

# 中期為替相場見通し

2020年11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～2021 年を前に何を見ておくべきか？～

2021 年にむけた金融市場のエッセンスを理解する～視界不良を乗り越えるために～ P.3

日米欧の実体経済の現状と展望～見るべきは前年比～ P.6

メインシナリオへのリスク点検～「円高ではなくドル安」という厄介さ～ P.8

#### ◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高対応と「2 段階アプローチ」～

ユーロ圏金融政策とユーロ相場～止められない、止まらないユーロ高～ P.11

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「2 段階アプローチ」という日本化～ P.13

**【見通しの概要】**

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

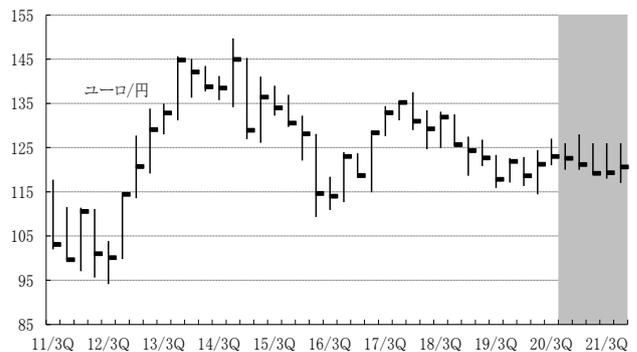
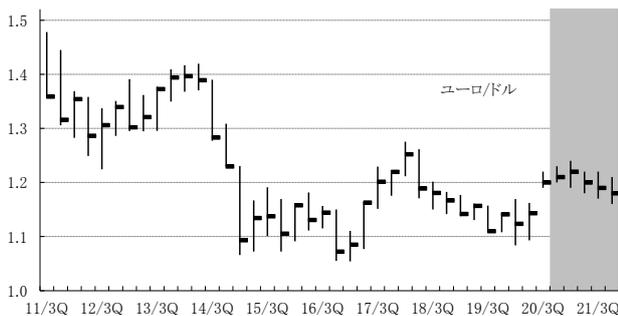
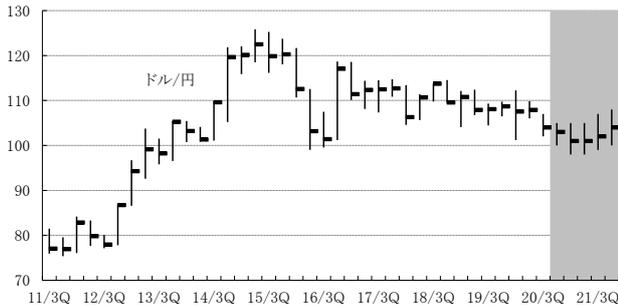
11月のドル/円相場も軟調地合いであった。米大統領選挙に加え待望のワクチン完成報道など、大きな材料が重なる中、金融市場は従前から続く「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の流れが継続した。確かに金利は水準を切り上げたものの、株価ほど一方的ではなく、早々にピークアウトしてしまった。「低金利状態が極まったゆえの株買い、今後3年は動かないゼロ金利、巨額の財政赤字を背景とする『ドルの過剰感』」は2021年を展望する上でのエッセンスであり、結果として「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の組み合わせは当面継続すると思いたい。予測期間中のリスクがコロナの終息状況に依存していることは不変であるため、もう敢えて言及することはしない。それ以外で今後、日本の政治・経済が最も警戒すべきリスクは「日銀の緩和不足」と因縁をつけられる格好で進む円高・ドル安ではないかと思われる。「日銀の金融緩和は欧米対比で劣後している」という解釈と共に円高が進んでしまうと、これに対抗する有力な手段は思い当たらない。また、現状ではあくまで「円高ではなくドル安」という地合いであり、円だけが警戒感を露わにすることも国際的に難しい側面もある。

片や、ユーロ相場は引き続き堅調である。欧州は本格的な感染第2波に見舞われ、各地で再ロックダウンの動きも見られているが、それがユーロ売りを招く雰囲気には繋がっていない。毎月指摘している論点ではあるが、「ドルの過剰感」が分厚いという大前提に加え、「金利差なき世界」ではユーロ圏の誇る「世界最大の経常黒字」が評価されるのであろう。ユーロ相場は実効ベースで史上最高値圏での高止まりが続いていることから、外需依存型のユーロ圏景気にとって明らかに足かせと考えられる。ECBは建前で物価安定を懸念しつつ、本音ではユーロ高を抑制したいと考えているはずだ。その具体的な手段としてはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の拡大が選択されるだろうが、既に今年6月以降、ECBは世界最大のバランスシートを誇る中央銀行である。にもかかわらずユーロ相場は続伸してきた。これはあくまで現在の為替市場の潮流は「ドルの過剰感」に駆動されているからである。春先以降、アフターコロナが視野に入り、米金利とドルが相互連関的な上昇過程に入れば、流れは反転すると思われるが、あくまでコロナおよび米国次第という他力本願に賭ける話である。

**【見通し総括表および為替相場の推移と予想】**

	2020年 1～11月(実績)	12月	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)	100 ～ 105 (103)	98 ～ 105 (101)	98 ～ 105 (101)	99 ～ 107 (102)	100 ～ 108 (104)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.2014 (1.1741)	1.18 ～ 1.21 (1.19)	1.17 ～ 1.22 (1.20)	1.16 ～ 1.20 (1.18)	1.15 ～ 1.20 (1.17)	1.14 ～ 1.19 (1.16)
ユーロ/円	114.43 ～ 127.06 (124.04)	120 ～ 126 (123)	120 ～ 128 (121)	119 ～ 126 (119)	118 ～ 126 (119)	117 ～ 126 (121)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11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～2021 年を前に何を見ておくべきか？～

### 《2021 年にむけた金融市場のエッセンスを理解する～視界不良を乗り越えるために～》

#### エッセンスを整理する

11 月の金融市場は引き続き米製薬大手が発表した新型コロナウイルスのワクチンの治験結果を受けたリスク許容度の改善が進み、株価は急伸、金利は水準を切り上げ、為替市場ではドル全面安が進んだ。米国大統領の交代という最大級の材料があったが、これも二の次という雰囲気が強まり、「史上最大のグレートローテーション」と囃し立てる向きも目立った。NY ダウ平均株価の 3 万ドル突破はその象徴的な動きであろう。米大統領選挙並びに次期政権への解釈が定まっていないところに、待望のワクチン完成報道が重なったことで、「主要資産市場の値動きをどのように解釈すべきか」という論点が大いに散らかってしまったのが 11 月であったように思われる。

まずは現在の視界不良を如何に切り抜けるべきかを整理しておきたい。結論から言えば、米大統領選挙やワクチン報道を勘案したとしても、選挙前から見られている「株高・債券高（金利低下）・ドル安」の流れは当面続くと考えたい。相場を見通す上での本質的な論点（エッセンス）は過去数か月で実は殆ど変わっていない（図）。もちろん、ワクチン開発が本当に奏功すればゲームチェンジャーになることは間違いないが、

#### 2021年に向けた主要3市場のエッセンス

株高	<ul style="list-style-type: none"><li>• 定期的にインカムを生むアセットが株しかない</li><li>• 政権にかかわらず拡張財政路線は不可避。</li></ul>
債券高 (金利低下)	<ul style="list-style-type: none"><li>• 23年末までゼロ金利でFRBは意見集約済み</li><li>• しかも目標は「平均+2%」を掲げている。</li></ul>
ドル安	<ul style="list-style-type: none"><li>• 当面のテーマは「ドルの過剰感」で不動。</li><li>• イエレン財務長官の志向はハトか？</li></ul>

(資料) 筆者作成

ないが、まだよく分からないものを織り込むわけにはいかない（何回接種が必要か、副作用は本当はないのか、結果として集団免疫獲得に至るのかなど、良く分からないことは多い）。大統領交代も相場の流れを変えるような材料には足り得ないと考えている。当初はブレイナード FRB 理事の抜擢を視野に入れ、財務長官人事は政治的なドル安材料として懸念されていたが、これもイエレン元 FRB 議長という安定感のある人選となり、勘案する必要がなくなった（だが、2022 年 2 月にやってくる FRB 議長人事ではブレイナード説が再び復活するという観測は強い）。

#### 「株高・債券高（金利低下）・ドル安」の実情

これまで進んできた「株高・債券高（金利低下）・ドル安」の実情を簡単に解説しておく。まず、株高。近年、株が買われ続けていることについて政治情勢は大して関係が無いというのが筆者の基本認識である。ワクチン開発期待は関係あるだろうが、本質ではない。基本的には過剰流動性の下、「定期的にインカムを生むアセットが株しかないから買われている」というのが要諦である。いわゆる「株の債券化」とも言えるこうした相場現象はコロナショック以前から取り沙汰されてきたフレーズだ。

では、金利低下をどうか。この点は多くの解説を要さない。FRB は 2023 年末までゼロ金利維持で意見集約しており、利上げはインフレ率が「平均+2%」になるのを確認してからだ。最速でも 2024 年後半の利上げを展望する状況下、大統領が誰であろうと金利の上離れを懸念する必要はない。仮に、前評判通

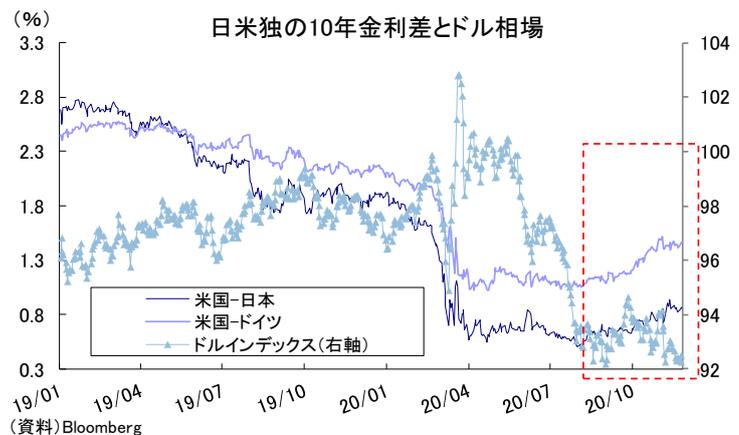
り、バイデン次期政権においてコロナ禍を乗り越えるべく大型の財政政策を展開したいならば、意図せざる金利上昇で实体经济を痛めつけないためにも金融政策で金利を抑制する必要がある。ここまで考えたところで株高・金利低下は既定路線にも思える。

為替市場の読みは常に難しいが、「ドルの過剰感」をテーマにしたドル全面安は7月以降、かなり堅い読み筋として機能している。コロナ禍が収まっていない以上、バイデン政権が景気減速を恐れることなく公約通りに増税を敢行することはできまい。結局、拡張財政路線が前面に押し出され、「ドルの過剰感」は放置されるはずだ。ドル安予想は引き続き有効と考えたい。この点、イエレン新財務長官の通貨政策志向が気になるところだが、同氏に限って、為替相場を恣意的に動かしたいという意向はないと考えたい。

このように見てくると、当面予想される「株高・債券高（金利低下）・ドル安」は「選挙結果にかかわらず、大局観に照らせばそうなる可能性が高い」と考えられていたものに思えてくる。もちろん、個々の資産価格の動きに関し、大統領選挙との因果関係が全く無いとは思わないが、その都度カスタマイズされた解説をいちいち真に受けるのではなく、より中長期的な大局観に照らしたロジックを注目するように心がけたい。「低金利状態が極まったゆえの株買い、今後3年は動かないゼロ金利、巨額の財政赤字を背景とする『ドルの過剰感』というエッセンスはかねてから不動の論点として健在である。見通しの骨子としてこれらの論点から目をそらすことはできない時間帯がまだまだ続くと考えたい。

### ドル買いについていかない為替市場

為替市場の値動きはこうしたエッセンスから解釈すると分かりやすい。円相場もユーロ相場もワクチン期待相場の最中にあっても堅調を維持し、ドルは大して買われなかった。図示されるように、バイデン候補優勢が伝えられて以降、ワクチン報道も挟んで、米金利は一方的に上昇し、日欧金利との格差が緩やかに拡大したが、これに応じてドルが買われることはなかった（とはいえ、後述するように米金利上昇も



直ぐにピークアウトはしている)。理由は様々あろうが、「所詮、米金利の継続的な上昇をFRBは容認しない」という事実は衆目の一致するところであり、「金利先高観もないのにわざわざドル買いについていく必要はない」というのがドル低位安定の背景ではないか。

### ワクチン報道はゲームチェンジャーになった？

また、11月はワクチンを巡って明るい報道が相次いだこともあってセミナーや取材の場において「もうアフターコロナになったと考えるべきか」という質問を受けることが複数回あった。確かに、今後歴史を振り返った時に一連のワクチン報道がアフターコロナの号砲を鳴らすゲームチェンジャーだったと言われる可能性は否めない。だが、金融市場の様子を見る限り、まだそのように考えるのは尚早だというのが筆者の抱く率直な印象だ。以下ではそう考える理由を簡潔に述べておきたい。確かに、米金利の水準は11月に入って一段切り上がった。株式市場や為替市場は一時のムードに流されやすいが、いわゆ

る「プロ」の参加者だけで構成される債券市場は冷静な見方を提供することが多いだけに、その発するメッセージが変化しつつあることは看過できない。米10年金利はワクチン開発報道後、一時0.97%台まで上昇し、現在も0.90%を挟んで推移している。それでも歴史的な低水準だが、7~8月に0.50%台で推移していたことを思えば相応に大きな変化である。ちなみに米10年金利の0.9%前後は3月中旬にFRBが100bpsの利下げに踏み切る直



前の水準だ。すなわち、まだ米国がゼロ金利を採用する前の水準であるため、その意味で「ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか」という論点に関心が高まるのは当然かと思われる。

ちなみに米10年金利が0.50%台にあった7月から8月は毎日のように金価格の史上最高値更新が話題となっていた。この点に関し、本欄では過剰流動性の副産物に過ぎず、コロナ禍を理由とした金価格上昇は長くは持たないと慎重な見方を再三示してきた。その際、景況感の強さを占う計数としては世界経済の先行指標足り得る銅価格と金価格の比率（以下銅金レシオ）を見た方がフェアな現状評価が可能であるとも述べてきた。図で



示すように、銅金レシオはコロナ禍（3月以降）における最高値を更新し続けている。この点からもアフターコロナの萌芽を見ようとする気持ちは分かる。

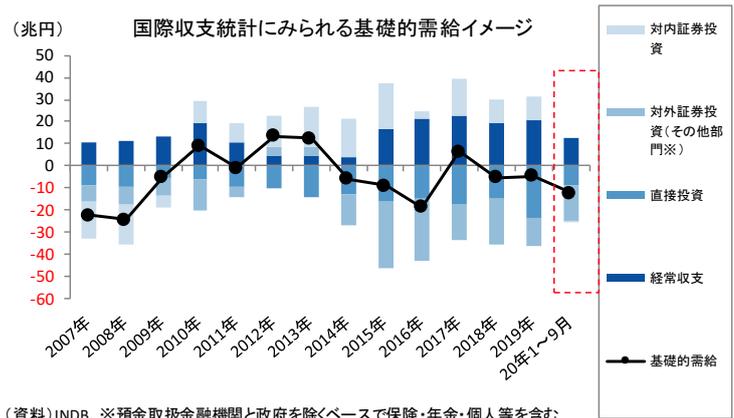
### 米金利とドルの相互連関的な上昇はまだ

だが、上述したように、米金利の上昇そして高止まりに応じたドル買いは見られていない。これをどう解釈するかは論者によって異なるだろうが、筆者は「米10年金利の0.5~1.0%というのはゼロ金利政策の下での可動域であり、ドル売りの流れを断ち切るにはパワー不足」ということなのだと解釈している。米10年金利が1.0%をはっきり超えてレンジが上方シフトしてくればドル買いも戻ってくる可能性はある。上述したように、それは「ゼロ金利導入以前」の債券相場に回帰するということでもある。そのためにはFRBが金利上昇方向に向けた何らかの情報発信を行う必要があるだろう。だが、8月に新たな政策戦略で「インフレ率平均+2%」を打ち出したばかりで、ドットチャートでも2023年末までのゼロ金利継続で意見集約している以上、そのような挙動は望むべくもない。目下、「ワクチンへの希望よりも目先の感染者数」という雰囲気は強く、FRBがハト派化することはあってもタカ派化することはないだろう。ワクチン報道後のリアクションがあれほど大きくなったのは、「低金利とドル安」という未来を多くの人が既定路線と見ていたことの裏返しであり、そうであればこそその巻き戻しだったと考えられる。後述するように、「明るい未来」というのは市場にとってアップサイドリスクでしかない。

結局、米金利とドルが相互連関的な上昇に至らない限り、ワクチン報道をゲームチェンジャーと評価し、アフターコロナの相場が始まったと考えるのは難しいというのが筆者の基本認識だ。なお、上述した通り、株高は近年常態化している相場現象であるため、それを仔細に見たところで「ワクチン報道がゲームチェンジャーになったのか」を検討する上では何の参考にもならないだろう。「米金利とドルの相互連関的な上昇」が継続して確認された時、見通しのパスを再検討したいと考えている。

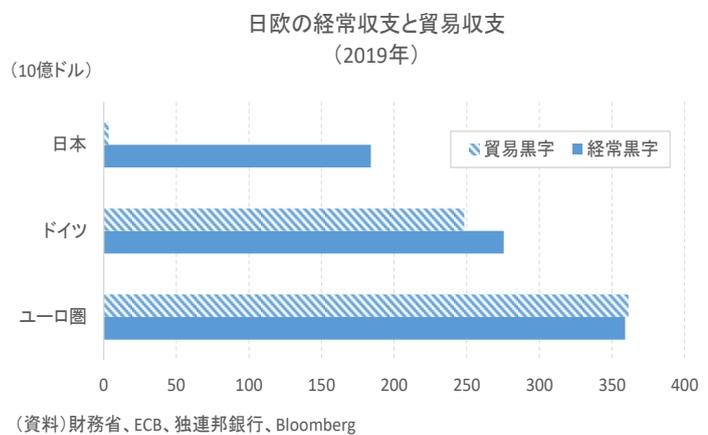
### 需給面のエッセンスは・・・～底割れを防ぐ円売り超過～

こうしたエッセンスを踏まえた上で、ドル/円相場を展望する上では円相場自体の需給環境も勘案しておきたい。この点、今年に入ってからの円の基礎的需給バランスは近年では比較的大きな円売り超過に傾斜している。今年1～9月期の基礎的需給バランスは約▲12.2兆円の円売り超過であり、前年同期(▲4.7兆円)、前々年同期(▲5.2兆円)の倍以上の円売りとなっている。貿易・サービス収支の赤字拡大と対内証券投資の減少がその主因である。



米金利が急低下しても対ドルでの円高がユーロ高よりも控えめな背景にはこうした需給環境が寄与しているのではないかと察する。この点、10月にかけて貿易黒字が継続している動きが今後も続くのかどうかは注目に値する(最新10月分は+8729億円と今年最大の黒字)。

ユーロ圏と日本は互いに世界最大および第二位の経常黒字大国だが、ユーロ圏の経常黒字はアウトライトの自国通貨買いに繋がりがやすい貿易黒字から構成されるのに対し、日本のそれは殆どが外貨のまま再投資が予想される第一次所得収支黒字である(右図)。上述したエッセンスを踏まえれば、米金利低下・ドル全面安の方向感で大きな間違いはないと思われるが、その震度は円売り需給の大きさも相まって抑制されたものになると考えたい。逆にユーロは圧倒的な実需を背景に買われやすい側面があろう。



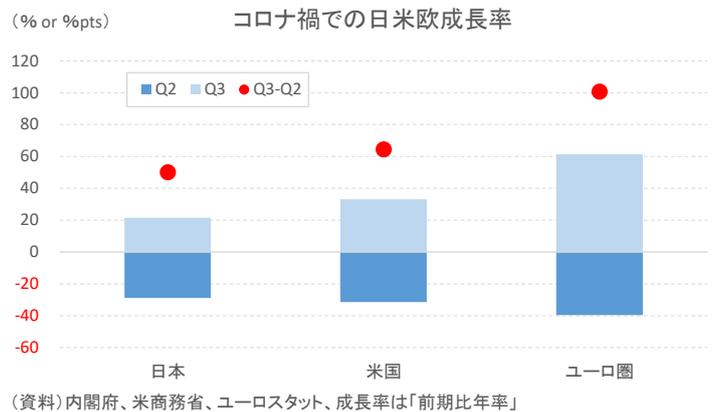
### 《日米欧の実体経済の現状と展望～見るべきは前年比～》

#### 日米欧三極の成長率をおさらい

11月は日米欧三極の7～9月期の実質GDP成長率が出揃った。いずれの国・地域もロックダウンを経験し深く沈みこんだ4～6月期からのジャンプアップが取り沙汰されており、例えば日本の7～9月期の成長率は約52年ぶりの成長率とのヘッドラインが踊っている。なお、基本的な話として、筆者は4～6月期や7～9月期のような「特殊な時期」を前期比年率換算で派手に見せようとする風潮には強い違和感

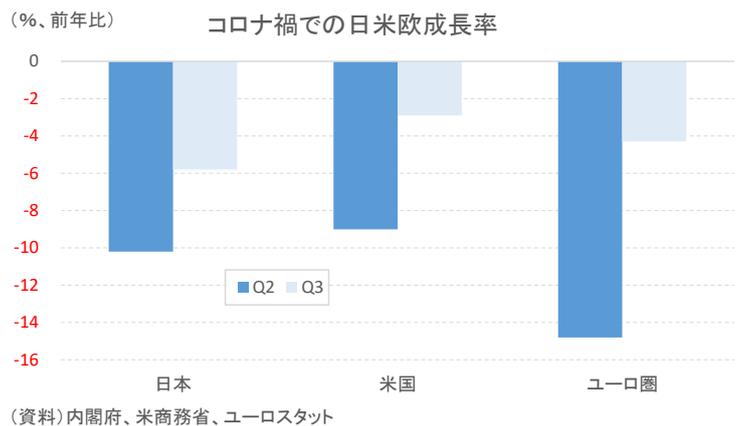
を覚える。前期比年率は文字通り瞬間風速だ。あくまで「このまま走ればこの仕上がりになる」という計数であり、尺度としては平時に使うことが推奨されるものだろう。いや、平時であってもある四半期で実現した成長率がその後の 3 四半期通じて横ばいで推移することは非常に稀だ。数字が派手になることから前期比年率が報道では好まれやすいが、現状を過大ないし過小評価しかねないので積極的に使うべきではないというのが筆者の立場だ。「4~6 月期に負った深手が 7~9 月期にどれくらい回復したのか」を知りたいければ単純に前期比で見れば良い話である。

とはいえ、各種報道は基本的に前期比年率を使用していることから、読者にとって「見慣れた実績」は前期比年率ということになるのだろう。適切ではないと感じつつ、図では日米欧の 4~6 月期および 7~9 月期の実質 GDP 成長率に関し前期比年率とその差について示した（※図ではスペースの関係上、Q2、Q3 と表記）。4~6 月期の急落も 7~9 月期の急騰もユーロ圏が最も大きい。結果として算出される「取り戻した幅（7~9 月期から 4~6 月期を引いたもの）」もユーロ圏が頭 1 つ抜け出ており、こうした成長率の相対的な高さが堅調なユーロ相場に寄与している可能性については過去の本欄でも繰り返し論じた。一方、日本は欧米対比で感染状況が抑制されていたにも拘わらず、成長率の戻しが一番小さい国になってしまった。直感的に非常に勿体ないことをしてしまったように感じられる。



### 結局は「前年割れ」であることに目を向けるべき

しかし、あくまで上述は前期比の議論だ。4~6 月期の急落も 7~9 月期の急騰も想定された展開であり、その情報に大きな付加価値はない。それよりも多くの人々が関心を抱くのは「コロナ以前の実体経済にはいつ戻れそうなのか」という点であろう。その意味では季節調整前（原系列）の数値を用いて素直に前年比で見た方がコロナ前と比較したダメージ、そして正常化までの距離感は掴みやすいと思われる。図に示されるように、4~6 月期も 7~9 月期も前年割れであることに



変わりはない。この点、過去半年間で騒いだ急落や急騰は所詮、（前年と比較した）水面下での出来事だったという話でもある。どうしても今年の中で比較したいならば 1~3 月期と 7~9 月期で比較すれば、真っ当な比較を展開できるというアプローチもあろう。

かかる状況下、10~12 月期以降、あらゆる政策効果が出尽くした上で迎える冬場の本格的な感染拡大をどう乗り切るかという状況が今である。既に欧州ではロックダウン再導入の流れが始まっているが、

春先のような経済活動の全面停止という判断には至っていない。实体经济の前年割れが常態化している以上、完全な活動制限は不可逆的なダメージを与える政策として忌避したいのだろう。ワクチン報道が矢継ぎ早に打ち込まれる中、これをゲームチェンジャーとしてアフターコロナを囃し立てる動きは今後増えてくるはずだ。前期比年率で見た高い成長率はそうした機運をさらに後押しするはずである。だが、本当に自信を持ってアフターコロナと言えるような局面では前年比で見た成長率が恒常的にプラスに転じているものではないか。上述した米金利の継続的な上昇やこれに応じたドル買いは元より、前年比で見た GDP の成長率のプラス転化などをアフターコロナの兆候としてウォッチしておきたい。

## 《メインシナリオへのリスク点検～「円高ではなくドル安」という厄介さ～》

### 永田町の問題意識も円高に？

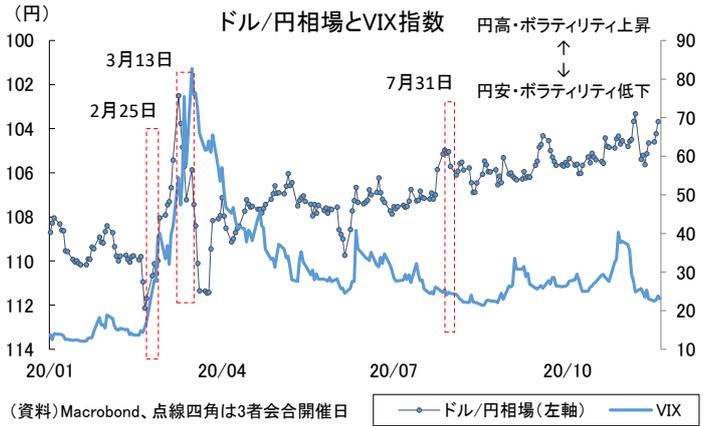
メインシナリオに対するリスクは相変わらず新型コロナウイルスの感染拡大・終息にまつわるものである。だが、この種の議論は毎月の本欄で逐一論じているものであるため、今回はそれ以外の視点からリスク材料を検討しておきたい。今年のドル/円相場を振り返れば、1～3月期に乱高下こそ見られたものの、総じて「安全通貨の老舗」とも言えるような安定した値動きを展開しており、見通せる将来において波乱があるようには考えにくい。これは「金利差なき世界」並びに「物価差なき世界」が定着する状況下、金利平価説や購買力平価説に照らした相場変動が理論的に正当化されにくくなっているという根本的な理由もあるのではないかと考えている。

しかし、金融市場、とりわけ為替市場はそうした経済・金融情勢に照らしたファンダメンタルズを無視して政治的な理由から値動きが荒れることもある。11月20日、麻生財務相が参院財政金融委員会で、足許の為替市場で円高進行を問われ「ドル安という表現が正しく、結果として円が高くなっている」と答弁するシーンがあった。この言動が市場で材料視されたわけではないが、近年のドル/円相場では平穏な状況が続いてきただけに、野党議員（今回の場合はみんなの党の渡辺喜美衆院議員）が問題意識を示し、それに財務相が回答するという場面自体が懐かしいものに思えた。それだけドル/円相場の水準が永田町（政治家）でも気になる水準に接近したということかもしれない。確かに、答弁時のドル/円相場は下値を切り下げしており、「気づけば103円台。二桁までもう少し」と感じる市場参加者は少しずつ増えてきたところであった。麻生財務相の答弁は事実である。上述したように、米大統領選直前から米10年金利は浮揚を始めており、日米金利差もしくはドル相場は低位安定している。既に論じたように、米10年金利が「0.5～1.0%」で推移している内は「ゼロ金利を継続するFRB」が相場の前提となっているように見受けられ、この程度の金利上昇ではドル買いで応戦できない現実があろう。「円高ではなくドル安」という財務相発言を勘繰る向き（円売り介入に消極的等）もあるが、単に事実を述べただけと思われる。

### 今回は「リスクオフの円高」ではない

11月の円高に対して政府・日銀が何らかのアクションを起こすかという照会も沢山頂戴した。だが、筆者はそう思っていない。安倍前政権下では、ドル/円相場がまとまった幅で下落するたびに財務省・金融庁・日銀による3者会合が開催されてきた。「市場の安定は極めて重要であり、緊張感を持って

その動向を注視していくことが重要であるという認識を共有した」などの声明を示すことで円高のけん制を試みるというのが会合の趣旨であり、具体的な政策措置を伴うものではない。しかし、政府・日銀の危機感を押し量るバロメーターとしては参考になる。本稿執筆時点から直近で言えば7月、年初来では2月および3月に開催されており、菅政権になってからはまだ開催されていない。今年開催された3回の3者会合のうち、2月と3月の2

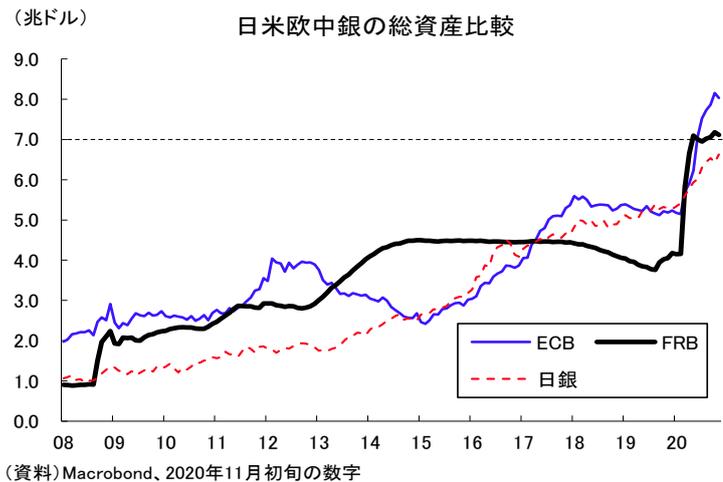


回はコロナ禍における「リスクオフの円高」であり、ボラティリティ急騰を伴うヒステリックな動きであった。こうした動きになれば間違いなく3者会合は開催されるものと考えられる。7月はボラティリティこそ低下傾向にあったが、月末にかけて欧米株が大きく崩れ、日経平均株価も7月31日は6日続落、1か月半ぶりの安値で取引を終えるという地合いにあった。その意味で「リスクオフの円高」であったことは間違いなく(なお、7月は「人事異動後の新たなメンバーの顔合わせも兼ねて」との公式説明もあった)。

片や、11月に入ってから円高は日米欧株価が絶好調の中で発生しており、あくまで「ドルの過剰感」と「米国の低金利継続」に駆動されたドル全面安の副産物だ。米国の財政・金融政策が国内情勢を支援するために執行され、その結果としてファンダメンタルズに沿ったドル安が進んでいるのであれば、政府・日銀として懸念を示すことは客観的に難しい状況である。対ドルでの通貨上昇はユーロ圏も苦しんでいるところであり、日本だけに起きているものではない。麻生財務相の「円高ではなくドル安」との言葉に凝縮されるように、円高だけをあげつらえて評価するのが難しい現状は確かにある。

### 最も恐れるべきは展開とは

今後、日本の政治・経済として恐れるべきリスクは「日銀の緩和不足」と因縁をつけられる格好で進む円高である。既に一部でそのような解説が見られるが、「日銀の金融緩和は欧米対比で劣後している」という解釈が円高地合いで流布されることが当面の日銀にとって最も避けたい展開と察する。理論的な裏付けはないが、為替市場参加者が好んで比較したがる中央銀行のバランスシート規模を並べてみると確かに日銀が出遅れているような構図にはなる。それを通貨価値と結び付ける議論には



は賛同できないが、時にそうした論陣が影響を持ってしまうのが金融市場(とりわけ為替市場)だ。なお、「欧米対比」といっても、その状況になった時に比較対象となるのはECBだろう。ドル全面安をファンダメンタルズに沿った既定路線と見なすならば、この圧力に対抗するポジションとして円そしてユーロ

がある。既報の通り、ユーロは 12 月会合での追加緩和を予告済みであり、しかも現時点では世界最大のバランスシートという謳い文句も一応はある。単純に「量」を比較するモードに入った時、日銀には勝ち目はない。GDP 比で見れば 100%以上の規模を誇るのは日銀だけなのだが、いったん舵が切られると為替市場は自己実現的に一方的な展開を極めようとする。こうして「緩和程度が劣後している」という理由で円の独歩高が進んだ時、今の日本にはこれと言って有効な打開策がなさそうなことが、日本経済が当面抱える最大のリスクではないかと思われる。

## ◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高対応と「2段階アプローチ」～

### 《ユーロ圏金融政策とユーロ相場～止められない、止まらないユーロ高～》

#### 12月会合への観測が相次いだ11月

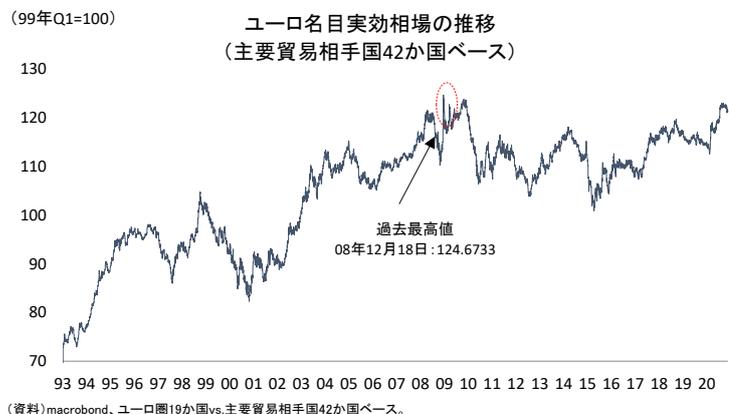
11月はECB政策理事会の開催がなかったものの、10月政策理事会で緩和予告をした経緯もあり、12月政策理事会に対する展望が断続的に話題となった。例えば11月11日にはECB年次総会がオンライン開催されており、そこでのラガルドECB総裁講演は耳目を集めた。毎年6月にポルトガルのシントラで開催される年次総会はFRBのジャクソンホール経済シンポジウムと並んで近年注目されるものだ。これは2017年6月の「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」というドラギ元ECB総裁の発言がユーロ相場の急騰をもたらして以来、ECB総裁のシントラ講演が取引材料として市民権を得始めていた。しかし、今年は6月の実施が難しく、しかもオンラインというイレギュラー開催となり、開催スケジュールを認識していない参加者も多かったのではないかと思われる。

ラガルド総裁にとっては初の年次総会となり、その講演内容は筆者も注目していた。内容は概ね予想通りで、12月会合の追加緩和の可能性を改めて強調したものだ。具体的にラガルド総裁は「全ての選択肢が協議の対象ではあるが、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）とターゲット型長期流動性供給（TLTRO）は現在の環境で効果が証明されており、新型コロナウイルスの感染拡大状況に合わせて精力的（dynamically）に調整可能である」と述べている。「それゆえ、金融政策を調整する際、これらが引き続き主要なツールとなりそうだ」と述べている。12月の追加緩和が既定路線であり、その中身がPEPPとTLTROの調整であることまでが半ば発表された格好である。

こうした率直な情報発信はその瞬間は好意的に評価されるものだが、実際に決定された場合、失望を招きやすいという問題もある。後述するように、現状のECBは経済・物価情勢の低迷もさることながら、ユーロ高とも戦っている最中だ。為替市場は期待未満の回答に対して容赦なく動く。為替市場に限らず、金融市場は得てして「最も極端なシナリオ」を織り込むものであることを踏まえれば、本来、追加緩和は予告せず黙って、急に決定する方が効果的と考えられる。本校執筆時点では、PEPPについては「6か月延長で5000億ユーロ」が市場期待の中心と見られ、これを超えてくるかが1つの注目点となる。

#### 第2波にも揺るがないユーロ高

本稿執筆時点の欧州では本格的な感染第2波が到来しており、経済活動制限もこれから徐々に厳格なものになっていく気配が漂っている。もはや10～12月期の実質GDP成長率が再び前期比マイナスに転落するシナリオも非現実的ではないという状況だが、弱まる実体経済に対し、5月以降続いているユーロ高は収束する気配がない。名目実効為替相場（NEER）ベースで史上最高値（124.6733、2008年12月18日に記録）を窺う状況が続いている。実効ベースの通貨高は輸出減速を通じて外需依存型のユーロ圏経済の成長率をさらに下押しするものとして警戒される筋合いにある。

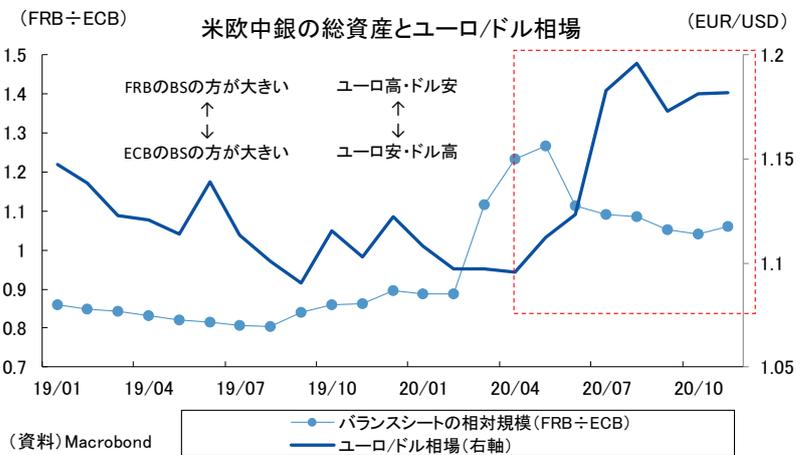


10月下旬以降、欧州における感染第2波が取り沙汰されるようになり、ユーロ相場も一時的に軟化したが、結局直ぐに切り返しており、NEERの高止まりが修正される雰囲気は感じられない。9月のECB政策理事会議事要旨ではユーロ高に関し「水準ではなくペースが重要」と記述されていたものの、そもそも「急騰後の高止まり」であるため、現下のユーロ高は「水準の問題であり、ペースの問題」であるというのが実情である。何より9月の声明文から挿入された「the Governing Council will carefully assess incoming information, including developments in the exchange rate」が10月時点でも残されている以上(10月は為替に加え、ワクチン開発状況も追記されている)、ユーロ高が経済・物価見通しにおいて「終わった材料」ではないことを意味している。12月緩和予告の背後には間違いなくユーロ高懸念があるろう。

### 通貨高に無力な「量」

ラガルド総裁や後述のレーン ECB 理事が半ば宣言しているように、12月のPEPP延長・拡大は既定路線である。TLTROの修正もあるだろう。さらに言えば、ほぼ枯渇している拡大資産購入プログラム(APP)の増枠分(1200億ユーロ)も継ぎ足すかもしれない。仮に、PEPPが半年延長で5000億ユーロ、APPも2021年いっぱい使える増枠分として1800億ユーロ(これまでの実績を踏まえれば月150億ユーロ程度の増枠があれば十分ゆえ、150億ユーロ×12か月で試算)だとすると、ヘッドライン上は7000億ユーロ弱の量的拡大を決定した格好になる。為替市場を威嚇するには十分な額ではないか。その後、ワクチン開発状況に応じて撤収することもあり得るだろうから、「全額使う」と言いつつ「見せ金」として終わっても何の問題も無いだろう。ECBとしては美味しい一手ではないかと推測する。

しかし、それでユーロ高が収束するとは思えない。図はFRBとECBのバランスシート(BS)比率とユーロ/ドル相場の関係を示したものだ(いわゆるソロスチャートである)。6月以降、ECBがFRBのBS規模を凌駕し、世界最大のBSを擁する中央銀行になった後もユーロは対ドルで上昇し続けた。どう見ても「量」の拡大は通貨高抑制には無力と考えるべきだろう。繰り返し論じてきた点なので詳述は避け



るが、ユーロ高の遠因としては世界最大の経常黒字並びに貿易黒字が考えられる。中長期的にはデイスインフレ状況も寄与しているのだろう。そうした真っ当な通貨高要因に対して理論的には通貨安に効く理由が無いベースマネーの押し上げを図ったところで、緩和カードを無為に切られるだけである。ベースマネー拡大は「期待に働きかける」効果はあっても、その実は空虚であり、それだけで物価を上げたり、通貨を操ったりすることはできない。そのことは望まぬ通貨高に悩まされ続けてきたかつての貿易黒字大国である日本が一番分かっている事実であろう。12月、ECBは恐らく相当踏み込んだ「量」の拡大を誇示してきそうだが、残念ながらユーロ相場の騰勢を止めるには至らないだろう。

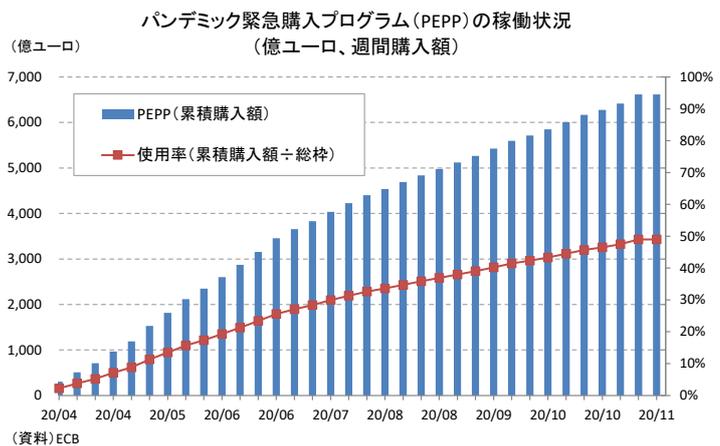
## 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「2段階アプローチ」という日本化～》

### ECBチーフエコノミストの見解

11月22日、ECBのチーフエコノミストであるレーン理事が仏紙レゼゴ（Les Echos）と行ったインタビューの一问一答がECBサイトで公開された。このインタビュー以前からレーン理事の講演は注目を集めることが多かったが、このインタビューは12月政策理事会に限らず、今後の政策運営を読み解く上でも重要なロジックと考えられるため、今月の本欄では改めて紹介しておきたい<sup>1</sup>。現在、政策運営の理論的支柱でもあるレーン理事の考えは大いに参考になる。そもそもラガルド総裁は金融政策に明るい人物ではなく、政策運営の核心はレーン理事が握っているとの声もある。記者からの「PEPPを停止する基準をどう考えるのか」との問いに対し、レーン理事は「一定の条件（certain condition）が満たされるまで、PEPPは停止しない」と回答している。市場参加者としては、この「一定の条件」が知りたいわけだが、これに関しては「第一に、パンデミックが経済活動を妨げないこと」と述べ、その上で「景気回復とインフレ動向を判定する基準も設定しなければならない」としつつ、後者の論点は「まだ考えるのは早い」と整理している。こうした2段論法はレーン理事がジャクソンホール経済シンポジウムで展開したロジックを踏襲している（重要なので後述する）。

次回会合のヒントになる部分としては

「PEPPは2021年6月末まで続くように設計されているが、我々は常に危機局面が終わるまでは続けると述べてきた」と述べたことが見逃せない。これは6月末の期限が最低でも12月末まで延期されることを示唆しているだろう（3か月延長という小出しは考えにくい）。そうなれば6か月分に対応してどの程度の「量」拡大が必要になるのかを考えれば良い。本欄ではこれまでの月間平均使用額から類推するに5000億ユーロが落としどころではないかと踏んでいる。PEPPはまだ半分以上、その余力を残しているのだから十分過ぎる延長・拡大である（図）。



### 「普通の政策」になったPEPP

上述のレーン理事による発言でも示唆され、ラガルド総裁も最近の記者会見で繰り返すように、PEPPには2つの役割（a dual role）があるというのがECBの公式見解である。それは①市場を安定化させ政策波及経路を修復すること、および②景気刺激策として物価を引き上げることの2つである。 PEPPは普通の資産購入プログラムとは異なり、出資金比率（capital key）や購入対象資産の格付け、月間の購入額など、細かな仕様に配慮せずに購入できる柔軟性（flexibility）が強みだと繰り返し言われてきた。これはあくまで①の役割をこなすにあたっては多くの制約が「大事の前の小事」だったからである。今年2～4月が確かにそのような局面だったことに異論はない。

<sup>1</sup> ECB “Interview with Les Echos” Interview with Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Guillaume Benoit, Elsa Conesa and Sophie Rolland

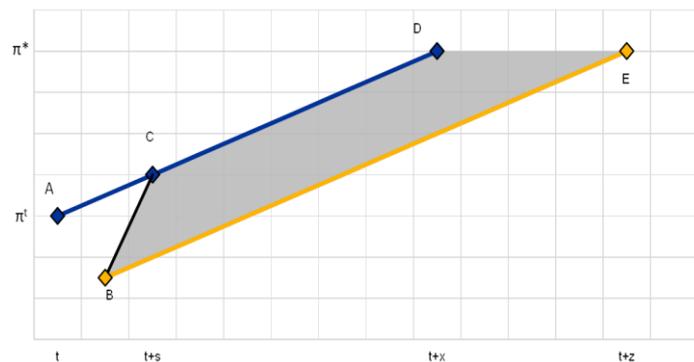
しかし、イタリア10年金利までもが史上最低を更新する中、①の役割は終わったと言って差し支えない。当初、緊急対応策として生まれたPEPPが今もメインツールとして残されているのは、ひとえに②に論点に依拠している。こうしたロジックは今年6月にPEPPが拡大された際、耳目を集めた。6月会合でラガルド総裁は記者から「PEPPは緊急策で一時的という位置づけではなかったのか」との問いに関し、PEPPには2つの目的 (dual keys) があると述べ、上述のロジックを展開して見せた。こうして3月臨時会合で導入されたPEPPは3か月後に、半ば済し崩し的に「普通の政策」として淡々と扱われるようになったのである。ドイツを筆頭とするタカ派メンバーはこうした動きに納得していないと思われるが、緊急事態の最中、目立った反論は避けられているのが現状である。今後、経済・金融情勢の落ち着きと共に政策理事会に亀裂をもたらす種になる懸念はある。

### 運営全体を貫く「2段階アプローチ」のロジック

ちなみに上述の2段階論法はPEPPに限らず現在のECB政策運営全体に貫かれているロジックだ。レーン理事は今夏のジャクソンホール経済シンポジウムでECBの政策スタンスについて「2段階アプローチ (a two-stage approach)」だと称している<sup>2</sup>。詳しくは講演を参照頂きたいが、第一段階でパンデミック以前の物価軌道に復した後、第二段階では (第一段階とは異なった手段で) 物価目標に到達させるというロジックである。講演でレーン理事は「第一段階の責務を完遂するための手段がPEPP」と述べている。PEPPの継続によってパンデミック以前の物価軌道に戻ったことが確認されて初めて停止が検討されるのであり、この点は上で紹介してきた一連の発言と平仄が合う。PEPPを受けて正常な物価軌道に戻れば、第二段階ではパンデミック後の政策スタンス (the post-pandemic monetary policy stance) として新しい政策運営に切り替えていくという説明である。この第二段階における手段は現時点で不明だが、PEPPほど大がかりな政策ではないという意味で従来型の拡大資産購入プログラム (APP) やフォワードガイダンスなどに軸足が移されていくのだろう。

こうした政策運営のイメージは右図のように表現される。縦軸が物価、横軸が時間だ。ADがパンデミック以前の物価軌道であり、今回のショックで物価の現状がAからBへ下方シフトしたというのがECBの認識である。PEPPのような大胆な手段がなければBEという物価軌道を余儀なくされるので、まずは第一段階でPEPPと共にBからCへ復帰した上で、第二段階でDそしてEに至るような政策運営を行うというのが今のECBの考え方である。冒

ECBの運営する「2段階アプローチ」のイメージ



(資料) ECB

頭で紹介したインタビューにおけるレーン理事の発言を煎じ詰めれば「今はBからCへの復帰」にトライしている最中なのでPEPPは続行という話になる。総じて、これらのロジックは分かりやすいものであり、「市場との対話」においても今のところ違和感なく受け入れられているように見受けられる。し

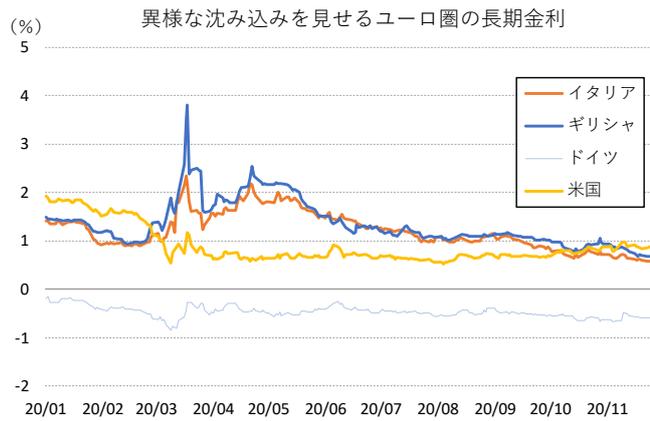
<sup>2</sup> ECB “The pandemic emergency: the three challenges for the ECB” Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City “Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy”

かし、この説明や図表は黒田日銀発足直後から展開されてきた「大胆な金融緩和で期待に働きかけ粘着性の強いデフレマインドを払拭し、インフレ期待を持ち上げる」という主張に酷似している。最終的に日本の経済・物価情勢が金融政策だけでは変えられないことが概ね実証されたことを思うと、ECBおよびユーロ圏の今後を待ち受ける展開はやはり楽観視できない。

### 非線形性と収穫逓減という懸念

メディアや市場は追加緩和というポジティブな部分に目が向かいがちだが、11月26日に公表された政策理事会の議事要旨(10月30日開催分)からは「それをやったとしても不安はある」というネガティブな部分も目についた。議事要旨では感染第2波に直面しても金融市場が落ち着いていることを捉えて「緩和効果の証左 (evidence of the effectiveness of the ECB's monetary policy measures)」と誇っているが、英国の合意なきEU離脱やパンデミックの悪化、復興基金拠出問題の遅延などのリスクに鑑みれば、市場は依然脆弱と評価している。この上で、メンバーからは潜在的な非線形性 (non-linearities)、副作用、収穫逓減 (diminishing returns) を念頭に、追加的な資産購入を行っても市場や実体経済に対して同じ影響を持つとは限らないという懸念が示されている。非線形性とは例えば合意なき離脱や厳格なロックダウン再導入を受けた急激な資産価格の調整や実体経済の断絶を懸念するものだろう。今春以降の経験を通じて、そのようなことが起こり得ることを市場参加者は重々承知しているだろう。

何より収穫逓減というフレーズが出てきたことは興味深い。これは間接的に「もうこれまでのやり方では効果は薄い」という懸念を端的に示すものであろう。というのも、2~6月は金利の意図しない上昇や株価の急落など、ある意味で金融緩和が影響力を行使すべき対象がはっきりしていた。だが、現状では重債務国の筆頭であるイタリアやギリシャの10年金利が断続的に史上最低を更新している。ドイツのそれに至っては▲0.60%だ。ギリシャの10年金利が米国のそれよりも低い



(資料)macrobond

状況からさらに緩和を強化して何の意味があるのかという疑問は出てきて当然だろう。いわゆる「流動性の罠」に嵌まった状態であり、日本からすると見慣れた光景だが、ユーロ圏もいよいよ公式にその難しさを認識する局面に入ったのであれば隔世の感を覚える。

上述のユーロ高に話を戻せば、「ここまでやった上で発生しているユーロ高」という認識が重要である。日銀の経験を教訓とするならば、通貨高を抑制するために無為にカードを切ってもそれは徒労に終わってしまう可能性が高い。極力は「時間稼ぎ」に類したコストのかからない政策(例えばフォワードガイダンスの強化など)が撤収も容易で、対費用効果が大きいのではないかとと思われる。

### 「財政政策と手を取り合って (hand in hand)」

もちろん、ユーロ圏の状況を踏まえれば、懸念されているのは通貨高だけではなく、実体経済を直接的に押し上げるマクロ経済政策全般が求められる状況だろう。しかし、「流動性の罠」に嵌まった中銀がで

きることは、現状の金利環境を維持することくらいである。議事要旨では「財政政策と手を取り合っ  
(hand in hand)」、政策を運営することの重要性が強調されていたが、これは間接的に「低金利は維持  
するので財政政策で支えて欲しい」という意思表示である。一昔前であればかなりタブーに触れる表現  
に思われるが、非常事態ゆえに違和感なく受け止められるものと考えられているのだろう。

もちろん、このような中央銀行の姿勢が政府にとって好ましくない「誘惑 (temptation)」をもたらす  
可能性にも言及はあるため、ECB としても「不味いことをしている」との自覚はあるようだが、背に腹  
は代えられないのが実情だろう。ECBに限らず、世界はしばらく中央銀行と政府の政策領域が限りなく  
接近する局面を余儀なくされると考えられる。それが一時的なものとはならず、なし崩しの財政従属  
の状況が定着してしまうのかどうかは今後 1 年程度で見極めるテーマになりそうである。

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](mailto: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。