

中期為替相場見通し

2021 年 2 月 1 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～鍵を握る米 10 年金利はどこまで上がるのか～

金融市場のバイデン新政権に対する視線～何が注目されているのか？～	P.3
円相場の需給環境～「緩む地盤」がシナリオのリスクに～	P.5
米金融政策の現状と展望？～米 10 年金利はどこまで上がるのか～	P.7
補論：日本経済の現状と展望～2 度目の緊急事態で強まる「貯蓄」という正義～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～燦る「政治主導のドル安」～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～ピークアウトも見えてきたユーロ高～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「次の一手」は YCC か？～	P.14
ユーロ圏経済の現状と展望～物価情勢は過去最悪～	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

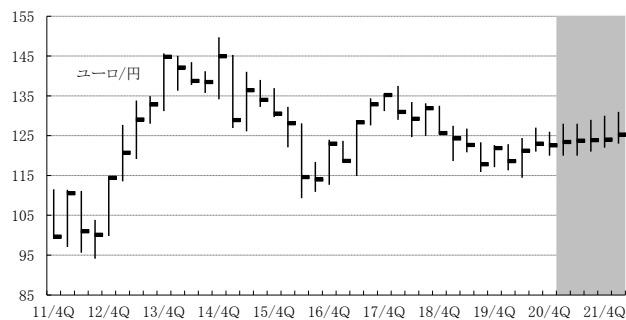
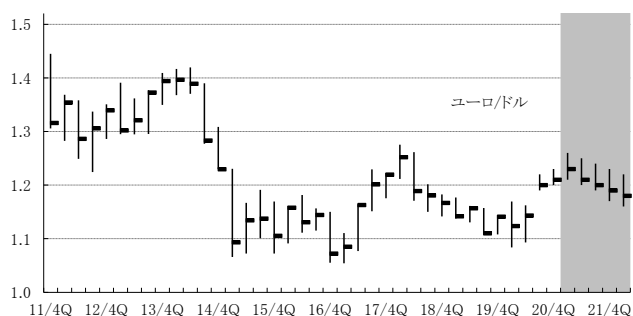
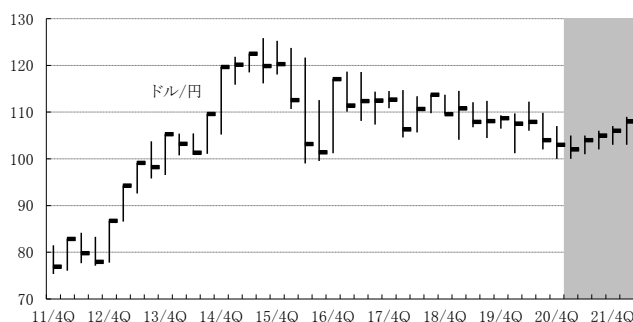
1月のドル/円相場も方向感なく取引を終えた。ワクチンの有効性を実証し始める国も現れてはいるが、厳冬期で感染者が拡大し経済活動が制限される以上、楽観ムードになりにくいのは致し方ない。だが、春先以降はムードも変わってくるだろう。ワクチンの流通や気候の温暖化は感染者数のピークアウトを促し、それ自体が実体経済の押し上げに繋がるはずだ。FRBはハト派姿勢を崩さないであろうが、実体経済の改善に応じて市中金利の上昇は不可避であり、これに応じてドル売りの巻き戻しは出やすいと考えられる。過去の経験則に照らして年末までに米10年金利は1.50%程度まで上昇するのではない。積み上がった投機的なドルの売り持ちなどはコスト面からも調整を強いられるだろう。もちろんリスクもある。経済の立ち直りに加え、トランプ前大統領の支持者の取り込みまで視野に入れるならば、バイデン新政権にとってドル高よりもドル安の方が望ましい。政治的にドル安が志向されるならば、本欄のシナリオは実現しにくい。また、昨年来、日本企業による直接投資が細まっていることも気がかりである。為替需給にとって「円の売り切り」である直接投資は円高の防波堤とも考えられてきた。2020年に比べれば復調を予想するが、仮に冴えない動きが続けば、円高リスクの1つとして考慮する必要がある。

片や、ユーロ相場は騰勢の落ち着きこそ見られているが、対ドルでは1.20の大台を守って推移している。感染拡大に伴う経済活動制限が続く中、ユーロ圏経済の現状と展望は芳しいものではなく、物価情勢も深刻な落ち込みを見せている。しかし、ユーロ自体は「世界最大の経常黒字・貿易黒字」もあってか一方的に売られるような展開には至っていない。ECBはユーロ高是正に躍起だが、量的な緩和路線を強化してもファンダメンタルズに根差した通貨高を修正できないのは2020年に実証された事実である。ECBによる通貨高けん制は基本的に「焼け石に水」と考えた方が無難だろう。もっとも、大規模な資産購入があるからこそイタリアなどで政情不安が起きても国債利回りが抑制されているのであり、その落ち着きがユーロ売りを防いでいるという皮肉な面もあるのではないかと察する。予測期間中の米金利上昇を前提とするならばユーロ相場も徐々に押し下げられていくと考えるが、実需に恵まれる分、円に比べれば下落幅は限定されるというのが本欄の想定である。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1月(実績)	2021年 2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期
ドル/円	102.60 ～ 104.94 (104.66)	100 ～ 105 (102)	101 ～ 106 (104)	102 ～ 107 (105)	103 ～ 109 (106)	103 ～ 111 (108)
ユーロ/ドル	1.2054 ～ 1.2349 (1.2132)	1.19 ～ 1.24 (1.21)	1.18 ～ 1.23 (1.19)	1.17 ～ 1.22 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.17)	1.14 ～ 1.20 (1.16)
ユーロ/円	125.10 ～ 127.49 (126.97)	120 ～ 128 (123)	120 ～ 128 (124)	121 ～ 129 (124)	122 ～ 130 (124)	123 ～ 131 (125)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内は2月1日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

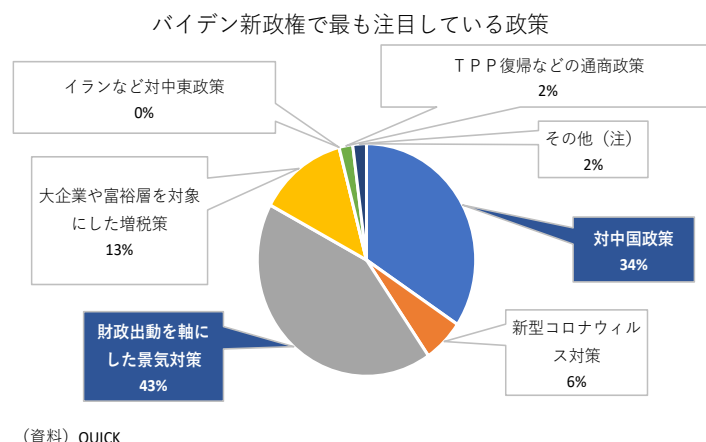


◆ ドル/円相場の見通し～鍵を握る米 10 年金利はどこまで上がるのか～

《金融市場のバイデン新政権に対する視線～何が注目されているのか？～》

景気対策→対中政策→増税

1 月 20 日、いよいよバイデン新政権が発足した。金融市場では景気対策が話題だが、これに限らずパリ協定への復帰、対イスラム諸国施策の転換など、その政策運営が全般的に注目を集め始めている。このタイミングで 1 月 18 日、QUICK 社と日経ヴェリタスの共同調査（1 月 12 日～1 月 13 日実施）として、バイデン新政権における政策運営全般に関する市場参加者へのアンケート調査の結果が公表されている。このタイムリーな調査を用いて「金融市場はバイデ

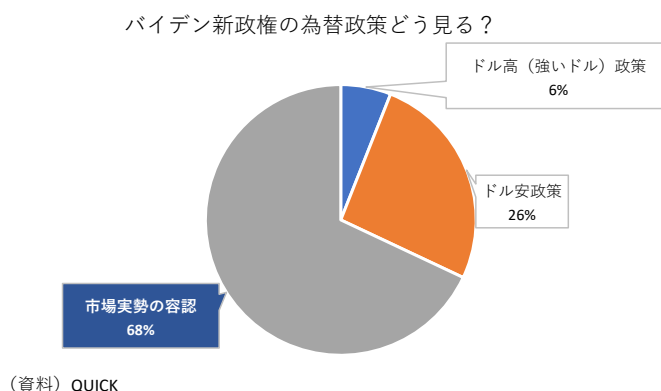


ン新政権の何を見ているのか」を改めてチェックしておきたい。まず、新政権で最も注目する政策に関しては「財政出動を軸にした景気対策」が 43% で最多だった。大統領選挙期間中は「対中国政策」に注目が集まっており、それが元高に寄与していると言われてきたが、これは 34% と財政出動よりやや注目度が落ちる格好となった。これはちょうど調査期間中の金融市場における注目材料が「バイデン新政権の追加財政規模」だったことが影響しているのであり、両者の優劣は回答結果ほど差がないと筆者は考えている。むしろ、「バイデン＝親中」が自明の前提のように語られている以上、少しでも期待に反する挙動が出た場合、人民元相場への影響を含め金融市場に大きなショックを与える可能性はある。

なお、「大企業や富裕層を対象にした増税策」との回答はかなり数字を落として 13% にとどまっている。元々、民主党候補者を決定する過程ではバイデン新大統領は「増税の人」として警戒されており、「勝つことはないだろうが、勝った場合、株価は大暴落」という声が多かったと記憶するが、多くの市場参加者は「この状況での増税はない」と高を括っているのかもしれないが、目下、市場ムードをけん引する株高だが、キャピタルゲイン課税を含む新政権の増税策は株買いの天敵と考えて差し支えない。「増税路線の趨勢」は「市場の趨勢」に直結する問題であり、この論点は回答割合以上に注目だと考えるべきだろう。

バイデン新政権の為替・金融政策について

また、「バイデン新政権の為替政策どう見るか」という質問も行われている。伝統的に為替市場では「米民主党政権ではドル安・円高を警戒」との巷説が根強く、今回も似たような言説が飛び交っているが、「市場実勢の容認」との回答割合が 68% と圧倒多数であった。この点について市場参加者は冷静に見ていることが分かる。筆者も同感だ。確かにクリントン政権（民主党）で経験した貿易摩

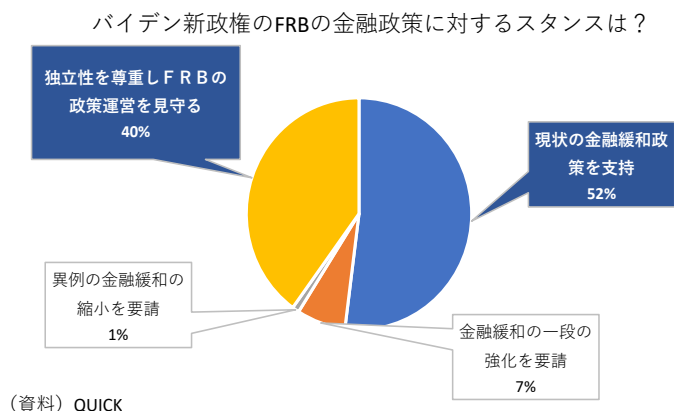


擦のように苦々しい対日政策の記憶はあるが、それは当時の日本が脅威だったからこそその政策対応でもあった。今や日本の貿易収支は確かに対米黒字を維持する一方で、一国全体としては均衡ないし赤字も珍しくなくなっている。「不当な為替政策や関税・非関税障壁を通じて日本製品が世界市場を席巻している」という状況はもう認められず、米国が日本に限って厳格な通商政策を強いてくる理由は特に見当たらない。そのような挙動があるとしたらやはり対中政策になるはずであり、政治・外交は元より、バイデン新政権が人民元相場にどのような関心を示すかは注目度が高い。

とはいえ、上の質問に対しては 26%が「ドル安政策」、6%が「ドル高（強いドル）政策」と回答している。この点、市場参加者は現状を冷静に評価しつつも「バイアスがあるとすればドル安方向」との警戒感には確かにありそうではある。

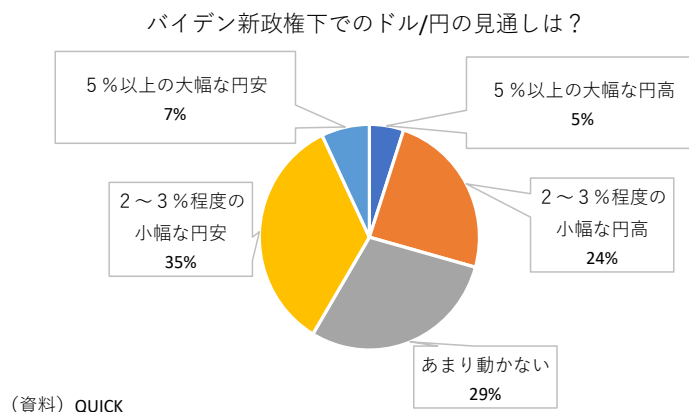
この点、財務長官に指名されたイエレン元 FRB 議長の言動が平時以上に注目されることだろう（この点は後述する）。では、為替政策と関連が深い金融政策はどうか。

為替政策と金融政策の方向性は一致するしかないわけだが、調査結果を見る限り、その実情は理解されていそう。トランプ政権で断続的に注目された政府と FRB の関係性については「現状の金融緩和政策を支持」が 52%、「独立性を尊重し FRB の政策運営を見守る」が 40%の回答割合となっている。要するに、ほぼ全回答者が金融政策運営の現状維持を予想していると見受けられる。もっとも、質問では言及されていないが、2022 年に到来する次期 FRB 議長人事が近づけば政府（バイデン政権）と FRB の関係性は注目されるはずだ。現状では財務長官最有力とされながら抜擢が見送られたブレイナード FRB 理事の名前が挙がっているが、あまりにも早くから名前が挙がり過ぎているようにも感じる。



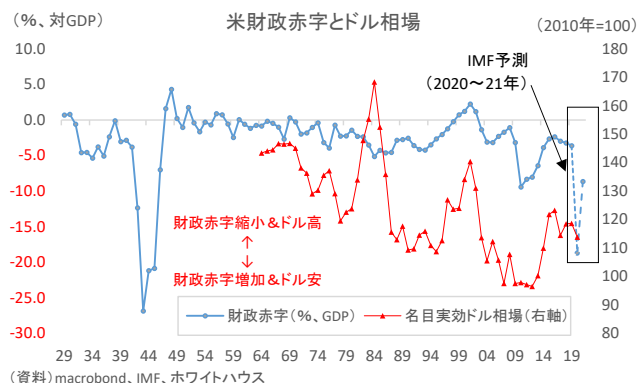
「ドルの過剰感」は引き続き大きな論点

上記のような理解の下、具体的にドル/円相場、ユーロ/ドル相場の展開にはどのような思惑があるのか（右図）。前者のドル/円相場については「2～3%程度の小幅な円高」が 24%、「あまり動かない」が 29%、「2～3%程度の小幅な円安」が 35%と回答状況が割れており、米政権が代わってもドル/円の小動きは変わらないのだという諦観が今年も強そうなのが窺えた。もっとも、ユーロ/ドル相場について



も似たような回答ゆえ、上述した為替・金融政策への調査結果が示すように、米政権の変化と為替市場の動きをリンクさせて考える市場参加者は多くないという事実を読み取るべきかもしれない。

こうした具体的な通貨ペアへの影響度を考えるよりも、やはり「ドルの過剰感」を通じたドル相場全体の沈み込みがどの程度のものになるのかを考えた方が良いだろう。既報の通り、バイデン新政権は総額 1.9 兆ドルの経済対策を発表し、まずは家計支援を意識した民主党らしい第一弾の政策パッケージを公表している。1.9 兆ドルは米国の名目 GDP (約 20 兆ドル) に対して約 9.5% であり、2020 年に記録した赤字の概ね半分となる。



数字だけの話をすれば「ドルの過剰感」は半減するのでドル相場に与える影響も上昇方向が想起されるというのが筆者の基本認識である。もっとも、過去の経験則を踏まえれば、当該年度の赤字がビビッドにドル相場の動きを規定するとは限らず (図)、ラグを伴って効果が発現する可能性も否めない。そもそも感染拡大状況に応じて景気対策は断続的に拡充を迫られるだろうから、それにしただけで「ドルの過剰感」も強化されるはずだ。昨年同様、今年も財政赤字 (%、対 GDP) が示すドル相場の方向感は見通し策定上、有力な道標になると考えられる。

《円相場の需給環境～「緩む地盤」がシナリオのリスクに～》

米金利上昇は小休止

2021 年、最初の 1 か月の取引を終えたドル/円相場は概ね 102.50～104.00 円の値幅で推移した。固定相場と化している近年の状況を踏まえれば、相応に動意はあったと言える。本欄では新型コロナウイルスの感染拡大に関して「最悪の冬」である 1～3 月期は米金利の低位安定と共にドル相場が軟化し、ドル/円相場も断続的に 100 円付近まで値を下げる地合いになると考えてきた。その後、春が近づき気候が暖かくなるに伴って感染終息が視野に入り、米金利は上昇、ドルも買い戻されるというシナリオである。年末年始、想定以上に米金利が上昇したことで 100 円割れが遠のいたが、やはり 12 月中旬からの 1 か月で 25bps の金利上昇は性急過ぎるものであり、やはり小康状態に入っている。2～3 月の実体経済はより悪いはずであり、春先に向けて一段の金利低下とドル相場の下押しはまだ警戒した方が良好だろう。

直接投資不調で緩むドル/円相場の「地盤」

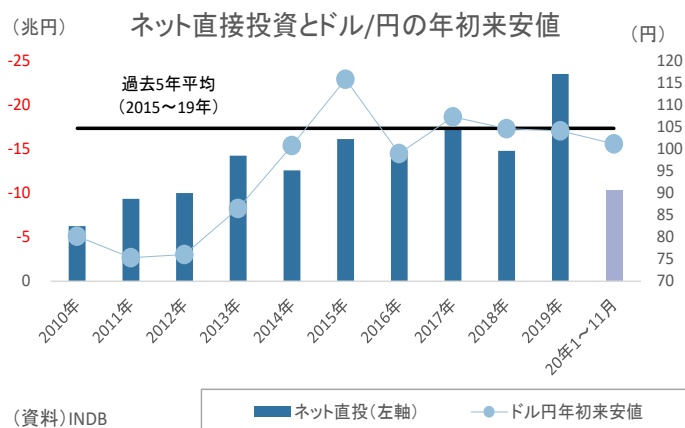
なお、「102.50～104.00 円」という価格帯は近年では円高気味と言えるものだ。過去 5 年間についてドル/円相場の年初来安値を見た場合、2015 年が 115.86 円、2016 年が 99.00 円、2017 年が 107.32 円、2018 年が 104.64 円、2019 年が 104.10 円、2020 年が 101.18 円となっている。多くの市場参加者が予想し得なかった英国の EU 離脱方針が決まった 2016 年 6 月の 99.00 円という瞬間風速は例外として (本当にものの数分であった)、ドル/円相場の目線は明らかに下がってきている。この背景には何があるのだろうか。2021 年について「一旦、米金利とドルが底打ちする」と考える本欄にとっては円高リスクを考えるという意味でも重要な論点になる。

もちろん、基本的にドル/円相場の軌道は米国の景気循環、煎じ詰めれば政策金利の動きに連動すると考えて差し支えないが、円の基礎的需給環境も当然重要な論点として無視できない。近年、「リスクオフの円買い」または「安全資産としての円買い」の迫力が失われている背景には為替取引における「円の売

り切り」である日本企業による海外企業買収があると言われてきた。国際収支で言えば直接投資の話だ。

図は過去 10 年に関して、各年に発生したネット直接投資（以下単に直接投資）の規模とドル/円相場の各年の年初来安値を重ねてみたものだ。両者に明確な関係性を見出せるわけではないが、年間で 15 兆円規模の直接投資が 100 円割れの防波堤となってきた可能性は感じられ、実際にそのようなマーケットトークは近年繰り返し見られてきた。具体的に数字を見てみると、2018 年は▲14.8 兆円、

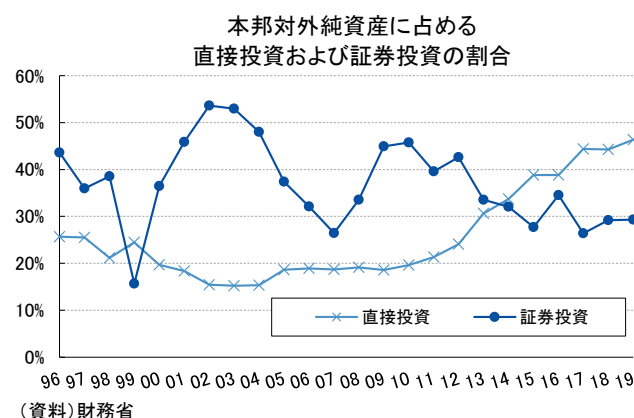
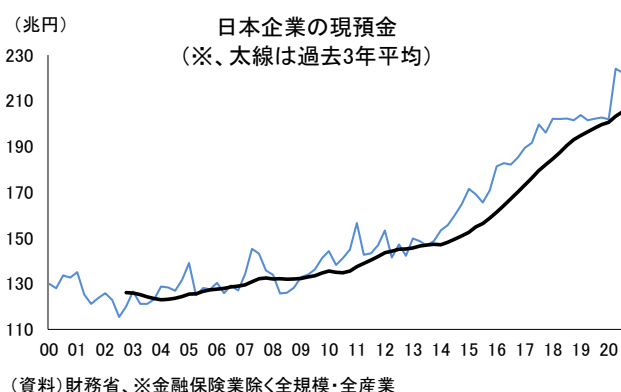
2019 年は▲23.5 兆円、過去 5 年平均（2015



～19年)が▲17.3兆円、過去10年平均(2010～20年)が▲13.6兆円の直接投資が出ていた。一方、現在までに明らかになっている2020年1～11月分の直接投資は▲10.3兆円にとどまっている。最終的には12月国際収支統計の発表を待つ必要があるが、企業部門の動きが強制的に抑制された2020年が近年稀にみる直接投資不調の年となったことは間違いない。結果、ドル/円相場の「地盤」が一時的に緩み、102～103円台という近年では殆ど見る事のなかった水準での推移に繋がっている可能性はある。

直接投資は戻ってくる。少子高齢化と潤沢な待機資金

直接投資の不調は今後も続くのだろうか。筆者はそう考えていない。もちろん、新型コロナウイルスの感染終息が視野に入るまでは過去10年のようなクロスボーダーM&Aを通じた企業部門による積極的なリスクテイクは抑制気味になるのは致し方ない。しかし、そもそもなぜ日本企業による海外企業買収が盛り上がってきたのかを思い返したい。2010～11年の民主党政権時代は六重苦（超円高、高い法人税、高い電力価格、進まない自由貿易協定、硬直的な雇用規制、厳格な環境規制）というフレーズが頻繁に取りざたされ、これが日本企業の目線を海外に向けさせてきたと言われていた。六重苦のうち超円高や自由貿易協定など解消されたものもあるが、残された論点も複数あり、引き続き直接投資の誘因になると考えられる。また、六重苦以前の根本的な問題として日本という国が世界最速ペースで少子高齢化を経験している以上、国内市場よりも海外市場に可能性を見出すのは当然である。周知の通り、日本企業の現預金は高水準を維持しており、コロナ禍でその水準は一段と切り上がっている（図・上）。これは消費・投資が抑制されたほかに、給付金の存在も含まれ



水準は一段と切り上がっている（図・上）。これは消費・投資が抑制されたほかに、給付金の存在も含まれ

ている)。後述するが、2度目の緊急事態宣言に際して場当たり的な政策対応を繰り返し見せられた結果、今後、日本の民間（企業+家計）部門全体が貯蓄過剰主体として引きこもる可能性は高まっている。しかし、アフターコロナを見据えれば、リスクテイクをするための待機資金は潤沢に存在するという事も忘れてはならないだろう。過去10年のクロスボーダーM&Aブームの結果、日本が誇る世界最大の対外純資産の半分近くは今や証券投資ではなく直接投資になっている。これは日本という国の形が対外経済部門から変わり始めていることを意味する（前頁図・下）。ラフに言えば、「もう日本には有望な投資機会がない」と判断された結果としての構造変化であり、そのような動きが直ぐに止まるとは筆者は思わない。為替市場の視点からは円の売り切りが増える話であり、「リスクオフの円買い」もしくは「安全資産としての円買い」に引き続きブレーキをかける役割を果たすと考えられる。

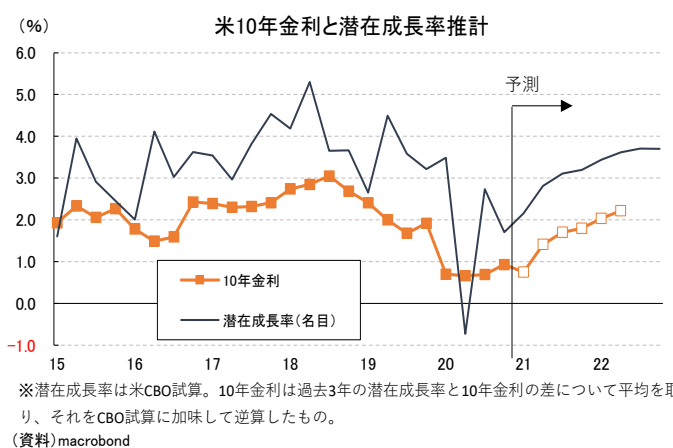
《米金融政策の現状と展望～米10年金利はどこまで上がるのか～》

1月FOMCは・・・

1月FOMCはFF金利誘導目標（0～0.25%）および量的緩和（米国債800億ドル、住宅ローン担保証券400億ドル）について現状維持を決定した。拡張財政路線やワクチン接種への期待が景気見通しの改善に繋がっている状況ではあるが、パウエルFRB議長は一部で燃ゆる緩和縮小観測を「時期尚早」として一蹴している。事実として改善する実体経済やそれに合わせて上昇する市中金利に対してFRBがどれほど寛容になれるのかが2021年のテーマだろう。現状は厳冬期であり、感染拡大の最中にあるため、「時期尚早」との議長発言が説得力を持ちやすいが、問題は春先以降だろう。前年比で見ればあらゆる経済・金融指標が改善してくる中で未曾有の緩和路線は続けつつも、市中金利の上昇はある程度は受け入れる必要が出てくるはずだ。その時、株や為替がどう動くのかが2021年最大の見所である。

米10年金利はどこまで上がるのか

2021年の金融資産価格は「米金利がどこまで上がるか」に依存している。実体経済対比で進む株高も、大幅に進んだドル安も全ては昨年3月にFRBが一気に▲150bpsの利下げを敢行し、10年を筆頭とするあらゆる年限の金利が歴史的低水準で張り付いていることに起因している。例えば、現状と展望を議論する上で最も代表性が高い10年金利は昨年3月以降、0.50～1.00%のレンジで推移している。コロナ以前、米国の潜在成長率は3%強という試算も

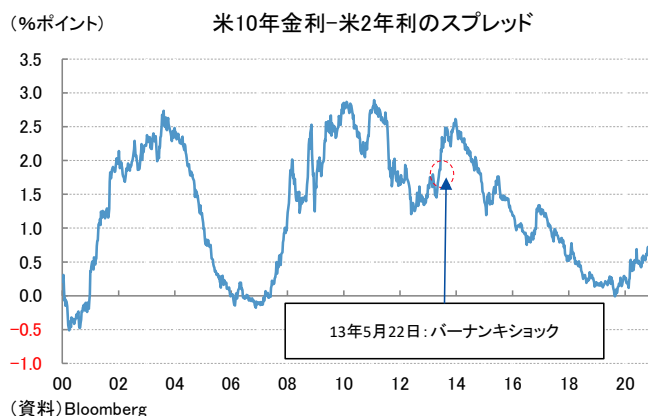


あったことを思えば、超低金利と言って差し支えない。予測期間中、コロナが終息に向かうことを前提とすれば「どこまで金利が上がるか」はあらゆる資産価格の生殺与奪を握る、重要な論点である。「どこまで金利が上がるか」という問いには色々な考え方があり得る。例えば潜在成長率との関連からイメージを作るとどうなるか。図は米10年金利と米議会予算局（CBO）の推計する名目ベースの潜在成長率の推移を見たものだ。CBO推計によれば、直近5年（2015～19年）の潜在成長率は平均+3.5%あった。これに対して同期間の米10年金利は平均2.2%である。直近3年（2017～19年）では平均+3.8%に対し、

平均 2.4%であった。つまり、コロナ以前から米 10 年金利は潜在成長率より▲120～140bps ほど低い水準が常態化していたことになる。コロナショックの深手を考えれば、当面の米 10 年金利はこの目線以下で考えた方が良いでしょう。CBO の推計する 2021 年の潜在成長率は+2.8%なので、そこから▲120～140bps ほど低い 1.4～1.6%が 10 年金利に対する 1 つの目線になるだろうか。

10 年-2 年スプレッドからのイメージ

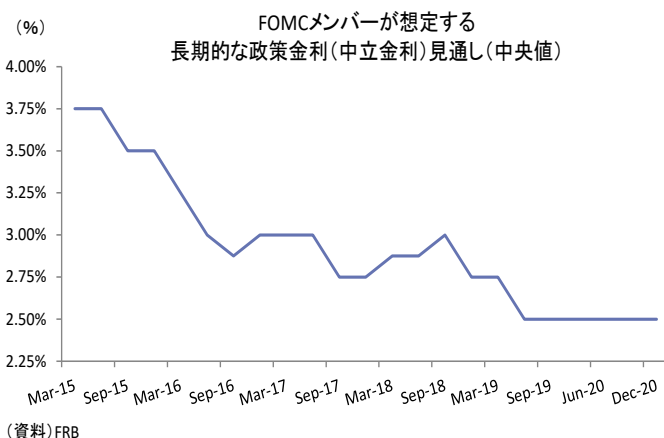
イーールドカーブの形状からイメージを得る方法もある。図は米 10 年-2 年金利のスプレッドを見たものである。現在は約 100bps まで広がっており、これは 3 回利上げしていた 2017 年に近い水準である。ちなみに正常化プロセスの号砲と解釈された 2013 年 5 月 22 日のバーナンキ元 FRB 議長の議会証言（通称バーナンキショック）の頃は 160bps 程度だった。これから正常化プロセスが始まるかという局面ではそれくらいだったという見方もできる。とすれば、10 年-2 年スプレッドは 150bps くらいまでの拡大が限界だろうか。



一般的に 2 年金利は政策金利と相関が強く、10 年金利はインフレ期待や景気の先行きと相関が強いと解釈される。政策金利は 2023 年末までゼロ金利維持で意見集約されており、この前提は堅い。とすると、「10 年-2 年スプレッドが 150bps」を前提とした場合、10 年金利に残された上昇余地はあと 50bps 程度という話になる。足許から言えば、やはり 1.50%程度だ。年内にバーナンキショックのようなステージまで到達することはないとすれば、1.50%が限界というのは腑に落ちる。もっとありそうなシナリオとして年内の 10 年金利の上限を 1.50%に置き、為替市場を中心とする資産価格の予想を策定するという基本姿勢はそれほど誤ったものにはならないだろう。

下がる中立金利はメインシナリオにとってリスク

とはいえ、政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）を前提とした場合、利上げの終点と目される中立金利は前回利上げ局面の当初は 3.50%だったが、足許では 2.50%まで下がっている。現在、コロナショックで労働参加率が大幅に下がっていることなどを考慮すれば、潜在成長率とそれを実現するための中立金利はさらに切り下がっていても不思議ではない。仮に政策金利の上限が切り下がっているのならば、過去の経験則をアテにして金利水準を探ることが危うくなっているということでもある。だとすると、2021 年の米金利が思ったほど上昇せず、ドル買戻しも限定されるという展開も考えられる。2021 年は米金利とドルが底打ちを探る年にな



るという本欄のメインシナリオにとって、こうした中立金利低下に伴う市場金利の抑制という視点がリスク要因の1つと考えられるだろう。

《補論：日本経済の現状と展望～2度目の緊急事態で強まる「貯蓄」という正義～》

企業業績は再び壊滅へ

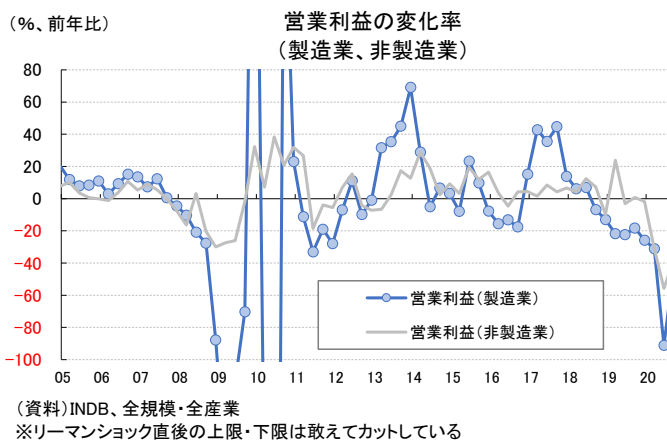
1月2日、小池百合子東京都知事を筆頭とする1都3県の知事が政府に緊急事態宣言の再発出を要請したことに伴い、政府は7日付で同宣言を再発出した。事前報道では政府・与党は再発出に否定的であり、仮に踏み切るにしても通常国会で特措法改正案を取りまとめるのが優先だと言われていた。改正案をもって、休業・時短要請に応じない事業者への罰則規定を設け、感染症対策の実効性を担保することが優先という主張は論理的にも納得感があるものだった。しかし、知事達が独自に時短要請に踏み切り、またその傍らで菅政権の支持率低迷が報じられる中、抗しきれずに再発出に至ったという印象が強い。再発出を拒み続けても、知事達は執拗に要請を続け、それが支持率を下押しする展開が目に見えていたもので、宣言の要請をされた時点でもう勝負を決まっていたと言える。これほど重要な決断がそうした政治ゲームの中でなされることについて腑に落ちない部分はあるものの、知事達の動きを経て、首相のリーダーシップに対する心証が悪くなってしまった感是否めない。容易に想像されたように、結局は1都3県に限らず、他の府県も五月雨式に緊急事態宣言を要請し対象化されている。このあたりの「しまり」の無い政策運営が政権支持率を押し下げている印象は否めない。また、本稿執筆時点では期間について2月7日から1か月程度延長されるとの観測報道が見られている。これもまた想定通りの展開だ。

企業・家計に禍根を残す再発出

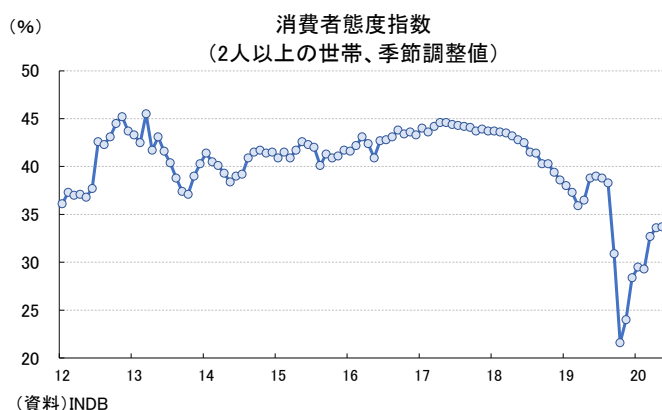
今回の決断は禍根を残すように思われる。

昨年4～6月期の緊急事態宣言時にも様々な賛否はあったが、未知なるショックに対しては致し方ないという面もあった。しかし、その後に感染が小康状態に入った夏および秋は「冬になったら感染者は増えるので、それに耐え得る医療体制作り（医療資源の最適配分）を急ぐ」という話だった。冬場に感染者数が新しい波を迎えるという展開は既定路線であり、そうした試練を「新しい生活様式」で乗り切るとのがウィズコロナの新常態だと専門家

会議も提起していた。だから多くのサービス事業者はコストを払っても地道な感染症対策を行いつつ営業を展開してきたはずである。そうして頑張った対価が「感染者（厳密には検査陽性者）が増えたので店を閉めろ」という施策は民間部門（家計+企業）に強い猜疑心を植え付けてしまう恐れがある。財務省「法人企業統計」で企業業績の動向に目をやると4～6月期の大崩れから7～9月期は復調傾向が鮮明である（図）。とはいえ、依然として前年比マイナスである状況は変わらず、感染者の増加ペースが上がり始めた10～12月は再び失速が推測される。1～3月期はこれに止めを刺す格好になる。



もちろん、今回は時短営業が可能な点で前回宣言時とは異なるが、「20 時閉店」という制限は人件費を筆頭とする営業コストを踏まえれば、「やらない方がまし」という判断もあり得るほど厳しいものだ。時短営業措置は店内の人口密度を上げるだけで逆効果という真つ当な指摘もあったはずだが、これも考慮される様子がない。なお、家計部門の心理も再び悪化し始めている。昨日内閣府より発表された



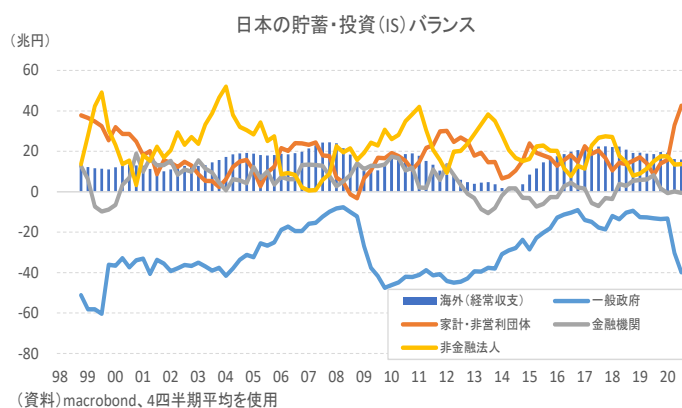
12 月消費動向調査は、消費者態度指数 (2 人以上の世帯・季節調整値) が前月比▲1.9%ポイントの 31.8% となり 4 か月ぶりに前月を下回った。緊急事態宣言を受け、恐怖心を煽る偏向報道は一段と強まるだろうから 1 月、2 月はさらに悪化するだろう。結局、消費者心理はコロナ以前の水準に到達せずに 2 番底を探りに行きそうだ。当然、個人消費は出なくなる。一方、日本全体で見れば病床が空いていても医療崩壊という言葉は毎日飛び交っている。それは何故なのか。解決できない理由には何があって、どうすれば解決できるのか。その辺りの説明が尽くされていないゆえの禍根はどうしても残る。

強まる「貯蓄が正義」という観念

禍根とは言い換えれば不信である。為政者に対する不信は景気の先行き不透明感と直結してくる。先行き不透明感が強くなれば家計や企業の抱く消費・投資意欲は棄損する。GDP の需要項目で言えば、個人消費、住宅投資、設備投資などが減少する話になる。ラフに言えば、「不安だからお金を使わない」という判断が家計や企業にとって合理的なものと思なされやすくなる。長年、日本の企業部門の内部留保は多過ぎると揶揄されてきたが、今回のショックではそれが緩衝材となり大惨事に至らなかったという構図になった。そうした「不幸中の幸い」とも言える「意図しない成功譚」があったところに、為政者による私権制限がさしたる判断基準もなく場当たりに展開されると、ますます家計・企業部門の消費・投資意欲は抑制されるのではないかと懸念する。そうした民間部門の貯蓄過剰傾向こそが物価や金利の低位安定の真因であり、世界的に進む日本化の震源なのだと昨春から筆者は繰り返し論じてきた¹。

図は 7～9 月期までの日本の貯蓄・投資

(IS) バランスを見たものである。厳格な経済活動制限を経て、家計部門の貯蓄過剰は増し、企業部門は貯蓄過剰状態が横ばいとなっている。企業部門の貯蓄過剰が極端に増えていないのは、売上が立たない中でコストが嵩んでいるため営業余剰 (要は利益) が増えないからである。いずれにせよ家計、企業からなる民間部門全体では貯蓄過剰が大きく増加している。この貯蓄過剰を政府部門が貯蓄不足になることで何とかカバーしているというのが今の日本経済の姿である。大きな貯蓄 (供給) を掃く



¹ 例えばみずほマーケットトピック 2020 年 5 月 7 日号『アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候』をご参照下さい。

ための借入（需要）が存在しないので、お金の値段である「金利」は必然的に上がらない。日本経済は「失われた 20 年」を通じてそうした姿が維持されてきたわけだが、現状ほど極端な姿になったことはなかった。もちろん、2020 年に見た極端な姿は経済活動制限という特殊な政策の結果ではあり、2020 年に見る一過性の現象と考えられた。だが、今後も断続的に緊急事態制限やこれに類する措置が打たれるのだとすると、「ワニの口」のように開いた「民間部門の超・貯蓄過剰と政府部門の超・貯蓄不足」という構図が常態化するのかもしれない。そのような世界では賃金はもちろん、物価も金利も上がりづらく、ひたすら拡張財政とそれを支える金融緩和をベースに経済活動を営む低体温の経済である。再発出を受けて貯蓄という正義は日本経済においてさらに強まると筆者は考えている。

《メインシナリオへのリスク点検～燦る「政治主導のドル安」～》

「強いドル」と言わなかったイエレン元 FRB 議長

前月、本欄における「春先以降、米金利とドルの下落は底打ちする」という基本シナリオにとって最大のリスクは「政治主導のドル安」リスクではないかと指摘した。この思いは今も変わっていない。1月19日、イエレン元 FRB 議長に対する指名承認公聴会が開催された。公聴会の論点は多岐にわたったが、注目された為替市場に関しては米財務長官の常套句である「強いドル」というフレーズは使われなかった。

「米経済の長期的な強靱さと金融システムの安定性維持が、米国やそれ以外の国々にとって利益となる」との発言が「強いドル」への意向を含んでいると見えなくもないが、直接的な言及はなかった。邪推を承知で言えば、やはり政権移行に伴って「分断」ではなく「団結」を呼びかける以上、ドル安志向の強そうなトランプ支持者に配慮を示したのかもしれない。もっとも、「強いドル」との発言があったところでアテにはできない。後述するように「強いドル」と言いつつドル安を放置する「優雅なる無視（benign neglect）」は米国の通貨政策の十八番である。

なお、公聴会全般を通して中国に対する言及が目立ち、報道もこれを取り上げる向きが多い。例えばイエレン元議長は中国を「最も重要な競争相手」と名指しした上で「不当廉売や貿易障壁、不平等な補助金、知的財産権の侵害、技術移転の強要など、中国の不正な慣行は米企業の力を削いでいる」と直接的な批判を展開している。「あらゆる手段を講じて対抗する」と財務省としての対応もちらつかせていることから、為替政策報告書のトーンに如何なる変化が見られるかなどに着目したい。仮にイエレン新財務長官の下での米国が陰に陽にドル安志向を強めたとしても、その煽りを最も受けそうなのは日本の円ではなく中国の人民元となる可能性と考えるべきだろうか。表に示されるよう

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	6.7	-1.6
ユーロ圏	17.0	8.9	-1.5
メキシコ	13.3	-5.0	0.7
カナダ	11.7	2.1	-0.2
日本	7.1	5.2	-0.4
韓国	3.8	6.4	-0.2
台湾	2.2	6.1	-0.1
スイス	1.7	9.2	-0.2
英国	3.2	3.1	-0.1
ロシア	0.6	-16.7	0.1
南アフリカ	0.4	-4.7	0.0
トルコ	0.5	-20.0	0.1
アルゼンチン	0.3	-28.9	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.7
20年1～12月の NEER	-	-4.1	-4.1

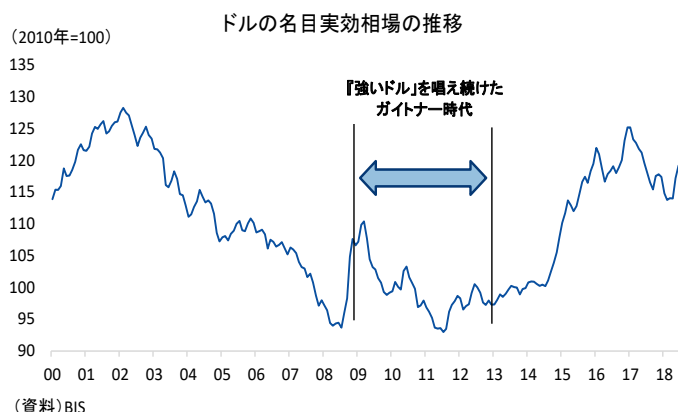
(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～20年12月31日

に、2020年のドル安に最も寄与したのは人民元、ユーロ、大きく寄与度を落として日本円だった。

しかし、真っ当に考えれば、人民元は値を下げやすいというのが筆者の基本認識である。年初来、米中金利差が縮小傾向にあり、元高のあおりを受けて「輸出減少→貿易黒字減少」という展開も想定される。むしろ人民元が反落し、ドル相場が押し上げられる展開をメインに筆者は構えている。

ガイトナー時代の「優雅なる無視」

米国の通貨政策を振り返れば「強いドル」を唱えつつも、眼前で進むドル安は静観するという局面が繰り返されてきた。こうした「優雅なる無視」と呼ばれる通貨政策の姿勢は、直近では金融危機直後の混乱期（2009年1月～2013年1月）であるガイトナー元財務長官の時代が思い返される。就任直後から「強いドルを変わらず支持するのは米国の政策であり、今後もこの政策は継続する（2009年9月、ブルームバーグ）」と発



言し、任期中盤にも「私がこの職務に就いている限り、強いドルが米国の利益であるということが常に米国の政策だ。貿易相手国を犠牲にし、経済的な優位性を得るためにドルを下落させる戦略を決して支持しない（2011年4月26日、ロイター）」と念押ししていた。しかし、同長官の任期中、ドルの名目実効為替相場（NEER）は▲9.2%下落した。ドル安の瞬間風速が最も大きくなった2011年では下落幅はさらに大きくなり、就任から優に▲10%以上下落していた（図）。発言と相場の現実とは正反対だった。

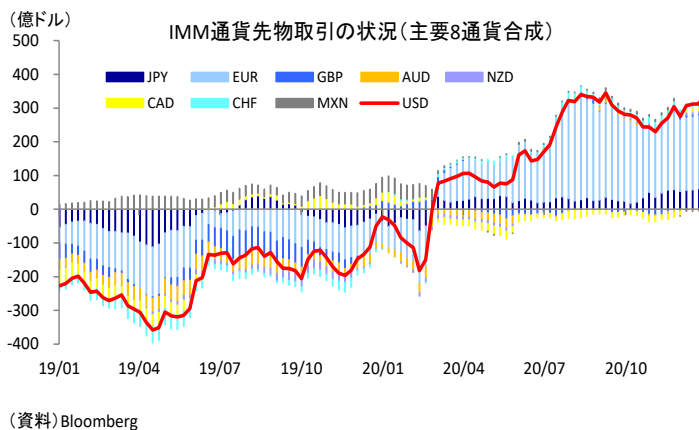
当時のドル安に関し、米国の言い分は「金融危機で傷ついた国内経済を支えるためにFRBが未曾有の金融緩和を継続・強化した結果としてドル安になっているのであって、それ自体が目的ではない」、だから通貨政策として「強いドル政策」を口にすることと矛盾しないというものだった。そうして放置されたドル安の結果、「世界最大の対外債権国」であり、当時はまだ大きな貿易黒字を裏付けとする経常黒字を抱えていた日本円が急騰したのである。このようなロジックはリーマンショック以上の震度を誇るコロナショックの直後だけに繰り返される不安は残るが、仮にそうだとしても通貨高の按分を引き受けるのは政治的な対立相手であり、貿易黒字を抱える中国の人民元になる公算が大きいと筆者は考えている。なお、2013年1月、アベノミクスの名の下で円安が大きく進み海外から批判の声が出た際、麻生財務相は「（リーマンショック後の円高相場に対し）ひとことも文句を言わなかった。それを円安方向に戻したからと言って批判するのは筋としておかしい」といった旨の反論を展開して話題となった。これは米国の「優雅なる無視」の裏側で進んだ超円高を知る者として当然の発言と言える。

やや話は逸れたが、重要なことは米財務長官は「強いドル」を口にするのが仕事だが、それが為替市場の実勢を規定するとは限らないということである。「強いドル」が望ましいと思っていても、实体经济にとってドル安が望まなければ平然と無視するのが米国である。

2021年の見通しは「2020年からの反発」が重要な要素

公聴会でイエレン新財務長官が「強いドル」と直接的に口にしなかったことを針小棒大に捉える必要はないかもしれない。ただ、2021年に控える米国債の大量増発、2023年末までは継続されるゼロ金利政策、トランプ支持者も取り込まなければならぬバイデン政権の胸中などを踏まえれば、政治・経済的に見てドル安を予想する市場参加者は相応に多いと考えられる。それ自体はドル相場の浮上を基本シナリオとする本欄にとってはリスクシナリオである。

だが、忘れてはならないのは 2021 年とは「悲観の極み」だった 2020 年の翌年であるという事実だ。2021 年の見通しは「2020 年からの反発」を重要な要素として踏まえないと、方向感を見誤るとというのが筆者の基本認識である。現状と 3 か月後ないし 6 か月後を比較して実体経済が改善していないと考える向きは少数派であろう。今春以降、成長率や物価を筆頭として実体経済指標は前年比で改善してくるはずである。ワクチン接種



も広がってくるはずだ。実体経済が改善すればそれに相応しく名目金利も上昇するであろうし、その種の金利上昇ならばFRBも容認すると考えられる。米金利がはっきりと上昇してくることを前提とした場合、昨年まとまった幅で下落したドルは買い戻されるのではないかと。足許でIMM通貨先物取引に見るドルの売り持ち高はコロナ禍で最大まで膨らんでいる。これが巻き戻される過程でドル安の底打ちを探るというのが2021年に最もありそうな展開ではないか。

もっとも、それは「2020 年からの反発」を基軸とする 2021 年の相場であって 2022 年以降のドル高継続を意味するものではない。2022 年以降は 2013 年以降がそうだったように、一進一退を余儀なくされるFRBの正常化プロセスに神経質になりながら、再び経常黒字や対外債権といった「実需」の厚みに注目が集まる相場に戻るのではないかと。2022 年以降の話はまた別の機会に譲りたい。

◆ ユーロ相場の見通し～ピークアウトも見えてきたユーロ高～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「次の一手」は YCC か？～》

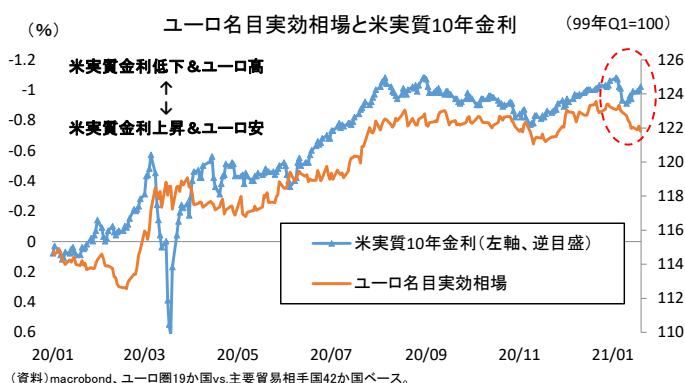
声明文上で PEPP の展望を明示

1 月の ECB 政策理事会は現状維持を決定した。12 月政策理事会において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) の延長を決定したばかりであるため、現状維持は市場予想通りである。緩和の主砲となる PEPP は会合直前 (1 月 15 日時点) で 7807 億ユーロ使用されているが、総枠 (1.85 兆ユーロ) の 4 割程度である。実施期限も 2022 年 3 月末まで 1 年以上残されており、当面は PEPP の拡大・延長が議論に上ることはあるまい。12 月政策理事会議事要旨では拡大・延長に慎重な意見が多数あったことも明らかになっており、ECB の想定通りに感染終息が視野に入ってくるならば、「PEPP を全部使うべきか」が今後の争点になるだろう。

この点、今回の声明文では PEPP の今後について①「If favourable financing conditions can be maintained with asset purchase flows that do not exhaust the envelope over the net purchase horizon of the PEPP, the envelope need not be used in full」と②「Equally, the envelope can be recalibrated if required to maintain favourable financing conditions to help counter the negative pandemic shock to the path of inflation」という 2 つの場合分けが併記されている。状況が好転すれば使い切る必要はなく (①のケース)、悪くなれば再調整 (recalibrate) する必要がある (②のケース) という話だ。再調整は ECB が最近多用するフレーズで拡大と同義である。ラガルド ECB 総裁は①と②の表現を「同様に (equally)」という語で繋いでいる意味を強調し、どちらのケースも同等の可能性があるとした。

次回以降、ユーロ高への評価に注目

ユーロ高については引き続き警戒感が見て取れた。政策決定自体は無風であったものの、声明文では観光関連産業の弱い需要や低い賃金の伸びに加えて、ユーロ上昇が物価を抑制する一因として指摘される状況は変わっていない。記者会見でもユーロ高に関する質問はやはり出ており、ラガルド総裁は「政策目標ではないが、インフレを筆頭として経済に大きな影響を与えるため非常に注目している (very attentive)」といつも通りの回答を行っている。

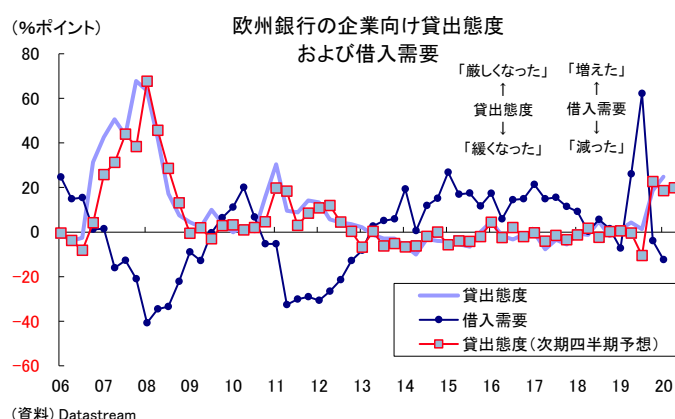


こうした ECB によるユーロ高警戒はもはや当たり前になっているが、今後は話が変わってくるかもしれない。昨年 9 月 8～9 日に開催された政策理事会の議事要旨ではユーロ高はドル安の裏返しであり、そのドル安は「実質金利の低下、とりわけそれがマイナス圏に入ったことでドル建て債券の持ち高を削る動きが進んだ」ことの結果だという分析が示されていた。この点、足許では米国の実質金利には底打ちの兆しも見られ、それに合わせてユーロ高もピークアウトする兆候がある (図)。こうした動きを今後の政策理事会がどのように評価するのかは注目しておきたい。

ユーロ圏の与信環境が最大の問題意識に

総裁会見では域内の与信環境に対する問題意識の高さが見て取れた。1 月 19 日には ECB から四半期

に一度の「貸出態度調査」が発表されているが、今期および来期に関して銀行の貸出態度が厳格化される状況が鮮明化している(図)。昨年来、域内の経済・金融情勢が抱える問題は「流動性 (liquidity)」ではなく「返済可能性 (solvency)」に切り替わりつつあり、無暗に TLTRO3 などを通じて与信を積むことへの懸念が浮上していた。実際問題として域内の与信環境をどう評価するかは今後の ECB が最も頭を抱えるものだろう。ラガルド総裁



は与信環境の悪化を懸念する声に対し TLTRO3 の落札額が順調に利用され、貸出金利も下がっているのだから政策は奏功しているとの立場を示している。確かに、年初来ではイタリアの政情不安が話題となってもイタリア国債利回りは上昇していない。こうした状況には ECB の資産購入が寄与しているのだと筆者も考えている(裏を返せば、後述するように、既に ECB としてのイールドカーブコントロール(YCC)が始まっているということの証左かもしれない)。また、貸出態度調査を見れば借入需要も落ち着きを見せていることから、一連の政策を通じて緊張状態が緩和されているとの事実が推測される。

とはいえ、これほどの緩和策を打っても銀行の貸出態度が改善してこないことについて「どうしてなのか」という考察が ECB には求められるだろう。この点、ラガルド総裁は特定の金利水準を見るのではなく、複数の指標を考慮し、多面的かつ全体的に評価すると述べており、これといった言質を与えていない。例えば資産購入枠の使い切り可否が争点となっている PEPP とこうした与信環境の現状と展望をどう絡めて評価していくのかなどは今後の ECB ウォッチにおいて重要なテーマになるだろう。

ECB 版 YCC へ始動か？

年明け以降、ECB の政策運営に関しては YCC 導入の可能性が取りざたされている。1月4日にはデコス・スペイン中銀総裁による「YCC は検討に値する選択肢。すでに導入している中銀の経験を踏まえ、信用性が足りていれば、YCC は実際の資産購入額を抑えたイールドカーブ構成を実現し、効率性を高めることが可能だ」との発言が報じられている。また、1月20日にはブルームバーグが「事情に詳しい複数の当局者」の話として ECB が「経済が最も強い国々と最も脆弱な国々との債券スプレッド（利回り格差）の拡大抑制を目指し、債券購入を行っている」との事実が報じられている。ブルームバーグ報道は「既に行っている」という話であり、加盟国国債の利回りに関して「適正なスプレッドに関する具体的な考え」を持って政策運営にあたっているという事実確認を含んでいる。

当然、記者会見でもこれを質す記者は現れた（意外に少なかったが）。「以上のような報道を踏まえて、意見を聞かせてくれ」というストレートな質問であったが、これに対しラガルド総裁は漠然とした答えしか与えず「我々は特定の金利水準（any particular yield）に集中していない」、「金融環境と関連する複数の指標（multiple indicators）を考慮している」と述べ、YCC の検討を否定している。しかし、質問者が「そう言わずとも事実上、YCC をやっているのではないか（ECB's already doing de facto yield curve control, without saying so?）」と述べたように、市場参加者における疑念はしばらく残りそうだ。

ECB が YCC に辿り着く可能性について筆者は 2019 年 8 月から議論している²。既に▲0.50%（2019 年時点では▲0.40%）という深いマイナス金利を採用している以上、緩和策は「量」の拡大に傾斜せざるを得なくなるし、実際にそうになっている。また、「量」の拡大に邁進するとしても、金利水準の問題は出てくる。日銀がそうしているように、適度にイールドを立たせることで金融機関経営に配慮しなければシステミックなリスクの高まりという問題に繋がってくる。必然的に「ちょうどいいところで金利水準を止め置く」という欲求が浮上する。こうした欲求に対し YCC が有効な政策であることは日銀が証明済みだが、19 種類の国債利回りを持つユーロ圏では政策設計の段階で工夫しなければならない。この点、筆者は例えば金利の「水準」ではなく「方向感」という発想はあり得ると考えてきた。現状、日銀の YCC は目標値のゼロ%程度から±20bps というレンジを設けているが、これに倣って「加盟国の 10 年金利に対してある時点（例えば政策理事会の日）から±20bps」といったやり方是有り得る。出発点となる「水準」がバラバラな以上、基準日からの変動幅を設定するしかない。

上記のブルームバーグ報道では「経済が最も強い国々と最も脆弱（ぜいじゃく）な国々との債券スプレッド（利回り格差）の拡大抑制」を目指す案を取り上げているが、「何か基準を定めてそこからの可動域を設定する」という点では筆者の想定と同じ話だ。例えば昨年 11 月以降、10 年金利に関してドイツとイタリア、もしくはドイツとギリシャのスプレッドは安定しており、報じられる通り、その運用は始まっているのかもしれない。「de facto YCC」ないし「de facto YSC（Yield Spread Control）」といった政策が水面下で展開されているとの思惑はやはり抱かれる。総裁会見を見る限り、ECB が YCC や YSC を明示的に政策として打ち出す意思はまだ見いだせない。だが、足許ではイタリア、今年から来年にかけてはドイツやフランスで大きな政治イベントを控える中、債券市場がばたついてくれば「次の一手」としての YCC ないし YSC というフレーズが飛び交う可能性は高い。ECB は着々と日銀の辿った道を歩んでいる。

突如浮上したマイナス金利深掘り観測

ところで 1 月 29 日にはブルームバーグが『ECB 当局者、利下げに懐疑的な市場に対処で合意—可能だと強調へ』とのヘッドラインで ECB がマイナス金利深掘りに踏み切る可能性を報じている。既にマイナス金利を採用している中央銀行の間では「その弊害を如何に軽減するか」という論点に議論が集中しており、これを強化しようという議論は市場予想を含めて稀である。そうした中で突如、このような観測報道が出てくる背景は考察する価値がある。記事は ECB の政策当局者が一段の利下げの可能性をほぼ排除している市場参加者の期待に違和感を抱いており、「利下げが実施可能な選択肢だと強調することで合意した」と報じている。ここで取材を受けている「複数の当局者」が誰なのかは明らかではないが、類似の議論は上述した 1 月 21 日の政策理事会でも行われたという。

2019 年 7 月から続く深掘りの示唆

確かに、1 月 21 日の会見を振り返ると「なぜマイナス金利の深掘りをしないのか」と直接的に質す記者に対し、ラガルド ECB 総裁が声明文中の「(物価安定が確保されない場合) 政策金利を現状かそれ以下に据え置く意向 (We expect them to remain at their present or lower levels)」といったフォワードガイダンスを持ち出し、「預金ファシリティ金利はツールボックスの一部 (the deposit facility rate, is part of our toolbox)」と明言する場面はあった。だが、フォワードガイダンスが利下げを示唆する現行の

² 例えばロイター外国為替フォーラム 2019 年 8 月 21 日配信『YCC 捨てる日銀、拾う ECB』をご参照下さい。

表現に変更されたのは 2019 年 7 月 25 日の政策理事会であり、今に始まったことではない。半ば有名無実化していたフォワードガイダンスを持ち出されても、殆どの市場参加者がマイナス金利深掘りを予想していないことに変わりはない。そのフォワードガイダンスを導入した 2 か月後（9 月 12 日）の解放で $\Delta 0.40\%$ から $\Delta 0.50\%$ への深掘りを行っており、市場参加者はここで「限界に達した」という理解である。

ユーロ高是正が主目的か

では、なぜマイナス金利深掘りの議論が今蒸し返されているのか。筆者はやはりユーロ高を念頭に置いた対応なのだと思う。

相次ぐ追加緩和や口先介入にもかかわらずユーロ相場は全く下がる気配がない。とりわけ名目実効ベースでは過去最高値圏で高止まりしており（図）、これは外需依存型のユーロ圏経済にとっては重荷としか言いようがない。

1 月 27 日、ブルームバーグの取材に対しクノット・オランダ中銀総裁が「ユーロ上昇を防

ぐために必要ならば、 $\Delta 0.5\%$ の中銀預金金利をさらに引き下げる余地もある」と述べたことが報じられている。「通貨安のために利下げしたい」という発言は先進国の中央銀行首脳として許されるものではないはずだが、19 名の各国中銀総裁と正・副総裁と理事 4 名から構成される ECB の政策運営においては、議長である ECB 総裁以外がこの種の発言をしてもスルーされる傾向にある。恐らく、事の経緯から察するに冒頭の報道で登場する「複数の当局者」の 1 人はクノット総裁なのだと推測する。

過去、ECB 政策理事会の議事要旨では米国の実質金利低下がドル安を招いていることがユーロ高の原因だという分析が披露されたことがあった。具体的には昨年 9 月 8～9 日の政策理事会議事要旨よればシュナーベル ECB 理事から「(米国の) 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」との見解を示されている。米国の実質金利低下とあるが、厳密にはユーロ圏との金利差で議論するのが適切であろう。だとすれば、こうした分析を元に利下げを行い、域内金利を全般的に押し下げて通貨の安値誘導を図ろうとする結論は出てきても不思議ではない。しかし、既に足許では米国で名目金利が上昇しており、これに合わせて実質金利も上昇に転じ、ユーロの名目実効為替相場も続伸が止まっている。マイナス金利深掘りの目的がユーロ高是正だとすれば、近々にこれが決定されることはなく、当面は様子見姿勢を貫く可能性が大きいように思われる。



リスクとリターンが見合っていないマイナス金利深掘り

ECBは域内与信環境の悪化に直面している。その背景には域内経済停滞を受けて与信コストが悪化しそうな状況への懸念があると考えられる。ターゲット型長期流動性供給（TLTRO3）を筆頭に銀行部門への流動性供給を強化しているものの、銀行部門のリスク回避姿勢は強まる一方である。实体经济の悪化を受けた貸出態度の厳格化は正常な経営判断とも言えるが、コロナショック以前から続くマイナス金利政策によって経営体力が低下しているという事実も見逃せない。マクロ経済環境が悪化する中では元々銀行業態は収益性が悪化するが、ここでマイナス金利深掘りを行うことで貸出態度は一段と厳格化

を招く可能性がある。そもそも域内の貸出金利は順当に低下しているのだからマイナス金利引き下げの必要性はない。また、そこまでのリスクを冒したところでドル主導のユーロ高が是正されるかどうかはかなり怪しい。率直にリスクとリターンが全く見合っていないように思える。こうした理解の下、マイナス金利深掘りは追加緩和のファーストチョイスにはならず、そうなるにせよ名目実効相場の過去最高値更新やユーロ/ドル相場の1.25突破などが必要になると筆者は考えている。

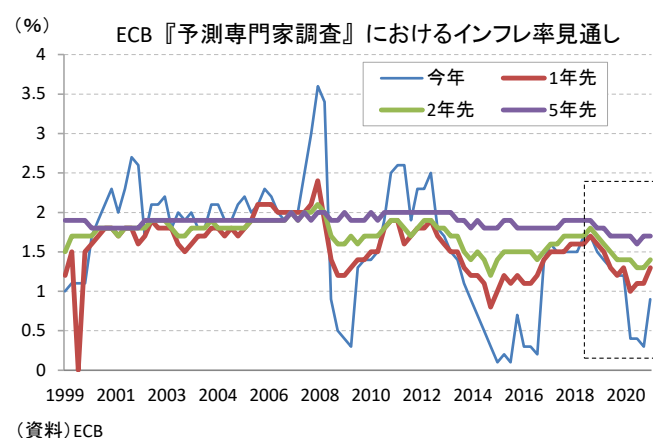
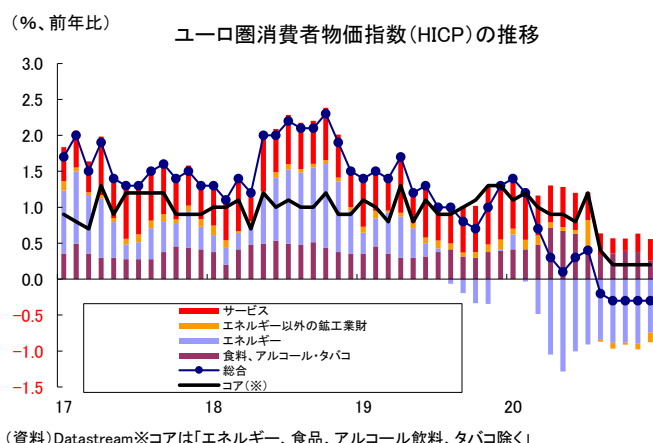
《ユーロ圏経済の現状と展望～物価情勢は過去最悪～》

通年で最悪となったユーロ圏の物価情勢

1月20日にユーロスタットから発表されたユーロ圏12月消費者物価指数（HICP、確報値）は前年比▲0.3%と速報値から変わらずであった。これで8月から5か月連続でマイナスであり、リーマンショックの翌年2009年6～10月以来の動きである。本稿執筆時点では明らかになっていない1月分がマイナスになれば過去最長の物価下落という話になる。なお、通年で見れば2020年は▲0.3%であり、これまで最悪だった2014年の▲0.2%を更新している。「通年では最悪」はもう確定した事実である。こうした物価低迷が原油価格の落ち込みに引きずられた動きであることは確かであり、それだけが原因ならば今年後半以降は安定したプラス軌道に復帰している公算は大きい。

「一過性の動き」とは言い切れない雰囲気

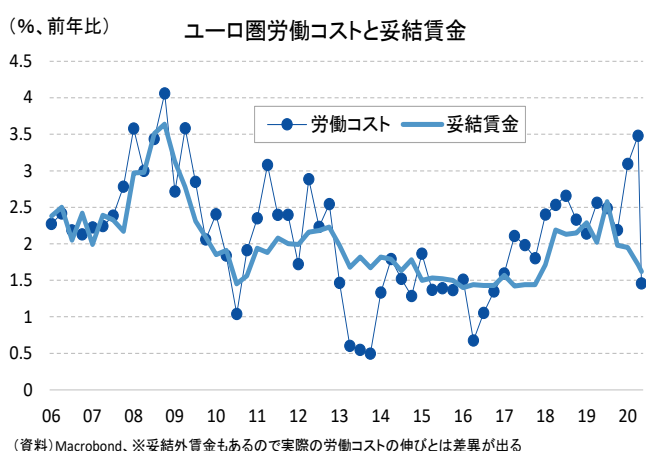
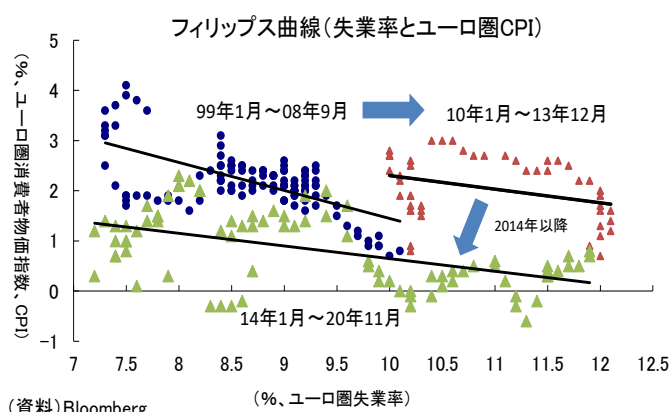
だが、図示されるように年央からエネルギー以外の鉱工業財もマイナス寄与に転じている。これまでエネルギー以外の鉱工業財がマイナス寄与になることは稀で、あったとしても小幅マイナスが2か月連続見られた後、直ぐにプラスに復帰するのが普通だった。12月時点では小幅ながらも5か月連続でマイナスが続いている。サービスや食料、アルコール・タバコなども低迷しており、一概に「原油価格急落を受けた一過性の動き」とも言い切れない雰囲気はかなり強い。1月のECB政策理事会声明文では2020年におけるHICP低迷は「原油価格急落(current energy price dynamics)」やドイツにおける「時限的な付加価値税減税」など、一時的な要因による押し下げに寄与された動きであって、その剥落に伴い今後数か月(in the coming month)でプラスへ転じるとの見通しが示されている。だが、観光・旅行業を中心とする需要の弱さや賃金の低迷、そしてユーロ高を踏まえれば、物価の趨勢自体は抑制された状況が続くとの見通しも示されており、予想される将来にわたって2%到達はかなり難しそうなことを認めている。



インフレ期待も不安な動きが続いている。5年先5年物インフレスワップフォワード（5年先5年物BEI）で示されるような市場ベースの数字は元より、比較的安定感のある調査ベースのインフレ期待までも低迷していることにECBは懸念を示している。例えば、ECBが四半期に一度公表する『予測専門家調査』を見るとインフレ期待はやはり不調をきたしている。厳密にはコロナ以前の2018年以降、本来、安定感のある5年先インフレ期待を含めて全期間にわたって下方屈折しており、コロナショックがとどめを刺したというのが正しい。目先（今年）に対するインフレ期待は変動が激しく復調が期待できるが、5年先に対する見通しは果たして2%近傍に戻れるのか不安が残る。

フラット化するフィリップス曲線への不安

上述したようにECBは賃金低迷も物価低迷の背景と分析しているが、こうした懸念は「賃金の塊」でもあるサービス産業を中心に物価押し下げることが予見される。サービスはHICPのウェイトにおいて45%を占める項目であり、その継続的な物価下落は趨勢的な変化をもたらす一因となる。リーマンショック直後ですら、サービス物価は安定していただけに今後の変化が気かりである。右図（上）に示されるように、賃金の変化率はまだHICPほど歴史的な落ち込みを見せているわけではない。しかし、ECBが推計する域内の妥結賃金（賃金交渉の末に実現される協定賃金）は+1.6%と同統計における過去最低（+1.4%）に近づいている。景気に遅行して決まる賃金の性質を踏まえれば予断を許さない状況と考えたいところだ。なお、失業率は2020年7月に8.7%とピークを付けてから緩やかに低下傾向にあるものの、果たして賃金・物価情勢がこれに合わせてビビッドに浮上してくるかどうかは確信が持てない。欧州債務危機後、域内のフィリップス曲線は明らかに下方シフトし、フラット化が進んでいることを思えば右図（下）、失業率低下が賃金を通じて一般物価を押し上げるという伝統的な経路に期待を寄せるのは危うい想定と言わざるを得ない。欧州債務危機を経て切り下がった物価の伸びがコロナショックでもう一段の押し下げを強いられると筆者は危惧している。



市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。