

中期為替相場見通し

2022 年 7 月 28 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～98 年以来の値幅、今後はどこへ～

円相場の現状と展望について～今後の節目をどう考えるべきか～	P.3
日銀金融政策の現状と展望について～苦しむ世論と日銀スケープゴート説～	P.5
米国経済の現状と展望～CPI と住宅市場～	P.6
補論：リフレ政策の現状と展望について～アベノミクスで終わるもの、復活を急ぐべきもの～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～防疫対策にまつわる円高リスクと円安リスク～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～パリティ割れの意味を考える～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～前門のインフレ、後門のリセッション～	P.13
ユーロ圏相場の現状と展望～相場急落の背景にドイツ貿易赤字～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

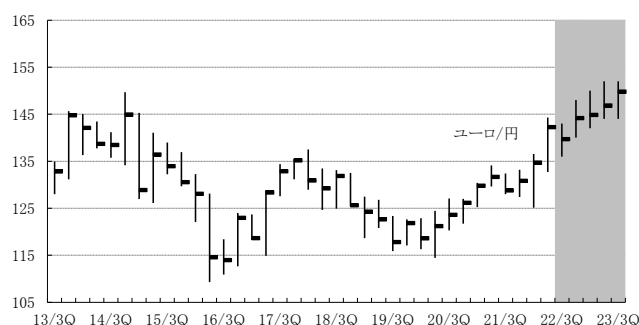
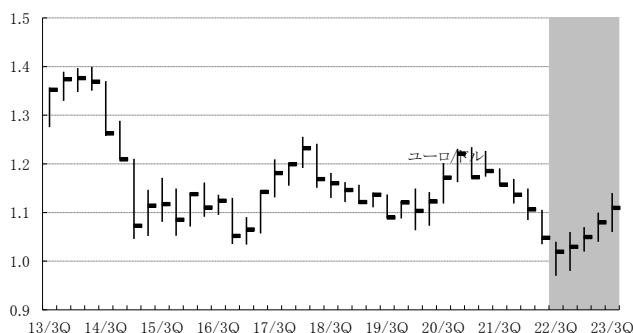
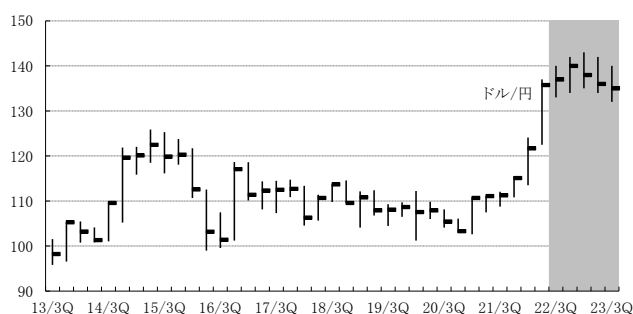
7月のドル/円相場は続伸し、約24年ぶりの139円台をつけた。その後、大幅な調整が入っているものの、既に年初来で25円以上も円安になっている事実を踏まえれば健全な動きと考えておきたい。なお、調整に関して「投機的な円売り」の巻き戻しを指摘する向きもあるが、実は5月をピークにそうした動きは退潮である。むしろ、逆張りで円買いに賭ける投機筋も出ていたのが過去2か月間だったのだが、その間に139円台まで円安は進んでいる。円ショート巻き戻しで円高が進むにしても持続性には疑問が残るだろう。投機的な思惑がどうあれ、金利や需給といったファンダメンタルズに照らして円売りが正しい状況になってしまっていることが重要である。金利に関しては、9月にも「円だけマイナス金利」という構図が出現する。需給に関しては、2022年上半期は約▲7.9兆円と史上最大の赤字を記録している。とりわけ前者に関して言えば、ボラティリティが落ち着いて来ればキャリー取引という形で円売りを促す可能性もある。こうしたファンダメンタルズを修正するには日本側から金融政策やエネルギー政策、インバウンド政策など直接的な一手が必要になるが、参院選終了後も岸田政権に大きな動きは見られず、円相場を取り巻く環境が大きく変わったとは言えない。過去1年半、日本の低成長の元凶となってきた情緒的な防疫政策も健在であり、入国制限も解除される気配がない。残念ながら円買いを推奨できる環境とは言い難い。

片や、7月のユーロ相場も続落し、約20年ぶりのパリティを割り込む時間帯もあった。ロシアからの天然ガス供給が途絶えるという欧州委員会やECBの想定する「最悪シナリオ」が現実味を帯びたことも一因である。天然ガス供給の途絶は資源純輸入国であるドイツ経済の実質所得環境を悪化させ、ひいてはユーロ圏経済全体を押し下げる。結果、「ECBはタカ派を貫けるのか」という猜疑心がユーロ売りを招きやすくなっている。この点、ECBは景気後退を甘受してもインフレ抑制に尽くすと思われ、金利面では上方向を予想したい。一方、ユーロ相場の需給に照らせば、世界最大を誇っていたドイツ貿易黒字が資源高の煽りを受けて赤字転落していることが見逃せない。2000年代初頭、パリティ割れから脱却できた背景にはECBが利上げに転じていたことに加え、ドイツの貿易黒字が増大傾向にあったこともあった。その上、当時は「第2の基軸通貨」というナラティブな期待も重なっていた。今回はそうした特殊な思惑もなく、地力で金利・需給面からユーロ買いの材料を復元していかなければならない。予測期間後半は遅れて正常化に着手したことによる金利先高観が評価されると予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～7月(実績)	8～9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 ～ 139.38 (136.18)	133 ～ 140 (137)	134 ～ 142 (140)	135 ～ 143 (138)	134 ～ 142 (136)	132 ～ 140 (135)
ユーロ/ドル	0.9952 ～ 1.1495 (1.0187)	0.97 ～ 1.04 (1.02)	0.98 ～ 1.06 (1.03)	1.02 ～ 1.07 (1.05)	1.04 ～ 1.10 (1.08)	1.06 ～ 1.14 (1.11)
ユーロ/円	124.41 ～ 144.30 (138.70)	136 ～ 143 (140)	140 ～ 148 (144)	142 ～ 150 (145)	144 ～ 152 (147)	144 ～ 152 (150)

(注) 1. 実績の欄は7月28日までで、カッコ内は7月28日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



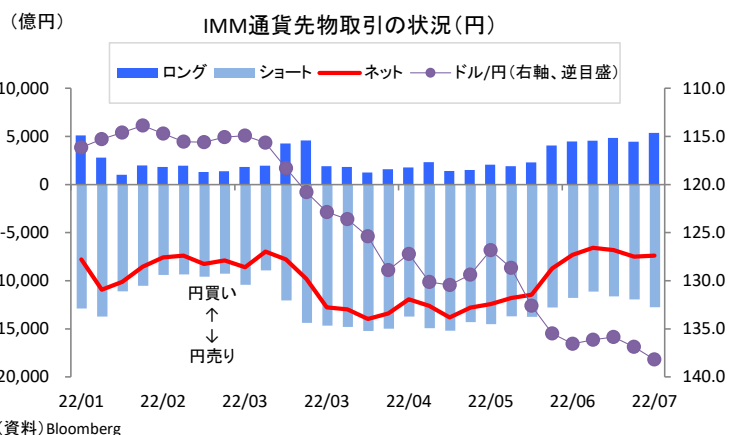
◆ ドル/円相場の見通し～98年以来の値幅、今後はどこへ～

《円相場の現状と展望について～今後の節目をどう考えるべきか～》

実は投機的な円売りは5月がピークだった

7月21日から22日かけてのドル/円相場は1日で139円弱から135円台半ばまで▲3円強も急落した。背景としては米景気後退懸念に伴う米金利低下およびドル安が指摘されている。これと同じ光景は5月にも目にしており、「円安局面は遂に終わったのか」という照会が相次いだ。しかし、当時から述べているように、3月から始まった円安は「日本売り」の色合いを帯びており、日本側から変化の契機となるような材料が出されない限り、局面転化の指摘は難しいと筆者は考えている。

今後、金利面では「円だけマイナス金利」の状況に陥ることが見えており、市場のボラティリティが落ち着いて来れば円を調達通貨とするキャリー取引が合理的な行動になりやすい。9月にスイス国立銀行（SNB）が利上げに踏み切ることで完成する「円だけマイナス金利」という絵図に為替市場はどう反応するだろうか。需給面では2022年上半期の貿易赤字が史上最大を記録したことを見れば、多くの説明を要しない。米景気の先行きにかかわらず、東京外国為替市場では円を売りたい事業法人が優勢であり、それ自体がドル/円相場の下値を支える。一方的な相場が続いているゆえ、局面転化を期待したくなる気持ちは分かるが、円買いに関して「売られ過ぎたから」以外の理由を見つけるのは難しい。もっとも、IMM通貨先物取引の状況を見れば、実は今年4～5月をピークに「投機的な円売り」は減少傾向で「売られ過ぎている」という度合いも後退気味である。むしろグロスポジションを見れば円ロングが増えている。それでも6～7月は円安・ドル高が進んだ。これは逆張りに賭けた投機筋がファンダメンタルズに根差した円売りに負けたということではないか。



PPP などからの節目

円安・ドル高の方向感是不変であるとしても、相変わらずその水準をどう見積もっていくのかは簡単ではない。正直言って、もはや円安・ドル高方向の意味ある節目を提示するのは難しい。円高・ドル安方向に振れている時は、積年の物価格差から何らかの購買力平価（PPP）が円高方向の世界に広がっており、(それもいい加減なものだが) それらしき節

ドル/円相場に関する色々な節目

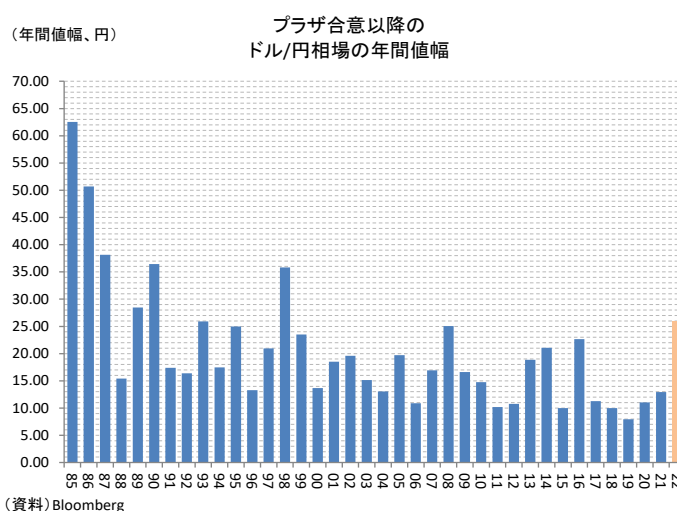
円相場	評価基準
52.5	購買力平価(輸出物価、73年基準、2022年6月)
67.7	購買力平価(輸出物価、80年基準、2022年6月)
68.6	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2022年6月)
75.7	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2022年7月)
79.4	購買力平価(企業物価、80年基準、2022年6月)
84.7	購買力平価(企業物価、73年基準、2022年6月)
87.6	購買力平価(消費者物価、80年基準、2022年6月)
100.4	購買力平価(世界銀行、2021年)
100.4	購買力平価(OECD、2021年、GDPベース)
101.5	21年3月時点の採算レート(内閣府「2021年度企業行動に関するアンケート調査」)
106.9	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2019年度調査)
107.4	購買力平価(消費者物価、73年基準、2022年6月)
109.7	日本経済研究センター試算の均衡レート(22年1～3月期)
111.2	19年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
121.6	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2019年度調査)
136.1	2022年7月22日の時点のレート
138.2	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2021年度調査)
148.7	工業製品等 産業向けサービスの購買力平価(経済産業省、2021年度調査)
198.2	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2021年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

目というのは何らか為替市場で取りざたされるものだった。前頁表を見ても分かるように一般的な物価指標を用いた PPP は 100 円以下の世界に広がっている。物価だけではなく需給や政府債務状況なども踏まえて定期的に日本経済新聞（日本経済研究センター）が公表している理論値は 1～3 月期で 110 円と PPP より円安だが、それでも実勢からは程遠い。経産省が公表する「産業向け財・サービスの内外価格調査」からはいくつか現状以上の円安・ドル高水準を見つけることができるものの、商慣行の違いなども背景とするこうした尺度にどれほど収斂すべきなのかは大いに議論がある。一般的な物価指標を用いた PPP に照らせば「過剰な円安」が示唆されるものの、その「過剰な円安」を追い風とする国内の輸出拠点はもう存在せず、また旅行収支についても岸田政権は活用を放棄してしまっている。物価面から円安が修正されるべきという圧力は感じるものの、「ではどうやって？」というのが現状である。

1998 年以降の値動き

理屈で割り切れる節目が見当たらないとすると、為替市場ではより表面的な視点として過去につけた水準や値幅などが持ち出されやすくなる。特に、暦年の変動幅（最高値－最安値）は話題になりやすい。それ自体に理論的な意味があるわけではないが、直情的な為替市場では「皆がそう思えばそうなる」という自己実現的な展開が生じやすいので一応見ておく価値はある。EBS 上で記録された値を参照とした場合、今年の値幅は 25.9 円（139.38－113.48）に達している。これはアジア通貨危機の翌年でロシア LTCM 危機が



あった 1998 年（35.81 円）以来の大きさとなる（図）。なお、1985 年のプラザ合意以降の 38 年間で今年の値幅である 25.9 円を超えた年は 6 回（1985 年、1986 年、1987 年、1989 年、1990 年、1998 年）しかない。見て分かるように、1998 年以外は 1985～1990 年というプラザ合意直後の反動で記録されたものであり、言い換えれば国際的な政策協調によって記録した数字である。純粹な相場変動として比較するのは難しいかもしれない。ちなみに、上記 6 回のうち今回と同じ円安方向だったのは 1989 年しかない。これは 1980 年代に規制緩和が進んだ対外証券投資に関し、ピークを迎えていたのがその頃だったという事情がある。当時は日本経済がバブルの絶頂にあった頃であり、結果として対外的な証券投資や直接投資が旺盛だった時代である。この意味で 2022 年の円安・ドル高とは根本的に性格が異なる。

1998 年のドル/円相場をもう少し振り返っておくと、当時の円高・ドル安は米金利急低下に伴う円キャリー取引の巻き戻しと解説されることが多く、その意味でリーマンショック後の超円高と根っこは同じである。ちなみにリーマンショックのあった 2008 年も 25.07 円とやはり大きく、これも円キャリー取引の巻き戻しに伴う円高相場の結果だった。こうした「大きなショックに見舞われた際、円高方向のボラティリティが高まり値幅が出る」というのは貿易黒字大国だった頃の話だ。日本の貿易収支は 1998 年で約 +14 兆円、資源高で黒字が圧縮された 2008 年でも約 +2 兆円あった（ちなみに 2007 年は +約 10.7 兆円あった）。「投機の円売り、実需の円買い」は長らく円相場を読み解く本質であり、リーマンショック後の

超円高は世界が通貨安競争の様相を呈する中、「実需の円買い」の強さが最盛期を迎えた結果だった。残念ながらこの教訓を今に持ち出すことはもう難しい。

2022 年上半期は約▲7.9 兆円の赤字であり、当時と比較すれば、もはや「別の国の通貨」である。円高方向へ類似の値幅を拓くことは期待が難しく、むしろその逆の展開の方が納得感はある。上述したように、今年以上の値幅を円安方向で記録した 1989 年は日本経済が元気だった頃、対外的にリスクテイクを進めた結果だった。これに対し、現時点で心配されるのは「日本経済が元気ではない」ことを理由に企業そして家計が円売りを進めて円安が進む展開だろう。

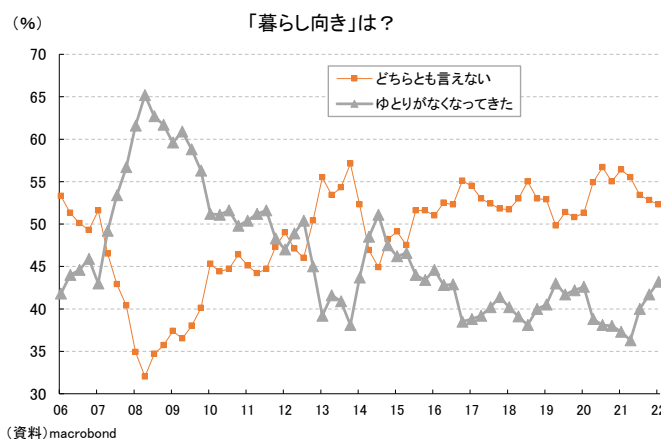
いずれにせよ 2022 年に記録している値幅が歴史的なものであることは間違いなく、その事実から円相場ひいては日本経済の構造変化の可能性を検討することは当然の分析態度だと思える。

《日銀金融政策の現状と展望について～苦しむ世論と日銀スケープゴート説～》

下半期はインフレ期待の抑制に望みも

日銀は 7 月 20～21 日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の維持を決定した。展望レポートにおける消費者物価指数（CPI）の見通しは生鮮食品除くコアベースで 2022 年度は+2.3%と+1.9%から引き上げられた。こうした価格転嫁の拡がりを黒田総裁は認めつつ、これに見合う賃上げが必要だとして、黒田総裁は緩和継続の必要性を強調し、利上げに関しては「全くない」と一蹴している。基本的には市場予想通りの情報発信であり、これに乗じて円売りが進む動きは特段見られなかった。最近になって「いくらまで円安が進めば黒田総裁、ひいては日銀の姿勢は変わると思うか」という照会を受けることが増えている。結論から言えば、それを決めるのは黒田総裁ではなく岸田首相だろう。円安は今や物価高を助長する相場現象として国民から嫌気されている。物価高が政権支持率を本格的に揺るがすようになれば、岸田政権が緩和一辺倒の金融政策の在り方に関心を持つ可能性はある。緩和修正の道はそこにしかない。

この点、7 月 6 日に日銀から公表された「生活意識に関するアンケート調査」（2022 年 6 月調査）が示唆に富む。黒田総裁による「国民は値上げを受け入れている」発言が強い反感を買った記憶が新しい中、「本当のところ、値上げに関しどう思っているのか」を示す日銀のデータであり、興味深い。まず、現在の物価に対する実感としては 1 年前と比べて「上がった」と回答した人の割合は前回 3 月調査の 81.2%から 89.0%へ顕著に増加しており、過去最高を記録した 2008 年 9 月調査（94.6%）が視野に入る。



件の炎上発言を踏まえた場合、物価上昇の結果として実現する暮らし向きを国民がどう感じているのが重要になる。この点、1 年前と比べて「ゆとりがなくなってきた」と回答した割合は前回の 41.7%から 43.2%へ上昇している。さらに、この「ゆとりがなくなってきた」と回答した層を対象に理由を尋ねた結果を見ると「物価が上がったから」が 78.9%と大勢を占め、2 位の「給与や事業などの収入が減ったから」の 49.7%を突き放している。その上で 1 年前と比較して物価が「上がった」と回答した人の 82.9%が「どちらかと言えば困ったことだ」と回答している。これらを総括すれば現状、日本国民の大多数は物

値上昇を実感しつつ、それにより貧しさを覚えるようになり、その状況を好ましく思っていないということになる。黒田総裁の真意は別のところにあったのかもしれないが、こうした世相に対して「国民は値上げを受け入れている」というヘッドラインで切り抜かれれば炎上は必然の帰結と言える。国民の実感は値上げを「受け入れている」のではなく「諦めている」もしくは「強いられている」が近そうである。

物価高は支持率を揺るがす

こうした物価高に対する世の不満は岸田政権の支持率に影響し始めている。基本的に物価高は資源高に由来するものであるため岸田政権に帰責するものではない。だが、世論は冷静ではなく、生活苦を理由に時の政治に嫌悪感を抱き始める。これは洋の東西を問わず起きていることであり、バイデン政権も同じ苦境にある。もっとも、過去の本欄で強調してきたように、岸田政権の自虐的な経済政策運営が円売りを招いている部分はある程度確かであり、円安それ自体は資源高の影響を増幅させる相場現象であることと思えば、世論の嫌悪感は筋違いとも言い切れない。

7月の各種世論調査を見ると、参院選大勝（と恐らくはその背景にあると言われる安倍元首相死去への同情的な見方）もあって岸田政権の支持率は持ち直しが見られている。だが、参院選前の6月における世論調査では支持率の揺らぎも見られていた。具体的には毎日新聞（6月25～26日）は前月比▲12%ポイントで41%、読売新聞（同22～23日）は同▲7%ポイントで57%、共同通信社（同11～13日）は同▲4.6%ポイントの56.9%などであった。メディアによって水準は異なるが、下落傾向は明らかだったと言える。本来批判されるべき「何もしない」という政治姿勢ではなく「（資源高による）物価高」が理由で支持率が下がる構図には納得感が乏しいものの、現在の物価高が続けば、何らかの政治的介入が求められる状況に至るのは確かだろう。日経新聞が6月19日に実施した調査では政府・与党の物価高対策について「評価しない」との回答割合が69%に上っており、世論は明らかに具体策を催促している。

予想される日銀のスケープゴート化

かかる状況下、参院選後に想像される1つの展開として日銀が政治のスケープゴートにされる可能性は否めない。本来、物価高は資源高に起因しており、その資源高はウクライナ危機や脱炭素といった大きな話に由来している。よって根本的な解決策を政治に求めても栓無きことではある。しかし、現在の世論は黒田発言が着目された経緯もあって「日銀の金融緩和で円安になり、物価高となっている」と考えている節もある。これは上述の日経による6月世論調査でも示されており、日銀の金融緩和に関し「続けるべきではない」が46%と「続けるべきだ」の36%を上回っており、同じ調査の中で物価上昇を「許容できない」と回答した人の53%が金融緩和を「続けるべきではない」と選択しているという。

こうした世論の現状を踏まえる限り、岸田政権が物価高対策を検討するにあたって「金融緩和の修正」が関心事として浮上してくる可能性はある。それは為替市場参加者にとってまだメインシナリオではないが、参院選後、政府高官の金融政策に関わる言動は政策修正を強いる兆候として警戒を持ちたい。政治的な理由であれ、金融緩和を修正するという話が浮上すれば円買い戻しのトリガーになると考えられる。

《米国経済の現状と展望～CPIと住宅市場～》

2023年の米経済減速まで円安に

7月13日に発表された米6月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+9.1%と市場予想の中心(同+8.8%)

を上回り、1981年11月（同+9.6%）以来、約40年半ぶりの高い伸びを記録した。前月比でも+1.3%と5月分（同+1.0%）から加速しており、利上げによる景気減速の兆しは物価面からはまだ確認されない。なお、食料・エネルギー除くコアベースは前年同月比+5.9%と6か月ぶりに6%を割り込んでおり、2月以降ピークアウトしているようにも見える（図）。もっとも、賃金動向に規定されるという意味で注目のサービス物価で加速が続いている以上、金融政策にもたらす示唆は「さらなる引き締めが必要」で不変であ

る。7月26～27日のFOMCは2会合連続で+75bpの利上げを決定し、9月も同様の決定になる可能性が示唆されている。今後は景気減速の度合いも政策運営の上で配慮されてくる雰囲気はあるものの、「年内は利上げ」という一点に関してFRBはぶれそうにない。

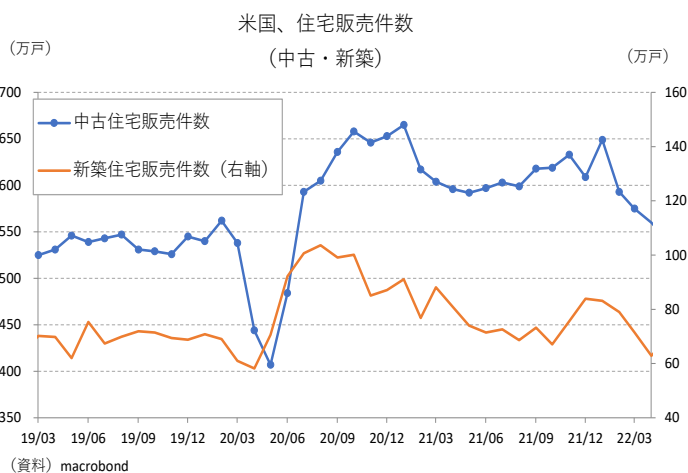
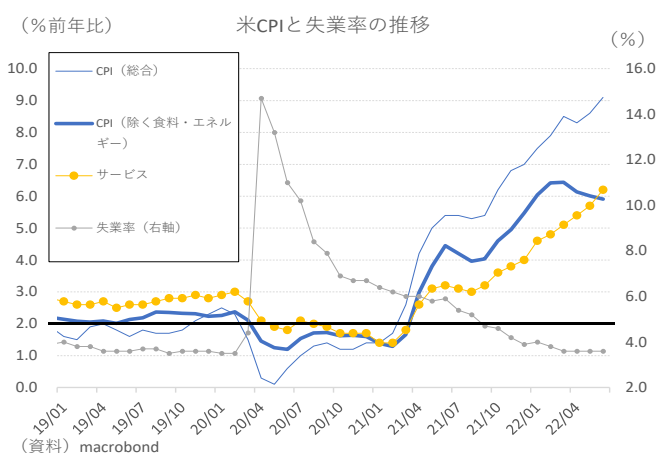
もっとも、本来、金融政策の効果が1年後に現れるとすれば、今年の大規模利上げは2023年の米国経済の大幅減速（もしくは後退）に直結する。今年10～12月期に入ってくれば、2023年の利下げ可能性について議論が盛り上がっている可能性がある。もっとも、そもそも「日本売り」の色合いを孕んでいる円安相場がどれほど戻るのかは別の議論ではあろう。

遅々たる歩みながら住宅市況には変調も

インフレ高進に合わせ政策金利が鋭角的に引き上げられれば当然、米国債利回りの上昇を通じて住宅ローン金利にも反映される。現状、米住宅ローン金利は前年比で倍程度の水準まで急騰しており、これと整合的に新築・中古共に住宅販売件数は昨年末頃を境にピークを打っている（図）。資材や建築関係の労働者など、モノやヒトの両面で供給制約から販売価格が高止まりしやすいところ、住宅ローン金利の急騰も重なっているため、販売件数の減少傾向は恐らく続く可能性が高いだろう。経済分析上では

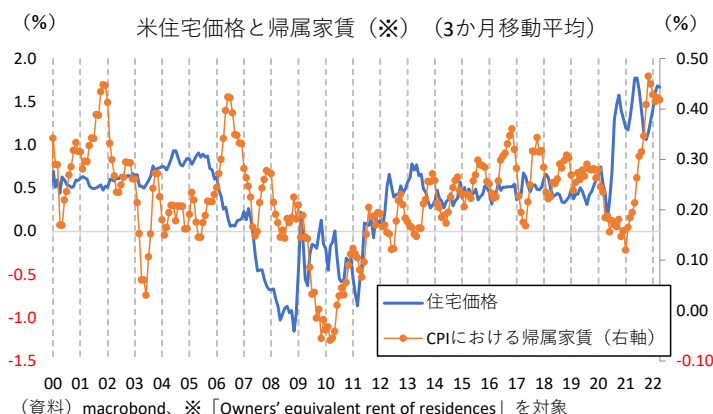
知られた事実ではあるが、米国経済における住宅投資の割合は3～5%程度であるものの、これに付随して期待される耐久財・半耐久財消費（自動車や冷蔵庫、洗濯機など）の存在を考慮すれば、その浮沈が景気の転換点になりやすい。米国に対する景気後退観測が出ているのは根拠がない話ではなく、既に住宅投資を起点とした消費・投資意欲の減退が不安視される兆候は確かにある。

後述する家賃とCPIの関係に鑑みても、住宅関連指標はCPIや雇用統計と同じくらい重要な基礎的経済指標ではないかと思われる。



CPI と帰属家賃の今後

話をCPIに戻せば、住宅価格の趨勢はCPIの3割を占める帰属家賃の動きに大きな影響を与える。帰属家賃とは「持ち家に住む場合でも、自分の家に家賃を払っている」と見なし、サービス支出の一環としてカウントする統計上の考え方である。図に示すように、これは2021年末頃にピークアウトが見受けられる。食料・エネルギー価格がここから大きな上昇にならないのだとすれば、元々ベース効果の剥落が期待できる秋口には



は総合ベースのCPIもはっきりと減速を確認できるはずである。2021年は春と秋に商品市況が騰勢を強めているので、今年、その季節性が再現されない限り、前年比の変化率は下振れやすくなる。

もっとも、住宅価格に関しては「加速」が止まっただけで際立って「下落」しているわけではなく、今のところ「高止まり」という表現が腑に落ちる。また、仮に住宅価格が十分に下がったとしても、そこから数か月のラグを伴ってCPIに顕著な低下をもたらすことを考えると年内のFRBの姿勢を大きく変えるほど、インフレ情勢が劇的に落ち着くことは考えにくい。

一方、リスクシナリオもある。それは住宅市況にまつわる供給制約がさらに悪化するという展開だ。米住宅市場の供給制約はパンデミックおよびウクライナ危機にまつわる建設資材の不足に加え、コンテナや港湾労働者、トラック運転手などサプライチェーンに携わる物的・人的な供給が間に合っていないという事情がある。これらが顕著に解消せず、むしろ悪化するようなことがあれば、いくら利上げで需要を削り落としてもインフレ圧力（ここでは住宅価格上昇）は収まらない。米住宅市況の先行きに関しては、「供給が徐々に回復する一方、需要が確実に落ち込む」というのがメインシナリオであり、結果として住宅価格も下がるとFRBは期待しているはずである。しかし、仮に今後供給側のトラブルが重なり、状況が悪化してしまうようなことが起きた場合、インフレ高進の期間はさらに伸びてしまうことになる。

《補論：リフレ政策の現状と展望について～アベノミクスで終わるもの、復活を急ぐべきもの～》

リフレ政策への論考は別

7月8日、安倍元首相が選挙演説中に銃殺されるという日本史に残る凶悪事件が起きてしまった。多くの市場参加者が感じる通り、2012年12月に発足した第二次安倍政権と金融市場の距離感は歴代政権と比較しても特別なものがあつた。憲政史上最長の政権を築いた第二次安倍政権は様々な分野で足跡を残しているが、特に金融市場とゆかりの無い市井の人々であっても同氏の標榜する経済政策「アベノミクス」は耳にしたことがあるはずだ。その後、スガノミクス、キンダノミクスなど類似表現が取りざたされたものの定着しなかったことからその存在感の大きさは異質だ。また、現存する日銀の黒田体制もアベノミクスの産物であり、このままいけば黒田日銀総裁は史上初めて2期（10年）満了を果たす日銀総裁となる。物価上昇を至上とするリフレ思想に賛否はあり、既に幕が引かれつつあつたが、第二次安倍政権が内政や外交にとどまらず経済・金融分野で大きな足跡を残したことは間違いない。

本件に際し、リフレ政策の総括や今後の展望について所感を求められることが多い。だが、安倍元首相

の訃報とリフレ政策の清算を混同すべきではない。市場参加者のみならず、恐らく一般国民もそう感じていたと思われるが、円安・物価高に不満を募らす世相の中、「リフレ政策は実質的にもう終わっていた」というのが正しい現状認識である。もう半分過去のものになりつつあったと言っても差し支えない。

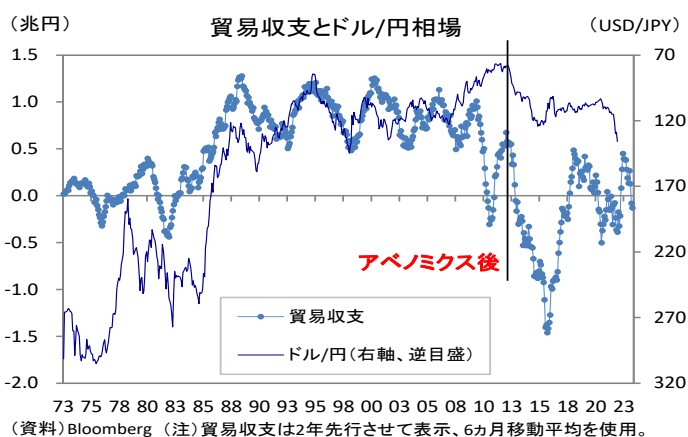
前月、本欄では黒田総裁による「国民は値上げを受け入れている」発言を取り上げ、それが実質的には「リフレの終わり」を示すものだとして論じた。そこでも述べた点だが、物価上昇を「原因」、景気回復を「結果」とするリフレ政策は実際に物価上昇が実現していなかった状況でこそ支持されていた。実際に物価上昇が実現した今、その動きを「国民による値上げ容認」と表現した日銀総裁の発言が大炎上し、物価上昇を理由として政権支持率にも影響が垣間見えている。現行のイールドカーブコントロール（YCC）という枠組みが金融政策の方向転換を難しくしており、それを見透かした円売りが24年ぶりの円安・ドル高に寄与しているのは間違いない。安倍元首相の存在は確かに大きい、かなり前からリフレ政策自体は形骸化しつつあり、その総括も概ね終わっていたことは認識したい。

今後、物価上昇を理由に政権支持率がより顕著に低下してくれば、岸田政権は何らか手を打たねばならなくなる。高止まりした資源価格を修正することはできないが、円安抑制を図ることで世論のガス抜きを多少図ることは可能かもしれない。世間にとっては金融政策含めての政権評価だろうから、日銀をスケープゴートにすることで「物価高対策を打った」という体裁を取る可能性は相応にある。安倍元首相の訃報により岸田政権がアベノミクスとの訣別を謳い難くなったという観測もある。その気持ちは分かるものの、政治は物価高と共に募る国民の不満を放置できないだろう。少なくとも、あと半年もすればポスト黒田に向けた動きは本格的に騒がしくなる。円安・物価高に対して世論の目が厳しい今、次期日銀総裁がリフレ政策と距離を置く人物になることは市場予想の範囲内と言える。

いずれにせよ、日本の財政・金融政策の未来は「リフレ思想の次」を展望する流れにあったことは間違いなく、今回の悲報と因果関係を持たせて議論するべきではない。

アベノミクスの実績

とはいえ、リフレ政策に全く意味がなかったとは思わない。民主党政権下における超円高・株安の地合いはアベノミクスの掛け声で一変した。もちろん、それがなくとも欧州債務危機が終息し、FRBが正常化プロセスに入る時期に重なっており、何より2012～2013年は日本が貿易黒字を稼げなくなった時期とも一致するため、恐らく超円高は自然と修正された可能性は高い（図）。だが、リフレ政策を誇示したことが爆発的な円安・株高に繋がった面も否めず、それにより落ち目と見られていた日本経済が海外から関心を集めることができた。

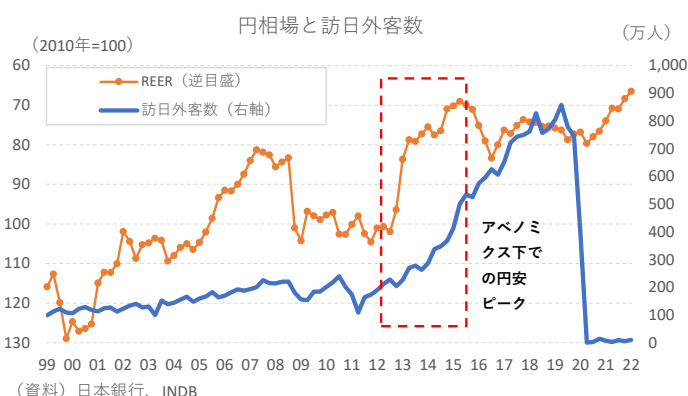


筆者業務においても、2013～2015年は海外向けの説明機会が非常に多かった。それだけ日本の金融市場に変化の胎動を覚える向きが海外で多かったことは、それ以降、経験の無いものだった。今回の悲報を受け全世界からメッセージが届いている背景には、安倍元首相の経済政策（アベノミクス）を鮮烈に記憶する向きが多いからだろう。日本経済の地位低下を食い止めた印象はある。

それでもアベノミクス 3 本の矢（金融政策・財政政策・構造改革）において本質的に最も重要と思われた労働市場改革までは及ばず、また、それゆえに名目賃金上昇という永年の課題もクリアされなかった。2016 年以降、金融緩和に象徴されるアベノミクスは失速過程に入った。同年 9 月の YCC 導入を契機に日銀は明らかに表舞台から姿を消した（それが YCC の目的でもあったと思う）。理論的にも、貸出（マネーサプライ）が相応に増えない日本においてベースマネーを増やせば物価が上がるという理屈は実現が難しいと言われていたが、実際にそうだった。結果論だが、CPI がプラス圏で定着し始めた 2015 年時点でアベノミクスを総括していたら、その後の評価は大分前向きなものになっていた可能性はある。

岸田政権はインバウンド需要の見つめ直しを

一方、様々な議論が飛び交う金融政策分野とは異なり、インバウンド促進に伴う実績は手放しで評価される論点と言えた。2012 年 12 月の第二次安倍政権の発足後、1 週間足らずでビザ発給要件の緩和措置に着手し、中国と ASEAN 諸国からの観光客に対するビザ発給要件を徐々に緩和した。これによりアジアで勃興しつつあった中産階級の消費・投資先としての日本がアピールされ、潜在的な需要が掘り起こされた。新型コロナウイルスの水際



対策だと称して外国人の門前払いが続けられている現状に照らせば、隔世の感を覚える。アベノミクス下での円安は輸出数量を増やさず、貿易黒字も稼げず、国内の賃金情勢にも大きな影響を与えられなかったが、インバウンド需要を掘り起こす一助になったことは間違いない。そのスピード感は前向きな評価が与えられてしかるべきだろう。今や円安をペインと受け止める雰囲気が強くなった現在の日本経済において、これを逆手に取る道があるとしたらもはやインバウンド需要を狙ったサービス輸出しかなく、そこに先鞭をつけたという意味でアベノミクスの功績はある。

どうか岸田政権は、当時の経験を思い返した上で、足許の円安をサービス輸出（旅行収支）の追い風とできるような環境整備に尽くして貰いたい。5 月のロンドン・シティ講演で「G7 並みの入国規制」を約束してから丸 2 か月が経過したが、「鎖国」と揶揄される状況は殆ど変わっていない。悲報を受け岸田首相は「安倍氏の思いを受け止め、引き継ぎながら日本について引き続きしっかりと責任を果たしたい」と述べた。その言葉の意味するところに期待したいと思う。

《メインシナリオへのリスク点検～防疫対策にまつわる円高リスクと円安リスク～》

「新規感染者」主義、再び

7 月に入り、新型コロナウイルスの感染者数の増加傾向を受けて、これに伴う政府対応や相場への影響を問われることが多かった。分科会の尾身茂会長が「普通の常識では第 7 波に入っている」と述べて以降、現状は感染第 7 波ということになっている。本稿執筆時点で尾身会長に限らず、岸田首相を筆頭とする政府要人は行動制限の必要性を否定しており、この点で過去の局面との違いを期待したい状況にはある。もっとも、事に及べばまた同じ過ちを犯す可能性は低くないと筆者は考えている。 実際、7 月と類

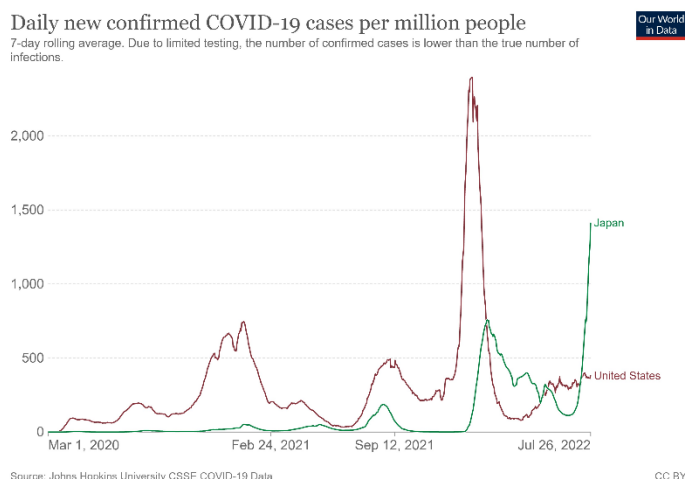
似の光景は今年 1 月にも目にした。1 月のオミクロン変異株拡大に際しても尾身会長は人流抑制の必要性を否定していたが、結局はまん延防止等重点措置が発令されている。時の政権において過剰なコロナ対策が支持率に直結すると判断されている以上、今後も同じ流れは十分考えられる。ちなみに 100 万人当たりの新規感染者数に関し、日本は米国の倍以上に達している (図)。炎天下でマスクを着用し、ソーシャルディスタンスを必死に確保したにも関わらず、ほぼ日常を取り戻して

いる米国よりも感染者数が出ているという現実を踏まえれば、従前の感染対策の効果を疑うのが「普通の常識」に思える。筆者は民間の経済活動に介入することはコストに照らしてリターンが小さ過ぎると考えるので反対である。 保守的な世論に惑わされず、今回こそ政府・与党は正気を保って欲しい。

過去 1 年の本欄や講演会、勉強会などで執拗に強調している点だが、筆者はコロナ対策に関し「日本は同じ過ちを繰り返し続ける」ことを前提として為替見通しを策定している。保守的な志向の強い高齢者層に照準を合わせた防疫政策を基軸にあらゆる政策が検討されるのはもはや日本の宿痾であり、参院選前後で大きく変わるとは考えられない。 支持率に直結することが分かっている以上、岸田政権が成長重視に舵を切る展開は可能性が高いとは言えない。岸田政権の発足に合わせ 2021 年 10 月 4 日のみずほマーケット・トピックでは「岸田政権に求められる『新規感染者主義からの脱却』」と題し、過剰な防疫政策から距離を取ることが日本復活の要諦だと提言した。その後の本欄では経済活動を優先する方向へ舵を切らなければ円や日本株の相対的な劣後は続いてしまうと警鐘を鳴らし続けてきた。

本欄で示している予想レンジ (133~142 円) は日本が再び感染者数の増加に合わせて民間の経済活動に介入し、成長率がさらに押し下げられ、日本回避のムードが強まる動きを想定している。この「民間の経済活動に介入」は入国制限措置も含んでおり、この点はやはり継続されそうな雰囲気極めて強い。また、感染症分類を 2 類にとどめおくことで新規感染者数の絶対水準に社会が振り回されることも、間接的には経済活動への介入になると筆者は思っている。まん延防止等重点措置や緊急事態宣言に限らずとも民間の経済活動は十分に阻害される可能性はあるし、当面はそうした状況は続きそうである。なお、一部の地方自治体では、今後も過去 2 年半の教訓はほぼ参照にされず、相関がかなり怪しいと思われる人流と感染拡大の関係を強引に結び付け何らかの行動規制に踏み切ろうとする空気が漂う。

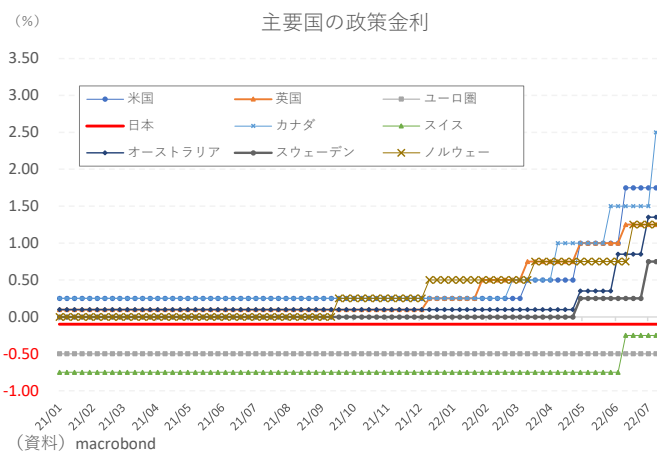
参院選を無事に通過したことで岸田政権の保守的な対応が一転し、成長に軸足を置いた攻めの政策運営になるとの期待もある。 そうなれば確かに日本株や円を見直す潮流になる可能性はある。しかし、それはアップサイドリスクであってメインシナリオにはならない。岸田政権の成長路線への覚醒は本欄にとっての円高リスクである。一方、欧米でも新規感染者数は増えているが、重症化率の低さから、リスクとリターンを比較衡量した上で特段の行動規制は敷かれないものと想定される。結果、元々広がっていた内外景気格差は一段と広がり、円売り安心感に繋がると考えたい。日本にとってのコロナ前である 2019 年 7~9 月期 (消費増税の直前) と比較した場合、日本の実質 GDP 水準は 4% も低い。必然的に為替市場における円の価値も相応の評価を受けているのである。この状況が続くというのがメインシナリオだ。



可視化される格差とダウンサイドリスク

繰り返しになるが、岸田政権が成長重視路線に急旋回した場合、日本の成長率が復元に向かい、日銀も正常化を視野に入れ始めることができるため、それ自体が円高リスクになる。この展開は本欄にとって想定外だが、日本経済にとってはポジティブであり、その意味でアップサイドリスクと言える。

一方、ダウンサイドリスクもある。7月、厚労省の専門家会議ではもう耳にすることは無いと思われた緊急事態宣言というフレーズまで飛び出している。にわかには信じ難いが、仮にそのような状況に至った場合、元より世界経済で孤立しつつある日本の立ち位置はさらに悲惨なものとなる恐れがある。この点、現在と過去2年で全く異なる環境がある。それは政策金利動向だ。これまで日本の過剰な防疫政策は他国対比で突出して低い成長率や物価と裏表だったものの、日本の



成長率や物価が劣後するのは「いつもの光景」でもあり、「それだけの話」でもあった。半年前を振り返れば、日銀に限らず多くの中銀も利上げに至っておらず、实体经济の格差は存在したものの、金融政策については可視的とは言えなかった。だが、日本でまん延防止等重点措置が解除された今春以降、FRBを含めた主要中銀の多くは利上げに着手している。本稿執筆時点でマイナス金利を採用しているのは日銀とスイス国立銀行(SNB)だけだが、SNBも9月会合でほぼ確実にマイナス金利を脱する見込みである。FRBやイングランド銀行、カナダ中銀の背中是相当遠くなっている。実のところ、これらの国々でも感染拡大は見られているが、逐一、感染拡大の「波」の数など数えていないし、重症化率が依然低いため行動制限も検討されていない。そのようなことが争点になるのは今や日本と中国くらいである。

この状態からさらに日本が「感染拡大→行動制限」という成長放棄路線に執着するのであれば、政策金利において日本とそれ以外の格差は一段と鮮明になる。それは想定外の円安リスクと言える。形ばかりの「経済より命」路線が円売りの遠因になっていることに気づかない限り（もしくは気づいていても気づかないふりをしている限り）、円安局面の「底」が想定外に深くなるダウンサイドリスクは排除できない。

◆ ユーロ相場の見通し～パリティ割れの意味を考える～

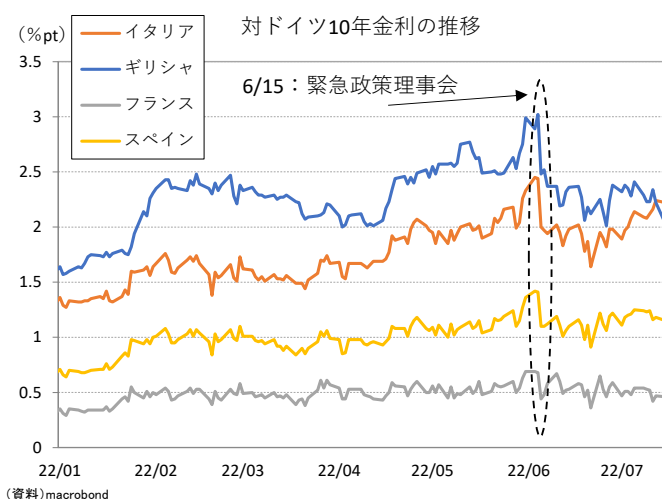
《ユーロ圏金融政策の現状と展望～前門のインフレ、後門のリセッション～》

2 か月続いた情報発信の混乱

7 月の ECB 政策理事会は預金ファシリティ金利を▲0.50%から+50bp 引き上げ、ゼロ%とした。利上げは 2011 年 7 月以来で約 11 年ぶり、+50bp という利上げ幅は 2000 年 6 月以来、約 22 年ぶりとなる。また、2014 年 6 月に導入されたマイナス金利の歴史も 8 年で一旦は幕を閉じた。さらに今会合では分断化対応のために提示された伝達保護措置 (TPI : Transmission Protection Instrument) も決定されている。厳密にはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の柔軟性を活用することが「最初の防御壁 (the first line of defence)」であり、TPI が次善策であることも示されている。これらの決定は全会一致であることが強調された上で「私にとっては歴史的な瞬間 (I think it's a rather historical moment for me)」とラガルド ECB 総裁は自賛しているが、後述するように TPI の実効性を市場は疑わしく見ている。

とりあえず意見集約を見ることができた

点はポジティブだが、決定に至るまでの ECB による情報発信は荒れ過ぎであった。過去 2 か月間の顛末を整理しておきたい。まず、5 月 23 日、ブログという異例の形式で 7 月に+25bp、9 月にはそれより大きな幅 (恐らくは+50bp) の利上げを示唆したことが話題になった。なお、同ブログでは 7 月 1 日付で拡大資産購入プログラム (APP) が終了することも宣言された。その 2 週間後に開催された 6 月 9 日の定例会合ではブログの内容を追認したが、市場の一部が期待する



イタリア国債などを対象とする分断化対応への具体策は示されず、域内利回りの上昇を招いた。焦った ECB は定例会合から 1 週間も経たない 6 月 15 日、緊急政策理事会を開催し、「分断化対応を検討する」という意思表示をするものの、具体策は何も出てこなかった。しかし、それでもイタリア国債を中心とする利回りは 7 月会合への期待感から抑制された。なお、この時点で 7 月の利上げ幅は従前の情報発信に沿って+25bp が既定路線と考えられていたが、7 月会合の直前 (7 月 19 日) になって「+50bp も検討」という観測報道が流れ、今回の決定に至っている。TPI を受けてイタリア国債の利回りはむしろ上昇しており、6 月 15 日の緊急会合直後よりも水準は高い。ラガルド総裁の自己評価ほど市場の評価は高くない。

なぜ+50bp なのか？

会見を含め議論すべき論点は多いが、重要な点は①なぜ+25bp から+50bp に切り替えたのか、②TPI は本当に使い物になるのか、というのが 7 月会合の焦点と言える。

まず①に関しては事前の情報発信を覆しての決定であるため、当然「それほどまでに域内の金融環境は悪化しているのか。それとも TPI の導入と関係があるのか」と質す記者が現れている。ラガルド総裁は利上げが+50bp となった理由に関し (1) インフレ高進が止まる気配がないこと、(2) PEPP の再投資に関する柔軟性や TPI 導入により金融政策の波及経路が修復されることを示唆している。(2) に関しては

かなり冗長な言い回しで分かりにくい印象を受けたが、要するに「大幅利上げを行っても PEPP 再投資や TPI があることでイタリアなどの脆弱国利回りは上昇しない」という事実を担保したのでハト派を説得することが出来たというのが実情ではないか。しかし、後述するように、TPI の発動条件は厳格なものと思われ、市場はその機動性や実効性をかなり疑わしく見ている。

気になる今後の利上げ軌道に関しては、次回 9 月会合は「データ重視 (data-dependent basis)」で「一歩ずつ (step by step)」と述べるにとどまっている。6 月会合で提示したばかりのフォワードガイダンス「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)」はもはや無効であることも認められている。もっとも、9 月スタッフ見通しの仕上がりに応じて利上げ幅が +50bp なのか、+75bp なのかという議論が進むことには変わりないはずであり、市場期待にとってフォワードガイダンスの削除は大きな話とは言えない。

より重要なことは初回利上げが +25bp でなく +50bp になったことで利上げの終点である中立金利が引き上げられるのかという論点である。この点、記者からは「ECB が正常と考える金利水準はどこにあるのか (what interest levels are considered normal by the ECB?)」と率直な質問が飛んでいる。ラガルド総裁は「人口動態や生産性要因、その他多くの要因でそれは変化しているものの、私には分からない。過去 2~3 年で変化はしている」と言質を与えていない。ユーロ圏の潜在成長率程度だとすれば 1~2% の間というのがコンセンサスだろうか。年内到達も視野に入る水準である。

TPI の実際

鳴り物入りで導入された TPI に関しては懸念通りの着地になったように思う。ECB はこうした域内債券市場の危機に対してドラギ元 ECB 総裁が「ユーロを守るためならば何でもやる」といった有名なスピーチを行い、その結果として無制限国債購入プログラム (OMT) を 2012 年に導入している。これも分断化に対応するスキームだったはずであり、「これを何故使わないのか」という疑問点は 7 月会合前から指摘されていた。この点、ラガルド総裁は「OMT も政策波及経路の修復を目的としたものだが、それはユーロ崩壊のリスク (redenomination risk) や特定国のリスクに焦点を置いたもの」と述べている。一方、TPI は「全加盟国が適用対象 (all members of the euro area can be eligible)」と全ユーロ加盟国を対象にする点が異なるというのが ECB の言い分である。

もっとも、会見を読み込んでも、両者の境目は良く分からない。実際、ラガルド総裁は域内債券市場の安定化については PEPP 再投資の柔軟化、OMT、そして TPI の 3 つの手段がツールボックスにあり、いずれも運用可能だとも述べている。TPI の詳細に関する公表文にも OMT の存在が併記されている。足許の市場分断化問題に際して OMT を使う可能性がゼロではないようにすら見える。冒頭述べたように、基本的には PEPP 再投資の柔軟な活用が「最初の防御壁」であり、TPI は「使わない方が良い」とラガルド総裁も明言している。よって、極力手持ちのカードをたくさん見せることで域内利回りの低め誘導を図りたかったというのが ECB の本音ではないか。

しかし、前掲図に示したように、イタリア国債利回りは会合後、逆に上がってしまった。これは TPI の発動条件が厳格過ぎるために「使えない」と判断した市場参加者が多いことを示唆する。ECB は TPI の利用に際し、4 つの条件 (①EU の財政規律を順守していること、②深刻なマクロ経済の不均衡を抱えていないこと、③政府財政に持続性が認められること、④健全かつ持続可能なマクロ経済政策運営が認め

られること)を提示している。この4つの条件をクリアした上で ECB が政策効果の波及に関する計数なども包括的に評価し、TPI の利用を決断することになっている。だが、真っ当に考えれば、①～④を満たすような加盟国は最初から TPI を頼りにすることは無いはずである。実は、これと同じ議論は OMT 導入時にもあり、結局「抜かすの宝刀」として現在に至るまで使用されていない。長く ECB ウォッチをしている市場参加者にとっては二番煎じであり、「政策の焼け太り」とも言えるような状況に思える。

前門のインフレ、後門のリセッション

いずれにせよ今後2年弱にわたり HICP が+2%を大きく超える以上、ECB がこれを放置するのは現実的ではない。現状を踏まえ「リセッションを念頭に金融引き締めが停止するのではないか」との照会を頻繁に受けるが、それはあり得ないと筆者は思う。米国ほどではないが、ユーロ圏でもサービス物価がインフレを押し上げ始めている。「リセッションを念頭に金融引き締めが停止する」のではなく、HICP を収束軌道に乗せるためには「リセッションが起きるまで金融引き締めを続行する」というのが、望む・望まないにかかわらず ECB が追い込まれている状況ではないか。「前門のインフレ、後門のリセッション」だとすれば、前門に向けてアクセルを踏み続けるしかない状況であり、これは程度の差こそあれ、日本以外の先進国中央銀行に共通していると言える。

ECB の政策、いずれ政治リスクに繋がる懸念も

但し、強弱入り混じる19種類の経済を抱えるユーロ圏は金融引き締めが与える深刻度、より具体的には「リセッションの深度」もまばらになる。引き締めを続ける過程で一部の脆弱国が利上げに耐えかねるほど深刻なリセッションに陥り、それ自体が当該国における左右両極からのポピュリズムに直結する懸念はある。もちろん、そうならないための TPI のはずだが、果たして迅速な稼働に至るのか。既述の通り、市場参加者は難しいのではないかと考えている節がある。

かつて欧州委員会がその收拾を主導した欧州債務危機では結果的に反 EU という憎悪が各国で膨れ上がった。それがギリシャの「SYRIZA (急進左派連合)」やイタリアの「同盟」という形で政権化し、金融市場を再三揺るがしたのである。今回は欧州委員会ではなく ECB がインフレ抑制を主導しているが、EU/ユーロ圏という大きな枠組みの中で単一の政策対応を「無理強いされた」と感じる加盟国が出てくるリスクは残る。日常生活に痛みを覚える市井の人々からすれば欧州委員会も ECB も「EU の政策を押し付ける者」という意味では同じであり、かつての政治危機が繰り返される心配を抱く。

《ユーロ圏相場の現状と展望～相場急落の背景にドイツ貿易赤字～》

ECB の「悪化シナリオ」が現実味

7月はユーロ/ドル相場の急落が注目を集め、13日には2002年11月以来のパリティ(1ユーロ=1ドル)を割り込んだ。ユーロ売りの背景は様々と考えられるが、ユーロ圏経済最大のリスクと目されていたロシアからのエネルギー供給遮断が現実味を帯び始める中、「果たして ECB の正常化は宣言通り進むのか」という疑念が浮上していることも理由1つと考えられる。6月に公表された ECB スタッフ見通しではメインシナリオ(baseline scenario)と悪化シナリオ(downside scenario)が提示され、後者は「2022年7～9月期以降におけるロシアのユーロ圏向けエネルギー輸出の完全停止(a complete cut in Russian energy exports to the euro area starting from the third quarter of 2022)」が想定された。

結果として商品価格の騰勢とサプライチェーン混乱が引き起こされ、実質 GDP 成長率に関し、2022 年は+2.8%から+1.3%へ、2023 年は+2.1%から▲1.7%へ大幅に引き下げられる想定になる。片や、HICP は 2022 年が+6.8%から+8.0%へ、2023 年が+3.5%から+6.4%へ急騰する。悪化シナリオはスタグフレーションと言って差し支えない（図）。実際、5 月時点でロシアはブルガリアやポーランドへのガス供給を停止し、ドイツでも国営ガス大手ガスパロムの子会社ガスパロムゲルマニアがロシア側の制裁措置を受け、ドイツに天然ガスが入ってこない可能性が取りざたされた。6 月 22 日には国際エネルギー機関（IEA）が「欧州はロシアのガス供給停止に備えよ」と警告を発しており、ECB の想定する最悪シナリオが現実味を帯びている感は否めない。7 月、懸念されたノルドストリーム 1 の完全停止は回避されたものの、供給量が削られた危うい状態が続くことに変わりはない。

こうした実体経済への色濃い懸念を踏まえれば、確かに ECB のタカ派路線への影響は気付きである。実際、米独 2 年金利差とユーロ/ドル相場の動きを見る限り、「域内景気後退→ECB のハト派化→域内金利低下→ユーロ売り・ドル買い」という筋書きは確かにありそうである（図）。しかし、悪化シナリオで HICP の加速が想定されている以上、景気の減速や後退に合わせて緩和策を検討するという可能性は現実的とは言えず、だからこそ、ECB は 7 月会合で+25bp ではなく+50bp というアクセルを踏んだのだろう。そうした政策姿勢は当面の既定路線と言える。

軽視できない貿易収支

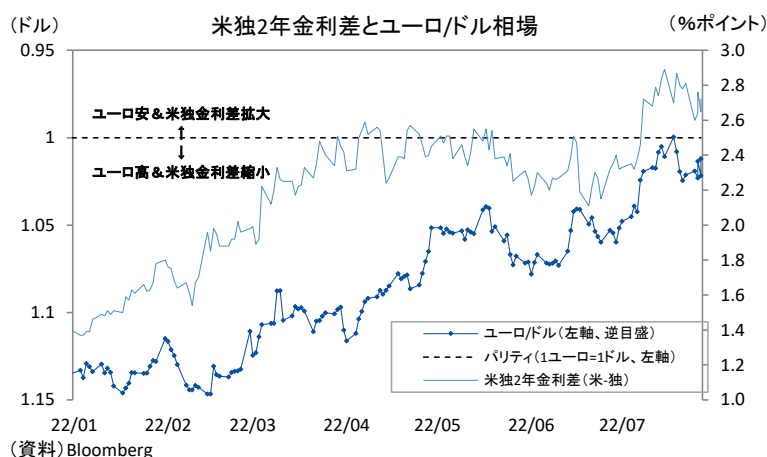
為替変動の基本は金利と需給であり、上述のような議論はあくまで金利に特化したものである。パリティ割れを起こした 7 月 13 日は米 6 月消費者物価指数（CPI）が想定外に加速し、次回 FOMC の利上げ期待に関し、75bps から 100bps へ拡大した時期と重なる。単純に「欧米金利差拡大でユーロ売り」との思惑は恐らくあったのだろう。もっとも、欧米金利差の拡大という論点は従前からあったもので、今に始まったものではない。過去 1 年を通じて ECB が FRB に対して正常化プロセスで先行していたことはなく、「米国＞ユーロ圏」という相対関係は基本的にあった。それでもユーロ相場の大崩れが避けられていたのは世界最大の経常（貿易）黒字という盤石の需給環境があったからだと筆者は考えている。

しかし、ドイツ 5 月貿易収支は資源高の煽りを受け 1991 年 6 月以来の赤字に転落している。次頁図に示される通り、ユーロ/ドル相場が安定的にパリティ割れだった局面はユーロ発足直後の 2000～2002 年

ECBスタッフ見通し（2022年6月、%）

	2022年6月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	2.8	2.1	2.1	1.3	-1.7	3.0
ユーロ圏消費者物価指数	6.8	3.5	2.1	8.0	6.4	1.9

（資料）ECB、2022年6月



のみだ。発足以前から最適通貨圏（OCA）の条件を満たしておらず瓦解疑念が強かったユーロに対し為替市場の評価は容赦ないものであった。このユーロ相場が上昇に転じた背景は1つではないが、「欧州の病人」と呼ばれたドイツ経済に復調の兆しが見られ¹、貿易黒字も際立った増加基調に入っていた事実は指摘できる（図中、点線四角部分）。片や、今回のユーロ下落はドイツの貿易黒字消滅という事実に重なっている（図中、点線丸部分）。結局、

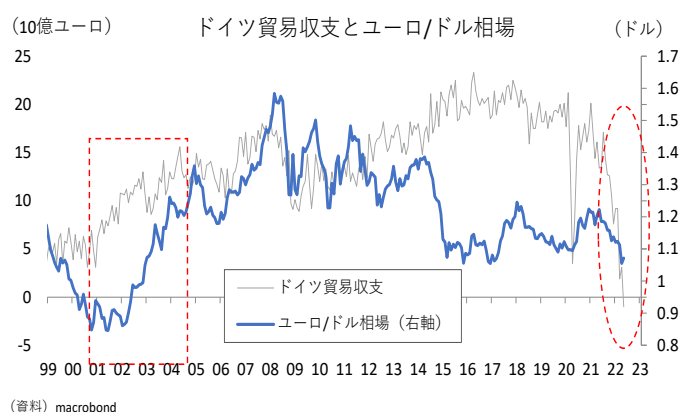
ロシアからドイツを筆頭とする EU への天然ガス供給が途絶すると、割高なスポット価格で LNG 購入を強いられ、域内の需給環境は貿易黒字縮小ないし赤字転落に傾斜しやすくなる。それ自体は明らかにユーロ安の理由となるが、ユーロ安それ自体も輸入を押し上げ赤字を拡げることになる。

こうした現状を踏まえると、政治的に天然ガスの安定調達に目途を付けなければこの悪循環が続かかねない。なお、この構図は円安問題を抱えた日本も同様である。ドイツも日本も、まずは原発再稼働に対するアレルギー反応を一時的にでも棚上げする展開しかないように見受けられる。もっとも、ユーロ圏は ECB が景気後退の負い目を感じつつユーロ安抑止のために利上げを決め込んでおり、この点は日銀が緩和路線を堅持する日本とは決定的に異なる。

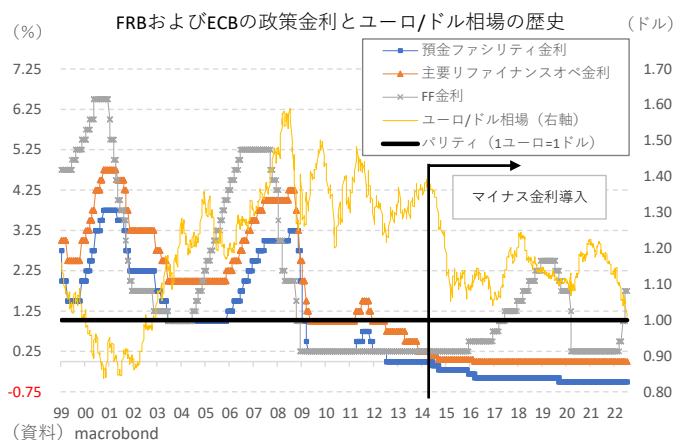
歴史に学ぶ、ユーロの動き

上述した通り、ユーロ/ドル相場のパリティ割れが常態化していたのは 2000～02 年のみだ。これはユーロの存続可能性自体に疑義を持つ向きが主導した局面であり、発足直後から域内崩壊という切迫感があった。そうした理由だったからこそ 2000 年 9 月には日米欧の協調ユーロ買い介入という下支えが行われた。以後、協調介入は 2011 年 3 月、東日本大震災下の超円高で行われた円売り介入が最後となる。しかし、協調ユーロ買い介入を受けてもユーロ安は収束せず、2000 年 10 月 26 日には一時 0.8252 と今日に至るまでの史上最安値を記録している。今後、再びノルドストリーム 1 の稼働に暗雲が垂れ込めるような展開になれば、当面の安値としてこの水準を指摘する向きも出てくるだろう。

図はユーロ/ドル相場と ECB および FRB の政策金利の歴史を振り返ったものだ。2014 年 6 月に預金ファシリティ金利に関しマイナス金利が導入されるまで ECB の政策金利と言えば主要リファイナンスオペ金利を指すことが多かったので、ここで ECB に関しては 2 種類の金利を示している。2000～2001 年は ECB がユーロ安経由のインフレ高進を恐れて利上



(資料) macrobond



(資料) macrobond

¹ 2003 年 12 月の The Economist 誌は当時のドイツ経済を「Sick man walking（歩く欧州の病人）」と表現した。その後、2004 年 11 月に「Germany on the mend（快方に向かう欧州の病人）」、2007 年 7 月に「Sick man no more（もはや病人ではない）」と順調にドイツ経済が復活する様子を形容している。

げに転じていた時期であったが、米国でも顕著な利上げが実施されており、金利差は縮まらず、通貨圏への存続懸念もあってユーロは下がり続けた。

しかし、その後、IT バブル崩壊を受けて FRB が大幅利下げを敢行する中、欧米金利差は 2001～2004 年にかけて逆転する局面に入る。上述したように、この時代はドイツが「欧州の病人」から復活しようとする時期（≡ドイツの貿易黒字が増加し始めた時期）でもあったが、域外を見渡せば米国経済が IT バブル崩壊や同時多発テロで挫折を迎えるタイミングであったことも指摘できる。要するに、ユーロ/ドル相場がパリティ割れから脱却しようとしていた 2001～04 年というのは欧米金利差が顕著に縮小し（遂には逆転し）、ドイツが世界最大の貿易黒字大国として台頭し始めた時期と一致していた。金利、需給の両面からユーロ相場が見直されるタイミングだったとも言える。

当面の展開はロシアからの天然ガス供給次第に

現状はその真逆だ。恐らく今後は ECB も利上げで FRB を追いかけることになるが、金利「差」という意味では顕著に縮まりそうにない。まして、2000 年代前半と比較して「本当に利上げして大丈夫なのか」という疑念が生じるほど域内経済は脆弱であり、FRB のように「50bp が駄目なら 75bp」と軽々にアクセルを踏めないだろう。なお、当時のユーロ圏経済は 2002 年のユーロ紙幣・貨幣の流通を上手く乗り切った辺りからユーロへの「疑念」が「楽観」に切り替わる状況にあった。その頃は「ユーロフォリア（※ユーロ と「高揚感」を指す euphoria を合わせて作った造語）」と囃し立てるムードが充満し、ドイツとギリシャの長期金利が同じという異様な状況も出現していた。「第二の基軸通貨はユーロ」という壮大な思惑の下、南欧経済が分不相応な過熱を経験する中でユーロにも買いが入りやすかった。

しかし、今回はそうしたナラティブな思惑はなく、地力で金利と需給面からユーロ買いの材料を復元していかなければならないという難しさがある。その鍵を握るのはドイツ貿易収支であり、ひいてはノルドストリーム 1 の象徴されるロシアからドイツひいては欧州に対する天然ガス供給の行方である。

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。