

中期為替相場見通し

2022 年 2 月 28 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～変わる円相場の需給構造～

為替市場の概観～地政学リスクよりもやはり金融政策～	P.3
円相場の現状と展望～「成熟した債権国」としての相場観を～	P.5
日本経済の現状と展望～開く内外格差が招く円安地合い～	P.9
米金融政策の現状と展望～オーバーキル懸念と円相場への影響～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～「指値オペ」はヒステリックな円安を招かないのか～	P.12
※補論: SWIFT 遮断にまつわる Q&A～金融政策はスタグフレーションに直面か～	P.15

◆ ユーロ相場の見通し～量的緩和終了と利上げの展望～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～利上げ見通しについて～	P.20
----------------------------	------

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

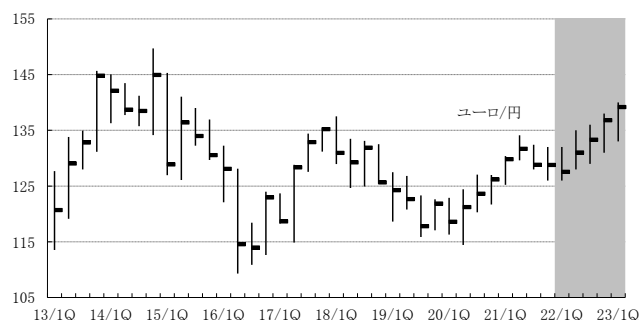
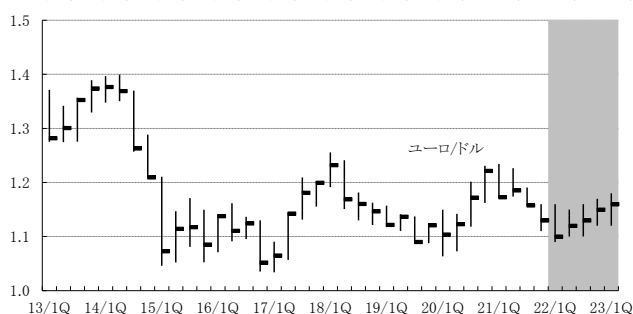
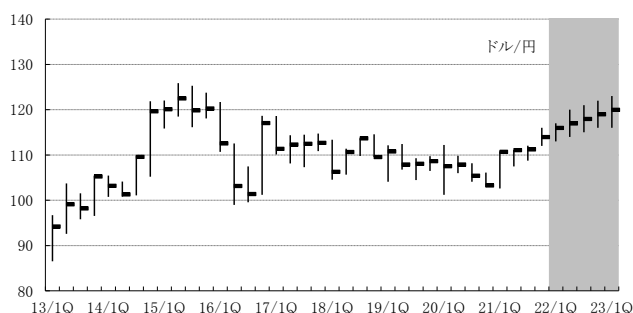
2月のドル/円相場も堅調であった。ウクライナ危機はリスクオフの円買いを多少引き起こしているものの、従前の円安シナリオに修正を迫るものとは思っていない。年初2か月間の相場を見る限り、「利上げができそうな通貨は買われ、利上げが遠そうな通貨は売られる」というシンプルな事実はある程度はつきりしている。相場のドライバーは依然金融政策と考えて差し支えない。主要国の政策金利の推移を見る限り、市場がイメージするほど実際の政策金利格差が開いているわけではない。金融政策の違いが本当に意識されるとしたら、本番はこれからだろう。流動性の高い主要通貨市場において円やスイスフランだけが突出した低金利で据え置かれれば、調達通貨としての役割を強めるはずであり、通貨安圧力の増大に直結する。もちろん、地政学リスクが意識される状況ではそうした投機性の高い取引は盛り上がりにくい。「調達通貨化による円安進行」はウクライナ危機終息が前提のシナリオではある。しかし、円以外の通貨がすべからず利上げに動くというのは円安バブルと言われた2006～07年に直面した構図と酷似するため、見通し策定上、看過できない。短期的な成長率格差という点でも、中長期的な構造変化という点でも、円買いの材料は確実に乏しくなっている事実を思い返したい。

片や、2月のユーロ相場は軟化した。「年内利上げ無し」を既定路線としていたECBの政策運営は確実にタカ派へ傾斜しており、ほぼ確実に無いと思われた年内利上げも今や「有無」ではなく「時期」が争点化している。順当に行けば9月末で拡大資産購入プログラム(APP)が停止され、最速で10月、遅くとも12月に利上げに至るというイメージがメインシナリオである。だが、目下最大のリスクと見られるウクライナ危機に関し、天然ガス供給を受ける当事者でもあるため、どうしてもユーロを積極的に買いにくい地合いである。3月以降の政策理事会で正常化プロセスに係る全体像が鮮明になってくると、貿易黒字を筆頭に需給環境は盤石であることなどを踏まえれば、ウクライナ危機終息となればユーロ相場が復調する可能性は高いが、逆にウクライナ危機が長期化し、天然ガス価格の高止まりが続いた場合、エネルギーコスト主導で域内インフレも収束しない。後者のシナリオの場合、ECBはインフレよりも実質所得環境が悪化し、实体经济が悪化することの方が重く見るのではないかと。結果、ウクライナ危機の長期化は正常化プロセスの挫折とユーロ相場の軟化を招くものになるだろう。アップサイドもダウンサイドもウクライナ情勢に依存しており、短期的にはユーロを手放す誘因は大きくなっている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～2月(実績)	3月	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2023年 1～3月期
ドル/円	113.47 ～ 116.35 (115.52)	113 ～ 117 (116)	114 ～ 120 (117)	115 ～ 121 (118)	116 ～ 122 (119)	116 ～ 123 (120)
ユーロ/ドル	1.1106 ～ 1.1495 (1.1177)	1.09 ～ 1.16 (1.10)	1.10 ～ 1.15 (1.12)	1.11 ～ 1.16 (1.13)	1.12 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.16)
ユーロ/円	127.92 ～ 133.15 (129.15)	126 ～ 132 (128)	128 ～ 135 (131)	129 ～ 136 (133)	131 ～ 138 (137)	133 ～ 140 (139)

(注) 1. 実績の欄は2月28日までで、カッコ内は2月28日の午前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。

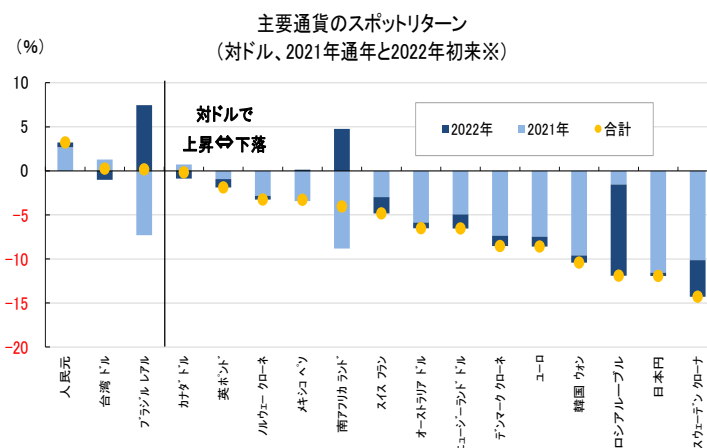


◆ ドル/円相場の見通し～変わる円相場の需給構造～

《為替市場の概観～地政学リスクよりもやはり金融政策～》

主要通貨の強弱関係を概観する

金融市場はウクライナ情勢が最大の関心事となり、現状では FRB の正常化プロセスすらも取引材料から外れているようにも感じられている。しかし、主要通貨の強弱関係を説明するのは相変わらず金融政策に他ならない。図に示されるように、年明けから 2 か月が経過したところでは 2021 年の流れ（≒ドル高）が反転する雰囲気はない。殆どの通貨は過去 1 年に関して対ドルで下落しており、その流れを引き継いでいる。対ドルではっきりと上昇に転じている通貨にはブラジルレアルや南アフリカランドが挙げられる。これらの通貨はインフレ高進に対して複数回の利上げで対応している通貨である。メキシコペソもわずかながら上昇しているが、これも利上げ路線にある通貨だ。この 3 通貨は政策金利水準も高く、本稿執筆（2 月 28 日）時点でブラジルは 10.75%、南アフリカは 4.00%、メキシコは 6.00%である。



(資料) Bloomberg、※22年2月25日まで

対ドルではっきりと上昇に転じている通貨にはブラジルレアルや南アフリカランドが挙げられる。これらの通貨はインフレ高進に対して複数回の利上げで対応している通貨である。メキシコペソもわずかながら上昇しているが、これも利上げ路線にある通貨だ。この 3 通貨は政策金利水準も高く、本稿執筆（2 月 28 日）時点でブラジルは 10.75%、南アフリカは 4.00%、メキシコは 6.00%である。

なお、図に示すように、今のところ過去 1 年に関し、対ドルで最も上昇している通貨は利下げをしている人民元という点に違和感が抱かれる。理由は 1 つではないだろうが、貿易黒字拡大や対内投資増加が理由として挙げられるものの、通貨当局の恣意性も排除できない以上、他通貨との単純比較は難しい。今回は敢えて深追いはしない。G7 通貨に目を移せば、カナダドルや英ポンドはドルと拮抗しており、殆ど動いていない。利上げ間近のドルに対し、英ポンドは既に 2 回利上げをして、カナダも近々に利上げする方針にある。その背景はどうあれ、「利上げできる通貨」に限ってドルと戦うことができているという側面は大いにありそうに見える。そのほか、台湾ドルもドルと拮抗する通貨だが、これは利上げ通貨ではない。半導体を筆頭にハイテク産業を得意とする台湾は中国や米国からの受注が活況を呈しており、2021 年は 11 年ぶりの高成長を記録している。高い経済成長率にベットした買いと理解すべきだろうか。

対ドルで負けている通貨の特徴

一方、2022 年に入ってから目に見えて下落幅を拡げている通貨としてスウェーデンクローナやロシアルーブルがある。利上げに着手し、高金利通貨でもあるロシアルーブルが売られている理由はもはや説明を要しないとして、スウェーデンクローナ売りをどう考えるべきか。これも金融政策を反映したものと考えてのが自然であろう。金融政策の正常化に邁進する上述の中央銀行とは対照的にスウェーデン国立銀行（リクスバンク）は年内の債券保有維持を明言し、現在ゼロの政策金利を 2024 年下期まで維持する方針を掲げている。そのスウェーデンクローナに匹敵する下落幅の円も緩和路線の堅持を対外的に示していることは周知の通りだ。「指値オペ」はその姿勢を改めて印象付けたと言える。昨年来、大きく売られている通貨はやはり利上げの遠い通貨だ。

これはこの 2 通貨以外に当てはまる。資源高が追い風になりそうなオーストラリアドルの動きも冴え

ない。この点、オーストラリア準備銀行（RBA）は量的緩和の終了を年前半に予定しているものの、インフレ率の基調や賃金が抑制されていることを理由に利上げに対しては消極的であり、2023 年以降に利上げ着手との見通しが多い。隣国のニュージーランド準備銀行（RBNZ）は既に利上げに着手しているが、常にオーストラリアドルとの連動性が着目されるニュージーランドドルはやはり連れ安となっている。

そのほかスイスフランも年初来でまとまった幅で下落しているが、これも明らかに金融政策の影響だろう。スイス国立銀行（SNB）は▲0.75%の深いマイナス金利を据え置きつつ、スイスフラン高を抑制する為替介入を従前より継続している。SNB はスイスフランに関し「高く評価されている」と言明し、「拡張的な金融政策を維持する」と言い切っていることから、どうしても通貨は下げやすい。

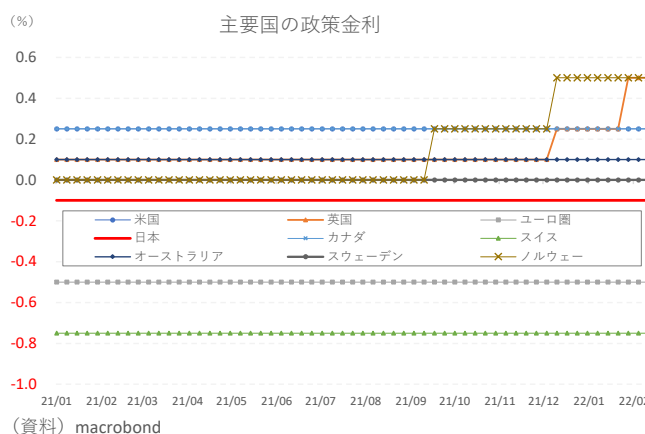
下げているが反転が期待できる通貨も

なお、下落しているが反転の期待できる通貨もある。例えば、ノルウェークローナは利上げ通貨の一角であるが冴えない地合いが続いている。原油価格の騰勢を踏まえれば産油国通貨であるノルウェークローナはもっと評価されても良いように思える。ユーロも反転が期待できる通貨の 1 つに思える。目下、ウクライナ危機という最大のリスク材料の当事者でもあるため、手を出しにくい通貨となっており、やはり下落幅の大きな通貨となっている。しかし、3 月の ECB 政策理事会で量的緩和終了と利上げ着手の全容が見えてきそうであり、元より「世界最大の経常・貿易黒字」という最強の実需環境も備えていることを思えば、今後期待したい通貨の 1 つと考える。下げている通貨の中でも光明を見出せる存在はある。

政策金利に規定される相場

もちろん、為替市場におけるあらゆる通貨ペアの変動を 1 つの論点で説明するのは難しい。しかし、上述のような強弱関係を見る限り、①利上げできそうな通貨は買われる、②利上げに遠い通貨は売られる、というシンプルな事実はある程度ははっきりしているように見受けられる。ブラジルや南アフリカ、メキシコといった国々は利上げしているからといって決してファンダメンタルズが良好とは言えないが、「利上げをしていて金利水準が高い」は現状において大きな買い材料と見なされやすい現状が見て取れる。もちろん、利上

げをしていてもロシアルーブルのように地政学リスクが突出している通貨はやはり敬遠されるし、ノルウェークローナのように動きの冴えない通貨もある。片や、利上げをしていなくても人民元や台湾ドルのように買われる通貨もある。ちなみに、図で示すように、市場でイメージが抱かれるほど実際の政策金利が主要国間で開いているわけではない（ブラジルや南アフリカなどは水準が高過ぎるので図表からは取外して外した）。政策金利相場と言えるような状況が本格化するとしたら、これからが本番ではないか。



円キャリー取引は流行るのか？

この際、既に一部で注目する向きが出始めている円キャリー取引の可能性などは気にしたい。流動性の

高い円やスイスフランだけが突出した低金利で据え置かれれば、必然的に調達通貨としての役割を強めるはずであり、通貨安圧力の増大に直結する。もちろん、地政学リスクが高い中でそうした投機性の高い取引は盛り上がりにくいはずであり、「調達通貨化による円安進行」はあくまでウクライナ危機終息が前提のシナリオである。だが、円以外の通貨がすべからず利上げに動くというのは円安バブルと言われた2006～2007年に直面した構図と酷似していることは今後の見通し策定上は大いに考慮すべきであろう。当時は円キャリー取引ないしスイスフランキャリー取引というフレーズが跋扈したことを思い返したい。もっとも、当時とは異なり、日本にはもはや国内の生産設備が乏しくなっている。円安になっても、それが輸出数量を押し上げ、国内経済にバブルと形容できるほどの過熱感をもたらすことはないだろう。むしろ、資源が高止まりする中で、海外への所得流出が最大の懸念事項として浮上するだけと思われる。

《円相場の現状と展望～「成熟した債権国」としての相場観を～》

再び緩和継続を強調した黒田総裁

2月16日の衆議院予算委員会第一分科会で、黒田日銀総裁は現時点でバランスシートや政策金利の調整を検討する段階ではないと改めて強調した。野党議員（階猛委員、立憲）から「緩和継続が自己目的化している」との批判が見られており、普段は的外れであることの多い野党からの反対意見も、今回は的を射た指摘だったと言える。今や緩和を継続することによって得られるメリットは相当見えにくくなっている。その一方、ただでさえ高い輸入物価が円安で押し上げられるデメリットの方が注目されやすい状況にある。もちろん、金融緩和は円安の一因に過ぎないが、実質実効相場で半世紀ぶりの低い購買力が悲観されている時に、わざわざ緩和継続を強調する行為はやはり理解が難しい。地政学リスクが相まって資源価格が高止まりする今、日本経済にとって最悪のシナリオは制御の難しいヒステリックな円安が起きることだろう。資源高と通貨安の併存は資源輸入国にとって激しい所得流出と同義である。

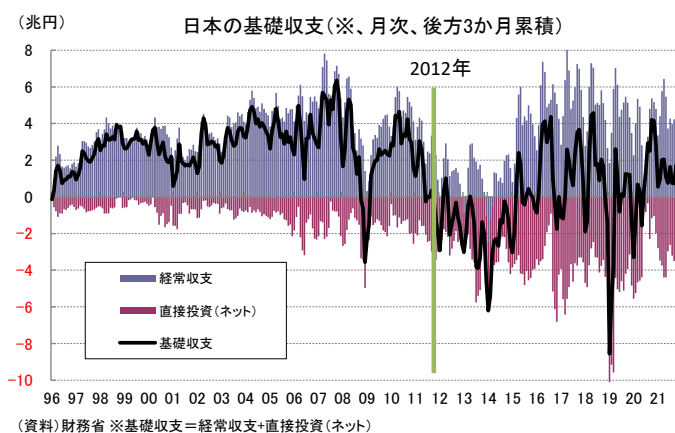
日銀が緩和を修正しても円高になる保証はないが、円安抑止の一助にはなり得る。過去の本欄でも論じたように、市場から円安抑止を催促される格好で政策を調整するのは最悪であり、テーマになる前に少しずつできることを検討した方が賢明と考えられる。今回の答弁で黒田総裁は「現時点で緩和からの出口を検討する段階にない」と明言している。もちろん、「検討していない」とことと「検討しているが言わない」とことは違うので内部では粛々と検討が進められているのかもしれない。ただ、円相場の構造自体がかつてとは大分異なっており、円高への軌道修正自体が自然体ではさほど期待できないことも金融政策運営上、勘案すべき事態になっているように筆者は思う。以下ではその構造変化を議論する。

基礎収支に見る円の構造変化

「円相場の構造自体がかつてとは大分異なる」という事実に着目した場合、やはり貿易赤字の慢性化や対外直接投資の増加といった国際収支上の構造変化が重要になる。周知の通り、円が安全資産とみなされる最大の理由としては「世界最大の対外純資産国」という潤沢な外貨建て資産の存在が持ち出されることが多い。そこで一国の対外資産・負債残高に変化をもたらす計数として基礎収支の考え方がある。基礎収支で純流入が続けば対外純資産は増えやすいし、純流出が続けば対外純負債は増えやすい（資産価格の変化でも変動するのであえて「やすい」という曖昧な表現にしておく）。基礎収支は現在ほど国際資本移動が活発ではなく長期資本と短期資本の判別が容易だった時代、一国の通貨の信用力に大きな影響を与える計数として注目されていた。だが、現在は活発な国際資本移動の下、為替市場の思惑で当該国の

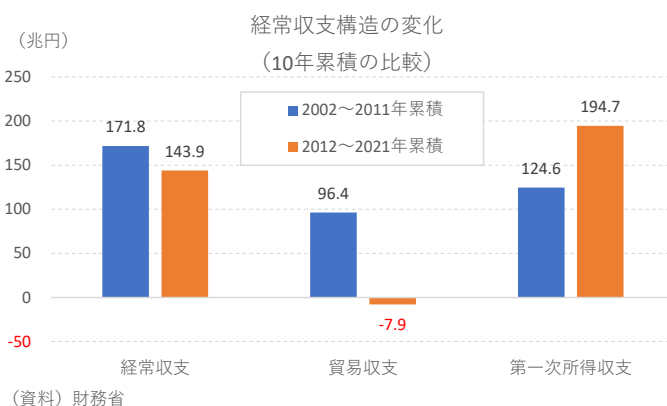
通貨が売られ続ければ基礎収支が健全でも対外支払いが困難になるケースも想定され、基礎収支の意味は時代と共に薄れている。

とはいえ、対外決済能力以前の問題として、基礎収支の姿が従前のそれと明確に変化しているとすれば、当該国にとって無視できない構造変化として注目する価値もある。右図は経常収支とネット直接投資を合計したものを基礎収支と見なし、その趨勢を 1990 年代後半から追ったものだ。一瞥して分かるように、日本の基礎収支は純流入が続いてきたが、2012～13 年頃を境として断続的な純流出に直面している。この間も対外純資産は増え続け、それが世界最大である状況は不変だが、それは外貨を順当に稼ぐという数量要因ではなく円安による価格要因が寄与した部分も相当に大きかったと言える。現に 2013 年以降、円相場はそれ以前のようなパニック的な騰勢に見舞われてはいない。図に示されるように、ネット直接投資の純流出が基礎収支の姿を大きく変えつつある。



「成熟した債権国」としての相場観を

ちなみに基礎収支だけを見ると経常黒字の水準はさほど変わっていない。これは貿易黒字が消滅した分、第一次所得収支が増えているからであり(図)、国際収支発展段階説における「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ着実に歩を進めた格好である。次に到来する段階は「債券取り崩し国」であり、貿易収支の赤字に加え、第一次所得収支も赤字へ向かい、代わりに海外からの資本流入に依存するという姿である。もちろん、そうなる



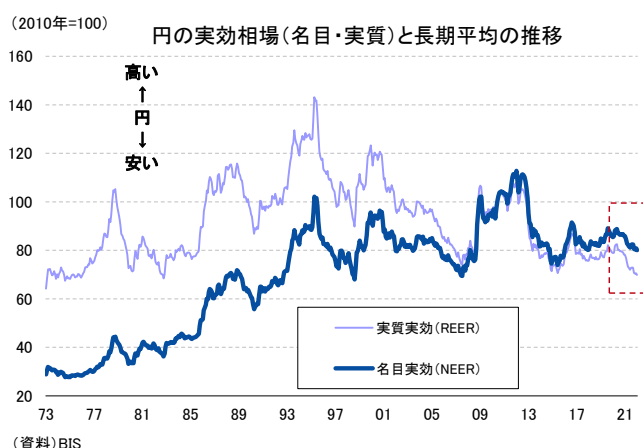
までの時間軸は長く、10 年程度の時間軸と共に確認する変化だろう。しかし、「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ段階が進んだ時点で、アウトライトの円買いをもたらす貿易黒字はなくなっており、第一次所得収支の黒字の多くが円転されずに外貨のまま保留されるという実務的な事実がある。

このような変化を踏まえれば、「円高への軌道修正自体がもう自然体ではさほど期待できない」という円に対する相場観は政策当局として危機感と共に抱かれても良いだろう。眼前で起きている資源高が脱炭素社会に向かう中での構造的な変化だと言われていることを思えば、済し崩し的に「物価が上がっていないから緩和を続ける」と言い続けるのではなく、資源輸入国の通貨である円の価値にも配慮しながら、財政・金融政策は調整されていく発想も必要に思えてくる。

「黒田ライン」突破と「50年ぶりの円安」

以上のような相場観と整合的ではあるが、2月17日、国際決済銀行（BIS）から公表された1月分の実質実効為替相場（REER、narrow ベース）は69.81と1982年10月以来、約40年ぶりの安値を更新した。しかし、1973年や1974年の平均が69.8～69.9程度なのでヘッドラインでは「50年ぶりの円安」との表現が躍っている。ちなみに比較可能な時系列が短くなるが、より多数の通貨を対象とした broad ベースでは67.55と過去最低を更新していることも目を引く。REER

（narrow ベース）の低水準に関しては2015年6月の70.64が一部で「黒田ライン」と呼ばれ注目されていた。これは2015年6月10日にドル/円相場が125.86円とアベノミクス下での最高値をつけた時期であり、同日の衆議院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語ったことに由来している。今や REER は黒田ラインを▲1%以上割り込んでいる。7年前、総裁自らの口から「ありそうにない」と言われた事態が進行中なのである。



名目と実質の格差が最大に

なお、ドル/円相場の最高値に関し、2015年6月は125.86円、2022年1月は116.35円であり、名目為替レートに関して言えば10円近くも現在の方が円高である。既に見たように、名目実効為替相場（NEER）ベースの円安は穏当なものにとどまっている。具体的に長期平均（20年平均）と比べた場合、2022年1月のREERは▲19.3%過小評価されているが、NEERは▲6.9%にとどまっている。REERとNEERの差は諸外国との物価格差なので、ここからは海外と比較した日本のデフレーション状況が著しい現状が見て取れる。日本の物価情勢が芳しくないことは元々の話ではあるが、REERとNEERの格差がここまで開いたことはない（図）。



こうした状況に至った背景は明確だ。世界の景気循環が均質化している現代において過去1年は日本だけがマイナス成長を繰り返した。その理由はこれまで何度も論じているが、日本特有の情緒的なコロナ対策の結果としか言いようがない。2021年、欧米は潜在成長率の倍速以上で成長したのに日本だけそうならなかったのは、海外に対して入国規制、国内に対して行動規制が慢性化し、消費・投資意欲を抑圧されてきたからだろう。必然的に「経済の体温」である物価に関し、日本とそれ以外の国で差は開く。

もちろん、諸外国は程度の差こそあれ、物価上昇に順じる格好で賃金も伸びている。ということは、今後、ドル/円相場などに象徴される名目相場の水準がどうであれ、実質相場の停滞を背景に日本が国際貿

易の世界において「買い負け」することが懸念される。実際、魚介類や肉類の買い付けにおいて中国に競り負けるといったニュースは近年散見されるようになってきている。世の中はドル/円相場の水準に着目しがちではあるが、REER の下落も日常生活に多大なる影響を持つことは忘れてはならない。いや、むしろ名目のドル/円相場が動意を失っている以上、為政者は REER を注視した方が賢明ではないかと思える。

アフターコロナでは日本のサービスを買いに来るはず

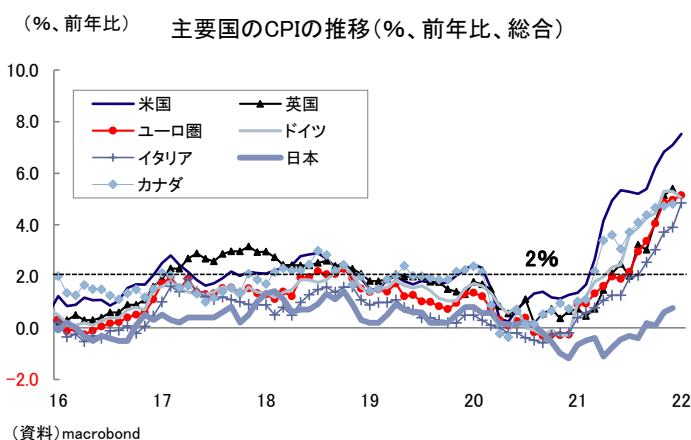
なお、「REER が安い」という事実は今後、海外から日本へやってくる人々が目にする価格設定が相対的に安く感じることも意味する。言い換えれば、REER が大幅に下がったことで「コロナ以前と比較して購買力が著しくパワーアップした人々が海外からやってくる」という状況が到来することになる。これを「観光立国化の起爆剤」と捉えることは可能だが、同時に「安い日本の始まり」と捉えることも可能である。いずれにせよ「コストが安い」という事実は重要な競争力の源泉であることは間違いないのだから何とか「安い」状況を活かして日本経済の復調を図るしかない。そのように考えると非科学的な措置だと批判されてきた入国規制の在り方などは長期的なビジョンに欠ける愚策であったと言わざるを得ない。

元より人口が減少傾向にあり、資源も持たない日本は海外から人やモノを受け入れない限り、活路を見出すことはできない。より長い時間軸で見通した場合、「安い日本」に魅力を覚えて海外から人・物・カネが集まってくるようになれば、いずれ経済・物価情勢も上向き目も出てくるであろう。しかし、国内に対し行動制限、海外に対し入国規制を決め込んでしまっていては需要が喚起される道が全く見出せない。

「経済より命」の代償

繰り返しになるが、「経済より命」という大義の下で取られている過剰な防疫政策の結果が低成長ゆえの低物価に繋がり、REER の下落に直結しているという事実は否めないものがある。2月、新型コロナウイルス感染症対策分科会（以下コロナ分科会）が出口戦略の可能性を示唆したことに関し、筆者は国政選挙を控える現政権の下ではまず無理だろうと述べた。この点、岸田首相は新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けを現在の「2類相当」からインフルエンザ並みの「5類」へ引き下げるかどうかを問われ、案の定、「このタイミングで分類を変更するのは現実的ではない」と述べている。高確率で第6波の記憶も新しいうちに第7波を懸念して類似の騒ぎが起きる可能性が非常に高いと言わざるを得ない。

それが高支持率に直結する事実はもはや動かしようがないものの、そうした政策運営により他国との成長率や物価の格差は一段と開くことになる。欧米は経済正常化を優先するのだから、元々日本を凌駕していた物価はさらに上伸することになる（図）。当面は金利差拡大を理由とした名目ベースの円安は元より、物価差拡大を理由とした実質ベースの円安圧力が時々刻々と蓄積することが見えている。上述したように、資源を筆頭に、あらゆる



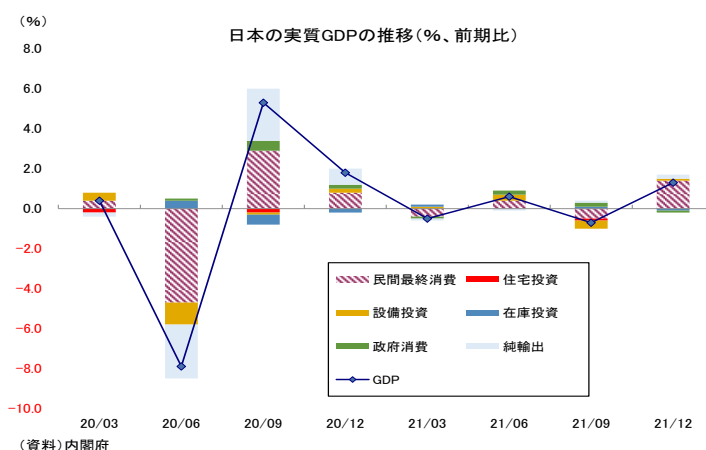
シーンで日本が諸外国に対して「買い負け」していることが伝えられる可能性も高い。「経済より命」という短期的には耳あたりの良い防疫政策によって日本経済が中長期的には失うものは非常に大きいよ

うに思えてならないが、人口動態上、目先のリスクを回避することに徹する高齢化社会では受け入れるしかない運命なのだろうか。世論は難しいとしても、金融市場のアラーム機能を通じて為政者が経済正常化に舵を切ることを切望するばかりである。

《日本経済の現状と展望～開く内外格差が招く円安地合い～》

垣間見えた行動規制の威力

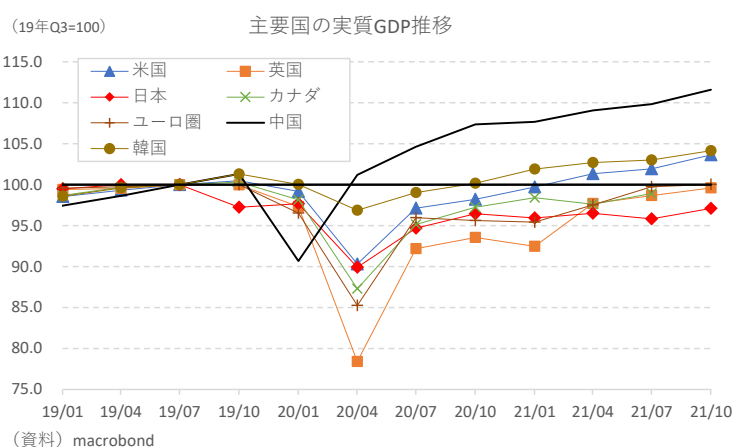
2月15日、内閣府が発表した本邦10～12月期GDP（1次速報値）は物価変動の影響を除いた実質の季節調整値で前期比+1.3%、前期比年率+5.4%と2四半期ぶりのプラスを記録した。10～12月期は新型コロナウイルスの感染拡大が抑制され、殆どの行動制限が解除されていた期間である。需要項目別に見ると、前期比+1.3%のうち、民間最終消費が+1.4%ポイント、より具体的にはサービス消費が+1.1%ポイントと大宗を占めている。行動制限の影響



を最も受ける宿泊や飲食などを筆頭に10～12月期のサービス産業が活況を呈したことは想像に難くない。要するに「行動規制がなければこのくらいの消費・投資意欲が期待できる」ということを示した結果と言える。同時に行動規制が復活した1～3月期はこの正反対の結果が出るはずであり、マイナス成長への回帰を予想する声もある。安易な行動規制は大した感染抑止効果もない一方、確実に成長を犠牲にすることが見えており、経済的にはリスクとリターンが全く見合っていない。しかし、政治的には「支持率が崩れない」というはっきりとしたリターンがある。今回の波が収まっても、日本だけは同じことを繰り返すと筆者は予想しているし、そうした理解の下で為替予想を作っている。

主要国のGDP比較

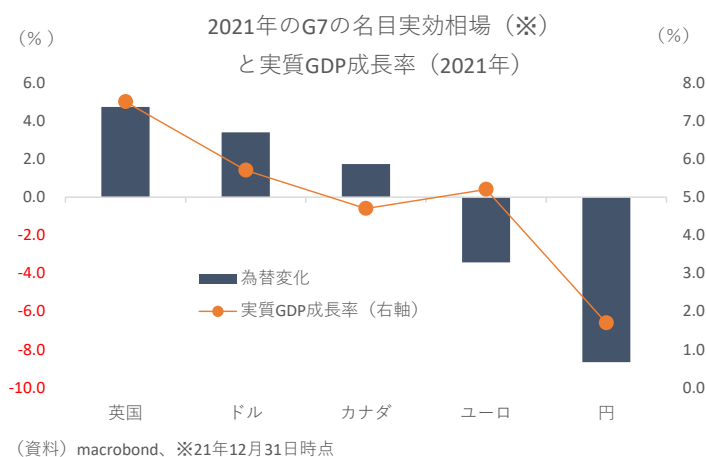
これで主要国の10～12月期GDPが出揃ったことになる。実質GDPの水準に関し、パンデミック直前（2019年10～12月期）と2021年10～12月期を比較した場合、米国では約+3%上回っており、ユーロ圏では概ねイーブン（+0.03%）まで回復している。そのほかドイツは▲0.5%、フランスは+0.9%、英国は▲0.4%とまちまちだが、概ねコロナ前水準に肉薄している。この点、日本も▲0.2%まで迫っており、大差ないように思える。だが、日本にとってコロナ直前とは2019年10～12月期ではないことに注意が必要である。



日本の 2019 年 10～12 月期は消費増税と多数の死者を出した台風 19 号（共に 2019 年 10 月）の影響で前期比▲2.8%と約 11 年ぶりの低成長を記録した時期である。この時点の水準に戻ることを「正常化」と表現するのは適切ではない。そこで 2019 年 7～9 月期を基点として主要国の実質 GDP の推移を見たものが前頁図となる。2019 年 7～9 月期と比較すれば、2021 年 10～12 月期は▲3%程度下振れている。図示されるように、日本の劣後はかなりはっきりしたものだ。これが為替・株式市場で見え隠れする「日本回避」の一因と考えたい。

恐れているものが違い過ぎる日本と世界

為替市場は成長率の仕上がり通貨の強弱を規定するほど単純な世界ではない。しかし、パンデミック下ではその単純さが概ね成立している（図）。今や、日本以外の G7 諸国は全て「行動制限よりも経済正常化→実質 GDP 成長率の復元→供給制約もあって物価は上昇→賃金も上昇→金融政策は正常化」の経路に入っており、各通貨は実効ベースで押し上げられている。上述したように、既にパンデミック以前の GDP 水準を回復している海外経済と、約 3%も縮んでいる日本経済では見えている景色が違い過ぎる。



実体経済が違い過ぎるため、抱く問題意識も必然的に異なる。現在、世界が最も恐れているのは「インフレが制御不能になること」であり、これに対して「一刻も早く金利を上げたい」という意欲が滲み出ている。ゆえに、円以外の通貨の強弱は各国間の成長率やそれに伴う金融政策格差を慎重に比較して見極める必要がある。例えばユーロ/ドル相場に関して言えば、未だ正常化プロセスの織り込み余地が大きいような ECB とそうではない FRB の力関係は今後の展開が読みづらい。また、ポンド/ドル相場に関しても、正常化プロセスの先頭を行くイングランド銀行とこれを追走する FRB をどのように比較検討すべきなのかという問題がある。インフレ高進という共通の問題意識を持ち、経済・金融情勢が出口に向かおうとする通貨同士ではその強弱関係も予想が難しい。

一方、日本が最も恐れているのは依然「新規感染者数が増えること」であってインフレではない。恐らく今の波が終わっても「第 7 波」の兆しが見られれば、日本は過去 2 年と同じことを繰り返すだろう。好調だった 10～12 月期 GDP が示すように、同時期には感染が殆ど抑えられていたが、結局病床拡充など抜本的な措置は取られなかった。この時期に取られなかったのだから今後も期待すべきではない。この点、2 月にはコロナ分科会が出口戦略の検討を始めたとの報道も見られるが、期待は持つべきではない。コロナ分科会を実質的に司る政府・与党が「厳格なコロナ対策が支持率を高める」という思惑で意思決定を下すという状況に変化が見られない以上、現状が大きく変わるとは思えないからである。この部分が根本的に変わらない以上、従前と異なる展開はどうしても期待しづらい。それはゼロリスクを志向する日本社会の気質にも関わる話であり、だからこそ変化は難しいと考える。

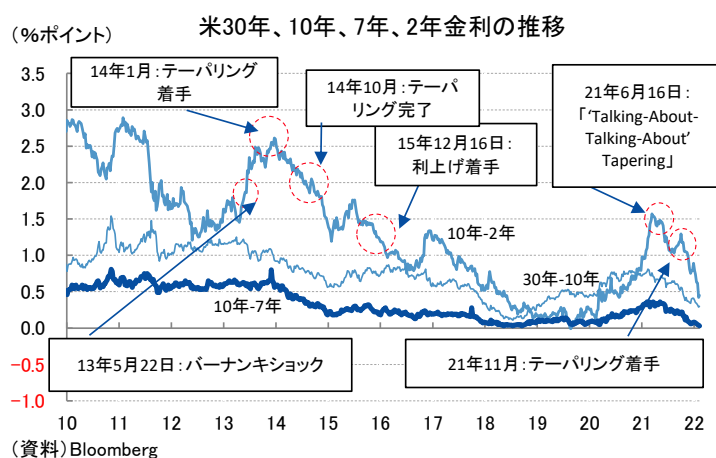
円安進行による痛みで為政者は変わるか

既に論じているように、この状況を打破できるのは円安進行による痛みしかないように思える。諸外国とここまで差がついている GDP の状況はどう考えても日本固有の挙動が関連しているし、実質実効相場 (REER) ベースで円の価値が史上最低まで落ち込んでいることも同様である。「①GDP の弱さ→②円安→③インフレ→④景況感悪化」という状況が極まれば、「厳格なコロナ対策で支持率が上がる」という思惑も薄れ、「コロナ対策よりも経済正常化が重要」という意識変化が為政者にも起きるのではないかな。いや、もはや日本経済の突破口はそれくらいしか考えられない。

《米金融政策の現状と展望～オーバーキル懸念と円相場への影響～》

「開始前から終盤」の正常化プロセス

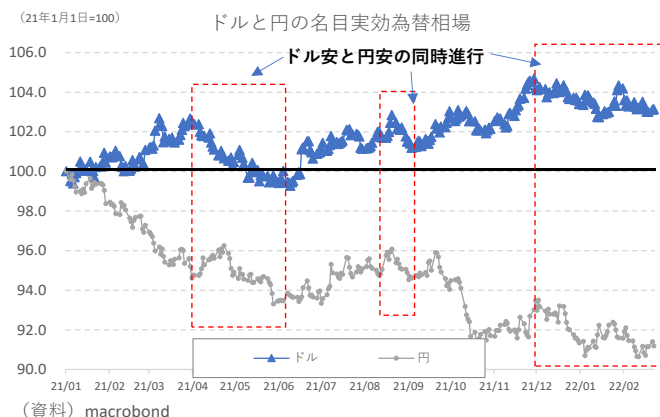
2 月 10 日、米労働省が発表した米 1 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+7.5%上昇と同+7.0%の 12 月から加速し、1982 年 2 月 (7.6%) 以来、39 年 11 か月ぶりの伸び幅を記録した。3 月 FOMC について回る+50bps 利上げの可能性については 3 割弱が割織り込まれており、米 10 年金利も断続的に 2.0%台に乗せている。タカ派一辺倒の FRB の情報発信を受けて金融市場の抱くオーバーキル懸念は強まるばかりであり、本稿執筆時点では 10 年-7 年金利



金利のフラット化が完了している。30 年-10 年、10 年-2 年などのスプレッドも着実に潰れており、まだ 1 回も利上げしていない事実を踏まえると、正常化プロセスは「開始前から終盤」という印象も抱かれる。この状況から 4 回、5 回と順調に利上げを重ねていけるイメージはどうしても抱きにくく、引き続き本欄では 2022 年の利上げは 3 回 (3・6・9 月) にとどまると見ている。しかし、3 月の 1 回目が 50bps であれば 25bps にして「4 回分」という可能性は残るだろう (この可能性もウクライナ危機を受けて相当小さくなっているように見受けられるが)。年金運用の根強い需要が見込まれる 30 年金利は 2.0~2.2% で安定推移しており、10 年金利がこれを超えることがないとすれば、もはや米金利上昇を材料にしたドル買い局面も終盤に差し掛かっていると言える。

円売りの材料は米金利から米株へ?

だが、米金利のピークアウトは円安見通しの終わりを意味するわけではない。過去 1 年の為替市場では「ドル安でも円安」というケースは頻発しており (図)、それは現下の円安が日本売りという色合いを帯びている証左だと筆者は考えている。もちろん、正常化プロセスの頓挫や米金利の反転はドル/円相場の上昇スピードを抑止する可



能性はあるが、円高基調を根付かせるには至らないだろう。さらに言えば、正常化プロセスの頓挫は金利低下を通じて米株高に直結する可能性がある。それ自体がリスクオンムードを強めるのであれば、結果的に円売りが強まるという展開も考えられる。

米株の値動きは実質金利のそれに規定されることが注目されているが、例えば米10年金利と米インフレ期待（10年物BEI）が共に2.0～2.2%以下で推移しそうな情勢を踏まえれば、ここまで続いてきた米実質10年金利の上昇もゼロ%前後でピークアウトすることになる（図）。それは株を筆頭とする高リスク資産にとっては再び好ましい金利環境である。こうした局面では円売りが優勢になることが多いのは周知の通りだ。



元より筆者は「根拠薄弱なコロナ対策→日本の成長率劣後→日本回避」が円や日本株の低迷に通底する事実と考えているため、FRBの正常化プロセスにブレーキがかかっても円高シナリオに切り替えることは考えていない。円売り材料が米金利から米株に切り替わるシナリオは十分ある。

《メインシナリオへのリスク点検～「指値オペ」はヒステリックな円安を招かないのか～》

指値オペ、金利水準より為替水準に課題

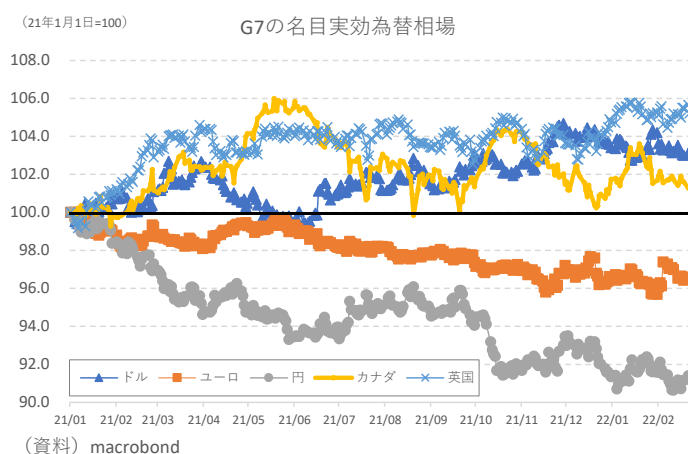
2月は世界的な金利上昇圧力に押されて、日本国債の金利も押し上げられる場面が見られた。日本国債の10年金利は0.20%台に乗せ、イールドカーブコントロール（YCC）の許容上限と見られる0.25%に接近した。この動きに対し、2月14日、日銀は0.25%の指値で無限に国債購入を行うオペ（以下指値オペ）を実施し、金利上昇を抑制してみせた。しかし、指値オペを使わずとも金利上昇は時間が解決したのではないと思われる。2月に見られている円金利上昇の背景には銀行部門を筆頭とする本邦機関投資家において期末ゆえに抱える事情もあると推測される。海外金利急騰によってリスク許容度が損なわれている投資家は相応に存在するだろう。普段ならば「買い手」に回るべき主体が季節的な理由もあり動けないという事情もありそうだ。よって、指値オペの有無が円金利の水準に持続的な影響を与えると筆者は思っていない。だが、指値オペを乱発した場合、気になるのは金利よりも為替の水準ではないかと思う。

本欄では穏当な円安進行を予想するものの、激しいボラティリティを伴い、政府・日銀が対応に窮するほどのヒステリックな展開までは想定していない。そのような事態に陥る一端として世界の潮流に抗するような「指値オペ」の乱発は懸念している。

債券の代わりに為替や株が売られるだけ

言うまでもなく「金利が上がったら無限介入で押さえて貰える」という思惑が先行する債券市場は健全ではない。その猜疑心は金融政策による価格統制が及ばない為替市場や株式市場において円売りや日本株売りとなって現れる恐れがある。実際、昨年来の金融市場では円金利が落ち着く一方、円や日本株のパフォーマンスは国際的に見て明らかに劣後してきたが、「債券で表現できないことを為替や株で表現している」という部分はないだろうか。この点、筆者は「日本回避」がテーマ化していると論じてきた。

前述してきたように、慢性化する根拠薄弱な入国規制や行動規制は明らかに日本経済の活力を奪っている。2月7日付の日本経済新聞朝刊では『『コロナ鎖国』で日本離れ』という率直な見出しと共に日本に見切りをつける外資系企業の動きが報じられたが、こうした動きは既に金融市場では先行して起きていたと言える。過去1年間で名目実効円相場が▲6%以上も下がったり、G7の株価指数で唯一前年比を割ったりするのはやはり日本固有の要因が悲観されていると考えるのが自然であろう



(図)。例えば、世界的に株価が下落したとは言っても、他の G7 諸国は前年比+10%以上の上昇幅を残しており（2月23日時点）、前年比横ばいないし下落の日本とは大分距離がある。資源高や変異株による感染拡大といったグローバルなテーマは日本株低迷の言い訳にならない。あくまで日本固有の要因が嫌気され、自由に売買可能な円や日本株にその思惑が出ているだけではないかと思われる。

急性的なダメージは回避も、慢性的なダメージが蓄積

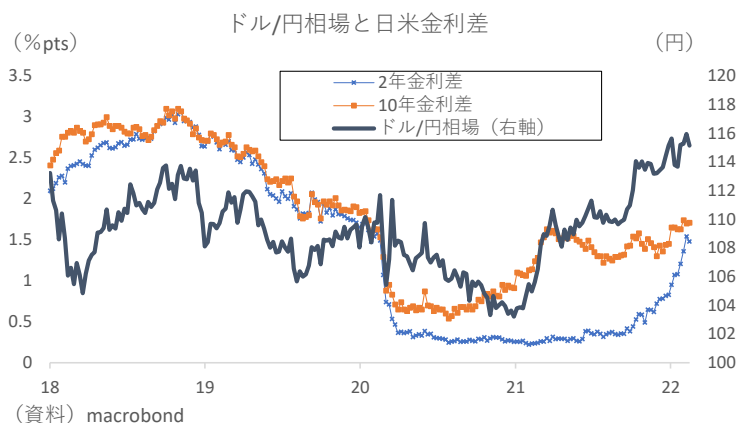
本来、こうした危うい政治・経済の状況に対しては金利上昇（債券価格の下落）こそ最も音量の大きな（最も実体経済を痛めつける）アラームになるはずだが、指値オペがある以上、このアラームは機能しない。結果、為政者が実体経済にまつわる危機感を抱きにくい状況が続く。だからこそ漫然と入国規制や行動規制を発動できるとも言える。金利急騰で国内の消費・投資意欲がダメージを受ける状況で現行の引き籠り政策を貫くのは難しいだろう。しかし、金融政策の効果で金利上昇による急性的なダメージは押さえられるとしても、現在の厳格なコロナ対策を続ける限り、消費・投資意欲が停滞し続け慢性的なダメージが蓄積されていく。結果、内外格差は開くばかりになる。P.9の前掲図に示すように、コロナ前の GDP 水準を未だに回復できていない先進国は日本くらいであり、稀な存在である。

厳格なコロナ対策の結果が現状の冴えない経済・金融情勢なのだという危機感を為政者が感じ取れないければ、慢性的なダメージの蓄積は続くしかない。支持率低下などの世論が政策修正を強いるアラームになるのが一番早いのだが、保守的な高齢者層が多いという人口動態要因なのか、元々の国民性なのか定かではないが、厳格なコロナ対策が経済の活力を奪っても、政権を支持する向きは未だに多い。

アラームの役割は円相場へ

かかる状況下、アラームの役割は円相場に託されていると筆者は思っている。株価の持続的な下落も本来政治的には受け入れがたいはずだが、「株主資本主義からの転換」を標榜する岸田政権下では大したアラームにならないだろう。そもそも日本の家計金融資産の10%未満しか株式は保有されていないという事実もある。だが、為替の乱高下は国民生活と密接な関係を持つ。名目・実質双方のベースで円安が進むことは徐々に大きなアラームとして作用するだろう。今後も断続的に行使される可能性がある指値オペは確実に0.25%で10年金利の上昇を止めるだろうが、そうした政策運営が余計に円売りを焚きつける恐れがある。それは円安シナリオをメインとする本欄にとっても想定外のリスクとして警戒したい。

この円売りには 2 つの理由が考えられる。1 つは金利差拡大からの円売り、もう 1 つは「日本回避」という思惑の強まりからの円売りである。前者が意識されることは避けられまい。10 年金利差は元より、足許では 2 年金利差も急拡大しており、類似の展開は対ドイツ金利でも見られる。他国が利上げ着手を示唆する中で人為的に金利を押さえるという行為は当然、複数通貨に対する円売りを引き起こすだろう。



もっとも、そうした内外金利差拡大に応じた円売りは短期的な動きかもしれないが、より長期的かつ構造的な視点として「この期に及んで緩和を継続しようとする日本」への猜疑心が円売りを誘発する可能性は警戒したい。繰り返しになるが、本来、債券市場は金利の上下動を通じて当該国の経済・金融情勢を映し出すものだ。欧州債務危機などで見たように、債務の返済可能性に疑義のある国は金利上昇を通じてその状況にアラームが鳴らされる。だが、日本ではそのアラームが政策的にオフにされており、市場の思惑は反映されない。日本の政府債務の持続可能性はここで議論しないが、市場は分からないこと、不透明なことを最も嫌う。インフレ高進がテーマになる世界で長期金利を無理に抑制する行為は市場にとってストレスであり、そのストレスは株や為替などで発散されやすくなるのではないかと。既に論じたように、過去 1 年で近いことは起きている。こうした基本認識の下、筆者は指値オペの慢性化は円売りの引き金を引く行為として懸念している。

指値オペは逆に緩和終了を早める可能性

しかし、「指値オペの慢性化」の先には緩和の早期終了が待っている可能性が高い。というのも、円安が進めば輸入物価経由の物価上昇が確実に市井の人々の生活を直撃する。日本の賃金・物価は上がらず、海外のそれは急騰しているので実質ベースでは名目ベース以上に円安が進む。そこに資源高も重なるので生活実感は確実に悪化するだろう。それでも岸田政権の支持率が厳格なコロナ規制を支持して高止まりするなら政治的には耐えられるが、流石にそうはならないのではないかと。「悪い物価上昇」や「悪い円安」といったフレーズが生活実感の悪化に直結し、支持率を下げ始めた時、政治は無視できなくなる。必然的な帰結として金融政策も調整を迫られるのではないかと。

もっとも、「為替を理由に金融政策が動いた」という実績は金融市場の抱く「催促すれば貰える」という投機的思惑を強める懸念がある。円高に逐一对応した白川前体制の日銀が執拗にカード（緩和手段）を奪われていったように、円安に対応してくれると思われれば市場は円売りで攻め続け、引き締めカードを求め続けるだろう。真っ当に考えれば YCC における操作対象年限の短期化（10 年→5 年）などで円金利全般を押し上げる行為が最初の一手として考えられるが、それで急場を凌いだとしても次は「マイナス金利解除」を市場は求めるだけだろう。挙句、プラス圏での利上げまで求められるかもしれない。

金融政策が為替市場の期待に付き合うと際限がない。そこまでの展開を想定するのはまだ先の話としても、足許の金利上昇圧力に対して指値オペを乱発してしまうと、円安を通じて逆に日銀が緩和路線を貫くのが難しくなるという未来もあり得ることは念頭に置いておきたい。

《※補論: SWIFT 遮断にまつわる Q&A～金融政策はスタグフレーションに直面か～》

SWIFT 遮断についての論点整理

ウクライナ侵攻を仕掛けたロシアに対する西側陣営による制裁措置の「最後の一手」として、SWIFT（国際銀行間通信協会）遮断が遂に実行される運びとなった。「金融の核兵器」（ルメール仏財務相）とも形容される SWIFT 遮断は影響度が極めて大きく、とりわけドイツ、イタリア、オーストリアといった欧州主要国が反対してきた。例えばベアボック独外相は「鋭い刃が、必ずしも賢明な手段ではない」と慎重姿勢を明言していた。しかし、ロシア軍の首都キエフ侵入、停戦交渉打ち切りなどが報じられる中、2月26日、反対していた欧州主要国も強硬姿勢に転じ、合意に至ったようである。なお、SWIFT 遮断とは異なるが、ポーランド・リトアニアの両首脳がベルリンに乗り込みショルツ独首相を説得してウクライナへの武器輸出を説得したという一報もある。歴史を知るほど驚きの一幕である。

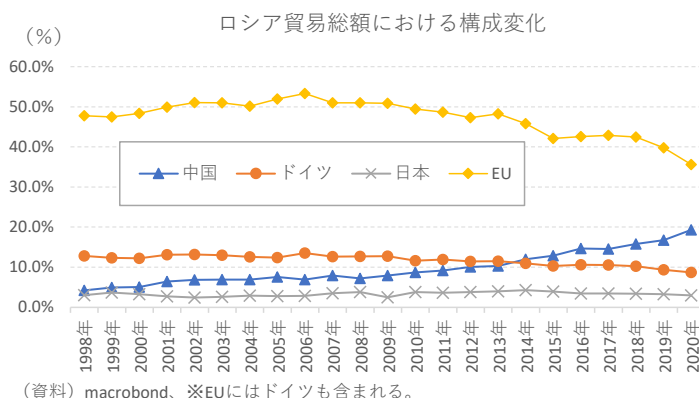
非情な話だが、金融市場は戦争それ自体を着目しているわけではない。戦争に付随して発生する経済・金融情勢の変化、具体的に言えば両陣営における制裁の応酬が如何なる影響を持つかを着目しているのである。その意味で金融市場が最も警戒するのはキエフ陥落の一報よりも SWIFT 遮断だったと言っても過言ではない。以下では最も照会の多い点に絞って整理しておきたい。

Q1 : SWIFT 遮断、最大の影響は？＜ロシア側＞

A1 : SWIFT 遮断の影響はロシアとそれ以外で理解を整理する必要がある。ロシアにおいては通貨危機、ロシア以外においては資源価格の上昇が警戒される。

まず前者から見ておきたい。通貨危機という言葉が指す範囲は非常に広く、当該国通貨の価値が短期的かつ急激に毀損した場合に起きるネガティブな経済現象全般を想定した総称と言える。SWIFT 遮断がもたらす最大の効果は遮断された国で「外貨が取れない」という事態が発生することである。いくら原油や天然ガスや穀物を海外で売り上げてもその外貨建ての売上がロシアに還流する道筋（SWIFT）が今後は断たれる。現状、

ロシアとの貿易取引までが禁止されているわけではないが、対価の受払ができない以上、貿易取引も早晚行き詰るだろう。また、海外からロシアに対する証券投資・直接投資といった資本取引も断たれる。こうして貿易・資本取引が完全停止するので、為替市場においてロシアルーブルは圧倒的に売り超過になる。そうなる未来が確実に見えているので、現時点でロシアルーブルを保有している経済主体は売り一択である。貿易に関しては、具体的な数字を見ればイメージが湧きやすい。2020 年に關し、ロシアの貿易総額は約 5600 億ドルと名目 GDP（1.45 兆ドル）の 40%程度を占める。過去 20 年余りでロシアの貿易相手国に占めるシェアは EU から中国へ徐々に軸足が移りつつあるが（前頁図）、それでも EU に米国や日本との貿易総額を合わせ見ればロシア貿易の 40%以上になる。ドル、ユーロ、円といった G3 通貨の取引が止まれば、これを決済通貨とする貿易取引もほぼ止まる。名目 GDP の 16%程度（ $\approx 40\% \times 40\%$ ）がごっそり抜け落ちれば、その影響は甚大なものとなる。



要するに、SWIFT 遮断は金融版の「兵糧攻め」である。SWIFT が使えなければお金が流れないので、海外との資本取引は元より、貿易取引も滞る。仮に SWIFT を迂回する手段があったとしても、暴落した本国通貨では満足な価格・量で取引することができない。結果、海外から入ってくる物資は価格が高く、量も少なくなりやすい。国内では供給不足で需要超過が慢性化するので需給もひっ迫する。結果、「不況下の物価高」すなわちスタグフレーションの様相が強まるため、恐らくロシア国民は戦争を仕掛けたプーチン政権への不満を募らせるだろう。現状、SWIFT 解除にはプーチン政権が交代するくらいしか考えつかず、ともすれば「革命」という言葉もそのうち視野に入るかもしれない。

ちなみに、2012 年にはイランの核開発疑惑に対して SWIFT 遮断が決断され、同国は石油輸出による潤沢な外貨収入を受け取れなくなった。これが 2015 年の「イラン核合意」に繋がったと言われる。ロシアに対してもこうした大きな制裁効果が期待されるが、後述するように「返り血」も大きい。

Q2 : SWIFT 遮断、最大の影響は？＜非ロシア側：西側陣営＞

A2 : ロシアが直面するほど悲惨な展開にはならないが、SWIFT 遮断が「核兵器」と例えられる以上、それを使った側にもダメージが及ぶ。これも多岐にわたるはずだが、主に①資源価格が騰勢を強めること、②別の決済網勃興の契機になることの 2 点は挙げられる。

真っ先に想起されるのが①だ。上述したように、ロシアは資源を海外に販売しても売上が還流しないのだから、当然、ロシア側も商売の手を止めるだろう。輸入国からすればロシアから資源を調達する目途が立たなくなる。ただでさえ逼迫していた需給は逼迫し、資源価格は騰勢を強める。SWIFT は世界のドル建て取引のほぼ全て握っている。ということは、原油・天然ガスに限らず、小麦などの食料もドル建て取引なので影響を受ける（ちなみに小麦の輸出でロシアは世界 1 位、ウクライナは世界 5 位）。食料も含めた広い意味での資源価格が高止まりする懸念が強い。もちろん、こうした動きが家計部門の生活コストに跳ね返るまでには数か月のラグがあるだろうが、徐々に、しかし確実に実質所得環境を蝕んでいくのは確実である。こうした制裁の副作用こそ西側陣営が SWIFT 遮断に踏み切れなかった最大の理由と言って良いだろう。裏を貸せば、この副作用を緩和する妙手があるから SWIFT 遮断に踏み切ったと考えるのが自然なのだが、それに関連する報道は今のところ見出せない。

なお、資源価格の高止まりで最も影響を受けるのは欧州であり、だからこそ SWIFT 遮断への強い反対があったわけだが、欧州が直面する問題は資源の話だけではない。そもそもロシアに進出する外資系企業においても、やはり欧州系が多いため SWIFT 遮断は自傷行為と見なされやすい事情もあった。もちろん、欧州に限らず、日本も自動車を筆頭にロシアに進出する企業は多く、SWIFT 遮断による「返り血」は相当覚悟しなければならないが、欧州はその範囲が相当程度広いことが想定される。また、企業だけではなくロシアにいる留学生や真っ当な市民団体も資金を受け取れなくなる。2017 年に北朝鮮、2012 年・2018 年にイランを SWIFT から遮断しているが、ロシアほどの大国が対象となると民間部門への影響度が比較にならないほど大きいため、過去の経験則を元にして有効なシナリオ立てをするのが難しい。

Q3 : SWIFT 遮断、最大の影響は？＜非ロシア側：西側陣営以外＞

A3 : 次に②別の決済網勃興の契機になるという可能性だ。そもそも米国に対抗したい勢力（ロシア以外では中国や中東など）にとって「SWIFT の代替手段獲得」は永年の課題だった。ロシアは 2014 年のクリミア侵攻にまつわる経済制裁を受け SWIFT に代わる独自のネットワークとして SPFS を立ち上げて

いるが、基本的には国内金融向けのシステムにとどまっている。片や、中国が構築を試みる CIPS 活用の契機になる可能性も指摘される。今回の SWIFT 遮断は潤沢な外貨準備で通貨防衛（ロシアルーブル買い・外貨売り）されないために、ロシア中銀も制裁対象とされている。つまり、ロシアが購入している米国債や英国債、ユーロ域内債は凍結される。これは欧米政府の財政目線からすれば「ロシアから借りた資金を全額踏み倒す」という行為に等しく、通貨危機の渦中にあるロシアにとっては痛烈な一撃になる。

もちろん、後掲図にも示すように、既にロシアの外貨準備運用においては「ドルを減らして人民元を増やす」という方針がはっきりしていた経緯があるため、CIPS 経由で人民元を売って、ロシアルーブルを買うという通貨防衛くらいは出来そうではある（もちろん、事態が落ち着いた後に人民元は買い戻すだろう）。また、ここに至るまでのプーチン大統領の暴挙を踏まえる限り、SWIFT 遮断を全く想定していなかったということが本当にあり得るのかという疑問も抱かれる。

ちなみに、これは邪推だが、「自国の購入した米国債がそのまま凍結されて換金できない」という事態になれば一番損失を被るのは約 1.6 兆ドル（2021 年 12 月時点）の米国債を抱える中国である。「独自決裁網を完成させたい」という中国の渴望は今回のことで一段と強まる可能性がある。また、SWIFT 迂回の手段としては暗号資産の活用を懸念する声もある。本当に暗号資産がそのように活用された場合、いよいよその取引には厳格な規制がかかることにならざるを得ないだろう。

Q4：ロシアの外貨準備は全く換金できないのか？

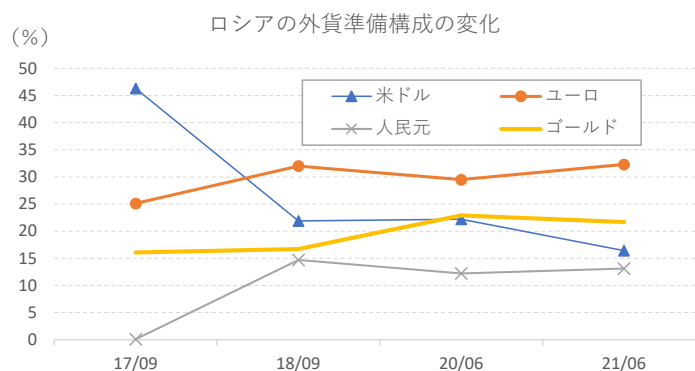
A4：一部換金可能と推測される。SWIFT

遮断が外貨調達の途絶を意味する以上、ロシアルーブルの外国通貨との交換価値である為替レートは当然下がるしかない。これを見越してロシアルーブルは史上最安値まで急落している。既に論じたように、ロシアが誇る巨額の外貨準備はロシア中銀も制裁対象になっているため、ドルやユーロを売ることによってロシアルーブルを防衛することができない。なお、ロシア中銀は

外貨準備における構成通貨を発表している数少ない中央銀行だが、そのデータによれば、2021 年 6 月末時点でロシアの外貨準備のうちドルは 16.4%、ユーロは 32.3%、英ポンドは 6.5%である。ちなみに円という項目はないが、「その他（Others）」が占める 10%のうち 5.7%ポイントが円であることがロシア中銀の報告書で言及されている。これらは SWIFT 遮断措置の対象になるため、外貨準備のうち 60%は「使えない外貨」として凍結されることになる

片や、ロシアが換金可能な外貨準備も相応にあるだろう。それは 13.1%を占める人民元と 21.7%を占める金（ゴールド）である。2021 年 6 月末時点でロシアの外貨準備は 5853 億ドルであるため、人民元と金を合計した 34.7%分の 2031 億ドル程度は換金可能というイメージだろうか。小さな額ではないが、これからロシアが直面する事態を思えば、2000 億ドル少々では「焼け石に水」であろう。

しかし、過去 5 年程度で「人民元を増やして、ドルを減らす」というリバランスの意図は明らかであり、これが今回のような事態に備えた措置であった可能性は高い。だからこそ、ロシアには何かの備えが



（資料）ロシア中銀

あるのではないかとの見方も一部ではある。

Q5 : SWIFT 遮断、欧州への影響は？

A5 : 元々亀裂が走っていた大陸欧州の分断を深める可能性がある。というのも、天然ガス輸入に関し、欧州のロシア依存度は天然ガス、石油ともに 30~40%の間（天然ガスは EU・英国において 32%、石油は OECD 欧州加盟国で 32%。前者は 2021 年通年、後者は 2021 年 11 月、※共にデータは IEA）とされるが、欧州と一口に言っても事情はかなり異なる。ドイツやフィンランドやバルト三国、東欧諸国のように 50~100%という依存度の国もあれば、フランスやオランダのように 10~20%の国もある。今回、国際社会の雰囲気に押される格好で欧州は SWIFT 遮断で何とか意見集約したが、それで割を食うのは欧州の中でも地理的に東側の国（ロシアに近い国）だ。

今後、ドイツを筆頭とする東側に位置する国はエネルギー事情が相当逼迫する懸念がある一方、フランスやオランダはそうでもない（ドイツが原発廃止路線を諦めればその限りではないが）。この意味で、大陸欧州に「縦」の亀裂が生じることになる。元々、メルケル元首相の無制限難民受け入れによって、2015 年以降の大陸欧州は「ドイツ vs. 東欧」という「縦」の亀裂が走っていた。今度はその亀裂がやや西に逸れて、「フランスを中心とする西側欧州 vs. ドイツ」という構図になる。「縦」の亀裂が多重化したことでより欧州の政治・経済を読み解く行為が複雑化した。その上で従前から存在する経済格差に照らした南北対立である「横」の亀裂（象徴的には「ドイツ vs. 南欧諸国」）、EU 運営方式を巡る「斜め」の亀裂（象徴的には「ドイツ・フランス vs. オランダ・北欧諸国」）も健在である。以前からそうであるものの、欧州に関しては、政治・経済・金融についてかなり網羅的な知見が求められるようになっている。

Q6 : SWIFT 遮断以外のロシア制裁は無意味なのか？

A6 : 無意味ではない。SWIFT 遮断が急性的かつ短期的なダメージとすれば、既存制裁に含まれているハイテク製品の輸出規制は慢性的かつ長期的なダメージになり得る。現状、米国の技術が使われた製品は米国発に限らず、米国以外の第三国発であっても、ロシア向け輸出が規制されている。ロシアはロボットや AI 技術に転用される半導体などを米国やアジアから輸入している。ロシアの自前でこうした重要産業を育てることは難しく、長期的に見てロシアを政治・経済・軍事面から弱める効果があるとみられる。直ぐに効果が出るものではないが、確実にロシア経済の足腰を痛めるものだろう。SWIFT 遮断と違ってこれといった「返り血」がなく、だからこそ早々に日米欧が足並みを揃えて打ち出したのだと言える。

Q7 : 先進国中央銀行の正常化プロセスはどうなるのか？

A7 : 非常に難しくなったと言わざるを得ない。既に論じたように、SWIFT 遮断によって世界の資源需給は逼迫が不可避である。エネルギー関連に限らず、小麦を筆頭とする食料価格の騰勢も強まる。スタグフレーションというフレーズが世界経済全体に重くのしかかるようになるだろう。

スタグフレーションがテーマになってしまうと中央銀行ができることは限定される。金融引き締めによって需要を抑圧し縮小均衡で物価上昇を止めるか、金融緩和継続によって供給制約が解消するまでの時間稼ぎとして景気を下支えするかである。前者は不況覚悟だが、物価上昇を抑止できる可能性は高まる。後者は不況にはなりにくいスタグフレーションが（少なくとも当面は）悪化する可能性が高まる。現状、FRB は前者に軸足を置き、ECB は後者に軸足を置いているように見える。政策主張の継続性を踏

まえば FRB が 3 月の利上げ着手について態度を変えることは考えにくい。片や、ラガルド ECB 総裁は「金融政策でガスパイプラインに天然ガスを充填することはできない」などと述べているように、現下のインフレ高進に金融政策が無力であることを自認している。急ぎ引き締めに転じることは考えにくい。

とはいえ、春先以降、米国でも前年比で見たインフレ圧力は確実に後退してくるだろう。懸案の住宅価格も既にピークアウトしている。ISM 製造業景気指数など企業マインドで確認できる出荷遅延も緩んでおり、3 月利上げは宣言通りに実施されとしても、2 度目以降の利上げは今とは違う空気で迎えられる可能性は高い。その際、ウクライナ危機から派生した世界経済の下振れが懸念されていれば、FRB も ECB に近いスタンスへ切り替わってくると筆者は考えている。元より、筆者は FRB の利上げは 3 回程度しかできないと考える立場だが、ウクライナ危機により 1 回や 2 回になる可能性は増しているように思う。

◆ ユーロ相場の見通し～量的緩和終了と利上げの展望～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～利上げ見通しについて～》

6週間で何が変わったのか？

今年最初の ECB 政策理事会は従前のハト派姿勢を急旋回させる結果となった。今会合の注目点は 2 つあった。1 つはラガルド総裁が 2022 年中の利上げを否定できなかったこと、もう 1 つは 3 月政策理事会での政策調整を示唆したこと、である。まず、前者に関し、ラガルド総裁は前回 12 月会合において「(2022 年中の利上げは) 非常に可能性が低い (very unlikely)」と一蹴していた経緯がある。今回は 1 人目の記者が「まだ『highly unlikely』に拘っていますか。それとも前に進みますか (Are you sticking to “highly unlikely,” or have you moved on?)」と率直に質しており、これに対しラガルド総裁は「条件のない公約は掲げない。現時点ではそれに細心の注意を払うことがより重要だ (I never make pledges without conditionalities and it is even more important at the moment to be very attentive to that)」と検討の余地があることを示唆している。この点は明確な姿勢変化であった。

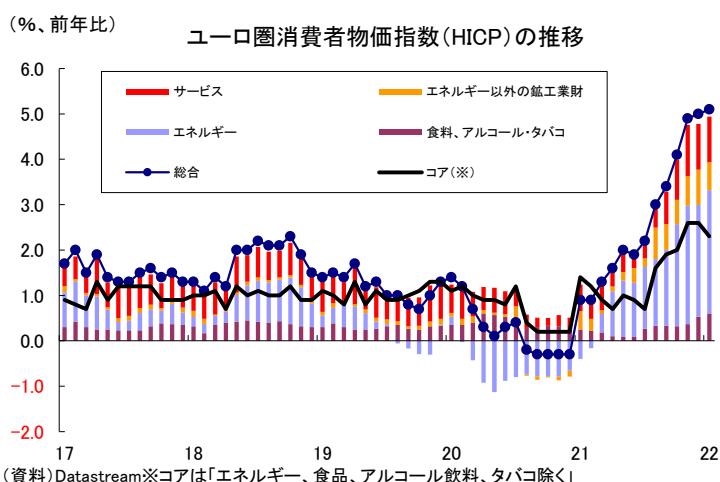
前会合までの政策姿勢はあくまでインフレ高進はエネルギー主導であり、年後半には落ち着くとのインフレ見通しに支えられていた。この点、インフレ見通しについて、声明文には「decline in the course of this year」との表現が残されているので、中長期的に落ち着くとの見通しはどうか変わっていない。だが、「特に短期的にはインフレ見通しは上方に傾斜している (risks to the inflation outlook are tilted to the upside, particularly in the near term)」と明記されている。問題視されるのは短期の時間軸であり、現状が放置されれば、賃金上昇などを通じてリスクになるというロジックが見え隠れする。

とはいえ、前会合からの約 1 か月（厳密には 6 週間）の間に短期的な状況がどう変化したのかは直感的に分かりにくい。

もちろん、12 月時点の経済見通しと現状の経済見通しでは前提が異なるので、「見通しが変われば変わる」というラガルド総裁の弁明は正しい。しかし、市場参加者にとっては 12 月見通しが最新見通しであり、タカ派旋回の説明はどうしても求められる。この点、ユーロ圏 1 月消費者物価指数 (HICP) が前月比+5.1%

と 2 か月連続で過去最高を更新しており、これが ECB にとってはアップサイドリスクと感じられた可能性がある。そもそも 2021 年下半年 (7～12 月) はドイツの付加価値税減税の反動から一時的に押し上げられている部分が大きかった。それが完全に剥落した 2022 年 1 月以降、HICP の減速は当然視されていたわけだが、結局、原油価格にけん引されたエネルギー価格上昇によって減速どころか加速しており、この点を重く見たという可能性はある。だが、かねてから ECB が強調するように、あくまでエネルギー要因が半分であり、実際、コアベースでは反落し始めている (図)。だからこそ、ECB の「一時的」という従前の基本姿勢は維持される筋合いもあった。事実、今回の政策理事会のようなタカ派旋回を受けて、市場は大きく変動しており、予想外だったことが分かる。「市場との対話」はやや十分ではなかった感がある。

何はともあれ、「短期→長期」の圧力が増しており、これを放置すると目標をオーバーシュートすると



いう理解を抱いているのだろう。これはラガルド総裁の「我々はインフレ目標に近づいており、中期的な影響は今後、明らかになる」との発言からも感じ取れる。また、ウクライナ侵攻を巡る地政学リスク、これに伴う原油や天然ガスの価格急騰は12月会合から2月会合の間で顕著になった事実でもあり、それがECBの姿勢を揺るがしたという解釈も十分納得できる。

激変緩和措置は修正へ

年内利上げの可能性が視野に入ったことは重要であるものの、より注目すべきは3月政策理事会における政策調整である。ラガルド総裁は、上述の「条件のない公約は<中略>重要だ」との発言に続けて「われわれは非常に慎重に評価し、データに依存することになる。その作業は3月に行われる予定だ (As I said, we will assess very carefully, we will be data dependent, we will do that work in March)」と続けている。これはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) 終了と引き換えに4月から始まる拡大資産購入プログラム (APP) の臨時増枠とその漸減見通し (現状200億ユーロ→4月以降400億ユーロ→7月以降300億ユーロ→10月以降200億ユーロ) を修正含みで再検討するという作業である。政策理事会としてインフレ高進を懸念する中、激変緩和措置とはいえ量的な拡大を図ることはもはや無理筋である。

「sequence」がキーフレーズに

この激変緩和措置がどのように修正されるかが喫緊の課題である。キーワードはsequence (順序) だ。2月の総裁会見ではこのフレーズが6回も登場している。現在のECBは「We expect net purchases to end shortly before we start raising the key ECB interest rates」というフォワードガイダンスを置いている。これがある以上、「量」の打ち切りがあって初めて「金利」の引上げが可能になるという話だ。ラガルド総裁はこの「量→金利」の時間的順序 (sequence) は遵守する旨を表明しており、あくまで徐々に対応し「船を揺らす (rock the boat)」ことはしないと述べている。そのほかの発言においても、あくまでデータに基づきこの時間的順序に沿った対応を心掛けることを約束している。よって、「次の一手」はあくまで「APPを打ち切ってから利上げをする」という路線で確定しており、APPをどのように手仕舞いするかが利上げ着手とリンクすることになる。だからこそ3月会合の決定は非常に重要となる。

もちろん、市場からすれば「We expect net purchases to end shortly before we start raising the key ECB interest rates」の「shortly before」がどの程度の時間軸を指すのかが気になるところである。この点、「shortly before」の具体的な意味を問う記者は現れており、これに対しラガルド総裁は「これまで想定されてきたよりも恐らくやや短い (little shorter than just before)」と述べている。その発言に続けて、やはり時間的順序 (sequence) を守る重要性が強調されていることから、何を置いてもまずは「APPを如何に停止させるか」がECBの抱く最大の問題意識であり、それが3月に決まることになる。

メインシナリオは・・・3月、何が起きるか

3月、何が起きるだろうか。最も無難と思われるシナリオは4～6月期が400億ユーロ、7～9月期が300億ユーロとしている激変緩和措置を経てAPPを停止させることである。この場合、利上げは最短で10月27日の政策理事会となる。スタッフ見通し改定に合わせるならば12月15日、即ち今年最後の政策理事会で利上げとなる。ラガルド総裁は供給制約に起因するインフレ圧力に対して金融引き締め効果が薄いことを明言している。2月14日、欧州議会に対して行った証言では「我々は中央銀行として何

ができて、何ができないのかに関し、率直になる必要がある。例えば、金融政策がガスパイプラインに天然ガスを充填することはできないし、港湾の積荷を一掃することもできないし、大型トラックの運転手を要請することはできない」と巧妙な例えを用いて金融政策の無効性を強調している。これは完全に正論である。上述の通り、既にユーロ圏 HICP はコアベースで反転しており、ECB が伝統的に注目するインフレ期待（5 年先 5 年物インフレスワップフォワード）も同様である（図）。現在、対外的に発信している激変緩和措置の金額や時期を大幅に修正するよりも、4～6 月期・7～9 月期は予定通り走らせて 10 月以降は停止という決定は ECB の穏当なタカ派姿勢にも沿うように思う。



実は激変緩和措置が決定された昨年 12 月 16 日会合の議事要旨を見ると、「APP の 4 月以降の増額はインフレ動向次第で規模の縮小や予定より早期での終了などの柔軟性が必要」、「2022 年終了後も購入が継続するとの思惑を避けるべき」などと記述されており、APP を継続すること自体への懸念は既にあった。激変緩和措置の修正は政策理事会内で想定されていた話であり、総合ベースで過去最高の HICP が続く中、自然な動きとして受け止められるはずである。

3 つのシナリオとユーロ/ドル相場

APP およびこれに付随する利上げ時期に関しては、以上のような「7～9 月期に APP 終了・12 月利上げ」をメインシナリオ (①) としつつ、「4～6 月期に APP 終了・9 月利上げ」がアップサイドシナリオ (②)、「10～12 月期以降も APP 継続・利上げ時期不明」がダウンサイドシナリオ (③)、といったところだろうか。4～6 月期のユーロ/ドル相場に関して言えば、①であれば本欄で提示している 1.16 が上限、②であれば 1.20 が上限、③であれば 1.14 が上限といったイメージを持ちたい。漏れ伝わってくる ECB 関連報道では早期利上げを急かすようなものが目立ち始めており、金利先物市場では年内 4 回利上げ（1 回 10bps）という非現実的な織り込みも進んでいる。しかし、ユーロ圏自体が地政学リスクの当事者であり、またウクライナ危機の余波でエネルギーコストも押し上げられ実質所得環境が悪化するであろうことを踏まえれば、利上げを重ねることも簡単ではないと筆者は考えている。

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。