

中期為替相場見通し

2020 年 7 月 31 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～「ドルの過剰感」という足枷～

円の需給環境～ストックとフローの論点整理。「ドルの過剰感」も重要～	P.3
メインシナリオへのリスク点検: カレンシーボード崩壊というリスクオフ～米国の「諸刃の剣」～	P.6

◆ ユーロ相場の見通し～急騰の背景を探る～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～無風会合から何を見出すか？～	P.9
ユーロ圏の与信環境の現状と展望～資金繰り懸念に直面する欧州～	P.11
ユーロ相場の現状と展望～急騰の理由は？～	P.12
EU 復興基金合意から見出すもの～「第三の亀裂」が出現～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

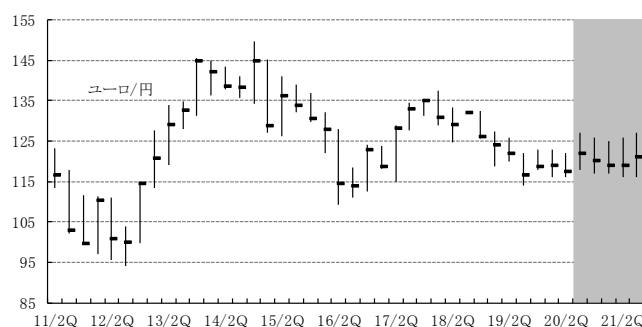
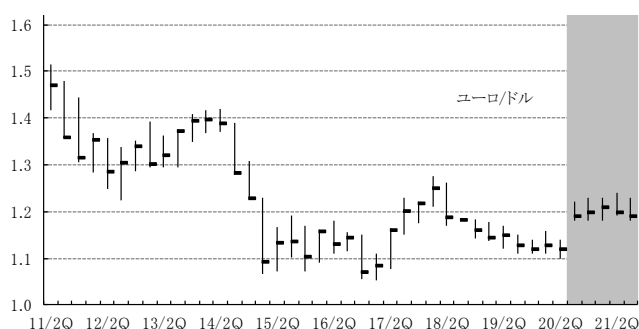
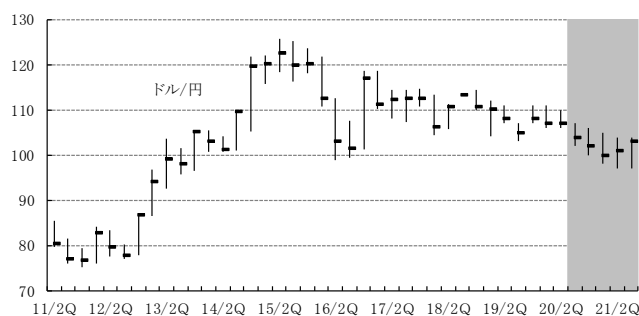
7月のドル/円相場はドル全面安に引きずられる格好で大きく下落した。ユーロ買いが極まる中、「ドル売りの受け皿」としてのお鉢が円にも回ってきた印象である。円相場の需給環境を見た場合、ストック面では「世界最大の対外債権国」という絶対的なステータスが健在である一方、貿易収支や経常収支などのフロー面に着目すれば、円売り超過である。かつて目にしたヒステリックな円高局面は得てして貿易黒字を背景としたドルの投げ売りに駆動された印象が強い。今回は「貿易黒字なき円高」が進むのかが注目点となる。そうした展開はドル相場の需給環境を見る限り、十分考えられるものだ。現在の会計年度において米財政赤字(対GDP比)は30%にも及ぶ可能性があり、「ドルの過剰感」が明白である。米財政赤字と名目実効ドル相場の関係は歴史的に安定しており、予測期間中のドル相場が上昇するのはやはり難しいと考えるべきではないか。なお、7月に進んだ円高・ドル安はにわかに緊迫化する米中対立を反映した面もありそうだ。例えば、金融市場にとっては香港カレンシーボード制崩壊などのリスクシナリオが100円割れを惹起するような動きも留意したいところである。

片や、7月のユーロ相場は為替市場における主役だった。IMM通貨先物取引に見る投機筋のユーロ買い持ち高は過去最高水準にまで積み上がっている。元々、欧米金利差の縮小に照らしてユーロが過小評価されていたこともあるが、復興基金の合意を評価するフローが入っている可能性もある。また、実体経済格差にも目を向けるべきかもしれない。2021年にかけての成長軌道に関し、欧米の格差はかなり大きいと見られ、IMF予測に従えば2021年の成長率に関し、欧米格差(ユーロ圏-米国)は過去最大になる見通しだ。「欧州経済に劣後する米国経済」という構図が鮮明化する中、それがユーロとドルの力関係にも表出している可能性もある。筆者はユーロ/ドルが年内に1.20へ手をかける時間帯があっても不思議ではないと考えるが、投機筋におけるユーロ買い持ち高の状況を勘案すれば、相応の調整をこなしてからでないと、その大台には届かないという基本認識も持っている。ユーロが世界有数のマイナス金利通貨であることを踏まえれば、8月以降のユーロ上昇は急落と背中合わせであろう。1.20定着を狙えるとしても、その時期は今年10~12月期以降と予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1~7月(実績)	8~9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 (104.60)	102 ~ 107 (104)	100 ~ 106 (102)	98 ~ 105 (100)	97 ~ 104 (101)	97 ~ 104 (103)
ユーロ/ドル	1.0636 ~ 1.1888 (1.1875)	1.16 ~ 1.20 (1.17)	1.16 ~ 1.21 (1.18)	1.16 ~ 1.21 (1.19)	1.17 ~ 1.22 (1.18)	1.16 ~ 1.21 (1.17)
ユーロ/円	114.43 ~ 124.43 (124.20)	118 ~ 127 (122)	117 ~ 126 (120)	117 ~ 125 (119)	116 ~ 126 (119)	116 ~ 127 (121)

(注) 1. 実績の欄は7月31日までで、カッコ内は7月31日の9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～「ドルの過剰感」という足枷～

《円の需給環境～ストックとフローの論点整理。「ドルの過剰感」も重要～》

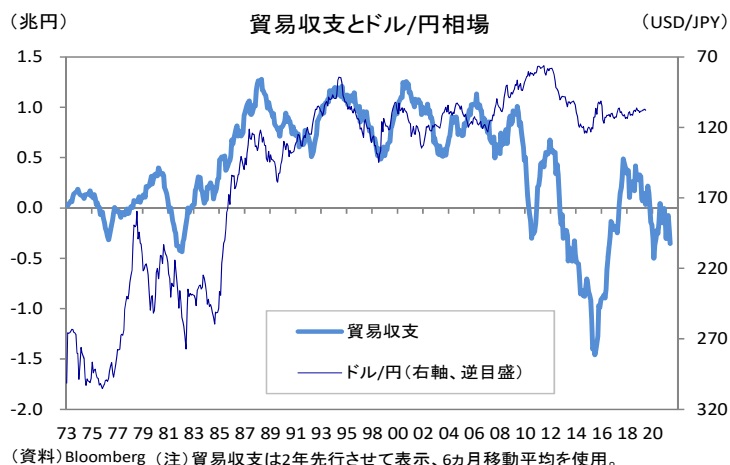
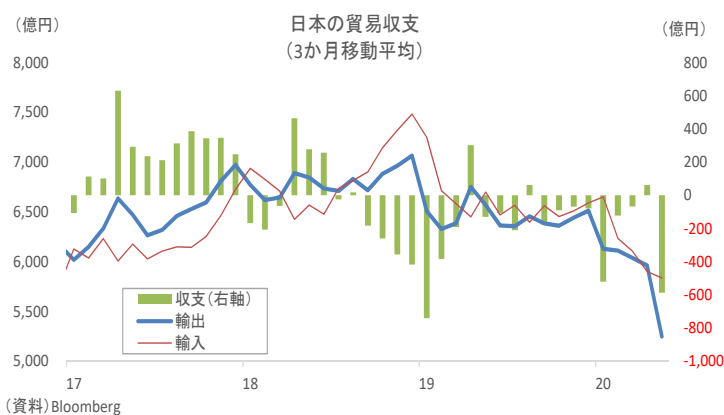
需給分析：ストックとフロー、どちらか大事か

本欄ではコロナショックが本格化した3月以降、『金利差の無い世界』、中長期的には『物価差の無い世界』が想定される以上、相場見通しにおいては需給分析の相対的な重要性が増す」と述べてきた。この点、「世界最大の対外純資産国」という地位は需給分析において最上位にある概念であり、「危機に強い通貨」としての円の地位は今も盤石というのが筆者の基本認識である。なお、対外資産・負債というストックの概念は毎年の経常黒字・赤字というフローの概念の積み重ねだ。通貨の先行きを考える上ではストックもフローも当然重要だが、その国の「対外経済部門の形」を象徴しているのは、どちらかと言えばストックであり、「通貨の耐久性」を考える上でもこちらの方が重要と筆者は考えている。事実、かつての迫力は失われているが、「危機時に買われる通貨」としての円は健在であり、これはそうした局面で資本流出懸念と共に大幅下落する新興国通貨と対照的だ。

フローは円売りを示唆だが・・・

とはいえ、為替相場の現状と展望を検討するにあたっては年に1回（5月頃）しか公表されない対外資産・負債のデータは使い勝手が悪い。当面の為替相場を議論するにあたっては、やはりフローの動静に着目することで得られる情報は少ない。フローの計数の代表が貿易収支だろう。絶対額の規模は資本取引に劣るものの、貿易収支の黒字・赤字はそのままアウトライト（売り切り・買い切り）の売買が想定されるため、相場の方向感に影響を与えやすいと考えられている。この点、日本の貿易収支の現状を見ると、過去3か月（4～6月）は合計で▲2兆円超と大きな赤字を記録している。原油価格の急落を背景とした輸入急減から貿易収支は黒字化が想定されたが、輸入以上に輸出が減ることで赤字が続いている（右図・上）。しかし、世界各地で経済活動が再開される中で、例えば中国の自動車販売などは4月以降、前年比で増勢を取り戻しているという動きも出始めている。足許の赤字傾向が通年の貿易収支を規定するかどうかは判断を保留すべきであろう。

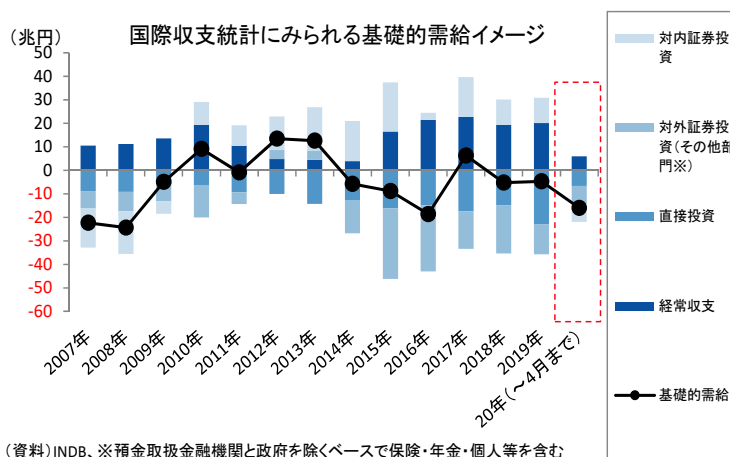
なお、本邦の貿易収支で赤字が目立ち始めたのは最近1～2年の話でもある。ドル/円相場が貿易収支に2年程度遅行すると仮定すれば、「需給面からはそもそも円高になりにくくなっている」という見方はあ



っても良いかもしれない（前頁図・下）。もっとも図示される通り、金融危機以降、貿易収支とドル/円相場の関係性は明らかに希薄化しているため、黒字か赤字かといった二元論をそのまま相場見通しに当て嵌めることには慎重になった方が良いでしょう。

基礎的需給バランスは・・・

また、貿易収支はあくまで国際収支の構成項目でしかない。より包括的にフローの面から為替相場を分析するならば国際収支を仔細に見ることが必要になる。この点、本欄では国際収支統計のうち、為替市場に影響を与えそうな項目を積み上げ、基礎的需給バランスと称した計数を算出し、相場見通しの指針としてきた。この動きを示したものが右図である。2年連続で史上最小値幅を更新していた 2018～19 年は



基礎的需給バランスも殆ど均衡したような地合いにあった。本稿執筆時点では 5 月時点までの国際収支統計が明らかになっているが、1～5 月合計の基礎的需給は約▲14 兆円と大幅な円売り超過である。前年同期（2019 年 1～5 月）は約+2.2 兆円、一昨年同期（2018 年 1～5 月）は約▲10.1 兆円だったことを思えば、近年ではやはり大きめの円売り超過である。こうした背景には経常黒字の減少のほか、海外から日本への対内証券投資が大幅な売り越しに転じていることも影響している。

だが、今年 1～5 月の 5 か月間はコロナショックを受けた「悲観の極み」を挟んで激動の局面であり、現在見られている動きが常態化するとは言えまい。6 月以降の資産価格の戻りを見る限り、今後出てくる計数は全く異なったものになる可能性がある。とはいえ、上述の貿易収支は元より、国際収支全般を勘案した基礎的需給バランスに照らしても円高を正当化しづらくなっているという事実は否めない。

直接投資が取り崩されるリスクはないのか？

本欄では繰り返し論じてきたように、近年、「リスクオフの円買い」を衰退させてきた一因は本邦企業部門による対外直接投資（≡クロスボーダーM&A）の隆盛と考えられる。より厳密に言えば、そのトレンドが定着したことで対外純資産残高に占める直接投資残高のシェアが拡大し、それが「リスクオフの円買い」を抑制したと筆者は推測している。対外直接投資は貿易赤字と同様、「円の売り切り」と考えられ、実施された後は根雪のように対外純資産残高に埋め込まれる。それゆえ、相場ムードが悪くなった際、外国債券を売って円貨に戻すケースは想像できても、買収（直接投資）した海外企業を売って円貨に戻すケースは生じにくい。対外純資産残高において直接投資がシェアを伸ばすほど、「リスクオフの円買い」は起きにくくなる、というのが筆者の仮説である。

だが、企業部門にとってコロナショックはリーマンショックを超える打撃である。既報の通り、積極的なクロスボーダーM&Aを仕掛けてきた本邦企業の中でも、財務基盤建て直しの意味などを込めて、過去に実施してきた直接投資を巻き戻すような動きも見られ始めている。大きく報じられる「大企業による大企業への直接投資」に注目が向かいがちだが、規模は小さくとも類似の動きが水面下で進んでいても

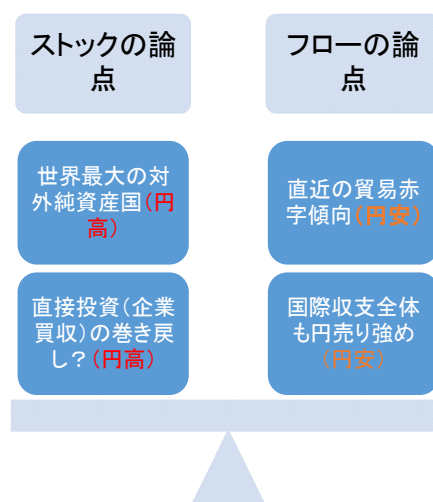
(また、これから進んでも) 不思議ではない。そうした動きが積み重なれば当然、円買い圧力は増していく。今後、感染第二波の到来と共に資産価格が急落するような局面に直面した場合、過去 10 年で蓄積してきた対外直接投資が取り崩されるような展開も検討すべきだろう。本邦企業の対外直接投資への意欲は縮小する国内市場という構造要因に突き動かされたものであるため、過去 10 年で続いてきたトレンドが簡単に潰えるとは思わない。しかし、円買い圧力を強める存在として目線を外すべきではない。

「ストック円高、フロー円安」という世界観

以上を総合すれば、依然として日本の対外債権国としての磐石さは健在であり、長期的にはストック面から円買い優勢という見立ては崩れていないと考えた。また、過去 10 年で対外純資産の中に埋め込まれた直接投資がコロナショックを受けてある程度、日本国内に回帰してくる可能性も円高要因として視野に入る。ストック面では円高材料が目立つと言えるだろう。

片や、既述の通り、フロー面では貿易収支のみならず、国際収支を概観しても円売り優勢となっているのも事実だ。こうした点からは一方的な円高も期待できないように感じられる。こうした「ストック円高、フロー円安」という大きな世界観を抱いた上で、目先の金利動向に目を配りながら方向感を検討していくというのが今後の円相場見通しの基本になる。

円相場の需給環境は...

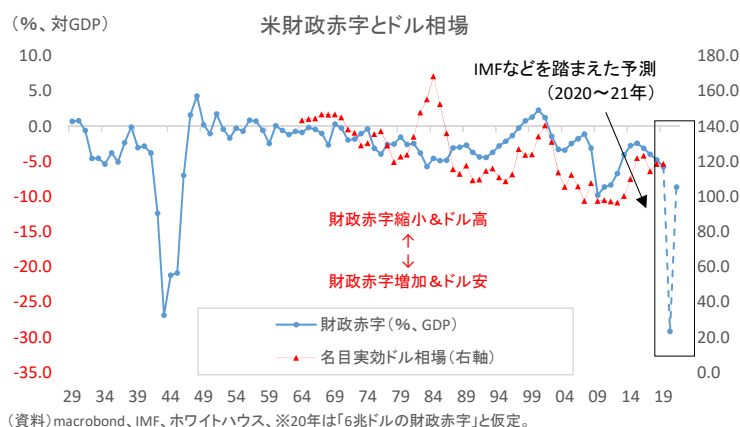


(資料)筆者作成

筆者が抱く当面のイメージは日米金利差が固定(ないし緩やかに縮小)する中で、株価の急落を断続的に経験しながらドル/円相場の水準が少しずつ下がっていくというものである。また、米国の財政赤字(%、対 GDP、後掲図)の大きさは常軌を逸しており、常々本欄で主張してきたようにドル全面安が相場の潮流となる公算は大きい。金利差が固定され、需給面(ストック面・フロー面)からも大きな偏りを見出せない中で「100~110 円」のレンジ取引に終始するというのが最もありそうなシナリオではあるが、バイアスは円高方向にかけておくべきという筆者の基本認識は変わらない。

「ドルの過剰感」という視点も

なお、以上のような議論はあくまで「円の需給環境」であり、より重要な「ドルの需給環境」という視点は別途あり得る。この視点に立つと、巨額の財政赤字を背景として「ドルの過剰感」が強まっていることを無視するわけにいかず、やはり円高・ドル安の公算が大きいという印象がある。7 月は円高も進んだが、それ以上にユーロ高も進んだ。いや、どちらかと言えば、為替市場



の主演はユーロだったと言える。そのため今月の本欄ではユーロ高の解説に紙幅を割いており、この点は P.12 以降の議論を参照にして頂きたい。しかし、7 月に入って加速したユーロ買いは、8 月を迎えるにあたっていよいよ天井に近づいており、ユーロ以外でも「ドル売りの受け皿」を見出す局面に差し掛かっていると考えたい。7 月最終週になって、ドル/円相場が値を切り下げているのはユーロだけでは支えきれなくなったドル売りがユーロと似たような条件（対米金利差の急縮小、デysinフレ通貨、巨額の経常黒字）を備える円にも波及してきたのだと筆者は考えている。この点は米財政赤字（%、対 GDP）とドル相場の動きをプロットしてみると想像が容易い（前頁図）。

《メインシナリオへのリスク点検:カレンシーボード崩壊というリスクオフ～米国の「諸刃の剣」～》 カレンシーボードが争点化するのは必然

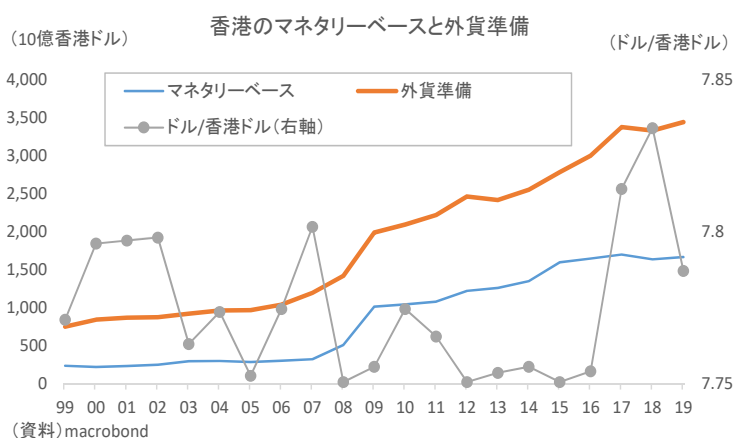
予測期間中のリスクは新型コロナウイルスの感染拡大について、第二波の大きさや時期をどの程度に見積もるかに尽きるが、これを議論するだけの知見は筆者にはないので敢えて深入りはしない。そのような中、筆者が 7 月に入ってから最も気にかかった潜在的なリスクは香港ドルを巡る騒動だ。具体的には、香港の誇るカレンシーボード制が存続の危機に立たされているのではないかとの論点は今後の国際金融市場を展望する上で無視できないリスクになると懸念している。

7 月 8 日、ブルームバーグは『米大統領側近が香港の米ドル・ペッグに打撃与える案検討』と題し、中国による「香港国家安全維持法」制定を受けて、トランプ政権が対中制裁政策の一環として、香港の銀行による米ドル購入を制限することを通じ、米ドル・ペッグを基軸とするカレンシーボードに打撃を与えることを検討していると報じた。あくまで「事情に詳しい複数の関係者」の話であり、現段階での信ぴょう性が高いものではないが、今後の国際金融システムを展望する上では極めて大きな話になりかねないため考察を与えておきたい。なお、7 月 2 日の日本経済新聞朝刊も『動かぬ香港ドル 潜む国際金融波乱のリスク』と報じており、同記事中で筆者は「香港の通貨制度が今後の米中対立の論点になり得る」とコメントした。米ドル取引制限は観測の域を出ないが、既に様々な分野に影響が波及している米中対立の性格を思えば、米ドルと密接な関係を持つ香港の通貨システムが争点化してくるのは必然の流れだろう。

中国本土と同じくらい米国も脅威

今一度おさらいをしておくと、カレンシーボードは発行済み自国通貨ドルに対して 100%同額の外貨を保有し、通貨当局が公定レートでの交換を保証するシステムである。この点、香港は現在、マネタリーベースの 2 倍以上、米ドルにして 4400 億ドル以上の外貨準備を保有し、香港金融管理局（HKMA）が「1 ドル=7.75～7.85 香港ドル」の公定レートを保証している。仮に、

投機筋が今回の混乱に乗じて香港ドルを「投機的に売り崩す」という行為に踏み出しても、これが奏功するためには、外貨準備から発生する香港ドル買い・米ドル売りを全て吸収した上で、それを上回る香港ドル売りをしなければならない。しかし、



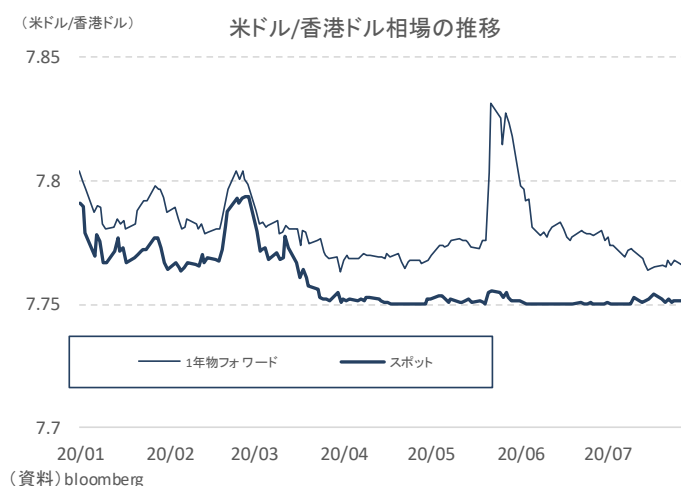
流動性が限定される香港ドルをそれほど調達して売りを浴びせる途上で香港ドルの短期金利急騰は避けられず、投機筋の売り仕掛けは奏功せずに終わる（もちろん、金利急騰で香港経済は痛むが、公定レートは防衛される）。アジア通貨危機でも香港ドル相場が安定を保てた背景にはこうしたメカニズムがある。

しかし、ここまで見れば分かるようにカレンシーボードの要諦は「保有している外貨準備（米ドル）」であるため、この獲得や保有を米国側から制限すれば一気に成り立たなくなる。カレンシーボードの存続は本質的には中国本土の政治的意向が鍵を握るが、米国の意向も技術的には重要であり、だからこそ今回の報道は香港ドル相場にとって脅威と考えられる。香港ドル相場が不安定化すれば、それは通貨の安定と共に「国際金融センター」の地位を享受してきた香港経済、ひいては香港を「外資系企業と中国本土を繋ぐゲートウェイ」と位置付けてきた中国政府にとっても打撃となる。香港ドルを失う危機感から香港の中国本土に対する感情も一段と悪化することが予想される。中国を政治・経済の両面から苦しめるという意味でカレンシーボードへの打撃は意味がありそうだ。

米国も「返り血」を浴びる

だが、これは米国にとって「諸刃の剣」だ。というのも、カレンシーボードが崩壊し、香港ドルについて米ドルとのペッグが不要になるということは、現在保有されている多額の米国債が不要になるという状況に繋がることが懸念される。これは米金利に小さくない影響を与えるはずだ。仮に、米政府による制裁措置の一環として香港が米ドル取引を禁じられれば技術的にカレンシーボードを持続させることが難しくなり、必然的に米ドル・ペッグ以外の道（それが人民元ペッグなのかバスケットペッグなのかはここでは問わない）を探ることになる。となれば、現在保有している 4400 億ドル以上の外貨準備（世界第 7 位の大きさ、2019 年）の小さくない部分が不要になり、放出されるという展開に想像が至る。その際の需給次第だが、米国としては「望まぬ金利上昇」という形で「返り血」を浴びる可能性を懸念せざるを得まい。世界の資本コストである米金利の意図せぬ上昇は当然、米国のみならず国際金融市場全体が動揺する論点になるため、そこまでを視野に入れた制裁措置という覚悟が必要になる。

この点、ブルームバーグの記事中で「米政権の一部はこうした措置を実行した場合、打撃を被るのは中国ではなく香港の銀行と米国だけになると懸念しており、同案に強く反対していると関係者は語った」との談話が紹介されているのは、明記こそされていないが、米金利上昇という「返り血」を懸念したものと考えられる。また、記事中では別の関係者の話として同案が「現在検討されている選択肢のリストで下位にある」とされていることも紹介されていること



ことから、現段階で市場が値を織り込むような材料ではないのかもしれない。事実、国家安全維持法が成立した 5 月下旬ほど、香港ドル/米ドルのフォワードレートに動揺が見られているわけではない（わずかに香港ドルの下落は見られているが、図）。金融市場は現状をまだ冷静に見ている。しかし、今現在で意識されていないからこそ想定外の大きなリスクになり得るのだと考えるべきであろう。

トランプ政権ゆえの「理外の一歩」で 100 円割れに

とはいえ、国家安全維持法の制定によって香港においてはインターネット上の書き込み削除はおろか、通信の傍受や令状なしでの家宅捜索、そして旅券の押収などが合法的にまかり通るようになっている。体面上、米国がこれに何もしないというわけにはいかず、相応に厳格な対応に踏み込む可能性は否めない。これまでトランプ政権は「返り血」覚悟で理外の一歩を乱発してきた経緯があるだけにカレンシーボードが米国側から崩され、国際金融市場が動揺するリスクは念頭に置きたいところである。

その場合、金融市場にとっては株を筆頭とするリスク資産が手放され、為替市場においてはドルを除く安全通貨として円やユーロ、スイスフランが物色されるだろう。7 月、米中両国が互いの大使館を閉鎖し合うことで緊張の度を高め、それがドル相場を押し下げる動きが見られている。7 月、久しぶりに見られているユーロ高や円高はそうした政治的不安を意識した面もあるだろう。カレンシーボード崩壊は政治的不安のみならず、経済・金融的不安も包含する一大イベントとなりかねず、本当にそうなった場合はドル/円相場が優に 100 円割れを起こすほど衝撃があると考えたい。

◆ ユーロ相場の見通し～急騰の背景を探る～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～無風会合から何を見出すか？～》

無風に見出すべき材料

7月のECB政策理事会は予想通り現状維持だった。政策理事会前となる7月8日付の英フィナンシャルタイムズ紙のインタビューでラガルドECB総裁は「これまでの実施した政策によって、経済データを注意深く評価する十分な時間（quite a bit of time）がある」と述べ、現状維持を予告していた経緯もあり、予想通りの着地ではあった。また、同インタビューでは（政策理事会前には合意していなかった）復興基金を「本当のゲームチェンジャー（a real game-changer）」と表現するなど「中央銀行（金融政策）よりも政治（財政政策）の出番」というメッセージも強調してきた。記者会見を通じても全体として「既存政策の効果を見極める」というインタビュー通りの色合いが強調されていたように感じられた。途中、ラガルド総裁は3～6月の政策対応の計量分析結果に言及しており、ユーロ圏の実質GDPを+1.3%ポイント、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）を+0.8%ポイント押し上げたという結果を披露している。失われたものを取り戻すには至らないが、短期的に想定される政策効果としては経験がないほど大きなものである。これほどの結果が出ているのだから現状維持は当然という整理なのだろう。全体的に無風と言える会見において注目されたのはやはりパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）およびターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）という未曾有の流動性を供給する2本の政策についてであった。

「PEPPは使い切る」と宣言

今回、政策的な含意として最も注目を集めたのは最初の質問に対する回答だった。1番目の記者の質問は「PEPPは全額使われる必要はなく、幾分か残しておくことが可能という提案をどう思うか」というものだった。これに対し、ラガルド総裁は「PEPPには2つの機能（a dual function）がある。1つは金融市場の分断化に対処し、金融政策の波及効果を修復すること。もう1つはCOVID-19に起因する経済収縮に対応する緩和措置ということ、だ。その2つの機能に加えて、柔軟性という特徴も備えており、我々はそれを最大限活かしながら前倒しで購入を進めている」とまず切り出している。要は、PEPPにはシステムミックリスクを抑制するという機能のほか、景気刺激策としての機能もあるという解釈だ。

このうち、前者の機能は概ね役目を果たしているものの、後者の機能については「著しいアップサイドサプライズ（significant upside surprises）がない限り、我々のベースシナリオではPEPPの残枠全て（the entire envelope of the PEPP）を使う見込み」とラガルド総裁は断言している。さらには「COVID-19以前のインフレ軌道（the trajectory of inflation pace pre-COVID-19）」に復帰するためには、PEPPを使い続ける必要があるとも強調している。前回の政策理事会からPEPPに関し「システムミックリスクだけではなく景気刺激策（≡物価浮揚策）でもある」という言動が目立つようになっているのは、「システムミックリスクに対応するためだけの策」と割り切ってしまうと、ドイツやオランダなどから「もう落ち着いたのだから止めろ」という反論が出てくるからだろう。今回、2つ目の機能として紹介される「物価のため」という大義さえあれば、事実として物価が上がっていない以上、反対は出にくくなる。

ちなみにもう1つ興味深い言動があった。上でも引用したように、ラガルド総裁はPEPPの柔軟性を再三強調しており、それがあからこそ購入額の加速・減速・再加速も可能になるし、クロスアセットで様々な購入パターンを組めるという言い方をしている。その中でも、PEPPによる国債購入が資本金出資比率（capital keys）から乖離することも柔軟性の一環だと強調する箇所は印象的だった。もちろん、

それ自体は元々認められていた論点ではあったが、ラガルド総裁は「イタリア、ドイツ、ポルトガルなどは出資比率を上回っており、フランスは下回っている。このような乖離は我々が適用している柔軟性の一部である」と国名まで挙げて現状を説明している。これまでは出資金比率からの乖離は、どちらかと言えば、「公然の秘密」のような位置付けであり、積極的に言及されるものではなかったが、ここにきて一気に表に出てきた感がある。さらにラガルド総裁は、政策効果を損なう恐れのある出資金比率への収斂を認めるつもりはないとまで言い切っている。2015年3月以降、ECBは緩和策として国債を購入するようになったが、その間、出資金比率は常に順守すべき基準であり続けた。コロナショックを契機にその鉄則が揺らぐのは不可抗力としても、平時にきっぱりと元の運営に回帰できるかは注目したい。

空前のTLTRO3入札の背景説明

6月の政策理事会から今回の政策理事会の間に適用金利緩和後では初となるTLTRO3の入札が行われた。みずほマーケット・トピック¹でも取り上げたように、この入札額は約1.3兆ユーロ（借り換えを差し引いても約5400億ユーロ）と過去最大の供給額となった。それだけに会見でも当然、話題に上っている。ラガルド総裁はこの結果を「a great, great success」と手放しで評価しており、その理由として①魅力的な利用条件 (the attractive terms) があったこと、②純粋に(危機なので) 需要が存在したこと (clearly a demand)、③多くの金融機関が利用したので利用にまつわるスティグマ (汚名) リスクがなかったこと、の3つが挙げられている。このTLTRO3によって家計・企業に対する与信は顕著に拡大する展開が期待され、9月にはその実績に応じて最大で▲1%（預金ファシリティ金利▲0.50%+▲50bps）の金利減免を与えるかどうかが判定されることになる（実績が届かなくても▲0.50%の減免はある）。

こうした足許では良好な与信環境だが、記者からは「域内の銀行はこれから環境が引き締まっていくことを予想している。これに対してECBは何をするつもりか」といった質問が出ている。これは7月14日、ECBが公表した「貸出態度調査（20年7～9月期、Bank lending survey (BLS)）」において企業向けの貸出基準厳格化の兆候が示唆されたことを懸念した質問である。BLSについては後で詳しく議論するが、このような銀行の厳しい先行き見通しは7～9月期以降、主要国において政府の融資保証制度が失効することを見込んだ判断である。ラガルド総裁は銀行が「政策効果失効に伴う崖効果 (the fear of a cliff effect)」について恐怖を抱いていることに理解を示し、財政当局に対してその効果が急激な引き締めに繋がらないように、促していきたいという立場を表明している。ECBは最善を尽くしており、あとは政府の立ち回りに期待するしかないという胸中が透けて見える。

なお、記者からはTLTRO3を含む一連の危機対応策にとって、政策効果がしっかりと経済の末端まで届いているのかといった趣旨の質問も出ていた。この点、ラガルド総裁は3月から6月の間に企業向けの貸出は2500億ユーロという空前の規模に達し、5月には前年比+7.3%という伸びを記録したことを強調している。金融政策に加え、政府保証などが寄与した結果であり、この点はリーマンショック後のような金融環境の引き締めは少なくとも今のところは生じていないと説明している。それだけに政府保証の失効と共に訪れる崖効果 (a cliff effect) への対応が当面のユーロ圏を見る上での注意点になるう。

戦略見直しは2021年後半へ

なお、混乱が収まりつつある影響なのか、本来は2020年最大のテーマとなるはずだった金融政策の戦

¹ みずほマーケット・トピック 2020年6月22日号『ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」』をご参照下さい。

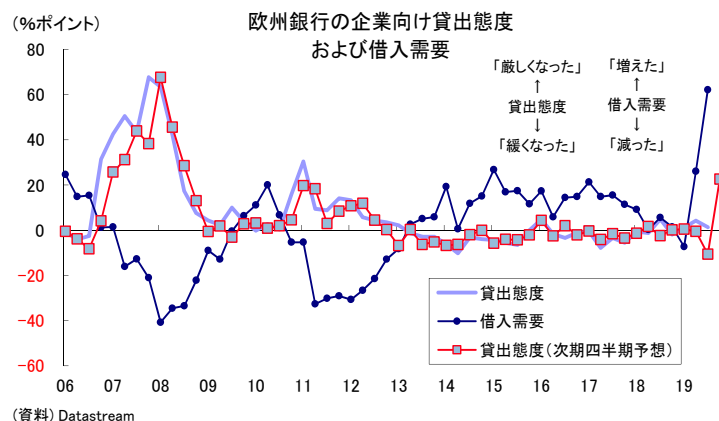
略見直し（strategy review）についても久々にコメントが見られた。「2021 年半ばには完了するという考えか」という質問に対し、ラガルド総裁は「近いうちに議論が再開されるのは確かであり、9 月には最初の会合が開催される。2021 年中頃に終わるのかどうかは分からない。恐らくは 2021 年の後半になるだろう」と最終的な仕上がりは 1 年近く遅れることを示唆している。コロナショックを受けて経済・金融情勢は大きく変わっており、ECB としても PEPP という前代未聞の政策を打ち出している以上、戦略見直しに織り込まなければならない論点は大幅に増えているため、この遅延は仕方ないだろう。むしろ、パンデミックからの教訓（the learnings from the pandemic）を織り込むことでより広範な論点が補強されたと前向きに考えることもできるかもしれない。なお、相変わらず気候変動についてもパンデミックと並んで最初に議論すべき論点として言及している。危機を経ても、ラガルド総裁の「色」を戦略見直しに反映させたいという意思は変わっていないことが窺い知れた。

《ユーロ圏の与信環境の現状と展望～資金繰り懸念に直面する欧州～》

「貸出態度は厳格化、借入需要は急騰」という嫌な組み合わせ

上述した通り、7 月の政策理事会後の会見では「政策効果失効に伴う崖効果（the fear of a cliff effect）」というフレーズが出た。これは、7～9 月期以降、主要国において政府の融資保証制度が失効するに伴って域内銀行の融資態度が厳格化することを懸念したフレーズである。7 月、欧州の話題は復興基金に集中したが、各国政治が判断を誤ることで域内の与信環境が急激に悪化する展開の方が、当面のユーロ圏にとっては現実的な脅威である。こうした論点は 7 月 14 日に ECB が公表した「貸出態度調査（2020 年 7～9 月期、Bank lending survey (BLS)」を受けて浮上したものだ。

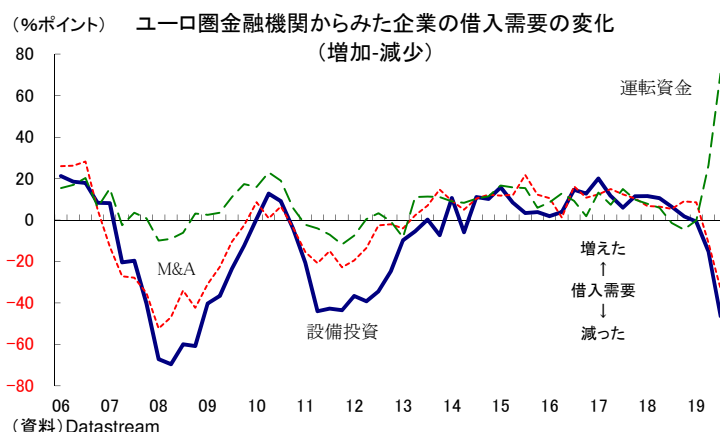
調査は 6 月 5～23 日、計 144 行を対象に実施された。コロナショック（とりわけ経済活動の自粛）を受けた金融システムの状況を把握するには適切な時期に実施されている。調査で注目されたのは、企業向けの貸出基準に厳格化の兆候が見られることだ。図に示されるように、今年 6 月までの欧州銀行の企業向け貸出態度は落ち着いているが、7～9 月期については急激に厳しくなるとの調査結果が示されている。しかも、リーマンショック直後とは異なる



動きとして企業の借入需要も急騰している。これについて ECB は調査報告書の中で「強い緊急流動性ニーズ（strong emergency liquidity needs）」や「ロックダウンに備えた予防的な流動性バッファー（precautionary build-up of liquidity buffers）」、そして「新しいコミットメントラインを引く動き」の結果だとしている。もちろん、調査期間中にはターゲット型長期流動性供給（TLTRO3）が空前の規模（約 1.3 兆ユーロ）も供給されているので、調査結果が示すよりも切迫感は薄れているかもしれないが、「貸出態度の厳格化」と「借入需要の急騰」が同時並行する状況は非常に危ういものである。

「守り」の資金需要に直面する欧州

容易に想像がつくように、「借入需要の急騰」は決して前向きな動きではない。図に示されるように企業買収や設備投資といった「攻め」の資金需要ではなく、運転資金という「守り」の資金需要であって、一言で言えば急場凌ぎの資金需要が求められている。企業が運転資金を理由に借入需要を強める動きはリーマンショック直後や欧州債務危機時にも見られたものだが、今回の動きは過去とは比較にならない



くらい大きい。経済活動が制限されれば企業はひたすら資金の漏出に晒されることになる。結果、銀行からの迅速な借入が必要になるわけだが、経済活動の制限が続く限りは「穴の空いたバケツに水を汲む」と同じである。ロックダウンとは企業（や家計）にそれほどまでに厳しい環境を強いる政策なのだということを明示してくれる調査結果と言えるだろう。

第二波、第三波の感染拡大が到来するのか、しないのか。筆者には知る由もないが、一部ではロックダウンは殆ど感染抑止に寄与しなかったという声もある。しかし、「寄与しなかった」では済まされない政策であることは知っておきたい。上で見てきたように、ロックダウンは企業からひたすらキャッシュを奪い、金融システムに相当の負荷をかける政策である。第一波は辛うじて凌いだものの、果たして2度目、3度目のロックダウンに企業部門が耐えられるのかは全く確証がない。なお、上で見てきたのは企業向けを中心とした与信環境であり、家計の住宅ローン向け貸出態度なども厳格化の方向にあることを忘れてはならない。感染拡大防止は当然尊重されるべきものだ。しかし、大手金融機関の経営不安や破綻などが金融システムを揺るがした場合、それもまたリーマンショック時のように実体経済への大きなダメージとなる。感染防止策で命を救えても、経済が死んでしまっただけでは結局同じように悲惨な結末になる。そうしたことを念頭に現実的でバランスの取れた防疫措置が取られることを切望したい。

《ユーロ相場の現状と展望～急騰の理由は？～》

騰勢が止まらないユーロ相場

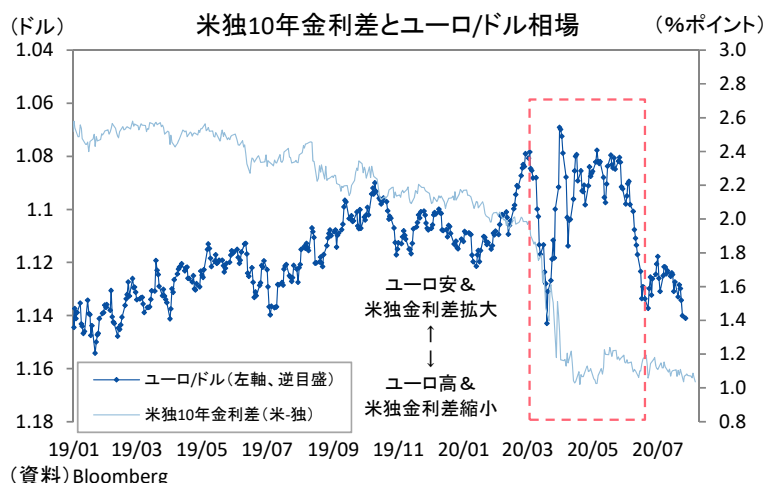
7月、為替市場ではもっぱらユーロ相場の騰勢が話題となった。ユーロ/ドル相場は節目と見られた1.15および1.16をあっさり突破し、7月末には1.18台と約2年2か月ぶりの高値圏で推移するようになった。とりわけ7月下旬以降で見られた加速は7月21日の復興基金合意を受けたものだが、そもそも5月下旬以降、ユーロ相場は一方的に上昇してきた。上昇については様々な解説があり得るが、基本認識としては「金利差に沿った為替調整が遅れて発生している」のが実態と考えられる。

本欄では一貫してユーロ相場の大崩れはあり得ないという立場を維持しているが、これは①世界最大の経常黒字、②日本に次ぐディスインフレ通貨、というファンダメンタルズを尊重した主張であった。この考え方も健在であるが²、それだけではなく、補足説明が必要な値動きかと思われる。筆者が考える上昇の理由と今後の展望について改めて整理しておきたい。

² この点を詳しく議論したものが拙著『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』（2014年7月、東洋経済新報社）である。

起点は欧米金利差縮小

断定は難しいものの、ユーロ上昇の起点はやはり欧米金利差の縮小と考えている。図に示されるように、米独10年金利差は、2月をピークとして急縮小に転じ、4月以降は平均100~110bpsとそれまでの半分で推移し、足許に至っている(図中、点線四角部分)。だが、そのような欧米金利動向は直ぐにユーロ相場を押し上げることには繋がらず、ユーロ/ドルは一時1.06台まで下落し、4~5月の2か月は1.08~1.10でのレンジで



軟調な取引が続いた。だが、6月に入ると前半の2週間で+2%上昇し、1.14台をつける場面が散見されるようになった。その後、軟化する時間帯を挟んではいるが、5月下旬を境にユーロ/ドルのレンジが1.12~1.14へシフトアップしたことは確かだ。そして、7月下旬、復興基金合意を契機として遂に1.15台に乗せ、1.16および1.17をあっさり通過し、本稿執筆時点では1.18台で推移している。

後講釈を承知で言えば、やはり4月時点で従前の半分程度にまで縮小していた欧米金利差に応じた調整がラグを伴って到来していると考えたい。もちろん、▲0.50%という先進国の中でも大きなマイナス金利幅はユーロを保有するデメリットだが、3月以降で顕著になった「限界的な欧米金利差の変化幅」がユーロ買いを肯定するのも事実であろう。これが足許のユーロ買いの起点になったのだろう。

ユーロ買い加速は「ドルの過剰感」を受けたもの

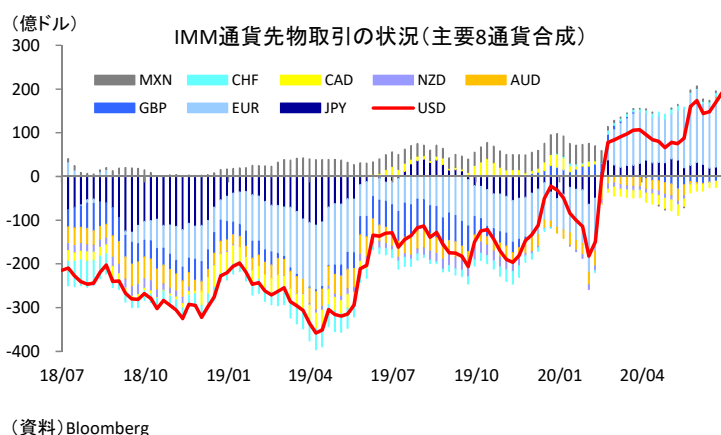
しかし、欧米金利差の縮小はあくまでユーロ買いの起点、言い換えれば「きっかけ」に過ぎない。金利差縮小という「方向感」がユーロ買いの「きっかけ」になったとは思われるが、「▲0.50%」という政策金利の「水準感」を思えば、金利差縮小がユーロ買いを加速させる主因になるとは思えない。ユーロ加速の理由として考えられるのはやはりドルの過剰感ではないかと筆者は考えている。

米国の拡張財政路線は異次元の規模に突入している。現在、トランプ政権と米議会が3月以降で実施した財政出動は約3兆ドルとGDP比で15%以上の規模に達している。この上で7月中には追加で(公式には第4弾として)約1~2兆ドルの臨時歳出が議論されている状況にある。失業給付の積み増し延長や給与税減税(復職ボーナス)などを主軸に調整が進められており、仮に約2兆ドルの追加案が決まれば、コロナ対策のスケールは約5兆ドルに達することになる。これは2019会計年度の歳出額(約4.4兆ドル)を優に超える額だ。ちなみにコロナショック以前、2019会計年度の赤字は0.9兆ドルと想定されていたので、ここに5兆ドルを加えると赤字額は約6兆ドル、すなわちGDP比で約30%という規模に達する。過去50年、米国の財政赤字は平均してGDP比で3%であったので、今年度の財政赤字は「過去50年平均の10倍」という歴史的に見ても想像すらしえなかった規模ということになる。現在議論が進んでいる第4弾は従前の措置が7月いっぱい失効することで発生する下押し効果、いわゆる「崖効果(cliff-edge effect)」を回避するための措置であり、必要緊急なものであることは確かだが、為替市場で「ドルの信認」が焦点となっても全く不思議ではない規模であるように思える。こうした状況は前掲図

(P.5) から大きな納得感が得られるのではないかな。

ユーロ以外の通貨にドル売りが波及する可能性

当面の為替相場に関し、「米財政赤字の対 GDP 比率上昇に伴ってドル相場が下落」を前提にするのであれば、「ドル相場の方向感」を議論するよりも、「ドル売りの受け皿は誰になるのか」を考える方が賢明である。冒頭でも言及したが、IMM 通貨先物取引に反映される投機筋のポジションを見る限り、既にユーロ買いは限界にきているようにも見受けられる（図）。もちろん、「買われ過ぎているから売られるはず」



という見方は身も蓋もないものだが、ユーロが世界有数のマイナス金利通貨であることを踏まえれば、8月以降のユーロ上昇は急落と背中合わせという気持ちは持っておきたい。

片や、円の買い持ち高は穏当な水準に押さえられており、カナダドル、豪ドルといったその他主要通貨に至ってはまだ売り持ちされているものもある。かかる状況下、ユーロ以外の通貨にドル売りが波及してきやすい地合いと見受けられ、実際、7月最終週に入ってから円相場は騰勢を強めている。筆者はユーロ/ドルが7～9月期に1.20へ手をかける時間帯があっても不思議ではないと考えているが、本稿執筆時点のユーロ買い持ち高の状況を勘案すれば、相応の調整をこなしてからでないと、その大台には届かないという基本認識である。時期としては今年10～12月期以降を見込んでいる。

2021年、欧米の成長率は過去最大の逆転へ

ちなみにユーロがドルよりも好まれる最もシンプルな論点として「主要国の中で欧州の立ち上がりに最も期待できそうだから」という考え方もある。右表にも示すように、6月に改訂されたIMF世界経済見通しでは2020年こそユーロ圏の成長率は日米欧で最悪の仕上がりとなりそうだが、2021年にかけての戻りと言えば日米よりも大きなもの

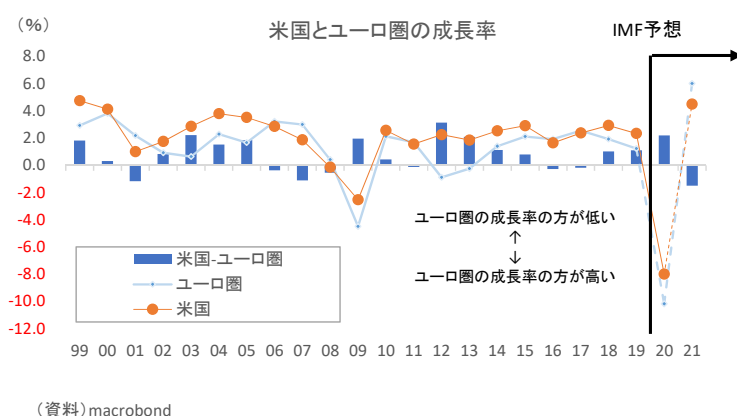
2021年にかけての主要国の成長率軌道

	2020年(①)	2021年(②)	戻り具合(②-①)
米国	-8.0	4.5	12.5
ユーロ圏	-10.2	6.0	16.2
ドイツ	-7.8	5.4	13.2
フランス	-12.5	7.3	19.8
イタリア	-12.8	6.3	19.1
スペイン	-12.8	6.3	19.1
日本	-5.8	2.4	8.2

(資料) IMF、「World Economic Outlook」(20年6月改定版)

が予想されている。ちなみに単一通貨ユーロが誕生した1999年から2019年までの21年間について、ユーロ圏の成長率が米国のそれを上回ったのは21回中7回だけである（次頁図）。その際、最も両者の成長率が乖離したのが米国同時多発テロのあった2001年であり1.2%ポイントもユーロ圏（2.2%）が米国（1.0%）を上回っていた。しかし、現在のIMF見通しに基づけば、2021年に関し、ユーロ圏（6.0%）は米国（4.5%）を1.5%ポイント上回ることであり、過去最大の欧米逆転という構図になる。新型コロナウイルスの感染防止についても米国が欧州に大きく劣後していることは既報の通りであり、「長い目で見

てドルよりもユーロの方が安心して買える」という思いが芽生えている可能性はあるだろう。もちろん、IMF 自身が報告書の副題で「類例のない危機、不確実な回復（A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery）」と認める通り、あらゆる論点は手探りでしかない。例えば、今年の冬を見通せば、欧州の新型コロナウイルス騒動が終息したかどうかは断言できるものではないだろう。しかし、現時点では「欧州経済に劣後する米国経済」という構図が鮮明化しつつあるのは確かであり、それがユーロとドルの力関係に表出しているという考え方はあり得る。



《EU 復興基金合意から見出すもの～「第三の亀裂」が出現～》

「南北対立」、「東西対立」に次ぐ「第三の亀裂」

注目された臨時 EU 首脳会議は 7 月 17～18 日の予定された日程では合意が得られず、結局、会議 5 日目となる 21 日まで議論を引っ張ってようやく合意に至った。俟約 4 か国（frugal four：オランダ、スウェーデン、デンマーク、オーストリア）が最後の最後まで補助金から融資への配分を増やすことを要求したことが長引いた主因とみられるが、東欧諸国の取り扱いなども障害になった模様である。いずれにせよ、基本的に「管理したい」思想の俟約 4 か国と「自由に使いたい」思想の被支援国（主に南欧）の溝は埋め難いものがあったということだろう。

こうした夜を徹した会議は EU で何か重要なことを決める時の恒例になっているが、今回見られている域内の亀裂はこれまでとやや趣が異なったように思えた。これまでの亀裂、対立と比較して論点を整理して示しておきたい。周知の通り、EU は経済・金融同盟（EMU、端的に共通通貨ユーロや単一市場）によって域内の緊密感を高め、安全保障面での強化も図ろうというプロジェクトだ。この試みは、実際に武力衝突という意味での戦争が回避されているので一応の成功を見ているが、過去 10 年の EU を振り返れば、武力衝突はなくとも政治衝突は経済格差を理由に南北で、移民を理由に東西で再三起きてきた。

南北問題は言うまでもなく「ドイツ vs.ギリシャ」に象徴される構図である。こうした対立が完全になくなったとは言えないが、今回の復興基金を見れば分かるように、ドイツはむしろフランスと一緒にあって加盟国を纏め上げる仲介役を買って出ており、新型コロナウイルス直撃で弱る南欧諸国を支援したいという思想が見て取れる。また、ドイツは自国でも財政支出拡大や消費減税など、従来の緊縮路線から拡張財政路線に（恐らくは一時的なものだろうが）軸足を移している。少なくとも欧州債務危機が注目されていた頃のような南北対立は現在、見出すことはできない。

東西対立は 2015 年 9 月にメルケル独首相が難民の無制限受け入れによって浮き彫りになったものだ。ドイツが無制限に難民を受け入れようとするれば、その途上で通過されることになるハンガリー、ポーランド、チェコ、スロバキアも相応の難民受け入れが発生することになる（本来はダブリン規則によって難民は最初に入った加盟国を通過はできないのだが、今回は敢えて議論を割愛する）。いずれにせよ、この難民受け入れ騒動によって「ドイツ vs.東欧」という東西対立が取りざたされるようになった。なお、中

東欧諸国、とりわけハンガリーはオルバン首相の下で憲法改正を重ね、司法への介入を強め、そのほか人権保護など、EUの基本的価値について「重大な侵害」があると欧州委員会が懸念を表明するに至っている。こうした懸念はポーランドにも頻繁に浮上している。恐らく、東西対立は今後、「ドイツ vs. 中東欧」というよりも「欧州委員会（ブリュッセル） vs. 東欧」の様相を意味してくるだろう。ちなみに、上述はしなかったが、復興基金の使用に際しては対象国が「法の支配」の原則が守られているかを条件にするという争点もある。これはハンガリーやポーランドのような強権政治を振るう加盟国は基金を利用できないとする原則だ。ヘッドラインにはさほど出てこないが、今回議論が長期化している背景にはそうした事情も影響がありそうに見え、その意味で東西対立も合意遅れの一因とは考えられる。

しかし、今回直面している復興基金を巡る主たる亀裂は、「南北対立」でもなければ、「東西対立」でもなく、新しく「第三の亀裂」が顕著になっていると筆者は考えている。「金目の問題」である復興基金問題は南北対立に思われがちだが、現状を見れば分かるように、最大の債権者であるドイツは今回、支援を賛成する側に回っている。こうしたケースは歴史的に初めてであろう。

「第三の亀裂」は「大小対立」？

現在、起きているのはさしずめ「大小対立」とも言うべき亀裂だ（図）。今回、復興基金で反対国として孤立している俟約4か国のうち3か国（オランダ、スウェーデン、デンマーク）は2018年に発足した新ハンザ同盟と呼ばれる比較的豊かな北部欧州の小国8か国（エストニア、フィンランド、アイルランド、ラトビア、リトアニア、オランダ、スウェーデン、デンマーク）の構成国である。もっと言えば、その3か国は新ハンザ同盟におけるGDPで言えば「上位3か国」でもある。新ハンザ同盟における中核国としての自負がこうした頑なな態度に繋がっている可能性もあるだろう。新ハンザ同盟はEMUの改革議論が一部の大国主導で

行われることをけん制する立場にある。とすれば、長年の課題であった債務共有化の一里塚とも言われる復興基金設立にあたっては当然、意見を反映させたいと考えているはずだ。

今回の経緯を振り返っても、欧州委員会が最終案をまとめる直前に独仏共同提案として「規模は5000億ユーロ。すべて補助金」という見出しが躍っていた。その後、俟約4か国は直ぐにこの共同提案を否定している。復興基金に係る議論のイニシアチブをなし崩し的に大国へ渡すことはしないという強い思いを抱いているのだろう。「大小対立」はそもそも価値観を共有していた国々の間で起きていることであり、しかも財政的に困っているわけではない。その意味で、EUのコア部分に亀裂が入っているとも考えられ、これまでとは違った意味で深刻さを感じる。言ってみれば、「亀裂の多様化」という嬉しくない事象が起きている状況であり、それはEUが分裂に向けた遠心力に晒されているという状況でもある。今回、復

欧州の経験する3つの対立

南北対立(ドイツ vs. 南欧)

- 経済格差を主因とする対立。
- 09年10月以降、ギリシャの財政統計詐称疑惑から勃発。

東西対立(ドイツ vs. 東欧)

- 難民受け入れを主因とする対立。
- 15年9月、ドイツの無制限難民受け入れ政策で勃発。

大小対立(大国 vs. 小国)

- 債務共有化を主因とする対立。
- 20年4～7月、コロナショックを受けた復興基金騒動で勃発。
- 小国とは新ハンザ同盟8か国(※)

(資料)筆者作成

(※)オランダ、アイルランド、北欧(デンマーク、フィンランド、スウェーデン)、バルト(エストニア、ラトヴィア、リトアニア)の8か国

興基金という仕組みは確かに合意したが、その利用にあたってのハードルは決して低くないとも言われている。いざ南欧諸国が利用しようという段階になって、再び「大小対立」が顔を出し、膠着状態に陥る可能性は十分考えられる。

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。