

中期為替相場見通し

2022 年 6 月 1 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～円安相場は終わったのか？～

円相場の現状と展望～5月の調整と理論値の無力化～	P.3
円相場の需給環境の現状と展望～インバウンド解禁にまつわる論考～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について～	P.7
日本経済と円安～「成長を諦めた国」の通貨はどうなるのか～	P.11
米金融政策の現状と展望～「50bps→25bps」のブレーキが重要～	P.13
メインシナリオへのリスク点検～資産所得倍増プランのまつわる為替・金利のリスク～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～正常化に目覚めた ECB～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～変心する ECB～	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

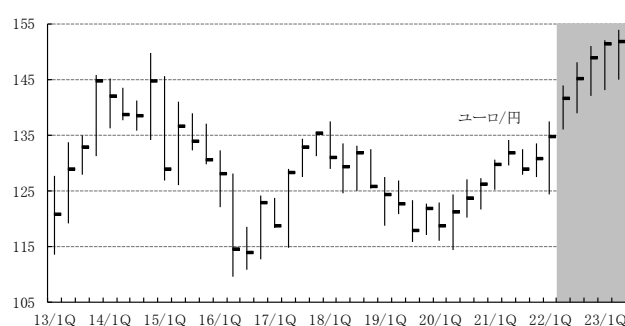
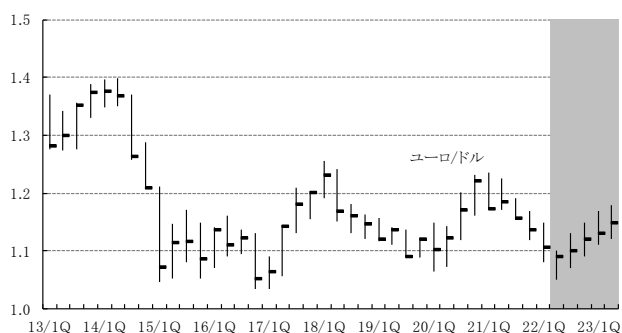
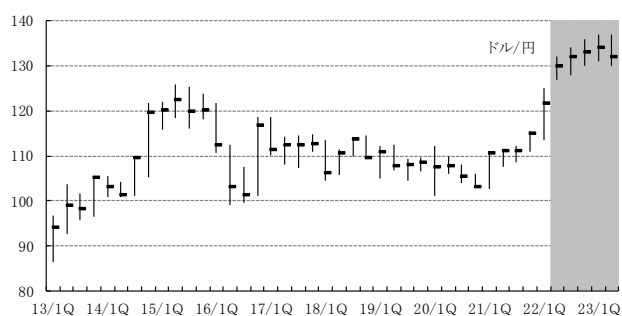
5月のドル/円相場はようやく円売りが小康を得た。4月末に131円近傍まで急騰したドル/円相場は一時126円台前半まで値を下げ、ピークアウト説も散見されるようになっている。もっとも2か月間で15円という円安は過去5年の年間値幅の平均(10円程度)よりも遥かに大きいものであり、適度な調整は健全でもある。3月以降の円安には①世界的にも特異な日銀の緩和姿勢、②資源高に伴う貿易赤字拡大という材料がクローズアップされた結果だった。これらの材料を取り巻く環境は何ら変わっていないだけにピークアウトを断言するのは危うい。130円台定着には新しい材料が必要としても新たな「円買い材料」が生まれたわけでもなく、125～130円の膠着相場に構えたい。インバウンド全面解禁による旅行収支黒字の復調や原発再稼働に伴う貿易赤字の縮小、日銀の緩和路線修正など日本側から根本的なアプローチが取られれば、「日本売り」の色合いを帯びた円売りも落ち着くだろう。しかし、そのいずれに関しても岸田政権の決定力では期待できそうにない。FRBの正常化プロセスに終点が見えてくれば米金利の落ち着きと共に円安局面も収束しそうだが、3月以前の110～115円といった世界に戻るかどうかは別の話と言える。日本の政治・経済情勢を取り巻く異様な保守的ムードは基本的には変わりそうない。「成長を諦めた国」の通貨となった円は通貨高よりも通貨安に悩む方が似合っているのではないだろうか。

片や、5月のユーロ相場は盛り返した。元よりECBは着実にタカ派路線を固めつつあったが、5月下旬にはラガルドECB総裁がブログという異例の形式を通じて7月中の利上げ、9月末までのプラス金利復帰を予告するという異例の展開が見られた。これまで米国と比べて落ち着いていた域内の雇用・賃金動向に関し、警戒感が高まった可能性などが指摘されるが、その真意は判然としない。いずれにせよ、元より世界最大の経常・貿易黒字という盤石な実需環境を誇るユーロの金利が上昇するならば、「ファンダメンタルズに照らせば買い」との思惑は強まるのは自然である。一方、地政学リスクの中心地にあり、その結果として実体経済に不安を抱えるという弱点も健在であり、これがユーロを敬遠する材料でもある。ドイツを筆頭としてロシアからの天然ガス依存度が高い国ほど所得流出が拡大し、成長見通しの切り下げに直結するという現状は軽視できない。この点、ECBの踏み込んだタカ派路線は早い段階で瓦解するリスクを孕んでいることも否めない。とはいえ、為替市場全体では「金利が上がる通貨は買い」という雰囲気は強く、ECBの変心がユーロを支える地合いは年内濃厚と予想する。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～5月(実績)	6月	7～9月期	10～12月期	2023年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	113.47 ～ 131.35 (128.91)	127 ～ 132 (130)	128 ～ 134 (132)	130 ～ 136 (133)	131 ～ 137 (134)	130 ～ 137 (132)
ユーロ/ドル	1.0349 ～ 1.1495 (1.0728)	1.05 ～ 1.10 (1.09)	1.07 ～ 1.13 (1.10)	1.09 ～ 1.15 (1.12)	1.11 ～ 1.17 (1.13)	1.12 ～ 1.18 (1.15)
ユーロ/円	124.41 ～ 140.00 (138.31)	136 ～ 144 (142)	139 ～ 148 (145)	142 ～ 151 (149)	143 ～ 152 (151)	145 ～ 154 (152)

(注) 1. 実績の欄は6月1日までで、カッコ内は6月1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。

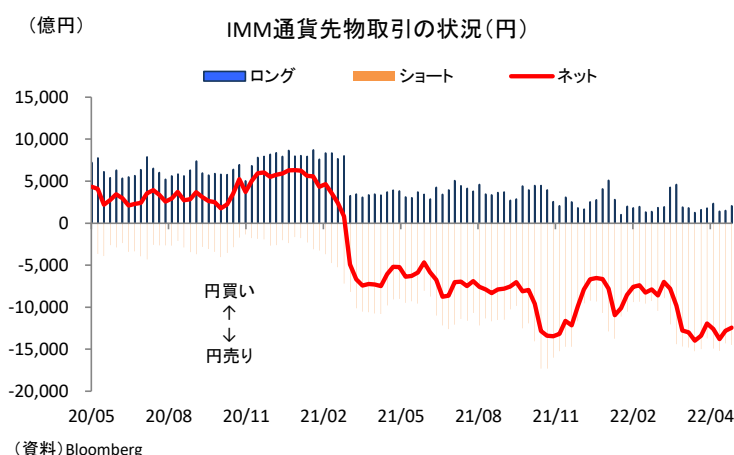


◆ ドル/円相場の見通し～円安相場は終わったのか？～

《円相場の現状と展望～5月の調整と理論値の無力化～》

円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～

5月下旬のドル/円相場は一時127円を割り込み、4月28日につけた131.25円からピークアウトの様相を強めた。これに際し、「もう円安相場は終わりなのか」という照会を複数頂戴する。結論から言えば、そう考えるのはまだ早いのではないかと筆者は考えている。円安が小康を得ている背景としては米株急落に伴う米金利の低下（米債券価格の上昇）があり、これに合わせて積み上げられて



きた円ショートポジションの巻き戻しが起きていると考えるのがオーソドックスだろう。IMM通貨先物取引を見ると、5月24日時点で円のネットポジションは▲1兆3807億ドルのショートである。これはパンデミック局面で最大であり、確かに調整が必要な水準と言える。とはいえ、昨年9～10月にかけて進んだ円安相場でも同程度のショートが積み上がっていた（図、むしろ、グロスのショートポジションで見れば昨年10月の方が大きかった）。その後、巻き戻し（円買い戻し）を経て、今年3月中頃から再びショートの積み上がりが始まったという経緯がある。後述するパウエルFRB議長のスタンスを踏まえれば、積み上がり過ぎた円ショートの巻き戻しはしばらく予想されそうだが、それをもって「円安相場の終わり」を判断するのは危ういようにも感じる。

問題はどこまで戻るか

元より2か月で15円というペースの円安が調整を迎えないはずがない。昨年9月から10月にかけての1か月間では5円程度（110円から115円）、ドル/円相場の水準が切り上がった。その後、3月までの5か月間は115円近傍で膠着が続いた。ドル/円相場がさらなる上値を追うという展開があるとしても、偏り過ぎたポジションを均す時間帯は必要になる。後述するように、近い将来、FRBが利上げの手を緩める気配は殆ど感じられず「FRBのタカ派懸念→米株動揺→米金利低下→ドル売り」という地合いは今後も断続的に直面するだろう。円ショートの巻き戻しもそれに付き合わされる時間帯が続くと思われる。

しかし、本欄では繰り返し論じているように、今回のドル/円相場上昇は「ドル買い」ではなく「円売り」に駆動されており、「ドル売り」相場が強まったとしても「どこまで戻るのか」という疑義は残る。

ドル/円相場にとって最も重要な論点は日本の政治

5月の調整相場の中で既に先月の本欄で想定していた下限（128円）は割り込んでしまったが、125円割れが定着するような地合いまで想定するのは尚早にも思える。3月以降の円安には①世界的に目立ってしまった日銀の緩和姿勢、②資源高に伴う貿易赤字拡大というそれまでにない材料があった。これらの材料は健在であり、②については今後より大きな材料となる可能性もある。130円台定着には新しい材料が必要ということかもしれないが、新たな「円買い材料」が生まれたわけではなく、125～130円の膠着

相場に入ったと達観すべきにも思える。敢えて言えば、夏季休暇の需要を当て込んでインバウンドの全面解禁に踏み切るようなことがあれば、旅行収支黒字の復調を手掛かりとしてさらに円買いが進む可能性もあるが、岸田政権の一連の姿勢を見る限り、可能性が高いシナリオとは言えない。实体经济に関し、「前進する世界」と「停まる日本」というコントラストは年内既定路線であり、3月以前の110～115円といった世界に戻る可能性は決して高くないというのが筆者の基本認識である。

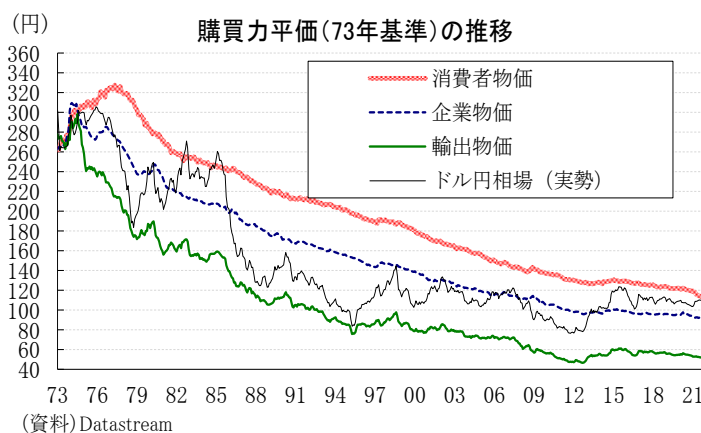
インバウンド全面解禁の上で原発再稼働に伴う貿易赤字の縮小見通し、日銀体制転換に伴う緩和姿勢の修正見通しも追加的に浮上してくれば、相当程度、「日本売り」の理由が解消される。しかし、万が一それがあるとすれば、7月参院選後だろう。注視・検討しかできない岸田政権が選挙後に生まれ変わるのかどうか。今のドル/円相場にとって最も重要なのは日本の政治情勢である。

ドル/円相場の理論値について

5月は相場が小康を得たこともあって、ドル/円相場が続伸することの難しさを指摘する論調も増え始めた。5月21日、日本経済新聞が『円の理論値、1ドル=106円70銭 実勢値かなり割安 21年10～12月「日経均衡為替レート」』といった記事を報じている。日本経済新聞社と日本経済研究センターが四半期に1度公表する「日経均衡為替レート」は2021年10～12月期時点で106.70円と同時期の実勢相場（114円程度）に照らして大きく円高・ドル安であったとされる。前期（7～9月期、107.8円）に照らしても円高に修正されているが、10～12月期はこれに反し円安・ドル高が顕著に進んだ時期でもある。理論値算出にあたっての詳しい回帰式などは公開されていないが、「政府債務や対外純資産、内外金利差、交易条件、貿易財と非貿易財の価格比といった国内外のマクロ経済指標」を変数として円の実効相場を算出してから、加重平均の際に用いた貿易ウェイトを通じて対ドル相場を逆算するという手法が取られている。日経センターの公表文では、今回理論値が円高になった背景として米国の政府債務が増えたこと、米国の実質金利が低下したこと、日本の対外純資産が増えたことなどが指摘されている。しかし、米国の実質金利は2022年1～3月期に急騰しており、日本の経常黒字は劇的に減少している（1月は過去2番目の赤字）。理論値は恐らく円安に戻っている可能性が高いのではないかと。

使えなくなってしまった PPP

だが、「理論値に比べて乖離がある」という状況は今に始まったわけではない。為替相場にフェアバリューは無いが、最も標準的に用いられる理論的な尺度として購買力平価（PPP）がある。そのPPPも消費者物価指数（CPI）、企業物価指数（PPI）、輸出物価指数などいずれを使うかによって大きく水準は異なるが、これら3つの物価を用いてPPPを算出し、実勢相場をそのバンドの中で捉えようとする試みはドル/円相場の分析を行う上で伝統的に行われているものである。これに照らせば10年前からドル/円相場の上方乖離が際立っているという事実が分かる（図）。2022年3月時点のPPPを示すと、CPIベースが110円、PPIベースが88



円、輸出物価ベースが 50 円である。現在の実勢相場 (125~130 円) はいずれの PPP からかなり遠い。

10 年前までは PPP は相応に使える尺度だった。前頁図に示すように、1985 年のプラザ合意から 2013 年くらいまで、ドル/円相場は企業物価ベースの PPP を上限とするように推移していた。これが 2013 年以降、様子が変わり始め、企業物価ベース PPP が下限、消費者物価ベース PPP が上限となるようなレンジに切り上がった。こうした実勢相場のシフトアップは 2012~2013 年以降、日本の貿易黒字が失われ、「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」にシフトしたという事実と無関係ではないと筆者は考えている。PPP 対比で見た「過剰な円安」はそれが輸出数量を稼ぎ、貿易黒字を積み上げ、いずれ円買いをもたらすからこそ結果的に「過剰な円安」と言える。もはや輸出拠点としてパワーを失った日本で過去の物価格差の累積から導かれる PPP を用いて、実勢相場の割安・割高を論じるのは難しくなっているというのが実情に感じられる。「理論値からの乖離」は幅を持って受け止める必要があるだろう。

円安の修正。「何かあるとしたら日銀から」

また、前頁図に示されるように、実勢相場が CPI ベースの PPP を上抜けていたのはプラザ合意前の 1980 年代前半くらいであり、その意味で政策協調が必要なレベルの円安・ドル高が進んでいるようにも思える。しかし、当時は円安に振れるほど日本の輸出が競争力を改善し、貿易黒字が積み上がるという経済構造があった。円安・ドル高で米国経済が困るからこそプラザ合意に至ったわけであり、その点が今とは大きく状況が異なる。現在に目をやれば、インフレ抑制が至上命題となっている今の米国の経済・金融情勢においてドル高で困ることは基本的に無い。また、本当に円高・ドル安方向への修正が必要と判断される場合において、最初に変化を迫られるのは間違いなく日本の金融政策であろう。為替介入であったり、政治的な協調による為替相場の誘導であったりといったトピックは世間の耳目を引きやすいが、そうした政治の所管する通貨政策の対応を期待する前の段階として金融政策の修正がなければ筋が通らない。現時点で円安もドル高も日米両政府が大きな懸念を抱いているようには見受けられないが、「何かあるとしたら日銀から」という客観的な事実関係は押さえておきたいところである。

《円相場の需給環境の現状と展望～インバウンド解禁にまつわる論考～》

インバウンド全面解禁はパンデミック脱却の好機

5 月訪英の際、岸田首相は経済界から批判が強い「鎖国」と揶揄される水際対策に関し、コロナ対策を段階的に見直す一環として緩和する方針に言及した。本稿執筆時点では 6 月 10 日以降、観光目的の外国人 (いわゆるインバウンド) の新規入国を「少人数のツアー」に限定し、1 日上限 2 万人として解禁する方針が示されている。岸田首相は入国に際し「G7 並み」を約束した経緯があるが、そもそも G7 で入国規制を課しているのは日本だけである。1 万人が 2 万人になろうと、入国上限を設けること自体がもはや時代錯誤であることに政権は気づくべきだろう。そもそも日本人が海外へ往来するのは OK でその逆は駄目だという理屈は破綻しており、もはや水際対策の体裁をなしていない。

また、インバウンド全面解禁は外圧によってガラパゴス化した防疫政策の在り方を見直し、成長率の復元に弾みをつける好機にもなるはずである。炎天下の屋外やスポーツジムでもマスク着用に固執する日本の状況は世界的に見ても異様であり、これを海外から来た人々に強いるのは無理筋だろう。5 月 27 日、岸田首相は衆院予算委員会で外国人旅行客に対し「日本のマスク着用ルールに従ってもらわなければならない」と述べているが、強制力のない雰囲気での圧力は日本人にしか通用しないだろう。もはや日本社会

の防疫意識は自浄作用が働かないほど膠着化しており、インバウンド全面解禁とセットでこれを修正するのが賢明と考えたい。逆に言えば、この機を逸してしまえば日本のパンデミック脱却はさらに遅延するのではないだろうか。自分で変えられないなら他人に変えて貰うしかない。

円安抑制と景気浮揚というメリット

インバウンド全面解禁はこうした防疫政策の正常化も促すほか、岸田政権の標榜する「新しい資本主義」（具体的には分配）にも貢献する話だ。インバウンド全面解禁に伴い外国人は日本全国に散らばり、消費・投資をしてくれるだろう。拡張財政に依存した「GoTo○○」に類する政策よりも、よほど健全に飲食・宿泊・旅行業界をバックアップする効果が見込めるであろうし、それ自体が地方活性化策にもなるはずだ。分配政策に関心を抱く岸田政権にとって悪い話ではないと思われる。

しかし、インバウンド全面解禁に伴い最も期待されるのは円安抑制と景気浮揚にまつわる効果であろう。この点は議論の余地がない。先月の本欄でも議論しているが、仮に円安による輸入物価上昇（それに伴う実質所得環境の悪化）を食い止めたいのなら、インバウンド全面解除に伴う旅行収支黒字の復活は王道である。国内生産拠点が失われたことで円安を受けても「財の輸出」が増えなくなった日本が「サービスの輸出」である旅行収支（の受取）で外貨を稼ごうとするのは自然である。結局、足許で「悪い円安」というフレーズが跋扈しているのは円安のメリットを体感できる機会に乏しいことに起因している。通貨安には当該国の競争力を相対的に改善させることで収益機会が増えるというメリットがある一方、輸入財の価格が上昇するというデメリットがある。現状、メリットは鎖国政策で自ら打ち消し、デメリットだけが残る状況にあるのだから「悪い円安」と呼ぶ世間の胸中也理解できる。

日本の旅行収支黒字は **2015 年** に約**1.1**

兆円と暦年ベースでは初の黒字に転じ、そ

の 4 年後の **2019 年** には約**2.7** 兆円と 3 倍

弱まで膨らんでいる。この際、1 年で約 3200

万人、インバウンドで入国していた。これは

1 日にして約 8.8 万人である。6 月 10 日以

降、観光目的での外国人入国が 1 日 2 万人

に設定されていることが如何に勿体ないこ

となのか分かるだろう。図示するように、当

時の勢いを考えれば、パンデミックさえな

ければ過去最高の黒字を更新していたはずである（何より東京五輪も通常開催されていれば、と悔やま

れる）。より具体的な数字を見よう。**2021 年** 通年の経常黒字は約**15.5** 兆円とコロナ直前の **5 年平均** (**2014**

～**2019 年**) の約**19.9** 兆円と比較すれば **4～5** 兆円ほど下振れている。恐らく **2022 年** はもっと小さくなる。

下振れの原因は言うまでもなく貿易赤字の拡大であり、実際に円売りフローが増えたことを意味し

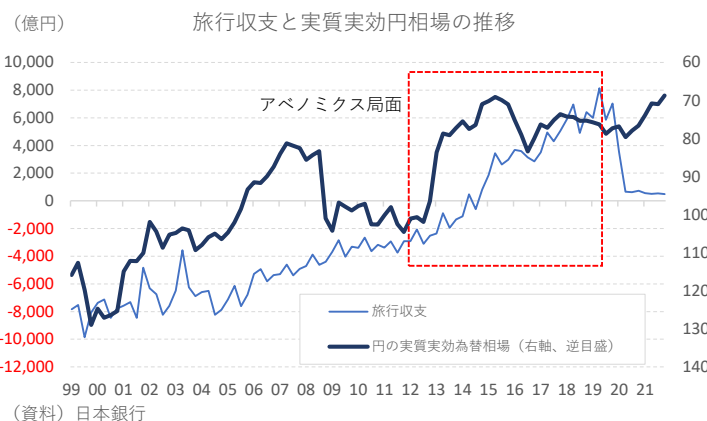
ている。過去の実績を踏まえる限り、旅行収支黒字（**2019 年** で約 **2.7** 兆円）はその貿易赤字により増え

た円売りの小さくない部分を吸収するイメージになる。需給が円売り超過に傾斜していることが円安相

場の背景と言われている以上、一定の歯止めとしては期待できる。ちなみに、円安抑止と同時に景気浮揚

効果も当然ながら期待できる。観光庁が発表する訪日外国人消費額は **2019 年** 時点で約 **4.8** 兆円と **7 年** 連

続で過去最高を更新していた。実質実効ベースで半世紀ぶりの円安になっているということはインバウ



ンドにとってそれだけ日本の物価が「お得」に映っているはずなので、消費額はさらに増える可能性がある。パンデミックを経てインバウンドが日本で発揮する購買力はアップしていることも加味したい。

中国と日本の対照性

もっとも、貿易収支同様、旅行収支も「相手がある話」だ。インバウンドの大半は中国人であり、2019年時点では訪日外客数3188万人のうち約30%（959万人）が中国人であった。周知の通り、その中国はゼロコロナ政策に固執しており、日本以上に防疫政策による経済破壊が進んでいる（もっとも中国は2021年中にパンデミック以前のGDP水準を復元しており、日本と違って余力はある）。インバウンド全面解禁の効果フルに享受する

ためには中国のゼロコロナ政策放棄も必要であろう。なお、図示されるように、パンデミック前と比較して中国の経常黒字は水準が切り上がっている。

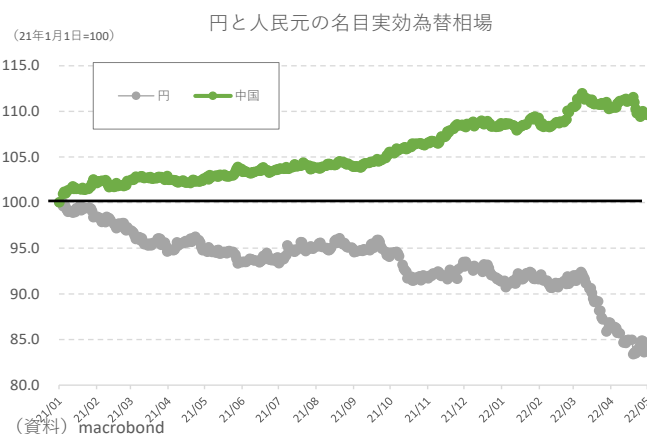
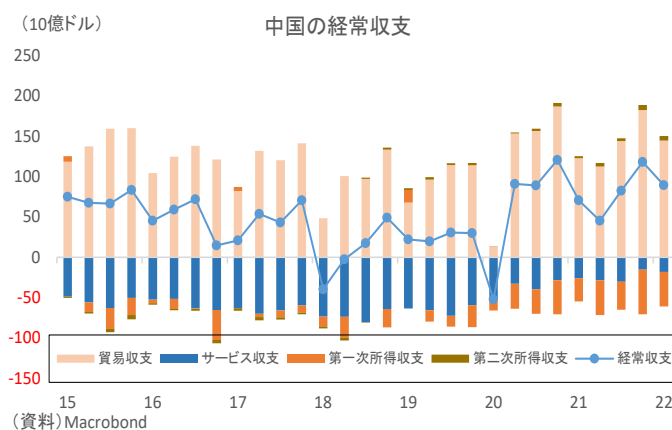
これは日本とは逆に旅行収支を中心とするサービス収支の赤字が減少していることに起因する。言うまでもなくパンデミックで海外旅行ができなくなった影響であり、日本側から見れば「爆買い」と形容された消費活動が消滅した結果でもある。為替市場からは名目実効為替相場ベースで見た時、人民元と円が対照的な動きをしていることに着目したい。これは中国人が日本で落とす外貨（円買い・元売り）が巻き戻されたという可能性も示唆する（図）。仮にそれが事実だとすれば、インバウンド全面解禁に伴う

円安抑止効果は尚の事、期待できる。これを見るだけでも、インバウンド全面解禁には①防疫政策の正常化、②分配の強化、③円安抑止と景気浮揚といったメリットが想定される。一方、デメリットは「変異株が持ち込まれる」という感情的で検証の難しい論点だろうか。いつまでも日本に入って来ようとしている外国人をばい菌扱いして入国規制を続けても、閉塞的な日本経済の状況は一向に良い方へ変わらない。科学的根拠に基づいた上で未来にとって有益で迅速な政治決断を期待したい。

《日銀金融政策の現状と展望～「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について～》

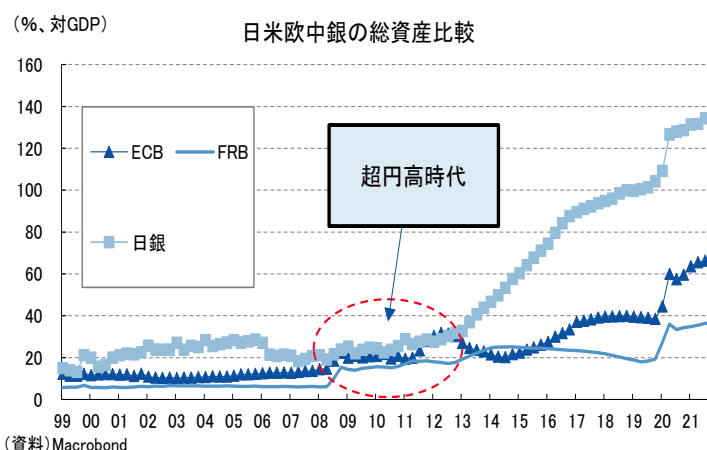
円安を「日銀の財務健全性」と結び付けたがる風潮について

過去1年の円安に関して「日本売りの色合いを帯びている」と筆者が述べていることから、「インフレに伴う国債の暴落」ひいては「日銀の財務健全性」も円売りの背景なのかと聞かれることが増えている。結論から言えば、筆者はその点に関しては否定的である。そもそも「中央銀行の財務健全性」と「通貨の



信認」を直接的に結び付ける議論はそう単純なものではない。

リーマンショック後、各国中銀では有事対応が常態化した。そのため中銀バランスシート（B/S）は規模・構成の両面から危うい運営を強いられてきた。日銀におけるETFは世界的にも特殊だが、ECBにおける南欧債も欧州債務危機時（特に2011～2012年）に相当問題視された。しかし、その都度、「中銀の財務健全性」をテーマに通貨が売買されていたかと言えばそうではない。日米欧三極の中銀B/SのGDP



比を比較して見ると、2007～2012年は団子状態にあった。敢えて言えば、日銀の水準が最も大きかったが、当時の為替市場で円全面高（対ドルでは70円台）が進行していたことは周知の通りである。「中銀の財務健全性」がテーマになるならばその動きは説明がつかない。確かに、黒田体制下の量的・質的金融緩和を受けて日銀の推移が突出しており、同時期の2013～15年は強烈な円安も進んでいた。しかし、その当時において「中銀の財務健全性」や「通貨の信認」がテーマになっていたわけではなかった。基本的に「大規模緩和をする日銀 vs. 正常化プロセスに勤しむFRB」という金融政策格差の方が取りざたされていたと記憶する。むしろ、前例のない政策運営に勤しむ黒田体制、またはそれに象徴されるアベノミクスに対して礼賛の声の方が大きかった。必然的に「中銀の財務健全性」という批判的視点をもって円安を解説することも主流ではなかった。「中銀の財務健全性」が「通貨の信認」に直結するほどの材料ならば 当時から懸念する声が無ければおかしい。それほど日銀B/Sの膨張ペースは著しいものだった。

スイスやドイツの事例

「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」が必ずしもリンクしないと言える例は諸外国にもある。例えば自国通貨高抑止を目的として、無限通貨売り（スイスフラン売り）・外貨買い介入を続け、大量の外貨建て資産（外貨準備）をB/Sの資産側に抱え込んだスイス国立銀行（SNB）の例を思い返したい。2009年以降に勃発した欧州債務危機を背景に、当時、円やスイスフランが安全資産として騰勢を強めていた。スイスフランに関して言えば、地理的にユーロ圏からの逃避マネーが流入しやすいという事情もあった。対応に苦慮したSNBは2011年9月、スイスフランの対ユーロ相場に上限（1ユーロ＝1.20スイスフラン）を設定し、無限のスイスフラン売り・外貨買い介入でこの水準を防衛する方針を決定した。2014年12月にはユーロ圏金利との格差拡大を企図してマイナス金利も導入している。しかし、それでもスイスフラン高の流れには抗し切れず、2015年1月、無制限介入による対ユーロ相場の上限防衛を放棄することを突如決定し、スイスフランは急騰した。当時、その急変動は欧州系金融機関のシステムリスクに至る可能性まで囁かれるほど激烈なものだった。

当然、それまでに抱え込んだ大量の外貨（＝ユーロ）建て資産はスイスフラン高によって巨額の為替差損を計上することになる。具体的には資産側に計上されていた外貨準備がスイスフラン建てで目減りするため、会計上は債務超過という状態に陥る。要するに『通貨の信認』が強過ぎて債務超過が発生し、『中銀の財務健全性』が揺らいだという話になる。なお、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）もマルク

高によって外貨準備が減少し債務超過に陥ったことが知られている。

これらの例は「通貨の信認」が強過ぎて債務超過に陥った事例であり、「中銀の財務健全性→通貨の信認」ではなく「通貨の信認→中銀の財務健全性」という因果関係が成立していたことになる。日銀の財務健全性を訝しがる向きは大量の国債保有とその評価額低下を理由に債務超過を懸念し、「通貨の信認」低下（即ち円安）を懸念する向きが多い。だが、こうしたスイスやドイツの例を見る限り、中銀が多額の国債を購入したからといってそれが「バランスシートの健全性」を損ねるになるとはかぎらないし、損ねたからといって「通貨の信認」が毀損するという話に直結するとも限らない。

怖い例もあるが・・・

もちろん、中銀の債務超過が深刻視される例もある。植田和男・東大教授は日銀審議委員時代の 2003 年、『自己資本と中央銀行』と題した講演¹で「中央銀行にとって健全なバランスシートを保つことは、一般論としては、その責務を全うするための必要条件でも十分条件でもないが、必要条件に近いような状況もしばしば存在した」と論じている。同教授はベネズエラ、アルゼンチン、ジャマイカといった中南米の国々の中央銀行も過去に債務超過に陥り、そのタイミングで高率のインフレに悩まされていたという事実を指摘する。例えばベネズエラ中銀は 1980 年代から 1990 年代にかけ、政府の拡張的な財政政策などを背景に加速したインフレ高進を止めるため、金融引き締めへ転じた。その際、流動性吸収のために使用された同行発行の高金利の手形が中銀収益を圧迫し、引き締めを断念するということがあった。このケースでは中銀財務を念頭にインフレが放置されている。

スイスやドイツは自国通貨高で、中南米は政府の誤った経済政策に付き合わされる格好で債務超過に陥っている。通貨高を通貨安にすることは（理論上は）容易なのでスイスやドイツの債務超過が一時的なものとして問題視されなかったことは理解できる。片や、中南米諸国の例に見るように、政府の誤った経済政策が不変ならば、高インフレは放置されるので、これに対応する過程で中銀が債務超過に陥ることもある。その場合、高インフレと中銀の債務超過が併存しやすくなる。しかし、あくまで「中銀財務の健全性」は財政・金融政策の結果であり、債務超過の事実自体に（企業にとっての債務超過のような）決定的な意味があるわけではない。同時に債務超過が為替を含めた資産価格の原因になる筋合いもない。「健全であることに越したことはない」程度の話と言える。

将来的にテーマ視される可能性はある

なお、足許の円安のドライバーが「中銀財務の健全性」であるとは思わないものの、為替市場の直情的で移り気な性格を思えば、「通貨の信認」が将来的にテーマ視される可能性がないとは言えない。為替はフェアバリューがない世界でもある。その時々テーマが流れを作るという側面は確かにあるため、スイスやドイツの例だけを取り上げて「円も大丈夫」と断言することも難しい。万が一、「中銀の財務健全性」がテーマ視される相場になれば、最もターゲットになりやすいのは前掲図を見る限り、恐らく円なのだろう。腐っても G7 の一角であり、世界の外貨準備の 5% 以上を占める円は相応に取引量も多く、テーマ化すれば大相場に発展する可能性はある。

上述の講演で植田教授は「問題はこうした債務超過に陥った中央銀行の政策がそれ（＝債務超過）によって歪められたかどうかである」と述べているが、換言すれば、「金融市場が中銀の金融政策を信用でき

¹ 植田和男『自己資本と中央銀行』日本金融学会 平成 15 年 10 月 25 日

る状況かどうか」が要諦という話である。中央銀行が債務超過に陥っても物価安定に資する政策を運営していると認められれば「通貨の信認」が揺らぐことはない。例えば、黒田体制の金融緩和も景気回復と共に物価が2%を突破し、それを引き締める過程で債務超過を被る可能性はある。だが、それは「大事の前の小事」だろう。逆に債務超過を回避しても、高インフレの下で「通貨の信認」を蔑ろにする金融政策運営というケースもあり得る。例えば、トルコ中銀のように、大統領の独自理論に基づき「金融緩和でインフレを抑制する」という政策運営をしていれば債務超過でなくともインフレは急伸するし、通貨は暴落する。現状に目を移せば、「円安のデメリットが心配されながらも緩和路線を貫く」という日銀の姿勢はトルコ中銀のそれと類似性を感じなくはない。

しかし、繰り返しになるが、現時点で日銀の財務健全性が「通貨の信認」毀損という大きな話に繋がっていると筆者は考えていない。あくまで円安の背景は、貿易赤字と内外金融政策格差が拡大方向にあり、それに対する処方箋も講じられる気配がないという事実を指摘するのが王道だろう。

財政要因のインフレに日銀は無力

現状、「インフレに伴う国債の暴落」や「日銀の財務健全性」を円安と結び付ける主張の多くは政府債務残高の増大傾向を念頭に置いている。巨額の政府債務への懸念から円安や高インフレが発生する場合、確かに景気改善を伴わない「悪いインフレ」の下、日銀も望まぬ引き締めを強いられ、その過程で国債価格の急落や付利引き上げによる（民間銀行への）利息支払い急増が債務超過という結果に至る可能性がある。しかし、それは野放図な財政政策の結果であって、金融政策を執行する日銀が解決できる問題ではない。その段階で求められる抜本策は政府の財政再建しかなく、そのほかの処方箋は全て補完的なものにとどまる。軟着陸のために日銀が国債購入をいくらか継続するだろうが、そういった政策姿勢も不信を助長するだろうから、あまり派手な介入はできまい。

結局、「中銀の財務健全性」は財政・金融政策の結果として数字上、付いて回るものであって、それ自身が何かの震源地として取りざたされるほど本質的なものとは言えない。断続的に話題になる日銀の自己資本比率も同様であり、その水準に着目しても本質的な話には発展しづらい。

本当の問題は成長を放棄してきたこと

現代の管理通貨制度における「通貨の信認」は文字通り「信用して認められた」結果が金融市場における為替や株、債券などの資産価格として表れる。「中銀の財務健全性」が重要ではないとは言わないが、実体経済が上手く回っている限りにおいて、誰も気にしないし、報道もされない。実際、最新の日銀の自己資本比率や決算状況を知る人は市場参加者でも稀だろう。日常生活においても、買い物する際に日銀の財務健全性を気にかけたことがある人はいないだろう。中銀B/Sは実体経済を支えた結果に過ぎない。

この点、パンデミック下の日本で懸念されるべきは自ら成長を放棄するような各種政策（過剰な防疫政策や原発利用をタブー視することなど）がほぼ無批判に採用され、実行されていることである。その結果として「日銀も債務超過のリスクに晒されている」という思考の順序を辿るべきである。原因は政府の政策、結果が「中銀の財務健全性」であり、その因果を取り違えてはならない。

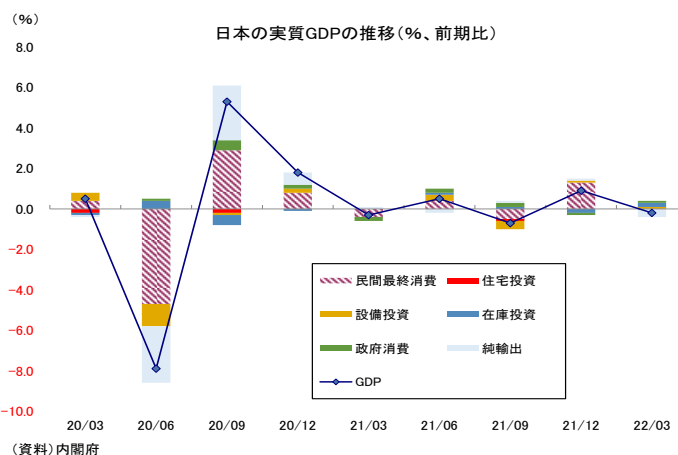
もっとも、為替市場で円売りをテーマにしたい短期筋にとって取引動機は「それっぽいもの」であれば何でもよく、しばしば批判的になる日銀の財務健全性は利用しがいのあるテーマであることも確かである。そのような展開に至ると非常に厄介であるため、成長率を復元させる方向に転換するよう、岸田政

権の機動的な政策運営を期待するばかりである。

《日本経済と円安～「成長を諦めた国」の通貨はどうなるのか～》

国民が望んだ「成長を諦めた国」

5月18日、内閣府から公表された2022年1～3月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率▲1.0%(前期比▲0.2%)と、高成長(前期比年率+3.8%)の同期から一転して2四半期ぶりのマイナス成長に転落した(図)。2021年1～3月期から1四半期ごとにプラスとマイナスを繰り返しており、日本経済がパンデミック局面から抜け出せずに足掻いているという様子がよくわかる。もっとも、足掻いているという表現は適切ではないかもしれない。



未だに新規感染者の絶対水準に拘泥し、マスクの手放せない生活が続いている。世界的に見れば異様な光景も日本では日常になっている。マスクがあるから低成長だという話ではない。それが象徴する過剰な防疫意識が消費・投資意欲を削いでいることが重要である。過去2年間、「経済より命」路線は確実に実体経済を破壊し続けており、岸田政権の支持率から判断する限り、この状況を大多数の国民も肯定している。悪化ペースが緩やかゆえに今を生きる人々が実感しにくいかもしれないが、後述するように、日本経済が置かれている状況は客観的に見て先進国の中で相当不味いものがある。「成長を諦めた国」は国民が望んだ結果とも言える。

堅調な個人消費は行動制限への達観？

説明するまでもないが、1～3月期のマイナス成長はオミクロン変異株の感染拡大を受けて再び行動制限に踏み切ったことに由来する。しかし、個人消費がマイナスではなく横ばいにとどまったことは意外であり、それが今期の落ち込みを抑制した。オミクロン変異株の感染拡大は1～2月がピークであり3月以降は行動制限解除を視野に個人消費が回復したことが寄与している可能性もあるが、正確な理由は判然としない。もう「ポーズだけの行動制限措置」と達観した人々が以前より自粛に協力しなくなっているという可能性もある。まん延防止等重点措置の期間、人手が減らないという報道は散見されたが、実際、内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局が提供する地域経済分析システム(RESAS)のデータを見ると、オミクロン変異株の感染者数急増と共にまん延防止等重点措置を発出したにもかかわらず、人流が顕著に抑制されていない現実も確認できる。今後、感染拡大の新しい波が到来することがあっても、効果的な行動規制をどのように構築すべきかに関し、新たなインセンティブ設計は必要になるはずである。なお、5月17日には大手飲食チェーン店が時短命令を巡り、東京都に損害賠償を求めている裁判で「命令は特に必要と認められず、違法」との判決が出ている。飲食店への時短命令も行動制限措置の一環だが、違法な命令を下してまで効果の薄い防疫政策を打つことはもう自重されることを期待したい。

完全に取り残された日本

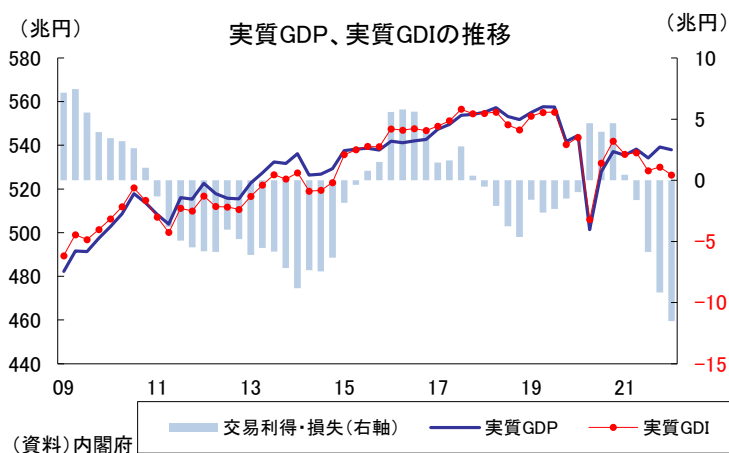
周知の通り、まん延防止等重点措置は 3 月下旬に全面解除され、5 月 GW 中の人出は相当程度回復している。GW 前に警告が見られた「2 週間後の感染拡大」は結局起きなかった。人流と感染拡大の因果関係はかなり怪しいものと言わざるを得ない。このままいけば 4～6 月期は個人消費にけん引され、高い成長率に復帰できるだろう。日本経済研究センターの「ESP フォーキャスト」によれば 4～6 月期は前期比年率 +5.18%まで加速する予想である。しかし、

日本の過剰な防疫意識を前提にすれば、成長軌道は引き続き波乱含みである。過去 2 年のパターンに従えば、仮に 7～9 月期以降に感染拡大が見られた場合、4～6 月期の高成長を「気の緩み」と指差す流れが目に見えかねない。そこで再び自滅的な低成長（行動制限）を選択することになる。その悪循環を脱却すべく現実的な政策を打つべきだろうが、「経済より命」路線に対する根強い国民の支持を踏まえれば、政府・与党もこの方針を変える理由がなく、同じことが再び起きる可能性は否定できない。人々は感染対策のために生きているわけではないはずだが、日本ではそうなっている。図は主要国の実質 GDP 水準に関し、2019 年 7～9 月期を 100 とした場合の推移を見たものだ。10～12 月期ではなく 7～9 月期としているのは消費増税と台風 19 号による大きな下押し圧力（共に 2019 年 10 月の出来事）を受ける前で比較したいためだ。日本は当時の水準に対し▲4%ほど届いていない。これが如何に異様なペースなのかは図を一瞥すれば多くの説明を要しない。「成長を諦めた国」は大袈裟ではなく、純粋な事実である。円が実効ベースで急落し、日経平均株価がその他指数にはっきり劣後している状況と無関係とは思えない。



見るべきは実質 GDI が示す購買力悪化

なお、今の日本経済の実情をより正確に映し出すのは実質 GDP に交易条件の変化（＝交易利得・損失）を加えた実質 GDI（国内総所得）である。1～3 月期の実質 GDP が前期比年率▲1.0%であったのに対し、実質 GDI は同▲2.7%と 3 倍弱の落ち込みになっている（図）。それだけ資源価格の高騰および円安によって海外への所得流出が進み、日本経済としての購買力が失われたことを意味している。これまで述べてきたように、実質 GDP はプラスとマイナスを交互に繰り返しており「停滞」という形容が当て嵌まるが、実質 GDI は「悪化」の一途を辿っている。



を交互に繰り返しており「停滞」という形容が当て嵌まるが、実質 GDI は「悪化」の一途を辿っている。この間、円の実質実効為替相場（REER）が半世紀ぶりの円安を記録し「安い日本」の象徴として取りざ

たされたことは周知の通りだが、実質 GDI も「安い日本」ないし「貧しい日本」の一端を示す計数と言える。巷の「悪い円安」論は結局、家計部門のコスト負担を端的に言い表しているが、その意味では国内の生産実態を捕捉する実質 GDP よりも所得実態を捕捉する実質 GDIの方が現状把握に適切と言える。

問題は、過剰な防疫政策が修正され、何の行動規制も入らない状態になれば実質 GDP は相応に回復しそうだが、高止まりする資源価格に起因する実質 GDI の低迷は出口が見当たらないということだ。少なくともウクライナ危機に伴う資源高は 2 月下旬以降の話であり、交易損失拡大の影響がフルに顕現化するのには 4~6 月期以降の GDP だろう。これに伴い実質 GDI は低迷し、家計部門の消費・投資意欲も委縮を強いられるはずだ。恐らく実質 GDP の足枷にもなるはずだ。資源高に象徴される国外環境は不可抗力だが、せめて国内環境くらいは政策的に足枷を嵌めるような行為は避けて欲しいと願うばかりである。

《米金融政策の現状と展望～「50bps→25bps」のブレーキが重要～》

注目すべきは「50bps→25bps」のブレーキが見える時期

5 月 3~4 日の FOMC では 3 月の 25bps に続き利上げを決定した。利上げ幅は 22 年ぶりの 50bps となり、2 か月足らずの間に 75bps が引き上げられた。これで FF 金利の誘導目標は 0.25~0.50% から 0.75~1.00% となる。同時に保有資産を圧縮する量的引き締め (QT、FRB は run-off と呼ぶ) も 6 月開始が決定された。会見においてパウエル FRB 議長は利上げにより家計負担が増したとしても、インフレが実体経済全体に悪影響をおよぼしている以上、今はその抑制に注力すべきと半ば理解を求めるように立場を示した。引き締め路線についてわざわざ理解を求めたのは、それが当面持続し、反発を買う可能性も覚悟しているからだだろう。また、パウエル議長は今後 2 回 (couple of) の会合で 50bps の利上げを選択肢とすると述べたが、「少なくとも現時点で 75bp の利上げは想定していない」とも述べ、これが会合直後の株買いを誘う格好となった。しかし、利上げ幅が 25~75bps で変動するとしても株価にとって足枷であることは変わらず、結局、5 月の 1 か月を通じて米国株の調整は非常に大きなものになっている。

今後、市場が注目すべきは 50bps が 25bps になるタイミングで見えてくる「正常化の出口」の時期である。今のところ、FRB はアクセルばかりでブレーキその素振りを一切見せていない。それゆえに、株にとっても為替にとってもそのブレーキアクションが分水嶺になると考えたい。筆者は今年 9 月ないし 11 月の FOMC をそのタイミングとして警戒している。5 月 24 日に公表された FOMC 議事要旨によれば 5 月会合では 6 月および 7 月の +50bps 利上げが既定路線であることが確認されているが、同時に「緩和状態を早く取り除くことで、2022 年後半 (later this year) には政策効果を見極めやすくなる」との記述も見られ、年後半に差し掛かれば利上げ幅が +50bps が +25bps になり、場合によっては利上げが停止する可能性も僅かに示されている。タカ派一辺倒の姿勢が少しずつ柔軟しているように見えなくもない。

しかし、その見極めにあたって重要になる中立金利の水準 (現在の推計値は 2.50%) は不透明であり、FRB としては当面、「必要があれば躊躇なく利上げする」との姿勢を示し続けるしかない情勢にある。

議事要旨通りの QT も決定

QT に関しては 3 月の FOMC 議事要旨で示唆されていた通りの路線が追認されている。「予見可能な方法 (a predictable manner)」、主に再投資額の調整で QT が実施される方針であり、当初 3 か月間の保有資産の減少額上限は、米国債が月間 300 億ドル、住宅ローン担保証券 (MBS) が月間 175 億ドル、それ以降は米国債が月間 600 億ドル、MBS が月間 350 億と倍速に至る道筋が示された。なお、償還額が上

限額に満たない場合、短期債（TB）も活用される方針である。これらは全て 3 月議事要旨で示された通りであり、サプライズは無い。いずれにせよ、利上げと QT 着手を併用することによってイールドカーブのフラットニング傾向に歯止めがかかることが企図されている以上、その効果を見極めることになる。

《メインシナリオへのリスク点検～資産所得倍増プランのまつわる為替・金利のリスク～》

資産所得倍増プランの真意

岸田首相は訪英に際し、ロンドンの金融街（シティ）で講演し、自身が掲げる経済政策「新しい資本主義」の具体策として、日本の個人金融資産約 2000 兆円に関し貯蓄から投資への動きを促す「資産所得倍増プラン」に着手する旨を表明した。首相は、日本の個人金融資産の半分以上が現預金で保有された結果、「この 10 年間で米国では家計金融資産が 3 倍、英国は 2.3 倍になったのに、我が国では 1.4 倍にしかっていない」と述べ、この状況を指して「日本の大きなポテンシャル（潜在能力）」と表現した。投資原資の大きさをアピールしているわけである。就任早々、金融所得課税の導入を打ち上げ株式市場から強い洗礼を浴びた経緯を思い返せば意外な講演だったと言える。それに限らず岸田政権は自社株買いの制限、四半期開示の廃止、株主還元ではなく賃上げの要請など、株式市場と対峙する姿勢を続けてきた。これらの方針を堅持したまま「Invest in Kishida」と主張することの真意は捉えづらいついて言わざるを得ない。株式市場から嫌気された従前の主張は今後修正もしくは取り下げられていくのだろうか。

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(%)
621.9	
55.7	2.5
4.0	0.1
18.2	0.8
33.6	1.5
566.2	▲ 2.5
343.0	0.7
▲ 24.9	▲ 2.3
73.2	0.6
7.9	▲ 0.8
170.2	0.3
▲ 3.2	▲ 0.9

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

「貯蓄から投資」に孕むリスク：為替・金利への影響

現状、それに付随する具体策の情報もないため「資産所得倍増プラン」の真意がどこにあるのかはよくわからない。だが、そもそも「運用されていない現預金」を投資原資と見なして「ポテンシャル」と表現することが今の日本にとって危うい思想であることは留意すべきである。見るべき論点は 2 つある。1 つが為替（円相場）への影響、もう 1 つが国債（円金利）への影響である。

まず、為替、具体的には円相場への影響を政府・与党はどのように整理しているのだろうか。過去の本欄でも詳しく議論したように、円安のデメリットが懸念される現状において、最大のリスクは「家計部門の円売り」が勢いづく展開である。岸田首相の述べるように、個人金融資産の 50%以上が円建ての現預金であり、その額は 2021 年 12 月末時点で 1084.6 兆円、比率にして 53.6%である。一方、株式・出資金は 211.6 兆円で比率にして 10.5%にとどまる。「現預金が半分で株式投資は 10%程度」という構図は

日本の家計金融資産構成の問題点として頻繁に取り上げられてきたものであり、その数字自体、一度は目にした向きも多いのではないかと。この現預金に滞留する貯蓄を投資原資としてもっと期待収益の高いリスク資産に振り向けたいという気持ちは分らなくはない。

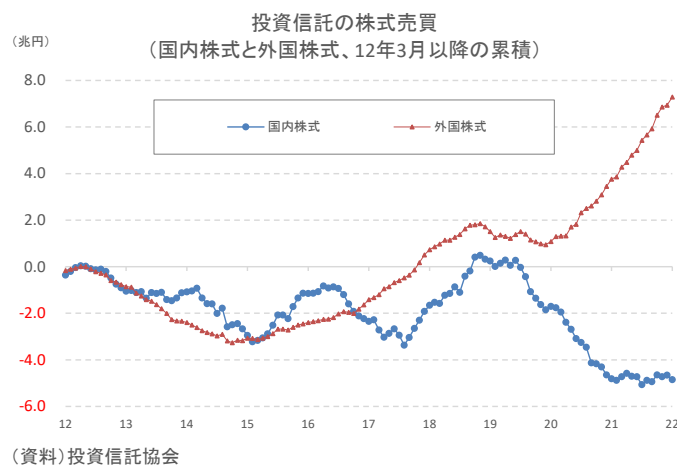
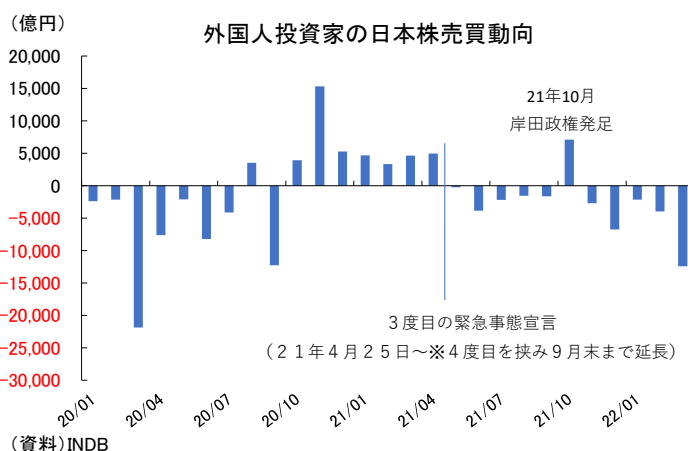
しかし、その振り向ける先が円建て資産であるという保証は全くない。本欄では繰り返し述べているが、コロナ対策で貫徹された「経済より命」路線や原発再稼働をタブー視する雰囲気の結果、日本はすっかり「成長を諦めた国」のポジションで定着している。今やコロナ前の GDP 水準を割っている先進国は日本くらいである。そうした日本の地力の弱さが日本株や円相場に軟調な展開を強いているという論調は今や珍しいものではなくなっている。おりしも 5 月には

テスラのイーロン・マスク CEO が出生率低下を理由に日本の「消滅」を予言するというショッキングなヘッドラインが流れたが、同氏の指摘する「年長者が多いと、社会に閉塞感を生む。なぜなら彼らの大半が考え方を変えないというのが真実だからだ」という構造問題は日本の抱える闇そのものである。程度の差こそあれ、日本に対し同様の見方をしている向きは少なくないと思われ、事実、岸田政権発足後、海外投資家が日本株を買わなくなっているのもそのような見方が背景にあるだろう（図）。

こうした状況で日本の家計部門が「貯蓄から投資」を実行した場合、果たして日本経済の将来に賭けて円建て資産を選ぶだろうか。政策によって投資意欲を焚きつけるのは良いが、そうして呼び起こされた投資の行き先が円建て資産である保証はなく、為替相場の観点からは円安の起爆剤として作用する可能性が高いのではないかと。円安のデメリットを指摘する声が大きくなっている中、「貯蓄から投資」を謳うことでさらに円安が進む可能性を政府・与党はリスクと考えていないのだろうか。とりわけ昨年来、米株投資はブームとまで言われており、「投資をするなら海外」という発想が先に立ちやすく、実際に国内で設定された投資信託の資金流入状況を見ても明らかに「国内ではなく海外」の志向は鮮明である（図）。もちろん、さらなる円安を歓迎する方針ならば問題はないが、政府として少しでも円安を懸念する気持ちがあるならば、現時点で貯蓄から投資を煽るのは危うさを秘めているように筆者は思う。

日本人が貯蓄しないなら誰が国債を買うのか？

「資産所得倍増プラン」にまつわるもう 1 つの不安点は国債（円金利）への影響である。具体的には「貯蓄から投資」が進むことで現在の国債の安定消化構造が崩れる可能性をどう評価すべきなのかとい



う話だ。歴史上繰り返されてきた「貯蓄から投資」のスローガンの裏には「貯蓄過剰で投資が行われない現状が日本経済の長期低迷の原因」という思惑が見え隠れする。これは現預金を「死に金」と呼んだり、その保有形態を指して「眠っている」と表現したりする風潮によく表れる。しかし、このような考え方は因果を取り違えている。「日本経済が低迷」しているからこそ家計（や企業）は自国通貨建ての現預金という最もリスク量が小さい運用形態を選んできたというのが実情だろう。有望な投資機会があれば政府に指示されなくても貯蓄ではなく投資を選ぶ。

現在の日本経済で「貯蓄から投資」を進める危うさを理解するためには日本経済の貯蓄・投資（IS）バランスの構造を理解することが必要である。順を追って解説する。まず、日本経済の期待成長率低迷を受けて、家計（や企業）は現預金という運用形態で資産防衛を図ってきた。その現預金は銀行部門に貯蓄される。そのまま銀行部門に滞留して誰も使わなければ文字通り「死に金」だが、そうした民間部門（家計や企業）の貯蓄は政府部門が借りて消費・投資に充てられてきた。そうすることで資金循環構造が釣り合ってきた。厳密にはそれでも国内全体で貯蓄過剰になるので、その分、海外部門を貯蓄不足（≡経常黒字）にさせることで経済全体の貯蓄・投資が均衡してきた。こうして長年見られてきた「民間部門（家計と企業）の貯蓄過剰」は日本経済低迷の象徴として定着した。

しばしば目にする「銀行の役割は貸出なのに国債運用ばかりしている」という批判はこうした資金循環統計を正しく読めないことに起因している。銀行の本質的な役割は貸出ではなく、「経済の資金過不足を均すこと」である。より噛み砕いて言えば「『資金を持て余している主体』から『資金を必要としている主体』へ融通すること」だ。バブル崩壊後の日本の銀行部門において貸出が盛り上がり国債投資が増えたのは「資金を持て余している主体」である家計や企業から「資金を必要としている主体」である政府に銀行を介して資金が融通されていたという話である。景気低迷に合わせて銀行の役割である「資金過不足の調整」が機能したのである。結局、これまでの日本で「貯蓄から投資」が進まなかったのは「そうせざるを得ない経済状況があったから」という事実が出发点になっている。資金循環構造は銀行部門を要とする一国経済の地力を反映した資金動向の結果であって、その結果を無理やり変えようとしているのが「資産所得倍増プラン」という位置づけになる。

それでも「資産所得倍増プラン」を推し進め、それが奏功して「貯蓄から投資」が盛り上がった場合、政府は大きな問題に直面する。それは国債をどうやって消化するつもりかという問題である。「眠っている」と表現される現預金は銀行部門経由で民間銀行もしくは日本銀行の国債購入に充てられている。それを眠りから覚ました場合、代わりに国債を買う経済主体を見つけてくる必要がある。海外部門に購入して貰うのだろうか。国内の銀行部門や日本銀行は低利でも国債を購入するが、海外の投資家はそうはいかない。当然、これまでよりも高い金利を要求されるようになる。良いか悪いかは別にして「民間銀行－政府部門－日本銀行」が三位一体となっている日本国債の消化構造は鉄壁である。これを「資産所得倍増プラン」によって政策的に崩した場合、それにより訪れる国債価格の下落（円金利の上昇）をどのように受け止めるつもりなのか。

一見して前向きな話に見える「資産所得倍増プラン」だが、今の日本が直面している為替や債券の現状を踏まえると、日本経済にとって望ましくない急変動をもたらす可能性を秘めているように思われる。プラン実行前のリスクマネジメントを慎重に行うことを推奨したい。

◆ ユーロ相場の見通し～正常化に目覚めた ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～変心する ECB～》

「力業」で突破する ECB

5月23日、ECBはラガルド ECB 総裁の名前で突如「Monetary policy normalisation in the euro area」と題したブログを発表した。その中の一節で拡大資産購入プログラム（APP）の早期終了とこれに伴う7月中の利上げ、さらには7～9月期中のマイナス金利脱却まで宣言されるという動きが見られた。2週間後（6月9日）に政策理事会があるにもかかわらず、ブログという形でこれほど重要な見通しを総裁名義で情報発信することは前例がない。それほどまでに物価上昇に危機感を覚え、「正常化を急ぎたい」ということだろうか。しかし、以下で議論するように、一連の情報発信は漸進主義を標榜してきた ECB からすればかなり無理筋であり、一言で言えば「力業」と言わざるを得ない。

この点、ラガルド総裁は予想される利上げ時期が接近するに伴い、複雑化する政策環境を踏まえれば、正常化の道のりを明確にする重要性は増しており、この点を明確にすることがブログの目的（the purpose of my blog）だと銘打っている。しかし、後述するように日付入りで重要な政策決定事項も放り込んでくると、公式会合の位置づけが曖昧化、言い換えれば「軽く」なるように思える。元々市場は7月利上げを織り込んでいたのだから、ショックを和らげるためとも言いづらいだろう。繰り返しになるが、物価上昇への危機感がにわかに高まったとしか考えようがない。それほどまでに不味いデータがこれから出てくるということだろうか。この点、後述するように、ブログ直後に公表されたユーロ圏妥結賃金が前期比で著しく加速したことなどは材料視された疑いがある。

漸進性を返上

問題となったブログの一説は以下である。政策変更と時期を表す部分に下線を付けた：

- I expect net purchases under the APP to end very early in the third quarter. This would allow us a rate lift-off at our meeting in July, in line with our forward guidance. Based on the current outlook, we are likely to be in a position to exit negative interest rates by the end of the third quarter.

重要な情報は3つある。1つはAPPが7～9月期の非常に早い時期に終わること。もう1つは7月に利上げをすること。最後は7～9月期中にはマイナス金利が終了していること、だ。これらの情報はいずれも政策理事会ではまだ発表されていない重要情報である。ブログが発表される前週には金融政策を対象としない政策会合が開催されているので、恐らくそこで意見集約を図ったのだろう。前任のドラギ元総裁ならまだしも、調整能力に定評のあるラガルド総裁が何の調整もなしに、ここまで踏み込んだ内容をブログにアップするとは思えない（この点は詳しく後述する）。

ECBとしては踏み込んだつもりはない、という胸中もあるかもしれない。元々、金利先物では7月利上げは織り込まれていたし、ECBはあくまで7～9月期中にAPPを終えた後、「しばらくしてから（some time after）」、利上げを検討するという姿勢を謳ってきた。この「しばらく」はラガルド総裁によれば「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かった。よって、今回宣言された「7月初旬にAPPを終了し、7月中旬以降に利上げをする」という運営は確かに既存ガイダンスとは矛盾しない。ブログでわざわざ「我々のガイダンスに沿って（in line

with our forward guidance)」と記載されているのは、「嘘はついていない」という弁明にも見受けられる。時間的順序に関し、「量の終了→利上げ」が守られる以上、確かに嘘ではない。

だが、これまでラガルド総裁は APP と利上げはあくまで別次元の政策決定として強調してきたし、それと共に ECB の正常化プロセスはあくまで漸進性 (gradualism) が基本だという点も繰り返し強調してきた。「7～9 月期中に終了して、その後に利上げを考える」としてきた大枠の方針が突如ブログで「7 月中に APP を終了して、利上げも初めて、9 月にはプラス金利にする」と具体化される運営は漸進主義の返上と言っても良いだろう。ちなみに今回のブログでも従前通り、金融政策調整に際しては漸進性 (gradualism)、選択性 (optionality)、柔軟性 (flexibility) が強調されている。今回は漸進性よりも柔軟性を発揮したのだ、というのが ECB の基本姿勢なのかもしれない。

毎会合、修正をしている ECB

ちなみに、2 月の政策理事会では 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）が発表されていた。それが 4 月の政策理事会では「4 月 400 億 ユーロ→5 月 300 億ユーロ→6 月 200 億ユーロ」と臨時増枠の規模が縮小され、7～9 月期中の APP 終了が示唆された。4 月の段階では 10～12 月期以降も APP 継続と謳っていたので、2 月から 4 月にかけてギアが一段上がっている。そして、6 月会合を待たずして 5 月、今回のブログが発表され、APP の 7 月終了に加えて、利上げも同月中に行い、9 月にはプラス金利に復帰する見通しまでが宣言されている。6 月会合はブログを追認する決定になるのだろう。要するに、2 月、4 月、6 月（≒5 月ブログ）と会合ごとに前回会合で決めた方針を変え続け、4 月の方針に至っては公式会合ではなくブログで修正が図られている。

上でも言及したが、今回のブログ騒動の背景にメンバーの総意が無かったとは思えない。仮になければ今後の政策運営に支障をきたすだろう。思い返されるのはドラギ時代の分裂だ。2019 年 6 月、退任間近のドラギ元 ECB 総裁はポルトガルのシントラで開催された ECB 年次総会の冒頭演説で、フォワードガイダンス修正や利下げ、資産購入の再開の可能性を独断で示唆し、その後の緩和路線復帰への道筋を作った。この発言を端緒に ECB は同年 10 月、APP 再開を決断することになる。これにドイツ、フランス、オランダ、オーストリアなど複数のメンバーが公然と反対を表明し、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事（当時）が任期半分以上を残して抗議辞任するという事態に発展した。ドラギ元総裁は機動性を重視し、多数決で局面を打開する反面、亀裂を厭わないところがあった（2014 年 11 月には分裂を理由に政策理事会前に晩餐会が開催され、今後の運営方式が話し合われるということも報じられたことがある）。

下馬評が決して高くなかったラガルド総裁が選ばれた背景にはこうした軋轢を生まずに政策運営する能力を買われたという声もあった。このような過去の経緯を踏まえる限り、今回の「ブログによる政策修正」は政策理事会の総意であり、本当にインフレへの危機感が高まっているということなのだと推測する。それは FRB が過去半年で見せてきた変節とも概ね被るものである。

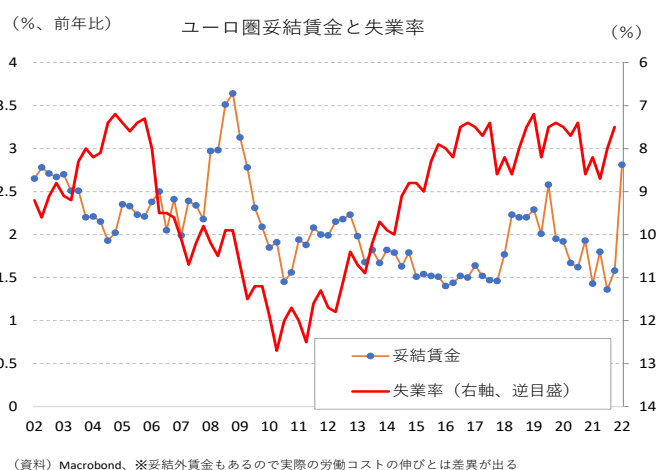
当面の注目点は利上げ幅に

もっとも、過去の本欄では繰り返し議論し、ラガルド総裁も「リンゴとオレンジを比較するようなもの」と述べるように、米国とユーロ圏の経済・金融情勢は全く違う。米国のインフレ率は今やその半分がサービス価格主導であり、賃金への波及を通じて持続性を伴うことが懸念される段階に入っている。片

や、ユーロ圏のインフレ率は未だにエネルギー主導であり、拙速な引き締めがそのままオーバーキル懸念に直結しやすいように思われる。ECB が伝統的に注視するインフレ期待（5 年先 5 年物インフレスワップフォワード）も足許ではピークアウトしており、短期間で大幅な利上げを行ったとして、それが実体経済を過剰に制約するものにならないのか懸念は残る。当面の注目点は利上げ幅である。今回のブログの内容に従えば、7 月と 9 月に行われる 2 回の利上げで現在▲0.50%の預金ファシリティ金利がマイナス圏を脱することになる。均等に行けば+25bps ずつだが、+50bps ずつ利上げしても「マイナス圏を脱する」ことになる。ECB が「漸進性」と「柔軟性」を重視するならば、7 月に+50bps 引き上げて、9 月に+25bps ということもあり得るだろう。筆者は決して盤石ではないユーロ圏経済の現状と展望を踏まえれば、+25bps ずつの利上げを予想するが、今後公表される消費者物価指数（HICP）次第では市場の織り込みが急変し、ECB がこれに追随するリスクも否めない。

ECB を変えたのは賃金動向か？

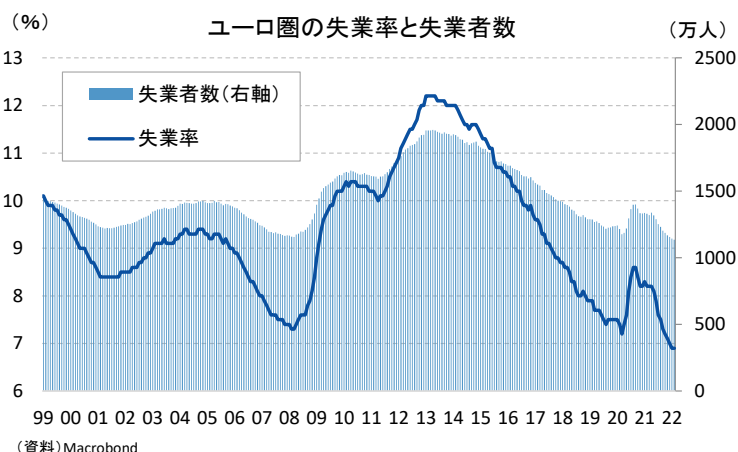
上述したような踏み込んだブログが突如公表された背景は判然としないものの、公表翌日にはユーロ圏の賃金動向を占う上で重要な 1～3 月期妥結賃金（団体交渉における協約賃金） が発表され、昨年 10～12 月期の前期比+1.5%程度から+2.8%程度へ倍程度の伸びに加速している（図）。妥結賃金は翌年の賃金動向を規定するため、2023 年以降の賃金の急伸が半ば可視化された格好である。ブログ公表時点で ECB はこの数字を知っていたらうし、その数字を見て市場が動揺することを恐れた可能性もある。



ECB は「失業率が改善しても賃金は停滞」という状況が FRB との違いであり、だからこそ gradualism（漸進性）が重要だと述べ、正常化を躊躇してきた経緯がある。5 月 19 日に公表されていた政策理事会議事要旨（4 月 13～14 日開催分）にはハト派メンバーの意見による「今年の妥結賃金の上昇率は労働者が雇用機会の確保（job security）を優先する中、+1.5～+2.5%に止まる」という楽観的な見方が紹介されている。しかし、1～3 月期の上昇率（+2.8%）はこの上限を突破しており、にわか政策理事会内で問題意識が高まった可能性はある。

4 月時点「賃金を警戒すべき」との意見も

しかし、議事要旨では、賃金上昇をあまり警戒しない主張に対し、一般物価の動きに対して賃金が反応するには「大きなラグ（a substantial lag）」があり、足許のインフレ率急騰を踏まえれば、「賃金がこれに追随してくるのは単に時間の問題（just a matter of time）」という警戒の声もあった。



「人が足りないにもかかわらず賃金が上がらない」という状況が続くはずがない。前頁図に示すように、3月失業率は過去最低の6.8%を更新し、域内の失業者数自体も1127万人とこれも過去最低である。人手不足という点でユーロ圏は米国と同じ問題を抱えている。あとは賃金が上がるのを待つだけ、という状況とも言える。議事要旨にはこの点に関する議論も記載されており、「失業率が記録的低水準にあり、労働者が売り手市場にある中においては、賃金見通しは非常に早く変化しかねない」という指摘が出ている。1～3月期妥結賃金の伸びは確かに急激だが、前頁図を見る限り、失業率に照らして異常に低かったものが適切に修正されたただけにも見える。だとすれば、調整はまだ途上という見方も可能だろう。

総じて、議事要旨では一般物価上昇が賃金上昇に至る二次的波及効果(second-round effects)のリスクが認められてはいる。しかし、その程度に関しては意見が分かれており、それが政策運営の振れに繋がっていたと見受けられる。例えば、あるメンバーからはフィリップス曲線はフラット化したままであり、構造変化も起きていないと見られることから賃金上昇を懸念しない意見が見られている。一方、年明け以降、賃金上昇スパイラル(the resulting wage-price spiral)に入れば手遅れになるため早く手を打つべしと考えるメンバーの意見も出ている。今までは前者が強かったが、ここにきて後者が盛り返してきたというのが5月時点のECBが置かれた状況と見受けられる。

それでもブログという手法は問題

だが、インフレ高進のリスクが高まっていると判断されたとしても、やはりブログというカジュアルな形でアナウンスすることは問題だと筆者は考える。2020年3月18日、ECBはパンデミックに伴う混乱を沈静化すべく、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の導入を主題として臨時政策理事会を開催した。ユーロ圏金融政策の最高意思決定機関は政策理事会以外にあり得ず、本当に有事だと判断するならば臨時という格好で開催するのが筋である。今後、金融市場は「ブログという方法もある」ことを念頭にECBウォッチをせざるを得なくなる。フォワードガイダンスのように文言だけで期待に働きかけ、政策効果を担保しなければならない局面で「ブログで変えられるかも」という思惑はノイズにしかならない。今は大丈夫でも長期にわたって禍根を残しかねない懸念があるだろう。今回の情報発信にそれほどの緊急性があったように思われないことも踏まえれば、「割に合わない異例の措置」をラガルド総裁は取ってしまったように思えてならない。

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。