

中期為替相場見通し

2020 年 1 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～「予防的利下げ」は利上げ復帰に繋がらず～

2020 年の相場概観～見るべき 3 つのポイント～	P.3
米金融政策の現状と展望～2020 年は 1999 年なのか？～	P.6
米通貨政策の現状と展望～ドル売り介入の催促なのか？～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～大統領選挙と新型肺炎～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～垣間見られた調達通貨としての実力～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～先走りが危ういラガルド総裁～	P.16
ユーロ相場の現状と展望～「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

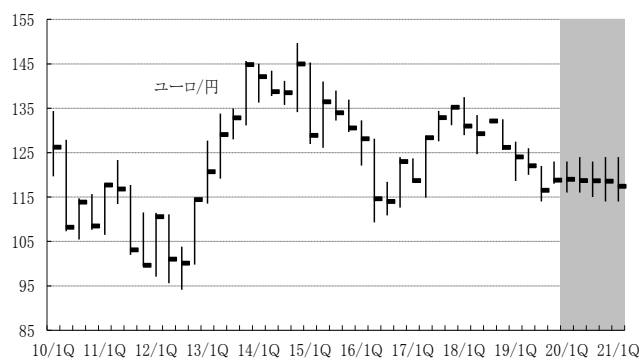
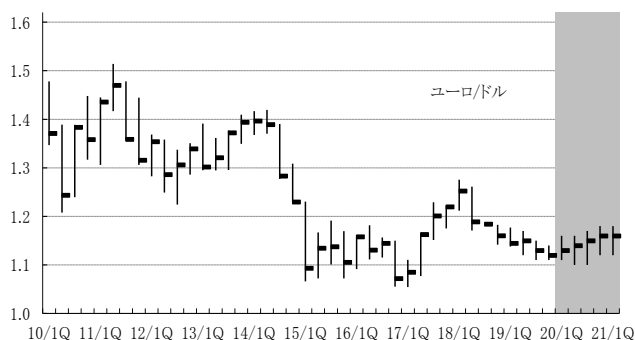
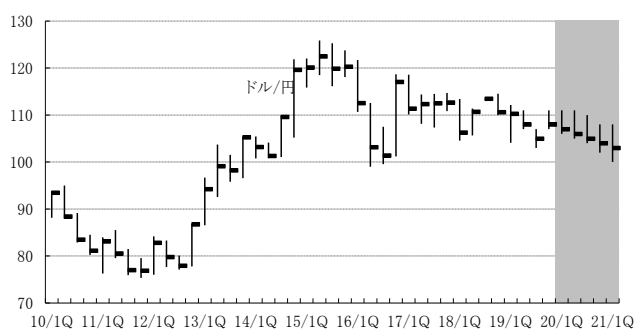
2020 年、最初の 1 か月もドル/円相場は動意を欠いた。米国とイランの軍事衝突、米中貿易戦争の第一段階合意、そして中国発の新型肺炎に英国の EU 離脱完了など、ヘッドラインを飾る材料には事欠かなかったがドル/円相場がレンジを脱却するような展開には至っていない。もっとも新型肺炎が経済・金融情勢に与える影響は未だ不透明な部分が大きく、現時点では様子見という表現にとどまる。今後、考え得るシナリオとしては減速を余儀なくされる中国経済に引きずられる格好で欧州経済も減速し、これに配慮する格好で米国が利下げに動くという 2019 年と酷似した展開がある。そうなった場合、2019 年の利下げは「予防」を謳いつつも、単なる利下げ局面の始まりだったということにもなる。これはあり得ない話ではあるまい。実際、IMF 見通しなどをみても、米国経済のピークは 2018 年で今後 3 年間は減速軌道に入ることが見えている。そうした経済・物価見通しと整合的な金融政策の「次の一手」はやはり利下げとなるはずであり、ドル/円相場見通しもこれに沿った方向感を提示するのが妥当と考えられる。かつて経験したような苛烈な円高局面を予想するわけではないものの、米金利やドルの相互連関的な上昇を予想するには諸条件が悪過ぎるというのが実情ではないか。

片や、ユーロ相場もレンジ取引の域は脱していない。製造業 PMI などに象徴されるように、世界でもどん底の状況にあったユーロ圏の企業マインドにはようやく復調の兆しが見られている。これまでが悪過ぎたことを思えば、今年の成長率が上方修正される可能性が最も高そうなのがユーロ圏に思える。だが、1 月から着手が始まった ECB の政策運営に係る戦略見直しには「2%を優に超えるまで緩和を続けるべき」という問題意識が色濃く反映される予定だ。その上、新型肺炎が中国経済の減速をもたらす、これがユーロ圏経済の足枷になるという展開が耳目を集めていることを思えば、ECB の「次の一手」はあるとしてもやはり利下げの公算が大きい。新型肺炎リスクを前提にシナリオを作るべきではないが、中国と欧州(≒ドイツ)が貿易を通じて一蓮托生となる事実は認識しておくべきだ。本欄ではドル高相場の調整を主軸に見ているため、ユーロ相場の大崩れは予想しないが、▲0.50%というマイナス金利がある以上、本格的な上昇のチャンスは掴みにくいだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1月(実績)	2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2021年 1～3月期
ドル/円	107.65 ～ 110.30 (109.07)	106 ～ 111 (107)	105 ～ 111 (106)	104 ～ 110 (105)	102 ～ 108 (104)	100 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.0992 ～ 1.1224 (1.1032)	1.09 ～ 1.14 (1.11)	1.08 ～ 1.14 (1.12)	1.08 ～ 1.15 (1.13)	1.10 ～ 1.16 (1.14)	1.10 ～ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	119.82 ～ 122.88 (120.32)	116 ～ 123 (119)	116 ～ 124 (119)	115 ～ 123 (119)	114 ～ 124 (119)	114 ～ 124 (117)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内は1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。



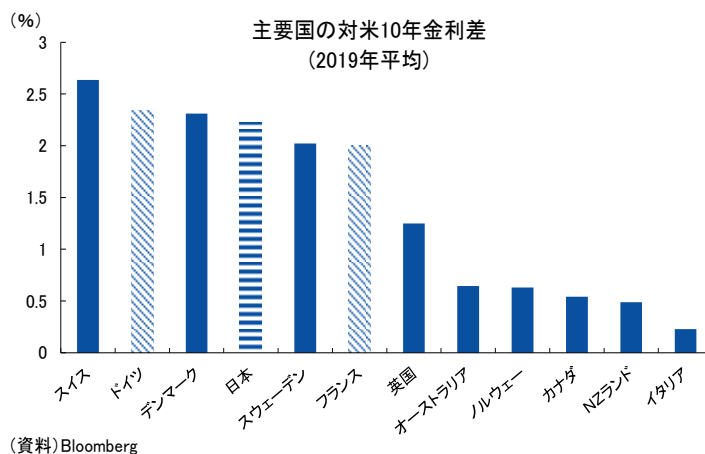
◆ ドル/円相場の見通し～「予防的利下げ」は利上げ復帰に繋がらず～

《2020 年の相場概観～見るべき 3 つのポイント～》

今後数年、日米欧で利上げはない

フラッシュクラッシュに見舞われた昨年と異なり、2020 年の為替市場は比較的平穏に幕を開けた。1 月 2 日に米国がイラン革命防衛隊の司令官を殺害したことでリスクオフムードが強まり、ドル/円相場は一時、昨年 10 月以来の安値である 107 円台まで沈む時間帯も見られた。だが、両者の軍事衝突は互いに一撃を見舞った上で手打ちとなり、その後は事態収束への安堵感からむしろリスクオンムードに弾みがつき、勢いそのままに最初の 1 か月を乗り越えている。その後、中国発の新型肺炎を巡る悲観ムードが上値を押さえているものの、ドル/円相場は「底堅い」という形容の腹落ちする地合いが続いている。

昨年を振り返れば年頭の相場混乱がそのまま FRB の政策姿勢を 180 度変えるに至り、米金利の劇的な低下を招いた。しかし、その動きと整合的な為替相場（ドル安）が実現することはなく、2 年連続で最小値幅という極めて落ち着いた結果に終わった。静かな相場の背景に関しては、これまで繰り返し議論したので詳述は避けるが¹、ひとえに「下がっても米金利は相対的に高かった」という事実が 2019 年の為替市場の潮流を形成したのだろう（図）。この事実は今も大



きくは変わっていないため、為替市場が直ぐに大きな変動を迎える気配は感じられない。FOMC メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）は年内据え置き、2022 年まで見据えても 2 回の利上げしか想定できていない。米国の物価情勢が騰勢を強める様子も窺えないことから、もう日米欧三極において利上げを見ることは今後数年、難しいと考えるのが妥当なシナリオだろう。

2020 年のポイント 3 点：まずは株価予防の利下げ有無

そうした「基本的にレンジ」という大方の予想を踏まえた上で、2020 年のポイントを 3 点挙げるとすれば、①米国が利下げするかどうか、②欧州景気が戻るかどうか、③中国景気が戻るかどうか、であろう。もちろん、最も本質的な論点は①である。冒頭述べたように、結局、2014 年 6 月から継続するドル高相場が本格的な調整を迎えずに済んでいる最大の理由は「米金利が相対的に高いから」に尽きる。現在の米国の政策金利である 1.75% はカナダと並んで先進国では際立って高い。だが、例えば昨年と同じ 3 回の利下げを経験した場合、これは 1.00% になる。1.00% はニュージーランドと並び、オーストラリアや英国（共に 0.75%）とも肉薄する。そうなれば「米金利が相対的に高いから」という世界はなくなる。2019 年のレンジ相場の背景には「円やユーロの金利がマイナス圏にある一方、ドルの金利が 2% 弱ある」という歴史的に経験のないドルに有利な運用環境も寄与した疑いが強い。もっとも「大してドルと他通貨金利の差がなくなったので金利差を見ても為替の先行きは読めない」という意見もある。これも一理ある。だが、そう判断するには FRB が今少しの利下げに踏み切った後で良いと筆者は考えている。

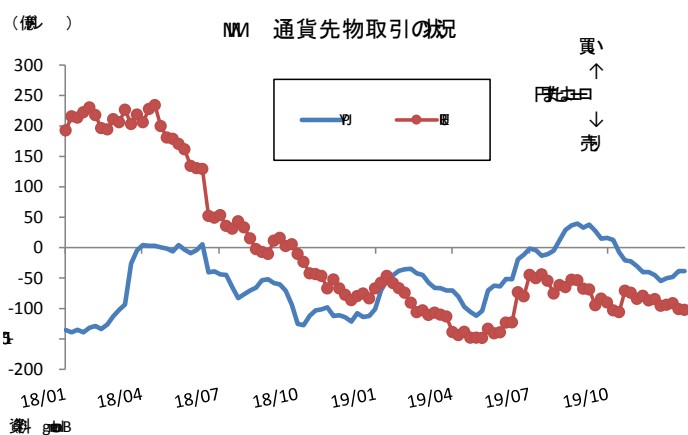
¹ みずほマーケット・トピック 2019 年 12 月 25 日号『2020 年、レンジ脱却に必要なもの』をご参照下さいませ。

もちろん、現時点で米国が今年 3 回の利下げに至ると考えている市場参加者は少数派である。しかし、1 年前、米国が 3 回利下げすると考えていた市場参加者も少数派だったはずだ。少なくとも今年は昨年よりも利下げを警戒する向きは多いのだから、そのような想定も一考に値するはずである。過去の本欄でも論じたが、企業業績が悪化しても主要株価指数が史上最高値を更新しているのは実体経済対比で政策金利が低く据え置かれているという事実（またはこれから据え置かれるという期待）が寄与しているからだと推測される。ゆえに、高止まりする株価は修正含みで見るといえるというのが筆者の基本認識だ。仮に修正を迎えた場合は昨年同様、FRB への期待も必然高まらざるを得ないだろう。予防的利下げは結局のところ、「株価下落を予防する利下げ」であり、雇用・賃金情勢が大きく崩れなくても、株安を理由に再び利下げ軌道に復することは十分考えられる。昨年 10～12 月期から継続する米株の上昇に行き過ぎ感を覚える向きは決して少なくないはずであり、株価下落に端を発する米金利の低下が為替市場の潮流を規定する（ドル安相場を引き起こす）可能性は想定したい。

調達通貨としてのユーロは巻き戻されるか

次に②と③の論点が重要になる。2019 年の世界経済減速の主因が欧州と中国だったことを思えば当然だろう。年内にユーロ圏経済が復調に至り、ECB が（スウェーデンから連なる）正常化機運に押され 1 回でも利上げに至るようなことがあった場合、ユーロ買いに押されたドル売りは相応に発生する可能性がある。ユーロは投機筋におけるショートポジションが常態化している。昨年本欄では「安全資産としての円買い」、「リスクオフの円買い」が発生しなくなっている理由に関し、中長期的には対外直接投資の隆盛によって「売った円が戻って来なくなっている」という論点が重要だと主張してきた。これは一定の事実として今年も効いてくるだろう。

しかし、短期的にはかつて「リスクオフの円買い」の源泉として猛威を振るった「円キャリー取引の巻き戻し」が生じなくなっているからという指摘もある。つまり、「(A) 低金利調達→(B) 高金利通貨投資」という円キャリー取引の (A) の部分に関し、円が選ばれ難くなっており、その代わりに選ばれるようになっているのがユーロではないかという仮説だ。これは否めない仮説だ。というのも、円キャリー取引の調達通貨に選ばれるには 2 つの条件がある。1 つが当面の間は低金利

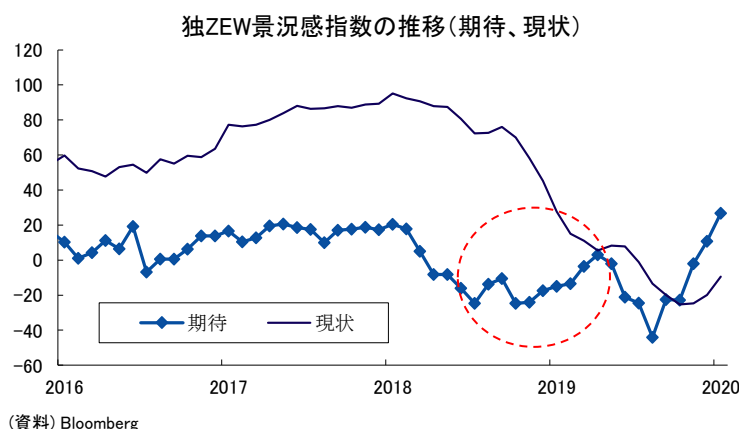


定着が見込めること。もう 1 つがボラティリティの低い通貨であることである。いずれも現状の円は満たしているが、ユーロも満たしている。条件が同じならば流動性で圧倒的に高いユーロを選ぶ向きが増えるのは自然だろう。いや、名目実効為替相場（NEER）で見れば 2019 年 12 月時点で円が前年比+1.4% 上昇であったのに対し、ユーロは▲3.1% 下落なのでユーロの方がより「優秀な調達通貨」だったことになる（調達通貨が上昇してしまうと円キャリー取引のリターンは侵食されてしまうので下落通貨の方が優秀という解釈になる）。実際、過去 2 年弱について IMM 通貨先物取引を見ると、投機筋のユーロ売り持ちは長らく続いており、この間に円は買い持ち転じる動きなども見られてきた経緯がある（図）。

この種の取引は中央銀行の挙動、具体的には政策金利の変動に反応しやすいと思われ、仮に ECB が（理由が仮に副作用対応であっても）利上げに転じれば大きな巻き戻しが発生する恐れがある。

もっとも、実際にそのような展開が起きる可能性は高くはない。昨年の本欄でも指摘したように、昨年のユーロ圏ひいては世界経済が減速した背景には自動車産業の低迷があった。自動車産業の低迷の背景には 2017 年末で打ち切りとなった中国における自動車減税の反動と欧州における排ガス基準の厳格化という論点があった。欧州では「国際調和排出ガス・燃費試験法 (WLTP) (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure : WLTP)」への移行が始まっており、2017 年 9 月から新規モデル、2018 年 9 月からは既存モデルにおける新規登録車について、WLTP に基づく排出ガス基準への適合が求められるようになった。近年の自動車産業、個別国で言えばドイツ経済の低迷の背景はこうした基準厳格化に応じて生産遅延が発生したり、販売コストが増加したりしたことで減産を余儀なくされたことが指摘されている。これらの規制は 2020 年 1 月からさらに厳格化している。

かかる状況下、自動車産業の低迷に端を発していたユーロ圏経済ひいては通貨ユーロの低迷が 2020 年に回復軌道に乗るかどうかは怪しいと言わざるを得ない。足許では独 ZEW 景況感指数の先行指数がはっきりと上向いていることは救いだが、2018 年 8 月以降も底打ちが本格化し、改善が約 8 か月にわたって続いていた（図）。しかし、同年 9 月の排ガス基準厳格化などを経て実体経済が悪化し始



めると、2019 年 5 月以降は急悪化に転じたのである。1 月に入ってから排ガス規制強化に地政学リスクの高まりも相まって、今回も同様の展開を辿ることはないか注視すべきだろう。その上、後述するように、新型肺炎リスクで中国経済の減速が必至だとすれば、尚のこと、ドイツ経済の先行きは厳しそうだ。

こうした足許の状況を踏まえると、ECB が利上げに踏み込むにせよ、景気過熱を捉えた対応ということはあるまい。それよりも「▲0.50%というマイナス金利はリバーサルレートである」という判断の下、副作用軽減という文脈から行われる意思決定になろう。スウェーデンのマイナス金利解除に加え、加盟国から上がっているマイナス金利への苦情を踏まえれば、副作用対応としての利上げはない話ではない。

米中貿易戦争における元相場の取扱い

最後に③だ。これまで中国経済の行方は米中貿易戦争次第であり、その意味で年明け早々に第一段階合意を果たしたことは良い滑り出しと言えた（この合意が取れほど堅持されるのかどうかは油断を許さないものの）。だが周知の通り、米中貿易戦争のリスクと入れ替わりで新型肺炎リスクが浮上しており、中国の 1～3 月期成長率が 5%を割るという声も出始めている。もちろん、本件がここからどれほどの期間をもって継続するのか定かではないが、既に相当程度、消費・投資意欲が毀損されている可能性はあり、同国の需要が前年比ではっきりと改善してくる望みは薄くなっていると言わざるを得ない。

また、大統領選挙が接近するに連れて、為替問題がクローズアップされるリスクも気にしたいところだ。もはや経常黒字大国ではない中国の人民元は自然と下落基調にあっても不思議ではない通貨だが、

トランプ政権がそうした理論的に正しい理解をしてくれるとは限らない。いや、1月、為替操作国認定を解除されているとはいえ、そもそも認定自体が根拠薄弱だったこともあり、いつ再認定という動きに踏み込んでくるとも限らないだろう。後述するように、1月に公表された為替政策報告書を見る限り、米国の通貨政策は明らかに現状のドル高相場に不満を抱いている。

かかる状況下、中国経済の復調を前提とするシナリオが危機に直面しているのは確かだろう。だとすれば、予測期間中に同国からの資本流出が人民元の大幅下落を招き、トランプ政権の痛に障り、再び昨年8月の「7.0 突破問題」のような騒ぎになる可能性もあるだろう。そうなれば市場心理の悪化から世界的な株価下落や企業心理悪化がもたらされ、これに対応すべく FRB も動かざるを得なくなる。要は 2019 年と全く同じ展開だ。1 月下旬に勃発した新型肺炎のリスクは、こうした不安を一段と高めたように思える。「基本的にレンジ」という大方の予想を覆し得る論点（①～③）に着目して予測を立てていきたい。

《米金融政策の現状と展望～2020 年は 1999 年なのか？～》

予防的利下げの総括：1998～99 年との比較

1 月は米・イラン軍事衝突や新型肺炎など、経済・金融情勢とは直接関連のないトピックが相場のドライバーとなる時間帯が続いた。そうした中、一番大事な FRB の政策運営に関する議論がすっかり失せてしまった印象であるが、今年の相場展望を行う上で、昨年実施された 3 回の「予防的利下げ」が果たして成功裏に終わったのかという問いは重要である。というのも、極端な話、「予防」が成功だったというのであれば、年内利上げに復帰できるという話が出てくるのが筋だからだ。頻繁に引き合いに出されるように、昨年（2019 年）の「予防的利下げ」はアジア通貨危機（1997 年）や LTCM 危機（1998 年）を受けた 1998 年の利下げと比較されることが多。当時はグリーンズパン元 FRB 議長の下、1998 年 9～11 月の 3 か月間で 75bps（25bps×3 回）が行われ、翌 1999 年 6 月から再び利上げ軌道に復帰している。これが景気後退を防いだ一方、いわゆる 2000～01 年の IT バブルの生成と崩壊に繋がったことは良く知られている。より詳細に振り返ると、FF 金利は 1998 年 9～11 月の 3 か月間で 5.50% から 4.75% まで下げられたが、翌 1999 年 6 月から利上げ軌道に復帰し 2001 年 1 月までに 6.50% まで引き上げられた。この過程で起きたのが IT バブル崩壊であった。こうした 1998～99 年の経験を元に予防的利下げの功罪を整理すれば、「功」は景気後退の防止、「罪」は資産価格の高騰（端的にはバブル）だったということになるだろうか。ゆえに 1998～99 年の経験を今次局面の参考にすると、「2020 年は 1999 年のようにバブルを懸念して利上げ軌道に復帰するかどうか」が 1 つの問題意識になるはずである。予防的利下げの成否は、この資産価格の調整をショックなく制御できるか否かにかかっているだろう。

ちなみに、昨年 3 月、エバンス・シカゴ連銀総裁は当時（1998～99 年）の政策運営を高く評価した上で現状が酷似しているとの指摘をしている（同総裁は当時、シカゴ連銀スタッフの 1 人として FOMC に参加していた）。クラリダ FRB 副議長も同様の主張を展開していたことで知られる。2019 年に行われた予防的利下げの後、主要株価指数が騰勢を強めているため、1998～99 年のように、利上げ軌道に復帰する芽がないわけではない。

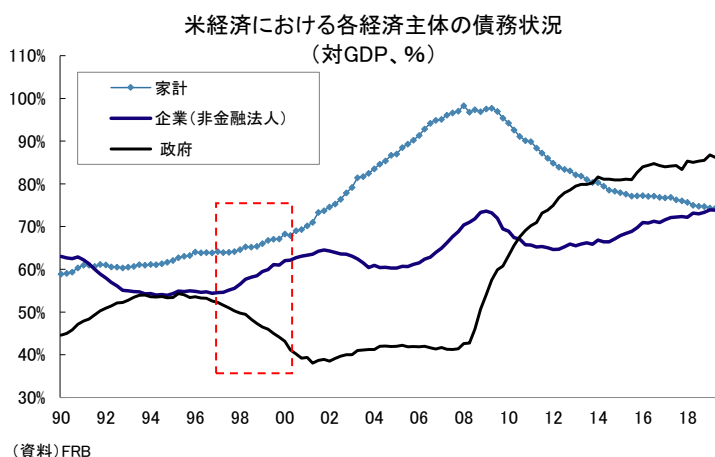
「98 年型利下げ」に「99 年型利上げ」が続くか？

為替予想の観点からは、上述した「罪」の部分、即ち資産価格の高騰が問題視された上で FRB が利上げに踏み切り、各通貨の対米金利差が拡大するかどうかが重要になる。換言すれば、2019 年に実施され

た「98 年型利下げ」に対して、2020 年は「99 年型利上げ」が実施されるかどうかが焦点になる。市場の大勢もそう予想するように、「99 年型利上げ」への移行は困難であろう。理由は幾つか挙げられるが、やはり最も重要な論点は米国経済が不均衡を抱えていないということだ。年内に限らず、来年まで見据えて利上げ可能性を検討するにあたって、この視点は非常に重要である。

中央銀行が株価を代表される資産バブルを懸念する際、そのバブルの「燃料」がどこにあるかが焦点になる。言い換えれば、どの経済主体（家計・企業・政府）が不均衡（端的には借金）を膨らませ、不健全な市況が実現しているのかが注目される。不均衡が維持できず破裂し、燃料を積み上げてきた経済主体が深手を負った時、その修復（いわゆるバランスシート調整）の結果としての不況が始まる。日本のバブル崩壊はそれが企業部門であり、米国では家計部門（の住宅ローン）だった。

図に示されるように、2007 年までに見られた米家計部門における債務の伸びや水準は凄まじいものがあり、この正常化に大変な痛みと時間を要したというのが過去 10 年の経緯である。図中、点線赤の四角で囲った部分が利下げと利上げを経験した 1998～99 年だが、当時は家計・企業の両部門が債務を膨らませる局面にあったことが分かる。しかし、現状では企業部門が既往ピークの債務状況にある一方、家計部門が未だにサブプライム危機後から続くバランスシート調整の途上にある。企業部門の債務状況に懸念を抱かざるを得ないが、米経済の 60%を個人消費が占める事実を踏まえ、「家計部門がバランスシート調整の途上にある中で利上げを行えるか」という問いかけが必要になる。景気拡大局面が 2 月で 128 か月目に入るにも拘わらず依然賃金や物価に上昇が見られていないことを思えば、年内に「99 年型利上げ」を期待するのは難しいだろう。むしろ各種の地政学（や疫病）リスクや成長が伸び切っている米国経済の状況を思えば、「99 年型利上げ」どころか、追加利下げが行われることで 2019 年の利下げが予防的意図を孕んだ「98 年型利下げ」ではなく、単なる利下げ局面の始まりだったという結末の方が高い可能性を孕んでいないだろうか。

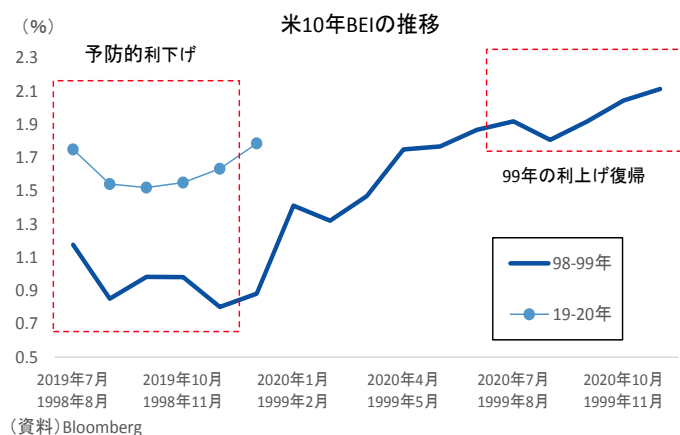


以上のような状況を踏まえれば、FRB が年内利上げに動く可能性は相当低い。株価が高止まりしており、企業部門の債務が蓄積されていることなどを考慮すれば、資産バブルを理由とした利上げ路線復帰の可能性が無いとは言えない。しかし、ただでさえ利上げに辛辣なスタンスであるトランプ大統領が再選を目指す直前期にタカ派色を強めるのは上策とは言えまい。後述するように、為替政策報告書の内容を踏まえれば、米財務省（ひいてはトランプ政権）の抱くドル高懸念は相応に強そうである。「政治の顔色を見て政策運営をすべきではない」という正論はもっともであるが、大きな政治資源を失ってまで利上げをするほどの客観的状況があるとは思えない。

1998～99 年との差異はほかにもある

利上げ復帰が難しそうな理由は他にもある。例えば、1998～99 年と現状の差異として①インフレ期待、②米国の成長率の 2 点を紹介してみたい。例えば①に関し、FRB が重視する個人消費支出（PCE）デフ

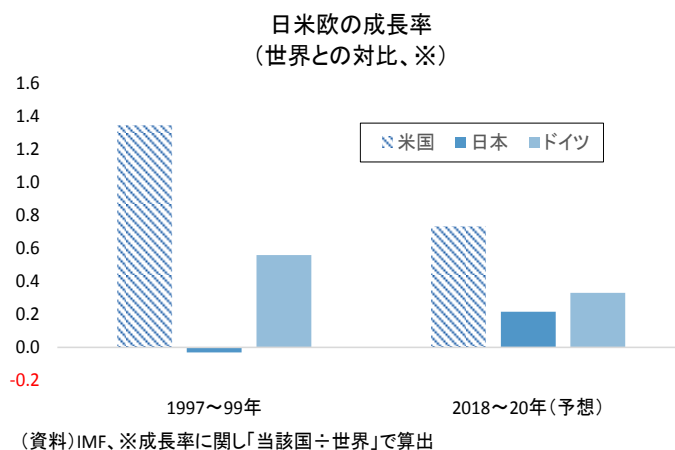
レーターを見ると、利上げに転じた 1999 年はコアベースで平均して前年比+1.4%にとどまっていた。これは現在（直近 1 年平均で同+1.7%程度）よりも低い。「それでも当時は利上げしたのだから今回も・・・」という考え方はあるかもしれないが、インフレ期待の動きは大分異なっていた。図示される通り、1998～99 年における市場ベースのインフレ期待（10 年物 BEI）は予防的利下げを経て急激に騰勢を強めていた。具体的には 10 年



物 BEI は 1.0%を切っていたところから 1 年足らずで 2.0%を突破する動きが見られた。当時は後に IT バブルと言われることになる株価の上昇もあったことを合わせれば、フォワードルッキングな政策運営という観点に照らし利上げ復帰はあり得る判断だった。片や、現在の 10 年物 BEI に目をやれば、2015 年 12 月以降、9 回利上げしている最中でも全く盛り上がりを見せていなかった経緯がある（だからこそ「糊代稼ぎの利上げ」と揶揄された）。2019 年に行われた 3 回の利下げを経て、2020 年はインフレ期待の加速が見られてくるのか。危機後、低迷が続くインフレ期待の趨勢が 3 回の利下げで劇的に変わるのだろうか。考えにくいだろう。インフレ期待が利上げ復帰の「援軍」になる可能性は低いように思える。

米国に当時ほどの力強さはなし

さらに 1998～99 年と現在のもう 1 つの大きな差異が米国経済の立ち位置だ。金利の水準に明示されるように、現在の米国経済は先進国の中で相対的に高い成長率を誇っており、世界経済のエンジンの 1 つと言って差し支えない。しかし、1998～99 年に遡ってみると、世界における米国経済の強さはより際立っていた。例えば「予防的利下げ」に着手する前後 1 年を含む範囲として 1997～99 年の米経済の平均成長率を取ってみると



+4.6%であった。これは国内が金融危機（1997 年）に見舞われた直後であった日本の▲0.1%は元より、ドイツの+1.9%と比べても倍以上であった。ちなみに当時の世界経済の成長率は+3.4%であったので、新興国を含めた世界全体と比較しても米国が突出していたことが分かる。しかし、2018～20 年（20 年は IMF 予想値）で同様の比較を行うと、米国が+2.5%、日本が+0.7%、ドイツが+1.1%そして世界が+3.4%である。世界経済の成長率（+3.4%）は当時と変わっていないが、これに対する米国の圧倒的強者と言える立ち位置はかなり変わっているという現実がある（図）。世界経済において米国経済だけに過熱感が窺え、しかもインフレ期待が急騰していたのだから、やはり利上げ軌道に復帰する当時の FRB の胸中は分からなくもない。だが、現状の米国は世界的に優勢とは言えても、突出した存在とまでは言えず、まして過熱感を帯びたバブルという判断は難しいだろう。利上げに踏み込めるだけのユニークな強さは今の米

国経済にはないと考えて差し支えあるまい（景気循環的にももう限界に差し掛かっているだろう）。

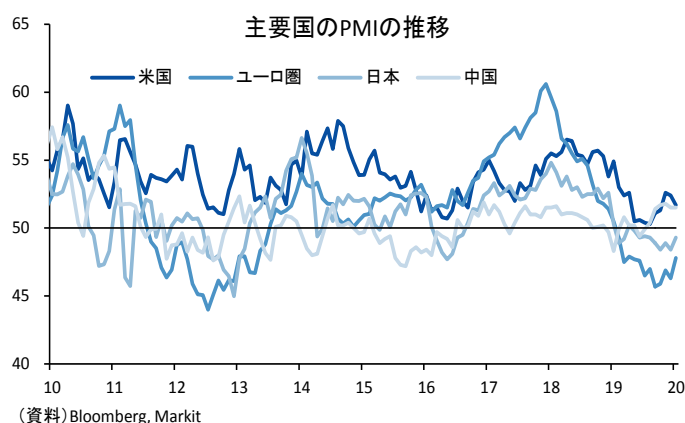
我慢の時間帯あれどもドル安・円高に賭けたい

FRB は今年、利上げ復帰に至ることはなく、むしろ利下げに転換する可能性の方が高い。もちろん、昨年来、企業部門、とりわけ製造業に関してはそのセンチメントの著しい悪化が取り沙汰されてきただけに、揺り戻しは当然であろう。1月の相場はまさにそうしたものだ。これまで景気の足を引っ張ってきた米中貿易戦争やブレグジット、中東リスクなどの政治（含む地政学）リスクが後退しつつある中、企業心理の改善が FRB のタカ派化を招く可能性はある。だが、新型肺炎リスクによってそのシナリオも危ぶまれており、利上げはおろか、強めのメッセージを発すること自体、相当険しい状況と考えられる。

もっとも、FRB の利上げが無いからと言って、それが直ぐにドル安・円高に直結するわけではない。上述したように、日米金利差の限界的な変化幅が小さくなっているのだから、これに呼応するドル/円相場の動きも抑制されているという見方もある。その可能性もなくはない。とはいえ、米国の経済・物価情勢に加速が想定されず、それゆえに利上げも見込まれない以上、やはり米金利とドル/円相場のリスクは下方向に広がっていると考えるのが無難というのが筆者の基本認識である。日米金利差の拡大なきところに基調的な円安が起りにくいことは歴史的に見ても確度の高い論点である。

新型肺炎リスクが政策軌道を変え得るのか？

1月28～29日に開催された FOMC は市場予想通り、現状維持を決定した。声明文も概ね据え置きであり、金融市場の反応は非常に薄いものであった。超過準備への付利引き上げこそあったものの、あくまで技術的な措置であり、金融政策上の意図はないと強調され、実際に反応も見られていない。パウエル FRB 議長会見では「貿易に係る不透明感が最近払拭され、2018 年中頃から続く世界経済の減速に安定化の兆しが幾分見られること」とダウンサイドリ



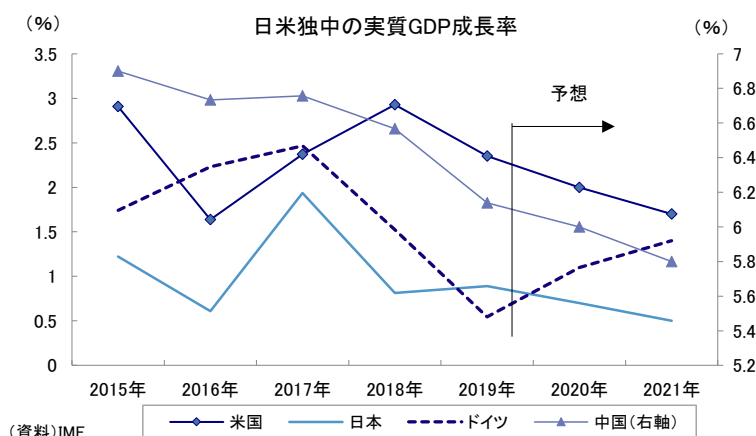
スクの後退に言及が見られ、昨年来行われている「予防的利下げ」が奏功し、追加利下げの必要性が低下している状況を窺わせる。事実、世界的に製造業 PMI は復調傾向にあり（図）、これだけを見れば「予防が成功したので利上げ復帰も」というメンバーが出てきても不思議ではない。

だが一方、「新型コロナウイルスなど、見通しに係る不透明感が残っている」と新しいリスクの存在にも言及があった。事実上、今回の FOMC は新型肺炎リスクに対して、声明文や議長会見でどの程度の警戒感が示されるかが注目点だった。既に旅行禁止などを背景に、中国における経済活動の混乱が生じており、それが他国に波及する可能性などに言及が見られている。1～3 月期の中国 GDP が 5% を割り込むのではないかと観測も見られており、少なくとも世界経済の減速は一時的であれ必至の情勢と見受けられる。もちろん、現時点で最終的な影響は定かではないため「注視する」と述べるにとどまっているが、2003 年の SARS が収束に約 4 か月かかっており、今回の新型肺炎の拡大ペースがそれより早いことを踏まえれば、次回のドットチャート（3 月公表）の方向感に小さくない影響を与える要因にはなり得る。

米中貿易戦争やブレグジットなど政治的リスクが後退してきたところへ新型コロナウイルスリスクが入れ替わりで入ってきたイメージであり、リスクバランスは据え置きもしくは下方修正というのが現状であろう。

減速軌道にある米国

既に議論したように、昨年実施された3回の利下げを「予防」と割り切るならば、今年は利上げ軌道への復帰を果たせるはずである。しかし、実際は「予防」ではとどまらず、単なる利下げ局面の始まりだったという展開も十分考えられる。右図に示されるように、今後の米国経済に見込まれるのは加速ではなく減速である。9回の利上げが行われた2015年から2018年、確かに米国経済は加速していた。だが、2018年をピークとし



て今後3年間は減速軌道がはっきり見えているというのが現状である。かかる状況下で想定すべき「次の一手」はやはり利下げではないだろうか。ちなみに、図はIMFが1月に発表した最新値だが、この時点ではまだ新型コロナウイルスリスクは織り込まれていない。上述したように、どの程度このリスクが長引き、拡がるのか定かではないものの、各国・地域の成長率は下方修正含みと考えるのが妥当だろう。この際、唯一、ピックアップが見込まれていたドイツを筆頭とする欧州が今回の騒動によって復調の契機を失ってしまう展開が最も重要である。これまで繰り返し議論してきた論点だが、2019年は中国と欧州が減速し、これが世界経済全体の足を引っ張り、だからこそ米国は自身が好調にもかかわらず予防的利下げというロジックを使って対応したのだった。今回の新型コロナウイルス騒動が長引くほど、そうした2019年と同様の構図が再現されやすくなるはずであり、ここにきて逆イールド（3か月－10年）が復活しているのはそのようなシナリオを見込む向きが増えている証左とも言える。為替市場を見通す観点からは米金利とドルの低下をメインシナリオと考えるのが無難な状況と考えたい。

《米通貨政策の現状と展望～ドル売り介入の催促なのか？～》

「ご褒美」としての操作国認定解除

1月14日、米財務省は為替政策報告書を公表した。最大の見所は昨年8月に決定された中国に対する為替操作国認定が解除されたことである。翌15日に締結された米中貿易交渉の第1段階合意にこじつけた動きであり、本来は客観的な基準に沿って運用されてきたはずの為替政策報告書が非常に政治的な運用をされた印象が強い。第1段階合意では中国の通貨政策に関し透明性を強化する為替条項が盛り込まれることになっており、操作国認定解除はその「ご褒美」といったところだろう。もっとも、操作国認定を外れても監視リストに戻されただけでもあり、これで中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、アイルランド、シンガポール、マレーシア、ベトナムといった継続監視の9か国に加え、スイスも加わり、計10か国が監視リスト対象国となっている（なお、スイスは一旦外れたが今回復帰した）。

ちなみに2016年4月、オバマ前政権が監視リストを導入した際、監視対象国は5か国（中国、日本、

韓国、台湾、ドイツ) しかなかった。4年弱で監視すべき国が倍になったという事実は、対米貿易黒字を抱える国が増えたことも意味する。例えば 2016 年 4 月の報告書で基準値である対米貿易黒字 (200 億ドル) を超えていたのは 7 か国 (中国、ドイツ、日本、メキシコ、韓国、イタリア、インド) しかなかったが、今回報告書では 12 か国に増えている (後掲表を参照)。ドル高局面の継続がこうした状況を作っているという米財務省の主張には相応の説得力があるだろう。意外に誤解している向きも多いのだが、監視リストはトランプ政権ではなくオバマ前政権が導入したアプローチである。ドル高の持続や過剰な対米貿易黒字への懸念はトランプ政権以前から存在したことを忘れてはならない。

ドル売り介入の催促なのか？

「ご褒美」であることは報告書冒頭の「Executive Summary」に明示されている：

- 過去 2～3 か月間における集中的な貿易・為替交渉の結果、いくつかの重要な分野において中国の経済や貿易体制に対する構造的な改革やその他変化を求める第 1 段階合意に達することができた。この合意において、中国は競争的な通貨切り下げを控え、競争目的で為替レートをターゲットにしないことについて、法的拘束力のある合意 (enforceable commitments) を行った。また、中国は為替レートや対外収支に関する情報を発表することについても合意した。
- こうした文脈の下、米財務省はもはや現時点では、中国は為替操作国に認定されないと決定した。

端的に言えば、「米中貿易交渉において意図的な元安誘導はしない」と中国側が誓ったので操作国認定を解除したという話である。なお、別段落の『Treasury Conclusions Related to China』ではより詳細な記述が見られており、「中国は恒常的な通貨安を避けるため必要な措置を取る必要がある」と念押しされている。例えば、介入実績の公表に関しては圧力が掛けられている (第一段階合意によって公表に至る模様)。元売り・ドル買い介入について報告書は「中国人民銀行 (PBoC) による直接的な介入は、2019 年は概ね控えられているが、国有銀行を通じた間接的な介入はあった」との認識が示されている。米財務省は中国が介入実績を公表しないために PBoC および国有銀行を通じた直接的・間接的な介入の規模を推計していると述べており、第 1 段階合意の中で中国側がこうした透明性向上について誠意を見せるのか否かはやはり強く求められる論点だったことが窺える。ちなみに第 1 段階合意では「為替政策の透明性向上」が確かに盛り込まれているが、具体的に中国がどのようなアクションをとるのか定かではない。

また、それ以外にも人民元の対ドル基準値を通じて取引バンドを設定する行為が人民元相場の操作において重要な役割を担っているとの不満も表明されており、介入実績の公表と並んで米財務省が狙う人民元相場改革の論点となっていることが窺える。とはいえ、中国は自国からの海外旅行者の増加に伴うサービス収支赤字によって経常黒字はかなり目減りしている。要するに人民元は必ずしも上昇が正当化される通貨ではないということも意味する。しかし、一連の記述を見る限り、トランプ政権がそうした「理論的に正しい動き」を許容する雰囲気はなく、人民元絡みでは今後一悶着あるかもしれない。

ドル売り介入の催促と見受けられる部分も

なお、中国に限らず、今回の報告書冒頭では現在のトランプ政権がドル高を嫌気している胸中がやや透

けて見えたように思えた。冒頭の「Executive Summary」では上述の中国に対する記述に続き、G7/G20 合意を持ち出し、為替操作が禁じられていることを改めて強調する段落もあった。さらに目を引いたのが「近年では殆どの主要な貿易相手国において為替介入の規模や頻度は落ちているが、これは歴史的なドル高が進む中でそうになっている」と皮肉を込めた一文も見受けられた。要するに、ドル高だからこそ介入をやらずに済んでいるのであって、能動的にそれを抑制しているわけではないというのが米財務省の本音ということだろうか。こうした皮肉に続け、報告書では「かかる状況下、自国通貨安（≒ドル高）の場合であっても、自国通貨高（≒ドル安）の場合と同様に、為替介入を対称的に運用するかどうかを米財務省は監視する」という気になる一文が見られている。

こうした一連の記述を総括すると「ドル高局面におけるドル売り介入」を催促しているようにも考えられ、昨夏以降、米財務省が有する為替安定基金を通じた米国のドル売り介入有無が話題になってきたことを思えば、気にしたい論点である。実際、当時（昨年 8 月末）、ムニューシン米財務長官はドル売り介入について「現時点で検討していない」と語りつつ、「将来は状況が変わる可能性がある」と含みを持たせていた経緯がある。対称的な介入運用（自国通貨売り介入と自国通貨買い介入の併用）を催促するかのよう一文は、「米財務省自身が手を動かさず、ドル高で得をしている国が手を動かすべき」というロジックであり、如何にもトランプ政権らしい主張である。

ちなみに、「Executive Summary」以外の部分でも、例えば「Foreign Exchange Reserves」と外貨準備だけを扱った欄において「為替政策報告書でカバーしている国は十分な外貨準備を保有している。過度な外貨準備の蓄積は不胎化コストや国内投資抑制というコストを経済に課することになる」と述べており、暗に自国通貨売り・ドル買い介入を通じた外貨準備の蓄積もけん制されている。こうした記述自体は前回報告書（昨年 5 月）から引き継がれたものだ。

元々政治的なアピールでしかなかった

昨年 8 月に見られた人民元相場や操作国認定を巡る騒動に関しては、みずほマーケット・トピック 2019 年 8 月 6 日号『遂に突破した「1 ドル=7.0 元」～対抗措置としての元安～』をご参照頂きたいが、わずか 5 か月で操作国認定が解除されたことは、認定自体が直情的な政治アピールでしかなかったことの証左と言える。元々、為替操作国や監視リスト対象国については明確な条件が設けられている。それは貿易収支・経常収支・為替介入に関し、2 つ満たせば監視リスト（つまり操作国リーチ）、3 つ満たせば操作国認定というルールだ。中国は 1 つ（対米貿易黒字）しか満たしていないので本来は監視リスト対象国でしかないのだが、「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リストに掲載されてきた。そうした状況に対し、昨年 8 月に発生した「1 ドル=7.0 元」突破が操作国認定の決め手となったのだと思われるが、上述したように経常収支状況を踏まえれば、人民元は下落してもさほど不思議な通貨ではない。為替政策報告書が「中国に関しては別基準（≒政治的意図）で決める」ということが今後も常態化しそうな雰囲気はある。

ドル売り介入の有無が再び争点化されるか？

ほかにも報告書発表のタイミングが本来の 4 月・10 月から完全に外れてしまっていることや、昨年の操作国認定自体が報告書発表とは関係ないタイミングで下された（昨年 8 月に報告書は出していない）ことなどを見ても分かるように、報告書自体がトランプ政権における「政争の具」と化してしまっているこ

とは否めない。報告書の公表タイミングが半期に1度（4月と10月）であること、監視リスト掲載にあたっては①対米貿易黒字（年間200億ドル以上）、②経常黒字（GDP比で+2%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（6か月でGDPの+2%以上）のうち2つを満たすことが前提となっていたからこそ、為替市場参加者は報告書の内容に身構え、吟味し、その含意を織り込むというのが通例になっていた。だが、「いつ発表されるか分からず、運用の裁量も大統領次第」となってしまった今、取り扱いの難しい材料となってしまった感はある。ただ、1つ言えることは、上述したように、トランプ政権が大統領選挙を控えてかなりドル高相場に敏感になっているということだろう。とりわけ、ドル売り介入を催促するかのような記述は気掛かりだ。昨夏に耳目を集めたドル売り介入に対する懸念は、その主体が米財務省なのか海外金融当局なのかという差異はあれども、これから再び注目を集めてくる可能性がある。

監視リストを巡る三条件の現状（色付きの国は20年1月時点の監視リスト対象）

		経常収支			ドル買い・自国通貨 為替介入
	対米貿易黒 （10億ドル）	対GDP比 （%）	過去3年間の平均 （%pts）	絶対額 （10億ドル）	対GDP比
中国	401	1.2%	-1.2%	166	-0.3%
メキシコ	93	-1.0%	1.7%	-13	0.0%
日本	69	3.4%	-0.2%	168	0.0%
ドイツ	67	7.3%	-1.5%	283	-
アイルランド	50	-0.8%	0.4%	-3	-
ベトナム	47	1.7%	1.2%	4	0.8%
イタリア	33	2.8%	0.7%	56	-
マレーシア	26	3.0%	0.9%	11	-0.3%
スイス	22	10.7%	0.9%	74	0.5%
カナダ	21	-2.2%	1.3%	-37	0.0%
インド	21	-2.0%	-1.3%	-56	-0.6%
韓国	20	4.0%	-3.5%	67	-0.5%
タイ	19	5.3%	-4.4%	27	1.5%
フランス	19	-0.7%	-0.2%	-18	-
台湾	18	11.0%	-2.8%	66	0.1%
英国	-4	-5.0%	0.4%	-141	0.0%
シンガポール	-4	17.9%	0.3%	65	9.0%
ブラジル	-9	-2.4%	-0.8%	-44	-0.5%
ベルギー	-14	-1.3%	-2.2%	-7	-
オランダ	-24	10.3%	2.2%	93	-
ユーロ圏	156	2.7%	-0.4%	362	0.0%

（注）対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「19年6月までの1年間（4四半期）」を対象としている

《メインシナリオへのリスク点検～大統領選挙と新型肺炎～》

大統領選と新型肺炎に係る円高リスク

毎月通り、リスクシナリオに係る論点の整理を行いたい。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表である。前月の本欄でも議論したように、今年、最も耳目を集めるのは米大統領選にまつわるリスクであろう。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。この点、1月に QUICK 社と日経ヴェリタスが共同で実施した月次調査の結果は参考になる。左派色が非常に強いウォーレン氏やサンダース氏が候補となり、勝利した場合は「5～10%のドル安・円高」が40%、「10%以上のドル安・円高」が17%と相応の円高進行を警戒

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	その他	疫病リスク/中東地政学リスク/香港軍事介入リスク	円高	低

(資料)筆者作成

する向きが多い。もちろん、今回の調査では民主党候補者の予想調査も行っており、サンダース氏と予想した回答は12%、ウォーレン氏と予想した回答は8%にとどまっており、極端な左派候補者が指名され、これがトランプ大統領を破って円高を招来する可能性はやはりテールリスクの域を出ない可能性が低そうなものである。片や、65%は中道穏健派のバイデン氏を予想しており、これが市場のメインシナリオと言って良い。バイデン氏がトランプ大統領に勝利した場合のドル/円相場への影響については「ほぼ横ばい」との回答が38%と最多であった。「トランプ大統領再選もしくはバイデン候補勝利」という展開は為替市場にとって特段材料視されることはなさそうという整理で良いだろう。

なお、⑥のその他に入れているが、1月下旬以降、世界的に不安が高まっている中国発の新型肺炎の感染拡大がどの程度の期間継続するののかという論点も当然無視はできない。筆者は多くを語るだけの知見を持たないのでリスクシナリオの1つとして入れ込むことしか出来ないが、この新型肺炎が「中国減速→欧州減速→FRBの予防的緩和」という2019年と同様のシナリオを甦らせることは合理的に予想できる。昨年と同程度(3回)の利下げが行われるような事態になれば、本欄の想定以上に円高が進行する展開も十分考えられるはずである。

消えないノーディールへの恐怖

そのほかの円高リスクにも言及しておきたい。とりわけ④は十分想定される未来だ。1月末、英国はようやくEU離脱を果たしたものの、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ているが、その期間中に英国とEUが新たな通商関係について交渉・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。1月27日、EU側のバルニエ首席交渉官も今年末には「合意のなき離脱」の崖っぷちに英国が立たされるリスクがあると述べている。

もちろん、英国とEUの双方が今年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でもある。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直前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ながらも、払拭しきれないものではあるまい。

マイナス金利解除の波は来るのか？

また、⑤は 12 月のスウェーデン国立銀行（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広がるかという話である。この点を問われ、1 月 23 日の政策理事会後の会見でラガルド ECB 総裁はそうした単純比較について不愉快（odious）と述べ、可能性を一蹴している。確かに、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わけではない。そもそも 1 月から行われている ECB の戦略見直しは「2%を超えても緩和を継続する」ことを問題意識としており、政策変更があるとすれば利上げよりも利下げの可能性の方が高い。とはいえ、リクスバンクとて決して景気が良いために利上げに動いたわけではなく、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決定だった。

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たはいるが、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初めてである。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 金利が現在の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。その他の円高リスクとしては⑥にまとめている通りであり、本稿執筆時点では新型肺炎の動向が目を見せないが、米国とイランの軍事衝突や香港デモに対する中国の軍事介入など火種はそこかしこに散見される。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ある材料であろう。

引き続き拡張財政と円安リスクに注意

円高リスクに比べて円安リスクはさほど多くない。しかし、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を延命・加速させる手段としてトランプ政権による財政出動は気掛かりである。これが表中①の円安リスクだ。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無視できない。1 月、米財務省は 2020 年上期に 20 年物国債の発行を開始する計画を明らかにしており、大統領選を前に景気のコア入れに動く展開は円高シナリオを主張する本欄にとって警戒すべき材料と考えられる。また、トランプ政権絡みでは当然、②の円安リスクからも目が離せない。現に年初からのドル/円相場が高値推移している背景には米中貿易交渉の第一段階合意があった。だが、選挙に臨むにあたっては「中国の不正に立ち向かう大統領」という構図を完全に捨て去ると思えず、米中貿易交渉絡みで朗報が入り、円安相場をけん引するような展開は当分、想定しづらいはずではある。だが、そうした予想とは裏腹に、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いと考えられるが、第一段階合意を完了した今、その可能性は大分下がったように感じられる。

◆ ユーロ相場の見通し～垣間見られた調達通貨としての実力～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～先走りが危ういラガルド総裁～》

ラガルド総裁は先走りしているのか？

1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2回目となる会合（ちなみにECBとしては500回目の会合）も極めて穏当な雰囲気のまま終わった。米中貿易交渉における第一段階合意を踏まえ、ダウンサイドリスクに若干の緩和が認められているが、基本的に現状追認であり、ここに新味は殆どない。今回の最大の見所は（これも現状追認ではあるが）、2003年以来の金融政策運営に係る戦略見直しについて公式にその着手が宣言されたことである。

「次の一手」を読む上で戦略見直しとの関連を深読みすべきではないが、ECBウォッチにとって歴史的な節目を迎えたのは間違いない。今回は声明文とは別に『ECB launches review of its monetary policy strategy』とのプレスリリースも出されている。この点、やはり戦略見直しの重要性が一般に理解されていない面もあると見られ、一番目の記者からは「多くの市民は、借り手であれ、貸し手であれ、ECBはいつ利上げするのだろうということを考えています。なぜ、今それ（戦略見直し）をやることがそんなに重要なのですか」と素朴な疑問も出ている。この点についてはプレスリリースでその必要性が説かれているという整理であろう。

予想通りではあるが、会見は戦略見直し関連の質問が多く出ており、とりわけ環境や気候変動といった流行りのテーマが取り沙汰された。例えば会見だけで「climate change」が19回も出てくる（「interest rate」は7回しか出てこない）。もはや正否は別にして金融政策の世界でも気候変動がもたらすリスクに対して何らかのアクションを起こさねばならない雰囲気が蔓延している世相を象徴していると言えよう。しかし、「climate change」や「environment（※自然環境という意味での環境）」といったフレーズは全会一致が必要な声明文には一度も出てこない。これは意外に重要な点かもしれない。ラガルド総裁の気候変動に対する熱い思いがやや先走りしていないかという直感的な印象も抱かれる。

戦略見直しの4つのポイント

戦略見直し着手を宣言するプレスリリースのポイントを要約すると以下の4点となる：

- ① 見直しの対象は物価安定に関する定量的な定義（quantitative formulation of price stability）、金融政策のツール、経済・金融分析（『2本柱アプローチ』）、コミュニケーション手法であること
- ② その他では金融システムの安定、雇用そして環境の安定も見直しの範囲に入ること
- ③ 2020年末に終了予定であること
- ④ 見直しは徹底した分析（through analysis）と開かれたマインド（open mind）で全てのステークホルダーを巻き込むこと

要するに「全部見直す」というメッセージである。良く言えば包括的、悪く言えば散漫という印象だが、現時点で言えることはこの程度なのだろう。会見中でラガルド総裁が使った「あらゆる手段を講じる（we will not leave any stone unturned）」という言い回しが象徴的である。とはいえ、金融市場参加者にと

っては①で言及される「物価安定に関する定量的な定義」が特に重要である。2%が接近した段階で金融引き締め観測を呼んでしまう現行の定義（2%未満だがこれに近い水準）は廃止した上で、2%突破をより正当化できる表現へと修正されることが見込まれる。ちなみに会見では「新しい物価安定の定義には不動産価格も入ったりするのか」といった質問もあった。これは「ECBはインフレ率が低いと言うが、民衆はそう思っていない。体感ではもっと高いと思っている。特に不動産価格が高い」という問題意識の下での質問である。この点、ラガルド総裁は「どのように物価を測定するかという問題は明らかに我々が見る必要がある」としながらも、ECBが1年で解決できるような問題ではないという考えを示している。例えば都市部と地方に住む人々の体感の違いなどを把握し、正確に計算することは難しく、本当に違いを認識できるならばそれはユーロスタットの仕事だという認識を示している。

気候変動リスクと ECB：ラガルド総裁の姿勢が総意とは限らず

物価安定の定義と並ぶ戦略見直しのもう1つの目玉が気候変動リスクへの対応となる。今回の記者会見でも具体的にどうしたいのかを問う声が多く見られた。この点、ラガルド総裁は非常に長い回答の中でECB自身が保有するファンドにおいて環境関連の投資（green investment）の割合を増やすことを決断したほか、既存の企業部門購入プログラム（CSPP）のシェアを再検討する方針を示唆している。CSPPは社債購入を主体とするプログラムであり現行の拡大資産購入プログラム（APP）の中では徐々に比率を伸ばしてきた重要な存在だが、マイナーな存在であることも否めない。その現状を捉え「ECBとして何ができて、何をすべきで、責務の範囲内で何ができそうなのかを検討していく」と述べている。また、ECBが受け入れる担保にも、（恐らく掛け目を算出する際に）環境基準を考慮したい雰囲気滲ませている。こうした議論は以前から囁かれていたことだが、今後、ECBが追加緩和を求める状況が到来すれば、たとえ戦略見直しが終わっていても、注目される論点となるはずである（その緩和ツールが2021年以降も継続するのであれば当然だろう）。

そのほか「気候変動との戦いというECBの将来的な役割について非常に大きな期待を抱いているようですが、実現が難しいという恐れはありませんか」というストレートな質問も見られた。この点、ラガルド総裁は本来あるべき責務からの逸脱が懸念されること、中央銀行が関わるべき問題として適切なのかという疑義があることを自認しつつも、「何もしないことのリスクを意識しているし、トライすることをしなかった時点で失敗している（I'm also aware of the danger of doing nothing and I think that failing to try is already failing）」と述べ、検討すること自体に意味があるというスタンスを明示している。これに続けて「意思決定に参加できるエリアには全て参加していく」と述べ、欧州委員会やユーロ圏高官そして民間部門における意思決定過程にも関与し、存在感を示していきたい意向を示している。

冒頭にも言及したが、こうしたラガルド総裁の積極的な態度は声明文から感じられるテンションとは温度差を感じる。実際、ラガルド総裁は個人的見解（my personal take）というフレーズを使っているのでその自覚があるのかもしれない。その他、国際決済銀行（BIS）が発表した気候変動リスクが金融システムの安定にとって脅威であるとの報告書への賛同や国際会計基準を設定する会計事務所の関与などを歓迎する意見表明なども見受けられたが、こうした総裁会見から見られる気候変動への熱心な姿勢がECB全体の総意だと考えるのは現時点では危ういように思える。

コンセンサス方式は変わるのか？

また、ECB の意思決定方式にも質問が飛んだ。ECB の政策決定はあくまでコンセンサス方式であり、決定が公表される段階では ECB の総意として世に出てくることになっている。これが投票方式を取っている日米中銀との違いなのだが、今回の戦略見直しの過程ではこうしたコンセンサス方式の行方にも注目が集まっている。会見ではこの点を尋ねる記者も現れており、具体的にはコンセンサス方式の持つメリット、デメリットを問い質した上で「全会一致であることは（ラガルド総裁にとって）どれほど重要なのか」と述べている。この点、ラガルド総裁は「コンセンサスを形成することと多様な意見表明をすることは異なる。我々は多様な意見を欠いているわけではない。私は政策理事会の専制君主（a despotic）ではありません。どのような意見も歓迎しています。全てのメンバーは自身の意見を持っていますし、これを共有し披露する時間が与えられています。意見を抑圧（repressing）しているとは思いません」などと述べ、現行のコンセンサス方式に瑕疵があること自体を認めていない。このような口調から察するに今回の戦略見直しではこうした意思決定方式は重要なテーマではないのかもしれない。しかし、大きな亀裂をもたらした昨年 9 月の一件を経て、政策理事会内部に投票方式の導入を求める声が出ているとの観測もある。とすると、繰り返しになるが、ラガルド総裁のこうした弁を必ずしも良く思わないメンバー（恐らくはドイツ出身メンバー）もいるということになる。

戦略見直しと金利見通しの関係

多くの市場参加者にとっては戦略見直しによって「次の一手」がどう変わってくるかが重要だろう。この点、「戦略見直しが議論されている限り、ECB は金利を下げることはできない、という見方は正当化されるか」という質問も見られた。要するに戦略見直しが議論している最中は ECB の政策反応関数が見えづらくなるので、不透明感が濃くなるではないかという話である。この点は筆者も抱いていた疑問である。これに対しラガルド総裁は「戦略見直しが終わるまでは現行戦略に基づいて結論が下される」という模範的な趣旨で回答している。だが、上述した通り、今後 ECB の目指す物価目標が実質的にはこれまでよりも高いものになる（2%突破を容認するものになる）のだから、市場期待はどうしても追加緩和を期待しやすいはずだ。また、やや気がかりな言い回しも見られた。それは「現時点の我々の期待するところは 1 年で終わるということである」、「私が終わりと云ったら終わり（When I say it will be over when it is over）」と述べていたシーンである。この前後の文脈から察するに年内に終わらない可能性も若干示唆されているように感じられた。だとすれば、政策運営へのノイズはさらに増えてしまうことになるだろう。いずれにせよ声明文と総裁会見の間に若干の温度差を感じる部分もあり、戦略見直しの議論に内部で軋轢のあることがクローズアップされ、それが政策理事会内部の亀裂を想起させるような事態にならないことを今から祈るばかりである

《ユーロ相場の現状と展望～「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～》

「調達通貨は円よりユーロ」は本当だったのか？

2020 年は初っ端から中東リスクを受けた円高がにわかに注目を集めたが、ここで「今やキャリー取引の調達通貨は円ではなくユーロが選択されるようになっており、それゆえにリスク回避時の買いは円よりもユーロに集まりやすくなっている（だから円高になりにくくなっている）」という仮説を思い返したい。こうした仮説は危機時にも大して動かない円相場の説明として昨年来、一部で注目を集めてきた。今

回の中東リスクの高まりを受けた相場変動はこの仮説を検証する良い機会だったように思われる。結論から言えば、確かに今回の中東リスクを受けてユーロは対ドルで上昇する場面が見られた。しかし、円ほどではなかったという印象も残った。

厳密に言えば、イランの対米攻撃が報じられたのは日本時間 1 月 8 日の午前 8 時 25 分前後だった。例えばロイターは午前 8 時 25 分に「イラク国内で爆発音」とのヘッドラインを流している。その後、詳細が徐々に明らかになる中、そこから約 1 時間はリスク回避ムードが継続した。その間の円とユーロの動きを追うと、ユーロは報道前の最安値から 1 時間の内に対ドルで最大、約+0.2% 上昇した (1.115 程度から 1.117 程度)。片や、円は最大、約+0.7% 上昇した (108.50 円程度から 107.70 円程度)。調達通貨としてユーロが円よりも支配的な地位にあるのであれば、今回のリスクオフムードの高まりと共に手仕舞いされ、ユーロも円と同程度の上昇が見込めたのではないかと思われるが、今回は円相場の騰勢の方が目立った格好である。

「危機時に買われた」のは確か

しかし、ユーロに関し「危機時に買われた」という事実が確認できたのは興味深い点でもあった。糊代が消えつつある金融政策や巨大な経常収支を踏まえれば、ECB の日銀化やユーロ圏の日本化はじわじわ進んでいると考えられるが、ユーロの円化も途上でありながら、じわじわ進んでいると考えるべきだろうか。今回の中東リスクは一過性の動きとして収束しつつあるものの、そうしたユーロ相場の性質変化も読み取ることができた。筆者が『欧州リスク：日本化・

円化・日銀化』(東洋経済新報社、2014 年 7 月)を上梓してから約 5 年半が経った。2014 年当時、ドイツ 10 年金利は 2% 付近にあったが、今やドイツも日本と同様のマイナス圏に落ち込み、恒常的に日本を

ドル/円 (1月7日～1月9日)



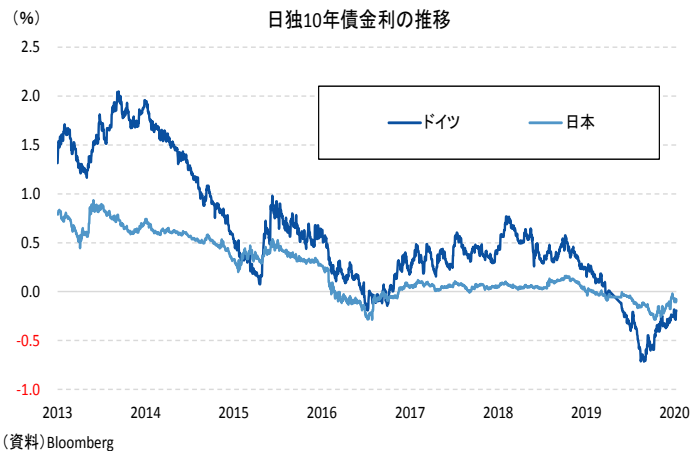
(資料) Bloomberg、赤点線四角部分はイランによる対米攻撃が報じられた午前8時半前後

ユーロ/ドル (1月7日～1月9日)



(資料) Bloomberg、赤点線四角部分はイランによる対米攻撃が報じられた午前8時半前後

日独10年債金利の推移



(資料) Bloomberg

下回っている。これは ECB が日銀化していることの 1 つの結果に過ぎないが、そもそも域内に魅力的な投資機会が失われており、貯蓄と投資をマッチングさせる金利（自然利子率）が下がっているということ、言い換えれば域内の潜在成長率が下がっていることの帰結でもある。ユーロ圏に関する「日本化・円化・日銀化」のシナリオは徐々に、しかし確実に実現している。とりわけ今回の中東リスクに絡んだ反応は「ユーロの円化」を再度疑わせるものであったように感じられた。

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。