

中期為替相場見通し

2020年9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～越冬リスクに構える金融市場～	
アベノミクス総括とスガノミクス展望～金融政策から構造改革へ～	P.3
米金融政策の現状と展望～日銀に似てきた情報発信～	P.5
主要国経済におけるマネー動向について～「インフレの芽」を嗅ぎ取るべきか～	P.7
米経済の現状と展望～過去とは比較にならない雇用喪失の今～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～越冬リスクの予行演習～	P.12
◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高に痺れを切らした ECB～	
ユーロ圏金融政策の現状と展望～実感する「ECB の日銀化」と「ユーロの円化」～	P.15
ユーロ相場の現状と展望～「ECB の日銀化」を促すユーロ高～	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

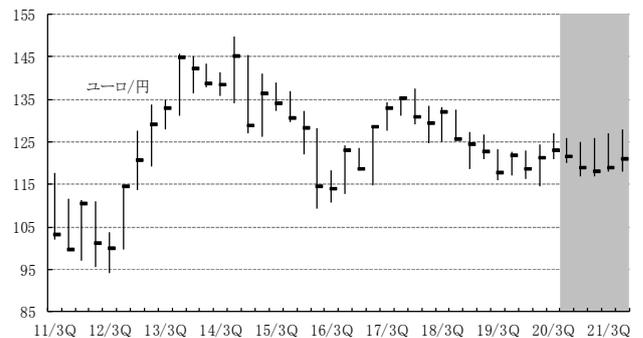
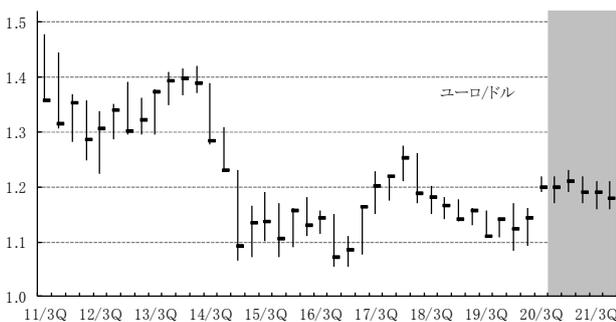
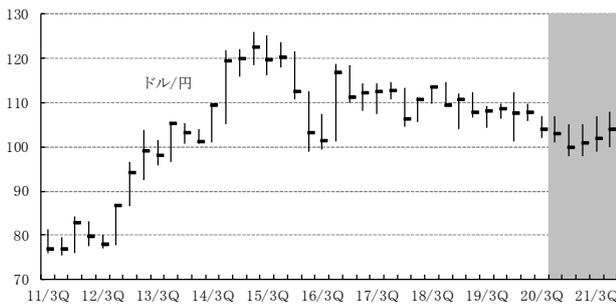
9月はドル安相場の揺り戻しが見られたが、対円では安値を掘る時間帯も見られた。日本では長期政権が交代したものの、菅政権は安倍政権からの継続性が当然視されており、レジームチェンジはテーマとなっていない。また、本来、為替市場でドライバーとなる米国の金融政策にも新味がない。新たな枠組みであるアベレージターゲットは「少なくとも23年末までゼロ金利」を示唆するが、これは「金利差なき世界」の現状を追認しただけであり、新しい潮流を作ることはない。なお、先進国ではマネー急増が話題だが、これは決して「インフレの芽」ではない。人々が未来を恐れてお金を備蓄し、それがマネーを増やしているのである。前向きな話とは言えない。金融市場(いや政治、外交全てにおいて)の注目は越冬リスクをどのように見積もるかに尽きる。要するに、新型コロナウイルスの感染拡大を念頭に「無事に冬を乗り越えられるか」というリスクだ。現状ではワクチン開発に依存したアップサイドリスクよりも、感染再拡大を受けた米国で追加対策が打たれ、「ドルの過剰感」に根付いたドル安が加速するというダウンサイドリスクの方が大きい。なお、予測期間中のボトムを21年1~3月期と置くのは4~6月以降、アフターコロナを意識した局面に移り変わっていくだろうという(希望的な)観測を前提にした結果である。

片や、ユーロ相場は上昇に一服感が見られている。名目実効ベースで過去最高水準にまで買われていた以上、まとまった幅で値を下げる展開はむしろ健全だ。また、今回の下げは欧州における新型コロナウイルスの感染拡大第二波を意識したものであり、今後、日米でも同じテーマが意識され当該通貨が売られる可能性も秘めている。その際、状況次第ではユーロが買われる通貨になる可能性もある。なお、9月はECBによるユーロ高けん制が耳目を集めた。9月を通じてみればユーロ相場は調整が進んだものの、これはECBの言動が意識された結果ではなくあくまでコロナリスクを意識した結果だ。ユーロ圏にまつわる「世界最大の経常黒字(中身はユーロ買いの見込める貿易黒字)」やディスインフレ傾向は理論的な通貨買い要因であり、「金利差なき世界」では尊重されると考えたい。今後、為替市場全体がドル安に傾斜する局面ではECBの意思とは無関係にユーロ買いが強まると筆者は考えており、それはかつての日銀の置かれた状況と酷似するように思える。

【見直し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1~9月(実績)	10~12月期	2021年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
ドル/円	101.18 ~ 112.23 (105.65)	101 ~ 107 (103)	98 ~ 105 (100)	98 ~ 105 (101)	99 ~ 107 (102)	100 ~ 108 (104)
ユーロ/ドル	1.0636 ~ 1.2014 (1.1741)	1.15 ~ 1.20 (1.18)	1.17 ~ 1.21 (1.19)	1.15 ~ 1.20 (1.17)	1.14 ~ 1.19 (1.17)	1.14 ~ 1.19 (1.16)
ユーロ/円	114.43 ~ 127.06 (124.04)	120 ~ 126 (122)	117 ~ 125 (119)	117 ~ 126 (118)	118 ~ 127 (119)	118 ~ 128 (121)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日の午前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～越冬リスクに構える金融市場～

《アベノミクス総括とスガノミクス展望～金融政策から構造改革へ～》

市場はレジームチェンジとは見なさず

与党・自由民主党は9月14日投開票の総裁選で菅義偉官房長官を第26代総裁に選出し、菅氏は16日の臨時国会で第99代首相に選出された。任期は安倍首相の残した2021年9月までの1年間となる。目先の注目点は内閣改造になるが、やはり2021年10月に任期が切れる衆議院議員の解散総選挙、そして2021年9月の自民党総裁選挙が政治的にはより重要なテーマになってくるだろう。下馬評では前者に近い将来に到来するとの見方が多く、支持率が安定し、野党勢力の体勢が整っていない10月中の解散シナリオがまことしやかに囁かれている。選出後、菅氏は記者会見で「規制改革は徹底してやりたい」と表明し、携帯電話の料金引き下げや中小企業や地方銀行の再編、そして行政のデジタル化を含めた新型コロナウイルス対策への意欲を示している。しかし、基本的には既定路線の確認と受け取る向きが殆どであり、総裁選を受けた金融市場の反応は限定的だ。金融市場も菅新政権を「安倍政権の居抜き」と捉え、レジームチェンジトレードを展開することは難しいと考えているのだろう。

安倍政権の爪痕が残る「政治と金融政策」というテーマ

今回、「菅官房長官が総裁選に出馬」という一報を受けてから、筆者が最も受けた照会の1つが「菅次期政権における金融政策運営の展望と相場への影響」だった。7年8か月前、民主党から自民党への政権交代と共に大相場が到来したことを思えば、そのような関心の持ち方は理解できる。しかし、「政権が代われれば金融政策も大きく変わる」という考え方は本来適切ではない。政府・与党が抱く金融政策の志向に着目し、その志向に沿って政策運営が展開されると予想し、資産価格の見通しを語ろうとする行為は意識・無意識のうちに「中央銀行の独立性」が忘却の彼方になってしまっていることを意味する。もちろん、世界的に「物価が上がらない」ことが問題視されている状況下、そもそも「中央銀行の独立性」は必要なのかという根本的な議論はあり得る。それはさらに別の大きなテーマになるため、今回の本欄では是非を議論するつもりはない。いずれにせよ、突発的な政権交代劇を受けて、多くの人々の意識が反射的に金融政策運営に向かったことは「政治と金融政策」というテーマに対して安倍政権の残した爪痕が非常に深いものであることを物語っていると言えるだろう。

もっとも、幸か不幸か日銀の「次の一手」が枯渇していることは金融市場に知れ渡っている。日銀は今や日米欧三極で最も論点の少ない中央銀行と言っても差し支えない。イールドカーブコントロール(YCC)導入で表舞台から存在感を消すことに成功し、無為な市場期待に付き纏われなくなったという事実は、黒田体制下の日銀が成し遂げた「地味な偉業」だと筆者は考えている。金融市場だけではなく、日本の政局からも日銀の存在感は消えかかっており、今回の総裁選でも、市場の注目とは裏腹に殆ど議論の対象にはなっていなかった。恐らく次回、政治と日銀が交錯する局面が来るとしたら、来年3月、桜井審議員が交代するタイミングであろうか。

コロナ禍が続く以上、機動性に優れた金融政策への期待が消えることはないだろうが、世界的な潮流も踏まえ、その政策対応の中心は財政政策、すなわち政府にならざるを得ないと考える。

「マクロのアベノミクス」から「ミクロのスガノミクス」へ？

では、政府の役割という点に関し、菅氏の胸中はどのようなものなのか。菅氏は総裁選最中の公開討論

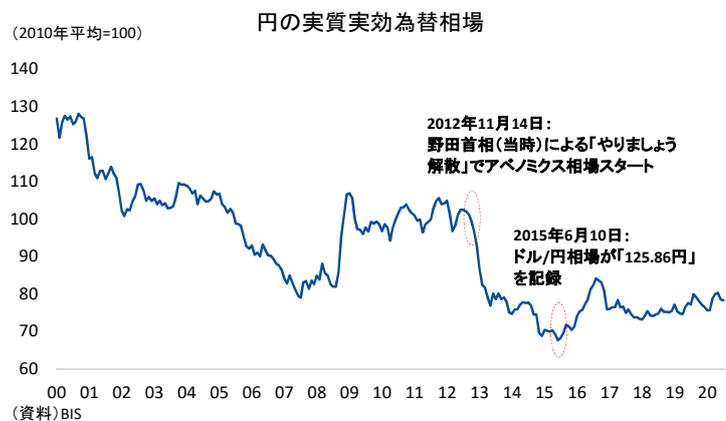
会で新型コロナウイルスの感染拡大を受けた経済政策について「これで（影響が）収まらなければ次の手を打っていく」と述べており、財政出動に関し「次の一手」の可能性を否定していない。だが、事前報道を見る限り、菅氏は財政政策で景気を押し上げるというよりも構造改革を通じて効率性を高めたいという意欲が強そうに見える。携帯電話料金の引き下げや地銀・中小企業の再編、厚生労働省の再編、各省の政策を一元化するデジタル庁の創設などは目先の景気刺激よりも構造改革を通じた日本経済の潜在成長率向上を企図しているようにも見える。とりわけ総務大臣（2006年）および副大臣（2005年）を歴任した知見を活かして通信業界へ深く切り込むとの見方は根強く、「菅首相 vs. 通信大手企業」は既に次期政権のアイコンのように扱われている。通信費引き下げはリフレ政策との整合性に難があるように思えるが、世論の支持は高いはずであり、解散総選挙を睨むならばこのテーマへの語気が強くなることが予想される。また、菅氏は総務大臣時代、内閣府特命担当大臣として地方分権改革に当たっていた経験もある。地方経済振興の支柱であったインバウンド需要が消滅した今、菅氏がこのテーマにどう切り込むかは手腕の見せどころに思えるが、実体経済が委縮する中、そこまで意識が及ぶのは難しいかもしれない。

コロナ対策を脇に置いた上で次期政権を展望するならば、アベノミクスが「金融政策を中心としたマクロ経済政策運営」を主眼としていたのに対し、スガノミクスは「構造改革を中心としたミクロな産業政策運営」の色合いが濃くなりそうである。新総裁に選出された直後の挨拶で「役所の縦割り、既得権益、あしき前例を打破して、規制改革を進めていく」と述べた以上、やはりテーマは構造改革になのだろう。とはいえ、菅氏が「やりたいこと」に注力するためには今年秋冬の新型コロナウイルス感染拡大について大過なく切り抜ける必要がある。基本的には感染症と戦うための非常事態モードであることは未だ不変であり、政策選択には強い制約が出てくるはずである。

なお、金融市場は構造改革のような長い目線の話は材料にすることはない。金融市場が注目するのはまず、感染症対策について大きな失点なく最初の半年間を手堅い支持率と共に切り抜けられるかという点だろう。この点に照らせば、まずは解散総選挙を経て民意を獲得した政権という建付けを築き、秋冬は無難な安全運転を心掛けた方が良いのだろう。

試乗の発射台は高め。下方リスク大きめ

金融市場の目線から簡単に新政権への所感を述べておくと、若干の不安は拭えない。歴史を紐解けば、日本経済の不幸は円高ともに到来することが多かったが、対米金利差が消滅していることや、貿易収支構造が変化していることなどもあって安倍政権はコロナ禍の中でも円高に見舞われずに済んだ。恐らく、菅政権も円高に付き纏われ無力感を感じる民主党政権のようなことはなるまい。しかし、今から思えば超が付くほどの円高・株安と言える水準、



言い換えれば「どん底」から始まった第二次安倍政権とは異なり、金融市場から見れば菅政権の発射台はかなり高いところから始まる。それゆえに価格水準という意味では下方リスクが大きめの市況で政権を

引き受けたと見るのが妥当だろう。実質実効為替相場ベースで見れば、第二次安倍政権が発足した 2012 年 11 月は今より 2 割ほど円高が進んだ水準にあった（前頁図）。

もっとも、足許では新型コロナウイルスの感染拡大は一進一退という状況にあり、世界的にも感染者数は再加速しているが死者数が増えないという前向きな傾向も指摘されている。その科学的根拠について筆者は多くを語れないが、弱毒化を指摘する声も出始めている。もし、巷で言われる通り、10 月に解散・総選挙となり、政府・与党が勝利を手にした場合、菅政権は名実ともに民意を得たことになる。11 月以降、本格的に菅政権が始動し、無事に越冬することができれば「一番大変な時にバトンを渡され、それを乗り切った首相」として長期政権への橋頭保を築くことになる可能性も秘める。

後述するように、予測期間中は「越冬リスク」こそ最大の不確定要素であり、ここを乗り切れば米金利の上昇と共にドル/円相場が盛り返してくる公算が大きい。そうなった場合、日経平均株価も底堅く推移するのではないかと。円安・株高を前提とすれば政権支持率も堅調を維持できるはずだ。その上で構造改革を中心とする菅政権の真価が春先以降、試されてくるというのが現時点で抱ける最大限の展望と考える。

《米金融政策の現状と展望～日銀に似てきた情報発信～》

今後 3 年間はゼロ金利

9 月 16 日の FOMC は現状維持を決定した。FF 金利の誘導目標は 0～0.25% で据え置き、3 月以降継続する量的緩和政策（QE）も米国債を月 800 億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）も同 400 億ドルのペースで購入する方針が据え置かれた。政策の具体的な中身は不変である一方、政策メンバーの金利見通し（ドットチャート、右図）は「少なくとも 2023 年末までゼロ金利」という点で意見集約されており、当

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
Mar-18	n.a.	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	n.a.	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Dec-18	3.125%	n.a.	n.a.	2.750%
Mar-19	2.625%	n.a.	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-19	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Dec-19	1.875%	2.125%	n.a.	2.500%
Jun-20	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

面の金融市場で政策金利が論点化することがないことを改めて確認した格好である。今回の声明文から新規に追加されたフォワードガイダンスである「政策委員会は長期的な平均が 2% となり、インフレ期待が 2% に固定されるために、インフレ率が当面の間、2% を緩やかに上回ることを目指す (the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent)」とドットチャートが目先の展開を約束してしまっており、今後 3 年間、世界の資本コストである米金利がゼロであるという前提で物事を検討しなければならない。

もっとも、こうした「金利なき世界」の長期化は今回明らかになった事実ではなく、従前の状況を再確認したに過ぎない。実際、会合直後の為替市場ではドル売りが優勢となったものの、長くは続かなかった。筆者は引き続き緩やかな円高・ドル安を予想する立場だが、米金利の低位安定は所与の条件としてしか見ていない。あくまでドル安のドライバーは今会計年度に想定される米財政赤字の規模（ドルの過剰感）であろう。その意味で新規の材料として筆者が注目したいのは本稿執筆時点ではまだ米議会で揉めている追加経済対策第四弾の規模である。いずれにせよ、「今、ドルは買えない」というのは相応に説得

力のある判断であり、引き続き本欄では年内 100 円割れを臨む展開を予想している。

ドットチャートや SEP が「願望レポート」化する恐れ

ドットチャートにおけるメンバーの金利観にばらつきは見られない。ゼロ金利（年末値 0.125%）を予想しているメンバーは 2020 年と 2021 年で 17 名（全員）、2022 年が 16 名、2023 年が 13 名である。今から 3 年経っても利上げできると考えているメンバーが 4 名しかいないという状況であり、もはやドットチャートそれ自体が強いフォワードガイダンスになっている感もある。また、FRB スタッフ見通し（SEP）による 2020～23 年の PCE デフレーター（総合）の見通しは、「1.2%→1.7%→1.8%→2.0%」と前回から 2020 年が+0.4%ポイント引き上げられているほか、2021 年と 2022 年も+0.1%ポイントずつ引き上げられている（2023 年は今回から追加）。新たな枠組みの下、ある期間について「平均 2%」を目指すのであれば、2023 年まで待っても利上げは不可能というのが SEP から得られる含意になるが、今回のドットチャートもこうした SEP と整合的な仕上がりとなっている。

なお、こうしたドットチャートや物価見通しを踏まえ、「これほどまでに低い物価見通しが予想され、そして 2%超のインフレ率を容認する覚悟があるならば、もっと緩和すべきではないのか」という声は今後、当然出てくる。実際、今回の記者会見でもその種の質問は出ていたが、パウエル FRB 議長はアベレージターゲットの有効性を強調するだけで説得的な回答を展開できていないように見受けられた。今回はアベレージターゲット導入後、初めてのドットチャートであり、SEP でもあったため、大きな問題に発展していないが、こうした情報発信が続くこと自体、中央銀行の信認という観点から決して良いことではない。2013 年以降、黒田日銀が 2%の物価安定目標を無為に唱え続け、「展望レポート」が「願望レポート」とまで揶揄されるような状況になったことを見ればよく分かるだろう。今後、FRB の情報発信が日銀のそれのように空虚なものになっていく可能性を危惧したい。

いつでも反故にされる可能性がある

アベレージターゲットに基づく FRB の新たなフォワードガイダンスは、今のところ金融市場から尊重されているように見受けられる。しかし、この手のフォワードガイダンスは状況が変わればあっさり反故にされる可能性を秘めている。今回も例外ではない。例えば、「moderately above 2 percent」の「moderately」がどの程度を指すのか全く分からない。「2%」から許容されるべき乖離幅が 0.1～0.2%ポイントなのか、それとも 0.5%ポイントなのか。月次で公表される物価指標にとってそれは決して小さな話ではあるまい。また、乖離を許容するにせよ、念頭に置かねばならない「平均すべき期間」がどれくらいなのかも分からない。こうしたアベレージターゲットを構成する重要な要素についてパウエル議長は記者会見でも問われているが、その都度はぐらかしており、市場に具体的なイメージを持たせないように腐心している。また、今回の声明文には「The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run」とあり、アベレージターゲットと共に最大雇用を目指す旨も強調されている。この点に関しても「失業率に限らず、労働参加率や賃金なども含む幅広い計数で判断する」と会見で述べ、言質を与えていない。

要するに、物価も雇用も、フォワードガイダンスの中心論点として打ち出しながら、後々の総合判断が効くように裁量を大きく残してある。中央銀行としては当然の差配だが、裁量を残すほどフォワードガイダンスとしての威力は下がる。なお、会合直後、ドル/円相場ははっきりと下落したものの、ブレイクインフレ率や米 10 年金利が際立って動いたわけではなく、両者から計算される実質金利はほぼ横ばいだった(図)。新しいフォワードガイダンスは市場にさほど浸透していないようにも感じられる。



また、今回の FOMC は全会一致ではなく 2 名から反対票が出た。そのうちの 1 名であるカプラン・ダラス連銀総裁は「より広範な政策金利の柔軟性 (greater policy rate flexibility)」を求め反対しており、現状以上にフォワードガイダンスに裁量を与えたい立場のようである。恐らく新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いてくればこの手の立場は唐突に勢いを持ってくる可能性がある。その際、アベレージターゲットは現在の市場が理解しているもの (≒ 安定的な緩和路線) とは大分異なったものになってくるのではないかと。例えば、現在は「平均して 2% を目指すので目先の 2% 超は容認」という枠組みの下、メンバー個々人の予想中央値であるドットチャートもゼロ金利定着で意見集約しているから違和感がないが、今後、ドットチャートがタカ派 (端的には利上げ) 色を強めてきた場合はどうするのか。そうなった時、「どの程度の 2% 超を容認するのか」や「平均とはどの期間を指すのか」をはぐらかすわけにはいかないのではないか。鳴り物入りで導入された印象のあるアベレージターゲットだが、この先を考えると小さくない脆弱性を含んでいるように思えてならない。

《主要国経済におけるマネー動向について～「インフレの芽」を嗅ぎ取るべきか～》

マネーの急増を読み解く

コロナショックが「悲観の極み」をもたらした今年 3 月から起算して半年が経とうとしており、経済・金融情勢に関し様々な論点が浮かび上がってきている。实体经济で話題になりやすいのはやはり米国の雇用情勢であり、雇用喪失・復元のペースが過去の局面のそれとは比較にならないほど荒れたものになっている (この点は次項『米経済の現状と展望～過去とは比較にならない雇用喪失の今～』で詳しく議論する)。既に少しずつでも前月比で雇用が増勢に転じつつあるという意味で過去の局面对比でポジティブな点も見出せるが、これは失われた雇用の甚大な規模に照らせば気休めにすらならないものだ。

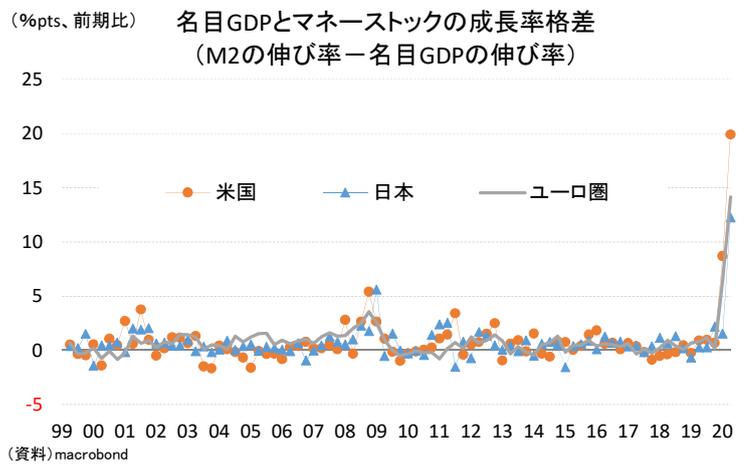
实体经济についてはこうした雇用や賃金、生産といったハードデータが着目されやすいが、足許では主要国のマネーストック (日本ではマネーサプライと呼ぶ) が急増している動きが再三にわたって報じられている。例えば 9 月 13 日付の日本経済新聞電子版は『企業・家計の現預金急増 日米欧、コロナで給付金』で題し、この論点を取り上げていた。マネーの急増は将来的には物価そして為替に影響を与える動きであるため、本欄でも考察を与えておきたい兆候である。

議論に入る前にマネー関連統計の定義を確認しておきたい。マネーストックは「金融部門から経済全体

に供給されている通貨の総量」を示す統計だ（解説を日本銀行 HP より参照、以下同）。中央銀行から金融部門に供給された通貨の供給量であるベースマネーがマネースtockへ繋がる（そして物価を押し上げる）という考え方がこの先にあるわけだが、黒田体制下の日銀によるベースマネー急増を通じてマネースtockは相応に増加しなかった。この点は別の話になるので今回は割愛したい。マネースtock（以下、単にマネー）の保有主体は一般法人、個人、地方公共団体などが対象となり、「金融機関・中央政府以外の経済主体」という言い方がシンプルである。この際、通貨の範囲をどう仕切るかは国によって異なるが、M1、M2、M3、広義流動性と対象範囲が広がっていく分類のうち、M2 を用いて議論することは多い。日銀の展望レポートも M2 の動向を評価の対象としている。当然、経済が成長すれば資金需要も大きくなるはずなので、マネーと GDP の間には安定した関係が想定される。この時点で GDP が「原因」で、マネーが「結果」ということになる。だが、マネーの増加自体が株・為替・債券・不動産などあらゆる資産価格の変化（上昇）を引き起こし、経済成長に影響を与える経路もある。ここではマネーが「原因」で、GDP が「結果」という関係にもなる。いずれにせよ、こうした相互連関を踏まえると、マネーと GDP の伸び率に顕著な差が出ることは考えにくい。

だが、現状では顕著な差が生じている。

右図は M2 と名目 GDP の前期比伸び率の差 (M2-名目 GDP) を見たものである。日米欧三極の 4~6 月期 GDP の仕上がりは史上最悪であるのだから、足許で確認されているマネーの伸びが成長に起因するものではないことは説明する必要があるまい。理論的（厳密にはケインズ経済学的）に貨幣を保有する動機は①「取引動機」、②「予備的動機」、③「投機的動機」の 3 つが想定される。①は文字通り経済取引に使うために、②は将来の不確実性に備えるために（つまりは貯蓄のために）、③は資産運用の観点から有利になるために、それぞれ貨幣を保有するという動機である。



GDP の成長とマネーの増加を想定した貨幣需要増加は①を前提としている。また、コロナ禍における貨幣需要増大については②の動機も大きく寄与していそうなことは想像がつく。もちろん、金利が消滅していることから「利率が低いほど、流動性（≒貨幣）を選好する傾向が強くなる」という流動選好説に基づく③の動機も無視できないが、やはり直感的に②が大きく寄与していそうなことは腑に落ちる。

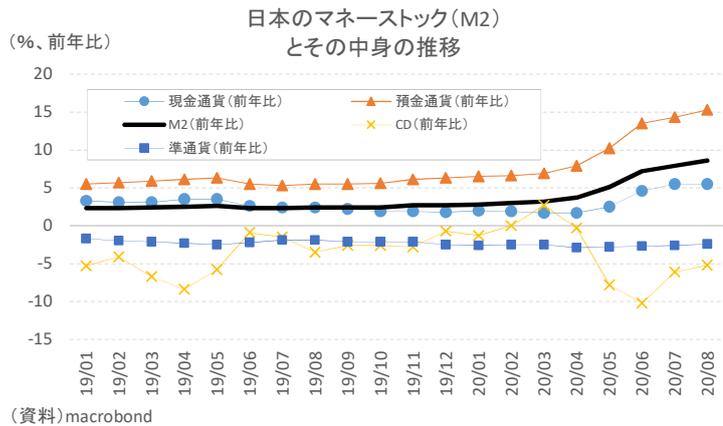
預金通貨の伸びがけん引

現在確認されている M2 の伸びは財政措置を反映した動きとみられる。貸出が増加すると借り手の預金が増加するので預金通貨は増える。この点、危機時に銀行貸出が増加して預金通貨がある程度膨らむことは珍しい話ではない。しかし、今回は異例の財政措置の影響が相当に大きいと考えるべきであろう。例えば日本では定額給付金（10 万円）や事業者への持続化給付金が預金通貨を増やしたと考えられる。米国でも失業保険の上乗せ給付や現金給付など政府による手厚い家計部門への支援が特殊要因として考えられる。ユーロ圏も国ごとに金額や給付対象に差異はあっても、定額給付に類する政策は取られてい

る。資金需要に対応した銀行貸出に加え、特殊な財政措置が M2 を直接的に押し上げたのは明白である。

実際に M2 を構成項目別に見てみよう。

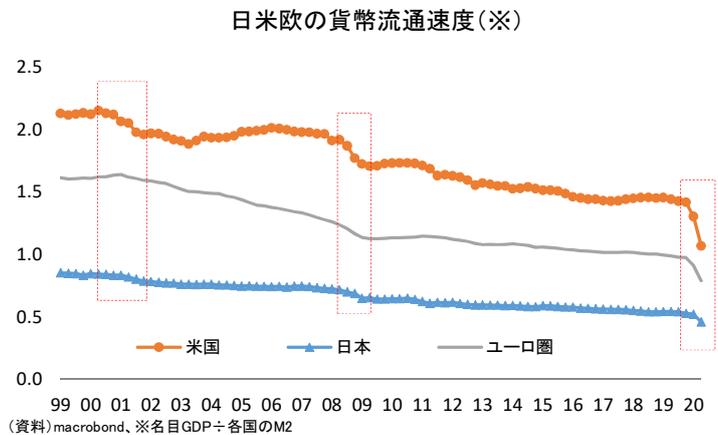
右図は日本の M2 とその構成項目の動きを見たものだが、現在の M2 の大きな伸びは貸出や給付金の振り込みなどを通じて預金通貨（いわゆる当座・普通・貯蓄・通知・別段などの要求払預金）がけん引していきそうなことは想像に難くない。それに次いで現金の保有（タンス預金など）が増えたことも寄与していそう。家計部門や企業部門に向けた財政措置が予備的動機を通じて備蓄されているという行動の結果が M2 急増の主因と見受けられる。



「インフレの芽」になるのか

為替に限らず、今後の経済・金融情勢を占うという立場からは、急増したマネーがどのような影響を持つてくるかという問題意識を抱くことになる。その影響は多岐にわたるはずだが、仮に物価変動を貨幣現象と捉える貨幣数量説から理解すれば、「いずれ急激なインフレを招きかねない」という懸念に繋がる。貨幣数量説は実体経済とマネーの関係について「名目 GDP = 貨幣数量 (マネーストック : M) × 流通速度 (V)」と規定する。流通速度とは貨幣が実体経済で使われる頻度、速度、回転率などと理解される。2019 年を例に取れば、日本の名目 GDP は約 554 兆円、マネーストック (M2) は約 1040 兆円なので、マネーは約 0.5 回転 (554 兆円 ÷ 1040 兆円) していることになる。なお、V は短期的には一定として議論が進められる。また、名目 GDP は実質 GDP と物価によって「名目 GDP = 物価 (P) × 数量 (実質 GDP : Y)」と表現されるので、貨幣数量説からは「MV=PY」という関係を想定することになる。貨幣数量説の世界では「貨幣は経済取引を効率的に行うための交換手段でしかない」と考える世界、いわゆる「貨幣の中立性」が成立する世界なので「M を増やしても Y は不変」という考え方が前提となる。この時点で V に加え、Y も一定という世界が想定される。すると「M=P」だけが残り、「急増したマネー (M) の結果、物価 (P) が押し上げられかねない」という「インフレの芽」を警戒する姿勢に繋がってくる。

この議論を突き詰めると紙幅が必要になるため深入りは避けるが、現段階で「インフレの芽」を警戒する必要はないと考えたい。確かに、足許では裁量的なマクロ経済政策が異次元の規模に達していることからアフターコロナにおける資産価格の騰勢は警戒した方が良いでしょう。だが、それをもって制御不能な一般物価の急騰まで想起するのは飛躍がある。例えば今次局面のように異常なショックを受けた状態で「V を一定」としてしまふことは正しいのか。上述したように、足許で確認されるマネー急増の小さくない部分は予備的動機



に基づくマネーの抱え込みと考えられる。必然、マネーの回転率である V は低下が予想されるし、前頁図に示されるように実際にそれは確認できる。過去を振り返れば、IT バブル崩壊、同時多発テロ (9.11)、リーマンショックなど、強いショックが起きた局面でも V はやはり低下しており、しかもその後インフレが襲ってきたことはない。先に示した「 $MV=PY$ 」に当て嵌めると、「 M が急増しても V が大幅低下していれば、 P が上昇する必要はない」、要するに「インフレの芽」を警戒する必要はないという話になる。危機だからこそマネーと物価の関係は貨幣数量説が想定するほど単純なものにはならないのである。

なお、 V を一定としても、 M の増加それ自体が Y を引き上げる、すなわち「貨幣の中立性」が成立しない世界を想定すれば、やはり P が上昇する必要はない。この辺りは神学論争めいた域に入ってくるので今回は割愛する。いずにせよ、現在目の当たりになっているマネー増加が将来のインフレを約束するものではないという慎重な見方は持っておくべきであろう。

マネーが解放される展開もあるが・・・

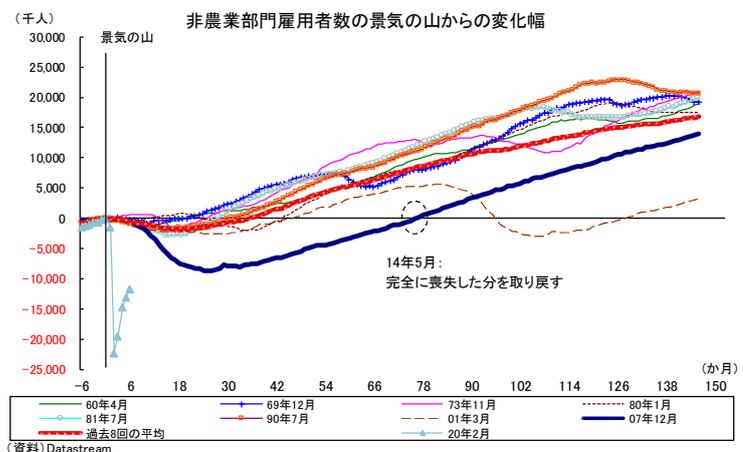
もちろん、現在の景気後退局面は感染症に対するマインドの在り方ひとつで激変する可能性を秘めているという怖さがある。例えばワクチンの開発であったり、ウイルスが弱毒化しているという研究結果であったりといった前向きな材料を受けて、予備的動機で抱え込まれていたマネーが实体经济に解放される可能性はある。しかし、現段階ではまず「どうしてマネーが急増しているのか」を理論的な理解と共に把握した上で、合理的にあり得そうな展開を探るべきではないだろうか。 漠然と「マネーが増えたからインフレが怖い」は分かりやすいが、思慮深いとは言えない。

筆者は金融資産価格の騰勢こそ警戒するものの、实体经济における一般物価が押し上げられるほどの懸念を持つべきではないと考える。そもそも、そのような懸念を持ったところで、新型コロナウイルスの完全終息が視野に入らないうちに現行のマクロ経済政策を修正することは現実的には不可能だろう。政策的な含意に落とし込めない懸念にさほど意味があるとは思えない。

《米経済の現状と展望～過去とは比較にならない雇用喪失の今～》

コロナショック半年経過。米雇用市場の深手を概観

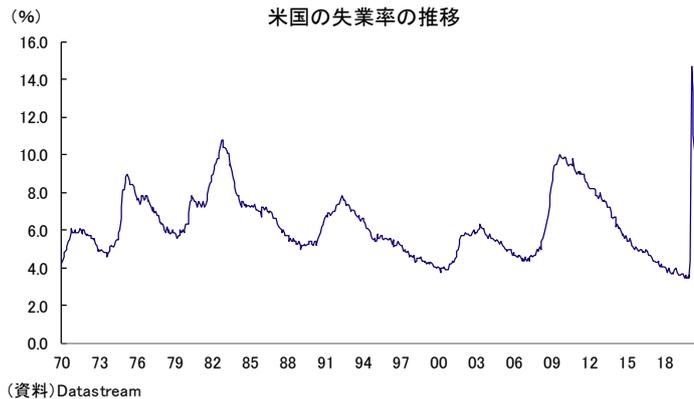
金融市場が「悲観の極み」とも言える状況に陥った3月のコロナショックから、半年が経過した。金融市場は落ち着きを取り戻してはいるものの、实体经济はまだまだ深手を負ったままである。とりわけ、米国の雇用市場の悲惨な現状からは目が離せない。2009年6月から続いた米国史上最長の景気拡大局面は2020年2月に「山」をつけた。128か月間という拡大局面はそれまでの過去最長（120か月間）を8か月間も更新するも



のであった。現時点では8月分までの雇用統計が明らかになっているため、今次後退局面に入ってから、ちょうど半年間が経過したことになる。図は過去の景気後退局面のスタート地点（すなわち景気の「山」）

を起点とした場合、各局面における非農業部門雇用者数（NFP）変化がどのように推移してきたのかを振り返ったものだ。一瞥しても分かるように、リーマンショックを伴った後退局面（2007年12月が「山」）はそれまでに経験したどの後退局面よりも甚大な雇用喪失に見舞われた。しかし、今回のコロナショック（2020年2月が「山」）はそれを遥かに凌駕しており、正真正銘、未曾有のショックである。具体的に数字を見ると、さらにショッキングだ。景気の「山」が2007年12月に到来して以降、リーマンショックを経て、雇用が最も失われていたのはそこから27か月後となる2010年2月であり、その時点で▲869.4万人の雇用が喪失していた。これでも十分、史上稀に見るショックだった。

しかし、今回はその比ではない。今回は「山」が2020年2月に到来し、そこからわずか2か月後の同年4月に▲2216万人の雇用喪失が確認されている。喪失の程度も、そこに至るスピードも尋常ではない。人類史上、ここまで景気が不連続に変わったことは戦争以外ではあり得ないだろう。結果、失業率で見れば、わずか1か月（2月→3月）のうちに「半世紀ぶりの低水準」から「史上最悪の高水準」に急騰している（図）。株高を煽っても消費者心理が戻らないのは、家計部門がトラウマを抱えるくらいのショックだったからではないか。



薄日を見出すことも可能

過去の後退局面との比較に基づけば、リーマンショック後の雇用喪失（最大▲869.4万人）が完全に復元されたのは景気の「山」から起算して78か月目となる2014年5月だった。これをそのまま今回に当て嵌めると2020年2月から78か月後なので2026年7月という話になる。ちなみにFRBが利上げ着手に成功したのは2015年12月だったので、雇用喪失からさらに1年半の様子見を経て利上げに至ったことになる。これを今回に当て嵌めると2028年1月になる。

こうして過去の経験に従えば従うほど絶望的な気持ちになるが、薄日を見出すこともできる。というのも、リーマンショックは文字通りバブルの崩壊であり、とりわけ米国の家計部門が過剰債務を背負い込み、その調整が長引く過程で低成長を余儀なくされた。だが、今回のコロナショックはバブルの崩壊ではなく、マクロ経済における不均衡の蓄積が問題を起こしたわけではない。それゆえ、家計や企業が債務返済に躍起となり消費・投資が停滞するといったいわゆるバランスシート調整の恐

過去6か月における米雇用統計の状況

	復元率	雇用喪失量(万人)
合計(NFP)	47.9%	-1,154.9
財部門	50.5%	-124.2
自動車・同部品	73.9%	-9.4
サービス部門	49.3%	-947.6
運輸・倉庫業	33.2%	-38.1
小売業	72.5%	-65.5
人材派遣業	47.1%	-47.2
宿泊・飲食	53.2%	-326.9

(資料)macrobond

れはない。もちろん、ハイイールド債やレバレッジドローンなど、不均衡がなかったわけではないが、米家計部門の住宅ローンのような規模感で議論されるものではない。あくまで感染症を理由とした強制的な経済活動の停止であり、誤解を恐れずに言えば、「故意的に引き起こされた不況」である。ゆえに、感染症の終息に目処がつけば、その戻りはバブル崩壊後の足取りよりも軽くなる（はずである）。現状では

今年の秋冬に対する警戒から消費・投資意欲が高まりにくく、貯蓄過剰に傾きやすいが、それも何をきっかけに行動様式が変わるかは読めない状況だ。例えば、ワクチン開発と実用化に目処がつくだけでもかなり変わるのではないのか。戦時中と比喻される今次局面だが、戦争のように社会インフラが破壊されたわけではない。正常化の過程を阻害するのは感染症への向き合い方次第であり、必然的に景気回復ペースはバブル崩壊後のそれとは異なる。既に▲2000万人以上も失われたNFPだが、8月時点でその半分は復元されている。それでも未だ▲1000万人以上の雇用が失われているので慰めにもならないが、リーマンショック後の後退局面ではNFPが前月比で増勢を取り戻すまでに「山」から2年近くかかっており、安定的に雇用増加の軌道に乗り始めたのは2010年11月頃（すなわち「山」から約3年後）であった。この点は直ぐに雇用増加の軌道に戻っている今次局面との大きな違いである。

とはいえ、このような動きから「意外にコロナショックは早く終わるかもしれない」というアップサイドリスクまで取り上げるのはまだ気が早いだろう。繰り返しになるが、まだ▲1000万人以上の雇用が失われており、最近見られている雇用の増勢はあくまでロックダウンの反動である。「実体経済の深手」に絶望するばかりではなく、過去の局面と比較した上で、何か違いを見出すことができなかつたかと思案を巡らせる姿勢は重要であるし、悲観に支配されず、客観的な視点を持って市場を展望していくことは常に重要である。しかし、リスクシナリオとはいえ、現時点でアップサイドの話詳しく嘸し立てる気持ちになるのは難しいというのが筆者の現状認識である。

《メインシナリオへのリスク点検～越冬リスクの予行演習～》

「恐れていたことが・・・」と受け止める市場参加者

9月下旬に入り、金融市場では数々の不安材料が意識され、一時的にリスクオフムードが高まる時間帯が見られた。英国でロックダウンが再開されるとの一報を皮切りに欧州における新型コロナウイルスの感染拡大第二波懸念が悲観ムードを焚き付けた。ジョンソン英首相は3月導入のロックダウンよりも緩和された措置を言明しており、大半の経済活動は継続されることを強調しているが、冬場を前に「恐れていたことが」と受け止める市場参加者も少なくないのだろう。大陸欧州に関しても、フランスやスペインでロックダウン再導入の可能性が取り沙汰されている。このままいけば恐らくは英国のEU離脱交渉スケジュールにも影響してくることも考えられる状況である。実際、新規感染者が増えても死者数は殆ど増えていないという点で春とは状況が大きく異なるはずだが、やはり元々あった冬場の感染拡大に対する潜在的な懸念が顕在化し、3月のような大荒れ相場に身構える向きも出てきたのだと考えられる。

また、新型コロナウイルス関連だけではなく、米議会で依然調整が続く追加経済対策（厳密には第四弾）への懸念も市場心理の足枷となっていると考えられる。元より大統領選挙直前という繊細な時期ということもあり、追加経済対策の議論は着地点が見えない状況が続いていたが、ルース・ギンズバーグ米連邦最高裁判事の死去を受けてさらに政治的駆け引きの収束が難しくなっている。トランプ米大統領は9月26日、保守派であるエイミー・コーニー・バレット判事を後任候補に指名したことを明らかにしている。しかし、終身制の最高裁判事を大統領選挙直前に現職大統領が指名することに関しては野党・民主党から権力乱用として反発が強い。最高裁判事の指名には上院の同意が必要だが、共和党で上院トップのマコネル院内総務はあくまで（野党・民主党が快く思わない）保守系判事の指名に執着しているという。元々共和・民主両党は追加経済対策の規模で合意点を見出せずにいたが、ここに政争の具が追加投入されてしまった状態にある。さらに、IT関連企業を巡る規制に関して米中対立が激しさを増しており、

また欧米大手銀のマネーロンダリング疑惑まで浮上している。にわかには不安材料がそこかしこに台頭してきている状況であり、リスクオフムードの高まりは必然の帰結と言える。

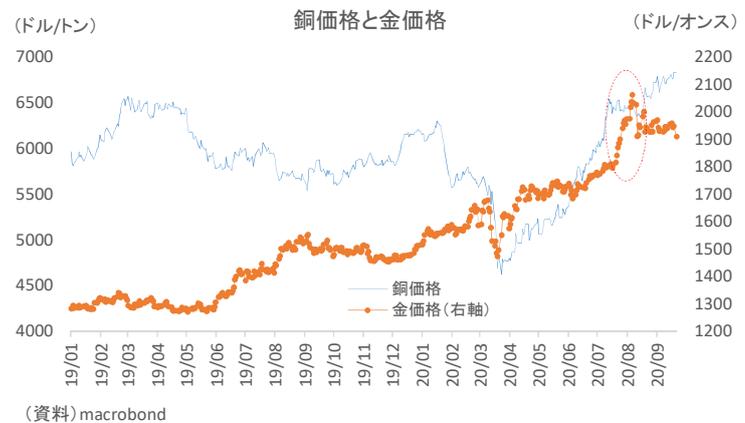
これら 9 月に入ってから強く意識されるようになった不安材料は 10 月以降も引きずることだろう。後述するように、全てはダウンサイドリスクであり、円高リスクと整理できるものだ。

伝統的なパターンは健在

こうした状況の中、金融市場ではドルおよび米国債が買われる一方、株を筆頭とするリスク資産が手放されているが、その中で「不安の逃避先」として囃し立てられてきた金もしっかり売られた。株価下落などを補填する「換金売り」で含み益の実現が企図されているとの解説が目立つが、そもそも本当に危なくなった時に換金される資産は安全資産と「位（くらい）」がそれほど高くはないとも考えられるだろう。

一方でドルや円は強さを発揮していた。結局、「有事のドル買い」と「世界最大の債権国通貨の円買い」は最も深刻なリスクオフ局面では威力を発揮するという伝統的なパターンは健在ということであろう。なお、世界最大の経常黒字国（貿易黒字国）であるドイツを擁するユーロも本来、この状況で買われる筋合いにあるが、リスクオフの震源が「欧州の第二波懸念」であり、また過去 3 か月で猛烈に買われてきたという経緯も踏まえれば、ユーロがある程度売られるのは致し方ないとも言える。むしろ、ユーロ/ドル相場を例に取れば、3 月の年初来安値から 9 月初めの年初来高値まで最大で約+13%も上昇していたものが、本稿執筆時点では▲3%弱戻したに過ぎない。

話を金価格に戻そう。みずほマーケット・トピック¹や外部寄稿では繰り返し議論してきたが、所詮、金価格の上昇は過剰流動性相場の副産物であり本当の不安が台頭した時には手放されるのが必然である。例えば、9 月に入ってから展開を見ると、金価格は失速する一方、銅価格が盛り返していた（図）。より長い目線に立ち、過去 6 か月の展開を見ると、確かに金価格の勢いは強かったが銅価格との比較で言えば、



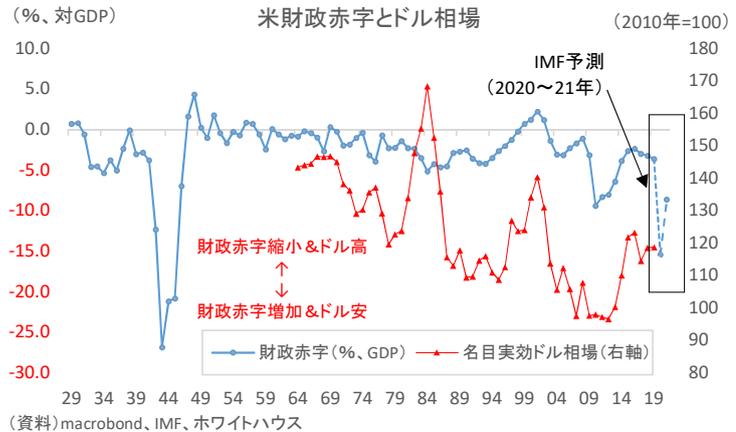
「銅より強い金」だったのは 7 月中旬からの約 1 か月間であり、それ以外の期間はそれほど金が独走していたわけではない（図、点線赤丸部分）。

「感染拡大に対する不安感から金を買われている」と言われていた裏側では世界経済の先行指標である銅も買われていたし、株も買われていた。もっと言えば、債券も買われていた。リスク資産も安全資産も無差別に買われていたのである。金が最高値をつける過程で感染症拡大への不安が全く意識されていなかったとまでは言わないが、基本的に金価格の上昇は金融・財政政策の大盤振る舞いを前提とした金融相場の一環と考えられる。とりわけ米政府の追加経済対策なければ、企業収益がリーマンショックを超える悲惨な状況にあるのだから、株価の調整は必然の帰結である。この点、両党の摩擦が続く米議会の状況は米国の、ひいては世界の株価に対して相当な重荷になるリスクだと考えるべきだろう。

¹ みずほマーケット・トピック 2020 年 7 月 2 日『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。

越冬リスクは怖い、あくまで骨子は「ドルの過剰感」

ドル/円相場に関して言えば、引き続き年内 100 円までは本欄の想定内である。米国の追加経済対策の規模は結論が見えないが、今会計年度の米政府の財政赤字が名目 GDP 比で▲15%まで拡がることは確定している。図示されるように、これでも単年度としては戦時中を除けば最高水準でありドル安を予想するには十分な材料である。ここからさらに財政赤字の上積みを検討される以上、「ドルの過剰感」をテーマにした中期的なドル安見通しを大きく修正する必要はないというのが筆者の基本認識だ。



問題はそうしたメインシナリオに対してダウンサイドを検討する必要があるかという点だが、9月下旬に発生した欧州発リスクオフが示唆するように、新型コロナウイルスの感染状況によって相場の風向きは一変する。そのため、ダウンサイドリスクの検討は「常に必要がある」と言わざるを得ない。過去に議論したように、最近数か月のユーロ買いの背景には「2021年にかけて見込まれるユーロ圏の成長率が米国のそれより高いこと」という至極真つ当なファンダメンタルズへの期待も織り込まれていたと筆者は考えている。だが、欧州の感染拡大を前にその期待は雲散霧消している。結局、どのようなシナリオを検討するにしても、「新型コロナウイルス次第」という留保条件は外せないということだ。

9月は越冬リスクの予行演習

そうした未来に対してエコノミストができることは、OECDが史上初めて2つのメインシナリオ(dual scenario)を検討したように、複数のパターンを提示することだけである。冬に向けて米国が再度ロックダウンに陥るといふ展開まで想定するのであれば(つまりは越冬リスクが最も強く意識される展開になれば)、経済対策の規模はより膨らみ「ドルの過剰感」はよりテーマとして勢いを持つだろう。反対に、ワクチン開発とその流通に期待が盛り上がれば、アフターコロナを意識した米金利の上昇とドル相場の反転が期待できる。だが、早期のワクチン開発や流通を前提にしたアップサイドリスクに構える市場参加者は多くないであろうし、そうするだけの根拠にも乏しい。

9月に見られたリスクオフ相場からは政治・経済・外交その他全てが「無事に冬を乗り越えられるか」という越冬リスクを恐れながら動いていることがひしひしと感じられたが、これは10~12月期および1~3月期において極めて大きなテーマとして市場参加者の胸中に存在し続けるだろう。9月はその予行演習のようなものであったと考えたい。

◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高に痺れを切らした ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～実感する「ECB の日銀化」と「ユーロの円化」～》

声明文からユーロ高懸念

9月のECB政策理事会は市場予想通り、現状維持であった。これは同時に発表されたスタッフ見通しがほぼ6月から据え置きであったことと整合的である(図)。しかし、事前報道でも注目された通り、ユーロ高に対して

ECBのスタッフ見通し(2020年9月)

	2019	2020	2021	2022
消費者物価上昇率(HICP)	1.2	0.3	1.0	1.3
(前回:2020年6月)	1.2	0.3	0.8	1.3
実質GDP	1.3	-8.0	5.0	3.2
(前回:2020年6月)	1.2	-8.7	5.2	3.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2019～21年が1.14。

は踏み込んだ言動が見られた。後述する記者会見における複数の質問はもちろん、声明文も「短期的には弱い需要、低い賃金そしてユーロ高の影響もあって物価上昇圧力は抑制されている」と懸念を表明している。さらに「不透明感が高まる状況下、政策理事会は今後明らかになる情報を注意深く評価する。これには中期的な物価見通しに対する含意という観点から、為替市場の動向も含む (developments in the exchange rate, with regard to its implications for the medium-term inflation outlook)」と経済・物価情勢を評価する上でユーロ相場がリスク視され始めていることも指摘された。声明文はメンバー全員の同意が必要になるため、こうしてユーロ高懸念が明記されること自体が重要な問題意識の表れである。

物価下落の大部分はユーロ高に起因？

記者会見の関心も当然、ユーロ高に集中していた。一番目の記者からは「今日は為替相場が主題 (a topic) だったと思われるが、もう少し議論の詳細を教えて欲しい。現在のユーロ相場の水準にどの程度の懸念を持っているのか。この通貨高は正当化されるものなのか。政策運営に影響するか」といった踏み込んだ質問が出ている。これに対しラガルド ECB 総裁は「はい。ユーロ高に関して議論しました」と認めた上で「為替レートは政策ターゲットではない」と定番の前置きをしつつ、「ユーロ高が政策目標である物価に対して下押し圧力を持っているかという観点から広範に (extensively) 議論を交わした」との旨の回答を行っている。実際のところ、中銀総裁として、これ以外の回答はあり得ないだろう。

だが、ユーロ高に関する質問をしたのは1人だけではなく、上述の質問を踏まえた上で別の記者が「広範に議論を交わしたというが、ラガルド総裁そして ECB はそこまでユーロ高を懸念していないようにも見える。これはメンバー全員に通じて言えるものなのか」とさらに踏み込んだ詰めも見られた。これは端的には「フランスやイタリアなどは気にしていないのか」ということが関心事なのだと推測される。これに対しラガルド総裁は声明文の「不透明感が高まる状況下、政策理事会は<中略>為替市場の動向も含む」を読み上げ、「声明文をよく読んでいれば、通貨高に対する言及は前回声明文にはなかったことに気づくでしょう」と述べ、あくまで物価に対するリスクとしてのユーロ高を注視すると繰り返している。

それでも何らかの言質を取ろうという別の記者からは「ユーロ高を注視しているのは分かったが、これまでの市場動向は基本的に穏当なもの (benign) と考えているのか、それとも多くのメンバーが懸念しているものなのか。何かコメントを貰えないか」と食い下がっている。これに対してのラガルド総裁は上述の回答と似通ったものでありながら、「現在の域内物価は下押し圧力に晒されており、それは部分的には、いや実際のところ大部分はユーロ高に起因している (largely attributable actually)」と述べている。

「物価への影響」という論点を通じてのみ、ユーロ高をけん制できる ECB にとって、これは最大限に踏み込んだ発言と考えられるだろう。しかし、後述するように物価低迷の大部分がユーロ高によるものだというラガルド総裁ひいては ECB の認識は若干、過剰ではないかと筆者は感じている。

財政政策と金融政策の関係性

なお、ユーロ高以外では 1 番目の記者からパンデミック緊急購入プログラム (PEPP)、拡大資産購入プログラム (APP)、ターゲット型長期流動性供給プログラムなどについて修正を議論したかという包括的な質問が見られている。これに対しラガルド総裁は「各種政策の効果検証は常に行っており、とりわけ PEPP については全部 (the full envelope) を使い切る公算」と従来の方針が強調されただけであった。ただ、興味深い質問として「拡張財政の結果、今年から来年にかけて各国の財政赤字が GDP 比で膨らむことになる。その結果として発生する金利上昇が不安定化を招かないためにも市場は PEPP の拡大を期待すると思うが、この点をどう考えるか」というものがあつた。この質問を受けたラガルド総裁は「財政措置が取られたことを歓迎する」と述べ、「我々は財政政策が取られ、金融政策と互いに手を携えていくこと (fiscal policies to work hand in hand with monetary policy) を繰り返し求めてきた」と強調し、財政政策が打たれることへの前向きな評価を明らかにしている。

このような中銀のスタンスは今や国際標準と言えるものだ。ユーロ圏では安定・成長協定 (SGP) の下、財政収支に制約があるため財政政策の機動性が担保されず、結果として ECB がそのしわ寄せを受けやすくなってきた経緯がある。この点はドラギ体制から問題視されてきたことだ (ドラギ元総裁が退任時の farewell speech でユーロ圏としての財政政策拡充を求めたくらいである)。上述の質問に対し、最終的にラガルド総裁は PEPP の強みは柔軟性であると従来通りの説明に終始し、APP に変わって中心的な位置づけ (a central stage) にあるものだと述べるに止めている。もちろん、「拡張財政に呼応して PEPP を拡大する意向」を認めることは財政ファイナンスに直結しかねないため、はぐらかすのは当然である。しかし、財政政策に関して「work hand in hand with monetary policy」と述べたあたりから、意図は察して欲しいということではないだろうか。これも昔ならば危うい発言と取られかねないものだろう。

ちなみに当初、PEPP は緊急の政策として導入されたものであり、①ショックで毀損した政策の波及経路修復という役割を担っていた。だが、状況の落ち着きに伴って②緩和強化により物価を押し上げるという役割も済し崩し的に付加されている。これにより最近では「①は奏功したが②はまだなので継続」というロジックがとられるようになってきている。このロジックは PEPP の出口戦略を検討する際にも重要になり、この点を問う記者も現れたが、近い将来に注目されることはない話なので深掘りは避けたい。

金融政策戦略の見直しは徐々に再開へ

目下、中銀ウォッチの世界では FRB の戦略見直し (その結果としてのアベレージターゲット導入) が話題だが、一方で ECB の戦略見直しはコロナ騒動で頓挫したままである。ラガルド総裁はこの点を問われ「各種セミナーを通じて徐々に戦略見直しを再開している」と述べ、例として「9月23日には物価計測をトピックとする議論を行う予定であり、ECB の物価安定目標についても作業を進めていく」と返している。かねてから議論されてきたように、ECB の見直し作業では、ユーロのデジタル化や気候変動の影響など、ラガルド総裁の「らしさ」が反映される見通しであり、これに加えてマクロプルーデンスや財政政策との関係性なども取り上げられることになっている。

単純に FRB と比較しても対象範囲が広い見直し作業となるため、時間もかかり、現時点で結論について話せることが少ないという事情があることをラガルド総裁は述べている。当初から述べられていた通り、欧州議会や域内の市民との対話といったプロセスも経て、見直しを進めていく意向も明らかにされており、時間がかかるのは致し方ないのだろう。しかし、戦略見直し作業はあくまで目先の政策運営とは切り離れた論点であることは注意すべきだろう。最近目にする「FRB のアベレージターゲットに対抗して・・・」といった議論はその辺りの実情を誤認しているものと考えられる。

《ユーロ相場の現状と展望～「ECB の日銀化」を促すユーロ高～》

身内からも苦言が出てきた ECB の通貨高けん制

上述したような政策理事会後のけん制にもかかわらず、ユーロは下がらなかった。ラガルド総裁は 9 月 13 日にもアラブ諸国の中銀総裁や金融当局者との会合で、ユーロ高が緩和によるインフレ押し上げ効果を相殺したと述べているが（9 月 13 日、ブルームバーグ）、やはりユーロ相場は堅調だった。結局、9 月下旬に入り、欧州における新型コロナウイルスの感染拡大第二波が材料視されるようになったことでユーロはようやく下がり始めたが、それでもユーロ/ドル相場を例に取れば、3 月の年初来安値から 9 月初めの年初来高値まで最大で約+13%も上昇していたものが、▲3%弱戻したに過ぎない（本稿執筆時点）。ハードブレグジットを巡る懸念もにわかに高まっており、しばらくは積み上がった投機的なユーロ買い持ちポジションの調整は不可避と思われるが、9 月に入ってから必死のけん制の割にユーロ/ドル相場が底堅く推移した事実は今後のために認識しておく必要がある。

確かに、為替変動が輸入物価を介して一般物価に影響を与える経路は中銀として懸念すべき論点だが、中銀による為替レートへの言及は基本的にタブーでもあるため、その主張の正当性は検討される筋合いにある。一連の動きの中でドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）は、9 月 21 日に公表した報告書の中で「ECB はユーロ相場を動かす意図はないが、その政策運営によってユーロ相場が大きく影響を受けている」、「金融政策を伝達する際、為替相場に及ぼす可能性のある影響を考慮する必要がある」などと指摘している。これはブンデスバンクから ECB への「苦言」と言えるものだろう。身内からこのようなメッセージが出るほど、ECB の政策運営は物価ではなく為替に向いているということだろう。

ECB のユーロ高懸念は正当なのか？

そもそもユーロ相場が本格的に騰勢を強めたのは 6 月以降の約 3 か月間であり、3 月の年初来安値から起算しても約 6 か月間だ。為替変動がたった 3 か月ないし 6 か月で金融政策の修正を迫るほど物価を動揺させるといふ説明はやはり無理があるように感じられる。ここで ECB が過去に発表したワーキングペーパー²が参考になる。これによれば、1%のユーロ高は 1 年後（4 四半期後）のユーロ圏消費者物価指数（HICP）を▲0.07%ポイント押し下げる計算になる。また、2014 年 3 月 6 日の理事会後の記者会見においてドラギ元 ECB 総裁が「実効ベースで 10%のユーロ高はインフレ率を▲0.4～▲0.5 ポイント下押しする」と述べたこともあったが、ここではワーキングペーパーとして示されている試算を用いてイメージづくりをしてみよう。3 か月を想定して単純にワーキングペーパーで示された影響を 4 分割すると「1%のユーロ高で 0.0175%ポイントの HICP 押し下げ」、6 か月ならば 2 分割で「1%のユーロ高で 0.035%ポイントの HICP 押し下げ」というイメージになる。

² ECB 『The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro area』 Aug.2007

もちろん、四半期ごとに等分の影響が出ることはないだろうが、単純化のためそのように仮定する。現在、HICPは8月分まで公表されており、総合ベースでは4年ぶりの前年比▲0.2%、食品・アルコール飲料・タバコを除いたコアベースでは過去最低の同+0.4%にとどまっている。こうした悲惨な結果がECBの危機感を煽っているとの見立ては多く、9月の政策理事会においても相応に議論的となったものと推測される。ラガルド総裁によれば、それは「大部分がユーロ高のせい」という話らしい。

物価低迷をユーロ高に求めるのは無理筋

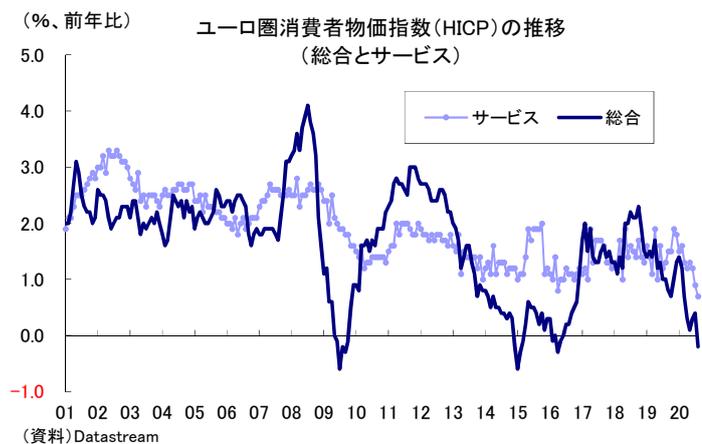
では、仮に7月までのユーロ高が8月分までのHICPに影響を与えたとしてみよう。ECBが日次で発表する名目実効為替相場（主要貿易相手国42か国ベース）は2月初めから7月末までの6か月間で約+6.8%上昇した（図）。この約+6.8%上昇を上記の「1%のユーロ高で0.035%ポイントのHICP押し下げ」に当て嵌めればHICPを▲0.2%ポイント強、押し下げるといえる話になる。しかし、今年2月時点では総合およびコアベース共に前年比



+1.2%の伸び率を維持していた。それが今年8月時点では総合で同▲0.2%、コアベースで同+0.4%となったのである。この6か月で発生した▲1%ポイント以上の下振れの大きな部分をユーロ高（試算に基づけば▲0.2%ポイント強の下押し効果）で説明しようとするのは無理がある。ラガルド総裁の「実際のところ大部分はユーロ高に起因している (largely attributable actually)」という発言はECBにとってショッキングな結果である「物価低迷」と「ユーロ高」を反射的に結び付けてしまっただけなのではないか。

懸念すべきはサービス物価の低迷

もちろん、今後数か月間でユーロ高がHICPの伸び率を抑制してくるのは確かだろう。しかし、前掲図にも示すように、少なくとも現時点に限れば物価低迷の大部分はエネルギー価格に起因したものと考えるのが妥当である。要するに、ユーロ高というよりも春先以降に発生した（前年比での）原油価格下落が寄与している。一方で、賃金との相関が高いと思われるサービス物価もここにきて失速が目立つことから、単にエネルギー価格だけの問題とは割り切れない深刻さを秘めているのも確かだ。8月のサービス物価は前年比+0.7%と統計開始以来で最低を記録している。サービス物価は全体（総合）の振れと比較すれば抑制された動きが続く傾向にあったが、ここにきてはつきりと失速し始めている（図）。これが本来は下方硬直性を持つはずの賃金下落の影響だとすれば、ECB



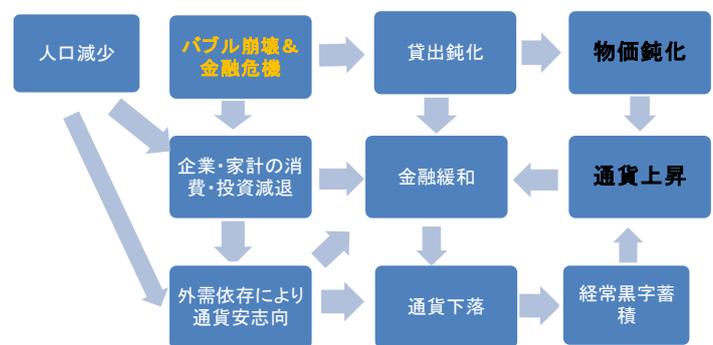
が警鐘を鳴らすべきはこちらであったのではないかと。

日本の経験を踏まえれば無駄な抵抗

本欄では繰り返し論じているように、「金利差なき世界」の長期化が見込まれる中、為替市場ではシンプルの需給環境が材料視されやすくなっていると考えられる。貿易黒字を主体として抱え込まれる世界最大の経常黒字は今こそ威力を発揮しやすいものであり、ユーロが対ドルだけではなく実効ベースで上昇すること違和感はない。上述したように、全会一致の同意が必要な声明文でユーロ高を問題視した以上、現実問題として HICP が冴えない状況も考慮すれば、「為替はターゲットではない」と言いつつ ECB は 10 月にも何らかの手段を講じる可能性が高い。最もハードルが低いのは 3 月に追加した拡大資産購入プログラム (APP) の増枠分 (1200 億ユーロ) を再拡大することだろうか。それでユーロ高が反転すれば良いが、日本の経験を踏まえれば、FRB の緩和志向がはっきりしている状況下では、巨額の経常 (貿易) 黒字やデysinフレといった理論的に正当化される要因に裏付けられた通貨高は金融緩和で解消することが難しい。周知の通り、「ドル/円相場の歴史」は「円高の歴史」であり、「円高の歴史」は「貿易黒字の歴史」であり「デフレの歴史」でもあった。2012 年 12 月以降、第二次安倍政権の誕生と共に「リスクオフの円買い」が迫力を失ったのはアベノミクス、とりわけ黒田日銀による異次元緩和が原因ではない。第一に FRB の正常化機運の高まり、第二にその時期から赤字が定着した本邦貿易収支の存在があった。この経験に照らすと、ECB の努力にもかかわらずユーロ高是正は容易ではないと推測される。

今後も ECB は通貨高を抑制しようと四苦八苦する可能性が高い。それが奏功するかどうかはさておき、そのような「金融政策の通貨政策化」は日銀の通ってきた道だ。往々にしてドル安相場の潮流に歯向かってカードを無為に消費するだけに終わる可能性が高い。ユーロ高を嫌気する脆弱国の声が大きくなりやすい ECB 政策理事会において、ユーロ高を座視するのは難しいだろう。芳しい効果が期待できないと分かっているにもかかわらず金融政策のカードを切り続ける未来が予想される。筆者が 6 年前に上梓した『欧州リスク 日本化・円化・

日本化のプロセス



(資料)筆者作成

日銀化』(東洋経済新報社)の中で掲載した日本化フローチャートである。全てではないが、かなりの程度、近年のユーロ圏における経済・金融情勢に符合するのではないかとと思われる。「ECB の日銀化」、「ユーロの円化」そして「ユーロ圏の日本化」を前提として、日本の経験を糧にして相場を展望していきたい。

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。