

# 中期為替相場見通し

2023 年 6 月 30 日

みずほ銀行  
市場営業部・金融市場部

## 目次

|          |     |
|----------|-----|
| 【見通しの概要】 | P.2 |
|----------|-----|

### ◆ ドル/円相場の見通し～「投機は円安、実需も円安」という市場環境～

|                                         |      |
|-----------------------------------------|------|
| 円相場の現状と展望について～「円安バブル」時代との類似点と相違点～       | P.3  |
| 円相場の基礎的需給環境について～「Brain freeze」と揶揄される状況～ | P.5  |
| 日本経済の現状と展望について～日本に対内直接投資はやってくるのか～       | P.8  |
| 米金融政策の現状と展望について～hawkish hold の局面へ～      | P.11 |
| メインシナリオへのリスク点検～「家計金融資産の開放」に伴う超円安リスク～    | P.13 |

### ◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ全面高をけん引する ECB～

|                                          |      |
|------------------------------------------|------|
| ユーロ圏金融政策の現状と展望～we're not at destination～ | P.18 |
| ユーロ相場の現状と展望～政策格差を反映するユーロ相場～              | 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

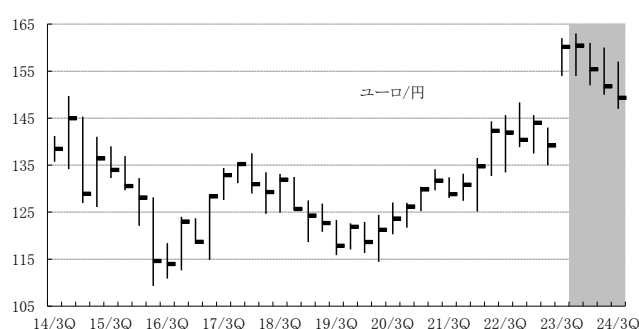
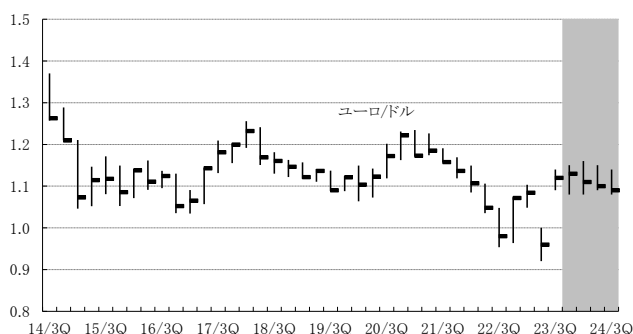
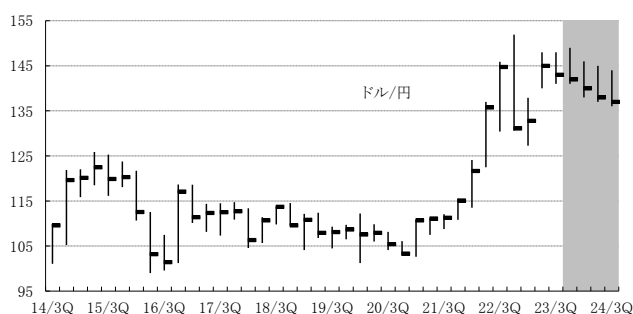
6月のドル/円相場も続伸した。2023年も半分が経過したが、ほぼ本欄の予想通りの展開が実現している。繰り返し強調してきたように、米金利動向だけから円相場の水準や方向を占う姿勢は時代に合っていない。もちろん、FRBの利上げ路線が想定外に持続していることも円安相場の背景と考えられるが、昨年11月以降、+75bpの利上げが利上げ停止まで至ってもドル/円相場の堅調は揺らいでいない。なぜ米金利が軟化してもドル/円相場は底堅いのか。しつこいようだが、日本から海外への外貨流出が続いているからであり、それは国際収支の数字を表面的に追っているだけでは見えてこない事実だ。また、過去の本欄では内外金利差が円安に因果関係を持つとすれば、2022年よりもキャリー取引がやりやすくなる2023年になるのではないかと述べた。実際、現在は2005-07年の「円安バブル」と言われた時代と状況が似ているように思うが、当時は「投機は円安、実需は円高」だったため、FRBのハト派転換と入れ替わりで円安から円高に切り替わった。しかし、現在は「投機は円安、実需も円安」であり、FRBのハト派転換だけでは十分に円高が進まないというのが筆者の仮説だ。もちろん、予測期間中に起きそうなFRBのハト派転換に合わせ円高は想定されるが、あくまで「押し目」という大局観を持ちたい。なお、FRBの利上げが9月以降までもつれ込むことまで想定した場合、150円台復帰というアップサイドリスクも想定すべき。

片や、6月のユーロ相場は堅調を取り戻した。6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、7月はもちろん、場合によっては9月まで利上げがずれ込む可能性も視野に入っている。ECBの当初想定と比較して1年近くも利上げが長引いている状況でもあり、雇用・賃金情勢の逼迫を踏まえる限り、早々にこの状況が収束する雰囲気はない。本稿執筆時点での為替相場は「ユーロ>ドル>円」の強弱関係にあるが、これは利上げ継続のECB、利上げ停止のFRB、緩和続行の日銀という中央銀行の姿勢をそのまま反映している。大方の予想通り、利上げについてFRBが7月停止、ECBが9月停止とすれば、両中銀の格差がそのままユーロ/ドル相場に反映される時間帯は続きやすいだろう。なお、需給環境が崩れている円とは対照的にユーロは世界最大の経常(貿易)黒字圏という事実を有している。この先、ECBのハト派転換は予想されるものの、それだけで底割れするようなこともないだろう。唯一のリスクは天然ガス価格であり、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】

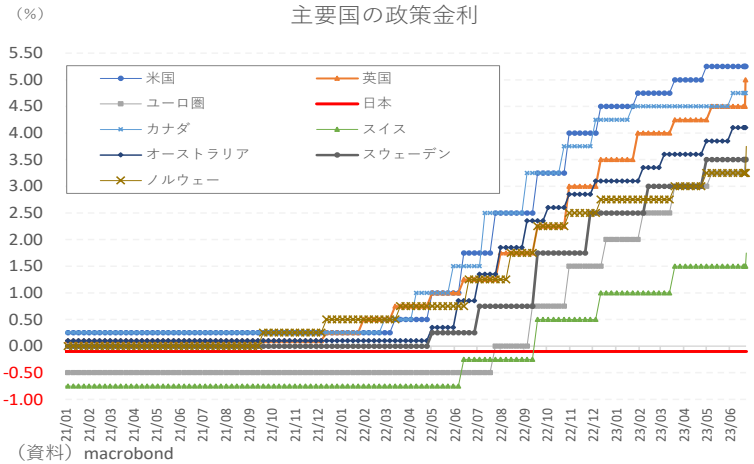
|        | 2023年<br>1～6月(実績)           | 7～9月期                 | 10～12月期               | 2024年<br>1～3月期        | 4～6月期                 | 7～9月期                 |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 127.22 ～ 145.07<br>(144.88) | 141 ～ 148<br>(143)    | 141 ～ 149<br>(142)    | 138 ～ 146<br>(140)    | 137 ～ 145<br>(138)    | 136 ～ 144<br>(137)    |
| ユーロ/ドル | 1.0482 ～ 1.1096<br>(1.0872) | 1.09 ～ 1.14<br>(1.12) | 1.08 ～ 1.15<br>(1.13) | 1.08 ～ 1.16<br>(1.11) | 1.09 ～ 1.15<br>(1.10) | 1.08 ～ 1.14<br>(1.09) |
| ユーロ/円  | 137.45 ～ 158.00<br>(157.53) | 154 ～ 162<br>(160)    | 154 ～ 163<br>(160)    | 152 ～ 161<br>(155)    | 150 ～ 160<br>(152)    | 147 ～ 157<br>(149)    |

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内6月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照  
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



## ◆ ドル/円相場の見通し～「投機は円安、実需も円安」という市場環境～ 《円相場の現状と展望について～「円安バブル」時代との類似点と相違点～》 150 円台復帰も否めず

本欄の想定を超えるペースで円安・ドル高が進んでいる。6 月に円安が加速した背景は従前本欄で強調してきた需給環境の変化というよりも金利・物価動向の影響が大きそうである。6 月 22 日にはイングランド銀行 (BOE) およびノルウェー国立銀行が共に +25bp という市場予想を超える +50bp の利上げに踏み切ったことがサプライズを呼んだ。日本の視点に立てば、せっかく需給面で貿易赤字が縮小過程に入り円安圧力が落ち着



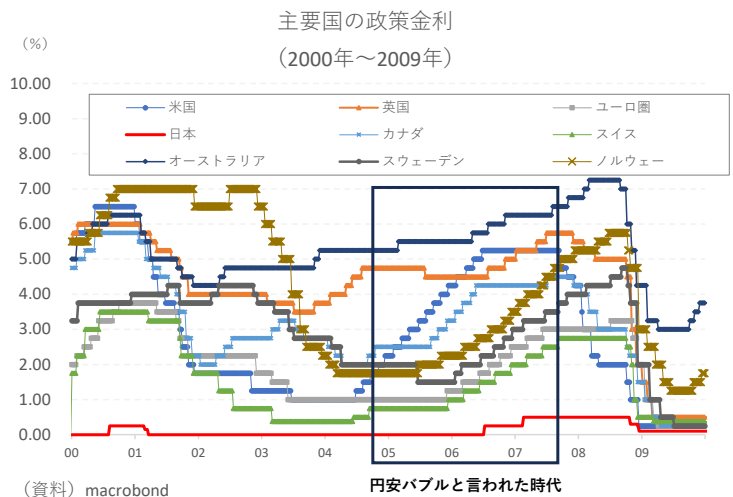
いたところで海外のインフレ懸念が再燃し、内外金利格差から円安圧力が復活してしまった構図になる。

元より本欄ではキャリー取引を行う環境が整いそうであることから「本当に金利差が因果関係をもって円安に寄与するのは 2023 年」という趣旨を強調してきた経緯がある。足許では実際にそうなっているように見える。年始時点では「2023 年後半は利上げの無い世界」という予想が支配的であり、FRB に至っては利下げ転換が当然視されるような雰囲気があった。巷の円高予想はこの利下げ転換を前提としたものが殆どであったため、今のところ完全に外れてしまっているのが実情と言える。本稿執筆時点では 7 月の FRB および ECB の利上げが既定路線のように見られており、「2023 年後半は利上げの無い世界」という前提にも亀裂が入っている。

この点、本欄も 7 月に至って FRB の利上げが検討されるとは想定していなかったが、巷説とは違って FRB の利下げ転換は全く当て込んでいなかった。また、そもそも需給環境の変化を踏まえれば大きな円高はあり得ないという立場を貫いてきた。あくまでも金利ではなく需給の説明力を重視したことが、今のところ、予想が報われている背景と考えている。 もっとも、FRB の利上げが 9 月まで持続するという話になれば本欄にとっても想定外の円安リスクであり 150 円台復帰というシナリオも浮上する。

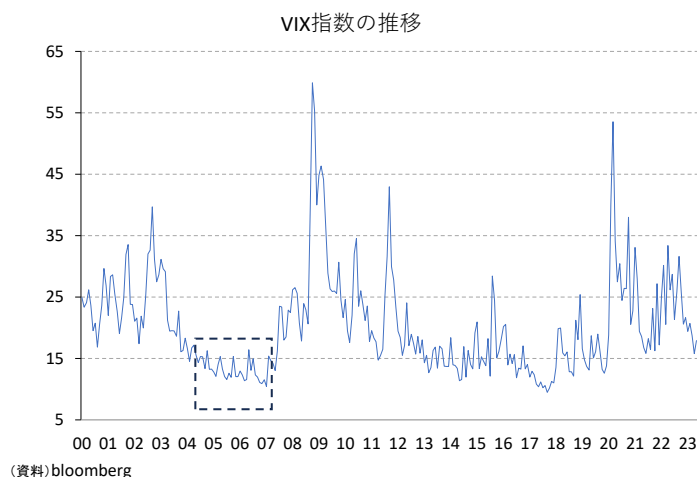
### 円安バブル時代と似た景色

昨年来、指摘している事実だが、やはり「円安バブル」と呼ばれた 2005～2007 年の雰囲気に似てきているように思える。当時の状況を図に示すと右図のようなイメージになる。 当時も現在同様、日本以外の欧米主要国が連続的な利上げを行い、「世界で唯一のゼロ金利通貨」として円の特異性が際立っていた。円キャリー取引というフレーズは当時から頻繁に使われ始めたものである。キャリー取



引は「金利の低い通貨を売って、高い通貨を買い、持ち続ける」という文字通り金利差（キャリー）の積み上げを企図した取引である。

キャリー取引において金利の低い方の通貨を調達通貨と呼ぶが、調達通貨に選ばれるためには 2 つの条件がある。1 つは金利先安観が安定していること（言い換えれば十分な金利差が当面見込まれること）。もう 1 つは流動性がある通貨であること、である。さらに言えば、経常収支や貿易収支などの需給についても赤字構造であれば安心して調達通貨として選ぶことができる。後述するように、当時の円は需給面では潤沢な黒字を抱えていたが、大幅な内外金利差が



あり、しかもその安定が見込まれる主要通貨という立ち位置にあった。あとは金融市場のボラティリティが落ち着けば調達通貨を売って、高金利通貨を買えばキャリー取引は奏功する。2000 年以降を振り返っても、2005～07 年当時ほどボラティリティが長期にわたって落ち着いていた局面はなく（図中点線四角部分）、この点でもキャリー取引はやりやすかったと推測される。「十分な金利差」と「低いボラティリティ」が安定感を伴えば、キャリー取引を持続するインセンティブになる。

当時の日本では円安を背景に日本から海外へ薄型テレビを中心とする民生家電の輸出が盛んになり、大幅な貿易黒字が記録された。円安と輸出数量増加、結果としての貿易黒字拡大が可視化されていたからこそ「円安バブル」という言葉が使われたのであり、「悪い円安」と称される現在との大きな違いがあった。なお、余談だが、『「悪い円安」とはもう言わなくなったのは節操が無いのではないか』という論調をよく目にするようになった。言わなくなったのはメディアの都合であり、実体経済に目をやれば実質賃金は大幅下落が続いている。家計部門にとって円安が負担になっているのは厳然たる事実であり、利潤を積み上げている企業部門から家計部門へのスピルオーバーが持続するかどうかが焦点だろう。この点、確かに名目賃金の上昇は今年見られているが、その持続性を判断する時期にはない。今後、1 ドル 145 円の節目を超えてくれば必ず「悪い円安」論は顔を出すだろう。現在、「悪い円安」論が鳴りを潜めているのは、単に株価が上がっているうちは円安を責める議論が出にくいというだけであり、折しも資源価格が落ち着いていることから円安の弊害が可視化されにくくなったという側面も相当大きいはずである。

## 円安バブル当時と比べるとはや「別の通貨」

しかし、当時と現在で違う点が 2 つある。1 つは利上げペース、1 つは需給環境だ。まず前者に関し FRB を例に取った場合、2005 年 1 月から 2007 年 7 月までの 30 か月間で +300bp の利上げが行われた一方、今回は 2022 年 3 月から 2023 年 6 月までの 15 か月間で +500bp の利上げが行われている。史上稀に見る急ピッチな利上げはインフレ急伸に対応した政策対応であり、この戦いはまだ終わっていない。世界が異例のタカ派姿勢を貫く中でも日銀は緩和路線の堅持をアピールしており、「十分な金利差」とその安定感という意味では 2005～07 年当時を凌ぐ。次頁図に示すように、ボラティリティが当時よりも高いことをどう評価するかだが、当時以上に「十分な金利差」が期待できるならば多少の変動にも耐え得る

というのが合理的な考え方ではないか。

だが、2005～07 年の円安バブルと現在の決定的な違いは需給環境である。上で調達通貨に選ばれるためには「金利先安観（十分な金利差）が安定していること」と「流動性がある通貨であること」の 2 つの条件があると述べたが、現在はここに「調達通貨の需給が崩れている（売り超過である）」というダメ押しの条件まで加わっている。数字で比較してみよう。貿易収支（国際収支ベース）で言えば、2005 年が約+11.8 兆円、2006

年が約+11.1 兆円、2007 年が約+14.2 兆円と常に 10 兆円の太台にあった。これはこの時代に限ったものではなく、現行統計（BPM6 ベースの国際収支統計）で遡及可能な 1996 年からサブプライムショックが起きる 2007 年までの 12 年間、10 兆円を下回ったことは 2 回（1996 年と 2001 年）だけで、同期間の累積貿易収支は約+149 兆円の黒字に達している（図）。この結果、2007 年の経常収支は約+24.9 兆円と史上最大を記録した。片や、2011 年から 2022 年までの 12 年間で累積貿易収支は▲24.2 兆円の赤字だった。もはや需給面では「別の通貨」と言って差し支えない。

2005～07 年当時は圧倒的な円買い実需を背景にしながらも「日本だけゼロ金利だが、主要国は軒並み利上げ」という分かりやすい構図が定着し、低位安定するボラティリティも相まってキャリー取引が盛んになった。しかし、キャリー取引は投機色が濃い取引である。サブプライムショックそしてリーマンショックを経て金融市場のリスク許容度が棄損し、積み上がったキャリー取引が一気に巻き戻しを強いられた。残るは「実需の円買い」であり、その後、数年にわたる超円高時代が始まったのは周知の通りだ。つまり、当時は「投機は円安、実需は円高」であった。

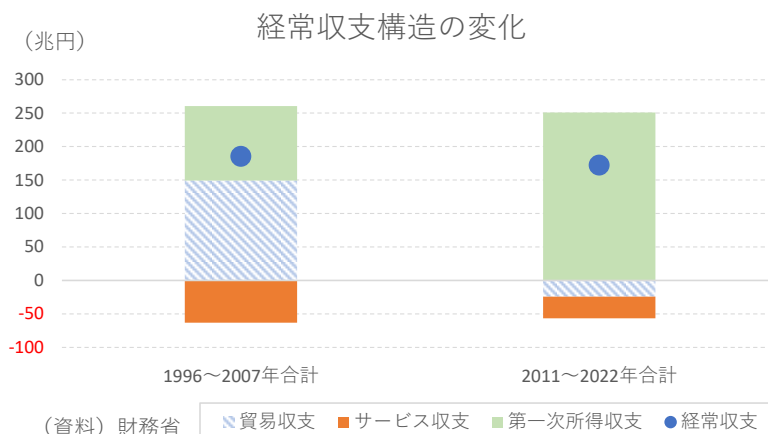
「投機は円安、実需は円高」から「投機は円安、実需も円安」へ

これに対し現在は「投機は円安、実需も円安」だ。2007～08 年は米国の金融政策がハト派に振れれば実需の円買いが顔を出す環境にあったが、今はそれが無い。よって FRB が利上げペースを落としたり、政策金利を高いまま据え置いたりする決断程度では円高に振れないのは当然と言える。現状、円安が円高に反転するとしたら「売られ過ぎたから」くらいだろうか。もしくは 3 月のように金融不安などの勃発から FRB の利下げ期待がにわかに高まる展開や政府・日銀による為替介入でも反転はあり得る。つまり自律反発と不測の事態に期待するくらいしか、円高への転換は起こりようが無いのが現状と言える。

## 《円相場の基礎的需給環境について～「Brain freeze」と揶揄される状況～》

### 研究開発サービス赤字という元凶

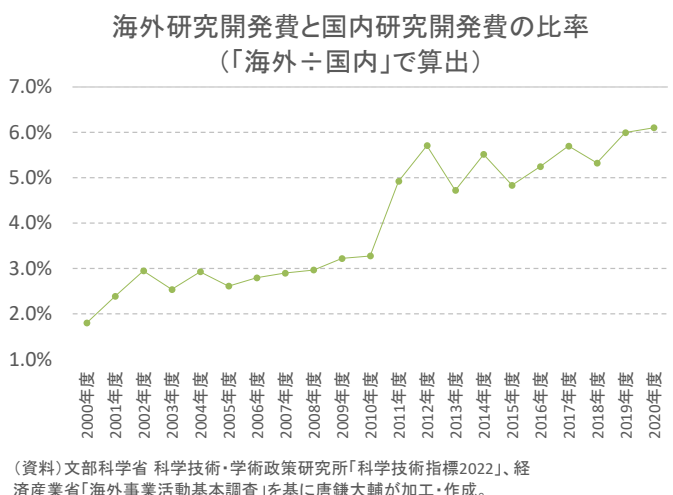
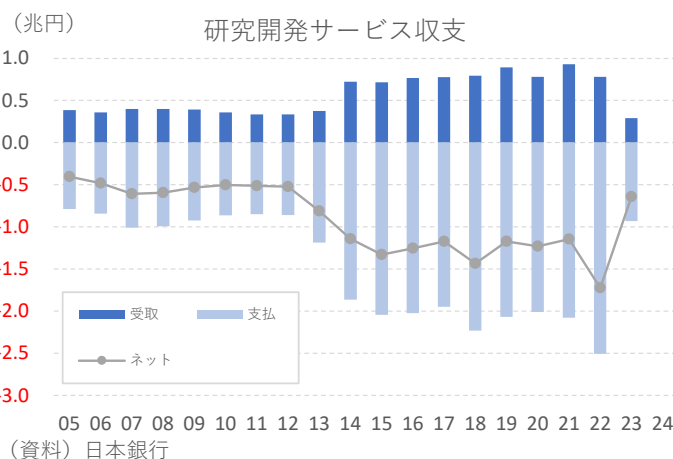
本欄では日本の対外経済部門、特に国際収支統計におけるサービス収支の赤字拡大が日本の「新たな外貨流出源」となっている事実を繰り返し議論してきた。これはサービス収支を構成する 3 項目（旅行・輸送・その他）のうち、その他サービス収支の赤字拡大を反映した動きであり、2022 年における約▲5.4 兆



円のサービス収支赤字のうち約▲5.2兆円がその他サービス収支赤字だった。

簡単にその他サービス収支赤字をおさらいすると、クラウドサービスの使用料などが計上される通信・コンピュータ・情報サービスが約▲1.6兆円、ネット広告への支払いや外資系コンサルティング企業の本社送金などが計上される専門・経営コンサルティングサービスが約▲1.7兆円、そして産業財産権（特許権、実用新案権、意匠権、商標権）の売買を計上する研究開発サービスが約▲1.7兆円となっており、さしずめデジタル・コンサル・研究開発といった3つのフレーズに集約される。

これらの論旨は繰り返し議論してきた通りだが、恐らくデジタル関連の赤字が拡大している背景にはそもそも研究開発で後れを取っているという事実があるのではないかと推測される。右図（上）に示すように、2014年以降、受取がそれまでの4000億円程度から8000億円程度に増えている一方、支払もそれまでの9000億円程度から2兆円程度へ増えており、研究開発サービス収支としての赤字幅が広がっていることが分かる。この理由は1つではないだろうが、日本企業が国内から海外への研究開発拠点のシフトする動きや、そもそも日本企業が海外（企業や大学など）へ研究開発を外注する動きも含まれそうである。経済産業省の『海外事業活動基本調査』を見ても海外での研究開発活動にコストをかけようとする潮流は相対的に確認できる（図・下）。



### 「思考停止 (Brain freeze)」と形容された日本

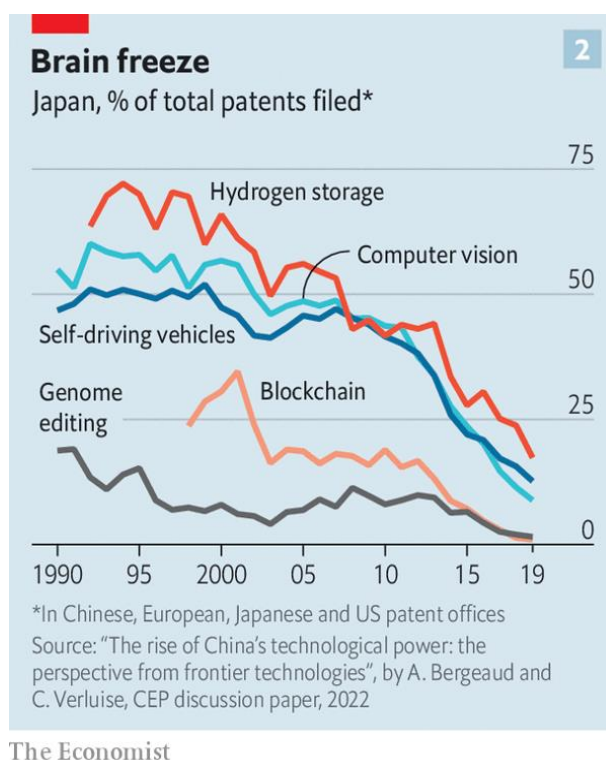
研究開発サービス分野において外貨流出が続いている事実に関連し、2023年5月、英 The Economist 誌が報じた『It's not just a fiscal fiasco: greying economies also innovate less』との記事が注目される。同記事は高齢化した経済では財政的な負担が増すばかりか、革新的な技術が生まれにくくなるという事実を憂いている。ここでの議論の対象は日本に限らず、人口減少傾向にある世界全体であり、今後は革新的な技術が生まれにくいことで世界経済の生産性が低下し、成長率全体も押し下げられるというのが記事の趣旨であった。しかし、10ページに及ぶ特集記事の中で日本だけに言及した箇所もあった。記事の最初の方では日本がイタリアと共に人口維持が難しくなる出生率 2.1 以下の国として登場し、岸田首相が2023年1月23日の衆議院本会議における施政方針演説において述べた「社会機能を維持できるかどうか

かの瀬戸際」とのフレーズも引用されている。

記事の核心は「出生率が低下すること（≡人口動態が高齢化すること）でイノベーションが起こらなくなる」という事実であり、今後の世界経済がこの現象に直面する可能性があること、既に世界の一部ではそれが始まっていることが先行研究など共に紹介されている。日本にとってショッキングなのは、その「世界の一部」の典型例として日本が紹介されていることだ。記事中では心理学の概念として、若い世代は「fluid intelligence（流動性知能）」を持ち問題解決や新たなアイデアの創造に能力を活かす一方、年老いた世代は「crystallised intelligence（結晶性知能）」を持ち時間と共に蓄積された物事の仕組みに関する知識を活かすという論点が紹介されている。いずれの知性も経済活動上、重要ではあるが、イノベーションの創造を期待するにあたっては流動性知能が重要であり、高齢化した経済ほど、この点が弱くなると指摘されている。実際、記事ではイノベーションと年齢の関係についての研究結果も紹介され、研究者の特許出願率は30代後半から40代前半でピークに達し、40代から50代にかけて緩やかに低下する傾向にあるという。経済学における生産関数に則して言えば、イノベーションを通じて全要素生産性（以下単に生産性）が改善するからこそ、労働力や資本の投入が一定でも高い成長率を実現できる。ということは、少子高齢化が課題となる社会こそイノベーションによる生産性向上が必要になるわけだが、少子高齢化という事実自体がイノベーション停滞の元凶とすれば、日本にとって救いの無い議論である。

右図は The Economist 誌に掲載されたものを引用したものだ。日本がかつて主導的役割を果たしていた分野でことごとく失墜している様子を示している。タイトルである「Brain freeze」は、現状に照らせば頭脳停止や頭脳流出などの訳語が腑に落ちそうだが、「思考停止」と訳されることも多い。これもまた近年の日本経済・社会について頻繁に使われるフレーズであろう。記事ではロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）の経済動向センター（CEP）の分析として日本のゲノム編集技術やブロックチェーン技術への貢献がほぼゼロになったことや、水素貯蔵や自動運転、コンピュータビジョン（画像解析のためにコンピュータに学習させる人工知能のこと）など、過去に日本が主導的な役割を果たしていた分野でも現在は米国や中国の後塵を拝する状況にあることが指摘されている。さらに恐ろしい事実として、記事では少子高齢化社会に生きる若者はそうではない社会に生きる若者と比べて起業する割合が低くなるという事実も紹介されている。

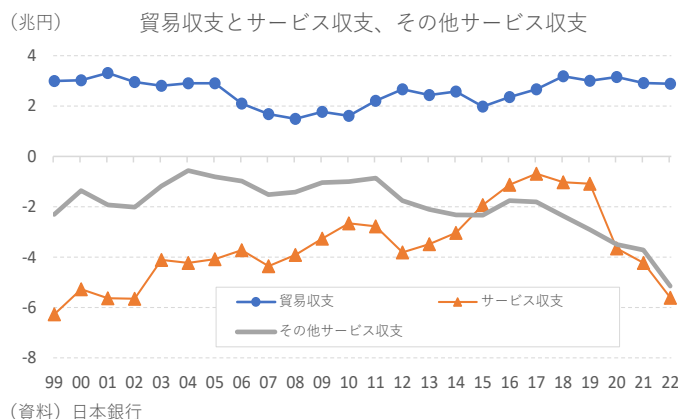
こうした状況を踏まえると岸田政権がスタートアップ分野にテコ入れをしようという視点自体は正しいように思えるが、そもそも日本の人口動態では難しいことをやろうとしているという見方にもなる。もちろん、異次元の少子化対策と銘打った政策パッケージも併走しているわけだが、記事では子供1人に高額な助成金（1人目8300ドル、2人目13000ドル）を支給するシンガポールの出生率が1.0にとどまっている事実を例に「出生率低下を逆転させるために政府は殆ど無力」としている。



The Economist

## Brain freeze がもたらしたサービス収支赤字拡大

話を日本のサービス収支赤字に戻せば、上述されるような Brain freeze と揶揄される状況は日本の研究開発サービス赤字が拡大している事実と整合的であるように思えた。また、直感的に研究開発サービスの劣後は恐らくデジタル関連の赤字と無関係ではないだろうし、もしかしたら経営コンサルティング関連の赤字とも関係が疑われる。いずれにせよ、2022 年に▲5 兆円を突破した



の競争力が劣化したことの結果という印象が強く、その背景が少子高齢化という根深い構造的な要因に支えられているのだとしたら、当面の日本経済はここからの外貨流出を甘受しなければならない状況が続くことになる。しつこい円安地合いの背景も、その他の諸問題同様、やはり少子高齢化という人口動態要因に行き着くということだろうか。

## 《日本経済の現状と展望について～日本に対内直接投資はやってくるのか～》

### 対内直接投資促進に本腰となる日本政府

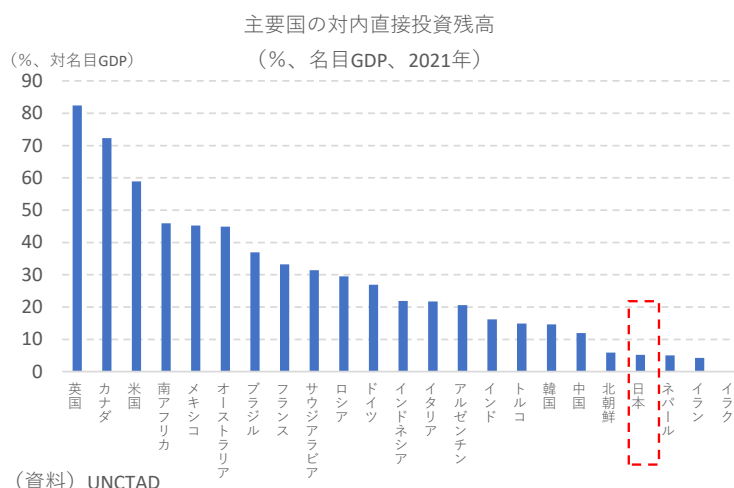
6 月 16 日、来年度予算編成や重要政策の基本的な指針となる「経済財政運営と改革の基本方針 2023 (骨太の方針)」が閣議決定された。後述するように、同方針で示された「資産運用立国」論やこれに伴う「家計金融資産の開放」は金融市場、とりわけ円相場に対して大きな影響を持つ可能性があるが、ここでは別の論点に着目してみたい。それは直接投資残高に関し、期限と水準の目標が設定されたことだ：

- 海外からヒト、モノ、カネ、アイデアを積極的に呼び込むことで我が国全体の投資を拡大させ、イノベーション力を高め、我が国の更なる経済成長につなげていくことが重要である。対内直接投資残高を 2030 年に 100 兆円とする目標の早期実現を目指し、半導体等の戦略分野への投資促進<中略>我が国経済の持続的成長や地域経済の活性化につなげる

周知の通り、こうした方針が出る以前から日本の対内直接投資を取り巻く環境がにわかに騒がしくなっていることは周知の通りである。例えば 5 月 18 日、岸田首相が海外の大手半導体メーカーや研究機関計 7 社の経営幹部らと首相官邸で面会したことが大々的に報じられている。具体的には、日本でも頻繁に名前が報じられる半導体受託生産で世界最大手の台湾積体電路製造 (TSMC) はもちろん、韓国のサムスン電子、米半導体大手のマイクロン・テクノロジーや、米 IBM、インテル、アプライドマテリアルズ、ベルギーの研究機関 imec (アイメック) の首脳らと面会している。この際、「政府を挙げて対日直接投資のさらなる拡大、半導体産業への支援に取り組みたい」と述べ、日本への投資を促す方針を喧伝している。事実として熊本県菊陽町の雇用・賃金情勢が TSMC の工場誘致を境に劇的に変わり始めているという話もあり、対内直接投資に伴う経済効果の大きさは折り紙付きである。今回、「骨太の方針」で方針が示されたことを契機として、日本の対内直接投資を取り巻く環境やその展望を紹介してみたい。

## 対内直接投資は「安い日本」の戦略分野

現状、日本の対内直接投資残高は世界的に見ても異様に低い状況にある。よって、ここにアップサイドを見出すのは為政者として自然な発想である。国連貿易開発会議（UNCTAD）のデータによれば（図）、2021 年末時点の直接投資残高（%、対名目 GDP）に関し、日本は数値が公表されている 201 か国中 198 位の 5.2%にとどまっている。日本より下にはネパール、イラン、イラクの 3 か国しかなく、1 つ上はなんと北

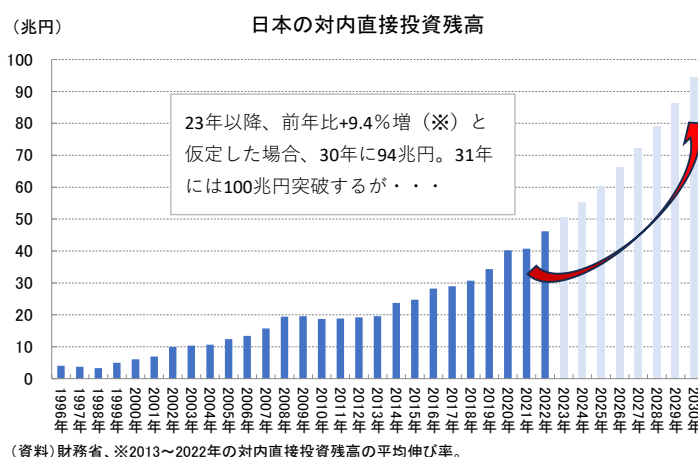


朝鮮（5.9%）という悲惨な状況である。OECD 平均が 56%であることに照らしても、日本の対内直接投資状況が如何に閉鎖的なのか良く分かるだろう。なお、この UNCTAD 統計で最上位に位置する国・地域（ルクセンブルグや英領ヴァージン諸島、英領ケイマン諸島など）は租税回避地ゆえの外れ値であり、この順位に盲従することは正しくないが、途上国全体の平均でも 32%というデータがある。日本の水準が国際的に見て際立って低く、「資本の鎖国」と揶揄されるような状況であることに変わりはないだろう。

「安い日本」と言われる中、国内製造業の国内回帰がそれほど期待できないのだとしたら、外資系企業の日本への新規投資を促すことは極めて重要な施策である。インバウンド政策は海外の「人」を、対内直接投資政策は海外の「企業」を日本に取り込む努力をする政策であり、共に日本経済の両輪として注力すべき「安い日本」の戦略分野である。

## 過去、目標は達成されてきた経緯

こうした現状を踏まえ、定量目標として掲げられた「2030 年までに 100 兆円」は現実性があるのか。例えば 2013 年から 2022 年までの対内直接投資残高は平均すると前年比+9.4%で伸びている。仮にこの伸び率が維持された場合、政府目標の期限である 2030 年には約 94 兆円、2031 年には 100 兆円の台に乗るイメージになる（図）。「2030 年までに 100 兆円」は決して不可能とは言えないが、易しい目標とも言えない。ハードルとしては絶妙な高さに



設定されているように見える。ちなみに、対内直接投資残高は国際的に見た異常な低水準もあって、時の政権が中期目標として繰り返し持ち出してきた歴史がある。

例えば、今から 20 年前の 2003 年 1 月、当時の小泉純一郎政権も「2001 年末の対日直接投資残高から 5 年間で倍増する」という政府目標を掲げ、2003 年 5 月には「Invest Japan」のスローガンの下、

JETRO（日本貿易振興機構）に「対日投資・ビジネスサポートセンター（BSC）」が設立されている。BSC 設立は対日投資に係るあらゆる情報がワンストップで入手可能になり、外国企業が手続きの煩雑さから解放されることを企図したものであった。筆者は 2004 年 4 月に JETRO へ新卒入社し、名刺には「Invest Japan」のロゴが刻印されていたのでよく覚えている。この小泉政権の目標は残高ベースおよび GDP 比ベース、いずれでも達成されている（それぞれ 6.9 兆円→13.4 兆円、1.3%→2.5%）。

また、最近では 2013 年、第二次安倍政権により掲げられた「日本再興戦略」で「2020 年までに対日直接投資残高を 35 兆円に倍増する」という目標が設定されており、やはり JETRO を巻き込んだ包括支援が強化されている。2020 年の対内直接投資残高は約 40 兆円なのでこれも達成されている。発射台が低いという前提があるものの、おざなりにされやすい財政再建目標などとは違って、対内直接投資残高に関する政府目標は達成されてきた経緯がある。必然的に今回も期待を抱くことにはなる。ちなみに 2021 年 6 月には菅義偉政権が対日直接投資推進会議において、2030 年の残高目標を 2020 年対比で 2 倍となる 80 兆円にする方針を示しており、今回の「骨太の方針」ではこの目標が上方修正された格好になる。

### なぜ日本への対内直接投資は進まないのか？

なぜ日本への対内直接投資がこれほど少ないのか。これには諸説あるものの、決定的な要因が突き止められるには至っていない。例えば、抽象的な論点ではパンデミック下でも露呈された閉鎖的な国民性などは頻繁に指摘される。もっとも、終身雇用・年功賃金に浸かった日本のウェットな労働市場においてドライな外国企業の基本姿勢が受け入れられにくいという点で捉えれば抽象的な論点とも言えず、これは解雇規制を筆頭とする硬直的な雇用法制という具体的な論点に帰着する。雇用法制の硬直性は産業再編などを睨んだ外資系企業の進出を阻む一因になり得る。そのほか、より基本的な指摘として言語（英語が使えない）などの問題も考えられる。

しかし、これら要因のうち、いずれが「北朝鮮以下の対内直接投資残高」という状況に繋がっているのか。これほどまでに日本が投資先として選ばれない理由として十分なもののなか。決定的な解明はまだされていない。いずれにせよ、事実として日本が徹底的に避けられてきているというデータがある以上、考えられる障害は全て除外していく必要があるし、それが「骨太の方針」に透ける政府の意図だろう。

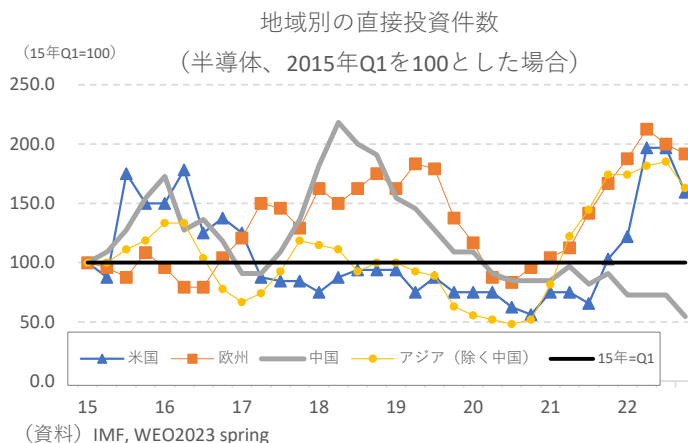
### どうやって増やしていくのか？

政府は対内直接投資残高を引き上げていくつもりなのか。上記で指摘されるような障害を 1 つ 1 つ取り除きつつ、投資家のモチベーションを刺激する仕組みづくりに勤しむしかないが、客観的に見て、日本が巻き返せる余地は相応にあるようにも思える。「骨太の方針」では対内直接投資残高の引き上げを企図して「半導体等の戦略分野への投資促進、アジア最大のスタートアップハブ形成に向けた戦略、特別高度人材制度（J-Skip）や未来創造人材制度（J-Find）の創設、技能実習制度や特定技能制度の在り方の検討等を含む高度外国人材等の呼び込みに向けた制度整備、国際金融センターの機能強化、投資喚起プロモーション・世界への発信強化などを含む『海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン』」を早期に実行するとの意思表示が示されている。率直に言って、この文言だけからでは、何がどれほどの確度をもって奏功しそうなのか良く分からない。

しかし、現時点で確実に言えることは、実質実効為替レート（REER）で「半世紀ぶりの円安」を記録している以上、他の先進国から日本への投資がコスト面で相当改善しているという事実だろう。近年、

「安い日本」を活かす策と言え、インバウンド政策（外国「人」の受け入れ）の重要性がかなり浸透しているものの、対内直接投資政策（外国「企業」の受け入れ）の重要性はそれほど認知が進んでいないように感じられる。また、客観的な事実として、地政学的な安定性や依然として世界 3 位という経済規模、治安の良さ、教育水準の高さなど PR できるポイントも相応にある。

特に、今年の IMF 世界経済見通し（WEO）や国際金融安定報告（GFSR）で指摘されているように、世界的に直接投資は政治・外交的に距離感が近い国・地域に再編成される傾向がある。この点、西側陣営の成熟国であり尚且つコストが安い日本は利便性が高い立地にも見受けられる。この点は過去のみずほマーケット・トピックでも詳しく議論している<sup>1</sup>。事実として世界の直接投資動向は地政学リスクの高い中国から中国以外へシフトしていく潮流がある（図）。このような時代背景には日本が対内直接投資を引き込む上で確かに追い風だろう。



### 「円安を活かすカード」は1枚でも多い方が良い

本欄では繰り返し論じている点だが、今後の日本では基礎的需給構造の変化を背景として円高局面よりも円安局面の方が長いものになっていく可能性が高いと筆者は考えている。だとすれば1枚でも多く、「円安を活かすカード」は用意しておいた方が良い。近年ではサービス輸出（インバウンド受け入れ）に関する議論が多く展開されており、それ自体はあるべき方向性の1つに違いない。だが、観光産業だけで500兆円の経済を浮揚させることは難しいだろう（2019年のインバウンド最盛期の旅行収支黒字でも約+2.7兆円しかなかったのだから）。片や、北朝鮮以下という状況にある対内直接投資のポテンシャルは相応に大きさを感ぜさせるものであり、奏功すれば、再び日本経済が円安を起点として輸出数量を伸ばすという構図を取り戻せる目もなくてはならない（新時代の成長モデルとしてそれが正しいのかどうかはさておき、だが）。いずれにしても、2022年に直面した円安が長きにわたった「円高の歴史」の終わりであるとすれば、今後は円安を活かす手段としての対内直接投資が鍵になってくることは確かだろう。対内直接投資残高の引き上げは今年度「骨太の方針」における最重要論点の1つと言って差し支えない。

## 《米金融政策の現状と展望について～hawkish holdの局面へ～》

### FRBは「タカ派的な現状維持 (hawkish hold)」へ

6月13～14日開催されたFOMCはFF金利誘導水準を5.00～5.25%と据え置くことを決定した。2022年3月の利上げ開始以来、11会合ぶりの現状維持である。注目されたメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）における2023年末の水準は5.6%と年内2回の利上げが示唆されており、あくまで利上げは「中断」であって「終了」ではないという建付けである。だが、会合後の市中金利は10年だけではなく2年も低下しており、利上げ再開はなく、「終了」を見込む向きの方が強い印象を受ける。依然として金融市場とFRBの認識相違は修正されていない印象を受ける。

<sup>1</sup> この点はみずほマーケット・トピック 2023年4月12日号『変わる直接投資とスローバリゼーション』で詳しく議論している。

ドットチャートをより具体的に見ると 2023～25 年の各年末における政策金利の見通し（中央値）は「5.6%→4.6%→3.4%」となっており、前回（3 月）対比で+0.5%ポイント、+0.3%ポイント、+0.3%ポイント引き上げられている。なお、2023 年末に関し、現状より低い水準を予想するメンバーはゼロであり、改めて年内利下げ期待が市場の先走りであることを確認したと言える

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

| FOMC Date | 2023   | 2024   | 2025   | Longer run |
|-----------|--------|--------|--------|------------|
| 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%     |
| Jun-23    | 5.625% | 4.625% | 3.375% | 2.500%     |

（資料）FRB

（図）。パウエル FRB 議長は政策金利が最高到達点に接近した今、政策金利の引き上げペースよりも水準の方が重要になったとの認識を示している。5%超えの政策金利を維持することで引き締め効果を探るという局面に入ったと考えられ、「タカ派的な現状維持（hawkish hold）」の姿勢が年後半のメインシナリオになると思われる。これは本欄において昨年来、想定してきた展開である。

### 年内利下げと共に円高見通しも窮地

ドル/円相場見通しの観点から重要なことは「年内利下げを前提にした円高見通し」が一段と厳しくなったという事実である。本当に年内あと 2 回の利上げが可能かどうかは別としても、昨年来、多くの市場参加者が執拗に期待してきた年内利下げは風前の灯火である。改定された経済見通し（SEP）におけるコア個人消費支出（PCE）デフレーターの見通しは「+3.9%→+2.6%→

FRBの経済見通し（大勢見通し、%）、※2023年6月時点

|                      | 2023         | 2024         | 2025         | 長期見通し        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率<br>(3月時点)   | 1.0<br>(0.4) | 1.1<br>(1.2) | 1.8<br>(1.9) | 1.8<br>(1.8) |
| 失業率<br>(3月時点)        | 4.1<br>(4.5) | 4.5<br>(4.6) | 4.5<br>(4.6) | 4.0<br>(4.0) |
| PCEインフレ率<br>(3月時点)   | 3.2<br>(3.3) | 2.5<br>(2.5) | 2.1<br>(2.1) | 2.0<br>(2.0) |
| PCEコアインフレ率<br>(3月時点) | 3.9<br>(3.6) | 2.6<br>(2.6) | 2.2<br>(2.1) |              |

（資料）FRB

+2.2%」と、2023 年が前回（3 月）対比で+0.3%ポイントも上方修正され、2025 年も+0.1%ポイント上方修正されている（図）。会見でもコア PCE 見通しの上方修正を質す記者が複数現れており、パウエル議長は賃金上昇ペースの減速を通じたインフレ圧力の緩和には時間を要すると述べた。年央に差し掛かっても雇用・賃金環境の逼迫を理由としてインフレ基調の見通しが上方修正される状況下、年内利下げは絶望的に可能性が低くなったと言わざるを得ない。これに依存していた円高見通しも窮地と言える。今後、利下げ期待が浮上するとすれば、3 月のような金融不安の再燃くらいしか思い当たらないが、金融危機をメインシナリオに資産価格見通しを検討するわけにはいくまい。仮に 2023 年中に利下げが行われたとしても、それは危機対応の一環であり、当初の円高見通しで想定されていた展開とは言えない。

なお、仮に利下げが行われたとしても、一部で期待されていた 120 円台前半や 110 円台といった展開は難しいと考える。11 会合ぶりの利上げ停止が決定された直後もドル/円相場は 140 円付近で推移している。そもそも「早ければ 3 月、遅くとも 5 月に FRB は利上げを停止する」というのは年初から市場で指摘されていたメインシナリオ通りであり、サプライズとは言えない。利上げが停まっても円高・ドル安が実現しない背景には本邦の貿易赤字拡大、直接投資拡大による円転需要の縮小、デジタル赤字を筆頭と

する新しい外貨流出の存在など、日本が直面する構造変化があるというのが従前からの筆者の主張だ。

2022年3月に円安局面が始まった時、そうした構造円安論に言及すると「極論過ぎる」という批判も多かったが、客観的に見て円高に振れにくくなっているのは間違いない。「利上げが止まっても140円台」という展開は殆どの市場参加者が予見していなかった未来のはずだ。その理由が構造的変化でなければ何なのだろうか。米金利見通しだけからドル/円相場の方向感や水準を議論する時代は変わりつつあるというのが引き続き筆者の基本的な立場である。

## 《メインシナリオへのリスク点検～「家計金融資産の開放」に伴う超円安リスク～》

### 「家計の円売り」の胎動

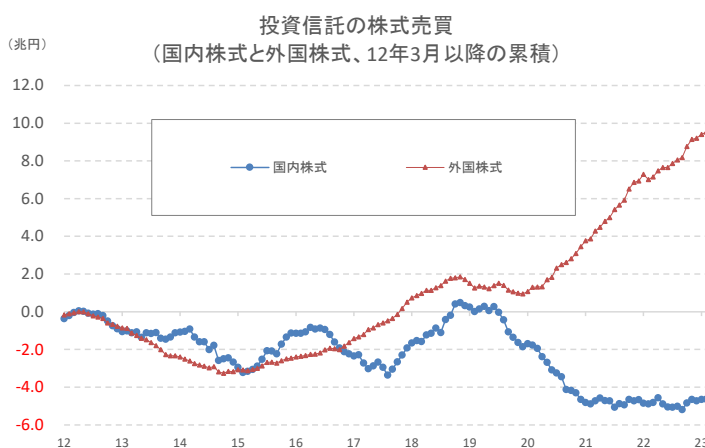
ドル/円相場は本欄の想定通りの展開が続いており、6月も年初来高値を更新した。円安の原因をどこに求めるかは識者により見方が異なるものの、本欄では一貫して円相場を取り巻く基礎的需給環境の変化から目を逸らすべきではないという立場を続けている。需給環境と言った場合、象徴的には国際収支統計を軸に議論を展開するのが基本であり、実際、過去の本欄では繰り返しその議論を重ねてきた。一方で、家計の金融資産の動向に着目する意味も近年大きくなっていると考えられる。周知の通り、日本の家計金融資産は2000兆円にも及ぶため、多少の構成変化でも大きなインパクトになる。図示するように、日本の家計金融資産は現状、約97%が円建て、しかも55%が現預金という保守的な構成にある。リスクテイクに動く余地という意味では相当に大きい状況にあり、それが外貨だった場合の為替への影響は看過できない。

この点、気になる報道も断続的に見られている。例えば、2023年5月1日の日本経済新聞は『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、若年層ほど外貨建て資産の比率を増やしていることを報じた。かねて本欄やみずほマーケット・トピックではこうした「家計の円売り」が円相場ひいては日本経済が抱える最大のリスクになり得ると論じてきた経緯もある<sup>2</sup>。記事中で紹介されていたアンケート結果に目をやると「外国企業の方が日本企業よりも期待リターンが高いから」、「右肩上がりの成長が不可能となり、日本株を長期で保有するにはリスクがある」など、内外の成長

本邦家計部門の金融資産構成(2023年3月末)

|               | 金額(兆円)  | 構成比(%) |
|---------------|---------|--------|
| 総資産           | 2,042.8 | 100.0  |
| 外貨性           | 66.9    | 3.3    |
| 外貨預金          | 6.4     | 0.3    |
| 対外証券投資        | 24.2    | 1.2    |
| 投資信託          | 36.3    | 1.8    |
| 円貨性           | 1,976.0 | 96.7   |
| 現預金(外貨預金を除く)  | 1,100.2 | 53.9   |
| 国債等           | 26.6    | 1.3    |
| 株式・出資金        | 225.7   | 11.0   |
| 投資信託(外貨部分を除く) | 59.2    | 2.9    |
| 保険・年金準備金      | 534.3   | 26.2   |
| 預け金など         | 29.9    | 1.5    |

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。



(資料)投資信託協会、※2023年4月までのデータ。

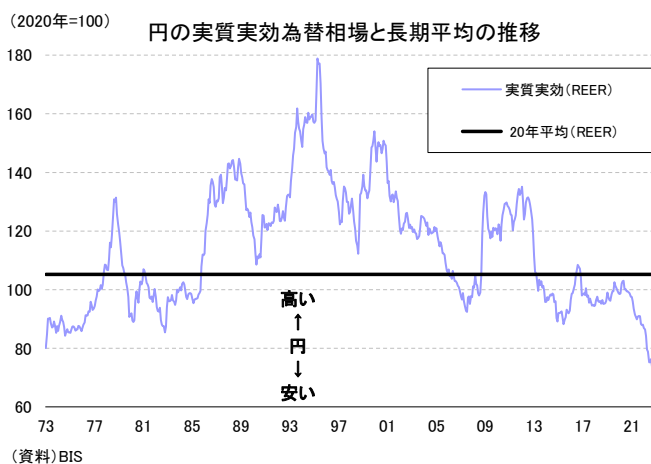
<sup>2</sup> 例えばみずほマーケット・トピック 2022年9月12日号『動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～』。また、拙著『強い円はどこへ行ったのか』(日経BP社)でも同様の議論を掘り下げている。

格差への意識が透ける。これから投資をする個人にとって国内よりも海外という志向は概ね共通する志向だろう。こうした「国内から海外へ」という資産運用の動きは今に始まったものではなく過去数年の潮流である。例えば投資信託経由の株式売買動向に目をやると 2015 年以降、じわじわと買いが積み上がる外国株式に対して国内株式の取得意欲は非常に弱く、2019 年以降は国内から海外への代替が進んでいるかのような構図にも見える（前頁図）。同統計からでは為替ヘッジの有無までは判別できないものの、こうした外国株式（恐らく多くは米国株式）への投資を通じた円売りも今次円安局面に寄与しているのではないかと推測される。

### 「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？

もっとも、上述した通り、家計金融資産の半分以上はまだ円建ての現預金に集中している。よって、外国株式への投資などが過去に比べて盛り上がっているのは事実としても、そうした

「日本人の円売り」が資金循環構造を根本的に変容させるような状況にはまだない。しかし、任意となっても大多数が続けているマスク着用のように、日本人は合理性よりも「皆がやっているからやる」という空気で行動変容が起こりやすい。冒頭の日経報道で指摘されたように、外貨建て資産を増やす層がこのまま増えて



いけば、どこかでそれが多数派として空気を形成することになる。もはや窓口で高い手数料を払って外貨を購入する必要はなく、スマートフォン操作で簡単に外貨建て資産を購入できてしまう。動く時は一気に動く恐れは常にあるはずである。実際、「半世紀ぶりの安値」が続く実質実効為替相場（REER）が象徴するように、日本が海外に対して持つ購買力はこの上なく弱まっている（図）。よって外貨運用を増やすこと自体に相応の合理性もある。円の購買力が弱いからこそ海外から輸入される財の値段が押し上げられ、毎日のように値上げが報じられる状況に直結する。

片や、海外から日本へやってくる訪日外国人観光客（インバウンド）は「弱い円」の裏返しである「強い外貨」を背景として旺盛な消費・投資意欲を発揮し続けている。日本人の多くは「こんな高いホテル誰が泊まるのか」、「こんな高い鮎、誰が食べるのか」、「どうせインバウンド向けでしょう」という会話をしたことがあるのではないかと。これは「弱い円」と「強い外貨」に対する諦観に基づいた会話であり、「もう円で買えるものは少なくなっている」という日本人の胸中が透ける。こうした状況に対し名目賃金が騰勢を強めてくれば良いが、大きな望みは持てない。本稿執筆時点で最新となる 4 月分の実質賃金は前年比▲3.0%と 13 か月連続でマイナスとなっている。日本人の懐事情は確実に貧しくなっている。

こうした状況が極まっていた場合、合理的な経済人であれば、資産を「弱い円」ではなく「強い外貨」で持つという意欲は強まるはずである。毎日のように「円は安い（≒外貨は高い）」という情報に晒されれば、自国通貨の脆弱性に愛想を尽かす向きは増えて当然である。事実、円の対ドル相場は 2019 年 12 月から足許までの間に▲30%弱も下落している（※110 円から 140 円への変化と仮定）。これまで最も安全だと考えられていた「自国通貨建ての現預金」に置くだけでこれほど目減りしてしまった以上、何らか

の形で対策を検討するのは普通である。円安が 2022 年の一過性の動きで終われば良かったが、2023 年もしっかり持続している。必然的に「円から外貨へ」という投資意欲を持つ層は増えてくるだろう。

### 資産運用というより資産防衛

こうした動きは広義には「貯蓄から投資へ」という意味合いを孕むが、筆者は若干異なるように思っている。「貯蓄から投資へ」のスローガンが企図するのは資産運用を通じて保有資産を増やしていこうという「攻め」の姿勢転換だろう。だが、上述のような諦観に起因する「弱い円」から「強い外貨」へという動きは資産運用というより資産防衛であり、保有資産を減らないようにしようという「守り」の姿勢転換と言える。高度経済成長以降、日本人は円高に悩んだことはあっても円安に悩んだことはなかった。だからこそ、今後起きることも未知の展開になる可能性がある」と筆者は危惧している。

2022 年 12 月末時点で日本の家計が保有する円の現預金は約 1110 兆円だった。この 10%が「強い外貨」に移ろうとするだけでも 110 兆円規模の円売りが起きる。5%なら 55 兆円だ。2022 年の経常黒字が約+11 兆円なので、日本の年間経常黒字の 5~10 年分が家計の外貨シフトで相殺されるイメージになってしまう。ちなみに、その経常黒字自体も第一次所得収支黒字を主軸としているため実需としての円買いは乏しいのではないかという実情も過去の本欄やみずほマーケット・トピック<sup>3</sup>では詳しく議論している。このような日本の需給環境の下で「日本人の円売り」が焚きつけられた場合、円相場は相当にまとまった幅で下落する懸念があるのではないか。裏を返せば、昨年直面した 113 円付近から 152 円付近までの円急落は「日本人の円売り」を抜きにして起きた現象であり、その意味で限定的な円安相場だったという見方もできる。本当の円安リスクはまだ健在化していないという目線を持っても良いだろう。

### 家計金融資産の「開放」を目指す政府

政府は 6 月 16 日、2023 年の「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」を閣議決定している。ヘッドラインでは新型コロナウイルス対策を筆頭に有事で膨らんだ財政出動を平時に戻すことがクローズアップされているものの、金融市場からは以下のような言及も目を引いた：

- 2000 兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現する。そのためには、家計の賃金所得とともに、金融資産所得を拡大することが重要であり<中略>これらによる家計所得の増大と併せて、持続可能な社会保障制度の構築、少子化対策・こども政策の抜本強化、質の高い公教育の再生等に取り組むことを通じ、分厚い中間層を復活させ、格差の拡大と固定化による社会の分断を回避し、持続可能な経済社会の実現につなげる。

金融市場からは『2000 兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現する』ことの意味を吟味していく必要がある。「家計金融資産の開放」にまつわる懸念は主に 2 つあると筆者は考えている。第一に為替、第二に金利への懸念である。前者は上述してきた通りであり、「家計の円売り」が日本経済にとって極めて大きなリスクを孕んでいる以上、軽々にこの背中を押すことは危ういと言わざるを得ない。2022 年に直面した円安は社会問題化するほどの震度だったが、家計金融資産が外貨建て資産に向けて開放されたわけではなかったことを認識しておく必要がある。政策的にも「貯蓄

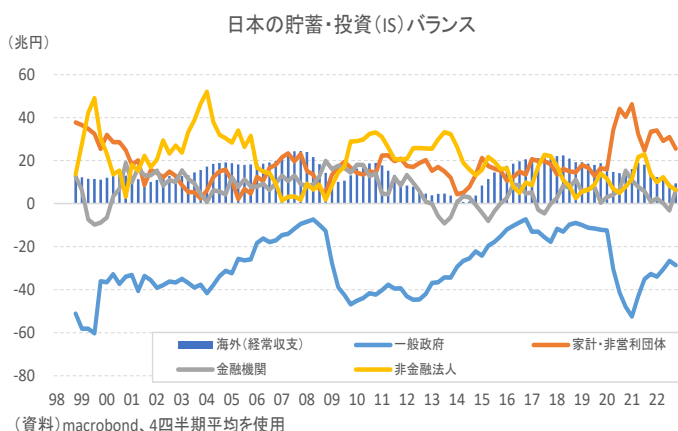
<sup>3</sup> みずほマーケット・トピック 2023 年 4 月 10 日号『第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～』。

から投資へ」を声高に叫べば、その雰囲気が強まる恐れはある。繰り返しになるが、日本人を大きく動かすのは経済合理性よりも「皆がやっているからやる」という空気である。

## 円金利への影響と資金循環構造の実態

為替に次ぐ第二の懸念が円金利への影響だ。家計金融資産が解放されることで長年日本経済が享受してきた国債の安定消化構造に影響が及ぶ可能性はある。家計や企業が円建て現預金という運用形態を取ってきた背景には日本経済に期待される成長率が低迷しているからという事情がある。低成長に最適化された運用先が自国通貨建て現預金という（理論的には）最もリスク量が小さい資産クラスだったのであり、そこに合理性はあった。民間部門が下した合理的な決断を政策的に開放しようと揺さぶった場合、これが為替や金利にもたらす危険性はもっと認知されても良いように思える。

家計金融資産の開放と円金利への影響を理解するためにはまず、資金循環構造を正確に理解する必要がある。家計や企業の現預金は銀行部門に貯蓄される。そのまま銀行部門に滞留して誰も使わなければ文字通り「死に金」だが、そうした民間部門（家計や企業）の貯蓄は政府部門が借りて消費・投資に充てられてきた。銀行部門を主語として言い換えれば、預かった現預金を国債に投資してきたという話だ。そうすることで日本経済の資金循環はバランスしてきたのである。厳密にはそれでも国内全体に貯蓄過剰が生じるため、その分、海外部門が貯蓄不足（≡経常黒字）になることで経済全体の貯蓄・投資が均衡するという構図が続いてきた（図）。こうして完成された「民間部門（家計と企業）の貯蓄過剰」は日本低迷の結果であり、円建て現預金への傾斜もその現象の1つの結果に過ぎない。



今回の「骨太の方針」を見ても、この点に理解の齟齬があるように思えた。具体的に「骨太の方針」では家計金融資産の開放が「持続的成長に貢献する」と謳われている。ということは、「家計金融資産が解放されなかったため、持続的成長が損なわれてきた」という問題意識があるとも言える。つまり「貯蓄は低成長の原因」という見方だ。しかし、低成長が予見されているのに家計が株式への投資を積極化させたり、企業が設備投資を積み上げたりする理由はそもそも無い。「貯蓄は低成長の原因」ではなく「貯蓄は低成長の結果」という方が実情に近いのではないだろうか。

なお、銀行部門、特に民間銀行が国債を多く保有する実情を捉えて「銀行の役割は貸出なのに国債運用ばかりしている」という批判は断続的に見られてきたが、これも因果を取り違えている。銀行の本質的な役割は貸出ではなく「経済全体の資金過不足を均すこと」だ。噛み砕いて言えば「『資金を持て余している主体』から『資金を必要としている主体』へ融通すること」が銀行部門に期待される役割である。日本の銀行部門において貸出が盛り上がり国債投資が増えたのは、低成長の結果として「資金を持て余している主体」となった家計や企業から、成長の下支えを強いられ「資金を必要としている主体」となった政府へ、銀行を介して資金が融通されたというだけの話である。低成長に合わせ銀行の本質的役割である「資金過不足の調整」が機能したとも言える。厳密には黒田体制以降、民間銀行から日本銀行への国債

移管が進んだ構図となっているが、銀行部門で国債が消化されているという事実には変わらない。

これまでの日本で「貯蓄から投資」が進まなかったという問題に関しては「そうせざるを得ない経済状況があったから」という事実を出発点として議論する必要がある。円建て現預金を中心とする家計金融資産の構成も、それを原資として低位安定する国債利回りも、一国経済の地力を反映した結果であり、その結果を無理やりにでも政策的に変えようとしているのが「骨太の方針」で謳われている「資産運用立国」論ではないかと思われる。

### 日本人が貯蓄しないなら誰が国債を買うのか？

善悪は別にして「民間銀行－政府部門－日本銀行」が三位一体となっている日本国債の消化構造は円金利の安定という意味では盤石だった。資産運用立国という旗印の下、家計金融資産を開放し「貯蓄から投資」を政策的に促すことは、この消化構造を揺さぶる行為とも見受けられる。仮に、政府の企図する通り、「貯蓄から投資」が盛り上がった場合、国債は無難に消化されるのか。しばしば「眠っている」と表現される現預金は銀行部門経由で国債購入に充てられている。それが眠りから目覚め、例えば外貨建て資産へ投資された場合、日本の銀行部門の代わりに国債を買う経済主体を見つけてくる必要はないのか。海外部門に購入して貰う展開はあり得るが、国内投資家のような低利での購入は当然望めない。円金利上昇は円安同様、国民生活に直結する話であるため、こうした懸念は小さなものとは言えない。

もちろん、実際問題として、日本の家計金融資産の構成が国際的に見て過度に保守的である可能性は否めないため、「資産運用立国」論にも正当性はある。しかし、それに付随して懸念される為替や金利といった国民生活に直結する変数への大きな影響はさほど議論されていないように感じる。既に制度的な枠組みが出揃ってしまっているが、例えば iDeCO（個人型確定拠出年金）や NISA（少額投資非課税制度）の抜本的な拡充が図られるにしても円建て資産と外貨建て資産では受けられる恩恵に差があっても良かったのかもしれない。将来的に家計金融資産の変動が為替や金利に大きな影響を持っているという議論が活発化した場合、そのような修正が検討される可能性はあるだろうか。

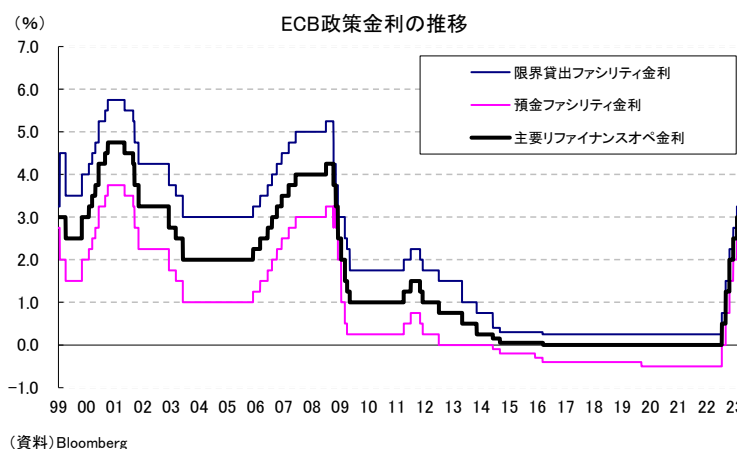
いずれにせよ日本において資産運用が活発化しなかった背景を検討する際には、日本人特有の保守性や金融リテラシーの欠如にその原因を求める発想も誤りではないと思われるが、日本経済が強いられてきた厳しい経済環境も併せて考慮すべきと考える。現存している資金循環構造にも相応の理由とメリットがあったことも知った上で「貯蓄から投資へ」の動きを促していくべきである

## ◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ全面高をけん引する ECB～

## 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～we're not at destination～》

## リセッションでも史上最速の利上げ

6 月に開催された ECB 政策理事会は 8 会合連続の利上げを決定し、預金ファシリティ金利を筆頭とする主要政策金利をそれぞれ+25bp ずつ引き上げた(図)。2022 年 7 月の利上げ開始から利上げ幅は+400bp に達しており、ECB 史上最速の引き上げペースが続いている。ユーロ圏実質 GDP は昨年 10～12 月期および今年 1～3 月期で前期比▲0.1%と軽微なテクニカル・リセッションに陥



っており、消費者物価指数 (HICP) もはっきりとピークアウトが見られているが、「利上げ路線に支障なし」というのが ECB の変わらぬ立場と見受けられる。ラガルド ECB 総裁は会見において最初の記者からの質問に対し「it is very likely the case that we will continue to increase rates in July, which probably doesn't come as a big surprise to you」と断言しており、7 月の+25bp を予告している。さらに同じ回答の中で「we're not at destination」と引き締め路線がまだ途上にあるかのようなニュアンスも示唆しており、果たして 7 月で利上げが終了するのか怪しくなっている。本稿執筆時点では 9 月利上げも相応に織り込まれており、むしろ「年内本当に 2 回で終わるのか」が焦点になりそうだ。

改定されたスタッフ見通しでは特にコアベースのインフレ率について上方修正が目立っており、2023～25 年にかけて「+5.1%→+3.0%→+2.3%」と前回対比でそれぞれ+0.5%ポイント、+0.5%ポイント、+0.1%ポイントの引き上げが行われている。予測可能性が高い直近のインフレ基調について大幅に引き上げられている以上、ECB が従前の主張を変えるのは困難と言える。声明文を見ればエネルギー価格、食料価格そしてサービス価格なども下落する中でコア HICP も落ち着きを見せつつあることに言及があるものの、依然として+5%台で推移している事実もあり、「Indicators of underlying price pressures remain strong」と伸び幅の大きさ自体が問題視されている様子が窺える。

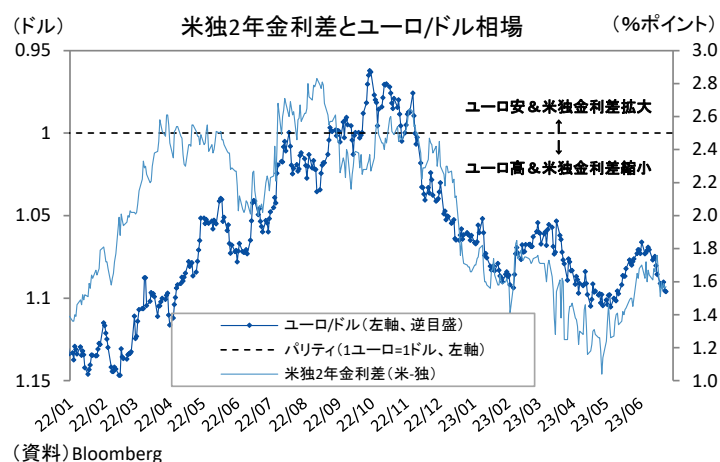
## 疑いが強まる「賃金・物価スパイラル (wage-price spiral)」

会見ではコア HICP の予測値引き上げに関連した質問が散発した。この点、ラガルド総裁は、今回の会合では労働市場の分析に時間が費やされたことを明らかにしており、今や物価上昇の主役がかつてのエネルギー、食料から賃金にシフトしている事実が明言されている。ラガルド総裁は「To oversimplify: energy played a significant role, then food kicked in, and energy is now fading, has moved now in May and is in slightly negative territory. But labour, and wages in particular, is playing a significant role as a driver of inflation」と物価上昇の背景を整理して見せている。ここまではっきり物価上昇のドライバーとして名目賃金上昇が認知されている以上、毎回のよう争点になる「賃金・物価スパイラル (wage-price spiral)」が既に発生しているのではないかという疑義は抱かれる。実際、「賃金上昇で物価が押し上げられているのならば、二次的波及効果が発生しているということではないか」と質す記者も現れて

いる。この点、ラガルド総裁は ECB の分析では単位労働コスト（ULC）の上昇が足許の物価上昇に寄与しているものの、それは労働組合の協約賃金（妥結賃金）とは異なるものであり、後者の動きを見る限り、まだスパイラル的な物価上昇とは判断できないと反論している。中央銀行として絶対に回避すべきはインフレに対して企業の値上げと労働者の賃上げ要求が報復合戦（the tit-for-tat）のように繰り返される状況であり、そこまでは至っていないというのが ECB の弁である。注目される妥結賃金も+4%を超える大きな伸び幅にあるものの、これは従前のコスト上昇を反映した 1 回限り（one-off payments）の現象というのが ECB の現状認識と見受けられる。この正否は現時点では確認しづらい。

### 当初想定より 1 年以上長引く ECB 利上げ

後述する通りだが、5 月以降、ユーロ相場は強含み始めている。FRB と比較した ECB のタカ派姿勢が意識されている結果と言える。米独金利差とユーロ/ドル相場の関係性は日米金利差とドル/円相場の関係性よりも遥かに安定している（図）。実際、政策金利の軌道は ECB の当初想定をかなり大きく上回っている。これは昨年 9 月 8 日の政策理事会におけるラガルド総裁の発言を思い返すと分かりやすい。当時、政策金利の見通しについて問われたラガルド



ド総裁は「恐らく 2 回より多いが 5 回より少ない (it's probably more than two, including this one, but it's probably also going to be less than five)」と回答していた。仮に「5 回より少ない」ケースの 4 回だとした場合、2022 年 9 月を起点とすれば、2022 年 10 月・12 月、2023 年 1 月・2 月で利上げは収束する予定だったことになる。それが 2023 年 2 月ではとどまらず、3 月・5 月・6 月と既に当時宣言されていた最大回数を 3 回（政策金利にして計+100bp）も超えている。その上で次回 7 月の利上げは既定路線で、9 月も利上げを見込む向きが相当多い状況にある。つまり、ECB の当初想定と比較して 1 年近くも利上げが長引いているのである。この意味で ECB は完全にインフレ抑制に失敗しているように思える。

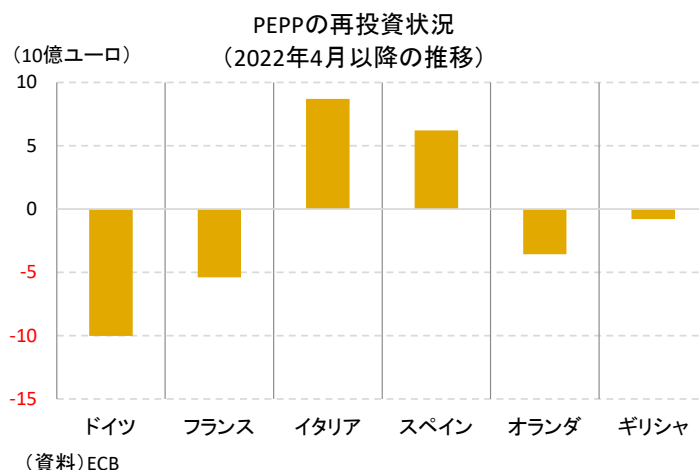
もっとも FRB も同じような状況に陥ってきた経緯はあり、完璧な予知能力を持たない中央銀行が金融政策でインフレを完全に制御することはできないという事実を良く表しているように思う。

### 「利上げ停止の代役」として PEPP 再投資縮小

もちろん、利上げの効果がラグを伴って現れる以上、ECB も 9 月利上げを最後に FRB と同じ「タカ派的な現状維持 (hawkish hold)」を決め込む可能性は高い。しかし、その頃に HICP の基調が落ち着いている保証はなく、利上げとは別の形でタカ派姿勢をアピールする必要があるだろう。この際、焦点になりやすいのは 2022 年 3 月末に終了したパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を通じて購入した資産の処遇だ。現状、PEPP を通じて購入した資産の再投資は「少なくとも 2024 年末まで」という方針が示されているが、果たして持続可能なのか。既に 5 月の政策理事会では定例の資産購入プログラム (APP) で購入した資産の再投資が「7 月で打ち切り」となる方針が決定されている。つまり、今夏を境

に ECB のバランスシートは縮小過程に入る。しかし、7 月以降も再投資が続けられる PEPP で購入した資産は 5 月末時点で 1.67 兆ユーロ存在し、これは ECB のバランスシート（約 7.7 兆ユーロ）の 2 割以上を占める。本当に量的な引き締めを企図するならば PEPP で抱える資産は無視できないほど大きい存在である。当のラガルド総裁も 5 月会合後の会見で APP 再投資停止の影響を問われ「it does not have a massive impact」と述べ、現状での量的引き締め効果は大きくないことを認めている。今後利上げを停止した後もしばらく HICP は堅調と思われるが、その際、PEPP 再投資のペースを「減速」させたり、そもそも「停止」させたりすることが「利上げ停止の代役」として機能するのではないか。

ECB としても PEPP の再投資を長く続けたくない理由もある。ちょうど 1 年前となる 2022 年 6 月 15 日に ECB は臨時政策理事会を開催し、急騰していたイタリアを筆頭とする南欧諸国の国債利回りを抑制すべく PEPP の再投資を柔軟化する方針を決定した。この措置は端的に「ドイツ国債の償還金でイタリア国債を購入する」というオペレーションに象徴されており、継続するほど ECB の保有国債比率に歪みが生じることが懸念されて今に至っている。事実、図に示されるように、昨年から足許までの PEPP 再投資状況を見ると、綺麗に「ドイツとフランスを売って、イタリアとスペインを買う」という構図になっている。この結果、既に 5 月末時点でイタリア国債の保有比率は出資金比率（capital key）で定められた 17% を超えて 18.7% まで上昇し、フランスの 20.7%（capital key は 20.4%）に接近している。もっとも、ECB の使命はあくまで域内の経済・金融情勢を安定させることであり、そのために必要な政策を実施した結果、capital key から乖離した国債保有状況になってしまうことは本質的な問題ではないというのが筆者の認識である。



しかし、政治的な摩擦が槍玉に上がりやすい ECB 政策理事会ではそこまで割り切った議論も難しいだろう。なお、右図にも示すように、域内分断化現象と懸念され、再投資柔軟化の主因となったイタリア国債の相対的な急騰は既に正常化している。もちろん、柔軟化措置の結果として落ち着いている面もあるだろうが、昨年のような大幅利上げがなくなるという市場環境ならば柔軟化の必要性も薄れるのではないかな。いきなり再投資を停止するわけではなく、段階的な縮小を議論する程度であれば、大きな混乱なく合意が得られるという考え方もあるだろう。政策金利以外の論点で如何にタカ派姿勢をアピールしていくかが年後半の ECB ウォッチのポイントになりそうである。



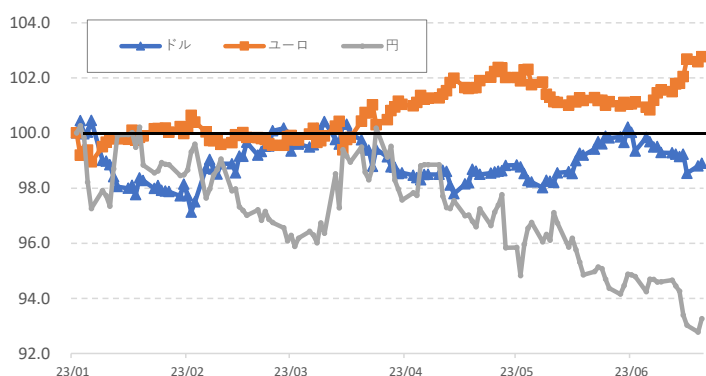
## 《ユーロ相場の現状と展望～政策格差を反映するユーロ相場～》

### 中銀姿勢を反映する G3 通貨の強弱関係

上述したように、ECB のタカ派姿勢に応じてユーロ相場は騰勢を強めている。6 月会合後の総裁会見では案の定、FRB の利上げ停止になぞらえて ECB も同様の検討をしないのかといった趣旨の質問が見られていた。例えば会見で最初に質問した記者は「FRB を真似しろとは言わないが、利上げ停止を検討する理由を考えているのか」と迫っている。この質問に対する回答が前項で紹介した +25bp の利上げ予告や「we're not at destination」というフレーズであり、要するに「ECB は ECB のデータを見て判断する。まだまだやることはある」という発言に繋がってくる。恐らく昨春に始まった世界的な利上げ局面において、FRB と ECB の距離感が最も詰まっているのが現状と考えられる。分かりやすい材料を好む為替市場においてユーロ全面高が進んでいるのは必然と言える。もちろん、利上げ開始時期に関して言えば、FRB の 2022 年 3 月に対し、ECB は 2022 年 7 月であり、そもそもワntenポ遅れている。そのため「ECB の利上げの方が持続している」という評価は本来適切とは言えない。しかし、事実として雇用・賃金情勢に米国ほどの弱まりが確認されていないため、「夏場を越えても利上げをするかもしれない ECB」は為替市場において分かりやすいユーロ買い材料として受け止められ続ける可能性が高い。こうしたロジックは昨年来の本欄で従前から強調してきたものであり、シナリオに修正の必要はない。

なお、右図に示すように、本稿執筆時点で  
の為替相場では「ユーロ>ドル>円」の強弱  
関係にあるが、これは利上げ継続の ECB、利  
上げ停止の FRB、緩和続行の日銀という中央  
銀行の姿勢をそのまま反映している。2022 年  
は内外金利差拡大と円安の関係性を説く論  
陣が目立ったものの、過去の本欄では「本  
当に内外金利差に円売りに寄与してくると  
すればボラティリティも落ち着いてキャリー  
取引がやりやすくなる 2023 年」という主張  
を展開してきた。こうした G3 通貨の強弱関

(23年1月1日=100) ドル、円、ユーロの名目実効為替相場



(資料) macrobond

係、言い換えれば円全面安の構図は FRB や ECB が共にはっきりハト派色を強める今年 10～12 月期に入るまで続く公算が大きいというのが筆者の考えである。10～12 月期に入れば、ようやく円から見た内外金利差の顕著な縮小も予想され、円安にも修正は入りやすいと思われる。だが、それでも需給環境が根本的に円売り超過に傾斜している環境がある以上、かつての円高水準を取り戻すのは難しいという筆者の立場に大きな変化はない。逆に、ユーロ相場は世界最大の経常（貿易）黒字圏という事実が揺るがないとすれば、ECB のハト派転換だけで底割れするようなことはないはずである。

市場営業部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)

[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](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。