

中期為替相場見通し

2021 年 7 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～鮮明になる日本経済および日本円の劣後～

ドル/円相場の現状と展望～「需給でドル安」の真実味～	P.3
日本経済の現状と展望～株や為替が映し出す日本の劣後～	P.4
日銀金融政策の現状と展望～節度を保った気候変動オペの実情～	P.6
日本経済の現状と展望～さらに開いた「ワニの口」、4度目の緊急事態～	P.8
米金融政策の現状と展望～既定路線を進む FRB～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～「円高にならない」というリスクを考える時？～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～新戦略の下での ECB は何をどう進めるか～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～歴史的な修正は何をもたらすのか～	P.16
※補論: ECB、18年ぶりの金融政策戦略見直しの読み方～物価目標の引き上げ～	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

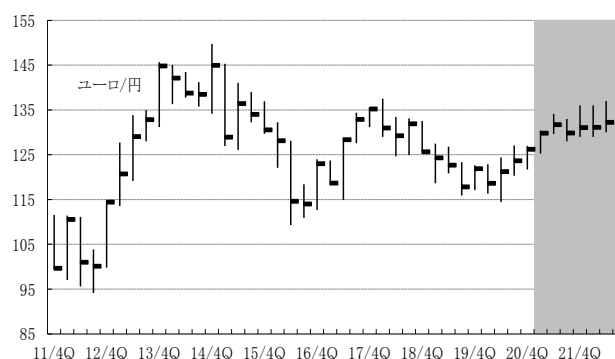
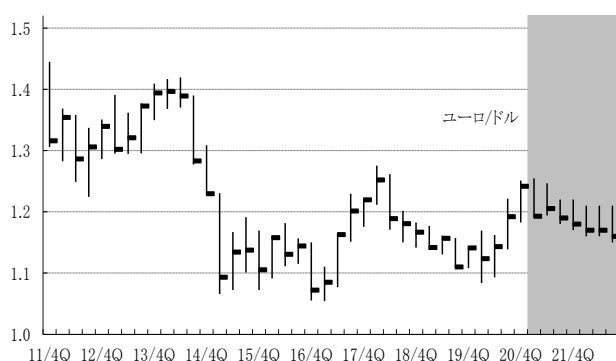
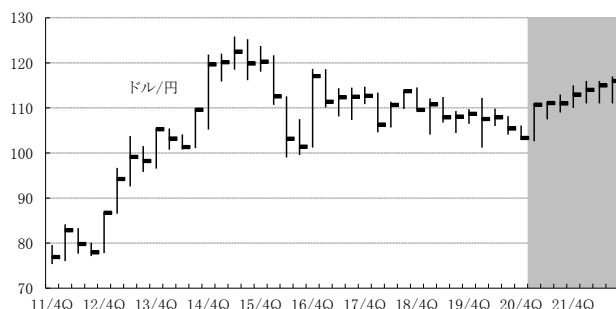
7月のドル/円相場は動意を欠いたが、敢えて言えば「従前の弱さが続いた」という評価が妥当だろう。4～6月期のドル安、7月以降のドル高、いずれの相場でも円相場は安定して弱かった。市場では米国の財政赤字や経常赤字といった需給に着目してドル安・円高を予想する向きもある。それ自体は理論的に正しいが、FRBが正常化プロセスを進めるという前提に立つならば、米金利が低下し、ドルも売られ続けるという展開にはどうしても違和感がつきまとう。需給が説明力を持つのは得てしてリスクオフムードが高まる時であり、今後の感染動向次第ではそうした展開も否定しないが、メインシナリオにするものではないと考える。あくまで金利がドル買いを駆動する地合いを念頭に置きたい。ファンダメンタルズを見ればやはり円を評価するのは困難である。7月改訂のIMF成長率見通しにおいて日本はG7で唯一下方修正された。金融市場に目をやれば、株価も為替(名目実効相場)も、年初来のパフォーマンスは「日本の1人負け」が鮮明である。欧米の経済・金融情勢は円相場見通しにとって重要に違いないものの、他所の事情はどうであれ、日本経済の置かれた情勢を踏まえれば、「円を買う理由が果たしてあるのか」という根本的な疑義がある。こうした基本認識の下、本欄では引き続き、ドル高・円安を予想する。

片や、7月のユーロ相場はやや軟化した。米経済・金融情勢の好調を反映したドル全面高の裏返しであり、ユーロ側の要因があったわけではない。欧米の金利差を踏まえれば、むしろ変動は総じて押さえられているように見受けられ、やはり「深いマイナス金利」と「世界最大の経常黒字・貿易黒字」が綱引き状態にあることを感じさせる。7月に公表された新たな金融政策戦略は従前からハト派色が明らかに強まっており、それをもってパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を拡大・延長する可能性はないとは言えない。だが、現在のECBスタッフ見通しでは2022年初頭にはGDPの上ではパンデミック前の状態へ完全に復帰することが見込まれており、ほかならぬラガルド総裁もそのように述べていた経緯もある。22年4月以降のPEPP継続は前提としても、あからさまな規模拡大は説明が難しい状況と見受けられる。テーパリングや利上げに向けて着々と歩を進めるFRBとの格差は拭い難いため、ユーロ/ドル相場の軟化は避けられないであろうが、鉄壁の需給を抱えていることも思えば、大崩れは避けられると考えたい。なお、新戦略では糊代論を肯定するかのような記述も見られており、市場の想定よりも早く正常化プロセスに着手する可能性も否定はできず、この点はアップサイドリスクとして留意したいところ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～7月(実績)	8～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	102.60 ～ 111.63 (109.49)	109 ～ 113 (111)	110 ～ 115 (113)	111 ～ 116 (114)	111 ～ 116 (115)	111 ～ 117 (116)
ユーロ/ドル	1.1704 ～ 1.2349 (1.1883)	1.16 ～ 1.20 (1.17)	1.15 ～ 1.20 (1.16)	1.14 ～ 1.19 (1.15)	1.14 ～ 1.19 (1.15)	1.13 ～ 1.19 (1.14)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (130.09)	128 ～ 133 (130)	129 ～ 136 (131)	129 ～ 136 (131)	130 ～ 137 (132)	131 ～ 139 (132)

(注) 1. 実績の欄は7月30日までで、カッコ内は7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～鮮明になる日本経済および日本円の劣後～

《ドル/円相場の現状と展望～「需給でドル安」の真実味～》

「金利」に主眼を置く基本シナリオは不変

本欄では今年度の為替相場に関し「ワクチン接種に優れる米国は経済・金融情勢の改善が早く、それゆえに金融政策の正常化並びに米金利の上昇も見込めるためドルは必然的に買われやすい」という比較的シンプルな見通しを堅持してきた。この基本認識は全く変わっていない。もちろん、今後、ウイルスが変異を重ね既存ワクチンで手に負えないほどの事態に陥り、再び米国の主要都市部でも都市封鎖が実施されるようなことがあればこのシナリオの限りではないが、現時点でそれをメインシナリオに据えるほどの材料があるとは思わない（怪しい兆候はあるが、それだけでシナリオ反転は難しい）。こうした現状のメインシナリオは、言うなれば、（とりわけ米国の）「金利」に主眼を置いたシナリオである。

「需給」でドル安の考え方

片や、市場にはドル安シナリオを予想する

向きもある。そうしたシナリオでは「金利」

ではなく「需給」に主眼を置いていることが

多いようだ。ここで言う「需給」とは米国の

巨大な財政赤字や経常赤字を念頭に置いた

ものであり、いわゆる「ドルの過剰感」を基

軸としてドルの減価を予想する立場である。

昨年の本欄も正にこの立場だった。とりわけ

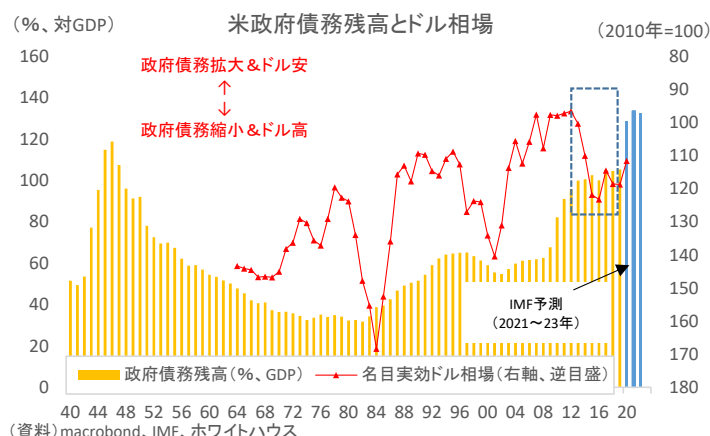
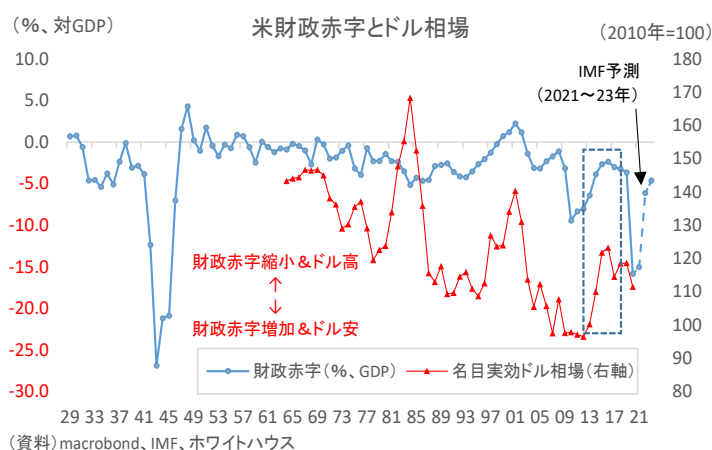
財政赤字の対 GDP 比とドル名目実効為替相

場 (NEER) の安定した関係性に沿って 2020

年はドル安を予想し、実際にこれはその通り

になった。2020 年通年でドル NEER は▲6%ほど下落している。もちろん、第二次世界大戦直後に匹敵する財政赤字の規模を思えば、下落幅はもっと拡大しても不思議ではなく、「ドルに下げ余地がある」と考える立場も一理ある。だが、図示されるように、2022 年以降の財政赤字縮小が急改善に向かう姿が見えている中、ドル安に賭けるのも勇氣は要る。

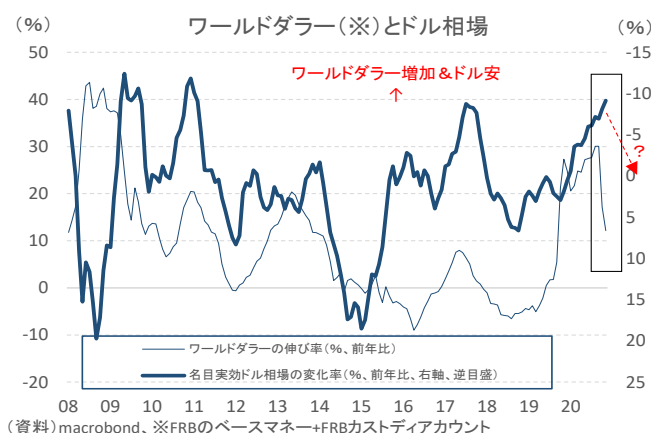
「財政赤字の規模を思えば、下落幅はもっと拡大しても不思議ではない」という主張は、フローの財政赤字よりもストックの政府債務残高に着目した議論である。もちろん、財政赤字（フロー）の結果として政府債務残高（ストック）は積み上がるが、ドル相場との関係性は不安定さも残る。例えば、前回の正常化プロセスでは政府債務残高がリーマンショック後から高止まりしていてもドル相場は急騰してきた（図、点線四角部分）。一方、この時、フローの赤字は改善傾向にあり、実際にドル高が進んだ（図、点線四角部分）。政府部門の赤字という論点に



関して言えば、ドル NEER はストックよりもフローの方向感に反応しやすいのではないかと。

ワールドダラーを見る意味

敢えてストック概念に拘るのであれば、ワールドダラーはドル NEER と安定した関係にあったように見える。ワールドダラーは FRB のベースマネーとニューヨーク地区連銀が海外金融当局等の代理で保有する米国債残高（カストディ・アカウント）の合計を「世界のドルの総量」と見立てる計数である。要するにそれ自体はストック概念だ。しかし、上述したような巨額財政赤字を（事実上）ファイナンスする存在として FRB



による大規模資産購入があり、これがベースマネーの増加に繋がっている側面がある。図示されるように、ワールドダラーの変化率とドル NEER は安定した関係があるが、「ワールドダラーの変化率」はベースマネーの伸びにけん引されている部分が大きく、それ自体は FRB の量的緩和規模や、その背後にある（フローの）財政赤字の規模と無関係ではない。ワールドダラーの変化率が今後のドル NEER の上昇を示唆するのは、前頁図（上）と同じことを言っているに等しい。やはり ドル NEER の方向感を見定める上ではストックよりフローの議論の方が有用に見受けられ、そうだとすればドル NEER は今後上がる方に賭けた方が無難に思える。

「金利のある世界」でかすむ「需給」

とはいえ、ドル相場を見通すにあたって「需給と金利のどちらを重視すべきか」に正答は無い。巨大な財政赤字や政府債務残高の存在を理由にドル下落を予想すること自体、誤りではない。問題は「財政赤字が拡大する傍らで金利が上昇するとした場合、本当に為替市場は金利を無視して、赤字を理由にドル売り続けるのか」という話である。筆者はそう考えていない。2020 年のように「金利の無い世界」が常態化する局面では、確かに「需給」のような論点は説明力を持ちやすいのだと思う。これは、「それしか上がるものがない」からという側面もあるように思う。2020 年、対ドルで最も買われた通貨は人民元、ユーロ、日本円だった。この 3 通貨が世界 3 大経常黒字国であったことは偶然ではないと筆者は考えている。2021 年から 2022 年にかけてはあくまで世界が正常化に向かう局面であり、それは「金利の無い世界」から「金利のある世界」へ移行する局面でもある。世界経済が回復基調にあり、民間部門の投資意欲が復元されることを前提とすれば、「金利」に照らして相対的に投資妙味がある通貨から評価されるのが自然ではないか。FRB の正常化プロセス進展を踏まえれば、それはやはりドルになるだろう。

《日本経済の現状と展望～株や為替が映し出す日本の劣後～》

日本の劣後は鮮明過ぎる

7 月 27 日、IMF は 4 月に公表された世界経済見通し（WEO）の改訂を発表している。『断層広がる世界経済の回復（Fault Lines Widen in the Global Recovery）』というサブタイトルは世界経済の現状と展望をよく表している。7 月改訂も 4 月見通しと同様、「ワクチン接種率が高い→行動制限が緩くなる→消

費・投資が活発化する→成長率が高くなる」というシンプルな事実関係が世界経済を既定し、それが当面変わらないであろうことを再確認している。

2021 年の成長率見通しを G7 について比較すると、接種率が突出して低い日本だけが下方修正されている(表)。しかも、下方修正幅は▲0.5%ポイントと大きい。年の半分を緊急事態として消費・投資意欲を抑え込んだ副作用

21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

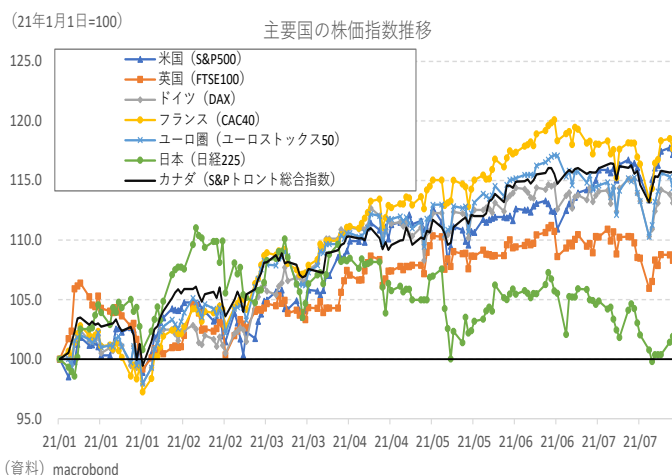
	2021年		2022年		ワクチン接種率(※)
	4月時点	7月時点	4月時点	7月時点	
米国	6.4	7.0	3.5	4.9	56.74
ユーロ圏	4.4	4.6	3.8	4.3	58.29
ドイツ	3.6	3.6	3.4	4.1	60.88
フランス	5.8	5.8	4.2	4.2	59.06
イタリア	4.2	4.9	3.6	4.2	62.63
日本	3.3	2.8	2.5	3.0	38.17
カナダ	5.0	6.3	4.7	4.5	71.22
英国	5.3	7.0	5.1	4.8	68.77

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年7月)

※1回でもワクチンを打った人の人口比率(7月28日時点)

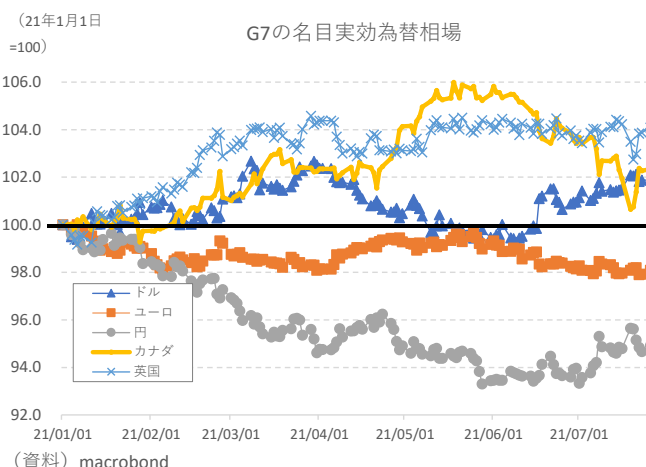
がはっきり数字に表れている。いや、宣言の効果として感染者数は減っていないので、副作用という言葉も不適切かもしれない。経済的犠牲に意味があったのかは大いに検証を要する。

こうした実体経済への認識は金融市場に浸透している。例えば株式市場。右図は主要国の株価指数に関し、年初来の推移を比較したものである。多くの国は年初来で+10～20%程度のレンジで株高が実現している一方、日本だけは+1～2%の上昇にとどまっている。価格の軌道を見る限り、やはり4月以降の出遅れ感が顕著であり、これは欧米が行動制限を解除し始めた頃と一致している。その頃、日本は3度目の緊急事態宣言を発出し、酒類提供禁止の議論を始めていた。そう



した欧米との格差はこれから発表される4～6月期の各国GDPで確認できるはずであり、恐らく日本だけがマイナス成長になったことが喧伝される公算が大きい。それは4～6月期に株価が継続的に下がったのが日本だけであることから推測されるだろう。現状、「カネ余り」で株価が実体経済と乖離して押し上げられる事実が取沙汰されやすいが、それでも「日本は避けたい」という思惑が透けて見える。

ちなみに、これは株式市場だけではなく為替市場も同様である。G7の名目実効為替相場について、年初来の推移を見れば円だけが突出して下落している(図)。やはり円買いは忌避されているのだろう。もはやリスクオフモードでも円が顕著に買われるような雰囲気はさほど感じられなくなっている。欧米の経済・金融情勢、とりわけ中銀動向が円相場を見通す上でももちろん重要である。しかし、他所の事情はどうであれ、日本経済の置かれた情勢を踏まえれば、「円を買う理由が果たしてある



のか」という根本的な疑義が沸いてこないだろうか。かかる状況下、本欄ではドル/円相場について引き続き、アップサイドを予想する立場を続けたいと考えている。

なお、株や為替と違って金利（債券）市場が落ち着いているのは、政府・日銀・銀行部門という三位一体の国債管理体制の賜物であり、ここだけは市場の思惑が十分作用していないというだけの話だろう。株式市場に関しても日銀による購入・保有分が寄与していることは無視できず、本来はもっと下落している可能性は否めない（3月以降、フローの購入は減っているがストックとして保有されている規模は膨大である）。これまで各種政策効果もあって日本経済に対する市場からの警鐘は見えにくくなっていたが、IMF 見通しや株ないし為替の置かれた相対的な状況に鑑みれば、日本経済の劣後は隠しきれないものになってきているように思えてならない。それは当然、円相場見通しに反映すべきと筆者は考えている。

《日銀金融政策の現状と展望～節度を保った気候変動オペの実情～》

気候変動オペは少なくとも 2050 年までは続く？

7月16日の日銀金融政策決定会合は金融機関の気候変動対応の投融資を促す新制度（以下気候変動オペ）の骨子案を提示した。おりしも ECB が 18 年ぶりの金融政策戦略見直しを経て、気候変動への行動計画を提示した直後であり、「中銀の環境対応」はにわかに活気づいている。過去にも論じているように、筆者は中央銀行が気候変動対応に勤しむのは政策資源の浪費という基本認識である。「何ができるのか」以前に、「そもそも関与すべきなのか」という議論が尽くされておらず、拙速に「欧州がそうだから」という機運に乗って制度的な対応を繰り出す意義は感じない。

しかし、「世界市民として気候変動対応が不可避の義務」という半ば強迫的なムードに乗らざるを得ないのだとすれば、ポーズであったとしても「中銀として何かやらねばならない」という立場も理解はできる。公表文冒頭にある「社会・経済を構成している各主体による積極的な取り組みが求められる」という部分から、半ば諦めムードも感じられなくはない。そうした立場を理解した場合、今回の日銀の対応は比較的バランスの取れた内容だったように思う。片や、減多に書き換えられることがない組織のミッションステートメントである政策戦略にまで気候変動対応を盛り込んだ ECB は振り切り過ぎであり、政治との距離感を詰め過ぎだと筆者は考える。

なお、気候変動オペは年内に開始され、実施期限は「2030 年度まで」とされている。周知の通り、2030 年度は政府が CO₂ の排出量を 46% 削減するという目標を掲げた年であり、今回の決定が菅政権と足並みを揃えた対応であることは明白だろう。ちなみに政府は 2050 年までに脱炭素社会を実現し、温室効果ガスの排出を実質ゼロにすること（カーボンニュートラル）を目標にしているので、少なくともこの期限までは気候変動オペも付き合わざるを得ないのではないだろうか。

細かな仕様にバランス感覚

以下では現在明らかになっている気候変動オペの仕様を見ていきたい。まだ骨子素案段階だが、現在に明らかになっている仕様は極力、中立性を毀損しないようにバランスを保つことに努めている印象を受けた。事務方の苦勞が偲ばれるところである。

まず、貸付金利はゼロ%とされ、オペ利用残高の 2 倍が当座預金におけるマクロ加算残高（政策金利ゼロ%適用部分）に加えられることにもなった。「貸出金利ゼロ%、マクロ加算 2 倍措置」は共に「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ（以下コロナオペ）」に準拠したものであり、今回

の気候変動オペを暗に「コロナオペの後釜」と見る向きもあることを思えば自然な建付けと言える。だが一方、やや意外感を覚えたのは付利の取り扱いだった。気候変動オペに関しては「貸出促進付利制度のカテゴリー1～3のいずれに分類されるのか」という点が注目されていた。要するにオペ利用残高に対してどの程度のご褒美（付利）が与えられるか、という話である。

付利に関し若干説明を補足しておく。周知の通り、日銀は今年3月、マイナス金利政策の悪影響を補う措置として貸出促進付利制度を創設し、貸出増加に寄与するオペを各制度の性格に応じてカテゴリー1～3の3つに分類している。金融機関はオペ利用額に相当する日銀当座預金部分について付利が受け取れる。具体的にカテゴリー1は+0.2%、カテゴリー2は+0.1%、カテゴリー3はゼロ%とされる。詳述は避けるが、コロナオペは融資の内情に応じて+0.1～+0.2%の付利が与えられる一方、成長基盤強化支援オペや被災地金融機関支援オペはゼロ%とされている。

こうした制度の下、国家としての至上命題のような雰囲気も帯びている気候変動オペはまずカテゴリー2（サプライズでカテゴリー1）から始まるのではないかとの思惑があった。この点、今回、気候変動オペがカテゴリー3、すなわちゼロ%とされたことには意外さもあった。だが、表向きには今回の気候変動オペは成長基盤強化支援オペの後継オペとされているため、同オペと同じカテゴリー3に分類されることは理屈が通っている。また、そもそも「中銀の独立性」という意味では危うさを孕んだ制度でもある。いきなりカテゴリー1やカテゴリー2で「ご褒美」を与えるのではなく、カテゴリー3からスタートするというのは慎重な判断の表れなのかもしれない。そもそも「マクロ加算2倍措置」が「ご褒美」なので、それ以上は過剰という判断もあるだろう。

こうした慎重な胸中は貸付期間の設定にも見て取れた。今回、貸付期間は成長基盤強化支援オペに準拠し、4年もしくはそれ以上になるとの予想が多かった。気候変動というテーマに割り当てられる資金であることを踏まえれば、5年や10年といった長期資金になるのは自然である。この点は「1年」と短い期間で区切られた一方、「制度の実施期限までの間、対象投融资の残高の範囲内で、回数に制限を設けず、借り換えを可能とする」とされ、公表文にも「実質的に、長期にわたるバックファイナンスを受けることが可能」と付記される格好となった。実態としては長期資金であることが認められているが、「様子を見ながら伸ばせる」という措置にやはり慎重さが垣間見られる。

気候や天候以前に物価はどうなったのか

今回発表された気候変動オペでは、グリーンボンドを量的緩和政策の対象にしたり、受け入れ担保の優遇対象にしたりするといった直接的な手段に訴えず、あくまで民間金融機関の判断に委ねる余地を多く残している。この点で「政治との距離感」を詰め過ぎている感のあるECBの気候変動対応よりは良識的だと言える。今後は利用者に対する情報公開ルールの整備などが課題だろう。

ただし、しつこいようだが、「中銀とて気候変動対応への参画は当然」という空気に疑問を抱くことはやめてはならないように思う。本件に関しては「欧州の取り組みが先行している」といった風潮で報じる向きがどうやら多そうである。だが、そもそも「先行していることが良いことなのか」という問題提起は殆ど見られていない。中銀が民間経済活動の資源配分に介入することは本来御法度である。特定の分野、業種、企業に資金供給を厚くするという措置は、その時点で資源配分に政治的な価値判断が入っている。選挙によって国民の負託を受けたわけではない中銀だからこそ専門家が集められ、その集合知をもってして「物価の安定」のような公共性の高い「普遍的な価値観」に貢献することが使命づけられている。経

済活動と温暖化の関係性は政府ないし民間部門が議論、研究し、対策を講じれば良い話だろう。

もちろん、気候変動が「物価の安定」に無関係だと言うつもりはない。ただ、「物価の安定」に影響を与える論点など星の数ほどある。そもそも気候変動、具体的には温暖化の原因が経済活動の活発化であれば利上げで景気を締め上げた方が良い。経済成長を目指すこと自体が温暖化の直接的な原因ならば景気刺激的な政策はすべからず矛盾する。また、中銀が本気で気候変動と経済・金融情勢、果ては「物価の安定」の関係性にコミットし、それを市場参加者が信じる世の中を仮定した場合、年間の平均気温が上がったり、異常な自然災害が起きるたびに市場参加者が何らかの政策変更を予想するような状況になったりしていくはずである。中銀の「次の一手」を読むために天気予報もしっかり見た方が良いかもしれない。気象庁と連携することだってなくはない。

だが、恐らくはそのような話にはならないのだろう。なぜか。市場参加者は金融政策で気候変動に何らかの影響を与えられると信じていないからである。7月に発生したドイツの洪水災害は大変痛ましいものだが、フランクフルトに本部を構える ECB がこれに対して何らかの情報発信をして、政策対応をすると考えた向きはいないだろう。中銀の気候変動対応は政策決定から効果が発動するまでが迂遠過ぎるのである。利上げにより消費・投資意欲が衰え、景気が停滞し、物価が下がるといった経路は想像がつく。しかし、眼前で起きる自然現象に中銀ができることは何だろうか。市場参加者が想像もつかないような政策波及経路の話までこれからの中銀は責任を負わねばならないのか。「物価の安定」に関係があるという理由だけで、中銀があらゆる政策課題を背負い込む理由は無いはずである。

そもそも 2013 年 4 月に始まった大規模金融緩和で目指してきた「期待に働きかける」政策で約束された 2% の物価目標はまだ終わっていない。国債市場の機能不全を招き、マイナス金利で金融システムの安定性に懸念を招来するという大きな代償を払ったにもかかわらず、8 年かかっても安定的に 2% を超えるという物価目標は実現していない。筆者は金融政策だけで基調的な物価上昇が果たせるとは元より考えていないが、それでも気温や天候に手を出すよりは真つ当な話だとは思っている。地球環境を憂う金融政策運営に勤しむのは、大言壮語してきた物価安定の目標を果たしてからでも遅くはないように思う。

《日本経済の現状と展望～さらに開いた「ワニの口」、4 度目の緊急事態～》

むしろ悪化した「ワニの口」

日本政府は東京都に通算 4 度目となる緊急事態宣言を発令、7 月 12 日より適用した。期間は 8 月 22 日までの 42 日間とされたが、7 月 30 日に 8 月末まで延長されることが報じられている（具体的な日付は本稿執筆時点では未定）。4 月 25 日から 6 月 20 日までの約 2 か月間を経て、3 週間ぶりの緊急事態宣言である。なお、1 月 8 日から 3 月 7 日も緊急事態宣言期間だった。そうではない期間もまん延防止等重点措置期間が敷かれていた。要するに 2021 年の日本経済は常に足枷を付けた歩みを強いられている。片や、海外に目をやると英国ではサッカー欧州選手権（EURO2020）の決勝が 11 日に 6 万人以上を収容したスタジアムで開催され、ウィンブルドン選手権も多数の観客を入れて実施されている。しかも映像を見る限り殆どマスクはしていない。米国のメジャーリーグの試合でも似たような光景である。ワクチン接種率に差があるとはいえ、感染者数やそれに伴う重症者・死者数が桁違いに多い欧米との格差に愕然とするばかりである。ここまできると「格差が大きい」というよりも「次元が違う」もしくは「住む世界が違う」という形容の方が適切かもしれない。

筆者は年初の緊急事態宣言発令時に『緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義』

(みずほマーケット・トピック 2021 年 1 月 7 日号) と題し、貯蓄・投資 (IS) バランスを用いて「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し、「貯蓄が正義」という観念が強まる中、賃金はおろか金利も物価も半永久的に上がらない経済がいよいよ固定化すると議論した。図は今年 1～3 月期までの日本の

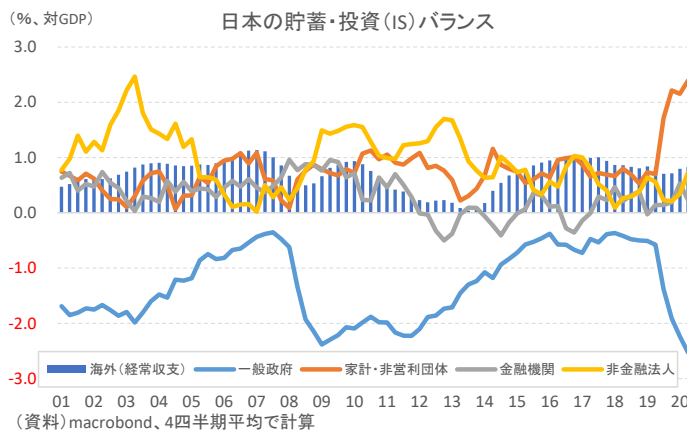
IS バランスだが、「ワニの口」は家計部門の貯蓄過剰を主因としてさらに開いてしまった。

まさか年初から半年が経過して、状況が悪化するとは思ってもいなかったが、国内に目をやれば相応の施策が打たれているのは確かである。7 月 12 日から 8 月 22 日まで、最初から 42 日間という期間を当て込む緊急事態宣言は 4 度目にして最長であり（しかも延長されている）、相変わらず一部業種（とりわけ飲食業）に感染源を帰責させようとする根拠不明の対策が展開されている。同時期に重なった東京五輪は無観客で開催されているが、サッカーや野球などのプロスポーツは有観客で開催されていることを思えば、理解の難しい決定である。また、即時撤回こそされたものの、一部閣僚から金融機関をも巻き込んだ飲食店締め上げが示唆され、社会的に反発を買うという騒動もあった。どうみても半年前と比較して社会全体に猜疑心が蔓延しており、端的に言えば雰囲気は悪くなっている。切り札だったワクチン接種はハイペースで進んでいたが、「実は在庫がない」という事実が露呈し、ここでも失望感が生じている。

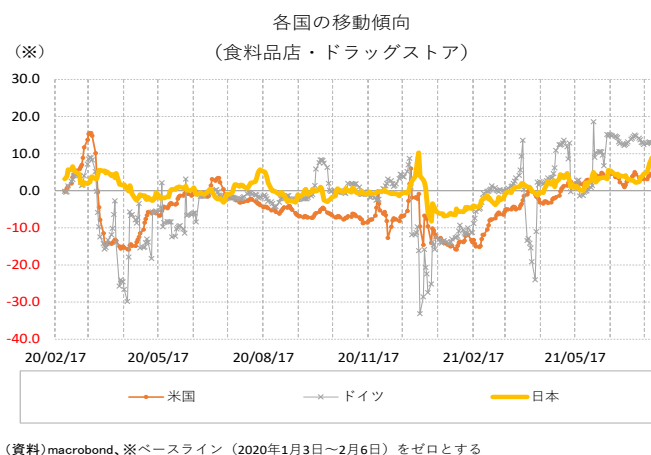
猜疑心が「民間部門の貯蓄過剰」を招いている

かかる状況下、家計・企業といった民間部門の消費・投資意欲は再び落ち込むことはあっても盛り上がることはないだろう。いくら感染防止に協力しても、その対価が「感染者（厳密には検査陽性者）が増えたので店を閉める。イベントもやるな」という状況が繰り返されており、「今後も何があるか分からない」という猜疑心を政策当局に抱く向きは多い。かかる状況下、消費や投資が盛り上がる理由はない。IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」は膨れ上がった猜疑心の結果とも言える。例えば、4 月末の緊急事態宣言は「短期集中」と銘打たれたが平然と約 2 か月も続いた。どうせ今回も 8 月 22 日で終わるはずがないという目で見られる。そうであれば消費・投資を控えて貯蓄を積み上げるという防衛的な行動に出るのが合理的である。英国の例を見ても分かるように、ワクチン接種は重症者・死亡者を減らす感染者はどうしても増える。人口 1400 万人を擁する首都東京の医療体制が 60 人程度の重症者で崩壊すると騒がれる現状を打開しなければ、日本だけ半永久的に経済活動の抑制を続けざるを得なくなる。医療資源の最適配分という話はどうなったのだろうか。

しかし、欧米と比べて感染状況が軽微だった日本では緩い行動規制が慢性的に継続してきた。これは「COVID-19 Community Mobility Reports」を見ると良く分かる。パンデミック以前よりも行動制限されていた時期に関し、その期間や深度のいずれをとっても欧米ほどではなく、日本では総じて「日常が続いてきた」ように見える（図）。にもかかわらず、冒頭見たように、マクロ経済全体で見れば、「民間部門の貯蓄過剰」が積み上がり、政府部門が必死でそれを穴埋めし、結果として「ワニの口」が拡大している。



軽微な行動規制は経済活動に配慮した政策でもあったはずだが、完全にアテが外れた格好である。これに関して「軽微な行動規制が感染終息を妨げ規制が却って長引いた」という批判もあるが、筆者は腑に落ちない。欧米は日常を取り戻した今ですら緊急事態下の日本より感染状況が桁違いに悪い。例えば人口 10 万人当たりの感染者数（7 月 20 日時点）は米国が 1 万 323 人、英国が 8164 人であるのに対し日本は 671 人である。軽微な行動規制で日本の感染状況だけが世界的に悲惨というならば「民間部門の貯蓄過剰」が積み上がるのも分かるが、そうではない。



結局、「感染終息が長引いた」というよりも、「感染終息が長引いた」かのように振る舞う行動規制の在り方が問題なのではないか。施策の結果として実現される感染状況に対し、為政者が時に重く扱い、時に軽く扱うという根拠不明の手綱さばきが繰り返されている。例えば「学校の運動会は駄目だが、五輪は可能」、「満員電車は OK だが、飲食店の席は間引け」といった状況を合理的に説明できる者はいないだろう。そうなると家計や企業のような経済主体は何を基準に消費・投資計画を構築すべきか分からなくなる。「COVID-19 Community Mobility Reports」が示す移動傾向はそれほどコロナ以前と変わっていないのに、IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」が拡大の一途にあるのは猜疑心が濃くなる中、「貯蓄が正義」という基本認識が強まっていることの証左である。

パンデミック終息後にも影響は残るか

世界的に見れば、ワクチン接種率を高め、重症者・死亡者の水準を抑制し（感染者数は抑制が難しい）、行動制限を解除するというアプローチが現状における唯一無二の出口戦略と見受けられる。緊急事態宣言を乱発し、その都度、細かな行動規制をかければ民間部門の猜疑心は増し、貯蓄に依存する日本経済の体質は一段と明確になるだろう。少なくとも過去 1 年はそうだった。問題は、パンデミックが完全終息しても、民間部門が抱く為政者への猜疑心が抱かれたままになり、消費・投資意欲はさして回復せずに景気浮揚もままならないという状況が出現することである。日本経済は元々「民間部門の貯蓄過剰」が常態化している国だけに、その度合いが一段と強まることは相当に懸念されるだろう。

《米金融政策の現状と展望～既定路線を進む FRB～》

既定路線を確認した格好

7 月の FOMC は政策金利と量的緩和 (QE) にかかる現状維持を決定した。だが、声明文は全般的に上方修正され、量的緩和の段階的縮小 (テーパリング) を検討する姿勢も明記された。例えば、ワクチン接種により経済が回復しつつあるという景気情勢の評価を行う冒頭の文章も、文意こそ変わっていないものの「COVID-19」という言葉が削除されている。景気見通しに関しても「The path of the economy continues to depend on the course of the virus」とされているが、これは前月まで「The path of the economy will depend significantly on the course of the virus」だった。従前ほどウイルスに左右されない経済になったという胸中が読める。足許ではデルタ株の感染拡大が先行きに影を落としており、今後

も感染状況次第であることは確かだが、まずは「ワクチン接種に伴う景気回復を素直に評価する」という既定路線を歩むことを決めた格好である。

「早ければ9月、遅くとも10月に決定」の目線は不変

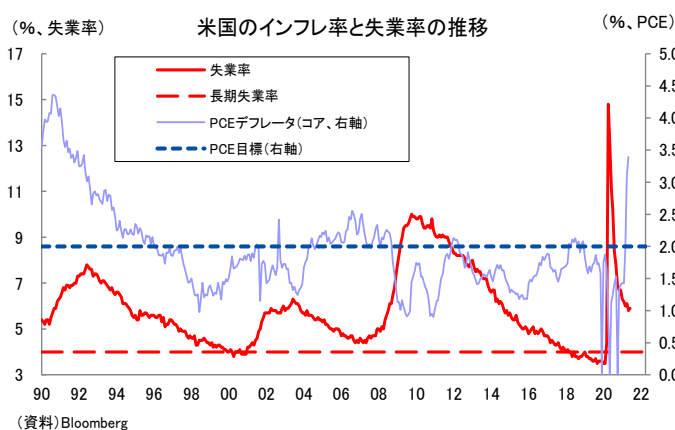
状況改善の結果、テーパリングの意向が遂に声明文で示唆されている。昨年12月、FOMC声明文では物価および雇用の動向が目標に向けて「さらに著しい進展 (substantial further progress)」を見せるまで、資産買入を現状のペース（国債は800億ドル/月、住宅ローン担保証券は400億ドル/月）で継続するとし、フォワードガイダンスが強化された。この点、今回の声明文では「それ（※昨年12月）以来、経済は目標に向かって進展を続けてきた。FOMCは今後複数回の会合 (in coming meetings) で進展を見極めていきたい」との文章をフォワードガイダンス直後に付している。もちろん、「複数回の会合」が示唆は曖昧な表現だが、8月のジャクソンホール経済シンポジウムを挟んだ残り3つの会合（9月・11月・12月）のいずれかでは決定されるのだろう。本欄では「早ければ9月、遅くとも10月に決定。12月にスタート」という目線を持ってきたが、ここから大きく逸れることはやはりなさそうである。ここまでの展開が高い可能性で見えている以上、米金利が一方向的に下がり続ける展開はやはり説明が難しく、引き続き下期以降は米金利の本格的な上昇とドル買いの地合いを予想しておきたい。

FRBはデュアルマンドートをどうとでもできる状態

もっとも、パウエルFRB議長の会見からはテーパリングの決定および着手が想定以上にずれ込むリスクも感じられた。というのも、パウエル議長は「著しい進展」に関して「その段階にはない。そうした状況に達するにはまだ距離があると、われわれは考えている」と述べている。この「距離」が詰まってくるのは恐らくデュアルマンドート（雇用の最大化・物価の安定）が達成された時という理解になろうが、足許のFRBはデュアルマンドートの解釈を都合良く動かせる状況にある。

例えば、「雇用の最大化」に関してはそもそも

何をもって最大とするかに関して定量的な目標がない。理論的には完全雇用（自然失業率）への到達と考えるべきだろう。この点、6月に改訂されたFRBスタッフ見通し（SEP）では自然失業率と見なせる長期失業率が4.0%とされている。これに対し予測値は2021年が4.5%、2022年が3.8%、2023年が3.5%なので、今後1年のうちに「雇用の最大化」は実現すると理解される。もっとも、長期失業率の推



計値自体が幅を持って解釈すべき計数であることを踏まえれば、余裕を持った判断を主張するかもしれない。そうなれば2023年の3.5%が視野に入るまで緩和を継続することもできる。真っ当に考えれば、雇用・賃金情勢は景気の遅行系列であるため、早めの引き締めが正当化されるはずであり、現実の政策運営はそのように動いているが、雇用・賃金情勢に対する評価はハト派方向に修正される可能性も十分孕んでいる。それはテーパリング遅延要因となり得る。

一方、「物価の安定」も柔軟な解釈がまかり通る。会見でもパウエル議長は供給制約が終息すればイン

フレ圧力も退いていくとの立場を示しており、これが最もオーソドックスな主張と言える。だが、SEPではコアベースの個人消費支出デフレーター（PCE）の予測（2021～2023年）に関し、3.0%/2.1%/2.1%とされている。2021年の上振れは一時的としても、今後2年間にわたってコアPCEが2%を突破するのだから、やはり「物価の安定」も実現見込みと考えるのが妥当だろう。しかし、昨夏より採用されているアベレージ・ターゲットはアベレージ（平均）の対象期間が定義されていない。少なくとも今年は昨年大幅に落ち込んだ分を取り返す必要があるのでアベレージ・ターゲットの枠組みで現状維持が示唆されるのは理解できるが、「2%を超える期間」をどの程度容認すれば、「物価の安定」が確保されるのか分からない以上、インフレ圧力が不十分であることを理由に2022年以降も緩和が継続される可能性もある。

基本シナリオはSEPを額面通り解釈し、「2022年にデュアルマンドが実現」であり、そうだとすれば今からテーパリングに着手し2022年に完了というのは妥当なシナリオだろう。2022年はテーパリングと並行して利上げ時期の検討やコミュニケーションが始まるはずであり、やはり2023年に1～2回の利上げという展開は無難に感じられる。これが基本シナリオだが、上述するようにデュアルマンドの解釈に相応の裁量が与えられている中で株式市場の乱高下などを問題視すれば、理由を付けて漫然と緩和が続けられてしまうリスクシナリオも捨てきれないものがある。例えばテーパリングの決定や着手が越年する場合、米金利は思うほど上がらず、ドル/円相場の見通しも切り下がることになる。

《メインシナリオへのリスク点検～「円高にならない」というリスクを考える時？～》

下半期のシナリオに恐れていた展開

7月の金融市場では欧米におけるデルタ株感染拡大が懸念される事態にリスクオフムードがにわかに強まり、株や原油などのリスク性資産が手放され、米10年金利も一時1.2%を割り込む地合いが見られた。前月までの本欄では既存ワクチンの効用に疑義が付けられ、欧米で再度行動制限がかかるような展開はメインシナリオを根底から覆すものだと議論してきた。今のところ、FRBの正常化プロセスがデルタ株の影響を受けるには至っていないものの、9月以降のFOMCで声明文や議長会見などの情報発信において何らかの修正が生じるようであれば、下半期のシナリオは大きく修正せざるを得ない。そこまでの決断は未だ踏み切らないが、この点は続報を見極めたいところである。

円高を忌避する時代の終わり？

だが、典型的なリスクオフ相場の下でもドル/円相場の水準は変わっていない。時間差での値動きを警戒する必要もあるが、やはり「リスクオフの円買い」は往時の迫力を失っている。実際、円の信認には不安がよぎる。元より期待成長率が落ちていたところに、過去1年におけるコロナ禍の政策対応を目の当たりにして、「本当に日本は大丈夫か」という亡国論めいた論説を目にする機会が増えた。コロナ禍での五輪開催という難易度の高い問題をつきつけられるという不運はあったが、緊急事態宣言の発令・解除を巡る慌ただしさは他国に見られないものであり、拠って立つ信条が失われている感は確かにある。

この点、「危機ムードが高まる時に通貨価値が増して（円高になって）悩まされる」という衰退していく国にしては違和感のある事実がいつまで持続するのかという点は気がかりである。これはすなわち、「もう円高にはならないのではないか」もしくは「これからは円安を警戒する時代に入ったのではないか」という議論である。10年単位の長期で見た場合、そろそろこの考え方には慣れておく必要があると筆者は思っている。為替相場は金利、需給、物価といったファンダメンタルズ（基礎的経済条件）に加え、

各国の政治情勢や日々のニュースなどを映じて激しく動くものであり、正確な予想は常に難しい。まして10年単位での予測は尚更である。しかし、そういった時間軸でこそ、ファンダメンタルズに照らしてどうなりそうなのかを冷静かつ客観的に考えることが報われるように思う。

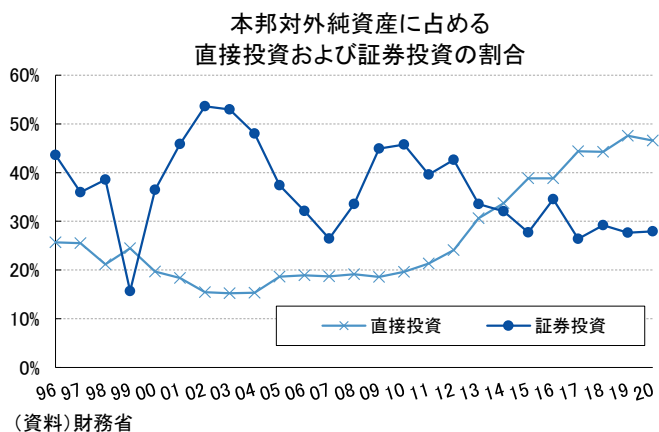
「安全資産の円」を支えてきた「需給」

特に需給と物価について変化が生じていることは指摘したい。これまで円が安全資産と言われてきた背景には盤石の需給環境と上がらない物価が持ち出されることが多かった。それゆえに、そうした論点に変調がないのかという観点で議論することが、長期的な円相場の信認を議論することに繋がると筆者は考えている。まず、需給だ。GDP比250%を超える世界最悪の政府債務を抱えながら円は常に「安全資産の円」と呼ばれ、リスクオフ時の逃避先に選ばれてきた。何故か。最も重要な論点が需給である。円が安全資産と呼ばれる最大の所以は日本が長年にわたって経常黒字大国であり、結果として「世界最大の対外純資産国」の地位を四半世紀以上も維持しているという事実である（資産価格の変動を脇に置いた場合、対外純資産は毎年の経常黒字の累積に等しい）。2020年末時点で日本は357兆円の対外純資産を保有し、30年連続、「世界最大の対外純資産国」の地位を維持している。

言い換えれば、日本は「世界で一番外貨建ての純資産を持つ国」ということでもあり、通貨高の理由としては真つ当なものである。自国保有の外貨はいざとなれば通貨防衛（外貨売り・自国通貨買い）に使える弾薬だ。リーマンショックやコロナショックなど危機ムードが高まった際、まず市場参加者として弾薬が多い通貨にすぎるのは合理的な選択である。もちろん、対外純資産全てが売却可能であるはずもないが、「世界最大の対外純資産国」よりも先に売られるべき通貨は無数にある。

変わる日本の需給構造

しかし、近年、そうした対外純資産の構造は変化しつつある。2000年代前半、日本の対外純資産と言えば、半分以上が証券投資だったが、今や直接投資が半分近くになっているという現実もある（図）。直接投資とは海外企業買収の結果である。2010年以降、直接投資比率は上がり続けており、2020年末時点では直接投資47%に対し、証券投資は28%と大きな差がついている。近年の為替市場では「リスクオフの円買い」が勢いを失っているという指摘がある。確かに

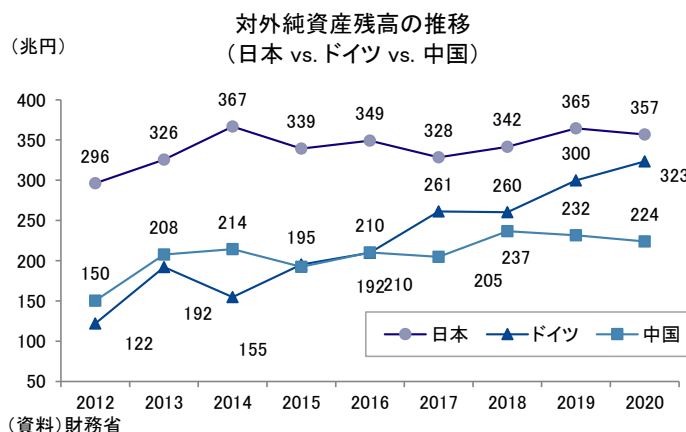


リーマンショック後のように、円相場が急騰する場面は減っている。これはこうした対外純資産構造の変化に理由があると筆者は考える。「リスクオフの円買い」とは対外的に投資されていた資産が国内に還流する動きを指す。海外株式・債券などを対象とする証券投資であれば流動性も高いため、そうした還流も期待できる。だが、危なくなると外国の有価証券を換金（売却）することはあっても、買った海外企業を簡単に売却することはない。結局、今の日本の対外純資産は表面上、豊富な外貨を保有しているように見えても、その外貨が円として戻ってくる経路が細っているのである。それだけ円高になりにくく、円安が放置されやすくなっているとも言える。

「世界最大の対外純資産国」を失う時

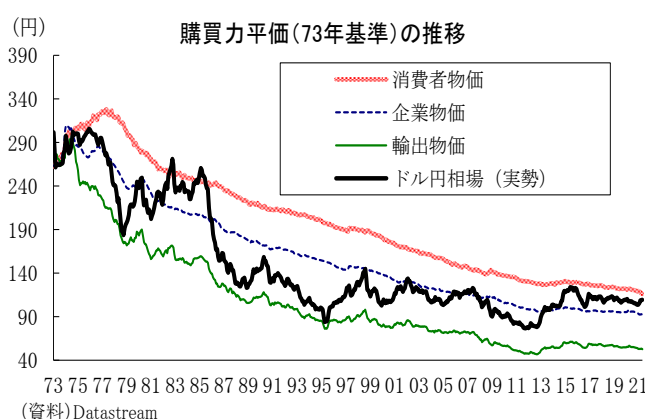
さらに言えば、「世界最大の対外純資産国」という地位も揺らいでいる。過去の本欄でも議論したように、筆者はドイツとの比較に注目している。「永遠の割安通貨」であるユーロを武器にドイツは貿易黒字（結果的には経常黒字）を荒稼ぎしており、2020 年末時点で両国の差は過去最小の 34 兆円まで縮まっている（図）。この程度の差であれば、「世界最大の対外純資産国」がいつドイツになっても不思議ではない。

どんなに貿易黒字を積み上げても通貨ユーロがドイツの競争力を貶めるほど強くなることはないので、ドイツはハイペースで対外純資産を積み上げ続けるだろう。もちろん、「世界第 2 位の対外純資産国」になったとしても十分、安全資産の資格はある。しかし、30 年間も維持してきた地位だからこそ、それを失った場合、直情的な為替市場は騒ぐ可能性がある。なお、自国通貨買いに直結する貿易黒字はもはや日本では失われており、それ自体も円高圧力の減退を意味している。



「デフレ通貨としての円高」

もう 1 点、長期の議論をする上で欠かせないのが「物価」の論点だ。図に示すように、変動相場制移行後のドル/円相場の歴史は「円高の歴史」だが、それは「デフレの歴史」だったことは見逃せない。理論的に相対的に物価の低い国の通貨は高くなりやすい。5 年後の物価が下がると仮定した場合、同じ 1000 円でも今日購入できる財より 5 年後に購入できる財の方が多くなる。それは通貨の価値（購買力）が上昇していることになる。こ



この点、諸外国と比べて物価の動きが著しく鈍かった日本経済の歴史を踏まえれば、円の購買力は上がる一方だった。こうした購買力平価説は長年、円高を肯定する理屈として使われてきた。ドル/円相場の購買力平価は長年、円高・ドル安を示唆してきたし、実際の相場もそうになってきた。

とはいえ、近年では欧米もかつてのようなインフレが起りにくくなっており、FRB や ECB も金融政策戦略を修正し、2%突破を敢えて容認するような構えまで見せ始めている。要は、そこまで必死なのである。これは要するに、「他国と比べた日本の相対的なデフレ度合い」が後退していることを意味する。こうなると円高を肯定してきた購買力平価説も運用が難しくなる。確かに、2013 年頃から各種購買力平価の示唆する円高傾向は止まり、それに応じてドル/円相場も円安に転じているように見える。物価面からも円高は起きにくくなっている印象を受ける。

「本当に怖いのは円高よりも円安」という社会規範を

変動為替相場制は得てして「ちょうど良い」ところで止まってくれることはなく、一旦動き始めると明

確な方向感を伴うことが多い。円はこれまで需給や物価という論点を抛り所に長らく安全資産として評価されてきたので、心配すべき「明確な方向感」は円高方向だった。しかし、上述するように構造変化は起きつつある。世界最速ペースで少子高齢化が進み、世界で最も政府債務が大きく、世界で唯一デフレを経験した先進国の通貨である円が、不可思議だと言われながらも上昇してきた理由がここに来て瓦解し始めていることは知っておきたい。日本では未だに円高を恐れる社会規範が根強いように感じるが、そもそも理論上は円高抑止のための自国通貨売り・外貨買いは無限にできるが、円安抑止のための外貨売り・自国通貨買いは外貨準備分しかできない（もちろん政治的な可否は別にして、だが）。

要するに、「極端な円安」を抑止する弾薬は有限なのである。制御不能な状態に陥った場合、「本当に怖いのは円高よりも円安」という当然の事実を日本はこれまで心配する必要がなかった。しかし、近年の相場動向や構造変化を前に、我々は「来るべき円安」の可能性も少しずつ検討していかなければならないように思う。それは円相場のみならず日本経済全体にとって構えるべきリスクシナリオの1つであろう。

◆ ユーロ相場の見通し～新戦略の下での ECB は何をどう進めるか～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～歴史的な修正は何をもたらすのか～》

ECB、歴史的な修正

7月のECB政策理事会は戦略見直し後では初の政策会合となった（戦略見直しそのものに関しては次項で議論する）。新戦略が名実ともに政策運営に反映されるタイミングということもあり、政策金利に係るフォワードガイダンスが以下のように修正されている。筋金入りのインフレファイターであるドイツ連邦銀行のDNAを汲む中央銀行として生まれたECBにとって、この変更は歴史的なものと言える：

- <6月まで> We expect them to remain at their present or lower levels until we have seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2 per cent within our projection horizon
- <7月から> the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until we see inflation reaching two per cent well ahead of the end of our projection horizon and durably for the rest of the projection horizon

「2%未満だがそれに近い水準」を目指していた旧戦略から「2%到達もしくはそれを超える水準」を目指す新戦略への移行を宣言するような表現である。新たに加えられた「well ahead of the end of our projection horizon」との時間軸に関し、ラガルド ECB

ECBのスタッフ見通し(2021年6月)

(%)

	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	1.9	1.5	1.4
(前回:2021年3月)	1.5	1.2	1.4
実質GDP	4.6	4.7	2.1
(前回:2021年3月)	4.0	4.1	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.21。

総裁は「Well ahead」の意味するところに関して「一義的には政策理事会が決断するものだが、本質的には予測期間の中間地点（the midpoint in our overall horizon）」の説明している。例えば6月に発表された最新のスタッフ見通しは2023年末までの2年半（30か月間）を指しているの、15か月後、すなわち2022年9月が1つの目途ということになる。だが、見通しでは2023年末まで待ってもユーロ圏消費者物価指数（HICP）は1.4%までしか到達しないことになっている。「予測期間の中間地点で2%に到達した上で、それが耐久性を持って（≡durablyに）安定する」ことを見込むには政策金利の据え置きは自明としても、果たしてパンデック緊急購入プログラム（PEPP）の現状維持を貫けるかどうか（拡大しなくても良いのか）という状況にあるように見える。

実際、6月見通しとの齟齬を質す記者は現れている。この点、ラガルド総裁は年末に近づけばスタッフ見通しでは新しい年が追加されるので、具体的な期間を定めるわけではなく、それゆえに「the midpoint in our overall horizon」との表現を使っていると述べている。これはかつて黒田体制下が「2年で2%を実現」と短期決戦を豪語しながら、2年の対象部分が毎年スライドしていったことを彷彿とさせる。もちろん、最初から厳格な時間軸を設定することが必ずしも正義ではないが、そうだとすると「well ahead of the end of our projection horizon」は「精一杯頑張ります」程度の含意しかないということではないか

テーパリングの芽が潰えたわけではない

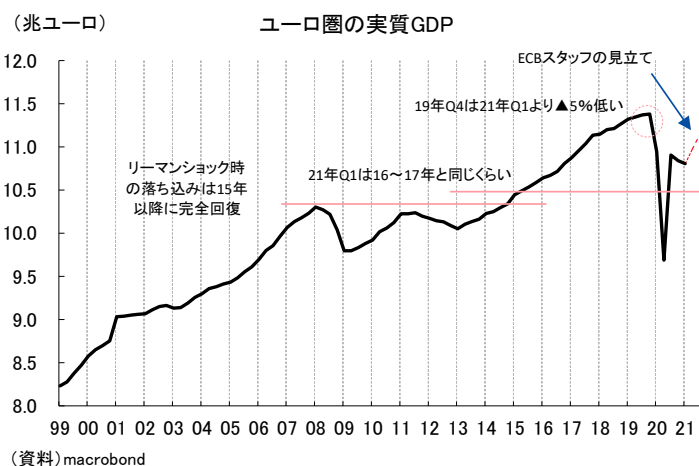
また、今回のフォワードガイダンス修正は全会一致ではなく、あくまで圧倒的多数（an overwhelming majority）の賛成だったこと、すなわち反対意見があったことも明らかにされている。会合後のブルームバーグ報道ではバイトマン独連銀総裁とウンシュ・ベルギー中銀総裁の反対があったという。ラガルド総裁は反対したメンバーに関し「a very, very small number of Governing Council members」と言っていたが、この 2 名を指しているのだろう。ちなみに反対意見を訪ねた記者に対し「それが誰なのかは自分の仕事として調べて彼らに聞け」といった趣旨の回答をしていたが、どのような反対意見があったかを尋ねる声は正当なものであり、そのような投げ槍な言い方にいら立ちが見え隠れした。記者が質問したのは「誰が」ではなく、反対意見の「中身」である。総裁としては回答すべき問いだろう。

確かに、デルタ株の感染拡大はダウンサイドリスクとして認知されているものの、メインシナリオを覆すほどの状況に至っていない中で、2022 年 9 月以降も緩和継続と理解されかねないメッセージは踏み込み過ぎという感はある。だが、同じブルームバーグ報道では賛成したメンバーもあくまでガイダンスは政策金利を対象とするものであって、資産購入（すなわち PEPP）には影響しないという条件で同意したという関係者発言が報じられている。実際、声明文の冒頭には「the Governing Council today revised its forward guidance on interest rates」と明記されているので、上述のフォワードガイダンスは深読みするまでもなく政策金利を対象としたものである。

とすると、市場が注目する PEPP の購入ペース減速、端的には段階的縮小（テーパリング）の議論は別に検討が進む可能性もある。FRB 同様、ECB も「量」の後に「金利」へ進むという正常化プロセスの時間的順序を前提にすれば、「金利」部分の緩和を約束しても「量」の継続可否には影響しないはずである。今や 10 兆ドルが視野に入る超巨大なバランスシートを前に、将来の出口戦略の難易度を下げるといふ観点からテーパリングに踏み切るといふ選択肢は十分検討に値する。

GDP のパンデミック克服は 22 年 Q1 に到来

もっとも、ラガルド総裁は「あらゆる出口議論は絶対的に時期尚早（any particular exit would be absolutely premature）」と強く否定している。それもそのはずであり、PEPP は一応の終了期限が 2022 年 3 月に設定されているものの、導入当初より「パンデミックが終わるまで継続」という条件が付されている。デルタ株（やまだ見ぬ変異株）の存在が見通しのリスクとして織り込まれている以上、PEPP は終われないし、実際、实体经济の傷跡は深い。この点、ある記者は「医



者でもないのにどうやってパンデミックの終わりを判断するつもりなのか」とやや意地の悪い質問をしているが、この点、ラガルド総裁は医学的な知識はなくとも、雇用、製造業、サービス業、貿易などに照らして「経済分析上の危機」を判別することは可能といった旨の回答をしている。現状を踏まえる限り、2022 年 3 月までパンデミックが終了したと言えるかどうかは怪しく、しかもその頃は FRB もテーパリ

ングの最中であろうから、景気で劣後する ECB が先に PEPP を完結させるということは難しいだろう。

とはいえ、ユーロ圏の実体経済は 6 月スタッフ見通し通りにいけば 2022 年初頭には GDP の上ではパンデミック前を完全に回復することになる。ほかならぬラガルド総裁が 6 月の EU 首脳会議に対して「ユーロ圏の GDP は回復しており、2022 年第 1 四半期 (Q1) までにパンデミック前の水準に戻る。これは春に示された見通しよりも 1 四半期早い」と豪語したばかりである。とすれば、2022 年 4 月以降の PEPP 継続は前提としても、①拡大して延長なのか、②現行規模のまま延長かの 2 択で言えば、パンデミックが一応は収束に向かって進んでいるという前提で議論する限り、②ではないだろうか。逆に①にする場合、9 月スタッフ見通しの下方修正など現状に対する明確な評価変更が必要である。「戦略修正と符合するように PEPP も拡大」という主張もあり得るが、物価目標における対称性概念の導入は 2 年以上前から声明文に記載されているものだ。政策変更の理由としてはやや言い訳感が過ぎる。

判断は 12 月見通し改定まで先送りか？

ラガルド総裁は 9 月スタッフ見通しを踏まえて PEPP の購入ペースは検討されると述べている。6 月から 9 月にかけての変化はデルタ株の蔓延が注目され始めたことくらいであるから、基本は横ばいか下方修正だろうか。その僅かな下方修正を捉えて PEPP の総額を引き上げ、延長を決める可能性もなくはない。一方、筆者は PEPP の購入ペース拡大を決めた 3 月中旬と比較すれば世界的に金利の騰勢が落ち着いているため、現在の週間 200 億ユーロの購入ペースは 100~150 億ユーロ程度へ減速させる価値はあるように思う。そもそも PEPP の目的は「量」を稼ぐことではなく、好ましい資金調達環境を整えることである。購入ペースはあくまでその結果に過ぎない。購入ペースを減速させることで 2022 年 4 月以降に使用する枠を残すことが出来ればメリットも大きい。デルタ株の実体経済にもたらす影響が読めない現状では拡大・縮小も決めかねるため、PEPP の処遇は気温の下がってくる 12 月の見通し改定まで先送りし、9 月は現状維持で切り抜けようとする可能性が今は一番高いように思える。

《※補論:ECB、18 年ぶりの金融政策戦略見直しの読み方～物価目標の引き上げ～》

18 年ぶりの新戦略発表

7 月 8 日、ECB は 1 年半にわたる戦略見直し (strategy review) の結果を公表した。2020 年 1 月に正式スタートが表明された見直しは 2020 年中に完了する予定であったが、パンデミック対応もあり半年間後ずれした格好である。なお、従前の金融政策戦略は 2003 年に見直されているので、実に 18 年ぶりの修正ということになる。見所はいくつかあるが、やはりヘッドラインとして取り上げられている物価目標の定義変更が重要である。今後、ECB の「次の一手」を睨む上でもこうした物価目標に係る戦略変更が陰に陽に影響してくるはずなので、まずはここに焦点を当てて議論してみたい。

糊代論を肯定した ECB

物価安定の適切な尺度としては、引き続きユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が挙げられているが、今後はこれまで除外されていた帰属家賃も勘案することになった。欧米の帰属家賃 (例えば持ち家に対して家賃を支払っていると仮定した場合の家賃等) は日本のそれに比べて上振れしやすいという見方もあり、この修正で物価目標達成がやや容易になったという可能性もある。その上で市場が注目する物価目標の定義修正に目を移すと、まず「物価の上振れ余地を確保することで政策金利が実効下限に近い状態

でも政策対応に余裕を与えることができる」と今回の修正にあたっての理由が示されている。これは一般論としてはその通りである。緩和手段のカードが残り少ない状態であるほど、物価は高い方が望ましい（物価が低いと何らかの手段を打たねばならなくなる）。しかし、これはいわゆる「将来利下げするために、現在利上げすべき」といったような「糊代論」の肯定でもあり、公式に掲げてしまうのはやや危うさがある。そもそも、市井の人々にとって「ECB の政策対応に余裕が生まれる」という理由が物価上振れを許容する理由になるのかという疑問もある。今回の戦略見直しはパブリックヒアリングも経ているのだが、本当にそれが活かされているのかという印象も抱かれた。

「物価目標を引き上げ」の意味

各種メディアのヘッドラインは今回の戦略見直しに関し、こぞって「物価目標引き上げ」といった報じ方をしている。この意味は一瞥して分かりにくいので解説が必要だろう。端的には対称性 (symmetry) の論点が導入されることが重要である。周知の通り、元々 ECB の物価目標の定義は「中期的に 2%未満であるがその近辺 (below, but close to, 2% over the medium term)」とされ、このフレーズは市場参加者の中では比較的有名なものとして知られてきた。「2%未満であるがその近辺」とは暗に「2%には届かない方が良い」という思いも含んでおり、この背景にはあくまで「物価は上昇するもの」という警戒感が隠れている。だが、今や先進国を中心として「物価はなかなか上昇しないもの」という問題意識に切り替わりつつある。「2%未満であるがその近辺」という表現が時代に即しているとは言い難い。

そこで物価目標はあくまで対称的 (symmetric) であるという修正が今回は施されている。要は「2%は目指すべき天井ではない」という話で、「2.5%も 1.5%も (2.0%から 0.5%ポイント乖離しているという意味で) 等しくリスクである」という考え方である。この点は上下双方向の乖離について「等しく望ましくない (equally undesirable)」と公表文にも明記されている。こうなると 2.0%を超えたからと言って直ぐに引き締めの対応にはならない。公表文では「This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target」との一文が挿入され、わざわざ上振れケースにも明記がある。従前の定義は「2%には届かない方が良い」という含意だったので、この点を捉えて各メディアのヘッドラインは「物価上振れ容認」とか「物価目標を引き上げ」といった表現になっているのである。

もっとも、ドラギ元 ECB 総裁が 2019 年 6 月の ECB 年次総会で「物価目標の対称性を明確化すること (clarifying the symmetry of our aim)」に言及しており、同年 7 月の政策理事会声明文から symmetry が登場し、継続的に使用されている。ラガルド ECB 総裁も元より symmetry を声明文に配置してきたことを認めている。それゆえ、今回の戦略見直しは現状追認であるという印象は強い。この点、質疑応答時に「この戦略見直しで金融政策運営の何が変わるのでしょうか。対称性の議論は既に織り込まれており、その意味で今回は追認しただけという理解で良いでしょうか」とずばり質している記者が現れている。これに対し、ラガルド ECB 総裁は「たいしたことないという話でしょうか。残念ながら、私はそう思いません。これは大変な変化です (I think it is quite a lot)」と重要性を説いている。確かに、上下双方向の乖離を同等にリスク視する (undesirable と見る) と明記したことでその意図はクリアになった。しかし、実際のところ、それで政策運営が劇的に変わるということもないだろう。

バブルの生成・崩壊を注視か

ところで、大々的に報じられていないポイントとして分析手法が修正されたことも目を引く。これまで

ECBは経済分析と金融分析による「2本柱アプローチ (two pillar approach)」を軸に政策決定を行ってきた。政策理事会後の声明文も経済分析 (economic analysis) と金融分析 (monetary analysis) に関するパラグラフはわざわざ太文字で分かるようになっている。今回の戦略修正では、これら分析に financial analysis が加わるとしている。日本語訳が難しいが、monetary analysis は元々マネーサプライなどを注視していたので今後は貨幣分析と訳し、新しく加わった financial analysis が金融分析ということになるだろうか。厳密には①経済分析 (economic analysis) と②貨幣・金融分析 (monetary and financial analysis) の2本柱ということなる。では金融分析とは何か。具体的には「medium-term price stability from financial imbalances and monetary factors」とあるので、金融不均衡 (financial imbalance)、すなわち資産バブルの生成・崩壊などが物価安定に及ぼす影響を注視するということだろう。もちろん、これまでも monetary analysis の中で資産価格動向は注視されていたはずだが、今回は明文化された。この辺りは如何にもドイツを筆頭とするタカ派メンバーが主張しそうな論点であり、資産市場への警戒が格上げされたという点で、昨今の金融市場の雰囲気を考えれば、タカ派的な修正と言える。

「tolerate」と「target」の違い

なお、質疑応答では「一時的に物価上昇を容認 (tolerate) するというのが、どれくらいのオーバーシュートをどれくらいの時間軸で容認するのか」と質す記者が出ている。これに対しラガルド総裁は「物価目標はあくまで中期的であり、金融政策の発動から物価に影響が及ぶまでのラグや不透明性を踏まえれば、短期的な物価の上下動に対応するのではなく、あくまで中期的な安定を念頭に政策運営を行う」という公表文を要約したような回答を繰り返すだけで言質を与えていない。別の記者は「容認する (tolerating) と目指す (targeting) は全然違うものです。ECBはより高い物価上昇率を目指すのではなく容認するということは、2%からのオーバーシュートが目標ではないということでしょうか」という質問も出ている。これもラガルド総裁は上述の趣旨を繰り返すだけで、有益な情報は見られなかった。今回の物価目標の修正は、厳密に理解しようとすれば、かなり分かり難さを孕む。質疑応答で似たような質問が相次ぐのは、一見してその意図が伝わっていない証左だろう。上述の一連の質疑を経ても、ラガルド総裁が類似の回答を繰り返すために、似たような問答が繰り返され、質問自体が徒労に見えた。

しかし、総じて言えば、今回の修正はハト派的と言って間違いない。旧来の物価安定の定義「2%未満であるがその近辺」ではオーバーシュートの余地が皆無だったのだから、容認 (tolerating) しているのであろうと、目指している (targeting) であろうと、ECBがより物価上昇に寛容な中央銀行に生まれ変わったという事実は残る。漠然とした話しぶりが目立ったラガルド総裁だが、会見中に「from below, but close to, 2% to 2%」と言及しており「これは非常にシンプルで確固たるものだ」と述べている。

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。