

中期為替相場見通し

2020 年 6 月 30 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～奪われるボラティリティ～

「安全資産としての円」は磐石か？～29 年連続で「世界最大の対外純資産国」～	P.3
米金融政策の現状と展望～失われるボラティリティ～	P.5
米通貨政策の現状と展望～警戒される特権の行使～	P.7
メインシナリオへのリスク点検～「株価の急落」と背中合わせという円高リスク～	P.9

◆ ユーロ相場の見通し～明らかになった ECB の「真のバズーカ」～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～マイナス金利を正当化した ECB～	P.12
ユーロ相場の現状と展望～続く「敵失のユーロ高」～	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

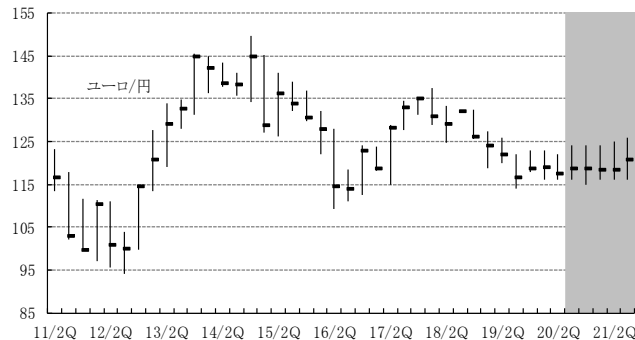
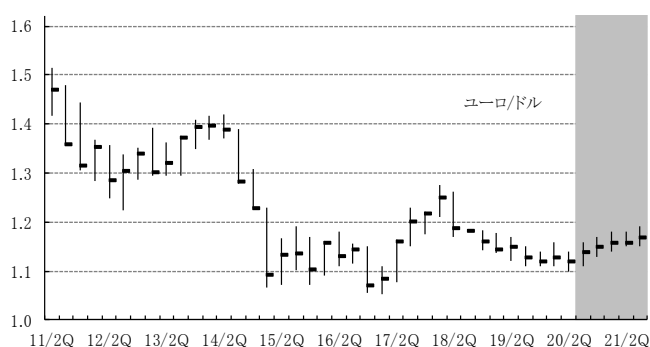
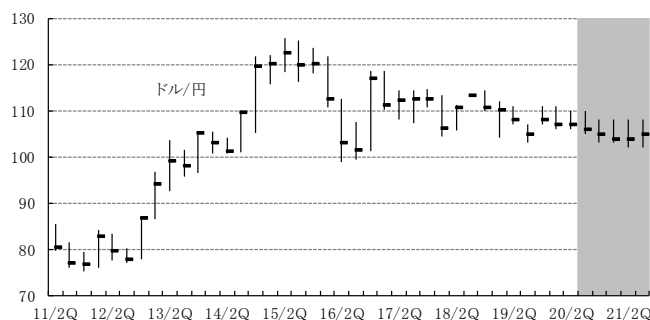
6月のドル/円相場も殆ど動意が見られなかった。やはり金利差を失った通貨ペアが大きく動くのは難しくなっているのかもしれない。また、6月FOMCでは「2022年末までゼロ金利維持」で意見集約がなされている状況が明らかになった。この上でイールドカーブコントロール(YCC)の導入などが本当に行われた場合、ドル/円相場はさらにボラティリティを失うことになるだろう。それでも敢えて方向感を見定めるならば、やはり円相場の堅調に賭けたいという本欄の立場は不変だ。19年末時点で29年連続、「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持している円は引き続きリスク回避ムードが強まると買われやすい通貨と考えられる。近い将来、ドイツにそのステータスが奪われた場合、為替市場がどのような挙動にでるのかは不安もあるが、心配するのは尚早だろう。予測期間中のリスクは相も変わらず新型コロナウイルスの感染拡大状況次第だが、それ以外では大統領選挙を控えたトランプ米政権が通貨政策としてドル安を志向し始める可能性に目を向けておきたい。全体としてレンジ感の強い予測期間になりそうだが、円安・ドル高を予想する材料が依然として乏しい状況は変わっていない。

片や、ユーロ相場は、政治・経済・金融、いずれの面を見てもユーロ圏の投資環境が良好とは言えないにもかかわらず、堅調を維持している。理由はいくつかあるのだろう。例えば、欧米金利差(米国-ドイツ)に照らしてユーロはそもそも過小評価されていたという印象はあり、今はこれが正常な水準に戻ろうとしているだけという考え方だ。また、類似の論点だが、「欧米金利差の拡大はもはや期待できない」との思惑が強まっていることも関係があるかもしれない。とりわけ後者は「ドルの先高観」がコロナショックで消滅したという話でもある。FOMCが「2022年末までのゼロ金利維持」で意見集約を進めている以上、「ドルの先高観」に賭けてユーロを対ドルでショートすることの勝算が後退しているのは確かだろう。もっとも、こうした解釈はこもとのユーロ上昇は欧州にまつわる積極的な買い材料ではなく「敵失のユーロ高」に過ぎないということでもある。ゆえに、積み上がったユーロロングが巻き戻される過程で下値を探る展開を今後懸念せざるを得ないだろう。だが、米金利の低位安定が既定路線となる中、対ドルでユーロが一方向的に売られることも考えづらく、意外な堅調が続く公算は大きい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2021年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	101.18 ～ 112.23 (107.69)	105 ～ 110 (106)	103 ～ 108 (105)	103 ～ 108 (104)	102 ～ 108 (104)	102 ～ 108 (105)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.1495 (1.1237)	1.09 ～ 1.14 (1.12)	1.11 ～ 1.15 (1.13)	1.12 ～ 1.16 (1.14)	1.13 ～ 1.16 (1.14)	1.13 ～ 1.17 (1.15)
ユーロ/円	114.43 ～ 124.43 (121.02)	116 ～ 124 (119)	115 ～ 124 (119)	116 ～ 124 (119)	116 ～ 125 (119)	116 ～ 126 (121)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6月30日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

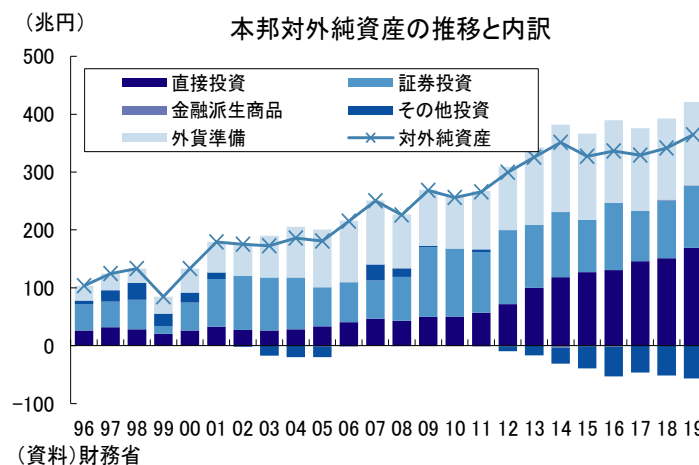


◆ ドル/円相場の見通し～奪われるボラティリティ～

《「安全資産としての円」は磐石か？～29年連続で「世界最大の対外純資産国」～》

29年連続世界最大をけん引した株高と金利低下

ドル/円相場は「金利差なき世界」に突入している。本欄では「金利差なき世界」（それ中長期的には「物価差なき世界」でもある）においては、消去法的に需給に焦点を当てた分析が相対的に重要になるとの基本認識を示してきた。この点、5月26日に財務省から公表されている『本邦対外資産負債残高の状況（2019年末時点）』は重要な資料である。これによれば日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比+23兆円の364兆5250億円と2年連続で増加しており、日本は29年連続で世界最大の対外債権国の座を維持している（以下、特に断らない限り前年比で議論する）。なお、対外純資産の水準としては5年ぶりに過去最高を更新している。

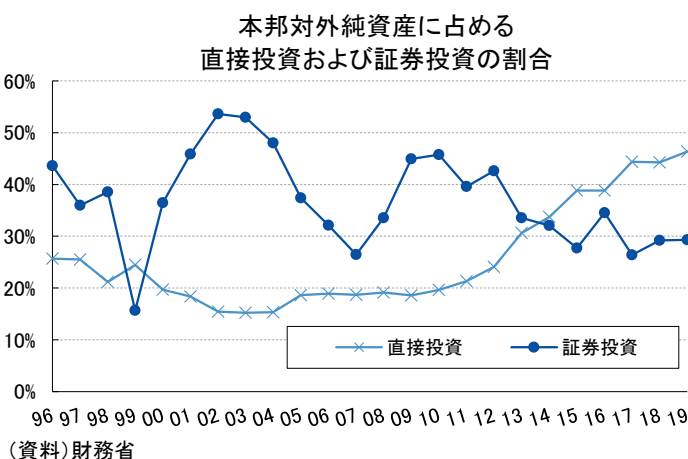


こうした対外純資産残高の増加は対外資産が対外負債の増加を上回った結果だ。具体的には対外負債残高は+56.6兆円と増加した一方、対外資産残高が同+79.7兆円とさらに大きな増加幅となったことで対外純資産が押し上げられている。対外資産残高の増加のうち+52.2兆円は証券投資である。なお、この+52.2兆円を3つの変動要因、①「取引フロー」、②「為替」、③「その他調整（≒価格変動）」に分解すると、①で+20.1兆円、②で▲5.3兆円、③で+37.4兆円となっている。若干の円高で評価損が生じたものの、有価証券の値上がり（評価益）で取り返したという構図だ。さらに、この評価益部分である③を商品別に見ると、株式・投資ファンド持分で+25.6兆円、債券で+11.8兆円という内訳になっている。動かない為替市場の下、株高と金利低下（債券高）が日本の対外純資産を押し上げた側面が大きい・・・という整理になる。ちなみに、①の+20.1兆円のうち+17.2兆円は債券だった。すなわち、債券は評価益のような「価格」要因のみならず、取引を伴う「数量」要因でも残高が積み上げられていたことが分かる。

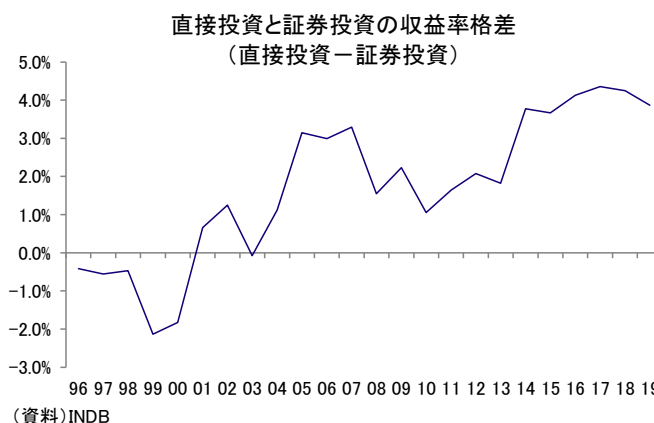
こうした対外純資産残高の増加は対外資産が対外負債の増加を上回った結果だ。具体的には対外負債残高は+56.6兆円と増加した一方、対外資産残高が同+79.7兆円とさらに大きな増加幅となったことで対外純資産が押し上げられている。対外資産残高の増加のうち+52.2兆円は証券投資である。なお、この+52.2兆円を3つの変動要因、①「取引フロー」、②「為替」、③「その他調整（≒価格変動）」に分解すると、①で+20.1兆円、②で▲5.3兆円、③で+37.4兆円となっている。若干の円高で評価損が生じたものの、有価証券の値上がり（評価益）で取り返したという構図だ。さらに、この評価益部分である③を商品別に見ると、株式・投資ファンド持分で+25.6兆円、債券で+11.8兆円という内訳になっている。動かない為替市場の下、株高と金利低下（債券高）が日本の対外純資産を押し上げた側面が大きい・・・という整理になる。ちなみに、①の+20.1兆円のうち+17.2兆円は債券だった。すなわち、債券は評価益のような「価格」要因のみならず、取引を伴う「数量」要因でも残高が積み上げられていたことが分かる。

明確に進む構造変化

対外純資産を項目別の変化から分析してみると、前年比で増加した+23兆円のうち+17.8兆円が直接投資であり、これが大勢を決したことが分かる。そのほかには証券投資が+7.1兆円、金融派生商品やその他投資が▲6.0兆円、外貨準備が+4.2兆円だった。対外純資産に占める各項目の割合は直接投資が前年比+2.1%ポイントの46.4%と過去最高を記録する一方、証券投資は同+0.1%ポイントとほぼ横ばいの29.3%にとどまった2000



～2010 年平均で見ると、証券投資は 41.6%、直接投資は 18.0%と圧倒的に証券投資が幅を利かせていた。しかし、2011～2019 年平均で見ると、証券投資は 32.8%、直接投資は 35.8%と両者の比率が接近した上で逆転している（前頁図）。金融危機後、世界全体で金利が低下したことで収益率の観点から証券投資が直接投資に劣後するようになったという実情もあろうが（図）、後述するように、本邦の企業部門からすれば縮小する国内市場に留まる理由はない



という判断もあったのではないかと。いずれにせよ過去 10 年間で日本の対外経済部門が劇的な構造変化を経験しているのは確かで、これが円相場を分析する際に無視できない要因になっている可能性は高い。

「世界最大の対外純資産国」とは「失われた 20 年」の産物

「世界最大の対外純資産国」というステータスはその響きほど良いものではない。対外純資産というストックは毎年の経常黒字というフローが蓄積された結果である。そして理論的には経常黒字は国内の貯蓄過剰（貯蓄＞投資）の結果だ。国内から国外への証券投資や直接投資（端的にはクロスボーダーM&A）が旺盛だということは、それは国内への投資機会が乏しいという事実も含んでいる。日本経済の 1990～2010 年が「失われた 20 年」と呼ばれて久しいが、その意味で「世界最大の対外純資産国」とは「失われた 20 年」の産物であると見ることもできる。

ちなみに直接投資の急増は「失われた 20 年」を経て、最近 10 年弱のトレンドである。直接投資がこれほどの勢いを持って来たということは多くの日本企業が「国内市場には期待収益の高い投資機会はない」と判断した結果だろう。より厳しい言い方をすれば、縮小し続ける国内市場に投資をするよりも海外企業への買収や出資を通じて時間や市場を買った方が中長期的な成長に繋がると判断した結果だったとも言える。将来的に「失われた 30 年（1990～2020 年）」というフレーズが流布されるとしたら、2010 年以降の 10 年間は日本の企業部門が日本という国を見限り始めた期間だったという解釈もあり得る。

円相場への含意

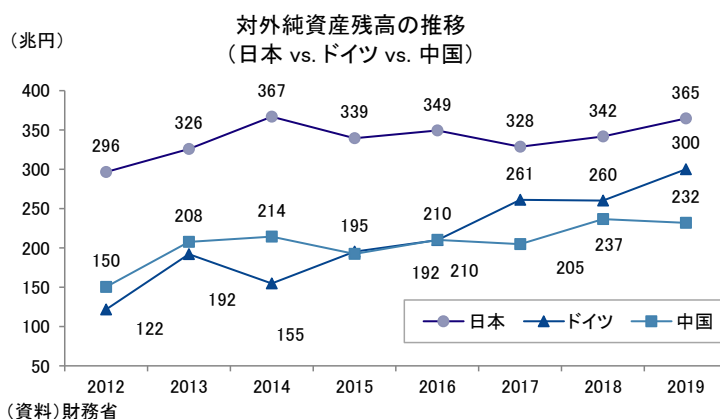
円相場を展望する観点からはやはり「円高になりにくい体質変化」が起きていると捉えたい。「世界最大の対外純資産国」というステータスは紛れもなく通貨高要因である。実際、未だに金融市場でボラティリティが高まりリスク回避姿勢が強まると、かつてほどではないものの、円は買われる傾向にある。そもそも単純に需給面から考察した場合、巨大な対外資産と対外負債の差額を円高以外の何で説明できるのか。「世界最大の対外純資産国」というステータスは円の価値を考える上で最も重要な要因の 1 つに違いなく、それは円高材料という位置付けになる。

但し、上で見てきたように、日本の対外純資産構造は明らかに大きな変化の途上にある。2000 年代に入ってからしばらくの間、日本の対外純資産と言えそれは証券投資、とりわけ米国債を中心とする外国債券が過半を占めてきた。市場でボラティリティが高まり、リスク回避ムードが強まった際、「外国債券（外貨）を手放して、円建て資産に戻す」という動きが出ることに違和感はない。いわゆる「リスクオ

フの円買い」である。しかし、既に見てきたように、今や日本の対外純資産の半分近くは直接投資だ。リスク回避ムードが強まった際、「買収した外国企業を手放して、円建て資産に戻す」という動きが出るだろうか。直感的には想像し難い動きだろう。「リスクオフの円買い」が発生しにくくなっているのは、過去 10 年で対外純資産構造がはっきりと変わったからという事情はあろう。なお、為替市場では「リスクオフの円買い」と「安全資産としての円買い」は同義に使われることが多いが、それは正しくない。上で述べたように、対外純資産構造の変化を受けて「リスクオフの円買い」は弱まったものの、それは「安全資産としての円買い」が弱まったことを意味するわけではない。

「肉薄するドイツ」という視点

「世界最大の対外純資産国」というステータスがある限り、円が安全資産であることに疑いはない。フローの性質として「リスクオフの円買い」が出にくくなったという話と「円の安全性」が失われたという話は別の議論のはずだ。この点、筆者がやや懸念しているのは、「世界最大の対外純資産国」というステータスを失った時に円相場は今のよう「安全な逃避先」として見て貰えるだろうかという論点である。この



点は諸外国との比較が重要になると筆者は考えている。この点、近年やや気になるのは「世界 2 番目の対外純資産国」であるドイツの躍進だ。ドイツもまた少子高齢化で内需を失う過程で経常黒字を積み上げ、対外債権国として盤石な地位を有している。図示されるように、ドイツは日本に肉薄してきている。

「永遠の割安通貨」といえるユーロを擁するドイツは、毎年、世界最大級の貿易黒字を稼ぎ、それにより対外純資産を積み上げている。一方、日本は度重なる苛烈な円高や震災などを経験して海外生産移管を進めた結果、すでに国内の輸出拠点が少なくなっており、貿易収支はおおむね均衡イメージとなっている。ドイツはいくら貿易黒字を稼いでも、通貨ユーロがドイツの実力に対応しいほど強くなることは絶対でない。必然の帰結として対外純資産はこれからも淡々と積み上がっていく可能性が高く、対外純資産国としての日本とドイツの立ち位置がいずれ逆転しても不思議ではないだろう。

もちろん、世界最大であろうと 2 番目であろうと、巨大な対外債権国の通貨はそれ以外の通貨に比べて需給面で選好される筋合いがある。ゆえに、「世界 2 番目の対外純資産国」でも円は安全資産としての地位を維持できるはずだ。だが、為替市場は時に直情的だ。「世界最大の対外純資産国ではなくなった」という事実が、円を売るひとつのきっかけになる可能性は否めないものがある。ここ数年に起きるような懸念ではないものの、円相場の中長期見通しを考える上で重要な論点だと筆者は考えている。

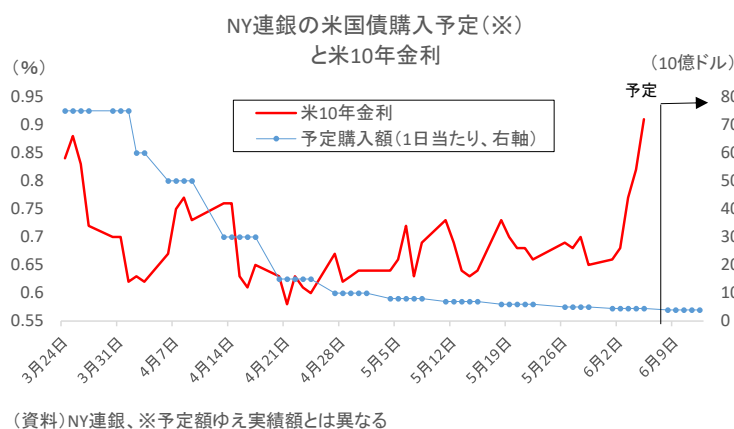
《米金融政策の現状と展望～失われるボラティリティ～》

「無制限」から「金額明示」はむしろ安心感に

6 月 9 日から 10 日にわたって開催された FOMC は金利については現状維持とする一方、これまで無制限とされていた資産購入規模について金額を明示する形式に改められた。とはいえ、据え置かれた金

利も政策メンバーの見通し（ドットチャート）において「少なくとも 2022 年末までゼロ金利を維持」という方向で意見集約が図られている。今回のポイントは以上の 2 点、①資産購入規模に目処が示されたこと、②2022 年末までのゼロ金利方針が確認されたことに尽きる。

まず、①は声明文において「in the amounts needed to support smooth market functioning」と実質無制限としていた資産購入の規模が「at least at the current pace to sustain smooth market functioning」と現行ペースを維持していく方針に修正されている。これに伴ってニューヨーク連銀からは月間購入ペースに関し、米国債は 800 億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）は 400 億ドル、商業



不動産担保証券（CMBS）は週間で 2.5～5 億ドルという目処が示されている。「無制限」から「金額の明示」へシフトしたことが直感的に緩和姿勢の後退と受け止められかねないが、そうではない。図に示されるように、3 月以降、国債購入ペースは著しく減額されてきた（図）。それは 5 月雇用統計が予想以上の改善を示し金利が急騰した 6 月初頭でも同様であり、「これ以上の減額（＝金利上昇）を FRB は容認するのか」という点が注目されていた。この点、今回の声明文で「もう減らさない」というメッセージをクリアにしたことは市場にとって好感される動きであった。米国債の 800 億ドルというのは会合直前まで発表されていた「40 億ドル/日」を月間に換算した額と一致する。もっとも、こうした措置は「over coming months」とあるため、これが具体的に何か月程度を意味するのかは気かりではある。いずれにせよ、今回、「無制限」から「金額の明示」へシフトしたことは一連の有事対応が節目を迎えたと考えられる。

奪われるドル/円相場のボラティリティ

次に②についてはドットチャートで明らかにされている。17 名全員が 2020 年末並びに 2021 年末の政策金利を「0.00～0.25%」とし、2022 年末についても 2 名が利上げを想定しているものの 15 名が「0.00～0.25%」とやはり現状維持を予想している。もちろん、ドットチャートは FRB の政策運営にまつわる既定路線を示すものではない。だが、ここまで強力に意見集約されている以上、市場

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2020	2021	2022	Longer run
Mar-18	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.375%	3.375%	n.a.	3.000%
Dec-18	3.125%	3.125%	n.a.	2.750%
Mar-19	2.625%	2.625%	n.a.	2.750%
Jun-19	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Sep-19	1.875%	2.125%	2.375%	2.500%
Dec-19	1.625%	1.875%	2.125%	2.500%
Jun-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

場は最低でも今後 1 年半の低金利維持を織り込むことになる。また、目下注目されているイールドカーブ・コントロール（YCC）については質問される前に、パウエル FRB 議長自ら議論したことを明らかにしている。どの程度、議論で取り扱いが進んでいるのかは議事要旨で確認することになるが、「次の一手」について残された論点が乏しいだけに毎回注目を浴びることは避けられないだろう。

とはいえ、既にドットチャートにおいてこれほどはっきりと今後の方針が示されている以上、半ば YCC

の効果を備えた強力なフォワードガイダンスを打ち込んだ状態と言えなくもない。YCC の導入が行われなくとも、こうした政策金利パスの予想はドル/円相場のボラティリティを奪うものになると考えるのが自然である。結局のところ、為替市場への含意という意味では、マイナス金利政策の導入がない限り、FRB の政策運営が力強いドライバーになることはないように思われる。

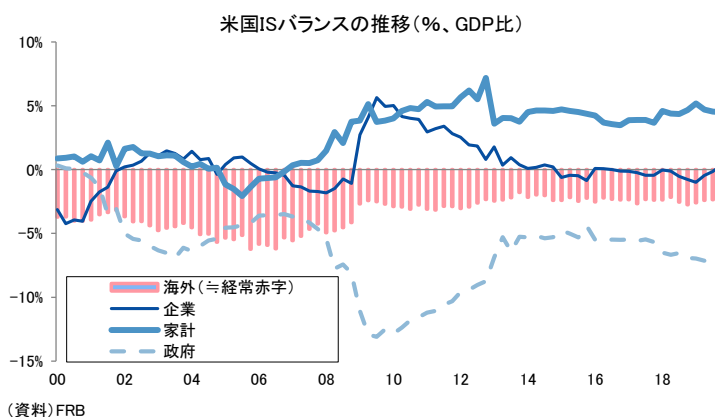
2022 年末まであらゆる計数が戻らず

最後に、FRB スタッフ見通し (SEP) を確認すると、2020～22 年の実質 GDP 成長率見通し (中央値) は、「▲6.5%→+5.0%→+3.5%」と今年から来年にかけて形式上は V 字回復を見通すものの、伸び幅に着目すれば「今年失われた成長率が来年取り返せる」という見通しにもなっていない。直近で公表された OECD の見通しと比較すると、米国は (感染の第 2 波がない前提で) ▲7.3%とされていたので、SEP の方が若干楽観的な見方と言える (第 2 波のある、いわゆる the double-hit scenario では▲8.5%)。失業率は「9.3%→6.5%→5.5%」とされており、やはり 2022 年まで見通しても危機前の水準である 3.5%付近までは戻らない想定になっている。最後に、個人消費支出 (PCE) デフレーターはコアベースで「+1.0%→+1.5%→+1.7%」とやはり予測期間中の+2%到達を諦める仕上がりになっている。成長率、失業率、インフレ率そして結果として割り当てられる政策金利は 2022 年末まで待っても復元不可能というのが今回の総括と言えそうだ。とはいえ、現時点で見通しを示すことへの迷いもパウエル議長は口にしており、SEP やその他主要機関の見通しに沿って資産価格見通しを作ること自体が不安定な試みであることは留意したい。なお、6 月下旬、ムニューシン米財務長官が年内のリセッション脱却に前向きな見方を示したが、リセッション脱却と危機前への回帰は同義ではなく、L 字型ないしレ字型の成長にとどまるとみられる。結果的に米金利は上がらないはずであり、ドル高予想を作りにくい状況は変わらないだろう。

《米通貨政策の現状と展望～警戒される特権の行使～》

米国の企業部門は消費・投資意欲を戻せるか

先月以降、本欄では米国やユーロ圏のマクロ経済の展望に際し、「貯蓄が正義」という価値観が定着してしまう可能性に警鐘を鳴らしてきた。それは「所得以上に消費する」ことで成長がけん引されてきた米国経済にとっては民間部門の行動原理が根本的に変わることを意味する。仮にそうなった場合、長期的に見れば、米国の潜在成長率並びに自然利子率は低水準で張り付くことになり、日本の経験を元にすれば、金融政策が



流動性の罠に嵌まって苦しむ未来が視野に入る。改めて米国の貯蓄・投資 (IS) バランスを振り返っておくと、家計部門はサブプライムショックならびにリーマンショックを境としてはっきりと貯蓄過剰を抱える経済主体に変化した (図)。2007 年前後を境に「借金して消費・投資をする」という行動様式は大きく変わっており、今回のコロナショックを通じて、その保守的な姿勢はさらに強まった可能性がある。

今後、米国経済を見る上でのポイントはリーマンショック後に長い時間をかけて一旦、貯蓄過剰から貯

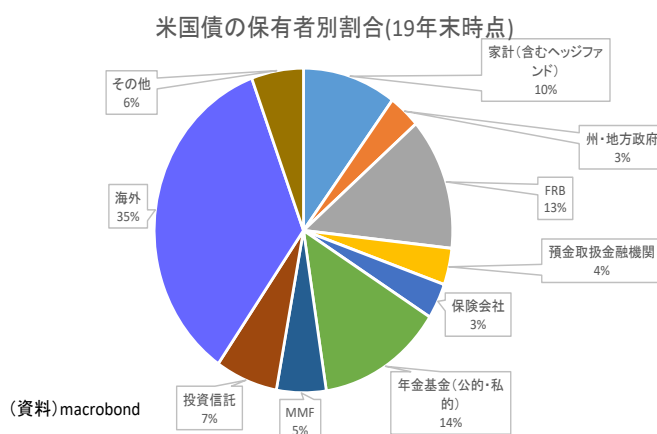
蓄不足へと軸足を移してきた企業部門が果たして再び旺盛な消費・投資意欲を取り戻せるかである。感染予防を目的とした行動制約が常態化している状況では、需要の消滅と共に企業収益も消滅しているため貯蓄はそれほど生まれない可能性があるが、経済活動がある程度正常化した後でも消費・投資行動を控えたままだと、家計部門に加えて企業部門までもが貯蓄過剰の経済主体へと転化してくる話になる。かつてない規模と期間をもって経済活動が抑圧されたことで、少なくない企業が不可逆的なダメージを被り、「万一の時のために蓄えが重要」という思いが強まれば、米国ですら企業部門の貯蓄過剰が常態化する恐れは否めないと筆者は考えている。

「基軸通貨国」という特権的地位

上述したように、民間部門の貯蓄が過剰になる世界では、貯蓄と消費・投資を均衡させる金利（自然利子率）が低位で張り付く。家計・企業の両部門が貯蓄過剰に陥っているユーロ圏の政策金利がマイナス金利圏に突入しているのは相応の理由がある。名目金利の非負制約がマイナス金利導入によって打ち破られ、それが日常風景になりつつあるが、パイオニアである欧州も、やはり深掘りには二の足を踏むケースが多くなっている。細かい議論を捨象すれば、一国の中央銀行が実行可能な政策について各国間でそれほど差があるわけではない。事実として欧米中銀は日銀の後追いに終始している。上述したように、足許では **FRB** のイールドカーブコントロール（YCC）導入観測が浮上しており、現実味を帯びている。

しかし、「FRB にできて、他の中央銀行にできないもの」もある。それは「基軸通貨を司る」という特権的行為だ。フェアバリューが存在せず、予測が極めて難しいと言われる変動為替相場の世界において唯一鉄則があるとすれば、「最終的に為替相場は米国の思惑通りに動く」という事実だ。トランプ政権は歴代政権の中でも突出してドル安への意欲を隠さない政権だが、それでもマイナス金利への希望を口に直後に「強いドル」を希望するなど、「形振り構わずドル安」という印象はまだ抱かれない。本当に、米国大統領がドル安を希求するのであれば、議長更迭を示唆した上で、より **FRB** へのより強い圧力や貿易交渉における為替条項の全面的なアピール、果ては為替介入といった実力行使にまで出てくる展開が考えられ、そこまでやればほぼ確実にドル安になるはずだ。

実際のところ、財政政策や金融政策が尽きた先に通貨政策が重要なツールとして残る可能性はある。政府債務残高の増大、金利や物価の低下、成長率の鈍化、いずれをとっても米国経済ないし **FRB** は日本化/日銀化が否めない状況だが、9 割以上が内国債である日本と異なり、米国債市場の 4 割弱は海外投資家が占めている。未曾有の拡張財政を進める中、ある時点で米国債の利回り上昇を **FRB** だけで押さえ込むのが難しくなるかもしれない（図）。また、



海外投資家だけではなく、家計部門の動向も注目である。図に示されるように家計部門は 2019 年 12 月末時点で米国債発行残高の約 10%を保有するが、サブプライムショック直後（2007 年 12 月末時点）では 0.1%だった。この間、保有比率が 100 倍にもなっているわけだが、これは米資金循環統計において家計は他部門に計上できないヘッジファンドが含まれているため、そういった投機筋を含めた保有が拡大

しているという技術的要因が効いている。この間、海外部門は 39.4%から 34.7%と比率を落としているが、足の速いヘッジファンドのような主体が金利の低位安定に旨味を感じず、海外資産への投資比率を高める恐れは残る。この点、日銀や民間銀行部門がガッチリ抑え込んでいる円金利に比べて米金利は上振れしやすい性質もあり、これに伴ってドル相場も不安定になりやすい構造が見て取れる。

基軸通貨国としてドル相場を左右させやすい立場に加え、資金循環面からもドル相場は円相場ほど強固ではないことを思えば、少なくとも通貨安方向の誘導は気持ち一つで容易にできるという条件は整っている。もちろん、ドル安が加速する過程で米国債利回りの急騰、これに伴う米株価の急落などが促される恐れもあるため、ドル安政策は文字通り両刃であるものの、既にドルインデックスは歴史的に高値にあることを思えば下方向への調整余地は大きいと考えたい。裁量的なマクロ経済政策が尽きた先に、米
国が基軸通貨国という特権的地位の乱用に踏み込む未来は為替見通し上、警戒すべき展開である。

《メインシナリオへのリスク点検～「株価の急落」と背中合わせという円高リスク～》

「株価の急落」と円高リスク

依然としてリスクシナリオを明確に提示するのは難しい局面が続いている。政治、経済、社会、外交、あらゆる論点において「新型コロナウイルスの感染拡大状況次第」と言わざるを得ず、シナリオが分岐してしまう。6月10日に見通しを公表した OECD は①感染が第一波で収束するシナリオ（Single-hit scenario）と②年末には第二波が到来するシナリオ（Double-hit scenario）を併存して示し、いずれについても「同じくらいあり得る 2 つのシナリオ（two equally probable scenarios）」と表現した。要するに、「第二波到来に伴う二番底もメインシナリオの 1 つ」という扱いである。6月中に見られたように、第二波懸念が本格的に意識された場合、リスク資産は容赦なく叩き売られるのだとすれば、今後想定される「株価の急落」もメインシナリオの 1 つという話になるが、市場はそこまでの覚悟を持っていない。少なくとも、為替市場の観点からは「株価の急落」はセオリー通り、リスクオフの円買いを招来する材料と考えるべきだろう。

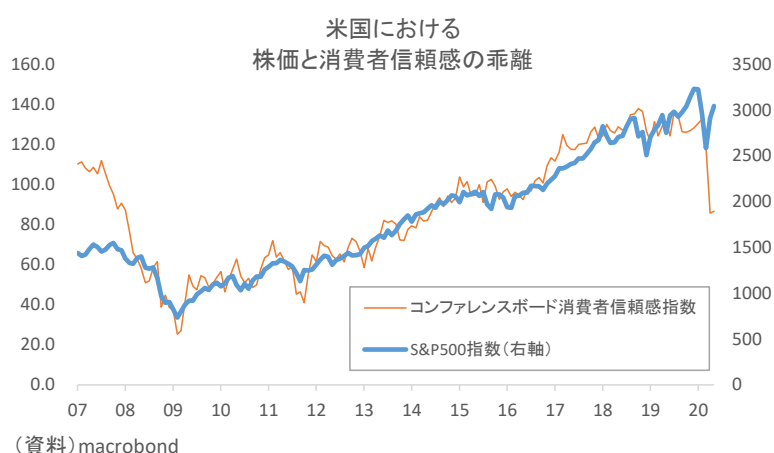
また、6月25日には IMF が「国際金融安定報告（GFSR）」の改訂版で金融市場と実体経済の乖離を指摘している。これまで（そして今後も）断続的に見られる「株価の急落」にやはり警鐘を鳴らす分析であった。具体的に今回の GFSR では「金融経済と実体経済の乖離」が最大の問題意識として掲げられていた。報告書では「主要国の株価は、程度の差こそあれ、3月の底（trough）から既往ピークの 85%程度まで値を戻している」と株式市場の回復を指摘するほか、「（ショックによって）ワイド化したクレジットスプレッドの約 70%が巻き戻されて（再び縮小して）いる」とクレジット市場における心理の改善なども確認しているが、こうした動きを確固たる根拠のあるものとしては評価していない。

筆者は株価の展望に関し、予測期間中は「慢性的な上昇」と「急性的な下落」を繰り返しながら、基本的には水準を切り上げている公算が大きいと考えている。だが、米金利が低位安定する状況下、ドル/円相場の水準は「慢性的な上昇」に連れて上昇することはなく、「急性的な下落」の際には（上昇する時に比べれば）まとまった幅で押し下げられるため、徐々に安値を探るとするのが最もありそうな展開だと考えている。リスクシナリオとしての想定を示すのであれば、感染第二波の本格化を受けて「慢性的な上昇」が退潮になる傍らで「急性的な下落」が頻発するような事態であり、その場合には 100 円割れ定着という展開があり得ると考えている。

株価と消費者心理の乖離

IMF の報告書によらずとも、多くの市場参加者は 3 月以降の株高にはかなりの無理を感じているだろう。この点、GFSR が指摘するように「金融市場の楽観と国際経済動向の断絶が浮上している（A disconnect between financial market optimism and the evolution of the global economy has emerged）」という状況はある。GFSR は例として S&P500 社の企業収益予想が「a quick “v-shaped” rebound」を期待している一方、最近の実体経済指標は「予想以上に深い落ち込み（a deeper-than-expected downturn）」を示唆しているという「ねじれ」を指摘している。だが、実体経済の不調は GFSR と同じタイミングで公表された「世界経済見通し（WEO）」改訂で議論されている通りであり、IMF は 2020 年の世界経済見通しを▲4.9%と 4 月の WEO から 1.9%ポイントも下方修正している（2021 年は+5.4%）。少なくとも今年の世界経済について「買い」と言えるような要素はない（もっとも後述するように株価は先行指標であり今年の状況と一致する必要もないのだが）。

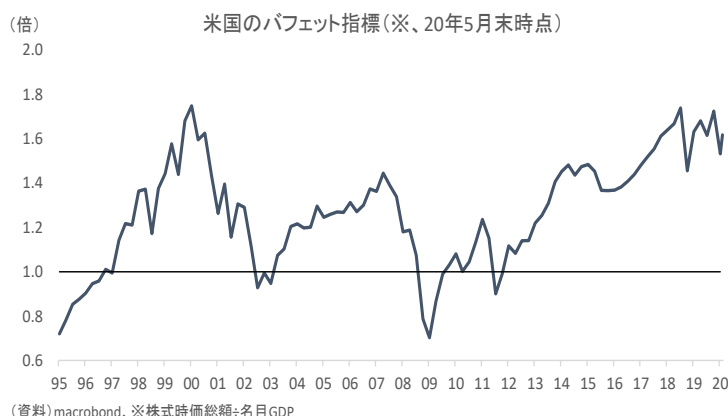
なお、GFSR では「金融経済と実体経済の乖離」を示す好例として S&P500 指数とコンファレンスボード消費者信頼感指数の対照的な動きを用いているが、確かに印象的な構図だ（図）。歴史を振り返ると両者の動きがはっきりと乖離するのは珍しい。こうした消費者心理の仕上がりは米経済の 60%を占める個人消費の仕上がりを決するのだとすれば、やはり先行きの不安はある。足許の感染拡大状況を見る限り、株価が消費者心理をトレースする展開の方が合理的に予想できる展開だろう。



当然、GFSR ではこうした資産価格の持続可能性に不安を示しており、今後、調整を招きかねない数多くのトリガーがあるとしている。具体的には感染第二波の到来と共に今でさえ未曾有と形容されている現在の景気後退がさらに長引くケースや貿易摩擦の再燃、そして社会不安の高まりと共に格差問題が再び株売りを招くケースなどに言及が見られている。これらのケースはそのまま「株価の急落」を通じて円高・ドル安を招くケースとして理解して良いものだろう。

必要悪としての「実力以上の株価」

もっとも「金融経済と実体経済の乖離」はコロナショックで始まったテーマではない。GDP 成長率落ち込み、より具体的には企業収益の落ち込みにも拘わらず先進国（とりわけ米国）の株価は近年、続伸してきた。米国では株式時価総額が名目 GDP の規模を凌駕し、両者の差が広がる構図が当たり前になっている（図）。この背景に関し、本欄では①近年の金融政策が



株価を見て運営される傾向があること（結果的に過剰な金融緩和環境を前提とした株価になりやすいこと）、②それによって低金利が常態化し、定期的にインカムを生む資産が株式（の配当金）くらいしかなくなり、運用資金が集まりやすくなっていることなどが考えられるとしてきた。

とはいえ、「株価が高過ぎである」と IMF が断言することには危うさを覚える。株価は実体経済の先行指標であるのだから、足許の実体経済と平仄が合っている必要はない。例えば WEO 改訂によれば、2020 年は▲4.9%、2021 年は+5.4%と伸び率こそ下方修正されているものの、予想されている成長軌道は V 字回復だ。株価がこれを先取りしているとも考えることもできる。そもそも感染拡大の先行きは誰にも分からない以上、今の株価が「高過ぎる」とは言い切れないはずである。

また、バブル現象を肯定するつもりはないが、株価が上昇して困る経済主体はいない。例えば家計金融資産の 30%以上が株式である米国の家計部門は株高が消費増をもたらす資産効果がはっきりと期待できるし、株価が高止まりすることで企業部門の経営が安定するという側面もある。非常時だからこそ、仮にそれが「実力以上の株価」であっても、実体経済が立ち直るためには「必要悪」という考え方はあり得る。

国際金融システムの堅牢性を確保するために政策提言を行う GFSR が株価の騰勢や債務の蓄積に警鐘を鳴らすのは言ってしまうと義務でもあり、株高に警鐘を鳴らすのはやむを得ない事情もあろう。だが、一種の「必要悪」として「実力以上の資産価格（代表的には株価）」を用意しなければならない状況であることも現実問題として認識すべきではないか。この辺りのニュアンスは今回の報告書末尾にも記述されており、現行対応がショックの緩和に繋がっていることを認めつつも、事態が正常化した際には金融市場の脆弱性に繋がるような芽を摘むべきであると両論併記されている。

難しい円安リスクの議論

「実力以上の資産価格」は調整幅も非常に大きく、近年、ボラティリティが失われているドル/円相場にとっても相応の下押し圧力として作用する可能性が高い。上述したような各種イベント（感染第二波の到来や米中貿易摩擦の激化、社会不安の増大によるデモ行為の頻発等）が「株価の急落」を頻繁に引き起こすようになれば、それは本欄の想定以上にドル/円相場を下押しする話になるはずである。

片や、円安リスクは何を脇に置いても、ワクチン開発が進捗し、新型コロナウイルスの感染が早期終息を見ることに尽きるのだろう。恐らくワクチン開発に目処が本当についた場合、株価の騰勢は非常に強いものになるはずであり、金融政策も緩和から中立へシフトし、米金利と共にドル/円相場もはっきり押し上げられるはずだ。もちろん、そうなることが一番である。だが、現時点ではそうした最善の楽観シナリオをメインシナリオにするのはやはり希望的観測という色合いが強いと言わざるを得ない。現時点では多くを議論することは避けたいと思う。

◆ ユーロ相場の見通し～明らかになった ECB の「真のバズーカ」～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「市場との対話」に成功した ECB～》

最大のポイントは再投資方針の明示

6月のECB政策理事会は市場予想通りパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の強化を決定した。規模は総額7500億ユーロに6000億ユーロを上乗せした1.35兆ユーロへ、期間は2021年6月末までに延長された。このほかPEPPで購入された資産について再投資方針も示された。ヘッドラインは規模の話に偏りがちだが、実際はこの再投資方針の方が将来にわたって重要な決定だと考えられる。政策金利については全て据え置かれており、各種流動性供給プログラムも前回から不変である。

現時点でPEPP拡大に踏み込むことについて筆者は時期尚早と考えていた。それは、まだPEPPには70%の余力が残されており、イタリア国債への傾斜が大きくなっている現状を踏まえれば、今少し新型コロナウイルスの感染状況を見計らっても良かったように感じられたためである。この点、ラガルドECB総裁は決定に至った背景について「2つの要因があった」としており、①新型コロナウイルス危機によって物価見通しが著しく悪化していること、②域内の金融状況がタイト化しておりこれを緩和する必要性があったことの2点を挙げている。3月時点では「7～9月期以降にV字回復」が大方の相場観であったため、こうした理屈は一応理解できるものだが、拡大額の大きさにはやはり意外感があった。

詰まるところ、感染の拡大が思ったよりも長引きそうということに尽きるのだろう。元々、PEPPの終了は「新型コロナウイルスが終息次第 or 2020年末」とされていた。これを2021年6月末までとした上で、これまで言及がなかった(すなわち償還による自然減が前提とされていた)元本の再投資まで「少なくとも2022年末」と明示したということは、「当分、新型コロナウイルスとの共存が続く」と金融政策面でも覚悟を決めたということに他ならない。今後2年半にわたって、ECBのバランスシートは高止まりすることになる。規模や期間の強化が取り沙汰されているが、将来的な効果波及という意味では、今回最大のポイントは再投資方針の明示だったと筆者は考えている。なお、今回の政策決定を受けてユーロが買われているが「良好な対応策を評価してユーロが買われる」というのは欧州債務危機時に見られた反応である。今回、ラガルド総裁は「市場との対話」に成功したと評価して良いだろう。

再投資方針に政策間の齟齬あり

PEPPで購入された債券の再投資については「the future roll-off of the PEPP portfolio will be managed to avoid interference with the appropriate monetary stance」と付言されており、将来的に期落ちする債券が政策スタンスに影響を与えることは無いという但し書きも見られている。今一つ意図が分かりにくいのが、これは常設の国債購入プログラムである公的部門購入プログラム(PSPP)の再投資方針との齟齬を意識しているのかもしれない。実際、この点の不整合(discrepancy)を突く質問も会見では見られた。現在、PSPPを含むAPPで購入された債券の再投資方針は「利上げ着手以降、当面の間(an extended period of time past the date when we start raising the key ECB interest rates)」とされている。仮にPEPPの再投資が2022年末まで継続された場合、2023年1月からはPEPPで購入された債券の期落ちが始まる(バランスシートが縮小し始める)ということになる。この際、その頃までに利上げをしてなかった場合(恐らくしていない可能性が高い)、「PSPPにおける再投資継続を認めつつ、PEPPにおける再投資打ち切りは認める」という齟齬が発生することになる。しかし、PEPPであれ、PSPPであれ、ECBの購入と引き換えに銀行部門に流し込まれた資金であることには変わらないのだから、これは

明らかに政策間の整合性が取れていない。この点に関し、記者からは「利上げ前に PEPP の再投資は停止されるという理解で良いか」とストレートな質問が見られたが、ラガルド総裁は直接的な表現を避けつつ、回答の中で「PEPP と PSPP は性質 (nature) が違う」と述べるにとどまっている。しかし、それは ECB の立場や見解であって、金融市場への流動性という意味では政策効果は同じはずである。

6000 億ユーロ拡大の理由とマイナス金利深掘りについて

ちなみに 6000 億ユーロの拡大は市場予想を超えるものだが、「なぜもっと大きくないのか。(6000 億ユーロを拡大しても)、現在のペースが続けば 2021 年 2 月には使い切ってしまう」という質問もあった。この点についてはシンプルなロジックがある。現在、ECB は成長率と物価に関し今年 7~9 月期からリバウンドが始まり、徐々に「コロナ以前のインフレ軌道 (the pre-COVID inflation path)」に復することをメインシナリオとしている。そもそも PEPP の債券購入にまつわる「現在のペース」は最悪期を含めた過去 2 か月のペースであり、「2021 年 2 月までそれを続けられるのであれば十分であるし、恐らく使い切れない」というのが ECB の基本認識なのだろう。ラガルド総裁もそういった趣旨で回答している(もともと、こうしたメインシナリオに関しては多大なる不透明感があるのは言うまでもないが)。

また、マイナス金利の深掘りが行われないことについて「もう下限と考えているのか」という質問も見られているが、「今回は PEPP 強化を決定したし、現時点ではそれが考え得る最善のツール (the best possible instrument) ではあるが、他に何も無いというわけではない。PEPP もパッケージの 1 つに過ぎない」といった趣旨の回答をしており、企業金融周りの支援策が豊富にあることも強調している。事実、PEPP は CP・社債の発行市場に直接的な介入を行っており、企業金融支援策という顔も明らかになっている。マイナス金利深掘りに執着する見方はナンセンスと言わざるを得ない。また、後述するように、ターゲット型長期流動性供給第三弾 (TLTRO3) が銀行部門に流し込んだ流動性は極めて大きいものであり、これが金利減免の条件などを通じて銀行そして企業の支援になっていることも見逃せない。

ジャンク債購入とドイツ憲法裁判による違憲判決について

PEPP 以外の論点では、ジャンク債の購入可否やドイツ憲法裁判所の違憲判決への見解などが注目された。実際、今回 1 人目の質問者は双方の論点をまとめて尋ねていた。まず、FRB が踏み切ったことで注目されるジャンク債 (fallen angel) の購入については「自己実現的な景気循環増幅効果 (プロシクリカリティ) は避けた」と政策自体を退けるようなコメントをしており、政策理事会としても「議論していない」と一蹴している。将来的な選択肢としても検討されない雰囲気を感じられた。また、ドイツ憲法裁判所による違憲判決については、欧州司法裁判所 (ECJ) が公的部門購入プログラム (PSPP) を合憲と認めていることを引き合いにあくまで ECB の責務に沿っていることを再確認している。その上でドイツ政府・議会に向けられたドイツ憲法裁判所判決をもちろん注視はしており、「良い解決策が見つかる」と確信している。その策とは我々の独立性を毀損しないものだろう (we are confident that a good solution will be found. A good solution that will not compromise the ECB's independence)」と述べ、当然ながら PEPP の適法性を当然視する立場を表明している。政策理事会は政策の効率性やコスト・ベネフィット分析を定期的に行っており、これが適法性を証明することに繋がっていくだろう立場を示している。今夏の ECB ウォッチにおいては 1 つの大きな注目材料となりそうである。

ちなみに、PSPP で購入されなかった分を取り返すかのように PEPP でドイツ国債が購入されている

という事実が明らかになっている¹。この点、「なぜ PEPP において、急にドイツ国債が資本金出資比率に応じて（大量に）買われることになったのか。何か理由はあるのか」という質問が見られている。暗にドイツ憲法裁判所の違憲判断（PSPP が対象で PEPP は対象外）に対し、「抜け道」的に PEPP が使われているのではないかとの思いがあったと推測される。この点、ラガルド総裁は PEPP の政策目的を説明するだけで明確な回答を避けているが、両者の購入実績について資本金出資比率からの乖離度合いがあまりにも異なると、その理由が探られることになるだろう。

デフレ懸念再び

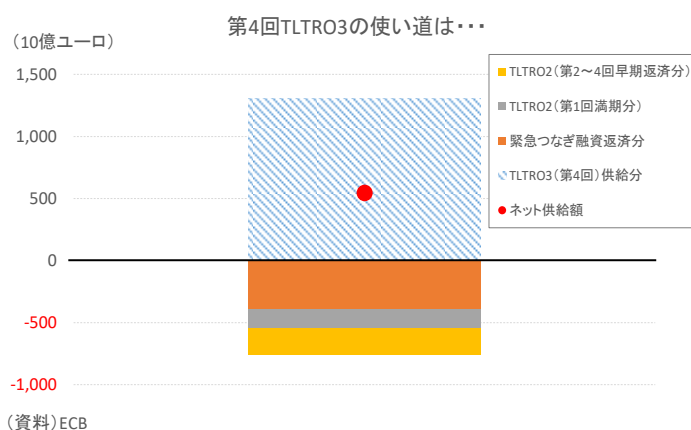
今回の記者会見ではデフレ圧力の再来について複数の質問が見られたことも印象的であった。ユーロ圏の日本化懸念が芽を出し、筆者が拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』を発刊したのが 2014 年 7 月頃であった。当時はインフレ期待の腰折れ懸念と共に実績として上がってこないユーロ圏消費者物価指数（HICP）も問題視されていた。今回、ECB から公表されたスタッフ見通しによれば HICP は 2020～2022 年の 3 年間に、総合ベースで +0.3%/+0.8%/+1.3%、食料・エネルギー除くベースでは +0.8%/+0.7%/+0.9% と今後 2 年で +1.0% にも到達できないというショッキングな見通しになっている。これは 2022 年末まで PEPP で購入された債券が再投資されるという政策と整合的であろう。実際、会見の中でもラガルド総裁は「when we see an inflation outlook at the end of our projection period, in 2022 at 1.3%, we make the determination that measures are needed, action is necessary」と述べ、インフレ見通しの軟化が追加緩和の決め手の 1 つとなったことを口に出している。近年、HICP やインフレ期待を見つつ ECB の「次の一手」を予見する基本的なアプローチは注目されない傾向にあったが、当面はこうした物価動向から政策動向を推し量るという基本に立ち返る目線も重要になりそうである。

「真のバズーカ」だった TLTRO3

ところで ECB は 6 月 18 日に TLTRO3 の第 4 回入札の結果を発表した。結果は 1 兆 3084 億ユーロの申請があり、利用行は 742 行に及んだ。「欧州債務危機のゲームチェンジャー」とも言われ、就任直後のドラギ元 ECB 総裁の名声を一気に高めたことで知られる 36 か月物長期流動性供給（LTRO）が 2011 年 12 月 22 日と 2012 年 3 月 1 日の 2 回合計で 1 兆 187 億ユーロだった（それぞれ 4892 億ユーロと 5295 億ユーロである）。

この就任間もない迅速な決定と前代未聞の規模を称賛する意味を込めて「ドラギバズーカ」というフレーズが市場では席卷したのだった。今回の TLTRO3 による供給額は入札 1 回分で 36 か月物 LTRO2 回分を凌駕する規模になる。ちなみに TLTRO1 は入札 8 回で計 4320 億ユーロ、TLTRO2 は入札 4 回で計 7400 億ユーロだったことを思えば、今回の規模が如何に規格外か分かるだろう。

ドラギバズーカと称された 36 か月 LTRO は約半分がリーマンショック直後に発行された期間を 3 年



¹ みずほマーケット・トピック 2020 年 6 月 4 日号『明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌』をご参照下さい。

とする金融債の償還に充てられたと言われており、この資金供給がなければ欧州の金融システムは大変な混乱に陥っていたと言われる。今回の TLTRO3 も借り換え部分が概ね半分を占めるが、厳密には「ECB から借りていた資金の借り換え」だ。具体的に見ると、まず TLTRO2（第 2～4 回入札）の早期返済分で 2140 億ユーロ、満期を迎える TLTRO2 の第 1 回分で 1604 億ユーロが 6 月 24 日に返済される。TLTRO2 の早期返済分が膨らんだのは「TLTRO3 で借り換えた方が得だから」であろう。

さらに、危機対応の一環として 3 月 18 日から 6 月 10 日まで毎週に打ち出されていたつなぎ融資 13 回分（満期は全て 6 月 24 日）で 3888 億ユーロを返済する必要がある。しかし、これらを差し引いたネットベースでも 5415 億ユーロの資金供給に上る。後述するように、この金額は 3 月以降、ECB が進めてきた資産購入の総額よりも大きい。バランスシートへの寄与だけを考慮するならば、「TLTRO3こそが真のバズーカだった」という説明もあり得る。

「必ずお金が貰える」スキーム

TLTRO3 の利用条件は破格だ。TLTRO3 自体はドラギ元 ECB 総裁時代に導入された枠組みだが、この利用条件は徐々に緩和されてきた。2020 年 4 月 30 日の政策理事会では基準金利が「主要リファイナンスオペ金利（ゼロ％）+▲50bps」に設定され、貸出基準を達成した場合は最大で「預金ファシリティ金利（当時は▲0.50％）+▲50bps」の優遇金利が適用されるという制度設計になった。すなわち、貸出実績を積まなくても供給額の▲50bps が金融機関の懐に入る。こうした「必ずお金が貰える」スキームは実質的には政策金利と同じくらいの存在感を放っているようにも思える。

なお、TLTRO3 は 2019 年 3 月に導入が決定されたが、当初はバーゼル規制に対応するためのテクニカルな措置という位置づけだった。それは 2019 年 6 月 24 日を超えてしまうと、2020 年 6 月 24 日に期落ちする TLTRO2（第 1 回入札分）が「満期まで 1 年未満の資金」となるという事情が意識された議論だった。バーゼル規制における安定調達比率（NSFR）の算出にあたっては満期まで 1 年以上ある長期資金は 100％のウェイトで安定的な資金として算入できるが、1 年未満となってしまうと 50％のウェイトしか算入できない。後継スキームである「TLTRO3 が直ぐにでも必要」と言われていたのは、金融機関の健全性を図る計数を整えるためだったのである。

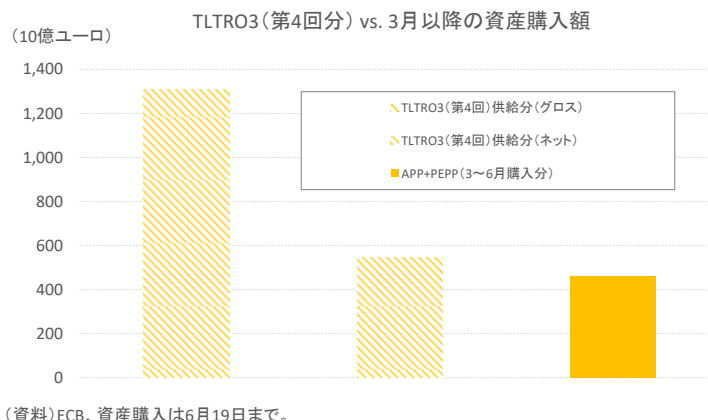
しかし、そのような趣旨で中銀が資金供給スキームを用意することが健全なのかという議論は当然あった。よって、導入当初の TLTRO3 の基準金利は「主要リファイナンスオペ金利（当時もゼロ％）+10bps」、貸出基準を達成した場合は最大で「預金ファシリティ金利（当時は▲0.40％）+10bps」の優遇金利が適用されることになった。この「+10bps」というのが TLTRO2 よりも厳格化されたポイントであり、反対派への配慮であった。しかし、2019 年 9 月の政策理事会で「+10bps」は算式から撤回され、融資期間も従来の 2 年から 3 年に引き伸ばされた（ちなみに TLTRO2 は最長 4 年だった）。また、同会合では預金ファシリティ金利が▲0.40％から▲0.50％へ引き下げられているので優遇金利は最大で▲0.50％まで広がったことになる。TLTRO2 の優遇金利が最大で▲0.40％だったので、この時点で「TLTRO3 は TLTRO2 よりも厳格に」という方針は完全に反故にされた。

そしてコロナショックを受けた 2020 年 3 月 12 日、ラガルド総裁の下、TLTRO3 は基準金利が「主要リファイナンスオペ金利（ゼロ％）+▲25bps」、優遇金利が「預金ファシリティ金利（▲0.50％）+▲25bps」へ緩和され、上述したように 4 月 30 日の会合では基準金利が「主要リファイナンスオペ金利（ゼロ％）+▲50bps」、優遇金利が「預金ファシリティ金利（▲0.50％）+▲50bps」へ一段と緩和された。この際、

貸出を判定する実績および期間は 12 日時点で「2020 年 4 月 1 日から 2021 年 3 月 31 日の増加率がゼロ%以上」で優遇幅が決まるとされていたが、18 日時点では「2020 年 3 月 1 日から 2020 年 3 月 31 日の増加率がゼロ%以上」に変更された。つまり、「悲観の極み」であった 3 月中に貸し出しを増加させた銀行を優遇するという設計に変わったのである。今回の入札結果はこの条件緩和後、初の入札であったわけだが、ECB の思惑は奏功したように見える。

影の政策金利

上述した通り、TLTRO3 におけるネット供給額は 5400 億ユーロを超える。市場参加者やメディアのヘッドラインはどうしても資産購入の規模や中身に注目しがちだが、今回の供給規模は 3 月以降に実施されてきた ECB の資産購入総額よりも大きい。資産購入実績に目をやると、最も耳目を集めるパンデミック緊急購入プログラム (PEPP、3 月 18 日に導入) は 6 月 19 日時点で約 3155 億



ユーロの購入実績がある。これに加え、元より存在した拡大資産購入プログラム (APP) が同期間に約 1460 億ユーロ購入されている。現在、ECB の金融緩和の 2 本柱とも考えられているこれら 2 つの枠組みで購入された金額が合計で約 4615 億ユーロということになり、今回の TLTRO3 のネット供給額はこれと比べてもかなり大きな規模という話になる。単純にバランスシート拡大への寄与という意味ではバズーカと呼べるのは PEPP でも APP でもなく TLTRO3 だったという解釈も可能である。

今回の結果を受けて考えさせられるのは「政策金利とは何か」ということだ。主要リファイナンスオペ金利 (ゼロ%) や預金ファシリティ金利 (▲0.50%) といった政策金利は今や各種資金供給の適用金利を設定する際の基準でしかない。もちろん、基準それ自体は重要に違いないが、「その政策金利をどう修正して資金供給するか」が政策運営の小さくない部分を占め始めているように感じる。既に見たように、TLTRO3 の優遇金利は最大で「預金ファシリティ金利 (▲0.50%) + ▲50bps」である。政策金利と同じ幅が優遇措置として付けられており、これ以上の優遇は政策金利よりも大きな幅を付けることになる。だから不適切だという話にはならないが、政策金利が当該通貨圏における「基準」金利であることを思えば、体裁上の違和感是否めない。

ちなみに 4 月 30 日の政策理事会では短期金融市場の安心感を醸成するための資金供給策としてパンデミック緊急長期流動性供給 (PELTRO) もラインナップに加えられた。これは 8 か月から 16 か月という TLTRO3 に比べれば短い資金を供給するスキームであり、適用金利は「主要リファイナンスオペ金利 (ゼロ%) + ▲25bps」と優遇幅は TLTRO3 よりも劣後するが、やはり「必ずお金が貰えるスキーム」になっている (※PELTRO は貸出実績を気にせず利用できる)。

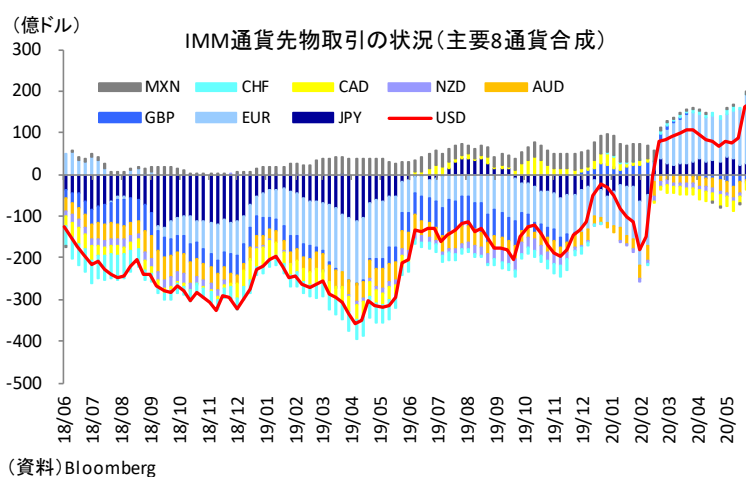
これらの「必ずお金が貰えるスキーム」を通じて欧州系銀行のリスク許容度が改善され、金融仲介機能は円滑に働くことが期待される。それは結果的に、域内企業の資金繰りを支援することにもなるし、当然、金利減免はマイナス金利の副作用も緩和するはずである。今後も ECB の政策運営を巡ってはマイナス金

利の深掘り可否が断続的に話題となりそうだが、そうした「表向きの政策金利」とは別に、「資金供給の適用金利をどう設定するか」という意味で「影の政策金利」という視点も今後は ECB ウォッチの世界で持っていた方が良いかもしれない。

《ユーロ相場の現状と展望～続く「敵失のユーロ高」～》

ドル売りをけん引するユーロ買い

欧州に目をやると、経済・金融情勢は元より、政治情勢についても復興基金を巡って相変わらず着地点の見いだせない内輪揉めが続いており、お世辞にも良好な投資環境が用意されているとは言えない。だが、為替市場ではユーロ堅調が続いている。米商品先物取引委員会（CFTC）が発表した IMM 通貨先物取引状況によれば、6月23日時点で投機筋(Non Commercial)による主要8通貨の米ドル合成ポジションの売り持ち高は、直近4週間で約100億

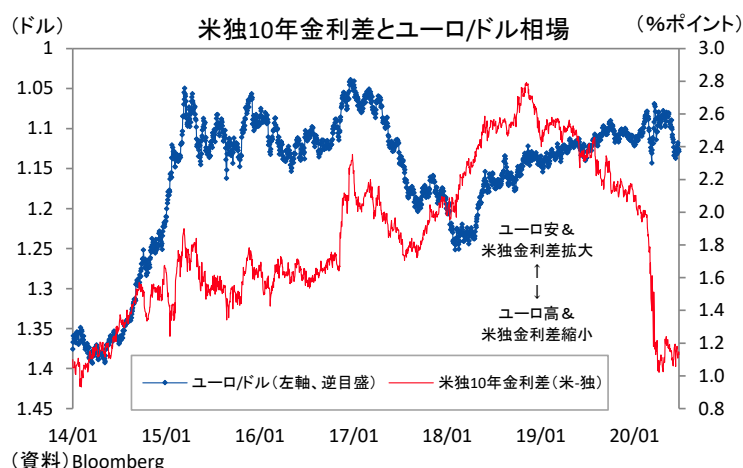


ドルも急拡大している（図）。図を一瞥して分かる通り、こうしたドル売りをけん引しているのは基本的にユーロ買いである。コロナショックが本格化した3月を境として非連続的にユーロの買い持ちは積み上がっており、この潮流は ECB の追加緩和、EU の内輪揉め、ドイツにおける感染第二波懸念などが取り沙汰される中でも殆ど動揺する様子が見られていない。これは一体どう解釈すべきであろうか。

欧米金利差との齟齬が続いてきた

コロナショック最中のユーロ堅調に関し、理由は2つあると筆者は考えている。1点目は、そもそも欧米金利差（米国－ドイツ）に照らしてユーロは過小評価されていたという事実がある。今はこれが正常な水準に戻ろうとしているだけという考え方だ。2点目は1点目と関連するが、「欧米金利差の拡大はもはや期待できない」との思惑が強まっていることである。これは言い換えれば「ドルの先高観」がコロナショックによって消滅したという解釈である。

まず1点目については、図示されるように、2019年半ば以降、米独金利差が顕著に縮小する（米金利が相対的に低下している）一方、ドル高・ユーロ安の傾向が続いてきた。具体的に見ると、昨年6月、米独10年金利差は平均して2.3%ポイントあった。それが今年6月には1.1%ポイントまで縮小しており、1年で1.0%ポイント以上縮小している。だが、その過程でユーロ/ドル相場は1.07付近まで下落した後、1年前の水準に近い1.13付近に



戻ってただけだ。過去 1 年という時間軸で見れば、米金利の相対的な落ち込みが顕著になる一方で、対ドルでのユーロ相場はむしろ現水準でも軟調という印象である。ここからさらにユーロが対ドルで続伸してもさほど驚きではない。

なお、上述したような欧米金利動向にもかかわらず、ユーロが対ドルで忌避されてきた背景としては「ユーロ圏経済が日米欧三極の中で最も出遅れている」というファンダメンタルズへの懸念があった。それゆえに ECB の追加緩和観測も常に燻っており「ユーロは買いにくい」との解説が行われてきた。また、「そもそも政策金利が▲0.50%など保有できない」という根本的な指摘もあった。これらの解説は一理あるが、完全には腹落ちしない部分もあった。現状は、コロナショックを受けて世界経済が総不況に陥る中、「ファンダメンタルズへの懸念」がユーロを忌避する理由として目立たなくなり、元よりあった欧米金利差縮小もあいまってユーロに見直し買いが入っているということだろうか。

「ドルの先高観」が消失

また、こうして 1 点目として掲げた「ユーロ圏経済が日米欧三極の中で最も出遅れている」というファンダメンタルズへの懸念は、同時に「米国経済は復調し、いずれ利上げ路線に戻る」という期待も帯びていたように思える。それは言い換えれば、「ドルの先高観」に賭ける期待だった。しかし、既報の通り、FRB は当面の低成長を前提に政策金利の軌道に関し「2022 年末までゼロ%」で意見集約している。その上でイールドカーブコントロール (YCC) への思惑まで浮上しており、「米金利上昇にけん引される格好で欧米金利差が拡大することはない」というのが既定路線になりつつある。こうした中、「ドルの先高観」に賭ける格好で対ドルでユーロをショートすることの勝算が大きく後退したという見方もできるだろう。どちらの理由にせよユーロ圏を主語とする積極的な買い材料ではなく、一言で言えば「敵失のユーロ高」でしかない。敵失以外の理由を見出すならば、復興基金への期待や ECB の果敢な政策対応への期待がユーロへの見直し買いを招いているという考え方はあり得るだろうか。今後、積み上がったユーロロングが巻き戻される過程で下値を探る展開は懸念されるが、米金利の低位安定と共に「ドルの先高観」が消失しているという論点は当面重要になるだろう。政策金利のマイナス幅が大きいため続伸を期待するのは難しいものの、対ドルでの下落余地も限定されてきているように思われ、結果的に 1.10~1.15 を主戦場に「意外と堅調」という時間帯が続くと予想したい。

市場営業部・金融市場部
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。