

中期為替相場見通し

2022 年 12 月 26 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～「円高の年」を当然視する風潮は適切か～

ドル/円相場の展望について～メインシナリオと上下双方向のリスク～ P.3

日銀金融政策の現状と展望について～次期体制への布石なのか？～ P.5

日本経済の現状と展望について～中長期的な円安対策としての対内直接投資～ P.7

米金融政策の現状と展望～来春の利上げ停止は確実なのか～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～米インフレ減速は自明の前提なのか？～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～欧米金利差は縮小へ向かう公算～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「ターミナルレート 3%」では不十分というメッセージ～ P.13

ユーロ圏経済の現状と展望～ピークアウトとは言い難く～ 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

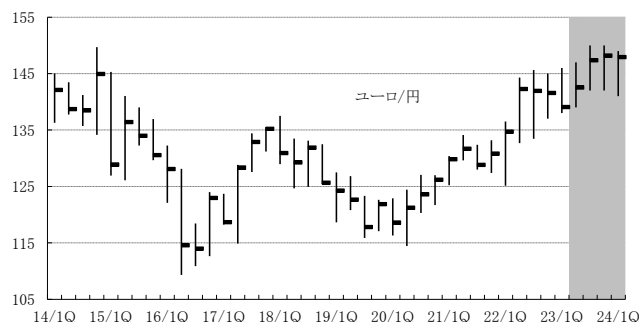
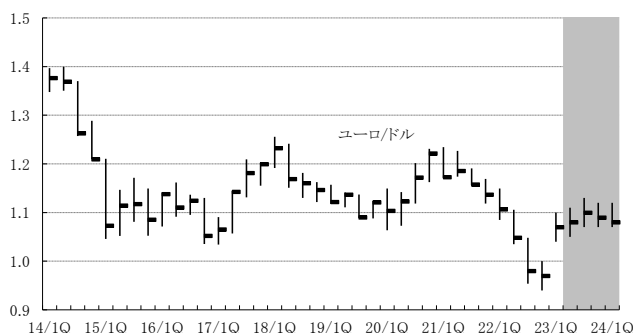
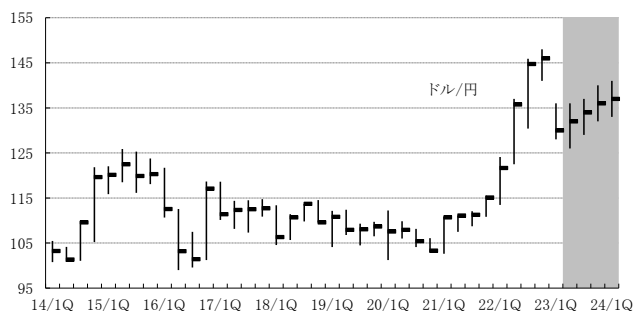
12月のドル/円相場は下落が続いた。FRBの政策転換への期待が米金利低下に伴うドル売りを促し、結果として円高が進むという展開は想定通りであったが、日銀のYCC修正はその内容はともかく、時期としては想定外の展開であり、さらなる円買いが誘発されることになった。本欄ではFRBの政策転換に伴うドル安により23年1～3月期中に130円近傍までの調整をイメージしていたが、日銀の挙動を受けて思ったよりも早くこの水準に接近した印象である。一方、貿易赤字は年間▲20兆円を臨む規模にまで膨らんでおり、円売りに傾斜した需給構造は当面残る。1～3月期や4～6月期の前半まではFRBの情報発信を通じ米金利低下とドル売りが勢いを持つ可能性は依然高い。しかし、問題はその後だ。利上げ停止直後に利下げが行われるわけではない。とすれば、4～6月期の後半以降、FRBの政策運営が今ほど材料視されない時間帯が訪れるのではないかと。市場では株高とボラティリティ低下が実現し、政策金利は高止まりすることが想定される。そうした環境で円買いが進むのか。内外金利差を踏まえれば、対ドルのみならず、対クロス円通貨で円を調達通貨とするキャリー取引が行われても不思議ではないように思える。1～3月期までを押し目、4～6月期以降の円安再起動というパスは依然として警戒したい。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」という視点も留意すべきである。

片や、12月のユーロ相場も堅調が続いた。FRB同様、ECBも利上げペースの減速に踏み切っているが、域内の物価情勢は依然予断を許さない。エネルギー価格下落は安心材料だが、既に幅広い財・サービスへのインフレ圧力が及んでいる疑いがあり、域内の与信情勢も強い。こうした中、ラガルドECB総裁も50bpへの減速はPivot(政策転換)ではないと述べ、声明文には強い警戒感を示す表現が盛り込まれた。また、利上げの終着点に関しても市場が織り込む3%では不十分であり、さらなる利上げが必要だとラガルド総裁はほのめかしている。こうした状況を踏まえれば、予測期間中の欧米金利差は縮小傾向を強める公算であり、結果としてのユーロ買い・ドル売りが進む可能性が高そうだ。一方、夏場に想定された「エネルギー危機にまみれた最悪の冬」という展開は暖冬などにも助けられ回避されている。結果、ユーロ相場にとって重要なドイツ貿易収支も赤字転落・拡大を免れており、需給面からの底割れに至っていない。スタグフレーションのリスクを踏まえれば「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ため、長い目で見れば需給環境の復調に着目すべきだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2022年 1～12月(実績)	2023年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2024年 1～3月期
ドル/円	113.47 ～ 151.94 (132.48)	128 ～ 136 (130)	126 ～ 136 (132)	129 ～ 137 (134)	132 ～ 140 (136)	133 ～ 141 (137)
ユーロ/ドル	0.9528 ～ 1.1495 (1.0610)	1.04 ～ 1.10 (1.07)	1.05 ～ 1.11 (1.08)	1.07 ～ 1.13 (1.10)	1.07 ～ 1.12 (1.09)	1.07 ～ 1.12 (1.08)
ユーロ/円	124.41 ～ 148.38 (140.55)	138 ～ 146 (139)	139 ～ 147 (143)	142 ～ 150 (147)	142 ～ 150 (148)	141 ～ 149 (148)

(注) 1. 実績の欄は12月26日までで、カッコ内12月26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～「円高の年」を当然視する風潮は適切か～

《ドル/円相場の展望について～メインシナリオと上下双方向のリスク～》

2023 年、ドル/円相場のメインシナリオ

2023 年のドル/円相場展望に関しては過去の本欄で論じてきた通りだが、改めてポイントを整理しておきたい。「史上最大の円安」の翌年となる 2023 年のドル/円相場に関しては、現状、「円高の年」と考える向きが優勢と見受けられる。確かに、円が変動為替相場で取引される以上、2023 年が円高となること自体に大きな違和感はない。しかし、2023 年末まで見通して、円高一辺倒を貫けるのだろうか。簡単に今後のイメージを描いておくと、確かに 1～3 月期は FRB の利上げ幅や利上げ停止がテーマ視される中、米金利低下とドル安に応じた円高が促されやすいと考えている。このあたりは多くの市場参加者が共有する問題意識と思われる。この際、下値目途は 2022 年の値幅の半値戻しである 130 円弱だろうか。為替市場はオーバーシュートが常であるため 125～130 円のゾーンまで落ちてくる可能性は十分ある。しかし、2022 年初頭の 112～113 円近辺まで戻るのには相応に難易度が高いのではないかと。過去に論じてきた通り、今次円安はドル全面高だけではなく、円全面安も併発した結果だと考えられる。ドル全面高は FRB のハト派転嫁 (pivot) と共に修正される余地があるにしても、史上最大の貿易赤字などを背景に歪んだ円全面安の部分は解消されまい。直感的にも巨大な貿易赤字を擁する世界で唯一のマイナス金利採用国の通貨が買われ続けるというイメージは沸きにくい。もちろん、2023 年の貿易赤字は 2022 年よりは縮小するだろう。しかし、赤字自体の解消は難しいと思われる。また、為替予約のリーズ＆ラグズを踏まえると、2022 年の赤字は相応に 2023 年にも効くと思われる。

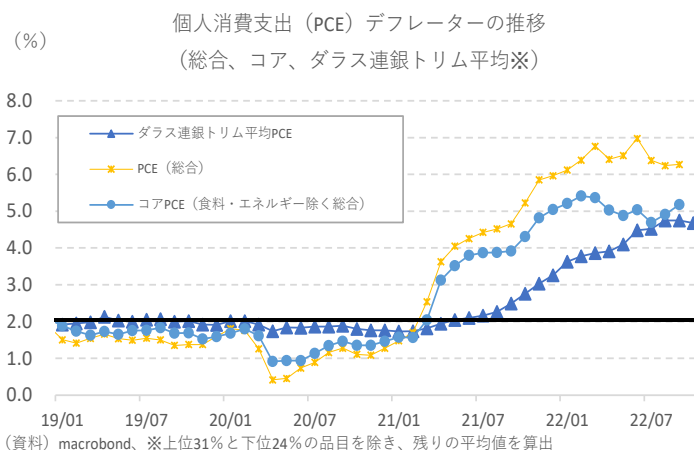
春以降も円高になるのか

では、4～6 月期以降はどうなるか。金融市場ではそのまま円高傾向が続き、2022 年初頭の水準に戻るという見方もある。本当にそうなるだろうか。上述した日本の金利・需給環境も加味すれば、円高の持続性には当然疑義が持たれるが、それだけではない。コンセンサス通りの展開となれば、4～6 月期以降は FRB の利上げ停止を確認することになる。だが、「次の一手」としての利下げが現実的に市場予想の範囲に入ってくるのは 2023 年中の話ではないと筆者は考えている。もっとも、この点には諸説ある。利下げを見込む向きもあるため、ドル/円相場の展望が分岐するとしたら利下げ可能性の確度をどれほど想定するかなのだろう。仮に「2023 年中の利下げは無い」という立場を取ると、金融市場には当面、FRB の大きな政策変更を予想しないで済む穏当な時間帯が生まれる。この際、何が起きるだろうか。象徴的にはボラティリティ低下とともに株高という地合いに至る可能性が高いように思う。利下げをするわけではないので、日本から見た内外金利差も相応に高止まりする公算が大きい。これは対ドルだけではなく、対クロス円通貨に対しても同様のことが起きるはずだ。

本欄でも繰り返し強調している通り、「十分な金利差」と「低いボラティリティ」はキャリー取引が行われるための 2 大条件と言って良い。2022 年中は日米金利差が円売りの材料として注目されたが、本当の意味で円安を駆動するとしたら 2023 年の方が好ましい環境に思える。「円だけマイナス金利」という状況下、貿易赤字大国の通貨が上昇一辺倒という軌道を辿るのは非常に難しく説明に窮する。2023 年 10～12 月期には再び 140 円台を主戦場とするような地合いに至るのではないかと。

円安リスクはFRBの利上げ継続

以上はメインシナリオだが、そうならないリスクも当然ある。リスクは上下双方向に広がっており、それぞれ複数考えられるが、主だったものを1つずつ挙げておきたい。まず、筆者想定以上に円安が行き過ぎるリスクだが、これはFRBの利上げ継続である。米国のインフレ率がピークアウトしていることはもはや自明であるとしても、多くの市場参加者が抱く「1～3 月期中に利上げが停止する」という前提がそこまで確実なものなのか。個人消費支出



(PCE) デフレーターはダラス地区連銀が試算するトリム平均指数で見ても前年比+4.7%程度、コアベースでは+5%超、総合ベースでは+6%超である (図)。年初 3 か月間で安定的に+2%程度の軌道に収束したという判断に至るのだろうか。現状、ターミナルレートのコセンサスは 4.75～5.25%というレンジにあるが、例えば「6 月以降は四半期に 1 度、+25bp」というペースで利上げが継続する可能性もある。そうなった場合、ターミナルレートは 6%に接近するだろう。パウエル FRB 議長は 1 年前 (2021 年 11 月末)、「インフレは一時的」という認識を急遽撤回し、市場に大きなショックを与えた経緯がある。当時の翻意に比べれば、利上げが 1～3 月期で停止せずに緩やかなペースで持続するという展開はさほど不自然ではない。メインシナリオではないが、円安方向のリスクシナリオとしては十分検討する価値がある。

円高リスクとしての日銀新体制

片や、想定以上に円高が行き過ぎるリスクもある。これも複数考えられるが、やはり新体制への移行に伴う日銀のタカ派転換だろう。後述する通り、日銀は 12 月 19～20 日の金融政策決定会合においてイーールドカーブコントロール (YCC) の許容変動幅拡大に踏み切り、現状のところは「緩和枠組みの柔軟化であって利上げではない」が大本営発表である。これ以上の展開として (恐らくはしかるべき総括的検証などを経て) 本当の引き締め、日銀 Pivot と呼べるような政策決定も残されている。新体制が一足飛びにそのような決定に至るという見立ては決して支配的ではないが、今回の日銀決定に伴い円相場が急騰したことにも表れるように、「所詮日銀は引き締められない」という市場予想が覆されると大きなプライスアクションが起きる。現状、市場が抱く新体制へのイメージは「現状より緩和姿勢が強まることはない」程度であり、新総裁の候補者が複数名挙がっているものの、どの候補者になればどういった政策修正に至るのかというコンセンサスはない。それだけにサプライズが起きやすい状況とも言える。「新体制移行とともに利上げ (= マイナス金利解除)」というような展開は可能性として少し上がっているのかもしれないが、やはり予想としては「大穴」の部類ではないかと思われる。しかし、2013 年 4 月、黒田総裁が就任後初の会合で「量的・質的金融緩和」を決定し強烈なリフレ思想を印象付けた記憶をたどれば、その逆の展開が 2023 年 4 月に起きることには気がかりではある。もちろん、大きな決定が苦手な岸田政権の特質を思えば、利上げは荷が重く可能性は高くはない。金利上昇は住宅ローン金利などを通じてかなり露骨に家計部門から嫌われるはずだ。しかし、マイナス金利解除に伴う「日銀の利上げ」という展

開は為替市場参加者の大多数が想定していないものであるだけに、積極的な円買い材料に乏しいと言われる中、大きな価格変動をもたらすリスクとして念頭に置くべきものではある。

《日銀金融政策の現状と展望について～次期体制への布石なのか？～》

疑いようなく「事実上の利上げ」

日本銀行は 12 月 19～20 日に開催された金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール（YCC）の柔軟化に踏み切った。10 年債利回りに関する「0%」の誘導目標は維持しつつも、許容変動幅が従前の「 $\pm 0.25\%$ 程度」から「 $\pm 0.5\%$ 程度」へと拡大されている。同時に $+0.5\%$ での毎営業日指値オペが継続されることも発表された。大義名分はあくまで「より円滑にイールドカーブ全体の形成を促し、金融緩和の持続性を高めること」であるため、「利上げではない（黒田日銀総裁）」とされている。しかし、円安・物価高が懸念され始めた今春以降、黒田総裁は $+0.25\%$ を超える金利上昇は「実体経済に悪影響を与える利上げ」であるかのような説明に終始してきた。どのような方便を使っても今回の措置が事実上の利上げであることは否定が難しく、だからこそ市場は激しい円買いで反応している。10 年債利回りの「0%」目標が維持されているのだから利上げではないというのは大本営発表そのものであり、従前説明との整合性を重視するならばこれはやはり利上げであり、日銀の Pivot（政策転換）だと言われても致し方ないだろう。それほどまでに 0.25% の上限突破は極悪であるかのように説明されてきた経緯がある。

なぜ今なのか？

なぜ、12 月というタイミングでこれまで固辞してきた YCC 修正（≒緩和修正）に踏み切ったのかは諸説ある。ここでは大別して 3 つの点を指摘したい。それは①海外勢が休暇に入っていること、②円安が落ち着いていること、③次期体制の露払いをしておく必要があったことである。このうち①については想像に難くない。クリスマス休暇前後で海外市場参加者が少ない時期ならば投機の思惑に振らされにくく、政策変更に伴う急変動も抑制できるというメリットは確かにあったように思える。

その上で重要な視点として②は考えられる。「円安が落ち着いていることがなぜ緩和修正に繋がるのか」と疑問を持たれるかもしれない。しかし、過去の本欄でも論じた点だが、「円安が懸念されている時に緩和を修正すればペイントレードを誘発しかねない」という葛藤が日銀にはあったはずだ。ドル/円相場が連日最高値を更新する状況で緩和修正に踏み切れればほぼ確実に「円安抑制のために日銀が動き出した」と指差される。例えば円安相場が始まった 3 月、今回決めたような YCC の許容変動幅拡大を持ち出したとして円安は止まっただろうか。3 月時点では FRB が $+75\text{bp}$ の連続利上げに踏み切るというシナリオはなく、「利上げ幅は $+25\text{bp}$ ではなく $+50\text{bp}$ が必要かもしれない」と言われていた頃だ。インフレ率も加速していた。ECB にいたっては利上げ可能性すら否定されていた頃だ。恐らく、あの騒乱の最中で変動幅拡大をしても一時的に円売りを抑制する効果にとどまり、持続性は期待できなかった可能性が高い。カードを出すたびに「次は何をしてくれるのか」という催促相場の下、次々と緩和修正を強いられ、挙句に望まぬ急な利上げまで引き出されていた可能性がある（白川体制が円高抑制に際して次々と緩和を強いられたことの逆バージョンだ）。円安相場が小康を得ていたところに緩和修正を打ち込めば為替が争点になることを避けられる。為替市場に付きまといわれるのは中銀として厄介であるため、この点は聡明な判断だったと筆者は思う。

次期体制に向けた環境整備

最後に③だが、巷説で言われている通り、次期体制に向けた露払いという側面は恐らくあったのだろう。今回の政策決定について政府の意向がどれくらい加味されていたのかは知る由もない。しかし、0.25%の上限に拘泥する過程で日銀の国債保有比率が遂に 50%を突破し、債券市場の機能が著しく棄損されるなど目に見える弊害が指差され始めていたのは事実であり、そうした窮屈な政策環境をそのまま次期体制に引き継ぎたくないという発想は当然あったのではないか。また、仮に来春以降、欧米のインフレ率が思ったほど減速しなければ、「海外金利上昇に伴う円安」が再び姿を見せる可能性がある。そうなった時のために政策の柔軟性をある程度確保しておきたいという胸中もあろう。従前との論理矛盾を指摘されてもレームダック化している現体制であればそうした汚れ仕事にも手が付けやすい。しかも、今回は「緩和枠組みの柔軟化であって引き締めではない」という建付けだ。ぎりぎり日銀 Pivot であることを否定できるのだから黒田総裁の体面も一応保たれる。

これから何が起きるのか？

今回の政策決定は果たして次期体制の本当の意味での利上げ、つまりマイナス金利解除を意味するのかという点も関心が高いところだろう。しかし、一足飛びにそのような展開にはならないだろう。繰り返しになるが、今回の政策決定はあくまで日銀 Pivot ではない。本当にその決断に至るために、過去 10 年の総括は必要になるはずだ。2013 年 4 月、できるだけ早期に 2%を達成すべく量的・質的金融緩和に踏み切り、それには「異次元」という形容詞までつけられた。その上で 2016 年にはマイナス金利導入を経て、YCC 導入時には総括的検証を実施するなどして「量」から「金利」への転換も図られている。次期体制が YCC 廃棄や利上げに踏み切るとしても、過去 10 年に及ぶ現行枠組みに対して総括的検証（に類似した行為）が行われるのが筋だろう。それが 2023 年 4 月、唐突に起きるとは考えにくく、ゆっくりと時間をかけてそのタイミングが模索されると予想する。

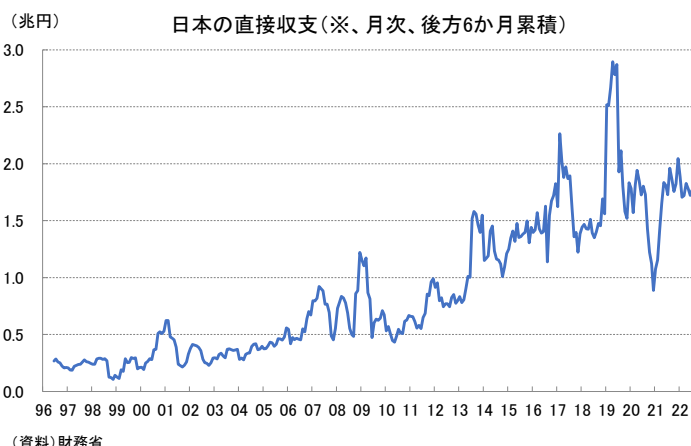
緩和修正と共に話題となるのが現行の緩和策の裏付けとも言われる政府・日銀の共同声明の取り扱いである。しかし、政府・日銀の共同声明は白川体制の産物であって黒田体制の産物ではない。黒田体制や次期体制が引き締め（日銀 Pivot）を検討するために必ず共同声明の修正が必要という話でもないだろう。共同声明に記載されている内容自体は「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政策連携」であって、日銀の挙動を具体的に縛るものでもない。むしろ、「緩和修正には声明文修正が必要」という前例を作ることは今後の日銀の政策運営やこれをウォッチする市場参加者との関係で見ても健全とは言えないだろう。表立って中銀の独立性が否定されているような状況は避けるべきであり、恐らく政府・日銀ともに共同声明の修正可否と金融政策の修正可否をリンクさせることは望んでいないのではないか。声明文を残しつつ、日銀が総括的検証を行い主体的に緩和を修正すること自体、それほど無理な話ではない。

もっとも、マイナス金利解除にまで至った場合、例えば住宅ローンにおける変動金利などにも上昇圧力が波及することになる。YCC の許容変動幅では固定金利、マイナス金利解除では変動金利は上昇し、その上で岸田政権として意欲的に進めている増税プランもある。政治的にこうしたポリシーミックスが耐えられるとは思えず、あくまでマイナス金利解除自体は想定外の円高リスクでありメインシナリオに組み込むのは危ういものだと考えておきたい。

《日本経済の現状と展望について～中長期的な円安対策としての対内直接投資～》

通貨安を活かす、3つの手段

2022 年は円安見通しを語ることは元より、「円安を活かす手はないのか」といったテーマで企業や官僚、政治家の方々と議論させて頂く機会に多く恵まれた。「通貨安を国として活かす」と言った場合、真っ先に思い浮かぶものを順に挙げると①財の輸出を増やす、②サービスの輸出を増やす、③対内直接投資を増やすといった論点が考えられる。このうち①は殆ど決着がついた議論である。2013 年以降、アベノミクスと称



したりフレ政策の一貫として黒田新総裁の下、日銀は量的・質的金融緩和を展開、ドル/円相場は最大で50%近く上昇した。しかし、その結果として輸出数量は増えなかったし、貿易黒字も当然、戻らなかった。現在同様、製造業の国内回帰を期待する論調もあったが現実には周知の通りである。それどころか円安傾向にもかかわらず対外直接投資は加速したのだから、「円安で国内回帰する」どころか「円安でも海外脱出する」というのが企業心理として根強かったことが分かる(図)。

その代わりにアベノミクスというフレーズが持て囃された 2013 年以降、日本におけるサービス収支、厳密には旅行収支は明確な転機を迎えた。2014 年まで日本の旅行収支は赤字が当たり前だったが、2015 年以降は約+1.1 兆円の黒字へ転化し、2019 年には約+2.7 兆円と 4 年で 3 倍弱の黒字額に膨らんでいる。パンデミックがなければ、2020 年は東京五輪の下でさらなる黒字を稼ぎ出していたはずだ。その後、パンデミックにより旅行収支黒字は消滅し、今年 10 月に水際対策緩和が世界に遅れて決断されるまでは低空飛行が続いてきた。旅行収支は今後、実質実効為替相場 (REER) における「半世紀ぶりの円安」を追い風に増勢基調に入るだろう。しかし、2022 年、岸田政権下で継続された水際対策は科学的根拠に乏しいと批判されるものであり、日本の閉鎖性を世界にアピールした感がある。今でも「日本に行くときマスク着用は必須」という特殊な行動様式が世界的に知られる状況にある。率直に言って、旅行収支黒字は積み上げたとしても往時の貿易黒字のような規模にはなり得ないのだから、極力、障害となるものは政府が取り払う努力をすべきと筆者は考えるが、岸田政権において、その優先度は決して高くないように見受けられる。本稿執筆時点においてもインバウンドの復活が持て囃されるが、本当に期待すべきは最も需要がピークを迎える 4～7 月の実績であり、本当の評価はその時まで控えるべきだろう。

対内直接投資の歴史とそのメリット

以上の①や②は今次円安局面で繰り返し議論が尽くされている。しかし、①のように国内企業の投資を期待せずともに、外資系企業の投資(対内直接投資)を期待するという③の経路もある。むしろ、先細る国内需要を念頭に置く国内企業ではなく、国際的に認知度が高く競争力のある外資系企業が国内投資を進めてくれる方が国内の生産・所得・消費の好循環を持続的に支える期待がある。REER で見て「半世紀ぶりの円安」は、インバウンドの消費活動がお買い得になっていることばかりが目されるが、当然、外資系企業にとって対日投資のコストが著しく切り下がっていることも意味する。この論点については

2021 年 11 月台湾の半導体大手企業（TSMC）が熊本に新工場を建設するという動きが近年では有名である。一部報道では熊本県の名目 GDP（約 6.4 兆円）に対し、その経済効果は 2022 年からの 10 年間で約 4.3 兆円とも言われる。新規雇用は約 1700 人、後述する通り、賃金水準も非常に高いことで知られる。

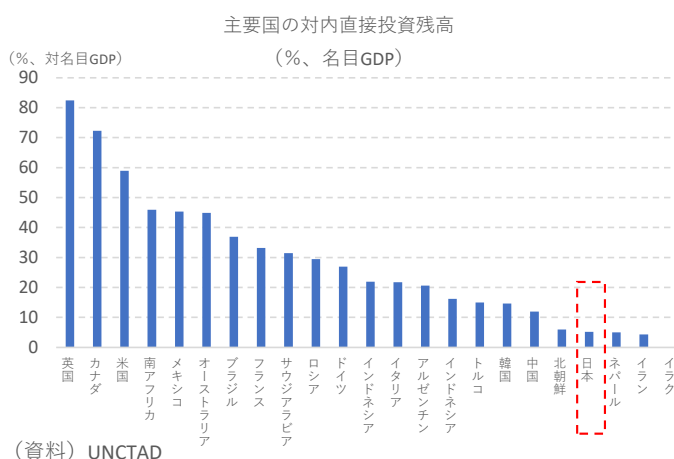
しかし、日本は歴史的に対内直接投資が極端に小さいことで悪名高い。2003 年 1 月、当時の小泉政権は「2001 年末の対日直接投資残高から 5 年間で倍増する」という政府目標を掲げ、2003 年 5 月には「Invest Japan」のスローガンの下、JETRO（日本貿易振興機構）に「対日投資・ビジネスサポートセンター」が設立されている。これによって対日投資に係るあらゆる情報がワンストップで入手可能になり、外国企業が煩雑さから解放されるという狙いがあった。筆者は 2004 年 4 月に JETRO へ新卒入社し、その時の名刺に「Invest Japan」が入っていたことをよく覚えている。ちなみに、「2001 年末の対日直接投資残高から 5 年間で倍増する」という目標に関しては 2001 年末が 6.9 兆円、そこから 5 年後の 2006 年末が 13.4 兆円なので達成されている。

なお、現在に目をやっても 2021 年 6 月、菅政権が対日直接投資推進会議において残高目標を 2030 年に 2020 年対比で 2 倍の 80 兆円を目指す方針を示しており、その重要性は認識されているように見える。足許では対日直接投資推進会議の下に設置されたワーキング・グループが具体的な政策パッケージを検討しているとされ、進出した外資系企業にマッチするグローバル人材を育てたり、海外資本と日本のスタートアップ企業が連携を深められたりするための施策を検討中と伝えられている。このような取り組みが第二、第三の TSMC の発見に繋がるのかが期待されるところだろう。

また、12 月 12 日には米アップル社がティム・クック最高経営責任者（CEO）の訪日に合わせて 2018 年以降の約 5 年間で、日本のサプライチェーン（供給網）に 1000 億ドル以上を支出したと発表し、iPhone 向けのアプリ配信サービスなどを通じて日本で合計 100 万人以上の雇用を支えているとの言及もあった。外資系企業の行動規範は日本企業のそれとは異なる。もちろん、国内にはない優れた人材、技術の波及は期待されるところだが、例えば賃金設定からして前向きな効果が期待される。TSMC の大卒初任給は 28 万円と著しく高い（が、国際的には高くない）ことで知られる。高給を払う外資系企業に国内企業が対抗する手段は「それよりも高く払う」が基本である。上がらない名目賃金があらゆる問題の元凶と言われる日本において、やはり対内直接投資の増加は有効策になるだろう。当然、TSMC やアップルのような企業が生産拠点を多く構えれば、いずれ輸出数量も押し上げられ貿易収支も改善する。

北朝鮮以下という現状

しかし、現状はかなり厳しい。日本の対内直接投資の乏しさは上で見たような絶対額ではなく、経済規模（名目 GDP）対比の数字で認識し、評価されるべきである。この点、2006 年 3 月にやはり小泉政権が「2010 年末に対日直接投資残高を GDP 比でさらに倍増（5%程度）にする」という目標を掲げているが、2010 年末の対内直接投資残高の名目 GDP 比は 3.7%にとどまっている。ちなみに 2020 年末時点では 7.4%



まで高まっているが、これでも国際的に見ると著しく低い。主要国（ここでは G20）について 2021 年の状況を比較したものだが、UNCTAD のデータによれば日本は 5.2%（財務省データとやや異なる）で、これは北朝鮮（5.9%）よりも低い。2021 年について公開されている 201 か国中 198 位で、日本より下にある国はネパール、イラン、イラクである。ちなみに先進国全体の平均が 57%、途上国全体の平均が 32%というデータもある。財務省と UNCTAD で若干データの齟齬はあるが、日本の対内直接投資残高の水準が国際的に見て際立って低く、「資本の鎖国」と揶揄されるような状況であることに変わりはない。

外国人同様、外国企業の受け入れも重要

日本への対内直接投資がこれほど少ない背景には諸説ある。従前の研究では決定的な要因が突き止められるには至っていない¹。例えば、抽象的な論点ではパンデミック下でも露呈された閉鎖的な国民性が指摘される。しかし、終身雇用・年功賃金に浸かった日本の労働市場においてドライな外国企業の基本姿勢が受け入れられにくいという点で捉えれば抽象的な論点とも言えず、これは解雇規制を筆頭とする硬直的な雇用法制という具体的な論点に帰着する。雇用法制の硬直性は産業再編などを睨んだ外資系企業の進出を阻む一因になり得る。もっと、基本的な指摘として言語（英語が使えない）などの問題もあるのだろう。インバウンドという言葉が流布された今、日本社会において「外国人観光客の受け入れは日本経済にとって好材料」という論調はある程度市民権を得たように思えるが、「外国企業の受け入れは日本経済にとって好材料」という論調はまだそれほど浸透していないようにも感じる。

もちろん、近年取りざたされる経済安全保障の観点に照らせば無暗に外資系企業の進出や買収といった行為を容認すべきではないが、冒頭述べたように、円安を活かすカードとして財やサービスの輸出については殆ど議論が尽くされている。財はともかく、サービス輸出（インバウンド受け入れ）についてはまだ余地はあり、改善すべき政策努力を続けられるべきとは思いますが、それだけで中長期的な為替需給が円高方向に好転するほどの威力は見込めない。片や、北朝鮮以下という状況にある対内直接投資のポテンシャルは相応に大きいように思える。仮に、2022 年に直面した円安が長きにわたった「円高の歴史」の終わりであるとすれば、今後は円安を活かす手段としての対内直接投資は必ず重要になる。政府として税制や補助金の支援を通じた措置が検討されて然るべき分野であろう。長い目で見た円安対策として、こうした論点への取り組みを期待したい。

《米金融政策の現状と展望～来春の利上げ停止は確実なのか～》

ターミナルレートはややタカ派的な着地に

12 月 13～14 日に開催された FOMC は FF 金利の誘導目標を従前の 3.75～4.00%から 4.25～4.50%へ+50bp 引き上げることを決定した。6 月会合以来、4 会合連続で続けられてきた+75bp の利上げ幅は縮小された。利上げ幅縮小は今次利上げ局面では初めての動きとなる。インフレ減速に合わせて引き締め局面が新しい段階に入ったと言えるが、メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）では利上げの最終到達点（ターミナルレート）が引き上げられている。2023 年末時点の FF 金利（予想中央値）は前回の 4.625%から 5.125%へ、+50bp 引き上げられている。2024 年に利下げへ転じるというパス自体は引き継

¹ 清田耕造・慶應義塾大学産業研究所・大学院経済学研究科教授は経済産業研究所（RIETI）への寄稿において「経済の規模や所得水準だけでなく、地理的な要因、言語の違い、各国間の歴史的な関係などを考慮しても、対日直接投資の低さは説明できない。日本固有の何らかの要因が働いていることは確かだが、それが何なのかは解明されておらず、いわゆる「ファクター X」のままとまっている」と述べている。RIETI『日本の魅力は最下位？』2020 年 12 月 24 日

がれているが、必然的に 2024 年末時点の金利水準も引き上げられている。ターミナルレートが +50bp 引き上げられていることに関しては事前想定よりややタカ派的と言えそうだが、後述するように、足許から 2023 年にかけてのインフレ率鈍化がメインシナリオ

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2022	2023	2024	2025	Longer run
Jun-21	0.125%	0.625%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-21	0.250%	1.000%	1.750%	n.a.	2.500%
Dec-21	0.875%	1.625%	2.125%	n.a.	2.500%
Mar-22	1.875%	2.625%	2.625%	n.a.	2.250%
Jun-22	3.375%	3.750%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-22	4.375%	4.625%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-22	4.375%	5.125%	4.125%	3.125%	2.500%

(資料)FRB

となる中で米金利上昇に応じたドル高の動きは抑制的な反応となっている。

なお、金融市場では 2023 年 10~12 月期から利下げがスタートするという織り込みが続いており、この点がドットチャートと比較した際の溝である。パウエル FRB 議長が述べるように data dependent で政策運営を仕切るのであれば、後述する個人消費支出 (PCE) デフレーターのパークアウトと共に利下げの議論が始まる可能性は確かに否定できないが、パークアウト自体は「一時的だ」と抗弁するのだろうか。「利下げ可能性の有無」は 2023 年の FRB をウォッチする上でテーマの 1 つではあろう。

2023 年の PCE デフレーターは「コア>総合」

依然、パウエル議長は会見においてインフレ率鈍化の兆候を認めつつ、物価の上振れリスクを指摘している。この点、FOMC メンバーによる経済見通し (SEP、表) では PCE デフレーターに関し、2023~25 年見通しはコアベースで「+3.5%→+2.5%→+2.1%」と、前回 (9 月) 対比で 2023 年が+0.4%ポイント、2024 年が+0.2%ポイント引き上げ

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2022年12月時点

	2022	2023	2024	2025	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	0.5 (0.2)	0.5 (1.2)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	3.7 (3.8)	4.6 (4.4)	4.6 (4.4)	4.5 (4.3)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	5.6 (5.4)	3.1 (2.8)	2.5 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	4.8 (4.5)	3.5 (3.1)	2.5 (2.3)	2.1 (2.1)	

(資料)FRB

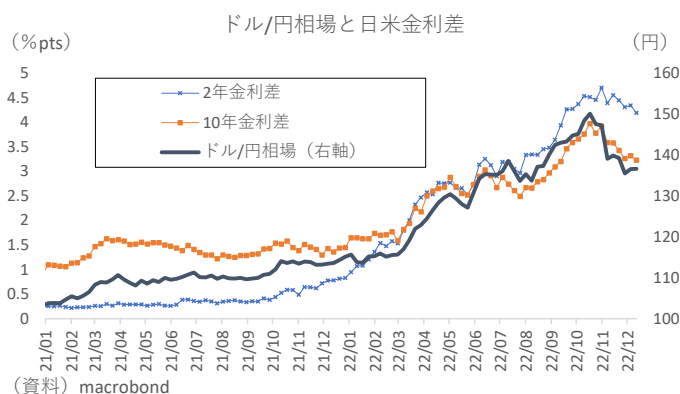
られている。2023 年に関して言えば、コアベースが総合ベースを上回る予測となっており、原油を筆頭とする資源価格の上下動の大きさを感じさせる。2023 年中に今一度、原油が急騰するなどの動きが無い限り、「コア>総合」という構図は不変なのだろう。だとすると、「パウエル議長がこれをどう説明するのか」というのが 2023 年の FOMC に関する見どころとも言えるが、コアベースが高止まりしている以上、「基本方針は利上げ」という姿勢を貫く可能性が依然高いと言えるだろう。

こうした状況を踏まえ、「本当に利上げ局面が春に終了するのか」は気になる論点だが、+75bp の利上げが始まったのが今年 6 月だ。利上げの実体経済への影響は半年から 1 年後に顕現化するという経験則を踏まえれば、2023 年 1~3 月期以降は資源価格の下落に合わせて実体経済の減速も PCE デフレーターの下押しに効いてくる。その経路に関してドットチャートが正しく織り込めているのか疑義は残る。ドットチャートで想定されるよりも大きな景気減速に見舞われるとすれば、やはり 1 月に+50bp、3 月に+25bp 引き上げて FF 金利が 5.00%に到達する頃に、PCE デフレーターも同水準にある可能性は高い。その時点で利上げの累積効果を勘案し、利上げは停止するという決断はやはりメインシナリオにはなる。

ドル/円相場から気になるのは2年金利の動向

以上のようなドットチャートと SEP の仕上がりを合わせ見ると、「ターミナルレートを引き上げたのに、インフレ率が上振れた」という構図になっていることも分かる。既述の通り、2023 年にまつわる円安リスクとして「1～3 月期以降も FRB の利上げが継続するケース」は考えられる。今回の声明文やパウエル議長記者会見、ドットチャート、SEPなどを踏まえる限り、その可能性は大きいとは言えないが、完全に払しょくされたとも言

えないだろう。例えば 10 年金利ほど 2 年金利は下がっていない。ドル/円相場は 10 年金利差の縮小に応じて円高・ドル安地合いにあるが、2 年金利差の縮小ペースは緩やかである。目先の金融政策動向を強く反映すると思われる 2 年金利はドットチャートの見通しを信じきれていないということだろうか。もちろん、流動性が低下する年末の値動きから深読みするのは危ういが、気になる動きではある。仮に 2 年金利の反映する未来が正しければ、ドル/円相場の下げは行き過ぎだったという可能性もまだ残る。

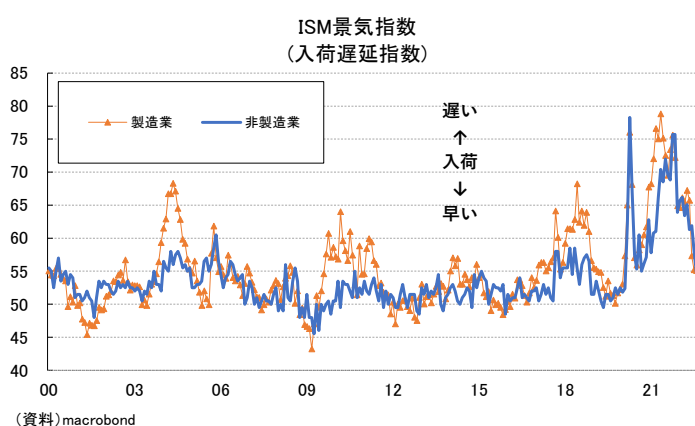


《メインシナリオへのリスク点検～米インフレ減速は自明の前提なのか？～》

米インフレ急減速を当然視する風潮に警鐘

予測期間中におけるドル/円相場のリスクに関しては上下双方向に拮抗しており、この点は冒頭の項でも議論した通りである。しかし、改めて、アップサイド（円安）リスクとしての米国のインフレ状況に目を向ける必要はあると思う。冒頭と被る部分もあるが、今一度、考察を与えたい。本稿執筆時点の為替市場では「2023 年は円高の年」という巷説が支配的である。しかし、これは最近数か月で見られている顕著なインフレ率の低下が今後も相応の持続性をもって進むことを前提としたシナリオである。

もちろん、インフレ率は低下を続ける可能性が高いし、筆者もそれを前提としている。しかし、想定外の円安リスクとして米国のインフレが思ったほど減速せず、したがって FRB の利上げが持続性を伴ってしまふケースも多少は警戒したい。この点、12 月 19 日のブルームバーグで報じられた世界最大の資産運用会社ブラックロックのストラテジストによるコメントが興味深いものであった。同ストラテジストは



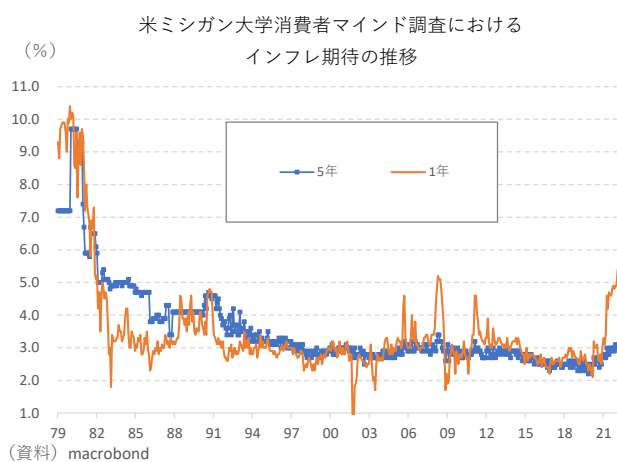
インフレ急減速を期待するムードに異を唱え、特に今後の消費者物価指数 (CPI) に関して「7%から 5%に下がる方が、5%から 3%になるよりも恐らく容易」とのコメントしていた。筆者も同様の問題意識を抱いている。サプライチェーン寸断による供給制約や資源価格上昇の影響が剥落する過程で 10%に迫っていたインフレ率が急減速するというのは元々想定されていた話ではある。しかし、FRB や ECB など

各国中銀が不安視するのは一般物価が押し上げられる中、人々のインフレ期待が高止まりし、企業の価格設定においても値上げが常態化し、これに合わせて名目賃金も引き上げられるという展開である。こうなってくるとインフレ自体が持続性を帯びる。前頁図に示すように、既に ISM 製造業景気指数（入荷遅延）が示す供給制約は概ね正常化が完了しており「モノ」に関する目詰まりは解消されているようにも見える。この影響は確かに、今後のインフレ指標の下押しに波及してくるはずである。

しかし、ISM 非製造業景気指数が示す供給制約の状況は若干印象が異なる。確かに顕著な改善が認められているものの、ここにきてブレーキがかかっているようにも見える。

米インフレ、問題は5%からの道筋

非製造業はサービス業、すなわち「ヒト」に依存している。ここに関する供給制約はまだ製造業に比べれば改善の余地が残されており、賃金の騰勢に繋がっている状況が透ける。上述のストラテジストも「根強い労働者不足や賃金上昇、在庫減少」をインフレ高止まりの理由に挙げているが、およそ人が足らない状況で賃金下がるということはありません。もし、郊外へ移住する人が増えたり、接触型のサービス業への従事を避けたりする人が増えるなど、パンデミックを経て労働市場



の構造が根本的に変化しているならば、人手不足の解消が期待したほど進まず名目賃金も思ったより下がらない懸念はある。今後、CPI がどこかで下げ止まるとすれば、そうした雇用・賃金情勢の「壁」に直面した時だろう。それが CPI で見て 3%なのか 4%なのか、あるいは 2.5%なのか。具体的な水準に議論はあろうが、無視できない論点である。例えば、FRB が注視しているミシガン大学消費者マインド調査におけるインフレ期待は 3 年先について 3%程度、5 年先について 5%弱というイメージある（図）。

いずれにせよ CPI が 10%弱から 4~5%まで減速する過程で形成された市場予想を自明の前提として本当に大丈夫なのか。目標である 2%への収束は本当に来春に見えてくる話なのか。利上げによる景気のオーバーキル懸念を踏まえ「春に利上げ停止」は一応のメインシナリオとして筆者も据え置いているが、不安が尽きない前提ではあるようには思っている。

◆ ユーロ相場の見通し～欧米金利差は縮小へ向かう公算～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「ターミナルレート 3%」では不十分というメッセージ～》

「顕著で穏当なペース (significantly at a steady pace)」

12月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を現行の1.50%から+50bp引き上げ2.00%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2.50%、限界ファシリティ金利は2.75%へ引き上げられている。ECBとしては史上初となる2会合連続での+75bp引き上げを経て、+50bpへの減速が決断された格好である（利上げ自体は4会合連続）。事前の情報発信や各種インフレ指標を見る限り、12月までは+75bpの利上げが濃厚ではないかと筆者は考えていたが、実体経済への下押し効果を重視した模様である。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、ユーロ圏11月消費者物価指数（HICP）は前年比+10%と2か月連続で2ケタを記録しており、全く予断を許さない（詳しくは次項で詳述する）。ラガルドECB総裁は「これをECBの転換（pivot）と考えるのは誤りある（Anybody who thinks that this is a pivot for the ECB is wrong）」と明言している。

実際、声明文には「インフレ率はあまりにも高く、目標を超える状態があまりにも長期化することが予見されるため、まだ著しい利上げが想定される（We decided to raise interest rates today, and expect to raise them significantly further, because inflation remains far too high and is projected to stay above our target for too long）」と警戒感が追記されている。今後の利上げについては繰り返し「顕著で穏当なペース（significantly at a steady pace）」と表現されている。会見ではこの意味を質す記者が現れており、ラガルド総裁は「+50bpを一定期間（a period of time）続けること」と回答している。もちろん、「一定期間」の意味が分からない以上、何とも言えないが、この書きぶりであれば少なくとも今後1～2会合は+50bpの利上げが既定路線ではないかと思われる。ラガルド総裁自身も「顕著で穏当なペース（significantly at a steady pace）」が今回のキーメッセージであると述べているため、ECBのインフレ高進に対する評価がこの表現に反映されているものと思われる。

「ターミナルレート 3%」ではインフレ制御できず

改定されたスタッフ見通しではHICPの2023～25年の予測に関し「+6.3%→+3.4%→+2.3%」と前回（9月）と比較すると、2023年が+0.8%ポイント、2024年が+1.1%ポイントと大幅に上方修正されている。また、コアベースで見れば2023年のHICPが+4.2%と9月予測から+0.8%ポイントも上振れており、2024年に入ってから

ECBスタッフ見通し（2022年12月、前年比%）

	2022年12月見通し			悪化シナリオ		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
実質GDP	0.5	1.9	1.8	-0.6	0.2	2.0
HICP（総合）	6.3	3.4	2.3	7.4	3.6	2.0
HICP（コア）	4.2	2.8	2.4	4.3	3.0	2.4

（資料）ECB、2022年12月

も+2.8%と+2%を大きく超える仕上がりが見込まれている。こうした予測を踏まえる限り、2023年中の利下げはかなり非現実的な予想と言って良いだろう。今後のインフレに関するリスク評価に関しても「主にアップサイド（primarily on the upside）」とされ、理由としては短期的にはエネルギー価格の高騰を背景に企業による価格転嫁が予見されること、中期的にはインフレ期待が持続的に目標を上回るような状況になれば賃金およびインフレ期待の上昇につながりかねないことが指摘されている。片や、ダウンサイドとしてはエネルギー価格のピークアウトが見られており、景気減速に伴い内需の弱まりも見えていることが挙げられるが、与えられている紙幅は小さい。

なお、スタッフ見通しに関連して注目すべきラガルド総裁の言動もあった。ある記者が「市場が織り込むターミナルレート 3%程度という水準についてどう考えるか」と質問しており、ラガルド総裁は「スタッフ見通しはそれ（3%）を前提としているが、結果としてインフレ見通しは 2%に戻れないことになっている」と回答している。さらに「よって、さらなる利上げが必要であり、結果として新たな市場の織り込みを前提にスタッフ見通しも作成することになるだろう」と続けている。つまり、「**2023 年半ばまでに 3%程度**」という市場期待は今後上振れし、これに応じてユーロ相場も押し上げられるのではないかと。

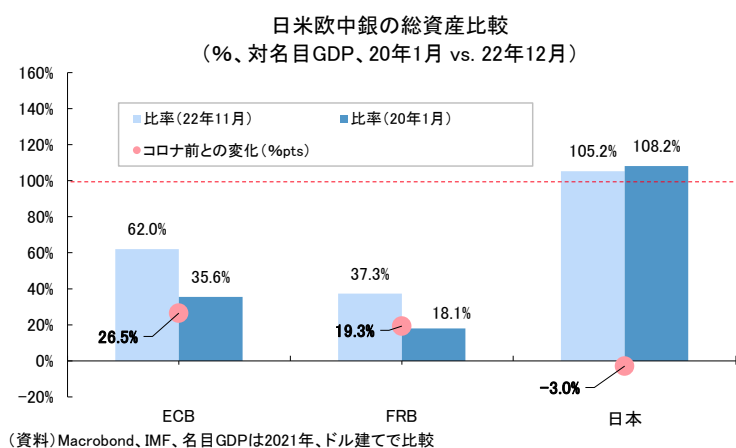
バランスシート縮小は 3 月から

今回の会合で最大の注目点とされたバランスシート縮小の行方も基本方針が明記された。2023 年 3 月以降、拡大資産購入プログラム（APP）で購入した資産の再投資を停止することが宣言されている。もっとも、満期が到来した資産の全てに関して再投資を停止するわけではなく、あくまで「慎重かつ予測可能なペース（at a measured and predictable pace）」にすることも付言されている。具体的には 3 月に着手した後、4～6 月期までは月 150 億ユーロのペースで再投資が停止される予定である（再投資停止にまつわる細かな仕様は 2 月会合で発表予定）。この 150 億ユーロという数字の根拠に関しラガルド総裁は「想定される償還額の約半分であり、市場参加者などから助言を得た適切な数字（an appropriate number）」と述べている。また、資産購入の段階的縮小（テーパリング）を決めた時と同様だが、このペースは定期的に見直しが入ることも確認されている。タイミングについて明言はないが、スタッフ見通し改定の時期（3・6・9・12 月）に合わせるのだろう。その上で、あくまで主要な手段（the key tool）は金利であってバランスシート縮小自体は補完的な位置づけであるとの基本認識を念押ししている。

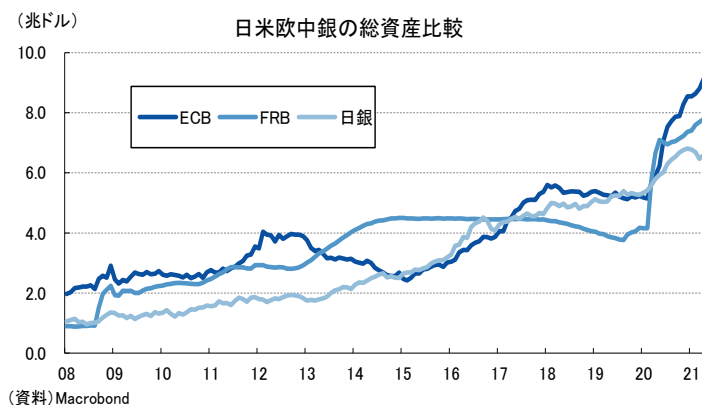
「糊代論」としてのバランスシート縮小

なお、インフレ抑制という視点に限らず、中長期的な政策運営を考える視点に立つても、極力早くバランスシート縮小に踏み切る意味は大きい。それは利上げ局面時に必ず出てくる糊代論の視点である。現在の引き締め局面の結果として到来する不況に備え、手札を積んで置いた方が良いという文脈はあり得る。金利に関しては、このままいけば預金ファシリティ金利が 2023 年央に 3.00%へ到達する。マイナス金利の下限が既に経験済みの▲0.50%で、1 回の利下げ幅を▲25bp とした場合、14 回分の利下げが可能になる。1 年に用意された会合が 8 回であるため、2 年弱は「利下げで対応する」というポーズが取れる。

しかし、金融危機後の諸々の混乱を見てきた立場からすれば、本格的な景気後退に突入した場合、それを利下げだけで乗り越えるというイメージは抱きにくい。過去の本欄でも言及したように、今回のパンデミック局面でバランスシートを最も膨張させたのは ECB であり、現状で最も巻き戻しが進んでいないのも ECB である（図）。GDP 比で言えば、日銀の 105% が元より世界最大としても、FRB の 37% に対して ECB は 62% とかなり開きがある。パンデミック直前と比較した場合、日銀は現在▲3.0%、FRB



は+19.3%であるのに対して、ECB は+26.5%と抜き出ている。また、バランスシートの絶対額（ドル建て）で言えば、日銀は約 5.2 兆ドル、FRB が約 8.6 兆ドルであるのに対して ECB は約 9.0 兆ドルと世界最大だ（図）。パンデミックの名を冠した PEPP の再稼働は考えにくいとしても、APP はいずれかの時点で再び活用される可能性が高いだろう。確かに、ターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）の

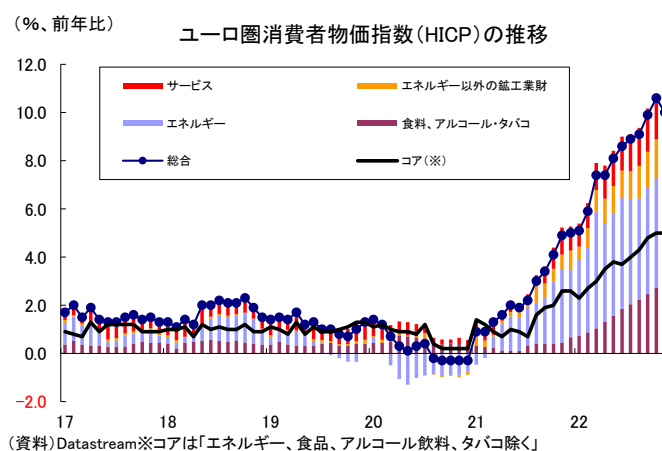


早期返済を通じてバランスシート縮小は図られるとしても、これも金融機関の自由意志であり、実体経済が弱含む中であって本当に返済が進むのか（流動性を保持していた方がベターと考える向きが多いのではないかと）という不透明感が残る。ECB も世界で最も肥大化してしまったバランスシートを抱えながら次の後退局面を迎えたくないはずであり、実体経済への影響が多少顕現化されたとしても、PEPP 再投資や TPI の可能性をちらつかせながらその縮小は優先的に進められていく公算が大きいと考えられる。

《ユーロ圏経済の現状と展望～ピークアウトとは言い難く～》

本当にピークアウトしたのか？

上述するように、ECB の利上げペース減速などに見られるように米国同様、ユーロ圏にもインフレピークアウトへの期待が出始めている。確かに、ユーロ圏 11 月消費者物価指数（HICP）は前年比+10.0%と前月から▲0.6%ポイントも減速している（以下特に断らない限り前年比で議論する）。減速は 1 年 5 か月ぶりの動きだが、これはエネルギーが+41.5%から+34.9%へ減速したことを受けた動きであり、後述するようにそれ以外の項目が顕著に減速したわけではない。資源価格



のピークアウトがヘッドラインのインフレ率を押し下げるという展開は事前に想定された方向感でもある。11 月 28 日の欧州議会における公聴会でラガルド総裁は「インフレは 10 月がピークだったことを望むが、残念ながらそこまで見込むつもりはない」、「インフレが実際にピークに達したと考えるにはあまりにも不確実性が高い。そうだったのなら驚き」などと述べ、11 月 HICP の結果を受けて市場期待が楽観に傾斜することを事前にけん制している。ラガルド総裁も同じ場で述べていたように、「エネルギーコストの小売りへの転嫁」に限って言えば、本当にピークに達したのかどうかはまだ分からない。

また、ピークアウトが始まっていたとしても未だ 2 ケタのインフレ率であり、今後 12 か月間、毎月▲0.6%ポイントずつ減速しても前年比+3%弱までしか減速しないことになる。その間に資源価格の騰勢が強まるリスク、物価・賃金スパイラルに至るリスクなどを踏まえれば、ラガルド総裁として甘い発言をするわけにはいかないという胸中は理解できる。

エネルギー以外に減速は確認できず

HICP の中身を詳しく見ていくと、決して

楽観できない実情が見えてくる。例えば総

合ベースの▲0.6%ポイントという減速幅に

対し、懸案のサービス物価は前月の+4.3%

から+4.2%へと▲0.1%ポイントしか減速し

ていない。この程度のサービス物価の減速

は直近 1 年間で経験している（昨年 12 月、

今年 1 月、6 月には前月比で減速している）。

サービス物価が顕著に減速してこない限り、

物価-賃金スパイラルの不安が払しょく

されたとは判断できない。この点は ECB 政

策理事会議事要旨（10 月 26 日開催分）でも懸念が示されている。それ以外の項目を見ても、エネルギー

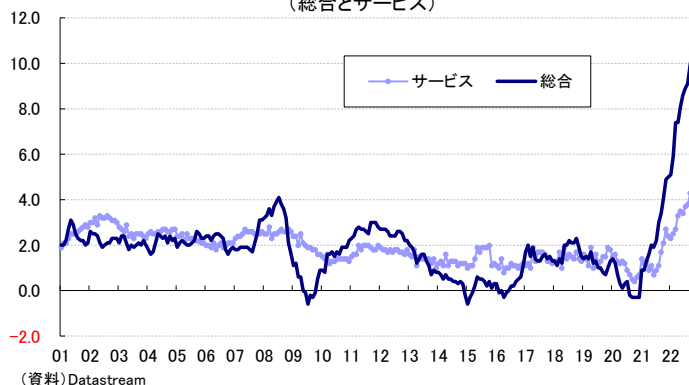
以外の鉱工業財は+6.1%で前月から横ばい、変動が大きくコア指数からは除かれる食料・アルコール・タ

バコにいたっては+13.1%から+13.6%へ+0.5%ポイントも加速している。エネルギーが減速しても、各

方面への価格転嫁がラグを伴って発生しているのが現状ではないかと思われる。これらの項目すべてで

持続的に減速が確認されてこない限り、ECB からの情報発信が大きく変わることは考えにくい。

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移
(総合とサービス)



与信情勢は過熱気味

域内の物価情勢を展望するにあたって気になる

論点はもう 1 つある。それは堅調な与信情勢

だ。右図（上）示すように、民間向け貸出は 9 月

時点までに加速が続いており、HICP の軌道と平

仄が合う。実体経済におけるマネーサプライが著

しく伸びる状況は理論的にはインフレ率の押し

上げに繋がる。また、今年に入ってから域内銀行

の貸出態度は厳格化の傾向にあるものの、借入需

要が顕著に減少する状況にはなっていない（右

図・下）。こうした与信情勢から金融政策につい

て指摘できることは「引き締めが足りていない」

という事実だろう。利上げや貸出態度の厳格化が

まだ借入需要や貸出の減少に結び付いていない

のだから、中央銀行としてはより引き締めの金

融環境を用意するしかない。なお、貸出が減っ

ていないという事実は ECB の抱える巨大な流動性

（バランスシート、以下 BS）が銀行部門を通じ

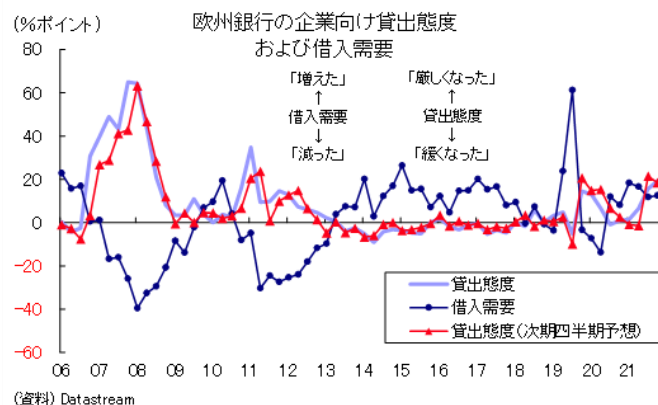
て実体経済へ流れ込むという状況が残っている

事実をも意味する。利上げ継続は当然として今後

(%, 前年比) ユーロ圏の民間向け銀行貸出



(資料)ECB



(資料) Datastream

は BS の処遇も議論されていくのは当然の流れと言える。

ちなみに銀行貸出が減速していないという問題は米国も共有するところではあり、最近の米金利低下・ドル安機運にとってはリスクと言える。市場参加者の耳目を引きやすい物価関連の統計は当然重要ではあるものの、そうした動きを焚きつける原資となり得る銀行貸出の動きが依然、欧米ともに旺盛であることは 2023 年を迎えるにあたって知っておくべき事実の 1 つであるように思える。

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。