

中期為替相場見通し

2023 年 5 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～日本が直面する新たな外貨流出～

円相場の基礎的需給環境について～32 年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方～	P.3
円相場の現状と展望について～差がついたスイスとの距離、PPP は昔話に～	P.7
日本経済の現状と展望について～インバウンドの功罪～	P.11
米金融政策の現状と展望について～押し目を提供する米金利低下～	P.13
メインシナリオへのリスク点検～日本のデysinフレが遂に終わるのか～	P.15

◆ ユーロ相場の見通し～FRB との政策格差が引き続き支えに～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「十分に制約的な水準」の意味するもの～	P.19
ユーロ相場の現状と展望～エネルギーにまつわるリスクは残存～	P.21

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

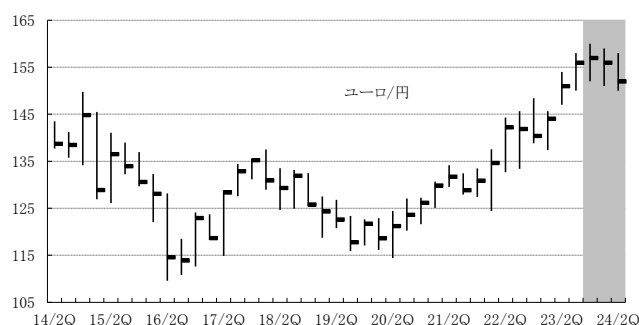
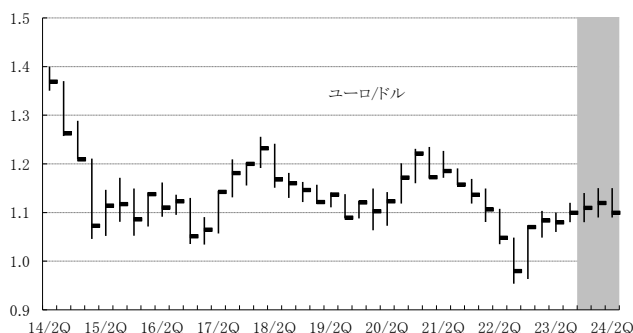
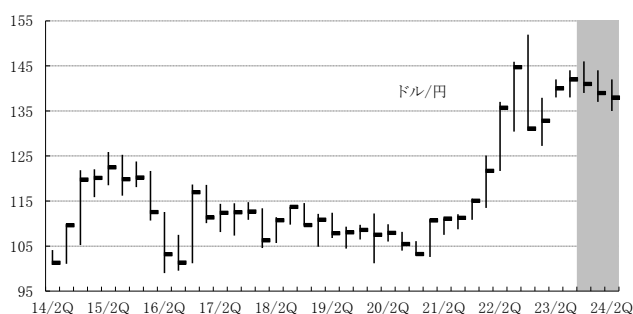
5月のドル/円相場は続伸した。本欄では執拗に強調している点だが、米金利動向だけから円相場の水準や方向を議論するような姿勢は危ういと言わざるを得ない。もちろん、この先、FRBの利下げ転換という重大な局面を控えているため、これに合わせて円高・ドル安を拾う好機は到来するだろう。しかし、それはあくまで「中長期的な円安相場における押し目」というのが筆者の基本認識である。需給面に目をやれば貿易赤字以外にデジタルやコンサル、研究開発といった新たな分野で外貨の漏出する経路が複数見られ始めており、その規模は決して小さくない。経常黒字や世界最大の対外純資産の存在は事実だが、それが円として還流してくるかどうかは別の話だ。第一次所得収支黒字における直接投資収益が増え、その中でも再投資収益に回される比率が上昇しているということは、会計上は黒字に計上されても「売られたまま戻ってこない円」の割合が増えている需給環境を意味する。FRBの利下げ転換と共にドル/円相場の押し目が来るとしても、それだけで120円割れの世界に戻れるという期待は持つべきではないように思える。需給構造上の大きな転換から目を背け、米国の利上げ回数やその幅、単月の基礎的経済指標の結果を元にドル/円相場の展望を語ろうとするのは時代遅れだと考える。

片や、5月のユーロ相場は下落に転じたものの、大崩れには至っていない。5月のECB政策理事会では利上げ路線の堅持が改めて確認され、6月および7月の利上げも堅そうである。FRBの利上げも想定以上に持続しそうな雰囲気があるものの、基本的には両中銀の政策格差を背景としてユーロが買われやすいムードは当面続くと考えておきたい。もっとも、銀行貸出態度調査に表れる銀行の貸出基準厳格化や企業の借入需要減退などは鮮明であり、大幅利上げの効果は確実に实体经济へ浸透している。利上げの終点が近づいていることも事実だろう。なお、前月の本欄でも論じたように、ユーロ相場の下支え役は金利に限らず、需給環境も重要になっている。暖冬などの諸要因が絡み合った結果、天然ガス価格は遂にロシアのウクライナ侵攻以前の水準に戻っており、ドイツを筆頭として域内の貿易収支が大幅に改善している。世界最大の貿易黒字を誇るユーロ圏の強みが戻りつつあると言えるだろう。しかし、裏を返せば天然ガス価格次第という脆弱性は変わっていないとも言える。ロシアから他国・地域へのエネルギー調達切り替えが完了しているわけではないため、例えば次の冬が厳冬になるといった天候次第で需給環境が激変を強いられ、ユーロ相場が大崩れする展開はダウンサイドリスクとして残る。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～5月(実績)	6月	7～9月期	10～12月期	2024年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	127.22 ～ 140.93 (139.61)	138 ～ 142 (140)	138 ～ 144 (142)	139 ～ 146 (141)	137 ～ 144 (139)	135 ～ 142 (138)
ユーロ/ドル	1.0482 ～ 1.1096 (1.0735)	1.06 ～ 1.10 (1.08)	1.08 ～ 1.12 (1.10)	1.08 ～ 1.14 (1.11)	1.09 ～ 1.15 (1.12)	1.09 ～ 1.15 (1.10)
ユーロ/円	137.45 ～ 151.60 (149.88)	147 ～ 154 (151)	150 ～ 158 (156)	152 ～ 160 (157)	151 ～ 159 (156)	150 ～ 158 (152)

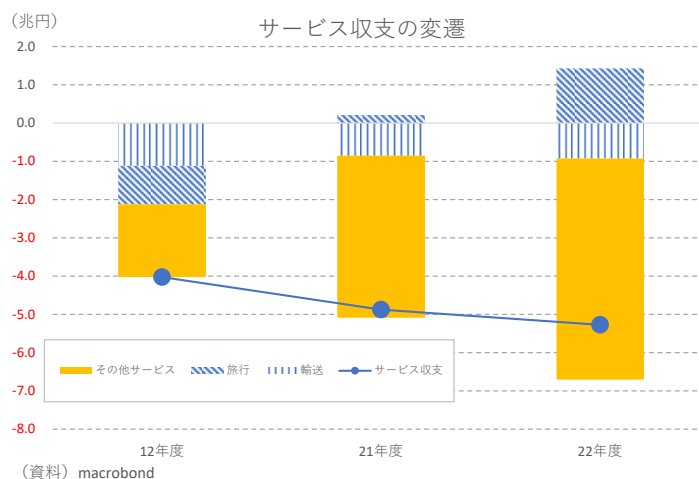
(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内5月31日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～日本が直面する新たな外貨流出～

《円相場の基礎的需給環境について～32 年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方～》
重要性では「**その他サービス収支>旅行収支**」

5 月のドル/円相場も続伸した。その背景は様々だが、筆者は引き続き巷説で好まれる米金利動向からよりも円相場の需給構造が根本的に変わっている可能性から理解すべきではないかと考えている。需給を象徴する国際収支を語るにあたっては近年、旅行収支が重要な論点として市民権を得ている。日本が能動的に外貨を稼ぐことができる経路はもはや旅行収支くらいしかないため、それを主軸として議論が展開されることに違和感はない。一方、その重要性に比してまだ認知度が低い論点としてその他サ



ービス収支はやはり無視できない。実際、数字だけを見れば旅行収支よりも**その他サービス収支**の方が遥かに大きなインパクトを持つ。先般明らかになったばかりの **2022 年度** を例にとると、サービス収支の赤字は**▲5 兆 2765 億円**に達している。このうち旅行収支は**+1 兆 4303 億円**、輸送収支は**▲9271 億円**、その他サービス収支は**▲5 兆 7797 億円**だった。もはやサービス収支の帰趨はその他サービス収支が握っていると言って良い。ちなみに旅行収支が最も大きな黒字を稼いでいた **2019 年度**でも**+2 兆 4571 億円**なので、既にその他サービス収支赤字はその倍に達していることになる。これから旅行収支黒字が往時の勢いを取り戻してもサービス収支全体を押し上げる構図には恐らくならない。**10 年前の 2012 年度と 2022 年度を比較した場合、旅行収支が▲1 兆 69 億円から+1 兆 4303 億円へ黒字転換しているのは特筆されるが、その他サービス収支の赤字は▲1 兆 9026 億円から▲5 兆 7797 億円へ約 3 倍に膨らんでいる。変化の速度や規模で言えば、どちらに注目すべきか議論の余地がないものの、後述するようにその他サービス収支拡大の要因が多岐にわたるためか、これまであまり注目されてこなかった。**

より俯瞰すれば、**2022 年度の経常収支**がピーク時 (**2017 年度**) の**+22 兆 3995 億円**から**+9 兆 2256 億円**まで縮小していることを思えば、サービス収支だけで**▲5 兆円**以上の赤字に達しており、その殆どがその他サービス赤字で説明できる状況はやはり看過できるものではない。

デジタル、コンサル、研究開発

その他サービス収支赤字の拡大要因が多岐にわたることは本欄でも繰り返し取り上げている。新聞報道等で注目され始めているように、デジタル赤字と称される項目の影響は確かに大きい。上述したように、**2012 年度から 2022 年度の間にその他サービス収支赤字は約 3.9 兆円 (▲1 兆 9026 億円→▲5 兆 7797 億円)** 拡大しているが、このうち通信・コンピューター・情報サービスが約 1.4 兆円 (▲2892 億円→▲1 兆 6610 億円) と増分の 4 割弱を占める。このほか専門・経営コンサルティングサービスは **2012 年度からのデータが入手できないので最も古いデータである 2014 年度と比較するとやはり約 1.4 兆円 (▲4585 億円→▲1 兆 8477 億円)** 拡大している。専門・経営コンサルティングサービスにはインター

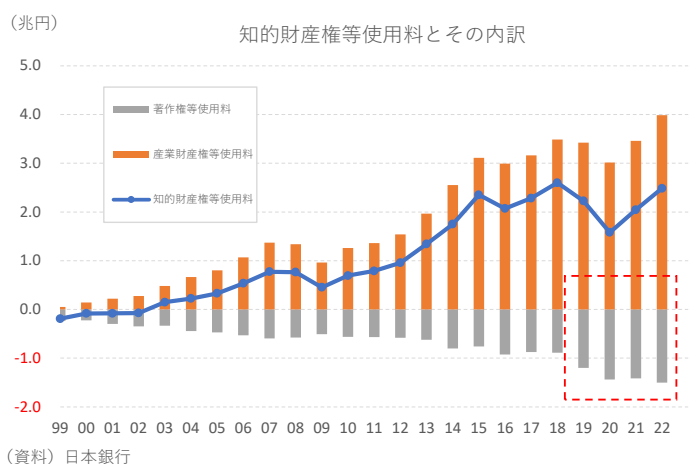
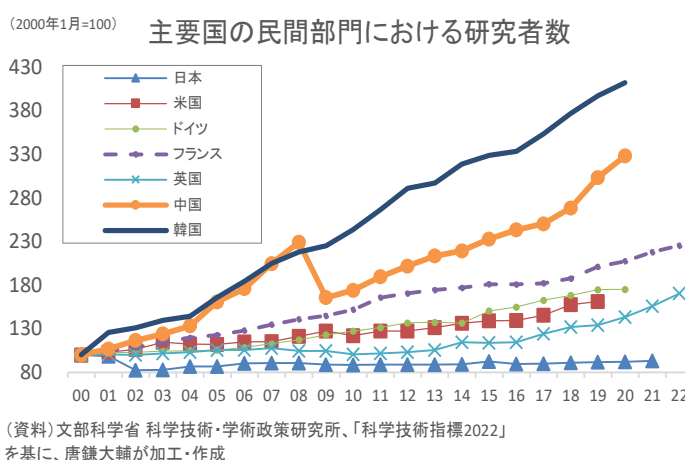
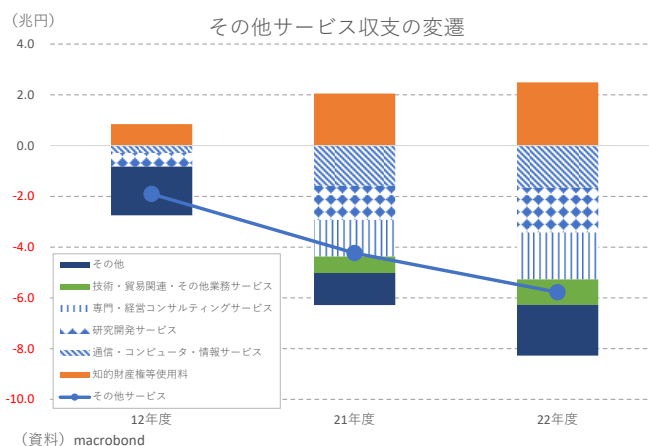
ネット広告への支払いも含まれており、いわゆるデジタル赤字の性格も含むが、近年、日本で事業拡大する外資系コンサルティング企業が日本で売上を記録した場合、その一定割合が本国への上納金として送金されているはずであり、その寄与も相当に大きいのではないかと推測される。その意味で通信・コンピューター・情報サービスは確かにデジタル赤字だが、専門・経営コンサルティングサービス全てをそうラベリングするのは誤解がある。後者のデジタル関連割合は特定できない。

ちなみに研究開発サービスの赤字も 2012 年度から 2022 年度の間約 1.2 兆円(▲5395 億円→▲1 兆 7671 億円) 拡大している。日本における民間部門の研究者数は全く伸びておらず、これが諸外国対比で見ても異様な状態であることは既に文部科学省の報告書などで指摘されている(図)。研究開発拠点としての脆弱性が増す中、研究開発サービスの受取よりも支払が増えるのは必然である。これまで「モノ作りは海外だが、頭脳労働は国内」という暗黙の了解があったように思われるものの、統計を見る限り、頭脳労働についても流出が始まっているのが実情と言える。

唯一の黒字も頭打ち

なお、その他サービス収支において唯一の黒字を稼ぐ知的財産権等使用料も楽観はできない。知的財産権等使用料は特許権などの産業財産権等使用料と音楽や映像の使用権などを含む著作権等使用料から構成される。図に示されるように、日本の知的財産権等使用料は産業財産権等使用料で黒字を記録する一方、著作権等使用料で赤字を記録する構図であり、近年、著作権等使用料の赤字が膨らんでいる。産業財産権等使用料とは日本企業が海外子会社等から受け取る

ロイヤリティであり、親子間取引の結果である。言うまでもなく日本企業の海外生産移管の結果であり、アジアや北米からの受取が多いことで知られている。著作権等使用料は「ソフトウェアや音楽、映像、学



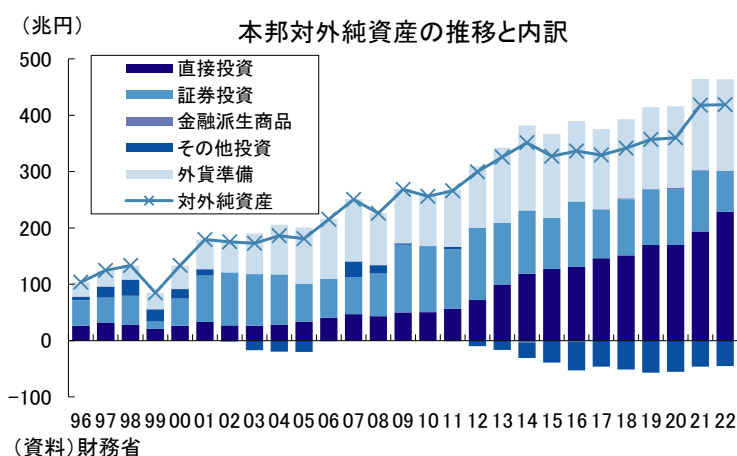
術を複製して頒布するための使用許諾料」と言われ、近年利用の増える海外企業による音楽や動画配信サービスを利用した時の支払いはここに記録される。つまり、ここも部分的にはデジタル赤字である。著作権等使用料の増勢が続けば、知的財産権等使用料の黒字は徐々に水準が切り下がるだろう。

以上のように、デジタル関連分野やコンサルティング分野、そして研究開発分野のように、これまで注目されていなかった項目から外貨が漏出する構造が根付き始めているのが近年の日本の対外経済部門の実情と言える。円相場の現状や展望を議論する上ではこうした構造変化も踏まえながらストーリーを作っていくことが重要ではないのかというのが筆者の基本的立場である。

海外有価証券の評価損を円安で吸収

5月26日、財務省から『本邦対外資産負債残高の状況（2022年末時点）』が公表されている。昨年来、「弱い円」ひいては円の信認という論点に注目が集まっていることを思えば、同統計で毎年確認される「世界最大の対外純資産国」というステータスが「安全資産としての円」の拠り所になっているのは間違いない。本欄では毎年、公表直後にその読み方をレビューしている。巨大な対外純資産は「国内における投資機会の乏しさ」の証左であり、必ずしも前向きな話ではない。しかし、政治・経済の弱体化が指摘される日本の円について、未だ安全資産と見なす向きがあるのも巨大な対外純資産の存在ゆえである。

具体的に数字を見ると、日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比+7204億円の418兆6285億円と5年連続で増加した（以下特に断らない限り前年比で議論）。これで32年連続、「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持したことになる。なお、あれほどの円安が進んだにもかかわらず+7200億円程度しか増えていないのは対外証券投資の価格変動が極めて大きなものだったからだ。具体的な数字を見ると今



回、対外証券投資残高全体で約▲49兆円の減少を記録している。これを数量（取引フロー）要因と価格要因に要因分解すると、まず純粋に数量（取引フロー）要因で約▲23兆円減少している。問題は価格要因で、為替要因（為替相場の変動）で約+47兆円増加する一方、その他調整（資産価格の変動）で▲73兆円減少している。欧米中銀の大幅利上げが顕著になる中、株式・債券ともに大きく値を崩した年になったことは周知の通りであり、それがそのまま対外証券投資残高の変動に表れている。もっとも、歴史的な円安により価格下落の6割強が相殺されたという見方も可能であり、今後、円安が進んでも「世界最大の対外純資産国」というステータスはそう簡単に崩れないであろうことを予感させる（崩れないからと言って円が盤石な環境にあるわけではないことは後述する通りである）。

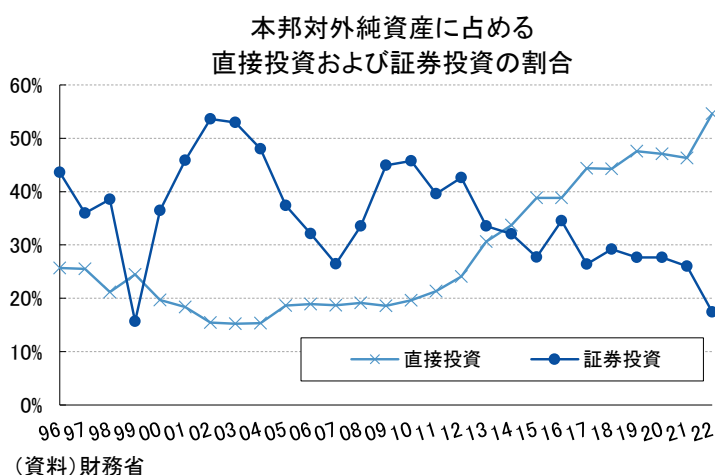
今回の発表でドル/円相場が+14.8%、ユーロ/円相場が+8.1%上昇したことになっている。日本が対外資産（ネットではなくグロス）として保有する証券投資残高は531兆円で、そのうち約53%（282兆円）がドル、約12%（65兆円）がユーロであることが分かっている。ということは、例えば円安・ドル高が10%進めば証券投資残高（グロス）が30兆円弱（ $\div 282 \text{ 兆円} \times 0.1$ ）増える。2023年の対外純資産もこ

の経路で押し上げられるのではないだろうか。フローである経常収支の黒字が縮小傾向にある以上、今後は円が弱くなることでしか対外純資産が大きく増えない状況に至っているようにも見える。

裏を返せば、今後大きく円高に振れるようなことがあった場合、経常黒字がかつてほど稼げなくなっている事実を踏まえれば、日本の対外純資産は減少する公算が大きいと言わざるを得ない。

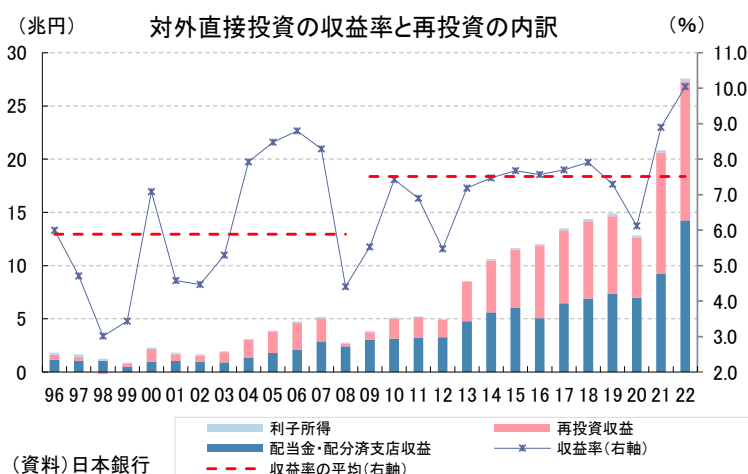
対外直接投資比率は過去最大に

対外純資産残高を保有資産別に見ると、最大項目が直接投資の 54.6%で、これは統計開始以来で最高となる。一方、証券投資が 17.5%と 1999 年以来、23 年ぶりの低い比率となっている。結果、直接投資と証券投資の比率は 37.1%ポイントと経験の無い水準まで乖離している。本欄では執拗に論じている点だが、このような対外経済部門の動きを踏まえれば、やはり断続的に生じている円安は構造的な現象なのだと考えるのが妥当ではないだろうか。対外証券投資



であればリスクオフムードの高まりに応じてレパトリ（本国回帰）が期待されるものの、対外直接投資はそうはいかない。投資家が危機を感じて海外有価証券を売る（外貨売り・円買いする）ことはあっても、事業法人が買収した海外企業を売るには相応の議論と時間を要するはずである。日本の対外純資産が世界最大であることは 32 年間変わらぬ事実であるとしても、その中で「売られたまま戻ってこない円」の割合は確実に上昇している。それがしつこい円安地合いの正体になっているのではないか。

もちろん、厳密に言えば、直接投資から生じる収益（以下直接投資収益）の中でも配当金・配分済支店収益などは外貨売り・円買いの経常的なフローとして期待はできる。しかし、過去 27 年間、直接投資の収益率は上昇傾向が認められるものの、その中における再投資収益の割合がじわじわ増えている（図）。直接投資それ自体の収益率は上昇傾向にあることから、今後も「証券投資より直接投資」という傾向は続くだろう。それは日本と諸外国の成長率格差を考えれば当然でもある。しかし、そう



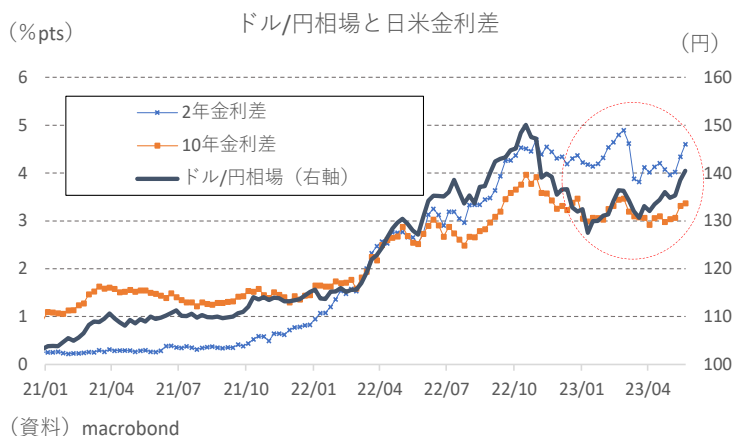
であればこそ直接投資収益を日本に戻す意味は薄れる（どの道、海外に投資する意欲が強いならば日本に回帰させる誘因は大きくない）。直接投資収益における再投資比率は 1996 年から 2009 年までの 14 年間で平均 31.8%であったが、2010 年から 2022 年までの 13 年間で平均 45.9%まで上昇している（計算期間は遡及可能な時系列である 27 年間で 14 年間で 13 年間に分けただけ）。

実際、筆者が海外で事業法人の方々のお話をお伺いしても、こうした再投資比率の上昇は実感に合う。「対外純資産は増えても、戻ってくる円の割合は低下しつつある」というのが実情であり、だからこそ需給面の事情に照らせば円安が進みやすいというのが円相場の実情ではないだろうか。

《円相場の現状と展望について～差がついたスイスとの距離、PPP は昔話に～》

「巨大な貿易赤字の下での米金利低下」は未経験

5月のドル/円相場は一時140円台を突破し、年初来高値を更新している。年末年始時点では「年央にかけてFRBが利上げを停止する。これに伴って日米金利差も縮小し、ドル/円相場も反転する」という金利動向を主軸とする円高予想が支配的だった。確かに、3月以降の日米金利差は2年・10年ともに顕著に縮小する時間帯があった。しかし、それに乗じてドル/円相場が下落するような動きは見られなかった（図）。本欄では繰り返し論じているように、これは需給環境の激変に応じた動きなのだと思う。

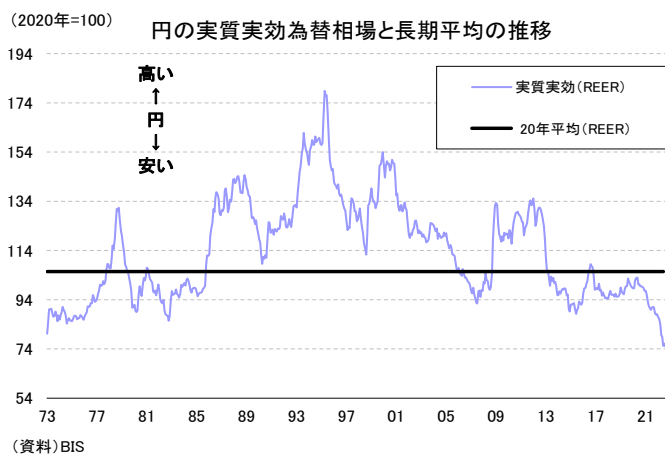


われる。貿易赤字が2022年通年で約▲20兆円を記録し、年初3か月間では約▲5兆円を記録している。その上で政策金利がマイナス圏であることに関し既定路線になっているのだから、円が買われる理由は殆ど無い。それでも多くの市場参加者は「米金利が相対的に下がってくれば円高になる」という説を支持してきたし、今もその考えを抱く向きは多い。しかし、少なくとも今のところそうならない。

もはや米金利低下だけで円高を期待する（円安を止める）のは難しいというのが筆者の認識だが、FRBが利下げに転換すれば、これほどの貿易赤字を抱えていてもやはり円高が始まるのだろうか。もちろん、多少はそういうこともあるだろう。しかし、歴史的にも「巨大な貿易赤字の下での米金利低下」は円相場が直面したことの無い状況であり、経験則に頼り過ぎるのは危ういように思う。

2023年のREERは続落している

なお、本稿執筆時点でドル/円相場は127～140円まで乱高下しているが、実質ベースの動きに着目すれば円安はずっと続いている。内外物価格差を加味した実質実効為替相場（REER）ベースで円を見た場合、4月は74.56と年初来安値である（1月は77.27、2月は75.30、3月は75.21）。日本社会に暮らす市井の人々にとって為替と言え、名目ベースのドル/円相場が真っ先に思い浮かぶところだが、国際社会に暮らす日本にとってそれはREERである。島国だからこそ海外から様々な資源を購入し、国内の経済活動に充てていかねばな

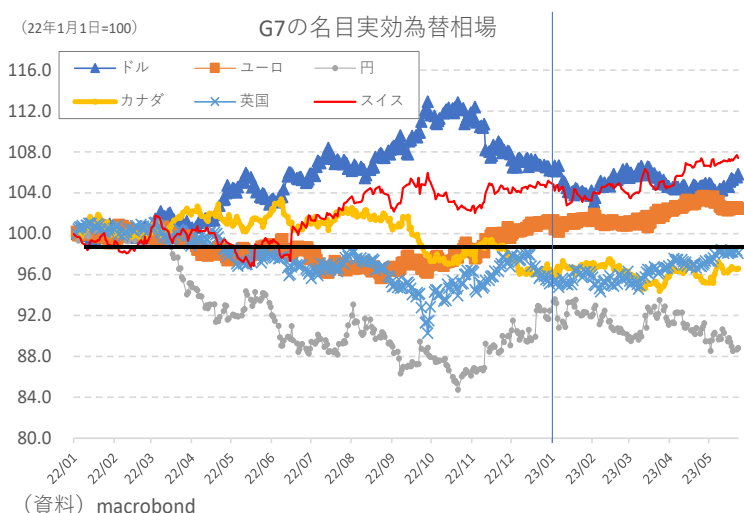


らない。その購入する資源はできれば安価で購入できることが望ましい。しかし、海外から購入する財には当然、相手国の賃金・物価水準が反映される。極端な話、名目の世界で「1ドル=100円」という固定相場が続いても、米国の物価が上がり、日本の物価が横ばいという状況が続けば100円で買える米国の財は少なくなる。理論的にはそうした物価格差を埋めるために円高・ドル安が進むはずであり、それを購買力平価（PPP）と呼ぶが、後述するようにPPPが理論通りに作用するような経済構造ではもはやなくなっているという現状がある。

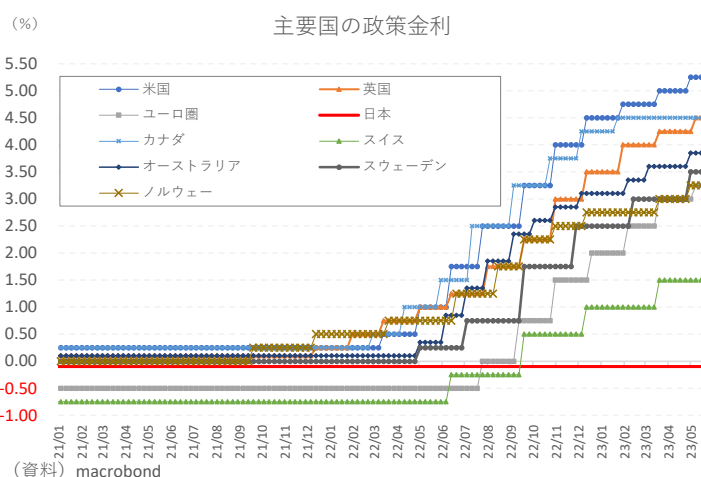
いずれにせよ一国の購買力とは名目為替レートからでは測れず、物価格差を勘案した実質為替レートから測るのが正しい。重要なことは、年初、一旦127円台まで円高になり、足許では140円近傍で推移するなど、ドル/円相場は相応に乱高下しているように見えるかもしれないが、「円の購買力であるREERは下がり続けている」という事実である。円の購買力は浮揚の兆しが無い。

現状、最強通貨はスイスフラン

主要通貨全体における円の立ち位置はどうなっているのか。右図は折に触れて本欄で参考にしてしているG7の名目実効為替相場（NEER）だ。昨年初から足許（5月下旬）までの推移を見ているが、過去1年4か月で初めて、はっきりとスイスフランが最強通貨に浮上している。3月、シリコンバレー銀行（SVB）の破綻やクレディスイスの救済・合併から市場不安がピークに達していた時、「金融不安への警戒からドル、スイスフラン、ユーロは買えず、消去法的に円が買われる。安全資産としての円が復活する」という言説が一時的に流行った。結局、完全に読み違いだったと言えるだろう。この点は過去の本欄でも強調しているが、ロシアのウクライナ侵攻でも、今回の国際金融不安勃発でも、「安全資産としての円」はその存在感をアピールできていたとは全く言えない。



金融不安の震源地だったスイスフランが買われていることについて違和感を覚える向きもあるかもしれない。しかし、スイスフランは貿易黒字国通貨であるし、また、スイスフランを追いかけるように上昇しているユーロも同様である（しかもその黒字水準は世界最大級だ）。もっと言えば、スイスもユーロも連続的に利上げをしている通貨だ。スイスは昨年9月まで日本と共にマイナス金利採用国であったが、政策金利は既に1.50%に到達している。



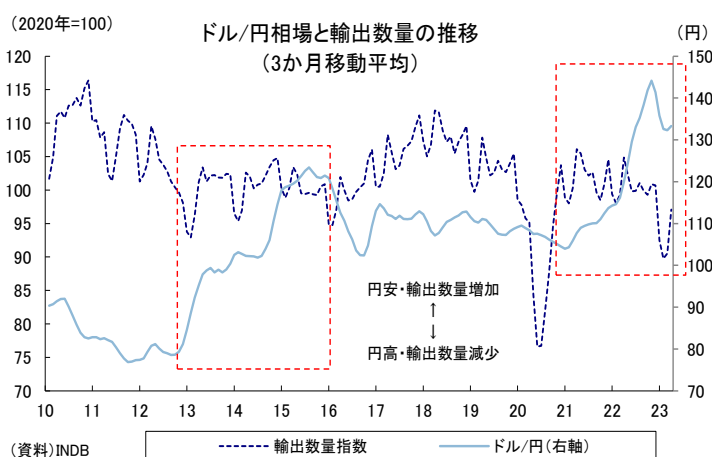
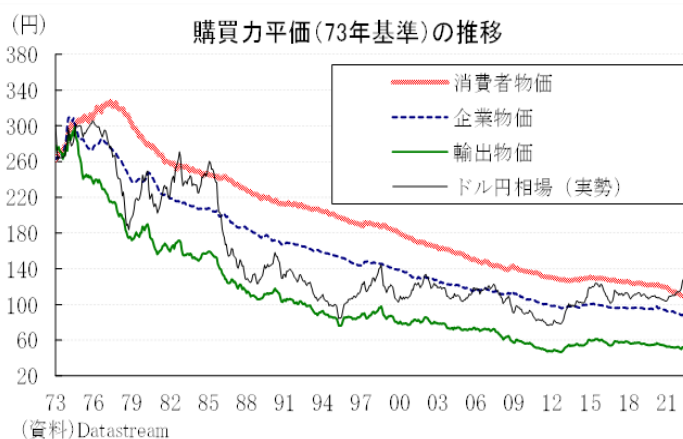
需給で見ても金利で見ても、円から見ればスイスフランはもはや仲間ではない。今後、FRB や ECB が利上げの手を止め、現状維持を基本路線とした時、金融市場全体のボラティリティは低下するだろう。その時に何が起きるか。流動性が高く、金利の低位安定が約束されている通貨を原資（調達通貨）として高金利通貨を買い、そのポジションを維持することで金利差を得るキャリー取引が奏功しやすくなるのではないか。調達通貨として最も選ばれやすいのは言うまでもなく円だろう。これが昨年来、筆者が強調してきたシナリオである。今のところ、その想定に沿って、実勢相場は動いているように思える。

PPP を見る意味は構造的に薄れている

繰り返しになるが、FRB の政策姿勢とこれに伴う米金利動向だけで円相場の動向をある程度読める時代は終わったと筆者は感じている。もちろん、この先、FRB の利下げ転換という重大な局面を控えているため、これに合わせて円高・ドル安に振れることは避けられまい。だが、あくまで「中長期的な円安相場における押し目」というのが筆者の基本認識である。この点、理論的に中長期的な視座を提供するはず PPP に関し、「過剰な円安」という

状況が放置されているため「円高への揺り戻しを心配しなくても良いのか」という照会は断続的に受ける。確かに図で示されるように、PPP に照らしたドル/円相場の実勢水準は歴史的に見ても異質な乖離を見せている。ここからの円高圧力を心配する声も分からないでもない。

しかし、PPP に照らした「過剰な円安」は、それが日本から海外への輸出数量を押し上げ、貿易収支の黒字が拡大し、これに伴ってアウトライートの円買い（外貨売り）が増え円高が進むから、結果的に最初のレートについて「過剰な円安」だったと言えるのである。現状の日本ではもはやそうした経路は作用しない。図でも確認できるように、2013 年以降のアベノミクスも、2022 年以降の「史上最大の円安」も日本の輸出数量を顕著に増やすような効果は見られなかった。ひとえに、円安を受けて輸出数量を増やすような生産設備はもう日本には無いからである。円安による輸出増加を起点として实体经济が焚きつけられるという伝統的な経路はもはや昔話であり、それゆえに PPP を見る意味は構造的に薄れている。



貿易黒字拡大の代わりが第一次所得収支黒字拡大

しかし、貿易黒字が復活しない代わりに、現在の日本は莫大な第一次所得収支黒字を稼ぐようになって

た。2022 年の第一次所得収支黒字は約+35 兆円で、このうち約 65%に相当する約+23 兆円が直接投資収益である。ちなみに 10 年前（2012 年）の第一次所得収支黒字は約+14 兆円で、このうち直接投資収益は約 29%に相当する約+4 兆円にとどまっていた。これらは本邦の企業部門において海外への対外直接投資が劇的に増えたことの結果であり、日本が通貨安を武器にした財輸出で稼ぐ国ではなく、投資の収益で稼ぐ国になったという事実を明示している。このように、

いわゆる「成熟した債権国」としての構造変化を遂げた今、PPP 対比での「過剰な円安」が修正する（円高に振れる）としても、それは輸出増加を起点とする貿易黒字由来の円買いにはなり得ないはずである。

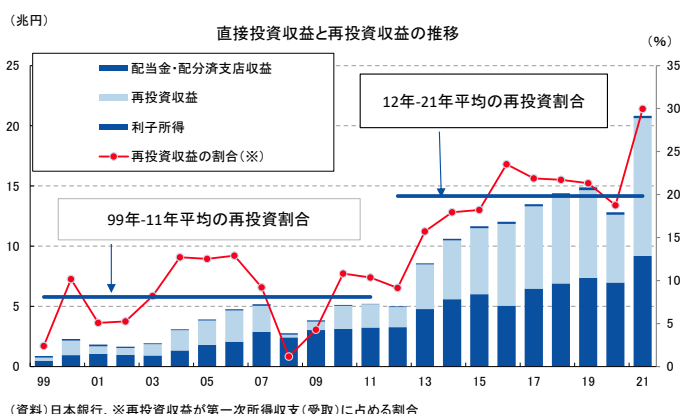
しかも、直接投資収益をより細分化して見れば、外貨のまま再投資される部分（再投資収益）の割合が時代と共に増えている（図）。貿易黒字と引き換えに増加してきた感のある直接投資収益だが、そこに由来する円高圧力を期待するのもまた難しいのである。

ちなみに前頁図を見れば分かるように、ドル/円相場がそれまで上限として機能していた企業物価ベース PPP を上抜けて常態化し始めたのが 2012～2013 年であった。これはちょうど日本の貿易収支が趨勢的に黒字を稼げなくなった時期と一致する。やはり貿易黒字と第一次所得収支黒字を両方稼ぐ「未成熟な債権国」から、貿易赤字だが第一次所得収支黒字で稼ぐ「成熟した債権国」へ移行したことが円高への揺り戻しが起きなくなったことと大いに関係がある。そうした構造上の大きな転換に目を向けず、いつまで経っても米国の利上げ回数や幅、単月の基礎的経済指標の結果を元にドル/円相場のストーリーを語ろうとするのはポイントレスであるように思う。

今後は PPP の水準が実勢相場に接近してくる可能性も

今後、実勢相場と PPP の乖離は放置されるのか。そうとも限らない。これまでは実勢相場がメルクマールである PPP に収斂されることが常々に想定され、歴史的にも実際そうなってくることが多かった。日本の物価が諸外国対比で殆ど動かなかったのが、PPP が円高を示し続けるという地合いが続いてきたが、長年、巨大な貿易黒字国の通貨だった円は必然的に円高に収斂していった。

しかし、上述したように、円の REER が半世紀ぶりの安値を漂う中、日本経済は海外からインフレを輸入するような状況が続いている。それは資源を筆頭とする財輸入が分かりやすいが、訪日外国人観光客（インバウンド）を招き入れることに伴う一般物価の高騰もある。このような動きが極まっていけば日本でも諸外国に見劣りしない物価上昇が起きる可能性が無いとは言えない。その時は PPP が円高を示し続けるということも当たり前ではなくなる。言い換えれば PPP が円安に振れることで実勢相場に接近してくることもあり得る。筆者はどちらかと言えば、そのような未来に向かってドル/円相場は推移し始めているのではないかと考えている。これまで 100～120 円というレンジでやってきたものが、120～140 円などのレンジにシフトアップしている。そうしたイメージを抱きながら中長期的なドル/円相場のストーリーを描きたいと考えている。

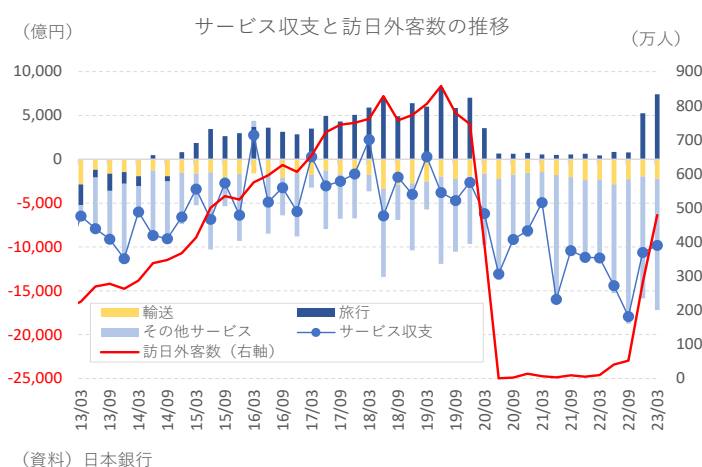


《日本経済の現状と展望について～インバウンドの功罪～》

インバウンドの功罪に迫る

5月、財務省から公表された3月経常収支は+2兆2781億円と2か月連続で+2兆円の大台を超える黒字となった。1～3月期の経常黒字は1月の大幅赤字が響いて+2兆5430億円にとどまっているが、このままいけば2022年通年の黒字（+11兆5466億円）は超えてくる可能性は高い。昨年は半導体を筆頭とする供給制約や鎖国政策を受けた訪日外国人観光客（インバウンド）の停滞という特殊要因が貿易・サービス収支を実力以上に悪化させていた経緯があるため、「前年対比で経常収支は改善」というのがやはりメインシナリオになる。しかし、既に論じたように、第一次所得収支黒字に円買いが期待できない以上、貿易サービス収支で赤字が続くと「経常収支は黒字でも需給は円売り超過」という実情が続くことになる。それが米金利低下でも円高にならない原因である疑いはやはり拭えない。

当面、日本の経常収支、いや日本経済を語る際、耳目を引く項目としてどうしても旅行収支は浮上しやすい。1～3月期を終えたところでの旅行収支黒字は+7408億円と四半期の黒字としては2019年4～6月期以来、15期ぶりの水準まで回復している。鎖国政策の真っ只中だったので参考にはならないが、2022年1～3月期の旅行収支黒字が+433億円だったことを思えば、1年で景色が一変している。訪日外国人観光客（インバウンド）の水準で見てもようやくパンデミック前の水準が視野に入ってきた状況とも言える（図）。例年4～7月がインバウンド需要のピークであることを踏まえれば、4月以降の数字はさらに顕著な改善を確認するだろう。これを日本経済の追い風にすべきという論調もますます強まってくるはずである。



しかし、物事には功罪がある。望む望まないにかかわらず、日本が能動的に外貨を稼ぐことができる経路はもはや旅行収支くらいしかないため、それを日本経済の追い風と見なすような論調は何も間違っていないし、もう止めることもできない。旅行収支などから構成されるサービス収支はアウトライト（買い切り・売り切り）の為替売買を含むので、旅行収支黒字の拡大は過度な円安を抑制する効果を持つことも期待されるし、インバウンドが日本を周遊することで旅行収支以上に日本経済への前向きな効果も期待できるだろう。日本人の人数が減る以上、外国人の財布に頼るのは合理的な政策である。それが訪日外国人消費動向調査や国際収支統計における旅行収支に反映され、この一部分だけを切り取ればポジティブなニュースとして伝えられることも間違いではない。しかし、少しずつネガティブな側面を感じつつある向きもあるのではないかな。以下ではそこに焦点を当ててみたい。

物価上昇という副作用

こうした論点が功罪の「功」だとすれば「罪」は何か。既に多くの日本人が感じ始めている通り、財・サービス価格の上昇には目を向けざるを得ない。外国人の消費・投資需要が存在感を高める以上、企業の価格設定行動も当然、これに合わせるケースが増える。いちいち日本人用と外国人用で値札を分けるよ

うな行為はメニューコストがかかり過ぎるし、有り得ない。供給される財・サービスの総量が変わらず需要が増えるのだから、当然それらの価格は上がる。

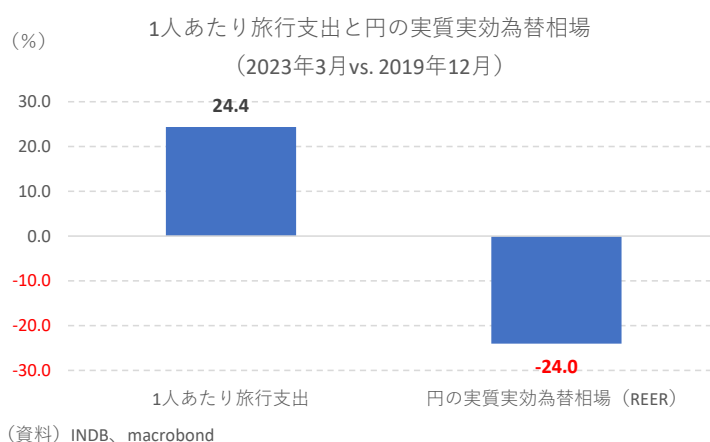
例えば、今年のゴールデンウィークに行楽へ出掛けた日本人は各地でインバウンドの劇的な増加を感じたのではないか。この際、「値段が高過ぎて諦めた」もしくは「外国人が沢山いるため目的地に入ることができなかった」といった経験をしたことはないだろうか。筆者はゴールデンウィーク明け直後に名古屋へ出張する機会があり、類似の経験をした。帰京時点で直近（16時半頃）の「のぞみ」に乗ろうとすると自由席や指定席そしてグリーン車までも埋まっていた。平日の夕方から夜にかけては確かに混み合う時間帯だが、乗車直前でもグリーン車まで埋まっているというケースは今まで経験が無い。これは出張者だけの需要では無いことを強く感じたし、事実、外国人観光客が多く乗車していた。少なくとも筆者の記憶ではあまり見たことのない光景である。このような話は出張先のホテル代高騰によって予算内で宿泊可能なホテルが徐々に中心街から遠ざかっているというケースにも繋がる。

外国人という新しい消費者が質（予算）でも量（訪日客数）でも増えている以上、日本人がこれまで通りの消費行動を貫くのは難しくなる。外貨獲得と引き換えに日本人がこうした状況をどう受け止めるかは社会的な関心事になってくるだろう。外国人を選び好みしながら商売をしない限り、こうした状況は続くだろうから、解決は根本的に難しい。また、パンデミックを通じて思い知ったように、旅行収支の稼ぎに賭けるというのは結局のところ、外需依存である。かつて日本経済が財の輸出主導で成長していた時代、「外需依存度が大きすぎるのは危険。内需主導型の経済に切り替えるべき」という論調が強まったが、インバウンド頼みの状況はこうした問題を実のところ全く解決できない。

安いから増えているという事実

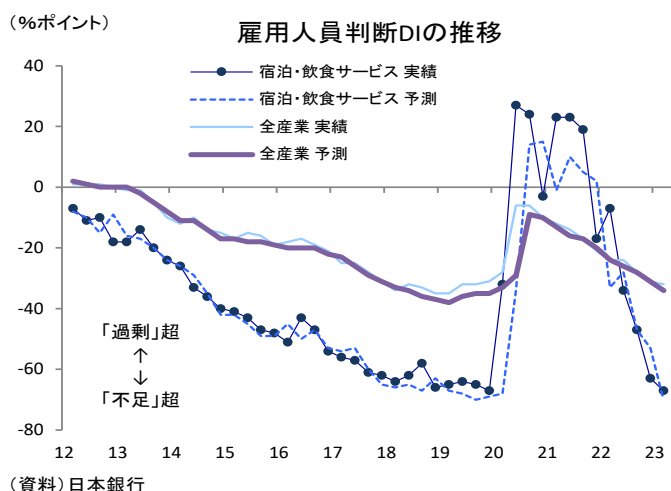
そもそも何故インバウンドが増えているのかという点も改めて確認しておきたい。それは「日本が観光地として魅力的である」という事実が確かにあるとしても、やはり「安いから」という事実は無視できない。既に論じたように、REERが「半世紀ぶりの円安」ということは主要貿易相手国から見た日本の財・サービスが半世紀ぶりのバーゲンセールに映っている可能性を示唆する。年初 5 か月間を振り返れば、名目ベースの世界ではドル/円相場が 10 円以上のレンジで乱高下しており相応に動いている印象を持つかもしれないが、REERは3か月連続（1～3月）で下落している。

インバウンドからすればパンデック前と同程度の（外貨建て）予算で日本の財やサービスを消費しているつもりかもしれないが、円建てで見ればそれは日本人から見れば顕著な増加に映る。インバウンド 1 人当たり旅行支出がパンデミック直前からの比較で+24%増えていることが話題になりやすいものの、これは同期間における REER の下落率とほぼ一致している（図）。インバウンド消費の増加は日本の財・サービスの付加価値が増した結果として沢山買って貰えるようになったわけではなく、単に円換算でかさ上げされるようになったというのが実情に思える。



いずれ深刻視されるインバウンド関連の供給制約

もちろん、それでもインバウンド消費が日本経済にとって有難い存在であることに変わりはないが、「日本が安くなっている」は「外国が高くなっている」と裏表であるため、日本人が海外で財・サービスを欲する場合は、やはり割高に感じることになる。そうなると日本人の旅行需要も「海外ではなく国内で」という選択になりやすいだろうから、余計に宿泊・飲食サービス業における需給が逼迫しやすくなる。これは日銀短観における雇用判断 DI が未曾有の「不足」超を記録し



ている現状に象徴される (図)。既に飲食店では人手確保が難しいという理由でランチ営業を諦めたり、テイクアウトに限ったりする店が散見され始めている。日本特有の防疫政策が長引いた過去3年で宿泊・飲食サービスは特に悪者扱いされてきた経緯があり、その結果として業界を跨いだ労働移動も多く促され構造的な人手不足に陥っているという指摘もある。さらに「半世紀ぶりの円安」で外国人労働者は日本から他国へ移ってしまうケースも追い打ちをかけていそうである。周知の通り、外国人労働者にとりわけ依存してきたのが宿泊・飲食サービスという業種だった。引き続き、インバウンド需要の拡大はポジティブな話題として伝えられるだろうが、いずれ供給制約の方がクローズアップされやすくなるだろう。供給以上に需要を消化するのは無理なので、いずれ政策的に規制をかけることもあるかもしれない。

日本人が円建て資産の脆弱性に気づく契機に？

アベノミクスという旗印の下、インバウンドはパンデミックもありながら過去10年で爆発的に増えてきたし、いずれ既往ピークを更新する勢いである（なんといってもまだ中国人のインバウンドが封じられた状態にある）。しかし、これまでは功罪の「功」の部分ばかりが注目されていたが、「罪」の部分としての国内物価上昇や人手不足なども同じくらい注目される局面に入っていくことが予想される。もっとも、日本社会がどう感じようとも「上手く共存する」しか道は無いわけだが、そのために行われる財政支出や法規制などが社会をどのように変えていくのかという切り口の議論も今後浮上してくるのだろう。

為替市場の観点からは「弱い円」を痛感する国民が増える中で外貨建て資産への運用が増えたりする展開に注目したい。ちょうど5月1日付の日本経済新聞は『外貨資産「増やした」4割 若手投資家、日本より米国株』と題した記事を報じていた。この点は別途、資金循環統計などの動きを踏まえてレビューするが、外国人が「安い安い」と言いながら国内で消費・投資を増やし、これに連れて日常生活のコストが上がる中、円建て資産の脆弱性を実感する日本人が増えてきてもおかしくはない。感度の高い若年世代ほどそれを感じ始めているのではないのか。

《米金融政策の現状と展望について～押し目を提供する米金利低下～》

米金利低下に伴う円高は押し目

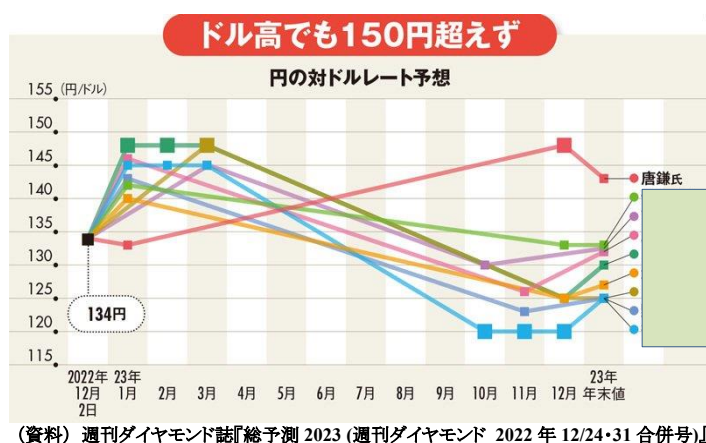
5月2～3日のFOMCは+25bpの利上げを決定したものの、従前の利上げに伴う累積効果に加え、相

次ぐ国内地方銀行の破綻を受けた与信環境の引き締めなども意識され、声明文において利上げ停止が示唆されるに至っている。具体的に声明文では追加利上げを示唆していた「追加の政策措置が適切」との表現が削除され、「追加策がどの程度必要か決定する際には、これまでの金融引き締めの累積的な効果や経済や物価に時間差で与える影響を考慮する」と利上げ打ち止めを示唆する表現が挿入されている。「累積的な効果」が謳われている以上、利上げの終着点は間違いなく近いと考えるべきだろう。

市場はさらにその先にある利下げ可能性まで織り込み始めており、会合直後のドル/円相場は一時 134 円割れまで急落している。こうした「年初来高値にある円安・ドル高が金融不安を受けて反落（円高・ドル安）を強いられる」という展開は 2 月下旬から 3 月上旬にかけて直面した光景と全く同じだ。金融不安が与信環境の引き締めを促し、結果として利上げの必要性が小さくなり、米金利低下とドル安に直結するという展開は論理的ではある。だが、金融不安が第二次リーマンショックのような事態に至らないという理解が広まるにしたがって、やはり円安相場が戻ってきている。しつこいようだが、筆者は米金利低下に伴う急激な円高は長い目で見ればドル/円相場の押し目として割り切った方が良いと思っている。

そもそも 5 月利上げ停止は市場の期待通り

そもそも「3 月 or 5 月利上げ停止」は昨年から為替市場のメインシナリオだった。その前提に基づいて多くの市場参加者は「年初に円安をつけた後、徐々に円高になる」という軌道を予想していたはずだ。右図は昨年末に刊行された週刊ダイヤモンド誌『総予測 2023 (週刊ダイヤモンド 2022 年 12/24・31 合併号)』に掲載された各社アナリストによる 2023 年のドル/円相場の予測軌道である。少なくともここに掲載されているア



ナリストに関して言えば筆者以外が全員、「年初に円安をつけた後、徐々に円高になる」という軌道を予想し、筆者だけが「年初は円高が進み、その後円安に戻る」という軌道を予想していた。5 月初頭の本稿執筆時点までの軌道に限って言えば、後者の予想の方が実態に近かったと言える（ドル/円相場の年初来安値 127.22 円は 1 月に記録）。こうした偏った予想形成がなされる背景はひとえに FRB の金融政策、一言で言えば米金利が円相場に与える影響に関して過大評価され過ぎているという事実がある。

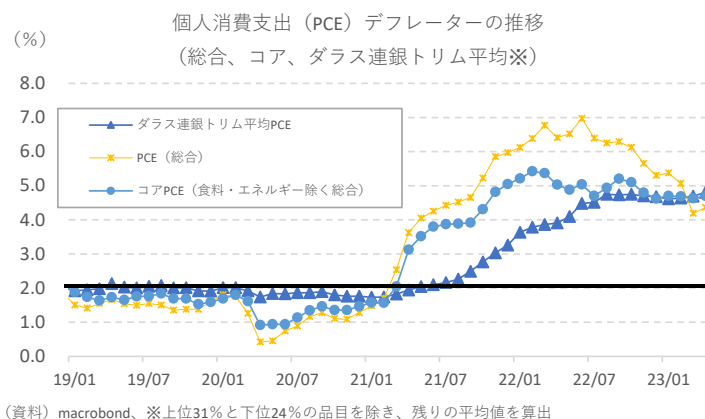
もちろん、まだ 1 年の約 4 割が終わっただけだ。ここから **FRB** が年内利下げに急旋回し、大勢の予想通り円高に振れてくる可能性はある。金融システムの安定に関し、ここまで **FRB** の言っていることがアテにならない状況が続いている以上、その可能性は否めない。だが、昨年末時点で金融不安とこれに伴う利下げの可能性まで念頭に置いていた市場参加者は皆無に近いだろう。よって、ここから先の円高予想が報われてもそれは「単なる偶然」である。パウエル **FRB** 議長は会見で今次金融不安を取り上げて「1 回分以上の利上げに相当する」と述べているが、そこまで事前に織り込んだうえで「5 月利上げ停止」と読んでいた向きが多いとは思えない。

年内のメインシナリオは「政策金利高止まり」で据え置き

筆者はあくまで「本邦の需給構造変化を映じた円安」を予想の主軸としており、米金利動向はドル/円相場の水準感には影響しても方向感には影響しないという立場だ。そのため、現在起きている（そしてこれから起きるであろう）FRBの姿勢変化が円安相場を完全に断ち切り、円高相場を促すとまでは考えていない。なお、円高予想が実現するための鍵となるFRBの早期利下げ転換の可能性は今のところ高くない。

確かに、パウエル議長は過去1年の大幅利上げの影響についてやや反省の弁を見せている。だが、年内の利下げ観測については「適切ではない」と一蹴している。依然として米国の雇用・賃金情勢が逼迫している以上、この回答は必然である。事実として、総合ベースの計数がピークアウトしてもコアベースでは失速が確認されておらず（図）、「賃金主導のインフレ高進」という最も避けるべき展開に至っている可能性は否めない。4月の個人消費支出（PCE）デフレーターに至っては加速している。

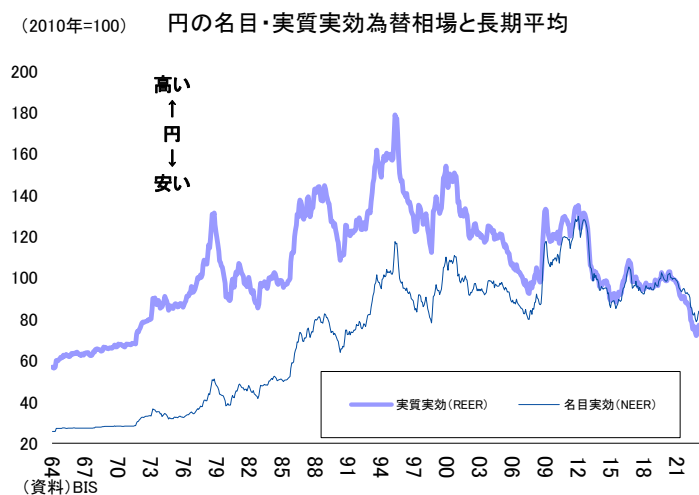
昨年来の本欄、そしてFOMC議事要旨でも再三示唆されてきた通り、これからのFRBがやることは「政策金利高止まりで据え置き」だろう。据え置きとなれば、政策の予見可能性も高まり、市場のボラティリティは低下する。為替市場においては「十分な金利差」と「低いボラティリティ」が併存することになる。それは「低金利通貨を売って、高金利通貨を買う」というキャリー取引戦略が奏功するための必要条件でもある。ドル/円相場を予想するという立場からは、年内利下げ転換ならば10～12月期に120～125円を主戦場とする取引に移行することはあり得ると考えるが、そうでなければ125～130円の取引が関の山ではないかと予想する。いずれにせよパンデミック前のレンジ（105～115円）の世界に戻るには需給環境があまりにも崩れ過ぎているというのが筆者の基本認識である。



《メインシナリオへのリスク点検～日本のデysinフレが遂に終わるのか～》

「半世紀前」の水準を漂う日本の購買力

5月は日経平均株価がバブル経済崩壊後の高値を33年ぶりに更新したことが話題となった。このほか日本では株高以前に近年、不動産価格の高騰も話題を集めている。消費者物価指数（CPI）に織り込まれる財・サービス価格も上昇していることは周知の通りである。こうした現象については様々な解釈が可能であると思われるが、「価格が上がっていることに加え、日本人の目線が下がっている」と表現することが最も現実に近いかもしれない。それは最終的に日本



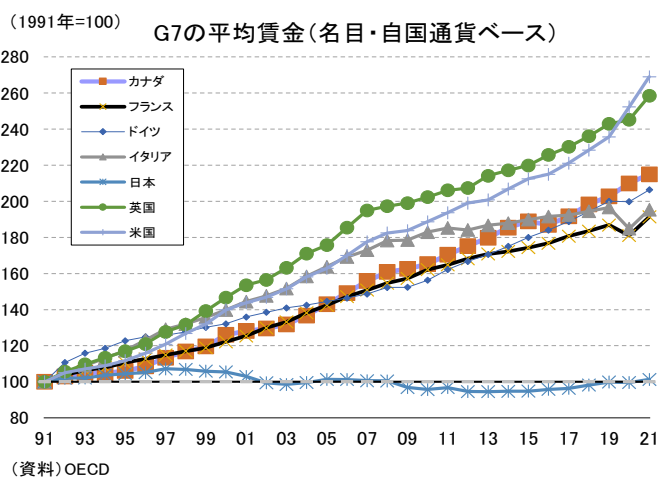
におけるディスインフレ状況の終焉を示すという意味でエポックメイキングな出来事でもある。前頁図は円の NEER と REER を遡及可能な 1964 年から比較したものだ。NEER は主要貿易相手国の通貨に対する当該国通貨の価値を表し、その NEER に主要貿易相手国との相対的な物価格差も加味したものが REER となる。

改めて REER の考え方を示しておく、仮に日本の物価が海外のそれよりも低い状況が続いた場合、その分は「通貨が実質的に安くなった」とカウントされ、「実質的な (REER ベースの) 円安」が進むことになる。NEER も REER も下落基調にはあるが、前者は概ね 2007 年頃と同様の水準であるのに対し、後者は 1971 年頃、すなわち半世紀前と同等の水準にある。ちなみにパンデミック直前 (2019 年 12 月) と比較した場合、2023 年 4 月時点で NEER は▲16.6%、REER は▲24.6%と 8%ポイントほど下落幅に差がある。さらに年初来の変化率で見れば NEER は+0.1%であるのに対し、REER は▲1.4%と符号が変わる。両者の乖離は最近目立っている。

既に述べたように、NEER と REER の差は海外との相対的な物価格差である。NEER よりも大きく REER が落ち込んでいる背景には「海外の方が日本よりも高い物価上昇に直面している」という事実がある。周知の通り、海外の場合、一般物価に追随して名目賃金も上昇している。今の日本でも相応の賃金・物価上昇が見られてはいるが、海外ほどではないという現実がある。詰まるところ、円の REER 低迷は海外に劣後する日本の賃金環境という意味も含んでおり、日本が海外から財を購入する際の購買力の弱さも意味する。世間的には 1 ドル 152 円付近だった昨年 10 月以降、大きく円高・ドル安に戻した印象が強いと思われるが、その間もずっと REER は基本的に半世紀前の世界で漂っていた。円の REER の歴史的な安値は世界の賃金・物価情勢が日本のそれを凌駕するペースで動いている証左とも考えられる。

高嶺の花となりやすい「世界中が欲しがる財・サービス」

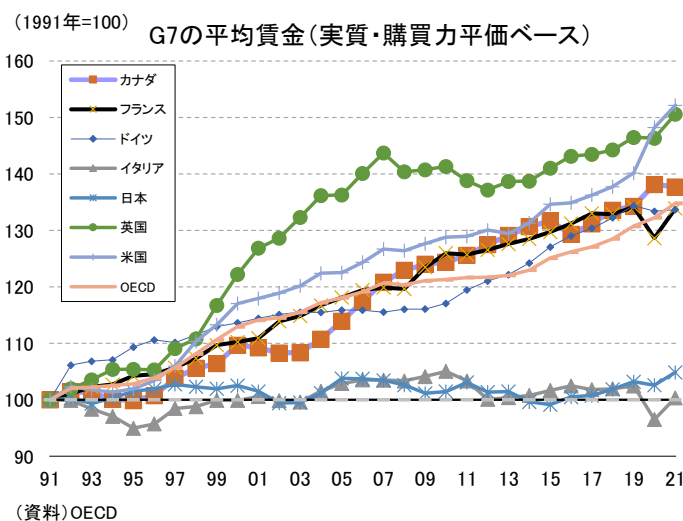
REER は購買力の国際的な尺度として一定の参考になる。極論すれば、REER が弱い国は「世界中が欲しがる財・サービス」の購買において苦勞することになりやすい。多くの国・地域で求められる財・サービスならば、企業はそれ相応の価格設定を行う。わざわざ名目賃金が抑えられている日本に合わせて低く価格設定する理由はなく、欧米を筆頭とする先進国の大勢を睨みながら価格設定を行うのが合理的な行動になる。日本以外の国々は名目賃金が伸びているので (図)、当然日本から見ると高めの



定価設定が行われやすくなる。厳密には、商品の定価設定は国ごとに若干異なるものだが、あまりに大きな乖離は転売などの裁定取引に繋がるので放置されない。例えば iPhone の日本向け価格は戦略的に低く据え置かれていると言われてきたが、昨年 7 月、+10%から+20%程度の値上げが発表された。その際、名目ベースの円安・ドル高が進んだことが理由として挙げられたが、2022 年の円安以前から iPhone 価格が高過ぎるといった類の論調は断続的に見られるものであった。「世界中が欲しがる財・サービス」の筆頭格として、国際基準に合わせて価格調整が進んできたというのが実情なのだろう。円安は値上げの

背景にある数ある論点の 1 つに過ぎないと思われる。

そのほか高級車も高級時計も「世界中が欲しがる財・サービス」である。昨年はメルセデス・ベンツなど輸入車の値上げが再三報じられ、ロレックスの値段もモデルによっては 10 年で倍になっている。もちろん、値上げ自体は多くの国で起きている話であり、世界中の消費者にとって痛手であることは変わらない。しかし、その痛手は名目賃金の上昇率に依存する。約 30 年で名目賃金が 2 倍（以上）上がっている国と、殆ど横ばいの国では値上げに対する受け止めは全く異なる。図にも示すように、日本とイタリア以外の主要国はイ



ンフレ調整後の実質ベースで見ても賃金は上がっているので、各種財・サービスの定価が引き上げられること自体にそれほど痛手を覚えていない可能性が推察される。いずれにせよ、名目でも実質でも殆ど賃金の上昇がなかった日本は、特に海外からやってくる「皆が欲しがる財・サービス」が高嶺の花に映りやすい。多くの人気のある輸入商品は定価の設定時点から日本人が想像できないほどのペースで引き上げられている。この種の話では円安相場が敵視されやすいが、為替はあくまで二次的な話であって、やはり賃金やこれに付随する一般物価の劣後に起因する部分が大いと考えるべきだろう。

不動産や金融資産も「世界中が欲しがる財・サービス」

なお、不動産や株式なども自由に取引できる以上、「世界中が欲しがる財・サービス」に類する。確かに、株価については過去 2 年で円相場が対ドルで▲30%近く下落している以上、為替効果も相まって「割安だから日本株を買い増しする余地ができた」という面はあろう（もちろんそれが株高の全てとは言わないが）。特に不動産を例に取れば、国によって住宅を作る時の材料が著しく異なるということもないため建材価格自体が「世界中が欲しがる財・サービス」という性格を帯びてしまう。日本の不動産価格高騰が指摘される背景として円の割安感を理由にした海外投資家の資本フローが話題になりやすいが、そもそもパンデミックや戦争を背景とする供給制約などが相まって全世界的に建材価格が上がるという時期があった。元々の建材価格が上がっているところに円安という二次的な影響もあるので日本の建築物は高コストになりやすいという順番で理解する必要がある。また、円安ゆえ、建築現場で就労する外国人も日本を見限るという副作用もある。建築作業の遅延は当然供給制約を強めるので価格を押し上げる一因にもなる。こうして見れば分かるように、不動産価格高騰の全てを円安に帰責することは正しいとは言えず、あくまで二次的な要因と言える。

不動産や株式などの資産価格や財・サービスなどの一般物価の上昇はまず世界的な潮流として捉えた上で、日本特有の相対的な低賃金・低物価も重なっていると考えたいところである（その結果、REER が半世紀ぶりの安値にあることは繰り返し論じている）。「全世界的に資産価格や一般物価は上がっているが、日本人は特にそれを強く感じやすい」というのが実情であろう。これらの状況をより噛み砕いて言えば、「価格が上がっていることに加え、日本人の目線が下がっている」という論点が浮かび上がる。

日本はインフレを輸入している最中

日本で外食や宿泊の値段が上がっているのも、それが「世界中（≡インバウンド）が欲しがる財・サービス」だからだ。実際に購入してくれる人の財布が日本人ではなく外国人になっているので価格設定は日本人から見て異次元になりやすい。2023年5月18日付の日本経済新聞は『「横浜 なんだ万」訪日客向けコース、日本人の倍額でも好調』と題し、有名和食店が日本人向けに提供していたコースの最高額（3万2100円）の倍額である6万5000円のコースをインバウンド向けに提供していることを報じていた。半世紀前の購買力しか持たない日本人ではなく最初から外国人を対象とするという意味で非常に分かりやすい例である。こうした外国人向け価格の設定は途上国を旅行すると経験する施策だが、日本でも主流になっていくのか非常に興味深い。

達観して見れば、日本は実質的に大幅安となった通貨によってインフレを輸入している最中だと言える。期待される展開としてはこうしたインバウンド消費を起点として日本全体の雇用・賃金環境も押し上げられ、「所得増→消費増→生産増」の好循環に入っていくことが挙げられるが、旅行収支のグロスだけを見てもピーク時（2019年）でGDPの1%程度（約5兆円）しかなかったことを思えば、そのような期待は過大かもしれない。そうすると単にインフレだけが残るわけだが、インフレになれば歴史的な安値に据え置かれたREERは理論的には上昇する。そう考えると長年宿痾とされてきた日本のデフレーション状況が弱い通貨と物価情勢によって打破される過程に立っているのかもしれない。しかし、現状を見る限り、これが意味するところは単なる窮乏化であり、デフレーションの打破を日本経済の好転と呼べるような雰囲気は全く感じられない。得てしてインフレや通貨安は途上国の悩みとなりやすいことを思えば、どうしても円の中長期的な先行きに関しても強気な視点を持つのが難しいように感じる。インフレ到来と円相場の続落は日本経済にとって否定できないリスクシナリオではないだろうか。

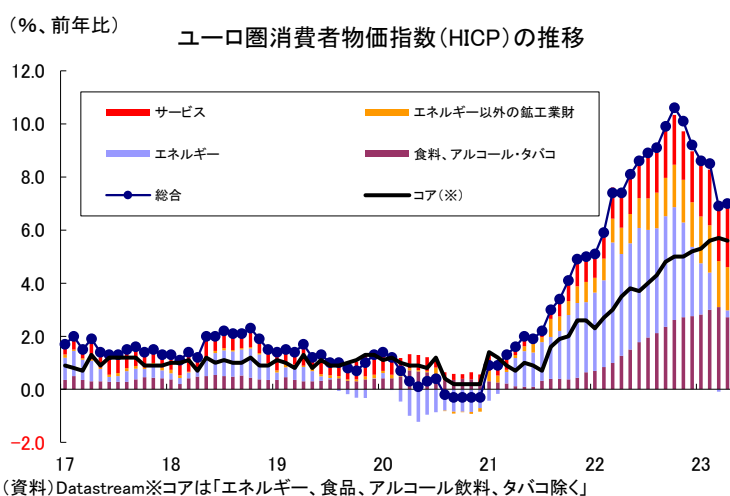
◆ ユーロ相場の見通し～FRB との政策格差が引き続き支えに～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「十分に制約的な水準」の意味するもの～》

依然として+50bp を支持するメンバーも

5 月の ECB 政策理事会は預金ファシリティ金利を筆頭とする政策金利に関し、+25bp の利上げを決定した（預金ファシリティ金利は 3.00% から 3.25% へ利上げ）。政策金利水準は 2008 年 11 月以来、約 14 年半ぶりの高さとなる。3 会合ぶりの利上げ幅縮小（+50bp → +25bp）は予想通りの展開であり、声明文やラガルド ECB 総裁会見などを踏まえる限り「小さく、長く」利上げを持続させるのが今後の基本方針になってくると思われる。FRB 同様、金融市場は「次の一手」としての利下げを期待しがちだが、ラガルド総裁は「インフレの見通しはあまりにも長く、高すぎる状態が続いている」、「利上げは止めない」とその可能性を一蹴している。

会見の中でも「+50bp を主張したメンバーもいれば、+25bp を主張したメンバーもいたが、ゼロと主張したメンバーはいなかった。これは利上げの旅路がまだ続いていることを意味している」とラガルド総裁は述べ、政策理事会内で利上げ路線自体に迷いが無いことを強調している。利上げ路線が維持される理由は様々だが、ひとえに「まだインフレが高い」ということに尽きる。図示されるように、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）はコアベースの鈍化がようやく確認されたばかりであり、これが潮流として根付くのかどうかは予断を許さない。ECB は自身の HP において「Our monetary policy statement at a glance」といったコンテンツを用意しており、現在の政策運営について一問一答形式で論点を整理している。これを読めば現状把握が殆ど済んでしまう利便性の高い作りとなっているが、この中の「What is going on in the economy?」という欄で「Inflation has come down from its peak but is still too high」、「Rising wages and higher profits are behind high inflation」といった見解を示しており、インフレ率が依然高く、その背景として「上がる賃金と高い企業収益」が言及されている。半ば賃金・物価スパイラルを認めるような記述でもあり、直ぐに利上げが終わらないことを予感させる。



「十分に制約的な水準」はどこか？

もっとも、既に利上げ幅が+300bp に達している状況を踏まえれば、「どこまでやるつもりか」という疑問は抱かれる。この点、声明文には+2% の中期的な物価目標への回帰を達成すべく 政策金利が「十分に制約的な水準 (levels sufficiently restrictive)」まで引き上げられるとの言及がある。この点、記者からは 3.75% が IMF や金融市場の想定するターミナルレートだと前置きをした上で「十分に制約的な水準」について概算 (ballpark) を教えて欲しいという質問も出ている。この点、ラガルド総裁は「I don't have a magic number of what constitutes "sufficiently restrictive"」と言質を与えていない。さらにラガルド総裁は「It is not the destination so much as the journey」とアメリカの思想家（ラルフ・ウォ

ルドー・エマーソン) の名言を引用し、「利上げの到達点ではなくそこに至るまでの過程が重要である」という点を強調している。適当な政策金利水準は賃金・物価から判断されるものであり、現状では何も言えないという主張であり、説得力は感じられる。しかし、3.75% と言えば、+25bp があと 2 回分であり、現状から察するに十分あり得る水準と考えられる。

なお、今回は金利だけではなく量的な縮小についても進展が見られた。2 月会合では拡大資産購入プログラム (APP) で購入した資産の再投資停止に関し「3 月から月間 150 億ユーロずつ実施」と決められ、その運用が始まっていた。今回の会合では再投資に関し「7 月で打ち切り」となる方針が加えられた。つまり、今夏を境として ECB のバランスシートはいよいよ縮小過程に入ることになる。記者からは「+50bp を主張したメンバーに対するディール (取引) として APP 保有分の再投資停止が決定されたのか」というやや意地の悪い質問も見られたが、ラガルド総裁はこれを否定している。上述の通り、APP の削減方針自体は 2 月から決定されており、3 月から着手されていた「150 億ユーロずつ停止」は再投資の半分程度というイメージだった。7 月見直しのタイミングでもう半分についても着手され、完全停止に至るというのは全く不自然ではないだろう。しかも、ラガルド総裁は別の記者から量的な引き締めの影響について問われた際、「I don't want to commit a number, but it does not have a massive impact suffice to say, but we can give you separately the exact amount that has been calculated, but it's not material」と述べており、「大した影響はない」と整理している。引き締めの手段として見ているというよりも、「不要なので止める」という趣旨が大きいと言える。

利上げや再投資停止を経て、引き締めツールが一通り出揃ったように見えるが、ECB にはもう 1 枚カードがある。それはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入された資産の再投資が 2024 年末まで約束されていることであり、この処遇はインフレ動向次第で議論されるはずだ。その残高は 5 月 19 時点) で約 1.7 兆ユーロと約 7.7 兆ユーロに対して 2 割以上を占めている。仮に今後、域内のインフレ率が抑制されないと判断された場合、PEPP で購入された資産も再投資停止が前倒しで決定されてくる可能性はある。もしくは利上げ停止のタイミングで代替案としてそのような選択肢が検討される可能性もあるだろう。その意味で今回記者が指摘する「ディール」のような観測はまた浮上する可能性はある。

貸出態度調査に表れる明確な利上げ効果

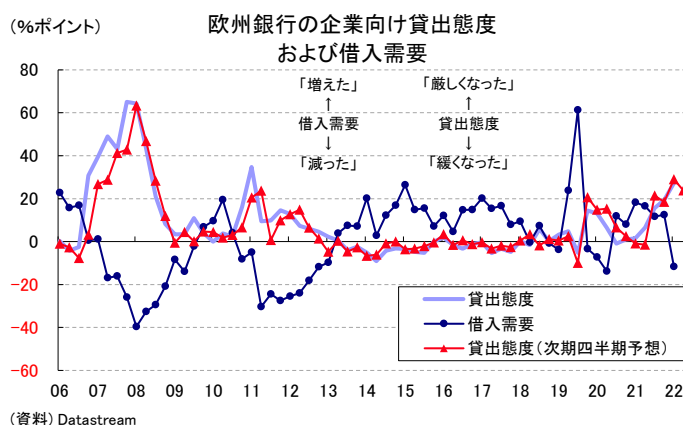
会合全体を通じてラガルド総裁は「利上げ幅を縮小した理由」よりも「利上げを続ける理由」の説明に多くの時間を割いていた。しかし、1 番目の記者の「なぜ+25bp にしたのか」という質問に対して、ラガルド総裁ははっきり銀行貸出態度調査の存在に言及している。3 月 15~16 日開催分の政策理事会議事要旨でもその重要性は予告されていたが、今回の声明文においても「Financial and monetary conditions」の評価項目においては以下のような記述が見られている：

- Our latest bank lending survey reported a tightening of overall credit standards, which was stronger than banks had expected in the previous round and suggests that lending may weaken further. Weak lending has meant that money growth has also continued to decline

ひとえに貸出態度調査が映し出す利上げ効果を確認する記述と言える。与信環境の引き締まりが確認される以上、いずれ貨幣数量説的にも物価の押し下げが期待されるという事実が指摘されている。記者

会見では「具体的にどの指標を見ているのか。銀行危機はあると言えるのか。銀行システムに起きていることについてどう考えているのか」というシステミックリスクを意識した質問が見られた。この点、ラガルド総裁は「企業からの借入需要は本当に、本当に減少（really, really down）している。この点が非常に興味深い点（illustrative）だ」と回答している。さらにラガルド総裁は域内企業が調査に際して「投資をしたくないわけではなく、金利が高いから借入をしたくないのだと回答している」という実態を挙げ、利上げ効果の喧伝に努めている。

貸出態度の厳格化は元より借入需要に関して「増えた」の回答割合よりも「減った」の回答割合の方が大きくなっていることがかなり目立つ（図）。これは2021年6月調査以来、約2年ぶりの結果だが、当時はパンデミックを受けて経済活動自体が停滞しており資金需要自体が生まれようにもない状況にあった。平時においてこうした構図になることは稀である。今回、ECBが抱える「利上げ幅を縮小した理由」は1つではないが、企業周りの与

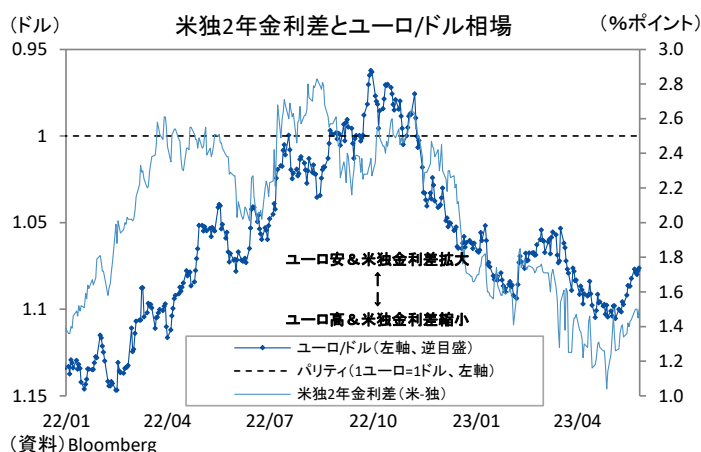


信環境について「利上げ効果の浸透が明らかに認められるから」というのが大きなものと考えられる。会見ではover-tighteningの議論はしたのかという点に質問が入るような状況でもあり、+50bpを躊躇する心境は理解できる。このタイミングで+25bpへ縮小するのは中銀として合理的な判断だろう。

《ユーロ相場の現状と展望～エネルギーにまつわるリスクは残存～》

ユーロ相場への影響

上述したようなECBの姿勢はユーロ相場にとっては追い風である。昨年来の本欄でも論じてきたように、FRBの利上げ停止時期について思惑が錯綜する一方、ECBについては利上げ持続で目線が一致している。為替市場ではこうした分かりやすい構図が材料視されやすい。会見では、ある記者から「Can the ECB continue hiking if the Federal Reserve stops, is that a baseline scenario you are working on?」といった質問も見られているが、ラガルド総裁は「we are not



Fed-dependent」と一蹴している。実際のところ、FRBは昨年3月に、ECBは昨年7月に利上げをスタートしているのだから、「ECBの利上げが長引いている」という解釈自体、適切とは言えないが、ユーロ/ドル相場が欧米金利差と安定した関係にある以上、両者のコントラストが方向感を規定するのはやむを得ないだろう（図）。5月下旬に入り、ユーロ相場が軟化しているのは6月FOMCに関し利上げを見込む向きが増え始めていることを反映している。

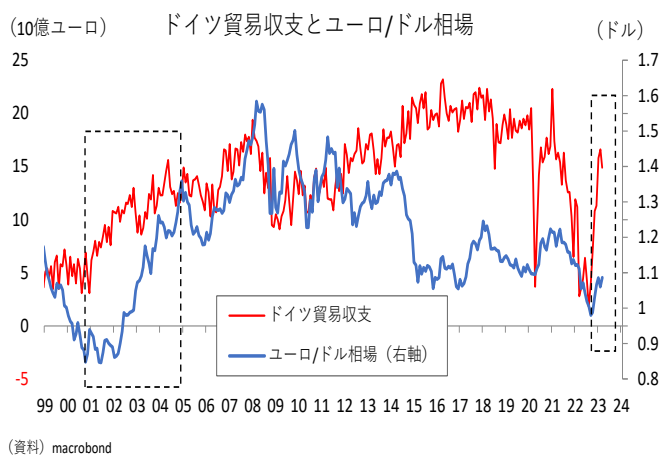
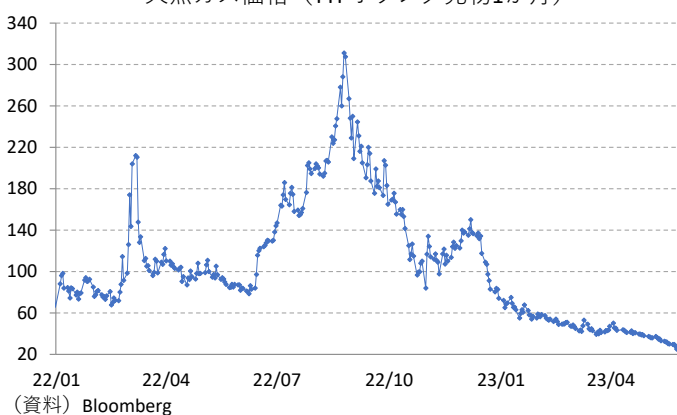
兎にも角にも、5月のECB政策理事会はラガルド総裁が会見で言い放った「We have more ground to cover and we are not pausing, that is extremely clear（我々はやるべきことを沢山抱えているし、利上げは止まらない。それは極めて明らかである）」というフレーズに尽きる。こうした情報発信は従前の利上げ累積効果と向き合うことを声明文で宣言したFRBとのコントラストが非常に大きいように思えた。6月FOMCの利上げを前提としても、ECBの利上げ路線の方が持続しそうという事実は大きく変わりそうになく、それ自体は夏前までのユーロ/ドル相場を支えるものと予想したい。だが一方、ロシアからの天然ガス供給を代替する目途が全く立っていないのも事実であり、昨年同様、夏場以降は「エネルギー危機と隣り合わせの冬」を意識したユーロ売りが勢いづく可能性は否めない。この点は後述する。

天然ガス価格は依然リスクを帯びる

なお、ユーロ相場の展望を議論する上ではエネルギー価格の動向も重要になる。特に気がかりなのは天然ガス価格の先行きだ。既報の通り、欧州で取引される天然ガス価格は各国の節電努力に記録的な暖冬も重なったことで着実に値下がりしており、遂にロシアのウクライナ侵攻以前の水準をつけている。欧州における天然ガスの取引指標であるオランダTTFの翌月渡し物価格は5月下旬に入ってから1MWh（メガワット時）あたり30ユーロを慢性的に割り込んでおり、300ユーロを超えていた昨年ピーク（2022年8月）と比較すれば9割以上の下落となる。これだけエネルギー価格の前提が変われば、昨夏に「最悪の冬」と言われていたものが堅調な結果に終わるのは当然だろう。こうしたエネルギー価格の急落がドイツを筆頭とする域内貿易収支の大幅改善に直結し、需給面でのユーロ買い支えに繋がった面は小さくないと筆者は考えている（図）。もちろん、天然ガス価格上昇の背景は中国のガス調達方針変更なども寄与しており、全てが暖冬や節電努力で説明できるわけではない。だが、例年通りの冬が到来していた場合、乗り切れなかった恐れはかなりある。

結局は天候に救われただけという事実は否めない中、今後への不透明感は拭えない。目下、ユーロ圏はパイプライン経由でロシアから輸入していた天然ガスが途絶した代わりに世界中から液化天然ガス（LNG）をかき集めることで穴埋めしようとしている。しかし、LNGの輸入にあたっては受け入れと再気化のための基地が必要になる。この点もEUは全速力で構築にあたっており、2023年は前年比で見れば受入れ能力が増強し、LNGの輸入可能量も増えることが期待される。しかし、2022年は上半期まではロシアからの天然ガス輸入ができていた。これを踏まえれば、2023年のガス需給は2022年よりも悪い

（ユーロ/MWh） 天然ガス価格（TTFオランダ先物1か月）



という見方もある。仮に、2023 年が厳冬に見舞われた場合、未完の基地能力を前提とすればやはりエネルギー需給は逼迫し、価格が騰勢を強める公算は大きい。ユーロ圏（EU）は北アフリカや西アフリカのように船賃が押さえられる国との間にパイプラインを整備する計画も進めているが、少なくとも年内に全能力を発揮できる見込みは立たない。

現状、今年の冬をカバーするオランダ TTF は半年後渡しで 40 ユーロ、9 か月後渡しで 50 ユーロと期近物より高くなっている。実際この程度の上昇で収まるのであれば大きな問題にはならないが、これも天候次第で一気に景色が変わってしまう可能性は念頭に置くべきだろう。予期せぬインフレに応じて利上げを強いられている場合、需給悪化が強く懸念されてユーロ売りが先行するというのが昨年からの学びである。引き続き今後 1 年間のユーロ相場はエネルギー価格やその背景にある天候および地政学事情がダウンサイドリスクとして残ることになるだろう。

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。