

中期為替相場見通し

2022年6月30日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～世界は通貨高競争へ～

にわかに強まる通貨高競争の機運～「円だけマイナス金利」で皺寄せは集まりやすく～ P.3

円相場の現状と展望～「ドル高の裏返し」とは言い切れず～ P.5

日本経済と円安の現状について～リフレ政策の終わり～ P.7

米金融政策の現状と展望～オーバーキル辞さず～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～疑似的に色濃くなる通貨危機の雰囲気～ P.11

◆ 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～落ち着かないラガルド流～ P.14

※補論: スイス国立銀行(SNB)の金融政策運営について～日本を追い詰める決定に～ P.19

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

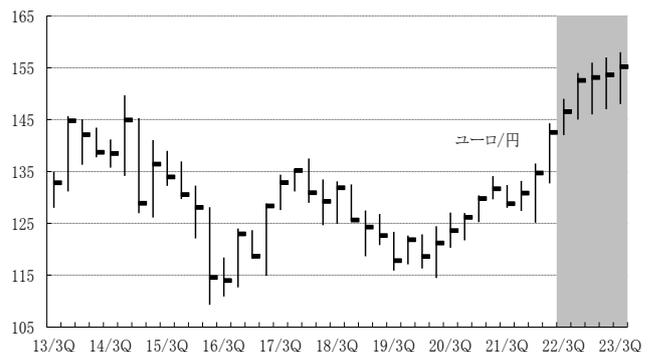
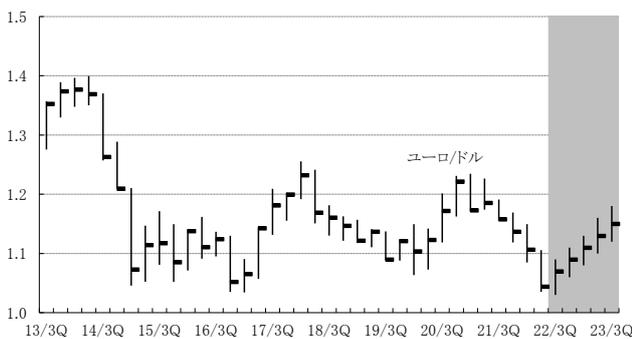
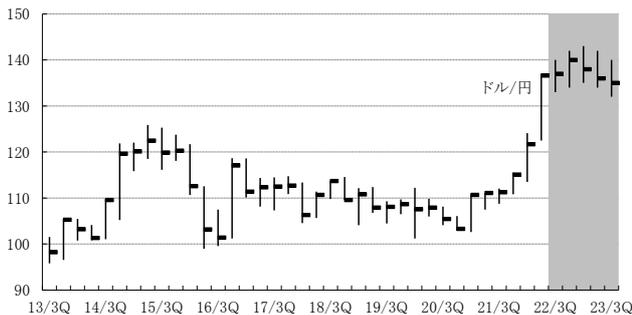
6月のドル/円相場は続伸し、約24年ぶりの137円台をつけた。先月の本欄では散見されるドル/円相場へのピークアウト説に関し「適度な調整は健全であり、本質的な円安材料が変わらない中、(ピークアウト説は)時期尚早」といった趣旨を強調した。実際、その通りになっており、6月、円売りは息を吹き返した。3月以降の円安を駆動したのは①世界的にも特異な日銀の緩和姿勢、②資源高に伴う貿易赤字拡大という2大材料であり、これは足許で健在である。①に関して言えば、6月に入ってからスイス国立銀行(SNB)がサプライズ利上げに踏み込んだことで、いよいよ下半期における「円だけマイナス金利」の構図が現実味を帯びつつある。世界が通貨高競争の様相を呈する中、円の孤立感はますます目立つ。②についても、政府・与党が発電よりも節電に注力する中、原発再稼働は望めそうもなく、資源高主導で貿易赤字の拡大は放置されそうである。インバウンド全面解禁の声も聞こえてこない。かかる状況下、円売り超過の需給環境は些かも変わる気配がない。こうした状況下、125円以下に戻るよりも140円に到達する方が現実的な想定と言わざるを得ない。この流れが変わるとすれば、FRBの正常化プロセスに終点が見えた時だが、FRBはインフレ抑制のためにオーバーキルを辞さない姿勢を鮮明にしており、その展開は少なくとも今年度いっぱい難しいと考えたい。円安反転にはあと1年はかかるイメージになりそう。

片や、6月のユーロ相場は方向感に欠ける地合いだった。5月下旬のラガルドブログ以降、7月中の利上げ、9月末までにプラス金利復帰というタカ派路線は既定ではあった。しかし、6月は「市場分断化」対応がにわかにくローズアップされ、ECBはタカ派・ハト派、両面での情報発信を余儀なくされるという複雑な状況に直面している。当然、基本線はタカ派でありながらも、そこまで振り切れない難しさがユーロ買いを邪魔しているようにも見える。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」との思惑は強まるはずで、本欄は引き続きユーロ相場の上値を期待する立場である。だが、地政学リスクの中心地にあり、その結果として实体经济に不安を抱えるという弱点も健在ではある。そのためECBのタカ派路線が早い段階で瓦解するリスクは予測期間中、無いとは言いつれないリスクである。ちなみに欧州ではスイス国立銀行(SNB)がECBと競うようにタカ派姿勢を強めることが予想され、それ自体が「円だけマイナス金利」の構図を形成し、円安相場の流れを定着化させる動きであることは重要と考えたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1~6月(実績)	7~9月期	10~12月期	2023年 1~3月期	4~6月期	7~9月期
ドル/円	113.47 ~ 137.00 (136.59)	133 ~ 140 (137)	134 ~ 142 (140)	135 ~ 143 (138)	134 ~ 142 (136)	132 ~ 140 (135)
ユーロ/ドル	1.0349 ~ 1.1495 (1.0441)	1.03 ~ 1.09 (1.07)	1.06 ~ 1.11 (1.09)	1.08 ~ 1.13 (1.11)	1.10 ~ 1.16 (1.13)	1.12 ~ 1.18 (1.15)
ユーロ/円	124.41 ~ 144.30 (142.63)	142 ~ 149 (147)	145 ~ 154 (153)	146 ~ 156 (153)	147 ~ 157 (154)	148 ~ 158 (155)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6月30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～世界は通貨高競争へ～

《にわかに強まる通貨高競争の機運～「円だけマイナス金利」で皺寄せは集まりやすく～》

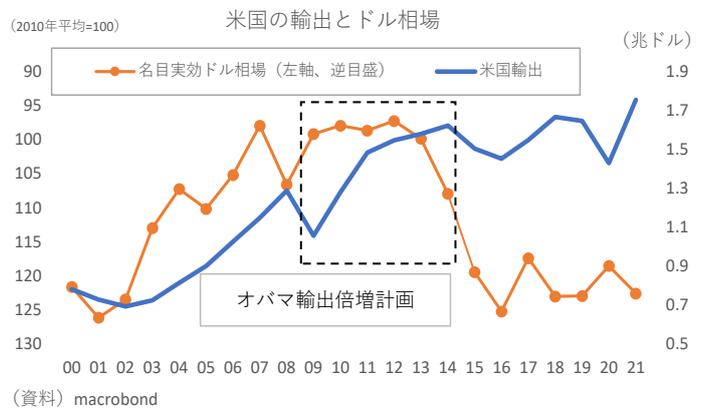
世界は通貨高競争の様相

6月23日、パウエルFRB議長による金融政策に関する議会証言は米国経済の景気後退リスクを認めたことが話題となった。この点は重要なながらも今の米国経済は大量の失業者を出すことでしかサービス物価の抑制が望めない状況にある。結果、GDP成長率の仕上がりは低成長なのか後退なのかというのは本質的な問題ではないだろう。むしろ、為替市場の観点からは米国の利上げを背景とした為替市場におけるドル高に関し「インフレを緩和する効果がある」と明言されたことの意味を重く捉えたい。もちろん、質問に対して事実を言っただけという印象もあるが、「インフレと戦う姿勢は無条件」とまで述べるパウエル議長の発言は「インフレ抑制のためにはどのような手も使う」という意気込みも感じられ、ドル高も当然その手段の1つに入ってくると考えられる。

世界を見渡せば、程度の差こそあれ、ECB高官（ビルロウドガロー仏中銀総裁）からも実効ベースでのユーロ高がインフレ抑制に寄与する旨が語られているし、周知の通り、かつて通貨安の必要性を主張し無制限通貨売り介入までしていたスイス国立銀行（SNB）も利上げと「必要ならば為替市場へ積極的に介入する」と意思表示し、今度は通貨買い介入の構えを隠していない。パウエル議長が明言したことで世界が通貨高競争の様相を呈してくる可能性もある。

約10年前までは通貨安競争

こうした動きは10年前と比べると隔世の感を覚える。リーマンショック後、世界はこぞって非伝統的金融政策の下、通貨の低め誘導に尽くし、世界は他国の需要を奪い合う近隣窮乏化策、いわゆる通貨安競争の様相を強めた。象徴的には2010年9月、オバマ米政権が公表した輸出倍増計画であり、名目輸出額に関し、2009年を起点として2015年までに倍増させるという方針が堂々と打ち上げられた。実際は5年で倍にはならず、1.5倍超にと



どまったが、この計画が暗にドル安計画だと言われたことは言うまでもない。図は当該5年間（09～14年）の名目実効ドル相場と米国の輸出額を見たものだが、2009～2013年にドルの低位安定が図られ、その間に輸出が急増した印象は否めない。もちろん、相関関係であって因果関係ではないという部分もあるだろうが、米国大統領が輸出倍増を謳えば為替市場がそれに倣って動こうとするのは不思議ではなかった。こうした通貨安競争の雰囲気はFRBが正常化に舵を切り始めた2013年以降、少しずつ変わった。言い換えれば、約10年前までは、FRBを筆頭に世界の通貨・金融政策は通貨安・緩和方向が定着していた。

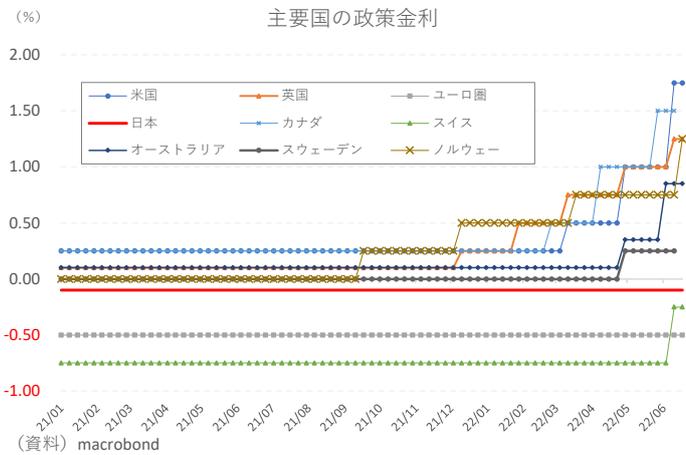
これに対し現状はFRB議長がインフレ抑制を至上命題とし、ドル高を有効な抑制手段として掲げている。秋に中間選挙を控え、インフレ率と支持率が反比例していると言われるバイデン政権もこの主張を支持するだろう。図に示されるように、名目実効ドル相場自体は過去20年余りにおけるピークとは言え、際立って高い水準にあるわけではない。現状、实体经济が未曾有のインフレと利上げに見舞われている

ことを踏まえれば、ドル相場の一段高は政治・経済的に正当性がある。

白川体制の教訓

なお、リーマンショック後の通貨安競争において最も大きなダメージを被ったのが日本だった。巨大な経常・貿易黒字を誇るデフレ通貨として世界の通貨高の按分を引き受けたことで円は史上最高値（対ドルで 75.25 円）まで急騰を強いられた。当時の白川体制の政策運営を批判する向きもあるものの、理論的に見ても円が買われやすい土壌は確かにあった。批判があるとすれば、「どの程度の円高が適切だったのか」が争点になるが、この点は趣旨が逸れるので本欄では割愛する。当時の世論における白川体制への批判をラフに総括すれば「世界に逆行して緩和を渋っている」というものだったと記憶する。実際、やっている政策は黒田体制と本質的に同じだったが「見せ方」は確かに上手くなかった。円高で気が立っている世論に理論的な説明をしても火に油を注ぐだけである。

現状は真逆のことが起きている。黒田体制は主張の正当性はさておき「世界に逆行して引き締めを渋っている」という構図にあり、世論は円安に苛立ち始めている。ECBやSNBの主張が仮に実現するならば、今年10～12月期は高確率で「円だけマイナス金利」という構図に陥る（図）。しかも日本の貿易赤字は巨額のままだ。原発再稼働など電源構成に切り込む議論があれば、そうした需給に関する円売り圧力も和らぎそうだが、「発電より節電」に熱心な現政権の様子を見る限り、大きな期待はできそうにない。かかる状況下、リーマンショック後に「世界の通貨高の按分を引き受けた」ように



「世界の通貨安の按分を引き受ける」というのが今次円安局面を語る上での大局観として浮上してくる。なお、為替介入の可能性を問われることが多いが、自国の金融政策が緩和されている状態で通貨政策の議論をするのは筋違いである。どのような国であれ通貨政策と金融政策は同じ方向を向く必要がある。黒田総裁の姿勢が不変で通貨政策の転換（円安→円高）を検討するのは理論的にも実務的にも難しい。

今後は新興国混乱も争点に

経験則に倣えば、米金利とドルの相互連関的な上昇が定着した場合、真っ先に影響を被るのは対外経済部門に脆弱性を抱える新興国通貨市場だ。2015年12月以降の利上げ局面では、そうして激しい資本流出に見舞われた新興国市場を念頭にFRBの正常化プロセスの手が止まるという時間帯もあったが、今回は殆ど期待できそうにない。結果、新興国は自衛のための利上げに追い込まれている可能性が相応に高い。この意味で先進国のみならず新興国を含めても「動けない日銀」がクローズアップされやすい。もちろん、新興国の利上げも自傷行為であり、景気減速からそれらの通貨も相応に売られる可能性を孕むが、名目の政策金利がマイナス圏にあるという日本特有の事実はこの上なく売りの口実に使われやすい。

こうした中で円が唯一、強みの部分があるとすれば、利上げのカードを温存した格好になっているという事実だろうか。相場の値動きは常に期待との乖離の大きさに決まる。「日銀は所詮動けない」という思

惑と共に円売りが積み上げられている部分も現在は相当大きそうなことを踏まえれば、踏み込んだ引き締め対応は激しい円買いを促す可能性がある。物価高が支持率に影響を与え始めていることを踏まえると、参院選後の岸田政権にはそれを日銀の責任に転嫁し、何らかの施策を打った格好に仕立て上げる誘因があるように思える。為替相場の抱える現実的な円高リスクと言えるかもしれない。

《円相場の現状と展望～「ドル高の裏返し」とは言い切れず～》

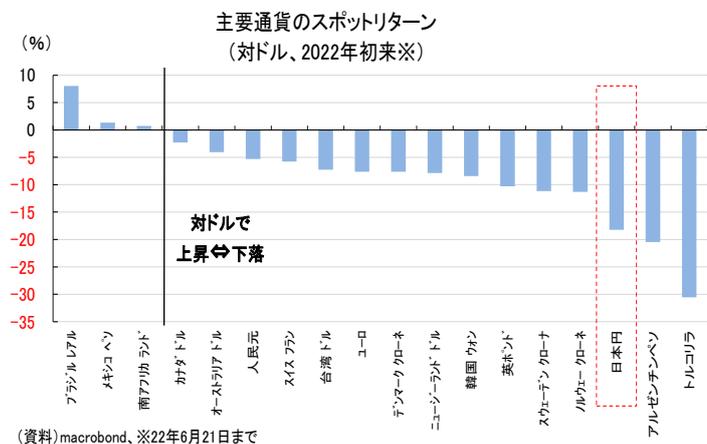
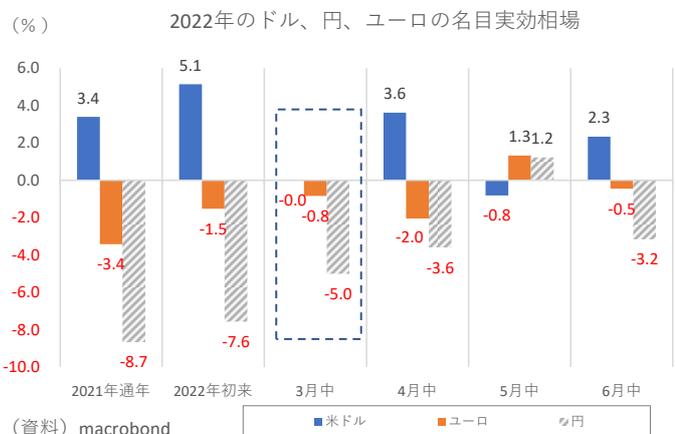
貧弱な経済の貧弱な通貨

6月の為替市場ではドル円相場が一時137.00円と年初来高値を更新した。137円台は1998年9月以来、約24年ぶりの高値となる。引き続き金利・需給の両面に照らして円が買われる理由は乏しく、「売られ過ぎたから」くらいしか買われる理由が思い当たらない。年初来の貿易赤字は月間平均で▲1兆円を優に超えている。一方で、貴重な外貨獲得機会となるインバウンド解禁について岸田政権は制限を続けている。理由は不明であるが、それが国民の歓心を買うということなのだろうか。さらに難易度の高い意思決定となる原発再稼働も当然、棚上げにされたままだ。本当に需給環境に起因する円安圧力を和らげたいのであればこうした政策運営にはならない。結局、それほど危機感が無いということなのだろう。電力不足に対して発電ではなく節電で対応する姿勢が鮮明であり、今後の国内経済がダウンサイジングされていくことは避けようがない。貧弱な経済に貧弱な通貨が付いてくるという必然の構図である。

円安は3月から、ドル高は4月から

足許では、上述するような日本の弱さに加えて為替市場全体で米金利上昇に伴うドル高相場が始まっている。本欄では繰り返し指摘している事実だが、明確なドル高相場（≡名目実効ベースでのドル上昇）が始まったのは4月下旬頃であり、本格的な円安が騒がれ始めた3月初旬から2か月近くのラグがある。それは即ち今次円安局面の起点が「米金利上昇に伴うドル高」ではないことを示している。図に示すように、名目実効ベースでドルと円が対称的に動き始めたのは4月以降の話であり、3月はドル相場が横ばい（厳密にはやや下落）の中、円相場は急落していた。こうした名目実効ベースの動きは今回の円安の本質がドル高ではないことを示唆しているように筆者は思う。

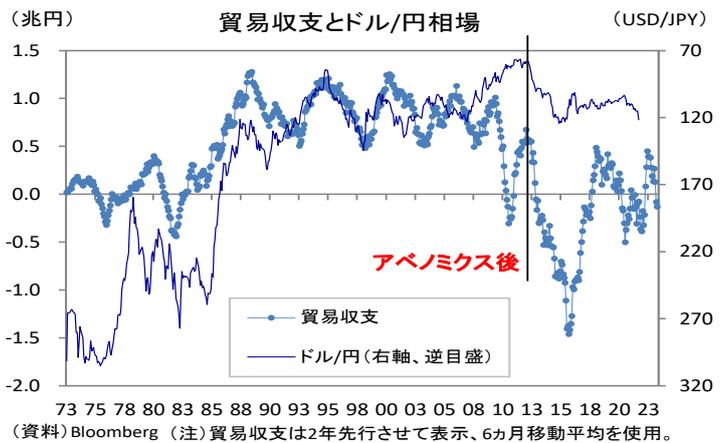
また、より幅広い通貨に関して対ドルの年初来変化率を比較しても円の動きは際立つ。図に示されるように殆どの通貨はドルに対して負けているが、円の売られ方は他通貨対



比でかなり大きく、これより大きな下落幅はトルコリラとアルゼンチンペソしかない。両国ともに消費者物価指数（CPI）が前年比で+60~70%上がっている国であり、中央銀行の独立性や政府債務の持続性に慢性的な疑義が抱かれている通貨である。トルコリラやアルゼンチンペソの大幅下落を「ドル高の裏返し」と解説されても、多くの市場参加者はそれで必要十分とは思わないだろう。しかし、円の下落幅はそれら2通貨に匹敵するものである。「自国要因もあって通貨が売られている」という意味で似たようなグループに入ってしまったのではないかと。繰り返しになるが「円安はドル高の裏返し」という論点だけで今の円安を解説するのは難しい。

98年の円安はFRB利下げで終了

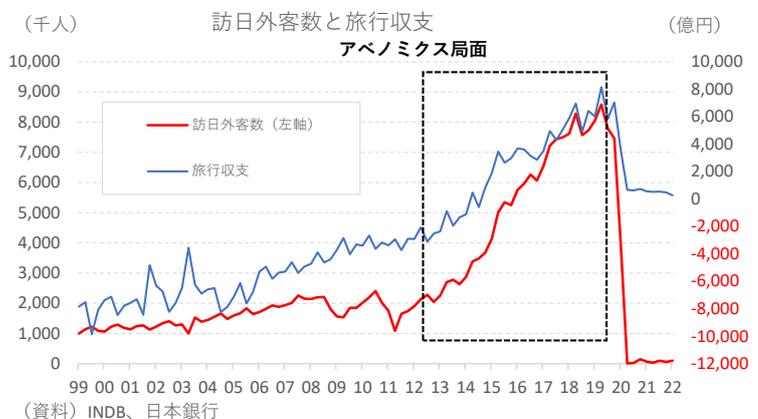
なお、現在と比較される1998年の円安局面はロシアLTCM危機を受け、FRBが臨時会合などを通じて緊急利下げ（1998年9~10月で計3回、▲75bp）に踏み込んだことで小康を得た。政府・日銀が現状に対し何らアクションを起こさないという前提に立てば、FRBの正常化プロセスが円安収束の1つの契機になるように思う（本欄のメインシナリオは長らくその前提で議論を進めている）。しかし、どこまで戻るかというのは別



問題だ。当時の円高転換は円キャリー取引の巻き戻しが主導という整理があったようだが、その時代の日本は貿易黒字大国だった。ファンダメンタルズに照らせば円高と言えた時代であり、それは現在との大きな違いである。もちろん、変動為替相場である以上、一方的な円安局面はいつか終わる。だが、円高への揺り戻しは浅いもので終わる可能性はある。過去2年で日本の貿易赤字が格段に切り上がってしまったことを踏まえれば、ドル/円相場の水準が新しいレンジに入った可能性も視野に入る。達観すれば2012年頃に貿易黒字が消滅したことが、その後の円高局面を防いできたという印象は相当色濃い（図）。

旅行収支と円相場の需給

6月は円相場を需給面から分析する上で大きな動きがあった。日本政府は6月1日から新型コロナウイルスの水際対策を大幅に緩和し、1日当たり1万人の入国者枠を2万人に拡大し、感染状況が抑制されている98の国や地域からの入国者は出国前の陰性確認を条件として入国時検査や自宅・施設待機を免除するようになった。また、6月10日からは約2年ぶりに外国人観光客（以下インバウンド）の受け



入れが再開されている。この点、旅行収支黒字の回復という観点から為替への影響を問われることも増

えている。しかし、ピーク時であった 2019 年、外国人観光客は約 3200 万人まで膨れ上がり、同年の旅行収支黒字は約+2.7 兆円に達していた。これに対し 2021 年（暦年）の旅行収支はその 10 分の 1 以下の +2084 億円まで落ち込んでおり、端的に消滅したと言える。2021 年の経常収支は暦年で約+15.5 兆円、年度で約+12.6 兆円である。往時の旅行収支黒字の水準（約+2.7 兆円）は決して小さな数字とは言えない。こうした事情からインバウンド解禁が円相場に与える影響に関心が集まるのは分からなくはない。

円安抑止効果は皆無

だが、1 日 2 万人の上限がある以上、「円安抑止効果は皆無」と言って差し支えない。ピーク時の年間 3200 万人というインバウンドは単純計算で 1 日当たり約+8.8 万人である。1 日 2 万人ということは潜在的なインバウンド需要の 4 分の 1 以下しか受け止められないことになる。そのペースで走っても旅行収支黒字は年間で約+6800 億円、月に均せば約+570 億円にしかない。円売りの大きな理由として使われている貿易赤字は年初来の 5 か月間、月平均で約▲1.3 兆円である。上限 2 万人という制約の下で稼ぐことのできる年間の旅行収支黒字は 1 か月分の貿易赤字の半分を相殺するのが関の山というイメージである。7 月以降には 3 万人への上限引き上げという話も早速出ているが、「焼け石に水」であることには変わりない。科学的にも経済的にも鎖国と揶揄される現行路線は正当化がかなり難しい措置である。

インバウンドは皆、自由な国からやってくる

過去を振り返ればインバウンドの 30%はゼロコロナ政策に拘泥する中国から来ていた。よって仮に日本の入国制限が完全撤廃されたとしても中国からの需要を欠いた状態が想定され、往時の勢いを取り戻すのは難しいという環境はある。もちろん、円の購買力が半世紀ぶりの安値まで下がっているということは其他通貨の購買力が格段に上がっているということなのでインバウンドの人数が減っても、1 人当たりの消費額は膨らみやすいという期待はある。これは「量」より「価格」の効果に期待するという話だが、インバウンドが持つ地方経済への分配効果なども念頭に置けば、やはり「量」としての入国者数も多いに越したことはない。この点、入国上限は甚大な損失をもたらしている。

また、日本特有の防疫政策をインバウンドに強いることも控えるべきだろう。岸田首相は国会答弁で「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」と観光に来た外国人にもマスク着用を求める考えを示している。そもそも日本に明文化された「マスク着用ルール」は存在せず「そうしなければならない雰囲気」があるだけだが、その抽象的な要請を日本に楽しみに来ている外国人に強いるという行為が、もはや観光立国くらいしか道が残されていない国の行為として適切なものか。しかも、少人数のパッケージツアーで実質的な「監視付き」という条件もある。乱暴な言い方をすれば、日本からすれば貴重な外貨の収入源となるべき人々を厄介者のように扱い、門前払いしようとする政策は中長期的に禍根を残すように思えてならない。こうした窮屈な環境の中で上限 2 万人や 3 万人という枠内において、果たして満足な旅行収支を稼げるのか。その黒字動向には注目したいところである。多くの外国人は日本よりも自由な国（≡アフターコロナの環境）からやってくることを忘れてはならない

《日本経済と円安の現状について～リフレ政策の終わり～》

リフレ政策に幕

黒田・日銀総裁は 6 月 6 日、東京都内で講演し、商品やサービスの値上げが相次いでいることに言及

した上で「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」と述べ、これを持続的な物価上昇を実現する上で「重要な変化」と形容したことが大変な批判を浴びた。もっとも予定稿通りの発言であるため「失言」というのは正確ではなく、純粋に描写が政治的配慮を欠いたという事案と言えそうである。

擁護するわけではないが、今回の発言は従前の政策姿勢と何も矛盾しない。2013年以降、アベノミクスの名の下でリフレ政策が目指したのは拡張的な財政・金融政策により日本の民間部門（とりわけ家計部門）の粘着的なデフレマインドを払拭し、インフレ期待を底上げしようという未来だった。それは物価上昇（ラフに言えば値上げ）が普通に行われる社会を目指すということでもあった。物価上昇を起点に賃金上昇も起こり、景気も回復する。物価上昇が「原因」で景気回復が「結果」という思想は明らかに倒錯していると思われたが、その政策思想を民意が熱狂的に支持したのが9年前だ。こうした思想の下、世界的にインフレ懸念が高まろうと緩和路線を続けて、円安に配慮することなく指値オペで金利を押さえ続けるという黒田体制の路線は、その是非は別にして、一貫性がある。

「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」との発言はインフレ期待の底上げが実現しつつあるという趣旨も含んでいたと思われるが、「値上げを受け入れている」とのヘッドラインに変換されたことも相まって世論の大きな反発を招き、新聞・テレビ・雑誌を筆頭に多くのメディアがこの発言を批判的に報じた。正直、言葉尻を捉え過ぎであるようにも感じるが、この騒動は「如何に日本という国において物価上昇を受け入れられないか」という一端を見せたように感じる。2013年の導入当初こそ民主党政権からの変化の中で熱狂的に受け入れられたが、それが実現した暁には世論のバッシングが待っていたという意味で1つの区切りを迎えたように見える。今回の騒動をもって、2013年以降から続いてきたリフレ政策が実質的に幕を閉じたと筆者は理解したい。

「受け入れている」ではなく「諦めている」

一連の発言に関し、黒田総裁は7日の参院財政金融委員会で「家計が自主的に値上げを受け入れている」という趣旨ではない。誤解を招いた表現となり申し訳ない」と実質的に発言を撤回している。確かに、発言の趣旨は従前通りでもその表現に不味さはあった。問題となった発言は渡辺努・東京大学教授が4月に実施した「なじみの店でなじみの商品の値段が10%上がったときにどうするか」というアンケート調査において「値上げを受け入れ、その店でそのまま



買う」という回答が半数を超えたという事実

に依拠しているとのことだが、方々で指摘されるように、これは「受け入れている」のではなく「諦めている」という方が適切だろう。消費者物価指数（CPI、図）が示すように、なじみの店・なじみの商品という限定をしなくとも社会全体で一般物価が上昇している。こうした状況下でも家計は生きるために消費・投資をしなければならない。むしろ、「値上げを受け入れずに消費・投資しない」という選択肢は徐々に塞がれつつあるというのが今の日本の物価情勢と見受けられる。この辺りの実情に対し、確かに配慮を欠いた発言ではあったかもしれない。

実質 GDI が示す所得環境の厳しさ

家計・企業といった民間部門の実質的な所得環境が如何に悪化しているのかということへの問題意識が低かったという見方もできる。現状、日本経済全体としての所得環境は目に見えて悪化しており、その事実に基づけば「値上げを受け入れさせられている」という表現の方がしっくりくる。この点は実質 GDI (国民総所得) を見ると良く分かる。今の日本経済が直面している問題を正確に把握するには、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 の方が向いている。過去の本欄でも議論した通り、実質 GDP (国内総生産) と比べて実質 GDI の停滞は著しい。両者の差は交易条件の変化 (= 交易利得・損失) であり、海外への所得流出 (交易損失) が大きくなれば実質 GDI が低下する。これは当然、物価上昇に伴う実質所得環境の悪化も示している。



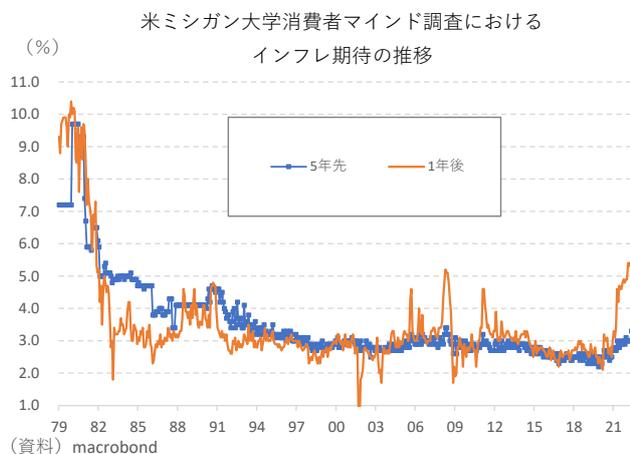
巷間言われる「悪い円安」論も結局、家計部門のコスト負担を端的に述べた議論であり、「円安の善し悪し」というよりも「実質所得の善し悪し」が本質的な問題の所在と言える。その意味で円安は輸入物価上昇を通じて交易損失を拡大する方向に作用するので「悪い」という判を押されやすくなる。もちろん、一方で大企業・輸出製造業を中心に企業利潤も増えるため「良い」ということもあるが、経済主体の「数」で言えば恐らく「良い」よりも「悪い」の方が多いからこそ、これほど「円安」や「値上げ」の話に悲観的な空気が充満するのであろう。いずれにせよ今回の騒動で「世論の物価上昇への嫌悪感」と「日銀の金融政策」という 2 つの論点が接近してしまったのは間違いない。政府・日銀としては避けたかった事態であり、金融政策に無関心を貫いてきた政府の挙動に変化があるのかどうか注目したいところである。

巷間言われる「悪い円安」論も結局、家計部門のコスト負担を端的に述べた議論であり、「円安の善し悪し」というよりも「実質所得の善し悪し」が本質的な問題の所在と言える。その意味で円安は輸入物価上昇を通じて交易損失を拡大する方向に作用するので「悪い」という判を押されやすくなる。もちろん、一方で大企業・輸出製造業を中心に企業利潤も増えるため「良い」ということもあるが、経済主体の「数」で言えば恐らく「良い」よりも「悪い」の方が多いからこそ、これほど「円安」や「値上げ」の話に悲観的な空気が充満するのであろう。いずれにせよ今回の騒動で「世論の物価上昇への嫌悪感」と「日銀の金融政策」という 2 つの論点が接近してしまったのは間違いない。政府・日銀としては避けたかった事態であり、金融政策に無関心を貫いてきた政府の挙動に変化があるのかどうか注目したいところである。

《米金融政策の現状と展望～オーバーキル辞さず～》

オーバーキル辞さず

注目された FOMC は FF 金利誘導目標を 1.50~1.75%へ+75bp 引き上げることを決定した。6月10日の米5月消費者物価指数(CPI)が想定外の加速をしたことや同日に発表された米6月ミシガン大学消費者信頼感指数が過去最悪の結果となったことなどを受けて従前の+50bp からさらにアクセルが踏まれた格好である。75bp は 1994年11月以来、27年7か月ぶりの大きさとなる。とりわけパウエル FRB 議長はミシガン大消費者信頼感指数が「強く目を引いた」と述べ、同調査におけるインフレ期待上昇が大幅利上げの決め手になったと述べている。ここまで言明した以上、次回以降、CPI と



並んでミシガン大学消費者信頼感指数も重要な経済指標にならざるを得ない（前頁図）。実際、1年先のインフレ期待は非線形に急騰しており、これに応じて財・サービスの価格設定も進む恐れがかなり強い。

もちろん、単月の経済指標で引き締めのアクセルを踏むことが来年以降の実体経済にいかなる影響を持つのか懸念を抱かざるを得ないが、雇用・賃金情勢のひっ迫がインフレに持続性をもたらし始めている疑いがある。とすれば、かなりまとまった幅での失業者増加（端的には失業率上昇）が求められる局面とも言え、もはやオーバーキル辞さずというのがFRBの胸中と推測される。パウエル議長も会見で言及したように、需要超過がインフレを駆動する今、利上げと景気減速のトレードオフを議論することはポイントレスであり、むしろ景気減速を促すことで抑制したい局面と考えるのが妥当である。

雇用・賃金情勢を踏まえれば、軟着陸も可能か

メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）は2022～24年の各年末の政策金利は「3.375%→3.750%→3.375%」と、2024年の利下げ転換を念頭に置きつつも、前回（3月）対比で「1.50%ポイント→1.125%ポイント→0.75%ポイント」と大幅に上方修正されている。中立金利が2.25%から

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2022	2023	2024	Longer run
Jun-21	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%
Dec-21	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%
Mar-22	1.875%	2.625%	2.625%	2.250%
Jun-22	3.375%	3.750%	3.375%	2.500%

(資料)FRB

2.50%へ引き上げられているものの、予測期間中にわたって中立金利を超える引き締めの状況が実現する事実には変わりはない。なお、年内に関して言えば、あと4回で1.75%ポイントの利上げが必要になる。7月と9月に+50bpずつ引き上げても中立金利に到達すること、7月も+75bpの可能性が高そうなことなどを踏まえると、10～12月期以降の米経済は中立金利以上の金利環境に置かれることになる。

その状況に至れば、リセッションという言葉は今よりも多用されるようになってきている可能性もある。しかし、繰り返しになるが、むしろ景気の大減速は足許のインフレ抑制にとって必要条件になっている。メンバーの経済・物価見通し（SEP、右表）を見ても、予測期間中、実質GDPが大きく引き下げられる一方、失業率は自然失業率（中央値で4.0%）にほぼ収まる見通しにある。確かにこの状況が本当に続く

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2022年6月時点

	2022	2023	2024	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.7 (2.8)	1.7 (2.2)	1.9 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (3月時点)	3.7 (3.5)	3.9 (3.5)	4.1 (3.6)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	5.2 (4.3)	2.6 (2.7)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	4.3 (4.1)	2.7 (2.6)	2.3 (2.3)	

(資料)FRB

ならば、激しい引き締めにもかかわらず米経済は軟着陸を果たす可能性もある。問題はこの想定通りに、緩やかに雇用・賃金情勢が悪化してくれるのかである。

為替への影響

こうしたFRBの挙動が持つ為替見通しへの影響をどう考えるべきか。当面の円相場を考える上で重要なことは、FRBは元よりECBやスイス国立銀行（SNB）など、日銀と同じマイナス金利グループにあった中銀が次々と正常化に動き出すことである。既に、主要国の政策金利状況はP.4の前掲図のようになっており、現時点で全く利上げに関心を示せないでいる日銀は一瞥しても目立つ。ECBはまだ利上げし

ていないが 9 月にかけてプラス金利に復帰することは宣言されており、後述するように、最も深いマイナス金利を採用していた SNB も 6 月に入り遂に動き始めている。

これに対して、直近の黒田総裁の発言は「金融緩和を粘り強く続けて経済をしっかりとサポートしていく必要がある」である。常に「相手のある話」で価値が決まる為替市場において、この中銀スタンスの差はあまりにも大きい。普通に考えればマイナス金利を採用している中銀の孤立感は今後相当深まるはずである。実態としてそうした取引があるかどうかは別にして、円キャリー取引への期待だけでも円は売られる可能性がある。しかも、前回円キャリー取引が流行った 2006～07 年と異なり、今や日本は貿易黒字大国から貿易赤字大国へと様変わりしている（5 月貿易収支も▲2 兆円超と過去 2 番目の赤字だ）。金利・需給というファンダメンタルズに照らして円安が正当化される地合いが時々刻々と固まっている。

《メインシナリオへのリスク点検～疑似的に色濃くなる通貨危機の雰囲気～》

海外勢の先走り

日銀は 6 月 16～17 日に開いた金融政策決定会合で、現行の金融緩和を維持する方針を決定した。前日に SNB が +50bp のサプライズ利上げに踏み込んでいたことを受けて、日銀もこれに追随するとの思惑から円安が顕著に是正されていたが、結局会合後のドル/円相場は再び年初来高値圏まで値を戻している。もともと、過去 9 年間にわたって（無理筋と言われながら）堅持されてきた緩和路線が SNB のサプライズ決定 1 つで覆ると考えていた向きは本邦市場参加者では多くないだろう。イールドカーブコントロール（YCC）の破綻に賭ける海外勢の期待が先走っていただけのように思える。ドル/円相場の押し目を待っていた向きには取引の好機だったように思われる。

声明文で為替に言及する意味

もともと、足許の円安相場に配慮を全く見せなかったわけでもなかった。声明文のリスクに言及する箇所では「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」と記述された。金融・為替市場という表記は一般的とは言えず、通常は 2011 年の超円高局面で用いられたように「国際金融市場の動向」と表記するか、単に「金融・資本市場の動向」などにするのが通例と考えられる。「為替」と神経質な論点にわざわざ言及したことが異例であり警戒度の表れとの解説は目立つ。なお、円が史上最高値をつける前月、2012 年 9 月 19 日会合では「金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要」とやはり金融・為替市場という表現が使われている。日銀として為替市場に対する警戒度が最高潮に達している意思表示と思われる。

もともと、黒田日銀総裁は国会答弁において円安のスピードが速いことに警鐘を鳴らし、それをネガティブだと形容してきた。声明文の表記はそれが明文化されたに過ぎない。では明文化されたから何かアクションがあるのかと言えば、そうとは限らない。論者により見方は分かれるが、現実的な一手が思い当たらないからこそ「注視」するしかないのであり、あくまで気休め以上の効果は無いというのが筆者の基本認識である。一方、上記で紹介した 2012 年 9 月は追加緩和を決めているし、翌 10 月も追加緩和を決めている。よって、この表現を使った時点で何らかの策を考えている可能性もある。実際、本当にアクション（今回の場合は引き締め）を決めるタイミングは「政治的に容認できなくなった時」と考えられ、その意味で 6 月には一部全国紙（日経新聞や毎日新聞）の世論調査で円安・物価高を理由に岸田政権の支持率が押し下げられていたことは重要なサインとして注目である。

なお、為替に言及することは日銀の声明文上、異例なのかもしれないが、中銀が為替を注視するのは普通の話だ。例えばユーロ相場が大きく変動する局面で ECB は普通に「為替相場のボラティリティ」をリスクとして指摘する。ある国の国内物価が（CPI）が対内価値を示すものとしたら、為替相場は対外価値を示すものであり、物価の安定を志向する中央銀行が為替相場の変動を気にかけるのは本来異例でも何でも無い（むしろ注視すべき計数の 1 つである）。日本では財務省が通貨政策（対外価値）、日銀が金融政策（対内価値）と所管が明確に分裂していることもあって日銀と為替の関係がタブー視されがちだが、世界的には普通の話である。

疑似的な通貨危機の様相

今後の政策運営に関し、黒田総裁は会見で YCC における 10 年金利の上限を 0.25% から引き上げる可能性を「緩和効果が弱まるので、そういったことは考えていない」と一蹴している。実際、0.25% を 0.30% にしても 0.35% や 0.40% を催促する相場が始まるだけであり、最初から相手にしないというのは 1 つのやり方として支持できる。また、日銀が国債を無制限に買うと言っている以上、（それを日銀が諦めない限り）巷間注目される海外投機筋の売り崩しが奏功することはない。

一方、国債市場を崩せなくとも為替市場で円売りを続ければ日本経済へのダメージを念頭に日銀が動くのではないかとの思惑はある。その円売りに付随する思惑を声明文における「注視」文言だけで抑制できるのかという話であり、恐らく無理だろう。国際金融の歴史において、分不相応な水準に為替レートを固定し、それが絶対防衛線のように見なされ、投機筋から攻撃対象になる（売り崩しを受ける）という通貨危機は幾度となく繰り返されてきた。往々にしてその結末は大幅切り下げによる固定された為替レート水準の放棄である。いかに中央銀行でもファンダメンタルズと戦うのは無謀であり、負け戦になる。今の日本は貿易赤字が巨大で、世界唯一のマイナス金利採用国になろうとしている。おまけに外貨をもたらす貴重な経路であるインバウンドも自ら門前払いしている。今回の円売りの最も厄介なことは「正しい」ことであり、日銀だけでどうにかなる話ではない。

通貨危機の例に話を戻せば、日銀が固定しているのは為替レートではなく金利だが、今や円安が日本経済にとってペインと見なされ、その円安の背景に YCC（による日米金利差拡大）があると考えられている以上、諦めずに円売りを続ければいつか日銀が緩和修正に乗り出し円高相場が演出されるという筋書きは相応に説得力がある。「噂（憶測）で円を売り続け、事実（引き締め決定）で円を買い戻す」に徹すれば収益は上がりやすい。日本は変動為替相場なので円売りを続けても「為替レート水準の放棄」は無いが、円安が日本経済にとって限界と判断されれば「10 年金利水準の放棄」という結末も絶対に無いとは言えない。少なくとも 130 円台に入ってから起きているのはそうした結末を試す相場に見える。ある意味で疑似的な通貨危機の様相を呈しているのではないか。繰り返しになるが、「円安が日本経済にとって限界」かどうかは岸田政権が決めることであり、その判断基準は恐らく政権支持率になる。政権支持率が下がるほど、投機筋の筋書きは実現性を増す。その意味で 7 月以降、物価高に呼応して支持率が揺らぎ始めた動きが本格化するのには注目すべき論点と言える。

敢えて言えば 0.25% 以上の僅かな容認？

正常化方向の措置は全くないのだろうか。黒田体制が持続する限りにおいて、マイナス金利解除は難しいとして、あるとしたらやはり YCC の微修正くらいしか考えられない。4 月に決定した「指値オペの毎

営業日化」はこれを日常風景としていちいち円売り材料にさせないという効果が期待されたものの、疑似的な通貨危機まで視野に入ってしまったことを踏まえると、投機筋との主戦場を用意してしまったようにも見受けられる。直近の黒田総裁会見からでは期待できないが、やはり「0.25%」という絶対防衛ラインを自ら引いてしまう行為は余計に投機的な思惑を刺激するため、水準は明示しなくとも 0.25%を超える値動きは許容した上で指値オペは柔軟に運用するという微修正はあり得る。これをヘッドラインでは「金利上昇容認」と騒ぐだろうが、円安を抑止する観点からは悪くない扇動である。元より、YCCの変動許容幅は「上下共に 0.25%ポイント程度」であり、0.30%までなら「程度」と強弁することもできないだろう（苦しいのは間違いない）。

本欄では円安が世論へのアラームとなり、政権支持率に影響した時、金融政策運営に影響が出るはずだと昨年来、しつこく述べてきた。現実はその想定に近づいていないだろうか。恐らく 0.25%以上で指値オペを実施することについては「緩和」ではなく「柔軟化」なのだと主張するであろうが、金融市場は皆まで言わずとも日銀の胸中を汲んでくれるだろう。それならば黒田総裁も動きやすいのではないか。

◆ 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～落ち着いたラガルド流～》

ブログ追認の政策決定

6月のECB政策理事会は予想通り、5月23日に物議を醸したラガルドブログを追認する内容であった。厳密には会見前に公表された声明文で7月の利上げ幅(25bp)まで決め打ちされていること、9月に50bpに引き上げられる可能性が示唆されていること、10月以降の利上げも示唆されていることも踏まえれば、ブログ以上の情報が含まれていたとも言える。APP終了は7月1日と明記され、「7～9月期中に終了」という従前のガイダンスに矛盾しないものの、かなり駆け込みで帳尻を合わせた感は否めない。いずれにせよ公式に「量」の正常化を宣言したことで、「金利」の正常化に歩みを進めることができる。7月21日の政策理事会では預金ファシリティ金利(▲0.50%)、主要リファイナンスオペ金利(0.00%)、限界ファシリティ金利(+0.25%)がそれぞれ+25bpずつ引き上げられることになる。

もっとも、利上げの幅も日程も6週間前から既定されているのであれば「何故今日決めないのか」という素朴な疑問は当然抱かれる。結局、「APP終了後に利上げ」および「7～9月期中にAPP終了」という2つのコミットメントを遵守しつつ、喫緊のインフレ懸念に対応するためにかなり無理なコミュニケーションに走らざるを得なくなったというのが台所事情だろう。今思えば、PEPP終了のタイミングでAPP終了も示唆しておくべきであったが、あの時点で月額を倍増させることで軟着陸を図るという算段が間違っていたことになる。中銀がフォワードルッキングになるのはいつも難しい。

正常化へのアクセルを踏み始めた背景は想定外の物価上昇に尽きる。これは会見前に公表された声明文冒頭に明記されている。冒頭から「In May inflation again rose significantly」と5月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)が跳ねたことに言及がある。主因はエネルギーと食料としながらも、物価上昇圧力が「拡大かつ増大(broadened and intensified)している」と指摘されており、従前のような「商品価格主導で一過性」という基本認識は明らかに修正されている。後述するように、予測期間全般にわたってスタッフ見通しのHICPが押し上げられており、政策理事会の行動を要請する格好になっている。

利上げ軌道も宣言、「3か月ごと」か？

また、上述した通り、政策金利の軌道に関しても具体的な言及が見られた。まず「ガイダンスで示された時間的順序に沿って、7月政策理事会で25bpの利上げを行うこと(Accordingly, and in line with the Governing Council's policy sequencing, the Governing Council intends to raise the key ECB interest rates by 25 basis points at its July monetary policy meeting)」が明記されている。わざわざ「ガイダンスに沿って」と強調するあたりに約束を履行したとの意思表示が見出せる。また、9月政策理事会でも追加利上げを実施することが宣言され、しかも「この利上げの調整は改定される中期物価見通しに依存する(The calibration of this rate increase will depend on the updated medium-term inflation outlook)」とある。つまり、9月の見通し次第では利上げ幅が修正される可能性を示唆しており、この点は「仮に物価見通しが不変もしくは悪化した場合、より大きな利上げ幅が9月、適切になる(If the medium-term inflation outlook persists or deteriorates, a larger increment will be appropriate at the September meeting)」と明記されている。ここまで書いたことで市場は「9月に50bp」を覚悟するだろう。

さらに9月以降も「漸次的且つ持続的なパス(a gradual but sustained path)」を伴って利上げすることが宣言されている。7月に+25bp、9月に+50bpは既定路線として「漸次的且つ持続的なパス(a

gradual but sustained path)」はやはりスタッフ見通しのタイミングを示唆するのだろうか。1度+50bpにしてしまえば+25bpに戻すことは困難とすれば、「3か月ごとに+50bp」がベースシナリオだろうか。

実際、ECBはこれまでの3つの行動原則（optionality, gradualism and flexibility）に「データ重視（data-dependence）」も加えている。真っ当に考えれば、これでスタッフ見通しの重要性が増したように見え、「四半期ごとの利上げを期待するということが良いか」と質す記者は現れている。この点、ラガルド総裁は「見直し改定のタイミングに拘るわけではない（we are not going to put ourselves in a straitjacket of only taking decisions when we have projections）」と返している。しかし、+50bpへの利上げ幅拡大の条件がスタッフ見通しの「不変もしくは悪化」とされている以上、どうしてもスタッフ見通しの時期（3・6・9・12月）が意識されるのは避けられない。

バランスシート規模については今後議論

これほどまでにタカ派へ傾斜した以上、次の焦点は否応なしにバランスシート（BS）規模に移る。現状、PEPPで購入した資産は「最低でも2024年末まで」再投資が継続されることになっている。しかし、それを決定した背景にはネット資産購入がもたらすフロー効果よりもBS規模を維持するストック効果の方に重きを置くという思想があった。足許でECBが抱えているインフレ警戒感を踏まえれば、これを放置するのは危険な政策のはずだが、今回は従来の方針が維持された。この点が果たして適切なのかを問う記者は当然現れている。これに対し、ラガルド総裁は「本日、議論をしないことを決めたが、今後政策理事会で議論する（It is a matter that we will be discussing within the Governing Council, which we have decided not to debate today）」と述べている。単純に6月の決定事項が多岐にわたっていたため、先送りになったということだろうか。今後、市場に大きな影響を与える可能性のある論点だろう。

ECBはFRBやBOEになれるか？

問題はこうしたタカ派路線が常態になるかどうかだ。FRBやイングランド銀行（BOE）は何を脇に置いてインフレ抑止を至上命題と設定しており、少なくとも年内の金融政策に関し予測可能性は高い。しかし、南欧を中心として脆弱な周辺国を抱えるユーロ圏経済を率いるECBがFRBやBOEと同じ温度感を保てるかどうかは議論が分かれる。実際、再投資政策について議論が進められなかった背景には資金調達環境の引き締まりを懸念するメンバーの存在も示唆されている。

とはいえ、3か月ごとに改定されるスタッフ見通しの「不変もしくは悪化」が利上げ幅変更の条件とされた以上、見通しが変わらない限り、ECBもタカ派路線を堅持する覚悟だろう。ECBは賃金上昇を伴うスパイラル的なインフレリスク（the risk of spiraling）を全く心配していないと

ECBのスタッフ見通し(2022年6月)

(%)

	2022	2023	2024
消費者物価上昇率(HICP)	6.8	3.5	2.1
(前回:2022年3月)	5.1	2.1	1.9
実質GDP	2.8	2.1	2.1
(前回:2022年3月)	3.7	2.8	1.6

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2022年が1.07、2023-24年が1.05。

述べているが、HICPの上昇圧力が広範に及んでいる以上、いつまでもその見通しを言い続けても危うさが増すだけであろう。今回のスタッフ見通しを改めて確認すれば分かるように、HICPは今後1年で顕著に減速する前提ではあるが、2023年は+3.5%、2024年は+2.1%と見通せる将来において2%を超える

時間帯が続くことになっている。この点、公表文にも「This means that headline inflation at the end of the projection horizon is projected to be slightly above the Governing Council's target」と注記されている。こうした見通しを抱えながら近い将来、ハト派に転じるのは理屈が立たない。FRB や BOE 同様、HICP や雇用・賃金動向が小康状態に入っていない限り、引き締めを続けるのだろう。よって、見るべきはファンダメンタルズであり、この点でウォッチはしやすい環境になったようにも思える。

もちろん、元々内需が旺盛な英米に比較してユーロ圏はそこまで足腰が強いとは言えず、引き締め路線への転換がオーバーキルに至る可能性は高い。だが、域内全体がテクニカル・リセッション（2 四半期連続のマイナス成長）に陥るような事態にならない限り、タカ派姿勢の修正を検討することは考えにくいというのが筆者の基本認識である。それほどの覚悟がなければ、ブログでの政策変更を宣言するには至らないようにも思う。ちなみに、今回、ブログでの情報発信について特に批判的な指摘が見られなかったことは意外感を覚えた。それだけ当地の記者の中においても「この状況なら仕方がない」という雰囲気があるのだろうか。いずれにせよユーロ圏の経済・金融情勢も風雲急を告げている。

1 週間後に開催された緊急政策理事会の読み方

上述した定例の政策理事会から約 1 週間後となる 6 月 15 日、ECB は急遽『Statement after the ad hoc meeting of the ECB Governing Council』と緊急政策理事会に関する声明を発表した。議題は「域内の市場分断化（market fragmentation）」で、ECB が危機の度に抱える定番の論点である。昨年 12 月に正常化プロセスへ動き始めて以降、ECB は繰り返し市場分断化に対し柔軟な措置を取る意思を示しており、当然、1 週間前（6 月 9 日）の定例会合でもそうだった。そのため今回の動きは従前の情報発信と一応整合的ではある。しかしながら、1 週間前に定例の政策理事会を開催していることを踏まえると、場当たりの政策運営という印象も抱かれる（この点は後述する）。

市場分断化というフレーズに馴染みの薄い向きもあると思われるので、改めて解説しておきたい。このフレーズは ECB が歴史的に多用してきた経緯がある。加盟国ごとに金融市場の状況が異なるのはユーロ圏の常だが、特に危機時は南欧などの脆弱性がクローズアップされやすくなり、一部加盟国の国債利回りが跳ねやすくなる。ECB の金融政策は 19 種類の金融市場に対して 1 種類しか打てないため、通常の政策対応ではそうした不規則な変動を抑制できない事態に直面することがある。今回の臨時声明文で「金融政策正常化に係る不均一な波及経路（the uneven transmission of the normalisation of our monetary policy）」と表現しているように、既存の政策運営が初期の効果を発揮できない事態も出てくる。

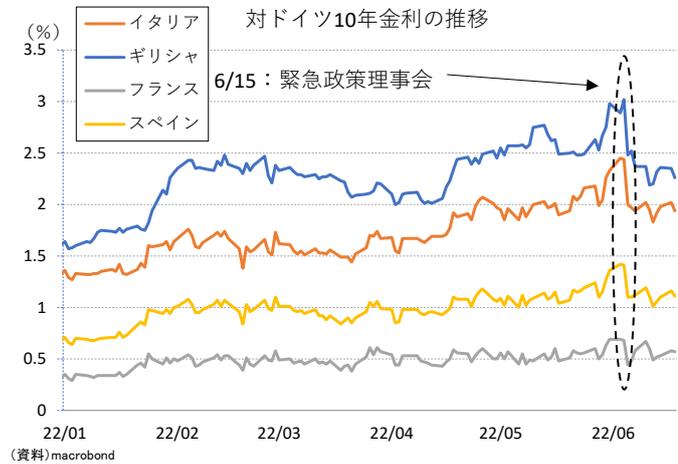
こうした市場分断化と呼ばれる事態は欧州債務危機時、緩和的な政策を打っても南欧諸国の金利が下がらないという局面で頻りに問題視された。ECB にとって最初の資産購入政策は 2010 年 5 月に導入された証券市場プログラム（SMP）だが、これは当時、初期段階にあった欧州債務危機で進んでいた市場分断化に対応するものだった。この SMP がその後、ドラギ元 ECB 総裁の有名な「ユーロを守るためにはなんでもやる（whatever it takes）」スピーチを介し 2012 年 9 月に無制限国債購入プログラム（OMT）へと発展する（SMP は廃止）。ECB がファンダメンタルズから正当化されないと判断した域内金利格差は分断化現象と評価され、特定国の国債に調整（端的には重点的な資産購入）が実施されることになる。

当面、何をするつもりか？

今回の緊急政策理事会もイタリアに象徴される南欧諸国の利回りが顕著に上がっていることに対応す

る動きである。声明文では具体策は明らかになっていないが、①パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入した国債の満期償還に際し再投資は柔軟に行うこと、②市場分断化を抑止するための新しい枠組み (a new anti-fragmentation instrument) の設計作業を関連部署へ支持したこと、が表明されている。当面は①において再投資資金の多くを南欧諸国へ配分するという措置が想定される。

図示されるように、4月下旬以降、イタリアやギリシャの対ドイツスプレッドは高止まりし、特にこの1週間では顕著に拡大していた。特に ECB の念頭にあるのはイタリア国債への対応だろう。6月9日の政策理事会後、イタリア10年国債利回りはまだ欧州債務危機が完全終息を見ていなかった2013年末以来の4%台に乗せている。イタリアに関しては年明け以降の総選挙と、これに付随するポピュリスト政権誕生への懸念が少しずつ大きくなりつつある。類似の話はスペイン



にも浮上している (同国も来年が総選挙だ)。もちろん、今のユーロ圏には復興基金があり、ECBもPEPPで大量購入した国債の保有継続というサポートを試みるが、来月以降の大幅利上げに合わせて国債利回りの水準が上がることはある程度避けようがない。図示されるように、例えばフランスなどセミア国の利回りは落ち着いていることを踏まえれば、非南欧諸国の国債償還金を南欧諸国へ柔軟に配分するという措置が想定される。しかし、「タダで支援する」というわけにはいかないだろう。いつも通り、財政再建や構造改革にまつわるコンディショナリティ (端的には宿題である) を課さなければドイツを筆頭とする健全国からの理解は得られないはずである。この調整はいつも苦戦する。具体策がまだ出てこない理由もここにあるのではないか。

落ち着かないラガルド流コミュニケーション

ちなみに1週間前 (6月9日) の政策理事会でも分断化阻止のため、必要に応じて既存の政策措置を調整する意思があることは強調されていた。ラガルド総裁の会見でもそれを認めていた。にもかかわらず、イタリア国債の利回りが急騰したのは定例会合で何の具体策も無かったことへの失望と考えられ、だからこそ焦って緊急会合を開催したのだと思われる。ある意味でこれは失策と言わざるを得ない。

しかし、緊急政策理事会で明らかになった情報は6月9日時点と殆ど大差の無いものだった。FOMCが75bp利上げするという観測が強まり、その直前に念押しして意思表示しておく必要性を感じたという指摘もある。5月23日のブログ騒動同様、「なぜ定例会合で言わないのか」という事案が続いており、ラガルド流コミュニケーションの落ち着きの無さが目立つように思える。最高意思決定機関であるはずの政策理事会の定例会合が軽くなることはいずれ「市場との対話」を難しくしてしまう懸念がある。

7月会合の内容は既定済み

こうした定例および緊急の政策理事会を経た6月下旬、ECB高官から7月の利上げ路線を念押しする発言が相次いだ。まず、ラガルド総裁が6月20日の欧州議会での証言で「7月の会合でECBの政策金

利を 25bp 引き上げる意向だ」と述べた上で 9 月の追加利上げの意欲も示した。また、6 月 15 日の臨時会合で示された域内市場分断に対する新たな政策枠組み (a new anti-fragmentation instrument) に関しては「われわれの金融政策スタンスが実際にユーロ圏すべての国に行き渡っていることを明確にする必要がある」と述べ、現在検討が進められていることを確認している。また、同日にはチーフエコノミストであるレーン ECB 理事も 7 月会合に関し「25bp 利上げを決定するとの方針を再検討することはない」と断言し、マイナス金利はもはや適切ではないとも述べている。マイナス金利解除は 2 段階で実施され、▲0.50%の預金ファシリティ金利が 7 月 ▲0.25%になり、9 月にはこれよりも大きな幅をもって引き上げられる可能性があるとの見方を示している。総裁とチーフエコノミストがここまで断言している以上、7 月 21 日の政策理事会では①25bps の利上げ、②市場分断に対する新たな枠組みの 2 点が決定されるのは確実と言える。話の勢いに照らせば、もはや①に関しては「本当に 25bp か」が話題になりかねない。

分断化対応は何が考えられるのか

現状、②に関し照会を受けることが多い。この点は大別して (1) パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の枠内で柔軟に対応するか、(2) 全く新しい枠組みで対応するかの 2 つが考えられる。(2) は現時点で内容不明だが、南欧諸国を対象とする国債購入プログラムなどが考えられる。この場合、利用は当然「タダ」というわけにはいかず、利用にあたっては何らかのコンディショナリティ (財政再建や構造改革) が課されるはずである。その厳格性次第では現行の無制限国債購入プログラム (OMT) のように「抜かずの宝刀」になる可能性もある (そもそも OMT を使えば良いのではないかとの見方もある)。実際、6 月 20 日にはビルロワドガロー・フランス中銀総裁が「その手段が信頼できるものであればあるほど、実際に使われることは少なくなる。これがバックストップの機能だ」と述べおり、本心では使いたくない印象を受ける。枠組みを作ったという事実を受けて利回りが押し下げられるというのが ECB の抱く理想のシナリオだが、今回は利上げも並行実施されるわけで、そう簡単に行かない可能性もある。後述するように、ECB は今後タカ・ハト両面を演じる難しさに直面する。

一方、(1) に関しては PEPP 償還資金の再投資に関し、柔軟性を発揮する意向は昨年来言及があった。そのため、「ドイツ国債の償還金をイタリア国債で再投資する」といった措置を通じてバランスシートの規模を維持したまま、南欧国債の利回りを抑制する政策などは考えられる。恐らく、これが最も無難な分断化対応であり、これと (2) を併用することで利回りをどれだけ抑制できるかが勝負だろう。もしくは償還が到来する前に前倒しで再投資するという手も考えられる。この場合は意図せずして緩和効果が強化されないように不胎化などの気配りが必要になるが、どの程度までの満期前国債を再投資するのかという難しい問題がある。

タカ・ハトの両面を演じる必要

どのような分断化対応に勤しむにせよ、ECB はこれからタカ・ハト両面の情報発信に勤まなければならないという難しさを抱える。既に決定されているように、7 月 1 日で拡大資産購入プログラム (APP) を打ち切ることになっている。また、ターゲット型長期流動性供給プログラム (TLTRO3) も 6 月末で終わり、今後は繰り上げ返済で残高は減少に向かう。APP と合わせてバランスシートは縮小する方向になる。バランスシート縮小は利上げ路線と整合的だが、域内分断化対応における国債購入は現状の引き締め路線とバッティングする行為でもある。

もちろん、「金融政策の波及経路を修復する」ことが主目的であるため、ECBの政策姿勢は影響を受けないように制度設計がなされるはずだが、そうであればTLTROのように用途を限定させる資金供給の方が「市場との対話」において誤解を招かないようにも思える。この場合、「ECB→民間銀行→南欧国債」という経路で利回り抑制を図ったとしても、民間銀行が必要以上に南欧国債を抱え、当該国の銀行部門にソブリンリスクが蓄積してしまうので、この点を域内銀行監督の観点から大目に見る対応も必要になる。インフレ高進が喫緊の課題であることを踏まえれば、こうした迂遠な方法を取るよりも即効性が期待できるECBの直接購入を選びたいという胸中なのかもしれない。

いずれにせよ、ECBとしては利上げを諦めるわけにはいかず、国債利回りの上昇は方向としては許容せねばならない。年内にかけて「引き締めをしながら、ファンダメンタルズが異なる域内各国金利の上昇スピードは揃えたい」というナローパスにECBはチャレンジすることになる。

《※補論: スイス国立銀行(SNB)の金融政策運営について～日本を追い詰める決定に～》

相互連関して上昇するECBとSNBの政策金利

6月16日、先進国で最も深いマイナス金利(▲0.75%)を採用するスイス国立銀行(SNB)が政策金利を+50bp引き上げ▲0.25%としたことが大きく報じられた。過去の経緯を踏まえれば、SNBの政策運営はECBのそれに大きな影響を受け、今後はECBを追うようにSNBも利上げを行うことが予見される。それはFRBやイングランド銀行(BOE)は元より、ECBやSNBに対しても日銀の政策金利の異様な低さがクローズアップされる局面の到来を意味する。声明文でSNBは「It cannot be ruled out that further increases in the SNB policy rate will be necessary in the foreseeable future」と明記している。9月のマイナス金利終了を宣言しているECB同様、SNBも同様の政策対応が既定路線である。

追加利上げは不可避の情勢

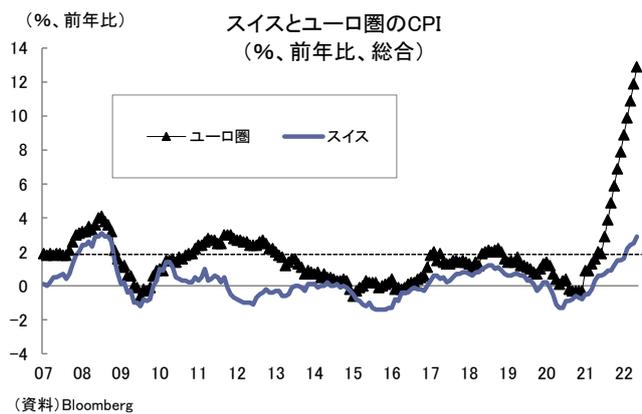
周知の通り、スイスは先進国の一角でありながら小国開放経済(small open economy)であるゆえに、SNBが経済・金融情勢を評価する際には海外経済、とりわけユーロ圏の状況やその結果として形成されるスイスフラン相場に大きなウエイトが置かれる。今回の声明文でも最初のパラグラフは「To ensure appropriate monetary conditions, the SNB is also willing to be active in the foreign exchange market as necessary」と締め括られており、為替市場への介入姿勢を露わにしている。インフレ抑制の観点から今後は機動的にスイスフラン買い介入の動きが警戒されるだろう。消費者物価指数(CPI)見通しに関しては利上げ前(▲0.75%)と利上げ後(▲0.25%)で比較された数字が示されており、2022年4～6月期から2023年1～3月期にかけて前者の場合(3月時点見通し)は「+2.2%→+2.1%→+1.8%→+1.2%」であったものが、後者の場合(6月改定見通し)は「+2.9%→+3.2%→+3.0%→+2.8%」と顕著に引き上げられている。過去3か月の物価急騰により+50bpsの利上げをしても、2023年にかけて+2%超の物価推移が続くことが認められている以上、追加利上げは不可避の情勢と考えられる。次回9月会合でSNBはマイナス金利脱却が叶う公算が非常に大きい。

通貨高競争を焚きつける契機に

為替市場参加者においてスイスと言えば、欧州債務危機時のユーロ安に連れて発生したスイスフラン高を抑制するために行った無制限介入の記憶が鮮明だろう。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た。スイスは地理的にユーロ圏からの逃避マネーが流入しやすく、慢性的なスイスフラン高とそれに伴うデフレ圧力に苦慮していた。そこで2011年9月、SNBは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、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。後者の措置は2014年6月にマイナス金利を導入したECBに対抗する意味合いがあった。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。この際に起きた急変動は欧州系金融機関のシステムリスクが懸念されるほど激しいものだった。

これから起きようとしていることはこの逆方向の話だ。ECBの追加緩和に対抗するように緩和を重ねてきた歴史同様、SNBはECBの引き締めに適宜追随しようとするはずである。ECBはインフレ抑制のために形振り構わず政策金利を引き上げる姿勢を強めている。実際、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は毎月の過去最高を更新しており、これがピークアウトするまで手を緩めることは無いだろう（図）。となれば、欧州債務危機時とは逆にスイスからユーロ圏への資本流出が起りやすくなり、ユーロ高・スイスフラン安が進みやすくなる。



当然、インフレ抑制の観点からはSNBにとっては望ましくない事象であり、ジョーダン SNB 総裁も会見でスイスフラン安が輸入インフレを助長する悪影響に言及している。会見では利上げの効果に関し、貸出金利上昇に伴う景気引き締め効果は元より、スイスフラン上昇による輸入物価抑制にも期待が寄せられている。スイスフラン高は明示的に企図されたものと言えるだろう。

なお、程度の差こそあれ、今や ECB も FRB も BOE も現時点では通貨高を望んでいるはずであり、世界は通貨高競争の様相を呈し始めているようにも感じる。この状況で「経済全体にとってプラス」と言い続け通貨安を肯定し続ける日銀の姿はやはり目立つものであり、常に「相手のある話」の為替の世界において円を買い戻すのは非常に難しい状況と考えざるを得ない。世界の通貨安の按分が円に寄せられやすい雰囲気が強まっていることを見通し策定上、重視したいと思う。

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。