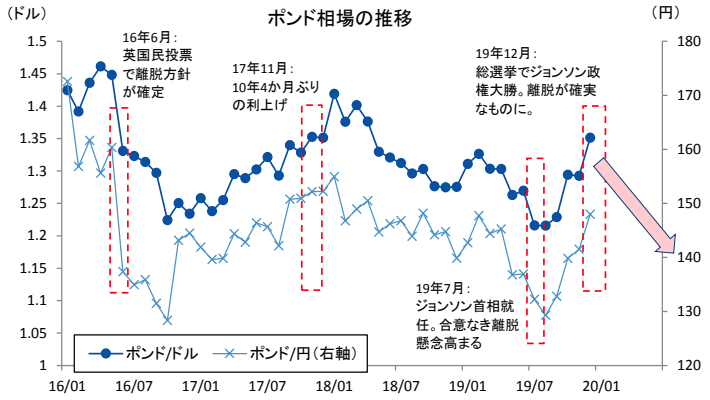
まとめると、マイナス金利を続ける限り、①コスト移転を広く、薄く進めていくか、②銀行部門がコストを飲んで衰退していくかしかない。①も②も避けたい場合、今回のリクスバンクのように踏み込んで決断するしかない。どうしてもマイナス金利を継続しなければならない国があるとすれば、「マイナス金利と通貨安」、「通貨安と輸出増」という 2 つの事実に余程の因果関係が認められ、それが実体経済の生殺与奪を握るような経済構造を抱えるケースだろう。そうではない限り、マイナス金利を継続することの意味が問われる局面に入ってきているのは間違いない。何かにつけて通貨高にクレームを入れやすい南欧諸国の筆頭格であるイタリアにおいて、ビスコ伊中銀総裁が「マイナス金利はほとんど役に立たず、金融システムに有害な副作用を及ぼす恐れがある」とまで断じているのは、もはやマイナス金利はメリットよりもデメリットの方が大きいと体感し始めていることの証左であろう。

「マイナス金利を解除してしまうと緩和策がなくなるではないか」ではなく、「マイナス金利を解除すること自体が長い目で見れば緩和効果を高める」という発想、すなわち現行金利をリバーサルレートだと捉える論陣がマイナス金利発祥地域の欧州でどれほど支持を得るのかどうか。今回のリクスバンクの動きが、2020 年の金融政策運営にどのような意味を持ってくるのかは非常に興味深い論点である。

## 《補論 2:ポンド相場の行方～いよいよ叶うブレグジットの下でポンドはどう動くのか？～》

### 総選挙後の急騰を失うポンド

12 月 12 日に行われた英下院総選挙はジョンソン英首相率いる与党・保守党が歴史的圧勝を収め、いよいよ 2020 年 1 月末には離脱が実現する見込みである。しかし、みずほマーケット・トピック[3]などでも議論したように、2020 年 12 月末に控えた移行期間の終了までに英国と EU が新たな通商関係で合意し、施行に持ち込めるとは思えない。総選挙後に急騰したポンド相場が程なく急落しているのは「どうせ移行期間の延期を決めなければならない 2020 年 6 月末が近づけばまた同じことが起きる」という市場参加者の思いを反映していると思われる。与党・保守党が過半数を押さえたことで「決められない議会」という問題は解決したものの、ジョンソン政権は 2020 年末までと設定されている移行期間に関しては予め延長を拒否することを公約としている。もちろん、それまでに通商交渉がまとまれば問題はないが、EU27



(資料)Bloomberg、19年12月は総選挙後高値

[3] 同 2019 年 12 月 16 日号『英総選挙を終えて～「次の山」は 2020 年 6 月末に～』をご参照下さい。

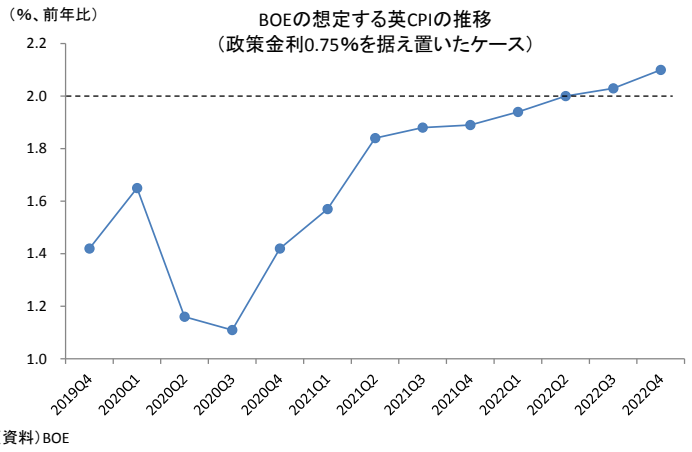
か国と英国の利害が複雑に絡み合うことを思えば、わずか 11 か月での合意形成は正攻法では無理筋である。延長を決断する期限は 2020 年 6 月末だが、これまでの経緯を踏まえれば直前に揉めることは目に見えているだろう。とすれば、通商交渉と並行して今から移行期間の延期を踏まえた交渉も進めるのが真っ当なリスクマネジメントではないかと思われるが、一連のジョンソン英首相の動きを見る限り、譲歩を期待するのは難しいという印象はある。

既に欧州委員会は懸念を示し始めており、12 月 17 日にはウェイアンド貿易総局長が「移行期間を延長しないという英国の意向を真剣に受け止めるべき」、「その事態に備える必要がある。つまり 2020 年末までに合意がまとまらなければまた崖っぷちの状況に直面することを、交渉において留意しなくてはならない」と述べたことが報じられている。こうした同発言を受けたポンド相場は急落している。

**政治的リスクに加え、利下げのリスクも**

政治的な不安がポンド相場の重しとなるのは元々だが、経済・金融面でもポンド相場は下方リスクが大きそうなことは重要だ。11 月 7 日に開催されたイングランド銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）は政策金利を 0.75%で据え置くことを決定したが、9 名中 2 名の委員（ソーンダース委員、ハスケル委員）が利下げを支持したことがサプライズとなった。同会合の議事要旨（summary and minutes）では「仮に世界が回復できない、もしくはブレグジットを巡る不透明感が長期化した場合は、金融政策は英国の GDP そしてインフレ率を強化する必要が出てくるかもしれない」として条件付きで緩和（利下げ）の可能性を示唆している。一方、「それらのリスクが顕現化せず、MPC の想定通り進むのであれば、緩やか且つ限定的な程度で、金融引き締めが必要になる可能性がある」といった旨の見通しも示しているのだが、ここで「MPC の想定」が重要になる。この点、声明文の中には「They are now based on the assumption of an orderly transition to a deep free trade agreement between the United Kingdom and the European Union」と明記されていることが重要であろう。即ち、移行期間中に FTA 交渉が円滑に進み、合意形成が済んだ上で 2021 年以降を迎えるという想定である。2 名の委員が利下げを主張しているのはこの想定通りに事が運ばないという懸念があったからだろう。

さらに言えば、今回の金融政策報告書（旧インフレ報告書から名称変更）に拠れば、政策金利を現行水準（0.75%）で据え置いた場合、2022 年 4～6 月期まで 2%に到達しない見通しとなっている（図）。「リスクが顕現化しなければ緩やかに利上げ」の方針を示しており、それが今のところのベースラインと見られるものの、政策金利が現状維持でもこの程度の物価情勢ということは、利上げのハードルは相応に高いと見るべきではないだろうか。もちろん、利下げに関しても現時点では 7 名の委員が難色を示していることから容易な話ではあるまいが、ことジョンソン首相の気質やそれに基づく政治姿勢を踏まえれば、利上げよりも利下げの方が蓋然性が高く、ポンド相場の下値リスクが相当高そうなことは直感的に腑に落ちるところではないだろうか。2020 年 1 月末にカーニー総裁は退任する。在任期間中の半



分はブレグジットに振り回された印象が強いが、最後の最後までその状況が変わらないまま BOE を去ることになりそうだ。

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に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。