

中期為替相場見通し

2022年3月31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～円安総論。その背景およびメリット・デメリット論～

円安相場の基本的認識～3つの視点から解釈する～ P.3

円安のメリット・デメリット～優勝劣敗を徹底する相場現象～ P.6

米金融政策の現状と展望～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～ P.10

メインシナリオへのリスク点検～思い出すボルカー時代とプラザ合意～ P.12

※補論:ロシアのデフォルトに対する考え方～BIS統計の示す現状～ P.14

◆ ユーロ相場の見通し～「戦下の正常化」に着手～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～本当に恐れるべきは賃金の先行きに？～ P.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

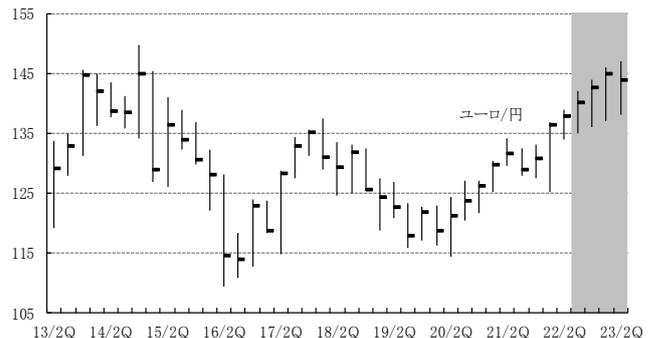
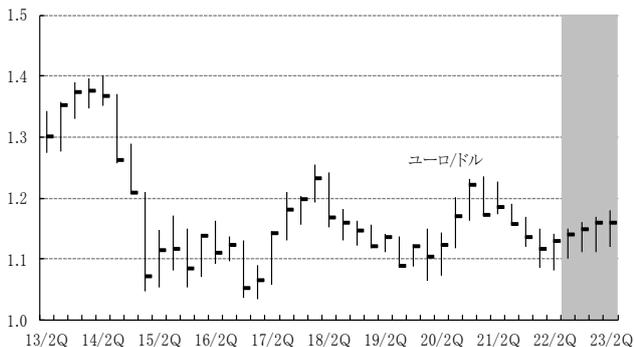
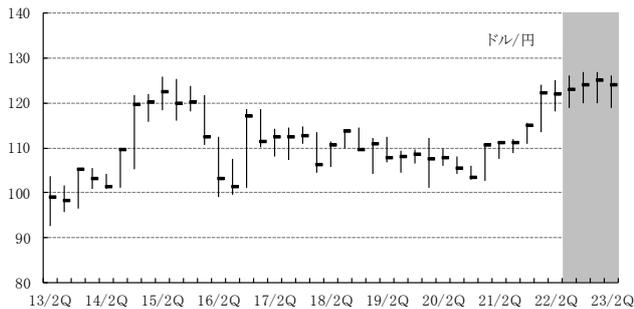
3月のドル/円相場は急伸した。そのペースには性急さを覚えるものの、本欄では2020年末より円安シナリオに移行しており、大きな違和感はない。これまで執拗に論じてきたように、成長率・金利・需給といった基本的論点に照らして、円を買う理由は乏しい。成長率は安直かつ根拠薄弱な行動規制により自滅を繰り返しており、世論がこれを望む以上、今後も続くと考えられる。金利は政策的に抑制されており、利上げを視野に入れる先進国中銀において異質さが際立つ。だが、何より根深いのは需給環境が根本的に変容していることだ。これまで円が安全資産と呼ばれてきた最大の理由は多額の経常黒字を稼ぎ、結果として「世界最大の対外純資産国」というステータスを保持していたからだ。しかし、その「鉄壁の需給環境」は資源高に伴う貿易赤字拡大とその結果としての経常黒字消滅によって亀裂が入りつつある。感染症と戦争による資源高を背景に「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」へ、時計の針が想定以上に早く進んでいる可能性がある。名目実効為替相場が示すように、もはや今の円安はドル高の裏返しではなく円独歩安である。だからこそ「円の信認」や「日本売り」といったフレーズも飛び交っている。もちろん、FRBの正常化も挫折しそうな雰囲気強く、変動為替相場ゆへの揺り戻しは期待できるだろう。しかし、諸条件が過去の円安と異なる印象は拭えない。かかる状況下、125円以上の値動きも視野に入れたい。

片や、3月のユーロ相場は軟化が目立ったものの、底堅さも見られた。FRBほどではないが、ECBも確実にタカ派路線に傾斜しつつあり、利上げの条件でもある資産購入プログラム終了にも一応の目途を付けつつある。米国との最大の違いである賃金上昇率の低さに関しても今後の上昇に警戒感が強まっており、タカ派姿勢を支えそうである。もちろん、目下、地政学リスクの当事者でもあるユーロを積極的に買い進めるのは簡単ではない。だが、経常・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相応に高いのも事実である。逆に、ECBがリスクシナリオとして提示するように、ウクライナ危機が長期化し、資源価格の高止まりが続いた場合、域内インフレも収束せず、それが実質所得環境を蝕み、成長率が想定よりも抑制される可能性はある。もともと、対ドルでは上下双方に振れるリスクを孕みつつ、対円では基本的に堅調が予想される。経常黒字まで消滅しかかっている日本とは対照的にユーロ圏の経常・貿易黒字は依然として世界最大であり、通貨の強弱についてははっきりと決着がつくと考えておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

| | 2022年 1～3月(実績) | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 2023年 1～3月期 | 4～6月期 |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円 | 113.47 ~ 125.10 (122.30) | 118 ~ 125 (122) | 119 ~ 126 (123) | 120 ~ 127 (124) | 120 ~ 127 (125) | 119 ~ 126 (124) |
| ユーロ/ドル | 1.0806 ~ 1.1495 (1.1175) | 1.08 ~ 1.14 (1.13) | 1.10 ~ 1.15 (1.14) | 1.11 ~ 1.16 (1.15) | 1.11 ~ 1.17 (1.16) | 1.12 ~ 1.18 (1.16) |
| ユーロ/円 | 124.41 ~ 137.50 (136.65) | 134 ~ 139 (138) | 135 ~ 142 (140) | 136 ~ 144 (143) | 137 ~ 146 (145) | 138 ~ 147 (144) |

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内は3月31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。



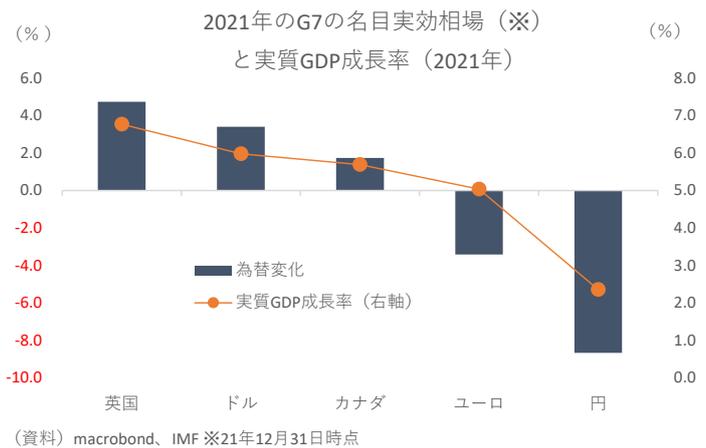
◆ ドル/円相場の見通し～円安総論。その背景およびメリット・デメリット論～

《円安相場の基本的認識～3つの視点から解釈する～》

ドル/円相場上昇の背景整理

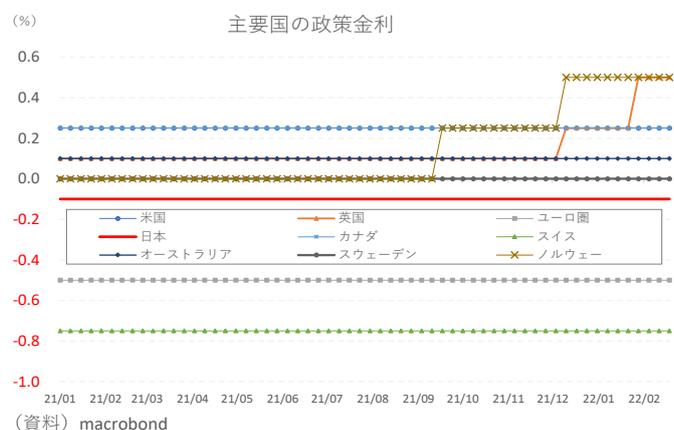
3月のドル/円相場は急伸し、断続的に年初来高値を更新した。2020年11月以降、一貫して円安相場を予想してきた本欄からしても想定を上回る勢いではあったが、その動き自体に大きな違和感を持っていない。日本の政治・経済状況を踏まえる限り、円建て資産に投資する材料は乏しい。具体的な材料は複数挙げられるが、①成長率、②金利、③需給といった基本的な論点から今一度整理しておく。

まず、①だが、成長率の強弱が通貨のそれにリンクするほど変動為替相場は単純な世界ではない。しかし、その単純な世界が少なくとも過去1年、G7通貨の世界ではまかり通っている。多くを語るよりも図を一瞥すれば明らかである。結局、アフターコロナを見据えて昨春から行動制限を完全に解除し、2020年の遅れを取り戻すように潜在成長率の2～3倍のペースで走り抜けることができた欧米経済と、常に新規感染者数の水準に拘泥し、何らかの行動規制に怯えながら歩んできた日本経済との違いである。このパターンは既に2022年1～3月期にも再現されており、数字上は4～5月に確認することになるだろう。「経済より命」に酔いしれる日本は今後も成長を犠牲にするはずだ。



ここで①の論点は②の論点も関係してくる。当然、需要を復元できた欧米経済では物価や金利は上がり、だからこそ金融政策の正常化に係る議論に着手し、今年は実行へと歩を進めようとしている。片や、日本は3月下旬まで首都圏を中心にまん延防止等重点措置を敷き、飲食店などに時短営業を強いた。日々の新規感染者数の水準は依然ヘッドラインと共に報じられる社会的関心事だ。こうした世相が変わる雰囲気はなく、今後も政府・与党から出てくる防疫政策が大きく変わることは期待できない。その感染予防効果の是非を本欄で議論するつもりはないが、コロナに対する向き合い方の違いが成長率格差や金融政策格差ひいては通貨の強弱に繋がってきたことは殆ど疑いようがない。元々日本の成長率は低い「2020年の低成長に対する2021年の反動」は地力に関係なく訪れるものだ。それがなかった以上、日本固有の要因が作用したと考えざるを得ない。

もちろん、②に関しては、目下勢いづく円安相場を前に日銀が危機感を覚え、正常化に関心を寄せるならば多少、状況も変わる。だが、昨年来、黒田日銀総裁は再三に亘って円安の弊害を指摘する声に反意を示し、今年に入ってから「大規模緩和は（経済に）プラスなので、粘り強く続けて目標を達成することが一番重要」と主張している。ウクライナ侵攻に因んで資源高が進んでもこの見解は変わっておらず、3月



会合後の総裁会見では「現在の円安は日本経済にプラス」と述べ、これが円売りを焚きつけた。それが行動として極まったのが 3 月 28 日の連続指値オペ通告であり、これも円売りを後押しした。いづれにせよ、日銀が正常化プロセスを検討しない限り、内外の政策金利格差は顕著に拡大する。本稿執筆時点で先進国中銀の利上げはイングランド銀行で 3 回、FRB で 1 回であり、政策金利上の格差拡大はこれからが本番である（前頁図）。「日本だけゼロ金利」という環境の下、円キャリー取引が活性化されたのが 2005～07 年だったが、今から起きようとしていることはそれに近いように感じられる。

「成熟した債権国」の終わり？

最も根深い円安要因は③だ。円が安全資産と呼ばれてきた最大の理由は多額の経常黒字を稼ぎ、結果として「世界最大の対外純資産国」というステータスを保持していたことにあった。世界最悪の政府債務残高やハイペースで進む少子高齢化、結果としての低成

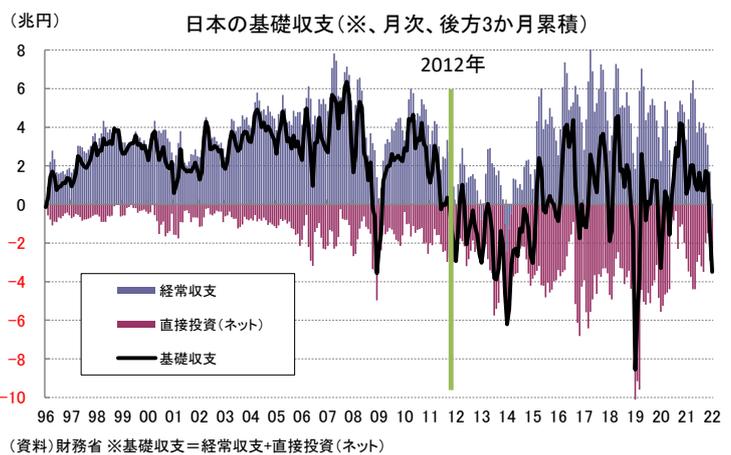
国際収支の発展段階説

| | ①未成熟な債務国 | ②成熟した債務国 | ③債務返済国 | ④未成熟な債権国 | 現在 ⑤成熟した債権国 | 未来？ ⑥債権取り崩し国 |
|----------|----------|----------|--------|----------|----------------|-----------------|
| 経常収支 | 赤字 | 赤字 | 黒字 | 大幅黒字 | 黒字 | 赤字 |
| 財・サービス収支 | 赤字 | 黒字 | 大幅黒字 | 黒字 | 赤字 | 赤字 |
| 第一次所得収支 | 赤字 | 赤字 | 赤字 | 黒字 | 大幅黒字 | 黒字 |
| 対外純資産 | 赤字 | 赤字 | 赤字 | 黒字 | 大幅黒字 | 黒字 |
| 金融収支 | 黒字 | 黒字 | 赤字 | 大幅赤字 | 赤字 | 黒字 |

(資料)筆者作成

長にも拘わらず円や日本国債が安定してきた背景に「鉄壁の需給環境」があったことは論を持たない。近年では貿易黒字こそ失ったが、それを補って余りある第一次所得収支黒字で経常黒字は高水準を維持している。貿易収支ではなく所得収支で稼ぐ。「成熟した債権国」の姿である。リーマンショック、欧州債務危機、アベノミクスという局面変化を経験した過去 10 余年（2008 年～2020 年）において「未成熟の債権国」を卒業し、国としての発展段階が 1 つ進んだという事実は間違いない。2012 年頃を境として日本は殆ど貿易黒字を稼げなくなっている。

しかし、そこから状況はさらに進んでいる。今や経常黒字と対外純資産という 2 大論点に変調が見られている。前者は今年 1 月に史上 2 番目の経常赤字が記録され、資源価格の騰勢が止まない限りにおいてこの状況は大きく変わりそうにない。所得収支で稼ぐ以上に貿易収支の赤字が大きくなる。「債権取り崩し国」の姿である。もっとも、今後辛うじて経常黒字を確保したとしても、それは第一次所得収支黒字という円

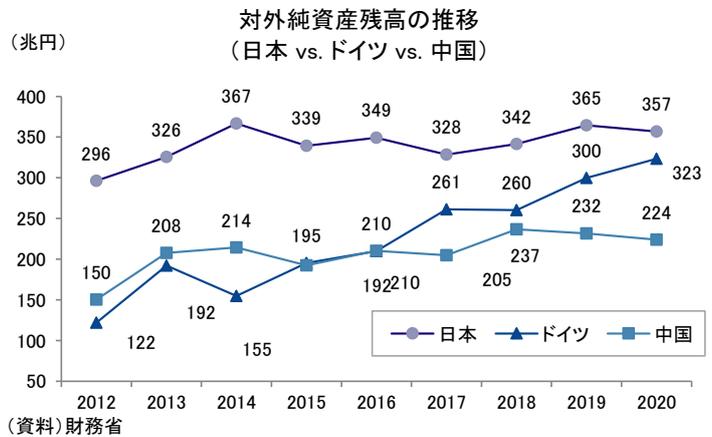


買い需要を伴わない黒字であり、貿易赤字が巨額である状況は大きく変わらない。為替市場において重視されるべきは円の買い切り・売り切りに繋がる貿易収支である。第一次所得収支黒字は有価証券の利子・配当などが多く、これらは外貨のまま再投資される割合が非常に高いと推測される。第一次所得収支黒字に依存してきた日本の経常黒字は大分前から、円相場を支えるという観点に立てば「張り子の虎」だった。また、経常収支と対を為す金融収支においては過去 10 年で対外直接投資が猛烈な勢いで増えてきた。結果、基礎収支（経常収支+直接投資、図）は断続的に外貨流出を示唆しており、円安が肯定されや

すい地合いにあった。こうして需給環境に変調が生じたのはこの 10 年の話であり、最近の話ではない。

「世界最大の対外純資産国」を守れるのか

もともと、直情的な為替市場では「経常赤字に転落」という事実がクローズアップされやすく、3 月も過去 2 番目の経常赤字が発表された直後にドル/円相場が高値更新しており、これはあながち偶然とは言えないように思える。何より経常赤字が続けば、対外純資産も変調をきたす。前頁表にも示すように、「債権取り崩し国」となれば、対外純資産の増加（黒字）幅は緩やかになる。円安になれば価格効果で残高が増える可能性もあるが、残高の伸びが鈍化すれば毎年巨額の経常・貿易黒字と共に日本を猛迫するドイツが世界最大の対外純資産国のステータスを奪うかもしれない（図）。世界最大と世界第 2 位で本質的な差は無いが、30 年間維持してきたステータスを失うことに関し、為替市場が冷静な対応をしてくれるだろうか。落日の円に対する評価は厳しいものになると筆者は考える。



ドル安は円高を約束しない

もちろん、目先の為替見通しだけを考えれば、ここから FRB が実体経済への影響に配慮して正常化プロセスを停止し、それがドル安を招く可能性はある。そうなれば米金利は低下に転じ、ドル売り・円買いが優勢になるかもしれない。また、米国の経常赤字は既に金融バブル絶頂だった 2006 年当時に匹敵するほど膨らんでいる。これをドル安要因として指摘する向きもある。だが、かねて本欄では繰り返し論じているように、ドル安が円高に直結するという考え方は当然視すべきではない。右図に示すよう



に、過去 1 年間を見ると、「ドル安でも円安」というシーンは何度もあった。ドル側の事情は別として、上述した①～③の全てで劣後感が滲み出る円を回避しようという流れがあるのではないかと。もっと大きな言い方をすれば、それは現下の円安は「日本売り」というテーマなのではないかという理解である。

上述してきたように①成長率、②金利、③需給のいずれに照らしても円はアピールポイントがない。今のようなリスクオフ局面に直面した場合、いずれの国も①や②では差がつきにくくなるので、③で優勢な通貨が選ばれやすくなる。それが従前見られてきた「安全資産としての円買い」だった。しかし、上述したように、その③も今の円は不穏な状況にある。少なくともウクライナ危機を受けたリスクオフモードで円が安全資産として見られる雰囲気は殆ど感じられない。厳しい意見だが、③需給が評価して貰え

ない円は何もアピールポイントがない。単なる低成長で低金利の通貨である。

さらに言えば、FRB も ECB もまずはインフレ抑制を優先し、①成長を犠牲にしても、②金利は引き上げる方向ある。同じ真似が日本にできるだろうか。恐らく難しいのだろう。そもそも行動規制を解除して成長率を復元することすらできない国が利上げに踏み切れる道理がない。「経済より命」という政治的決断は民主的意思の結果でもあり、筆者が異論を挟む余地はない。だが、結果として起きていることは低成長・低金利ゆえの円安であることも事実であろう。現在、欧米が金融政策の正常化を議論できるのは、2021年に大幅な成長率を実現したからという前提がある。減速するだけの糊代を持っているのであり、1年間の大半を行動規制で過ごした日本とは基礎体力が違う。かかる状況下、本欄では4~6月期にアベノミクス高値(125.86円)を超え、年内に130円に挑むというのが日本の政治・経済・金融情勢を総合すれば違和感のない展開ではないかと考えたい。

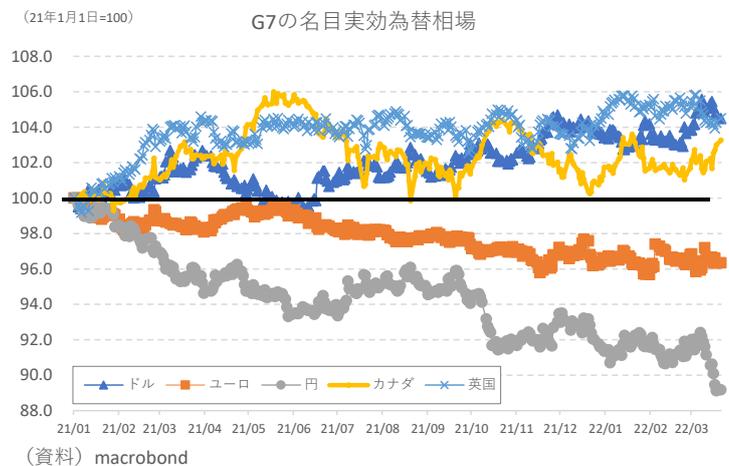
《円安のメリット・デメリット～優勝劣敗を徹底する相場現象～》

「円安≒国力の低下」という理解

ドル/円相場は断続的に高値を更新し続けている。3月28日には日銀の指値オペ通告を受け、「日銀が円安を容認した」との思惑が先行し、さらに円売りが加速している。上述したように、2012~2013年を境に起きた「貿易黒字の消滅」がドル/円相場の下支えに寄与してきたとの基本認識に立ち、現状は「貿易赤字の定着(ないし拡大)」がドル/円相場を押し上げる段階に入ったと考えている。繰り返しになるが、それは「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」へと歩みが進んでいる可能性を示唆する。パンデミックや戦争を背景とする広範な資源価格上昇が発展段階説における時計の針を早めてしまったという理解にさほど無理はない。資源価格上昇を背景とする交易条件悪化は資源輸入国である日本から資源産出国への所得流出であり、円安がこの状況を悪化させる相場現象であることは事実だろう。

既に述べたように、現下の円安について、日銀はその正当性を主張し続けている。もちろん、日銀が正常化に着手したからと言って、為替市場全体の流れが変わる保証はない。いや、恐らく変わらないだろう。それは円高機運が支配的だった時に白川体制が流れを変えることができなかったことを思い返せば分かる。変動為替相場は基本的に米国の通貨・金融政策と整合的に動くことが多い。現状のFRBの基本姿勢を踏まえれば、ドル高とその裏返しとしての円安自体はある程度、不可避である。

だが、日銀が敢えて円安を肯定し、野放しにしておくことに関し、どうしても不安は付きまとう。黒田総裁は3月25日の衆院財務金融委員会で最近の円安相場について「円に対する信認が失われたということではない」と答弁している。その答弁に違和感はないものの、「円の信認」が世でテーマ視されること自体、前代未聞である。それは単に「米国経済や米金利が上向きだからドル高になり、その結果で円安になっている」という「ドル高の裏としての円安」ではなく、



「日本が駄目だから円安になっている」という「日本売りとしての円安」が懸念されていることの裏返し

でもある。「円安」と表現するからメリットとデメリットを比較衡量する議論になるが、過去1年間で起きていることが円独歩安であることも踏まえれば(前頁図)、それは「国力の低下」と同義かもしれない。こうした状況下、「通貨の番人」として「安いことがプラス」と言い続けることが果たして正しいのか。指値オペのように長期金利を人為的に押さえ込むという処置が今、本当に必要なのか。立ち止まって再考する必要がある。

日銀の考える円安のメリット・デメリット

もちろん、円安の原因がなんであれ、そのメリットがデメリットを上回る勝算があるならば円安は国益である。だからこそ、中央銀行として円安相場を肯定し続ける以上、円安の功罪に関し、今一度論点整理が必要である。この点、今年1月の「展望レポート」では計量分析の下、「円安は日本にとってプラス」と結論付けている。

円安にまつわるメリット・デメリットのイメージ

| | メリット・デメリット | 備考 | 影響力の大小 | 経済主体 |
|-------|--------------------------------|-----------------------------------|--------|------------------|
| メリット | ① 財・サービス輸出の拡大 | 海外生産比率の上昇、パンデミックなどで期待薄 | 小～中 | グローバル大企業や輸出企業。 |
| | ② 円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善 | 企業収益は改善するが、それが賃金に波及せず | 中 | |
| | ③ 円建て所得収支の増大 | 過去10年で実証済み。円安唯一のメリット? | 大 | |
| デメリット | ④ 輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下 | 年々、輸入ベネトレーションは上昇中。資源高もあって注目されやすい。 | 大 | 内需依存型の中小企業や家計部門。 |

(資料) 日銀「展望レポート(2022年1月)」などから筆者作成。

ここではプラス効果として①価格競争力改善による財・サービス輸出の拡大、②円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善、③円建て所得収支の増大が挙げられる一方、マイナス効果として④輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下が挙げられている。「①+②+③>④」というのが日銀の基本認識と見受けられる(表)。

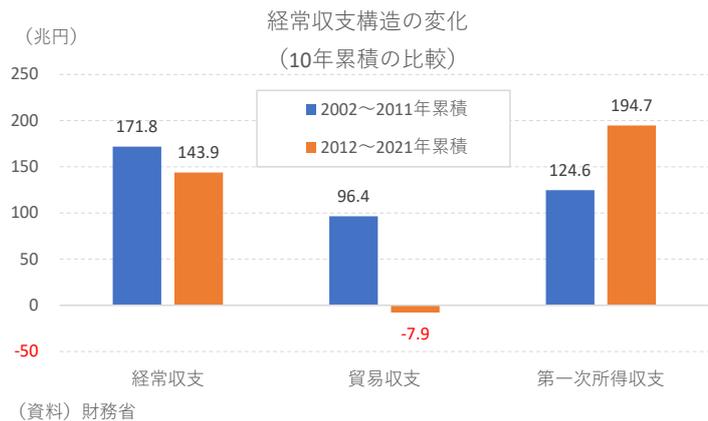
だが、このうち①は議論含みである。日銀も、財輸出に関しては海外生産比率上昇や製品の高付加価値化などを反映し、「(財輸出に対するプラス効果は)近年低下している」と分析している。多くの品目に關し円安は輸出数量を増やす方向に作用するが、その感応度は低下しているという分析結果が提示されている。また、サービス輸出は円安による旅行収支黒字の増加が想起されるものの、パンデミック下ではこれが蒸発しているためか、展望レポートでは殆ど言及がない(感染症の影響が和らげば再び働き始めるとの記載にとどまる)。①の円安メリットは相当に弱まっているのが実情と言える。

もっとも、黒田体制が発足した直後から①のメリットにまつわるこうした問題点は指摘されていた。指摘すると強い批判に晒されたので筆者もよく覚えている。しかし、「①が弱まっても②があるから円安はプラス」という主張が当時は展開されていた。要するに「円安で企業収益が増えればいずれ設備投資や賃金にも波及する」という考え方である(06年のゼロ金利解除時、こうした考え方は「ダム論」などと呼ばれた)。だが、現実には賃金が相応の上昇を果たすまでには至らなかったことは周知の通りである。

こうした中、最後の円安メリットでもある③の「所得収支の増大」は「近年強まっている」とされ、「企業のグローバル化により、わが国の企業が海外事業から獲得する収益、及び配当等を通じたその国内への還流額は、着実に増加している」と結論付けられている。海外からの所得移転額が増えることが国内の設備投資行動にも寄与しているとの指摘もあり、これには説得力がある。次頁図に示すように、過去10余年で「貿易黒字の消滅」を経験した日本だが、これを補うように第一次所得収支黒字が増加した。繰り返すように、これは「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ段階が進んだことを意味してい

た。実のところ、「安全資産としての円買い」が過去10年で弱体化しているとの事実は為替市場では指摘されていた。だが、「所得収支の増大」で経常黒字が確保されていたので、現状のように「円の信認」がテーマになることが避けられていたのである。

こうした円安のメリット分析の一方、目下懸念される円安のデメリットである④は、円安の消費者物価への転嫁（輸入ペネトレーション）に関して「近年、強まっている」と記述され、非常に短い紙幅しか与えられていない。展望レポートではその直後に「このように、近年の経済構造の変化を考慮しても、円安は引き続き、全体としてみれば、わが国の景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる」という結論に入るのでやや唐突感を覚える。



円安の評価はマインド次第との指摘も

こうした日銀の分析をラフに総括すると、そもそもサービス輸出はインバウンド消滅で全く期待できず、財輸出の効果は薄れ、企業収益増大の個人消費への波及効果も期待が持てないことは過去10年で実証済みであるため、円安メリットは「所得収支の増大」一点張りという話になる。それがCPI上昇による購買力低下を打ち消すのかどうかだが、展望レポートはあくまで「①+②+③>④」という計算に立ち、「全体としてプラス」という結論に辿り着いている。

但し、展望レポートはメリット・デメリット分析の後に留意が必要な論点として3つ挙げている。それは(1)円安であれ円高であれ、「安定」しない相場は悪影響を及ぼす可能性があること、(2)為替変動の影響や方向性は業種・事業規模で様々であり、輸入ペネトレーションの高まりを踏まえれば消費者物価への影響は強まっていること、(3)為替変動は株価や物価に与える影響など情勢次第でマインドに与える影響も異なることである。結局、この(2)と(3)が④に対する補足的な位置づけになっている。

特に、現状との対比では(3)が興味深い。内閣府「景気ウォッチャー調査」のコメント情報(家計動向関連)を見ると、(A)2012年末～13年の「円安」は「株価(上昇)」と共に景気の改善を示唆するコメントの中で言及される傾向があったという。だが、その後の(B)2014年秋～15年の「円安」は「物価(上昇)」と共に景気の悪化を示唆するコメントの中で言及されていたという。日銀総裁自ら「円の信認」を擁護しなければならないほど急速な円安(および資源高)に見舞われる現状が(A)と(B)のどちらの状況に近いのかは火を見るよりも明らかである。「①+②+③>④」が一旦の結論であるとしても、日銀が補足した論点も踏まえれば、「①+②+③>④+(2)+(3)」と言えるのかどうかは留保が必要にも思える。この点は1月の展望レポートだけからでは判断しかねる。

円安は優勝劣敗の徹底

もちろん、「①+②+③>④」という結論は日銀がモデル分析を用いて精査した結果であり、それが政策委員会の基本的理解である展望レポートに掲載された以上、一定の敬意と信頼性を持って受け止める価値はある。だが、単純にメリットとデメリットを足し算して不等号を付けるだけでは割り切れない問題

も内包されている。それは「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」の間に超えられない壁があるという事実だ。言い換えれば円安が格差拡大を助長しているとの問題意識だ。

メリット・デメリットを比較衡量した結果、「GDP（ないし GNI）が計算上はプラスになる」というのが計量分析の結果としても、結局、メリットを享受できるのは輸出や海外投資の還流という動きが身近なグローバル大企業であって、内需主導型の中小企業や家計部門はデメリットが大きいという現実が残る。この点は上述した「(2) 為替変動の影響や方向性は業種・事業規模で様々」と展望レポートが補足している論点と深く関連する。「日本経済にとってプラス」は単純にメリットとデメリットを「足し算」した結果であり、「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」が断絶した状況が変わるかどうかは別の話である。そうだとすると、円安は格差拡大や二極化といった問題を助長する、優勝劣敗の徹底を促す相場現象ということになる。

上述したように、2013 年以降、アベノミクスの掛け声の下、円安と共に企業収益は著しく増えたが、家計部門における賃金や消費が相応に増加したわけではなかった。円安が企業部門の収益を押し上げたとしても、それが内需に還元される経路が断たれている現状では、円安で購買力を削がれる家計部門の苦境は救われる見込みがない。家計部門だけではなく、内需を収益源とする中小企業も同様の苦境が続くことになるだろう。この点は GDP デフレーターや交易条件などの計数をもって別途詳しい分析や解説が可能であり、過去のみずほマーケット・トピック¹をご参照頂ければと思う。

直感的には、今の世相では「デメリットで損する経済主体」の声が明らかに大きくなっており、これを政治的に放置するのは容易ではなくなっているように見受けられる。

実質的には難しい金融政策の修正

こうした円安を取り巻く原因や影響を考えると、「日銀が緩和路線を修正すべきか」という疑問が当然浮上する。「すべきかどうか」という問いに対し、確かに筆者はイエスの立場だが、現実問題として「日銀は緩和路線の修正に動けると思うか」というノーと言わざるを得ない。というのも、「円の信認」や「悪い円安」がテーマ視される中で円売りが進んでいる以上、中央銀行としては下手に動かない方が良いという現実もある。ドル/円相場の上昇が加速し始めたのは 1 月国際収支において過去 2 番目の経常赤字が発表されてからである。この統計が「債権取り崩し国」へのシフトという局面変化を予感させ、「円の信認」という大仰なテーマに至ってしまった感は否めない。今緩和の修正に動けば、黒田総裁がどのような説明を尽くしても「円安が嫌だから緩和を修正した」と市場は解釈するはずである。

そのパターンに入ると非常に厄介である。得てして為替市場は政策当局の「行って欲しくない方向」を試す傾向にある。「円安に行って欲しくないのだ」という理解が広まれば、為替市場では引き締めカードを催促するように円売りを強めるだろう。実際に政策が修正（引き締め）された時に買い戻せば収益は上がりやすい。それが奏功すれば、次の会合を前に同じことを試すはずである。リーマンショックや欧州債務危機の最中で日銀が円高抑止の一手を試されたように、だ。その展開は日銀も想定しているだろうし、だからこそ黒田総裁は「日本経済にとってプラス」と連呼し続けるしかない。そもそも日銀総裁自ら「円安はマイナス」と言えるはずがないし、まして「円の信認」の毀損など認めるはずがない。

今、日銀にとって最善手は従前路線と共に「待つ」ことなのだろう。経常赤字は資源高に駆動された結

¹ みずほマーケット・トピック 2022 年 3 月 18 日号『GDP デフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～』をご参照下さい。

果であるため、資源高が一過性で収束すれば 2014 年がそうであったように再び経常黒字も復活し、「安全資産としての円」が見直される余地も出てくる。米イールドカーブのフラットニング傾向も相当終盤にあるため、米金利上昇を理由にしたドル買いも先が見えているのは確かだ。黒田総裁は円安の理由を「堅調な米国経済と、米長期金利の上昇を背景に、運用に有利なドルを買うために円を売る動きがある」と分析しているが、その点に関してはある程度先は見えている。下手に動いて投機の円売りを招来するくらいなら従前の路線を貫くという胸中ならば理解できる。

円安メリットを活かす経路確保は政府の仕事

だが、黒田総裁は円安の理由として「国内企業が輸入する原油などの価格が値上がりし、企業が支払いのために円を売ってドルなどを調達する需要も強くなっている」とも述べている。端的には貿易赤字が拡大しているという話だ。これは収束の目途が立たない。ウクライナ危機が停戦を迎えれば、今よりも資源価格の騰勢は落ち着くのかもしれない。だが、世界経済が「ロシア抜きの世界」を前提に動くという未来はもう変わらないだろう。そう考えると、今までよりも資源供給に制約が生じ、コストがかかる世界が到来するのはある程度間違いない。「経常赤字の定着（ないし拡大）」までいかずとも「経常黒字の消滅」はアフターコロナないしアフターウクライナでも残る可能性がある。それはドル/円相場の水準が、今後円高方向に戻る時間帯はあるにしても、かつてほど根深い調整にはならないという未来を予感させる。

だとすれば、今後の日本経済に求められるのは「(円安の) メリットで得する経済主体」から「デメリットで損する経済主体」への波及経路の確保になる。例えば上がりにくい賃金の根底には何があるのか。それは例えば、事あるごとに話題に上がる終身雇用や年功賃金に象徴される日本型雇用の改革などが相当するかもしれない。そうなる大きな話であり、中央銀行ではなく政府で取り組むべき問題になる。

言い換えれば、黒田総裁は円安を肯定しながら社会が変わるのを待つしかない状況に置かれているとも言える。しかし、現実問題として、岸田政権が物価高に危機感を覚え始めている状況を踏まえると、日銀の金融政策運営について何らかの政治的関心が及ぶ展開は十分考えられる。例えばシステムリスクを高めるだけで効果が薄いと考えられていたマイナス金利の解除などを検討するならば、現在は千載一遇の好機に思える。今のような状況にあっても指値オペに踏み込む姿勢を見る限り、黒田体制が存続している限りそのような展開は想像が難しいが、それも政治的関心の行方次第であろう。2016 年 9 月の総括的検証以降、表舞台から消えていた日銀だが、当面は通貨を防衛する存在としてスポットライトが当たることになりそうである。

《米金融政策の現状と展望～短期決戦型の利上げ。効果は 24 年以降～》

短期決戦型の利上げ局面

3 月 15～16 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標を 0～0.25% から 0.25～0.50%へ 25bps 引き上げること

を決定した。2018 年 12 月以来、約 3 年ぶりの利上げとなる。FOMC は利上げ方向で意見集約されており、9 票中 1 票の反対票 (ブラード・セントルイス連

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

| FOMC Date | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Mar-21 | 0.125% | 0.125% | 0.125% | n.a. | 2.500% |
| Jun-21 | 0.125% | 0.125% | 0.625% | n.a. | 2.500% |
| Sep-21 | 0.125% | 0.250% | 1.000% | 1.750% | 2.500% |
| Dec-21 | 0.125% | 0.875% | 1.625% | 2.125% | 2.500% |
| Mar-22 | 0.125% | 1.875% | 2.625% | 2.625% | 2.250% |

(資料)FRB

銀総裁)は50bps提案であった。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)は1回25bps単位でカウントした場合、2022年は7回、2023年は3回、2024年はゼロ回となる。利上げの終点である中立金利は2.50%から2.25%と下がっているが、投票者が前回から2名減っているため、現状では横ばいというイメージにとどめておくのが無難だろう。

しかし、中立金利が2.25%であれ、2.50%であれ、「2023年には中立金利を超える」という見通しであり、今回の利上げ局面は最長でも足許から1年9か月ほどしか続かない公算になる。中央銀行の視点に立てば、中立金利を超えて初めて引き締めと言え。現下のインフレ高進を踏まえれば、そこ(中立金利)まで足早に向かう必要があり、それが今年7回という中央値に現われていると考えられる。資源価格の動向次第では途中50bpsの利上げもあり得ると考えれば、2023年前半に中立金利へ到達し、利上げ局面が収束に向かう可能性もある。短期決戦型の利上げと言え。

裏を返せば、今から急いで利上げしなければならないということは、いわゆる「behind the curve」の状況であり、実際にこの点を質す記者は現れた。パウエルFRB議長もそうした政策上の至らなさを認めているが、その一方で利上げの糊代が大きく、保有資産の削減余地も大きいため、インフレ抑制は依然可能であることを強調していた。現実問題として、ウクライナ危機に伴う資源価格高止まりの長期化を予見するのは不可能であり、この点にFRBの過失を求めるのは酷であろう。

短期決戦型が効果を発揮するのは2024年以降

パウエル議長は、会見冒頭で米経済の力強い拡大を強調し、とりわけ労働市場に関しては失業率の低下および賃金の上昇などを見る限り、好ましい状況にあると述べた。懸案のウクライナ危機の影響は足許では不透明としながらも、輸出減少などを通じて実体経済を押し下げの可能性は指摘されている。実際、FOMCメンバーによる経済・物価見通し(SEP)は予測期間全般にわたって大きな修正が目立ち、とりわけ2022年の実質GDP成長率

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2022年3月時点

| | 2022 | 2023 | 2024 | 長期見通し |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率 (12月時点) | 2.8 (4.0) | 2.2 (2.2) | 2.0 (2.0) | 1.8 (1.8) |
| 失業率 (12月時点) | 3.5 (3.5) | 3.5 (3.5) | 3.6 (3.5) | 4.0 (4.0) |
| PCEインフレ率 (12月時点) | 4.3 (2.6) | 2.7 (2.3) | 2.3 (2.1) | 2.0 (2.0) |
| PCEコアインフレ率 (12月時点) | 4.1 (2.7) | 2.6 (2.3) | 2.3 (2.1) | |

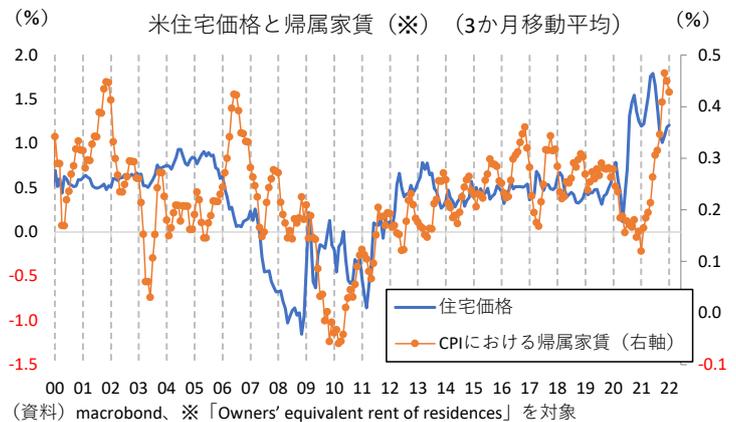
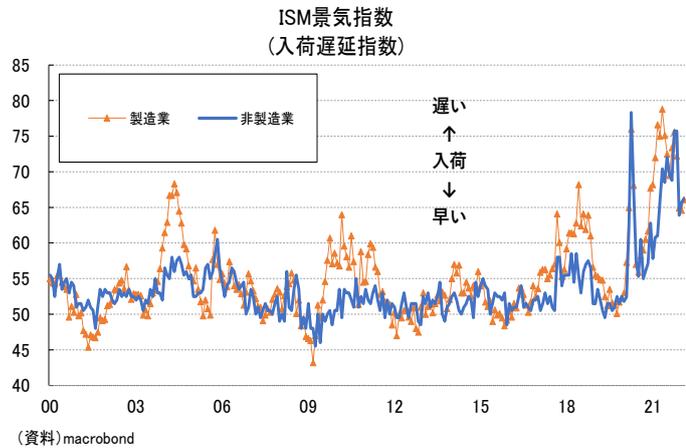
成長率に関しては+4.0%から+2.8%へ▲1.2%ポイントも引き下げられている(2023~2024年是不変)。これは個人消費支出(PCE)デフレーターの見通しと整合的であり、コアベースで見ても2022年が+2.7%から+4.1%へ、2023年が+2.3%から+2.6%へまとまった幅で引き上げられている。元より問題としてあった供給制約や資源価格の高止まりがウクライナ危機によって長期化し、これがさらにインフレ高進を招き、消費・投資活動が停滞するというのがFRBの胸中と見受けられる。なお、今回から始まった利上げの影響はラグを伴って発揮されるため、今回のSEPには十分反映されていないようである。

以上のようなドットチャートとSEPを合わせて理解するとFOMCの胸中は理解がしやすい。ドットチャートで示すように、利上げは2023年末で終了し、2024年末は横ばいとなる。既に述べたように、ここで初めて中立金利と同等かやや上になるため、引き締め政策になる。パウエル議長が認めるように引き締め効果はラグを伴って発現するため、2024年以降、顕著に成長率と物価が抑制されることになる。SEPで示された予測値は確かにそのような仕上がりである。2022年から開始される短期決戦型の利上げ

が奏功するのは 2024 年以降という話になる。

6月ドットチャートもスタンス保てるか？

とはいえ、米イールドカーブは確実にフラット化が進んでおり、金融市場のオーバーキル懸念は根強い。最も注目度が高い 10 年-2 年スプレッドも遂に 3 月末には逆イールド化している。前回利上げ局面を思い返せば、2015 年 12 月に利上げ着手した時点で同スプレッドはまだ約 120bps あったが、これが今は消滅している。FRB も市場参加者も「2022 年中は 7 回利上げ」で予想形成が進んでいるが、逆イールドを掘り下げながらの利上げは難易度が高いだろう。もちろん、ウクライナ危機に伴うインフレ懸念の長期化は引き締め理由として正当なものだが、元々懸念されていた供給制約は徐々に後退している。例えば ISM 景気指数の入荷遅延を見ると、水準は依然高いが、製造業は昨年半ば、非製造業は昨年秋頃にピークアウトしている（右図・上）。また、懸案の住宅価格やこれに付随する（CPI における）帰属家賃の動きもピークアウトが見られている（右図・下）。3 月利上げは今更撤回できないというムードの中でパウエル議長が予告する格好となったが、少なくとも 1 回目と 2 回目以降では市場ムードは大分異なるはずである。その意味で 5 月 3~4 日の会合は利上げで乗り切ったとしても、6 月 16~17 日の会合で同じようなドットチャートや SEP を示すことができるだろうか。筆者は引き続き、実体経済へのダメージにも配慮される中、年内の利上げ回数が 3 回程度に収まる可能性は残っていると考える。それは 3 か月前、年 7 回の利上げを予想する声



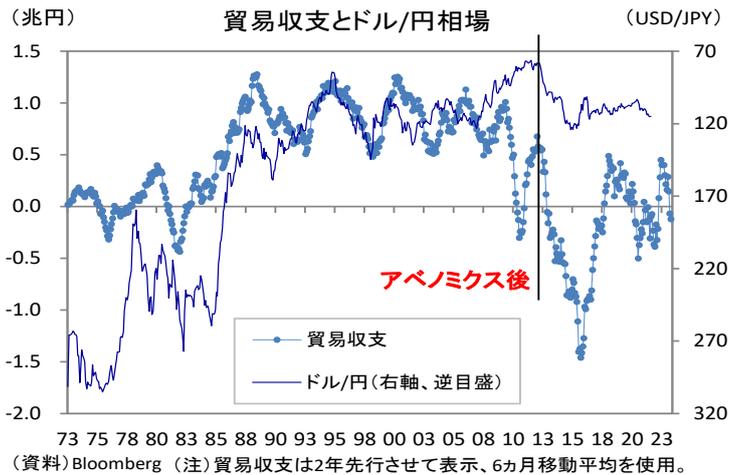
が皆無だったことを思い返せば否めないシナリオであろう。なお、こうした展開はドル/円相場にとって当然追い風になるものだが、現下の円安は米国の挙動にかかわらず、「日本売り」の色合いも帯びていることから、利上げ回数如何にかかわらず、円高方向へのリスクは限定的な状況が続くように思われる。

《メインシナリオへのリスク点検～思い出すボルカー時代とプラザ合意～》

先行きは「三步進んで二歩下がる」というイメージを

本稿執筆時点のドル/円相場は 120 円台で定着し、近いうちに 130 円の声も聞こえてきそうな勢いである。ここにきて多くの市場参加者が円安見通しに傾斜し始めているため「そのような場合は天井（ドル/円相場の高値）に近い」との声もある。確かに、得てしてコンセンサスが集約される時が天井になりやすい。定性的な話にも聞こえるが、コンセンサスが集約される過程でポジションの傾きが性急になり、それ

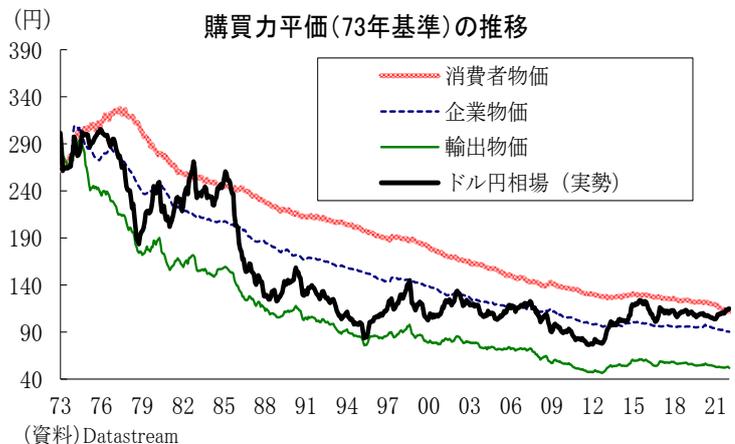
が後に調整を迎えやすくなるという側面は確かにありそうである。だが、それは再び苛烈な円高が訪れるということを意味しない。変動為替相場である以上、上下動はあって当然である。大幅な円安を経験した後に、円高に振れる局面が到来するのは自然であり、対外純債務国の通貨でも上昇が続く局面はある。問題はその調整幅である。上でも議論してきたように、今の日本が「成熟した債権国」が「債権取り崩し国」へ向かう変化の途上にあるならばもはや円高方向への調整は浅い



もので終わる可能性がある。その変化を駆動するのは貿易収支だが、明らかに黒字から赤字へ構造変化した 2012 年前後を境にドル/円相場も円高・ドル安への動きが限定されている (図)。拠って立つ実需構造が変化を強られる中で、円高方向の動きは穏当なものになりつつあるのだろう。ラフに言えば、当面のドル/円相場は「三步進んで二歩下がる」といったイメージの軌道を想定しておきたい。

PPP からも明らかな構造変化

ドル/円相場の置かれている局面が根本的に変化しているとの考え方は購買力平価 (PPP) の動きからも良く分かる。右図に示すように、やはり 2012 年前後から実勢相場と PPP の関係性は変化している。具体的には 2012 年以降に始まった円安・ドル高はそのまま実勢相場の天井として長年機能してきた企業物価ベース PPP を上抜けし、その後これをフロアとするように推移している。これほど長期にわたって企業物価ベース PPP を上抜け



した状態が続いたことは過去に類例が無い。それどころか足許では消費者物価ベース PPP を上抜けようとしている。消費者物価ベース PPP をはっきり上抜けたことはプラザ合意を招いた激しい 1970 年代後半から 1980 年代前半のドル高局面くらいしかない。ちなみにプラザ合意直前の 5 年間 (1980~84 年) の貿易収支は合計約+14 兆円あったのに対し、直近 5 年間 (2017~2021 年) のそれは約▲1 兆円であり、需給環境という意味では既に当時よりも大分悪化している。PPP 対比で見た「過剰な円安」はそれが輸出を増やし、貿易黒字を稼ぎ、結果的に円高を引き起こすから「過剰な円安」なのだ。既に「円安→輸出増」のチャンネルが切れた日本で PPP を基準として「過剰な円安」を正当化することは難しいと言える。

思い返されるボルカー時代とプラザ合意

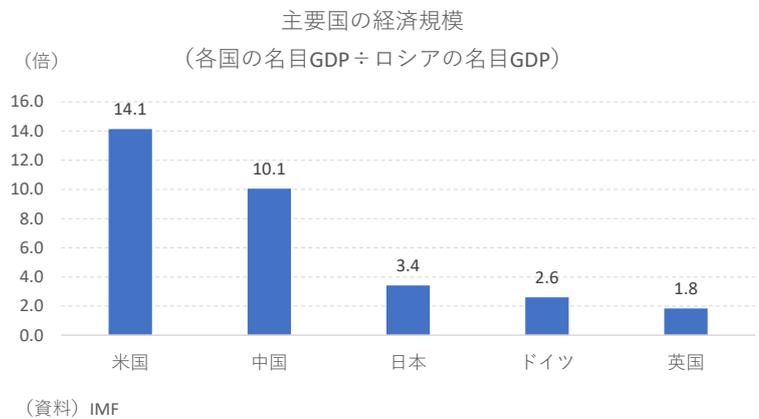
以上は日本側の事情を勘案した話だが、米国側の論点を勘案すれば、「1970 年代後半から 1980 年代前

半」という時代はそのままボルカー前 FRB 議長がインフレ退治に尽くした期間と概ね一致する。安易な比較を承知で言えば、今次ドル高局面がいずれ政策協調を必要とするほどの水準にまで昇華される可能性もリスクシナリオとしてはあり得る。感染症や戦争およびこれ伴う資源高で实体经济への負荷が懸念されながらもパウエル議長が従前の路線を変える雰囲気は感じられず、米金利とドルの相互連関的な上昇がウクライナ危機如何に拘わらず続くという可能性も視野に入る。また、正常化プロセスの手綱を緩めたとしても、米金利上昇が収まり、米株が反転、やはりリスクオンムードの中で円安が進みやすくなる可能性も残る。これら以外にも様々なシナリオを描くことは可能だが、今後、円相場がにわかに騰勢を強めるとしても、その材料を見つけ出すのは相当に困難と言わざるを得ない。

《※補論:ロシアのデフォルトに対する考え方～BIS 統計の示す現状～》

ロシアのデフォルトは金融システムに影響するのか？

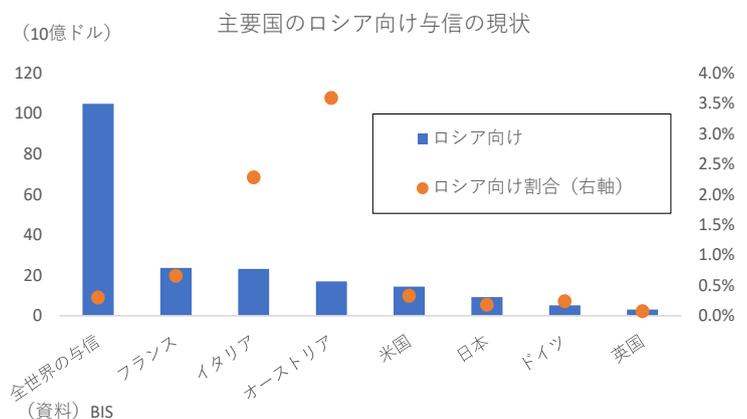
3 月の話題は下旬こそ円安一色であったが、上中旬は「ロシアのデフォルトが騒がれているが、破綻の連鎖に至る心配は無いのか」といったウクライナ危機に絡んだ金融システムへの影響について照会が多かった。結論から言えば、ウクライナ危機に伴うロシアのデフォルトが世界的なシステムリスクに発展する可能性は低い。ロシアは軍事大国だが経済大国ではない。ロシアの名目 GDP 規模 (約 1.5 兆ドル) に対する



倍率で比較した場合、米国は 14 倍、中国は 10 倍、日本は 3.4 倍、ドイツは 2.6 倍、英国は 1.8 倍と大きな開きがある。広大な国土と豊富な資源、強固な軍事力のイメージを背景に経済大国のイメージも抱かれやすいが、ロシアの経済規模はブラジル、カナダ、韓国、スペインと近い。もちろん、小さな国ではないが「大国」のイメージに照らせば、見劣りするものだろう。いずれにせよ、この程度の経済規模ならば必然的にシステムリスクに直結するクロスボーダー与信の規模も限定的なものが想像される。

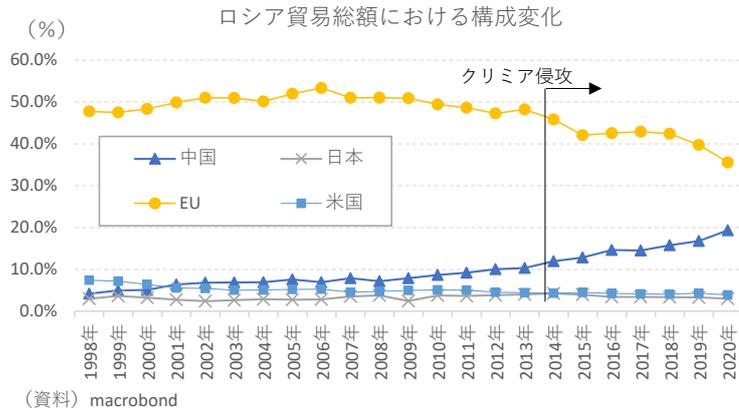
クリミア侵攻後、ロシア離れは顕著

具体的に数字を見てみよう。国際決済銀行 (BIS) のデータによれば、2021 年 9 月末時点でロシア向けの対外与信残高は世界全体で 1047 億ドル存在する。これは世界全体の対外与信残高の 0.3% でしかない。国別に見ても、最も大きい部類に入るフランスでもロシア向け与信残高は 240 億ドル程度であり、同国の対外与信残高全体の 0.5% にとどまる。対外与信残高に占める割合が最も大きなオーストリアでも 3.6% である。ロシアの対



外債務がデフォルト必至だとしても、それにより国際金融システムが瓦解するような話にはなり得ない。

そもそも 2014 年のクリミア侵攻以降、西側陣営は貿易面のみならず、金融面でもロシアから距離を取るようになっていた。ロシアとの貿易関係が分かりやすい。2014 年以降、最大の貿易相手国であった EU は明らかにロシア依存度を下げている。その代わりに中国の存在感が増している(図)。これは 2017 年以降、ロシアの外貨準備運用において非ドル化が進んできたことと無関係ではないのだろう²。思い



返せば 2014 年当時もロシアに対する SWIFT 遮断を求める声はあった。結果論だが、来るべき衝突を見越して西側陣営・ロシアの双方共にお互いから距離を取ってきたという構図に見える。2014 年のクリミア侵攻という事前の暴挙が、足許の経済・金融面でのショックを緩和する契機になったと考えられる。

SWIFT 遮断の「骨抜き」批判は誤り

なお、金融関連では 3 月 2 日に欧州委員会追加制裁としてロシア大手 7 行に対して SWIFT を遮断すると発表したことが注目された。この点、最大手行のズベルバンクとエネルギー調達にとって重要なガズプロムバンクは対象外としたことで、「骨抜き」という批判が散見されたが、現在起きていることを客観的に見る限り、そのような批判は正しくないだろう。

もちろん、最大手行などを対象外とする措置はロシアから欧州への天然ガス供給を温存するための西側陣営の保身的な措置という側面もある。EU の使用する天然ガスの 4 割がロシア産であり、この売上高(つまり外貨)はロシアに流れることになる。ロシアの世界向け輸出の半分が鉱物性燃料(つまりエネルギー)ということ踏まえれば、ここを断たればロシアは外貨を稼ぐ手段の大半を失うことになる(SWIFT は送金を効率化する手段であって、外貨を稼ぐ手段そのものではない。それはあくまで資源輸出である)。同時に、鉱物性燃料輸出はロシア政府の主たる財源(4 割弱)なので、最大手行も含めて制裁対象とすれば、ほぼ確実にロシアの国庫は払底するだろう。そもそも SWIFT 遮断の一報に対して、欧州に対する天然ガス供給停止というロシアにとっては「最強の(西側陣営にとっては最悪の)カード」を切れないのは、それをやれば収入が断たれるからだと推測される。このような事情を踏まえると、今回の欧州委員会決定を受けてロシアが安堵している可能性は高い。

しかし、だからと言って、SWIFT 遮断が無意味という話にはならない。周知の通り、SWIFT 遮断は実施前からロシアルーブルの暴落を引き起こしており、もはや反転の目途は立たない。本来はロシア中銀が外貨売り・ロシアルーブル買い介入で支えたいところだが、その原資である外貨準備も半分近くが凍結されて使用できない。ロシアに物資を輸出する国は暴落するロシアルーブルで売上を受け取るはずがなく、ドルやユーロ、円などを要求するだろう。しかし、それも塞がれている。つまり、現時点でロシア企業との貿易取引が禁じられているわけではないが、SWIFT 遮断によってロシアルーブルが暴落したことで、多くの企業はロシアとの貿易取引を忌避したい状況に直面している。これが SWFIT 遮断の現時

² みずほマーケット・トピック 2022 年 3 月 1 日号『日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～』をご参照下さい。

点で発生している効果であり、「骨抜き」批判は全く正しくない。

「ロシア抜きの世界」が意味するもの

BIS データも示す通り、ロシアの金融システムが瓦解しても国際金融システムが揺らぐ可能性は低そうである。むしろ、ロシアの金融システムが国際金融システムから切り離されることで、ロシアルーブルが暴落し、これを楔としてロシアの実体経済が壊れていくというのがこれから起きようとしていることだろう。もちろん、これから到来する「ロシア抜きの世界」では資源供給が今までよりは細るため、資源調達の多様化などが模索されるだろうが、物価上昇圧力は残存する可能性が高い。プーチン政権が存続する限り、この状況は続くのだろう。だとすれば、「デイスインフレの時代」から「インフレの時代」への過渡期に我々は立たされていると考え、経済・金融情勢の見通しを作る必要があるそうである。

◆ ユーロ相場の見通し～「戦下の正常化」に着手～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～本当に恐れるべきは賃金の先行きに？～》

「戦下の正常化」に踏み切った ECB

3月のECB政策理事会は拡大資産購入プログラム（APP）を7～9月期で終了させる方針が示された。ロシアのウクライナ侵攻以降、主要中銀として先陣を切ったECBは景気後退よりもインフレ高進を防ぐ方に重心を置いた格好である。もっとも、ECBが提示していた正常化プロセスは元々穏当なものであったため、結果的に従前の路線を変える必要がなくて済んだというのが正確な理解だろう。

APP終了自体は既定路線である。2月会合でラガルド総裁は「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」と述べ、3月末に終了する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）を再考する意思を表明していた。3月会合でECBから示されたのは「4月400億ユーロ→5月300億ユーロ→6月200億ユーロ」と段階的に縮小（テーパリング）した後、7～9月期以降は①APP終了が中期的なインフレ見通しを押し下げないと判断されれば終了、②そうではない（2%見通しと矛盾する）場合は規模と期間を再検討するという条件付き終了である。要するに、「このままいけば7～9月期にAPPは終了だが、そうではないこともあり得る」というものであり、実のところ、確約はしていない。

この点、ラガルドECB総裁は（PEPP終了を決めた）昨年12月以来、あくまで色濃い不透明感の中で曖昧さを残しながら「段階的アプローチ（step-by-step approach）」と「最大限の選択肢（our maximum optionalities）」を確保することにECBは努めているのであって、今回の決定が「正常化プロセスの加速を意味するわけではない（we are not in any way accelerating）」と再三強調している。あくまでデータ次第では7～9月期以降のAPP継続もあり得るという含みは残しているのだから、一方的なタカ派姿勢を読み取るべきではないという主張は分からなくない。

だが、APP終了が利上げの号砲と見なしていた金融市場からすれば、ECB総裁の口からその終了時期に言及がなされた以上、年内利上げを前提に予想形成を始めるのも当然である。後述するように、スタグフレーションの機運を纏いながら行われる「戦下の正常化」は極めて難しい状況判断の上に立つものだが、現在得られる情報に基づけば、インフレ退治を優先すること自体、必然なのかもしれない。

「将来の景気後退より目先の物価上昇」

ECBのインフレ懸念の強さは今回改定されたスタッフ見通しに現れている。今回はメインシナリオに加えて「悪化シナリオ（adverse scenario）」、「最悪シナリオ（severe scenario）」を併記するという試みが取られて

ECBスタッフ見通し(前年比%)

| | 2022年3月見通し | | | | 悪化シナリオ | | | | 最悪シナリオ | | | |
|-------------------|------------|------|------|------|--------|------|------|------|--------|------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 実質GDP | 5.4 | 3.7 | 2.8 | 1.6 | 5.4 | 2.5 | 2.7 | 2.1 | 5.4 | 2.3 | 2.3 | 1.9 |
| ユーロ圏消費者物価指数(HICP) | 2.6 | 5.1 | 2.1 | 1.9 | 2.6 | 5.9 | 2.0 | 1.6 | 2.6 | 7.1 | 2.7 | 1.9 |

(資料)ECB、2021年は実績値。

いる。注目すべきはユーロ圏消費者物価指数（HICP）の見通しであり、メインシナリオでも2022～24年のパスが「+5.1%→+2.1%→+1.9%」とされ、前回（12月）対比で2022年が+1.9%ポイントも引き上

げられ、2023 年も+0.3%ポイント、2024 年も+0.1%ポイント、それぞれ引き上げられている。これだけでも正常化プロセスを決断するのに十分な材料だが、対ロシア経済制裁やそれに付随する供給制約を背景として悪化シナリオ、最悪シナリオが示され、いずれもインフレ上振れ方向での「悪化」が見込まれている。片や、実質 GDP 成長率は最悪シナリオの 2024 年まで見越してようやく 2%を割り込む程度である。ユーロ圏の潜在成長率が 2%前後であることを思えば、まずはインフレ高進を潰す方が割に合うというのが ECB の胸中だろう。 総じて「将来の景気後退より目先の物価上昇」という問題意識が透ける。

利上げの行方

今回、APP 終了方針と共に注目されたのは利上げに関する記述である。これまで ECB の正常化プロセスの手順を規定してきた文言である「The Governing Council expects net purchases to end shortly before it starts raising the key ECB interest rates」が今回から削除されている。その代わりに「Any adjustments to the key ECB interest rates will take place some time after the end of the Governing Council's net purchases under the APP and will be gradual」との記述が加わっている。「APP 終了後に利上げ」という大枠は変わっていないが、APP 終了と利上げの間に横たわるリードタイムに関して「shortly before」が「some time」と表現を変えたことが目に付く。

当然、会見ではその意味を質す記者が多く現れているが、その意図するところは曖昧さを増した印象である。ラガルド総裁は「いくぶんか経過した後 (some time after)」は「包括的なもの (all-encompassing)」であり、「1 週間後もあり得るし、数か月後もあり得る (It can be the week after, but it can be months later)」と述べている。直感的に「shortly before」よりも企図する期間が延びた印象もある。一方で、金利水準に関するフォワードガイダンスは長らく「the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels」と利下げ可能性が示唆されてきたが、今回から「or lower」が削除されている。利上げへの意思を明確にする一方、その時期には曖昧さを加えるという絶妙な匙加減と言える。ここまで予防線を張っても会合後の域内金利は跳ねているのだから、この程度の曖昧な情報発信で少しずつ出口に向けて「匍匐（ほふく）前進」をすることが恐らく正解なのだろう。

やはり高まる賃金への警戒感

上述したように、「戦下の正常化」はスタグフレーションすなわち「不況下の物価高」との戦いである。この際、中銀は「不況」と「物価高」のいずれを重視して動くべきか判断を迫られる。とりわけユーロ圏は地政学リスクの当事者ゆえに、この 2 つの現象を如何にバランスするかが余計に難しい立場にある。

ここまで見てきたように、現状の ECB は「物価高」を重視する意向にありそうである。これはロシアへの資源依存度が高いユーロ圏では想定外の物価上昇が起きかねないというリスクが大きいためであり、その懸念は 2 つ（悪化と最悪）の代替シナリオを用意したことにも表れる。しかし、本当に懸念されるのは賃金の動向である。3 月会合の声明文や総裁会見を見る限り、明らかに賃金上昇への警戒感は前月よりも高まっている。例えば会見でラガルド総裁は「今は見えていないが、我々が非常に、非常に注視している計数として賃金上昇圧力がある (what we are not seeing so far and we are very, very much scrutinising the numbers, is wage pressure)」と語気を強めている。2 月会合までは賃金上昇圧力が見られないことは、むしろ正常化を急がない理由として持ち出されていた。

現状、域内の妥結賃金は過去最低の失業率とは裏腹に大分低い伸び率にとどまっている(図)。この点、ラガルド総裁は今後、賃金上昇圧力がいつ、どのように発生しそうなのかに関し、可能な限りの知性と理解の集約を進めるよう努めていると述べている。恐らく、妥結賃金の抑制はパンデミックで雇用保全が賃上げよりも選好された結果と考えられ、米国同様、人手不足に直面するユーロ圏でも早晩、賃金の上昇は不可避と予想される。雇用の「量」的な改善を示す失業率が著しく低下している一方、雇用の「質」的な改善である賃金が上がらないという状況は不自然であり、この「ねじれ」は賃金上昇により解消されるはずである。賃金上昇はサービス物価を中心に HICP の押し上げ、基調的なインフレ率を押し上げる。これまで ECB が FRB よりも正常化プロセスに慎重でいることができた背景には賃金上昇が抑制されているからという理屈があった。

これが本格的に覆されてくるとなれば、域内の金利上昇、ひいてはユーロ相場の押し上げにも繋がってくるだろう。何より、輸入物価の抑制が期待できるユーロ高の方が望ましいという状況もある。世界最大の経常・貿易黒字という盤石の需給環境を踏まえれば、ウクライナ危機なかりせば年内にユーロ相場が復調してくる可能性は想定され、対ドルで 1.15、対円で 140 円といった水準は視野に入ると予想したい。

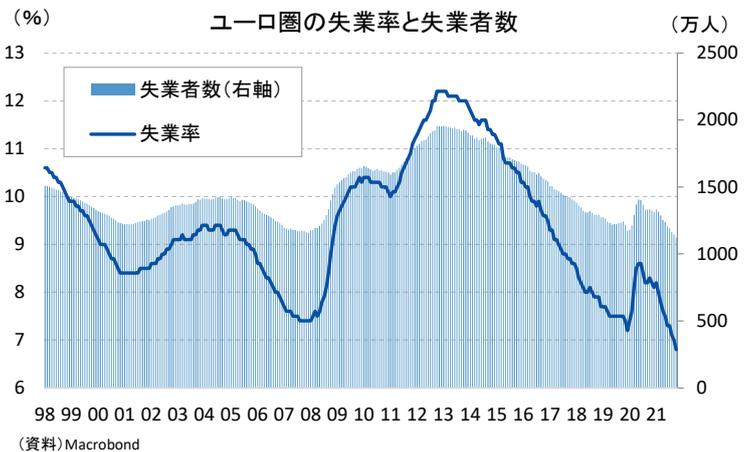
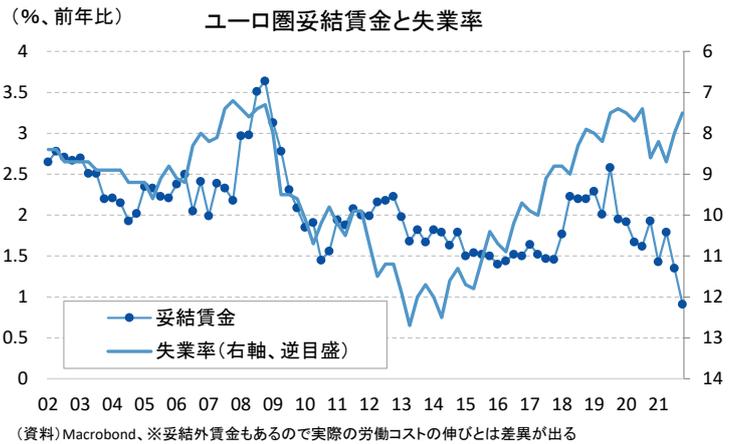
ユーロ圏の雇用・賃金情勢は大幅に改善中

域内の賃金情勢についてももう少し深く議論しておこう。地政学リスクに見舞われる状況とは裏腹に域内経済情勢は底堅さを増している。3月3日に公表されたユーロ圏1月失業率は6.8%と2月の7.0%からさらに低下し、統計開始以来の最低値を更新した。また、失業者数も前月比▲21.4万人の1123万人と9か月連続で減少している。既に、失業率および失業者数のいずれで見てもパンデミック以前よりも改善が進んでおり、その傾向には勢いも感じる。図示される通り、パンデミックを受けた雇用市場への影響は甚大なものであったが、その水準だけを見れば、欧州債務危機ほどではない。ユーロ圏史上、雇用市場の最悪期は2013年上半期であり、当時は失業率が12.2%、失業者数は1950万人超という水準にあった。それは数字だけを見れば現在の2倍弱である。

その水準だけを見れば、欧州債務危機ほどではない。ユーロ圏史上、雇用市場の最悪期は2013年上半期であり、当時は失業率が12.2%、失業者数は1950万人超という水準にあった。それは数字だけを見れば現在の2倍弱である。

噛み合わない雇用と賃金

本来、これほどの勢いで雇用市場の改善が続けば賃金の騰勢に反映されても不思議ではないが、この点



は抑制された動きが続いている。金融政策運営に関し、ECB は FRB と何かと比較されやすく、政策理事会でもこれを質す記者が多く現れるが、ECB は住居費の上昇や総需要の強さに加えて、ユーロ圏における賃金上昇率が顕著に抑制されていることが米国との大きな違いだとしている。2月政策理事会の議事要旨では「Nor did expectations of labour costs point to any evidence so far of significant second-round effects from the current high level of inflation（域内の労働コストを見る限り、現在の高インフレから著しい二次的波及効果が発生している証拠は見当たらない）」との記述も見られている。つまり、経済全体として人手不足が深刻視されながらも、それがコストに跳ねてこないという「ねじれ」が今のユーロ圏には生じている。前掲図に示すように、失業率の上昇は2020年末で頭打ちになり、2021年中盤からは顕著に低下しているものの、ユーロ圏全体の団体交渉における協約賃金（以下妥結賃金）は伸びの鈍化が続いている。一般的にインフレが制御不能になりやすいのは、賃金の持続的な上昇を伴っている場合である。賃金が上昇し、家計部門の購買力も伴って来れば一般物価は失速しにくくなる。2月までのECBはこうした展開を懸念していなかったものの、上述の通り、3月に入り、急速に懸念を強めている。

賃金はこれから上がる公算

雇用と賃金の動きにこれほど齟齬が出ているのはパンデミックという特殊な状況が背景にあると見られる。前掲図に示すように、歴史的に失業率と妥結賃金の関係は安定しており、これは理論（フィリップス曲線）が想定する通りの事実である。足許に限ってこれが崩れているのはパンデミックゆえに労働者側が団体交渉において賃金交渉の態度を軟化させていたことなどが原因と指摘される。先行き不透明感が経験のないほど大きくなる以上、「賃金よりも雇用」との思惑が働くのは自然であり、ECBが実施している企業電話調査（パンデミックに際してECBが始めた調査。FRBで言えばページブック、日銀で言えば短観のようなものに近い）によれば、賃金の伸びよりも「平時よりも雇用保全（job preservation）」が強調されたという報告が見られている。

とすれば、両者の不安定な関係はパンデミックを理由とする一過性のものである可能性は高く、社会情勢が正常化に向かう中で非線形に賃金が雇用情勢に追いつくシナリオには身構える必要がある。そもそも「人が足りないのに賃金が上がらない」という状況が続くはずがない。この点はECB政策理事会でも認識されており、2月会合の議事要旨では「過去の賃金上昇率は遅行系列（a lagging indicator）であり、将来のインフレに関するタイムリーなシグナルにはならない」と明記されている。こうした指摘に続け「よりフォワードルッキングな指標に注意を払うべき」であり、例えば聞き取りなどを中心とした調査ベースの数字を重視すべきとの姿勢も示している。この点、ECB企業電話調査では深刻な人手不足や生産コストの販売価格への波及に限らず、著しい賃金上昇への期待も報告されていると言及されている。賃上げの気配は確実に存在する。3月会合ではこの警戒度合いをさらに強めたというところだろう。こうした情報を総合すれば、域内のフィリップス曲線がECBの想定を超えて急激にスティーブ化する恐れはやはりあるのだろう。なお、スタッフ見通しでは、2%のインフレ率を前提とした場合、予測期間中に3%程度の賃金上昇率に達することが整合的との指摘がある。上で見たように、現在の妥結賃金は2%を下回っているのだから、やはり「非線形に伸び率が跳ねる」という展開は十分予見されるということだろう。

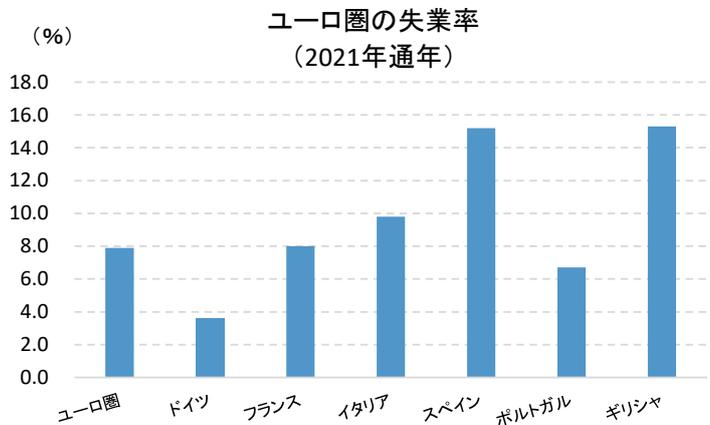
ちなみに、ECBが説明するように、確かに今の6%弱にまで迫っているHICPの半分はエネルギーで説明できる。しかし、裏を返せば、半分はエネルギー以外で説明できると言うことでもある。例えば、1月HICP（前年比+5.8%）のうち、2割に相当する1.0%ポイントはサービス物価である。サービス物価

は賃金の塊のようなものであろう。米国に比べて賃金の動きが鈍いとはいえ、それは域内の物価情勢押し上げにおいて相応の存在感は既に示していることは留意したい。過去の局面と比較しても、総合ベースの物価が振れてもサービスの物価は安定するのが普通だったが、今回は経験がないほどの押し上げが見られている。二次的波及効果は穏やかながら始まっている可能性もある。

現在の ECB はヘッドライン上のインフレ率がそのまま賃金情勢に反映されるという展開をメインシナリオにしていない、だが、ウクライナ危機により各種生産コストが押し上げられ、尚且つパンデミックも終息に向かうのであれば、妥結賃金は幅をもって上がってくるはずである。そうなればサービス物価もより勢いを得るだろう。そのスピードや幅は非連続的に加速する可能性がある。こうした基本認識を踏まえると、現状は「嵐の前の静けさ」とも言える状況かもしれない。

ドイツは「孤立」に耐えられるか

今後、正常化プロセスを進める上で難しいのは、ECB にとっては宿命だが、域内格差をどう乗り越えるかという点だ。2021 年通年の域内失業率を国別に比較すると、フランスはドイツの倍の水準にある。スペインやギリシャはそのフランスの倍だ (図)。もちろん、こうした域内経済格差はパンデミック以前から存在するものではある。だが、「悪い状況」から「良い状況」に事態が改善する過程で加盟国間ではどうしてもそのペースに差が出る。この点、ECB が正常化プロセスを検討する上で



(資料) Datastream

は必ず「誰に合わせて正常化すべきか」が問題になる。ちなみに 2016 年から 2017 年にかけて正常化モードが浮上した際、ドイツでは完全雇用が持て囃され、正常化プロセスは遅々として進まず、株や住宅などの資産価格に関しバブルの生成・崩壊の可能性が注目された。今次局面では、まだそこまでの齟齬が指摘されていないが、時間が経つに連れ地力の差は可視化されるだろう。もちろん、あらゆる計数に関し、ECB は域内の平均を見るしかないが、「平均」を形成する両端の国々との調整に苦しむはずである。

ドイツ連銀総裁が 2 代続けて任期途中辞任という異例の決断を強いられたのは背景には正常化プロセスを巡る「孤立」があったわけだが、今年 1 月に就任したばかりのナーゲル総裁が加わった政策理事会は、今度こそ摩擦を生まずに正常化プロセスを進めることができるのか。気が早い話ではあるが、同総裁の挙動に問題がなければ今度こそ次期 ECB 総裁候補だと言われていることを踏まえれば、政策運営そのものの行く末と合わせて注目したいポイントである。

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。