

中期為替相場見通し

2020 年 12 月 25 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～「ドル安の正体」を探りつつ展望する 2021 年～

激動の 2020 年すら動かなかったドル/円相場～その要因と展望～	P.3
「ドル安の正体」を探る～元やユーロに駆動されたドル安の現状そして展望～	P.5
米金融政策の現状と展望～透けて見える「ドルはまだ高い」という本音～	P.8
米国経済の現状と展望～長期失業者増加という怖さ～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～「政治主導のドル安」リスク～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～解消されないユーロ高と低迷する物価～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「中途半端」でユーロ高抑制できず～	P.19
ユーロ圏経済の現状と展望～過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏～	P.21

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

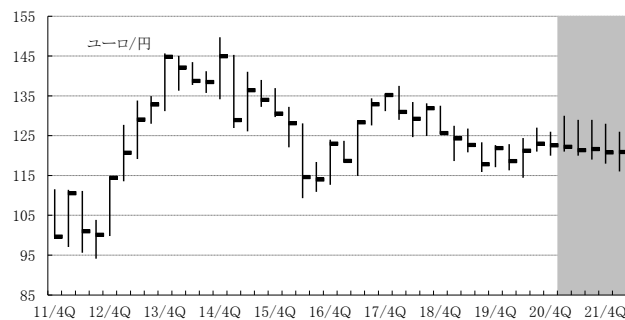
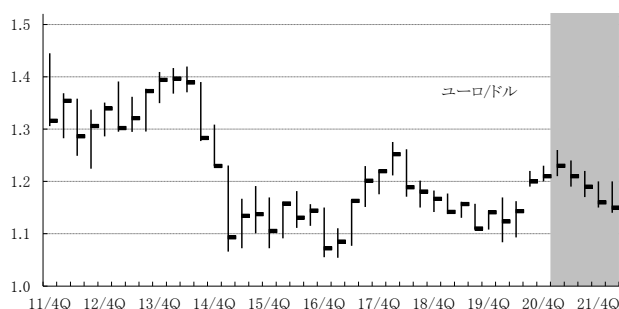
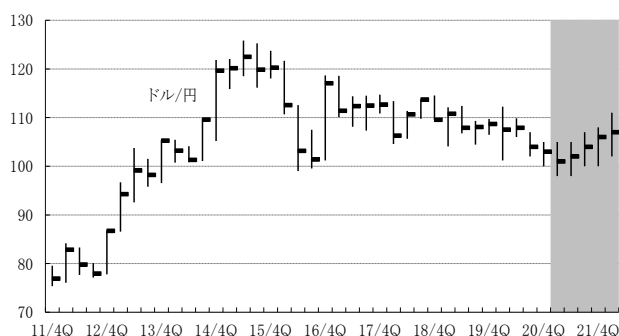
12月のドル/円相場も軟調地合いだった。待望のワクチン接種は始まっているが、眼前の感染者拡大を受けて経済活動が制限される中、米金利は低位安定している。2021年の為替展望を見渡すとドル安予想が支配的である。筆者も1～3月期をピークとする「最悪の冬」においてはやはり米金利低下を背景とするドル安が続かざるを得ないと思う。しかし、ワクチンの開発・認可・接種、そしてそれがもたらす経済正常化など、今後、前向きな材料は増えてくるだろう。見通しを検討する際、そのようにして「最悪の冬」から「希望の春」に視点が移っていくという事実も無視できない。コロナ前の水準まで高まっている米インフレ期待はその未来を見据えているのだろう。こうした動きに伴って米国の名目金利も理論的には浮揚してくるはずであり、これにドル相場もなびくという展開は十分予想される。もちろん、米金利とドルが徐々に上昇するとしても、それが加速していくのも難しいのだろう。2020年からの軌道で見た場合、米金利もドルもV字やU字ではなくL字の横棒がガタつくイメージを筆者は抱いている。円高とも円安とも言い難い局面の中、ドルや米金利の底打ちを確認する年になると考えたい。

片や、ユーロ相場は堅調を保ち、対ドルでは遂に1.20の大台で定着するようになった。低迷が続く物価情勢、本格的な感染第2波の到来、英国におけるコロナ変異種の登場などなど、率直にユーロ圏を取り巻く政治・経済情勢は良いところがないのが、ユーロ高が収束する気配はない。ECBはユーロ高是正に必死だが、手を尽すほど「焼け石に水」という雰囲気が強まっている。毎月指摘しているように、「ドルの過剰感」や「米金利の低位安定」という大前提が変わらない中、ユーロ圏の誇る「世界最大の経常黒字・貿易黒字」は評価される筋合いにあるのだろう。中長期的にはディスインフレ状況が購買力を押し上げるという目線も加わってきており、ますますかつての日本円に似てきている。対ドルに限らず、実効ベースで見ても史上最高値圏で推移しているため、今後、実体経済への悪影響も懸念されてくるだろう。米国側で金利が底打ちし、それをある程度FRBが容認するなど、ドル側の要因で大きな動きがない限り、ユーロ売りに転じるのは難しいと考えたい。円相場の予想同様、来春以降はそのような動きも期待できるが、1～3月期は2020年以上の高値をつける可能性がある。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～12月(実績)	2021年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期
ドル/円	101.18 ～ 112.23 (103.55)	98 ～ 105 (101)	98 ～ 105 (102)	100 ～ 107 (104)	100 ～ 108 (106)	102 ～ 111 (107)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.2273 (1.2182)	1.19 ～ 1.24 (1.21)	1.17 ～ 1.22 (1.19)	1.15 ～ 1.20 (1.17)	1.13 ～ 1.18 (1.14)	1.12 ～ 1.18 (1.13)
ユーロ/円	114.43 ～ 127.06 (126.15)	121 ～ 130 (122)	120 ～ 129 (121)	119 ～ 129 (122)	118 ～ 128 (121)	116 ～ 126 (121)

(注) 1. 実績の欄は12月25日までで、カッコ内は12月25日の10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～「ドル安の正体」を探りつつ展望する 2021 年～

《激動の 2020 年すら動かなかったドル/円相場～その要因と展望～》

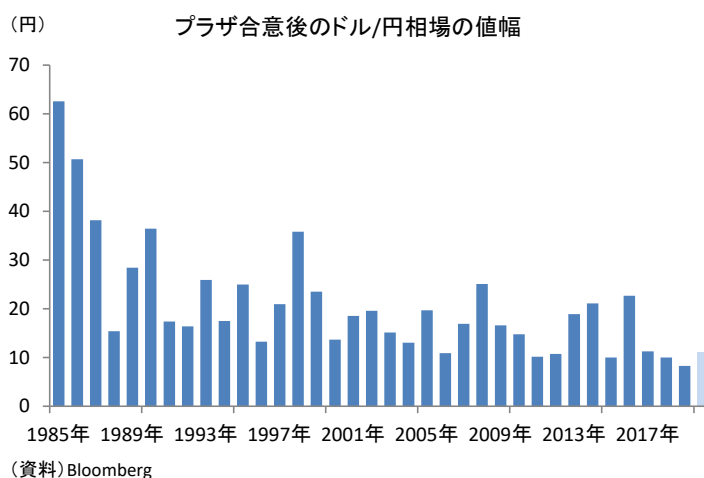
年末の風物詩、やっぱり狭かったドル/円の値幅

2020 年のドル/円相場の値幅は 11.05 円

(高値：112.23 円、安値 101.18 円) と 3 年ぶりの大きさであったが、プラザ合意

(1985 年) 以降、36 年間の歴史で見れば 7 番目に小さい値幅である。そもそも「3 年ぶりの大きな値幅」といっても 2018 年、2019 年は 2 年連続で史上最小レンジだったのだから、それよりも大きくなること自体は不思議ではない。もはや、「今年の値幅は小さかった」という会話は師走の東京外国為替市場の風物詩と言って

も良いだろう。このような相場になっている背景は複数あるが、①世界的に内外金利差が消滅している、②円の需給が均衡している、③そもそも日本経済への関心が薄れているなどの仮説が考えられる。どれも決定的な説とは言えないが、どれも一理はある。



内外金利差の消滅は真っ当な原因

理論的に言えば、①は真っ当な論点である。やはり為替取引においては中央銀行の「次の一手」を巡る思惑こそが取引材料の「花形」であることは否定できない。主要中銀の政策金利がほぼゼロで集約され、内外金利差の限界的な変化幅がかつてないほど小さくなっている以上、これに応じた取引は当然減る。雇用統計や消費者物価指数といった基礎的経済指標も、米中貿易摩擦やブレグジットのような政治的材料も、それら全てひっくるめて「次の一手」にどう影響するかが為替市場の焦点なのである。日銀は元より、FRB も ECB、その他主要中銀の多くについて「政策金利はゼロ%」が既定路線となっている以上、「次の一手」が為替市場で取りざたされることはなくなってしまう。

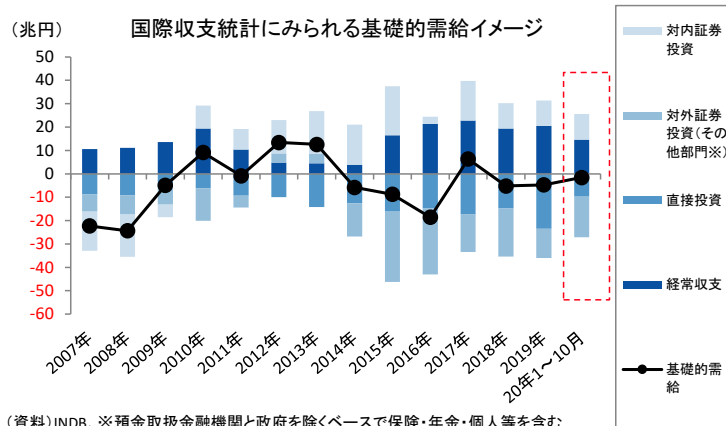
また、主要国の政策金利が概ねゼロで横並びになっているということは、それらの国々がすべからずインフレに悩まず、むしろデフレーション (最悪の結末としてデフレ) を恐れている状況を意味している。その意味で主要国は「金利差なき世界」だけではなく「物価差なき世界」という状況にも身を置いており、それは購買力平価説に照らしても「為替が動きにくい」という展開に繋がってくる。2020 年は米国がゼロ金利になるという激動のプロセスがあったわけだが、2021 年は年初からゼロ金利同士の通貨ペアが多く、そのまま走る公算が大きい。結果、為替市場の変動は一段と抑制されるかもしれない。

均衡している需給

しかし、ドル/円相場の動きは限定的であったが、ユーロ/ドル相場は大きく値を上げた。これは何故だろうか。ここで②の論点が重要になる。例えば 2020 年の日本の貿易収支は上半期 (1～6 月)こそ計▲2.2 兆円と拡がったが、下半期に入ると黒字基調に戻し、11 月までの合計では▲730 億円とほぼ均衡している。一方、ユーロ圏は 2019 年対比で減少が見込まれるものの、2020 年もユーロ圏は世界最大の経常

黒字国の地位を保つであろうし、しかもその中身のほぼ全てがアウトライートのユーロ買いに直結しやすい貿易黒字である。こうした両者の差が円とユーロのパフォーマンスの違いに影響している部分は小さくないように思える。本欄では繰り返し強調しているが、やはり「金利差なき世界」では実需が尊重されるというのが必然の帰結なのではないだろうか。

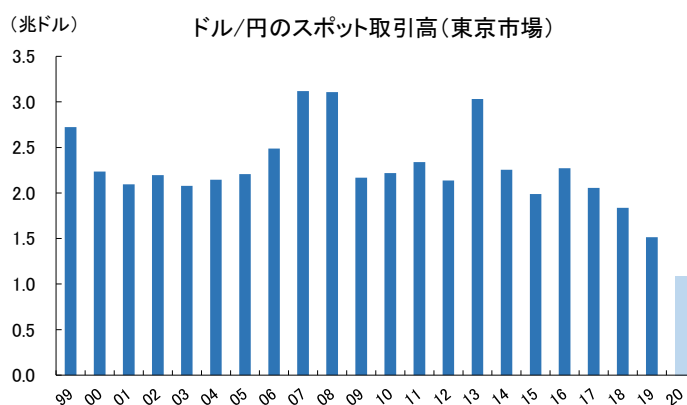
ちなみに、貿易統計を含めた国際収支統計全体から試算した円の基礎的需給バランスを見たものが右図だ。2020年1～10月までの合計が▲1.5兆円の円売り超過となっている。10か月間の国際収支合計から得られる需給の傾きがわずかに1.5兆円というのは非常に小さいものである。図示されるように、2018年も2019年も基礎的需給バランスの偏りは殆どなく、円売り超過が続いてきた。その2年



間が連続して過去最小レンジだったことと無関係ではないように思える。確かに日本の経常黒字は世界で2番目に大きいものだが、その中身の殆どが第一次所得収支黒字であるため、為替取引（円買い）の源泉としては期待しづらいものがある。狭いレンジの背景は実は「売り買いが拮抗しているから」という非常にシンプルな理由なのかもしれない。

もう日本に関心がない？ スポット取引高は過去最低に

最後に③の論点も無視できない。2年連続で史上最小レンジを更新した2019年、東京外為市場におけるドル/円相場のスポット出来高は約1.5兆ドルであり、現行統計における最低を更新した。直近では2013年の約3.0兆ドルがピークであり、この半分まで落ち込んだことになる。しかし、本稿執筆時点では約1.0兆ドルとさらに小さくなっており、2年連続で過去最低を更新しそうである。もっとも、「取引高の減少」と「狭いレンジ」の因果関係は正直、判然としない。「取引高の減少」



が原因、「狭いレンジ」が結果という考え方はあり得るが、取引高が小さければ値は飛びやすいという側面もあり、「狭いレンジ」にはならないという見方もある。しかし、取引高が大きくても値は動くので、両者の因果関係に確たる正解はないと言える。

ただ1つ言えることは、日本の経済・金融情勢が注目されるような状況だったらこのような取引高にはなっていないということだろう。既往ピークに近い取引高を記録した2013年はアベノミクスの最盛期であり、円安・株高が世界的にも注目されていた局面だった。同程度の取引高を誇った2007～08年は金融危機の到来と共に円キャリー取引が一気に巻き戻された局面だった。この直前の2005～06年という

時代は、日本だけがゼロ金利を採用していたことから世界的に円キャリー取引戦略が一大ブームだった。善し悪しはさておき、円が取引される理由があったのである。

YCC で表舞台から消えた日銀

しかし、日銀は 2016 年 9 月の総括的検証を経て導入されたイールドカーブコントロール (YCC) をもって表舞台から姿を消した。恐らく、それこそが「できるだけ早期にインフレ率+2%を実現する」という大風呂敷を広げつつも万策尽きてしまった日銀の YCC に課せられた使命だったのだと筆者は思っている。実際、ドル/円のスポット取引高は 2016 年から減少が続いており、2020 年で 4 年連続の減少となる。4 年連続で減少したことなどこれまではない。YCC を経て日銀、ひいてはアベノミクスに率いられた日本経済への関心が雲散霧消し、円の取引高が減少し、それが狭いレンジに繋がっていったという説はある程度、信ぴょう性が高いと思われる。ちなみに国際決済銀行 (BIS) が行う 3 年に 1 度の外為調査によれば、2004 年にシェア 8.0%で世界第 3 位の為替市場だった東京の地位はシンガポールや香港に抜かれた結果、2019 年時点で 4.5%と 5 位まで落ち込んでいる。このうち 2016 年から 2019 年のシェア低下幅 (6.1%から 4.5%へ▲1.6%ポイント) が大きかったことを見ても YCC を通じた円ひいては日本経済への関心低下を感じさせるものがある。

以上、ドル/円相場の値幅が小さくなっている背景を簡単に議論してみた。冒頭述べたように①～③、全て事実であって、どれか 1 つが原因というわけではないのだろう。②の需給が 2021 年どうなるかで円相場の変動も出てきそうには思うが、①や③については大きく変わりそうにない。とりわけ①、すなわち「動かない金利」については FRB のドットチャートを持ち出すまでもなく、あらゆる金融資産取引の前提になってしまっているように見受けられる。その筆頭こそが「実体経済と乖離する株高」であり、2021 年の金融市場が抱える最大の変動リスクはその株高が断続的に動揺することなのだと考えている。

《「ドル安の正体」を探る～元やユーロに駆動されたドル安の現状そして展望～》

「L字の横棒がガタつくイメージ」を抱く

2021 年の為替市場の展望に関してはドル安を期待する声が支配的のようだ。本欄でも 2020 年 10～12 月期そして 2021 年 1～3 月期といった感染拡大の最悪期に相当する期間は確かに米金利とドルの相互連関的な低下を予想してきた。しかし、ワクチンの開発・認可・接種に関する前向きなニュースに呼応する格好で米国のインフレ期待は明らかにアフターコロナを視野に入れ始めており、フィッシャー効果を持ち出すまでもなく米国の名目金利も徐々に浮揚してくる公算が大きい。その名目金利の上振れを FRB が如何に政策的に抑え込んでくるかが 2021 年の注目ポイントと考えられる。もっとも、方向感として徐々に米金利とドルが上昇するとしても、それが一方向的な動きになるとも思っていない。V 字や U 字ではなく L 字の横棒がガタつくイメージを筆者は抱いている。円高とも円安とも言い難い局面の中で、ドルや米金利の底打ちを確認するのが 2021 年になるのではないか。

ドル安の裏側に経常黒字大国

こうした「米低金利の継続」に加え、巨額の財政赤字に根差した「ドルの過剰感」がドル安予想の主たる根拠に用いられることは多く、それは真つ当な分析と言える。しかし、為替は常に「相手がある

話」だ。ドル安の背景には米国要因だけではなく、相手国の要因も効いている。そこで右表はドルの名目実効為替相場（NEER）に関し、構成通貨のウェイトを用いて寄与度を計算したものだ。12月21時点でドルのNEERは年初来▲3.1%下落している。このうち▲1.5%ポイントが人民元の上昇、▲1.6%ポイントがユーロの上昇によってもたらされたものであることが分かる。つまり、ドル安圧力の殆どはこの2通貨に由来していたという話になる。この2通貨に比べれば見劣りするものの、これに日本円の▲0.4%ポイントが続く。この3か国・地域に共通する特徴がある。それは経常黒字大国であるということだ。厳密に言えば、この3か国・地域は世界の経常黒字3大国であり、ユーロ圏と中国は世界の貿易黒字2大国でもある。

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	6.3	-1.5
ユーロ圏	17.0	9.2	-1.6
メキシコ	13.3	-5.3	0.7
カナダ	11.7	1.0	-0.1
日本	7.1	5.1	-0.4
韓国	3.8	4.8	-0.2
台湾	2.2	6.0	-0.1
スイス	1.7	9.1	-0.2
英国	3.2	1.6	-0.1
ロシア	0.6	-17.1	0.1
南アフリカ	0.4	-4.1	0.0
トルコ	0.5	-22.2	0.1
アルゼンチン	0.3	-28.0	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.1
20年1～12月のNEER	-	-3.1	-3.1

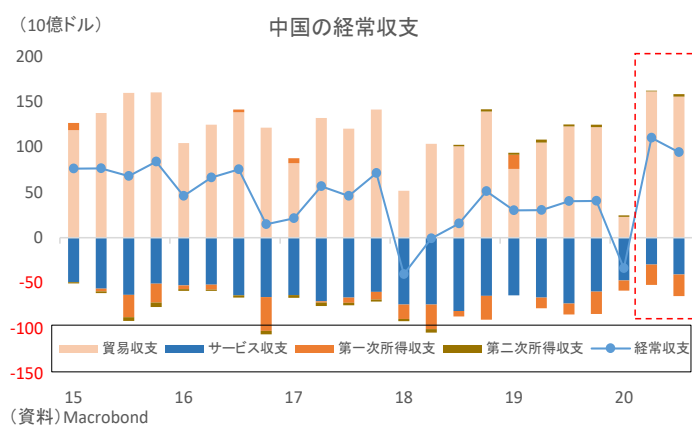
(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～20年12月21日

FRBがゼロ金利を導入した今春以降、本欄では『金利差無き世界』で重視すべきは需給」との主張を繰り返してきたが、こうしたドルのNEERに対する寄与度を整理してみる限り、この基本認識は概ね正しかったように感じられる。為替市場の潮流は基本的に米国要因に駆動されるものだが、2020年に見られたユーロや人民元の上昇は強固な対外収支の存在によってもたらされたものである可能性も無視できない。その上で人民元に関してはバイデン政権による親中路線への転換という期待も織り込まれており、その結果がドル安に対する最大の寄与度という話に繋がったのだろう。

中国の経常黒字はどうなるのか

この点、中国やユーロ圏の経常黒字の帰趨がドル相場の予想にとって重要という話になる。まず、中国に関して言えば、元高による輸出鈍化はある程度不可避であろう。また、これまでは「新型コロナウイルスにいち早く倒れ、いち早く復活した」ということから中国以外からの輸出が中国によって代替されていた可能性も考えられ、それが剥落する動きも考慮すべきかもしれない。とすれば、

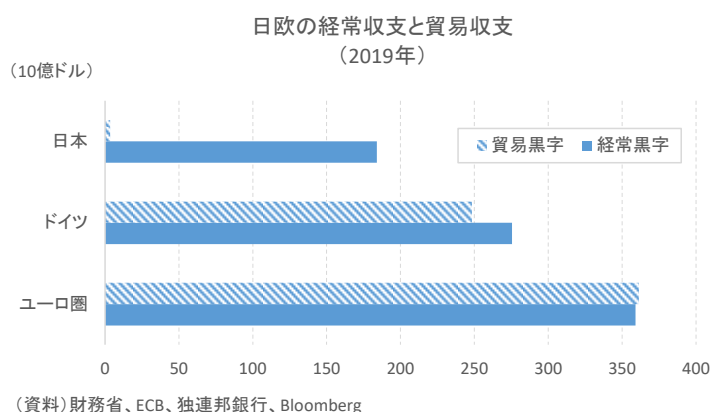
2021年の輸出はやはり減速の可能性を孕む。さらに、漏れ伝わってくるワシントンの様子を踏まえる限り、バイデン次期政権はトランプ政権より穏当なのかもしれないが、米国の対中政策がそこまで軟化するのかという疑義もある。東アジアにおける領土的野心や人権意識の希薄さは政権が代わっても米国政治として容認できる論点ではないだろう。とすれば、「追加関税撤廃→輸出増」といった経路をどこまで期待すべきか逡巡する部分もある。こうした状況下、2021年の輸出が顕著に減ってくれば、中国当局は元安誘導を検討し始めるだろう。



これらは貿易黒字の減少を懸念する話だが、これまで経常黒字の押し上げ要因となってきたサービス収支赤字、厳密には旅行収支赤字の減少が今後は増加に転じる公算もある。世界的にアフターコロナが視野に入ってくれば、当然、中国から海外への旅行客は増えるだろう。いや、そうならないければアフターコロナと呼ぶには難しい状況とも言える。いずれにせよサービス収支赤字の拡大が経常黒字を削り、元高を抑制する経路は看過できない。以上のような議論を踏まえると、**2021 年は元高がピークアウトする動きに合わせて、ドル安圧力も緩和する可能性に構えた方が良いのではないかと考えたい**。それはやはり 4～6 月期以降の展開となる可能性が大きいと見ている。

ユーロ圏や日本の経常黒字はどのような展開に

一方、ユーロ圏の経常黒字はどうか。ユーロ圏の経常黒字は概ね貿易黒字であり、その 7 割はドイツに由来している。足許のユーロ高は NEER ベースで見ても史上最高圏で推移しており、主要貿易相手国に対するユーロ圏の競争力悪化が予見される。ゆえに、域内から域外への輸出が多少減速することは不可避であろうが、ドイツの貿易黒字は「永遠の割安通貨」に駆動されたものであり、ユーロ高を受けても「超巨大



な黒字が巨大な黒字になる」程度の認識ではないか。ユーロ高によって「輸出減少→黒字減少」という動きが多少発生したとしても、「世界最大の経常黒字・貿易黒字」というユーロ相場の強みは根本的には変わらないと考えたい。その上、米国対比で見ればデysinフレの状況が続く域内情勢に鑑みれば、購買力平価で見たユーロ高・ドル安も正当化される状況は続くだろう。日本の経験を踏まえれば、「巨額の黒字」と「慢性的なデysinフレ状況」に裏打ちされた通貨高は粘着性が強く、ドル側で明確な反転要因が出てこないと収束は難しいと考えたい。

最後にドル安への寄与度で 3 番手につける円だが、語るべきことは多くない。経常黒字こそ大きいものの、その中身は概ね第一次所得収支黒字であることから、円転されない部分も大きそうである。「需給が評価されて円高・ドル安に寄与した」とは言っても、それはアウトライトの自国通貨買い・ドル売りが発生する貿易収支ではなく「世界最大の対外債権国」の地位を念頭に置いた動きなのだろう。それゆえに「リスクオフの円買い」も、2020 年がそうだったように、かつてのような派手な動きにはなりにくいのである。また、もはや日本の貿易収支は円相場への感応度を落としているため、2021 年の貿易収支が例年と比べて劇的に上下動することは考えにくいという前提で見ておきたい。

以上のようにドル安を米国以外の視点から分析してみると、やはり本欄で重視してきた『金利差無き世界』で重視すべきは需給」との論点が 2021 年の展望を議論する上でも非常に重要なものになっている現実が見えてくる。ユーロ圏や日本の経常黒字・貿易黒字が劇的に変わることはなさそうである一方、2020 年のドル安に最も寄与した元高は是正される可能性も高そうであり、それは春先以降、明るいムードが強まる中で加速する動きではないかと筆者は考えている。

《米金融政策の現状と展望～透けて見える「ドルはまだ高い」という本音～》

年内最後のFOMC、波乱なし

年内最後の FOMC は、物価および雇用の動向が目標に向けて「さらに顕著に前進 (substantial further progress)」するまで、資産買入れを現状のペース（国債は 800 億ドル/月、MBS は 400 億ドル/月）で継続するとし、フォワードガイダンスの強化に踏み切っている。しかし、この決定自体は想定されたものであり、市場反応は極めて限定的であった。また、政策メンバーの金利見通し（ドットチャート）のイメージも変わらず 17 名中

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%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

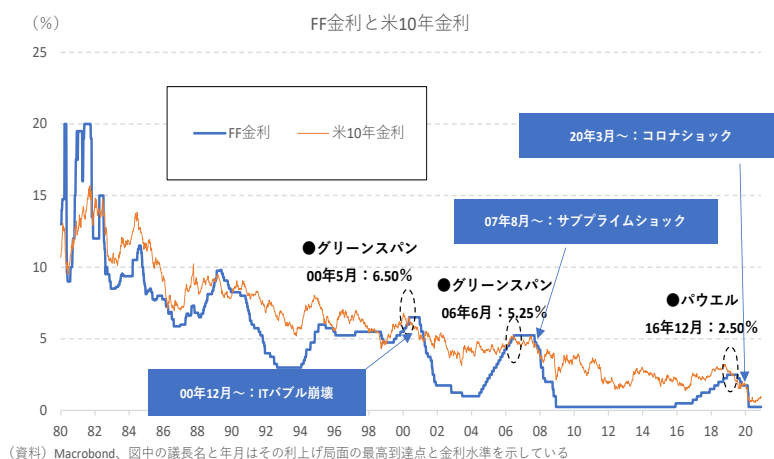
12 名が 2023 年末までのゼロ金利維持を予想している (図)。一部では国債購入年限の長期化を予想する声もあったが、FRB スタッフ経済見通し (SEP) は全体的に上方修正されていることから、そこまで踏み込まなかったことに違和感はない。

切り下がる利上げの最高到達点

詳しくは後述するが、今後重視されるのは何を置いても雇用・賃金情勢だろう。今回のフォワードガイダンス強化は 11 月に発表された議事要旨で示唆されていたものの、12 月会合で打ち出されるとの期待はそこまで強くなかった。しかし、12 月 4 日の米 11 月雇用統計が予想以上の減速となったことで前倒しされた感は否めない。春先に失われた 2000 万人の雇用のうち、未だその半分近くが回復できておらず、しかも改善ペースが鈍化しつつある。労働参加率が歴史的な低水準にまで沈んでいることを踏まえれば、中長期的な視点からは労働投入量の減少を受けた潜在成長率の切り下がりが懸念される状況にある。

潜在成長率が下がってくれば、これと平仄が合う中立金利、ラフに言えば「望ましい政策金利」の水準も切り下がってくることになる。図は 1980 年以降の FF 金利と米 10 年金利の推移を見たものだ。大きな危機を乗り越えるたびに利上げの最高到達点が切り下がり、米 10 年金利も似たような軌道を描いていることが分かる。世界の資本コストである米金利がこのような状況を辿ることで他国の金利も少

しずつ切り下がっており、今日の状況に至っているのは周知の通りだ。今回のコロナショックは FF 金利が 1.75% しかないところに発生しており、あっという間にゼロ金利まで引き戻されてしまった。後講釈を承知で言えば、やはり 2018 年の 4 回利上げがオーバーキルであり、2019 年に 3 回も利下げしなければならなかったことでコロナショックに対する糊代が小さくなっていたことが悔やまれる。いずれに



(資料) Macrobond、図中の議長名と年月はその利上げ局面の最高到達点と金利水準を示している

せよ、過去 20 年で利上げの最高到達点が「6.50%→5.25%→2.50%」と切り下がってきているのは事実であり、経済・金融情勢が改善してくれば「次の利上げが 2.50%を超えられるのか」は必ず注目点になってくるはずである。利上げの最高到達点が 10 年金利のそれと重なってきた経緯がある以上、為替や株の展望を考える上でも重要な視点と考えられる。

2.50%まで戻るのに10年かかった

もちろん、ゼロ金利自体は初めての経験ではなく、2008 年 12 月にゼロ金利にしてから 7 年かけて利上げに復帰し（利上げ着手は 2015 年 12 月）、10 年かけて 2.50%まで戻した（直近で最後の利上げが 2018 年 12 月）という実績がある。だが、総括すれば「10 年かけても危機前（5.25%）の半分（2.50%）程度にしか戻せなかった」ということでもある。

では今回はどれくらいかかりそうなのか。率直に「2023 年末までゼロ金利継続」というドットチャートは「最速で」という枕詞をつけて解釈したいところである。理由はやはり労働市場の状況だ。コロナショックを経て労働参加率は史上最低の 61.5%まで低下しているが、一旦大きく下がった労働参加率は簡単には元に戻らないことはリーマンショック後に学んだ事実である（後掲図）。実際のところ、全く戻らないままコロナショックを迎えてしまった。こうした状況下、直感的に類推される中立金利はさらに下がっている懸念がある。それは一段と金利が上がりにくい世界を意味し、為替市場を展望する上での「金利差なき世界」という大前提がしばらく続くということでもある。もちろん、狭いレンジの金利変動はあり、為替市場それ相応の動きを示すだろうが、限界的な金利の変化幅が小さくなることで為替市場における変動も小さくなるという事実は動かしがたいものがある。今年これほどのことが起きてもドル/円相場が 10.05 円しか動いていないことが何よりの証左であろう。このようなことがドル/円に限らず、他の通貨ペアにも起きてくるのかどうかは 2021 年の 1 つの注目点とも言える。

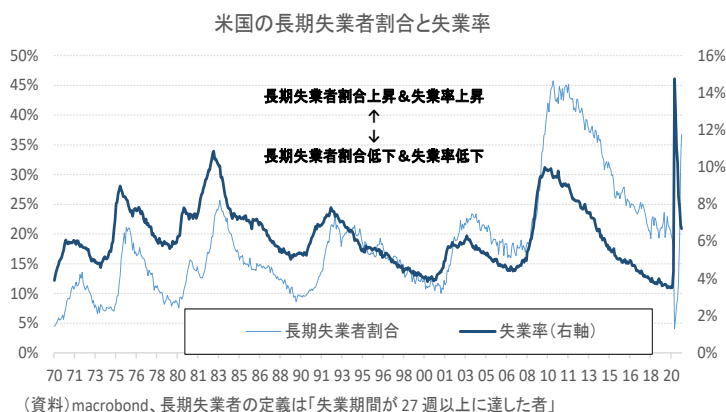
《米国経済の現状と展望～長期失業者増加という怖さ～》

長期失業者増加という厳しい現実

米 11 月雇用統計は非農業部門雇用者数 (NFP) に関し、前月比+24.5 万と市場予想を大幅に下回った。これが本来は無風だったはずの 12 月 FOMC にアクションを強いたとの声は多い。家計調査に基づく失業率は 6.7%と前月比▲0.2%ポイント低下したのだが、労働参加率の低下 (61.7%→61.5%) を伴う動きであり、いわゆる「悪い失業率低下」であった。労働参加率は「労働力人口 (就業者+失業者) ÷ 生産年齢人口 (16 歳以上人口)」である。だが、失業者と認識されるためには調査期間中に求職活動を行っている必要がある。労働意欲を失い、労働力人口から外れた者は失業者にならない。そのような層が増えた場合、失業率 (失業者 ÷ 労働力人口) は低下するかもしれないが、労働参加率も低下する。これが「悪い失業率低下」だ。逆に労働参加率上昇を伴う失業率上昇は「良い失業率上昇」と呼ばれることもある。

労働参加率の低下が続くと一国経済に対する労働投入量が減ることになるので潜在成長率が押し下げられてしまう。こうした労働市場からの退出予備軍は「長期にわたって就職活動をしたものの職を見つけることができなかった層」と被ることが多く、その意味で「過去 27 週間以上にわたって職探しをしている失業者 (長期失業者)」の趨勢は重要視される。

図は失業率と失業者全体に占める長期失業者の割合（長期失業者割合）を見たものだ。足許で失業率が大きく低下している一方、長期失業者割合は大きく上昇していることが分かる。11月の長期失業者割合は失業者全体の4割近くに迫っており、リーマンショック直後の記録（45%程度）まで上昇する雰囲気もある。図に示すように、基本的に失業率が下がっていけば長期失業者割合も同様に下がるのがこれまでの傾向だが、



現状ではそうっていない。これはロックダウンによって失業者の母数自体が大きく増減した影響である。長期失業者割合は失業者（すなわち分母）が急増した春先に急低下したものの、足許にかけては失業者の急減と共に急上昇するという特異な軌道を強いられている。

労働参加率は戻りにくい

労働参加率低下に話を戻そう。そうした動きはリーマンショック後、FRBも再三問題視してきた論点であり、過去10年、米国が完全雇用状態に接近する中でも労働参加率は悪化こそしなかったものの、元には戻らなかったという経緯がある（図）。「強いショックを受けて低下すると元には戻りにくい」という労働参加率の特徴は、上述した長期失業者が一旦、労働市場から退場してしまうと意欲もスキルも喪失してしまい



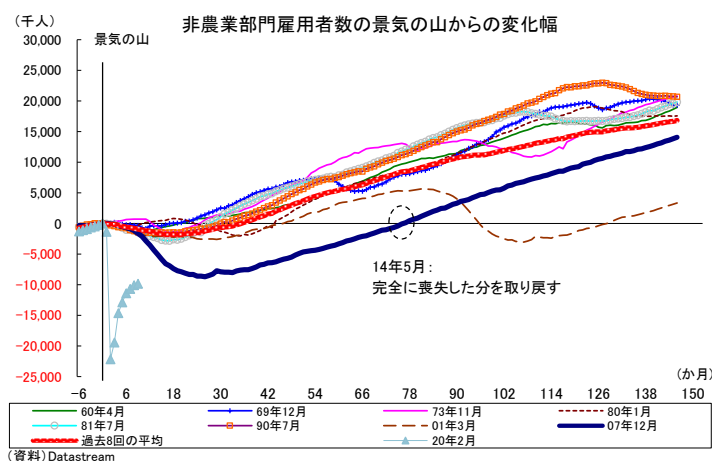
経済活動に復帰できなくなってしまうという事実を理解すると良く分かるだろう。長期失業者割合上昇が原因、労働参加率低下が結果となっている側面がある（そして、労働参加率は潜在成長率低下の原因にもなる）。コロナショックを受けて労働参加率が一段と低下してしまったという事実について、FRBを始めとする米政策当局者の胸中は暗澹たるものがあるのではないだろうか。

「残り1000万人」という重み

これまでも繰り返し議論している論点だが、株価が騰勢を強めても消費者心理が改善しないのはこうした雇用（ひいては賃金）の悪化が原因と考えられる。11月雇用統計はどう見ても失望的な内容であったが金融市場では政策期待を後押しするという解釈から株価が続伸した。もはや倒錯していると言えない値動きである。そうした金融市場の値動きから一步退いて実体経済を見つめれば、米国の雇用情勢ひいては米国経済の先行きには大きな懸念を抱かざるを得ない。3～4月に失われた2000万人の雇用

のうち半分（1000 万人）を復元したところで、雇用の増勢に急ブレーキが掛かってしまったのが現状である。この「残り 1000 万人」というのは非常に大きな数字だ。というのも、リーマンショックを伴う 2007 年 12 月に始まった前回の後退局面を例にとると、後退局面入りから 26 か月後の 2010 年 2 月に約▲870 万人という雇用喪失が最悪期だった。つまり、現状は、少なくとも失われた雇用の「量」に限って言えば、「リーマンショックの最悪期よりも最悪」と

いう話である（図）。ちなみに、リーマンショック後の約▲870 万人が完全に解消されたのが後退局面入りから 77 か月後の 2014 年 5 月である。片や、2020 年 11 月は後退局面入りからまだ 9 か月後だが、「残り 1000 万人」（厳密には約▲983 万人）という雇用喪失に直面している。これを完全に復元するのにどれほどの月日がかかるのか。もちろん、今回は人為的な経済活動制限で喪失した雇用なので、感染症の動向とこれに伴う為政者の判断次第では雇用復元ペースも早いものになるだろう（事実、9 か月で 1000 万人の復元は異例である）。しかし、仮にリーマンショック後の半分の期間で復元しても 3 年弱はかかる。



イエレン・ダッシュボードで見る現状

かかる状況下、雇用情勢が FRB の政策運営を縛る場面は増えてくることが予想される。後述するように、12 月 FOMC は現状路線と思われていたが、フォワードガイダンス強化に踏み切った。これは明らかに会合前週の 11 月雇用統計の結果を踏まえての決断だったと言える。経済活動に再度制限がかかる中、今後雇用統計の結果を受けて財政・金融政策運営を占おうとする機運は一段と強まるだろう。先週の本欄では失業期間が 27 週以上におよぶ長期失業者ならびに労働参加率の動きこそが中長期的に重要な雇用指標だと議論した。雇用統計に関する報道は非農業部門雇用者数（NFP）変化、失業率そして平均時給の 3 点に終始することが多いが、それに囚われず、より複眼的に労働市場の現状と展望を分析すべきというのが筆者の基本認識である。この点、新財務長官に就任予定のイエレン元 FRB 議長は金融政策運営にあたって 9 つの雇用指標を重視していると言われ、それは「イエレン・ダッシュボード」と呼ばれていた。9 つの指標とは NFP、失業率、労働参加率、広義失業率、長期失業者割合、退職率、求人率、採用率、解雇率である。なお、イエレン・ダッシュボードは周囲が勝手に呼んだもので、本人由来ではない。

下表はこの9つの指標に関して、「前回利上げ着手直前の2年間（2014～15年）」、「利上げ着手を含む当該四半期（2015年10～12月期）」、「コロナショック直前の3年間（2017～19年）」、「年初来（2020年1～11月）」についての平均値を記載した上、現状把握のため直近値（2020年11月）も載せた。現在直面している労働参加率や長期失業割合の水準が如何に深刻なものか分かるだろう。そのほか広義失業率の高さも目につく。長期間に及ぶ失業によって就労意欲やスキルが失われることが広義失業率の上昇や労働参加率の低下とリンクしていると考えられる以上、筆者はやはり長期失業者割合が米雇用市場の現状と展望を語る上では要諦になると考えている。

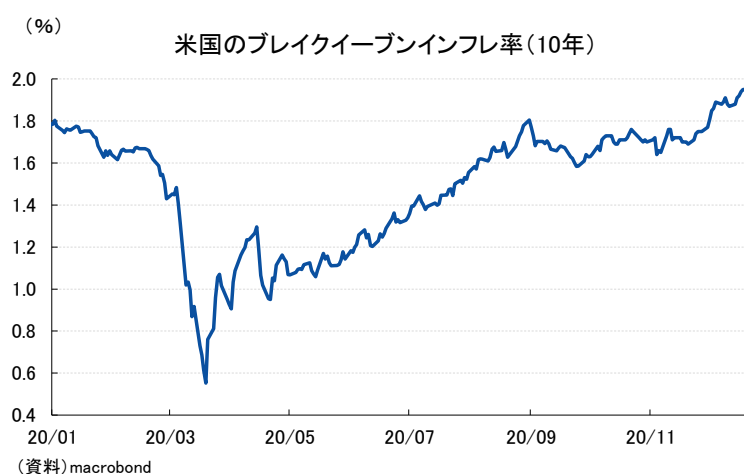
イエレンダッシュボードの現状と過去（利上げ着手は2015年12月、雇用者数は万人単位）

	非農業部門雇用者数変化	失業率	労働参加率	広義失業率	長期失業者の割合	退職率	求人率	採用率	解雇率	失われた雇用者数(※2)
2014-15年平均	23.85	5.7	62.8	11.2	30.7	1.9	3.6	3.6	1.3	470.5
2015年10～12月期	27.20	5.0	62.6	9.9	26.6	2.0	3.8	3.8	1.3	
2017-19年平均	18.21	4.0	62.9	7.8	22.2	2.2	4.4	3.8	1.2	1,360.6
2020年1～11月平均	-85.17	8.2	61.8	13.8	16.5	1.9	4.2	4.1	2.4	-983.4
直近(※1)	24.50	6.7	61.5	12.0	36.7	2.1	4.3	4.1	0.9	

(資料) macrobond、(※1) 2020年11月時点、(※2) 景気の「山」から起算して失われた雇用。上から順に「15年12月」・「19年12月」・「20年11月」時点の数字。

2021年、「FRBのタカ派懸念」にはダッシュボードを

本稿執筆時点では米国のインフレ期待はワクチンの開発・承認・接種を経て明確に騰勢を強めており、10年物のブレイクイーブンインフレ率(BEI)はコロナ前にも到達していなかった2%に手が届きそうだ(右図)。フィッシャー効果を考慮すれば、名目10年金利が現水準(0.90%近傍)でペッグされたような状況は持続が難しいと考えるのが自然である。そのような金利動向を追認するように一部のFRB高官が正常化に関心を



を示し始めるのが2021年4～6月期以降になるというのが筆者の読みである。

片や、景気の運行指標である雇用関連指標の改善はそこまではっきりとは進まないはずである。例えば、既述の通り、長期失業者割合や労働参加率は歴史的に見ても懸念すべき状況にあり、とりわけ後者は大きく下がると元に戻すことは事実上困難という現実がある。こうした状況に鑑みれば2021年のFRBは「2つの責務(デュアルマンデート)」である「物価の安定」と「雇用最大化」のうち、前者に安堵感を覚えつつも、後者への警戒を怠れない局面が続くと考えられる。BEIや金利の騰勢に合わせて前者の責務に照らしたタカ派観測が強まり、株価が動揺するような展開は恐らく一時的であれ予想される。一方、雇用の惨状を見る限り、「雇用最大化」が実現されたと判断するのは相当先になるはずだ。

2021年は断続的に「FRBへのタカ派懸念」が断続的に市場心理を冷やす場面があろうが、その時はぜ

ひ、イエレン・ダッシュボードに立ち返り、現状認識を改めることを心掛けたい。新たに財務長官となるイエレン元 FRB 議長もかつてダッシュボードと呼ばれた指標を見ながら、「FRB へのタカ派懸念」に危うさを抱くことになるかもしれない。それが米国の通貨政策に間接的もしくは直接的な影響を及ぼすことはないのかという点も 2021 年において興味深い論点の 1 つである。

《メインシナリオへのリスク点検～「政治主導のドル安」リスク～》

イエレン次期財務長官に関する解釈

以上みてきたように、2021 年展望で大勢を占めるドル安予想に関しては、その理由として FRB 政策を根拠にした「米金利の低位安定」と巨額の財政赤字に伴う「ドルの過剰感」の 2 つが挙げられることが多い。しかし、一部ではイエレン次期財務長官の存在をどのように解釈すべきかと逡巡する向きもあるようだ。この点はドル高リスク、ドル安リスク、どちらの材料としても気にする向きが多そうである。照会も多いため「イエレン次期財務長官と為替」というテーマで簡単に議論をしてみたいと思う。基本的にはイエレン氏に限って、為替市場を恣意的に操作しようとすることは考えにくい、FRB 議長と財務長官では政治的な責任も異なってくるため、予断を持つべきではないのも確かであろう。なお、リスクを考えるという意味では年の瀬に降って沸いたように出てきたコロナ変異種の取り扱いを見通し上、どのように整理するかも重要だろう。この点も最後の方で言及しておきたいと思う。

議長就任時にもあったドル安観測

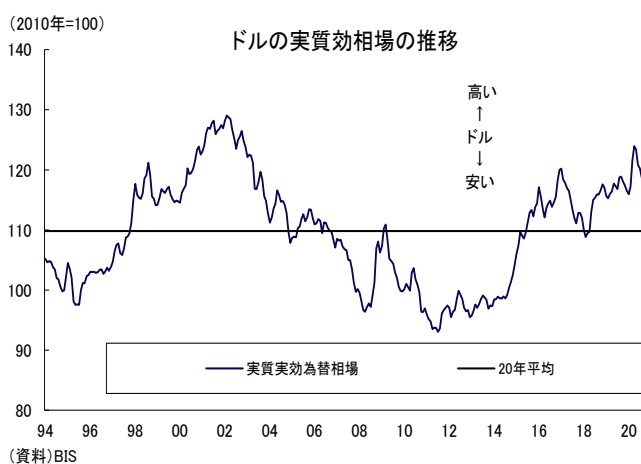
話を「イエレン次期財務長官と為替」に戻す。

基本的には財務長官の存在が為替市場の潮流に影響を与えるとは思わない。イエレン次期財務長官の言動は間違いなく 2021 年の金融市場における注目点の 1 つだが、先進国の政策当局者が為替市場の方向感に言及することは御法度であり、言ってみれば下品な行為である。品行方正で知られるイエレン氏に限って、「為替市場を恣意的に動かそうとすることはない」という認識が市場の一致するところだろう。思い

返せば 2014 年 2 月の FRB 議長就任の際にも、

イエレン氏（当時はサンフランシスコ連銀総裁）について「ハト派志向が強く、ドル安に振れる」という観測が出ていた。しかし、結果的にイエレン議長の下での FRB は経済・物価情勢を冷静に見極めながら、難しい正常化プロセスを淡々と進め、これに応じてドル相場も騰勢が続いた。図示するように、近年のドル高局面はむしろイエレン議長就任と共に始まったものであったことを忘れてはならない。

2018 年 2 月、パウエル議長へバトンを渡した時点では既に難しい意思決定は全て済んでおり、同年に行われた 4 回の利上げも淡々と現状追認を重ねただけとの評価が多かった。その無機質な利上げが米経済にとってオーバーキルとなり、2019 年の連続利下げに繋がったという厳しい批判も散見された。それだけイエレン議長の卓越した手腕を認識する向きは多いということでもある。いずれにせよ、かつて見られた「イエレン議長になればドル安」という就任前の観測は全くあてになるものではなかった。今回も



同じような目線で評価するのが基本で良いだろう。

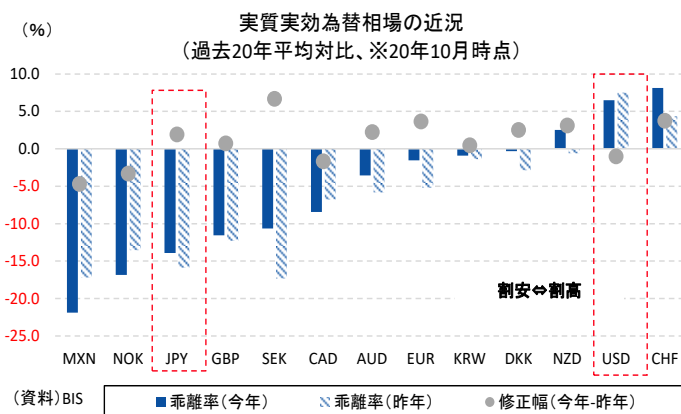
ドルは高い山から降り始めた

もちろん、独立性が担保されている中央銀行のトップと、政治の一角を担う行政分野のトップは違う。中央銀行は元より為替を念頭に置いた意思決定や情報発信をする立場にはないが、財務長官は時にそれが仕事でもある。これまでよりも政治色の強いポジションに置かれる中で、事情が変わってくる可能性はある。誰がどう見てもドル高が実体経済に悪影響を及ぼしている状況になっていた場合、ドル相場にアプローチをする方法は、FRB 議長ならば金利調節という迂遠な方法しかなかったが、財務長官であれば為替介入のほか、為替政策報告書、そして自身の言動を含めた情報発信など多様かつ、時に直接的な方法も想定される。「イエレン氏に限って、それはあり得ない」という解釈が基本だが、そのような思惑が流布されているからこそ、そうなった場合の震度は大きいという認識は持っておいても良いだろう。

少なくとも、イエレン議長時代の正常化プロセスに伴って上昇したドルの実質実効為替相場 (REER) は未だに長期平均を超えたままだ (前掲図)。かつてブレイナード FRB 理事は 2014 年 6 月から 2016 年 1 月の REER 上昇が FF 金利にして +200bps の利上げと述べたことがあるが、REER の水準を見ると 2016 年 1 月の 117.12 に対して足許 (2020 年 10 月) は 117.01 とあまり変わっていない。確かに 2020 年、ドル安は進んでいるが、それは「高い山から降り始めた」ということでもある。後述するように、12 月公表の為替政策報告書でもそのような本音は透けて見えた。

ドルはまだ過大評価。一方、日本円は・・・

理論的には REER は長期平均に収斂することで知られている、もちろん、そのペースや程度は決して確度が高いとは言えないものの、フェアバリューの無い為替の世界において REER を尺度とする過大・過小評価は国際比較の際によく用いられる。図は今年 10 月時点の主要通貨の REER について長期平均からの乖離率、1 年前 (すなわち 19 年 10 月時点) の乖離率、そして過去 1 年での修正幅を一覧したものだ。これを見ると、ドルはス



イスフランの次に長期平均からの上方乖離、すなわち過大評価が放置されている通貨であり、それゆえにドル安方向の動きが正当化されやすい状況である (繰り返しになるが、後述する為替政策報告書ではその点が強調されている)。また、2020 年、主要通貨の中で著しく上昇したユーロは 1 年前の約▲5%という下方乖離、すなわち過小評価がほぼ解消されており、中立と言える状況に接近している。

一方、過小評価が大きく放置されている通貨の上位がメキシコペソ、ノルウェークローネ、そして円だ。ただし、メキシコペソやノルウェークローネは産油国通貨であり、今年上半期に席巻した原油価格急落の動きに引きずられているという面もある。そのため「不当に通貨安誘導が行われている」とは指差されにくい状況には思える。円も 2014~15 年に▲30%以上という異様な過小評価が放置されていた状況と比較すれば健全な調整が進んでいるが、主要通貨の中では「上昇して然るべき」と評価されそうな立ち

位置にはある。実際、為替政策報告書はこのロジックの下で円の過小評価を指摘し続けている。もちろん、金融危機後に日本の貿易構造は大きく変化しており、過去の傾向（ここで言えば長期平均）と比較して円が過剰に安くしたところで、「輸出増→貿易黒字」というパスは期待できない。ゆえに、「過去と比べて過小評価されているので通貨高になりそう」という主張は現実を無視していると言えるのだが、そこまで構造的な議論が為替政策報告書で認識されることはない。

いずれにせよ、こうした各国通貨の立ち位置を踏まえた上でイエレン次期財務長官の下での米財務省がどのような挙動を示してくるのかが 2021 年の注目点の 1 つであることは間違いあるまい。トランプ政権は為替に対して率直な情報発信を展開し、為替政策報告書も（主に人民元を標的として）恣意的な運用が進められてきた。その影響もあり、4 月・10 月という報告書の公開時期も大幅に乱れてしまっている。だが、報告書公開のたびに注目される「監視リスト」は実は 2016 年 4 月に新設されている。すなわちトランプ政権ではなくオバマ政権が始めた枠組みだ。過去の経緯もあって、米民主党政権と円高の相関を心配する向きは根強いが、今回もそうなるのかどうかは注目したい。

11 か月ぶりの為替政策報告書。「年 2 回」をぎりぎり守る

以上のような政権や財務長官が交代したことで高まる為替変動リスクは一言で言えば、「政治的なリスク」である。このリスクと最も密接な関係にあるのが米財務省から公表される半期に一度の為替政策報告書であろう。12 月 17 日には年内 2 回目となる報告書が公表されているので以下で議論を進めてみたい。本来、毎年 4 月・10 月のタイミングで公表される同報告書はトランプ政権になってから為替操作国認定を念頭に置いた政治ツールとして恣意的に運用されるようになり、不規則な公表が常態化している。前回今年 1 月 13 日であり、実に 11 か月ぶりの公表である。ちなみに前回公表のタイミングは、米中貿易交渉で第一段階合意がなされる直前だった。あたかも合意に漕ぎ着けた「ご褒美」のごとく、中国に対する為替操作国認定が解除されるという動きが如何にも政治的だった。今回の報告書がこのタイミングになった理由は定かではないが、年 2 回のルーチンを守るとすれば、クリスマス休暇も考えた上でこのタイミングしかなかったとも言える。また、年が明ければ大統領が正式に代わる。トランプ政権として出せる最後の為替政策報告書という思惑もあったかもしれない。

操作国とされてしまったスイスとベトナム

今回は為替操作国としてスイスとベトナムの 2 か国が認定され、監視リスト対象国として中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、シンガポール、マレーシア、台湾、タイ、インドの 10 か国が認定されている（次頁表）。スイスに関しては 12 月 10 日のブルームバーグが「スイス当局によるフラン高抑制のための為替介入は、米国が指定する為替操作国の基準を満たす」と匿名関係者のコメントを報じていたので、この観測報道が事実だったことになる。改めて為替操作国および監視リスト入りに係る認定基準を確認しておく、①対米貿易黒字（年間 200 億ドル以上）、②経常黒字（GDP 比で+2%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（GDP の+2%以上、過去 12 か月のうち 6 か月間で実施）、2 つ満たすと監視リスト対象国に、3 つを満たすと為替操作対象国として認定される。

なお、中国は上記条件を①しか満たしていないが「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リスト対象国とされている。なお、この基準に照らせば、いずれメキシコなども同じロジックを適用される芽はあるだろう。現状のところ、操作国認定が下されたスイス

やベトナムに対して具体的な制裁などが科されているわけではないが、これら小国開放経済からすれば「自国経済が生き残るために為替を操作する必要がある」というのが言い分であり、制裁に対しては全力で抵抗を示すと思われる。そもそも今のトランプ政権が自国第一主義なのだから、操作国であろうと、監視国であろうと、指差された国からすれば「言われる筋合いはない」というのが本音ではないか。

監視リストを巡る三条件の現状(赤は為替操作国、緑は監視リスト対象国、20年12月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	310	1.1%	-0.3%	157	-0.1%
メキシコ	96	-0.2%	1.9%	-2	0.0%
ドイツ	62	6.8%	-0.9%	253	-
ベトナム	58	4.6%	6.5%	15	5.1%
日本	57	3.1%	-0.8%	158	0.0%
アイルランド	55	-5.5%	6.4%	-22	-
スイス	49	8.8%	-0.3%	64	14.2%
イタリア	30	3.0%	0.4%	55	-
マレーシア	29	2.5%	-0.2%	9	1.1%
台湾	25	10.9%	-1.5%	68	1.7%
カナダ	24	-1.9%	0.7%	-31	0.0%
タイ	22	6.3%	-3.1%	33	1.8%
インド	22	0.4%	1.6%	10	2.4%
韓国	20	3.5%	-1.3%	57	-0.6%
フランス	15	-1.6%	-0.7%	-41	-
シンガポール	-1	16.1%	-1.1%	56	21.3%
英国	-8	-2.8%	1.9%	-76	0.0%
ベルギー	-11	0.6%	0.9%	3	-
ブラジル	-13	-2.8%	-1.9%	-47	-2.3%
オランダ	-18	9.4%	-0.2%	83	-
ユーロ圏	152	2.1%	-0.5%	271	0.0%

(資料) 米財務省、(注) 対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「20年6月までの1年間(4四半期)」を対象としている。
四半期データが利用できない国は19年の年次データを使用。

「まだドル高」が米財務省の本音か？

今回、報告書内の「Foreign Exchange Markets」ではドル相場への所感が示されているが、総括すれば「今年、ドル相場は下がったものの、まだ高い」という基本認識が透けて見える。春先の「悲観の極み」とも言える時間帯では金融市場全体でドル調達懸念が強まり、ドル相場が急騰した。具体的には名目実効ベース (NEER) で「年初来から3月23日までに+10.2%上昇した。主要な貿易相手国、ほぼ全部に対して上昇した」と強調している。しかし、その後は状況の落ち着きに依じて一転ドル安相場が定着したというのが2020年であった。だが、この点について報告書は「(最もドル高が進んだ) 3月23日と比較すれば10月末時点で▲7.9%下落したものの、年初来の10か月という意味では+1.6%上昇している」と「まだ高い」と不満を抱いているようにも見受けられる。

さらに「実質実効ベース (REER) で見たドル相場が過剰評価というIMFの判断にもあるように、持続的なドルの強さ (sustained dollar strength) は不安である」との見解を示しており、方向感としてドル安が進んでも水準感としてのドル高が持続していることに不満を抱いている様子が窺える。具体的にはREERが20年平均に照らして「概ね (roughly) 7%高い」としている。確かにドルのREERは20年平均を優に上回っており、10月時点で+6.5%の上方乖離となっている。ピーク時から調整は進んでいるものの、確かに2014年6月に始まったドル高局面の調整はまだ道半ばであることが分かる。

円は「まだ安い」が本音？

個別通貨の評価でも見るべき表現はいくつかあった。足許で騰勢が続いている円に関しては「対ドルで2019年に+1%上昇したのに続き、10月末までにさらに+4%上昇している。また、REER ベースでは2019年の+1.5%上昇に続いて、10月末までにさらに+1.5%上昇している」と基本的に円高が進んでいることを認識しつつも、「こうした最近の上昇にもかかわらず、REER ベースで見れば円は未だに過去の平均に照らして弱い」と言外に円高が足りないという本音も垣間見える。しかし、最も対ドルで円安が進んでいた2015年6月、円のREERは20年平均対比で▲30%以上の過小評価だった。それが今年10月時点では▲14%程度まで調整が進んでおり、過去5年間の動きとしては十分、揺り戻しが進んでいると評価しても良いようにも思える。ちなみに、報告書ではコロナショックの最中で「traditional safe haven currencies」としての円が評価されたという記述もあった。結局、危機的状況を受けて買われる通貨として円やスイスフランが強いというのはリーマンショック後から引き継がれている事実であり、近年目にする「円はもう安全資産ではない」という評価が極論に過ぎることを2020年は確認したと言える。

やはり高金利と貿易黒字が指摘された人民元

冒頭で議論したように、2020年のドル全面安は人民元そしてユーロの上昇に駆動された部分が多い。それだけにこの2通貨に対する報告書の評価は注目されるものだった。人民元に関しては年前半こそ安定していたものの、6月末から10月末の間に対ドルで+5.6%上昇したとあり、その理由としては元買いをする上での良好な金利差の存在 (favorable interest rate differentials)、中国に対する資本流入の増加 (increased investment inflows)、巨大な貿易黒字を含めた良好な経済指標 (positive economic data, including a substantial trade surplus) が挙げられている。本欄でも中国における高金利と貿易黒字の存在が元高ひいてはドル安に寄与していると議論したが、米財務省も同様の認識を示している。

とはいえ、中国に関しては依然、為替政策運営に不透明な部分が多いとの指摘もあり、人民元の水準以前問題として構造的な課題が放置されていることを懸念している。過去の本欄でも議論したが、2021年は中国の輸出減速、旅行収支赤字の拡大などが予見されることから2020年と比べれば需給に支えられた元買いは抑制されるのではないかと読むが、そうしたファンダメンタルズ分析と同等以上にバイデン次期政権の対中政策がどの程度、柔軟なものになるのかは市場にとって非常に重要と考えられる。

珍しくドイツに対して前向きな評価も

片や、同じく2020年に強烈な上昇を見せたユーロに関しては「4月下旬から徐々に上昇し、10月末までに対ドルで+3.7%上昇している。さらに同じく10月末までにNEERベースで+6.6%、REERベースで+5.0%上昇した」と大幅高を認めた上で、IMFの分析を持ち出し「ユーロ圏の対外収支は中期的なファンダメンタルズと望ましい政策に照らせば、やや強い（黒字が多い）」としており、多額の黒字に起因したユーロ高であるとの見方を示唆している。これは一定の事実である。周知の通り、この黒字の殆どがドイツに由来するものであるため、同国に対する報告書の評価に目をやると「2020年、ドイツの経常黒字はGDP比で+7.2%から+6.8%へ、輸出減速もあって縮小した。しかし、それでも金額ベースで見れば世界最大である」と依然として大きい不均衡の存在に言及している。

とはいえ、今回の報告書では「ドイツの成長が外需から内需にシフトしている兆候 (sign) がある。輸出の急落 (precipitous drop) と比較すれば、財政刺激策によって内需の押し上げが見られる」と遂に重

い腰を上げたドイツ政府による財政出動を評価している。もちろん、現在の財政出動はコロナ禍での一時対応であり、実際、消費減税も暫定的な政策として打ち出されている。ゆえに報告書はこの動きを危機後も継続し、国内の過剰貯蓄を削減した上で消費・投資を促すべきとの提言で占めている。この辺りは一方的な要求が目立つ報告書の中でも正論と言える部分であり、ポストメルケルのドイツが教条主義的な緊縮路線を脱却して、どのような政策運営をするかが注目されるところである。

バイデン次期政権はトランプ支持層も取り込みたいはず

上述したように、米次期政権の通貨政策に関しては「イエレン氏に限って露骨なドル安誘導のような下品なことはしない」というのが既定路線ではある。だが、先の大統領選挙で見たように、未だトランプ大統領を支持する層は相当大きい。とりわけ同大統領の掲げてきた先鋭的な保護主義を求める声は根強く、慢性的に拡大する貿易赤字を放置した結果がトランプ大統領を生み出してしまったとの政治分析もある。バイデン次期政権は米国の抱える分断を癒し、団結を呼びかける立場だが、そうであれば選挙で目の当たりにした根強いトランプ支持層も取り込みたいはずであろう。その際、ここ数年高止まりしてきたドル相場を一段と押し下げることで製造業の従事者などにアピールするという一手は十分考えられる。与えられた職務を愚直に全うするだろうイエレン新財務長官もそうした政治的要請を完全には無視できない可能性がある。歴史的にも共和党政権よりも民主党政権の方が通貨安にアピールしてくるという印象もあるだけに、2021年のリスクシナリオとして「政治主導のドル安」という論点は捨て置けないものだ。

変異種リスクで基本シナリオを変えるべきか

なお、12月下旬に差し掛かったところで「コロナ変異種の拡大」を懸念する向きから金利が低下する一方、「リスクオフのドル買い」が先行し、ドル全面高という地合いが見られている。リスクオフムードの中でも、「ドル一強」となるのは最も深刻度が大きい時のパターンであり、春先以降、あまり見られてこなかった。年の瀬に現れた「コロナ変異種」というフレーズが新しい潮流を作るのかどうかは要注意であろう。現時点の本欄では発表済みのコロナワクチンが変異種にも有効との見解が方々から示されていることを踏まえ、見通しの基本認識を変える必要性を感じていない（例えば12月22日、アザー米厚生長官はコロナワクチンの変異種に対する有効性を表明している）。だが、「感染力が7割増し」という特性が事実とした場合、「感染拡大ペースにワクチンの供給が追い付けるか」という懸念は出てくるようにも思われる。4～6月以降、米金利とドルが相互連関的な上昇基調に入るという基本シナリオを変え得るほどの材料になるかどうか。年明け直後から判断すべき重要な論点になると考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～解消されないユーロ高と低迷する物価～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「中途半端」でユーロ高抑制できず～》

「中途半端」の一言

12月10日のECB政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の拡大・延長ならびにターゲット型長期流動性供給（TLTRO3）の延長を決定した。決定された内容の印象を一言で述べるならば「中途半端」であった。目玉とされたPEPPの規模は1.35兆ユーロから1.85兆ユーロへ、5000億ユーロ拡大され、期間は2021年6月末から2022年3月末へ9か月間延長された。5000億ユーロ拡大は10月会合で予告する前から観測が出ていた金額であり意外感はない。期間は元々6か月延長がコンセンサスだったので9か月間はやや踏み込んだ感もあるが、一部では1年延長という期待も出ていたので新鮮味はない。結局、要らぬ緩和予告をしたことで前回会合からの6週間、市場期待が余計に膨らんでしまった感は否めない。ゆえに真の目的であろうユーロ高是正に対し「焼け石に水」であるどころか、何の役にも立たなかった。本欄では強調している点だが、為替市場を相手に緩和予告するのは悪手である。

そもそも、「6か月で5000億ユーロ」という計算は1か月当たりの使用実績（約800億ユーロ）から割り出したものではなかったのだろうか。少なくとも筆者はそう考えて予想していた。「9か月間で5000億ユーロ」は使用ペースの抑制も視野に入る条件設定になってしまう。期間を延ばしても経済・金融情勢が改善してくれば全部使う義務はないのだから、3か月延ばした分、7000～7500億ユーロまで積んでおけば良かったように思える。一連の結果を受けたユーロ相場は堅調推移しており、高値是正に至っていない。ユーロ高是正という意味では「中途半端」にカードを切らされてしまっただけという印象だ。

与信環境の整備

また、TLTRO3についても期限が1年延長（2022年6月末）とされた。流動性供給の際に適用される金利優遇は維持されたものの、落札上限に関して適格貸出残高の50%だったものが55%へ引き上げられている。ラガルドECB総裁は貸出金利が低下し、貸出が伸びている動きを捉えてTLTRO3が企図した効果を上げていると述べているが、従前から指摘されているように域内の銀行貸出態度調査では先行きの貸出姿勢厳格化の兆候も見られていた。今回決定された与信周りの政策強化はこうした不穏な兆候への予防策という位置づけである。会見では「家計・企業の抱えるリスクは流動性（liquidity）から返済可能性（solvency）に移行しており、中銀としてこれ以上貸し込むことにリスクないのか」といった趣旨の質問も見られた。この点、ラガルド総裁はTLTRO3によって返済可能性の問題も解決するとの認識を述べ、流動性問題を解決することで返済可能性問題も解決されるのだという立場を示している。別の記者からも中銀による安価な流動性供給が域内の不良債権問題を悪化させるのではないかという類似の質問が見られているが、「リスクを評価・管理し、適切な保証を取った上で資金供給を行うのは最終的な貸し手となる民間銀行である」と述べ、あくまで中銀の仕事はそのための環境整備だと返している。

なお、一連のやり取りからは、必要と判断されれば、金利優遇の拡充可能も示唆されており、そのための利下げが実施される可能性もあることをラガルド総裁は否定していない。

適切な購入規模で割れる政策理事会

一連の決定は全会一致ではなく過半数だったという。一部報道ではPEPP拡大規模について6000億ユーロを主張するメンバーと4000億ユーロを主張するメンバーに割れた結果、間を取って5000億ユーロ

ロになったと伝えられている。片や、9か月間という延長期間については全会一致だったという。9か月という期間に関してラガルド総裁は「2021年末までに集団免疫が獲得できていると信じるに足る十分な理由がある」とし、コロナショックから丸2年で経済が正常化するという前提で2022年3月末という期間で区切ったとの説明が展開されている。これに関しての異論・反論もあり得るだろうが、政策理事会内ではこれで意見集約が進んでいるようだ。なお、この「2021年末までに集団免疫」というフレーズは今回、複数回出てくるものであり、政策運営上、重要な前提となっていることが窺えた。

「規模で割れて期間で一致した」ということは「月当たりの購入ペース」について意見が割れたということだろう。単純計算すれば、6000億ユーロならば月間666億ユーロ（667億ユーロ×9か月÷6000億ユーロ）、5000億ユーロならば月間556億ユーロ（556億ユーロ×9か月÷5000億ユーロ）というイメージになる。ちなみに3～10月の8か月間での平均使用実績は786億ユーロであったので、6000億ユーロでも購入ペースは落ちることになる。もちろん、4～6月期の市場ムードが特殊であったことを割り引く必要はあるだろうが、購入ペースは2020年対比、2021年は落ちていくというイメージになる。

しかし、10月政策理事会の議事要旨では今後の追加策に関して収穫逨減（diminishing returns）が指摘されており、追加的な資産購入を行っても金融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た。だとすれば、これまでと同じ効果を狙うには同額以上の購入が求められるという話にならないだろうか。そう考えたメンバーは6000億ユーロを主張したということなのかもしれない。いずれにせよ、資産購入の効果とそれを踏まえた上での然るべき購入規模という点に関して政策理事会にやや亀裂が生じ始めている様子が窺える。ただ、どちらかと言えば「2020年対比で買わなくて良い」という認識は政策理事会に通底しているのではないかと推測する。というのも、今後、月間200億ユーロという定例の拡大資産購入プログラム（APP）も継続することにはなるようだが、2020年に与えられた増枠分1200億ユーロは使い切りの上、密かに終了することが決まった。数ある緩和策の一部を撤回することに成功したという点は見逃せない。

非常に長そうな第1段階

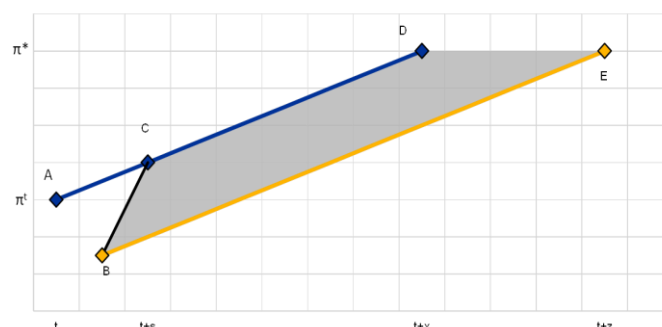
2021年のECBは物価低迷とユーロ高に如何に対処するかが問われる。もっとも、物価は対内価値、為替は対外価値なので、本質的には同じものだ。ユーロ高も長期間に及んできたので、そろそろ域内の一般物価への影響が議論されても不思議ではない。物価が為替の動きに対してどの程度反応するのか（いわゆるパススルー効果）が注目されてくるだろう。会見でもラガルド総裁は「為替レートは目標ではないが、とりわけユーロ高が重要な役割を果たし、物価に下落圧力（downward pressure）を及ぼすことは明白」と述べている。また、物価下落についても「ドイツの付加価値税引き下げなど特殊要因が挙げられるが、需要低迷も一因だ。賃金低下と為替（ユーロ）の上昇も要因である」とユーロ上昇を指差している。

過去のECBによる論文¹では1%のユーロ高は1年後の消費者物価指数（HICP）を▲0.07%ポイント押し下げるという試算があった。名目実効為替相場（NEER）で見た場合、ユーロは年初から足許（12月22日）までに+7.7%上昇している。これはHICPの押し下げ効果としては▲0.5%ポイント程度に相当する。もちろん、試算値も変わっているだろうからそれがECBの今の胸中とは限らないが、ユーロ高が収まらない限り、この手の議論は2021年のECBにとって大きな検討課題になるはずである。

¹ ECB “the impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area” August 2007

その上で現在の ECB の政策運営ロジックである 2 段階アプローチに照らして「次の一手」を読むことになる。右図はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事の講演で使われたものだが、現状ではコロナショックで沈んだ物価水準である B をいかに C に引き戻し、D を目指すかが問われている。B から C へのプロセスに必要となるのが PEPP であり TLTRO3 という建付けになっているが、これほどカードをつぎ込んでもユーロ高が是正されず、結果的には

ECB の運営する「2段階アプローチ」のイメージ



物価の足を引っ張ることが懸念されるのが現状である。B から C への道のり、ECB の言葉を借りれば「第 1 段階」は非常に長そうである。ユーロ高の真因は巨額の経常黒字と貿易黒字と考えられるため、少なくともベースマネーを増やすだけの量的緩和では何ら影響を与えることができないことは白川前総裁時代の日銀が証明してきた通りなのだが、ECB がそれに気づくのはまだ先の話になりそうである。

気候変動に対する議論は続けるとの意思

ちなみに今回の会見では最後の質問者が「中央銀行が気候変動に取り組むことに関してバイトマン独連銀総裁は責務に反すると述べているが、ラガルド総裁としては賛成するのか」と質す場面があった。ラガルド総裁はバイトマン総裁の立場に配慮しつつ慎重に言葉を選びながら、「気候変動のリスクやそれ持つ自然利子率への直接かつ間接的な影響、および物価目標やインフレ率への影響に留意する必要がある」と述べ、引き続き ECB としては議論を継続していく意思を示している。この辺りは別途機会を設けて、2021 年の本欄でも深掘りしていきたいと考えている。

《ユーロ圏経済の現状と展望～過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏～》

数々の悪材料を蹴散らして続くユーロ高

12 月のユーロ相場も騰勢が続き、対ドルでは遂に 1.20 台に定着した。「1 ユーロ=1.20 ドル」は概ね購買力平価に近く、2014 年 6 月にマイナス金利が導入されて以降、基本的には上値の目途として機能してきた経緯があるものの、今のところ、この地合いが動揺する様子は見受けられない。2020 年に見られたユーロ上昇は ECB が世界最大のバランスシートを誇り、ブレグジット交渉が進展せず、2021 年以降に始まる中期予算の手当ても付かず、復興基金の運用も不透明という数々の悪材料を蹴散らしての上昇ゆえ、その持続性はこれまでになくしつこそうと筆者は考えている。

悲惨な物価情勢が継続

しかも、12 月 1 日にはユーロ圏にとってネガティブな経済指標が発表されている。同日、ユーロスタートから発表された 11 月消費者物価指数 (HICP) は前年比▲0.3%と 4 か月連続で前年比マイナスを記録した。マイナス幅も市場予想 (同▲0.2%) を超えるものだ。変動の大きい食料・タバコ・アルコール・エネルギーを除いたコアベースで見ても、同+0.2%と過去最低の伸び率を 3 か月連続で記録している。こうした物価情勢は予告緩和が打たれている 12 月会合はもちろん、年明け以降の継続的な緩和の必要性

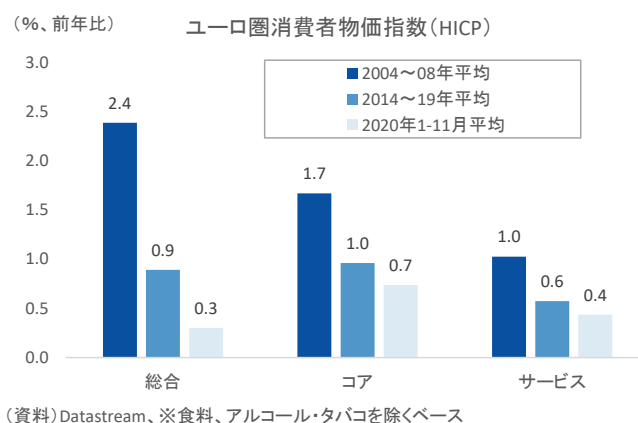
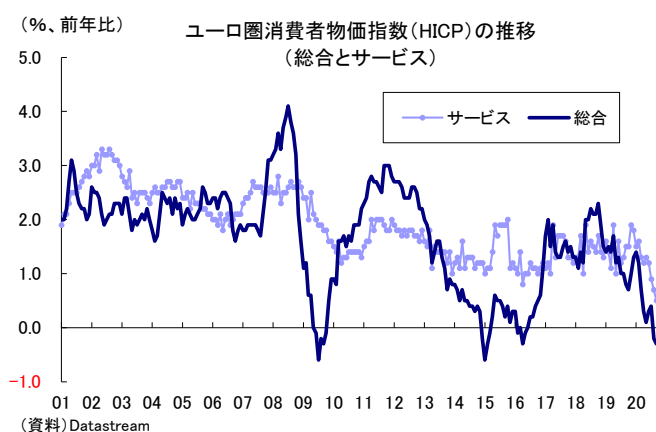
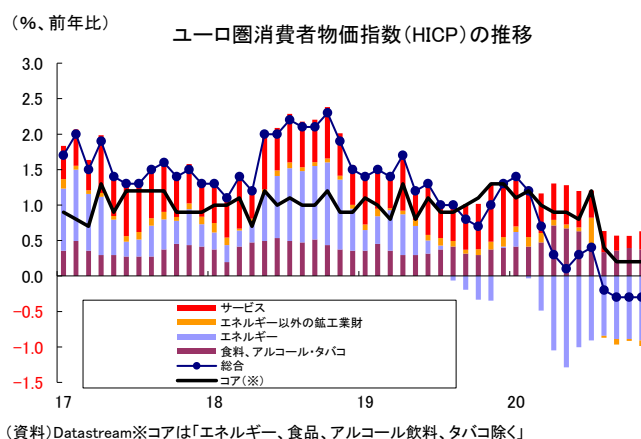
を示唆するものだが、上述した通り、ユーロ買いは収まる気配がない。

本欄では繰り返し論じてきたように、やはり「圧倒的な実需」というユーロ上昇の本質に対し、金融緩和は無力なのだろう。2021年のECBも通貨高阻止を企図して数々の手を打ってくる可能性はあるが、恐らく「焼け石に水」で終わってしまうことが予想される。なお、こうした悲惨な物価情勢の継続は短期的には追加緩和への思惑からユーロ売りを誘発しやすいだろうが、「デフレ通貨は上昇する」という日本円の経験を思い返せば、中長期的にはやはりユーロ買い材料と考えられる。

サービス物価低迷の波

物価低迷の中身を見るとより深刻さを感じる。基本的にはエネルギー価格のマイナス寄与が物価低迷をけん引しており、この効果が剥落してくる2021年には物価は増勢を取り戻すというのがメインシナリオであろう。しかし、「エネルギー以外の鉱工業財」だけを見ても4か月連続で前年比マイナスというのが現状である。これは史上初めての動きだ。原油価格の急落はこれまでも経験した事態であり、そのたびに「エネルギー以外の鉱工業財」の物価が下押しされるということは見られてきたが、これほどマイナスが続いたことはない。

今後心配される展開は「エネルギー」および「エネルギー以外の鉱工業財」といった生産活動をするための要素価格が下落し、低位安定するというこうした潮流が人件費にも及んでくる可能性だ。ただでさえ金融危機後の欧米では賃金の伸び率低迷に懸念が高まっていただけに、コロナショックがどのように影響を与えるのかは相当重要なテーマと考えられる。この点、物価統計において人件費の先行きを読むにはサービス物価を見れば良い。サービス業の性質を踏まえれば、およそサービス物価とは賃金の塊と考えて差し支えない。既にECB政策理事会ではサービス業ならびにサービス物価の低迷が議論的となっているが、ユーロ圏のサービス物価は経験の無い低迷に直面している（図・上）。2008年（すなわちリーマンショック）までの5年間、2019年（すなわちコ



ロナショック直前)までの5年間、そして年初来11か月間について総合・コア・サービス物価の伸び率平均を比較してみると(前頁図・下)、サービス物価はリーマンショック前と比較して半分以下になっており、それが総合やコアで見たHICPの伸び率鈍化に寄与している構図が見て取れる。もちろん、ドイツにおける一時的な消費減税など、コロナ禍に限定した租税政策が広くあまねく物価を押し下げているという特殊事情がサービス物価に影響している部分も多分にある。しかし、日本が経験してきた「デフレの粘着性」に鑑みれば、世界経済がアフターコロナを迎えた際、ユーロ圏に押し掛かっている物価低下圧力がすべて取り除かれるのかどうかは予断を許さない。

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。