

中期為替相場見通し

2022 年 11 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～ドル高終了は円安終了ではない～

為替市場の現状と展望について～ドル買い局面は終焉したか？～

P.3

ドル/円相場の現状と展望について～実質ベースで見る円高回帰の難しさ～

P.4

日本経済の現状と展望について～40 年ぶり物価上昇の意味するもの～

P.7

米金融政策の現状と展望～「+25bp」への移行こそキーポイント～

P.9

メインシナリオへのリスク点検～アップサイドリスクとしての FAIT 復活～

P.10

◆ ユーロ相場の見通し～予測期間後半の需給改善に期待へ～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～消えない賃金インフレの恐怖と戦う ECB～

P.13

ユーロ圏相場の現状と展望～金利・需給面で吹く追い風～

P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

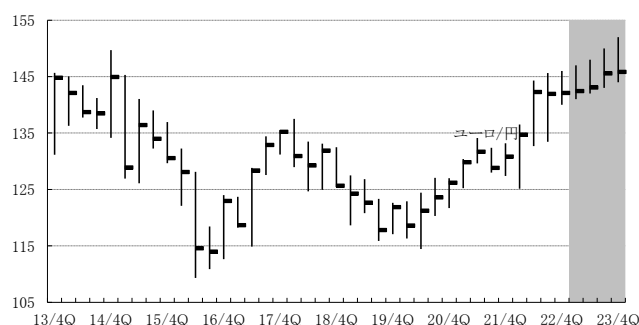
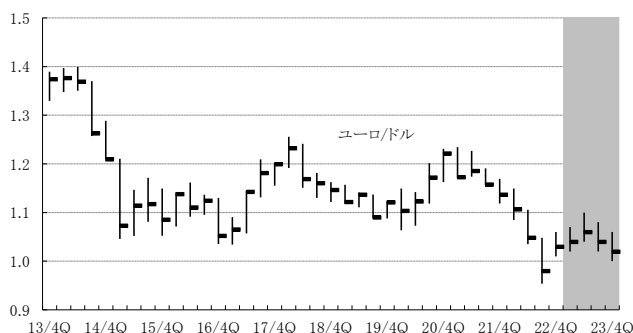
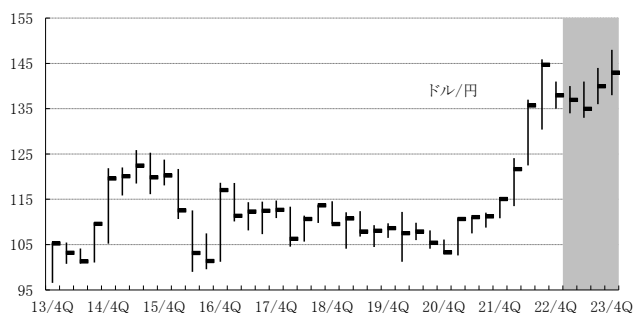
11月のドル/円相場は140円を挟んで軟調な時間帯が続いた。FRBの政策転換への期待が米金利低下に伴うドル売り呼び、結果的に水準調整が入っている。もっとも、今次円安はドル全面高と円全面安の複合的な結果であることを忘れるべきではない。FRBの政策転換はドル全面高の巻き戻しを促し、ドル/円相場に関しても今年の半値戻しである130円近傍までの調整を強いる可能性がある。しかし、史上最大の貿易赤字によって歪んだ円の需給構造は当面残るだろう。確かに、FRB高官の講演や声明文などを通じて利上げ停止が喧伝されれば、その時は米金利低下とドル売りが勢いを持つ可能性は高い。それは年末から来年1～3月期にかけて想定される相場つきである。しかし、利上げ停止が取引材料として新味を失えば、再びその時点の金利差に着目した取引が横行する可能性があるのではないのか。その際、FRBのハト派傾斜に伴いボラティリティは低下しているはずである。十分な金利差と低いボラティリティはキャリー取引を行うための2大条件である。一時的な利上げペースを針小棒大に捉え、米金利低下という事実だけで今年の出発点である112～113円まで23年中に戻るといった言説に筆者は乗れない。また、アップサイドリスクとして「本当に春以降、FRBの利上げが止まるのか」という視点は本当に必要なのか。平均インフレ目標の存在を考えると+25bpの利上げが持続性を持つ展開も警戒したい。

片や、11月のユーロ相場は堅調が続いた。インフレ減速が窺える米国に対し、ユーロ圏は加速が見られている状況。それ自体は決して望ましい話ではないが、ECBの利上げがFRBに比べて長引くとの見方も手伝って欧米金利差は縮小し、これがユーロ相場を押し上げている。既に利上げ幅縮小を織り込ませているFRBに対し、ECBはメンバーの多くが+75bpを支持する状況と見受けられ、両者の乖離は少しずつ開いているのが現状。もっとも、テクニカル・リセッションが確実視されるユーロ圏はスタグフレーションの危機に瀕している経済であり、「金利が高い」だけでユーロが買われ続けるには無理がある。注目すべきは金利よりも需給かもしれない。節電努力に加えて暖冬に恵まれたこともあり、鬼門であった天然ガス価格は下落し、落ち着いている。日本と異なり輸出拠点としてのパワーを維持しているドイツは資源価格さえ抑制されれば再び大きな経常黒字を回復する目がある。ドイツを中心としてユーロ圏全体の経常(貿易)収支も黒字を還元してくれば、需給面からユーロを再評価する流れに繋がる可能性はある。この点、ロシアの対EUのエネルギー政策の先行きは重要な論点になる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～11月(実績)	12月	2023年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	113.47 ～ 151.93 (138.63)	135 ～ 141 (138)	134 ～ 140 (137)	133 ～ 141 (135)	136 ～ 144 (140)	138 ～ 148 (143)
ユーロ/ドル	0.9528 ～ 1.1495 (1.0343)	1.01 ～ 1.06 (1.03)	1.02 ～ 1.07 (1.04)	1.04 ～ 1.10 (1.06)	1.02 ～ 1.08 (1.04)	1.00 ～ 1.06 (1.02)
ユーロ/円	124.41 ～ 148.35 (143.38)	140 ～ 146 (142)	141 ～ 147 (142)	142 ～ 148 (143)	143 ～ 150 (146)	144 ～ 152 (146)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内11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。

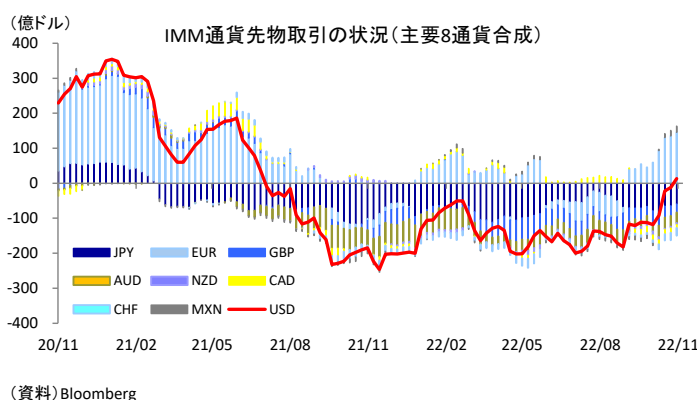


◆ ドル/円相場の見通し～ドル高終了は円安終了ではない～

《為替市場の現状と展望について～ドル買い局面は終焉したか？～》

投機筋、1年4か月ぶりのドル売り持ちへ

11月の為替市場では投機筋の状況を反映する IMM 通貨先物取引のポジションがドル売りに傾斜したことが話題になった。11月15日時点で主要8通貨の対ドルでの合成ポジションは+13.5億ドルの買い持ち、すなわちドルから見れば売り持ちに転じている。同ポジションにおいてドルが売り持ちに転じたのは2021年7月以来、1年4か月ぶりの出来事である(図)。この動きを捉えて「円安・ドル高

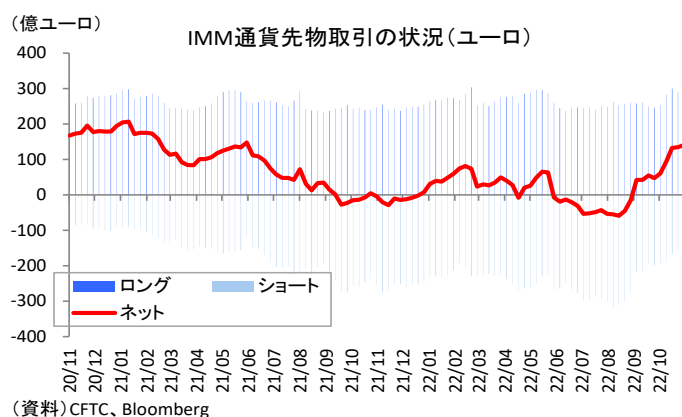


局面の転換なのか」という照会が非常に増えているので改めて基本認識を示しておきたい。結論から言えば、「ドル高局面の転換である可能性は高いが、円安局面の転換である可能性は低い」と筆者は考えている。今回、IMM 通貨先物取引で見られた動きに関しては①急速なユーロ買いの裏返しであること、②円売りポジションは依然大きいこと、の2点を押えておく必要がある。

ドル売り⇌ユーロ買い

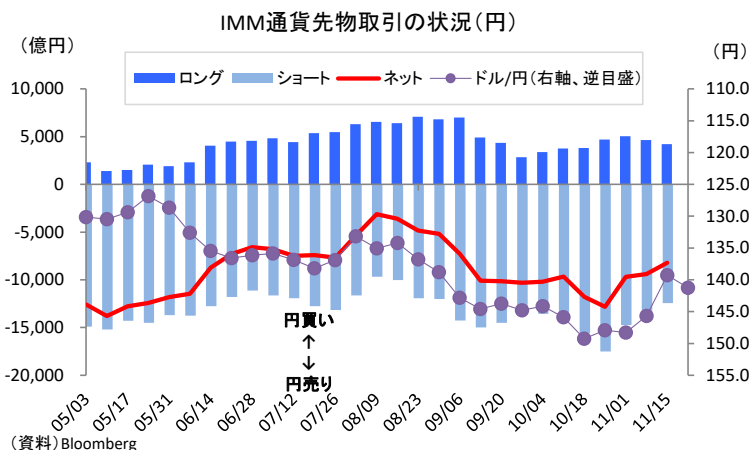
まず①に関しては一瞥すれば分かるが、足許のドル売りをけん引しているのはユーロ買いだ。実勢相場を見ても、11月のユーロ/ドル相場はパリティ割れが常態化していたところから復調し、1.00～1.03で安定推移している。ユーロ買いの背景については後述するが、金利、需給の両面から追い風が吹いていることは間違いない。金利に関して言えば、ユーロ圏の物価先高観は米国のそれよりも強く、結果的に欧米金利差(米国－欧州)の縮小に繋がっている。また、需給面では資源価格の落ち着きなどがユーロ買いの背中を押しているように感じる。本欄の立場に照らせば、この点が最も想定外であった。6～7月頃の資源価格動向を踏まえれば、「冬になればより大変なことになる」との懸念を元に域内の対外経済部門が脆弱になることが目に見えていた。筆者が年末にかけてユーロ相場の軟化を予想していた理由である。

しかし、各国の節電努力に加え、予期せぬ暖冬も重なって天然ガス価格は夏場の急騰前の水準に肉薄している。日本と違いドイツには輸出拠点としてのパワーがあり、鉱物性燃料の輸入さえ押さえ込めれば貿易黒字は順当に回復することが見えている。そうなれば需給面でのユーロ買いは復活する見通しが立つ。なお、IMM 通貨先物取引におけるユーロの持ち高を見ると、ロングの水準は大して変わっていないがショート水準が急速に小さくなっており、これがネットで見えたユーロ買い持ち高を押し上げている。もちろん、FRBのハト派化を織り込んだ動きもあるだろうが、ユーロ安に賭けていた投機筋が域内の金利や需給の風向き変化を察知しているようにも思える。



ドル売り≠円買い

一方、②の論点だが、円ショートの水準は足許で 1.2 兆円程度だが、円安が始まった 3 月初頭から 10 月末までを平均すると 1.3 兆円程度だった (右図)。数字を見る限り、「投機筋の円売り」にまつわる温度感が大きく変わったとは言えない。ちなみに足許の円ロングの水準は約 4200 億円で 3 月初頭から 10 月末までの平均が約 3700 億円であった。若干円買いに傾いているように感じるが、夏場は約 7000 億円程度で今の倍近い水準だった。



ショートとロングをネットアウトしたポジションで見ても 8 月半ばは約 3000 億円のショートだったが、11 月中旬ではまだ約 9000 億円と 3 倍の水準にある。ポジションの水準だけを見れば、夏場の方が現在よりも投機筋の円高期待は大きかったように見える。

もちろん、IMM 通貨先物取引の持ち高から為替市場の真意や全体像が分かるとは限らない。しかし、ロングの水準が不変のままショートの水準が激減したユーロとは異なり、円に対する投機筋の目線が劇的に変わっているというにはまだデータが乏しい。まして、主要 8 通貨の対ドルでの合成ポジションが買い持ちに転じたからとあって、「円が好んで売られている」という状況は殆ど変わっておらず、そのニュースをもって「円安は終わったのか」を疑うのは若干性急に感じられる。

上で見たように、ユーロ相場に買い材料が増え始めている現状を踏まえれば、FRB がハト派色を強めるにしたがって今後ドル相場全体が軟化する可能性は確かに高い。だが、それと「円安が終わること」は同一ではない。今回の円安・ドル高はドル全面高と円全面安が合わさった結果、大きな値幅に至っているというのが筆者の基本認識だ。ドル全面高の部分が剥落するに伴って、ドル/円相場が 130 円程度まで調整すること自体、驚きはない。しかし、史上最大の貿易赤字や永続するゼロ金利などが意識された円全面安の部分は残ってしまうと考えるのが自然ではないだろうか。IMM 通貨先物取引からドル/円相場の転換を予想し、元の場所 (110～115 円) へ戻る局面が始まったとまで主張するのは無理があるように思う。

《ドル/円相場の現状と展望について～実質ベースで見る円高回帰の難しさ～》

実質ベースでは「円金利>米金利」

11 月のドル/円相場は 140 円付近で膠着状態に陥った。金融市場は FRB のタカ派色が薄まることを理由にドル売りに着手し始めているが、12 月 FOMC 以降、FRB の利上げ幅が縮小軌道に入ること自体は新味のあるニュースとは言えず、むしろ +50bp が +25bp になった後、どれほどその時間帯が続くかに注目すべきではないかと思われる。また、本欄では執拗に強調している点だが、目先の相場動向に一喜一憂するのではなく、「なぜ、2022 年という年にここまでの円安が起きたのか」を真剣に考えなくてはならない。それを突き詰めるほど、金利差だけで説明することの難しさを感じる。例えば株式市場では実質金利の高低に着目した議論が盛んである。実質金利が低下したから株価が上がり、上昇したから株価が下がるといった解説は過去 1 年で相当繰り返されている。この実質金利に限って言えば、日本は米国よりも

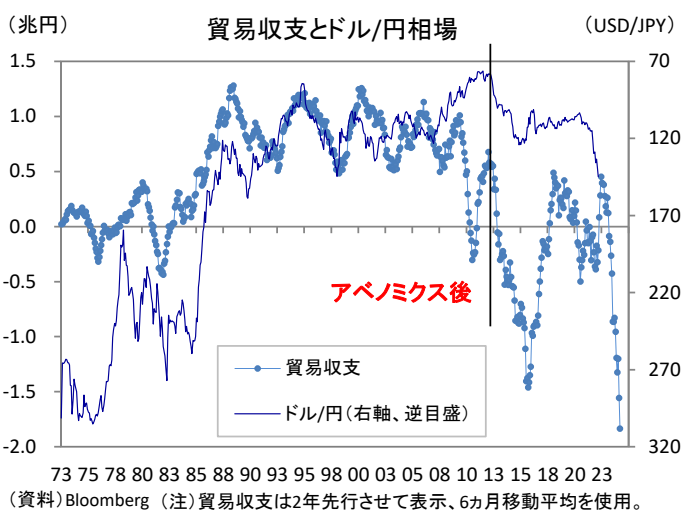
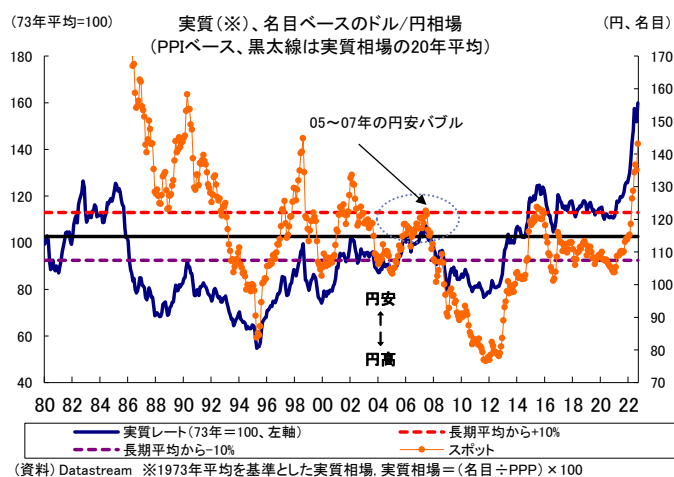
高い状況が続いている。それでも「名目ベースで見た米金利の上昇」を理由に円売りが駆動されてきたのが 2022 年という年だ。名目と実質、どちらが絶対に適切だと断じるつもりはない。もちろん、理論的には実質ベースの議論が適切だが、市場参加者が名目ベースの議論に着目する以上、ドライバーは名目ベースである。しかし、実質ベースでは「日本の方が高い」という理論的に正しい事実を脇に置きつつ、名目金利の話だけで 40 円弱も円安が進んだというのか。さすがに無理があるように思う。

実質ドル/円相場のオーバーシュートについて

図は 1973 年を基準として企業物価指数 (PPI) を用いて実質化したドル/円相場の推移である。歴史を振り返っても実質ドル/円相場が長期平均から +10% 以上の上方乖離を続けることは稀であり、例えば円安バブルと呼ばれた 2005～07 年はちょうど +10% 程度を上限として円安から円高に転じている。それ以前の時代 (2000～05 年頃) は長期平均を上限、▲10% を下限とするような推移が続いていた。また、2013 年以降、アベノミクスの名の下で量的・質的金融緩和 (QQE) を筆頭にリフレ政策が展開された局面では一時的に +10% を突破し、それ以降、2021 年初頭までは +10% 前後というのが 1 つの落ち着きどころだった。

それが 2021 年中頃には +15%、2021 年終盤には +20% を超え、2022 年春には +30%、そして 9 月には +60% 弱に達している。さすがにそこまで日米経済の構造が非連続的に変化したとは考えにくく、9 月以降の円相場の動きがオーバーシュートである疑いは確かにある。しかし、2013 年以降、それまで上限のように機能していた「長期平均 +10%」が実質ドル/円相場の落ち着きどころになり、2021 年以降、さらに上離れする動きが見られたことを受けて「2013 年以降の 10 余年で日本経済は構造変化を経験しているのかもしれない」と考えるのは普通の分析態度だろう。

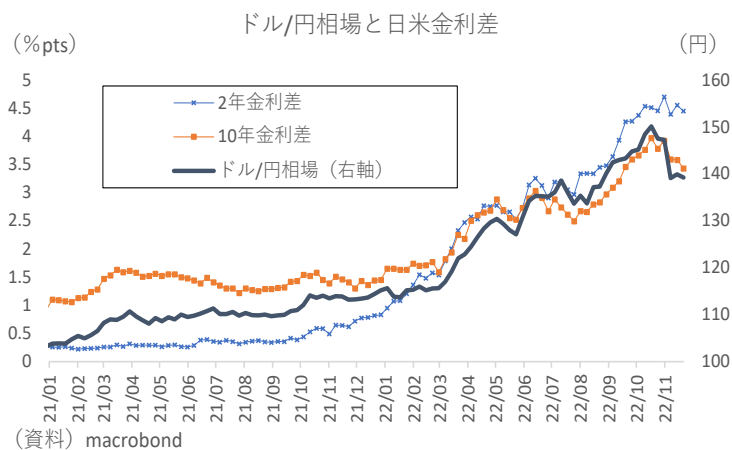
筆者は端的に貿易黒字の消滅と直接投資の急拡大が背景ではないかと考える。実際、2012～13 年頃を境として貿易黒字が稼げなくなっている (図)。今後、実質ドル/円相場が円高方向へ修正するには①名目相場が円高に進む、②日本の物価が相対的に米国より上昇する、③もしくはその両方が必要になる。②が現実的ではないとすれば①の経路を検討することになる。実質ドル/円相場のオーバーシュートが名目ドル/円相場の円高・ドル安だけで調整すると仮定した場合、115 円まで下落しても +25%、110 円でも +20%、100 円でようやく +10% という上方乖離のイメージになる。しかし、現時点で 100 円や 110 円までの円高・ドル安を期待する市場参加者はもはや稀有だろう。実質ベースの議論を冷静に吟味するほど、名目ドル/円相場の水準感が過去 1～2 年で見たよ



うな 100～110 円のレンジ感に戻るのには相当困難になっていることは認めざるを得ないように思う。

確かに金利差は大事だが・・・「金利差がゆっくり拡大する」に変わっただけ

以上のような認識の下、筆者はプラザ合意以降で最大の値幅となった今次円安局面で重要な論点は金利差ではなく需給環境の変化だと考えている。しかし、図に示される通り、日米金利差とドル/円の相関が安定していることは確かであり、為替市場の自己相関の強さを踏まえれば、目先の展開を予想するために金利面の議論を改めて整理する必要は感じる。もっとも、日米金利「差」と言っても、円金利がイールドカーブコントロール（YCC）の下で動くことはないとするれば、検討されるべきは米金利の現状と展望になる。



この点、11月1～2日のFOMCやその議事要旨を踏まえ、当面の状況を整理することが必要になる。詳しくは後述するが、11月FOMCに対する市場の受け止めは「思ったよりハト派ではなかった」といったものだったが、それは市場期待が前のめり過ぎただけであり、FRBの情報発信自体は従前からさほど変わったとは言えない。+75bpという通常比3倍速の利上げペースが常態化するはずもなく、「2023年央にかけて5.00%近傍に到達する」というターミナルレートのイメージは従前からほぼ動いていない。本稿執筆時点におけるFRBの基本姿勢について重要な論点は①利上げペースの減速が近いこと、および②利上げペースの減速は引き締め姿勢の転換（≒利上げ停止）を意味しないことである。10月中の金融市場は①を利上げ停止のシグナルとして拡大解釈し、米金利およびドルが下がり、株が上がるという反応を示してきた。しかし、インフレ率が依然7%を超える中では②の点から目を逸らすべきではない。

ドル/円相場の観点から言えば、これまで「金利差が拡大する」ことがドル買い・円売りの理由とされてきたわけだが、FRBの基本姿勢（①および②）を踏まえれば、「金利差が拡大する」が「金利差がゆっくり拡大する」という事実が変わっただけであり、本質的な変化は認められないだろう。ちなみに9月20～21日開催のFOMC議事要旨では政策金利が「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されていた。また、11月1～2日開催分のFOMC議事要旨では「利上げペースよりも、今や政策金利の最高到達点とその達成後の政策姿勢の方がより重要」という記述も見られている。利上げ幅の減速自体、もはや既定路線であり重要事項とは言えない。いずれにせよ、5%近傍まで上昇した政策金利は少なくとも2023年いっぱいには放置される可能性が高い。過去の本欄でも議論してきた通り、そうした市場環境がFRBハト派化に伴うボラティリティ低下と相まって円キャリー取引を誘発する展開は視野に入れるべきに思う。

円高リスクは日銀次第だが・・・

以上のような考え方にリスクがあるとすれば、「円金利が動くことはない」という前提が崩れるという

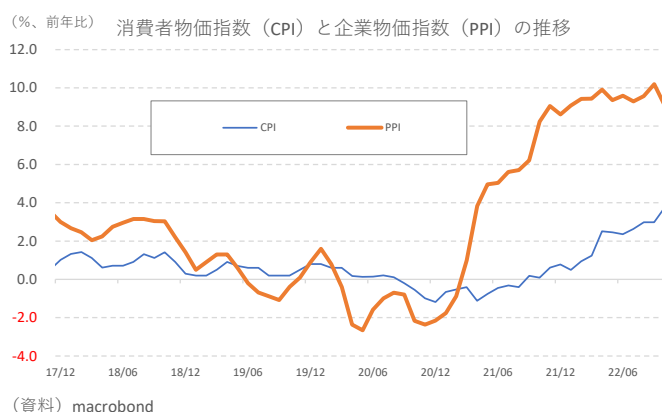
ケースだろう。もうしばらくすれば次期日銀総裁が明らかになる。今よりも緩和路線に距離のある人物が予想される中、どのような政策修正が行われるのか。もちろん、金利の絶対水準からすれば日米金利差が円売り・ドル買いの材料と使われる合理性は残るものの、「日銀の引き締め」は為替市場参加者にとって新味のある話であり、短期的なリアクションは大きくなる可能性がある。来春以降、FRB が利上げを停止するタイミングで新体制の日銀が引き締めを模索するような構図になれば、一時的に金利差縮小をテーマに円の買戻しが進む可能性はある。仮に「日銀の引き締め」がマイナス金利解除といった耳目を引くものであった場合、その震度は大きくなる。とりわけ反対売買の契機を探る投機筋にとっては円高反転の追い風になるだろう。もっとも、円高リスクはあったとしても限定的というのが筆者の基本認識だ。

繰り返しになるが、かつてとは需給環境が大きく異なる以上、金利差だけで円相場が騰勢を維持し続けるのは無理がある。足許の円売りポジションが巻き戻される中で円高が進むにしてもその値動きは案外、限定されたもので終わる可能性はある。2022 年のドル/円相場の半値戻しは 130 円程度であるが、その程度の水準を予測期間中の下値とみておきたいところではある。

《日本経済の現状と展望について～40 年ぶり物価上昇の意味するもの～》

40 年ぶりの CPI 上昇、影響は消費増税以上

円安基調は一服しているものの、年初来の大幅な円安が日本経済にもたらす影響はこれからの話でもある。その象徴的な動きがいよいよ見られ始めた国内の物価上昇だ。11 月 18 日、本邦 10 月消費者物価指数（CPI）の急伸が報じられた。10 月 CPI は前年比+3.7%と生鮮食品除くコアベースでは同+3.6%とそれぞれ 9 月から+0.7%ポイント、+0.6%ポイント加速した。コア CPI に関し、伸び率は 1982



年 2 月以来、40 年 8 か月ぶりの大きさとなる。ちなみに 2014 年 4 月に 3%ポイントの消費増税が行われた際、同年 5 月の同+3.4%がピークだった。つまり、資源高と円安による物価上昇は消費増税以上に家計部門の購買力を削いだという評価になる。伝統的に日本ではコストの増分が企業部門で吸収され、家計部門へ物価上昇圧力が波及しない傾向にあるが、今次局面はさすがに企業部門から家計部門のスピルオーバーが始まっている兆候も感じさせる（前頁図）。過去 9 年間、黒田総裁の下での日銀は「適合的な期待形成」を通じて持続的な物価上昇を促そうとしてきた。「適合的な期待形成」とは家計部門において値上げが当然視されるような環境が仕上がっていく様子を指す。今年 6 月、黒田総裁が「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」と発言し、これが一部メディアを通じて「値上げを受け入れる」との発言に変換され大騒ぎとなったが、最近数か月の値上げ機運からは「適合的な期待形成」が一段と進んでいる状況を感じ取れなくもない。値上げの動きがこれほど支配的になれば、これまで売上の落ち込みを恐れて躊躇していた企業にも動きが波及してくる可能性は考えられる。

食料品で進む物価高

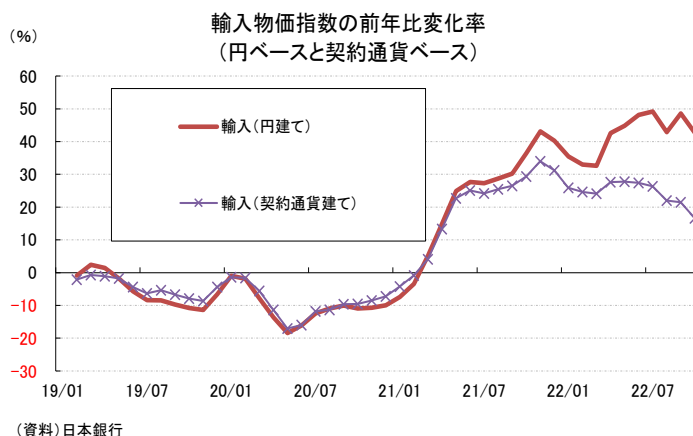
各種メディア報道を持ち出すまでもなく、9月、10月そして11月と月を跨ぐごとに「値上げの秋」を囃し立てるムードが大きく、とりわけ食料品にその動きが大きいことは周知の通りである。具体的な数字を見ると生鮮除く食料は同+5.9%、全体に対する寄与度は1.38%ポイントと全体の伸びの4割を説明できる。さらに細かく見ると寄与度の大きい順に外食が同+5.1%（寄与度+0.24%ポイント）、調理食品が同+6.5%（寄与度+0.23%ポイント）、穀類が同+8.2%（寄与度+0.17%ポイント）と続く。10月は外食に関しては大手回転寿司チェーン店が1皿100円を遂に諦めたというニュースが大々的に話題を集めていたが、それ以外の業態でも幅広い値上げが進んでいるのだろう。そのほか菓子類やパンなどの値上げも日々報じられており、CPIの動きは体感に合う結果と言えそうである。

なお、10月に始まったことではないが食料品以前に光熱費も同+14.6%（寄与度+1.06%ポイント）と大幅な上昇が続いている。食料や光熱費といった生活必需品項目に物価上昇が及ぶと相対的に所得の低い家計にダメージが及びやすくなる。年明け1月以降は物価高騰に対応するための「総合経済対策」の中で電気・ガス代に対する支援策が実行されるためダメージは軽減に向かいそうではある。もっとも、後述するように、それは円安の影響がここで止まれば、という話ではある。

「円安による物価高」に対する怨嗟は今後強まるか

今年4月から円ベースと契約通貨ベースで

輸入物価指数の動きが乖離し始めており、7月以降に至っては契約通貨ベースが顕著に伸び率を減速させる一方、円ベースでは高止まりしている（図）。こうした構図が円安の結果であることは言うまでもない。今次物価上昇に関して「主因は資源高で円安の影響は限定的」という主張もあるがそれは語弊があるだろう。10月輸入物価指数に関して言えば、契約通貨ベースが前年比+16.6%であるのに対し、円ベースは同+42.6%と30%ポイント



近くも伸び幅が拡大している。それだけ余計に日本から海外への支払いが増えているということでもあり、それが実質所得環境の悪化（統計で言えば実質GDIの悪化）に直結している。春先以降、円安の善悪を議論する風潮が強いが、実質所得環境が悪化する経済が力強い成長を果たすことはない。

ドル/円相場は高値から調整しているとはいえ、依然として前年比で+20%以上上昇した状態にある。ここに為替予約にまつわるリーズやラグズも加わることを踏まえれば、円ベース輸入物価指数を通じたインフレ圧力は当分居残る公算が大きく、11月以降のCPIを押し上げるだろう。一連の物価上昇の背景に資源高と円安という2つの要因があったわけだが、今後は前者の影響が剥落する中で後者の影響がクローズアップされやすい局面に入っていくことが予想される。円安の功罪はあくまでGDP（≡大企業輸出製造業）への影響に関する総論と家計への影響に関する各論を分けて丁寧に議論する必要があると筆者は考えるが、現実問題としては後者の方が経済主体の数で勝るだけに、「円安による物価高」に対する怨嗟は一般物価の上昇を受けてしばらく大きなものとして社会的関心事になるのだと思われる。

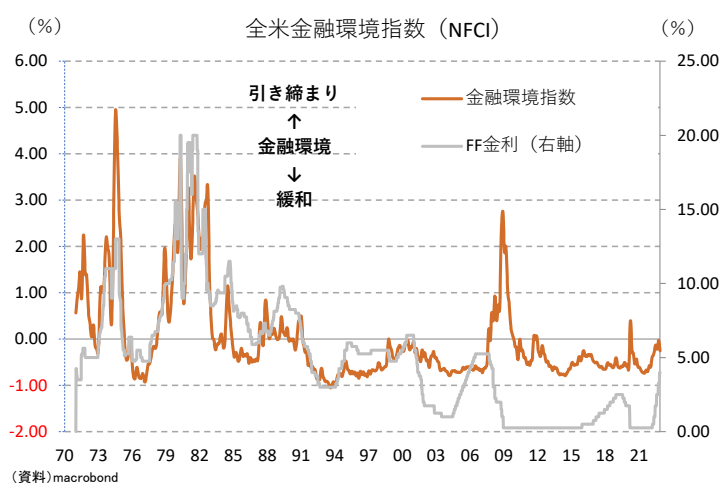
《米金融政策の現状と展望～「+25bp」への移行こそキーポイント～》

問題は本当に 2 月の+25bp があるのかどうか

11 月 1～2 日開催分の FOMC 議事要旨は今後の利上げ軌道に関し、引き続きデータ次第との総意が確認されたものの、多く (a number of) のメンバーが政策スタンスについて「既に十分引締め」と判断しており、利上げのペースの減速についても「適切」と考えている現状が示されている。また、大多数 (substantial majority) のメンバーが、利上げの減速を「まもなく (soon)」決断することが適切と主張している。さらに今後の利上げ幅を決定するに至っては、従前の利上げが持つ累積的な効果を考慮する必要性にも言及が見られている。これらの記述を踏まえる限り、12 月 FOMC における+75bp から+50bp への利上げ幅縮小はほぼ確実だろう。

もっとも、これは以前から想定される既定路線でもある。利上げ幅の縮小に関して言えば+50bp が+25bp に移行するタイミングこそ注目であり、そこで初めてターミナルレートの水準が見えてくる。現状、2023 年の利上げ幅は合計+50bp 程度が見込まれており、これは「2 月と 3 月に+25bp ずつ」という織り込みと見受けられる。減速しているとはいえ、ヘッドラインの消費者物価指数 (CPI) が依然として前年比+7%を超える現状を踏まえると、果たして 2 月に+25bp という想定は現実的なのか。市場が期待する 2 月に+50bp、3 月に+25bp というのはあくまで最速シナリオであり、相応の確率で 2 月も 3 月も+50bp で 5 月以降に+25bp が継続するということはあると筆者は考えている。

なお、パウエル FRB 議長も 11 月会見で言及したように利上げ局面は①幅 (ペース)、②最高到達点、③②を維持する期間、の 3 点から評価される。現状を踏まえると、①は巡航速度 (+25bp) を視野に入れつつ、今後は②を検討する時期に入るといことになる。その上で③を検討する時期が待っているという理解になる。③はおろか②についてもコンセンサスが揺らぐのが現状と言えるだろう。少なくとも利上げの効果が半年から 1 年後に表れるという通説に立てば、最初に+75bp 利

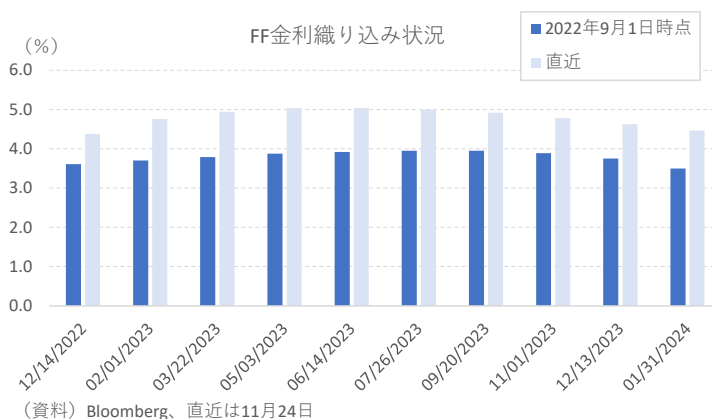


上げを行ったのが 6 月であるため、その影響はまさにこれから顕現化することになる。もっとも、過去に取り上げたように、シカゴ連銀公表の全米金融環境指数 (NFCI) は歴史的に見れば「緩和的」を示唆する状況にある。折に触れてパウエル議長が引き合いに出す 1980 年代前半のボルカー議長時代の引き締め局面は NFCI が明確に引き締めを示唆していた。その時代に倣った政策運営を志向しているパウエル議長からすれば、②の議論はより高く、③の議論はより長くを目指している可能性がある。

ドル/円相場のドライバーは日米金利差というより・・・

いずれにせよ、当面は世界の資本コストである FF 金利が徐々に切り上がっていくという事実は従前と何ら変わらない。上述するように、報道では利上げ幅の減速ばかりがクローズアップされやすいが、FRB の次の焦点は②最高到達点である。今回の議事要旨を見ても、多様な (various) のメンバーが、インフレに減速の兆しが確認できず、マクロの需給不均衡が継続することを前提とすれば「政策金利の最

高到達点 (the ultimate level) はこれまでの想定よりも幾分高い (somewhat higher)」と主張している。過去 2 か月間の相場状況だけに着目すれば、各種インフレ指標の減速を理由に米金利とドルの相互連関的な下落が見られているが、9 月初頭と現状を比較すれば金融市場が織り込む FF 金利の水準は見通せる将来に関して +100bp ほど切り上がっている (図)。9 月に比べて 11 月がハト派になっているのは事実だが、ターミナルレートの水準自体は切り上がっているのである。



この点、日米金利差が本当に円売り・ドル買いの理由ならばこうした織り込みが評価されないはずがない。しかし、ドル/円相場はこの 2 か月間で年初来高値をつけた後、急落している。日米金利差を円安の主因と解説してきた向きの殆どがこうした挙動に触れようとしない。結局、問題視されるのは金利差に関する「水準」ではなく「方向感」であって、それは FRB の「気分」と言い換えても差し支えないのだろう。FRB の「気分」がハト派に転じているならドル売り、タカ派のままならドル買いというだけの話であり、それを一番端的に示す計数が日米金利差という話である。しかし、厳密に金利差の水準からドル/円相場の水準を検討することに大きな意味はない。政策金利の「差」に関して言えば、その水準はまだ十分部分に大きく、これからも大きくなっていく見通しである。

やはり気になるキャリー取引の可能性

金融市場の織り込み通りに政策運営が進めば、来年 3 月に FF 金利は 5% 前後に到達し、そこから概ね横ばいの局面に入る。利上げ停止は株高と共に金融市場のボラティリティ低下に直結する公算が大きい。確かに FRB 高官の講演や声明文などを通じて利上げ停止が喧伝されれば、その時は米金利低下とドル売りが勢いを持つだろう。それは年末から来年 1～3 月期にかけて想定される相場つきである。だが、利上げ停止が材料として新味を失えば、再びその時点の金利差に着目した取引が横行する可能性がある。十分な金利差と低いボラティリティはキャリー取引を行うための 2 大条件である。

一時的な利上げペース減速を針小棒大に捉え、為替市場、とりわけ唯一のマイナス金利を導入する貿易赤字大国の通貨である円まで大転換の時期に差し掛かっていると論じることには飛躍はないだろうか。少なくとも、米金利が低下するという事実だけで今年の出発点である 112～113 円まで 2023 年中に戻れるとは思えず、130 円前後の水準を下値目途に 2023 年を展望したいと思う。

《メインシナリオへのリスク点検～アップサイドリスクとしての FAIT 復活～》

FRB にとって株価上昇は潰す対象？

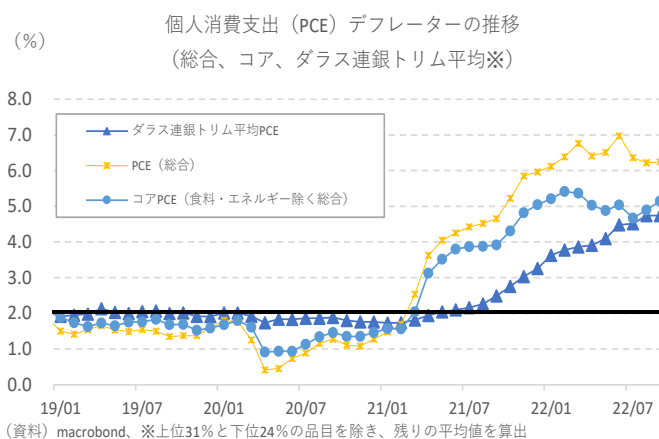
これまでも論じてきたように、11 月の金融市場では FRB のハト派傾斜が大きな取引テーマになった。もっとも、FRB 高官が断続的に言及するように、利上げペースの減速は利上げの停止と同義ではなく、利上げの持続性こそが今後のテーマである。この点は 11 月 1～2 日開催分の FOMC 議事要旨で「利上げペースよりも、今や政策金利の最高到達点とその達成後の政策姿勢の方がより重要」と言及されていた

通りだ。また、米金利低下とドル安はともかく、株式市場の性急な楽観への傾斜は FRB にとって愉快な話ではない。既に述べたように、シカゴ連銀公表の NFCI は利上げと共に引き締めの状況を示唆するものの、依然として緩和的であることを示唆するマイナス圏を脱していない。株価上昇は NFCI の押し下げに寄与するため、FRB が潰すべき動きと考えられる。より具体的に言えば、米国の場合、家計金融資産の 30%以上が株式であり、株価上昇は資産効果を通じて消費・投資意欲を焚きつける経路が期待できる。詰まるところ、「株高はインフレ期待を押し上げる」ということが説得力を持つのが米国であり、インフレ抑制を企図した FRB としてはやはり放置できない論点になるだろう。利上げ期待の剥落に伴って株価が騰勢を強める場合、それ自体が FRB のタカ派傾斜に繋がるというロジックは今後警戒したい。

平均インフレ目標が表舞台に？

また、減速しているとはいえ、CPI で前年比+7%以上、PPI で同+8%以上という物価情勢は、金融政策の方向感が変わる段階を殆ど意味しない。金融政策運営上、特筆される個人消費支出 (PCE) デフレーターも同+6%以上とやはり高い。さらにダラス連銀が公表する基調的な動きを示すトリム平均 PCE デフレーターも同+4.7%程度と目標 (+2%) の倍速以上で推移している (図)。米国の物価情勢が概ねピークを打ったことは間違いなさそ

うではあるが、肝心の「2%に収束しているかどうか」はまだ期待が持てない。ここで今年 8 月 22 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 議長の講演を思い返したい：



- **The successful Volcker disinflation in the early 1980s followed multiple failed attempts to lower inflation over the previous 15 years. A lengthy period of very restrictive monetary policy was ultimately needed to stem the high inflation and start the process of getting inflation down to the low and stable levels that were the norm until the spring of last year. Our aim is to avoid that outcome by acting with resolve now.**

パウエル議長は「ボルカー元 FRB 議長がインフレを鎮圧するまでに 15 年以上の月日がかかったこと」および「そのような失敗を回避するのが我々 (パウエル体制下の FRB) の目標であること」を強調している。類似の主張は断続的に行われていることを踏まえれば、現状の物価情勢をもって利上げ幅を縮小するまではあっても、引き締め路線が転換することは殆ど期待できないだろう。

そもそも多くの市場参加者は忘れかかっているかもしれないが、FRB は 2020 年 8 月以降、平均インフレ目標 (FAIT : flexible form of average inflation targeting) を導入している。これに従って、物価の「変化率」ではなく「水準」に軸足を置き、引き締めを続ける可能性はある。FAIT は導入当初こそ囃し立てられたものの、その後は想定外のインフレ高進が経済を襲う状況下、結局は変化率に振り回される格好で忘却の彼方に置かれてきた。今でも金融市場が着目する物価動向はあくまで前年比での「変化率」

だが、米国に限らず（日本でさえも）、パンデミック前と比較して財・サービスの価格が明らかに切り上がっている以上、「水準」の抑制に焦点を当てる政策運営は説得力を持ちやすいだろう。逆に、変化率が前年比+2%程度に落ち着けば実体経済にとって許容可能という主張は難しいものになっているように思われる。それほどまでに実質的な所得環境は傷ついている。

この点、FRBがFAITの考え方に基づき、一定期間中のインフレ率平均が+2%に収束するまでは引き締めを持続するという可能性はあるように思える。今後のFOMCに関し、12月で+50bp、2月と3月で+25bpずつという織り込みは既定路線としても、4月以降も「インフレ率平均が+2%に収束する」ことを企図して+25bpが続けられる可能性はないのだろうか。筆者は無いとは言えないと思う。巷間指摘される4.75%のターミナルレートを超えて、5.50%や6.00%に肉薄する可能性はまだ留意しておいた方が良いだろう。本欄の基本想定は「5.00%」であり、予測値もその前提に立っているが、当然、それが上振れすればドル/円相場の軌道もシフトアップすることになる。アップサイドリスクとしてのFAIT復活は留意しておくべき論点であるように思える。

◆ ユーロ相場の見通し～予測期間後半の需給改善に期待へ～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～消えない賃金インフレの恐怖と戦う ECB～》

悪化シナリオに接近中のユーロ圏

11 月に入りユーロ相場の堅調は続いた。11 月には ECB 政策理事会が無いため、11 月 24 日に公表された政策理事会議事要旨（10 月 27 日開催分）を元に現状を整理しておきたい。冒頭で行われるチーフエコノミストであるレーン ECB 理事の経済・金融情勢の総括では今後 2 四半期（7～9 月期および 10～12 月期）のマイナス成長に言及があり、テクニカル・リセッションの可能性が認められている。

もっとも、これはスタッフ見通しで懸念されるような悪化シナリオを意味するのではなく、長期停滞を意味するものではないと強調もされている。やはり資源価格の騰勢が落ち着いていることが事態の悪化を未然に防いでいると言えそうである。「ロシアからのエネルギー供給が完全に遮断される」という極端な想定はまだ実現しておらず、予断は許さないが「まだ最悪ではない」と言い張れる状況がまだ残されてはいる。議事要旨を見る限り、12 月会合で改定されるスタッフ見通しでは、9 月と大差ない悪化シナリオが公表されるものと思われる。もっとも、「the economy was now closer to the downside scenario than to the baseline scenario depicted in the September ECB staff projections」といった懸念も表明されており、基本シナリオが悪化シナリオに接近しているという事実も謙虚に受け止められている。

ECBスタッフ見通し（2022年9月）

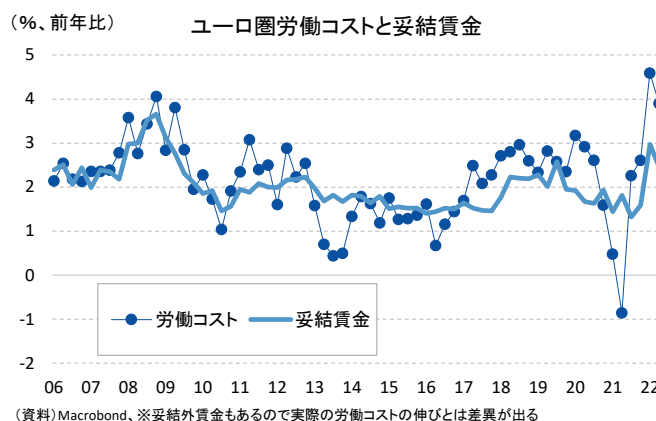
	2022年9月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	3.1	0.9	1.9	2.8	-0.9	1.9
ユーロ圏消費者物価指数(HICP)	8.1	5.5	2.3	8.4	6.9	2.7

（資料）ECB、2022年9月

払拭できない賃金インフレ

肝心の物価情勢に関しては「the rise in both headline and core inflation had come with an increase in demand-driven factors」との指摘もあり、供給要因から需要要因へインフレ圧力の起源がシフトしているのではないかと懸念が呈されている。とりわけ「There was a risk that future wage growth was being underestimated, as also suggested by more timely information on wages from job postings on private digital platforms, which were increasing faster than data on negotiated wages」と民間の賃金調査を用いて賃金インフレを懸念する箇所は目を引いた。調査名こそ明記されていないが、これは恐らくアイルランド中央銀行と民間の求人検索企業（Indeed Hiring Lab）の作成した月次データを指しているのであろう。この点に関しては詳しく後述する。いずれにせよ資源価格の騰勢が収束し始めている状況下、こうした賃金分析には注目したい。

なお、現在のユーロ圏にとって数少ない朗報である天然ガス価格下落に関しては「まだ予断を許さないこと」と「元々のシナリオが悲観過ぎたこと」で議論が割れており、再度上昇に転じる懸念が指摘されていることには目を引いた。なお、供給要因に関しても資源価格に関して「ピークアウトしたが影響の波及にはラグがある」という問題意識が共有されており、従前



のユーロ安傾向も相まってインフレ圧力が残存しそうなことは認められている。こうした総合評価の結果、インフレに関するリスクは「risks to the inflation outlook were primarily on the upside」と明記されている。資源価格と名目賃金の先行きに不透明感があり、とりわけ後者に関しては二次的波及効果（second-round effects）を伴う賃金-物価スパイラル（wage-price spiral）の恐れが消えない以上、インフレに関しては上方リスクを警戒する姿勢が当面続くのだろう。ECB 調査の妥結賃金は 7～9 月期に前期比+2.9%と同+2.5%から加速しており、引き締めを解除できないという胸中はよくわかる。

今後の利上げは・・・

以上のような現状認識に立てば、今後の利上げ軌道は簡単には修正されないことが想像される。例えば +75bp の利上げ幅に関しては 10 月下旬時点で大多数（vast majority）が賛意を示している。2～3 名（a few）のメンバーはターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の仕様厳格化を組み合わせることで +50bp への縮小が可能と主張しているようだが、少数派である。「ハト派の方が少数派」は ECB において珍しい事態であり、それだけインフレ高進に対する懸念が歴史的に経験のないところまで高まっているということだろう。もちろん、今後の利上げは情勢次第とされているものの、既に+50bp への縮小が実質的に対外発信されている FRB との距離感が開きつつあるように思える。これが 11 月に入ってからユーロ/ドル相場が上昇していることの主因と考えて差し支えあるまい。

なお、「次の一手」として注目されるバランスシート削減、具体的には拡大資産購入プログラム（APP）で購入した資産の再投資停止に関しては TLTRO3 の仕様厳格化に伴う早期返済の影響評価と合わせて議論する方針が言及されている。パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で購入した資産の再投資がイタリアを筆頭とする脆弱国に対して活用される中、APP で購入した資産の再投資は停止するという入り乱れた政策構成は従前の利上げも相まって市場とのコミュニケーションを難しくする可能性がある。ECB はラガルド流の情報発信が試される局面に入る。

劣化するユーロ圏の実質賃金情勢

ところで、気になる域内の賃金情勢に関し、11 月 9 日、英 FT 紙が『Eurozone wage growth accelerating, job ads show』と題し、興味深い実情を報じている。ユーロ圏の賃金指数と言えは上述した妥結賃金（negotiated wage）が定番だが、いかんせん公表頻度が小さい（かつ遅い）という難点を抱える。この点、上述した議事要旨でも言及のあった民間企業のデータを元にしたリアルタイムのオンライン求人情報が月次動向を捕捉する計数として注目される。対象とするユーロ加盟国は 6 か国に限られるが、リアルタイムデータに基づく物価情勢の把握はユーロ圏の経済・金融情勢ひいては ECB の政策運営を説



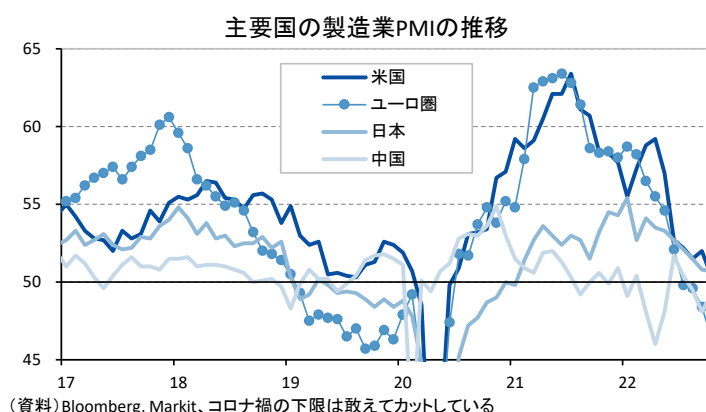
むうえで有用な代物と言える。前頁図は記事からの抜粋である。同データを元にユーロ圏 6 か国と英国の名目賃金および消費者物価指数（CPI）の状況について比較一覧したチャートである（記事中のものを抜粋）。一瞥しても分かるが、現状のユーロ圏において CPI の伸びに名目賃金の伸びがついてきているのはドイツ、フランスくらいである。とりわけドイツは CPI が前年比+10%と 2 ケタに到達しながらも、10 月の名目賃金が同+7.1%と辛うじて食らいついている様子が目につく。それでもインフレに「負けている」状況は残り、ドイツですら実質所得環境の悪化を強いられている。

片や、アイルランド、イタリア、オランダなどはそれぞれ名目賃金の伸びが同+4.0%から同+5.0%程度とドイツに劣後しているが、CPI の伸びはドイツと同等の同+10%近くに達している。こうした国は域内に多く存在すると推測され、ユーロ圏がスタグフレーションに近い経済と言われる所以である。実際、域内全体で見ると、10 月の名目賃金は同+5.2%とパンデミック前に比べれば 3 倍程度のペースで加速しているが、10 月の CPI は同+10.7%と 16 か月連続で増勢が続いている。

最高難度のミッションに挑む ECB

現状、ドイツやフランス以外は名目賃金の伸びがインフレについていけないため、ECB（に限らず中央銀行全般）が最も恐れる wage-price spiral のリスクは小さい。その代わりに実質所得環境の悪化を通じて景気が失速し、縮小均衡を通じてインフレも鎮圧されるという展開に期待がかかる。政策理事会後の会見でもラガルド ECB 総裁は繰り返し「まだそう（wage-price spiral）はなっていない」と否定はしている。もちろん、仮に企業と労働者の双方が 2 ケタのインフレ率を当然視するような環境に至れば、今は名目賃金の伸びが落ち着いているアイルランドやイタリアのような加盟国でも「物価高騰がそのまま名目賃金に上乗せされる」という社会規範が定着しかねない。そうなればインフレは長引き、中銀にとっての最大の脅威となるため、「まだそうならない」と言いながら引き締め姿勢を続けるしかないのが ECB の置かれた現状であろう。

元より厄介なことにユーロ圏全体としての統計はドイツやフランスの影響が反映されやすいため ECB が「wage-price spiral のリスクは高まっている」という懸念を捨てるのは難しい。結果、大国に合わせた金融政策により小国がオーバーキルされる可能性が視野に入る。既に製造業 PMI が他国に比しても失速感を感じているあたりに実体経済の不味さを見て取る



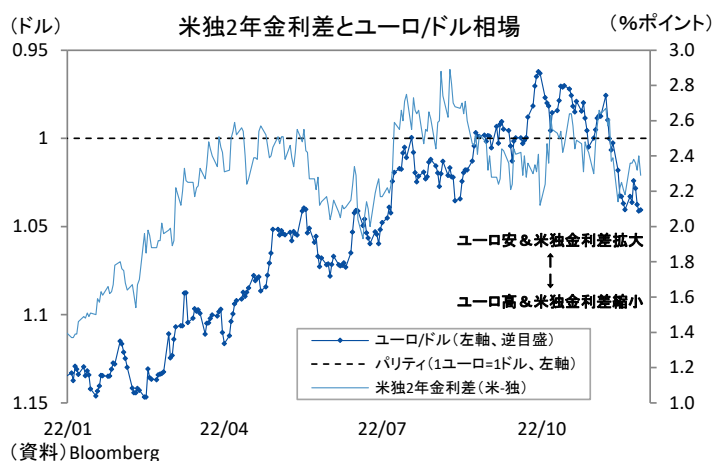
ことはできるが (図)、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）が 10%を超える勢いを保つ中で小国の不都合は黙殺される公算が大きい。ECB の基本方針を縛るのはあくまで域内全体を平均した計数であり特定加盟国に焦点を当てることはできない。オーバーキルリスクを抱えながらの引き締めプロセスを進めるにあたって、ECB 政策理事会は果たして足並みを揃えることができるのか。元より「不況下の物価高」は中銀にとって最も難しい局面の 1 つだが、2023 年の ECB は内部分裂のリスクを抱えながら 19 種類の「不況下の物価高」を管理するという最高難度のミッションに挑むことになる。執拗なインフレを大幅利上げで鎮圧しようとする一方で、イタリア国債利回り抑制のために再投資政策の柔軟化に勤しんでい

る現状に象徴されるように、今後もある部分では緩和色を残しつつ、強烈なインフレを抑制するという複雑な政策運営を強いられる公算が非常に大きいように思える。今のところ欧米の中央銀行はいずれも「不況下の物価高」という点で問題意識を共有しているように見受けられるが、2023 年春以降は ECB だけが単一通貨固有の難しさに苦しんでいる可能性がある。

《ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面で吹く追い風～》

心許ない金利要因でユーロ買い

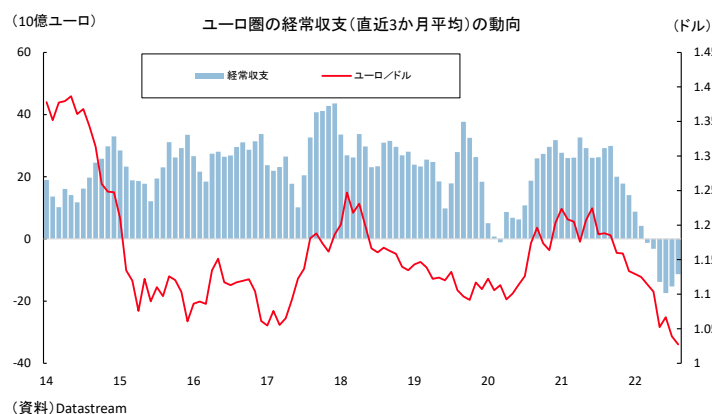
11 月に入ってからユーロ相場は堅調を維持しているが、これは欧米金利差の挙動と整合的な動きである（図）。おりしも米 10 月消費者物価指数（CPI）の失速を契機に米金利が押し下げられる一方、ユーロ圏にはこれといったインフレ抑制に関する情報が見出せない。当然、この格差は双方の金融政策格差、端的には金利差として現れる。もっとも、ユーロ圏は払しょくできないインフレ懸念がそのままスタグフレーション懸念として居残っている状況でもあり、素直に金利高を



通貨買い要因として処理すべきなのかどうかは疑問がある（図）。また、仮に金利水準の高低だけで議論をするにしても、ドルのユーロに対する優勢はどこまで続くのか。過去 1 年を振り返っても、ECB の政策運営は FRB のそれ以上に朝令暮改を繰り返している。FRB が利上げ幅を縮小させるタイミングで ECB も同じ挙動に至っている可能性は否めないだろう。「金利要因でユーロ買い」はやや心許ないというのが筆者の率直な基本認識である。

強みだった需給環境が足枷に

金利要因が追い風である一方、需給要因は逆風である。資源価格はピークアウトが見られるものの、依然として高止まりと言える水準ではある。また、世界経済が減速局面にある中ではもともと外需依存度が高いユーロ圏経済は下押し圧力が強まりやすい。市場では話題になりにくいがユーロ圏全体の経常収支は刻一刻と悪化しており、ユーロ相場の軟化と平仄が合う。周知の通り、ユーロ圏の経常収支は 2017～2021 年

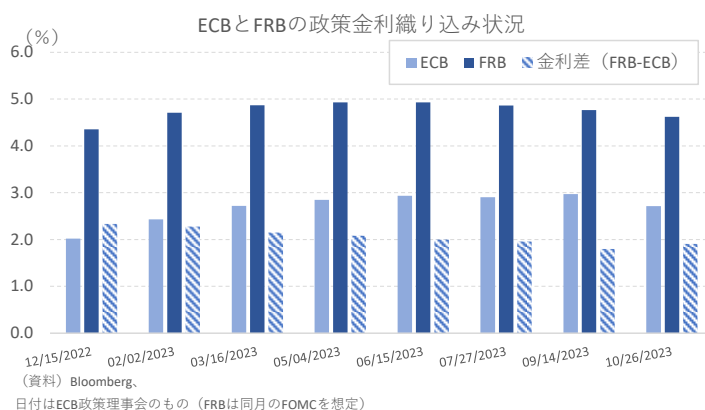


の 5 年平均で金額としては+3600 億ドル（140 円換算で約 50 兆円）、GDP 比率で見れば+2.5～3.0%ほどの黒字を継続してきた。GDP 比はともかく、金額としては他の追随を許さず世界最大であり、これがユーロ相場が大崩れしない真っ当な理由として指摘できる環境にあった。

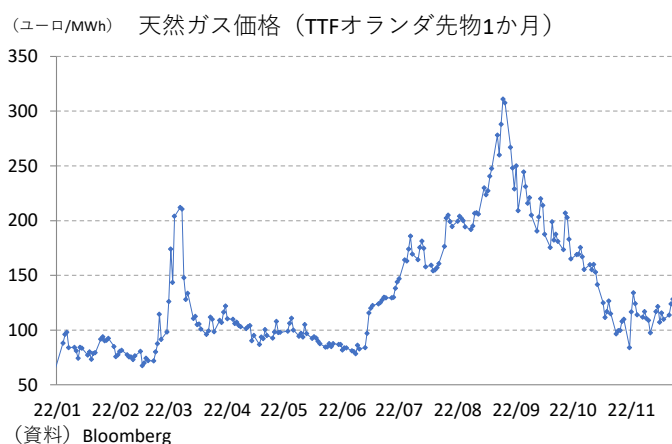
なお、欧州債務危機が本格化する 2009 年以前、ユーロ圏の経常収支はほぼ均衡状態にあり、断続的な赤字も珍しくなかった。その中でもユーロ相場が急騰した時代はあったが、それは「第二の基軸通貨はユーロ」というナラティブな期待が先行した結果である。同時代の世界の外貨準備に占めるユーロの割合は 30%弱と現在と比較して 10%ポイント近くも高い状態にあった。需給環境の支えが無くても、市場期待で十分支えられる環境にあったと言える。しかし、そうした期待が存在しない現状においては金利や需給といった説得的な材料が必要なのだと考えられる。その意味で経常赤字が慢性化（かつ巨大化）している状況下、ユーロ相場には足枷が嵌められていると言える。

金利差はさほど縮まらず。期待は春以降の需給改善

金利に関し、もう少し議論を進めておくと、2023 年 6 月までの利上げ織り込みに関し、FRB は 5%付近に到達、ECB は 3%付近に到達というのが現時点の金融市場の見通しである。右図に示すように、僅かずつではあるが、ECB の FRB に対する劣後が小さくなっていくイメージは確かにある。しかし、それほど大きな動きとも言えない。足許のインフレ情勢を見る限り、「FRB の利上げ停止後に ECB が利上げ継続」という可能性はかなり残るため、この織り込み以上にユーロがドルに対して金利差を詰めてくる可能性はある。もっとも、その逆も十分あり得る。今は米国のインフレピークアウトが旬な材料と見なされているため、ユーロ圏の高物価・高金利が評価されやすいが、実体経済の失速感は一層にユーロ圏の方が大きい。繰り返しになるが「金利が高いから」という理由だけでユーロが買われ続けることに持続可能性があるのか疑問は残る。



むしろ、今後のユーロが買われてくるとすれば需給面での見直しが入る時ではないか。今年、欧州は例年になく暖冬で（ドイツでは半袖の地域もあるくらいである）燃料価格にまつわる混乱が抑制される可能性が指摘され始めている。図に示すように天然ガス価格は夏の急騰以前の水準に回帰しており、ロシアのウクライナ侵攻以前の水準が目前に迫っている。このまま春を迎えることができれば、節電効果も相まって値崩れが始まっている天然ガス価格などもさらに低位安定する可能性がある（図）。そうなればドイツの貿易収支を起点としてユーロ圏全体の経常収支も黒字を復元してくることが予想され、ユーロを再評価する流れにも繋がるだろう。本欄では金利よりも需給を見直す格好でユーロに買いが戻ってくる展開を 2023 年春以降に想定している。なお、政治面ではショルツ独首相の突然の訪中（とハンブルク港運営に関する中国への株式売却）が同国で波紋を呼んでおり、これがロシアの



対ドイツ（ひいては対 EU）のエネルギー政策が変わる兆候なのではないかという憶測も飛び交い始めている。既に破損してしまったノルドストリームは直ぐに使えないとしても、欧州が直面しているエネルギー危機に薄日が差し込むかどうかは今後 3～6 か月の注目点であろう。

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

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。