

# 中期為替相場見通し

2022年8月31日

みずほ銀行  
市場営業部・金融市場部

## 目次

### 【見通しの概要】 P.2

#### ◆ ドル/円相場の見通し～円高調整が続かない理由～

円相場の現状と展望について～歴史的な大相場は調整も非常に大きいもの～ P.3

円相場の需給環境の現状と展望～激減する経常黒字～ P.4

日本経済の現状と展望～「コロナ前」回復の欺瞞～ P.6

米金融政策の現状と展望～容赦ないタカ派路線が続行～ P.8

メインシナリオへのリスク点検～終わらない鎖国政策、活かされない円安～ P.9

#### ◆ ユーロ相場の見通し～「鉄壁の需給」を失ったユーロの今後～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～限界試される再投資政策～ P.13

ユーロ圏相場の現状と展望～大動脈停止が導くユーロ売り～ P.15

ユーロ圏経済の現状と展望～劣後する欧州経済～ 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

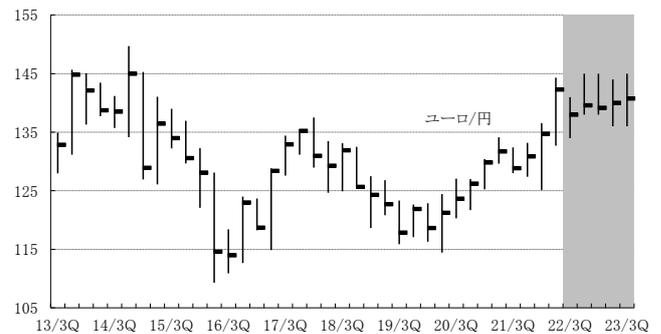
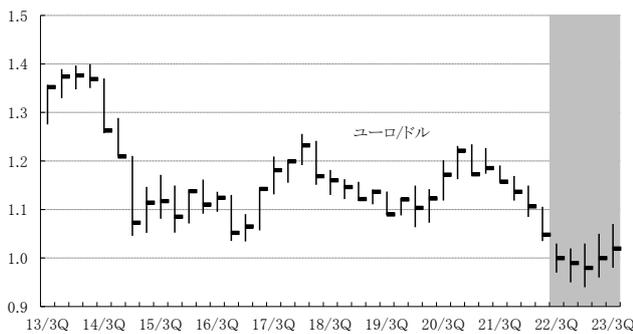
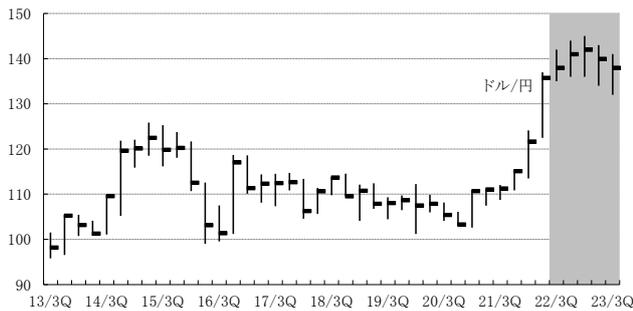
8月のドル/円相場は乱高下の展開だった。一時130円台まで急落するものの、月末には139円付近まで値を回復した。年初来の円安・ドル高は歴史的な大相場であり、途中の調整が相応に大きな震度になることは何ら不思議ではなく、多少の円高でトレンド転換を判断すべきではない。米金利低下に応じてドル売りが優勢となり、円高となる場面は今後もあるだろう。しかし、過去の本欄で強調しているように、今次円安の背景はドル高の裏返しとも言いきれない部分がある。米金利が上昇し、ドルが買われ、円安が進んできた過去8か月間では日本の貿易赤字が歴史的な規模に積み上がっているという事実もあった。ドル買いを駆動してきた米金利という片翼が失われても、貿易赤字という需給の円売りは残るのではないかと。円安を活かしてサービス(旅行)収支で外貨を稼ぐ道はあるが、岸田政権の関心は相変わらず高くない。旅行収支黒字が全盛期(月平均+4500億円)に戻ったとしても、現在記録される月間の貿易赤字(月平均▲9448億円)の半分しか相殺できない。そうした事実があるにもかかわらず、自ら外国人を追い返してその需給環境をさらに円売り方向へ歪めている現状は痛ましいというほかない。参院選が終了すれば、日本の低成長の元凶となってきた情緒的な防疫政策が修正されるとの期待はあったが、岸田政権に大きな動きは見られていない。残念ながら円買いを推奨しづらい環境が続くと言わざるを得ない。

片や、8月のユーロ相場も軟調地合いが続いた。もとより危機的な状況にあるエネルギー供給はノルドストリーム1の再停止に加え、ライン川の水位低下により石炭輸送に支障が生じるといった想定外の事態が浮上している。これによりユーロの需給環境が大きなりスクに晒されており、相場見通しの下方修正を検討する必要がある。例えばライン川はロシアからのエネルギー供給減少を補うルートの一つとして位置づけられていた。裏を返せば、そのルートが封じられた分はロシアからのエネルギー供給に依存する余地が生じる。割高なスポット価格でのロシアからのエネルギー輸入が現状以上に拡大すれば、ドイツの貿易黒字は激減、赤字転化も見込まれる。ドイツの貿易黒字がなければ、ユーロ相場の底割れは必然の展開としてあり得る。また、インフレに関しても、ピークアウトが見られ始めた米国に対しユーロ圏はその兆しがなく、予測期間後半にかけてユーロ圏のインフレ率が相対的に独走する構図も懸念される。ユーロ相場が反転のきっかけを掴むにはエネルギー供給にまつわる懸念が顕著に解消することが必要と思われるが、現状ではそう考えるだけの材料は見当たらない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～8月(実績)	9月	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 (138.63)	135 ～ 142 (138)	136 ～ 144 (141)	136 ～ 145 (142)	134 ～ 143 (140)	132 ～ 141 (138)
ユーロ/ドル	0.9901 ～ 1.1495 (1.0028)	0.97 ～ 1.03 (1.00)	0.95 ～ 1.02 (0.99)	0.94 ～ 1.03 (0.98)	0.96 ～ 1.05 (1.00)	0.98 ～ 1.07 (1.02)
ユーロ/円	124.41 ～ 144.30 (139.01)	134 ～ 141 (138)	138 ～ 145 (140)	138 ～ 145 (139)	136 ～ 144 (140)	136 ～ 145 (141)

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内は8月31日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照  
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

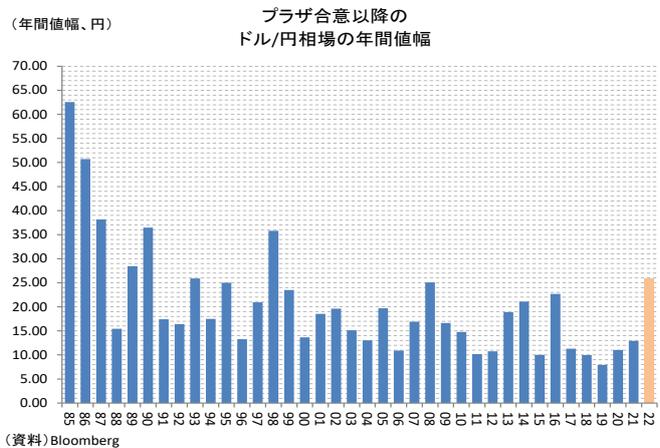


◆ ドル/円相場の見通し～円高調整が続かない理由～

《円相場の現状と展望について～歴史的な大相場は調整も非常に大きいもの～》

歴史的な大相場は調整も大きくて当然

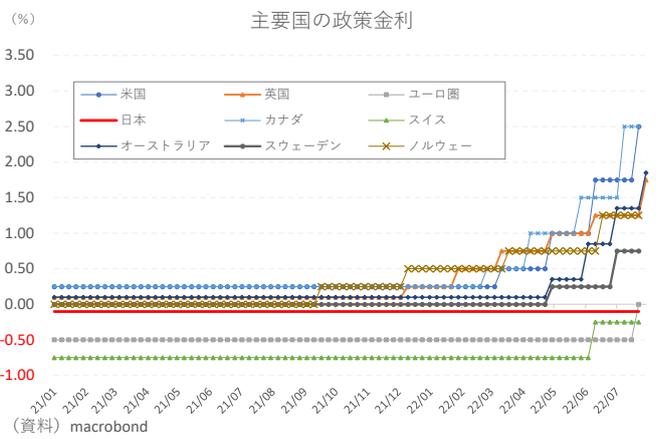
8月のドル/円相場は一時130円台まで急落する場面があった。139円台の年初来高値をつけた7月14日から値幅にして約▲9円、変化率にして▲6%以上の下落であり、急落ないし暴落という形容が飛び交うのも分からなくはない。しかし、ドル/円相場は3月初頭の115円から4か月半で値幅にして約+26円、変化率にして+20%以上の上昇を記録している。既に年初来の値幅は25.91円を記録しており、これは円安方向の値幅としては1989年(28.45円)以来の大きさとなる。



。当時は日本経済がバブルの絶頂にあり、対外証券投資に関する規制緩和の効果なども相まって前向きな意味での「日本人の円売り」が円安を主導した時代だった。今も貿易赤字や対外直接投資の増勢傾向を踏まえれば「日本人(日本企業)の円売り」がある程度円安を主導しているとも言えるが、そこに1989年のような前向きな機運を見出すのは難しい。いずれにせよ2022年最初の7か月半で記録した円安・ドル高相場は歴史的な大相場であり、途中の調整が相応に大きな震度になることは何ら不思議ではない。

「リスクオンで円高」という局面変化があるのか？

8月以降の円高地合いに対する解説としてはもっぱら「米経済の景気後退リスクが意識され、FRBの利上げ期待が後退、だから米金利は下がってドル売りが進んだから」というものが多い。しかし、目先の反応がどうあれ、FRBの利上げ期待が後退し、利下げ期待まで視野に入れば金融市場のボラティリティは恐らく低位安定に向かうはずである。その際、金融市場では債券、株、クレジットなどあらゆる資産クラスが値を上げるゴルディロックス相場に至りやすいことは周知の通りである。得てしてそうした局面で買われやすい通貨は資源国通貨に代表される高金利通貨であることが多く、先進国通貨でも政策金利に焦点が置かれる展開になりやすい。



。得てしてそうした局面で買われやすい通貨は資源国通貨に代表される高金利通貨であることが多く、先進国通貨でも政策金利に焦点が置かれる展開になりやすい。

そうなった場合、円が積極的に買われる展開は想像が難しい。歴史的に見ても円高局面は世界経済が下向き、とりわけ株安が続くリスクオフ局面であることが普通だった。8月は自国海域に中国からミサイルが発射されたにもかかわらず、「リスクオフで円買い」という不可解な状況が起きている。今後、「リスクオンで円買い」という地合いに変わっていくのであれば円はリスクオンでもオフでも買われるということになるが、果たして本当にそんなに都合の良いことが起きるのか。内外金利差拡大の傾向は今後一段と強まるだろう(図)。筆者は、欧米のタカ派姿勢が止まりハト派に転じるとの観測が強まれば、ボラテ

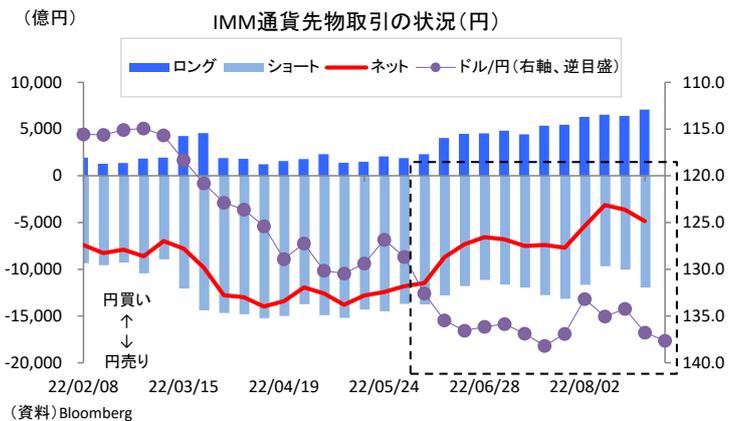
イリティ低下と共に円などの低金利通貨が調達通貨として軟化しやすくなると予想する。

### 「リスクオフの円買い」は為替市場の残滓

なお、「リスクオフの円買い」がどれほどの持続性を持つものなのか疑義は残る。中国軍が8月4日、台湾周辺で軍事演習を開始し、日本の排他的経済水域（EEZ）内に5つの弾道ミサイルが落下するということが大きく報じられた。中国の弾道ミサイルのEEZ内落下は初めてであり、明らかに周辺有事だが、それを受けても円高が進んでいる。北朝鮮の飛翔体実験の際も同様なことが起きやすいが、「自国に向けてミサイルが打ち込まれると通貨の信認が上がる」というのはにわかには理解が難しい。

もちろん、多額の経常・貿易黒字を抱え、対外純資産の中身も多くが有価証券だった時代ならば「(為替)リスク量を減らすために自国通貨へ戻す」というフローはあり得た。だが今は貿易赤字が半期で▲7.9兆円と過去最大ペースで拡大中であることに加え、対外純資産の中身は本国回帰が期待できない直接投資に入れ替わっている。「リスクオフの円買い」は為替市場の残滓として残ってはいるものの、その裏付けとなるフローは過去と違いあまり期待できず、よって持続性が見込まれないというのが実情ではないのか。そもそも非常に大きなリスクオフイベントであったはずのロシアのウクライナ侵攻に際し円は全く買われず、むしろ大幅に売られた。それが周辺有事である台湾の件では円買いになるというのはやはり説明が難しい。結局、「リスクオフの円買い」はその時々投機的な思惑が駆動する動きでしかないのだろう。昔はそれを裏付けるリアルなフローもあったが、今はそれが無いというのが重要である。

投機的な思惑が円相場の流れを作っているようにも見えない。6月から7月にかけて進んだ円安相場の裏でIMM通貨先物取引における円のネットポジションはショートの巻き戻しが優勢だった (図)。投機筋の思惑が円買いだったにもかかわらず円安が加速したということは、貿易赤字や内外金利差を意識した証券投資などの実需に基づいたフローの影響力が上回ったということではないのか。3月から4月にかけては投機的な



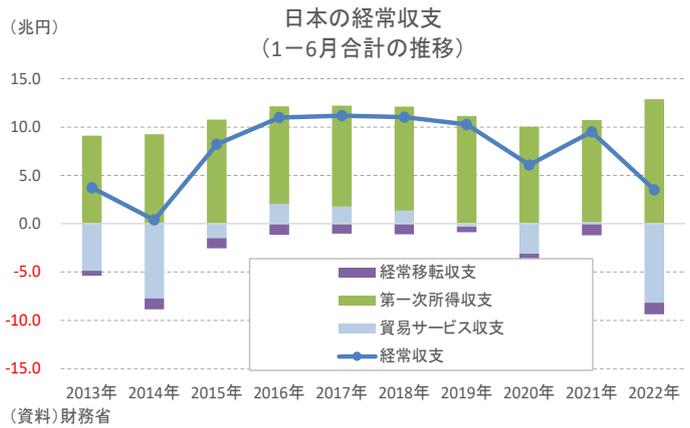
思惑と実需のフローが一致していたので円安ペースが加速したのかもしれない。もはや「リスクオフの円買い」が投機的な思惑に駆動される為替市場の残滓に成り下がったのであれば、それが円安相場の大勢に影響を与えるには至らないと今のところは考えておきたい。

## 《円相場の需給環境の現状と展望～激減する経常黒字～》

### 上半期として8年ぶりの低水準

8月は財務省より6月国際収支統計が公表されており、2022年上半期の経常黒字が+3兆5057億円と上半期としては2014年以来、8年ぶりの低水準となったことが報じられている。前年同期(2021年上半期)の+9兆5077億円と比べて4割弱まで黒字額が圧縮されたことになる。ひとえに資源高と円安を

背景とする貿易赤字拡大の結果であり、上期の貿易・サービス収支赤字は▲8兆1634億円と過去最大を記録している。本欄では繰り返し強調している点だが、「米金利低下でドル売りになったので円高が進んでいる」という解説はこうした基本的な需給に関する論点を軽視し過ぎているように思う。貿易赤字の拡大は「円を売りたい日本人（輸入企業）の増加」であり、円安を肯定する材料である。過去半年間、米金利上昇と貿易赤字拡大が並行してきたのでどちらがどれ

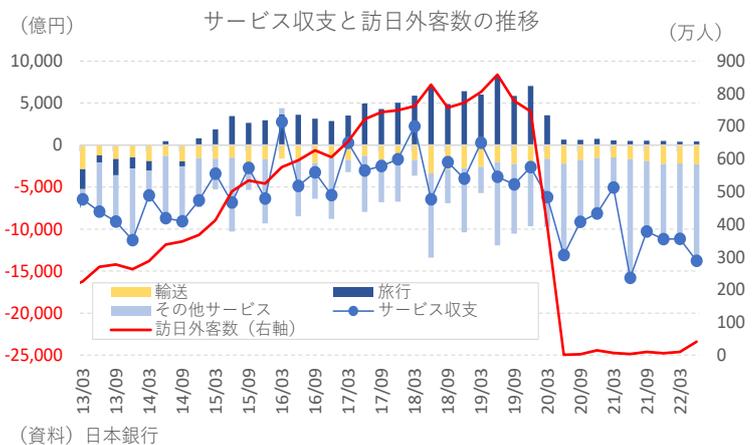


くらい円安に寄与したのか判別は難しいが、これほど大きな需給面における変化を脇に置いて金利面の変化だけから相場動向を語るのは適切ではないと筆者は考えている。

なお、現在直面している経常収支の悪化は2014年上半期と比較されがちだが、当時と現在では事情が大分異なる。2014年上半期（とりわけ1~3月期）は消費税率引き上げ前の駆け込み需要のほか、同年4月1日からの環境税（地球温暖化対策のための石油石炭税の税率の特例）引き上げを前に原油輸入が増えたという事情もあった。現在との共通する材料としてアベノミクス初期で円安が著しく進んでいたという事実は指摘できるものの、経常黒字の圧縮を招いた要因に関しては明らかに「一過性」と評価できるものだった。事実、2014年下期以降、経常黒字は回復している。

### 「一過性」とは言い切れない現状

片や、今回は資源高と円安に駆動された貿易赤字拡大で経常黒字が切り下がっている。資源高も円安も現時点では落ち着いているものの、巻き戻しが顕著に進んでいるとは言えず、輸入金額は高止まりとなりそうである。しかも、せっきやく輸入の増加が止まったものの、周知の通り、欧米経済がリセッションの淵に立たされているため輸出が伸びそうにないという状況がある。本来、円安を背景に旅行収支（受取）が伸びて黒字を上積みする能力が日本に



はあるが、これを含むサービス収支赤字も2022年上半期だけで▲2.5兆円に達している。インバウンド解禁を忌避した結果と言わざるを得ない。ちなみに2019年上半期のサービス収支赤字は▲3500億円と今年の7分の1程度である。世界的に入国制限をかけている国はもはやごく少数だが、岸田政権にその問題意識はなさそうであり、これを当て込んだ需給環境の改善は期待できそうにない。2014年上半期がそうであったように、「これは一過性の経常収支悪化である」とは断言し切れないのが今の日本の置かれた状況ではないかと思われる。

### 「日本の経常収支の強さ」が証明されたという見方も

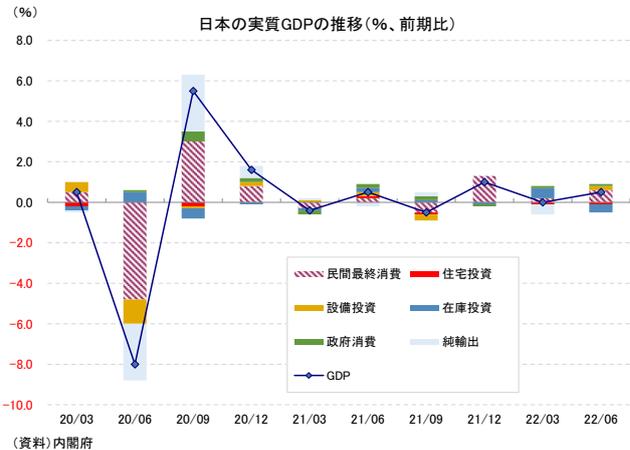
もともと、資源の純輸入国が貿易黒字を失い、経常黒字の水準も切り下げられるという状況は全世界的なものであり、ドイツの経常黒字も消滅しかかっている。裏を返せば、これほどの資源高と円安に直面しても経常黒字が確保できている状況からは「日本の経常収支の強さ」が証明されたという見方も可能かもしれない。円安による押し上げ効果も手伝って 2022 年上半期の第一次所得収支は+12 兆 8729 億円と過去最大を記録している。現状と比較される 2014 年上半期は+9 兆 2466 億円だった。2014 年上半期の経常黒字は+3848 億円で 2022 年上半期 (+3 兆 5057 億円) よりも 3 兆円以上も小さかったが、この差額はそのまま第一次所得収支黒字の差額 (約+3.6 兆円) で説明出来てしまう。貿易サービス収支の赤字は 2014 年上半期の約▲7.7 兆円に対し 2022 年上半期は約▲8.2 兆円とより大きいため、第一次所得収支に救われた構図が鮮明である。あくまで資源価格と為替の想定次第だが、第一次所得収支の存在により日本の経常赤字定着、象徴的には「債権取り崩し国」への転落は当面回避できる公算が大きいと言える。

もちろん、円相場への影響を考える上では第一次所得収支は基本的に外貨のまま再投資されるフローが多いはずであり、経常赤字転落を回避できることが円相場の下支えに直接寄与する可能性は高くない。しかし、直情的な為替市場における「安全資産としての円」という受け止めは、あくまで「世界最大の対外純資産国」というステータスに依存している部分も大きいように見える。これほど強い逆風に晒され続けた 2022 年上半期も第一次所得収支によって経常黒字が確保されたという事実は日本の経常収支を展望する上で重要な示唆に富んでいるようにも思える。

### 《日本経済の現状と展望～「コロナ前」回復の欺瞞～》

#### 「コロナ前」回復は大本営発表

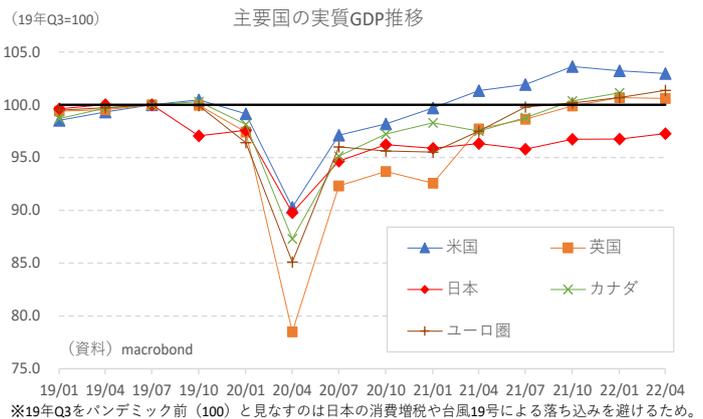
8 月 15 日、内閣府から公表された 2022 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2% (前期比+0.5%) となった市場予想の中心 (前期比年率+2.5%) をやや下回った。個人消費が想定ほど伸びなかったこともあるが、在庫投資の寄与度が▲0.4%ポイントと大きかったことが響いている。供給制約の厳しさから在庫取り崩しの動きが予想以上に進んだ実情が透ける。それでも政府が行動制限をかけなければ民間の消費・投資 (個人消費や設備投資) 主導でプラス成長を維持できるという姿



が改めて確認された格好といえる。図に示されるように、過去 1 年以上、日本の GDP はプラスとマイナスを交互に行き来しているが、これは感染拡大に合わせて行動制限を設定したり解除したりしている動きと符合している。世界的には独特の成長軌道と言って良い。

なお、今回の結果を受けてヘッドラインでは大々的に GDP 水準が「コロナ前」を回復したことが取りざたされている。しかし、本欄では繰り返し論じているように、この解釈は相当にミスリーディングである。「コロナ前」の目安として多用される 2019 年 10～12 月期は消費増税および台風 19 号の影響によって前期比年率▲14.3% (前期比▲2.80%) と大崩れした時期だ。実質 GDP の水準に関し、2022 年 4～6

月期を 2019 年 7～9 月期と比較すると▲2.7%、2019 年 1～3 月期から 7～9 月期までの 3 四半期平均と比較すると▲2.6%、2019 年暦年と比較しても▲1.9%と依然としてその差はかなり残っていることが分かる。主要国・地域を見渡しても、仮に 2019 年 7～9 月期を基準とした場合、これを下回っているケースはやはり目立っており、この特異性こそ今見るべき点だろう (図)。2019 年 10～12 月期を「コロナ前」として定義し、正常化を強調するのはあくまで大本営発表であり、額面通りの



受け入れは難しい。そもそも未だに水際対策と称して入国制限をかける状態で「コロナ前」を謳うことに無理がある。本稿執筆時点で日本の新規感染者数は 4 週連続で世界最大であり、どちらかと言えば水際対策を「する側」ではなく「される側」である。現状を恥じた上で即刻修正されるべきだと思われるが、8 月に修正された規制緩和は後述するようにほぼ奏功しない可能性が相当に高い。

### 本当に見るべきは実質 GDI

大多数の国民は名目賃金が上がらない一方、物価が騰勢を強めている現状に満足していないはずであり、これは各種世論調査などにも表れる。当然、「実体経済が正常化を果たした」とは感じていないだろう。過去の本欄<sup>1</sup>でも強調したように、実質 GDP は生産「量」の概念だ。これに交易条件の改善・悪化 (交易利得・損失) を加味し日本経済の「購買力」を把握できるようにした概念が実質国内総所得 (GDI) である。実質 GDP は生産「量」を把握するが、交易条件の変化に伴う日本経済の「購買力」の変遷までは把握できない。直感的に実質 GDI が改善しない経済で景況感も改善しないことは想像に難くない。そうした込み入った議論をせずとも資源高と円安の同時進行で望まぬ物価高が発生していることを国民は体感していると思われる。その体感を数値化したものを実質 GDI と考えて貰っても差し支えない。

実質 GDP と実質 GDI の乖離が非常に大きくなっていることは右図を一瞥すれば明らかだろう。実質 GDP は極めて緩やかながら水準を回復しているが、実質 GDI ははっきりと水準の切り下げが進んでいる。リーマンショック以降を振り返っても、資源高や円安が顕著に進む局面はあり、その都度、両者の乖離は問題視されたが、今次局面のそれは突出して大きい。ちなみに GDP に対する交易損失の比率を見ると、今期は▲2.8%に達している。過去 1 年を振り返ってみれば、2021 年 4～6 月期の▲0.4%以降、▲1.1%、▲1.6%、▲2.0%、▲2.8%と改善どころか悪化ペースが加速している。本来、一国の経済活動は生産 (付加価値=GDP)、分配



<sup>1</sup> みずほマーケット・トピック 2022 年 5 月 19 日号『本邦 1～3 月期 GDP を受けて～「成長を諦めた国」～』をご参照下さい。

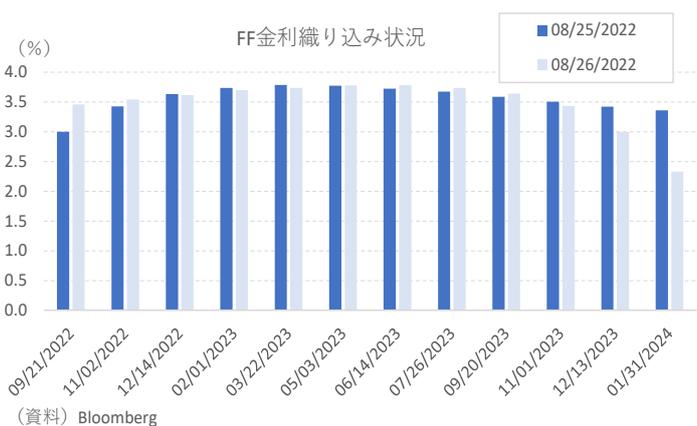
(所得=GDI)、支出(需要=GDE)のいずれかで評価しても規模が等しくなる「三面等価の原則」が成り立つはずだが、日本でははっきりとそうになっていない。これは原油を筆頭とする鉱物性燃料やその他素原材料を輸入し、これを加工し、輸出するという徹底した加工貿易体制によって輸入物価の上昇が交易条件の悪化(すなわち GDI の悪化)に直結しやすいという事情などが推察される(この点は諸説あるが、議論は別の機会に譲りたい)。輸入物価の上昇に合わせて輸出物価も引き上げることができれば交易条件の悪化は起きないが、日本ではそうになっていない。価格を引き上げてしまうと輸出が難しくなるという事情、端的に言えば輸出競争力の低下などが頻繁に指摘される。海外を見渡せばドイツも資源輸入国で輸出大国だが、交易条件の悪化はさほど話題にならない。これは域内貿易比率が高いという事情や輸出物価の引き上げ(≒コスト上昇の価格転嫁)に踏み切りやすいという事情が考えられる。

いずれにせよ、日本経済の現状がヘッドラインで取りざたされる実質 GDP の動きからでは把握できない困難な状況に直面しているのは間違いなく、それは実質 GDI の悪化(端的には購買力の悪化)を見た方がよく分かる。実質 GDP と実質 GDI を合わせることでは、今の日本経済の実相は見えてこないと言って差し支えない。

## 《米金融政策の現状と展望～容赦ないタカ派路線が続行～》

### FF金利の軌道が修正されたわけではない

注目された 8 月 26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演はわずか 8 分で終了したが、そのメッセージは鮮明であった。「物価の安定を回復するには引き締め的な政策姿勢をしばらく維持する必要がある」、「歴史は時期尚早な金融緩和を強く戒めている」など、明確にタカ派色を示していた。8 月、消費者物価指数(CPI)を筆頭とする一部の経済指標が減速したことで

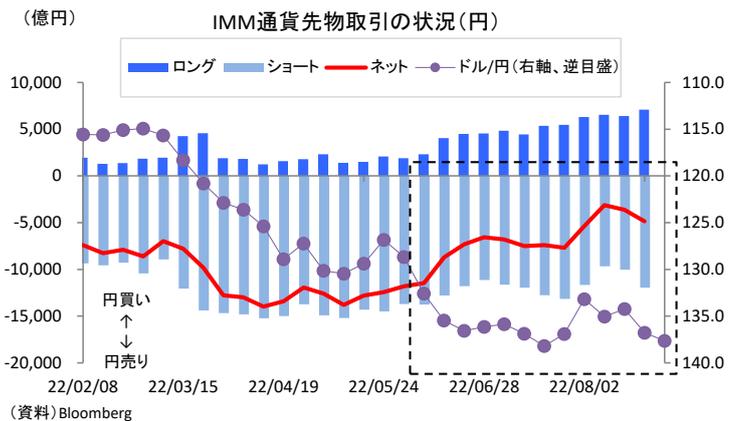


にわかに「FRB のハト派傾斜→米金利低下→株価急騰」という観測が出ていたものの、ジャクソンホール経済シンポジウム直前から複数の地区連銀総裁がこの楽観を戒めるような情報発信をしていた。その意味でパウエル議長の講演内容自体、意外なものではなかった。ヘッドラインでは米利上げ予想が上振れたことを報じる向きもあるが、図に示すように、講演前日の 8 月 25 日と当日の 26 日で 9 月の利上げ織り込みこそ上振れしているものの、「2023 年 3 月まで利上げして、同年後半には利下げ」という大まかな軌道の想定は変わっていない。図示されるように、むしろ利下げペースに関しては傾斜がきつくなっているくらいである。もともと「目先のタカ派運営を織り込みつつも、その反動を警戒する」という懸念があったところ、後者部分の「反動を警戒する」が今回の講演で強まったという印象もある。

政策金利に関し大まかな軌道の想定は不変とはいえ、開催まで 1 か月を切った 9 月 FOMC に対する利上げ織り込みは 75bp を中心として引き上げられており、米 10 年金利も 3% 台で安定している。結果として、株式市場の動揺は激しく、為替市場ではドル相場が買われている。「米金利が上がればドル相場も上がる」という米金利ひいては米国主導の為替相場は当面の展開に通底するものではあるだろう。

## 米金利だけでは決まらず

こうした米国主導の相場を前提とすれば、利上げの終点が見えてくる 2023 年 1～3 月期には米金利反落に合わせてドル高も終わることになる。これは本欄でも強調している骨子ではある。しかし、今次円安局面において、金利や政策動向に対し敏感な動きをされると思われる投機筋の取引動向とドル/円相場の動きは実は安定した関係にない。点線四角で囲っている 5 月下旬から足許に至るまで、円のネットポジションは

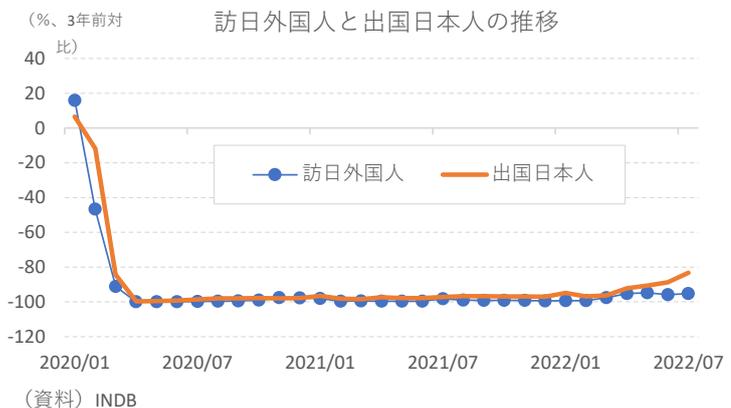


円売りが着実に縮小している (図)。こうした状況下でもドル/円相場は 130 円台で乱高下しており、総じて高止まりと言って差し支えない地合いにある。グロスポジションの趨勢を見ても、円ショートが緩やかに減りながら円ロングが緩やかに増えており、米金利低下と共に一方的な動きが続いてきた円相場の自律反発に賭ける投機筋の勢いが増していることが分かる。しかし、図示されるように、そうした投機筋の動きとは裏腹にドル/円相場は高値で安定している。米金利動向も重要だが、結局、米金利上昇と共に日本では歴史的な貿易赤字拡大も進行しているため、ドル高が終息しても円安がある程度残ってしまう可能性はある。年初来で 26 円も円安になれば 5 円や 10 円の円高調整はあっても不思議ではない。だが、120 円台後半が円高水準に見えるほど、円の評価はこの 8 か月間で低くなったという事実が重要だろう。

## 《メインシナリオへのリスク点検～終わらない鎖国政策、活かされない円安～》

### 「不自由な国」にわざわざ観光には来ない

8 月のドル/円相場は乱高下の展開だった。5 月の調整局面でも、本欄では繰り返し「円安局面が終わったとは全く考えていない」と強調してきた。8 月、131 円台を付けた際にも同じことをみずほマーケット・トピックで議論している。そう考える理由は米金利という円安を支える片翼がもがれても、円の需給環境が当面変わりそうにないという事実に依拠している。もち



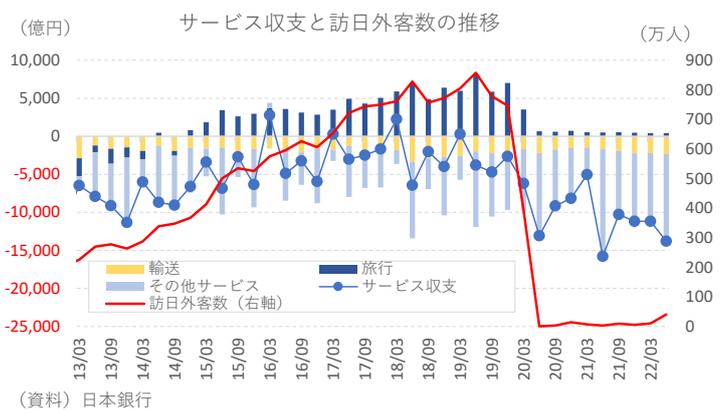
ろん、資源価格がようやくピークアウトしているため貿易赤字の拡大基調もようやく終点が見えているが、既に年初 7 か月間で▲9 兆円以上の貿易赤字はそれだけ円を売りたい経済主体が多いということの意味している。こうした状況下、実需に応じた円相場の軟化は避けられないだろう。

円の需給と言え、貿易収支だけではなくサービス収支の動向も重要である。具体的には旅行収支の動向だ。8 月 17 日、日本政府観光局 (JNTO) から発表された 2022 年 7 月の訪日外客数は 14 万 4500 人に止まった。これはパンデミック前の 2019 年 7 月 (299 万 1189 人) と比較して▲95.2%の減少である。ちなみに前月 (6 月) は 2019 年 6 月と比較して▲95.8%だった。6 月 10 日から外国人観光客 (いわゆる

インバウンド) 受け入れが段階的に再開しているが、その効果は殆ど出ていないと言える。観光庁の提示する「外国人観光客の受入れ対応に関するガイドライン」に拠れば、基本的な感染防止対策としてマスク着用や手指消毒、3密回避を求めた上で、民間医療保険への加入なども推奨している。これらが守られない場合、ツアーの打ち切りまで示唆されている。その上で、本稿執筆時点ではビジネス客含めて1日2万人の入国制限が付けられている。この状況で外国人が堰を切ったように日本に入ってくるはずがない。多くの国は既に入国制限が撤廃され、マスク着用も目立たなくなっている。要するに、防疫対策に限って言えば、日本よりも「自由な国」が殆どである。その「自由な国」から「不自由な国」にわざわざ時間とお金をかけて来る理由は多くない。統計はそれを物語る。ちなみに「外国人が日本に入る」のは難しいが、「日本人が外国へ出る」ことについては諸外国の規制緩和も手伝って5月に▲90.7%、6月に▲88.7%、7月に▲83.3%と正常化には遠いものの、回復基調が確認できる。7月の出国者数は27万7900人と2020年3月以来の20万人台を回復している。夏季休暇が本格化する8月はより増えた可能性が高い。「日本人が出るのは良いが、外国人が来るのは駄目」という構図が鮮明になりつつある。

### 旅行収支はパンデミック直後より悪化

「日本人が出るのは良いが、外国人が来るのは駄目」という構図が続けば、当然、外貨の支払は増えるが、受取は減る。為替のフロー上は「円売り・外貨買い」が拡大することになる。これは国際収支上のサービス収支、より具体的には旅行収支に関する議論である。現在明らかになっている2022年上半期(1~6月期)国際収支統計からサービス収支と訪日外客数の動きをプロットしたものが図である。インバウンド全盛の2018~2019年と比較すれば、現状の訪日外客数は微増しているとはいえ、蒸発と表現できる状況である。



驚くべきことだが、今年の旅行収支はパンデミック発生直後の2020年、2021年よりも悪化している。2022年上半期の旅行収支黒字は+828億円であるの対し、2020年上半期は+4207億円、2021年上半期は+1062億円だった。これほど円安が進み、世界的に入国規制の緩和が解除され始め、旅行収支黒字を稼ぎやすい環境が整っているにも関わらず、逆に悪化しているのは鎖国政策の賜物である。円安下で日本人だけ海外渡航が許されているのだから、流出幅はより大きくなるし、その一方で外国人は門前払いなので流入幅は小さくなる。旅行収支が改善するはずがない。

### インバウンド解禁は一石二鳥の策

徹底した検査で新規感染者数を炙り出し、そのヘッドラインが世論の最大の関心事となる日本社会の雰囲気が続く限り、岸田政権が入国規制を全面的に緩和することはないだろう。後述するように、8月24日、岸田政権は入国規制の緩和を大々的に発表しているが首相自らが標榜していた「主要7か国諸国並みに円滑な入国」は全く実現していない。感染者の全数把握見直しはメディアの恐怖報道を修正する契機になると期待されたが、結局寸前で自治体任せとなり、肝心要の東京都がこれに応じない姿勢を明ら

かにした。結局、9月以降も日本の防疫政策は本質的に何も変わらない。一切の制限を設けないインバウンド全面解禁は見通せる将来において想像できない。

その結果、旅行収支黒字の回復は見込めない状況が続く。2019年の旅行収支黒字は約+2.7兆円あった。今年上半期の経常黒字が約+3.5兆円なので、もはや旅行収支黒字は日本にとって軽視できる収支項目ではないはずである。もちろん、本来、インバウンドの30%を占める隣国・中国がゼロコロナ政策を敷く以上、日本の旅行収支黒字が往時の水準を取り戻せる見込みは元々ない。しかし、そうした外的環境以前に、自ら外国人を門前払いしていることが円売り超過の需給環境に加担していることを認識すべきだろう。旅行収支黒字は2019年上半期において月平均+4500億円稼いでいた。これに対し今年上半期は月平均+138億円と往時の3%程度しかない。また、2019年上半期の貿易収支は月平均+54億円の黒字だった。これに対し今年上半期は月平均▲9448億円の赤字である。つまり、旅行収支黒字が全盛期（月平均+4500億円）に戻ったとしても、現在記録される月間の貿易赤字（月平均▲9448億円）の半分しか相殺できないのである。そうした事実があるにもかかわらず、自ら外国人を追い返してその需給環境をさらに円売り方向へ歪めているのが現状である。

もちろん、それでも厳格な入国制限に伴う水際対策が合理的な効果を持つならば致し方ない面もある。しかし、今や世界の新規感染者数の半分が日本である。それでも他国が放棄した入国制限やマスク着用拘泥している状況はもはや冷静な判断能力があるとは言いつらく、科学的な対策というよりも情緒的な信仰に近い。日本経済だけがパンデミック前（2019年7～9月期）のGDP水準を克服できないのは合理的な思考ではなく情緒的な信仰を抱え込んで変わろうとしないからだろう。現実の数字から発生している副作用を直視した上で一刻も早く国際社会に門戸を開いて欲しいと思う。鎖国政策の修正は円安抑止と内需刺激を狙える一石二鳥の政策として正当化できる。

### 「上限5万人」は悪い数字ではない

こうした状況下、岸田政権は8月24日、政府は新型コロナウイルス感染症対策の段階的緩和に動き始めることを表明した。なかでもG7で最も厳格で、恐らくは最も非科学的と揶揄される水際措置がいよいよ軌道修正されることに注目が集まっている。ヘッドラインでは「1日あたり2万人」とされる入国者数の上限が5万人引き上げられることが取りざたされ、この点に関し評価を尋ねられることが多いので筆者なりの認識を示しておきたい。もちろん、この期に及んで「上限」を設けること自体、異常な政策姿勢であることは間違いない。5月初頭、岸田首相自らがロンドンで「6月にはG7並みにする」と謳った水際措置はあれから3か月経過した今でも殆ど変わっていない。既にG7のどの国も採用していない「上限」を残すのはどう見ても前言と矛盾している。

しかし、周知の通り、何事も保守的な対応に努める岸田政権の特質を踏まえれば「1日5万人」は及第点にも思える。というのも、インバウンドがピークに達していた2019年は年間で約3200万人、1日あたり約8.8万人が日本を訪れていた。この3200万人のうち、約30%に相当する959万人が中国人であった。周知の通り、この部分のインバウンド需要は同国のゼロコロナ政策により消滅した状態にある。約8.8万人の▲30%減は約6.2万人である。これが今の日本が享受できるだろう潜在的なインバウンド需要である。これに対して「1日5万人」は十分な回答ではないが少な過ぎるという話でもない。

ちなみに、同年の旅行収支黒字は約+2.7兆円だったので、7掛けで約+1.9兆円までの復元はイメージできる。しかし、円の実質実効為替相場（REER）が半世紀ぶりの安値まで下がっている。それだけ日本における外国人の購買力が高まっているという意味でもあり、訪日外客数の量（人数）が伸びなくとも1人当たりの価格（消費額）が2019年よりも高くなる期待はあるため、旅行収支黒字も単純に「中国人の分が減った」とはならないのかもしれない。



直近の REER (2022 年 7 月 60.0) は 2019 年平均の REER (79.4) よりも 24% も安い。観光庁によれば 2019 年の訪日外国人の消費額は約 4.8 兆円、1 人あたり 15.9 万円だったが、半世紀ぶりの REER 安値を更新し続ける日本の財・サービスを消費するにあたっては、こうした 1 人あたりの消費額が増えても不思議ではない。ラフに言えば、中国の分、訪日外客数が減っても「24%、安くなった日本」で旺盛に消費してくれれば、1 日 5 万人の上限でも旅行収支黒字や消費額は相応に回復が見込める。

### 問題は上限設定以外にある

しかし、真の問題は入国者数の上限ではない。7 月に観光目的で入国した人は 7903 人、1 日当たりでは 250 人だった。問題は明らかに入国者数の上限ではない。海外から日本への入国を阻んでいる障害としては①（現地を出国する前）72 時間以内の陰性証明書、②観光ビザの要求、③添乗員付きツアー客限定の 3 つが悪名高い。このうち①に関しては今回の緩和をもってワクチン 3 回接種済みならば不要になると報じられている。だが、②や③が残るのであれば、恐らく入国者数は大して増えない可能性がある。

現状、観光目的での日本への入国が許可されているのは感染リスクが最も低いとされる米国や韓国など 102 の国・地域に限定される。その上で、コロナ以前は不要だった国も含めて例外なく観光客がビザの取得を求められている。本校執筆時点で世界の新規感染者数の半分をコンスタントに記録している国が感染リスクをランク付けして水際対策を行う姿は滑稽と言うほかないが、今回の規制緩和でこのビザの扱いが残るならば状況は変わらないだろう。その上で添乗員付きツアー客に限定され、個人客を拒絶する姿勢も修正されそうにない。入国制限以上にビザ要求やツアー客限定の条件が訪日外国人を遠ざけている現実を直視すべきだろう。なお、これ以外にも、任意の医療保険加入を推奨したり、マスク着用を強要したりする執拗な感染対策も日本が好まれない一因ではないか。多くの外国人はもっと自由な国から来る。わざわざ窮屈な思いをさせられることは避けて当然である。

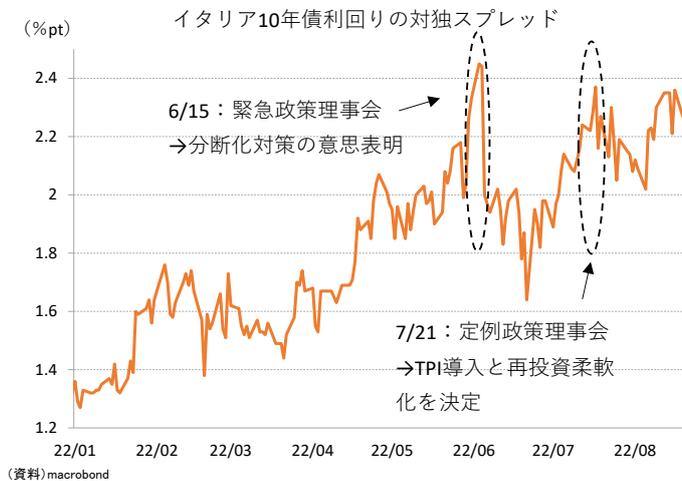
インバウンド解禁は旅行収支黒字を通じて円売り超過の需給を修正し、停滞している内需を刺激する契機にもなり得る一石二鳥の策である。既に日本の感染者数は世界的な高水準にあり水際措置を謳う意味は客観的に消滅している。保守的な世論に配慮するのは政治的心情として理解するが、もはや感染対策としても経済対策としても水際措置は全く合理性がない。だからこそ支持率低下の中でも今回のような緩和に踏み切ったということなのかもしれないが、②や③に切り込めない限り、旅行収支黒字の復元は相当に難しい状況が続くと思われ、円相場ひいては日本経済に与える影響は限定的なものにとどまるだろう。円安と各国の開国状況を踏まえれば、サービス収支主導で円売り需給の修正に向かうはずだが、保守的な政策に執心する岸田政権ではそうになっていないという歪みが当分放置されそうである。

◆ ユーロ相場の見通し～「鉄壁の需給」を失ったユーロの今後～

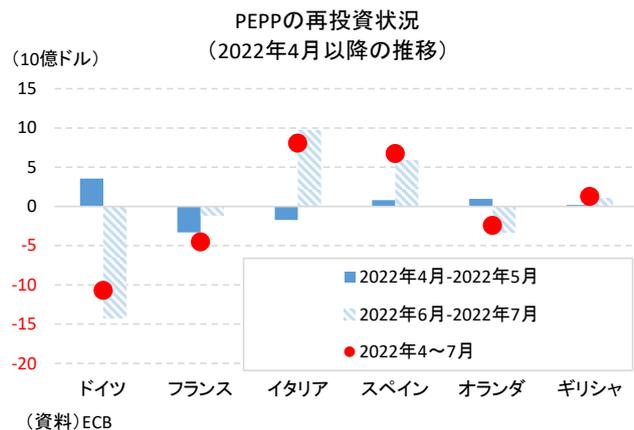
《ユーロ圏金融政策の現状と展望～限界試される再投資政策～》

「ドイツを売ってイタリアを買う」は鮮明

ECBは7月21日の政策理事会で一部加盟国の利回り高騰（域内金融市場の分断化現象）を念頭に伝達保護措置（TPI：Transmission Protection Instrument）の導入を決定した。これにより流通市場において当該国の国債や地方債を際限なく購入できることに一応はなっている。「一応は」と枕詞を付けたのは、TPIの発動条件が余りにも厳格であり、金融市場では「恐らく使われないだろう」という思惑が根強いためである。ラガルド ECB 総裁も記者会見で「使わない方が良い」と述べている。かつての無制限国債購入プログラム（OMT）がそうであったように、「抜かざるの宝刀」として機能することが期待されていそうだが、今のところ、懸案のイタリア10年債利回りは高止まりしている（図）。



TPIを「抜かざるの宝刀」と位置付けたうえで、分断化対応策に関して、ラガルド総裁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）」だと明言している。このため、当分はECBが2か月に1回公表するPEPPの運用状況が注目することになる。PEPPの柔軟化は実態としては「健全国の国債の償還金を脆弱国の国債に再投資する」ということである。

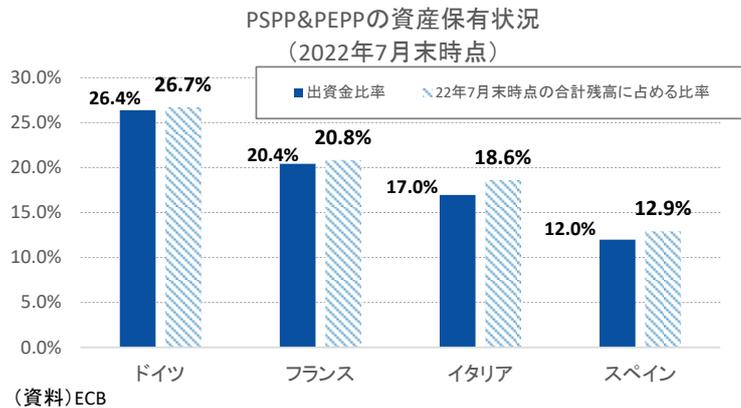


PEPP の新規購入は 4 月以降停止しているため、発表される運用状況の注目点 は「どのように再投資され、リバランスされているのか」という一点に絞られる。PEPP の運用状況は 2 か月単位で公表され、8 月初頭には 6～7 月分の再投資状況が公開されている。図示されるように 6～7 月はドイツやフランスやオランダの国債が大きく売られる一方、イタリアやスペインやギリシャの国債が大きく買われており、既に再投資の柔軟化が着手されている様子が分かる。特にドイツ国債の売り越し額は▲143 億ユーロで、イタリア国債とスペイン国債の買い越し額合計+157 億ユーロと概ね釣り合うイメージになる。PEPP の新規購入が停止している 4 月以降の 4 か月間で見ると、ドイツ国債とフランス国債とオランダ国債で▲177 億ユーロが売り越しされている一方、イタリア国債とスペイン国債とギリシャ国債で+160 億ユーロが買い越しされている。概ね図に示されている加盟国の国債を売買することでバランスシート規模を維持していることが分かる。とりわけ「ドイツを売ってイタリアを買う」は鮮明な傾向である。

### 資本金出資比率からの乖離はどこまで耐えられるのか？

問題はこうした特定の加盟国国債を対象とする再投資を続ければ、ECBの資産購入を縛っている出資金比率（capital key）を逸脱するということである。周知の通り、PEPPに限らず、ECBは資産購入の際は各国がECBの拠出している出資金の割合（出資金比率）に準拠して国別購入量を規定している。上述してきたように、「健全国を売って脆弱国を買う」というリバランスを意図的に進めれば、当然ながらECBの保有資産における健全国と脆弱国が占める割合は接近する。

実際、出資金比率からの乖離はもう目立ち始めている。出資金比率からの乖離はPEPPという枠組みに限らず、定例の国債購入プログラムであるPSPP（公的部門購入プログラム）と総合して評価する必要がある。PSPPの方がPEPPよりも歴史が古く、当然、保有国債も多いため、これを抜きにしてECBの国債保有実態は議論できない。PEPPとPSPPで購入された国債の保有実態を一覧したものが図である。既に



イタリアは乖離率が+1.7%ポイントに達している。なお、図は4大国に限って示しているが、オランダやギリシャを含むその他加盟国が乖離率から下方乖離することで全体がバランスしている。仮にPEPP保有分に関し、今年4月以降の再投資ペースが維持された場合、年末にはイタリア国債の保有割合が20%に接近する可能性もあり、これは資本金出資比率で言えばフランス並みの扱いという話になる。

もちろん、PEPPという枠組み自体、「出資金比率からの一時的乖離」を1つの特徴として生まれた経緯があり、乖離の存在自体が想定外ということではない。だが、再投資の柔軟性を強調したことで「どこまでの乖離を許容するつもりか」が市場の焦点となり得る。この点に関し、明確なヒントがあるわけではないが、やはりドイツ国債と同等の保有量に至れば相応に騒ぎになるだろう。言うまでもないが、「ドイツを売ってイタリアを買う」を徹底しているのだからそのまま続けていけば、どこかのドイツと並ぶことも視野に入る。例えば現在のリバランスペースを今年度（2023年3月末）まで継続すれば、そうした展開は視野に入る。これはあり得ない話ではない。というのも、冒頭で見たように7月以降のイタリア国債の利回りは顕著に下がっておらず、「何とか上昇を抑制している」という印象が抱かれる。6~7月に限った場合、イタリア国債はPSPPで+24億ユーロ、PEPPで+98億ユーロ、計+122億ユーロが購入されている。それくらいの購入をしてようやく利回りの抑制を図ることが出来るという状況とも読める。現状以上のペースで「ドイツ売り、イタリア買い」が継続する可能性はある。

### 「抜かすの宝刀」ではなく「抜けない宝刀」

今後の再投資ペースの鍵を握るのは9月25日のイタリア総選挙である。7月21日の会見では記者がTPIをイタリア対策ではないかと質し、「全加盟国が対象で政治リスクに対応するものではない」とラガルド総裁が反論する場面が見られたが、客観的に見てTPIを必要とするほど利回りが高止まりしているのはイタリアくらいだ。その利回り高止まりの背景にイタリア政局の混乱があることは市場では周知された事実と言って良い。当面のイタリア政治情勢は金融市場に警戒されるだろう。

既報の通り、ドラギ政権の下での政治安定はわずか 1 年半で終了しており、イタリア政局は流動化している。毎度のことながら総選挙後の政権樹立は単独政党では困難な情勢であり、現状では右派ポピュリスト政党とされる「イタリアの同胞」、同じく右派ポピュリスト政党と思われる「同盟」の支持率が高く、これに中道右派・政党であるフォルツァ・イタリアが合流することで右派三党によるポピュリスト連立政権になるとの観測が根強い。仮にそうなった場合の政策主張などは今後明らかになるが、今後のイタリア政治の方向性が反 EU の色合いを帯びそうなことは否めない。欧州委員会や ECB の求める緊縮・構造改革路線について反意を示すこともある程度間違いないだろう。

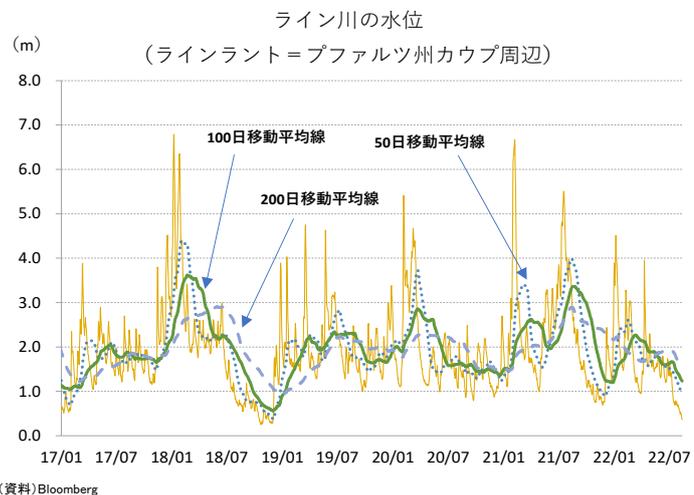
TPI の発動はあくまで EU の求める緊縮・構造改革路線を踏襲した場合に限り認められることになっており、新政権樹立に伴い、域内債券市場は「イタリアへの TPI は困難」という前提の下で価格形成を始める懸念がある。さしずめ「抜かずの宝刀」ではなく「抜けない宝刀」と見なされる展開である。こうした政治リスクも踏まえれば尚の事、6~7 月以上のペースで ECB は「ドイツ売り、イタリア買い」を強いられる可能性が高まるだろう。金融市場は乖離率の限界を試すようにそうしたトレードを進め、ユーロ相場の下げ圧力となる可能性も念頭に置くべきかと思われる。

## 《ユーロ圏相場の現状と展望～大動脈停止が導くユーロ売り～》

### 「欧州の大動脈」が停止の危機

ウクライナ危機を受けてロシアとの関係が悪化し、ユーロ圏が深刻なエネルギー危機に見舞われていることは周知の通りである。もはやインフレ高進は「コストプッシュなので一時的」という状況を通り越して ECB の政策運営にもはっきりと修正を強いており、他国・地域に比べてもエネルギー危機はユーロ圏の経済・金融情勢に強い制約を与えている。これは欧州委員会や ECB が「ロシアからのエネルギー供給が途絶えた場合」を念頭に別の予測シナリオを用意していることにも現れる。

しかし、ここきてさらに域内のエネルギー事情を悪化させる材料が浮上している。それはライン川の水位低下だ。ドイツ海上輸送の要であるライン川の水位は猛暑による渇水で低下し、今後、船舶の航行不能となる水準付近まで低下すると見通しが出ている。ドイツ、いや欧州にとってライン川の重要性は言うまでもない。スイス山岳地帯から始まり、ドイツの主要都市を従え、最終的には欧州最大の港湾都市ロッテルダム（オランダ）まで繋がり、最後は外



洋（北海）へ注ぐライン川は燃料（石炭や鉄鉱石など）、化学製品、自動車部品など重要な交易財を運ぶ役割を果たしている。陸上輸送に比べて大量の運搬を可能にするルートであり、文字通り「欧州の大動脈」と形容される河川である。その使用が危ぶまれつつある。

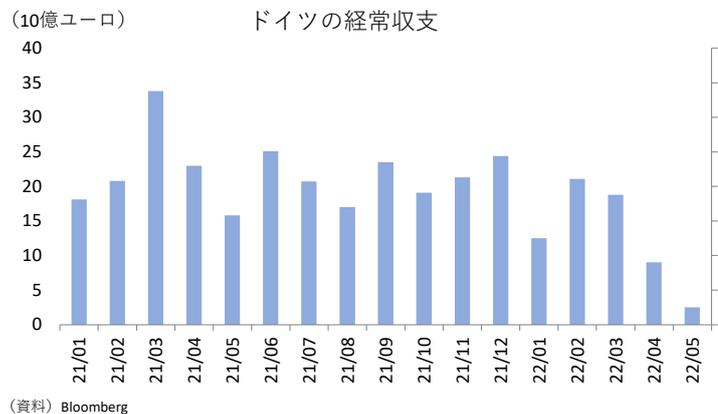
8 月 10 日時点でドイツ西部の都市でライン川中流に位置するカウプ周辺の水位は 50 cm 付近まで低下し、30 日時点では降雨もあって 100cm まで回復している（図）。このまま事なきを得るかどうかは天気予報次第という状況にあるが、過去のデータを見る限り、秋口（9~10 月）にかけて水位は低下する季節

性があるため、ライン川が航行不能になりエネルギーに関する供給制約が強まるという展開は十分想定される。例えば石炭の多くはロッテルダム経由でドイツに海上輸送されている。既報の通りだが、ロシアから天然ガス供給が絞られるためドイツは脱炭素方針を棚上げして石炭火力発電に傾斜しつつあるが、石炭が入手できなければこれも難しくなる。結果、電力不足を通じてドイツ経済の足枷となる。避けるためには割高なスポット価格で天然ガスを買いつけるしかない。ただでさえ厳しいと目される冬場のエネルギー事情にかなり不安が強まる。もちろん、エネルギー関係だけではなく、製造と納品の遅れが顕著になっている自動車などについても状況悪化が想定される。

なお、ライン川の渇水は酷暑の結果と言われるが、酷暑は気候変動の結果と評価されている。その気候変動にアプローチするために脱炭素を進めてきたはずだが、それも上述したように実質的には破綻しつつある。本当に脱炭素方針を守りながらエネルギー危機を打開したいのであれば、今やドイツ国民の8割が支持すると言われる原発再稼働しか道は無いように見える。

### ドイツ経常赤字転落とユーロ安

ユーロ相場への影響も無視できない。上述した通り、ライン川はロシアからのエネルギー供給減少を補うルートの一つとして位置づけられている。裏を返せば、そのルートが封じられた分はロシアからのエネルギー供給に依存する余地が生じるということでもある。ドイツの5月貿易収支は31年ぶりの赤字に転落しているが、必然的に経常黒字も大幅に目減りしており、既にこちらも赤字転落寸前まで追い込ま



れている(図)。割高なスポット価格でのロシアからのエネルギー輸入が現状以上に拡大すれば、当然貿易赤字は拡大するし、いよいよ経常収支も赤字になり得る。

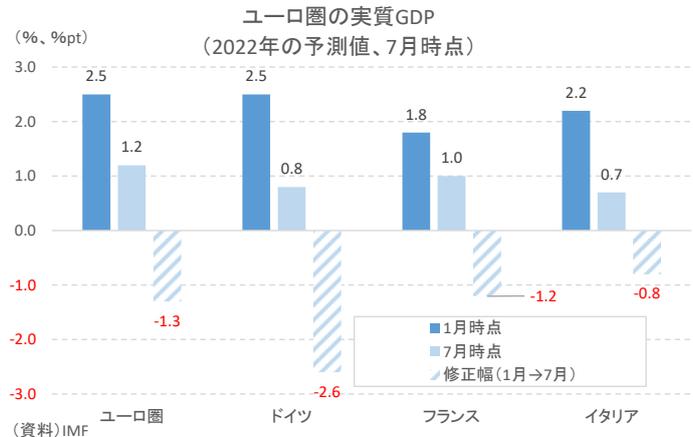
月次ベースで振り返った場合、ドイツの経常収支が赤字だったのは「欧州の病人」と呼ばれた状況から復活しようとしていた2003年1月、19年以上前の話となる。エネルギーにまつわる供給制約悪化はドイツ経済の低迷ひいてはユーロ圏経済の低迷に直結する。結果的に ECB のタカ派路線に対する猜疑心を生み、円以外の通貨に対して金利水準で劣るユーロ相場は売り圧力に晒される懸念が強まる。過去の本欄では繰り返し論じてきたように「金利が低いとはいえ、ドイツひいてはユーロ圏は世界最大の経常・貿易黒字を誇っている」という強固な需給がユーロ相場の底割れを防いできた経緯もあった。その需給環境がウクライナ危機で揺らいでいるのがユーロ相場の近況であったが、ここにきて浮上しているライン川の水位低下は追い打ちをかける悪材料と整理できる。

さらに悪いことに想定外のユーロ安が進めば、輸入物価の上昇を通じてやはりインフレが上振れしやすくなる。結局、ECB は景気後退を覚悟しても引き締め措置に尽くすしか道はないように見える。筆者は遅れて正常化するユーロは途中で正常化が停まるドルに対して買われやすくなると考えてきたが、それはあくまで巨大な経常・貿易黒字の存在を前提としたものだった。その前提が大きく崩れる以上、ユーロ相場の見通しは切り下げも視野に点検したいと思う。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～劣後する欧州経済～》

### 強まるドイツのリセッションシナリオ

ライン川の水位低下が成長率に与える影響は未知だが、今年のユーロ圏の成長率見通しは既に年初時点から半減しているという実情は知っておきたい。現状入手できる主要機関の見通しに関し、最新は7月26日に改訂が発表されたIMFの「世界経済見通し(WEO)」である。この改訂では河川の水位低下はもちろん、ロシアからのエネルギー供給が完全に途絶することも(リスクとして視野に入れつつも)織り込んでいるわけではない。この段階でもドイツの実質GDP成長率は今年1月時点のWEOから3分の1程度の成長率にまで切り下がっており(+2.5%→+0.8%)、現時点で+1%を割り込む見通しである。これは他の加盟国やユーロ圏全体のイメージに照らしてもかなり大きな切り下げ幅である(図)。



こうした現状に加えて「ライン川航行不能の厳冬」というシナリオを織り込んだ場合、電力不足を背景とする工場の稼働率低下が一段と足かせになる。ロシアからのエネルギー供給問題も片が付いたわけではない。2022年のドイツ経済について「ゼロ成長もしくはリセッション」という可能性が色濃くなりつつある。年初の+2%強の成長率が見込まれていた念頭から景色は一変している。

こうした現状に加えて「ライン川航行不能の厳冬」というシナリオを織り込んだ場合、電力不足を背景とする工場の稼働率低下が一段と足かせになる。ロシアからのエネルギー供給問題も片が付いたわけではない。2022年のドイツ経済について「ゼロ成長もしくはリセッション」という可能性が色濃くなりつつある。年初の+2%強の成長率が見込まれていた念頭から景色は一変している。

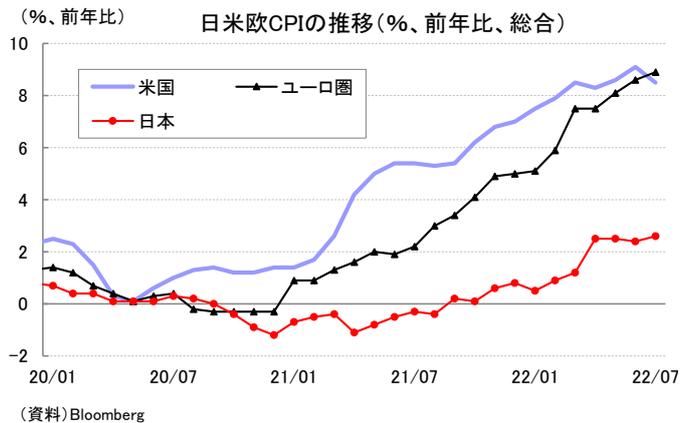
### 試される脱炭素

水位低下は猛暑による渇水が原因とされ、それ自体は近年の欧州が音頭をとってきた気候変動(脱炭素)問題と直結する。こうした状況下、ロシアからのエネルギー供給が絞られつつあることで本来は脱炭素と矛盾する石炭火力発電への再回帰が生じつつあるというのが従前の状況であった。だが、ここにきて猛暑による渇水(≒主要河川の水位低下)で石炭運送に支障が生じ、石炭火力発電の通常運用にも影響が出る可能性が出てきた。この状況が極まっていけば、脱炭素とも両立する主要な発電手段として原子力発電が必然の選択肢として浮上してくるだろう。

シュルツ現政権はメルケル前政権が2011年に打ち上げた「2022年末までの原発全廃」を今のところ貫く方針にあり、これは連立政権の一角を占める緑の党の存在を踏まえれば撤回は困難という見方が根強い。しかし、既にドイツ世論の8割が原発の稼働延長を支持し、なんと緑の党支持者の7割近くも同様の立場へと変わってきているという。生活インフラが危機に晒されていることを肌で感じる有権者にとって地球の気温を1度下げるよりも今冬を無事に乗り切ることの方が遥かに大事になっているのだろう。そうなるであろうことは行き過ぎた脱炭素機運に警鐘を鳴らす向きが当初から指摘してきた展開だが、残念ながら実際にそうなるまで多くの支持者は気づけなかった。自身の日常が危うくなれば崇高な理念であっても簡単に放棄されることが示された以上、今回の非常事態が落ち着いた後、果たして脱炭素機運がかつての熱狂を取り戻せるのか疑義は残る。

### ピークアウトしないユーロ圏のインフレ

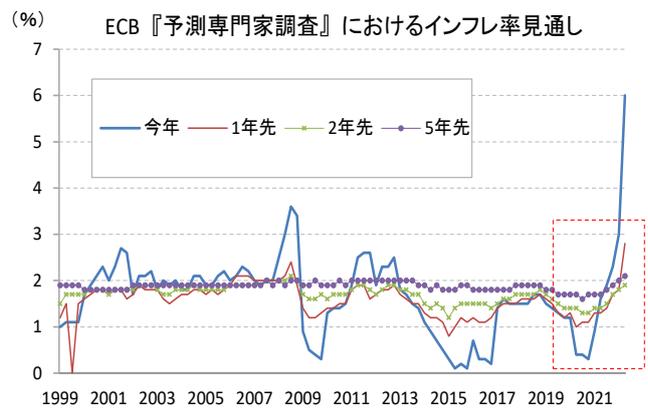
「米国のインフレ情勢はピークアウトしているように見えるが、ユーロ圏も同様の理解で良いか」という照会を受けることがある。結論から言えば、ユーロ圏のインフレ情勢はまだ予断を許さない筆者は考えている。既報の通り、米国のインフレ率は消費者物価指数（CPI）や個人消費支出（PCE）デフレーターがコアベースで既に折り返しており、直近7月分では総合ベースの減速も話題になった（図）。7月分CPI総合ベース（前年比）を見ると、ユーロ圏は



+8.9%と米国の+8.5%を上回っている。両者の逆転は2020年4月以来、27か月ぶりの出来事だ。目先のユーロ圏消費者物価指数（HICP）を見ても、ロシアによるノルドストリーム1稼働停止やライン川水位低下といった供給制約が不意に発生するリスクシナリオが目立つだけに、インフレ率の欧米逆転ひいては拡大が秋以降のテーマになる可能性がある。

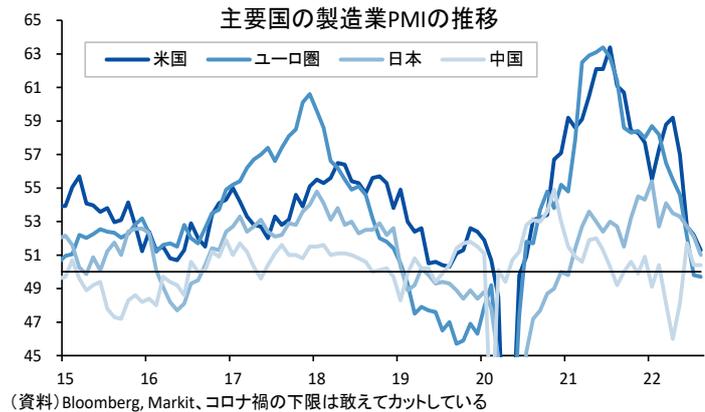
### 調査ベースのインフレ期待は急騰

インフレ期待や雇用・賃金情勢を見ても警戒が解けない状況が窺える。ECBが伝統的にウォッチする市場ベースのインフレ期待である5年先5年物インフレスワップフォワード（5年先5年物BEI）はピークアウトしている一方、調査ベースのインフレ期待ではインフレ圧力が弱まる兆しがなく、むしろ加速している。ECBが四半期に一度公表する予測専門家調査（SPF：Survey of Professional Forecaster）に示されるインフレ期待は年内および1年後のインフレ期待に関し、調査開始以降で経験したことのない上振れを見せている（右図・上）。実際、域内労働市場の逼迫は続いており、これと整合的にサービス物価や将来のサービス物価を規定する妥結賃金も急騰している（右図・下）。物価面だけを見ればECBとしてタカ派姿勢を緩める状況にはなく、むしろ利上げペースの加速が謳われても不思議ではない。ラガルド体制下の情報発信は5月のブログや6月の緊急政策理事会など不規則さが増しており、制御できないインフレ状況を前に今後同様の突発的な情報発信はあり得る。



## 劣後する欧州経済

ユーロ圏のリセッションリスクは他国・地域よりも確かに高い可能性がある。簡易な判断基準として製造業 PMI に目をやれば、8月時点で拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 か月連続で割り込んでいる。米国や日本が 50 以上で安定していることを踏まえると、やはりユーロ圏の実体経済は相対的に大きな痛みを抱えているように見える。失速が話題になる中国ですらまだ 50 割れには至っていない (図)。前述の通り、

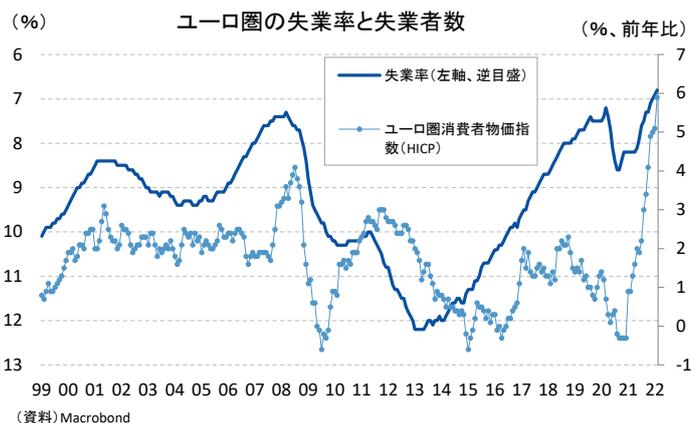


り、ピークアウトの兆しが窺える米国に対し、ユーロ圏のインフレはまだ予断を許さない状況にあるのが原因だろう。スタグフレーションが現実的なリスクとして近づいているように見える。

ユーロ圏のインフレが落ち着きを見せないのは、周知の通り、エネルギー供給への懸念が慢性的に強いという事実に至る。ロシアからの天然ガス供給が不安定化していることは元々だが、ノルドストリーム1が断続的な稼働・不稼働を繰り返しており「どの程度不安定なのか」も読めない状況にある。これに加えてライン川水位低下に伴って天然ガスを代替すべき石炭の輸送にも支障が出ている。8月下旬の降雨で水位が回復し最悪は脱却したとの見方も出るが、ユーロ圏経済の命運を握る石炭火力発電の先行きは文字通り「天のみぞ知る」という状況にある。もちろん、ライン川は自動車部品や化学品も輸送しており、航行不能となればドイツを筆頭とするユーロ圏経済全体が様々な供給制約と物価上昇に直面する。

## ドイツ経済のリセッションリスク

ドイツと言えば、8月20日、ナゲル独連銀総裁が独紙に対するインタビューで「ライン川の水位がさらに低下し供給制約が悪化したり、天然ガス供給が止まったりしたら、ドイツ経済に何が起きるか」と尋ねられ「上半期のドイツ経済は難しい状況にもかかわらず相応に上手くやってきており、このままいけば 2022 年は 2%をやや下回るくらいだと見込まれる。しかし、仮に水位問題など、さらなる供給制約 (further supply



problems) が加わった場合、下半期の見通しはさらに悪化する。エネルギー危機が強まれば、冬には景気後退がありそう (likely)」と述べている。エネルギー供給という論点に限れば、ユーロ圏経済は資源国である米国は元より、電力不足が案じられる日本よりも深刻な状況にある。

もっとも、域内のインフレ圧力は既にエネルギー関連を超えてサービス物価にもはっきり波及しており、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) におけるサービス物価の伸びは統計開始以来のピークを毎月更新している。サービス物価は賃金上昇の結果を映じていると考えて差し支えない。上述のインタビューで

ナーゲル総裁は「賃金上昇スパイラル (a wage-price spiral) を懸念しているか」と率直な質問も受けているが、これに対しナーゲル総裁は「現時点で最重視すべき事項は、我々がそれ (賃金上昇スパイラル) に直面しているかどうか」と述べ、「一般物価の上昇が高賃金への需要のトリガーになるのであって、その逆はない」との見方を示し、まずはインフレ期待が 2% でアンカーされていることの決定的な重要性に言及している。こうした発言に続けナーゲル総裁は「ECB はこれに対応できる」と回答しているため、現時点で賃金上昇を伴う制御不能なインフレ状態に入ったとは判断していないようだが、前頁図に示すように、失業率はユーロ圏発足後の最低水準を毎月更新しており、雇用・賃金情勢の逼迫は確かである。これに合わせてサービス物価、ひいては HICP 全体が押し上げられているという考え方はできる。

総じて、インフレがピークアウトする兆しが見えず、むしろ加速の材料が散見される (ナーゲル総裁は秋にかけて +10% への加速を警告している)。「不況下の物価高」、すなわちスタグフレーションが定着するリスクが最も高そうに見えるのが今のユーロ圏と言えらるだろう。過去の本欄でも論じたように、そうした高コストなエネルギー構造が「鉄壁の需給 (世界最大の経常・貿易黒字) 環境」というユーロ圏最大の強みを崩しつつある。ユーロ相場におけるパリティ割れ定着は素直にユーロ圏のこうした八方塞がりの状況を反映したものではないかと思われる。また、為替市場全体でのユーロ売り・ドル買いが進むことで、ドル/円相場が支えられる状況にあるようにも見える。

いずれにせよユーロ相場が反転のきっかけを掴むにはエネルギー供給にまつわる懸念が顕著に解消することが必要と思われるが、これから厳冬に向かうことを考えると、積極的にユーロを買い進めるのは難しいというのが実情だろう。

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](mailto: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。