

中期為替相場見通し

2020 年 8 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～崩れ始めた円需給と実質マイナス金利の効用～

円の需給環境～2020 年上半期の基礎的需給を整理～	P.3
金融市場を押し上げる「実質マイナス金利説」～全ての起源なのか？～	P.4
米金融政策の現状と展望～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～	P.6
米経済の現状と展望～株価と隔離し始めた消費者マインド～	P.8
メインシナリオへのリスク点検： 米大統領選挙のリスクはどちらに～「蚊帳の外で」済むか？～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～「1.20」台への復帰はあるのか？～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～議事要旨が読む PEPP と TLTRO3 への考え方～	P.12
ユーロ相場の現状と展望～「1.20」台復帰を目指して～	P.14

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

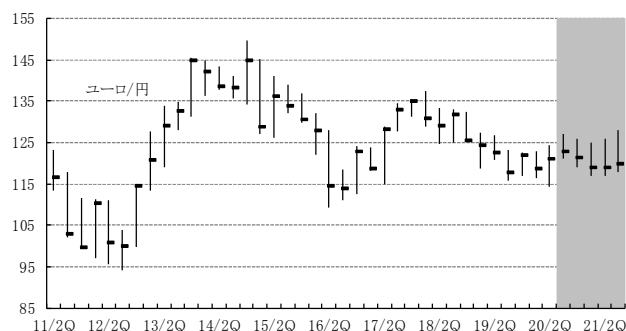
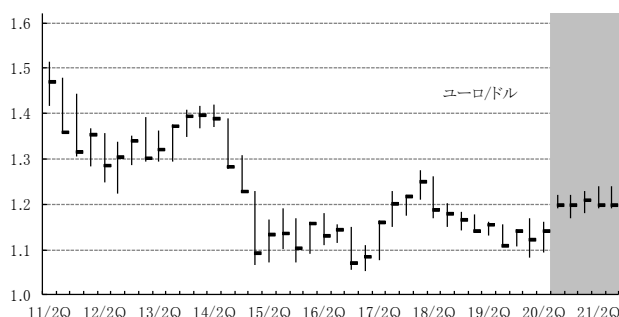
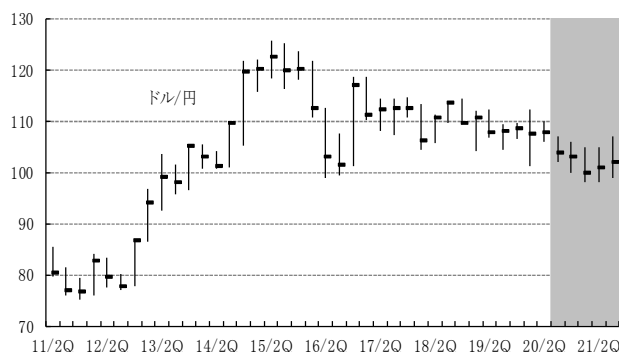
8 月もドルの軟調地合いは続いたが、対円相場では持ち直しが見られた。月末に安倍首相辞任という一報が飛び込み、円高が進んだものの、本稿執筆時点ではトレンドと言えるほどの動きは見られていない。本格的にその影響を検討するのは次期政権の全容が明らかになる来月以降になろう。円相場の上半期までの需給環境に目をやれば、2 兆円を超える貿易赤字を中心として円売りに傾斜している。かつて経験してきたヒステリックな円高局面は貿易黒字を背景とした本邦輸出企業によるドルの投げ売りに駆動されたものが多かった印象である。とすれば、今回のドル安局面における円高はリーマンショック後のそれと比較すれば穏当なものになりそうである。だが、巨額の米財政赤字に基づく「ドルの過剰感」がドル安の潮流を作る可能性はやはり高いと言わざるを得ない。歴史的株高にもかかわらず、米消費者マインドが腰折れたままであることもドルを手放す一因となりそう。なお、米大統領選挙の影響も気になる時期に入ってくる。基本的には「トランプ勝利でドル高、バイデン勝利でドル安」が市場期待の中心と見られるが、それほど強いコンセンサスにも見えない。予測期間中の潮流としてドル安が続く公算は大きい、上院選も含めた結果次第で従前の流れが一変する可能性も留意しておきたい。

片や、ドル安相場が一服するなかでもユーロ相場の堅調は続いている。ユーロ圏の誇る「世界最大の経常黒字」は巨額の貿易黒字から構成されている。この点が日本円との大きな違いであり、直接的な通貨高圧力という意味では圧倒的にユーロに軍配が上がる。事実、7 月以降の両通貨のパフォーマンスは大分異なる。「金利差なき世界」が定着した今、こうした確かな実需に裏付けられた通貨が評価されるのはある種当然だろう。もちろん、▲0.50%という深いマイナス金利を採用している以上、ユーロ買いにも限界はある。経験則を踏まえれば、やはり購買力平価(PPP)である「1.20」は重要な節目であり、天井となる可能性は感じる。IMM 通貨先物取引に見る投機筋のユーロ買い持ち高は未だ過去最高水準が続いており、目先は反落を警戒すべき筋合いと考えたいところである。しかし、市場から金利が消滅している以上、需給分析の意味は軽くない。あくまで趨勢的な中期見通しを考える立場からすれば、対ドルに限らず実効ベースでのユーロ堅調を予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～8月(実績)	9月	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 (105.36)	102 ～ 107 (104)	100 ～ 106 (103)	98 ～ 105 (100)	98 ～ 105 (101)	99 ～ 107 (102)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.1966 (1.1910)	1.17 ～ 1.20 (1.18)	1.15 ～ 1.20 (1.18)	1.16 ～ 1.21 (1.19)	1.17 ～ 1.22 (1.18)	1.17 ～ 1.22 (1.18)
ユーロ/円	114.43 ～ 125.58 (125.48)	121 ～ 127 (123)	119 ～ 126 (122)	117 ～ 125 (119)	117 ～ 126 (119)	118 ～ 128 (120)

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内は8月31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。



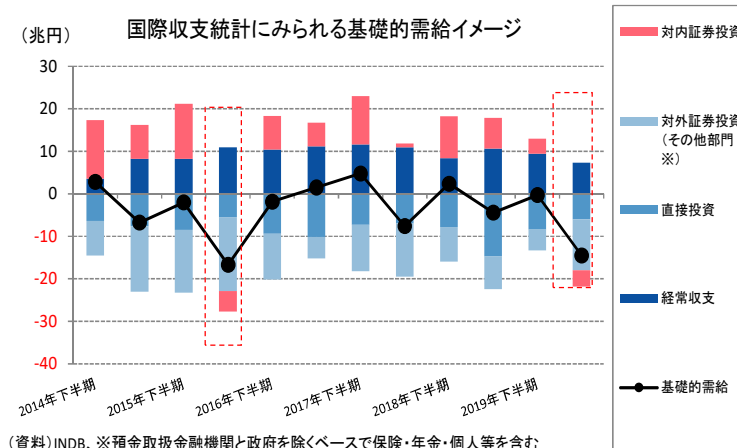
◆ ドル/円相場の見通し～崩れ始めた円需給と実質マイナス金利の効用～

《円の需給環境～2020 年上半期の基礎的需給を整理～》

為替相場に影響が大きそうな経常黒字減少

8 月の為替市場ではドル全面安に一服感こそ見られたものの、反騰とまではいかず小康状態が続いている。対円でも一時 107 円台を回復する時間帯も見られたが、その動きは続かず断続的に 106 円台を割り込んでいる。米議会で調整の続く追加経済対策（公式には第 4 弾）への期待に振られる展開が続いているが、既に GDP 比で 15%の臨時歳出をしていること自体が立派なドル安要因になるというのが筆者の基本認識である。今後、追加経済対策の詳細で合意した場合、株やドルは楽観ムードを背景に買いが進みそうだが、それはあくまで市場における短期的な目線での話と整理したい。理論的かつ中長期的な目線からはドル売りを予想するのが妥当であろう。

この点、8 月には本邦 6 月国際収支統計が公表されている。これで 2020 年上半期の基礎的需給バランスを計算することが可能になるため、簡単に整理しておきたい。2020 年上半期の円の基礎的需給は約▲14.5 兆円の円売り超過であった(図)。円売り超過としては 2016 年上半期の約▲16.7 兆円以来、4 年ぶりの大きさである。図示されるように、2016 年当時の円売り超過はあくまで対外証券投資の増加にけん引されたものであった。これに対し今回は対外証券投資が細る中で経常黒字が目立って減少した結果、円売り超過が大きくなったという印象がある。

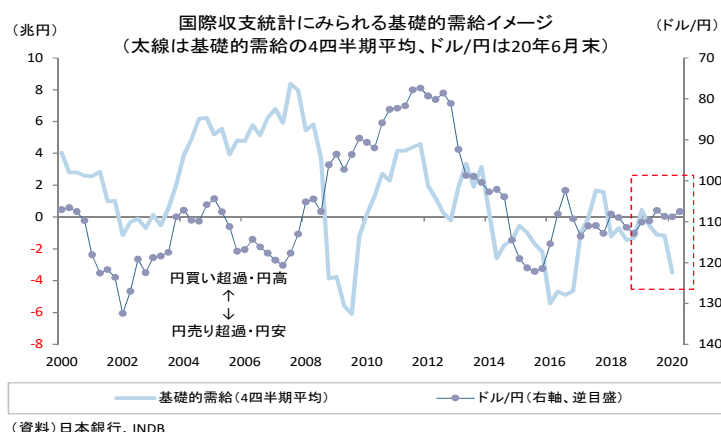


注目すべきは経常黒字減少の中身だ。2020 年上半期の経常黒字は前年同期（2019 年上期）と比較して約▲3.3 兆円も減少している。この減少は主に貿易・サービス収支の赤字拡大で説明できるものだ。国際収支統計上の貿易収支は前年同期の+1734 億円から今年は▲1 兆 976 億円に転落しており、上半期としては 5 年ぶりの赤字を記録している。また、サービス収支は前年同期に+1726 億円の黒字であったものが今年は約▲1.2 兆円の赤字に転落している。言うまでもなく、訪日外国人数が激減したことでサービス収支黒字が稼ぎ頭だった旅行収支黒字が激減した結果であり、前年同期の約+1.4 兆円から今年は+4213 億円と約 1 兆円も減少している。こうした結果、貿易・サービス収支全体では前年同期の+3460 億円の黒字が今年は約▲2.6 兆円へ様変わりしており、この動きが経常黒字の水準を押し下げたことが良く分かる。為替需給を考える際、貿易収支や旅行収支で稼ぐ外貨は円の買い切り（外貨の売り切り）というアウトライイト取引のフローを多く含むことが期待されるため、相場へのより直接的な影響が想定される。この意味で多くが為替ヘッジ付きと見込まれる対外証券投資の増加で円売り超過が膨らんだ 2016 年上半期とは様相が異なる。貿易・サービス収支の大幅赤字転落で円売り超過が膨らんだ今年上半期の方が相場にとっての示唆は大きいのではないかと考えられる。

崩れつつある需給の均衡状態

過去の本欄でも論じたが、過去 2～3 年、ドル/円相場が殆ど動かなくなってしまった背景には単に「需

給が均衡しているからではないか」という仮説が考えられた。図示されるように、2017 年頃から円の基礎的需給環境については顕著な傾きが失われるようになり、これに応じてドル/円相場の動きも大人しくなった印象である。そのような経緯を踏まえば、ここにきてははっきりと（しかも貿易・サービス収支赤字主導で）円売りが拡大していることは無視できないものだろう。もちろん、冒頭述べたように、今後の為替市場における最大のテーマは米財政



赤字拡大に伴う「ドルの過剰感」であり、円の基礎的需給環境を主因としてドル/円相場を展望すると誤った判断になりかねない。あくまで潮流はドル安という整理が適切だと筆者は考えている。しかし、過去に円高が加速する局面では貿易黒字を背景とする本邦企業による（ドルの）投げ売りが果たした役割は大きいと考えられてきた。現状の需給環境ではそのような展開が殆ど予想されないと言って良い。ドル安相場の結果として円高方向を予想すべきだとは考えるが、金融危機後に見られたようなヒステリックな円高にはなりそうにないというのが上半期の需給環境から得られるイメージである。

《金融市場を押し上げる「実質マイナス金利説」～全ての起源なのか？～》

7月から相場テーマは変わっていない印象

7月の金融市場でも金価格が連日、最高値を更新したことが伝えられた。本稿執筆時点でも歴史的な高値圏で揉み合っている。かかる状況下、「ドル下落と金価格上昇の併存」を捉えて「ドルの信認」、もしくは、より視線を拡げて「法定通貨の信認」に疑義を投げかける論調はやはり浮上している。こうした見方に関してみずほマーケット・トピック¹では「間違いではないが、後付けの方便」との基本認識を示した。一般的に金価格上昇の理由としては①新型コロナウイルス終息を巡る不透明感、そのショックに対して行われた拡張財政がもたらした②法定通貨への不信感、そして③金の弱点である「ゼロ金利」がもはや弱点でなくなったことなどが挙げられる。

実質金利低下が根源なのか

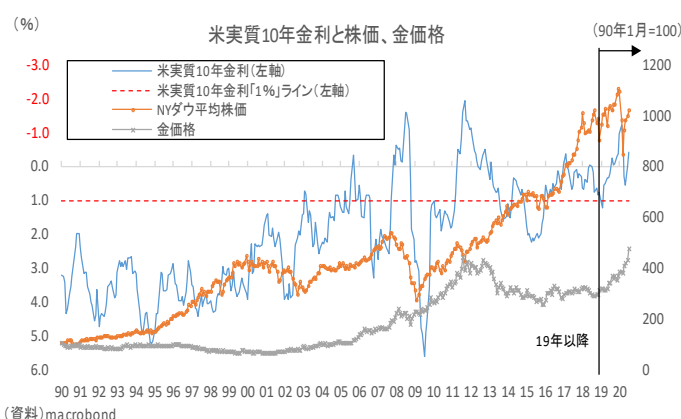
それら①～③の理由は全てもっともらしいが、現状に対しては粗い説明である。例えば、金と同時に景気の先行指標である銅や株まで上昇している現状への説明がつかないだろう。①のような漠然とした不安が本当に支配的だというのであれば、銅や株が買われる筋合いはない。また、足許では債券価格（金利）の上昇（低下）も見られている。法定通貨への不安（②）があるのに政府発行の債券価格が上昇するのも不可思議だ。結局、これらの矛盾を超えて説得力のある解説を見出すのであれば、「運用可能な流動性が期待収益の高そうな（平たく言えばあとから説明がつきそうな）資産に流れているだけの金融（過剰流動性）相場」というのが最も実情に近いと筆者は考えている。

そうした大まかな理解の下、ドル下落・金上昇・株上昇を同時に説明する理由として最も説得力がある

¹ みずほマーケット・トピック 2020年7月2日号『金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～』をご参照下さい。

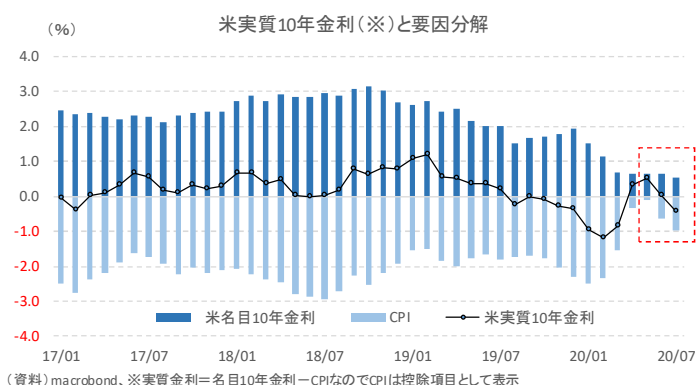
とすればそれは③が一番近いかもしれない。そもそも金融相場を可能にする過剰流動性は金融緩和のアクセルを深く踏み込んだ末に名目金利が消滅したことの結果だ。やはり法定通貨の世界における金利がかつてないほど失われていることは無視すべきではない。米国に関し、名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利がかつてないほど低位で安定していることが今の金融市場で起きている現象の根源ではないかとの見方は一理ある。図は米

10 年金利から消費者物価指数（CPI、総合、前年比）を引いて算出した実質 10 年金利と NY ダウ平均株価および金価格の推移を見たものである。実質 10 年金利は 2016 年以降で恒常的に 1% を割り込むようになり、過去 1 年に限れば 0.5% 未満で推移している。2019 年は FRB が 3 回の利下げを敢行した年であり、これに応じて米 10 年金利は名目・実質、双方のベースで見ても低下軌道に入った。この際、株価の上昇が勢いづいたことが注目されたものの、実は金価格も上昇していた。しかし、それが記録的水準ではなかったため、さほど耳目を集めなかったのである。



期待ベースではマイナス圏で定着

なお、米 10 年金利と実績ベースの CPI を使った実質 10 年金利も 7 月、▲0.4% まで下落している。しかし、4 月以降の CPI は原油価格急落により 1% 以下で推移しており、それ自体が異例の動きであることを理解しておきたい。右図（上）に示されるように、4 月以降（点線四角部分）は名目金利と CPI が異例の低水準にあることから実質金利の変動が押さえられているに過ぎない。コロナショック直前の今年 1～3 月期の CPI は平均で +2.1%、2019 年通年でも +1.8% であること踏まえ、今後、経済が緩やかに復調していくという大方のシナリオを前提とすれば、実質金利は恐らくマイナス圏で常態化することになる。そこで右図（下）はブレイクイーブンインフレ率（BEI）10 年を用いて実質 10 年金利の推移を日次で見たものだが、既に市場は 1 月末以降、「長期金利が実質でマイナスの時代」を前提にしていたことが分かる。これは新型コロナウイルスの存在がちょうど認知され始めた時期と一致するだろう。そして 4 月以降は恒常的に▲0.50% を割り込み、足許では▲1.0% をも割り込んでいる。もは



や市場期待ベースの世界では米国の長期金利がゼロ以下で定着することが前提にされていると言える。

「世界の資本コスト」でもある米金利にこのような予想が定着している以上、金も銅も株価も「目を瞑って買えば良い」という判断になっている可能性はある。目下、金融市場で起きている経験の無い事象を細大漏らさず綺麗に説明しようとするのは非常に難しいが、米国の長期金利が実質ベースでマイナスに定着している事実に起源を求めようとする仮説は相応に説得力があるように思える。

《米金融政策の現状と展望～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～》

米国版 YCC は当面なし

8 月は FOMC の開催がなかったものの、同 19 日には FOMC (7 月 28～29 日開催分) 議事要旨が公表されている。FRB も ECB も「次の一手」に対する観測が概ね後退しているが、敢えて言えば FRB は米国版イールドカーブコントロール (YCC) の導入可否が注目を集めてきた。本稿執筆時点で 9 月以降に想定される最大のリスクイベントは (新型コロナウイルス感染拡大を除けば) 米大統領選挙であり、金融政策は当面、脇役となりそうだが、各国中銀が選択肢として何を抱えているかは知っておきたい。

既にこれまでの FOMC を経て YCC の優先順位が決して高くないことは示唆されてきたが、7 月会合では改めてその可能性が明確に否定されている。議事要旨では多くの参加者 (A majority of participants) が YCC (厳密には yield caps and targets) について発言したとあり、市場の関心の高さに対応した動きだと思われる。殆どの参加者が既に現行のフォワードガイダンスが信認を得ていることや長期金利が低いことを理由に「穏当な恩恵しかない (only modest benefits)」と極めて真っ当な指摘がされている。さらに、多くの参加者 (Many of these participants) が YCC に絡んだ「潜在的なコスト (potential costs)」として、出口戦略を実行する際の「バランスシートが急激に膨張する可能性 (the possibility of an excessively rapid expansion of the balance sheet)」や「(出口戦略の) 設計とコミュニケーションの難しさ (difficulties in the design and communication)」を指摘している。これは当然の話だ。YCC の終了が近いと市場参加者が悟れば、極力価格の高い (金利の低い) うちに中銀に国債を持ち込もうというインセンティブが働く。この結果、中銀バランスシートは一気に膨らむことになる。こうした動きをけん制しながら出口に向かうことは容易ではないというのが多くの FOMC メンバーの胸中のようだ。

いずれ必要になる？

なお、このように YCC は当面、導入の可能性が低いと思われるものの、完全に否定されたわけでもない。議事要旨では「YCC は現環境では正当化されないものの、オプションとして温存すべきであり、仮に環境が著しく変化すれば、委員会は再評価することが可能」と明記されている。上述してきたように、現在はフォワードガイダンスが十分信頼され、その証拠として長期金利が低位安定している。しかし、米国債が今後増発されていく以上、この状況が続くとは限らない。周知の通り、本家である日銀の YCC は量的緩和の過度な追求やマイナス金利の副作用から脱却するための苦肉の策であり、イールドカーブ自体を立たせることが企図されていた。これに対し、FRB の YCC は正式名称である「yield caps and targets」からも分かるように、あくまでイールドカーブにキャップ (上限) を嵌めることが企図されている。即ち、今後景気停滞に応じて拡張財政路線に一段とアクセルがかかり、金利上昇懸念が浮上する場合には YCC の必要性が議論されることが予想される。もっとも、FRB は今年春先から無制限の国債購入を銘打ち、市場不安の鎮静化に努めてきた。「無制限の国債購入」は実質的には金利水準を睨んだ運営だったと考え

られることから、仮に YCC を導入するとしても、それは「実質的にそうだったものを、名目的に認めただけ」というようにも感じられる。だとすれば、やはり今回の議事要旨で指摘されるように、出口戦略時の負担を覚悟してまで導入する必要はないという議論に戻ってくる可能性は高い。この先、YCC が本当に検討されるとしたら、米金利上昇が相当、深刻さを帯びている局面と考えられる。

なお、今回の議事要旨では YCC の可能性が明確に否定された一方、多くの (a number of) メンバーがフォワードガイダンスを明確化する必要性に言及したことも判明している。この点、outcome-based のフォワードガイダンス、すなわち経済指標（インフレ率や失業率）の実績に紐づけて緩和継続を強調する案のほか、カレンダーに紐づける (calendar-based) 案も議論された跡が窺えた。まだ議論が煮詰まっていない印象であるが、「無理に YCC で金利『水準』を抑え込むのではなく、緩和継続という『方向』に期待を持たせたい」というのが今の FOMC の基本姿勢と見受けられる。

かかる状況下で為替市場を展望するにあたっては、当面、「金利差なき世界」を前提に調査・分析をすることが必要かつ重要であるということであろう。

日銀の経験に照らせば「アベレージ・ターゲット」は期待薄

8 月 27 日、パウエル FRB 議長がジャクソンホール経済シンポジウムで講演するタイミングと合わせ、FRB は「長期目標と金融政策戦略 (Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)」と題した声明文を公表した。FOMC を待たずにこうした声明文を出してきたことはやや驚きである。端的に言えば、「物価が 2% を下回ったままの場合、当面は 2% を超えるインフレを目指す」との方針が示され、結果として、「ある期間の物価上昇率が平均して 2% になれば良い」という部分が新基軸とされている。厳密には「seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time」との表現が示されており、どの程度の期間を平均の対象とするのかは明記されていない。「継続的に 2% を下回る間 (periods when inflation has been running persistently below 2 percent)、適切な金融政策は当面の間 (for some time)、緩やかに 2% を超えることを目指す」とあるが、物価動向が低迷している時に緩和を強化するのは中銀として普通の話である。問題は「2% を超えることを目指す」と意気込みを述べたことで政策の有効性がどれほど強まるのかであるが、日銀の経験を踏まえれば、かなり疑義がある仕様だろう。

アベレージ・ターゲットという現状追認

少なくとも、この声明文が FRB の現状認識に影響を与え、「次の一手」が大きく変えることはないだろう。最新となる 6 月スタッフ見通しにおける 2022 年の個人消費支出 (PCE) デフレーターを見た場合、総合・コア共に 1.7% と 2% を割り込んでい

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

る。どこからどこまでの平均を取るのか定かではないが、仮にスタッフ見通しを前提とするならば、少なくとも 2022 年末まで、この「アベレージ・ターゲット」の枠組みでは引き締めに転換できないということになる。だが、そのような政策見通しは 6 月のドットチャートで注目された「2022 年末までゼロ金利

で意見集約」というヘッドラインと平仄が合う（前頁図）。耳目を集めている「アベレージ・ターゲット」という代物は現状追認のための枠組みと理解すれば良いのではないだろうか。ただ、「平均して+2%」を目指すのであれば、よほど非線形に物価が上がってこない限り、2023 年中も難しいように感じられる。

パウエル講演では多数のヘッジ文言が散見

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル議長の講演においても、当然、「アベレージ・ターゲット」についての言及が見られているが、運営に係るヘッジ文言が目立った印象である。

「New Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy」と題したパートにおいて、パウエル議長は「平均 2%という物価目標を実現するにあたって、平均を定義する数学的な特定の式（a particular mathematical formula）を使うつもりはない」と明言している。また、これに続けて「我々のアプローチは柔軟な形式でのアベレージ・ターゲット（a flexible form of average inflation targeting）である」と述べ、あくまで「なんらかの式（any formula）」ではなく「一連の幅広い議論（a broad array of considerations）」を反映して決まると念押ししている。さらに、「仮に強いインフレ圧力が見られたり、インフレ期待が目標を超えて動くような動きが見られたりした場合、我々は躊躇なく行動する（we would not hesitate to act）」とも述べている。

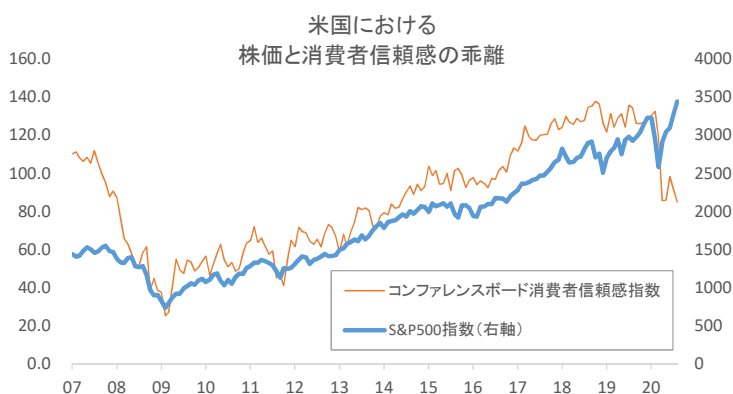
結局のところ、物価動向を評価する上で平均概念を持ち込んだところで、その適用期間が定性的な議論に基づいて決まるという話である。しかも、物価の勢い次第では、躊躇なく引き締めに動くというのだから平均概念も状況に応じて反故にされる可能性を孕むのだろう。そもそも、これまでも FRB は 2%を節目とする「対照的な物価目標（a symmetric target）」としてきたのだから、2%を超える展開を認めていなかったわけではない。もちろん、状況に応じて色々な方便が使われるのは中銀の方便であり、期待をコントロールする上では重要な行為と考えられるが、今回の金融政策戦略の変更が市場にとって、それほど大きな話になるようには感じられない

《米経済の現状と展望～株価と乖離し始めた消費者マインド～》

株価に連動してくれない米消費者マインド

米国経済は「悲観の極み」から立ち上がりが見られるものの、未だ不安定な状況に立たされている。特に筆者が注目したいのは消費者マインドの低迷だ。米 8 月コンファレンスボード消費者信頼感指数は 84.8 と前月（91.7）から大幅に低下し、2014 年 5 月以来、6 年 3 か月ぶりの低水準となった。前月比改善を見込んでいた市場予想の中心（93.0）を大幅に裏切る結果である。

現況指数（95.9→84.2）、期待指数（88.9→



（資料）macrobond

85.2）、共にまとまった幅で悪化している。直近のハードデータを見れば、個人消費も堅調な回復軌道にあり、住宅周りの計数（住宅販売や住宅投資）も明確に改善しているだけに、こうした消費者マインドの悪化は「ねじれ」として目立つ。過去の本欄でも議論したが、基本的に米消費者マインドは株価と素直に

連動する（図）。これは家計金融資産に占める株式保有割合を踏まえれば当然であり、例えば 2020 年 3 月末時点で米国は 32.5%とユーロ圏の 17.2%、日本の 9.6%と比較しても突出して大きい。株価上昇で含み益が増えれば、消費者マインドは改善し、実際に多くの消費・投資が出ることが期待される。そうした分かりやすい資産効果の存在が日欧にはない米国経済の特徴でもあった。しかし、図示されるように、株価はコロナショック前の水準を取り返しているにもかかわらず、消費者マインドは腰折れしたままである。厳密には腰折れ後、まだ「底」を探っているような動きにも見受けられ、やや不気味さを感じる。

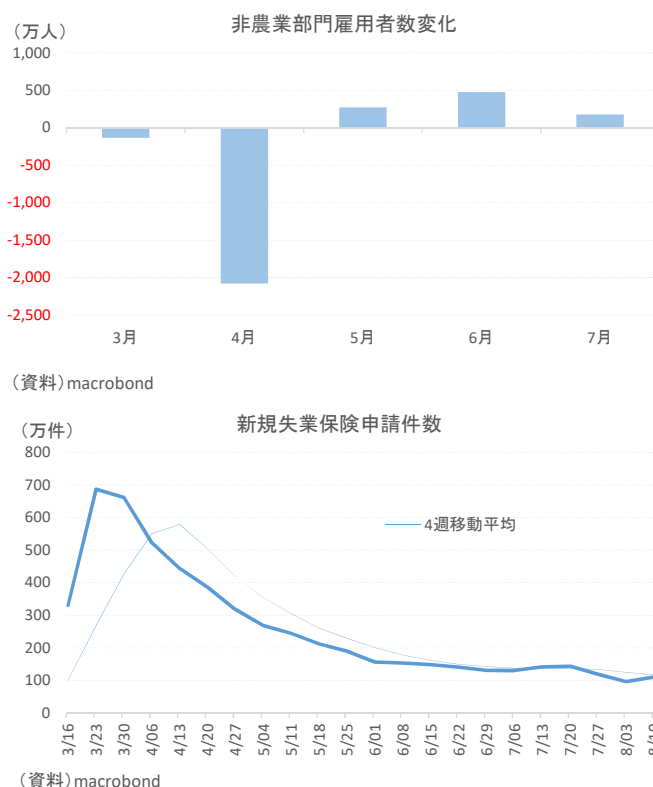
「ねじれ」の正体

今回の結果を受けてコンファレンスボードの景気指数担当（リン・フランコ氏）が「個人消費はここ数か月で持ち直したが、消費者は景気見通しや自身の懐具合に対する不安を深めており、今後数か月には消費が落ち込む公算が大きい」と述べている。これは併せて発表された雇用に関する調査結果にはっきりと現れており、「職が十分」との回答が前月の 22.3%から 21.5%に低下する一方、「就職が困難」との回答が前月の 20.1%から 25.2%へ大幅に上昇している。春先以降に見られている消費・投資行動の改善はあくまで失業保険の上乗せ給付に代表される政府部門の極めて手厚い助成によってもたらされたものであって、実体経済の自立的な改善（とりわけ雇用・賃金環境の改善）の結果ではないということだろう。

堅調な動きが認められるハードデータ（個人消費や住宅販売、投資など）と悪化の一途を辿る米消費者マインドの「ねじれ」は「このような公的支援がいつまでも続くはずがない」という不安に起因するものと推測される。その不安払しょくは感染終息に賭けるしかないと言わざるを得ない。目下、大統領選挙を巡って様々な思惑が交錯しており、尚の事、各種の公的助成の持続可能性に疑義が生じ始めている可能性はある。既報の通り、追加経済対策（第 4 弾）を巡っては本稿執筆時点で未だ着地が見えず、実体経済の悪化が置き去りにされている状況が続いている。

依然 1200 万人以上の雇用が喪失中

結局、消費者マインドが元に戻るためには職を得て、安定的かつ継続的な賃金が得られる環境が必要である。この点、非農業部門雇用者数（NFP）は 3～4 月の 2 か月間で計▲2216 万人が失われたが、5～7 月の直近 3 か月間で+927.9 万人が職を得ている。株価に象徴されるように経済・金融情勢は一見して「悲観の極み」から脱却しているように思われるが、差し引きすれば依然として▲1200 万人以上が職を失ったままであることは忘れてはならない（右図・上）。雇用の先行きを占う上で重要となる新規失業保険申請件数は 3 月半ばから顕著に減っているが（右図・下）、直近は 110.6 万人と 3 週間ぶりに増加に転じ、その増加幅（前週比+13.5 万人）も 3 月半ば以来の大きさであった。もちろん、4 週平均



で見れば、減少傾向は続いているので雇用環境の悪化は底打ちしているようにも見える。とはいえ、4～6月期に見られたような「顕著な改善」から「緩やかな改善」に切り替わっていることは間違いなく、目先で「緩やかな改善」から「横ばい」のようなイメージに切り替わることがないか注視すべき雰囲気を感じる。繰り返しになるが、未だ1200万人以上が職を失ったままであり、改善の余地はまだ大きい。改善の動きが「横ばい」になるわけにはいかない情勢と言える。

いずれにせよ、歴史的な高値を付ける株価によって実体経済の深手が糊塗されやすいが、米家計部門をとりまく環境は未だに相当の危機感を帯びたものであることは忘れてならない。その前提の下、金利や為替の中長期的な絵を描くべきであり、早晚米金利やドルが浮上してくるとは到底考えられないというのが筆者の基本認識である。

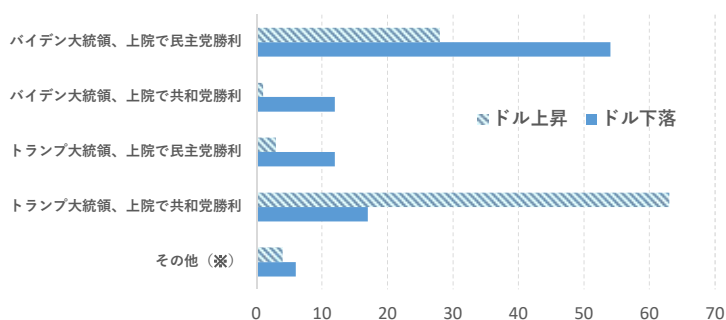
《メインシナリオへのリスク点検：米大統領選挙のリスクはどちらに～「蚊帳の外」で済むか？～》 米大統領選挙と為替相場

米大統領選挙（11月3日）まで3か月を切る中、金融市場、とりわけ為替市場にとってのリスクをどう考えるべきかという照会を頻繁に受けるようになってきている。新型コロナウイルスの感染拡大を除けば、米大統領選挙が下半期最大のリスクイベントであることは間違いない。この点、8月11～12日に QUICK 社と日経ヴェリタスが外為市場関係者を対象に実施した共同調査では米大統領選挙および議会選挙が為替市場に与える影響に関し参考になる結果が示されている。右図（上）に示されるように、「トランプ大統領勝利、上院で共和党勝利」でドル高、「バイデン大統領誕生、上院で民主党勝利」でドル安という意識が大勢である。だが、「バイデン大統領誕生、上院で民主党勝利」だったとしても、30%弱がドル高を回答としており、バイデン・民主党シナリオに転んだ場合の不透明感の濃さを感じる。そもそも、これほど民主党の躍進が報じられて

も金融市場の反応は限定的である。これはバイデン氏の政策運営について未知数な部分が小さくないため、選挙結果だけからでは何とも言えないというのが市場参加者の胸中なのだろう。今後、選挙本番が近づくに連れて民主党の政策が具体化し、市場も実感を持って価格形成を始めることが予想される。とりわけ、中国に対する姿勢が軟化するのか、それとも現状維持なのかという点については関心が高い（図・下）。バイデン氏の中国関連の言動が徐々に市場を動かす材料として意識されてくるものと思われる。

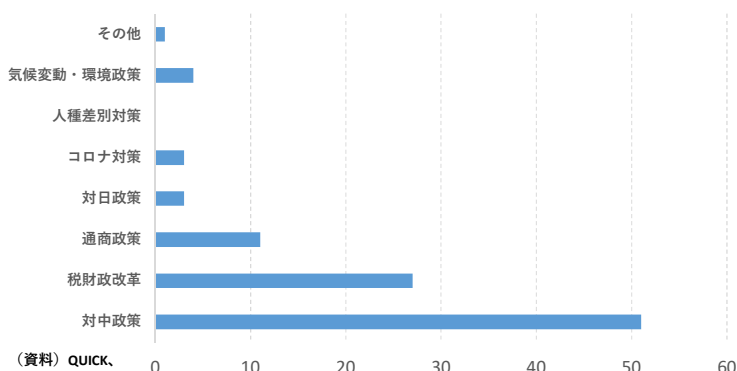
また、結果がねじれた場合（「バイデン大統領誕生、上院で共和党勝利」、「トランプ大統領勝利、上院

大統領選・議会選の結果とドル相場



（資料）QUICK、※「そもそも関係がない」、「ドル安は大統領選までのテーマなので巻き戻し」etc

バイデン大統領で注目される政策



（資料）QUICK、

で民主党勝利)」については、ドル高よりもドル安を予想する回答の方がはつきり多い。この点、金融市場は不透明な事象をすべからず嫌悪するため、政権運営の停滞を予感させる「ねじれ」の結末からドル安を予想すること自体に違和感はない。なお、割合こそ多くないが「その他」において「ドル売り自体が米大統領選挙までのテーマなので、選挙結果にかかわらずドル高」という回答も見られている。確かに、結果はどうあれ米大統領選挙が終われば「不透明感の解消→ドル買い戻し」という展開になる可能性は相応にありそうだが、その場合、裏を返せば、あと2か月以上、ドル売りが続くということになる。その場合、ユーロ相場および円相場の水準感はかなり変わることを覚悟せねばならない。

ドル/円相場は「蚊帳の外」？

上述の調査結果からも推定される通り、トランプ大統領再選ならば円安・ドル高、バイデン大統領誕生ならば円高・ドル安というのがドル/円相場にとっての現実的なシナリオと見受けられるが、近年のボラティリティ低下も影響しているせいか、「どちらに転んでも大して動かない」という思惑も強いように見受けられる（右図）。ドル/円相場の水準感に関し、回答者の平均を見れば、2つのシナリオを前提にしても「102～110円」というレンジに収まっている。バイデンシナリオにおいて95円という回答者も見られるが、トランプシナリオでも98円という回答者が存在しており、2つのシナリオでドル/円相場を取り巻くムードが変わると考えている節はなさそうである。実際のところ、7月以降、ドル安相場が加速しても円相場はユーロ相場ほど動いていない。大統領選挙で何らかのトレンドが形成されるとしても、円相場だけ「蚊帳

トランプ再選、年末までの円の対ドル相場は？

	最高値	最安値
単純平均	103.24	110.4
標準偏差	2.14	2.48
中央値	103.5	110
最頻値	105	110
最小値	98	105
最大値	108	120

（資料）QUICK

バイデンシナリオ、年末までの円の対ドル相場は？

	最高値	最安値
単純平均	102.04	109.32
標準偏差	2.58	2.61
中央値	102	109.75
最頻値	100	110
最小値	95	103
最大値	108	115

（資料）QUICK

の外」になる可能性は確かに感じてしまう。これは昨年来見られている兆候であり、そもそも為替市場でドル/円という通貨ペアの取引量が落ちていることの裏返しではないかとの見方もある。また、昨年や一昨年は貿易収支が概ね均衡しており、アウトライト取引のボリューム自体がマクロ的に見ても落ち込んでいたという指摘もあった。この点、今年上半期では▲2兆円を超える貿易赤字が出ているため、ドル高相場となれば円安方向のスピードは出やすいという考え方もある。その意味でドル/円相場に方向感が出るシナリオはドル安優勢のバイデンシナリオよりもドル高優勢のトランプシナリオの方だと考えたい。

いずれにせよ、現状で優勢が伝えられるバイデン氏の政策運営について具体的なイメージが未だ抱けないため、市場参加者においても「関心は高いが、価格形成には反映できず」というのが現状に近いと見受けられる。同氏の政策案が具体化するに伴って、為替市場もビビッドに大統領選挙関連の材料に反応するようになることが予想される。

◆ ユーロ相場の見通し～「1.20」台への復帰はあるのか？～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～議事要旨が読む PEPP と TLTRO3 への考え方～》

極めて底堅いユーロ相場

8 月に ECB 政策理事会は開催されなかったものの、20 日には、ECB から政策理事会の議事要旨（7 月 15～16 日開催分）が公表されている。同会合自体は「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を使い切るべきか否か」および「域内与信環境をどう評価すべきか」といった論点が注目された会合であったが、市場の関心がそれほど大きい会合ではなかった。しかし、「次の一手」を検討する上では相応に参考になる情報も多数含まれていたもので整理しておきたい。

会合全体として、経済・金融情勢が「悲観の極み」から脱却していることに焦点が当てられた印象が強く、冒頭、シュナーベル ECB 理事も市場安定の背景として 3 つの論点を指摘している。それは①感染再拡大があったとしても、よりの絞った行動制限（more targeted restrictions on economic activity）になると市場参加者が考えていること、②域内投資家は依然、流動性が高く、現金を厚めに保有していること（≡域内投資家にリスク許容度の改善がさらに見込めること）、③金融政策によるリスクプレミアム抑制が続くこと（6 月会合の PEPP 拡大・延長および再投資方針決定でその期待が一段と強まっていること）を指摘している。ECB が強調したいのは当然③であり、PEPP や TLTRO3 が効果を上げているという記述は議事要旨のそこかしこに見えた。

PEPP の使用ペースについて

会合時点で話題となった PEPP の使用枠に関する議論を振り返っておきたい。この点、議事要旨中には「PEPP の備える柔軟性を踏まえれば、ネット購入額の枠（the net purchase envelope）は天井（a ceiling）と見なすべきであって、目標（a target）と見なすべきではない」という記述があった。これに続けて、「今後明らかになってくるデータがアップサイドのサプライズをもたらすものであったり、6 月見通しにまつわるダウンサイドリスクが後退したりした場合、PEPP の（1.35 兆ドルという）総枠を全て使わない可能性が高まる」という議論の跡が見られている。

一方、PEPP が①域内の政策波及経路を円滑なものにすることのほか、②パンデミック危機に起因する中期的な物価安定にまつわるリスクを軽減することといった 2 つの目的（the dual objective）を念頭に置いた設計である以上、現行シナリオ（≡6 月見通し）を踏まえれば、全額使用されるべきという反論も見られている。この論点に関しては会合後の会見でも「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」との質問があり、ラガルド ECB 総裁が「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」と断言し、「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。基本的には「全額使う」が ECB の現時点の公式見解である。

ECB の胸中を要約すると、PEPP にはシステミックリスクの抑制という機能のほか、景気刺激策としての機能もあるという解釈であり、前者の機能は効果をあげているものの、後者の機能は道半ばという整理なのだろう。ここからは邪推だが、PEPP を「システ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」という整理にしておかなければ、ドイツやオランダなどから「システミックリスクはもう落ち着いたので PEPP は打ち切るべき」という声が上がってきかねないのだと思われる。

なお、今回の議事要旨ではチーフエコノミストであるレーン理事の分析において物価（HICP）について「原油価格の上昇もあってヘッドラインのインフレ率は戻しているものの、依然として概ね（前年比で）ゼロ%であるし、構成品目の30%が依然として下落している」との指摘が見られた。これはドイツの付加価値税（VAT）引き下げといった特殊要因も寄与しているものの、サービスや非エネルギー財に下落圧力がかかったことで基調的なインフレ率が低下するという、より本質的な事実も指摘されている。物価情勢が予断を許さない以上、PEPPの全額利用は当然導き出される結論になる。

注目される貸出

もう1つの注目論点がターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）にまつわる議論だ。6月18日に実施されたTLTRO3（第4回入札分）はグロスで約1兆3084億ユーロ、借り換え分を差し引いたネットでも5415億ユーロと過去最大の引き合いを集めた²。これは入札額について少なくとも▲0.50%（貸出実績を積んだ場合で最大▲1.00%）の金利減免が受けられるという破格の条件の賜物だが、結果として「実体経済への貸出波及効果については厳密な監視が必要となる（the pass-through to lending to the real economy was seen as calling for close monitoring）」という問題意識が浮上している。

こうした議論からは、かつてドラギバズーカと呼ばれた36か月物LTROで供給された1兆187億ユーロ（それぞれ2011年12月22日の第1回分が4892億ユーロ、2012年3月1日の第2回分が5295億ユーロ）が殆ど貸出に繋がらなかったという批判が思い返される。その批判から生まれた枠組みこそが貸出実績連動型のTLTROというスキームだが、危機対応を繰り返し、仕様を刷新していくうちに用途制限が緩くなってきた経緯があり、今では利用するだけで金利減免が得られるようになった。7月会合時点では政府保証の存在が銀行貸出を支えており、TLTRO3で得られた原資がどのように利用されるのかに関してはさらなる分析が必要との指摘も見られている。TLTRO3の流動性が如何に実体経済に流し込まれるのかという論点は、当面のECBが抱く大きな問題意識の1つになっているものと考えられる。

APPの再増枠は9月のテーマになるか

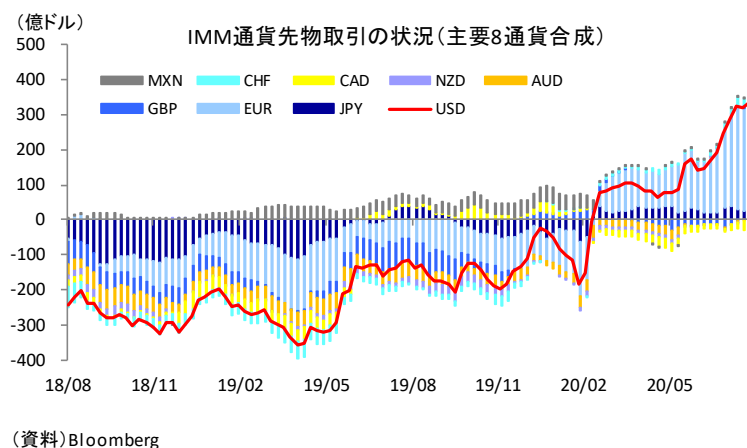
なお、過去の本欄でも議論したが、拡大資産購入プログラム（APP）に付されている年間の増枠分（1200億ユーロ）は早ければ10月にも使い果たす見通しだ。スタッフ見通し改定が行われる9月のタイミングで再増枠が検討されても不思議ではないが、今回の議事要旨で直接の言及は見られなかった。金融・経済情勢の持ち直しがテーマとなった7月会合時点では意識が向かなかったのかもしれない。だが、冒頭述べたように、8月に入り、米国に比べて押さえ込みが奏功していたと言われる欧州各国の新型コロナウイルスの感染対策に綻びも指摘され始めており、それが景況感にも影響を与え始めている。9月10日の政策理事会時の状況次第では、APPの再増枠という可能性は十分予想される展開ではないだろうか。

² 詳しくはみずほマーケット・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。

《ユーロ相場の現状と展望～「1.20」台復帰を目指して～》

ユーロだけでドル売りをけん引する構図に

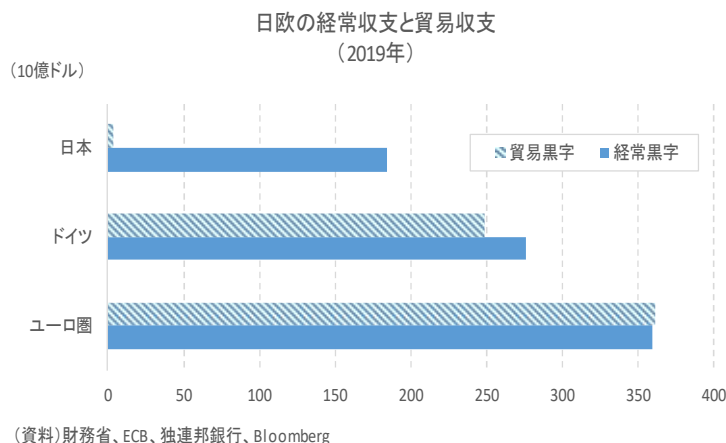
為替市場では 7 月から進んできたドル安相場が一服しているものの、ユーロ相場は騰勢は変わっておらず、さらに上値を窺う雰囲気強い。主要 3 通貨の強弱関係は時間帯によって変化しているが、「ユーロ＞ドル＞円」もしくは「ユーロ＞円＞ドル」の構図が交互に発生しているドル安相場が底打ちの様相を呈しているのは確かだが、ユーロ強の流れは止まっていないのが本稿執筆時点の現状である。IMM 通貨先物ポジション



(8月25日時点)に目をやれば、対ドルでのユーロ買い持ちは週を追うごとに膨れ上がっている。投機取引である以上、反対売買のタイミングに身構える必要はあるが、現状のところ、これを清算するためのトリガーは見出せない状況にある。3月以来の約5か月間、ほぼユーロだけでドル売りをけん引しているような状況について、その持続可能性を注目する段階に入っているのは確かだろう。

ユーロ/ドルの PPP は「1.20」台

これほどユーロが買われている理由については過去の本欄で繰り返し論じてきたので今回は詳述を避ける。敢えて改めて強調しておくとしたら、やはり各国間の金利差が消失している以上、世界最大の貿易黒字（に裏付けられた経常黒字）を抱えるユーロが買われるのは需給面から自然なのかもしれない。同じ経常黒字大国の通貨である円とユーロのパフォーマンスにこれほど差がつく理由として説得力のある論点である。図に示すように、日本の経常



黒字においてアウトライトのドル売り（・円買い）に直結しやすい貿易黒字の存在感はもはや皆無であるが、ユーロ圏（≒ドイツ）の経常黒字は基本的に貿易黒字と同義である。

一方で、物価面からの尺度を用いて、まだフェアバリューには距離があるという考え方もある。本欄では「金利差なき世界」はいずれ「物価差なき世界」に行きつくため、いずれは物価面からの解説の代表格である購買力平価（PPP）説も説明力を失いやすいと論じてきた。その思いは今も変わってはいないが、欧州債務危機を経てユーロ圏のインフレ率が米国のそれを恒常的に下回るようになった事実は未だ軽視できるものではない。過去10年弱で蓄積された両者の物価差は本来、PPPへの収斂という形で解消される筋合いがあるはずである。今年6月時点のユーロ/ドルのPPPを計算すると概ね1.23前後であり、

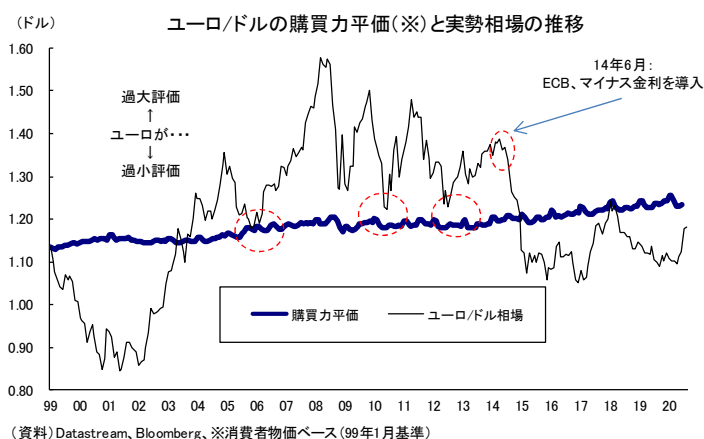
連騰を経て到達した現状 (1.18 付近) でも

▲4%程度、過小評価された状況と言える。

右図でも示されるように、ユーロ/ドルの実勢相場が PPP を割り込み、これを超えられなくなったのはちょうど 2014 年 6 月のマイナス金利導入以降である。2017 年 6 月、ドラギ元 ECB 総裁がポルトガルの都市シントラで「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった」と述べたことを受けてユーロが急騰したことが話題になり、その勢いに乗ってユーロ/ドルは一時的に 1.20 台を回復した。

名言の多いドラギ元総裁だが、このシントラ講演は「ユーロを守るためならば何でもやる」の次に有名な講演として知られる。シントラ講演がそこまでのユーロ買いを引き起こした背景には恐らく「ようやくマイナス金利の制約から解放される」との思いがあったのではないかと推測する。

筆者は巨額の米財政赤字に起因する「ドルの過剰感」を思えば、年内にユーロ/ドルが 1.20 台を回復する時間帯はあると考えているものの、PPP 未満の実勢相場を強いる犯人と目されるマイナス金利は当面健在であるため、1.20 定着も容易ではないとも予想している。敢えて言えば、巨額の貿易黒字を擁する分、ユーロはやや優勢になるというのが無難な見方であろうか。かかる状況下、「1.15~1.20」を主戦場とする時間帯が続くというのが本欄の基本認識である。



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。