

中期為替相場見通し

2022 年 10 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～通貨高競争の色合いが強まる世界～

為替市場の現状と展望について～迫る通貨高競争の足音～	P.3
為替市場の現状と展望について～「安い日本」の正体は名目相場に限らず～	P.4
円相場の需給環境の現状と展望～季節調整済みで連続赤字の意味～	P.7
日本経済の現状と展望について～「安い日本」に製造業は戻るのか？～	P.10
米金融政策の現状と展望～FRB にとってリセッションはリスクにあらず～	P.11
補論：金融引き締めの意味をどう捉えるべきか～正論を打ち出した国連～	P.13
メインシナリオへのリスク点検～ドル暴落説の検証～	P.15

◆ 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～政策間の整合性が問われる状況に～	P.18
EU のエネルギー政策の現状と展望～スタグフレーションに最も近い経済の苦悩～	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

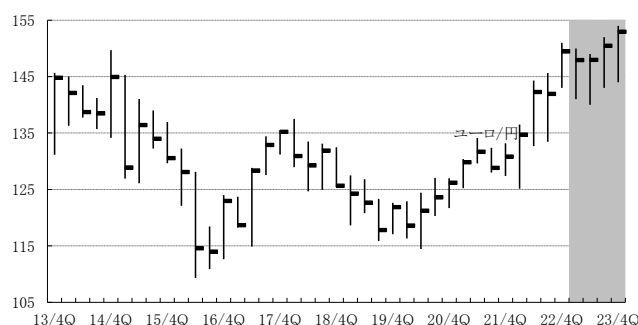
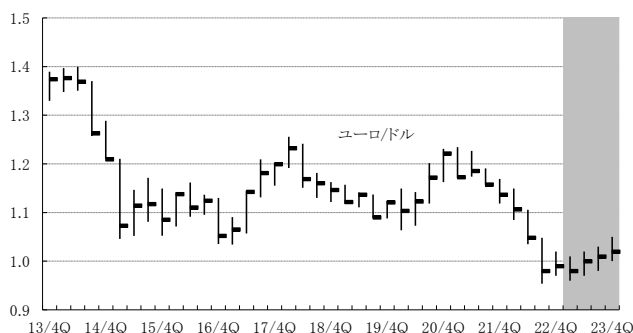
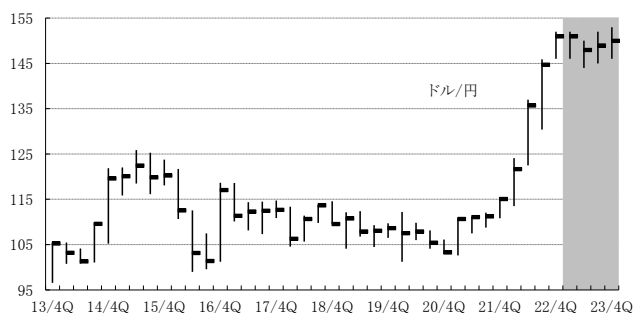
10月のドル/円相場は遂に約32年ぶりの150円台に突入した。その後、政府・日銀による円買い為替介入と思しき動きやFRBの政策転換への期待なども相まって値を戻しているが、円売りの潮流が変わったとまでは断定しかねる。なお、重要なことを忘れてはならない。もちろん、為替市場は自己相関が強いいため、円安が値幅として行き過ぎの可能性はある。しかし、今後訪れる揺り戻しとしての円高局面が過去1年の円安局面ほどの迫力を伴うのか。筆者は相当怪しいと感じている。日本の歴史上、円高・ドル安は「ドル相場(ドル買い)の押し目」だったが、今後は「円相場(円買い)の押し目」という常識に変わりつつあるという視座が必要なのではないか。「安い日本」で製造業の国内回帰を期待する向きもあるが、労働供給に厳しい制約を抱える日本では限界があるはずで、貿易黒字復活を過剰に期待すべきではない。また、貿易黒字なくして円高基調の復活というのも難しいと考えるのが自然であろう。今後、FRBの利上げペース鈍化を受けて米金利とドルの相互連関的な下落がテーマになる可能性は高い。しかし、FRBは利下げをするわけではなく、当分は政策金利の現状維持を謳っている。予測期間後半には市場のボラティリティが安定する中、キャリー取引主導で円安が再起動する展開に構えたい。

片や、10月のユーロ相場は堅調地合いが続いた。現状、世界で最もスタグフレーションに近い経済として懸念されるユーロ圏にとってインフレ高進のための金融引き締めは難易度が高い。欧州委員会を中心としてエネルギー価格の騰勢を何とか押さえようと躍起だが、民間部門の経済活動に介入を重ねることで成長率は確実に切り下がっていくだろう。ユーロ圏にとって史上最も厳しい冬を無事に乗り切れるのかという懸念は根強く、ドル売りという敵失を除けば積極的にユーロを買い戻す流れが持続性を伴うのは難しい印象がある。敢えて言えば、遅れてきたタカ派としてのECBが既に引き締めの終点を探っているFRBと比べて目立つ可能性はあり、欧米金利差という点からユーロが買い戻される時間帯は期待できるかもしれない。しかし、対ロシア関係で緊張が続く中、エネルギー価格が際立って正常化することは難しく、ドイツ貿易黒字が削り取られる状況は恐らく続いてしまうだろう。需給環境に脆弱性を抱える中、断続的なバリティ割れは依然として警戒すべきと考えたい。予測期間後半にかけてはエネルギー価格が落ち着き、需給不安も和らぎ、本格的にECBのタカ派姿勢が評価される中でユーロ買いが出てくる可能性はある。域内情勢の悪化を前にECBがタカ派を貫けるかが当面の課題になる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～10月(実績)	11～12月期	2023年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	113.47 ～ 151.94 (148.22)	146 ～ 152 (151)	146 ～ 152 (151)	144 ～ 150 (148)	145 ～ 152 (149)	146 ～ 153 (150)
ユーロ/ドル	0.9528 ～ 1.1495 (0.9960)	0.97 ～ 1.02 (0.99)	0.96 ～ 1.01 (0.98)	0.97 ～ 1.02 (1.00)	0.98 ～ 1.03 (1.01)	1.00 ～ 1.05 (1.02)
ユーロ/円	124.41 ～ 148.38 (147.62)	143 ～ 151 (149)	141 ～ 150 (148)	140 ～ 149 (148)	143 ～ 152 (150)	144 ～ 154 (153)

(注) 1. 実績の欄は10月31日までで、カッコ内10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～通貨高競争の色合いが強まる世界～

《為替市場の現状と展望について～迫る通貨高競争の足音～》

G20、議長総括に滲む思惑

10月14日に閉幕した20か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議は4月および7月の会合に続いて今回も共同声明の採択は見送られた。これは対ロシア政策を巡って意見集約が難しいという諸事情から予見されたことではあった。それよりも今回注目されたのは「インフレ抑制を企図した金融引き締めがもたらす歪み」にどう対処すべきなのかという論点であり、端的には「FRBの利上げに伴うドル高の悪影響をどう緩和すべきか」が争点だった。共同声明ではなく議長総括で示された文面では、この点に関して以下のような記述で締めくくられている：

- G20の中央銀行は、それぞれのマンドートに沿って、物価の安定を達成することに強くコミットしている。このために、中央銀行は、インフレ圧力がインフレ予想に与える影響を注意深くモニタリングしており、景気回復の確保と各国間への波及効果の抑制に配慮しつつ、インフレ予想の安定維持を確保するよう、データを踏まえて明確なコミュニケーションを行いながら、引き続き、金融政策の引き締めペースを適切に調整する。中央銀行の独立性は、それらの目標を達成し、金融政策の信認を支えるために、極めて重要である。

米国に対する諸外国の不満は下線部に反映されているとみられる。意識すれば「米国は他国において資本流出が加速し、通貨下落が促されることに気を遣って欲しい」という胸中だろうか。また、これとは別の箇所では「今年多くの通貨がボラティリティの増加を伴って大幅に変化したことを認識しつつ・・・」という記述も見られている。意識すれば「多くの通貨が対ドルで急落を強いられていることを認識して欲しい」という意味だろう。もっとも、上述の文章では冒頭に「中央銀行は、それぞれのマンドートに沿って、物価の安定を達成することに強くコミットしている」ともある。これは国内物価の安定を視野に金融引き締めを選択する「中央銀行の独立性」が担保されている文章にも見受けられ、ここは米国の希望が反映されているとみられる。10月14日にはイエレン米財務長官が「市場で決定される為替レートがドルにとって最良の体制であり、それを支持する」と述べ、翌15日にはバイデン米大統領が「ドル高を懸念していない。米国経済は力強い」と述べるなど、米政府はドル高が世界にもたらす悪影響については殆ど配慮する意思がない。イエレン財務長官に至ってはドル高の背景として「直面している（インフレなどの）衝撃の違い、経済政策で何に焦点を当てているかという立ち位置の違い」を指摘し、それが如何に正当なものであるかを説いている。実際のところ、FRBの利上げが实体经济を減速させるにあたって、ドル高は即効性期待できるルートでもあり、わざわざ自分から放棄する理由が現時点ではない。

通貨高競争の足音

もっとも、現時点でFRB以外の中央銀行が利上げをする背景には「対ドルでの通貨下落」を防止するという思惑以前に、「国内のインフレ高進」を抑止するという目的もある。国内のインフレ高進が続く限りにおいて、利上げは必要な措置である。本当の問題は「国内のインフレ高進」が収束しても、米国の利上げが継続する状況が続くことだろう。その場合、単に対ドルでの通貨安定を理由に利上げを強いられることになる。現状を見る限り、年明け以降の世界がそのような状況に直面している可能性は否定でき

ない。そうなった場合、疑似的ではあるが、世界は対ドルでの自国通貨安定のために「金融政策の独立性」を喪失しかかっている状態と言える。

もともと、こうした構図自体は目新しいものではない。「国際金融のトリレンマ」に照らし過去を振り返れば（表）、FRB の利上げに追随することで（言い換えれば「金融政策の独立性」を放棄することで）、「完全な資本移動」と「為替の安定」を確保しようという政策運営は新興国にとって定番の苦悩で

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例		
		米国、日本	ユーロ圏、香港など	中国など
①	独立した金融政策	○	×	○(※)
②	自由な資本移動	○	○	×
③	安定した為替相場	×	○	○

（資料）筆者作成 ※但し、中国は国務院の指導の下での政策運営となる。

あった。だが今は先進国も同様の苦悩を抱えつつあるという点で異例である。通常、G20 という舞台では「先進国 vs. 新興国」という二項対立が浮き彫りになりやすいが、現状では「米国 vs. 米国以外」という二項対立が仕上がっている。FRB の利上げはまだ終点が見えないことを踏まえれば、こうした対立構図は今後鮮明になる可能性がある。しかし、米大統領と米財務長官が揃ってドル高を肯定している状況では G20 のような舞台で国際協調を通じてドル高修正が図られることは当分期待できない。となれば、世界はひたすら自傷行為覚悟で利上げするしかないという未来もあり得る。

ここで日本の挙動が世界に与える影響も一考に値する。というのも、既に G7 の一角である日本が円買い為替介入に踏み込んでおり、これが単独実施であることを条件に米国から容認されている。その日本を咎める論調は現在の G7/G20 には見られないことを踏まえると今後、追い込まれた先進国で自国通貨買い・ドル売り介入が実施される可能性は絶対に無いとは言えない。既に 10 月末にかけては中国が人民元買い・ドル売り介入を実施しており、世界にこの動きが波及するかは注目したい。

ちなみに米財務省の「為替政策報告書」では為替介入に関し「持続的で一方的な為替介入（過去 12 か月間のうち 8 か月以上の介入かつ GDP 比 2%以上の介入総額）」を為替操作国認定の 3 基準のうちの 1 つとして定めているものの、これはあくまで自国通貨売り方向の為替介入を想定している。もちろん、トリレンマのうち「完全な資本移動」を放棄して（≒資本規制を敷いて）通貨安を抑止するという手もあるが、新興国はともかく先進国として軽々に取られる手ではないだろう。とすれば、自国通貨買い介入で「為替の安定」を確保し、「完全な資本移動」も「金融政策の独立性」も確保するということでトリレンマの克服に一時的だが挑む可能性もある。こうして「米国が譲歩しないならば、自国通貨買いで応戦する」という状況が各国常態化した場合、それは明らかに通貨高戦争である。政治・外交面では対ロシアで足並みを揃えている西側陣営に楔が打ち込まれた格好にならないだろうか。そのように考えるとドル高が世界を分断する相場現象に発展しようとしている分岐点にも思えてくる。

《ドル/円相場の現状と展望について～「安い日本」の正体は名目相場に限らず～》

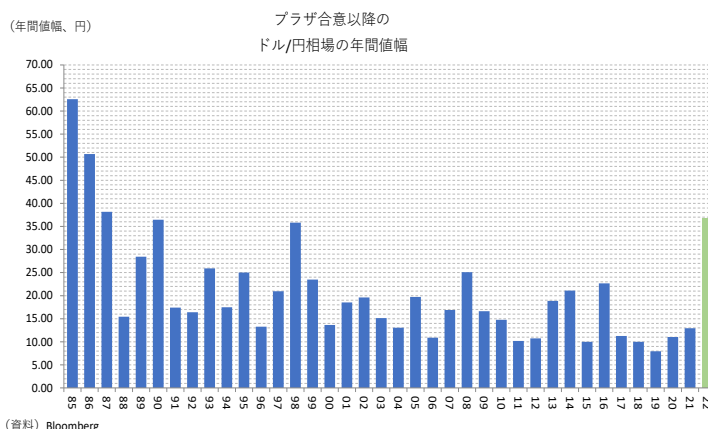
突き進む、史上最大の円安相場

10 月 20 日、ドル/円相場は遂に 150 円台に到達した（本稿執筆時点の高値は 151.94 円）。年初来の値幅は 38.47 円に達しており、プラザ合意翌年である 1986 年（50.70 円）以来の大相場となる（次頁図）。なお、過去にドル/円相場が高いボラティリティに見舞われたのは基本的に円高・ドル安の年であって円安・ドル高の年で大きな値幅が出ることは極めて稀であった。今年の値幅はプラザ合意以降に言えれば「史上最大の円安の年」であることも留意したい。もはや、この状況で日本経済の構造変化の可能性

から目を逸らし、「円安は行き過ぎ」という安直な議論に逃げ込むのは簡単である。円安が始まった春先、構造円安論を頑なに否定する向きも多かった印象だが、もうその分析態度は相当無理があるように思う。150 円突破後、政府・日銀による円買い為替介入と思しき値動きが見られ円高方向の地合いになりつつあるが、これで潮流が変わったのかどうか。まだ予断を許さない。

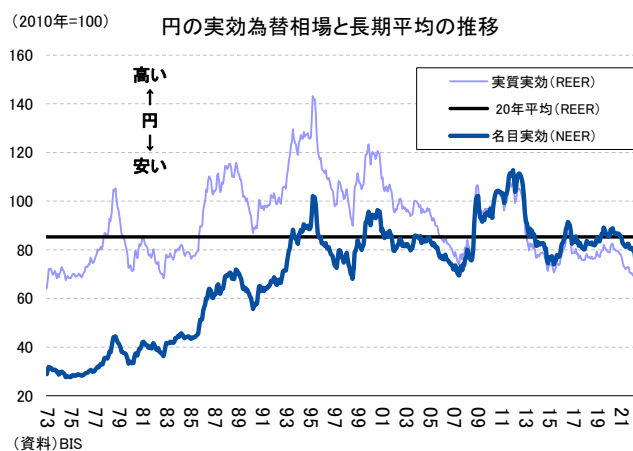
もちろん、為替市場は自己相関が強い性

質を持つため、現状の円安が値幅として行き過ぎである可能性はある。しかし、ここから年初来の値幅の半分（約 18 円）を戻してもドル/円相場は 130 円台だ。ドル/円相場が 110～115 円のレンジ推移だった 1 年前、筆者は「120 円台が常態化する恐れがある」と主張し、それは行き過ぎた予想だという声もあった¹。ここから 18 円戻しても 130 円台である状況を踏まえ、やはり日本経済が根本的に弱体化しているという論点を避けて通るのは難しいように思える。



名目ベースの円高では何も解決せず

ちなみにドル/円相場の最安値は 2011 年 10 月 31 日の 75.32 円である。つまり、過去 11 年間で円の価値は対ドルで概ね半分になったということである。しかし、毀損しているのは対ドル価値だけではない。10 月 19 日、国際決済銀行 (BIS) から発表された 9 月の実質ベースで見た実効為替相場 (REER) は 58.94 と 1971 年 9 月 (58.31) 以来の安値を更新している (図)。巷では対ドルの名目価値が約 32 年ぶりという議論に終始しやすいが、名目ベースの実効為替相場 (NEER) は 2007 年 7 月以来、すなわち円安バブルと呼ばれた



た局面がパリバショックで終焉を迎えた頃と同水準にとどまっている。こうした REER と NEER の差は主要貿易相手国との物価差に相当する。「安い日本」という論調はドル/円の 140 円や 150 円という名目為替レートをきっかけに持ち出されやすいが、本当の問題はやはり日本経済が長年患っている相対的なデフレーション状況、端的に言えば「上がらない賃金」などがテーマになる。

賃金と言えば、最近、日本のニュース番組で米カリフォルニア州のファストフード従業員の最低賃金が現在の時給 15 ドルから時給 22 ドル (約 3278 円) へ引き上げられることが話題になっていた。片や、日本の全国平均の最低賃金が時給 961 円であるということが引き合いに出され、番組としては円安の弊害としてこれが言及されていたように見えた。しかし、1 ドル 75 円だったとしても 22 ドルは 1650 円で、

¹ 週刊エコノミスト online『パラダイム転換 1 ドル=120 円常態化も 円高要因はもうなくなった=唐鎌大輔』2021 年 9 月 27 日

日本の最低賃金の 1.7 倍である。そもそも賃金設定の段階から日本は劣後しているという大前提があり、その上で円安の弊害が議論されるべきである。人件費の差は当然、財やサービスの価格設定に影響するため、最終的に一般物価（CPI など）の差となって現れる。その一般物価の差が REER ベースでの円相場を押し下げ、「安い日本」の象徴として仕上がるようになる。番組中、アナウンサーは円安の弊害を念頭に「日本で時給 3000 円の仕事なんて、想像もつかない」とコメントしたようだが、円安が進む前から相当差がついているという考え方は持ちたい。そうでないと、名目上の円安・ドル高が修正されたら賃金の格差が解決されるかのような錯覚をしてしまう。

ディスインフレ通貨は上昇しないのか

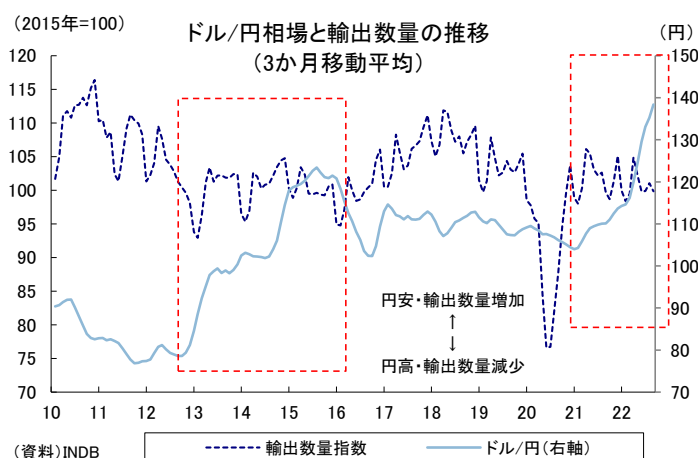
もちろん、今後、日米の金融政策や通貨政策の動向次第で円高・ドル安が進むことも当然ある。変動為替相場で取引される以上、一方向の動きが永続することはない。名目相場が円高に振れれば現在、歴史的な円安相場に沸いているメディアはそれで胸を撫で下ろすはずだ。しかし、上で述べたように、名目円高への揺り戻しは「安い日本」問題の解決とは根本的に関係がない。周知の通り、パンデミックを経て元々差があった日本と諸外国の物価格差はさらに拡大した。これが REER ベースで見た「安い日本」の真因である。名目円高への揺り戻しがあっても、日本のインフレ率が相対的に低い状態が続けば、REER は低空飛行を余儀なくされるはずである。

この点、「相対的なディスインフレ状況は通貨高要因ではないのか」という疑問を抱く向きもあるだろう。理論的にはその通りである。購買力平価（PPP）説に従えば、相対的に物価の低い国の通貨は上昇するはずである。しかし、ここで PPP（や REER）に照らして「過剰な通貨安」が修正する経路を想像してみる必要がある。「過剰な通貨安」が通貨高へ修正されるのは「過剰な通貨安」を追い風として財の輸出やサービス（端的には観光など）の輸出で多くの外貨が稼がれ、貿易・サービス収支において黒字が蓄積されることが必要である。その黒字が将来的に「外貨売り・自国通貨買い」となって現れ、初めて「過剰な通貨安」が通貨高方向へ修正される。過去、日本の輸出競争力が高かった時代には確かにそうした経路が期待できたし、東京時間に円高が加速するのも貿易黒字国として当然の現象だった。

サービス輸出が円高を復活させるのか？

しかし、図でも示すように、円安と輸出数量増加を巡る因果関係はほぼ途切れている。断続的に発生する円高や頻発する自然災害、縮小する国内市場を嫌気して製造業の海外生産移管が進んだことが主な背景とされる。こうした構造変化は過去四半世紀にわたって徐々に進んできたものと考えられるが、こうした事実を踏まえた上で「ディスインフレ通貨だから上昇するはず」という理論的に想定される展開が本当に正しいのかは冷静に考える必要がある。

もちろん、日本の観光地としての世界的評価は高そうであるため、財輸出は期待できなくても長い時間をかけてサービス輸出が外貨を稼ぐポテンシ



ヤルはある。だが、岸田政権下で持続されてきた鎖国政策や、それが解除された後の厳格な感染防止対策（象徴的にはマスク着用）の要求などを通じて日本に対する閉鎖的なイメージは明らかに広がっている。10月6日、英 The Economist 誌は「Many Japanese are still reluctant to go unmasked ~Why get a face lift when you can get a face covering?~」と題した記事を掲載しているが、これが世界の日本に対する率直な目線なのだろう。日本人は中国や北朝鮮を閉鎖的な目で見ると思うが、世界の日本に対する視線も類似の機運を帯び始めているのだろうか。「サービス輸出を主軸に外貨を稼ぐ」という経路は有望だが、何とも確証は持てない。

いずれにせよ、名目・実質双方のベースで極端な円安が進んでおり、その反動に身構えるのは当然の話ではある。しかし、中長期的な視座に立った時に「どういった経路で円高に戻ってきそうなのか」を考えることが、為替ヘッジ戦略や資産運用戦略を考える上で重要になってきていると言える。

《円相場の需給環境の現状と展望～季節調整済みで連続赤字の意味～》

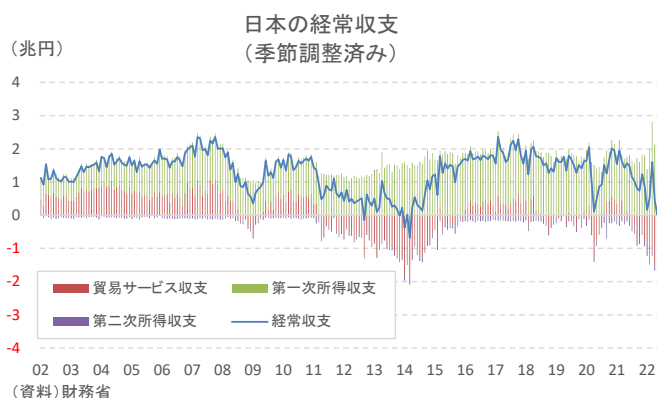
本当の見どころは季節調整値

10月、財務省より発表された本邦8月国際収支統計は経常収支が+589億円と8月としては現行統計開始以来で最小の黒字を記録した。既に発表済みの8月貿易統計が▲2.8兆円と史上最大の赤字だったため、低水準の経常黒字は予想されたものではある。商品市況は夏前にピークアウトしているが、輸入統計における鉱物性燃料価格へ反映されるには暫く時間がかかる。また、時節柄、円安で輸入金額が押し上げられているというデメリットがクロズアップされやすいが、第一次所得収支黒字が円安で膨らんでいるという実情も踏まえ、総合的に評価されるべきではある。単純に「対外収支の赤字が大きいのは円安のせい」という主張に帰着させようというのは乱暴である。

なお、今回、注目すべきはヘッドラインで報じられる原数値ではなく季節調整値である

(図)。季節調整済みの8月经常収支は▲5305億円と2か月連続で赤字を記録している。これは現行統計で比較可能な1996年以降では初めての動きだ。今年の春以降、本欄では今次円安を「ドル高の裏返し」と整理し、単に金利差だけから説明することの危うさを執拗に議論してきた。拙著『「強い円」はどこへ行ったのか』(日経プレミア)では、日本が「成熟した債権国」

から「債権取り崩し国」への道を歩んでいる可能性を議論し、今次円安の背景について構造的な議論も取り込んでどうかという提案をしている。実際、「債権取り崩し国」に近づいているかどうかは事後的にしか分からない。そもそも国際収支の発展段階説で提示される6段階は「必ずそうなる」とか「その順番通りに進む」とか、何らかの確定した未来を約束するものではない。英国のように「債権取り崩し国」から「未成熟な債務国」へ1周して戻ってきても、国際金融センターを擁するがゆえに安定を享受するケースもある（もっともトラス前政権のように市場の反感を買うと混乱に直結しやすい脆弱性がある）。



しかし、世界有数の経常黒字国だった日本において季節調整済みの経常黒字が消滅し、「円安の年」としては史上最大の値幅を更新している状況を前に、構造的な円安の可能性を議論しないのはやはり真摯な分析態度とは言えない

だろう。円安が始まった今春時点で、こうした論調を提示すると「日本の経常赤字は一時的であり、構造的な円安とは言えない」という反駁も多かったが、もうそうした論陣は大分後退した。もちろん、円が変動為替相場制で、ドル全面高が事実として相当極まってきた以上、いずれかの時点で円高への揺り戻しはある。しかし、それは「長期下落トレンドの中での押し目」と整理すべきではないだろうか。

「円安は日本経済全体にとってプラス」は現場知らず

筆者はほぼ毎日、多様な業種の事業法人とお話させて頂く機会に恵まれている。年初 9 か月間で起きている円安は、輸入企業は言うまでもなく輸出企業にとっても苛烈なものであり、長期的な為替戦略の必要性を検討し始めている事業法人は少なくない。為替の変動率が高く、社内レートが固定しづらい状況が続くと予算が立ちにくくなる。それ自体を事業リスクと見なす向きもある。「日本の大企業を中心にメリットがあるので日本経済全体にとってプラス」という主張はマクロ分析上正しい試算なのかもしれない。だが、国内に生産拠点を構える輸出企業の多くは為替上の有利を享受しつつも部材の供給制約に悩んでいる。円安で攻勢をかけようにも思ったほど生産が進められないというケースもある。また、日本経済全体として加工貿易の性格が色濃いため、部材が高騰しているところに円安が加わると「高いものを輸入して、安いものを輸出している」という構図に陥りやすい。

これは GDP 統計上、交易損失として既に問題視されているところだ(図)。筆者の観測できる範囲での定性的な話で恐縮だが、「円安は日本経済全体にとってプラス」と言って納得する日本企業は輸出企業であれ、輸入企業であれ、決して多くないように感じる。仮に「円安は日本経済全体にとってプラス」という結論を譲ったとしても「円安で得する経済主体」と「円安で損する経済主体」に分断があるという根深い問題を日本は抱えている。それはアベノミクス後の約 10 年間で賃金情勢が思ったほど改善しなかったことが証左である。その背景にある問題とは、恐らく硬直的な日本型雇用などに絡んだ非常に大きな話であり、為替と日本経済からは離れて議論する必要がある論点かと考えられる。

輸入はピークを打った公算

なお、10 月は断続的に政府・日銀による為替介入と思しき動きが話題となり、乱高下が見られる時間

日本の今後?

	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字
例	英国		中国		日本	米国

(資料)筆者作成



帯もあった。通貨当局の思惑に関し、本当のところは知る由もない。重要なことは、値幅だけで言えば介入効果は数時間で消滅してしまったという事実だろう。もちろん、介入実施前と比較して安価でドルを調達できた輸入企業にとってはメリットがあるのかもしれないが、やはりファンダメンタルズに逆らう為替介入の寿命は長くないということが改めて重要になる。その円売りを支えるファンダメンタルズの筆頭が貿易赤字だ。もちろん、2022年の円売

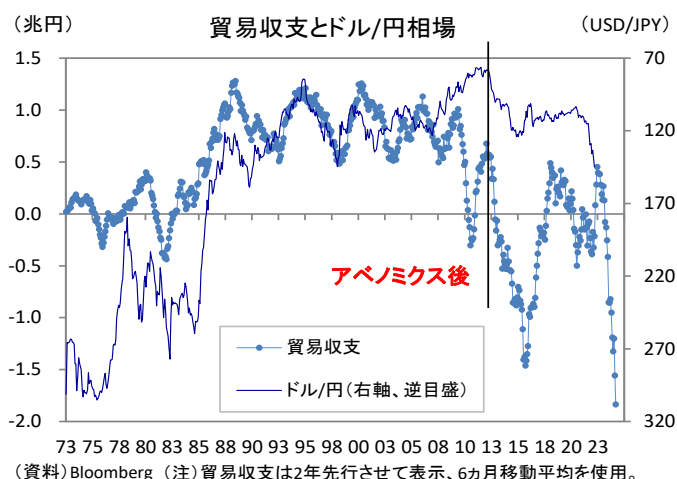
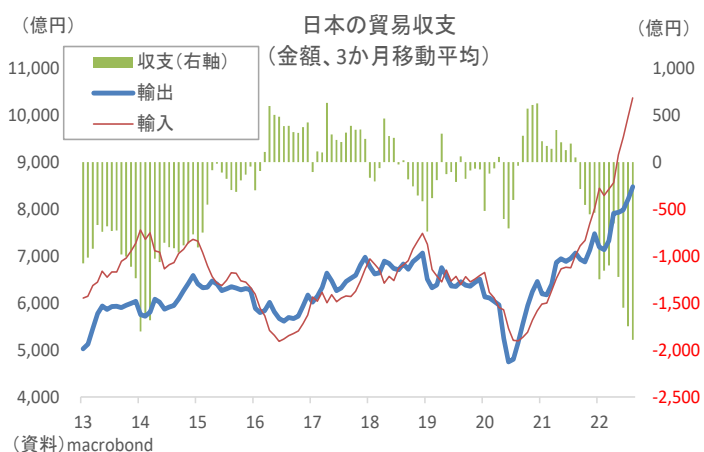
りは内外金利差の動きに依存している部分もあるだろうが、根本的に「円を売りたい人の方が多い」という事実は尊重されるべきものだ。10月20日に公表された9月貿易収支は▲2兆940億円と2か月連続で▲2兆円を超えた。もちろん、史上初めての出来事である。これで2022年度上期（4～9月）の貿易赤字は▲11兆74億円と現行統計で比較可能な1979年度以降では半期ベースで最大の赤字を記録している（これまでの最大記録は2013年度下期の▲8.8兆円）。輸入金額全体で見ると前年同期比で+37.9%と4割近く押し上げられているが、このうち半分（+18.8%ポイント）が鉱物性燃料輸入の増加であり、輸入総額の4分の1以上が同項目で占められている（ちなみに鉱物性燃料の前年同期比は+105.7%）。

さらに細かく見た時に鉱物性燃料における最大項目である「原油及び粗油」は数量ベースで前年同期比+12.7%にとどまっているのに対し、「数量×価格」で算出される金額ベースでは同+106.3%と変化率に大きな差がある。それだけ商品価格の騰勢が収支を崩したという実情が透けて見える。10月21日には神田財務官の「貿易収支悪化を是正するためにはエネルギーを多様化」といったコメントが報じられているが、まさにこの要諦に切り込まない限り、円売り圧力を根本的に刈り取ることができないだろう。

裏を返せば、6月以降、商品市況がピークアウトしていることの影響はラグを伴って鉱物性燃料価格ひいては輸入価格に反映されてくるはずである。とすれば、「史上最大の赤字」と共に「需給で円売り」が囃し立てられるのは今がピークという可能性がある。原油価格は既にピーク時から▲40%近く下落しているため、今後の輸入金額は鉱物性燃料主導で押し下げられる可能性が高い。もっとも、軽々に行動制限していた過去とは異なり、現在の日本経済はインバウンドの解禁にも踏み切っている。そうした「内需復調がもたらす輸入増」と「商品価格ピークアウトによる輸入減」の綱引きが当面の輸入金額が直面する状況であり、貿易赤字が一方的な減少に至る保証はない。

円高・ドル安は「円買いの押し目」

図は貿易収支とドル/円相場の関係について、貿易収支の6か月移動平均を2年先行させて表示させたものである。繰り返しになるが、今年の円安・ドル高に内外金利差の拡大が寄与してい



るのはある程度間違いない。しかし、根底には需給環境の大崩れがあるはずである。過去四半世紀を振り返っても、やはり 2012～2013 年頃を境として趨勢的に貿易黒字が稼げなくなり、そこから際立った円高・ドル安を経験しなくなっている。英国が EU 離脱を問う国民投票を実施した 2016 年 6 月 23 日（ごく一時的に 99 円まで急落）を除けば、為替市場はパニック的な円買いを経験していない。今年の円安相場を駆動しているのが内外金利差の顕著な拡大であるとしても、図から得られる直感的なイメージとして、今後訪れるだろう揺り戻しとしての円高局面が過去 1 年の円安局面ほどの迫力を伴うのか。筆者は相当怪しいと感じている。日本の歴史上、円高・ドル安は「ドル相場（ドル買い）の押し目」だったが、今後は「円相場（円買い）の押し目」という常識に変わりつつあるのではないか。

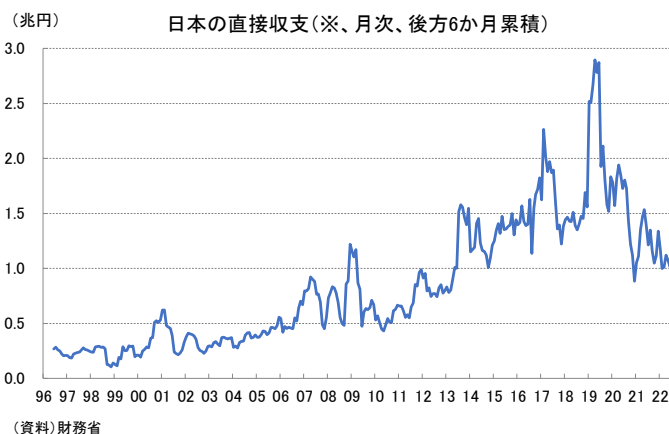
《日本経済の現状と展望について～「安い日本」に製造業は戻るのか？～》

日本企業の国内回帰について

前項では貿易赤字を円安の真因として議論したが、裏を返せば、現在囃し立てられる「安い日本」を活かして国内への生産回帰が本格化した場合、輸出増加を背景として貿易赤字が一段と縮小し、需給面での円売り圧力が和らぐという展開も描くことはできる。実際、そのような報道も散見され始めている。10 月 22 日、時事通信は『製造業、国内回帰相次ぐ 円安で輸出強化の動きも』と題し、歴史的な円安を転機として製造業の国内回帰が相次いでいると報じている。もっとも、記事中では大手の生活用品メーカーやアパレル企業、音響機器企業、民生家電企業などの事例が紹介されているが、この「相次いでいる」という規模が日本経済全体をどれほど規定する話なのか確信は持てない。そもそも報道されるのは著名な大企業ばかりで、実際はそれに付随して多くの中小企業が海外進出している。全ての企業群が大企業と同じ体力で動けるわけではないだろう。また、日本企業の海外生産移管は長い年月をかけて進んだものであり、これを国内回帰させる意思決定がなされても、やはり同じくらいの月日を要するはずだ。

なにより、日本企業がなぜ海外生産移管

（国際収支上は対外直接投資）を進めたのか。その点を今一度思い返す必要がある。その背景には断続的に発生する円高があったと思われるが、今年の円安だけで「もう円高にならない」という判断に至るのかは疑義がある。例えばサブプライムショックのあった 2007 年に円高へ転じてから、2012 年までの約 5 年間、日本経済は超円高に苦しんだ。その後に対外直接投資の大きな波が到来して

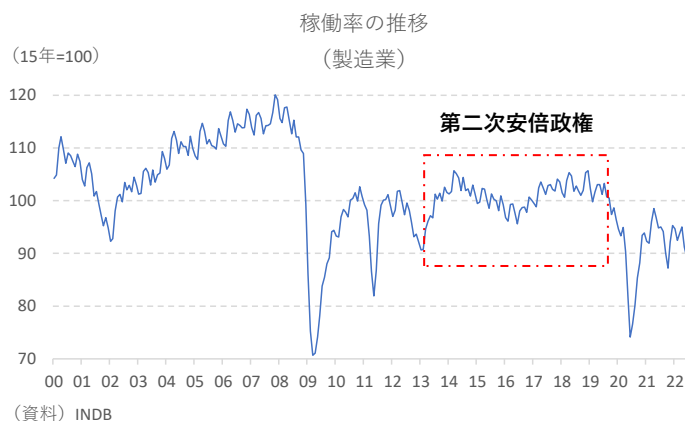


いる（図）。それ以前にも円高は事あるごとに日本経済を襲い、特に自動車企業などは「円高との戦い」が社史に刻まれているはずだ。そこまで慢性化して初めて海外生産移管という経営判断に至ったのであって、2022 年の円安が如何に苛烈でも、単年の相場動向だけで戻るという話にはなるだろうか。2022 年の苛烈な円安はあまりに激烈であったため、多くの市場参加者が相応の調整を予想している。企業行動に変化が出るとすれば「相応の調整」がさほど起きた場合だろう。その時、日本企業は円高・ドル安はもはや「円相場（円買い）の押し目」という常識に切り替え、円安の不可逆性を認めた上で国内回帰に踏み切るかもしれない。しかし、その展開には時間を要するはずだ。

人口減少という制約

さらに言えば、日本企業が海外進出へ踏み切った根本的な理由の1つに少子高齢化で縮小する国内市場という人口動態要因もあったはずだ。この問題は継続中であり、むしろコロナ禍では保守的な高齢者層に配慮し、生産年齢人口を冷遇するという防疫政策が鮮明になったばかりである。人口減少は財・サービスの需要先として魅力が薄れるという論点だけではなく、供給元としての魅力も薄れるという論点を孕む。筆者が日々、事業法

人の方々と面会した際にも国内回帰の可能性は頻繁に話題に上がるが、仮に工場を作っても「働く人が確保できない」という懸念を口にするケースは少なくない。生産年齢人口の減る国では工場の稼働率を上げること自体、難易度が高い。実際、2013年以降、アベノミクスに沸いた日本経済において製造業の稼働率は殆ど横ばいだった（図）。著しい人口減少を経験する日本において「横ばい」は前向きな評価になるかもしれないが、円安効果をふんだんに活かし、稼働率を高めるにはやはり人口が必要である。



「円安＋経済安全保障」で考える必要？

もっとも、採算度外視で日本の生産能力を増強しようという潮流が勢いづく可能性はある。それは経済安全保障の論点ゆえである。上記の時事通信の記事中にも指摘されるように、パンデミックや米中貿易摩擦で断続的にサプライチェーンが寸断された近年の経験を踏まえれば、コストの問題は脇に置いても国内で製造した方が安全という考え方はあり得る。経済安全保障の観点ならばある程度公的補助ありきで中小企業も動けるケースが出てくるかもしれない。「円安＋経済安全保障」まで包括的に考えた時に、製造業の国内回帰の可能性は完全に否定されるものではない。

もっとも、上述してきたように、経営上の効率性を考えた上で海外へ打って出たはずであって、採算度外視で国内回帰を進めるにも限界はあるだろう。上では言及を避けたが、円高や人口減以外にも、地震や台風といった自然災害を回避するための海外生産移管という側面も相当あったはずであり国内回帰でサプライチェーンの脆弱性が増すということも否めない事実だろう。「安い日本」を背景として再び貿易黒字立国に戻るといふ展開は机上で想像されるほど簡単な話ではない。

《米金融政策の現状と展望～FRBにとってリセッションはリスクにあらず～》

米政府・FRBは「リセッション≠リスク」との認識

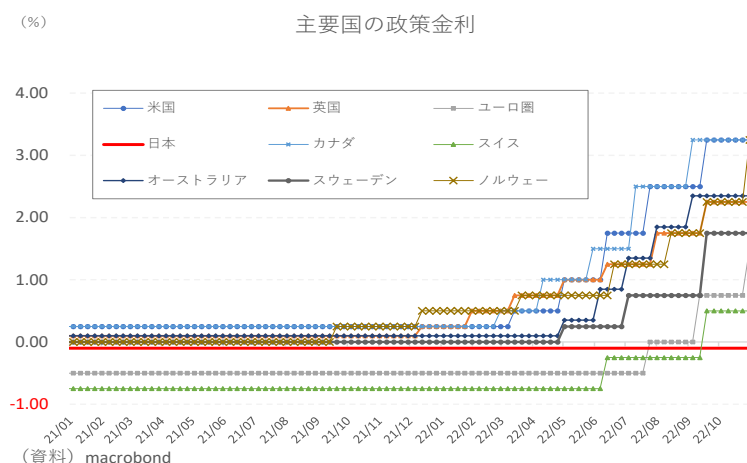
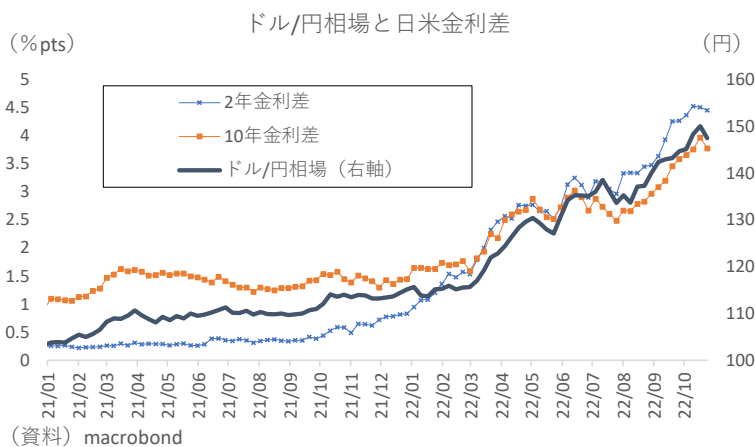
10月にはFOMC議事要旨（9月20～21日開催分）が公表されている。メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）が大幅に引き上げられた会合だが、議事要旨で確認される実際の議論を見ても、当面のタカ派継続を印象付ける箇所が多かった。引用すべき箇所は複数あるが、やはり当面のFRBの政策姿勢は「多くの参加者は引き締めが遅れる方が引き締めを厳しくし過ぎるよりも高くつく」と強調した（Many participants emphasized that the cost of taking too little action to bring down inflation likely outweighed the cost of taking too much action）」という一文に尽きるのだろう。

なお、10月に相次いで発表された米企業決算は米金利やドルの上昇が明らかに業績を押し下げており、米経済に対する懸念は膨らんでいる。しかし、企業業績の悪化はFRBが「狙った結果」でもあり、タカ派路線を修正する理由にはならないはずである。議事要旨を見ても、インフレが抑制されるには「基調を下回るGDP成長とこれに伴う労働市場の軟化が必要（Participants observed that a period of real GDP growth below its trend rate, very likely accompanied by some softening in labor market conditions, was required）」とある。企業収益の悪化が労働市場の悪化に波及していくことは、インフレ抑制に必要な結果であって回避するものではない。バイデン米大統領も10月、気後退（リセッション）の可能性を認めていたが、逆に言えば、そうした動き無くして現状を打開するのは困難というのが政府・FRBの基本認識なのだろう。FRBの政策運営ひいては米国経済の状況に関し「リセッションのリスクをどう見るべきか」という照会が多いが、そもそもリセッションは当局者にとってリスクではない。

2023年も米金利は高水準に

為替見通しを考えるうえで特に興味深いと感じた箇所は、多く（many）のメンバーが政策金利の今後について「十分な引き締め水準（a sufficiently restrictive level）」に達したとしても、インフレ率が2%目標に収斂するという「説得的な証拠（compelling evidence）」が確認されるまでは、その水準で暫くの間、据え置くことが必要という立場を示した部分である。この点、9月に改定されたばかりのFRBスタッフ経済見通し（SEP）を見ると同年の個人消費支出（PCE）デフレーターは予測レンジはコアベースで+3.0～+3.4%と2%台ですらない。また、ドットチャートは少なくとも2023年に入ってから+25～50bpの利上げを想定している（その程度済むのかどうかは不明だが）。

つまり、上述のような議事要旨の議論を踏まえる限り、2023年いっぱいには利下げを想定せず、「利上げ or 現状維持」が既定路線と見て良いのだろう。つまり、ドル/円相場を駆動する主因と見られている日米金利差に関しては、十分な水準が今後1年以上は約束された状況にも読める。また、利上げを止めた時点で市場のボラティリティが低下している（株高にもなっている）ことを前提とすれば、やはり2023年は「十分な金利差」と「低いボラティリティ」というキャリー取引成立のための2大条件が揃う年になるのではないか。「円安はドル高の裏返しであり、利上げが止まればドル高・円安も止まる」というシンプルな考え方は確かに理がある。現実問題として日米2年金利差とドル/円相場の相関は非常に高く（図・上）、利上げ路線の終わりが押し目



を提供する可能性は高い。しかし、2023 年を通じてそれが続くと筆者は思っていない。世界が陰に陽に通貨高競争の色合いを強めている現状を踏まえれば、FRB が利上げ路線を走る中で主要中銀もこれに追随するのだろう（前頁図・下）。年初来、「日銀の孤立」が取りざたされるが、政策金利差に照らせば、2023 年こそそれが際立ってくるのではないかと。巷説で取りざたされやすい「春になれば円安は終わる」という説には簡単に乗れない。

ちなみに 10 月 21 日、米 WSJ 紙は「11 月に 75bp の利上げ、12 月に 50bp の利上げを議論する公算が大きい」との見方を報じている。周知の通り、WSJ の FRB 関連報道は当局を代弁しているとみられることが多い。年内に FF 金利は 4.50% 程度まで上昇し、年明け 1～3 月期をかけて 5% 到達を目指すといったことだろうか。そのペースダウンがドル売りの理由として使われることは理解できるものの、円買いの理由としてどこまで持続性があるのかは疑わしいものがあるだろう。

《補論：金融引き締めの意味をどう捉えるべきか～正論を打ち出した国連～》

正論を発信した国連

10 月 3 日、国連貿易開発会議（UNCTAD）が公表した年次報告書の内容は興味深いものであった。同報告書は「過度の金融引き締めが（一部の国に）停滞や経済不安の時期をもたらす恐れがある」、「中央銀行が金利上昇に依存し、景気後退を招くことなく物価を押し下げることができるという確信は軽率な賭け」など、現在世界で標準的な対応として継続されている中央銀行の姿勢を一刀両断している。グリンspan 事務局長（注：Rebeca Gryns span で元 FRB 議長の Alan Greenspan とは別人である）は会見において「インフレ低下に際し、一つの手段のみを使用することを望めば、世界全体を減速させ、景気後退に追い込む」、「軌道を修正するよう」といった金融引き締め一辺倒の現状に懸念を示している。

これに加え UNCTAD は企業の抱える超過利潤への課税、商品市況における投機行為の規制、サプライチェーンのボトルネック解消などの政策を通じてインフレ低下を実現できると指摘している。1 年前から指摘されていたように、現在のインフレの出発点が供給制約である。化石燃料に関しては脱炭素機運で生産能力が低下していたところ、パンデミックでサプライチェーンに混乱が生じ、今年 2 月以降はウクライナ危機でロシアからの資源供給に支障が生じるようになった。こうした供給制約の混乱は容易に解消できないという状況下、不足している供給に合わせて過剰な需要を削りに行くという縮小均衡の道を歩んでいるのが今の世界経済である。UNCTAD は供給能力の修復という根本的な手段はもちろん、企業部門から利潤を徴収したり、商品高を不必要に煽ったりする行為にもメスを入れるべきという立場を示した格好であり、誰しもが抱いていた正論が国連から世界の中央銀行に対して発信された構図だ。

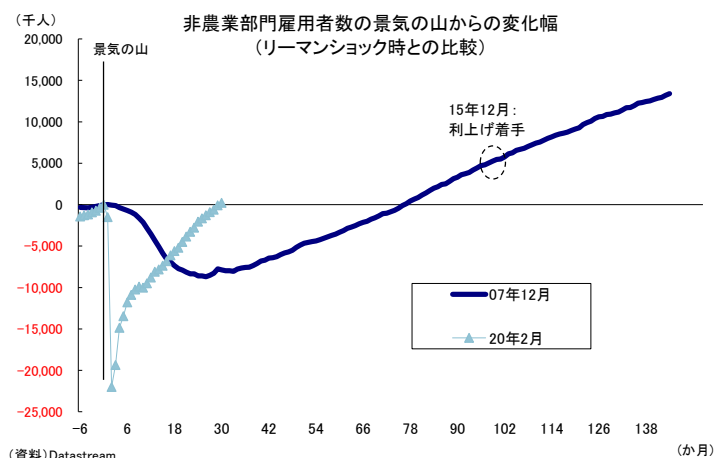
実際、エネルギー企業から利潤を徴収し困窮している家計・企業部門に分配するという政策は既に欧州委員会が表明しており、EU では採用される公算にある。UNCTAD 提言は現実的な対応でもある。

「失業者を増やす」のに必要な利上げ

しかし、UNCTAD の主張は正論だとしても、現状はもはや利上げ抜きで済むような状況でなくなっているのも事実だ。1 年前とは異なり、既に欧米では賃金インフレの兆候が指摘される。賃金の騰勢が続く限り、インフレは持続性を帯びるため、実体経済の過熱を金融引き締めで冷ます必要性はどうしても出てくる。よりかみ砕いて言えば、現状のインフレ懸念を沈静化するにあたっては雇用・賃金市場の悪化、端的には失業者の増加が必要であり、利上げはそのために必要な象徴的なツールと言える。9 月 FOMC

で 75bp 利上げした後、当のパウエル FRB 議長も「私はそれ（失業の増加）は必要なことなのだと、より軟化した労働市場が必要なのだと思っている」と明言している。

例えば米国を例にとった場合、平均時給はようやくピークアウトの兆しが指摘されるものの、依然として前年比+5.0%を超える伸びが続いており、FRB がインフレ率の終息を図るという観点からは全く油断できない状態にある。直感的にも理解されるところだが、今回の景気悪化とそこからの回復は通常の軌道とは全く異なる。2020 年春にパンデミックが発生し、米国は 1 か月で 2000 万人の雇用が失われた。リーマンショック後、最も雇用が失われていたのが景気後退から約



2 年後で 870 万人程度だったことを踏まえれば、パンデミックのもたらすショックが如何に凄まじかったのか分かる (図)。しかし、主にロックダウンのような人為的な対応で急増した失業は、パンデミック収束と共に鋭角的に復元した。最新の 8 月雇用統計をもって、米国がパンデミックで失った雇用は完全に復元しており、質（賃金）はもとより、量（雇用者数）の面でも米国の労働市場はパンデミックを克服した格好になっている。本来、この時点での利上げは必要ないはずだが、あまりに労働需要の増加ペースが速いため労働供給が追い付かず、賃金の上昇を招いている状況にある。

労働供給が追い付かない背景には諸説があるが、パンデミックに伴って地方へ移住してしまった層が多いことやそもそも対面サービス型の仕事に就きたくないという層が増えたことなども指摘される。また、社会全体がインフレになっていることで、より高い賃金を求めて求職活動に時間をかける（もしくは直ぐに離職してしまう）ケースも聞かれる。いずれにせよ、現状を打開するにあたってはやはり労働需要を削るほかになく、その手段としての利上げが重宝されるのも致し方ない状況と言える。

中銀と政府の連携には期待薄

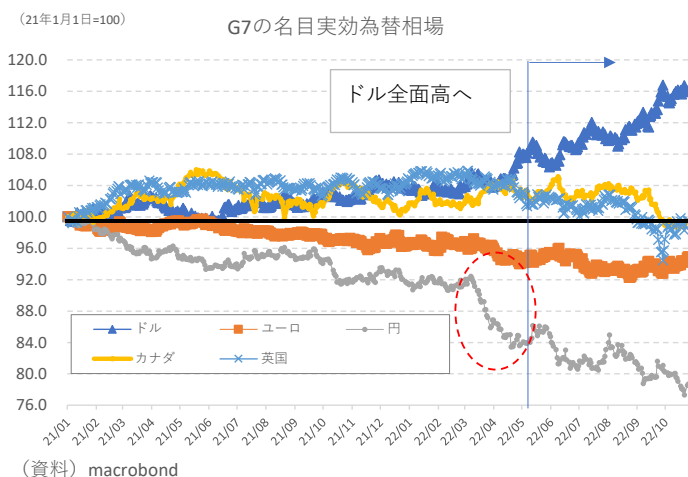
もちろん、UNCTAD も利上げを全否定しているわけではなく、「それだけに依存してインフレを抑制できると考えないで欲しい」というのが真意と考えられる。供給能力の拡充や価格統制を図りつつ、需要の縮小も図ることで極力早期に需給ギャップを均衡に誘導できるはずだという発想である。だが、今の欧米中銀の状況を見る限り、財政政策など政府部門の対応を加味しながら利上げ幅の匙加減を調整するという器用な真似ができる雰囲気はない。むしろ、英国が象徴的にそうであるように、「金融政策（利上げ）で経済を押し下げた分、財政政策で押し上げる」というポリシーミックスが定番化しており、どちらかと言えば政府はインフレ率を押し上げる役回りに立っている。

いずれにせよ、欧米中銀は 1 年前、眼前のインフレ率が加速し続ける中で一時的と言い続け、失敗したという経緯がある。もう 2 度と同じ轍は踏まないように、インフレの芽が完全に断たれるまでは金融引き締めの手を緩めることは絶対にしないだろう。こうした状況では「無暗に引き締めをしないように」という UNCTAD の思いは通じにくいかもしれない。

《メインシナリオへのリスク点検～ドル暴落説の検証～》

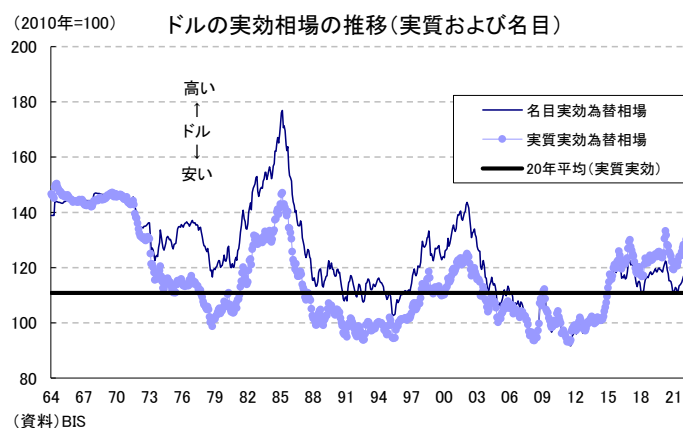
散見され始めたドル暴落説

ドル暴落の可能性を懸念する言説が散見され始めている。今春時点での円安相場は日本固有の材料をテーマとした雰囲気が強かった。実際、今年3月、ドル/円相場は114円から124円まで急騰したが、名目実効為替相場（NEER）ベースで見るとドル相場は横ばいだったのに対し、円相場は▲5.0%と全面安だった。この点、当時はドル高がまだ始まっていない中での円安であり、そこには「日本売り」の機運が確実にあった。なお、当時から「これは円売りではなくドル買い」という解説が散見されたが、それは完全に誤りである。



NEER ベースで見てドル高が本格的に加速したのは5月以降だが、円安相場はそれ以前から始まっていた（図、点線丸部分）。

しかし、ここきて為替市場は正真正銘ドル全面高の色合いが濃くなっている。これはNEER ベースで見た英ポンドやユーロ、そして底堅さを維持していたカナダドルまでも崩れ始めていることから読み取れる。ここまできてやっと「円安はドル高の裏返し」という解説が適切になりそうだが、それにしても円の下落幅は突出しているのだから、「ドル全面高+日本売り」の結果が現状ということではないか（そもそもドル全面高と円全面安が



同時並行すること自体、おかしい話ではない）。ちなみにNEERベースのドルは9月時点で年初来+13.0%上昇しており、それ自体はかなり急な動きではあるものの、図に示すように、水準自体は2002年10～12月期と同程度で歴史的に高過ぎるという印象はない。だが、内外物価格差も映じた実質実効為替相場（REER）ベースで見ると年初来の上昇幅は+9.6%に達し、水準としては1985年前後以来の高水準にある。理論的に収斂が期待される20年平均からの乖離率も+27%前後まで広がっており、巷説でドル暴落説が囁かれ始めているのは根拠のない話ではない。「インフレの国の通貨はいつか下落する」という理論的に示唆される結末に対し、市場参加者が警戒感を覚え始めている。

ドル高の痛みはどこに現れるのか？

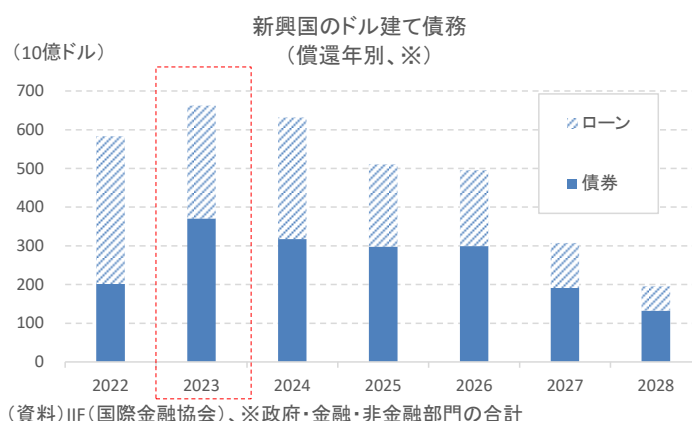
ドル高が修正される展開を予想するにあたっては、ドル高の痛みがいつ、どこに現れるのかを想像する必要がある。この点、様々なルートが考えられるが、大別すれば米国内への影響と米国外への影響の2つ

がある。一国の国際競争力の尺度として REER が持ち出されることが多いことから分かるように、現状が極まっていけば必ず輸出競争力悪化などを通じた米経済への悪影響を懸念する局面に入る。現在と比較される 1980 年代前半の米国は財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」が累積し、最終的には膨張した貿易赤字に音を上げる格好でプラザ合意に至った。

要するに、米国経済が「ドル高で困っている」という状況に直面すれば、米国の通貨政策（財務省）や金融政策（FRB）としてドル相場の低め誘導を検討する言動が出てくる可能性がある。それがドル売りの号砲となる展開は否定できない。もっとも、米政府・FRB とともに問題意識はインフレ抑制で一致する中、ヘッドラインのインフレ指標（CPI や PCE デフレーターなど）が際立って低下してこない限り、「ドル高で困っている」よりも「ドル高で助かっている」という状況が続くことになる。とすれば、当分は米国が能動的にドル高を修正しようという動きには考えにくいだろう。もっとも、米国の政策当局がどう感じるかは別として、経常赤字の水準は今や金融バブルのピーク時（2006～07 年）を超えており、需給面からドル暴落説を唱える向きは今後多くはなりそうである。しかし、GDP 比で見れば▲6%を超えていた 2006～07 年と異なり、現状ではその半分程度（▲3.0～3.5%）なので、今のところ過去に類例がない経常赤字とも言い切れない。裏を返せば GDP 比で既往ピークの赤字幅に差し掛かってきた場合、ドル高の反動は大きいものとして懸念されるだろう。

2023 年、新興国は多額のドル建て債務借りに直面

ドル高の悪影響は米国よりも新興国に早く表れる可能性がある。過去の米利上げ局面を振り返れば、新興国からの資金流出が大きな混乱に至る可能性は定番の展開である。そのたびに「FRB は他国の情勢を踏まえながら金融政策を運営すべきか」が議論されてきた。国際金融協会（IIF）のデータでは、新興国の抱えるドル建て債務（債券およびローン）に関し、2023 年末に返済期限を迎える部分が 6625 億ドルと今後数年を



見渡しても特に大きい。米金利とドルの相互連関的な上昇が続く限り、ドル建て債務を抱える新興国に返済可能性の問題が浮上する懸念がある。その時点で当該国の通貨や国債は売られ、望まぬ金利上昇に悩まされるだろう。もちろん、ドル建て債務返済に財源を充てれば国内向けの支出が削られるだろうから実体経済は下押しされることになる。複数の新興国で同時多発的にそうした混乱が起きれば、米政府・FRB も看過できない展開になるだろう。それも今次ドル高局面が収束するタイミングと考えられる。

果たしてどれほどの円高に戻るのか？

しかし、身も蓋もない話だが、インフレ収束の兆しが見えなければ、米国の経常赤字や新興国の混乱を米政府や FRB が問題視するとは思えない。昨年下半年、「インフレは一時的」と言い続けて失敗した以上、次にハト派転向する際は確実にインフレの芽が摘まれたことを確認したいはずである。なお、「インフレの国の通貨はいつか下落する」と教科書で謳われている事実依存し過ぎるのは危険だ。既述の通

り、1985 年以降、ドル安に転じたのは高いインフレ率を受けた自動的な調整というよりも、プラザ合意という人為的な調整であり、言い換えれば力業で下落させたに過ぎない。「インフレだから自然に下落する」というわけではなく、やはり政策当局による相応のアクションが必要になるというのが教訓だった。

しかし、FRB のハト派化であれ、第二次プラザ合意的な国際協調であれ、それを契機としてどれほどの円高に戻るのかは議論の余地がある。例えば、1985 年のプラザ合意時には「双子の赤字」の元凶として対日貿易赤字が指差され、日本は対米国以外でも巨額の貿易黒字を抱えていた。政策金利（公定歩合）も 5% あった。円の急騰には国際協調があったとはいえ、ファンダメンタルズとして通貨高に触れる素地があったことは留意すべきである。一方、今の日本は巨額の貿易赤字を抱える世界で唯一のマイナス金利採用国だ。経済全体を達観しても 80 年代は日本の 1 人当たり名目 GDP で米国に勝ることもあった。

需給・金利・成長率の日米比較を踏まえれば、当時とは条件が違い過ぎており、プラザ合意直後のような激的な円高が起きるのかどうかは相当疑義がある。それは FRB が利上げの手を止めた時にもある程度当て嵌まる疑義と言える。ドル暴落説は緒に就いたばかりという印象であり、それ自体は根拠のない話でもない。しかし、時間軸として今後半年に起きる話とも思えず、また、仮にそうなったとしても円高がどれほど付いてくるのかどうかという問題も考える必要がある。

◆ 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～政策間の整合性が問われる状況に～》

「著しい進展」は引き締め終了の一里塚

10月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を現行の0.75%から+75bp引き上げ1.50%とすることを決定した。これに合わせて主要リファイナンスオペ金利は2.00%、限界ファシリティ金利は2.25%へ引き上げられている。2会合連続での+75bp引き上げはECB史上初であり、主要政策金利は欧州債務危機が発生し、ECBにとって長きにわたる緩和路線の入り口となった2009年以来の高水準である。周知の通り、ユーロ圏のヘッドラインのインフレ率は米国よりも深刻でありユーロ圏9月消費者物価指数(HICP)は速報で10%の大打に乘せた。10月、11月の結果次第では3回連続の75bpも十分あり得る。

もっとも、声明文冒頭では「With this third major policy rate increase in a row, we have made substantial progress in withdrawing monetary policy accommodation」とあり、金融緩和の解除が「著しい進展(substantial progress)」を遂げたことも認められている。これは域内の経済・金融情勢が顕著に減速していることを受けての表記と考えられ、引き締め終了のタイミングを探る局面も感じさせる。

利上げの「回数」と「水準」について

「著しい進展」が認められた以上、利上げの「回数」そして「水準」がますます注目される。この点に関してラガルドECB総裁は「We will have further rate increases in the future so the normalisation process continues」と述べ、当面の動きに変化がないことを強調している。だが、前回9月会合の声明文では残りの利上げ回数に関し「恐らく2回より多いが5回より少ない(it's probably more than two, including this one, but it's probably also going to be less than five)」と記載された経緯があり、話題を呼んだ。これが仮に4回だとした場合、10月・12月・1月・2月といったイメージになるため、残す利上げは12月・1月・2月の3回になる。今回の声明文ではこの「several」の表記が消えているため、9月に提示された考え方は有効なのかを質す記者も現れている。ラガルド総裁は引き締め効果が厳密に特定できない以上、「it might well be several meetings」と9月の表記が依然有効性を持ち得る可能性を示唆している。もっとも、「how 'several' is, that will be determined meeting-by-meeting」として、利上げの回数それ自体は会合毎の判断になり、可変的だとして言質を取らせていない。

片や、「水準」すなわち最高到達点はどう考えるべきか。これを質す記者は多く、1番手の記者から「来年3%程度の政策金利でピークを迎えるという期待をどう思うか」といった趣旨の質問が出ている。この点についてラガルド総裁は「数字として特定できるほどははっきりしていない。それはできない」と述べつつ、スタッフ見通しが改定される12月会合では経済・物価見通しやリセッションの可能性、ラグを伴って現れる金融引き締めの効果などが明らかになるため、それに基づいて利上げ幅は決定されるとしている。3回に1回はスタッフ見通しの改定があるスケジュールの中、ECBは重要な質問は全て「スタッフ見通しの改定を見ないと分からない」と回答しがちだが、今回も同じような口上が展開されている。なお、金利市場では2023年半ばを目途に2.50%程度とあと100bp程度の予想が大勢を占めている。

TLTRO3の仕様変更はQTか？

今回、政策変更の目玉としてターゲット型長期流動性供給オペ第3弾(TLTRO3)の条件が厳格化されており、これ自体は借入コスト上昇を通じて引き締め政策に類する措置とは考えられる。具体的は実

施済みの TLTRO3 について、①11 月 23 日以降はその後の政策金利の平均値が適用されること、②11 月 23 日を含めて期前返済日を 3 回追加するの 2 点が条件として示されている。当然、①は借入コストの大幅上昇を、②は回収される流動性の増加を、意味している。①は利上げ路線と整合的であるが、注目は②である。ラガルド総裁は TLTRO3 の早期返済に絡めて「it is also going to reduce the size of the overall Eurosystem balance sheet, which also goes in the same direction as our monetary policy stance」とユーロシステムにおける金融機関の**バランスシートが縮小する意味合いに言及している**。後述するように、今回、ECB は注目された拡大資産購入プログラム (APP) の再投資停止について議論はしていない。しかし、**APP による保有資産削減に先駆けて TLTRO3 による流動性を回収することで量的引き締め (QT) に着手したということだろうか。とすると、APP の QT という本丸も近いという話になる。**

「金利」から「量」へ

利上げの終点を見越した議論が見られ始める中、「12 月は保有資産の削減に関する計画を出す用意ができていると考えるのが妥当だと思って良いか」との質問が出ている。この点、ラガルド総裁は 10 月会合では多くのことを決定する必要があったため議論はしていないが、12 月会合では「APP で購入した資産のポートフォリオに関する基本方針 (the key principles of the reduction of our APP monetary portfolio)」を決定すると明言している。12 月会合で議論し、実施前にこれを公表するとも明言されており「12 月に方針決定、最短で 1 月以降は再投資停止 (もしくは保有資産売却)」という政策が稼働する可能性が高い。**ECB の「次の一手」に関するテーマはいよいよ「金利」から「量」へ移ることになる。**

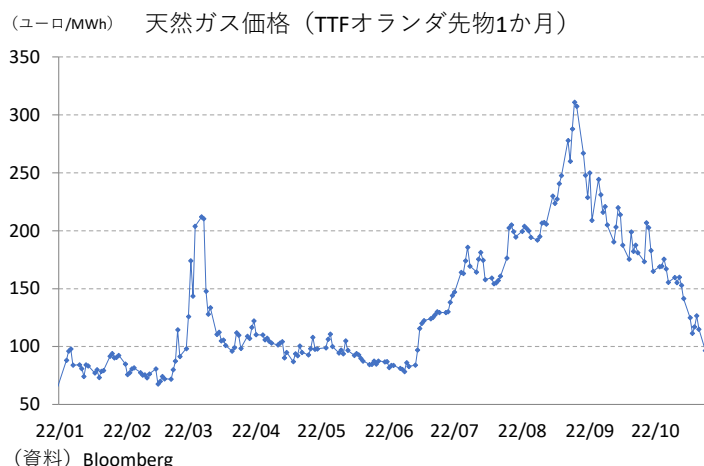
このように考えると 12 月会合は「金利」の引き締めについて終点が意識される中で、「量」的な引き締め、すなわち QT の論点が付加される会合になる。しかし、ここで ECB は複雑な問題に直面する。仮に本格的な QT に着手した場合、**ECB の政策運営は①利上げ、②QT と同時に③脆弱国を救済するためのパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の再投資柔軟化が並走することになる。**①と②は引き締め措置だが、③は緩和措置に類する。もちろん、金融政策スタンスに影響はないというのが ECB の説明だが、とりわけ②と③を同時並行させることの意味はかなり分かりにくい。APP で購入した資産 (イタリア国債も当然含まれる) の再投資を停止して、PEPP で購入した資産について再投資を柔軟化させるという構図に至った場合、究極的な政策効果は引き締めのものか。それとも緩和的なものか。政策に色はあるがお金に色はないわけで、政策間の整合性が問われる局面に入っていくように思える。この点が次回会合以降の ECB ウォッチの見どころになっていくだろう。

《EU のエネルギー政策の現状と展望～スタグフレーションに最も近い経済の苦悩～》

天然ガス価格取引に上限

10 月下旬には欧州委員会が EU 域内の天然ガス価格について上限を設定することを検討しているとの報道があった。価格上限のほか、1 日当たりの取引価格変動幅の制限も議論されると報じられている。ロイターが報じた草案段階の話であり、確定事項ではない。今後のスケジュールとしては 20～21 日の欧州理事会 (EU 首脳会議) を経て、25 日の EU エネルギー閣僚理事会、その後の臨時会合を経て承認に至る予定となっている (欧州委は未公表の書類に関しコメントはせず)。

現在、欧州大陸で取引されるガス価格はオランダ TTF 先物価格がベンチマークとされている(図)。欧州委員会はこのベンチマークの動きに制限を設けたい意向とみられる。こうした政策姿勢の背景にはロシアから欧州大陸向けの天然ガス供給が顕著に削減されている現状では TTF 先物価格は経済・金融情勢を正確に反映していないという思惑がある。報じられている草案段階では新しく稼働する枠組みの中で「極度のボラティリティや価格上昇、一部加盟国への天然ガス供給を困難にしかねない投機を回避するのに役立つ」ことが志向されているという。



確かに、9月、ストラスブールで行われたフォンデアライエン欧州委員長の一般教書演説では投機取引抑制への意向も言及されていた。だが、取引価格の上限設定は副作用も懸念されることから見送られていた。ガス取引価格に上限を設定するといった場合、企業から消費者への販売価格に上限が課されるのか、企業にとっての(供給元からの)購入価格に上限が設定されるのかの2つに分けられる。TTF先物価格に上限設定されるということは供給元(資源国)が損をすることになるだろうか。詳しいメカニズムが分からないので踏み込んだことは言えないが、供給元に負担が寄せられるような案であれば、最終的に「EUには売らない方が良い」という結末に繋がり、域内全体のガス不足に拍車をかける恐れはないのだろうか。EUに売らなくてもアジアに売れば良いという発想はあり得る。もっとも、図に示すように、TTF先物価格は9月をピークに急落傾向にあるため、この政策は現状の打開よりも、今後警戒される厳冬に備えた緊急策という位置づけなのかもしれない。

天然ガス価格取引に上限

当面のEUのエネルギー政策は基本的に「我慢」に尽きる。フォンデアライエン欧州委員長が一般教書演説で提示したエネルギー関連の施策は様々なフレーズが並んだが、今冬に対応するような政策は基本的に節電の義務化とエネルギー企業からの利益徴収(とその分配)しかなく、基本的には実体経済に我慢を強い

欧州委員長による一般教書演説(エネルギー関連で主に注目された論点を抜粋)

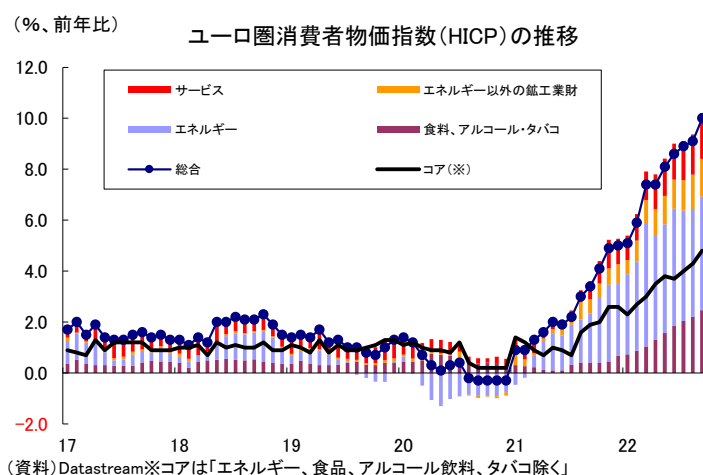
項目	内容
① 電力削減義務	ピーク時間帯に5%の電力消費量の削減を義務化。全体では最低10%の節電を目指す。具体策は未定。
② エネルギー企業からの資金徴収	ガスより低コストで発電する再エネや原子力の事業者の電力料金は「1メガワット時あたり180ユーロ」に上限設定。これを超えた分はEU加盟国が徴収。化石燃料の事業者には、「過去3年の平均利益の20%」を超過する部分は、加盟国がその33%を連帯金として徴収する。1400億ユーロを捻出し家計や企業へ分配。
③ 欧州水素銀行の設立	他国へのエネルギー依存解消のために次世代エネルギーの開拓を視野。水素の普及に向けて「欧州水素銀行」を立ち上げるとも表明。30億ユーロを投じて水素市場を整備。

(資料) 欧州委員会および報道資料から筆者作成

るものであった(図表)。次世代エネルギーとしての水素普及は今年や来年に軌道へ乗るものではあるまい。なお、欧州委員会はEU全体としてのガス共同調達に向けた提案も検討しているようだが、その実施予定時期は「2023年夏前まで」が念頭に置かれており、やはり、今冬に役立つアイデアではない。

上述した天然ガス価格への上限設定や節電義務化、エネルギー企業からの資金徴収は全て政府部門による民間部門への介入である。本格的な冬の到来を前に EU 経済は政府部門の介入を抜きにして自走できなくなりつつあるというのが現時点での達観した評価なのかもしれない。巷でドイツを中心とするユーロ圏経済のリセッションを懸念する声が上がりはじめているのは根拠のない話ではなく、世界で最もスタグフレーションに近い経済と言って差し支えないだろう。

域内全体の物価情勢に目をやれば、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）におけるエネルギーの寄与度は衰えるどころか存在感を高めており世界的に商品市況がピークアウトしている状況から乖離が感じられる。まだ冬は到来しておらず、ロシアの動きも予断を許さないことを踏まえれば、「取れる手は全部取りたい」という必死の胸中が今回の上限価格設定案に表れているのだろう。賃金の統制が米国ほどではない状況のうちに、インフレの火を消すことができるのかどうか。ユーロ圏史上最も厳しい冬の到来が迫っていると言える。



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。