

中期為替相場見通し

2020 年 10 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～バイデントレードよりも重い「ドルの過剰感」～

2020 年為替市場の概観～どのような通貨が評価されてきたのか？～	P.3
米大統領選と為替市場～バイデントレードをどう理解すべきか～	P.4
過去最悪の米財政赤字とIMF「税制報告」～消えない「ドルの過剰感」～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～「明るい未来」が最大の想定外～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～深刻さ増す物価の低迷とユーロ高の行方～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～就任 1 周年。ユーロ高はウィルス級の怖さ？～	P.14
ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～深刻さ増す物価情勢～	P.16
ユーロ相場の現状と展望～ECB の分析するユーロ高要因とは～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

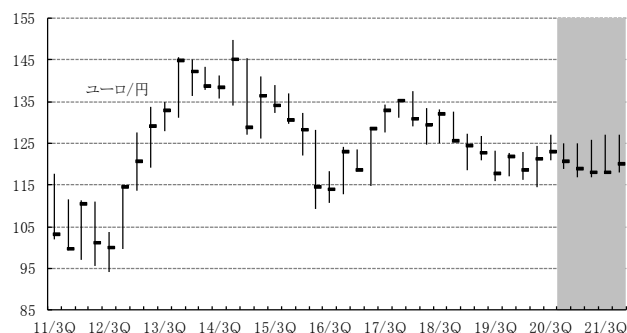
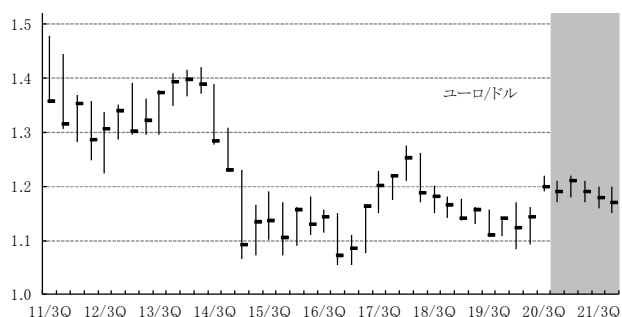
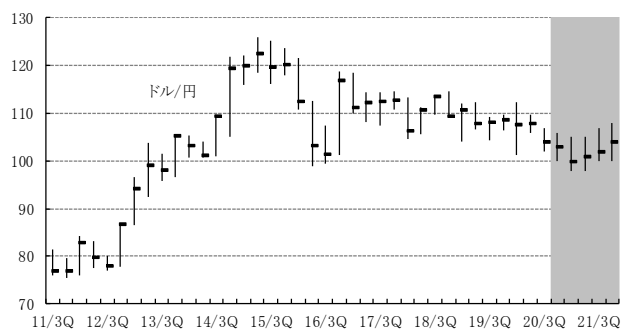
10月のドル/円相場も軟調さが続いた。年初来の10か月間を振り返ってみると、円およびスイスフランは対ドルで負けていた時間帯が極めて限られており、「やはり円は危機に強い通貨だった」という印象が残る。総じて経常黒字国通貨が好まれており、この意味でも円は当面尊重されそう。予測期間を通じて新型コロナウイルスの感染拡大状況がテーマだろうが、まずは米大統領選挙の帰趨に注目せざるを得ない。バイデン候補優勢にかこつけて「民主党政権ゆえの拡張財政路線→米景気浮揚→米株価上昇・金利上昇」とのロジックが幅を利かせているが、同氏の増税路線を踏まえると、こうしたロジックには不安もある。少なくともFRBが「利上げは2024年以降」という情報発信に腐心する中、米金利上昇は続くまい。仮に米金利上昇が続くのならば、ドル安が放置されること自体に無理があるが、誰も米金利が上がり続けるとは思っていないからこそ、10月は米金利とドルの逆相関が実現したのだろう。その意味で予測期間中の最大のリスクはコロナ禍の早期終息と考える。「明るい未来」が最大の想定外というのは悲しいことだが、市場参加者は景気改善に伴う米金利とドルの相互連関的な上昇など殆ど期待していないように思われる。ダウサイドよりもアップサイドのリスクに目を向けておく局面と考える。

片や、ユーロ相場も高止まりしている。欧州大陸が本格的な感染第2波に見舞われている状況でも売り戻しの動きは見られない。「ドルの過剰感」が分厚いことが背景にあるのだろうが、やはり「金利差なき世界」では「世界最大の経常黒字」が評価されやすいのではないかと。かかる状況下、ECBはユーロ高警戒を緩めないだろう。通貨高を理由として追加緩和をするという露骨な政策運営は考えにくい、現実問題として域内の物価情勢は深刻である。特にサービス物価の低迷は鮮明であり、賃金低迷を予見させる兆候として注視される。より長い目線で評価しても、リーマンショック後、域内のフィリップス曲線が下方シフトしているのは確かであり、ここに日本化の機運を見出すことができる。ユーロ高がこうしたディスインフレ傾向を悪化させるリスクであることは間違いなく、ECBが手を打ってくる可能性はある。しかし、あくまで「ドルの過剰感」に起因する相場の潮流ゆえ、簡単には覆るまい。アフターコロナが視野に入る来春以降にドル安の流れは変わってくると予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～10月（実績）	11～12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 (104.45)	100 ～ 106 (103)	98 ～ 105 (100)	98 ～ 105 (101)	100 ～ 107 (102)	100 ～ 108 (104)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.2014 (1.1688)	1.15 ～ 1.19 (1.17)	1.16 ～ 1.20 (1.19)	1.15 ～ 1.19 (1.17)	1.14 ～ 1.18 (1.16)	1.13 ～ 1.18 (1.15)
ユーロ/円	114.43 ～ 127.06 (122.08)	119 ～ 125 (121)	117 ～ 125 (119)	117 ～ 126 (118)	118 ～ 127 (118)	118 ～ 127 (120)

(注) 1. 実績の欄は10月30日までで、カッコ内は10月30日の午前11時半頃。 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～バイデントレードよりも重い「ドルの過剰感」～

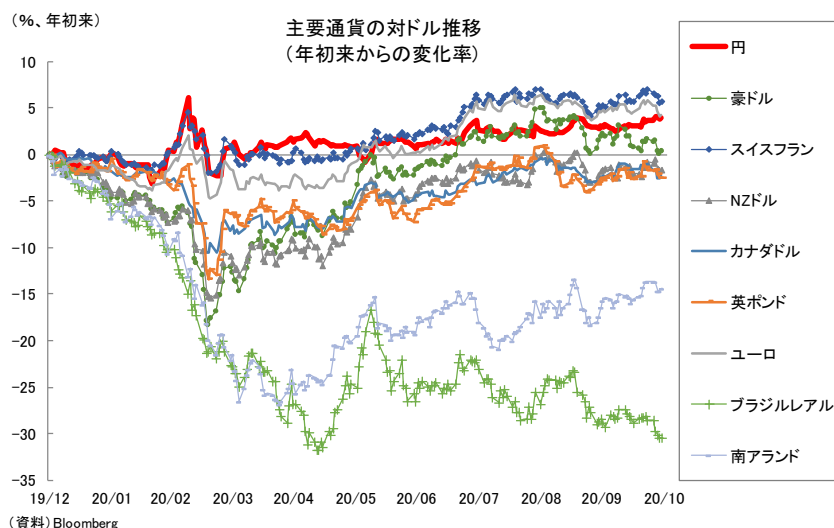
《2020 年為替市場の概観～どのような通貨が評価されてきたのか？～》

年初来の対ドル相場から見えるもの

新型コロナウイルスに振り回され続けた 2020 年も残すところ、あと 2 か月強になった。実体経済は深手を負ったままだが、未曾有の財政・金融政策を背景として金融市場、とりわけ株式市場の勢いはもうビフォーコロナに立ち返ったかのような様相である。一方、為替市場の動きは穏当であり、市場でも話題になることが少ない。だが、年初来の動きをフォローしてみると特筆できる論点も見えてくる。

図は対ドルでの主要通貨の推移を見たものである。なお、こ

こでは人民元を取って抜いてあるが、これは語るべきことが多いためであり、詳しくは後述の議論を参照頂きたい。リーマンショック後の状況と比較した場合、「リスクオフの円買い」や「リスクオフのスイスフラン買い」の迫力は薄れたように感じられるが、コロナショックが市場を席卷し始めた 2 月以降、円やスイスフランが対



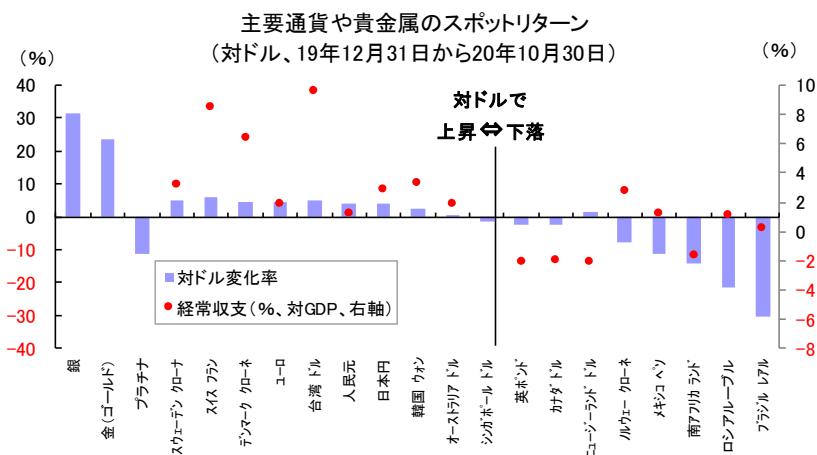
ドルで下落したのは 3 月上旬、世界中でドル調達コストが上がった一瞬だけだ。この時のドル買いはリーマンショック直後にも見られた急性的な反応であり、金融市場の脊髄反射のようなものである。マスクが品薄になると感じた消費者が店に殺到して価格が高騰するのと同じで、購入対象の本質的な価値を示すものとは言えない。金融機関は実際にドルが不足しているから調達を試みたわけではなく、「不足しそうだから」調達を試みたのである。不安に基づく一過性の値動きであり、直ぐに収束した。

リスクオフ通貨としてのポジションを固めつつあるユーロ

また、5 月に入ってからユーロ相場の復調が目立ち始め、6 月以降にはっきりと年初来上昇圏に復帰し、足許に至るまで騰勢が続いている。この間、域内の新型コロナウイルスの感染動向は紆余曲折があり、これに応じて実体経済への懸念も変化した。ユーロ相場は大きな動揺もなく現在に至っている。本欄では繰り返し論じているが、ユーロはやはりリスクオフ通貨としてのポジションを徐々に固めているのだと思われる。世界最大の経常黒字（および貿易黒字）や長年続くデフレーション状況は通貨高の理由として正当なものであり、実体経済の強弱とは無関係に威力を発揮する。政治や経済の安定性と通貨の強弱がリンクしないことは日本がどの国よりも痛感した事実だろう。ユーロ圏は政治的には常時不安を抱えているが、「永遠の割安通貨」を擁するドイツがコンスタントに外貨を稼ぎ続けることから「需給面では堅調なユーロ」という論点が崩れることはない。これは現在のような「金利の無い世界」では尊重される側面であり、それは欧州大陸が本格的な感染第 2 波に見舞われている現在でもユーロ高が進んでいることから明らかである。こうした動きはリーマンショック後、ユーロ圏の経常黒字が安定していなかった時代では見られなかったものであり、当時はリスクオフ時にユーロは売られやすい通貨だった。

対ドル上昇通貨の共通点は1つ

図は年初来の値動きを見たものだが、足許に限って（10月30時点）、年初来の対ドル変化率を比較したものが右図だ。対ドルで上昇している通貨は上述した円・スイスフラン・ユーロ以外ではスウェーデンクローナ、デンマーククローネ、台湾ドル、人民元、韓国ウォン、オーストラリアドルである。これらの通貨には全て経常黒字国通貨であるという共通点がある。オーストラリアは経常赤字



(資料) Bloomberg, IMF, 経常収支は2020年予想の数字

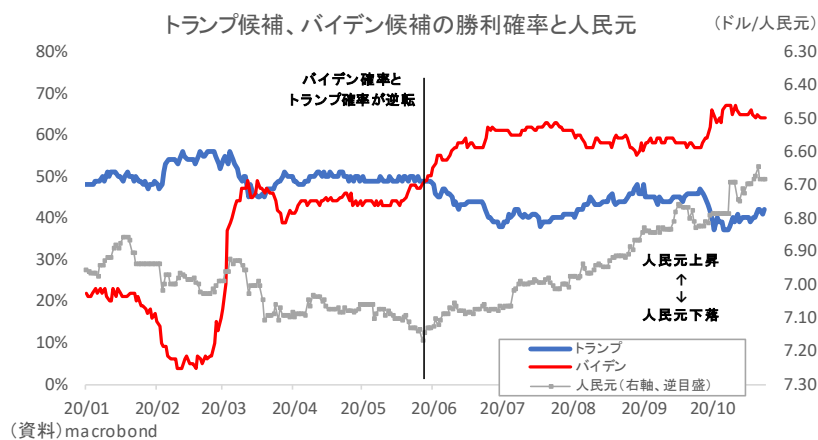
国のイメージが強いが 2019 年は均衡（やや黒字化）しており、今年は黒字幅が広がる見込みだ。経常黒字が長年積み上がると、対外純資産になり、日本の場合は 29 年連続で世界最大、近年ではドイツが世界第 2 位の座から日本の背中に近づいているのが現状である。円やユーロが対ドルで買われているという事実は、「需給面で見えて買える通貨だから」というごくシンプルな理由もあるはずだ。

近年、円相場は市場参加者の関心が薄れていることからそもそも取引量自体が細っており、「終わった通貨」のように評価する声もある。正直、それを全否定できないような状況ではあるように思う。だが、「有事において対ドルでの価値が安定している」という事実は地味ながらも前向きな事実とも言える。金融市場において「ボラティリティが小さい」ことは予見可能性が高く、リスク量が小さい「価値が安定した資産」という評価に繋がる。そのような通貨が自国通貨であるという事実は国、経済、ひいては国民にとって僥倖と言えるものだ。往時のような迫力はないため注目は薄れがちだが、「やっぱり円は危機に強い通貨だった」という整理はそれほど誤りではないと強調しておきたい。

《米大統領選と為替市場～バイデントレードをどう理解すべきか～》

バイデン候補支持率と人民元相場

本稿執筆時点では米大統領選挙の結果は出ていないが、バイデン大統領誕生シナリオに賭ける向きは多そう（図）。金融市場では法人税増税や富裕層課税に積極的なバイデン候補の大統領当選は株価にとって逆風と解釈する向きが多かったはずだが、今や「民主党政権で拡張財政路線なので株は買い」という雰囲気が支配的である。後



述するように、果たしてそれほど簡単な話だろうかという不安は禁じ得ない。一方、株式市場とは違って為替市場の反応ははっきりしない。バイデン大統領シナリオではリスクオフムードの高まりに応じて円

やユーロ、スイスフランを買う動きが強まるかと思われたが、明確な方向感は見いだせていない。注目すべき論点はある。図は両候補の予想当選確率にドル/人民元相場の動きを重ねたものだ。人民元は5月末から騰勢を強めているが、ちょうど同じ時期から両候補の当選確率が逆転している。バイデン大統領になった場合の政策メニューは未だ判然としないが、前述した「増税路線」に加え、「親中路線」というイメージは比較的定着しているように見受けられる。

「政治的に見れば元は買い」の勢い強く

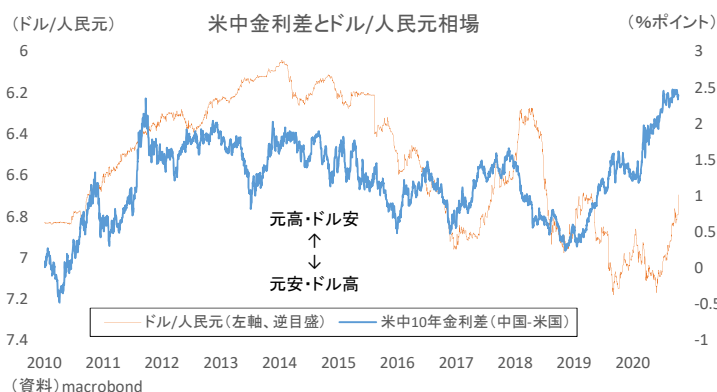
かかる状況下、10月、人民元相場は一段高となった。政治的な追い風が吹いているという解説は最も腑に落ちるが、それだけとも言えない部分もあり、ここで改めて論点を整理しておきたい。本稿執筆時点でもドル/人民元は約2年ぶりの高値圏にあり、そろそろ中国当局の意向も気になる地合いになっている。10月10日には中国人民銀行（PBoC）は金融機関が為替フォワードを通じた顧客向けの外貨買い（元売り）を行う際に預け入れていた元本20%相当の外貨リスク準備金を10月12日から撤廃することを表明した。外貨リスク準備金とは要するに「元売りを行う金融機関への罰金」であり、2年前の元安局面で導入されたが、ここもとの元高をけん制すべく撤廃されたという動きである。元高は対米関係の改善や中国経済への前向きな評価を反映した動きと考えられるが、そろそろ許容範囲を超えるという当局の思惑も見え隠れする。ちなみに今年に入ってから中国の外貨準備は増勢基調にあるため、現在目になっている元高・ドル安はPBoCの元買い・ドル売り介入の結果ではなく、市場実勢を反映した動きと言える。外貨準備が増えているのは元高・ドル安による為替差益によって膨らんでいるのだろう。

バイデン候補の副大統領時代、訪中時に対米輸出規制緩和と引き換えに元高を容認したとの過去も頻繁に引き合いに出されており、「政治的に見れば元は買い」との判断が幅を利かせやすい環境があるが、その確証をどれほど持つべきか定かではない。しかし、昨年の今頃は米中貿易摩擦を巡る緊張が極まる中、ドル/人民元が大台となる7.0に乗せ、定着していた。この流れが変わった背景に「トランプからバイデンへ」という政治的な読みがある程度効いているのは間違いないだろう。

金利差に素直に反応した元買いという側面も

だが、そうした政治的な材料以外にも、堅実に定量的な元買い材料はある。具体的には、金利および需給といった為替変動の基本要因に照らしても元高は正当化される。例えば金利だ。周知の通り、G10通貨は殆ど通貨がゼロ金利（以下）に集約されており、「金利差なき世界」が定着、結果として2国間の金利差から通貨ペアの動きを議論することの意味が乏しくなっている。こうした最中、コロナショックからの景

気浮上に関しては他国対比で優勢なポジションにある中国の金利は際立って上昇しているのが現状である。図に示すように、米中10年金利差（中国・米国）とドル/人民元は互いに安定した関係にあり、足許の人民元急騰の背景にも米中金利差の拡大が寄与しているだろうことは想像に難くない。これは換言す



れば「景況感格差に応じた元買い・ドル売り」という理解にもなるが、そうだとすれば米中経済の立ち位置は今後簡単には変わらないことを踏まえ、当面、元高の持続は期待されるという話になる。

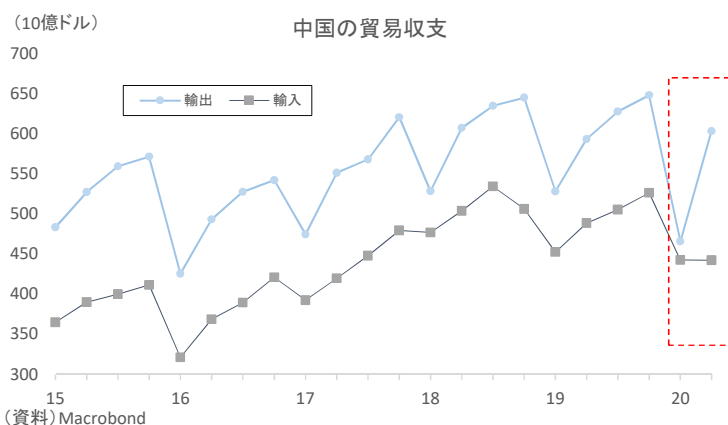
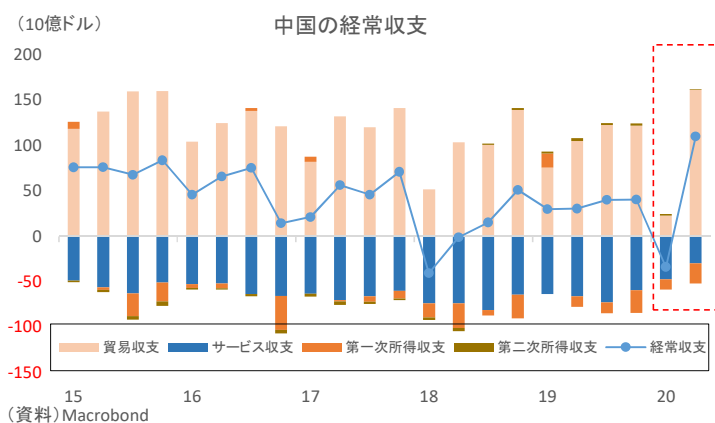
大幅な黒字が復活している

また、需給面からも元買いは正当化できる。上述したように中国はコロナショックからの経済活動の正常化について、他国対比で迅速だったことが評価されている。輸出の伸び、ひいては貿易黒字の伸びはその象徴であるが、近年、断続的な赤字に転落していた経常収支で見ても黒字幅が拡大していることは元高を議論する上で特筆すべき動きである。経常黒字幅が拡大している背景は 2 つある。1 つはサービス収支赤字

の縮小、もう 1 つは輸出の拡大だ。どちらも図を一瞥すれば分かる事実だ。まず前者に着目すると、近年、中国の経常黒字水準が切り下がっていたのは主に中国から海外への旅行客が増加する中、旅行収支赤字によってサービス収支赤字が拡大していたことに起因している。しかし、コロナ禍ではこれも難しくなり、サービス収支赤字は直近 4～6 月期では前年比同期と比較して半減している。もちろん、サービス収支の受取と支払いに関し、後者が大幅に（厳密には約▲30%）減少したことの結果である。

また、貿易黒字に至っては前年同期比で 3.6 倍となっているが、これは図に示される通り、輸入が横ばいとなる中で輸出が急回復を果たしていることの結果である。世界に先駆けて生産活動を再開した中国の強みがここにはっきりと出ていえるだろう。こうして貿易・サービス収支の改善に起因する実需の元買い需要は わかに高まっていることは明らかであり、先述の政治的要因や金利要因も相まって買

いが買いを誘うような地合いになっているものと推測される。しかし、現在の金利水準にもはっきりと示されるように、中国経済の堅調さは世界でも頭 1 つ抜け出している。とすれば、今後は通貨高を通じて「不況を輸入する」という展開が最も警戒される論点であり、今回の外貨リスク準備金撤廃などはそうした政策当局の警戒の一端を示すものであったと言える。



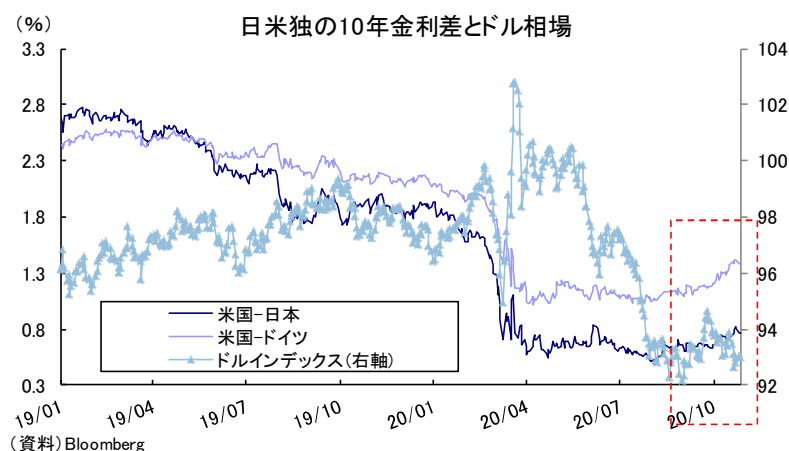
解せないバイデントレード

上述したように、為替市場だけに限れば、人民元相場の上昇がバイデントレードの象徴と言えるが、金融市場全体では「①バイデン大統領誕生→②民主党権ゆへの拡張財政路線→③米景気浮揚→④米株価上昇・金利上昇→⑤リスクオフで買われてきたドルは売り戻し」というロジックがバイデントレード

の骨子になっているように見受けられる（少なくとも本稿執筆時点では）。結果、バイデン候補への期待は「株高・債券安（金利高）・ドル安」として結実しているのが現状である。

しかし、これは正しいのだろうか。確かに、①から②までの発想は分からなくはないが、②から④までの発想は疑義がある。そもそもバイデン候補は他の民主党候補に比較すれば穏健ないし中道と形容されてきたが、基本的には左派色の強い人物という下馬評だった。所得税、法人税そして株式売却に係るキャピタルゲイン課税などは軒並み引き上げというのが同氏の主張であり、それゆえに金融界にとってはトランプ大統領再任の方が望ましいシナリオだと言われてきた。例えば超富裕層の長期保有（1年超）に係るキャピタルゲインの税率は20%から39.6%と倍になると言われている。合理的な投資家であれば、これが施行される前に株を手放すことを検討するだろう。この点の懸念は今のところ払しょくされていらないと思うが、それでも拡張財政があるから株高なのだろうか。

また、④と⑤が併存することに対する疑問も小さくない。「リスクオフのドル買い」の裏返しだから「リスクオンのドル売り」なのだという解説は一見して正しそうだが、これだけははっきり米金利が上昇している中で、どこまでドル売りが持続するのだろうか。経験則に倣えば、「リスクオンのドル売り」という局面はもちろんあったが、それは「リスクオン



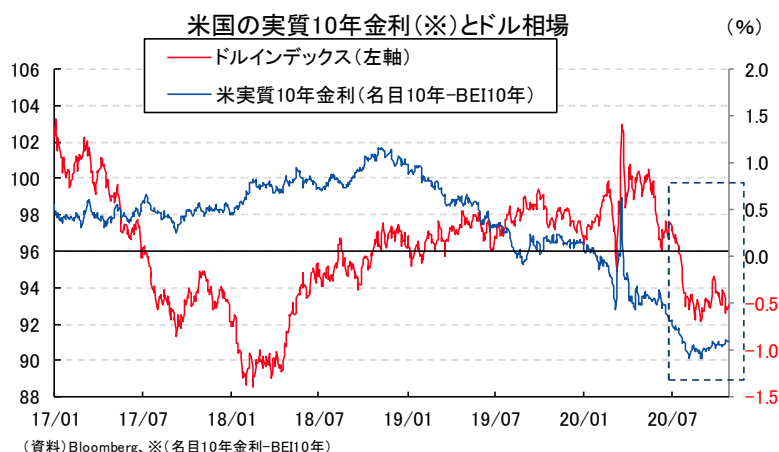
の円売り」よりは勢いが弱く、ドル/円相場は上昇することが多かった。「リスクオンでの最弱通貨が円、リスクオフでの最強通貨が円」が為替市場で定番の値動きだろう。特に「リスクオンでの最弱通貨が円」の背景にはゼロ金利が自明の前提となっているという如何ともしがたい事実があった。ドルもゼロ金利となる中で状況が変わったと言えなくもないが、それでも円はマイナス金利でドルはプラス金利であることを思えば、腑に落ちない部分もある。現状では米金利と米株も上がる中でドル全面安が進み、対円でもドルは売られている。直感的には解せない地合いと言わざるを得ない。円も、ユーロも、対米金利差が緩やかに拡大しているがドルはそれら通貨に対して弱いまだ（図中、点線四角部分）。

現状が「金利差なき世界」の真っ只中であることも踏まえれば、こうした米金利上昇とドル安の併存はそう長くは持たないというのが筆者の基本認識である。このまま米金利が上昇を続ければ、ドルが反転上昇するのは時間の問題だろうが、ほかならぬFRBが「利上げは2024年以降」という情報発信に腐心していることを思えば、米金利が上がり続けるとは考えにくい。確かに民主党政権は拡張財政路線を想起させるものだが、既にGDP比で20%近くの財政赤字を出している現状からそれほど大差のある話ではないようにも思える。

実質金利マイナスを使った方便

巷では米金利上昇とドル安の併存を説明する理屈として米実質金利の低下がドル安をもたらしているという解説も目にする。確かに、2020年に入ってから、実質金利の動きがドル相場を規定しているように見える。とりわけ7月以降、実質金利が一段と深いマイナス圏に沈み込み、これに合わせてドル安

が深まったようにも見受けられる（図中、点線四角部分）。だが、「名目の世界の出来事（ドル安）」を「実質の世界の出来事（実質マイナス金利）」でどれほど説明できるのか。確かに、相関関係は認められても、因果関係を理論的に説明することはできないだろう（もっとも、金融市場、特に為替市場の参加者は直情的に相関関係を盲信し、自己実現的にドル安が進んでいる可能性はあるが）。長年、為替市場の



調査・分析をして感じることだが、実質金利の上下動で為替相場を解説しようという風潮は「ほかに言うことが無い」時に出てくる印象が強い。今のように名目金利の動きと明らかに矛盾した動きが為替市場で出てくるとそれにあった尺度を模索する。単に名目金利の実質化で説明が難しくなるとその差（実質金利差）を取ってみたり、年限を変えてみたりする動きも出てくる。それ自体は真摯な分析姿勢の一端とも言えなくもないので、全否定されるものではない。

だが、そもそも実質金利を参照に取引する為替ディーラーは多くない。しかも、今話題となっているのは厳密にはインフレ期待を使った実質化なので厳密には「予想実質金利」だ。米国のインフレ連動債市場と日本のそれとは厚みも違い、必然的にそれを使って出てくる実質金利の格差も不安定な代物である。そうした計数を使って、相場の近況をたまたま説明できることはあるかもしれないが、理論的な根拠は薄弱であり、長く使えるような理屈ではないだろう。

目先の実質金利よりも「ドルの過剰感」を見たいところ

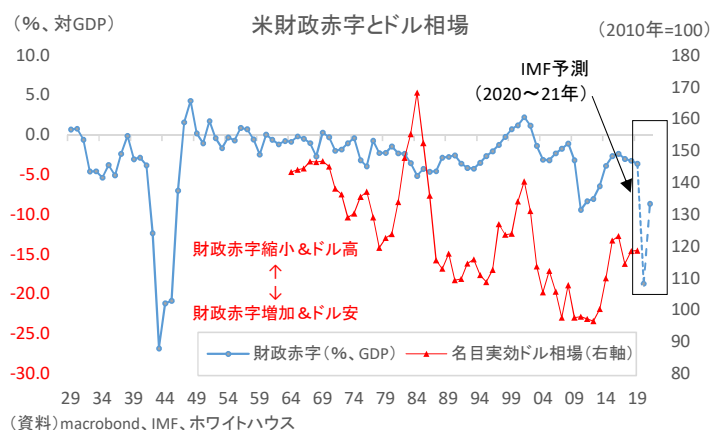
足許から半年先ないし 1 年先の為替の動きを検討する際には相応にソリッドな材料を使って分析を進めたいところである。この点、後述するように、本欄では巨額の米財政赤字に由来する「ドルの過剰感」を道標として重用したいと考えている。市場が構えるように、バイデン政権が本当に現状以上に拡張財政路線をもたらす存在であるのなら、歴史的な視点に照らして、ドル安はさらに進むと考えられる。米金利の上昇は实体经济を阻害する「意図せざる引き締め」としてしっかり FRB が潰してくれるはずだ。前述した通り、バイデン候補があくまで「増税の人」であることを思えば、その人となりクローズアップされる中で実態にそぐわない株高が大きく調整を強いられることはあるだろう。しかし、基本的には米政府・FRB の政策期待を前提として、株価も企業収益の実情とは乖離した騰勢を続ける公算が大きいだろう。必然的にバイデントレードは現状のような「株高・債券安（金利上昇）・ドル安」というよりも、「株高・債券高（金利低下）・ドル安」という時間帯が続くのではないかと構えたい。

《過去最悪の米財政赤字と IMF「財政報告」～消えない「ドルの過剰感」～》

米史上最悪の赤字と「ドルの過剰感」というテーマは健在

10 月 16 日、米財務省は 2020 会計年度（2019 年 10 月 1 日～2020 年 9 月 30 日まで）の財政赤字が過去最悪の▲3 兆 1320 億ドルに達したと発表した。これまでの過去最悪はリーマンショック直後に始ま

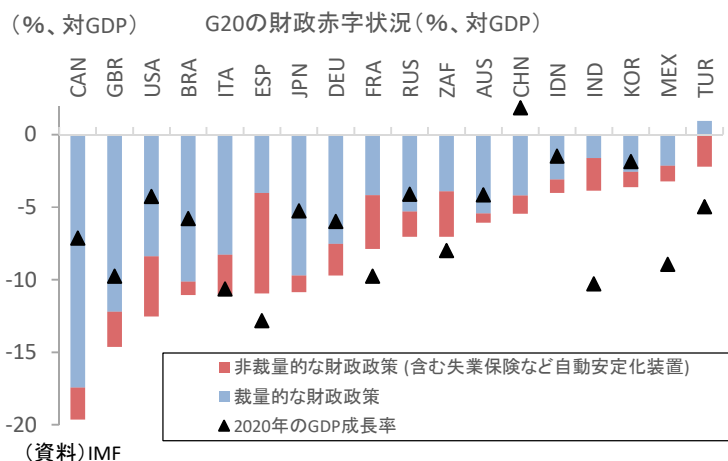
った 2009 会計年度の▲1 兆 4160 億ドルであるから、2 倍を超える水準でこれを更新したことになる。米国の名目 GDP (約 21 兆ドル) の 15%以上という規模感は文字通り、戦時中を彷彿とさせるものだ。本欄ではこの「ドルの過剰感」こそが為替相場の潮流を規定すると考え、FRB が金利上昇を抑制する状況もあいまって、ドルは買えない通貨だと考えてきた。なお、10 月に発表された IMF の世界経済見通し改定に従えば、2020 年(こちらは暦年ベース)の米財政赤字が GDP 比で▲18.7%に達する見通しだが、現在紛糾している追加経済対策(第 4 弾)も今後付加されてくることを踏まえれば、最終的にはもっと膨らむことになる。いずれにせよ、図から得られる経験則を踏まえる限り、ドル相場が上昇するイメージは抱きにくいものがある。



他国と比べても「ドルの過剰感」は目立つ

もちろん、現状では世界中どこを見渡しても巨額の財政出動が行われているので、財政赤字に伴う通貨の過剰感は米国に限らず増していると考えられる。そのため、あくまで相対的な視点も検討しておく必要がある。この点、やはり今月に改定された IMF の「財政報告 (fiscal monitor)」が重要になる。通常、世界経済見通し (WEO) や国際金融安定報告 (GFSR) に隠れて注目されにくいのが、今や政治・経済・金融において財政政策は外せない論点であるため、とりわけ注目に値する。

右図に示されるように、2020 年における主要国の財政赤字 (%、対 GDP) は、米国に限らず他国も大幅に悪化している。ここでやや本筋とは逸れるが、財政収支を考察する際の基本的な論点を押さえておきたい。各国の財政出動は景気悪化に応じて執行された各種対策を含む「裁量的な財政政策」と、それ以外の「自動安定化装置としての財政調整 (図中では非裁量的な財政政策)」に分かれる。後者は景気変動の変動幅を自然と小さくするような自動的安定化効果



を持つ社会給付制度であり、例えば累進課税制度や失業保険給付などが所得や消費を安定化させることを指す。財政収支の観点から言えば、景気悪化に伴ってそれらの給付が増える一方、税収は減少するので赤字は拡大方向に作用する。今回の財政報告によれば、こうした非裁量的な財政政策に基づく赤字要因が 3 分の 1 を占めるという。

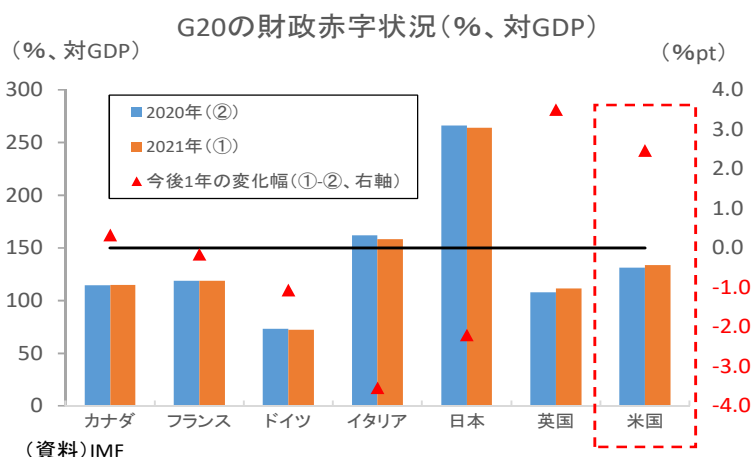
財政赤字の拡大要因として目を引く論点はほかにもある。財政学の世界では基礎的財政収支 (プライマリーバランス、利払いを除いた財政収支) が均衡しているという前提の下、「利子率 (r) < 経済成長率 (g)」の条件を満たしていれば、政府債務残高 (%、対 GDP 比) が長期的に安定することで知られる。

この「 $r < g$ 」もしくは「 $r - g < 0$ 」はドーマー条件と呼ばれ、財政収支の持続可能性を判定する際の簡易ツールとして知られる。だが、周知の通り、今次局面では r が金融政策で抑制されていても、 g が経験の無いペースで大幅に落ち込んでいる。2020 年に至っては大幅なマイナス成長であるため、「 $r - g > 0$ 」という状況が生まれている。財政報告によれば、先進国の 2020 年における政府債務残高（%、対 GDP 比）の悪化幅（20.3%ポイント）のうち 6.6%ポイントが「 $r - g$ 」が「正のギャップ」になっていることに起因するという。これは新興国の 3 倍程度の寄与度であり、やはり金利水準が元々高くない先進国では成長率が大幅悪化することで、「先進国ほど大きく財政収支が悪化する」という状況が生まれやすいのだと考えられる。実際、2020 年に関して言えば、財政収支が大きく悪化している国の上位は先進国が目立つ。

2021 年も悪化する米国財政

こうした認識の下、「先進国が横並びで悪化しているならドルの過剰感というテーマも薄れるのではないか」との問題意識もあり得る。だが、筆者はそうは思わない。確かに、前掲図を参考にすれば、2020 年の G20 における財政悪化幅は大きい順にカナダ、英国、米国、ブラジル、イタリアがトップ 5 となる（ちなみに前頁図で言及した米国の財政赤字▲18.7%と図中の数字が若干異なるのは推計方法の違いによるものであり、これは米国に限らず生じている誤差だ）。確かに、米国の悪化幅は最大ではないが、米国経済（約 21 兆ドル、2019 年）が世界経済（約 87.5 兆ドル）の 2 割以上を占める圧倒的な存在であることを思えば、やはり為替市場における影響は気がかりである。中銀の量的緩和とは異なり、政府による財政政策（国債発行）は何らかの形態で实体经济に通貨が直接供給されているはずである。ベースマネーではなくマネーサプライに直接的に訴えかけられる政策だからこそ、今、迂遠な金融政策よりも即効性に優れた財政政策の重要性が見直されているのである。

仮に、米国が GDP 比で 10%（約 2.1 兆ドル）の財政赤字を出しただけでも、それはカナダ経済（約 1.7 兆ドル）よりも大きな規模のドルが供給されたという話になる。これから可決されるだろう追加経済対策を踏まえれば、最終的に比率は 25% 程度まで膨らむと予想される。やはり直感的にはドル高に賭ける気にはならない。ちなみに、IMF 推計によれば、2021 年にかけては経済活動の復調と低金利の恩恵もあって、殆どの国において政府債務残高（%、対 GDP 比）は安定すると見込まれているが、米国や英国は悪化が継続する見通しとなっている（図）。ポンドもまた、過剰感を理由に買えない通貨であると言えそうだが、やはり規模感を思えば



債務残高（%、対 GDP 比）は安定すると見込まれているが、米国や英国は悪化が継続する見通しとなっている（図）。ポンドもまた、過剰感を理由に買えない通貨であると言えそうだが、やはり規模感を思えば「ドルの過剰感」は当面のテーマとして為替市場で存在感を示すと考えたい。債券市場で財政赤字の拡大が金利上昇を招くような地合いになれば、ドルを買い求める向きも出てきそうだが、2023 年までゼロ金利を見込む FRB がそのような意図せざる金融引き締め環境を容認することはないだろう。引き続き、本欄ではドル相場の下値リスクを警戒していきたいと考えている。

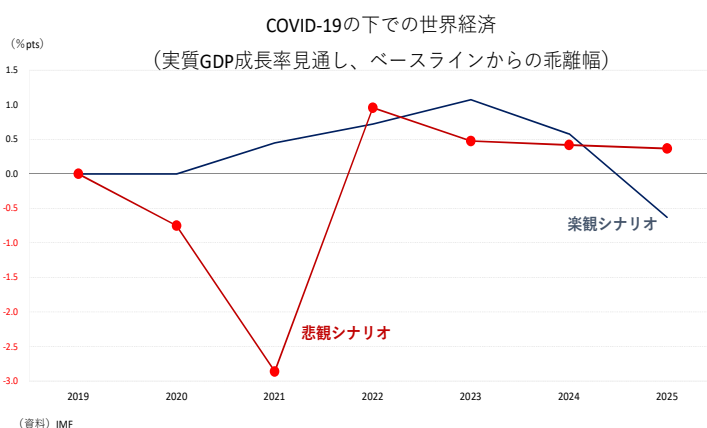
《メインシナリオへのリスク点検～「明るい未来」が最大の想定外～》

秋季世界経済見通しで示されたリスクシナリオ

10月13日に公表されたIMF 秋季世界経済見通しでは、今春の見通し同様、新型コロナウイルス（以下COVID-19）の拡大状況に応じたリスクシナリオの分岐が提示された。春季見通しでは①2020年において感染抑制策のためにかかる時間が（ベースシナリオ対比）約50%延びること、②2021年においてマイルドな（ベースシナリオ対比で3分の2程度の）感染拡大の第2波が到来すること、③2020年の感染抑制策に時間が掛かった上に2021年も感染拡大の第2波が到来することといった3つの代替シナリオを提示された。本欄のドル/円相場の見通しもこれに沿って、①ならば年内100円割れ、②ならば来年の主戦場が95～100円にシフトするイメージとし、最悪ケースである③ならば95円を割り込むことまで想定すべきというシナリオを提示してきた。

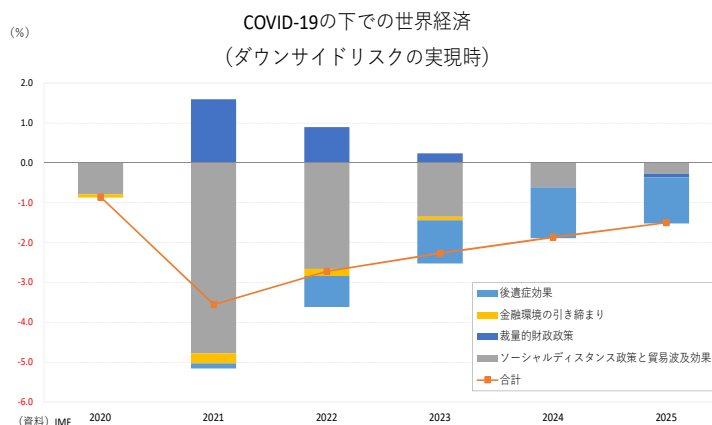
今回の秋季見通しで示されたリスクシナリオは従来のそれよりはシンプルである。

今回、IMFは2つのシナリオを提示している。一つはダウンスайдシナリオで①ワクチンが広く使用可能になるまで感染抑制は困難であり、持久戦（protracted struggle）を余儀なくされるというシナリオ。もう一つはアップサイドシナリオとして②あらゆる感染防止策が奏功するというシナリオである。もはや、経済や金融に限らず、あらゆる物事がこの2つの前提で分岐するのが現状だが、経済分析の世界ではことさら、その場合分けが重要になっている。図は①と②に関し、ベースラインシナリオから成長率がどれほど上下に乖離するかを見たものだ。2019年を起点として2025年までの6年間を展望した際、成長率の乖離幅を累積した場合、①では計▲1.40%ポイントの下振れ、②では計+2.19%ポイントの上振れとなり、両者の開きは3.59%ポイントにも達する。文字通り、実現される実体経済は別世界である。なお、余談になるが、通常は「アップサイドシナリオ→ダウンスайдシナリオ」の順に議論を展開することが多いと思われるが、今回のIMFはダウンスайдシナリオを先に持ってきている。その可能性が高いと考えているのだろうか。



後遺症効果が大きいダウンスайдシナリオ

まず、①のシナリオでは2020年後半において感染抑止策が経済活動の直接的な負荷となり、2021年はワクチンや治療法の開発の想定以上の遅れ、ソーシャルディスタンス政策の継続が重しになる想定である。こうした状況では接触を要するセクター（contact-intensive sector）の経済活動が劣化し、その影響が他セクターに波及していくことが想定される。ある国の内需低迷は他国から見れ



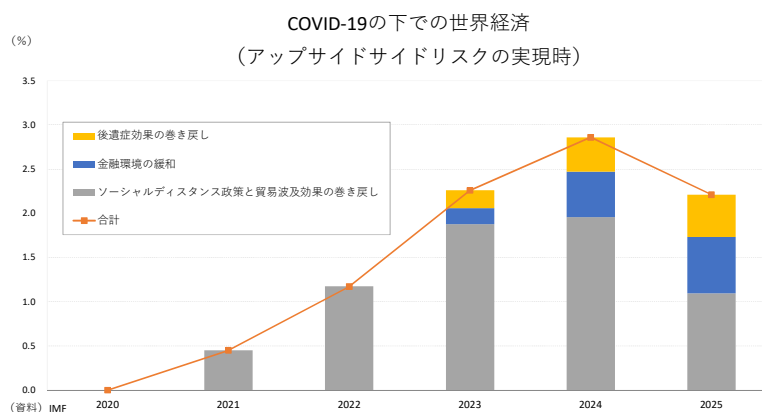
ば外需低迷であるから、貿易取引の低迷を通じて各国経済に伝播し、世界経済の停滞に繋がっていく。図示されるように、こうしたソーシャルディスタンス政策と負の貿易波及効果でダウンサイドシナリオにおける悪影響の殆どを説明できる。このほかダウンサイドシナリオでは 2022 年以降に大きくなる scarring effect（瘢痕効果、要するに後遺症、以下後遺症効果）と呼ばれるダメージも目を引く。今回のような苛烈なショックの後には望む、望まないにかかわらず各種の構造改革が発生することが想定され、それがマクロ経済のアウトプットに持続的な影響を持つ可能性がある。例えば、今回のショックを通じて生き残る企業は職場をより衛生的で安全なものにしようとするだろう。もちろん、それにはコストがかかるので、付随してリストラも予想される。リストラで労働市場から退出した労働者が戻って来ることができなければ、その国の経済の労働投入量は減るので、潜在成長率が低下する。一般的に失業期間が長期化するほどこの悪影響の確度は高まる。そのほか企業はそうした「人」だけではなく、設備投資を通じた「資本」の蓄積を避けようとするであろう。設備投資意欲が減退してくれば、効率的な生産体制を整えることもままならなくなる。やはり潜在成長率は低下する話だ。図示されるように、この後遺症効果は短期的には目立たないが、アフターコロナと呼ばれそうな 2023 年以降に威力を発揮してくる。

そのほか、ダウンサイドシナリオではクレジットスプレッドのワイド化も想定され、新興国ではこれに加え国債利回りの上昇も重なる可能性が出てくる。こうした金融環境の引き締め効果もダウンサイドリスクでは考慮する必要が出てくる。なお、こうした金融面でのネガティブな動きは 2021 年により警戒されるものであると IMF は分析しているが、中銀の政策対応によって 2022 年にはベースラインシナリオに復帰可能としている。いずれにせよ、2025 年まではベース対比で下押し圧力が残存する以上、ダウンサイドリスクシナリオでは今後数年にわたって低金利が前提となるのだろう。

既に崩れかけのアップサイドシナリオ

片や、②のアップサイドシナリオでは、あらゆる感染防止策が奏功するという前提だが、もはや欧州の感染第 2 波が第 1 波を超えるペースの感染者を出していることを思えば、既にその前提は崩れかけているようにも見受けられる（もっとも死者は増えていないが）。このシナリオの下では致死率低下に伴って人々の不安も払拭され、消費・投資意欲が復元されていく展開が想定される。こうしたシナリオではワクチン開発も順調に進んでいることになる。こうした状況下、ソーシャルディスタンス政策が順次解除されれば、必然的に上述したダウンサイドシナリオとは逆の動きが予想される。

報告書でも指摘されるように、ベースラインシナリオとの最大の違いは「リスクプレミアムの低下」と「後遺症効果の巻き戻し」であり、ソーシャルディスタンス政策の撤廃が経済活動の背中を押すようになり、その影響が他セクターに波及していくことが想定される（図）。2023 年以降はベースラインで見込んでいる後遺症効果を考慮する必要がなくなるので、その剥落が成長率の押し上げ要因になる。当然、こうしたシナリオでは金融政策の巻き戻しも可能になり、金利は上昇す



ることが期待され、政府部門の財政状況も改善が見込まれる。

「明るい未来」が最大の想定外

こうした IMF の想定を為替相場見通しにどのように取り込むべきか。本欄のように足許から 1 年という予測期間を設定するのであれば、注意すべきは②のアップサイドシナリオだろう。というのも、恐らく市場参加者は①のシナリオをある程度覚悟していると思われる。FRB 自身が「利上げは 2024 年以降」という情報発信をしているのだから、むしろ中銀ウォッチひいては金利の世界では①はメインシナリオに近いはずだ。もちろん、①のシナリオでも株価急落などは警戒すべきだが、「案の定そうになった」という受け止めの下、迅速な政策対応もあって、今とは大して変わらない市況が維持されたい。

一方、②のシナリオを織り込んでいる向きは多くないはずだ。2021 年にかけてあらゆる感染防止策が奏功するということは、これからワクチン開発が順調に進捗し、各種ソーシャルディスタンス政策も解除され、民間部門の消費・投資意欲が復元、結果として財政・金融政策も正常化が模索されるということの意味する。しかし、リーマンショック後の経験が示唆するように、経済・金融情勢が相当改善しても金融市場はそう簡単に政策の正常化を許さないものである。②で提示されたシナリオはあまりにも非現実的だろう。だからこそ、②のようなシナリオでこそ、米金利とドル/円相場の相互連関的な上昇に身構えた方が良さだろう。その際、ドル/円相場の主戦場は米金利の上昇ペースにもよるが、米 10 年金利が 1.5% 程度まで上昇するとして「110～115 円」あたりにシフトしても不思議ではない。「明るい未来」が最大の想定外というのは悲しいことだが、市場参加者にとっては急遽、アフターコロナが到来し、正常化が始まる展開こそ最も大きなリスクなのではないかと考える。

◆ ユーロ相場の見通し～深刻さ増す物価の低迷とユーロ高の行方～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～就任 1 周年。ユーロ高はウイルス級の怖さ？～》

ラガルド流の緩和予告？

10 月の ECB 政策理事会は予想通りの現状維持を決定し、12 月緩和に期待を繋ぐ情報発信に努めた。今会合の期待を次回予告で乗り切るとするのは ECB にとって伝統的なアプローチだが、今回は通常の声明文が公表される前に別書面での予告が打たれるという異例の対応が見られた。具体的には声明文前に「Monetary policy decisions」とのプレスリリースがあり、リスクが明確にダウンサイドに傾斜している現状を認めた上で「新型コロナウイルスの感染状況 (pandemic) や、ワクチン開発状況 (a rollout of vaccines) そして為替相場動向 (developments in the exchange rate) を含む今後、明らかになってくる情報を注意深く評価する」と宣言されている。こうした認識の下、12 月に改訂されるスタッフ見通しを踏まえ、政策理事会は政策を再調整 (recalibrate) すると明言している。こうした一連の記述は通常の声明文から抜粋されたものであるが、別書面として緩和予告を切り出す行為はドラギ元 ECB 総裁時代には見られなかったものだ (緩和パッケージを決定した際、別書面で決定を前出しすることはあったが、予告を別書面に出したことはない)。ラガルド流の「市場との対話」と言えるかもしれない。

ウイルス級に怖いユーロ高？

それにしても「新型コロナウイルスの感染状況 (pandemic) や、ワクチン開発状況 (a rollout of vaccines) そして為替相場動向 (developments in the exchange rate) を含む今後、明らかになってくる情報」という書きぶりは客観的に見ると驚きである。新型コロナウイルスやこれに対抗するワクチン開発状況といった未曾有の惨事に対する論点と為替相場動向 (すなわちユーロ高) が同列の懸念と言うことだろうか。

実際、「今回の書面について少し言わせて貰いたい。ここまで為替レートへの注視を謳ったことは記憶にない」と質問ではなく意見を表明した記者も現れていることから、違和感を抱いたのは筆者だけではないのだろう。この点、ラガルド総裁は感染拡大や、その抑止策 (ワクチン) そして為替市場動向は「影響を与えることができない外的要因 (exogenous factors that you cannot influence)」だが、先行き情勢にとっての「重要な要因 (the driving factor)」という意味で並列化させたという意図を示している。確かに為替市場は政策当局が完璧に制御できる存在ではない。しかし、ウイルスやワクチンよりは金利動向などを通じて影響力を行使できる存在である。むしろ、この声明文を見て筆者は「そこまで ECB はユーロ高を恐れているのか」という印象を抱いた。恐らくそうなのだろう。

なお、過去の本欄で再三論じているので割愛するが、やはり今回の政策理事会でも域内におけるサービスの減速やこれに付随する物価低迷について問題意識が示された模様である。記者からもデフレ圧力を認めるか否かを問う質問が出ていた。これに対しラガルド総裁はエネルギー価格下落、ドイツにおける付加価値税の暫定減税、パック旅行の値引きなどを指摘し、これらの特殊要因が剥落する 2021 年にはインフレ率が浮揚してくるとの分析を披露している。ゆえに足許ではデフレ懸念はないというのが ECB の公式見解だが、現実問題として感染拡大が行動制限に至っている以上、今後、需要減退は強制的に発生する。理屈の上では物価上昇圧力は衰えるはずだ。中央銀行が「足許の物価低迷は特殊要因によるもの」と強調する時は、その信憑性を疑った方が良いと思われる。

再調整 (recalibrate) の意味するもの

「政策を再調整 (recalibrate) する」と明言した以上、当然その内容を質す記者が多かった。金融市場の多くはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の拡大を見込んでいるが、ラガルド総裁は「我々が持っているあらゆる手段を排除しない。ECB や各国中銀のスタッフは既にどのような政策の組み合わせが最適なのか検討を始めている」と述べ、言質を与えていない。期待を持たせつつも言質を与えない絶妙な言い回しが続く中、「12 月に追加緩和をすることで合意したという理解で良いか。それは厳密にはどういった政策が想定されるのか」と率直に質した記者も現れた。これに対しラガルド総裁は今回発表された別書面の緩和予告フレーズを読み上げることでお茶を濁しつつ、その部分こそが「**This is a key sentence**」であると強調している。12 月緩和は既定路線であり「皆まで言わせるな」というのがラガルド総裁の胸中だろう。別の記者からは 12 月に全会一致で追加緩和するのは難しく、過去のように政策理事会に亀裂が走るのではないかと懸念も示されたが、ラガルド総裁は「行動を起こすにあたって、全会一致は必要ではない (unanimity is not necessary to take action)」と述べており、多数決で機動性を重視する姿勢を示している。過去の経験を踏まえれば、会合後の政治的な騒音には注意したいところだ。

いずれにせよ、緩和の中身については抽象的な情報しか言及がなかったものの、「規模・期間・条件などを再検討した上で複数の政策手段について最適な組み合わせを検討する」という発言が見られている。もちろん、PEPP が極めて便利 (instrumental) であることは認めており、いざとなれば出資金比率 (capital key) からの乖離を厭わずに柔軟な運営に踏み込むことを強調している。現実問題として残されたカードが豊富にあるわけでもなく、市場予想の範疇で意思決定がなされることだろう。

臨時会合ありき？

なお、次回会合は 6 週間後の 12 月 10 日だ。新型コロナウイルスの感染拡大ペースとこれに対する政府対応の現状を見る限り、今から 6 週間というのは相当長い。経済・金融情勢も相当な変化を強いられることが予想される。足許で急騰する VIX 指数はそうした未来を恐れている結果だろう。この点、PEPP を決定した時のような臨時政策理事会がリモートで開催される可能性を問う記者も現れた。ラガルド総裁はリモート会議が一般化している世相やそのメリットを踏まえた上で「短い期間で会議を行う必要があれば、そうする」と機動的な臨時会合開催の可能性を認めている。市場参加者としては域内の株価・金利、そして為替動向が極端な動きをしてきた場合、臨時会合に構えておく必要があろう。

ラガルド就任 1 年を振り返る

ちなみに今回はラガルド総裁就任からちょうど 1 周年を迎えたタイミングでの会合だった。1 年前、域内外の経済・金融情勢がこのような惨事に見舞われるとは想像すらしなかったが、それだけにラガルド総裁の手腕を評価するには最適な 1 年にもなった。デビュー戦となった昨年 12 月の会合では「私はハト派でもなければタカ派でもありません。私の夢は知恵の象徴であるフクロウになることです」と述べ、柔軟な政策対応を厭わない姿勢を強調した。こうした姿勢からは多数決で突破するドラギ元総裁とは異なり、あくまで調和を重視するため、大胆な政策運営と機動性に不安があるのではないかと思われた。

しかし、その不安は今のところは杞憂だったと言えそうだ。「悲観の極み」で行われた今年 3 月 12 日の定例会合では「我々は国債利回りを抑制するためにやるわけではない。それは ECB の機能や使命ではない」などと述べ、この失言が域内金利の上昇という手痛い洗礼を浴びることになった。だが、その直後

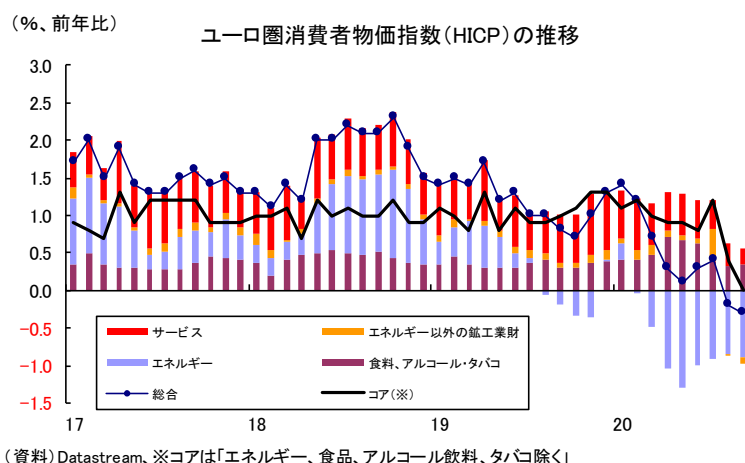
となる 3 月 18 日、臨時電話会合を開催して PEPP を導入、その後もマイナス金利付き資金供給の枠組み (TLTRO3 や PETRO など) を充実させるなど、緊急対応にも豪快な手腕を見せている。

その上で、危機の最中にありつつも、気候変動対応やデジタル通貨開発着手など、新分野の開拓にも余念がないことは再三報じられている。過去 1 年については十二分に合格点を与えられる政策運営だったと言えるだろう。だが、過去 1 年については、というのがポイントである。金融政策は出口まで含めて評価されるものだ。その意味で、PEPP が常態化したことで ECB の保有する国債がかなり特定国に傾斜したことは見逃せない。その出口戦略はドラギ時代で想定されたものより複雑なものになりそうである。それを心配するのははまだまだ先の話だが、中長期的な懸念を抱えたことは指摘せねばならない。

《ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～深刻さを増す物価情勢～》

サービス物価に映る深刻な物価情勢

ユーロ圏の経済・金融情勢は厳しさを増しており、10 月、ECB には断続的な緩和観測が浮上していた。こうした背景には 2 つの理由があった。1 つは欧州における新型コロナウイルスの感染再拡大、もう 1 つは物価の低迷である。周知の通り、ドイツ、フランス、スペインといった欧州大陸の主要国では感染再拡大の末、ロックダウンの再導入が決断されている。その厳格さは今春ほどではないと言われてはいるが、生産や消費とい



ったハードデータに跳ねてくる展開は必至だろう。かかる状況が深刻さを増している後者の物価低迷への影響は一段と問題になる。10 月に公表されたユーロ圏 9 月 HICP は総合ベースで前年比▲0.3%と 2 か月連続のマイナスとなり、コアベースでは同+0.2%と過去最低を更新している。基本的には原油価格下落を受けたエネルギー物価の下落が主因と言えるものの、図示されるようにサービス物価の寄与も明らかに小さくなってきており、9 月は同+0.5%と史上最低の伸びにとどまっている。サービス物価は基本的には「賃金の塊」であり、労働市場の低迷を受けた実体経済減速を懸念する現状と言えるだろう。また、エネルギー以外の鉱工業財も同▲0.3%と 2 か月連続で下落しており、物価低迷は明らかにエネルギー価格下落だけにとどまる問題ではなくなっている。

過去の本欄でも確認した点だが、本来、PEPP は緊急避難的な政策に過ぎず、①ショックで毀損した政策の波及経路修復が主に期待される役割だった。それゆえに「全額使わなくても良いのでは」との意見も当初はあったのである。しかし、現在では 2 つ目の役割として②緩和強化により物価を押し上げるという役割も付加された状況にある。足許では「①の役割は果たしたが、②の役割はまだなので継続・拡大が妥当」というロジックが幅を利かせており、だからこそ上述したような HICP の悲惨な状況を踏まえ、足早に追加緩和観測が浮上しているという背景がある。兎にも角にも、現在のユーロ圏では財やサービスの別を問わずインフレ圧力がはっきりと衰え始めている。一旦、デフレイマインドが定着すればその粘着性は極めて強く、払しょくが難しいことは日本の経験からも周知の事実である。ユーロ圏の日本化が

懸念されてから 5 年以上が経過し、これまで金融政策運営、金利、通貨高などあらゆる側面で日本と酷似する現象が見られてきた。ここきて、いよいよ本丸である物価情勢がはっきりと日本化してくるの
 かどうか注目の事態となってきた。そのような目線で見れば、PEPP 拡大に限らず、年内の ECB に
 まつわる緩和観測は強まってくると予想される。

なお、こうしたサービス物価の低迷は ECB 政策理事会議事要旨（9 月 8～9 日開催分）でも懸念され
 ていた。具体的に議事要旨は「最近では製造業に比べてサービス業の勢いが衰えており、これは 8 月調
 査（※恐らくサービス業 PMI などの調査）からも確認できる。GDP の需要項目をさらに詳しく見た場
 合、個人消費は 4 月から力強く持ち直しているが、完全回復には程遠い（far from complete）」と分析し
 ている。こうしたサービス業の低迷は内需不調の結果と考えられるが、「需要の欠如は徐々に投資、とり
 わけ企業の設備投資の足枷になった」と指摘されており 7～9 月期 GDP の結果が危惧されるところだ。

ECB スタッフ vs. 政策理事会メンバー

9 月政策理事会ではスタッフ見通しの
 改訂が行われたが、同会合の議事要旨に
 目をやると「9 月スタッフ見通しにおけ
 る物価見通しは楽観的過ぎるとの議論
 が交わされた」との記述があった。ECB
 のスタッフ見通しは ECB スタッフの分
 析がチーフエコノミストである経済担
 当理事（現在はレーン理事）に回付され、同理事から政策理事会に提示されるというロジを踏む。すなわ
 ち、あくまで「エコノミストとしての分析」が提示され、政策理事会メンバーへの付度は入り込む隙は無
 い。結果として政策理事会メンバーからの異論はあり得ない話ではなく、これまでもそのようなことは
 あった。この点は FRB や日銀と違った特徴かもしれない。

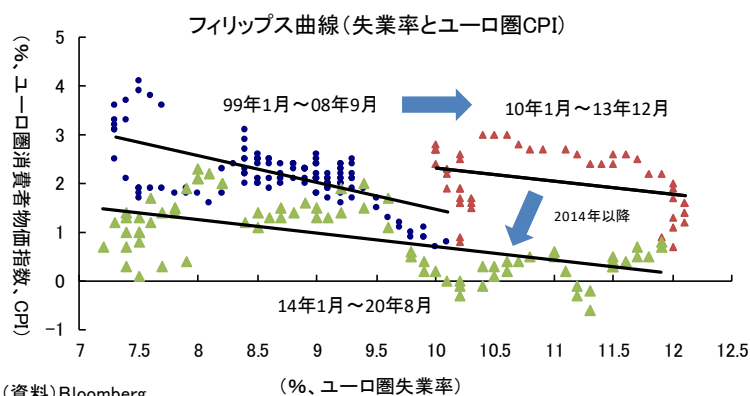
具体的に政策理事会メンバーからは
 GDP ギャップや総労働時間を加味した
 フィリップス曲線で推計すれば、スタッ
 フ見通しよりも低いインフレ率が予想さ
 れるとの声が出ている。右図はユーロ圏
 消費者物価指数と失業率から筆者が簡易
 的に作成したフィリップス曲線だが（よ
 って議事要旨で引用されているモデルと
 は異なる）、やはり過去 10 年でフィリッ
 プス曲線は確実に下方シフトした上でフラット化が進んでおり、物価が上がりにくくなっているという
 事実は指摘できる。また、「いくつかのサービス業においてはインフレ圧力が非常に低く、とりわけ
 hospitality（宿泊業、運輸業、旅行業など）のような業種では予想以上に（インフレが）鈍い回復になる」
 と、ここでもサービス業への懸念に言及が見られている。今後、「サービス業およびサービス物価の停滞」
 はユーロ圏の実体経済を語る上では外せないテーマになってくるのだと思われる。また、これらの議論
 に続けて「2022 年に +1.3% へ持ち上がってくるという（スタッフの）インフレ見通しは経済活動の大き

ECB のスタッフ見通し(2020年9月)

(%)

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



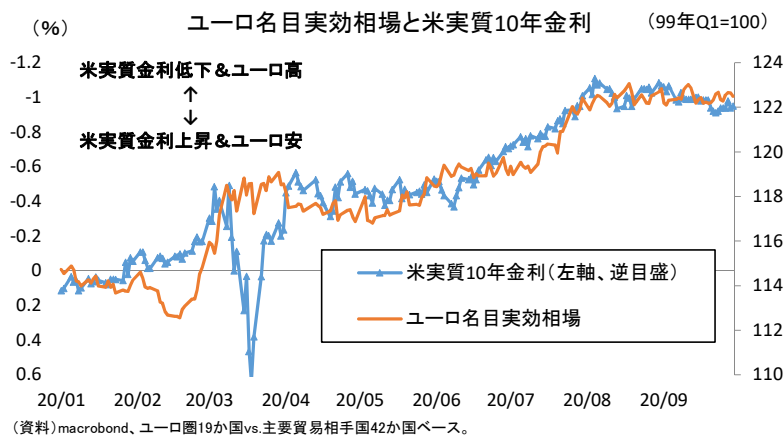
プス曲線は確実に下方シフトした上でフラット化が進んでおり、物価が上がりにくくなっているという
 事実は指摘できる。また、「いくつかのサービス業においてはインフレ圧力が非常に低く、とりわけ
 hospitality（宿泊業、運輸業、旅行業など）のような業種では予想以上に（インフレが）鈍い回復になる」
 と、ここでもサービス業への懸念に言及が見られている。今後、「サービス業およびサービス物価の停滞」
 はユーロ圏の実体経済を語る上では外せないテーマになってくるのだと思われる。また、これらの議論
 に続けて「2022 年に +1.3% へ持ち上がってくるという（スタッフの）インフレ見通しは経済活動の大き

な停滞や強い不透明感を踏まえれば、楽観的」と全否定に近い評価が下されていることも目についた。

《ユーロ相場の現状と展望～ECB の分析するユーロ高要因とは～》

ECB のユーロ高分析：米実質金利低下の裏返ししか？

なお、前述の議事要旨ではユーロ高に関する議論も非常に興味深いものだった。この点に関しては、シュナーベル理事が経済・金融動向を総括する立場から「ドル安の裏返しとしてのユーロ高」を解説している。必然的にここではドル安の原因が解説されているが、「実質金利の低下、とりわけそれがマイナス圏に入ったことでドル建て債券の持ち高を削る動きが進んだ」と指摘



されている。要するに、米実質金利のマイナス化がユーロ高の遠因との分析であり、これは図表にする
とかなり説得力がある(図)。3月まではドルが安全資産として選好されてきたこともあり、その反動が4月以降で出ているという解説が適切だろう。図示されるように、米実質10年金利(名目金利-BE10年)のマイナス化に伴ってユーロの名目実効相場が騰勢を強めてきたのは事実だ。この解釈が正しければ、ユーロの高止まりは当面続くという話になるだろう。

ちなみに、シュナーベル理事はユーロ高の要因として2つ挙げている。1つはこうした米実質金利のマイナス化に伴う「安全資産としてのドル買い」の巻き戻しだが、もう1つはコロナ以前の政策余地を見た場合、FRBの方がECBよりも、利下げのような伝統的政策の余地(conventional policy space)が大きかったという事実もドル売りを促す一因になったと述べている。これも一理ある解釈である。今回のショックに際してはFRBが複数回の利下げをする一方、ECBは1度も政策金利を触っていない。結果としてドル売り・ユーロ買いの投機ポジションが蓄積しやすかったとの主張も納得感があるものだろう。

ユーロ高、「水準よりもペースが問題」との議論も

以上はシュナーベル理事の見解として示されたものだが、ほかのメンバーの間でも当然、ユーロ高関連の議論はあった。もっとも、主にリスクセンチメント改善に伴う「逃避需要(flight-to-quality)」を受けたドル買いの巻き戻しや利下げ余地の比較(ECBの方がFRBよりも緩和出尽くし感があったこと)に言及があり、シュナーベル理事の見解と概ね同じである。だが、「問題なのはユーロ高のペースであって、水準ではない」と指摘されていることは留意しておく必要がある。巷では対ドルでの「1.20」や名目実効相場の「120台」が話題に上がりやすいが、それ自体は問題ではないということだろう。もちろん、実際には水準も相応に気にしていると察するが、3月以降に見られたユーロ/ドル相場の上昇幅は+12%以上に達しており、主要通貨ペアとしては特異な動きに至っていたのは間違いない。

ちなみにユーロ高が持つ実体経済への影響としては域内経済の対外開放度(openness)を踏まえれば、成長率ならびにインフレ率にとって、やはり下方リスクとの認識が示されている。片や、ユーロ高それ自体は9月スタッフ見通しでは考慮されている論点であるため、もはや追加的なリスクではないという指

摘もあった。これは今後の追加緩和の可能性を検討する上で、現状程度のユーロ高であれば影響しないということも意味しているとも読める。また、ユーロ高の「根底にある原因 (the underlying causes)」が重要であって、それ次第で実体経済への影響も異なるとの指摘も見られた。今回のユーロ高はある程度、「ユーロ圏経済の方が米国経済よりもましな成長が見込めそう」という期待も含んでいるため、ユーロ高全てが「悪」という整理にはならないのかもしれないが、今回の議事要旨からは総じて「FRB が利下げしたから、米国の経済が悪過ぎるから」を理由にユーロ高が起きているとの認識が随所に垣間見えた。あくまでユーロ高は米国要因に起因するものという認識が政策理事会に通底するものだとなれば、サービス物価を筆頭に域内の一般物価が危機的状況に陥っている以上、当面はユーロ高を警戒するような情報発信が ECB から断続的に見られるはずと予想したい。

欧米成長率格差は健在

ちなみに 10 月はブレグジット交渉を巡る混乱に加え新型コロナウイルスの感染第 2 波も懸念されるなど、欧州にとっては悪いニュースが相次いだ。為替市場でユーロを敬遠するような動きは出なかった。過去の本欄でも論じたが、今春以降のユーロ高の背景には 2021 年にかけての成長率に関し、ユーロ圏が

2021 年にかけての主要国の成長率軌道

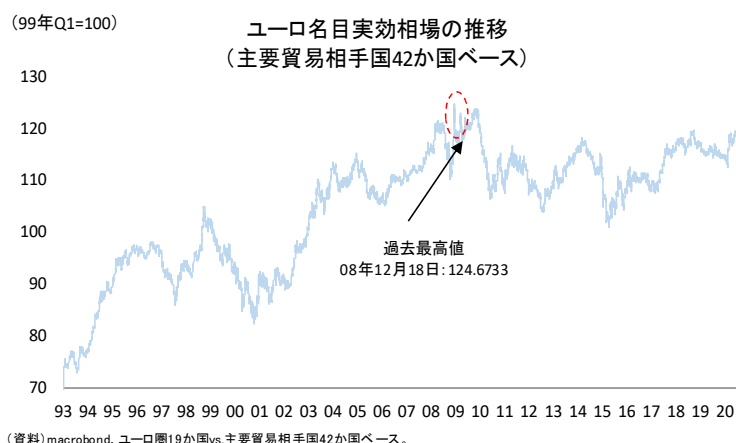
	2020 年 (①)	2021 年 (②)	戻り具合 (②-①)
米国	-4.3	3.1	7.4
ユーロ圏	-8.3	5.2	13.4
ドイツ	-6.0	4.2	10.2
フランス	-9.8	6.0	15.8
イタリア	-10.6	5.2	15.9
日本	-5.3	2.3	7.6

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(2020年10月改定版)

米国を上回るというシンプルな発想もあったと考えられる。10 月に改訂されたばかりの IMF 世界経済見通しでもこれは明らかであり、2021 年の実質 GDP 成長率に関し、米国は+3.1%であるのに対し、ユーロ圏は+5.2%と約 2.1%ポイントの差がある。なお、ユーロ圏が誕生して 2019 年で 21 年経つが、米国の成長率がユーロ圏のそれを下回ったことは 7 回しかない。その 7 回の中で一番大きな差がついたのは米国同時多発テロがあった 2001 年で米国が+1.0%であったのに対し、ユーロ圏が+2.2%と約 1.2%ポイントの差があった。今回はその倍近くの差が開くという珍しい構図になる。もちろん、2020 年はユーロ圏が▲8.3%と米国の▲4.3%の倍近く沈むわけだから、2021 年のリバウンドの大きさを過剰評価すべきではない。しかし、金融市場、とりわけ為替市場は勢い (モメンタム) を評価する。先行きの実体経済の勢いに関して上回るユーロ圏を前向きに評価したい向きもあろう。

未だ名目実効相場ではユーロ高止まり

とはいえ、周知の通り、ECB はこうしたユーロ相場の現状を快く思っていない。確かにユーロ/ドル相場は年初来高値圏から調整が進んでいるものの、名目実効相場で見れば史上最高値圏で横ばいが続いている (図)。外需依存型のユーロ圏経済にとっては対ドルでの調整も重要だが、主要貿易相手国の通貨に対して全般的な高値が維持されている現状



も看過できない。上述した通り、ECB 政策理事会は「問題はユーロ高のペースであって、水準ではない」と表向きには考えているようだが、名目実効相場に関して言えば、3 月以降、急騰後に横ばいとなっており、ペース自体が問題視されかねない状況は続いている。もちろん、9 月に改訂されたスタッフ見通しには従前のユーロ高を織り込んでいるだろうから、直ぐにはユーロ高を緩和の理由として持ち出すのは難しいだろう。だが、感染第 2 波到来に加え、ブレグジットを巡る混乱までのしかかる展開が本格化すれば、ECB は一層、通貨高を敵対視し、これを抑制するために「次の一手」を探ることになるだろう。

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。