

# 中期為替相場見通し

2023 年 3 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～「金利は円高、需給は円安」の綱引きに～

|                                 |      |
|---------------------------------|------|
| 為替市場の基本認識について～円安の流れ、さほど変わらず～    | P.5  |
| 円相場の基礎的需給環境について～今一度検討する構造円安論～   | P.7  |
| 日本経済の現状と展望について～未だ残る円安の爪痕～       | P.9  |
| 米金融政策の現状と展望について～利上げ 5 月停止は予定通り～ | P.10 |
| メインシナリオへのリスク点検～想定外の円高はどこにありそうか～ | P.12 |

### ◆ ユーロ相場の見通し～金融不安もインフレ抑制最優先は変わらず～

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| ユーロ圏金融政策の現状と展望～退路を断った ECB～  | P.14 |
| ユーロ圏経済の現状と展望～強まる賃金インフレへの懸念～ | 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

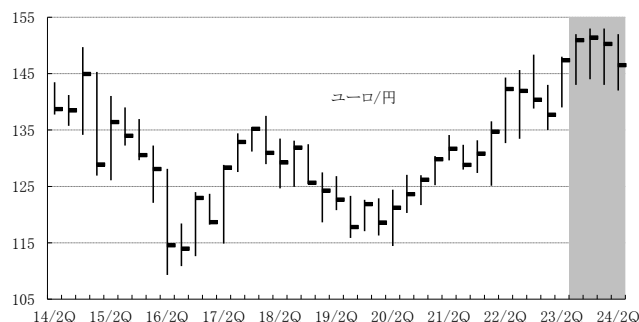
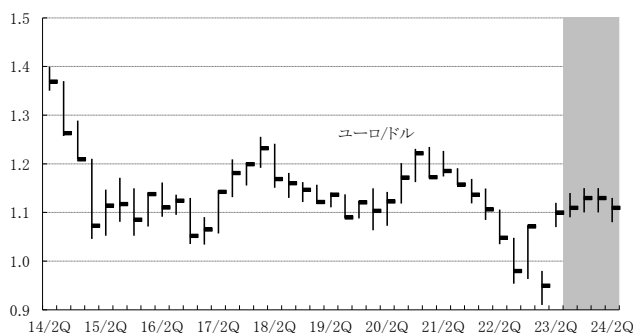
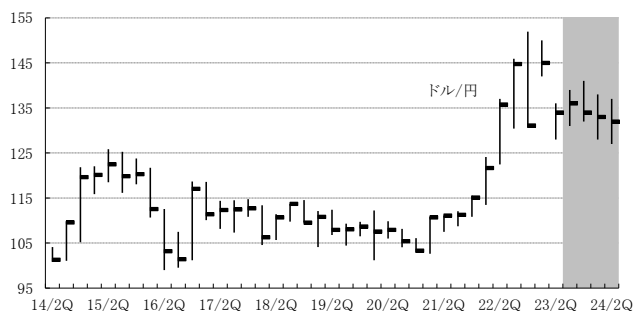
3月のドル/円相場は下落した。もっとも、国際金融不安の台頭にもかかわらず「130円割れが定着しない」という事実の方が筆者には印象的であった。確かに昨年11月以降、円高・ドル安は進んでいる。しかし、実効ベースで見ればそれほど方向は出ておらず、昨年来の円安相場が続いている。また、金利面について「+75bpの利上げが常態だった局面」から「早期利下げ観測まで台頭する局面」へ状況変化が見られているものの、130円割れは定着していないという見方もできる。これは金利だけで円相場の方向や水準を考えるのは危ういということの意味しているのではないかと。やはり「需給面からの円安圧力も非常に強いこと」は円相場見通しを策定する上で脇に置いてはならないと筆者は考える。年初2か月間の貿易赤字は約▲4兆円と過去に類例のない規模に達している。その上で2022年に記録した▲20兆円の貿易赤字はラグを伴いながら今年の円相場にも影響を持つだろう。かかる状況下、需給環境の円売り傾斜を前提に円相場の今後を検討するのは当然である。想定外の円高があるとすれば、国際金融不安の増大とこれに伴う早期利下げ転換が現実味を帯びた時だろう。そうした展開と共に米金利が顕著に低下してくれば安定的に130円を割り込む展開は期待できる。もっとも昨年来の動きを見て「安全資産としての円」の迫力は弱まってきており、かつての円とは性質が変わっていることは強調しておきたい。

片や、3月のユーロ相場は強含んだ。欧州大手金融機関の再編という混乱に直面しながらも3月のECB政策理事会は宣言通り、+50bpの利上げを敢行した。域内では賃金・物価スパイラル(wage-price spiral)への懸念が燃えている。企業の人手不足感は強まり、最低賃金も明確に切り上がるなど、ECBが利上げの手を緩めるのは非常に困難な状況が続いている。本稿執筆時点の金利先物市場の織り込みでは、ECBは6月までに現行の3.00%から3.25%へ+25bp利上げを行い、夏を越え、9月までの現状維持を経て、年明け以降の利下げを模索するという予想が形成されている。既に7月以降の利下げが織り込まれ始めているFRBと比べれば金利面からはユーロ買いが好感されそうな雰囲気は強い。しかし、現実問題としてECBについては利下げ可能性の議論よりも、「利上げは+25bpであと1回のみ」という想定が正しいのかという目線も必要だろう。夏を越えて利上げが持続している可能性も無いとは言えまい。為替市場の観点からは、欧米の政策金利格差がクローズアップされやすい4～6月後半や7～9月期にユーロの対ドル相場が強含みやすいと予想する。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

|        | 2023年<br>1～3月(実績)           | 4～6月期                 | 7～9月期                 | 10～12月期               | 2024年<br>1～3月期        | 4～6月期                 |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 127.22 ～ 137.90<br>(133.25) | 128 ～ 136<br>(134)    | 131 ～ 139<br>(136)    | 132 ～ 141<br>(134)    | 128 ～ 138<br>(133)    | 127 ～ 137<br>(132)    |
| ユーロ/ドル | 1.0482 ～ 1.1034<br>(1.0915) | 1.07 ～ 1.12<br>(1.10) | 1.09 ～ 1.14<br>(1.11) | 1.10 ～ 1.15<br>(1.13) | 1.10 ～ 1.15<br>(1.13) | 1.08 ～ 1.13<br>(1.11) |
| ユーロ/円  | 137.45 ～ 145.56<br>(145.45) | 139 ～ 148<br>(147)    | 143 ～ 152<br>(151)    | 144 ～ 153<br>(151)    | 143 ～ 153<br>(150)    | 142 ～ 152<br>(147)    |

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内3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。



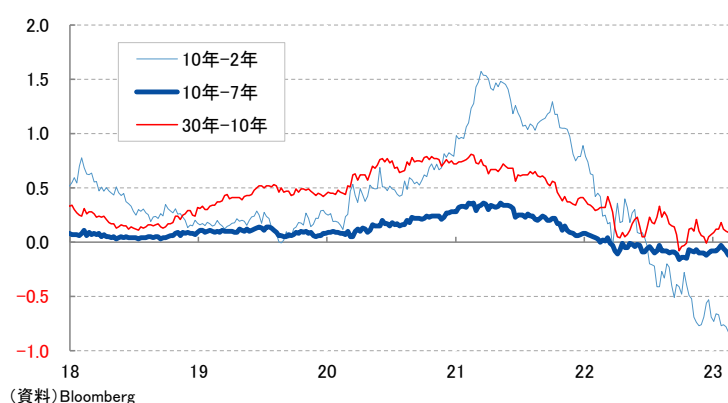
## ◆ ドル/円相場の見通し～「金利は円高、需給は円安」の綱引きに～

### SVB 破綻、「利上げの威力」+「杜撰な銀行監督」

3月には国際金融不安の勃発に揺れた。3月10日に米テクノロジー企業への融資を担うシリコンバレー銀行（SVB）の破綻が報じられた。直後（日本時間13日早朝）、米財務省とFRBそして米連邦預金保険公社（FDIC）が共同声明において、全預金の完全保護を通じて破綻処理を完了させる方針を表明している。声明文では「預金者が3月13日から全資金にアクセス可能になる」と言明され、米銀行部門における「取り付け騒ぎの連鎖」という事態は回避されるかに見えたが、そこから3週間が経過した本稿執筆時点でも不安が完全鎮圧されたとは言えない状況にある。

米国のスタートアップ界隈の実情やSVBの財務内容に関する詳細な解説はより明りい諸賢の解説に譲るとして、マクロ経済分析の観点に照らせば今回の事案は「利上げの威力」と「杜撰な銀行監督」が重なった結果と映る。米国の基礎的経済指標が際立った失速を見せない中で「利上げの威力」を感じにくい雰囲気が充満していた。事実、SVB破綻直前までは「+25bpから+50bpへの利上げ加速の可否」が最大関

(%ポイント) 米30年、10年、7年、2年金利差の推移



心事だった。しかし、実体経済の強さを感じつつ、金利市場では長短金利差の逆転（逆イールド）の大きさが日々話題となっていた（図）。一般論として銀行部門は短期資金で調達して、これを貸出や有価証券投資といった長期運用に回すことで長短金利差を稼ぐことが基本的なビジネスモデルとなる。逆イールドの常態化はSVBに限らず銀行部門全体のビジネスモデルが根本的に窮屈になることを意味する。

こうしたマクロ環境に加え、SVBが米西海岸シリコンバレーの中核をなす銀行だったことも事態悪化を速めたと言われる。というのも、スタートアップ企業から調達した預金はその特性上、とりわけ短期的な資金需要に晒されることになる。また、個人ではなく企業からの預金であるため流出時の速度・規模も速く・大きいものになる。こうして負債側の預金は著しい減少に晒される状況にあり、しかも利上げでその新規調達コストも上がっていた。こうして負債側が溶けやすくなる一方、資産側では何が起こっていたか。SVBは預金で調達した資金を満期保有目的の有価証券へ投じ、金利上昇と共に大きな含み損を抱え込んでいた。もちろん、満期まで持ち切れば含み損は関係がないものの、預金流出を受けてこれらの有価証券を満期まで持ち切ることはできず売却を強いられた。その含み損を埋めるための増資を試みたが失敗に終わったというのが今回の危機の顛末である。

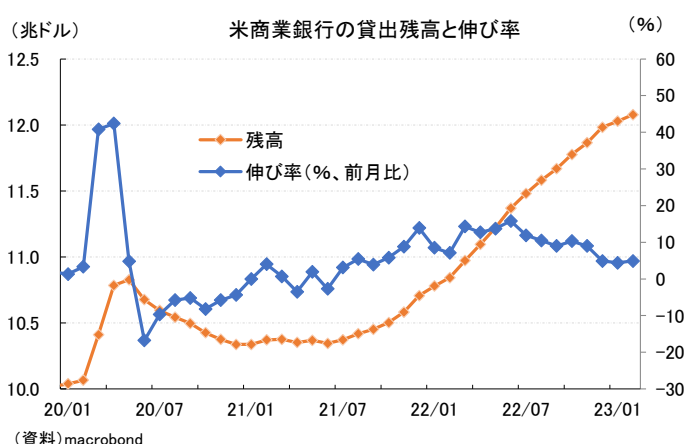
一般的に金融機関は資産・負債にまつわる金利リスク・信用リスク・流動性リスクなどのリスクを制御しながらバランスシートを最適化し、収益最大化を図っている。いわゆるALM（資産・負債の総合管理）だ。ALMの観点から、短期負債である預金に相対させるべきは本来、短期債など流動性が高く安全性が高い資産である。しかし、SVBは長期資産であるMBSや長期債などを中心に運用が行われていた。こうした経緯を踏まえ、SVBにおけるALMの杜撰さ、その杜撰を見落とした金融監督当局の落ち度が指摘される事案というのがここまでの評価に見受けられる。リーマンショック後に厳格化した金融規制の下、このような銀行が存在していたこと自体に驚きを訴える向きもあり、米国の金融監督体制の在り方

に疑義を投げかける論調も出てきそうである。

## FRBの抱える葛藤、「金融政策 vs. 銀行監督政策」

3月こそ利上げに踏み切れたものの、当面のFRBは葛藤を覚えることになる。中央銀行は主に2つの責務を担う。1つはもちろん金融政策。もう1つは銀行監督政策（マクロプルーデンス政策）だ。しかし、金融政策の挙動と金融機関の健全性は密接に関係があるため、2つの責務は常に利益相反のリスクを内包する。上述したようにSVB破綻は同行バランスシートが抱える脆弱性（ALMの杜撰さ）を見落としていた「銀行監督政策の失敗」という評が目立つ。今回の一件を受けて金融市場に浮上する早期利下げ観測は「銀行監督政策の失敗を金融政策の修正で補う」という構図になるが、これは2つの責務の間に発生する典型的な利益相反行為であり、本来的には望ましい政策運営とは言えない。

後述するように、3月FOMCでは従前の利上げ路線が継続された。米金融当局者が述べるように、SVB破綻が金融システム全体に波及するものではないのだとすれば、「銀行監督政策の失敗を金融政策の修正で補う」という判断は論理的ではない。そもそも何のために利上げをするのか。SVBのように杜撰なリスクテイクをする経済主体を締め出すことも利上げの意図に含まれているはずである。与信環境の勢いはさほど衰えているわけではなく、それ自体がインフレの芽になり得る状況もまだ残されている（図）。周知の通り、2月下旬以降、金融政策はインフレ抑制のために一段の引き締め可能性が示唆されてきた。金利上昇が今次破綻の原因としても、「インフレ抑制に金利上昇が必要。むしろまだ足りないかも」という情報発信をしていたことを思えば、このタイミングでの利下げ転換はもちろん、利上げ停止についても飛躍があり過ぎる。利上げ続行は妥当である。



## 最悪の展開はインフレの制御不可能性。円安シナリオ続行

もちろん、「物価安定か。それとも金融システム安定か」という究極の選択を迫られた場合、目先の恐慌に陥るリスクを回避するために金融システムの安定は重視される。しかし、システムミックなリスクがさほど大きくないと判断される限り、金融政策は従前路線が維持されるだろう。短期的には金融システム全体への懸念が高まる（リーマンショック型の）リスクが最悪の展開としても、中長期的に見た場合、最悪の展開は「銀行監督政策に配慮して必要な利上げが行われず、インフレが加速。賃金上昇を伴うインフレ第二波に対し再度大幅な利上げが必要になる」といったインフレに制御不可能性が漂う展開である。

こうして考える限り、繰り返しになるが、3月FOMCの利上げ決断はごく自然なものだ（詳しくは後述する）。しかし、SVB破綻以前からFRBの利上げに関する最大のテーマは「Higher for Longer（より高く、より長く）」だった。この「より長く（Longer）」が「より短く（shorter）」になるのかどうかは今後注視すべきポイントだろう。というのも、SVB破綻がシステムミックなリスクに発展しないとしても、西海岸の経済・金融情勢の中核が失われたことで米国のスタートアップ業界における雇用・賃金情勢が失速する可能性は十分考えられる。パウエルFRB議長も3月FOMCにおいて一連の混乱が利上げと同

様の効果を持つと述べている。本欄では 2024 年 1～3 月期の利下げ議論着手を見込んできたが、今回の一件でそれが 2023 年 10～12 月期に食い込んでくる可能性は増したように思う。

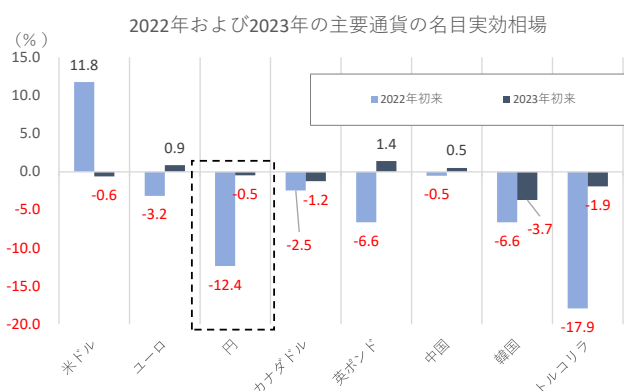
とはいえ、これまでの基本シナリオを覆す必要性は感じていない。米金利上昇・ドル高の裏返しとしての円安には一時的なブレーキがかかったものの、早期利下げを前提としないならば過度な円高懸念は不要である。本欄では繰り返し論じているように、昨年来見られている円安は「ドル買いの裏返し」だけでも言い切れず、純粋に円売りという性格を多分に含んでいる。端的には、米金利上昇に応じたドル買い・円売りが止んでも、莫大な貿易赤字やサービス赤字を背景とする円売りが止むわけではない。目先の相場解説はどうしても金利を主軸とする為替動向に目を奪われやすいが、近年の日本がかなり大きな需給構造の変化を強いられていることを踏まえれば、ドル/円相場がかつてのようなレンジ（105～115 円）に回帰するのは困難というのが筆者の変わらぬ大局観である。

## 《為替市場の基本認識について～円安の流れ、さほど変わらず～》

### 主要通貨を俯瞰する必要性

3 月 10 日、SVB 破綻で始まった国際金融不安は米地方銀行の経営不安問題をを超えて、欧州の大手金融機関の再編にまで至った。FRB や ECB の利上げ幅や回数に注視していた従前のムードは吹き飛び、「これで不安が収まったのかどうか」という目先の展開に目を奪われる雰囲気は充満している。厳格な資本規制の下、「第二のリーマンショック」は起き得ないというのが市場の本心に近いはずだが、そこまで信じ切れていないというのが本稿執筆時点の市場心理と見受けられる。

しかし、為替市場、とりわけドル/円相場の見通しに関しては目先の不安やこれに連れた金利動向で右往左往しないように努めたい。国際金融不安に伴う米金利急低下とこれに伴う円高・ドル安で円安予想が難しくなったかのようなムードもあるが、本稿執筆時点では円安地合いが崩れたという印象はない。年初 2 か月の貿易赤字は約▲4 兆円と過去に類例のない規模に達している。その上で 2022 年通年に記録した▲20 兆円の貿易赤字はラグを伴いながら 2023 年以



(資料) macrobond、23年3月21日までの状況。

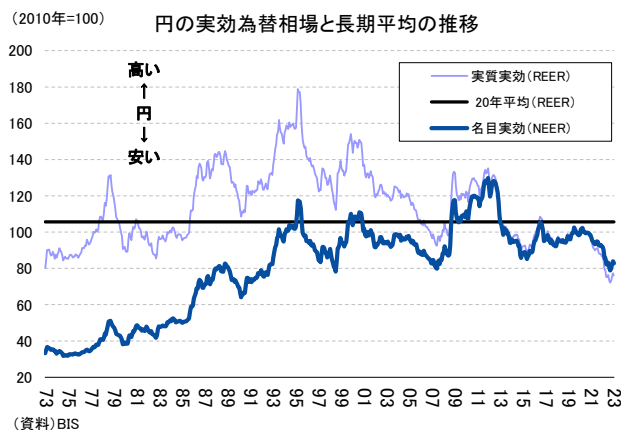
降の円相場にも影響を持つことを考慮する必要があるだろう。かかる状況下、需給環境は依然として円売りに傾斜していると考えべきである。図は主要通貨の名目実効為替相場（NEER）に関し、2022 年通年と 2023 年初来（～3 月 21 日時点）の変化率を比較し、主要通貨の現状を俯瞰したものだ。これを見ると結局、昨年来の円安相場は変わっていない。2022 年は世界的にドル高が進んだ年であり、円はその中でも特に下落した。2023 年はそこからの反発を期待する向きが多かった印象だが、今のところ、そうはなっていない。昨年、NEER ベースでトルコリラを彷彿とさせる 2 ケタ下落率を記録しながら、未だにその弱さを引きずっているのが円の現状であり、「円安はまだ続いている」と表現して差し支えない。

昨年 10 月下旬にドル/円相場が 152 円付近でピークアウトして以降、FRB の利上げ幅は 3 分の 1 になり、利上げ停止観測（その先にある早期利下げ観測）まで浮上した。その間、1 月に 127.22 円の年初来安値をつけたものの、その後は 130 円台へ復帰し安定している。ちなみに、この際の円高には「日銀新

体制における正常化観測」も効いており、FRB の政策運営だけが原因ではなかった。本欄では執拗に論じている点だが、金利動向が目先の変動を説明するのに有用であることは間違いないが、底流にある需給動向について「円を売りたい人の方が多い」という事実がある以上、今次円安局面が始まる直前の水準（113 円付近）まで戻るのは難しいというのが筆者の考えである。

### 実効ベースでは円安修正の雰囲気を感じられず

為替市場では昨年 10 月から今年 1 月のわずかな約 3 か月間で 152 円から 127 円まで進んだ鋭角的な円高のイメージが脳裏に焼き付いていると思われる。また、2 月中に 137 円付近まで上昇したものが 130 円割れまで引き戻されたことも記憶に新しいのではないかと。しかし、上述したように、実効ベースで見れば大して円高が進んでいるとは言えない。図は 1973 年以降の NEER および実質実効為替相場 (REER) の動きを見たものである。NEER は円安バブルと言われた 2007 年頃と同じ水準、REER



は変動為替相場制が導入される以前（1971 年頃）と同じ水準である。超長期で見た場合、2021 年から 2022 年の円安は視認可能だが、昨年 10 月から今年 1 月の円高はそれほど大きな動きとは言えない。特に半世紀ぶりの安値水準で未だに推移している REER は日本が海外の財・サービスを求める際の購買力に他ならず、「安い日本」の状況が全くと言って良いほど変わっていないことを示している。

### 金利だけで円相場の方向・水準は決まらず

本欄ではグローバルな金融不安はこのまま沈静化し、再びインフレ抑制がテーマとなる局面に戻っていくことを前提に為替見通しを策定している。よって FRB の早期利下げを受けた（米国の）金利面からの円高圧力は限定的と見る立場だ。そもそも「+75bp の利上げが常態だった局面」から「早期利下げ観測まで台頭する局面」へシフトしても、ドル/円相場の 130 円割れは定着していない。ということは、金利だけで方向や水準を考えるのは危ういということではないか。こうした現状から理解されるべき事実は「需給面からの円安圧力も非常に強いこと」だろう。

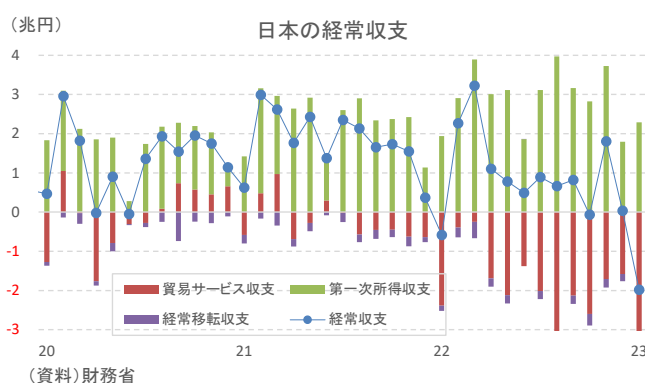
もちろん、グローバルな金融不安が本当に早期利下げに直結するのであれば、それは想定外の円高リスクになる（この点はリスクとして改めて後述する）。しかし、それでもドル/円相場で言えば 125 円割れを臨むかどうかというのが筆者の相場観だ。さらに言えば、仮に 125 円まで円高・ドル安が進んだとしても、NEER や REER で示唆される歴史的な円安水準が直ぐに大きく変わるとは思えない。特に相対的な物価格差を織り込む REER について言えば、「半世紀ぶりの円安」が当面残るはずである。NEER や REER に映る円安は内外金利差の拡大・縮小よりも、過去 10 年における日本の需給構造変化を映じたものであり、大局観としての「安い日本」は殆ど変わらないことを念頭に置きながら先行きを検討したい。

## 《円相場の基礎的需給環境について～今一度検討する構造円安論～》

### 構造的円安論は本当に考える必要はないのか

2月以降、ドル/円相場は国際金融不安とこれに伴って揺れるFRBの政策金利見通しを背景に不安定な動意を強いられている。3月初頭の議会証言ではパウエル議長が今後のデータ次第で「利上げのペースを加速する用意がある」と踏み込んだ発言をしたことが話題になり、140円復帰も間近であるかのように思われた。しかし、その後、SVB破綻を皮切りにムードは一変し、今度は「年内利下げがあるかどうか」が注目論点として浮上している。これを受けて3月下旬のドル/円相場は断続的に130円を割り込む動きが見られた。このように目先のドル/円相場が米金利に規定されるのは今に始まったことではない。しかし、これまでの本欄で執拗に述べてきたように、ドル/円相場の見通しを考えるにあたっては、金利と需給で議論を分けるべきというのが筆者の一貫した立場である。

昨年直面した「史上最大の円安」は日米金利差拡大だけではなく「史上最大の貿易赤字」に象徴される需給環境の激変がもたらしたものだ。市場では中央銀行の「次の一手」と直結する金利に目を奪われやすいが、需給動向も同等に重要である。この点、3月公表された1月国際収支は今後の円相場が上昇一辺倒になるのは難しい事実を示唆していたように思えた。1月経常収支は▲1兆9766億円と現行統計開始以来で最大の赤字を



記録した。もちろん、既に発表されていた1月貿易収支が約▲3.5兆円と史上最大の赤字を記録していたことから、数字自体に意外感はない。1月に赤字が拡大しやすいという季節性は考慮する必要がある。

それでも今回の結果は1年前の相場を彷彿とさせる興味深いものであった。昨年3月を振り返ると、2022年1月分の経常収支が史上2番目に大きな赤字となった。その上で世界的に資源価格が切り上げられていることを踏まえれば、「構造的な円安を警戒すべき」というのが筆者の立場であった。当時のみずほマーケット・トピック 2022年3月9日号では『経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～』と題し、円安進行の可能性を議論している。こうした主張に対し「経常収支悪化は一時的であり、『構造的な円安』への懸念は行き過ぎ」という反論も多かった。しかし、現実はどうなったか。2022年1月分の国際収支発表後（発表は同年3月9日）、114円近辺にあったドル/円相場はその後7か月間かけて152円付近まで駆け上がった。巷説では日米金利差拡大だけでその動きを正当化しようという論陣が支配的だが、10年金利がたかだか+400bp程度まで拡大するだけでそこまで円安になるのだろうか。それと同時に直面していた需給環境の激変が円安をさらに後押しした可能性が相当あると筆者は考えている。

2022年を振り返れば、国際収支発展段階説に照らした日本経済の構造変化、それに伴う円相場の下落という視点が大きな注目を浴びた。日本経済の発展段階が変わろうという途上で、これまでは経験の無い値幅を持って円安が進んだという理解にそれほど無理はないのではないかと。少なくとも1年前（2022年3月）に、その後のドル/円相場が150円を突破し、1年後に発表される2023年1月経常赤字が史上最大を更新すると思っていた向きは多くないだろう。日本の対外経済部門が構造的な変化に差し掛かっている可能性を想像するのはそこまで突飛なことではない。

## 国際収支にまつわる 4 つの論点

もちろん、まだ 1 月分だけをもって 2023 年通年の基調を占うには気が早過ぎる。しかし、2022 年通年の国際収支を見る限り、確度の高い事実として以下の 4 つが指摘できる。それは①貿易赤字の水準が切り上がったこと、②第一次所得収支黒字は円安の歯止めにならないこと、③旅行収支黒字が数少ない外貨獲得経路であること、④その他サービス収支が拡大基調にあること、だ。この中で①については多くの議論を要しない。2017～19 年、原油価格は平均して 1 バレル約 58 ドルだったが、過去 1 年平均は 91 ドルで 6 割弱高い。本稿執筆時点では国際金融不安を映じてさらに原油は下がっているが、それでも 1 バレル 70 ドル近辺である。日本の輸入の 25%はこうした原油を筆頭とする鉱物性燃料であり、この価格が 2 割程度押し上げられているという現実から何を読むべきか。「構造的に赤字が広がっている」という事実を踏まえ、「円を売りたい人の方が多くなっている」という現実を理解すべきだと筆者は思う。

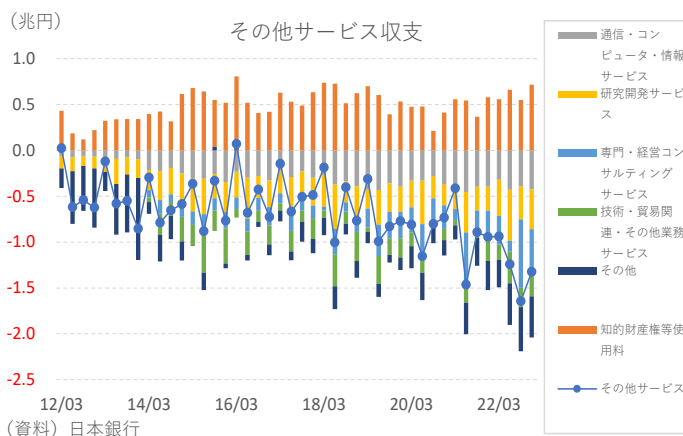
次に②は「2022 年通年で経常黒字が+11 兆円も積み上がったにも拘わらず、史上最大の円安が実現した」という状況証拠から類推できる。2022 年の貿易サービス収支は約▲21.4 兆円と史上最大の赤字だった一方、第一次所得収支黒字は約+35.3 兆円とこちらも史上最大の黒字だった。しかし、結果として確保された約+11 兆円の経常黒字では 152 円付近までの円相場急落を押さえるには至らなかった。結局、第一次所得収支黒字は外貨で稼いだものがそのまま海外に滞留するだけで通貨安定のための外貨フローにはならないという事実を示していると言える。

こうした状況を踏まえると、③旅行収支黒字が数少ない外貨獲得経路であることは数少ない朗報ではある。だが、ピーク時（2019 年）でも約+2.7 兆円しかなかった旅行収支黒字が日本の経常収支の中身を根底から変容させるというのは期待が行き過ぎである。まずはパンデミック終盤、不必要に世界へアピールしてしまった日本の閉鎖性を撤回すべく水際対策を完全に撤廃の上、最善を尽くすしかない。結果として、じわじわと経常黒字の水準を切り上げる努力に勤しむしかあるまい。

### 「債権取り崩し国」に加担しそうな「その他サービス収支」

今後、気に留めるべきは前月の本欄でも論じたように④その他サービス収支が拡大基調にあることだ。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。このままでは旅行収支が 2019 年時のピーク（約+2.7 兆円）まで復元しても、その他サービス収支赤字の半分程度しか相殺できない。

その他サービス収支に含まれる項目は多岐にわたるが、前月の本欄では、その中でも GAFA 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「専門・経営コンサルティングサービス」などが大きいことを確認した。こうした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数字で確認され始めた



のが 2021～22 年の国際収支統計である（前頁図）。今後、国産クラウドが世界を席巻するなどの展開が非現実的だとすれば、その他サービス収支の赤字は基本的には大きな赤字要因になる公算が大きい。「成熟した債権国」が「債権取り崩し国」になる場合、貿易サービス収支が第一次所得収支黒字を凌駕する構図が想定されるわけだが、その他サービス収支はそうした未来に加担する可能性がある。

もちろん、単月の経常収支から大きなことを言うべきではない。しかし、大局的に見ても、日本の対外経済部門が過去 10 年で大きな変化に直面しているのは事実であり、それを踏まえて中期的な円相場見通しを検討することが肝要だと筆者は考えている。それは時に FRB の利上げの回数や幅よりも重要である。

## 《日本経済の現状と展望について～未だ残る円安の爪痕～》

### 企業間取引でもエネルギー以外がインフレけん引

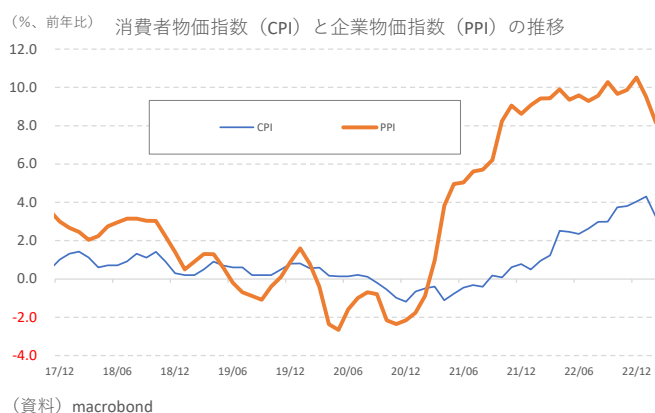
本稿執筆時点では欧米のインフレに関して

ピークアウトが鮮明になる一方、日本のインフレはまだ高止まりしている現実がある。今後、SVB 問題で欧米中銀の利上げが停止することがあるのだとしたら（可能性は低いと考えるが）、日本で続くインフレは内外金利差縮小を示唆し、円高を招来する可能性が無いとは言えない。この点、3 月 10 日に公表された 2 月国内企業物価（PPI）の実情は未だに残存するインフレ圧力を確認することができたという意味で興味深いものであった。前月比こそ▲0.4%と 2020 年 11 月以来のマイナスを記録し、市場予想の中心（同▲0.2%）を下回る動きが見られたが、前年比は+8.2%と引き続き大幅な伸びが続いた。もちろん、前年比も前月の+9.5%からは減速しておりインフレの抑制は確かに進んでいるように見える。

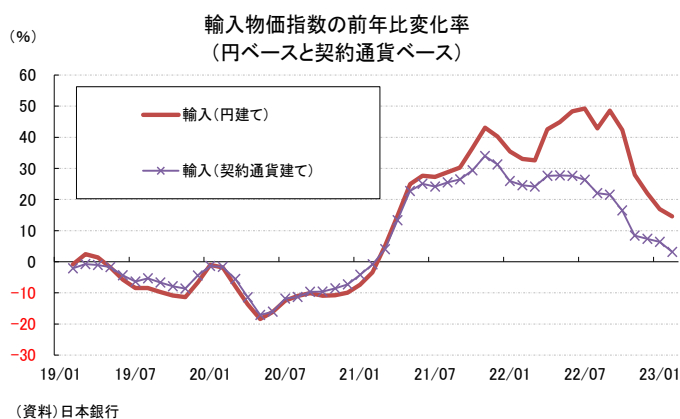
しかし、2 月の PPI が鈍化している背景には同月から適用が始まった政府の「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の効果がある。例えば電気・都市ガス・水道の前月比寄与度は▲0.52%ポイントと全体のマイナス幅よりも大きい。このほか、周知の通り、原油価格の落ち着きも見られていることにより（決して顕著に下落しているわけではなくあくまで「落ち着いている」だけだが）、石油・石炭製品も前月比寄与度が▲0.10%ポイントとマイナス寄与となっている。このほか木材・木製品も前月比寄与度が▲0.02%ポイントとややマイナス寄与となっているが、この 3 項目（電気・ガス・水道、石油・石炭製品、木材・木製品）を除くと前月比は+0.2%になる。こうした動きからは企業間取引においても「物価上昇の主役がエネルギー以外に移っている」という実情が窺い知れる。ちなみに 2 月の消費者物価指数（CPI）も同様に「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の効果が表れピークアウト感が出ている（1 月の+4.3%から 2 月の+3.3%へ失速）が、こうした変化が基調的な物価の落ち着きを示すのか現状では判断が付きにくい。

### 円安の爪痕はまだ残る

後述するように、円安と資源高を併発した輸入インフレの圧力は概ね一巡した印象だが、価格転嫁はま



だ道半ばであり、実体経済の下流に位置する最終財などにおいては引き続きインフレ圧力が残っているように思える。前頁図に見るように、PPI と CPI が詰まり始めており、企業段階におけるコスト高が消費者段階に降り始めている現実はある。名目賃金の上昇が例年になく高まる中、こうした動きが持続するのかどうかは注目したい。なお、輸入物価指数を見ると契約通貨ベースの伸びが前年比+3.1%と約2年ぶりの低水準にまで鈍化しており、資源価格の騰



勢を受けたインフレの影響がようやく一義的には収束している様子が窺える。しかし、円ベースの伸びに目をやれば、輸入物価指数は前年比+14.6%と依然、優に2ケタを超える伸び幅を維持している(図)。家計や企業が体感する輸入物価の実情は円ベースに近く、その意味で昨年から社会問題化しているコストプッシュ型のインフレは今なお、日本経済の直面している課題と言って差し支えない。2022年に物議を醸した「円安は良いか、悪いか」問題は本欄でも繰り返し論じた通り、総論・各論を切り分けた議論が必要である。しかし、現実問題として資源高が終息しても、円安が残っているせいで「より高いコストを輸入財に支払う必要がある」という状況は認めざるを得ないだろう。それは交易損失の拡大ひいては実質国内総所得(GDI)の悪化を通じて日本経済から消費・投資意欲を奪っている現状と重なる。

## 植田新体制は「悪い円安」の爪痕をしっかりと考慮する

ドル/円相場が152円付近でピークアウトして以降、2022年の流行語大賞にもノミネートされた「悪い円安」論は鳴りを潜めている。しかし、上で見てきたように、その爪痕は現在の物価統計やGDP統計からはっきり確認できる。こうした状況に対し、植田新体制の日銀がどういった挙動を示すか。新体制は「物価上昇が原因で、景気回復が結果」という倒錯したリフレ思想に侵されておらず、実質GDI悪化や交易損失拡大といった実体経済分析をしっかりと踏まえ、過度に引き締め的な政策運営は避けるだろう。

裏を返せば、ヘッドラインの物価指標が上振れ、高止まりすることを受けて外野からは正常化を催促・期待する声が強まってこれに取り組むことはないと考えられる。かねて本欄で議論している通り、植田新体制では元より過剰な方策で修正の必要があったイーールドカーブコントロール(YCC)とマイナス金利の2つの悪手を葬るのが最優先事項とされ、それ以上の引き締めには踏み込まないだろう。

その意味で昨年来物価を押し上げている円安は(物価上昇をもたらす)引き締め要因というよりも、むしろ緩和要因というのが新体制での整理になると思われる。

## 《米金融政策の現状と展望について～利上げ5月停止は予定通り～》

### 米国最大の課題は市井の人々の生活

注目された3月のFOMCは+25bpの利上げを決定し、FF金利誘導水準は4.75～5.00%へ引き上げられた。一部では利上げ停止観測も浮上していたが、従前路線が貫かれた格好である。中長期的な視点に立った場合、FRBにとって最悪の展開は銀行経営不安に配慮して必要な利上げが行われず、インフレが加速、賃金上昇を伴うインフレ第二波に対し再度大幅な利上げが必要になるという展開だろう。そうして

インフレの制御が難しいとの機運が充満すれば社会は不安定化しかねない。

より具体的に言えば、現在の米国で最も深刻な問題は牛乳や卵、そして光熱費の価格高騰によって実質所得環境が悪化し続けているという事実と考えられる。もちろん、金融不安に伴いシステミックリスクそれ自体が現実味を帯びるならば利上げ停止（場合により利下げ）も必要となろうが、その緊急性は高くないというのが大方の判断である。これに対し、インフレ高止まりによる実質所得環境の悪化は紛れもない現実であり、政治的にも放置が難しい。杜撰なリスク管理で不安定化する金融機関を救済するよりも、市井の人々の生活に配慮した政策運営が政治・経済的に要求される状況ということだろう。今回のFOMCの政策決定はバイデン政権への配慮も無いとは言えない。

## SEPに金融不安は織り込めず

もちろん、金融不安に伴うシステミックリスクを放置することは市井の人々の生活にも大きな影響を与える。この点、声明文では最近の混乱が家計・企業にとって与信環境のタイト化をもたらし、経済活動の重しとなる可能性が指摘されている。今次混乱が与信環境のタイト化を通じて雇用・賃金情勢の鈍化を促し、インフレが抑制される期待も抱かれるため、利上げ路線にブレーキがかかる可能性も想起されるところではある。実際、会見においてパウエル議長は「銀行破綻の影響は利上げと同様な効果を持つ」と述べ、今後の政策金利の軌道に影響する可能性に言及している。

しかし、現時点では「その影響度合いは不透明（The extent of these effects is uncertain）」と明記されており、結局はインフレリスクを注視し続けるとの結論が示されている。会見でも銀行破綻の影響については不透明感が大きく、实体经济への影響度を予測することが困難であるため、今回改定されたスタッフ見通し（SEP、図）にもその影響が十分反映されて

FRBの経済見通し（大勢見通し、%）、※2023年3月時点

|                       | 2023         | 2024         | 2025         | 長期見通し        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率<br>(12月時点)   | 0.4<br>(0.5) | 1.2<br>(1.6) | 1.9<br>(1.8) | 1.8<br>(1.8) |
| 失業率<br>(12月時点)        | 4.5<br>(4.6) | 4.6<br>(4.6) | 4.6<br>(4.5) | 4.0<br>(4.0) |
| PCEインフレ率<br>(12月時点)   | 3.3<br>(3.1) | 2.5<br>(2.5) | 2.1<br>(2.1) | 2.0<br>(2.0) |
| PCEコアインフレ率<br>(12月時点) | 3.6<br>(3.5) | 2.6<br>(2.5) | 2.1<br>(2.1) |              |

（資料）FRB

れていないことが認められている。今回示された実質 GDP 成長率見通しは、2023～25 年にかけて「+0.4%→+1.2%→+1.9%」と 2023～24 年についてそれぞれ▲0.1%ポイント、▲0.4%ポイントと引き下げられているが、この予測値についてアップサイド・ダウンサイドのいずれが大きいのかは今のところ「分からない」というのが FRB の結論である。なお、スタッフ見通しにおける個人消費支出（PCE）デフレーターはコアベースで「+3.6%→+2.6%→+2.1%」となり、2023～24 年についてそれぞれ+0.1%ポイントずつ上方修正されている。今後 2 年にわたって基調的なインフレ率が+2%を優に超えてくる以上、インフレリスクを重く見るべきというのがデータに基づいた政策運営ということになるのだろう。

## 利上げは5月停止か

為替市場の観点からは当然、政策金利の軌道、特に年内利下げの有無が注目される。この点、声明文における政策金利のガイダンスは「利上げの継続が適切（ongoing increases in the target range will be appropriate）」との表現から「幾分かの利上げが恐らく必要となる（some additional policy firming may

be appropriate)」へと修正されており、必要とされる利上げの度合いが小さくなっている状況が窺える。本欄では「早ければ3月。遅くとも5月で利上げは停止」を前提としていたが、概ねそのような政策運営に着地しそうである。今回改訂されたメンバーの政策金利

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

| FOMC Date | 2023   | 2024   | 2025   | Longer run |
|-----------|--------|--------|--------|------------|
| Sep-21    | 1.000% | 1.750% | n.a.   | 2.500%     |
| Dec-21    | 1.625% | 2.125% | n.a.   | 2.500%     |
| Mar-22    | 2.625% | 2.625% | n.a.   | 2.250%     |
| Jun-22    | 3.750% | 3.375% | n.a.   | 2.500%     |
| Sep-22    | 4.625% | 3.875% | 2.875% | 2.500%     |
| Dec-22    | 5.125% | 4.125% | 3.125% | 2.500%     |
| Mar-23    | 5.125% | 4.250% | 3.125% | 2.500%     |

(資料)FRB

見通し(ドットチャート)もこうした声明文と整合的であり、2023年末のFF金利(予想中央値)は5.125%と+25bpの利上げ1回分が示唆されている(図)。

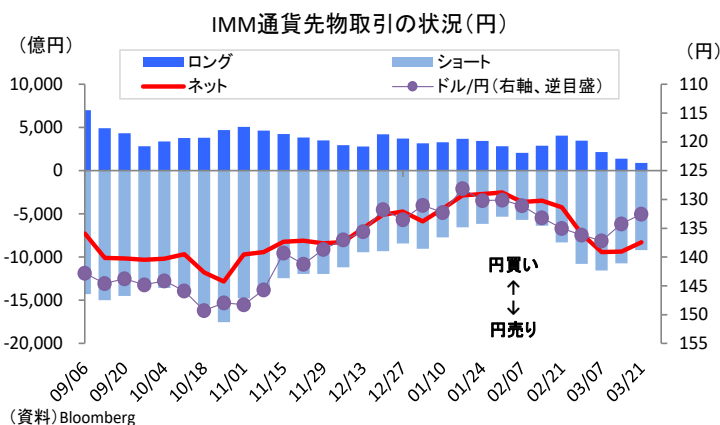
しかし、利上げ停止から年内利下げまで想定するのは行き過ぎだろう。年内の利下げ転換は引き続きリスクシナリオの範疇と考える。既にFF金利先物市場では年後半の利下げ開始が織り込まれているが、パウエル議長は「そうした(年内利下げ)予測はFOMC内では共有されていない」と強調している。「市場が早期利下げを期待する一方、FOMCがこれを一蹴する」という構図は昨年から見られている光景だが、やはりコアPCEデフレーターが通年で+3%を超えると予測される以上、利下げをメインシナリオに据えて資産価格の予想を行うのは危うい。ドル/円相場の先行きを考える観点からは、ドットチャートが示す通り5%台まで引き上げられたFF金利が当面据え置かれ、内外金利差の面から2023年中は円売りが優勢になりやすいというのが筆者の基本認識でもある。年内利下げというリスクシナリオが現実化する場合があるとすれば、やはり国際金融不安の更なる深化まで見込んだケースであろう。その場合は早期利下げ転換と共に125円付近までの円高・ドル安を想定しておきたい(積み重なる貿易赤字の規模を踏まえれば、この程度までの円高が限界というのが現時点の予想である)。

なお、今回のドットチャートでは2024年末の政策金利が4.25%と前回の4.125%から引き上げられているが、2024年は利下げのペースが主要テーマになりそうな雰囲気はある。本当にそうした展開をメインシナリオに据えていいのかどうか。利上げ停止(恐らくは5月)以降のFRBの情報発信を踏まえながら、検討すべき事項である。

## 《メインシナリオへのリスク点検～想定外の円高はどこにありそうか～》

### 「安全資産としての円」、確認できず

3月初頭、突如勃発した国際金融不安を受け、FRBの政策運営に関しては年央以降の利下げが織り込まれるような事態へ至っている。結果として日米金利差が縮小する中、投機筋はどれほどドル売り・円買いを増やしているのか。図はIMM通貨先物取引について3月21日時点までの動きを見たものである。SVB破綻が3月10日、シグニチャー銀行破綻が3月12日、UBSによるクレディ・スイス救済が3月19日で



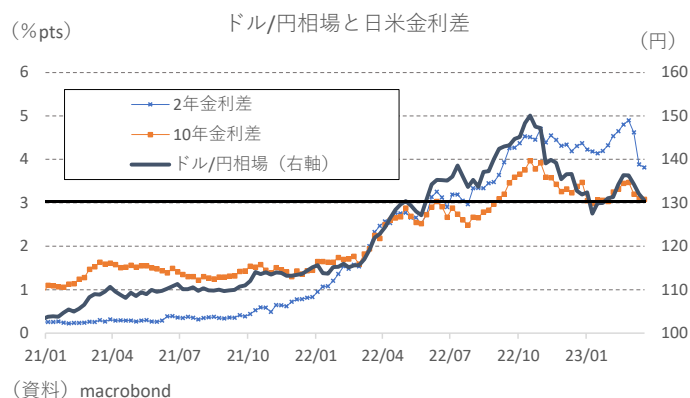
あるから一連の金融不安勃発を受けた投機ポジションということになる。昨年 10 月下旬、152 円付近を付けた頃に最も膨らんだ円のネットショートポジションは今年 1 月末には概ね中立に近づいた。その際につけたドル/円相場の年初来安値が 127.22 円だった。今次円安局面の起点が 113 円付近だったことを思えば、「投機ポジションが清算されても 130 円弱までしか戻らなかった」という事実が残る。その背景が 2022 年中に膨張した貿易赤字だというのが筆者の基本認識だ。

2 月以降はインフレ再加速の懸念を背景に米金利が再び上昇するのに合わせて円のネットショートポジションも再拡大した。その結果、ドル/円も 137 円付近まで急騰している。その後、SVB やシグニチャー銀行の破綻を経て FRB の年内利下げ転換は織り込みが進んでいるわけだが、3 月 21 日時点の投機ポジションを見る限り、円は対ドルで大きく買い戻されてはいない。むしろグロスで見れば円ロングは 2 月中旬以降で顕著に減少傾向にあり、3 月 21 日時点では 6.84 億ドルと 2022 年 4 月以来の低水準を記録している。要するに、今回の混乱では「安全資産としての円」という需要は殆ど確認することができてない。

「リスクオフムードが高まっても円が買い戻されない」という状況は 1 年前にロシアがウクライナに侵攻した際にも指摘されており、やはりかつての日本円とは性質が変わりつつあることを感じさせる。

こうした中、当面の円相場が顕著に上昇する展開があるとすれば、それは国際金融不安の増大とこれに伴う早期利下げ転換が現実味を帯びるよりほかないのだろう。今後、欧米金融機関の経営不安に関し、矢継ぎ早に新しい金融機関の名前が浮上するような展開に至れば、FRB に利下げを求める声は強まらざるを得ない。足許を見ても、AT1 債の無価値化を契機として今後、金融機関の資金調達コストが切り上がる可能性は高そうであり、これを

相殺するために世界の資本コストである FF 金利の引き下げは当然求められてくるだろう。そうした展開と共に米 10 年金利がはっきり 3.20% を割り込んでくれば安定的に 130 円を割り込む展開が期待できるだろうか (図)。もっとも、裏を返せば、そこまで想定して初めて著しい円高が見えてくるということであり、「リスクオフ時の円高に怯える」という光景が今は昔になってしまったことを認めざるを得ない。



## ◆ ユーロ相場の見通し～金融不安もインフレ抑制最優先は変わらず～

### 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～退路を断った ECB～》

#### 退路を断った ECB

3 月の ECB 政策理事会は予告通り、3 会合連続となる+50bp の大幅利上げを決めた。声明文の書き出しは「あまりに高く、あまりに長くインフレが見込まれるため (Inflation is projected to remain too high for too long)、+50bp の利上げを決めた」という一文から始まっている。インフレ抑制が依然として政策理事会の最大の関心事であることの表れなのだろう。政策決定は 3～4 名のメンバーが反対したことが示されつつ、そうしたメンバーも利上げ路線に根本的な反意を示したわけではなく、追加的なデータ収集を行い、状況が明らかになるまで「わずかな時間 (a bit more time)」を取るべきではないかという様子見としての反対だったとラガルド ECB 総裁は説明している。

スイスの大手金融グループ、クレディ・スイス (CS) の経営不安には目を配りつつ、「2008 年のようなシステミックな危機の淵に立たされているリスクがあるか」と質した最初の記者に対しては市場の緊張を注意深く監視していると述べ、銀行部門は厳格な規制導入を背景として 2008 年当時と比較すれば頑健であると強調されている。その上で「ユーロ圏の金融システムが必要とすれば、流動性供給を行うツールキットを完璧に備えている」とも述べている。具体策こそ明らかにされていないが、金融危機を経て ECB の抱える長期流動性供給 (LTRO) は様々な期間・仕様が揃っている。この点に関しては FRB よりも充実しているとラガルド総裁は強調しているが、あながちブラフ (はったり) とは言えない。2008 年から始まるショックは ECB の歴史上で「初めての危機」であり、あらゆる方策に前例がなかった。「走りながら考える」という状況にあった当時と比べれば今は大分落ち着いた対応が可能なのははずである。

もっとも、こうした域内金融システムの頑健性を誇示するためには従前のコミットメントを修正するわけにはいかなかったという事情もあるのだろう。2 月会合で「極端な (quite extreme) 場合」でなければ+50bp 引き上げると述べた以上、これを修正すれば「極端な (quite extreme) 場合」が実現したと認めることになる。ある意味で退路を断った意思決定であり、今後万が一、域内金融機関へ（それがたとえ真偽不明で根拠薄弱なものであっても）類似の疑惑が出ることは許されない。そうなれば「世紀の失策」と呼ばれる 2011 年 4 月や 2008 年 7 月に続く 3 度目の失敗として強い非難を浴びることになるはずである。実際、会見では、ある記者が「2008 年 7 月と同じミスをしているのではないか」と投げかけており、当時を記憶する向きほどこの懸念を抱くのは当然である。だが、上述した通り、厳格な銀行規制によりショック耐性は強まっているし、CS 問題に限って言えば、デギンドス副総裁も会見中に「域内金融システムの CS へのエクスポージャーに関し、極めて限定的であり、集中している様子もない」と断言する場面もあった。あくまで CS 問題が域内金融システムに波及することはなく、だからこそ+50bp 引き上げても何の問題もないというのが ECB のロジックと見受けられる。

#### 今後の利上げの軌道とスタッフ見通し

注目はガイダンスの制約から解放される 5 月以降の挙動だ。この点、記者からは「今後の利上げ軌道を説明して欲しい。(※政策理事会の) 2～3 日前までは 3 月会合後もさらなる利上げがほぼ確実に見えたが、今回の声明文ではガイダンスが示されなかった。これはもう利上げはピークを打ったということの意味するのか」との質問が見られた。これに対してラガルド総裁は不透明感が強いことを認めつつ、今後はデータ次第である旨を強調している。なお、データについては 3 月改定されたばかりの ECB スタッ

フ見通しがあり、ここではユーロ圏のインフレ率が 2023 年に+5.3%、2024 年に+2.9%と年内の利上げ継続が支持される仕上がりとなっている。しかし、技術的な問題として海外経済見通しは 2 月 15 日、域内経済見通しは 3 月 1 日にカットオフ日付が設定されている関係で CS 問題はもちろん、SVB やシグニチャー銀行の破綻にまつわる混乱が予測に織り込まれていない。こうした事情ゆえに予測値に不透明感が残ることは不可抗力であり、2 月時点のようなコミットメントが出せないのは理解できる。

## コア HICP の加速がやはりキーポイントに

政策金利にまつわるガイダンスが削除されたことで、今後は一段とインフレ見通しの分析が重要になる。この点、特に注目する要素として、3 つの変数が重要と述べており、それが①経済・金融情勢にまつわるデータ、②基調的なインフレ動向、③政策効果の波及経路だとしている。本欄ではユーロ圏消費者物価指数 (HICP) がコアベースで加速し続けていることが利上げ路線の正当性を担保していると考えてきたが、これが②の論点となる。会見でもこれが減速しない限り、利上げを停めないつもりかという質問が見られている。この点、ラガルド総裁は「インフレの基調的な要素が上がり続ける限り、インフレとの戦いを止めることは無い」と断言している。

これらの情報発信を踏まえれば、当面の ECB ウォッチは何を置いてもコア HICP を注視することが最優先事項と考えるべきだろう。その上でサービス物価や賃金動向などの挙動もチェックすることが ECB の認識する「基調的な要素」を掴むことになりそうである (会見中、コア指数以外で注目すべき other dissections of inflation として service があることをラガルド総裁は言及している)。ちなみに上述の①や②は従前から言及されていた論点だが、③は今回加えられたものだ。この点、昨年 7 月に導入されたばかりの TPI (Transmission Protection Mechanism : 伝達保護措置) は文字通り、政策の波及経路確保のための措置であり、SVB 問題や CS 問題が今後、ファンダメンタルズでは正当化されない混乱を域内市場にもたらした場合、使用可能だと明言されている。しかし、現時点ではそのような事態に陥っておらず、3 月 1 日から始まった拡大資産購入プログラム (APP) の再投資停止 (月 150 億ユーロ) を修正することは考えていないとの見解も述べられている。

## 金融政策と銀行監督の利益相反について

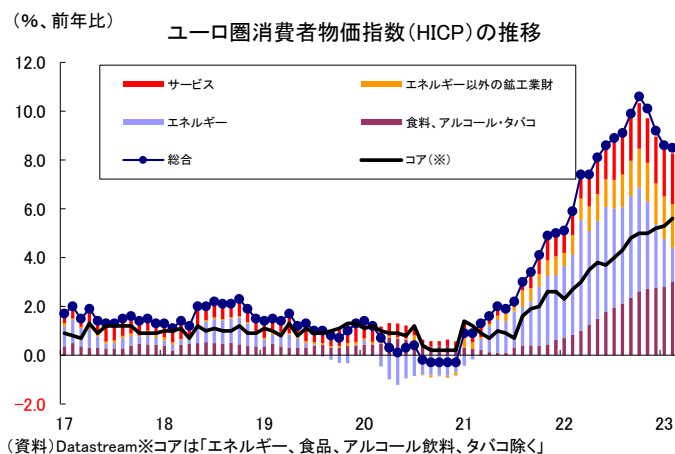
目下、FRB も同じ葛藤に直面しているが、「金融システム安定のために金融政策を修正するのか。そのトレードオフをどう考えるか」という論点はやはり複数の記者が質している。既に論じたように、金融政策と銀行監督政策は相矛盾する目的を備えており、インフレ下の銀行破綻を受け、欧米中銀はこの葛藤に直面している。この点、ラガルド総裁は「トレードオフはそもそも存在しない」という見方を表明している。これは利上げで「物価安定」を目指しつつ、「金融システム安定」は流動性供給で実現できるという思惑があるためであり、各々異なる政策手段で同時達成できる目標だという認識に立っている。

結局、繰り返しになるが、CS 問題は域内のシステミックリスクには発展しないという大前提の下、コア HICP がはっきりとピークアウトしてくるまでは利上げの手を緩めるつもりはないというのが ECB の立場なのだと思う。本稿執筆時点の状況を踏まえる限り、今後 1 年を見通した場合、金利先高観がユーロ相場の支えになるという予測に関し、現時点では大きな修正は不要と考えておきたい。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～強まる賃金インフレへの懸念～》

### 物価上昇の主役は完全にエネルギー以外へ

3月初頭に発表されたユーロ圏 2 月消費者物価指数（HICP）は前年比+8.5%（以下全て前年比）と市場予想の中心（+8.3%）を上回った。また、食料およびアルコール・タバコを除くコアベースでは+5.6%と前月の+5.3%から加速し、こちらも市場予想の中心（+5.3%）を上回っている。ヘッドラインのインフレ率の減速ペースが鈍化し、基調的なインフレ率は加速するという ECB にとっては非常に不愉快な仕上がりとなっている。図示される通り、徐々にしかし確実に総合とコアの伸び率格差



が縮小しており、資源価格高騰や供給制約で押し上げられていたコスト高が幅広い財・サービスに波及している可能性は拭えない。項目別にみると引き続きエネルギーは+18.9%から+13.7%へ顕著な減速がみられる一方、変動の大きい食料およびアルコール・タバコは+14.1%から+15.0%へ、エネルギー以外の鉱工業財も+6.7%から+6.8%へ、なにより懸案のサービスも+4.4%から+4.8%へ加速している。特にサービスの伸び幅は史上最大を更新し続けており、後述するように、政策理事会内で高まる賃金インフレへの懸念と整合的である。明らかに物価上昇の主役がエネルギーからエネルギー以外にシフトしている。

### 政策理事会の賃金インフレへの警戒はかなり強い

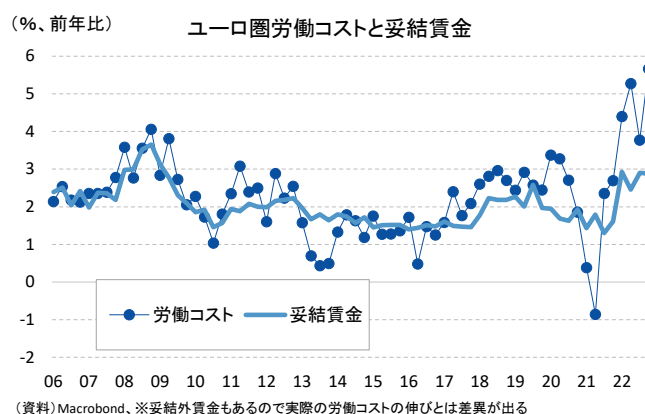
サービス価格の伸びは賃金の伸びに起因すると考えて差し支えない。この点、2 月 2 日開催分の ECB 政策理事会議事要旨でも注目される記述が多数見られていた。まず現行の政策金利水準に関しては「基調的なインフレ圧力と照らし合わせれば、現行の政策金利水準に関し“過剰な引き締め (overtightening)”という判断は時期尚早 (premature) である」としており、2 月時点では利上げが停止される雰囲気は全くない。その上で、2 月会合の議事要旨では賃金への言及が多かったことも特徴的である。例えば「wage」という単語が議事要旨に登場した回数を数えてみると、昨年 9 月は 37 回、10 月は 41 回、12 月は 19 回だったが、今回（2 月）は 52 回と特に多かった。2 月議事要旨中では「賃金上昇圧力がインフレに対する二次的波及効果を理解する上での鍵」とされ、「2～3 か月前までは穏当な動きであったが、現在は明確な加速 (a clear acceleration) がある」と警戒度が上がっている。そのほかにも「経済活動の減速にもかかわらず、労働市場は例外的に逼迫した状況 (exceptionally tight) が続いている」、「労働集約的なサービス業に対するインフレ圧力は減退しそうにない (unlikely to abate soon)」、「ECB の注目する賃金指標は非常に力強い伸びを示しており＜中略＞より持続的な賃金の伸び (more persistent wage growth) に繋がるかもしれない」など、賃金がインフレの展望においてリスクであることを隠していない。確かに、域内における妥結賃金と労働コストの推移を見る限り、引き締めの手を緩めるにはまだ危うい状況と言わざるを得ないだろう（この点は詳しく後述する）。

片や、「仕事を変える人 (job movers) の方が現職に残る人 (job stayers) よりも賃金の伸びは高いとみられることから、それ自体は労働生産性の伸びに寄与する」というマクロ経済的な視点に基づき、必ず

しも賃金の伸びがインフレ圧力に直結するわけではないという見方も紹介されてはいる。とはいえ、最低賃金が引き上げられるような現状はやはり賃金全体の水準が押し上げられる展開に至ることが懸念されるため、看過できないというトーンはやはり強い（この点も後述する）。結論、「賃金物価スパイラルの兆候について幅広い同意があるわけではないが、仮に生産性の伸びを勘案したとしても、現在の賃金の伸びが2%のインフレ目標と整合的とは言えない」と締めくくられている。これほど賃金について警戒度が強い状況下、利上げ停止に至るのは簡単な判断ではない。

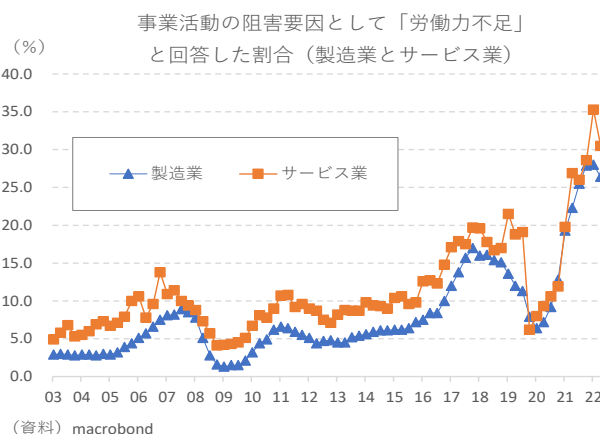
## 跳ねるユーロ圏の労働コスト

もう少し、域内の賃金情勢について議論を深めてみたい。例えば3月17日にユーロスタットより公表された2022年10～12月期分の労働コストはECBが最も懸念する賃金・物価スパイラル（wage-price spiral）の可能性を検討する上で大きな手掛かりになる。労働コストは「雇用主が労働者を維持するための1時間当たりの労務費用」を示す。ユーロスタットの説明を借りれば「生産要素の一つとしての『労働』から生じる潜在的なインフレないしデフレリスクを監視するのに役立つ」とあり、まさに今のECBが抱く問題意識と一致する計数と言える。これによると10～12月期の労働コストは前年比+5.7%と過去最大の伸びを記録している（図）。ちなみにユーロ圏消費者物価指数（HICP）の10～12月期平均が総合ベースで+10%だったので、賃金の伸びはその半分程度だったことになる。賃金は一般物価に遅行するため予断を許さない状況と言えるが、それだけ実質賃金が悪化している状況でもあり、需要縮小を背景としてインフレ沈静化にも期待がかかる局面と言えるだろう。業種別に見ると、最も賃金上昇率が高かったのは建設業で+6.5%、これにサービス業の+5.7%、製造業の+4.4%が続いている。労働組合の妥結賃金はまだ歴史的なバンド（+1%～+3%）に辛うじて収まっているが、このまま収束を見るのか予断を許さない。



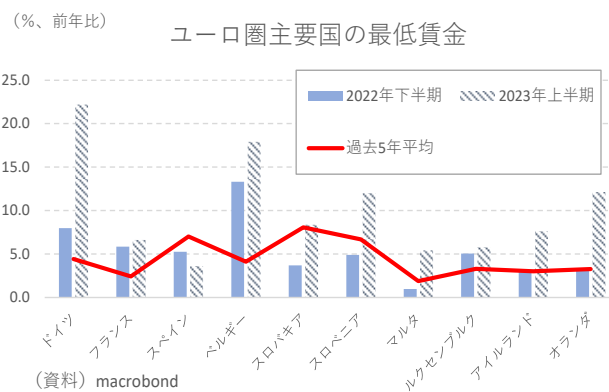
## 「労働力不足」を訴えるユーロ圏企業

ちなみにあまり日本で報じられることは無いが欧州委員会は『European Business Cycle Indicators』と題し、四半期に1度、域内企業の業況に関して定量的・定性的なデータチェックを行っている。そこでは稼働率のほか、景況感に関して様々な角度からの調査が紹介されている。その中で「事業活動の阻害要因（a limiting factor）は何か」と聞く調査があり、この結果が興味深い。最新の2022年10～12月分調査（2023年1月発表）によると、製造業で約25%、サービス業で約30%



が「労働力不足 (labor shortages)」と回答している。図に示すように、これは調査開始以来で経験のない水準である。実際、失業率は昨年 4 月以降、過去最低水準である 6.6～6.7%で張り付いており、労働市場の需給ひっ迫は毎月確認されているところであったが、欧州委員会調査はこうした経済情勢を裏付けている。

ちなみに人手不足が長期化するに伴って最低賃金自体も押し上げられる状況にある。上述したように 2 月の政策理事会議事要旨では最低賃金が引き上げられるような状況は賃金全体の水準 (scale) が切り上がる展開に繋がるため、看過できないという警戒感が示された。そこでユーロスタットの公表するデータを元に 2022 年下半年期、2023 年上半期の最低賃金の伸び率を過去 5 年平均と比較したものが図である。多くの加盟国で 2023 年上半期の最低賃



金が 5 年平均を上回っていることが分かる。特に域内賃金動向に大きな影響を持つだろうドイツなどは過去 5 年平均 (前年比+4.4%) に対して 2023 年上半期は 5 倍程度の伸び (同+22.2%) になっている。

## ECB の利上げ停止は夏を跨ぐ公算

本稿執筆時点では現状、金利先物市場の織り込みでは ECB は 6 月までに現行の 3.00% から 3.25% へ +25bp 利上げを行い、夏を越え、9 月までの現状維持を経て、年明け以降の利下げを模索するという予想が形成されている。これに対し FRB は 7 月以降の利下げが織り込まれており、金利面からはユーロ買いが好感されそうな雰囲気が強い。しかし、現実問題、ECB については利下げ可能性の議論よりも、「利上げは +25bp であと 1 回のみ」という想定が正しいのかという目線を持ちたい。上で見てきたように雇用・賃金情勢を踏まえれば、恐らく賃金の騰勢を背景にサービス物価は当面強く、それゆえにコア HICP の減速も期待しにくい。上述したよう当面の ECB ウォッチでは何を置いてもコア HICP の注視が最優先事項と考えて差し支えない。最低賃金が顕著に引き上げられる状況は域内における企業の価格設定行動が強化する前兆とも考えられ、当面の利下げ転換はおろか、利上げ停止の議論も難易度が高いように思える。為替市場の観点からは、繰り返し論じているように、欧米の政策金利格差がクローズアップされやすい 4～6 月期後半や 7～9 月期にユーロの対ドル相場が強含みやすいと考えておきたい。

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。