

中期為替相場見通し

2021 年 4 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～ワクチンを基軸とする通貨強弱は不変～

為替市場の現状と展望～大事な視点は変わらない～ P.3

米通貨政策の現状と展望～関心が集まるのはまだ先～ P.6

多様化する外貨準備運用の現状～「ドル離れ」は四半世紀のトレンド～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～年後半以降、世界が直面する「成長痛」～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高への復帰はあるのか？～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～資金調達環境が主たる問題意識に～ P.14

ユーロ相場の現状と展望～再びユーロ高に戻るのか？～ 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

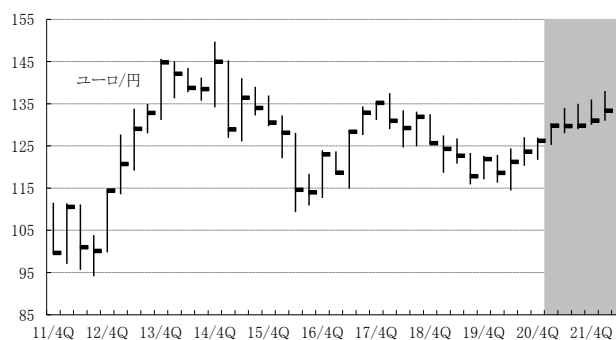
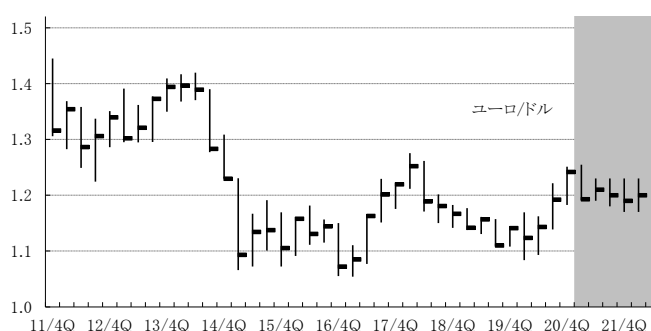
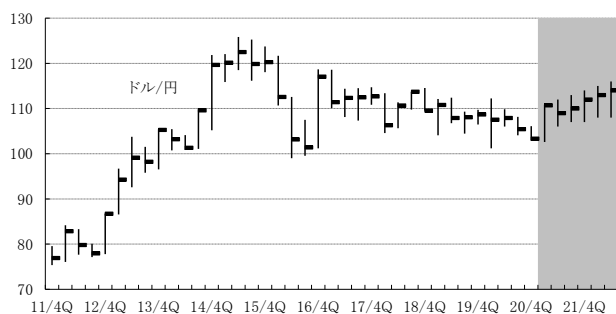
4月のドル/円相場は調整色を強めたが、予想修正の必要は感じていない。米10年金利は年初3か月間で概ね倍になり、ドルは名目実効為替相場(NEER)ベースで最大+4.6%上昇した。この間、ドル/円相場の値幅は8.12円と近年の年間値幅に匹敵するものであった。むしろペース調整が必要な状況にあったと考えるべきだろう。年内に「ワクチン接種→感染抑制→経済活動正常化→金融政策の正常化」という展開を当て込んだ米金利とドルの相互連関的な上昇は再現される可能性が高い。確かに変異種の脅威は気がかりだが、ワクチン接種こそが唯一にして最善の出口戦略なのだから、その戦略が上手くいっている(接種率が高い)経済への見通しが明るく、市中金利も高く、結果として当該通貨が買われやすいという事実は動きようがない。G7通貨のNEERは年初来で「英ポンド>ドル≧カナダドル>ユーロ>円」といった強弱関係にあるが、これはワクチン接種率の序列と一致する。また、米国やカナダのような産油国は原油高も追い風になる。一方、円はワクチン・金利・原油、いずれもない。ワクチン無効化のリスクなどに応じて需給が見直される地合いになれば円も買われようが、それよりも米金利上昇で新興国からの資本流出が誘発され、米国の金融政策が動揺するリスクの方が可能性は高そうである。

片や、ユーロ相場は底堅さを示している。ドル全面高に伴って対ドルで一時1.17まで下落したが、その後には切り返し1.20台を回復している。潤沢な経常黒字・貿易黒字が作用しているのだと思われる。また、ECBの政策運営に関しても、期待されたほど資産購入は増えておらず、年内にテーパリングを囁し立てる声が出てきそうなこともユーロ買い材料ではある。もっとも、FRBが基本的には米金利上昇を容認する姿勢であるのに対し、ECBは資産購入加速などを通じて域内金利上昇を抑制する姿勢を明確にしている。とすれば、両中銀の「divergence(相違)」を意識したユーロ売り・ドル買いは年内再現される公算が大きい。見通しの鍵となるワクチン接種率についてもユーロ圏は日本よりは遥かにましな状況だが、米英には大きく劣後している。こうした事実が成長率や金利の格差に直結し、ユーロ相場の軟化を招きやすい側面は否めない。分厚い需給の存在を踏まえれば1.15程度までの下落と考えるが、年内にそこまでの下値リスクは見ておきたいところである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～4月(実績)	5～6月期	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	102.60 ～ 110.85 (108.85)	106 ～ 112 (109)	107 ～ 113 (110)	107 ～ 114 (112)	108 ～ 115 (113)	108 ～ 116 (114)
ユーロ/ドル	1.1704 ～ 1.2349 (1.2125)	1.17 ～ 1.21 (1.19)	1.16 ～ 1.21 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.17)	1.15 ～ 1.21 (1.18)	1.14 ～ 1.20 (1.18)
ユーロ/円	125.10 ～ 132.35 (132.00)	128 ～ 134 (130)	129 ～ 135 (130)	130 ～ 136 (131)	131 ～ 138 (133)	132 ～ 139 (135)

(注) 1. 実績の欄は4月30日までで、カッコ内は4月30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～ワクチンを基軸とする通貨強弱は不変～

《為替市場の現状と展望～大事な視点は変わらない～》

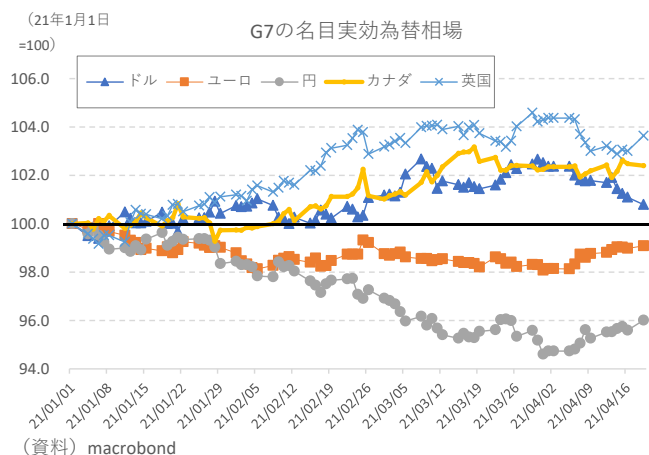
調整相場でも重要なことは変わらず

4月の為替相場は調整色を強めた。米金利の上昇が一服するに伴ってドル高も小康を得ており、対円では110円台後半から一時107円台、対ユーロでは1.17台をつける場面が見られた。しかし、その後すぐに切り返しており、再びドル高局面に入るのかどうかを検討する分岐点にあるとも言えそうである。前月の本欄では金利、コロナ抑制状況（端的にはワクチン接種率）、原油の3つが現状を読み解くキーワードになっていると議論した。とりわけワクチン接種率が高い国は行動制限解除の見通しが立ちやすく、したがって成長率見通しも金利も上がりやすいことから選好されやすいという論点も強調した。

こうした視座の重要性は全く変わっていないというのが筆者の基本認識である。確かに、世界的にウイルスの変異が感染拡大に繋がっている状況があり、「ワクチンさえあれば4～6月以降の世界経済は上向き」という基本シナリオがリスクに晒されている機運は感じる。しかし、従前のウイルスであれ、変異したウイルスであれ、ワクチン接種こそが唯一にして最善の出口戦略なのだから、その戦略が一番上手くいっている（一番接種率が高い）経済への見通しが明るく、市中金利も高く、結果として当該通貨が買われやすいという事実は動きようがないのではないか。図示するように、年初来の名目実効為替相場（NEER）の強弱関係は「英ポンド>ドル≧カナダドル>ユーロ>円」であるが、これはワクチン接種率の序列とそのまゝ一致している。

ちなみに2021年の実質GDP成長率見通しも「英国>米国>カナダ>ユーロ圏>日本」となっており、通貨の強弱関係と全く同じだ。これは偶然ではないだろう。ワクチン戦略が奏功している国は実体経済も強く、市場からも評価されているというシンプルな話と考えられる。当然そうした国の金利は相対的に高めなので通貨が買われる理由にもなる。その上で米国やカナダは産油国としての側面も評価されているのだろう。片や、日本にはワクチン、原油、金利、どれもない。

人口1400万人弱を誇る首都東京の医療体制が重症者58名（4月29日時点）で崩壊する（と騒がれている）状況では、ワクチン抜きで実体経済の浮揚を実現するのは不可能だろう。もちろん、金融市場全体がリスク回避姿勢を強め、経常収支など需給を評価する相場に転じれば円が評価される芽もある。しかし、変異種は懸念されるものの、日本以外の国ではワクチン接種は相応に進んでいる。日本だけ混乱しても



21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

	2021年	2022年	ワクチン接種率(※)
米国	5.1	3.6	42.67
ユーロ圏	4.4	3.8	22.93
ドイツ	3.6	3.4	25.74
フランス	5.8	4.2	21.43
イタリア	4.2	3.6	22.10
日本	3.3	2.5	1.80
カナダ	5.0	4.7	31.17
英国	5.3	5.1	50.22

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年4月)

Our World in Data、4月28日時点、日仏は4月27日

金融市場の潮流には何の関係もない。円が評価される筋合いは今のところない。

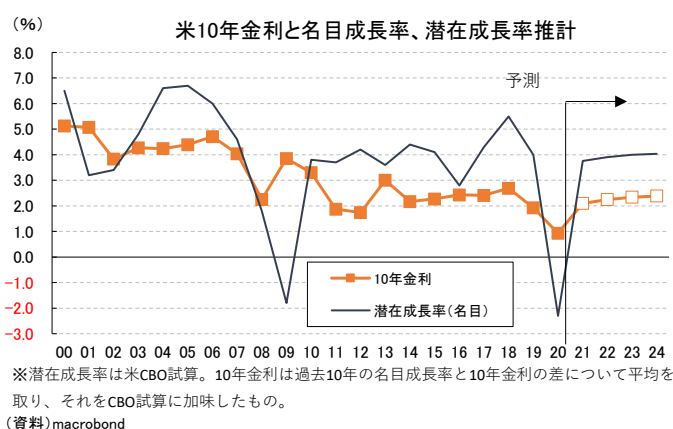
繰り返しになるが、所詮はワクチン接種が唯一無二の出口戦略であり、それに秀でる国の経済、金利そして通貨（端的には英ポンドやドル）が評価されるというシンプルな事実は年内、簡単に変わることはないと思われる。相場見通しもそうした基本認識の下で策定していく必要があると考える。

調整が必要なペースだったドル/円相場

こうした認識に基づき、本欄ではドル/円相場の高値ないしユーロ/ドル相場の下値は年内更新される可能性があると考えている。4月のドル高調整は「買われ過ぎたから売られた」と言っても差し支えない範囲のものであり、むしろ健全な動きと筆者は考えている。米10年金利は年初3か月間で概ね倍（0.90%程度→1.70%程度）になり、ドルはNEERベースで最大+4.6%上昇した。この間、ドル/円相場の値幅は8.12円（110.72円・102.60円）を記録しており、これは2019年の年間値幅（8.30円）とあまり変わらない。ちなみにコロナショック以前の3年間（2017～2019年）の年間値幅は平均9.86円であり、「ドル/円相場は値幅10円という極小の時代に入った」という声もあった。あれほどの混乱があった昨年も11.28円でとどまった。近年のドル/円相場は動意が出ることで自体が珍しいという目線を持つておく必要はある。そのような経緯を考えると「年初3か月間で8円以上動く」という地合いは、近年の動きに慣れた市場参加者にとっては「1年分の値幅をやってしまった」という感覚を抱いてもおかしくはない。

米10年金利「2.0%」が持つ意味

今後のドル/円相場の先行きは、これまで通り、米10年金利の趨勢に依存するだろう。確かに米金利は軟化しているが、反転したというよりも高止まりと言った方が正しい。3か月で倍の水準になったものが多少足踏みすること自体、さほど不思議な話ではない。コロナショック以前の10年間（2010～19年）を振り返ってみると、米国の名目GDP成長率は平均+4.0%、10年金利は平均+2.4%だった。この10年間はリーマンショック後の後退期や



利上げ局面の始まった2015年以降を含む期間であり大きな上下動を含むが、好不況を包含するこの10年間で10年金利が▲170bps程度、名目成長率よりも低位誘導されており、それによって実体経済が支えられてきたという事実は参考になる。IMF春季世界経済見通し（WEO）は2021年の米国の名目成長率を+8.3%と予想している。だが、「悲観の極み」からの反発に過ぎないため、この高成長をベースに国債利回りの水準を検討することは適切ではないだろう。米議会予算局（CBO）によれば、2021年の潜在成長率は+3.8%程度、3月のFRBスタッフ見通しにおける長期成長率も+3.8%程度である（実質長期成長率が+1.8%なので、これにインフレ率+2.0%を乗せたイメージ）。+3.8%から▲170bps程度、低め誘導した水準は2.0%強だ（図）。市場参加者は米10年金利の次の節目について当然2.0%に至る可能性を視野に入れているだろうが、以上のように考えると、2%は全く説明がつかないという水準でもない。

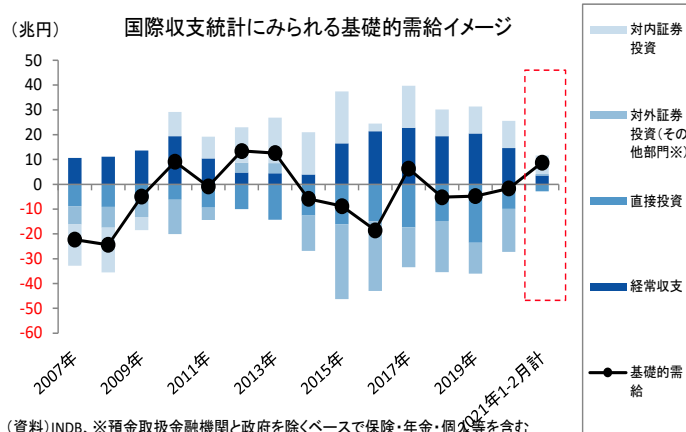
しかし、裏を返せば、米経済の地力に照らしてそれ以上の水準は難しそうとも言える。9回の利上げを

した 2015 年から 2018 年の間でも米 10 年金利の最高到達点は 3.2% 程度だった。金融危機後、9 年半ぶりの利上げに着手できた 2015 年 12 月の平均が 2.2%、5 回目の利上げを行った 2017 年 12 月の平均が 2.4%、9 回目の利上げを行った 2018 年 12 月の平均が 2.8% である。現状、雇用・賃金情勢は未だ悲惨な状況にあり、利上げも全く現実的ではないことを踏まえれば、2.0% をはつきりと超えて続伸する姿を描くのは難しいように思える。

円相場の需給に偏りはない

本欄で今後 1 年の上値を 114 円としている。これは「米 10 年金利が最高でも 2.0% 程度までしか上がらない」という前提に立てばその程度だという認識に基づいている。それに加えて、需給面からも円安・ドル高が加速するようには見えないという事実もある。具体的に見てみよう。まだ、年明け以降のデータには乏しいが、需給は円売り・円買い、いずれにも傾斜していないように見える。為替市場への影響が最も注目される貿易収支は昨年上半期（1～6 月期）の▲2.2 兆円という巨額赤字が、下半期（7～12 月期）には+2.8 兆円と巨額黒字で相殺されており、今年に入ってから 1～2 月合計で約▲1100 億円と若干の赤字だが、本稿執筆時点で明らかになっている 3 月上旬中旬の貿易収支は約+2600 億円なので、1～3 月期の貿易収支は一段と均衡イメージが強まりそうだ。

本欄で予想の指針とする国際収支統計から試算する基礎的需給バランスは 1～2 月合計で約+8.8 兆円の円買い超過となっており、円高を予感させる。しかし、これは対外証券投資の少なさに由来した結果だ。国際収支統計に先んじて 3 月分が発表されている「対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」を見ると、3 月の対外証券投資は+247 億円の売り越し、対内証券投資は▲8 兆 835 億円の売り越しとなり¹、



ネット合計では▲8 兆 588 億円と巨額の流出超を記録している。対内証券投資の売り越しは、世界的な金利上昇の流れを反映して非居住者において債券を手放す動きが進んだ結果と思われる。いずれにせよ、5 月に発表される 3 月分の国際収支統計から算出される基礎的需給バランスに関しては、対内証券投資の売り越しが主導する格好で円売り超過への揺り戻しが予想される。結局、1～3 月期を合計して見れば、円売り・円買いのどちらにも傾斜していないという姿になるのではないか。

近年の年間値幅に匹敵する相場をこなし、ドライバーだった米 10 年金利上昇の天井も見え、円相場の需給にも偏りがなくなっているという現状を踏まえると、ドル/円相場は例年通りのレンジ相場に収束する可能性が高まっている。もちろん、本欄では米 10 年金利の若干の上昇や高止まりは予想されるところであるため、日米金利差に着目した円売り・ドル買いは再び盛り上がると考えている。それも考慮した上で年内 114 円程度というのが 1 つの上値目途と考えている。

¹ 符号は日本から見た資本の動きに合わせている。(+) (プラス) は日本への流入、▲ (マイナス) は日本からの流出を意味する。

《米通貨政策の現状と展望～関心が集まるのはまだ先～》

バイデン・イエレン体制で初の為替政策報告書

4月16日、米財務省は半期に1度の為替政策報告を公表した。バイデン政権としては初の同報告書であり、イエレン米財務長官の下での通貨政策の色合いを見極める上でも注目されるものである。改めて確認しておく、同報告書において「為替操作国」もしくは「監視リスト対象国」の判定を検討する際の基準は、①対米貿易黒字（過去12か月間で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%以上で過去12か月のうち6か月間で実施）の3つがある。このうち2つを満たすと「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。毎度のことではあるが、中国は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、他意はないのかもしれないが、これまで①、②、③の順番で示されていたこれらの判定基準が今回から③、②、①に変化している。これに伴い「監視リスト対象国」や「為替操作国」の一覧できる恒例の表も左から順に①、②、③と列が設定されていたものが、③、②、①に変更されている（表）。「貿易黒字よりも為替介入の方が大きな罪」という意図だろうか。

監視リストを巡る三条件の現状（赤は為替操作国の疑い、緑は監視リスト対象国、21年4月時点）

	ドル買い・自国通貨売り 為替介入	経常収支			対米貿易黒字 (10億ドル)
	対GDP比	対GDP比 (%)	過去3年間の 変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	
シンガポール	28.3%	17.6%	-0.3%	157	4
スイス	15.3%	3.7%	1.9%	-2	57
台湾	5.8%	14.1%	-0.9%	253	30
インド	5.0%	1.3%	6.5%	15	24
ベトナム	4.4%	3.7%	-0.8%	158	70
タイ	1.9%	3.2%	6.4%	-22	26
中国	-0.1-1.2%	1.9%	-0.3%	64	311
マレーシア	0.6%	4.4%	0.4%	55	32
韓国	0.3%	4.6%	-0.2%	9	25
日本	0.0%	3.3%	-1.5%	68	55
カナダ	0.0%	-1.9%	0.7%	-31	15
英国	0.0%	-3.5%	-3.1%	33	-9
メキシコ	-0.2%	2.4%	1.6%	10	113
ブラジル	-2.6%	-0.9%	-1.3%	57	-12
オランダ	-	7.8%	-0.7%	-41	-18
ドイツ	-	6.9%	-1.1%	56	57
アイルランド	-	4.8%	1.9%	-76	56
イタリア	-	3.7%	0.9%	3	30
ベルギー	-	-0.2%	-1.9%	-47	-7
フランス	-	-2.3%	-0.2%	83	16
ユーロ圏	0.0%	2.2%	-0.5%	271	156

（資料）米財務省、（注）対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「20年12月までの1年間（4四半期）」を対象としている。

今回、「監視リスト対象国」となったのは緑色を塗った11か国である。2016年4月、オバマ民主党政権が監視リストを導入した際、対象国は5か国であったので5年間で倍以上に増えたことになる。②と③の基準が途中で若干厳格化されているとはいえ、①の対米貿易黒字の基準は変わっていない。①に抵触する国は2016年4月時点で7か国しかなかったが、今回は13か国へ倍増している。また、②の経常黒字（これは対米黒字ではなく一国としての黒字であることに注意）に関しては2016年4月時点ではGDP比+3%以上が抵触条件であり、今よりも緩かったが、その緩い基準に照らしても5か国から12か国に増えている。米国から見れば、それだけ世界の不均衡が自国の貿易赤字を中心として拡大したとい

う認識を抱いていても不思議ではない。

限りなくレッドに近いイエローカード：スイス、ベトナム、台湾

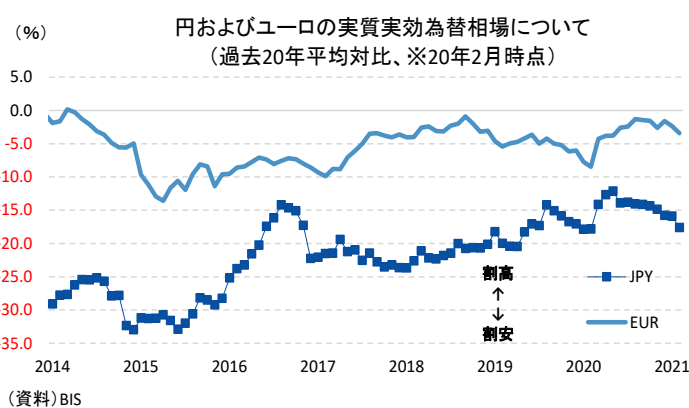
上記 11 か国に加え、昨年 12 月時点で「為替操作国」に認定されたスイスとベトナムに加え、台湾は①～③全ての条件に抵触している。しかし、今回の報告書では為替操作に係る証拠が不十分 (insufficient evidence) とし、パンデミックの結果として世界経済がどのように推移するかを入念に評価した上で、これら 3 か国については enhanced engagement を行うことで今後の判断に繋げていく意向を示している。enhanced engagement や enhanced bilateral engagement、enhanced analysis といったフレーズは問題視されている国に対して為替政策報告書の法的根拠となる 1988 年包括貿易競争力法 (Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988、1998 年法) や 2015 年貿易円滑化・貿易執行法 (the Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015、2015 年法) の中で使われるものだが、なにか特定の行動を要求するものではない。あくまで過小評価されている通貨や不均衡が放置されている国際収支に対して具体的な行動 (specific action) を求めるというものであり、抽象的な表現にとどまっている (なお、1998 年法は行動を求めるだけだが、2015 年法は行動がないと制裁措置に繋がることになっている)。要するに、「為替操作国」がレッドカード、「監視リスト対象国」がイエローカードだとすれば、今回、当該 3 か国は限りなくレッドカードに近いイエローカードという警告を受けた状態という位置づけだろう。このようなケースは過去にない。台湾は今の米国にとって政治的な衝突を避けたい相手のはずだが、あくまで通貨政策運営上の客観的な判断が優先された印象である。

とはいえ、これら 3 か国・地域は皆、小国開放経済であり、「自国経済が生き残るために為替を操作する必要がある」という言い分はあるだろう。制裁に対しては相応の抵抗を示すはずである。トランプ前政権ほど露骨ではないにしろ、バイデン政権でもバイ・アメリカン政策の路線は続けられている部分もあり、指差された当事者からすれば「言われる筋合いはない」というのが本音ではないか。

個別通貨への記述：円、ユーロ、元

個別通貨への評価も簡単に見ておきたい。円に関しては前回報告まで実質実効為替相場 (REER) ベースでの過小評価に言及があるのが恒例だった。例えば昨年 12 月時点では「Despite the recent appreciation, the real effective yen remains weaker than average historical levels」とあったし、その前の同年 1 月時点でも「remained weaker than average historical levels over the last six

years」と指摘されていた。基本的に「REER の長期平均に照らして過小評価されている」という情報発信が続けられてきた。しかし、今回は該当するような記述はなく「The IMF assessed in its 2020 External Sector Report that the yen was broadly in line with fundamentals in 2019」として、基本的にはファンダメンタルズに沿った状況にあることを認めている。だが、2021 年 2 月時点で円の REER は 20 年平均対比で▲17.6%となっており、昨年 1 月時点 (▲17.9%) や 12 月時点 (▲15.8%) から大きく状況が変わったわけではない。判断はいつ変わっても不思議ではない。



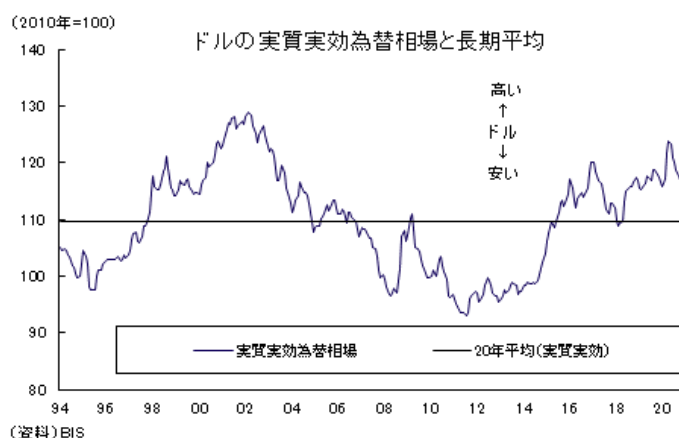
一方、ユーロ相場への具体的な言及は見られないものの、「The IMF's most recent assessment judged the euro area's external position to be moderately stronger than the level implied by medium-term economic fundamentals and desirable policies」と巨大な経常黒字への言及は見られる。ユーロ圏の経常黒字はGDP比+2.2%なので、強い批判を浴びるものではないが、こうした記述はドイツの項目を見るとより強めになる。ドイツの経常黒字はGDP比+6.9%に達しており、金額ベースでは2843億ドルと世界最大であることにも言及がなされている。経常黒字自体は+7.7%から+6.9%に縮小しているの、内需拡大について一定の評価が示されているものの、それでも不均衡是正について不十分（not sufficient）だと判定されている。また、ユーロ圏全体に対して同様、IMF分析を用いて評価が下されているが、「The IMF's most recent assessment judged Germany's external position to be stronger than warranted by medium-term economic fundamentals and desirable policies」とやや強めの表現が見られている。

2020年、ドルに対して最も上昇した通貨である人民元に関しては、いつも通り、為替介入実績を筆頭とする不透明性を批判するにとどまっており、目新しい指摘はない。過去の本欄でも繰り返し論じているように、コロナ関連の特需（医療用機器や個人用防護服、在宅関連オフィス機器など）が輸出を引き上げたことで貿易黒字が拡大したことに言及はあるものの、それ自体は不可抗力でもあり、批判の対象にはなっていない。昨年は元相場が急伸する中での貿易黒字拡大であり、今回報告書では大目に見ざるを得ないところだろうか。

イエレン財務長官、市場の関心が集まるのはまだ先

イエレン財務長官は報告書の公表に際して「Treasury is working tirelessly to address efforts by foreign economies to artificially manipulate their currency values that put American workers at an unfair disadvantage」との声明を出している。これ自体、財務長官としての常套句と言えなくもないが、今年1月19日に行われた自身の承認公聴会に際し、同長官は「強いドルは国益」という常套句を控えた経緯もある。これに対しては米議事堂乱入事件の直後ということもあって、トランプ支持者への配慮もあったと推測していたが、やはり不況からの立ち上がりを目指す民主党政権の通貨政策としても「ドル高よりもドル安の方が好ましい」という思惑が強いのかもしない。

今後、FRBの政策運営はそのペースはさておき、否応なしに正常化プロセスへの関心を強めていくはずである。基本的に金融政策の方向感とは通貨政策のそれと一致するしかない以上、放っておけばドル高が予想される。例えば、前回の正常化プロセスにおいては、テーパリングが終了する2014年10月の4か月前の同年6月からドル高が加速した（図）。足許でその動きはそれほど顕著にはなっていないが、2014年6月以



降のようなドル高局面になった場合、「イエレン財務長官としてどう考えるか」を問われるシーンは増えてくるだろう。過度な通貨高は結局のところ、他国から不況を輸入するような構図となり、けん制の対象となりかねない。ドル相場の騰勢が極まっていた2016年9月に行われた講演ではブレイナードFRB理

事が当時のドル高状況に関し「FF 金利にして 200bps 分の引き締め効果を持つ」と述べ耳目を集めたが、当時の FRB 議長がイエレン財務長官だった。

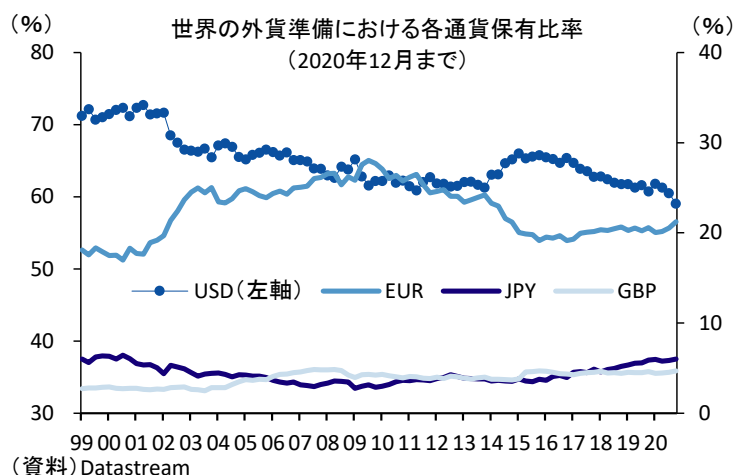
2016 年の状況を振り返ると、前年のチャイナショックの影響もあって世界経済が減速感を強めており、とりわけ前半はドル高に風当たりが強くなるという状況にあった。現状、世界経済はコロナショックの深手を抱えながらも安定はしている。ドル相場に対するイエレン財務長官の見解に関心が集まるような地合いとは言えないだろう。イエレン体制下での通貨政策に関し、市場の関心が集まるのは、FRB の正常化プロセスがドル高を引き起こすような地合いになってからだろうか。

《多様化する外貨準備運用の現状～「ドル離れ」は四半世紀のトレンド～》

過去最低にほぼ並んだドル比率

金融市場では材料視されていないが、IMF が 3 月 31 日に公表した外貨準備の構成通貨データ (COFER) は為替市場を中長期的に展望するにあたって大変興味深い結果を示すものだった。世界の外貨準備高は 2020 年 12 月末で 12 兆 7000 億ドルと 9 月末から +4544 億ドル増加した。水準としては過去最大だが、後述するように、「ドル安の年」となった 2020 年だけに、為替変動を映じた価格効果でドル建て換算額が押し上げられている部分も大きいと考えられる。

今回、特筆すべきはドル比率の低下である。2020 年 12 月末のドル比率は 59.02% と前期比 ▲1.47% ポイントも低下している。1995 年²⁾の 58.96% 以来、25 年ぶりの低水準である。なお、今回はドルも含めて数年ぶりの動きが目立っており、小数点第二位まで見ることで「いつ以来か」をはっきりさせることができる。平時は小数点第一位で議論しているが、今回は第二位まで含めて議論したい。ドル比率がほぼ過去最低と同水準をつけた背景には何があるのだろうか。



今回の結果を契機として世界の外貨準備の現状と展望を整理してみたい。結論から言えば、今期のドル比率低下はドル安による部分が相当大きいのではないかと推測される。過去を振り返ってみると、3 か月間で今回以上にドル比率が低下したケースは四半期ごとにデータが入手可能になった 1999 年以降で 2 回しかない。1 回は 2002 年 6 月末に前期比 ▲3.14% ポイント、もう 1 回は 2009 年 6 月末に同 ▲2.37% ポイント、それぞれ低下している。いずれの期間も大幅なドル安が進んでいた。名目実効ドル相場で見ると、2002 年 4～6 月で ▲2.6% 下落し、2009 年 4～6 月で ▲4.2% 下落している。今回の 2020 年 10～12 月も ▲3.4% 下落している。ちなみに 2020 年通年では ▲3.6% 下落しているの、10～12 月期に進んだドル安はとりわけ大きなものだったことが窺える。

こうした為替市場の動きを踏まえれば、ドル比率の大幅低下はドル相場の大幅下落の裏返しという可能性も多分にあり、実際に中央銀行や財務省、政府系ファンド (SWF) といったリザーブプレーヤーのドル売りが増えたとは言いきれない。しかし、為替評価による価格要因であれ、取引に基づく数量要因で

²⁾ COFER が四半期ベースで構成比を公表し始めたのは 1999 年以降で、それ以前は年次データしか存在しない。

あれ、ポートフォリオ内における比率変化を放置し続けるならば、それはリザーブプレーヤーにとってドルの重要性が落ちていることを意味すると言って差し支えない。ドルの相対的な重要性を変わらないと認識しているならば、いずれかのタイミングでリバランスを図るはずである。

円は「世界最大の対外純資産国」としての評価？

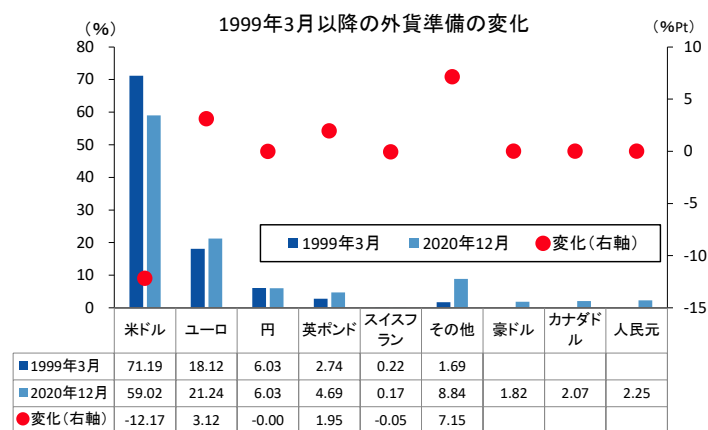
ドル比率が落ちた分は、他通貨に広くあまねく配分されている。ユーロ比率は前期比+0.72%ポイントの21.24%と2014年12月以来、6年ぶりの高水準を記録し、円も同+0.15%ポイントの6.03%と1998年の6.24%以来、22年ぶりの高水準を記録している。そのほか英ポンドも同+0.16%ポイントの4.69%で2015年12月末以来の高水準を記録しているし、人民元も同+0.11%ポイントの2.25%と過去最高まで比率を高めている。



また、具体的な構成が分からない「その他」も同+0.17%ポイントの2.70%まで上昇していることが目に付く。人民元、カナダドル、豪ドルのいずれにも属さない通貨が外貨準備として選ばれているということになる。いずれの通貨も比率を高めてはいるものの、ドル・ユーロの2大通貨を別にすれば、3番手としての円の存在感は相応に大きなものがある。本来、支払い準備である外貨準備は「暴落しないこと」と「流動性が高いこと」が最低条件であり、その意味で「世界最大の対外純資産国」の通貨である円は評価されてしかるべきである。少なくともそのステータスがある以上、暴落する可能性は相当低いと考えるべきだろう。2000～08年にかけて円比率が低下したのは日本経済が金融危機を経てデフレに真っ只中に入り、「唯一のゼロ金利通貨」として敬遠されやすかったという事情があるのではないかと。今ではゼロ金利通貨は珍しくなく、先進国のデフレーション状況も見慣れた光景である。そうなると対外純資産のような需給面の強みが評価されるのは自然とも言える。

外貨準備は本格的な多様化時代へ

これらの動きの背景には何があるか。2020年は第二次世界大戦後以来の大幅な財政赤字を記録し、「ドルの過剰感」をテーマとしてドル安が進んだ年であった。紋切型の解説を承知で言えば、コロナショックの下、ドルの信認毀損を懸念し、外貨準備運用においてドル離れが進んだと言ったところだろう。しかし、今回見られたような動きは近年に共通した傾向であり、一過性の動きとは言えない。前掲図に示すようにドル比率の低下傾向は一貫している。そこで四半期ベースの比率が取得で



※豪ドル・加ドル・元は08年9月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料)IMF, Datastream

きる 1999 年 3 月と 2020 年 12 月を定点比較したものが表である。この 21 年 9 か月の間にドル比率は ▲12.17%ポイントも低下している。1999 年以降の外貨準備の潮流として「ドル離れ」は間違いなく指摘できる事実だろう。1999 年と言えばユーロが誕生した年であり、「第二の基軸通貨」としてユーロがドルから比率を奪ったのではないかと思われがちだが、そうではない。この間、ユーロは+3.12%ポイントしか増えていない。英ポンドは+1.95%ポイント、円やスイスフランは概ね横ばいである。では、受け皿となったのは何か。最も大きかったのが豪ドル、カナダドル、人民元を含む「その他」であり、計+7.15%ポイントも増えている。これは主要通貨の伸び幅と比べても抜きん出て大きい（※豪ドル、カナダドル、人民元の公表開始は 2012 年 10～12 月期以降なので、ここではまとめて「その他」としている）。

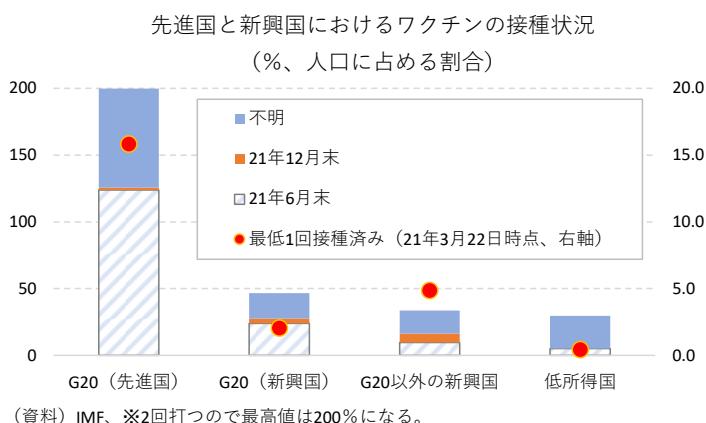
こうした過去 20 年余りににおける世界の外貨準備運用の傾向を一言で表すとしたら多様化や非ドル化といったフレーズが適切であろう。より具体的には、その行き先として選ばれているのがユーロや円といった主要通貨ではなく人民元を筆頭とする新興・資源国通貨であるという事実も外貨準備運用の新時代を象徴する論点として押さえておきたいところである。主要国の金利が軒並み消滅する中であって、従来型の運用を続ける利点は薄らいでいることから、こうした多様化の流れは新しい動きとして当面継続するものと考えておきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～年後半以降、世界が直面する「成長痛」～》

リスクは「先進国と新興国の格差拡大」

日本では 1 年で 3 度目となる緊急事態宣言が発出され、国内経済における消費・投資意欲は一段と切り下がる事が確実な情勢である。しかし、日本以外の先進国では濃淡こそあるもののワクチン接種が順調に進んでおり、英米に対する劣後が指摘される EU でも接種率は 20%を超え、ドイツなどは 25%も超えた（※人口 100 人当たりで 1 回以上接種した人の割合、4 月 28 日時点）。ちなみに日本は 1.8%であり、比較対象にすらならない。世界を見渡してみると、日本より接種率が劣る国はアフリカ大陸や中南米のごく一部の国々であり、例えばジンバブエよりも低い。先進国というよりも世界最低レベルだ。

こうした日本の現状を捉えて、金融市場への影響を問われることもあるが、日本人にとって大きな問題でも、市場参加者全体にとってはテーマにはならない。元より日本の経済・金融情勢が世界の主要株価指数やドル/円相場の潮流に影響を与えることは殆どない。先進国の中で日本が出遅れているのは間違いないが、今後問題になるのは「先進国と新興国の格差拡大」というより大きな視点である。右図は IMF 春季世界経



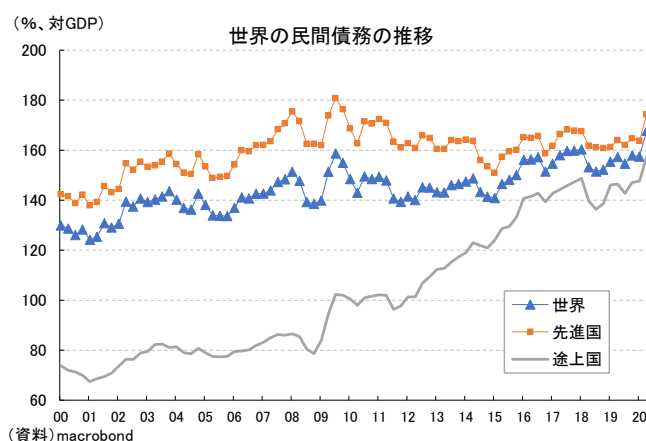
済見通しで示されたワクチン接種の現状と展望である。時と共に先進国（日本以外）と新興国の格差は拡大していく見通しである。こうした接種率の格差は成長率ひいては金利の格差に繋がり、為替相場にも変動をもたらすことが目に見えている。実際、IMF 見通しを踏まえれば、2021 年の実質 GDP 成長率に関し、先進国と新興国の成長率格差はかつてないほど接近する見通しだ。具体的に数字を見ると、2022 年の成長率に関し、先進国全体では+3.6%、新興国全体では+5.0%で 1.4%ポイントの差が予想されてい

る。コロナショック以前の5年平均（2015～19年）で2.2%ポイント、10年平均（2010～19年）で3.1%ポイントだったので、格差縮小は鮮明である。これらはひとえにワクチン接種率の格差に起因する結果と考えられる。

リーマンショック後の経験が教える「成長痛」

過去の経験を踏まえる限り、こうした先進国の優越は新興国にとって脅威となる可能性がある。2013年5月にバーナンキ元FRB議長が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を示唆し、2015年12月から利上げに着手、2018年12月に9回目の利上げを完遂するまで、「米金利上昇に伴う新興国からの資本流出」、「これに伴う新興国中銀の不本意な利上げ」という構図は頻繁に見られた。今回も未曾有の経済・金融政策が打ち込まれたままの状態であり、金融市場には過剰流動性が充満している。米国を筆頭とする先進国がワクチン接種を背景にいち早く金融政策の正常化に関心を示せば、資本が新興国から先進国にシフトする可能性は高い。それが穏便に済む保証はない。

もちろん、FRBが正常化プロセスに関心を寄せているわけではない。だが、足許でコンセンサスと理解される「2023年末までゼロ金利継続」はあくまで現時点のメンバー間の予想中央値であって、明示的に約束されているものではない。このコンセンサスに修正が入れば、資本は一気に米国へ傾くだろう。ちなみに前回の例では2014年6月以降にドル高が勢いづいた。当時は2014年9月のテーパリング完了（すなわち量的緩和の完全終了）が見えており、利上げを視野に



捉えた末の動きだったと言える。しかし、新興国の混乱は2013年以降、断続的に起きていた。その混乱がなければ、FRBの正常化プロセスはもっと迅速に進んでいたはずである。いずれにせよ、米国を筆頭とする先進国が危機対応の脱却を模索し、平時に向けて歩みを進める際には、新興国からの資本流出という形で混乱を伴う可能性が高い。それは危機から平時に向けて経済が歩むための「成長痛」とも言えるものである。図に示すように、新興国の民間債務はリーマンショック後、GDP比で大幅に積み上がっているが、2020年（最新は9月末）にさらに水準が切り上がっている。しかも、この多くがドル建てということでも知られている。必然的に米金利上昇やドル高が混乱に繋がりやすいのは言うまでもない。

「成長痛」リスク、先陣を切ったカナダ

もちろん、失われた雇用が800万以上にも及ぶ状況を踏まえれば、FRBが緩和姿勢を崩すのはまだ先だろう。しかし、バイデン大統領がキャピタルゲイン課税への関心を隠さなくなっていることにも表れるが、徐々にではあるが金融市場に対してネガティブな措置も検討する余地はでき始めているのも事実だろう。欧米中銀総裁の会見においてもテーパリングの意思を質す記者は現れている。この点、4月には象徴的な動きがあった。米国の隣国カナダは年初から迅速なワクチン接種が進んでいることで知られるが、4月21日、カナダ中銀（BOC）は予想以上の実体経済回復を理由として量的緩和の縮小（週40億ドルから週30億ドル）を決定し、利上げ時期の前倒し（2023年にかけて利上げとされていたものが、

2022 年後半へ前倒し) も示唆している。冒頭で見たように、G7 における最強通貨は現時点でも英ポンドだが、次点はカナダドルであり、ドル失速の傍らで安定を維持している。金融政策の正常化を口にできる通貨に資本が集まるという当然の展開であろう。現状、先進国で正常化プロセスへの関心を露わにしているのはまだカナダだけだが、これが米国、英国と広がっていけば、新興国からの資本流出、結果としての「成長痛」はより起きやすくなる。早ければ今年後半に、遅くとも 2022 年前半にこうしたリスクがテーマになることが予想されるだろう。裏を返せば、「成長痛」への警戒が浮上しないような未来はワクチン接種の進む欧米でもコロナ禍を抜け出せる見込みが立っていないということでもあり、より悪い状況と言える。

もちろん、世界経済が当面抱える最大のリスクは新型コロナウイルスの変異種がワクチンへの抵抗力を増し、再びパンデミックが広がりを見せる展開である。しかし、そのような展開を合理的に予想するのは難しく、少なくともエコノミストとして可能性を議論できるものではない。それよりも過去の経験から論理的に懸念される展開を念頭に置き、資産価格の趨勢を検討していきたい。

◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高への復帰はあるのか？～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～資金調達環境が主たる問題意識に～》

ワクチンありきの現状維持

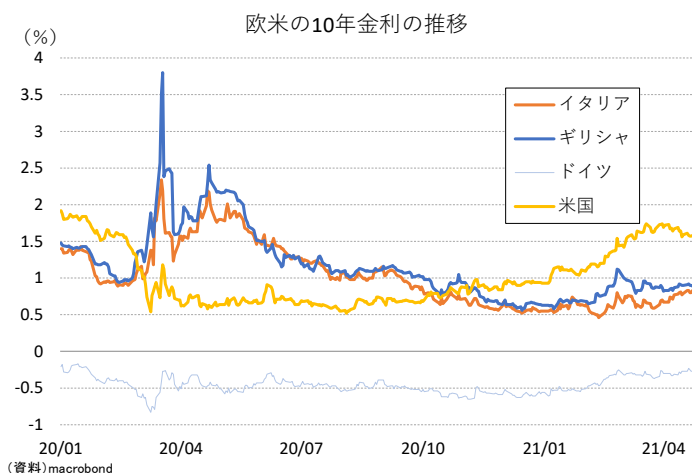
4月のECB政策理事会は現状維持を決定した。3月会合で「significantly higher pace」の一文を挿入したばかりであり、域内債券市場も穏当な状況が続いていることから、現状維持は当然であろう。ラガルドECB総裁も会見で述べるように、年内の実体経済はワクチン接種と行動制限の段階的解除を背景に浮揚する見通しとされ、金融政策はその動きを側面支援する位置づけと見受けられる。つまり現状維持はあくまで「ワクチンありき」である。後述するように、ECBのバランスシートが世界でも頭抜けて大きなものに肥大化していることを思えば、無駄なカードは極力切りたくないという本音もあろう。

「significantly higher pace」の実情

なお、「significantly higher pace」が宣言されたとはいえ、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の購入ペースはそれほど伸びてはいない。3月12日（前回の政策理事会）を境に前後1か月間の週平均購入ペースを比較すると約145億ユーロから約160億ユーロへ、10%ほど購入ペースは伸びているが、昨年12月の購入ペースは約170億ユーロだった。「significantly higher pace」が示すほど大きな変化が出ているとは言えないだろう。ちなみに4月16日時点のPEPP使用残高は9766億ユーロ、総枠1.85兆ユーロに対する使用率は52.8%である。残額8734億ユーロを期限である2022年3月末までの11か月間で使い切るとすれば季節要因などを無視した単純計算で、月平均にして794億ユーロ、週平均にして199億ユーロのペースまでアクセルを踏めることになる。元より「significantly higher pace」は何らかの数字を約束するものではないが、購入ペースだけに着目して「余力を残している」という印象を抱く向きもあろう。こうした状況が有事の際、追加緩和観測を招きやすいのは事実である。

もともと、ECBにとって PEPPを筆頭とする資産購入プログラムは「手段」であって「目的」ではない。「目的」はあくまで市中金利の低め誘導、より正確には資金調達環境の緩和にある。購入ペースを抑制して市中金利が抑制できるならばそれに越したことはない。この点、年初来見られてきた域内金利の上昇傾向は小康を得ており（図）、政策運営は奏功しているのではないと思われる。後述するように、ラガルド総裁もPEPPの購入ペースの引上げはあくまで資金調達環境の維持を目指したもので「上流

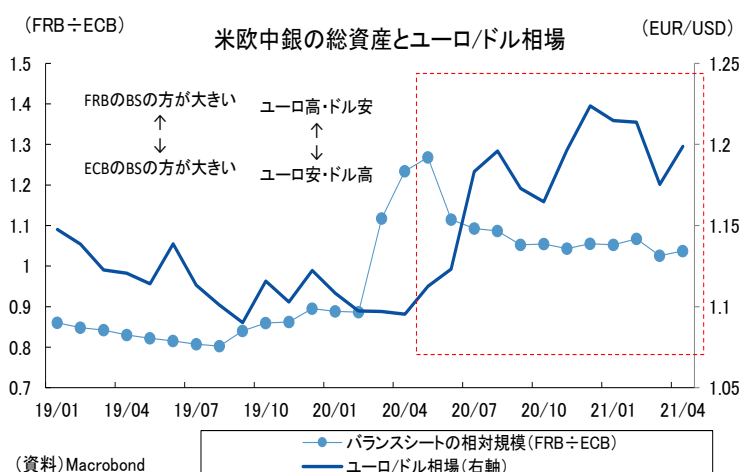
から下流に至る資金の流れ（the financing conditions throughout the chain, from upstream to downstream）」を評価すべきだと述べている。市場は週次購入額ばかり見るが、ラガルド総裁は「それが最も妥当な計数とは言えない（weekly numbers are not the most relevant numbers）」と述べている。



世界最大のバランスシートでも通貨高は是正されず

真っ当に考えれば、今後1年間のECBは「良くて現状維持、場合により追加緩和」という目線でウォッチしておけば間違いのないように思う。そう考える理由は2つある。1つが資金調達環境の維持、もう1つがユーロ高のけん制である。まず、前者がECBの抱く最大の問題意識であることは3月会合からも明らかであった。今回の会見でも「今期の銀行貸出態度調査（BLS : Bank Lending Survey）でも厳格化の傾向が続いたのは不安な兆候（worrying sign）ではないか」と質す記者が現れたが、与信環境の悪化に伴って貸出態度が厳格化していることは認めつつも、「厳格化の度合い」については弱まっていることを指摘している（BLSの結果は重要ゆえ、後述する）。総じて、1～3月期に比べれば4月に入ってから資金調達環境が落ち着きを見せているとの見解をラガルド総裁は示していた。現状、ECBは政策の波及経路を「包括的かつ多面的（holistic and multifaceted）」に評価した場合、資金調達環境を緩和的な状態に維持することが、物価の安定に寄与するとの認識を示しており、PEPPの買い入れ加速も長期金利の下押しによって緩和的な資金調達環境を維持するというところに主眼が置かれている。この点、ECBの政策対応もあって域内金利は上昇こそ止まっているが、顕著に低下しているわけではなく、テーパリングなど引き締めの対応には距離があると考えたいところだろう。

もう1つ欠かせない視点がユーロ高のけん制である。かつての日銀がそうだったように、現在のECBは巨額の貿易黒字を抱える通貨の番人として、慢性的な通貨高の悪影響を如何に和らげるかという問題意識を常に抱えている。昨年来続いてきたユーロ高圧力は今年になって和らいでいるが、足許では再び強まっている。バランスシート規模という「量」で見た場合、今やECBは9兆ドルを突破し、2位のFRB（7.8兆ドル）に大きく差をつけ、世界最大の資産規模



を抱えている。図示されるように、「量」の緩和度合いから直感的に為替相場を占うのであれば（いわゆるソロスチャートの世界観を信じるのであれば）、圧倒的なユーロ安が実現されても良いが、現実是这样になっていない（理論的にそうなる理由もないから当然ではある）。しかし、金融政策に対する市場の反応は必ずしも対照的ではない。緩和時にユーロ安にならなかったからと言って、それを撤収した時にユーロ高にならない保証はない。元々貿易黒字という真っ当な理由で通貨高になっていた以上、テーパリングの決断などはユーロ買いを助長する可能性もある。ECBは簡単にその決断をできないだろう。

「テーパリングという誤解」に注意

かかる状況は当然、ECBも認識しており、ラガルド総裁もPEPPのテーパリング（会見ではphasing outと述べていた）は時期尚早だと明言している。周知の通り、ECBは3月会合でPEPP購入ペースを3か月に1度見直す方針を示しているため、次回会合（6月10日）がそのタイミングになる。ラガルド総裁は「正常な購入ペースというものはない（there is no normal pace of purchase）」と述べており、あくまで物価安定の軌道に復するにあたってその時点で最適と考えられるペースを3か月に1度決めるに

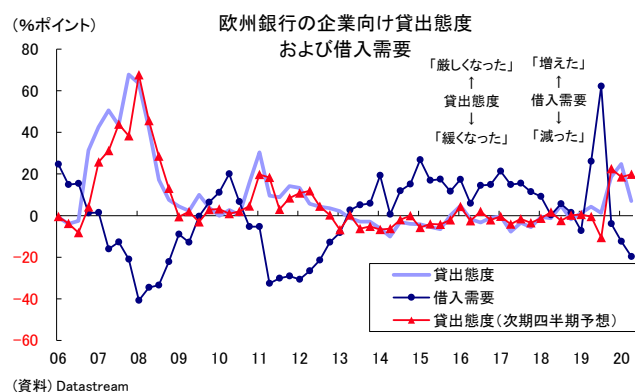
過ぎないという趣旨を強調している。これが中央銀行としての模範解答であることには違いない。しかし、そう言われても金融市場は購入ペースの方向感（増減）や水準感（金額）に着目して週次データを読み、それが憶測を呼び、債券・為替市場の取引材料となる可能性は高い。

元々、月次の定期購入額を規定しない PEPP のような総枠方式は声明文などを通じてテーパリングなどの方針を発信しなくても良いという手軽さがあったように思うが、この「3 か月に 1 度の見直し」という機会を設定したことで、今後はそれがイベント化してくる可能性がある。なお、会見ではカナダ中銀のテーパリング報道もあって、今後 FRB のテーパリングが ECB のそれを引き起こす可能性を尋ねる記者も現れている。国により事情が違ふのだから、そんなことがあるはずもないことをラガルド総裁は強調しているが、3 月に決めたようなごく僅かなペースアップでも対外的に情報発信するのだとすれば、ペースダウンの際にも情報発信はするのだろう。それを捉えて市場がテーパリングだと騒ぐ可能性はある。現状の政策理事会の中には購入ペースを抑制し、総枠全てを使い切る必要はないと考えるメンバーも存在するため、6 月の状況次第ではペースダウンの示唆がテーパリングと曲解されユーロが買われるという展開は無いとは言えない。4 月、ラガルド総裁は突然金融市場を挑発するという行動に出て注目を集めたが³、それに限らず同総裁は「市場との対話」について繊細さに欠ける印象がある。政策運営の切り替えという最も機微が問われる局面でそうした短所が値動きに直結するリスクは視野に入れておきたい。

資金調達環境の現状：BLS が示す厳格化継続

4 月には ECB から四半期に一度の BLS が公表されている。上述するように政策理事会後の総裁会見でも域内の資金調達環境は大きな関心事となっており、BLS の結果を持ち出して質問する記者はいた。調査結果は ECB の「次の一手」を検討する上では極めて重要と考えたいところである。繰り返しになるが、目下、ECB の政策運営は記者会見や議事要旨などからも把握されるように、資金調達環境 (financing conditions) がキープフレーズであり、3 月政策理事会の議事要旨でも繰り返し登場しているものだからだ (ちなみに議事要旨中、47 回使われていた)。チーフエコノミストであるレーン ECB 理事は金融政策の波及経路を「包括的かつ多面的 (holistic and multifaceted)」に評価した場合、資金調達環境を緩和的な状態に維持することが、物価の安定に寄与するとの認識を示しており、3 月に決断されたパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の買い入れ加速も、一義的には長期金利の下押しを通じ資金調達環境の緩和を確保するための手段であったと考えられる。

今回の調査は 3 月 11 日から 26 日の間に域内 143 行に対して調査が行われている (回答率 100%)。3 月 11 日が政策理事会だったので、その結果を踏まえた上での回答ということにもなる。PEPP の購入加速がもたらした効果については別途、特別質問が設けられているので後述するが、そうした旺盛な資産購入や各種流動性供給の甲斐もあってか、今期の銀行貸出態度 (回答割合に関して、「厳しくなった」から「緩くなった」を引いたもの)は厳格化の動きに一服感 (+24.8→+7.0) が見られる。しかし、過去 1 年間にわたって急激に厳

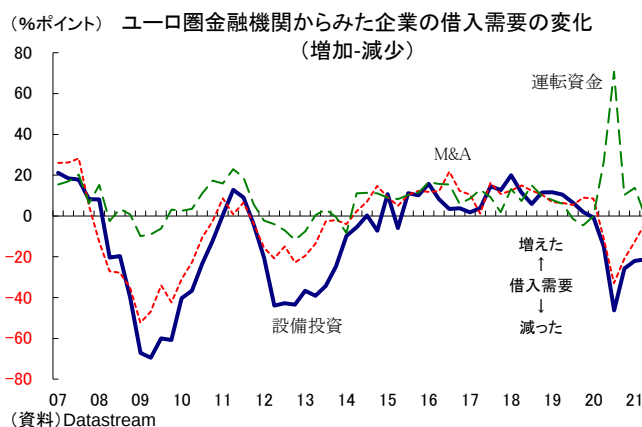


³ みずほマーケット・トピック 2021 年 4 月 23 日号『ラガルド ECB 総裁、「挑発」の真意はどこに?』をご参照下さい。

格化されてきたものが、ほぼ横ばいになっているだけであり、むしろ未だに厳格化の兆候が続いていることを悲観すべきものだろう。また、来期の貸出態度は若干の厳格化に転じる結果にもなっており、全く予断を許さない情勢と見受けられる。政府による債務保証や金融政策上の各種強化、(ワクチン普及を見据えての) リスク許容度の改善などから、厳格化のスピードは和らいでいるが、未だパンデミックにまつわる不透明感が与信環境の障害になる状況は不変である。

借入需要も停滞中

なお、前頁図に示すように、貸出の「供給」に係る態度が厳格化される一方で、借入という「需要」も停滞傾向にあることが窺い知れる。昨年4月および7月の調査では経済活動が文字通り「心停止」を強いられる中で家計・企業における借入需要は運転資金を中心として急拡大したが、その後は急縮小が続いている。資金用途別に詳しく状況を見てみよう。防疫的な視点から、各種行動制限が断続的に打ち込まれる状況では設備投資計画を建てることすら困難であることは想像



に難くない。今回の調査ではパンデミックの影響を強く受ける業種において設備投資が控えられていることが借入需要停滞の主な原因として挙げられている(図)。なお、来期以降の借入需要は拡大に転じるとの見方も示されているが、あくまで「ワクチン接種の進展と共に経済が正常化すれば」という条件の下での期待だろう。こうして域内の与信環境に関しては「供給」が厳格化される一方、「需要」が停滞している結果、民間向け貸出は伸びが鈍化し始めている。実体経済への貨幣供給量が増えない事実は理論的には物価の上がらない状況を示唆するものである。

金融政策に対する特別質問

これまでも述べてきたように、現在の ECB は資金調達環境に関して特別な問題意識を抱いており、金融政策の運営もここに主眼が置かれている。今回の調査ではこうした点に絡む特別質問 (ad hoc questions) も実施されている。企業向け・個人向けの資金調達環境については、引き続き前期比での改善が報告されているものの、前期比で見た緩和度合いは少しずつ小さくなってきている。この辺りが ECB の危機意識に繋がっていると思われる。また、拡大資産購入プログラム (APP) や PEPP が金融機関の資金調達環境に対して直接的ないし間接的に与えた影響にも調査が行われている。この点に関しては、「保有する流動性が潤沢となり、資金調達環境も改善はしているが、過去 6 か月で収益環境は悪化した」という金融機関の本音が示されている。資産価格上昇による収益への恩恵は認められるものの、やはり利鞘の悪化などが勝っているように見受けられる。こうした金融機関の認識は先行き 6 か月を展望しても大きく変わりそうにない。総合すると「APP や PEPP は副作用を伴いながらも、資金調達環境の改善などを中心として総合的に見ればポジティブな政策」というのが域内銀行部門の基本認識ということになりそうである。こうした調査結果を踏まえれば、ECB が当該政策を手仕舞いするような動きは未だ検討の余地はないと考えられる。

なお、マイナス金利政策に関しても特別質問が行われている。金融機関の収益にネガティブな影響を与えているとの回答は当然であるが、貸出の「量」そのものに対する影響に関しては大幅な金利低下をもたらした割にはそれほど増加効果が認められないとの回答は目を引いた。現状で金利上昇方向の政策調整は難しいだろうが、マイナス金利政策の是非についてはコストの方が大きいのではないかと思わせる結果である。総じて、今回の調査結果は域内与信環境の厳しさが確認するものであり、現行の政策運営が強化されることはあっても、縮小されるのはまだ当分先という予想を裏付けるものであったと言える。

《ユーロ相場の現状と展望～再びユーロ高に戻るのか？～》

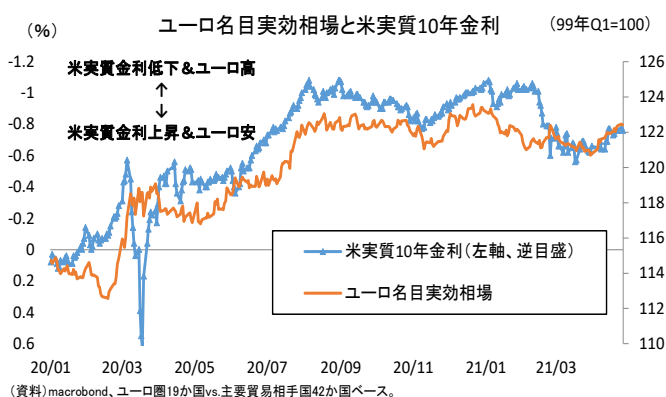
再びユーロ高に戻るのか？

4月、一時1.17台まで値を下げたユーロ/ドル

相場は切り返し、再び1.20台に復帰している。

こうした状況下、「再びユーロ高に戻るのか」という照会はやはり増えている。既に冒頭で議論したように、米10年金利に関しては20～30bpsの上昇余地が考えられるため、このままユーロ高に戻ると思えず、ユーロ/ドル相場が軟化する時間帯は年内まだ予想される。しかし、裏を返せば、米金利の上昇余地はさほど大きいものではないとも言える。基本的にユーロ相場の趨勢

は米実質10年金利の軌道と一致しており（図）、ECBも議事要旨でこの点を再三指摘してきた。米金利の上昇余地が限定的ならば、ユーロ/ドル相場の下落余地も限定的と考えるのが妥当である。

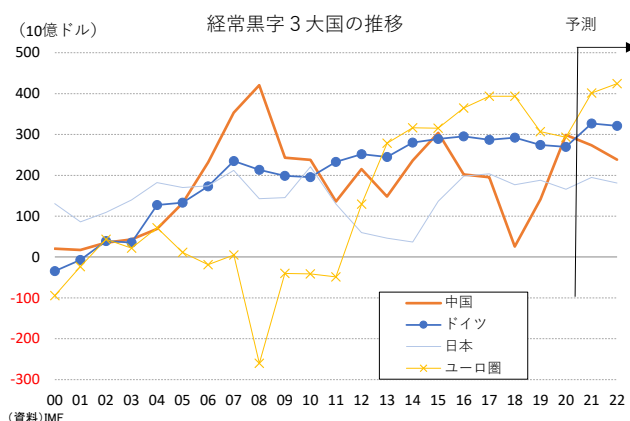


2020年も盤石だったユーロ圏の需給環境

また、需給環境を踏まえる限り、ユーロ相場はやはり簡単に崩れないように思う。近年、「世界最大の経常黒字国」という肩書きはドイツに使われてきたが、コロナ特需を追い風に2020年に関しては中国が5年ぶりにドイツを追い抜き「世界最大の経常黒字国」の座を奪い返した。しかし、為替市場を考える上で重要なのはドイツというよりもユーロ圏としての需給であり、この点に照らすと2020年の中国とユーロ圏はほぼ互角だった。

2021年以降、再びドイツを中核とするユーロ圏の

経常黒字は増加する見通しである（図）。上述したように、米金利上昇というテーマが今後、1～3月期のような注目を集める可能性が高いとは言えない。次第に金利が説明力を失う中、需給という論点は相対的にクローズアップされてくる可能性はある。そうした展開はユーロ相場にとって追い風になるだろう。これほどの欧米金利差やワクチン接種率の格差があってもユーロ/ドル相場が底堅い背景にはやはり盤石の需給環境があると見るのが妥当ではないか。ちなみに日本もドイツや中国に次ぐ経常黒字大国だが、

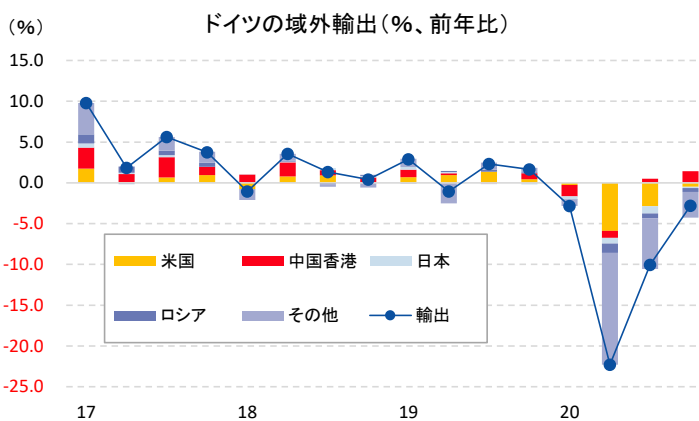


その中身は貿易黒字ではなく、ほぼ第一次所得収支黒字である。結果、対円のユーロ相場は上値余地が大きいのではないかと考えている。

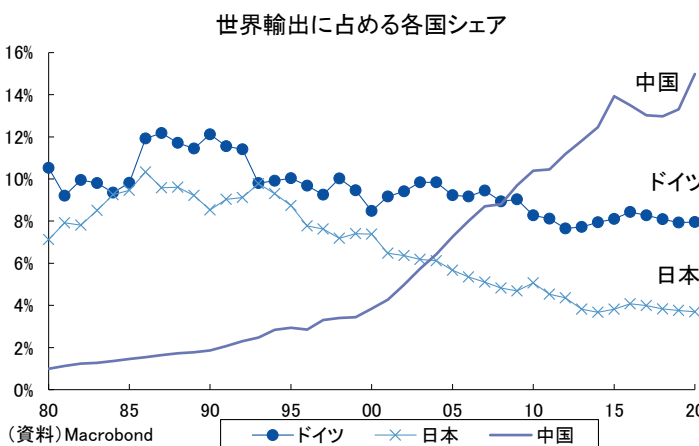
中国の復調はドイツおよびユーロの復調に

右図(上)はドイツの域外輸出の推移を見ただけのものだ。コロナショックを受けた前年比マイナスの幅は徐々に小さくなっており、稼ぎ頭である中国向け輸出は昨年 7～9 月期以降、プラスに転じている。こうした動きが続くことで、ドイツ経済もその恩恵にあずかるという展開に期待がかかる。例えばドイツ 3 大自動車メーカーの 3 台に 1 台は中国市場で販売されていることで知られ、2020 年の販売実績で見れば、メルセデスベンツで 35%、アウディで 43%、BMW で 34%が中国向けだった(各社の 2020 年次報告より)。裾野が広い自動車産業に関して、これほど中国依存にあるということからも、中国経済の浮沈がドイツ経済のそれに直結しやすいという事実が見て取れる。近年、日本では輸出が生産・所得・消費といった好循環に直結しにくいと言われている。それは度重なる円高対応や震災対応の結果、生産拠点の海外移管が進んだことの影響でもある

(もちろん、要因はそれだけではない)。片や、日本と異なり、ドイツは国内の生産・輸出拠点が相応に残されており、外需の強さが輸出増加(≒貿易黒字増加)を通じて実体経済の回復に寄与しやすいという側面がある。図(下)に見るように、世界輸出に占める日本のシェアは着々と低下しているが、ドイツのそれは軽微である。その分、中国を筆頭とする海外経済情勢に振り回されやすいという弱点もあるが、少なくとも成長率が上向きになる今後 1 年間はドイツひいてはユーロ圏の貿易黒字は増加が期待されるだろう。そうした事実を踏まえた上で、今後 1 年のユーロ/ドル相場に関しては、米金利上昇を受けて軟化するにせよ、1.15 程度で下げ止まると筆者は考えている。



(資料)Datastream



(資料)Macrobond

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。