

# 中期為替相場見通し

2023年1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～「投機の円高」、「実需の円安」～

ドル/円相場の基本認識について～2023 年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい～ P.3

日銀金融政策の現状と展望について～次期体制、タカ派はナローパス～ P.5

円相場の需給環境について～「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方～ P.7

#### ◆ ユーロ相場の見通し～暖冬という追い風を得たユーロ圏～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～暖冬に救われた ECB のタカ派姿勢～ P.11

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.12

ユーロ圏経済の現状と展望～暖冬という名の神風～ P.14

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

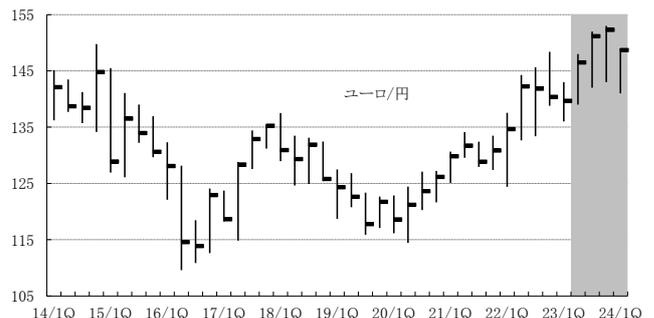
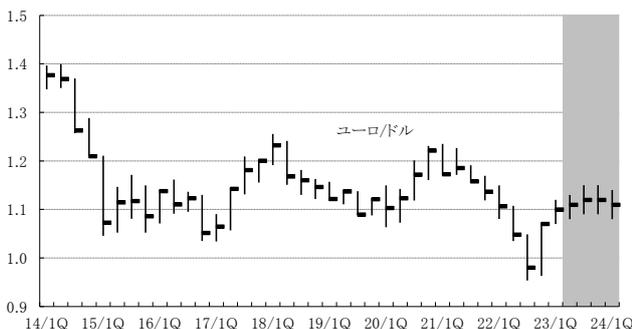
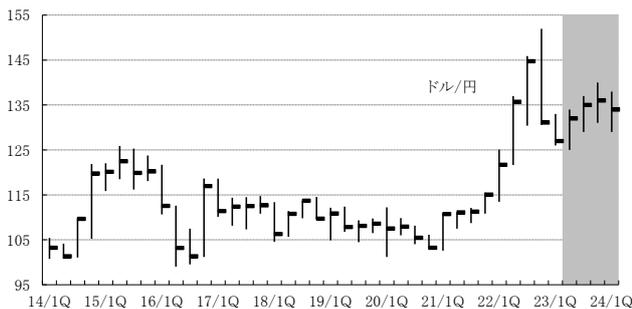
2023年のドル/円相場は方向感に乏しいスタートを切った。従前より熾るFRBへのハト派期待に加え、日銀へのタカ派期待も断続的に重なったことで大きく円高・ドル安が進む時間帯が見られた。とはいえ、市場が期待するほど日銀の正常化は簡単ではない。年内にはFRBの利下げ期待が高まるという声がある中、日銀が逆方向に舵を切るというのは極めてナローパスであり、歴史的に見ても難しい想定である。仮に新体制発足直後の4月会合で踏み込んだ正常化を決断した場合、そのイメージは今後5年間にわたって回るはずだ。23年は欧米を筆頭に世界経済が減速する年であり、その余波は日本にも波及する。そうした海外要因によって促される減速であっても日銀の正常化がタイミング良く(悪く?)重なれば日銀は戦犯視される。そうすると新体制の政策環境はますます窮屈になる。そのような展開は避けるのではないか。なお、需給環境に目をやると投機筋が円ショート巻き戻しを測っているのは確かであり、これがドル/円相場を押し下げていそうだ。一方、貿易赤字は依然巨大であり、投機的な円買いが進んでもどこかでそうした実需による「岩盤」に直面すると筆者は考える。現に、IMM通貨先物取引における円のネットショートポジションは21年春くらいの水準まで縮小しているが、ドル/円相場は130円付近で推移している。こうした「投機の円高、実需の円安」という状況を踏まえ、円相場を展望する必要がある。

片や、1月のユーロ相場も堅調が続いた。暖冬という追い風を得たことで域内の経済・金融環境は想定外に改善しており、ECBの利上げ局面がFRBよりも長期化する可能性が出てきている。インフレ動向を見るとエネルギー価格主導でヘッドラインの数字は抑制されつつあるが、エネルギー以外の項目はむしろ加速している。賃金インフレの懸念も熾る中、ECBがハト派へ急旋回する理由は殆ど感じられない。この点、金利先物市場で「年央から利下げ」という織り込みが始まるFF金利の情勢と照らせば、ユーロにまつわる金利妙味はやはり大きいように思える。ECB政策理事会の議論を仔細に見ても、+75bp利上げを支持するメンバーが大多数だったことも分かっており、直ぐに利上げ停止という未来は見えない。一方、暖冬の影響は金利動向に限らず、需給動向にも波及する。具体的にはエネルギー価格下落は赤字転落の危機にあったドイツ貿易収支の改善を促している。春以降、何事もなくエネルギー価格の下落傾向が持続すれば、世界最大の貿易黒字構造を持つユーロの強みも戻ってくるのではないか。金利・需給両面からユーロを売る材料がにわかに減りつつあるように見える。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1月(実績)	2023年 2~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2024年 1~3月期
ドル/円	127.22 ~ 134.78 (130.30)	126 ~ 133 (127)	125 ~ 134 (132)	129 ~ 137 (135)	131 ~ 140 (136)	129 ~ 138 (134)
ユーロ/ドル	1.0482 ~ 1.0929 (1.0853)	1.07 ~ 1.12 (1.10)	1.08 ~ 1.13 (1.11)	1.09 ~ 1.15 (1.12)	1.09 ~ 1.15 (1.12)	1.08 ~ 1.14 (1.11)
ユーロ/円	137.45 ~ 142.84 (141.40)	136 ~ 143 (140)	139 ~ 148 (147)	142 ~ 152 (151)	143 ~ 153 (152)	141 ~ 149 (149)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内1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～「投機の円高」、「実需の円安」～

《ドル/円相場の基本認識について～2023 年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい～》

2023 年の重要な前提

2023 年のドル/円相場の見通しについて様々な意見が飛び交っているが、基本的に重要な前提は共有されているように思う。それは①FRB の利上げは春で終わること、②日銀のマイナス金利解除（≒連続的な利上げ）はないこと、③資源価格はパンデミック前よりは高いこと、の3つである(表)。本欄で想定している基本的なパスである「1～3 月期まで円高、4～6 月期以降で円

2023年の為替市場を展望する上での重要な前提

- ①FRBの利上げは春で終わる。
- ②日銀のマイナス金利解除はない。
- ③資源価格はパンデミック前よりは高い。

(資料) 筆者作成

安」という展開も①～③が揺るがないことを前提としている。年明け以降、②の前提が崩れることへの期待が円高を促したものの、金融市場による性急な期待として収束している。

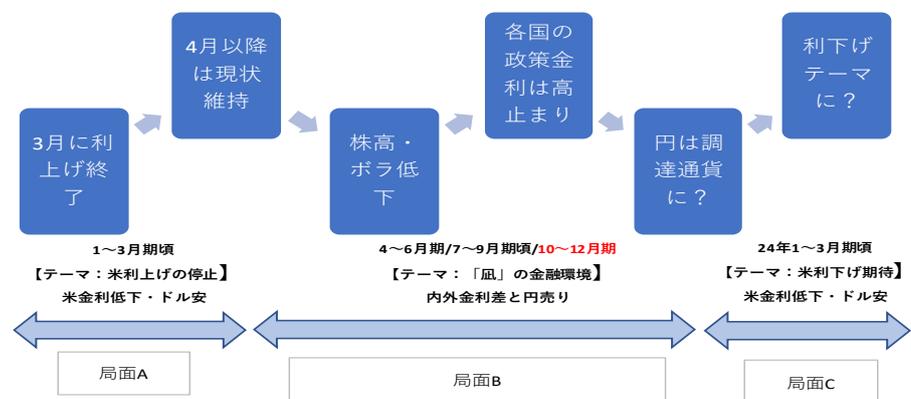
そのほか例えば①が崩れ、春以降も FRB が利上げを持続する場合、そもそも 1～3 月期の押し目（円高・ドル安）は期待できないだろう。もしくは②が崩れて 4 月の新体制発足と同時に日銀の利上げがあれば、円高・ドル安は 1～3 月期でとどまらず、4～6 月期以降も加速するだろう。または③が崩れて（象徴的には原油価格の急落などによって）日本の輸入金額が鉱物性燃料価格主導で減少する場合、円の基礎的需給環境が著しく円買いに傾斜する展開（象徴的には貿易黒字への転化）などもあり得る。その場合、後述するように、本欄の想定するようなキャリー取引が起きたとしても、想定ほど円安・ドル高（140 円以上）にはならないかもしれない。こうした日米金利や日本の対外経済部門に絡んだ需給に関する重要な前提がまず 2023 年の相場を議論する上で共有されるものである。恐らくこうした論点は識者が違っても大きな差はないのではないと思われる。

いずれにせよ上記①～③の重要性は 2023 年の為替市場を見通す上で通底するものであり、想定されるリスクはこれらが裏切られる時であろう（重複感が出るため、今月の本欄では毎月示している『メインシナリオへのリスク点検』は敢えて後述せず、割愛する）。

2023 年のパス、おさらい

こうした重要な前提を抑えた上で、基本的なパスをイメージ図と共におさらいしておく。1～3 月期は FRB の利上げ幅が焦点になるという意味では昨年 10～12 月期と似た環境が予想される。当面のテーマは「利上げ幅がいつ +50bp から +25bp になる

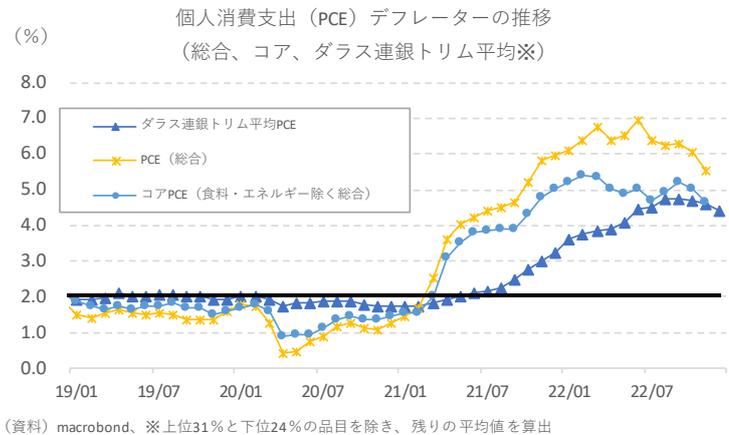
2023年のドル/円相場のイメージ



(資料) 筆者作成

か」だが、その後は「+25bpの利上げがいつ停止するか」というテーマへ変わる。金融市場の予想が正しければ、こうした時間帯は早ければ3月、遅くとも5月に終わる。ここまでする局面Aと呼ぶとしよう。

この局面Aまでの金利・為替予想は殆どの市場参加者が共有するものであり齟齬が小さいように思える。しかし、これに続く局面Bは見方が分かれている。現在の金融市場では局面Bに関し「来たるべき米利下げを念頭にドル売りが継続する」と考える向きが多そうに見える。しかし、利上げ停止の直後に利下げが議論されるわけではあるまい。3~5月に利上げ停止の判断に至ったとしても、その頃に



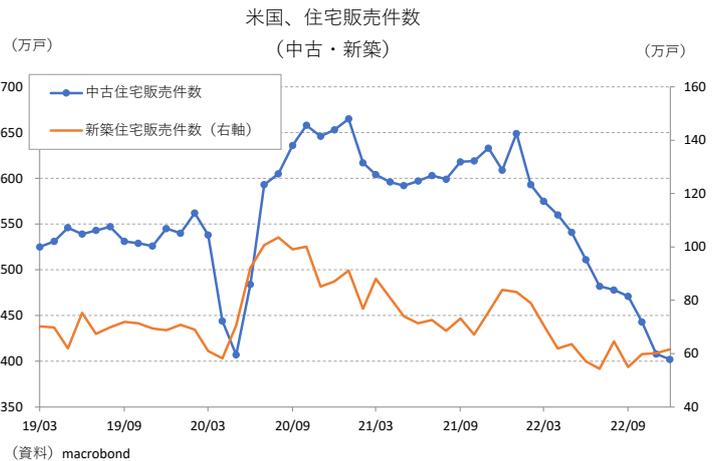
消費者物価指数（CPI）や個人消費支出（PCE）デフレーターヘッドラインが2%台まで下がっているとは思えない。そうした状況で利下げの議論が盛り上がることもない。筆者は春~秋にかけてFRBは高止まりする政策金利をもって物価圧力の沈静化をアピールする時間帯が続くと予想している。そうしたFRBの政策運営が「風」とも言える状況は市場にボラティリティ低下を促し、株高を招きやすい。

歴史を振り返っても、政策金利の水準変更が話題にならない時間帯はあった。例えば2006年6月から2007年9月にかけての1年以上、FF金利は5.25%で据え置かれた（利下げに転じたのは言うまでもなくパリバショック、サブプライムショックなどが取りざたされる中での姿勢転換である）。もう少し遡れば2004年6月以降の利上げも+25bpずつの緩やかな利上げであり、こうした2000年代半ばから2008年のリーマン・ショックに至るまでの低インフレかつ市場安定の時代は「great moderation」と呼ばれ、市場参加者のリスク許容度改善を促した。そうした環境下、政策金利に関する内外格差は相応に残り、為替市場では高金利通貨を保持することによる妙味（端的にはキャリー取引）が評価されやすかった。具体的には「円だけゼロ金利」という条件の下、円キャリー取引が最も華やかだったのが2005~07年だ。当時の日本経済は円安バブルと称され、象徴的には「亀山モデル」という名で薄型テレビの生産・輸出などが持て囃された時代である。今春以降は「円だけマイナス金利」という条件の下で似たようなことが起きないのか。ちなみに当時の日本は貿易黒字大国だが、今は貿易赤字大国である。もしキャリー取引の調達通貨として円を使うなら、需給面での安心感は今の方があがる。

### 利上げ効果がフルに乗ってくるのは10~12月期以降？

その後、約半年と言われる利上げ効果発現までのラグがこなされ、資本コストの重さがフルに実体経済へ押し掛かってくるのが10~12月期の後半ないし2024年1~3月期ではないかと予想する。例えば最後の利上げを最短の3月と仮定しても、それが実体経済に影響を与えるのは9月以降、経済指標上で確認されるのは10月以降の話になる。こうした状況は前掲イメージ図における局面Cの話だが、この明確な時期に関して正確な予想を形成するのは困難であるため、図中でも赤文字にした。この辺りの時期に関しては幅をもって評価すべきだろう。しかし、現時点で米国の住宅市場は利上げ効果もあって明確に

減速している（図）。住宅投資が滞れば、建設関係の雇用や消費・投資のみならず、転居に伴って消費・投資されやすい耐久財・半耐久財の消費などに影響する。米国の名目 GDP に対し住宅投資は 3~5%程度と大きくないが、その減速は建築資材に限らず、自動車・家電・家具などの消費を下押しすることになる。当面利上げは続くのだから、米住宅市場の減速は続くと考えるのが自然だろう。これが雇用・賃金情勢に波及し、FRB が満足するほどに平均時給などが減速してくれば、いよいよ利下げの必要性も示唆される可能性がある。



これらが懸念される時期はいつ頃になるだろうか。早ければ 11 月、順当にいけば 12 月の FOMC までには利下げ可能性が声明文に反映される可能性はある。そうなるとやはり 10 月以降、FRB 高官の情報発信には警戒したいところである。ドル/円相場の下値を拾いたければ 1~3 月期か 10~12 月期、上値を狙いたければ 4~6 月期、7~9 月期といったところだろうか。もちろん、繰り返しにはなるが、冒頭の①~③の重要な前提に対し、想定外が生じない場合の話ではある。年明け以降の円高は②の前提が崩れることへの期待が含まれており、その真偽は上半期最大の注目点の 1 つである。

## 《日銀金融政策の現状と展望について～次期体制、タカ派はナローパス～》

### 現状維持、外縁が騒ぎ立てたノイズ

1 月 17~18 日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。同時に発表された「経済・物価情勢の展望 (展望レポート)」では消費者物価指数 (CPI、生鮮食品除く) の見通しに関し、2023 年度は 1.6% で据え置かれる一方、2022 年度は 2.9% から 3.0% へ、24 年度は 1.6% から 1.8% へ引き上げられた。2023 年度の CPI 失速は政府の財政補助を背景に電気・ガス料金が引き下げられていることを想定している。会合後のドル/円相場は急騰後、米経済指標の悪化やこれに伴う米金利低下・ドル安を受けて直ぐに下落しており、終わってみれば為替は横ばいである。

会合前のブルームバーグサーベイ (43 人中 42 人が現状維持予想) などにも表れるように、今回政策修正を見込んでいた向きは皆無に近い。そもそも 12 月に続いて長期金利の変動幅拡大を図ること自体、あまりにも節操がなく、可能性が低いと考えるのが普通であろう。事前の一部観測報道で高まった期待だが、今回は本邦市場参加者の多くがこれを否定的に見る一方、メディアを中心とする金融市場の外縁が騒ぎ立てたノイズに過ぎないという印象が強い。

### 共担オペ拡充の評価：タカ？ハト？

もっとも、厳密には現状維持と断言できない部分も残る。既報の通り、今回は政策の大枠 (YCC) は現状維持とされつつ、「共通担保資金供給オペ (共担オペ)」の拡充が決定された。共担オペの枠組みにおける利回りは固定金利型については「年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえ、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促す観点から、貸付けの都度決定する」とされ、この理屈に沿ってこれまで

は回避（自重？）されてきた中長期（5～10年）の資金供給が金融機関に対して可能になる。固定金利型の共担オペに限らず金利入札型のそれに関しても資金供給期間の上限が従来の1年から10年に延長されている。「低利の長期資金」を得ることができるようになった金融機関はそれより高い利回りの国債を購入するインセンティブを持つようになる。必然、日銀が国債購入をしなくてもイールドカーブをコントロールする余地が生まれるという算段である。欧州債務危機時、ECBが低利の長期流動性供給（LTRO）を実施した時も域内金融機関に低利の資金を与えることで、利回りが高止まりする南欧国債への裁定取引が増えることを狙ったと言われたことがあった。日本が債務危機に陥っているわけではないものの、国債利回りの抑制に銀行部門の投資行動を利用するという構図は同じである。

こうしたアプローチ（共担オペ拡充）については過剰なタカ派期待に対抗するための緩和策と取る向きが大勢だが、来るべき正常化の布石として引き締めの政策だという声もある。初回のオペである期間5年を対象として金利入札型は堅調な結果に終わった。従前よりYCCの金利操作目標を10年物から5年物にシフトさせるのではないかという観測はあったが、「金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促す観点」が重視される以上、期間5年の共担オペ金利を通じてそうした動きが実現する可能性はある。それ自体を捉えて金利上昇への布石と考える向きもある。

### 為替への影響と「次の一手」

こうした決定を踏まえ、為替への含意と日銀の「次の一手」をどう検討すべきか。まず前者に関しては、日銀の真意はどうか、為替市場での評価は「現状維持で円売り」であった。よって当面、「日銀の挙動次第で円高余地がある」という状況は変わらない。中期的な為替見通しを立てる上で「日銀のタカ派姿勢が円高リスク」という想定は引き続き外せないものであろう。この点は冒頭述べた通りだ。会合当日の米国時間において、その後に円高が進んだのは米12月小売売上高、米12月卸売物価指数（PPI）、米12月鉱工業生産などが軒並み市場予想対比で悪化したことの影響も大きかった。既に述べているように、1～3月期（長く見ても4～6月期前半）まではFRBの利上げ幅縮小・停止が主要テーマであり、それに応じたドル安・円高に支配されやすい。これはドルが基軸通貨である以上不可避の状況と言える。

日銀の「次の一手」をどう考えるべきか。YCCの廃棄やこれに伴うマイナス金利解除といった動きは黒田体制の失敗として評価されるため、引き続き黒田総裁の任期中に決断されるとは思わない。日本の経済・金融情勢を踏まえれば、日銀のタカ派的なアクションにも自ずと限界はあり、それ自体、無駄打ち

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	例
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	
②	緩和	緩和	通貨高	持続不可能	
③	緩和	引き締め	通貨安	景気下支え	日本
④	緩和	引き締め	通貨高	持続不可能	
⑤	引き締め	緩和	通貨安	持続不可能	
⑥	引き締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止（しかし、⑧より弱め）	英国、ユーロ圏、米国
⑦	引き締め	引き締め	通貨安	持続不可能	
⑧	引き締め	引き締め	通貨高	景気過熱防止	

（資料）筆者作成

日銀引き締めでこちらへ？

ちはできないと思われる。「タカ派政策の糊代」は残しておきたいだろう。

また、新体制がタカ派的なアクションを取るとしても、それは非常にナローパスである。ラフなイメージを描いてみよう。FRBの利上げ停止と米国の景気失速は5月以降に話題になりやすいと思われる。一

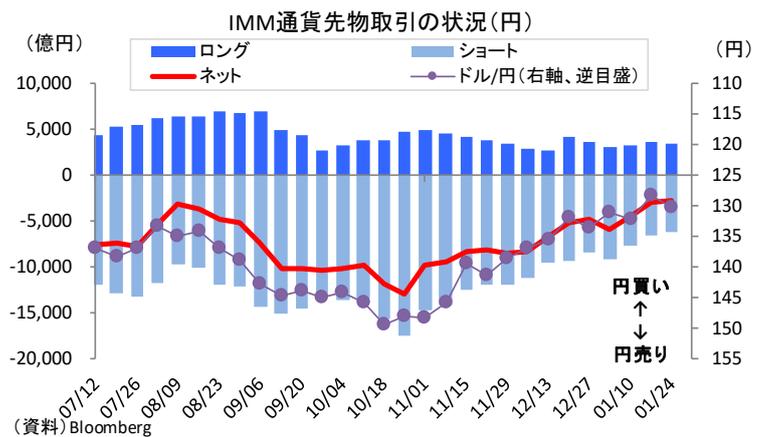
方、日銀政策決定会合は4月・6月・7月に予定されている。年後半にFRBの利下げ期待が膨らみやすいとすれば、日銀が正常化を進めるためにはそのタイミング(4月・6月・7月)を突くしかない。しかし、4月の発足当初にタカ派姿勢を露わにするリスクは大きい。新体制下での初会合(4月27~28日)は市場だけではなく世間からも相当大きな注目を浴びるため、そこでのイメージが5年間付いて回る可能性すらある(黒田体制がそうだったように)。今年も欧米を中心に世界経済の失速が見えている中、日本のパフォーマンスも徐々に低調を余儀なくされるだろう。それは日銀の金融政策に帰責するものではないはずだが、初会合の挙動次第では「景気低迷の戦犯」と指差されやすくなる恐れはある。無暗にタカ派的な姿勢を振りまくことは避けたいというのが日銀の胸中ではないか。政府・日銀の共同声明における物価目標をより抽象的なものに修正する程度のことであっても、初回会合からイールドカーブコントロール(YCC)の廃棄やマイナス金利解除を示唆するようなことは無いと予想する。

もちろん、新総裁次第で状況は一変するが、投機筋の円ロング積み上げに必要な日銀Pivotとも言える動きを前提に、円高予想をするのはややハードルが高いように感じる。また、政治との関係性を踏まえても日銀の正常化は簡単な話ではないだろう。岸田政権が増税志向を隠さない以上、日銀が金融政策を引き締め方向に調整するにも限界はある。「財政引き締め+金融引き締め」のポリシーミックスを取れるほど岸田政権の政治資源は厚くない。そもそも日本の経済・金融情勢に適しているとも言い難い。円安と物価高が国民生活に苦痛を強いた以上、「できるだけ早期」に2%達成を望む政府・日銀の共同声明は何らかの修正が必要なのだろう。しかし、それだけを根拠に急進的な金融引き締めが持続するとはやはり考えにくい(原則論で言えば、体制転換と同時に政府との共同声明に修正を入れることが慣例化することは望ましいとは言えないと筆者は思う)。為替市場の観点から日銀の想定外の引き締めは円高リスクとして残りつつも、それはメインシナリオになり得ず、春(4~6月期の後半頃)以降、内外金利差を意識した円キャリー取引が流行りやすい環境を引き続き想定したい。

## 《円相場の需給環境について~「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方~》

### 「投機の円買い」vs.「実需の円売り」

為替市場でしばしば投機筋の動向として注目されるIMM通貨先物取引における円ポジションに目をやると、2023年1月24日時点で▲20.8億ドルと2021年3月9日週に売り越し(以下ネットショート、▲45.1億ドル)に転じて以降では最小の売り越し額を記録している。プラザ合意以降で「史上最大の円安」となるドル/円相場の急騰が始まったのが2022年3月で同月の平均が▲77.2億ドルのネットショートだった。ネットショートの金額だけで言えば、2022年3月対比で足許は3分の1程度に縮小していることになる。それだけ投機筋の円売り意欲が後退しているとも表現できるかもしれない。しかし、そこまで円売り意欲が弱くなっても同時点のドル/円相場は125~130円で推移している。昨年の今頃は110円強だったことを思えば、「投機筋の円売り意欲が後退したにもかかわらず、ドル/円相場はまだ20円程度、円



安・ドル高に振れたまま」とも言える。結局、投機の円売り意欲が弱まったところで、実需である貿易収支が圧倒的に円売り超過である以上、ドル/円相場が下落するにも「岩盤」はある。IMM 通貨先物取引に現れるような足の速いポジションは FRB の金融政策動向を筆頭にやはり金利情勢に大きく左右されそうであり、それ自体も極めて重要な話ではある。しかし、だからと言って貿易赤字の影響を無きものとするわけにもいくまい。現状は「投機の円買い」と「実需の円売り」が綱引きをしている状況と考えたい。

### 「実需の円売り」は相応に残る

しかし、円のネットショートポジションが縮小していると言っても、ネットアウトする前のグロスポジションで見て円ロングが増えているわけではない。これは数字を見れば分かる。例えば、円ロングだけに着目すると、円安・ドル高が顕著に進んだ 2022 年 3～10 月平均で 28.3 億ドルあったのに対し、円高・ドル安が顕著に進んだ同 11 月～2023 年 1 月（17 日まで）平均では 27.4 億ドルと殆ど変わっていない（むしろ減っている）。2022 年 3 月以降は内外金利差と貿易赤字の急拡大という「2 つの急拡大」が重なり、投機的な円売りが仕掛けやすい環境にあり、実際にそれは相当な収益機会を生んだ。黒田総裁が事あるごとに円安相場を後押しするような情報発信をしてくれたことも追い風となった。この点、足許では FRB に対する思惑から内外金利差の縮小が進んでおり、それが投機筋における円ショート巻き戻しに寄与している状況にある。だが、FRB の政策運営と貿易赤字の解消は何の関係もない。日本の輸入金額の 4 分の 1 は鉱物性燃料で決まる。その鉱物性燃料の代表格である原油の価格は 2022 年半ばにピークアウトしたものの、1 バレル 60 ドル近辺にあった 2019 年と比較すればまだ 3 割ほど高い水準（80 ドル近辺）にある。このままでは輸入は下がりきらないことになる。

一方、輸出に目をやれば、後述するように各国・地域向けの伸びが明確に鈍化しており、中国向けにいたっては前年比減少に転じている。2022 年と比較すれば輸入金額の減少は予見されるものの、今度は輸出金額が伸び悩むという状況が想定される。結果、貿易赤字は相応に残り、実需の円売りも相応に残ることになる。こうした状況にもかかわらず投機筋が積極的に円ロングを積み上げるような展開があるとすれば、やはり 4 月以降の日銀新体制で積極的な引き締め路線が取られるケースくらいだろうか。しかし、それは上述したようにナローパスであり、メインシナリオにはなり得ない。日銀 Pivot とも言える動きに賭けて円高相場を当て込むのは危ういように思う。

### 軽くなった円ショートは円安の布石に

筆者はむしろ、円ショートが解消に向かいポジションが軽くなった（再び円ショートを増やしやすくなった）ことの影響を重く見たい。利上げ停止後の FRB は当面、「風」の姿勢を貫くと思われる。そうした政策姿勢は金融市場に株高とボラティリティ低下をもたらす可能性がある。FF 金利は高止まりするので政策金利の格差は残り、ボラティリティも下がるならば、「低い金利の通貨を売って高い金利の通貨を持つ」という金利差を狙う為替取引（≒キャリー取引）が報われやすくなる。2006～07 年、円安バブルと言われた時代が似た環境だった。当時を振り返ると日本は巨大な貿易黒字も抱えていたため、「いずれ実需で円高に引き戻される」という懸念も伴いながら円安が進んでいた（実際 2007 年以降、強烈な円高が到来した）。片や、今の日本は巨大な貿易赤字を抱えている。このまま投機筋のポジションに関して円ショートが解消され、ネットでロングに転じるよりも再びショートが拡大していく展開の方が想像しやすくないだろうか。もちろん、こうした想定は FRB が早期利下げに踏み切れば覆ってしまうのだが、その

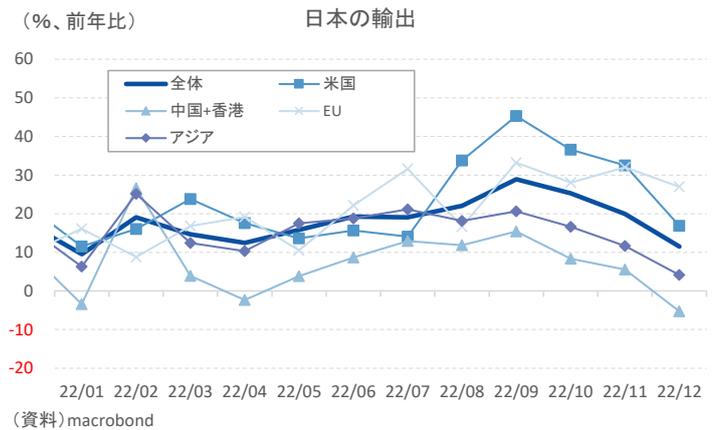
可能性はやはり低いように筆者は思っている。

### 輸入増加の次は輸出減少

上述のような投機の動きだけではなく実需、すなわち貿易収支の状況も見ておきたい。1月19日、財務省が発表した貿易統計（速報値）によると、2022年通年の貿易収支は▲19兆9713億円の赤字と比較可能な1979年以降で最大の赤字を記録した。これまで過去最大の赤字だった2014年（約▲12兆8000億円）の1.5倍以上に相当する赤字である（図）。もちろん、資源高は昨年中央に、円安は昨年11月以降にピークアウトしているため貿易赤字は今後ははっきりと減ってくるはずである。しかし、原油価格はピーク時ほど高くないものの、パンデミック前に比べれば高い。今後ロシアや中国抜きの世界で資源やサプライチェーンを回さなければならない以上、原油を筆頭に日本が輸入する様々な生産要素が高つく状況は大きく変わらないだろう。



こうした状況下、加工貿易を得意とする日本にとっては「高いものを輸入して安いものを売る」という構図が続きやすく、交易損失が高止まりする状況はある程度は続きやすいと考えられる。なお、過去1年間は資源価格上昇や急激な円安進行と共に輸入増加ばかりが注目されていたが、今後1年間は苛烈な金融引き締めを経た欧米の景気後退が話題にならざるを得ない。だとすれば、当然、輸入増加が落ち着くのと入れ替わりで今度は輸出減少という事実に直面する可能性がある。各国・地域別の輸出動向を見ると、その兆候は既に確認

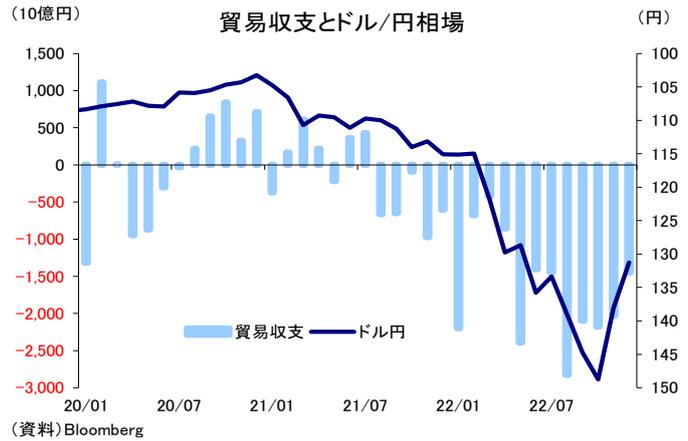


できる（図・下）。従前より景気失速が懸念されていた中国に至っては感染拡大の影響も重なり12月には前年比減少に転じている。世界全体を見渡しても成長をリードする存在が見当たらず、日本の輸出を取り巻く環境は相当厳しいと言える。

### 円相場と貿易収支の連動

輸入増加が落ち着いても輸出減少が顕著になれば貿易赤字は相応の規模で残ることになる。2022年に計上された約▲20兆円の貿易赤字はラグを伴って為替市場に影響を持つであろうことを踏まえると、やはり巷説で頻りに言われるような「日米金利差が縮小に向かうので年内は円高一辺倒」という見通しに盲従するのは危ういように感じる。2022年に直面した円安・ドル高およびその後の円高・ドル安は貿易

赤字の拡大・縮小に符合していた印象がある(図)。貿易赤字を日米金利差に入れ替えても同じような議論が可能であり、金融市場ではそちらの方が多用される傾向にあるが、それは相関関係であって、実際の需給を絡めた因果関係は明らかに貿易赤字の方があるように思える。貿易赤字の金額分は必ず円の売り切り(外貨の買い切り)が為替市場に現れる。米金利低下である程度の円高が進むことは違和感が無いにしても、ここまで広がった貿易



赤字を完全に無視することも真摯な分析態度ではない。仮に 2022 年の赤字が半分になったとしても約▲10 兆円であり、2014 年に記録したこれまでの最大赤字 (約▲12 兆円) に匹敵する。

なお、2014 年の円相場も対ドルで 10%以上下落している。当時は黒田総裁率いる日銀の異次元緩和がその原因と言われていたが、実は貿易赤字の大きさも相当効いていたのではないかと筆者は思っている。為替相場を決めるのは最終的に需給であり、巷説で言われるように、「日米金利差が縮小する」という事実だけをもって、110 円付近までの円高が実現するのか筆者はやはり疑問に感じる。

## ◆ ユーロ相場の見通し～暖冬という追い風を得たユーロ圏～

### 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～暖冬に救われた ECB のタカ派姿勢～》

#### 政策理事会もユーロ圏の強さを認識

2023 年に入ってから為替市場ではユーロ相場の堅調が続いている。これは本欄の想定外であり、その原因を説明する必要がある。端的には暖冬という追い風を得たことでエネルギー危機から想定以上の深手を負わずに済んだことで域内経済が復調しているというのが非常に大きい。天然ガスを筆頭とするエネルギーの価格が穏当な動きに収まっているのは EU 全体として打ち出した価格抑制策が奏功している部分もあるが、やはり天候要因が無視できない。昨年半ば頃までは ECB のタカ派姿勢は实体经济の現状と展望を踏まえれば持続可能性が期待できず、「ユーロは売り」が 1 つのコンセンサスと言われてきた（本欄でもそのように主張してきた）。しかし、足許の景況感だけを見ればユーロ圏の勢いは日米のそれよりも強く、ユーロ需給の要となるドイツ貿易収支ははっきりと底打ちしている。貿易収支は今後、気温の上昇と共にエネルギー価格が下落することで再び大きな黒字を還元してくることも期待できる。

かかる状況下、ECB のタカ派姿勢が改めて自信を取り戻す余地が出てくる。この点、1 月 19 日に公表された ECB 政策理事会議事要旨（12 月 14～15 日開催分）は参考になる。上述したような域内経済の底堅さは 12 月会合時点でも認識されており、ユーロ圏経済が 2022 年 10～12 月期と 2023 年 1～3 月期に緩やかながら景気後退に陥るとの意見で集約されつつ、エネルギー価格上昇を受けても内需（雇用情勢も含む）は想定以上に強いとの評価が見られている。よって雇用・賃金情勢の勢いは強くユーロ圏消費者物価指数（HICP）減速の兆候を確認しつつも、今後は高いエネルギー価格の波及効果（価格転嫁）を警戒する局面に入ると整理である。HICP のヘッドラインが低下し始めているのはエネルギー価格の下げ幅が大きいためであり、それ以外の項目は逆に加速しているという現実がある。

#### 注目はやはり賃金動向に

今後の最重要ポイントはやはり賃金への波及効果の見極めだ。議事要旨では ECB 内部で注目している賃金指標を用いた場合、2022 年 10～12 月期以降、2～3 四半期は妥結賃金の加速が予想されるという。主要 7 개국をカバーする同指標によれば 2022 年から 2023 年にかけての妥結賃金は 5% を超えるとされる。こうした数字自体は 12 月のスタッフ見通しの範囲内とされるが、現実には域内で実現する労働コストが妥結賃金を大きく上回る動きが 2021～22 年に常態化している。



(資料) Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

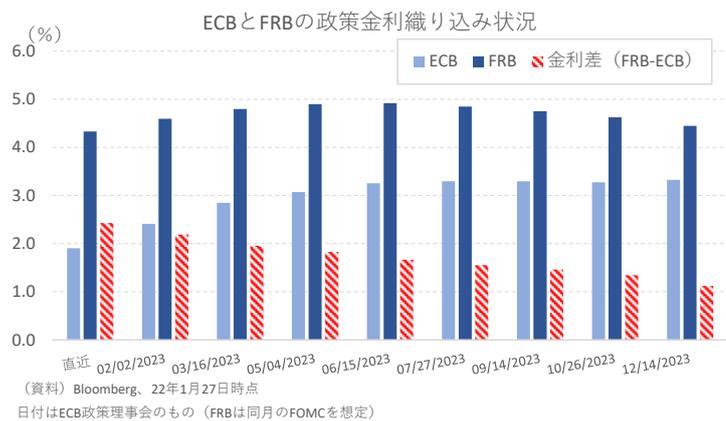
かかる状況下、ECB としては二次的波及効果（second round effect）の有無をまだ判断しかねる情勢と言えるだろう。だからこそ「インフレ基調は減速していない」という懸念が議事要旨にも明記されている。今後、市場参加者が注目すべきユーロ圏の経済・金融指標としては毎月の HICP は当然として、四半期に一度公表される妥結賃金や労働コストも同等の重要性を帯びると思われる。HICP のヘッドラインが減速しても、それに合わせて賃金関連の計数も収束してこなければ ECB の政策姿勢は大きく変わらないだろう。雇用・物価情勢の総合判断が必要になる。

## 50bp に減速した背景

また、12月政策理事会は利上げ幅が+75bp から+50bp へ縮小された会合であり、その背景にある議論も注目される。この点、「A large number of members initially expressed a preference for increasing the key ECB interest rates by 75 basis points」と明記されており、インフレ指標の高さを理由に殆どのメンバーが+75bp の利上げを支持している。しかし、現実には+50bp への減速が決断されたうえで「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」と強い表現を声明文に挿入するという着地になっている。この点、「+50bp への減速+強い表現」よりも「+75bp の維持」の方が単純明快であると支持するメンバーは多かった模様である。前者の案はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が提案したものだ。

しかし、最終的には+75bp を主張したメンバーの一部 (some) は、レーン理事案を多数のメンバーが支持するのであれば、それに同意するという流れで最終決定に至っている。このように経緯を踏まえると、「+50bp への減速」が実現しているものの、それ自体は決して一枚岩ではない。+25bp への減速や利上げ自体の停止といった議論に至るにはまだ相当な時間がかかると見るのが妥当だろう (少数派だが「強い表現で利上げ幅縮小を埋め合わせることはできない」と考えるメンバーは未だ存在する)。

もっとも、今年3月以降と決断されたバランスシート縮小(QT)が控えている以上、利上げ幅の縮小は妥当であったという見方も可能である。月150億ユーロという削減ペースは過去2年で購入してきたペースと比較すれば穏当なものだが、利上げ幅の縮小やそれ自体の停止が議論される中で、QTのアクセルを踏むという路線に切り替えてくる可能性はある。削減ペースの見直しは四半期に1度とみられることから「7~9月期以降はQTではアクセル、政策金利ではブレーキ」という組み合わせにシフトしてくるのではないかと、いずれにせよ域内金利が顕著に下がるような材料は考えられず、需給のみならず金利の点からもユーロ買いが支持される地合いは考えられる。年央から利下げという織り込みが始まっているFF金利の情勢と照らせば、ユーロの金利妙味はやはり大きいように思える(図)。

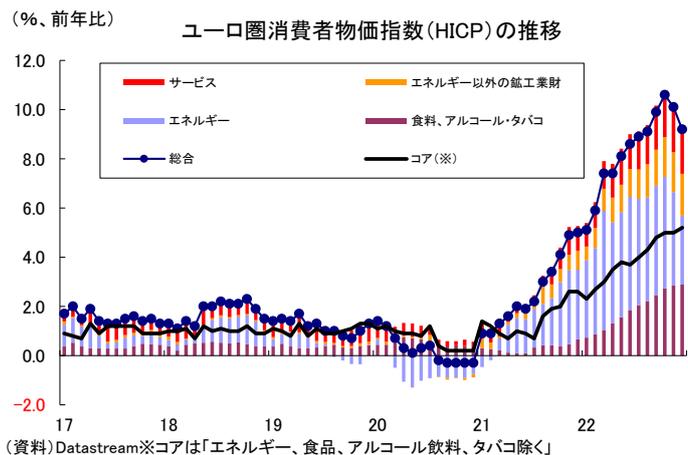


## 《ユーロ圏経済の現状と展望~ピークアウトとは言い難く~》

### ECB、「second-round effect (二次的波及効果)」を見極める状況

日米金融政策に焦点が集まる中、ECBについても3月には利上げ幅が+50bp から+25bp に減速させるのではないかと観測が出始めている。1月17日、ブルームバーグが複数のECB高官の話をもとにその可能性を報じている。2月2日の政策理事会は2.00%から2.50%へ2会合連続で+50bp の利上げが確実視されるが、確かにヘッドラインのインフレ率鈍化が明確になっているため、「3月に+25bp」は根拠の無い話ではない。本稿執筆時点で直近となる12月分のHICPは前年同月比+9.2%と漸く一ケタに落ち着いている。しかも、減速幅が11月(同+10.1%)から▲0.9%ポイントと大きく、ECBの挙動に注目が集まるのは自然ではある。こうしたヘッドラインの動きはエネルギー価格が同+34.9%から同+25.5%へ

鈍化していることの影響である。しかし、図を一瞥しても分かるように、減速はエネルギー「だけ」の話であり、変動の大きい食料・アルコール飲料・たばこ・エネルギーを除いたコアベースでは同+5.0%から同+5.2%へ加速している。その内訳を見ると、エネルギーを除く工業製品が同+6.1%から同+6.4%へ、サービスが同+4.2%から同+4.4%へそれぞれ加速している。特に賃金情勢と密接に関係するサービスが加速していることについて ECB は大きな懸念を抱くはずである。今、

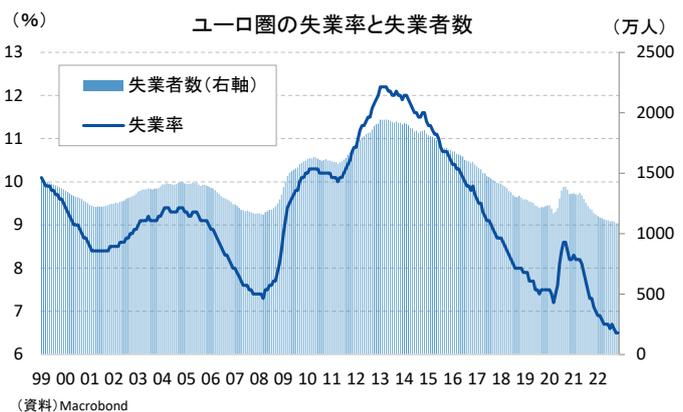


ユーロ圏で起きていることはエネルギー価格の急騰を起点とした価格転嫁であり、これがどこまで粘着的なものとして残るのが注目される状況と言える。ECB が多用する重要フレーズで言えば、「second-round effect (二次的波及効果)」を見極める段階である。

### コア加速を重く見る公算大

もともと12月の政策理事会でラガルド総裁は+75bpから+50bpの利上げ幅縮小に関して「これをECBの転換(pivot)と考えるのは誤り(Anybody who thinks that this is a pivot for the ECB is wrong)」とハト派期待の高まりをけん制している。また、上でも言及したように、同会合の声明文では「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」と明記している。また、既に確認したように、議事要旨を見れば政策理事会の大多数が+75bpを支持していたという議論の跡まで確認されている。そもそも当面について「著しい利上げ」を予告しておきながら1会合挟んで利上げ幅を+25bpに戻すという動きも違和感がある。

その上で、足許のサービス物価の動向も合わせ見れば、軽々に利上げ幅の縮小を謳うことには慎重と考えるのが普通ではないか。もちろん、過去1年のECBの政策運営は朝令暮改の連続であり、利上げ幅が縮小しても利上げ路線が継続することをもって声明文との整合性を主張する可能性はある。しかし、最も避けるべき wage-price spiral (賃金・物価スパイラル) が始まってしまえば、その収束は非常に困難になるため、オーバーキル覚悟で+50bpを続ける正当性の方



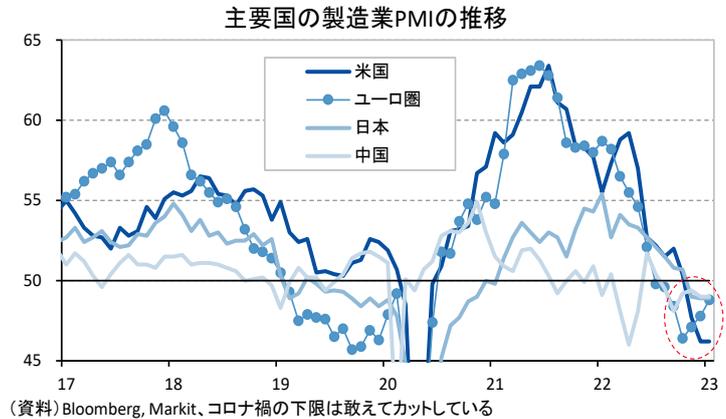
がまだ大きいように筆者は感じている。1月以降もエネルギー価格のピークアウトや記録的な暖冬などを背景としてヘッドラインのHICPは押し下げが続くはずだが、雇用・賃金情勢が緩和する兆しはない。現状、ユーロ圏の失業率は統計開始以来の最低水準を更新中であり、真っ当に考えれば賃金が下がる理由は無 (前頁図)。既に見てきた通り、ユーロ圏経済の失速が(暖冬もあって)事前想定ほどではないため、コアHICPが加速していることの方がECBにとって重大な問題になるのではないか。2月会合が

終わる前から 3 月会合の予想することはナンセンスだが、本稿時点で 3 月の利上げペース鈍化を合理的に予想できる根拠はなく、ECB のタカ派姿勢継続を念頭にユーロ相場の騰勢に構えたい。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～暖冬という名の神風～》

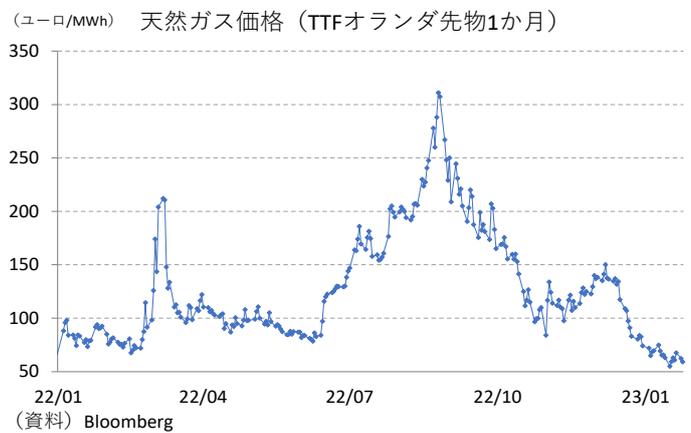
### 神風に救われたユーロ圏

1 月 24 日に S&P グローバルが発表したユーロ圏 1 月 PMI (総合) は 50.2 と市場予想の中心 (49.8) を上回り、前月の 49.3 から +0.9 ポイントも押し上げられた。昨年 6 月以来で初めて景気の拡大・縮小の分かれ目となる 50 を上回っている。業種別にみると、サービス業 PMI も 50.7 と市場予想 (50.2) を上回り、前月の 49.8 から改善を果たし、6 か月ぶりの高水準を記録している。注目される製造業 PMI は 48.8 と引き



続き 50 割れが続くものの、前月の 47.8 から +1.0 ポイントも改善しており、市場予想 (48.5) も上回っている。図に示される通りだが、ここ数か月の製造業 PMI の挙動を見る限り、ユーロ圏はそのほかの国・地域よりもモメンタムが見て取れる。2022 年 1～10 月の悪化ペースはユーロ圏が抜きん出ているわけだが、結局これは「今年はエネルギー危機を背景に欧州にとって史上最悪の冬になる」と言われていた夏から秋にかけての企業心理を表していたのだと思われる。

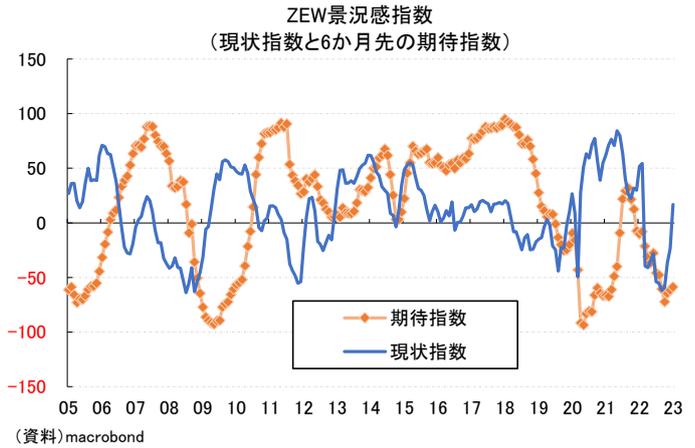
しかし、既報の通り、蓋を開けてみれば 2022 年から 2023 年にかけての欧州は記録的な暖冬に見舞われ、逆に地球温暖化への懸念が指摘されるほどである。必然的にエネルギー需給の逼迫は回避され、従前の (経済成長を犠牲にした) 節電努力も相まって、天然ガス価格は既に年初来で ▲18% 下落し、現状では 1 メガワットあたり 58 ドル付近まで調整が進んでいる (図)。これは急騰が始まった昨年 7 月以前の水準に近い。半年ほど前、



ドイツに関しては冬場の計画停電などを通じて都市封鎖時に近い成長率の低迷に直面すると言われていた。そのような下馬評があったことを思えば、足許の切り返しは鮮烈と言えるものだ。文字通り、今冬のユーロ圏経済は暖冬という神風に救われたと言える。

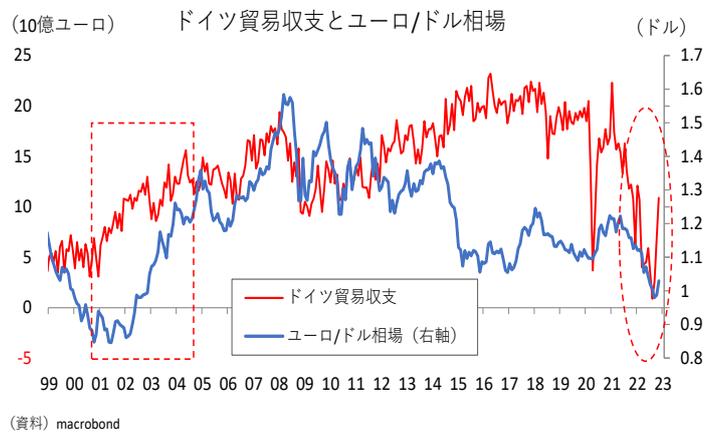
なお、1 月 17 日にはドイツ 1 月 ZEW 景況感指数が公表されており、これも前月から +40.2 ポイントも改善、昨年 2 月以来、11 か月ぶりに景気の拡大・縮小の分かれ目となるゼロを超えた (図)。同指数は市場参加者における 6 か月先の景況感を示唆すると言われるが、これはドイツ経済の深刻な景気後退が避けられつつあることを示しているようである。なお、天然ガス価格が急落している背景はそうした天候要因のほか、中国のガス在庫が十分な量で、同国のガス輸入業者の購入分が欧州へ分配されているとい

う状況もある。一部報道によれば中国のガス輸入業者は2月および3月の出荷分から欧州への分配を始めるという情報もある。中国のゼロコロナ政策解除で世界のエネルギー需給が逼迫するという懸念もあったが、今のところ杞憂に終わっており、それはユーロ圏の押し上げに直結している。もちろん、天然ガス価格は歴史的に見れば高く、現状の58ドル付近はパンデミック直前の5年平均（2015～19年、約17ドル）の3倍以上だ。正常化したとまでは言えない。



### 暖冬はユーロ相場にも追い風

域内経済の復調傾向は当然、ユーロ相場を押し上げる一因にもなる。ECBの利上げ局面は域内経済へのダメージに配慮し途中で挫折するのではないかとされていたが、上で見てきたようにその可能性は大分後退している。金利面からユーロが支えられる可能性は高い。また、エネルギー危機が回避されたことで需給面からもユーロ相場に追い風が吹く。昨夏の本欄では「欧州史上最悪の冬」を念頭にドイツの貿易赤字が大幅拡大し、ユーロ相場も大崩れすると予想してきた。しかし、予想外の暖冬によってドイツ貿易赤字転落はぎりぎりのところで回避され、底打ちを見せている。これに応じてユーロ相場も切り返しているという実情も恐らくはあるだろう（図）。2000年代前半、ユーロの対ドル相場がパリティ（1ユーロ=1ドル）を割り込んでいた際、それが底打ちした背景として欧米金利差の逆転などが指摘されていたが、図示するように、その頃もちょうどドイツの貿易収支が顕著に改善するタイミングだった。今回もドイツの貿易収支が底打ちを見せる中、同様の動きに至るのかどうか。大いに注目したいポイントである。



（資料）macrobond

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。