

中期為替相場見通し

2022年5月2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～円安は止められるのか？～

円安に対する処方箋～日本が自らできることはあるのか？～	P.3
日本経済と円安～「インフレで苦しむ」を想像できない日本～	P.6
世界経済の現状と展望～日本だけ癒えない「パンデミックの傷」～	P.9
補足：過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～本当に怖い円売りは家計部門からやってくる～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～さまよう利上げ観測～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～勝負は6月会合～	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

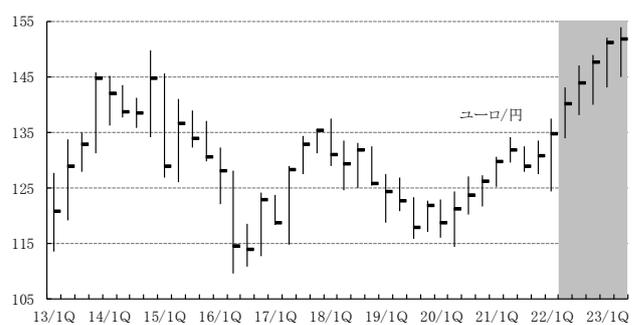
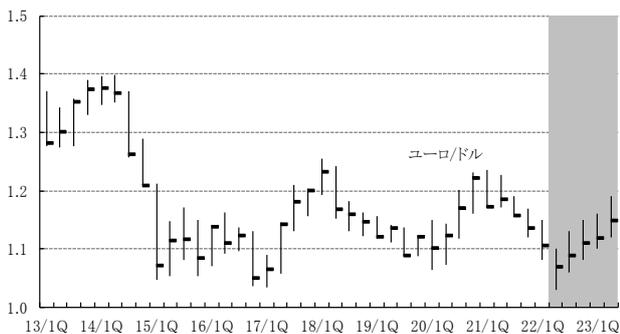
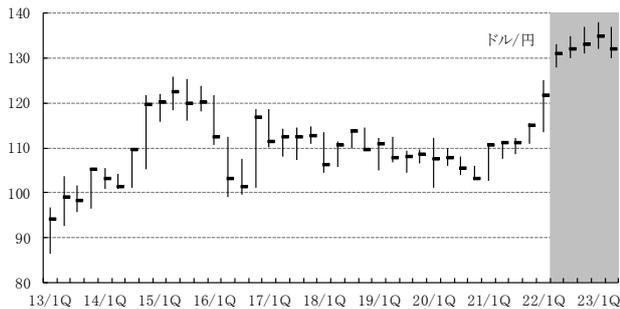
4月のドル/円相場も続伸し、ドル/円相場は遂に130円の大台に乗せた。日銀は為替市場を中途半端に懐柔することなく全面対決を選んでおり、当面はその一挙一動が円相場の水準に影響することが避けられないだろう。もっとも、円相場を展望する上での重要論点は昨年から何も変わっていない。成長率・金利・需給といった基本的論点に照らして、円売りはファンダメンタルズに沿った動きである。世界的に成長率は下振れリスクが高まっているものの、新型コロナウイルスに対する厳格な規制は中国と日本だけが頭抜けて際立っており、両国の自滅行為は正視に耐えかねる。予測期間中、欧米の問題意識はインフレ高進であり続けそうだが、日本は世論の支持を背景に新規感染者数に一喜一憂し、効果の怪しい行動制限に勤しむと予想したい。脆弱な実体経済を踏まえ日銀は緩和路線の継続に固執せざるを得ない一方、世界の中央銀行は利上げや資産保有の圧縮を粛々と進めるだろう。その上、日本国内では原発再稼働にも踏み切れず、高い資源を漫然と輸入し続ける絵図も思い浮かぶ。インバウンド解禁は議論があっても実行の時期が見えない。金利・需給の両面で円を手放す理由は満載である。もちろん、FRBの正常化が挫折し、それが米金利低下とドル安、ひいては円高に結びつく可能性もある。だが、今起きていることはどう見てもドル買いではなく円売りである。「ドル安≒円高」とは限らないことに留意しておきたい。

片や、4月のユーロ相場は続落した。ECBは確実にタカ派路線に傾斜しつつあり、早期利上げ観測も浮上しているが、FRBとの間で金融政策格差が否めないことに加え、地政学リスクの中心地にあること、それに伴い実体経済の先行きに不安を抱えることなどが嫌気されているように見える。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が高いと筆者は考えるものの、その終息自体が見えづらくなっており、逆風の環境は続きそうである。このままではECBが3月にリスクシナリオとして提示したように、ウクライナ危機が長期化し、資源価格の高止まりが続き、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も無視できない状況と言える。もっとも、対ドルでは軟調を強いられているが、対円では堅調推移しており、「円よりはまし」という状況も事実である。日本とは異なり、ユーロ圏の経常黒字は貿易黒字主体であり、その規模も世界最大である。対ドルでは苦戦を強いられるものの、予測期間中のユーロ/円相場が140円台に定着する展開は考えておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年				2023年	
	1～4月(実績)	5～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
ドル/円	113.47 ～ 131.25 (130.04)	128 ～ 133 (131)	130 ～ 135 (132)	131 ～ 137 (133)	132 ～ 138 (135)	130 ～ 137 (132)
ユーロ/ドル	1.0470 ～ 1.1495 (1.0533)	1.03 ～ 1.10 (1.07)	1.06 ～ 1.13 (1.09)	1.08 ～ 1.15 (1.11)	1.10 ～ 1.16 (1.12)	1.12 ～ 1.19 (1.15)
ユーロ/円	124.41 ～ 140.00 (136.99)	134 ～ 143 (140)	138 ～ 147 (144)	140 ～ 149 (148)	143 ～ 152 (151)	145 ～ 154 (152)

(注) 1. 実績の欄は5月2日までで、カッコ内は5月2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～円安は止められるのか？～

《円安に対する処方箋～日本が自らできることはあるのか？～》

円安はどうやったら止まるのか？

円安相場が収束する雰囲気を感じられない。ドル/円相場は3月初頭から約2か月間で約15円も上昇している。パンデミック直前の3年間（2017～19年）の平均年間値幅が9.74円だったことを思えば、文字通り「急激な変動」であろう。ここにきて最も受ける照会は①円安はいくらまで進むと思うか、②どうやったら止まると思うかの2点である。直感的には①が多いが、②も同じくらい多い。円高方向と円安方向では根本的に防衛の難易度が異なる（言うまでもなく円安を防衛する方が難しい）。「本当にこの円安は止まるのか」という得も言われぬ不安を抱く人々が増えること自体、不思議ではない。円高相場と異なり、購買力平価（PPP）などに代表される「もっともらしい節目」も見つけにくいという事情もあり、円安を「糸の切れた凧」のように不安げに見る心持ちは理解できなくはない。

効果があるかどうかは別にして、日本の為政者が本当に「円安を止めたい」と考えた場合、自ら講じることができる処方箋は3つある。今の円安の背景は金利と需給から説明されることが多いので、処方箋もそれに沿っている必要がある。前者にアプローチする処方箋としては①日銀の正常化プロセス着手、後者にアプローチする手段としては②原発再稼働および③訪日外国人旅行者（インバウンド）の解禁などが考えられる。いずれもそれをやったからと言って円安の潮流を覆せる保証はない。為替は常に「相手がある話」であり、日本の事情だけで方向感は決まらない。しかし、今の為替市場では「参院選前に対立論点は作らない」という岸田政権の決定力の無さを見透かし、半ば「高を括った円売り」に勤しんでいる向きも多いように思える。とすれば、①～③を実施する価値がないとは言えない。全て同時に講じれば円安が反転する可能性は相応に高いと筆者は考える。

①日銀の正常化プロセス着手

最も分かりやすいのは①だろう。3月以降、日銀の一挙一動は明らかに為替市場でウォッチされている。例えば4月13日は「信託大会における日銀総裁挨拶」といった誰も気にしていなかったようなイベントでも相場が走り出した（ここから126円台の乗せている）。こうした注目度の高さを踏まえれば、日銀の緩和路線修正が流れを変える可能性はゼロではない。しかし、既にこの選択肢は4月28日の政策決定会合や総裁会見を踏まえる限り、ほぼあり得ない選択肢となっている。4月会合では「粘り強く金融緩和」を続けると言い続けた上で、現行枠組み維持を前提として指値オペを毎営業日行うことが決定された。どちらかと言えば緩和強化で応戦しており、「為替市場との全面対決」を選んだ格好である。しかし、これは妙手だったと筆者は考えている。為替市場は飽きっぽい。指値オペが日常化すれば、「オペ通告のたびに円売りが進む」というノイズは払拭できる公算が大きい。そもそも、仮に何らかの緩和修正に手を付けたとしても、為替市場は「催促すれば引き締めして（円高にして）貰える」と解釈し、「次の一手」に期待を膨らませ、催促相場を育てようとするはずだ。よって、中央銀行が為替市場の乱高下に巻き込まれた時は基本的に「相手にしない」が一番であり、淡白な情報発信に努めるのが最も被害を軽減できる。この点、指値オペの常態化は好手だった。

だが、全ては「円安は日本経済全体にとってプラス」という前提に拠って立っており、ここに疑義を持つ状況に至れば何らかの緩和修正は必要になる。4月28日の会見でも黒田総裁は「過度な変動はマイナスに作用する」と述べ、既に「悪い円安」論を唱えていた鈴木財務相の見方に寄せた感もあった。では、

本当に日銀が何らかの手を講じなければならなくなった場合、何が想定されるか。フォワードガイダンスの引き締め方向への修正、YCCにおける誘導目標金利の短期化（10年→5年）など小手先の論点が注目されやすいが、「次の一手」に対する催促相場を断ち切りたいならば、一気にプラス金利まで視野に入れて利上げすることではないか。それは日銀の姿勢が「根本的に変わった」という可能性を感じさせるからだ。しかし、そうなれば家計部門にとって重要な住宅ローン金利なども上がる。政治的な逆風にもなる。参院選前の岸田政権にこれを容認する胆力があるとは思えない。とすれば、7月末まではこの状況が続くというのが既定路線と言える。円安修正を企図して政府・日銀が①の経路を選択する公算は小さい。

②原発再稼働

今次円安局面において最も重要な論点は「需給が円売り超過に傾斜しているのだから円安で問題ない」という主張である。これは圧倒的な事実ゆえに、反論の余地が殆どない。その象徴が毎月計上される大幅な貿易赤字であり、周知の通り、輸入金額の急増により引き起こされている。貿易収支のフローは必ずアウトライト（買い切り・売り切り）取引として市場に現われ、流れを作るのに寄与する。金額は「価格」×「量」で算出される。資源の「価格」は日本の力でどうすることもできない。

しかし、資源を輸入する「量」は国内の電源構成を修正することで可変的である。半ばタブー視されてきた原発再稼働が足許で注目されている理由の1つである。最初に断っておくが、本欄で原発再稼働の本質的な是非を問うつもりはない。あくまで「円安を止めたいならば何があるか」と考えた時、それが議論の俎上に上ってくるのが自然だという話である。もっとも、円安抑止は原発再稼働の副産物であり、全体論からすれば些末な話である。本当の問題意識は「これ以上、日本経済のダウンサイジングをすることが正しいのか」というより大きなものになる。この点は後述する。

いずれにせよ、現状、日本の輸入金額の25%が鉱物性燃料である以上、資源高が貿易収支の仕上がりに影響する部分は相当大きい。その資源高は脱炭素・感染症・戦争という根深い要因に駆動されている。「高い資源を買い続けて貿易赤字になる」という現状に何らか切り込まない限り、「需給要因を背景とした円安」はかなり手堅いストーリーであり続ける。

政府・与党にも動きは見られる。4月26日、岸田首相はテレビ東京の番組において物価高騰に対応する「緊急対策」の一環として、エネルギーの安定供給を念頭に「できるだけ可能な原子力発電所は動かしていきたい」と述べた。さらに「今の枠組みの中でどこまで原子力の再稼働ができるのか追求していかなければならない」と踏み込んでいる。また、翌27日にも経済同友会総会のあいさつで「原子力の活用を進めていく」と表明している。周知の通り、原子力規制委員会の厳格な審査を背景に審査のための標準処理期間（2年）は大幅超過が常態化し、一部の原発は稼働申請から8年以上が経過している。政府・与党における「審査の効率化」を求める声は強まっている。

繰り返しになるが、円安抑止は原発再稼働の副産物であって主目的では足りえない。主目的は実体経済の安定運営である。既報の通り、今夏・今冬の電力供給は逼迫の見通しが濃厚と言われる。原発稼働をあくまでも避け、感染防止時の行動制限と同様、国民への節電を「お願い」することで乗り切るのか。しかし、行動制限や節電を「お願い」することはマクロ経済のダウンサイジング（規模縮小）を図ることに等しい。金融引き締めや10円単位の値上げは大きな反対の声が挙がるのに、行動制限や節電には粛々と従う心理状態は理解が難しいが、大多数の国民にとって「政府は間違えない」という先入観が強いのかもしれない。いずれにしても、原発再稼働は通貨安に切り込み、マクロ経済のダウンサイジングを回避すると

いうポジティブな効果が見込める。繰り返しになるが、それと原発を巡る感情的な議論は切り離して考えたい。もちろん、難しい問題があることは百も承知である。「経済より命」路線の末にパンデミックからの経済復活を半ば放棄した日本だからこそ、「原発再稼働はせず、ダウンサイジングを受け入れる」という選択肢も十分考えられるのだろう。G7 および中国の中で比較した場合、未だにコロナ前の実質 GDP 水準を復元できていないのは日本だけだ。

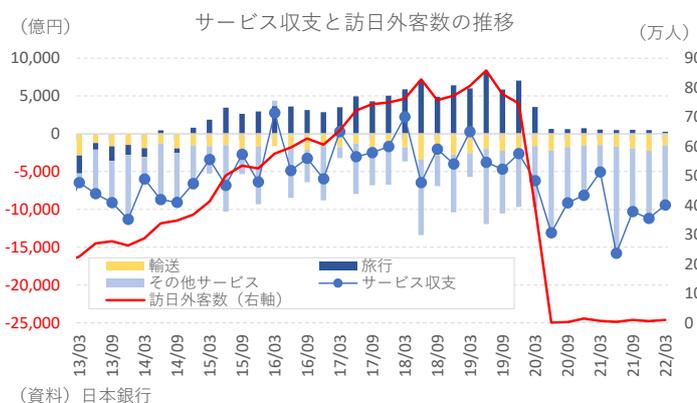
しかし、資源に乏しい国が成長を諦め、外から購入する財も「高価でかまわない」という態度は絶対に持続可能ではない。その「高価でかまわない」という態度を貫く過程では恐らく一時的な補助金などで痛みを緩和するという拡張財政路線が切り離せないものになるだろう。今まででもそうやってきたわけだが、その結果が交易損失拡大に伴う「安い日本」の定着である。原発再稼働は最終的に世論が決める話だが、「成長を諦めた国」が如何に劣化するかはこの2年間から学ぶべきである。

③インバウンド解禁

4月27日の経済財政諮問会議では民間議員から新型コロナウイルスの水際対策の一環として認められていない「観光目的の入国」の早期再開が提言されている。上述の①は投機の円売りを焚きつける恐れがあり、②は世論の意見集約が難しいという問題があるとしても、③のインバウンド解禁は反対する余地が殆ど無いテーマである。現在の経常黒字縮小の背景は資源価格の高騰を受けた貿易赤字拡大とインバウンド需要消滅を受けた旅行収支黒字の消滅がある。インバウンド解禁と共に旅行収支黒字が戻れば、微力だとしても需給面からの円売り圧力を緩和する手立てにはなる。岸田首相も「旺盛な海外需要の取り込みは経済の活力を高め、長期的な成長力を高めるものだ」と表明し、追随する姿勢を見せている。

保守的な日本の世論を踏まえれば、「外国人が入ってくると感染が広がる」という反対が確実に予想されるが、今や新規感染者数に拘り実体経済を締め上げる発想は中国と日本くらいであり、そのような意見は滑稽ですらある。そもそも日本人がゴールデンウィークに海外旅行へ行く局面で何故その逆は駄目なのか。論理的な説明は難しい。なお、「屋外でもマスク」のような科学的根拠に乏しい要請に外国人は従わないであろうから、インバウンド解禁に踏み切る際には、惰性で続けているそうした国内の防疫対策にも整理もつけておく必要がある。

これほど「安い日本」がテーマ視されているならば、それを逆手に取って前向きに活かそうとする取り組みは検討されて当然である。民間議員からは「国際的に持たれている鎖国イメージの改善に取り組むべき」と指摘があり、水際対策に関し緩和イメージを分かりやすく示すように訴えがあった。残念な話だが、日本人の実質所得環境が悪化している以上、外国人の財布に頼らざるを得ないという事情もある。望む望まないにかかわらず、インバウンド需要を当て込んだ外貨獲得は日本に残された数少ないカードと言える。パンデミック直前の2019年は訪日外客数が3000万人を超え、旅行収支は約+2.7兆円といずれも過去最高を更新した(図)。



周知の通り、その多くは中国がカウンターパートである。なお、名目実効相場ベースで円と人民元の動きが対称的になっているのは、旅行収支に関し、赤字が消えた中国と黒字が消えた日本という事実もある。旅行収支黒字が為替動向に影響するほどの規模とは思えないものの、こうした円と人民元の動きは興味深い（図）。



これまでの日本の姿勢を踏まえると、想定される最悪のパターンは「インバウンドを受け入れる→外国人がマスクをしなかったと嘯し立てる→インバウンドのせいで感染が拡大したと騒ぐ→入国規制復活」だろう。そうなれば元の木阿弥になりかねず、慎重に事を進めねば、インバウンド解禁の議論自体が半永久的に封印されかねない。欧米に続きアジア各国があらゆる制限の撤廃に踏み切り、日本でも屋外でのマスク着用に疑義が呈され始めている今が決断の好機に思える。それすらできなければ、「安い日本」は「安いだけの日本」として長期停滞を余儀なくされ続けるだろう。

（この段落は上記の文脈で読み取れるが、元の画像にはこの段落の前半部分のみが明確に示されている）

《日本経済と円安～「インフレで苦しむ」を想像できない日本～》

財界からも円安 NG の声

前月の本欄でも論じたように、円安の善し悪しを一言で断じるのは危うい。あくまで「総論では日本経済にプラスだが、各論ではマイナスの声が目立ち、二極化を助長しかねない」と考えるのがフェアというのが筆者の基本認識である。メディアにおいて「悪い円安」のトーンが先行しやすい現状は、GDP 計算上は「グローバル大企業への恩恵を中心に全体としてプラス」と言えても、「値上げなどでマイナスは見えやすい一方、どこにプラスがあるのか分からない」と感じる市井の人々の数が圧倒的に多いという事実を意味しているのだろう。それと GDP 計算上のプラス/マイナスは別次元の話と言える。

例えば 4 月 4 日、経団連の十倉雅和会長は円安によりエネルギー資源を海外から調達する企業の収益が圧迫される一方、輸出企業は恩恵を受けていると指摘し『『良い円安』と『悪い円安』は短期的に判断するものではない』と述べているが、これは日銀やエコノミストなどが唱える理屈に近く、「マクロ的には正しい」という総論と言うべきものである。中央銀行を含めエコノミストとして円安のメリットを指

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、輸入ペ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。

摘する声が出るのは、繰り返しになるが、その恩恵を受けるグローバルな大企業製造業が享受する付加価値は非常に大きく、GDPを計算する上ではプラスになるシミュレーションが可能だからという事情が恐らくある。経団連はエコノミストでも中銀でもないが、組織がグローバル大企業で構成される以上、十倉会長の述べるような意見になるのは自然だろう。

しかし、今の世相を踏まえると円安のメリットを強調する総論だけで一点突破するのは相当難しく、各論としての円安のデメリットも丁寧に扱わねばならない雰囲気が強まっている。「円安に良いも悪いもない」は理論的には正論である。だが、「円高にも資源が安く調達できるなど良いこともある」といった正論が超円高時代の2009～2012年に聞いて貰えただろうか。そのような意見は逆に袋叩きにあったことを筆者はよく覚えている。デメリットを感じる経済主体が多くなれば、理論的に誤りでもそれは正義として扱われる。この点、既に当の経済界からも円安を嫌気する声が続々と上がっており、為政者に何らかの影響を及ぼす可能性は高まっているように感じる。以下は一部の例だ：

- 経済同友会の桜田謙悟代表幹事 (SOMPO ホールディングス社長、3月29日)：「現在の為替水準(円安)が適切だとはとても思えない。企業によって受け止めは異なるものの、全体として行きすぎとの評価になっている」
- 日本鉄鋼連盟の橋本英二会長 (日本製鉄社長、3月29日)：「(円安の恩恵を受けて競争力が改善してきたかと比較して)今回はまったく様相が違う」、「円安のリスクというのはこれが初めて」、「日本が一人負けしていることの象徴」、「大変大きな問題」
- 日本商工会議所・三村明夫会頭 (4月7日)：「海外輸出をほとんどやらない、海外事業をやっていない中小企業にかかわらず、中小企業にとって円安はメリットはほとんどない。デメリットの方が大きい。一般の消費者にとっても全く同じようなことが言える」、「円安が輸出企業の賃金引き上げや設備投資につながればいいが、今は生産も増やせていない。原料価格が上がったため、メリットを受けられない」

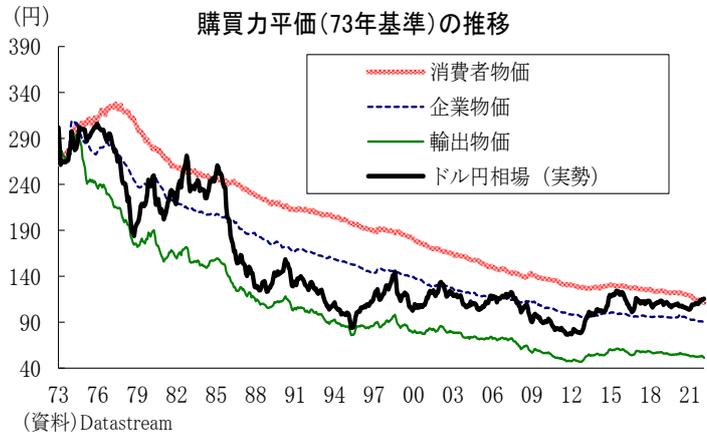
こうした声だけではなく日本郵船の長沢仁志社長からは外航海運ではドル建てで運賃を受け取ることが多く「円安はどちらかと言えば追い風」といった声も報じられているが、同社長は円安による燃料高や原料高の影響で経済が悪化する恐れについては「心配している」とも述べている。少なくとも、現状を超える円安を望むという声は財界から見られず、NGの声が目立つ。もちろん、円安で収益を上げたグローバル大企業から内需主導型の中小企業や家計部門へ賃金上昇という格好でメリットが波及すれば大手を振って「円安は日本経済にプラス」と言えるが、三村会頭も述べる通り、今の日本でそれは期待できない。その背景には硬直的な日本型雇用の存在なども指摘され、一朝一夕では解決の難しい問題と考えられる。

円安は「自然に戻る」よりも「戻される」か？

財界要人からも円安の危うさを指摘する声が出る以上、いつまでも「全体としてプラス」で押し切るのは難しいように感じるが、高い政権支持率を背景に緩和を基本とする金融政策や原発停止を基本とするエネルギー政策が続く可能性は十分考えられる。防疫政策に関し、およそ合理的とは思えない判断が頻

発してきた経緯を踏まえれば、その可能性は否めない。世界の悩みはコロナからインフレに完全に切り替わったが、日本は引き続き日々の新規感染者数に拘泥している。今後も行動規制を通じて成長を抑制し、通貨価値を貶め続ける公算は残念ながら大きいと言わざるを得ない。既に実質実効為替レートで半世紀ぶりの円安を記録しているのは象徴的な出来事である。

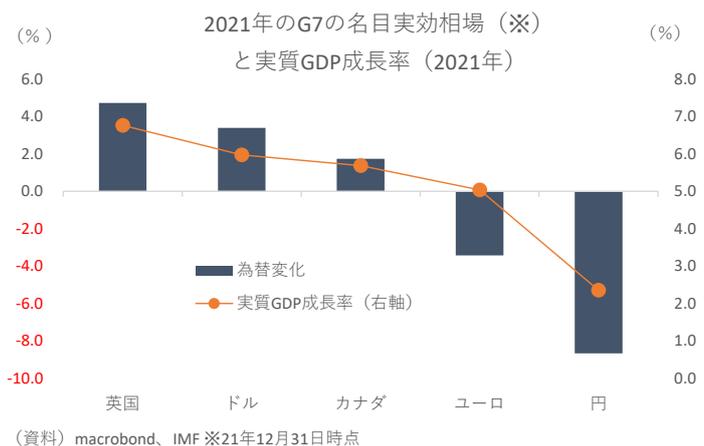
しかし、資源高や円安による生活困窮が政権支持率にまで響く様子はまだない。長年デフレ（通貨価値の上昇）を宿痾としてきた日本において「インフレ（通貨価値の低迷）で苦しむ」というのは未体験の事象である。現下の円安も「いずれ戻る」という楽観論がまだ根強いのかもしれない。確かに、変動為替相場であり、日本が巨大な対外純資産国である事実も不変なのだから、これほどの円安が続けば揺り戻しは必ずある。しかし、その揺り戻しの結果、どれほどの円高水準まで戻るのか。為替にフェアバリューはないが、購買力平価（PPP）



を見て 2012 年以降のドル/円相場は明らかに切り上がっており、足許の水準もプラザ合意直前を彷彿とさせるほどの円安・ドル高水準にある（図）。「自然に戻る」というよりも何らかの政策的な介入があって「戻される」という展開の方がありそうな水準である。実際のところ、自然体に任せていけば資源価格の高止まりが続く限りにおいて、巨額の貿易赤字を抱える事実は変わりようがない。それが円安のドライバーだと言われているのだから、円高への戻りも限定的であろう。

国も人間も「失敗は経験からしか学べない」

日本では慢性的に「感染第〇波」への懸念を取りざたする空気が支配的である。再び効果の怪しい行動規制に勤しむ可能性は否めない。そのような防疫政策が成長率低迷を通じ円安に繋がっている部分は相当大きいと筆者は常々論じているが（図）、その因果関係は市井の人々にはさほど届いていないのだと思われる（だから厳格な行動規制が高い支持を得る）。本当に食料を含めた物資調達に困窮し、疲弊する人々が支配的になれば、金融政策やエネルギー政策は新しい針路を目指して注視・検討を超えて、決断・実行に移るのだろうか。結局、国も人間も「失敗は経験からしか学べない」ということなのかもしれない。敢えて前向きな含意を汲み取るとすれば、これから起きるだろう顕著な物価上昇を受けて、粘着性が強いと言われていた日本におけるデフレマインドが払拭される可能性はある。「物価は上がるものだ」というごく自然な経済現象をようやく経験しようとしているという一点に関し、敢えて前向きに理解しておきたい。



結局、国も人間も「失敗は経験からしか学べない」ということなのかもしれない。敢えて前向きな含意を汲み取るとすれば、これから起きるだろう顕著な物価上昇を受けて、粘着性が強いと言われていた日本におけるデフレマインドが払拭される可能性はある。「物価は上がるものだ」というごく自然な経済現象をようやく経験しようとしているという一点に関し、敢えて前向きに理解しておきたい。

《世界経済の現状と展望～日本だけ癒えない「パンデミックの傷」～》

戦争が変えるメインシナリオ

20～23年にかけてのG7および中国の成長率軌道(前年比%)

	2020年	2021年	2022年		2023年		修正幅(1月→4月)	
	実績	実績	1月時点	4月時点	1月時点	4月時点	2022年(①)	2023年(②)
米国	-3.4	5.7	4.0	3.7	2.6	2.3	-0.3	-0.3
ユーロ圏	-6.4	5.3	3.9	2.8	2.5	2.3	-1.1	-0.2
ドイツ	-4.6	2.8	3.8	2.1	2.5	2.7	-1.7	0.2
フランス	-8.0	7.0	3.5	2.9	1.8	1.4	-0.6	-0.4
イタリア	-8.9	6.6	3.8	2.3	2.2	1.7	-1.5	-0.5
日本	-4.5	1.6	3.3	2.4	1.8	2.3	-0.9	0.5
カナダ	-5.2	4.6	4.1	3.9	2.8	2.8	-0.2	0.0
英国	-9.4	7.4	4.7	3.7	2.3	1.2	-1.0	-1.1

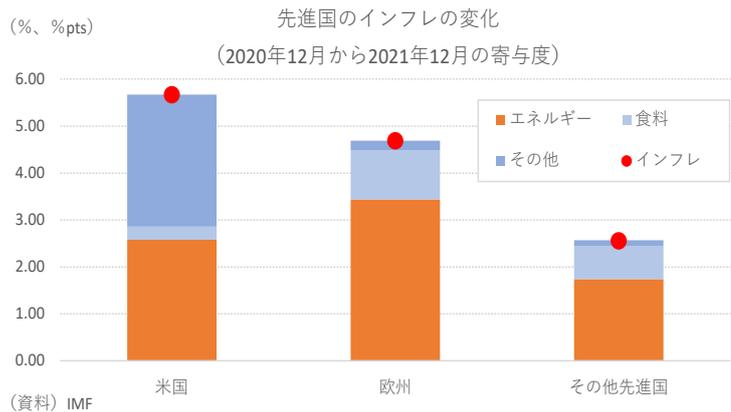
(資料)IMF、「World Economic Outlook」(22年4月)

4月下旬にはIMFから春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。想定通り、ほぼ全ての国・地域において2022年の成長率見通しが切り下げられており、世界全体の実質GDP成長率は+3.6%と1月予測から▲0.8%ポイントも下方修正されている。元より存在した資源高を背景とするインフレ懸念は世界経済の重しと見られてきたが、1月予測からはウクライナ危機と各国中銀のタカ派姿勢という2つの下押し材料が加わっている。2020年のパンデミックによる大幅減速、2021年の急回復を経て2022年も2021年から引き継ぐ旺盛な需要を如何に制御し、インフレを安定させるかが課題と見られていた。しかし、ウクライナ危機により資源高の終息に目途が立たなくなり、資源以外の生産要素に関して供給制約が滞っている。その結果、インフレ終息の目途は立たず、各国中銀は経済の縮小均衡覚悟で利上げを強いられている。今回見通しのサブタイトル『War Sets Back the Global Recovery』はまさに現状をこの上なく言い当てている。本来、資源やその他生産要素の供給制約は2022年後半には緩和され、中央銀行は「インフレは一時的」のスタンスの下、緩やかな正常化プロセスにとどまるはずだった。確かに、FRBは11月末からタカ派へ傾斜していたが、それでも「年7回利上げ+上半期中のバランスシート縮小」という急旋回まではしていなかった。ウクライナ危機が従前のメインシナリオに修正を強いている。

明示された欧米の差異

国別に見るとやはり地政学リスクの震源地でもある欧州の下方修正幅が相対的に大きい。2022年見通しに関し、ユーロ圏全体では+3.9%から+2.8%へ▲1.1%ポイントも切り下げられている。また、英国も+4.7%から+3.7%へ▲1.0%ポイントも引き下げられている。2022年の成長率に関し、▲1.0%ポイント以上の引き下げが行われたのは主要な先進国ではユーロ圏と英国だけである。ユーロ圏を国別に見ても、西側陣営において最もウクライナ危機の当事者に近いと言えるドイツが+3.8%から+2.1%へ▲1.7%ポイントと実に半減しているほか、元々地力に乏しいイタリアも+3.8%から+2.3%へ▲1.5%ポイントへ大幅に引き下げられている。対照的に米国は+4.0%から+3.7%へ▲0.3%ポイント、カナダは+4.1%から+3.9%と▲0.2%ポイントと落ち込みは軽微である。地理的にロシア・ウクライナから遠く、資源国の顔も持つ米国とカナダの強みがはっきり出ていると言える。

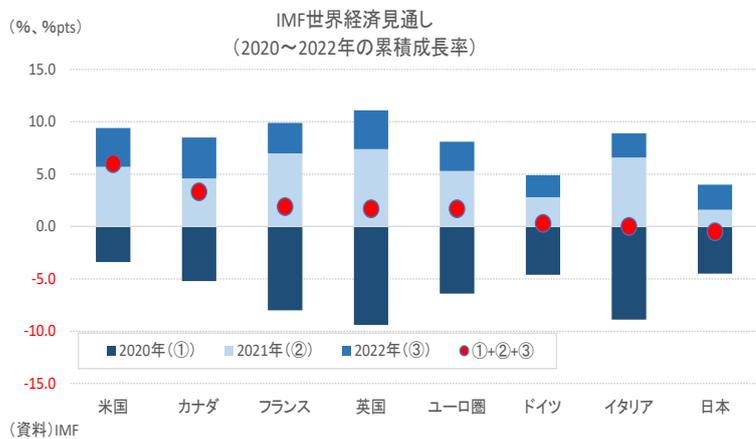
なお、こうした米国と欧州との経済・金融情勢の違いに関してはラガルド ECB 総裁が折に触れて再三強調している点だが、これは過去 1 年のインフレの中身を見てははっきりしている。右図は 2020 年 12 月から 2021 年 12 月までの米国、欧州、その他先進国におけるインフレの変化を見たものである。総じて「エネルギー主導」という直感的な理解は正しいものの、既に米国ではインフレの半分以上がエネルギー以外の項目になっている。賃金上昇を背景とするサービス物価の上昇や住宅価格上昇を背景とする帰属家賃の高止まりを反映しているものだろう。エネルギーの物価上昇への寄与率は米国で 46% と 50% を割っているが、欧州では 73%、その他先進国では 68% と明らかに違いがある。一見すると性急に見える現在の FRB のタカ派姿勢だが、こうして他国との成長率・物価と比較すると納得できる。



パンデミックの傷を引きずる日本

ところで日本はどうなっているのか。日本も+3.3%から+2.4%へ▲0.9%ポイント引き下げられているので、米国やカナダと比べれば欧州に近いダメージを被っている。海外からの資源輸入に依存するがゆえにダメージが大きくなるという構造上の弱みは欧州と同じであり、これも予想された通りの展開である。その上で 3 月以降は円相場が急落しているため、今回の WEO で示されたよりもさらに資源高のダメージは上乘せされることが予想される。

ちなみに、今回は殆どの国・地域で成長率が引き下げられたわけだが、日本はもはや 2020 年のパンデミック発生以降、下方修正が常態化している。欧米が揃って上方修正に踏み切ってきた 2021 年も行動規制を頻発させたことで下方修正が相次ぎ、世界経済の上昇気流に乗れず孤立した。その意味では今回の WEO の数字に拘らず、過去 2 年 (2020 ~ 2021 年) の実績と今回 (2022 年) の



予測を合わせ見て評価した方がフェアな評価になりやすいだろう。欧米は減速しても 2021 年に稼いだ糊代があり、だからこそ金融政策正常化の議論・実行といった状況に及んでいる。そこで実質 GDP 成長率に関し、2020~2021 年の実績と 2022 年の予測を累積した成長率を可視化したものが図である。最も高いのが米国で+6.0%ポイント、最も低いのが日本で▲0.5%ポイントで、マイナスは日本だけだ。「欧米は 2020 年の落ち込みが大きかったから 2021 年の戻しも大きかった」との見方はその通りだが、「2020 年の落ち込みを復元しきれていないのは日本くらい」も客観的事実である。欧州でもドイツやイタリアなど原発稼働を忌避し、資源価格上昇の影響を被弾しやすい国がやはり冴えない。原発大国として知られ

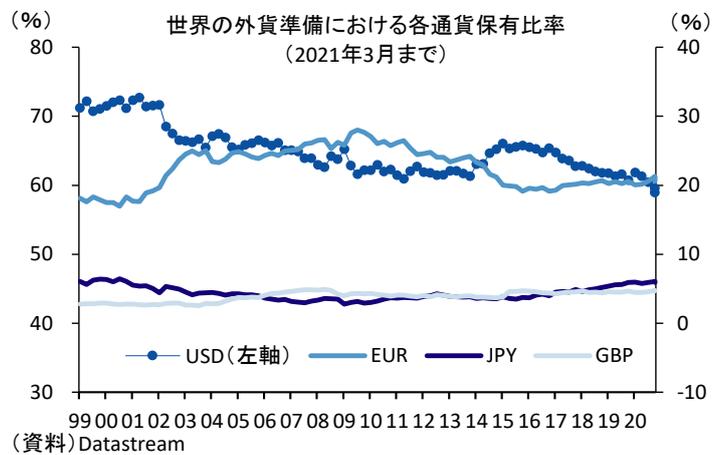
るフランスが域内で高い成長率を維持できていることも無関係ではないだろう。

本来、通貨価値の減価が著しく、成長率も抑圧されている日本では原発再稼働を含めたエネルギー政策の在り方、引き締めがタブー視される金融緩和の在り方を見直すべきだろう。そうした政策により海外への所得流出を極力押さえることが、今求められる経済政策ではないかと考えるが、周知の通り、「検討・注視しつつ対立論点を避ける」という状況が慢性化している。少なくとも成長率に関し、「パンデミックの傷」を引きずったままなのは日本くらいという状況を踏まえれば、本来は即断即決で必要な措置が打たれるべきだが、その危機感は今のところ感じられない。今の円安はそうした日本の政治・経済情勢に対する警鐘を含んでいるというのが筆者の基本認識である。

《補足:過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～》

再び過去最低を更新したドル比率

3月31日にIMFから外貨準備の構成通貨データ(COFER)が公表されている。為替市場を中長期的に展望するにあたって重要なデータであるため、本欄では定期的に観測している。世界の外貨準備は2021年12月末で12兆9373億ドルと前期比+800億ドルと3期連続で増加した。昨年10～12月期に関し、期末と期初を比較すると米10年金利は1.3%程度から1.5%程度へ+20bps程度の上昇にとどまったが、名目実効ドル相場(NEER)は+1.8%と大幅に上昇した。その分、非ドル



通貨建ての外貨準備は価格効果もあって目減りした可能性が推測される。なお、同じ期間に米2年金利は0.2%程度から0.7%程度へ+50bpsも上昇しており、既にFRBの正常化プロセスに基づくオーバーキル懸念は芽吹き始めていた。商品市場では原油を筆頭に騰勢が指摘され始めた時期でもあった。

近年のCOFERデータではドル比率が史上最低値を断続的に更新していることが話題になっている。2021年12月末時点のドル比率は58.81%と2020年12月末の58.92%を割り込み4四半期ぶりに統計開始以来の最低水準を更新している。ちなみにドル比率は2020年12月末以降、5期連続で60%を割り込んでいるが、このような動きも過去に類例がない。後述するように、ウクライナ危機にまつわる各種制裁が長期化することで、こうした外貨準備運用における非ドル化の機運は弾みがつく可能性もある。ちなみに10～12月期に比率を落としたのはドル(59.21%→58.81%で▲0.40%ポイント)と円(5.69%→5.57%で▲0.12%ポイント)だけであり、この分が他通貨に満遍なく分配された格好になっている。「ドル安下でも円安になる」という昨今の地合いと整合的である。

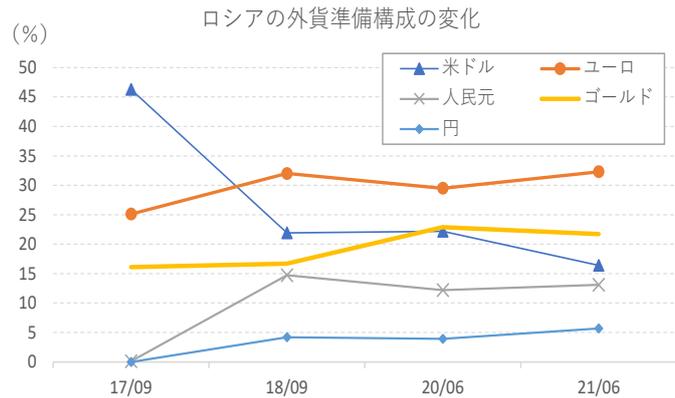
具体的な数字を見ると、ユーロ比率は前期比+0.07%ポイントの20.64%、ポンド比率は同+0.09%ポイントの4.78%、人民元比率は同+0.11%ポイントの2.79%、カナダドル比率は同+0.17%ポイントの2.38%、豪ドル比率は同+0.02%ポイントの1.81%、スイスフランは横ばいの0.20%、その他通貨比率は同+0.05%ポイントの3.01%である。冒頭述べたように、10～12月期はドル高なので価格要因だけを踏まえれば、ドル比率の上昇が予見されるところであったが、実際は下落が確認された。それだけドルを売

却するという数量要因が作用した可能性が疑われる。

ちなみに人民元比率とカナダドル比率はそれぞれ 2.45%と 2.11%で共に過去最高である。同期間の対ドル変化率を見ると、人民元は+1.4%と大幅に上昇しており、価格要因が押し上げた可能性もある。一方、カナダドルは+0.3%と概ね横ばいにとどまっていた。商品市況が騰勢を強める中、資源国通貨と先進国通貨の特徴を両面併せ持つ強みが評価されたのかもしれない。

ウクライナ危機が非ドル化を強める可能性

世界の外貨準備運用における非ドル化は元々存在する長期トレンドだが、これは今回のウクライナ危機を経てさらに強まる可能性がある。少なくとも世界 4 位の外貨準備水準を誇るロシア中銀は過去 5 年間でドル比率を約 ▲ 30 % ポイント引き下げ（46.3 % → 16.4%）、5 年前はゼロ%だった人民元を 0.1% から 13.1%へ大幅に引き上げた。外貨準備のリバランスとして合理的とは言い難い変化であり、そこに政治・外交的な意図があったことは明白である。なお、余談だが、図に示すよう



(資料) ロシア中銀

にユーロや円も顕著に引き上げられている。こうした動きを見る限り、有事において「日米欧から同時に制裁を食らう」ということは想定外だったのかもしれない。いずれにせよ、こうしたロシア中銀の動きは近年の COFER データのトレンドと一致するものである。

もちろん、巨額とはいえ、ロシア中銀の外貨準備は 2021 年末時点で約 6300 億ドルと世界全体の 5% 弱しか占めていないため、それだけで COFER のトレンドが規定されるわけではない。しかし、「金融の核兵器」とも形容される SWIFT 遮断が決断されてから 2 か月が経過し、プーチン大統領の姿勢が変わらない限りにおいて、これは解除されそうにない。この状態が長期化すること自体、ドル覇権の頑健性にとっては良い話ではない。ドル決済を主流とする SWIFT 遮断を契機としてロシアが中国の国際銀行間決済システム「CIPS」に接続する可能性は制裁当初から指摘されてきた。それが新常态となればドル覇権に楔が打ち込まれた格好になる。

SWIFT 遮断の影響は甚大だが、時間をかけることでロシアは「SWIFT 抜きの世界」に適應する（そうしなければ生きられないのだから）。その「適應した」という事実は「いざとなったら米国からの金融制裁が怖い」と考える向きにとって頼もしい話になる。世界を見渡せば非民主国家と民主国家の数は拮抗しており¹、「ドル決済の利便性」を享受しつつ、その裏返しである「SWIFT 遮断」に内心では怯える国々は潜在的に少ないとは言えない。「覇権」とまで呼ばれる状態が早晩変わることはあり得ないが、「SWIFT 抜きの世界」に目が慣れれば、徐々にしかし確実に変化は起きる。

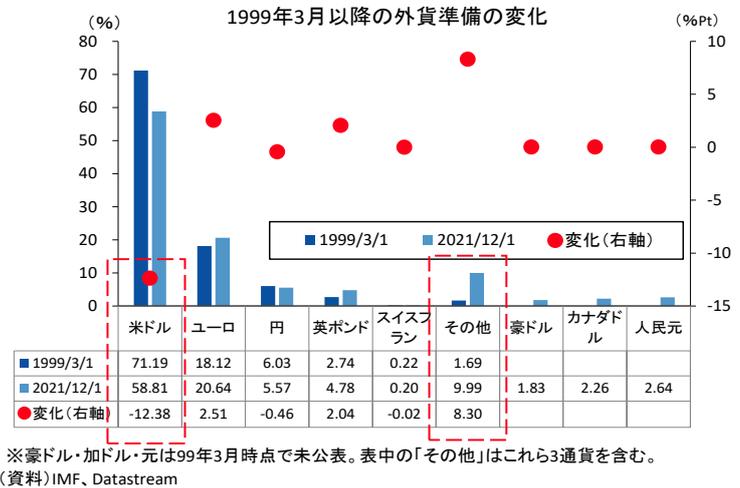
なお、「いざとなったら米国からの金融制裁が怖い」と考える国の筆頭が約 3.2 兆ドルと世界最大の外貨準備を抱える中国である。その何%がドル運用なのか定かではないが、仮に 6 割でも約 1.9 兆ドルだ。

¹ 2019 年、スウェーデンの調査機関 V-Dem は、世界の民主主義国・地域が 87 개국であるのに対し、非民主主義国は 92 개국となり、18 年ぶりに非民主主義国が多数派になったという報告を発表している。

今回の事態を目の当たりにして、ロシアと同様、外貨準備の運用多様化を検討している（もしくは多様化が完了している）可能性は高い。ちなみに中国とロシアの外貨準備を合計すれば約 3.8 兆ドルであり、世界全体の約 30%を占める。COFER データに与える影響は小さくない。

非ドル化の背景整理

右図に示すように、過去 20 余年においてドル比率は約 71%から約 59%へ約▲12%ポイント低下している。旧来的な考え方であれば、この低下した分はそのままユーロが受け皿になりそうだが、ユーロ比率は約 18%から約 21%へ約+3%ポイントしか増えていない。その穴を埋めているのが人民元を筆頭とする其他通貨であり、約 1.7%から約 10.0%へ+8.3%ポイントも増えている。過去四半世紀の外貨準備運用のトレンドとして「ドルを手放して、新興・資源国通貨へ」という事実は鮮明である。



このトレンドの背景は様々指摘されている。ドル覇権への対抗 (①) は非ドル化を駆動する主な理由の1つと言われてきたが、ほかにもデジタル通貨の開発・発行 (②)、欧州復興債 (NGEU 債) の登場 (③) なども外貨準備運用の多様化を促す背景として常々指摘される。とりわけ②は①と密接に関連する論点である。中国やユーロ圏、英国など中銀デジタル通貨 (CBDC) の開発・発行を進めようとする動きはドル覇権への対抗という文脈で再三登場する。元々、中国がデジタル人民元の開発・導入を急ぐ背景には SWIFT 遮断のような事態に備える意味があると言われていた。「一带一路」構想の参加国にデジタル人民元の利用を促すという見方も浮上しており、それに伴う「デジタル人民元経済圏」の構築、その先にある人民元国際化までを見据えた姿勢が伺える。将来的にはデジタル人民元と CIPS を利用する経済主体への優遇措置なども検討されるかもしれない。

また、過去にも論じるように、既に発行・調達が始まっている欧州復興債が、将来的にユーロ圏共同債として恒久化されるならば、それもドル比率低下に寄与する話だ。ユーロ建て安全資産が実質的にドイツ国債しか存在しない現状では、米国債に資金が傾斜せざるを得ない。欧州委員会が発行する債券が恒久化されるならば、米国債に次ぐ安全資産の誕生として歴史的な目線から評価される筋合いがある。もちろん、ドル一極集中とも言える国際通貨体制が一夜にして大きく変わることは無いだろうが、ロシアに対する SWIFT 遮断は「ドル抜き未来」について限定的なシミュレーションを与えた格好にもなっており、一部の国の外貨準備運用に変化をもたらす可能性はある。現実問題として COFER データにおけるドル比率が顕著に低下している以上、予備的動機に基づくドル需要が世界的に後退しており、その意味を多面的に理解しようとする姿勢が今、求められているように思う。

《メインシナリオへのリスク点検～本当に怖い円売りは家計部門からやってくる～》

円相場の需給変化とは「企業部門による円売り」のこと

これまでも繰り返し議論してきたように、約 20 年ぶりの円安相場の背景としては日米金融政策格差というオーソドックスな論点に加えて、円相場の需給環境が取り上げられることが多い。しかし、需給環境と一口に言ってもその意味するところは幅広く、象徴的には①資源高を主因とする貿易赤字拡大だが、②本邦企業部門による対外直接投資の増大も円売り圧力を相当に強めている。①は毎月経常的に発生するアウトライトの円売り・外貨買いであるのに対し、②は企業買収時にまとまったボリュームで発生する円の売り切りである。過去 10 年間では②の勢いが強まった結果、今や日本の対外純資産残高の半分が直接投資になっている。かつて、それは証券投資だった。リスク回避ムードが強まった際、保有している海外の有価証券を売る（≒外貨売り・円買いする）動きは想像できるが、買収した海外の会社を売却する動きは想像が難しい。「リスクオフの円買い」の迫力が薄れたのは貿易黒字が消滅したことも当然あるだろうが、中長期的には対外直接投資の増大も相当寄与していると考えられる。なお、①や②の動きは基礎収支（経常収支+直接投資）の流出として総括されるものでもある。

本当に恐ろしいのは「家計部門による円売り」

特に、対外直接投資が顕著に増加した背景には国内市場の縮小が既定路線になっている日本に投資をするのではなく海外に活路を見出すという合理的な経営判断があったと言える。それは投資をする上での期待収益率に関し、日本を回避して海外を選んだという意味で一種の企業部門による資本逃避でもある。だが、それでも海外事業の成功が国内経済に還元されることも期待されるため、一概に悪いことばかりではない。現に第一次所得収支黒字が日本の経常黒字を支えていることは周知の通りである。また、貿易赤字にしても、資源高で一時的に歪んでいる部分はあるにせよ、理論的には最適な国際分業の結果であり、「黒字が善で赤字が悪」とは限らない。日本の貿易黒字が 10 年前から消滅しているのは相応の理由がある（今回の本欄では詳述を避ける）。

つまり、上述した①や②のような「企業部門による円売り」は必ずしも悪いことばかりではない。これに対し、本当に恐ろしいのはそうした「企業部門による円売り」ではなく「家計部門による円売り」である。家計部門が円建て資産の保有をリスクと考え始めた場合、それは単なる防衛行為なので日本経済にとっての恩恵は乏しいものになるだろう。現状、そのような動きが早晚起こる雰囲気は無い。岸田政権の支持率もまだ非常に高い。それは人口動態上、大きなボリュームを占める高齢者層に寄り添った政策運営が展開されているからだとの解説は多い。実際、「年金生活者へ 5000 円支給」などの案が浮上してくるあたり、その見方は的外れとは言えない。いつまでも新規感染者数に拘泥し、直ぐに行動制限に手を付けようとするのも若年層に比べて行動範囲の限られる高齢者層が多い世の中では決定的な批判に晒されにくいからだろう。現実はその政策が慢性化することで成長率が停滞し、日銀が動けなくなり、円安に繋がっているわけだが、その理解はまだ浸透していない。

とはいえ、現状が続く限り、円建て資産の相対的な価値は確実に蝕まれていく。保守的な国民気質なのか、金融リテラシーの欠如なのか、原因は 1 つではないのだろうが、日本では個人金融資産の 95%以上が未だに円貨性の資産で保有され、50%以上がほぼ何の収益も生まない現預金に留め置かれている(図)。2021 年 12 月末時点で日本の家計金融資産は 2023 兆円と 2000 年 3 月末対比で+620 兆円も増えている。しかし、その増分の半分以上 (+343 兆円) が円建て現預金である。リスク資産の代表格である株式・出

資金の比率は 10%前後で殆ど変わっていない。円建て資産の構成を見る限り、NISA 導入（2014 年）なども挟んだ「貯蓄から投資へ」は全く奏功していない。

しかし、構成比こそ小さいが、外貨性資産は 0.9%から 3.4%へ明確に増えており、金額だけで言えば、投資信託は 7 倍強、対外証券投資は 5 倍弱増えている。全体の比率の中では円貨性現預金に圧倒されてしまっているが、海外資産への関心は確実に高まっている。20 年ぶりの円安・ドル高、実質実効為替レート（REER）で見れば半世紀ぶりの円安、戻らなくなった購買力平価（PPP）、消滅した貿易黒字、対外直接投資の激増 etc、もはや円建て資産を取り巻く客観的事実は確実に 10 年前とは変わっており、20 年前とはさらに違う。これほど分かりやすい環境変化が重なれば大人しい日本人も動き出すかもしれない。根強いリスク回避性向がいつまでも同じとは限らない。

本邦家計部門の金融資産構成 (2021年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,023.0	100.0
外貨性	68.9	3.4
外貨預金	7.1	0.3
対外証券投資	22.9	1.1
投資信託	38.9	1.9
円貨性	1,954.1	96.6
現預金(外貨預金を除く)	1,084.6	53.6
国債等	25.7	1.3
株式・出資金	211.6	10.5
投資信託(外貨部分を除く)	60.1	3.0
保険・年金準備金	540.1	26.7
預け金など	32.1	1.6

本邦家計部門の金融資産構成 (2000年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

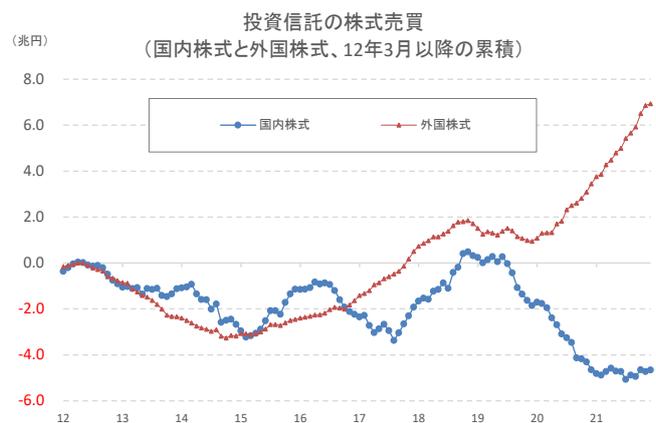
2000年3月末から2021年12月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	621.9	
外貨性	55.7	2.5
外貨預金	4.0	0.1
対外証券投資	18.2	0.8
投資信託	33.6	1.5
円貨性	566.2	▲ 2.5
現預金(外貨預金を除く)	343.0	0.7
国債等	▲ 24.9	▲ 2.3
株式・出資金	73.2	0.6
投資信託(外貨部分を除く)	7.9	▲ 0.8
保険・年金準備金	170.2	0.3
預け金など	▲ 3.2	▲ 0.9

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

海外株投資という名の円売り

近年、日本でも米国株投資が 1 つのブームのように取り上げられ、2021 年 12 月 28 日の日本経済新聞には『若者の投資は消費感覚』と題した大手ネット証券会社社長のインタビューが掲載されていた。着実なリターンが期待できるからこそその潮流と言えるだろう。対照的に日本株の人気は目を覆いたくなるような惨状にある。1 月下旬（2022 年 1 月 27 日～1 月 31 日）に実施された日経 CNBC の視聴者調査では『岸田政権を支持しますか』の問いに 95.7%が『支持しない』と答えたことが話題になったが、事実として国内株



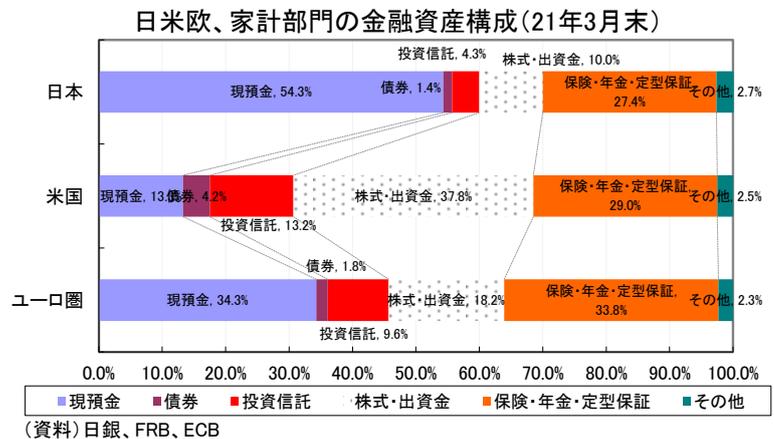
(資料)投資信託協会

国内株ではなく海外株に流れる国内投資マネーの動きは投資信託における株式売買動向からも明らかである(図)。今はまだ 2000 兆円を超える家計金融資産の末端に過ぎない動きだが、元々日本の家計部門のリスク回避性向が強過ぎると言われていることを思えば、米国株ブームは安全資産への異常な執着が修

正される前振れとも理解できるかもしれない。書店に行けば、米国株投資の本が平積みでたくさん並んでいる。このような光景は今まであまり目にしないものだった。当然、全てではないにしても、そうした米株投資は円売りを伴うはずである。

円売りは急に走り出す可能性

国際比較をしても、日本の金融資産構成は修正される余地が見える。図に示すように、40%弱が株式に寄せられている米国は極端としても、日本と同様、間接金融が力を持つユーロ圏でも20%弱が株式に割り当てられている。そのユーロ圏の半分程度の日本はやはり相当に保守的と言わざるを得ず、現預金が50%を超えていることも世界的には異例である²。しかし、年初来3か月半で円の対ドル相場は



▲10%近く、昨年初めからでは▲20%近くも下落している。当然だが、ドルで保有していれば、それが単なる外貨預金であったとしても、その損失がカバーできたことになる。得られる金利も当然、円よりは高い。もちろん、外貨預金の為替差損益は雑所得なのでそこから所得税も勘案するなど、細かな修正は必要だが、大半の日本人が安全資産の代表格と見ているであろう「円の普通・定期預金」は昨年来、資産防衛の観点からは相当に酷い選択肢だったと言える。

多くの日本の人々は海外資産との比較で自国通貨建ての保有資産の価値を判断しないだろうが、実際は巷説で取り上げられることの多い「安い日本」の傾向が強まる中、自身の保有資産から消費・投資する金額は同じものであっても漸増傾向にあるはずである。結局、分散投資することなく抱えていた円建て資産は一般物価上昇の中で少しずつ召し上げられるという構図であり、その度合いが強まった時に、「円の普通・定期預金」は特に安全ではなかったことに気づくのもかもしれない。国際経済に組み込まれている以上、必然の帰結と言える。

もちろん、そうした家計部門からの資本逃避(いわゆるキャピタルフライト)とも言えるような動きが早晚加速するという確信はない。しかし、その可能性に警鐘を鳴らす時期には来ていると筆者は考えている。そうなるだけの客観的な諸条件が揃い始めていることは再三、本欄では論じてきた。日本では一度定められた方向に皆が走り出すとその展開が非常に早く進む傾向にある。「円の普通・定期預金」の10%が動くだけでも100兆円規模の円売りになる。それは過去5年平均(18兆円程度)の経常黒字に換算すれば5~6年分に相当する。今の世の中、海外投資はさほど難しいことではなく、十分想定する価値のある数字である。何事も一定の「空気」が醸成されてからでなければ動けない日本だが、今後「円で保有していること自体が損であり、リスク」という認識が支配的になった時、家計部門の円売り主導で円相場は一段と値を下げる懸念はある。それは最近のロシアで、かつてはギリシャなどで起きたことである。真の円安リスクはそうした動きに絡んだものだろう。

² 米国の資金循環統計では国内・海外証券の区別がされていないため、外貨なのか内貨なのかという比較はここでは控えている。

◆ ユーロ相場の見通し～さまよう利上げ観測～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～勝負は6月会合～》

5年ぶりのユーロ安値も ECB の姿勢は従前通り

4月のECB政策理事会は3月に修正を決定したばかりの道程に倣って正常化プロセスを進めることを再確認した。7～9月期中とされる拡大資産購入プログラム（APP）の終了時期に関しては、声明文中において「7～9月期に終える見通しが強まった」と言及されており、ラガルド ECB 総裁も「a much stronger affirmation of our assessment of the data」を確認したと述べているため、APP 終了に向かって確実に歩を進めていると言えるが、具体的な時期に関する言及はやはり避けられている。あくまで「4月 400 億ユーロ→5月 300 億ユーロ→6月 200 億ユーロ」と段階的な縮小（テーパリング）を経た後、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2つの道筋が残されている。

こうした穏当な政策姿勢は年内2回、2023年末までに8回を見込む市場の利上げ期待に比べれば相当にハト派的であり、ユーロ相場は対ドルで5年ぶりの安値まで売られている。総じて ECB の主張は従前より変わっていないため、どちらかと言えば市場の行き過ぎた期待が正しい方向に修正されたというのが正確だろう。会見では FRB との格差を指摘し、思う所は無いのかと問い詰める記者も現れたが、米国とユーロ圏の経済情勢は全く異なっており、比較すること自体がリンゴとオレンジを比較するようなものだ（comparing apples and oranges）と一蹴している。

APP 終了時期の明確化は6月会合に

今会合における最大の注目点は APP 終了時期の具体化であり、当然、会見の質問もこの点に集中した。1人目の記者が「a more definite end date for the APP」を質したことが象徴的である。これに対し、ラガルド総裁は前回国会合からまだ5週間しか経っておらず、今会合がスタッフ見通しを伴わない暫定的な（interim）会合であることを理由に挙げ、より具体的である（more specific）であることを避けた旨が言及されている。裏を返せば、スタッフ見通しが改定される次回6月会合に関しては「APP 終了時期の具体的な時期に関し決断する」と述べており、6月スタッフ見通しにおけるインフレ率の仕上がり次第で APP 終了時期とこれに付随する利上げ時期が概ね見えてくることになりそうである。

会見中、ラガルド総裁は journey（旅）という言葉を多用している。「We are on a journey」、「we started the monetary policy normalisation journey back in December」、「the journey has begun」などと連呼しており、あくまで漸次的に正常化プロセスを進めたい胸中が見て取れる。実際、昨年12月に始まった正常化プロセスを2月に再確認し、3月に APP 終了時期を提示し、4月にこれを確認し、6月は APP 終了時期をさらに具体化しようとしており、徐々にしかし確実に出口に歩みを進めている。急なアクセルを踏む FRB の正常化プロセスとは対照的だが、19か国を抱えている以上、致し方ない面もあるだろう。

利上げ時期も6月明らかになる

APP 終了時期が見えない以上、これに付随して予定される利上げ時期も新たな情報がない。あくまで最初の利上げは APP が終わって「しばらくしてから（some time after）」とされ、これが示唆する時期は全く分からない。ラガルド総裁は「anywhere between a week to several months」と述べるにとどまっており、何のヒントにもならない。ラガルド総裁自身が「しばらくしてから（some time after）」との

表現は「政策決定に関する選択性、漸進主義および柔軟性を確保するためのもの (serve our determination to have both optionality, gradualism and flexibility)」と述べており、要するに「はっきりさせたくない」のが最大の目的である。もっとも、6月スタッフ見通しでAPP終了の決定に漕ぎ着けることができれば、利上げに関する道筋も自ずと見えてくるとラガルド総裁は述べており、6月はユーロ相場および域内債市場は大きな変動が予想される非常に重要な会合となるだろう。

賃金は大丈夫か？

本欄では今のところ穏当にとどまっている域内の賃金情勢が非線形に騰勢を強めるリスクに注目しているが、この点に関して「賃金上昇を伴う制御不能なインフレ (a wage price spiral with inflation getting out of control)」の可能性を質す記者が現れている。要するに、ECBが伝統的に注視する二次的波及効果 (second-round effect) の懸念を問うものだが、この点に関してラガルド総裁は穏当な賃金情勢はあくまで遅行系列であり、妥結賃金の引き上げなどを通じて今後高まっていく可能性があることを認めている。もっとも、景気の不透明感を踏まえ労使が協調して穏当な賃金協約に至っている国もあれば、労働需要の高まりが賃金上昇を加速させている国もあり、ECBとしては注視すると言いつつ、域内全体の数字を見ていると手遅れになる国も出てくるのではないかという懸念も抱かれる。

ちなみに、ある記者からは「予測モデルにどれほどの信頼置き、どれほど正確に戦時下の経済状況を把握できていると思うのか」とやや皮肉交じりの質問も見られた。ラガルド総裁はモデル分析について逐次可能な限り改善しているものの、完璧ではなく失敗もあることを認めた上で、「モデルを見るのだけではなく窓の外も見て、何が起きているのか、その影響として何が考えられそうかを認識しなければならない」と述べている。そうした認識の結果、政策運営の何がどうなるのかはよくわからなかったが (ラガルド総裁は表現こそ上手いが何も言っていないことも多い)、会見を通じて ECB の見通しは楽観的過ぎるのではないのかという不満は感じられ、それはラガルド総裁にも今回伝わったのではないかと察する。

「柔軟性」が強調された意味

なお、今回、ECBは声明文の最終行に付ける定型文を若干修正している。これまでは「We stand ready to adjust all of our instruments to ensure that inflation stabilises at our two per cent target over the medium term」とし、中期的な物価安定のためにはあらゆる手段を講じる用意があることを強調してきた。この文章はほぼ温存されているが、「We stand ready to adjust all of our instruments within our mandate, incorporating flexibility if warranted, to ensure that inflation stabilises at our two per cent target over the medium term」と「必要ならば柔軟性も取り入れる」の一文が挿入されている。

これはユーロ圏金融システムで頻繁に問題化する fragmentation (分断) の防止を企図しているとラガルド総裁は述べている。fragmentation 問題は実体経済が脆弱な国と頑健な国が混在するユーロ圏で金融政策の効果が均等に行き渡らない状況を指す。例えば欧州債務危機時では南欧諸国の与信状況だけが厳しい状況に陥る中、ECBの政策運営をどのように設定するかが問題になった。現状、パンデミックからの立ち上がりにおいて各国間の差が生じやすくなっており、既に新規購入が停止されているパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の再投資や新しい枠組みの導入などによって、これに対応するというのが ECB の胸中と見受けられる。金融政策の正常化それ自体とは別次元の対応として、必要に応じて導入する姿勢が示されており、ECB ウォッチの面からは地味ながら重要な論点になりそうである。

ECB、早期利上げ観測の読み方

上述したような 4 月の政策理事会後、短期金融市場では ECB に対する早期利上げ観測が高まっており、7 月に利上げ着手した後、9 月もこれに続くとの予想が支配的になっている。しかも、1 回の利上げ幅は 25bps と見込まれており、3 か月で+50bps の引上げが予想されている。預金ファシリティ金利は 2014 年 6 月のマイナス金利導入以降、約 7 年かけて▲0.50%まで引き下げられてきたわけだが、市場の織り込みが正しければ 3 か月でマイナス金利は解除されることになる。なお、市場期待はさらに進んでおり、2023 年末には 1.50%まで引き上げられる織り込みとなっている。果たしてそうした FRB のような急旋回が可能なのか。

7 月利上げ説の現実味は？

市場の織り込みは根拠のない話ではない。4 月 21 日、デギンドス ECB 副総が 6 月会合では 7 月利上げへの道筋が開かれるといった趣旨の発言をしたことが報じられている。現在公表されているガイダンスに従えば、7 月利上げは理屈上、確かに不可能ではない。現在、ECB は 7~9 月期中の拡大資産購入プログラム (APP) の終了を既定路線としつつ、7・8・9 月のどこで終了するのかは明示していない。一方、利上げ着手は APP が終わって「しばらくしてから (some time after)」とされている。この「しばらく」はラガルド ECB 総裁によれば「1 週間から数か月の間 (anywhere between a week to several months)」であり、何も言質は与えられていない。つまり、「7 月中に APP を終了して、その後直ぐに (7 月などに?) 利上げをする」という政策運営はガイダンスと矛盾するものではない。しかし、それはラガルド総裁が APP と利上げを別次元の政策決定として強調してきた経緯とあまりにも異なり、やや屁理屈に近いという印象もある。上で見たように、ECB の正常化プロセスはあくまで漸進主義 (gradualism) を標榜している。「APP 終了→利上げ」の時間的順序が守られるからと言って、7 月に両方とも押し切ろうとするのはいかにも駆け込み的である。また、デギンドス副総裁も APP に関し「7 月に終了しない理由は見当たらない」とは述べるが、利上げに関しては「現在の視点からは 7 月も可能だし、9 月かそれ以降もあり得る。データを見てから決定する」と述べており、決して 7 月利上げを決め打ちしているわけではない。こうしたデギンドス副総裁の言い回しはラガルド総裁の「1 週間から数か月の間」という表現と似ている。本当に 6 月の ECB スタッフ見通し改定までは何も決まっていないというのが実情と推測する。

ファンダメンタルズが 7 月利上げ正当化せず

今のところ、筆者は 7 月利上げの可能性は低いと考えている。従前の情報発信に照らせばあまりにも距離があるという点はもちろん、やはりユーロ圏経済の現状と展望を踏まえるとそれほど急激なタカ派傾斜は違和感がある。もちろん、FRB はそのような政策姿勢に転換しているものの、既に見たように、ラガルド総裁に言わせればユーロ圏と米国の実体経済を比較するのは「リンゴとオレンジを比較するようなもの (comparing apples and oranges)」という状況にある。FRB と類似のペースで引き締める意図は ECB には全くないと思われる。

また、P.8 でも詳しく議論したように 4 月発表された IMF 世界経済見通しではドイツを筆頭にユーロ圏主要国の成長率は大幅に引き下げられている。インフレの実態に関しても、米国のインフレは既にエネルギーや食糧以外の要因にドライブされており、エネルギーが過半を占める欧州とは事情が異なる。

「一過性ではないインフレ」は米国に色濃く出ており、欧州は同じ悩みを共有しているわけではない。ユ

ユーロ相場が軟調推移を強いられているのは、短期金融市場の織り込みほど、為替市場における ECB へのタカ派期待が強くないからではないか。

9 月利上げ着手がメインシナリオ

これまでの情報発信や市場期待との距離感を合わせ見れば、6 月政策理事会で 7 月中の APP 終了を宣言し、9 月のスタッフ見通し改定と共に初回利上げに着手というのが最も無難な意思決定ではないか。ECB の資産購入は通常、夏季休暇で稼働が停止するので、8 月の購入は元々殆どない。だとすれば、9 月ではなく 7 月に APP を終了させても購入額が大きく減るわけではなく、早めに手仕舞いしたいという気持ちは大きいだろう。9 月に+25bps 利上げした後、10 月会合は様子見、12 月のスタッフ見通し改定に合わせ+25bps の追加利上げをして、年内にゼロ金利復帰というのが関の山ではないかと察する。少なくとも漸進主義を標榜するならば 7 月利上げはあまりにも性急である。ユーロ相場が ECB の利上げ着手を見据えて買われるのは 7~9 月期以降になるというのが筆者の基本認識である。

市場営業部
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。