

中期為替相場見通し

2023年3月1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～再起動した円安相場～

ドル/円相場の基本認識について～想定通りの円安再起動～	P.3
円相場の基礎的需給環境について～輸入増加の次は輸出減少という課題～	P.4
日本経済の現状と展望について～未だコロナ禍をさまよう日本経済～	P.8
日銀金融政策の現状と展望～理想から現実へ～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～現実味を帯びる円安リスク～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～域内金利先高観に支えられるユーロ相場～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～見えない利上げ停止の兆し～	P.14
ユーロ圏経済の現状と展望～インフレ期待の現状と展望～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

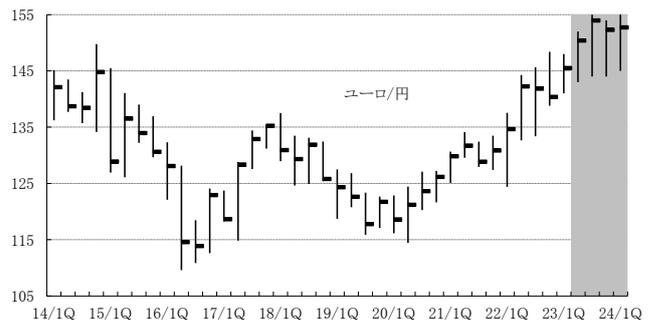
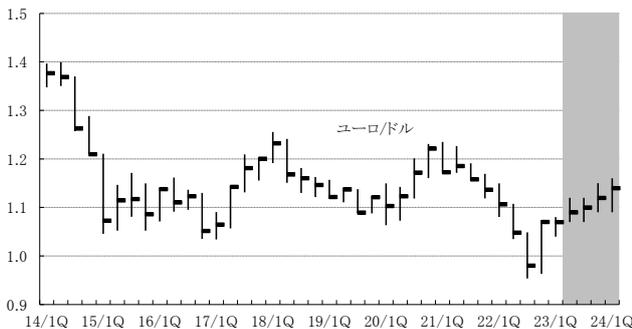
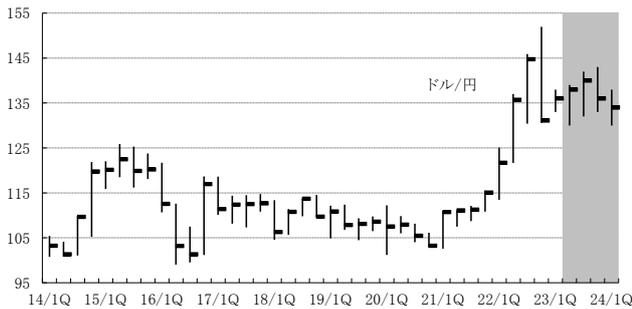
2月のドル/円相場は急伸した。本欄が想定した通りの展開が早めに実現しているというのが筆者の基本認識である。昨年来、本欄では米国の利下げ織り込みが性急すぎることで、円安の背景には巨大な需給の歪み(貿易赤字)があることなどを背景に巷説で支配的な円高予想から距離を置いてきた。また、前月の本欄では金融市場が「FRBの利上げは春で終わる」という事実依存し過ぎているため、春以降もFRBが利上げを持続する場合、1~3月期に想定されたはずの押し目(円高・ドル安)も期待できない可能性をリスクと見てきた。まだ年初2か月しか経過しておらず、断言できる事実はないが、当初想定していたリスクが現実味を帯びているようにも思える。なお、22年に円安を引き起こした主因の1つである巨大な貿易赤字は1月だけで約▲3.5兆円と経験の無い水準を記録した。この規模の赤字が常態化することはないだろうが、懸案の輸入増加が収束する一方、輸出減少という新しい課題が浮上りつつあるのも事実だ。本欄では『「投機の円高」、「実需の円安」』と述べ、米金利低下主導で円高・ドル安が進んでも需給環境に阻まれる構図を指摘した。しかし、2月には米金利が再浮揚する一方、円売り超過の需給環境も変わっていない。結果、円安シナリオをメインとする本欄から見ても若干早く円安が再起動している印象がある。目先の揺り戻しは警戒を要するものの、年内140円台復帰のメインシナリオは不変である。

片や、2月のユーロ相場はやや軟化した。暖冬を背景に域内の経済・金融環境が改善する構図は不変であり、ECBの利上げペースも直ぐには減速しそうにない。2月は米国のインフレ懸念が再燃し、米金利の先高観も強まったことでユーロの金利先高観がやや魅力を失っていたが、このままユーロ売りが持続するとは言いきれない。域内のインフレ率はエネルギー価格主導でヘッドラインの数字が落ち着きつつあるものの、エネルギー以外の項目は依然加速している。ラガルドECB総裁自身、賃金・物価インフレの可能性に不安を見せており、ECBがハト派へ急旋回する雰囲気はない。また、天然ガス価格の下落傾向が続いていることから、ドイツの貿易収支改善は今後も顕著に進むことが予想され、需給面からユーロ買いは期待できるだろう。米金利とドルの相互連関的な上昇が息を吹き返す中、ユーロは手放されやすい時間帯もあろうが、金利・需給両面からユーロ自体に積極的な売り材料があるというわけではない。どちらかと言えば、インフレ率はユーロ圏の方が相対的に高めであるため、予測期間を通じてややユーロがドルに対して優勢である時間帯が多くなると予想しておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1月~2月(実績)	2023年 3月	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2024年 1~3月期
ドル/円	127.22 ~ 136.92 (136.37)	133 ~ 138 (136)	130 ~ 139 (138)	132 ~ 142 (140)	133 ~ 143 (136)	130 ~ 138 (134)
ユーロ/ドル	1.0482 ~ 1.1034 (1.0568)	1.04 ~ 1.08 (1.07)	1.07 ~ 1.12 (1.09)	1.07 ~ 1.12 (1.10)	1.09 ~ 1.15 (1.12)	1.09 ~ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	137.45 ~ 145.46 (144.10)	141 ~ 148 (146)	143 ~ 152 (150)	144 ~ 155 (154)	144 ~ 154 (152)	145 ~ 155 (153)

(注) 1. 実績の欄は3月1日までの、カッコ内3月1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。

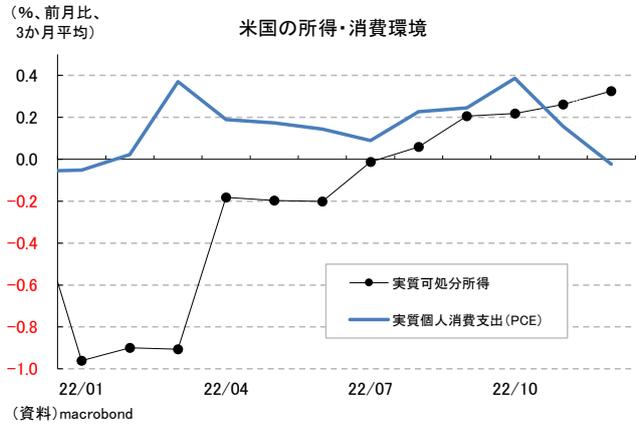


◆ ドル/円相場の見通し～再起動した円安相場～

《ドル/円相場の基本認識について～想定通りの円安再起動～》

米実質所得環境は改善中

奇しくも本欄で想定した通りの展開が続いている。昨年来、本欄では米国の利下げ織り込みは性急すぎることを、円安の背景には巨大な需給の歪み（貿易赤字）があることなどを背景に巷説で支配的な円高予想とは距離を置いてきた。本年最初のみずほマーケット・トピック『2023 年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい』では金融市場の大前提として「FRB の利上げは春で終わる」という事実があり、仮にその事実が崩れて「春以降も FRB が利上げを継続する場合、そもそも 1～3 月期の押し目（円高・ドル安）は期待できまい」と述べた。もちろん、まだ年初 2 か月しか経過しておらず、何も断言すべきではないが、1 月雇用統計が極めて強い内容になって以降、「米利上げは 5 月で終わらないかもしれない」という思惑が徐々に強まっている。雇用統計上の平均時給（1 月は前年比+4.4%）と消費者物価指数（CPI、1 月は同+6.4%）を用いて簡便に計算される実質賃金は依然としてマイナス圏にあるが、GDP 算出時に用いられる実質可処分所得は基調的に上向いている（図・上）。簡便な方法を用いた実質賃金も CPI のヘッドラインが既にピークアウトしている以上、プラス圏に浮上してくるのは既定路線であろう。実質所得環境が既に最悪期を脱している以上、インフレ抑制の観点からは消費・投資意欲の復元は警戒すべき対象となる。ちなみに貯蓄率（貯蓄÷可処分所得）もコロナ直前の 10 年平均を大きく割り込んでいる（図・下）。家計部門の需要動向を見る限り、インフレ抑制が上手くいっているとは言い難い。



緩和を示唆する NFCI

また、シカゴ地区連銀の公表する全米金融環境指数 (NFCI : National Financial Conditions Index) は利上げとともに引き締めの状況に傾いてきたものの、依然として緩和的であることを示唆するマイナス圏内にとどまっている。「CPI が緩む→ハト派観測が強まる→株価上昇」という相場展開は NFCI の押し下げに寄与するため（株価上昇で緩和的、下落で引き締めのと算入される）、FRB はタカ派寄りの情報発信を継続せざるを得ない。周知の通



り、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警戒される。「株高はインフレ期待を押し上げる」という主張が説得力を持つのが米国経済であり、インフレ抑制を企図するFRBとしては放置できない論点である。この点は昨年の本欄やみずほマーケット・トピック¹でも強調してきたものであるし、実際にパウエルFRB議長もインフレ情勢に予断を持つべきではないとやはり強調していたが、市場は耳を貸さなかった。確かに、2020年11月末に突如として「インフレは一時的ではない」と翻意した経緯があるため、信認が失われることにも一理はある。しかし、現状ではFRBの情報発信が事実在即しているという印象が強い。

+50bpへの復帰まで示唆される状況

2月下旬に入ってからインフレ警戒とこれに応じた利上げ継続の必要性を主張するFRBからの情報発信は数多く見られている。例えば2月17日にはボウマン理事が「特にインフレに関して、必要とされる状況に至っていない」、「さらに大きな進展が見られ始めるまでFF金利の引き上げ継続が必要になる」と述べたことが報じられている。また、同日にはメスター・クリーブランド連銀総裁も+25bpの利上げを決定した1月FOMCについて「+50bp引き上げる説得力ある論拠はあった」と利上げの不十分さを説いている。さらに、ブラッド・セントルイス連銀総裁も17日、「3月会合で+50bpの利上げを支持する可能性を排除しない」と、利上げ幅の再拡大を示唆している。もちろん、こうした発言一色というわけでもなく、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁のように「個人的な見解では、われわれ（の利上げ）はまだ終わっていないが、近い可能性がある（2月14日の講演）」と述べる高官も存在する。

しかし、事実として基礎的経済指標が強含んでいる以上、+50bpへの再拡大は可能性が低いとしても、+25bpの利上げを停めるには至らないだろう。まして、2023年の為替相場に関して多くの市場参加者が円高・ドル安を予想してきた背景には早期利下げ観測台頭という前提があった。この点については現状、かなり実現が怪しくなっている。どちらかと言えば、早期利下げが到来するよりもターミナルレートが6%に到達するリスクの方が高いようにも見受けられる。金融政策の持つ遅行性を踏まえれば、単月の経済指標で利上げ幅の拡大・縮小を逡巡することが適切とは思わないが、利上げ幅の再拡大まで示唆される状況で早期利下げ観測を念頭に置いた米金利低下とドル安をメインシナリオとするのは無理筋であり、それは筆者が年初来で懸念してきた展開でもある。引き続き本欄ではFF金利の高止まりとこれを材料とする円キャリー取引の隆盛を契機に年内の140円台復帰を念頭に置いた円安シナリオを基本としたい。

ちなみに、前月の本欄では『「投機の円高」、「実需の円安」』と題し、結局、米金利低下主導で円高・ドル安が進んでも需給環境に阻まれるとも述べた。しかし、数少ない円高要因であったはずの米金利低下ですら、早い段階で想定外の巻き戻しに直面し、円安シナリオを基軸とする本欄からしても若干早めに円安が再起動しているのが現状である。そのペースはやや性急であり、いずれにせよ年内に利下げ停止の決断が到来するのが既定路線とすれば、「本来生じるべきドル/円相場の押し目がリスクされている」という目線も持っておきたい。このまま一直線に140円台というわけにもいかないはずである。

《円相場の基礎的需給環境について～輸入増加の次は輸出減少という課題～》

輸出入の同時減少で収支改善進まず

2月公表された本邦1月貿易赤字は▲3兆4966億円と単月としては史上最大を更新した。前月（2022

¹ 2022年11月16日号『FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～』をご参照下さい。

年 12 月) 分は 2022 年通年の赤字が史上最大となったことでヘッドラインを賑わせたが、今回は単月としての史上最大が取りざたされている。例年 1 月は中国の春節休暇など特殊要因もあって(輸出が伸びず)赤字が膨らみやすい傾向にあるとはいえ、後述するように中国以外の国・地域向けにも失速は大きい。どのような理由があれ、3.5 兆円という規模は相応にショッキングであり、円相場を語る上でも無視できない結果である。本欄では執拗に論じているようにこうした「円を売りたい経済主体の方が多く」という事実が大きく変わらない以上、米国の金利情勢がどう変わっても円安相場が極端に修正されることは無い。金利と需給、双方のバランスを取った見通し策定が必要である。

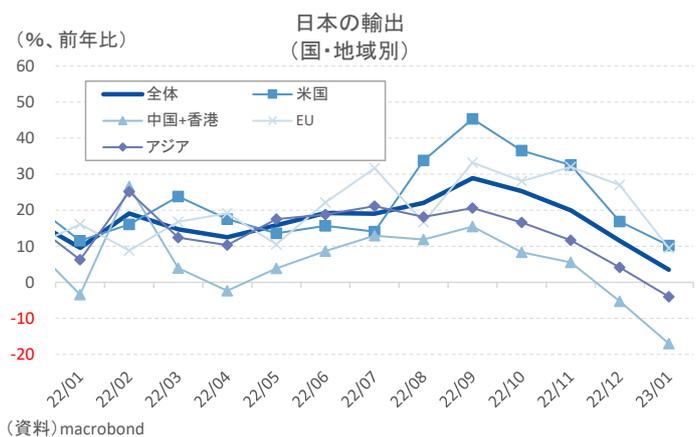
具体的に数字を見ると、輸入は前年比 +17.8%の+10 兆 478 億円、輸出は+3.5%の 6 兆 5512 億円であった。ちなみに 1 月のみずほマーケット・トピックでは『史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～』と題し、輸入の増加がせつかく落ち着いても今度は世界経済失速を理由に輸出の減少が始まり、収支改善は期待されたほど進まない恐れがあると議論した。図示される通り、足許では輸出・輸入の失速が同時に始まっており



り、結果として貿易赤字が期待されたほど減ってはいない。ここから資源価格下落の影響が顕著に織り込まれてくるので再び収支は改善に向かう公算が大きいものの、円高への修正は多くの市場参加者が期待するほど進んでいない。

輸出は全世界向けに失速が鮮明

品目別に見れば、輸入に関しては石炭、液化天然ガス(LNG)、原粗油が輸入拡大をけん引する構図は不変だが(寄与度+11.1%ポイント)、輸出に関しては自動車の部分品、半導体等製造装置、プラスチックが顕著に減少しており(寄与度▲1.5%ポイント)、これが収支の改善を阻んでいる。右図を見れば分かるように、既に一部の国・地域では前年実績を割り込むほど減速しており、欧米向けもここにきて下げ足を速めている。上述したように、今年 1 月は中華圏における春節と被っており、実態把握は 1~2 月合計で見る必要があるものの、欧米も含めて



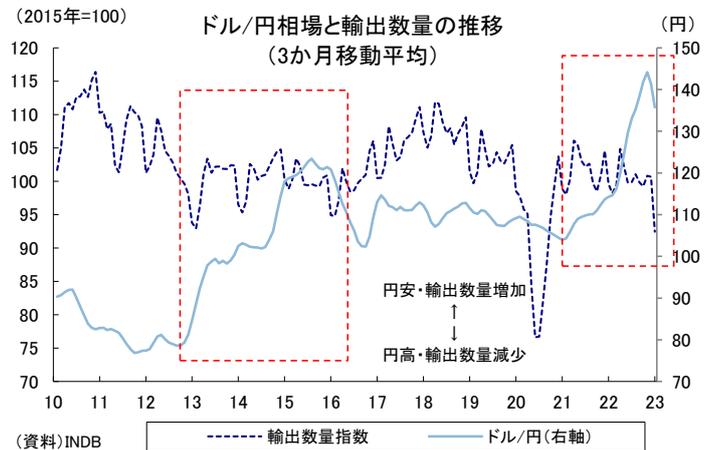
月 1 月は中華圏における春節と被っており、実態把握は 1~2 月合計で見る必要があるものの、欧米も含めて全世界的に失速傾向という現実は直視せざるを得ない。今週発表された 10~12 月期 GDP で民間在庫の取り崩しが成長率を押し下げた背景にはこうした外需環境の悪化が恐らく影響しているのだと思われる。企業の生産活動が委縮し、調整モードに入っているのである。

今後に関しては 1 月の IMF 世界経済見通し(WEO)で示されたような底打ちシナリオに沿って輸出がどれほど戻せるのかが注目される。最近の米国経済再評価の流れを思えば、期待できる部分もあるが、

一方で利上げ効果がフルに織り込まれてくるのはこれからという見方もあり、予断を許さない。現に、「利上げは6月以降も必要」という声が見られ始めており(本欄ではその可能性を常々指摘してきたが)、それほどまでに米国経済が強いのだとすれば日本からの輸出もある程度復調が望める。

全く増えなかった輸出数量

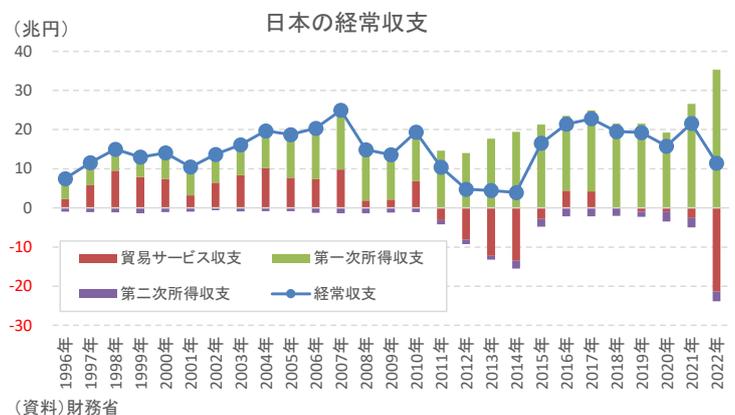
なお、輸出が増えない現実に合わせて、円安との関係も今一度確認しておきたい。一時期の152円付近からは大幅に調整が進んだものの、円は対ドルで前年比+14%ほど下落している。しかし、輸出数量の前年比変化率を見ると過去3か月(2022年11月~2023年1月)で平均▲7.4%、過去6か月(2022年8月~2023年1月)で平均▲3.3%、過去12か月(2022年8月~2023年1月)で平均▲2.5%と失速している。改めて確認する事実ではないが、円安が輸出数量の増加を焚きつけ、これを起点として好循環が始まるという伝統的なパスはもう日本にはない(図)。



もっとも、この事実自体、アベノミクスが取りざたされた約10年間で確認されたものであり、だからこそ金融政策は修正されるべきだったと思われるが、この間の円安相場は「悪い円安」が社会的に認知されるほどの次元には達せず、したがって「金融政策を修正すべき」という世論の高まりも見られなかった。しかし、2022年は「悪い円安」が流行語に選ばれるほど社会的に金融緩和とそれに付随する円安の効果に注目が集まった。ラフな結論として「円安は万能の処方箋ではない」と日本社会の多くが気づいたことは黒田体制の功績の1つである。客観的に見れば、円安が実体経済にもたらす効果は輸入物価経由で国内物価を押し上げ、交易損失の拡大を通じて実質所得環境を悪化させ、消費・投資意欲を削ぐという効果にほかならず、それが今一つ精彩を欠く日本経済の現状と整合的と言える。いずれにせよ「需給主導の円売り」という論点は2022年に引き続き、2023年の日本経済を語る上でも重要になりそうである。

「成熟した債権国」らしい仕上がり

また、貿易収支を含めた円の基礎的需給を包括的に議論するには国際収支統計の吟味が必要である。この点、2月には2022年通年の国際収支統計が公表されている。既報の通り、経常収支は+11兆4432億円の黒字で2014年(+3兆9215億円)以来、8年ぶりの低水準を記録している(図)。経常黒字の減少は言うまでもなく資源高と円安に起因しており、貿易サービス収支は▲21兆3881億円と現行統計開始以来で最大を更新している。

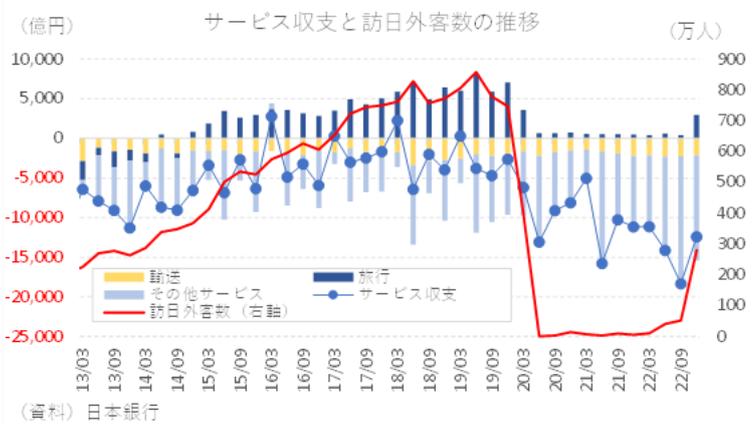


それでも 2014 年に比べて大幅な経常黒字を確保できた背景には第一次所得収支黒字が+35 兆 3087 億円と史上初めてとなる 30 兆円台まで拡大したことが指摘できる。歴史的な円安を背景に海外保有資産から発生する収益である第一次所得収支黒字が膨張したのである。こうした企業や投資家が抱える巨額の外貨は日本に残された最後の強みと言えるだろう。こうした状況を総括するならば「財では稼げないが、投資収益で稼ぐ」という「成熟した債権国」らしい仕上がりと言ったところか。

伏兵は「その他サービス収支赤字」

過去 1 年、日本の経常収支にまつわる注目点は①円安・資源高を受けた貿易赤字の拡大と②鎖国政策を受けた旅行収支黒字の縮小（≒消滅）だった。しかし、ここにきて第三の論点として③「その他サービス収支」の赤字拡大という事実も目立つようになってきている。確かに、2022 年の国際収支統計は巨額の貿易赤字が全体感を規定しており、これが最も重要な注目点であることは間違いない。しかし、サービス収支だけを見ても▲5 兆 6073 億円と 2002 年（▲5 兆 6521 億円）以来の大きさを記録している。

サービス収支は旅行・輸送・その他の 3 本の収支から構成される。多くの人が理解する通り、本来、これほど円安になったのであれば観光地として人気の高い日本は旅行収支の黒字を積み上げることができたはずだった。しかし、2022 年は根拠薄弱な入国規制が年初 9 か月間にわたって継続された。未だに日本入国には陰性証明やワクチン接種回数の報告が必要であり、この状況が完全に終わったわけではない。結果、2022 年の旅行収支は+4360 億円にとどまり、これはパンデミック元年である 2020 年（+5552 億円）よりも小さいものとなってしまった（図）。残念と言わざるを得ない。もっとも旅行収支はそれでも黒字だ。ではなぜサービス収支の赤字がこれほどまでに拡大したのか。それが③「その他サービス収支」の赤字拡大という論点に関わる。上で見たように、サービス収支は旅行・輸送・その他の 3 本からなるが、このうち 2022 年のその他サービス収支は▲5 兆 1451 億円と統計開始以来の赤字を更新している。図示するように、旅行収支が年後半に辛うじて黒字に転じる中、年間を通じてその他サービス収支の赤字幅は継続的に膨らんでおり、これがサービス収支全体を押し下げていることがよく分かる。

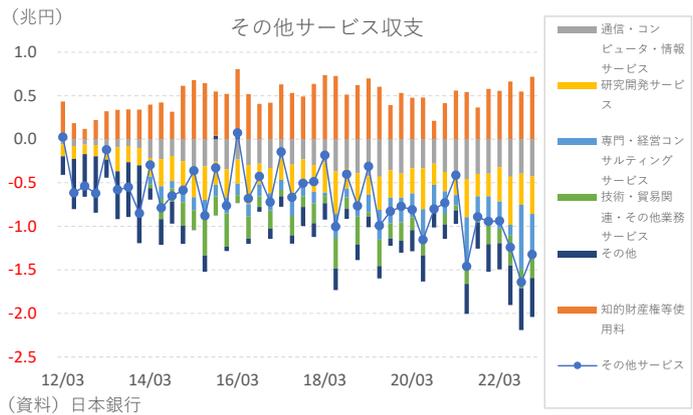


結果、2022 年の旅行収支は+4360 億円にとどまり、これはパンデミック元年である 2020 年（+5552 億円）よりも小さいものとなってしまった（図）。残念と言わざるを得ない。もっとも旅行収支はそれでも黒字だ。ではなぜサービス収支の赤字がこれほどまでに拡大したのか。それが③「その他サービス収支」の赤字拡大という論点に関わる。上で見たように、サービス収支は旅行・輸送・その他の 3 本からなるが、このうち 2022 年のその他サービス収支は▲5 兆 1451 億円と統計開始以来の赤字を更新している。図示するように、旅行収支が年後半に辛うじて黒字に転じる中、年間を通じてその他サービス収支の赤字幅は継続的に膨らんでおり、これがサービス収支全体を押し下げていることがよく分かる。

「その他サービス収支」とは何か？

では、その他サービス収支とは何か。ここに含まれる項目は多岐にわたるが、基本的には「知的財産権等使用料」の黒字を除けば全て赤字である。近年では GAF A など巨大 IT 企業のクラウドサービスへの支払いなどを含む「通信・コンピュータ・情報サービス」や「保険・年金サービス」などが大きな赤字を記録している（次頁図）。しかし、最も大きな赤字は「その他業務サービス」という項目から出ており、これだけで▲4 兆 3689 億円に達している。具体的に「その他業務サービス」の中身を見ると「研究開発サービス」、「専門・経営コンサルティングサービス」、「技術・貿易関連・その他業務サービス」の 3 つから構成されている。2022 年の赤字はそれぞれ▲1 兆 7355 億円、▲1 兆 6666 億円、▲9668 億円だ。「研究

開発サービス」は文字通り、研究開発に係るサービス取引のほか、研究開発の成果である産業財産権（特許権、実用新案権、意匠権）の売買などを計上する。これに対し、「専門・経営コンサルティングサービス」はウェブサイトの広告スペースを売買する取引やスポーツ大会のスポンサー料などを計上する。最後の「技術・貿易関連・その他業務サービス」は建築、工学等の技術サービス、農業、鉱業サービス、オペレーショナルリースサービス、貿易



関連サービスなどを含むとされ、例えば石油や天然ガス等の探鉱・採掘などの売買が計上されている。筆者はこうした分野に明るいわけではないので多くを語ることはできないが、クラウドサービスや研究開発、ウェブサイト広告の売買など、近年の米国経済が「強い」と言われ、日本経済が「弱い」と言われてきた分野がはっきりと国際収支統計上の数字で確認されたように思える。

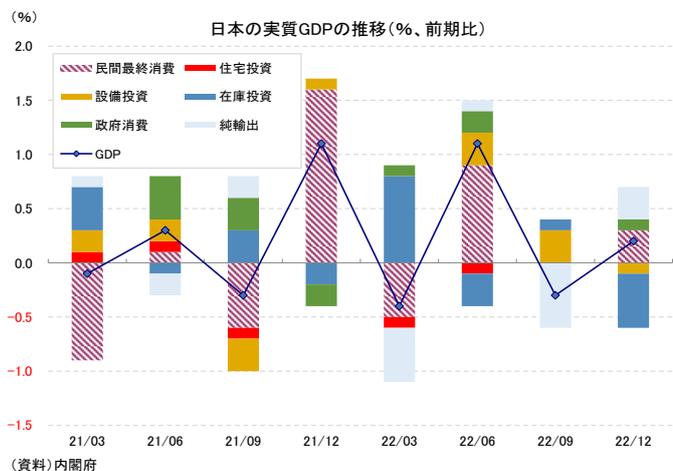
「その他サービス収支」の赤字は過去 10 年で拡大傾向にあることを踏まえると、旅行収支を 2019 年並みの黒字（約 2.7 兆円）まで復元したとしてもサービス収支自体は相応の赤字幅が残るだろう。これまで日本の経常収支の全体像を語る上では貿易赤字や旅行収支黒字の動向をウォッチするのが定石であったが、その他サービス収支赤字の動向も無視できない存在感を持ち始めていることは知っておきたい。

《日本経済の現状と展望について～未だコロナ禍をさまよう日本経済～》

企業の慎重姿勢を映す在庫取り崩し

2 月、内閣府から公表された 2022 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(1 次速報)は前期比年率+0.6%（前期比+0.2%）と、市場予想の中心（前期比年率+1.8%、以下特に明記しない限り前期比年率とする）を大きく下回った。2 四半期ぶりのプラス成長だが、前期（7～9 月期）が▲1.2%だったのだから、その分は取り返せていないことになる。10 月と言えば、水際対策の大幅緩和や全国旅行支援などが着手されたタイミングであり、ヘッドライン上の勢いはもっと強い仕上がりが期待された。

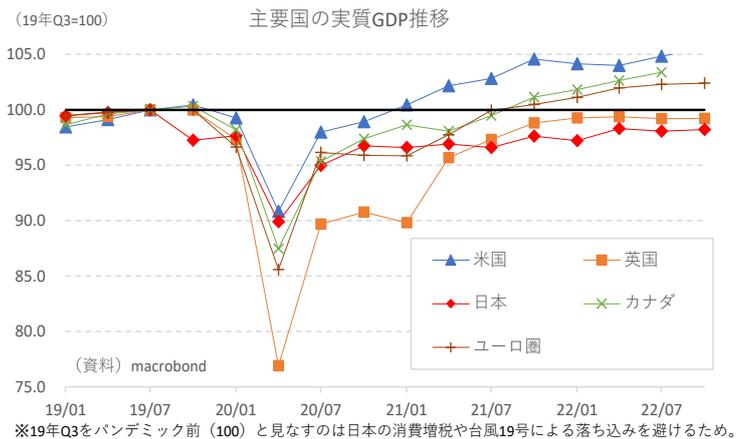
需要項目別にみると（前期比）、上述した全国旅行支援の開始などを筆頭にサービス消費が▲0.1%から+1.4%と急増しており、この影響もあって民間最終消費は横ばい（+0.0%）だった前期から+0.5%へ復調が見られている。片や、民需のもう 1 つの柱である設備投資は前期の+1.5%から▲0.5%へ、3 期ぶりにマイナスに転じている。そのほか政府消費も +0.1%から+0.3%へ、なにより民間在庫（寄与度）も▲0.5%ポイントと全体感を規定している。在庫取り崩しは今後の在庫積み上げを通じて復調のバネになり得るが、そもそも冴えない実体経済を前に企業が投資行動を抑制し、生産活動



が細った可能性を孕んでおり、前向きな評価は難しい。過去の本欄でも論じたように、昨秋以降、海外経済環境の悪化が輸出減速に及んでおり、生産調整を図りながら在庫を圧縮する動きは先行しやすい兆候はある。今回のような在庫投資主導の成長率鈍化は警戒を要する。なお、上述したような内需は合計すると▲0.2%ポイントのマイナス寄与である。それでも成長率全体がプラスを維持できたのは外需 (+0.3%ポイント) の伸びによるものだが、上述したように財の輸出が増えているわけではない。増えているのはサービスの輸出であり、これが10月以降の水際対策緩和の成果として指摘できる。

2 四半期ぶりプラスでも「コロナ前」

ちなみに毎期注目される「コロナ前を復元できたか」という視点では未だ残念な状況が続いている。日本にとってのコロナ前とは消費増税と台風19号の影響で下押しされる2019年10～12月期の前期である2019年7～9月期、もしくは2019年平均と定義するのが妥当である。この点、2022年10～12月期は2019年7～9月期と比較して▲1.8%、2019年平均と比較して▲0.9%、依然として下回っている。主要国



の中では日本と英国だけが2019年7～9月期の水準を下回っている(図)。しかし、2021年12月以降で合計+275bpの利上げを敢行している英国と緩和路線を堅持してきた日本という構図を踏まえれば、やはり日本の仕上がりは残念である(しかも日本の方が負けている)。パンデミック発生から3年が経過してもマスク着脱可否が社会的議論となっている現状は、今一つ盛り上がり欠ける内需の現状と整合的と言えるだろう。米国もユーロ圏もインフレ高進に悩みつつ、かなり前にコロナ前の水準に回帰し、加速を続けている。昨年来、内外金利差が円安相場の一因と指摘されているが(筆者はそれだけが原因とは思わないものの)、仮にそうだとすれば現状の成長率格差が金利差に直結するのは必然で、円安相場は簡単には終わらないように思える。

懸案の実質GDIは漸く底打ち

精彩を欠く10～12月期のGDPにおいて唯一、前向きに評価できるのが実質GDI(国内総所得)の動きだ。過去1年、GDP統計が出るたびに議論される点だが、現状では実質GDPよりも実質GDIの方が景気情勢を図る尺度として適切である。実質GDPが生産「量」の概念であるのに対し、実質GDIは「購買力」の概念である。実質GDPに交易条件の改善・悪化(交易利得・損失)を加味することで実質GDIになる。市井の人々の景気実感に近いのは実質GDPではなく実質GDIと考えられる。周知の通り、原油価格は2022年半ばに、円安相場は2022年10月にピークを迎えている。これまで日本の実質所得環境を苦しめてきた交易条件(輸出デフレーター÷輸入デフレーター)に関し、ようやく輸入デフレーターが低下に転じることで改善が期待できる局面に入ってきている。

具体的に見ると、日本から海外への所得流出である交易損失（%、対 GDP）は前期の▲3.5%から 10～12 月期は▲3.3%へと 2020 年 4～6 月期以来、10 期ぶりに縮小している。この結果、実質 GDI の成長率は +1.6%で前期の▲3.9%から大幅に改善しており、ようやくトレンドが変わる兆しが確認できる。もっとも、実質 GDI に関してはここまでに負った傷が深過ぎるという現実を直視する必要がある。この点を右図を一



瞥しても分かる話だが、例えば 2020 年 1～3 月期からの成長率（ここは前期比とする）を累積すると、実質 GDP が計+1.5%ポイント、実質 GDI が計▲1.6%ポイントとかなり乖離がある。それだけ国民の体感する実質所得環境が悪化した状態が残存しているのであり、交易条件の改善がそのまま個人消費を押し上げるような世相に至るにはまだ相当の時間が必要と言える。また、本稿執筆時点では円安・ドル高はやはり振り返しており、原油価格もさほど下がらないという状況に直面している。果たして実質 GDI がこのまま浮揚するのかは確証が持てず、内需に勢いを欠いた状態が続くように思える。

《日銀金融政策の現状と展望～理想から現実へ～》

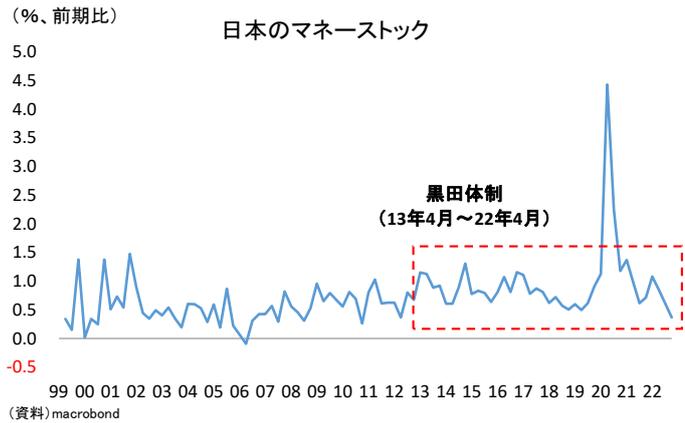
日銀新体制、隙の無い布陣へ

2 月、政府が 2023 年 4 月 8 日に任期を迎える黒田東彦・日銀総裁の後任に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏を起用する人事を固めたことが報じられた。実現すれば経済学者出身の日銀総裁は戦後初となる。元より本命と言われ、事前報道でも政府からの打診が報じられた雨宮正佳・副総裁は「今後の金融政策には新しい視点が必要」との考えから固辞されたという。なお、合わせて報じられている 2 人の副総裁は内田真一・日銀理事および氷見野良三・前金融庁長官とされている。現在に連なる非伝統的政策の理論的支柱である植田氏、現行の枠組みを熟知する内田氏、プルーデンス政策と国際性に優れる氷見野氏という正副総裁体制は文字通り隙の無い布陣と言える。少なくとも実験に勤しんで金融市場との対話力がしばしば問題視された前体制のような展開はもはや考えにくい。

黒田体制の総括

新体制を論じる前に現体制を簡単に総括しておきたい。黒田体制は文字通り、金融政策の限界に挑戦し、その有効性（厳密には無効性）を白日の下に晒したという意味で功績は大きい。ここまでやらなければいつまでもたってもマネタリー（貨幣数量説的）な考え方に拘泥し、あらゆる社会・経済課題を金融政策で解決できるかのような言説にすぎた宗教じみた論陣を一掃することはできなかった。現状でもそうした発想が根絶されたとは言えないが、もはやマイノリティだろう。過去 10 年でマネーストックは全く加速していない。白川時代の全否定から始まった割に実体経済に流れる貨幣量が加速したという証跡は全くない（次頁図、そうなったのはコロナ禍で政府が現金給付をした時だけだ）。また、黒田体制の 10 年間は日本社会における円安への受け止めを変えたという功績もある。10 年前、「もはや円安は輸出数量を増やさず、海外への所得流出を招くだけで弊害が大きい」と主張した場合、大変な批判を受けた。しかし、

今や「悪い円安」が流行語大賞になるほど円安の弊害が日本社会で認知されている。2022年におきた円相場急落は日銀の金融政策だけに帰責するものではない。だが、円安相場を前にしても「円安は日本経済全体にとってプラス」と言い続けた黒田総裁の発言は日銀と一般社会の摩擦を明らかに強めていた。「自国通貨が安くなることの怖さ」を日本社会に浸透させたという意味でも、黒田体制は為替に対する社会規範を変えた。しかし、10



年間におよぶ国債購入の結果、日銀の国債保有額は 2013 年 3 月の 125 兆円から 2023 年 1 月の 583 兆円へと 4 倍超に拡大し、発行済み長期国債の 5 割以上を占有、上場投資信託 (ETF) の保有残高についても 1.5 兆円から 36.9 兆円に積み上がり、既に日銀は多数の上場企業の主要株主に名を連ねている。金融政策との因果関係はさておき 2022 年に物価は念願の上昇を果たしたが、その暁には社会がそれに不満を漏らすという結末待っていた。10 年という在任期間を通じてリフレ政策が概ね支持されていたのは物価目標が未達だったからである。

理想から現実へ、タカ・ハト二項対立の無意味

こうした社会実験とも言える政策運営を経て生まれる植田新体制はどのような姿になるか。一言で言えば、黒田体制がリフレ政策の望んだ「理想」を追求し続けたのに対し、植田体制は「現実」を追求するだろう。早速、植田新総裁の審議委員時代 (1998 年 4 月~2005 年 4 月) や近年の金融政策にまつわる言動が遡って注目されているが、現行枠組みへの所感を述べたものとしては 2022 年 7 月 6 日付の日本経済新聞『経済教室』において「多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」と論じていたことがやはり目に付く。メディアに主導される世論は「タカ派」か「ハト派」かという二項対立でしか金融政策を評価しない。特に白川体制をタカ派とレッテル貼りした上で、これを全否定するハト派であることが半ば存在価値と化していた黒田体制の直後だけに、植田体制もこの二項対立による分類を強いられる。

よって、上述のような発言だけを切り抜いて新体制をタカ派だとレッテル貼りする向きは当初強くなるかもしれない。とりわけ新体制の初手は正常化だろうから余計にそうした状況に直面しやすい。しかし、過去に植田氏がゼロ金利政策や、フォワードガイダンス (時間軸政策)、量的緩和政策といった非伝統的政策の理論的支柱を担ってきた経緯を踏まえれば、根っからのタカ派であるはずもなく実際は「実体経済に合わせた現実的な政策運営が行える人物」というのが妥当な評価であろう。

なお、アベノミクス初期からリフレ派の重鎮としてその言説が再三取り上げられてきたイェール大学の浜田宏一・教授は著書『21 世紀の経済政策』で植田教授にインタビューを打診したところ「金融政策が効くか効かないかと両者のバランスをとって議論するのではなく、先生のように効くと決めつけている人とは議論できない」と断られた内幕を明らかにしている。こうした発言一つを取ってみてもリフレ思想のように直情的かつ直線的な振る舞いではなく、適時適切な判断が期待できるはずである。「市場との対話」についても丁寧に考慮されるはずだ。

《メインシナリオへのリスク点検～現実味を帯びる円安リスク～》

異次元緩和から通常緩和へ

仮に植田新体制が「理想」から「現実」へのシフトを基本とするならば、金融政策が取るべき進路は自ずと決まってくるであろうし、それは円相場の展望を考える上で非常に重要な話になる。結論だけ言えば、際限なく国債購入を強いられるイールドカーブコントロール (YCC) は廃棄、金融システムへのネガティブな影響が指摘されるマイナス金利は撤廃というのが既定路線だろう。2月24日に行われた衆議院における所信聴取において「(現行枠組みの検証作業について) 必要に応じて検討したい」との意向が示されていることから分かる通り、「質すべきものは質す」という基本姿勢は揺るぎないと思われる。例えば所信聴取では YCC を継続することに関しては「様々な副作用を生じさせている面は否定できない」と述べた上で「時間をかけて議論を重ね、望ましい姿を決めていきたい」とされ、見直しの方向性自体は認められている。なお、操作対象年限を10年から5年へ短期化することも「一つのオプションになる」と述べられてはいたが、2022年7月の日経新聞に掲載された『経済教室』では「金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10年物金利コントロールを7年、5年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている」と明確にその可能性を否定していた経緯もある。操作対象年限が微修正される可能性は低いように感じられる。

既に植田教授の胸中にはいくつかの修正プランがあるのだろうが、そのヒントが事前に出てくる可能性は低い。というのも、所信聴取で「YCCの修正、具体的な選択肢を言及することは不測の影響を及ぼすリスク」と述べられている通り、YCCは修正の思惑が強まった途端に国債が投機的に売り込まれ、その收拾のために国債購入がかさむことになる。廃棄は前振れもなく突然に決断される可能性があり、それが4月ではないという保証はない。4～6月期、大きな円高が発生するとしたらこのタイミングではないか。しかし、これらを修正しても異次元緩和が通常緩和になるだけであるから「金融緩和を継続し、企業が賃上げできる環境を整える」という所信聴取の発言と大筋矛盾するものではないだろう。

また、植田教授はマイナス金利が引き締め効果を持ち得るリバーサルレートだという評価に立ってい そう な こ と を 思 え ば、その解除は緩和的な意味合いすら帯びる。マイナス金利解除も概ね既定路線と見たい。しかし、新体制の正常化はそこまでと思われる。上述の通り、植田教授は審議委員時代、日銀にとって世紀の失策の1つとして記憶される2000年8月11日のゼロ金利解除が決定される際、反対票を投じている。今後も時々の経済・金融情勢を踏まえ、適時適切な判断を下す理知的な運営に努めるだろう。修正すべきは明らかに不適切と判断されるYCCとマイナス金利に限り、名目賃金の持続的な上昇が期待できない日本においては通常の緩和状態を志向する可能性が高い。

現実味を帯びる円安リスク

では、為替への含意をどう見るべきか。筆者は当初、YCCやマイナス金利解除は本欄見通しの下限である125円を割り込み、120～125円に突入するリスクをやや高めるのではないかと考えていた。もちろん、それは内外金利差の観点からは取るに足らない変化であり、やはり需給環境に押される格好でドル/円相場は堅調を取り戻すとは考えていたが、本稿執筆時点の状況を見る限り、円高への揺り戻し自体が殆ど発生していない。2月24日には植田総裁候補に次いで内田・氷見野両副総裁候補の聴取も行われたが、為替市場は無風だった。年初来、日銀新体制への修正観測から一時127円台まで調整が進んでいたものの、そうした動きは新体制の全容が見えた2月、殆ど確認できていない。YCC廃棄やマイナス金利

解除は既に織り込まれているはずだが、ドル/円相場は 130 円割れどころか 135 円を超えて推移している。もはや日銀絡みで円高リスクに構える必要はなくなっていると考えられるべきかもしれない。

2 月の円安相場は日銀とは関係の無い論点に起因している。それは①米国のインフレ率が想定外に下がらなくなっていること（よって米金利が再浮上していること）、②日本の貿易赤字が想定外に大きくなっていること、という 2 つの「想定外」が重なった結果である。②は既に議論した通りであり、今後は輸入高止まりに輸出鈍化も加わって円売り超過の需給環境が残存する公算が大きい。ここまではメインシナリオの範



疇だが、そこへ①が浮上していることはやはり想定外である。今年に入ってからドル/円相場復調は明らかに日米金利差の再拡大に背中を押されている (図)。過去の本欄では米国の CPI に関し「+10%から+5%への低下と+5%から+2%への低下では難易度が全く違う」と論じたが、早くもその難易度が波乱要因になっているのが現状に思える。FRB の利上げについて 5 月停止説ではなく 6 月停止説が現実味を帯びる中、7 月や 9 月まで利上げがずれ込む可能性も増してきてはいるように見える。

ちなみに昨年 12 月の本欄で筆者は以下のように述べている：

- 現状、ターミナルレートのコンセンサスは 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。

2 月に直面した円安相場はこのリスクシナリオを意識したものだろう。ややペースの速さを感じるものの、金利も需給も円安を肯定するというのは 2022 年と全く同じ構図であり、昨年来の本欄で見据えてきた年内 140 円台復帰のシナリオは当然として、さらにその先の展開まで検討する必要性が出てきているように感じる。

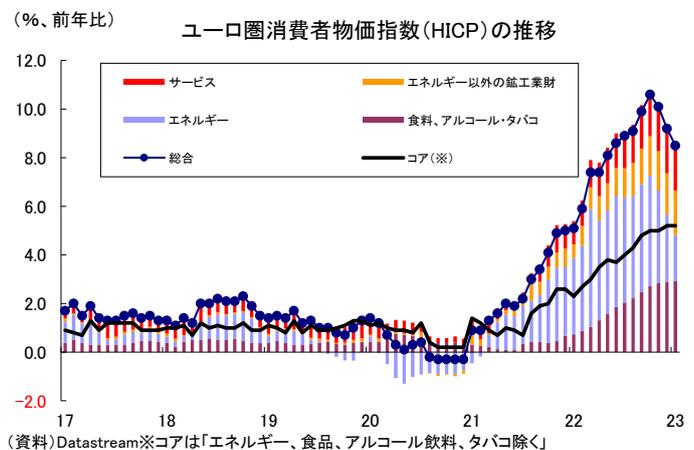
◆ ユーロ相場の見通し～域内金利先高観に支えられるユーロ相場～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～見えない利上げ停止の兆し～》

注目は4月以降の挙動に

2月のECB政策理事会は2会合連続で+50bpの利上げに踏み切り、預金ファシリティ金利を2.00%から2.50%に引き上げた。これはリーマンショック直後(08年12月)以来の高水準である。また、拡大資産購入プログラム(APP)の再投資停止方針も予定通り3月から月間150億ユーロずつ実施されることが決まっている。後発であるものの、これでECBの利上げ幅がFRBのそれを追い抜いたことは目を引く。後述するように、こうした金利面の挙動は為替市場の観点からは注目されるものだ。2月会合最大の注目点は声明文において「3月会合でも追加の+50bp利上げを行う意向」と示されたことである。利上げ幅と共に予告が行われるのは珍しい。この点、ラガルドECB総裁は「コミットメントは100%ではないが、相当強い決意」と述べ、よほどの極端な場合を除けばこのシナリオが実現すると断言している。

ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は総合ベースこそ失速しているもののコアベースは横ばいであり、予断を許さない状況にある(図)。この点、ラガルド総裁も「コアインフレ率は過去最高水準だ。総合インフレは低下したが、基調的な物価圧力は残っている。これが声明文で利上げをコミットした理由」と明言している。こうした発言は12月会合で繰り返し登場した「顕著で穏当なペース(significantly at a steady pace)」を思い起こさせる。12月会見で



ラガルド総裁は「顕著で穏当なペース」を「+50bpを一定期間(a period of time)続けること」と回答していた。「一定期間」と述べる以上、少なくとも12月から数えて1~2会合(1月と3月)は+50bpの利上げが既定路線だと本欄では予想してきたが、やはりそうだった。

注目は4月以降、利上げ路線が引き継がれるかどうかだ。ラガルド総裁は12月会合で「スタッフ見通しはそれ(政策金利のターミナルレート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「さらなる利上げが必要」と発言した経緯がある。この発言がまだ有効ならば3月に2.50%から3.00%に引き上げても利上げ局面は収束しないはずである。筆者は4月以降も+25bpの利上げが1~2回程度実施される可能性を見込んでいる。

インフレ評価に安定の兆し

ECB政策理事会のインフレ評価をもう少し見ておくと、確かに警戒度は若干弱まる方向にはあるように見えた。ラガルド総裁は懸念された賃金の騰勢について「ECBの見通しに概ね沿った動き」としており、インフレ期待も2%程度で安定していると述べていた。ECBが伝統的に注視する5年先5年物インフレスワップフォワード(BEI、次頁図)は歴史的に見れば高い水準にあるものの、依然として大きな伸

びが続いている HICP に比べて 2.0~2.5% で制御されており、ECB に安心感を与えていると思われる。また、先行きのインフレリスクに関しても 12 月時点と比較すれば上下双方向にバランスするように改善しつつあるという認識も示された。エネルギー価格の下落が今度も期待できることを踏まえればヘッドラインのインフレ率はまだ下がる可能性はある。

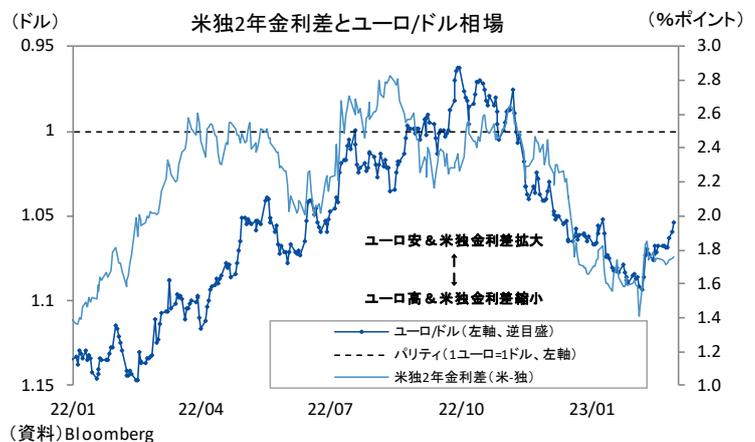
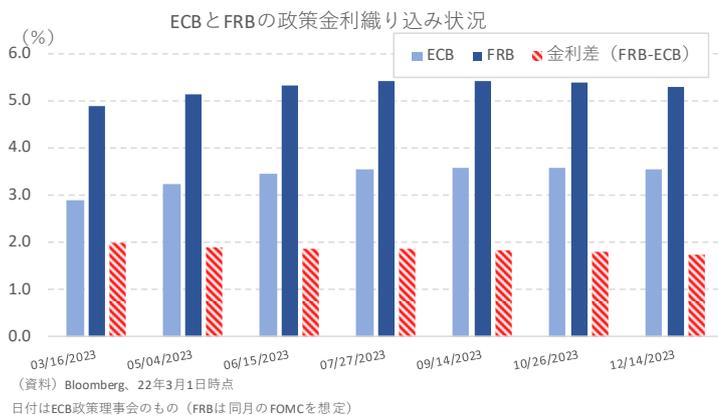
一方、アップサイドリスクも当然意識はされている。例えばゼロコロナ政策転換により

中国の内需が復活に向かい資源価格が押し上げられる可能性にラガルド総裁は言及しており、依然として不透明感が大きい賃金情勢と並んで懸念を表明していた。なお、エネルギー価格の下落は域内各国の価格抑制措置が寄与している部分もあるため、これが終了すれば再び跳ねる可能性があることについても言及はあった。総じて「リスクはバランスしつつあるが、引き締めの手を止めるほどの安心材料はない」というのが実情と見受けられる。本欄でも再三議論している通り、引き締めを続けても域内経済は想定ほど失速しておらず、インフレ退治に集中できる環境があることは ECB にとって大きな事実だろう。



顕著に改善しつつあるユーロ相場を取り巻く環境

常々論じてきたように、為替市場の観点からは欧米金利差の縮小に伴うユーロ相場の堅調が引き続き注目される。昨年来、金融市場が織り込む ECB および FRB の政策金利格差は確実に縮小傾向にある。FRB に関しては年内利下げがはっきりと織り込まれる状況にある一方、ECB は金利高止まりが織り込まれている (右図・上)。もちろん、利上げに関しては ECB が後発であるため単純比較はすべきではないものの、あくまでその時間帯の雰囲気や流れが重視されがちなのが為替市場だ。+25bp 利上げが常態化している FRB に対し、+50bp の利上げを続ける ECB という構図が定着すれば、後者のタカ派色はクローズアップされやすくなる。昨年 11 月以降のユーロ/ドル相場上昇はこうした政策金利見通しに反応した部分が大きいと考えられ、実際、かなり安定した関係が見られる (右図・下)。



その上で春の訪れと共に燃料価格が下落し、ドイツ貿易黒字の復調も見込まれるという需給面での追い

風も今後想定される。敢えて言えば、IMM 通貨先物取引の状況などに見られる投機筋のユーロ買い持ち高が一方的に積み上がっていることから、反落しやすい状況にはなっているかもしれない。しかし裏を返せば、そうした「買われ過ぎたから売られやすい」という事実くらいしか、現時点でのユーロ売り材料は見出すのが難しいように思われる。

disinflation を明示的に否定する ECB 高官

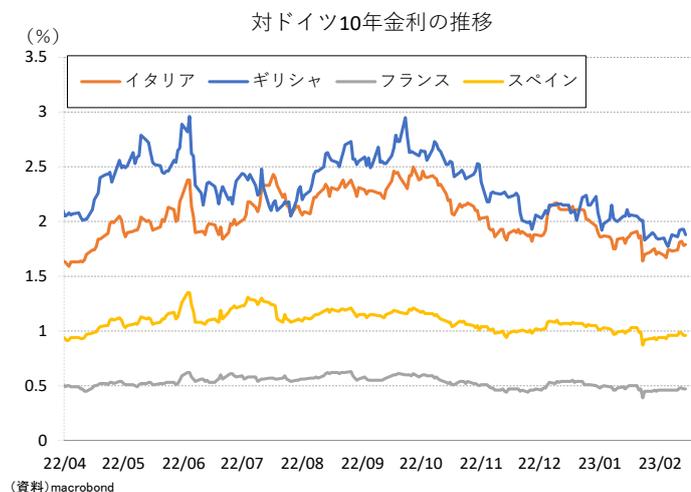
なお、2月15日にはラガルド総裁が欧州議会で「全体として、物価圧力は依然として強く、基調的なインフレ率はなお高水準」と証言している。これに続けて「高インフレが賃金に転嫁されるリスクは排除できない。現時点では賃金・物価スパイラルの明らかな兆候は出ていないが、明らかに発生する可能性があり、物価上昇の要因になる」とも述べ、「エネルギーから賃金へ」という最も恐れるべき経路にやはり警戒を隠していない。既に見たように、HICPは総合ベースのピークアウトとコアベースの加速が併存する状況にある。制御不能な賃金・物価スパイラルが始まっている証拠はないが、ラガルド総裁の言葉を借りれば「明らかに発生する可能性」は認められる。

かかる状況下、政策金利の先行きをどう考えるべきか。上で見てきたように、3月16日会合については既に+50bp利上げが予告済みであるため、争点は5月4日会合で+25bpになるかどうかである。この点、2月17日にはシュナーベル ECB 理事（ドイツ出身）がブルームバーグとのインタビューにおいて「我々は勝利宣言にまだ程遠い」と述べ、利上げに対する経済の感応度が過去の例よりも弱まっていく可能性を指摘し、仮にそうした状況に至れば「一層強く行動せざるを得ないかもしれない」とまで述べている。2月 FOMC ではパウエル議長がインフレ収束（disinflation）に言及したことが市場のハト派観測を焚きつけたが（結局、それは報われていないが）、シュナーベル理事は「広範なディスインフレのプロセスは始まってさえない。ECBの政策が既に景気抑制的かどうかは判断し難い」と断じている。

2月 FOMC 直後から市場でキーフレーズとなった disinflation を使い、これを否定することで現状への警戒を強めるあたり、誤ったハト派観測の台頭を許さない強い姿勢が感じられる。もちろん、3月会合の+50bp利上げについても確実視している胸中を吐露している。

恒例の南北問題の兆しも

一方、2月16日にはパネッタ理事（イタリア出身）が「政策金利の引き上げを滑らかにする、つまり小さなステップで動くことで、入ってくる情報とわれわれの反応機能に照らして、両方の要素をより正確に調整することができる」と述べ、暗に+50bp から +25bp への利上げ幅縮小を求めている。また、同日にはストゥルナラス・ギリシャ中央銀行総裁も既に利上げ効果が出ており、インフレ圧力の緩和と共に経済活動が適度に拡大していることを指摘し、利上げペースの減速（あるいは停止）を催促するかのよう

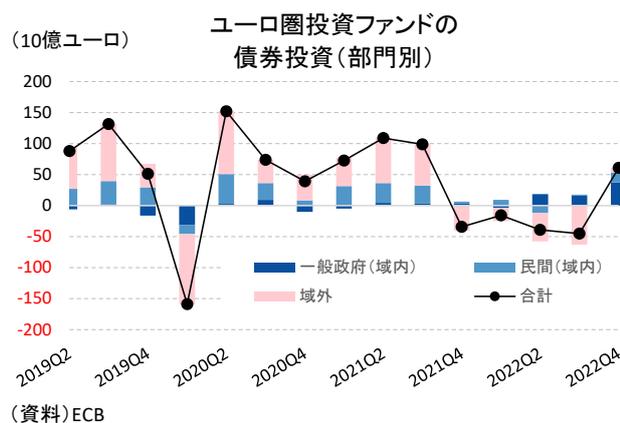


な発言をしている。昨年7月以降、政策金利が計+250bp引き上げられたところで、ユーロ圏恒例の南北問題が少しずつ芽を出しつつあるように見受けられる。現状ではイタリアやギリシャの国債利回りに関して対独スプレッドは顕著に縮小しているため（前頁図）、正当化できない引き締め状況が生まれているとは言えない。今後利上げを重ねる結果として南北問題が尖鋭化する可能性は否定できないが、そもそもイタリア国債はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資柔軟化の恩恵を受けている。ドイツ国債の償還金でイタリア国債の利回りが抑制されている現状はインフレを懸念しつつも部分的には量的緩和政策（QE）を残存させるという奇妙な構図である。イタリアを筆頭とする南欧勢が ECB のタカ派路線を咎め、南北問題が台頭する恐れは否めないものの、既に十分配慮されている現状があるため、直ぐに政策理事会に大きな亀裂が生じるとは考えにくい。むしろ、PEPP 柔軟化の継続可否が問われる局面に至った時に南欧勢がこれをどう受け入れるかの方が注目点である。

相対的にも域内金利に投資妙味

なお、ECB および FRB の年内の政策金利に関する織り込み状況を比較すると年央に利上げ停止とそれ以降の利下げ可能性まで意識される FRB に対し、ECB は当面の利上げとその維持が確信される構図にある。ドル/円相場同様、ユーロ/ドル相場は対米金利差と安定した関係があるため、市場期待通りになるならば、ユーロ相場の堅調を予想することが報われそうではある。また、もう1つの注目点として3月からはいよいよ利上げと並行して月間150億ユーロずつのバランスシート縮小政策（QT）が始まる。150億ユーロは「想定償還額の半分」であり、それが市場参加者などから助言を得た「適切な数字（an appropriate number）」というのが ECB の見解だが、量的な側面からも域内金利が押し上げられる局面に入るのは事実である。あくまで政策金利が「主要な手段（the key tool）」であって、バランスシート縮小は補完的手段というのが ECB の基本的見解だが、このペースはスタッフ見通し改定の時期（3・6・9・12月）に合わせて見直される公算が大きい。今後のインフレ次第ではペース加速が当然検討されるはずである。その際に域内金利がどれほど押し上げられるのか。それに南欧勢が耐えられるのかという視点も重要になる。「利上げ+QT」の重さは脆弱国こそ強く体感するだろう。

なお、四半期に一度、ECB から公表される『ユーロ圏投資ファンド調査』によると10～12月期から全ての経済主体が買い越しに回っている（図）。特に域外から域内への債券投資が買い越しになるのは2021年7～9月期以来の動きである。昨年10～12月期はインフレ情勢に関しユーロ圏は米国よりも懸念を要するという思惑が浮上し始めた頃であり、それに伴って「相対的にタカ派となりそうな ECB」にも視線が向かい始めた頃だ。過去の本欄ではドイツ貿易収支改善に伴うユーロ買いという論点に着目してきたが、域外からの証券投資フローもユーロ相場を支えている



ようなことをデータで確認することはできる。2022年と打って変わって金利・需給の両面からユーロ相場は対ドルで健闘できそうな条件が揃っているように思える。

《ユーロ圏経済の現状と展望～インフレ期待の現状と展望～》

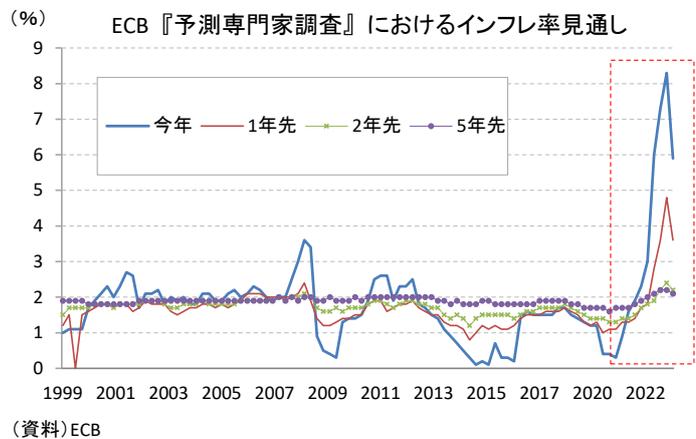
市場ベースのインフレ期待は安定

昨年来、ユーロ圏の経済・金融情勢が相対的に堅調な状況が続いており、ユーロ相場もこれに呼応している印象がある。実体経済の堅調は喜ばしいことだが、目下、ECBがインフレ抑制の真っ最中にあることを思えば、経済の復調がインフレの粘着性に繋がる展開は当然懸念される。2月中にはナゲル独連銀総裁が「ECBはもっと大幅な利上げが必要」との認識を強調したことも報じられた。既に上で見てきたように、HICPは総合ベースこそピークアウトが始まっているものの、その上昇圧力がコアベースに波及し、持続性を帯び始めている疑いが拭えない。

コアベースの高止まりが続けば、必然的にインフレ期待の高止まり（もしくは加速）に繋がっていく恐れが抱かれる。インフレ期待は大別するとブレイクイーブンインフレ率（BEI）に表れる市場ベース、アンケート調査などによる調査ベースに分かれる。前者に関しては、既にP.15でも見た通り、ECBは伝統的に5年先5年物BEIに着目する。この点、過去1年間では2.0～2.5%と概ね安定しており、制御不能な状況に直面しているとは言えない。むしろ欧州債務危機を経てインフレ期待の腰折れとデフレの粘着性が指摘される事態に陥っていたことを思えば、市場ベースのインフレ期待は正常化を果たしつつあるという評価も可能に思える。ECBとしては5年先5年物BEIを現状の動きにとどめつつ、実績ベースのインフレを低め誘導したいというのが実情と思われる。

調査ベースのインフレ期待は予断許さず

一方、調査ベースのインフレ期待も歴史的な騰勢から小康を得ているように見えるが、まだ予断を許さないというのが実情である。2月3日には四半期に一度公表される予測専門家調査（SPF：Survey of Professional Forecasters）が公表されており、これがECBの注目する調査ベースのインフレ期待となる。図示される通り、SPFで示される今年（≡調査時点から見た今年）、1年先のインフレ期待は過去に経験がないほど跳ね上がっていたが、今回（2023年1～3月期調査）で漸くピークアウトの兆しを見せ始めている。



もっとも、具体的に数字を見ると、今年（2023年）に関しては+5.9%、1年先（2024年）に関しては+3.6%と見通され、伸び率自体は依然高い。ECBの姿勢転換（pivot）を後押しするほどの材料とは言えないだろう。2年先（2025年）で+2.2%、5年先（2028年）で+2.1%とそこまで見通してようやく収束が視野に入る。

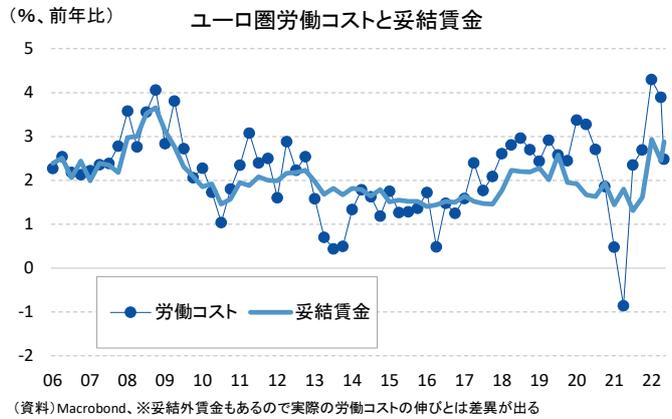
ちなみに前回（2022年10～12月期調査）と比較すると、2023年、2024年ともに上方修正されており、この背景について報告書では「高い賃金の伸びに加え、エネルギー価格上昇の間接的影響が予想以上により強く、幅広いものになっていること（ongoing stronger and broader than expected indirect effects as well as higher forecast wage growth）」との回答があったことを紹介している。やはり「インフレの押し上げ項目がエネルギーからエネルギー以外にバトンタッチしつつある」という事実が現在のユーロ

圏経済を語る上で最大の問題意識と言えそうである。

ECB、当面は「やり過ぎの方がまし」の姿勢

本稿執筆時点で最新となる1月分のHICPは総合ベースで+8.6%、コアベースで+5.3%であり、いずれを参考にしても ECB の pivot を正当化する材料にはならない。フォワードルッキングな政策運営の観点に照らせば、実績ベースのHICPよりも上で見てきたような市場・調査ベースのインフレ期待が重要という話になるが、市場ベースはともかく、調査ベースのインフレ期待はまだ危うい状態にある。インフレ期待を放置すれば、企業の価格設定行動が強硬化し、いずれ賃金インフレへ発展する懸念がある。そうなってしまった場合、これを鎮圧するためには相当の時間を要する。こうした認識の下、ECBは「やり過ぎの方がまし」という姿勢で利上げ路線を堅持する誘因が依然大きいと筆者は考えている。

今後に関しては、SPFにおけるインフレ期待の収束をはっきりと確認した上で、四半期に一度公表される妥結賃金統計でも賃金インフレの芽が完全に摘まれたと判断できるまで、ECBがタカ派姿勢を崩すことは考えにくいだろう。それはヘッドラインのHICPが如何に下落しても決定打にはなり得ないことを意味する。現状、金利先物市場では「FRBが利上げを停めてもECBの利上げは持続する」という織り込みが優勢であり、これが年内のユーロ相場の堅調を予想する理由でもある。



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。