中期為替相場見通し

2023 年 5 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～構造円安論の実情～

日銀金融政策の現状と展望について～円相場見通しに影響なし～ P.3
世界経済の現状と展望について～資産価格見通しと地政学リスク～ P.5
円相場の基礎的需給環境について～構造円安論の実態～ P.9
日本経済の現状と展望について～復調しつつあるインバウンド需要の読み方～ P.13
メインシナリオへのリスク点検～商業用不動産はやはり「次の危機の芽」なのか？～ P.15

◆ ユーロ相場の見通し～利上げの転換点は見えてきたのか？～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～与信環境の引き締まりが利上げブレーキに～ P.19
ユーロ相場の現状と展望～金利も需給も追い風に～ P.20
ユーロ圏経済の現状と展望～半分になった対ロ貿易～ P.22

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

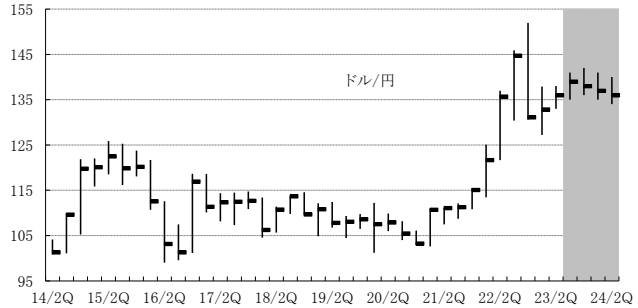
4 月のドル/円相場は堅調に推移した。3 月の国際金融不安を挟み、FRB の利上げ停止や ECB の利上げペース鈍化が視野に入っているにもかかわらず 130 円割れが定着するような事態には至っていない。まだ 1 年の 3 分の 1 が終わったに過ぎないが、年末年始時点で支配的だった円高予想は今のところ実現してはいない。やはり金利だけで円相場の帰趨は決まらないということだろう。年初 3 か月間の貿易赤字は既に▲5 兆円を突破している。19 年通年の貿易赤字が約▲1.8 兆円、5 年連続の貿易赤字を記録した 11～15 年平均で約▲3.7 兆円だったことを踏まえると、3 か月で▲5 兆円超えは未曽有の規模である。これだけ円売りに傾斜した需給環境はやはり 130 円割れが定着しない背景として無視できないというのが筆者の終始一貫した立場である。なお、国際収支統計を仔細に分析していくと、日本の稼ぐ経常黒字の少なくとも半分程度は円買いに直結していない可能性。経常収支の符号だけを見て円相場の頑健性を語るのが難しい時代に入っていると考えた方が良いだろう。日本は対外経済部門について「需給は赤字」という国になり下がっている可能性を念頭に置くべき。リスクシナリオは欧米の商業用不動産市場の先行きだが、これも FRB や ECB の早期利下げ転換という金利にまつわる円高リスクであって、円相場の需給環境が根本的に変わるという話にはならない。年内 140 円台復帰の見通しは維持したいところ。

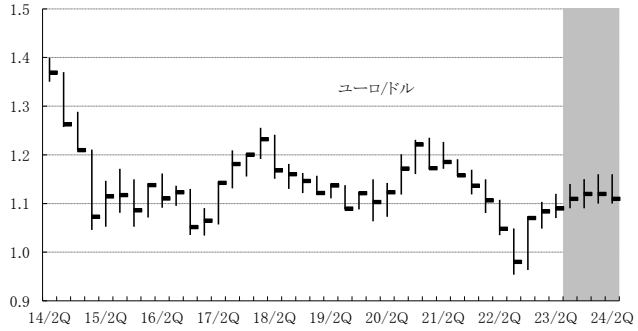
片や、4 月のユーロ相場も堅調が維持された。4 月、ECB 政策理事会の開催はなかったものの、議事要旨などから得られる情報を踏まえる限り、インフレ懸念は未だ根強く、+25bp への利上げペース鈍化はあっても停止の判断までにはまだ距離があるだろう。しばらくは与信情勢を中心とした総合判断を示唆しつつ、政策金利の引き上げは続くはず。なお、ユーロ相場を支えるのは金利の論点だけではない。暖冬に伴う天然ガス価格下落を背景としてドイツ貿易収支は著しく黒字方向へ切り返しており、ユーロ相場もこれに呼応しているという実態がある。収支改善はユーロ圏全体の経常収支を見ても明らかであり、金利に加えて需給もユーロ買いに寄与しているというのが本欄の基本認識である。もっとも、天然ガス価格次第という脆弱性が露呈されたようにも思え、ロシアや天候がどう転ぶかでユーロ相場が崩れるリスクは依然としてある。引き続き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時間帯が続くと考えるが、冬が近づいて来れば、再びエネルギー危機を煽るムードが高まり、ユーロ売りを誘発する時間帯もありそう。

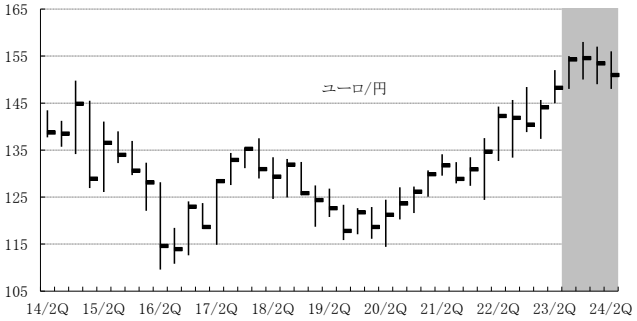
【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～4月（実績）	5～6月期	7～9月期	10～12月期	2024年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	127.22 ～ 137.90 (136.65)	133 ～ 138 (136)	135 ～ 141 (139)	136 ～ 142 (138)	135 ～ 141 (137)	134 ～ 140 (136)
ユーロ/ドル	1.0482 ～ 1.1075 (1.1005)	1.07 ～ 1.12 (1.09)	1.09 ～ 1.14 (1.11)	1.09 ～ 1.15 (1.12)	1.10 ～ 1.16 (1.12)	1.10 ～ 1.16 (1.11)
ユーロ/円	137.45 ～ 150.40 (150.45)	145 ～ 152 (148)	148 ～ 155 (154)	150 ～ 158 (155)	149 ～ 157 (153)	148 ～ 156 (151)

(注) 1. 実績の欄は5月1日までで、カッコ内5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～構造円安論の実情～

《日銀金融政策の現状と展望について～円相場見通しに影響なし～》

やや理解の難しい声明文の方向性

4 月 27～28 日に開かれた植田日銀総裁にとって初回となる金融政策決定会合は現状維持を決定した。今回の展望レポートにおける物価見通しの上方修正や今後想定される海外情勢の変化などを踏まえれば、初会合とはいえイールドカーブコントロール（YCC）撤廃が電撃的に決定されても不思議ではないと筆者は考えていた。そのような思惑を抱く向きは多数派ではなかったものの、市場の一部にはあったはずである。声明文や総裁会見を通じて行われた情報発信は総じてハト派色の強いものだった。やはり初っ端から派手な政策修正を行うことは後々のコミュニケーションに支障をきたすと判断したのだろうか。

今回の注目点は 2 点あった。1 つは過去 25 年にわたる金融緩和について「1 年から 1 年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行う」とのアナウンスがあったこと、もう 1 つが政策金利に関するフォワードガイダンスの記述が撤廃されたことである。後者は、新型コロナウイルス感染症に絡めて「躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」と約束していたパラグラフならびに「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と利下げバイアスを示唆していたパラグラフがともにカットされている。5 月 8 日をもって新型コロナウイルス感染症が季節性インフルエンザと同等の 5 類に引き下げられる以上、該当する部分が不要になったのは合理的な話である。

しかし、利下げバイアスを示唆する文言がカットされたことに関しては全体的にハト派色の強かった会合のトーンとやや齟齬があり、分かりにくさがあるように思えた。実際のところ、声明文には「引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との文言が残されており、「コロナ関連に限定せずとも緩和姿勢は不変」と読むのが正しく、利下げバイアスのカットをタカ派的だと騒ぐこと自体は恐らく正しくない。会合を通じ円売り優勢だったことからもそのような読み筋は大勢とは言えない。しかし、植田新体制の目指す方向性について、やや理解に難渋した市場参加者も多かったのではないかと推察する。

「長期的なレビュー」と「短期的な政策運営」の関係性

今回の会合を受け、殆どの市場参加者が感じたことはこれから最大 1 年半にわたって実施される「長期的なレビュー」と、目先の「短期的な政策運営」の関係性であろう。端的に言えば、「レビューの最中、政策運営は大きく変わらないのか」という疑問だ。この点、植田総裁は会見においてレビュー中であっても「その時々に必要な政策変更は（中略）必要があれば実行していく」と述べており、最大 1 年半にわたって正常化が封印されたわけではないことを強調している。黒田体制以降、日銀は 2016 年に総括的検証を経て YCC を導入、2021 年にも点検という格好で自身を振り返っている。しかし、それらは全て当時の体制が行っていた政策を対象とする短・中期的なレビューであって、「過去 25 年を振り返る」という壮大な話ではなかった。今回、植田体制が着手するのは「次の一手」に影響を与えるようなレビューではなく、FRB や ECB がまさに 1～1.5 年をかけて行った金融政策運営の土台となる考え方の戦略の見直し（strategy review と訳されることが多い）に近そうである。

FRB を例に取れば、1 年程度の戦略見直しの結果として平均インフレ目標（FAIT）が 2020 年 8 月から導入されるに至った。それが今回の利上げ遅延に結び付いたという批判はあるものの、そうした見方が市場の大勢になっているわけではない。「戦略見直し→現在の政策運営」とストレートに連想する向き

は多くなかった。ECB も 1 年半をかけた戦略見直しが 2021 年 7 月に完了し、2%以上のインフレを容認するようになったという意味で「ハト派に傾斜した」という評価が目立ったが、そもそもパンデミックの最中にあって、その影響がどこまであったのかは読みづらいものだった。

少なくとも 1～1.5 年をかけて行う作業が手前の経済・物価情勢を制御すべき金融政策の運営を縛るということなど元々考えられない。「次の一手」に対する観測は別途進めるべきである。

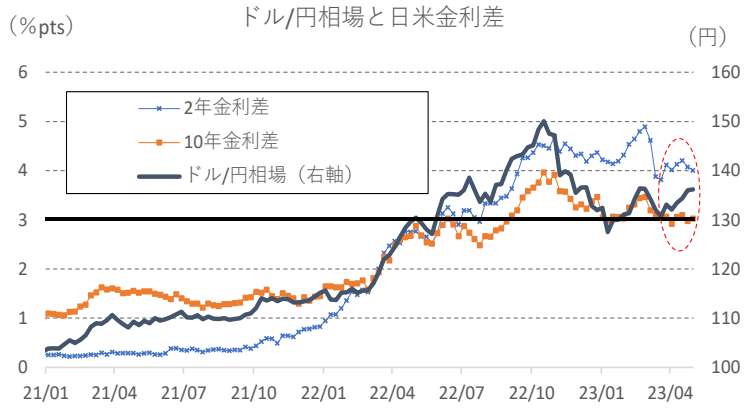
年内 YCC 撤廃の可能性は依然残る

引き続き YCC が「ある日突然に無くなる」というリスクを抱えたままであることは変わらない。それが年内である可能性も十分ある。本来、展望レポートの物価見通しが引き上げられ、欧米中銀のタカ派色も残されている今回は好機だったようには思えた。しかし、展望レポートとは無関係に YCC の副作用が大きいと判断すれば撤廃も辞さないというのが植田総裁の基本姿勢と考えられる。望むらくは、その時には欧米金利に連れて円金利が低下し、「YCC 撤廃→円金利上昇」とならないようなタイミングが好ましいだろう。展望レポートの上方修正が無い時こそ、「これは利上げではない」と言い訳する必要があるため、「YCC 撤廃→円金利横ばい or 低下」となる状況を選ぶ必要がある。その意味では欧米がハト派色を強めそうな年後半、まだ YCC 撤廃の目はあると筆者は考える。

ちなみに今回は『賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく』と賃金上昇の必要性を明記している。そのため春闘を含めた仕上がりを大方確認できる 7 月を待ってという読み筋もあるだろう。声明文の表記が賃金上昇を条件付けしているようにも見えるため、「賃金ターゲット導入か」という声もあるが、雇用・賃金情勢を絡めた好循環は前体制から緩和解除の必要条件として言及されており、新味のある話ではないだろう。金融政策だけで名目賃金が上がるという安直な発想を植田総裁が支持するはずもなく、単に「コストプッシュ型の物価上昇では緩和を止める理由にはならない」ということを強調したに過ぎないだろう。

ドル/円相場への影響は・・・

ドル/円相場は植田体制への過剰な正常化期待が剥落したことで 136 円台まで急騰している。本欄における円安見通しはあくまで需給環境が構造的な円売り超過に傾斜している事実に依拠しており、こうした思惑主導での円安地合いは反転する可能性が高いと考える。しかし、金融市場は思ったよりも長期レビューをハト派的に解釈しており、その円売り効果が持続しそうな雰囲気もある。植田総裁は真正面から長期レビュー中でも緩和修正はあり得ると言っている以上、長期レビューの存在を理由とした円売りは危ういと筆者は考えるが、少なくとも次回会合のある 6 月まで釈明の機会はなく、円の軟調は続くと考えた方が良さそうではある。そもそも、金利情勢とは無関係にドル/円相場の水準が切り上がっているというのは 4 月以降、起きてい



（資料）macrobond

る現実である（前頁図）。いずれにせよ昨年来、一貫して円安シナリオを強調してきた本欄のメインシナリオには殆ど影響はない。年内 140 円台復帰は否定できない展開と考える。

《世界経済の現状と展望について～資産価格見通しと地政学リスク～》

「A ROCKY RECOVERY」

4 月 11 日、IMF は春季世界経済見通し（World Economic Outlook：WEO）を公表した。リスクシナリオとして「1970 年以降、5 回（1973・1981・1982・2009・2020 年）しか経験の無い世界経済成長率の+2%割れとなる確率は 20%」との見方も示され、その条件としては金融不安を受けた信用収縮および株安が重なった場合とされている。もっとも、金融不安に関して言えば、3 月と比較すれば「個別金融機関の問題」という受け止めが進んでいる雰囲気もあり、2023 年の世界経済は+2.8%と 1 月予測から▲0.1%ポイントの下方修正にとどめられている。IMF は特に先進国を名指しした上で、利上げが必要となる高インフレと利下げが期待される金融安定の間で葛藤を抱える中、ハードランディングシナリオがより「大きなリスク（a much larger risk）」になっていると指摘している。IMF 予測としては比較的踏み込んだ言いぶりであろう。予測値の底割れにこそ至っていないものの、秘めたるリスクの大きさを感じさせる見通しである。今回、見通しの副題として付された「A ROCKY RECOVERY（不安定な回復）」は簡潔ながら、予測全体に通底する IMF の本音をよく言い表している。

分断化する企業の直接投資

個別論点では第 4 章の「地経学的な分断と直接投資（GEOECONOMIC FRAGMENTATION AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT）」が非常に興味深い議論であった。米中貿易摩擦に象徴されるように 2019 年以前から「西側 vs. 中国」という対立構図があり、2020 年にパンデミックが発生しサプライチェーンが物理的に寸断、これが終息しようかというタイミングで 2022 年からはロシアも対西側の対決姿勢を強め、特に商品市況が著しい制約を受けることになった。わずか過去 3 年のうちに世界経済を効率的に回していたサプライチェーンが甚大なダメージを被り、パンデミックこそ終息しつつあるものの、地政学リスクに関して言えば緩和の兆しは無い。

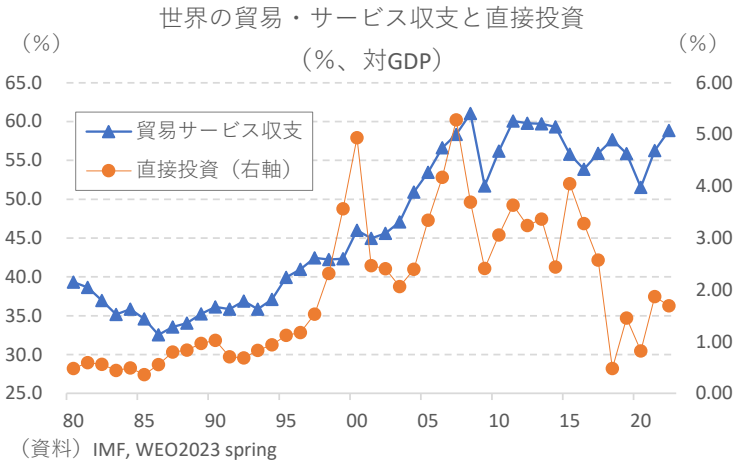
こうした状況下、国境をまたぐ企業部門の経営判断も従前から変化を強いられるようになり、特に直接投資（FDI）行動を巻き戻そうという動きは勢いづいている。FDI は企業行動の話だが、最近では政治においても大きな関心事となっているのは周知の通りだ。例えば米国での生産・販売を促そうとしたトランプ前米大統領のアメリカ・ファーストはその象徴的な動きであったが、その路線はバイデン大統領にも受け継がれ、ユーロ圏も同様の路線を取り始めている（WEO ではフランスが米国に対抗し「Made in Europe」戦略を提唱している事実が紹介されている）。世界が大枠として「西側 vs. 中国」の構図にはまりつつある一方で、西側でも政治・経済的な分断は相応に見受けられる。

今回の WEO ではそうした直接投資の分断化現象が世界経済全体にどのような影響を与えるのか分析を試みている。結論として、近年、世界全体で FDI の減速が顕著になる傍ら、地政学的に見た友好国や戦略分野（例えば半導体など）への集中化が進んでいるという事実もある。そうして企業が FDI の再構築（relocation）を検討する際、直接投資を行う国（多くは先進国）と政治的な距離がある国（多くは新興国）は FDI の流出に見舞われやすくなる。こうした状況が極まっていけば、FDI が「流入する国」と「流出する国」の分断化が深まり、結果的に世界全体で見ればアウトプット（生産量）は減り、貧しくな

っていくというのが IMF の問題意識である。

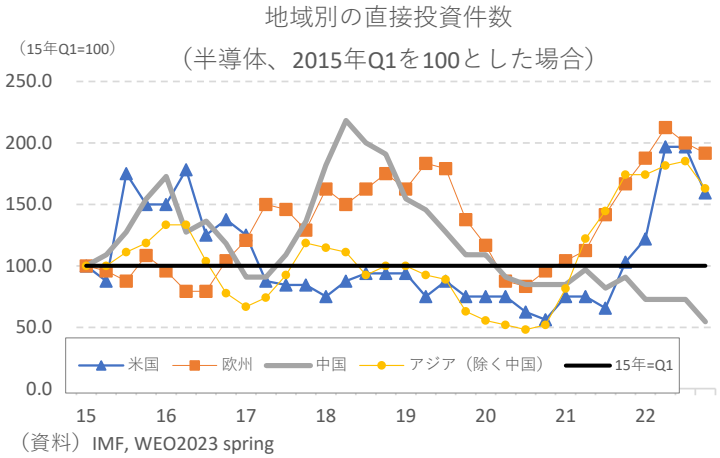
加速する「スローバリゼーション（slowbalization）」

こうした状況は文字通りグローバリゼーションのスローダウンであり、IMF は「スローバリゼーション（slowbalization）」と形容している。もっとも、スローバリゼーションは今に始まったものではなく、一部の国々ではリーマンショック以降、進められてきた。例えば図に示すように 2000 年代に世界 GDP の 3.3％まで増加していた FDI は 2018～2022 年の間に 1.3％まで落ち込んでいる。スローバリゼーションは元々ある傾向だが、地政学リスクの高まりによってさらに加速しているのが近年の実情と言えそうである。IMF は FDI の分断化は世界経済に負の影響をもたらす「新たな要素（novel elements）」と論じている。企業も為政者も自国もしくは政治的な利害が一致する友好国に生産拠点を移す戦略に軸足を移しつつあり、地政学的な緊張に対して耐久性のあるサプライチェーン作りに腐心している。既に論じたように、この影響を最も受けるのが先進国から FDI を多く受け入れていた新興国だ。図で見たように世界経済における貿易・サービス収支の比重は殆ど変わっていないが、直接投資の勢いは落ちている。直接投資は新興国のような「持たざる者」にも富める機会を与えてきたため、現状のような構図が続けば、「国境を越えた商取引の恩恵を受ける国・地域がこれまでよりも限定されてくる」という含意に行き着くかもしれない。



（資料）IMF, WEO2023 spring

なお、WEO は FDI 分断化の影響を国・地域別に試算している。ここでは米国が中国拠点を引き揚げ世界各地に分散している動きが顕著に示されており、程度の差こそあれ、欧州も同様の傾向にあった。片や、中国は各地から FDI を引き揚げており、自国へ集約している様子が窺えた。とりわけ、このような動きは戦略分野、例えば半導体分野などで顕著に見られており米国も欧州も自国域内での生産拠点構築に向けて動いている。図に示すように、2018 年以降、中国への投資は顕著な減少傾向にある一方、2020 年以降、欧米ならびに中国以外のアジアへの投資は明確に増えてきている。結局こうしてみるとグローバリゼーションおよびスローバリゼーションは中国を軸とする企業の離合集散だったように思えてくる。



（資料）IMF, WEO2023 spring

スローバリゼーションのコストは合理的なものか？

第 4 章の結びでは「a fragmented global economy is likely to be a poorer one」と占められており、現

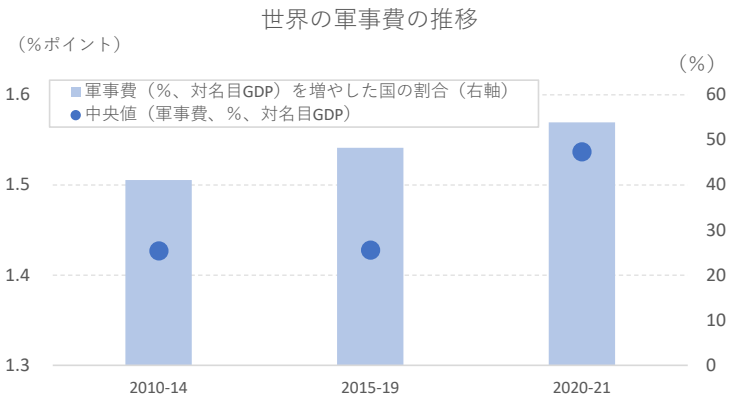
在の潮流が続けば世界は貧しくなると警鐘を鳴らす。しかし、IMF 自身も認めているように、今回の WEO はあくまで FDI 分断化に伴うスローバリゼーションのデメリット部分だけに注目した分析であり、メリット部分は見ていない。そもそもグローバリゼーションにブレーキがかかったのには相応の理由があった。例えば経済安全保障の強化や競争相手国への技術優位の確保（FDI を進めると技術も流出するのでこれを防ぐことができる）などの理由は常々謳われてきたものである。WEO の分析はあくまで世界中で最適化されたサプライチェーンが破壊されたことで成長がどれほど失われるかという「コスト」に重きが置かれている。世界経済の成長率をより高いものにするという観点からは当然、スローバリゼーションはデメリットしかない。だが政治的な立場に照らせば、そのコストは国益に対する「強固な守り（a robust defense）」を実現するための「合理的なコスト」という主張もある。実際、パンデミックで経験したように、サプライチェーンが寸断され戦略的な資材が獲得困難になれば一国経済の成長に甚大な影響が及び、場合によっては過度な社会不安にも陥る。コストを払っても戦略的なデカップリングを進める価値があるという意味でスローバリゼーションの潮流を全否定するのも乱暴な話である。

もちろん、平和的にグローバリゼーションを温存できるならば、それに越したことは無い。例えば G20 のような多国間協議の場を活かすなどして情報共有がなされ、不透明感の払しょくが進めばそれも不可能ではなく、IMF もそのような世界を推奨している。しかし、軍事的・経済的な衝突が断続的に世界のどこかで起きている現状では、そのような理想論は机上の空論にしかならないのも、また事実であろう。当面の世界経済はスローバリゼーションという大きな流れの中で「今までよりもコストのかかる世界」が前提になると考えられる。そうだとすると目下、各国の政府・中銀が鎮圧に追われるインフレ高進の根は思ったよりも深いところにあるという話も見えてくる。

このように考えてみるとスローバリゼーションの潮流は壮大な話に見えつつも、日々の金融政策やこれに伴う金利・為替・株価を考える上でも既に重要な論点になっていると言って差し支えないだろう。

資産価格の検討にも地経学が重要な時代に

以上に見るように、WEO では地経学的な分断が集中的に議論された。実際のところ、こうしたグローバリゼーションの巻き戻しとしての「スローバリゼーション」に関しては WEO の翌日に発表された「国際金融安定報告（Global Financial Stability Report：GFSR）」でも第 3 章で「Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-Financial Stability」と題し類似の論点が議論されている。GFSR 第 3 章は導入部分から「世界経済の重しとなる地経学的のさらなる分断-戦略的考慮に基づいた経済・金融統合の政策的巻き戻し」に言及して始まる。



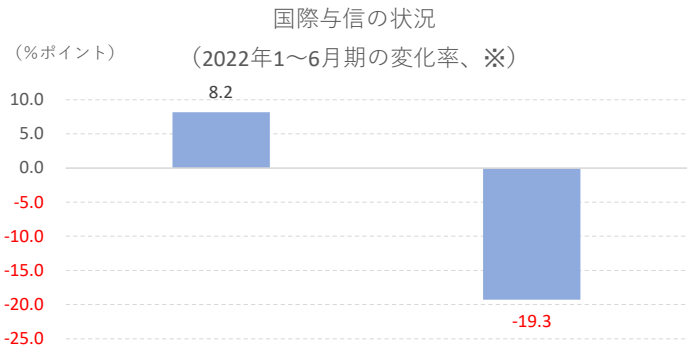
（資料）IMF, GFSR2023, spring

これまでは地理的な条件を念頭に置いた上で軍事・外交を中心とする国家関係を分析・考察する学問として地政学があった。その考え方は今も当然有用なものだが、近年では地政学的な目的を実現するために経済的な手段を活用することも含めて検討する学問として地経学（geoeconomics）のフレーズが多用

されている。世界各国における軍事費が膨張傾向にある状況下（前頁図）、地政学的な緊張は明確に高まっており、結果として地経学の思考枠組みも出番が多くなっている。各国の経済規模（名目 GDP）に対する軍事費は 2020 年以降で顕著に膨らんでおり、世界の半分の国で軍事費が増える兆候が見られる。

分断は直接投資、証券投資、そして銀行貸出へ

WEO では、こうした時代ゆえに国境を越えた企業の動き、とりわけ直接投資が顕著に鈍っていることを取り上げられた。こうした政治・外交的に距離のある国からは直接投資ないし証券投資の引き揚げが進み、そうではない国には厚めに配分されるという構図は GFSR でも各種計数を用いて説明されている。例えば右図は国際与信残高（国を跨いだ貸出残高）についてロシアのウクライナ侵攻直前（2021 年 10～12 月期）と 2022 年 1～6 月期を比較し、変化率を見たものだ。ここでは 2022 年 3 月 2 日の国連総会におけるロシアに対する非難決議（軍の即時撤退などを求める決議案）に反対した国々とそれ以外の国々（欠席・棄権・賛成）で比較しているが、一瞥して分かるように前者の国々に対する貸出は顕著に控えられている。企業からの投資も、有価証券への投資も、そして銀行からの貸出も西側陣営とそれ以外で分断されるのである。



（資料）IMF, GFSR2023, spring
※戦争直前（21年10～12月期）の与信残高に対する変化率。

システミックリスクに至る 2 つのチャネル

GFSR は金融システム安定への脅威を分析する報告書ゆえ、究極的にはこうした地政学的な緊張がどのようにして金融システムの安定を揺るがすリスク（≒システミックリスク）に至るのかが焦点になる。この点は主に 2 つのチャネルが指摘されている。1 つは金融チャネル（Financial channel）、もう 1 つは実物チャネル（Real channel）だ。前者は資本フローや決済に関する制裁行動（資本規制や資産凍結など）や投資家の回避行動（制裁を受けた心理悪化により投資家が対象国への投資を控える動きなど）にまつわる動きを想定している。国境を跨いだ資本移動が活発化し、文字通り、資本が流入する国と流出する国が色分けされることになる。結果、資産価格が下落する国も出てくるし、投融資が引き揚げられる国も出てくる。文字通り、金融分断（financial fragmentation）が進むことになる。言うまでもなく、資本フローの途絶が頻発すれば当該国の民間部門では流動性枯渇やこれに伴う債務不履行などが発生し、資金調達コストの上昇や資産売却に伴う価格下落が頻発する。これが地政学的な緊張にまつわる金融チャネルであり、この最中で出てくる制裁行動などは地経学の文脈から議論される論点になる。

こうした金融チャネルのリスクは実物チャネルを通じて増幅される。具体的には地政学リスクの高まりはしばしば貿易取引や技術移転の制限、サプライチェーンや商品市場の破壊という実体経済の障害に直結するケースが多く、これも地経学リスクという視点から議論される。過去 3 年間のパンデミックやロシアのウクライナ侵攻で経験したように、商取引が優れて効率化されていた世界において貿易取引やサプライチェーンなどが意図せず機能不全に陥った場合、実体経済は瞬く間に供給制約に直面する。ヒトやモノが円滑に動けなくなれば生産活動が滞るのは当然だろう。

結果、景気は停滞するし、供給不足によりインフレ圧力も増大しやすくなる。こうしたスタグフレーションとも言える状況では非金融法人をとりまく収益性も棄損するため、金融法人（≒銀行部門）の抱える与信リスクも高まる。与信リスクの高まりは貸出態度の厳格化、事業活動の停滞に繋がるため、実体経済を押し下げる。当然、銀行部門の経営体力も落ち、システミックリスクは高まる。ちなみに地政学ないし地経学リスクの高まりはしばしば敵対国同士の資源の融通も困難にするため、これもインフレ圧力を助長するため、これが中央銀行の利上げを後押しする。利上げは資産価格の下落を招き、非金融法人の資金調達環境も逼迫させる。これも実物チャネルの 1 つである。

このように、金融チャネルと実物チャネルは相互連関的にシステミックリスクを増幅（mutually reinforcing）し合っていくことが懸念される。地政学的緊張の高まりを経て金融分断化が助長されると、国境を越えた取引の多様性が失われ、金融・実物双方のチャンネルからシステミックリスクが高まることになる。IMF が最も懸念するのがこうしたポイントと見受けられる。

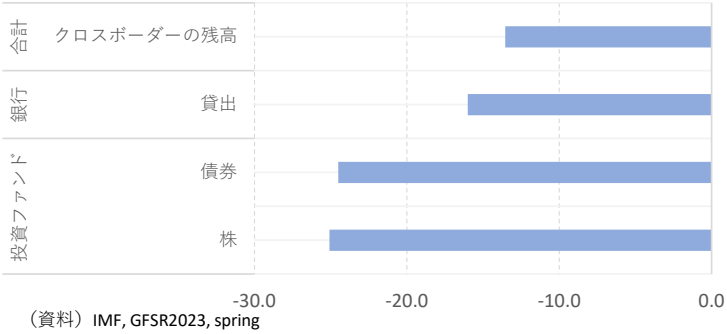
資産価格の検討にも地経学が重要な時代に

今回、IMF は世界経済の成長を議論する WEO だけではなく、国際金融システムの安定を議論する GFSR でも地経学の考え方が重要であることを示した。以上で見てきたように、経済合理性よりも国家間の親密度合いに応じて資本フローの増減が決定する傾向が強まっている以上、株、為替、債券といった資産価格の見通しを検討する上で地経学が重要になっているのは間違いない。

この点、IMF は自身のモデルを用いて、諸外国間で地政学的な距離が開いた場合、有価証券（債券や株など）投資や銀行からの貸出などがどれほど影響を受けるのか試算している。これによれば 1 年で▲15～▲25%程度、国境を跨いだ資本フローが細る計算が示されている。図示されるように、投資ファンドからの債券や株への投資は地政学リスクに対し最も敏感に反応する傾向にあることも GFSR では注記されている。金融市場が成熟化している国や対外純資産の多く抱える国はこうした資金フローの引き揚げにも耐性があるとされており、例えば世界最大の外貨準備と世界第 3 位の対外純資産を抱える中国が強い態度に出られることもこの点と関連していそうに思える。いずれにせよ、資産価格の中長期見通しを検討するにあたって、その資産が所在する国が地政学上どのような立ち位置にあり、地経学の観点からどのような強み（あるいは弱み）を持つのかを考えることが重要な分析行程として浮上していることを IMF は一連の報告書を通じて知らせてくれている。

国境を越えた資本移動の状況

（%、※1）



（資料）IMF, GFSR2023, spring

※1：国連総会における決議の乖離などから計算される地政学的距離（geppolitical distance）が1年で1標準偏差分動いた時に関し、それぞれの変化率を試算。

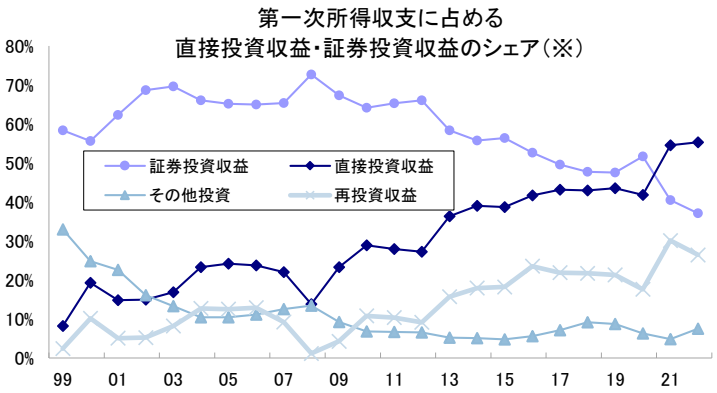
《円相場の基礎的需給環境について～構造円安論の実態～》

「構造的な円安」は紛れもない事実

4 月、財務省より発表された本邦 2 月国際収支統計は経常収支に関し+2 兆 1972 億円と 2 か月ぶりの黒字に復帰した。貿易赤字が膨らみやすい季節性を乗り越えて、今後は経常収支の符号自体は黒字が続

くと思われる。内訳を見ると貿易サービス収支は▲8245 億円を記録する一方、第一次所得収支は+3 兆 4407 億円を記録している。しかし、本欄では繰り返し論じている点だが、経常収支の符号（黒字 or 赤字）は円相場の需給を考える上であまり参考にならない。過去 10 余年の月日を経て日本の対外経済部門は明確な変化に直面している。端的に言えば、「これまでよりも外貨が入ってこない国」になっている。ということは、「これまでよりも通貨が弱くなりやすい」、言い換えれば「これまでよりも円高になりにくい」という事実を直視するのは当然の話であろう。

日本の国際収支を議論する際、①貿易赤字が大きいこと、②第一次所得収支黒字が円買い需給に寄与しないことは元より、最近の本欄で繰り返し論じているように、③「その他サービス収支」の赤字が大きいことも注目論点となる。このうち、②に関しては、単純に「外貨のまま再投資されるものが多い」と解説されがちであり、本欄もそれで済ませてきた。ここでは具体的な数字を交えてその点を解説しておきたい。まず、第一次所得収支黒字は雇用者報酬と投資収益に分かれるが、基本的に投資収益と同義である（例えば 2022 年の第一次所得収支は+35 兆 1857 億円だが、このうち投資収益は+35 兆 2479 億円とほぼ同額）。その投資収益は直接投資収益と証券投資収益、そしてその他投資収益の 3 つに分かれる。これら各収益に受取と支払が計上され、その差額が収支となる。言うまでもなく世界最大の対外純資産国である日本では圧倒的に海外からの受取が多い。この内訳を見ると、2010 年頃までは第一次所得収支（受取、以下全て受取ベースで議論）の 6～7 割は証券投資収益だった（図）。しかし、2010 年以降、直接投資収益が顕著に比率を押し上げ、2021 年は統計開始以来で初めて両者の比率が逆転し、2022 年はその差がさらに開いている。



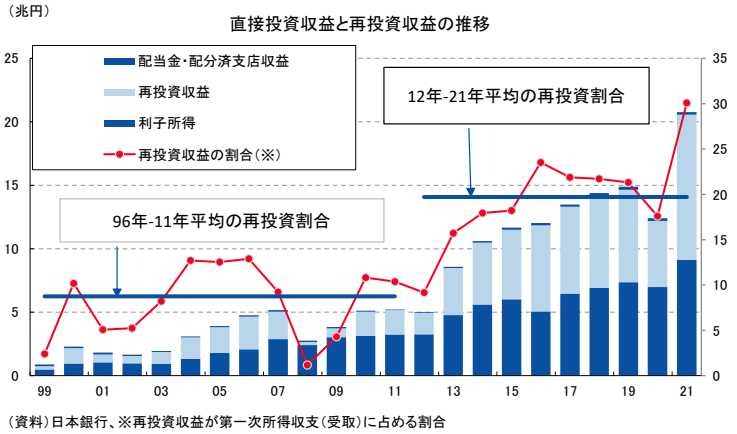
（資料）日本銀行、※受取ベース

こうして過去 10 年で日本経済の対外投資はその収益源を「有価証券投資から海外企業買収へ」と変化させた。今後 10 年以上かけて直接投資収益が 6～7 割を占める時代になっていくのか。日本の対外経済部門が構造変化の最中にあることは事実であり、それが円相場の現状や展望を語る上でも当然影響する。「構造的な円安」というと頑なに否定しようという向きもあるが、外貨を巡る需給環境が変わっている以上、紛れもない事実である。日本の対外経済部門は構造的変化を迎えている。

円買いとなって現れるのは半分程度

上記のような投資収益（≒第一次所得収支）の構造変化を踏まえた上で、それが円相場にどのような影響を持ち得るのか。端的には、どの程度の割合が円転されるのかを考えることになる。近年注目される直接投資収益から見ていこう。直接投資収益は配当金・配分済支店収益、再投資収益、利子所得の 3 つから構成されており、その構成比は配当金・配分済支店収益と再投資収益で半々というイメージである。配当金・配分済支店収益は海外から日本へ回帰する（≒円買いが発生する）ことが期待できる一方、再投資収益は文字通り、外貨のまま再投資されるので為替市場の需給には中立である。つまり、直接投資収益の半分は日本へ戻ってこない（円買いに繋がらない）という理解になる。具体的な数字で言えば、2022 年の

直接投資収益の受取は 27 兆 5950 億円だったが、このうち再投資収益は 13 兆 410 億円と約 47%を占めていた。この再投資収益が直接投資収益に占める割合は過去 10 年余りで明確に切り上がっており、「戻ってこない円」が増えていることが分かる（図）。

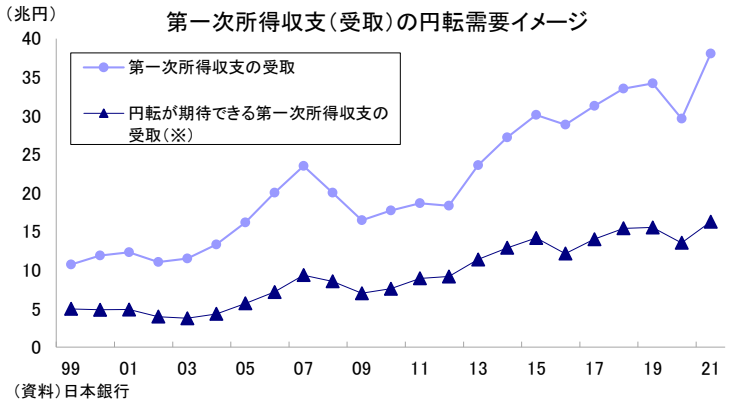


（資料）日本銀行、※再投資収益が第一次所得収支（受取）に占める割合

片や、証券投資収益はどうか。証券投資収益は配当金、債券利子等（短期債と中長期債）から構成されているが、7 割が中長期債からの利子収入である。再投資収益と異なり円転される可能性を断定できるわけではないが、海外の有価証券（例えば米国債）から生じた利子は外貨のまま再投資されるのが普通だろう。具体的な数字で言えば、2022 年の証券投資収益の受取は 18 兆 5230 億円だったが、このうち債券利子は 11 兆 4886 億円と約 62%を占める。この部分は円買いに繋がらない。まとめると再投資収益と債券利子の合計 24 兆 5296 億円について円転は期待できない。2022 年の第一次所得収支の受取総額が約 49 兆 9161 億円だったので、約半分が円転されないイメージになる。

「需給は赤字」という国になった日本

こうした「第一次所得収支の受取の半分は戻ってこない」という事実は過去からそれほど変わっているわけではない。しかし、貿易赤字やその他サービス赤字から漏出する外貨が著しく増えているため、第一次所得収支の黒字を積み上げても「半分は戻ってこない」という前提が続くと、「経常黒字は大きくても円安になる」という現象が起きやすくなる。これが顕著になったのが 2022 年だ。第一次所得収支は+35 兆 1857 億円と過去最大を記録したが、貿易・サービス収支の赤字も▲21 兆 1638 億円と過去最大を更新し、経常黒字は+11 兆 5466 億円となった。+11 兆円以上の経常黒字は世界的に見れば相応に大きいが、上述したように、そもそも約 50 兆円に及ぶ第一次所得収支の受取総額のうち半分（約 25 兆円）が円転されていない可能性がある。経常黒字が+11 兆円しかないのに、「25 兆円分は円買い需要にはならない」とすれば、経常黒字の実情としては円売りの方が多いということになる。



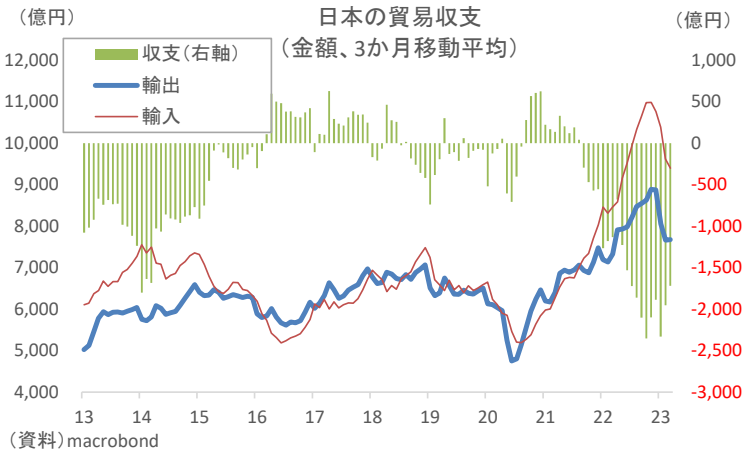
（資料）日本銀行
※第一次所得収支の受取から「再投資収益および債券利子」を控除したもの

なお、今回は簡易的に再投資収益と債券利子を円転が期待できない部分としたが、証券投資収益の配当金部分（2022 年だと約 7 兆円の受取）も再投資されるものが多いのではないか。だとすると、円転が期待できない部分は半分では済まない。いずれにせよ、経常収支の符号だけを見て、円相場の頑健性を語るのが難しい時代に入っているのは間違いなく、日本は対外経済部門について「需給は赤字」という国になり下がっている可能性がある。

貿易赤字は 3 か月で▲5 兆円超え

為替市場への影響を考える上で最も直接的に注目される貿易収支は 3 月に▲7545 億円と 20 か月連続の赤字を記録した。ヘッドラインでは 2022 年度の貿易赤字が▲21 兆 7285 億円と比較可能な 1979 年度以降で最大の赤字を記録したことが取りざたされているが、2022 年暦年の赤字が既に約▲20 兆円に達していたのだから、年度の赤字規模を改めて騒ぐ必要はない。むしろ、年内の為替市場を占う上では年初 3 か月間（1～3 月）の貿易赤字が▲5 兆 1590 億円と 5 兆円の大台に乗せている事実が目を引く。例えば、過去の貿易赤字を遡ると 2019 年で約▲1.8 兆円、5 年連続の貿易赤字を記録した 2011～15 年平均で約▲3.7 兆円だった。中国の春節を挟み輸出が停滞しやすい時期とは言え、「3 か月で 5 兆円の赤字」というのは前例のないペースであり、特筆に値する。

3 月について輸出および輸入を見ると、輸出は金額ベースでは前年比+4.3%（以下特に断らない限り前年比）と 25 か月連続で増勢が維持されているものの、数量ベースでは▲8.1%と 6 か月連続で減少している。円安により金額（価格×数量）は押し上げられているものの、外需環境が芳しくない中、数量が伸びないという様子が窺える。数量が増えなければ国内経済における「生産増→所得増→消費増」という循環には入らない。片や、輸入は金額ベースでは+7.3%と 26 か連続の上昇、数量ベースでは▲2.6%と 5 か月連続の減少となっている。輸入についても円安相場がラグを伴って金額を押し上げており、そこに従前からの資源高も加わって、引き続き輸出よりも高い伸びが続いている。これでは収支の改善には至らない。図に示すように、3 か月移動平均で見ても輸出・輸入が共にピークアウトしていることで収支改善が進んでいない。円安・資源高のピークアウトで 2023 年の貿易収支は改善が進むことが期待されていたものの、減速する海外経済環境と高止まりする商品価格でそうした展開には至っていないのが実情である。もちろん、季節調整値で見れば貿易赤字は昨年 10 月をピークに縮小傾向だが、「思ったほど円安が是正されない」、「思ったほど原油価格が下がらない」という事実を踏まえると、「去年よりマシだが大きな貿易赤字」が実現する可能性は高い。



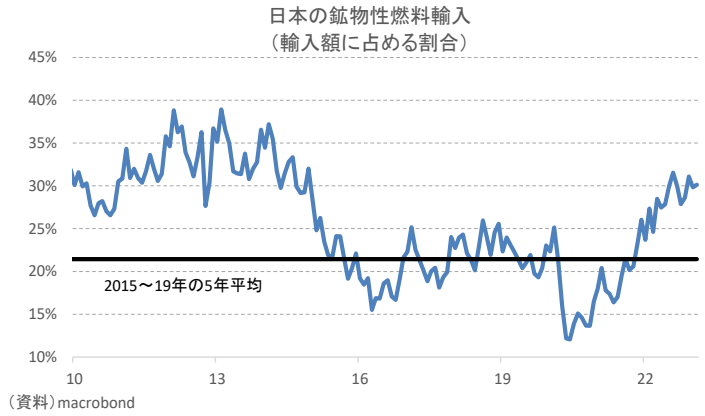
中国向けは依然として前年割れ

上述したように輸出の伸びが鈍いことで収支の改善が阻まれている印象は拭えない。この点、国・地域別の動きを見てみると、中国（+香港）向けが▲5.2%と 4 か月連続で前年実績を割り込む動きが続いている。その減少幅は徐々に小さくなっているものの、輸出全体の 18%弱を占める中国が冴えない以上、全体水準はどうしても押し下げられる状況が続く。また、上でも論じたように、地政学・地経学の観点から、中国向けの商取引が全盛期並みに回復するのかは不透明感が強い。これを新常態と整理するならば、高止まりする商品価格と同様、日本の貿易赤字が構造的に拡がっているという事実を認めざるを得ない。なお、中国以外でも輸出は精彩を欠いており、米国向けは+14.9%から+9.4%へ、EU 向けも+18.6%から+5.1%へ減速している。実効ベースでの円安地合いが確保されているにもかかわらず主要貿易相手国に

対する輸出が伸びない以上、やはり円安については弊害を指摘する声の方が大きくなりやすいだろう。

今や 30%に達する鉱物性燃料輸入

もっとも、輸出以上に日本の貿易収支改善はやはり輸入の先行きに依存する。言うまでもなく原油・粗油に象徴される鉱物性燃料項目への依存度が大きく、輸入の 4 分の 1 と言われた同項目のウェイトは今や 30%前後にまで及んでいる（図）。パンデミック直前の 5 年間（60 か月間）の平均が 21.4%であったことを思えば、日本がエネルギー調達に割かねばならない外貨は明らかに増えている。原油価格と輸入金額の関係を簡単に試算すると、原油価格が+1%上昇すると鉱物性燃料の輸入が+8%以上、上昇するイメージになる。鉱物性燃料が輸入の 30%だとすれば原油価格+1%の上昇に対して輸入金額全体は 2.4%（8%×0.3）押し上げられるイメージになる。パンデミック直前の 5 年間の平均は 1 バレル 60 ドル程度だった。年初来の平均は 80 ドル近辺であるため、原油価格は+30%程度、切り上がっている。上記の試算に合わせれば鉱物性燃料の輸入は+240%以上、輸入金額全体では+70%以上が切り上げられるイメージになる。



もちろん、これはその他の条件が全て一定だった場合の話だ。現実には 2022 年の輸入金額が 118 兆円、2017～19 年平均の輸入金額が 79 兆円なので、輸入金額は+50%ほど切り上がっている。試算通りではないが、原油価格主導で日本の輸入金額が切り上げられているのは事実であり、しかもそれが一時的ではない可能性は留意しておく必要がある。筆者は資源の専門家ではないので原油価格の予想はできないが、今後、世界経済がより時間とコストのかかる世界でやっていかねばならないのはある程度間違いない。その文脈には「もはやロシアや中国には頼れず、高い資源を買う必要がある」という事実も含まれてくる。パンデミック前と比べて+30%切り上がった原油価格が適切な価格なのかは分からないが、「資源の値段が切り上がった」という事実自体は構造的な目線からある程度受け入れる必要があると筆者は感じている。こうしてみると「地政学・地経学のリスクは日本の輸出を減らし、輸入を増やす」という事実が浮かび上がってくる。そのような観点に立ちながら円の現状と展望を考えることは重要である。

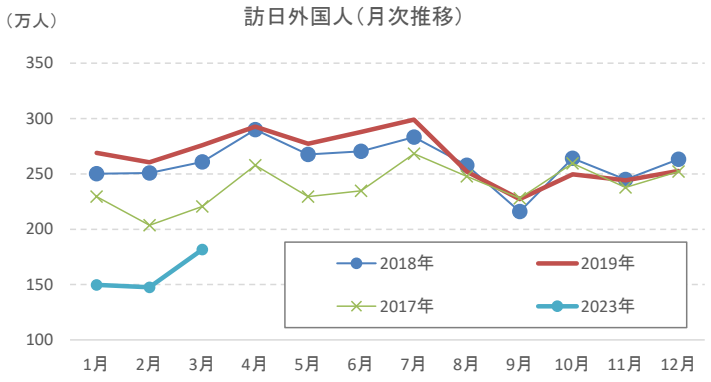
《日本経済の現状と展望について～復調しつつあるインバウンド需要の読み方～》

訪日客数、一部の国は既にパンデミック以前に復活

訪日外国人（インバウンド）の復調が話題になっている。日本に対するインバウンド需要とそれが経済にもたらす影響を検討する際、量と質の 2 点から理解する必要がある。量は単純に訪日外客数、質は 1 人あたりの旅行支出だ。前者が注目されやすいが、経済的なインパクトには後者も重要になる。

まず前者に関し、3 月の訪日客数は 181.7 万人とパンデミック直前の 2019 年 3 月対比で 65.8%まで復元している。150 万人を超えたのはパンデミックを受けた最悪期に入る直前の 2020 年 1 月以来、約 3 年ぶりである。日本が桜の開花シーズンを迎え、クルーズ船の運航が再開されたことなども追い風となっている模様である。定期便の正常化も徐々に進んでおり、例年 4～7 月にピークを迎えるインバウンド需

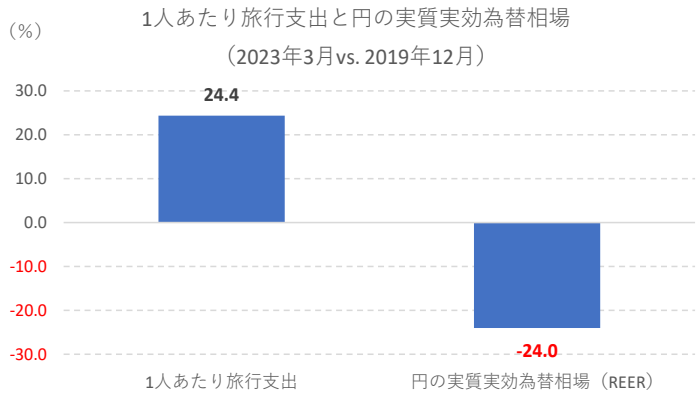
要は順当に回復していると言える。国別に見れば 2019 年 3 月対比で増加したのは（すなわちパンデミック前を越えたのは）、シンガポール（+20.6%）、ベトナム（+11.9%）、オーストラリア（+2.3%）、米国（+15.0%）、メキシコ（+1.0%）、中東地域（+4.9%）でボリュームの大きい米国やオーストラリアについて数量面での正常化が完了していることは心強い。もっとも、依然としてパンデミック前の水準を全体として回復できていないのはインバウンドの 3 割を占める中国から日本への団体旅行が許可されていないことに起因する。地政学・地経学的な背景も踏まえれば、回復の算段は立ちにくいのが実情だろう。



（資料）政府観光局

「消費額の増加幅≒REER の下落幅」という実態

上記のような「量」としての人数も重要だが、1 人 1 人がどれほどの消費・投資をしてくれたのかという「質」の視点も重要である。実質実効為替相場（REER）ベースで半世紀ぶりの円安と言われる状況を踏まえれば、自ずとパンデミック以前よりも外国人の財布の紐は（日本人から見れば）緩むことが期待される。結論から言えば、「質」の向上も認められる。観光庁『訪日外国人消費動向調査』が公表した 2023 年 1～3 月期の訪日客 1 人あたりの旅行支出は 21 万 1957 円と 2019 年 10～12 月期（17 万 434 円）対比で+24.4%も増えている。



（資料）INDB、macrobond

しかし、これを「質」の向上として手放しで喜ぶことについては議論の余地があるかもしれない。というのも、2023 年 3 月の REER は 2019 年 12 月対比で▲24%安くなっており、その下落幅は 1 人あたり旅行支出の増加幅と概ね一致する（図）。円の REER 下落は「日本の海外に対する購買力低下」を意味すると同時に「海外の日本に対する購買力上昇」も意味する。日本経済の浮揚を議論する観点に立てば、1 人あたり旅行支出が大幅に増えることは喜ばしいことだ。

しかし、それは「安い円」に拠る部分も大きく「外国人の財布から拠出される外貨」は恐らくそこまで変わらず、単に「円建てで見た消費額が押し上げられているだけ」という可能性もある。そうだとしても日本人には関係の無い話だが、見方を変えれば「日本で提供される財・サービスの価格が海外にとって安過ぎる」という事実も浮かび上がる。このままいけば 2023 年通年の外国人消費額はパンデミック前を超えるという期待は強いものの、（世界的に見れば）過剰な安売りの結果と言えなくもない。通貨安になれば日本車や日本の電化製品の現地価格据え置きでも高い売上高が記録できるようになるのと同じだ。

今後起きることは物価上昇か

こうした状況を踏まえると、インバウンド需要の高まりとともに起きることはやはり国内の物価上昇ではないか。昨年までの鎖国政策のように政策的な障害を設けたりしない限り、国際的に見て低い価格で高い質の財・サービスを提供し続ける日本へのインバウンド需要は好調が続くはずだ。その結果、東京都心を中心として外国人の消費・投資意欲に近い分野から物価は上がる公算が大きい。既に一部の宿泊・飲食サービスでは価格設定がそうなってきている。日本人が外国人に対して提供している宿泊・飲食を中心とするサービスは多少値上げしたとしても、外国人にとっては「非常に安い」が「安い」に変わるくらいであり、それほどインバウンド需要に影響を及ぼさない可能性が高い。大勢に影響はないだろう。

その結果、日本人が快適に過ごせるかどうかというのは別の問題としてはある。しかし、財同様、サービスも貿易取引であり、日本人がどう感じるかよりも経済合理性に応じて取引は動く。今後、日本人として期待すべき前向きな展開があるとすれば、活性化するインバウンド輸出を契機に国内の雇用・賃金環境がひっ迫して、「名目賃金の上がらない日本」がいよいよ変わる展開だろうか。その最中で弊害を訴えるオーバーツーリズムは今後のキーフレーズになってきそうだが、日本が望む望まないにかかわらず、インバウンドから外貨を得る道が拡がりを伴いながら持続する公算は非常に大きい。足許から将来にわたって、日本が能動的に増やせる外貨の獲得経路はもはや旅行収支くらいしかないのだから、これを忌避するのは国として得策ではない。インバウンド産業は短期的な弊害を上手く付き合いながら日本全体で育てていくべきものになるだろう。

《メインシナリオへのリスク点検～商業用不動産はやはり「次の危機の芽」なのか？～》

「次の危機の芽」としての商業用不動産

シリコンバレー銀行（SVB）破綻から丸 2 か月が経過しようとしている。第二次リーマンショックを囃し立てるムードが強かった当時の状況と比較すれば、金融市場は大分平静を取り戻しつつあるが、依然として「次の危機の芽はどこにあるのか」といった警戒心は漂う。この点、米国ではオフィスやホテルなど商業用不動産（CRE：commercial real estate、以下単に CRE）に内包されたリスクが常々指摘されてきた経緯がある。特に CRE へのローンを束ねて証券化した商品である商業用不動産担保証券（CMBS）の価格急落を指摘する向きは多く、これを抱える機関投資家の損失拡大から危機が伝播するのではないかとの懸念が根強い。SVB 破綻以降、米国の中堅・中小銀行の経営不安が高まっているが、CRE の多くがこうした銀行群からの融資に依存しており、懸念は簡単に消えそうにない。

実はこうした問題は米国だけではなく欧州も同様に抱えており、最近では中央銀行自らがその危うさに警鐘を鳴らしている。ECB は 4 月 3 日、『ユーロ圏不動産市場における投資ファンドの強まる役割（The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations）』と題し、過去 10 年で急拡大したファンドによる CRE 投資が金融安定のリスクになるとの論説を発表した。現状、複数のユーロ加盟国で不動産投資ファンド（REIF：real estate investment funds）が強い影響力を有しており、当該国の不動産市況悪化に伴って REIF も不安定化する展開が懸念される。後述するように、ECB は急成長した REIF が「流動性のミスマッチ（the liquidity mismatch）」に直面し、これが金融不安定の種になる可能性を指摘している。REIF の多くが投資家の払い戻し請求を認めるオープンエンド型ファンドとして資金調達しているため、不動産市況への懸念が高まれば、非常に早く・大きな規模の資金引き出しに直面することが懸念される状況にある。バランスシートの観点から言えば、顧客

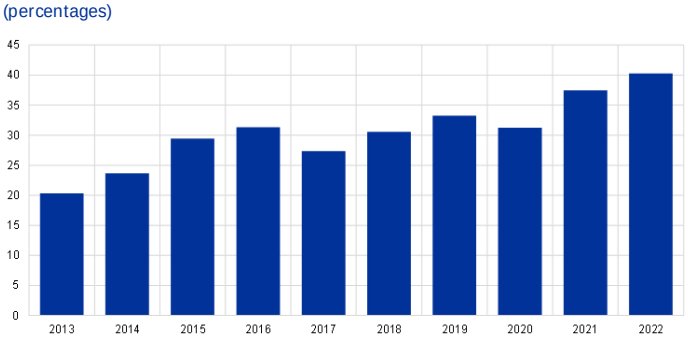
からの預り金である負債の流動性は非常に高い。

同時に、REIF は大量の解約に応じるため保有資産の売却に踏み切る必要があるが、資産の性質上、CRE は容易に売却できない。つまりバランスシートにおける資産の流動性は低い。流動性が低い資産を急いで売ろうとすれば当然、投げ売り（fire sales）となり損失は拡がりやすくなる。しかし、流動性の途絶はファンドとしての「死」を意味するため、これを回避するために損失を被っても売りを止めるわけにはいかない。こうして流動性のミスマッチがファンドの経営難や破綻を引き起こし、金融安定に影響が及ぶというのが目下、ECB の懸念する展開である。SVB 破綻以降、「次の危機の芽」として CRE を指す論調は増えていたが、中銀自ら明確に指摘するのは珍しい。

CRE 危機はシステミックリスクに

ECB によればユーロ圏の CRE 市場に占める REIF の割合は 2012 年の 20%から 2022 年には 40%にまで倍増し、無視できない存在感を放つようになっている（図）。こうした REIF の存在感を踏まえれば、CRE 市場の不安定は REIF の不安定化に直結し、REIF の不安定化もまた、CRE 市場の不安定化に直結するという相互依存の関係が見出せる。当然、CRE 市場にエクスポージャーを持つ銀行や証券などの金融機関も存在し、それらの経営不安にも繋がってくるだろう。こうして CRE 危機がシステミックリスクをもたらす「次の危機の芽」という理解になる。金融機関経営の不安定化は貸出厳格化などの信用収縮を通じて実体経済を下押しするため、始点と終点を見れば「CRE 市場の崩壊→ユーロ圏景気の減速」といった懸念に至る。ECB は SVB 破綻やクレディスイス再編などの域外イベントを背景に、こうした展開が現実化する可能性を見据え始めているようだ。

ユーロ圏 CRE 市場における REIF 保有の不動産価値のシェア（資料：ECB）



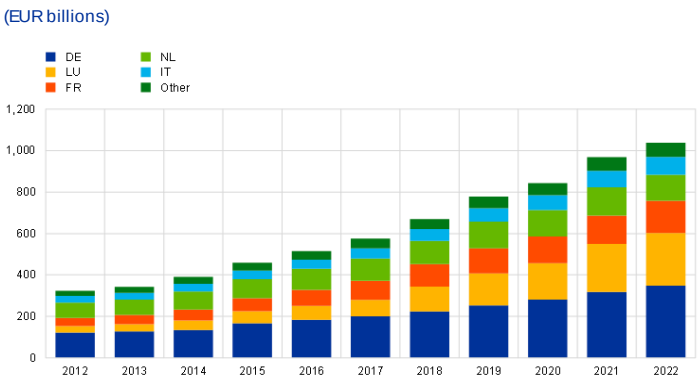
ちなみに、ECB は米大手資産運用会社ブラックストーンの不動産投資信託（REIT）である「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト（BREIT）」が最近、急増する解約請求を制限しなければならなかった例を挙げ、類似の事案が今後も増えてくる可能性を指摘している（英国でもそのような光景が出始めていることを指摘している）。当然、こうして窮地に陥ったファンドは流動性確保のため保有不動産売却はもちろん、資金調達にも勤しむため、市場全体の資金調達コストは押し上げられる。後述するように、それは将来的な利下げ可能性を高める話になる。

部分的に現実化する危機

ユーロ圏において CRE と REIF は過去 10 年で猛烈な伸びを示してきた。既に CRE 市場のシェアが 10 年で倍増したことは言及したが、絶対額で見た場合、REIF の純資産総額は 2012 年から 2022 年の 10 年間で 3230 億ユーロから 1 兆 40 億ユーロへ 3 倍以上に膨らみ、このうちの 80%がオープンエンド型（つまり常時解約可能）という。この所在地を国別に見た場合、REIF は 5 つの加盟国（ドイツ、ルクセンブルグ、フランス、オランダ、イタリア）に集中している模様だが（図）、REIF が直接的に不動産投資をする形態以外に債券など金融商品の形態で保有している場合もあるため（ECB によれば 30%程度あ

る)、CRE や REIF の不安定化がこれらの国々だけで限定されるとは限らない(もっとも、影響が広範囲に及ぶという点では悪材料だが、リスクが一極集中し危機が深刻化する可能性は低いという意味では好材料である)。CRE 市場の不調はパンデミックによるリモートワークや e コマースの隆盛、その他行動様式の変化が真っ先に指摘されるものの、その終息と入れ替わるように主要国で利上げが行われ資金調達コストが上昇し始めたことも無視できない。上述したように、パンデミックに至る直前までは極めて早いペースで価格が上がっていたこともあり、「調整余地も大きい」と捉える雰囲気は強い。昨年 10～12 月期以降、CRE にまつわる取引がにわかに細っているというデータもあり、これに伴って CRE 価格も軟化しているという事実が ECB からは指摘されている。CRE 危機は深刻化の余地を孕みながら、部分的には既に現実化しているとも言える。

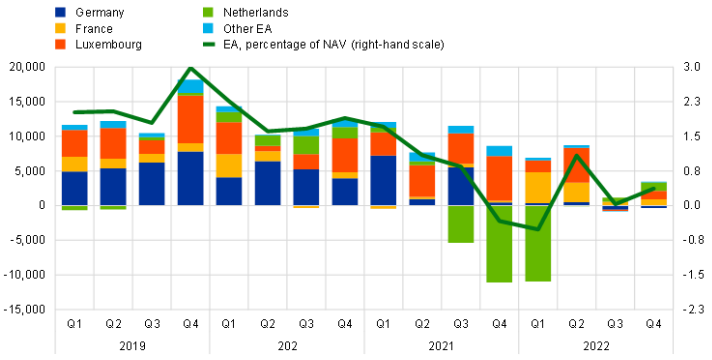
不動産投資ファンドの純資産推移とその所在地内訳(資料:ECB)



鍵となるのはやはり「流動性のミスマッチ」

冒頭述べた通り、危機が起きると想定した場合、やはり「鍵となる脆弱性(A key vulnerability)」は REIF に対する解約請求が押し寄せた際に直面する「流動性のミスマッチ」問題である。「解約請求に対応するまでの期間」と「保有資産を現金化するまでの期間」を比較し、前者が後者より顕著に短い場合、ファンドは資金繰りに行き詰まる(流動性のミスマッチに直面する)ことになる。現状、その危機に晒されやすい加盟国を特定するのは難しいものの、域内の金融安定を監視する欧州システミックリスク理事会(ESRB)の調査によれば、2021 年 7～9 月期時点、オープンエンド型 REIF の 31%が流動性のミスマッチを抱えており、特に CRE 市場における REIF の存在感が大きいフランス、オランダ、アイルランドでは「オープンエンド型投信を抱えつつ現金バッファが小さい国」であるとしてその脆弱性が指摘されている(反対にイタリアやポルトガルが現金バッファの大きい国として紹介されている)。実際、CRE 市場の雰囲気が悪くなるのに従って REIF への資金流入は細っており、既にオランダなど一部の国では大幅な純流出に直面している。前頁図を一瞥するだけでも、REIF を取り巻く環境が一変しているのは間違いなく、ショックに対して脆弱性が増している状況が読み取れる。一連の金融引き締めや 3 月以降続いている国際金融不安は CRE 市場やそれを主戦場とする REIF にとって「泣きっ面に蜂」とも言える動きであり、依然として利上げや量的引き締めを政策オプションから外せない ECB は大きな葛藤を覚えていることだろう。

REIF への純流出入状況(資料:ECB)



論説は利上げ幅縮小の布石？

既に論じたように、多くの REIF が流動性のミスマッチに備え始めれば資産売却と資金調達が盛り上がる公算が大きい。それは資産価格の下落と資金調達コストの上昇に繋がる。ECB は論説の結びとして考えられる政策対応を示している。現状、オープンエンド型ファンドには解約請求の停止という手段が与えられているものの、これはファンド経営の不安定化を宣言するようなものであり、いわゆるスティグマ（汚名）リスクを伴う。よって、ファンド出資者に対しては解約コストや最低保有期間の導入、解約通知期間の長期化など、多様な流動性管理手段（LMT：Liquidity Management Tool）の導入を ECB は提唱している。また、REIF に関してはそもそも解約が容易なオープンエンド型ではなくクローズド型しか認めないといった規制面からのアプローチも ECB は言及している。実際、構造的に流動性の低い資産（不動産）を抱える REIF の性質を踏まえれば、「解約のハードルを上げる」というのは本質的な一手ではあり、既にいくつかの国では導入されているという。こうした規制傾向は今後、強まるものだろう。

以上のような CRE に関するリスクは米国においてもかねて指摘されてきたものであり、金融市場の関心も非常に大きい。CRE 危機が注目される中、政策金利動向がどのような影響を被るのかだ。既に論じたように、流動性危機に怯えるファンドの挙動によって資金調達コストが押し上げられ、それがシステミックリスクに直結する可能性がある程度見えているのであれば、中央銀行が何もしないということは考えにくい。上述したような REIF 運営にまつわる制度的な修正は中長期的に進められるだろうが、それと同時に短期的には無リスク金利である政策金利を下げることも催促されやすくなっていくだろう。

現状では CRE 危機というフレーズが市民権を得るほどの事態にはなっていない。だが、仮にそうなってしまえば、眼前のインフレを犠牲にしてでも利上げ路線の急旋回を強いられるリスクはある。政策金利の急変動は市場にボラティリティをもたらし、要らぬ混乱を招く。欧米中銀が思わぬ軌道修正強いられる要因（そしてそれは予想外の円高を引き起こす要因でもある）として商業用不動産市場の先行きはリスクシナリオにおいて重要な論点となりそうである。

◆ ユーロ相場の見通し～利上げの転換点は見えてきたのか？～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～与信環境の引き締まりが利上げブレーキに～》

一貫性が重んじられた 3 月会合

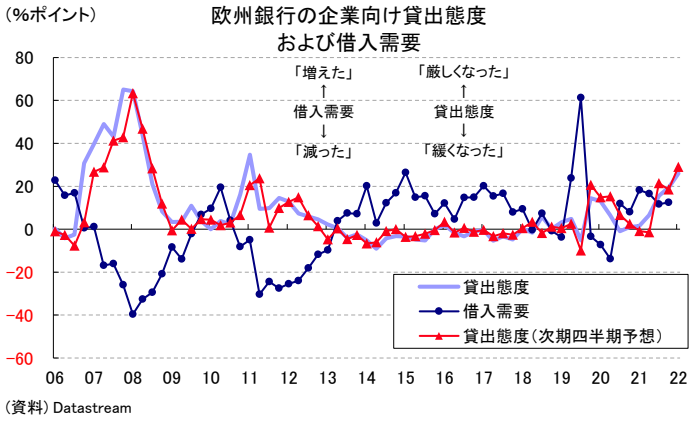
4 月には ECB 政策理事会の開催はなかったものの、同 20 日に 3 月 15～16 日開催分の議事要旨が公表されている。4 月会合が無かった分、ECB の挙動を占う貴重な材料となる。同会合はシリコンバレー銀行（SVB）破綻に次いで大陸欧州では大手金融機関の再編が起きるなど、金融システム不安が極度に高まっている中で行われた。当時を振り返れば、不透明感が色濃くなる真っ只中で先陣を切ったのが ECB であり、その挙動が FRB や日銀などに何らかの影響を与えるのではないかという意味でも注目されていた。結果は 2 月会合で予告された通り、預金ファシリティ金利の+50bp への利上げが決定された。片や、2 月会合から挿入された+50bp 利上げを約束するフォワードガイダンスが撤廃されたため、次回（5 月 4 日）会合以降の見通しについて不透明感が増す会合でもあった。

その意味で 3 月の議事要旨からどのような情報を読み取るかが重要になる。議事要旨によれば+50bp の利上げは「非常に大多数（a very large majority）」のメンバーに指示されたとあり、満場一致ではない。「何人かのメンバー（some members）」は金融市場の緊張が和らぎ、5 月会合で包括的な評価を行うまで利上げの見送りを主張しており、金融システム不安への動揺も垣間見られている。また、3 月の政策理事会時点で確かに金融市場は落ち着きを取り戻していたが、それ自体を金融安定の証左と受け止めるべきではないという強い警戒感を示す意見も見られている。

しかし、懸念されるインフレ情勢に関しては「ピークアウトしているが高止まり」という実態について問題意識はやはり高かった模様である。この点は 3 月声明文の冒頭が「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ことからもよくわかる。インフレ期待が概ね安定（anchor）しているとは言っても、市場ベースのインフレ期待が 2 月会合以降で加速している以上、高インフレが常態化することのリスクも明らかに増している。また、コアベース（基調）で見たユーロ圏消費者物価指数（HICP）も加速している以上、「利上げを見送る」ことが市場に誤ったメッセージを送ってしまうことになる可能性は高かった。なお、3 月に改定されたスタッフ見通しについても一部メンバーが「予測値で示されるほど迅速に低水準に戻る可能性は低い」と強いインフレ懸念を示しており、政策理事会のタカ派姿勢は基本的に変わっていないと見える。インフレの粘着性が増しているのだから、中央銀行の政策も一貫している必要がある。3 月会合ではこうした発想が重視されたのだろう。

貸出態度調査が重要に

3 月会合の決定に関し、チーフエコノミストであるレーン ECB 理事は強い不透明感の中、「不完全な情報（imperfect information）」で意思決定しなければならないと述べている。とすれば、「次の一手」を検討する上では、3 月会合以降で追加された情報がどれだけその不完全さの解消に寄与するのかどうかが重要になる。この点、本欄でも定期的にチェ



（資料）Datastream

ックしている貸出態度調査はカギになってきそうだ。議事要旨にも金融引き締め効果がラグを伴ってどれほど企業向け貸し出しに影響を及ぼしてくるかという点について議論が交わされた跡がある。前頁図の貸出態度調査の最新時点は昨年 10～12 月期を対象とするが、既にその時点で貸出態度の厳格化（貸出供給の縮小）および借入需要の減退が確認され始めている。

次回の貸出態度調査は政策理事会の 2 日前の 5 月 2 日に更新される。1～3 月期を対象とする次回調査、および次回調査で示される 4～6 月期の予想は一連の金融不安に乗じて厳格化の兆候を示す可能性が高く、それ自体は ECB のハト派を促す材料になってくるだろう。事実、域内の民間向け貸出は失速が鮮明である（図）。こうした状況は実体経済に流れ込むマネーサプライの抑制、ひいてはインフレの抑制に繋がるため、ECB がハト派色を強める雰囲気は強まっているように思える。議事要旨でも今後政策判断の根拠として入手可能になる情報（newly available information）の代表例として貸出態度調査（the bank lending survey）と具体的に言及がある。

（%、前年比）　ユーロ圏の民間向け銀行貸出

（資料）ECB

5 月は+25bp へのペース鈍化も視野に

以上のような状況を踏まえ、5 月 4 日の政策理事会をどう読むか。結論から言えば、筆者は+50bp の利上げが今次利上げ局面では最小となる+25bp へ縮小される可能性は高いと感じている。これは上述したような、与信環境の引き締まりに応じて利上げ幅が狭くなるのは必然という理論的な事実もさることながら、既に前項のリスクシナリオとして紹介したように ECB 自らが CRE 市場への警鐘を 4 月初頭に鳴らしたばかりであることも考慮する必要がある。あれほどシステミックなリスクを指摘しながら従前の金融政策スタンスが全く変わらないというのも違和感を覚える。

もちろん、雇用・賃金情勢のひっ迫が依然として認められることから利上げを停止するという判断には至らないだろう。+25bp とした上で利上げ期間を極力長く確保するような戦略に変えてくるのではないだろうか。なお、5 月 2 日には貸出態度調査に加えて、4 月 HICP の速報値も公表される。市場参加者が予想を形成する上で決定的に重要な情報が直前まで入手できないため、市場予想もぎりぎりまで固めることが難しい会合となりそうである。

《ユーロ相場の現状と展望～金利も需給も追い風に～》

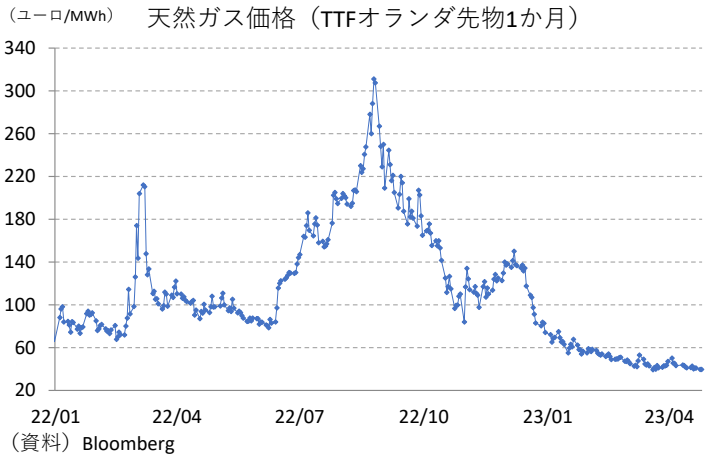
ユーロ/円、8 年 4 か月ぶり高値の背景

4 月はユーロ/円相場が一時 1 ユーロ=148 円台後半と 2014 年 12 月以来およそ 8 年 4 か月ぶりの高値を付ける動きが報じられた。その後には反落しているものの、8 年以上ぶりの高値を抜けたことで、改めて背景整理をしておきたい。なお、昨年来の本欄では年内 150 円突破を元々想定しており、足許の展開に意外感はない。巷説ではユーロ圏金利の先高観と円金利の先安観のコントラストが出たという解説が多いが、実態はそれだけとは言えない。確かに、ユーロの対円相場は「FRB よりも利上げが長引きそうな ECB」と「新体制でも緩和を続けるだろう日銀」という対比が強く意識され、8 年以上ぶりの高値を

つけた面もあるだろう。しかし、ユーロ相場の堅調は対ドルでも同様であり、年初来高値圏の 1.10 付近で推移している。為替市場全体において、ECB が他中銀に比べ「相対的なタカ派」としてのポジションに居残り、これが金利面からユーロ相場を押し上げるという流れは年初来の『中期為替相場見通し』で強調してきた展開だ。事実、ユーロ/ドル相場は欧米金利差の動きに依存する部分が非常に大きく、昨秋以来のユーロ高・ドル安を金利面から理解しようという立場はよくわかる。新体制でも緩和継続がコンセンサスになっている日本の円に対し、ユーロが強含むことも金利面から必然の帰結と言える。

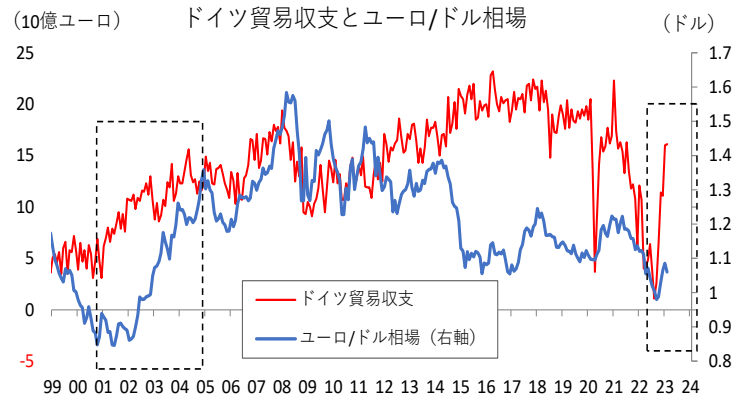
ユーロ堅調を支える域内需給

しかし、ユーロ相場の追い風は金利だけではなく、需給環境の改善も見逃せない。暖冬による天然ガス価格下落を背景にユーロ圏の需給環境が著しく改善に向かっているという点はやはり重要である。上述したように、ECB が「相対的なタカ派」としての立ち位置を維持し、金利の方向感が評価される状況にあるのも、マイナス成長確実と言われていた昨年 10～12 月期が暖冬によって予想以上に底堅く推移できたためだ。それも突き詰めれば天然ガス価格下落に起因する実質的な所得環境の改善が景気を支えたのである。金利も需給も気候要因でユーロ売りがユーロ買いに転じる方向へ風が変わったというのが足許の堅調の最も本質的理由だろう。なお、天然ガス価格に関して言えば、パンデミック以前は 10～25 ドル/MWh だったので、現在の水準（40 ドル前後）はそれでも正常化したとは言えない。



（資料）Bloomberg

天然ガス価格下落の需給環境への影響はドイツ貿易収支とユーロ/ドル相場の図を一瞥すればよくわかる。ちょうど 1 年ほど前から始まっていたユーロ相場の下落は昨年 9 月下旬にはパリティ（1 ユーロ=1 ドル）割れの常態化に行き着いた。この時期、既に ECB は+75bp の利上げに着手していたが、こうした金利面の動きは評価されず、ドイツの貿易黒字消滅に象徴される需給環境に振らされた結果だったと言える（図中、点線四角部分）。当時、ロシアからドイツを筆頭とする EU への天然ガス供給が細り、割高なスポット価格で LNG 購入を強いられる状況にあった。結果、域内の需給環境は貿易黒字縮小ないし赤字転落に傾斜しやすくなる。それ自体は明らかにユーロ安の理由だが、ユーロ安それ自体も輸入を押し上げ赤字を拡げていた。昨年 4～5 月、世界最大を誇ったドイツの貿易黒字はその殆どが消滅し、昨年 5 月分について言えば、速報ベースでは赤字という見出しも踊った（その後、確報で小幅黒字に修正されてい



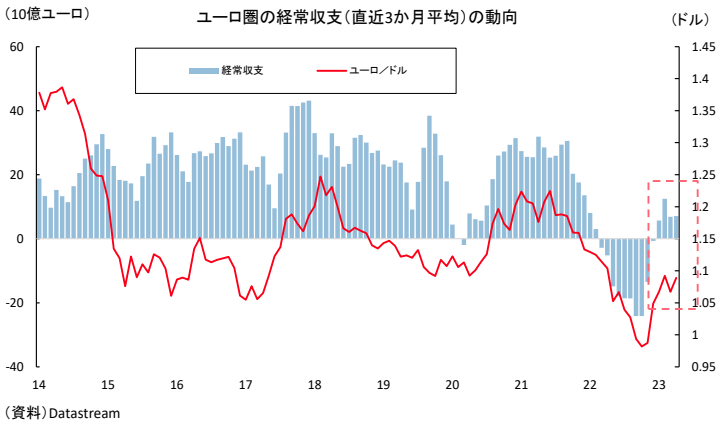
（資料）macrobond

る)。しかし、前頁図に示されるように、昨年末以降、ドイツ貿易収支は著しく黒字方向へ切り返しており、ユーロ相場もこれに呼応しているように見受けられる。

需給の激変を背景とする上昇や下落はユーロ相場にとって初めての経験ではない。昨年以前にパリティ割れが定着していた局面としてユーロ発足直後の 2000～2002 年があった。発足以前から最適通貨圏（OCA）の条件を満たしておらず瓦解疑念が強かったユーロに対し為替市場の評価は容赦ないものであった。このユーロ相場が上昇に転じた背景は 1 つではないが、「欧州の病人」と呼ばれたドイツ経済に復調の兆しが見られ[1]、貿易黒字が増加基調に入っていた事実は指摘できる（前頁図、点線四角部分）。

ユーロと円のコントラストは金利に限らず需給でも起きている

ちなみに、こうした需給環境の改善は域内全体で見ても明確であり、経常収支の基調は年初からはっきり改善し、これに応じてユーロ相場も押し上げられている。「要するに天然ガス価格次第なのか」と言われればそれまでだが、昨今の円相場同様、ユーロ相場の現状と展望を検討するにあたっても、金利だけではなく需給の動向を丁寧にウォッチすることが重要と考えられる。8 年以上ぶりのユーロ/円相場の高値を総括するにあたっては、金利面は元より、一向に貿易赤字解消の目途が立たない日本と、世界最大の貿易黒字に向かって順当な回復を続けるドイツとのコントラストが出た結果と考えると腹落ちするのではないだろうか。



《ユーロ圏経済の現状と展望～半分になった対ロ貿易～》

半分になった EU-ロシア貿易

4 月中旬、IMF から立て続けに公表された WEO や GFSR では今後、世界の経済・金融情勢を検討する上では地政学・地経学の考え方が重要になってくることが確認された。政治的に距離の近い国に証券投資や直接投資そして銀行融資などが厚めに配分され、そうではない国からは資本の巻き戻しが先行するという潮流が続いており、IMF はこうした状況が極まれば「世界がより貧しくなる」と憂いを示している。実は同じ時期の 4 月 12 日、ECB も『A year of international trade diversion shaped by war, sanctions, and boycotts』と題した論説を発表し、IMF 同様、地政学リスクの高まりが経済・金融の在り方を各国にとって好ましくない方へ変容させていると論じている。今回はこれについて解説してみたい。

昨年 2 月にロシアがウクライナに侵攻して以降、EU やその友好国はロシアに対する機械類や輸送用機器などについて輸出制限に踏み切った。欧州の企業や家計はロシア企業との取引を縮小ないし凍結することに動き、現状では EU および G7 がロシア産石油の海上輸送を制限したり、取引価格に上限を設けたりするなどの踏み込んだ動きにも至っている。これらの措置の結果、ロシアの対 EU ないし対世界との貿易関係は根本的な変化を迎えていることを ECB は指摘する。特にロシアが EU にとって重要な貿易

[1] 2003 年 12 月の The Economist 誌は当時のドイツ経済を「Sick man walking（歩く欧州の病人）」と表現した。その後、2004 年 11 月に「Germany on the mend （快方に向かう欧州の病人）」、2007 年 7 月に「Sick man no more（もはや病人ではない）」と順調にドイツ経済が復活する様子を形容している。

パートナーであることは周知の事実であり、戦争前年の 2021 年に関して言えば、ユーロ圏が輸出する財の約 3%がロシア向けであり、逆にユーロ圏が輸入する財の約 5%がロシアからであった。品目別に見れば、EU の原油輸入の 25%、天然ガス輸入の 40%、石炭輸入の 50%をロシアが占めており、文字通り、ライフラインの過半を握られた状態にあった（そのハブとなっていたドイツには当時から批判があった）。ロシア-EU 貿易に対する戦争の影響は図を一瞥すれば分かるが、ユーロ圏とロシアの貿易取引は輸出・輸入共に戦争開始を境に 1 年余りで半分になっている。末尾に述べるように、こうした結果、双方の経済が脆弱性を抱えるようになったことは否めない。以下、詳しく見ていく。

ユーロ圏の対ロシア貿易の推移

(Index, February 2022 = 100)

Sources: Eurostat and ECB staff calculation.

Note: Exports from the euro area to Russia and imports to the euro area from Russia measured in volumes, i.e. adjusted for price developments. Last observation: December 2022.

低品質・高価格を強いられるようになったロシア輸入

しばしば耳目を引くロシアから EU への天然ガス供給については今年 2 月までの間に戦前平均対比で 90%以上が削減された状態にあり、EU はノルウェー、アルジェリア、アゼルバイジャンといった他国からの代替供給へシフトしている。また、開戦後、EU が世界中から液化天然ガス（LNG）をかき集めており、2024 年末までに 2021 年末対比で輸入能力が 3 割増強され、世界の LNG 需要の 1 割を囲い込む見通しもある。しかし、後述する通り、2023 年中にエネルギー不足が解消する目途は立っていない。

なお、EU という大口顧客を失った分、ロシアの貿易取引も変わることになる。開戦直後、ロシアの輸入は対 EU だけではなく対世界全体でも半減しているが、時が経つに連れ対ロシア制裁に加わっていない国々がロシアへの輸出を増やし、2023 年初頭時点でロシアの対世界輸入は戦前の水準に戻っている。ロシアの輸入の変化を最も特徴づけるのはやはり中国で、2023 年 1 月時点でロシアの財輸入の半分が中国から来ている。しかし、ECB はロシアがサプライチェーンを再構築し、財輸入を回復させる一方、「回復した輸入の“質”が依然と同じものなのかどうかは不透明感がある」と指摘している。というのも、ロシアはハイテク財輸入の多くを西欧に依存していた。言うまでもなくそれらの財は輸出が制限されているため、必然的に質の低い財への置き換えが進んでいるか、質が同じでもより高い財を買わされている恐れがある。質の低い財や不必要にコストのかかる財で経済活動を強いられれば生産性は低下するので、ロシア経済の潜在成長率も押し下げられることになる。

片や、ロシアから世界への輸出も大きな変化を迎えているが、これも中国の存在が大きい。実はロシアの石油輸出は数量ベースでは戦後も増え続けている。これは輸出先が EU や G7 から中国そしてトルコ、インド、中東アフリカなどに振り替わっていることの結果だ。「数量ベースでは」というのは、新しい顧客開拓のためにロシアは原油を廉価販売しているという実情があるためである。具体的に、ロシアのウラル原油は今年 2 月時点で 1 バレル平均 48 ドルの価格で取引されているが、これは世界の原油取引のベンチマークであるブレント原油の 83 ドルより大分低い。また、天然ガスに関してはパイプラインの高額な補修が必要になるため代替販売が進んでおらず、なんとか中国向けに回したり、LNG を世界向けに放出したりして、減少分の相殺が図られている。それでも 2022 年のロシアの天然ガス輸出は 2021 年対比

で▲25%も低くなっており、EU を失った影響の大きさが見て取れる。

やはり地政学は経済を脆弱にする

こうした状況を踏まえれば、欧州企業による経済制裁やボイコットは両国貿易の在り方を劇的に変化させている。こうした事実には 2 面性がある。1 つはロシアの視点、もう 1 つはユーロ圏の視点だ。

まずロシアから見れば、自国への制裁に賛成していない貿易相手国に依存せざるを得ない状況が続くことを意味する。上で見たように、その代表格が中国だ。しかし、特定国への貿易依存は当然、経済全体の脆弱性を増すことになる。例えば中国経済が弱体化すればそのままロシア経済も落ち込むことになる。また、これまで資源の主な輸出先だったユーロ圏を代替する国・地域は本当の意味ではまだ見つかっていない。既述の通り、いくら数量ベースで取引を増やしても新規顧客を開拓するために価格ベースでは切り下げれば、国全体としては薄利多売を強いられているもの同じだ。また、経済活動を営む上で必要となるハイテク財などの入手もままならないため、生産性の改善も見込めない。

もちろん、ダメージを被るのはユーロ圏も同じではある。この点は過去の本欄でも再三取り上げているので多くの説明を要しないが、昨年から今年にかけてはたまたま暖冬に恵まれ助かったが、エネルギー調達という点に関し、ロシアから他の国・地域への代替はまだ完了していない。上でも述べたように、EU は LNG 調達を増やすことで脱ロシアを図ろうとしているが、LNG 受け入れに必要な設備の準備には最短でも 3 年程度の単位で時間が必要になる（貯蔵タンクや気化装置を陸上建設するのに許認可含めて 5 年以上、より早い浮体式基地でも 3 年程度と言われる）。23 年央に差し掛かってくれば昨年同様、今冬を念頭にしたエネルギー供給懸念が再び強まる可能性は高い。

このように EU とロシアの貿易を見るだけでも、地政学リスクの高まりを理由にして経済・金融面での制裁が相次ぐようになれば必然的にグローバリゼーションの巻き戻し、いわばスローバリゼーションとも言える状況が強まり、「世界がより貧しくなる」方向へシフトしていくという IMF の読みは正しいように思えてくる。ロシアのような資源大国を巻き込んだ世界経済の分断はエネルギーを中心とする供給制約を助長し、世界のインフレ圧力を押し上げる。それが過去 1 年で世界が体感したことでもある。

今後、超長期的に見れば「景気が弱くなる→デフレ圧力が増す」という未来はあり得る展開としても（実際、WEO の第 2 章はそうしたテーマが議論されている）、より短い時間軸ではスタグフレーションの色合いを帯びながらの低成長を強いられる可能性が高いと考えられる。地政学上の摩擦は経済合理性を考慮することなく持続するため、多くの国・地域が十分に貧しさを実感する状況に至らない限り、事態の収束へ動き始めることは期待しにくいのではないか。

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に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。